

2024年10月22日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

34

### 公司基本资讯

|                  |                       |      |      |
|------------------|-----------------------|------|------|
| 产业别              | 农林牧渔                  |      |      |
| A 股价(2024/10/21) | 27.05                 |      |      |
| 深证成指(2024/10/21) | 10470.91              |      |      |
| 股价 12 个月高/低      | 27.91/17.92           |      |      |
| 总发行股数(百万)        | 294.11                |      |      |
| A 股数(百万)         | 294.11                |      |      |
| A 市值(亿元)         | 79.56                 |      |      |
| 主要股东             | 烟台中幸生物科技有限公司 (24.86%) |      |      |
| 每股净值(元)          | 8.35                  |      |      |
| 股价/账面净值          | 3.24                  |      |      |
|                  | 一个月                   | 三个月  | 一年   |
| 股价涨跌(%)          | 31.6                  | 45.4 | 24.1 |

### 近期评等

| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等   |
|------------|-------|------|
| 2024-04-23 | 24.27 | 买进   |
| 2023-10-30 | 22.55 | 买进   |
| 2023-08-04 | 25.26 | 买进   |
| 2023-06-26 | 23.83 | 区间操作 |

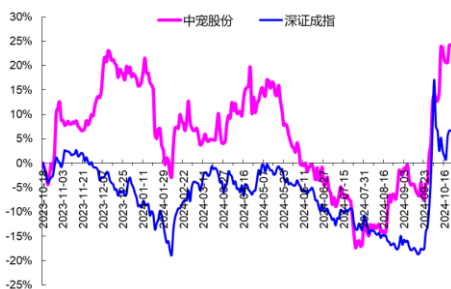
### 产品组合

|      |        |
|------|--------|
| 宠物零食 | 58.06% |
| 宠物罐头 | 15.43% |
| 宠物主粮 | 21.56% |
| 宠物用品 | 4.95%  |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 6.1%  |
| 一般法人 | 62.6% |

### 股价相对大盘走势



## 中宠股份(002891.SZ)

BUY 买进

### Q3 强劲增长，业绩超预期

#### 结论与建议：

#### 业绩概要：

公司公告 2024 年前三季度实现营收约 32 亿，同比增 17.6%，录得净利润 2.8 亿，同比增 59.5%，录得扣非后净利润 2.4 亿，同比增 42.2%；据此计算，3Q 实现营收 12.3 亿，同比增 23.6%，录得净利润 1.4 亿，同比增 73.2%，扣非后净利润 1.1 亿，同比增 34.3%。业绩超预期。

#### 点评：

- 自主品牌建设高一层，国内市场加速开拓。三季度公司三大自主品牌稳健前行，顽皮调整到位后进入战略新阶段，Q3 收入增速估计超 20%，同时 ZEAL 主粮化、领先品牌形象运营均持续向好，驱动国内收入高水平增长。盈利看，H1 国内业务已实现盈利，规模效应下，3Q 盈利能力进一步提升。
- 出口或超预期，海外工厂高位运行。受益品牌出海和欧洲市场订单快速提升，Q3 公司出口业务增速或超预期，增速可能在 20%+左右；尽管美国工厂产能改造对海外工厂营收形成一定影响，但由于加拿大工厂订单保持快速增长，从整体看，海外工厂营收及盈利能力保持高位。
- 费用变动总体平稳，毛利率受辅料及汇率影响。3Q 费用管控下，费率变动基本平稳，期间综合费用率同比下降上升 0.57pct 至 16.03%，其中，销售费用率同比下降 0.36pct，财务费用同比下降 0.16pct，研发费用同比上升 0.41pct，管理费用同比上升 0.68pct，管理费用率上升应于股权激励费用摊入有关。毛利率看，3Q 毛利率同比下降 0.4pct 至 26.9%，由于国内市场保持向上势能，毛利率下降主要受汇率、美国工厂检修以及北美原材料成本短期上涨影响。
- 投资收益增厚盈利。3Q 表现投资净收益约 4500 万，系对外投资基金收益，直接提振了 Q3 盈利能力。此外，Q3 少数股东权益占比同比下降 13.5pcts 至 5.4%，也对归母净利润产生正面影响。
- Q4 进入电商大促，公司线上有望延续较好表现，达成股权激励目标（公司层面境内外业务合计为营收 YOY+14.4%，净利润 YOY+28.6%）可期。中长期看，在行业景气和股权激励加持下，品牌认可度有望继续提升。上调盈利预测，预计 2024-2026 年将分别实现净利润 3.6 亿、4.1 亿和 4.9 亿（原预测为 3 亿、3.8 亿和 4.7 亿），分别同比增 52.3%、15.8%和 18%，EPS 分别为 1.21 元、1.40 元和 1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 22 倍、19 倍和 16 倍，维持“买进”。
- 风险提示：国内市场拓展不及预期，原材料价格大幅上升，费用投放超预期，汇率波动超预期

-----续下一页-----

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2021   | 2021  | 2023   | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 116    | 106   | 233    | 355   | 411   | 485   |
| 同比增减            | %       | -14.29 | -8.38 | 120.12 | 52.32 | 15.82 | 18.01 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.39   | 0.36  | 0.80   | 1.21  | 1.40  | 1.65  |
| 同比增减            | %       | -48.00 | -7.64 | 121.49 | 51.36 | 15.82 | 18.01 |
| 市盈率(P/E)        | X       | 69     | 75    | 34     | 22    | 19    | 16    |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.05   | 0.05  | 0.24   | 0.36  | 0.42  | 0.50  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.18   | 0.18  | 0.89   | 1.34  | 1.55  | 1.83  |

**【投资评等说明】**

**评等定义**

|                    |                         |
|--------------------|-------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq$ 35%       |
| 买进 (Buy)           | 15% $\leq$ 潜在上涨空间 < 35% |
| 区间操作 (Trading Buy) | 5% $\leq$ 潜在上涨空间 < 15%  |
|                    | 无法由基本面给予投资评等            |
| 中立 (Neutral)       | 预期近期股价将处于盘整             |
|                    | 建议降低持股                  |

附一：合并损益表

| 百万元           | 2021 | 2021 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 2882 | 3248 | 3747 | 4334  | 5035  | 5819  |
| 经营成本          | 2304 | 2605 | 2763 | 3110  | 3576  | 4098  |
| 营业税金及附加       | 8    | 12   | 14   | 13    | 16    | 18    |
| 销售费用          | 243  | 303  | 387  | 493   | 565   | 660   |
| 管理费用          | 105  | 117  | 144  | 184   | 218   | 252   |
| 财务费用          | 24   | 15   | 29   | 30    | 35    | 40    |
| 资产减值损失        | -11  | -24  | -15  | -13   | -16   | -18   |
| 投资收益          | 11   | 25   | 21   | 61    | 32    | 26    |
| 营业利润          | 161  | 155  | 372  | 487   | 565   | 668   |
| 营业外收入         | 2    | 1    | 1    | -1    | -1    | -1    |
| 营业外支出         | 3    | 0    | 3    | 1     | 0     | 0     |
| 利润总额          | 159  | 156  | 370  | 485   | 564   | 667   |
| 所得税           | 33   | 35   | 78   | 96    | 112   | 133   |
| 少数股东损益        | 11   | 15   | 59   | 34    | 41    | 48    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 116  | 106  | 233  | 355   | 411   | 485   |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2021 | 2021 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 351  | 578  | 527  | 510   | 560   | 706   |
| 应收账款      | 345  | 363  | 468  | 608   | 729   | 802   |
| 存货        | 517  | 610  | 580  | 668   | 754   | 837   |
| 流动资产合计    | 1337 | 1745 | 2022 | 2189  | 2452  | 2820  |
| 长期股权投资    | 133  | 187  | 215  | 237   | 249   | 261   |
| 固定资产      | 784  | 1015 | 1070 | 1284  | 1413  | 1554  |
| 在建工程      | 142  | 219  | 468  | 702   | 878   | 1009  |
| 非流动资产合计   | 1678 | 2096 | 2369 | 2582  | 2763  | 2901  |
| 资产总计      | 3015 | 3840 | 4390 | 4771  | 5215  | 5721  |
| 流动负债合计    | 868  | 849  | 1186 | 1304  | 1408  | 1493  |
| 非流动负债合计   | 201  | 771  | 785  | 790   | 831   | 903   |
| 负债合计      | 1069 | 1620 | 1971 | 2094  | 2240  | 2395  |
| 少数股东权益    | 127  | 154  | 187  | 196   | 206   | 216   |
| 股东权益合计    | 1819 | 2066 | 2233 | 2481  | 2769  | 3109  |
| 负债及股东权益合计 | 3015 | 3840 | 4390 | 4771  | 5215  | 5721  |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2021 | 2021 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 213  | 120  | 447  | 542   | 654   | 815   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -337 | -436 | -680 | -650  | -705  | -756  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 201  | 511  | 84   | 91    | 101   | 87    |
| 现金及现金等价物净增加额  | 70   | 214  | -144 | -17   | 50    | 145   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。