

业绩增速亮眼，全球产能布局竞争力提升

——中宠股份（002891.SZ）2024 年报及 2025 一季报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025年04月25日

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格（元） | 54.20 |
| 52周价格区间（元） | 17.92-57.03 |
| 总市值（百万元） | 15,990.10 |
| 流通市值（百万元） | 15,990.10 |
| 总股本（万股） | 29,502.02 |
| 流通股（万股） | 29,502.02 |
| 近一月换手（%） | 55.77 |

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

相关阅读

事件：

2025年4月24日，中宠股份发布2024年报和2025年一季报。

2024年，公司实现营收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%；扣非后归母净利润3.86亿元，同比增长71.74%。

2025Q1公司实现营收11.01亿元，同比增长25.41%；归母净利润0.91亿元，同比增长62.13%；扣非后归母净利润0.88亿元，同比增长63.75%。

观点：

➤ **主粮业务增速亮眼，出口业务稳健增长，公司盈利能力提升。**2024年，公司宠物食品及用品实现收入42.92亿元，同比增长18.78%。分产品来看，宠物零食/宠物主粮/宠物用品及其他分别实现营收31.32亿元/11.07亿元/2.26亿元，同比增长4.92%/91.85%/22.20%，公司主粮业务实现大增，我们认为宠物主粮作为日常营养核心，其市场地位稳定且需求刚性，未来增长空间较大；分地区来看，境内/境外分别实现营收14.14亿元/30.51亿元，同比增长30.26%/14.62%；分销售模式，OEM/经销/直销分别实现营收26.16亿元/11.95亿元/6.54亿元，同比增长21.21%/6.33%/40.50%。2024/2025Q1公司毛利率为28.16%/31.87%，同比提升1.88pct/4.03pct；2024年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为11.09%/4.71%/0.40%，同比变化+0.76pct/+0.87pct/-0.37%；2025Q1公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为11.38%/8.26%/0.36%，同比变化+1.01pct/+3.16pct/-0.30pct；2024/2025Q1公司实现净利率9.33%/9.30%，同比增长1.54pct/1.89pct，公司盈利能力持续提升。

➤ **公司自主品牌产品结构持续优化，海外市场竞争力提升。**国内市场，公司构建了丰富且竞争力较强的自主品牌矩阵，旗下顽皮、领先、ZEAL等品牌矩阵完善。顽皮通过精准的渠道策略与产品优化，实现了品牌的持续升级；领先专注主粮领域，其烘焙粮呈现较快的增长态势；ZEAL定位高端市场。同时，公司自主品牌积极拓展海外市场，旗下顽皮、ZEAL等自主品牌在国际市场收获广泛关注。海外业务板块，公司从OEM业务切入市场，与美国品谱、英国Armitages、德国Fressnapf等全球客户建立了长期稳定的合作关系，产品出口至85个国家。通过遍布全球的生产基

地，公司实现了规模化生产与高效供应，满足全球客户需求。

- **海外产能布局和扩张有望贡献新的利润空间。**公司海外产能分布在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等多个国家。2015年，中宠股份投资2800万美元在美国建设宠物零食工厂，2024年完成对美国第一工厂的改造和产能增加，同时，在2023年决定投资建设美国第二工厂，其产能高于目前正在运行的美国第一工厂，计划2026年建成，持续强化本土化供应能力。2018年，中宠股份投资1600万美元建成加拿大宠物零食工厂，目前，加拿大工厂产能扩建也在加速推进中，计划2025年下半年加拿大工厂第二条产线建设完毕，持续补充北美市场产能需求。未来，公司还将继续通过本地化生产进一步巩固北美市场竞争优势。
- **盈利预测及投资评级：**我们看好公司自主品牌产品结构持续优化，主粮业务增速亮眼，海外市场竞争力提升，海外产能布局和扩张未来有望贡献新的利润空间，给予公司一定的估值溢价。我们预计2025年/2026年/2027年公司营业收入分别为50.89亿元/60.65亿元/73.73亿元，同比增长13.99%/19.17%/21.58%；归母净利润分别为4.40亿元/5.45亿元/6.90亿元，同比增长11.67%/23.93%/26.67%；对应2025年4月25日收盘价，PE分别为36.4X/29.3X/23.2X，参考可比公司的平均估值，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期、行业消费升级不及预期、食品安全风险、行业竞争加剧、原材料价格波动的风险、海外产能建设进度不及预期、海外宠物食品相关政策及法律法规风险。

表 1：盈利预测简表

| 预测指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 3,747 | 4,465 | 5,089 | 6,065 | 7,373 |
| 增长率（%） | 15.37 | 19.15 | 13.99 | 19.17 | 21.58 |
| 归母净利润（百万元） | 233 | 394 | 440 | 545 | 690 |
| 增长率（%） | 120.12 | 68.89 | 11.67 | 23.93 | 26.67 |
| ROE（%） | 12.07 | 15.93 | 15.32 | 16.15 | 17.16 |
| 每股收益/EPS（摊薄/元） | 0.79 | 1.34 | 1.49 | 1.85 | 2.34 |
| 市盈率（P/E） | 73.2 | 45.0 | 36.4 | 29.3 | 23.2 |
| 市净率（P/B） | 3.6 | 4.4 | 5.7 | 4.8 | 4.0 |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|-----------|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 832419.BJ | 路斯股份 | 22.55 | 23.30 | 0.66 | 0.76 | 0.98 | 1.22 | - | 17.2 | 19.3 | 23.0 | 18.5 | - |
| 300673.SZ | 佩蒂股份 | 14.62 | 36.38 | -0.04 | 0.75 | 0.83 | 1.00 | 1.11 | - | 24.2 | 17.7 | 14.7 | 13.1 |
| 301498.SZ | 乖宝宠物 | 113.69 | 454.81 | 1.07 | 1.56 | 2.00 | 2.52 | 3.18 | 59.7 | 72.9 | 49.4 | 39.1 | 31.0 |
| 行业平均 | | 50.29 | 171.49 | 0.56 | 1.02 | 1.27 | 1.58 | 2.15 | 38.5 | 38.8 | 30.0 | 24.1 | 22.1 |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 54.20 | 159.90 | 0.79 | 1.34 | 1.49 | 1.85 | 2.34 | 73.2 | 45.0 | 36.4 | 29.3 | 23.2 |

数据来源：iFinD,华龙证券研究所（截至 2025 年 4 月 25 日，乖宝宠物、中宠股份盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来源于 iFinD 一致预期）。

表3：公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 2,022 | 2,066 | 2,425 | 2,762 | 3,169 | 营业收入 | 3,747 | 4,465 | 5,089 | 6,065 | 7,373 |
| 现金 | 527 | 513 | 790 | 697 | 911 | 营业成本 | 2,763 | 3,208 | 3,626 | 4,282 | 5,160 |
| 应收票据及应收账款 | 468 | 627 | 557 | 891 | 847 | 税金及附加 | 14 | 14 | 16 | 19 | 23 |
| 其他应收款 | 5 | 6 | 7 | 9 | 10 | 销售费用 | 387 | 495 | 560 | 679 | 829 |
| 预付账款 | 17 | 22 | 22 | 31 | 33 | 管理费用 | 144 | 210 | 217 | 272 | 347 |
| 存货 | 580 | 579 | 732 | 816 | 1,049 | 研发费用 | 48 | 73 | 83 | 99 | 120 |
| 其他流动资产 | 425 | 317 | 317 | 317 | 317 | 财务费用 | 29 | 18 | 26 | 16 | 4 |
| 非流动资产 | 2,369 | 2,385 | 2,514 | 2,755 | 3,096 | 资产和信用减值损失 | -19 | -24 | -28 | -33 | -40 |
| 长期股权投资 | 215 | 250 | 272 | 299 | 328 | 其他收益 | 4 | 12 | 7 | 7 | 8 |
| 固定资产 | 1,070 | 1,374 | 1,485 | 1,687 | 1,976 | 公允价值变动收益 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 93 | 92 | 98 | 102 | 101 | 投资净收益 | 21 | 72 | 26 | 30 | 32 |
| 其他非流动资产 | 990 | 669 | 659 | 668 | 692 | 资产处置收益 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 资产总计 | 4,390 | 4,450 | 4,940 | 5,517 | 6,265 | 营业利润 | 372 | 508 | 567 | 702 | 888 |
| 流动负债 | 1,186 | 1,054 | 1,246 | 1,391 | 1,531 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 666 | 397 | 397 | 433 | 397 | 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 应付票据及应付账款 | 378 | 411 | 517 | 557 | 750 | 利润总额 | 370 | 505 | 564 | 699 | 886 |
| 其他流动负债 | 142 | 247 | 333 | 400 | 385 | 所得税 | 78 | 89 | 99 | 123 | 156 |
| 非流动负债 | 785 | 782 | 658 | 558 | 480 | 净利润 | 292 | 416 | 465 | 576 | 730 |
| 长期借款 | 717 | 726 | 603 | 503 | 425 | 少数股东损益 | 59 | 23 | 25 | 31 | 40 |
| 其他非流动负债 | 68 | 55 | 55 | 55 | 55 | 归属母公司净利润 | 233 | 394 | 440 | 545 | 690 |
| 负债合计 | 1,971 | 1,836 | 1,904 | 1,949 | 2,011 | EBITDA | 533 | 681 | 723 | 879 | 1,093 |
| 少数股东权益 | 187 | 187 | 212 | 243 | 283 | EPS (元) | 0.79 | 1.34 | 1.49 | 1.85 | 2.34 |
| 股本 | 294 | 294 | 294 | 294 | 294 | | | | | | |
| 资本公积 | 1,144 | 1,096 | 1,096 | 1,096 | 1,096 | | | | | | |
| 留存收益 | 817 | 1,094 | 1,507 | 2,019 | 2,667 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2,233 | 2,428 | 2,824 | 3,325 | 3,971 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,390 | 4,450 | 4,940 | 5,517 | 6,265 | | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 447 | 496 | 574 | 375 | 841 |
| 净利润 | 292 | 416 | 465 | 576 | 730 |
| 折旧摊销 | 120 | 126 | 127 | 147 | 176 |
| 财务费用 | 29 | 18 | 26 | 16 | 4 |
| 投资损失 | -21 | -72 | -26 | -30 | -32 |
| 营运资金变动 | -13 | -51 | -46 | -367 | -77 |
| 其他经营现金流 | 41 | 59 | 28 | 33 | 40 |
| 投资活动现金流 | -680 | -59 | -231 | -358 | -484 |
| 资本支出 | 407 | 242 | 234 | 361 | 488 |
| 长期投资 | -289 | 144 | -22 | -27 | -29 |
| 其他投资现金流 | 16 | 39 | 26 | 30 | 32 |
| 筹资活动现金流 | 84 | -400 | -66 | -147 | -106 |
| 短期借款 | 325 | -269 | 0 | 37 | -37 |
| 长期借款 | 20 | 9 | -123 | -100 | -78 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -0 | -48 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -261 | -92 | 57 | -84 | 9 |
| 现金净增加额 | -144 | 51 | 277 | -130 | 251 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入同比增速(%) | 15.37 | 19.15 | 13.99 | 19.17 | 21.58 |
| 营业利润同比增速(%) | 140.54 | 36.41 | 11.62 | 23.84 | 26.58 |
| 归属于母公司净利润同比增速(%) | 120.12 | 68.89 | 11.67 | 23.93 | 26.67 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 26.28 | 28.16 | 28.75 | 29.39 | 30.01 |
| 净利率(%) | 7.79 | 9.33 | 9.14 | 9.50 | 9.90 |
| ROE(%) | 12.07 | 15.93 | 15.32 | 16.15 | 17.16 |
| ROIC(%) | 8.89 | 12.66 | 12.27 | 13.53 | 15.09 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 44.89 | 41.25 | 38.55 | 35.33 | 32.10 |
| 净负债比率(%) | 37.46 | 25.45 | 12.93 | 12.20 | 2.99 |
| 流动比率 | 1.71 | 1.96 | 1.95 | 1.99 | 2.07 |
| 速动比率 | 1.17 | 1.33 | 1.29 | 1.33 | 1.32 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.91 | 1.01 | 1.08 | 1.16 | 1.25 |
| 应收账款周转率 | 9.03 | 8.15 | 8.59 | 8.37 | 8.48 |
| 应付账款周转率 | 7.53 | 8.17 | 7.85 | 8.01 | 7.93 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.79 | 1.34 | 1.49 | 1.85 | 2.34 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.52 | 1.69 | 1.94 | 1.27 | 2.85 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.59 | 8.26 | 9.57 | 11.27 | 13.46 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 73.2 | 45.0 | 36.4 | 29.3 | 23.2 |
| P/B | 3.6 | 4.4 | 5.7 | 4.8 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 31.22 | 24.30 | 22.51 | 18.62 | 14.72 |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上 |
| | | 增持 | 股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间 |
| | | 中性 | 股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间 |
| | | 减持 | 股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间 |
| | 行业评级 | 卖出 | 股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上 |
| | | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深300指数 |
| | | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数 |
| | | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深300指数 |

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

| 北京 | 兰州 | 上海 | 深圳 |
|---|--|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033 | 地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761 | 地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000 | 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046 |