

# 中宠股份 (002891.SZ)

## 2022 年报及 2023 一季报点评：自有品牌稳步发力，23Q1 境内收入同比增速维持约 30%

### 核心观点

**疫情扰动出口节奏，22 年业绩小幅承压。**公司 2022 年营收 32.48 亿元，同比+12.72%，归母净利润 1.06 亿元，同比-8.38%，增速承压主要系：①去年大量备货的海外客户在 22Q2 以来面临去库压力，进而压制出口业务销售；②原料价格上涨令成本端承压；③品牌业务推广费用增加。分季度来看，公司 23Q1 年实现营业收入 7.06 亿元，同比-11.00%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比-33.06%，去库和费用压力延续。

**分产品：出口业务承压拖累主业增速但毛利率维持稳定。**22 年公司宠物零食业务收入为 21.41 亿元，同比+8.14%，毛利率同比-1.23pcts 至 18.57%；宠物罐头业务收入为 6.00 亿元，同比+26.27%，毛利率同比+1.80pcts 至 26.41%；宠物干粮业务收入为 3.60 亿元，同比+17.46%，毛利率同比+1.55pcts 至 20.45%。

**分区域：境内业务收入同比+30%，美国工厂业务收入同比+40%。**22 年公司境内业务实现收入 9 亿元，同比增长+30.50%，其中自有品牌干粮湿粮产品收入均同比增长约 40%，23Q1 公司境内业务收入延续约 30%同比增速。相比之下，公司境外业务受去库压力影响，22 年同比增速不足 10%，占比下滑至 70%以下。对境外业务进一步拆分来看，美国工厂业务表现好于出口业务（国内+柬埔寨代工产品），其自 22Q2 开始提价，收入同比增长近 40%，利润率也保持较好水平，目前二期工厂建设已开始规划。

**品牌业务运作能力初步验证，费用与开支之后关注成长兑现。**对于宠食赛道，量增与渗透延续推进，且随年轻群体入场、科学养宠兴起以及国牌崛起，宠食千亿市场有望围绕提价、替代开启新主线，头部国牌或受益。对于公司，其作为海外宠食代工龙头，以“聚焦国内市场、聚焦品牌、聚焦主粮”战略、“顽皮+ZEAL+领先”三大品牌切入主粮赛道，“产品研发+品牌运作+渠道管理”能力正得到初步验证，三大品牌产品正快速推向市场，未来依靠“12 万吨干粮+6 万吨湿粮+2000 吨冻干”自有产能投产以及营销端的持续投入，公司自有品牌业务有望稳步放量，主粮毛利率中枢有望逐步向 30%靠拢。

**风险提示：**汇率大幅波动的风险；中美贸易冲突的风险；品牌业务推广不及预期的风险。

**投资建议：**公司海外业务有望逐步修复，自有品牌业务有望驱动成长，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/1.3/1.5 亿元（同比+12.3%/10.1%/11.5%），EPS 分别为 0.40/0.45/0.50 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,920	4,401	4,773
(+/-%)	29.1%	12.7%	20.7%	12.3%	8.5%
净利润(百万元)	116	106	119	131	146
(+/-%)	-14.3%	-8.4%	12.3%	10.1%	11.5%
每股收益(元)	0.39	0.36	0.40	0.45	0.50
EBIT Margin	6.3%	5.2%	5.3%	5.1%	5.2%
净资产收益率 (ROE)	6.4%	5.1%	5.5%	5.8%	6.2%
市盈率 (PE)	55.7	60.8	54.1	49.1	44.1
EV/EBITDA	30.0	31.5	25.1	22.9	21.1
市净率 (PB)	3.54	3.11	2.99	2.87	2.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究 · 财报点评

#### 农林牧渔 · 饲料

证券分析师：**鲁家瑞** 021-61761016  
 lujiarui@guosen.com.cn  
 S0980520110002

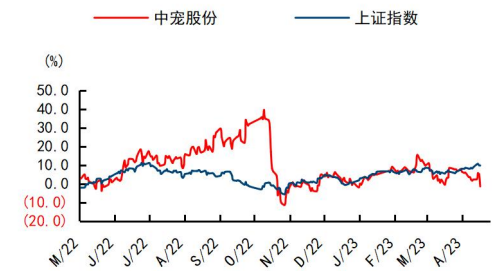
证券分析师：**李瑞楠** 021-60893308  
 lirui@guosen.com.cn  
 S0980523030001

联系人：**江海航**  
 010-88005306  
 jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
 合理估值  
 收盘价 21.88 元  
 总市值/流通市值 6435/6435 百万元  
 52 周最高价/最低价 32.11/17.65 元  
 近 3 个月日均成交额 88.88 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

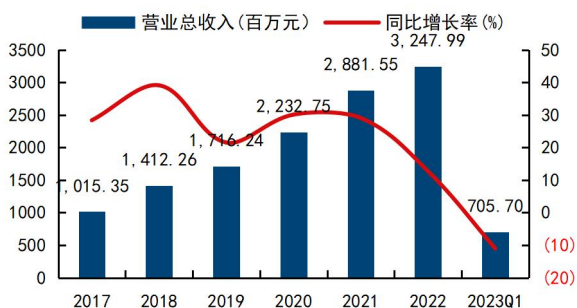
《中宠股份-002891-2021 年中报点评：海外代工基本盘稳固，境内自主品牌持续增长势头》——2021-08-28  
 《中宠股份-002891-2021 年一季报点评：下游需求旺盛，一季度延续高速增长势头》——2021-04-29



**疫情扰动出口节奏，22 年业绩小幅承压。**公司 2022 年实现营业收入 32.48 亿元，较上年同期+12.72%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元，较上年同期-8.38%，收入利润增长承压主要原因有：①全球疫情扰动出口业务节奏，21Q4-22Q1 大量备货的海外客户在 22Q2-22Q4 面临较大去库压力，进而压制公司出口业务销售表现；②国内外原料价格上涨令公司成本端承压；③国内品牌业务推广费用增加。

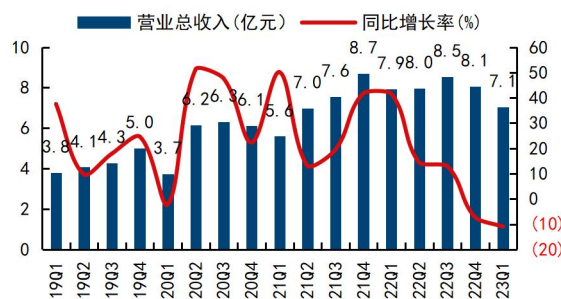
**23Q1 去库压力延续，营业收入同比-11%。**公司 23Q1 年实现营业收入 7.06 亿元，较上年同期-11.00%，实现归属于母公司所有者的净利润 0.16 亿元，较上年同期-33.06%，收入利润同比下滑一方面系海外客户去库压力环比虽改善但同比仍延续（公司 23 年 4-5 月份在手订单仍低于 22 年同期水平），另一方面系公司三费增加明显。

图1：中宠股份营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中宠股份单季营业收入及增速



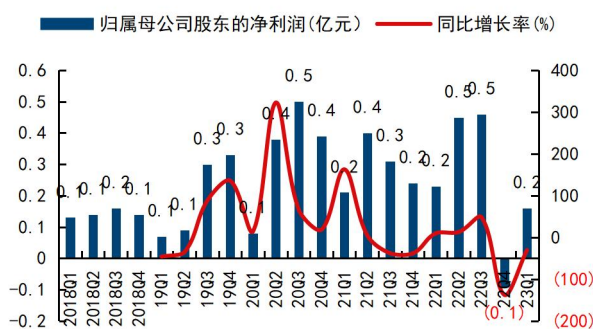
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中宠股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中宠股份单季归母净利润及增速



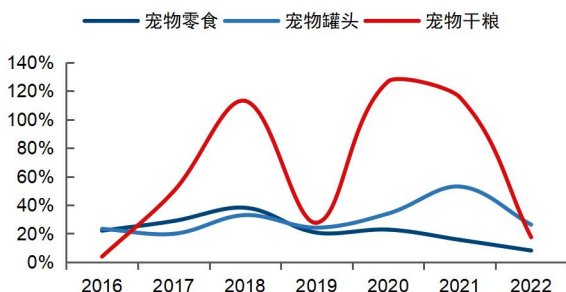
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**分产品：公司出口业务承压拖累主业增速但依靠较强议价能力保持了毛利率的稳定。**公司 2022 年宠物零食业务收入为 21.41 亿元，同比+8.14%，占总收入 65.91%，毛利率同比-1.23pcts 至 18.57%；宠物罐头业务收入为 6.00 亿元，同比+26.27%，占总收入 26.41%，毛利率同比+1.80pcts 至 26.41%；宠物干粮业务收入为 3.60 亿元，同比+17.46%，占总收入 11.08%，毛利率同比+1.55pcts 至 20.45%。

**分区域：国内业务表现好于境外业务，美国工厂业务表现好于出口业务。**2022 年公司境内业务实现收入 9 亿元，同比增长+30.50%，其中干粮和湿粮产品均实现约 40%同比

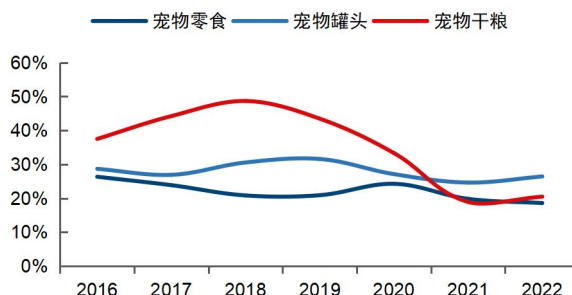
增速，而境外业务受客户去库压力影响，同比增速仅为 7.00%，占比也下滑至 70%以下。对境外业务进一步拆分来看，美国工厂业务表现好于出口业务（国内+柬埔寨代工产品），其自 22Q2 开始提价，收入同比增长近 40%，利润率也保持较好水平。

图5：中宠股份各业务收入增速（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中宠股份各业务毛利率（单位：%）

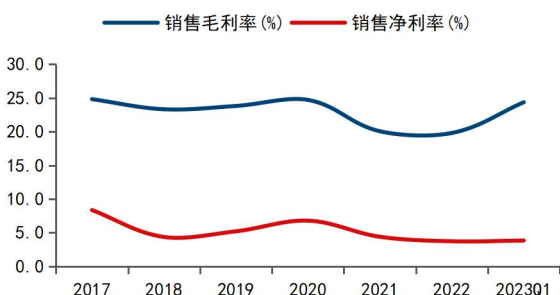


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年利润率小幅下降，销售费用增加明显。**公司 2022 年销售毛利率 19.79%，相较上年同期-0.26pcts；销售净利率 3.72%，相较上年同期-0.67pcts，利润率小幅下降主要受原料涨价和费用增加影响。销售费用率 9.33%（+0.88pcts），管理费用率 3.59%（-0.04pcts），财务费用率-0.46%（-0.38pcts）。三项费用率合计 13.38%，同比+0.47pcts，主要系报告期内销售费用支出增加明显。

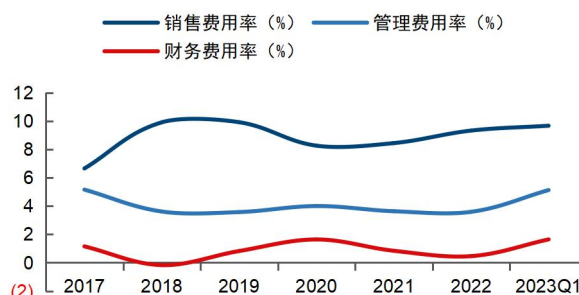
**23Q1 利润率同比提升，费用率增加明显。**公司 2023Q1 销售毛利率 24.35%，相较上年同期+0.89pcts；销售净利率 3.83%，相较上年同期+0.37pcts，毛利率提升明显主要系美国工厂业务原料价格同比下跌明显，净利率受费用支出及汇兑因素影响，增幅小于毛利率。销售费用率 9.67%（较 22 全年+0.34pcts），管理费用率 5.13%（较 22 全年+1.54pcts），财务费用率 1.64%（较 22 全年+1.18pcts）。三项费用率合计 16.44%，较 22 全年+3.06pcts，主要受营销投入增加、汇率波动等因素影响导致各项费用增加明显。

图7：中宠股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中宠股份三项费用率变化情况



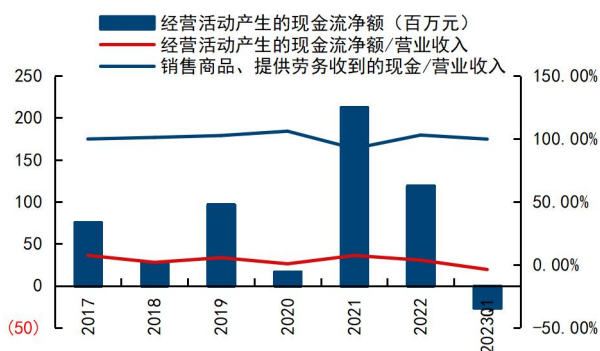
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**22 年资金及资产周转维持平稳。**2022 年经营性现金流净额 1.20 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 3.68%（-3.70pcts），销售商品提供劳务收到的现金

占营业收入比例为 102.99% (+10.66pcts)，现金流整体表现平稳。在主要流动资产周转方面，2022 年公司存货天数达 120 天 (-0.07%)，应收账款周转天数达 39 天 (+1.38%) 资产周转维持平稳。

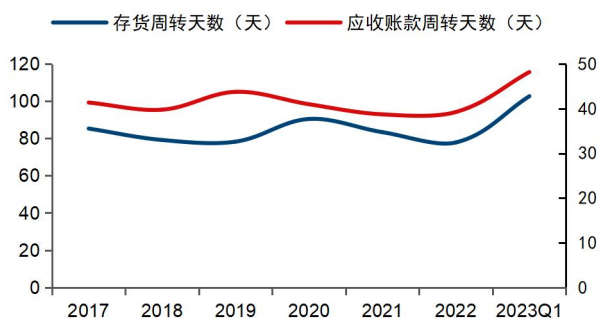
**23Q1 现金流承压，资产周转明显放缓。**2023Q1 经营性现金流净额-0.26 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为-3.75% (较 22 全年-7.43pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 99.77% (较 22 全年-3.22pcts)，海外去库压力延续令现金流整体承压。在主要流动资产周转方面，2023Q1 存货天数达 103 天 (较 22 全年+31.86%)，应收账款周转天数达 48 天 (较 22 全年+22.78%)，海外去库压力导致公司资产周转放缓。

图9：中宠股份经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中宠股份主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**公司海外业务有望逐步修复，自有品牌业务有望驱动成长，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/1.3/1.5 亿元（同比 +12.3%/10.1%/11.5%），EPS 分别为 0.40/0.45/0.50 元，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E			
300673	佩蒂股份	16.97	43.01	0.24	0.73	0.86	71	23	20	买入		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	351	578	418	488	527	营业收入	2882	3248	3920	4401	4773
应收款项	350	395	480	536	582	营业成本	2304	2605	3122	3510	3791
存货净额	517	610	812	836	923	营业税金及附加	8	12	13	14	16
其他流动资产	120	162	278	238	278	销售费用	243	303	372	429	477
<b>流动资产合计</b>	<b>1337</b>	<b>1745</b>	<b>1987</b>	<b>2099</b>	<b>2311</b>	管理费用	105	117	148	161	175
固定资产	926	1234	1295	1339	1320	研发费用	41	43	56	62	66
无形资产及其他	98	95	92	89	87	财务费用	24	15	29	30	29
投资性房地产	521	579	579	579	579	投资收益	11	25	12	16	18
长期股权投资	133	187	187	187	187	资产减值及公允价值变动	13	16	(17)	(19)	(23)
<b>资产总计</b>	<b>3015</b>	<b>3840</b>	<b>4141</b>	<b>4294</b>	<b>4484</b>	其他收入	(60)	(83)	(56)	(62)	(66)
短期借款及交易性金融负债	394	355	375	365	370	营业利润	161	155	174	191	213
应付款项	349	356	470	510	545	营业外净收支	(2)	1	(0)	(0)	0
其他流动负债	126	138	184	196	213	<b>利润总额</b>	<b>159</b>	<b>156</b>	<b>174</b>	<b>191</b>	<b>213</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>868</b>	<b>849</b>	<b>1029</b>	<b>1071</b>	<b>1128</b>	所得税费用	33	35	38	41	47
长期借款及应付债券	114	697	697	697	697	少数股东损益	11	15	17	18	21
其他长期负债	87	74	100	107	123	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>116</b>	<b>106</b>	<b>119</b>	<b>131</b>	<b>146</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>201</b>	<b>771</b>	<b>797</b>	<b>803</b>	<b>820</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1069</b>	<b>1620</b>	<b>1825</b>	<b>1874</b>	<b>1947</b>	净利润	116	106	119	131	146
少数股东权益	127	154	166	179	193	资产减值准备	3	10	6	1	(0)
股东权益	1819	2066	2150	2241	2344	折旧摊销	70	89	120	139	151
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3015</b>	<b>3840</b>	<b>4141</b>	<b>4294</b>	<b>4484</b>	公允价值变动损失	(13)	(16)	17	19	23
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	24	15	29	30	29
每股收益	0.39	0.36	0.40	0.45	0.50	营运资本变动	(9)	(223)	(210)	18	(105)
每股红利	0.11	0.12	0.12	0.13	0.15	其它	5	1	6	12	14
每股净资产	6.18	7.03	7.31	7.62	7.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>172</b>	<b>(35)</b>	<b>58</b>	<b>320</b>	<b>229</b>
ROIC	5.84%	4.46%	5%	5%	5%	资本开支	0	(419)	(201)	(201)	(151)
ROE	6.36%	5.13%	5.53%	5.85%	6.23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	20%	20%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(34)</b>	<b>(474)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>	<b>(151)</b>
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	5%	权益性融资	(7)	762	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	88	(69)	0	0	0
收入增长	29%	13%	21%	12%	8%	支付股利、利息	(32)	(34)	(36)	(39)	(44)
净利润增长率	-14%	-8%	12%	10%	11%	其它融资现金流	(182)	180	19	(10)	5
资产负债率	40%	46%	48%	48%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(76)</b>	<b>735</b>	<b>(16)</b>	<b>(49)</b>	<b>(39)</b>
股息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	<b>现金净变动</b>	<b>62</b>	<b>227</b>	<b>(160)</b>	<b>70</b>	<b>39</b>
P/E	55.7	60.8	54.1	49.1	44.1	货币资金的期初余额	289	351	578	418	488
P/B	3.5	3.1	3.0	2.9	2.7	货币资金的期末余额	351	578	418	488	527
EV/EBITDA	30.0	31.5	25.1	22.9	21.1	企业自由现金流	0	(424)	(129)	132	88
						权益自由现金流	0	(313)	(132)	98	70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032