

中宠股份 (002891.SZ)

短期业绩承压，加速开拓国内宠物主粮市场

事件：中宠股份发布2021半年报。2021上半年实现营收12.57亿元，同比增长27.21%；实现归母净利润0.61亿元，同比增长31.60%。2021Q2实现营收6.97亿元，同比增长13.28%；实现归母净利润0.40亿元，同比增长4.53%。二季度增速不及预期，主要系去年基数较高以及美元贬值对出口业务造成较大汇兑损失。

点评：

加速开拓国内市场，干粮、湿粮品类高速增长。分地区看境内业务收入占比持续提升，2017-2021H1境内收入占比分别为15%/18%/20%/24%/25%。分产品看，2021H1零食、湿粮、干粮收入同比+19%/+41%/+83%，占总营收73%/16%/7%，国内市场中主粮这一必需消费品市场空间更大，为公司布局重点。公司出口业务主要为零食的OEM/ODM，需求来自海外成熟市场，预计未来稳定在10%-15%的自然增长。国内宠食处于快速发展期，公司积极布局国内市场，收入增速有望保持40%+，发展空间广阔。上半年公司经营活动现金净流入0.91亿元（去年同期净流出0.86亿元），系原料战略储备减少。

毛利率小幅下滑，投资收益持续改善，费用控制良好。2021H1公司整体毛利率为21.46%，按调整后口径同比下降约1pct，原材料价格上涨提升了成本，但高毛利的国内业务占比提升优化了业务结构，叠加下毛利率小幅下滑。2021H1公司净利率4.83%，同比+0.16%，主要系投资收益和费用端改善。上半年实现投资收益916万元，而去年同期为-256万元，前期投资项目效益贡献显现。2021H1整体费用率为13.73%，按调整后口径同比下降约1pct，费用控制较好。其中销售费用率为7.72%，按调整后口径同比下降约0.6pct，系上半年汇率压力下，公司调整营销投入节奏。财务费用率下降0.51pct至0.59%，系借款减少、筹资费用下降。管理费用率下降0.15pct至3.74%，研发费用率同比上升0.39pct至1.67%，规模效应加强，持续完善产品矩阵。

今年业绩同比承压但不改长期逻辑，产能和供应链能力助力打造自有品牌。鸡胸肉价格上涨、美元贬值使得公司今年业绩同比承压，但出口业务增速稳定和国内业务快速扩张的逻辑不改。公司先发布局年产5万吨宠物湿粮项目和年产6万吨宠物干粮项目，保障国内主粮业务高速发展。报告期内湿粮业务也完成了新西兰PFNZ公司的并表，进一步加强高端湿粮供应链水平。

投资建议：我们预测公司2021-2023年归母净利润为1.66/2.20/3.06亿元，对应PE分别为57.0x/43.1x/31.0x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，汇率波动风险，竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,716	2,233	2,743	3,402	4,251
增长率 yoy (%)	21.5	30.1	22.8	24.0	25.0
归母净利润(百万元)	79	135	166	220	306
增长率 yoy (%)	40.0	70.7	23.1	32.3	39.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.27	0.46	0.56	0.75	1.04
净资产收益率 (%)	9.4	8.2	9.3	11.1	13.5
P/E (倍)	119.9	70.2	57.0	43.1	31.0
P/B (倍)	12.0	5.5	5.0	4.6	4.0

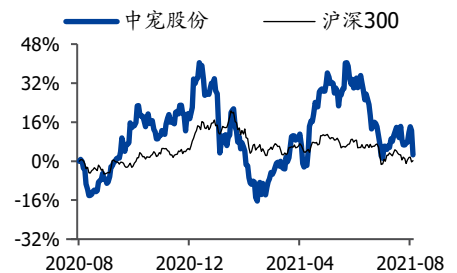
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月27日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	饲料
前次评级	增持
8月27日收盘价(元)	32.20
总市值(百万元)	9,470.43
总股本(百万股)	294.11
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.89

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《中宠股份(002891.SZ): 年报业绩落入预告上限, 国内营收维持高增速》2021-03-31
- 2、《中宠股份(002891.SZ): 业绩预告符合预期, 不断夯实品牌和渠道力》2021-01-29
- 3、《中宠股份(002891.SZ): Q3业绩大幅增长, 国内市场持续高增长》2020-10-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	764	1387	1644	1942	2324
现金	167	289	607	728	874
应收票据及应收账款	234	274	358	429	515
其他应收款	12	4	16	9	22
预付账款	12	15	18	23	29
存货	295	550	544	652	783
其他流动资产	44	255	101	101	101
非流动资产	936	1116	2013	2089	2547
长期投资	68	99	146	197	253
固定资产	428	668	1078	1690	1702
无形资产	46	72	71	216	217
其他非流动资产	394	277	718	-14	374
资产总计	1700	2503	3656	4031	4871
流动负债	575	619	1550	1704	2248
短期借款	270	193	1082	1154	1584
应付票据及应付账款	210	281	289	348	416
其他流动负债	95	145	180	201	247
非流动负债	178	47	96	95	69
长期借款	169	25	80	76	52
其他非流动负债	10	22	16	19	17
负债合计	754	666	1646	1798	2317
少数股东权益	102	109	130	157	196
股本	170	196	294	294	294
资本公积	326	1132	1034	1034	1034
留存收益	279	404	569	790	1095
归属母公司股东权益	844	1728	1880	2075	2358
负债和股东权益	1700	2503	3656	4031	4871

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	97	17	248	318	417
净利润	89	151	187	247	344
折旧摊销	66	68	91	142	177
财务费用	14	37	41	64	61
投资损失	5	1	-18	-24	-31
营运资金变动	-102	-245	-42	-100	-122
其他经营现金流	24	5	-11	-10	-12
投资活动现金流	-199	-434	-804	-184	-592
资本支出	152	193	823	2	374
长期投资	-48	-243	-47	-51	-56
其他投资现金流	-96	-484	-28	-233	-274
筹资活动现金流	164	544	-68	-99	-122
短期借款	15	-77	-53	-14	-13
长期借款	127	-144	55	-4	-24
普通股增加	70	26	98	0	0
资本公积增加	-79	806	-98	0	0
其他筹资现金流	31	-67	-70	-81	-86
现金净增加额	62	118	-624	35	-297

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1716	2233	2743	3402	4251
营业成本	1308	1681	2120	2585	3199
营业税金及附加	5	7	8	10	13
营业费用	170	184	208	262	332
管理费用	61	89	103	129	170
研发费用	23	35	47	61	81
财务费用	14	37	41	64	61
资产减值损失	-20	-11	2	1	-17
其他收益	3	10	13	8	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-5	-1	18	24	31
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	110	196	245	321	448
营业外收入	9	1	1	3	3
营业外支出	1	1	2	2	2
利润总额	118	196	244	322	449
所得税	29	45	57	75	105
净利润	89	151	187	247	344
少数股东损益	10	17	21	27	38
归属母公司净利润	79	135	166	220	306
EBITDA	207	270	362	514	686
EPS (元)	0.27	0.46	0.56	0.75	1.04

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.5	30.1	22.8	24.0	25.0
营业利润(%)	67.7	78.7	24.9	30.8	39.5
归属于母公司净利润(%)	40.0	70.7	23.1	32.3	39.2
获利能力					
毛利率(%)	23.8	24.7	22.7	24.0	24.7
净利率(%)	4.6	6.0	6.1	6.5	7.2
ROE(%)	9.4	8.2	9.3	11.1	13.5
ROIC(%)	8.2	7.8	6.8	8.5	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	44.3	26.6	45.0	44.6	47.6
净负债比率(%)	30.2	-1.3	29.2	24.2	31.3
流动比率	1.3	2.2	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.7	1.2	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	8.2	8.8	8.7	8.6	9.0
应付账款周转率	6.4	6.8	7.4	8.1	8.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.46	0.56	0.75	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.06	0.84	1.08	1.42
每股净资产(最新摊薄)	2.69	5.87	6.39	7.06	8.02
估值比率					
P/E	119.9	70.2	57.0	43.1	31.0
P/B	12.0	5.5	5.0	4.6	4.0
EV/EBITDA	47.7	34.7	28.0	19.7	15.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com