

中宠股份 (002891.SZ)

境内&海外工厂提速发展，重申强烈推荐

公司发布 2025 年半年报，Q2 收入/利润分别增长 23.4%/29.8%，符合此前预期。顽皮、领先年初以来高增延续，自主品牌在境内及海外出海拓展顺利。海外方面，公司进一步完善全球供应链布局，加拿大二期、美国二期分别预计在 25Q3 末和 26Q1 末投产，同时墨西哥工厂今年上半年建成，境外多产能布局下营收与盈利能力将有明显改善。考虑到海外新产能投产、境内自主品牌规模效益下盈利能力优化，我们调整 25-27 年归母净利润预测分别为 4.5 亿/6.0 亿/7.8 亿，调整 25-27 年 EPS 预测至 1.48、1.98、2.56 元，给予 26 年 35xPE 估值，目标价 69.3 元，维持“强烈推荐”评级。

- Q2 收入/利润分别增长 23.4%/29.8%，符合此前预期。公司发布 2025 年半年度业绩公告，公司 25H1 实现总收入 24.32 亿，同比+24.32%，归母净利润 2.03 亿，同比+42.56%，扣非归母净利润 1.99 亿，同比+44.64%。单 25Q2 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 13.3 亿/1.12 亿/1.11 亿，分别同比增长 23.4%、29.8%、32.3%，业绩符合此前市场预期。此外，公司公告中期分红，每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。
- Q2 顽皮、领先高增延续，海外工厂收入环比提速。分区域看，25H1 公司境内营收 8.6 亿，同比+38.9%，毛利率 37.68%（同比+0.89pct）；海外营收 15.7 亿，同比+17.6%，毛利率 27.95%（同比+4.04pct）。单 Q2 看，①国内自主品牌增速 35%+，顽皮和领先高增延续，顽皮/领先/zeal 分别 40%、70%、20-30%，zeal 受供应端调整略慢；②海外工厂同比增长 40%，主要是美国工厂技改后环比提速，加拿大工厂二期预计 Q3 末投入使用；③出口业务 Q2 受关税影响增速略低，同比约个位数增长。受益于海外工厂拉动预计境外增速 15%~20%。分品类看，H1 宠物零食实现营收 15.3 亿，同比+6.37%，毛利率 30.63%（同比+3.40pct），宠物主粮实现营收 7.8 亿，同比+85.8%，毛利率 36.63%（同比+0.79pct）。
- 得益于自主品牌与海外工厂高增，Q2 毛利率大幅改善。受益于自主品牌占比上升结构优化、海外工厂高毛利订单高增推动，公司 25Q2 毛利率 +2.89pct 至 31.0%。25Q2 销售/管理/研发费用率分别 +1.07pct/+2.67pct/+0.33pct 至 12.9%/6.0%/1.7%，销售费用率上升主要是加大了国内与境外自主品牌投入，实际税率下降、毛利率提升使得 Q2 归母净利率+0.41pct 至 8.4%，盈利能力改善。
- H2 展望：境内&境外高增有望延续，全球供应链布局进一步强化。年初以来，自主品牌在境内及海外出海拓展顺利，新品在品牌&营销端发力，小金盾表现符合预期，强化消费者对品牌、品质认知，关注 8 月底亚宠展精准喂养系列推出。产能端，全球供应链布局进一步完善，加拿大二期、美国二期分别预计在 25Q3 和 26Q1 释放，同时墨西哥工厂今年上半年已经建成，公司成为中国宠物食品行业首个在墨西哥布局的企业，境外多产能布局下营收与盈利能力有望改善。
- 投资建议：自主品牌与境外新产能双轮驱动，看好盈利进一步释放。公司 Q2 收入/利润分别增长 23.4%/29.8%，符合此前预期。顽皮、领先年初以来高增延续，境外产能投产提供进一步供应链支撑，收入与盈利同步改善。

强烈推荐（维持）

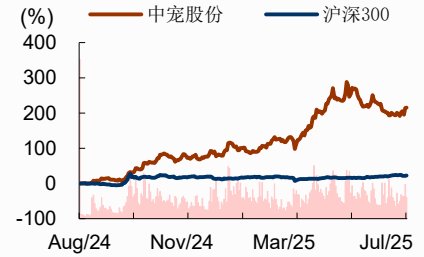
消费品/农林牧渔
 目标估值：69.30 元
 当前股价：58.72 元

基础数据

总股本（百万股）	304
已上市流通股（百万股）	304
总市值（十亿元）	17.9
流通市值（十亿元）	17.9
每股净资产（MRQ）	9.5
ROE（TTM）	15.8
资产负债率	40.9%
主要股东	烟台中幸生物科技有限公司
主要股东持股比例	24.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	54	218
相对表现	-8	46	195



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中宠股份 (002891) 24 年&25Q1 点评—自主品牌加速，盈利能力改善》 2025-04-29
- 《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

陈书慧 S1090523010003
 chenshuhui@cmschina.com.cn
 刘丽 S1090517080006
 liuli14@cmschina.com.cn
 胡思蓓 S1090524090002
 husubei@cmschina.com.cn

考虑到海外新产能投产、境内自主品牌规模效益下盈利能力优化，我们调整 25-27 年归母净利润预测分别为 4.5 亿/6.0 亿/7.8 亿，调整 25-27 年 EPS 预测至 1.48、1.98、2.56 元，考虑到公司未来营收与利润成长性兼具，给予 26 年 35xPE 估值，目标价 69.3 元，维持“强烈推荐”评级。

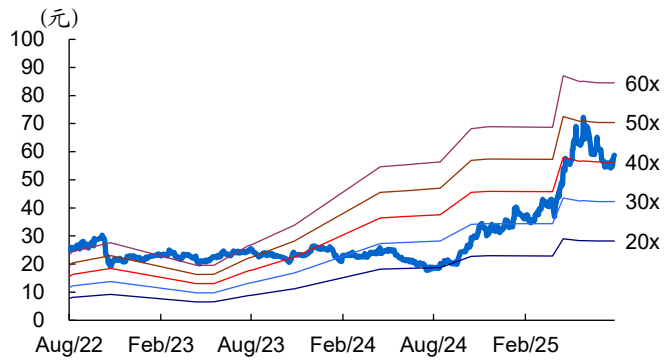
□ 风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3747	4465	5555	6964	8661
同比增长	15%	19%	24%	25%	24%
营业利润(百万元)	372	508	578	775	1007
同比增长	141%	36%	14%	34%	30%
归母净利润(百万元)	233	394	449	601	780
同比增长	120%	69%	14%	34%	30%
每股收益(元)	0.77	1.29	1.48	1.98	2.56
PE	76.7	45.4	39.8	29.7	22.9
PB	8.0	7.4	6.2	5.4	4.5

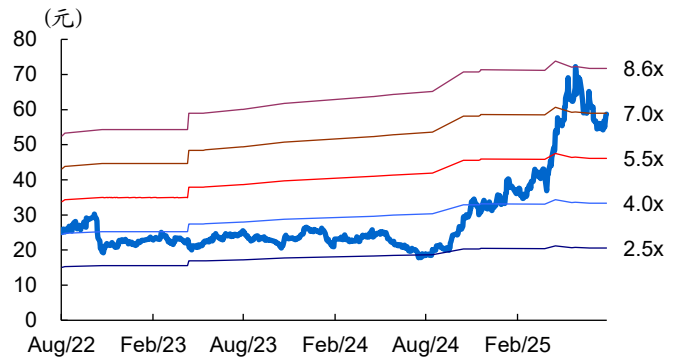
资料来源：公司数据、招商证券

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）24 年&25Q1 点评—自主品牌加速，盈利能力改善》
2025-04-29
- 2、《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
- 3、《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

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	2526	2883	3737
现金	527	513	714	685	1067
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	757	949	1180
其它应收款	5	6	8	10	12
存货	580	579	689	855	1063
其他	52	82	101	126	157
非流动资产	2369	2385	2368	2335	2287
长期股权投资	215	250	250	250	250
固定资产	1070	1374	1404	1412	1399
无形资产商誉	319	318	286	258	232
其他	764	443	428	416	406
资产总计	4390	4450	4894	5218	6024
流动负债	1186	1054	1031	853	1014
短期借款	666	397	306	0	0
应付账款	378	411	495	615	765
预收账款	10	13	16	20	25
其他	132	233	214	219	225
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	1813	1635	1796
股本	294	294	304	304	304
资本公积金	1074	1051	1152	1152	1152
留存收益	864	1082	1412	1879	2479
少数股东权益	187	187	213	247	292
归属于母公司所有者权益	2233	2428	2868	3335	3936
负债及权益合计	4390	4450	4894	5218	6024

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	447	496	445	504	624
净利润	292	416	475	636	825
折旧摊销	120	126	166	163	158
财务费用	31	20	17	7	(2)
投资收益	(21)	(72)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	24	8	(174)	(265)	(322)
其它	1	(2)	6	8	10
投资活动现金流	(680)	(59)	(105)	(85)	(65)
资本支出	(407)	(242)	(150)	(130)	(110)
其他投资	(274)	183	45	45	45
筹资活动现金流	84	(400)	(140)	(447)	(178)
借款变动	179	(228)	(114)	(306)	0
普通股增加	0	0	10	0	0
资本公积增加	(70)	(23)	101	0	0
股利分配	(15)	(144)	(120)	(134)	(180)
其他	(10)	(5)	(17)	(7)	2
现金净增加额	(149)	38	200	(29)	381

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3747	4465	5555	6964	8661
营业成本	2763	3208	3869	4801	5971
营业税金及附加	14	14	18	22	27
营业费用	387	495	660	849	1081
管理费用	144	210	339	411	468
研发费用	48	73	94	118	147
财务费用	29	18	17	7	(2)
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	32	32	32
营业利润	372	508	578	775	1007
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	576	773	1005
所得税	78	89	101	137	180
少数股东损益	59	23	26	35	45
归属于母公司净利润	233	394	449	601	780

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	19%	24%	25%	24%
营业利润	141%	36%	14%	34%	30%
归母净利润	120%	69%	14%	34%	30%
获利能力					
毛利率	26.3%	28.2%	30.4%	31.1%	31.1%
净利率	6.2%	8.8%	8.1%	8.6%	9.0%
ROE	10.8%	16.9%	17.0%	19.4%	21.4%
ROIC	10.8%	13.5%	15.0%	18.2%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	44.9%	41.2%	37.0%	31.3%	29.8%
净负债比率	16.5%	10.0%	6.8%	0.5%	0.4%
流动比率	1.7	2.0	2.4	3.4	3.7
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5
存货周转率	4.6	5.5	6.1	6.2	6.2
应收账款周转率	9.0	8.2	8.0	8.2	8.1
应付账款周转率	7.5	8.1	8.5	8.7	8.7
每股资料(元)					
EPS	0.77	1.29	1.48	1.98	2.56
每股经营净现金	1.47	1.63	1.46	1.66	2.05
每股净资产	7.34	7.98	9.42	10.96	12.93
每股股利	0.23	0.39	0.44	0.59	0.77
估值比率					
PE	76.7	45.4	39.8	29.7	22.9
PB	8.0	7.4	6.2	5.4	4.5
EV/EBITDA	37.4	29.7	24.7	19.9	16.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。