

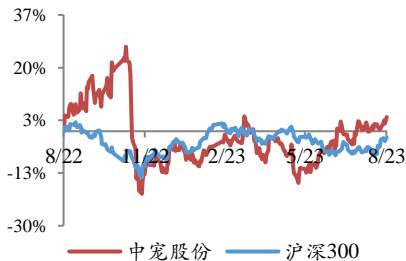
## Q2 外销回暖明显，双轮驱动稳步发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-04

收盘价(元)	25.54
近12个月最高/最低(元)	30.92/19.63
总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	75

### 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. 中宠股份(002891)公告点评：海外出口承压拖累业绩，国内自主品牌维持高增 2023-04-22

2. 中宠股份(002891)三季报点评：海外业务增速放缓，国内自主品牌持续高增 2022-10-28

### 主要观点：

#### ● 2023H1 归母净利润 9616.87 万元，同比增长 40.7%

公司公布 2023 年半年度报告。2023H1 公司实现营业收入 17.15 亿元，同比提升 7.9%，归母净利润 9616.87 万元，同比 40.7%。其中，2023Q2 实现营收 10.09 亿元，同比增长 26.7%，归母净利润 8050.72 万元，同比增长 79.1%，业绩高增主要系海外订单回暖、降本增效下毛利率提升叠加人民币汇率贬值所致。

#### ● 毛利率改善明显，国内主粮业务同比高增

分品类看，2023H1 公司宠物零食收入 10.90 亿元，同比下降 1.5%，毛利率 23.4%，同比提升 5.87 个百分点，宠物罐头收入 3.10 亿元，同比增长 20.6%，毛利率 32.9%，同比提升 7.96 个百分点，宠物干粮收入 2.29 亿元，同比增长 58.6%，毛利率 27.7%，同比提升 2.65 个百分点。

分地区看，2023H1 公司实现境外收入 12.15 亿元，同比增长 0.72%，2023Q1 公司出口业务在海外客户去库存影响下承压明显，5 月份以来出口订单恢复并实现同比增长。2023H1 公司境内收入 5.00 亿元，同比增长 30.4%，国内自主品牌发展顺利，预期全年有望维持高增。

利润率方面，2023H1 公司销售毛利率 25.0%，同比提升 5.99 个百分点，净利率 7.3%，同比提升 2.69 个百分点，盈利能力改善主要系原材料价格下降、产能利用率提升叠加海外工厂高毛利率业务占比提升所致。公司境内业务毛利率 33.4%，同比增长 1.01 个百分点；境外业务毛利率 22.3%，同比提升 6.98 个百分点，主要系海外工厂原材料价格下降叠加海外客户调价滞后所致。

#### ● 费用持续投放，合理规划产能建设

公司对旗下核心自主品牌维持高市场投入，坚持聚焦国内市场、聚焦主粮、聚焦自有品牌的发展战略，线上线下营销综合发力，打造自有品牌优势产品，2023H1 公司销售费用 1.55 亿元，同比增长 23.3%，研发费用 2353.33 万元，同比增长 3.0%。产能方面，公司积极推进产能提升以及产线完善，预计年产 6 万吨干粮项目中的剩余 3 万吨产能以及年产 2 万吨湿粮新西兰项目将于 23 年年底投产。2023 年 3 月，基于公司美国工厂客户需求旺盛与产能存在缺口的矛盾，公司规划建设美国第二工厂，产能合理规划有望为公司未来业绩快速增长提供保障。

#### ● 投资建议

公司坚持聚焦国内市场、聚焦主粮、聚焦自有品牌的发展战略，着力提升核心自主品牌的品牌形象、市场占有率以及影响力，是国内宠物食品行业龙头企业，伴随公司海外业务持续回暖以及国内市场自有品牌发展的快速推进，我们预计 2023-2025 年公司实现主营业务收入 36.06 亿元、42.39 亿元、50.31 亿元，同比增长 11.0%、17.5%、18.7%，对应归母净利润 1.84 亿元、2.27 亿元、2.92 亿元，同比增长 74.1%、23.0%、28.6%，对应 EPS0.63 元、0.77 元、0.99 元。维持“买入”评级不变。

**● 风险提示**

汇率波动风险；国内市场开拓不达预期；产能投放不及预期；原材料价格波动；品牌建设不及预期。

**● 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	3248	3606	4239	5031
收入同比 (%)	12.7%	11.0%	17.5%	18.7%
归属母公司净利润	106	184	227	292
净利润同比 (%)	-8.4%	74.1%	23.0%	28.6%
毛利率 (%)	19.8%	22.4%	22.6%	23.5%
ROE (%)	5.1%	8.3%	9.3%	10.8%
每股收益 (元)	0.36	0.63	0.77	0.99
P/E	61.94	40.28	32.75	25.47
P/B	3.18	3.33	3.05	2.75
EV/EBITDA	26.44	19.89	17.53	14.19

资料来源: wind, 华安证券研究所

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
<b>流动资产</b>	1745	1827	1972	2170	<b>营业收入</b>	3248	3606	4239	5031
现金	578	533	468	416	营业成本	2605	2799	3281	3847
应收账款	363	429	492	609	营业税金及附加	12	14	17	20
其他应收款	32	8	28	24	销售费用	303	353	424	513
预付账款	9	14	22	19	管理费用	117	129	150	176
存货	610	679	790	929	财务费用	15	10	12	14
其他流动资产	154	164	174	174	资产减值损失	-24	-15	-5	-10
<b>非流动资产</b>	2096	2349	2618	2856	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	187	227	270	315	投资净收益	25	21	29	32
固定资产	1015	1144	1249	1354	<b>营业利润</b>	155	264	327	419
无形资产	95	103	113	118	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	798	875	986	1068	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3840	4177	4590	5025	<b>利润总额</b>	156	264	327	419
<b>流动负债</b>	849	997	1176	1309	所得税	35	58	72	92
短期借款	340	414	487	530	<b>净利润</b>	121	206	255	327
应付账款	356	389	481	547	少数股东损益	15	22	28	35
其他流动负债	153	195	208	233	<b>归属母公司净利润</b>	106	184	227	292
<b>非流动负债</b>	771	771	771	771	EBITDA	267	405	468	584
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.36	0.63	0.77	0.99
其他非流动负债	726	726	726	726					
<b>负债合计</b>	1620	1768	1947	2080					
少数股东权益	154	176	204	239	<b>主要财务比率</b>				
股本	294	294	294	294	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1145	1145	1145	1145	<b>成长能力</b>				
留存收益	628	794	1001	1267	营业收入	12.7%	11.0%	17.5%	18.7%
归属母公司股东权益	2066	2233	2440	2706	营业利润	-3.9%	70.7%	23.7%	28.2%
<b>负债和股东权益</b>	3840	4177	4590	5025	归属于母公司净利	-8.4%	74.1%	23.0%	28.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	19.8%	22.4%	22.6%	23.5%
					净利率 (%)	3.3%	5.1%	5.4%	5.8%
					ROE (%)	5.1%	8.3%	9.3%	10.8%
					ROIC (%)	3.5%	5.9%	6.3%	7.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	42.2%	42.3%	42.4%	41.4%
					净负债比率 (%)	72.9%	73.4%	73.6%	70.6%
					流动比率	2.05	1.83	1.68	1.66
					速动比率	1.26	1.07	0.92	0.88
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.95	0.90	0.97	1.05
					应收账款周转率	9.17	9.08	9.18	9.15
					应付账款周转率	7.40	7.52	7.54	7.48
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.36	0.63	0.77	0.99
					每股经营现金流	0.41	0.95	0.98	1.11
					每股净资产	7.03	7.59	8.29	9.20
					<b>估值比率</b>				
					P/E	61.94	40.28	32.75	25.47
					P/B	3.18	3.33	3.05	2.75
					EV/EBITDA	26.44	19.89	17.53	14.19

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述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。