

中宠股份 (002891)

证券研究报告

2018年04月26日

收入持续高增长，国内布局再加速

事件：1) 公司发布 2018 年一季度报，报告期内公司实现收入 2.77 亿元 (+27.75%)，归母净利润 0.13 亿元 (-42.98%)。2) 公司与安徽颂智、俊慕电子签订增资协议，公司向俊慕电子增资 400 万元，增资完成后公司将持有其 51% 股权。

收入持续高增长，多重因素致使短期利润承压

公司一季度收入同比增长 27.75%，基本符合我们的预期，随着新的主粮产品投向市场，我们预计公司收入将进一步提速，国内市场增速有望接近 100%。尽管公司整体收入仍然保持高增长，但是由于原材料价格上涨、制造成本上升等原因，公司整体毛利率出现了一定的下滑影响了利润。另外团队扩张、增加营销叠加汇兑损益的影响，导致了公司三费水平上升侵蚀利润。

增资俊慕电子、携手安徽颂智，国内市场布局再下一城

增资完成后，公司将持有俊慕电子 51% 股权，安徽颂智持有剩余 49% 股权。后续安徽颂智将会以俊慕电子为主体，开展宠物食品线上销售业务。安徽颂智及其核心团队在电子商务及广告销售等领域拥有资深的经验积累和实践运用能力，目前拥有 20000 余平米现代化仓储系统，3000 余平米办公场所及 1000 多名在职员工的强大团队。我们认为，公司通过建设电子商务平台引入优秀团队，将进一步增强公司在电商渠道的竞争力，而电商渠道的深耕将为公司未来收入的持续高速增长奠定基础。

国内品牌渠道布局已初见成效，国外业务稳步扩张

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

鉴于报告期内公司毛利率下降及大力拓展国内市场导致费用率上升，我们下调 18 年盈利预测，预计公司 2018/19/20 年实现营收 13.41/17.78/23.70 亿元，同比增长 32.05%/32.59%/33.32%；归母净利润 0.78/1.43/1.98 亿元（18 年净利润由 0.94 亿下调到 0.78 亿，其他维持不变），同比增长 5.87%/83.91%/38.09%。考虑到宠物产业和公司的高成长性以及标的的稀缺性，给予 19 年 30 倍 PE，目标价 42.9 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：国内市场开拓不及预期；汇率风险；贸易壁垒风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	790.95	1,015.35	1,340.74	1,777.75	2,370.08
增长率(%)	22.02	28.37	32.05	32.59	33.32
EBITDA(百万元)	120.08	146.00	130.79	225.28	307.03
净利润(百万元)	67.28	73.67	78.00	143.45	198.09
增长率(%)	20.81	9.51	5.87	83.91	38.09
EPS(元/股)	0.67	0.74	0.78	1.43	1.98
市盈率(P/E)	53.51	48.86	46.15	25.10	18.17
市净率(P/B)	11.10	5.19	4.71	4.00	3.33
市销率(P/S)	4.55	3.55	2.69	2.03	1.52
EV/EBITDA	0.00	23.32	26.51	14.59	10.83

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	36.00 元
目标价格	42.90 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	25.00
A 股总市值(百万元)	3,600.00
流通 A 股市值(百万元)	900.00
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	28.30
一年内最高/最低(元)	50.20/18.55

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中宠股份-年报点评报告:国内外市场不断发力，收入持续高速增长!》2018-03-16
- 《中宠股份-公司深度研究:宠物零食龙头发力国内市场，复制“蓝爵传奇”值得期待!》2018-03-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	51.55	201.73	140.54	336.70	324.40
应收账款	106.30	131.66	186.02	146.87	296.94
预付账款	5.18	12.50	2.99	19.62	12.78
存货	159.43	202.27	281.91	353.99	476.23
其他	18.29	30.33	21.50	23.37	25.07
流动资产合计	340.75	578.50	632.96	880.56	1,135.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	151.39	171.70	211.95	230.55	236.17
在建工程	9.01	107.84	75.51	45.30	27.18
无形资产	25.38	27.89	26.71	25.54	24.37
其他	86.22	119.16	85.12	84.90	82.73
非流动资产合计	272.01	426.59	399.28	386.30	370.45
资产总计	612.76	1,005.09	1,032.25	1,266.86	1,505.87
短期借款	88.33	51.76	0.00	0.00	0.00
应付账款	70.05	130.92	125.91	210.94	238.68
其他	45.91	44.60	48.95	47.83	54.91
流动负债合计	204.30	227.28	174.87	258.76	293.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.39	7.49	7.47	7.45	7.47
非流动负债合计	7.39	7.49	7.47	7.45	7.47
负债合计	211.69	234.76	182.33	266.21	301.06
少数股东权益	76.81	77.00	85.67	101.61	123.62
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	108.41	405.38	405.38	405.38	405.38
留存收益	239.38	589.77	664.24	799.04	981.19
其他	(98.52)	(401.83)	(405.38)	(405.38)	(405.38)
股东权益合计	401.08	770.33	849.91	1,000.65	1,204.81
负债和股东权益总	612.76	1,005.09	1,032.25	1,266.86	1,505.87

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	78.42	84.81	78.00	143.45	198.09
折旧摊销	24.93	28.47	11.26	12.77	13.68
财务费用	(2.40)	4.35	5.00	3.00	3.00
投资损失	1.81	(0.13)	0.21	0.21	0.21
营运资金变动	(52.29)	(94.05)	(81.45)	32.92	(230.59)
其它	16.63	52.19	9.16	15.57	22.09
经营活动现金流	67.10	75.64	22.17	207.92	6.48
资本支出	32.63	143.09	18.02	0.02	(0.02)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(80.87)	(319.11)	(40.11)	0.06	0.90
投资活动现金流	(48.24)	(176.02)	(22.09)	0.08	0.88
债权融资	92.90	51.76	2.56	2.38	1.64
股权融资	14.60	303.97	(8.55)	(3.00)	(3.00)
其他	(92.49)	(102.85)	(55.29)	(11.21)	(18.31)
筹资活动现金流	15.01	252.88	(61.28)	(11.84)	(19.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	33.87	152.50	(61.20)	196.17	(12.30)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	790.95	1,015.35	1,340.74	1,777.75	2,370.08
营业成本	578.28	763.40	1,030.42	1,325.72	1,759.52
营业税金及附加	6.46	5.65	7.56	11.48	13.95
营业费用	50.71	67.54	93.85	119.11	158.80
管理费用	54.18	52.36	87.15	106.67	142.21
财务费用	(0.66)	11.66	5.00	3.00	3.00
资产减值损失	0.35	2.21	2.50	1.69	2.13
公允价值变动收益	1.72	0.13	0.49	(0.37)	0.08
投资净收益	(1.81)	0.13	(0.21)	(0.21)	(0.21)
其他	0.18	(0.59)	(0.55)	1.17	0.26
营业利润	101.54	112.87	114.53	209.51	290.35
营业外收入	3.08	0.54	0.50	1.37	0.81
营业外支出	0.02	2.48	1.00	1.17	1.55
利润总额	104.60	110.92	114.03	209.72	289.61
所得税	26.18	26.12	27.37	50.33	69.51
净利润	78.42	84.81	86.67	159.38	220.10
少数股东损益	11.15	11.13	8.67	15.94	22.01
归属于母公司净利润	67.28	73.67	78.00	143.45	198.09
每股收益(元)	0.67	0.74	0.78	1.43	1.98

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	22.02%	28.37%	32.05%	32.59%	33.32%
营业利润	43.51%	11.15%	1.48%	82.92%	38.59%
归属于母公司净利润	20.81%	9.51%	5.87%	83.91%	38.09%
获利能力					
毛利率	26.89%	24.81%	23.15%	25.43%	25.76%
净利率	8.51%	7.26%	5.82%	8.07%	8.36%
ROE	20.75%	10.63%	10.21%	15.96%	18.32%
ROIC	25.48%	26.65%	17.84%	25.60%	38.06%
偿债能力					
资产负债率	34.55%	23.36%	17.66%	21.01%	19.99%
净负债率	26.78%	8.73%	-2.20%	3.92%	-6.05%
流动比率	1.67	2.55	3.62	3.40	3.87
速动比率	0.89	1.66	2.01	2.03	2.25
营运能力					
应收账款周转率	7.78	8.53	8.44	10.68	10.68
存货周转率	5.52	5.61	5.54	5.59	5.71
总资产周转率	1.42	1.26	1.32	1.55	1.71
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.74	0.78	1.43	1.98
每股经营现金流	0.67	0.76	0.22	2.08	0.06
每股净资产	3.24	6.93	7.64	8.99	10.81
估值比率					
市盈率	53.51	48.86	46.15	25.10	18.17
市净率	11.10	5.19	4.71	4.00	3.33
EV/EBITDA	0.00	23.32	26.51	14.59	10.83
EV/EBIT	0.00	27.36	29.00	15.47	11.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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