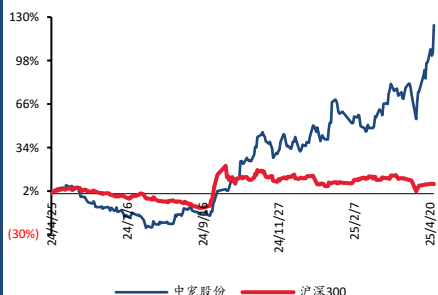


年报&一季报点评：自主品牌高速增长，OEM 产能布局优势突出

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 2.95/2.95
总市值/流通(亿元) 157.66/157.66
12 个月内最高/最低价 53.44/17.92 (元)

相关研究报告

<<中宠股份 23Q3 点评：盈利大幅改善，自主品牌成长迅速>>—2023-11-01

<<中宠股份半年报点评：海外需求强劲持续扩产，本土自有品牌营销发力>>—2023-08-08

<<中宠 23H1 业绩预告：海外快速出清修复 Q2 盈利，双轮驱动持续发力>>—2023-07-13

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190511050002

事件：公司近日发布 24 年报及 25 年一季报。24 年实现营收 44.64 亿元，同比+19.15%；归母净利 3.93 亿元，同比+68.89%；扣非后归母净利润 3.86 亿元，同比+71.74%；毛利率为 28.16%，较上年提升 1.88 个百分点；基本 EPS 为 1.33 元；分红预案为每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。24Q4 单季实现营收 12.76 亿元，同比+23.31%；毛利率为 29.66%，环比提升 2.77 个百分点，较上年同期提升 2.26 个百分点；归母净利 1.11 亿元，同比+98.2%；25Q1 单季实现营收 11.01 亿元，同比+25.41%；毛利率为 31.87 个百分点，环比提升 2.21 个百分点，较上年同期提升 4.02 个百分点；归母净利 0.91 亿元，同比+62.13%；点评如下：

国内市场自主品牌业务高速增长，毛利率提升明显。公司 2024 年国内市场业务实现收入 14.14 亿元，同比+30.26%；公司在国内市场构建了顽皮、领先和新西兰 ZEAL 三大品牌的自主品牌矩阵，2024 年通过持续精准的渠道策略与产品优化升级帮助品牌主粮进一步扩大了优势，实现了快速成长，这是国内市场业务收入增长的主要原因。2024 年，公司主粮产品实现营收 11.06 亿元，同比+91.85%；25 年 Q1，公司国内市场自主品牌业务针对小金盾等新品的营销活动节奏清晰，市场表现较好，收入继续快速增长，为全年增长奠定了坚实的基础。2024 年，公司国内市场业务毛利率为 35.18%，较上年提升了 4 个百分点；主粮产品毛利率为 34.59%，较上年提升了 5.53 个百分点。毛利率的提升，一方面受益于高端产品快速增长所带来的产品结构优化，另一方面受益于鸡肉等原料价格的回落。

海外市场业务稳健增长，盈利水平持续提升。2024 年，公司海外市场业务实现收入 30.5 亿元，同比+14.61%；公司 OEM 业务在海外市场深耕多年，2024 年随着北美产能和柬埔寨产能的释放，公司在海外市场的产能优势进一步增强，带来了 OEM 业务的快速增长，这是海外市场业务收入较快增长的主要原因。2024 年，公司 OEM 业务实现收入 26.15 亿元，同比+21.21%；25 年 Q1，依托北美工厂和海外自主品牌的增长，公司海外市场业务实现了较快的增长，为全年增长打下了较好的基础。2024 年，公司海外市场业务为 24.9%，较上年提升 0.62 个百分点。OEM 业务毛利率为 27.3%，较上年提升了 1.1 个百分点。公司海外市场业务 2025 年将面临关税、国际贸易政策等风险因素，尤其是美国市场业务面临的风险更为突出，公司将依托自身多国产能布局优势，重点拓展非美客户，同时进一步提升多维度服务能力和运营效率，以应对非市场因素的影响，预计海外收入和盈利仍将保持稳增。值得关注的是，公司在北美市场具有独特的产能布局优势，可以较好的化解关税风险。

盈利预测及评级：给予“增持”评级。预计公司 25-26 年归母净利润为 4.96/5.42 亿元，EPS 为 1.69/1.84 元，对应 PE 为 32.15/29.4 倍。公司是国内宠食行业先行者，品牌优势、全球化产能布局优势和技术领先优势明显，国内自主品牌业务正处在高速增长阶段，因此维持“买入”评级。

风险因素：国内自主品牌业务和海外市场业务发展不达预期，宠物食品安全事件冲击

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,465	4,856	5,327	5,843
营业收入增长率(%)	19.15%	8.76%	9.70%	9.69%
归母净利（百万元）	394	496	542	603
净利润增长率(%)	42.64%	25.06%	8.91%	10.74%
摊薄每股收益（元）	1.34	1.69	1.84	2.05
市盈率（PE）	39.88	31.67	28.96	26.04

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	527	513	824	1,443	1,824
应收和预付款项	484	650	551	770	699
存货	580	579	889	669	1,019
其他流动资产	430	324	319	311	319
流动资产合计	2,022	2,066	2,584	3,192	3,861
长期股权投资	215	250	268	289	310
投资性房地产	0	19	0	0	0
固定资产	1,119	1,414	1,441	1,454	1,459
在建工程	468	133	116	108	104
无形资产开发支出	93	92	94	95	97
长期待摊费用	67	76	76	76	76
其他非流动资产	406	400	382	388	395
资产总计	4,390	4,450	4,961	5,603	6,303
短期借款	666	397	350	350	350
应付和预收款项	388	421	483	501	571
长期借款	40	25	25	25	25
其他负债	877	993	970	1,028	1,031
负债合计	1,971	1,836	1,828	1,904	1,978
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	1,590	2,132	2,735
归母公司股东权益	2,233	2,428	2,922	3,462	4,063
少数股东权益	187	187	212	237	262
股东权益合计	2,419	2,615	3,134	3,699	4,325
负债和股东权益	4,390	4,450	4,961	5,603	6,303

现金流量表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	447	496	399	708	466
投资性现金流	-680	-59	-37	-85	-84
融资性现金流	84	-400	-51	-5	-1
现金增加额	-149	38	310	619	381

利润表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,747	4,465	4,856	5,327	5,843
营业成本	2,763	3,208	3,480	3,786	4,153
营业税金及附加	14	14	15	17	19
销售费用	387	495	538	590	648
管理费用	192	283	308	337	370
财务费用	29	18	4	5	1
资产减值损失	-15	-15	-24	-22	-24
投资收益	21	72	37	40	43
公允价值变动	2	1	2	2	2
营业利润	402	536	574	655	723
其他非经营损益	370	505	573	653	720
利润总额	370	505	573	653	720
所得税	78	89	52	86	92
净利润	292	416	521	567	628
少数股东损益	59	23	25	25	25
归母股东净利润	233	394	496	542	603

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.28%	28.16%	28.33%	28.92%	28.93%
销售净利率	7.79%	9.33%	10.73%	10.65%	10.75%
销售收入增长率	15.37%	19.15%	8.76%	9.70%	9.69%
EBIT 增长率	134.13%	31.08%	10.15%	14.18%	9.64%
净利润增长率	141.54%	42.64%	25.06%	8.91%	10.74%
ROE	12.59%	16.55%	18.12%	16.61%	15.66%
ROA	7.10%	9.42%	11.07%	10.74%	10.55%
ROIC	10.67%	13.20%	13.51%	15.12%	18.41%
EPS (X)	0.79	1.34	1.69	1.84	2.05
PE (X)	67.36	39.88	31.67	28.96	26.04
PB (X)	7.03	6.47	5.38	4.54	3.87
PS (X)	4.19	3.52	3.23	2.95	2.69
EV/EBITDA (X)	33.14	26.29	24.24	20.82	18.77

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。