

公司点评
中宠股份 (002891)
农林牧渔 | 饲料
国内收入高速增长，产品结构不断优化

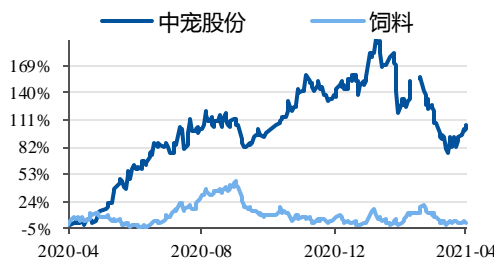
2021年04月02日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 51.16-59.69元
交易数据

当前价格 (元)	45.99
52周价格区间 (元)	21.80-67.36
总市值 (百万)	9017.50
流通市值 (百万)	8218.18
总股本 (万股)	19607.51
流通股 (万股)	17869.50

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
中宠股份	-6.28	-20.0	110.49
饲料	-8.13	-0.22	1.47

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

吴号

wuhao2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

- 《中宠股份：中宠股份 (002891.SZ) 公司深度：国内国外双轮驱动，主粮产品增长可期》 2020-12-08
- 《中宠股份：中宠股份 (002891.SZ) 2020 年三季报点评：单季营收创新高，看好全年业绩表现》 2020-10-30
- 《中宠股份：中宠股份 (002891.SZ) 调研点评：深耕宠物食品领域，打造行业领跑者》 2018-11-28

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	1716.24	2232.75	2757.39	3374.26	4108.07
净利润 (百万元)	79.01	134.88	186.59	240.45	308.58
每股收益 (元)	0.44	0.75	1.04	1.35	1.73
每股净资产 (元)	4.72	9.66	10.54	12.39	13.91
P/E	104.06	60.95	44.06	34.19	26.64
P/B	9.74	4.76	4.36	3.71	3.31

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- 事件：**中宠股份披露 2020 年度报告。2020 年，公司实现营业收入 22.33 亿元，同比增长 30.10%；归母净利润 1.35 亿元，同比增长 70.72%。2020Q4，公司实现营业收入 6.13 亿元，同比增长 22.26%，环比下降 3.01%；归母净利润 0.39 亿元，同比增长 17.82%，环比下降 22.91%。2020Q4 净利润环比下降主要因为汇率变动导致汇兑损失增加。
- 国内收入高速增长，产品收入结构不断优化。**2020 年，公司国内市场实现营收 5.42 亿元，同比增长 57.74%，占总营收的比重提升至 24.27%；国外市场实现营收 16.91 亿元，同比增长 23.18%，占总营收的比重为 75.73%。**分产品看**，公司宠物零食、罐头、主粮营收增速分别为 22.78%、34.04%、126.62%，占总营收的比重分别为 76.67%、13.93%、6.26%。宠物零食仍是公司主要的收入来源，但宠物罐头、干粮营收增速明显快于宠物零食，公司收入结构不断优化。**从产品库存看**，2020 年底，公司库存商品余额为 2.31 亿元，较年初增长 59.42%；宠物食品及用品库存量为 1.02 万吨，同比增长 63.65%；产品库存增加主要因为 2020 年底受疫情影响，出口运力紧张，导致发货延迟。
- 毛利率同比提升，期间费用率稳中有降。**由于原材料价格下降和国内收入占比提升，公司毛利率同比提升 0.9pct 至 24.70%。其中，国外市场毛利率同比提升 2.42pct 至 21.99%；国内市场由于部分产品降价促销，毛利率同比下降 5.94pct 至 34.48%。费用方面，公司 2020 年销售费用为 1.84 亿元，同比增长 8.37%。其中，业务宣传费及销售服务费为 1.16 亿元，同比增长 65.76%，主要因为公司加大国内市场开发投入；管理费用为 0.89 亿元，同比增加 45.62%，主要因为管理人员有所增加；财务费用同比增长 159.76%，主要因为汇率变动导致汇兑损失增加。受益于营业收入的快速增长，公司期间费用率同比下降 0.19pct 至 15.45%。
- 短期利润增长承压，但长期发展向好。**去年下半年以来，鸡肉等原材料价格呈现上涨趋势，为缓解成本压力，公司加大原材料采购，2020 年底原材料账面余额为 3.21 亿元，较年初增长 102.44%。由于年产 3 万吨湿粮项目从在建工程转入固定资产，公司固定资产增加 2.40 亿元，预计 2021 年将新增 1900 万元左右的折旧费用。**短期来看**，由于原材

料价格上涨、折旧费用增加以及国内市场保持高投入，公司利润增长面临一定的压力。**长期来看**，我国宠物食品行业处于快速增长阶段，增长空间巨大。公司短期内牺牲国内市场利润，不断加大国内市场开发投入，积极扩大湿粮、干粮产能为国内市场增长做准备。同时，公司产品、渠道、品牌优势明显，有望充分享受国内市场增长红利，成长为宠物食品国产品牌代表。

- **投资建议与盈利预测：** 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 1.87/2.40/3.08 亿元，EPS 为 1.04/1.35/1.73 元，当前股价对应 PE 分别为 44.06/34.19/26.64 倍。考虑到国外市场是公司利润的主要来源，且保持稳定增长，国内市场收入保持高速增长，短期内难以贡献利润，我们采用分部估值法进行估值。对于国外市场，我们采用 PE 估值，给予 30-35 倍 PE，对应 2021 年的市值空间为 51.62-60.23 亿元；对于国内市场，我们采用 PS 估值，给予 6-7 倍 PS，对应 2021 年的市值空间约为 48.69-56.80 亿元。总的来看，公司 2021 年的合理价格区间为 51.16-59.69 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：** 核心客户收入占比较大、原材料价格波动、贸易关税政策变动、汇率波动。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438