

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

中宠股份(002891)
增持

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	294/294
总市值/流通(百万元)	10,385/10,385
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	67.36/30.30

相关研究报告:

《中宠股份-002891-2021 年一季报点评: 下游需求旺盛, 一季度延续高速增长势头》——2021-04-29

《中宠股份-002891-2020 年业绩预增点评: 消费需求支撑全年稳健增长, 基本盘稳固持续成长可期》——2021-04-02

《中宠股份-002891-深度报告: 加速成长的宠物行业领跑者》——2021-01-24

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chengqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

证券分析师: 廖望州

电话: 0755-22940911

E-MAIL: liaowangzhou@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

海外代工基本盘稳固, 境内自主品牌延续增长势头

● 产品刚需且境外生产受疫情影响较小, 境内外收入增长稳健

公司 21H1 实现收入 12.57 亿元 (+27.21%, 相较 19H1+59.74%), 单 Q2 实现收入 6.97 亿元 (+13.28%), 主因去年基数较高。分地区来看, 境内/境外业务分别实现收入 3.14/2.36 亿元 (+33.00%/+25.39%)。由于宠物食品具有必需品属性, 市场需求较为稳定, 且公司境外产能未受疫情影响, 境内外业务增长稳健。

● 费用管控良好对冲毛利率下滑影响, 利润水平保持平稳

受业务规模扩大影响, 公司 21H1 毛利率同比下降 3.04pcts 至 21.46%, 其中 Q2 毛利率为 21.12% (-3.38pcts)。公司整体费率水平管控良好, 销售费用提升投放效率同比下降 2.45pcts, 筹资费用下降带动财务费用下降 0.51pct, 四费整体同比 20H1 下降 2.71pcts 至 13.73%, 有效对冲毛利率下滑, 全年归母净利润率得以稳定在 4.83% (+0.16pct), 实现利润 0.61 亿 (+31.6%, 相比 19H1+276.72%)。

● 海外代工下游需求旺盛, 境内罐头+主粮业务延续增长势头

分产品看, 宠物零食主要为公司主营代工业务 (占比 73%), 21H1 实现收入 9.19 亿元 (+18.93%), 因业务规模扩大影响毛利率下降 3.64pcts; 宠物罐头与主粮业务为公司于境内市场大力扩展的自主品牌业务, 其中罐头业务实现收入 1.96 亿元 (+40.64%), 毛利率提升 1.19pcts, 盖因开拓境内市场和并表新西兰 PFNZ 公司; 宠物主粮实现收入 0.91 亿元 (+82.71%), 主因公司重点发展境内主粮业务所致。

● 投资建议: 长期基本盘稳固, 维持“增持”评级

公司产品需求相对刚性, 境外产能在疫情下保持良性运转, 代工业务基本盘稳固; 境内自主品牌借助多渠道快速发展, 借助国潮兴起品牌影响力稳步提升带动销量增长。宠物食品行业空间广阔, 公司有望延续增长态势。我们维持盈利预测不变, 预计 21-23 年归母公司净利润为 1.84/2.50/3.38 亿元, EPS 分别为 0.94/1.28/1.72 元, 当前股价对应 PE38/28/21 倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 原材料价格上涨; 汇率波动; 国内业务扩张不及预期

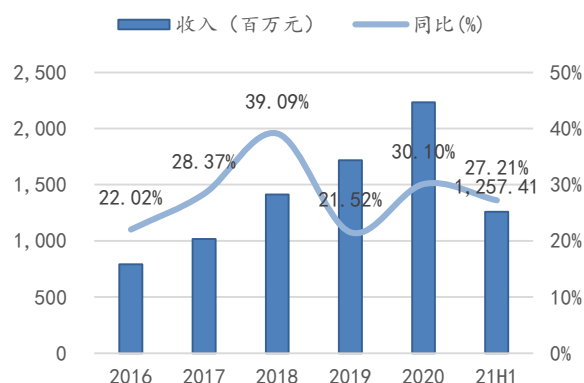
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,233	2,757	3,491	4,438
(+/-%)	30.1%	23.5%	26.6%	27.1%
净利润(百万元)	135	184	250	338
(+/-%)	70.7%	36.09%	36.24%	34.98%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.94	1.28	1.72
EBIT Margin	12.1%	9.3%	10.1%	11.0%
净资产收益率(ROE)	7.8%	10.0%	12.6%	15.4%
市盈率(PE)	65.4	37.7	27.7	20.5
EV/EBITDA	29.6	22.5	17.4	13.6
市净率(PB)	5.10	3.77	3.48	3.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

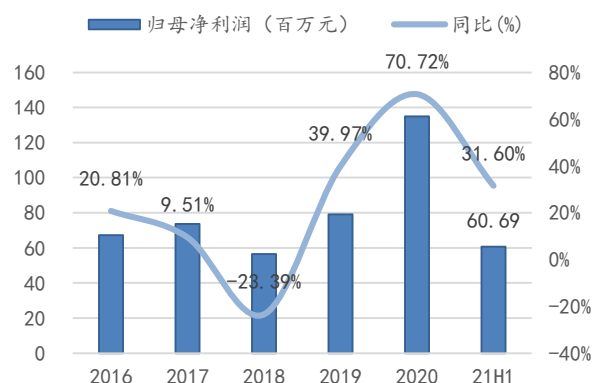
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司 21H1 营业收入达 12.57 亿, 同比增长 27.21%



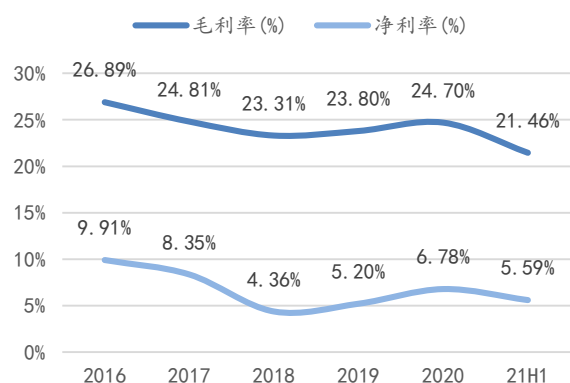
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 21H1 归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 31.60%



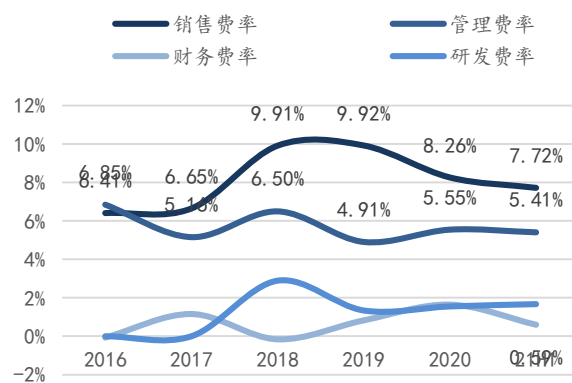
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 21H1 毛利率下降至 21.46%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司销售费用率管控良好, 降至 7.72%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300673.sz	佩蒂股份	36.9	47	0.68	0.66	0.9	46.3	27.9	20.5
002311.sz	海大集团	35.7	1053	1.52	1.9	2.34	43.1	33.3	27.1
	平均	36.3	550	1.1	1.28	1.62	44.7	30.6	23.8
002891.sz	中宠股份	70.3	104	0.69	0.94	1.28	65.4	37.7	27.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	289	160	160	160	营业收入	2233	2705	3367	4179
应收款项	278	362	451	546	营业成本	1681	2042	2507	3081
存货净额	550	544	684	891	营业税金及附加	7	12	13	16
其他流动资产	66	102	112	140	销售费用	184	230	303	376
流动资产合计	1387	1372	1611	1942	管理费用	89	156	186	216
固定资产	690	817	900	997	财务费用	37	22	15	13
无形资产及其他	72	65	58	51	投资收益	(1)	7	9	8
投资性房地产	255	255	255	255	资产减值及公允价值变动	11	5	(10)	5
长期股权投资	99	99	99	99	其他收入	(48)	8	10	(15)
资产总计	2503	2608	2923	3343	营业利润	196	265	352	475
短期借款及交易性金融负债	223	113	154	198	营业外净收支	0	4	4	4
应付款项	281	345	415	516	利润总额	196	269	356	479
其他流动负债	116	140	173	214	所得税费用	45	55	71	96
流动负债合计	619	598	742	928	少数股东损益	17	23	30	40
长期借款及应付债券	25	25	25	25	归属于母公司净利润	135	191	255	343
其他长期负债	22	19	18	19					
长期负债合计	47	44	43	45					
负债合计	666	642	785	972	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	109	123	143	170	净利润	135	191	255	343
股东权益	1728	1842	1995	2201	资产减值准备	(11)	2	1	2
负债和股东权益总计	2503	2608	2923	3343	折旧摊销	50	82	93	105
					公允价值变动损失	(11)	(5)	10	(5)
					财务费用	37	22	15	13
关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E	营运资本变动	(210)	(27)	(135)	(185)
每股收益	0.69	0.97	1.30	1.75	其它	22	12	18	25
每股红利	0.19	0.39	0.52	0.70	经营活动现金流	(24)	255	243	284
每股净资产	8.81	9.39	10.17	11.22	资本开支	(157)	(199)	(181)	(191)
ROIC	14%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(204)	0	0	0
ROE	8%	10%	13%	16%	投资活动现金流	(392)	(199)	(181)	(191)
毛利率	25%	25%	26%	26%	权益性融资	640	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	11%	12%	负债净变化	(4)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(37)	(76)	(102)	(137)
收入增长	30%	21%	24%	24%	其它融资现金流	(19)	(109)	41	44
净利润增长率	71%	41%	34%	34%	融资活动现金流	538	(186)	(61)	(93)
资产负债率	31%	29%	32%	34%	现金净变动	122	(129)	0	0
息率	0.4%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	167	289	160	160
P/E	65.4	46.2	34.6	25.7	货币资金的期末余额	289	160	160	160
P/B	5.1	4.8	4.4	4.0	企业自由现金流	(108)	68	63	120
EV/EBITDA	29.6	27.2	21.3	16.5	权益自由现金流	(131)	(51)	96	154

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032