

中宠股份 (002891.SZ)

增持 (下调评级)

公司点评
证券研究报告

外销订单短期承压，国内高速增长趋势不变

业绩简评

4月19日公司发布年报&一季报，2022年实现营收32.48亿元，同比+12.72%；实现归母净利润1.06亿元，同比-8.38%，其中4Q实现营收8.06亿元，同比-7.32%；实现归母净利润-0.09亿元。23Q1实现营收7.06亿元，同比-11%；实现归母净利润0.16亿元，同比-33.06%。

经营分析

海外受去库存影响营收增速阶段性放缓，国内保持靓丽成长。1) 分区域，22A境内/境外营收分别为9/23.5亿元，同比+30.55%/+7.1%，3Q起外销受海外客户去库存影响订单承压。2) 分品类:宠物零食/罐头/主粮/用品等营收21.4/6/3.6/1.47亿元，同比+8.1%/+26.3%/+17.5%/+22.3%，其中2H增速-2.6%/+22.6%/持平，高端品牌Zea10号罐、领先品牌鲜食盒等新品加速发力驱动罐头成长靓丽。

湿粮结构优化&主粮自产率提升毛利率，营销投入持续扩张。22A毛利率20.05% (同比+1.12pct)，宠物零食/罐头/主粮毛利率18.57%/26.41%/20.45%，同比-1.23/+1.8/+1.55pct。22A净利率3.72% (同比-0.67pct)，销售/管理&研发/财务费用率分别为9.33%/4.93%/0.46%，同比+0.88/-0.14/-0.38pct。

1Q海外短期订单仍承压，美国工厂表现较优。1Q营收同比-11%，美国工厂由于产品结构偏高端化需求较优，保持快速成长且利润表现较优，内销自主品牌加大营销力度，销售/管理&研发/财务费用率同比+2.78/+2/+0.85pct，净利率3.83% (同/环比+0.4/+4.5pct)。

干粮加速发力+外销企稳回暖，双轮驱动成长，底部回购彰显管理层信心。海外业务，短期受成本压力+下游去库存订单量预计有所扰动，中期有望凭借成本&品质优势份额有望持续提升，中期看好国内自主品牌加速成长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利为1.39、2.3、2.79亿元，当前股价对应PE分别为49、30、25X，下调至“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险；自主品牌建设不及预期；费用过度投放导致业绩不及预期；商誉减值的风险。

轻工组

分析师: 尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师: 张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 23.33元

相关报告:

- 《海外增速稳健，看好国内加速成长-中宠三季报点评》，2022.10.28
- 《主粮表现靓丽，拓品类助力国内加速成长-中宠股份-中报点评》，2022.8.14
- 《提价+汇率改善，盈利修复可期-中宠股份点评》，2022.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,620	4,357	5,258
营业收入增长率	29.06%	12.72%	11.46%	20.36%	20.65%
归母净利润(百万元)	116	106	139	230	279
归母净利润增长率	-14.29%	-8.38%	31.28%	65.72%	21.09%
摊薄每股收益(元)	0.393	0.360	0.473	0.784	0.949
每股经营性现金流净额	0.72	0.41	1.49	1.00	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.36%	5.13%	6.35%	9.61%	10.53%
P/E	76.93	61.95	49.34	29.77	24.59
P/B	4.89	3.18	3.13	2.86	2.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

4月19日公司发布年报&一季报，2022年实现营收32.48亿元，同比+12.72%；实现归母净利润1.06亿元，同比-8.38%，其中4Q实现营收8.06亿元，同比-7.32%；实现归母净利润-0.09亿元。23Q1实现营收7.06亿元，同比-11%；实现归母净利润0.16亿元，同比-33.06%。

经营分析

海外受去库存影响营收增速阶段性放缓，国内保持靓丽成长。1)分区域，22A境内/境外营收分别为9/23.5亿元，同比+30.55%/+7.1%，3Q起外销受海外客户去库存影响订单承压，内销受益于新品类开拓保持快速成长。2)分品类：宠物零食/罐头/主粮/用品等营收21.4/6/3.6/1.47亿元，同比+8.1%/+26.3%/+17.5%/+22.3%，其中2H增速-2.6%/+22.6%/持平，高端品牌Zeal10号罐、领先品牌鲜食盒等新品加速发力驱动罐头成长靓丽；干粮受旗下Zeal、加拿大主粮进口受阻影响增速放缓，内销自主品牌干粮22A预计营收+30%。

湿粮结构优化&主粮自产率提升毛利率，营销投入持续扩张。22A毛利率20.05%（同比+1.12pct），宠物零食/罐头/主粮毛利率18.57%/26.41%/20.45%，同比-1.23%/+1.8%/+1.55pct，罐头受益于高端新品占比提升不断优化，零食受鸡肉原料价格上涨影响毛利率短期扰动，主粮产能投放后自产比例提升毛利率改善。费用率方面，公司加大Zeal等品牌营销费用投放，22A净利率3.72%（同比-0.67pct），销售/管理&研发/财务费用率分别为9.33%/4.93%/0.46%，同比+0.88/-0.14/-0.38pct。

1Q海外短期订单仍承压，美国工厂表现较优。1Q营收同比-11%，美国工厂由于产品结构偏高端化需求较优，保持快速成长且利润表现较优，内销自主品牌加大营销力度，销售/管理&研发/财务费用率同比+2.78/+2/+0.85pct，净利率3.83%（同/环比+0.4/+4.5pct）

