

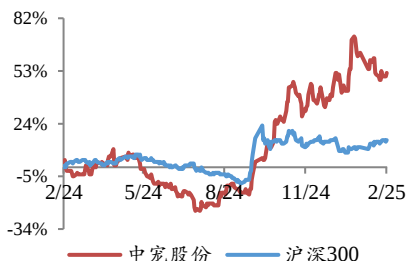
境外业务稳中有进，国内自主品牌值得期待

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-02-26

收盘价（元） 35.68
近 12 个月最高/最低（元） 41.70/17.92
总股本（百万股） 294
流通股本（百万股） 294
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 105
流通市值（亿元） 105

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

分析师：刘京松

执业证书号：S0010524090001

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

1. 中宠股份 (002891) 三季报点评：境内外业务向好，Q3 业绩表现亮眼 2024-10-24
2. 中宠股份 (002891) 中报点评：盈利能力持续提升，股权激励目标彰显信心 2024-08-23

主要观点：

● 中国宠物行业的先行者，聚焦宠物食品赛道

中宠股份成立于 1998 年，以出口代工宠物零食起家，目前在全球拥有 22 间现代化高端宠物食品生产基地以及 1 所国家级研发中心，产品远销 85 个国家和地区，公司旗下拥有以“wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“TOPTREES 领先”为核心的自主品牌矩阵，是中国宠物食品行业产品线最长、产品最全的企业之一。2013-2023 年，公司营业收入从 5.1 亿元上升至 37.5 亿元，年均复合增长率 22.1%。根据公司业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 3.6-4.0 亿元，同比增长 54.5%-71.55%。

● 海外宠物市场稳步增长，全球化战略布局打造企业竞争优势

海外市场目前仍是公司收入和利润的主要来源，公司主要采取与海外知名厂商合作的方式，以 OEM/ODM 进入当地市场。2018-2023 年，公司境外收入从 11.57 亿元增长至 26.61 亿元，年复合增长率 18.1%。2014 年开始，公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨投资建设工厂，目前已有 6 家海外工厂，并且开始建设规划产能为 12000 吨的美国第二工厂，公司坚持全球化产能布局，在弱化国际贸易摩擦风险的同时，通过海外工厂的区位优势满足客户的细分需求以获取更高的利润。自主品牌出海也是公司境外业务板块的重要一环，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，开拓未来海外业绩增长点。

● 国内宠物市场蓬勃发展，公司自有品牌业务值得期待

2024 年我国城镇宠物(犬猫)消费规模超 3000 亿元，同比增长 7.5%，在犬猫数量同比微增的同时，单宠年均消费回升带动宠物消费市场扩容，行业高景气度延续。公司聚焦国内自主品牌，形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”“Toptrees 领先”三大自主品牌为核心的差异化品牌矩阵，通过不同品牌定位迎合各类细分市场需求。2023 年以来，公司通过区隔线上线下产品，精简品牌 SKU 数量，加强各个渠道价格管控，高毛利新品叠加推出等途径对顽皮品牌深度优化，经过品牌调整，公司自主品牌盈利能力显著改善，未来表现值得期待。

● 投资建议

公司深耕宠物食品赛道，在出口代工业务稳健增长的基础上，公司坚持“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”的发展战略，核心自有品牌调整成效显著，盈利能力持续改善，我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 44.13 亿元、51.62 亿元、61.28 亿元，同比增长 17.8%、17.0%、18.7%，对应归母净利润 3.73 亿元、4.21 亿元、5.51 亿元，同比分别增长 59.9%、12.9%、31.0%，对应 EPS1.27 元、1.43 元、1.87 元，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

汇率波动风险；原材料价格波动风险；国际贸易摩擦风险；产能投放不及预期风险；自主品牌发展不达预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3747	4413	5162	6128
收入同比（%）	15.4%	17.8%	17.0%	18.7%
归属母公司净利润	233	373	421	551
净利润同比（%）	120.1%	59.9%	12.9%	31.0%
毛利率（%）	26.3%	28.0%	28.8%	29.8%
ROE（%）	10.4%	14.4%	14.1%	15.7%
每股收益（元）	0.80	1.27	1.43	1.87
P/E	33.03	28.15	24.95	19.04
P/B	3.47	4.06	3.51	2.99
EV/EBITDA	16.72	16.59	13.67	10.89

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 聚焦宠物食品赛道，海内外双轮驱动	5
1.1 中国宠物行业的先行者，专注宠物食品赛道 27 年	5
1.2 出口代工业务稳步增长，国内自有品牌加速推进	6
2 海外宠物市场稳步增长，全球化战略布局打造企业竞争优势	8
2.1 海外宠物市场持续增长，科学喂养理念引领多样化需求	8
2.2 全球化产能布局+自有品牌出海，境外业务打开增量空间	9
3 国内宠物行业蓬勃发展，自有品牌值得期待	12
3.1 宠物消费场景气度向上，国产替代趋势持续验证	12
3.2 自有品牌调整成效显著，境内业务实现盈利	14
4 盈利预测、估值及投资评级	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	17
风险提示:	17
财务报表与盈利预测	18

图表目录

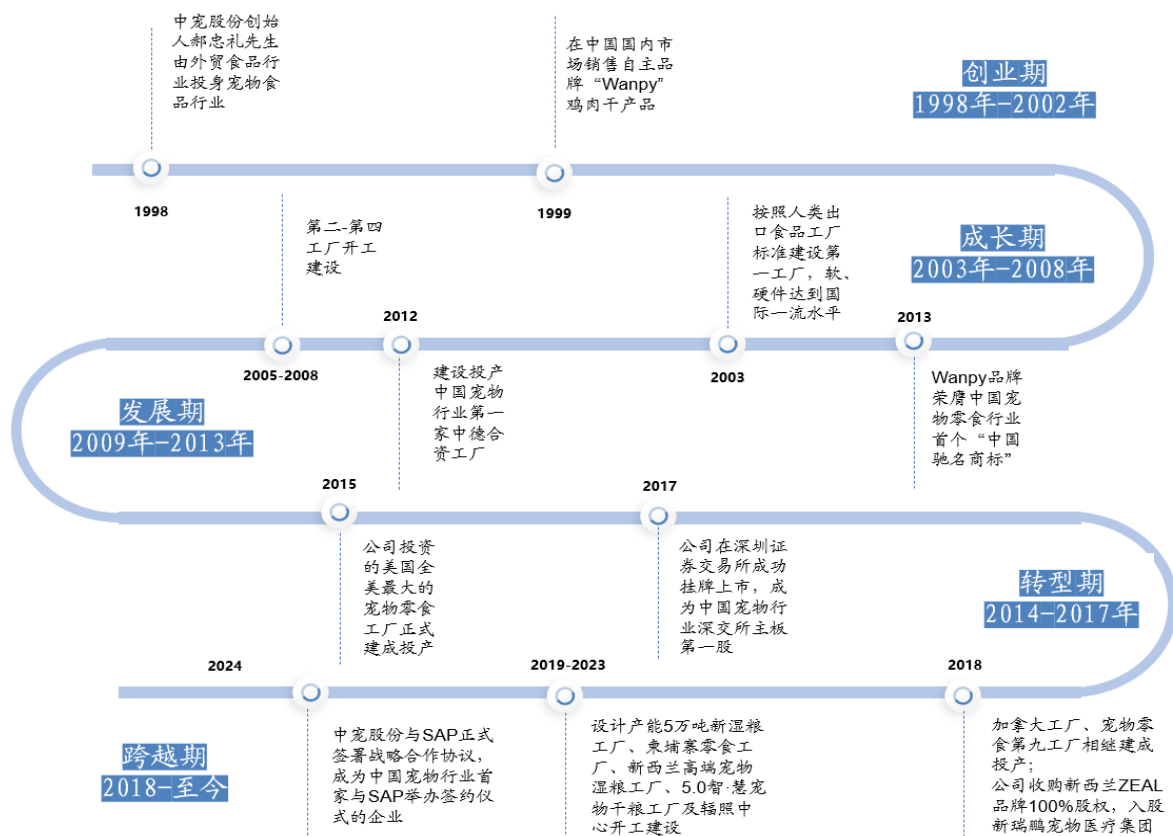
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构（截至 2024Q3）	6
图表 3 公司员工持股计划	6
图表 4 公司营业收入持续增长，百万元	7
图表 5 公司归母净利润稳定增长，百万元	7
图表 6 公司境内外业务收入占比	7
图表 7 公司境内业务营收及 YOY，百万元	7
图表 8 公司毛利率、净利率变动情况	8
图表 9 公司分业务收入情况，百万元	8
图表 10 公司分业务收入占比	8
图表 11 公司分业务毛利率变动情况	8
图表 12 美国宠物市场销售规模，亿美元、%	9
图表 13 美国宠物细分市场销售规模，亿美元	9
图表 13 宠物食品出口量及同环比变动，吨、%	9
图表 14 宠物食品出口额及同环比变动，万美元、%	9
图表 15 公司海外收入及增速，亿元	10
图表 16 公司海外毛利率走势图	10
图表 17 2023 年公司营收分区域占比	11
图表 18 公司主要子公司净利率变化	11
图表 19 公司海外工厂分布及投产情况	11
图表 20 公司主要产品产销、产能利用情况，吨	11
图表 21 2015-2024 我国城镇犬猫消费规模，亿元、%	12
图表 22 2020-2024 我国城镇犬、猫消费规模，亿元、%	12
图表 23 2018-2024 我国犬猫数量，万只、%	13
图表 24 2021-2024 我国单只犬猫年均消费，元、%	13
图表 25 2023 年我国宠物食品品牌市占率 TOP10	13
图表 26 2014-2023 部分国产品牌市占率变化情况，%	13
图表 27 2022-2024 双十一天猫猫狗食品销售 TOP10	14
图表 28 2021-2024 宠物主粮品牌偏好变化，%	14
图表 29 2024 年宠物主消费渠道偏好	14
图表 30 2024 年宠物主线上消费渠道平台偏好	14
图表 31 WANPY 品牌部分产品	15
图表 32 ZEAL 品牌部分产品	15
图表 33 领先品牌部分产品	16
图表 34 公司收入成本预测表	16

1 聚焦宠物食品赛道，海内外双轮驱动

1.1 中国宠物行业的先行者，专注宠物食品赛道 27 年

中宠股份成立于 1998 年，以出口代工宠物零食起家，目前在全球拥有 22 间现代化高端宠物食品生产基地以及 1 所国家级研发中心，产品远销 85 个国家和地区，公司将自主品牌业务作为重要增长曲线，旗下目前拥有以“wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“TOPTREES 领先”三大品牌为核心的自主品牌矩阵，产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及宠物干粮、湿粮、零食、冻干、饼干、洁齿骨等全线产品 1000 余个品种，是中国宠物食品行业产品线最长、产品最全的企业之一。

图表 1 公司发展历程



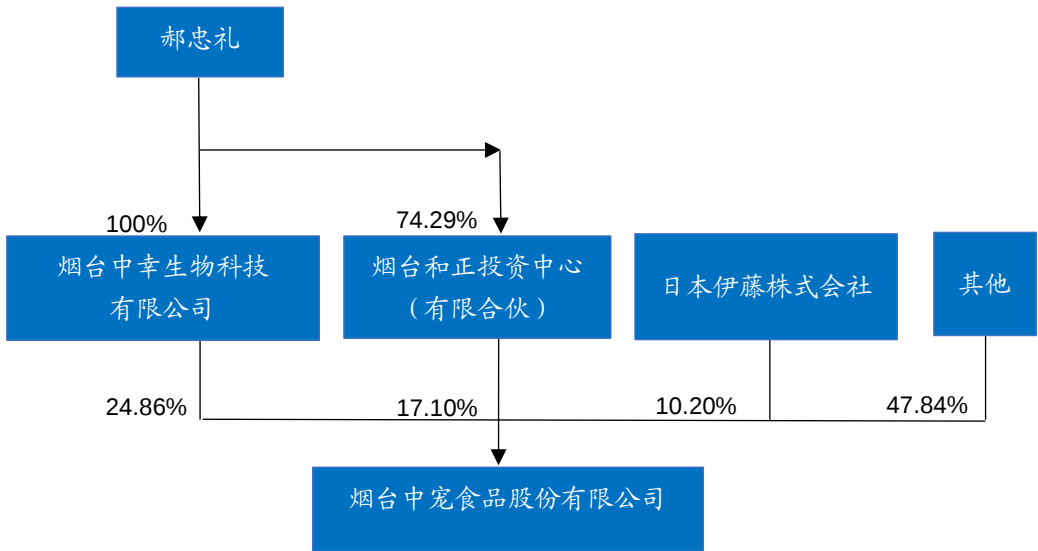
资料来源：公司官网，华安证券研究所

郝忠礼和肖爱玲夫妇为公司实控人，烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心（有限合伙）、日本伊藤株式会社为公司前三大股东，分别持有公司 24.86%、17.10%、10.20% 股权。实控人郝忠礼 100% 持股烟台中幸生物科技有限公司，烟台和正投资中心是公司管理层的持股平台，由实控人与其他 47 位公司核心管理层所创立，管理层持股充分。

股权激励目标拆分明确，彰显公司长期增长信心，公司员工持股计划涉及标的股票规模不超过 446.4 万股，占公司股本总额的 1.52%，公司将依据当前发展战略对境内、境外业务相关人员分开考核，2024-2026 年公司境内年度考核目标为：境内营业收入以 2023 年为基础分别增长 30.00%/62.45%/103.57%，或公司归母净利润以 2023 年为基础分别增长 28.64%/67.24%/101.54%；境外业务年度考核目标为：

目标值 2024/2024-2025/2024-2026 年度境外营收之和以 2023 年为基础分别增长 8.00%/126.80%/260.56%，或公司归母净利润 2023 年为基础分别增长 28.64%/67.24%/101.54%。

图表 2 公司股权结构（截至 2024Q3）



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 3 公司员工持股计划

解锁期	对应考核年度	对应考核年度境内收入 定比 2023 年增长率		对应考核年度归母净利润 定比 2023 年增长率	
		目标值	触发值	目标值	触发值
第一个	2024 年	30.00%	27.00%	28.64%	25.78%
第二个	2025 年	62.45%	56.21%	67.24%	60.52%
第三个	2026 年	103.57%	93.21%	101.54%	91.39%
解锁期	对应考核区间	对应考核区间实现的境内营业收入 定比 2023 年增长率		对应考核区间归母净利润 定比 2023 年增长率	
		目标值	触发值	目标值	触发值
第一个	2024 年	8.00%	7.20%	28.64%	25.78%
第二个	2024-2025 年	126.80%	114.12%	67.24%	60.52%
第三个	2024-2026 年	260.56%	234.50%	101.54%	91.39%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 出口代工业务稳步增长，国内自有品牌加速推进

2018-2023 年，公司营业收入从 14.12 亿元上升至 37.5 亿元，年均复合增长率 21.6%，出口代工业务目前仍是公司营收主要来源，2023 年公司境外业务收入达 26.62 亿元，占公司营业收入的 71.0%，伴随聚焦国内市场聚焦主粮战略持续推进，公司境内自有品牌业务收入体量实现快速增长，境外收入占比整体呈下降趋势。

2024 年前三季度公司实现归母净利润 2.82 亿元，同比增长 59.5%，主要系海外订单持续增长、国内自主品牌业务改善叠加原材料价格与汇率等因素利好所致，根据

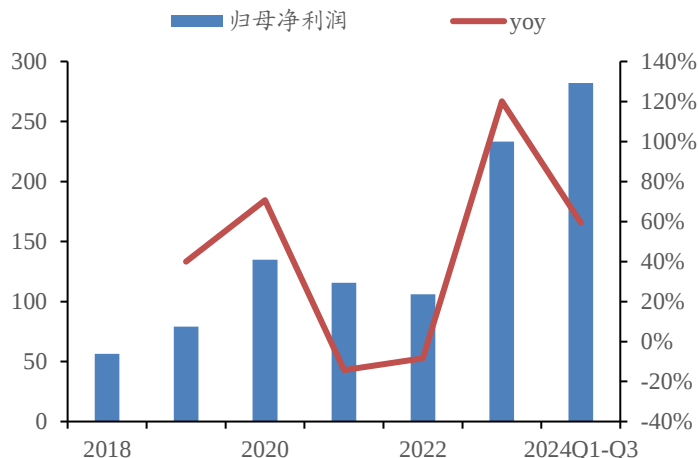
公司业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 3.6-4.0 亿元，同比增长 54.5%-71.55%。

图表 4 公司营业收入持续增长，百万元



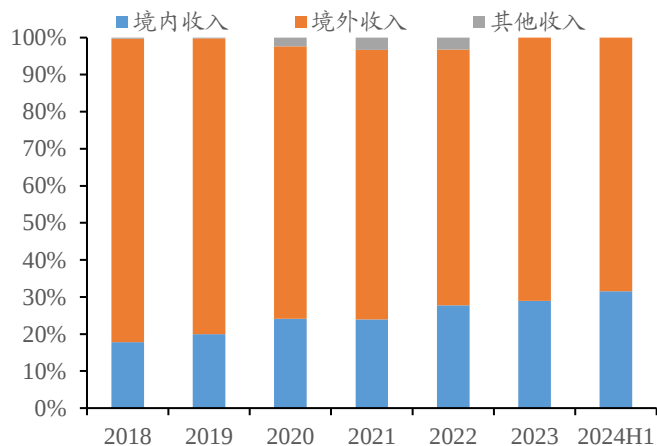
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润稳定增长，百万元



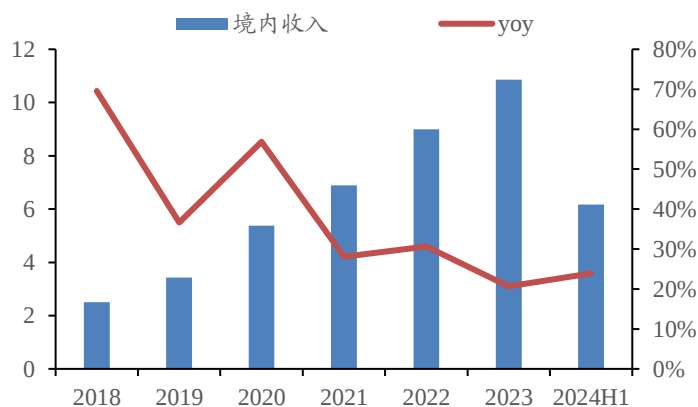
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司境内外业务收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

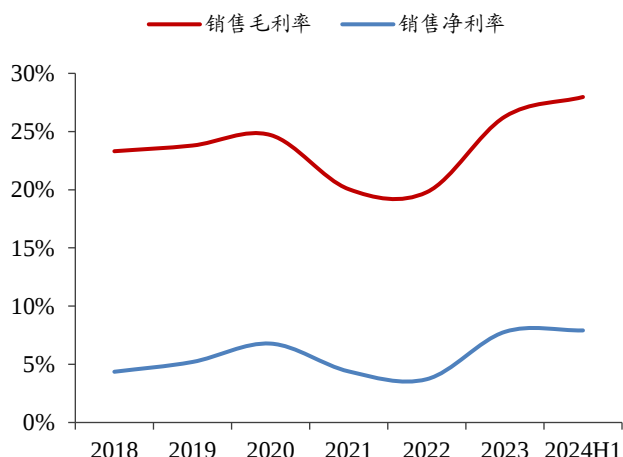
图表 7 公司境内业务营收及 yoy, 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

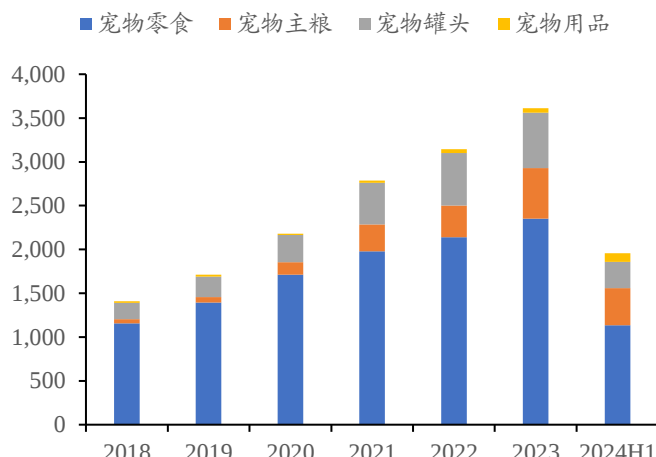
宠物主粮业务快速发展，产品结构优化叠加原材料价格以及汇率利好带动公司盈利能力提升。宠物零食营收占比呈下降趋势，从 2017 年 82.4% 降低至 2023 年的 62.7%；宠物主粮营收占比呈上升趋势，从 2017 年 2.3% 攀升至 2023 年的 15.4%。2024H1，公司销售毛利率 28.0%，同比提高 2.96 个百分点，其中，宠物主粮业务实现营收 4.22 亿元，同比增长 84.0%，毛利率达 35.8%，同比提升 8.18 个百分点。

图表 8 公司毛利率、净利率变动情况



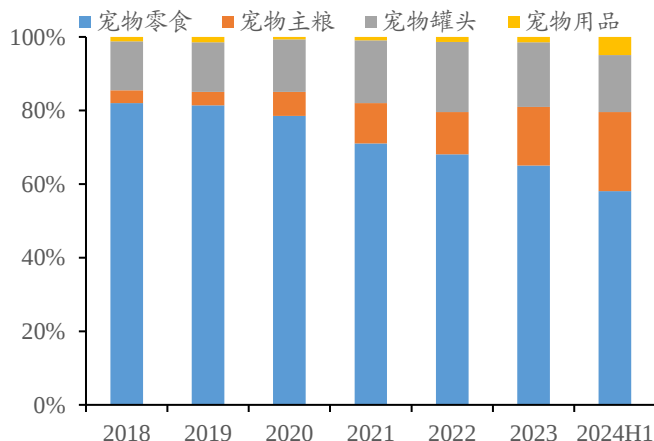
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司分业务收入情况, 百万元



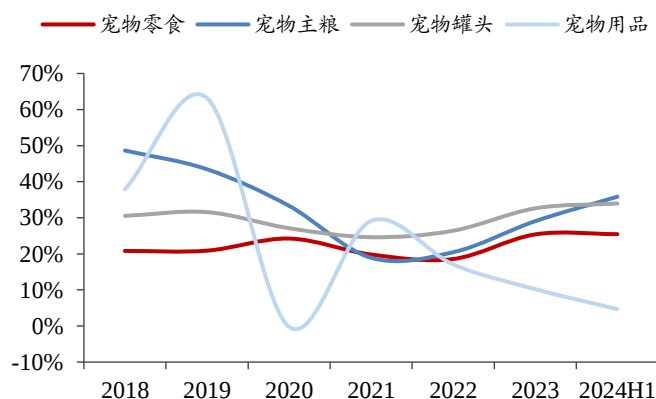
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分业务收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司分业务毛利率变动情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 海外宠物市场稳步增长, 全球化战略布局打造企业竞争优势

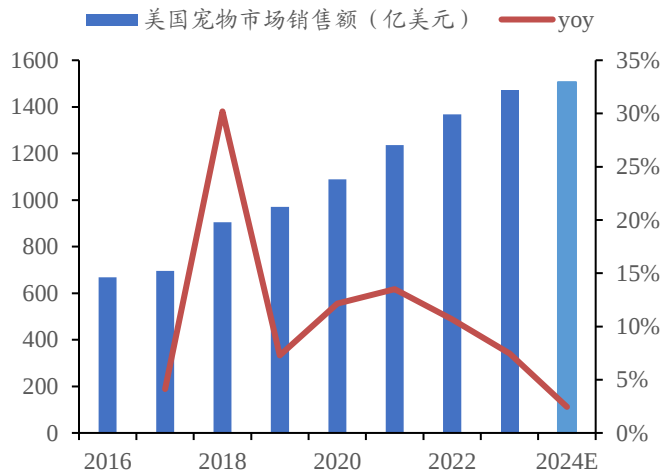
2.1 海外宠物市场持续增长, 科学喂养理念引领多样化需求

宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟, 相关产品及服务已经发展成为民众日常消费的重要组成部分。全球宠物市场近年来进入平稳发展的阶段。根据 Euromonitor 披露数据: 2015-2023 年, 全球宠物市场规模从 1108.6 亿美元稳步攀升至 2023 年 1935.3 亿美元, 年复合增长率 7.2%; 全球宠物食品市场规模从 802.3 亿美元稳步攀升至 2023 年 1411.3 亿美元, 年复合增长率 7.3%。

美国是全球最大的宠物饲养和消费国。美国宠物用品协会 (APPA) 调查报告显示: 2023 年美国宠物市场销售额 1470 亿美元, 同比增长 7.5%, 其中, 宠物食品销售规模 644 亿美元, 同比增长 10.8%, 仍是发展最快的细分市场, 兽医护理产品销售规模 383 亿元, 同比增长 6.7%, 宠物用品、活体及 OTC 药品销售规模 320 亿元,

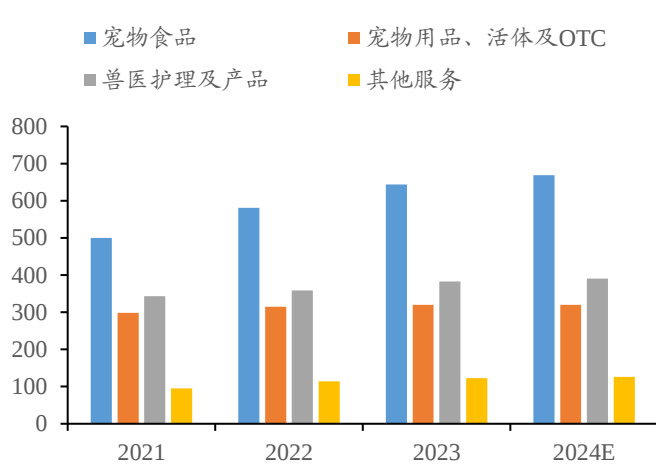
同比增长 1.6%，其他宠物服务销售额 123 亿元，同比增长 7.9%。APPA 预计 2024 年美国宠物行业销售额 1506 亿元，同比增长 2.5%，宠物食品销售额 669 亿美元，同比增长 3.9%。

图表 12 美国宠物市场销售规模，亿美元、%



资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 13 美国宠物细分市场销售规模，亿美元

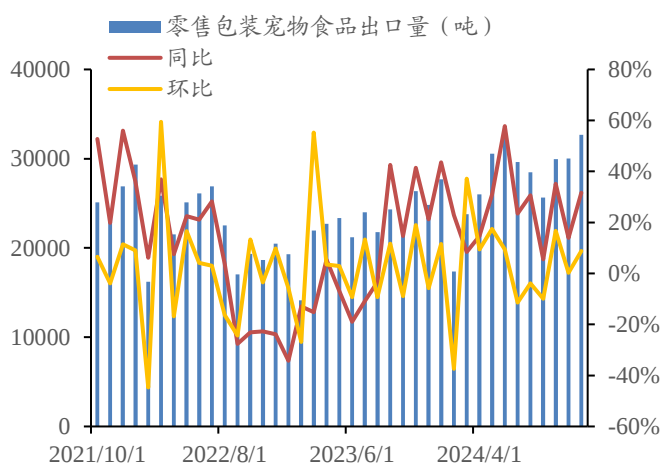


资料来源：APPA，华安证券研究所

伴随宠物主与宠物之间情感联系的加深以及科学喂养理念的持续推广，宠物主人越来越重视和关注宠物健康，APPA 调研报告显示，自 2018 年以来，美国宠物主对犬类维生素和补充剂的使用增长近 50%，猫的维生素和补充剂使用量增长了近 60%，宠物主与宠物共度的时间也出现了显著增长，宠物拟人化趋势有望进一步带动海外宠物市场良性发展。

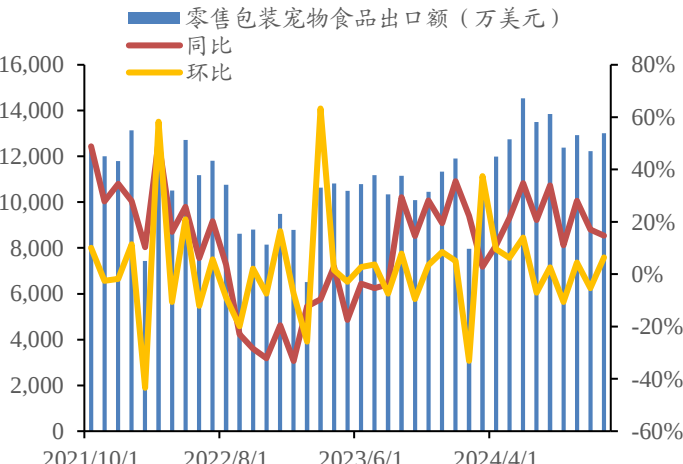
海外库存影响消退以及需求端韧性显现，我国宠物食品出口持续向好，根据海关总署数据，2024 年 1-12 月我国零售包装宠物食品出口量 33.5 万吨，同比增长 26.0%，零售包装宠物食品出口金额 14.8 亿美元，同比增长 20.7%。

图表 14 宠物食品出口量及同环比变动，吨、%



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 15 宠物食品出口额及同环比变动，万美元、%



资料来源：海关总署，华安证券研究所

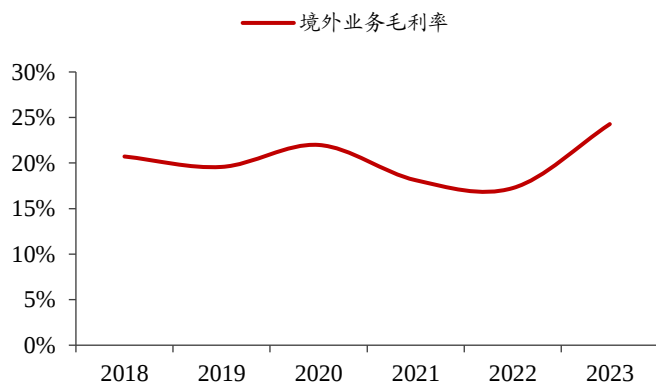
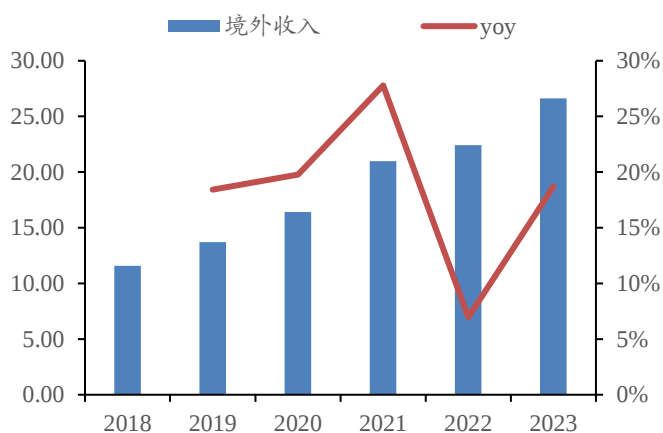
2.2 全球化产能布局+自有品牌出海，境外业务打开增量空间

海外市场目前仍是公司收入和利润的主要来源，2024H1，公司海外销售收入占主营业务收入 68.5%，产品销往美国、欧盟、日本、东南亚等国家和地区，公司主要采取与海外知名厂商合作的方式，以 OEM/ODM 进入当地市场。在努力扩大 OEM/ODM 产品市场规模的同时，公司将自有品牌出海作为境外业务板块的重要一环，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的推广力度，开拓未来海外业绩增长点，目前公司主要出海自主品牌“Wanpy”、“ZEAL”、“GREAT JACK'S”已销往全球 73 个国家和地区。

深度合作海外优质客户，境外业务整体稳健增长。2018-2023 年，公司海外收入从 11.57 亿元增长至 26.61 亿元，年复合增长率 18.1%；2024H1，公司主营业务中境外收入 12.67 亿元，同比增长 9.8%，毛利率 25.1%，同比增长 2.80 个百分点，主要系原材料价格下降叠加海外工厂产品结构优化所致。

图表 16 公司海外收入及增速，亿元

图表 17 公司海外毛利率走势图



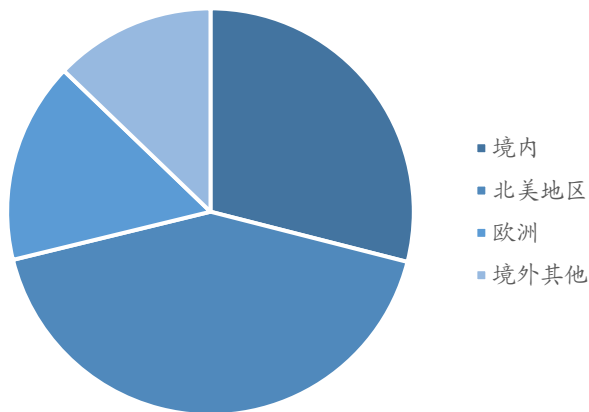
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

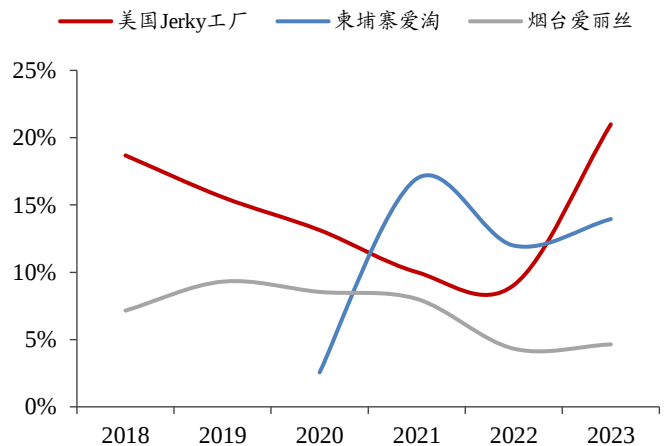
2014 年开始，公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨投资建设工厂，目前公司已有 6 家海外工厂，并且开始建设规划产能为 12000 吨的美国第二工厂。通过海外投资建厂，公司能够利用当地优势资源实现成本优化和产品本土化生产销售，满足海外客户细分需求并获取更高的利润，特别是美国地区，由于美国本土高端零食产能的稀缺性以及下游客户对本土生产的宠物食品存在偏好，公司北美工厂净利率相比其他地区产能有明显优势。2023 年公司美国子公司 jerky 净利率达 21.0%，相比柬埔寨子公司爱淘高出 7.04 个百分点。

另一方面，全球化产能布局有利于规避国际政治、经济环境变化对企业带来的风险，2025 年 2 月 1 日，美国总统特朗普签署行政令，对进口自中国的商品加征 10% 的关税。2 月 14 日，美国总统特朗普签署备忘录，要求相关部门确定与每个外国贸易伙伴的“对等关税”，该备忘录未说明征收时间，但未来全球经贸或面临更大不确定性，非美国本土产能均可能面临一定关税加征风险，在此基础上，公司未来有望通过订单转移以及美国第二工厂产能提升规避关税影响。

图表 18 2023 年公司营收分区域占比



图表 19 公司主要子公司净利率变化



资料来源：可转债 2024 年评级跟踪报告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 公司海外工厂分布及投产情况

海外工厂	投产时间	主要产品
美国工厂	2015 年	烘干肉类宠物食品
加拿大工厂	2018 年	烘干肉类宠物食品
柬埔寨工厂	2020 年	宠物肉类产品、可食用咬胶产品
新西兰 ZEAL 工厂	2018 年	天然宠物食品
新西兰 PFNZ 工厂	2021 年	宠物湿粮
新西兰高端湿粮工厂	预计 2025 年	宠物湿粮
美国第二工厂	预计 2026 年	烘干类零食及风干粮

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 21 公司主要产品产销、产能利用情况，吨

产品名称	项目	2022 年	2023 年
宠物零食	产能	25728	25728
	产量	29221	31528
	产能利用率	113.58%	122.54%
	销量	36498	37635
	产销率	124.90%	119.37%
宠物罐头	产能	38000	38000
	产量	24628	27629
	产能利用率	64.81%	72.71%
	销量	27172	28843
	产销率	110.33%	104.39%
宠物干粮	产能	40760	40760
	产量	23791.00%	26095
	产能利用率	58.37%	64.02%
	销量	21408	29083

	产销率	89.98%	111.45%
--	-----	--------	---------

资料来源：可转债 2024 年评级跟踪报告，华安证券研究所

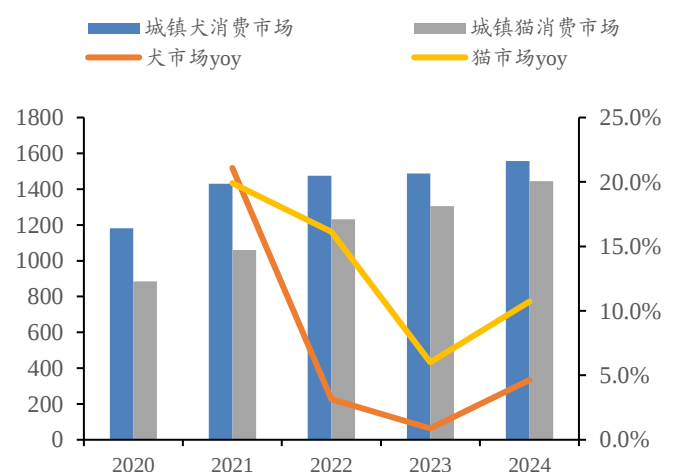
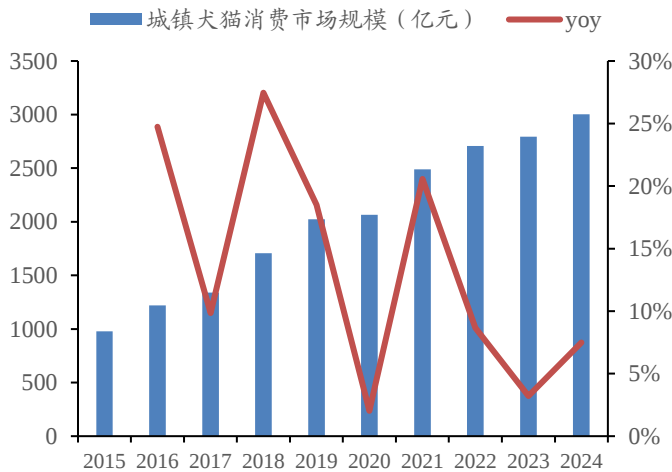
3 国内宠物行业蓬勃发展，自有品牌值得期待

3.1 宠物消费场景气度向上，国产替代趋势持续验证

城镇宠物(犬猫)消费市场规模稳中有增，猫经济景气度向上。根据宠物行业白皮书（消费报告）数据，2024 年我国城镇宠物(犬猫)消费市场规模达 3002 亿元，同比增长 7.5%，宠物食品消费市场占比 52.8%，同比提升 0.5 个百分点。其中，犬消费市场规模达 1557 亿元，同比增长 4.6%，食品市场份额占比 50.1%，同比下滑 0.3 个百分点；猫消费市场规模 1445 亿元，同比增长 10.7%，食品市场占比 55.7%，同比提升 1.3 个百分点。

图表 22 2015-2024 我国城镇犬猫消费规模，亿元、%

图表 23 2020-2024 我国城镇犬、猫消费规模，亿元、%

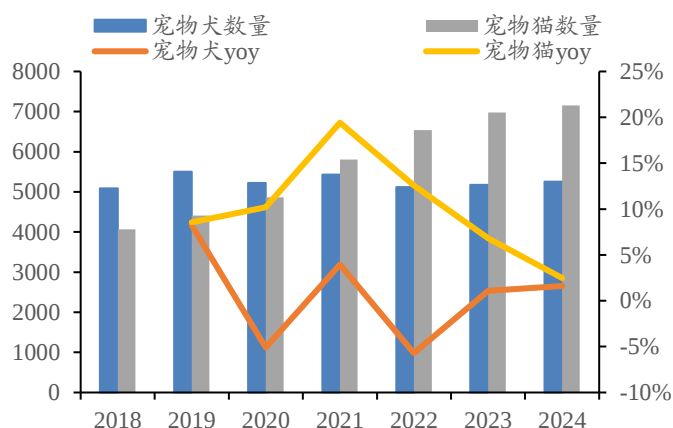


资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

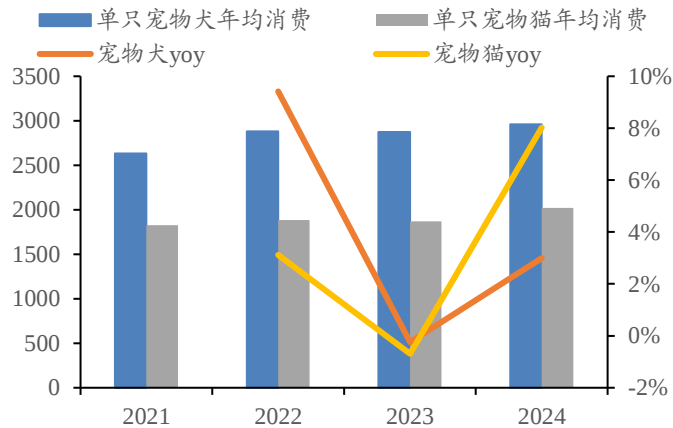
城镇犬猫数量同比微增，单宠年均消费回升带动宠物消费市场扩容。根据中国宠物行业白皮书（消费报告）数据，2024 年我国宠物犬数量 5258 万只，同比增长 1.6%，宠物猫数量 7153 万只，同比增长 2.5%，增长趋势延续。2024 年单只宠物犬年均消费 2961 元，同比增长 3.0%，单只宠物猫年均消费 2020 元，同比增长 4.9%，宠物行业消费韧性持续显现。

图表 24 2018-2024 我国犬猫数量，万只、%



资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 25 2021-2024 我国单只犬猫年均消费，元、%



资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

国产替代逻辑持续验证，国产宠物食品品牌认可度提升。高性价比偏好以及消费者对于烘焙粮、风干粮等热门概念的追捧为宠粮国产替代提供了动力。与单纯消费降级不同，追求性价比趋势在一定程度上有助于提升宠物主对于养宠方式的科学认知，趋于理性务实的产品需求反向推动品牌研发创新以及优质产品迭代。2025 年 1 月 1 日起，零售包装的狗食或猫食罐头、零售包装的其他狗食或猫食进口暂定税率由之前的 4%上调至 10%，税率提高将抬升进口宠物食品品牌代理商成本，或将导致进口宠物食品品牌终端价格上涨，为国产品牌扩大市场份额提供利好。

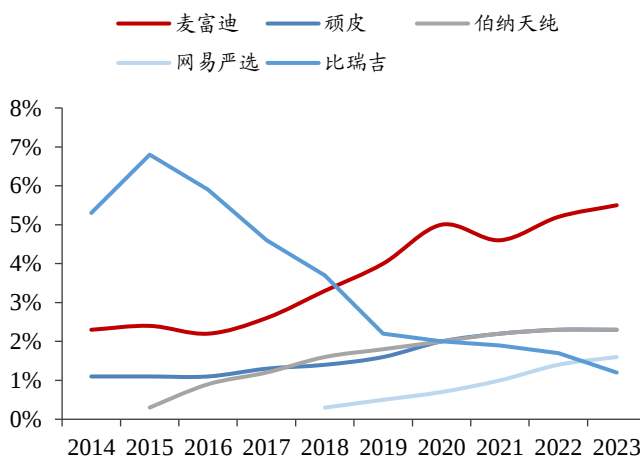
根据欧睿数据，2023 年已有 3 家国产品牌进入我国宠物食品品牌市占率 TOP5，头部国产品牌市占率提升趋势明显。2024 年双十一期间，6 家国产宠物食品品牌进入天猫宠物品牌成交榜 TOP10 且前五名均为国产品牌。宠物行业白皮书调研数据显示，近年来宠物主对于国产品牌偏好度持续提升，2024 年偏好购买国产品牌犬主粮的宠物主占比达 32.9%，同比提升 5.8 个百分点，偏好购买国产品牌猫主粮的宠物主占比达 34.8%，同比提升 6.5 个百分点。

图表 26 2023 年我国宠物食品品牌市占率 TOP10

排名	品牌	市占率
1	皇家	5.8%
2	麦富迪	5.5%
3	顽皮	2.3%
4	伯纳天纯	2.3%
5	冠能	1.6%
6	网易严选	1.4%
7	爱肯拿	1.4%
8	渴望	1.3%
9	比瑞吉	1.2%
10	素力高	1.0%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 27 2014-2023 部分国产品牌市占率变化情况，%



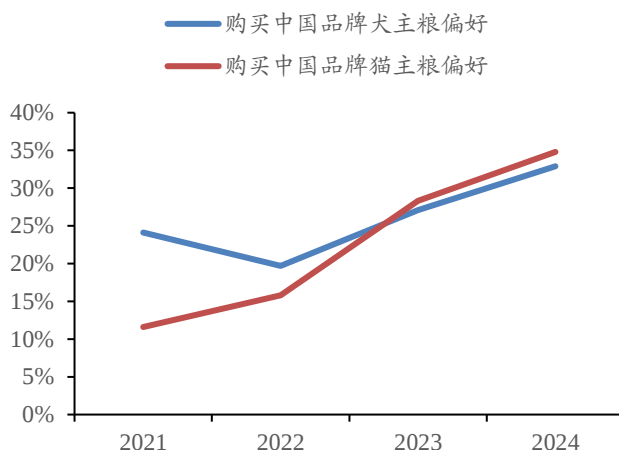
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 28 2022-2024 双十一天猫猫狗食品销售 TOP10

排名	2022	2023	2024
1	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	皇家	皇家	鲜朗
3	渴望	蓝氏	蓝氏
4	网易严选	诚实一口	弗列加特
5	爱肯拿	鲜朗	诚实一口
6	Instinct	网易严选	皇家
7	ZIWI	Instinct	Instinct
8	阿飞与巴弟	渴望	渴望
9	卫仕	博纳天纯	网易严选
10	蓝氏	素力高	爱肯拿

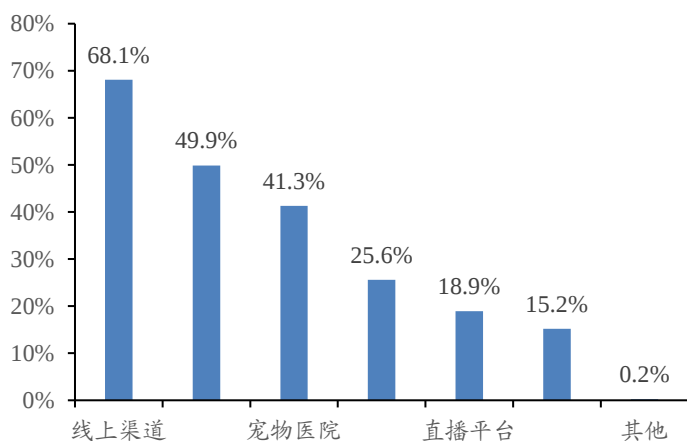
资料来源：天猫双十一战报，华安证券研究所

图表 29 2021-2024 宠物主粮品牌偏好变化，%



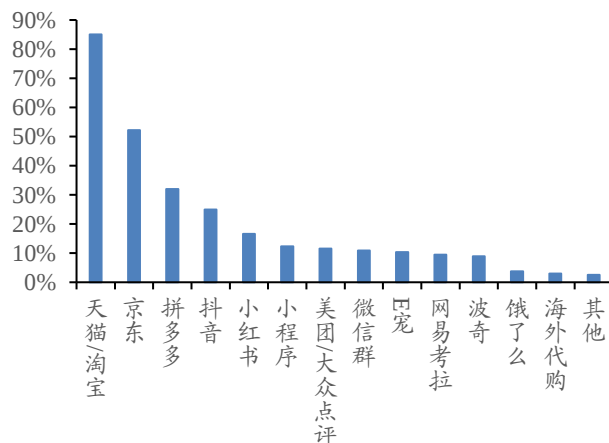
资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 30 2024 年宠物主消费渠道偏好



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 31 2024 年宠物主线上消费渠道平台偏好



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

3.2 自有品牌调整成效显著，境内业务实现盈利

公司坚持聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮的发展战略，形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”三大自主品牌为核心的差异化品牌矩阵，通过不同品牌定位迎合各类细分市场需求。

顽皮品牌始于1998年，是公司创立时间最长，受众人群最广的核心自主品牌，近年来顽皮品牌通过推出顽皮鲜选系列将“鲜”概念与产品深度结合，定位中高端市场，赢得消费者广泛认可。

ZEAL 品牌源自 1999 年，是为新西兰天然宠物食品公司（NPTC）注册品牌，公司 2018 年完成了对 ZEAL 品牌的收购，在公司全球供应链平台赋能下，ZEAL 品牌定位高端市场，以天然原材料和新西兰原装进口品质为核心，打造了 0 号罐、配方牛奶等多个爆品系列，2024 年 ZEAL 品牌推出新西兰首款天然风干粮，进一步开拓干粮系列产品。

领先品牌是公司针对年轻客群打造的互联网品牌，定位中高端市场，致力打造

革新性宠物粮，满足犬猫健康成长的营养需求，依托经验丰富的线上运营团队以及配方研发储备优势，领先品牌通过创新性爆品持续迭代实现了品牌体量的快速增长。

图表 32 WANPY 品牌部分产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 33 ZEAL 品牌部分产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 领先品牌部分产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

品牌调整持续推进，核心自主品牌边际改善明显。顽皮品牌早期价格定位相对较低，大量低毛利率长尾 SKU 的存在对品牌长期发展产生不利影响，2023 年以来，公司通过区隔线上线下产品，精简品牌 SKU 数量，加强各个渠道价格管控以及高毛利新品叠加推出等途径对品牌深度优化，经过品牌调整，公司自主品牌盈利能力显著改善，2024 年前三季度公司境内业务板块已实现全面盈利。

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

我们假设：

1、收入增速假设：公司坚持聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮的发展战略，伴随公司未来产能持续释放，海外业务有望持续稳健增长，国内自主品牌业务有望实现快速增长，预计 2024-2026 年公司宠物零食收入增速分别为 11%、10%、12%；公司宠物罐头收入增速分别为 6%、7%、8%；宠物主粮收入增速分别为 60%、45%、40%；

2、盈利能力假设：伴随公司新建产能释放以及自有品牌产品结构优化，预计 2024-2026 年公司宠物零食毛利率分别为 25.6%、25.8%、26.5%；宠物罐头毛利率分别为 33.8%、34.3%、34.5%；宠物主粮毛利率分别为 35.8%、36.4%、37.0%。

图表 35 公司收入成本预测表

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计									
营业收入	1,412	1,716	2,233	2,882	3,248	3,747	4,413	5,162	6,128
yoy	39.1%	21.5%	30.1%	29.1%	12.7%	15.4%	17.8%	17.0%	18.7%
营业成本	1,083	1,308	1,681	2,304	2,605	2,763	3,177	3,676	4,303
yoy	41.9%	20.7%	28.6%	37.0%	13.1%	6.0%	15.0%	15.7%	17.0%

营业利润	23.3%	23.8%	24.7%	20.0%	19.8%	26.3%	28.0%	28.8%	29.8%
yoy	30.7%	24.1%	35.0%	4.8%	11.3%	53.2%	25.4%	20.7%	22.8%
毛利率	23.3%	23.8%	24.7%	20.0%	19.8%	26.3%	28.0%	28.9%	29.9%
宠物零食									
营业收入	1,155	1,394	1,712	1,980	2,141	2,351	2,609	2,870	3,215
yoy	38.1%	20.7%	22.8%	15.6%	8.1%	9.8%	11.0%	10.0%	12.0%
营业成本	915	1,103	1,297	1,588	1,743	1,754	1,941	2,130	2,363
yoy	43.6%	20.6%	17.6%	22.4%	9.8%	0.6%	10.7%	9.7%	10.9%
毛利率	20.8%	20.9%	24.2%	19.8%	18.6%	25.4%	25.6%	25.8%	26.5%
宠物罐头									
营业收入	187	232	311	475	600	635	673	720	778
yoy	33.0%	24.2%	34.0%	53.0%	26.3%	5.8%	6.0%	7.0%	8.0%
营业成本	130	159	227	358	442	428	445	468	505
yoy	26.4%	22.3%	42.8%	58.2%	23.3%	-3.2%	4.1%	5.1%	8.0%
毛利率	30.5%	31.6%	27.1%	24.6%	26.4%	32.6%	33.8%	34.3%	34.5%
宠物主粮									
营业收入	49	63	142	306	360	577	923	1,338	1,873
yoy	113.0%	27.6%	126.6%	115.7%	17.5%	60.2%	60.0%	45.0%	40.0%
营业成本	25	35	95	249	286	409	592	851	1,180
yoy	96.1%	40.5%	167.2%	162.2%	15.2%	42.9%	44.8%	43.6%	38.7%
毛利率	48.6%	43.4%	33.3%	18.9%	20.5%	29.1%	35.8%	36.4%	37.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所

4.2 投资建议

公司深耕宠物食品赛道，在出口代工业务稳健增长的基础上，公司坚持“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”的发展战略，核心自有品牌调整成效显著，盈利能力持续改善，我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 44.13 亿元、51.62 亿元、61.28 亿元，同比增长 17.8%、17.0%、18.7%，对应归母净利润 3.73 亿元、4.21 亿元、5.51 亿元，同比分别增长 59.9%、12.9%、31.0%，对应 EPS1.27 元、1.43 元、1.87 元，维持“买入”评级不变。

风险提示：

汇率波动风险；原材料价格波动风险；国际贸易摩擦风险；产能投放不及预期风险；自主品牌发展不达预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2022	2446	2869	3586	营业收入	3747	4413	5162	6128
现金	527	657	1008	1280	营业成本	2763	3177	3676	4303
应收账款	468	480	621	695	营业税金及附加	14	16	19	22
其他应收款	5	44	12	53	销售费用	387	457	534	637
预付账款	17	16	18	23	管理费用	144	183	228	253
存货	580	814	765	1091	财务费用	29	7	21	22
其他流动资产	425	435	445	445	资产减值损失	-15	-11	-11	-12
非流动资产	2369	2641	2913	3166	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	215	254	295	331	投资净收益	21	62	31	31
固定资产	1070	1148	1219	1253	营业利润	372	555	626	821
无形资产	93	92	90	88	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	990	1147	1309	1494	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	4390	5087	5782	6752	利润总额	370	555	626	821
流动负债	1186	1462	1681	2029	所得税	78	117	132	172
短期借款	666	819	972	1183	净利润	292	439	495	648
应付账款	378	464	517	627	少数股东损益	59	66	74	97
其他流动负债	142	179	192	219	归属母公司净利润	233	373	421	551
非流动负债	785	785	785	785	EBITDA	518	689	821	1025
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.80	1.27	1.43	1.87
其他非流动负债	745	745	745	745					
负债合计	1971	2248	2467	2814					
少数股东权益	187	252	327	424					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1144	1144	1144	1144					
留存收益	794	1149	1550	2076					
归属母公司股东权益	2233	2588	2988	3514					
负债和股东权益	4390	5087	5782	6752					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	447	378	651	517	成长能力				
净利润	292	439	495	648	营业收入	15.4%	17.8%	17.0%	18.7%
折旧摊销	137	147	164	171	营业利润	140.5%	49.2%	12.9%	31.0%
财务费用	31	24	29	34	归属于母公司净利	120.1%	59.9%	12.9%	31.0%
投资损失	-21	-62	-31	-31	获利能力				
营运资金变动	-13	-196	-31	-333	毛利率 (%)	26.3%	28.0%	28.8%	29.8%
其他经营现金流	326	660	553	1009	净利率 (%)	6.2%	8.4%	8.2%	9.0%
投资活动现金流	-680	-359	-405	-396	ROE (%)	10.4%	14.4%	14.1%	15.7%
资本支出	-405	-374	-390	-391	ROIC (%)	7.8%	9.7%	10.3%	11.5%
长期投资	-289	-39	-40	-36	偿债能力				
其他投资现金流	14	54	25	31	资产负债率 (%)	44.9%	44.2%	42.7%	41.7%
筹资活动现金流	84	112	105	151	净负债比率 (%)	81.5%	79.1%	74.4%	71.5%
短期借款	325	153	153	211	流动比率	1.71	1.67	1.71	1.77
长期借款	-4	0	0	0	速动比率	1.17	1.07	1.21	1.19
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.91	0.93	0.95	0.98
其他筹资现金流	-237	-42	-49	-59	应收账款周转率	9.03	9.17	9.12	9.10
现金净增加额	-144	130	351	272	应付账款周转率	7.53	7.55	7.49	7.52

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.80	1.27	1.43	1.87	P/E	33.03	28.15	24.95	19.04
每股经营现金流薄)	1.52	1.28	2.21	1.76	P/B	3.47	4.06	3.51	2.99
每股净资产	7.59	8.80	10.16	11.95	EV/EBITDA	16.72	16.59	13.67	10.89

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名，2024 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第四名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。