

中宠股份 (002891)

一季度国内收入增速超预期，海外收入略有下滑

事件：公司发布 2020 年一季度报，报告期内实现营业收入 3.73 亿元，同比下降 2.03%，归母净利润 827.12 万元，同比增长 20.85%。

国内收入高速增长，订单交期延迟影响海外收入

一季度公司整体收入略有下滑。分地区来看，海外市场方面，一季度受到新冠疫情的影响，公司国内工厂复工时间推迟并且初期开工率较低，预计影响海外订单交期，导致公司海外收入下滑约 12%。目前公司已实现完全复工，外贸订单正常，我们预计全年海外收入仍将实现 10% 以上的增长。国内市场方面，我们预计一季度实现收入 0.9 亿元，同比增长约 50%。尽管一季度国内受到疫情影响，但公司加强线上渠道拓展、加大新品推广力度，同时与饿了么、美团携手支撑线下门店，在疫情背景下公司国内收入增长提速（19 年国内收入增速 36.6%）。

整体毛利率持续改善，销售及管理费用持续增加

从毛利率来看，公司毛利率持续改善，一季度公司整体毛利率 24.5%，同比提升 3.8 个百分点，一方面是由于国内毛利率更高且收入占比持续提升，20Q1 国内收入占比约 24%，同比提升 8.4 个百分点；另一方面，鸡胸肉等原材料价格同比下滑，成本端压力有所缓解。费用率方面，公司持续加大国内市场投入，销售费用同比增长 26.5%，销售费用率 10.9%，同比提升 2.5 个百分点；管理费用同比增长 26.2%，管理费用率 5.0%，同比提升 1.1 个百分点；研发费用率 1.4%，财务费用率 2.3%，与去年同期相比保持相对稳定。

20 年业绩有望持续增长，国内收入有望进一步提速

宠物食品需求刚需，在疫情背景下，海外市场需求仍将保持平稳，而成本端的影响有望减弱，同时随着贸易战缓和以及海外产能持续释放，公司业绩有望实现持续增长。除此以外，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。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。随着新产品的推出以及产能的释放，我们认为公司国内收入增长有望进一步提速，预计今年将实现 50% 以上的增长。

盈利预测与投资建议

预计 2020-2022 年，公司归母净利润 1.08/1.70/2.38 亿元，同比增长 37.24%/56.91%/40.17%，EPS 分别为 0.64/1.00/1.40 元，对应 PE 分别为 37/24/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦的风险；原材料价格的风险；市场竞争的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412.26	1,716.24	2,085.65	2,564.62	3,142.73
增长率(%)	39.09	21.52	21.52	22.97	22.54
EBITDA(百万元)	129.31	233.70	228.96	326.28	465.71
净利润(百万元)	56.44	79.01	108.43	170.14	238.49
增长率(%)	(23.39)	39.97	37.24	56.91	40.17
EPS(元/股)	0.33	0.46	0.64	1.00	1.40
市盈率(P/E)	71.06	50.76	36.99	23.57	16.82
市净率(P/B)	5.39	4.75	4.60	3.91	3.21
市销率(P/S)	2.84	2.34	1.92	1.56	1.28
EV/EBITDA	26.37	20.89	18.64	12.40	8.85

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	23.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	170.02
流通 A 股股本(百万股)	91.57
A 股总市值(百万元)	4,010.70
流通 A 股市值(百万元)	2,160.15
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	48.91
一年内最高/最低(元)	36.30/16.00

