

乖宝宠物 (301498)

证券研究报告

2024年01月19日

23年业绩亮眼，自有品牌高速增长！

事件：乖宝宠物发布业绩预告，预计2023年归母净利润4.10亿元~4.40亿元，同比增长53.63%~64.87%。其中，23Q4预计实现归母净利润0.96亿元~1.26亿元，同比增长92%~151%。

1、国内自有品牌收入大幅增长，麦富迪霸主地位稳固，高端品牌推进顺利

自有品牌营业收入高速增长源于：①线上线下全渠道覆盖渗透，在确保天猫京东基本盘的基础上，公司积极开拓抖音、小红书等新渠道。②公司核心品牌麦富迪领先地位稳固，在2023双11期间麦富迪位列天猫宠物品牌、京东狗食品及猫零食、抖音宠物品牌销售第一名。此外，公司高端猫粮品牌弗列加特崛起快速，在2023双11期间弗列加特全网销售额突破6400万，同比增长200%+。

2、海外客户基础好，汇率利好盈利提升

2023年上半年我国宠物食品出口因海外客户去库存影响承压。2023年下半年海外去库结束，出口重回增长。公司积累了一批优质的海外客户，如沃尔玛、斯马克、品谱等对产品质量高标准、严要求的国际一流企业，并与其建立了长期、良好的合作关系。受汇率影响，公司盈利能力有所提升。此外，公司在海外市场推进Waggin Train高端犬粮品牌，有望成为海外市场的新增长点。

3、展望2024，国内收入有望持续增长！规模效应+品牌高端化，助力盈利能力提升

得益于公司此前在渠道、品牌等方面的较多投入，国内自有品牌发展迅速，特别是2023双11期间的领先表现，为公司2024年业绩奠定坚实基础。海外客户库存恢复正常，公司海外业务有望稳健发展。此外随着公司生产规模扩大带来的规模效应，以及高毛利的品牌占比提升，我们预估公司盈利能力有望持续改善（2021年、2022年、2023年前三季度公司销售毛利率分别为29%、33%、36%）。

盈利预测：

因公司国内自有品牌开拓快速，我们上调公司盈利预测。前值为2023/24/25年营收42.50/52.31/63.45亿元，归母净利润3.95/4.70/6.53亿元。调整为：我们预计2023-2025年公司实现营业收入44、56、71亿元，同比增长30%、28%、26%；归母净利润4.24、5.20、6.53亿元，同比增长59%、22%、26%。公司在国内宠物食品朝阳赛道中处于领先地位且保持高速增长，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦风险；海外市场拓展不利风险；原材料价格波动风险；业绩预告仅为初步测算，具体以公司年报披露为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,575.16	3,397.54	4,412.55	5,636.75	7,085.34
增长率(%)	27.92	31.93	29.87	27.74	25.70
EBITDA(百万元)	330.17	465.45	652.01	776.89	973.53
归属母公司净利润(百万元)	140.27	266.88	424.36	519.54	652.71
增长率(%)	25.82	90.25	59.01	22.43	25.63
EPS(元/股)	0.35	0.67	1.06	1.30	1.63
市盈率(P/E)	117.81	61.92	38.94	31.81	25.32
市净率(P/B)	11.23	9.41	4.58	4.05	3.54
市销率(P/S)	6.42	4.86	3.75	2.93	2.33
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.67	19.26	14.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.31元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.04
流通A股股本(百万股)	37.56
A股总市值(百万元)	16,525.84
流通A股市值(百万元)	1,551.61
每股净资产(元)	8.86
资产负债率(%)	11.67
一年内最高/最低(元)	78.24/38.00

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《乖宝宠物-季报点评:业绩持续高速增长，海外回暖+国内自主品牌表现强势》2023-10-28
- 《C 乖宝-首次覆盖报告:构建强大宠食供应链，自主品牌开拓国内领先!》2023-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	357.17	197.99	1,812.60	1,669.79	2,310.42
应收票据及应收账款	180.82	132.41	259.82	241.23	388.58
预付账款	52.55	42.96	79.11	76.83	109.74
存货	583.22	735.79	688.66	1,166.58	1,075.50
其他	40.84	55.46	52.09	66.00	67.40
流动资产合计	1,214.60	1,164.60	2,892.28	3,220.42	3,951.64
长期股权投资	0.72	0.64	0.64	0.64	0.64
固定资产	889.98	920.99	902.52	983.81	998.49
在建工程	5.26	24.70	62.35	131.17	100.59
无形资产	115.20	111.79	106.15	100.51	94.88
其他	77.58	60.23	47.80	50.76	50.89
非流动资产合计	1,088.74	1,118.36	1,119.46	1,266.90	1,245.48
资产总计	2,303.34	2,282.96	4,011.74	4,487.32	5,197.13
短期借款	381.69	164.57	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	203.22	141.85	16.97	35.73	19.80
其他	90.46	67.92	213.36	161.05	232.80
流动负债合计	675.37	374.33	260.33	226.78	282.60
长期借款	50.25	27.96	20.00	21.00	22.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	75.60	77.09	76.51	76.40	76.66
非流动负债合计	125.85	105.04	96.51	97.40	98.66
负债合计	827.26	523.96	356.84	324.18	381.27
少数股东权益	4.06	3.10	45.53	86.19	151.46
股本	360.04	360.04	400.04	400.04	400.04
资本公积	671.04	672.69	2,105.08	2,105.08	2,105.08
留存收益	455.45	722.33	1,104.25	1,571.83	2,159.28
其他	(14.50)	0.84	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,476.09	1,759.00	3,654.90	4,163.14	4,815.86
负债和股东权益总计	2,303.34	2,282.96	4,011.74	4,487.32	5,197.13

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	141.81	265.65	424.36	519.54	652.71
折旧摊销	97.62	113.87	96.46	105.52	111.55
财务费用	8.21	22.78	(8.21)	(20.53)	(23.72)
投资损失	0.02	0.08	0.05	0.06	(0.50)
营运资金变动	(130.56)	(121.38)	(140.45)	(505.51)	(30.94)
其它	(23.18)	25.46	47.15	45.18	72.52
经营活动现金流	93.93	306.46	419.36	144.27	781.64
资本支出	79.68	136.94	110.58	250.11	89.73
长期投资	0.02	(0.08)	0.00	0.00	0.00
其他	(209.92)	(316.39)	(220.63)	(500.17)	(179.23)
投资活动现金流	(130.22)	(179.52)	(110.05)	(250.06)	(89.50)
债权融资	166.72	(253.31)	(119.10)	19.46	21.02
股权融资	(15.69)	16.99	1,424.39	(56.47)	(72.52)
其他	2.26	(28.90)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	153.29	(265.22)	1,305.30	(37.01)	(51.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	30.00	10.00	0.00
现金净增加额	117.00	(138.29)	1,644.61	(132.81)	640.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,575.16	3,397.54	4,412.55	5,636.75	7,085.34
营业成本	1,834.07	2,290.37	2,691.12	3,396.16	4,208.86
营业税金及附加	10.89	15.21	21.87	25.67	33.04
销售费用	355.83	545.17	870.07	1,131.73	1,464.74
管理费用	128.09	176.82	216.22	270.56	333.01
研发费用	59.36	67.85	88.25	152.19	184.22
财务费用	27.69	(10.35)	(8.21)	(20.53)	(23.72)
资产/信用减值损失	(5.58)	(2.25)	(0.57)	(1.00)	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.02)	(0.08)	29.95	9.94	0.50
其他	1.90	(4.24)	0.00	0.00	0.00
营业利润	162.93	319.05	562.62	689.89	885.69
营业外收入	17.70	0.46	0.50	0.48	0.49
营业外支出	1.99	1.60	1.80	1.70	1.75
利润总额	178.65	317.91	561.32	688.67	884.44
所得税	36.84	52.26	89.81	123.96	159.20
净利润	141.81	265.65	471.51	564.71	725.24
少数股东损益	1.54	(1.22)	47.15	45.18	72.52
归属于母公司净利润	140.27	266.88	424.36	519.54	652.71
每股收益(元)	0.35	0.67	1.06	1.30	1.63

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	27.92%	31.93%	29.87%	27.74%	25.70%
营业利润	19.48%	95.82%	76.34%	22.62%	28.38%
归属于母公司净利润	25.82%	90.25%	59.01%	22.43%	25.63%
获利能力					
毛利率	28.78%	32.59%	39.01%	39.75%	40.60%
净利率	5.45%	7.85%	9.62%	9.22%	9.21%
ROE	9.53%	15.20%	11.76%	12.74%	13.99%
ROIC	11.39%	17.18%	27.43%	29.44%	28.15%
偿债能力					
资产负债率	35.92%	22.95%	8.89%	7.22%	7.34%
净负债率	7.01%	-0.06%	-47.69%	-38.46%	-46.61%
流动比率	1.73	2.78	11.11	14.20	13.98
速动比率	0.90	1.02	8.46	9.06	10.18
营运能力					
应收账款周转率	18.13	21.69	22.50	22.50	22.50
存货周转率	5.26	5.15	6.20	6.08	6.32
总资产周转率	1.23	1.48	1.40	1.33	1.46
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.67	1.06	1.30	1.63
每股经营现金流	0.23	0.77	1.05	0.36	1.95
每股净资产	3.68	4.39	9.02	10.19	11.66
估值比率					
市盈率	117.81	61.92	38.94	31.81	25.32
市净率	11.23	9.41	4.58	4.05	3.54
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.67	19.26	14.77
EV/EBIT	0.00	0.00	26.61	22.28	16.68

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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、意见并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，天风证券及/或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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com