

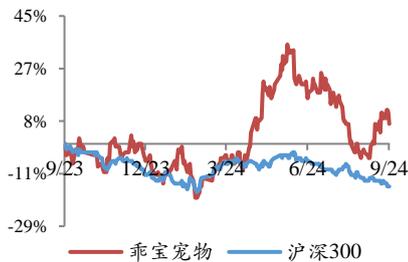
自主品牌持续增长，线上直销增速亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-06

收盘价(元)	47.75
近12个月最高/最低(元)	61.58/30.16
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	179
流通股比例(%)	44.75
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	85

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：刘京松

执业证书号：S0010122090006

邮箱：liujings@hazq.com

相关报告

1. 乖宝宠物 (301498) 年报季报点评：自主品牌业务持续高增，24Q1 业绩表现亮眼 2024-04-17

主要观点：

● 2024H1 公司归母净利润 3.08 亿元，同比增长 49.9%

公司发布 2024 年半年度报告：2024H1 公司实现收入 24.27 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 3.08 亿元，同比增长 49.9%，其中，2024Q2 公司实现收入 13.29 亿元，同比增长 14.5%，归母净利润 1.60 亿元，同比增长 32.6%。

● 盈利能力稳步提升，线上直销增速亮眼

2024H1 公司销售毛利率 42.1%，同比增长 7.84 个百分点，销售净利率 12.7%，同比提升 2.71 个百分点。分产品看，2024H1 宠物主粮实现营收 11.99 亿元，同比增长 18.5%，毛利率 44.7%，同比增长 12.78 个百分点，主要系产品结构升级、自主品牌占比提升叠加原材料价格低位所致；宠物零食实现收入 11.94 亿元，同比增长 17.3%，毛利率 39.2%，同比增长 3.19 个百分点。渠道方面，2024H1 公司直销渠道（阿里系、抖音平台、京东、拼多多等第三方平台）实现收入 8.66 亿元，同比增长 61.2%，占主营业务收入比重 35.9%，同比增长 9.74 个百分点，其中，阿里系/抖音平台的收入 6.07 亿元，同比增长 50.71%，占主营业务收入比重 25.1%，同比增长 5.54 个百分点。

● 销售费用持续投入，股权激励彰显公司信心

费用方面，2024H1 公司销售费用率 19.03%，同比增长 3.47 个百分点，主要原因为公司发展自有品牌业务带来的直销渠道收入占比增加，相应的推广费用及销售服务费增加；管理费用率 5.83%，同比增长 1.53 个百分点，主要系工资薪酬及咨询服务费增长所致，研发费用率 1.58%，同比下降 0.18 个百分点。公司发布股权激励及绩效激励计划，考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，考核目标为：以 2023 年为基数，2024-2026 年营业收入增长率不低于 19%/42%/68%，归母净利润增长率目标不低于 21%/39%/59%，激励计划推出彰显公司长期发展信心，有望持续激发核心团队积极性。

● 投资建议

公司深耕国内宠物市场，着力提升核心自主品牌的品牌形象、市场占有率以及影响力，是国内宠物食品行业优质企业，伴随公司海外业务稳步增长、国内市场自有品牌快速发展以及主粮产能持续释放，我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 53.57 亿元、65.10 亿元、78.00 亿元（前值 53.57 亿元、65.10 亿元、77.62 亿元），同比增长 23.8%、21.5%、19.8%，对应归母净利润 5.52 亿元、6.88 亿元、8.89 亿元（前值 5.74 亿元、7.47 亿元、9.19 亿元），同比增长 28.8%、24.6%、29.1%，对应 EPS 1.38 元、1.72 元、2.22 元。维持“买入”评级不变。

● 风险提示

国际贸易摩擦风险；汇率变化风险；原材料价格波动的风险；国内市场竞争加剧风险；自主品牌建设不及预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4327	5357	6510	7800
收入同比 (%)	27.4%	23.8%	21.5%	19.8%
归属母公司净利润	429	552	688	889
净利润同比 (%)	60.7%	28.8%	24.6%	29.1%
毛利率 (%)	36.8%	39.1%	39.8%	40.9%
ROE (%)	11.7%	13.1%	14.1%	15.4%
每股收益 (元)	1.15	1.38	1.72	2.22
P/E	34.62	34.58	27.75	21.49
P/B	4.35	4.54	3.90	3.30
EV/EBITDA	24.07	22.88	18.01	13.62

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2095	2653	3617	4783	营业收入	4327	5357	6510	7800
现金	1009	1317	2055	2950	营业成本	2733	3261	3916	4611
应收账款	278	296	375	441	营业税金及附加	20	24	29	35
其他应收款	25	33	39	47	销售费用	721	953	1167	1408
预付账款	28	43	47	57	管理费用	250	352	433	507
存货	657	867	1002	1190	财务费用	-13	-2	6	17
其他流动资产	98	98	98	98	资产减值损失	-12	-5	-5	-5
非流动资产	2049	2206	2223	2236	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	916	927	919	905	营业利润	526	671	840	1081
无形资产	131	141	151	163	营业外收入	1	0	0	1
其他非流动资产	1002	1138	1152	1168	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4143	4859	5840	7018	利润总额	525	670	839	1080
流动负债	357	510	800	1087	所得税	95	116	148	189
短期借款	0	100	300	500	净利润	430	554	690	891
应付账款	184	214	259	304	少数股东损益	1	2	2	3
其他流动负债	173	196	241	283	归属母公司净利润	429	552	688	889
非流动负债	116	136	136	136	EBITDA	621	783	965	1225
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.15	1.38	1.72	2.22
其他非流动负债	116	136	136	136					
负债合计	473	645	936	1223					
少数股东权益	5	6	8	11					
股本	400	400	400	400					
资本公积	2106	2106	2106	2106					
留存收益	1159	1702	2390	3279					
归属母公司股东权益	3665	4207	4896	5784					
负债和股东权益	4143	4859	5840	7018					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	617	472	691	863	成长能力				
净利润	430	554	690	891	营业收入	27.4%	23.8%	21.5%	19.8%
折旧摊销	107	115	120	128	营业利润	65.0%	27.4%	25.2%	28.7%
财务费用	5	4	14	28	归属于母公司净利	60.7%	28.8%	24.6%	29.1%
投资损失	-2	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	42	-207	-143	-193	毛利率 (%)	36.8%	39.1%	39.8%	40.9%
其他经营现金流	423	768	843	1093	净利率 (%)	9.9%	10.3%	10.6%	11.4%
投资活动现金流	-1075	-264	-139	-141	ROE (%)	11.7%	13.1%	14.1%	15.4%
资本支出	-196	-150	-139	-141	ROIC (%)	11.4%	12.7%	13.3%	14.3%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-879	-114	0	0	资产负债率 (%)	11.4%	13.3%	16.0%	17.4%
筹资活动现金流	1282	99	186	172	净负债比率 (%)	12.9%	15.3%	19.1%	21.1%
短期借款	-165	100	200	200	流动比率	5.86	5.21	4.52	4.40
长期借款	-28	0	0	0	速动比率	3.67	3.23	3.09	3.16
普通股增加	40	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1433	0	0	0	总资产周转率	1.35	1.19	1.22	1.21
其他筹资现金流	1	-1	-14	-28	应收账款周转率	21.10	18.68	19.40	19.12
现金净增加额	822	308	738	894	应付账款周转率	16.77	16.40	16.57	16.38
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.15	1.38	1.72	2.22
					每股经营现金流(薄)	1.54	1.18	1.73	2.16
					每股净资产	9.16	10.52	12.24	14.46
					估值比率				
					P/E	34.62	34.58	27.75	21.49
					P/B	4.35	4.54	3.90	3.30
					EV/EBITDA	24.07	22.88	18.01	13.62

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。