

## 西王食品（000639）

# 员工持股利益绑定，双主业并行趋势向好

2017 年 07 月 05 日

投资评级：买入（维持）

事项：

公司公告第二期员工持股计划草案。

投资要点：

■ **普通员工参与持股，不影响现有股本。**根据员工持股计划，持有人包括公司高管及普通员工合计不超过 256 人，约占公司总人数的 12%，其中高管 13 人，普通员工参与广泛，积极性将得到提高。持股计划的股票来源于二级市场购买，不会对现有股本造成摊薄。

■ **员工持股绑定利益，彰显管理层信心。**持股计划初始拟筹集资金总额不超过 2.8 亿，其中 13 名高管占计划份额 89%，相当于人均认购 1917 万；普通员工占计划份额 11%，相当于人均认购 13 万。高管人均认购金额高，普通员工认购体量相当于个人年收入，一方面体现管理层对未来发展充满信心，另一方面绑定公司与员工利益，利于公司长期经营。

■ **玉米油差异化发展，二季度增速应有上行。**西王差异化定位，“非转基因玉米油”利于消费者形成细分市场的认知力，叠加品牌营销（冠名综艺节目、线上线下宣传等），逐渐形成高端食用油品牌形象。渠道方面加快市场拓展，强化渠道体系，引进更具实力经销商，精耕细作市场，2Q17 渠道拓展效果渐显，叠加渠道补库存，估计二季度小包装玉米油 20%以上增长，环比改善，年内销量应可达到 20 万吨。

■ **运动营养市场高增长，Kerr 具有爆发潜力。**国内运动营养市场规模约 120 亿元，受益于消费升级、健康安全理念，未来增长潜力巨大。公司公告西王集团与阿里健康进行战略合作，西王优势在于科研生产、销售网络，阿里优势在于销售渠道、数据分析，二者有机结合，进一步开拓国内保健市场。目前了解 Muscletech 在天猫销售势头良好，同比翻倍增长；sixstar 也已入驻，估计 Kerr 国内应可保持 100%增长，国外超 10%，全年仍可做乐观展望。

■ **盈利预测与投资建议：**暂不考虑增发，预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.88、1.20、1.56 元，同比增 197%、36%、30%，最新股价对应 PE 分别为 22、16、12 倍。公司食用油业务差异化发展趋势向好，通过收购 kerr 切入保健品行业，未来发展空间巨大。员工持股、大股东增持，彰显公司发展信心，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**食用油行业竞争加剧、原材料价格上涨。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

[mahb@dwzq.com.cn](mailto:mahb@dwzq.com.cn)

021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

[zhangyg@dwzq.com.cn](mailto:zhangyg@dwzq.com.cn)

0755-23945049

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	19.21
一年最低价/最高价	14.05/27.71
市净率	4.46
流通市值（亿）	72.35

### 基础数据

每股净资产	4.31
资产负债率	56.29
总股本（百万股）	454.53
流通股 A 股（百万股）	376.65

### 相关研究

1. 西王食品：双主业并行发展+大股东增持+齐星事件超跌机会——20170407

图表 1: 西王食品三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1999.5</b>	<b>2869.6</b>	<b>3312.0</b>	<b>3715.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>3375.2</b>	<b>6793.1</b>	<b>7961.9</b>	<b>9368.1</b>
现金	689.3	700.0	800.0	800.0	营业成本	2387.2	4368.6	5012.0	5756.9
应收款项	568.7	768.6	900.9	1060.0	营业税金及附加	13.0	26.2	30.7	36.1
存货	662.3	1212.0	1390.5	1597.1	营业费用	486.9	1073.3	1234.1	1452.1
其他	79.2	189.0	220.6	258.7	管理费用	219.0	441.6	493.6	580.8
<b>非流动资产</b>	<b>4690.2</b>	<b>5601.7</b>	<b>6492.5</b>	<b>7369.5</b>	财务费用	61.9	186.8	239.1	295.5
长期股权投资	9.6	9.6	9.6	9.6	投资净收益	-0.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	739.6	1690.9	2620.2	3534.3	其他	-7.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	1193.2	1153.4	1114.9	1077.8	<b>营业利润</b>	<b>199.5</b>	<b>696.7</b>	<b>952.4</b>	<b>1246.7</b>
其他	2747.9	2747.9	2747.9	2747.9	营业外净收支	14.9	14.9	14.9	14.9
<b>资产总计</b>	<b>6689.7</b>	<b>8471.3</b>	<b>9804.5</b>	<b>11085.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>214.4</b>	<b>711.5</b>	<b>967.2</b>	<b>1261.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>2129.2</b>	<b>3768.2</b>	<b>4907.7</b>	<b>5935.6</b>	所得税费用	54.7	177.9	241.8	315.4
短期借款	1340.0	2652.3	3423.4	4343.0	少数股东损益	24.9	133.4	181.4	236.5
应付账款	382.0	465.9	668.3	690.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>134.8</b>	<b>400.2</b>	<b>544.1</b>	<b>709.6</b>
其他	407.2	650.0	815.9	901.8	EBIT	269.1	883.5	1191.5	1542.2
<b>非流动负债</b>	<b>1776.2</b>	<b>1776.2</b>	<b>1776.2</b>	<b>1776.2</b>	EBITDA	310.6	1013.6	1369.3	1776.5
长期借款	1735.2	1735.2	1735.2	1735.2	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	41.0	41.0	41.0	41.0	每股收益(元)	0.30	0.88	1.20	1.56
<b>负债总计</b>	<b>3905.3</b>	<b>5544.4</b>	<b>6683.8</b>	<b>7711.8</b>	每股净资产(元)	4.23	4.46	4.78	5.20
少数股东权益	863.7	899.4	947.8	1011.0	发行在外股份(百万股)	454.5	454.5	454.5	454.5
归属母公司股东权益	1920.6	2027.5	2172.9	2362.5	ROIC(%)	5.5%	10.1%	11.5%	13.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6689.7</b>	<b>8471.3</b>	<b>9804.5</b>	<b>11085.3</b>	ROE(%)	7.0%	19.7%	25.0%	30.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	29.3%	35.7%	37.1%	38.5%
经营活动现金流	-147.9	31.0	796.3	711.7	EBIT Margin(%)	8.0%	13.0%	15.0%	16.5%
投资活动现金流	-3493.7	-1039.4	-1068.7	-1111.2	销售净利率(%)	4.0%	5.9%	6.8%	7.6%
筹资活动现金流	3904.0	1019.0	372.4	399.5	资产负债率(%)	58.4%	65.4%	68.2%	69.6%
现金净增加额	246.3	10.7	100.0	0.0	收入增长率(%)	50.4%	101.3%	17.2%	17.7%
企业自由现金流	-2767.3	-776.6	28.7	-15.7	净利润增长率(%)	-7.8%	196.9%	35.9%	30.4%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>