

中宠股份 (002891.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外稳中有进，自主品牌改革成果值得期待

业绩简评

1月30日公司发布23年业绩预告，23全年实现归母净利润2.25~2.55亿元，同比+112%~+141%，扣非后归母2.2~2.51亿元，同比+142%~+176%。23Q4实现归母净利润0.48~0.78亿元，22Q4为-0.09亿元，扣非后归母净利润0.5~0.81亿元，22Q4为-0.23亿元。

经营分析

外销：订单自2Q起稳中有进，海外工厂资源稀缺性凸显。自2Q起外销下游大客户去库结束，订单逐季修复，修复节奏处行业领先地位。根据海关数据，11/12月宠物食品出口量2.64/2.48万吨，同比+41.4%/+21.3%，单月分别恢复至21年同期109%/92%。23全年行业出口量同比-1%，累计恢复至21年同期102%。受产能限制，预计4Q美国/新西兰产地销额保持中高个位数增长，加拿大基地低基数下有望保持快速成长，国内出口部分低基数下快速增长。盈利能力方面，1)23年初以来公司加强内部改革，采购端供应链优化初见成效，同时鸡肉原料价格压力同比减缓，预计毛利率环比改善，Q4国内主产区白羽鸡价格7.5元/公斤，同/环比-18%/-12%；2)海外本地产能订单结构不断优化，牛肉类等高毛利品类占比预计提升。

内销：主品牌顽皮SKU调整尾期，看好后续盈利能力兑现。预计内销自主品牌保持25~30%增速，分品牌来看，顽皮重点推广高毛利主粮大单品，同时积极进行尾部SKU优化调整产品结构，预计全年保持双位数增长；Zeal高端形象稀缺性凸显，23H1受控价影响增速放缓，4Q开启加速成长；领先Toptrees凭借大单品&线上高效率运营投放，预计实现三位数增长。

外销稳健修复，主粮大单品策略下自主品牌高质成长可期。海外业务在去库结束后进入稳健成长阶段，看好中期有望凭借成本&品质优势份额持续提升。内销在产品和品牌运营思路升级趋势下，看好资源投放效率提升，盈利能力和行业地位有望进一步提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利为2.36、2.9、3.67亿元，同比+122%/+23%/+26%，考虑到公司外销稳步修复、内销品牌势能处提升期，当前股价对应24-25年PE分别为22、18X，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。

轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

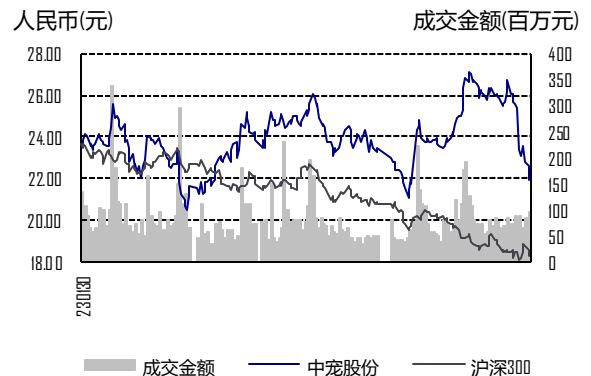
分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.95 元

相关报告：

- 《中宠股份公司点评：3Q业绩靓丽，自主品牌稳健成长》，2023.10.29
- 《中宠股份公司点评：2Q外销恢复超预期，双轮驱动成长可期》，2023.8.4
- 《中宠股份半年报预告点评》，2023.7.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,847	4,558	5,409
营业收入增长率	29.06%	12.72%	18.44%	18.47%	18.69%
归母净利润(百万元)	116	106	236	290	367
归母净利润增长率	-14.29%	-8.38%	122.42%	23.05%	26.45%
摊薄每股收益(元)	0.393	0.360	0.801	0.986	1.246
每股经营性现金流净额	0.72	0.41	1.63	1.45	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.36%	5.13%	10.34%	11.42%	12.78%
P/E	76.93	61.95	27.40	22.27	17.61
P/B	4.89	3.18	2.83	2.54	2.25

来源：公司年报、国金证券研究所

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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,233	2,882	3,248	3,847	4,558	5,409	货币资金	289	351	578	410	484	574	
增长率	29.1%	12.7%	18.4%	18.5%	18.7%		应收款项	278	350	395	511	606	719	
主营业务成本	-1,681	-2,304	-2,605	-2,868	-3,377	-4,003	存货	550	517	610	628	729	863	
%销售收入	75.3%	80.0%	80.2%	74.6%	74.1%	74.0%	其他流动资产	270	120	162	263	267	272	
毛利	551	578	643	979	1,181	1,407	流动资产	1,387	1,337	1,745	1,813	2,086	2,428	
%销售收入	24.7%	20.0%	19.8%	25.4%	25.9%	26.0%	%总资产	55.4%	44.3%	45.4%	46.1%	47.2%	49.7%	
营业税金及附加	-7	-8	-12	-15	-18	-22	长期投资	133	204	261	281	301	321	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	690	926	1,234	1,374	1,558	1,656	
销售费用	-184	-243	-303	-396	-501	-595	%总资产	27.6%	30.7%	32.1%	34.9%	35.2%	33.9%	
%销售收入	8.3%	8.4%	9.3%	10.3%	11.0%	11.0%	无形资产	238	406	400	420	434	437	
管理费用	-89	-105	-117	-142	-160	-189	非流动资产	1,116	1,678	2,096	2,121	2,337	2,457	
%销售收入	4.0%	3.6%	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%	%总资产	44.6%	55.7%	54.6%	53.9%	52.8%	50.3%	
研发费用	-35	-41	-43	-62	-68	-76	资产总计	2,503	3,015	3,840	3,934	4,423	4,885	
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	短期借款	223	394	355	176	279	260	
息税前利润 (EBIT)	236	181	167	363	433	525	应付款项	285	359	367	395	466	552	
%销售收入	10.6%	6.3%	5.2%	9.4%	9.5%	9.7%	其他流动负债	112	115	127	164	191	226	
财务费用	-37	-24	-15	-38	-44	-41	流动负债	619	868	849	735	936	1,038	
%销售收入	1.6%	0.8%	0.5%	1.0%	1.0%	0.8%	长期贷款	25	114	45	45	45	45	
资产减值损失	-13	-16	-25	-16	-4	-5	其他长期负债	22	87	726	678	671	666	
公允价值变动收益	0	1	-7	30	0	0	负债	666	1,069	1,620	1,458	1,651	1,748	
投资收益	-1	11	25	18	30	35	普通股股东权益	1,728	1,819	2,066	2,278	2,539	2,869	
%税前利润	n.a	6.9%	16.3%	4.9%	7.1%	6.7%	其中：股本	196	294	294	294	294	294	
营业利润	196	161	155	363	420	519	未分配利润	375	474	554	766	1,027	1,357	
营业利润率	8.8%	5.6%	4.8%	9.4%	9.2%	9.6%	少数股东权益	109	127	154	198	233	267	
营业外收支	0	-2	1	1	2	2	负债股东权益合计	2,503	3,015	3,840	3,934	4,423	4,885	
税前利润	196	159	156	364	422	521	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	8.8%	5.5%	4.8%	9.5%	9.3%	9.6%	每股指标							
所得税	-45	-33	-35	-85	-97	-120	每股收益	0.688	0.393	0.360	0.801	0.986	1.246	
所得税率	22.9%	20.7%	22.3%	23.3%	23.0%	23.0%	每股净资产	8.811	6.184	7.025	7.746	8.634	9.755	
净利润	151	126	121	279	325	401	每股经营现金净流	0.086	0.723	0.406	1.627	1.446	1.723	
少数股东损益	17	11	15	44	35	35	每股股利	0.070	0.050	0.050	0.080	0.099	0.125	
归属于母公司的净利润	135	116	106	236	290	367	回报率							
净利率	6.0%	4.0%	3.3%	6.1%	6.4%	6.8%	净资产收益率	7.81%	6.36%	5.13%	10.34%	11.42%	12.78%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.39%	3.83%	2.76%	5.99%	6.55%	7.50%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	8.72%	5.83%	3.97%	8.31%	8.90%	9.88%	
净利润	151	126	121	279	325	401	增长率							
少数股东损益	17	11	15	44	35	35	主营业务收入增长率	30.10%	29.06%	12.72%	18.44%	18.47%	18.69%	
非现金支出	81	113	145	169	193	230	EBIT增长率	58.81%	-23.53%	-7.31%	116.74%	19.34%	21.18%	
非经营收益	29	-15	-21	77	14	11	净利润增长率	70.72%	-14.29%	-8.38%	122.42%	23.05%	26.45%	
营运资金变动	-245	-13	-125	-46	-106	-136	总资产增长率	47.21%	20.47%	27.37%	2.44%	12.43%	10.44%	
经营活动现金净流	17	213	120	478	425	507	资产管理能力							
资本开支	-193	-284	-348	-236	-381	-321	应收账款周转天数	41.5	39.2	39.8	46.0	46.0	46.0	
投资	-243	-56	-90	-130	-20	-20	存货周转天数	91.7	84.5	78.9	82.0	81.0	81.0	
其他	1	3	2	18	30	35	应付账款周转天数	49.0	47.3	49.3	49.0	49.0	49.0	
投资活动现金净流	-434	-337	-436	-348	-371	-306	固定资产周转天数	109.2	99.3	114.1	111.5	104.1	93.6	
股权募资	640	3	762	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-58	237	-183	-214	103	-19	净负债/股东权益	-13.35%	5.22%	16.83%	11.39%	11.24%	6.46%	
其他	-37	-39	-68	-74	-77	-87	EBIT利息保障倍数	6.5	7.5	11.2	9.6	9.8	12.8	
筹资活动现金净流	544	201	511	-288	27	-106	资产负债率	26.62%	35.47%	42.18%	37.06%	37.33%	35.79%	
现金净流量	118	70	214	-158	81	95								

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-31	买入	21.02	N/A
2	2022-04-29	买入	18.59	N/A
3	2022-08-14	买入	26.60	N/A
4	2022-10-28	买入	21.02	N/A
5	2023-04-19	增持	23.46	N/A
6	2023-07-13	买入	25.10	N/A
7	2023-08-04	买入	25.26	N/A
8	2023-10-29	买入	22.55	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。

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



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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
