

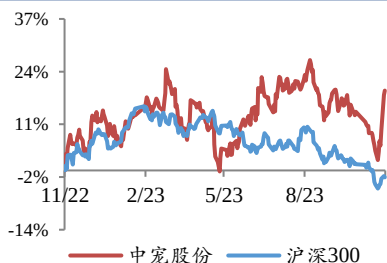
Q3 公司业绩同比高增，盈利能力提升明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-1

收盘价（元） 24.51
近 12 个月最高/最低（元） 26.03/20.48
总股本（百万股） 294
流通股本（百万股） 294
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 72
流通市值（亿元） 72

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

1. 中宠股份(002891)公告点评：23Q2 外销回暖明显，双轮驱动稳步发展 2023-08-05

2. 中宠股份(002891)公告点评：海外出口承压拖累业绩，国内自主品牌维持高增 2023-04-22

主要观点：

● 2023Q3 归母净利 0.81 亿元，同比增长 74.1%

公司公布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度公司实现营业收入 27.12 亿元，同比提升 11.1%，归母净利润 1.77 亿元，同比 54.2%。其中，2023Q3 实现营收 9.97 亿元，同比增长 17.0%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 74.1%，业绩高增主要系出口业务回暖、降本增效下毛利率提升叠加公司海外工厂订单增加所致。

● 毛利率改善明显，自有品牌增速亮眼

分地区看，Q3 公司境外收入占比约 70%，预计同比增长超 10%，2023Q1 公司出口业务在海外客户去库存影响下承压明显，5 月份以来出口订单持续恢复并实现同比增长。Q3 公司境内收入占比约 30%，预计同比增长 30%左右，公司聚焦自有品牌战略收效明显，预计前三季度主粮业务增速 50%左右，全年有望维持高增。

利润率方面，2023 年前三季度公司销售毛利率 25.85%，同比提升 6.47 个百分点，净利率 8.30%，同比提升 3.11 个百分点，其中，单三季度公司销售毛利率 27.29%，同比提升 7.25 个百分点，净利率 9.96%，同比提升 3.75 个百分点。盈利能力的提升一方面源于公司针对国内市场产品加强价值链管控，通过降本增效优化品牌产品毛利率；另一方面，海外工厂产能利用率提升以及高毛利率业务占比提高带动了公司海外业务利润率持续改善。

费用率方面，2023 年前三季度公司销售费用 2.52 亿元，同比增长 29.7%，管理费用 1.05 亿元，同比增长 29.1%，研发费用 0.36 亿元，同比增长 8.1%。

● 聚焦国内自有品牌，持续优化产品矩阵

公司对旗下核心自主品牌维持高市场投入，围绕聚焦国内市场、聚焦主粮、聚焦自有品牌的发展战略，公司持续优化产品矩阵，2023 年年初，公司开始对自主品牌进行严格的价值链管控，通过优化长尾 SKU、缩减低毛利率产品、加强 ZEAL 品牌价格管控等途径改善自主品牌盈利能力，明确自主品牌定位，树立优质品牌形象。

● 投资建议

公司深耕国内宠物市场，着力提升核心自主品牌的品牌形象、市场占有率以及影响力，是国内宠物食品行业优质企业，伴随公司海外业务持续回暖、海外工厂快速放量以及国内市场自有品牌发展的快速推进，我们预计 2023-2025 年公司实现主营业务收入 37.56 亿元、44.03 亿元、52.13 亿元（前值 36.06 亿元、42.39 亿元、50.31 亿元），同比增长 15.6%、17.2%、18.4%（前值 11.0%、17.5%、18.7%），对应归母净利润 2.3 亿元、2.78 亿元、3.29 亿元（前值 1.84 亿元、2.27 亿元、2.92 亿元），同比增长 116.7%、21.1%、18.4%（前值 74.1%、23.0%、28.6%），对应 EPS0.78 元、0.95 元、1.12 元。维持“买入”评级不变。

● 风险提示

汇率波动风险；国内市场开拓不达预期；产能投放不及预期；原材料价格波动；品牌建设不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3248	3756	4403	5213
收入同比（%）	12.7%	15.6%	17.2%	18.4%
归属母公司净利润	106	230	278	329
净利润同比（%）	-8.4%	116.7%	21.1%	18.4%
毛利率（%）	19.8%	24.0%	24.2%	24.6%
ROE（%）	5.1%	10.1%	11.0%	11.6%
每股收益（元）	0.36	0.78	0.95	1.12
P/E	61.94	31.40	25.92	21.90
P/B	3.18	3.16	2.84	2.54
EV/EBITDA	26.44	16.53	14.49	12.42

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
流动资产	1745	1895	2084	2347					
现金	578	541	576	515					
应收账款	363	462	494	645					
其他应收款	32	9	28	26					
预付账款	9	14	22	20					
存货	610	704	790	967					
其他流动资产	154	164	174	174					
非流动资产	2096	2349	2618	2856					
长期投资	187	227	270	315					
固定资产	1015	1144	1249	1354					
无形资产	95	103	113	118					
其他非流动资产	798	875	986	1068					
资产总计	3840	4245	4702	5202					
流动负债	849	1015	1180	1336					
短期借款	340	414	487	530					
应付账款	356	404	482	569					
其他流动负债	153	198	211	238					
非流动负债	771	771	771	771					
长期借款	45	45	45	45					
其他非流动负债	726	726	726	726					
负债合计	1620	1786	1951	2107					
少数股东权益	154	181	216	255					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1145	1145	1145	1145					
留存收益	628	839	1097	1401					
归属母公司股东权益	2066	2278	2536	2840					
负债和股东权益	3840	4245	4702	5202					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	120	290	389	320					
净利润	121	256	312	369					
折旧摊销	120	135	156	176					
财务费用	18	12	14	16					
投资损失	-25	-17	-27	-28					
营运资金变动	-125	-111	-68	-220					
其他经营现金流	257	383	382	595					
投资活动现金流	-436	-370	-394	-383					
资本支出	-348	-339	-371	-364					
长期投资	-90	-40	-43	-46					
其他投资现金流	2	9	21	28					
筹资活动现金流	511	43	39	1					
短期借款	-19	73	73	43					
长期借款	-69	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	106	0	0	0					
其他筹资现金流	493	-30	-34	-41					
现金净增加额	214	-36	35	-61					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	3248	3756	4403	5213					
营业成本	2605	2853	3338	3932					
营业税金及附加	12	15	18	21					
销售费用	303	368	440	532					
管理费用	117	139	163	193					
财务费用	15	10	12	14					
资产减值损失	-24	-15	-5	-10					
公允价值变动收益	-7	0	0	0					
投资净收益	25	17	27	28					
营业利润	155	329	401	473					
营业外收入	1	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	156	329	401	473					
所得税	35	72	88	104					
净利润	121	256	312	369					
少数股东损益	15	27	34	40					
归属母公司净利润	106	230	278	329					
EBITDA	267	474	543	642					
EPS (元)	0.36	0.78	0.95	1.12					

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.7%	15.6%	17.2%	18.4%
营业利润	-3.9%	112.5%	21.8%	18.0%
归属于母公司净利	-8.4%	116.7%	21.1%	18.4%
获利能力				
毛利率 (%)	19.8%	24.0%	24.2%	24.6%
净利率 (%)	3.3%	6.1%	6.3%	6.3%
ROE (%)	5.1%	10.1%	11.0%	11.6%
ROIC (%)	3.5%	7.3%	7.6%	8.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.2%	42.1%	41.5%	40.5%
净负债比率 (%)	72.9%	72.6%	70.9%	68.1%
流动比率	2.05	1.87	1.77	1.76
速动比率	1.26	1.10	1.02	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.93	0.98	1.05
应收账款周转率	9.17	9.08	9.18	9.15
应付账款周转率	7.40	7.52	7.54	7.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.78	0.95	1.12
每股经营现金流	0.41	0.99	1.32	1.09
每股净资产	7.03	7.74	8.62	9.66
估值比率				
P/E	61.94	31.40	25.92	21.90
P/B	3.18	3.16	2.84	2.54
EV/EBITDA	26.44	16.53	14.49	12.42

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。