

乖宝宠物（301498.SZ）/农林牧渔

证券研究报告/公司点评

2024年7月7日

评级：买入（维持）

市场价格：52.80元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

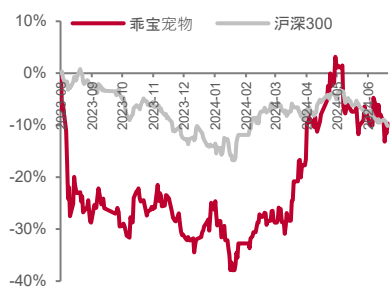
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,398	4,327	5,241	6,455	7,864
增长率 yoy%	31.9%	27.4%	21.1%	23.2%	21.8%
净利润（百万元）	267	429	615	802	1,042
增长率 yoy%	90.3%	60.7%	43.4%	30.4%	30.0%
每股收益（元）	0.67	1.07	1.54	2.00	2.60
每股现金流量	0.77	1.54	1.05	1.78	2.26
净资产收益率	15%	12%	22%	22%	22%
P/E	79.1	49.3	34.4	26.4	20.3
P/B	12.0	5.8	7.4	5.8	4.5

备注：股价选取 2024 年 7 月 5 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	40
市价(元)	52.80
市值(百万元)	21,122
流通市值(百万元)	2,112

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 乖宝宠物：中国宠物食品行业领军者
- 乖宝宠物系列报告一：从弗列加特看公司高端化能力

投资要点

- 事件：**2024年7月5日，公司发布《第一次限制性股票激励计划（草案）》、《绩效考核激励机制》公告。本次股权激励拟向9名高层及中层管理人员以25.93元/股的价格授予不超过217.7万股限制性股票，占当前总股本的0.544%，首次授予214.17万股，摊销总费用5844.6万元，24-27年分别摊销1243、2516、1503、583万元，业绩考核目标为24-26年的营收在23年基础上增长不低于19%、42%、68%，净利润增长不低于21%、39%、59%。此外，《绩效考核激励机制》公告中表示，24-26年若公司业绩考核目标达成，则提取不超过当年归母净利润15%的金额作为激励奖金。
- 本次方案为公司上市后首次股权激励，覆盖了公司部分核心骨干，将进一步激发员工积极性。**激励的9名对象中杜士芳为公司董事、总裁、营销总监，其余8位也均为公司的核心骨干，此前均未持有公司股份或者持有量很少。自有品牌是公司业务重点，当前仍在快速发展阶段，通过股权激励与核心员工深度绑定，将进一步激发公司活力。
- 业绩考核目标上，24-26年营收复合增速约为19%，24年净利增速为21%，25-26年复合增速约15%。**业绩考核目标不构成业绩承诺，公司基于宏观经营环境和公司所处行业发展情况，并综合考虑了未来原材料成本、汇率等不确定性因素，制定了一个相对合理的业绩考核目标，能够有效发挥股权激励计划对员工的激励作用。
- 计提不低于超过15%归母净利润作为激励奖金，会相应增加管理费用，但我们认为对业绩亦是正向影响。**一方面，大比例的计提激励奖金同样能够激发员工积极性，增强员工对公司持续、健康发展的使命感和责任感，有利于主营业务的稳步发展；另一方面，今年原材料鸡肉价格持续低迷、汇率持续高位都对公司业绩有正向影响，所以即使计提激励奖金和股权激励费用，不改变前期业绩预期。
- 投资建议：**公司龙头地位持续强化，品牌打造能力得到持续验证，主品牌麦富迪基于强大的线上精细化运营和市场洞察持续推出系列新品，高端猫粮品牌弗列加特维持高速增长，近期公司发布高端犬粮品牌汪臻醇，补齐了高端犬粮市场的品牌矩阵。我们维持前次业绩预测，预计公司2024-2026年营业收入分别为52.41/64.55/78.64亿元，归母净利润分别为6.15/8.02/10.42亿元，当前股价对应PE分别为34.4/26.4/20.3倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动、国内市场竞争加剧、品牌推广不及预期、研究报告中使用的数据或信息更新不及时等风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	419	679	1,449	营业收入	4,327	5,241	6,455	7,864
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,733	3,194	3,855	4,613
应收账款	278	324	400	489	税金及附加	20	24	29	36
预付账款	28	33	39	47	销售费用	721	865	1,065	1,298
存货	657	894	1,079	1,292	管理费用	250	288	355	433
合同资产	0	0	0	0	研发费用	73	105	129	157
其他流动资产	123	149	183	223	财务费用	-13	-10	10	16
流动资产合计	2,095	1,819	2,381	3,500	信用减值损失	-14	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-10	-10	-10
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	916	996	979	963	投资收益	2	1	1	1
在建工程	34	54	59	64	其他收益	9	8	8	8
无形资产	131	143	153	163	营业利润	526	763	998	1,299
其他非流动资产	968	980	990	998	营业外收入	1	5	5	5
非流动资产合计	2,049	2,172	2,181	2,187	营业外支出	2	10	15	20
资产合计	4,143	3,991	4,562	5,687	利润总额	525	758	988	1,284
短期借款	0	516	200	200	所得税	95	137	178	232
应付票据	0	0	0	0	净利润	430	621	810	1,052
应付账款	184	271	313	340	少数股东损益	1	6	8	10
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	429	615	802	1,042
合同负债	57	69	85	104	NOPLAT	420	612	818	1,065
其他应付款	15	15	15	15	EPS (按最新股本摊薄)	1.07	1.54	2.00	2.60
一年内到期的非流动负债	5	13	7	8					
其他流动负债	97	105	120	136	主要财务比率				
流动负债合计	357	989	740	804	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	28	38	48	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	27.4%	21.1%	23.2%	21.8%
其他非流动负债	116	116	116	116	EBIT增长率	66.5%	46.0%	33.5%	30.2%
非流动负债合计	116	144	154	164	归母公司净利润增长率	60.7%	43.4%	30.4%	30.0%
负债合计	473	1,133	894	968	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,665	2,847	3,649	4,690	毛利率	36.8%	39.1%	40.3%	41.3%
少数股东权益	5	11	19	29	净利率	9.9%	11.9%	12.5%	13.4%
所有者权益合计	3,670	2,858	3,668	4,720	ROE	11.7%	21.5%	21.9%	22.1%
负债和股东权益	4,143	3,991	4,562	5,687	ROIC	18.1%	29.2%	32.8%	31.8%
					偿债能力				
					资产负债率	11.4%	28.4%	19.6%	17.0%
					债务权益比	3.3%	23.6%	9.9%	7.9%
					流动比率	5.9	1.8	3.2	4.4
					速动比率	4.0	0.9	1.8	2.7
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	1.3	1.4	1.4
					应收账款周转天数	17	21	20	20
					应付账款周转天数	21	26	27	26
					存货周转天数	92	87	92	93
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.07	1.54	2.00	2.60
					每股经营现金流	1.54	1.05	1.78	2.26
					每股净资产	9.16	7.12	9.12	11.72
					估值比率				
					P/E	49	34	26	20
					P/B	6	7	6	5
					EV/EBITDA	40	33	22	18

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。