

# 中宠股份 (002891)

证券研究报告

2024年04月23日

## 海外工厂利润好，关注今年国内收入增长情况

事件：公司发布 2023 年报+2024Q1 季报。1、2023 年营业收入 37.47 亿元，yoy+15%；归母净利润 2.33 亿元，yoy+120%。其中 23Q4 营业收入 10.35 亿元，yoy+28%；归母净利润 0.56 亿元，yoy+749%。拟每 10 股派 2.4 元。2、2024Q1 营业收入 8.78 亿元，yoy+24%；归母净利润 0.56 亿元，yoy+259%。

### 1、境内：以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场

公司 2023 年国内收入达 10.9 亿，同比增速 20.68%，毛利率 31.18%，增速相比 2022 年有所下降。公司将坚持“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，加速海外市场拓展；稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的发展战略，立足主业，聚集产品力、渠道力和品牌力的打造以及运营能力的持续提升。

①品牌：深化品牌建设，提升品牌口碑，自主品牌能否恢复增长是今年重要看点。产品方面，wanpy 顽皮品牌以宠物主粮为核心，接连推出原生力犬主食罐、生骨肉双拼粮、顽皮大满罐等多款干湿粮产品。2023 年 618 期间，新西兰 ZEAL 真致 0 号主食犬罐头在天猫旗舰店热销超 8 万罐，荣登天猫狗罐头热销榜 TOP2。在 2023 年双十一大促期间，新西兰 ZEAL 真致 0 号主食罐跃升天猫渠道狗罐头预售榜 TOP2，渠道销售超 400 万。Toptrees 领先主食罐调整重心至生骨肉系列，持续拓展新客，Toptrees 领先主食猫条在三季度增加小红书渠道种草后，始终保持品牌 TOP3，最高实现 TOP1 的成绩。我们认为，公司积极进行线上品牌经营调整管理，建议密切关注自主品牌恢复增长情况。

②渠道：线上线下同步发力，渠道布局广泛。国内市场方面，公司主要通过抖音、小红书等新媒体投放、参加国内展会、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式开拓国内市场。公司销售的主要销售渠道包括：线上渠道（天猫、淘宝、京东、拼多多、抖音等综合平台，同时覆盖金多乐等知名宠物产品销售平台）、专业渠道（面向各地宠物专门店、宠物医院的销售渠道）、商超渠道（山姆、沃尔玛、大润发、盒马等大型连锁超市）、特殊渠道（犬、猫繁育场、CKU、工作犬）等。公司线上渠道占比 60%左右，线下渠道占比 40%左右。其中线上渠道占比最高的仍旧是淘系和京东系等传统电商平台，而增速最快的是小红书、抖音、拼多多为主的新媒体平台，公司 2023 前三季度在新媒体平台中有超三位数的增长。

### 2、境外：海外去库存步入尾声，美国公司利润较高

公司 2023 年境外收入达 26.62 亿，同比增速 18.64%，毛利率 24.28%。2023 年，随着下游客户去库存的结束，公司出口业务逐步恢复正常。此外，近几年随着境外子公司业务的发力，海外子公司营收占比不断增加。美国子公司 American Jerky 2023 年实现营收 7.13 亿元，实现净利润 1.50 亿元，同比增速 165.3%。公司计划在美国建设第二工厂，截至 2024 年 3 月该项目正常推进中，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。

### 3、投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入为 46.55/55.30/65.10 亿，实现归母净利润 2.49/2.99/3.64 亿元，同增 7%/20%/22%。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、汇率波动、市场竞争、宏观经济环境、流动性风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,247.99	3,747.20	4,655.15	5,529.60	6,509.63
增长率(%)	12.72	15.37	24.23	18.78	17.72
EBITDA(百万元)	341.04	582.64	565.56	652.40	779.66
归属母公司净利润(百万元)	105.93	233.16	248.72	298.92	364.37
增长率(%)	(8.38)	120.12	6.67	20.18	21.90
EPS(元/股)	0.36	0.79	0.85	1.02	1.24
市盈率(P/E)	67.39	30.61	28.70	23.88	19.59
市净率(P/B)	3.45	3.20	2.60	2.37	2.14
市销率(P/S)	2.20	1.90	1.53	1.29	1.10
EV/EBITDA	19.75	13.95	12.82	10.75	9.10

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.27 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	294.11
流通 A 股股本(百万股)	294.11
A 股总市值(百万元)	7,138.15
流通 A 股市值(百万元)	7,137.94
每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	40.58
一年内最高/最低(元)	27.44/20.01

## 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《中宠股份-公司点评:2023 业绩同比高增长，国内自主品牌持续开拓》 2024-02-08
- 《中宠股份-半年报点评:业绩贴近预告上限，看好海外订单恢复+国内高速增长》 2023-08-07
- 《中宠股份-年报点评报告:重视出口底部复苏、国内市场持续放量！》 2023-04-22

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	577.72	527.14	1,163.79	1,382.40	1,627.41
应收票据及应收账款	362.70	467.59	548.17	664.24	765.79
预付账款	8.62	16.63	31.64	19.34	37.57
存货	609.85	580.46	986.58	842.56	1,314.09
其他	185.93	429.72	463.60	454.60	468.16
<b>流动资产合计</b>	<b>1,744.82</b>	<b>2,021.54</b>	<b>3,193.78</b>	<b>3,363.14</b>	<b>4,213.02</b>
长期股权投资	187.28	215.43	215.43	215.43	215.43
固定资产	1,014.93	1,070.17	1,236.33	1,324.60	1,393.94
在建工程	218.82	468.13	284.06	217.03	208.52
无形资产	95.02	93.24	90.65	88.06	85.46
其他	579.46	521.71	516.61	510.13	486.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,095.51</b>	<b>2,368.67</b>	<b>2,343.07</b>	<b>2,355.24</b>	<b>2,389.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,840.33</b>	<b>4,390.22</b>	<b>5,536.85</b>	<b>5,718.38</b>	<b>6,602.50</b>
短期借款	340.07	665.50	1,012.87	898.33	1,132.95
应付票据及应付账款	355.70	377.91	578.06	550.73	760.42
其他	145.67	131.79	202.70	171.19	213.15
<b>流动负债合计</b>	<b>841.44</b>	<b>1,175.21</b>	<b>1,793.63</b>	<b>1,620.24</b>	<b>2,106.53</b>
长期借款	44.68	40.45	54.34	100.00	107.80
应付债券	651.94	676.57	650.00	650.00	650.00
其他	74.01	68.28	76.49	72.93	72.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>770.62</b>	<b>785.30</b>	<b>780.83</b>	<b>822.93</b>	<b>830.36</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,619.69</b>	<b>1,970.84</b>	<b>2,574.46</b>	<b>2,443.17</b>	<b>2,936.89</b>
少数股东权益	154.36	186.57	217.09	260.89	323.35
股本	294.11	294.11	294.11	294.11	294.11
资本公积	1,144.63	1,144.24	1,410.58	1,410.58	1,410.58
留存收益	598.17	816.75	1,040.60	1,309.62	1,637.56
其他	29.36	(22.29)	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2,220.64</b>	<b>2,419.37</b>	<b>2,962.39</b>	<b>3,275.21</b>	<b>3,665.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,840.33</b>	<b>4,390.22</b>	<b>5,536.85</b>	<b>5,718.38</b>	<b>6,602.50</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	120.89	291.99	248.72	298.92	364.37
折旧摊销	103.59	119.92	120.50	131.35	141.77
财务费用	17.66	31.17	43.52	39.83	44.37
投资损失	(25.40)	(21.31)	(30.00)	(42.00)	(50.00)
营运资金变动	(205.29)	41.11	(269.37)	(3.77)	(328.91)
其它	108.06	(15.86)	37.41	49.83	67.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>119.51</b>	<b>447.02</b>	<b>150.79</b>	<b>474.15</b>	<b>239.06</b>
资本支出	461.04	440.27	91.79	153.56	200.36
长期投资	54.31	28.15	0.00	0.00	0.00
其他	(951.21)	(1,148.79)	(161.79)	(261.56)	(350.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(435.85)</b>	<b>(680.37)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(108.00)</b>	<b>(150.00)</b>
债权融资	529.13	320.65	295.48	(112.77)	199.32
股权融资	138.38	(52.05)	260.38	(34.76)	(43.38)
其他	(156.49)	(184.37)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>511.02</b>	<b>84.23</b>	<b>555.86</b>	<b>(147.53)</b>	<b>155.95</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	7.00
<b>现金净增加额</b>	<b>194.68</b>	<b>(149.12)</b>	<b>636.65</b>	<b>218.61</b>	<b>252.01</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,247.99</b>	<b>3,747.20</b>	<b>4,655.15</b>	<b>5,529.60</b>	<b>6,509.63</b>
营业成本	2,605.23	2,762.56	3,544.62	4,203.71	4,893.72
营业税金及附加	12.33	13.53	15.73	19.89	22.97
销售费用	302.97	386.94	465.13	563.32	696.38
管理费用	116.60	143.65	176.90	204.60	234.35
研发费用	43.36	47.91	60.52	77.41	97.64
财务费用	14.93	28.76	43.52	39.83	44.37
资产/信用减值损失	(25.21)	(19.19)	(19.33)	(17.21)	(18.27)
公允价值变动收益	(7.31)	2.08	3.50	1.17	(1.94)
投资净收益	25.40	21.31	30.00	42.00	57.00
其他	4.95	(12.49)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>154.72</b>	<b>372.16</b>	<b>362.89</b>	<b>446.81</b>	<b>556.99</b>
营业外收入	1.25	1.04	1.14	1.09	1.12
营业外支出	0.45	2.90	1.68	2.29	1.98
<b>利润总额</b>	<b>155.51</b>	<b>370.30</b>	<b>362.36</b>	<b>445.62</b>	<b>556.12</b>
所得税	34.62	78.31	79.72	98.04	122.35
<b>净利润</b>	<b>120.89</b>	<b>291.99</b>	<b>282.64</b>	<b>347.58</b>	<b>433.77</b>
少数股东损益	14.96	58.83	33.92	48.66	69.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>105.93</b>	<b>233.16</b>	<b>248.72</b>	<b>298.92</b>	<b>364.37</b>
每股收益(元)	0.36	0.79	0.85	1.02	1.24

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.72%	15.37%	24.23%	18.78%	17.72%
营业利润	-3.93%	140.54%	-2.49%	23.12%	24.66%
归属于母公司净利润	-8.38%	120.12%	6.67%	20.18%	21.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.79%	26.28%	23.86%	23.98%	24.82%
净利率	3.26%	6.22%	5.34%	5.41%	5.60%
ROE	5.13%	10.44%	9.06%	9.92%	10.90%
ROIC	7.53%	14.11%	12.15%	13.28%	16.25%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.18%	44.89%	46.50%	42.72%	44.48%
净负债率	21.34%	36.12%	19.45%	8.69%	7.73%
流动比率	2.05	1.71	1.78	2.08	2.00
速动比率	1.34	1.22	1.23	1.56	1.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.17	9.03	9.17	9.12	9.10
存货周转率	5.77	6.30	5.94	6.05	6.04
总资产周转率	0.95	0.91	0.94	0.98	1.06
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.79	0.85	1.02	1.24
每股经营现金流	0.41	1.52	0.51	1.61	0.81
每股净资产	7.03	7.59	9.33	10.25	11.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	67.39	30.61	28.70	23.88	19.59
市净率	3.45	3.20	2.60	2.37	2.14
EV/EBITDA	19.75	13.95	12.82	10.75	9.10
EV/EBIT	26.68	16.96	16.29	13.45	11.12

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com