

分析师: 张蔓梓
登记编码: S0730522110001
zhangmz@ccnew.com 13681931564

业绩快速增长, 直销渠道表现亮眼

——乖宝宠物(301498)2024 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

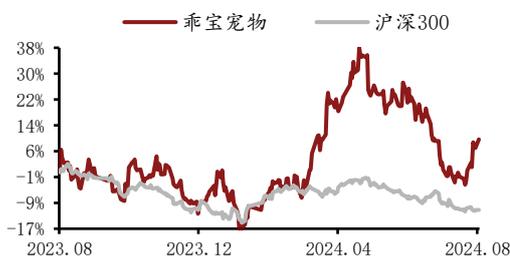
市场数据(2024-08-26)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 48.00 |
| 一年内最高/最低(元) | 60.30/36.30 |
| 沪深 300 指数 | 3,324.22 |
| 市净率(倍) | 4.93 |
| 流通市值(亿元) | 85.93 |

基础数据(2024-06-30)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 9.73 |
| 每股经营现金流(元) | 0.61 |
| 毛利率(%) | 42.05 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 7.92 |
| 资产负债率(%) | 13.91 |
| 总股本/流通股(万股) | 40,004.45/17,902.19 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《乖宝宠物(301498)年报点评: 业绩快速增长, 品牌力持续提升》 2024-06-07

《乖宝宠物(301498)季报点评: 业绩稳步增长, “双十一”再创佳绩》 2023-12-08

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 08 月 27 日

投资要点:

- **公司业绩符合预期, Q2 净利同环比双增。**根据公司公告, 2024 年上半年, 公司实现总营收 24.27 亿元, 同比+17.48%; 归母净利润 3.08 亿元, 同比+49.92%; 扣非后归母净利润 2.91 亿元, 同比+42.28%; 经营性现金流量净额为 2.45 亿元, 同比-33.32%。其中, 2024Q2 营收 13.29 亿元, 同比+14.48%, 环比+21.15%; 归母净利润 1.60 亿元, 同比+32.64%, 环比+8.11%。受益于产品结构优化等因素的影响, 公司盈利水平得到进一步提升, 带动 2024 年上半年业绩快速增长。
- **宠物饲料产量逆势增长, 行业出口数据持续向好。**受到人口结构变化影响, 我国养宠人士数量和专业宠粮的使用程度都在逐年提升, 宠物食品行业市场规模存在较大增长空间。根据中国饲料工业协会发布, 2024 年上半年宠物饲料产量 74 万吨, 同比增长 21.4%。在全国工业饲料总产量同比下降 4.1% 的情况下, 中国宠物饲料产业继续保持良好发展势头。随着国内宠物渗透率的提升, 行业规模将进一步扩大。自 2023 年 9 月开始, 我国宠物食品出口数据逐月回暖, 连续 11 个月维持同比正增长。根据海关总署数据, 2024 年 7 月我国宠物食品出口数量 2.96 万吨, 同比+23.43%; 1-7 月累计出口 18.85 万吨, 同比+28.58%。以美元计价, 2024 年 7 月宠物食品出口金额 1.35 亿美元, 同比+20.76%; 1-7 月累计出口金额为 8.36 亿美元, 同比+20.77%。鉴于 2023 年同期基数较低, 预计 2024 年相关上市公司业绩有望明显改善。
- **公司直销产品表现亮眼, 核心竞争力加强。**分产品来看, 2024 年上半年, 零食板块销售收入 11.94 亿元, 同比+17.32%, 占比 49.21%; 主粮板块销售收入 11.99 亿元, 同比+18.45%, 占比 49.39%。主粮产品具有高粘性和高利润的优势, 随着主粮占比的提升, 公司产品结构进一步优化。分渠道来看, 公司直销渠道表现亮眼。2024 年上半年, 公司第三方平台 (包括阿里系、抖音平台、京东、拼多多等) 实现销售收入 8.66 亿元, 同比+61.24%, 占比 35.85%, 总订单数约 1098 万笔。公司直销产品毛利率明显高于经销和 OEM/ODM 模式, 公司盈利水平得到进一步提升。
- **公司产品结构持续优化, 经营费用率提升。**分产品看, 2024 年上半年, 公司主粮产品毛利率 44.70%, 同比+12.78pcts; 零食产品毛利率 39.09%, 同比+3.19pcts。2024Q2 公司毛利率 42.80%, 同比+8.59pcts, 环比+1.66pcts; 净利率 12.06%, 同比+1.59pcts, 环比-1.5pcts。2024 年上半年, 公司销售费用/管理费用, 同比

+43.66%/+59.35%；销售费用率/管理费用率分别为19.04%/5.81%，同比+3.5pcts/+1.5pcts；受到公司自有品牌收入和直销渠道占比增加，导致公司相应业务宣传费和销售服务费增加。

- **维持公司“增持”投资评级。**公司业绩受到海内外业务的双轮驱动，考虑到2024年宠物食品出口数据的回暖和国内市场的快速增长，维持公司盈利预测，预计2024/2025/2026年可实现归母净利润分别为5.53/7.13/8.70亿元，EPS分别为1.38/1.78/2.18元，当前股价对应PE为33.53/25.99/21.31倍。根据可比上市公司市盈率情况，公司仍处于合理估值区间，考虑到未来行业和公司的潜在成长空间，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：原料价格波动、汇率波动、渠道拓展不及预期等。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,398 | 4,327 | 5,096 | 6,013 | 6,954 |
| 增长比率(%) | 31.93 | 27.36 | 17.78 | 17.99 | 15.64 |
| 净利润(百万元) | 267 | 429 | 553 | 713 | 870 |
| 增长比率(%) | 90.26 | 60.68 | 28.96 | 28.99 | 21.98 |
| 每股收益(元) | 0.67 | 1.07 | 1.38 | 1.78 | 2.18 |
| 市盈率(倍) | 69.48 | 43.24 | 33.53 | 25.99 | 21.31 |

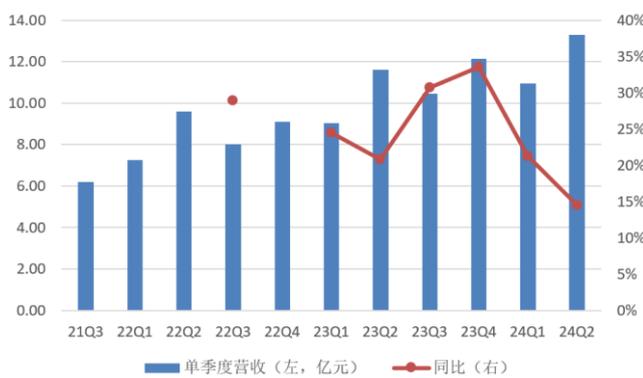
资料来源：中原证券研究所，聚源

表 1: 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券名称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|------------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 301498.SZ | 乖宝宠物 | 46.35 | 185.42 | 1.42 | 1.79 | 2.21 | 33.75 | 26.88 | 21.75 |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 20.17 | 59.32 | 1.02 | 1.28 | 1.57 | 19.91 | 15.92 | 12.99 |
| 300673.SZ | 佩蒂股份 | 11.75 | 29.24 | 0.59 | 0.74 | 0.92 | 20.76 | 16.34 | 13.30 |
| 001222.SZ | 源飞宠物 | 10.18 | 19.43 | 0.82 | 0.93 | 1.01 | 12.50 | 11.11 | 10.19 |

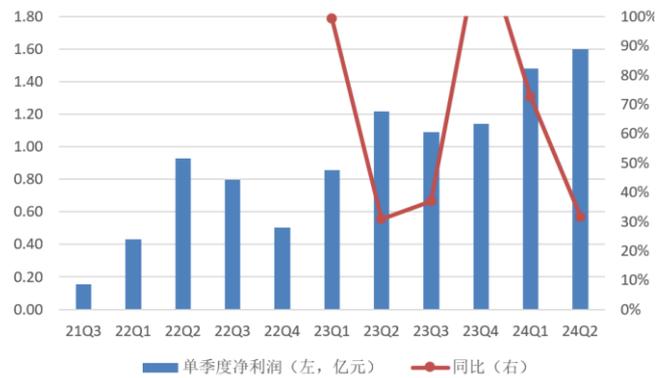
资料来源: Wind 一致预期, 中原证券研究所 (截至 2024 年 8 月 26 日)

图 1: 2021-2024 年公司单季度营收及增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 2: 2021-2024 年公司单季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,165 | 2,095 | 2,586 | 3,304 | 4,224 |
| 现金 | 198 | 1,009 | 1,157 | 1,704 | 2,433 |
| 应收票据及应收账款 | 132 | 278 | 295 | 323 | 407 |
| 其他应收款 | 23 | 25 | 30 | 37 | 41 |
| 预付账款 | 43 | 28 | 62 | 61 | 65 |
| 存货 | 736 | 657 | 944 | 1,081 | 1,179 |
| 其他流动资产 | 32 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 非流动资产 | 1,119 | 2,049 | 2,201 | 2,237 | 2,277 |
| 长期投资 | 1 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| 固定资产 | 921 | 916 | 981 | 1,006 | 1,037 |
| 无形资产 | 112 | 131 | 139 | 147 | 158 |
| 其他非流动资产 | 85 | 1,002 | 1,082 | 1,085 | 1,082 |
| 资产总计 | 2,284 | 4,143 | 4,787 | 5,541 | 6,501 |
| 流动负债 | 419 | 357 | 437 | 477 | 564 |
| 短期借款 | 165 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 142 | 184 | 258 | 265 | 313 |
| 其他流动负债 | 113 | 173 | 179 | 212 | 252 |
| 非流动负债 | 105 | 116 | 136 | 136 | 136 |
| 长期借款 | 28 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 78 | 116 | 136 | 136 | 136 |
| 负债合计 | 524 | 473 | 572 | 613 | 700 |
| 少数股东权益 | 3 | 5 | 6 | 7 | 9 |
| 股本 | 360 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 资本公积 | 673 | 2,106 | 2,106 | 2,106 | 2,106 |
| 留存收益 | 722 | 1,151 | 1,706 | 2,419 | 3,289 |
| 归属母公司股东权益 | 1,756 | 3,665 | 4,208 | 4,921 | 5,791 |
| 负债和股东权益 | 2,284 | 4,143 | 4,787 | 5,541 | 6,501 |

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 306 | 617 | 412 | 715 | 911 |
| 净利润 | 266 | 430 | 555 | 714 | 872 |
| 折旧摊销 | 114 | 107 | 124 | 131 | 142 |
| 财务费用 | 23 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | 0 | -2 | -1 | -1 | -2 |
| 营运资金变动 | -115 | 42 | -265 | -130 | -104 |
| 其他经营现金流 | 19 | 35 | -2 | 1 | 2 |
| 投资活动现金流 | -180 | -1,075 | -267 | -167 | -182 |
| 资本支出 | -180 | -196 | -154 | -169 | -185 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | -879 | -113 | 1 | 2 |
| 筹资活动现金流 | -265 | 1,282 | 2 | 0 | 0 |
| 短期借款 | -217 | -165 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -22 | -28 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2 | 1,433 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -27 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -126 | 822 | 148 | 547 | 728 |

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,398 | 4,327 | 5,096 | 6,013 | 6,954 |
| 营业成本 | 2,290 | 2,733 | 3,220 | 3,792 | 4,320 |
| 营业税金及附加 | 15 | 20 | 22 | 27 | 31 |
| 营业费用 | 545 | 721 | 815 | 902 | 1,043 |
| 管理费用 | 177 | 250 | 271 | 326 | 383 |
| 研发费用 | 68 | 73 | 102 | 114 | 130 |
| 财务费用 | -10 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -4 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 9 | 9 | 14 | 15 | 17 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 资产处置收益 | 0 | -2 | -1 | -1 | -2 |
| 营业利润 | 319 | 526 | 680 | 867 | 1,064 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 318 | 525 | 680 | 867 | 1,064 |
| 所得税 | 52 | 95 | 125 | 153 | 192 |
| 净利润 | 266 | 430 | 555 | 714 | 872 |
| 少数股东损益 | -1 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 归属母公司净利润 | 267 | 429 | 553 | 713 | 870 |
| EBITDA | 423 | 621 | 804 | 998 | 1,206 |
| EPS (元) | 0.67 | 1.07 | 1.38 | 1.78 | 2.18 |

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 31.93 | 27.36 | 17.78 | 17.99 | 15.64 |
| 营业利润 (%) | 95.82 | 64.96 | 29.16 | 27.49 | 22.79 |
| 归属母公司净利润 (%) | 90.26 | 60.68 | 28.96 | 28.99 | 21.98 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 32.59 | 36.84 | 36.82 | 36.94 | 37.88 |
| 净利率 (%) | 7.86 | 9.91 | 10.85 | 11.86 | 12.51 |
| ROE (%) | 15.20 | 11.70 | 13.14 | 14.50 | 15.03 |
| ROIC (%) | 13.16 | 11.38 | 13.08 | 14.41 | 14.97 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 22.96 | 11.43 | 11.96 | 11.06 | 10.77 |
| 净负债比率 (%) | 29.81 | 12.90 | 13.58 | 12.43 | 12.07 |
| 流动比率 | 2.78 | 5.86 | 5.92 | 6.93 | 7.48 |
| 速动比率 | 0.84 | 3.67 | 3.39 | 4.33 | 5.10 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.48 | 1.35 | 1.14 | 1.16 | 1.15 |
| 应收账款周转率 | 21.69 | 21.10 | 17.81 | 19.49 | 19.06 |
| 应付账款周转率 | 13.28 | 16.77 | 14.58 | 14.52 | 14.97 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.67 | 1.07 | 1.38 | 1.78 | 2.18 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.77 | 1.54 | 1.03 | 1.79 | 2.28 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 4.39 | 9.16 | 10.52 | 12.30 | 14.48 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 69.48 | 43.24 | 33.53 | 25.99 | 21.31 |
| P/B | 10.56 | 5.06 | 4.41 | 3.77 | 3.20 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 24.07 | 21.66 | 16.90 | 13.38 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。