

证券研究报告

公司研究

点评报告

乖宝宠物（301498.SZ）

投资评级 -

上次评级 -

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
执业编号：S1500522110002  
联系电话：15000310173  
邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师  
执业编号：S1500522110003  
联系电话：18701877193  
邮箱：wangyue1@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师  
执业编号：S1500522110004  
联系电话：15001800559  
邮箱：tujiani@cindasc.com

林凌 美护行业研究助理  
联系电话：15859025717  
邮箱：linling@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 乖宝宠物（301498.SZ）23年年报&24年一季度点评：境内外收入齐增，渠道结构优化改善盈利能力

2024年4月16日

- 公司发布**2023年年报&2024年一季度报**。1) 23年公司实现营收43.27亿元/yoy+27.36%，归母4.29亿元/yoy+60.68%，扣非4.22亿元/yoy+61.76%；2) 23Q4实现营收12.15亿元/yoy+33.50%，归母1.14亿元/yoy+128.67%，扣非1.10亿元/yoy+123.23%；3) 24Q1实现营收10.97亿元/yoy+21.33%，归母1.48亿元/yoy+74.49%，扣非1.38亿元/yoy+64.45%。
- **23年收入拆分**：1) 分地区看，自有品牌拉动内销强势成长，海外去库存阶段性影响增速、我们预计24年将逐步恢复常态。其中境内收入28.63亿元/yoy+39.38%，毛利率39.23%/yoy+0.54pct；境外收入14.64亿元/yoy+8.96%，毛利率32.17%/yoy+8.91pct，毛利率同比显著增长或主要来源于人民币贬值。2) 分产品看，基本与地区业务趋势相仿：主粮实现收入20.87亿元/yoy+50.35%，毛利率36.00%/yoy+1.28pct，我们认为随着渠道结构优化及规模效应，毛利率有望稳步提升；零食收入21.66亿元/yoy+10.86%，毛利率37.19%/yoy+6.43pct。
- **渠道与品牌形成共振，23年公司自有品牌业务收入27.45亿元/yoy+34.15%**：1) 参考分渠道数据，公司在确保天猫、京东等基本盘的基础上，积极开拓抖音、拼多多等新渠道，直销增长显著：直销收入12.36亿元/yoy+57.02%，毛利率50.14%/yoy+1.25pct；经销收入16.68亿元/yoy+19.11%，毛利率32.33%/yoy+2.46pct；2) 麦富迪领先地位稳固，弗列加特高端路线推进顺利：①麦富迪品牌力持续提升，市占率国内名列前茅；②弗列加特短短几年成为国内高端猫粮头部品牌，打造第二增长曲线。
- **盈利能力来看**：23年公司毛利率36.83%/yoy+4.19pct，期间费用率23.81%/yoy+0.86pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为16.66%/5.77%/1.69%/-0.31%，同比分别+0.61/+0.57/-0.31/-0.01pct，销售费用率提升主要系发展自有品牌业务导致推广费增加所致，管理费用率提升主要系上市相关费用增加、职工薪酬增加所致。整体归母净利率9.91%/yoy+2.05pct。
- **公司一季报增长亮眼，我们认为主要来源于**：1) 收入端：海外去库存结束，低基数的同时恢复性增长，国内线上平台销售快速增长；2) 利

润端：24Q1 毛利率 41.14%/+6.94pct，虽然自有品牌占比提升等因素带来销售费率也提升 2.92pct，但是其提升幅度明显小于毛利率提升幅度，因此带来归母净利率 13.51%/+4.11pct 且创新高。整体来看，我们认为人民币汇率持续低位利好出口企业，自有品牌渠道结构优化、规模效应显现，盈利能力向好且具备持续改善空间。

- **我们认为我国宠物食品行业正值高速发展、渠道变革、市场竞争格局快速变化的重要时期，我们看好本土品牌凭借自身优势突围，乖宝厚积薄发验证其品牌运营能力，有望在  $\beta$  与  $\alpha$  共振之下维持业绩高增长。**
- **盈利预测：**根据 wind 一致预期，2024-2025 年公司归母净利润分别为 5.14/6.43 亿元，对应 PE 分别为 38/30 倍，建议关注。
- **风险因素：**行业竞争加剧，汇率风险，产能扩张不及预期等。

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。