

中宠股份 (002891)

证券研究报告

2021年02月01日

内拓有力、外购有方，长期成长值得期待

事件 1: 公司发布公告，拟以 3343.75 万新西兰元收购 PFNZ 的 70% 的股权。
事件 2: 公司发布业绩预告，预计 2020 年度归母净利润 1.10 亿元~1.42 亿元，同比增长 39.34%~79.15%。

新西兰布局更进一步，打造高端市场增长引擎

PFNZ 是新西兰最大的宠物罐头工厂，其客户包括 ZIWI、K9 等诸多高端品牌，2020 财年净利润约 1000 万人民币。此次并购是 2018 年收购 Zeal 之后，公司在新西兰布局的进一步深入。过去两年，借助公司的渠道和营销优势，Zeal 品牌在国内快速增长，已经成为知名的高端品牌之一。目前 Zeal 仍然以零食为主，借助 PFNZ 良好的生产工艺以及新西兰优质的原材料，未来 Zeal 的产品线将进一步丰富，打造高端的全品类品牌。同时，PFNZ 的产品在包括中国在内的多个国家及地区销售情况良好，也将进一步增厚公司业绩。

收入持续高速增长，汇率波动等影响短期利润

国内市场方面，公司持续加大投入力度，集中资源不断夯实公司品牌及渠道能力，我们预计全年国内收入约 5.5 亿元，同比增长 60% 左右；海外市场方面，下游需求旺盛叠加产能持续释放，公司海外收入仍保持了高速增长，我们预计全年公司海外收入 17 亿元以上，同比增长 20% 以上。利润方面，自 20 年下半年以来人民币持续升值，预计对公司业绩造成一定影响，我们预计汇兑损益影响 2000-3000 万净利润。我们认为汇率波动仅影响公司短期利润，而公司最大的看点仍然是国内市场的收入增长。

国内市场实现“从 0 到 1”，长期成长值得期待

自上市以来，公司持续加大对国内市场的投入力度，过去 3 年国内收入复合增速 50% 以上。我们认为公司已经完成了国内市场“从 0 到 1”的阶段：1) 产品方面，在保持湿粮和零食领域优势的同时，公司持续加大干粮市场的投入力度，我们预计 20 年干粮增速约 100%；2) 品牌方面，以 wanpy 和 zeal 为核心，借助新媒体营销手段持续提升品牌力；3) 渠道方面，公司实现全渠道布局，并重点发力线上渠道。我们看好公司通过持续的品类创新、精准的营销投入、完善的渠道布局逐步成长为行业龙头。我们预计未来国内收入增速仍将维持 50% 以上，同时随着收入体量的增加，今明两年有望迎来利润拐点。

盈利预测与投资建议

考虑到汇率的影响，我们调整公司盈利预测及目标价。预计 2020-2022 年公司净利润 1.31/1.96/2.85 亿元（前值 1.45/1.96/2.85 亿元），同比 66%/49%/46%，EPS 分别为 0.67/1.00/1.45 元。基于分部估值法，给予公司 2021 年目标市值 120 亿元，对应目标价约 61 元，维持“买入”评级。

风险提示: 业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准；对外投资风险；市场竞争的风险；汇率波动的风险

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	2,275.39	2,822.54	3,491.62
增长率(%)	39.09	21.52	32.58	24.05	23.70
EBITDA(百万元)	129.31	233.70	256.45	361.09	494.59
净利润(百万元)	56.44	79.01	131.29	195.71	285.16
增长率(%)	(23.39)	39.97	66.18	49.07	45.70
EPS(元/股)	0.29	0.40	0.67	1.00	1.45
市盈率(P/E)	169.24	120.91	72.76	48.81	33.50
市净率(P/B)	12.84	11.32	10.39	8.72	7.06
市销率(P/S)	6.76	5.57	4.20	3.38	2.74
EV/EBITDA	26.37	20.89	38.29	26.38	19.50

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	48.72 元
目标价格	61 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	196.08
流通 A 股股本(百万股)	178.70
A 股总市值(百万元)	9,552.78
流通 A 股市值(百万元)	8,706.35
每股净资产(元)	8.68
资产负债率(%)	34.93
一年内最高/最低(元)	67.36/19.57

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

- 1 《中宠股份-季报点评:Q3 收入增长超预期，Q4 内销有望进一步加速》 2020-10-26
- 2 《中宠股份-公司点评:前三季度实现翻倍增长，公司业绩持续超预期》 2020-10-15
- 3 《中宠股份-半年报点评:上半年业绩大幅增长，下半年国内收入有望再加速》 2020-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	102.58	166.77	227.54	282.25	244.41
应收票据及应收账款	183.13	233.96	292.15	205.05	410.00
预付账款	9.78	12.20	21.32	17.52	28.25
存货	273.94	294.60	451.91	441.28	652.97
其他	66.88	56.43	48.37	68.53	56.86
流动资产合计	636.31	763.96	1,041.30	1,014.64	1,392.49
长期股权投资	32.30	68.15	68.15	68.15	68.15
固定资产	431.15	427.74	462.77	495.04	520.94
在建工程	6.79	153.64	86.82	93.41	96.71
无形资产	45.77	46.27	45.19	44.12	43.04
其他	255.03	240.44	208.71	191.81	176.16
非流动资产合计	771.03	936.25	871.64	892.53	904.99
资产总计	1,407.35	1,700.21	1,912.94	1,907.16	2,297.48
短期借款	255.00	270.03	485.10	210.65	249.51
应付票据及应付账款	196.97	210.50	265.03	339.20	390.95
其他	77.05	94.74	89.20	90.20	108.85
流动负债合计	529.01	575.27	839.34	640.06	749.31
长期借款	42.00	29.40	21.54	15.00	10.00
应付债券	0.00	139.37	0.00	0.00	0.00
其他	2.69	9.72	6.63	6.35	7.56
非流动负债合计	44.69	178.48	28.17	21.35	17.56
负债合计	573.70	753.75	867.51	661.40	766.87
少数股东权益	89.56	102.47	125.64	149.83	178.03
股本	100.00	170.01	196.08	196.08	196.08
资本公积	405.38	326.26	326.26	326.26	326.26
留存收益	636.22	605.54	723.71	899.85	1,156.50
其他	(397.52)	(257.83)	(326.26)	(326.26)	(326.26)
股东权益合计	833.64	946.45	1,045.43	1,245.76	1,530.61
负债和股东权益总计	1,407.35	1,700.21	1,912.94	1,907.16	2,297.48

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	61.54	89.31	131.29	195.71	285.16
折旧摊销	38.28	65.87	52.87	62.22	71.89
财务费用	(2.81)	14.17	15.00	24.50	31.50
投资损失	5.91	4.80	3.53	1.00	(1.00)
营运资金变动	(101.86)	(79.45)	(133.72)	172.08	(329.45)
其它	26.11	2.17	23.16	24.19	28.20
经营活动现金流	27.16	96.87	92.14	479.70	86.30
资本支出	302.26	216.52	23.08	100.29	98.78
长期投资	32.30	35.86	0.00	0.00	0.00
其他	(702.53)	(451.78)	(46.60)	(201.29)	(197.78)
投资活动现金流	(367.98)	(199.40)	(23.51)	(101.00)	(99.00)
债权融资	298.29	447.27	509.89	229.99	264.86
股权融资	6.77	37.38	(57.36)	(24.50)	(31.50)
其他	(77.45)	(320.84)	(460.40)	(529.47)	(258.50)
筹资活动现金流	227.61	163.80	(7.86)	(323.98)	(25.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	(25.00)	(15.00)	0.00
现金净增加额	(113.21)	61.27	35.77	39.72	(37.84)

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,412.26	1,716.24	2,275.39	2,822.54	3,491.62
营业成本	1,083.06	1,307.76	1,661.09	2,024.09	2,443.68
营业税金及附加	5.89	5.25	9.70	10.82	12.99
营业费用	139.95	170.21	247.34	337.20	457.26
管理费用	50.99	61.30	77.84	91.68	104.09
研发费用	40.82	22.92	27.30	33.87	41.90
财务费用	(2.46)	14.07	15.00	24.50	31.50
资产减值损失	23.88	(19.96)	20.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	(0.27)	0.15	(0.01)	0.00	0.00
投资净收益	(5.91)	(4.80)	(28.53)	(16.00)	1.00
其他	10.78	49.44	57.06	32.00	(2.00)
营业利润	65.52	109.90	188.58	274.38	391.20
营业外收入	3.09	8.95	5.00	1.00	1.00
营业外支出	0.71	0.61	0.50	0.50	0.50
利润总额	67.90	118.23	193.08	274.88	391.70
所得税	6.36	28.93	38.62	54.98	78.34
净利润	61.54	89.31	154.46	219.90	313.36
少数股东损益	5.09	10.30	23.17	24.19	28.20
归属于母公司净利润	56.44	79.01	131.29	195.71	285.16
每股收益(元)	0.29	0.40	0.67	1.00	1.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	39.09%	21.52%	32.58%	24.05%	23.70%
营业利润	-41.95%	67.74%	71.60%	45.50%	42.58%
归属于母公司净利润	-23.39%	39.97%	66.18%	49.07%	45.70%
获利能力					
毛利率	23.31%	23.80%	27.00%	28.29%	30.01%
净利率	4.00%	4.60%	5.77%	6.93%	8.17%
ROE	7.59%	9.36%	14.27%	17.86%	21.08%
ROIC	11.22%	11.09%	15.46%	20.16%	31.64%
偿债能力					
资产负债率	40.76%	44.33%	45.35%	34.68%	33.38%
净负债率	23.48%	29.64%	27.01%	-4.20%	1.34%
流动比率	1.20	1.33	1.24	1.59	1.86
速动比率	0.69	0.82	0.70	0.90	0.99
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	6.10	6.32	6.38
总资产周转率	1.17	1.10	1.26	1.48	1.66
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.40	0.67	1.00	1.45
每股经营现金流	0.14	0.49	0.47	2.45	0.44
每股净资产	3.79	4.30	4.69	5.59	6.90
估值比率					
市盈率	169.24	120.91	72.76	48.81	33.50
市净率	12.84	11.32	10.39	8.72	7.06
EV/EBITDA	26.37	20.89	38.29	26.38	19.50
EV/EBIT	33.32	26.10	48.23	31.87	22.81

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