

公司研究

21Q3 业绩不及预期，成本上升致利润承压

——中宠股份（002891.SZ）2021年三季度报业绩点评

要点

事件：2021年10月24日，中宠股份发布2021年三季度报。报告期内，公司实现营收/归母净利润20.12/0.92亿元，同比+24.2%/-4.71%，第三季度实现营业收入/归母净利润7.55/0.31亿元，同比+19.48%/-38.11%。

会计政策调整及成本上升致毛利下降，净利率水平有所下滑。

1) 公司2021年前三季度/21Q3销售毛利率分别为20.51%/18.92%，分别同比-5.05/-8.29pcts。主要系会计科目调整，将运费从销售费用调整至营业成本，以及原材料成本有所上升。2) 公司2021年前三季度/21Q3销售费用率分别为7.72%/7.7%，分别同比-1.95/-1.16pcts，同样系会计科目调整。3) 公司2021年前三季度/21Q3管理费用率分别为3.53%/3.17%，同比+0.13/+0.54pct，基本保持稳定。4) 综合来看，2021年前三季度/21Q3公司销售净利率达到5.26%/4.71%，同比-1.49/-4.24pcts。

产能持续扩展升级，外延并购完善战略布局。

1) 新增产能陆续投产：2021年5月公司新湿粮工厂正式投产，年产能5万吨，是目前亚洲最大的高端宠物湿粮生产基地。1月30日，公司5.0智慧干粮工厂也正式封顶。

2) 逐步推进全球化战略：2021年1月31日，公司宣布耗资1.5亿元收购新西兰PFNZ公司70%股权，PFNZ是新西兰最大的宠物罐头工厂，其客户包括在中国广受欢迎的高端品牌ziwi巅峰和k9。收购PFNZ是公司布局海外战略的重要一环，收购完成后，公司将进一步加强产品线丰富程度和产品交付能力。

3) 同时加强国内布局：2021年9月，公司发布公告，拟以不超过2100万元收购杭州领先50%的股权。杭州领先成立于2018年，主要负责宠物食品“Toptrees领先”品牌的运营。“Toptrees领先”品牌与天猫、淘宝以及京东等平台建立了良好、长期的合作关系，收购后，中宠能借助杭州领先开拓国内市场，有助于落实公司重点发力宠物主粮领域的战略。

盈利预测、估值与评级：考虑到受原材料价格上涨和消费低迷的影响，公司第三季度业绩不及预期，再考虑到宠物食品行业竞争激烈，公司进行国内业务拓展还需要持续投放费用，我们下调公司2021/2022/2023年净利润预测至1.48/2.13/2.79亿元（较前值-9.8%/-6.2%/-8.1%），折合2021-23年EPS为0.50/0.72/0.95元，当前股价对应2021-23年PE为57/40/30倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；国内业务拓展不及预期；客户结构单一。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,716	2,233	2,724	3,292	3,904
营业收入增长率	21.52%	30.10%	22.00%	20.83%	18.59%
净利润（百万元）	79	135	148	213	279
净利润增长率	39.97%	70.72%	9.71%	43.89%	31.18%
EPS（元）	0.46	0.69	0.50	0.72	0.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.36%	7.81%	7.55%	9.87%	11.57%
P/E	62	42	57	40	30
P/B	5.8	3.3	4.3	3.9	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-25（2019-23年股本数为1.7/1.96/2.94/2.94/2.94亿股）

增持（维持）

当前价：28.85元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

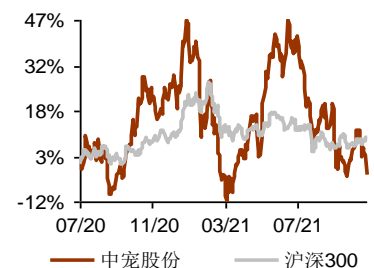
021-52523658

lijq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.94
总市值(亿元)	84.85
一年最低/最高(元)	26.05/45.43
近3月换手率	77.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.01	-15.11	-48.73
绝对	-7.92	-14.01	-13.78

资料来源：Wind

相关研报

主粮产品保持快速增长，产能释放助力市场开拓——中宠股份（002891.SZ）2021年半年报业绩点评（2021-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,716	2,233	2,724	3,292	3,904
营业成本	1,308	1,681	2,118	2,524	2,962
折旧和摊销	47	50	58	61	66
税金及附加	5	7	8	10	12
销售费用	170	184	229	278	329
管理费用	61	89	107	127	148
研发费用	23	35	44	54	66
财务费用	14	37	3	-3	-3
投资收益	-5	-1	0	0	0
营业利润	110	196	217	308	399
利润总额	118	196	217	308	399
所得税	29	45	54	77	100
净利润	89	151	163	231	299
少数股东损益	10	17	15	18	20
归属母公司净利润	79	135	148	213	279
EPS(元)	0.46	0.69	0.50	0.72	0.95

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	97	17	90	146	212
净利润	79	135	148	213	279
折旧摊销	47	50	58	61	66
净营运资金增加	70	248	255	196	209
其他	-98	-416	-371	-324	-342
投资活动产生现金流	-199	-434	79	-150	-155
净资本支出	-152	-193	-105	-125	-155
长期投资变化	68	99	0	0	0
其他资产变化	-116	-340	184	-25	0
融资活动现金流	164	544	-29	0	-3
股本变化	70	26	98	0	0
债务净变化	149	-199	-123	0	0
无息负债变化	31	112	101	104	115
净现金流	62	118	140	-4	55

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.8%	24.7%	22.2%	23.3%	24.1%
EBITDA 率	13.9%	14.6%	10.7%	11.4%	12.0%
EBIT 率	10.0%	11.5%	8.5%	9.5%	10.4%
税前净利润率	6.9%	8.8%	8.0%	9.4%	10.2%
归母净利润率	4.6%	6.0%	5.4%	6.5%	7.2%
ROA	5.3%	6.0%	6.0%	7.6%	8.7%
ROE (摊薄)	9.4%	7.8%	7.6%	9.9%	11.6%
经营性 ROIC	10.0%	11.8%	9.1%	10.9%	12.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	27%	24%	25%	25%
流动比率	1.33	2.24	2.77	2.74	2.77
速动比率	0.82	1.35	1.59	1.51	1.52
归母权益/有息债务	1.89	6.97	15.65	17.22	19.28
有形资产/有息债务	3.25	8.99	20.15	22.64	25.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,700	2,503	2,728	3,047	3,441
货币资金	167	289	429	425	480
交易性金融资产	0	204	10	10	10
应收账款	234	274	335	404	480
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	12	4	18	21	25
存货	295	550	694	830	977
其他流动资产	44	51	66	83	101
流动资产合计	764	1,387	1,630	1,856	2,159
其他权益工具	30	35	35	35	35
长期股权投资	68	99	99	99	99
固定资产	428	668	649	648	677
在建工程	154	22	54	103	145
无形资产	46	72	76	79	83
商誉	67	67	67	67	67
其他非流动资产	10	17	27	27	27
非流动资产合计	936	1,116	1,098	1,191	1,282
总负债	754	666	645	749	864
短期借款	270	193	0	0	0
应付账款	203	249	314	374	438
应付票据	8	32	40	48	57
预收账款	7	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	1	1	1
流动负债合计	575	619	588	678	778
长期借款	29	25	25	25	25
应付债券	139	0	0	0	0
其他非流动负债	5	18	30	44	58
非流动负债合计	178	47	57	71	86
股东权益	946	1,837	2,084	2,299	2,577
股本	170	196	294	294	294
公积金	349	1,161	1,176	1,197	1,225
未分配利润	257	375	494	669	900
归属母公司权益	844	1,728	1,960	2,156	2,415
少数股东权益	102	109	124	142	162

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.92%	8.26%	8.40%	8.44%	8.43%
管理费用率	3.57%	4.00%	3.93%	3.87%	3.80%
财务费用率	0.82%	1.64%	0.11%	-0.08%	-0.08%
研发费用率	1.34%	1.55%	1.60%	1.65%	1.70%
所得税率	24%	23%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.07	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.57	0.09	0.31	0.50	0.72
每股净资产	4.96	8.81	6.66	7.33	8.21
每股销售收入	10.10	11.39	9.26	11.19	13.27

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	62	42	57	40	30
PB	5.8	3.3	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	25.1	18.7	29.6	23.2	18.5
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE