

投资评级 优于大市 维持

产能扩充助力发展，盈利能力表现良好

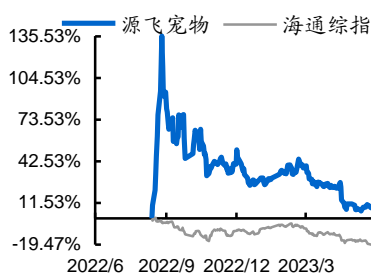
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 06月01日收盘价(元) | 21.77 |
| 52周股价波动(元) | 16.45-46.55 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 136/34 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 2968/742 |

相关研究

《深耕宠物用品与宠物食品，源飞宠物上市》
2022.10.21

市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | -0.6 | -12.2 | -21.2 |
| 相对涨幅 (%) | 5.0 | -6.1 | -13.5 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Tel:(021)23185623

Email:lkj14091@haitong.com

证书:S0850522060001

投资要点:

- 公司 2022 年经营概况:** 2022 年公司实现营收 9.5 亿元, 同比下滑 10.8%; 归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 15.9%; 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 16.7%。2022Q4 公司实现营收 1.7 亿元, 同比下滑 27.4%; 归母净利润 2022 万元, 同比下滑 10.6%, 扣非归母净利润 1778 万元。
- 公司 2023 年一季度经营概况:** 2023Q1 公司实现收入 1.9 亿元, 同比下滑 46.2%; 归母净利润 2118 万元, 同比下滑 63.7%; 扣非归母净利润 2093 万元, 同比下滑 64.0%。
- 产能扩充助推公司发展, 22 年盈利能力表现优异:**
- 分产品来看:** 2022 年全年公司宠物牵引产品实现收入 4.7 亿元, 同比下滑 23.0%。宠物零食产品 2022 年全年实现收入 3.8 亿元, 同比增长 8.3%。宠物注塑玩具 2022 年全年实现收入 2504 万元, 同比增长 127.5%。其他产品 2022 年实现收入 7510 万元, 同比下滑 18.8%。我们测算, 全年来看公司宠物零食产品实现了量价齐增, 销售量同比增长 3.9%, 单价同比增长 4.2%。利用公司在高端制造和研发设计等方面的优势, 公司 2022 年在宠物零食产品和宠物注塑玩具产品方面表现亮眼。我们认为, 随着未来公司产能扩充计划的推进和产品研发投入增加, 产品竞争力将不断增强, 营收有望实现增长。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.55、1.93、2.19 亿元, 同比-2.0%、+24.0%、+13.5%, 当前收盘价对应 2023-2024 年 PE 为 19、15 倍, 公司作为宠物用品龙头企业, 参考可比公司给予公司 2023 年 24~26 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 27.34~29.62 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧, 中美贸易摩擦, 渠道开拓不及预期, 下游订单不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1069 | 954 | 1003 | 1168 | 1306 |
| (+/-)YoY(%) | 75.7% | -10.8% | 5.2% | 16.4% | 11.8% |
| 净利润(百万元) | 137 | 159 | 155 | 193 | 219 |
| (+/-)YoY(%) | 64.5% | 15.9% | -2.0% | 24.0% | 13.5% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 1.00 | 1.16 | 1.14 | 1.41 | 1.60 |
| 毛利率(%) | 22.8% | 24.1% | 22.2% | 23.7% | 24.1% |
| 净资产收益率(%) | 24.7% | 13.8% | 11.9% | 12.9% | 12.8% |

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 分地区来看:** 公司 2022 年境外实现收入 9.2 亿元, 同比下滑 11.0%, 其中境外销售均为贴牌销售。公司 2022 年境内实现收入 3707 万元, 同比下滑 5.5%, 其中境内线下销售收入 3481 万元, 同比下滑 6.8%, 境内线上销售收入 226 万元, 同比增长 18.9%。我们认为, 随着公司线上线下渠道的共同发力和管理经营, 重点发展美国与欧洲市场并进一步拓展其他国家, 产品受众范围将不断扩大并为公司的销量提升奠定基础。
- 盈利能力良好:** 2022 年公司销售净利率 18.0%, 同比+3.6pct, 销售毛利率 24.1%, 同比+1.3pct; 销售费用率、管理研发费用率、财务费用率分别达到 1.6%、5.8%、-3.2%, 分别同比+0.2pct、+0.6pct、-4.0pct。2023 年一季度, 公司销售净利率为 12.2%, 同比-6.0pct, 销售毛利率 23.7%, 同比-2.7pct; 销售费用率、管理研发费用率、财务费用率分别为 1.8%、6.7%、1.2%, 分别同比+0.7pct、+2.9pct、+0.7pct。

表 1 源飞宠物分业务盈利预测

| 单位: 百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------|--------|--------|--------|
| 宠物牵引用具 | | | | |
| 销售收入 | 472 | 471 | 533 | 587 |
| 增长率 (YoY) | -23.01% | -0.25% | 13.30% | 10.16% |
| 毛利率 | 33.20% | 30.38% | 32.41% | 33.74% |
| 宠物零食 | | | | |
| 销售收入 | 382 | 433 | 524 | 603 |
| 增长率 (YoY) | 8.29% | 13.30% | 21.20% | 15.00% |
| 毛利率 | 13.04% | 13.04% | 14.76% | 14.76% |
| 宠物注塑玩具及其他 | | | | |
| 销售收入 | 100 | 100 | 110 | 116 |
| 增长率 (YoY) | -3.22% | 0.00% | 10.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 23.70% | 23.70% | 23.70% | 23.70% |
| 合计 | | | | |
| 销售收入 | 954 | 1003 | 1168 | 1306 |
| 增长率 (YoY) | -10.77% | 5.20% | 16.38% | 11.85% |
| 毛利率 | 24.13% | 22.24% | 23.66% | 24.09% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

| 上市公司 | 证券代码 | 主营业务 | 收盘价 (元) | PE (2023E, 倍) |
|------|-----------|-----------------|---------|---------------|
| 依依股份 | 001206.SZ | 宠物尿垫、尿裤等研发生产制造 | 15.2 | 16.6 |
| 中宠股份 | 002891.SZ | 宠物食品等研发生产制造 | 23.4 | 46.5 |
| 佩蒂股份 | 300673.SZ | 宠物咬胶等研发生产制造 | 13.9 | 25.6 |
| 回盛生物 | 300871.SZ | 兽用药品、饲料及添加剂研发生产 | 17.4 | 21.6 |
| 平均 | | | | 27.6 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 06 月 01 日收盘价

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 954 | 1003 | 1168 | 1306 |
| 每股收益 | 1.16 | 1.14 | 1.41 | 1.60 | 营业成本 | 724 | 780 | 891 | 991 |
| 每股净资产 | 8.42 | 9.56 | 10.97 | 12.58 | 毛利率% | 24.1% | 22.2% | 23.7% | 24.1% |
| 每股经营现金流 | 0.90 | 3.02 | -0.34 | 3.60 | 营业税金及附加 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 16 | 16 | 19 | 21 |
| P/E | 18.72 | 19.11 | 15.41 | 13.58 | 营业费用率% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| P/B | 2.59 | 2.28 | 1.98 | 1.73 | 管理费用 | 34 | 36 | 42 | 47 |
| P/S | 3.11 | 2.96 | 2.54 | 2.27 | 管理费用率% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 3.6% |
| EV/EBITDA | 15.45 | 11.58 | 9.60 | 6.45 | EBIT | 155 | 150 | 190 | 218 |
| 股息率% | 1.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -30 | -32 | -37 | -41 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -3.2% | -3.2% | -3.2% | -3.2% |
| 毛利率 | 24.1% | 22.2% | 23.7% | 24.1% | 资产减值损失 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 16.6% | 15.5% | 16.5% | 16.7% | 投资收益 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 净资产收益率 | 13.8% | 11.9% | 12.9% | 12.8% | 营业利润 | 186 | 182 | 228 | 260 |
| 资产回报率 | 11.4% | 8.8% | 10.5% | 9.7% | 营业外收支 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 投资回报率 | 10.9% | 9.2% | 10.2% | 10.2% | 利润总额 | 195 | 191 | 237 | 269 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 174 | 164 | 205 | 234 |
| 营业收入增长率 | -10.8% | 5.2% | 16.4% | 11.8% | 所得税 | 24 | 23 | 29 | 33 |
| EBIT 增长率 | -5.7% | -3.7% | 27.2% | 14.6% | 有效所得税率% | 12.1% | 12.1% | 12.1% | 12.1% |
| 净利润增长率 | 15.9% | -2.0% | 24.0% | 13.5% | 少数股东损益 | 13 | 13 | 16 | 18 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 159 | 155 | 193 | 219 |
| 资产负债率 | 10.1% | 19.2% | 10.8% | 17.4% | | | | | |
| 流动比率 | 7.55 | 4.13 | 7.33 | 4.71 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 6.15 | 3.67 | 6.12 | 4.21 | 货币资金 | 694 | 1076 | 1000 | 1461 |
| 现金比率 | 4.99 | 3.20 | 5.12 | 3.74 | 应收账款及应收票据 | 128 | 123 | 163 | 149 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 170 | 134 | 213 | 173 |
| 应收账款周转天数 | 54.51 | 45.00 | 44.00 | 43.00 | 其它流动资产 | 57 | 56 | 55 | 56 |
| 存货周转天数 | 92.20 | 70.00 | 70.00 | 70.00 | 流动资产合计 | 1049 | 1388 | 1431 | 1839 |
| 总资产周转率 | 0.83 | 0.64 | 0.65 | 0.64 | 长期股权投资 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 固定资产周转率 | 5.31 | 5.48 | 6.20 | 6.77 | 固定资产 | 180 | 186 | 191 | 195 |
| | | | | | 在建工程 | 86 | 106 | 126 | 146 |
| | | | | | 无形资产 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 346 | 372 | 397 | 421 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 1395 | 1760 | 1828 | 2260 |
| 净利润 | 159 | 155 | 193 | 219 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 13 | 13 | 16 | 18 | 应付票据及应付账款 | 111 | 310 | 165 | 358 |
| 非现金支出 | 23 | 14 | 15 | 16 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -13 | -10 | -10 | -10 | 其它流动负债 | 28 | 26 | 30 | 33 |
| 营运资金变动 | -58 | 240 | -260 | 248 | 流动负债合计 | 139 | 336 | 195 | 391 |
| 经营活动现金流 | 123 | 412 | -46 | 491 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -95 | -31 | -31 | -31 | 其它长期负债 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资 | -18 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 0 | 1 | 1 | 1 | 负债总计 | 141 | 338 | 197 | 393 |
| 投资活动现金流 | -114 | -30 | -30 | -30 | 实收资本 | 136 | 136 | 136 | 136 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 1148 | 1303 | 1496 | 1715 |
| 股权募资 | 468 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 107 | 119 | 135 | 153 |
| 其他 | -67 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 1395 | 1760 | 1828 | 2260 |
| 融资活动现金流 | 401 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 441 | 382 | -76 | 461 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。