

证券研究报告

公司研究——事项点评

中宠股份（002891.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.04.19

王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：biqiaochu@cindasc.com

相关研究

《20190404 中宠股份（002891）：家有爱宠，把握宠物食品消费快速增长的浪潮》2019.04.04

《20190419 中宠股份（002891）收入增长势头不减，迎来发展“新常态”》2019.04.19

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

对外投资柬埔寨宠物用品公司，强强联手掘金宠物市场

2019年05月28日

事件：中宠股份2019年5月28日发布对外投资公告，公司与温州源飞宠物玩具制品股份有限公司签订《关于柬埔寨公司的合作框架协议》，拟以490万美元受让爱淘宠物生活用品（柬埔寨）有限公司（以下简称“爱淘宠物”）49%的股权。投资完成后，爱淘宠物注册资本总额为1,000万美元，中宠股份持有其49%股权。双方经友好协商约定，爱淘宠物的经营范围将变更为宠物肉类产品、可食用咬胶产品的生产、销售；宠物肉类产品、可食用咬胶产品的研发；货物进出口，技术进出口（辐照杀菌业务单独设立公司经营前提下）。双方亦为标的公司的管理运营配置了业务团队。

点评：

- **强强联手掘金宠物市场，产业链向成本更优区域转移。**合作方温州市源飞宠物玩具制品厂成立于1990年，是中国领先的宠物用品制造商和出口商之一，专业生产出口到20多个国家的宠物用品，如美国，英国，丹麦，瑞典，沙林，澳大利亚，日本等。此次对外投资，对公司经营的主要影响有：1）推进境外及全球市场战略布局。公司拟利用本次对外投资的机会，充分利用公司产品研发、采购技术和精细化管理能力等竞争力优势，与合作伙伴强强联合，从而实现进一步开拓公司产品线丰富程度和产品交付能力的目标，为公司未来主营业务的发展，提高宠物市场渗透率带，逐步实现打造全球一流宠物食品企业的宏伟目标打下坚实的基础。2）积极布局海外产能，一方面降低生产成本；另一方面规避中美贸易摩擦升级带来的负面影响。公司成本端受主要原材料如鸡胸肉价格影响较大，同时，进出口政策变动、海运等物流运力和汇率变化等，都对公司原材料价格以及生产成本等方面造成一定程度的波动。随着公司规模扩大，销售保持持续高速增长，公司对原材料的需求也相应增加。公司通过对境外投资，能更好地利用境外业务平台，依托标的公司所在地的原材料及人工成本等方面的优势，扩大国际采购与贸易业务，以减少原材料库存，在一定程度上规避相关风险。
- **平台化发展再下一城，销售规模放量可期。**公司目前正由“外贸依赖”向“深挖内需”转型，境内销售占比从2017年的14.57%提升至2018年17.77%，我们预计2019境内占比可达到20%。2018年全年，公司境内实现营业收入2.51亿元，同比增长69.59%；海外收入亦高速增长，实现收入11.60亿元，同比增长35.02%。为了精准定位消费者需求，形成自己的品牌矩阵，公司自2017年以来，围绕顽皮品牌进一步投入研发，迄今已拥有11个自有品牌和数10个代理品牌，卡位各细分市场。公司逐步践行以母公司统筹整体经营策略并提供展业支持，各子公司驱动业务模块发展的管理模式，先后组建南京云吸猫、中宠颂智以及威海好宠等电商团队负责重点推进各渠道的拓展，以KPI为导向，激发团队潜能。从运营结果来看，公司介绍称，由于2018年没赶上平台双十一、双十二活动，2019年618大促将体现电商渠道的推广实力。此次参股爱淘宠物，也呼应了公司平台化发展的策略，有望利用合作方的专业团队经验，较快在宠物咬胶领域占据

一定市场影响力。

表 1 中宠股份实业子公司及参股公司汇总

子公司名称	设立日期	持股比例	合作方	主要业务模块	对应品牌
1 爱丽思中宠	2008年1月	100%		制造部门	   
2 好氏食品	1999年7月	100%		制造部门	
3 顽皮销售	2007年12月	100%		顽皮品牌和进口湿粮的国内销售	 
4 顽皮国贸	2009年9月	100%		外贸	
5 中宠卫生	2012年11月	100%		生产和运营 king kitty 苹果木猫砂	
6 中卫宠物	2012年6月	51%	VitaKraft 卫塔卡夫	生产宠物干粮如 Toptrees 领先	
7 中宠德益	2017年9月	51%	自然人	代理德国进口活菌粮品牌 ProbioticLive	
8 安徽中宠颂智	2014年1月	51%	颂智实业	运营高端干粮品牌 Kingdom Pets 啃贝滋	
9 南京云吸猫	2018年5月	51%	滁州逗宠 20%;孙斌 29%	运营中高端宠物食品品牌中宠和中宠天猫平台	
10 威海好宠	2016年5月	51%	万峰贸易	运营中宠京东平台	
11 荷兰 Wanpy	2018年9月	75%	自然人	外贸	
12 美国 Jerky (通过 Hao's 控股)	2014年1月	57.78%	GlobalLinx 28.89%，其余为财务投资人	Globalinx 合资美国零食工厂	
13 加拿大 Jerky	2016年4月	100%		加拿大零食工厂	
14 NPTC	1999年1月	100%		新西兰 Zeal 品牌的生产和销售	

15	新西兰 Zeal	2018年1月	100%		保护 Zeal 注册商标而成立的公司
	参股公司名称	设立日期	持股比例	合作方	主要业务模块
16	瑞鹏股份	2013年11月	1.2532%	高瓴资本、达晨创投等	中国最大的宠物连锁医院
17	云宠智能	2018年7月	29.6081%	孙斌 27.6%; 瑞鹏股份 6%等	“极宠家”宠物新零售
18	宁波冠纯	2018年8月	40%	青梅网络	运营中高端干粮品牌 Toptrees
19	爱淘宠物	2019年5月	49%	源飞宠物	宠物肉类产品、可食用咬胶产品的生产、销售

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **盈利预测与评级：**我们预计中宠股份 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 1.08、1.89 和 2.40 亿元。鉴于公司将于 2019 年 5 月 30 日实施 2018 年度权益分派方案，拟 10 转 7 股派 1 元，除权除息日 5 月 31 日。按照分红送转后总股本 1.7 亿股计算，对应摊薄每股收益分别为 0.63、1.11 和 1.41 元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**1) 解决产能瓶颈问题，把握国内消费市场。2) 利润拐点将在 2019 年出现。
- **风险因素：**1) 国内宠物市场相关标准缺失，劣币驱逐良币的风险；2) 原材料鸡肉价格继续提升，对毛利率影响风险；3) 行业产能过剩导致恶性竞争的风险；4) 政策影响国内收入结构变化趋势的风险；5) 食品安全的风险；6) 渠道布局欠优的风险；7) 外汇波动的风险。

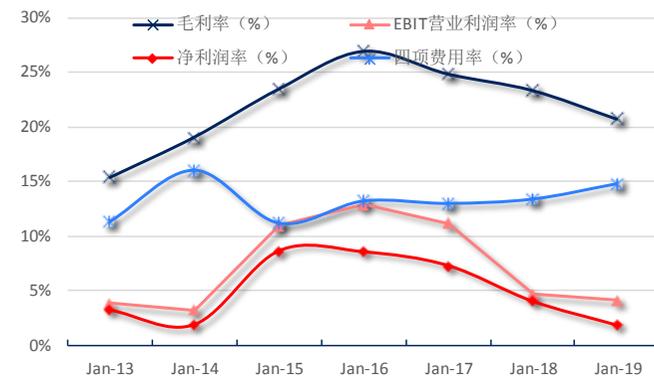
重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,015.35	1,412.26	1,940.79	2,566.13	3,311.03
增长率 YoY %	28.37%	39.09%	37.42%	32.22%	29.03%
归属母公司净利润(百万元)	73.67	56.44	107.69	189.39	240.20
增长率 YoY%	9.51%	-23.39%	90.78%	75.87%	26.83%
毛利率%	24.81%	23.31%	22.68%	25.07%	26.17%
净资产收益率 ROE%	14.48%	7.85%	13.58%	20.22%	20.86%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.33	0.63	1.11	1.41
市盈率 P/E(倍)	46	60	32	18	14
市净率 P/B(倍)	4.92	4.58	4.05	3.31	2.68

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

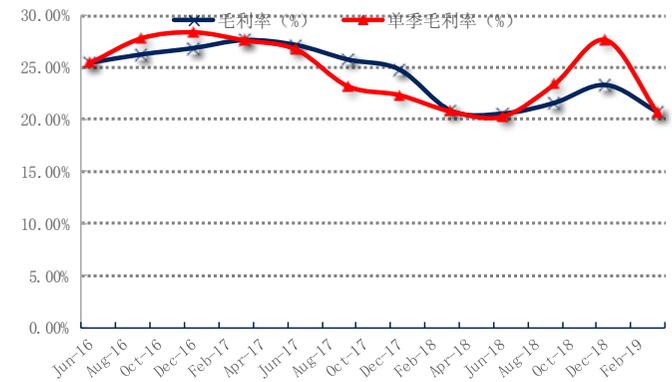
注：股价为 2019 年 5 月 28 日收盘价 34.20 元除权除息后调整价

图 1 公司 16 年-19Q1 营业收入和归母净利润及增速 (亿元, %)

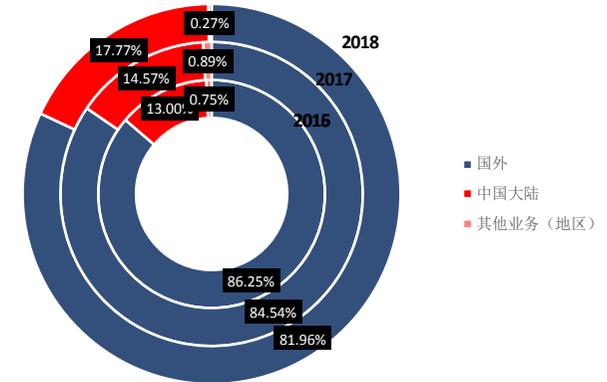

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利润率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3 公司 2016-2018 年毛利率 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4 主营业务分版块占比情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	578.50	636.31	779.46	1,021.30	1,289.94
货币资金	201.73	102.58	67.83	117.93	153.32
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	128.81	183.13	251.67	332.76	429.35
预付账款	12.50	9.78	13.56	17.37	22.08
存货	202.27	273.94	379.53	486.36	618.31
其他	33.19	66.88	66.88	66.88	66.88
非流动资产	426.59	771.03	817.42	866.21	963.06
长期股权投资	0.00	32.30	32.30	32.30	32.30
固定资产(合计)	171.70	431.15	238.92	245.21	305.37
无形资产	27.89	45.77	211.19	214.35	219.33
其他	227.01	261.82	335.01	374.36	406.06
资产总计	1,005.09	1,407.35	1,596.88	1,887.51	2,253.00
流动负债	227.28	529.01	611.14	695.30	798.92
短期借款	51.76	255.00	255.00	255.00	255.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	125.48	196.97	272.89	349.70	444.57
其他	50.04	77.05	83.25	90.60	99.34
非流动负债	7.49	44.69	44.69	44.69	44.69
长期借款	0.00	42.00	42.00	42.00	42.00
其他	7.49	2.69	2.69	2.69	2.69
负债合计	234.76	573.70	655.83	739.99	843.61
少数股东权益	77.00	89.56	99.28	116.37	138.04
归属母公司股东权益	693.32	744.08	841.77	1,031.16	1,271.35
负债和股东权益	1,005.09	1,407.35	1,596.88	1,887.51	2,253.00

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,015.35	1,412.26	1,940.79	2,566.13	3,311.03
同比(%)	28.37%	39.09%	37.42%	32.22%	29.03%
归属母公司净利润	73.67	56.44	107.69	189.39	240.20
同比(%)	9.51%	-23.39%	90.78%	75.87%	26.83%
毛利率(%)	24.81%	23.31%	22.68%	25.07%	26.17%
ROE%	14.48%	7.85%	13.58%	20.22%	20.86%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.33	0.63	1.11	1.41
P/E	46	60	32	18	14
P/B	4.92	4.58	4.05	3.31	2.68
EV/EBITDA	14.31	22.29	15.53	10.71	8.08

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,015.35	1,412.26	1,940.79	2,566.13	3,311.03
营业成本	763.40	1,083.06	1,500.55	1,922.91	2,444.58
营业税金及附加	5.65	5.89	8.10	10.71	13.81
销售费用	67.54	139.95	164.97	218.12	281.44
管理费用	52.36	50.99	75.69	100.08	129.13
研发费用	0.00	40.82	23.29	30.79	39.73
财务费用	11.66	-2.46	17.31	18.59	17.80
减值损失合计	2.21	23.88	12.72	21.52	34.19
投资净收益	0.13	-5.91	-2.53	-2.77	-3.74
其他	0.20	1.30	1.32	1.45	1.39
营业利润	112.87	65.52	136.96	242.10	348.00
营业外收支	-1.94	2.38	1.17	0.82	1.17
利润总额	110.92	67.90	138.12	242.91	349.16
所得税	26.12	6.36	20.72	36.44	87.29
净利润	84.81	61.54	117.40	206.48	261.87
少数股东损益	11.13	5.09	9.72	17.09	21.67
归属母公司净利润	73.67	56.44	107.69	189.39	240.20
EBITDA	143.75	103.37	238.85	346.14	458.69
EPS(当年)(元)	0.74	0.56	0.63	1.11	1.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	75.64	27.16	124.05	203.09	238.02
净利润	84.81	61.54	117.40	206.48	261.87
折旧摊销	28.47	38.28	82.03	84.61	90.87
财务费用	4.35	-2.81	18.70	18.62	18.66
投资损失	-0.13	5.91	2.53	2.77	3.74
营运资金变动	-44.19	-81.55	-108.49	-129.10	-163.82
其它	2.33	5.79	11.88	19.71	26.71
投资活动现金流	-176.02	-367.98	-130.11	-134.36	-183.97
资本支出	-136.96	-250.94	-127.57	-131.59	-180.24
长期投资	23.32	292.26	-2.53	-2.77	-3.74
其他	-62.38	-409.30	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	252.88	227.61	-28.70	-18.62	-18.66
吸收投资	321.97	1.57	0.00	0.00	0.00
借款	-36.57	240.24	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	32.53	22.19	28.70	18.62	18.66
现金流净增加额	150.18	-101.07	-34.75	50.10	35.39

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。