



买入 (维持)

所属行业: 农林牧渔/饲料
当前价格(元): 50.48

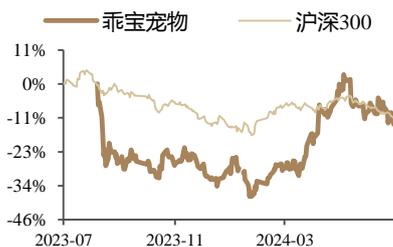
证券分析师

易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.98	-10.31	3.87
相对涨幅(%)	0.85	-4.01	7.68

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《乖宝宠物 2023 业绩预告点评: 经营表现持续靓丽, 品牌高端化获效显著》, 2024.1.19
- 《乖宝宠物 23Q3 业绩点评: 业绩靓丽超预期, 自主品牌贡献持续提升》, 2023.10.25
- 《乖宝宠物 VS 珀莱雅: 逐条解构, 为什么值得对比分析?》, 2023.8.13

乖宝宠物: 发布 3 年激励计划, 看好国货龙头份额持续提升

投资要点

- 事件: 股权激励及绩效激励计划公布, 彰显公司高增长目标。**2024 年 7 月 6 日, 乖宝宠物公布激励机制: **(1) 业绩目标较高:** 以 2023 年为基数, 2024 年-2026 年公司营业收入增长目标分别为 19%/42%/68% (即同比 19%/19%/18%), 净利润目标为 21%/39%/59% (即同比 21%/15%/14%); **(2) 覆盖范围广, 全流程全方位调动团队积极性,** 股权激励覆盖公司董事及中高层管理人员 9 人, 其中授予公司总裁及董事杜士芳 71.75 万股, 业绩激励还覆盖了核心骨干人员, 总授予股本达到 217.7 万股; **(3) 超额业绩目标激励,** 激励对象当年实际获得的奖金额度=个人当年计划获得的奖金额度×公司层面考核系数×个人层面考核系数, 总计划以不超过归母净利润的 15% 作为激励奖金总额, 公司考核系数 X①若营收/归母净利润均完成则为 100%; ②若营收或归母净利润目标完成则为 70%; ③若营收/归母净利润目标均未完成则为 0%。本次激励计划摊销总费用为 5844.58 万元, 24-27 年摊销 1242.94 万/2516.13 万/1502.71 万/582.81 万。
- 618 大促: 双品牌全网高增长, 持续取代国际份额。两品牌总计全网销售超 4.7 亿/+40%, (1) 麦富迪一骑绝尘, 继续全平台领跑,** 618 品牌战报显示, 麦富迪 2021-2024 年持续获得天猫宠物品牌综合排名、抖音宠物品牌综合排名第 1 名, 本次位列拼多多平台品牌综合榜第 1、京东平台第 2, 其中 barf 系列全网 GMV 超 4430w、同增 126%, 双拼粮/羊奶肉 GMV 超 3200 万/1930 万; **(2) 弗列加特增长强劲, 高端赛道持续取代,** 今年 618 榜单弗列加特位居天猫平台品牌综合排名第 8 名, 相比于 23 年双十一前进 11 名; 抖音平台排名第五, 前进两名, 全网销售额超 1 亿/+230%, 其中, 天猫超 6900 万/+320%, 抖音超 2500 万/+143%。
- 高端国产替代未来可期, 全产品矩阵快速增长。**行业方面, 宠物赛道依然为高增长赛道, 具备高复购、高敏感、强黏性等特点, 且国货品牌根据产品性价比逐步实现国产替代。乖宝宠物打造多品牌矩阵, 包括麦富迪、弗列加特、Waggin' Train, 近期新推出高端狗粮品牌汪臻醇, 提倡极简、低敏的喂养方式。根据久谦数据, 24 年 1-5 月, 公司旗下品牌取得了较快的增长, 其中高端品牌弗列加特增长更快, 全平台同比增长 147%, 麦富迪同比增长 12%, 电商渠道持续高增长。
- 投资建议:** 公司是国内宠物食品赛道龙头, 有望借助完善的产品矩阵享受行业高成长红利完成国产替代, 延续高增趋势, 麦富迪持续扩展品牌力, 第二品牌弗列加特大促排名持续提升。我们预计 24-26 年营收为 53.13/64.48/77.44 亿, 归母净利润为 5.59/7.00/8.75 亿, 同增 30.3%/25.3%/25.0%, 对应 PE 分别为 36.2X/28.9X/23.1X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宠物行业竞争加剧, 品牌发展不及预期, 外贸摩擦加剧, 汇率大幅波动, 原料价格大幅波动

股票数据

总股本(百万股):	400.04
流通 A 股(百万股):	40.00
52 周内股价区间(元):	36.30-60.30
总市值(百万元):	20,194.25
总资产(百万元):	4,286.88
每股净资产(元):	9.51

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,398	4,327	5,313	6,448	7,744
(+/-)YOY(%)	31.9%	27.4%	22.8%	21.4%	20.1%
净利润(百万元)	267	429	559	700	875
(+/-)YOY(%)	90.3%	60.7%	30.3%	25.3%	25.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	1.07	1.40	1.75	2.19
毛利率(%)	32.6%	36.8%	38.0%	38.7%	39.3%
净资产收益率(%)	15.2%	11.7%	13.5%	14.4%	15.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.15	1.40	1.75	2.19
每股净资产	9.16	10.36	12.11	14.30
每股经营现金流	1.54	1.43	1.87	2.28
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	34.62	36.15	28.85	23.07
P/B	4.35	4.87	4.17	3.53
P/S	4.67	3.80	3.13	2.61
EV/EBITDA	24.07	25.10	19.77	15.45
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	38.0%	38.7%	39.3%
净利润率	9.9%	10.5%	10.9%	11.3%
净资产收益率	11.7%	13.5%	14.4%	15.3%
资产回报率	10.4%	12.0%	13.0%	13.9%
投资回报率	11.4%	13.2%	14.1%	14.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.4%	22.8%	21.4%	20.1%
EBIT 增长率	66.4%	30.7%	24.7%	24.0%
净利润增长率	60.7%	30.3%	25.3%	25.0%
偿债能力指标				
资产负债率	11.4%	10.8%	10.1%	9.3%
流动比率	5.9	6.6	7.6	8.8
速动比率	3.7	4.4	5.6	6.9
现金比率	2.8	3.5	4.6	5.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	17.1	20.4	19.1	17.3
存货周转天数	91.7	73.4	63.7	56.3
总资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.3
固定资产周转率	4.7	5.7	6.8	8.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	429	559	700	875
少数股东损益	1	0	0	0
非现金支出	134	81	86	91
非经营收益	12	-7	-6	-8
营运资金变动	42	-62	-30	-45
经营活动现金流	617	570	749	913
资产	-196	-125	-125	-125
投资	0	0	0	0
其他	-879	-38	6	8
投资活动现金流	-1,075	-163	-119	-117
债权募资	-196	4	0	0
股权募资	1,600	0	0	0
其他	-122	-81	0	0
融资活动现金流	1,282	-76	0	0
现金净流量	822	331	631	796

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,327	5,313	6,448	7,744
营业成本	2,733	3,293	3,954	4,700
毛利率%	36.8%	38.0%	38.7%	39.3%
营业税金及附加	20	27	32	39
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	721	930	1,148	1,409
营业费用率%	16.7%	17.5%	17.8%	18.2%
管理费用	250	319	387	449
管理费用率%	5.8%	6.0%	6.0%	5.8%
研发费用	73	90	110	132
研发费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
EBIT	513	671	837	1,038
财务费用	-13	-10	-17	-29
财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	2	5	6	8
营业利润	526	681	854	1,067
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	525	681	854	1,067
EBITDA	621	752	923	1,129
所得税	95	123	154	192
有效所得税率%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司所有者净利润	429	559	700	875

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	1,341	1,971	2,768
应收账款及应收票据	278	325	358	387
存货	657	686	714	757
其它流动资产	151	161	174	188
流动资产合计	2,095	2,512	3,217	4,100
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	916	943	965	982
在建工程	34	37	40	42
无形资产	131	145	159	173
非流动资产合计	2,049	2,141	2,180	2,214
资产总计	4,143	4,653	5,397	6,314
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	184	201	220	235
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	173	180	205	232
流动负债合计	357	381	425	467
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	116	122	122	122
非流动负债合计	116	122	122	122
负债总计	473	503	547	589
实收资本	400	400	400	400
普通股股东权益	3,665	4,145	4,845	5,721
少数股东权益	5	5	5	5
负债和所有者权益合计	4,143	4,653	5,397	6,314

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。