

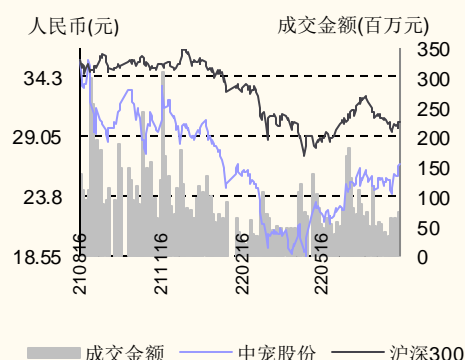
## 中宠股份 (002891.SZ) 买入 (上调评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 26.60 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.94
已上市流通 A 股(亿股)	2.94
总市值(亿元)	78.23
年内股价最高最低(元)	35.75/18.55
沪深 300 指数	4191
深证成指	12419



## 相关报告

- 1.《提价+汇率改善, 盈利修复可期-中宠股份点评》, 2022.4.29
- 2.《汇率导致盈利承压, 拓品类助力国内加速成长-中宠股份点评》, 2022.3.31
- 3.《掘金千亿宠食赛道, 多品类+全渠道驱动成长-中宠股份深度报告》, 2021.11.14

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人  
yinxinyue@gjzq.com.cn

## 主粮表现靓丽, 拓品类助力国内加速成长

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,233	2,882	3,599	4,446	5,450
营业收入增长率	30.10%	29.06%	24.90%	23.53%	22.58%
归母净利润(百万元)	135	116	170	239	302
归母净利润增长率	70.72%	-14.29%	46.86%	40.55%	26.40%
摊薄每股收益(元)	0.688	0.393	0.577	0.811	1.026
每股经营性现金流净额	0.02	0.67	0.76	1.09	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.81%	6.36%	8.61%	10.87%	12.17%
P/E	83.57	76.93	46.08	32.78	25.94
P/B	6.53	4.89	3.97	3.56	3.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 8月14日公司发布中报业绩, 1H22 实现营收 15.90 亿元, 同比+26.42%; 实现归母净利润 0.68 亿元, 同比+12.62%; 其中 2Q22 现营收 7.97 亿元, 同比+14.24%; 实现归母净利润 0.45 亿元, 同比+13.62%。

## 经营分析

- 海外稳健成长, 国内主粮增速靓丽。** 1) 分业务角度, 1H22 宠物零食/罐头/主粮营收分别为 11.07/2.57/1.45 亿元, 同比增速分别为 20.51%/31.57%/58.41%, 主要受益于湿粮产能持续爬坡, 新增 3 万吨干粮产能于 4 月投产贡献增量。2) 分地域来看, 海外/国内营收 12.4/3.8 亿元, 同比+27.9%/+22.1%。海外 ODM 业务表现靓丽, 公司凭借成本&品质优势提升海外份额, 并针对原料价格进行下游协商涨价。国内受上半年疫情影响导致线下宠物店等消费客流短期承压, 线上延续靓丽表现, 顽皮保持快速增长, 高端品牌 Zeal 新推出湿粮罐, 销额企稳回暖。
- 毛利率边际改善, 人民币贬值增厚盈利。** 受能源、美国鸡胸肉及其他农产品价格上行、收购 PFNZ 等影响, 1H 毛利率 19% (-2.4pct), 其中 2Q 毛利率 19.6% (同比-1.54pct, 环比+1.1pct)。其中, 宠物零食/罐头/干粮及其他毛利率分别为 17.5%/25%, 同比-2.2/-4.3pct, 海外/国内毛利率 15.3%/32.4%, 同比+3/-4.2pct。费用率方面, 公司加大 Zeal 等品牌营销费用投放, 2Q 销售/管理&研发/财务费用率 9%/4.8%/-2.44%, 同比+1.3/-0.33/-2.4pct。2Q 归母净利率达到 5.64%, 同比-0.03pct, 环比+2.7pct。受人民币贬值影响, 1H 汇兑收益 0.18 亿元, 较去年同期+0.2 亿元。
- 2H 起干粮主赛道有望加速发力, 国内成长路径清晰。** 海外业务, 凭借成本&品质优势份额有望持续提升; 国内自主品牌方面, 3 万吨主粮产能爬坡有望持续赋能品牌拓品类。公司已发布 7.7 亿元可转债预案, 用于国内干粮、湿粮项目的进一步布局, 凭借供应链前瞻布局, 国内各品牌逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合, 中期角度我们预计国内自主品牌成长有望加快。

## 盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利为 1.8、2.5、3.2 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 46、33、26X, 考虑到公司在国内宠粮产能、品类策略布局前瞻且优势突出, 国内成长路径清晰, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 行业竞争加剧的风险; 汇率波动的风险; 自主品牌建设不及预期; 费用过度投放导致业绩不及预期; 商誉减值的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,716</b>	<b>2,233</b>	<b>2,882</b>	<b>3,599</b>	<b>4,446</b>	<b>5,450</b>	货币资金	167	289	351	423	523	494
增长率	21.5%	30.1%	29.1%	24.9%	23.5%	22.6%	应收款项	246	278	350	400	480	588
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,681</b>	<b>-2,304</b>	<b>-2,815</b>	<b>-3,456</b>	<b>-4,210</b>	存货	295	550	517	655	814	992
%销售收入	76.2%	75.3%	80.0%	78.2%	77.7%	77.2%	其他流动资产	56	270	120	121	126	133
<b>毛利</b>	<b>408</b>	<b>551</b>	<b>578</b>	<b>784</b>	<b>990</b>	<b>1,240</b>	流动资产	764	1,387	1,337	1,599	1,944	2,207
%销售收入	23.8%	24.7%	20.0%	21.8%	22.3%	22.8%	%总资产	44.9%	55.4%	44.3%	45.9%	50.3%	52.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	长期投资	98	133	204	214	234	244
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	581	690	926	1,060	1,062	1,094
<b>销售费用</b>	<b>-170</b>	<b>-184</b>	<b>-243</b>	<b>-306</b>	<b>-382</b>	<b>-480</b>	%总资产	34.2%	27.6%	30.7%	30.4%	27.5%	26.2%
%销售收入	9.9%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.8%	无形资产	219	238	406	478	490	496
<b>管理费用</b>	<b>-61</b>	<b>-89</b>	<b>-105</b>	<b>-133</b>	<b>-169</b>	<b>-218</b>	非流动资产	936	1,116	1,678	1,888	1,920	1,967
%销售收入	3.6%	4.0%	3.6%	3.7%	3.8%	4.0%	%总资产	55.1%	44.6%	55.7%	54.1%	49.7%	47.1%
<b>研发费用</b>	<b>-23</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>	<b>-54</b>	<b>-67</b>	<b>-82</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,700</b>	<b>2,503</b>	<b>3,015</b>	<b>3,488</b>	<b>3,864</b>	<b>4,174</b>
%销售收入	1.3%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	278	223	394	687	691	534
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>149</b>	<b>236</b>	<b>181</b>	<b>280</b>	<b>359</b>	<b>444</b>	应付款项	217	285	359	412	505	616
%销售收入	8.7%	10.6%	6.3%	7.8%	8.1%	8.2%	其他流动负债	80	112	115	150	196	242
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-37</b>	<b>-24</b>	<b>-65</b>	<b>-52</b>	<b>-47</b>	流动负债	575	619	868	1,249	1,392	1,391
%销售收入	0.8%	1.6%	0.8%	1.8%	1.2%	0.9%	长期贷款	29	25	114	94	104	124
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	149	22	87	43	33	26
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	<b>负债</b>	<b>754</b>	<b>666</b>	<b>1,069</b>	<b>1,385</b>	<b>1,529</b>	<b>1,541</b>
<b>投资收益</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>844</b>	<b>1,728</b>	<b>1,819</b>	<b>1,971</b>	<b>2,195</b>	<b>2,479</b>
%税前利润	n.a	n.a	6.9%	4.9%	3.8%	2.5%	其中：股本	170	196	294	294	294	294
<b>营业利润</b>	<b>110</b>	<b>196</b>	<b>161</b>	<b>222</b>	<b>318</b>	<b>407</b>	未分配利润	257	375	474	626	850	1,134
营业利润率	6.4%	8.8%	5.6%	6.2%	7.1%	7.5%	少数股东权益	102	109	127	131	140	154
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,700</b>	<b>2,503</b>	<b>3,015</b>	<b>3,488</b>	<b>3,864</b>	<b>4,174</b>
<b>税前利润</b>	<b>118</b>	<b>196</b>	<b>159</b>	<b>223</b>	<b>319</b>	<b>408</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.9%	8.8%	5.5%	6.2%	7.2%	7.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-29</b>	<b>-45</b>	<b>-33</b>	<b>-49</b>	<b>-72</b>	<b>-92</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.5%	22.9%	20.7%	22.0%	22.5%	22.5%	每股收益	0.465	0.688	0.393	0.577	0.811	1.026
<b>净利润</b>	<b>89</b>	<b>151</b>	<b>126</b>	<b>174</b>	<b>247</b>	<b>316</b>	每股净资产	4.964	8.811	6.184	6.702	7.463	8.429
少数股东损益	10	17	11	4	8	14	每股经营现金净流	0.432	0.020	0.670	0.761	1.088	1.276
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>79</b>	<b>135</b>	<b>116</b>	<b>170</b>	<b>239</b>	<b>302</b>	每股股利	0.060	0.070	0.050	0.060	0.050	0.060
净利率	4.6%	6.0%	4.0%	4.7%	5.4%	5.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.36%	7.81%	6.36%	8.61%	10.87%	12.17%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	4.65%	5.39%	3.83%	4.87%	6.18%	7.23%
<b>净利润</b>	<b>89</b>	<b>151</b>	<b>126</b>	<b>174</b>	<b>247</b>	<b>316</b>	投入资本收益率	8.04%	8.72%	5.83%	7.58%	8.87%	10.45%
少数股东损益	10	17	11	4	8	14	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>66</b>	<b>68</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>140</b>	<b>161</b>	主营业务收入增长率	21.52%	30.10%	29.06%	24.90%	23.53%	22.58%
非经营收益	20	29	-15	36	39	36	EBIT增长率	62.55%	58.81%	-23.53%	55.21%	27.83%	23.96%
<b>营运资金变动</b>	<b>-102</b>	<b>-245</b>	<b>-13</b>	<b>-107</b>	<b>-106</b>	<b>-137</b>	净利润增长率	39.97%	70.72%	-14.29%	46.86%	40.55%	26.40%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>73</b>	<b>4</b>	<b>197</b>	<b>224</b>	<b>320</b>	<b>375</b>	总资产增长率	20.81%	47.21%	20.47%	15.67%	10.79%	8.03%
<b>资本开支</b>	<b>-152</b>	<b>-193</b>	<b>-284</b>	<b>-320</b>	<b>-150</b>	<b>-195</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-48	-243	-56	-10	-20	-10	应收账款周转天数	44.4	41.5	39.2	40.0	39.0	39.0
其他	0	1	3	11	12	10	存货周转天数	79.3	91.7	84.5	85.0	86.0	86.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-199</b>	<b>-434</b>	<b>-337</b>	<b>-319</b>	<b>-158</b>	<b>-195</b>	应付账款周转天数	55.8	49.0	47.3	48.0	48.0	48.0
股权募资	187	640	3	0	0	0	固定资产周转天数	91.0	109.2	99.3	89.1	74.7	63.1
债权募资	11	-58	237	242	14	-138	<b>偿债能力</b>						
其他	-33	-46	-46	-61	-66	-65	净负债/股东权益	29.64%	-13.35%	5.22%	14.39%	9.29%	4.11%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>165</b>	<b>535</b>	<b>194</b>	<b>181</b>	<b>-52</b>	<b>-202</b>	EBIT利息保障倍数	10.6	6.5	7.5	4.3	6.9	9.6
<b>现金净流量</b>	<b>39</b>	<b>105</b>	<b>54</b>	<b>86</b>	<b>110</b>	<b>-22</b>	资产负债率	44.33%	26.62%	35.47%	39.72%	39.58%	36.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	9	13	34
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

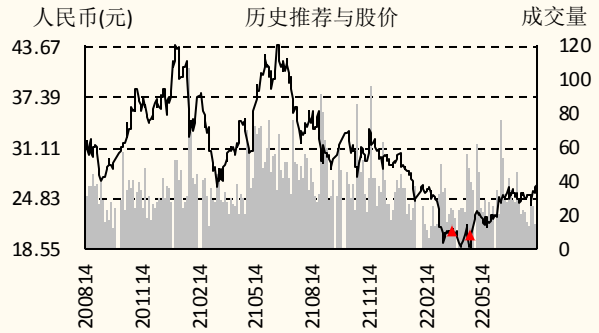
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-14	增持	29.46	32.10 ~ 32.10
2	2022-03-31	买入	21.02	N/A
3	2022-04-29	买入	18.59	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402