

中宠股份 (002891.SZ)

自主品牌加速，盈利能力改善

公司 25Q1 收入/归母净利润分别同比+25.4%/+62.1%，国内自主品牌势能向上，顽皮小金盾 100%高鲜肉粮在营销、推广初期反馈不错，在中高档猫粮中份额有望提升，领先、zeal 高增有望保持，海外工厂在手订单充足，25H2 和 26Q1 加拿大和美国工厂二期投产后，将支撑北美需求，全球化产业链布局进一步完善。费用端今年预计略有上升，主要是今年在广宣等投入加大，利润端，成本保持低位，海外工厂在高产能利用率下预计仍维持较好盈利能力。考虑到自主品牌业务规模扩张，国内业务可增厚利润，我们上调 25-26 年 EPS 预测分别为 1.59/1.88 元，对应 25 年 34x，上调至“强烈推荐”评级。

- 事件：公司发布 2024 年报和 25 年一季报，2024 年公司实现营收 44.65 亿，同比+19.1%；归母净利润 3.94 亿，同比+68.9%；扣非归母净利润 3.86 亿，同比+71.7%。单 24Q4 实现营收 12.76 亿，同比+23.3%，实现归母净利润 1.12 亿，同比+98.2%，海外和国内双轮增长驱动。25Q1 公司实现营收 11.01 亿，同比+25.4%；实现归母净利润 0.91 亿，同比+62.1%，业绩表现亮眼。
- 24 年主粮增速亮眼，零食增长稳健，国内自主品牌提速。分区域看，24 年海外市场实现营收 30.51 亿，同比+14.6%，海外市场收入和毛利率稳健增长，主要系海外需求回暖、新订单开拓；国内市场收入 14.14 亿，同比+30.3%，H2 起国内品牌增长提速，顽皮、领先、zeal 品牌势能强劲。分品类看，24 年主粮实现强劲增长，零食增长稳健，宠物零食/主粮/宠物用品及其他营收 31.32 亿/11.07 亿/2.26 亿，同比+4.9%/+91.9%/+22.2%。分渠道看，OEM/经销/直销渠道收入分别 26.15/11.95/6.54 亿，同比+21.2%/+6.3%/+40.5%，高毛利的直销渠道强劲增长。
- 国内业务占比提升拉动毛利率，所得税率优化，净利率提升 2.6pct。受益于高毛利率主粮占比提升、结构优化，24 年毛利率同比+1.9pct；24 年公司加大国内品牌端广宣投入，销售费用率同比+0.8pct，管理费用率同比+0.9pct，主要系职工薪酬及差旅费增加，24 年实现归母净利率 8.8%，同比+2.6pct，盈利能力显著提升。单 Q4 看，Q4 毛利率同比+2.3pct 至 29.7%，受益于所得税率下降影响，Q4 净利率/扣非净利率实现 9.0%/11.3%，同比+2.5pct/+6.0pct。
- 25Q1 自主品牌增长超预期，海外工厂和国内品牌放量带动盈利能力改善。25Q1 实现营收/净利润/扣非归母净利润分别为 11.01/0.91/0.88 亿，同比分别+25.4%/+62.1%/+63.8%，海外去年同期低基数叠加订单景气 Q1 实现高增，国内顽皮小金盾系列品牌定位升级，动销增长加速。得益于高端结构升级、国内品牌占比提升，公司 25Q1 毛利率 31.9%，同比+4.0pct，受广宣投入和推广费用增加影响，Q1 销售/管理费用率分别同比+1.0pct/+1.0pct，Q1 归母净利率同比+1.9pct 至 8.3%。
- 投资建议：自主品牌加速，盈利能力改善，上调至强烈推荐评级。25Q1 收入/归母净利润分别同比+25.4%/+62.1%，国内自主品牌势能向上，顽皮小金盾 100%高鲜肉粮在营销、推广初期反馈不错，在中高档猫粮中份额有望提升，领先、zeal 高增有望保持，海外工厂在手订单充足，25H2 和 26Q1

强烈推荐 (上调)

消费品/农林牧渔

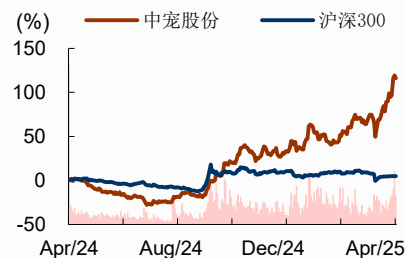
当前股价：53.4 元

基础数据

总股本 (百万股)	295
已上市流通股 (百万股)	295
总市值 (十亿元)	15.8
流通市值 (十亿元)	15.8
每股净资产 (MRQ)	8.6
ROE (TTM)	16.8
资产负债率	40.0%
主要股东	烟台中幸生物科技有限公司
主要股东持股比例	24.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	29	83	124
相对表现	32	88	118



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中宠股份 (002891) —Q3 国内外增长超预期，全年目标达成可期》2024-10-23
- 《中宠股份 (002891) —主粮产品表现亮眼，员工持股计划彰显信心》2024-08-23
- 《中宠股份 (002891) —海外动销复苏，盈利显著改善》2024-05-06

朱卫华 S1090511030001

zhuweihua@cmschina.com.cn

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

加拿大和美国工厂二期投产后，将支撑北美需求，全球化产业链布局进一步完善。费用端今年预计略有上升，主要是今年在广宣等投入加大，利润端，成本保持低位，海外工厂在高产能利用率下预计仍维持较好盈利能力。考虑到自主品牌业务规模扩张，国内业务可增厚利润，我们上调 25-26 年 EPS 预测分别为 1.59/1.88 元，对应 25 年 34x。关税背景下国产品牌份额加速集中，国产自主品牌受益，顽皮走出调整阶段，势能向上，全年利润率预计仍维持高个位数水平，看好公司自主品牌进入新发展阶段，上调至“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：行业竞争加剧、贸易摩擦风险、原材料价格上涨超预期、海外需求不及预期、产能利用率偏低、食品安全问题等。

财务数据与估值

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3747	4465	5512	6557	7733
同比增长	15%	19%	23%	19%	18%
营业利润(百万元)	372	508	608	722	891
同比增长	141%	36%	20%	19%	24%
归母净利润(百万元)	233	394	469	555	682
同比增长	120%	69%	19%	18%	23%
每股收益(元)	0.79	1.33	1.59	1.88	2.31
PE	67.6	40.0	33.6	28.4	23.1
PB	7.1	6.5	5.4	4.7	4.0

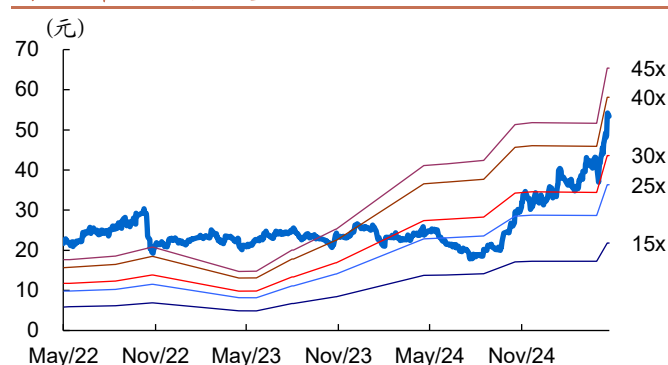
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	1009	997	1035	878	1078	1232	1276	1101	3747	4465
二、营业总成本	888	881	959	804	971	1103	1163	981	3403	4041
其中: 营业成本	752	725	751	634	776	901	898	750	2763	3208
营业税金及附加	4	4	3	3	3	4	4	5	14	14
营业费用	87	96	135	91	128	114	162	125	387	495
管理费用	34	35	39	45	36	52	77	68	144	210
研发费用	11	13	12	15	15	21	22	23	48	73
财务费用	-5	10	12	6	1	10	1	4	29	18
资产减值损失	5	-3	8	11	12	1	1	5	19	24
三、其他经营收益	9	7	8	8	9	51	17	10	27	84
其它收益	1	1	1	1	3	5	2	2	4	12
公允价值变动收益	-6	1	1	0	0	1	0	1	2	1
投资收益	14	5	6	6	6	45	15	7	21	72
四、营业利润	131	124	84	82	117	179	129	130	372	508
加: 营业外收入	1	1	-2	0	0	0	0	0	1	1
减: 营业外支出	2	0	0	0	1	0	2	0	3	3
五、利润总额	130	124	82	82	117	179	127	131	370	505
减: 所得税	32	25	15	17	27	32	13	28	78	89
六、净利润	99	99	67	65	90	147	114	102	292	416
减: 少数股东损益	18	19	11	9	3	8	2	11	59	23
七、归属母公司净利润	81	81	56	56	86	140	112	91	233	394
EPS	0.27	0.27	0.19	0.19	0.29	0.47	0.38	0.31	0.79	0.74
主要比率										
毛利率	25.5%	27.3%	27.4%	27.8%	28.1%	26.9%	29.7%	31.9%	26.3%	28.2%
主营税金率	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
营业费率	8.6%	9.6%	13.1%	10.4%	11.8%	9.3%	12.7%	11.4%	10.3%	11.1%
管理费用率	3.3%	3.5%	3.7%	5.1%	3.4%	4.2%	6.1%	6.1%	3.8%	4.7%
营业利润率	12.9%	12.4%	8.1%	9.3%	10.9%	14.6%	10.1%	11.8%	9.9%	11.4%
实际税率	24.3%	20.0%	18.1%	20.6%	23.4%	17.8%	10.0%	21.7%	21.1%	17.6%
净利率	8.0%	8.1%	5.5%	6.4%	8.0%	11.3%	8.8%	8.3%	6.2%	8.8%
YoY										
收入增长率	26.7%	17.0%	28.4%	24.4%	6.8%	23.6%	23.3%	25.4%	15.4%	19.1%
营业利润增长率	118.6%	82.8%	扭亏	139.4%	-10.3%	45.1%	54.5%	59.5%	140.5%	36.4%
净利润增长率	79.1%	74.1%	扭亏	259.0%	7.1%	73.2%	98.2%	62.1%	120.1%	68.9%

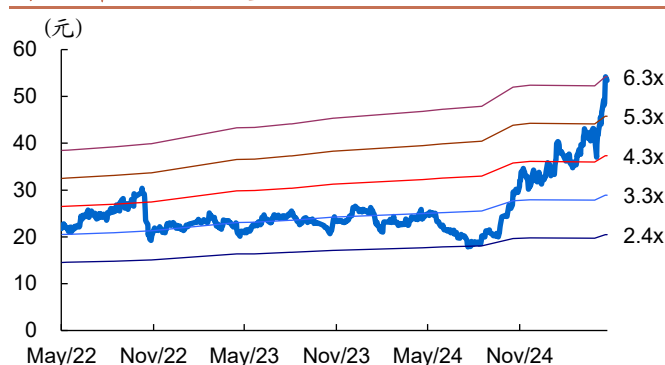
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 中宠股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中宠股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

1、《中宠股份(002891)—Q3 国内外增长超预期,全年目标达成可期》2024-10-23

2、《中宠股份(002891)—主粮产品表现亮眼,员工持股计划彰显信心》
2024-08-23

3、《中宠股份(002891)—海外动销复苏,盈利显著改善》2024-05-06

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2022	2066	2528	2689	3183
现金	527	513	709	577	738
交易性投资	389	258	258	258	258
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	468	627	751	893	1053
其它应收款	5	6	8	9	11
存货	580	579	701	832	981
其他	52	82	101	120	142
非流动资产	2369	2385	2516	2638	2752
长期股权投资	215	250	250	250	250
固定资产	1070	1374	1552	1715	1865
无形资产商誉	319	318	286	258	232
其他	764	443	428	416	406
资产总计	4390	4450	5044	5327	5935
流动负债	1186	1054	1138	941	951
短期借款	666	397	404	105	0
应付账款	378	411	504	598	706
预收账款	10	13	16	20	23
其他	132	233	214	218	222
长期负债	785	782	782	782	782
长期借款	40	25	25	25	25
其他	745	756	756	756	756
负债合计	1971	1836	1920	1722	1733
股本	294	294	294	294	294
资本公积金	1074	1051	1152	1152	1152
留存收益	864	1082	1463	1913	2471
少数股东权益	187	187	214	246	285
归属于母公司所有者权益	2233	2428	2910	3359	3917
负债及权益合计	4390	4450	5044	5327	5935

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	447	496	432	508	631
净利润	292	416	496	587	721
折旧摊销	120	126	166	176	185
财务费用	31	20	18	22	26
投资收益	(21)	(72)	(85)	(85)	(85)
营运资金变动	24	8	(171)	(199)	(225)
其它	1	(2)	8	8	9
投资活动现金流	(680)	(59)	(215)	(215)	(215)
资本支出	(407)	(242)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(274)	183	85	85	85
筹资活动现金流	84	(400)	(21)	(426)	(255)
借款变动	179	(284)	(16)	(299)	(105)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(70)	(23)	101	0	0
股利分配	(15)	(88)	(88)	(105)	(124)
其他	(10)	(5)	(18)	(22)	(26)
现金净增加额	(149)	38	196	(132)	161

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3747	4465	5512	6557	7733
营业成本	2763	3208	3938	4673	5512
营业税金及附加	14	14	17	21	25
营业费用	387	495	633	753	857
管理费用	144	210	281	335	395
研发费用	48	73	76	92	108
财务费用	29	18	18	22	26
资产减值损失	(19)	(25)	(25)	(25)	(5)
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
其他收益	4	12	12	12	12
投资收益	21	72	72	72	72
营业利润	372	508	608	722	891
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	370	505	606	719	889
所得税	78	89	110	133	168
少数股东损益	59	23	27	32	39
归属于母公司净利润	233	394	469	555	682

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	19%	23%	19%	18%
营业利润	141%	36%	20%	19%	24%
归母净利润	120%	69%	19%	18%	23%
获利能力					
毛利率	26.3%	28.2%	28.6%	28.7%	28.7%
净利率	6.2%	8.8%	8.5%	8.5%	8.8%
ROE	10.8%	16.9%	17.6%	17.7%	18.7%
ROIC	10.8%	13.5%	15.0%	16.2%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	44.9%	41.2%	38.1%	32.3%	29.2%
净负债比率	16.5%	10.0%	8.5%	2.4%	0.4%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.9	3.3
速动比率	1.2	1.4	1.6	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4
存货周转率	4.6	5.5	6.2	6.1	6.1
应收账款周转率	9.0	8.2	8.0	8.0	7.9
应付账款周转率	7.5	8.1	8.6	8.5	8.5
每股资料(元)					
EPS	0.79	1.33	1.59	1.88	2.31
每股经营净现金	1.52	1.68	1.47	1.72	2.14
每股净资产	7.57	8.23	9.86	11.39	13.28
每股股利	0.05	0.30	0.36	0.42	0.52
估值比率					
PE	67.6	40.0	33.6	28.4	23.1
PB	7.1	6.5	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	34.3	27.3	21.7	18.7	15.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。