

乖宝宠物(301498)

报告日期: 2024 年 11 月 02 日

## 内外销并举，国产龙头盈利表现突出

### ——乖宝宠物点评报告

#### 投资要点

##### □ 公司发布 24Q3 业绩:

24Q1-Q3 公司营收 36.71 亿, yoy+17.96%, 归母净利润 4.70 亿, yoy+49.64%, 扣非归母净利润 4.43 亿, yoy+41.75%, 其中 24Q3 营收 12.45 亿, yoy+18.92%, 归母净利润 1.62 亿, yoy+49.11%, 扣非归母净利润 1.52 亿, yoy+40.74%, 考虑公司持续计提股权激励与绩效考核相关费用, 公司 Q3 利润表现突出, 此外公司拟每 10 股派红利 2.5 元, 共计 1 亿元。

##### □ 品牌延续高增，代工维持稳健

公司产品力品牌力突出, 推动自有品牌与代工业务稳健增长, 且随着自主品牌占比提升, 盈利能力持续优化, 拆分看: 1) 内销: 产品结构化升级持续推进, 预计实现 20%-30% 增长, 根据久谦数据, 弗列加特 Q3 天猫增长 195%, 麦富迪增长 32%, 持续超越大盘, 推动份额提升。此外内销代工我们预计 24 年增量贡献亦较明显。2) 外销: 随着海外去库存完成与基数提升, 我们预计增速相比 Q2 有所放缓, 预计在 10% 左右, 利润率表现较稳健。

##### □ 结构升级、费用率下降预计内销利润率进一步提升

24Q3 毛利率 41.84%, 环比-0.97pct, 同比+3pct, 环比预计受汇率、原材料等波动影响, 同比在内销产品结构升级、代理业务终止等多维度驱动下实现快速提升。期间费率方面, 销售费率 18.70%, 环比-1.75pct, 同比+2.12pct, 淡季投放减少, 管理费用率 5.67%, 环比-0.40pct, 同比-1.8pct, 23 年同期上市费用较多, 财务费率-0.10%, 环比+0.67pct, 同比+0.22pct, 汇兑损失有所影响, 研发费用率 1.74%, 同比-0.11pct, 由于销售费用投放节省与规模效应显现, 我们预计 Q3 剔除绩效考核及股权激励费用计提影响后利润率超预期。

##### □ 双十一表现突出，激励目标大概率完成

根据天猫双十一战报, 10 月 21 日天猫双 11 开卖前 4 小时, 弗列加特成交同比大涨近 230%; 京东双 11 开卖前 4 小时, 麦富迪位列猫狗干湿粮等多榜单第一, 考虑双十一表现突出, 我们看好公司完成全年激励目标。

##### □ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 24-26 年实现收入 52.6/64.8/78.3 亿元, 分别同比+22%/23%/21%, 实现归母净利润 6.1/7.54/9.27 亿元, 分别同比+42%/24%/23%, 对应 PE 42/34/28X, 看好公司深耕优质赛道, 依托强渠道&强营销能力实现长期成长, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示

渠道拓展不及预期; 行业竞争加剧; 消费需求疲弱。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 汤秀洁

执业证书号: S1230522070001  
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 曾伟

执业证书号: S1230524090011  
zengwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 63.86   |
| 总市值(百万元) | 25,546.84 |
| 总股本(百万股) | 400.04    |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《自主品牌延续高增，国产龙头引领成长》 2024.08.30
- 2 《发布股权激励与绩效考核激励计划，为成长注入动能》 2024.07.10
- 3 《业绩表现超预期，持续看好自主品牌份额提升与高端化进程》 2024.04.19

## 财务摘要

| (百万元)     | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 4,327  | 5,260  | 6,481  | 7,826  |
| (+/-) (%) | 27.36% | 21.57% | 23.22% | 20.74% |
| 归母净利润     | 429    | 610    | 754    | 927    |
| (+/-) (%) | 60.68% | 42.16% | 23.76% | 22.80% |
| 每股收益(元)   | 1.07   | 1.52   | 1.89   | 2.32   |
| P/E       | 59.57  | 41.90  | 33.86  | 27.57  |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2,095 | 2,494 | 3,088 | 3,931 |
| 现金             | 1,009 | 1,366 | 1,809 | 2,463 |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 278   | 190   | 216   | 283   |
| 其它应收款          | 25    | 30    | 38    | 44    |
| 预付账款           | 28    | 76    | 87    | 109   |
| 存货             | 657   | 734   | 840   | 935   |
| 其他             | 98    | 98    | 98    | 98    |
| <b>非流动资产</b>   | 2,049 | 2,352 | 2,578 | 2,785 |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 916   | 1,057 | 1,226 | 1,376 |
| 无形资产           | 131   | 181   | 247   | 298   |
| 在建工程           | 34    | 24    | 14    | 20    |
| 其他             | 968   | 1,091 | 1,091 | 1,091 |
| <b>资产总计</b>    | 4,143 | 4,846 | 5,665 | 6,717 |
| <b>流动负债</b>    | 357   | 439   | 502   | 624   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 184   | 274   | 305   | 389   |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 173   | 165   | 197   | 235   |
| <b>非流动负债</b>   | 116   | 136   | 136   | 136   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 116   | 136   | 136   | 136   |
| <b>负债合计</b>    | 473   | 575   | 638   | 760   |
| 少数股东权益         | 5     | 7     | 9     | 12    |
| 归属母公司股东权益      | 3,665 | 4,265 | 5,019 | 5,946 |
| <b>负债和股东权益</b> | 4,143 | 4,846 | 5,665 | 6,717 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023    | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 617     | 767   | 813   | 1,022 |
| 净利润            | 430     | 611   | 757   | 929   |
| 折旧摊销           | 107     | 119   | 143   | 160   |
| 财务费用           | 5       | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失           | (2)     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 42      | 35    | (91)  | (68)  |
| 其它             | 35      | 1     | 4     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | (1,075) | (414) | (370) | (368) |
| 资本支出           | (196)   | (300) | (369) | (368) |
| 长期投资           | 1       | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (879)   | (114) | (0)   | (0)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1,282   | 2     | 0     | 0     |
| 短期借款           | (165)   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | (28)    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 1,474   | 2     | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | 822     | 357   | 443   | 654   |

### 利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 4,327 | 5,260 | 6,481 | 7,826 |
| 营业成本            | 2,733 | 3,122 | 3,805 | 4,517 |
| 营业税金及附加         | 20    | 24    | 29    | 35    |
| 营业费用            | 721   | 947   | 1,237 | 1,558 |
| 管理费用            | 250   | 342   | 382   | 454   |
| 研发费用            | 73    | 89    | 110   | 133   |
| 财务费用            | (13)  | (5)   | (7)   | (9)   |
| 资产减值损失          | (12)  | (4)   | (4)   | (1)   |
| 公允价值变动损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 2     | (0)   | (0)   | (0)   |
| 其他经营收益          | 9     | 12    | 14    | 18    |
| <b>营业利润</b>     | 526   | 751   | 935   | 1,154 |
| 营业外收支           | (1)   | (1)   | (0)   | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 525   | 750   | 934   | 1,154 |
| 所得税             | 95    | 139   | 178   | 225   |
| <b>净利润</b>      | 430   | 611   | 757   | 929   |
| 少数股东损益          | 1     | 2     | 2     | 3     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 429   | 610   | 754   | 927   |
| EBITDA          | 621   | 864   | 1,071 | 1,305 |
| EPS (最新摊薄)      | 1.07  | 1.52  | 1.89  | 2.32  |

### 主要财务比率

|                | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 27.36% | 21.57% | 23.22% | 20.74% |
| 营业利润           | 64.96% | 42.66% | 24.49% | 23.51% |
| 归属母公司净利润       | 60.68% | 42.16% | 23.76% | 22.80% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 36.84% | 40.66% | 41.29% | 42.28% |
| 净利率            | 9.91%  | 11.59% | 11.64% | 11.84% |
| ROE            | 11.70% | 14.30% | 15.03% | 15.58% |
| ROIC           | 11.38% | 14.13% | 14.86% | 15.41% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 11.43% | 11.86% | 11.25% | 11.31% |
| 净负债比率          | 12.90% | 13.46% | 12.68% | 12.75% |
| 流动比率           | 5.86   | 5.68   | 6.15   | 6.30   |
| 速动比率           | 3.67   | 3.61   | 4.11   | 4.47   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.35   | 1.17   | 1.23   | 1.26   |
| 应收账款周转率        | 21.10  | 22.50  | 31.93  | 31.39  |
| 应付账款周转率        | 16.77  | 13.63  | 13.15  | 13.02  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.07   | 1.52   | 1.89   | 2.32   |
| 每股经营现金         | 1.54   | 1.92   | 2.03   | 2.56   |
| 每股净资产          | 9.16   | 10.66  | 12.55  | 14.86  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 59.57  | 41.90  | 33.86  | 27.57  |
| P/B            | 6.97   | 5.99   | 5.09   | 4.30   |
| EV/EBITDA      | 24.07  | 20.96  | 16.50  | 13.04  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>