

## 国内业务渐入佳境，净利率水平继续提升

### ——中宠股份(002891.SZ) 2020年中报点评

公司简报

◆事件：2020年8月30日，中宠股份发布2020年中报，公司实现营业收入/归母净利润9.88亿元/4612万元，同比+25.58%/+186.31%。其中Q2实现营业收入/归母净利润6.16亿元/3784万元，同比+51.42%/+308.57%

◆国外业务稳健增长，国内业务渐入佳境。(1)分产品看，2020H1公司宠物零食/宠物罐头/宠物主粮分别实现营业收入7.72/1.39/0.50亿元，同比+19.51%/+37.35%/+87.20%。其中罐头/主粮占营收比重为14%/5%，较去年同期提升1.2/1.96pcts。(2)分地区看，2020H1境内/境外分别实现营业收入2.36/7.52亿元，同比+54.90%/18.53%，其中境内业务收入占比上升至24%，较2019年末继续提升4pcts，呈提速态势。全球疫情之下宠物食品刚需属性带来海外需求保持较高增速。2020Q2以来，公司加速完成未交付订单，带来收入高增。从产品端来看，国内宠物市场迅速发展，公司以罐头、主粮作为主要抓手，随着扩建产能的逐渐释放，品类迈入快速成长期。从品牌端来看，自主品牌“wanpy”通过新媒体/综艺冠名/直播等多种方式进行品牌推广，势能逐渐强化。

◆净利率拐点出现，盈利能力明显提升。(1)毛利率方面，2020H1/Q2综合毛利率均为24.51%，同比+2.07/0.45pcts。分品类看，零食/罐头毛利率分别为23.34%/28.11%，同比+4.61%/-6.56pcts。分地区看，国内/国外毛利率分别为36.51%/21.04%，同比-7.53/3.84pcts。国外/零食毛利率提升主要系主要原材料鸡肉价格下行所致。(2)费用率方面，2020H1/Q2公司销售费用率为10.17%/9.72%，同比+0.39/-1.30pcts，销售费用率总体保持稳定，但业务宣传及销售服务费用明显提升，公司品牌建设持续保持较大投入。2020H1/Q2公司管理费用率为3.88%/3.19%，同比-0.08/0.83pcts，保持稳定(3)综合来看，2020H1/Q2净利率达到5.34%/6.63%，同比+2.45/3.60pcts。

◆盈利预测和投资评级：维持公司2020/2021/2022年营收预测为20.59/24.12/27.64亿元，维持公司2020/2021年净利润预测为1.15/1.44亿元/1.70亿元。预测2020/21/22年EPS为0.68/0.85/1.00元，当前股价对应2020/21/22年PE为69/56/47倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：原材料价格波动；国内业务拓展不及预期；客户结构单一

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412	1,716	2,059	2,412	2,764
营业收入增长率	39.09%	21.52%	19.96%	17.17%	14.59%
净利润(百万元)	56	79	115	144	170
净利润增长率	-23.39%	39.97%	46.07%	24.79%	18.15%
EPS(元)	0.56	0.46	0.68	0.85	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.59%	9.36%	10.39%	11.60%	12.18%
P/E	83	101	69	56	47
P/B	6.3	9.5	7.2	6.5	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年08月31日

## 增持(维持)

当前价：47.13元

### 分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)  
021-52523657  
[yeqianyu@ebsec.com](mailto:yeqianyu@ebsec.com)

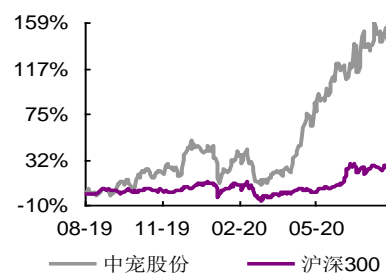
陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)  
021-52523689  
[chenyt@ebsec.com](mailto:chenyt@ebsec.com)

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)  
021-52523805  
[zhangzhe@ebsec.com](mailto:zhangzhe@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：1.79  
总市值(亿元)：84.22  
一年最低/最高(元)：18.32/49.99  
近3月换手率：165.36%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.33	8.95	127.78
绝对	6.77	33.50	154.54

资料来源：Wind

### 相关研报

成本压力逐渐缓解，净利水平有望继续回升——中宠股份(002891.SZ) 2019年年报点评

.....2020-04-08

汇率贬值提升毛利，费用压缩改善净利——中宠股份(002891.SZ) 2019年三季度报点评

.....2019-10-23

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,412	1,716	2,059	2,412	2,764
营业成本	1,083	1,308	1,543	1,779	2,020
折旧和摊销	27	47	41	46	52
税金及附加	6	5	6	7	8
销售费用	140	170	223	279	334
管理费用	51	61	72	83	93
研发费用	41	23	29	35	41
财务费用	-2	14	6	6	8
投资收益	-6	-5	0	0	0
营业利润	66	110	183	225	263
利润总额	68	118	174	216	254
所得税	6	29	43	54	63
净利润	62	89	130	162	190
少数股东损益	5	10	15	18	20
归属母公司净利润	56	79	115	144	170
EPS(按最新股本计)	0.56	0.46	0.68	0.85	1.00

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27	97	124	145	180
净利润	56	79	115	144	170
折旧摊销	27	47	41	46	52
净营运资金增加	100	70	157	101	103
其他	-156	-98	-189	-146	-145
投资活动产生现金流	-368	-199	-122	-150	-155
净资本支出	-251	-152	-105	-125	-155
长期投资变化	32	68	0	0	0
其他资产变化	-149	-116	-17	-25	0
融资活动现金流	228	164	37	41	10
股本变化	0	70	9	0	0
债务净变化	247	149	-112	57	29
无息负债变化	92	31	56	57	56
净现金流	-101	62	39	35	35

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.3%	23.8%	25.1%	26.3%	26.9%
EBITDA 率	7.6%	13.9%	11.1%	11.6%	11.8%
EBIT 率	4.9%	10.0%	9.1%	9.7%	9.9%
税前净利润率	4.8%	6.9%	8.4%	9.0%	9.2%
归母净利润率	4.0%	4.6%	5.6%	6.0%	6.2%
ROA	4.4%	5.3%	6.8%	7.4%	7.8%
ROE(摊薄)	7.6%	9.4%	10.4%	11.6%	12.2%
经营性 ROIC	5.6%	10.0%	9.7%	10.7%	11.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	41%	44%	36%	37%	37%
流动比率	1.20	1.33	1.46	1.45	1.49
速动比率	0.69	0.82	0.94	0.93	0.96
归母权益/有息债务	2.49	1.89	3.31	3.16	3.31
有形资产/有息债务	3.88	3.25	5.21	5.10	5.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,407	1,700	1,927	2,190	2,450
货币资金	103	167	206	241	276
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	183	234	281	329	377
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	5	12	13	16	18
存货	274	295	353	409	467
其他流动资产	62	44	54	65	75
流动资产合计	636	764	991	1,146	1,302
其他权益工具	0	30	30	30	30
长期股权投资	32	68	68	68	68
固定资产	431	428	459	497	558
在建工程	7	154	153	178	201
无形资产	46	46	50	54	58
商誉	70	67	67	67	67
其他非流动资产	24	10	17	17	17
非流动资产合计	771	936	935	1,043	1,148
总负债	574	754	698	812	897
短期借款	255	270	228	285	315
应付账款	197	203	239	276	313
应付票据	0	8	9	10	12
预收账款	5	7	9	10	12
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	529	575	681	792	874
长期借款	42	29	29	29	29
应付债券	0	139	-22	-22	-22
其他非流动负债	2	5	8	11	14
非流动负债合计	45	178	17	21	24
股东权益	834	946	1,228	1,377	1,553
股本	100	170	179	179	179
公积金	423	349	513	528	545
未分配利润	213	257	350	467	606
归属母公司权益	744	844	1,111	1,242	1,397
少数股东权益	90	102	117	135	155

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.91%	9.92%	10.82%	11.58%	12.08%
管理费用率	3.61%	3.57%	3.49%	3.42%	3.35%
财务费用率	-0.17%	0.82%	0.28%	0.26%	0.30%
研发费用率	2.89%	1.34%	1.39%	1.44%	1.49%
所得税率	9%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.06	0.08	0.09	0.09
每股经营现金流	0.27	0.57	0.73	0.85	1.06
每股净资产	7.44	4.96	6.53	7.30	8.22
每股销售收入	14.12	10.10	12.11	14.19	16.26

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	83	101	69	56	47
PB	6.3	9.5	7.2	6.5	5.7
EV/EBITDA	53.7	39.3	38.9	32.1	27.8
股息率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