

乖宝宠物 (301498.SZ) 利润保持高速增长，盈利能力显著上行

2024年04月17日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

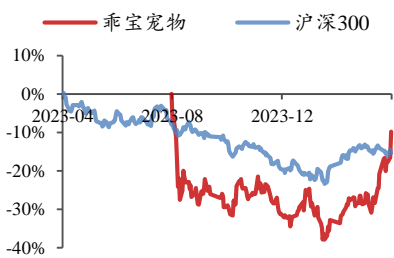
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2024/4/16
当前股价(元)	52.71
一年最高最低(元)	78.24/30.16
总市值(亿元)	210.86
流通市值(亿元)	21.09
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
近3个月换手率(%)	243.29

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《自有品牌发展稳健，产品矩阵持续拓展——公司信息更新报告》
-2023.10.26

《品质为本创新驱动，三大壁垒奠定行业龙头地位——公司首次覆盖报告》
-2023.9.26

● 国内宠物食品龙头，2024Q1 归母净利润超预期，维持“买入”评级

公司2023年营收43.27亿元，同比+27.36%；归母净利润4.29亿元，同比+60.68%。2024Q1营收10.97亿元，同比+21.33%；归母净利润1.48亿元，同比+74.49%。基于公司自有品牌销量高增，高端产品贡献扩大，我们上调2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为5.65/7.20/8.82亿元（2024-2025年原值分别为5.33/7.17亿元），EPS分别为1.41/1.80/2.20元，当前股价对应PE分别为37.3/29.3/23.9倍，维持“买入”评级。

● 原料降价、汇兑收益叠加精进管理，公司毛利率持续上行

(1) 2023年原料降价、汇兑收益叠加优化管理扩大盈利空间。2023年鸡胸肉、鸭胸肉等原料价格回落驱动成本下降，汇兑收益抬升海外代工业务毛利率，叠加公司优化管理及供应链，期间费用率23.82%，毛利率/净利率同比+4.25pct/+2.13pct至36.84%/9.95%。(2) 2024Q1盈利能力显著上行。2024Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为17.30%/5.54%/1.56%/-0.55%，同比+2.92pct/+0.73pct/-0.26pct/-0.89pct，最终毛利率/净利率同比+6.94pct/+4.08pct至41.14%/13.56%。

● 麦富迪、弗列加特驱动自有品牌营收大增，高端产品贡献持续扩大

通过线上线下全覆盖、用户需求整合、品效协同运作、品牌人群积累等，公司自有品牌实现营收27.45亿元，同比+34.15%，占比63.44%，同比+2.89pct。目前麦富迪国内市占率居前，位居多个电商平台销量第一，2023年以BARF系列为代表的高端品类销量同比高增，弗列加特已跻身国内高端猫粮头部品牌。

● 零食品类盈利能力大幅提升，销售优势强化驱动全渠道增长

(1) 分产品：公司坚持品质领先，优化产品组合并驱动品类创新，2023年零食/主粮营收21.66/20.87亿元，同比+10.86%/+50.35%，毛利率37.19%/36.00%，同比+6.43pct/+1.28pct。(2) 分销售模式：公司兼顾直销与经销，一方面直接触达消费者强化品牌力，一方面通过线上经销商网络拓宽市场，2023年经销/OEM&ODM/直销营收16.68/14.07/12.36亿元，同比+19.11%/+18.01%/+57.02%。

● 风险提示：原材料（鸡胸肉）价格波动，产能扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,398	4,327	5,377	6,465	7,558
YOY(%)	31.9	27.4	24.3	20.2	16.9
归母净利润(百万元)	267	429	565	720	882
YOY(%)	90.3	60.7	31.9	27.3	22.5
毛利率(%)	32.6	36.8	37.2	37.8	38.4
净利率(%)	7.9	9.9	10.5	11.1	11.7
ROE(%)	15.1	11.7	13.4	16.8	19.7
EPS(摊薄/元)	0.67	1.07	1.41	1.80	2.20
P/E(倍)	79.0	49.2	37.3	29.3	23.9
P/B(倍)	12.0	5.8	5.0	4.9	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1165	2095	2510	2675	3372	营业收入	3398	4327	5377	6465	7558
现金	198	1009	1254	1508	1763	营业成本	2290	2733	3374	4020	4655
应收票据及应收账款	132	278	0	0	0	营业税金及附加	15	20	24	29	34
其他应收款	23	25	35	37	47	营业费用	545	721	898	1073	1247
预付账款	43	28	60	46	78	管理费用	177	250	306	356	401
存货	736	657	1063	986	1386	研发费用	68	73	108	129	151
其他流动资产	32	98	98	98	98	财务费用	-10	-13	-3	5	21
非流动资产	1119	2049	2340	2591	2792	资产减值损失	-4	-12	-10	-13	-16
长期投资	1	0	-1	-1	-2	其他收益	9	9	9	9	9
固定资产	921	916	1154	1391	1590	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	112	131	129	128	129	投资净收益	-0	2	1	1	1
其他非流动资产	85	1002	1059	1073	1075	资产处置收益	0	-2	-1	-1	-1
资产总计	2284	4143	4851	5266	6164	营业利润	319	526	689	876	1075
流动负债	419	357	482	852	1547	营业外收入	0	1	3	2	2
短期借款	165	0	308	671	1363	营业外支出	2	2	2	2	2
应付票据及应付账款	142	184	0	0	0	利润总额	318	525	691	876	1075
其他流动负债	113	173	174	181	184	所得税	52	95	124	155	192
非流动负债	105	116	132	137	137	净利润	266	430	567	721	883
长期借款	28	0	16	21	21	少数股东损益	-1	1	1	1	2
其他非流动负债	78	116	116	116	116	归属母公司净利润	267	429	565	720	882
负债合计	524	473	614	989	1684	EBITDA	438	600	767	984	1235
少数股东权益	3	5	6	7	9	EPS(元)	0.67	1.07	1.41	1.80	2.20
股本	360	400	400	400	400						
资本公积	673	2106	2106	2106	2106	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	722	1151	1718	2438	3322	成长能力					
归属母公司股东权益	1756	3665	4231	4270	4472	营业收入(%)	31.9	27.4	24.3	20.2	16.9
负债和股东权益	2284	4143	4851	5266	6164	营业利润(%)	95.8	65.0	30.9	27.1	22.8
						归属于母公司净利润(%)	90.3	60.7	31.9	27.3	22.5
						获利能力					
						毛利率(%)	32.6	36.8	37.2	37.8	38.4
						净利率(%)	7.9	9.9	10.5	11.1	11.7
						ROE(%)	15.1	11.7	13.4	16.8	19.7
						ROIC(%)	13.6	10.9	11.9	14.2	15.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.0	11.4	12.7	18.8	27.3
						净负债比率(%)	2.1	-25.9	-20.6	-17.7	-7.1
						流动比率	2.8	5.9	5.2	3.1	2.2
						速动比率	0.8	3.7	2.7	1.8	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3
						应收账款周转率	21.7	21.1	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	13.3	16.8	36.7	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.67	1.07	1.41	1.80	2.20
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.54	0.78	2.35	1.52
						每股净资产(最新摊薄)	4.39	9.16	10.58	10.67	11.18
						估值比率					
						P/E	79.0	49.2	37.3	29.3	23.9
						P/B	12.0	5.8	5.0	4.9	4.7
						EV/EBITDA	48.3	33.6	26.4	20.7	16.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn