

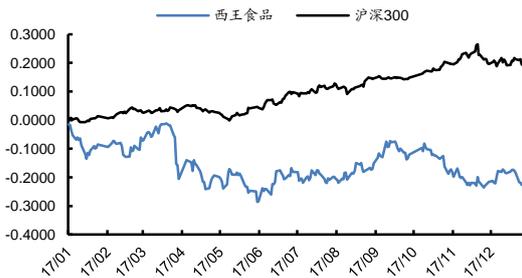
成本下降提升毛利率，保健品国内市场有望快速增长

——西王食品（000639）跟踪报告

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
西王食品	-0.7	-12.0	-22.6
沪深300	0.5	4.8	21.4

市场数据

	2017-12-28
当前价格（元）	18.69
52周价格区间（元）	16.81 - 24.50
总市值（百万）	8495.17
流通市值（百万）	7039.51
总股本（万股）	45453.05
流通股（万股）	37664.57
日均成交额（百万）	60.73
近一月换手（%）	10.72

相关报告

《西王食品（000639）季报点评：业绩符合预期，线上快速增长》——2017-10-20

《西王食品（000639）调研简报：成本有所上升，定增有序推进》——2017-10-20

《西王食品（000639）事件点评：植物油业务环比改善，运动营养品符合预期》——2017-08-21

《西王食品（000639）事件点评：定增过会+员工持股，彰显公司信心十足》——2017-07-06

《西王食品（000639）事件点评：大健康领域

投资要点：

■ **保健品国内市场有望快速增长** 公司运动营养品业务在国外保持稳定增长，在国内进入快速发展时期。国外运动营养市场已经较为成熟，预计Kerr公司国外业务将保持接近两位数的稳定增长。在国内，伴随着经济的发展，国民健康意识的不断增强，健身房锻炼及马拉松比赛等运动形式的普及，预计国内运动营养市场将快速增长。2017年公司国内运动营养品业务预计达到翻倍增长，销售额大约在2.5亿元至3亿元之间。我们认为公司运动营养业务有望继续快速增长，2018年的业绩值得期待。

■ **乳清蛋白成本下降** 公司运动营养品MuscleTech和Six Star的主要生产原料是乳清蛋白，分别约占其产品生产成本的50%和30%左右。随着国际上原奶主产国减产预期不一致，原奶产量开始逐渐上升，原奶价格出现回落。根据恒天然拍卖交易指数，交易价格从2017年1月的1034美元/公吨下降至12月的935美元/公吨，降幅达10%。乳制品拍卖价格的下降将有利于公司降低原材料成本，提升公司毛利率。

■ **定增正在有序推进** 西王食品非公开发行已经获批，募集资金总额不超过16.7亿元，扣除发行费用后主要用于归还并购加拿大保健品Kerr公司所产生的国内借款（国内借款10.05亿元，利息8.5%）。预计此次定增将在近期完成，在归还国内借款后，每个季度有望减少2100万左右的利息费用，公司盈利能力将大幅增厚。

■ **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 随着消费者健康意识的不断增强，公司国内运动营养业务有望快速成长。国际奶价的下跌，将降低公司原料成本，提升毛利率。此外，公司在有序推进定增，定增完成后，有望增厚公司净利润。综上，在不考虑非公开发行的情况下，我们预测2017/18/19年EPS分别为0.66/0.87/1.05元，对应2017/18/19年PE为28.72/21.95/18.01倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：乳清蛋白成本下降不及预期；非公开发行不及预期；运动营养品业务发展不及预期、所得税率对Kerr公司影响不确定；Kerr后继20%股权收购不确定；传统植物油市场发展不及预期；食品安全事故**

强强联手，西王&阿里达成“新零售”战略合作》

——2017-06-19

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3375	5752	6551	7427
增长率(%)	50%	70%	14%	13%
净利润（百万元）	134.8	301	393	480
增长率(%)	-8%	123%	31%	22%
摊薄每股收益（元）	0.30	0.66	0.87	1.05
ROE(%)	4.84%	9.78%	11.44%	12.41%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

表 1: 西王食品盈利预测表

证券代码:	000639.Sz				股票价格:	19.00	投资评级:	买入	日期:	2017/12/29
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	4.84%	9.78%	11.44%	12.41%	EPS	0.30	0.66	0.87	1.05	
毛利率	29%	36%	37%	37%	BVPS	4.23	4.69	5.29	6.03	
期间费率	23%	29%	31%	30%	估值					
销售净利率	4%	5%	6%	6%	P/E	64.06	28.72	21.95	18.01	
成长能力					P/B	4.50	4.05	3.59	3.15	
收入增长率	50%	70%	14%	13%	P/S	2.56	1.50	1.32	1.16	
利润增长率	-8%	123%	31%	22%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.50	0.64	0.70	0.76	营业收入	3375	5752	6551	7427	
应收账款周转率	5.94	5.94	5.94	5.94	营业成本	2387	3654	4098	4654	
存货周转率	3.62	3.62	3.62	3.62	营业税金及附加	13	22	25	29	
偿债能力					销售费用	487	1077	1112	1277	
资产负债率	58%	66%	63%	60%	管理费用	219	218	352	406	
流动比	0.94	1.77	1.97	2.19	财务费用	62	238	345	340	
速动比	0.63	1.35	1.50	1.66	其他费用/(-收入)	(8)	(5)	(5)	(5)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	200	537	613	715	
现金及现金等价物	689	2838	3148	3499	营业外净收支	15	6	(21)	(15)	
应收款项	569	273	324	388	利润总额	214	543	592	700	
存货净额	662	1014	1138	1292	所得税费用	55	164	109	130	
其他流动资产	79	135	154	174	净利润	160	379	483	570	
流动资产合计	1999	4260	4763	5354	少数股东损益	25	78	89	91	
固定资产	681	652	627	604	归属于母公司净利润	135	301	393	480	
在建工程	59	69	79	89						
无形资产及其他	1193	1193	1074	955	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
长期股权投资	10	10	10	10	经营活动现金流	(148)	250	559	560	
资产总计	6690	8932	9301	9759	净利润	160	379	483	570	
短期借款	1253	1253	1253	1253	少数股东权益	25	78	89	91	
应付款项	382	585	656	745	折旧摊销	42	187	185	170	
预收帐款	70	119	135	154	公允价值变动	0	0	0	0	
其他流动负债	424	455	372	296	营运资金变动	(374)	(395)	(197)	(271)	
流动负债合计	2129	2413	2417	2449	投资活动现金流	(3494)	18	15	13	
长期借款及应付债券	1735	3405	3405	3405	资本支出	(120)	18	15	13	
其他长期负债	41	41	41	41	长期投资	(10)	0	0	0	
长期负债合计	1776	3446	3446	3446	其他	(3364)	0	0	0	
负债合计	3905	5859	5863	5895	筹资活动现金流	5790	1580	(118)	(144)	
股本	455	455	455	455	债务融资	2888	1670	0	0	
股东权益	2784	3073	3438	3864	权益融资	1047	0	0	0	
负债和股东权益总计	6690	8932	9301	9759	其它	1854	(90)	(118)	(144)	
					现金净增加额	2148	1847	456	429	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。