

食用油、运动保健双业并进，大健康龙头起航

食用油、运动保健双主业，长期有望成长为中国健康食品第一品牌。

公司从 2010 年开始玉米油品牌的全国推广，2011 年完成重大资产重组后上市，目前为国内最大的玉米胚芽油生产基地。公司股权结构集中稳定，西王集团控股比例达到 50.76%。公司自 2016 年起共收购 Kerr 85% 股份，开启食品油、运动保健品双主业模式，公司长期有望成长为中国健康食品第一品牌。

规模稳健增长，盈利能力提升。（1）**营收、业绩持续增长。**2014-2018 年，公司收入由 18.70 亿增至 58.45 亿元，复合增速 32.96%；归母净利润由 1.17 亿增至 4.68 亿元，复合增速 41.42%。（2）**产品结构优化，盈利能力提升。**2018 年营养补给品实现收入 29.64 亿，占比为 50.72%，毛利率为 42.84%；植物油收入 22.18 亿元，占比 41.44%，毛利率为 34.85%。一方面高毛利的营养补给品纳入合并报表，另一方面植物油业务产品结构不断优化，公司毛利率由 2014 年的 27.66% 提升至 36.30%，净利率由 6.28% 提升至 9.10%。

食用油板块：聚焦高景气玉米油细分市场，拓展多类健康油种。（1）**行业：**2017/18 年度，我国共消费植物食用油 3336 万吨，同比增 2.43%，发展平稳。玉米油为新型健康油种，2017 年销量为 127.6 万吨，同比高增 25.1%。

（2）**竞争格局：**2018 年植物食用油 CR4 达 63.8%，根据 AC 尼尔森数据，在玉米油细分领域，西王市场份额近 30%，稳占玉米胚芽油第一品牌宝座。

（3）**西王食品：**主打玉米油产品，地理位置、集团支持使得公司原料优势凸显。另推出多种其他主流油种拓宽产品线宽度。主推的小包装植物油销量占比超过 70%，同时积极拓展散装油市场。渠道上经销端拥有 800 家经销商、18 万家营销网点，KA 渠道与天虹、物美等签订战略合作，电商渠道、新零售渠道亦快速开拓。

运动保健板块：2016 年公司成功并购 Kerr 公司，跨入了万亿市场规模的大健康产业。（1）**行业：**2018 年全球运动营养和体重管理行业规模超千亿美元。北美市场占比高、增速放缓；中国市场占比低，在肥胖率及亚健康率提升、健身需求增加因素的驱动下行业成长迅速。（2）**Kerr 产品矩阵丰富，品牌优势显著。**Kerr 运动营养品拥有 1996 年推出的 Muscletech 等品牌，体重管理品拥有 Hydroxycut 等品牌，北美地区影响力强。（3）**技术、管理优势突出，品牌、渠道运营加码，外销稳健，内销市场快速打开。**Kerr 技术积累深厚，新品开发能力强。核心管理团队拥有超过 20 年的行业经验，管理经验丰富，团队稳定。公司收购 Kerr 后，积极拓展海外市场和线上销售，在国内加强 Kerr 品牌和渠道端的运营，市场占有率快速提升。

投资建议：预计 2019-2020 年西王食品收入为 62.45、66.24 亿元，同比增长 6.85% 和 6.07%；归母净利润为 5.13 亿元、5.78 亿元，同比增长 9.60%、12.69%，对应 PE 为 12.8x 和 11.3x，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争大幅加剧，原材料价格大幅波动。

西王食品 (000639)

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

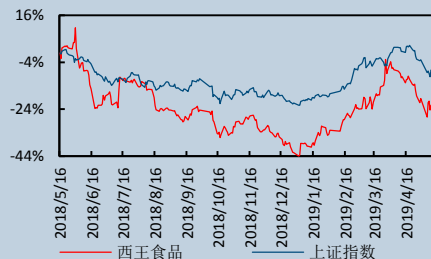
发布日期：2019 年 05 月 21 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.04/2.48	15.66/6.11	-14.69/-6.75
12 月最高/最低价 (元)		17.47/6.2
总股本 (万股)		77,102.01
流通 A 股 (万股)		77,102.01
总市值 (亿元)		71.17
流通市值 (亿元)		71.17
近 3 月日均成交量 (万)		1,030.6
主要股东		
西王集团有限公司		29.7%

股价表现



相关研究报告

目录

一、食品油、运动保健品双主业，健康食品行业领跑者	3
二、规模持续增长，盈利能力提升，收购 Kerr 后产品、渠道多元化	4
三、双主业兼具优势，齐头并进共拓展	6
（一）食用油板块：聚焦高景气玉米油细分市场，拓展多类健康油种	6
（二）运动保健板块：Kerr 优势多元，海外稳健，中国区有望高速增长	12
四、投资建议：维持“增持”评级	16
五、风险提示	18

图表目录

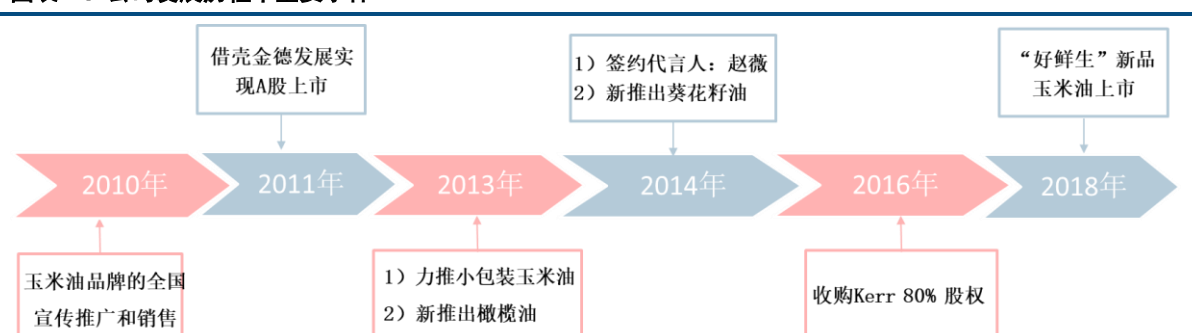
图表 1：公司发展历程中重要事件	3
图表 2：公司股权结构图	3
图表 3：收购后 Kerr 股权控制图	4
图表 4：西王食品主要财务数据	5
图表 5：西王食品分产品收入拆分表	5
图表 6：西王食品内外销收入拆分表	6
图表 7：中国食用植物油供需平衡表（万吨）	7
图表 8：2011-2017 年我国玉米油产量（万吨）	7
图表 9：2011-2017 年我国玉米油消费量（万吨）	7
图表 10：中国市场食用油企业市占率（%）	8
图表 11：中国市场食用油品牌市占率（%）	8
图表 12：食用油产业链结构图	9
图表 13：西王食品主要产品一览表	9
图表 14：西王食品植物油销售数据	10
图表 15：西王玉米胚芽油主要明星代言人	11
图表 16：西王品牌食用油市场占有率（%）	11
图表 17：西王品牌营销网点数量（万家）	12

图表 18: 中国成年人超重率、肥胖率均在上升 (%)	13
图表 19: 中国体育健身休闲活动规模及增加值 (亿元)	14
图表 20: 中国健身会员渗透率远低于北美	14
图表 21: 北美地区运动营养产品企业市占率 (%)	14
图表 22: 北美地区体重管理产品企业市占率 (%)	15
图表 23: 2018 年 MuscleTech 成为市场龙头	16
图表 24: 2018 年 MuscleTech 国内市占率排名第一	16
图表 25: 西王食品财务数据及估值假设 (亿元)	16
图表 26: 西王食品估值表 (百万元)	17

一、食品油、运动保健品双主业，健康食品行业领跑者

国内食用油龙头，玉米油行业领先。西王食品是西王集团旗下控股公司，公司从 2010 年开始玉米油品牌的全国宣传推广和销售，于 2011 年完成重大资产重组后上市，目前已成为国内最大的玉米胚芽油生产基地，主要生产销售西王牌系列健康食用油，2010 年 8 月被中国食品工业协会冠名“中国玉米油城”。同时，公司开发了葵花籽油、玉米橄榄油、菜籽油、亚麻籽油等健康油种，食用油产品线不断拓宽。

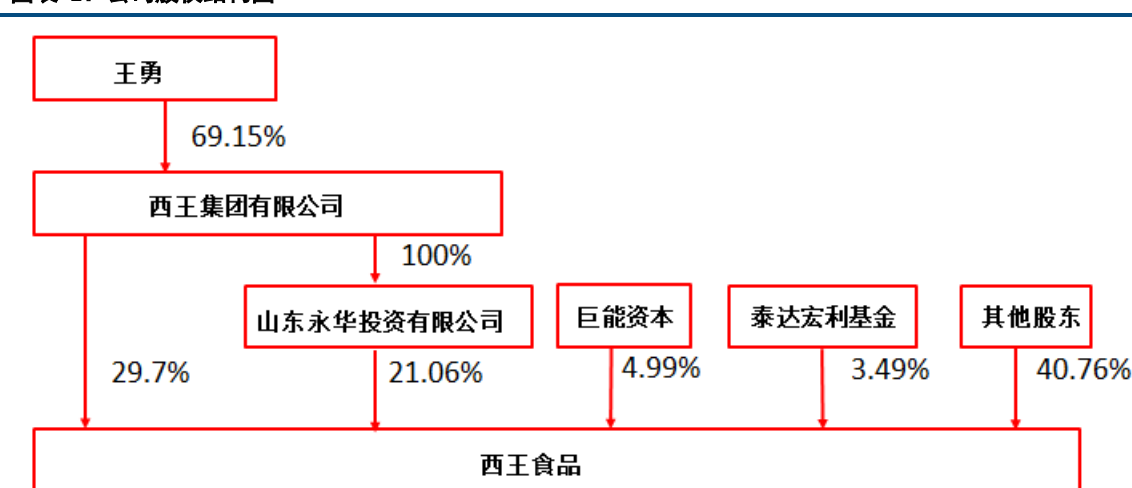
图表 1：公司发展历程中重要事件



资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

依托于西王集团，产业协同优势明显。西王集团旗下有西王食品、西王特钢、西王糖业、西王国贸、西王置业五大业务板块，其中西王糖业、西王国贸和西王食品业务链接紧密。西王糖业是亚洲主要的淀粉糖生产基地、麦芽糊精生产基地，能够为西王食品提供足量的胚芽原料；西王国贸主要从事部分糖类、喷浆玉米皮、蛋白粉、玉米油等相关农产品的进出口业务，西王国贸可以协助西王糖业进行原料采购工作。公司股权结构集中稳定，西王集团直接控股比例达到 29.7%，集团通过山东永华投资有限公司间接控股比例达到 21.06%，总控股比例达到 50.76%。王勇先生为西王集团有限公司董事长，为西王食品实际控制人。

图表 2：公司股权结构图

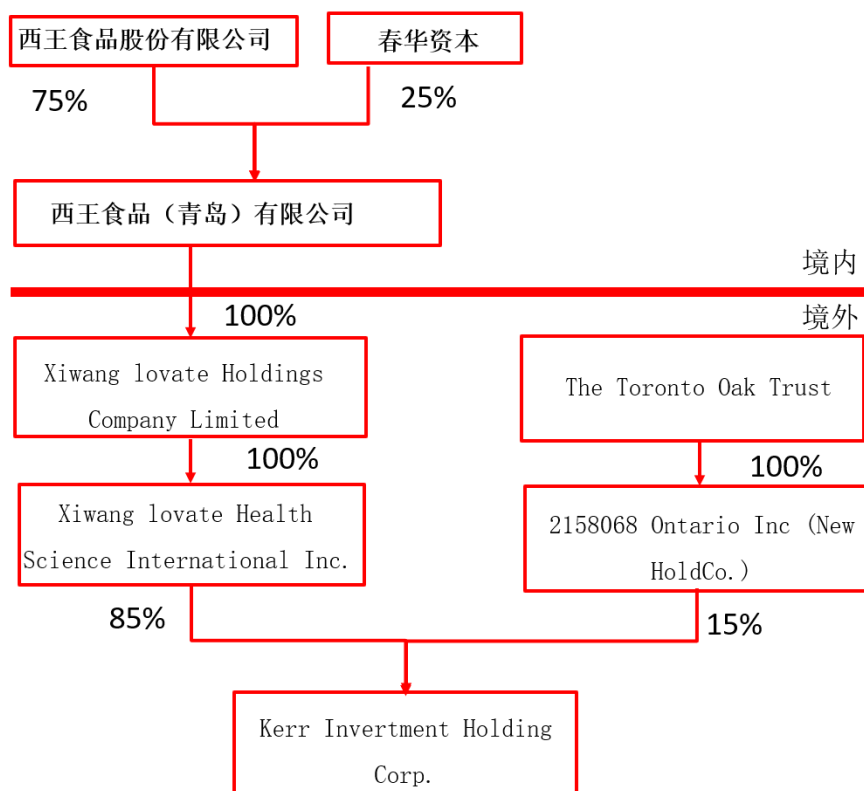


资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

收购 Kerr 公司，开启食品油、运动保健品双主业模式。公司于 2016 年 10 月联合春华资本以现金方式收购 Kerr 公司 80% 股权，2019 年 3 月再收购 Kerr 5% 股权，未来将实现 100% 控股。Kerr 公司为北美地区知名运动保健品运营商，品牌包括 Muscle Tech、Six Star、Hydroxycut 与 Purely Inspired 等，业务涵盖全球主要市场，

拥有较高的全球市场知名度。收购 Kerr 使公司大跨步进军运动保健品新领域，在国内运动保健品行业处于起步阶段之际，公司可以借机扩展消费群体，进一步提高市场占有率和盈利能力。公司将利用现有的国内销售体系来营销和推广 Kerr 公司的产品，与此同时，西王食品的食用油产品和品牌可以借此契机走向国际。

图表 3：收购后 Kerr 股权控制图



资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

二、规模持续增长，盈利能力提升，收购 Kerr 后产品、渠道多元化

营收、业绩持续增长。2014-2018 年，公司营业收入由 18.70 亿元增至 58.45 亿元，年均复合增长率为 32.96%；归母净利润由 1.17 亿元增至 4.68 亿元，复合增速 41.42%。2019 年一季度营收为 13.83 亿元，同比增长 1.52%；归母净利润 0.92 亿元，同比增长 9.47%。

产品结构优化，盈利能力提升。2014-2018 年，公司毛利率分别为 27.66%、28.01%、29.27%、35.59%和 36.30%，净利率分别为 6.28%、6.52%、4.73%、7.05%、9.10%。公司盈利能力持续提升，一方面由于高毛利产品营养补给品纳入合并报表，另一方面公司植物油业务因产品结构不断优化，盈利能力亦有提升。

期间费用率有所上升。2014-2018 年，公司整体期间费用率由 19.67%上升至 24.14%。其中，销售费用率由 2014 年 13.91%上升至 2018 年 17.45%，主要是由于市场营销推广费用、销售人员职工薪酬、运输装卸及港口费和市场服务费等逐年提升；管理费用率基本保持稳定且呈下降趋势，但 2016 年较高，主要是由于当年管理费用中确认了重大资产收购重组相关中介费用 6211 万以及收购后并入了标的公司的管理费用所致，导致同比增加 1.72pct；财务费用率方面，公司出口业务比重较大，2017 年人民币对美元大幅升值，导致部分汇兑损失；同时

2017 年收购借款利息大幅增加，也导致了财务费用率的增加。

图表 4：西王食品主要财务数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
总收入（亿元）	18.70	22.44	33.75	56.18	58.45	13.83
同比（%）	-22.95	19.97	50.43	66.46	4.04	1.52
归母净利润（亿元）	1.17	1.46	1.35	3.43	4.68	0.92
同比（%）	-35.07	24.50	-7.84	176.42	36.47	9.47
综合毛利率（%）	27.66	28.01	29.27	35.59	36.30	35.19
净利率（%）	6.28	6.52	4.73	7.05	9.10	7.54
净资产收益率（%）（摊薄）	9.64	10.76	7.02	15.19	10.71	2.06
销售费用率	13.91	15.12	14.43	17.29	17.45	22.15
管理费用率	5.18	4.77	6.49	5.00	4.69	3.90
财务费用率	0.58	0.48	1.83	4.36	2.00	1.37
费用率合计	19.67	20.37	22.75	26.64	24.14	27.42

资料来源：Wind 中信建投研究发展部

分品类来看：

营养补给品业务高毛利率，营收贡献过半。2017 年收入高增长是由于 2016 年仅并表 2 个月，2018 年营收规模达到 29.64 亿，同比增长 0.15%，占总营收比重为 50.72%；2018 年公司营养补给品业务毛利率为 42.84%，同比 2017 年提升 2.68pct。

植物油业务坚持高端品牌战略。2017 年公司植物油销量为 22.18 万吨，同比下降 7.46%，实现收入 22.18 亿元，同比下降 12.14%，主要是大宗油脂价格走低背景下公司坚持高端品牌战略，需求受到部分影响。2018 年公司植物油共销售 25.52 万吨，同比增长 15.07%，实现营收 24.22 亿，同比增长 8.00%，毛利率达到 34.85%。

图表 5：西王食品分产品收入拆分表

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营养补给品业务（亿元）			5.29	29.60	29.64
占比			15.66%	52.68%	50.72%
同比				459.91%	0.15%
毛利率			43.52%	40.16%	42.84%
植物油业务（亿元）	15.34	20.23	25.55	22.44	24.22
占比	81.99%	90.16%	75.69%	39.95%	41.44%
同比	-25.02%	31.92%	26.27%	-12.14%	8.00%
毛利率	33.15%	31.60%	29.27%	35.51%	34.85%
植物油销量（万吨）	14.54	18.77	23.67	22.18	25.52
同比	-	29.10%	26.11%	-7.46%	15.07%
1、小包装玉米油	11.28	15.42			
占比	60.30%	68.70%			
同比	-24.72%	36.68%			
2、散装玉米油	3.49	3.24			

占比	18.65%	14.46%			
同比	-35.59%	-6.98%			
3、葵花籽油	0.36	1.47			
占比	1.94%	6.54%			
同比		303.31%			
4、橄榄油	0.21	0.10			
占比	1.10%	4.70%			
同比	261.98%	-49.15%			
胚芽粕业务（亿元）	3.02	1.88			
占比	16.14%	8.39%			
同比	-9.87%	-37.63%			
其他主营业务（亿元）	0.35	0.33	2.92	4.14	4.58
占比	1.87%	1.45%	8.65%	7.37%	7.84%
同比	-25.73%	-7.05%		41.77%	10.70%

资料来源：Wind 中信建投研究发展部

收购 Kerr 后外销占比近半，营养补给品中国区销售良好驱动内销占比提升。2016 年以前公司内销占比 98% 以上，收购 Kerr 后 2017 年公司内销收入占比为 50.12%，外销占比达到 49.88%。随着 Kerr 营养补给品在中国区销售的快速增长，内销占比提升至 53.95%。

图表 6：西王食品内外销收入拆分表

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中国大陆（亿元）	18.35	22.11	28.47	28.16	31.53
占比	98.13%	98.55%	84.34%	50.12%	53.95%
同比	-22.89%	20.48%	26.87%	-1.09%	11.00%
港澳台及海外（亿元）	-	-	5.29	28.03	26.92
占比	-	-	15.66%	49.88%	46.05%
同比	-	-	-	430.16%	-3.96%

资料来源：Wind 中信建投研究发展部

三、双主业兼具优势，齐头并进共拓展

（一）食用油板块：聚焦高景气玉米油细分市场，拓展多类健康油种

玉米油细分市场成长性好于食用油行业整体，西王食品主打玉米油产品，地理位置、集团支持使得公司原料优势凸显，同时产品线不断拓宽，多渠道发力，构建全面营销体系。实现在玉米油细分领域 30% 的市场份额，稳占玉米胚芽油第一品牌宝座。

1、食用油行业：消费总量平稳小幅增长，玉米油细分市场成长较快

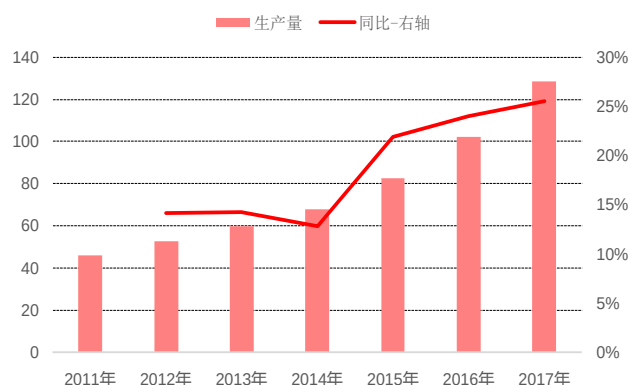
国内消费总量平稳小幅增长，豆油、菜籽油为主要消费品种。2017/18 年度，我国共消费植物食用油 3336 万吨，同比增长 2.43%，增速平稳。其中国内产量 2723 万吨，进口量 611 万吨。国产品种中以豆油、菜籽油为主要品种，产量分别为 1587 万吨、589 万吨，进口品种中以棕榈油为主，进口量为 358 万吨。

图表 7：中国食用植物油供需平衡表（万吨）

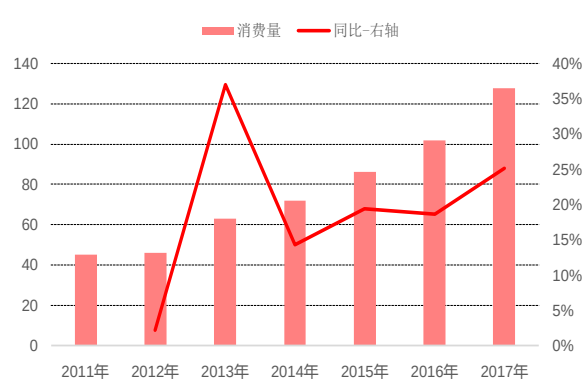
	2015/16 年度	2016/17 年度	2017/18 年度
产量	2531	2717	2723
其中：豆油	1474	1633	1587
菜籽油	560	568	589
花生油	300	298	312
国内消费	3164	3257	3336
同比（%）		2.94	2.43
进口	581	578	611
其中：棕榈油	339	334	358
菜籽油	77	80	107
豆油	59	71	48
出口	13	17	29

资料来源：农业农村部 中信建投研究发展部

玉米油为新型健康油种，细分市场成长较快。随着我国居民高血压、高血脂及肥胖人群的增加，更加符合当今消费环境、含有高“非饱和脂肪酸”的玉米油和葵花籽油等成为消费新宠，国家粮油规划中也明确指出，要积极开发玉米油等新型健康油种。2011-2017 年，我国玉米油销量由 45 万吨增至 127.6 万吨，2017 年销量同比增长 25.1%，仍处于较快增长期当中。

图表 8：2011-2017 年我国玉米油产量（万吨）


资料来源：中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

图表 9：2011-2017 年我国玉米油消费量（万吨）


资料来源：中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

龙头集聚效应明显，西王食品近年市场份额提升较快。经过多年发展，食用油市场有向行业龙头集聚发展的趋势，丰益国际、中粮、山东鲁花、西王食品处于第一梯队，2018 年约占食用油销量的 63.8%。食用油行业集中度高的原因在于食用油的主力消费群体为中老年人和家庭妇女，这一类群体对于新品牌的接受度比较低，因此老品牌的行业地位很难被撼动。丰益国际旗下主要品牌为金龙鱼，中粮旗下主要品牌为福临门，都是由多油种构成的综合性品牌；山东鲁花以花生油为主，西王和长寿花则成为玉米油的代表品牌；多力成为葵花籽油

的代表品牌。从近年市场份额增幅来看，中粮、西王食品市场份额提升幅度较大，丰益国际份额小幅下降，山东鲁花保持稳定。

图表 10：中国市场食用油企业市占率（%）

公司	排名	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
丰益国际	1	40.5	40.3	40.1	39.8
中粮	2	11.0	12.0	12.9	13.8
山东鲁花	3	6.7	6.7	6.7	6.7
西王食品	4	2.3	2.7	3.1	3.5
上海良友	5	3.4	3.4	3.3	3.2
长寿花	6	2.7	2.9	3.1	3.2
佳格集团	7	2.5	2.5	2.5	2.5
广东鹰唛食品	8	1.2	1.3	1.4	1.5
厦门中盛粮油	9	1.5	1.5	1.5	1.4
重庆油脂总公司	10	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：Euromonitor 中信建投研究发展部

图表 11：中国市场食用油品牌市占率（%）

品牌	排名	所属公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
金龙鱼	1	丰益国际	35.3	35.0	34.6	34.1
福临门	2	中粮	9.2	10.2	11.1	12.1
鲁花	3	山东鲁花	6.7	6.7	6.7	6.7
西王	4	西王食品	2.3	2.7	3.1	3.5
海狮	5	上海良友	3.4	3.4	3.3	3.2
长寿花	6	长寿花	2.7	2.9	3.1	3.2
多力	7	佳格集团	2.5	2.5	2.5	2.5
欧丽薇兰	8	丰益国际	1.4	1.6	1.9	2.1
胡姬花	9	丰益国际	2.0	1.8	1.8	1.8
四海	10	中粮	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Euromonitor 中信建投研究发展部

行业同质化严重，增长需靠技术创新。中国食用油行业近年来增长较为缓慢，食用油产品的同质化现象很严重，品牌间的竞争以打价格战为主。随着消费升级，市场对食用油的消费需求将从纯粹追求实惠向追求高品质转变，价格战不是食用油行业的未来出路，未来的增长动力来源于技术创新。目前我国食用油行业的科技创新基础较为薄弱，数据统计显示，中国粮油行业科技费用的提取率不足 1%，而中国各个行业的平均水平为 2.2%。

2、西王主推玉米油产品，产品矩阵日趋完善

公司主打玉米油产品，原料、技术等优势突出：

1) **原材料端**，公司工厂位于玉米大省山东省的核心位置，周边玉米深加工企业众多，玉米胚芽、玉米油毛

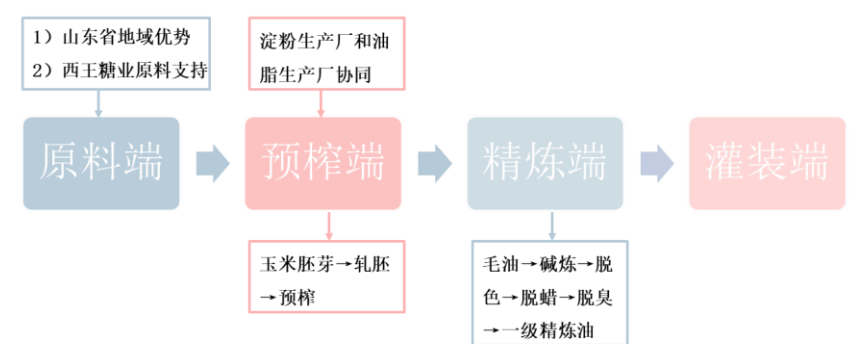
油原料能够得到十分充足的供应，物流成本也能得到控制。同时，西王集团下属西王糖业年加工 300 万吨玉米，所产胚芽全部销售给公司，保障公司原料供应稳定。

2) **预榨端**：充分利用西王集团各淀粉生产厂与油脂生产厂地理位置相临的优势，在玉米胚芽的预榨时期进行良好的产业设计和协同，降低了外部环境对胚芽质量的影响，同时又确保了胚芽的新鲜度。

3) **精炼端**：公司使用先进的瑞典阿法拉伐精炼设备、德国威索公司的加热设备和德国科尔庭的真空系统，并经过巧妙地工业设计使其成为先进的玉米油精炼生产线，全工艺过程自动控制，确保了生产出优质的一级玉米油。

4) **灌装端**：公司选用德国克朗斯公司的吹灌一体机，打破了传统的吹瓶与灌装分离模式，实现了吹瓶和灌装的有机结合。从工艺和技术上确保公司主打产品小包装食用油的玉米油天然、健康的优点。

图表 12：食用油产业链结构图



资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

以玉米胚芽油为核心，产品矩阵日益丰富。经过多年的开发，公司玉米油产品线逐步丰富，主要以玉米胚芽油为核心，另推出鲜胚玉米油和玉米橄榄油。在配套产品线，公司推出葵花籽油、花生油和有机亚麻籽油等主流油种，在稳固玉米油产品线的同时扩大公司产品线宽度，提高市场份额。

图表 13：西王食品主要产品一览表

一、主力产品：玉米油

好鲜生玉米胚芽油（白金）



好鲜生玉米胚芽油（黑金）



鲜胚玉米油



玉米胚芽油



玉米胚芽油（保健）



玉米橄榄调和油



二、配套产品

葵花籽油



花生油



有机亚麻籽油



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

主推小包装植物油，散装市场同步拓展。小包装食用油质量更优，为公司主推产品，2014 年至 2018 年小包装食用油的销售量由 9.69 万吨上升至 17.02 万吨，复合增长率为 15.12%，销量占比始终保持较高的位置，2014 年至 2018 年平均占比为 71.12%；散装食用油的销售量由 4.85 万吨上升至 8.52 万吨，复合增长率为 15.13%。小包装食用油产品。

图表 14：西王食品植物油销售数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
植物油（亿元）	15.34	20.23	25.55	22.44	24.22
占比	81.99%	90.16%	75.69%	39.95%	41.44%
同比	-25.02%	31.92%	26.27%	-12.14%	8.00%
毛利率	33.15%	31.60%	29.27%	35.51%	34.85%
植物油销量（万吨）	14.54	18.77	23.67	22.18	25.52
同比	-	29.10%	26.11%	-7.46%	15.07%
其中：小包装	9.69	14.39	17.38	16.03	17.02
占比	66.64%	76.62%	73.43%	72.27%	66.64%
同比	-17.35%	48.45%	21.81%	-7.77%	6.18%
其中：散装	4.85	4.39	6.29	6.15	8.52
占比	33.36%	23.38%	26.57%	27.73%	33.36%
同比	-25.73%	-4.59%	43.39%	-2.23%	38.54%

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

3、专业玉米油定位，品牌知名度、市占率不断提升

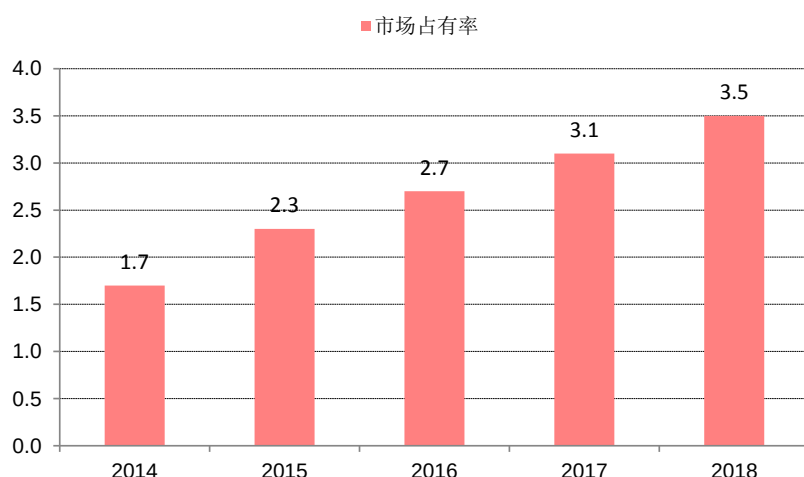
品牌多年深耕，玉米油第一品牌形象深入人心。公司围绕专业玉米油品牌定位，通过聘请明星代言人、央视地方卫视的广告宣传，配合线上线下多种形式的产品展示宣传活动，西王玉米胚芽油在市场上消费者的认知里，已建立‘健康’‘只做非转基因’‘高端食用油’的品牌形象，玉米油第一品牌形象已深入人心，在食用植物油市场中占有率稳步提升。另外，根据AC尼尔森数据，在玉米油细分领域，西王市场份额近30%，稳占玉米胚芽油第一品牌宝座。

图表 15：西王玉米胚芽油主要明星代言人



资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

图表 16：西王品牌食用油市场占有率（%）

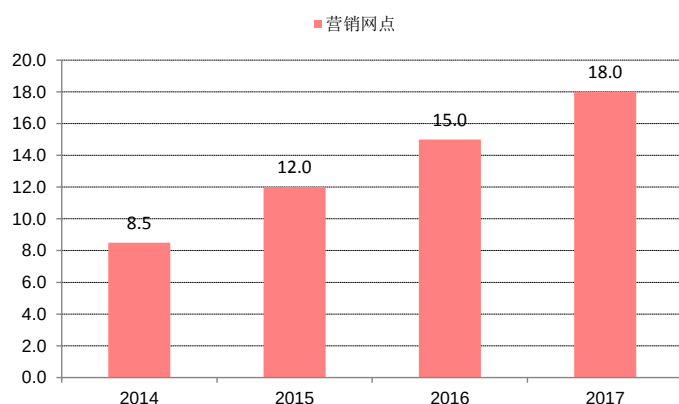


资料来源：Euromonitor 中信建投研究发展部

4、四大渠道齐发展，营销能力不断增强

多渠道发力，构建全面营销体系。公司通过四大渠道发力，线上结合线下，以全面而完善的渠道来促进销售额的不断增长。

1) 经销商渠道：截至 2018 年，公司在全国与近 800 家经销商建立了合作关系，营销网点由 2015 年的 8.5 万家增长至 2018 年的 18 万家，复合增长率为 28.42%。在经销商渠道建设方面，公司为了提高经销商的积极性和效率，深化渠道开发管理并试行经销商营销费用一体化管理制度，使经销商能够更好地适应市场变化。

图表 17：西王品牌营销网点数量（万家）


资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

2) KA 渠道：2018 年与公司一批重点客户签订战略合作，天虹，物美，人人乐等渠道已取得一些阶段性成果，深圳天虹在短短的半年内，销量增长 170%，公司在天虹的品牌地位得到了大幅的提升。

3) 电商渠道：目前公司已经在京东、淘宝等平台上开展线上产品销售，2018 年线上渠道 618 销售较去年同期翻倍，双 11 的销售较去年同期增长 252%，电商渠道销售规模持续扩大。公司紧跟互联网营销趋势，加大内容和流量的投入，推动电商渠道的发展。

4) 新零售渠道：公司于 2018 年成立新零售渠道部，在 5 月份与阿里零售通合作至今，新开网点 1.5 万家。9 月与京东新通路签订战略合作协议，全面布局新兴零售市场。

（二）运动保健板块：Kerr 优势多元，海外稳健，中国区有望高速增长

2016 年公司成功并购了加拿大 Kerr 公司，标志着西王食品由原来百亿级的小品种油产业跨入了万亿市场规模的大健康产业。Kerr 是加拿大一家专注于运动营养产品和体重管理产品的企业，主营业务为运动营养产品（Sports Nutrition）和体重管理产品（Weight Management）的研发和销售，拥有 Muscletech 等 7 个主要运动营养产品品牌和 Hydroxycut 等 4 个主要体重管理产品品牌。

1、运动营养、体重管理行业：市场空间广阔，国内正处渗透率提升的行业红利机遇期

全球运动营养和体重管理行业稳定增长。根据 Euromonitor 数据，2018 年全球运动营养行业市场规模约为 157.01 亿美元，同比增长 11.87%。2018 年全球体重管理行业总销售额为 887.88 亿美元，同比增长 2.51%。

北美地区占比最大，增速放缓。全世界范围内看，北美运动营养产品和体重管理市场规模最大，其中运动营养产品占全球市场规模的 60%，体重管理产品占全球市场规模的 35.78%。运动营养产品在北美地区仍能保持 10%至 12%的增速，而体重管理产品在北美地区销量趋于稳定，维持在 3%的负增长。

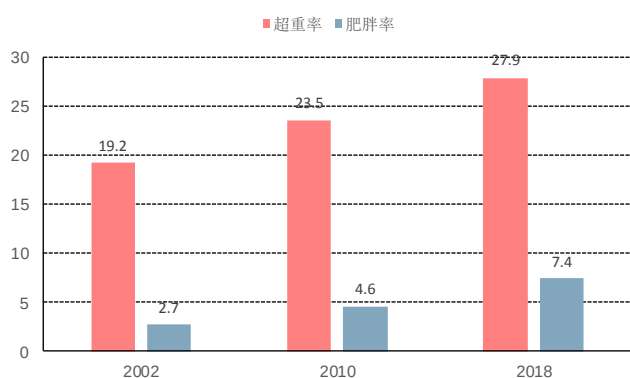
中国市场占比低，渗透率提升下行业空间广阔。2018 年我国运动营养产品市场规模同比增 42.17%，达到 21.05 亿美元，2013-2018 年复合增速达 39.61%；2018 年我国体重管理产品同比增 5.79%，达到 131.05 亿美元，2013-2018 年复合增速达 5.76%。当前中国运动营养和体重管理行业在全球市场占比不大，在肥胖率及亚健康率提升、健身需求增加因素的驱动下，我国运动营养、体重管理市场发展空间广阔。

图表 18：运动营养、体重管理行业规模（亿美元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
运动营养	98.06	108.83	113.41	125.29	140.35	157.01
同比		10.98%	4.21%	10.47%	12.02%	11.87%
北美	55.15	61.99	68.43	76.85	85.62	94.21
占比	56.24%	56.96%	60.34%	61.34%	61.00%	60.00%
同比		12.39%	10.40%	12.30%	11.41%	10.03%
中国	3.97	4.86	6.62	9.60	14.81	21.05
占比	4.05%	4.47%	5.84%	7.66%	10.55%	13.41%
同比		22.45%	36.28%	44.87%	54.34%	42.17%
体重管理	971.29	953.88	875.25	853.64	866.17	887.88
同比		-1.79%	-8.24%	-2.47%	1.47%	2.51%
北美	375.36	365.22	352.10	339.01	327.69	317.68
占比	38.65%	38.29%	40.23%	39.71%	37.83%	35.78%
同比		-2.70%	-3.59%	-3.72%	-3.34%	-3.05%
中国	99.04	105.27	110.81	116.86	123.88	131.05
占比	10.20%	11.04%	12.66%	13.69%	14.30%	14.76%
同比		6.29%	5.26%	5.46%	6.01%	5.79%

资料来源：Euromonitor 中信建投研究发展部

1) 我国亚健康人口基数庞大，肥胖率持续提升，国民健康意识提升推动运动营养、体重管理行业发展。根据 Euromonitor 数据，2016 年中国已经超越美国，成为全球肥胖人口最多的国家。中国人的超重率和肥胖率均不断上升。2002-2018 年，超重率从 19.2% 上升到 27.9%，肥胖率从 2.7% 上升到 7.4%。同时，我国亚健康人群达到 70%，亚健康人数为全球第一。随和肥胖人群和亚健康人群不断增加、健康意识不断提高下，运动营养和体重管理产品将迎来快速发展时期。

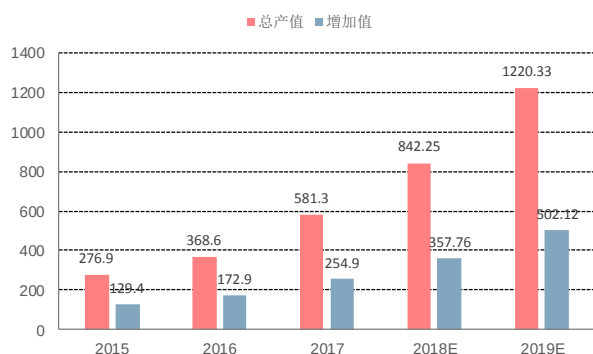
图表 18：中国成年人超重率、肥胖率均在上升（%）


资料来源：Euromonitor 中信建投证券研究发展部

2) 国内健身行业渗透率低，成长迅速夯实营养补给品成长基础。健身作为主流提升健康和减肥瘦身的方式被越来越多中国人所接受，大量的健身人群则是运动营养和体重管理产品的主要消费群体。近年来，健身行业在中国发展迅猛，国家体育总局数据显示 2017 年我国体育健身休闲活动总产出为 581.3 亿元，同比增长 57.70%。但目前我国健身会员渗透率远低于北美、欧洲等发达国家，因此我国健身行业未来市场空间广阔，运动营养和

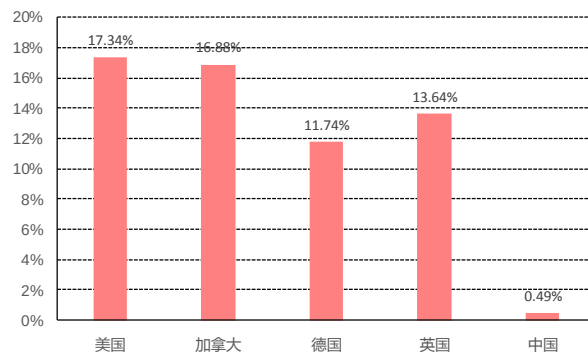
体重管理行业增长基础扎实。

图表 19：中国体育健身休闲活动规模及增加值（亿元）



资料来源：国家体育总局 中信建投证券研究发展部

图表 20：中国健身会员渗透率远低于北美



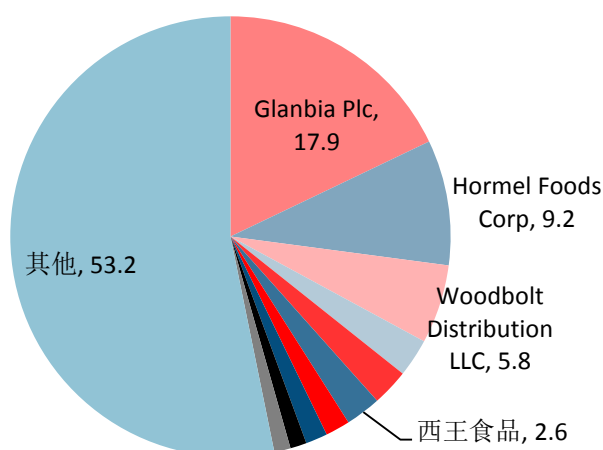
资料来源：IHRSA 国际健康体育协会 中信建投证券研究发展部

2、Kerr 产品矩阵丰富，品牌优势显著，内销市场有望实现爆发式增长

国际化品牌，全球市场，处行业第一梯队。Kerr 总部位于加拿大，拥有的全球性的销售渠道，其产品销往全球 130 多个国家和地区，拥有丰富的国际经营及销售经验。Kerr 的两大主营产品分别是运动营养产品和体重管理产品，公司产品矩阵品类丰富，拥有 Muscletech、Hydroxycut 等明星品牌产品，在运动营养、体重管理行业具有较高知名度。

运动营养产品：运动营养类品牌包括 Muscletech, Six Star, Vitaligenix (GNC 独家)，并且拥有其他 5 个提高运动表现品牌的商标。Muscletech 于 1996 年推出，已连续销售超过 20 年，为北美地区最具影响力的运动营养品牌之一；Six Star 创立于 2004 年，在北美运动营养市场占有率排名前列。

图表 21：北美地区运动营养产品企业市占率 (%)

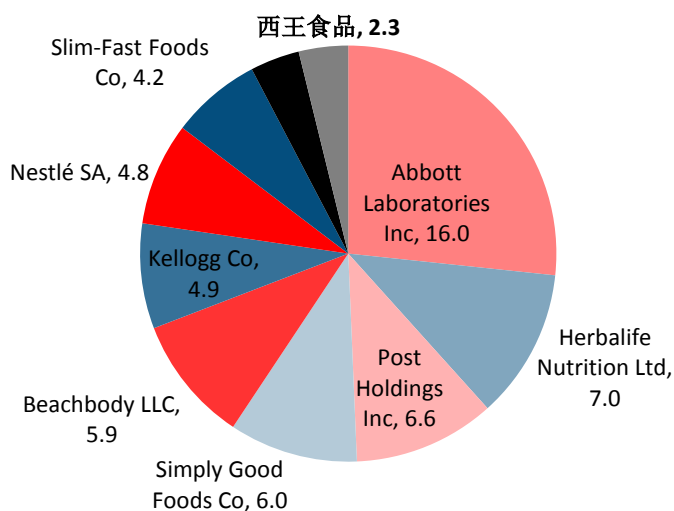


资料来源：Euromonitor 中信建投证券研究发展部

体重管理产品：Kerr 的领先体重管理品牌有 Hydroxycut, Purely Inspired 和 Xenadrine，并且拥有 Nature's Food 品牌的注册商标。Hydroxycut 为过去十年北美最畅销的体重管理产品之一，累计销售量逾 1 亿瓶，占整个美国市场份额达 31%，稳居第一；在沃尔玛以约 36% 的份额，其他 FDMC 渠道（不包含沃尔玛）份额达到 27%，均排名第一，在体重管理产品中品牌认可度较高。Purely Inspired 是以植物为基础的原料制成的天然补品，Purely

Inspired 给追求健康和天然生活方式的消费者提供最优质、性价比最高的产品，Purely Inspired 品牌在 2018 年继续保持高速增长，为北美零售渠道排名第二的饮食减重类品牌。

图表 22：北美地区体重管理产品企业市占率（%）



资料来源：Euromonitor 中信建投证券研究发展部

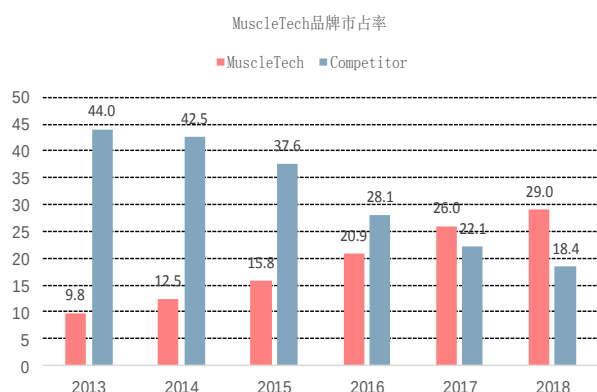
3、技术、管理优势突出，品牌、渠道运营加码，外销稳健，内销市场快速打开

技术积累深厚，产品创新能力强：Kerr 通过大量科研投入，累计已开发逾 800 款产品，拥有超过 70 项专利，并积极研发中国特色产品，通过与多伦多大学等一系列一流大学及第三方研究机构建立了合作关系，共同开发研制新产品，保持公司持续的创新能力。2018 年国内市场通过一般贸易引进并销售的产品 SKU 达到近 100 个。

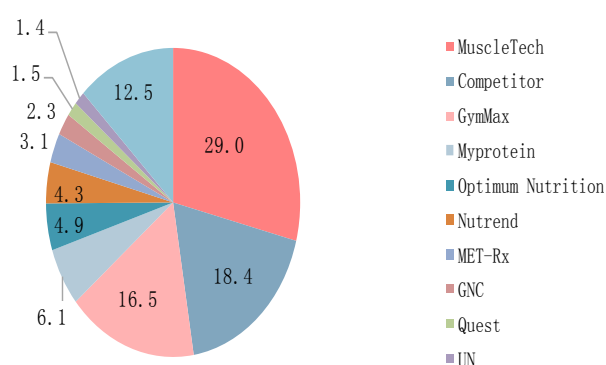
品牌端聘请超级明星代言人，股东支持+外部合作进一步提升品牌形象：Kerr 在北美聘请了 NBA 超级明星控卫拉塞尔·威斯布鲁克、NFL 灵魂人物罗布·格隆考斯基等知名明星担任 Kerr 产品的代言人，国内聘请了中国男篮明星控卫郭艾伦、著名健身运动员牟丛代言。控股东西王集团于 2018 年开始收购山东男篮及女篮，通过对场地的广告投放及中央台、地方台及网络媒体体育赛事的转播，提升西王品牌的知名度。Kerr 于 2018 年开始与世界顶尖的营销中介 Havas 和 Landor 建立合作伙伴关系，进一步推动公司品牌升级。

管理层经验丰富，团队稳定：Kerr 核心管理团队拥有超过 20 年的行业经验，团队成员稳定，首席执行官 Terry Begley 担任公司领导层已经超过 17 年，经验丰富。

销售渠道覆盖广，中国市场有望实现爆发式增长：Kerr 的主要销售区域为美国、加拿大等北美地区，产品已入驻亚马逊、GNC、沃尔玛、沃尔格林、山姆会员店等国际零售商体系。公司收购 Kerr 后，加强了海外市场团队及电商团队的建设，积极拓展海外市场和线上销售，同时 Kerr 在中国区亦有较强的品牌基因，公司收购 Kerr 后开始在国内加强 Kerr 品牌和渠道端的运营，市场占有率快速提升。如运动营养品牌 Muscletech 在中国市场市占率由 2013 年的 9.8% 提升至 2018 年的 29.0%，已反超国产龙头品牌康比特（Competitor）成为中国运动营养市场新龙头。

