

收购高端宠物食品品牌 ZEAL， 内、外销业务齐添翼

事件

11月26日公司发布公告称，公司已完成收购 The Natural Pet Treat Company Limited 公司及 Zeal Pet Foods New Zealand Limited 公司 100% 股权，共支付了股份转让款 1500 万新西兰元（约合 6800 万元人民币），并已完成了在政府部门的变更手续。NPTC 及 ZPF 正式成为公司的全资子公司。

我们的分析和判断

收购新西兰优质宠物食品公司落地，内、外销业务齐添翼

NPTC 是一家位于新西兰从事宠物食品的研发、生产以及销售的公司，成立于 1999 年，拥有多年生产及销售经验，ZEAL® 是 NPTC 公司主打的高端宠物食品品牌，提供一系列原装进口天然宠物食品，包括猫狗零食、软干粮、猫罐头及宠物牛奶，所有产品均可达到新西兰登记人食用级数。ZPF 是为保护 ZEAL® 品牌所设立的公司，在此前并未开展经营业务。NPTC 2017 财年（截至 2018 年 3 月 31 日）营收 0.45 亿元，净利率 5.64%；2018 年 4-7 月营收 0.16 亿元，净利率 7.68%。

目前，ZEAL 品牌系列产品在亚、欧、美、澳的多个国家及地区的销售状况良好，在国内亦有较高的品牌知名度。我们认为，此次收购完成，一方面夯实公司海外布局，丰富公司产品矩阵和产品交付能力；另一方面，ZEAL 品牌可以借助公司在国内的丰富渠道，快速开拓国内高端市场，促进公司国内市场业务的布局。

收入持续高增，扣非归母净利润同比转正

2018Q1-3 公司实现收入 10.10 亿元，同比增长 39.07%，归母净利润为 0.42 亿元，同比下降 29.27%；2018Q3 实现收入 3.63 亿元，同比增长 39.63%，归母净利润为 0.16 亿元，同比下降 4.76%，扣非归母净利润为 0.18 亿元，同比增长 12.45%。我们认为，公司归母净利润降幅收窄、扣非归母净利润增速转正一方面由于公司高盈利能力的内销业务占比提升，另一方面是由于人民币汇率贬值带来影响。

此外，公司预计 2018 年归母净利润为 0.44-0.66 亿元，同比变化幅度为 -40% 至 -10%。

中宠股份 (002891)

首次评级

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

研究助理：王泽选

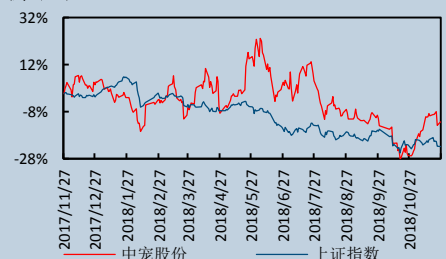
wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：2018 年 11 月 28 日

主要数据

1 个月	3 个月	12 个月
19.24/20.13	-3.38/2.25	-14.97/8.23
12 月最高/最低价 (元)		43.99/24.2
总股本 (万股)		10,000.0
流通 A 股 (万股)		5,385.65
总市值 (亿元)		29.99
流通市值 (亿元)		16.15
近 3 月日均成交量 (万)		45.97
主要股东		
烟台中幸生物科技有限公司		30.47%

股价表现



相关研究报告

境外业务稳健增长，国内市场加快布局

公司目前以外销为主，产品销往美国、欧盟、日本等市场，2018H1 外销收入 5.36 亿元，同比增长 34.49%，占比为 82.86%。公司外销模式以 ODM/OEM 为主，自主品牌占比较小，2018H1 外销业务毛利率为 16.25%。

《2017 年中国宠物行业白皮书》的数据显示，2017 年我国宠物市场规模达到 1340 亿元，在 2010-2020 年期间将保持年均 30.9% 的高增速发展。公司紧抓国内市场机遇，加快布局国内市场，重点布局专业渠道（收入占比 30% 以上），通过增设控股子公司发力电商渠道（收入占比 50% 以上），2017 年、2018H1 公司内销收入分别为 1.56、1.11 亿元，同比大幅增长 43.67%、63.88%，内销占比达到 15.36%、17.14%，内销毛利率分别为 36.02%、41.93%，远高于外销业务。我们认为，随公司在国内市场对品牌、渠道的持续投入，未来内销业务将成为公司的有力驱动。

