

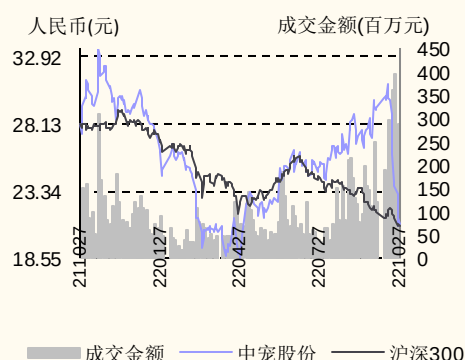
中宠股份 (002891.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.02 元

海外增速稳健, 看好国内加速成长**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	2.94
已上市流通 A 股(亿股)	2.94
总市值(亿元)	61.82
年内股价最高最低(元)	33.52/18.55
沪深 300 指数	3631
深证成指	10750

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,233	2,882	3,457	4,200	5,164
营业收入增长率	30.10%	29.06%	19.97%	21.50%	22.94%
归母净利润(百万元)	135	116	153	214	298
归母净利润增长率	70.72%	-14.29%	32.32%	39.83%	39.26%
摊薄每股收益(元)	0.688	0.393	0.520	0.727	1.013
每股经营性现金流净额	0.09	0.72	1.09	1.06	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.81%	6.36%	8.01%	10.49%	13.43%
P/E	83.57	76.93	40.41	28.90	20.75
P/B	6.53	4.89	3.24	3.03	2.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 27 日发布 2022 年第三季度报告, 1-3Q 公司实现营收 24.4 亿元, 同比增长 21.38%; 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比增长 24.99%。其中 3Q 公司实现营收 8.53 亿元, 同比增长 12.98%; 实现归母净利润 0.46 亿元, 同比增长 49.19%。

经营分析

- **海外稳健成长, 国内保持加速开拓。**分区域角度: 1) 外销: 3Q 预计实现个位数增长, 其中预计 7-8 月份双位数增长, 9 月份预计受下游 B 端客户库存调整影响订单增速下滑, 美国工厂保持高增长, 预计收入增速 40%+。2) 内销: 3Q 营收预计 30%以上增长, 营收增速环比有所提升, 其中顽皮同比 40%+延续靓丽表现, 凭借干粮&鲜封盒等新品拓品类驱动成长; Zeal 增速 0~10%, 主因牛奶新老产品交接, 4Q 有望加速 0 号湿粮罐推广。
- **毛利率边际改善, 人民币贬值增厚盈利。**受能源、美国鸡胸肉及其他农产品价格上行影响, 公司通过提价积极覆盖成本提升, 3Q 毛利率 20.05% (同比 +1.12pct, 环比 +0.46pct) 预计 3Q 海外业务毛利率略有调整, 内销毛利率保持 30%以上。费用率方面, 公司加大 Zeal 等品牌营销费用投放, 3Q 净利率 6.21% (同比 +1.5pct/环比 +0.4pct), 销售/管理 & 研发费用率分别为 7.98%/4.49%, 同比 +0.28/+0.15pct, 汇率衍生品损失部分对冲汇兑收益, 预计 1-3Q 汇兑影响 1000 万左右。营运效率有所提升, 3Q 应收账款/存货周转天数 46/78 天, 较去年同期 -2.9/-10 天。
- **干粮主品类 2H 加速发力, 国内成长路径清晰。**海外业务, 短期受成本压力 + 下游去库存订单量预计有所扰动, 中期有望凭借成本&品质优势份额有望持续提升; 国内自主品牌方面, 3 万吨主粮产能爬坡有望持续赋能品牌拓品类, 公司旗下自有品牌已逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合, 中期看好国内自主品牌加速成长。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利为 1.5、2.1、3 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 40、29、21X, 尽管短期受到海外库存调整、原料成本对盈利的压制, 但考虑到公司中期在国内宠粮产能、品类策略布局前瞻且优势突出, 国内成长路径清晰, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧的风险; 汇率波动的风险; 自主品牌建设不及预期; 费用过度投放导致业绩不及预期; 商誉减值的风险。

相关报告

1. 《主粮表现靓丽, 拓品类助力国内加速成长-中宠股份-中报点评》, 2022.8.14
2. 《提价+汇率改善, 盈利修复可期-中宠股份点评》, 2022.4.29
3. 《汇率导致盈利承压, 拓品类助力国内加速成长-中宠股份点评》, 2022.3.31
4. 《掘金千亿宠食赛道, 多品类+全渠道驱动成长-中宠股份深度报告》, 2021.11.14

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

尹新悦 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,716	2,233	2,882	3,457	4,200	5,164
增长率		30.1%	29.1%	20.0%	21.5%	22.9%
主营业务成本	-1,308	-1,681	-2,304	-2,765	-3,307	-3,941
%销售收入	76.2%	75.3%	80.0%	80.0%	78.7%	76.3%
毛利	408	551	578	692	894	1,223
%销售收入	23.8%	24.7%	20.0%	20.0%	21.3%	23.7%
营业税金及附加	-5	-7	-8	-14	-17	-26
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
销售费用	-170	-184	-243	-277	-357	-465
%销售收入	9.9%	8.3%	8.4%	8.0%	8.5%	9.0%
管理费用	-61	-89	-105	-118	-147	-196
%销售收入	3.6%	4.0%	3.6%	3.4%	3.5%	3.8%
研发费用	-23	-35	-41	-48	-65	-83
%销售收入	1.3%	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	149	236	181	236	308	454
%销售收入	8.7%	10.6%	6.3%	6.8%	7.3%	8.8%
财务费用	-14	-37	-24	-8	-38	-42
%销售收入	0.8%	1.6%	0.8%	0.2%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-23	-13	-16	-14	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	1	-8	20	0
投资收益	-5	-1	11	15	15	15
%税前利润	n.a	n.a	6.9%	6.7%	4.9%	3.5%
营业利润	110	196	161	223	305	425
营业利润率	6.4%	8.8%	5.6%	6.5%	7.3%	8.2%
营业外收支	8	0	-2	1	0	0
税前利润	118	196	159	224	305	425
利润率	6.9%	8.8%	5.5%	6.5%	7.3%	8.2%
所得税	-29	-45	-33	-56	-73	-106
所得税率	24.5%	22.9%	20.7%	25.0%	24.0%	25.0%
净利润	89	151	126	168	232	319
少数股东损益	10	17	11	15	18	21
归属于母公司的净利润	79	135	116	153	214	298
净利率	4.6%	6.0%	4.0%	4.4%	5.1%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	89	151	126	168	232	319
少数股东损益	10	17	11	15	18	21
非现金支出	89	81	113	131	157	187
非经营收益	20	29	-15	19	9	36
营运资金变动	-102	-245	-13	2	-87	-140
经营活动现金净流	97	17	213	320	310	402
资本开支	-152	-193	-284	-515	-280	-295
投资	-48	-243	-56	0	0	0
其他	0	1	3	15	15	15
投资活动现金净流	-199	-434	-337	-500	-265	-280
股权募资	187	640	3	0	0	0
债权募资	11	-58	237	254	160	137
其他	-34	-37	-39	-96	-130	-170
筹资活动现金净流	164	544	201	158	29	-33
现金净流量	62	118	70	-21	75	89

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	167	289	351	316	381	464
应收款项	246	278	350	373	454	572
存货	295	550	517	520	621	762
其他流动资产	56	270	120	107	135	146
流动资产	764	1,387	1,337	1,316	1,592	1,943
%总资产	44.9%	55.4%	44.3%	38.7%	41.9%	45.6%
长期投资	98	133	204	204	204	204
固定资产	581	690	926	1,300	1,417	1,526
%总资产	34.2%	27.6%	30.7%	38.3%	37.3%	35.8%
无形资产	219	238	406	428	440	446
非流动资产	936	1,116	1,678	2,081	2,208	2,320
%总资产	55.1%	44.6%	55.7%	61.3%	58.1%	54.4%
资产总计	1,700	2,503	3,015	3,398	3,800	4,263
短期借款	278	223	394	683	842	980
应付款项	217	285	359	363	434	518
其他流动负债	80	112	115	150	185	234
流动负债	575	619	868	1,196	1,461	1,732
长期贷款	29	25	114	114	114	114
其他长期负债	149	22	87	36	26	19
负债	754	666	1,069	1,345	1,601	1,864
普通股股东权益	844	1,728	1,819	1,911	2,039	2,218
其中：股本	170	196	294	294	294	294
未分配利润	257	375	474	565	694	873
少数股东权益	102	109	127	142	160	181
负债股东权益合计	1,700	2,503	3,015	3,398	3,800	4,263

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.465	0.688	0.393	0.520	0.727	1.013
每股净资产	4.964	8.811	6.184	6.496	6.933	7.541
每股经营现金净流	0.570	0.086	0.723	1.089	1.056	1.368
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.208	0.291	0.405
回报率						
净资产收益率	9.36%	7.81%	6.36%	8.01%	10.49%	13.43%
总资产收益率	4.65%	5.39%	3.83%	4.50%	5.63%	6.99%
投入资本收益率	8.04%	8.72%	5.83%	6.20%	7.41%	9.74%
增长率						
主营业务收入增长率	21.52%	30.10%	29.06%	19.97%	21.50%	22.94%
EBIT增长率	62.55%	58.81%	-23.53%	30.34%	30.65%	47.41%
净利润增长率	39.97%	70.72%	-14.29%	32.32%	39.83%	39.26%
总资产增长率	20.81%	47.21%	20.47%	12.69%	11.84%	12.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.4	41.5	39.2	39.0	39.0	40.0
存货周转天数	79.3	91.7	84.5	70.0	70.0	72.0
应付账款周转天数	55.8	49.0	47.3	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	91.0	109.2	99.3	119.1	107.4	96.4
偿债能力						
净负债/股东权益	29.64%	-13.35%	5.22%	21.08%	23.08%	23.45%
EBIT利息保障倍数	10.6	6.5	7.5	30.5	8.2	10.7
资产负债率	44.33%	26.62%	35.47%	39.59%	42.13%	43.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	14	30	48
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.12	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-14	增持	29.46	32.10 ~ 32.10
2	2022-03-31	买入	21.02	N/A
3	2022-04-29	买入	18.59	N/A
4	2022-08-14	买入	26.60	N/A

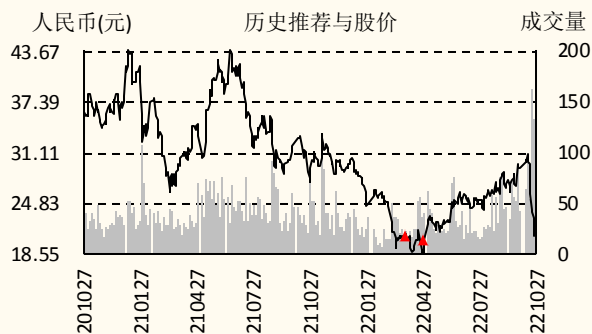
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402