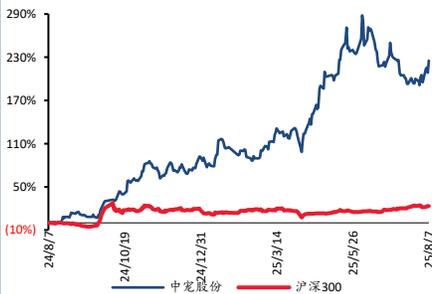


中报点评：自主品牌持续增长，海外业务盈利提升

走势比较



股票数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股) | 3.04/3.04 |
| 总市值/流通(亿元) | 184.15/184.15 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 74/18.57 |

相关研究报告

<<年报&一季报点评：自主品牌高速增长，OEM 产能布局优势突出>>—2025-04-30

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

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 25 年中报。25 年 H1 实现营收 24.32 亿元，同比+24.32%；归母净利 2.03 亿元，同比+42.56%；扣非后归母净利润 1.98 亿元，同比+44.64%；毛利率为 31.38%，较上年提升 3.41 个百分点；净利率为 7.05%，较上年同期提升 0.75 个百分点，基本 EPS 为 0.68 元，分红预案为每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。25Q2 单季实现营收 13.31 亿元，同比+23.44%；毛利率为 30.97%，环比下降 0.9 个百分点，较上年同期提升 2.89 个百分点；归母净利 1.11 亿元，同比+29.79%；点评如下：

国内市场业务保持高速增长，毛利率继续提升。公司 25H1 国内市场业务实现收入 8.57 亿元，同比+38.89%；毛利率为 37.68%，较上年同期上升了 0.89 个百分点。国内市场业务增长主要得益于自主品牌业务，小金盾等新品在上半年投放市场，销售表现较好，Q2 收入环比 Q1 高速增长，预计下半年仍有望保持高增。公司国内自主品牌业务拥有顽皮、领先和新西兰 ZEAL 三大品牌，25 年上半年核心品牌加大投放宣传力度，顽皮接受人民网“透明工厂”探厂，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，品牌知名度随之提升，为国内市场业务的长期发展增强了基础。

海外市场业务收入增长提速，毛利率水平显著提升。公司 25H1 海外市场业务实现收入 15.74 亿元，同比+17.61%；增速较 2024 年提升了 3 个百分点。毛利率为 27.95%，较去年同期提升了 4.04 个百分点，较去年全年提升了 3.05 个百分点。海外业务增长，主要得益于海外工厂产能释放。公司 25H1 墨西哥工厂建成，海外工厂布局再添新丁。目前，公司拥有美国工厂、加拿大工厂、柬埔寨工厂、新西兰工厂和墨西哥工厂，海外产能布局优势凸显，这非常有利于帮助公司缓冲所面临的关税、国际贸易政策等风险。随着墨西哥工厂的投产，预计下半年海外市场业务收入和盈利仍将继续增长。

盈利预测及评级：维持“买入”评级。预计公司 25-26 年归母净利润为 4.97/5.49 亿元，EPS 为 1.69/1.87 元，对应 PE 为 35.81/32.4 倍。公司是国内宠食行业领先者，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 | 5,296 | 5,979 | 6,599 |
| 营业收入增长率(%) | 19.15% | 18.61% | 12.89% | 10.38% |
| 归母净利(百万元) | 394 | 497 | 549 | 620 |
| 净利润增长率(%) | 42.64% | 25.32% | 9.90% | 12.41% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.34 | 1.69 | 1.87 | 2.11 |
| 市盈率(PE) | 45.19 | 35.81 | 32.43 | 28.71 |

