

中宠股份 (002891.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩靓丽，国内自主品牌加速、势能上行

业绩简评

4月23日公司发布24年报和25Q1季报，24年营收44.64亿元，同比+19.15%；归母净利润3.93亿元，同比+68.89%；其中24Q4实现营收12.76亿元，同比+23.31%；实现归母净利润1.12亿元，同比+98.20%。25Q1营收11.01亿元，同比+25.41%；归母净利润0.91亿元，同比+62.13%，业绩表现超预期。

经营分析

主粮加速成长&占比显著提升，自主品牌顽皮调整初见成效，外销稳健增长。

1) 分区域，海外/国内营收30.5/14.1亿元，同比+14.6%/+30.3%，美国Jerky公司24年收入6.1亿元(-14.6%)，但预计加拿大产能及时进行订单补充；内销自主品牌顽皮渠道&产品策略调整成效显著拉动成长，2H国内营收+35.7%环比加速。2) 分品类，24年宠物零食/罐头/主粮营收分别为24.71/6.62/11.07亿元，同比+5.1%/+4.2%/+91.9%，主粮延续靓丽成长，24年起公司产品策略重点转向主粮，从多SKU转向大单品培育思路，主品牌顽皮于24年推出小金盾100%鲜肉主粮/烘焙粮系列定位性价比提高用户转化、领先借助烘焙粮品类红利高速增长，强运营竞争力获验证。

国内自主品牌主粮大单品策略、直销占比提升有效提振毛利率。

24年毛利率28.2%(+1.9pct)，海外/国内毛利率24.9%/35.2%(+0.6/+4pct)，零食/罐头/主粮毛利率同比-0.46/+4.76/+5.5pct，销售/管理/研发/财务费用率11.1%/4.7%/1.6%/0.4%，同比+0.8/+0.9/+0.4/-0.4pct；净利率9.3%(+1.54pct)，受规模效应影响预计国内自主品牌盈利转暖。

25Q1：毛利率31.9%(同/环比+4.0/+2.2pct)，预计主因毛利较高的美国产能恢复/国内自主品牌加速，销售/管理/研发/财务费用率分别为11.4%/6.1%/2.12%/0.36%，同比+1.0/+1.0/+0.4/-0.3pct，净利率9.3%，同比+1.9pct。

自主品牌加速成长、品牌势能提升，海外本土化产能先发优势壁垒显著。1) 国内：顽皮为主线，ZEAL+领先定位清晰有望高速增长，股权激励政策下，看好后续伴随资源投放效率提升，盈利能力和行业份额加速提升。2) 全球化产业链：公司在美国、加拿大、新西兰等国家前瞻布局设立工厂，关税背景下产能布局相对优势凸显，中期份额提升、高质成长可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司25-27年归母净利为4.6、5.8、7.3亿元，同比+17%/+25%/+27%，考虑到公司内销品牌势能处提升期，当前股价对应PE分别为31、25、20X，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险；自主品牌建设不及预期；费用过度投放导致业绩不及预期。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：48.58元

相关报告：

1. 《中宠股份公司点评：主粮靓丽成长，股权激励彰显发展信心》，2024.8.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,747	4,465	5,427	6,770	8,128
营业收入增长率	15.37%	19.15%	21.55%	24.74%	20.06%
归母净利润(百万元)	233	394	460	576	733
归母净利润增长率	120.12%	68.89%	16.88%	25.17%	27.24%
摊薄每股收益(元)	0.793	1.339	1.561	1.954	2.486
每股经营性现金流净额	1.52	1.69	2.18	2.04	2.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.44%	16.22%	17.02%	18.89%	21.01%
P/E	33.24	26.66	31.12	24.86	19.54
P/B	3.47	4.32	5.30	4.70	4.10

