

## 公司研究

## 境外业务承压，国内业务稳健向好

## ——中宠股份（002891.SZ）2022 年年报及 23 年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：21.88 元

## 作者

## 分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

## 分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

## 分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

## 联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

## 联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.94
总市值(亿元)	64.35
一年最低/最高(元)	17.61/32.11
近3月换手率	74.23%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.55	-5.65	-1.02
绝对	-3.27	-7.76	2.14

资料来源：Wind

## 相关研报

主粮业务持续放量，期待下半年加速发力——中宠股份（002891.SZ）2022 年半年报业绩点评（2022-09-02）

## 要点

**事件：**中宠股份 2022 年实现营收 32.48 亿元，同比+12.72%，实现归母净利润 1.06 亿元，同比-8.38%；其中，22Q4 实现营业收入 8.06 亿元，同比-7.32%；归母净利润-0.09 亿元，同比-136.40%。23Q1 实现营收 7.06 亿元，同比-11.00%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比-33.06%。

**境内业务持续发力，境外业务去库存下承压。**1) 分产品看，2022 年宠物零食实现收入 21.41 亿元，同比+8.14%，主业保持稳健增长；宠物罐头实现收入 6.00 亿元，同比+26.27%，主要系新西兰罐头厂 PFNZ 并表；宠物主粮实现收入 3.60 亿元，同比+17.46%，22 年 4 月 5.0 智慧干粮工厂投产，设计年产能最高可达 10 万吨，助力主粮业务增长；宠物用品及其他实现收入 1.47 亿元，同比+22.34%。2) 分地区看，2022 年境内/境外分别实现营收 9.00/22.43 亿元，分别同比+30.50%/+7.00%，境外业务受去库存影响增速放缓。

**22Q4 原料价格下降增厚毛利率，费用提升致利润下滑。**1) 2022/22Q4 公司毛利率分别为 19.79%/21.03%，同比-0.26/+2.04pcts，22Q4 毛利率提升主要系 22 年 12 月原料鸡肉价格显著下降。2) 2022/22Q4 公司销售费用率分别为 9.33%/13.52%，同比+0.88/+3.39pcts，22Q4 销售费用率大幅提升主要系随着主粮投产公司加强新媒体平台广告投入。3) 2022/22Q4 公司管理费用率分别为 3.59%/4.38%，同比-0.04/+0.50pcts。4) 受 22 年人民币贬值影响，全年汇兑收益 727.50 万元（上年同期为-682.82 万元），增厚全年公司利润；22 年 11 月以来人民币出现快速升值，估计对 22Q4 利润产生一定负面影响。5) 综合来看，2022/22Q4 公司销售净利率达到 3.72%/-0.71%，同比-0.67/-3.09pcts。

**23Q1 毛利率显著改善，净利率略有增长。**1) 23Q1 公司毛利率为 24.35%，同比+5.89pcts，我们认为与公司主要原料鸡肉在价格低点进行战略库存储备有关。2) 23Q1 公司销售费用率为 9.67%，同比+2.78pcts，主要系公司继续加大品牌宣传力度。3) 23Q1 公司管理费用率为 5.13%，同比+1.72pcts。4) 综合来看，23Q1 公司销售净利率达到 3.83%，同比+0.37pcts。

**聚焦主粮业务，巩固线下优势。**公司实施“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮”的发展方针以来，宠物主粮业务收入维持着较快增长速度。22Q4 公司发行可转债，募集资金拟投向干粮、湿粮、冻干食品等项目的建设，进一步扩充公司在主粮行业的产能。渠道端来看，22 年公司调整了国内线下渠道的组织架构，整合成立了聚焦专业渠道的“专渠部”，进一步巩固公司线下渠道优势。展望 23 年，主粮业务在产能投产和增加营销投入的配合下有望加速发力。

**盈利预测、估值与评级：**考虑汇率和原料价格波动有较大不确定性，以及公司一季度业绩低于预期，下调公司 2023-2024 年归母净利润预测分别至 1.59/2.17 亿元（较前值-33%/-33%），新增 2025 年归母净利润预测为 2.81 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 41x/30x/23x，考虑到宠物行业仍处于发展期，行业仍有较大增长潜力，且公司为宠物食品头部企业，我们维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；国内业务拓展不及预期；客户结构单一。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,882	3,248	3,683	4,386	5,143
营业收入增长率	29.06%	12.72%	13.40%	19.09%	17.26%
净利润 (百万元)	116	106	159	217	281
净利润增长率	-14.29%	-8.38%	49.66%	37.01%	29.42%
EPS (元)	0.39	0.36	0.54	0.74	0.96
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.36%	5.13%	7.17%	9.01%	10.53%
P/E	56	61	41	30	23
P/B	3.5	3.1	2.9	2.7	2.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2023-04-20

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,882	3,248	3,683	4,386	5,143
营业成本	2,304	2,605	2,928	3,453	4,025
折旧和摊销	70	89	100	105	116
税金及附加	8	12	14	17	20
销售费用	243	303	338	397	463
管理费用	105	117	129	149	169
研发费用	41	43	49	59	69
财务费用	24	15	7	14	17
投资收益	11	25	0	0	0
营业利润	161	155	222	302	387
利润总额	159	156	223	303	387
所得税	33	35	50	67	86
净利润	126	121	174	235	301
少数股东损益	11	15	15	18	20
归属母公司净利润	116	106	159	217	281
EPS(元)	0.39	0.36	0.54	0.74	0.96

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	213	120	243	247	318
净利润	116	106	159	217	281
折旧摊销	70	89	100	105	116
净营运资金增加	24	164	179	174	190
其他	3	-239	-194	-250	-269
投资活动产生现金流	-337	-436	-601	-230	-205
净资本支出	-284	-348	-610	-205	-205
长期投资变化	133	187	0	0	0
其他资产变化	-186	-275	9	-25	0
融资活动现金流	201	511	149	54	-37
股本变化	98	0	0	0	0
债务净变化	260	544	170	84	0
无息负债变化	143	6	13	118	126
净现金流	70	214	-209	70	76

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	20.0%	19.8%	20.5%	21.3%	21.8%
EBITDA 率	9.9%	9.2%	9.0%	9.7%	10.2%
EBIT 率	6.9%	6.1%	6.3%	7.3%	7.9%
税前净利润率	5.5%	4.8%	6.1%	6.9%	7.5%
归母净利润率	4.0%	3.3%	4.3%	5.0%	5.5%
ROA	4.2%	3.1%	4.1%	5.1%	6.0%
ROE (摊薄)	6.4%	5.1%	7.2%	9.0%	10.5%
经营性 ROIC	7.4%	5.7%	5.4%	6.9%	8.2%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	35%	42%	43%	44%	43%
流动比率	1.54	2.05	1.53	1.52	1.61
速动比率	0.94	1.34	0.89	0.88	0.93
归母权益/有息债务	3.58	1.96	1.81	1.85	2.04
有形资产/有息债务	5.01	3.19	3.10	3.22	3.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	3,015	3,840	4,183	4,603	5,008
货币资金	351	578	368	439	514
交易性金融资产	55	100	10	10	10
应收账款	345	363	411	490	574
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	32	37	44	51
存货	517	610	687	814	951
其他流动资产	38	53	58	65	72
流动资产合计	1,337	1,745	1,641	1,932	2,247
其他权益工具	71	73	73	73	73
长期股权投资	133	187	187	187	187
固定资产	784	1,015	1,409	1,481	1,543
在建工程	142	219	209	217	223
无形资产	98	95	103	106	109
商誉	226	226	226	226	226
其他非流动资产	22	70	104	104	104
非流动资产合计	1,678	2,096	2,542	2,670	2,761
总负债	1,069	1,620	1,803	2,005	2,131
短期借款	359	340	425	509	509
应付账款	349	356	400	471	549
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	13	28	53	79
流动负债合计	868	849	1,069	1,271	1,396
长期借款	114	45	45	45	45
应付债券	0	652	652	652	652
其他非流动负债	34	35	35	36	37
非流动负债合计	201	771	734	735	735
股东权益	1,946	2,221	2,379	2,597	2,877
股本	294	294	294	294	294
公积金	1,068	1,189	1,204	1,226	1,254
未分配利润	474	554	682	860	1,092
归属母公司权益	1,819	2,066	2,210	2,410	2,670
少数股东权益	127	154	169	187	207

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	8.44%	9.33%	9.17%	9.06%	9.00%
管理费用率	3.63%	3.59%	3.49%	3.39%	3.29%
财务费用率	0.84%	0.46%	0.20%	0.32%	0.32%
研发费用率	1.43%	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%
所得税率	21%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.72	0.41	0.83	0.84	1.08
每股净资产	6.18	7.03	7.51	8.19	9.08
每股销售收入	9.80	11.04	12.52	14.91	17.49

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	56	61	41	30	23
PB	3.5	3.1	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	25.8	25.4	23.5	18.6	15.1
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE