



买入（维持）

所属行业：农林牧渔/饲料
当前价格(元)：41.82

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003

邮箱：hehp3@tebon.com.cn

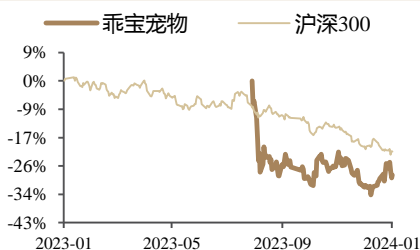
宋雨桐

资格编号：S0120523090003

邮箱：songyt@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.05	-3.42	1.33
相对涨幅(%)	6.84	4.94	10.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《乖宝宠物 23Q3 业绩点评：业绩靓丽超预期，自主品牌贡献持续提升》，2023.10.25
- 《乖宝宠物 VS 珀莱雅：逐条解构，为什么值得对比分析？》，2023.8.13

股票数据

总股本(百万股):	400.04
流通A股(百万股):	37.56
52周内股价区间(元):	38.30-58.45
总市值(百万元):	16,729.86
总资产(百万元):	4,015.54
每股净资产(元):	8.86

资料来源：公司公告

乖宝宠物 2023 业绩预告点评：经营表现持续靓丽，品牌高端化获效显著

投资要点

- 2024年1月17日公司发布2023年度业绩预告。**2023年公司预计实现归母净利润4.10亿元~4.40亿元，同比+53.63%~+64.87%，预计实现扣非归母净利润4.03亿元~4.33亿元，同比+54.37%~+65.86%。单季度来看，23Q4公司预计实现归母净利润0.96亿元~1.26亿元，同比+91%~+151%，预计实现扣非归母净利润0.91亿元~1.21亿元，同比+84%~+145%。
- 品牌高端化获效显著，出口代工预期顺势修复。**品牌业务：国内宠物食品市场景气延续，且国产替代趋势继续。宠物行业白皮书显示2023年我国城镇宠物食品消费市场规模约1461亿元，同比增长6%，且宠物主对国产品牌主粮的偏好度明显提升。公司已形成以麦富迪+弗列加特+Waggin' Train 为主的矩阵，且持续表现靓丽，根据乖宝宠物食品集团数据显示23年双十一麦富迪+弗列加特等自有品牌全网销售额突破3.6亿元，同比增长28%+，且麦富迪品牌在多平台排名领先——天猫宠物品牌销售榜第一、抖音宠物行业累计销售额TOP1、京东宠物热卖品牌榜TOP2。23年以来公司产品结构持续优化，以“BARF 霸弗系列”等为代表的高端细分产品品类销量快速增长，高端产品在合并收入中的占比明显提升，其中高端品牌弗列加特实现高速增长，久谦数据显示23年线上弗列加特品牌销售额同比增长约197%。代工业务：预期顺势修复。海关数据显示23Q1/Q2/Q3宠物食品出口金额同比-20%、-7%、+5%，亦呈现逐季改善。受益于海外客户去库存结束及同期低基，23Q4以来（10+11月）宠食行业出口金额实现明显增长（+21%），预期公司代工出口业务亦将顺势恢复。
- 投资建议：**国内宠食翘楚，品牌贡献提升，公司自有品牌有望凭借全链路优势享受行业成长红利延续高增趋势，推动经营表现向上。公司品牌表现持续亮眼，2020-2022年收入复合+44%，已形成以麦富迪+Waggin' Train 为主的矩阵，其中麦富迪品牌在国内宠物食品市场排名领先，荣获2021-2022天猫TOP品牌力榜（宠物）第一名。基于公司2023年度业绩预告及公司业务发展顺畅，我们略微上调盈利预测，预计2023-2025年公司营业总收入分别为42.76、52.07、62.55亿元，同比分别+25.9%、+21.8%、+20.1%，预计2023-2025年归母净利润分别为4.24、5.17、6.22亿元，同比分别+58.9%、+21.8%、+20.5%。当前股价对应2023-2025年PE分别为39x、32x、27x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宠物渗透率不及预期，品牌发展不及预期，新品表现不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,575	3,398	4,276	5,207	6,255
(+/-)YOY(%)	27.9%	31.9%	25.9%	21.8%	20.1%
净利润(百万元)	140	267	424	517	622
(+/-)YOY(%)	25.8%	90.3%	58.9%	21.8%	20.5%
全面摊薄EPS(元)	0.35	0.67	1.06	1.29	1.56
毛利率(%)	28.8%	32.6%	35.9%	37.0%	37.7%
净资产收益率(%)	9.5%	15.2%	11.2%	12.0%	12.7%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.67	1.06	1.29	1.56
每股净资产	4.39	9.45	10.74	12.30
每股经营现金流	0.77	1.01	1.09	1.34
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	39.45	32.38	26.88
P/B	0.00	4.43	3.89	3.40
P/S	4.43	3.91	3.21	2.67
EV/EBITDA	0.00	26.16	21.57	17.82
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.6%	35.9%	37.0%	37.7%
净利润率	7.9%	9.9%	9.9%	10.0%
净资产收益率	15.2%	11.2%	12.0%	12.7%
资产回报率	11.7%	10.0%	10.7%	11.2%
投资回报率	12.9%	10.5%	11.6%	12.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.9%	25.9%	21.8%	20.1%
EBIT 增长率	61.6%	58.4%	26.4%	21.1%
净利润增长率	90.3%	58.9%	21.8%	20.5%
偿债能力指标				
资产负债率	23.0%	11.1%	11.0%	10.9%
流动比率	2.8	7.8	7.4	7.5
速动比率	0.9	5.3	4.8	4.8
现金比率	0.5	4.6	4.0	4.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.2	18.8	18.4	17.8
存货周转天数	117.3	114.2	115.5	115.4
总资产周转率	1.5	1.0	1.1	1.1
固定资产周转率	3.7	3.8	3.9	4.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	267	424	517	622
少数股东损益	-1	4	5	5
非现金支出	117	99	93	95
非经营收益	39	-1	-1	-1
营运资金变动	-115	-121	-178	-186
经营活动现金流	306	404	435	536
资产	-180	-374	-389	-229
投资	0	0	0	0
其他	-0	-0	-0	-0
投资活动现金流	-180	-374	-389	-229
债权募资	414	-165	0	0
股权募资	0	40	0	0
其他	-679	1,560	0	0
融资活动现金流	-265	1,435	0	0
现金净流量	-126	1,466	46	307

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 1 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,398	4,276	5,207	6,255
营业成本	2,290	2,741	3,279	3,896
毛利率%	32.6%	35.9%	37.0%	37.7%
营业税金及附加	15	20	24	29
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	545	725	914	1,129
营业费用率%	16.0%	16.9%	17.5%	18.0%
管理费用	177	227	276	332
管理费用率%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
研发费用	68	85	109	137
研发费用率%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
EBIT	302	479	605	733
财务费用	-10	-20	-3	0
财务费用率%	-0.3%	-0.5%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-4	-0	-0	-0
投资收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	319	512	624	751
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	318	512	624	751
EBITDA	416	577	698	827
所得税	52	84	103	124
有效所得税率%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
少数股东损益	-1	4	5	5
归属母公司所有者净利润	267	424	517	622

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	198	1,664	1,710	2,017
应收账款及应收票据	132	220	263	306
存货	736	858	1,038	1,232
其它流动资产	98	121	138	157
流动资产合计	1,165	2,863	3,149	3,711
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	921	1,129	1,342	1,503
在建工程	25	50	100	50
无形资产	112	155	189	213
非流动资产合计	1,118	1,395	1,691	1,826
资产总计	2,283	4,257	4,840	5,538
短期借款	165	0	0	0
应付票据及应付账款	142	231	267	308
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	113	134	161	189
流动负债合计	419	366	427	497
长期借款	28	28	28	28
其它长期负债	77	77	77	77
非流动负债合计	105	105	105	105
负债总计	524	471	532	602
实收资本	360	400	400	400
普通股股东权益	1,756	3,780	4,296	4,919
少数股东权益	3	7	11	17
负债和所有者权益合计	2,283	4,257	4,840	5,538

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。