

中宠股份 (002891.SZ)

全球化生产布局抵御贸易摩擦，自主品牌业务驶入发展快车道

核心观点:

- **深耕宠物食品廿余载，国际国内双轮驱动笃行致远。**公司成立于1998年，致力于宠物食品的研发、生产和销售。2024年实现营收44.65亿元，同比增长19.2%，归母净利润3.94亿元，同比增长68.9%。海外代工业务为公司主要收入来源，24年境外销售30.51亿元，同比增长14.6%；在国内市场，公司以宠物主粮为战略聚焦，大力推广自主品牌，24年国内销售14.14亿元，同比增长30.3%；宠物主粮实现营收11.07亿元，同比大幅增长91.9%。
- **海外业务稳健增长，全球化生产布局抵御贸易摩擦。**公司在美国、欧洲、日本等国家和地区积累起大量优质品牌客户，将自主品牌出海战略作为全球化发展的核心引擎。公司积极布局全球化供应链，在中国、加拿大、美国、柬埔寨和新西兰建立起五大生产基地，有助于减轻贸易摩擦的不利影响。
- **强产品力+多元化营销，品牌业务驶入发展快车道。**产品端，公司坚持产品研发及技术创新，成功塑造以“Wanpy 顽皮”“Zeal 真致”“Toptrees 领先”为核心的差异化自主品牌矩阵；营销端，通过开展品牌跨界联名、邀请品牌代言人等多元化营销策略拓宽品牌影响力，赢得消费者心智；渠道端，拓展线上线下全渠道覆盖，加码内容电商开拓，开辟线上新增长曲线，国内业务驶入发展快车道，市占率有望持续快速提升。
- **投资建议：给予“买入”评级。**预计公司2025-27年归母净利润分别为4.54/5.84/7.21亿元，同比分别增长15.2%、28.7%、23.6%，对应EPS分别为1.54、1.98、2.45元/股。参考可比公司估值，给予25年40xPE，对应合理价值为61.51元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；市场竞争加剧，销售不及预期；产能释放不及预期；美国关税影响。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,747	4,465	5,497	6,756	8,173
增长率 (%)	15.4%	19.1%	23.1%	22.9%	21.0%
EBITDA	534	624	719	900	1,089
归母净利润	233	394	454	584	721
增长率 (%)	120.1%	68.9%	15.2%	28.7%	23.6%
EPS (元/股)	0.79	1.34	1.54	1.98	2.45
市盈率 (P/E)	33.2	26.7	37.6	29.2	23.6
ROE (%)	12.1%	15.9%	15.4%	16.5%	16.9%
EV/EBITDA	16.1	17.8	24.5	19.4	15.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

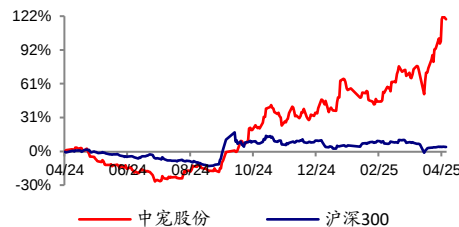
买入

当前价格	53.40 元
合理价值	61.51 元
报告日期	2025-04-29

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	295.02/295.02
总市值/流通市值 (百万元)	15754/15754
一年内最高/最低 (元)	54.20/18.00
30 日日均成交量/成交额 (百万)	7.91/364.59
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	47.47/79.12

相对市场表现



分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

分析师:

周舒玥



SAC 执证号: S0260523050002



021-38003537



zhoushuyue@gf.com.cn

请注意，周舒玥并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、国内外双轮驱动的宠物食品行业领跑者.....	4
（一）深耕宠物食品廿余载，国际国内双轮驱动笃行致远.....	4
（二）主粮业务发展势头强劲，产品结构优化助盈利能力持续提升.....	6
（三）股权结构稳定，扁平化管理体系高效赋能.....	7
二、海外业务稳健增长，全球化生产布局抵御贸易摩擦.....	8
（一）海外代工业务行稳致远，自主品牌出海未来可期.....	8
（二）全球化生产布局已臻成熟，有助抵御贸易摩擦风险.....	9
三、强产品力+多元化营销，品牌业务驶入发展快车道.....	12
（一）技术研发优势构筑强产品力，差异化品牌矩阵提升市场竞争力.....	12
（二）多元化营销策略加持，“产品功能+情感价值”导向推升品牌影响力.....	15
（三）拓展线上线下全渠道覆盖，品牌市占率有望持续攀升.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	19
五、风险提示.....	21

图表索引

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 2025 年一季度公司实现营收 11.01 亿元, yoy+25.4%.....	6
图 3: 公司收入构成 (按地区)	6
图 4: 2025 年一季度公司实现归母净利润 0.91 亿元, yoy+62.1%	6
图 5: 公司境外、境内业务毛利率变化.....	6
图 6: 公司收入构成 (按产品)	7
图 7: 公司销售毛利率、销售净利率变化	7
图 8: 公司三大主营业务毛利率变化	7
图 9: 公司股权结构与组织架构 (截止 2025Q1)	8
图 10: 自主品牌出海布局.....	9
图 11: 公司海外产能布局时间线.....	10
图 12: 公司全球生产基地分布图.....	10
图 13: 宠粮上市公司全球产能布局对比.....	11
图 14: 公司品牌及产品矩阵	13
图 15: 24 年以来公司自主品牌推出多款明星产品.....	13
图 16: 犬零食品牌使用率 TOP10 (%)	14
图 17: 猫零食品牌使用率 TOP10 (%)	14
图 18: 公司技术研发体系.....	14
图 19: 公司产品可追溯体系及部分产品质量认证	15
图 20: 公司销售费用持续上升	16
图 21: 公司三大品牌淘天平台月度销售额变化.....	16
图 22: Zeal 与“奈娃家族”联名海报.....	16
图 23: 领先与“甄嬛传”联名海报.....	16
图 24: 今年以来公司开展人民网探厂、官宣品牌代言人等多项宣传活动.....	17
图 25: 24 年“双 11”领先品牌部分营销活动及战报.....	18
表 1: 近年涉及公司出口业务的关税政策变化.....	11
表 2: 公司旗下品牌 2024 年“双 11”期间部分营销活动一览	17
表 3: 公司部分线上线下渠道开拓事件	18
表 4: 公司主营业务拆分情况	20
表 5: 可比公司盈利预测与估值情况 (可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期)	20

一、国内外双轮驱动的宠物食品行业领跑者

（一）深耕宠物食品廿余载，国际国内双轮驱动笃行致远

公司成立于1998年，二十余年始终致力于宠物食品的研发、生产和销售，目前已发展为全球宠物食品多元化运营商，跻身国内宠物龙头行列，产品覆盖犬用及猫用干粮、湿粮、零食、保健品等品类，拥有十余个产品系列、1000余个品种。近年公司主营业务实现稳步快速增长，2024年实现营收44.65亿元，同比增长19.2%，实现归母净利润3.94亿元，同比增长68.9%；2025年一季度实现营收11.01亿元，同比增长25.4%，实现归母净利润0.91亿元，同比增长62.1%。

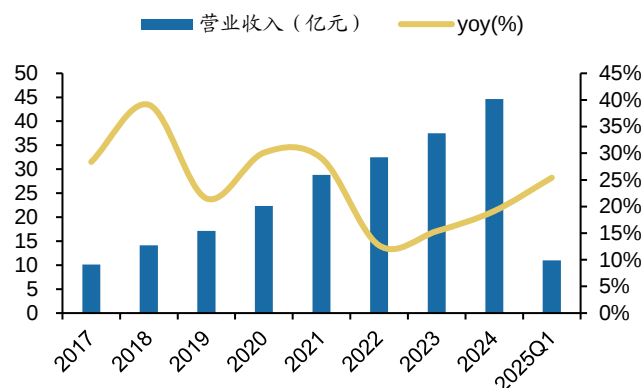
公司坚持国内外“双轮驱动”的发展战略。海外业务为公司主要收入来源，公司为美国品谱等海外大型宠物食品供应商生产OEM/ODM代工产品，同时公司在日本、美国等国家相继推出“Wanpy”“Great Jack's”“Jerky time”等自主品牌，2024年公司实现境外销售30.51亿元，同比增长14.6%。在国内市场，公司以宠物主粮为战略聚焦，构建起以“Wanpy顽皮”“Zeal真致”“Toptrees领先”为核心的品牌矩阵，大力推广自主品牌，国内业务驶入发展快车道，2024年公司实现国内销售14.14亿元，同比增长30.3%。

图1: 公司历史沿革



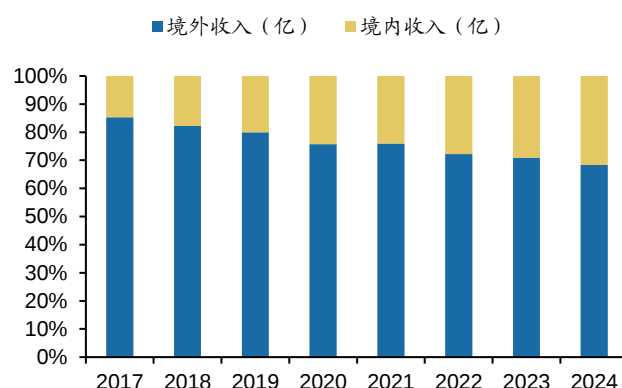
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图2：2025年一季度公司实现营收11.01亿元，yoy+25.4%



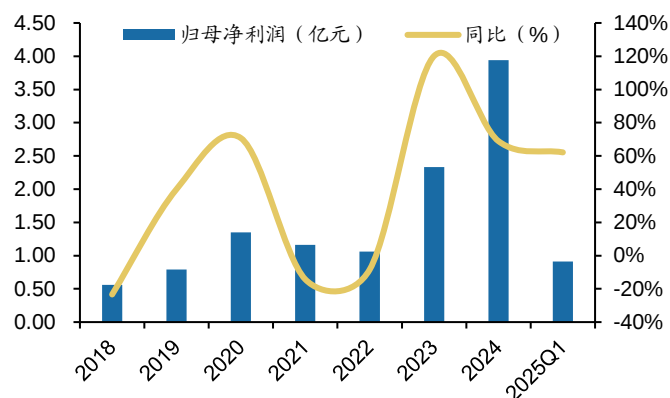
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：公司收入构成（按地区）



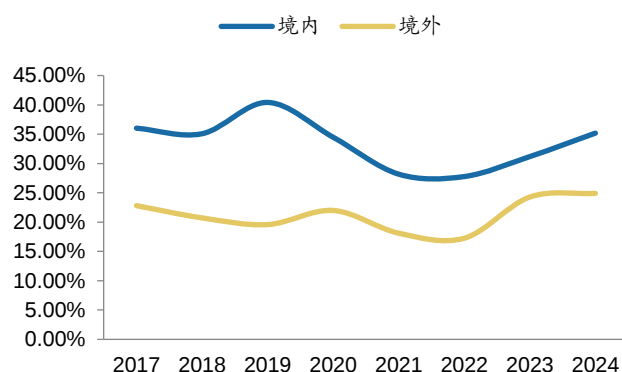
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：2025年一季度公司实现归母净利润0.91亿元，yoy+62.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5：公司境外、境内业务毛利率变化



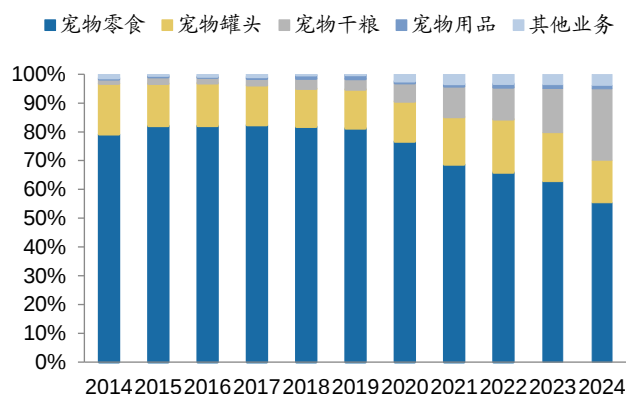
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）主粮业务发展势头强劲，产品结构优化助盈利能力持续提升

主粮业务增势强劲，产品结构优化下国内利润率有望持续提升。分品类看，宠物零食作为公司出口业务中的核心品类，为传统优势业务，2024年实现营收24.71亿元，同比增长5.1%；宠物罐头实现营收6.62亿元，同比增长4.2%。宠物主粮（干粮）作为公司近年重点发展方向，销售规模保持快速增长，2024年实现营收11.07亿元，同比大幅增长91.9%，占总营收的比例由2023年的15.4%提升至24.8%。公司持续加码中高端主粮产品推广，产品结构持续优化，盈利能力不断提升，2024年主粮业务

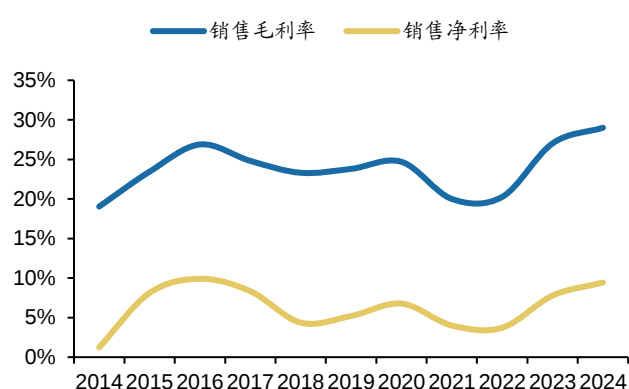
毛利率达34.6%，同比提升5.5pct。

图6：公司收入构成（按产品）



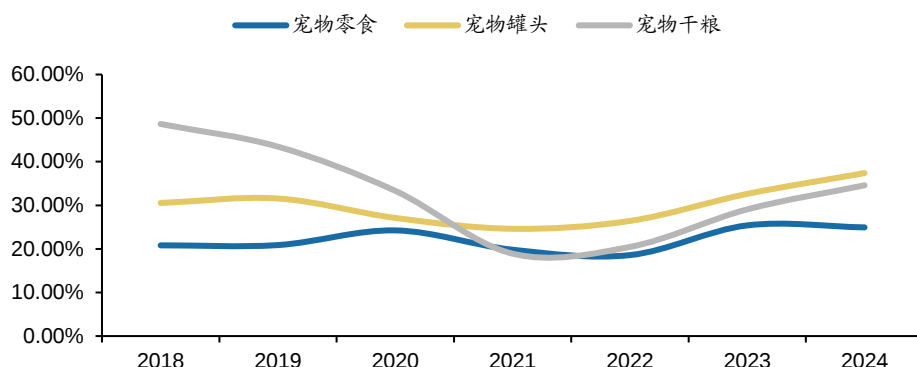
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：公司销售毛利率、销售净利率变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：公司三大主营业务毛利率变化

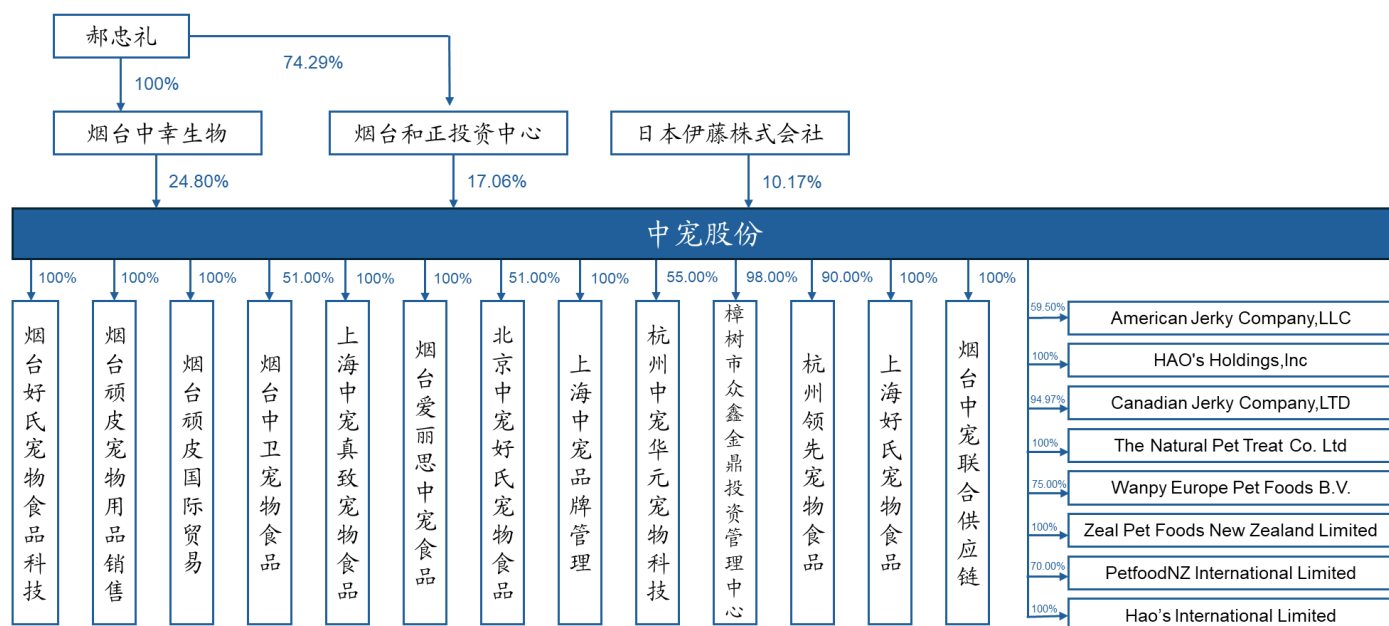


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）股权结构稳定，扁平化管理体系高效赋能

公司股权结构稳定，董事长郝忠礼先生为公司实际控制人，持股比例37.46%，第二、三大股东烟台和正投资中心和日本伊藤株式会社分别为公司持股平台和下游重要客户，与公司利益捆绑紧密。公司组织架构较为扁平化，自2017年上市以来，公司携手行业内优质资源组建差异化销售团队负责多元业务及平台，扁平化的组织架构有助于对国内市场的高效开拓。

图9：公司股权结构与组织架构（截止2025Q1）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、海外业务稳健增长，全球化生产布局抵御贸易摩擦

（一）海外代工业务行稳致远，自主品牌出海未来可期

海外业务保持稳健增长，自主品牌出海未来可期。自2001年首次出口宠物零食鸡肉干到海外以来，公司持续深耕海外市场，在美国、欧洲、日本等国家和地区积累起大量优质品牌客户，并通过与客户的销售合作及在境外合资设厂等措施建立稳定的销售渠道。2024年公司实现境外销售30.51亿元，同比增长14.6%，境外营收占比约68%，较23年下降约3pct；境外业务毛利率24.9%，同比提升0.6pct。同时，公司将自主品牌出海战略作为全球化发展的核心引擎，通过“Wanpy顽皮”

“Toptrees领先”“Zeal真致”“Great Jack's”“Jerky time”“TRULY”等品牌构建全球市场布局，产品销往全球五大洲73个国家。公司国际营销中心专设自主品牌部，通过参加国际展会、投放广告等方式逐步加大推广力度，品牌国际影响力有望持续提升。

图10：自主品牌出海布局

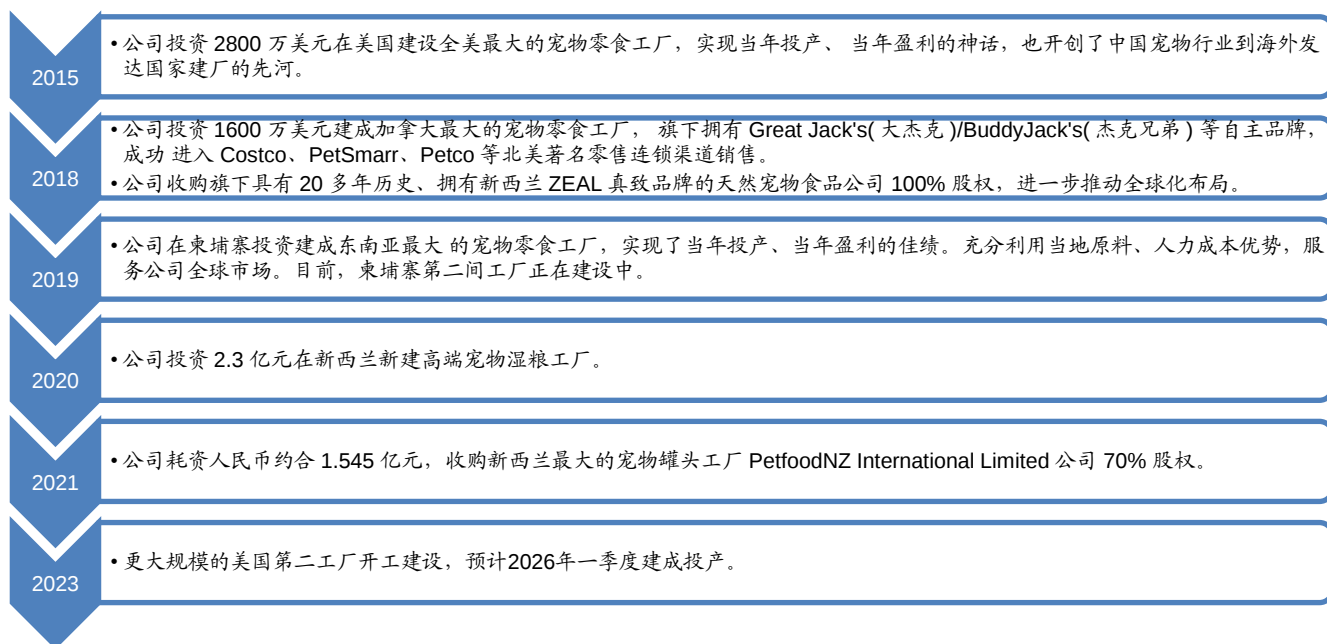


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）全球化生产布局已臻成熟，有助抵御贸易摩擦风险

多点布局海外生产基地，全球化生产抵御贸易摩擦风险。在国内生产出口之外，公司积极布局全球化供应链，2014年起陆续在海外自建和收购工厂，目前在中国、加拿大、美国、柬埔寨和新西兰建立起五大生产基地。据年报，公司在全球拥有22间现代化宠物食品生产基地、1所专家级研发中心及1所宠物营养健康研究院，其中，国内拥有14间现代化工厂，海外拥有8间现代化工厂。公司目前在国内、柬埔寨、加拿大、美国均有在建产能，待建成投产后，将累计拥有干粮产能13万吨、湿粮产能10万吨、零食产能超4万吨。海外投资建厂通过实现本土化生产和本土化销售，有助于减轻贸易摩擦的不利影响并规避国际政治、经济因素带来的风险，提高公司的抗风险能力和盈利能力。

图11: 公司海外产能布局时间线



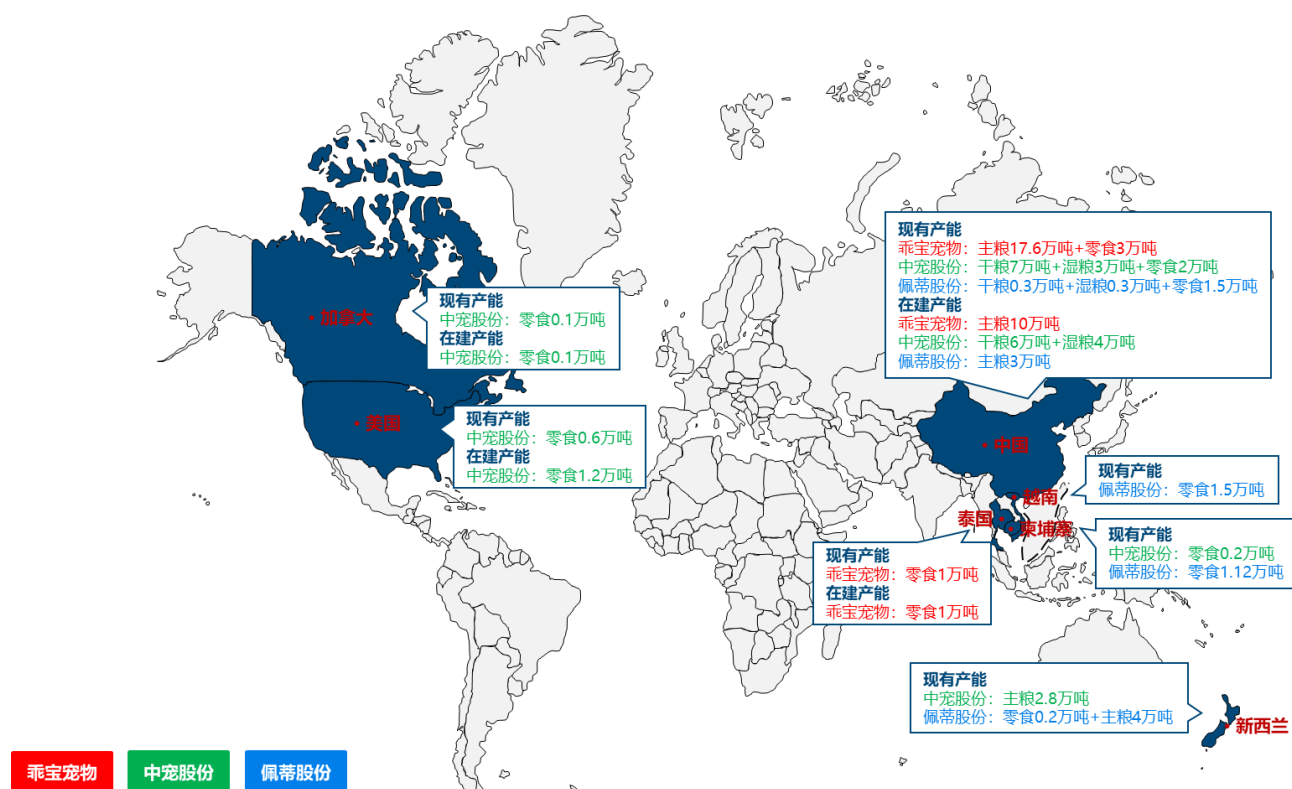
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 公司全球生产基地分布图



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图13：宠粮上市公司全球产能布局对比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表1：近年涉及公司出口业务的关税政策变化

时间	主要内容
2018.9.24	特朗普政府于2018年9月24日开始向包含宠物食品在内的2000亿美元中国商品加征10%的关税。
2019.6.1	美国对中国宠物食品征收关税水平上调至25%。
2025.2.1	美国政府宣布以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征10%关税；4日美国对所有来自中国和香港的商品额外加征10%关税，合计加征20%。
2025.4.2	美国宣布对中国商品在10%基准关税基础上额外加征34%附加税，综合税率达54%；对来自柬埔寨的进口商品加征49%的关税。
2025.4.8	美国宣布将对对中国输美商品征收的“对等关税”税率由34%提高至84%，综合税率达104%。
2025.4.9	美国再次加码，在104%的基础上，继续对中国产品加税至125%。
2025.4.11	美国对包括柬埔寨在内的多个国家实施为期90天的关税减免措施，在此期间临时大幅下调互惠关税至10%。

数据来源：美国贸易代表办公室、广发证券发展研究中心

三、强产品力+多元化营销，品牌业务驶入发展快车道

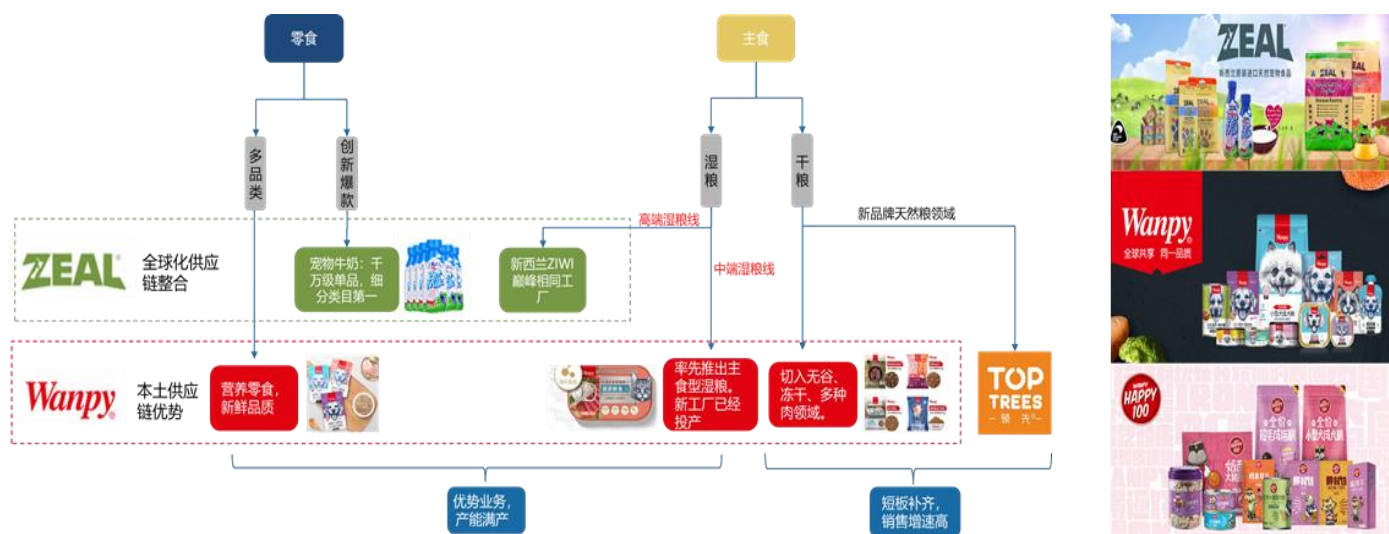
（一）技术研发优势构筑强产品力，差异化品牌矩阵提升市场竞争力

公司技术研发与产品品质优势为自主品牌发展奠定坚实基础。公司自创立起始终坚持产品研发及技术创新，设立宠物营养与健康研究院，联合中国农业科学院饲料研究所共同立项制定宠物食品原料农业行业标准、结合AI动作采集与大数据分析对宠物行为学进行分析等。据年报，截止2025年4月2日，公司共拥有301项国家专利，其中发明专利15项，实用新型专利21项，连续多次获评国家高新技术企业。此外，公司坚持“质量就是生命”经营理念，建立“产品可追溯体系”和“缺陷产品召回制度”，从根本上确保产品质量安全。

在优质产品力加持下，公司采用“多品牌、全品类”战略，满足不同客群差异化需求。经过多年积淀，公司成功塑造以“Wanpy顽皮”“Zeal真致”“Toptrees领先”为核心的差异化自主品牌矩阵，以满足不同爱好、不同层次消费者需求，在中高端宠物食品赛道上逐步建立扎实的消费者认知与信赖，跻身中高端品牌行列的引领者。2024年公司实现国内销售14.14亿元，同比增长30.3%，毛利率35.2%，同比提升4.0pct。分品牌看：

- （1） **Wanpy顽皮**：品牌始于1998年，为国内首个获得“中国驰名商标”的宠物食品品牌，致力于打造“鲜距离”“鲜速度”“鲜标准”“鲜营养”“鲜厨房”五鲜标准的宠物鲜粮。2024年顽皮新推出“小金盾100%鲜肉粮”，定位中高端市场，强调高鲜肉添加和锁鲜工艺的硬核专利技术、以及基于顽皮5.0智慧工厂的出口级品控，打造宠物食品的“黄金盾牌”；同时启动全新顽皮产品矩阵搭建，成功推出大满罐猫犬系列、鱼油猫条系列、幸运币等迎合宠物主对产品营养健康及情绪价值满足需求的功能性产品组合。
- （2） **Zeal真致**：品牌源于1999年，2018年被公司收购，2019年正式进军全球市场，产品销往全球30多个国家和地区。品牌定位新西兰原装进口高端宠物食品，包括犬猫风干粮、犬猫湿粮罐头、零食等，先后推出犬猫专用牛奶、0号罐等明星爆品。2024年Zeal推出新西兰原装进口天然风干粮，主打“超级食材”“全球仅占1%的珍稀肉源”及“天然果蔬”营养组合，正式跻身新西兰进口品牌主粮赛道。
- （3） **Toptrees领先**：2019年公司携手杭州青梅推出的高端品牌，以“鲜美食材、科学配方、尖端科技”为品牌核心理念，产品涉及宠物主粮、湿粮、零食等，相继打造出低温烘焙粮、主食罐等热门大单品。领先持续进行产品创新，2024年推出“低温烘焙全价鲜肉猫粮-蛋黄兔口味”“Toptrees幼猫系列”“mini小餐盒”等新品，精准填补细分市场空白，以差异化产品矩阵持续提升市场竞争力。

图14: 公司品牌及产品矩阵



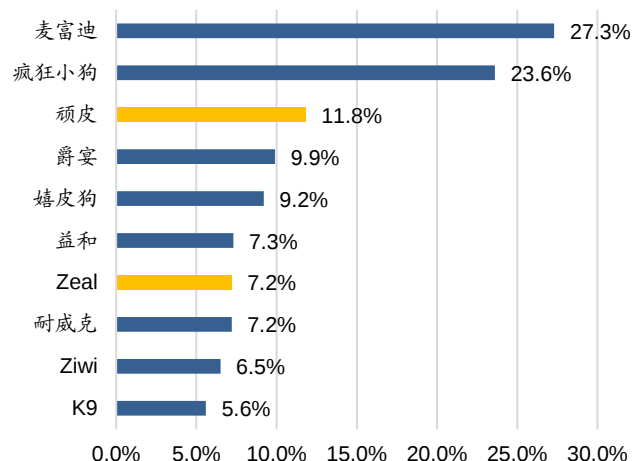
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图15: 24年以来公司自主品牌推出多款明星产品



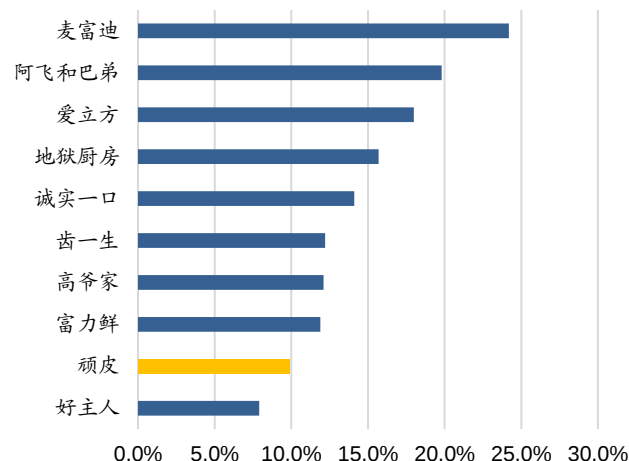
数据来源: 中宠股份微信公众号、广发证券发展研究中心

图16: 犬零食品牌使用率TOP10 (%)



数据来源: 2025 中国宠物行业白皮书、广发证券发展研究中心

图17: 猫零食品牌使用率TOP10 (%)



数据来源: 2025 中国宠物行业白皮书、广发证券发展研究中心

图18: 公司技术研发体系



中宠股份检测中心总投资超过1500万元,是目前中国宠物行业最高标准的检测中心,涵盖理化实验室、微生物实验室、仪器分析室三大检测区域。实验室引进目前最先进的液相质谱仪、凯氏定氮仪等高端检测设备,配备了高学历、高素质的检测人员,通过了CNAS中国合格评定委员会认可,检测能力达到国家实验室水平,检测结果被全球认可。



宠物营养健康研究院总面积10000㎡,包括实验区、繁育区、隔离区及户外活动区,是国内第一个花园式宠物安居测试基地。目前,宠物测试基地有实验犬猫数量300余只,共有30多个品种。公司所有的新产品在上市前必须进行长达6个月的长期饲喂测试,以确保宠物对产品的接受度和产品营养的全面性。



宠物营养与健康研究中心,为宠物提供全方位的检测,获得高价值的试验数据,从而推动研发工作的开展。包括生化与常规检验室、无菌室、免疫室、彩超室和病理室,配备了美国爱德士五分类血球仪、生化仪、血气分析仪、尿检仪等全球知名品牌设备。通过健康监测可以了解宠物肠道菌群情况、机体抗氧化能力及免疫能力等各项指标,在保障宠物健康同时,开发出更适合宠物营养和健康的高品质产品。

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 公司产品可追溯体系及部分产品质量认证



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 多元化营销策略加持, “产品功能+情感价值” 导向提升品牌影响力

多元化营销策略加持, 持续提升品牌影响力。公司三大品牌在内容营销、品牌推广等多个维度持续发力, 以提升在消费者中的知名度和认可度, 拓宽品牌影响力, 赢得更多消费者心智:

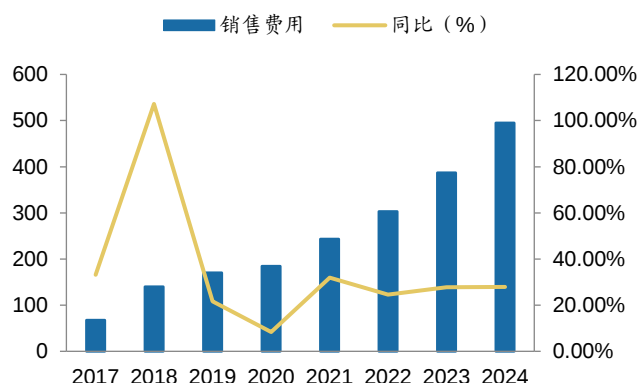
(1) 开展品牌跨界联名: 24年亚宠展期间, 领先推出与《甄嬛传》跨界共

创, 以联名礼盒、主题展会等创新形式实现强势破圈, 以“安心品质+文化赋能”双引擎, 推动品牌认知度提升。24年Zeal与天猫头部主播

李佳琦知名爱宠IP“奈娃家族”联名，打造限定联名周边，结合线下潮流话题提升社媒热度。

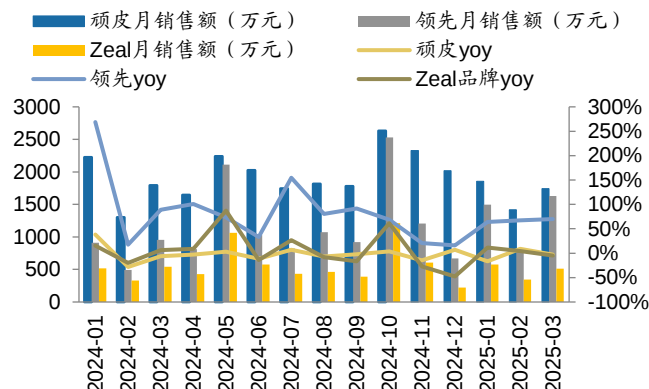
- (2) **邀请品牌代言人：**今年4月，顽皮邀请新生代优质偶像、资深多猫家长欧阳娜娜担任品牌代言人，品牌沟通策略从产品功能导向到情感价值导向转变。
- (3) **与央媒战略合作、开展探厂活动：**今年3月，顽皮联合人民网《透明工厂》进行探厂直播，借势权威媒体背书实现全网千万级传播精准覆盖，彰显品牌“出口级高品质”的消费者价值感知。4月，领先与CCTV签署合作协议，成为中国宠物食品行业首个获得央视战略合作的品牌。
- (4) **线上大促期间开展多元促销活动：**抓住618、双11等线上大促节点加大宣传促销力度，如进驻头部达人直播间、推出联名礼盒等，实现亮眼表现。据公司微信公众号，24年“双11”领先品牌全网GMV同比大增131%，烘焙猫粮获天猫品类Top3、主食罐头获京东品类Top5。

图20：公司销售费用持续上升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图21：公司三大品牌淘天平台月度销售额变化



数据来源：炼丹炉、广发证券发展研究中心

图22：Zeal与“奈娃家族”联名海报



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图23：领先与“甄嬛传”联名海报



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图24：今年以来公司开展人民网探厂、官宣品牌代言人等多项宣传活动



数据来源：中宠股份微信公众号、广发证券发展研究中心

表2：公司旗下品牌2024年“双11”期间部分营销活动一览

品牌	部分促销及宣传活动	主推产品
顽皮	陈洁 kiki “k 姐双 11”	白金猫零食罐头
	晁然推荐	冰岛鱼油主食猫条
	香菇推荐	冻干四拼全价猫粮/狗粮
Zeal	奈娃家族联名、定制礼盒	磨牙健齿小牛肋骨、宠物牛奶、猫狗主食罐头
领先	李佳琦超级生活节	烘焙鲜肉猫粮/狗粮、猫狗主食罐头、主食猫条
	甄嬛传联名“双 11”囤货秘籍	烘焙猫粮、主食猫罐

数据来源：炼丹炉、领先微博、广发证券发展研究中心

图25：24年“双11”领先品牌部分营销活动及战报



数据来源：中宠股份微信公众号、广发证券发展研究中心

（三）拓展线上线下全渠道覆盖，品牌市占率有望持续攀升

积极拓展线上线下全渠道覆盖，加码新媒体渠道构建多极增长格局。据年报，目前公司已实现包括线上渠道天猫、淘宝、京东、拼多多、抖音、微信小店等综合平台，同时覆盖波奇网、易宠等知名宠物产品销售平台等）、专业渠道（面向各地宠物专门店、宠物医院）、商超渠道（山姆、沃尔玛、大润发、永辉、胖东来、麦德龙、朴朴超市、小象超市、永旺、华润Ole'、华润万家、苏果、家家悦、物美、杭州联华、贵州合力、天虹等大型连锁超市）线上线下全渠道覆盖。公司持续加码内容电商开拓，开辟线上新增长曲线，如24年双11期间领先在拼多多渠道实现323%增长，抖音双11直播创造宠物行业首个200万+单场等。公司通过原料创新与工艺优化提升产品品质，借助渠道多元化与精准营销拓展消费场景，国内业务驶入发展快车道，市占率有望持续快速提升。

表3：公司部分线上线下渠道开拓事件

	平台	具体内容
线上	苏宁易购	2018 年达成战略合作
	天猫	2018 年达成战略合作
	京东	2019 年达成战略合作，2020 年签约京东宠物亿元俱乐部
	抖音	2021 年携手凯诒电商布局抖音生态，加大直播带货、达人测评等力度
线下	新瑞鹏集团	2018 年入股新瑞鹏宠物医疗集团
	宠物门店	2023 年 wanpy 顽皮×魔董申上海首家宠物友好门店开业

山姆超市

2023 年 Zeal 面向国内各大山姆超市推出猫主食罐、鹿肉零食、宠物牛奶三款定制礼盒

宠物社群

2024 年 Zeal 联合全国重点城市宠物社群开展线下宠物活动

线上线下融合

云宠智能

2018 年中宠与瑞鹏宠物医院投资成立，旗下极宠家是一家深耕泛宠物业态的服务型企业

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

我们假设：

1. 零食业务：海外大客户稳定，预计海外零食业务将稳步增长；公司是国内宠物零食行业领跑者，预计国内业务快速增长，双轮驱动保障零食营收增速。预计2025-2027年公司零食业务销售收入分别为27.7元、30.9亿元、34.6亿元，同比分别增长12%、12%、12%；公司北美工厂具有产能稀缺性，高毛利零食产品占比有望进一步提升，预计2025-2027年毛利率分别为25.5%、26.0%、26.5%。

2. 湿粮业务：23年新西兰20000吨新增湿粮产能投放后带来稳定收入增长，预计2025-2027年宠物罐头销售收入分别为7.3亿元、8.0亿元、8.8亿元，同比分别增长10%、10%、10%；随着领先主食罐头等高毛利产品销售体量的快速增长，湿粮业务利润率有望持续提升，预计2025-2027年毛利率分别为38.0%、39.0%、40.0%。

3. 干粮业务：国内市场对于干粮产品需求呈现多样化趋势，品牌依赖远未形成，近年来公司大力发展主粮业务，有望持续扩大市场份额。预计2025-2027年干粮业务销售收入分别为17.4亿元、25.5亿元、34.7亿元，同比分别增长57%、47%、36%；公司加码中高端主粮产品推广，随着高毛利产品快速上量，干粮业务毛利率有望持续提升，预计2025-2027年毛利率分别为35.0%、36.0%、37.0%。

4. 费用率：国内宠粮行业格局较为分散，公司积极提升市占率，需要持续投入营销，销售费用率维持小幅增长，预计2025-2027年公司销售费用率分别为11.6%、12.0%、12.5%。

综上所述，我们预计公司2025-27年归母净利润分别为4.54/5.84/7.21亿元，同比分别增长15.2%、28.7%、23.6%，对应EPS分别为1.54、1.98、2.45元/股。参考可比公司估值，据Wind，乖宝宠物自主品牌业务规模为行业第一，自主品牌收入占比、盈利水平均最高，发展势头强劲，因此估值水平最高；佩蒂股份、路斯股份出口代工业务收入占比超六成，代工业务利润率稳定且相对较低，自主品牌规模目前仍较小，因此估值显著低于乖宝宠物。中宠股份营收规模仅次于乖宝宠物，公司海外业务体量位列第一，国内自主品牌规模高于佩蒂股份及路斯股份，公司已构建起品牌矩阵，随着中高端主粮类产品占比持续提高，自主品牌盈利能力提升空间广阔；公司通过原料创新与工艺优化提升产品品质，借助渠道多元化与精准营销拓展消费场景，国内业务驶入发展快车道，市占率有望持续快速提升。综上，给予公司25年40xPE，对应合理价值为61.51元/股，给予“买入”评级。

表4: 公司主营业务拆分情况

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
宠物零食:						
营业收入 (百万元)	2140.83	2350.86	2470.77	2766.42	3094.63	3460.83
yoy	8%	10%	5%	12%	12%	12%
营业成本 (百万元)	1743.27	1753.91	1854.79	2060.98	2290.03	2543.71
yoy	10%	1%	6%	11%	11%	11%
毛利 (百万元)	397.56	596.95	615.98	705.44	804.61	917.12
毛利率	19%	25%	25%	26%	26%	27%
宠物罐头:						
营业收入 (百万元)	600.26	634.85	661.72	726.45	797.94	876.56
yoy	26%	6%	4%	10%	10%	10%
营业成本 (百万元)	441.73	427.78	414.37	450.40	486.75	525.93
yoy	23%	-3%	-3%	9%	8%	8%
毛利 (百万元)	158.53	207.07	247.35	276.05	311.20	350.62
毛利率	26%	33%	37%	38%	39%	40%
宠物干粮:						
营业收入 (百万元)	359.96	576.76	1106.51	1738.96	2550.48	3466.33
yoy	17%	60%	92%	57%	47%	36%
营业成本 (百万元)	286.34	409.18	723.83	1130.33	1632.31	2183.79
yoy	15%	43%	77%	56%	44%	34%
毛利 (百万元)	73.61	167.58	382.69	608.64	918.17	1282.54
毛利率	20%	29%	35%	35%	36%	37%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 可比公司盈利预测与估值情况 (可比公司盈利预测均采用Wind一致预期)

证券代码	公司简称	4月29日收盘价	EPS		PE	
		(元/股)	2025E	2026E	2025E	2026E
301498.SZ	乖宝宠物	115.11	1.99	2.56	57.84	44.96
300673.SZ	佩蒂股份	15.07	0.82	0.98	18.38	15.38
832419.BJ	路斯股份	20.83	0.95	1.18	21.93	17.65

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）原材料价格波动风险

宠物食品行业公司主要原材料通常为鸡胸肉、鸭胸肉等肉类产品。一方面，公司与客户调价具有滞后性，原材料价格上涨易导致短期内毛利率水平下降，另一方面，公司通常有原材料安全库存以维持生产，原材料价格短期内大幅下降，存在存货出现跌价损失的风险。

（二）市场竞争加剧，销售不及预期

国内主要宠物食品生产企业均加大市场拓展力度，同时国外宠物食品厂商也在不断进入国内市场造成市场竞争加剧，供给增加。市场竞争的加剧易造成品牌推广、活动促销等销售费用的增长。供给若增长过快超过需求易导致销售不及预期，并可能对行业毛利率水平造成不利影响。

（三）产能释放不及预期

国内主要宠物食品企业加紧国内及海外产能扩张，但受当地政策、资金等因素影响，产能释放可能不及预期，易造成交货延迟或无法交付，影响公司现金流和后续业务的开展。同时，因产能释放不及预期而采取外购产品代替自产商品出售易导致毛利率水平降低，也存在产品品质不稳定风险，对公司稳定经营造成不利影响。

（四）美国关税影响

美国进口商可能要求中国宠物食品企业分担部分关税成本，若企业无法完全消化成本上涨，可能提高出口美国市场的产品价格，并压缩企业利润空间。此外，美国进口商可能转向东南亚或拉美等替代市场，部分美国客户也可能因观望关税政策而暂缓下单，使中国宠物食品出口企业短期内面临订单不确定性。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	2,022	2,066	2,236	2,691	3,320
货币资金	527	513	410	536	797
应收及预付	484	650	800	982	1,187
存货	580	579	703	850	1,012
其他	430	324	324	324	324
非流动资产总额	2,369	2,385	2,632	2,883	3,115
长期股权投资	215	250	250	250	250
固定资产	1,070	1,374	1,544	1,696	1,830
在建工程	468	133	233	333	433
使用权资产	49	41	41	41	41
无形资产	93	92	90	89	87
其他	473	496	475	475	475
资产总额	4,390	4,450	4,868	5,574	6,435
流动负债总额	1,186	1,054	1,025	1,148	1,282
短期借款	666	397	304	300	300
应付及预收	388	424	511	618	737
其他	132	233	210	230	245
非流动负债总额	785	782	727	682	637
长期借款	40	25	25	30	35
应付债券	677	701	651	601	551
其他	68	55	51	51	51
负债总额	1,971	1,836	1,752	1,831	1,919
股本	294	294	294	294	294
其他	1,939	2,134	2,609	3,203	3,934
归母权益合计	2,233	2,428	2,903	3,497	4,228
少数股东权益	187	187	213	246	288
负债和股东权益	4,390	4,450	4,868	5,574	6,435

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,747	4,465	5,497	6,756	8,173
营业成本	2,763	3,208	3,894	4,706	5,604
营业税金及附加	14	14	17	21	26
销售费用	387	495	638	811	1,022
管理费用	144	210	275	351	449
研发费用	48	73	99	128	163
财务费用	29	18	32	28	22
资产减值损失	-15	-15	2	2	2
公允价值变动收益	2	1	0	0	0
投资收益	21	72	30	30	30
营业利润	372	508	585	752	928
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2
利润总额	370	505	582	749	926
所得税费用	78	89	102	132	163
合并净利润	292	416	480	617	763
少数股东损益	59	23	26	34	42
归母净利润	233	394	454	584	721
EPS (元/股)	0.79	1.34	1.54	1.98	2.45

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	447	496	425	580	710
合并净利润	292	416	480	617	763
折旧摊销	137	147	134	152	170
营运资金变动	-13	-51	-207	-202	-234
其他	0	0	-2	0	0
投资活动现金流净额	-680	-59	-307	-371	-371
资本性开支	-405	-241	-401	-401	-401
投资	-289	144	19	0	0
其他	14	39	75	30	30
融资活动现金流净额	84	-400	-188	-94	-87
股本融资	4	2	0	0	0
债权融资	316	-289	-148	-49	-45
股利分配与偿付利息	-55	-176	-49	-45	-42
其他	-181	63	9	0	0
现金净增加额	-144	51	-61	126	261
期初现金余额	564	420	471	410	536
期末现金余额	420	471	410	536	797

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	15.4%	19.1%	23.1%	22.9%	21.0%
营业利润增长率	140.5%	36.4%	15.1%	28.6%	23.5%
归母净利增长率	120.1%	68.9%	15.2%	28.7%	23.6%
获利能力					
毛利率	26.3%	28.2%	29.2%	30.3%	26.3%
净利率	7.8%	9.3%	8.7%	9.1%	9.3%
ROE	12.1%	15.9%	15.4%	16.5%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	44.9%	41.2%	36.0%	32.8%	29.8%
有息负债率	31.5%	25.2%	20.1%	16.7%	13.8%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.3	2.6
利息保障倍数	10.7	12.1	11.9	16.7	21.6
营运能力					
应收账款周转率	8.0	7.1	7.1	7.1	7.1
存货周转率	4.8	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	7.3	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标					
每股收益	0.79	1.34	1.54	1.98	2.45
每股净资产	7.59	8.26	9.84	11.85	14.33
每股经营现金流	1.52	1.69	1.44	1.97	2.41
估值比率					
PE	33.2	26.7	37.6	29.2	23.6
PB	3.5	4.3	5.9	4.9	4.0
EV/EBITDA	16.1	17.8	24.5	19.4	15.7

广发证券农林牧渔行业研究小组

钱 浩：首席分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

郑 颖 欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

周 舒 玥：资深分析师，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

李 雅 琦：高级分析师，上海财经大学金融学学士、硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。