

乖宝宠物 (301498.SZ)

利润端高效释放，自有品牌优势凸显

投资要点:

➤ 24Q1 收入同增 21.33%，归母净利润同增 74.49%。

公司发布 23 年报及 24 一季报，23 年实现营业收入 43.27 亿元，同增 27.36%，实现毛利率 36.84%，同增 4.25pct，归母净利润 4.29 亿元，同增 60.68%，主要系原材料价格下降及自有品牌利润释放。24Q1 实现营收 10.97 亿元，同增 21.33%，实现毛利率 41.14%，同增 6.94pct，归母净利润 1.48 亿元，同增 74.49%，主要系汇兑及原材料利好，叠加自有品牌渠道及产品结构优化，毛利率大幅上行。公司拟定利润分配元，拟向股东每 10 股分派红利 1.7 元（含税）。

➤ 分产品看，主粮占比持续上行，零食毛利率高增。

自有品牌持续高增带动 2023 年主粮收入 20.87 亿元，同增 50.35%，毛利率 47.40%，同增 1.28pct；受海外去库存影响，23 年零食收入 21.66 亿元，同增 10.86%，成本端利好下毛利率 37.19%，同增 6.43pct。

➤ 分业务看，自有品牌表现优秀，强者恒强。

23 年自有品牌实现收入 27.45 亿元，同增 34.15%，实现毛利率 39.91%，同增 3.19pct，主要系强竞争环境下公司品牌实现强者恒强，同时高毛利率的弗列加特和 barf 提速占比提升。代工业务稳步增长，23 年实现收入 14.07 亿元，同增 18.01%，受益于鸡肉价格下行及人民币贬值，毛利率同增 5.32pct 至 30.48%。根据魔镜数据，24Q1 麦富迪/弗列加特线上三平台分别同增 17.25%/213.51%，公司口径同增 30.56%，24 年麦富迪有望实现强者恒强，高端线弗列加特贡献第二增长曲线。

➤ 费用端坚定投入，销售费用率上行。

当前宠物行业仍处于初级竞争阶段，公司追求长期成长，坚定投入提升品牌影响力，23 年/24Q1 销售费用率分别为 16.66%/17.30%，同增 0.61pct/2.92pct。研发端 23 年/24Q1 研发费用率 1.69%/1.56%，截止 2023 年公司已获境内授权专利 317 项，24 年上海研发中心投入运营，将进一步加强对于猫狗生物学的基础研究，补足国内短板。23 年/24Q1 分别实现财务费用率 -0.31%/-0.55%，系人民币贬值，汇兑收益增加。

➤ 盈利预测与投资建议

在当前强竞争和线上流量为主的背景下，公司具备较强的营销推广及新品打造能力，两大自有品牌有望实现强者恒强，规模效应下的利润弹性释放可期。上调公司 2024-2026 年营收至 54.99/67.79/81.76 亿元（前值 24-25 年为 51.56/62.02 亿元），归母净利润到 5.97/7.41/8.98 亿元（前值 24-25 年为 5.10/6.44 亿元）。给予公司 2024 年 39 倍 PE，对应目标价 58.19 元/股（前值为 54.81 元/股），维持公司“买入”评级。

➤ 风险提示

产品竞争风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险

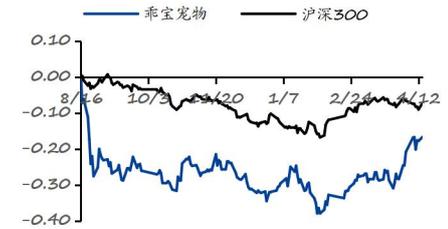
买入（维持评级）

当前价格：48.77 元
目标价格：58.19 元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	400.04/40.00
流通 A 股市值(百万元)	1,951.02
每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	11.17
一年内最高/最低价(元)	78.24/30.16

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
联系人：杜采玲(S0210123070007)
dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福大消费】乖宝宠物 23 业绩预告点评：自有品牌高端化升级，业绩表现亮眼——2024.01.18
- 【华福商业&农业】乖宝宠物 23Q3 点评：Q3 业绩表现亮眼，期待 Q4 自有品牌增长——2023.10.24
- 【华福商业&农业】乖宝宠物：多品牌覆盖全价格段，目标明确力争头魁——2023.10.23

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,398	4,327	5,499	6,779	8,176
增长率	32%	27%	27%	23%	21%
净利润(百万元)	267	429	597	741	898
增长率	90%	61%	39%	24%	21%
EPS(元/股)	0.67	1.07	1.49	1.85	2.25
市盈率(P/E)	73.1	45.5	32.7	26.3	21.7
市净率(P/B)	11.1	5.3	4.5	4.6	4.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	1,070	1,220	1,472
应收票据及账款	278	330	407	491
预付账款	28	63	77	93
存货	657	980	1,213	1,427
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	123	118	200	245
流动资产合计	2,095	2,560	3,116	3,727
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	916	966	1,315	1,815
在建工程	34	309	118	-351
无形资产	131	131	132	136
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	968	923	938	949
非流动资产合计	2,049	2,330	2,503	2,549
资产合计	4,143	4,890	5,620	6,276
短期借款	0	0	646	1,076
应付票据及账款	184	288	338	369
预收款项	0	0	0	0
合同负债	57	73	90	108
其他应付款	15	15	16	17
其他流动负债	101	98	120	143
流动负债合计	357	474	1,210	1,713
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	116	116	116	116
非流动负债合计	116	116	116	116
负债合计	473	590	1,326	1,829
归属母公司所有者权益	3,665	4,294	4,287	4,437
少数股东权益	5	7	7	9
所有者权益合计	3,670	4,301	4,294	4,446
负债和股东权益	4,143	4,890	5,620	6,276

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	617	382	526	777
现金收益	522	681	845	1,066
存货影响	79	-323	-233	-215
经营性应收影响	-118	-84	-86	-94
经营性应付影响	46	104	51	32
其他影响	89	4	-50	-13
投资活动现金流	-1,075	-390	-289	-200
资本支出	-127	-437	-277	-192
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-948	47	-12	-8
融资活动现金流	1,282	69	-87	-326
借款增加	-192	0	646	430
股利及利息支付	-1	-751	-762	-87
股东融资	1,600	40	0	0
其他影响	-124	779	29	-669

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,327	5,499	6,779	8,176
营业成本	2,733	3,392	4,158	5,001
税金及附加	20	25	31	37
销售费用	721	962	1,186	1,423
管理费用	250	313	386	458
研发费用	73	99	122	139
财务费用	-13	-29	-16	8
信用减值损失	-14	-14	-14	-14
资产减值损失	-12	-3	-4	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	2	3	3
其他收益	9	9	9	9
营业利润	526	728	901	1,098
营业外收入	1	5	6	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	525	731	905	1,099
所得税	95	132	164	199
净利润	430	599	742	900
少数股东损益	1	2	1	2
归属母公司净利润	429	597	741	898
EPS (按最新股本摊薄)	1.07	1.49	1.85	2.25

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	27.4%	27.1%	23.3%	20.6%
EBIT 增长率	66.5%	37.1%	26.7%	24.5%
归母公司净利润增长率	60.7%	39.2%	24.2%	21.2%
获利能力				
毛利率	36.8%	38.3%	38.7%	38.8%
净利率	9.9%	10.9%	10.9%	11.0%
ROE	11.7%	13.9%	17.3%	20.2%
ROIC	18.1%	19.8%	21.3%	23.4%
偿债能力				
资产负债率	11.4%	12.1%	23.6%	29.2%
流动比率	5.9	5.4	2.6	2.2
速动比率	4.0	3.3	1.6	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天数	17	20	20	20
存货周转天数	92	87	95	95
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.49	1.85	2.25
每股经营现金流	1.54	0.96	1.32	1.94
每股净资产	9.16	10.73	10.72	11.09
估值比率				
P/E	45	33	26	22
P/B	5	5	5	4
EV/EBITDA	52	40	32	25

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn