

乖宝宠物 (301498.SZ)

强烈推荐 (维持)

24 年自主品牌势能强劲, 25Q1 收入表现超预期

公司发布 2024 年报和 25 年一季报, 24 年公司收入/归母净利润分别同比 +21.2%/+45.7%。25Q1 增长势能强劲, 国内/海外增速延续。弗列加特成功打造“大红桶冻干”、“高机能烘焙粮”两大明星系列, 后续增长势能有望延续, 麦富迪品牌增长稳健。境外业务 24 年表现较好, 25 年受关税影响略有不确定性, 但整体美国风险敞口可控。中长期看好公司在中国市场占据份额第一、高端宠粮战略升级确定性。我们调整 25-26 年收入预测为 65/79 亿, 归母净利润分别 8.2 亿/10.5 亿, 25-26 年 EPS 分别为 2.04/2.61 元, 对应 25 年 50x, 维持“强烈推荐”评级。

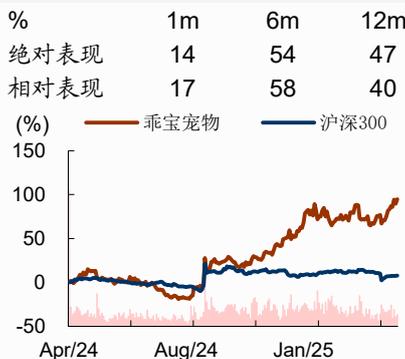
- 事件: 公司发布 2024 年报和 25 年一季报, 24 年实现收入 52.4 亿, 同比 +21.2%; 归母净利润 6.2 亿, 同比 +45.7%; 扣非净利润 6.0 亿, 同比 +42.1%, 24 年顺利收官。单 Q4 实现收入 15.7 亿, 同比 +29.5%; 归母净利润 1.5 亿, 同比 +34.8%; 扣非净利润 1.6 亿, 同比 +43.0%。分红方面, 拟每 10 股派红利 2.5 元 (含税), 全年分红比率 32.0%。25Q1 实现收入 14.8 亿, 同比 +34.8%; 归母净利润 2.0 亿, 同比 +37.7%; 扣非净利润 2.0 亿, 同比 +44.2%, Q1 收入表现超预期。
- 24 年自主品牌同比增长 29%, OEM 业务环比提速。24 年分业务板块看, 1) 自有品牌收入 35.4 亿 (同比 +29.1%), 其中弗列加特高增延续, 份额快速提升, 麦富迪增长稳健, 其中霸弗天然粮表现亮眼, 2024 年双 11 期间销售额同比增长 150%。2) OEM/ODM 业务实现收入 16.8 亿 (同比 +19.1%)。分产品看, 24 年宠物主粮收入 26.9 亿, 同比 +28.9%, 受益高端占比提升, 主粮毛利率提升 8.7pct; 宠物零食收入 24.8 亿, 同比 +14.7%, 毛利率同比 +2.3pct。
- 高端品牌增速亮眼, 盈利能力明显提升。24 年公司毛利率同比 +5.4pct 至 42.3%, 主要系高端品牌营收占比上升、原料成本低位, 销售/管理费用率分别为 20.1%/5.8%, 分别同比 +3.4pct/-0.1pct, 其中业务推广及销售服务费用随自有品牌、直销占比上升而增加, 管理费用率稳定, 24 年实现归母净利率 11.9%, 同比 +2.0pct, 盈利能力明显提升。
- 25Q1 增长势能强劲, 国内海外增速延续, 净利率同比改善。Q1 自主品牌和 OEM 延续 24 年趋势, 动销整体亮眼, 收入同比增长 34.8%。成本与费用端, 受益于成本低位 & 产品结构升级, Q1 毛利率同比提升 0.4pct 至 41.6%, 销售/管理费用率分别同比 +0.5pct/-0.4pct, 最终 Q1 实现净利率 13.8%, 同比 +0.3pct, 盈利能力同比改善。
- 投资建议: 自主品牌势能强劲, 份额有望快速提升, 维持“强烈推荐”评级。24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 52.4/6.2/6.0 亿, 同比 +21.2%/+45.7%/+42.1%。25Q1 增长势能强劲, 国内/海外增速延续。弗列加特成功打造“大红桶冻干”、“高机能烘焙粮”两大明星系列, 后续增长势能有望延续, 麦富迪品牌增长稳健。境外业务 24 年表现较好, 25 年受关税影响略有不确定性, 但整体美国风险敞口可控。中长期看好公司在中国市场占据份额第一、高端宠粮战略升级确定性。我们调整 25-26 年收入预测为 65/79 亿, 归母净利润分别 8.2 亿/10.5 亿, 25-26 年 EPS 分别

消费品/农林牧渔
当前股价: 101.35 元

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 总股本 (百万股) | 400 |
| 已上市流通股 (百万股) | 179 |
| 总市值 (十亿元) | 40.5 |
| 流通市值 (十亿元) | 18.1 |
| 每股净资产 (MRQ) | 10.9 |
| ROE (TTM) | 15.7 |
| 资产负债率 | 16.3% |
| 主要股东 | 秦华 |
| 主要股东持股比例 | 45.76% |

股价表现



相关报告

- 《乖宝宠物 (301498) — 业绩快速增长, 盈利能力优化, 重视股东回报》2024-10-29
- 《乖宝宠物 (301498) — 自有品牌增长势能足, 结构优化利润率提升》2024-09-03
- 《乖宝宠物 (301498) — 股权激励落地, 看好自主品牌份额持续提升》2024-07-08

朱卫华 S1090511030001
zhuweihua@cmschina.com.cn
刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
胡思蓓 S1090524090002
husibei@cmschina.com.cn

为 2.04/2.61 元，对应 25 年 50x，维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示：行业竞争加剧、原料价格上涨超预期、自主品牌增速不及预期、海外增速不及预期、关税影响出口业务等风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4327 | 5245 | 6512 | 7929 | 9517 |
| 同比增长 | 27% | 21% | 24% | 22% | 20% |
| 营业利润(百万元) | 526 | 810 | 1059 | 1361 | 1681 |
| 同比增长 | 65% | 54% | 31% | 28% | 24% |
| 归母净利润(百万元) | 429 | 625 | 815 | 1045 | 1289 |
| 同比增长 | 61% | 46% | 30% | 28% | 23% |
| 每股收益(元) | 1.07 | 1.56 | 2.04 | 2.61 | 3.22 |
| PE | 94.5 | 64.9 | 49.8 | 38.8 | 31.5 |
| PB | 11.1 | 9.8 | 8.5 | 7.3 | 6.1 |

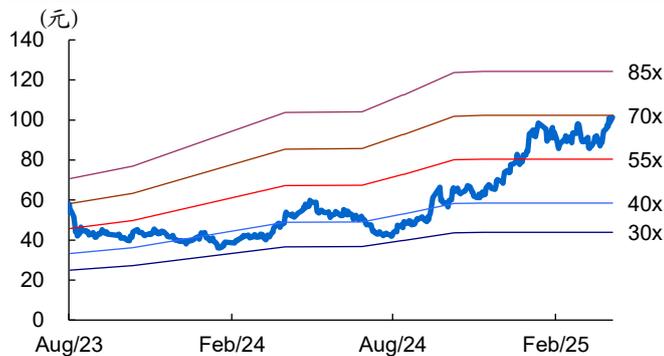
资料来源：公司数据、招商证券

乖宝宠物单季度利润表

| 单位: 百万元 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 25Q1 | 2023 | 2024 |
|-------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 一、营业总收入 | 1161 | 1047 | 1215 | 1097 | 1329 | 1245 | 1573 | 1480 | 4327 | 5245 |
| 二、营业总成本 | 1019 | 922 | 1064 | 919 | 1138 | 1053 | 1367 | 1228 | 3809 | 5051 |
| 其中: 营业成本 | 764 | 640 | 734 | 646 | 760 | 724 | 898 | 865 | 2733 | 3028 |
| 营业税金及附加 | 5 | 5 | 5 | 4 | 5 | 5 | 7 | 7 | 20 | 21 |
| 营业费用 | 191 | 174 | 226 | 190 | 272 | 233 | 360 | 264 | 721 | 1055 |
| 管理费用 | 45 | 78 | 83 | 61 | 81 | 71 | 94 | 75 | 250 | 307 |
| 研发费用 | 20 | 19 | 18 | 17 | 21 | 22 | 26 | 22 | 73 | 85 |
| 财务费用 | -14 | -3 | 1 | -6 | -10 | -1 | -18 | -7 | -13 | -35 |
| 资产减值损失 | 7 | 9 | -2 | 6 | 9 | 1 | -1 | 3 | 26 | 15 |
| 三、其他经营收益 | 1 | 1 | 6 | 10 | 9 | 14 | 9 | 9 | 9 | 42 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 1 | 6 | 4 | 2 | 7 | 3 | 1 | 9 | 17 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 0 | 0 | 2 | 6 | 6 | 6 | 7 | 8 | 2 | 26 |
| 四、营业利润 | 143 | 126 | 156 | 189 | 200 | 205 | 216 | 260 | 526 | 810 |
| 加: 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 |
| 减: 营业外支出 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 4 |
| 五、利润总额 | 143 | 126 | 156 | 190 | 203 | 204 | 214 | 260 | 525 | 811 |
| 减: 所得税 | 21 | 18 | 41 | 41 | 43 | 42 | 58 | 55 | 95 | 184 |
| 六、净利润 | 122 | 108 | 115 | 149 | 160 | 163 | 156 | 204 | 430 | 627 |
| 减: 少数股东损益 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 3 |
| 七、归属母公司净利润 | 121 | 109 | 114 | 148 | 160 | 162 | 154 | 204 | 429 | 625 |
| EPS | 0.30 | 0.27 | 0.29 | 0.37 | 0.40 | 0.40 | 0.39 | 0.51 | 1.1 | 1.6 |
| 主要比率 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 34.2% | 38.8% | 39.6% | 41.14% | 42.8% | 41.8% | 42.9% | 41.6% | 36.8% | 42.3% |
| 主营税金率 | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.39% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.45% | 0.4% |
| 销售费用率 | 16.5% | 16.6% | 18.6% | 17.30% | 20.5% | 18.7% | 22.9% | 17.8% | 16.66% | 20.1% |
| 管理费用率 | 3.9% | 7.5% | 6.8% | 5.54% | 6.1% | 5.7% | 6.0% | 5.1% | 5.77% | 5.8% |
| 营业利润率 | 12.3% | 12.0% | 12.9% | 17.26% | 15.0% | 16.5% | 13.7% | 17.6% | 12.16% | 15.4% |
| 实际税率 | 14.7% | 14.1% | 26.2% | 21.56% | 21.1% | 20.4% | 27.2% | 21.2% | 18.1% | 22.7% |
| 净利率 | 10.4% | 10.4% | 9.4% | 13.51% | 12.1% | 13.0% | 9.8% | 13.8% | 9.9% | 11.9% |
| YoY | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 20.8% | 30.7% | 33.5% | 21.3% | 14.5% | 18.9% | 29.5% | 34.8% | 27.4% | 21.2% |
| 营业利润增长率 | 24.1% | -84.3% | 183.6% | 87.1% | 40.1% | 62.7% | 38.2% | 37.4% | 65.0% | 54.0% |
| 净利润增长率 | 29.1% | -86.4% | 128.7% | 74.5% | 32.6% | 49.1% | 34.8% | 37.7% | 60.7% | 45.7% |

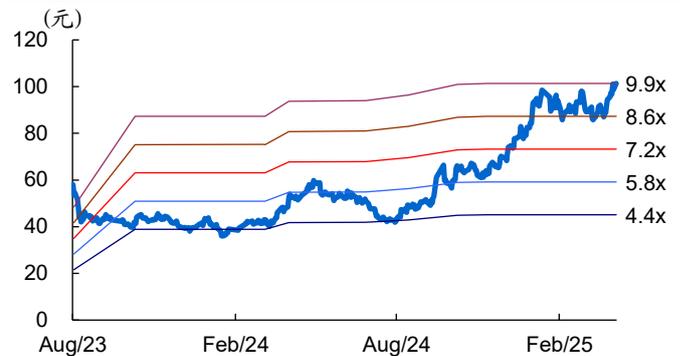
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 乖宝宠物历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 乖宝宠物历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

敬请阅读末页的重要说明

- 1、《乖宝宠物(301498)——业绩快速增长,盈利能力优化,重视股东回报》2024-10-29
- 2、《乖宝宠物(301498)——自有品牌增长势能足,结构优化利润率提升》2024-09-03
- 3、《乖宝宠物(301498)——股权激励落地,看好自主品牌份额持续提升》2024-07-08
- 4、《乖宝宠物(301498)——23年业绩表现超预期,自有品牌和国内市场增长亮眼》2024-04-173
- 5、《乖宝宠物(301498)——自有品牌增长亮眼,业绩表现超预期》2024-01-26
- 6、《乖宝宠物(301498)——国内宠物市场方兴未艾,龙头品牌扬帆起航》2023-10-24

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 2095 | 2016 | 2427 | 3205 | 4417 |
| 现金 | 1009 | 695 | 836 | 1281 | 2109 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 278 | 400 | 473 | 576 | 692 |
| 其它应收款 | 25 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 657 | 780 | 944 | 1136 | 1362 |
| 其他 | 126 | 141 | 174 | 211 | 254 |
| 非流动资产 | 2049 | 2993 | 3163 | 3268 | 3285 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 916 | 1077 | 1269 | 1393 | 1426 |
| 无形资产商誉 | 131 | 163 | 146 | 132 | 118 |
| 其他 | 1002 | 1753 | 1748 | 1744 | 1741 |
| 资产总计 | 4143 | 5010 | 5590 | 6473 | 7702 |
| 流动负债 | 357 | 695 | 658 | 753 | 864 |
| 短期借款 | 0 | 110 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 184 | 267 | 326 | 393 | 471 |
| 预收账款 | 57 | 109 | 133 | 161 | 192 |
| 其他 | 116 | 208 | 198 | 199 | 200 |
| 长期负债 | 116 | 163 | 163 | 163 | 163 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 116 | 163 | 163 | 163 | 163 |
| 负债合计 | 473 | 858 | 821 | 916 | 1027 |
| 股本 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 资本公积金 | 2106 | 2115 | 2115 | 2115 | 2115 |
| 留存收益 | 1159 | 1629 | 2243 | 3027 | 4138 |
| 少数股东权益 | 5 | 7 | 11 | 15 | 21 |
| 归属于母公司所有者权益 | 3665 | 4144 | 4758 | 5542 | 6654 |
| 负债及权益合计 | 4143 | 5010 | 5590 | 6473 | 7702 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 617 | 720 | 705 | 896 | 1104 |
| 净利润 | 430 | 627 | 818 | 1049 | 1294 |
| 折旧摊销 | 105 | 113 | 127 | 143 | 153 |
| 财务费用 | 5 | 1 | (14) | (21) | (34) |
| 投资收益 | (2) | (26) | (43) | (38) | (38) |
| 营运资金变动 | 74 | (5) | (191) | (245) | (280) |
| 其它 | 5 | 10 | 8 | 9 | 9 |
| 投资活动现金流 | (1075) | (969) | (257) | (212) | (132) |
| 资本支出 | (197) | (680) | (300) | (250) | (170) |
| 其他投资 | (878) | (289) | 43 | 38 | 38 |
| 筹资活动现金流 | 1282 | (96) | (308) | (240) | (144) |
| 借款变动 | (237) | (13) | (122) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1433 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (168) | (200) | (261) | (178) |
| 其他 | 46 | 75 | 14 | 21 | 34 |
| 现金净增加额 | 824 | (345) | 141 | 445 | 828 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 4327 | 5245 | 6512 | 7929 | 9517 |
| 营业成本 | 2733 | 3028 | 3700 | 4455 | 5339 |
| 营业税金及附加 | 20 | 21 | 27 | 32 | 39 |
| 营业费用 | 721 | 1055 | 1303 | 1579 | 1876 |
| 管理费用 | 250 | 307 | 364 | 424 | 509 |
| 研发费用 | 73 | 85 | 100 | 121 | 146 |
| 财务费用 | (13) | (35) | (14) | (21) | (34) |
| 资产减值损失 | (29) | (17) | (17) | (17) | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 9 | 17 | 17 | 12 | 12 |
| 投资收益 | 2 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 营业利润 | 526 | 810 | 1059 | 1361 | 1681 |
| 营业外收入 | 1 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 525 | 811 | 1060 | 1362 | 1682 |
| 所得税 | 95 | 184 | 242 | 313 | 388 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 归属于母公司净利润 | 429 | 625 | 815 | 1045 | 1289 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 27% | 21% | 24% | 22% | 20% |
| 营业利润 | 65% | 54% | 31% | 28% | 24% |
| 归母净利润 | 61% | 46% | 30% | 28% | 23% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 36.8% | 42.3% | 43.2% | 43.8% | 43.9% |
| 净利率 | 9.9% | 11.9% | 12.5% | 13.2% | 13.5% |
| ROE | 15.8% | 16.0% | 18.3% | 20.3% | 21.1% |
| ROIC | 14.9% | 14.9% | 17.9% | 20.2% | 21.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 11.4% | 17.1% | 14.7% | 14.2% | 13.3% |
| 净负债比率 | 0.1% | 2.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 5.9 | 2.9 | 3.7 | 4.3 | 5.1 |
| 速动比率 | 4.0 | 1.8 | 2.3 | 2.7 | 3.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 存货周转率 | 3.9 | 4.2 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| 应收账款周转率 | 21.1 | 15.5 | 14.9 | 15.1 | 15.0 |
| 应付账款周转率 | 16.8 | 13.4 | 12.5 | 12.4 | 12.4 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.07 | 1.56 | 2.04 | 2.61 | 3.22 |
| 每股经营净现金 | 1.54 | 1.80 | 1.76 | 2.24 | 2.76 |
| 每股净资产 | 9.16 | 10.36 | 11.89 | 13.85 | 16.63 |
| 每股股利 | 0.17 | 0.50 | 0.65 | 0.44 | 0.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 94.5 | 64.9 | 49.8 | 38.8 | 31.5 |
| PB | 11.1 | 9.8 | 8.5 | 7.3 | 6.1 |
| EV/EBITDA | 60.6 | 42.2 | 31.0 | 24.5 | 20.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。