

中宠股份 (002891.SZ)

优于大市

2025 中报点评：自主品牌业务快速拓展，上半年境内收入收入同比+39%

核心观点

国内外业务共驱，公司收入利润维持较快增长。公司 2025H1 实现营业收入 24.32 亿元，同比+24.32%，其中单 Q2 实现营业收入 13.31 亿元，环比+20.88%，同比+23.44%，收入同环比维持较快增长一方面得益于顽皮、领先等自主品牌快速拓展，另一方面受益于公司海外工厂订单景气维持。公司 2025H1 实现归母净利润 1.12 亿元，环比+22.75%，同比+29.79%，国内外业务收入维持增长同时，毛利率均较去年同期有所提升。

自主品牌业务快速拓展，境内业务维持量利齐增。(1) 分区域：公司 2025H1 境内收入为 8.47 亿元，同比+38.89%，毛利率为 37.68%，同比+0.89pct；境外收入为 15.75 亿元，同比+27.95%，毛利率为 27.95%，同比+4.04pct。**(2) 分产品：**公司 2025H1 主粮收入为 4.96 亿元，同比+85.79%，毛利率为 36.63%，同比+0.79pct；零食收入为 15.29 亿元，同比+6.37%，毛利率为 30.63%，同比+3.40pct。目前公司顽皮品牌正积极调整产品策略，聚焦中高端市场，主打新品“小金盾”系列呈现较好增长势头，同时领先品牌烘焙粮产品不断获得市场认可，未来有望支撑公司自主品牌业务维持较快拓展。

营销投入和股权激励费用增加，费用率整体有所提升。公司 2025H1 销售费用为 2.97 亿元，同比+35.81%，对应销售费用率 12.22%（同比+1.03pct），目前公司正针对自主品牌业务国内外拓展加大宣传投入；2025H1 管理费用 1.48 亿元，同比+83.50%，对应管理费用率 6.08%（同比+1.94pct），主要原因系职工薪酬及股权激励确认费用增加；2025H1 财务费用为 0.02 亿元，同比-63.49%，对应财务费用率 0.10%（同比-0.23pct）。

销售回款有所加快，经营现金流同比明显改善。2025H1 公司经营性现金流净额 2.35 亿元，同比+204.56%，经营性现金流净额占营业收入比例为 9.67%（同比+5.72pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 108.75%（同比+12.15pct）。在主要流动资产周转方面，2025H1 公司存货天数达 64 天（同比-14.20%），应收账款周转天数达 47 天（同比-5.48%）。

风险提示：汇率波动风险；中美贸易冲突风险；品牌推广不及预期风险。

投资建议：公司海外代工产能布局领先，国内自主品牌业务快速拓展，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.4/4.8/5.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.5/1.6/1.9 元，2025-2027 年 PE 分别为 39/36/31X，维持“优于大市”。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,747	4,465	5,049	5,661	6,237
(+/-%)	15.4%	19.1%	13.1%	12.1%	10.2%
净利润(百万元)	233	394	441	482	553
(+/-%)	120.1%	68.9%	11.9%	9.4%	14.7%
每股收益(元)	0.79	1.34	1.50	1.64	1.88
EBIT Margin	10.5%	10.4%	10.7%	10.9%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	16.2%	16.1%	15.7%	16.0%
市盈率 (PE)	74.1	43.9	39.2	35.8	31.2
EV/EBITDA	38.8	33.3	27.7	24.4	22.2
市净率 (PB)	7.73	7.11	6.31	5.62	4.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

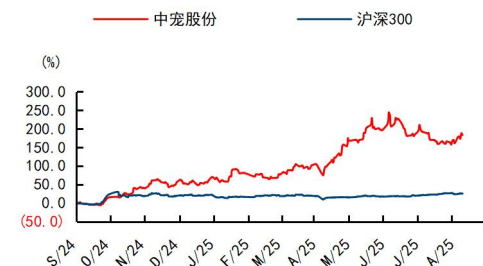
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	59.59 元
总市值/流通市值	18138/18138 百万元
52 周最高价/最低价	74.00/18.57 元
近 3 个月日均成交额	555.15 百万元

市场走势



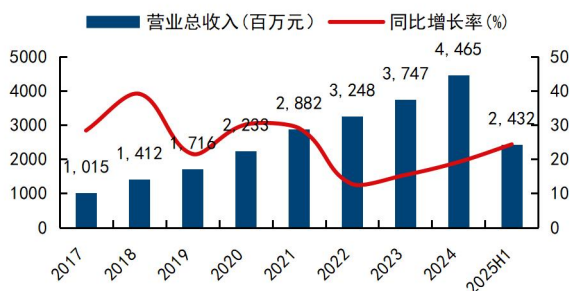
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中宠股份 (002891.SZ) -2025 一季报点评：自主品牌拓展提速，海外业务维持景气，Q1 归母净利润同比+62%》——2025-04-27
《中宠股份 (002891.SZ) -2024 三季报点评：主业维持增长，投资收益增加，Q3 归母净利润同比+73%》——2024-10-28
《中宠股份 (002891.SZ) -2023 年报及 2024 一季报点评：海外代工业务维持较高景气，24Q1 归母净利润同比+259%》——2024-04-28
《中宠股份 (002891.SZ) -2023 年三季报点评：国内外业务共同发力，Q3 归母净利润同比+74%》——2023-11-02

国内外业务共驱，公司收入利润维持较快增长。公司 2025H1 实现营业收入 24.32 亿元，同比+24.32%，其中单 Q2 实现营业收入 13.31 亿元，环比+20.88%，同比+23.44%，收入同环比维持较快增长一方面得益于顽皮、领先等自主品牌快速拓展，另一方面受益于公司海外工厂订单景气维持。公司 2025H1 实现归母净利润 1.12 亿元，环比+22.75%，同比+29.79%，国内外业务收入维持增长同时，毛利率均较去年同期有所提升。

图1：中宠股份营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中宠股份单季营业收入及增速



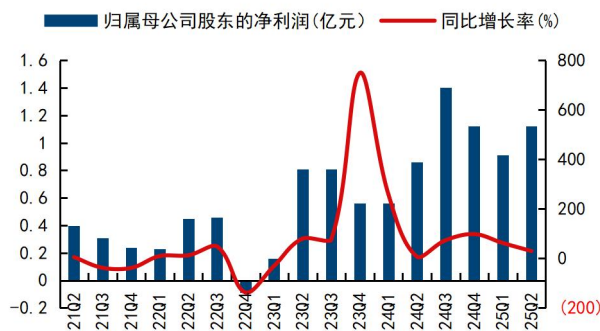
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中宠股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中宠股份单季归母净利润及增速

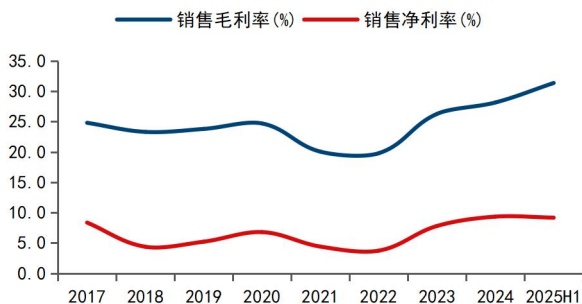


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025Q1 利润率同比提升。公司 2025H1 销售毛利率 31.38%，环比+3.41pct，同比+4.02pct，主要得益于境内外主业毛利率提升；2025H1 销售净利率 9.16%，同比+1.25pct，受营销投入加大以及股权激励费用增加影响，净利率同环比增幅小于毛利率。

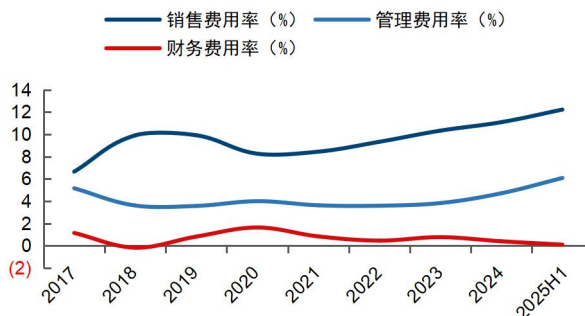
营销投入和股权激励费用增加，费用率整体有所提升。公司 2025H1 销售费用为 2.97 亿元，同比+35.81%，对应销售费用率 12.22%（同比+1.03pct），目前公司正针对自主品牌业务国内外拓展加大宣传投入；2025H1 管理费用 1.48 亿元，同比+83.50%，对应管理费用率 6.08%（同比+1.94pct），主要原因系职工薪酬及股权激励确认费用增加；2025H1 财务费用为 0.02 亿元，同比-63.49%，对应财务费用率 0.10%（同比-0.23pct）。

图5：中宠股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

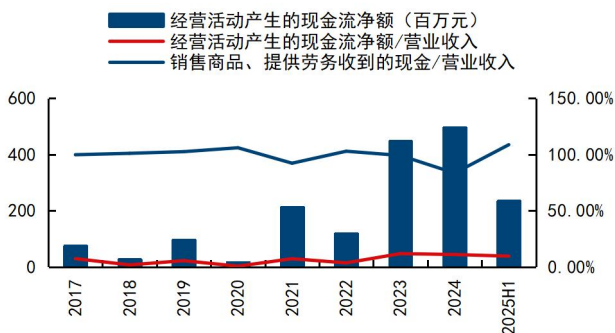
图6：中宠股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

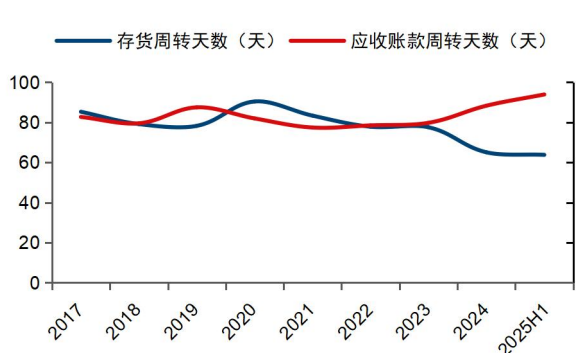
销售回款有所加快，经营现金流同比明显改善。2025H1 公司经营性现金流净额 2.35 亿元，同比+204.56%，经营性现金流净额占营业收入比例为 9.67%（同比+5.72pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 108.75%（同比+12.15pct）。在主要流动资产周转方面，2025H1 公司存货天数达 64 天（同比-14.20%），应收账款周转天数达 47 天（同比-5.48%）。

图7：中宠股份经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中宠股份主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司海外代工产能布局领先，国内自主品牌业务快速拓展，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.4/4.8/5.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.5/1.6/1.9 元，2025-2027 年 PE 分别为 39/36/31X，维持“优于大市”。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	527	513	656	855	1262	营业收入	3747	4465	5049	5661	6237
应收款项	473	634	705	770	868	营业成本	2763	3208	3600	4013	4406
存货净额	580	579	641	688	776	营业税金及附加	14	14	18	19	21
其他流动资产	441	339	410	519	517	销售费用	387	495	581	665	748
流动资产合计	2022	2066	2412	2832	3424	管理费用	144	210	231	253	272
固定资产	1538	1507	1583	1647	1597	研发费用	48	73	81	91	100
无形资产及其他	93	92	89	86	84	财务费用	29	18	31	30	25
投资性房地产	522	537	537	537	537	投资收益	21	72	100	65	79
长期股权投资	215	250	250	250	250	资产减值及公允价值变动	17	16	(20)	(16)	(17)
资产总计	4390	4450	4871	5351	5891	其他收入	(78)	(101)	(81)	(91)	(100)
短期借款及交易性金融负债	684	420	475	532	587	营业利润	372	508	588	638	727
应付款项	378	411	478	529	575	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	124	223	205	231	272	利润总额	370	505	586	636	725
流动负债合计	1186	1054	1158	1293	1433	所得税费用	78	89	119	125	139
长期借款及应付债券	717	726	726	726	726	少数股东损益	59	23	26	29	33
其他长期负债	68	55	45	33	22	归属于母公司净利润	233	394	441	482	553
长期负债合计	785	782	771	759	748	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1971	1836	1929	2052	2182	净利润	233	394	441	482	553
少数股东权益	187	187	205	225	248	资产减值准备	(6)	5	3	1	(0)
股东权益	2233	2428	2737	3074	3461	折旧摊销	104	109	155	174	187
负债和股东权益总计	4390	4450	4871	5351	5891	公允价值变动损失	(17)	(16)	20	16	17
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	29	18	31	30	25
每股收益	0.79	1.34	1.50	1.64	1.88	营运资本变动	(274)	52	(163)	(154)	(111)
每股红利	0.19	0.60	0.45	0.49	0.56	其它	51	8	16	19	23
每股净资产	7.59	8.26	9.30	10.45	11.77	经营活动现金流	91	552	470	538	669
ROIC	8.64%	10.43%	11%	12%	13%	资本开支	0	(95)	(251)	(251)	(151)
ROE	10.44%	16.22%	16.11%	15.69%	15.98%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	28%	29%	29%	29%	投资活动现金流	(28)	(130)	(251)	(251)	(151)
EBIT Margin	10%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	5	2	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	14%	14%	14%	负债净变化	(4)	(15)	0	0	0
收入增长	15%	19%	13%	12%	10%	支付股利、利息	(55)	(176)	(132)	(145)	(166)
净利润增长率	120%	69%	12%	9%	15%	其它融资现金流	(1)	(56)	55	58	54
资产负债率	49%	45%	44%	43%	41%	融资活动现金流	(113)	(436)	(77)	(87)	(112)
股息率	0.3%	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	现金净变动	(51)	(14)	142	200	406
P/E	74.1	43.9	39.2	35.8	31.2	货币资金的期初余额	578	527	513	656	855
P/B	7.7	7.1	6.3	5.6	5.0	货币资金的期末余额	527	513	656	855	1262
EV/EBITDA	38.8	33.3	27.7	24.4	22.2	企业自由现金流	0	449	170	266	482
						权益自由现金流	0	378	200	300	517

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032