

# 中宠股份 (002891)

## 深度合作瑞鹏股份，强强联合值得期待

**事件 1:** 公司与瑞鹏股份以及美联众合签署了《股份认购及增资协议》，公司拟用所持美联众和的全部股份通过非货币性资产交换的方式换取瑞鹏股份 453.9202 万股（占总股本约 1.25%）。

**事件 2:** 公司参股子公司云宠智能拟增资扩股，由瑞鹏股份全资子公司巨星网络出资 660 万元进行认购。本次增资完成后，公司对云宠智能的出资比例将由 31.50% 降至 29.61%，瑞鹏股份持股 6%。

### 入股瑞鹏股份，宠物医院渠道布局深入

瑞鹏股份在全国开设有宠物医院近 500 家，覆盖北上广深等近 30 个城市，年服务近百万只宠物。8 月 18 日瑞鹏股份与高瓴资本签订战略合作协议，双方将整合旗下宠物医院资源，打造连锁规模超千店的全新宠物医疗“航母”。近年来，宠物医疗领域发展迅速，瑞鹏股份在此领域具有较强的技术优势和品牌优势，公司与瑞鹏可以在产业协同方面优势互补，同时增强公司在线下特别是宠物医院渠道的布局，有利于树立品牌形象、提升公司的整体竞争力。

### 引瑞鹏入局，助力宠物新零售发展

云宠智能是公司在宠物新零售领域的重要布局，旗下新零售品牌“极宠家”已经在天猫率先上线，线下门店有望明年面世。我们认为，未来的宠物消费业态将集中在线上消费线下体验，根据用户消费习惯的改变、线上线下消费场景的变化，整合线上和线下渠道，宠物新零售大有可为。宠物医疗是宠物线下消费的重要场景，作为深耕宠物医疗多年的龙头，瑞鹏股份的入股将会有助于公司在宠物新零售领域的拓展。

### 国内营收持续高速增长，利润拐点值得期待

我们认为，公司海外代工业务成熟，最大的看点在于自主品牌在国内市场的开拓。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，18、19 年国内收入有望持续翻倍。我们认为，大力投入销售、研发费用是公司开拓国内渠道、丰富产品品类的必由之路，随着公司国内业务持续高速增长，国内市场有望释放利润。

### 盈利预测与投资建议

预计公司 2018/19/20 年实现营收 14.29/19.77/25.77 亿元，同比增长 40.78%/38.29%/30.37%；归母净利润 0.62/1.29/2.16 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争的风险；投资不确定的风险；汇率波动的风险

| 财务数据和估值     | 2016   | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 790.95 | 1,015.35 | 1,429.39 | 1,976.69 | 2,577.06 |
| 增长率(%)      | 22.02  | 28.37    | 40.78    | 38.29    | 30.37    |
| EBITDA(百万元) | 120.08 | 146.00   | 102.38   | 203.19   | 334.48   |
| 净利润(百万元)    | 67.28  | 73.67    | 61.76    | 128.84   | 216.09   |
| 增长率(%)      | 20.81  | 9.51     | (16.17)  | 108.60   | 67.72    |
| EPS(元/股)    | 0.67   | 0.74     | 0.62     | 1.29     | 2.16     |
| 市盈率(P/E)    | 48.38  | 44.18    | 52.70    | 25.26    | 15.06    |
| 市净率(P/B)    | 10.04  | 4.69     | 4.35     | 3.74     | 3.05     |
| 市销率(P/S)    | 4.12   | 3.21     | 2.28     | 1.65     | 1.26     |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 23.32    | 31.33    | 14.93    | 9.10     |

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   | 32.55 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 100.00      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 53.86       |
| A 股总市值(百万元)   | 3,255.00    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,753.03    |
| 每股净资产(元)      | 7.33        |
| 资产负债率(%)      | 34.64       |
| 一年内最高/最低(元)   | 43.99/24.20 |

### 作者

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 吴立                         | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110517010002 |     |
| wuli1@tfzq.com             |     |
| 王聪                         | 联系人 |
| wcong@tfzq.com             |     |

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《中宠股份-公司点评:新西兰天然品牌揽入囊中，多品牌矩阵再添新员》2018-11-27
- 《中宠股份-公司点评:与阿里展开深度合作，剑指行业龙头地位!》2018-10-24
- 《中宠股份-季报点评:收入增长依然强劲，短期利润仍有压力》2018-10-23



## 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          | 114.35          | 241.14          | 255.18          |
| 应收账款            | 106.30        | 131.66          | 207.03          | 163.11          | 319.45          |
| 预付账款            | 5.18          | 12.50           | 4.17            | 20.79           | 12.82           |
| 存货              | 159.43        | 202.27          | 318.75          | 382.95          | 478.02          |
| 其他              | 18.29         | 30.33           | 21.50           | 23.37           | 25.07           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>340.75</b> | <b>578.50</b>   | <b>665.80</b>   | <b>831.36</b>   | <b>1,090.53</b> |
| 长期股权投资          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产            | 151.39        | 171.70          | 209.11          | 230.66          | 241.11          |
| 在建工程            | 9.01          | 107.84          | 110.49          | 77.34           | 54.14           |
| 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           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>272.01</b> | <b>426.59</b>   | <b>431.43</b>   | <b>418.45</b>   | <b>402.35</b>   |
| <b>资产总计</b>     | <b>612.76</b> | <b>1,005.09</b> | <b>1,097.23</b> | <b>1,249.81</b> | <b>1,492.88</b> |
| 短期借款            | 88.33         | 51.76           | 61.04           | 0.00            | 0.00            |
| 应付账款            | 70.05         | 130.92          | 145.45          | 226.25          | 240.02          |
| 其他              | 45.91         | 44.60           | 49.71           | 48.70           | 55.80           |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>204.30</b> | <b>227.28</b>   | <b>256.21</b>   | <b>274.95</b>   | <b>295.81</b>   |
| 长期借款            | 0.00          | 0.00            | 1.29            | 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            |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>7.39</b>   | <b>7.49</b>     | <b>8.76</b>     | <b>7.45</b>     | <b>7.47</b>     |
| <b>负债合计</b>     | <b>211.69</b> | <b>234.76</b>   | <b>264.97</b>   | <b>282.40</b>   | <b>303.28</b>   |
| 少数股东权益          | 76.81         | 77.00           | 83.52           | 97.60           | 121.08          |
| 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          | 648.74          | 769.81          | 968.52          |
| 其他              | (98.52)       | (401.83)        | (405.38)        | (405.38)        | (405.38)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>401.08</b> | <b>770.33</b>   | <b>832.27</b>   | <b>967.41</b>   | <b>1,189.60</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>612.76</b> | <b>1,005.09</b> | <b>1,097.23</b> | <b>1,249.81</b> | <b>1,492.88</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2016           | 2017            | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 78.42          | 84.81           | 61.76          | 128.84         | 216.09         |
| 折旧摊销           | 24.93          | 28.47           | 11.11          | 12.77          | 13.93          |
| 财务费用           | (2.40)         | 4.35            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资损失           | 1.81           | (0.13)          | 1.32           | 1.00           | 0.73           |
| 营运资金变动         | (52.29)        | (94.05)         | (120.17)       | 41.46          | (222.52)       |
| 其它             | 16.63          | 52.19           | 7.35           | 13.95          | 24.09          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>67.10</b>   | <b>75.64</b>    | <b>(38.63)</b> | <b>198.02</b>  | <b>32.32</b>   |
| 资本支出           | 32.63          | 143.09          | 50.02          | 0.02           | (0.02)         |
| 长期投资           | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (80.87)        | (319.11)        | (105.22)       | (0.72)         | 0.38           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(48.24)</b> | <b>(176.02)</b> | <b>(55.20)</b> | <b>(0.71)</b>  | <b>0.36</b>    |
| 债权融资           | 92.90          | 51.76           | 64.89          | 2.38           | 1.64           |
| 股权融资           | 14.60          | 303.97          | (3.55)         | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (92.49)        | (102.85)        | (54.89)        | (72.90)        | (20.29)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>15.01</b>   | <b>252.88</b>   | <b>6.44</b>    | <b>(70.52)</b> | <b>(18.65)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>33.87</b>   | <b>152.50</b>   | <b>(87.38)</b> | <b>126.79</b>  | <b>14.04</b>   |

| 利润表(百万元)         | 2016          | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>790.95</b> | <b>1,015.35</b> | <b>1,429.39</b> | <b>1,976.69</b> | <b>2,577.06</b> |
| 营业成本             | 578.28        | 763.40          | 1,108.82        | 1,462.89        | 1,824.67        |
| 营业税金及附加          | 6.46          | 5.65            | 8.06            | 12.76           | 15.17           |
| 营业费用             | 50.71         | 67.54           | 128.64          | 187.79          | 257.71          |
| 管理费用             | 54.18         | 52.36           | 85.76           | 118.60          | 154.62          |
| 财务费用             | (0.66)        | 11.66           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 资产减值损失           | 0.35          | 2.21            | 6.00            | 2.85            | 3.69            |
| 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            | (1.32)          | (1.00)          | (0.73)          |
| 其他               | 0.18          | (0.59)          | 1.66            | 2.74            | 1.30            |
| <b>营业利润</b>      | <b>101.54</b> | <b>112.87</b>   | <b>91.27</b>    | <b>190.43</b>   | <b>320.56</b>   |
| 营业外收入            | 3.08          | 0.54            | 0.30            | 1.31            | 0.72            |
| 营业外支出            | 0.02          | 2.48            | 0.07            | 0.86            | 1.14            |
| <b>利润总额</b>      | <b>104.60</b> | <b>110.92</b>   | <b>91.50</b>    | <b>190.88</b>   | <b>320.14</b>   |
| 所得税              | 26.18         | 26.12           | 22.88           | 47.72           | 80.03           |
| <b>净利润</b>       | <b>78.42</b>  | <b>84.81</b>    | <b>68.63</b>    | <b>143.16</b>   | <b>240.10</b>   |
| 少数股东损益           | 11.15         | 11.13           | 6.86            | 14.32           | 24.01           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>67.28</b>  | <b>73.67</b>    | <b>61.76</b>    | <b>128.84</b>   | <b>216.09</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.67          | 0.74            | 0.62            | 1.29            | 2.16            |

| 主要财务比率         | 2016   | 2017   | 2018E   | 2019E   | 2020E  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |         |         |        |
| 营业收入           | 22.02% | 28.37% | 40.78%  | 38.29%  | 30.37% |
| 营业利润           | 43.51% | 11.15% | -19.13% | 108.63% | 68.34% |
| 归属于母公司净利润      | 20.81% | 9.51%  | -16.17% | 108.60% | 67.72% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |         |         |        |
| 毛利率            | 26.89% | 24.81% | 22.43%  | 25.99%  | 29.20% |
| 净利率            | 8.51%  | 7.26%  | 4.32%   | 6.52%   | 8.39%  |
| ROE            | 20.75% | 10.63% | 8.25%   | 14.81%  | 20.22% |
| ROIC           | 25.48% | 26.65% | 13.44%  | 20.35%  | 37.09% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |         |         |        |
| 资产负债率          | 34.55% | 23.36% | 24.15%  | 22.60%  | 20.32% |
| 净负债率           | 26.78% | 8.73%  | -2.25%  | 8.86%   | 3.27%  |
| 流动比率           | 1.67   | 2.55   | 2.60    | 3.02    | 3.69   |
| 速动比率           | 0.89   | 1.66   | 1.35    | 1.63    | 2.07   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |         |         |        |
| 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   | 5.49    | 5.63    | 5.99   |
| 总资产周转率         | 1.42   | 1.26   | 1.36    | 1.68    | 1.88   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |         |         |        |
| 每股收益           | 0.67   | 0.74   | 0.62    | 1.29    | 2.16   |
| 每股经营现金流        | 0.67   | 0.76   | -0.39   | 1.98    | 0.32   |
| 每股净资产          | 3.24   | 6.93   | 7.49    | 8.70    | 10.69  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |         |         |        |
| 市盈率            | 48.38  | 44.18  | 52.70   | 25.26   | 15.06  |
| 市净率            | 10.04  | 4.69   | 4.35    | 3.74    | 3.05   |
| EV/EBITDA      | 0.00   | 23.32  | 31.33   | 14.93   | 9.10   |
| EV/EBIT        | 0.00   | 27.36  | 35.15   | 15.93   | 9.50   |

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        |