

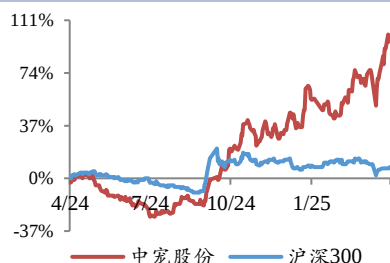
自主品牌快速放量，2025Q1 业绩表现亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-24

收盘价（元） 53.44
近 12 个月最高/最低（元） 53.44/17.92
总股本（百万股） 295
流通股本（百万股） 295
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 158
流通市值（亿元） 158

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：王定宇

执业证书号：S0010524040003

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

1. 中宠股份 (002891) 深度报告：海外代工稳中有进，国内自主品牌值得期待 2025-02-27

2. 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

主要观点：

● 2024 年公司归母净利润 3.94 亿元，同比增长 68.89%

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报：2024 年实现收入 44.6 亿元，同比+19.15%，归母净利润 3.94 亿元，同比+68.89%，扣非后归母净利润 3.86 亿元，同比+71.74%，其中，2024Q4 公司实现收入 12.8 亿元，同比+23.31%，归母净利润 1.12 亿元，同比+98.20%。2025Q1 公司实现收入 11.0 亿元，同比+25.41%；归母净利润 0.91 亿元，同比+62.13%；扣非后归母净利润 0.88 亿元，同比+63.75%。

● 产品结构优化，毛利率持续改善

①分产品：2024 年主粮收入 11.1 亿元，同比+91.85%，占营业收入比重 24.78%，同比+9.39pct，毛利率 34.59%，同比+5.53pct，公司产品结构优化，高毛利主粮产品占比持续提升；零食收入 31.3 亿元，同比+4.92%，占营业收入比重 70.16%，同比-9.52pct，毛利率 27.56%，同比+0.63pct。②分销售模式：2024 年 OEM 业务收入 26.2 亿元，同比+21.21%；经销收入 11.9 亿元，同比+6.33%；直销收入 6.5 亿元，同比+40.5%，毛利率 42.27%，同比+9.26pct，占营业收入比重 14.65%，同比+2.22pct，直销渠道收入增长迅速，毛利率和占比均有明显提升。③分地区：境内收入 14.1 亿元，同比+30.26%，毛利率 35.18%，同比+4.0pct；境外收入 30.5 亿元，同比+14.62%，毛利率 24.90%，同比+0.62pct。

● 核心自主品牌矩阵持续升级，海外业务稳步增长

境内业务方面，公司构建了丰富的自主品牌矩阵，**顽皮品牌**通过精准的渠道策略与产品优化，持续实现品牌升级，2024 年推出“顽皮小金盾 100%鲜肉全价猫粮”，定位中高端市场，2025 年通过人民网透明工厂直播让消费者见证顽皮 5.0 智慧工厂的可靠性与高品质；**领先品牌**专注主粮领域，其烘焙粮呈现出迅猛的增长态势，2024 年推出联名甄嬛传系列获得广大消费者好评，2025 年荣获“CCTV 匠心品质，领先制造”认证，成为国内宠物行业首家获得央视战略合作的品牌；**ZEAL 品牌**定位高端市场，依托新西兰优质天然原料，打造出 0 号罐、风干粮等明星产品，持续保持与淘系头部主播李佳琦爱宠 IP【奈娃家族】合作，目前，ZEAL 品牌已获得新西兰国家级品质认证 FernMark 银蕨证书等一系列奖项。境外业务方面，公司坚持“加速海外市场拓展，稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的战略方向，与美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf 等全球优质客户建立了长期稳定的合作关系，持续保持着稳步增长态势。

● 投资建议

公司深耕国内宠物市场，着力提升核心自主品牌的品牌形象、市场占有率以及影响力，是国内宠物食品行业优质企业，伴随公司海外业务稳步增长、国内市场自有品牌快速发展以及主粮产能持续释放，我们预计

2025-2027 年公司实现主营业务收入 54.25 亿元、70.29 亿元、92.05 亿元(前值 2025 年 50.84 亿元、2026 年 58.76 亿元),同比增长 21.5%、29.6%、31.0%,对应归母净利润 4.79 亿元、5.55 亿元、7.22 亿元(前值 2025 年 3.93 亿元、2026 年 4.70 亿元),同比增长 21.5%、15.9%、30.1%,对应 EPS1.62 元、1.88 元、2.45 元。维持“买入”评级不变。

● 风险提示

汇率变化风险;原材料价格波动风险;国内市场开拓不达预期风险;产能投放不及预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4465	5425	7029	9205
收入同比 (%)	19.1%	21.5%	29.6%	31.0%
归属母公司净利润	394	479	555	722
净利润同比 (%)	68.9%	21.5%	15.9%	30.1%
毛利率 (%)	28.2%	31.6%	31.7%	31.6%
ROE (%)	16.2%	16.6%	16.2%	17.5%
每股收益 (元)	1.34	1.62	1.88	2.45
P/E	26.64	32.95	28.43	21.84
P/B	4.32	5.46	4.61	3.83
EV/EBITDA	18.60	19.91	16.39	12.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2066	2641	3396	4486	营业收入	4465	5425	7029	9205
现金	513	719	1052	1454	营业成本	3208	3712	4798	6294
应收账款	627	596	1003	1131	营业税金及附加	14	20	25	33
其他应收款	6	54	2	65	销售费用	495	643	824	1054
预付账款	22	19	29	38	管理费用	210	322	463	626
存货	579	927	974	1461	财务费用	18	-3	5	1
其他流动资产	317	327	337	337	资产减值损失	-15	-10	-10	-9
非流动资产	2385	2510	2595	2612	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	250	289	322	358	投资净收益	72	88	70	92
固定资产	1374	1486	1569	1683	营业利润	508	683	792	1031
无形资产	92	90	88	86	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	669	645	615	485	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	4450	5151	5991	7098	利润总额	505	683	792	1031
流动负债	1054	1210	1417	1700	所得税	89	120	139	181
短期借款	397	425	453	382	净利润	416	563	653	849
应付账款	408	559	674	925	少数股东损益	23	84	98	127
其他流动负债	250	226	290	393	归属母公司净利润	394	479	555	722
非流动负债	782	782	782	782	EBITDA	600	816	973	1196
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	1.34	1.62	1.88	2.45
其他非流动负债	756	756	756	756					
负债合计	1836	1991	2199	2482					
少数股东权益	187	271	369	496					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1096	1096	1096	1096					
留存收益	1038	1498	2033	2730					
归属母公司股东权益	2428	2889	3423	4120					
负债和股东权益	4450	5151	5991	7098					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	496	429	559	653	成长能力				
净利润	416	563	653	849	营业收入	19.1%	21.5%	29.6%	31.0%
折旧摊销	147	184	206	217	营业利润	36.4%	34.6%	15.9%	30.1%
财务费用	20	13	14	13	归属于母公司净利	68.9%	21.5%	15.9%	30.1%
投资损失	-72	-88	-70	-92	获利能力				
营运资金变动	-40	-267	-268	-359	毛利率(%)	28.2%	31.6%	31.7%	31.6%
其他经营现金流	481	855	945	1232	净利率(%)	8.8%	8.8%	7.9%	7.8%
投资活动现金流	-59	-221	-220	-142	ROE(%)	16.2%	16.6%	16.2%	17.5%
资本支出	-241	-256	-242	-187	ROIC(%)	9.9%	12.0%	12.6%	14.0%
长期投资	144	-45	-42	-47	偿债能力				
其他投资现金流	39	80	64	92	资产负债率(%)	41.2%	38.7%	36.7%	35.0%
筹资活动现金流	-400	-3	-6	-109	净负债比率(%)	70.2%	63.0%	58.0%	53.8%
短期借款	-269	28	28	-71	流动比率	1.96	2.18	2.40	2.64
长期借款	-15	0	0	0	速动比率	1.33	1.34	1.63	1.71
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-48	0	0	0	总资产周转率	1.01	1.13	1.26	1.41
其他筹资现金流	-67	-31	-34	-38	应收账款周转率	8.15	8.76	8.63	8.51
现金净增加额	51	206	333	402	应付账款周转率	8.17	7.68	7.78	7.87

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.34	1.62	1.88	2.45	P/E	26.64	32.95	28.43	21.84
每股经营现金流薄)	1.68	1.46	1.89	2.21	P/B	4.32	5.46	4.61	3.83
每股净资产	8.26	9.79	11.60	13.97	EV/EBITDA	18.60	19.91	16.39	12.94

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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；
- 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。