东兴证券 DONGXING SECURITIES

中宠股份（002891）：海外业务静待库存消化，国内市场持续高增可期

2023 年 4 月 21 日

强烈推荐/维持

中宠股份 | 公司报告

事件：公司公布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年共实现营业收入 32.48 亿元，yoy12.72%，实现归母净利润 1.06 亿元，yoy-8.38%。公司 2023 年一季度共实现营业收入 7.06 亿元,yoy-11.00%,实现归母净利润 0.16 亿元，yoy-33.06%。

海外库存消化压力仍存，静待订单改善。2022 年上半年由于担心运力压力，海外客户采购节奏较为激进，随着运力逐步恢复，客户开始压缩库存，造成宠物食品出口订单从 9 月份开始下滑，目前尚未完全恢复，导致公司 2022 年境外收入增速放缓，仅实现 7%增长，录得收入 23.46 亿元，23Q1 整体收入下滑 11%。利润端由于订单下滑以及美国工厂鸡肉为主的原材料价格大幅上涨，导致公司主营产品毛利率下降 0.34 个百分点。费用端 2022 年营销费用率达到 9.33%，相比 2021 年提升 0.89 个百分点，造成 2022 年归母净利下滑 8.38%。23Q1 由于去年高基数、海外订单尚未完全恢复，以及汇兑损失的影响，公司业绩下滑 33%。但目前我们看到原料方面的影响已经逐步减弱，公司 Q1 销售毛利率相比 22 年末提升 4.56 个百分点。并且我们认为，以美国市场为代表的海外市场需求稳中有升，公司也计划进一步扩充美国工厂零食产能，以满足海外客户的多元化需求，待客户库存消化完成后，公司海外订单及收入业绩有望重回增长通道，订单修复有望在下半年逐步体现。

国内市场维持高增速，多渠道营销助力品牌建设。2022 年公司实现国内收入 9 亿元，同比增长 30.5%。品牌方面，公司经过多年的市场开拓，目前已经形成了以"Wanpy 硕皮"、"Zeal 真致"、"Toptrees 领先"为核心的差异化的品牌矩阵，获得市场广泛认可。营销方面，公司除了过去几年一直持续的新媒体营销之外，进一步布局电梯媒体的线下营销，与分众传媒建立战略合作关系，多元化的营销方式有望进一步助力公司自有品牌影响力的拓展，公司国内市场业务有望保持高速增长趋势，持续提升收入占比。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司海外市场业务将走出扰动稳步复苏，看好公司在国内市场的生态构建和品牌建设，自有品牌具备长期发展潜力。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.46、2.02 和 2.98 亿元，EPS 为 0.49、0.69 和 1.01 元，PE 为 44、32 和 22 倍，维持"强烈推荐"评级。

风险提示：国内市场拓展不及预期，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,881.55	3,247.99	3,730.07	4,330.56	5,024.24
增长率（%）	29.06%	12.72%	14.84%	16.10%	16.02%
归母净利润（百万元）	115.62	105.93	145.58	202.38	297.81
增长率（%）	-16.47%	-4.42%	35.31%	39.02%	47.15%
净资产收益率（%）	6.36%	5.13%	6.46%	8.23%	10.88%
每股收益(元)	0.39	0.36	0.49	0.69	1.01
PE	56.10	60.74	44.20	31.80	21.61
PB	3.54	3.11	2.85	2.62	2.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商，旗下有"Wanpy"、"Natural Farm"、"Dr.Hao"、"Jerky Time"、"爱宠私厨"、"脆脆香"上 Happy100 等自主品牌，主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售，具体产品涵盖零食和主粮两大类。产品销往日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、俄罗斯、韩国等全球 30 多个国家和地区。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2023-05-11 年度股东大会

发债及交叉持股介绍：

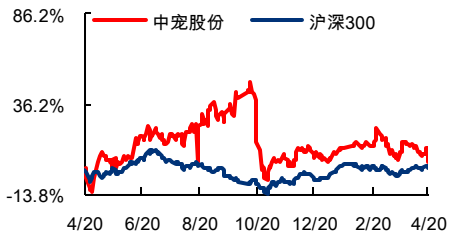
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	30.99-18.59
总市值（亿元）	64.35
流通市值（亿元）	64.35
总股本/流通 A 股（万股）	29,411/29,411
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.98

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050006

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	1337	1745	1767	2094	2370	**营业收入**	2882	3248	3730	4331	5024
货币资金	351	578	559	710	788	**营业成本**	2304	2605	2945	3375	3839
应收账款	345	363	432	492	576	营业税金及附加	8	12	11	15	16
其他应收款	4	32	37	43	50	营业费用	243	303	347	390	442
预付款项	27	9	6	-7	-17	管理费用	105	117	131	152	176
存货	517	610	675	782	884	财务费用	24	15	27	37	36
其他流动资产	38	53	59	75	88	研发费用	41	43	56	65	75
非流动资产合计	1678	2096	1870	1877	1881	资产减值损失	11.37	23.56	15.29	16.74	18.53
长期股权投资	133	187	100	100	100	公允价值变动收益	1.26	-7.31	0.00	0.00	0.00
固定资产	784	1015	934	901	892	投资净收益	11.04	25.40	11.90	16.11	17.80
无形资产	98	95	89	84	79	加：其他收益	7.82	5.57	7.87	7.09	6.84
其他非流动资产	22	70	25	25	25	**营业利润**	161	155	218	304	446
资产总计	3015	3840	3638	3972	4251	营业外收入	1.75	1.25	1.40	1.46	1.37
流动负债合计	868	849	1056	1059	824	营业外支出	3.35	0.45	1.65	1.82	1.31
短期借款	359	340	523	478	172	**利润总额**	159	156	218	303	446
应付账款	349	356	418	467	538	所得税	33	35	55	76	112
预收款项	0	0	0	0	0	**净利润**	126	121	164	227	335
一年内到期的非流动负债	35	15	0	0	0	少数股东损益	11	15	18	25	37
非流动负债合计	201	771	179	279	479	归属母公司净利润	116	106	146	202	298
长期借款	114	45	145	245	445	**主要财务比率**					
应付债券	0	652	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	1069	1620	1236	1339	1304	**成长能力**					
少数股东权益	127	154	172	197	234	营业收入增长	29.06%	12.72%	14.84%	16.10%	16.02%
实收资本（或股本）	294	294	294	294	294	营业利润增长	-17.99	-3.93%	41.13%	39.02%	46.96%
资本公积	1038	1145	1145	1145	1145	归属于母公司净利润增长	-14.29	-8.38%	37.44%	39.02%	47.15%
未分配利润	474	554	656	798	1006	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	1819	2066	2254	2460	2738	毛利率(%)	20.05%	19.79%	21.05%	22.06%	23.60%
负债和所有者权益	3015	3840	3638	3972	4251	净利率(%)	4.39%	3.72%	4.39%	5.25%	6.66%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	3.83%	2.76%	4.00%	5.10%	7.01%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	6.36%	5.13%	6.46%	8.23%	10.88%
经营活动现金流	213	17	239	238	349	**偿债能力**					
净利润	126	121	164	227	335	资产负债率(%)	35%	42%	34%	34%	31%
折旧摊销	85.52	68.44	98.73	99.66	103.92	流动比率	1.54	2.05	1.67	1.98	2.88
财务费用	24	15	27	37	36	速动比率	0.94	1.34	1.03	1.24	1.80
应收帐款减少	-71	-17	-69	-61	-84	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.04	0.95	1.00	1.14	1.22
投资活动现金流	-337	-434	249	-53	-54	应收账款周转率	9	9	9	9	9
公允价值变动收益	1	-7	0	0	0	应付账款周转率	9.65	9.22	9.64	9.79	10.00
长期投资减少	0	0	87	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	11	25	12	16	18	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.36	0.49	0.69	1.01
筹资活动现金流	201	544	-507	-33	-217	每股净现金流(最新摊薄)	0.26	0.43	-0.06	0.51	0.27
应付债券增加	0	652	-652	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.18	7.03	7.67	8.37	9.31
长期借款增加	88	-69	100	100	200	**估值比率**					
普通股增加	98	0	0	0	0	P/E	56.10	60.74	44.20	31.80	21.61
资本公积增加	-94	106	0	0	0	P/B	3.54	3.11	2.85	2.62	2.35
现金净增加额	76	127	-19	151	78	EV/EBITDA	25.85	31.47	19.71	15.02	10.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中宠股份（002891）：海外业务稳健，国内持续主粮布局	2022-10-28
公司普通报告	中宠股份（002891）：品牌建设持续发力，拓展宠物生态布局	2022-08-16
公司普通报告	中宠股份（002891）：销售维持快速增长，汇兑影响有望逐步改善	2022-05-05
公司普通报告	中宠股份（002891）：汇率影响业绩，国内业务布局稳健发展	2021-10-27
行业普通报告	农林牧渔行业：非瘟疫苗已提交应急评审，持续推荐生猪及后周期板块	2023-04-17
行业普通报告	农林牧渔行业报告：3 月生猪产能去化继续，持续关注生猪养殖板块	2023-04-11
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价下行产能去化有望持续，生猪养殖投资窗口已至	2023-04-04
行业普通报告	农林牧渔行业报告：持续推荐生猪养殖链及后周期机会	2023-03-27
行业普通报告	农林牧渔行业报告：把握生猪产能去化，关注种业振兴	2023-03-21
行业普通报告	农林牧渔行业报告：生猪价格震荡调整，鸡苗维持强势运行	2023-03-13
行业普通报告	农林牧渔行业报告：畜禽价格上涨，持续关注种业和后周期	2023-02-28
行业普通报告	农林牧渔行业报告：收储消息提振信心，一号文聚焦生物育种产业化进程	2023-02-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券研究所，现任农林牧渔行业分析师，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：
强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。
行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：
看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526