投资建议：

我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 13.95 亿元和 18.26 亿元，同比增速分别为 37.43% 和 30.87%；归母净利润分别为 0.61 亿元和 0.81 亿元，同比增速分别为 -17.57% 和 32.79%；EPS 分别为 0.61 元/股和 0.81 元/股，对应 PE 为 50.2x 和 37.8x。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：

原材料价格大幅上涨，国内市场拓展不及预期。

图表 1：中宠股份季度财务数据（百万元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
利润表相关（单季）							
营业收入	216.74	249.88	259.85	288.88	276.89	370.58	362.85
YOY			34.55%	29.59%	27.75%	48.30%	39.63%
毛利润	59.97	66.9	60.41	64.68	57.63	75.33	84.97
YOY			12.27%	2.03%	-3.90%	12.61%	40.65%
毛利率	27.67%	26.77%	23.25%	22.39%	20.81%	20.33%	23.42%
期间费用	25.18	33.43	31.64	41.31	35.84	44.11	56.47
YOY			48.78%	9.58%	42.30%	31.95%	78.45%
期间费用率	11.62%	13.38%	12.18%	14.30%	12.94%	11.90%	15.56%
销售费用	13.66	17.38	14.54	21.96	16.12	32.31	36.11
销售费用率	6.30%	6.95%	5.60%	7.60%	5.82%	8.72%	9.95%
管理费用	8.87	12.87	14.03	16.6	12.7	20.18	9.7
管理费用率	4.09%	5.15%	5.40%	5.75%	4.59%	5.45%	2.67%
研发费用							17.36
研发费用率							4.78%
财务费用	2.65	3.18	3.08	2.75	7.02	-8.38	-6.7
财务费用率	1.22%	1.27%	1.18%	0.95%	2.54%	-2.26%	-1.85%
资产减值损失	0.82	0.28	1.49	-0.38	1.67	1.47	2.84
投资净收益	0	0.01	0.02	0.1	0.89	0.84	-3.05
利润总额	33.5	30.73	26.16	20.54	21.96	25.55	20.92

YOY			-20.83%	-7.59%	-34.46%	-16.86%	-20.00%
所得税率	24.98%	23.27%	28.71%	15.03%	26.07%	32.05%	23.38%
归母净利润	22.12	20.84	16.41	14.3	12.62	13.75	15.63
YOY			-27.05%	16.65%	-42.98%	-34.02%	-4.76%
归母净利率	10.21%	8.34%	6.32%	4.95%	4.56%	3.71%	4.31%
资产负债表相关（累计）							
应收账款		112.32	139.14	128.81	159.92	188.66	227.32
YOY				23.32%		67.97%	63.37%
存货		185.24	200.61	202.27	212.94	241.94	264.22
YOY				26.87%		30.61%	31.71%
现金流量表相关（单季）							
经营性现金流	36.96	24.74	26.51	-12.56	-14.82	23.53	-45.36
YOY			-185.70%	-227.05%	-140.09%	-4.87%	-271.15%
销售商品、提供劳务收到的现金	212.96	256.42	218.01	326.6	243.92	366.16	311.55
YOY			12.74%	63.12%	14.54%	42.80%	42.91%
购买商品、接受劳务提供的现金	134.4	177.13	119.1	298.35	214.82	251.99	255.68
YOY			-11.75%	59.45%	59.84%	42.26%	114.67%
投资性现金流	-12.34	-13.26	-35.63	-114.78	-119.25	-15.13	-95.69
筹资性现金流	6.32	-28.19	273.87	0.87	51.26	49.29	40.51

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2: NPTC 财务数据 (百万元)

	FY2017	2018 年 4-7 月
营业收入	45.03	15.70
净利润	2.54	1.21
总资产	19.74	19.42
总负债	11.91	10.16
净资产	7.83	9.26

资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

注: 公司财年始于 4 月 1 日, 截止于次年 3 月 31 日。资产负债表项目为期末值。

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座
12 层

邮编：100010

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券
大厦北塔 22 楼 2201 室

邮编：200120

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中
心 B 座 22 层

邮编：518035

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859