

投资评级 **优于大市** 维持

国内业务维持高增趋势，全球化布局持续推进

股票数据

05月31日收盘价(元)	22.80
52周股价波动(元)	19.54-32.11
总股本/流通A股(百万股)	294/294
总市值/流通市值(百万元)	6706/6706

相关研究

《海内外收入快速增长，打造生态圈未来可期》2022.10.13

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.4	-4.4	-8.7
相对涨幅(%)	11.2	1.6	-2.0

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 年经营情况。**2022 年，公司实现营业收入 32.5 亿元，同比增长 12.7%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比下降 8.4%；实现扣非后归母净利润 9098.7 万元，同比下降 19.9%。其中，2022 年第四季度，公司实现营业收入 8.1 亿元，同比下降 7.3%；实现归母净利润-870.1 万元，同比下降 136.4%；实现扣非后归母净利润-2293.8 万元，同比下降 186.0%。
- 公司 2023 年一季度经营情况。**2023 年第一季度，公司实现营业收入 7.1 亿元，同比下降 11.0%；实现归母净利润 1566.1 万元，同比下降 33.1%；实现扣非后归母净利润 1354.1 万元，同比下降 38.2%。
- 打造全产业链条，宠物罐头高增。**2022 年，公司宠物零食、宠物罐头、宠物主粮、宠物用品及其他分别实现营业收入 21.4 亿元、6.0 亿元、3.6 亿元、1.5 亿元；分别同比增长 8.1%、26.3%、17.5%、22.3%；分别占比 65.9%、18.5%、11.1%、4.5%。我们认为，公司通过覆盖犬用及猫用宠物食品干粮、湿粮、零食、保健品等品类，总计 10 余个产品系列，1000 多个品种，打造全产业链条，赋能公司持续成长。
- 品牌建设&差异化品牌矩阵赋能境内业务加速成长。**2022 年，公司境内业务实现营业收入 9.0 亿元，同比增长 30.6%。我们认为，公司境内业务主要驱动因素为：1) 公司积极进行营销品牌建设，主要通过抖音等新媒体投放、参加国内展会、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式提高公司品牌力，大力开拓国内市场；2) 公司目前形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的三个自主品牌，通过打造差异化的品牌矩阵，满足了不同需求、不同爱好、不同层次的消费者，在国内中高端的宠物食品市场，建立了扎实的消费者认知与信赖，是宠物食品行业践行国产替代，冲击中高端品牌行列的引领者。2022 年，公司境外业务实现营业收入 23.5 亿元，同比增长 7.1%。我们认为，依托于公司全产业链条以及稳定产品质量，公司外销业务增长稳定，并且伴随着公司销售规模的逐渐扩大，品牌影响力也逐渐提高。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 23-25 年净利润分别为 1.48、1.95、2.27 亿元，同比增长 39.5%、32.2%、16.3%，当前收盘价对应 2023-2024 年 PE 为 45、34 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 54-55 倍 PE 估值，对应合理价值区间 27.12~27.63 元，对应 23 年 PS 为 2.13~2.17 倍，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧，原材料成本上升，汇率波动加剧。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2882	3248	3742	4420	5050
(+/-)YoY(%)	29.1%	12.7%	15.2%	18.1%	14.2%
净利润(百万元)	116	106	148	195	227
(+/-)YoY(%)	-14.3%	-8.4%	39.5%	32.2%	16.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.36	0.50	0.66	0.77
毛利率(%)	20.0%	19.8%	20.5%	21.3%	21.6%
净资产收益率(%)	6.4%	5.1%	6.8%	8.2%	8.7%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 利润率水平回升。**2022年,公司的净利率、毛利率分别为3.7%、19.8%,分别同比下降0.7pct、0.3pct。其中,2022年第四季度,公司的净利率、毛利率分别为-0.7%、21.0%,分别同比下降3.1pct、提高2.0pct。2023年第一季度,公司的净利率、毛利率分别为3.8%、24.4%,分别同比提高0.4pct、5.9pct。我们认为,受益于公司积极调整生产结构和产品结构,不断提高劳动生产率 and 产品附加值,公司的利润率水平已经边际回暖。
- 费用投放进一步提高。**2022年公司销售费用率、管理研发费用率、财务费用率分别为9.3%、4.9%、0.5%,分别同比+0.9pct、-0.1pct、-0.4pct。2023年一季度,公司销售费用率、管理研发费用率、财务费用率分别为9.7%、6.9%、1.6%,分别同比+2.8pct、+2.0pct、+0.9pct。我们认为,公司积极投放销售费用,发力业务宣传和销售服务,有利于进一步开拓和维护全球市场。
- 全球化布局持续推进。**近年来,美国宠物食品市场对于美国本土生产的宠物零食需求旺盛,客户订单充足,公司美国工厂产能缺口明显,为增强公司海外业务竞争力,提升公司盈利能力,公司同控股孙公司美国 Jerky 以不超过6000万美元投资建设美国第二工厂项目,主要用于烘干类、风干类等宠物零食生产设备采购、安装、调试及厂房改造等工作,项目建成达产后将实现12000吨的产能。我们认为,公司不断增加产能、开发新产品、拓展新市场、延伸产品链,有利于加强全球化的战略布局。
- 盈利预测阐述:**1)公司核心主业宠物零食多为出口,随着海运等的修复、下游渠道订单修复,公司收入有望恢复较快增长,我们假设23-25年收入分别同比增长10%、15%、10%;毛利率方面,原材料成本暂无明显走弱,但随着后续原材料价格有望边际下滑、公司产品结构升级,我们假设23-25年业务毛利率分别为19.8%、20.8%、21.3%。2)宠物罐头&宠物干粮为公司后续拓展的新成长抓手,基数相对较低,有望恢复快速增长,我们假设23-25年宠物罐头收入分别同比增长20%、18%、16%,宠物干粮收入同比增长20%、18%、16%;我们假设23-25年宠物罐头毛利率分别为26.4%、27.4%、27.9%,宠物干粮毛利率分别为20.5%、21.5%、22.0%。3)宠物用品及其他也将有望受益于运输、市场需求的修复,我们假设23-25年收入分别同比增长60%、50%、40%,毛利率为8.9%、9.9%、10.4%。

表1 中宠股份分业务盈利预测

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
宠物零食				
销售收入	2141	2355	2708	2979
增长率 (YoY)	8.1%	10.0%	15.0%	10.0%
毛利率	19.8%	19.8%	20.8%	21.3%
宠物罐头				
销售收入	600	720	850	986
增长率 (YoY)	26.3%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	26.4%	26.4%	27.4%	27.9%
宠物干粮				
销售收入	360	432	510	591
增长率 (YoY)	17.5%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	20.5%	20.5%	21.5%	22.0%
宠物用品及其他				
销售收入	147	235	353	494
增长率 (YoY)	22.3%	60.0%	50.0%	40.0%
毛利率	8.9%	8.9%	9.9%	10.4%
合计				
销售收入	3248	3742	4420	5050
增长率 (YoY)	12.7%	15.2%	18.1%	14.2%
毛利率	19.8%	20.5%	21.3%	21.6%

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)	PS (2023E, 倍)
依依股份	001206.SZ	宠物尿垫、尿裤等研发生产制造	15.1	16.5	1.6
源飞宠物	001222.SZ	宠物牵引用具等用品研发生产制造	21.5	19.8	2.8
佩蒂股份	300673.SZ	宠物咬胶等研发生产制造	13.7	25.2	1.8
回盛生物	300871.SZ	兽用药品、饲料及添加剂研发生产	16.8	20.8	1.9
平均				20.6	2.0

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 05 月 31 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	3248	3742	4420	5050
每股收益	0.36	0.50	0.66	0.77	营业成本	2605	2977	3480	3959
每股净资产	7.03	7.37	8.09	8.92	毛利率%	19.8%	20.5%	21.3%	21.6%
每股经营现金流	0.41	1.09	0.69	1.42	营业税金及附加	12	11	13	15
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	303	349	416	480
P/E	63.31	45.39	34.35	29.53	营业费用率%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%
P/B	3.25	3.09	2.82	2.56	管理费用	117	134	159	181
P/S	2.06	1.79	1.52	1.33	管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	26.44	20.69	16.64	14.04	EBIT	148	236	306	354
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	15	17	20	23
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	19.8%	20.5%	21.3%	21.6%	资产减值损失	-24	-12	-12	-12
净利润率	3.3%	3.9%	4.4%	4.5%	投资收益	25	10	10	10
净资产收益率	5.1%	6.8%	8.2%	8.7%	营业利润	155	207	274	319
资产回报率	2.8%	3.6%	4.4%	4.7%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	3.5%	5.4%	6.5%	7.0%	利润总额	156	208	275	320
盈利增长 (%)					EBITDA	267	341	418	473
营业收入增长率	12.7%	15.2%	18.1%	14.2%	所得税	35	46	61	71
EBIT 增长率	-14.5%	59.7%	29.6%	15.6%	有效所得税率%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%
净利润增长率	-8.4%	39.5%	32.2%	16.3%	少数股东损益	15	14	18	21
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	106	148	195	227
资产负债率	42.2%	43.2%	42.1%	41.0%					
流动比率	2.05	2.01	2.15	2.28	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.26	1.22	1.33	1.46	货币资金	578	733	836	1153
现金比率	0.68	0.73	0.76	0.96	应收账款及应收票据	363	407	478	504
经营效率指标					存货	610	713	814	901
应收账款周转天数	39.24	37.00	36.00	35.00	其它流动资产	195	172	224	185
存货周转天数	77.83	80.00	79.00	78.00	流动资产合计	1745	2024	2352	2744
总资产周转率	0.95	0.94	1.03	1.09	长期股权投资	187	187	187	187
固定资产周转率	3.61	3.70	4.40	5.11	固定资产	1015	1010	998	979
					在建工程	219	219	219	219
					无形资产	95	95	95	95
					非流动资产合计	2096	2090	2078	2059
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3840	4115	4430	4803
净利润	106	148	195	227	短期借款	340	340	340	340
少数股东损益	15	14	18	21	应付票据及应付账款	356	438	490	566
非现金支出	145	122	129	136	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-21	1	1	1	其它流动负债	153	231	264	295
营运资金变动	-125	36	-140	33	流动负债合计	849	1009	1094	1201
经营活动现金流	120	320	203	418	长期借款	45	45	45	45
资产	-348	-99	-99	-99	其它长期负债	726	726	726	726
投资	-90	0	0	0	非流动负债合计	771	771	771	771
其他	2	10	10	10	负债总计	1620	1780	1864	1971
投资活动现金流	-436	-89	-89	-89	实收资本	294	294	294	294
债权募资	-183	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2066	2167	2379	2623
股权募资	762	0	0	0	少数股东权益	154	168	187	208
其他	-68	-76	-12	-12	负债和所有者权益合计	3840	4115	4430	4803
融资活动现金流	511	-76	-12	-12					
现金净流量	214	155	103	317					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 31 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。