

2024年08月28日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

姚星辰 S0630523010001

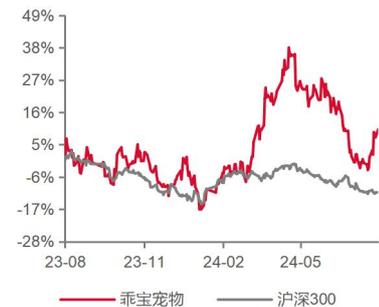
yxc@longone.com.cn

## 联系人

陈涛

cht@longone.com.cn

数据日期	2024/08/27
收盘价	46.35
总股本(万股)	40,004
流通A股/B股(万股)	17,902/0
资产负债率(%)	13.91%
市净率(倍)	4.76
净资产收益率(加权)	8.09
12个月内最高/最低价	61.58/30.16



## 相关研究

《乖宝宠物（301498）：业绩表现亮眼，自有品牌持续升级——公司简评报告》2024.04.17

《乖宝宠物（301498）：Q3业绩持续释放，关注自有品牌成长——公司简评报告》2023.10.25

# 乖宝宠物(301498): 产品结构持续升级, 线上直销快速增长

——公司简评报告

## 投资要点

- **事件：**8月27日，公司发布2024年半年度报告。2024年上半年，公司实现营业收入24.27亿元，同比增长17.48%；归母净利润3.08亿元，同比增长49.92%。公司2024Q2实现营业收入13.29亿元，同比增长14.48%；归母净利润1.6亿元，同比增长32.64%。由于2023年上半年存在K9代理的影响，整体业绩表现亮眼。
- **主粮业务毛利率提升显著，自有品牌快速增长。**公司自有品牌增速远超行业平均水平，弗列加特、Barf霸弗、羊奶系列等中高端产品保持快速增长，此外今年还发布了新品汪臻醇，定位高端犬粮。今年618期间，麦富迪、弗列加特等自有品牌全周期销售额超过4.7亿元，同比增长超过40%，其中弗列加特销售额突破1亿元，同比增长230%，barf霸弗系列全网销售额突破4430万，同比增长126%。分产品来看，上半年主粮业务营收11.99亿元，同比+18.45%；零食业务营收11.94亿元，同比+17.32%。主粮业务占比不断提升，上半年毛利率达44.7%，同比+12.78pct。零食业务毛利率39.19%，同比+3.19pct。
- **线上直销渠道快速增长，线下积极渗透终端。**线上深耕天猫、京东等主流电商平台，强势入驻抖音等平台，线上业务实现快速增长。上半年公司通过天猫、抖音、京东等第三方平台实现直销收入8.66亿元，同比+61.24%。公司积极拓展传统电商和新媒体平台直销渠道，直销渠道增速较快，推动公司盈利能力不断提升。线下方面，公司构建全国性的经销商网络，深入渗透宠物门店、宠物医院等专业零售终端，通过线下服务提升品牌忠诚度。
- **盈利能力持续提升，产品结构持续升级。**2024上半年公司毛利率42.05%，同比+7.84pct；2024Q2毛利率42.8%，同比+8.59%，上半年公司毛利率大幅增长，主要由于中高端产品势能强劲、直销渠道占比提升以及原材料价格下降。2024年上半年，公司销售费用率为19.03%，同比+3.47oct；管理费用率为5.83%，同比+1.53pct；研发费用率1.58%，同比-0.17pct；财务费用率-0.67%，同比-0.16pct。公司销售费用率同比增长，主要由于自有品牌收入增加，直销渠道占比增加，业务宣传费和销售服务费增加。管理费用率增加主要由于工资薪酬及咨询服务费增长。
- **股权激励及绩效考核计划充分调动团队积极性。**公司股权激励覆盖公司董事及中高层管理人员9人，授予股本达217.7万股，授予价格为25.93元/股，对公司2024-2026年的营收和净利润增长提出了较高的目标。同时公布绩效考核激励机制，若当年达成绩效考核指标，则提取不超过当年归母净利润的15%作为激励奖金总额。公司激励机制充分调动员工积极性，为自有品牌的持续成长提供保证。
- **投资建议：**公司是国产宠物食品龙头，自有品牌业务占比较高且产品高端化势能较强，公司品牌力以及产能方面具有明显优势。股权激励及绩效考核计划充分调动积极性，长期发展值得期待。我们预测公司2024-2026年归属于母公司净利润分别为5.79/7.45/9.25亿元（前值6.03/7.48/9.04亿元），同比+35.00%/28.73%/24.07%，对应当前股价P/E分别为32X/25X/20X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；市场需求不及预期；汇率波动风险。

## 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	4,326.96	5,362.87	6,577.36	7,780.10
同比增速(%)	27.36%	23.94%	22.65%	18.29%
归母净利润(百万元)	428.84	578.94	745.27	924.66
同比增速(%)	60.68%	35.00%	28.73%	24.07%
毛利率(%)	36.84%	41.22%	41.85%	42.44%
每股盈利(元)	1.15	1.45	1.86	2.31
ROE(%)	11.70%	13.97%	15.62%	16.69%
PE(倍)	34.62	32.03	24.88	20.05

资料来源：携宁，东海证券研究所

注：截止时间2024年08月27日

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,327	5,363	6,577	7,780
%同比增速	27%	24%	23%	18%
营业成本	2,733	3,152	3,824	4,479
毛利	1,594	2,211	2,753	3,302
%营业收入	37%	41%	42%	42%
税金及附加	20	27	33	39
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	721	1,030	1,256	1,478
%营业收入	17%	19%	19%	19%
管理费用	250	322	395	467
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	73	97	118	140
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	-13	-9	-4	-6
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-12	-10	-10	-10
信用减值损失	-14	0	0	0
其他收益	9	8	11	12
投资收益	2	1	1	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	-3	-3	-4
<b>营业利润</b>	<b>526</b>	<b>741</b>	<b>953</b>	<b>1,183</b>
%营业收入	12%	14%	14%	15%
营业外收支	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>740</b>	<b>952</b>	<b>1,181</b>
%营业收入	12%	14%	14%	15%
所得税费用	95	159	205	254
净利润	430	581	748	927
%营业收入	10%	11%	11%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>429</b>	<b>579</b>	<b>745</b>	<b>925</b>
%同比增速	61%	35%	29%	24%
少数股东损益	1	2	2	3
EPS (元/股)	1.15	1.45	1.86	2.31

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.15	1.45	1.86	2.31
BVPS	9.16	10.36	11.93	13.85
PE	34.62	32.03	24.88	20.05
PEG	0.57	0.92	0.87	0.83
PB	4.35	4.47	3.89	3.35
EV/EBITDA	24.07	19.48	15.44	12.48
ROE	12%	14%	16%	17%
ROIC	11%	14%	15%	17%

## 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	512	660	1,156
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	278	270	321	387
存货	657	739	893	1,042
预付账款	28	32	38	45
其他流动资产	123	131	138	145
流动资产合计	2,095	1,683	2,051	2,776
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	916	1,731	2,032	2,128
无形资产	131	145	161	183
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	37	46	46	46
其他非流动资产	965	1,105	1,129	1,151
<b>资产总计</b>	<b>4,143</b>	<b>4,710</b>	<b>5,418</b>	<b>6,285</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	184	256	303	361
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	51	54	67	77
应交税费	42	26	30	37
其他流动负债	79	86	103	120
流动负债合计	357	423	503	596
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	42	49	49	49
其他非流动负债	75	87	87	87
<b>负债合计</b>	<b>473</b>	<b>558</b>	<b>638</b>	<b>732</b>
归属于母公司的所有者权益	3,665	4,145	4,771	5,541
少数股东权益	5	6	9	11
<b>股东权益</b>	<b>3,670</b>	<b>4,152</b>	<b>4,780</b>	<b>5,553</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4,143</b>	<b>4,710</b>	<b>5,418</b>	<b>6,285</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	617	762	831	1,021
投资	0	0	0	0
资本性支出	-196	-1,046	-548	-356
其他	-879	-123	-9	-9
投资活动现金流净额	-1,075	-1,169	-557	-365
债权融资	-196	15	0	0
股权融资	1,600	0	0	0
支付股利及利息	-1	-94	-125	-160
其他	-121	-13	0	0
筹资活动现金流净额	1,282	-92	-125	-160
现金净流量	822	-497	148	496

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年08月27日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8621）20333619  
 传真：（8621）50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8610）59707105  
 传真：（8610）59707100  
 邮编：100089