图表 23：2018 年 MuscleTech 成为市场龙头


资料来源: Euromonitor 中信建投证券研究发展部

图表 24：2018 年 MuscleTech 国内市占率排名第一


资料来源: Euromonitor 中信建投证券研究发展部

四、投资建议：维持“增持”评级

公司主要业务由营养补给品和植物油构成，我们假设 2019-2020 年公司营养补给品收入增长 7%，毛利率为 42.84%；植物油业务收入增长分别为 8%和 6%，毛利率保持 34.85%。

基于以上假设，我们预计 2019-2020 年西王食品营业收入分别为 62.45 亿元、66.24 亿元，同比增长 6.85%和 6.07%；归母净利润分别为 5.13 亿元、5.78 亿元，同比增长 9.60%、12.69%；公司当前总市值 65 亿，对应 PE 为 12.8x 和 11.3x，维持“增持”评级。

图表 25：西王食品财务数据及估值假设（亿元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业总收入	33.75	56.18	58.45	62.45	66.24
同比 (%)	50.43	66.46	4.04	6.85%	6.07%
归属母公司股东的净利润	1.35	3.43	4.68	5.13	5.78
同比 (%)	-7.84	176.42	36.47	9.60%	12.69%
销售毛利率 (%)	29.27	35.59	36.30	36.48%	36.65%
销售净利率 (%)	4.73	7.05	9.10	8.21%	8.73%
营养补给品					
收入	5.29	29.60	29.64	31.71	33.93
同比		459.55%	0.14%	7.00%	7.00%
毛利率 (%)	43.52	40.16	42.84	42.84%	42.84%
植物油					
收入	25.55	22.44	24.22	26.16	27.73
同比	26.30%	-12.17%	7.93%	8.00%	6.00%
毛利率 (%)	29.27	35.51	34.85	34.85%	34.85%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 26：西王食品估值表（百万元）

利润表	2017	2018	2019E	2020E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	5,618.3	5,845.0	6,245.3	6,624.2	成长性				
减：营业成本	3,618.8	3,723.1	3,967.0	4,196.2	营业收入增长率	66.5%	4.0%	6.85%	6.07%
营业税费	13.2	15.4	16.4	17.4	营业利润增长率	137.1%	38.2%	9.9%	12.7%
销售费用	971.4	1,019.8	1,067.9	1,172.5	净利润增长率	154.6%	36.5%	9.49%	12.69%
管理费用	280.6	184.4	312.3	357.7	EBITDA 增长率	159.2%	17.4%	-1.9%	-0.6%
财务费用	244.7	117.1	113.1	15.2	EBIT 增长率	174.5%	18.8%	-2.4%	-0.8%
资产减值损失	16.9	49.5	49.5	55.0	NOPLAT 增长率	206.0%	4.9%	7.9%	-0.8%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	0.9%	-2.1%	10.8%	-9.1%
投资和汇兑收益	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	净资产增长率	-0.5%	81.5%	7.8%	8.9%
营业利润	473.1	654.0	718.9	810.1	利润率				
加：营业外净收支	4.0	2.6	-	-	毛利率	35.6%	36.3%	36.5%	36.7%
利润总额	477.1	656.5	718.9	810.1	营业利润率	8.4%	11.2%	11.5%	12.2%
减：所得税	81.1	124.4	136.3	153.6	净利润率	6.1%	8.0%	8.2%	8.7%
净利润	343.3	468.5	512.9	578.0	EBITDA/营业收入	14.0%	15.8%	14.5%	13.6%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	12.8%	14.6%	13.3%	12.5%
货币资金	199.9	2,843.4	445.3	939.1	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	45	43	39	35
应收帐款	423.6	460.1	484.2	517.4	流动营业资本周转天数	37	24	23	24
应收票据	0.9	1.9	1.1	2.1	流动资产周转天数	118	175	176	118
预付帐款	71.2	44.5	78.8	51.6	应收帐款周转天数	32	27	27	27
存货	929.4	587.8	1,028.8	681.1	存货周转天数	51	47	47	46
其他流动资产	53.4	59.9	59.9	59.9	总资产周转天数	461	554	539	462
可供出售金融资产	129.6	141.3	141.3	141.3	投资资本周转天数	313	299	291	276
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	9.5	9.5	14.0	17.4	ROE	15.2%	10.7%	10.9%	11.3%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	5.1%	5.2%	6.9%	7.7%
固定资产	720.8	688.0	652.4	623.8	ROIC	12.3%	12.8%	14.1%	12.6%
在建工程	8.3	3.7	35.7	60.0	费用率				
无形资产	3,270.7	3,432.4	3,429.5	3,426.4	销售费用率	17.3%	17.4%	17.1%	17.7%
其他非流动资产					管理费用率	5.0%	3.2%	5.0%	5.4%
资产总额	7,706.9	10,279.7	8,418.7	8,565.1	财务费用率	4.4%	2.0%	1.8%	0.2%
短期债务	1,105.0	1,726.1	471.1	-	三费/营业收入	26.6%	22.6%	23.9%	23.3%
应付帐款	729.9	788.0	829.3	881.5	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	64.1%	51.1%	35.6%	31.1%
其他流动负债					负债权益比	178.2%	104.5%	55.3%	45.1%
长期借款	1,280.4	973.1	-	-	流动比率	0.80	1.39	1.32	1.80
其他非流动负债					速动比率	0.36	1.19	0.67	1.26
负债总额	4,936.9	5,253.4	2,998.7	2,661.9	利息保障倍数	2.93	7.28	7.35	54.25
少数股东权益	510.6	651.0	720.7	799.2	分红指标				

上市公司深度报告

股本	454.5	771.0	771.0	771.0	DPS(元)	0.08	0.76	0.20	0.22
留存收益	1,876.7	3,569.3	3,928.4	4,333.0	分红比率	17.3%	125.4%	30.0%	30.0%
股东权益	2,769.9	5,026.4	5,420.1	5,903.2	股息收益率	0.9%	8.5%	2.3%	2.6%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E
净利润	396.0	532.1	512.9	578.0	EPS(元)	0.45	0.61	0.67	0.75
加:折旧和摊销	75.7	69.7	72.6	74.2	BVPS(元)	2.93	5.67	6.10	6.62
资产减值准备	16.9	49.5	-	-	PE(X)	20.2	14.8	12.8	11.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	3.1	1.6	1.4	1.3
财务费用	205.3	78.4	113.1	15.2	P/FCF	-26.2	7.8	-2.9	11.1
投资收益	-0.2	0.1	0.1	0.1	P/S	1.2	1.2	1.0	1.0
少数股东损益	52.7	63.6	69.7	78.5	EV/EBITDA	14.4	5.8	7.9	7.0
营运资金的变动	1,323.1	249.6	-570.3	474.4	CAGR(%)	20.3%	-232.7%	53.9%	18.4%
经营活动产生现金流量	389.7	1,193.0	198.2	1,220.5	PEG	1.0	-0.1	0.2	0.6
投资活动产生现金流量	-148.2	-1,897.8	-66.2	-67.0	ROIC/WACC	1.3	1.4	1.5	1.4
融资活动产生现金流量	-717.6	1,475.4	-2,530.2	-659.7	REP	1.7	0.8	0.9	1.0

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

五、风险提示

行业竞争大幅加剧，原材料价格大幅波动。

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

报告贡献人

王泽选 010-86451441 wangzexuan@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859