



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 直销表现亮眼，盈利质量向上

——2024 年中报点评

### 买入（维持）

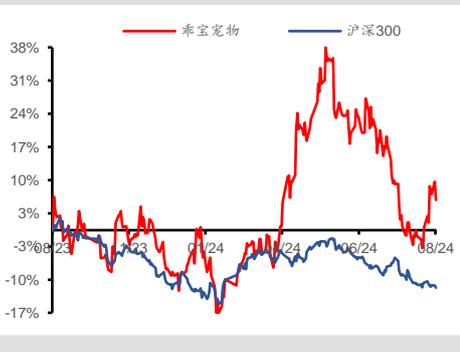
行业：农林牧渔  
日期：2024年08月27日

分析师：王慧林  
Tel: 15951919467  
E-mail: wanghuilin@shzq.com  
SAC 编号: S0870524040001  
联系人：袁家岗  
Tel: 02153686249  
E-mail: yuanjiagang@shzq.com  
SAC 编号: S0870122070024

#### 基本数据

最新收盘价（元）	46.35
12mth A 股价格区间（元）	36.30-60.30
总股本（百万股）	400.04
无限售 A 股/总股本	44.75%
流通市值（亿元）	82.98

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《自有品牌乘风起，龙头逐浪它经济》  
——2024 年 08 月 16 日  
《自有品牌乘风起，龙头逐浪它经济》  
——2024 年 08 月 16 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

8月26日，公司发布2024年半年度报告。2024年上半年公司实现营业总收入24.27亿元，同比+17.48%；归母净利润3.08亿元，同比+49.92%；扣非归母净利润2.91亿元，同比+42.28%。其中，单Q2实现营业收入13.29亿元，同比+14.48%；归母净利润1.60亿元，同比+32.64%；扣非归母净利润1.53亿元，同比+26.83%。

**主粮营收首超零食，利润率显著提升。**24H1公司主粮/零食分别实现营业收入11.99/11.94亿元，分别同比+18.45%/+17.32%，营收占比分别为49.38%/49.20%，环比23年变化+1.15/-0.86个百分点，主粮营收体量首次超过零食，主粮规模的增长有助于公司强化自有品牌，提升盈利能力。上半年主粮/零食毛利率分别同比+12.78/+3.19个百分点至44.7%/39.2%，我们推测主粮毛利率提升较大主要系原材料成本下降及产品结构进一步优化。公司积极完善产品布局，一方面稳固核心品牌麦富迪，一方面持续布局高端宠食市场，继弗列加特品牌后，在今年上半年推出第三个自有品牌“汪臻醇”，我们认为，24年公司主粮体量有望再上新台阶。

**直销渠道表现亮眼，线上规模持续攀升。**24H1公司通过第三方电商平台销售金额达到8.66亿元，同比增长61.24%，营收占比同比+9.74个百分点至35.85%，订单数/单笔订单收入分别为1097.99万笔/78.90元。其中，来自阿里及抖音系平台的收入为6.07亿元，营收占比为25.10%，同比增长50.71%，订单数/单笔订单收入分别为672.71万笔/90.16元。近年来，公司紧抓渠道变革红利，深度携手主流与新兴电商平台，实现线上业务的爆发式增长，品牌综合排名连续多年位列多家电商平台第一，我们预计随着公司自有品牌的不断发展，未来直销占比有望稳步提升。

**直销高增推升毛利率，销售费用同步增加。**24H1公司毛利率/净利率分别同比+7.84/+2.71个百分点至42.05%/12.74%，其中24Q2毛利率/净利率分别同比+8.59/+1.59个百分点至42.80%/12.06%，我们推测毛利率提升主要系毛利率较高的直销渠道占比提升。24H1/24Q2销售费用分别同比提升43.66%/42.09%至4.62/2.72亿元，销售费用率分别同比+3.47/+3.97个百分点至19.03%/20.45%，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。我们预计未来随着产品结构优化与直销占比稳步提升，公司盈利质量有望持续向上。

#### ■ 投资建议

近年在我国人均可支配收入增长、对宠物陪伴的精神需求增加等多重因素的影响下，宠物经济蓬勃发展，随着人们对喂养商品粮的认知提升，市场对宠物食品的需求将进一步释放。公司凭借在产品、渠道和品牌方面的深耕与投入，稳坐国产宠物食品龙头，而随着宠物食品行业规模的快速增长与行业集中度的不断提升，公司市场份额也有望进

一步提升。我们预计公司24-26年营收分别为52.12/61.27/69.96亿元，同比增速分别20.44%/17.57%/14.17%；归母净利润分别为6.08/8.15/10.47亿元，同比增速分别为41.75%/34.12%/28.39%。对应PE 31/23/18倍。维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

产品升级不及预期，省内竞争加剧。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4327	5212	6127	6996
年增长率	27.4%	20.4%	17.6%	14.2%
归母净利润	429	608	815	1047
年增长率	60.7%	41.7%	34.1%	28.4%
每股收益（元）	1.07	1.52	2.04	2.62
市盈率（X）	43.24	30.50	22.74	17.71
市净率（X）	5.06	4.46	3.84	3.26

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年08月27日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1009	1059	1465	2074
应收票据及应收账款	278	296	345	404
存货	657	872	960	1054
其他流动资产	151	180	186	196
流动资产合计	2095	2406	2956	3728
长期股权投资	0	0	-1	-1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	916	927	919	905
在建工程	34	14	10	3
无形资产	131	141	151	163
其他非流动资产	968	1104	1119	1134
非流动资产合计	2049	2185	2198	2203
<b>资产总计</b>	<b>4143</b>	<b>4592</b>	<b>5155</b>	<b>5931</b>
短期借款	0	-118	-268	-410
应付票据及应付账款	184	226	243	273
合同负债	57	66	79	90
其他流动负债	116	118	135	154
流动负债合计	357	292	189	107
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	116	136	136	136
非流动负债合计	116	136	136	136
<b>负债合计</b>	<b>473</b>	<b>428</b>	<b>325</b>	<b>242</b>
股本	400	400	400	400
资本公积	2106	2106	2106	2106
留存收益	1151	1655	2321	3177
归属母公司股东权益	3665	4158	4823	5680
少数股东权益	5	6	7	9
<b>股东权益合计</b>	<b>3670</b>	<b>4164</b>	<b>4830</b>	<b>5689</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4143</b>	<b>4592</b>	<b>5155</b>	<b>5931</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>617</b>	<b>512</b>	<b>839</b>	<b>1074</b>
净利润	430	609	816	1049
折旧摊销	107	115	120	128
营运资金变动	42	-210	-98	-102
其他	38	-2	0	0
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1075</b>	<b>-242</b>	<b>-133</b>	<b>-133</b>
资本支出	-196	-130	-136	-135
投资变动	0	0	0	0
其他	-879	-113	2	2
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>1282</b>	<b>-221</b>	<b>-300</b>	<b>-332</b>
债权融资	-196	-103	-150	-142
股权融资	1600	0	0	0
其他	-122	-118	-150	-190
<b>现金净流量</b>	<b>822</b>	<b>50</b>	<b>405</b>	<b>610</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4327</b>	<b>5212</b>	<b>6127</b>	<b>6996</b>
营业成本	2733	3109	3507	3896
营业税金及附加	20	23	28	31
销售费用	721	938	1103	1224
管理费用	250	313	398	455
研发费用	73	99	113	129
财务费用	-13	0	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	2	1	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>526</b>	<b>742</b>	<b>992</b>	<b>1277</b>
营业外收支净额	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>742</b>	<b>992</b>	<b>1277</b>
所得税	95	133	176	228
净利润	430	609	816	1049
少数股东损益	1	1	1	2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>429</b>	<b>608</b>	<b>815</b>	<b>1047</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	36.8%	40.3%	42.8%	44.3%
净利率	9.9%	11.7%	13.3%	15.0%
净资产收益率	11.7%	14.6%	16.9%	18.4%
资产回报率	10.4%	13.2%	15.8%	17.6%
投资回报率	11.4%	15.0%	17.8%	19.8%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	27.4%	20.4%	17.6%	14.2%
EBIT 增长率	66.4%	44.6%	33.7%	28.7%
归母净利润增长率	60.7%	41.7%	34.1%	28.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.07	1.52	2.04	2.62
每股净资产	9.16	10.39	12.06	14.20
每股经营现金流	1.54	1.28	2.10	2.69
每股股利	0.17	0.26	0.37	0.47
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.35	1.19	1.26	1.26
应收账款周转率	21.10	18.17	19.12	18.68
存货周转率	3.92	4.07	3.83	3.87
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	11.4%	9.3%	6.3%	4.1%
流动比率	5.86	8.23	15.65	34.94
速动比率	3.67	4.74	9.78	23.62
<b>估值指标</b>				
P/E	43.24	30.50	22.74	17.71
P/B	5.06	4.46	3.84	3.26
EV/EBITDA	24.07	20.29	15.13	11.45

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断