

评级：买入（维持）

市场价格：24.99 元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
市价(元)	24.99
市值(百万元)	7,350
流通市值(百万元)	7,350

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、中宠股份：从生产制造到品牌运营商
- 2、中宠股份中报点评：海外出口修复，国内收入占比再提升

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,333	4,977	5,664
增长率 yoy%	13%	15%	16%	15%	14%
净利润(百万元)	106	233	287	348	419
增长率 yoy%	-8%	120%	23%	21%	21%
每股收益(元)	0.36	0.79	0.97	1.18	1.43
每股现金流量	0.41	1.52	2.07	1.67	2.05
净资产收益率	5%	10%	11%	11%	12%
P/E	69.4	31.5	25.6	21.1	17.5
P/B	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4

备注：股价选取 2024 年 04 月 24 日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。**2023 年实现营收 37.47 亿元，同比+15.4%，归母净利润 2.33 亿元，同比+120%。业绩落于业绩预告中枢。2023Q4 营收 10.35 亿元，同比+28.4%，环比+3.8%；归母净利润 5643 万元，同比扭亏。2024Q1 营收 8.78 亿元，同比+24.4%，环比-15.2%；归母净利润 5622 万元，同比+259%，环比持平。公司拟向股东每 10 股分派红利 2.4 元（含税）。
- **23 年海外强劲恢复，国内收入突破 10 亿关口。**分境内外看，23 年境外业务收入 26.6 亿元，同比+13.4%，毛利率 25.22%，同比+7.97pct，22Q4-23Q1 受海外客户去库影响导致出口收入有所下滑，23Q2 起，逐步恢复至正常水平，且海外工厂订单强劲+品牌出海增厚海外业绩；内销实现收入 10.8 亿元，同比+20.4%，占整体收入比提升至 29%，毛利率 31.28%，同比+3.51pct，全价值链优化成效凸显。分产品看，零食/罐头/主粮收入分别为 23.51/6.34/5.77 亿元，同比+9.81%/5.76%/60.23%，主粮收入增速显著，且毛利率较 22 年提升 8.61pct 至 29.06%，凸显公司聚焦主粮的决心和成效。
- **24 年一季度出口延续高增，品牌梳理接近尾声。**整体毛利率 27.85%，环比+0.44pct，连续 9 个季度增长，主要系顽皮缩减 SKU，ZEAL 渠道控价和领先高毛利产品占比提升共同驱动；销售费用同比+34%至 9113 万元，随着 ZEAL 品牌梳理完毕，逐步加大业务宣传费用，预计二季度将正式突出全新风干粮产品，填补 ZEAL 在干粮类目的空白，持续提升其高端市场竞争力；Wanpy 品牌的梳理工作也接近尾声，预计将陆续推出更多符合品牌调性的系列新品，助力国内业务盈利能力和收入增速再提升。
- **投资建议：**公司海外业务全面恢复，多点开花，国内品牌梳理接近尾声，看好顽皮+Zeal+领先的差异化品牌矩阵的盈利能力和行业地位进一步提升。考虑海外业务仍是公司主要利润来源，24 年汇率对利润贡献或减弱，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 43.33/49.77/56.64 亿元（前次 24-25 年分别为 42.28/49.07 亿元），归母净利润分别为 2.87/3.48/4.19 亿元（前次 24-25 年分别为 2.95/3.79 亿元），EPS 分别为 0.97/1.18/1.43（前次 24-25 年分别为 1.00/1.29），当前股价对应 PE 分别为 25.6/21.1/17.5 倍，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**原材料价格波动风险、海外消费不及预期、国内市场开拓不及预期风险、研报中使用的数据及信息更新不及时。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	527	1,107	951	1,190	营业收入	3,747	4,333	4,977	5,664
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,763	3,171	3,616	4,083
应收账款	468	515	589	683	税金及附加	14	16	18	20
预付账款	17	22	20	25	销售费用	387	447	514	585
存货	580	621	709	808	管理费用	144	166	191	217
合同资产	0	0	0	0	研发费用	48	52	60	68
其他流动资产	430	398	399	400	财务费用	29	30	28	28
流动资产合计	2,022	2,663	2,668	3,107	信用减值损失	-4	-3	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-15	-17	-18	-17
长期股权投资	215	215	215	215	公允价值变动收益	2	-1	-2	0
固定资产	1,070	1,375	1,711	2,074	投资收益	21	20	20	20
在建工程	468	568	568	468	其他收益	4	5	5	4
无形资产	93	85	77	70	营业利润	372	456	553	667
其他非流动资产	522	465	459	455	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	2,369	2,709	3,031	3,282	营业外支出	3	2	2	2
资产合计	4,390	5,372	5,699	6,390	利润总额	370	455	552	666
短期借款	666	455	487	536	所得税	78	96	116	141
应付票据	0	15	4	6	净利润	292	359	436	525
应付账款	378	449	500	567	少数股东损益	59	72	88	106
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	233	287	348	419
合同负债	10	15	14	17	NOPLAT	315	383	458	547
其他应付款	8	10	10	9	EPS (按最新股本摊薄)	0.79	0.97	1.18	1.43
一年内到期的非流动负债	19	10	5	5					
其他流动负债	105	179	192	206	主要财务比率				
流动负债合计	1,186	1,133	1,213	1,346	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	40	80	0	40	成长能力				
应付债券	677	677	677	677	营业收入增长率	15.4%	15.6%	14.9%	13.8%
其他非流动负债	68	810	761	812	EBIT增长率	134.1%	21.6%	19.6%	19.6%
非流动负债合计	785	1,567	1,438	1,529	归母公司净利润增长率	120.1%	23.0%	21.3%	20.5%
负债合计	1,971	2,700	2,651	2,875	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,233	2,413	2,702	3,062	毛利率	26.3%	26.8%	27.3%	27.9%
少数股东权益	187	259	347	452	净利率	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
所有者权益合计	2,419	2,672	3,049	3,515	ROE	9.6%	10.7%	11.4%	11.9%
负债和股东权益	4,390	5,372	5,699	6,390	ROIC	14.2%	13.2%	14.7%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率	44.9%	50.3%	46.5%	45.0%
					债务权益比	60.7%	76.0%	63.3%	58.9%
					流动比率	1.7	2.4	2.2	2.3
					速动比率	1.2	1.8	1.6	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
					应收账款周转天数	40	41	40	40
					应付账款周转天数	48	47	47	47
					存货周转天数	78	68	66	67
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	0.97	1.18	1.43
					每股经营现金流	1.52	2.07	1.67	2.05
					每股净资产	7.59	8.20	9.19	10.41
					估值比率				
					P/E	32	26	21	18
					P/B	3	3	3	2
					EV/EBITDA	108	91	76	64

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。