

中宠股份 (002891)

证券研究报告

2021年05月13日

湿粮产能瓶颈缓解，助力国内市场开拓

事件：近日，中宠股份新湿粮工厂庆典在烟台正式启动。

缓解产能压力，突破湿粮发展瓶颈

中宠股份新湿粮工厂，2019年开工建设，于2020年底竣工，总投资3亿元，占地76亩，总建筑面积5万平方米，设计年产能5万吨，产品包装类别涵盖马口铁罐、铝罐、鲜封包、鲜肉羹、铝餐盒、猫条等所有宠物湿粮品类产品，是目前亚洲最大的高端宠物湿粮生产基地。我们预计，新工厂满产后，有望贡献8亿以上的收入。我们认为，新的湿粮工厂投产后将极大缓解公司产能瓶颈，同时将进一步提升公司宠物湿粮的供应链优势，全方位满足消费者对高端宠物湿粮产品的需求。

新品迭出，持续发力湿粮品类

随着新产能的建成投产，公司进一步发力湿粮品类。在主食湿粮方面，公司计划推出鲜食力主食猫罐头和犬用主食罐，其中猫用主食罐含肉量达到了92%，且不添加谷物、胶质、诱食剂等；犬用主食罐则采用375g大包装，每天1-2罐就可以满足犬类一整天的营养需求；在零食湿粮方面，公司推出了零食奶条，每根奶条中含有4%的新西兰进口乳粉以及40%的鲜肉。此外，公司还邀请到了辣目洋子成为其品牌代言人，从明星效应中借势，给予湿粮新品全域赋能。我们认为，随着新产品逐步上市，公司国内市场有望持续高速增长。

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；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2021年国内收入增速仍将保持50%的增速，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

预计2021-2023年公司净利润1.91/2.83/3.69亿元，同比42%/48%/30%，EPS分别为0.98/1.44/1.88元，对应PE分别为50/34/26倍，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动的风险；国内市场开拓的风险；境外经营风险；原材料波动的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,716.24	2,232.75	2,815.44	3,481.35	4,220.39
增长率(%)	21.52	30.10	26.10	23.65	21.23
EBITDA(百万元)	233.70	331.04	342.05	475.49	605.66
净利润(百万元)	79.01	134.88	191.47	283.05	368.80
增长率(%)	39.97	70.72	41.95	47.83	30.30
EPS(元/股)	0.40	0.69	0.98	1.44	1.88
市盈率(P/E)	121.46	71.14	50.12	33.90	26.02
市净率(P/B)	11.37	5.55	5.04	4.44	3.85
市销率(P/S)	5.59	4.30	3.41	2.76	2.27
EV/EBITDA	20.89	33.07	26.28	18.82	14.33

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	48.94元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	196.08
流通A股股本(百万股)	178.69
A股总市值(百万元)	9,595.92
流通A股市值(百万元)	8,745.33
每股净资产(元)	8.92
资产负债率(%)	25.24
一年内最高/最低(元)	67.36/27.54

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-季报点评:业绩靠近区间上限，收入增长超预期》2021-04-29
- 《中宠股份-公司点评:收入高增、成本低位，一季度业绩超预期》2021-04-15
- 《中宠股份-年报点评报告:国内品牌业务表现亮眼，21年有望持续高速增长》2021-04-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	166.77	289.04	563.09	522.20	823.53
应收票据及应收账款	233.96	274.29	374.71	245.55	506.39
预付账款	12.20	14.80	22.23	19.96	30.53
存货	294.60	549.95	404.01	758.23	614.81
其他	56.43	258.85	273.93	264.54	276.11
流动资产合计	763.96	1,386.93	1,637.98	1,810.50	2,251.36
长期股权投资	68.15	98.75	98.75	98.75	98.75
固定资产	427.74	667.80	643.88	653.44	674.74
在建工程	153.64	21.91	20.95	60.48	80.24
无形资产	46.27	72.43	70.56	68.70	66.83
其他	240.44	255.02	215.98	205.01	189.54
非流动资产合计	936.25	1,115.91	1,050.13	1,086.38	1,110.10
资产总计	1,700.21	2,502.84	2,688.11	2,896.88	3,361.46
短期借款	270.03	193.15	143.01	21.60	0.00
应付票据及应付账款	210.50	280.93	343.79	409.18	480.21
其他	94.74	145.28	133.04	113.74	159.49
流动负债合计	575.27	619.36	619.83	544.52	639.70
长期借款	29.40	25.23	20.00	15.00	10.00
应付债券	139.37	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.72	21.63	11.35	14.23	15.74
非流动负债合计	178.48	46.86	31.35	29.23	25.74
负债合计	753.75	666.21	651.18	573.75	665.43
少数股东权益	102.47	109.09	132.76	164.21	205.18
股本	170.01	196.08	196.08	196.08	196.08
资本公积	326.26	1,131.81	1,131.81	1,131.81	1,131.81
留存收益	605.54	1,535.78	1,708.10	1,962.85	2,294.77
其他	(257.83)	(1,136.13)	(1,131.81)	(1,131.81)	(1,131.81)
股东权益合计	946.45	1,836.63	2,036.93	2,323.13	2,696.03
负债和股东权益总计	1,700.21	2,502.84	2,688.11	2,896.88	3,361.46

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	89.31	151.42	191.47	283.05	368.80
折旧摊销	65.87	68.43	46.74	52.78	60.81
财务费用	14.17	38.00	20.00	20.00	20.00
投资损失	4.80	0.73	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(79.45)	(222.81)	118.74	(157.38)	(8.62)
其它	2.17	(18.92)	23.66	31.45	40.98
经营活动现金流	96.87	16.84	399.61	228.90	480.96
资本支出	216.52	203.08	30.28	97.12	98.50
长期投资	35.86	30.60	0.00	0.00	0.00
其他	(451.78)	(667.97)	(49.28)	(196.12)	(197.50)
投资活动现金流	(199.40)	(434.29)	(19.00)	(99.00)	(99.00)
债权融资	447.27	247.81	176.07	53.59	29.83
股权融资	37.38	722.32	(15.68)	(20.00)	(20.00)
其他	(320.84)	(425.64)	(266.96)	(204.38)	(90.47)
筹资活动现金流	163.80	544.49	(106.57)	(170.79)	(80.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	61.27	127.04	274.05	(40.89)	301.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,716.24	2,232.75	2,815.44	3,481.35	4,220.39
营业成本	1,307.76	1,681.27	2,078.72	2,497.67	2,983.56
营业税金及附加	5.25	6.85	9.67	11.10	13.63
营业费用	170.21	184.46	282.01	376.14	467.39
管理费用	61.30	89.26	106.95	127.96	156.31
研发费用	22.92	34.61	33.79	41.78	50.64
财务费用	14.07	36.56	20.00	20.00	20.00
资产减值损失	(19.96)	(10.94)	10.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.80)	(0.73)	1.00	1.00	1.00
其他	49.44	15.05	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营业利润	109.90	196.37	275.31	402.71	524.86
营业外收入	8.95	1.19	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.61	1.13	0.50	0.50	0.50
利润总额	118.23	196.44	275.81	403.21	525.36
所得税	28.93	45.02	60.68	88.71	115.58
净利润	89.31	151.42	215.14	314.50	409.78
少数股东损益	10.30	16.53	23.66	31.45	40.98
归属于母公司净利润	79.01	134.88	191.47	283.05	368.80
每股收益(元)	0.40	0.69	0.98	1.44	1.88

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.52%	30.10%	26.10%	23.65%	21.23%
营业利润	67.74%	78.69%	40.20%	46.27%	30.33%
归属于母公司净利润	39.97%	70.72%	41.95%	47.83%	30.30%
获利能力					
毛利率	23.80%	24.70%	26.17%	28.26%	29.31%
净利率	4.60%	6.04%	6.80%	8.13%	8.74%
ROE	9.36%	7.81%	10.06%	13.11%	14.81%
ROIC	11.09%	17.04%	16.41%	25.42%	28.10%
偿债能力					
资产负债率	44.33%	26.62%	24.22%	19.81%	19.80%
净负债率	29.64%	-2.24%	-19.00%	-20.17%	-29.44%
流动比率	1.33	2.24	2.64	3.32	3.52
速动比率	0.82	1.35	1.99	1.93	2.56
营运能力					
应收账款周转率	8.23	8.79	8.68	11.23	11.23
存货周转率	6.04	5.29	5.90	5.99	6.15
总资产周转率	1.10	1.06	1.08	1.25	1.35
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.69	0.98	1.44	1.88
每股经营现金流	0.49	0.09	2.04	1.17	2.45
每股净资产	4.30	8.81	9.71	11.01	12.70
估值比率					
市盈率	121.46	71.14	50.12	33.90	26.02
市净率	11.37	5.55	5.04	4.44	3.85
EV/EBITDA	20.89	33.07	26.28	18.82	14.33
EV/EBIT	26.10	38.94	30.44	21.17	15.93

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