

➤ **事件概述：**公司于 4 月 19 日发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年全年实现营收 32.5 亿元，同比+12.7%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比-8.4%。23 年 Q1 实现营收 7.1 亿元，同比-11.0%，环比-12.4%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比-33.1%，环比+280.0%。22 年全年综合毛利率 19.8%，同比-0.3PCT。

➤ **22 年 Q4 首次出现单季度亏损，23 年 Q1 毛利率大幅提升。**2022 年 Q4 归母净利润为-0.1 亿元，为近 6 年来唯一单季度实现亏损。主要受国内疫情和出口压力的双重打击，加上 2022 年 Q4 继续加大营销推广力度，销售费用实现单季度创历史新高，为 1.1 亿元，销售费用率 13.5%，同比+3.4PCT。23 年 Q1 综合毛利率为 24.4%，同比+5.9PCT。主要是因公司进行战略库存储备原材料，平抑原材料价格的波动，使公司整体毛利率提升。公司 22 年销售费用率为 9.3%，同比+0.9PCT，23 年 Q1 销售费用率为 9.7%，同比+2.8PCT。

➤ **大力聚焦主粮品类，持续优化产品结构。**公司 22 年宠物零食实现收入 21.4 亿元，同比+8.1%，毛利率为 18.6%；宠物罐头实现收入 6.0 亿元，同比+26.3%，毛利率为 26.4%；宠物主粮实现收入 3.6 亿元，同比+17.5%，占比为 11.1%，同比+0.4PCT，毛利率为 20.5%，同比+1.6PCT。国内市场核心驱动力仍为主粮。公司自主品牌顽皮占国内营收占比 60%，公司持续优化产品结构，“ZEAL”品牌聚焦宠物牛奶和 0 号罐，“顽皮”品牌聚焦鲜肉无谷粮。费用投放集中，利于成本控制。

➤ **逐步布局国内市场，海外市场短暂承压。**公司 22 年宠物业务国内市场实现营收 9.0 亿元，同比+30.5%，占比为 27.7%，同比+3.8PCT；海外市场实现营收 22.4 亿元，同比+7.0%。境内市场和境外市场毛利率分别为 27.8%和 17.3%。由于国内市场毛利率整体高于海外市场，公司积极培育自主品牌市场，逐步布局国内市场。2022 年，为降低前期航运效率造成的库存压力，海外客户纷纷实施了压缩库存策略，受此影响，宠物食品出口订单从 2022 年 9 月份开始出现下滑，海外业务承压。展望 2023 年，随着客户去库存的结束，出口业务将逐渐恢复正常。

➤ **有序推进建设扩产，有望提高市场份额。**截至 2022 年年末，公司干粮产能 7.1 万吨，湿粮产能 5.8 万吨。随着 6 万吨的干粮和 4 万吨的湿粮项目陆续建设投产，届时公司干粮产能 13.1 万吨、湿粮产能 9.8 万吨，进一步提升市场份额。

➤ **投资建议：**预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.61、2.22、3.01 亿元，EPS 分别为 0.55、0.76、1.02 元，对应 PE 分别为 40、29、21 倍，公司作为国内宠物食品龙头企业，海外业务深度绑定优质客户，国内业务逐步搭建自主品牌，继续维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**自主品牌拓展不及预期；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,248	3,858	4,443	5,581
增长率 (%)	12.7	18.8	15.2	25.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	106	161	222	301
增长率 (%)	-8.4	52.1	37.9	35.4
每股收益 (元)	0.36	0.55	0.76	1.02
PE	61	40	29	21
PB	3.1	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**21.88 元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


**研究助理 徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

## 相关研究

1.中宠股份 (002891.SZ) 深度报告：千亿优质赛道持续扩容，宠物食品龙头逐浪前行-2022/11/02

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,248	3,858	4,443	5,581
营业成本	2,605	3,078	3,520	4,390
营业税金及附加	12	15	13	17
销售费用	303	328	355	446
管理费用	117	135	151	190
研发费用	43	54	67	84
EBIT	148	252	342	459
财务费用	15	9	4	5
资产减值损失	-24	-30	-33	-40
投资收益	25	21	18	22
营业利润	155	234	322	436
营业外收支	1	0	1	1
利润总额	156	234	323	437
所得税	35	51	70	95
净利润	121	183	252	342
归属于母公司净利润	106	161	222	301
EBITDA	267	392	526	692

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	578	997	906	851
应收账款及票据	363	419	471	575
预付款项	9	24	25	31
存货	610	778	838	1,045
其他流动资产	186	170	174	180
流动资产合计	1,745	2,388	2,413	2,681
长期股权投资	187	208	226	248
固定资产	1,015	1,291	1,590	1,835
无形资产	95	95	95	95
非流动资产合计	2,096	2,477	2,746	2,957
资产合计	3,840	4,865	5,158	5,638
短期借款	340	340	340	340
应付账款及票据	356	456	511	637
其他流动负债	153	181	187	227
流动负债合计	849	976	1,038	1,205
长期借款	45	44	44	44
其他长期负债	726	1,494	1,494	1,494
非流动负债合计	771	1,539	1,538	1,538
负债合计	1,620	2,515	2,577	2,743
股本	294	294	294	294
少数股东权益	154	176	207	248
股东权益合计	2,221	2,350	2,582	2,895
负债和股东权益合计	3,840	4,865	5,158	5,638

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	12.72	18.77	15.18	25.60
EBIT 增长率	-14.50	70.60	35.45	34.46
净利润增长率	-8.38	52.12	37.88	35.38
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.79	20.22	20.77	21.33
净利率	3.26	4.18	5.00	5.39
总资产收益率 ROA	2.76	3.31	4.31	5.33
净资产收益率 ROE	5.13	7.41	9.35	11.36
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.05	2.45	2.32	2.22
速动比率	1.26	1.57	1.45	1.29
现金比率	0.68	1.02	0.87	0.71
资产负债率 (%)	42.18	51.70	49.95	48.65
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	40.76	40.00	39.00	38.00
存货周转天数	85.44	95.56	90.00	90.00
总资产周转率	0.95	0.89	0.89	1.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.36	0.55	0.76	1.02
每股净资产	7.03	7.39	8.08	9.00
每股经营现金流	0.41	0.75	1.36	1.41
每股股利	0.05	0.07	0.10	0.13
<b>估值分析</b>				
PE	61	40	29	21
PB	3.1	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	26.01	18.63	14.02	10.74
股息收益率 (%)	0.23	0.32	0.44	0.59

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	121	183	252	342
折旧和摊销	120	140	185	233
营运资金变动	-125	-128	-73	-200
经营活动现金流	120	222	399	413
资本开支	-348	-478	-422	-407
投资	-90	0	0	0
投资活动现金流	-436	-484	-422	-407
股权募资	762	0	0	0
债务募资	-183	768	-15	0
筹资活动现金流	511	681	-68	-61
现金净流量	214	419	-91	-55

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

### 投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026