

公司研究/中报点评

2019年08月26日

农林牧渔/饲料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.01
合理价格区间(元): 20.80~22.36

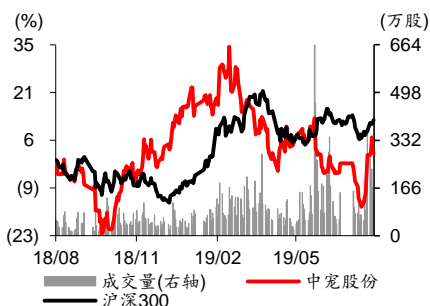
杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1 《中宠股份(002891,增持): 国内外齐头并进, 宠物高成长标的》2019.04
- 2 《中宠股份(002891,增持): 业绩略低预期, 国内销售斩获佳绩》2018.10
- 3 《中宠股份(002891,增持): 业绩符合预期, 线上布局话事权》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 国内业务高速增长

中宠股份(002891)

2019H1, 净利润同比下滑 38.91%, 符合我们预期

公司公布 2019 年中报, 报告期内, 公司实现营收 7.87 亿元 (其中, 宠物零食 6.46 亿元, yoy+20.97%; 宠物罐头 1.01 亿元, yoy+18.30%; 宠物主粮 0.27 亿元, yoy+36.30%), yoy+21.58%, 归属于上市公司股东净利润 1610.69 万元, yoy-38.91%, 公司业绩符合我们预期。单季度看, 2019Q2, 公司营业收入 4.07 亿元, yoy+9.71%, 归属于上市公司股东净利润 926.27 万元, yoy-32.63%。我们预计, 2019-21 年公司 EPS 分别为 0.52 元、0.75 元、1.12 元, 维持“增持”评级。

国内市场投入拖累业绩, 经营稳中有进

2019 上半年, 公司营业收入稳步增长, 归母净利润同比降幅较大, 主要受国内市场开拓投入加大、原材料成本上升等因素叠加影响, 具体来看, 1) 2019H1, 为开拓国内市场业务, 公司销售费用 0.77 亿元, 同比增长 59.05%, 研发投入 0.11 亿元, 同比增长 38.17%; 2) 鸡肉价格快速上升, 作为公司主要原材料的鸡胸肉成本升高, 拉低综合毛利率; 3) 此外, 公司财务费用的增加也是业绩下滑因素之一, 2019Q1 公司财务费用 0.11 亿元, 同比增幅达到 910.03%。

国内外市场开拓持续推进, 投入驱动公司成长

公司积极推进全球化战略布局, 在海外收购、设立子公司, 推进产品的销售及市场的拓展, 在国内市场全面完善渠道布局及新零售模式的建设。国内市场方面, 公司先后与天猫、苏宁、京东达成战略合作意向, 组建南京云吸猫、中宠颂智以及威海好宠等电商团队重点推进线上渠道的拓展; 线下, 公司与宠物店合作, 同时进入瑞鹏医疗体系, 开辟宠物医疗渠道。短期内, 国内市场开拓需要大量费用投入, 给盈利能力带来压力。与此同时, 国内市场具有较大发展空间, 2019H1 公司国内收入 1.52 亿元, 同比增幅达到 37.35%, 2019 年公司国内营收份额有望进一步提升。

开展资本运作, 战略布局抢占先机

公司借助资本市场的优势, 积极开展资本运作, 加强国内外市场建设。报告期内, 1) 投资爱淘宠物(柬埔寨)公司, 协定经营范围变更为宠物肉类产品、可食用咬胶的研发、生产、销售及进出口, 进一步完善海外产能布局, 提高抵御贸易摩擦能力; 2) 与北京方圆金鼎共同签署了《产业基金合作框架协议》, 为中宠的产业投资、并购提供平台, 推进公司产业链布局。

全球化战略布局+市场端销售有力, 维持“增持”评级

我们预计, 2019-21 年, 公司净利润分别为 0.88 亿元、1.27 亿元以及 1.89 亿元, 对应 EPS (股本摊薄后) 分别为 0.52 元、0.75 元、1.12 元。参照 2019 年可比公司 30 倍的 PE 水平, 综合考虑国内宠物行业较大的成长空间以及公司国内销售实现的突破, 我们给予公司 2019 年 40~43 倍 PE, 对应 2019 年目标价 20.80-22.36 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 海外市场竞争加剧, 原材料价格波动以及汇率波动。

公司基本资料

总股本 (百万股)	170.00
流通 A 股 (百万股)	91.56
52 周内股价区间 (元)	16.00-42.72
总市值 (百万元)	3,232
总资产 (百万元)	1,578
每股净资产 (元)	4.69

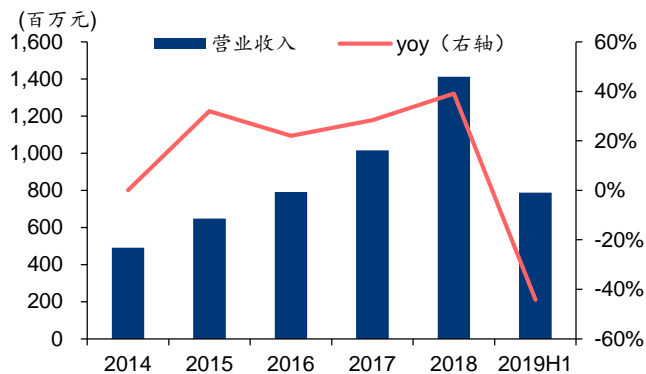
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,015	1,412	1,688	2,021	2,606
+/-%	28.37	39.09	19.55	19.72	28.91
归属母公司净利润 (百万元)	73.67	56.44	88.51	127.40	190.15
+/-%	9.51	(23.39)	56.81	43.93	49.26
EPS (元, 最新摊薄)	0.43	0.33	0.52	0.75	1.12
PE (倍)	43.87	57.25	36.51	25.37	17.00

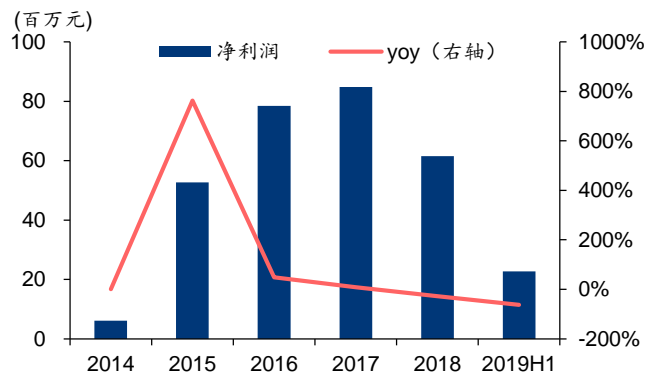
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2014-2019H1, 中宠股份营业收入及增速情况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2014-2019H1, 中宠股份净利润及增速情况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

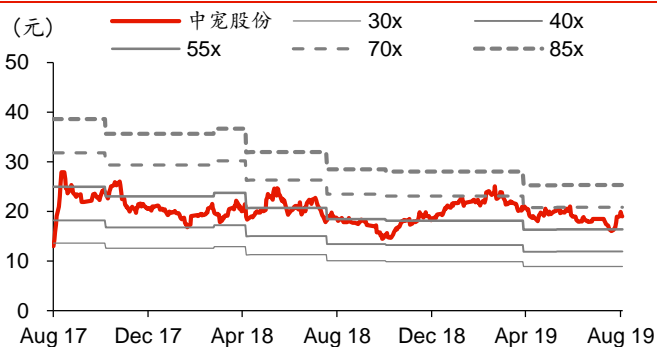
图表3: 可比公司盈利预测及估值情况 (采用 wind 一致预期, 截至 19 年 8 月 23 日)

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300673.SZ	佩蒂股份	25.30	1.00	1.32	1.60	25.75	19.51	16.17
002714.SZ	牧原股份	70.11	2.10	5.74	5.77	33.19	12.17	12.09
600195.SH	中牧股份	15.12	0.49	0.56	0.66	31.38	27.24	23.04
均值						30.11		

资料来源: Wind、华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表4: 中宠股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 中宠股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	578.50	636.31	721.18	844.55	1,010
现金	201.73	102.58	118.62	140.98	120.73
应收账款	128.81	183.13	218.76	260.17	336.99
其他应收账款	2.85	4.96	4.93	6.23	8.28
预付账款	12.50	9.78	14.19	17.73	20.09
存货	202.27	273.94	327.83	376.40	477.10
其他流动资产	30.33	61.92	36.85	43.03	47.27
非流动资产	426.59	771.03	943.70	1,315	1,404
长期投资	0.00	32.30	10.77	14.35	19.14
固定投资	171.70	431.15	446.34	594.37	624.50
无形资产	27.89	45.77	51.41	59.35	69.48
其他非流动资产	227.01	261.82	435.19	646.82	690.83
资产总计	1,005	1,407	1,665	2,159	2,414
流动负债	227.28	529.01	677.67	1,018	1,052
短期借款	51.76	255.00	426.36	713.11	673.28
应付账款	125.48	196.97	189.46	240.04	307.15
其他流动负债	50.04	77.05	61.85	65.30	71.53
非流动负债	7.49	44.69	61.86	80.01	104.19
长期借款	0.00	42.00	56.00	74.67	99.56
其他非流动负债	7.49	2.69	5.86	5.35	4.63
负债合计	234.76	573.70	739.53	1,098	1,156
少数股东权益	77.00	89.56	102.24	119.57	144.28
股本	100.00	100.00	170.00	170.00	170.00
资本公积	405.38	405.38	335.38	335.38	335.38
留存公积	184.39	230.83	317.21	435.37	607.81
归属母公司股东权益	693.32	744.08	823.12	941.41	1,114
负债和股东权益	1,005	1,407	1,665	2,159	2,414

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	75.64	27.16	92.69	183.72	216.87
净利润	84.81	61.54	101.19	144.72	214.87
折旧摊销	28.47	38.28	53.99	67.74	83.39
财务费用	11.66	(2.46)	24.81	42.40	53.29
投资损失	(0.13)	5.91	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(44.19)	(81.55)	(79.91)	(70.06)	(144.89)
其他经营现金	(4.97)	5.44	(4.38)	1.92	13.22
投资活动现金	(176.02)	(367.98)	(227.61)	(414.30)	(151.61)
资本支出	137.20	251.09	68.20	239.65	90.00
长期投资	12.38	17.30	186.58	154.59	34.67
其他投资现金	(26.44)	(99.59)	27.17	(20.06)	(26.94)
筹资活动现金	252.88	227.61	150.96	252.93	(85.51)
短期借款	(36.57)	203.24	171.36	286.75	(39.83)
长期借款	0.00	42.00	14.00	18.67	24.89
普通股增加	25.00	0.00	70.00	0.00	0.00
资本公积增加	296.97	0.00	(70.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(32.53)	(17.64)	(34.40)	(52.48)	(70.57)
现金净增加额	150.18	(101.07)	16.04	22.36	(20.25)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,015	1,412	1,688	2,021	2,606
营业成本	763.40	1,083	1,239	1,443	1,839
营业税金及附加	5.65	5.89	16.88	12.13	26.06
营业费用	67.54	139.95	167.15	202.14	234.53
管理费用	49.55	51.00	101.30	121.29	156.35
财务费用	11.66	(2.46)	24.81	42.40	53.29
资产减值损失	2.21	23.88	8.81	11.64	14.78
公允价值变动收益	0.13	(0.27)	0.53	0.13	0.13
投资净收益	0.13	(5.91)	3.00	3.00	3.00
营业利润	112.97	65.52	133.78	192.18	285.20
营业外收入	0.44	3.09	2.20	2.20	2.35
营业外支出	2.48	0.71	1.07	1.42	1.07
利润总额	110.92	67.90	134.92	192.96	286.49
所得税	26.12	6.36	33.73	48.24	71.62
净利润	84.81	61.54	101.19	144.72	214.87
少数股东损益	11.13	5.09	12.68	17.33	24.71
归属母公司净利润	73.67	56.44	88.51	127.40	190.15
EBITDA	153.11	101.34	212.57	302.31	421.88
EPS (元, 基本)	0.74	0.56	0.52	0.75	1.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.37	39.09	19.55	19.72	28.91
营业利润	11.28	(42.01)	104.20	43.65	48.41
归属母公司净利润	9.51	(23.39)	56.81	43.93	49.26
获利能力 (%)					
毛利率	24.81	23.31	26.61	28.63	29.44
净利率	7.26	4.00	5.24	6.30	7.30
ROE	10.63	7.59	10.75	13.53	17.07
ROIC	15.00	5.51	10.55	12.59	16.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.36	40.76	44.42	50.87	47.89
净负债比率 (%)	22.05	51.99	65.49	71.81	66.97
流动比率	2.55	1.20	1.06	0.83	0.96
速动比率	1.65	0.65	0.57	0.45	0.49
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.17	1.10	1.06	1.14
应收账款周转率	8.46	8.60	8.06	8.11	8.35
应付账款周转率	8.01	6.72	6.41	6.72	6.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.33	0.52	0.75	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.16	0.55	1.08	1.28
每股净资产(最新摊薄)	4.08	4.38	4.84	5.54	6.55
估值比率					
PE (倍)	43.87	57.25	36.51	25.37	17.00
PB (倍)	4.66	4.34	3.93	3.43	2.90
EV_EBITDA (倍)	22.43	33.89	16.16	11.36	8.14

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com