

西王食品(000639) 2018年报及2019年一季度点评

年报业绩超预期，双主业有所回升

- ❖ **事项:** 公司发布2018年报及2019年一季度报, 2018年公司实现营业总收入58.45亿元, 同增4.0%, 实现归母净利润4.68亿元, 同增36.5%。其中2018Q4公司营收15.94亿元, 同增19.3%, 归母净利润1.38亿元, 同增28.8%, 2019Q1公司实现营业总收入13.82亿元, 同增1.52%, 实现归母净利润9174万元, 同增9.47%。此外, 公司2018年经营性现金流量净额为11.93亿元, 同增206.2%, 2019Q1经营性现金流量净额为1563万元, 同减97.0%。2018年业绩超此前预告上限。
- ❖ **食用油稳健增长, 保健品有所改善。** 分业务来看, 2018年公司食用油业务收入24.22亿元, 同增8.0%, 植物油整体销量25.52万吨, 同增15.1%, 其中, 小包装食用油销量17.02万吨, 同增6.2%, 散装食用油销量8.52万吨, 同增38.5%, 胚芽粕销量30.44万吨, 同增2.0%。2018年公司营养补给品业务收入29.64亿元, 同增0.2%, 其中国外收入26.92亿元, 同减2.7%, 主要系美元贬值影响, 沃尔玛、GNC等渠道2018H2起逐步恢复增长, 2019Q1增速较低主要系海外节日因素影响, 预计后续有望改善, 国内收入2.73亿元, 同增41.5%, 当前, Muscletech品牌国内市占率约30%, 线下来看, 草根调研显示2019年1-3月Muscletech阿里渠道收入同增24.7%, 线下来看, 公司2018H2开始积极扩充经销商, 大力发展健身房健身学院渠道, 低基数下保持较快增长。
- ❖ **原材料成本低价锁定叠加财务费用改善提升盈利能力。** 公司2018年公司毛利率36.3%, 同比提升0.7pct, 其中植物油毛利率34.9%, 同比下降1.0pct, 主要系散装食用油占比有所提升, 保健品毛利率42.8%, 同比提升3.0pcts。2019Q1公司毛利率35.2%, 同比下降2.4pcts。成本来看, 乳清蛋白预计全年成本约1.6美元/磅(2017年2.88美元/磅), 2019年乳清蛋白成本预计略有提升, 公司与上游积极谈判锁定价格, 玉米胚芽成本仍处低位水平。费用来看, 2018年公司销售费用率17.4%, 同比提升0.2pct, 管理费用率4.7%, 同比下降0.3pct, 2019Q1销售费用率22.2%, 同比提升0.7pct, 管理费用率3.9%, 同比下降0.8pct, 2018年公司财务费用率1.0%, 同比下降5.3pcts, 2019Q1财务费用率1.4%, 同比下降1.2pcts, 财务费用的改善主要系借款利息有所减少。综合来看, 公司食用油、保健品业务净利率均有所提升, 2018和2019Q1公司整体净利率分别为8.0%/6.6%, 同比提升1.9/0.5pcts。
- ❖ **食用油增网点提结构, 保健品升品牌拓渠道。** 公司传统食用油板块稳健发展, 根据尼尔森数据, 公司食用油市占率约30%, 位居行业前列。2018年公司新增网点3万家, 预计2019年公司将继续增加网点, 提升高毛利产品鲜胚、橄榄玉米油销售占比; 保健品板块, 公司将整体推进品牌形象升级, 将于2019H2推出整体品牌形象和产品包装的更新。国外市场方面, 公司传统渠道有望维持稳健增长, 同时公司近年来持续加强电商渠道和海外渠道的建设, 成立专门电商团队并在海外当地招商, 国外市场收入有望持续改善, 国内市场方面, 公司产品端扩展非蛋白类产品, 打造细分市场, 开发SIXSTAR品牌, 渠道端持续与线下健身房和健身学院开展合作, 预计有望保持高增速。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:** 公司双主业增长有所回升, 国内运动营养市场仍处蓝海, 加码线下渠道有望带来快速增长, 海外市场历史遗留问题解决, 19Q1低增速后续有望逐季改善, 全年向上改善确定性较高。我们维持公司2019-2020年EPS预测为0.66/0.76元, 引入2021年EPS预测0.88元, 对应PE分别为14/12/10倍, 暂维持目标价至12元, 对应19年16倍估值, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 食品安全风险、原材料价格上涨风险、渠道拓展不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	5,845	6,339	7,000	7,826
同比增速(%)	4.0%	8.4%	10.4%	11.8%
净利润(百万)	468	510	585	678
同比增速(%)	36.5%	8.8%	14.8%	15.7%
每股盈利(元)	0.61	0.66	0.76	0.88
市盈率(倍)	15	14	12	10
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2019年04月26日收盘价

强推 (维持)

目标价: 12元

当前价: 9.1元

华创证券研究所

证券分析师: 方振

邮箱: fangzhen@hcyjs.com
执业编号: S0360518090003

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598
邮箱: dongguangyang@hcyjs.com
执业编号: S0360518040001

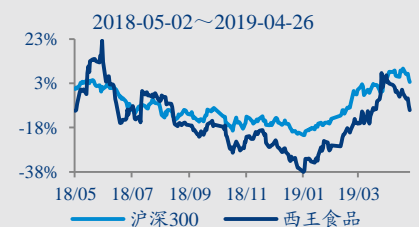
联系人: 杨传忻

电话: 021-20572505
邮箱: yangchuanxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	77,102
已上市流通股(万股)	77,102
总市值(亿元)	70.16
流通市值(亿元)	70.16
资产负债率(%)	49.0
每股净资产(元)	5.8
12个月内最高/最低价	12.38/6.2

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《西王食品(000639)中报点评: 海外业务逐季改善, 两大主业同时发力》

2018-08-27

《西王食品(000639)跟踪分析报告: 经营逐步改善, 估值可看修复》

2019-01-21

《西王食品(000639)重大事项点评: 剩余股权收购稳步推进, 加码国内运动营养市场》

2019-03-26

图表 1 西王食品单季度业绩情况 (百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2017A	2018A
营业总收入	1,362	1,396	1,492	1,595	1,383	5,618	5,845
营业总成本	1,247	1,218	1,320	1,414	1,268	5,146	5,199
其中: 营业成本	850	867	945	1,061	896	3,619	3,723
营业税金及附加	4	3	5	4	4	13	15
销售费用	293	279	273	175	306	971	1,020
管理费用	64	55	51	104	54	281	274
财务费用	36	13	52	17	19	245	117
资产减值损失	0	2	-5	53	-11	17	50
其他收益	-	0	-	8	6	2	8
营业利润	115	178	172	189	120	473	654
加: 营业外收入	0	0	2	1	2	5	3
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	1	1
利润总额	115	178	174	190	122	477	657
减: 所得税	23	37	35	29	18	81	124
净利润	92	141	138	160	104	396	532
减少数股东损益	8	21	13	22	12	53	64
归母净利润	84	121	125	139	92	343	468
EPS	0.15	0.22	0.16	0.18	0.12	0.76	0.61
主要比率							
毛利率	37.6%	37.9%	36.7%	33.5%	35.2%	35.6%	36.3%
营业税金率	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
销售费用率	21.5%	20.0%	18.3%	11.0%	22.2%	17.3%	17.4%
管理费用率	4.7%	3.9%	3.4%	6.5%	3.9%	5.0%	4.7%
营业利润率	8.4%	12.7%	11.5%	11.9%	8.7%	8.4%	11.2%
实际税率	20.1%	20.5%	20.3%	15.5%	14.8%	17.0%	19.0%
净利率	6.2%	8.6%	8.4%	8.7%	6.6%	6.1%	8.0%
收入季度占比	23.3%	23.9%	25.5%	27.3%			
YoY							
收入增长率	-8.8%	0.6%	6.5%	19.3%	1.5%	66.5%	4.0%
营业利润增长率	-22.4%	20.2%	53.7%	190.2%	4.9%	137.1%	38.2%
归母净利润增长率	23.7%	65.7%	102.8%	-1.5%	9.5%	154.6%	36.5%

资料来源: wind、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,843	2,804	3,589	4,405
应收票据	2	2	2	3
应收账款	436	444	490	548
预付账款	44	48	53	59
存货	588	642	618	590
其他流动资产	85	91	100	111
流动资产合计	3,998	4,031	4,852	5,716
其他长期投资	141	141	141	141
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	688	656	627	600
在建工程	4	4	3	3
无形资产	3,432	3,089	2,780	2,502
其他非流动资产	2,008	2,008	2,007	2,008
非流动资产合计	6,282	5,907	5,567	5,263
资产合计	10,280	9,938	10,419	10,979
短期借款	1,726	1,626	1,526	1,426
应付票据	0	0	0	0
应付账款	403	441	529	639
预收款项	151	190	245	274
其他应付款	385	385	385	385
一年内到期的非流动负债	132	132	132	132
其他流动负债	71	174	277	381
流动负债合计	2,868	2,948	3,094	3,237
长期借款	973.00	693.00	413.00	133.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,413	799	799	799
非流动负债合计	2,386	1,492	1,212	932
负债合计	5,254	4,440	4,306	4,169
归属母公司所有者权益	4,375	4,767	5,290	5,880
少数股东权益	651	731	823	930
所有者权益合计	5,026	5,498	6,113	6,810
负债和股东权益	10,280	9,938	10,419	10,979

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,193	1,152	1,222	1,283
现金收益	719	1,114	1,116	1,194
存货影响	342	-54	24	28
经营性应收影响	-59	-51	-81	-84
经营性应付影响	141	77	143	139
其他影响	51	66	20	6
投资活动现金流	-1,898	-19	-19	-19
资本支出	-194	-19	-19	-19
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-1,704	0	0	0
融资活动现金流	1,475	-1,172	-418	-448
借款增加	320	-380	-380	-380
财务费用	-178	-227	-101	-117
股东融资	1,650	1,650	1,650	1,650
其他长期负债变化	-317	-2,215	-1,587	-1,601

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,845	6,339	7,000	7,826
营业成本	3,723	4,013	4,412	4,916
营业税金及附加	15	17	18	21
销售费用	1,020	1,122	1,302	1,456
管理费用	184	203	224	250
财务费用	117	130	81	87
资产减值损失	50	40	30	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	8	8	8	8
营业外收入	654	725	833	964
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	1	1	1	1
所得税	657	728	836	967
净利润	125	138	159	183
少数股东损益	532	590	677	784
归属母公司净利润	64	80	92	106
NOPLAT	468	510	585	678
EPS(摊薄) (元)	0.61	0.66	0.76	0.88

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	4.0%	8.4%	10.4%	11.8%
EBIT 增长率	7.2%	10.9%	6.9%	14.9%
归母净利润增长率	36.5%	8.8%	14.8%	15.7%
获利能力				
毛利率	36.3%	36.7%	37.0%	37.2%
净利率	9.1%	9.3%	9.7%	10.0%
ROE	9.3%	9.3%	9.6%	9.9%
ROIC	10.2%	12.0%	12.3%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	44.7%	41.3%	38.0%
债务权益比	84.4%	59.1%	46.9%	36.6%
流动比率	139.4%	136.7%	156.8%	176.6%
速动比率	118.9%	115.0%	136.8%	158.4%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转天数	26	25	24	24
应付帐款周转天数	37	38	40	43
存货周转天数	73	55	51	44
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.66	0.76	0.88
每股经营现金流	1.55	1.49	1.58	1.66
每股净资产	5.67	6.18	6.86	7.63
估值比率				
P/E	15	14	12	10
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	21	14	14	13

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：张燕

上海社会科学院硕士，2 年食品饮料研究经验，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500