



买入（维持）

所属行业：农林牧渔/饲料
当前价格(元)：21.95

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003

邮箱：hehp3@tebon.com.cn

纪向阳

资格编号：S0120523120001

邮箱：jixy3@tebon.com.cn

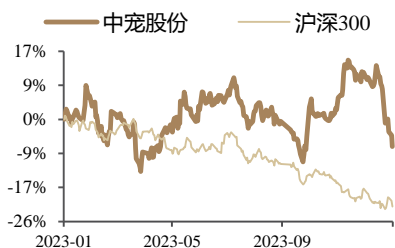
宋雨桐

资格编号：S0120523090003

邮箱：songyt@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.91	-8.21	-8.74
相对涨幅(%)	-10.48	-1.23	0.72

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

中宠股份：盈利水平持续提升，期待品牌优化效果释放

投资要点

- 2024年1月30日公司发布2023年度业绩预告。**2023年公司预计实现归母净利润2.25亿元~2.55亿元，同比+112%~+141%，预计实现扣非归母净利润2.20亿元~2.51亿元，同比+142%~+176%。单季度来看，23Q4公司预计实现归母净利润0.48亿元~0.78亿元（22Q4亏损0.09亿元），预计实现扣非归母净利润0.50亿元~0.81亿元（22Q4亏损0.23亿元）。
- 境内外业务稳步增长，盈利水平持续提升。**公司坚持以自主品牌建设为核心稳步构建全球产业链布局，境内、境外业务稳步增长，盈利水平持续提升。**境外业务：**公司境外子公司业务、出口业务订单量均较为充足，其中预计**海外子公司Q4**依旧保持稳定的增长（美国工厂、加拿大工厂仍将维持三季度的高毛利继续生产），**出口业务：**海关数据显示23Q1/Q2/Q3宠物食品行业出口金额同比-20%、-7%、+5%，亦呈现逐季改善。受益于海外客户去库存结束及同期低基，23Q4宠食行业出口金额实现明显增长（+20%）。公司出口订单量均较为充足，从在手订单来看，预计出口订单在四季度同比涨幅明显。**境内业务：**公司坚持“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”的发展战略，已形成以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的自主品牌矩阵，且23年在国内市场对品牌进行了价值链管控（对长尾SKU的优化、对低毛利产品的缩减、对ZEAL品牌的价格管控），期待后续调整效果释放。另外公司在2023年积极推进全价值链毛利率优化项目，在优化产品结构、提升供应链效率、强化成本管控等多元策略之下，主营业务毛利率显著提升，整体利润实现大幅增长。
- 坚定聚焦战略，加强自主品牌建设。**公司持续加强自主品牌建设，顽皮：加强主粮产品布局，23年双十一顽皮双鲜粮系列备受消费者青睐；ZEAL品牌：强化新西兰天然宠物食品定位，推出海鲜原切冻干系列零食等；Toptrees领先持续向烘焙粮赛道进军，23Q3上市低温烘焙犬粮产品，布局烘焙犬粮赛道。
- 投资建议：**基于此次公司业绩预告，我们略微上调盈利预测，预计2023-2025年公司营业总收入分别为37.58、45.71、54.14亿元，同比分别+15.7%、+21.6%、+18.4%，预计2023-2025年归母净利润分别为2.37、2.89、3.48亿元，同比分别+124.0%、+21.7%、+20.4%。当前股价对应2023-2025年PE分别为27x、22x、19x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**海外需求不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动，品牌拓展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	294.11
流通A股(百万股):	294.10
52周内股价区间(元):	20.48-27.08
总市值(百万元):	6,455.80
总资产(百万元):	4,205.81
每股净资产(元):	7.37

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,758	4,571	5,414
(+/-)YOY(%)	29.1%	12.7%	15.7%	21.6%	18.4%
净利润(百万元)	116	106	237	289	348
(+/-)YOY(%)	-14.3%	-8.4%	124.0%	21.7%	20.4%
全面摊薄EPS(元)	0.39	0.36	0.81	0.98	1.18
毛利率(%)	20.0%	19.8%	25.6%	25.5%	26.1%
净资产收益率(%)	6.4%	5.1%	10.3%	11.1%	11.8%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.81	0.98	1.18
每股净资产	7.03	7.87	8.85	10.03
每股经营现金流	0.41	1.24	1.29	1.43
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	61.95	27.21	22.37	18.57
P/B	3.18	2.79	2.48	2.19
P/S	1.99	1.72	1.41	1.19
EV/EBITDA	24.63	14.28	12.82	10.49
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.8%	25.6%	25.5%	26.1%
净利润率	3.3%	6.3%	6.3%	6.4%
净资产收益率	5.1%	10.3%	11.1%	11.8%
资产回报率	2.8%	4.8%	5.4%	5.9%
投资回报率	3.9%	7.2%	7.6%	8.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.7%	15.7%	21.6%	18.4%
EBIT 增长率	-7.3%	138.1%	14.0%	18.9%
净利润增长率	-8.4%	124.0%	21.7%	20.4%
偿债能力指标				
资产负债率	42.2%	48.8%	46.1%	43.1%
流动比率	2.1	3.2	3.1	3.5
速动比率	1.3	2.4	2.2	2.5
现金比率	0.7	1.7	1.5	1.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	40.8	42.4	42.1	42.0
存货周转天数	85.4	89.9	87.1	87.7
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	3.2	3.6	3.7	3.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	106	237	289	348
少数股东损益	15	65	79	95
非现金支出	145	87	79	78
非经营收益	-21	43	50	43
营运资金变动	-125	-69	-119	-142
经营活动现金流	120	364	378	421
资产	-348	-140	-382	-11
投资	-90	0	0	0
其他	2	22	31	36
投资活动现金流	-436	-118	-351	25
债权募资	633	-60	-40	-60
股权募资	762	0	0	0
其他	-884	701	-85	-83
融资活动现金流	511	641	-125	-143
现金净流量	214	887	-98	303

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 1 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,248	3,758	4,571	5,414
营业成本	2,605	2,797	3,404	4,001
毛利率%	19.8%	25.6%	25.5%	26.1%
营业税金及附加	12	12	15	19
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	303	357	457	567
营业费用率%	9.3%	9.5%	10.0%	10.5%
管理费用	117	143	174	204
管理费用率%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	43	50	66	83
研发费用率%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%
EBIT	167	399	455	540
财务费用	15	22	25	22
财务费用率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-24	-11	0	0
投资收益	25	21	26	31
营业利润	155	387	470	566
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	156	387	470	567
EBITDA	287	475	534	618
所得税	35	85	103	124
有效所得税率%	22.3%	22.0%	21.9%	21.9%
少数股东损益	15	65	79	95
归属母公司所有者净利润	106	237	289	348

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	578	1,465	1,366	1,670
应收账款及应收票据	363	437	527	623
存货	610	689	812	962
其它流动资产	195	195	205	215
流动资产合计	1,745	2,785	2,911	3,469
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	1,015	1,042	1,246	1,391
在建工程	219	239	329	109
无形资产	95	114	127	140
非流动资产合计	2,096	2,162	2,468	2,406
资产总计	3,840	4,947	5,380	5,875
短期借款	340	280	240	180
应付票据及应付账款	356	410	490	575
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	153	184	208	237
流动负债合计	849	874	939	992
长期借款	45	45	45	45
其它长期负债	726	1,495	1,495	1,495
非流动负债合计	771	1,540	1,540	1,540
负债总计	1,620	2,413	2,478	2,531
实收资本	294	294	294	294
普通股股东权益	2,066	2,315	2,603	2,951
少数股东权益	154	219	298	393
负债和所有者权益合计	3,840	4,947	5,380	5,875

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。