

方正证券研究所证券研究报告

中宠股份(002891)

公司研究

农林牧渔行业

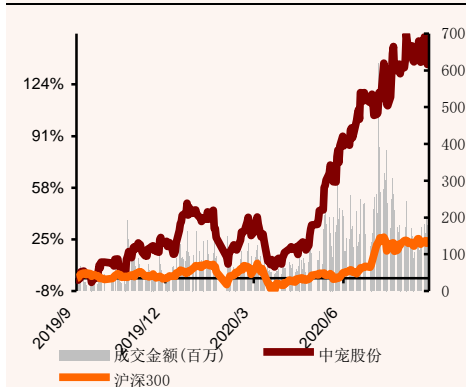
公司财报点评

2020.08.30/强烈推荐(维持)

农林牧渔分析师 程一胜  
执业证书编号：S1220516090002  
TEL：021-50196810  
E-mail：chengyisheng@foundersc.com

联系人：王明琦  
E-mail：wangmingqi@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《中宠股份(002891):上半年业绩超预期增长,国内市场开拓取得显著成效》2020.07.08  
《中宠股份:探寻千亿宠物赛道,挖掘公司成长基因》2020.05.26  
《一季度增长符合预期,国内外市场有望加速推进》2020.04.21

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：公司披露 2020 年半年报，上半年实现营收 9.88 亿元，同比增长 25.58%；归母净利润 4611.62 万元，同比增长 186.31%；扣非归母净利润 4167.03 万元，同比增长 162.42%。

点评：

1、上半年经营表现优异，国内市场收入规模保持较高增速。

①公司 20 年上半年实现营收 9.88 亿元，同比+25.58%；归母净利润 4611.62 万元，同比增长 186.31%；业绩大幅增长的原因其一来自整体营收规模持续扩大，其二原材料成本的下降，其三生产过程中降本增效带来利润率水平改善，其四报告期内人民币对美元的汇率波动对公司利润产生了积极影响。单二季度来看，公司营收 6.16 亿元，同比+51.42%，环比+65.10%；归母净利润 3784.49 万元，同比+308.57%，环比+357.55%。值得指出的是，单二季度的收入和利润规模均为公司历史上表现最好的一个季度。

②分地区来看，公司积极开拓国内市场，集中资源不断夯实品牌及渠道能力，围绕自主品牌“Wanpy 顽皮”与“Zeal 真致”为核心，上半年取得不错成效，实现国内市场营收 2.36 亿元，同比+54.90%，占总营收的比重提升至 23.88%；得益于公司严格落实疫情防控措施与积极组织恢复生产，公司在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨的生产基地在疫情期间均保持了正常的生产运作，外销业务的订单交付情况良好，实现海外市场营收 7.52 亿元，同比+18.53%，占总营收的比重为 76.12%。

③分产品类型来看，罐头和干粮占比正逐步提升。宠物零食实现营收 7.72 亿元（同比+19.51%），占总营收的比重为 78.13%（较去年同期-3.96pcts）；宠物罐头营收 1.39 亿元（同比+37.35%），占总营收的比重为 14.07%（较去年同期+1.2pcts）；宠物干粮营收 4993.86 万元（同比+87.20%），占总营收的比重为 5.05%（较去年同期+1.66pcts）；宠物用品营收 924.56 万元（同比-22.20%），占总营收的比重为 0.94%（较去年同期-0.57pcts）。

④从利润率水平的变动情况看，公司上半年整体销售毛利率为 24.51%，较去年同期提升 2.08pcts，主要系原材料成本较去年同期有较大幅度下降，预计公司 Q2 鸡胸肉平均成本降至 1.1 万/吨或更低水平。宠物零食毛利率为 23.34%，较去年同期提升 4.61pcts；宠物罐头毛利率为 28.11%，较去年同期下滑 6.56pcts，主要系公司上半年对代理品牌 Frisian 的临期罐头采取促销活动导致。

⑤从费用端情况看，公司上半年销售费用为 1.01 亿元，同比

+30.58%，主要系业务宣传费及销售服务费增加；管理费用为3839.18万元，同比+23.04%；财务费用为1086.01万元，同比-1.44%。从资产构成重大变动情况看，公司上半年存货为4.56亿元，同比+54.74%，主要系原材料战略储备增加。

**2、扎实的供应链基础、渠道端丰富的布局及品牌力的持续提升成为公司未来持续快速发展的核心竞争力。**展望下半年的经营情况，我们认为，公司整体收入和利润规模有望持续释放，主要系下半年国内外节日和大促活动的到来将更大地激发市场的消费需求；公司海外订单依旧饱满，海外生产基地也并未受到疫情的影响，保障了产品生产与订单的及时交付；此外公司通过技术改造和升级保证短期产能不受影响。从中长期来看，公司深耕国内市场并取得良好成效，未来依靠在干粮和湿粮品类上新增产能的大幅释放（可转债募投年产3万吨宠物湿粮项目，非公开发行股票项目募投年产6万吨宠物干粮项目和年产2万吨宠物湿粮新西兰项目）、产品研发端的积极投入、品牌力的持续提升和线上线下完善的渠道布局，料将在2-3年内跻身国内品牌领先行列。

**3、盈利预测与评级：**预计公司2020-2022年实现营业收入21.40/27.20/36.65亿元，归母净利润1.25/2.04/3.30亿元，EPS分别为0.70/1.14/1.85元，对应PE分别为66.90x/41.10x/25.38x，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**贸易摩擦引发的风险，海内外市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险等

#### 盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1716.24	2140.17	2719.65	3664.99
(+/-) (%)	21.52	24.70	27.08	34.76
净利润	79.01	125.24	203.87	330.17
(+/-) (%)	39.97	58.52	62.78	61.95
EPS(元)	0.44	0.70	1.14	1.85
P/E	106.06	66.90	41.10	25.38

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	763.96	1052.71	1448.53	2062.42	<b>营业总收入</b>	1716.24	2140.17	2719.65	3664.99
现金	166.77	377.16	627.09	1000.55	营业成本	1307.76	1587.92	1967.43	2552.72
应收账款	233.96	234.54	290.59	391.60	营业税金及附加	5.25	6.63	8.16	10.99
其它应收款	12.39	7.04	8.94	12.05	营业费用	170.21	211.88	269.25	362.83
预付账款	12.20	14.29	17.71	22.97	管理费用	61.30	74.91	95.19	128.27
存货	294.60	378.05	462.48	600.06	财务费用	14.07	0.32	-0.21	-0.83
其他	44.04	41.63	41.71	35.18	资产减值损失	-19.96	46.10	39.20	63.42
<b>非流动资产</b>	936.25	897.10	831.01	752.12	公允价值变动收益	0.15	0.00	0.00	0.00
长期投资	97.80	93.45	88.69	84.07	投资净收益	-4.80	-4.35	-4.76	-4.63
固定资产	581.38	538.84	475.34	397.15	<b>营业利润</b>	109.90	189.34	311.53	509.09
无形资产	218.84	226.58	228.75	232.67	营业外收入	8.95	0.00	0.00	0.00
其他	38.23	38.23	38.23	38.23	营业外支出	0.61	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1700.21	1949.81	2279.54	2814.54	<b>利润总额</b>	118.23	195.69	318.54	515.88
<b>流动负债</b>	575.27	677.06	766.17	911.51	所得税	28.93	47.87	77.93	126.21
短期借款	270.03	270.03	270.03	270.03	<b>净利润</b>	89.31	147.81	240.61	389.67
应付账款	202.95	243.63	307.24	398.64	少数股东损益	10.30	22.57	36.74	59.50
其他	102.29	163.41	188.90	242.84	<b>归属母公司净利润</b>	79.01	125.24	203.87	330.17
<b>非流动负债</b>	178.48	178.48	178.48	178.48	EBITDA	214.68	281.20	397.23	618.08
长期借款	29.40	29.40	29.40	29.40	EPS (元)	0.44	0.70	1.14	1.85
其他	149.08	149.08	149.08	149.08					
<b>负债合计</b>	753.75	855.54	944.66	1089.99	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	102.47	125.04	161.78	221.28	<b>成长能力</b>				
股本	170.01	178.70	178.70	178.70	营业收入	0.22	0.25	0.27	0.35
资本公积	326.26	326.26	326.26	326.26	营业利润	0.68	0.72	0.65	0.63
留存收益	279.28	395.83	599.71	929.88	归属母公司净利润	0.40	0.59	0.63	0.62
归属母公司股东权益	843.98	969.22	1173.10	1503.27	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1700.21	1949.81	2279.54	2814.54	毛利率	0.24	0.26	0.28	0.30
					净利率	0.05	0.06	0.07	0.09
					ROE	0.09	0.13	0.17	0.22
					ROIC	0.10	0.17	0.25	0.40
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.44	0.44	0.41	0.39
					净负债比率	0.53	0.46	0.38	0.30
					流动比率	1.33	1.55	1.89	2.26
					速动比率	0.82	1.05	1.34	1.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.10	1.17	1.29	1.44
					应收账款周转率	8.23	9.14	10.36	10.74
					应付账款周转率	8.58	9.58	9.87	10.38
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.44	0.70	1.14	1.85
					每股经营现金	0.54	1.14	1.32	1.99
					每股净资产	4.72	5.17	6.26	8.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	106.06	66.90	41.10	25.38
					P/B	9.93	9.07	7.49	5.85
					EV/EBITDA	38.44	30.05	20.64	12.66

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com