

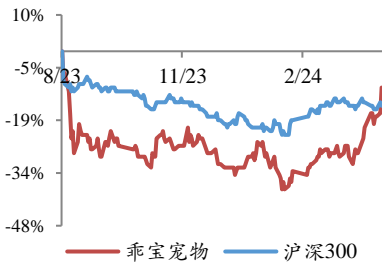
自有品牌业务持续高增，24Q1 业绩表现亮眼

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-04-17

收盘价(元)	54.35
近12个月最高/最低(元)	78.24/30.16
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	40
流通股比例(%)	10.00
总市值(亿元)	217
流通市值(亿元)	22

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

1.《宠物行业新股专题：乖宝宠物上市在即，麦富迪品牌力持续验证》2023-07-31

主要观点：

● 2023 年归母净利润 4.29 亿元，同比增长 60.7%

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报：2023 年公司实现收入 43.27 亿元，同比增长 27.4%，归母净利润 4.29 亿元，同比增长 60.7%。其中，2023Q4 公司实现收入 12.15 亿元，同比增长 33.5%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 128.7%。2024Q1，公司实现收入 10.97 亿元，同比增长 21.3%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 74.5%。

● 自有品牌业务同比高增，主粮业务表现亮眼

2023 年公司自有品牌业务实现收入 27.45 亿元，同比增长 34.2%，自有品牌业务占公司整体营收的 63.4%，同比增加 3.2 个百分点。麦富迪品牌影响力持续提升，品牌旗下双拼粮、益生军团、BARF 等多个产品系列逐渐获得消费者认可，品牌结构和产品结构向高端化方向发展。分产品看，2023 年公司零食产品实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 10.9%，毛利率 37.2%，同比提升 6.43 个百分点；主粮产品实现收入 20.87 亿元，同比增长 50.4%，毛利率 36.0%，同比提升 1.28 个百分点。

● 产品、渠道结构优化叠加原材料成本下行，公司盈利能力持续提升

2023 年公司综合毛利率 26.8%，同比提升 4.3 个百分点；2024Q1，公司毛利率达 41.1%，同比提升 6.9 个百分点。公司盈利能力增强主要系主粮业务占比提升、高端产品系列放量和公司直销渠道业务快速增长所致，原材料价格低位以及汇兑收益进一步推动公司利润率提升。

分渠道看，2023 年公司直销模式实现收入 12.36 亿元，同比增长 57.0%，毛利率 50.1%，同比增长 1.25 个百分点。经销模式实现收入 16.68 亿元，同比增长 19.1%，毛利率 32.3%，同比提升 2.46 个百分点；OEM/ODM 业务实现收入 14.07 亿元，同比增长 18.0%，毛利率 30.5%，同比提升 5.32 个百分点。

● 出口代工业务边际改善，境外业务稳健增长

海关总署数据：2024 年 2 月我国宠物食品出口量 1.73 万吨，同比增长 22.8%；宠物食品出口额（美元口径）7964 万美元，同比增长 22.3%，我国宠物食品出口已实现连续 6 个月同比增长，宠物食品出口去库存已基本完成，受外需边际企稳、海外客户开拓以及 2023 年同期出口低基数影响，24 年上半年我国宠物食品出口有望边际改善。分地区看，2023 年公司境外业务实现收入 14.64 亿元，同比增长 9.0%，境内业务实现收入 28.63 亿元，同比增长 39.4%。

● 投资建议

乖宝宠物是我国宠物食品行业优质企业，自有品牌业务优势明显，综合考虑公司品牌力、产品高端化进程以及产能投放节奏，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 53.57 亿元、65.10 亿元、77.62 亿元，同比增长 23.8%、21.5%、19.2%，对应归母净利润 5.74 亿元、7.47 亿元、9.19 亿元，对应 EPS 分别为 1.44 元、1.87 元、2.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

