

2024年12月04日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

72

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2024/12/3)	66.99		
深证成指(2024/12/3)	10713.58		
股价 12 个月高/低	72.6/29.94		
总发行股数(百万)	400.04		
A 股数(百万)	179.02		
A 市值(亿元)	119.93		
主要股东	秦华(45.76%)		
每股净值(元)	9.96		
股价/账面净值	6.73		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	4.1	35.5	51.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

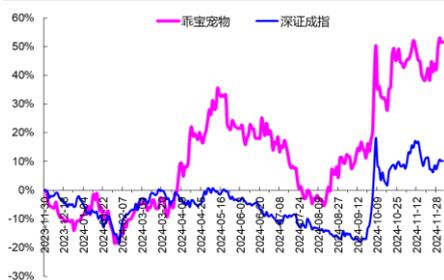
产品组合

主粮	49.39%
零食	49.21%
保健品和其他	0.98%

机构投资者占流通 A 股比例

基金
一般法人

股价相对大盘走势



乖宝宠物(301498.SZ) TRADING BUY 区间操作

双十一验证品牌力，规模化提振盈利

结论与建议：

公司作为国产宠物食品龙头，今年前三季度业绩维持高速增长。我们认为在行业景气延续和公司品牌力提升下，规模效应将持续带来盈利能力的提振。公司行业竞争力突出，然而考虑短期股东减持影响，予以“区间操作”的投资建议。

点评：

- 前三季度业绩亮眼，产品结构升级放大盈利。前三季度，公司实现营业收入 36.7 亿，同比增 18%，录得归母净利润 4.7 亿，同比增 50%；3Q 单季度实现营业收入 12.5 亿，同比增 19%，录得归母净利润 1.6 亿，同比增 49%。今年以来，公司业绩表现优异，自有品牌收入占比提升和产品结构优化，带动公司毛利率显着提升，前三季度毛利率同比提升 6.21pcts 至 41.98%，单三季度毛利率同比提升 3pcts 至 41.8%。我们预计全年自有品牌营收占比有望达 65% (yoy+1.6pcts)，高毛利趋势有望维系。
- 销售费用投放有所增加，规模效应持续优化费效比。前三季度综合费率为 25.9%，同比增加 3.3pcts，其中，销售费用率同比提升 3pcts 至 18.9%，其中受 618 大促影响，Q2 同比提升 3.97pcts。我们预计 Q4 在双十一营销作用下，销售费用投放有较明显增加，考虑产品结构优化，预计费用增加对盈利冲击相对温和，同时，在规模经济效应推动下，若剔除股权激励费用等影响，费效比有望持续改善。
- 双十一验证品牌力，全年实现股权激励目标无忧。根据公司战报，旗下麦富迪、弗列加特等品牌双 11 全网 GMV 突破 6.7 亿，同比增 65% (弗列加特全网销售破 2 亿，同比增 190%)，集团品牌实现天猫全品类榜首。年中公布的股权激励计划目标 2024 年营收同比 2023 年增 19%，利润同比增 21%，考虑双十一和前三季度公司经营情况，我们预计全年达成激励目标问题不大。
- 盈利预测：预计 2024-2026 年将分别实现归母净利润 6 亿、7.3 亿和 8.7 亿，同比增 40.8%、21.4%和 18%，EPS 分别为 1.51 元和 1.83 元和 2.17 元，当前股价对应 PE 分别为 44 倍、37 倍和 31 倍。公司品牌优势突出，行业竞争力较强，但短期内 (至 2025 年 2 月 1 日) 存在 5%以上股东 (KKR 及北京君联、珠海君联) 减持事项 (合计减持比例为总股本 4%，至 11 月中已减持 2%)，因此暂予以“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：行业景气不及预期，食品安全问题影响终端销量，原材料价格上涨超预期

..... 接下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	140	267	429	604	733	867
同比增减	%	25.82	90.25	60.69	40.84	21.39	18.24
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.39	0.74	1.15	1.51	1.83	2.17
同比增减	%	25.81	89.74	55.41	31.29	21.39	18.24
市盈率(P/E)	X	172	91	58	44	37	31
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.05	0.24	0.38	0.46	0.54
股息率 (Yield)	%	0.07	0.07	0.36	0.56	0.68	0.81

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	2575	3398	4327	5244	6331	7505
经营成本	1834	2290	2733	3094	3716	4390
营业税金及附加	11	15	20	21	25	30
销售费用	356	545	721	993	1199	1422
管理费用	128	177	250	319	385	457
财务费用	28	-10	-13	-17	-20	-24
资产减值损失	-1	-4	-12	-4	-4	-7
投资收益	0	0	2	21	11	4
营业利润	163	319	526	777	941	1114
营业外收入	18	0	1	5	5	5
营业外支出	2	2	2	3	1	1
利润总额	179	318	525	779	945	1118
所得税	37	52	95	173	210	249
少数股东损益	2	-1	1	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	140	267	429	604	733	867

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	357	198	1009	826	731	806
应收账款	181	132	278	417	542	650
存货	583	736	657	723	788	851
流动资产合计	1215	1165	2095	2409	2650	2862
长期股权投资	1	1	0	0	0	0
固定资产	890	921	916	962	1058	1164
在建工程	5	25	34	44	52	58
非流动资产合计	1089	1118	2049	2397	2756	3087
资产总计	2303	2283	4143	4806	5406	5949
流动负债合计	701	419	357	464	418	397
非流动负债合计	126	105	116	218	315	228
负债合计	827	524	473	683	733	625
少数股东权益	4	3	5	5	5	5
股东权益合计	1472	1756	3665	4118	4668	5318
负债及股东权益合计	2303	2283	4143	4806	5406	5949

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	94	306	617	813	1076	1351
投资活动产生的现金流量净额	-130	-180	-1075	-891	-1045	-1126
筹资活动产生的现金流量净额	153	-265	1282	-105	-127	-150
现金及现金等价物净增加额	117	-126	822	-184	-95	75

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。