

中宠股份(002891)

报告日期: 2023年04月20日

出口拖累, 自主品牌稳健, 看好 23 年改善

——中宠股份点评报告

投资要点

22A 收入 32.48 亿元 (同比+12.72%), 归母净利 1.06 亿元 (同比-8.38%), 其中 22Q4 收入 8.06 亿 (同比-7.32%), 亏损 0.09 亿元, 海外去库收入承压, Q4 加大营销投入、汇兑损失等因素影响业绩释放。23Q1 收入 7.06 亿元 (同比-11%), 22Q1 集中发货形成业绩高基数与 22Q3 后海外持续去库致 23Q1 收入端依然承压, 23Q1 实现归母净利润 0.16 亿 (同比-33.06%)。

□ 海外持续去库中, 出口业务拖累收入表现

22A 海外收入 22.43 亿元 (+7.0%), 其中 22H1 11.42 亿元 (+26.8%), 22H2 海外进入去库阶段, 境外收入承压同比-7.9%。美国工厂 (产能占比 1/3) 表现出色, 预计 Q4 仍实现高速增长, 反映海外需求依然稳定, Q1 高基数下预计增长稳健。国内出口部分受海运库存影响预计压力较大, 但随着库存去化边际改善趋势明显, 看好 Q2 及全年持续改善。

□ 22H2 营销投入扩大, 自主品牌成长提速

22A 国内收入 9.0 亿元 (+30.5%), 增长相比 21 年略有提速。拆分看 22H1 3.83 亿元 (+22.4%), 22H2 5.17 亿元 (+37.3%), 疫后兑现成长, 符合预期。预计 Q4 加大销售费用投入下增速相比 22Q3 提速, 23Q1 由于行业整体囤货影响预计实现接近 30% 增长, 环比略有降速。展望全年, 我们继续看好新品牌负责人中宠自主品牌成长趋势。

□ 聚焦主粮战略落地, 自主品牌主粮兑现成长

分品类看宠物零食 22A 实现收入 21.41 亿元 (+8.1%), 其中 22H2 -2.6%, 主要系出口业务承压, 自主品牌宠物罐头 6 亿 (+26.3%), 随自主品牌稳健成长, 宠物主粮 3.6 亿元 (+17.5%), 其中 22H2 同比持平, 主要系 Zeal 等品牌主粮产品依赖加拿大进口, 22 年进口受阻, 剔除看主粮自主品牌产能释放后兑现成长, 且代工比例降低毛利率提升 1.55pct。

□ 原材料下行毛利改善, 多重因素影响利润释放

1) **毛利率:** 22Q4/23Q1 毛利率 21%/24%, 同比分别+2pct/5.89pct, 高毛利美国工厂占比提升与欧美原材料下行提升盈利水平, 此外公司对国内市场产品结构优化亦驱动毛利率提升。

2) **期间费用:** 22Q4/23Q1 销售费用率 13.52%/9.67%, 同比+3.39pct/1.81pct, 公司 Q4 加大营销投入, 同时收入略有下降, 拉高费用率水平。22Q4/23Q1 财务费用率 3.72%/1.64%, 分别+2.41pct/0.85pct, 预计受汇兑损失与债券发行后财务费用率上行影响。

3) **现金流:** 22Q4/23Q1 经营净现金流 0.86/-0.26 亿元, 分别同比-0.3/+0.36 亿元, 现金流整体稳健。

□ 盈利预测与投资建议

公司作为宠物行业龙头, 出口业务逐步筑底, 自主品牌成长趋势确定, 我们持续看好 Q2 及全年维度持续边际改善, 预计 23-25 年分别实现收入 34.19/40.74/48.13 亿元, 分别+5%/19%/18%, 实现归母净利润 1.76/2.36/2.98 亿元, 分别+66%/35%/26%, 对应 PE 37/27/22X, 公司基本面筑底, 板块关注度有望伴随乖宝上市持续提升, 维持“买入”评级。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

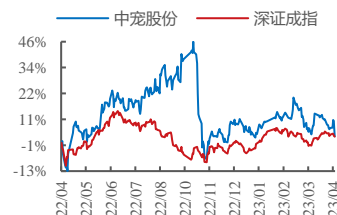
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 21.88
总市值(百万元)	6,435.19
总股本(百万股)	294.11

股票走势图



相关报告

- 《客户去库致收入承压, 自主品牌稳健成长——中宠股份点评报告》2022.10.28
- 《自主品牌日趋成熟, 宠食龙头乘风起——中宠股份深度报告》2022.10.17
- 《中宠股份(002891)深度报告: 湿粮干粮有望双核驱动, 享宠物食品消费增长红利》2020.03.15

风险提示

海外去库不及预期，国内市场竞争加剧，原材料价格上行

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,248	3,419	4,074	4,813
(+/-) (%)	12.72%	5.26%	19.16%	18.14%
归母净利润	106	176	236	298
(+/-) (%)	-8.38%	65.79%	34.42%	26.40%
每股收益(元)	0.36	0.60	0.80	1.01
P/E	60.75	36.64	27.26	21.57

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,745	2,558	2,673	2,825
现金	578	1,141	1,041	862
交易性金融资产	100	100	100	100
应收账款	363	321	471	465
其它应收款	32	25	17	44
预付账款	9	21	24	24
存货	610	896	966	1,278
其他	53	53	53	53
非流动资产	2,096	2,402	2,739	3,025
金额资产类	73	73	73	73
长期投资	187	227	270	315
固定资产	1,015	1,151	1,257	1,366
无形资产	95	111	124	133
在建工程	219	271	354	425
其他	506	569	662	713
资产总计	3,840	4,959	5,413	5,851
流动负债	849	1,002	1,190	1,292
短期借款	340	414	487	530
应付款项	356	399	500	535
预收账款	0	0	0	0
其他	153	189	203	227
非流动负债	771	1,540	1,540	1,540
长期借款	45	45	45	45
其他	726	1,495	1,495	1,495
负债合计	1,620	2,542	2,730	2,832
少数股东权益	154	176	205	243
归属母公司股东权益	2,066	2,242	2,478	2,776
负债和股东权益	3,840	4,959	5,413	5,851

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	120	144	304	217
净利润	121	197	265	336
折旧摊销	120	129	154	173
财务费用	18	16	21	22
投资损失	(25)	(27)	(33)	(39)
营运资金变动	(125)	(170)	(101)	(272)
其它	12	(2)	(3)	(3)
投资活动现金流	(436)	(406)	(456)	(417)
资本支出	(348)	(400)	(446)	(409)
长期投资	(54)	(33)	(43)	(46)
其他	(33)	27	33	39
筹资活动现金流	511	826	53	20
短期借款	(19)	73	73	43
长期借款	(69)	0	0	0
其他	599	753	(21)	(22)
现金净增加额	214	563	(100)	(180)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,248	3,419	4,074	4,813
营业成本	2,605	2,710	3,191	3,739
营业税金及附加	12	10	12	14
营业费用	303	308	367	433
管理费用	117	120	143	168
研发费用	43	44	57	67
财务费用	15	11	9	12
资产减值损失	(24)	0	0	0
公允价值变动损益	(7)	0	0	0
投资净收益	25	27	33	39
其他经营收益	6	7	8	9
营业利润	155	252	339	430
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	156	252	339	430
所得税	35	55	74	94
净利润	121	197	265	336
少数股东损益	15	21	29	38
归属母公司净利润	106	176	236	298
EBITDA	294	363	467	573
EPS (最新摊薄)	0.36	0.60	0.80	1.01

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.72%	5.26%	19.16%	18.14%
营业利润	-3.93%	62.94%	34.51%	26.82%
归属母公司净利润	-8.38%	65.79%	34.42%	26.40%
获利能力				
毛利率	19.79%	20.73%	21.68%	22.32%
净利率	3.26%	5.14%	5.79%	6.20%
ROE	5.13%	7.83%	9.53%	10.75%
ROIC	4.11%	4.20%	5.22%	6.17%
偿债能力				
资产负债率	42.18%	51.25%	50.43%	48.40%
净负债比率	72.94%	105.13%	101.74%	93.81%
流动比率	2.05	2.55	2.25	2.19
速动比率	1.26	1.58	1.37	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.78	0.79	0.85
应收账款周转率	9.17	10.00	10.29	10.29
应付账款周转率	7.40	7.52	7.54	7.48
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.60	0.80	1.01
每股经营现金	0.41	0.49	1.03	0.74
每股净资产	7.03	7.62	8.43	9.44
估值比率				
P/E	60.75	36.64	27.26	21.57
P/B	3.11	2.87	2.60	2.32
EV/EBITDA	24.03	21.10	16.75	14.05

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>