

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中宠股份(002891)

投资评级

上次评级

姜文锴 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

中宠股份: 内外销共振向上, 盈利表现超预期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

中宠股份: 自主品牌增速亮眼, 美国&加拿大增量显著

2025年04月27日

事件: 公司发布 24&25Q1 业绩。2024 年公司实现收入 44.65 亿元(同比+19.2%), 归母净利润 3.94 亿元(同比+68.9%); 25Q1 实现收入 11.01 亿元(同比+25.4%), 归母净利润 0.91 亿元(同比+62.1%), 我们预计公司 25Q1 自主品牌增长靓丽、美国&加拿大工厂持续增长。

国内: Q1 自主品牌增速靓丽, 顽皮烘焙粮重磅推出。2024 年公司境内收入 14.14 亿元(同比+30.8%), 其中 24H2 收入 7.97 亿元(同比+37.2%)、较 24H1 显著提速。24 年境内毛利率 35.2%(同比+3.9pct), 其中 24H2 毛利率 33.7%(同比+4.3pct); 我们预计 25Q1 顽皮品牌改革成效显著, 领先、Zeal 延续高增; 根据蝉妈妈, 4 月 1-25 日顽皮 GMV 同比+83.4%。自主品牌产品结构持续优化、中高端主粮占比稳步提升, 玩法持续丰富, 如与人民网、欧阳娜娜合作, 推动品牌专业度提升&年轻化; 大品牌策略成效渐显, 带动境内毛利率持续同比提升。顽皮近期重磅推出小金盾烘焙粮, 伴随持续孵化、烘焙粮新品表现值得期待。

海外: Q1 美国&加拿大增长较好, 出口业务受关税影响较小。2024 年公司境外收入 30.51 亿元(同比+20.4%), 其中 24H2 收入 17.12 亿元(同比+29.9%), 24H2 美国工厂技改完成、产能逐步爬坡, 带动收入增长提速。24 年境外毛利率 24.9%(同比-0.3pct), 其中 24H2 毛利率 24.7%(同比-3.2pct); 我们预计 25Q1 公司境外收入同比+20%左右, 其中海外子公司(美国+加拿大)同比+40%左右, 主要系 24 年同期美国工厂技改低基数、加拿大订单势头较好, 且伴随加拿大二期、美国二期陆续投产, 我们预计海外子公司部分有望延续高速增长; 我们预计公司对美出口的国内订单能够有效由柬埔寨产能承接、接单&出货影响较小, 国内产能后续或更多承接欧洲&东南亚客户。

盈利能力快速优化, 营运水平健康。25Q1 公司毛利率/归母净利率 31.9%/8.3%(同比+4.0/+1.9pct), 盈利能力同比持续提升, 主要系美国&加拿大工厂占比提升、内销自主品牌产品结构升级。25Q1 销售/管理/研发费用率分别为 11.4%/6.1%/2.1%(同比+1.0/+1.0/+0.4pct), 费用投放节奏可控。截至 25Q1 末公司存货/应收/应付账款周转天数分别为 68/51/49 天(同比-19/+1/+1 天), 经营性现金流净额+1.90 亿元(同比+2.04 亿元), 营运能力优化。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.7、5.9、7.3 亿元, 对应 PE 分别为 34X、27X、22X。

风险因素: 海外贸易摩擦超预期风险, 自主品牌推广不及预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,747	4,465	5,273	6,421	7,938
增长率 YoY %	15.4%	19.1%	18.1%	21.8%	23.6%
归属母公司净利润 (百万元)	233	394	471	589	732
增长率 YoY%	120.1%	68.9%	19.5%	25.0%	24.3%
毛利率%	26.3%	28.2%	29.4%	30.3%	31.2%
净资产收益率ROE%	10.4%	16.2%	17.0%	18.5%	19.8%
EPS(摊薄)(元)	0.79	1.33	1.60	2.00	2.48
市盈率 P/E(倍)	68.58	40.60	33.97	27.16	21.85
市净率 P/B(倍)	7.16	6.59	5.77	5.02	4.33

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,022	2,066	2,689	3,454	4,471	
货币资金	527	513	851	1,292	1,888	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	468	627	624	775	947	
预付账款	17	22	20	28	34	
存货	580	579	828	977	1,208	
其他	430	324	366	383	394	
非流动资产	2,369	2,385	2,195	2,099	1,917	
长期股权投资	215	250	250	250	250	
固定资产(合)	1,070	1,374	1,350	1,309	1,160	
无形资产	93	92	89	86	83	
其他	990	669	506	454	423	
资产总计	4,390	4,450	4,884	5,553	6,388	
流动负债	1,186	1,054	1,093	1,233	1,424	
短期借款	666	397	397	397	397	
应付票据	0	3	0	0	0	
应付账款	378	408	515	621	762	
其他	142	247	182	215	266	
非流动负债	785	782	748	749	749	
长期借款	40	25	25	25	25	
其他	745	756	723	723	723	
负债合计	1,971	1,836	1,842	1,982	2,173	
少数股东权益	187	187	272	388	519	
归属母公司	2,233	2,428	2,770	3,183	3,696	
负债和股东权益	4,390	4,450	4,884	5,553	6,388	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,747	4,465	5,273	6,421	7,938	
同比(%)	15.4%	19.1%	18.1%	21.8%	23.6%	
归属母公司净利润	233	394	471	589	732	
同比(%)	120.1	68.9%	19.5%	25.0%	24.3%	
毛利率(%)	26.3%	28.2%	29.4%	30.3%	31.2%	
ROE%	10.4%	16.2%	17.0%	18.5%	19.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.79	1.33	1.60	2.00	2.48	
P/E	68.58	40.60	33.97	27.16	21.85	
P/B	7.16	6.59	5.77	5.02	4.33	
EV/EBITDA	16.72	18.60	18.19	14.59	12.00	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,747	4,465	5,273	6,421	7,938	
营业成本	2,763	3,208	3,723	4,473	5,460	
营业税金及	14	14	19	23	28	
销售费用	387	495	596	751	992	
管理费用	144	210	190	238	291	
研发费用	48	73	69	84	105	
财务费用	29	18	-6	-13	-17	
减值损失合	-15	-15	-1	-1	-1	
投资净收益	21	72	16	19	20	
其他	2	3	11	12	0	
营业利润	372	508	710	896	1,098	
营业外收支	-2	-2	0	0	0	
利润总额	370	505	710	896	1,098	
所得税	78	89	153	191	235	
净利润	292	416	556	704	863	
少数股东损	59	23	86	116	131	
归属母公司	233	394	471	589	732	
EBITDA	518	600	895	1,086	1,271	
EPS(当	0.80	1.34	1.60	2.00	2.48	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	447	496	615	731	813	
净利润	292	416	556	704	863	
折旧摊销	137	147	192	203	190	
财务费用	31	20	9	9	9	
投资损失	-21	-72	-16	-19	-20	
营运资金变	-13	-40	-203	-164	-229	
其它	21	25	76	-2	0	
投资活动现金流	-680	-59	-84	-106	12	
资本支出	-405	-241	-105	-106	-8	
长期投资	-289	144	-20	-20	0	
其他	14	39	41	19	20	
筹资活动现金流	84	-400	-193	-184	-228	
吸收投资	4	2	1	0	0	
借款	321	-284	0	0	0	
支付利息或	-55	-176	-150	-185	-228	
现金流净增加额	-144	51	338	441	597	

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。