

# 乖宝宠物 (301498.SZ)

优于大市

## 2024 中报点评：主粮维持量利双增，Q2 归母净利润同比+33%

### 核心观点

**主粮维持量利双增，Q2 归母净利润同比+33%。**公司 2024H1 实现营业收入 24.27 亿元，同比+17.48%，其中 Q2 实现营业收入 13.29 亿元，环比+21.11%，同比+14.48%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比+49.92%，其中 Q2 实现归母净利润 13.29 亿元，环比+8.02%，同比+32.64%。在自有品牌拓展、海外代工业务景气共同推动下，公司宠物食品销量维持增长，Q2 单季毛利率进一步提升至 42.80%，进而带动收入利润持续扩张。

**分产品：主粮、零食业务量利其增。**零食受益海外代工业务景气，2024H1 营业收入同比+17.32%至 11.94 亿元，毛利率为 39.19%，同比+3.19pct；主粮业务受益自有品牌增长及直销渠道拓展，2024H1 营业收入同比+18.45%至 11.99 亿元，毛利率为 44.70%，同比+12.78pct。

**分模式：自有品牌的线上直销模式快速拓展。**报告期内，公司继续加大自有品牌的线上直销模式拓展力度，2024H1 宠物食品及用品在阿里系、抖音平台、京东、拼多多等第三方平台的直销收入已达 8.66 亿元，同比+61.24%，于总收入中占比为 35.85%（去年同期为 26.11%），其中阿里系、抖音平台的合计收入 6.07 亿元，同比+50.71%，于总收入中占比为 25.10%（去年同期为 19.56%）。相较于线上经销模式，线上直销模式可以在省去中间经销分成的同时，更为直接地触及终端客户并拥有完全自主管理权，未来直销模式占比的持续增长有望推动公司自有品牌业务收入规模及盈利能力的不断提升。

**费用端：研发及销售环节维持高强度投入。**研发方面，公司聚焦市场动态和用户需求，持续推动新品开发，2024H1 研发费用为 3827.64 万元，同比+6%，对应研发费用率 1.58%（去年同期为 1.75%）。销售方面，公司基于自有品牌及直销模式拓展，不断加大业务宣传费和销售服务费支出，2024H1 销售费用为 4.62 亿元，同比+43.66%，对应销售费用率 19.03%（去年同期为 15.56%）。管理方面，本期工资薪酬及咨询服务费有所增长，2024H1 管理费用为 1.41 亿元，同比+59.35%，对应管理费用率 5.83%（去年同期为 4.30%）。

**风险提示：**汇率大幅波动风险；中美贸易冲突风险；产品推广不及预期风险。

**投资建议：**乖宝宠物是国内自有品牌身位领先的宠食成长标的，在强产品力背书和强渠道力加持下，中高端品牌运作能力不断得到验证，未来随高端产品拓展和主粮占比提升，公司有望维持量利高增。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润预测分别至 5.8/7.4/9.4 亿元，对应 2024-2026 年增速分别为 35%/27%/28%，EPS 分别为 1.45/1.84/2.35 元，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,398	4,327	5,401	6,498	7,854
(+/-%)	31.9%	27.4%	24.8%	20.3%	20.9%
净利润(百万元)	267	429	579	735	942
(+/-%)	90.3%	60.7%	35.0%	27.0%	28.1%
每股收益(元)	0.74	1.07	1.45	1.84	2.35
EBIT Margin	8.9%	12.3%	12.7%	13.4%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	11.7%	13.8%	15.3%	16.9%
市盈率 (PE)	64.8	44.8	33.2	26.1	20.4
EV/EBITDA	45.2	31.2	24.9	19.8	15.8
市净率 (PB)	9.84	5.24	4.59	3.99	3.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

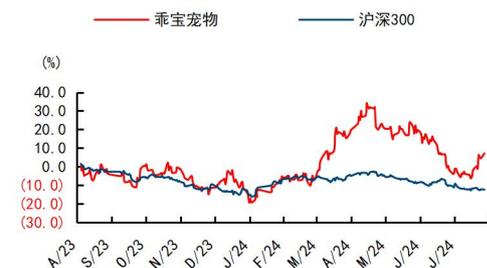
证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
lirui@guosen.com.cn  
S0980523030001

证券分析师：江海航 010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn  
S0980524070003

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 48.00 元  
总市值/流通市值 19202/8593 百万元  
52 周最高价/最低价 61.58/30.16 元  
近 3 个月日均成交额 65.20 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《乖宝宠物 (301498.SZ) -2023 年报及 2024 一季报点评：自有品牌维持增长，海外业务维持景气，24Q1 归母净利润同比+74%》——2024-04-17
- 《乖宝宠物 (301498.SZ) -聚焦自有品牌发展的国产宠食企业》——2023-10-25
- 《乖宝宠物 (301498.SZ) -打造头部宠物食品品牌，充分受益国内高增长》——2023-07-31

**主粮维持量利双增，Q2 归母净利润同比+33%。**公司 2024H1 实现营业收入 24.27 亿元，同比+17.48%，其中 Q2 实现营业收入 13.29 亿元，环比+21.11%，同比+14.48%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比+49.92%，其中 Q2 实现归母净利润 13.29 亿元，环比+8.02%，同比+32.64%。在自有品牌拓展、海外代工业务景气共同推动下，公司宠物食品销量维持增长，Q2 单季毛利率进一步提升至 42.80%，进而带动收入利润持续扩张。

**分产品：主粮、零食业务量利其增。**零食受益海外代工业务景气，2024H1 营业收入同比+17.32%至 11.94 亿元，毛利率为 39.19%，同比+3.19pct；主粮业务受益自有品牌增长及直销渠道拓展，2024H1 营业收入同比+18.45%至 11.99 亿元，毛利率为 44.70%，同比+12.78pct。

**分模式：自有品牌的线上直销模式快速拓展。**报告期内，公司继续加大自有品牌的线上直销模式拓展力度，2024H1 宠物食品及用品在阿里系、抖音平台、京东、拼多多等第三方平台的直销收入已达 8.66 亿元，同比+61.24%，于总收入中占比为 35.85%（去年同期为 26.11%），其中阿里系、抖音平台的合计收入 6.07 亿元，同比+50.71%，于总收入中占比为 25.10%（去年同期为 19.56%）。相较于线上经销模式，线上直销模式可以在省去中间经销分成的同时，更为直接地触及终端客户并拥有完全自主管理权，未来直销模式占比的持续增长有望推动公司自有品牌业务收入规模及盈利能力的不断提升。

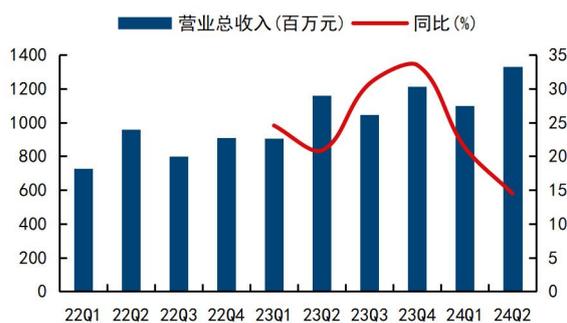
**费用端：研发及销售环节维持高强度投入。**研发方面，公司聚焦市场动态和用户需求，持续推动新品开发，2024H1 研发费用为 3827.64 万元，同比+6%，对应研发费用率 1.58%（去年同期为 1.75%）。销售方面，公司基于自有品牌及直销模式拓展，不断加大业务宣传费和销售服务费支出，2024H1 销售费用为 4.62 亿元，同比+43.66%，对应销售费用率 19.03%（去年同期为 15.56%）。管理方面，本期工资薪酬及咨询服务费有所增长，2024H1 管理费用为 1.41 亿元，同比+59.35%，对应管理费用率 5.83%（去年同期为 4.30%）。

图1：乖宝宠物营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：乖宝宠物单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：乖宝宠物归母净利润及增速



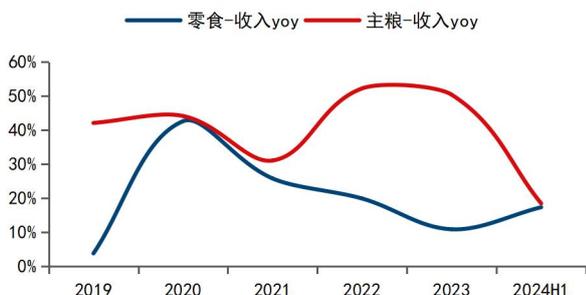
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：乖宝宠物单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：乖宝宠物分业务同比增速情况



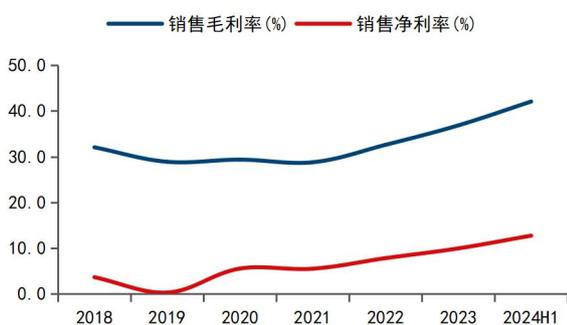
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：乖宝宠物分业务毛利率情况



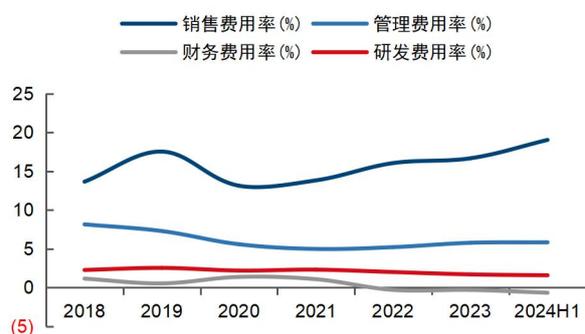
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：乖宝宠物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：乖宝宠物费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**乖宝宠物是国内自有品牌身位领先的宠食成长标的，在强产品力背书和强渠道力加持下，中高端品牌运作能力不断得到验证，未来随高端产品拓展和主粮占比提升，公司有望维持量利高增。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润预测分别至 5.8/7.4/9.4 亿元，对应 2024-2026 年增速分别为 35%/27%/28%，EPS 分别为 1.45/1.84/2.35 元，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	8月26日 收盘价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	23A	24E	25E	23A	24E	25E			
002891.SZ	中宠股份	20.37	59.91	0.79	0.90	1.04	26	23	20		优于大市	
300673.SZ	佩蒂股份	12.17	30.28	-0.04	0.59	0.74	-304	21	16		无评级	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测（注：佩蒂股份盈利预测参考 Wind 一致预测）

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	198	1009	1260	1523	2167	营业收入	3398	4327	5401	6498	7854
应收款项	156	302	296	303	323	营业成本	2290	2733	3391	4037	4808
存货净额	736	657	816	918	1030	营业税金及附加	15	20	24	29	35
其他流动资产	75	126	152	176	205	销售费用	545	721	913	1088	1316
<b>流动资产合计</b>	<b>1165</b>	<b>2095</b>	<b>2524</b>	<b>2920</b>	<b>3725</b>	管理费用	177	250	278	337	410
固定资产	946	950	1135	1398	1444	研发费用	68	73	111	140	173
无形资产及其他	112	131	126	120	115	财务费用	(10)	(13)	(27)	(34)	(46)
投资性房地产	60	968	968	968	968	投资收益	(0)	2	1	1	1
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	12	(6)	(7)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>2283</b>	<b>4143</b>	<b>4753</b>	<b>5406</b>	<b>6252</b>	其他收入	(65)	(105)	(111)	(140)	(173)
短期借款及交易性金融负债	169	5	50	7	8	营业利润	319	526	707	895	1152
应付款项	142	184	209	238	270	营业外净收支	(1)	(1)	5	1	1
其他流动负债	108	169	184	222	275	<b>利润总额</b>	<b>318</b>	<b>525</b>	<b>712</b>	<b>895</b>	<b>1153</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>419</b>	<b>357</b>	<b>442</b>	<b>466</b>	<b>554</b>	所得税费用	52	95	131	158	208
长期借款及应付债券	28	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	1	2	3	3
其他长期负债	77	116	118	120	122	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>267</b>	<b>429</b>	<b>579</b>	<b>735</b>	<b>942</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>118</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>524</b>	<b>473</b>	<b>560</b>	<b>587</b>	<b>676</b>	净利润	267	429	579	735	942
少数股东权益	3	5	6	9	11	资产减值准备	3	22	5	5	2
股东权益	1756	3665	4186	4811	5564	折旧摊销	91	100	109	130	149
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2283</b>	<b>4143</b>	<b>4753</b>	<b>5406</b>	<b>6252</b>	公允价值变动损失	(4)	(12)	6	7	8
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(10)	(13)	(27)	(34)	(46)
每股收益	0.74	1.07	1.45	1.84	2.35	营运资本变动	(128)	(863)	(132)	(58)	(70)
每股红利	0.03	0.00	0.14	0.28	0.47	其它	(4)	(21)	(3)	(3)	0
每股净资产	4.88	9.16	10.46	12.03	13.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>225</b>	<b>(344)</b>	<b>563</b>	<b>816</b>	<b>1031</b>
ROIC	13.67%	16.00%	15%	16%	19%	资本开支	0	(132)	(300)	(400)	(200)
ROE	15.20%	11.70%	13.83%	15.28%	16.93%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	33%	37%	37%	38%	39%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(132)</b>	<b>(300)</b>	<b>(400)</b>	<b>(200)</b>
EBIT Margin	9%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	13	1600	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	15%	15%	16%	负债净变化	(22)	(28)	0	0	0
收入增长	32%	27%	25%	20%	21%	支付股利、利息	(12)	(1)	(58)	(110)	(188)
净利润增长率	90%	61%	35%	27%	28%	其它融资现金流	(329)	(254)	45	(43)	1
资产负债率	23%	12%	12%	11%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(384)</b>	<b>1287</b>	<b>(13)</b>	<b>(153)</b>	<b>(187)</b>
股息率	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(159)</b>	<b>811</b>	<b>251</b>	<b>263</b>	<b>644</b>
P/E	64.8	44.8	33.2	26.1	20.4	货币资金的期初余额	357	198	1009	1260	1523
P/B	9.8	5.2	4.6	4.0	3.5	货币资金的期末余额	198	1009	1260	1523	2167
EV/EBITDA	45.2	31.2	24.9	19.8	15.8	企业自由现金流	0	(460)	236	387	790
						权益自由现金流	0	(742)	303	371	829

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032