国际贸易摩擦风险；汇率变化风险；原材料价格波动的风险；国内市场竞争加剧风险；自主品牌建设不及预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4327	5357	6510	7762
收入同比 (%)	27.4%	23.8%	21.5%	19.2%
归属母公司净利润	429	574	747	919
净利润同比 (%)	60.7%	33.9%	30.1%	23.0%
毛利率 (%)	36.8%	37.6%	38.6%	39.0%
ROE (%)	11.7%	13.6%	15.0%	15.6%
每股收益 (元)	1.15	1.44	1.87	2.30
P/E	34.62	37.85	29.10	23.67
P/B	4.35	5.14	4.37	3.69
EV/EBITDA	24.07	25.52	19.50	15.50

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 自有品牌快速发展，麦富迪品牌力持续验证	5
2 海外出口持续回暖，代工业务稳健增长	6
3 盈利预测、估值及投资评级	7
3.1 盈利预测	7
3.2 投资建议	8
风险提示:	8

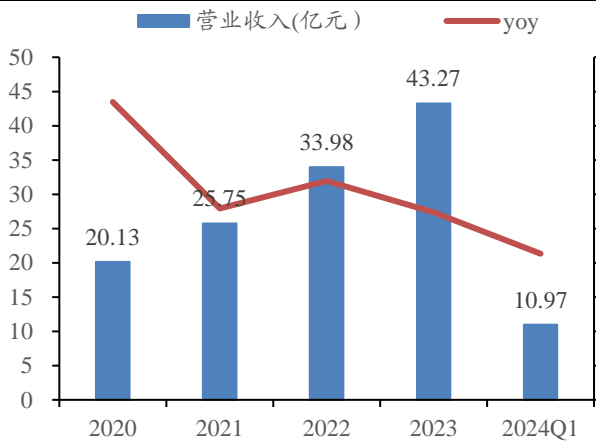
图表目录

图表 1 2020-2024Q1 公司营业收入及 YOY	5
图表 2 2021-2024Q1 公司归母净利润及 YOY	5
图表 3 2020-2023 公司自有品牌营业收入及 YOY	5
图表 4 麦富迪旗下产品系列矩阵	5
图表 5 2020-2024Q1 公司毛利率、净利率，%	6
图表 6 2020-2023 公司零食、主粮业务收入及 YOY	6
图表 7 2020-2023 公司 ODM/OEM 业务收入及 YOY	6
图表 8 2022-2023 公司分地区收入	6
图表 9 宠物食品出口量及同环比变动，吨、%	7
图表 10 宠物食品出口额及同环比变动，万美元、%	7
图表 11 公司收入成本预测表，百万元、%	7

1 自有品牌快速发展，麦富迪品牌力持续验证

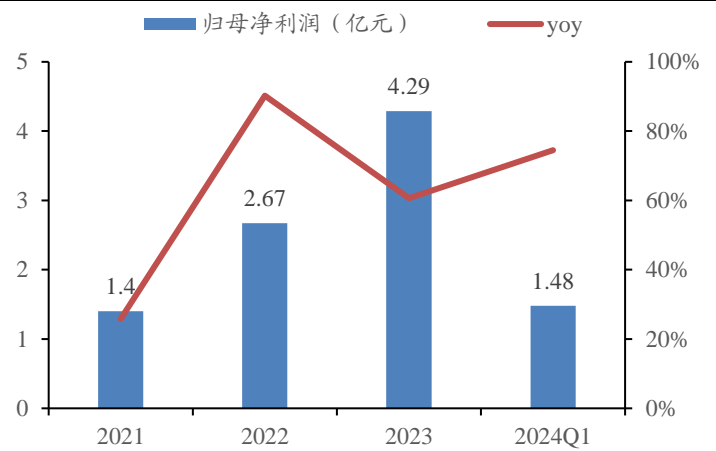
公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报：2023 年公司实现收入 43.27 亿元，同比增长 27.4%，归母净利润 4.29 亿元，同比增长 60.7%。其中，2023Q4 公司实现收入 12.15 亿元，同比增长 33.5%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 128.7%。2024Q1，公司实现收入 10.97 亿元，同比增长 21.3%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 74.5%。

图表 1 2020-2024Q1 公司营业收入及 yoy



资料来源：wind，华安证券研究所

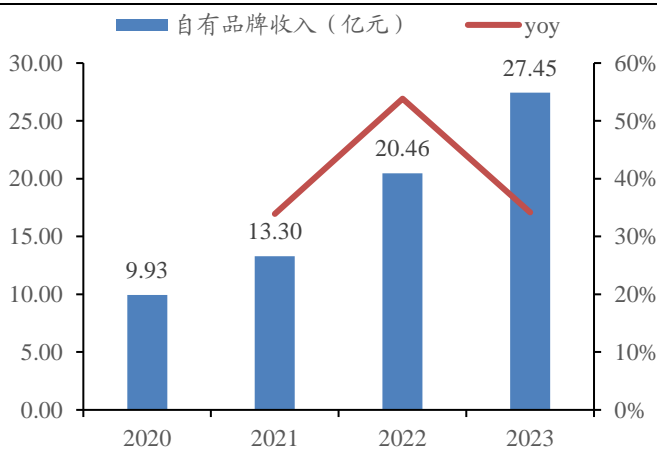
图表 2 2021-2024Q1 公司归母净利润及 yoy



资料来源：wind，华安证券研究所

自有品牌业务同比高增，高端产品系列推进顺利。2023 年公司自有品牌业务实现收入 27.45 亿元，同比增长 34.2%。麦富迪品牌影响力持续验证，同时，麦富迪品牌旗下开发的双拼粮、益生军团、BARF 等多个产品系列逐渐获得消费者认可，品牌产品结构向高端化方向发展。

图表 3 2020-2023 公司自有品牌营业收入及 yoy



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 4 麦富迪旗下产品系列矩阵

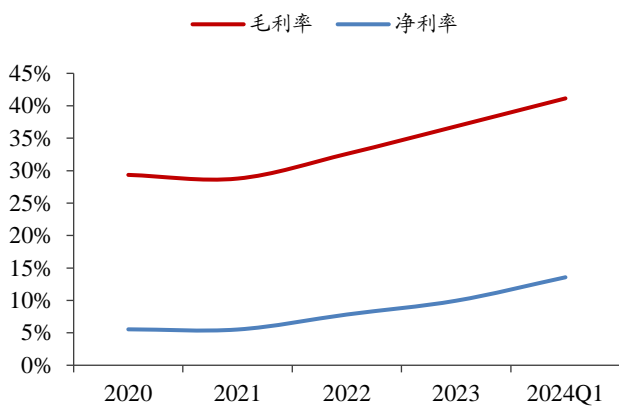


资料来源：公司年报，华安证券研究所

主粮业务表现亮眼,产品及销售渠道结构优化、品牌向上叠加汇兑收益影响带动公司盈利能力整体提升。2023年公司毛利率26.8%,同比提升4.3个百分点;2024Q1,公司毛利率达41.1%,同比提升6.9个百分点。分产品看,2023年公司零食产品实现营业收入21.66亿元,同比增长10.9%,毛利率37.2%,同比提升6.43个百分点;主粮产品实现收入20.87亿元,同比增长50.4%,毛利率36.0%,同比提升1.28个百分点。

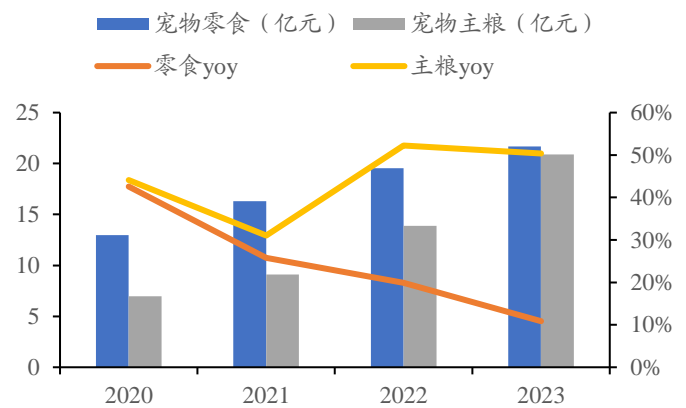
分渠道看,2023年公司直销模式实现收入12.36亿元,同比增长57.0%,毛利率50.1%,同比增长1.25个百分点;经销模式实现收入16.68亿元,同比增长19.1%,毛利率32.3%,同比提升2.46个百分点;OEM/ODM业务实现收入14.07亿元,同比增长18.0%,毛利率30.5%,同比提升5.32个百分点。

图表 5 2020-2024Q1 公司毛利率、净利率, %



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 6 2020-2023 公司零食、主粮业务收入及 yoy

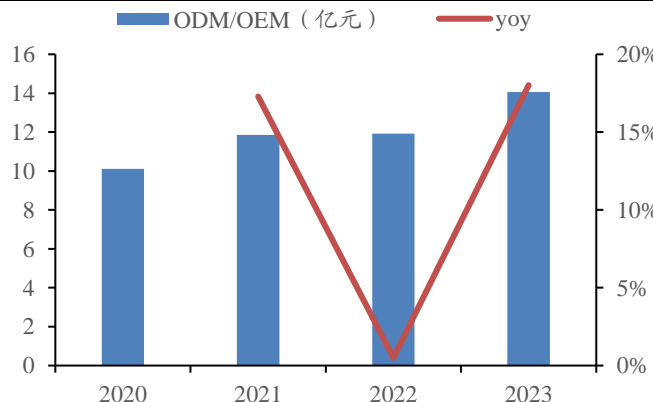


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

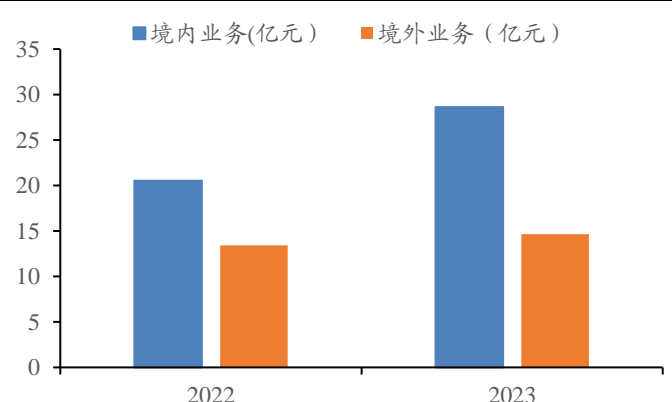
2 海外出口持续回暖, 代工业务稳健增长

出口代工业务边际改善, 境外业务稳健增长。2023年公司 ODM/OEM 业务实现收入 14.07 亿元, 同比增长 18.0%, 毛利率 30.5%, 同比增长 5.32 个百分点。分地区看, 公司境外业务实现收入 14.64 亿元, 同比增长 9.0%, 境内业务实现收入 28.63 亿元, 同比增长 39.4%。

图表 7 2020-2023 公司 ODM/OEM 业务收入及 yoy



图表 8 2022-2023 公司分地区收入

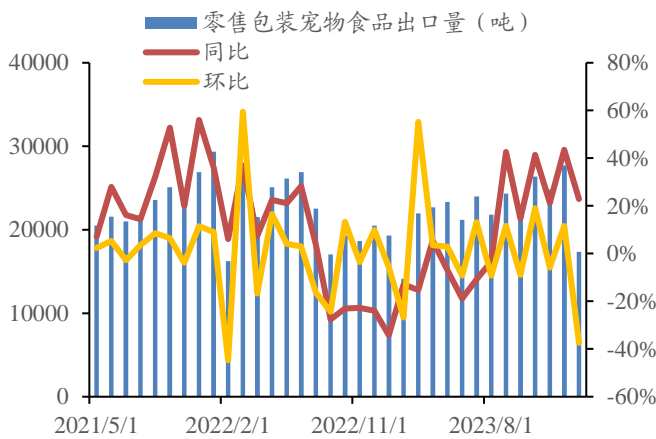


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

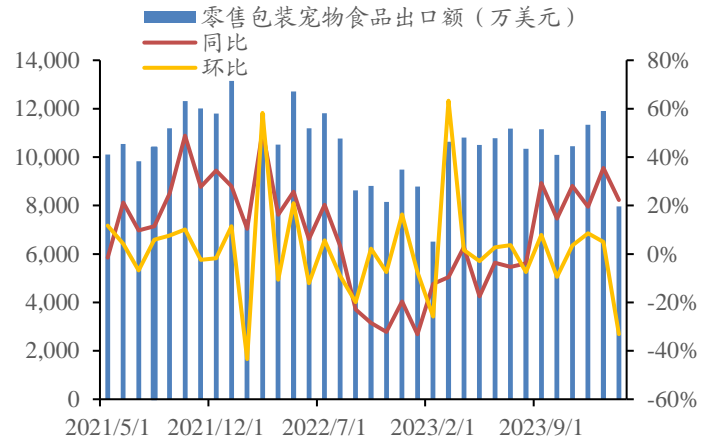
海关总署数据:2024年2月我国宠物食品出口量1.73万吨,同比增长22.8%,环比下降37.4%;宠物食品出口额(美元口径)7964万美元,同比增长22.3%,环比下滑33.1%;已实现连续6个月同比增长且2024年2月出口额高于22年同期水平,2月出口额环比下降主要受春节假期因素影响。宠物食品出口去库存已基本完成,受外需边际企稳、海外客户开拓以及2023年同期出口低基数影响,24年上半年我国宠物食品出口有望边际改善。

图表9 宠物食品出口量及同环比变动,吨、%



资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

图表10 宠物食品出口额及同环比变动,万美元、%



资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

3 盈利预测、估值及投资评级

3.1 盈利预测

(1) 宠物零食业务

公司宠物零食主要通过出口代工和自有品牌销售,综合考虑募投项目产能释放节奏、海外客户去库存节奏以及自主品牌产品结构优化趋势,我们预计,2024-2026年公司宠物零食业务实现收入24.56亿元、27.08亿元、29.86亿元,同比增长13.4%、10.3%、10.3%。

(2) 宠物主粮业务

宠物主粮为公司核心业务,募投项目新增产能规划合计超15万吨,伴随新建主粮产能逐步落地以及高端主粮系列产品快速增长,我们预计,2024-2026年公司宠物主粮业务实现收入28.06亿元、36.82亿元、46.27亿元,同比增长34.4%、31.3%、25.7%。

图表11 公司收入成本预测表,百万元、%

合计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,013	2,575	3,398	4,327	5,357	6,510	7,762

yoy	43.5%	27.9%	31.9%	27.4%	23.8%	21.5%	19.2%
营业成本 (百万元)	1,422	1,834	2,290	2,733	3,345	3,998	4,734
毛利率	29.3%	28.8%	32.6%	36.8%	37.6%	38.6%	39.0%
毛利 (百万元)	591	741	1,107	1,594	2,012	2,512	3,028
宠物零食	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1,296	1,630	1,954	2,166	2,456	2,708	2,986
yoy	42.6%	25.8%	19.9%	10.9%	13.4%	10.3%	10.3%
成本	954	1,181	1,353	1,361	1,535	1,684	1,851
毛利率	26.4%	27.55%	30.76%	37.19%	37.5%	37.8%	38.0%
宠物主粮	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	696	912	1,388	2,087	2,806	3,682	4,627
yoy	44.1%	31.0%	52.2%	50.3%	34.4%	31.3%	25.7%
成本	457	635	906	1,336	1,762	2,254	2,809
毛利率	34.4%	30.3%	34.7%	36.0%	37.2%	38.8%	39.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

3.2 投资建议

乖宝宠物是我国宠物食品行业优质企业，自有品牌业务优势明显，综合考虑公司产品力、产品高端化进程以及产能投放节奏，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 53.57 亿元、65.10 亿元、77.62 亿元，同比增长 23.8%、21.5%、19.2%，对应归母净利润 5.74 亿元、7.47 亿元、9.19 亿元，对应 EPS 分别为 1.44 元、1.87 元、2.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

国际贸易摩擦风险；汇率变化风险；原材料价格波动的风险；国内市场竞争加剧风险；自主品牌建设不及预期风险等。

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2095	2843	3665	4664
现金	1009	1483	2081	2799
应收账款	278	296	375	438
其他应收款	25	33	39	47
预付账款	28	44	48	59
存货	657	889	1023	1223
其他流动资产	98	98	98	98
非流动资产	2049	2131	2148	2161
长期投资	0	0	0	0
固定资产	916	927	919	905
无形资产	131	141	151	163
其他非流动资产	1002	1063	1078	1093
资产总计	4143	4974	5814	6825
流动负债	357	616	706	796
短期借款	0	200	200	200
应付账款	184	219	264	312
其他流动负债	173	197	242	284
非流动负债	116	122	122	122
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	116	122	122	122
负债合计	473	738	829	918
少数股东权益	5	6	9	11
股本	400	400	400	400
资本公积	2106	2106	2106	2106
留存收益	1159	1723	2471	3389
归属母公司股东权益	3665	4229	4976	5895
负债和股东权益	4143	4974	5814	6825

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	617	482	751	873
净利润	430	576	749	921
折旧摊销	107	115	120	128
财务费用	5	7	14	14
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	42	-223	-142	-199
其他经营现金流	423	807	900	1130
投资活动现金流	-1075	-193	-139	-141
资本支出	-196	-150	-139	-141
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-879	-43	0	0
筹资活动现金流	1282	185	-14	-14
短期借款	-165	200	0	0
长期借款	-28	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	1433	0	0	0
其他筹资现金流	1	-15	-14	-14
现金净增加额	822	474	598	718

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4327	5357	6510	7762
营业成本	2733	3345	3998	4734
营业税金及附加	20	24	29	35
销售费用	721	900	1107	1320
管理费用	250	300	358	427
财务费用	-13	-8	-11	-7
资产减值损失	-12	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	526	697	911	1117
营业外收入	1	0	0	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	525	696	910	1116
所得税	95	120	161	195
净利润	430	576	749	921
少数股东损益	1	2	2	3
归属母公司净利润	429	574	747	919
EBITDA	621	803	1020	1236
EPS (元)	1.15	1.44	1.87	2.30

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	27.4%	23.8%	21.5%	19.2%
营业利润	65.0%	32.5%	30.7%	22.6%
归属于母公司净利	60.7%	33.9%	30.1%	23.0%
获利能力				
毛利率 (%)	36.8%	37.6%	38.6%	39.0%
净利率 (%)	9.9%	10.7%	11.5%	11.8%
ROE (%)	11.7%	13.6%	15.0%	15.6%
ROIC (%)	11.4%	12.8%	14.2%	14.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.4%	14.8%	14.3%	13.5%
净负债比率 (%)	12.9%	17.4%	16.6%	15.5%
流动比率	5.86	4.61	5.19	5.86
速动比率	3.67	2.94	3.53	4.12
营运能力				
总资产周转率	1.35	1.18	1.21	1.23
应收账款周转率	21.10	18.68	19.40	19.08
应付账款周转率	16.77	16.59	16.53	16.42
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.44	1.87	2.30
每股经营现金流	1.54	1.20	1.88	2.18
每股净资产	9.16	10.57	12.44	14.74
估值比率				
P/E	34.62	37.85	29.10	23.67
P/B	4.35	5.14	4.37	3.69
EV/EBITDA	24.07	25.52	19.50	15.50

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。