

公司研究

Q3 收入稳健增长，投资收益减少拖累归母净利润

——中宠股份（002891.SZ）2025 年三季报点评

增持（维持）

当前价：56.68 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyut@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002
021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

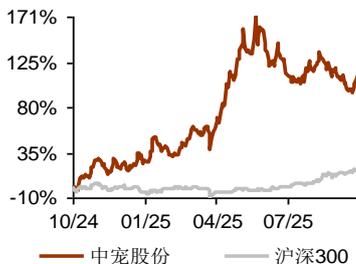
执业证书编号：S0930522030003
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.04
总市值(亿元)	172.52
一年最低/最高(元)	24.41/73.74
近 3 月换手率	166.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.54	-14.12	97.02
绝对	2.89	0.23	112.99

资料来源：Wind

相关研报

宠物主粮收入持续高增，海外布局逐步完善
——中宠股份（002891.SZ）2025 年半年报业绩点评（2025-08-06）主粮业务收入实现高增，盈利能力提升显著
——中宠股份（002891.SZ）2024 年年报及 25 年一季报点评（2025-04-26）

要点

事件：中宠股份 25 年前三季度实现营业收入 38.6 亿元，同比+21.1%；归母净利润 3.3 亿元，同比+18.2%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+33.5%。其中，25Q3 实现营业收入 14.3 亿元，同比+15.9%；归母净利润 1.3 亿元，同比-6.6%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同比+18.9%。

投资收益减少，拖累 Q3 盈利水平。 1) 25 年前三季度/25Q3 公司毛利率分别为 30.54%/29.11%，同比+2.99/+2.23pcts，主要系业务及产品结构优化。2) 25 年前三季度/25Q3 公司销售费用率分别为 11.97%/11.53%，同比+1.52/+2.25pcts，主要系境内境外自主品牌宣传投入增加。3) 25 年前三季度/25Q3 管理费用率分别为 5.49%/4.49%，同比+1.32/+0.28pcts，主要系员工持股计划费用摊销及职工薪酬增加。4) 25 年前三季度/25Q3 公司投资收益收入占比分别为 0.68%/0.64%，同比-1.11/-2.99pcts，第三季度投资收益降幅较大，主要系股权投资收益同比减少。5) 综合来看，25 年前三季度/25Q3 公司销售净利率达到 9.32%/9.58%，同比-0.16/-2.38pcts。

国内自主品牌战略升级，进入高速成长期。 公司正从代工龙头向品牌企业转型，明确了以自主品牌为核心、聚焦主粮的战略。核心品牌“顽皮”从多 SKU 模式转向大单品战略，25 年重点打造“小金盾”系列产品，带动境内业务重回高增长轨道；公司 2025 年将继续围绕“小金盾”系列进行产品线扩充，并推出定位更高端的烘焙粮，持续推动产品结构升级。旗下“领先”品牌通过聚焦烘焙粮赛道和创新营销，保持高速增长。新西兰“真致”品牌于 25Q3 推出重磅新品新西兰寒流帝王蛙系列，深受消费者喜爱。随着国内宠物食品市场集中度提升和国产替代加速，公司凭借强大的制造基础和清晰的品牌战略，有望持续提升市场份额。

海外新产能投产，抵御贸易风险。 今年以来，公司已完成墨西哥工厂和加拿大二期产线建设，标志着公司在美国、墨西哥、加拿大自由贸易区的产能布局初步完成，将为公司带来新的海外订单增量。在全球贸易摩擦背景下，这一布局有效规避了关税风险，保障了公司对北美核心市场的供应稳定。后续随着 26 年美国第二工厂等新产能的逐步释放，公司海外业务的规模和盈利能力有望持续提升，构筑起核心竞争优势。

盈利预测、估值与评级：考虑到新品上市需加大费用投入，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别至 4.41/5.45/6.68 亿元（分别下调 4%/4%/4%），折合 2025-2027 年 EPS 分别为 1.45/1.79/2.20 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 39x/32x/26x，宠物行业维持高景气度，公司为少有的具备抵御贸易风险能力的宠物食品公司，我们维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；国内业务拓展不及预期；新品销售不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,747	4,465	5,343	6,327	7,425
营业收入增长率	15.37%	19.15%	19.67%	18.42%	17.35%
归母净利润 (百万元)	233	394	441	545	668
归母净利润增长率	120.12%	68.89%	12.07%	23.56%	22.57%
EPS (元)	0.79	1.34	1.45	1.79	2.20
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.44%	16.22%	15.98%	17.19%	18.18%
P/E	71	42	39	32	26
P/B	7.5	6.9	6.2	5.4	4.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-10-13

注: 2023-2027 年公司总股本数分别为 2.94/2.94/3.04/3.04/3.04 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,747	4,465	5,343	6,327	7,425
营业成本	2,763	3,208	3,761	4,400	5,112
折旧和摊销	104	109	112	117	128
税金及附加	14	14	17	20	24
销售费用	387	495	613	732	884
管理费用	144	210	260	314	375
研发费用	48	73	87	103	121
财务费用	29	18	30	35	39
投资收益	21	72	40	25	25
营业利润	372	508	602	732	884
利润总额	370	505	602	732	886
所得税	78	89	120	146	177
净利润	292	416	481	585	708
少数股东损益	59	23	40	40	40
归属母公司净利润	233	394	441	545	668
EPS(元)	0.79	1.34	1.45	1.79	2.20

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	447	496	509	572	696
净利润	233	394	441	545	668
折旧摊销	104	109	112	117	128
净营运资金增加	70	129	257	235	262
其他	40	-135	-302	-326	-362
投资活动产生现金流	-680	-59	-310	-255	-230
净资本支出	-405	-241	-260	-255	-255
长期投资变化	215	250	0	0	0
其他资产变化	-491	-67	-50	0	25
融资活动现金流	84	-400	-179	-219	-356
股本变化	0	0	10	0	0
债务净变化	349	-255	-41	-49	-154
无息负债变化	2	120	35	122	138
净现金流	-144	51	21	98	110

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.3%	28.2%	29.6%	30.5%	31.2%
EBITDA 率	14.2%	13.9%	13.9%	14.2%	14.3%
EBIT 率	11.0%	11.0%	11.8%	12.3%	12.6%
税前净利润率	9.9%	11.3%	11.3%	11.6%	11.9%
归母净利润率	6.2%	8.8%	8.3%	8.6%	9.0%
ROA	6.7%	9.4%	10.0%	11.0%	12.1%
ROE (摊薄)	10.4%	16.2%	16.0%	17.2%	18.2%
经营性 ROIC	10.8%	13.1%	14.4%	16.1%	17.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	45%	41%	38%	36%	32%
流动比率	1.71	1.96	2.16	2.34	2.73
速动比率	1.22	1.41	1.54	1.66	1.94
归母权益/有息债务	1.59	2.12	2.50	3.00	4.08
有形资产/有息债务	2.80	3.47	4.01	4.69	6.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,390	4,450	4,819	5,342	5,870
货币资金	527	513	534	633	743
交易性金融资产	389	258	258	258	258
应收账款	468	627	751	889	1,044
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	6	8	9	11
存货	580	579	667	771	888
其他流动资产	35	60	68	78	89
流动资产合计	2,022	2,066	2,312	2,668	3,067
其他权益工具	69	67	67	67	67
长期股权投资	215	250	250	250	250
固定资产	1,070	1,374	1,530	1,621	1,713
在建工程	468	133	118	164	198
无形资产	93	92	100	103	106
商誉	226	226	226	226	226
其他非流动资产	31	25	96	96	96
非流动资产合计	2,369	2,385	2,507	2,673	2,803
总负债	1,971	1,836	1,830	1,902	1,886
短期借款	666	397	279	230	75
应付账款	378	408	478	559	650
应付票据	0	3	4	4	5
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	17	23	30	37
流动负债合计	1,186	1,054	1,069	1,141	1,124
长期借款	40	25	25	25	25
应付债券	677	701	701	701	701
其他非流动负债	32	33	33	34	34
非流动负债合计	785	782	761	762	762
股东权益	2,419	2,615	2,989	3,439	3,984
股本	294	294	304	304	304
公积金	1,204	1,198	1,242	1,248	1,248
未分配利润	757	992	1,272	1,676	2,180
归属母公司权益	2,233	2,428	2,762	3,173	3,677
少数股东权益	187	187	227	267	307

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.33%	11.08%	11.47%	11.56%	11.90%
管理费用率	3.83%	4.71%	4.86%	4.96%	5.06%
财务费用率	0.77%	0.40%	0.57%	0.55%	0.52%
研发费用率	1.28%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
所得税率	21%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.24	0.40	0.44	0.54	0.65
每股经营现金流	1.52	1.69	1.67	1.88	2.29
每股净资产	7.59	8.26	9.07	10.42	12.08
每股销售收入	12.74	15.18	17.55	20.79	24.39

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	71	42	39	32	26
PB	7.5	6.9	6.2	5.4	4.7
EV/EBITDA	34.3	29.3	24.7	20.4	17.1
股息率	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP