

稳外扩内收入增长，费用增加利润承压

2017年11月02日

推荐/首次

中宠股份

财报点评

——中宠股份（002891）三季度财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
程诗月	研究助理	
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

中宠股份公布 2017 年三季报，公司 2017 年前三季度实现营业收入 7.26 亿元，同比增长 27.89%，其中第三季度实现营业收入 2.6 亿元，同比增长 34.55%；前三季度共实现净利润 5937.41 万元，同比增长 7.92%，EPS 为 0.76 元，同比上升 4.11%。公司同时发布 2017 年全年业绩预告，预计全年实现归属于上市公司股东净利润为 6727.5 万元到 8745.75 万元，同比增长区间为 0%-30%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	5003.53	3967.6	4417.2	5000.45
增长率（%）	12.62%	20.84%	7.47%	12.54%
毛利率（%）	24.37%	24.95%	24.96%	23.23%
期间费用率（%）	16.72%	18.51%	17.05%	15.32%
营业利润率（%）	6.70%	6.28%	9.00%	7.76%
净利润（百万元）	338.41	215.75	332.17	314.19
增长率（%）	-01.98%	52.01%	41.85%	41.97%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.05	0.08	0.08
资产负债率（%）	34.28%	35.71%	35.56%	38.02%
净资产收益率（%）	3.37%	2.16%	3.28%	3.00%
总资产收益率（%）	2.22%	1.39%	2.11%	1.86%

观点：

- **国外业务稳定增长，国内业务潜力巨大。**2017年前三季度公司营业收入7.26亿元，同比增长27.89%，其中第三季度营业收入2.6亿元，同比增长34.55%。现在国外市场营业收入占总收入的85%，国内占比15%，我们认为随着中国宠物市场的发展，国内市场或迎来爆发性增长，预测国内收入占比会逐年上升。
- **募投项目有序建设，产能、研发力迎来提升。**公司2017第三季度在建工程余额较期初增加209.02%，主要原因是加拿大公司厂房、设备投入及新建现代化物流中心所致。公司现有产能的利用率达到了90%以上，3800吨的宠物饼干和洁齿骨新产能由于土地原因，由自建改为外购，新产能提前释放。5000吨的烘

干零食新产能也已经开工, 预计能够按期建成, 建成之后第一年将释放最大产能的60%到70%, 随后将全部释放, 因此我们认为公司未来三年产能扩张将稳步推进。3500万元的募集资金投入了研发中心, 我们预计公司的研发能力将大幅上升, 推出更多产品创新, 有利于助力公司进军国内市场。

- **布局国内市场费用增加, 国内业务利润率下降。**公司成立之初就同时积极扩大国内与国外市场, 但是成立之初国内宠物市场规模并不大, 所以公司先着重发展国外市场, 采用 OEM 与 ODM 模式与境外厂商合作, 如今公司在国外市场的收入已经稳定增长, 预计每年收入增加 20%左右。现在公司正加大力度发展国内市场, 公司销售费用较去年同期增加 49.57%, 主要因为公司在国内市场的展会设计制作、展位费、包装设计费及销售服务费等投入增加所致。公司前三季度国内销售收入为 6190 万, 国内收入毛利率低于国外收入, 因为目前公司布局国内市场产生的花费较大, 但国内销售产品溢价更高, 我们预计未来国内销售盈利水平将会超过国外销售。据了解, 公司目前在国内销售的渠道是: 宠物店、宠物医院占比 30%, 商超 (沃尔玛等) 占比 10%, 电商 (天猫等) 占比 50%, 特殊渠道 (宠物繁育场等) 占比 10%。电商渠道占比最大, 我们认为公司未来将以网上销售为利刃, 全面进军国内宠物食品市场。
- **毛利率把控能力强, 未来盈利水平稳步增长。**公司在原料价格低的时候会进行大量的原材料储备, 其中2016年储备原材料的利用率达到40%以上, 所以大大降低了原材料价格波动的影响。其次, 原材料价格波动到一定幅度公司也会启动调价机制, 因此也保证了整体盈利水平。因为公司原料价格和10年前的基本一致, 原材料价格整体处于低位, 所以公司加大了对原材料的购买与储备, 导致了第三季度应付账款余额较期初增加48.6%。公司的两种毛利控制措施将稳定公司的盈利水平, 我们预计公司的盈利水平将随着毛利率更高的自主品牌和内销业务占比增大而稳步提升。

结论:

我们看好公司优良的盈利能力, 以及公司海外业务维持平稳增长、大刀阔斧进军国内市场的发展战略。我们预计公司2017-19年营收分别为10.13、11.79、14亿元, 归母净利润分别为0.79、0.99、1.23亿元, EPS分别为0.79、0.99、1.23元, 对应PE约58X, 46X和42X, 给出“推荐”评级。

风险提示:

鸡胸肉价格波动风险, 产能释放不及时, 出口限制等。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	256	341	1471	2014	1999	营业收入	648	791	1013	1179	1400
货币资金	14	52	1104	1586	1491	营业成本	496	578	739	851	997
应收账款	96	104	136	158	188	营业税金及附加	2	6	15	18	21
其他应收款	1	2	2	3	3	营业费用	45	51	72	80	95
预付款项	2	5	9	13	18	管理费用	30	54	73	83	98
存货	127	159	203	233	273	财务费用	-3	-1	5	12	18
其他流动资产	11	11	17	21	26	资产减值损失	4.44	0.35	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	243	272	841	1191	1324	公允价值变动收益	-3.32	1.72	1.00	1.00	1.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.04	-1.81	1.00	1.00	1.00
固定资产	139.27	151.39	394.40	742.14	664.88	营业利润	71	102	106	133	168
无形资产	26	25	146	154	162	营业外收入	4.14	3.08	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	0	13	0	0	0	营业外支出	0.47	0.02	0.20	0.02	0.02
资产总计	499	613	2312	3205	3323	利润总额	74	105	109	136	171
流动负债合计	169	204	142	157	175	所得税	22	26	27	34	43
短期借款	53	88	0	0	0	净利润	53	78	81	102	128
应付账款	73	65	91	105	123	少数股东损益	-3	11	2	3	5
预收款项	3	4	4	5	6	归属母公司净利润	56	67	79	99	123
一年内到期的非流	3	5	5	5	5	EBITDA	109	145	153	236	279
非流动负债合计	8	7	804	1606	1608	EPS (元)	0.74	0.90	0.79	0.99	1.23
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	177	212	946	1762	1783	成长能力					
少数股东权益	65	77	79	82	87	营业收入增长	31.99%	22.02%	8.48%	21.43%	19.18%
实收资本(或股本)	75	75	100	100	100	营业利润增长	347.67	43.51%	0.98%	19.97%	6.96%
资本公积	100	108	986	986	986	归属于母公司净利润	0.86%	24.53%	0.86%	24.53%	9.97%
未分配利润	77	122	169	229	303	获利能力					
归属母公司股东权	258	324	1277	1351	1443	毛利率(%)	23.45%	26.89%	27.00%	27.00%	28.00%
负债和所有者权	499	613	2312	3205	3323	净利率(%)	8.12%	9.91%	9.21%	9.07%	8.13%
现金流量表						单位:百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利润(%)	5.09%	11.15%	10.98%	2.93%	2.61%
经营活动现金流	31	67	79	190	209	ROE(%)	21.57%	20.75%	5.35%	6.35%	6.63%
净利润	53	78	81	102	128	偿债能力					
折旧摊销	40.97	43.63	0.00	77.26	77.26	资产负债率(%)	35%	35%	41%	56%	
财务费用	-3	-1	5	12	18	流动比率	1.51	1.67	9.83	10.17	7.78
应收账款减少	0	0	-32	-22	-30	速动比率	0.76	0.89	8.12	8.62	6.40
预收帐款增加	0	0	1	1	1	营运能力					
投资活动现金流	-35	-48	-613	-474	-257	总资产周转率	1.42	1.42	0.59	0.37	0.37
公允价值变动收益	-3	2	1	1	1	应收账款周转率	9	8	14	44	44
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	应付账款周转率	11.33	11.45	17.89	30.47	30.44
投资收益	1	-2	1	1	1	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-28	15	1586	765	-47	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.90	0.68	0.84	0.93
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.43	0.45	11.01	5.03	-0.66
长期借款增加	0	0	800	800	0	每股净资产(最新摊)	3.44	4.32	12.68	13.31	14.01
普通股增加	0	0	25	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	8	878	0	0	P/E	52.85	43.46	57.64	46.28	42.09
现金净增加额	-32	34	1053	481	-95	P/B	11.36	9.05	3.08	2.94	2.79
						EV/EBITDA	27.28	20.59	23.74	18.05	17.36

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 9 年食品饮料行业研究经验。

研究助理简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士, 2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。