干粮加速发力+外销企稳回暖，双轮驱动成长，底部回购彰显管理层信心。海外业务，短期受成本压力+下游去库存订单量预计有所扰动，中期有望凭借成本&品质优势份额有望持续提升；国内自主品牌方面，公司提升高毛利主粮、Zeal高端线占比优化产品结构、签约分众提升品牌曝光度，公司当前已逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合，中期看好国内自主品牌加速成长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利为1.39、2.3、2.79亿元，当前股价对应PE分别为49、30、25X，考虑到公司中期在国内宠粮产能、品类策略布局前瞻且优势突出，国内成长路径清晰，下调至“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险；自主品牌建设不及预期；费用过度投放导致业绩不及预期；商誉减值的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,233	2,882	3,248	3,620	4,357	5,258	货币资金	289	351	578	395	473	570	
增长率	29.1%	12.7%	11.5%	20.4%	20.7%		应收款项	278	350	395	422	531	641	
主营业务成本	-1,681	-2,304	-2,605	-2,862	-3,411	-4,111	存货	550	517	610	615	742	894	
%销售收入	75.3%	80.0%	80.2%	79.0%	78.3%	78.2%	其他流动资产	270	120	162	183	187	193	
毛利	551	578	643	759	946	1,147	流动资产	1,387	1,337	1,745	1,615	1,933	2,298	
%销售收入	24.7%	20.0%	19.8%	21.0%	21.7%	21.8%	%总资产	55.4%	44.3%	45.4%	43.6%	45.6%	48.6%	
营业税金及附加	-7	-8	-12	-14	-17	-21	长期投资	133	204	261	281	301	321	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	690	926	1,234	1,344	1,528	1,626	
销售费用	-184	-243	-303	-348	-414	-499	%总资产	27.6%	30.7%	32.1%	36.3%	36.0%	34.4%	
%销售收入	8.3%	8.4%	9.3%	9.6%	9.5%	9.5%	无形资产	238	406	400	420	434	437	
管理费用	-89	-105	-117	-130	-157	-189	非流动资产	1,116	1,678	2,096	2,091	2,307	2,427	
%销售收入	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	%总资产	44.6%	55.7%	54.6%	56.4%	54.4%	51.4%	
研发费用	-35	-41	-43	-51	-61	-74	资产总计	2,503	3,015	3,840	3,706	4,240	4,725	
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	223	394	355	99	325	433	
息税前利润 (EBIT)	236	181	167	216	297	364	应付款项	285	359	367	394	470	566	
%销售收入	10.6%	6.3%	5.2%	6.0%	6.8%	6.9%	其他流动负债	112	115	127	144	177	211	
财务费用	-37	-24	-15	-66	-46	-55	流动负债	619	868	849	637	972	1,210	
%销售收入	1.6%	0.8%	0.5%	1.8%	1.1%	1.0%	长期贷款	25	114	45	45	45	45	
资产减值损失	-13	-16	-25	-13	-3	-3	其他长期负债	22	87	726	678	671	666	
公允价值变动收益	0	1	-7	0	0	0	负债	666	1,069	1,620	1,360	1,687	1,920	
投资收益	-1	11	25	30	35	40	普通股股东权益	1,728	1,819	2,066	2,191	2,399	2,650	
%税前利润	n.a	6.9%	16.3%	16.8%	11.8%	11.2%	其中：股本	196	294	294	294	294	294	
营业利润	196	161	155	177	293	356	未分配利润	375	474	554	679	887	1,138	
营业利润率	8.8%	5.6%	4.8%	4.9%	6.7%	6.8%	少数股东权益	109	127	154	154	154	154	
营业外收支	0	-2	1	1	2	2	负债股东权益合计	2,503	3,015	3,840	3,706	4,240	4,725	
税前利润	196	159	156	178	295	358	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	8.8%	5.5%	4.8%	4.9%	6.8%	6.8%	每股指标							
所得税	-45	-33	-35	-39	-65	-79	每股收益	0.688	0.393	0.360	0.473	0.784	0.949	
所得税率	22.9%	20.7%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%	每股净资产	8.811	6.184	7.025	7.451	8.156	9.010	
净利润	151	126	121	139	230	279	每股经营现金净流	0.086	0.723	0.406	1.485	0.997	1.292	
少数股东损益	17	11	15	0	0	0	每股股利	0.070	0.050	0.050	0.047	0.078	0.095	
归属于母公司的净利润	135	116	106	139	230	279	回报率							
净利率	6.0%	4.0%	3.3%	3.8%	5.3%	5.3%	净资产收益率	7.81%	6.36%	5.13%	6.35%	9.61%	10.53%	
							总资产收益率	5.39%	3.83%	2.76%	3.75%	5.43%	5.91%	
							投入资本收益率	8.72%	5.83%	3.97%	5.36%	6.48%	7.21%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	30.10%	29.06%	12.72%	11.46%	20.36%	20.65%	
							EBIT增长率	58.81%	-23.53%	-7.31%	28.82%	37.65%	22.41%	
							净利润增长率	70.72%	-14.29%	-8.38%	31.28%	65.72%	21.09%	
							总资产增长率	47.21%	20.47%	27.37%	-3.51%	14.43%	11.42%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	41.5	39.2	39.8	40.0	42.0	42.0	
							存货周转天数	91.7	84.5	78.9	80.0	81.0	81.0	
							应付账款周转天数	49.0	47.3	49.3	49.0	49.0	49.0	
							固定资产周转天数	109.2	99.3	114.1	118.5	108.8	96.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-13.35%	5.22%	16.83%	12.78%	17.57%	16.37%	
							EBIT利息保障倍数	6.5	7.5	11.2	3.3	6.5	6.7	
							资产负债率	26.62%	35.47%	42.18%	36.70%	39.79%	40.64%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-14	增持	29.46	32.10~32.10
2	2022-03-31	买入	21.02	N/A
3	2022-04-29	买入	18.59	N/A
4	2022-08-14	买入	26.60	N/A
5	2022-10-28	买入	21.02	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402