

中宠股份 (002891.SZ)

海外市场高增长，利润超预期释放

投资要点:

- 24Q1 收入同增 24.42%，归母净利润同增 259.00%。

公司发布业绩，23 年实现营业收入 37.47 亿元，同增 15.37%，实现毛利率 26.28%，同增 6.49pct，归母净利润 2.33 亿元，同增 120.12%，主要系原材料价格下降及海外工厂利润端大幅提振。24Q1 实现营收 8.78 亿元，同增 24.42%，实现毛利率 27.85%，同增 3.50pct，归母净利润 0.56 亿元，同增 259.00%，主要系去年同期公司受海外去库存影响基数低，今年汇率、原料、海外工厂等多重提振下，利润弹性较大。公司拟定利润分配，拟向股东每 10 股分派红利 2.4 元（含税）。

- 分地区看，境外业务毛利率大幅上行，境内业务稳增。

境外业务 23 年收入同增 12.89% 至 25.33 亿元，境外业务在去库存背景下仍通过自有品牌出海+海外工厂放量实现强势增长，毛利率受益于海外工厂利润率上行及原材料价格下降，同比高增 7.97pct 至 25.22%。境内在自有品牌的驱动下，收入同增 20.15% 至 10.81 亿元，毛利率同增 3.51pct 至 31.28%，主要系自有品牌持续升级，顽皮推出主食罐、生骨肉双拼粮等单品，zeal 大单品 0 号罐全线升级、风干系列和冻干系列全线上市，领先烘焙粮、主食罐实现从 0 到 1 的突破。根据魔镜数据，24Q1 顽皮/zeal/领先线上三平台分别同增 -16.40%/22.65%/61.60%，公司口径同增 0.77% 基本企稳，领先大单品驱动下持续高增，期待顽皮在品牌调整结束后释放新动能。

- 分产品看，主粮收入及毛利率均实现高增。

23 年主粮/罐头/零食收入分别实现 5.77/6.35/23.51 亿元，同增 60.23%/5.76%/9.81%，自有品牌主粮持续释放带动主粮业务收入高增，三大板块毛利率分别为 29.06%/32.62%/25.39%，同增 8.61/6.21/6.82pct。

- 持续品牌宣传，销售费用率上行。

公司长期看好自有品牌业务，坚定品牌宣传，23 年/24Q1 销售费用率分别为 10.33%/10.38%，同增 1.00/0.71pct。23 年/24Q1 研发费用率 1.28%/1.68%，截止 2024 年 3 月 1 日公司已获国家专利授权 267 项。23 年/24Q1 管理费用率分别为 3.83%/5.10%，研发费用率 1.28%/1.68%。

- 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，由于公司收入和利润表现出色，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收为 45.43/53.44/62.45 亿元（前值 24-25 年为 44.32/52.61 亿元），调整归母净利润到 3.09/3.62/4.33 亿元（前值 24-25 年为 2.97/3.79 亿元）。给予公司 2024 年 33 倍 PE，对应目标价 34.64 元/股，维持公司“买入”评级。

- 风险提示

产品竞争风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险

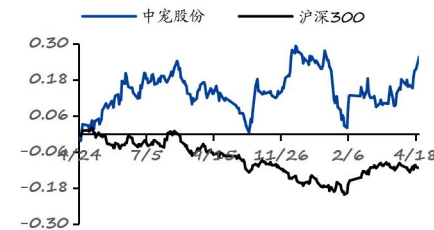
买入（维持评级）

当前价格：26.33 元
目标价格：34.64 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	294.11/294.11
流通 A 股市值(百万元)	7,743.80
每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	40.58
一年内最高/最低价(元)	27.44/20.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
联系人：杜采玲(S0210123070007)
dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福大消费】中宠股份 23 业绩预告点评：海内外双轮增长，利润释放——2024.02.01
- 【华福商业&农业】中宠股份 23Q3 点评：Q3 业绩超预期，自有品牌建设加速——2023.10.29

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,543	5,344	6,245
增长率	13%	15%	21%	18%	17%
净利润(百万元)	106	233	309	362	433
增长率	-8%	120%	32%	17%	19%
EPS(元/股)	0.36	0.79	1.05	1.23	1.47
市盈率(P/E)	73.1	33.2	25.1	21.4	17.9
市净率(P/B)	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	527	818	962	1,124	营业收入	3,747	4,543	5,344	6,245
应收票据及账款	468	496	574	659	营业成本	2,763	3,321	3,873	4,512
预付账款	17	20	23	27	税金及附加	14	16	19	23
存货	580	765	891	1,037	销售费用	387	477	561	656
合同资产	0	0	0	0	管理费用	144	173	203	237
其他流动资产	430	268	366	425	研发费用	48	59	80	94
流动资产合计	2,022	2,367	2,816	3,273	财务费用	29	0	30	38
长期股权投资	215	215	215	215	信用减值损失	-4	-5	-5	-5
固定资产	1,070	1,284	1,393	1,684	资产减值损失	-15	-15	-16	-18
在建工程	468	335	519	498	公允价值变动收益	2	-3	-3	0
无形资产	93	89	86	87	投资收益	21	14	18	20
商誉	226	226	226	226	其他收益	4	4	5	5
其他非流动资产	296	286	277	272	营业利润	372	492	577	688
非流动资产合计	2,369	2,435	2,716	2,983	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	4,390	4,802	5,532	6,256	营业外支出	3	3	2	2
短期借款	666	685	945	1,207	利润总额	370	490	576	687
应付票据及账款	378	475	550	630	所得税	78	103	122	145
预收款项	0	0	0	0	净利润	292	387	454	542
合同负债	10	13	15	17	少数股东损益	59	78	91	109
其他应付款	8	9	9	9	归属母公司净利润	233	309	362	433
其他流动负债	124	145	168	197	EPS (按最新股本摊薄)	0.79	1.05	1.23	1.47
流动负债合计	1,186	1,327	1,686	2,061					
长期借款	40	43	48	31					
应付债券	677	677	677	677					
其他非流动负债	68	68	68	68					
非流动负债合计	785	788	793	776					
负债合计	1,971	2,115	2,479	2,837					
归属母公司所有者权益	2,233	2,423	2,697	2,954					
少数股东权益	187	264	356	465					
所有者权益合计	2,419	2,688	3,053	3,419					
负债和股东权益	4,390	4,802	5,532	6,256					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	447	317	454	577
现金收益	441	517	631	736
存货影响	29	-185	-126	-146
经营性应收影响	-98	-17	-64	-71
经营性应付影响	19	98	75	81
其他影响	56	-96	-62	-22
投资活动现金流	-680	22	-456	-446
资本支出	-423	-206	-437	-428
股权投资	-28	0	0	0
其他长期资产变化	-229	228	-19	-18
融资活动现金流	84	-48	146	31
借款增加	349	22	264	246
股利及利息支付	-55	-154	-270	-354
股东融资	4	0	0	0
其他影响	-214	84	152	139

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	15.4%	21.2%	17.7%	16.8%
EBIT 增长率	134.1%	22.9%	23.5%	19.8%
归母公司净利润增长率	120.1%	32.4%	17.4%	19.4%
获利能力				
毛利率	26.3%	26.9%	27.5%	27.8%
净利率	7.8%	8.5%	8.5%	8.7%
ROE	9.6%	11.5%	11.9%	12.7%
ROIC	14.2%	14.8%	15.5%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	44.9%	44.0%	44.8%	45.4%
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	40	38	36	36
存货周转天数	78	73	77	77
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.05	1.23	1.47
每股经营现金流	1.52	1.08	1.54	1.96
每股净资产	7.59	8.24	9.17	10.04
估值比率				
P/E	33	25	21	18
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	109	91	75	64

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。

投资评级声明

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：hfjys@hfzq.com.cn