

## 公司研究

## 主粮业务收入实现高增，盈利能力提升显著

——中宠股份（002891.SZ）2024 年年报及 25 年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：54.20 元

## 作者

## 分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

## 分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

## 分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.95
总市值(亿元)	159.90
一年最低/最高(元)	17.77/57.03
近3月换手率	145.56%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	36.93	42.52	120.00
绝对	33.24	41.74	127.27

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 业绩创新高，员工持股计划彰显发展信心——中宠股份（002891.SZ）2024 年三季报业绩点评（2024-10-22）

干粮项目投产增速亮眼，员工持股计划彰显发展信心——中宠股份（002891.SZ）2024 年半年报业绩点评（2024-08-21）

## 要点

**事件：**24 年实现营业收入 44.6 亿元，同比+19.1%；归母净利润 3.9 亿元，同比+68.9%；扣非归母净利润 3.9 亿元，同比+71.7%。其中，24Q4 实现营业收入 12.8 亿元，同比+23.3%；归母净利润 1.1 亿元，同比+98.2%；扣非归母净利润 1.4 亿元，同比+163.7%。25Q1 实现营业收入 11 亿元，同比+25.4%；归母净利润 0.9 亿元，同比+62.1%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比+63.7%。

**主粮业务高速增长，境内市场表现亮眼。**1) **分产品看**，2024 年宠物零食实现收入 31.32 亿元，同比+4.92%，主业保持稳健增长；宠物主粮实现收入 11.07 亿元，同比+91.85%，主要系自主品牌在国内市场影响力的提升和渠道的不断开拓；宠物用品及其他实现收入 2.26 亿元，同比+22.20%。2) **分地区看**，2024 年境内/境外分别实现营收 14.14 亿元/30.51 亿元，分别同比+30.26%/+14.62%。境内业务增速显著快于境外，收入占比提升至 31.67%，自主品牌在国内市场的开拓成效显著。境外业务在海外需求回暖及海外工厂贡献下保持稳健增长。

**产品结构优化及规模效应显现，盈利能力显著提升。**1) 24 年/24Q4 公司毛利率分别为 28.16%/29.66%，同比+1.88/+2.26pcts。毛利率提升主要得益于：①高毛利率的主粮产品占比大幅提升（24 年主粮收入占比 24.78%，同比+9.39pcts），②销量提升带来固定成本摊薄。2) 24 年/24Q4 公司销售费用率分别为 11.08%/12.67%，同比+0.76/-0.4pcts，全年费用率提升主要系公司加大品牌宣传推广力度。3) 24 年/24Q4 管理费用率分别为 4.71%/6.05%，同比+0.87/+2.32pcts，主要系职工薪酬及差旅费增加。4) 综合来看，24 年/24Q4 公司销售净利率达到 9.33%/8.96%，同比+1.54/+2.49pcts，盈利能力显著增强。

1) 25Q1 公司毛利率为 31.87%，同比+4.03pcts。2) 25Q1 公司销售费用率为 11.38%，同比+1.01pcts。3) 25Q1 管理费用率为 6.14%，同比+1.04pcts。4) 综合来看，25Q1 公司销售净利率达到 9.3%，同比+1.89pcts。

**自主品牌建设成果显著，全球化布局优势持续巩固。**1) **国内市场：**公司持续聚焦自主品牌建设，顽皮品牌完成调整后重拾增长，推出“100%鲜肉全价猫粮”等新品，并与人民网合作提升品牌形象；领先品牌抓住烘焙粮风口，与 CCTV 达成战略合作，并通过“甄嬛传”联名等营销活动提升品牌影响力；ZEAL 真致品牌定位高端，推出新西兰首款天然风干粮，并与“奈娃家族”联名。2) **海外市场：**公司全球化产能布局优势明显，在中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨拥有 22 个生产基地，有效应对贸易风险并保障全球供应。美国第二工厂计划于 2026 年建成，将进一步提升北美市场竞争力和盈利水平；新西兰新工厂投产亦贡献增量。

**展望 2025 年，**公司将坚持“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，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”的发展战略。看好公司自主品牌在国内市场持续发力，以及海外工厂产能释放和自主品牌出海带来的增长动能。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司国内外业务拓展顺利，行业增长态势较好，我们上调公司 25-26 年归母净利润分别至 4.61/5.69 亿元(分别上调 18%/20%)，引入 2027 年归母净利润预测为 6.96 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 为 35x/28x/23x，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；国内业务拓展不及预期；新品销售不及预期；关税政策波动风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,747	4,465	5,398	6,408	7,533
营业收入增长率	15.37%	19.15%	20.91%	18.70%	17.57%
归母净利润 (百万元)	233	394	461	569	696
归母净利润增长率	120.12%	68.89%	16.94%	23.59%	22.35%
EPS (元)	0.79	1.34	1.56	1.93	2.36
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.44%	16.22%	16.19%	16.92%	17.38%
P/E	68	40	35	28	23
P/B	7.1	6.6	5.6	4.8	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25  
 注：2023-2027 年总股本数分别为 2.94/2.94/2.95/2.95/2.95 亿股

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,747	4,465	5,398	6,408	7,533
营业成本	2,763	3,208	3,797	4,453	5,182
折旧和摊销	104	109	140	145	157
税金及附加	14	14	17	20	24
销售费用	387	495	619	741	897
管理费用	144	210	254	308	370
研发费用	48	73	88	104	123
财务费用	29	18	23	25	23
投资收益	21	72	40	25	25
营业利润	372	508	627	763	922
利润总额	370	505	626	761	920
所得税	78	89	125	152	184
净利润	292	416	501	609	736
少数股东损益	59	23	40	40	40
归属母公司净利润	233	394	461	569	696
EPS(元)	0.79	1.34	1.56	1.93	2.36

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	447	496	540	610	733
净利润	233	394	461	569	696
折旧摊销	104	109	140	145	157
净营运资金增加	70	129	272	242	269
其他	40	-135	-332	-346	-389
投资活动产生现金流	-680	-59	-314	-255	-230
净资本支出	-405	-241	-260	-255	-255
长期投资变化	215	250	0	0	0
其他资产变化	-491	-67	-54	0	25
融资活动现金流	84	-400	-199	-254	-85
股本变化	0	0	1	0	0
债务净变化	349	-255	-133	-179	-8
无息负债变化	2	120	42	125	141
净现金流	-144	51	26	101	418

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.3%	28.2%	29.7%	30.5%	31.2%
EBITDA 率	14.2%	13.9%	14.5%	14.7%	14.7%
EBIT 率	11.0%	11.0%	11.9%	12.4%	12.7%
税前净利润率	9.9%	11.3%	11.6%	11.9%	12.2%
归母净利润率	6.2%	8.8%	8.5%	8.9%	9.2%
ROA	6.7%	9.4%	10.4%	11.4%	12.0%
ROE (摊薄)	10.4%	16.2%	16.2%	16.9%	17.4%
经营性 ROIC	10.8%	13.1%	14.7%	16.6%	18.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	45%	41%	36%	32%	30%
流动比率	1.71	1.96	2.37	2.91	3.22
速动比率	1.22	1.41	1.69	2.07	2.37
归母权益/有息债务	1.59	2.12	2.81	4.03	4.85
有形资产/有息债务	2.80	3.47	4.37	5.91	6.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,390	4,450	4,817	5,321	6,136
货币资金	527	513	540	641	1,059
交易性金融资产	389	258	258	258	258
应收账款	468	627	759	901	1,059
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	6	8	9	11
存货	580	579	674	780	901
其他流动资产	35	60	69	79	90
流动资产合计	2,022	2,066	2,333	2,699	3,413
其他权益工具	69	67	67	67	67
长期股权投资	215	250	250	250	250
固定资产	1,070	1,374	1,478	1,516	1,554
在建工程	468	133	118	164	198
无形资产	93	92	100	103	106
商誉	226	226	226	226	226
其他非流动资产	31	25	100	100	100
非流动资产合计	2,369	2,385	2,484	2,623	2,723
总负债	1,971	1,836	1,745	1,690	1,823
短期借款	666	397	187	8	0
应付账款	378	408	483	566	659
应付票据	0	3	4	4	5
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	17	23	30	38
流动负债合计	1,186	1,054	983	928	1,061
长期借款	40	25	25	25	25
应付债券	677	701	701	701	701
其他非流动负债	32	33	33	34	34
非流动负债合计	785	782	761	762	762
股东权益	2,419	2,615	3,072	3,631	4,313
股本	294	294	295	295	295
公积金	1,204	1,198	1,244	1,244	1,244
未分配利润	757	992	1,363	1,882	2,523
归属母公司权益	2,233	2,428	2,845	3,364	4,006
少数股东权益	187	187	227	267	307

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.33%	11.08%	11.47%	11.56%	11.90%
管理费用率	3.83%	4.71%	4.71%	4.81%	4.91%
财务费用率	0.77%	0.40%	0.43%	0.40%	0.31%
研发费用率	1.28%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
所得税率	21%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.24	0.15	0.17	0.19	0.20
每股经营现金流	1.52	1.69	1.83	2.07	2.48
每股净资产	7.59	8.26	9.64	11.40	13.58
每股销售收入	12.74	15.18	18.30	21.72	25.54

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	68	40	35	28	23
PB	7.1	6.6	5.6	4.8	4.0
EV/EBITDA	32.9	28.0	21.6	17.8	14.9
股息率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP