

分析师: 张蔓梓
登记编码: S0730522110001
zhangmz@ccnew.com 13681931564

海外业务回暖, 自主品牌稳健发展

——中宠股份(002891)2023 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

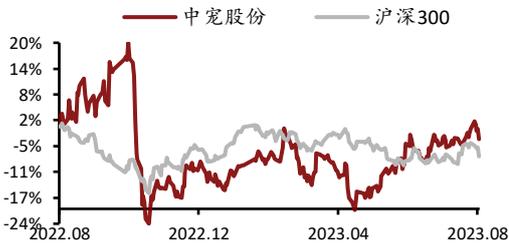
市场数据(2023-08-11)

收盘价(元)	24.92
一年内最高/最低(元)	30.99/19.67
沪深 300 指数	3,884.25
市净率(倍)	3.48
流通市值(亿元)	73.29

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	7.17
每股经营现金流(元)	0.36
毛利率(%)	25.01
净资产收益率_摊薄(%)	4.56
资产负债率(%)	41.53
总股本/流通股(万股)	29,411.40/29,410.48
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

《中宠股份(002891)中报点评: 产能持续扩张, 营收稳步增长》 2022-11-11

联系人: 马巍琦

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: 2023 年 08 月 13 日

投资要点:

- **公司 23Q2 业绩环比改善, 带动上半年净利增长。**根据公司公告, 2023 年上半年实现营收 17.15 亿元, 同比+7.89%; 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比+40.71%; 扣非后归母净利润 0.92 亿元, 同比+38.12%; 经营活动产生的现金流量净额为 1.07 亿元。其中, Q2 单季度公司实现营收为 10.09 亿元, 同比+26.68%, 增速较 Q1 由降转增; 归母净利润为 0.81 亿元, 同比+79.11%, 较 Q1 由降转增。2022 年三季度开始, 受到海外客户去库存影响, 国内宠物行业出口业务出现大幅下滑; 2023 年二季度行业出口业务迎来拐点, 5、6 月份公司出口业务再次实现同比正增长。另一方面, 2023 年 618 期间公司产品销售情况表现亮眼, 推动 Q2 业绩快速增长。
- **我国宠物行业处于快速发展期, 海外出口业务回暖。**根据《2022 年中国宠物消费报告》, 2022 年城镇宠物(犬猫)主 7043 万人, 较 2021 年增长 2.9%; 其中, 猫主人 3631 万人, 较 2021 年增加 12.6%。2023 年 618 期间, 宠物消费表现亮眼, 星图数据监测显示, 2023 年 618 大促期间宠物食品线上销售额突破 50 亿人民币, 进入热门销售品类榜单。根据海关总署公布的出口数据来看, 2023 年 1-6 月我国宠物食品出口数量 12.26 万吨, 同比-14.98%; 但是 4 月, 宠物食品出口数量、以美元口径计算出口金额同时迎来年内首次同比增长, 增速分别为 5.43%、2.84%。预计海外客户去库存告一段落, 需求处于震荡复苏期, 下半年出口业务有望持续回暖。
- **公司采取差异化品牌策略, 境内为业务均实现同比正增长。**公司主要产品包括宠物零食、宠物湿粮、宠物主粮 3 个大类, 2023 年上半年分别实现销售收入 10.90 亿、3.10 亿、2.29 亿, 占比分别为 63.57%/18.10%/13.37%, 同比-1.51%/+20.57%/+58.60%。经过长期沉淀, 公司主要聚焦顽皮、Zeal、领先这三个核心品牌。顽皮品牌是公司在国内收入占比最高的品牌之一, 2023 年上半年也是实现了较高的增长。Zeal 是公司的高端进口品牌, 树立高端、天然、纯净的品牌的调性。领先品牌是一个互联网化的品牌, 2023 年领先品牌主推的多款产品成为市场爆款。其中, 618 期间公司旗下领先品牌位列天猫猫主食罐第一, 天猫品牌 GMV 同比+209%、京东品牌 GMV 同比+149%, 带动国内销售收入快速增长。2023 年上半年, 公司国内销售收入 5 亿, 同比+30.44%, 占比提升了 5.04 个百分点。从海外销售情况来看, 2023 年上半年实现营收 12.15 亿, 占比 70.84%, 同比+0.72%。根据海关总署数据, 2023 年上半年全国宠物食品以人民币口径计算出口金额同比-6.87%, 公司在行业

