

信义山证汇通天下

证券研究报告

宠物食品

中宠股份（002891.SZ）

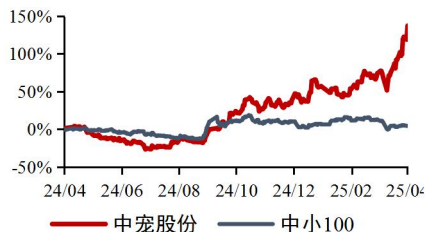
增持-A(维持)

全球化布局构建战略纵深，自有品牌倍道而进

2025 年 4 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 29 日

收盘价（元）：	57.81
年内最高/最低（元）：	58.70/17.92
流通 A 股/总股本（亿）：	2.95/2.95
流通 A 股市值（亿）：	170.55
总市值（亿）：	170.55

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	0.31
摊薄每股收益(元)：	0.31
每股净资产(元)：	9.31
净资产收益率(%)：	3.73

资料来源：最闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

张彦博

执业登记编码：S0760524100001

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 44.65 亿元，同比+19.15%；实现归母净利润 3.94 亿元，同比+68.89%；实现扣非归母净利润 3.86 亿元，同比+71.74%。分红预案：每 10 股派现金红利 1.5 元（含税）。2025 年一季度公司实现营收 11.01 亿元，同比+25.41%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比+62.13%；实现扣非归母净利润 0.88 亿元，同比+63.75%。

事件点评

➢ 聚焦战略再升级，海外业务稳定增长。2024 年公司以自有品牌为主的境内业务实现营收 14.14 亿元，同比+30.26%，毛利率 35.18%，同比提升 4.00 个百分点。Wanpy 顽皮通过精准的渠道策略与产品优化，实现品牌持续升级与增长，与领先、ZEAL 品牌共同带动公司境内业务营收及盈利水平共同增长。境外业务方面，公司 2024 年实现营收 30.51 亿元，同比+14.62%，随着公司加强欧洲、东南亚地区客户开发以及未来北美工厂逐步投产，公司海外营收规模将持续提升。

➢ 主粮产品高速增长，直销占比进一步提升。分产品来看，24 年公司零食/主粮分别实现收入 31.32/11.07 亿元，同比+4.92%/+91.85%，占总营收的比例为 70.2%/24.8%，随着顽皮、领先等公司自有品牌快速增长，公司产品结构不断优化，主粮产品占比持续提升。分销售模式看，OEM/经销/直销营收分别为 26.16/11.95/6.54 亿元，同比分别+21.21%/+6.33%/+40.50%，占比分别为 58.59%/26.76%/14.65%，直营比例逐年增加，反映了公司旗下自有品牌矩阵的品牌力不断增强。

➢ 费用持续投放，稳步推进全球化布局。2024 年公司管理/销售/财务费用分别同比+46.30%/+27.91%/-38.50%，主要是由于公司境内境外业务对于自有品牌持续加强市场开拓。公司 2024 年研发费用支出 7267.94 万元，同比+51.70%，通过加大研发力度赋能技术壁垒与产品迭代双轮驱动。公司通过“自主建厂+ 并购整合”双模式，运营全球 22 个现代化生产基地（国内 14 个、海外 8 个），其中美国、新西兰、加拿大工厂主要负责高端产品供应，加拿大工厂二期项目、美国工厂二期项目以及国内的“年产 4 万吨宠物湿粮项目”、“年产 6 万吨高品质宠物干粮项目”等新产能均在陆续实施中，在贸易壁垒存在巨大不确定性的当下，公司稳健运营的国内+海外产能更加凸显公司全球化布局的抗风险韧性。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

投资建议

➤ 我们认为公司自有品牌业务调整卓有成效，今年国内业务营收规模及盈利能力将进一步发展，股权激励目标亦有望实现。我们再次强调需重视公司在全球化战略布局的领先优势以及顽皮、领先等自有品牌高增长势能，同时看好海外工厂进一步抬升公司境外盈利水平，我们认为股权激励全年目标有望实现。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.65/5.51/6.77 亿元，EPS 分别为 1.58/1.87/2.29 元，目前股价对应公司 2025、2026 年 PE 分别为 33.9 倍、28.6 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 原材料价格波动风险；政策管理风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；动物疫病风险；全球贸易摩擦加剧的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；品牌及产品舆情风险；海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,747	4,465	5,215	6,094	7,341
YoY(%)	15.4	19.1	16.8	16.9	20.5
归母净利润(百万元)	233	394	465	551	677
YoY(%)	120.1	68.9	18.1	18.6	22.8
毛利率(%)	26.3	28.2	30.3	31.5	32.6
EPS(摊薄/元)	0.79	1.33	1.58	1.87	2.29
ROE(%)	12.1	15.9	16.8	16.8	17.2
P/E(倍)	67.6	40.0	33.9	28.6	23.3
P/B(倍)	7.1	6.5	5.4	4.6	3.9
净利率(%)	6.2	8.8	8.9	9.0	9.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2022	2066	2663	3060	3641
现金	527	513	930	1086	1309
应收票据及应收账款	468	627	652	843	958
预付账款	17	22	23	30	34
存货	580	579	735	775	1013
其他流动资产	430	324	324	326	328
非流动资产	2369	2385	2607	2857	3221
长期投资	215	250	312	377	448
固定资产	1070	1374	1525	1700	1972
无形资产	93	92	98	102	101
其他非流动资产	990	669	672	679	701
资产总计	4390	4450	5271	5918	6862
流动负债	1186	1054	1494	1681	2026
短期借款	666	397	683	753	1004
应付票据及应付账款	378	411	483	544	672
其他流动负债	142	247	328	384	349
非流动负债	785	782	636	491	346
长期借款	717	726	581	436	291
其他非流动负债	68	55	55	55	55
负债合计	1971	1836	2130	2172	2372
少数股东权益	187	187	248	326	422
股本	294	294	295	295	295
资本公积	1144	1096	1095	1095	1095
留存收益	817	1094	1545	2083	2742
归属母公司股东权益	2233	2428	2893	3419	4069
负债和股东权益	4390	4450	5271	5918	6862

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	504	648	672
净利润	292	416	526	629	773
折旧摊销	120	126	128	149	176
财务费用	29	18	33	30	29
投资损失	-21	-72	-33	-38	-41
营运资金变动	-13	-51	-150	-123	-265
其他经营现金流	41	59	0	0	0
投资活动现金流	-680	-59	-318	-361	-499
筹资活动现金流	84	-400	-56	-200	-202
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.33	1.58	1.87	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.68	1.71	2.20	2.28
每股净资产(最新摊薄)	7.57	8.23	9.81	11.59	13.79

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3747	4465	5215	6094	7341
营业成本	2763	3208	3634	4177	4946
营业税金及附加	14	14	17	21	25
营业费用	387	495	626	792	1028
管理费用	144	210	201	235	283
研发费用	48	73	74	86	105
财务费用	29	18	33	30	29
资产减值损失	-19	-24	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	0	0	0
投资净收益	21	72	33	38	41
营业利润	372	508	663	791	966
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	2	3
利润总额	370	505	661	790	964
所得税	78	89	135	161	192
税后利润	292	416	526	629	773
少数股东损益	59	23	61	78	96
归属母公司净利润	233	394	465	551	677
EBITDA	562	688	822	969	1170

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	19.1	16.8	16.9	20.5
营业利润(%)	140.5	36.4	30.5	19.4	22.1
归属于母公司净利润(%)	120.1	68.9	18.1	18.6	22.8
获利能力					
毛利率(%)	26.3	28.2	30.3	31.5	32.6
净利率(%)	6.2	8.8	8.9	9.0	9.2
ROE(%)	12.1	15.9	16.8	16.8	17.2
ROIC(%)	9.4	12.8	12.7	13.6	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	41.2	40.4	36.7	34.6
流动比率	1.7	2.0	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	9.0	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	7.5	8.1	8.1	8.1	8.1
估值比率					
P/E	67.6	40.0	33.9	28.6	23.3
P/B	7.1	6.5	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	29.3	23.8	19.8	16.6	13.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

