

研究所：

证券分析师：

程一胜 S0350521070001

chengys01@ghzq.com.cn

证券分析师：

王思言 S0350524010001

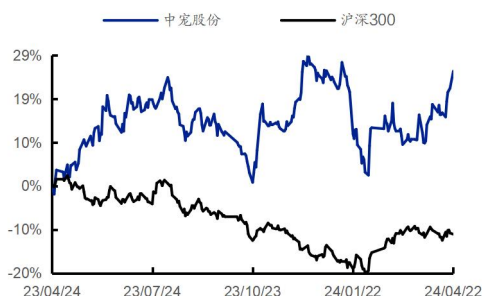
wangsy02@ghzq.com.cn

海外业务盈利水平提升，自主品牌有望提速

——中宠股份(002891)2023年报及2024一季报点评报告

报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/22

表现	1M	3M	12M
中宠股份	8.6%	12.8%	24.1%
沪深300	-0.4%	9.7%	-12.4%

市场数据

2024/04/22

当前价格(元)	26.33
52周价格区间(元)	20.01-27.44
总市值(百万)	7,744.02
流通市值(百万)	7,743.80
总股本(万股)	29,411.41
流通股本(万股)	29,410.56
日均成交额(百万)	176.54
近一月换手(%)	1.38

相关报告

《中宠股份(002891)2023三季报点评报告：业绩显著改善，自主品牌稳健发展(买入)*饲料*程一胜》——2023-10-30

《中宠股份(002891)深度报告：宠物赛道领军企业，海外出口+自有品牌双翼齐飞(买入)*饲料*程一胜》——2023-09-28

《中宠股份(002891)2023半年报点评报告：海外业务改善明显，国内品牌高质成长(买入)*饲料*程一胜》——2023-08-04

事件：

2024年4月22日，中宠股份披露2023年报及2024一季报：2023年营业总收入37.47亿元，同比增长15.37%，归母净利润为2.33亿元，同比增长120.12%。2024Q1营业总收入8.78亿元，同比增长24.42%，归母净利润为5622.43万元，同比增长259.0%

投资要点：

- 业绩实现高增速，海外子公司贡献稳定利润。**2023年境内营收10.86亿元，占比28.97%；境外营收26.62亿元，占比71.03%。公司的海外子公司尤其是美国工厂贡献了较高的利润，预计2024年持续为公司提供稳定利润。2023年，公司“年产6万吨宠物干粮项目”全部生产线已经投入运营，缓解了公司干粮产品的产能缺口；“年产2万吨宠物湿粮新西兰项目”在持续建设中，2024年将为公司在高端宠物湿粮市场的开拓提供坚实的产能支持；此外，公司计划在美国建设第二工厂，目前该项目正常推进中，项目建成达产后将实现12000吨的产能，对公司海外业务竞争力及整体的盈利能力将进一步增强。
- 盈利能力持续提升。**从产品品类毛利率变动看：①宠物主粮毛利率29.06%，较2022年上涨8.61pcts；②宠物零食毛利率25.39%，较2022年上涨6.82pcts；③宠物罐头毛利率32.62%，较2022年上涨6.21pcts。从销售模式毛利率变化看：①OEM/ODM代工模式毛利率26.13%，较2022年上涨7.85pcts；②经销模式毛利率23.7%，较2022年上涨4.78pcts；③直销模式毛利率43.73%，较2022年上涨1.27pcts。
- 盈利预测和投资评级** 公司2023年及2024Q1业绩同比增长显著，因此我们调整2024-2026公司营收为43.51/51.09/61.04亿元，归母净利润为3.02/4.13/4.96亿元，对应PE分别26/19/16倍，未来国内市场竞争格局变化利好具备稳定供应链、持续研发能力、高产品品质的龙头企业，2024年宠物板块盈利有望维持高增速，维持“买入”评级。

《中宠股份（002891）2022 年报及 2023 年一季报点评报告：海外业务短期承压，自主品牌稳健成长（买入）*饲料*程一胜》——2023-04-20

《中宠股份（002891）2022 年三季报点评报告：盈利能力稳步提升，品牌战略打造核心竞争力（买入）*饲料*程一胜》——2022-10-29

■ **风险提示** 品牌信誉风险；国内市场开拓不及预期的风险；海外市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动风险；公司业绩预期不达预期的风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3747	4351	5109	6104
增长率(%)	15	16	17	19
归母净利润（百万元）	233	302	413	496
增长率(%)	120	29	37	20
摊薄每股收益（元）	0.79	1.03	1.40	1.69
ROE(%)	10	12	15	16
P/E	33.03	25.66	18.76	15.60
P/B	3.47	3.18	2.77	2.42
P/S	2.07	1.78	1.52	1.27
EV/EBITDA	16.72	14.15	10.87	9.04

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中宠股份盈利预测表

证券代码:	002891				股价:	26.33				投资评级:	买入				日期:	2024/04/22			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	10%	12%	15%	16%	EPS	0.80	1.03	1.40	1.69										
毛利率	26%	28%	27%	27%	BVPS	7.59	8.29	9.49	10.88										
期间费率	15%	15%	15%	15%	估值														
销售净利率	6%	7%	8%	8%	P/E	33.03	25.66	18.76	15.60										
成长能力					P/B	3.47	3.18	2.77	2.42										
收入增长率	15%	16%	17%	19%	P/S	2.07	1.78	1.52	1.27										
利润增长率	120%	29%	37%	20%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.91	0.97	1.07	1.17	营业收入	3747	4351	5109	6104										
应收账款周转率	9.03	8.71	8.84	8.91	营业成本	2763	3116	3704	4442										
存货周转率	4.64	5.47	5.98	5.85	营业税金及附加	14	16	18	22										
偿债能力					销售费用	387	435	511	610										
资产负债率	45%	42%	38%	35%	管理费用	144	165	194	232										
流动比	1.71	1.72	1.98	2.25	财务费用	29	48	48	45										
速动比	1.17	1.19	1.34	1.49	其他费用/(-收入)	48	57	66	79										
					营业利润	372	434	594	714										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-2	0	0	0										
现金及现金等价物	916	819	907	1000	利润总额	370	434	594	714										
应收款项	468	532	624	746	所得税费用	78	91	125	150										
存货净额	580	558	682	838	净利润	292	343	469	564										
其他流动资产	57	55	60	66	少数股东损益	59	41	56	68										
流动资产合计	2022	1963	2273	2649	归属于母公司净利润	233	302	413	496										
固定资产	1070	1228	1359	1508															
在建工程	468	567	533	507	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	615	613	610	607	经营活动现金流	447	550	540	607										
长期股权投资	215	215	215	215	净利润	233	302	413	496										
资产总计	4390	4587	4991	5487	少数股东损益	59	41	56	68										
短期借款	666	566	466	366	折旧摊销	137	136	156	180										
应付款项	378	424	504	605	公允价值变动	-2	6	4	-4										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-13	-79	-118	-153										
其他流动负债	142	155	178	208	投资活动现金流	-680	-497	-345	-290										
流动负债合计	1186	1145	1148	1178	资本支出	-405	-390	-250	-300										
长期借款及应付债券	717	717	717	717	长期投资	-289	-121	-121	-20										
其他长期负债	68	59	49	39	其他	14	14	26	31										
长期负债合计	785	776	766	756	筹资活动现金流	84	-270	-223	-249										
负债合计	1971	1921	1914	1934	债务融资	316	-112	-110	-110										
股本	294	294	294	294	权益融资	4	0	0	0										
股东权益	2419	2666	3076	3552	其它	-236	-158	-113	-139										
负债和股东权益总计	4390	4587	4991	5487	现金净增加额	-144	-212	-29	69										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【农业小组介绍】

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022年 Choice 最佳分析师第 2 名；2022 年中国证券业分析师金牛奖第 4 名；2022 年卖方分析师水晶球奖总榜单第 5 名（公募榜单第 4 名），2020 年水晶球公募榜单第 5 名；2022 年新浪财经金麒麟最佳分析师第 5 名；2022 年第 20 届新财富最佳分析师第 6 名。

熊子兴，分析师，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，分析师，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

【分析师承诺】

程一胜，王思言，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。