

强烈推荐-A (首次覆盖)

西王食品 000639.SZ

目标估值: 26.00-29.00 元

当前股价: 18.4 元

2017 年 04 月 24 日

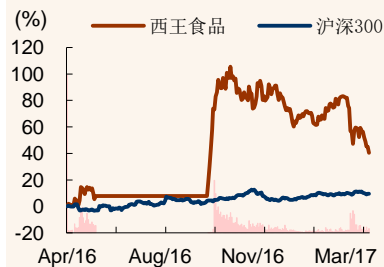
弄潮运动蓝海, 前景大有可期

基础数据

上证综指	3173
总股本 (万股)	45453
已上市流通股 (万股)	37665
总市值 (亿元)	84
流通市值 (亿元)	69
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	7.0
资产负债率	58.4%
主要股东	西王集团有限公司
主要股东持股比例	35.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-23	-25	39
相对表现	-23	-29	29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《西王食品: 塞翁失马, 焉知非福》2017-04-05
- 2、《食品饮料行业周报 (2017.2.20) 一再融资新政利好白酒, 调研反馈强化乐观信心》2017-02-20
- 3、《食品饮料 2 月月报暨年报预览—坚定信心, 继续加配》2017-02-16

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李晓峥 研究助理

021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

本文对国内运动营养行业的成长空间、竞争格局以及西王食品新收购运动营养业务的概况和发展规划、公司传统食用油业务的前景做了详细分析。我们认为公司运动营养业务品牌基因优秀, 新组建核心团队涵盖行业顶尖人才, 配合营销输出, 有望高速增长, 成为行业领头羊。传统食用油业务亦稳健发展, 双业务驱动加速健康“三步走战略”, 迈向中国健康食品第一品牌。考虑定增后, 我们给予目标价区间 26-29 元, 公司真实价值被市场低估, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **运动营养和体重管理细分行业成长空间大, 国外品牌受青睐。** 运动营养市场规模未来将以近 25% 高速增长, 预计 5 年后将达 23 亿元, 而且运动营养产品从专业化不断向大众化、休闲化方向延伸, 行业空间可看更大更远, 行业稳定格局还未形成, 国外品牌市占率不断提升。体重管理市场规模未来数年增速亦超 15%, 5 年后翻倍近 250 亿元。
- **西王并购 Kerr 是运动营养细分领域的最佳选择。** Kerr 旗下品牌基因强大, 在北美已是运动营养第一品牌, 国内亦有良好市场基础。西王并购 Kerr 后拥抱国内运动营养高速发展期, 且可以避免与传统保健品龙头公司正面竞争, 专注精耕细分领域, 配合已有渠道优势和营销输出, 有望成为细分行业的绝对领头羊。
- **运动营养新团队涵盖行业顶尖人才, 能力经验俱佳, 或是市场最大预期差。** 西王在不与 Kerr 原有国内运营方合作后, 市场担心公司新业务开发前景, 公司新组建团队实为行业内优秀专业人才, 在运动营养和体重管理市场开发领域经验丰富, 目前线上线下市场均对接良好, 17 年作为品牌营销元年, 公司战略清晰, 我们预计国内市场今年可翻倍增长, 未来 5 年收入 10 亿以上。
- **食用油业务定位健康, 健康消费趋势下稳健成长。** 玉米油营养价值高, 迎合健康消费趋势。西王目前拥有 30 万吨精炼油产能, 全国 12 万终端, 未来延续向小包装油转型, 支撑食用油业务稳健成长。西王“非转基因”定位, 更迎合健康消费, 有望成为玉米油第一品牌, 稳健成长进一步迈向中国高端油第一品牌。
- **公司潜力巨大, 合理目标价 26-29 元, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。** 公司外延并入新业务后, 双主业同时推进加速公司健康“三步走战略”, 前景非常值得期待。预计运动营养业务 17 年净利 4.7 亿, 作为一家在新兴市场快速发展的国际性跨国公司, 给予 25-30 倍 PE, 市值可达 118-141 亿, 西王目前股权占比 60%, 对应估值达 70-85 亿元; 传统食用油业务 17 年预计收入保持 20% 左右增长, 业绩预测约 2 亿, 考虑健康食用油未来前景, 给予 25 倍估值, 市值 50 亿; 假设 16.7 亿元定增以 23 元全额发行, 总市值 137-152 亿区间, 增发后总股本增至 5.28 亿, 对应每股目标价格区间 26-29 元。公司股价前期大跌后, 真实价值被市场低估, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 市场开发不及预期、食品安全风险**

正文目录

一、行业空间：运动大健康蓝海待探.....	5
1、行业背景：“健康中国”春风催化广阔前景.....	5
2、运动营养.....	5
(1) 市场规模：专业化向大众化延伸，潜力巨大.....	5
(2) 行业格局：蓝海市场抢位，Kerr 值得看好.....	7
3、体重管理.....	7
(1) 市场规模：前景可期，未来 5 年空间翻倍.....	7
(2) 行业格局：康宝莱先发优势明显.....	8
二、公司前景：发力运动健康蓝海，打造健康食品龙头.....	10
1、Kerr 自带强大运动健康品牌基因.....	10
(1) 交易概况.....	10
(2) Kerr 公司：北美运动营养和体重管理领先品牌.....	11
(3) Kerr 中国市场发展历程.....	14
2、运动营养业务：新团队到位发力，品牌营销元年看点十足.....	16
(1) 新团队已经到位，经验丰富、执行力强.....	16
(2) 增长+转型，品牌营销元年战略清晰.....	16
(3) 渠道线上为主，线下渠道配合推进.....	19
(4) 海外市场稳健增长.....	20
3、食用油业务：“非转”玉米油迎合健康消费，稳健成长.....	20
(1) 玉米油细分行业优势明显，未来市场增长稳定.....	20
(2) 西王“非转”定位更迎合健康消费，迈向玉米油第一品牌.....	22
4、“三步走战略”看更长远，打造中国健康食品龙头.....	24
三、估值讨论.....	25

图表目录

图 1：中国健身房及健身会员人数增长趋势.....	5
图 2：中国马拉松比赛站数及参赛人数增长趋势.....	5
图 3：中国运动营养市场规模 5 年后可达当前 3 倍.....	6
图 4：全球运动营养市场规模（百万美元）.....	6
图 5：美国运动营养市场规模（百万美元）.....	6

图 6: 中国体重管理市场规模 5 年后可翻倍	8
图 7: 全球体重管理市场规模 (百万美元)	8
图 8: 美国体重管理市场规模 (百万美元)	8
图 9: 中国体重管理市场竞争格局	9
图 10: 西王收购 Kerr 交易框架示意图	10
图 11: Kerr 股权结构图: Iovate 子公司运营北美市场	11
图 12: Kerr 旗下 MuscleTech 为美国健身补充剂第一品牌, Six Star 亦热销	12
图 13: Kerr 旗下体重管理品牌 Hydroxycut 为美国减肥类保健品第一品牌	12
图 14: Kerr 旗下各类产品收入占比	13
图 15: Kerr 旗下各类产品收入占比	13
图 16: Kerr 近年营业收入及增速 (亿元)	14
图 17: Kerr 近年业绩及增速 (亿元)	14
图 18: Kerr 毛利率和净利率分别在 40% 和 12% 左右	14
图 19: Kerr 旗下重点各单品毛利率	14
图 20: Kerr 公司产品在中国发展历程图	15
图 21: Kerr 中国市场收入变化	15
图 22: 公司运动营养“3L”模式品牌和产品线布局, 拓宽目标客户覆盖面	17
图 23: 公司新引入品牌 SixStar (六星) 覆盖大众健身消费群体	17
图 24: 公司运动红人圈营销模式	18
图 25: 公司城市运动圈营销概念	18
图 26: 西王运动健康产品国内布局规划结构	19
图 27: 中国食用油零售端消费结构	20
图 28: 中高端油与低端油增速对比	20
图 29: 中国玉米油零售端市场规模与增速	22
图 30: 中国玉米油市场格局	22
图 31: 西王食品玉米油发展历程	23
图 32: 西王玉米油生产工艺	23
图 33: 西王现有食用油产品	24
图 34: 西王食品健康“三步走战略”	24
图 35: 西王食品历史 PE Band	27
图 36: 西王食品历史 PB Band	27

表 1: 运动营养行业前三公司乳清蛋白粉品牌对比	7
表 2: 小包装食用油各档次品类产品及定价比较	21
表 3: Kerr 公司盈利预测	25
附: 财务预测表	28

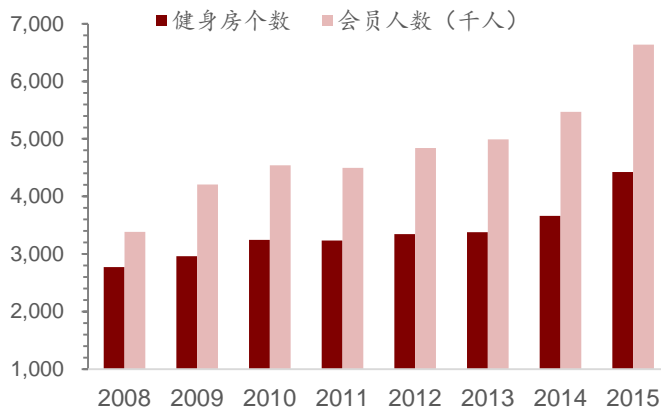
一、行业空间：运动大健康蓝海待探

西王食品联合春华资本现金收购北美运动健康领先公司 Kerr 引发市场关注，公司旗下运动营养品牌基因强大，新核心团队已经到位，团队经验丰富，能力毋庸置疑。西王跨领域跨入运动健康营养和体重管理领域看好运动健康行业未来高速发展期，在分析公司未来前景之前，本文首先对运动大健康蓝海市场的行业空间和竞争格局进行梳理。

1、行业背景：“健康中国”春风催化广阔前景

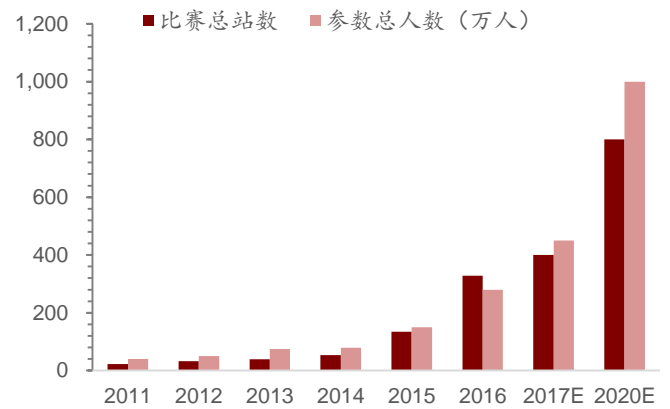
“健康中国”下运动营养前景广阔，肥胖人口上升带动体重管理市场发展。伴随着经济的发展，国民健康意识不断加强，健身房锻炼及马拉松比赛等运动形式在国内不断普及，15 年国务院颁布“健康中国”计划，将进一步推动全民运动的开展。而从目前人均运动营养消费水平来看，中国仅 23 美元，而发达市场美国高达 140 美元，之间具有较大差距，国内运动营养市场在“健康中国”东风的催化下前景广阔。体重管理方面，16 年最新统计数据显示中国成年人肥胖数已达 8960 万，其中中国男性肥胖人数 4320 万人，女性肥胖人数 4640 万人，超过美国成为全球肥胖人口最多国家。由于肥胖带来潜在的高血压、高血脂等危险因素，国民对健康理念愈发重视必将带动体重管理市场的发展。

图 1：中国健身房及健身会员人数增长趋势



资料来源：中国产业信息网、招商证券（注：根据体育总局和尼尔森报告，16 年中国健身房个数已超 1 万家，会员人数 1500 万人，数量已明显高于中国产业信息网数据，但根据草根调研，实际健身房个数和会员人数或远大于统计数据）

图 2：中国马拉松比赛站数及参赛人数增长趋势



资料来源：中国田径协会、招商证券

2、运动营养

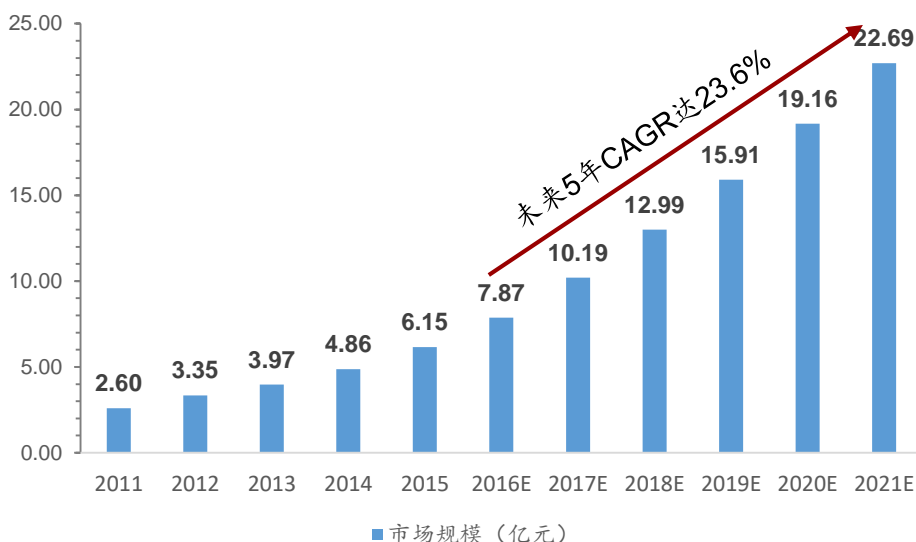
(1) 市场规模：专业化向大众化延伸，潜力巨大

运动营养行业尚处于初步发展阶段，发展潜力巨大，5 年后将达当前 3 倍。中国运动营养市场规模 16 年仅 7.87 亿元，市场规模较小，仅占全球市场份额 1% 左右。与美国等成熟市场相比（美国 16 年市场规模达 74.1 亿美元），中国运动营养市场还处于初步开发阶段，主要由于国内消费者当前对蛋白粉、微量元素补剂、能量补充类等运动营养食品的认知程度不高。但伴随着经济的发展，国民健康意识不断加强，健身房锻炼及马拉松比赛等运动形式在国内不断普及，15 年国务院颁布“健康中国”计划，运动营养市

场在“健康中国”东风的催化下具有很大的发展潜力，根据 Euromonitor 预测数据，未来 5 年中国运动营养市场规模 CAGR 可达 23.6%，5 年后市场规模达 22.69 亿元，近当前的 3 倍。

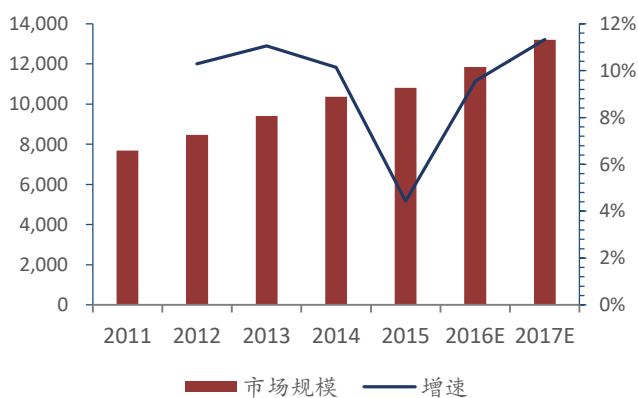
专业化向大众化延伸，休闲化发展亦是方向，行业空间可看更大更远。运动营养市场前期受众面还仅是专业的健身人群，随着产品功能的不断细分，运动营养产品的受众群体已开始向大众健身和轻运动等更大众化群体延伸，提升产品的渗透率，和消费基数不断的做大，市场空间可看更大。此外，除了传统的蛋白粉外，运动营养产品还可向休闲化方向发展，蛋白预制饮料、蛋白棒和蛋白饼干等休闲化产品受众群体将会更加广泛，行业空间可以看更大更远。而在蛋白类运动营养产品具有强大品牌基础的企业在未来将最为受益。

图 3：中国运动营养市场规模 5 年后可达当前 3 倍



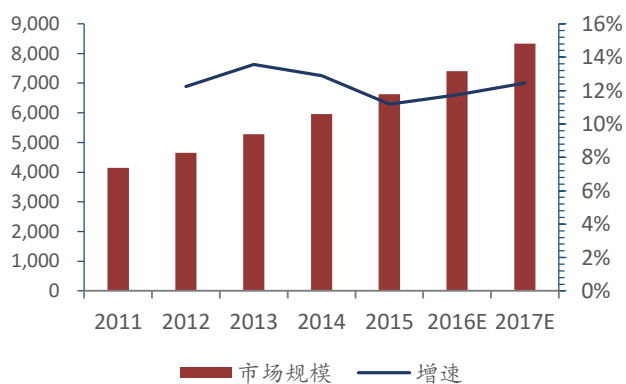
资料来源：Euromonitor、招商证券

图 4：全球运动营养市场规模 (百万美元)



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 5：美国运动营养市场规模 (百万美元)



资料来源：Euromonitor、招商证券

(2) 行业格局：蓝海市场抢位，Kerr 值得看好

行业稳定格局还未形成，国外品牌市占率将提升，西王旗下 MuscleTech 等品牌专注运动营养细分领域最值得看好。目前国内运动营养前三品牌为 MuscleTech（肌肉科技）、MET-Rx（美瑞克斯）和康比特，我们对比多个口径数据预计 CR3 达 70% 以上，其他品牌的市场份额都较小。运动营养国产第一品牌康比特，前期销售重点主要通过线上和全国二三线及四线健身房合作，且具有一定特供资源，获得了一定市场份额，目前销售重点转向线上，取消线下销售后，新用户培养预计有限；同时由于进口品牌国外竞争激烈，功能及口感等方面更新比国内更快，高品质的品牌形象也符合国内消费者情感需求，导致国内品牌市场份额近年来逐步下滑。而与汤臣倍健牵手的国外品牌美瑞克斯(NBTY 旗下)受困于品牌的调整和供应链上的弊端，中国市场目前还处于缺货状态，呈现颓势。相比之下，MuscleTech 在北美市场已是运动营养第一品牌，具备良好品牌基因，被西王收购后，在细分市场更加聚焦，市场推广上发力，且在西王的统一运营下，国内市场拓展未来前景最值得看好，有望赢得明显的市场份额优势。

表 1: 运动营养行业前三公司乳清蛋白粉品牌对比

公司名称	品牌名称	产品展示	终端单价	品牌定位与发展
lovate (Kerr 子公司)	MuscleTech (肌肉科技)		598 元 /2.25kg (天猫旗舰店)	定位高品质。在美国健身市场具有极高口碑，08 年引入中国，前期线下健身房合作，近年线上渠道高速增长发展。西王收购后新团队整合发力。
NBTY	MET-Rx (美瑞克斯)		599 元 /2.25kg (天猫旗舰店)	定位高品质。06 年进入中国市场，通过赞助央视大力士赛、马拉松比赛等曝光率高，在国内取得良好市场基础。
康比特	康比特健肌粉二代		399 元 /2.25kg (康比特官方商城价格)	国产增肌蛋白第一品牌，性价比较高。目前市占率最高，但近年呈下滑趋势。

资料来源：公开资料整理、招商证券

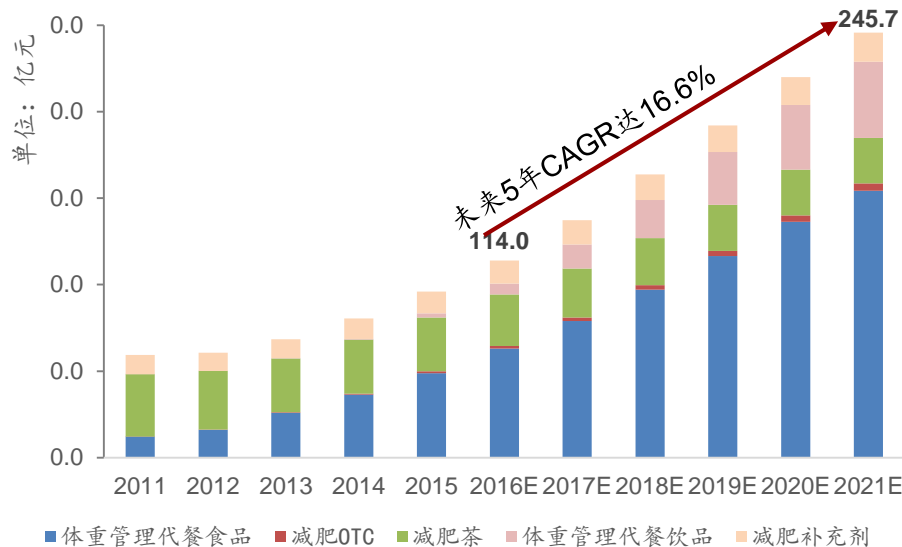
3、体重管理

(1) 市场规模：前景可期，未来 5 年空间翻倍

体重管理市场规模目前看相对运动营养更大，中国市场目前较小，但前景可期，未来 5 年市场规模可翻倍。减肥食品主要包括瘦身膳食替代品、减重补充剂瘦身茶等产品，体重管理市场规模当前看较运动营养市场更大。体重管理消费教育在国内普及程度还很低，国内体重管理市场规模还较小，根据 Euromonitor 数据 16 年仅 114 亿元，与美国等成熟市场相去甚远。但中国肥胖人口基数目前已是全球最大，与肥胖相关的高血压、高血

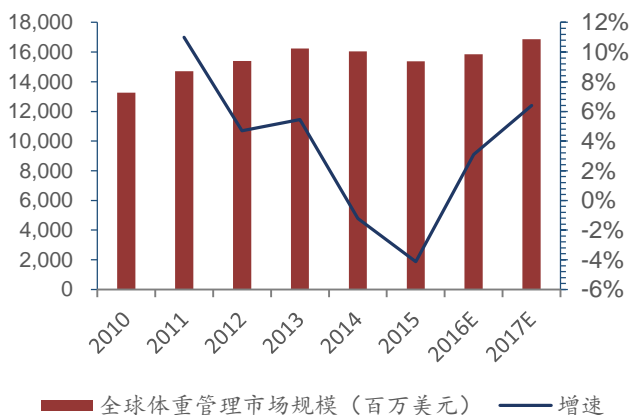
脂等疾病预防也受到国民的重视，未来随着消费者教育的普及，预计中国体重管理市场规模将能保持近 10%-20% 的两位数增速，行业整体蓄势待发，预计 5 年后可达 246 亿元。

图 6：中国体重管理市场规模 5 年后可翻倍



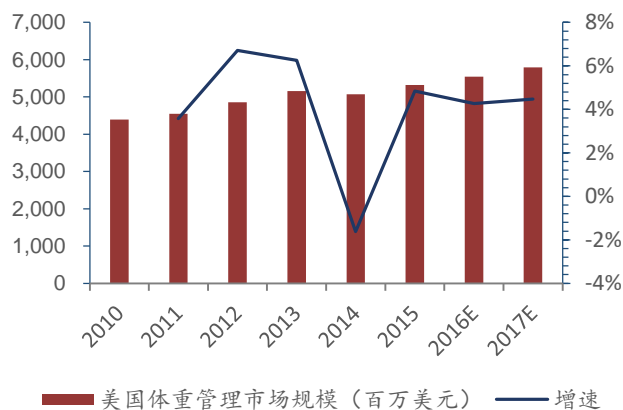
资料来源：Euromonitor、招商证券

图 7：全球体重管理市场规模 (百万美元)



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 8：美国体重管理市场规模 (百万美元)



资料来源：Euromonitor、招商证券

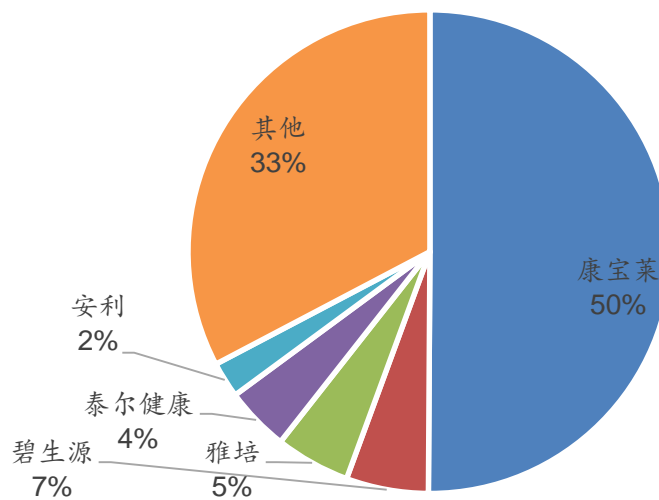
(2) 行业格局：康宝莱先发优势明显

国外品牌康宝莱先发优势明显，Kerr 旗下 Hydroxycut 可借其北美第一品牌良好口碑赢得国内消费者。目前中国体重管理市场竞争格局以国外品牌主导，康宝莱 2005 年就进入国内市场，先发优势明显，根据 Euromonitor 数据，康宝莱 16 年在体重管理市场占比达 50%，远高于其他品牌。而新近被西王食品收购的 Iovate 旗下拥有 Hydroxycut、Purely Inspired、Xenadrine 和 Nature's Food 等四个品牌，其中 Hydroxycut 在美国市场已是体重管理保健品领域第一品牌，取得良好口碑。

预计短期内中国体重管理市场仍将以国外品牌为主导，国内品牌将主要以包括碧生源在内的具有中国特色的产品（如减肥茶）来维持市场份额。

体重管理产品“蓝帽子”审批时间长达数年，跨境电商成为进口品牌进入国内市场初期的最佳选择。保健品在国内上市流通前需申请获得保健食品称号（国食健字或卫食健字），俗称“蓝帽子”，审批流程复杂且日渐趋严，国外产商拿到批文至少2年左右时间，甚至长达4-5年。由于体重管理属于保健食品领域，都需要获得“蓝帽子”才能通过正规渠道上市流通，而国外品牌审批时间过长导致在初入中国市场时更倾向选择不需要批文限制的跨境电商渠道。目前西王引入 Hydroxycut 和 PurelyInspired 两款体重管理产品，通过线下向线上导购的方式积极推广。

图 9：中国体重管理市场竞争格局



资料来源：Euromonitor、招商证券

中国运动营养和体重管理蓝海市场前景可期，未来数年市场规模预计均可翻倍。而西王收购 Kerr 也看中健康消费升级下的运动大健康行业前景，旗下产品品牌基因强大，市场基础良好，通过西王营销输出和整合发力，Kerr 未来在中国市场的发展值得期待。

二、公司前景：发力运动健康蓝海，打造健康食品龙头

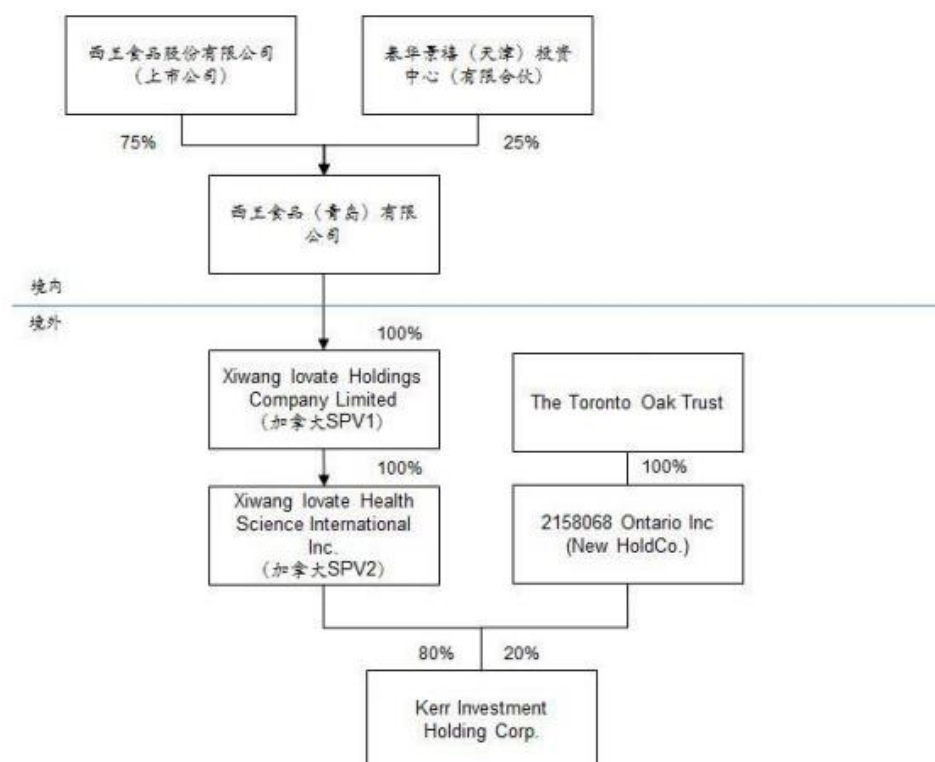
1、Kerr 自带强大运动健康品牌基因

(1) 交易概况

39 亿元收购北美运动营养和体重管理知名公司 Kerr 已完成首期交割，目前股权比例已占 60%，16 年并表 2 个月。去年 10 月 31 日，西王食品公告联合春华资本（出资比例为 75% 和 25%）已完成以 5.84 亿美元（折合约 39 亿人民币）现金对加拿大运动营养和体重管理知名公司 Kerr 的首期 80% 的股权收购交割，首期完成后西王食品持有标的公司 60% 股权，春华资本持有 20% 股权。后续交易若完成 100% 股权收购交易价格为 7.30 亿美元（约 48.75 亿人民币）。

收购资金包括定增 16.7 亿，目前正积极推进。西王本次收购采用全现金收购，由公司自有资金、春华资本自筹资金及公司筹集资金构成，其中包括公司拟非公开增发 16.7 亿元，价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价，非公开发行股票数量合计不超过 1.3 亿股（含 1.3 亿股）。公司定增方案在新政前已上报，目前正积极推进中。

图 10：西王收购 Kerr 交易框架示意图

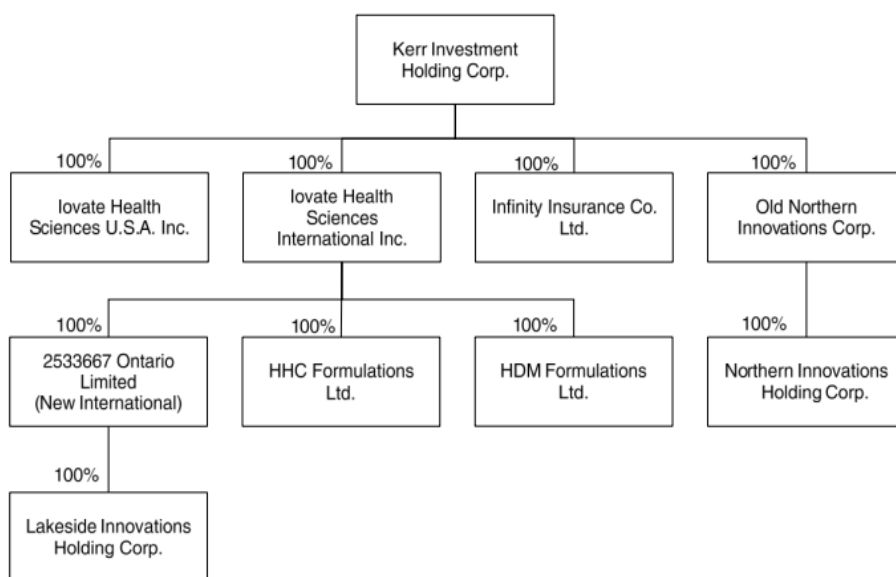


资料来源：公司公告、招商证券

lovate 为 Kerr 重要子公司。截止至 2016 年 5 月，Kerr 共有 9 家全资总子公司，Kerr 最近一期经审计的资产总额、营业收入、净资产额或净利润来源 20% 以上重要子公司有两家，分别为加拿大 lovate 和美国 lovate。HHC、HDM 已取得公司内部解散的授权，

内部解散程序已完成。

图 11: Kerr 股权结构图: Iovate 子公司运营北美市场



资料来源：公司公告、招商证券

(2) Kerr 公司：北美运动营养和体重管理领先品牌

Kerr 旗下 Iovate 运动营养和体重管理品牌齐全，以北美为基础市场在全球拥有较高知名度。Kerr 北美市场主要通过子公司 Iovate 运营，旗下运动营养产品主要包括 MuscleTech、SixStar、Mission1、Epiq、Strong Girl、True Grit、fuel:one 等 7 个品牌，体重管理产品主要包含 Hydroxycut、Purely Inspired、Xenadrine 和 Nature’s Food 等 4 个品牌。公司当前主要市场在美国和加拿大，并覆盖世界超过 130 个国家和地区。公司线下渠道主要包括沃尔玛、沃尔格林、GNC 和山姆会员店等零售商体系，当前也在积极开发线上渠道。

MuscleTech 已是美国运动营养市场第一品牌，Hydroxycut 为美国减肥类保健品第一品牌，运动营养品牌 Six Star 亦热销。MuscleTech 为 Kerr 公司核心大单品，在美国市场已经赢得了很好的市场口碑，为美国运动营养市场第一品牌，收入贡献 50% 以上，15 年 MuscleTech 销售折合人民币达 12.93 亿元，增长 20.11%，而体重管理 Hydroxycut 和 PurelyInspired 在美国体重管理市场市占率达 40%。Six Star 和 Hydroxycut 15 年销售也分别达 5.76 和 4.68 亿元。预计未来中国市场的营销发力，带动公司整体的增长。

图 12: Kerr 旗下 MuscleTech 为美国健身补充剂第一品牌, Six Star 亦热销



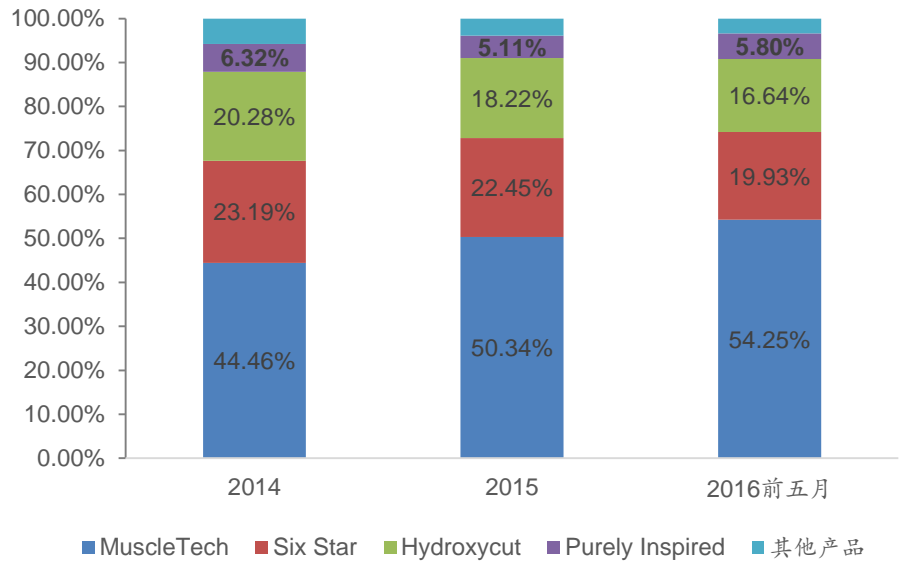
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: Kerr 旗下体重管理品牌 Hydroxycut 为美国减肥类保健品第一品牌



资料来源: 公司公告、招商证券

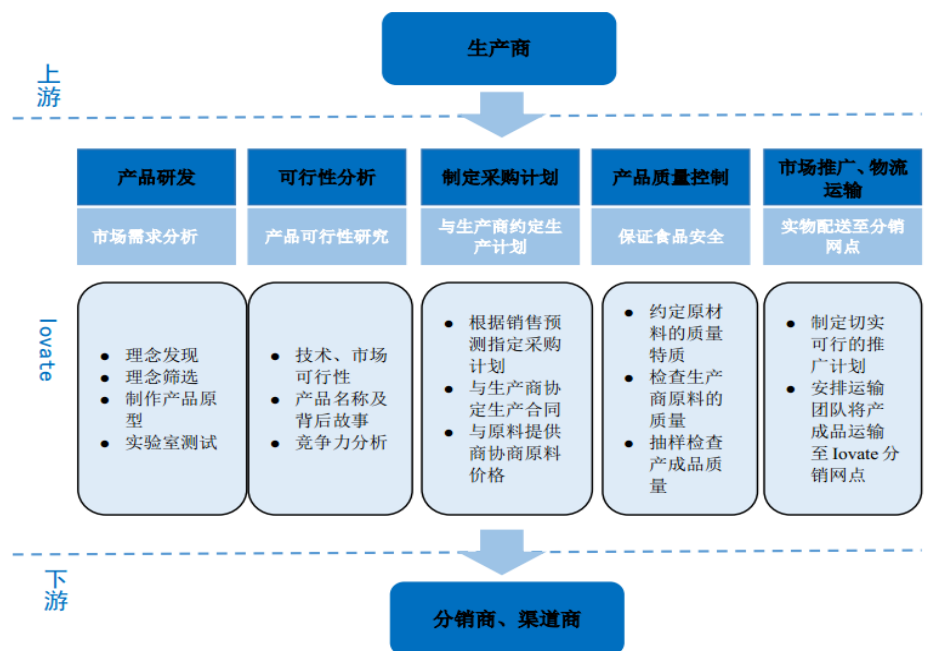
图 14: Kerr 旗下各类产品收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

Kerr 自主研发能力强, 生产环节外包, 与平台类企业相比, 尽享“微笑曲线”研发端的高利润率。Kerr 的研发团队与品牌管理, 研究新成分及开发新产品, 寻找最新的健康理, Kerr 同时与一系列一流大学等第三方研究机构建立了合作关系, 并且拥有超过 60 项专利, 能及时更新迎合新消费需求。公司总计仅 346 名员工, 且研发人员占比较高, Kerr 生产环节采用外包形式, 但是对生产商的选择采用高标准进行严格把控, 保证产品品质, 下游主要通过分销商和渠道商进入市场, 享受“微笑曲线”左端的高利润率。

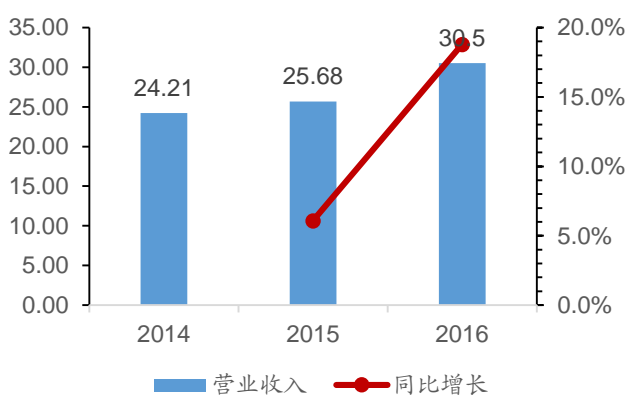
图 15: Kerr 旗下各类产品收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

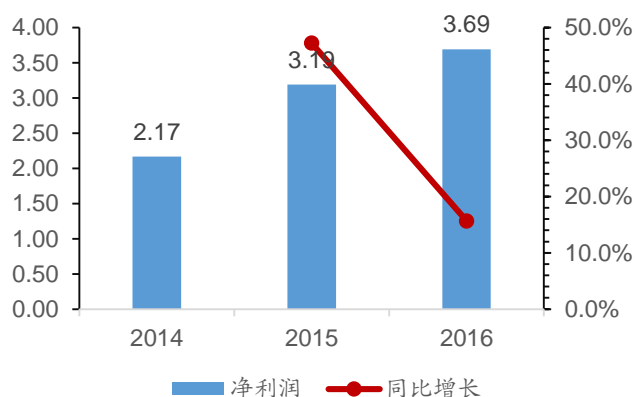
标的公司 16 年收入规模超 30 亿元，毛利率稳定在 40%以上，净利率实际增至 14%左右。根据公司公告，Kerr 16 年收入 30.5 亿元，业绩 3.69 亿元，同比增长 18.98%和 15.67%，其中因重大资产重组向核心管理层额外支付一次性奖金 0.63 亿元，若剔除这部分，业绩可达 4.32 亿元，增速达 35.4%。Kerr 公司公告期内毛利率总体呈上升趋势，其中 16 年毛利率达 45%，净利率在 12%，若剔除这部分一次性奖金，Kerr 净利率达 14.2%，尽享研发端的高利润率优势。几大热销单品中，近两年随着原料乳清蛋白成本下降，体重管理品牌 Hydroxycut 毛利高达 70%以上，MuscleTech 和 Six Star 等品牌也达 40%左右。未来随着西王并购后中国市场的开发，以及海外市场的持续良好贡献，Kerr 整体收入和业绩保持良好发展值得看好。

图 16: Kerr 近年营业收入及增速 (亿元)



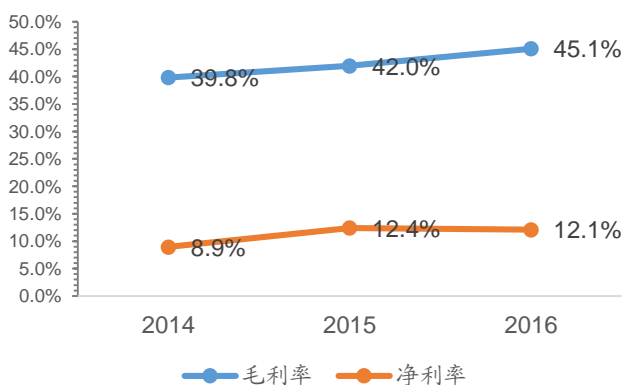
资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: Kerr 近年业绩及增速 (亿元)



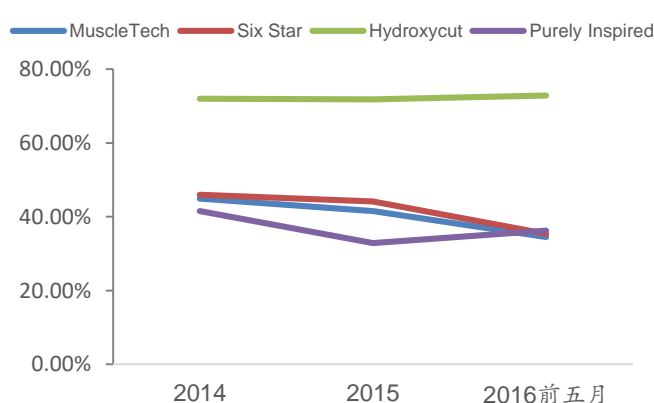
资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 16 年因重大资产重组向核心管理层额外支付一次性奖金 0.63 亿元, 若剔除这部分, 业绩可达 4.32 亿元, 增速可达 35.4%)

图 18: Kerr 毛利率和净利率分别在 40%和 12%左右



资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 若剔除这部分一次性奖金 0.63 亿, 16 年业绩可达 4.32 亿元, Kerr 净利率达 14.2%)

