

## 中宠股份 (002891.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 境内自主品牌高增, Q3 扣非净利率提升

公司发布 2025 年三季报, Q3 收入/扣非归母净利润分别增长 15.9%/18.9%, 受投资收益影响归母净利润同比下滑。国内自主品牌高增延续, 海外工厂增速受产能原因略有拖累, 但海外订单需求充足, 加拿大二期产能爬坡后预计后续增速有所恢复。26 年随着美国新产能投产, 全球供应链布局进一步完善, 推动境外增速、盈利能力提升。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 4.5 亿/6.0 亿/7.9 亿, 预计 25-27 年 EPS 分别为 1.48、1.97、2.58 元, 对应 26 年 29xPE 估值, 维持“强烈推荐”评级。

- Q3 收入/扣非归母净利润分别增长 15.9%/18.9%。公司发布 2025 年三季报业绩, 公司 25 年 Q1-Q3 实现总收入 38.6 亿, 同比+21.05%; 归母净利润 3.3 亿, 同比+18.21%; 扣非归母净利润 3.2 亿, 同比+33.50%。25Q3 公司实现收入 14.3 亿, 同比+15.86%; 归母净利润 1.3 亿, 同比-6.64%; 扣非归母净利润 1.2 亿, 同比+18.86%。收入利润符合预期, 受投资收益影响归母净利润同比下滑。
- Q3 顽皮、领先高增延续, 海外工厂受产能影响增速放缓。单 Q3 分区域看, Q3 国内自主品牌增速约 35-40%, 公司持续发力国内品牌发展, 小金盾系列表现出色, Q3 自主品牌顽皮、领先高增延续; 境外营收约个位数增长, 海外工厂受产能限制影响增速放缓, 加拿大工厂二期投产爬坡中, 预计海外工厂营收增长后续逐步改善。
- 自主品牌占比提升毛利率改善, Q3 扣非归母净利率提升。公司 25Q3 毛利率同比+2.23pct 至 29.1%, 得益于自主品牌占比上升毛利率改善。25Q3 销售/管理费用率分别+2.25pct/+0.28pct 至 11.5%/4.5%, 销售费用率上升系自主品牌投入增加。受投资收益同比下降 3565 万影响 (去年 Q3 公司部分退出帅克产生一次性投资收益), Q3 归母净利率同比下滑 2.2pct 至 9.1%, 环比有所提升; Q3 扣非归母净利率 8.7%, 同比提升 0.22pct。
- 投资建议: 自主品牌势能延续, 海外产能逐步投产阶段, 看好盈利进一步释放。公司 Q3 收入/扣非归母净利润分别增长 15.9%/18.9%, 国内自主品牌高增延续, 海外工厂增速受产能原因略有拖累, 但海外订单需求充足, 加拿大二期产能爬坡后预计后续增速有所恢复。26 年随着美国新产能投产, 全球供应链布局进一步完善, 推动境外增速、盈利能力提升。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 4.5 亿/6.0 亿/7.9 亿, 预计 25-27 年 EPS 分别为 1.48、1.97、2.58 元, 对应 26 年 29xPE 估值, 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	5383	6768	8441
同比增长	15%	19%	21%	26%	25%
营业利润(百万元)	372	508	578	774	1015
同比增长	141%	36%	14%	34%	31%
归母净利润(百万元)	233	394	450	601	786
同比增长	120%	69%	14%	34%	31%

消费品/农林牧渔

目标估值:

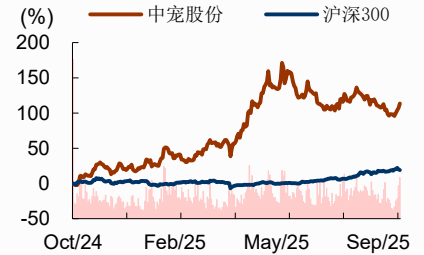
当前股价: 56.68 元

#### 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)	17.3
流通市值 (十亿元)	17.3
每股净资产 (MRQ)	9.5
ROE (TTM)	15.4
资产负债率	42.0%
主要股东	烟台中幸生物科技有限公司
主要股东持股比例	24.02%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	36	134
相对表现	0	14	116



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《中宠股份 (002891) ——25 中报点评: 境内&海外工厂提速发展, 重申强烈推荐》2025-08-07
- 《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

陈书慧 S1090523010003  
 chenshuhui@cmschina.com.cn  
 刘丽 S1090517080006  
 liuli14@cmschina.com.cn  
 胡思蓓 S1090524090002  
 husibei@cmschina.com.cn  
 李秋燕 S1090521070001  
 liqiuyan@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.79	1.34	1.48	1.97	2.58
PE	71.5	42.3	38.3	28.7	21.9
PB	7.7	7.1	6.0	5.2	4.4

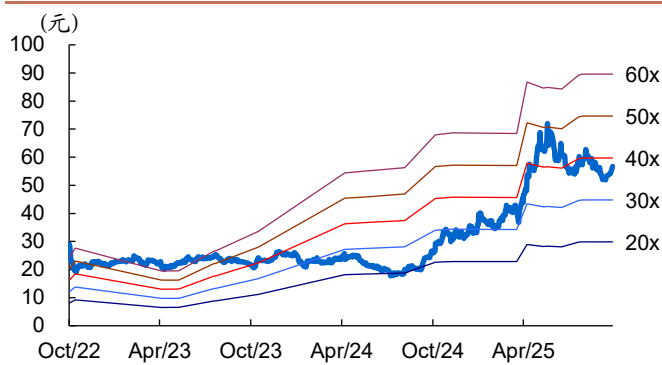
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	1035	878	1078	1232	1276	1101	1331	1428	3747	4465
二、营业总成本	959	804	971	1103	1163	981	1205	1293	3403	4041
其中: 营业成本	751	634	776	901	898	750	919	1012	2763	3208
营业税金及附加	3	3	3	4	4	5	4	4	14	14
营业费用	135	91	128	114	162	125	172	165	387	495
管理费用	39	45	36	52	77	68	80	64	144	210
研发费用	12	15	15	21	22	23	23	27	48	73
财务费用	12	6	1	10	1	4	-2	13	29	18
资产减值损失	8	11	12	1	1	5	9	9	19	24
三、其他经营收益	8	8	9	51	17	10	11	16	27	84
公允价值变动收益	1	1	3	5	2	2	1	7	4	12
投资收益	1	0	0	1	0	1	0	0	2	1
其他收益	6	6	6	44.8	15	7	10	9.2	21	72
四、营业利润	84	82	117	179	129	130	137	150	372	508
加: 营业外收入	-2	0	0	0	0	0	0	1	1	1
减: 营业外支出	0	0	1	0	2	0	0	0	3	3
五、利润总额	82	82	117	179	127	131	137	151	370	505
减: 所得税	15	17	27	32	13	28	17	14	78	89
六、净利润	67	65	90	147	114	102	120	137	292	416
减: 少数股东损益	11	9	3	8	2	11	9	7	59	23
七、归属母公司净利润	56	56	86	140	112	91	112	130	233	394
EPS	0.19	0.19	0.29	0.47	0.38	0.30	0.37	0.43	0.79	1.34
<b>主要比率</b>										
毛利率	27.4%	27.8%	28.1%	26.9%	29.7%	31.9%	31.0%	29.1%	26.3%	28.2%
主营税金率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
销售费率	13.1%	10.4%	11.8%	9.3%	12.7%	11.4%	12.9%	11.5%	10.3%	11.1%
管理费	3.7%	5.1%	3.4%	4.2%	6.1%	6.1%	6.0%	4.5%	3.8%	4.7%
营业利润率	8.1%	9.3%	10.9%	14.6%	10.1%	11.8%	10.3%	10.5%	9.9%	11.4%
实际税率	18.1%	20.6%	23.4%	17.8%	10.0%	21.7%	12.4%	9.2%	21.1%	17.6%
归母净利率	5.5%	6.4%	8.0%	11.3%	8.8%	8.3%	8.4%	9.1%	6.2%	8.8%
<b>YoY</b>										
收入增长率	28.4%	24.4%	6.8%	23.6%	23.3%	25.4%	23.4%	15.9%	15.4%	19.1%
营业利润增长率	扭亏	139.4%	-10.3%	45.1%	54.5%	59.5%	17.2%	-16.3%	140.5%	36.4%
净利润增长率	扭亏	259.0%	7.1%	73.2%	98.2%	62.1%	29.8%	-6.6%	120.1%	68.9%

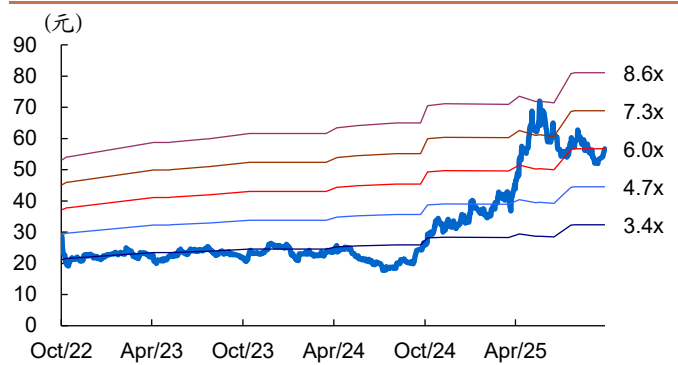
资料来源: 公司报表

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）——25 中报点评：境内&海外工厂提速发展，重申强烈推荐》2025-08-07
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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
<b>流动资产</b>	2022	2066	2451	2860	3718
现金	527	513	689	723	1116
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	733	922	1150
其它应收款	5	6	8	10	12
存货	580	579	665	826	1030
其他	52	82	98	123	153
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>4390</b>	<b>4450</b>	<b>4819</b>	<b>5195</b>	<b>6005</b>
<b>流动负债</b>	1186	1054	955	831	989
短期借款	666	397	249	0	0
应付账款	378	411	478	594	741
预收账款	10	13	16	19	24
其他	132	233	213	218	224
<b>长期负债</b>	785	782	782	782	782
长期借款	40	25	25	25	25
其他	745	756	756	756	756
<b>负债合计</b>	<b>1971</b>	<b>1836</b>	<b>1737</b>	<b>1612</b>	<b>1770</b>
股本	294	294	304	304	304
资本公积金	1074	1051	1152	1152	1152
留存收益	864	1082	1412	1878	2485
少数股东权益	187	187	213	247	292
归属于母公司所有者权益	2233	2428	2869	3335	3942
<b>负债及权益合计</b>	<b>4390</b>	<b>4450</b>	<b>4819</b>	<b>5195</b>	<b>6005</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	447	496	476	507	635
净利润	292	416	476	635	832
折旧摊销	120	126	166	163	158
财务费用	31	20	17	7	(1)
投资收益	(21)	(72)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	24	8	(141)	(260)	(317)
其它	1	(2)	5	8	10
<b>投资活动现金流</b>	(680)	(59)	(103)	(83)	(63)
资本支出	(407)	(242)	(150)	(130)	(110)
其他投资	(274)	183	47	47	47
<b>筹资活动现金流</b>	84	(400)	(197)	(390)	(179)
借款变动	179	(228)	(171)	(249)	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)	(179)
其他	(10)	(5)	(17)	(7)	1
<b>现金净增加额</b>	<b>(149)</b>	<b>38</b>	<b>176</b>	<b>33</b>	<b>393</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3747	4465	5383	6768	8441
营业成本	2763	3208	3735	4637	5784
营业税金及附加	14	14	17	21	27
营业费用	387	495	661	858	1088
管理费用	144	210	304	376	427
研发费用	48	73	92	115	144
财务费用	29	18	17	7	(1)
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	34	34	34
<b>营业利润</b>	372	508	578	774	1015
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	370	505	576	772	1013
所得税	78	89	100	137	181
少数股东损益	59	23	26	35	45
<b>归属于母公司净利润</b>	233	394	450	601	786

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	19%	21%	26%	25%
营业利润	141%	36%	14%	34%	31%
归母净利润	120%	69%	14%	34%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.3%	28.2%	30.6%	31.5%	31.5%
净利率	6.2%	8.8%	8.4%	8.9%	9.3%
ROE	10.8%	16.9%	17.0%	19.4%	21.6%
ROIC	10.8%	13.5%	15.1%	18.3%	21.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.9%	41.2%	36.1%	31.0%	29.5%
净负债比率	16.5%	10.0%	5.7%	0.5%	0.4%
流动比率	1.7	2.0	2.6	3.4	3.8
速动比率	1.2	1.4	1.9	2.4	2.7
<b>营运能力</b>					
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	6.0	6.2	6.2
应收账款周转率	9.0	8.2	7.9	8.2	8.1
应付账款周转率	7.5	8.1	8.4	8.7	8.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.79	1.34	1.48	1.97	2.58
每股经营净现金	1.47	1.63	1.56	1.66	2.09
每股净资产	7.34	7.98	9.43	10.96	12.95
每股股利	0.23	0.39	0.44	0.59	0.77
<b>估值比率</b>					
PE	71.5	42.3	38.3	28.7	21.9
PB	7.7	7.1	6.0	5.2	4.4
EV/EBITDA	36.2	28.8	23.9	19.3	15.5

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。