

天元宠物(301335)2022年报点评

海外业务承压，国内食品带用品战略推进

事项:

❖ **天元宠物发布 2022 年年报:** 2022 全年公司实现总营收 18.87 亿元, 同比+1.75%; 实现归母净利润 1.29 亿元, 同比+19.75%; 单 Q4, 公司实现总营收 3.77 亿元, 同比-27.48%; 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比+27.50%, 营收受海外去库存影响降幅较大。

评论:

❖ **境外业务受去库存影响全年承压，境内业务快速增长。**

1) 分地区来看, 公司海外营收为 11.87 亿元, 同比-10.14%, 占比 62.94% (yoy-8.32pct); 国内营收为 6.99 亿元, 同比+31.22%, 占比 37.06% (yoy+9.78pct), 国内业务占比持续提升。

2) 分产品来看, 猫爬架/宠物玩具/宠物窝垫/其他宠物用品/宠物食品业务营收分别为 3.78/3.07/2.73/3.91/5.11 亿元, 同比分别为 -6.02%/-16.73%/-23.31%/+6.14%/+54.01%, 占比分别为 20.03%/16.28%/14.47%/20.72%/27.10%, 各品类占比变动分别为 (-1.66/-3.61/-4.73/+0.86/+9.19pct), 其中宠物食品业务比例快速提高, 渠道建设颇见成效。

❖ **宠物食品毛利率大幅提高助力综合毛利率改善，汇兑收益增厚公司利润。**

1) 分地区来看, 公司海外毛利率 21.97%, 同比+1.17pct; 公司境内业务毛利率 16.78%, 同比+4.43pct, 主要系 2022 年公司晋级渴望、爱肯拿一级分销商, 宠物食品代理层级减少所致。

2) 分产品来看, 猫爬架/宠物玩具/宠物窝垫/其他宠物用品/宠物食品毛利率分别为 22.60%/23.53%/22.39%/18.83%/14.75%, 同比分别为 +1.37/+1.12/+0.77/+1.02/+7.47pct。

3) 2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 7.21%/3.41%/1.00%/-0.94%, 同比+1.01/+0.35/+0.03/-2.02pct, 其中财务费用率大幅降低, 主要受 2022 年人民币贬值影响, 全年汇兑收益 2975.15 万元(去年同期-888.33 万元), 增厚公司全年利润。

❖ **食品带用品策略持续推进，投资并购协议助力打造国内领先全产业链公司。** 公司 22 年国内宠物食品代理业务快速增长, 23 年继续引入比利玛格、普瑞纳等宠物食品知名品牌, 宠物食品业务有望在 23 年继续保持高增, 并进一步带动公司宠物用品国内销售业务。此外, 公司于 2023 年 4 月 21 日同专业投资机构西藏富扬创业投资管理有限公司签订《投资并购合作协议》, 西藏富扬曾成功为丸美股份、来伊份等多家上市公司提供资本战略和市值管理等全方位资本服务, 能够协助公司打造自身核心竞争力, 积极整合产业资源, 增强公司全产业链供应能力, 有望逐步将公司打造成为国内领先的全产业上市公司。

❖ **投资建议: 海外库存逐步消化，国内宠食业务高增。** 预计海外库存消化仍在进行, 我们调整公司 2023-2025 年营业收入分别至 22.65/27.62/33.97 亿元, 同比增速为 20.04%/21.94%/22.98%; 对应下调 2023-2025 年归母净利润分别到 1.52/1.81/2.27 亿元(原值为 1.70/1.98/-亿元), 同比增长 18.64%/18.83%/25.39%。EPS 分别为 1.70/2.02/2.53 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 20、17、14 倍。根据可比公司估值法, 给予公司 23 年 24XPE, 目标价约为 41 元, 同时参考现金流折现估值法, 通过绝对估值得出的结论交叉验证, 维持“推荐”评级。

❖ **风险提示:** 汇率波动风险, 国际政治经济环境变化风险, 生产模式依赖外协风险, 品牌代理业务续约风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	1,887	2,265	2,762	3,397
同比增速(%)	1.7%	20.0%	21.9%	23.0%
归母净利润(百万)	128	152	181	227
同比增速(%)	19.7%	18.6%	18.8%	25.4%
每股盈利(元)	1.43	1.70	2.02	2.53
市盈率(倍)	24	20	17	14
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

推荐(维持)

目标价: 41 元

当前价: 34.43 元

华创证券研究所

证券分析师: 雷轶

邮箱: lei yi@hcyjs.com

执业编号: S0360522060001

证券分析师: 肖琳

邮箱: xiaolin@hcyjs.com

执业编号: S0360523020003

证券分析师: 陈鹏

电话: 021-20572579

邮箱: chenpeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360521080002

联系人: 顾超

邮箱: guchao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	9,000.00
已上市流通股(万股)	2,133.88
总市值(亿元)	30.99
流通市值(亿元)	7.35
资产负债率(%)	18.50
每股净资产(元)	21.18
12 个月内最高/最低价	44.88/34.43

市场表现对比图(近 12 个月)

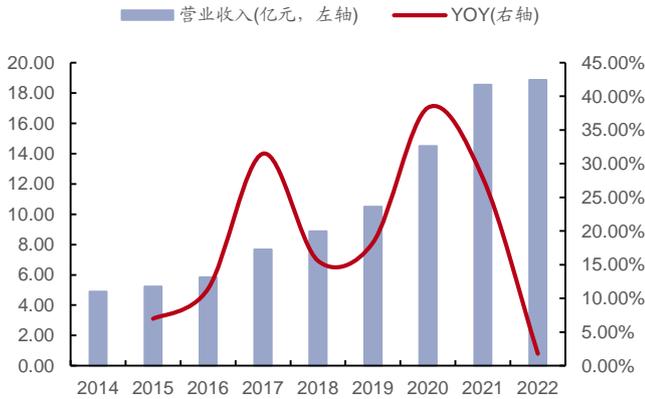


相关研究报告

《天元宠物(301335)深度研究报告: 深耕宠物用品二十年, 专注自身“平台化”能力》

2023-02-21

图表 1 公司 2022 年营收增速受海外去库存影响严重



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 2 公司 2022 年净利润同比增长 19.75%



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 3 公司境内业务收入占比逐年提升 (亿元)



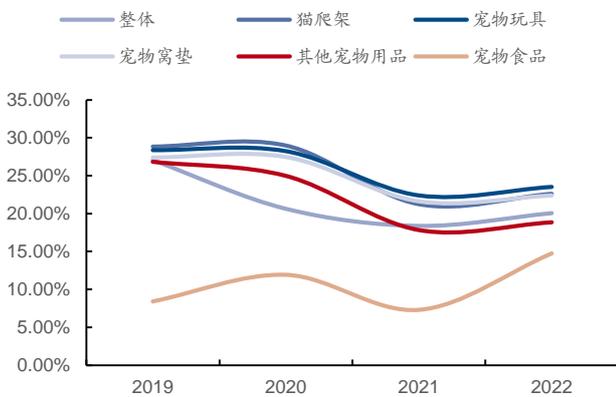
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 4 公司宠物食品业务营业收入逐年提升



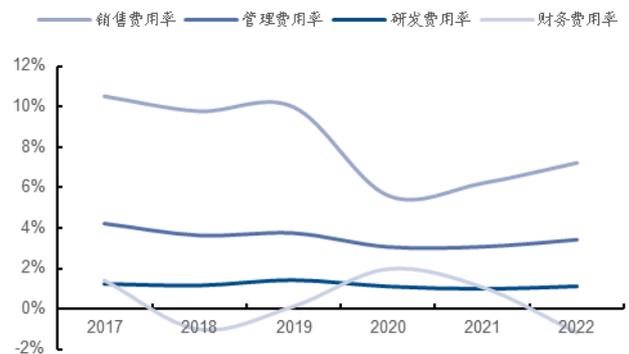
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5 公司整体及各业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6 公司各项期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	622	866	976	881
应收票据	0	0	0	0
应收账款	231	321	387	476
预付账款	237	114	161	228
存货	379	437	421	525
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	400	433	439	447
流动资产合计	1,869	2,171	2,384	2,557
其他长期投资	21	21	21	21
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	310	288	267	415
在建工程	1	1	51	21
无形资产	42	38	34	31
其他非流动资产	95	91	89	86
非流动资产合计	469	439	462	574
资产合计	2,338	2,610	2,846	3,131
短期借款	128	128	128	128
应付票据	1	3	3	5
应付账款	117	218	255	286
预收款项	0	0	0	0
合同负债	14	17	21	25
其他应付款	10	10	10	10
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2
其他流动负债	56	69	82	102
流动负债合计	328	447	501	558
长期借款	103	103	103	103
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	104	104	104	104
负债合计	432	551	605	662
归属母公司所有者权益	1,906	2,058	2,240	2,467
少数股东权益	0	1	1	2
所有者权益合计	1,906	2,059	2,241	2,469
负债和股东权益	2,338	2,610	2,846	3,131

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-172	256	173	48
现金收益	141	195	222	260
存货影响	-182	-58	15	-104
经营性应收影响	-105	43	-105	-146
经营性应付影响	-40	102	37	33
其他影响	15	-26	3	5
投资活动现金流	-411	0	-50	-136
资本支出	10	-4	-53	-138
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-421	4	3	2
融资活动现金流	997	-12	-13	-7
借款增加	-3	0	0	0
股利及利息支付	-11	-11	-11	-11
股东融资	1,035	0	0	0
其他影响	-24	-1	-2	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,887	2,265	2,762	3,397
营业成本	1,509	1,803	2,208	2,719
税金及附加	8	10	12	15
销售费用	136	159	193	238
管理费用	64	75	88	109
研发费用	19	23	28	34
财务费用	-18	12	13	7
信用减值损失	1	1	1	1
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-13	0	0	1
其他收益	10	10	10	10
营业利润	157	186	221	278
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	157	186	221	278
所得税	28	33	39	50
净利润	129	153	182	228
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	128	152	181	227
NOPLAT	115	163	193	235
EPS(摊薄) (元)	1.43	1.70	2.02	2.53

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	1.7%	20.0%	21.9%	23.0%
EBIT 增长率	-7.1%	42.6%	18.1%	21.5%
归母净利润增长率	19.7%	18.6%	18.8%	25.4%
获利能力				
毛利率	20.0%	20.4%	20.1%	20.0%
净利率	6.8%	6.8%	6.6%	6.7%
ROE	6.8%	7.4%	8.1%	9.2%
ROIC	8.3%	10.9%	11.7%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	18.5%	21.1%	21.3%	21.1%
债务权益比	12.3%	11.4%	10.5%	9.5%
流动比率	5.7	4.9	4.8	4.6
速动比率	4.5	3.9	3.9	3.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转天数	50	44	46	46
应付账款周转天数	33	33	39	36
存货周转天数	69	81	70	63
每股指标(元)				
每股收益	1.43	1.70	2.02	2.53
每股经营现金流	-1.91	2.84	1.92	0.53
每股净资产	21.18	22.87	24.89	27.41
估值比率				
P/E	24	20	17	14
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	20	15	13	11

团队介绍

组长、首席分析师：雷轶

中山大学金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年、2020 年新财富农林牧渔行业排名第六名；2019 年卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业排名第五名。

高级研究员：肖琳

四川大学公司金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

研究员：顾超

厦门大学税务硕士。曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张皓月

上海财经大学保险硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522