

业绩实现高增长，聚焦策略成果显效

——中宠股份(002891)2024 年年报&2025 年一季报点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025 年 04 月 25 日

轻工制造——其他轻工

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhq.com

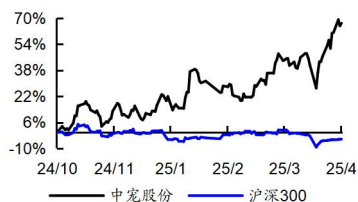
022-23839135

评级：增持

上次评级：增持

最新收盘价：53.44

最近半年股价相对走势



相关研究报告

全球化布局发展稳前行，国内市场聚焦策略启新程——中宠股份(002891.SZ)公司深度报告

2025.03.19

事件：

公司公告 2024 年年报，去年全年实现营收 44.65 亿元，同比增长 19.15%，归母净利润 3.94 亿元，同比增长 68.89%，基本每股收益 1.34 元，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税），送红股 0 股。公司公告 2025 年一季报，实现营收 11.01 亿元，同比增长 25.41%，归母净利润 9,115.53 万元，同比增长 62.13%，基本每股收益 0.31 元。

点评：

● 公司盈利能力提升，存货周转加快，经营性现金流实现增长

受益于公司主粮和罐头产品毛利率提升，推动 2024 年和今年一季度毛利率同比分别提升 1.88 和 4.02 个百分点，达到 28.16%和 31.87%。公司持续加大自有品牌营销投入，带动销售费用率上升，2024 年和今年一季度同比分别提升 0.76 和 1.00 个百分点，推动期间费用率同比分别提升 1.61 和 2.19 个百分点。2024 年和今年一季度，存货周转天数分别为 65.07 天和 67.51 天，同比分别减少 12.49 和 18.67 天；经营活动产生的现金流量净额分别为 4.96 亿元和 1.90 亿元，同比分别增长 11.02%和实现转正。

● 聚焦策略下，自有品牌实现扩规模增盈利

公司聚焦策略下持续加强自有品牌营销，2024 年升级顽皮品牌战略定位，获“中国宠物食品出口第一品牌”等认证。领先品牌通过与《甄嬛传》联名实现破圈营销，国民认知度提升超 300%，2024 年双 11 期间领先品牌 GMV 同比增长 131%。公司境内业务以自有品牌销售为主，2024 年收入规模达到 14.14 亿元，同比增长 30.26%，带动主粮收入同比增长 91.85%，为 11.07 亿元。直销作为自有品牌内销重要渠道，2024 年实现收入 6.54 亿元，同比增长 40.50%，毛利率达到 42.27%，同比提升 9.26 个百分点，助力境内业务毛利率同比提升 4 个百分点。

● 自有品牌出海稳步推进，海外业务实现较快增长

公司自有品牌国内外市场并进，2024 年新增进入 9 个国家，全球市场覆盖拓展至 73 个国家。代工业务方面，2024 年实现收入 26.16 亿元，同比增长 21.21%。公司在去年下半年完成美国工厂技改和产能爬坡，下半年海外收入增速为 18.31%，较上半年提升 8.09 个百分点，全年增速为 14.62%。今明两年，公司加拿大和美国工厂二期将陆续投产，进一步增强海外业务发展实力。另一方面，在关税风险上升背景下，公司依托于加拿大、美国、柬埔寨和新西兰等工厂，通过订单转移等方式，将有助于平滑相关风险。此外，公司在海外客户拓展方面，也不断强化对欧洲、中东等地区客户的开发，也有助于强化海外业务的发展的确定性。

● 盈利预测与评级

公司系国内宠物食品领军企业，深耕行业 27 年，全球化布局兼顾 OEM 业务与自主品牌出海。国内市场在聚焦策略下，将推动宠物干粮业务放量，自主品牌在差异化定位与营销策略下，将进一步带动市场份额提升。中性情境下，

预计 2025-2027 年公司 EPS 为 1.56 元、1.85 元、2.21 元，对应 2025 年 PE 为 34.21 倍，略低于可比公司均值，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境风险

当前国际政治经济形势复杂严峻，给全球经济发展带来了很大不确定性的影响。未来国际国内宏观经济走势、市场需求变化等，会对所处行业的景气程度、公司海外业务拓展产生一定影响。

国内市场竞争加剧的风险

我国宠物食品行业起步较晚，近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争。宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

原材料价格波动的风险

原材料成本是公司主营业务成本中占比最大的部分，公司的主要原材料为鸡肉、鸭肉等肉类产品。原材料价格波动对公司经营的影响有两方面。一方面，原材料价格波动直接影响公司营业成本；另一方面，原材料价格短期内大幅下降，公司将可能出现存货跌价损失的风险。

贸易摩擦风险

美国是公司产品的重要出口国。受关税风险提升的影响，公司境内生产的产品对美出口的价格优势被削弱，存在对公司出口业务需求造成冲击的风险。

汇率波动的风险

由于公司营业收入中外销占比较大，结算币种主要为美元及部分其他外汇。随着业务规模的扩大，汇率波动可能会产生相应汇兑损失，将对公司及子公司的经营业绩造成一定影响。

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,747	4,465	5,224	6,103	7,080
(+/-)%	15.4%	19.1%	17.0%	16.8%	16.0%
息税前利润（EBIT）	380	453	613	723	851
(+/-)%	157.2%	19.1%	35.4%	17.9%	17.7%
归母净利润	233	394	461	545	652
(+/-)%	120.1%	68.9%	17.0%	18.3%	19.5%
每股收益（元）	0.80	1.34	1.56	1.85	2.21

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	527	513	592	701	822	营业收入	3,747	4,465	5,224	6,103	7,080
应收票据及应收账款	468	627	692	776	855	营业成本	2,763	3,208	3,698	4,294	4,943
预付账款	17	22	24	27	32	营业税金及附加	14	14	17	18	21
其他应收款	5	6	6	6	6	销售费用	387	495	582	696	821
存货	580	579	642	727	805	管理费用	144	210	251	305	367
其他流动资产	35	60	63	66	69	研发费用	48	73	87	103	122
流动资产合计	2,022	2,066	2,396	2,787	3,153	财务费用	29	18	17	22	18
长期股权投资	215	250	250	250	250	资产减值损失	-15	-15	-5	-5	-4
固定资产合计	1,070	1,374	1,450	1,499	1,655	信用减值损失	-4	-9	-12	-10	-8
无形资产	93	92	92	93	90	其他收益	4	12	14	17	21
商誉	226	226	226	226	226	投资收益	21	72	29	35	40
长期待摊费用	67	76	86	89	91	公允价值变动收益	2	1	0	0	0
其他非流动资产	31	25	34	34	34	资产处置收益	0	-1	1	1	1
资产总计	4,390	4,450	4,829	5,276	5,854	营业利润	372	508	598	703	835
短期借款	666	397	457	406	381	营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2
应付票据及应付账款	378	411	438	505	573	利润总额	370	505	596	701	833
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	78	89	109	130	156
应付职工薪酬	76	86	87	96	107	净利润	292	416	487	571	677
应交税费	16	49	29	31	34	归属于母公司所有者的净利润	233	394	461	545	652
其他流动负债	12	17	18	19	19	少数股东损益	59	23	27	26	25
长期借款	40	25	26	24	23	基本每股收益	0.80	1.34	1.56	1.85	2.21
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	1,971	1,836	1,843	1,857	1,898	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	2,419	2,615	2,986	3,419	3,956	营收增长率	15.4%	19.1%	17.0%	16.8%	16.0%
						EBIT 增长率	157.2%	19.1%	35.4%	17.9%	17.7%
现金流量表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润增长率	120.1%	68.9%	17.0%	18.3%	19.5%
净利润	292	416	487	571	677	销售毛利率	26.3%	28.2%	29.2%	29.6%	30.2%
折旧与摊销	137	147	240	268	293	销售净利率	7.8%	9.3%	9.3%	9.4%	9.6%
经营活动现金流净额	447	496	557	745	885	ROE	10.4%	16.2%	16.6%	17.1%	17.7%
投资活动现金流净额	-680	-59	-381	-396	-548	ROIC	7.8%	9.9%	11.9%	12.9%	13.7%
筹资活动现金流净额	84	-400	-100	-227	-209	资产负债率	44.9%	41.2%	38.2%	35.2%	32.4%
现金净变动	-144	51	75	122	129	PE	33.03	26.64	34.21	28.91	24.18
期初现金余额	564	420	471	545	667	PB	3.47	4.32	5.69	4.96	4.27
期末现金余额	420	471	545	667	796	EV/EBITDA	16.72	18.60	19.20	16.34	14.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn