

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

乖宝宠物 (301498. SZ)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

乖宝宠物 (301498. SZ) 24H1 点评: 自有品牌渠道结构优化, 盈利能力表现优异

2024年8月27日

事件: 公司发布 24H1 业绩, 实现营收 24.27 亿元/+17.48%, 归母净利润 3.08 亿元/+49.92%, 扣非归母净利润 2.91 亿元/+42.28%。24Q1/24Q2 分别实现营收 10.97/13.29 亿元, 同比+21.33%/+14.48%, 归母净利润 1.48/1.60 亿元, 同比+74.49%/+32.64%, 扣非归母净利润 1.38/1.53 亿元, 同比+64.45%/+26.83%。

点评:

24H1 宠物食品及用品实现收入 24.16 亿元/yoy+17.43%, 毛利率 42.09%/+7.88pct。 具体分产品, 主粮实现收入 11.99 亿元/yoy+18.45%, 毛利率 44.70%/yoy+12.78pct, 我们认为随着渠道结构优化及规模效应, 毛利率有望稳步提升; 零食收入 11.94 亿元/yoy+17.32%, 毛利率 39.19%/yoy+3.19pct。我们预计毛利率的提升主要来自高毛利的直销渠道快速增长、收入占比大幅提升。

渠道与品牌形成共振: 1) 公司在确保天猫、京东等基本盘的基础上, 积极开拓抖音、拼多多等新渠道, 直销增长显著。24H1 电商直销收入 8.66 亿元/yoy+61.24%, 占主营业务收入的 35.85%, 占比提升 10pct, 总订单笔数 1098 万笔, 单笔订单平均收入 79 元。电商主要平台中, 阿里系&抖音平台直销收入 6.07 亿元, 同增 50.7%, 占主营业务收入的 25.1%, 占比提升 5pct, 订单数 672.7 万笔, 单笔订单平均收入 90 元。2) 麦富迪领先地位稳固, 弗列加特高端路线推进顺利: ①麦富迪品牌力持续提升, 市占率国内名列前茅; ②弗列加特短短几年成为国内高端猫粮头部品牌, 打造第二增长曲线。

自有品牌渠道结构优化、规模效应显现, 盈利能力向好且具备持续改善空间。 24H1 综合毛利率 42.05%, 同比提升 7.84pct。24H1 公司期间费用率 25.76%/yoy+4.66pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.03%/5.83%/1.58%/-0.67%, 同比分别+3.47/+1.53/-0.18/-0.16pct, 其中销售费用率提升主要系发展自有品牌业务带来的直销渠道收入占比增加, 相应的推广费用及销售服务费增加; 管理费用率提升主要系工资薪酬及咨询服务费增长。虽然自有品牌占比提升等因素带来销售费率的提升, 但是其提升幅度明显小于毛利率提升幅度, 公司盈利能力显著改善。

我们认为我国宠物食品行业正值高速发展、渠道变革、市场竞争格局快速变化的重要时期，我们看好本土品牌凭借自身优势突围，乖宝厚积薄发验证其品牌运营能力，有望在β与α共振之下维持业绩高增长。

盈利预测： 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 5.97/7.35/8.62 亿元，同增 39%/23%/17%，对应 8 月 27 日收盘价 PE 分别为 31/25/22X。

风险因素： 行业竞争加剧，汇率风险，产能扩张不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,398	4,327	5,322	6,524	7,554
增长率 YoY %	31.9%	27.4%	23.0%	22.6%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	267	429	597	735	862
增长率 YoY%	90.3%	60.7%	39.3%	23.1%	17.2%
毛利率%	32.6%	36.8%	41.2%	43.0%	44.4%
净资产收益率ROE%	15.2%	11.7%	14.3%	14.9%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.67	1.07	1.49	1.84	2.15
市盈率 P/E(倍)	69.48	43.24	31.04	25.22	21.52
市净率 P/B(倍)	10.56	5.06	4.43	3.77	3.21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测;股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,165	2,095	2,582	3,336	4,219	
货币资金	198	1,009	1,361	1,948	2,641	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	132	278	310	381	441	
预付账款	43	28	31	37	42	
存货	736	657	699	733	801	
其他	55	123	181	237	294	
非流动资产	1,119	2,049	2,202	2,285	2,351	
长期股权投资	1	0	0	0	0	
固定资产	921	916	916	936	960	
无形资产	112	131	139	152	163	
其他	85	1,002	1,147	1,197	1,229	
资产总计	2,284	4,143	4,784	5,621	6,570	
流动负债	419	357	438	527	602	
短期借款	165	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	142	184	226	268	303	
其他	113	173	212	259	299	
非流动负债	105	116	156	166	176	
长期借款	28	0	0	0	0	
其他	78	116	156	166	176	
负债合计	524	473	594	693	778	
少数股东权益	3	5	6	9	11	
归属母公司股东权益	1,756	3,665	4,184	4,919	5,781	
负债和股东权益	2,284	4,143	4,784	5,621	6,570	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	3,398	4,327	5,322	6,524	7,554	
同比 (%)	31.9%	27.4%	23.0%	22.6%	15.8%	
归属母公司净利润	267	429	597	735	862	
同比	90.3%	60.7%	39.3%	23.1%	17.2%	
毛利率 (%)	32.6%	36.8%	41.2%	43.0%	44.4%	
ROE%	15.2%	11.7%	14.3%	14.9%	14.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.67	1.07	1.49	1.84	2.15	
P/E	69.48	43.24	31.04	25.22	21.52	
P/B	10.56	5.06	4.43	3.77	3.21	
EV/EBITDA	0.00	24.07	20.74	16.41	13.57	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	3,398	4,327	5,322	6,524	7,554	
营业成本	2,290	2,733	3,131	3,717	4,196	
营业税金及附加	15	20	24	30	35	
销售费用	545	721	1,038	1,370	1,662	
管理费用	177	250	319	404	491	
研发费用	68	73	90	111	128	
财务费用	-10	-13	-9	-5	-7	
减值损失合计	-4	-12	-5	-5	-5	
投资净收益	0	2	2	2	3	
其他	11	-8	10	12	14	
营业利润	319	526	735	905	1,060	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	318	525	735	905	1,060	
所得税	52	95	136	167	196	
净利润	266	430	599	737	864	
少数股东损益	-1	1	2	2	3	
归属母公司净利润	267	429	597	735	862	
EBITDA	423	621	831	1,014	1,177	
EPS(当年)(元)	0.74	1.15	1.49	1.84	2.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	306	617	645	777	876	
净利润	266	430	599	737	864	
折旧摊销	114	107	104	114	124	
财务费用	23	5	2	2	3	
投资损失	0	-2	-2	-2	-3	
营运资金变动	-115	42	-62	-82	-119	
其它	19	35	4	7	8	
投资活动现金流	-180	-1,075	-248	-197	-190	
资本支出	-180	-196	-134	-197	-191	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	0	-879	-114	0	1	
筹资活动现金流	-265	1,282	-47	8	7	
吸收投资	0	1,600	0	0	0	
借款	-239	-193	0	0	0	
支付利息或股息	-12	-1	-70	-2	-3	
现金流净增加额	-126	822	351	588	693	

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。