



买入（维持）

所属行业：农林牧渔/饲料
当前价格(元)：46.35

证券分析师

毕先磊

资格编号：S0120524030001

邮箱：bixl3@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

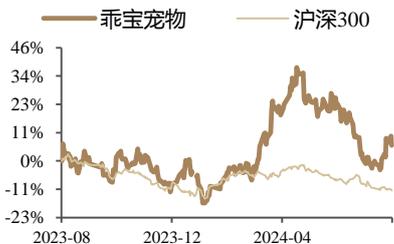
邮箱：yidy@tebon.com.cn

研究助理

李陌凡

邮箱：limf3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.34	-15.29	-13.78
相对涨幅(%)	8.39	-10.27	-5.56

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《乖宝宠物：发布3年激励计划，看好国货龙头份额持续提升》，2024.7.9
- 《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：Q2业绩实现高增，盈利水平显著改善

投资要点

- 事件：乖宝宠物发布2024年半年报。**公司始终坚持“全球视野，持续创新”的理念，致力于生产消费者需要的营养、健康的宠物食品，通过稳定的产品品质、持续的产品创新和高效的销售网络，形成了以“麦富迪”、“弗列加特”为核心的自有品牌梯队，实现了宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖。2024H1公司实现营业收入24.27亿元，同比增长17.5%；归母净利润3.08亿元，同比增长49.9%；扣非归母净利润2.91亿元，同比增长42.3%。2024Q2单季实现营业收入13.29亿元，同比增长14.5%；归母净利润1.60亿元，同比增长32.6%；扣非归母净利润1.53亿元，同比增长26.8%。
- 主粮零食稳步增长，线上渠道增速亮眼。**分产品来看，公司凭借不断适应市场的品类创新及产品迭代能力、连续多年品牌层面持续大力度的投入，并通过线上线下全渠道覆盖渗透、用户需求整合、品效协同运作、品牌人群积累等方式，“麦富迪”、“弗列加特”品牌的知名度、影响力不断提高，产品销量逐年增加。2024H1主粮/零食/保健品及其他产品/其他营收分别为11.99/11.94/0.24/0.10亿元，主粮/零食分别同比+18.5%/+17.3%。分渠道来看，公司践行全方位、立体化的全渠道运营策略，实现了线上线下的深度融合与高效互补。线上领域，公司深度携手天猫、京东等主流电商平台，确保产品广泛触达目标消费者。同时敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，实现线上业务的爆发式增长。2024H1第三方平台阿里系、抖音平台、京东、拼多多等实现营收8.66亿元，同比+61.2%；占主营业务收入比重的35.9%，占比同比+9.7%。
- 坚定布局高端化赛道，盈利水平显著改善。**公司持续布局高端宠物食品赛道，倾力打造出的自有高端肉食猫粮品牌“弗列加特”，并于2024年7月推出高端狗粮品牌“汪臻醇”。2024Q2公司毛利率42.8%，同比+8.6pcts；净利率为12.1%，同比+1.6pcts。期间费用方面，2024H1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为+19.0%/+5.8%/+1.6%/-0.7%，分别同比变动+3.5pcts/+1.5pcts/-0.2pcts/-0.2pcts。其中销售费用率提升主要系公司自有品牌收入增加，直销渠道占比增加，相应的业务宣传费和销售服务费增加。管理费用率提升主要系工资薪酬及咨询服务费增长。财务费用率降低主要系募集资金到位，贷款利息支出减少、资金利息收入增加所致。
- 品牌影响力不断提升，618表现亮眼。**618期间，麦富迪、弗列加特全网销售额突破4.7亿，同比增长40%+。麦富迪荣登天猫、抖音、拼多多销售榜首位。弗列加特全网销售额突破1亿，同比增长230%，其中天猫品牌销售额突破6900万，同比增长320%；抖音品牌销售额突破2500万，同比增长143%；京东品牌销售额突破920万，同比增长115%。
- 投资建议：**公司自有品牌影响力不断提升，坚定布局高端化赛道，未来有望实现量价齐升。我们预计2024-2026年公司营业总收入分别为53.58、65.12、77.89亿元，同比分别增长23.8%/21.5%/19.6%。预计2024-2026年归母净利润分别为5.69、7.16、8.96亿元，同比分别增长32.8%/25.8%/25.2%，当前股价对应2024-2026年PE分别为33X、26X、21X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧，原料价格大幅波动，品牌拓展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	400.04
流通 A 股(百万股):	179.02
52 周内股价区间(元):	36.18-60.10
总市值(百万元):	18,542.06
总资产(百万元):	4,529.28
每股净资产(元):	9.73

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	5,358	6,512	7,789
(+/-)YoY(%)	31.9%	27.4%	23.8%	21.5%	19.6%
净利润(百万元)	267	429	569	716	896
(+/-)YoY(%)	90.3%	60.7%	32.8%	25.8%	25.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	1.07	1.42	1.79	2.24
毛利率(%)	32.6%	36.8%	41.8%	42.3%	42.8%
净资产收益率(%)	15.2%	11.7%	9.8%	10.9%	12.0%

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	1.07	1.42	1.79	2.24
每股净资产	9.16	14.58	16.37	18.61
每股经营现金流	1.54	1.15	1.66	2.06
每股股利	0.17	0.15	0.15	0.15
价值评估 (倍)				
P/E	37.14	32.56	25.89	20.69
P/B	4.35	3.18	2.83	2.49
P/S	4.29	3.81	3.13	2.62
EV/EBITDA	23.42	21.78	17.38	13.63
股息率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	36.8%	41.8%	42.3%	42.8%
净利润率	9.9%	10.6%	11.0%	11.5%
净资产收益率	11.7%	9.8%	10.9%	12.0%
资产回报率	10.4%	8.9%	10.0%	11.0%
投资回报率	11.8%	9.3%	10.7%	11.9%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	27.4%	23.8%	21.5%	19.6%
EBIT 增长率	75.7%	31.8%	29.0%	25.7%
净利润增长率	60.7%	32.8%	25.8%	25.2%
偿债能力指标				
资产负债率	11.4%	8.2%	8.3%	8.4%
流动比率	5.9	10.0	9.5	9.5
速动比率	3.9	7.7	7.3	7.3
现金比率	2.8	6.6	6.2	6.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.4	20.7	20.5	21.1
存货周转天数	87.8	102.3	100.0	98.7
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0
固定资产周转率	4.7	4.8	5.0	5.3

现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	429	569	716	896
少数股东损益	1	2	3	3
非现金支出	134	115	102	104
非经营收益	12	0	0	0
营运资金变动	42	-225	-157	-181
经营活动现金流	617	461	664	823
资产	-196	-376	-392	-232
投资	0	0	0	0
其他	-879	1	2	2
投资活动现金流	-1,075	-375	-390	-230
债权募资	98	0	0	0
股权募资	1,600	40	0	0
其他	-416	1,560	0	0
融资活动现金流	1,282	1,600	0	0
现金净流量	822	1,686	274	593

利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,327	5,358	6,512	7,789
营业成本	2,733	3,118	3,757	4,455
毛利率%	36.8%	41.8%	42.3%	42.8%
营业税金及附加	20	24	29	35
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	721	1,077	1,302	1,542
营业费用率%	16.7%	20.1%	20.0%	19.8%
管理费用	250	316	378	452
管理费用率%	5.8%	5.9%	5.8%	5.8%
研发费用	73	123	143	171
研发费用率%	1.7%	2.3%	2.2%	2.2%
EBIT	531	699	902	1,133
财务费用	-13	-20	-3	0
财务费用率%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	2	1	2	2
营业利润	526	730	918	1,149
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	525	730	918	1,149
EBITDA	638	814	1,004	1,237
所得税	95	158	199	249
有效所得税率%	18.1%	21.7%	21.7%	21.7%
少数股东损益	1	2	3	3
归属母公司所有者净利润	429	569	716	896

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	2,695	2,969	3,562
应收账款及应收票据	278	304	366	450
存货	657	874	1,029	1,205
其它流动资产	151	181	192	209
流动资产合计	2,095	4,054	4,557	5,425
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	916	1,109	1,313	1,466
在建工程	34	59	109	59
无形资产	131	173	206	229
非流动资产合计	2,049	2,309	2,596	2,722
资产总计	4,143	6,363	7,153	8,148
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	184	227	260	312
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	173	178	218	260
流动负债合计	357	405	477	572
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	116	116	116	116
非流动负债合计	116	116	116	116
负债总计	473	521	593	688
实收资本	400	440	440	440
普通股股东权益	3,665	5,834	6,550	7,447
少数股东权益	5	7	9	12
负债和所有者权益合计	4,143	6,363	7,153	8,148

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

毕先磊：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

李陌凡：轻工组研究助理，曾任职于野村东方国际证券，伦敦大学学院本硕，主要覆盖软体、个护、电子烟、二轮车、造纸、宠物、品牌服饰等板块。

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经营范围包括证券投资咨询业务。