

自主品牌主粮放量，品类结构优化打开盈利空间

——中宠股份 (002891.SZ) 首次覆盖报告

农林牧渔

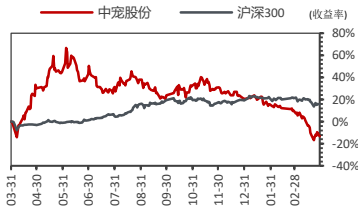
报告原因:

买入 (首次评级)

| 市场数据: | 2026年03月30日 |
|---------------------|--------------|
| 收盘价(元) | 37.01 |
| 一年内最高/最低(元) | 72.24/35.08 |
| 市净率 | 3.9 |
| 股息率(分红/股价) | 0.93 |
| 流通A股市值(百万元) | 11,364 |
| 上证指数/深证成指 | 3,923/13,726 |
| 注:“股息率”以最近一年已公布分红计算 | |

| 基础数据: | 2025年09月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 9.5 |
| 资产负债率% | 42.05 |
| 总股本/流通A股(百万) | 307/307 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源:聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点:

- 投资评级与估值:** 预计公司 2025-2027 年营业收入 53.9/65.7/79.9 亿元, 同比增长 20.7%/22.0%/21.5%, 归母净利润 4.4/5.7/7.2 亿元, 同比增长 12.3%/28.0%/27.5%, 对应 PE 为 24.6X/19.2X/15.1X。公司产品结构从 OEM 零食向自主品牌主粮的切换带来毛利率提升, 内销与直销占比提升, 叠加海外多基地投产扩大本地化生产规模, 利润弹性有望进一步释放。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 行业与公司分析:** 据派读《2025 年中国宠物行业白皮书》, 2024 年城镇宠物(犬猫)消费市场规模达 3002 亿元, 同比增长 7.5%, 其中食品消费占比 52.8%, 对应宠物食品市场规模约 1585 亿元。公司深耕宠物食品行业 27 年, 以鸡肉干 OEM 起家, 逐步向自有品牌转型, 目前拥有顽皮、领先、ZEAL 三大自主品牌, 分别定位大众主粮、中高端烘焙粮、高端进口, 在全球拥有超 20 个生产基地、覆盖 6 个国家。公司 2024 年营收 44.7 亿元, 同比增长 19.2%, 归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 69.1%; 25Q1-3 营收 38.6 亿元, 同比增长 21.1%, 归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 18.1%。据 Euromonitor 数据, 2024 年公司在国内市场占有率达 1.6%, 位列本土品牌第二, 同时也是唯一一家在北美建有产能的中国宠物食品企业。
- 关键假设:** 1) 宠物主粮: 预计 2025-2027 年收入 17.8/25.7/34.7 亿元, 同比增长 60.0%/45.0%/35.0%, 顽皮小金盾及领先烘焙粮持续放量, 新西兰、柬埔寨产能释放扩大供给能力, 预计主粮毛利率分别为 36.0%/36.5%/37.0%, 品牌定价权逐步兑现。2) 宠物零食: 预计 2025-2027 年收入 26.7/29.6/33.5 亿元, 同比增长 8.0%/11.0%/13.0%, 受益于品类结构升级和线上渠道拓展, 预计毛利率分别为 27.0%/28.5%/28.5%。3) 宠物罐头: 预计 2025-2027 年收入 7.0/7.7/8.7 亿元, 同比增长 6.0%/10.0%/13.0%, 预计毛利率分别为 37.5%/38.0%/38.5%, 维持稳健增长。4) 其他: 预计 2025-2027 年收入 2.5/2.7/3.0 亿元, 同比维持 10.0%的增速, 预计毛利率维持在 4.5%。
- 有别于市场的认识:** 市场认为自主品牌增长集中于少数爆品, 内销高增伴随费用率攀升导致盈利存在不确定性, 但我们认为: **1) 27 年代工积累的制造能力支撑多品牌多品类扩张。** 公司的品类扩张能力建立在 27 年代工积累的制造体系之上, 从鸡肉干 OEM 到零食、罐头、主粮、烘焙粮的品类跨越, 均体现了公司品类扩张能力的可复制性。公司积累了从原料采购、配方开发、工艺标准化到规模量产的完整能力链, 在全球拥有超 20 个生产基地、覆盖 6 个国家, 为新品类开发提供了成本和速度优势。品牌分层基于制造能力的差异化延伸, 顽皮品牌以高性价比主粮切入大众市场, 领先品牌以烘焙粮差异化工艺切入中高端细分赛道, ZEAL 品牌依托新西兰工厂聚焦高端进口定位, 三大品牌各自对应不同的制造工艺和品类定位, 差异化发展。零食及罐头的收入占比从 2017 年的 96.2%降至 25H1 的 62.9%, 同期主粮收入占比从 2.3%提升至 32.2%, 产品结构从零食主导向多品类均衡发展, 增长不依赖于单一产品。**2) 内销与直销占比提升带来毛利率提升, 毛销差持续扩大。** 公司 25H1 境内毛利率达 37.7%, 境外毛利率为 28.0%, 差距较大, 主要系境内以自主品牌为主, 境外仍以 OEM 为主。公司内销收入占比从 2017 年 15.4%提升至 2024 年 31.7%, 25H1 进一步升至 35.2%; 25H1 境内收入 8.6 亿元, 同比增长 38.9%, 快于境外 (同比增长 17.6%), 占比仍处于上升通道。内销中, 直销毛利率最高, 2024 年达 42.3%; 直销占比从 2021 年 8.2%升至 2024 年 14.6%, CAGR 约为 21%。公司毛利率从 2022 年的 19.8%提升至 25Q1-3 的 30.5%, 同期销售费用率从 9.3%增加至 12.0%, 毛利率改善幅度远超费用率增加, 毛销差持续扩大。
- 股价的催化剂:** 1) 美国第二工厂、加拿大二期、墨西哥工厂将于 2026 年陆续投产, 已验证

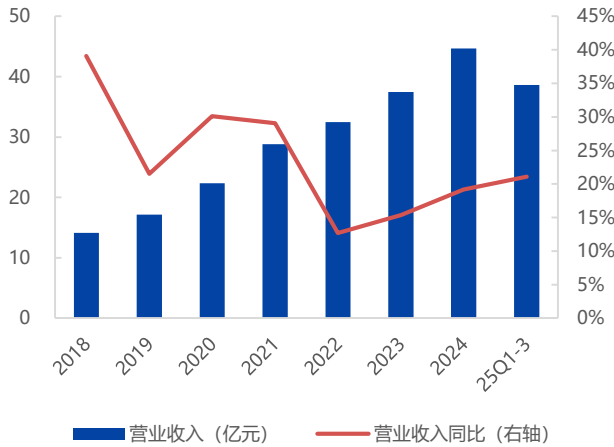
盈利能力的海外产能进一步扩大。新产能投产后带来外销收入增长，本地化生产同步降低关税和物流成本。**2) 618、双十一等电商大促期间，自主品牌在宠物食品品类排名进一步提升。**2026年初，公司线上销售延续强劲增长态势，三大品牌线上增速均显著高于行业平均水平。2024年直销毛利率达42.3%，线上直销占比扩大将带来整体毛利率提升。**3) 顽皮等自主品牌在东南亚、中东等新兴市场完成渠道铺设，品牌出海收入快速放量。**柬埔寨、新西兰已有本地产能支撑，随着品牌出海收入快速放量，且品牌出海的毛利率结构优于传统外销，外销整体盈利情况将显著提升。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动；海外贸易政策及关税；自主品牌推广不及预期；海外产能投产进度不及预期；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

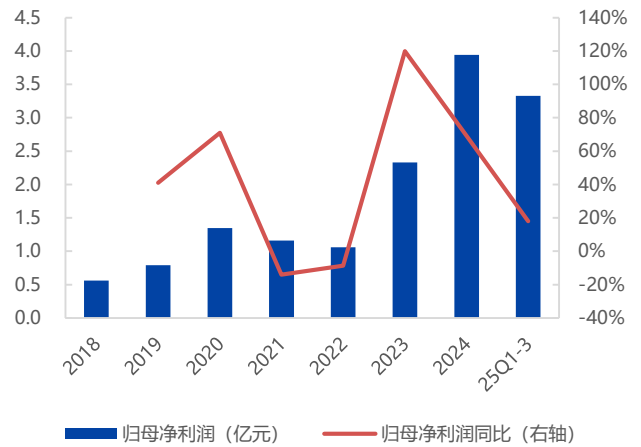
| 报告期 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,747 | 4,465 | 5,389 | 6,574 | 7,985 |
| 同比增长率 (%) | 15.4% | 19.1% | 20.7% | 22.0% | 21.5% |
| 归母净利润 (百万元) | 233 | 394 | 442 | 566 | 722 |
| 同比增长 (%) | 120.1% | 68.9% | 12.3% | 28.0% | 27.5% |
| 每股收益 (元/股) | 0.76 | 1.28 | 1.50 | 1.93 | 2.46 |
| 毛利率 (%) | 26.3% | 28.2% | 30.3% | 31.7% | 32.4% |
| ROE (%) | 10.4% | 16.2% | 15.4% | 16.5% | 17.4% |
| 市盈率 | 46.7 | 27.6 | 24.6 | 19.2 | 15.1 |

图表 1: 公司营业收入及同比



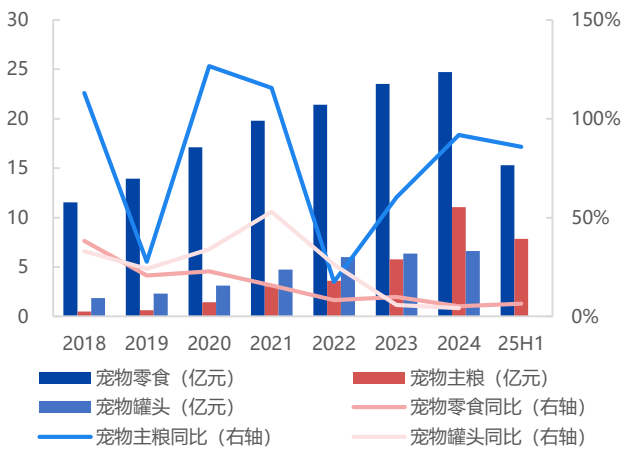
资料来源: 公司公告, Wind, 爱建证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及同比



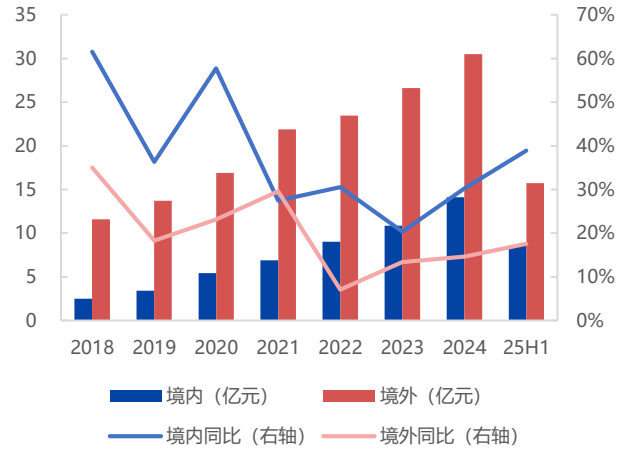
资料来源: 公司公告, Wind, 爱建证券研究所

图表 3: 宠物零食/宠物主粮/宠物罐头收入及同比



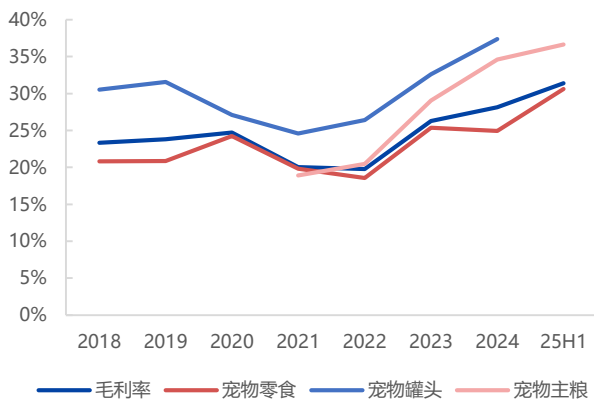
资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 4: 境内/境外收入及同比



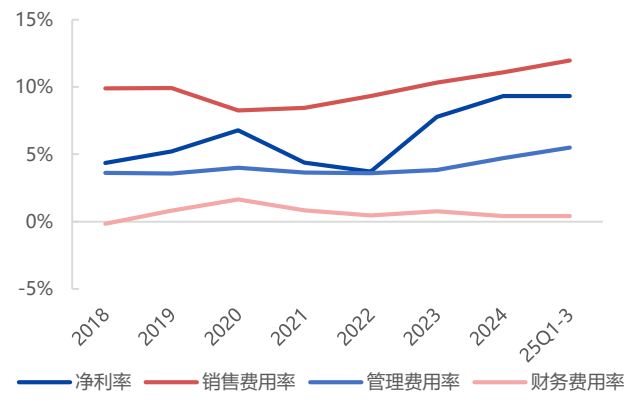
资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 5: 宠物零食/宠物罐头/宠物主粮毛利率



资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 6: 净利率及各项费用率



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

风险提示

- 1) **原材料价格大幅波动**: 公司主要原材料为动物蛋白, 占营业成本比重较高。若主要原材料价格因供给端扰动或汇率波动出现大幅上涨, 将直接压缩毛利率。
- 2) **海外贸易政策及关税**: 公司境外收入占比约 65%, 若海外市场对中国宠物食品加征关税或收紧贸易政策, 将削弱价格竞争力。
- 3) **自主品牌推广不及预期**: 若顽皮、领先等品牌在电商平台和线下渠道的获客效率下降, 销售费用率持续上行而收入增速放缓, 将拖累净利率改善节奏。
- 4) **海外产能投产进度不及预期**: 海外建厂受当地审批流程、劳动力招募、设备调试等因素影响, 若投产进度延迟或产能利用率爬坡慢于预期, 将影响外销收入增量和本地化生产的成本优势释放。
- 5) **食品安全事件**: 宠物食品行业对产品安全性要求高, 若发生原料污染、产品召回等食品安全事件, 将对公司品牌声誉造成重大负面影响。

财务预测摘要:

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 527 | 513 | 670 | 1,291 | 2,103 | 净利润 | 292 | 416 | 492 | 644 | 821 |
| 应收款项 | 468 | 627 | 603 | 918 | 956 | 折旧摊销 | 104 | 109 | 139 | 130 | 120 |
| 存货 | 580 | 579 | 944 | 838 | 1,252 | 营运资本变动 | 338 | 195 | 570 | 354 | 761 |
| 流动资产 | 2,022 | 2,066 | 2,657 | 3,571 | 4,874 | 经营活动现金流 | 447 | 496 | 383 | 585 | 661 |
| 长期股权投资 | 215 | 250 | 289 | 322 | 358 | 资本开支 | 407 | 242 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,070 | 1,374 | 1,285 | 1,191 | 1,097 | 投资变动 | -289 | 144 | 104 | 107 | 38 |
| 在建工程 | 468 | 133 | 89 | 59 | 39 | 投资活动现金流 | -680 | -59 | -105 | -110 | -41 |
| 无形资产 | 93 | 92 | 86 | 80 | 75 | 银行借款 | 706 | 422 | 25 | 25 | 25 |
| 非流动资产 | 2,369 | 2,385 | 2,258 | 2,144 | 2,047 | 筹资活动现金流 | 84 | -400 | -130 | 135 | 177 |
| 资产合计 | 4,390 | 4,450 | 4,915 | 5,714 | 6,922 | 现金净增加额 | -144 | 51 | 156 | 621 | 812 |
| 短期借款 | 666 | 397 | 0 | 0 | 0 | 期初现金 | 578 | 527 | 513 | 670 | 1,291 |
| 应付款项 | 378 | 411 | 567 | 586 | 786 | 期末现金 | 527 | 513 | 670 | 1,291 | 2,103 |
| 流动负债 | 378 | 411 | 567 | 586 | 786 | | | | | | |
| 长期借款 | 40 | 25 | 25 | 25 | 25 | | | | | | |
| 应付债券 | 677 | 701 | 935 | 1,029 | 1,146 | | | | | | |
| 非流动负债 | 785 | 782 | 1,015 | 1,110 | 1,227 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,971 | 1,836 | 1,809 | 1,965 | 2,351 | | | | | | |
| 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 | 1,536 | 2,103 | 2,825 | | | | | | |
| 归母股东权益 | 2,233 | 2,428 | 2,870 | 3,437 | 4,159 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 187 | 187 | 236 | 313 | 412 | | | | | | |
| 负债和权益总计 | 4,390 | 4,450 | 4,915 | 5,714 | 6,922 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 3,747 | 4,465 | 5,389 | 6,574 | 7,985 |
| 营业成本 | 2,763 | 3,208 | 3,757 | 4,487 | 5,400 |
| 税金及附加 | 14 | 14 | 22 | 26 | 32 |
| 销售费用 | 387 | 495 | 701 | 887 | 1,086 |
| 管理费用 | 144 | 210 | 269 | 342 | 415 |
| 研发费用 | 48 | 73 | 86 | 99 | 120 |
| 财务费用 | 29 | 18 | -12 | -30 | -47 |
| 资产减值损失 | -15 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 2 | 1 | -2 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 21 | 72 | 29 | 26 | 29 |
| 营业利润 | 372 | 508 | 608 | 806 | 1,028 |
| 营业外收支 | -2 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| 利润总额 | 370 | 505 | 607 | 805 | 1,026 |
| 所得税 | 78 | 89 | 115 | 161 | 205 |
| 净利润 | 292 | 416 | 492 | 644 | 821 |
| 少数股东损益 | 59 | 23 | 49 | 77 | 99 |
| 归母净利润 | 233 | 394 | 442 | 566 | 722 |
| EBITDA | 511 | 654 | 765 | 955 | 1,181 |

| 财务比率 | | | | | |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 成长能力指标 | | | | | |
| 营业收入增速 | 15.4% | 19.1% | 20.7% | 22.0% | 21.5% |
| 营业利润增速 | 140.5% | 36.4% | 19.7% | 32.6% | 27.5% |
| 归母净利润增速 | 120.1% | 68.9% | 12.3% | 28.0% | 27.5% |
| 盈利能力指标 | | | | | |
| 毛利率 | 26.3% | 28.2% | 30.3% | 31.7% | 32.4% |
| 净利率 | 7.8% | 9.3% | 9.1% | 9.8% | 10.3% |
| ROE | 12.1% | 15.9% | 15.8% | 17.2% | 18.0% |
| ROIC | 7.6% | 11.0% | 12.0% | 13.3% | 14.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 44.9% | 41.2% | 36.8% | 34.4% | 34.0% |
| 净负债比率 | 0.81 | 0.70 | 0.58 | 0.52 | 0.51 |
| 流动比率 | 1.71 | 1.96 | 3.35 | 4.18 | 4.34 |
| 速动比率 | 1.17 | 1.33 | 2.04 | 3.07 | 3.10 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.85 | 1.00 | 1.10 | 1.15 | 1.15 |
| 应收账款周转率 | 8.01 | 7.12 | 8.94 | 7.16 | 8.35 |
| 存货周转率 | 6.46 | 7.71 | 5.71 | 7.84 | 6.38 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 | 0.79 | 1.34 | 1.50 | 1.93 | 2.46 |
| 每股经营性现金流 | 1.52 | 1.69 | 1.30 | 1.99 | 2.25 |
| 每股净资产 | 8.23 | 8.89 | 10.56 | 12.75 | 15.54 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 46.68 | 27.64 | 24.61 | 19.22 | 15.07 |
| 市销率 | 2.90 | 2.44 | 2.02 | 1.66 | 1.36 |
| 市净率 | 4.50 | 4.16 | 3.50 | 2.90 | 2.38 |
| EV/EBIT | 30.26 | 22.41 | 19.21 | 14.00 | 10.49 |
| EV/EBITDA | 24.12 | 18.66 | 15.71 | 12.10 | 9.42 |

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15% |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5% |

行业评级

| | |
|------|----------------------|
| 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

002891

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。