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	3,248	3,747	4,465	5,427	6,770	8,128	货币资金	578	527	513	479	599	716	
增长率	15.4%	19.1%	19.1%	21.6%	24.7%	20.1%	应收款项	395	473	634	678	846	1,015	
主营业务成本	-2,605	-2,763	-3,208	-3,865	-4,826	-5,746	存货	610	580	579	706	894	1,080	
%销售收入	80.2%	73.7%	71.8%	71.2%	71.3%	70.7%	其他流动资产	162	441	339	347	352	356	
毛利	643	985	1,257	1,562	1,944	2,382	流动资产	1,745	2,022	2,066	2,209	2,690	3,168	
%销售收入	19.8%	26.3%	28.2%	28.8%	28.7%	29.3%	%总资产	45.4%	46.0%	46.4%	44.1%	48.1%	51.8%	
营业税金及附加	-12	-14	-14	-17	-22	-26	长期投资	261	284	338	338	338	338	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,234	1,538	1,507	2,017	2,042	2,066	
销售费用	-303	-387	-495	-619	-772	-927	%总资产	32.1%	35.0%	33.9%	40.2%	36.5%	33.8%	
%销售收入	9.3%	10.3%	11.1%	11.4%	11.4%	11.4%	无形资产	400	387	394	413	490	511	
管理费用	-117	-144	-210	-277	-338	-406	非流动资产	2,096	2,369	2,385	2,806	2,907	2,950	
%销售收入	3.6%	3.8%	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	%总资产	54.6%	54.0%	53.6%	55.9%	51.9%	48.2%	
研发费用	-43	-48	-73	-87	-108	-130	资产总计	3,840	4,390	4,450	5,016	5,597	6,118	
%销售收入	1.3%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	短期借款	355	684	420	721	784	689	
息税前利润 (EBIT)	167	393	465	563	704	893	应付款项	367	386	469	512	653	793	
%销售收入	5.2%	10.5%	10.4%	10.4%	10.4%	11.0%	其他流动负债	127	115	165	150	186	226	
财务费用	-15	-29	-18	-36	-53	-50	流动负债	849	1,186	1,054	1,384	1,624	1,708	
%销售收入	0.5%	0.8%	0.4%	0.7%	0.8%	0.6%	长期贷款	45	40	25	25	25	25	
资产减值损失	-25	-19	-24	-14	-4	-4	其他长期负债	726	745	756	716	712	708	
公允价值变动收益	-7	2	1	0	0	0	负债	1,620	1,971	1,836	2,125	2,361	2,442	
投资收益	25	21	72	30	30	25	普通股股东权益	2,066	2,233	2,428	2,704	3,050	3,490	
%税前利润	16.3%	5.8%	14.3%	5.4%	4.4%	2.9%	其中：股本	294	294	294	295	295	295	
营业利润	155	372	508	549	684	871	未分配利润	554	757	992	1,268	1,614	2,054	
营业利润率	4.8%	9.9%	11.4%	10.1%	10.1%	10.7%	少数股东权益	154	187	187	187	187	187	
营业外收支	1	-2	-2	2	2	2	负债股东权益合计	3,840	4,390	4,450	5,016	5,597	6,118	
税前利润	156	370	505	551	686	873	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	4.8%	9.9%	11.3%	10.2%	10.1%	10.7%	每股指标							
所得税	-35	-78	-89	-91	-110	-140	每股收益	0.360	0.793	1.339	1.561	1.954	2.486	
所得税率	22.3%	21.1%	17.6%	16.5%	16.0%	16.0%	每股净资产	7.025	7.592	8.255	9.171	10.343	11.835	
净利润	121	292	416	460	576	733	每股经营现金净流	0.406	1.520	1.687	2.179	2.044	2.679	
少数股东损益	15	59	23	0	0	0	每股股利	0.050	0.240	0.250	0.624	0.782	0.994	
归属于母公司的净利润	106	233	394	460	576	733	回报率							
净利率	3.3%	6.2%	8.8%	8.5%	8.5%	9.0%	净资产收益率	5.13%	10.44%	16.22%	17.02%	18.89%	21.01%	
							总资产收益率	2.76%	5.31%	8.85%	9.18%	10.29%	11.98%	
							投入资本收益率	3.97%	8.10%	10.19%	10.83%	12.45%	14.73%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	12.72%	15.37%	19.15%	21.55%	24.74%	20.06%	
							EBIT增长率	-7.31%	134.42%	18.48%	20.95%	25.04%	26.91%	
							净利润增长率	-8.38%	120.12%	68.89%	16.88%	25.17%	27.24%	
							总资产增长率	27.37%	14.32%	1.37%	12.70%	11.59%	9.31%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	39.8	40.4	44.8	45.0	45.0	45.0	
							存货周转天数	78.9	78.6	66.0	68.0	69.0	70.0	
							应付账款周转天数	49.3	48.5	44.7	45.0	46.0	47.0	
							固定资产周转天数	114.1	104.2	112.3	106.6	100.2	85.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	16.83%	20.04%	14.35%	24.58%	20.22%	12.01%	
							EBIT利息保障倍数	11.2	13.7	26.3	15.6	13.3	17.7	
							资产负债率	42.18%	44.89%	41.25%	42.36%	42.18%	39.91%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	12	21	30	69
增持	0	5	10	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.32	1.25	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-13	买入	25.10	N/A
2	2023-08-04	买入	25.26	N/A
3	2023-10-29	买入	22.55	N/A
4	2024-01-30	买入	22.61	N/A
5	2024-04-22	买入	25.52	N/A
6	2024-08-20	买入	18.70	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806