

中宠股份 (002891)

证券研究报告

2019年07月17日

联手福贝补齐干粮短板，全能宠物食品巨头扬帆起航

事件：公司拟以发行股份或非公开发行可转换公司债券及支付现金相结合的方式受让上海福贝不低于 51% 股权。

国内优质宠物主粮厂商

福贝宠物食品公司于 2002 年筹建，专注于宠物粮食的生产、加工及销售。主营业务包括宠物主粮的 ODM 业务以及宠物主粮自主品牌“比乐”的生产与销售，集宠物粮食贩卖和开发生产为一体。公司目前在上海松江、安徽宣城设有两家加工工厂，并于 2018 年启动了位于上海金山的全智能化的第三家工厂的建设，预计将于 2020 年投入使用。公司宠物主粮的自主品牌“比乐”定位于中高端宠物主粮。[福贝公司]拥有国家级宠物食品研发、检测中心，其中福贝产品已出口至全球 43 个国家和地区，获得欧盟 TRACES 认证，成为国内最大的宠物食品制造及出口厂商之一。

双方优势互补，协同效应可期

公司在湿粮和零食领域国内领先，近几年正大力布局主粮市场。此次收购，双方联手将聚合优势资源，实现产品、渠道、市场、供应链全面合作，利用整合的规模优势打造品牌效应，提升对渠道及消费者的服务水平，互利共赢。公司将借助福贝在主粮行业的积累及国内市场的经营能力，实现在宠物干粮领域的突破；福贝将借助中宠股份上市公司资本平台，实现全产业链的延伸与布局。

国内市场持续发力，利润拐点值得期待

我们认为，公司最大的看点在于自主品牌在国内市场的开拓，国内市场有望保持 50% 以上甚至接近 100% 的增速。公司作为宠物零食领域的龙头，近几年不断丰富品牌矩阵、升级品牌形象，同时在线上发力电商渠道、线下布局宠物医院和宠物店等渠道，在保持零食领域龙头地位的同时，不断向主粮市场渗透。基于公司在品牌和渠道的布局，我们看好公司在国内市场的发展！此外，公司多年以来深耕境外渠道，OEM 模式成熟，客户质量与销售网络行业内领先，境外业务有望保持稳步增长。

盈利预测与投资建议

预计 19-21 年，公司营收 18.90/25.95/34.71 亿元，同比增长 33.84%/37.27%/33.78%，归母净利润 1.08/1.95/3.04 亿元，同比增长 90.45%/81.20%/56.24%，对应 EPS 分别为 0.63/1.15/1.79 元，对应当前股价的 PE 分别为 29/16/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：收购存在不确定性；原材料价格的风险；市场竞争的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,015.35	1,412.26	1,890.18	2,594.61	3,471.12
增长率(%)	28.37	39.09	33.84	37.27	33.78
EBITDA(百万元)	146.00	129.31	162.52	284.46	461.08
净利润(百万元)	73.67	56.44	107.50	194.79	304.34
增长率(%)	9.51	(23.39)	90.45	81.20	56.24
EPS(元/股)	0.43	0.33	0.63	1.15	1.79
市盈率(P/E)	42.60	55.60	29.19	16.11	10.31
市净率(P/B)	4.53	4.22	3.48	2.91	2.32
市销率(P/S)	3.09	2.22	1.66	1.21	0.90
EV/EBITDA	23.32	26.37	20.32	10.68	7.03

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	18.46 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	170.00
流通 A 股股本(百万股)	91.56
A 股总市值(百万元)	3,138.20
流通 A 股市值(百万元)	1,690.12
每股净资产(元)	8.02
资产负债率(%)	47.12
一年内最高/最低(元)	42.80/17.71

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中宠股份-年报点评报告:营收持续高速增长，静待业绩拐点到来》 2019-04-18
- 2 《中宠股份-公司点评:全年收入保持高速增长，单季度业绩持续改善》 2019-01-03
- 3 《中宠股份-公司点评:深度合作瑞鹏股份，强强联合值得期待》 2018-12-18



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	201.73	102.58	94.51	187.50	138.84
应收票据及应收账款	128.81	183.13	260.33	188.16	411.83
预付账款	12.50	9.78	17.03	21.79	25.80
存货	202.27	273.94	392.21	465.14	641.64
其他	33.19	66.88	63.94	59.71	66.18
流动资产合计	578.50	636.31	828.02	922.32	1,284.30
长期股权投资	0.00	32.30	32.30	32.30	32.30
固定资产	171.70	431.15	426.03	458.55	504.88
在建工程	107.84	6.79	13.39	56.70	78.35
无形资产	27.89	45.77	44.43	43.08	41.73
其他	119.16	255.03	248.11	229.23	215.16
非流动资产合计	426.59	771.03	764.25	819.85	872.42
资产总计	1,005.09	1,407.35	1,592.27	1,742.16	2,156.73
短期借款	51.76	255.00	165.12	0.00	104.58
应付票据及应付账款	125.48	196.97	174.80	326.89	327.22
其他	50.04	77.05	70.90	84.17	86.80
流动负债合计	227.28	529.01	410.81	411.06	518.60
长期借款	0.00	42.00	42.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	131.58	131.58	131.58
其他	7.49	2.69	6.00	5.39	4.69
非流动负债合计	7.49	44.69	179.58	136.97	136.27
负债合计	234.76	573.70	590.39	548.04	654.88
少数股东权益	77.00	89.56	98.91	115.85	149.66
股本	100.00	100.00	170.00	170.00	170.00
资本公积	405.38	405.38	405.38	405.38	405.38
留存收益	589.77	636.22	732.97	908.28	1,182.19
其他	(401.83)	(397.52)	(405.38)	(405.38)	(405.38)
股东权益合计	770.33	833.64	1,001.88	1,194.13	1,501.85
负债和股东权益总	1,005.09	1,407.35	1,592.27	1,742.16	2,156.73

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	84.81	61.54	107.50	194.79	304.34
折旧摊销	28.47	38.28	19.86	25.52	33.36
财务费用	4.35	(2.81)	13.33	10.15	6.09
投资损失	(0.13)	5.91	(0.80)	1.66	2.26
营运资金变动	(93.95)	(101.86)	(216.43)	181.90	(394.50)
其它	52.09	26.11	9.30	16.97	33.81
经营活动现金流	75.64	27.16	(67.25)	431.00	(14.65)
资本支出	143.09	302.26	16.69	100.61	100.70
长期投资	0.00	32.30	0.00	0.00	0.00
其他	(319.11)	(702.53)	(35.98)	(202.30)	(202.91)
投资活动现金流	(176.02)	(367.98)	(19.29)	(101.69)	(102.21)
债权融资	51.76	298.29	338.70	132.01	236.73
股权融资	303.97	6.77	48.80	(10.15)	(6.09)
其他	(102.85)	(77.45)	(309.04)	(358.18)	(162.44)
筹资活动现金流	252.88	227.61	78.46	(236.32)	68.20
汇率变动影响	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
现金净增加额	152.50	(113.21)	(7.07)	93.99	(47.66)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,015.35	1,412.26	1,890.18	2,594.61	3,471.12
营业成本	763.40	1,083.06	1,418.54	1,859.64	2,365.51
营业税金及附加	5.65	5.89	11.28	13.58	17.79
营业费用	67.54	139.95	222.76	353.48	530.58
管理费用	52.36	50.99	56.89	54.46	56.84
研发费用	2.82	40.82	37.80	51.89	69.42
财务费用	11.66	(2.46)	13.33	10.15	6.09
资产减值损失	2.21	23.88	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.13	(0.27)	(0.05)	0.03	(0.00)
投资净收益	0.13	(5.91)	1.80	(0.66)	(1.26)
其他	(3.41)	10.78	(3.50)	1.26	2.52
营业利润	112.87	65.52	129.33	248.78	421.63
营业外收入	0.54	3.09	0.60	1.41	1.70
营业外支出	2.48	0.71	0.10	1.10	0.64
利润总额	110.92	67.90	129.83	249.09	422.69
所得税	26.12	6.36	12.98	37.36	84.54
净利润	84.81	61.54	116.85	211.73	338.16
少数股东损益	11.13	5.09	9.35	16.94	33.82
归属于母公司净利润	73.67	56.44	107.50	194.79	304.34
每股收益（元）	0.43	0.33	0.63	1.15	1.79

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.37%	39.09%	33.84%	37.27%	33.78%
营业利润	11.15%	-41.95%	97.41%	92.36%	69.48%
归属于母公司净利润	9.51%	-23.39%	90.45%	81.20%	56.24%
获利能力					
毛利率	24.81%	23.31%	24.95%	28.33%	31.85%
净利率	7.26%	4.00%	5.69%	7.51%	8.77%
ROE	10.63%	7.59%	11.91%	18.06%	22.51%
ROIC	26.65%	11.22%	15.21%	20.61%	34.94%
偿债能力					
资产负债率	23.36%	40.76%	37.08%	31.46%	30.36%
净负债率	-19.47%	23.48%	24.37%	-4.65%	6.52%
流动比率	2.55	1.20	2.02	2.24	2.48
速动比率	1.66	0.69	1.06	1.11	1.24
营运能力					
应收账款周转率	8.71	9.05	8.52	11.57	11.57
存货周转率	5.61	5.93	5.67	6.05	6.27
总资产周转率	1.26	1.17	1.26	1.56	1.78
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.33	0.63	1.15	1.79
每股经营现金流	0.44	0.16	-0.40	2.54	-0.09
每股净资产	4.08	4.38	5.31	6.34	7.95
估值比率					
市盈率	42.60	55.60	29.19	16.11	10.31
市净率	4.53	4.22	3.48	2.91	2.32
EV/EBITDA	23.32	26.37	20.32	10.68	7.03
EV/EBIT	27.36	33.32	23.15	11.74	7.58

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