

2024年04月17日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

陈涛

cht@longone.com.cn

数据日期	2024/04/16
收盘价	52.71
总股本(万股)	40,004
流通A股/B股(万股)	4,000/0
资产负债率(%)	11.17%
市净率(倍)	5.54
净资产收益率(加权)	3.97
12个月内最高/最低价	78.24/30.16

**相关研究**

《乖宝宠物（301498）：Q3业绩持续释放，关注自有品牌成长——公司简评报告》2023.10.25

# 乖宝宠物（301498）：业绩表现亮眼，自有品牌持续升级

——公司简评报告

**投资要点**

- **事件：**4月15日，公司发布2023年年报及2024年一季度业绩，公司2023年营业总收入为43.27亿元（同比+27.36%），归母净利润为4.29亿元（同比+60.68%），扣非净利润4.22亿元（同比+61.76%）。其中，2023年Q4公司营业收入为12.15亿元（同比+33.50%），归母净利润为1.14亿元（同比+128.67%），扣非净利润为1.10亿元，业绩超过预期。2024年Q1公司营业收入为10.97亿元（同比+21.33%），归母净利润为1.48亿元（同比+74.49%），扣非净利润为1.38亿元（同比+64.45%）。
- **产品结构持续优化，自有品牌占比提升。**①**分产品结构**，2023年全年零食、主粮、保健品及用品收入分别为21.66、20.87、0.57亿元，同比增长10.86%、50.35%、54.40%，占比分别为50.06%、48.24%、1.31%，其中，主粮占比同比提升7.37pct。公司中高端产品持续发力，全渠道销售表现亮眼，产品结构优化有望持续进行。②**分业务模式**，公司自有品牌业务和ODM/OEM业务营收分别为27.45、14.07亿元，分别同比+34.15%、+18.01%，自有品牌业务占比同比上涨3.22pct。公司自有品牌业务占比不断提升，麦富迪具备高性价比优势，受众群体较大。麦富迪旗下相继推出barf、双拼粮系列等产品，同时公司积极推广高端猫粮品牌弗列加特，全渠道维持较快增速。海外自有品牌Waggin' Train专注北美市场，运营稳健。在公司自有品牌业务快速增长且产品持续升级的背景下，我们认为公司盈利能力将持续提升。
- **直销渠道增速较快，新媒体渠道势能强劲。**2023年全年经销渠道、ODM/OEM、直销渠道分别实现营业收入16.68、14.07、12.36亿元，同比+19.11%、+18.01%、+57.02%，占比38.54%、32.51%、28.56%。公司专注线上线下全渠道发展，积极拓展传统电商和新媒体平台直销渠道，直销渠道增速较快。公司敏锐捕捉直播电商风口，快速布局抖音等新媒体平台，通过精准的营销方式，实现线上渠道高速增长。
- **品牌升级驱动盈利能力持续提升。**①**盈利**，2023年毛利率为36.84%（同比+4.25pct），净利率为9.95%（同比+2.13pct），其中2023Q4毛利率为39.59%（同比+4.58pct），净利率为9.46%（同比+3.94pct）。2024年Q1毛利率为41.14%（同比+6.94pct），净利率为13.56%（同比+4.08pct）。公司积极优化产品和业务结构，随着自主品牌业务占比不断提升以及高端产品持续放量，公司盈利能力有望持续提升。②**费用**，公司2023年销售、管理、研发、财务费率分别为16.66%（同比+0.61pct）、5.77%（同比+0.56pct）、+1.69%（同比-0.30pct）、-0.31%（同比持平）。销售费用率提升主要由于自有品牌宣传和销售服务费用增长。
- **投资建议：**公司目前自有品牌业务占比较高且具有产品高端化趋势，同时公司品牌力以及产能方面具有相对优势。公司高端品牌推广超预期以及国内宠物市场景气，我们上调公司盈利预测，预测公司2024-2026年归属于母公司净利润分别为6.03亿元、7.48亿元及9.04亿元，对应EPS分别为1.51元、1.87元及2.26元，当前股价对应PE分别为34.95、28.17及23.33倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宠物食品安全风险、汇率波动风险、新品推广不及预期风险、原材料大幅波动风险。

## 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	4,326.96	5,363.00	6,577.00	7,780.00
同比增速(%)	27.36%	23.94%	22.64%	18.29%
归母净利润(百万元)	428.84	603.38	748.49	904.01
同比增速(%)	60.68%	40.70%	24.05%	20.78%
毛利率(%)	36.84%	37.80%	38.09%	38.41%
每股盈利(元)	1.15	1.51	1.87	2.26
ROE(%)	11.70%	14.49%	15.63%	16.34%
PE(倍)	34.62	34.95	28.17	23.33

资料来源：携宁，东海证券研究所

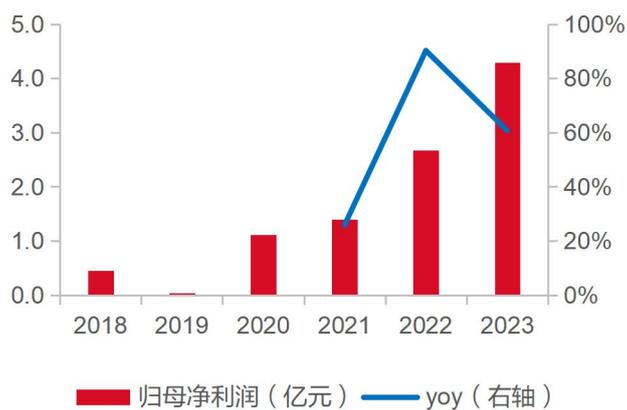
注：截止时间2024年4月16日

图 1 公司营收及增速



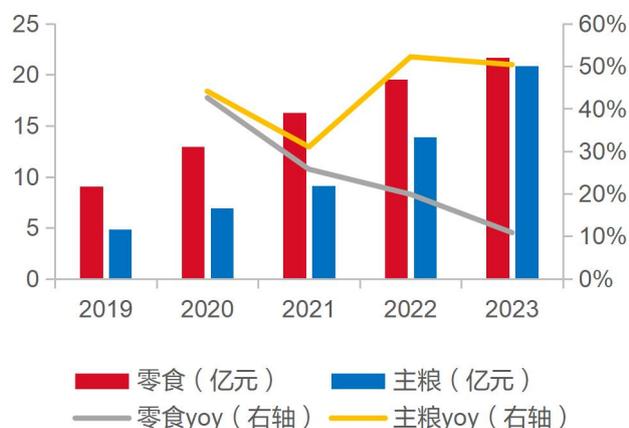
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 2 公司归母净利润及增速



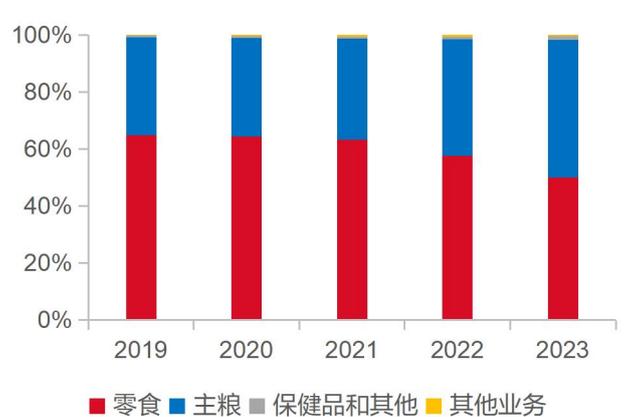
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 3 公司主粮和零食营收及增速



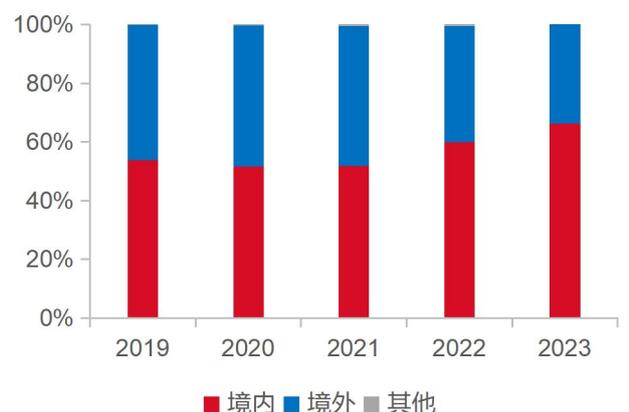
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 4 公司营收按产品分类占比



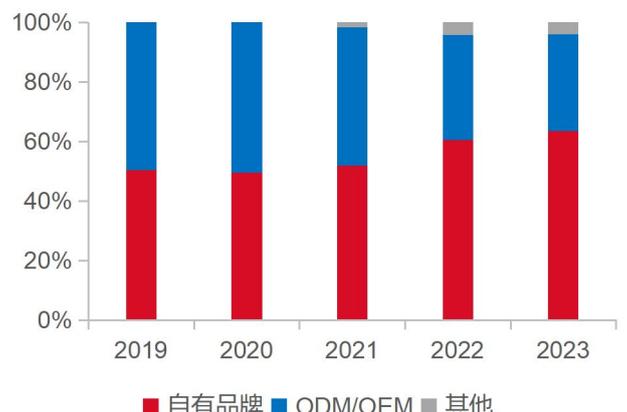
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 5 公司营收按地区分类占比



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 6 公司营收按业务模式分类占比



资料来源：公司年报，东海证券研究所

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,327	5,363	6,577	7,780
%同比增速	27%	24%	23%	18%
营业成本	2,733	3,336	4,072	4,792
毛利	1,594	2,027	2,505	2,988
%营业收入	37%	38%	38%	38%
税金及附加	20	24	30	35
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	721	912	1,118	1,323
%营业收入	17%	17%	17%	17%
管理费用	250	279	342	405
%营业收入	6%	5%	5%	5%
研发费用	73	97	118	140
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	-13	-9	-5	-6
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-12	0	0	0
信用减值损失	-14	0	0	0
其他收益	9	11	13	16
投资收益	2	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>526</b>	<b>736</b>	<b>915</b>	<b>1,108</b>
%营业收入	12%	14%	14%	14%
营业外收支	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>736</b>	<b>915</b>	<b>1,108</b>
%营业收入	12%	14%	14%	14%
所得税费用	95	132	167	204
净利润	430	603	748	904
%营业收入	10%	11%	11%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>429</b>	<b>603</b>	<b>748</b>	<b>904</b>
%同比增速	61%	41%	24%	21%
少数股东损益	1	0	0	0
EPS (元/股)	1.15	1.51	1.87	2.26

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.15	1.51	1.87	2.26
BVPS	9.16	10.41	11.97	13.83
PE	34.62	34.95	28.17	23.33
PEG	0.57	0.86	1.17	1.12
PB	4.35	5.06	4.40	3.81
EV/EBITDA	24.07	22.26	18.18	15.10
ROE	12%	14%	16%	16%
ROIC	11%	14%	15%	16%

## 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	568	707	1,171
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	278	270	321	387
存货	657	788	961	1,131
预付账款	28	33	41	48
其他流动资产	123	131	138	145
流动资产合计	2,095	1,790	2,169	2,883
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	916	1,731	2,033	2,129
无形资产	131	145	161	183
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	37	42	42	42
其他非流动资产	965	1,024	1,038	1,051
<b>资产总计</b>	<b>4,143</b>	<b>4,732</b>	<b>5,443</b>	<b>6,287</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	184	271	322	387
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	51	57	71	83
应交税费	42	26	30	37
其他流动负债	79	86	104	120
流动负债合计	357	441	527	627
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	42	45	45	45
其他非流动负债	75	77	77	77
<b>负债合计</b>	<b>473</b>	<b>563</b>	<b>649</b>	<b>750</b>
归属于母公司的所有者权益	3,665	4,165	4,789	5,533
少数股东权益	5	5	5	5
<b>股东权益</b>	<b>3,670</b>	<b>4,169</b>	<b>4,794</b>	<b>5,538</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4,143</b>	<b>4,732</b>	<b>5,443</b>	<b>6,287</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	617	746	808	974
投资	0	0	0	0
资本性支出	-196	-1,042	-544	-351
其他	-879	-43	0	0
投资活动现金流净额	-1,075	-1,085	-543	-350
债权融资	-196	4	0	0
股权融资	1,600	0	0	0
支付股利及利息	-1	-94	-125	-160
其他	-121	-13	0	0
筹资活动现金流净额	1,282	-103	-125	-160
现金净流量	822	-441	140	464

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年04月16日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089