



买入 (维持)

所属行业: 农林牧渔/饲料
当前价格(元): 24.73

证券分析师

赵雅楠

资格编号: S0120523070002

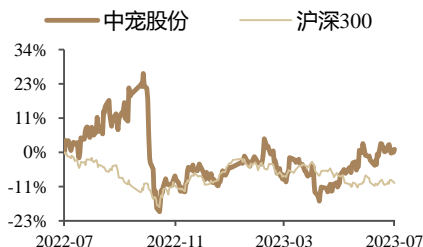
邮箱: zhaoyan@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.06	13.43	9.03
相对涨幅(%)	4.80	16.08	16.13

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《中宠股份(002891.SZ): 宠物食品赛道龙头, 厚积薄发迎红利释放》, 2023.5.18

中宠股份 (002891.SH): 海外恢复 + 电商放量, 23H1 业绩高增长

投资要点

- **公司发布 23 年半年报预告, 业绩高增长。**(1) **23H1:** 预计实现归母净利润 0.85~1.03 亿元, 同比增长 24.4%~50.7%; 扣非后归母净利润 0.81~0.99 亿, 同比增长 21.4%~48.3%; (2) **23Q2:** 预计实现归母净利润 0.69~0.87 亿, 同比增长 54.3%~94.3%, 环比增长 343%~458%; 扣非后归母净利润 0.68~0.86 亿, 同比增长 50.5%~90.5%。国内及海外业务收入稳步增长, 公司优化内部管理, 降本增效及价格管控效果显著, 同时受益于汇率变化, 主营业务毛利率较上年同期明显提升, 业绩增长超预期!
- **Q2 出口订单逐步恢复, 新客开拓及产能扩充保证长期增长趋势。**今年以来海外宠物市场需求表现强劲: (1) **订单恢复:** 公司在海外实现较好的渠道布局, 且产品品类均衡, 22 年下半年开始, 境外出口业务受到客户去库存影响, 22H2-23Q1 业务承压, 4 月出口订单基本恢复、5 月便实现正增长, 业务强劲增长。(2) **开发新客:** 2023 年 6 月, 自主品牌新西兰 ZEAL 真致和 GREAT JACK'S 进驻加拿大 156 家 PetSmart 门店, 北美市场销售取得突破。(3) **美元升值:** 22 年境外业务占比为 72.24%, 预计美元升值带来的汇兑收益将增厚 Q2 业绩。(4) **产能扩充:** 拟投资 6000 万美元建设美国第二工厂项目以缓解产能缺口, 投产后将实现 12000 吨产能。未来随着客户增长及投产逐步推进, 预计海外业务将延续增长态势。
- **618 大促国内电商平台表现亮眼, 自主品牌建设初见成效。**公司已搭建完整的品牌矩阵, 完美覆盖大众+高端市场, 旗下已拥有“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”等自主品牌。基于公司的“聚焦战略”合作分众传媒, 聚焦国内市场、品牌及主粮, 在 2023 年 618 大促中积极推进大单品战略, 根据公司官方战报显示, ZEAL 进口犬零食及领先猫主食罐均位列天猫类目 top1, 顽皮位于天猫犬零食 top4、京东猫零食 top5, 顽皮双鲜粮 (京东+314%)、四拼粮 (天猫+125%)、鲜食力猫罐头 (天猫+124%) 亦增长表现优秀。销售表现来看, 领先在天猫 GMV+209%、京东+149%、抖音+277%, 顽皮在天猫 GMV+59%, 顽皮&Zeal 抖音 GMV+349%, 大促期间表现亮眼。
- **投资建议:** 中宠股份作为国内宠物食品龙头, 多年经营积累了稳定的全球销售体系, 预计海外业务稳定增长。近年来公司在国内市场逐步放量, 品牌布局持续优化, 有望在高增长的市场下持续抢占市场份额。23H1 业绩超预期、我们预计下半年收入端将持续增长, 上调 23-25 年公司归母净利润至 1.69/2.22/2.97 亿, 对应 PE 为 43X/33X/25X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险; 自主品牌拓展不及预期; 原材料价格波动风险; 贸易壁垒引发的风险等。

股票数据

总股本(百万股):	294.11
流通 A 股(百万股):	294.10
52 周内股价区间(元):	19.63-30.92
总市值(百万元):	7,273.44
总资产(百万元):	3,648.64
每股净资产(元):	7.04

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,706	4,298	5,111
(+/-)YOY(%)	29.1%	12.7%	14.1%	16.0%	18.9%
净利润(百万元)	116	106	169	222	297
(+/-)YOY(%)	-14.3%	-8.4%	59.6%	31.5%	33.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.36	0.57	0.76	1.01
毛利率(%)	20.0%	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
净资产收益率(%)	6.4%	5.1%	6.7%	7.1%	7.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.57	0.76	1.01
每股净资产	7.03	8.60	10.63	13.20
每股经营现金流	0.41	0.78	0.94	1.21
每股股利	0.05	0.08	0.10	0.14
价值评估(倍)				
P/E	61.95	43.04	32.72	24.52
P/B	3.18	2.88	2.33	1.87
P/S	2.24	1.96	1.69	1.42
EV/EBITDA	24.63	24.46	18.94	15.07
股息率%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
净利润率	3.3%	4.6%	5.2%	5.8%
净资产收益率	5.1%	6.7%	7.1%	7.6%
资产回报率	2.8%	3.6%	3.9%	4.2%
投资回报率	3.9%	4.6%	5.4%	5.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.7%	14.1%	16.0%	18.9%
EBIT 增长率	-7.3%	45.7%	43.2%	34.5%
净利润增长率	-8.4%	59.6%	31.5%	33.4%
偿债能力指标				
资产负债率	42.2%	42.7%	42.0%	40.9%
流动比率	2.1	3.1	2.4	2.1
速动比率	1.3	2.0	1.6	1.4
现金比率	0.7	1.1	0.9	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	40.8	40.8	40.8	40.8
存货周转天数	85.4	83.7	84.5	84.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
固定资产周转率	3.2	2.4	2.0	1.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	106	169	222	297
少数股东损益	15	24	31	42
非现金支出	145	83	83	83
非经营收益	-21	13	43	59
营运资金变动	-125	-59	-104	-125
经营活动现金流	120	229	275	355
资产	-348	-409	-398	-404
投资	-90	-1	-1	-1
其他	2	37	16	17
投资活动现金流	-436	-373	-384	-387
债权募资	633	-164	330	336
股权募资	762	0	0	0
其他	-884	435	-82	-109
融资活动现金流	511	271	248	227
现金净流量	214	127	140	195

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月18日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,248	3,706	4,298	5,111
营业成本	2,605	2,922	3,326	3,907
毛利率%	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
营业税金及附加	12	14	16	19
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	303	341	395	470
营业费用率%	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%
管理费用	117	133	155	184
管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	43	52	56	61
研发费用率%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%
EBIT	167	244	349	470
财务费用	15	34	41	56
财务费用率%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	25	30	9	10
营业利润	155	247	325	434
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	156	247	325	434
EBITDA	287	327	432	552
所得税	35	54	72	95
有效所得税率%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	15	24	31	42
归属母公司所有者净利润	106	169	222	297

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	578	705	844	1,039
应收账款及应收票据	363	414	480	571
存货	610	670	770	900
其它流动资产	195	203	212	223
流动资产合计	1,745	1,991	2,307	2,733
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	1,015	1,563	2,198	2,927
在建工程	219	317	405	498
无形资产	95	92	90	87
非流动资产合计	2,096	2,733	3,447	4,260
资产总计	3,840	4,724	5,754	6,993
短期借款	340	76	306	542
应付票据及应付账款	356	399	454	533
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	153	171	187	214
流动负债合计	849	646	947	1,290
长期借款	45	145	245	345
其它长期负债	726	1,226	1,226	1,226
非流动负债合计	771	1,371	1,471	1,571
负债总计	1,620	2,016	2,418	2,860
实收资本	294	294	294	294
普通股股东权益	2,066	2,530	3,127	3,881
少数股东权益	154	178	210	252
负债和所有者权益合计	3,840	4,724	5,754	6,993

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。