

分析师: 张蔓梓  
登记编码: S0730522110001  
zhangmz@ccnew.com 13681931564

## 业绩高速增长, 发布员工持股计划加强信心

——中宠股份(002891)2024 年中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

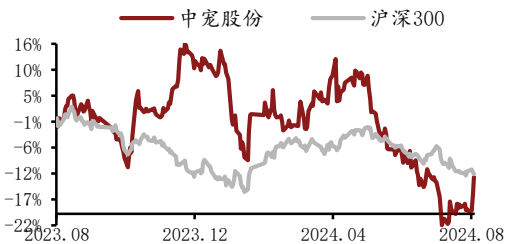
#### 市场数据(2024-08-21)

收盘价(元)	20.34
一年内最高/最低(元)	27.08/18.00
沪深 300 指数	3,321.64
市净率(倍)	2.64
流通市值(亿元)	59.82

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	7.69
每股经营现金流(元)	0.26
毛利率(%)	27.97
净资产收益率_摊薄(%)	6.30
资产负债率(%)	39.36
总股本/流通股(万股)	29,411.41/29,411.40
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《中宠股份(002891)季报点评: 海内外市场双轮驱动, Q3 净利高速增长》 2023-11-09

《中宠股份(002891)中报点评: 海外业务回暖, 自主品牌稳健发展》 2023-08-13

《中宠股份(002891)中报点评: 产能持续扩张, 营收稳步增长》 2022-11-11

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 08 月 22 日

#### 投资要点:

- **公司业绩符合预期, 2024H1 维持快速增长。**根据公司公告, 2024 年上半年, 公司实现总营收 19.56 亿元, 同比+14.08%; 归母净利润 1.42 亿元, 同比+48.11%; 扣非后归母净利润为 1.38 亿元, 同比+48.83%; 经营性现金流净额为 0.77 亿元, 同比-27.52%。其中, 2024Q2 营收为 10.78 亿元, 同比+6.84%; 归母净利润为 0.86 亿元, 同比+7.09%。受到公司产品结构优化, 盈利水平提升等因素的影响, 2024 年上半年公司业绩维持快速增长。
- **宠物饲料产量逆势增长, 行业出口数据持续向好。**根据中国饲料工业协会发布, 2024 年上半年宠物饲料产量 74 万吨, 同比增长 21.4%。在全国工业饲料总产量同比下降 4.1% 的情况下, 中国宠物饲料产业继续保持良好发展势头。随着国内宠物渗透率的提升, 行业规模将进一步扩大。自 2023 年 9 月开始, 我国宠物食品出口数据逐月回暖, 连续 11 个月维持同比正增长。根据海关总署数据, 2024 年 7 月我国宠物食品出口数量 2.96 万吨, 同比+23.43%; 1-7 月累计出口 18.85 万吨, 同比+28.58%。以美元计价, 2024 年 7 月宠物食品出口金额 1.35 亿美元, 同比+20.76%; 1-7 月累计出口金额为 8.36 亿美元, 同比+20.77%。鉴于 2023 年同期基数较低, 预计 2024 年相关上市公司业绩有望明显改善。
- **公司主粮表现亮眼, 发布员工持股计划护航。**分品类来看, 2024 年上半年, 公司宠物主粮营收为 4.22 亿元, 同比+83.96%, 占比 21.56%; 宠物零食营收为 11.36 亿元, 同比+4.19%, 占比 58.06%; 宠物罐头营收为 3.02 亿元, 同比-2.72%, 占比 15.43%。2024 年上半年公司主粮产品表现亮眼, 产品结构持续优化, 推动公司业绩高速增长。另外, 公司发布 2024 年员工持股计划(草案), 计划规模不超过 446.39 万股(约占总股本 1.52%), 人数不超过 62 人, 按照 40%/30%/30% 分三期解锁。计划中境内业务考核以 2023 年为基数, 2024/2025/2026 年境内营收增长率目标值为 30.00%/62.45%/103.57%, 归母净利润增长率目标值为 28.64%/67.24%/101.54%; 境外业务考核以 2023 年为基数, 2024/2024-2025/2024-2026 年境外营收增长率目标为 8.00%/126.80%/260.56%, 归母净利润增长率目标分别为 28.64%/67.24%/101.54%。通过本次员工持股计划, 有利于公司稳定核心管理层, 提升核心人员的积极性, 在境内业务方面实现更高的增长目标, 以推动公司五年战略更高效的落地。
- **公司产品结构持续优化, 盈利水平提升。**2024 年上半年, 公司主

营业务整体毛利率较同期提升了 3.33pcts。分产品来看，宠物主粮毛利提升幅度最大，同比+8.18pcts，毛利率达到 35.84%；宠物零食毛利率 25.45%，同比+2.07pcts；宠物罐头毛利率 33.95%，同比+1.01pcts。分地区来看，公司境内毛利率提升幅度较为明显，同比+3.61pcts，达到 37.03%；公司境外业务毛利率+2.80pcts，毛利率达到 25.10%。未来，随着高毛利产品占比提高、产品结构不断优化、直营渠道占比增加等因素影响，公司整体盈利水平将持续改善。

- **维持公司“增持”投资评级。**公司是我国宠物行业龙头之一，业绩增长受到海内外市场的双轮驱动。考虑到公司产品结构的优化和降本增效成果显著，预计 2024/2025/2026 年可实现归母净利润 3.29/4.75/5.68 亿元，EPS 分别为 1.12/1.61/1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 18.20/12.60/10.52 倍。根据行业可比上市公司估值情况，给与公司 2025 年 17X PE，公司处于合理估值区间，考虑到公司的成长性，未来估值仍有扩张空间，维持“增持”的投资评级。

**风险提示：**原料价格波动、汇率波动、市场竞争加剧、渠道拓展不及预期等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,367	5,099	5,807
增长比率(%)	12.72	15.37	16.54	16.76	13.89
净利润(百万元)	106	233	329	475	568
增长比率(%)	-8.38	120.12	40.97	44.46	19.72
每股收益(元)	0.36	0.79	1.12	1.61	1.93
市盈率(倍)	56.48	25.66	18.20	12.60	10.52

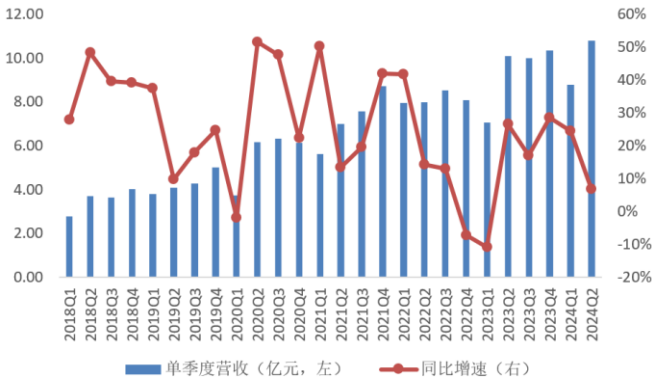
资料来源：中原证券研究所，聚源

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301498.SZ	乖宝宠物	47.60	190.42	1.42	1.79	2.21	33.47	26.66	21.57
002891.SZ	中宠股份	20.34	59.82	1.00	1.23	1.51	20.31	16.48	13.51
300673.SZ	佩蒂股份	11.85	29.49	0.59	0.74	0.92	20.21	15.91	12.95
001222.SZ	源飞宠物	10.25	19.57	0.82	0.93	1.01	12.44	11.06	10.14

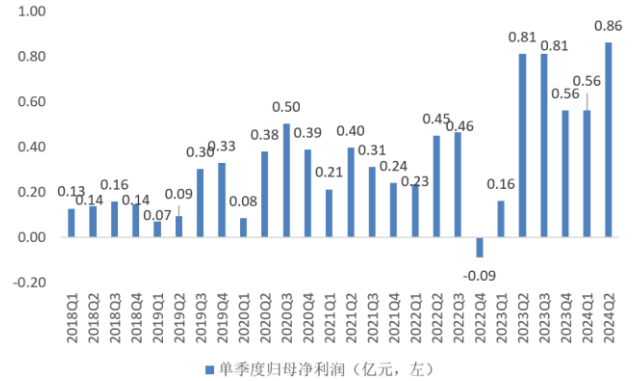
资料来源: Wind 一致预期, 中原证券研究所 (截至 2024 年 8 月 21 日)

图 1: 2018-2024 年公司单季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 2: 2018-2024 年公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,745</b>	<b>2,022</b>	<b>2,149</b>	<b>2,467</b>	<b>2,935</b>
现金	578	527	474	612	902
应收票据及应收账款	363	468	519	604	701
其他应收款	32	5	19	27	21
预付账款	9	17	22	19	24
存货	610	580	691	781	862
其他流动资产	154	425	425	425	425
<b>非流动资产</b>	<b>2,096</b>	<b>2,369</b>	<b>2,719</b>	<b>3,018</b>	<b>3,312</b>
长期投资	187	215	254	295	331
固定资产	1,015	1,070	1,154	1,233	1,274
无形资产	95	93	100	101	103
其他非流动资产	798	990	1,211	1,390	1,605
<b>资产总计</b>	<b>3,840</b>	<b>4,390</b>	<b>4,867</b>	<b>5,485</b>	<b>6,247</b>
<b>流动负债</b>	<b>849</b>	<b>1,186</b>	<b>1,284</b>	<b>1,341</b>	<b>1,422</b>
短期借款	340	666	666	666	666
应付票据及应付账款	356	378	439	486	548
其他流动负债	153	142	180	189	209
<b>非流动负债</b>	<b>771</b>	<b>785</b>	<b>786</b>	<b>786</b>	<b>786</b>
长期借款	45	40	40	40	40
其他非流动负债	726	745	746	746	746
<b>负债合计</b>	<b>1,620</b>	<b>1,971</b>	<b>2,070</b>	<b>2,127</b>	<b>2,208</b>
少数股东权益	154	187	239	325	437
股本	294	294	294	294	294
资本公积	1,145	1,144	1,144	1,144	1,144
留存收益	598	817	1,157	1,631	2,200
归属母公司股东权益	2,066	2,233	2,558	3,033	3,602
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,840</b>	<b>4,390</b>	<b>4,867</b>	<b>5,485</b>	<b>6,247</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>120</b>	<b>447</b>	<b>445</b>	<b>579</b>	<b>735</b>
净利润	121	292	381	561	680
折旧摊销	120	137	141	155	165
财务费用	18	31	21	21	21
投资损失	-25	-21	-25	-33	-35
营运资金变动	-125	-13	-84	-124	-96
其他经营现金流	12	21	11	-1	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-436</b>	<b>-680</b>	<b>-477</b>	<b>-420</b>	<b>-424</b>
资本支出	-348	-405	-449	-413	-423
长期投资	-90	-289	-39	-40	-36
其他投资现金流	2	14	10	33	35
<b>筹资活动现金流</b>	<b>511</b>	<b>84</b>	<b>-32</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>
短期借款	-19	325	0	0	0
长期借款	-69	-4	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	106	0	0	0	0
其他筹资现金流	493	-237	-32	-21	-21
<b>现金净增加额</b>	<b>214</b>	<b>-144</b>	<b>-53</b>	<b>138</b>	<b>291</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,248</b>	<b>3,747</b>	<b>4,367</b>	<b>5,099</b>	<b>5,807</b>
营业成本	2,605	2,763	3,102	3,513	3,946
营业税金及附加	12	14	15	18	20
营业费用	303	387	546	612	697
管理费用	117	144	175	194	225
研发费用	43	48	59	67	76
财务费用	15	29	21	21	21
资产减值损失	-24	-15	-1	-1	-2
其他收益	6	4	8	8	8
公允价值变动收益	-7	2	0	0	0
投资净收益	25	21	25	33	35
资产处置收益	4	0	2	3	2
<b>营业利润</b>	<b>155</b>	<b>372</b>	<b>484</b>	<b>716</b>	<b>865</b>
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>156</b>	<b>370</b>	<b>484</b>	<b>716</b>	<b>865</b>
所得税	35	78	103	155	185
<b>净利润</b>	<b>121</b>	<b>292</b>	<b>381</b>	<b>561</b>	<b>680</b>
少数股东损益	15	59	52	87	112
<b>归属母公司净利润</b>	<b>106</b>	<b>233</b>	<b>329</b>	<b>475</b>	<b>568</b>
EBITDA	267	518	646	892	1,051
EPS (元)	0.36	0.79	1.12	1.61	1.93

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	12.72	15.37	16.54	16.76	13.89
营业利润 (%)	-3.93	140.54	30.15	47.81	20.82
归属母公司净利润 (%)	-8.38	120.12	40.97	44.46	19.72
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	19.79	26.28	28.98	31.11	32.06
净利率 (%)	3.26	6.22	7.53	9.31	9.79
ROE (%)	5.13	10.44	12.85	15.65	15.78
ROIC (%)	3.47	7.78	9.38	12.05	12.72
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.18	44.89	42.53	38.77	35.35
净负债比率 (%)	72.94	81.46	74.01	63.33	54.68
流动比率	2.05	1.71	1.67	1.84	2.06
速动比率	1.26	1.17	1.09	1.22	1.42
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	0.91	0.94	0.99	0.99
应收账款周转率	9.17	9.03	8.86	9.09	8.90
应付账款周转率	7.40	7.53	7.59	7.60	7.63
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.79	1.12	1.61	1.93
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	1.52	1.51	1.97	2.50
每股净资产 (最新摊薄)	7.03	7.59	8.70	10.31	12.25
<b>估值比率</b>					
P/E	56.48	25.66	18.20	12.60	10.52
P/B	2.90	2.68	2.34	1.97	1.66
EV/EBITDA	26.44	16.72	10.74	7.63	6.20

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。