

乖宝宠物(301498)

报告日期: 2025年04月24日

自主品牌势不可挡, 高端化展现成果

——乖宝宠物点评报告

投资要点

□ 公司发布 2024A&2025Q1 业绩:

2024 年公司实现收入 52.45 亿元, 同比+21%, 实现归母净利润 6.25 亿元, 同比+46%; 24Q4 实现收入 15.7 亿元, 同比+30%, 归母净利润 1.54 亿元, 同比+35%; 25Q1 实现收入 14.8 亿元, 同比+35%, 实现归母净利润 2.04 亿元, 同比+38%, 略超预期, 拟每 10 股派息 2.5 元, 总计 1 亿元。

□ 品牌延续高增, 高端化推动毛利率大幅改善

24 年公司自主品牌实现收入 35.45 亿元, 同比+29%, 包括代工业务的境内业务收入 35.51 亿元, 同比+24%, 毛利率 45.62%, 同比+6.39pct, 产品高端化拉动增长。

1) 分品牌:

①麦富迪: 根据久谦数据, 24Q4-25Q1 麦富迪线上销售额分别同比增长 20%/32%, Q1 淡季呈现加速态势, 公司在 25 年初对 Barf 系列进行了升级, 推出了中高端奶苜系列, 一方面强化了品牌势能, 另一方面进一步推动产品结构向中高端升级。

②弗列加特: 根据久谦数据, 24Q4-25Q1 弗列加特线上销售额分别同比增长 146%/136%, 在 24 年双十一推出零压乳系列后, 品牌势能势不可挡在猫粮细分赛道中表现突出。

2) 分渠道:

①直销: 24 年收入 19.69 亿元, 同比+59%, 毛利率 53%, 同比+2.97pct, 公司品牌力提升下, 经销渠道依赖减弱, 叠加抖音等新兴渠道高速增长, 直销比例快速提升。

②经销: 24 年收入 15.76 亿元, 同比-6%, 毛利率 39%, 同比+6.23pct, 收入下滑预计与停止 K9 代理相关, 但整体重点发力直销情况下, 自主品牌经销增速亦有所降速。盈利能力由于低毛利率代理减少, 提升显著。

□ 关税影响有限, 代工业务快速成长

24 年代工业务实现营收 16.75 亿元, 同比+19%, 毛利率同比+2.7pct, 快速成长, 汇率正向贡献&原材料低位下盈利能力显著提升。关税方面, 公司于 2015 年 8 月在泰国设立了生产基地, 该基地目前主要聚焦于满足公司自有品牌的美国市场需求和部分 OEM/ODM 业务。为更好地满足市场需求, 公司以自有资金在原有泰国生产基地的基础上进行产能扩充, 新建的产能预计将于 2025 年中正式投产有望充分覆盖美国市场需求, 应对关税压力。

□ 毛利率持续提升, 盈利能力表现突出

24 年毛利率 42.3%, 同比+5.4pct, 内外销分别在产品结构升级与汇兑等因素贡献下盈利能力快速提升。期间费率方面, 24 年销售费用率 20.11%, 同比+3.45pct, 主要系自主品牌占比提升, 销售费用投放扩大, 管理&研发费率 7.47%, 同比+0.01pct, 计提绩效考核略有影响, 剔除激励与绩效考核影响后预计管理费用有所优化, 财务费率-0.67%, 同比-0.36pct, 汇兑有所贡献。

□ 赛道稀缺, 公司 α 凸显, 看好长期成长

3 月根据久谦数据, 天猫、京东、抖音三大平台宠食合计增速 23%, 其中天猫、京东、抖音分别+48%/+8%/-1%; 从 Q1 整体看, 宠食线上合计增速 18%, 淡季

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

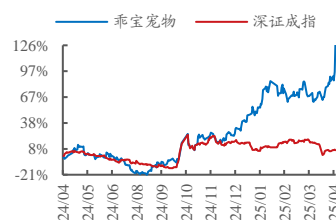
分析师: 汤秀洁
 执业证书号: S1230522070001
 tangxiujie@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥119.98
总市值(百万元)	47,997.34
总股本(百万股)	400.04

股票走势图



相关报告

- 《内外销并举, 国产龙头盈利表现突出》2024.11.02
- 《自主品牌延续高增, 国产龙头引领成长》2024.08.30
- 《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