整体下行时迎来逆势增长，行业竞争力得到加强。

- **公司综合盈利水平提升，国内业务利润率较高。**受益于原料价格和汇率波动，2023年上半年公司整体毛利率、净利润均有较高幅度增长。其中，公司主营业务毛利率达到 25.65%，较上年同期 +6.04pct。分业务板块看，2023H1 宠物零食、宠物罐头、宠物主粮毛利率分别为 23.38%/32.94%/27.66%，同比提升 5.87/7.96/2.65pct；分销售区域看，海外、国内业务毛利率分别 22.30%、33.42%，同比提升 6.98pct、1.01pct。2023 年上半年，公司在美国、加拿大、新西兰等地的工厂业务利润率都呈现不同程度增长，随着海外出口业务的回暖，预计公司将持续受益。
- **维持公司“增持”的投资评级。**公司是我国宠物行业龙头，业绩增长受到海内外业务的双轮驱动。考虑到行业潜在市场规模和海外订单回暖情况，预计 2023-2025 年可实现归母净利润 1.99/2.47/2.86 亿元，EPS 分别为 0.68/0.84/0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 36.89/29.72/25.58 倍。根据行业可比上市公司估值情况，公司市盈率处于合理估值区间，考虑到公司的成长性，未来估值仍有扩张空间，维持“增持”的投资评级。

风险提示：原料价格波动、汇率波动、海外订单业务恢复不及预期等。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,754	4,435	5,206
增长比率(%)	29.06	12.72	15.59	18.12	17.39
净利润(百万元)	116	106	199	247	286
增长比率(%)	-14.29	-8.38	87.56	24.13	16.17
每股收益(元)	0.39	0.36	0.68	0.84	0.97
市盈率(倍)	63.39	69.19	36.89	29.72	25.58

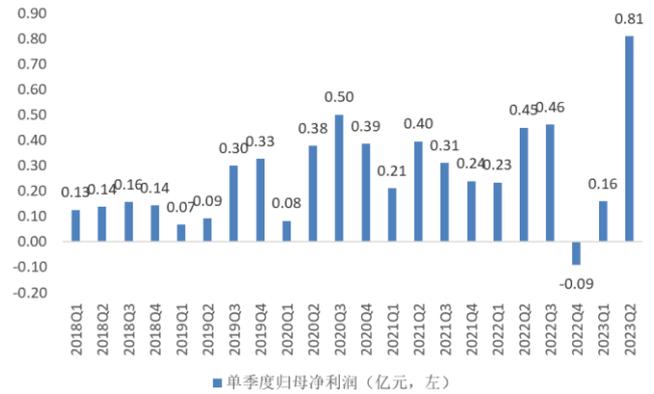
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1: 2018-2023 年公司单季度营收及增速



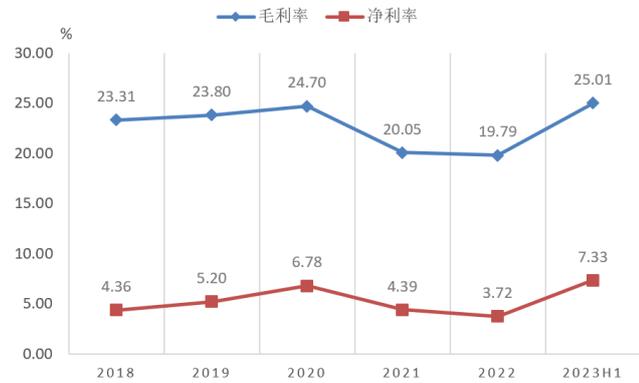
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2018-2023 年公司单季度归母净利润



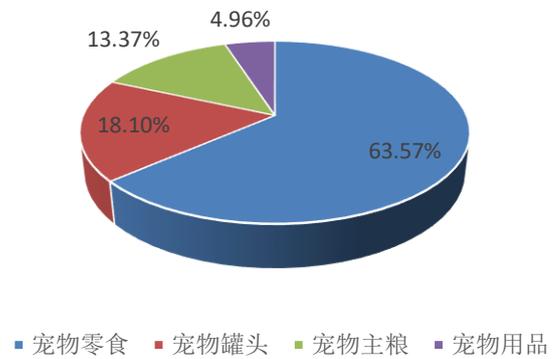
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2018-2023 年公司利润率变化



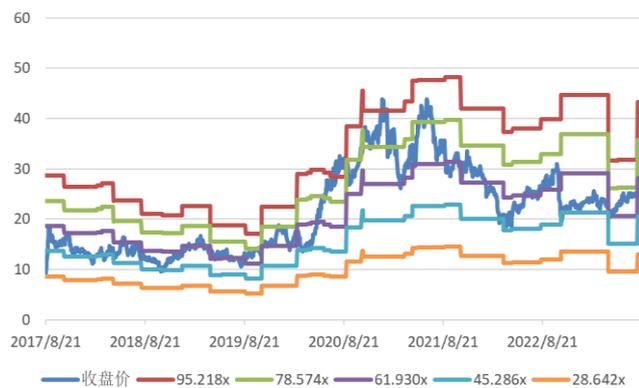
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2023 年上半年公司营收结构



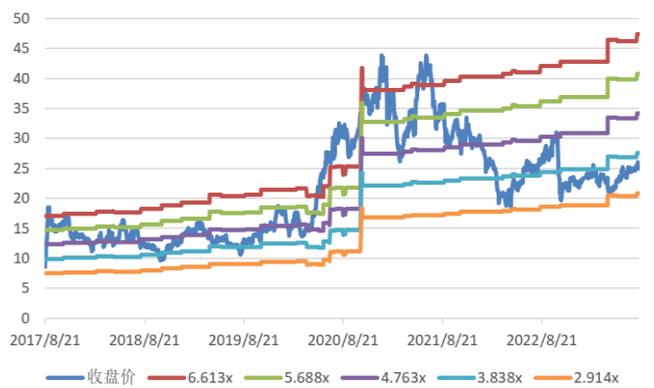
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 公司 PE-TTM Band



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 公司 PB Band



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,337	1,745	1,775	1,953	2,231
现金	351	578	380	406	428
应收票据及应收账款	345	363	443	517	601
其他应收款	4	32	17	23	34
预付账款	27	9	23	26	25
存货	517	610	758	827	989
其他流动资产	93	154	154	154	154
非流动资产	1,678	2,096	2,538	2,867	3,097
长期投资	133	187	250	300	356
固定资产	784	1,015	1,169	1,239	1,257
无形资产	98	95	127	145	161
其他非流动资产	663	798	993	1,183	1,325
资产总计	3,015	3,840	4,313	4,820	5,328
流动负债	868	849	1,095	1,327	1,512
短期借款	359	340	453	603	683
应付票据及应付账款	349	356	439	505	584
其他流动负债	161	153	203	219	245
非流动负债	201	771	777	777	777
长期借款	114	45	45	45	45
其他非流动负债	87	726	732	732	732
负债合计	1,069	1,620	1,872	2,104	2,289
少数股东权益	127	154	178	207	243
股本	294	294	294	294	294
资本公积	1,038	1,145	1,145	1,145	1,145
留存收益	504	598	785	1,032	1,318
归属母公司股东权益	1,819	2,066	2,263	2,510	2,796
负债和股东权益	3,015	3,840	4,313	4,820	5,328

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	213	120	236	343	311
净利润	126	121	222	276	323
折旧摊销	98	120	103	139	141
财务费用	21	18	19	25	30
投资损失	-11	-25	-14	-23	-29
营运资金变动	-13	-125	-97	-71	-150
其他经营现金流	-9	12	2	-2	-4
投资活动现金流	-337	-436	-527	-442	-339
资本支出	-284	-348	-452	-414	-312
长期投资	-56	-90	-63	-51	-56
其他投资现金流	3	2	-12	23	29
筹资活动现金流	201	511	91	125	50
短期借款	166	-19	113	150	80
长期借款	88	-69	0	0	0
普通股增加	98	0	0	0	0
资本公积增加	-94	106	0	0	0
其他筹资现金流	-58	493	-22	-25	-30
现金净增加额	70	214	-197	26	22

资料来源: 聚源数据, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,882	3,248	3,754	4,435	5,206
营业成本	2,304	2,605	2,894	3,444	4,030
营业税金及附加	8	12	13	15	18
营业费用	243	303	375	411	496
管理费用	105	117	140	162	191
研发费用	41	43	54	62	72
财务费用	24	15	19	25	30
资产减值损失	-11	-24	0	0	0
其他收益	8	6	11	11	12
公允价值变动收益	1	-7	0	0	0
投资净收益	11	25	14	23	29
资产处置收益	0	4	1	2	4
营业利润	161	155	285	352	413
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	159	156	285	352	413
所得税	33	35	63	76	91
净利润	126	121	222	276	323
少数股东损益	11	15	24	29	36
归属母公司净利润	116	106	199	247	286
EBITDA	271	267	407	515	585
EPS (元)	0.39	0.36	0.68	0.84	0.97

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	29.06	12.72	15.59	18.12	17.39
营业利润 (%)	-17.99	-3.93	84.09	23.48	17.49
归属母公司净利润 (%)	-14.29	-8.38	87.56	24.13	16.17
获利能力					
毛利率 (%)	20.05	19.79	22.90	22.33	22.59
净利率 (%)	4.01	3.26	5.29	5.56	5.50
ROE (%)	6.36	5.13	8.78	9.83	10.25
ROIC (%)	5.48	3.47	6.51	7.26	7.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.47	42.18	43.40	43.64	42.96
净负债比率 (%)	54.96	72.94	76.69	77.44	75.31
流动比率	1.54	2.05	1.62	1.47	1.47
速动比率	0.87	1.26	0.86	0.79	0.77
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.95	0.92	0.97	1.03
应收账款周转率	9.30	9.17	9.31	9.24	9.31
应付账款周转率	7.71	7.40	7.46	7.51	7.53
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.36	0.68	0.84	0.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.72	0.41	0.80	1.17	1.06
每股净资产 (最新摊薄)	6.18	7.03	7.69	8.53	9.51
估值比率					
P/E	63.39	69.19	36.89	29.72	25.58
P/B	4.03	3.55	3.24	2.92	2.62
EV/EBITDA	33.63	26.44	20.01	16.06	14.25

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 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。