

公司研究/更新报告

2020年02月23日

农林牧渔/饲料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 24.93  
合理价格区间(元): 26.25~28.50

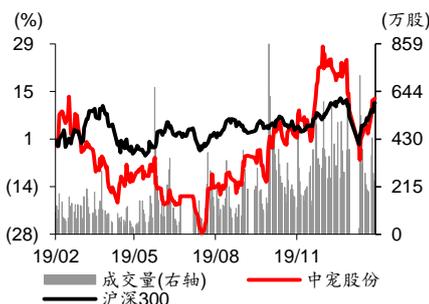
**杨天明** 执业证书编号: S0570519080004  
研究员 yangtianming@htsc.com

**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 SZ,增持): 汇率贬值致业绩改善, 内销高增长》2019.10
- 2 《中宠股份(002891 SZ,增持): 业绩符合预期, 国内业务高增长》2019.08
- 3 《中宠股份(002891,增持): 国内外齐头并进, 宠物高成长标的》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 疫情下销售承压, 不改成长本色

## 中宠股份(002891)

### 开拓国内市场, 宠物市场高成长

疫情冲击公司线下渠道, 预计线下销售短期受到较大影响, 线上方面, 公司与电商合作良好, 新零售布局卓有成效, 顺丰等合作伙伴持续运营帮助公司物流顺畅。国内市场一片蓝海, 公司持续投入+渠道进一步完善, 高成长宠物平台标的。我们预计, 2019-21年, 公司EPS分别为0.52元、0.75元以及1.12元, 维持“增持”评级。

### 线下渠道承压, 线上业务逐步恢复

新冠疫情影响出行, 我们预计, 公司线下渠道(包括宠物店、宠物医院等)会受到较大影响, 中长期来看, 随着全国各地逐渐复工, 线下销售有望恢复。线上业务主要受到物流快速受阻的影响, 为了保障线上业务正常运营, 中宠在疫情期间选择运营顺畅的顺丰等合作伙伴, 此外, 公司已于2月10日恢复生产, 疫情影响有望加速消退。

### 渠道拓宽+全球布局助力公司成长

公司推进全球化布局战略, 在海外设立子公司, 收购和投资国外品牌, 同时, 公司线上线同步发力, 着力布局新零售平台建设, 进一步丰富销售渠道, 提升公司议价力: 1) 线上渠道大力拓展, 与京东、天猫、苏宁等电商巨头达成了战略合作, 此外, 公司组建南京云吸猫等线上营销团队, 积极在抖音等平台开展新型“直播带货”营销, 进一步丰富营销战略; 2) 线下渠道成熟铺设, 线下议价能力较强, 收购瑞鹏医疗、与宠物店合作等充分发挥线下优势; 3) 投资爱淘宠物(柬埔寨)、与北京方圆金鼎合作设立产业基金, 未来有望进一步完善产业链布局, 产生协同效应。

### 人民币贬值导致海外盈利大幅改善, 高投入驱动国内市场高增长

公司海外OEM/ODM销售模式成熟, 营收稳定增长, 2019H2受人民币贬值影响(人民币兑美元汇率在H1和H2均值分别为1:6.89和1:7.03), 海外业务盈利预计实现较大幅度增加。2017年以来, 公司大力拓展国内业务, 拥有“Wanpy”、“Dr.Hao”、“中宠”等自主品牌, 2019年公司销售费用和研发费用均大幅增长, 受此影响, 预计19年公司国内业务营收4亿元左右, yoy+59.36%。

### 蓝海市场成长潜力大, 维持“增持”评级

我们预计, 2019-21年, 公司EPS分别为0.52元、0.75元以及1.12元, 参照可比公司2020年32倍左右PE估值, 综合考虑国内宠物市场的较大空间及公司销售高增长, 我们给予公司2020年35-38倍PE, 对应目标价为26.25-28.50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)	170.01
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)	4,238
总资产(百万元)	1,667
每股净资产(元)	4.90

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)	57.53	75.08	47.88	33.27	22.29

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

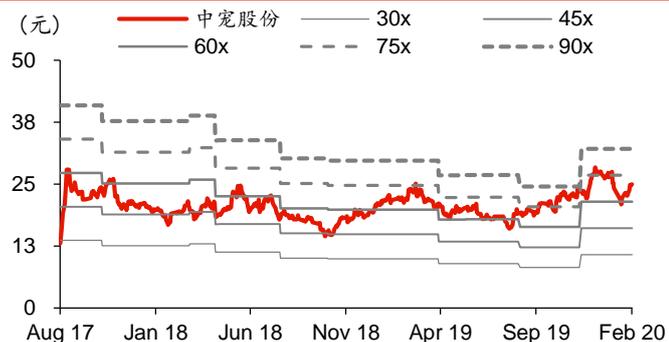
图表1: 可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期, 股价截至 2020 年 2 月 21 日收盘价)

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300673.SZ	佩蒂股份	27.86	0.58	0.98	1.18	47.69	28.38	23.66
600201.SH	生物股份	22.81	0.28	0.49	0.71	81.09	46.68	32.00
600195.SH	中牧股份	11.92	0.46	0.54	0.64	26.04	22.21	18.66
均值							32.42	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

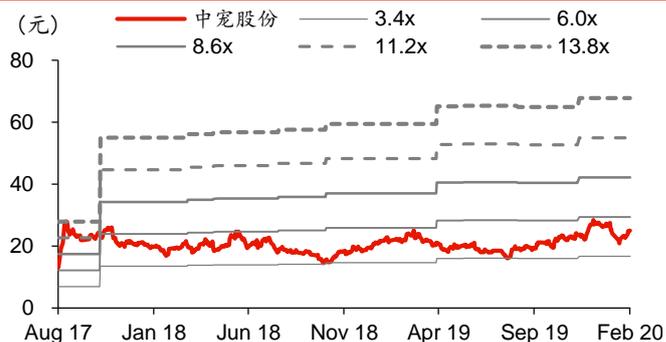
## PE/PB - Bands

图表2: 中宠股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 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)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 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)	57.53	75.08	47.88	33.27	22.29
PB (倍)	6.11	5.70	5.15	4.50	3.80
EV_EBITDA (倍)	29.01	43.82	20.89	14.69	10.53

## 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 2020 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