相比旺季增长进一步提速（24Q4 增速 10%），行业 β 显著，在消费赛道中稀缺性凸显。国货龙头研发在产品侧持续兑现，叠加品牌矩阵完善，行业格局 24 年来集中趋势显著。乖宝近年来产品侧创新持续兑现，产品差异化凸显，在宠物赛道中具有显著 α ，看好公司产品侧壁垒，推动份额长期提升。

□ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 25-27 年实现收入 67.5/84.8/101.7 亿元，分别同比 +29%/26%/20%，实现归母净利润 8.0/10.6/13.0 亿元，分别同比 +28%/+32%/+23%，对应 PE 60/45/37X，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。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,245	6,752	8,477	10,171
(+/-) (%)	21.22%	28.73%	25.55%	19.99%
归母净利润	625	802	1,062	1,302
(+/-) (%)	45.68%	28.38%	32.47%	22.57%
每股收益(元)	1.56	2.00	2.66	3.26
P/E	76.83	59.85	45.18	36.86

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)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,016	2,592	3,523	4,776
现金	695	1,284	2,035	3,075
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	400	244	283	367
其它应收款	39	39	50	57
预付账款	39	90	102	126
存货	780	873	990	1,087
其他	63	63	63	63
非流动资产	2,993	3,172	3,381	3,573
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,077	1,202	1,355	1,488
无形资产	163	212	278	329
在建工程	314	304	294	301
其他	1,439	1,454	1,454	1,454
资产总计	5,010	5,764	6,904	8,349
流动负债	695	646	720	858
短期借款	110	110	110	110
应付款项	267	326	359	452
预收账款	0	0	0	0
其他	318	210	251	296
非流动负债	163	170	170	170
长期借款	0	0	0	0
其他	163	170	170	170
负债合计	858	815	890	1,028
少数股东权益	7	10	13	17
归属母公司股东权益	4,144	4,939	6,002	7,304
负债和股东权益	5,010	5,764	6,904	8,349

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,245	6,752	8,477	10,171
营业成本	3,028	3,710	4,481	5,249
营业税金及附加	21	28	35	41
营业费用	1,055	1,510	1,999	2,496
管理费用	307	398	500	600
研发费用	85	108	136	163
财务费用	(35)	(17)	(26)	(31)
资产减值损失	(8)	(4)	(4)	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	26	(0)	(0)	(0)
其他经营收益	17	20	18	23
营业利润	810	1,032	1,367	1,675
营业外收支	1	(1)	(0)	(0)
利润总额	811	1,031	1,366	1,675
所得税	184	227	301	368
净利润	627	804	1,066	1,306
少数股东损益	3	2	3	4
归属母公司净利润	625	802	1,062	1,302
EBITDA	874	1,149	1,500	1,820
EPS (最新摊薄)	1.56	2.00	2.66	3.26

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	21.22%	28.73%	25.55%	19.99%
营业利润	53.97%	27.33%	32.45%	22.57%
归属母公司净利润	45.68%	28.38%	32.47%	22.57%
获利能力				
毛利率	42.27%	45.05%	47.14%	48.40%
净利率	11.91%	11.88%	12.53%	12.80%
ROE	15.08%	16.24%	17.70%	17.83%
ROIC	13.44%	15.40%	16.86%	17.08%
偿债能力				
资产负债率	17.13%	14.15%	12.89%	12.31%
净负债比率	-12.26%	-22.18%	-30.75%	-39.46%
流动比率	2.90	4.01	4.89	5.57
速动比率	1.63	2.43	3.29	4.08
营运能力				
总资产周转率	1.15	1.25	1.34	1.33
应收账款周转率	15.47	20.97	32.21	31.30
应付账款周转率	13.42	12.52	13.09	12.94
每股指标(元)				
每股收益	1.56	2.00	2.66	3.26
每股经营现金	1.80	2.27	2.80	3.52
每股净资产	10.36	12.35	15.00	18.26
估值比率				
P/E	76.83	59.85	45.18	36.86
P/B	11.58	9.72	8.00	6.57
EV/EBITDA	35.29	40.81	30.76	24.78

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	720	906	1,121	1,408
净利润	627	804	1,066	1,306
折旧摊销	120	135	160	176
财务费用	1	0	0	0
投资损失	(26)	0	0	0
营运资金变动	(31)	(39)	(108)	(76)
其它	29	6	4	1
投资活动现金流	(969)	(312)	(370)	(369)
资本支出	(678)	(300)	(369)	(369)
长期投资	(1)	0	0	0
其他	(290)	(13)	(0)	(0)
筹资活动现金流	(96)	1	0	0
短期借款	110	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(206)	1	0	0
现金净增加额	(344)	589	752	1,039

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>