

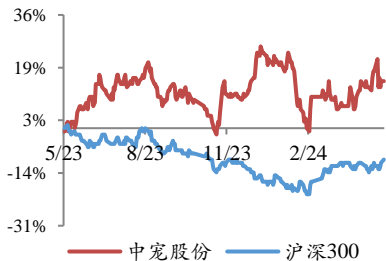
## 海外出口业务持续恢复，核心自有品牌调整梳理

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-30

收盘价(元)	25.18
近12个月最高/最低(元)	27.44/20.07
总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	74

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujs@hazq.com

### 相关报告

1. 中宠股份(002891) 2023年业绩预告点评：23年业绩同比高增，盈利水平持续提升 2024-02-02

2. 中宠股份(002891) 三季报点评：Q3公司业绩同比高增，盈利能力提升明显 2023-11-01

### 主要观点：

#### ● 2023年公司归母净利润2.33亿元，24Q1归母净利润0.56亿元

公司发布2023年年报及2024年一季报：2023年公司实现收入37.47亿元，同比增长15.4%，归母净利润2.33亿元，同比增长120.1%。其中，2023Q4，公司实现收入10.35亿元，同比增长28.4%，归母净利润0.56亿元，同比扭亏为盈。2024Q1，公司实现收入8.78亿元，同比增长24.4%，归母净利润0.56亿元，同比增长259.0%，业绩同比高增主要系海外代工业务回暖、产品结构优化叠加工厂毛利率提升所致。

#### ● 海外代工持续恢复，主粮业务增速亮眼

分地区看，2023年公司主要业务境外收入25.33亿元，同比增长12.9%，毛利率25.2%，同比增长7.97个百分点，主要系海外订单回暖、原材料价格下降叠加海外工厂产品结构优化所致；境内业务实现收入10.81亿元，同比增长20.2%，毛利率31.3%，同比提升3.51个百分点，主要系原材料成本下降叠加公司价值链管控推进所致。

分产品看，2023年公司宠物零食实现收入23.51亿元，同比增长9.8%，毛利率25.4%，同比增长6.82个百分点；宠物罐头收入6.35亿元，同比增长5.8%，毛利率32.6%，同比提升6.21个百分点；宠物主粮收入5.77亿元，同比增长60.2%，毛利率29.1%，同比增长8.61个百分点，主粮业务同比高增主要受公司产品结构优化及品牌战略方向影响。

分销售模式看，2023年公司宠物食品及用品OEM业务收入21.53亿元，同比增长14.5%；经销业务实现收入11.21亿元，同比增长8.7%；直销业务实现收入3.39亿元，同比增长47.2%。

#### ● 价值链管控叠加产品结构优化，公司盈利能力改善明显

公司对旗下核心自主品牌维持高销售费用投入，围绕“聚焦国内市场、聚焦主粮、聚焦自有品牌”的发展战略，2023年公司销售费用3.87亿元，同比增长27.7%，销售费用率10.3%，同比增长1.0个百分点。公司积极推进全价值链毛利率优化项目，通过优化品牌长尾SKU、缩减低毛利率产品、提升供应链效率，强化成本及价格管控等多元策略明确自主品牌定位，品牌盈利能力改善明显。

#### ● 投资建议

公司深耕国内宠物市场，着力提升核心自主品牌的品牌形象、市场占有率以及影响力，是国内宠物食品行业优质企业，伴随公司海外业务持续回暖、海外工厂盈利能力提升以及国内市场自有品牌快速发展，我们预计2024-2026年公司实现主营业务收入42.65亿元、48.76亿元、56.32亿元(2024-2025年前值43.71亿元、51.75亿)，同比增长13.8%、14.3%、15.5%(2024-2025年前值16.3%、18.4%)，对应归母净利润2.83亿元、3.54亿元、4.14亿元(2024-2025年前值2.72亿元、3.32亿元)，同比增长21.3%、25.4%、16.9%(2024-2025年前值16.1%、22.0%)，对应EPS 0.96元、1.21元、1.41元。维持“买入”评级不变。

## ● 风险提示

汇率波动风险；国内市场开拓不达预期；产能投放不及预期；原材料价格波动；品牌建设不及预期。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3747	4265	4876	5632
收入同比 (%)	15.4%	13.8%	14.3%	15.5%
归属母公司净利润	233	283	354	414
净利润同比 (%)	120.1%	21.3%	25.4%	16.9%
毛利率 (%)	26.3%	26.2%	26.8%	27.1%
ROE (%)	10.4%	11.3%	12.5%	12.9%
每股收益 (元)	0.80	0.96	1.21	1.41
P/E	33.03	26.19	20.89	17.88
P/B	3.47	2.97	2.62	2.30
EV/EBITDA	16.72	14.02	11.72	10.29

资料来源: wind, 华安证券研究所

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
<b>流动资产</b>	2022	2327	2653	3189	<b>营业收入</b>	3747	4265	4876	5632
现金	527	577	837	1004	营业成本	2763	3149	3572	4109
应收账款	468	461	606	631	营业税金及附加	14	16	18	21
其他应收款	5	42	11	49	销售费用	387	435	497	580
预付账款	17	16	17	22	管理费用	144	164	185	214
存货	580	797	738	1039	财务费用	29	22	27	32
其他流动资产	425	435	445	445	资产减值损失	-15	-16	-6	-12
<b>非流动资产</b>	2369	2650	2925	3182	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	215	254	295	331	投资净收益	21	19	20	24
固定资产	1070	1148	1219	1253	<b>营业利润</b>	372	433	535	625
无形资产	93	101	102	104	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	990	1147	1309	1494	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	4390	4977	5577	6372	<b>利润总额</b>	370	433	535	625
<b>流动负债</b>	1186	1453	1656	1988	所得税	78	95	118	137
短期借款	666	819	972	1183	<b>净利润</b>	292	338	417	487
应付账款	378	457	497	595	少数股东损益	59	55	63	73
其他流动负债	142	177	187	210	<b>归属母公司净利润</b>	233	283	354	414
<b>非流动负债</b>	785	785	785	785	EBITDA	518	600	709	812
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.80	0.96	1.21	1.41
其他非流动负债	745	745	745	745					
<b>负债合计</b>	1971	2238	2441	2773					
少数股东权益	187	241	304	377	<b>主要财务比率</b>				
股本	294	294	294	294	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	1144	1144	1144	1144	<b>成长能力</b>				
留存收益	794	1059	1394	1783	营业收入	15.4%	13.8%	14.3%	15.5%
归属母公司股东权益	2233	2498	2832	3221	营业利润	140.5%	16.3%	23.5%	16.9%
<b>负债和股东权益</b>	4390	4977	5577	6372	归属于母公司净利	120.1%	21.3%	25.4%	16.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	26.3%	26.2%	26.8%	27.1%
					净利率 (%)	6.2%	6.6%	7.3%	7.4%
					ROE (%)	10.4%	11.3%	12.5%	12.9%
					ROIC (%)	7.8%	8.2%	8.7%	9.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	44.9%	45.0%	43.8%	43.5%
					净负债比率 (%)	81.5%	81.7%	77.8%	77.1%
					流动比率	1.71	1.60	1.60	1.60
					速动比率	1.17	1.01	1.11	1.04
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.91	0.91	0.92	0.94
					应收账款周转率	9.03	9.17	9.12	9.10
					应付账款周转率	7.53	7.55	7.49	7.52
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.80	0.96	1.21	1.41
					每股经营现金流	1.52	1.18	1.95	1.42
					每股净资产	7.59	8.49	9.63	10.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.03	26.19	20.89	17.88
					P/B	3.47	2.97	2.62	2.30
					EV/EBITDA	16.72	14.02	11.72	10.29

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	447	346	573	418
净利润	292	338	417	487
折旧摊销	137	147	164	171
财务费用	31	24	29	34
投资损失	-21	-19	-20	-24
营运资金变动	-13	-159	-21	-259
其他经营现金流	326	512	441	754
<b>投资活动现金流</b>	-680	-408	-417	-403
资本支出	-405	-380	-390	-391
长期投资	-289	-39	-40	-36
其他投资现金流	14	11	14	24
<b>筹资活动现金流</b>	84	112	105	151
短期借款	325	153	153	211
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-237	-42	-49	-59
<b>现金净增加额</b>	-144	49	260	167

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。