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 | 688 | 1,388 | 1,672 |
| 应收和预付款项 | 484 | 650 | 656 | 821 | 832 |
| 存货 | 580 | 579 | 1,015 | 739 | 1,175 |
| 其他流动资产 | 430 | 324 | 322 | 312 | 321 |
| 流动资产合计 | 2,022 | 2,066 | 2,681 | 3,260 | 4,001 |
| 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 | 1,447 | 1,464 | 1,472 |
| 在建工程 | 468 | 133 | 116 | 108 | 104 |
| 无形资产开发支出 | 93 | 92 | 94 | 96 | 99 |
| 长期待摊费用 | 67 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| 其他非流动资产 | 406 | 400 | 382 | 388 | 396 |
| 资产总计 | 4,390 | 4,450 | 5,065 | 5,681 | 6,458 |
| 短期借款 | 666 | 397 | 350 | 350 | 350 |
| 应付和预收款项 | 388 | 421 | 559 | 547 | 668 |
| 长期借款 | 40 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 其他负债 | 877 | 993 | 997 | 1,052 | 1,065 |
| 负债合计 | 1,971 | 1,836 | 1,931 | 1,975 | 2,109 |
| 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 | 1,591 | 2,139 | 2,759 |
| 归母公司股东权益 | 2,233 | 2,428 | 2,923 | 3,470 | 4,087 |
| 少数股东权益 | 187 | 187 | 212 | 237 | 262 |
| 股东权益合计 | 2,419 | 2,615 | 3,135 | 3,706 | 4,349 |
| 负债和股东权益 | 4,390 | 4,450 | 5,065 | 5,681 | 6,458 |

现金流量表(百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 447 | 496 | 265 | 795 | 373 |
| 投资性现金流 | -680 | -59 | -42 | -87 | -85 |
| 融资性现金流 | 84 | -400 | -48 | -8 | -5 |
| 现金增加额 | -149 | 38 | 175 | 700 | 284 |

利润表(百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,747 | 4,465 | 5,296 | 5,979 | 6,599 |
| 营业成本 | 2,763 | 3,208 | 3,778 | 4,261 | 4,710 |
| 营业税金及附加 | 14 | 14 | 17 | 19 | 21 |
| 销售费用 | 387 | 495 | 635 | 705 | 766 |
| 管理费用 | 192 | 283 | 355 | 389 | 429 |
| 财务费用 | 29 | 18 | 1 | 8 | 5 |
| 资产减值损失 | -15 | -15 | -26 | -25 | -27 |
| 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 | 575 | 663 | 742 |
| 其他非经营损益 | 370 | 505 | 574 | 660 | 739 |
| 利润总额 | 370 | 505 | 574 | 660 | 739 |
| 所得税 | 78 | 89 | 52 | 87 | 95 |
| 净利润 | 292 | 416 | 522 | 574 | 645 |
| 少数股东损益 | 59 | 23 | 25 | 25 | 25 |
| 归母股东净利润 | 233 | 394 | 497 | 549 | 620 |

预测指标

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 26.28% | 28.16% | 28.65% | 28.72% | 28.63% |
| 销售净利率 | 7.79% | 9.33% | 9.86% | 9.59% | 9.77% |
| 销售收入增长率 | 15.37% | 19.15% | 18.61% | 12.89% | 10.38% |
| EBIT 增长率 | 134.13% | 31.08% | 9.78% | 16.41% | 11.33% |
| 净利润增长率 | 141.54% | 42.64% | 25.32% | 9.90% | 12.41% |
| ROE | 12.59% | 16.55% | 18.16% | 16.77% | 16.01% |
| ROA | 7.10% | 9.42% | 10.97% | 10.68% | 10.62% |
| ROIC | 10.67% | 13.20% | 13.02% | 14.62% | 17.97% |
| EPS (X) | 0.79 | 1.34 | 1.69 | 1.87 | 2.11 |
| PE (X) | 76.32 | 45.19 | 35.81 | 32.43 | 28.71 |
| PB (X) | 7.97 | 7.33 | 6.09 | 5.13 | 4.35 |
| PS (X) | 4.75 | 3.99 | 3.36 | 2.98 | 2.70 |
| EV/EBITDA (X) | 38.26 | 30.39 | 28.50 | 24.06 | 21.64 |

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。