

中宠股份 (002891.SZ)

Q3 业绩超预期，自有品牌建设加速

投资要点：

► **业绩表现超预期，利润同比高增。**23Q1-Q3公司实现营收27.12亿元/+11.06%，毛利率25.85%，同比提升6.47pct，归母净利润1.77亿元/+54.18%，其中23Q3实现营收9.97亿元/+16.97%，毛利率27.29%，同比提升7.24pct，环比进一步提升1.83pct，归母净利润0.81亿元/+74.08%。整体来看，公司业绩表现超预期，我们认为，收入端受益于自有品牌建设加速及海外去库存影响消退，叠加公司海外工厂产能爬坡，营收实现增长，从数据来看，据海关数据显示，Q3宠食整体出口量7008.88吨，同比+5.43%，实现转正；据宠物营销界，Wanpy持续巩固零食品类的优势，在抖音、淘宝平台的零食品类均排名前5，Zeal新进抖音犬主粮TOP50序列，Toptrees在猫用食品赛道表现良好，排名靠前。毛利率端同比和环比提升，我们认为一方面源于23Q3原材料成本持续处于低位；另一方面，自有品牌建设加速带来利润端的结构性优化，主粮板块业绩持续释放摊薄工厂投产带来的成本压力；最后，美国工厂产能紧张下，公司优先承接高毛利率订单，共同促进利润端表现优秀。

► **品牌营销持续推动，销售费用率上行。**23Q1-Q3公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别实现9.28%/5.21%/0.63%/1.34%，其中销售费用率同比提升1.33pct，主要系公司持续推动品牌建设，Wanpy举办多种线下活动，加强与年轻养宠人群的链接；ZEAL与法国高奢产品设计师FX Ball é ry联名合作，进一步强化品牌定位，同时“zeal猫罐头”获得小红书猫罐头类目搜索指数第一；Toptrees通过《换我上厂》与达人跨界合作，向外强化公司安全、干净的形象，精准捕捉烘焙粮的增量人群。

► **产品持续更新，Q4在低基数下有望表现亮眼。**23Q3Wanpy推出顽皮满分桶和顽皮大满罐，同时升级双拼主粮至3.0阶段，Zeal推出海鲜原切冻干系列零食，进一步丰富产品矩阵；Toptrees上新低温烘焙犬粮，进一步向烘焙粮和犬粮赛道布局。往后看，22Q4在海外去库存下公司的基数较低，公司有望在海外进一步反弹和自有品牌强势成长下，迎来亮眼表现。

► **盈利预测与投资建议：**公司已形成海外代工+自有品牌两条腿走路，由于公司利润表现超预期，预计公司2023-2025年营收维持前值37.81/43.97/51.26亿元，上调归母净利润到2.32/2.86/3.66亿元（前值为1.86/2.22/2.86亿元）。给予公司2023年48倍PE，对应目标价37.94元/股（前值为30.32元/股），维持公司“买入”评级。

► **风险提示：**产能扩张不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动风险，业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险，汇率波动风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,882	3,248	3,781	4,397	5,126
增长率	29%	13%	16%	16%	17%
净利润（百万元）	116	106	232	286	366
增长率	-14%	-8%	119%	23%	28%
EPS（元/股）	0.39	0.36	0.79	0.97	1.25
市盈率（P/E）	57.4	62.6	28.5	23.2	18.1
市净率（P/B）	3.6	3.2	2.9	2.6	2.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入(维持评级)

当前价格：22.55 元
目标价格：37.94 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	294/294
流通A股市值（百万元）	6632/6632
每股净资产（元）	7.37
资产负债率（%）	44.26
一年内最高/最低（元）	26.03/19.63

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 姜倩
执业证书编号：S0210523090001
邮箱：lq30299@hfzq.com.cn

分析师 高兴
执业证书编号：S0210522110002
邮箱：GX3970@hfzq.com.cn

研究助理 杜采玲
邮箱：dc130189@hfzq.com.cn

相关报告

1、【华福商业&农业】中宠股份：以外养内，乘行业红利铸造强势品牌——2023.9.28

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	578	681	791	923	营业收入	3,248	3,781	4,397	5,126
应收票据及账款	363	413	472	541	营业成本	2,605	2,844	3,281	3,786
预付账款	9	9	11	13	税金及附加	12	14	17	19
存货	610	655	755	870	销售费用	303	367	418	482
合同资产	0	0	0	0	管理费用	117	136	154	177
其他流动资产	186	213	228	251	研发费用	43	57	66	77
流动资产合计	1,745	1,971	2,257	2,598	财务费用	15	19	39	48
长期股权投资	187	187	187	187	信用减值损失	-2	-5	-5	-5
固定资产	1,015	1,543	1,969	1,999	资产减值损失	-24	-16	-16	-17
在建工程	219	237	265	352	公允价值变动收益	-7	1	-3	-3
无形资产	95	91	87	89	投资收益	25	8	11	14
商誉	226	237	249	262	其他收益	6	6	7	7
其他非流动资产	353	343	334	326	营业利润	155	341	421	538
非流动资产合计	2,096	2,638	3,092	3,215	营业外收入	1	3	2	2
资产合计	3,840	4,610	5,349	5,812	营业外支出	0	3	2	2
短期借款	340	791	1,140	1,107	利润总额	156	341	420	538
应付票据及账款	356	420	479	550	所得税	35	76	94	120
预收款项	0	0	0	0	净利润	121	265	327	418
合同负债	8	9	10	12	少数股东损益	15	33	40	52
其他应付款	12	12	13	13	归属母公司净利润	106	232	286	366
其他流动负债	134	165	187	214	EPS（按最新股本摊薄）	0.36	0.79	0.97	1.25
流动负债合计	849	1,396	1,829	1,897	主要财务比率				
长期借款	45	45	49	55		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	652	652	652	652	成长能力				
其他非流动负债	74	74	74	74	营业收入增长率	12.7%	16.4%	16.3%	16.6%
非流动负债合计	771	771	775	781	EBIT 增长率	-7.2%	111.5%	27.4%	27.6%
负债合计	1,620	2,168	2,604	2,678	归母公司净利润增长率	-8.4%	119.5%	23.2%	27.9%
归属母公司所有者权益	2,066	2,255	2,518	2,854	获利能力				
少数股东权益	154	187	228	279	毛利率	19.8%	24.8%	25.4%	26.2%
所有者权益合计	2,221	2,442	2,745	3,134	净利率	3.7%	7.0%	7.4%	8.2%
负债和股东权益	3,840	4,610	5,349	5,812	ROE	4.8%	9.5%	10.4%	11.7%
现金流量表					ROIC	6.6%	11.2%	11.8%	13.9%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	120	366	411	572	资产负债率	42.2%	47.0%	48.7%	46.1%
现金收益	239	411	539	678	流动比率	2.1	1.4	1.2	1.4
存货影响	-93	-45	-100	-115	速动比率	1.3	0.9	0.8	0.9
经营性应收影响	24	-35	-45	-54	营运能力				
经营性应付影响	8	65	59	72	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
其他影响	-59	-30	-43	-10	应收账款周转天数	39	37	36	36
投资活动现金流	-436	-680	-591	-336	存货周转天数	78	80	77	77
资本支出	-409	-668	-624	-330	每股指标（元）				
股权投资	-54	0	0	0	每股收益	0.36	0.79	0.97	1.25
其他长期资产变化	27	-12	33	-6	每股经营现金流	0.41	1.24	1.40	1.95
融资活动现金流	511	417	291	-105	每股净资产	7.03	7.67	8.56	9.71
借款增加	544	451	353	-27	估值比率				
股利及利息支付	-34	-65	-88	-101	P/E	63	29	23	18
股东融资	762	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-761	31	26	24	EV/EBITDA	48	27	21	17

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn