

2024年04月23日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

29

中宠股份(002891.SZ)

BUY 买进

公司基本资讯

产业别	农林牧渔		
A 股价(2024/4/23)	24.27		
深证成指(2024/4/23)	9239.14		
股价 12 个月高/低	27.44/19.97		
总发行股数(百万)	294.11		
A 股数(百万)	294.11		
A 市值(亿元)	71.38		
主要股东	烟台中幸生物科技有限公司 (24.86%)		
每股净值(元)	7.60		
股价/账面净值	3.20		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.6	4.0	4.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-30	22.55	买进
2023-08-04	25.26	买进
2023-06-26	23.83	区间操作

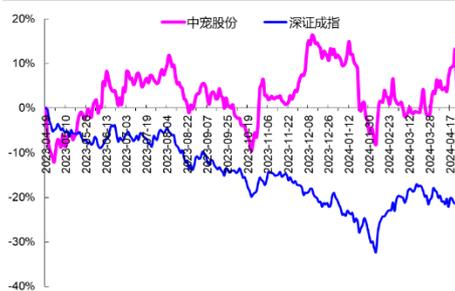
产品组合

宠物零食	62.7%
宠物罐头	16.9%
宠物主粮	15.4%
宠物用品	4.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.0%
一般法人	55.5%

股价相对大盘走势



海内外共振，经营积极向好

结论与建议：

业绩概要：

2023 年实现营收 37.5 亿，同比增 15.4%，录得净利润 2.3 亿，同比增 120%（处于此前业绩预告中游）；23Q4 实现营收 10.4 亿，同比增 28.4%，录得净利润 0.6 亿，同比扭亏。

24Q1 实现营收 8.8 亿，同比增 24.4%，录得净利润 0.6 亿，同比增 259%。24Q1 超预期。

分红方案：每 10 股派发现金股利 2.4 元

点评：

- 受益海外客户补库、工厂满产、国内市场蓬勃发展，2023Q2 开始经营逐步升温。产品来看，宠物零食实现 23.5 亿，同比增 9.8%；受下半年产品调整影响，宠物罐头增长放缓，实现收入 6.3 亿，同比增 5.8%；主粮产品受益资源聚焦和消费者偏好变化，实现收入 5.8 亿，同比增 60%；宠物用品实现收入 1.8 亿，同比增 25.7%。区域来看，境内实现收入 10.9 亿，同比增 20.2%；境外实现收入 26.6 亿，同比增 12.9%。
- 海外订单结构优化叠加成本规模优势扩大，2023 年毛利率同比提升 6.5pcts 至 26.3%，其中，境内毛利率同比提升 3.51pcts，境外提升 7.97pcts。Q4 毛利率同比提升 6.3pcts。
- 供应链改革效果逐渐显现。全年期间费用率同比上升 1.5pcts 至 16.21%，其中，营销推广增加导致销售费用率同比提升 1pcts，可转债利息费用增加使财务费用率同比提升 0.31pcts，管理费用率同比提升 0.24pcts，研发费用率同比下降 0.06pcts。4Q 受益供应链改革成果显现，期间费用率同比下降 3.77pcts，其中管理费用率同比下降 0.65pcts，财务费用率同比下降 2.59pcts。
- 受益海内外市场共振，24Q1 在低基数下增长强劲。报告期毛利率同比提升 3.4pcts 至 27.8%，受益品牌 SKU 调整和价格体系管控；期间费用率同比下降 0.41pcts 至 17.82%。
- 展望 2024 年，我们预计公司在聚焦国内、加速海外拓展的战略下将进一步夯实发展基础：1) 产业链布局来看，新西兰年产 2 万吨宠物湿粮项目预计在上半年投产，美国第二工厂亦在规划中，产能瓶颈有望逐步缓和；2) 受自有品牌出海及海外代加工需求驱动，海外工厂净利率有望保持高水平（2023 年 HA0's 净利率为 11.3%/yoy+4.1pcts，American Jerky 为 21%/yoy+12pcts）；3) 国内来看，Zeal、顽皮调整到位，产品矩阵、成本等实现多方面优化，市场份额提升。
- 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 2.95 亿、3.62 亿和 4.34 亿，分别同比增 26.5%、22.8%和 19.7%，EPS 分别为 1 元、1.23 元和 1.47 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍、20 倍和 16 倍，维持“买进”。
- 风险提示：国内市场拓展不及预期，原材料价格大幅上升，费用投放超预期，汇率波动超预期

-----接续下页-----

年度截止 12 月 31 日		2021	2021	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	116	106	233	295	362	434
同比增减	%	-14.29	-8.38	120.12	26.47	22.82	19.71
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.39	0.36	0.80	1.00	1.23	1.47
同比增减	%	-48.00	-7.64	121.49	25.67	22.82	19.71
市盈率(P/E)	X	62	67	30	24	20	16
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.05	0.24	0.30	0.37	0.44
股息率 (Yield)	%	0.21	0.21	0.99	1.24	1.52	1.82

【投资评等说明】
评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
	无法由基本面给予投资评等
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2021	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	2882	3248	3747	4575	5439	6289
经营成本	2304	2605	2763	3357	3975	4577
营业税金及附加	8	12	14	16	19	22
销售费用	243	303	387	466	550	632
管理费用	105	117	144	175	208	241
财务费用	24	15	29	44	53	61
资产减值损失	-11	-24	-15	-16	-17	-18
投资收益	11	25	21	17	18	21
营业利润	161	155	372	461	566	678
营业外收入	2	1	1	0	0	0
营业外支出	3	0	3	0	0	0
利润总额	159	156	370	462	567	678
所得税	33	35	78	106	130	155
少数股东损益	11	15	59	61	75	90
归属于母公司所有者的净利润	116	106	233	295	362	434

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2021	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	351	578	527	436	381	413
应收账款	345	363	468	608	729	802
存货	517	610	580	668	754	837
流动资产合计	1337	1745	2022	2193	2413	2654
长期股权投资	133	187	215	237	249	261
固定资产	784	1015	1070	1284	1413	1483
在建工程	142	219	468	702	878	1009
非流动资产合计	1678	2096	2369	2582	2763	2901
资产总计	3015	3840	4390	4775	5175	5555
流动负债合计	868	849	1186	1340	1474	1547
非流动负债合计	201	771	785	800	803	795
负债合计	1069	1620	1971	2140	2277	2342
少数股东权益	127	154	187	196	206	216
股东权益合计	1819	2066	2233	2439	2693	2996
负债及股东权益合计	3015	3840	4390	4775	5175	5555

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2021	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	213	120	447	549	707	880
投资活动产生的现金流量净额	-337	-436	-680	-778	-870	-943
筹资活动产生的现金流量净额	201	511	84	137	109	94
现金及现金等价物净增加额	70	214	-144	-91	-54	31

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。