

中宠股份（002891.SZ）

2023 年报及 2024 一季报点评：海外代工业务维持较高景气，
24Q1 归母净利润同比+259%

买入

核心观点

海外业务维持较高景气，24Q1 归母净利润同比+259%。公司 2023 年实现营收 37.47 亿元，同比+15.37%，主要系报告期内海外业务景气度高且国内品牌业务维持拓展，宠物食品及用品销量同比+10.46%。公司 2023 年实现归母净利润 2.33 亿元，同比+120.12%，主要系海外业务受益美国零售景气以及美元汇率坚挺，毛利率同比提升。

分季度来看：24Q1 海外业务维持景气，品牌业务维持推广，收入同比+24.42%至 8.78 亿元，销售毛利率增至 28%，带动归母净利润同比+259.00%至 1.48 亿元。另外受益美元汇率坚挺，汇兑损失同比减少导致公司财务费用同比-50.26%。

分产品来看：2023 年零食业务实现营收 23.51 亿元，同比+9.81%，收入占比 63%，毛利率同比+6.82pct 至 25.39%；宠物罐头业务实现营收 6.35 亿元，同比+6%，收入占比 17%，毛利率同比+6.21pct 至 32.62%；主粮业务实现营收 5.77 亿元，同比+60%，收入占比 15%，毛利率同比+8.61%至 29.06%。

分地区来看：2023 年境内业务实现营收 10.81 亿元，同比+20%，收入占比 29%，毛利率同比+3.51pct 至 31.28%，受益于品牌业务拓展，收入维持快增；境外业务实现营收 25.33 亿元，同比+13%，收入占比 71%，毛利率同比+7.97%至 25.22%，主要受益于美元汇率坚挺和海外零售景气。公司以自主品牌业务为核心，聚焦“顽皮”、“领先”、“Zeal”三大品牌，持续拓展国内市场，与此同时公司也在依靠美国及加拿大工厂加快海外市场拓展，最终推动国内外业务同步维持较快增长。

分模式来看：2023 年 OEM 业务实现营收 21.53 亿元，同比+14%，占比为 58%，毛利率同比+7.85pct 至 26.13%，量利增长明显主要受益于海外零售景气和美元汇率坚挺；经销业务实现营收 11.21 亿元，同比+9%，占比为 30%，毛利率同比+7.97pct 至 25.22%；直销业务实现营收 4.66 亿元，同比+47%，占比为 12%，毛利率同比+1.3%至 43.73%。

风险提示：汇率大幅波动的风险；中美贸易冲突的风险；品牌业务推广不及预期的风险。

投资建议：考虑到海外零售维持景气，美元汇率保持坚挺，公司境外业务预计受益，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测为 2.7/3.1 亿元（原为 2.1/2.3 亿元），预测公司 2026 年归母净利润为 3.5 亿元，同比增速分别为 +14%/15%/13%，EPS 分别为 0.90/1.04/1.18 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,196	4,671	5,120
(+/-%)	12.7%	15.4%	12.0%	11.3%	9.6%
净利润(百万元)	106	233	266	306	346
(+/-%)	-8.4%	120.1%	14.1%	15.1%	13.1%
每股收益(元)	0.36	0.79	0.90	1.04	1.18
EBIT Margin	5.2%	10.5%	11.1%	11.3%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	5.1%	10.4%	11.0%	11.6%	12.0%
市盈率 (PE)	73.1	33.2	29.1	25.3	22.4
EV/EBITDA	36.6	19.6	16.5	14.6	13.4
市净率 (PB)	3.75	3.47	3.20	2.94	2.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

联系人：江海航

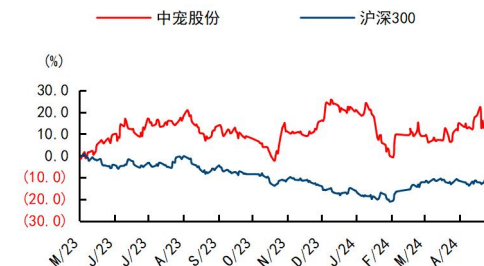
010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.70 元
总市值/流通市值	7265/7264 百万元
52 周最高价/最低价	27.44/20.07 元
近 3 个月日均成交额	104.67 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中宠股份（002891.SZ）-2023 年三季报点评：国内外业务共同发力，Q3 归母净利润同比+74%》——2023-11-02

《中宠股份（002891.SZ）-2023 年中报点评：海外订单重回增长，品牌业务快速推广》——2023-08-09

《中宠股份（002891.SZ）-国内外业务稳步拓展，2023H1 归母净利润预计同比增长 24%-51%》——2023-07-17

《中宠股份（002891.SZ）-2022 年报及 2023 一季报点评：自有品牌稳步发力，23Q1 境内收入同比增速维持约 30%》——2023-04-21

海外业务维持较高景气, 24Q1 归母净利润同比+259%。公司 2023 年实现营收 37.47 亿元, 同比+15.37%, 主要系报告期内海外业务景气度高且国内品牌业务维持拓展, 宠物食品及用品销量同比+10.46%。公司 2023 年实现归母净利润 2.33 亿元, 同比+120.12%, 主要系海外业务受益美国零售景气以及美元汇率坚挺, 毛利率同比提升。

分季度来看: 24Q1 海外业务维持景气, 品牌业务维持推广, 收入同比+24.42%至 8.78 亿元, 销售毛利率增至 28%, 带动归母净利润同比+259.00%至 1.48 亿元。另外受益美元汇率坚挺, 汇兑损失同比减少导致公司财务费用同比-50.26%。

分产品来看: 2023 年零食业务实现营收 23.51 亿元, 同比+9.81%, 收入占比 63%, 毛利率同比+6.82pct 至 25.39%; 宠物罐头业务实现营收 6.35 亿元, 同比+6%, 收入占比 17%, 毛利率同比+6.21pct 至 32.62%; 主粮业务实现营收 5.77 亿元, 同比+60%, 收入占比 15%, 毛利率同比+8.61%至 29.06%。

分地区来看: 2023 年境内业务实现营收 10.81 亿元, 同比+20%, 收入占比 29%, 毛利率同比+3.51pct 至 31.28%, 受益于品牌业务拓展, 收入维持快增; 境外业务实现营收 25.33 亿元, 同比+13%, 收入占比 71%, 毛利率同比+7.97%至 25.22%, 主要受益于美元汇率坚挺和海外零售景气。公司以自主品牌业务为核心, 聚焦“顽皮”、“领先”、“Zeal”三大品牌, 持续拓展国内市场, 与此同时公司也在依靠美国及加拿大工厂加快海外市场拓展, 最终推动国内外业务同步维持较快增长。

分模式来看: 2023 年 OEM 业务实现营收 21.53 亿元, 同比+14%, 占比为 58%, 毛利率同比+7.85pct 至 26.13%, 量利增长明显主要受益于海外零售景气和美元汇率坚挺; 经销业务实现营收 11.21 亿元, 同比+9%, 占比为 30%, 毛利率同比+7.97pct 至 25.22%; 直销业务实现营收 4.66 亿元, 同比+47%, 占比为 12%, 毛利率同比+1.3%至 43.73%。

图1: 中宠股份营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中宠股份单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中宠股份归母净利润及增速



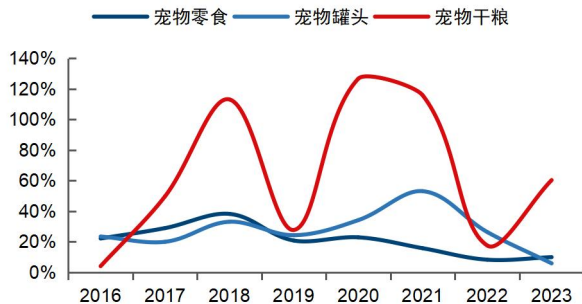
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中宠股份单季归母净利润及增速



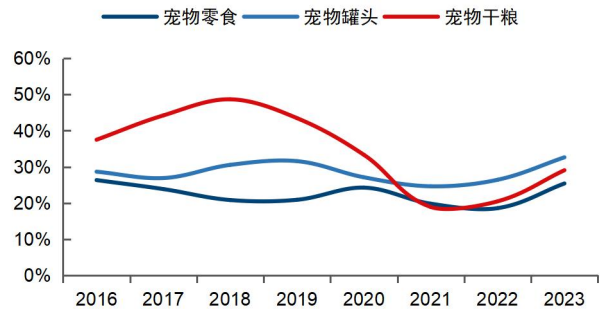
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中宠股份主要业务收入增速情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

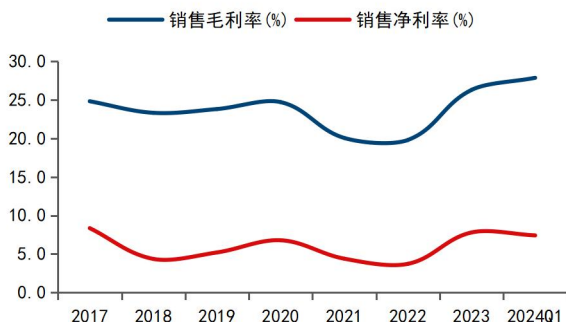
图6：中宠股份主要业务毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

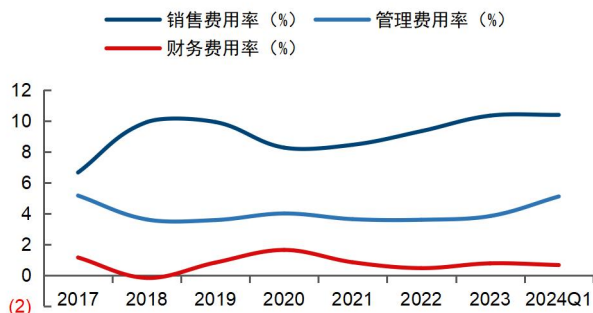
利润率同比增加，销售费用率小幅增长。公司 2023 年销售毛利率 26.28%，同比 +6.49pct；销售净利率 7.79%，同比 +4.07pcts，利润率增长主要系公司境内外业务盈利能力均有提升。费用方面，公司 2023 年销售费用率 10.33%（同比 +1.00pct），管理费用率 3.83%（同比 +0.24pct），财务费用率 0.77%（同比 +0.31pct）。三项费用率合计 14.93%，同比 +1.55pct，主要系自主品牌业务推广导致销售费用增加，可转债利息导致财务费用增加。

图7：中宠股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

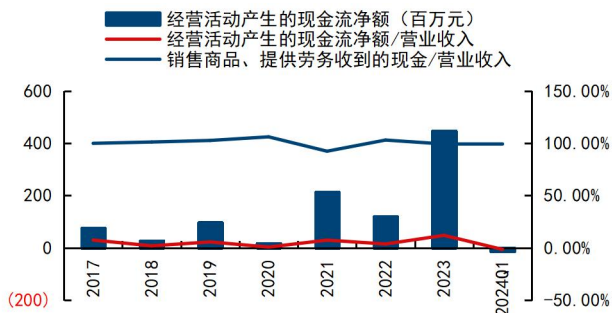
图8：中宠股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

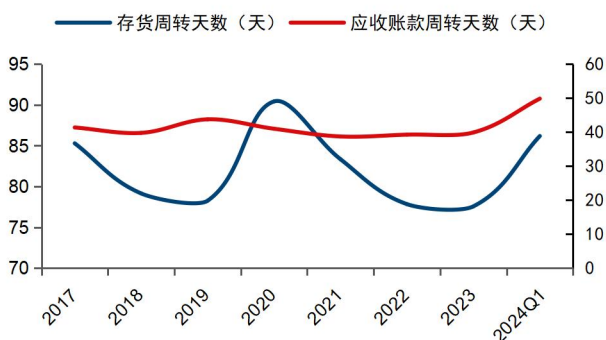
经营性现金流增加较多，销售回款节奏小幅放缓。2023 年经营性现金流净额 4.47 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 11.93%（同比+8.25pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 99.21%（较上年全年水平-3.78pct）。在主要流动资产周转方面，2023 年存货天数达 78 天（同比基本持平），应收账款周转天数达 40 天（同比+1.63%）。

图9：中宠股份经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中宠股份主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到海外零售维持景气，美元汇率保持坚挺，公司境外业务预计受益，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测为 2.7/3.1 亿元（原为 2.1/2.3 亿元），预测公司 2026 年归母净利润为 3.5 亿元，同比增速分别为+14%/15%/13%，EPS 分别为 0.90/1.04/1.18 元，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	4月22日 收盘价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E	
301498	乖宝宠物	52.85	211.42	0.74	1.07	1.45	71	49	36	买入
300673	佩蒂股份	12.83	32.51	0.50	0.13	0.51	26	99	25	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (注: 佩蒂股份盈利预测参考 Wind 一致预期)

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	578	527	820	1026	1287	营业收入	3248	3747	4196	4671	5120
应收款项	395	473	516	577	636	营业成本	2605	2763	3071	3400	3713
存货净额	610	580	677	747	802	营业税金及附加	12	14	14	17	18
其他流动资产	162	441	352	392	487	销售费用	303	387	438	493	543
流动资产合计	1745	2022	2365	2742	3212	管理费用	117	144	153	172	193
固定资产	1234	1538	1585	1608	1573	研发费用	43	48	55	60	67
无形资产及其他	95	93	91	88	85	财务费用	15	29	42	39	37
投资性房地产	579	522	522	522	522	投资收益	25	21	19	22	21
长期股权投资	187	215	215	215	215	资产减值及公允价值变动	16	17	(18)	(21)	(17)
资产总计	3840	4390	4777	5175	5607	其他收入	(83)	(78)	(55)	(60)	(67)
短期借款及交易性金融负债	355	684	766	853	935	营业利润	155	372	425	490	553
应付款项	356	378	431	465	510	营业外净收支	1	(2)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	138	124	151	168	178	利润总额	156	370	424	490	552
流动负债合计	849	1186	1348	1485	1622	所得税费用	35	78	91	106	118
长期借款及应付债券	697	717	717	717	717	少数股东损益	15	59	67	78	88
其他长期负债	74	68	59	51	43	归属于母公司净利润	106	233	266	306	346
长期负债合计	771	785	776	768	760	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1620	1971	2124	2253	2382	净利润	106	233	266	306	346
少数股东权益	154	187	234	288	349	资产减值准备	10	(6)	8	1	(0)
股东权益	2066	2233	2419	2633	2876	折旧摊销	89	104	132	159	172
负债和股东权益总计	3840	4390	4777	5175	5607	公允价值变动损失	(16)	(17)	18	21	17
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	15	29	42	39	37
每股收益	0.36	0.79	0.90	1.04	1.18	营运资本变动	(223)	(274)	28	(127)	(163)
每股红利	0.12	0.19	0.27	0.31	0.35	其它	1	51	40	54	62
每股净资产	7.03	7.59	8.22	8.95	9.78	经营活动现金流	(35)	91	491	413	434
ROIC	4.46%	8.64%	9%	10%	11%	资本开支	0	(417)	(201)	(201)	(151)
ROE	5.13%	10.44%	10.99%	11.62%	12.04%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	26%	27%	27%	27%	投资活动现金流	(54)	(445)	(201)	(201)	(151)
EBIT Margin	5%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	19	4	0	0	0
EBITDA Margin	8%	13%	14%	15%	15%	负债净变化	(69)	(4)	0	0	0
收入增长	13%	15%	12%	11%	10%	支付股利、利息	(34)	(55)	(80)	(92)	(104)
净利润增长率	-8%	120%	14%	15%	13%	其它融资现金流	503	418	82	87	82
资产负债率	46%	49%	49%	49%	49%	融资活动现金流	316	303	2	(5)	(22)
股息率	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	现金净变动	227	(51)	292	206	261
P/E	73.1	33.2	29.1	25.3	22.4	货币资金的期初余额	351	578	527	820	1026
P/B	3.7	3.5	3.2	2.9	2.7	货币资金的期末余额	578	527	820	1026	1287
EV/EBITDA	36.6	19.6	16.5	14.6	13.4	企业自由现金流	0	(277)	325	244	319
						权益自由现金流	0	136	374	300	372

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032