

# 盈利能力实现提升，自有品牌快速增长

## ——乖宝宠物（301498.SZ）2024 年年报点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025 年 04 月 22 日

轻工制造——其他轻工

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhzq.com

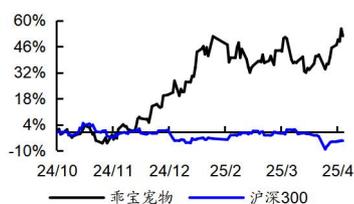
022-23839135

评级：**增持**

上次评级：**增持**

最新收盘价：**101.35**

最近半年股价相对走势



相关研究报告

宠物行业长坡厚雪，国牌龙头砥砺前行——乖宝宠物（301498.SZ）公司深度报告  
2024.12.26

事件：

公司公告 2024 年年报，去年全年实现营收 52.45 亿元，同比增长 21.22%，归母净利润 6.25 亿元，同比增长 45.68%，基本每股收益 1.56 元，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），送红股 0 股。公司公告 2025 年一季报，实现营收 14.80 亿元，同比增长 34.82%，归母净利润 2.04 亿元，同比增长 37.68%，基本每股收益 0.51 元。

点评：

### ● 公司盈利能力提升，经营性现金流增长较快

2024 年和今年一季度，公司毛利率分别为 42.27% 和 41.56%，同比分别提升 5.43 和 0.42 个百分点；净利率分别为 11.96% 和 13.82%，同比分别提升 2.01 和 0.26 个百分点；期间费用率分为 26.91% 和 23.92%，同比分别提升 3.09 和 0.07 个百分点，其中销售费用率在 2024 年和今年一季度同比提升较为明显，分别为 3.45 和 0.51 个百分点；存货周转天数分别为 85.46 天和 82.04 天，同比分别减少 6.29 和 11.91 天；经营活动产生的现金流量净额分别为 7.20 亿元和 1.70 亿元，同比分别增长 16.69% 和 174.19%。

### ● 主粮成为公司第一大品类，直销渠道实现高速增长

分品类看，2024 年公司零食/主粮/保健品及用品营收分别为 24.84 亿元/26.90 亿元/4,595.22 万元，同比分别变动+14.66%/+28.88%/-18.90%，主粮超越零食成为公司核心产品。弗列加特作为公司自有高端鲜肉猫粮品牌，在 2024 年实现品牌 2.0 升级，推出 0 压乳系列产品和高鲜肉天然粮系列，深受市场与消费者的热烈追捧；麦富迪高端副品牌霸弗天然粮迅速崛起，2024 年双 11 期间全网销售额同比增长 150%，这一显著增长进一步巩固了品牌市场地位。受益品牌与产品的持续升级，推动公司自有品牌收入实现快速增长。2024 年公司自有品牌收入为 35.45 亿元，同比增长 29.14%，收入占比为 67.59%，同比提升 4.15 个百分点，OEM/ODM 业务收入 16.75 亿元，同比增长 19.07%，今年一季度公司自有品牌收入仍保持增长，收入占比进一步提升。直营为公司核心销售渠道，2024 年收入占比达到 37.55%，对应实现收入 19.69 亿元，同比增长 59.33%。阿里系、抖音平台、京东、拼多多等电商平台为公司直销渠道的主要线上销售平台，其中阿里系和抖音平台实现收入 14.15 亿元，同比增长 52.69%。

### ● 盈利预测与评级

公司为国内宠物食品龙头企业，产品力、品牌力突出，多元化营销以及高端化助力未来成长。中性情景下，预计 2025-2027 年，EPS 分别为 2.03/2.57/3.21 元，对应 2025 年 PE 估值为 49.90 倍，估值高于可比公司均值，但考虑到公司未来具备较好发展基础良好，并为 A 股中规模最大的宠物食品企业可享受一定估值溢价，故维持“增持”评级。

### ● 风险提示

国内市场竞争加剧的风险

我国宠物食品行业起步较晚，近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争。宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

#### 原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料包括主料、辅料和包装材料。当原材料价格出现大幅波动的情况，如公司无法将原材料价格上涨所产生的压力转移，或者不能通过提升研发水平和产品生产工艺以抵消原材料成本上升的压力，或者不能通过有效的存货管理以抵消原材料价格下降所产生的存货跌价损失压力，公司存在原材料价格大幅波动而导致的经营风险。

#### 贸易摩擦风险

美国是公司产品的主要出口国。受关税风险提升的影响，公司境内生产的产品对美出口的价格优势被削弱，存在对公司出口业务需求造成冲击的风险。

#### 汇率波动的风险

公司境外销售收入主要以美元结算。同时，公司设有泰国工厂从事宠物食品的生产与销售，泰国工厂在境外采购劳务和原材料等主要以泰铢结算。随着全球政治环境、经济环境及各国货币政策的变化，结算货币与人民币之间的汇率也会发生一定的波动，具有较大的不确定性，使得公司面临汇率变动的风险。若未来人民币汇率受国内外政治、经济形势的影响而发生大幅波动，则可能会对公司海外销售和原材料的购置成本产生较大影响。公司存在一定的汇率波动风险。

财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,327	5,245	6,554	7,985	9,663
(+/-)%	27.4%	21.2%	25.0%	21.8%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	513	754	989	1,255	1,570
(+/-)%	66.4%	46.8%	31.3%	26.9%	25.1%
归母净利润	429	625	812	1,028	1,286
(+/-)%	60.7%	45.7%	30.1%	26.6%	25.1%
每股收益 (元)	1.15	1.56	2.03	2.57	3.21

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,009	695	825	1,360	2,259	营业收入	4,327	5,245	6,554	7,985	9,663
应收票据及应收账款	278	400	414	494	541	营业成本	2,733	3,028	3,749	4,518	5,422
预付账款	28	39	52	62	74	营业税金及附加	20	21	29	36	43
其他应收款	25	39	31	37	44	销售费用	721	1,055	1,323	1,611	1,951
存货	657	780	853	1,009	1,205	管理费用	250	307	388	473	574
其他流动资产	98	53	54	55	55	研发费用	73	85	111	137	167
流动资产合计	2,095	2,016	2,238	3,026	4,188	财务费用	-13	-35	-19	-20	-25
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-8	-6	-5	0
固定资产合计	916	1,077	1,245	1,359	1,414	信用减值损失	-14	-7	-7	-5	0
无形资产	131	163	196	228	228	其他收益	9	17	20	25	31
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	2	26	29	32	35
长期待摊费用	15	26	26	27	27	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	57	163	175	175	175	资产处置收益	-2	-2	-2	-2	-2
资产总计	4,143	5,010	5,500	6,429	7,630	营业利润	526	810	1,007	1,274	1,594
短期借款	0	110	0	0	0	营业外收支	-1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	184	267	271	339	417	利润总额	525	811	1,008	1,275	1,595
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	95	184	193	244	305
应付职工薪酬	51	97	100	120	144	净利润	430	627	815	1,031	1,289
应交税费	42	67	66	81	99	归属于母公司所有者的净利润	429	625	812	1,028	1,286
其他流动负债	3	5	5	5	5	少数股东损益	1	3	3	3	4
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.15	1.56	2.03	2.57	3.21
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	473	858	775	909	1,065	<b>财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股东权益	3,670	4,151	4,725	5,520	6,565	营收增长率	27.4%	21.2%	25.0%	21.8%	21.0%
						EBIT 增长率	66.4%	46.8%	31.3%	26.9%	25.1%
						净利润增长率	60.7%	45.7%	30.1%	26.6%	25.1%
						销售毛利率	36.8%	42.3%	42.8%	43.4%	43.9%
						销售净利率	9.9%	12.0%	12.4%	12.9%	13.3%
						ROE	11.7%	15.1%	17.2%	18.7%	19.6%
						ROIC	11.4%	13.4%	16.7%	18.1%	19.1%
						资产负债率	11.4%	17.1%	14.1%	14.1%	14.0%
						PE	34.62	50.21	49.90	39.43	31.53
						PB	4.35	7.56	8.60	7.36	6.19
						EV/EBITDA	24.07	35.29	33.75	26.55	21.02

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	430	627	815	1,031	1,289
折旧与摊销	107	120	190	224	255
经营活动现金流净额	617	720	913	1,109	1,407
投资活动现金流净额	-1,075	-969	-427	-334	-261
筹资活动现金流净额	1,282	-96	-317	-240	-247
现金净变动	822	-344	162	535	899
期初现金余额	186	1,008	664	825	1,360
期末现金余额	1,008	664	825	1,360	2,259

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

### 风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**渤海证券研究所机构销售团队:****高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

**天津:**

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

**高级销售经理: 王文君**

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhzq.com

**北京:**

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)