

乖宝宠物 (301498)

证券研究报告
2024年04月17日

23 年境内收入高增长，看好自主品牌持续拓展！

事件：公司发布 2023 年报+2024Q1 季报。1、2023 年全年营业收入 43.27 亿元，yoy+27.36%；归母净利润 4.29 亿元，yoy+60.68%。其中 2023Q4：营业收入 12.15 亿元，yoy+33.50%；归母净利润 1.14 亿元，yoy+128.67%。每 10 股派发现金红利 1.7 元。2、2024Q1 营业收入 10.97 亿元，yoy+21.33%；归母净利润 1.48 亿元，yoy+74.49%，毛利率达 41.14%，同比提升 6.94pct。

1、境内自主品牌持续开拓，23 年境内收入增速超 39%!

公司 2023 年境内收入达 28.63 亿，增速 39.38%，毛利率 39.23%。公司自有品牌销售收入占营业收入比重 63.44%，自有品牌销售收入 27.45 亿元，同比增长 34.15%。公司重视销售渠道建设，在境内市场，公司已实现线上、线下全渠道运行格局，逐步提高用户覆盖与辐射能力。境内收入占比由 2022 年的 60.46%提升至 2023 年的 66.17%，同比提升 5.71pct。

①**品牌：麦富迪保持领先、弗列加特增长快。**麦富迪品牌力持续提升，市场占有率在国内同行业中名列前茅，在多个电商平台销量稳居第一。同时，乖宝宠物旗下高端猫粮品牌弗列加特也取得高速增长，打造了乖宝宠物品牌增长的第二曲线，短短几年已成长为国内高端猫粮头部品牌。根据宠物营销界的数据跟踪，2022 年 Q4 弗列加特销售额在淘宝猫主粮月度排名中处于 30-40 名梯队，23 年 9 月进入前 20，24 年 3 月弗列加特位列第 10 名。弗列加特的快速崛起，拉动公司自主品牌盈利能力提升。

②**渠道：淘宝稳固、抖音上量。**“麦富迪”获 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜（宠物）第一名、MAT2021 犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一名，同时也成为 MAT2021 最受 Z 世代欢迎的宠物食品品牌。2023 年公司品牌在淘宝上占据第 3-10 名位置。2023 年公司在抖音投放精准，抖音渠道崛起快速，弗列加特摘得“抖音精致喂养店铺 TOP1”的桂冠。23 年上半年麦富迪位列抖音猫主粮销售 2-6 名，23 年下半年开始麦富迪稳居抖音前 1/2 名。同时，毛利较高的直销渠道占比大幅提升。公司直销渠道 2023 年毛利率为 50.14%，高于经销渠道的 32.33%及 OEM/ODM 模式的 30.48%。2023 年公司直销渠道占营业收入比重达 28.56%，同比提升 5.39pct。

2、海外去库存步入尾声，wagging train 如何突破是看点

公司 2023 年境外收入达 14.64 亿，增速 8.96%，毛利率 32.17%。2022 年起，受国外市场通货膨胀影响及国际供应链扰动影响，海外宠物食品渠道库存持续攀升，境内宠物食品企业出口代工业务普遍承压。出口方面，公司与沃尔玛、斯马克、品谱等下游客户关系稳固。随海外渠道去库存步入尾声，2024 年国内宠物食品企业出口业务有望逐步恢复常态。海外宠物食品需求稳健，公司出口预计保持稳中有升，作为原雀巢旗下的海外品牌，2023 年 Waggin' Train 品牌在海外市场稳健运营。

3、投资建议

我们原先预计 2024/2025 年公司实现归母净利润 5.20/6.53 亿元，考虑公司线上自主品牌持续崛起，品牌溢价较高，我们对公司 24-25 年公司利润进行上调。**我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入为 53.03/65.95/81.97 亿，实现归母净利润 5.56/6.94/8.53 亿元，同增 30%/25%/23%。**继续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：国内市场竞争加剧、原材料价格波动、贸易摩擦、汇率波动、募投项目实施风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,397.54	4,326.96	5,303.45	6,594.69	8,196.74
增长率(%)	31.93	27.36	22.57	24.35	24.29
EBITDA(百万元)	465.45	718.17	769.14	927.99	1,128.66
归属母公司净利润(百万元)	266.88	428.84	555.75	694.21	853.08
增长率(%)	90.25	60.69	29.59	24.91	22.88
EPS(元/股)	0.67	1.07	1.39	1.74	2.13
市盈率(P/E)	79.01	49.17	37.94	30.37	24.72
市净率(P/B)	12.01	5.75	3.77	3.39	3.02
市销率(P/S)	6.21	4.87	3.98	3.20	2.57
EV/EBITDA	0.00	19.44	23.08	18.71	15.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	52.71 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.04
流通 A 股股本(百万股)	40.00
A 股总市值(百万元)	21,086.35
流通 A 股市值(百万元)	2,108.64
每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	11.17
一年内最高/最低(元)	78.24/30.16

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002 wuli1@tfzq.com	
陈潇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002 chenx@tfzq.com	
林逸丹	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001 linyidan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《乖宝宠物-公司点评:23 年业绩亮眼，自有品牌高速增长!》 2024-01-19
- 《乖宝宠物-季报点评:业绩持续高速增长，海外回暖+国内自主品牌表现强势》 2023-10-28
- 《C 乖宝-首次覆盖报告:构建强大宠食供应链，自主品牌开拓国内领先!》 2023-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	197.99	1,009.09	3,039.49	3,333.67	3,525.27	营业收入	3,397.54	4,326.96	5,303.45	6,594.69	8,196.74
应收票据及应收账款	132.41	277.70	193.72	392.47	336.13	营业成本	2,290.37	2,732.91	3,275.41	4,000.77	4,900.45
预付账款	42.96	27.89	101.28	41.50	123.57	营业税金及附加	15.21	19.62	23.41	29.51	36.68
存货	735.79	657.19	1,110.68	1,056.85	1,590.11	销售费用	545.17	720.83	946.97	1,231.41	1,590.29
其他	55.46	122.84	80.47	102.99	114.88	管理费用	176.82	249.61	291.69	362.71	450.82
流动资产合计	1,164.60	2,094.71	4,525.64	4,927.49	5,689.95	研发费用	67.85	73.28	106.07	158.27	213.12
长期股权投资	0.64	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(10.35)	(13.21)	(25.27)	(39.32)	(42.43)
固定资产	920.99	915.88	894.82	971.18	979.75	资产/信用减值损失	(2.25)	(26.35)	(3.98)	(1.00)	(2.49)
在建工程	24.70	33.65	66.82	133.41	101.71	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	111.79	130.85	124.51	118.18	111.84	投资净收益	(0.08)	2.14	1.03	1.58	1.31
其他	60.23	968.15	361.81	455.41	587.41	其他	(4.24)	41.84	0.00	(0.00)	0.00
非流动资产合计	1,118.36	2,048.53	1,447.97	1,678.19	1,780.71	营业利润	319.05	526.30	682.24	851.92	1,046.63
资产总计	2,282.96	4,143.25	5,973.61	6,605.68	7,470.65	营业外收入	0.46	0.52	0.50	0.51	0.50
短期借款	164.57	0.00	30.00	30.00	30.00	营业外支出	1.60	1.56	1.58	1.57	1.57
应付票据及应付账款	141.85	184.04	31.37	53.26	42.56	利润总额	317.91	525.26	681.16	850.86	1,045.56
其他	67.92	116.03	205.90	182.47	279.80	所得税	52.26	94.92	122.61	153.15	188.20
流动负债合计	374.33	300.07	267.27	265.74	352.36	净利润	265.65	430.34	558.55	697.70	857.36
长期借款	27.96	0.00	20.00	21.00	22.00	少数股东损益	(1.22)	1.50	2.79	3.49	4.29
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	266.88	428.84	555.75	694.21	853.08
其他	77.09	116.11	89.60	94.26	99.99	每股收益(元)	0.67	1.07	1.39	1.74	2.13
非流动负债合计	105.04	116.11	109.60	115.26	121.99						
负债合计	523.96	473.37	376.87	381.00	474.35	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3.10	4.67	7.18	10.32	14.18	成长能力					
股本	360.04	400.04	400.04	400.04	400.04	营业收入	31.93%	27.36%	22.57%	24.35%	24.29%
资本公积	672.69	2,105.67	3,538.06	3,538.06	3,538.06	营业利润	95.82%	64.96%	29.63%	24.87%	22.86%
留存收益	722.33	1,151.28	1,651.46	2,276.25	3,044.02	归属于母公司净利润	90.25%	60.69%	29.59%	24.91%	22.88%
其他	0.84	8.22	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	1,759.00	3,669.88	5,596.74	6,224.68	6,996.30	毛利率	32.59%	36.84%	38.24%	39.33%	40.21%
负债和股东权益总计	2,282.96	4,143.25	5,973.61	6,605.68	7,470.65	净利率	7.85%	9.91%	10.48%	10.53%	10.41%
						ROE	15.20%	11.70%	9.94%	11.17%	12.22%
						ROIC	17.18%	24.76%	31.74%	29.51%	33.02%
						偿债能力					
						资产负债率	22.95%	11.43%	6.31%	5.77%	6.35%
						净负债率	-0.06%	-27.37%	-53.19%	-52.62%	-49.53%
						流动比率	2.78	5.86	16.93	18.54	16.15
						速动比率	1.02	4.02	12.78	14.57	11.64
						营运能力					
						应收账款周转率	21.69	21.10	22.50	22.50	22.50
						存货周转率	5.15	6.21	6.00	6.08	6.19
						总资产周转率	1.48	1.35	1.05	1.05	1.16
						每股指标(元)					
						每股收益	0.67	1.07	1.39	1.74	2.13
						每股经营现金流	0.77	1.54	1.72	1.44	0.80
						每股净资产	4.39	9.16	13.97	15.53	17.45
						估值比率					
						市盈率	79.01	49.17	37.94	30.37	24.72
						市净率	12.01	5.75	3.77	3.39	3.02
						EV/EBITDA	0.00	19.44	23.08	18.71	15.10
						EV/EBIT	0.00	22.59	26.70	21.32	16.89

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	265.65	430.34	555.75	694.21	853.08
折旧摊销	113.87	104.58	104.22	113.39	119.47
财务费用	22.78	5.24	(25.27)	(39.32)	(42.43)
投资损失	0.08	(2.14)	(1.03)	(1.58)	(1.31)
营运资金变动	(121.38)	(839.68)	51.39	(192.79)	(611.43)
其它	25.46	918.81	2.79	3.49	4.29
经营活动现金流	306.46	617.15	687.86	577.41	321.67
资本支出	136.94	83.41	136.51	245.33	84.27
长期投资	(0.08)	(0.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(316.39)	(1,157.53)	(245.48)	(493.75)	(172.97)
投资活动现金流	(179.52)	(1,074.76)	(108.97)	(248.42)	(88.69)
债权融资	(253.31)	(179.07)	83.20	34.96	44.36
股权融资	16.99	1,480.36	1,368.32	(69.77)	(85.74)
其他	(28.90)	(19.60)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(265.22)	1,281.68	1,451.52	(34.81)	(41.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(138.29)	824.07	2,030.40	294.17	191.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com