

22Q4 用品出口承压，代理宠粮业务量利齐增

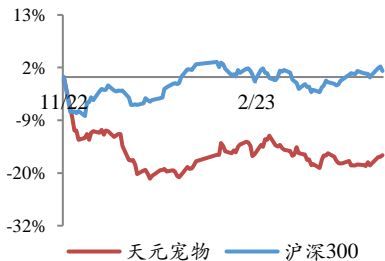
投资评级：增持（维持）

报告日期：2023-04-20

主要观点：

收盘价（元）	37.42
近12个月最高/最低（元）	44.88/35.18
总股本（百万股）	90
流通股本（百万股）	21
流通股比例（%）	23.71
总市值（亿元）	34
流通市值（亿元）	8

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 天元宠物 (301335)：深耕宠物用品行业，全品类宠物产品一站式供应
2023-02-18

● 2022 年公司实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 19.8%

公司披露 2022 年年报：2022 年公司实现收入 18.87 亿元，同比增长 1.8%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 19.8%；其中，2022Q4 公司实现收入 3.77 亿元，同比下滑 27.5%；归母净利润 0.34 亿元，同比增长 27.5%。

● 宠物用品出口承压，关注海外去库存拐点

分品类看，2022 年公司宠物用品业务实现营收 13.49 亿元，同比下降 9.8%，其中，宠物窝垫收入 2.73 亿元，同比下降 23.3%，猫爬架收入 3.78 亿元，同比下降 6.0%，宠物玩具收入 3.07 亿元，同比下降 16.7%；受益于渠道建设成果以及国内宠食高端化趋势，2022 年公司宠物食品业务实现营收 5.11 亿元，同比增长 54.0%。

分地区看，2022 年公司境外销售收入 11.87 亿元，同比下降 10.1%，主要系海运条件受限叠加海外通胀高企客户去库存所致。境内销售收入 6.99 亿元，同比增长 31.2%，占营收比重 37.1%，同比提升 8.3 个百分点，主要系公司宠物食品业务大幅增长所致。

● 受益于汇率变动和宠粮业务利润提升，公司毛利率同比改善

从利润率看，2022 年公司综合毛利率 20.0%，同比提升 1.6 个百分点，主要系人民币汇率变动叠加代理宠物食品业务毛利率大幅提升所致，其中，宠物用品业务毛利率 21.7%，同比提升 0.9 个百分点；宠物食品业务毛利率 14.8%，同比提升 7.5 个百分点，主要系人民币对美元汇率贬值叠加宠食品牌代理层级减少所致。

从费用端看，2022 年公司销售费用 1.36 亿元，同比增长 18.4%；管理费用 6435.43 万元，同比增长 13.6%。财务费用-1777.22 万元，同比变动-188.7%，主要系人民币对美元汇率贬值贡献汇兑收益所致；研发费用投入 1893.33 万元，同比提升 5.6%。

● 用品、食品的协同销售，加快全球供应链布局

境内业务方面，公司采取宠物食品与宠物用品协同发展策略，通过跨境电商模式进口国际知名品牌宠物粮食，以食品带动用品在国内开展多渠道销售。海外业务方面，公司持续加强全球供应链管理体系的建设完善，在发展海外销售本土化服务的同时，集中主要资源做大客户，有序推进公司海外品牌、国内品牌的产品开发与推广工作。

● 投资建议

天元宠物是我国全品类、大规模的综合型宠物产品提供商。宠物用品方面，随着海外客户的持续开拓以及客户库存逐渐消化，公司用品业务有望边际改善；宠物食品方面，公司以食品带动用品、拓展国内渠道的发展战略推进良好，受益于渠道建设成果以及国内宠食高端化趋势，公司宠物食品业务有望维持高增。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 21.48 亿元、26.31 亿元、32.68 亿元，同比增长 13.8%、22.5%、24.2%，

对应归母净利润 1.40 亿元、1.69 亿元、2.18 亿元，同比增速为 9.2%、20.0%、29.1%，对应 EPS 分别为 1.56 元、1.87 元、2.42 元，维持“增持”评级。

● **风险提示**

境外市场环境变化的风险；新产品开发及推广的风险；宠物粮食授权经营的风险；汇率波动风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1887	2148	2631	3268
收入同比 (%)	1.7%	13.8%	22.5%	24.2%
归属母公司净利润	129	140	169	218
净利润同比 (%)	19.7%	9.2%	20.0%	29.1%
毛利率 (%)	20.0%	19.2%	19.0%	19.1%
ROE (%)	6.8%	6.9%	7.6%	8.9%
每股收益 (元)	1.85	1.56	1.87	2.42
P/E	19.16	23.98	19.98	15.47
P/B	1.67	1.65	1.52	1.38
EV/EBITDA	15.20	13.39	12.20	9.55

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1869	2103	2245	2545	营业收入	1887	2148	2631	3268
现金	622	964	806	889	营业成本	1509	1734	2131	2643
应收账款	231	339	370	513	营业税金及附加	8	9	11	14
其他应收款	10	16	15	22	销售费用	136	146	182	229
预付账款	237	132	195	286	管理费用	64	71	87	105
存货	379	254	448	423	财务费用	-18	2	1	2
其他流动资产	391	398	410	412	资产减值损失	-9	-3	-5	-5
非流动资产	469	510	561	611	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-13	-2	3	10
固定资产	310	282	282	309	营业利润	157	171	205	265
无形资产	42	41	41	40	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	118	186	238	262	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2338	2613	2806	3156	利润总额	157	171	205	265
流动负债	328	462	486	617	所得税	28	30	36	47
短期借款	128	148	168	181	净利润	129	141	169	218
应付账款	117	220	210	302	少数股东损益	1	0	1	1
其他流动负债	82	94	108	135	归属母公司净利润	129	140	169	218
非流动负债	104	104	104	104	EBITDA	184	198	232	290
长期借款	103	103	103	103	EPS (元)	1.85	1.56	1.87	2.42
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	433	566	590	722					
少数股东权益	0	0	1	2	主要财务比率				
股本	90	90	90	90	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	1203	1203	1203	1203	成长能力				
留存收益	613	754	922	1140	营业收入	1.7%	13.8%	22.5%	24.2%
归属母公司股东权	1906	2046	2215	2433	营业利润	20.6%	9.1%	20.0%	29.1%
负债和股东权益	2338	2613	2806	3156	归属于母公司净利	19.7%	9.2%	20.0%	29.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	20.0%	19.2%	19.0%	19.1%
					净利率 (%)	6.8%	6.5%	6.4%	6.7%
					ROE (%)	6.8%	6.9%	7.6%	8.9%
					ROIC (%)	5.9%	6.4%	6.9%	8.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	18.5%	21.7%	21.0%	22.9%
					净负债比率 (%)	22.7%	27.7%	26.6%	29.6%
					流动比率	5.69	4.55	4.62	4.12
					速动比率	3.79	3.68	3.24	2.93
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	0.87	0.97	1.10
					应收账款周转率	7.24	7.54	7.43	7.40
					应付账款周转率	10.82	10.29	9.92	10.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.85	1.56	1.87	2.42
					每股经营现金流	-1.91	4.33	-1.12	1.58
					每股净资产	21.18	22.74	24.61	27.03
					估值比率				
					P/E	19.16	23.98	19.98	15.47
					P/B	1.67	1.65	1.52	1.38
					EV/EBITDA	15.20	13.39	12.20	9.55

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

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

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达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持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

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。