

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中宠股份(002891)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

中宠股份: 自主品牌延续靓丽表现,
海外产能逐步进入释放周期

中宠股份: 自主品牌增速亮眼, 美国&
加拿大增量显著

中宠股份: 内外销共振向上, 盈利表
现超预期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

中宠股份: 自主品牌快速增长、盈利改善, 海外业务结构改善、稳健增长

2025 年 10 月 15 日

事件: 公司发布 2025 年第三季度报告。25Q1-Q3 公司实现营业收入 38.60 亿元 (同比+21.1%), 归母净利润 3.33 亿元 (同比+18.2%), 扣非归母净利润 3.23 亿元 (同比+33.5%); 25Q3 公司实现营业收入 14.28 亿元 (同比+15.9%), 归母净利润 1.30 亿元 (同比-6.6%), 下滑主要系 24Q3 相较于今年有 3000 万+增量投资收益, 系与主业无关的一次性项目, 而扣非归母净利润为 1.24 亿元 (同比+18.9%)。

国内: 我们预计三季度自主品牌表现靓丽, 领先、顽皮表现突出。我们预计公司 25Q3 境内业务延续靓丽表现, 主要系自主品牌带动, 参考蝉妈妈数据, 我们预计顽皮、领先品牌 25Q3 快速增长, 10 月 1 日-9 日顽皮品牌抖音渠道销售指数同比+135%以上, 打响 Q4 开门红。报告期内, 顽皮推出小金盾子品牌, 打造核心增长新引擎, 老品则持续优化升级, 例如顽皮与全球营养健康与生物科技领导者帝斯曼-芬美意签署战略合作协议, 携手对宠物主粮、湿粮等产品线全面升级; 领先品牌以烘焙类为核心爆品推动增长; 真致品牌针对全球发达国家市场, 推出重磅新品新西兰寒流帝王鲑系列。

海外: 代工业务增长稳健, 自主品牌出海延续靓丽表现。我们预计公司 25Q3 境外业务延续稳健表现, 其中自主品牌出海进展显著, 有望延续靓丽表现; 北美市场是公司最大销售市场, 公司已构建美国、加拿大、墨西哥三国工厂协同运营的格局, 形成深度植根当地的生产体系, 我们预计美国与加拿大的高盈利代工业务有望保持良好势头。本年度, 公司加拿大工厂第二条生产线顺利建成, 墨西哥工厂亦同步完成建设, 公司预计 2026 年美国第二工厂将建成, 有望巩固公司海外产能优势。

盈利能力提升, 营运能力持续优化。25Q3 公司毛利率为 29.1% (同比+2.2pct), 我们预计境内外业务毛利率可能均有所优化, 境内业务或主要因为产品结构优化、规模效应凸显, 境外业务或主要因为业务结构改善; 期间费用方面, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.5%/4.5%/1.9%/0.9%, 分别同比+2.3pct/+0.3pct/+0.2pct/+0.1pct。营运能力方面, 公司 25 年前三季度存货周转天数约 65 天, 同比减少约 1 天; 现金流方面, 公司 25 年前三季度实现经营活动所得现金净额 2.34 亿元。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.7/6.0/7.5 亿元, PE 分别为 34.6X/27.2X/21.7X。

风险因素: 海外贸易摩擦超预期风险、自主品牌推广不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,747	4,465	5,485	6,781	8,461
增长率 YoY %	15.4%	19.1%	22.9%	23.6%	24.8%
归属母公司净利润 (百万元)	233	394	469	597	749
增长率 YoY%	120.1%	68.9%	19.1%	27.2%	25.6%
毛利率%	26.3%	28.2%	29.6%	30.9%	31.5%
净资产收益率ROE%	10.4%	16.2%	15.2%	16.6%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.29	1.54	1.96	2.46
市盈率 P/E(倍)	69.68	41.26	34.64	27.24	21.68
市净率 P/B(倍)	7.28	6.69	5.27	4.51	3.82

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 14 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,022	2,066	3,099	3,674	4,462
货币资金	527	513	1,054	1,221	1,501
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	468	627	1,067	1,319	1,645
预付账款	17	22	21	23	27
存货	580	579	611	742	918
其他	430	324	346	369	371
非流动资产	2,369	2,385	2,548	2,584	2,594
长期股权投资	215	250	250	250	250
固定资产(合计)	1,070	1,374	1,441	1,481	1,495
无形资产	93	92	89	86	83
其他	990	669	769	767	766
资产总计	4,390	4,450	5,647	6,258	7,056
流动负债	1,186	1,054	1,767	1,791	1,854
短期借款	666	397	1,097	997	897
应付票据	0	3	0	0	0
应付账款	378	408	472	560	676
其他	142	247	199	235	281
非流动负债	785	782	523	474	424
长期借款	40	25	50	50	50
其他	745	756	473	423	373
负债合计	1,971	1,836	2,290	2,265	2,277
少数股东权益	187	187	272	389	523
归属母公司股东权益	2,233	2,428	3,084	3,604	4,256
负债和股东权益	4,390	4,450	5,647	6,258	7,056
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,747	4,465	5,485	6,781	8,461
同比(%)	15.4%	19.1%	22.9%	23.6%	24.8%
归属母公司净利润	233	394	469	597	749
同比(%)	120.1	68.9%	19.1%	27.2%	25.6%
毛利率(%)	26.3%	28.2%	29.6%	30.9%	31.5%
ROE%	10.4%	16.2%	15.2%	16.6%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.29	1.54	1.96	2.46
P/E	69.68	41.26	34.64	27.24	21.68
P/B	7.28	6.69	5.27	4.51	3.82
EV/EBITDA	16.72	18.60	18.52	14.74	12.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,747	4,465	5,485	6,781	8,461
营业成本	2,763	3,208	3,859	4,689	5,795
营业税金及附加	14	14	20	24	30
销售费用	387	495	658	861	1,134
管理费用	144	210	197	251	310
研发费用	48	73	71	88	110
财务费用	29	18	-2	-13	-15
减值损失合计	-15	-15	0	0	0
投资净收益	21	72	16	19	21
其他	2	3	10	8	6
营业利润	372	508	707	908	1,125
营业外收支	-2	-2	0	0	0
利润总额	370	505	707	908	1,125
所得税	78	89	153	194	241
净利润	292	416	554	714	883
少数股东损益	59	23	85	117	134
归属母公司净利润	233	394	469	597	749
EBITDA	518	600	906	1,117	1,337
EPS(当年)(元)	0.80	1.34	1.54	1.96	2.46

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	447	496	286	672	764
净利润	292	416	554	714	883
折旧摊销	137	147	201	222	228
财务费用	31	20	16	22	20
投资损失	-21	-72	-16	-19	-21
营运资金变动	-13	-40	-458	-265	-345
其它	21	25	-12	-2	-2
投资活动现金流	-680	-59	-356	-257	-215
资本支出	-405	-241	-355	-256	-237
长期投资	-289	144	-20	-20	0
其他	14	39	19	19	21
筹资活动现金流	84	-400	620	-249	-268
吸收投资	4	2	264	0	0
借款	321	-284	725	-100	-100
支付利息或股息	-55	-176	-77	-100	-118
现金流净增加额	-144	51	541	166	281

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美护等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。