

中宠股份(002891)

报告日期: 2023年08月04日

代工业务超预期修复, 自主品牌稳健成长

——中宠股份点评报告

投资要点

公司发布 23H1 业绩: 23H1 实现营业收入 17.15 亿元, 同比+7.89%, 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比增长 41%, 接近业绩预告上限, 其中 23Q2 实现收入 10.09 亿元, 同比+26.68%, 实现归母净利润 0.81 亿元, 同比+79%, Q2 利润符合业绩预告, 财务费用中汇兑贡献 775 万元, 收入端在国内自主品牌稳健成长与代工业务快速修复下超预期。

□ 代工业务超预期修复, 自主品牌稳健成长

代工: 23H1 境外实现收入 11.55 亿元, 同比+1.11%, 毛利率 22.3%, 环比 22H2 有明显提升。我们预计拆分看 23Q2 相比 23Q1 代工业务收入端增速有更明显修复, 而修复主要源于: **1) 国内+柬埔寨出口部分:** 随着海外库存逐步消化, 公司订单恢复稳健, 当前宠物食品消费保持韧性, 库存逐步去化下, 公司出口业务或进入稳健成长阶段, **2) 美国工厂(子公司 American Jerky)** 受益于海外对本土生产产品的追求, 订单饱满, 实现收入 3.5 亿元, 同比+19%, 净利率 19.8%, 相比 22 年大幅提升, 净利率提升主要源于 22 年海外禽流感下原材料大幅涨价, 公司跟随提价, 23 年原材料价格下行叠加公司订单饱满, 调价滞后, 共同驱动盈利能力上行, 出口部分亦受该趋势驱动, 盈利能力上行。 **3) 新西兰 PFNZ 工厂** 22Q2 产线升级停工 2 月, 23 年恢复稳健, 实现净利润 871 万元, 同比+3915%, **4) 加拿大工厂(Canadian Jerky)**, 订单受益客户拓展、美国工厂转移增长良好, 实现净利润 617 万元(同比+1088%)。 **展望 23H2, 海外库存恢复常态, 出口业务或维持稳健成长, 美国工厂高基数下收入端增速或有下行, 但盈利能力有望维持高位, 综合预计代工业务有望维持稳定收入成长与较高利润率水平。**

自主品牌: 23H1 国内实现 5 亿元, 同比+30.7%, 毛利率 33.42%, 相比 22 年有明显提升。23 年公司不同品牌经营管理思路开始优化, **顽皮:** 践行爆品策略, 重点营销 62% 鲜肉粮等新品, 市场反馈良好, 618 顽皮品牌京东 GMV+59%, 天猫四拼粮系列增长 125%, 京东双鲜粮增长 314%, **Zeal:** 积极推进一物一码等控价措施, 品牌力向上, **领先:** 主推主食罐与烘焙粮爆款, 其中主食罐达天猫猫主食罐第一名, 烘焙粮全网累计销售 4 万袋, 共同驱动 618 天猫 GMV+209%, 京东 GMV+149%。 **展望 23H2 顽皮 SKU 优化, 产品系列化成果或逐步落地, 品牌力有望进一步上行, Zeal 新品或加速推出, 客户群体有望扩大, 领先爆品势能延续, 烘焙粮等赛道领先优势稳固, 看好自主品牌延续稳健成长。**

□ 聚焦主粮战略成果显著, 各品类盈利能力优化

分品类看 23H1 **宠物零食** 实现收入 10.9 亿元, 同比-1.5%, 预计 Q1 下滑较明显, Q2 随代工业务优化有明显改善, 毛利率 23.38%, 同比 22H1 提升约 6pct, 收入占比 64%; **宠物罐头** 实现收入 3.1 亿元, 同比+20.6%, 毛利率 32.94%, 同比提升约 8pct; **宠物主粮** 实现收入 2.29 亿元, 同比+58.6%, 毛利率 27.66%, 同比提升约 3pct, 公司 22H1 干粮产能投产以来, 聚焦主粮战略实施顺畅, 快速推新下效果斐然, 收入端实现高速增长, 收入占比提升至 13.37%, 值得注意的是 23H1 公司 Zeal 等高端干粮销售已停止, 毛利率提升与收入的增长, 反映了主粮业务产能释放后代工减少盈利能力提升与聚焦主粮战略下干粮、62% 鲜肉粮、烘焙粮等爆款产品对收入的拉动。此外公司各品类毛利率均有提升, 亦有国内原材料下行贡献。

□ 代工业务拐点显现, 自主品牌管理优化成果逐步释放

投资评级: 买入(维持)

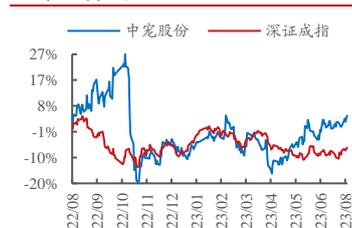
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.54
总市值(百万元)	7,511.67
总股本(百万股)	294.11

股票走势图



相关报告

- 《出口拖累, 自主品牌稳健, 看好 23 年改善》2023.04.20
- 《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

代工业务自 22Q3 海外进入去库阶段后持续承压，截至 23Q2 随着海外库存持续优化，公司在收入端已有明显改善，我们认为宠物食品消费具韧性，随着库存消化，代工业务将重新回到市场份额提升与伴随海外市场稳步成长的阶段。

自主品牌部分公司自 23 年初更换品牌负责人后展现较优的变化，营销端：投入渠道更集中，宣传质感显著提高，代言人、KOL 联动更积极，曝光率显著提高；产品端：爆品思路开始明确，本轮 618 顽皮主推 62% 鲜肉添加主粮产品，同步精简 SKU，在顽皮产品中根据价格段进行分层；渠道端：更关注品牌力提升，降低对渠道拉动增长的模式依赖，我们亦看好相关经营管理成果持续释放，中期驱动公司自主品牌增长中枢抬升。

□ 盈利预测与投资建议

预计 23-25 年实现营收 37.2/44.2/52.0 亿元，分别同比+14.6%/18.8%/17.6%，实现归母净利润 1.95/2.54/3.22 亿元，分别+84.3%/30.0%/26.8%，对应 PE38/29/23X，看好公司在代工/自主品牌双拐点下的长期成长，维持“买入”评级。

□ 风险提示

汇率波动风险，原材料价格波动风险，自主品牌发展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,248	3,721	4,418	5,195
(+/-) (%)	12.72%	14.56%	18.75%	17.58%
归母净利润	106	195	254	322
(+/-) (%)	-8.38%	84.34%	30.04%	26.78%
每股收益(元)	0.36	0.66	0.86	1.09
P/E	70.14	38.05	29.26	23.08

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	2,661	2,739	2,982
现金	578	1,042	1,075	788
交易性金融资产	100	100	100	100
应收账款	363	381	478	533
其它应收款	32	30	16	50
预付账款	9	23	26	25
存货	610	1,030	990	1,433
其他	53	53	53	53
非流动资产	2,096	2,402	2,739	3,025
金融资产类	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	5,062	5,478	6,008
流动负债	849	1,083	1,213	1,381
短期借款	340	414	487	530
应付款项	356	467	509	609
预收账款	0	0	0	0
其他	153	203	217	242
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	2,623	2,753	2,920
少数股东权益	154	178	210	250
归属母公司股东权益	2,066	2,262	2,515	2,837
负债和股东权益	3,840	5,062	5,478	6,008

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,248	3,721	4,418	5,195
营业成本	2,605	2,952	3,463	4,037
营业税金及附加	12	11	13	16
营业费用	303	335	398	468
管理费用	117	130	155	182
研发费用	43	48	62	73
财务费用	15	3	10	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	30	35	42
其他经营收益	6	7	9	10
营业利润	155	280	365	464
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	156	280	365	464
所得税	35	61	79	102
净利润	121	219	285	362
少数股东损益	15	24	31	41
归属母公司净利润	106	195	254	322
EBITDA	294	380	491	603
EPS (最新摊薄)	0.36	0.66	0.86	1.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.72%	14.56%	18.75%	17.58%
营业利润	-3.93%	81.17%	30.13%	27.22%
归属母公司净利润	-8.38%	84.34%	30.04%	26.78%
获利能力				
毛利率	19.79%	20.65%	21.62%	22.29%
净利率	3.26%	5.25%	5.75%	6.20%
ROE	5.13%	8.63%	10.09%	11.35%
ROIC	4.11%	4.49%	5.57%	6.55%
偿债能力				
资产负债率	42.18%	51.81%	50.25%	48.61%
净负债比率	72.94%	107.50%	101.02%	94.59%
流动比率	2.05	2.46	2.26	2.16
速动比率	1.26	1.43	1.38	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.84	0.84	0.90
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	0.66	0.86	1.09
每股经营现金	0.41	0.14	1.48	0.36
每股净资产	7.03	7.69	8.55	9.65
估值比率				
P/E	70.14	38.05	29.26	23.08
P/B	3.60	3.29	2.95	2.62
EV/EBITDA	24.03	20.38	15.87	13.46

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	120	42	434	106
净利润	121	219	285	362
折旧摊销	120	129	154	173
财务费用	18	16	21	22
投资损失	(25)	(30)	(35)	(42)
营运资金变动	(125)	(291)	12	(407)
其它	12	(2)	(3)	(4)
投资活动现金流	(436)	(404)	(453)	(414)
资本支出	(348)	(400)	(446)	(409)
长期投资	(54)	(33)	(43)	(46)
其他	(33)	30	35	42
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	464	33	(288)

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>