中宠股份（002891）

证券研究报告
2020 年 07 月 08 日

半年度业绩大超预期，坚定看好公司长期成长！

事件：公司发布业绩预告，预计 2020 年半年度归属于上市公司股东的净利润 4200 万元-4700 万元，同比增长 160.76%-191.8%。

国内国外收入预计高速增长，原料低位致利润超预期

从单季度业绩来看，第二季度公司实现净利润 3373 万元-3873 万元，同比增长 264.3%-318.3%，大超市场预期。海外业务方面，一季度受疫情影响导致复工晚、复工率低，影响了订单交付，二季度以来随着疫情稳定公司积极赶单，预计二季度公司海外收入同比增长 20%-30%；国内业务方面，公司积极开拓国内市场，集中资源不断夯实公司品牌及渠道能力，预计二季度国内收入较一季度进一步提速，预计同比增长 60-70%以上。此外，今年以来公司主要原料鸡胸肉价格持续下行叠加人民币贬值，公司利润率显著改善，从而带动业绩超预期。

我国宠物食品行业高速成长，长期发展空间广阔

2019 年国内宠物食品行业市场规模约 401 亿元，同比增长 28%，对标成熟市场，预计我国市场潜在空间有望达到 3600 亿元以上。宠物数量的增长、食品渗透率的提升以及高端化趋势将推动宠物食品市场持续快速增长。尽管当前玛氏在国内市场领跑，但是 CR10 仅为 37.8%，市场集中度低。未来在宠物人性化的趋势下，消费者对于宠物食品的要求越来越高，宠物食品功能升级和需求细分逐渐成为产品研发的主流趋势。国内公司有望借助渠道红利、通过品类创新，成长为行业龙头，预计未来本土龙头公司份额有望达到 15%左右。

2020 年发展迎来全新阶段，长期成长值得期待

我们认为 2020 年公司国内市场的发展将开启全新的阶段：**1）新产品：**聚焦差异化战略，在加大对干粮市场投入力度的同时，立足优势领域、借助湿粮和零食主食化的趋势，实现品类的跨越，抢占主食市场份额；**2）新营销：**销售费用将更多转向以品牌建设为重点，塑造品牌力，同时营销方式全方位升级，利用新媒体手段更精准的传播对年轻群体的影响力；**3）新渠道：**以电商渠道为重点，实现线上线下全渠道的覆盖，同时积极拥抱新零售。我们看好公司通过持续的品类创新、精准的营销投入、完善的渠道布局逐步成长为国内宠物行业龙头。

盈利预测与投资建议

考虑到原材料价格持续低位，我们上调业绩预测。预计公司 2020-2022 年公司净利润 1.30/1.85/2.57 亿元（前值 1.20/1.77/2.57 亿元），同比 64%/43%/39%，EPS 分别为 0.73/1.04/1.44 元，维持“买入”评级。

风险提示：贸易、关税等政策对出口业务的影响；原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412.26	1,716.24	2,136.16	2,622.45	3,212.44
增长率(%)	39.09	21.52	24.47	22.76	22.50
EBITDA(百万元)	129.31	233.70	272.20	370.23	496.11
净利润(百万元)	56.44	79.01	129.73	185.23	257.17
增长率(%)	(23.39)	39.97	64.20	42.77	38.84
EPS(元/股)	0.32	0.44	0.73	1.04	1.44
市盈率(P/E)	124.25	88.76	54.06	37.86	27.27
市净率(P/B)	9.43	8.31	7.79	6.57	5.40
市销率(P/S)	4.97	4.09	3.28	2.67	2.18
EV/EBITDA	26.37	20.89	26.62	18.91	14.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.32 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	178.36
流通 A 股股本(百万股)	99.91
A 股总市值(百万元)	7,013.01
流通 A 股市值(百万元)	3,928.51
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	48.91
一年内最高/最低(元)	42.85/16.00

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wcong@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中宠股份-公司深度研究:如何看待公司国内市场的长期成长性？》2020-05-24

2 《中宠股份-季报点评:一季度国内收入增速超预期，海外收入略有下滑》2020-04-22

3 《中宠股份-年报点评报告:国内市场布局持续深入，20 年业绩有望持续增长》2020-04-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	102.58	166.77	213.62	262.24	224.87
应收票据及应收账款	183.13	233.96	259.95	202.00	363.88
预付账款	9.78	12.20	19.02	16.14	24.73
存货	273.94	294.60	400.62	407.84	569.23
其他	66.88	56.43	47.48	68.00	55.17
流动资产合计	**636.31**	**763.96**	**940.68**	**956.22**	**1,237.88**
长期股权投资	32.30	68.15	68.15	68.15	68.15
固定资产	431.15	427.74	462.77	495.04	520.94
在建工程	6.79	153.64	86.82	93.41	96.71
无形资产	45.77	46.27	45.19	44.12	43.04
其他	255.03	240.44	208.71	191.81	176.16
非流动资产合计	**771.03**	**936.25**	**871.64**	**892.53**	**904.99**
资产总计	**1,407.35**	**1,700.21**	**1,812.33**	**1,848.74**	**2,142.87**
短期借款	255.00	270.03	305.02	66.89	52.58
应付票据及应付账款	196.97	210.50	232.36	314.56	337.41
其他	77.05	94.74	86.43	88.45	104.50
流动负债合计	**529.01**	**575.27**	**623.81**	**469.90**	**494.48**
长期借款	42.00	29.40	20.00	15.00	10.00
应付债券	0.00	139.37	139.37	139.37	139.37
其他	2.69	9.72	6.63	6.35	7.56
非流动负债合计	**44.69**	**178.48**	**166.00**	**160.71**	**156.93**
负债合计	**573.70**	**753.75**	**789.81**	**630.61**	**651.41**
少数股东权益	89.56	102.47	121.86	150.77	192.63
股本	100.00	170.01	178.36	178.36	178.36
资本公积	405.38	326.26	326.26	326.26	326.26
留存收益	636.22	605.54	722.31	889.01	1,120.47
其他	(397.52)	(257.83)	(326.26)	(326.26)	(326.26)
股东权益合计	**833.64**	**946.45**	**1,022.52**	**1,218.13**	**1,491.45**
负债和股东权益总	**1,407.35**	**1,700.21**	**1,812.33**	**1,848.74**	**2,142.87**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	61.54	89.31	129.73	185.23	257.17
折旧摊销	38.28	65.87	52.87	62.22	71.89
财务费用	(2.81)	14.17	20.00	22.00	25.00
投资损失	5.91	4.80	8.00	5.00	5.00
营运资金变动	(101.86)	(79.45)	(82.48)	132.81	(264.26)
其它	26.11	2.17	19.47	28.90	41.85
经营活动现金流	**27.16**	**96.87**	**147.60**	**436.14**	**136.65**
资本支出	302.26	216.52	23.08	100.29	98.78
长期投资	32.30	35.86	0.00	0.00	0.00
其他	(702.53)	(451.78)	(51.16)	(205.23)	(203.79)
投资活动现金流	**(367.98)**	**(199.40)**	**(28.08)**	**(104.94)**	**(105.01)**
债权融资	298.29	447.27	467.64	225.59	207.30
股权融资	6.77	37.38	(80.08)	(22.00)	(25.00)
其他	(77.45)	(320.84)	(460.24)	(486.16)	(251.31)
筹资活动现金流	**227.61**	**163.80**	**(72.68)**	**(282.57)**	**(69.01)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(113.21)**	**61.27**	**46.85**	**48.63**	**(37.37)**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,412.26**	**1,716.24**	**2,136.16**	**2,622.45**	**3,212.44**
营业成本	1,083.06	1,307.76	1,546.95	1,832.07	2,182.00
营业税金及附加	5.89	5.25	9.11	10.05	11.95
营业费用	139.95	170.21	249.85	352.10	461.94
管理费用	50.99	61.30	65.97	73.49	80.54
研发费用	40.82	22.92	32.04	36.71	41.76
财务费用	(2.46)	14.07	20.00	22.00	25.00
资产减值损失	23.88	(19.96)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	(0.27)	0.15	0.09	(0.01)	(0.02)
投资净收益	(5.91)	(4.80)	(8.00)	(5.00)	(5.00)
其他	10.78	49.44	15.83	10.02	10.04
营业利润	**65.52**	**109.90**	**199.33**	**286.01**	**399.22**
营业外收入	3.09	8.95	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.71	0.61	0.50	0.50	0.50
利润总额	**67.90**	**118.23**	**198.83**	**285.51**	**398.72**
所得税	6.36	28.93	49.71	71.38	99.68
净利润	**61.54**	**89.31**	**149.12**	**214.13**	**299.04**
少数股东损益	5.09	10.30	19.39	28.91	41.87
归属于母公司净利润	**56.44**	**79.01**	**129.73**	**185.23**	**257.17**
每股收益（元）	0.32	0.44	0.73	1.04	1.44

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	39.09%	21.52%	24.47%	22.76%	22.50%
营业利润	-41.95%	67.74%	81.38%	43.49%	39.58%
归属于母公司净利润	-23.39%	39.97%	64.20%	42.77%	38.84%
获利能力					
毛利率	23.31%	23.80%	27.58%	30.14%	32.08%
净利率	4.00%	4.60%	6.07%	7.06%	8.01%
ROE	7.59%	9.36%	14.40%	17.35%	19.80%
ROIC	11.22%	11.09%	15.61%	20.35%	30.11%
偿债能力					
资产负债率	40.76%	44.33%	43.58%	34.11%	30.40%
净负债率	23.48%	29.64%	24.84%	-3.01%	-1.18%
流动比率	1.20	1.33	1.51	2.03	2.50
速动比率	0.69	0.82	0.87	1.17	1.35
营运能力					
应收账款周转率	9.05	8.23	8.65	11.35	11.35
存货周转率	5.93	6.04	6.15	6.49	6.58
总资产周转率	1.17	1.10	1.22	1.43	1.61
每股指标（元）					
每股收益	0.32	0.44	0.73	1.04	1.44
每股经营现金流	0.15	0.54	0.83	2.45	0.77
每股净资产	4.17	4.73	5.05	5.98	7.28
估值比率					
市盈率	124.25	88.76	54.06	37.86	27.27
市净率	9.43	8.31	7.79	6.57	5.40
EV/EBITDA	26.37	20.89	26.62	18.91	14.27
EV/EBIT	33.32	26.10	33.04	22.73	16.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com