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
王聪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001	
wccong@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:国内市场布局持续深入，20 年业绩有望持续增长》2020-04-08
- 《中宠股份-公司点评:19 年困境中仍保持增长，预计 20 年业绩将大幅提升》2020-02-29
- 《中宠股份-季报点评:营收持续高速增长，单季度利润接近翻倍》2019-10-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	102.58	166.77	208.57	256.46	157.14	营业收入	1,412.26	1,716.24	2,085.65	2,564.62	3,142.73
应收票据及应收账款	183.13	233.96	248.28	203.49	350.11	营业成本	1,083.06	1,307.76	1,589.25	1,912.58	2,267.23
预付账款	9.78	12.20	19.87	16.83	25.63	营业税金及附加	5.89	5.25	8.89	9.83	11.69
存货	273.94	294.60	419.63	424.36	590.88	营业费用	139.95	170.21	225.80	278.84	351.38
其他	66.88	56.43	47.14	67.91	54.69	管理费用	50.99	61.30	53.59	60.96	72.73
流动资产合计	636.31	763.96	943.48	969.05	1,178.45	研发费用	40.82	22.92	27.11	33.34	40.86
长期股权投资	32.30	68.15	68.15	68.15	68.15	财务费用	(2.46)	14.07	15.00	18.00	25.00
固定资产	431.15	427.74	462.77	495.04	520.94	资产减值损失	23.88	(19.96)	5.00	5.00	5.00
在建工程	6.79	153.64	86.82	93.41	96.71	公允价值变动收益	(0.27)	0.15	0.09	(0.01)	(0.02)
无形资产	45.77	46.27	45.19	44.12	43.04	投资净收益	(5.91)	(4.80)	0.00	0.00	0.00
其他	255.03	240.44	208.71	191.81	176.16	其他	10.78	49.44	(0.17)	0.02	0.04
非流动资产合计	771.03	936.25	871.64	892.53	904.99	营业利润	65.52	109.90	161.09	246.06	368.83
资产总计	1,407.35	1,700.21	1,815.12	1,861.57	2,083.44	营业外收入	3.09	8.95	4.19	5.41	6.18
短期借款	255.00	270.03	330.42	121.10	41.76	营业外支出	0.71	0.61	1.27	0.86	0.91
应付票据及应付账款	196.97	210.50	244.47	326.48	350.95	利润总额	67.90	118.23	164.01	250.61	374.10
其他	77.05	94.74	86.78	89.08	104.79	所得税	6.36	28.93	41.00	62.65	93.52
流动负债合计	529.01	575.27	661.66	536.67	497.49	净利润	61.54	89.31	123.01	187.96	280.57
长期借款	42.00	29.40	20.00	15.00	10.00	少数股东损益	5.09	10.30	12.30	22.55	42.09
应付债券	0.00	139.37	139.37	139.37	139.37	归属于母公司净利润	56.44	79.01	108.43	170.14	238.49
其他	2.69	9.72	6.63	6.35	7.56	每股收益(元)	0.33	0.46	0.64	1.00	1.40
非流动负债合计	44.69	178.48	166.00	160.71	156.93						
负债合计	573.70	753.75	827.66	697.38	654.42						
少数股东权益	89.56	102.47	114.77	137.33	179.41	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	100.00	170.02	170.02	170.02	170.02	成长能力					
资本公积	405.38	326.26	326.26	326.26	326.26	营业收入	39.09%	21.52%	21.52%	22.97%	22.54%
留存收益	636.22	605.54	702.66	856.84	1,079.58	营业利润	-41.95%	67.74%	46.58%	52.75%	49.89%
其他	(397.52)	(257.84)	(326.26)	(326.26)	(326.26)	归属于母公司净利润	-23.39%	39.97%	37.24%	56.91%	40.17%
股东权益合计	833.64	946.45	987.46	1,164.19	1,429.01	获利能力					
负债和股东权益总	1,407.35	1,700.21	1,815.12	1,861.57	2,083.44	毛利率	23.31%	23.80%	23.80%	25.42%	27.86%
						净利率	4.00%	4.60%	5.20%	6.63%	7.59%
						ROE	7.59%	9.36%	12.42%	16.57%	19.09%
						ROIC	11.22%	11.09%	12.32%	17.94%	27.79%
						偿债能力					
						资产负债率	40.76%	44.33%	45.60%	37.46%	31.41%
						净负债率	23.48%	29.64%	28.81%	2.01%	2.75%
						流动比率	1.20	1.33	1.43	1.81	2.37
						速动比率	0.69	0.82	0.79	1.01	1.18
						营运能力					
						应收账款周转率	9.05	8.23	8.65	11.35	11.35
						存货周转率	5.93	6.04	5.84	6.08	6.19
						总资产周转率	1.17	1.10	1.19	1.40	1.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.33	0.46	0.64	1.00	1.40
						每股经营现金流	0.16	0.57	0.65	2.32	0.73
						每股净资产	4.38	4.96	5.13	6.04	7.35
						估值比率					
						市盈率	71.06	50.76	36.99	23.57	16.82
						市净率	5.39	4.75	4.60	3.91	3.21
						EV/EBITDA	26.37	20.89	18.64	12.40	8.85
						EV/EBIT	33.32	26.10	24.24	15.33	10.46

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com