

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	39.95
总股本/流通股本(亿股)	2.94 / 2.94
总市值/流通市值(亿元)	117 / 117
52周内最高/最低价	39.95 / 18.00
资产负债率(%)	44.9%
市盈率	50.08
第一大股东	烟台中幸生物科技有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:杨逸文  
SAC 登记编号:S1340522120002  
Email:yangyiwen@cnpsec.com

中宠股份(002891)

四季度业绩超预期，自主品牌扎根成长、境外业务稳步提升

● 事件

公司发布 2024 年业绩预告，预计实现归母净利润 3.6-4 亿元，同比增长 54.4%-71.55%，单 Q4 实现归母净利润 0.78-1.18 亿元，同比增长 39.29%-110.71%。预计实现扣非净利润 3.2-3.7 亿元，同比增长 42.26%-64.49%，单 Q4 实现扣非净利润 0.78-1.28 亿元，同比增长 41.82%-132.73%。根据业绩预告情况，预计 Q4 境内收入超预期，公司有望达成 2024 年收入和业绩双重考核目标。

● 投资要点

中宠股份创立于 1998 年，专注宠物食品领域 26 年，是中国宠物食品的开创者和行业龙头企业。公司主要从事宠物食品的研发、生产和销售，产品涵盖犬用及猫用宠物食品主粮、湿粮、零食、保健品等品类，包括十余个产品系列。公司以海外代工业务起家，凭借丰富经验与优质产品，已将产品销往全球五大洲、67 个国家和地区，自主品牌建立了稳定的销售渠道，形成了覆盖全球的销售网络。近年来，公司重点发力自主品牌建设，形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的三个自主品牌，打造差异化的品牌矩阵，以满足不同需求的消费者。

2024 年境内业务实现盈利，产品结构进一步优化，自主品牌快速成长。公司境内业务板块 2024 年已经实现全面盈利，其中公司自主品牌在 2024 年展现出强劲的增长潜力。我们预计顽皮、ZEAL 真致、Toptrees 领先三大核心品牌规模目前占国内业务 80%左右。公司产品梳理、精简品牌 SKU、管控线上、线下渠道价格、推出高毛利新品等措施，自主品牌盈利水平显著提升，推动公司整体利润稳步上扬。分品牌来看，1) 顽皮：自 2023 年起进行全面战略调整，原有以 SKU 堆叠为核心驱动的模式(该模式存在高成本和供应链压力)已被优化，至 2024 年三季度成效显著，三季度实现快速增长，核心产品占比迅速提升，产品结构优化后品牌端毛利率大幅改善。2) 领先：Toptrees 领先自 2021 年成立以来，迅速在国内宠物食品行业中崭露头角。该品牌主要定位于中高端市场，强调“鲜美食材、科学配方、尖端科技”的产品理念，旨在为宠物提供安全、健康的主粮选择。为了提升品牌影响力，领先积极进行市场推广，与《甄嬛传》进行联名合作，以“领先甄安心”为主题，通过多渠道传播增强消费者对品牌的认同感。领先品牌将聚焦主粮市场，在 2024 年双十一实现了翻倍式增长。3) ZEAL：品牌定位为小众高端，产品以高品质和营养价值为核心，主要针对一线和二线城市的高端消费者。为了提升 Zeal 的市场认知度和美誉度，公司采用了精准的市场营销策略，包括与知名 IP 合作、参与展会等活动来吸引年轻消费者。随着品牌心智逐渐建立、风干粮爆品打造成

功后，品牌规模显著增长，其高毛利特性带动公司自主品牌业务利润率进一步提升。

**境外业务表现超预期，持续深化海外工厂产能布局。**公司在全球拥有 22 间现代化宠物食品生产基地，自主品牌出口至全球五大洲 68 个国家和地区。公司自 2014 年起陆续在美国、加拿大、新西兰自建和收购工厂，有效规避国际政治、经济因素对宠物代工业务带来的影响。境外仍以出口业务为主，除美国市场外欧洲市场成为公司未来发展的重点。海外工厂产能持续提升，伴随美国工厂技改完成、加拿大工厂产能利用率提升，公司海外业务持续贡献业绩增量，当前公司计划在美国建设第二工厂，项目建成达产后将实现 12000 吨的产能，海外产能持续扩张有望推动公司境外业务进一步增长。

**得益于产品结构优化和原材料成本控制，盈利水平持续提升。**国内市场顽皮通过精简 SKU 和渠道管理实现了毛利率的大幅改善，领先和 zeal 高毛利产品也推动了整体盈利水平的提升。出口业务中鸡肉类原料占比较高，24 年以来处于历史偏低水平，叠加汇率正向影响，公司利润率显著提升。

### ● 盈利预测与投资评级

根据 2024 年业绩预告及员工持股计划业绩目标，我们预计 2024 年-2026 年公司实现营业收入 44.27/52.32/60.90 亿元，同比 +18.13%/+18.20%/+16.4%，预计 2024 年-2026 年公司实现归母净利润 3.80/4.64/5.88 亿元，同比 +62.81%/22.23%/26.75%，对应三年 EPS 分别为 1.29/1.58/2.00 元，对应当前股价 PE 分别为 31/26/20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3747	4427	5232	6090
增长率(%)	15.37	18.13	18.20	16.40
EBITDA(百万元)	518.98	708.67	811.31	977.86
归属母公司净利润(百万元)	233.16	379.61	464.00	588.11
增长率(%)	120.12	62.81	22.23	26.75
EPS(元/股)	0.79	1.29	1.58	2.00
市盈率(P/E)	50.92	31.28	25.59	20.19
市净率(P/B)	5.32	4.67	4.07	3.50
EV/EBITDA	16.84	17.85	15.21	12.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2022E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3747	4427	5232	6090	营业收入	15.4%	18.1%	18.2%	16.4%
营业成本	2763	3200	3767	4361	营业利润	140.5%	35.9%	22.2%	34.0%
税金及附加	14	15	18	21	归属于母公司净利润	120.1%	62.8%	22.2%	26.7%
销售费用	387	456	523	597	<b>获利能力</b>				
管理费用	144	181	199	225	毛利率	26.3%	27.7%	28.0%	28.4%
研发费用	48	66	73	82	净利率	7.8%	9.1%	9.4%	10.7%
财务费用	29	55	38	20	ROE	10.4%	14.9%	15.9%	17.3%
资产减值损失	-15	-13	-16	-18	ROIC	10.9%	13.9%	15.8%	19.8%
<b>营业利润</b>	<b>372</b>	<b>506</b>	<b>618</b>	<b>828</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	44.9%	38.2%	31.8%	24.4%
营业外支出	3	2	2	2	流动比率	1.71	1.96	2.33	2.95
<b>利润总额</b>	<b>370</b>	<b>505</b>	<b>617</b>	<b>827</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	78	101	123	174	应收账款周转率	8.01	8.42	8.42	8.42
<b>净利润</b>	<b>292</b>	<b>404</b>	<b>494</b>	<b>653</b>	存货周转率	4.76	4.49	4.49	4.49
<b>归母净利润</b>	<b>233</b>	<b>380</b>	<b>464</b>	<b>588</b>	总资产周转率	0.85	0.99	1.13	1.24
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.79</b>	<b>1.29</b>	<b>1.58</b>	<b>2.00</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.79	1.29	1.58	2.00
货币资金	527	443	523	609	每股净资产	7.59	8.64	9.92	11.55
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	468	526	621	723	PE	50.92	31.28	25.59	20.19
预付款项	17	24	29	33	PB	5.32	4.67	4.07	3.50
存货	580	713	839	972	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2022</b>	<b>2171</b>	<b>2492</b>	<b>2832</b>	净利润	292	347	475	600
固定资产	1119	1084	1043	993	折旧和摊销	120	149	157	130
在建工程	468	390	312	234	营运资本变动	-13	-111	-127	-134
无形资产	93	90	87	84	其他	30	59	38	25
<b>非流动资产合计</b>	<b>2369</b>	<b>2279</b>	<b>2140</b>	<b>2065</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>429</b>	<b>444</b>	<b>542</b>	<b>621</b>
<b>资产总计</b>	<b>4390</b>	<b>4451</b>	<b>4632</b>	<b>4897</b>	资本开支	-410	0	0	0
短期借款	666	463	311	84	其他	-271	-8	2	-8
应付票据及应付账款	378	453	533	617	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-680</b>	<b>-8</b>	<b>2</b>	<b>-8</b>
其他流动负债	142	190	224	259	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1186</b>	<b>1107</b>	<b>1068</b>	<b>960</b>	债务融资	343	-395	-339	-397
其他	785	592	405	235	其他	-258	-126	-125	-131
<b>非流动负债合计</b>	<b>785</b>	<b>592</b>	<b>405</b>	<b>235</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>84</b>	<b>-521</b>	<b>-464</b>	<b>-528</b>
<b>负债合计</b>	<b>1971</b>	<b>1699</b>	<b>1473</b>	<b>1196</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-161</b>	<b>-84</b>	<b>81</b>	<b>86</b>
股本	294	294	294	294					
资本公积金	1144	1144	1144	1144					
未分配利润	794	1103	1480	1957					
少数股东权益	187	211	240	306					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2419</b>	<b>2752</b>	<b>3158</b>	<b>3702</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4390</b>	<b>4451</b>	<b>4632</b>	<b>4897</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048