

中宠股份 (002891.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主粮靓丽成长，股权激励彰显发展信心

业绩简评

8月19日公司发布半年报，24H1 营收 19.56 亿元，同比+14.08%；归母净利润 1.42 亿元，同比+48.11%；其中 24Q2 实现营收 10.78 亿元，同比+6.84%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比+7.09%，业绩符合预期。同日公司发布《2024 年员工持股计划(草案)》，参与持股计划的员工总人数不超过 62 人(不含预留份额)，授予规模约占总股本 1.52%，股份购买价格为 10.00 元/股。

经营分析

主粮加速成长&占比显著提升，自主品牌顽皮调整初见成效，外销恢复平稳增长。 1) **分品类**，1H24 宠物零食/罐头/主粮营收分别为 11.36/3.02/4.22 亿元，同比+4.2%/-2.7%/+84.0%，主粮延续靓丽成长，占内销比例 68.3% (较 23H1+22.3pct)，公司产品策略重点转向主粮品类，上半年领先推出多口味烘焙粮、ZEAL 推出升级主食罐等。2) **分区域**，海外/国内营收 13.4/6.2 亿元，同比+16.0%/+23.9%，海外订单恢复稳健增长，北美工厂检修短期有所扰动；内销自主品牌顽皮 SKU 及渠道调整逐步见成效带动收入转暖。**自主品牌主粮大单品策略有效提振毛利率。** 24H1 毛利率 27.97% (+3.0pct)，海外/国内毛利率 23.9%/36.8% (+1.6/+3.4pct)，零食/罐头/主粮毛利率同比+2.1/+1/+8.2pct。H1 销售/管理&研发/财务费用率 11.2%/5.7%/0.3%，同比+2.1/+0.2/+0.5pct；Q2 净利率 8.3%，同/环比-1.47/+0.9pct。

股权激励彰显内销成长信心。 根据本次员工激励方案，以 2023 年境内营业收入或归母净利润为业绩基数，1) 境内收入考核目标：目标值 24/25/26 年营收以 23 年为基础分别增长 30%/62.45%/103.57%，同比分别+30%/25%/25.3%，触发值 24/25/26 年营收以 23 年为基础分别增长 27%/56%/93%，同比分别+27%/23%/23.7%。2) 外销收入考核目标：目标值 24/24~25/24~26 年营收之和以 23 年为基础分别增长 8%/126.8%/260.56%，24/25/26 年同比分别+8%/10%/12.6%。3) 净利考核指标：目标值 24/25/26 年归母净利润(剔除商誉减值、股份支付费用)以 23 年为基础分别增长 28.64%/67.24%/101.54%。预计 24/25/26/27 年摊销费用 631/2136/826/291 万元。

自主品牌高质成长可期，顽皮为主线，ZEAL+领先定位清晰有望高速增长。股权激励政策下，看好后续伴随资源投放效率提升，盈利能力和行业地位进一步提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 24-26 年归母净利为 3、4、5.1 亿元，同比+29%/+34%/+27%，考虑到公司内销品牌势能处提升期，当前股价对应 PE 分别为 18、14、11X，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。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.70 元

相关报告：

- 《中宠股份公司点评：1Q 业绩靓丽，期待自主品牌改革成效释放》，2024.4.22
- 《中宠股份公司点评：海外稳中有进，自主品牌改革成果值得期待》，2024.1.30
- 《中宠股份公司点评：3Q 业绩靓丽，自主品牌稳健成长》，2023.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,323	5,225	6,199
营业收入增长率	12.72%	15.37%	15.37%	20.86%	18.64%
归母净利润(百万元)	106	233	300	403	512
归母净利润增长率	-8.38%	120.12%	28.74%	34.29%	27.04%
摊薄每股收益(元)	0.360	0.793	1.021	1.371	1.741
每股经营性现金流净额	0.41	1.52	1.60	1.88	2.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.13%	10.44%	12.44%	15.18%	17.29%
P/E	61.95	33.24	18.32	13.64	10.74
P/B	3.18	3.47	2.28	2.07	1.86

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,882	3,248	3,747	4,323	5,225	6,199	货币资金	351	578	527	494	595	701	
增长率	12.7%	15.4%	15.4%	15.4%	20.9%	18.6%	应收款项	350	395	473	493	594	703	
主营业务成本	-2,304	-2,605	-2,763	-3,098	-3,600	-4,183	存货	517	610	580	665	773	898	
%销售收入	80.0%	80.2%	73.7%	71.7%	68.9%	67.5%	其他流动资产	120	162	441	505	481	484	
毛利	578	643	985	1,225	1,625	2,016	流动资产	1,337	1,745	2,022	2,156	2,444	2,787	
%销售收入	20.0%	19.8%	26.3%	28.3%	31.1%	32.5%	总资产	44.3%	45.4%	46.0%	47.7%	49.3%	52.1%	
营业税金及附加	-8	-12	-14	-17	-21	-25	长期投资	204	261	284	286	288	290	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	926	1,234	1,538	1,521	1,661	1,702	
销售费用	-243	-303	-387	-493	-679	-843	总资产	30.7%	32.1%	35.0%	33.7%	33.5%	31.8%	
%销售收入	8.4%	9.3%	10.3%	11.4%	13.0%	13.6%	无形资产	406	400	387	395	402	410	
管理费用	-105	-117	-144	-169	-230	-273	非流动资产	1,678	2,096	2,369	2,363	2,510	2,558	
%销售收入	3.6%	3.6%	3.8%	3.9%	4.4%	4.4%	总资产	55.7%	54.6%	54.0%	52.3%	50.7%	47.9%	
研发费用	-41	-43	-48	-56	-78	-93	资产总计	3,015	3,840	4,390	4,520	4,954	5,345	
%销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	短期借款	394	355	684	567	612	529	
息税前利润 (EBIT)	181	167	393	490	617	782	应付款项	359	367	386	443	526	623	
%销售收入	6.3%	5.2%	10.5%	11.3%	11.8%	12.6%	其他流动负债	115	127	115	124	150	179	
财务费用	-24	-15	-29	-68	-67	-73	流动负债	868	849	1,186	1,134	1,288	1,332	
%销售收入	0.8%	0.5%	0.8%	1.6%	1.3%	1.2%	长期贷款	114	45	40	40	40	40	
资产减值损失	-16	-25	-19	-18	-4	-6	其他长期负债	87	726	745	700	694	689	
公允价值变动收益	1	-7	2	3	3	3	负债	1,069	1,620	1,971	1,875	2,022	2,061	
投资收益	11	25	21	20	9	3	普通股股东权益	1,819	2,066	2,233	2,413	2,655	2,962	
%税前利润	6.9%	16.3%	5.8%	4.6%	1.6%	0.4%	其中：股本	294	294	294	294	294	294	
营业利润	161	155	372	435	565	712	未分配利润	474	554	757	937	1,179	1,486	
营业利润率	5.6%	4.8%	9.9%	10.1%	10.8%	11.5%	少数股东权益	127	154	187	232	277	322	
营业外收支	-2	1	-2	2	2	2	负债股东权益合计	3,015	3,840	4,390	4,520	4,954	5,345	
税前利润	159	156	370	437	567	714	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	5.5%	4.8%	9.9%	10.1%	10.9%	11.5%	每股指标							
所得税	-33	-35	-78	-92	-119	-157	每股收益	0.393	0.360	0.793	1.021	1.371	1.741	
所得税率	20.7%	22.3%	21.1%	21.0%	21.0%	22.0%	每股净资产	6.184	7.025	7.592	8.204	9.026	10.071	
净利润	126	121	292	345	448	557	每股经营现金净流	0.723	0.406	1.520	1.600	1.883	2.346	
少数股东损益	11	15	59	45	45	45	每股股利	0.050	0.050	0.240	0.408	0.548	0.696	
归属于母公司的净利润	116	106	233	300	403	512	回报率							
净利率	4.0%	3.3%	6.2%	6.9%	7.7%	8.3%	净资产收益率	6.36%	5.13%	10.44%	12.44%	15.18%	17.29%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.83%	2.76%	5.31%	6.64%	8.14%	9.58%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	5.83%	3.97%	8.10%	9.86%	11.44%	13.47%	
净利润	126	121	292	345	448	557	增长率							
少数股东损益	11	15	59	45	45	45	主营业务收入增长率	29.06%	12.72%	15.37%	15.37%	20.86%	18.64%	
非现金支出	113	145	157	148	158	188	EBIT增长率	-23.53%	-7.31%	134.42%	24.91%	25.75%	26.88%	
非经营收益	-15	-21	11	49	55	62	净利润增长率	-14.29%	-8.38%	120.12%	28.74%	34.29%	27.04%	
营运资金变动	-13	-125	-13	-71	-107	-117	总资产增长率	20.47%	27.37%	14.32%	2.95%	9.60%	7.90%	
经营活动现金净流	213	120	447	471	554	690	资产管理能力							
资本开支	-284	-348	-405	-121	-292	-224	应收账款周转天数	39.2	39.8	40.4	40.0	40.0	40.0	
投资	-56	-90	-289	-49	27	1	存货周转天数	84.5	78.9	78.6	80.0	80.0	80.0	
其他	3	2	14	20	9	3	应付账款周转天数	47.3	49.3	48.5	50.0	51.0	52.0	
投资活动现金净流	-337	-436	-680	-150	-256	-220	固定资产周转天数	99.3	114.1	104.2	97.4	89.6	83.2	
股权募资	3	762	4	0	0	0	偿债能力							
债权募资	237	-183	316	-149	45	-82	净负债/股东权益	5.22%	16.83%	20.04%	15.18%	11.77%	4.76%	
其他	-39	-68	-236	-196	-235	-277	EBIT利息保障倍数	7.5	11.2	13.7	7.2	9.2	10.7	
筹资活动现金净流	201	511	84	-345	-190	-359	资产负债率	35.47%	42.18%	44.89%	41.49%	40.83%	38.57%	
现金净流量	70	214	-144	-24	108	111								

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	4	7	11	40
增持	0	2	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.46	1.42	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	2022-10-28	买入	21.02	N/A
2	2023-04-19	增持	23.46	N/A
3	2023-07-13	买入	25.10	N/A
4	2023-08-04	买入	25.26	N/A
5	2023-10-29	买入	22.55	N/A
6	2024-01-30	买入	22.61	N/A
7	2024-04-22	买入	25.52	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806