



轻工制造

2023-04-29

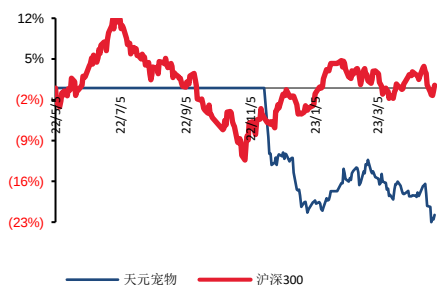
公司点评报告

买入/维持

天元宠物(301335)

天元 23Q1 点评:去库存压力逐步释放, 宠食业务有望爆发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	90/21
总市值/流通(百万元)	3,150/747
12 个月最高/最低(元)	44.88/34.43

相关研究报告:

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522090002

联系人: 刘洁冰

E-MAIL: liujb@tpyzq.com

执业登记编号: S1190122120014

事件: 公司发布 2023 第一季度报告。

2023Q1, 营业收入 4.27 亿元/+0.27%, 归母净利润 0.14 亿元/-29.27%, 扣非归母净利润 1.23 亿元/-31.05%, 基本每股收益 0.15 元/-46.43%。

点评:

整体来看, 公司去年全年收入 18.87 亿元/+1.75%, 整体保持增长态势, 但由于上半年海运受阻, 海外大客户加紧囤货, 导致四季度开始大量去库存, 公司收入端承压, 同比-27.48%至 3.77 亿元, 但下半年海外节假日较多库存消耗较快, 及至今年 Q1 压力已基本释放, 收入取得同比+0.72%的小幅正增长, 整体态势向好, 预计 Q2 增速呈现提升, 及至今年 H2, 在海外去库存压力基本消除后, 全年收入有望恢复近 20%的增长。

业务角度, 1) 宠用: 据此前年报披露, 占公司收入总额约 7 成的宠用业务, 毛利率在去年同比微增 0.91pct 至 21.68%, 整体盈利水平较为稳健, 其中, 按毛利率水平从高到低, 依次是宠物玩具 23.53%/+1.02pct、猫爬架 22.60%/+1.37pct、宠物窝垫 22.39%/+0.77pct, 公司拥有上万条 SKU, 在 SKU 的销售及盈利管理上下放较多自主权给主管级经理, 灵活平衡销量和盈利空间, 随着本土专业养宠渗透, 品类销量预计提升的同时, 规模效应也会有所显现。2) 宠食: 去年毛利率大幅提升 7.47pct 至 54.01%, 一是由于过去的中间商台湾天俊退出, 减少了代理分润环节, 二是源于汇率方面的利好, 今年以来, 国内宠物赛道爆发, 宠食业务有望快速增长, 业务收入占比进一步提升, 但汇兑收益下降或稍微压低板块盈利。展望 2023 年, 公司将继续聚焦狗窝、猫台品类打造超级单品, 通过促进宠食与宠用的销售协调, 打造全品类供应链, 赋能线下众多“小 B”客户, 完善和优化公司自身销售网络, 加深终端合作兼提升品牌影响力。

费用端, 销售/管理/研发/财务费率同比 -0.19/-0.22/+0.43/+0.18pct 至 6.73%/3.49%/1.39%/1.31%, 一方面公司增加研发投入, 研发费率同环比持续提升, 另一方面汇兑收益相对去年有所降低, 减少了对财务费用的抵消, 致使财务费率有所增加。营运端, 经营活动现金流量净额为-3.75 亿元, 由正转负由正转负, 主因今年 Q1 支付宠粮采购款较上年同期大幅增加, 23Q1 末存货 6.88 亿元, 大幅增长 81.57%, 宠粮属进口产品, 有一定的海运、报关环节, 采购周期通常在 3-4 个月, 国内宠粮业务量增长, 致使备货库存增加; 租赁负债同比+45.35%, 主要系美国 OSI 子公司增加海外仓库。

