

中宠股份 (002891.SZ) 海外业务量利齐升，盈利能力显著优化

2024年04月24日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

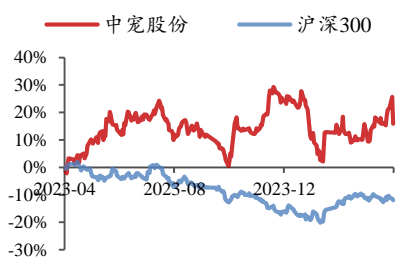
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2024/4/23
当前股价(元)	24.27
一年最高最低(元)	27.44/20.01
总市值(亿元)	71.38
流通市值(亿元)	71.38
总股本(亿股)	2.94
流通股本(亿股)	2.94
近3个月换手率(%)	81.82

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《盈利能力持续改善，品牌建设日益完善——公司信息更新报告》-2023.11.14
 《国内外盈利能力迎来修复，自有品牌稳健发展——公司信息更新报告》-2023.8.7

● 海外业务量利齐升驱动利润大增，盈利能力持续优化，维持“买入”评级

2023年公司营收/归母净利润 37.47/2.33 亿元，同比+15.37%/+120.12%，其中2023Q4 营收/归母净利润 10.35/0.56 亿元，同比+28.44%/+748.55%。2024Q1 营收/归母净利润 8.78/0.56 亿元，同比+24.42%/+259.00%，利润高增主要系境外销售回暖、海外工厂毛利率提升。我们维持 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.95/3.49/4.12 亿元，EPS 分别为 1.00/1.19/1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 24.2/20.4/17.3 倍，维持“买入”评级。

● 产品结构优化叠加降本增效，公司盈利能力大幅提升

2023年公司销售毛利率/销售净利率 26.28%/7.79%，同比+6.49pct/+4.07pct，产品结构优化、供应链效率提升、成本管控强化驱动盈利能力显著上行。2024Q1 销售毛利率/销售净利率 27.85%/7.41%，同比+3.50pct/+3.58pct，销售/管理/研发/财务费用率 10.38%/5.10%/1.68%/0.66%，其中销售费用率同比+0.71pct 主要系公司提前布局 4 月它博会致营销费用投放节奏提前，预计全年营销费用维持稳定，财务费用率同比-0.99pct 系汇兑损失减少。

● 国内消费结构调整驱动主粮销售高增，多款主粮新品助力公司赛道布局

(1) 国内消费趋势驱动主粮销售高增。2023 年零食/罐头/主粮营收 23.51/6.35/5.77 亿元，同比+9.81%/+5.76%/+60.23%，毛利率 25.39%/32.62%/29.06%，同比+6.82pct/+6.21pct/+8.61pct，主粮销售大增主要系国内宠食消费结构调整。(2) 多品牌助力公司布局主粮赛道。Wanpy 推出原生力犬主食罐、生骨肉双拼粮等多款干湿粮产品，其中生骨肉双拼猫粮获 2023 宠物新国货猫主粮品类“年度创新产品奖”。ZEAL 0 号主食犬罐头 618 期间天猫旗舰店销售超 8 万罐，荣登天猫狗罐头热销榜 Top2，双 11 销售额超 400 万元，跃升天猫狗罐头预售榜 Top2。

● 境外市场销售旺盛，中高端品牌强劲增长打开盈利空间

2023 年境内/境外营收 10.81/25.33 亿元，同比+20.15%/+12.89%，毛利率 31.28%/25.22%，同比+3.51pct/+7.97pct。Wanpy、ZEAL、GREAT JACK'S 等远销 61 个国家和地区，其中中高端品牌 ZEAL 在美国、加拿大、新西兰、澳大利亚等增长强劲。2023 年 6 月，ZEAL、GREAT JACK'S 正式入驻加拿大 156 家 PetSmart 门店，标志自主品牌在北美市场销售取得新突破。

● 风险提示：原材料（鸡胸肉）价格波动，产能扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,390	5,016	5,722
YOY(%)	12.7	15.4	17.2	14.3	14.1
归母净利润(百万元)	106	233	295	349	412
YOY(%)	-8.4	120.1	26.5	18.4	18.0
毛利率(%)	19.8	26.3	26.9	27.4	27.9
净利率(%)	3.3	6.2	6.7	7.0	7.2
ROE(%)	5.4	12.1	12.6	13.2	13.5
EPS(摊薄/元)	0.36	0.79	1.00	1.19	1.40
P/E(倍)	67.4	30.6	24.2	20.4	17.3
P/B(倍)	3.5	3.2	2.8	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1745	2022	1896	1961	2304	营业收入	3248	3747	4390	5016	5722
现金	578	527	618	737	805	营业成本	2605	2763	3208	3641	4126
应收票据及应收账款	363	468	0	0	0	营业税金及附加	12	14	15	18	20
其他应收款	32	5	39	11	46	营业费用	303	387	457	527	607
预付账款	9	17	13	21	18	管理费用	117	144	176	201	229
存货	610	580	802	767	1011	研发费用	43	48	70	85	103
其他流动资产	154	425	425	425	425	财务费用	15	29	71	67	65
非流动资产	2096	2369	2550	2702	2858	资产减值损失	-24	-15	-22	-26	-28
长期投资	187	215	258	300	342	其他收益	6	4	5	5	5
固定资产	1015	1070	1265	1428	1584	公允价值变动收益	-7	2	-1	-1	-1
无形资产	95	93	100	109	114	投资净收益	25	21	21	22	21
其他非流动资产	798	990	927	865	817	资产处置收益	4	0	1	1	1
资产总计	3840	4390	4446	4663	5162	营业利润	155	372	446	534	632
流动负债	849	1186	1010	946	1086	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	340	666	731	666	792	营业外支出	0	3	2	2	2
应付票据及应付账款	356	378	0	0	0	利润总额	156	370	445	533	631
其他流动负债	153	142	280	281	294	所得税	35	78	95	115	135
非流动负债	771	785	666	536	406	净利润	121	292	350	419	496
长期借款	697	717	598	468	337	少数股东损益	15	59	55	70	84
其他非流动负债	74	68	68	68	68	归属母公司净利润	106	233	295	349	412
负债合计	1620	1971	1677	1483	1492	EBITDA	308	562	602	706	821
少数股东权益	154	187	241	311	394	EPS(元)	0.36	0.79	1.00	1.19	1.40
股本	294	294	294	294	294						
资本公积	1145	1144	1144	1144	1144	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	598	817	1143	1538	2009	成长能力					
归属母公司股东权益	2066	2233	2528	2870	3276	营业收入(%)	12.7	15.4	17.2	14.3	14.1
负债和股东权益	3840	4390	4446	4663	5162	营业利润(%)	-3.9	140.5	19.9	19.8	18.3
						归属于母公司净利润(%)	-8.4	120.1	26.5	18.4	18.0
						获利能力					
						毛利率(%)	19.8	26.3	26.9	27.4	27.9
						净利率(%)	3.3	6.2	6.7	7.0	7.2
						ROE(%)	5.4	12.1	12.6	13.2	13.5
						ROIC(%)	5.0	9.5	9.6	10.8	11.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42.2	44.9	37.7	31.8	28.9
						净负债比率(%)	22.9	37.5	32.3	18.3	14.1
						流动比率	2.1	1.7	1.9	2.1	2.1
						速动比率	1.3	1.2	1.0	1.2	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
						应收账款周转率	9.2	9.0	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	7.4	7.5	17.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.79	1.00	1.19	1.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.52	1.20	2.20	1.45
						每股净资产(最新摊薄)	7.03	7.59	8.59	9.76	11.14
						估值比率					
						P/E	67.4	30.6	24.2	20.4	17.3
						P/B	3.5	3.2	2.8	2.5	2.2
						EV/EBITDA	25.0	14.0	13.1	10.8	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn