

分析师：唐俊男  
 登记编码：S0730519050003  
 tangjn@ccnew.com 021-50586738  
 研究助理：张蔓梓  
 登记编码：S0730120110019  
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

## 产能持续扩张，营收稳步增长

——中宠股份(002891)2022 年三季度报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(首次)

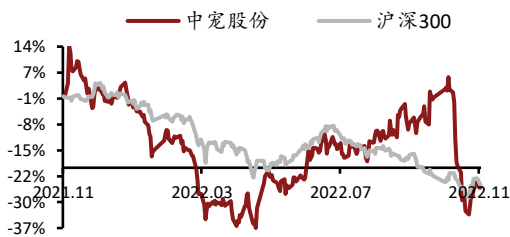
#### 市场数据(2022-11-10)

收盘价(元)	21.89
一年内最高/最低(元)	33.59/18.59
沪深 300 指数	3,685.69
市净率(倍)	3.37
流通市值(亿元)	64.38

#### 基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	6.49
每股经营现金流(元)	0.11
毛利率(%)	19.38
净资产收益率_摊薄(%)	6.01
资产负债率(%)	37.40
总股本/流通股(万股)	29,411.27/29,410.35
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中原证券

#### 相关报告

联系人：马蕊琦  
 电话：021-50586973  
 地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼  
 邮编：200122

发布日期：2022 年 11 月 11 日

事件：2022 年 10 月 28 日，公司发布三季度报告。

#### 投资要点：

- **公司营收稳步增长，Q3 增速略低于预期。**2022 年前三季度，公司实现营业收入 24.42 亿元，同比增长 21.38%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 24.99%；扣非后归母净利润 1.14 亿元，同比增长 31.05%。其中，2022Q3 公司实现营收 8.53 亿元，同比增长 12.98%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 49.19%；扣非后归母净利润 0.47 亿元，同比增长 49.93%。
- **国内宠物行业市场规模仍有较大增长空间。**从行业渗透率来看，中国家庭宠物饲养率远低于发达国家水平。根据普华永道统计数据，以家庭饲养率计，2019 年中国家庭宠物饲养率仅约 17%，远低于英国的 44%和美国的 67%。随着我国社会人口结构的变化和人均生活水平的提高，未来行业渗透率有望持续得到提升。另外，从家庭宠物支出占比看，中国家庭对宠物支出占比仍然相对较低于发达国家水平。2014 年至 2019 年，美国家庭宠物支出占比从 0.49%增长至 0.52%，仅提升了 0.03 个百分点；而中国占比则从 0.16%增长至 0.29%，提升了 0.13 个百分点，充分反映了国内宠物主对行业不断增长的消费需求。
- **公司加大产能建设，支撑自主品牌增长。**公司以海外宠物食品代加工起家，目前重点布局自主研发生产销售，产品覆盖宠物零食、干粮、湿粮、玩具等。国内市场方面，公司重点发力“Wanpy 顽皮、Zeal 真致”品牌，通过抖音、快手、小红书等新媒体平台高效铺陈，由短视频植入、体验种草、KOL 与明星带货等方式进行推广。2022 年 4 月，公司“年产 6 万吨宠物干粮项目”开始投产，阶段性缓解了公司干粮产品的产能缺口，“年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目”仍在建设中。2022 年 10 月，公司成功发行 7.69 亿元可转债，此次募集资金将用于建设“年产 6 万吨高品质宠物干粮项目、年产 4 万吨新型宠物湿粮项目、年产 2000 吨冻干宠物食品项目”，将为未来公司进一步拓展国内外市场份额打下良好的基础。国内宠物市场仍处于发展初期，近年来行业规模稳步增长，品牌市占率较为分散。随着公司产能的不断释放，有望进一步提升自主品牌市场份额，充分享受行业发展红利。
- **首次覆盖给予“增持”评级。**考虑到行业处于成长期和公司产品产能扩张情况，预计公司 2022-2024 年可实现净利润 1.43、2.22、3.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.49、0.75、1.05 元每股。

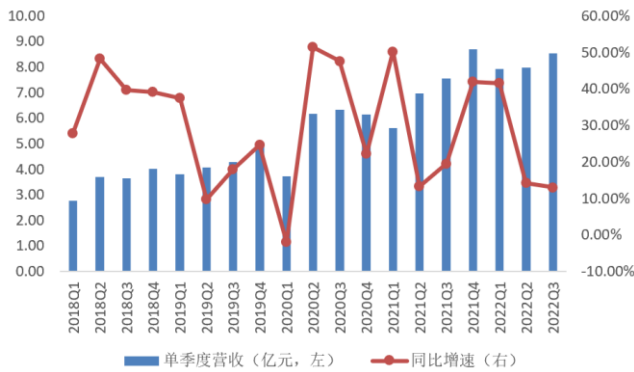
根据行业可比上市公司情况，给予公司 2023 年整体市盈率 24 倍，公司作为国内宠物食品行业龙头企业，未来仍有估值提升空间，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**风险提示：**原料价格大幅波动，食品安全问题，汇率波动，产能扩张不及预期的风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2233	2882	3574	4413	5380
增长比率（%）	30.10%	29.06%	24.02%	23.48%	21.91%
净利润（百万元）	135	116	143	222	309
增长比率（%）	70.72%	-14.29%	23.89%	54.90%	39.17%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.49	0.75	1.05
市盈率(倍)	47.80	55.76	45.01	29.06	20.88

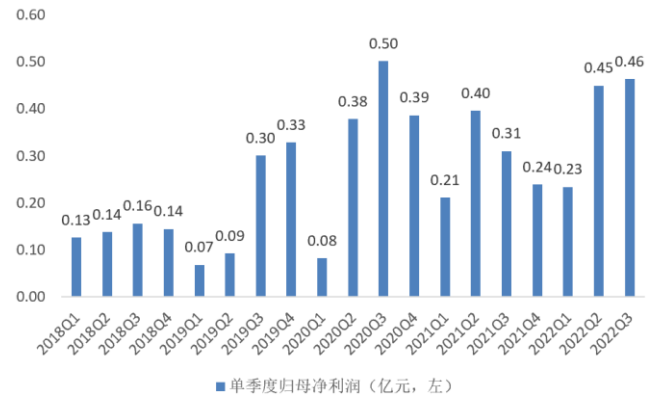
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2018-2022 年公司单季度营收及同比增速



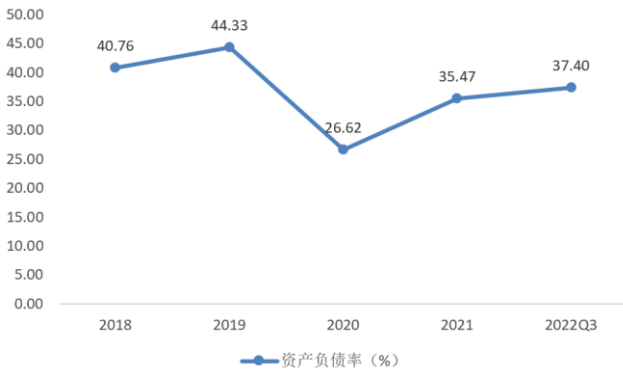
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2018-2022 年公司单季度净利润



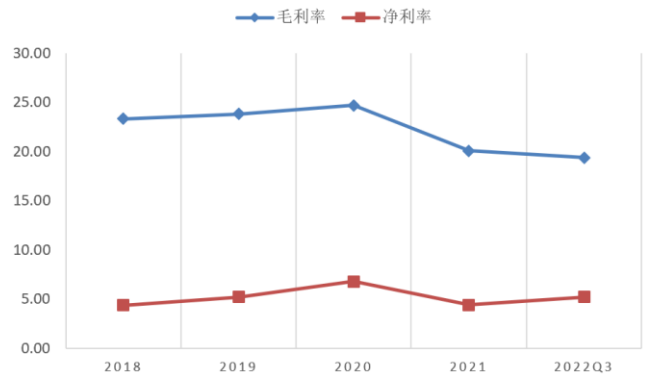
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2018-2022 年公司资产负债率



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2018-2022 年公司利润率变化 (%)



资料来源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1387</b>	<b>1337</b>	<b>1596</b>	<b>1698</b>	<b>2098</b>
现金	289	351	176	196	145
应收票据及应收账款	274	345	471	516	681
其他应收款	4	4	11	10	11
预付账款	15	27	28	35	44
存货	550	517	817	847	1123
其他流动资产	255	93	93	93	93
<b>非流动资产</b>	<b>1116</b>	<b>1678</b>	<b>1869</b>	<b>2119</b>	<b>2403</b>
长期投资	99	133	167	199	233
固定资产	668	784	862	967	1034
无形资产	72	98	115	138	160
其他非流动资产	277	663	726	815	977
<b>资产总计</b>	<b>2503</b>	<b>3015</b>	<b>3466</b>	<b>3817</b>	<b>4501</b>
<b>流动负债</b>	<b>619</b>	<b>868</b>	<b>1104</b>	<b>1208</b>	<b>1501</b>
短期借款	193	359	403	448	533
应付票据及应付账款	281	349	487	510	682
其他流动负债	145	161	214	251	287
<b>非流动负债</b>	<b>47</b>	<b>201</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>321</b>
长期借款	25	114	184	184	234
其他非流动负债	22	87	87	87	87
<b>负债合计</b>	<b>666</b>	<b>1069</b>	<b>1375</b>	<b>1479</b>	<b>1822</b>
少数股东权益	109	127	143	168	201
股本	196	294	294	294	294
资本公积	1132	1038	1038	1038	1038
留存收益	404	504	632	854	1163
归属母公司股东权益	1728	1819	1947	2169	2478
<b>负债和股东权益</b>	<b>2503</b>	<b>3015</b>	<b>3466</b>	<b>3817</b>	<b>4501</b>

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>17</b>	<b>213</b>	<b>18</b>	<b>340</b>	<b>228</b>
净利润	151	126	160	246	342
折旧摊销	68	98	92	109	127
财务费用	38	21	10	11	12
投资损失	1	-11	-1	-6	-10
营运资金变动	-245	-13	-243	-21	-243
其他经营现金流	3	-9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-434</b>	<b>-337</b>	<b>-283</b>	<b>-354</b>	<b>-402</b>
资本支出	-193	-284	-250	-326	-378
长期投资	-243	-56	-34	-33	-34
其他投资现金流	1	3	1	6	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>544</b>	<b>201</b>	<b>90</b>	<b>34</b>	<b>123</b>
短期借款	-77	166	44	44	85
长期借款	-4	88	70	0	50
普通股增加	26	98	0	0	0
资本公积增加	806	-94	0	0	0
其他筹资现金流	-206	-58	-24	-11	-12
<b>现金净增加额</b>	<b>118</b>	<b>70</b>	<b>-175</b>	<b>21</b>	<b>-51</b>

资料来源：聚源数据，中原证券

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2233</b>	<b>2882</b>	<b>3574</b>	<b>4413</b>	<b>5380</b>
营业成本	1681	2304	2857	3485	4200
营业税金及附加	7	8	11	13	15
营业费用	184	243	317	376	463
管理费用	89	105	133	167	200
研发费用	35	41	51	65	78
财务费用	37	24	10	11	12
资产减值损失	-11	-11	0	0	0
其他收益	10	8	11	15	17
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	-1	11	1	6	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>196</b>	<b>161</b>	<b>207</b>	<b>316</b>	<b>437</b>
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>196</b>	<b>159</b>	<b>207</b>	<b>316</b>	<b>437</b>
所得税	45	33	47	70	95
<b>净利润</b>	<b>151</b>	<b>126</b>	<b>160</b>	<b>246</b>	<b>342</b>
少数股东损益	17	11	17	25	33
<b>归属母公司净利润</b>	<b>135</b>	<b>116</b>	<b>143</b>	<b>222</b>	<b>309</b>
EBITDA	302	271	308	431	566
EPS (元)	0.50	0.39	0.49	0.75	1.05

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	30.10%	29.06%	24.02%	23.48%	21.91%
营业利润 (%)	78.69%	-17.99%	28.31%	53.04%	38.18%
归属母公司净利润 (%)	70.72%	-14.29%	23.89%	54.90%	39.17%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	24.70%	20.05%	20.06%	21.02%	21.93%
净利率 (%)	6.04%	4.01%	4.01%	5.03%	5.74%
ROE (%)	7.81%	6.36%	7.36%	10.23%	12.46%
ROIC	8.64%	5.48%	6.03%	8.20%	9.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.62%	35.47%	39.67%	38.76%	40.48%
净负债比率 (%)	36.27%	54.96%	65.76%	63.29%	68.02%
流动比率	2.24	1.54	1.45	1.40	1.40
速动比率	1.25	0.87	0.65	0.64	0.59
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.06	1.04	1.10	1.21	1.29
应收账款周转率	8.79	9.30	8.75	8.94	8.99
应付账款周转率	7.44	7.71	7.20	7.44	7.45
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.39	0.49	0.75	1.05
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	0.72	0.06	1.16	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	5.87	6.18	6.62	7.38	8.43
<b>估值比率</b>					
P/E	47.80	55.76	45.01	29.06	20.88
P/B	3.73	3.54	3.31	2.97	2.60
EV/EBITDA	37.18	33.63	22.55	16.17	12.63

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。