投资建议：公司作为宠物用品集成经销商，多年来积累了大量的上游生产资源和下游经销合作渠道，覆盖上万条 SKU，规模优势凸显；近年来更是以跨境电商方式代理国外高端宠食品牌“渴望”和“爱肯拿”，提高了代理盈利的效率，也与公司宠用业务形成良好的互相引流。预计公司 2023-2025 年收入分别为 23/28/34 亿元，归母净利润 1.47/1.80/2.27 亿元，对应 EPS（摊薄）1.63/2.00/2.52 元，当前股价对应 PE 为 21/17/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争恶化；上游原料价格涨幅超预期；渠道费用高增；国内专业化养宠渗透速度不理想。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1887	2292	2791	3432
(+/-%)	1.78	21.46	21.77	22.97
归母净利(百万元)	129	147	180	227
(+/-%)	19.75	14.23	22.66	25.75
摊薄每股收益(元)	1.85	1.63	2.00	2.52
市盈率(PE)	19.16	21.44	17.48	13.90

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	181	622	490	441	379	营业收入	1854	1887	2292	2791	3432
应收和预付款项	353	468	593	742	926	营业成本	1514	1509	1845	2228	2720
存货	197	379	510	665	853	营业税金及附加	7	8	10	12	15
其他流动资产	33	401	399	401	405	销售费用	115	136	162	201	250
流动资产合计	764	1869	1992	2249	2562	管理费用	57	64	77	102	129
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	20	(18)	(4)	(3)	(4)
投资性房地产	0	21	21	21	21	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	349	310	310	310	310	投资收益	17	(13)	(1)	(3)	(6)
在建工程	0	1	(61)	(83)	(111)	公允价值变动	(11)	0	0	0	0
无形资产开发支出	42	42	42	42	42	营业利润	130	157	178	219	275
长期待摊费用	13	18	18	18	18	其他非经营损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	76	77	77	77	77	利润总额	130	157	178	219	275
资产总计	1245	2338	2399	2635	2920	所得税	23	28	31	38	48
短期借款	131	128	0	0	0	净利润	107	129	147	181	227
应付和预收款项	161	117	147	186	221	少数股东损益	0	1	0	0	0
长期借款	103	103	103	103	103	归母股东净利润	107	129	147	180	227
其他负债	81	84	97	112	136						
负债合计	476	433	347	401	460						
股本	68	90	90	90	90						
资本公积	218	1203	1203	1203	1203						
留存收益	484	612	759	940	1166						
归母公司股东权益	769	1906	2053	2233	2460						
少数股东权益	(1)	0	0	0	1						
股东权益合计	769	1906	2053	2233	2461						
负债和股东权益	1245	2338	2399	2635	2920						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	21	(174)	(55)	(62)	(78)	毛利率	18.37%	20.0%	19.5%	20.2%	20.7%
投资性现金流	(27)	(411)	61	19	21	销售净利率	5.79%	6.8%	6.4%	6.5%	6.6%
融资性现金流	37	997	(137)	(6)	(6)	销售收入增长率	27.85%	1.75%	21.51%	21.77%	22.95%
现金增加额	31	411	(131)	(49)	(63)	EBIT 增长率	(5.37%)	4.47%	16.48%	24.85%	26.92%
						净利润增长率	(5.82%)	19.75%	14.23%	22.66%	25.75%
						ROE	13.96%	6.75%	7.16%	8.07%	9.22%
						ROA	8.63%	5.50%	6.12%	6.84%	7.76%
						ROIC	14.43%	11.09%	11.42%	12.06%	12.82%
						EPS (X)	1.59	1.85	1.63	2.00	2.52
						PE (X)	0.00	19.16	21.44	17.48	13.90
						PB (X)	0.00	1.67	1.53	1.41	1.28
						PS (X)	0.00	1.69	1.37	1.13	0.92
						EV/EBITDA (X)	0.35	15.59	15.79	12.87	10.37

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上;

中性: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间;

看淡: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5% 以下。

2、公司评级

买入: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15% 以上;

增持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于 -15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。