



买入（维持）

所属行业：农林牧渔/饲料
当前价格(元)：19.49

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

邮箱：bixl3@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

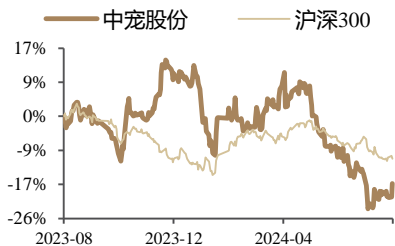
邮箱：yidy@tebon.com.cn

研究助理

李陌凡

邮箱：limf3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.99	-9.01	-21.44
相对涨幅(%)	2.84	-3.45	-12.05

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中宠股份：盈利水平持续提升，期待品牌优化效果释放》，2024.1.31
- 《中宠股份 23Q3 业绩点评：外销恢复品牌稳增，盈利能力显著提升》，2023.10.31
- 《中宠股份：坚定聚焦战略，品牌矩阵驱动未来成长》，2023.10.24

中宠股份（002891.SZ）：Q2 业绩表现较优，股权激励彰显信心

投资要点

- 事件：中宠股份发布 2024 年半年报。**公司坚持“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，加速海外市场拓展；稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的发展战略，立足主业，聚集产品力、渠道力和品牌力的打造以及运营能力的持续提升。2024H1 公司实现营业收入 19.56 亿元，同比增长 14.08%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 48.11%；扣非归母净利润 1.38 亿元，同比增长 48.83%；增幅高于营收增幅，主要受益于：1) 盈利能力的提升；2) 少数股东损益下降（2024H1 少数股东损益同比下降 58.52%）。2024Q2 单季实现营业收入 10.78 亿元，同比增长 6.84%；归母净利润 0.86 亿元，同比增长 7.09%；扣非归母净利润 0.84 亿元，同比增长 6.03%。
- 境内外业务稳步增长，宠物主粮增速亮眼。**分地区来看，公司坚持以自主品牌建设为核心稳步构建全球产业链布局，境内、境外业务稳步增长，境外 2024H1 实现营收 13.39 亿元，同比增长 15.99%，在努力扩大 OEM/ODM 产品市场规模的同时，公司通过参加国际展会、投放广告等方式不断加强自主品牌在国外市场的推广力度，积极培育自主品牌市场；境内 2024H1 实现营收 6.17 亿元，同比增长 23.91%，公司深耕国内市场，重点加强旗下核心自主品牌顽皮、真致和领先的市场开拓，全面提升品牌形象和影响力。分产品来看，24H1 宠物零食/宠物主粮/宠物罐头/宠物用品营收分别为 11.36/4.22/3.02/0.97 亿元，同比+4.19%/+83.96%/-2.72%/+13.71%，其中宠物主粮增速表现亮眼。
- 盈利水平显著改善，拓展市场加大营销投入。**2024H1 公司旗下多款经典产品迎来新升级，例如顽皮推出的 8 倍优质高蛋白多肉芝士全价主食猫条、生骨肉全价主食鲜封包以及“1 根猫条=2 颗鱼油”的冰岛鱼油全价主食猫条等，高端化趋势显著。2024H1 公司毛利率 27.97%，相比去年同期提升 2.97pcts；净利率为 7.91%，相比去年同期提升 0.58pcts。期间费用方面，2024H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 11.19%/4.14%/1.54%/0.33%，分别同比变动 +2.13pcts/+0.07pcts/+0.17pcts/-0.08pcts。其中销售费用率有所提升，主要原因系报告期公司境内境外自主品牌宣传投入增加。
- 坚定聚焦战略，加强自主品牌建设。**公司坚定加强自主品牌建设，旗下核心自主品牌真致与领先凭借强大的品牌实力和卓越的市场表现，成功荣获第 11 届金麦营销奖四项营销大奖，自主品牌建设收获市场肯定，同时也为电商行业提供了新的品牌成长范例。领先品牌“换我上厂”第一季营销活动更是斩获了第十五届虎啸奖营销案例-宠物类铜奖、虎啸奖社交媒体营销类铜奖。618 期间，公司三大自主品牌均实现良好表现，荣登各电商平台猫狗食品榜单。
- 宣布员工持股计划，彰显长期发展信心。**为提高职工的凝聚力和公司竞争力，调动员工的积极性和创造性，公司宣布员工持股计划（规模不超过 446.39 万股，约占当前公司股本总额的 1.52%），激励对象为董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及骨干员工共计不超过 62 人。营收考核目标分为境内与境外两部分：1) 境内：以 2023 年境内营业收入为基数，目标值为 2024-2026 年分别增长 30.00%/62.45%/103.57%，对应 2024-2026 年境内营收同比增速分别为 30.00%/24.96%/25.31%；2) 境外：目标值为 2024 年/2024+2025 年/2024+2025+2026 年境外营收较 2023 年分别增长 8.00%/126.80%/260.56%，对应 2024-2026 年境外营收同比增速分别为 8.00%/10.00%/12.59%。归母净利润考核目标值为以 2023 年为基数，2024-2026 年分别增长 28.64%

/67.24%/101.54%，对应 2024-2026 年归母净利润同比增速分别为 28.64%/30.01%/20.51%。

- **投资建议：**公司境外业务稳健增长，境内业务持续拓展，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 43.15、50.01、59.55 亿元，同比分别增长 15.1%/15.9%/19.1%，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.03、3.90、4.73 亿元，同比分别增长 29.9%/28.9%/21.1%，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 19X、15X、12X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外需求不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动，品牌拓展不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	294.11	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流通 A 股(百万股):	294.11	营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,315	5,001	5,955
52 周内股价区间(元):	18.00-26.80	(+/-)YoY(%)	12.7%	15.4%	15.1%	15.9%	19.1%
总市值(百万元):	5,732.28	净利润(百万元)	106	233	303	390	473
总资产(百万元):	4,024.70	(+/-)YoY(%)	-8.4%	120.1%	29.9%	28.9%	21.1%
每股净资产(元):	7.69	全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.79	1.03	1.33	1.61
资料来源:公司公告		毛利率(%)	19.8%	26.3%	28.0%	28.3%	28.5%
		净资产收益率(%)	5.1%	10.4%	11.9%	13.3%	13.9%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.03	1.33	1.61
每股净资产	7.59	8.66	9.99	11.59
每股经营现金流	1.52	1.33	1.55	1.71
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	33.24	18.93	14.68	12.13
P/B	3.47	2.25	1.95	1.68
P/S	1.53	1.33	1.15	0.96
EV/EBITDA	16.33	12.13	10.42	8.30
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	26.3%	28.0%	28.3%	28.5%
净利润率	6.2%	7.0%	7.8%	7.9%
净资产收益率	10.4%	11.9%	13.3%	13.9%
资产回报率	5.3%	5.8%	6.9%	7.6%
投资回报率	8.0%	7.5%	8.4%	9.2%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	15.4%	15.1%	15.9%	19.1%
EBIT 增长率	134.4%	13.0%	18.9%	19.8%
净利润增长率	120.1%	29.9%	28.9%	21.1%
偿债能力指标				
资产负债率	44.9%	46.9%	43.7%	40.7%
流动比率	1.7	3.2	3.2	3.7
速动比率	1.2	2.4	2.3	2.7
现金比率	0.4	1.3	1.2	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.5	43.7	43.8	44.0
存货周转天数	76.7	80.5	80.0	79.6
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
固定资产周转率	3.5	4.0	3.9	4.2

现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	233	303	390	473
少数股东损益	59	26	34	41
非现金支出	157	100	89	89
非经营收益	11	50	52	44
营运资金变动	-13	-88	-110	-144
经营活动现金流	447	391	455	502
资产	-405	-139	-380	-11
投资	-289	0	0	0
其他	14	26	34	40
投资活动现金流	-680	-113	-346	29
债权募资	682	-386	-40	-60
股权募资	4	0	0	0
其他	-601	693	-86	-84
融资活动现金流	84	307	-126	-144
现金净流量	-144	586	-16	387

利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,747	4,315	5,001	5,955
营业成本	2,763	3,107	3,586	4,258
毛利率%	26.3%	28.0%	28.3%	28.5%
营业税金及附加	14	16	18	22
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	387	501	585	703
营业费用率%	10.3%	11.6%	11.7%	11.8%
管理费用	144	179	205	245
管理费用率%	3.8%	4.2%	4.1%	4.1%
研发费用	48	69	80	95
研发费用率%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%
EBIT	393	444	528	632
财务费用	29	35	31	27
财务费用率%	0.8%	0.8%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-15	-13	-2	-2
投资收益	21	25	29	35
营业利润	372	423	537	652
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	370	424	537	652
EBITDA	530	531	615	719
所得税	78	94	113	138
有效所得税率%	21.1%	22.3%	21.0%	21.2%
少数股东损益	59	26	34	41
归属母公司所有者净利润	233	303	390	473

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	527	1,113	1,096	1,484
应收账款及应收票据	468	516	600	719
存货	580	685	786	929
其它流动资产	446	462	466	472
流动资产合计	2,022	2,775	2,949	3,603
长期股权投资	215	215	215	215
固定资产	1,070	1,086	1,280	1,415
在建工程	468	488	578	358
无形资产	93	108	114	122
非流动资产合计	2,369	2,419	2,709	2,631
资产总计	4,390	5,194	5,658	6,234
短期借款	666	280	240	180
应付票据及应付账款	378	432	495	588
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	142	168	185	214
流动负债合计	1,186	880	919	982
长期借款	40	40	40	40
其它长期负债	745	1,514	1,514	1,514
非流动负债合计	785	1,554	1,554	1,554
负债总计	1,971	2,435	2,474	2,536
实收资本	294	294	294	294
普通股股东权益	2,233	2,547	2,937	3,410
少数股东权益	187	213	247	288
负债和所有者权益合计	4,390	5,194	5,658	6,234

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

毕先磊：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

李陌凡：轻工组研究助理，曾任职于野村东方国际证券，伦敦大学学院本硕，主要覆盖软体、个护、电子烟、二轮车、造纸、宠物、品牌服饰等板块。

易丁依：上海财经大学金融硕士，21 年 6 月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

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。

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	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。