

# 中宠股份 (002891.SZ)

## Q4 业绩超预期，费用控制显成效

**事件:** 中宠股份发布 2019 年年度报告。2019 营业收入 17.16 亿元，同比增长 21.52%，归母净利润 7900.78 万元，同比增长 39.97%，扣非净利润 6755.93 万元，同比增长 16.05%。2019Q4 营收 5.01 亿元，同比增长 24.66%，归母净利润 3279.65 万元，同比增长 126.97%，扣非净利润 2572.44 万元，同比增长 84.76%。

### 点评:

**Q4 费用率同比大幅下降，带动业绩高增。**分业务来看，2019 年宠物零食营收 13.94 亿元，同比增长 20.67%，毛利率增加 0.07pct 至 20.88%；宠物罐头营收 2.32 亿元，同比增长 24.17%，毛利率增加 1.03% 至 31.56%；宠物主粮营收 6270.66 万元，同比增长 27.61%；宠物用品营收 2405.58 万元，同比增长 40.59%；其他产品营收 343.44 万元，同比下降 11.23%。受贸易摩擦影响，营收增速有所放缓，境外销售收入 13.73 亿元，同比增长 18.31%；境内销售收入 3.44 亿元，同比增长 36.34%，占比提升至 20.02%。受益汇率贬值以及国内市场占比提高，公司 2019 年毛利率提升 0.49pct 至 23.8%，2019Q4 毛利率下降 3.01pct 至 24.68%。费用率方面，2019 年销售费用率增长 0.01pct 至 9.92%；2019 年管理费用率下降 0.04pct 至 3.57%；2019 年研发费用率下降 1.56pct 至 1.34%，主要系上期研发项目结项所致；2019 年财务费用率增长 0.99pct 至 0.82%，主要系利息支出增加，汇兑收益减少所致。

**原材料价格有望回落，毛利率提升带动业绩释放。**公司成本构成中直接原材料占比 63.01%，随着鸡肉等原材料价格逐步回落公司业绩将持续释放。我们预计汇率较去年略有贬值，将提升公司毛利率水平。公司线上线下渠道布局完善，国内市场业务收入维持高增速。在保持湿粮零食的优势下，公司持续发力宠物干粮市场。公司前期市场费用更多投向渠道和人工上，后续预计重点投在品牌塑造等，随着国内销售规模扩大，相应的销售费用率也会有所下降，预计费用端保持平稳，看好国内业绩释放。

**盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 归母净利润为 1.14、1.46、1.73 亿元，分别增长 44.1%、27.9%、19.1%，维持“增持”评级。

**风险提示:** 贸易壁垒风险、原材料价格波动风险、国内市场开拓风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,412	1,716	2,042	2,345	2,665
增长率 yoy (%)	39.1	21.5	19.0	14.8	13.6
归母净利润 (百万元)	56	79	114	146	173
增长率 yoy (%)	-23.4	40.0	44.1	27.9	19.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.33	0.46	0.67	0.86	1.02
净资产收益率 (%)	7.4	9.4	11.8	13.4	13.9
P/E (倍)	68.5	48.9	33.9	26.5	22.3
P/B (倍)	5.2	4.9	4.3	3.8	3.2

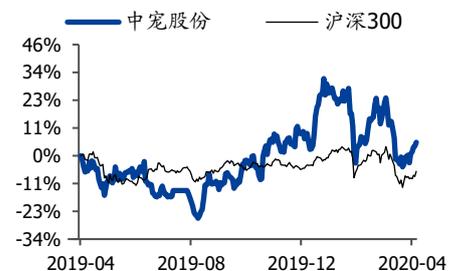
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	饲料
前次评级	增持
最新收盘价	22.73
总市值(百万元)	3,864.48
总股本(百万股)	170.02
其中自由流通股(%)	53.86
30 日日均成交量(百万股)	1.99

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱: zhengshuming@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《中宠股份 (002891.SZ): Q4 业绩同比大幅增长，原材料价格下降业绩有望持续超预期》2020-02-28
- 2、《中宠股份 (002891.SZ): 内外因素共振，三季度业绩超预期》2019-10-22
- 3、《中宠股份 (002891.SZ): 营收增速阶段放缓，海外产能布局进一步完善》2019-08-25



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	636	764	1183	1511	1846
现金	103	167	477	738	954
应收票据及应收账款	183	234	262	308	340
其他应收款	5	12	8	15	11
预付账款	10	12	14	16	18
存货	274	295	377	390	478
其他流动资产	62	44	44	44	44
<b>非流动资产</b>	771	936	1027	1101	1177
长期投资	32	68	99	129	160
固定资产	431	428	496	547	595
无形资产	46	46	49	52	57
其他非流动资产	262	394	384	372	365
<b>资产总计</b>	1407	1700	2210	2612	3023
<b>流动负债</b>	529	575	938	1183	1424
短期借款	255	270	520	750	900
应付票据及应付账款	197	210	271	279	343
其他流动负债	77	95	147	154	181
<b>非流动负债</b>	45	178	199	212	201
长期借款	42	169	189	202	192
其他非流动负债	3	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	574	754	1137	1395	1625
少数股东权益	90	102	116	133	154
股本	100	170	170	170	170
资本公积	405	326	326	326	326
留存收益	231	279	387	531	704
归属母公司股东权益	744	844	958	1084	1244
<b>负债和股东权益</b>	1407	1700	2210	2612	3023

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	27	97	177	192	263
净利润	62	89	127	163	194
折旧摊销	38	66	55	66	76
财务费用	-2	14	24	24	28
投资损失	6	5	5	5	5
营运资金变动	-82	-102	-35	-67	-41
其他经营现金流	5	24	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-368	-199	-152	-144	-157
资本支出	251	152	61	43	45
长期投资	-17	-48	-31	-31	-31
其他投资现金流	-134	-96	-122	-132	-143
<b>筹资活动现金流</b>	228	164	285	213	111
短期借款	203	15	250	230	150
长期借款	42	127	21	13	-10
普通股增加	0	70	0	0	0
资本公积增加	0	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-18	31	15	-29	-29
<b>现金净增加额</b>	-101	62	310	261	216

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1412	1716	2042	2345	2665
营业成本	1083	1308	1545	1764	1996
营业税金及附加	6	5	9	11	12
营业费用	140	170	204	233	264
管理费用	51	61	76	84	94
研发费用	41	23	31	30	33
财务费用	-2	14	24	24	28
资产减值损失	24	-20	-20	-23	-27
其他收益	2	3	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	-5	-5	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	66	110	170	218	259
营业外收入	3	9	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	68	118	170	218	259
所得税	6	29	42	54	65
<b>净利润</b>	62	89	127	163	194
少数股东损益	5	10	13	18	21
<b>归属母公司净利润</b>	56	79	114	146	173
EBITDA	121	207	245	310	366
EPS (元)	0.33	0.46	0.67	0.86	1.02

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	39.1	21.5	19.0	14.8	13.6
营业利润(%)	-42.0	67.7	54.3	28.5	18.9
归属于母公司净利润(%)	-23.4	40.0	44.1	27.9	19.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.3	23.8	24.3	24.8	25.1
净利率(%)	4.0	4.6	5.6	6.2	6.5
ROE(%)	7.4	9.4	11.8	13.4	13.9
ROIC(%)	7.2	8.2	8.3	8.7	9.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.8	44.3	51.4	53.4	53.8
净负债比率(%)	23.8	30.2	26.5	23.1	15.6
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	9.1	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	6.7	6.4	6.4	6.4	6.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.46	0.67	0.86	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.57	1.04	1.13	1.55
每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.65	5.32	6.06	7.00
<b>估值比率</b>					
P/E	68.5	48.9	33.9	26.5	22.3
P/B	5.2	4.9	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	34.2	20.6	17.4	13.8	11.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com