

## 主粮收入年内高增 自有品牌提升盈利

—乖宝宠物 (301498.SZ) 年报点评 农林牧渔/饲料



## 事件:

公司发布 2023 年年报及 24 年一季报, 23 年实现营收/归母净利润 43.27/4.29 亿元, 同比增长 27.36%/60.68%。24Q1 实现营收/归母净利润 10.97/1.48 亿元, 同比增长 21.33%/74.49%。23 年业绩好于我们此前预期。

## 投资摘要:

**主粮收入高增贡献主要增量, 销售吨价小幅下降, 自主品牌占比持续提升。** 23 年公司零食/主粮/保健品及用品分别实现营收 21.66/20.87/0.57 亿元, 同比增长 10.86%/50.35%/54.40%。主粮营收高增长、营收占比同比提升 7.38pct 至 48.24%, 零食营收占比同比减少至 50.06%。全年销售量/吨价分别同比+28.21%/-0.51%, 吨价变化主要与单位重量售价更低的主粮占比提高有关。自有品牌营收 27.45 亿元, 同比增长 34.15%, 收入占比 63.44%。公司主要产品品类增长源于公司把握国内宠物食品需求快速扩张的行业机遇, 发挥自主品牌麦富迪、弗列加特的品牌优势, 提升自主品牌高端产品占比, 开发双拼粮系列及大红桶冻干等代表性明星产品, 国内外市场同步发力, 迅速推动主粮销售规模上量。国内市场方面, 据公司 23 年报引用欧睿数据, 2015-2022 年公司国内市占率从 2.4%提升至 4.8%, 为国产品牌市占率第一。

**境内及直销渠道增长领先, 公司电商直销渠道优势进一步巩固。** 23 年境内/境外分别实现销售 28.63/14.64 亿元, 同比增长 39.38%/8.96%, 占比 66.17%/33.83%。主要销售渠道中经销/OEM&ODM/直销分别实现营收 16.68/14.07/12.36 亿元, 同比增长 19.11%/18.01%/57.02%, 其中受海外贸易商仍处于去库存进程中影响, 境外区域及代工渠道增速小于整体增长。24 年随着海外去库存进入尾声, 公司境外业务及带动渠道有望得到提振。以电商为主的直销销售占比同比提高 5.40pct 至 28.56%, 公司麦富迪品牌在多个电商平台销量稳居第一。

**受自主品牌及直销占比扩大、成本降低带动毛利率同比提升。** 公司 23 年宠物食品及用品整体毛利率 36.83%、同比提升 4.19pct, 毛利率提升预计受自主品牌及直销渠道的占比提高同时营业成本降低的综合带动。具体看, 零食和主粮毛利率分别提升 6.43/1.28pct 达到 37.19%/36.00%。直销渠道毛利率 (50.14%) 好于经销 (32.33%) 和 OEM&ODM (30.48%), 直销占比提高带动毛利率提升。同时, 全年营业成本增速慢于营收增速, 直接材料占营业成本的比例有所降低, 预计受益年内主要原材料成本降低。全年销售费用率/管理费用率 (不含研发费用)/研发费用率分别同比+0.61/+0.57/-0.31pct, 其中销售费用率提高为自主品牌占比扩大的品牌和渠道投入加大, 研发费用同比增加、费率受营收基数影响有所下降。全年净利润率+2.13pct 至 9.95%, 达近年新高。

**24Q1 盈利能力进一步提升, 海外改善、国内提升下全年业绩有望提振。**

24Q1 公司营收/归母净利润增速分别达到 21.33%/74.49%, 单季度销售毛利率 41.14%较 23 年整体水平超出 4.30pct, 净利润率较 23 年整体水平提升 3.61pct, 单季度汇兑收益带动财务费用同比节约 908 万元, 净利润率提升主要为毛利率带动。全年看, 宠物食品在国内处于品类渗透率提升的初级阶段, 零食的国产替代及主粮普及可为行业带来较大增量空间, 公司麦富迪、弗列加特品牌在国内市场优势明显, 国外代工业务及并购品牌 Waggin' Train 的产品销售有望随着贸易商补库存周期到来而得到提振。

**投资建议:** 预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 53.81、66.56、81.88 亿元, 归母净利润分别为 5.49 亿元、6.89 亿元和 8.57 亿元, 每股收益分别为 1.37 元、1.72 元和 2.14 元, 对应 PE 分别为 38.58X、30.74X 和 24.71X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 终端对涨价接受不足风险, 原材料价格波动风险, 汇率波动风险

评级

买入

2024 年 04 月 18 日

徐广福

分析师

SAC 执业证书编号: S1660524030001

## 交易数据

时间 2024.4.18

总市值/流通市值 (亿元)	211.66/21.17
总股本 (万股)	40,004.45
资产负债率 (%)	11.17
每股净资产 (元)	9.51
收盘价 (元)	52.91
一年内最低价/最高价 (元)	30.16/78.24

## 公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

1、《乖宝宠物首次覆盖报告: 乖宝畅游宠物蓝海》2023-10-17

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,397.54	4,326.96	5,380.50	6,655.79	8,188.34
增长率 (%)	31.93%	27.36%	24.35%	23.70%	23.03%
归母净利润 (百万元)	266.88	428.84	548.59	688.61	856.63
增长率 (%)	90.25%	60.69%	27.92%	25.52%	24.40%
净资产收益率 (%)	15.20%	11.70%	17.65%	18.14%	18.41%
每股收益(元)	0.74	1.15	1.37	1.72	2.14
PE	71.50	46.01	38.58	30.74	24.71
PB	10.85	5.77	6.81	5.57	4.55

资料来源：公司 2022-2023 年财报，申港证券研究所

**表1: 公司盈利预测表**

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3398	4327	5381	6656	8188	流动资产合计	1165	2095	2183	2655	3286
营业成本	2290	2733	3402	4196	5142	货币资金	198	1009	784	970	1193
营业税金及附加	15	20	24	30	37	应收账款	132	278	278	385	448
营业费用	545	721	897	1116	1376	其他应收款	23	25	31	38	47
管理费用	177	250	311	377	469	预付款项	43	28	49	61	74
研发费用	68	73	99	120	146	存货	736	657	955	1094	1392
财务费用	-10	-13	-12	-12	-12	其他流动资产	32	98	86	107	132
资产减值损失	-4	-12	0	0	0	非流动资产合计	1118	2049	1985	2076	2064
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	1	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	2	1	固定资产	921	916	867	902	883
营业利润	319	526	662	828	1032	无形资产	112	131	125	119	114
营业外收入	0	1	5	3	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2	其他非流动资产	18	57	49	61	75
利润总额	318	525	665	829	1034	资产总计	2283	4143	4168	4730	5351
所得税	52	95	115	138	175	流动负债合计	419	357	937	808	569
净利润	266	430	551	691	860	短期借款	165	0	546	366	66
少数股东损益	-1	1	2	2	3	应付账款	142	184	217	267	328
归属母公司净利润	267	429	549	689	857	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	506	738	756	936	1145	一年内到期的非流动负债	4	5	5	5	5
EPS (元)	0.74	1.15	1.37	1.72	2.14	非流动负债合计	105	116	116	116	116
主要财务比率						长期借款	28	0	0	0	0
成长能力	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	应付债券	0	0	0	0	0
营业收入增长	31.93%	27.36%	24.35%	23.70%	23.03%	负债合计	524	473	1053	924	685
营业利润增长	95.82%	64.96%	25.87%	25.04%	24.64%	少数股东权益	3	5	7	9	12
归属于母公司净利润增长	90.25%	60.69%	27.92%	25.52%	24.40%	实收资本(或股本)	360	400	400	400	400
获利能力						资本公积	673	2106	1000	1000	1000
毛利率(%)	32.59%	36.84%	36.77%	36.96%	37.20%	未分配利润	702	1117	1643	2307	3131
净利率(%)	7.82%	9.95%	10.23%	10.38%	10.50%	归属母公司股东权益合计	1756	3665	3108	3797	4653
总资产净利润(%)	11.69%	10.35%	13.16%	14.56%	16.01%	负债和所有者权益	2283	4143	4168	4730	5351
ROE(%)	15.20%	11.70%	17.65%	18.14%	18.41%	现金流量表	单位:百万元				
偿债能力						经营活动现金流	306	617	364	564	624
资产负债率(%)	23%	11%	25%	20%	13%	净利润	266	430	551	691	860
流动比率	2.78	5.86	2.33	3.28	5.77	折旧摊销	91	100	105	120	125
速动比率	1.02	4.02	1.31	1.93	3.33	财务费用	-10	-13	-12	-12	-12
营运能力						应付帐款减少	48	-145	0	-108	-63
总资产周转率	1.48	1.35	1.29	1.50	1.62	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	22	21	19	20	20	投资活动现金流	-180	-1075	-41	-210	-113
应付账款周转率	19.70	26.56	26.84	27.48	27.51	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	1	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.15	1.37	1.72	2.14	投资收益	0	2	1	2	1
每股净现金流(最新摊薄)	-0.38	2.06	-0.56	0.46	0.56	筹资活动现金流	-265	1282	-548	-168	-288
每股净资产(最新摊薄)	4.88	9.16	7.77	9.49	11.63	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-22	-28	0	0	0
P/E	71.50	46.01	38.58	30.74	24.71	普通股增加	0	40	0	0	0
P/B	10.85	5.77	6.81	5.57	4.55	资本公积增加	2	1433	-1106	0	0
EV/EBITDA	37.63	27.31	27.69	21.98	17.50	现金净增加额	-138	824	-225	186	223

资料来源: wind, 公司2022-2023年财报, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 投资评级说明

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）