

农林牧渔

2025 年 04 月 24 日

# 中宠股份 (002891)

—— 自有品牌恢复高增，境外业务稳步增长

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告，业绩同比高增。**2024 年公司实现营业收入 44.6 亿，同比+19.2%，实现归母净利润 3.9 亿，同比+68.9%。毛利率为 28.2%，同比+2.9pct，净利率为 9.3%，同比+1.5pct。25Q1 实现营业收入 11 亿，同比+25.4%，实现归母净利润 0.91 亿，同比+62.1%。毛利率为 31.9%，同比+4.0pct，净利率为 9.3%，同比+1.9pct。由于公司自有品牌营收增速加快，且利润率提升，故公司 25Q1 业绩超过我们此前在一季报前瞻中的预期（8000 万元）。
- **自有品牌调整后增速加快，盈利能力继续上行。**据公司公告，2024 年公司境内业务实现营收 14.1 亿元，同比+30.3%，毛利率为 35.2%，同比+4pct。据久谦咨询数据，24 年公司自有品牌天猫淘宝、京东、抖音线上 GMV 同比+25%，25Q1 增速进一步加快，线上 GMV 同比+27%。分品牌看，顽皮品牌调整成效显著，随着 SKU 的精简、线上线下产品的区分，24 年线上 GMV 增速逐季增长（24Q1-Q4 分别同比-27%、-0.7%、+11%、+15%），25Q1 推出新品顽皮小金盾烘焙粮，营销资源进一步聚焦小金盾系列，先后与人民网、CCTV 合作，树立“安全”、“高品质”的品牌形象，25Q1 顽皮品牌线上 GMV 同比+13%。领先品牌增速亮眼，24 年线上 GMV 同比+63%。24Q2 领先宣布与《甄嬛传》联名，拍摄甄嬛传联名短剧，推出三大甄嬛传系列联名产品，带动领先品牌实现高速增长。25Q1 领先加大新品推出力度，推出新品烘焙粮-三文鱼口味、烘焙幼犬粮，25Q1 线上 GMV 同比+55%（本段数据均来自久谦咨询）。
- **境外业务维持稳步增长。**据公司公告，2024 年公司境外业务实现营收 30.5 亿元，同比+14.6%，毛利率为 24.9%，同比+0.62pct。**(1) 出口业务：**24 年海外市场整体需求良好，公司境外 ODM 业务继续维持稳步增长。据海关总署数据，24 年中国宠物食品出口金额为 105.3 亿元，同比+22.1%，其中对美出口金额约为 18.5 亿元，同比+22.7%。**(2) 海外工厂：**24 年公司美国工厂技术改造完成，随着产能利用率的增加，25 年营收及利润预计均同比增长；加拿大工厂产能利用率继续爬坡，且公司逐步开拓新客户，自有品牌（大杰克）销售情况较好，带动加拿大工厂营收及利润同比增长。
- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**美国第二工厂将于 26 年投产，支撑境外业务营收稳步增长。公司持续聚焦三大自主品牌，顽皮营收增速恢复增长，领先营收维持高速增长，预计公司境内业务营收有望继续维持较快增长，盈利能力逐步提升。由于公司顽皮品牌调整成效显著，带动国内业务盈利能力提升，同时海外市场需求良好，海外工厂客户需求高增，盈利能力上行，故我们上调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业收入 51.3/61.0/72.4 亿元，同比+15%/+19%/+19%，实现归母净利润 4.4/5.3/6.5 亿元（原 25-26 年盈利预测为 4.3/5.1 亿元），同比+11%/+21%/+22%，当前股价对应 PE 为 36X/30X/24X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品推广不及预期的风险。

市场数据：2025 年 04 月 24 日

收盘价(元)	53.44
一年内最高/最低(元)	53.44/17.92
市净率	6.2
股息率(分红/股价)	0.92
流通 A 股市值(百万元)	15,766
上证指数/深证成指	3,297.29/9,878.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产(元)	8.64
资产负债率%	40.00
总股本/流通 A 股(百万)	295/295
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

盛瀚 A0230522080006  
shenghan@swsresearch.com

联系人

胡静航  
(8621)23297818x  
hujh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,465	1,101	5,128	6,097	7,236
同比增长率(%)	19.2	25.4	14.9	18.9	18.7
归母净利润(百万元)	394	91	438	530	647
同比增长率(%)	68.9	62.1	11.3	20.9	22.1
每股收益(元/股)	1.34	0.31	1.49	1.80	2.20
毛利率(%)	28.2	31.9	29.0	30.5	31.3
ROE(%)					
市盈率	40		36	30	24

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,747	4,465	5,128	6,097	7,236
其中: 营业收入	3,747	4,465	5,128	6,097	7,236
减: 营业成本	2,763	3,208	3,640	4,239	4,970
减: 税金及附加	14	14	21	24	29
主营业务利润	970	1,243	1,467	1,834	2,237
减: 销售费用	387	495	631	823	991
减: 管理费用	144	210	179	232	275
减: 研发费用	48	73	67	79	94
减: 财务费用	29	18	24	17	11
经营性利润	362	447	566	683	866
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-4	-9	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-15	-15	0	0	0
加: 投资收益及其他	25	84	32	32	12
营业利润	372	508	597	713	877
加: 营业外净收入	-2	-2	0	0	0
利润总额	370	505	597	713	877
减: 所得税	78	89	134	153	192
净利润	292	416	463	560	685
少数股东损益	59	23	25	31	37
归属于母公司所有者的净利润	233	394	438	530	647

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。