

乖宝宠物（301498.SZ）/农林牧渔

证券研究报告/公司点评

2024年8月31日

评级：买入（维持）

市场价格：48.61元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

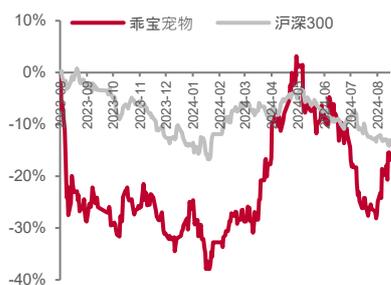
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 400 |
| 流通股本(百万股) | 179 |
| 市价(元) | 48.61 |
| 市值(百万元) | 19,446 |
| 流通市值(百万元) | 8,702 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 乖宝宠物：中国宠物食品行业领军者
- 乖宝宠物：从弗列加特看公司高端化能力

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,398 | 4,327 | 5,324 | 6,518 | 7,909 |
| 增长率 yoy% | 31.9% | 27.4% | 23.0% | 22.4% | 21.3% |
| 净利润(百万元) | 267 | 429 | 587 | 763 | 983 |
| 增长率 yoy% | 90.3% | 60.7% | 36.8% | 30.0% | 28.8% |
| 每股收益(元) | 0.67 | 1.07 | 1.47 | 1.91 | 2.46 |
| 每股现金流量 | 0.77 | 1.54 | 0.98 | 1.70 | 2.13 |
| 净资产收益率 | 15% | 12% | 21% | 21% | 21% |
| P/E | 72.9 | 45.3 | 33.1 | 25.5 | 19.8 |
| P/B | 11.1 | 5.3 | 6.9 | 5.4 | 4.3 |

备注：股价选取2024年8月30日收盘价

投资要点

- 事件：公司发布2024年半年报。**2024H1公司实现营收24.27亿元，同比+17.5%，归母净利润3.08亿元，同比+49.9%。其中单Q2实现营收13.29亿元，同比+14.5%，环比+21.1%；归母净利润1.60亿元，同比+32.6%，环比+8.0%。
- 收入端：直营渠道高速增长，主粮体量超越零食。**(1) 渠道端：H1直销收入实现8.66亿元，同比+61.24%，占主营收入比重达35.9%，同比+9.74pct，直销单笔订单金额为78.9元/笔，其中阿里+抖音平台直销收入6.07亿元，同比+50.7%，占线上直销比例达70%，单笔订单金额90.2元/笔。(2) 分产品，H1主粮收入11.99亿元，同比+18.45%，零食产品实现收入11.94亿元，同比+17.32%，得益于麦富迪产品升级和弗列加特作为高端猫粮品牌的快速增长，主粮收入首次超越零食业务。
- 利润端：产品/渠道优化带动毛利提升，费率提升不改盈利能力。**(1) H1整体毛利率为42.1%，同比+7.8pct，单Q2毛利率为42.8%，同比+8.59pct，环比+1.66pct，主要系①产品结构升级：主粮毛利率44.7%，同比+12.8pct，零食毛利率39.2%，同比+3.2%；②高毛利直销占比提升；③成本端：原材料价格处于低位+供应链持续优化。(2) 销售/管理费比增加，不改净利水平提升：H1整体净利率为12.74%，同比+2.71%，其中H1销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为19.0%/5.8%/-0.67%，同比+3.5%/+1.5%/-0.16pct。
- 投资建议：**公司龙头地位持续强化，品牌打造能力得到持续验证，在提升国内品牌市占率的同时持续兑现稳态净利率，有望成为宠物赛道巨头。考虑股权激励和绩效考核激励费用计提影响，我们调整盈利预测，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为53.24/65.18/79.09亿元（前次24-26年分别为52.41/64.55/78.64亿元），归母净利润分别为5.87/7.63/9.83亿元（前次24-26年分别为6.15/8.02/10.42），当前股价对应PE分别为33.1/25.5/19.8倍，**维持“买入”评级。**
- 风险提示：**原材料价格波动、国内市场竞争加剧、品牌推广不及预期、研究报告中使用的数据或信息更新不及时等风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1,009 | 426 | 619 | 1,336 | 营业收入 | 4,327 | 5,324 | 6,518 | 7,909 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 2,733 | 3,237 | 3,882 | 4,633 |
| 应收账款 | 278 | 329 | 404 | 492 | 税金及附加 | 20 | 24 | 30 | 36 |
| 预付账款 | 28 | 33 | 40 | 47 | 销售费用 | 721 | 894 | 1,102 | 1,345 |
| 存货 | 657 | 900 | 1,079 | 1,287 | 管理费用 | 250 | 330 | 404 | 490 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 73 | 106 | 130 | 158 |
| 其他流动资产 | 123 | 151 | 185 | 225 | 财务费用 | -13 | -10 | 11 | 17 |
| 流动资产合计 | 2,095 | 1,839 | 2,327 | 3,387 | 信用减值损失 | -14 | -10 | -10 | -10 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -12 | -10 | -10 | -10 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 916 | 996 | 979 | 963 | 投资收益 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 在建工程 | 34 | 54 | 59 | 64 | 其他收益 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 无形资产 | 131 | 143 | 153 | 163 | 营业利润 | 526 | 728 | 946 | 1,217 |
| 其他非流动资产 | 968 | 980 | 990 | 998 | 营业外收入 | 1 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动资产合计 | 2,049 | 2,172 | 2,181 | 2,187 | 营业外支出 | 2 | 10 | 10 | 10 |
| 资产合计 | 4,143 | 4,011 | 4,507 | 5,575 | 利润总额 | 525 | 723 | 941 | 1,212 |
| 短期借款 | 0 | 551 | 200 | 200 | 所得税 | 95 | 130 | 170 | 219 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 430 | 593 | 771 | 993 |
| 应付账款 | 184 | 274 | 315 | 342 | 少数股东损益 | 1 | 6 | 8 | 10 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 429 | 587 | 763 | 983 |
| 合同负债 | 57 | 70 | 86 | 105 | NOPLAT | 420 | 585 | 780 | 1,007 |
| 其他应付款 | 15 | 15 | 15 | 15 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.07 | 1.47 | 1.91 | 2.46 |
| 一年内到期的非流动负债 | 5 | 13 | 7 | 8 | | | | | |
| 其他流动负债 | 97 | 114 | 130 | 148 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 357 | 1,037 | 753 | 818 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 0 | 28 | 38 | 48 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 27.4% | 23.0% | 22.4% | 21.3% |
| 其他非流动负债 | 116 | 116 | 116 | 116 | EBIT增长率 | 66.5% | 39.4% | 33.4% | 29.1% |
| 非流动负债合计 | 116 | 144 | 154 | 164 | 归母公司净利润增长率 | 60.7% | 36.8% | 30.0% | 28.8% |
| 负债合计 | 473 | 1,181 | 907 | 982 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 3,665 | 2,819 | 3,582 | 4,565 | 毛利率 | 36.8% | 39.2% | 40.4% | 41.4% |
| 少数股东权益 | 5 | 11 | 18 | 28 | 净利率 | 9.9% | 11.1% | 11.8% | 12.6% |
| 所有者权益合计 | 3,670 | 2,830 | 3,600 | 4,593 | ROE | 11.7% | 20.7% | 21.2% | 21.4% |
| 负债和股东权益 | 4,143 | 4,011 | 4,507 | 5,575 | ROIC | 18.1% | 27.8% | 31.8% | 30.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 11.4% | 29.5% | 20.1% | 17.6% |
| | | | | | 债务权益比 | 3.3% | 25.0% | 10.0% | 8.1% |
| | | | | | 流动比率 | 5.9 | 1.8 | 3.1 | 4.1 |
| | | | | | 速动比率 | 4.0 | 0.9 | 1.7 | 2.6 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 17 | 21 | 20 | 20 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 21 | 25 | 27 | 26 |
| | | | | | 存货周转天数 | 92 | 87 | 92 | 92 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.07 | 1.47 | 1.91 | 2.46 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 1.54 | 0.98 | 1.70 | 2.13 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.16 | 7.05 | 8.95 | 11.41 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 45 | 33 | 25 | 20 |
| | | | | | P/B | 5 | 7 | 5 | 4 |
| | | | | | EV/EBITDA | 41 | 34 | 23 | 19 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。