图 19: Kerr 旗下重点各单品毛利率



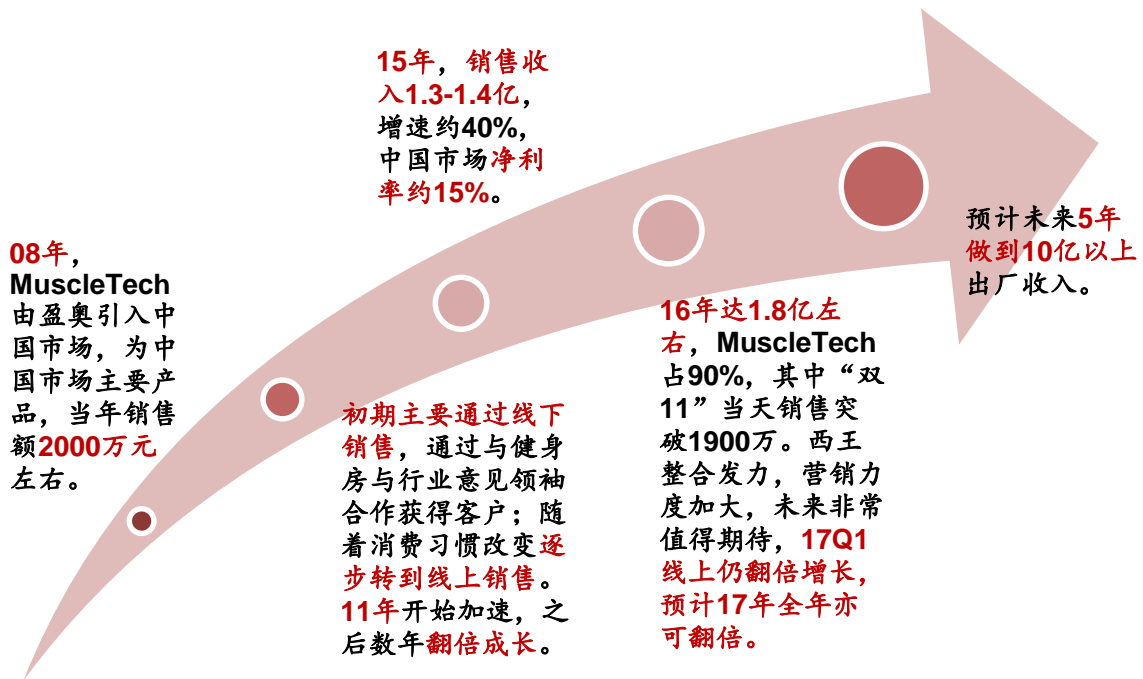
资料来源: 公司公告、招商证券

(3) Kerr 中国市场发展历程

Kerr 在中国: 08 年进入中国市场, 11 年开始数年翻倍增长, 西王收购后未来更值得期

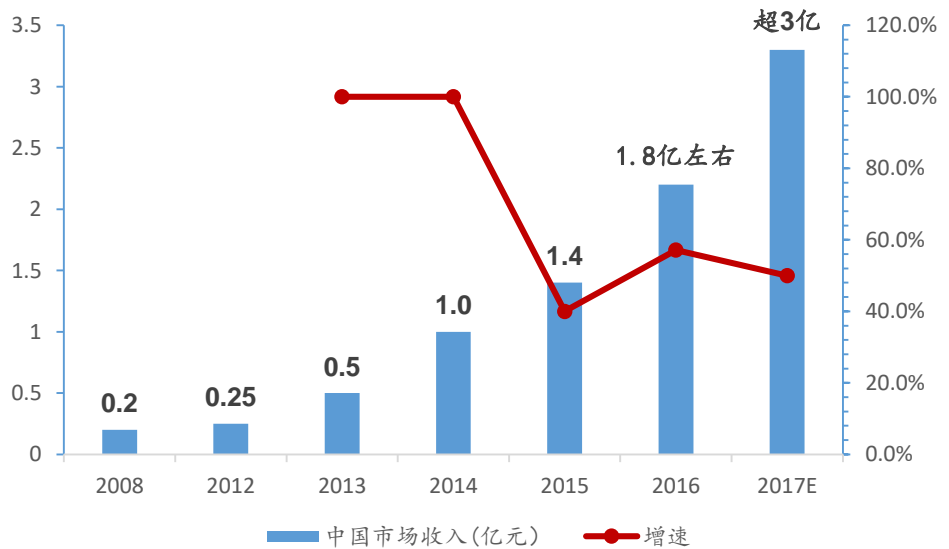
待，预计 17 年收入可翻倍，预计未来 5 年收入 10 亿以上，CAGR 可高达 40%。Kerr 旗下 MuscleTech 2008 年由原代理商引入中国市场，是中国市场主要产品，当年销售额即达 2000 万元左右，初期主要通过线下销售，通过与健身房及行业意见领袖合作获得客户，随着消费习惯改变逐步转到线上销售。11 年开始 MuscleTech 在中国市场开始爆发增长，之后数年 100% 增速，15 年，Kerr 销售收入达 1.3-1.4 亿，增速约 40%，净利率约 15%。16 年达 1.8 亿左右，MuscleTech 占收入主体。未来西王整合发力，营销力度加大，未来非常值得期待，我们预计 17 年可翻倍。预计未来 5 年 10 亿以上收入，5 年 CAGR 可达 40%。

图 20: Kerr 公司产品在中国发展历程图



资料来源：招商证券整理

图 21: Kerr 中国市场收入变化



资料来源：招商证券

2、运动营养业务：新团队到位发力，品牌营销元年看点十足

(1) 新团队已经到位，经验丰富、执行力强

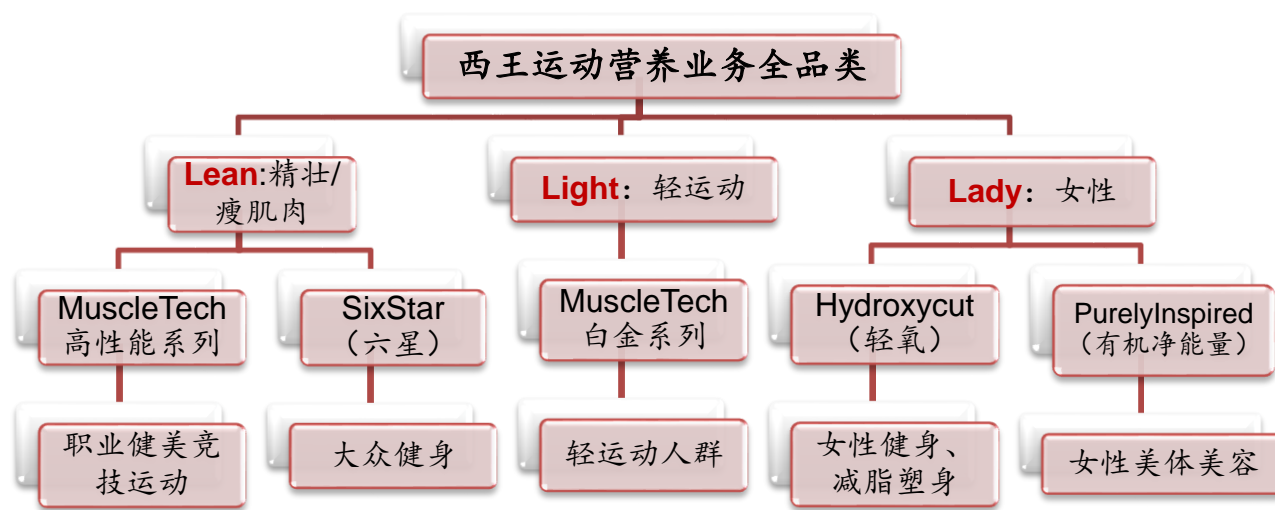
运动营养业务新团队已经到位，经验丰富，17Q1 翻倍增长，市场对接良好。西王在不与原来 MuscleTech 国内运营方合作后，新的运动营养业务团队已快速组建完成，核心团队由美瑞克斯初期推广人员、具有丰富医疗美容渠道拓展人员、对药品法规熟悉等 10-20 人专业人才组成，在运动营养专业法规和市场推广等方面具有丰富的经验。新团队带头人是公司内部委派高管，对公司战略更加熟悉，有助于市场团队具体执行与公司战略规划步调统一。运动营养新团队组建后，对线上线下原有渠道进行快速整合，市场对接较好。目前占运动营养销售 70% 的线上渠道整合已初步完成，在保留原来天猫运营合作商西子之外，还开拓 Hi 购、阳光海岸等跨境购合作方以及 B2B 合作方，17Q1 线上销售翻倍增长；线下仍在清理水货及原有库存，预计短期亦可整合完成。此外，由于 MuscleTech 品牌力较强，原有经销商退出对业务影响并不大。更重要的是，西王建设自有团队开发中国市场，长期而言有利于品牌、渠道和供应链的统一管理，避免国内公司引入海外品牌在整合上出现的诸多弊端。

新团队执行力强，佳报频频。2017 年是西王运动营养业务全面发力布局品牌营销战略的元年，在 3 月份召开的上海国际健身展上，一举拿下超过 2 亿签约订单，更与一兆韦德等知名健身房达成战略合作，布局销售渠道，合作包括健身房产品展示、健身教练合作、以及在核心城市核心地段的健身房 MuscleTech 体验店等，以专业+主流运动方向带动运动营养市场拓宽；此外，体重管理运营团队目前也通过医疗美容店渠道线下产品展示，引流到线上销售，体重管理 Hydroxycut 等产品，由于“蓝帽子”限制，短期仍以跨境电商等形式销售为主，不过“蓝帽子”申请工作已经展开。

(2) 增长+转型，品牌营销元年战略清晰

品牌布局：“3L”模式（精壮 Lean、轻运动 Light、女性 Lady）产品线布局，拓宽目标客户覆盖面，品牌聚焦核心单品。西王运动营养新业务产品线布局丰富，从职业运动员到大众均有覆盖，旨在打造覆盖面广泛的人气产品，品牌聚焦在几大核心单品，在前期重点发展的 MuscleTech 品牌之外，17 年公司还计划引入在北美市场具有良好品牌基础的 SixStar 作为新的运动营养品牌，覆盖更多大众健身消费群体。而在女性市场方面，公司在减脂塑身市场重点推广 Hydroxycut（轻氧）系列，同时在女性美体美容市场引入 PurelyInspired（有机净能量）品牌。

图 22: 公司运动营养“3L”模式品牌和产品线布局, 拓宽目标客户覆盖面



资料来源: 公司资料整理、招商证券

图 23: 公司新引入品牌 SixStar (六星) 覆盖大众健身消费群体



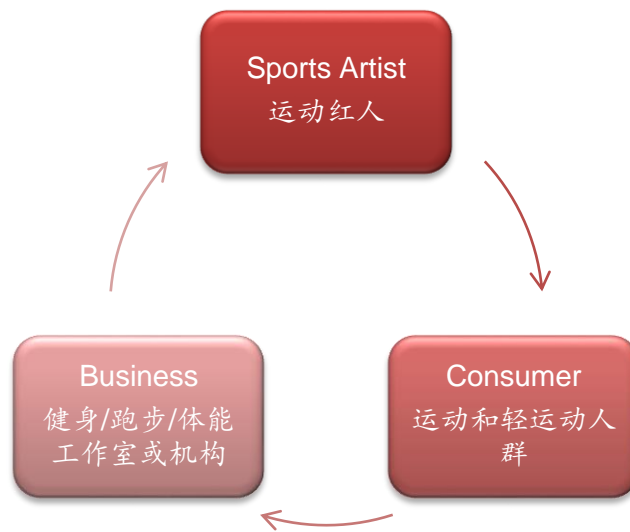
资料来源: 公司资料、招商证券

定价: 品牌定位高端, “高举高打” 树立品牌形象。西王运动营养和体重管理产品延续 Iovate 的高端定位品牌基因, 国内市场亦采用高定价策略树立品牌形象, MuscleTech、SixStar 和 Hydroxycut 都将定位高端。以 MuscleTech 为例, 线上零售价达 598 元, 且打折促销较少, 则单品的毛利率在国内市场预计将比国外市场 40%-50% 水平更高。

营销端: 运动红人圈+城市运动圈传播, 赛事活动+场景化体验+时尚互联立体化推广。由于中国运动营养市场目标消费群体较为集中, 前期口碑相传及领袖意见在运动营养营销领域具有显著效果, 西王新业务采用运动红人圈营销策略, 让具有运动/健身行业成就、形象和体型较好且具有一定明显效应的明星或网红使用 MuscleTech 等产品, 示范

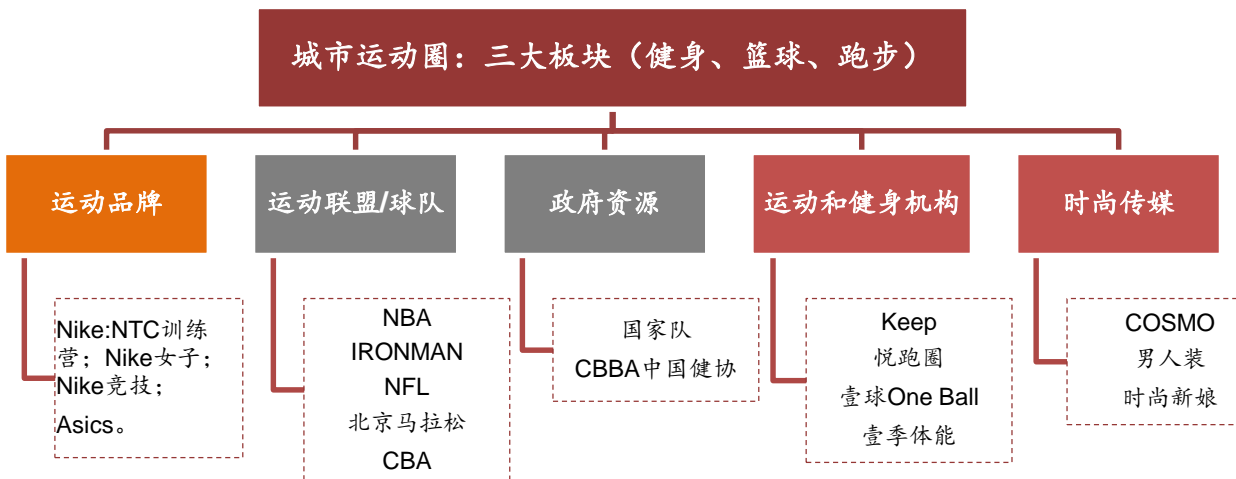
作用或比普通的广告投放效果更加精准。同时，MuscleTech 还将与运动品牌（Nike）、运动联盟（CBA、NBA）、政府资源（国家队合作）、健身机构（Keep 等）和时尚传媒等合作，通过城市运动圈的营销概念覆盖健身、篮球和跑步三大板块目标消费人群。在推广方面，公司主打顶级赛事及活动推广、场景化用户体验和时尚互联三大主线，如与 Nike 上海健身盛典合作（推广 MuscleTech）、赞助 Color Run（推广 Hydroxycut）等，形成立体化推广。

图 24：公司运动红人圈营销模式



资料来源：公司资料、招商证券

图 25：公司城市运动圈营销概念



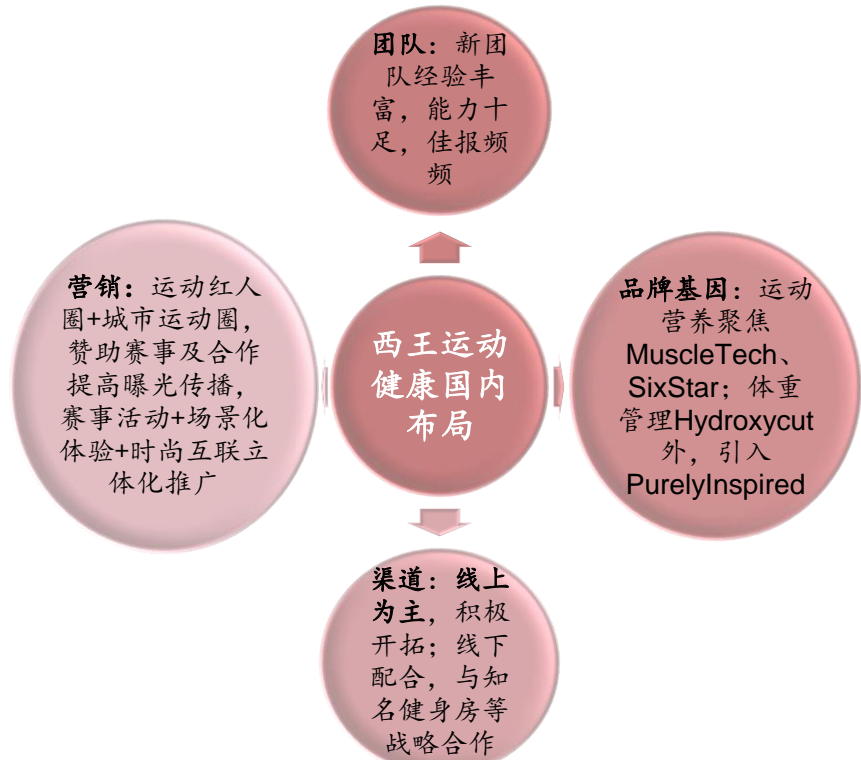
资料来源：公司资料整理、招商证券

(3) 渠道线上为主，线下渠道配合推进

渠道线上为主，线下渠道配合推进。西王新团队对国内渠道已进行整合，拓展了线上经销商数量，结合西王自有线下团队，重新布局线上+线下销售网络。国内运动营养市场线上约占 70%，西王新团队在渠道布局上也将以线上渠道为主，符合中国运动营养市场渠道发展规律。MuscleTech 天猫旗舰店占比 40%，西王保留与运营商西子的合作，同时又新近签下多家在行业内领先的线上经销商，积极开拓跨境购和 B2B 模式。线下方面西王目前在国内拥有近 12 万终端，近 800 个经销商，在全国各地调研当地健身房信息，目前已掌握全国 1 万+健身房信息，再由公司新组建的销售团队进行具体对接合作。

与一兆韦德等专业知名健身房战略合作可作为线下范例推广。公司与一兆韦德的战略牵手，为运动营养业务线下渠道提供了良好的产品推广和分销渠道，双方在品牌传播、产品销售等方面展开战略合作，一兆韦德近百家连锁店有助于西王旗下运动营养品牌高效定位目标客户。未来公司可继续推广与一兆韦德的合作模式，与全国各地对接当地健身房，采用独家代理等合作方式获取分销渠道，同时达到品牌推广作用。除一兆韦德外，公司目前还与中体倍力、青鸟等主流俱乐部建立了合作关系。在健身房以外的运动渠道，公司亦在布局篮球馆、羽毛球馆、迪卡侬等运动零售渠道。此外，体重管理团队也在规划美容院、减脂工作室等渠道积极对接。

图 26：西王运动健康产品国内布局规划结构



资料来源：招商证券

(4) 海外市场稳健增长

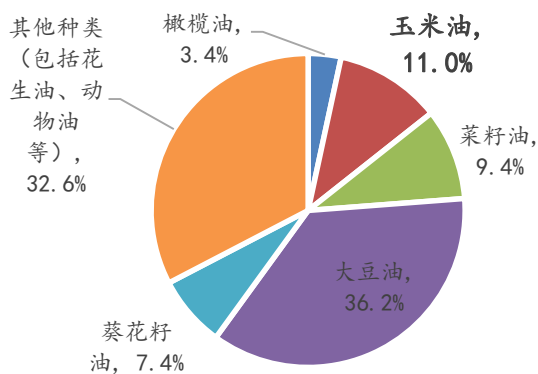
海外市场团队保持稳定，成熟市场精耕+新入市场增量，预计未来数年可保持 10%以上稳健增长。西王收购 Kerr 后，北美原有团队保持稳定，具有多年行业经验，西王入主后更在激励机制上更有提高。MuscleTech 在北美成熟市场已有近 20 年，在北美沃尔玛、便利店、医药连锁店沃尔格林等终端销售良好。当前 Kerr 北美市场仍将增加 Cosco 和药店渠道建设，更精细化运作。而在北美外市场，公司在澳洲市场已与 Blackmores 谈成合作，旗下 MuscleTech 等品牌将通过 Blackmores 渠道开拓澳洲市场，另外欧洲、印度等前期末主要覆盖的市场也在开发中。在北美存量市场渠道进行精耕，叠加新进入市场的增量贡献，公司海外市场收入未来预计仍能保持 10%以上稳健增长。

3、食用油业务：“非转”玉米油迎合健康消费，稳健成长

(1) 玉米油细分行业优势明显，未来市场增长稳定

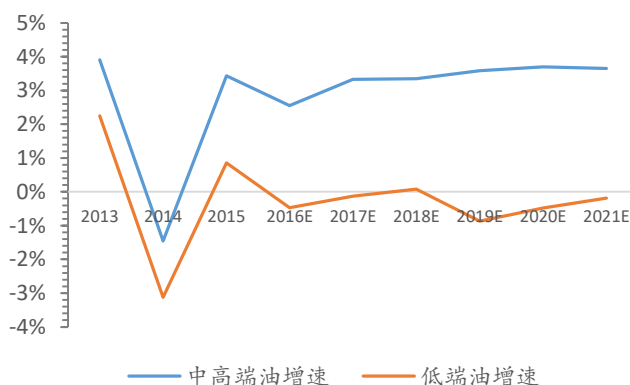
中高端植物油营养价值性价比高，符合健康消费升级趋势，对低端油形成替代。食用油消费升级将进行两个阶段发展：一是散装油向小包装油方向发展；二是草本油中低端（50 元/5L 以下价格带，如大豆油、菜籽油和低端调和油等）向营养价值更高的中高端（70-160 元/5L 价格带，玉米油、葵花籽油和花生油等）方向发展。而高端油（如橄榄油和山茶油）虽然营养丰富，但价格极贵，难以大规模消费，未来食用油消费趋势将以向中高端化结构调整为主。Euromonitor 预计未来 5 年国内中高端油市场规模将保持每年 3%左右稳定增速，而中低端油将出现负增长。

图 27：中国食用油零售端消费结构



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 28：中高端油与低端油增速对比



资料来源：Euromonitor、招商证券（注：中高端油选用代表性的玉米油和葵花籽油数据，低端油选用大豆油和菜籽油数据）

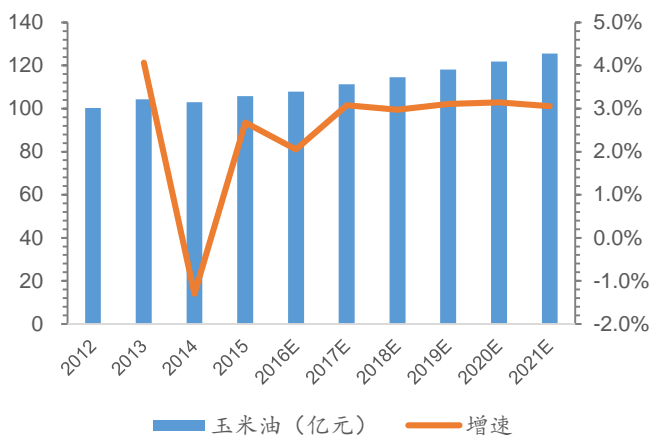
表 2: 小包装食用油各档次品类产品及定价比较

	品类	定价	特点	典型产品
高端 (200 元以上产品, 营养价值高但价格极贵)	山茶油	400 元/5L 左右	高档木本植物油, 营养价值高但价格极贵。	
	橄榄油	300 元/5L 左右	橄榄油营养要素多且全, 但不适合高温爆炒, 属于极小品类。	
中高端 (70-160 元价格带, 营养价值高, 符合健康消费趋势)	花生油	普遍在 100-160 元 /5L 区间	气味香、口感好, 有一定降低血浆中胆固醇的作用。	
	玉米油	普通在 70-100 元 /5L	富含多种维生素、矿物质及大量的不饱和脂肪酸, 且适合中式烹饪	
	葵花籽油	普遍在定价在 70-100 元/5L	符合健康饮食多要素, 富含甾醇、维生素、亚油酸。	
低端 (50 元及以下价格带, 营养价值不如中高端品类, 市场份额未来预计下降)	大豆油	普遍在定价在 40 元左右/5L:	价格便宜、口感较好、起烟点高。目前市场份额主导品类, 但营养价值不如中高端油未来预计会出现下跌。	
	菜籽油	普遍在定价在 40-50 元左右/5L	传统菜籽油是高芥酸、高硫苷, 气味重、涩口	

整理来源: 公开资料整理、招商证券

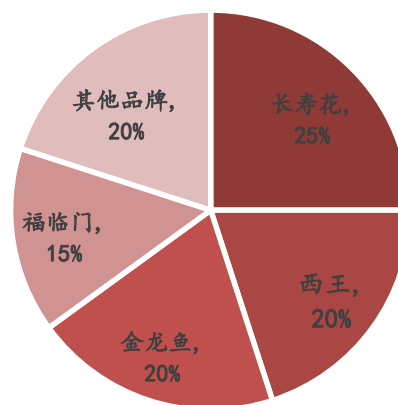
玉米油营养优势明显，未来市场增速稳定。与普通食用植物油相比较，玉米油富含多种维生素、植物甾醇、矿物质及大量的不饱和脂肪酸，远高于中高端的葵花籽油和低端的大豆油，更具有降低人体胆固醇、降血压等作用，在抗癌、抗病毒、免疫调节等方面也有明显功效。Euromonitor 统计中国玉米油 16 年市场规模 107.9 亿元，预计未来数年稳定个位数增长，在 2021 年达到 125.6 亿元。

图 29：中国玉米油零售端市场规模与增速



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 30：中国玉米油市场格局



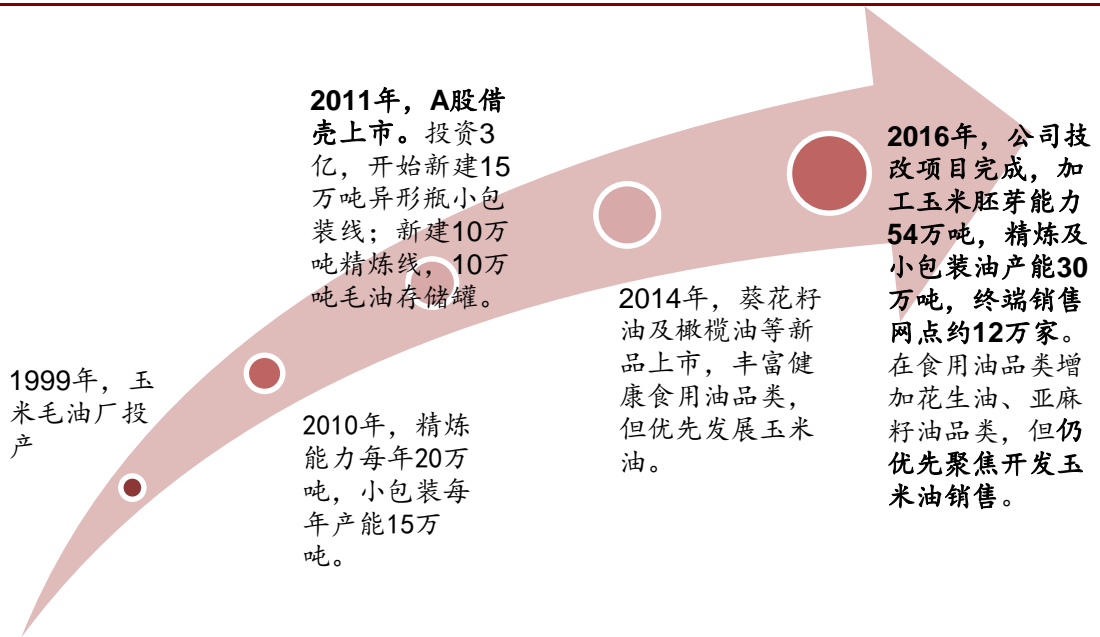
资料来源：招商证券（注：根据公司披露数据推算）

（2）西王“非转”定位更迎合健康消费，迈向玉米油第一品牌

西王定位非转基因，迎合健康消费。当前玉米油市场集中度高，金龙鱼、西王、长寿花、福临门市场份额之和超过 80%。西王以玉米油为发展根基，拥有产业链优势，生产技术自动化程度高。更重要的是，西王玉米油品牌定位“非转基因”，生产原料严格控制非转基因，主打健康，更迎合消费者健康消费诉求。

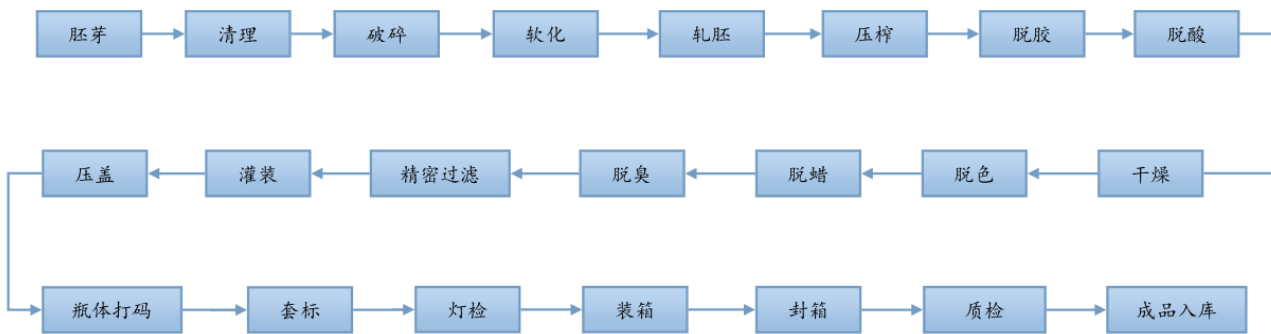
西王有望成为玉米油第一品牌，传统业务收入将保持较高增速。目前公司玉米油产能 30 万吨，渠道上目前近 800 家经销商拥有约 12 万家营销网点，2016 年 9 月公司生产线技改项目完工，加工玉米胚芽能力提升至 54 万吨，精炼及小包装油产能 30 万吨，公司 16 年完成销售小包装食用油（玉米油为主）17.4 万吨，同比增长 22%，技改完成后短期带动散装食用油的增长，16 年销量 6.29 万吨，同比增长 43.5%，食用油业务整体收入 25.55 亿元，增速达 26.3%，公司规划未来将现有产能全部调整为小包装，并不断丰富中高端健康油品类（已推出葵花籽油和橄榄油等新油种）。当前公司小包装油业务仍将聚焦玉米油，在玉米油产能饱和后再重点推广其他健康油品类。公司食用油产能扩张后，业务持续向单价更高的小包装转换、市场增长渠道深耕，公司 17 年传统食用油业务预计仍将继续保持 20%左右增速。

图 31: 西王食品玉米油发展历程



资料来源: 招商证券整理

图 32: 西王玉米油生产工艺



玉米油生产工艺流程

资料来源: 公司资料整理、招商证券

图 33: 西王现有食用油产品



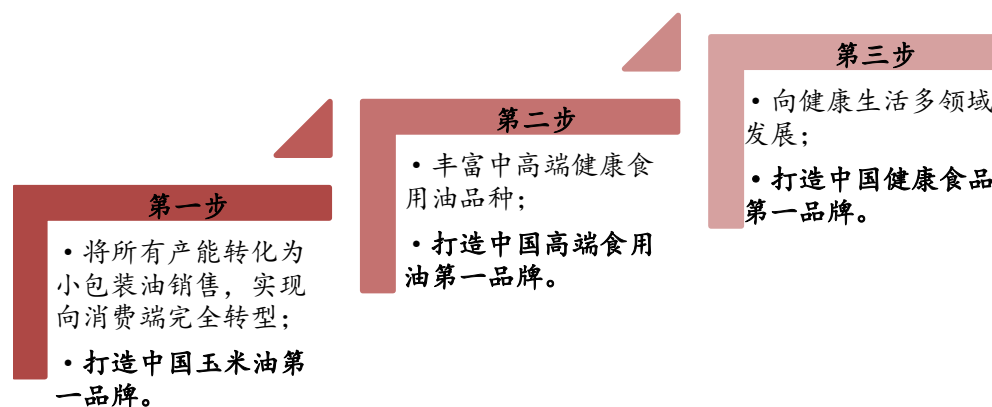
资料来源: 公司官网、招商证券

4、“三步走战略”看更长远，打造中国健康食品龙头

西王收购进入运动健康细分市场，是进入营养品市场的最佳选择。选择收购 Kerr 进入运动营养细分行业蓝海市场，是西王切入保健食品市场的最佳选择，在运动营养细分市场蓝海上率先发力，有利于避开全品类营养品已有龙头的优势，聚焦细分行业拥抱未来运动营养十年窗口期。运动营养新业务的整合发力将成为西王全新的起点，形成中高端健康食用油和运动保健双主业，潜力巨大的运动健康市场值得期待。

玉米油业务“2C 转型”成功经验，对运动营养市场开发更有信心。公司健康“三步走战略”，长远看健康食品第一品牌。西王从生产散装油向小包装食品油转型已显示公司的运营能力，未来在运动健康领域的发展非常值得关注，公司对运动营养新业务市场开发也是信心十足。收购 Kerr 发力运动营养行业也加速了西王健康“三步走”战略，公司短期目标成为中国玉米油第一品牌，中期丰富其他中高端油品牌，成为中国高端食用油第一品牌，长期目标打造中国健康食品第一品牌。

图 34: 西王食品健康“三步走战略”



资料来源: 招商证券

三、估值讨论

运动营养业务估值可达 70-85 亿元。17 年是 MuscleTech 等运动营养业务品牌营销元年，西王整合输出，新团队能力经验俱佳，预计 17 年收入可翻倍左右增长，达 3.5 亿左右。而全球其他市场 17 年收入保持 15% 左右增长，可达 33 亿左右。按照国内外整体收入 13% 净利率预测，利润达 4.7 亿，作为一家在新兴市场快速发展的国际性跨国公司，给予整体 25-30 倍 PE，市值可达 118-141 亿。西王目前股权占比 60%，对应估值达 70-85 亿元。

原有食用油等传统业务估值达 50 亿。公司食用油业务开发已成熟，16 年技改后产能扩张，业务持续转小包装规划、市场增长渠道深耕，将保持稳健增长。具体如下：

- (1) 小包装油销量预计保持约 20% 增长，在 16 年 20.9 亿基础上增长至 25 亿元；
- (2) 散装油业务由于产能扩张，16 年销售收入大增 43.5% 至 4.7 亿元，由于食用油业务向小包装油转换是一个逐步的过程，预计 17 年收入会保持在 4.5 亿元左右；
- (3) 玉米胚芽粕等其他业务 17 年考虑产能增长后，预计收入在 3-4 亿元区间。

综合三项业务，预计 17 年传统业务整体收入 33-34 亿元，增速保持 20% 左右。随着小包装油占比提升、包装等内部生产节约成本，预计净利率会保持在 6%-6.5%，对应业绩 2 亿左右，考虑健康食用油市场前景，给予 25 倍估值，对应市值 50 亿元。

考虑增发后目标市值区间 137-152 亿，对应股价 26-29 元，在前期股价市场错杀情况下，公司价值被严重低估，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。17 年公司估值结合原有业务及运动健康新业务为 120-135 亿，考虑为收购定增 16.7 亿，总市值 137-152 亿，假设 23 元为增发价，新增 0.73 亿股本，增发后总股本 5.28 亿，对应每股目标价格区间 26-29 元。

表 3: Kerr 公司盈利预测

单位: (亿元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	24.2	25.7	30.5	36.6	42.1	48.3
收入增速		6.1%	18.8%	20.0%	15.1%	14.6%
其中: 中国市场收入	1.0	1.4	1.8	3.5	5.3	7.6
中国市场收入增速		40.0%	28.6%	95.0%	51.0%	43.0%
国外市场收入	23.2	24.3	28.7	33.1	36.8	40.7
国外市场收入增速		4.6%	18.2%	15.3%	11.3%	10.5%
净利润	2.2	3.2	3.7	4.7	5.7	6.8
净利增速		47%	16%	27%	22%	19%
毛利率	39.8%	42.0%	45.0%	45.0%	43.0%	43.0%
净利率	8.9%	12.4%	12.1%	12.8%	13.6%	14.1%

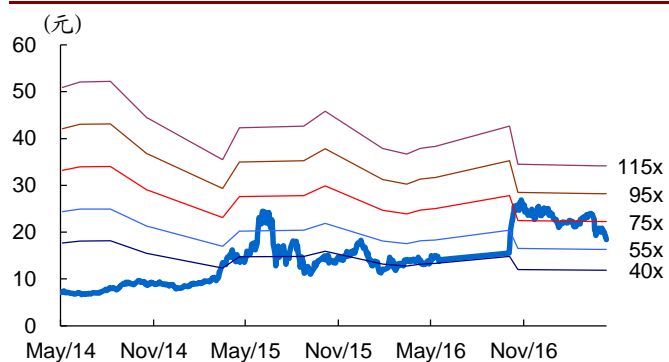
资料来源:招商证券(注:16 年 Kerr 公司因重大资产重组向核心管理层额外支付一次性奖金 0.63 亿元,剔除这部分净利率可达 14.2%。)

表 4、西王食品单季度利润表与年度利润表

单位: 百万元	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q4	16Q4	2015A	2016A
一、营业总收入	618	403	651	573	630	542	798	1404	2244	3375
二、营业总成本	562	376	588	554	568	510	772	1326	2080	3175
其中: 营业成本	441	305	458	411	445	400	602	941	1615	2387
营业税金及附加	3	0	2	1	3	0	1	9	7	13
营业费用	95	44	98	102	93	90	123	181	339	487
管理费用	20	21	28	38	26	20	45	129	107	219
财务费用	3	4	2	1	1	1	0	60	11	62
资产减值损失	0	0	1	0	0	0	1	7	1	7
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	56	27	62	18	63	32	26	79	164	200
加: 营业外收入	0	0	0	3	1	13	1	1	4	16
减: 营业外支出	0	0	0	1	0	0	0	1	1	1
五、利润总额	57	27	63	20	63	45	27	79	166	214
减: 所得税	7	4	9	0	9	4	5	36	20	55
六、净利润	49	23	54	20	54	41	22	43	146	160
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	25	0	25
七、归属母公司净利润	49	23	54	20	54	41	22	18	146	135
EPS	0.26	0.12	0.29	0.11	0.29	0.22	0.12	0.10	0.78	0.72
主要比率										
毛利率	28.6%	24.2%	29.6%	28.2%	29.5%	26.3%	24.6%	33.0%	28.0%	29.3%
主营税金率	0.5%	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.6%	0.3%	0.4%
营业费率	15.4%	11.0%	15.0%	17.8%	14.7%	16.5%	15.5%	12.9%	15.1%	14.4%
管理费率	3.2%	5.3%	4.3%	6.6%	4.1%	3.6%	5.6%	9.2%	4.8%	6.5%
营业利润率	9.1%	6.7%	9.6%	3.2%	9.9%	5.9%	3.3%	5.6%	7.3%	5.9%
实际税率	13.2%	14.7%	13.7%	-0.2%	14.2%	9.7%	19.8%	45.4%	12.0%	25.5%
净利率	8.0%	5.7%	8.3%	3.5%	8.6%	7.5%	2.7%	1.3%	6.5%	4.0%
YoY										
收入增长率	65.3%	1.4%	10.7%	11.9%	2.0%	34.7%	22.7%	145.3%	91.3%	50.4%
营业利润增长率	89.4%	14.6%	19.9%	-53.2%	11.2%	18.7%	-57.7%	334.6%	73.2%	21.9%
净利润增长率	82.4%	5.5%	22.5%	-18.8%	10.0%	75.2%	-59.9%	-6.8%	54.6%	-7.8%

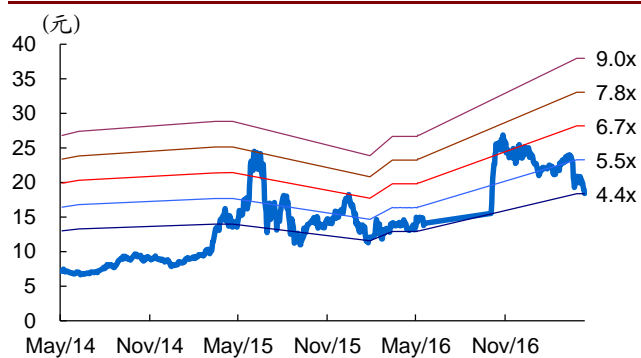
资料来源: 公司报表

图 35: 西王食品历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 36: 西王食品历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《西王食品: 塞翁失马, 焉知非福》2017-04-05

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	925	1999	3830	4649	5633
现金	443	689	1516	1951	2508
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	8	16	19	22
应收款项	123	547	1039	1216	1413
其它应收款	7	14	28	33	38
存货	283	662	1079	1254	1448
其他	69	79	151	176	204
非流动资产	818	4690	4450	4390	4329
长期股权投资	0	10	10	10	10
固定资产	525	681	640	601	565
无形资产	97	1193	1174	1154	1131
其他	195	2807	2627	2625	2623
资产总计	1742	6690	8280	9038	9962
流动负债	370	2129	1401	1437	1485
短期借款	100	1253	300	200	100
应付账款	86	382	698	811	936
预收账款	107	70	127	148	171
其他	77	424	276	278	278
长期负债	12	1776	1776	1776	1776
长期借款	0	1735	1735	1735	1735
其他	12	41	41	41	41
负债合计	383	3905	3177	3213	3261
股本	377	455	527	527	527
资本公积金	242	640	2237	2237	2237
留存收益	742	826	1282	1760	2370
少数股东权益	0	864	1057	1301	1567
归属于母公司所有者权益	1360	1921	4046	4525	5134
负债及权益合计	1742	6690	8280	9038	9962

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	136	(148)	346	761	911
净利润	146	135	496	627	798
折旧摊销	39	44	67	64	61
财务费用	15	59	105	75	67
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(67)	(406)	(706)	(251)	(282)
其它	4	19	385	247	269
投资活动现金流	(145)	(3494)	(5)	(3)	0
资本支出	(45)	(151)	(5)	(3)	0
其他投资	(100)	(3343)	0	0	0
筹资活动现金流	(230)	3904	485	(323)	(354)
借款变动	(125)	3650	(1040)	(100)	(100)
普通股增加	188	78	73	0	0
资本公积增加	(188)	398	1597	0	0
股利分配	(94)	(188)	(41)	(149)	(188)
其他	(11)	(34)	(104)	(74)	(66)
现金净增加额	(239)	262	826	435	557

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2244	3375	6969	8154	9478
营业成本	1615	2387	4361	5066	5850
营业税金及附加	7	13	27	31	37
营业费用	339	487	998	1160	1339
管理费用	107	219	418	481	550
财务费用	11	62	105	75	67
资产减值损失	1	7	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	1	1	1
营业利润	164	200	1056	1336	1632
营业外收入	4	16	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	166	214	1060	1340	1636
所得税	20	55	371	469	572
净利润	146	160	690	872	1064
少数股东损益	0	25	193	244	266
归属于母公司净利润	146	135	496	627	798
EPS (元)	0.39	0.30	0.94	1.19	1.51

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	20%	50%	106%	17%	16%
营业利润	14%	22%	429%	27%	22%
净利润	24%	-8%	268%	26%	27%
获利能力					
毛利率	28.0%	29.3%	37.4%	37.9%	38.3%
净利率	6.5%	4.0%	7.1%	7.7%	8.4%
ROE	10.8%	7.0%	12.3%	13.9%	15.5%
ROIC	10.5%	3.3%	10.6%	11.8%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	22.0%	58.4%	38.4%	35.5%	32.7%
净负债比率	5.7%	46.0%	24.6%	21.4%	18.4%
流动比率	2.5	0.9	2.7	3.2	3.8
速动比率	1.7	0.6	2.0	2.4	2.8
营运能力					
资产周转率	1.3	0.5	0.8	0.9	1.0
存货周转率	5.8	5.1	5.0	4.3	4.3
应收帐款周转率	18.7	10.1	8.8	7.2	7.2
应付帐款周转率	16.0	10.2	8.1	6.7	6.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.39	0.30	0.94	1.19	1.51
每股经营现金	0.36	-0.33	0.66	1.44	1.73
每股净资产	3.61	4.23	7.68	8.58	9.74
每股股利	0.50	0.09	0.28	0.36	0.45
估值比率					
PE	47.3	61.9	19.5	15.4	12.1
PB	5.1	4.3	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	70.7	50.1	12.1	10.1	8.5

资料来源：公司数据、招商证券（注：假设 17 年 16.7 亿定增以 23 元全额发行）

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学管理学院研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。