

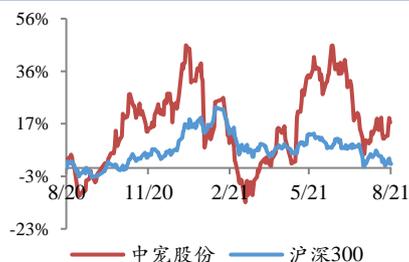
主粮增速较好，关注国内业务与自主品牌发展

投资评级：买入

报告日期：2021-08-27

收盘价(元)	32.20
近12个月最高/最低(元)	44.04/31.73
总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	104

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 中宠股份(022891)深度报告：宠物赛道国货崛起，国内高成长宠食龙头
 2021-05-06

主要观点：

● 21H1 营收增速同比+27.2%，现金流表现良好。

公司发布 2021 年半年报：21H1 实现营收 12.57 亿元，同比+27.2%；归母净利润 0.61 亿元，同比+31.6%。其中，Q2 营收 6.97 亿元，同比+13.3%，归母净利润 0.40 亿元，同比+4.5%。我们认为，公司 Q2 营收与净利润增速放缓，主要因为 20Q2 同期高基数，以及汇率升值拖累净利润约 0.3 亿元。21H1 公司经营活动产生的现金流量净额 0.91 亿元，同比增长 206%，现金流健康。

● 境外营收略超预期，主粮增速较好。

21H1 公司国内营收上升 33.0%至 3.14 亿元，占比 24.97%，+1.09pct；Q2 国内收入与利润增速较低，系京东平台费用扣减及高端品牌销售收入增速放缓。国外 OEM/ODM 营收增长 25.39%至 9.43 亿元，占比 75.03%，国外营收略超预期，源于海外市占率提升，柬埔寨、美国工厂收入增速较快，新西兰 PFNZ 并表提升收入体量。

主粮营收增速幅度较大，零食收入仍为公司营收主要来源。宠物主粮营收同比上升 82.71%达 0.91 亿元，占比 5.05%，+7.26pct；宠物罐头营收同比上升 40.64%达 1.96 亿元，占比 15.56%，+1.49pct；宠物零食营收同比上升 18.93%，占比 73.05%，-5.08pct；宠物用品及保健品营收同比下降 17.43%达 0.08 亿元，占比 0.61%。

● 关注国内业务与自主品牌增长与潜力。

海内外产能稳步推进，自主品牌影响力加深。国内 5.0 智慧干粮工厂预计 9 月底完工，满产产能达 8 万吨，5 万吨湿粮工厂也将进一步实现公司营收与利润提升；收购新西兰宠物罐头工厂，将新西兰 NPTC 及 ZPF 公司优质产业供应链引进国内，丰富公司高端产品线。公司积极推出鲜封包、顽皮鲜盒等产品，优化包装设计，迎合年轻人消费习惯。下半年 Zeal 新品将在亚宠会上推出，值得期待。全方位进行品牌与产品营销，签约辣目洋子、《奇葩说》辩手傅首尔及冉高鸣，提升产品影响力，并成立相关运营与营销公司拓展抖音等电商渠道。618 期间，顽皮在天猫的猫、狗干粮销售额同比上升 127%、103%。我们预计伴随下半年产能扩张、新品推出与宣传投入加大，公司全年整体经营保持积极乐观。

● 投资建议

卡位宠物食品高景气成长型赛道，国货品牌崛起，市占率不断提升，公司先发优势明显，行业积淀深厚，并大力发展自主品牌与国内业务，是国内宠物食品行业龙头企业。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 27.76 亿元、33.89 亿元、40.92 亿元，归母净利润 1.49 亿元、1.98 亿元、2.27 亿元，EPS0.76 元、1.01 元、1.16 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

汇率波动风险；国内市场开拓不达预期；产能投放不及预期；原材料价格波动；宠物食品安全问题；核心客户占比较大；品牌建设不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2233	2776	3389	4092
收入同比 (%)	30.1%	24.3%	22.1%	20.7%
归属母公司净利润	135	149	198	227
净利润同比 (%)	70.7%	10.3%	32.9%	15.0%
毛利率 (%)	24.7%	23.8%	24.3%	25.4%
ROE (%)	7.8%	7.9%	9.5%	9.8%
每股收益 (元)	0.69	0.76	1.01	1.16
P/E	83.57	65.77	49.49	43.03
P/B	6.53	5.20	4.71	4.24
EV/EBITDA	36.86	43.97	33.47	29.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1387	1791	2084	2446	营业收入	2233	2776	3389	4092
现金	289	577	642	656	营业成本	1681	2116	2566	3053
应收账款	274	360	439	503	营业税金及附加	7	8	10	12
其他应收款	4	12	15	7	销售费用	184	278	339	471
预付账款	15	19	24	27	管理费用	89	111	136	164
存货	550	568	709	999	财务费用	37	23	29	30
其他流动资产	255	255	255	255	资产减值损失	-11	-2	0	-3
非流动资产	1116	1116	1116	1116	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	99	99	99	99	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	668	668	668	668	营业利润	196	193	257	295
无形资产	72	72	72	72	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	277	277	277	277	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2503	2907	3200	3562	利润总额	196	193	257	295
流动负债	619	727	817	943	所得税	45	44	59	68
短期借款	193	193	193	193	净利润	151	149	198	227
应付账款	249	342	389	452	少数股东损益	17	0	0	0
其他流动负债	177	191	234	298	归属母公司净利润	135	149	198	227
非流动负债	47	191	196	201	EBITDA	305	218	285	327
长期借款	25	30	35	40	EPS (元)	0.69	0.76	1.01	1.16
其他非流动负债	22	161	161	161					
负债合计	666	918	1013	1144					
少数股东权益	109	109	109	109	主要财务比率				
股本	196	196	196	196	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	1132	1132	1132	1132	成长能力				
留存收益	400	552	750	981	营业收入	30.1%	24.3%	22.1%	20.7%
归属母公司股东权	1728	1880	2078	2309	营业利润	78.7%	-1.6%	32.9%	15.0%
负债和股东权益	2503	2907	3200	3562	归属于母公司净利	70.7%	10.3%	32.9%	15.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	24.7%	23.8%	24.3%	25.4%
					净利率 (%)	6.0%	5.4%	5.8%	5.6%
					ROE (%)	7.8%	7.9%	9.5%	9.8%
					ROIC (%)	8.7%	7.1%	8.5%	8.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	26.6%	31.6%	31.7%	32.1%
					净负债比率 (%)	36.3%	46.2%	46.3%	47.3%
					流动比率	2.24	2.46	2.55	2.59
					速动比率	1.33	1.66	1.65	1.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	0.96	1.06	1.15
					应收账款周转率	8.14	7.72	7.72	8.14
					应付账款周转率	6.76	6.18	6.60	6.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.69	0.76	1.01	1.16
					每股经营现金流	0.09	0.84	0.45	0.19
					每股净资产	8.81	9.59	10.60	11.78
					估值比率				
					P/E	83.57	65.77	49.49	43.03
					P/B	6.53	5.20	4.71	4.24
					EV/EBITDA	36.86	43.97	33.47	29.12

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师: 王莺, 华安证券农业&中小盘首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会