

乖宝宠物 (301498.SZ)  
饲料

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 30 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 姚雪梅

执业证书编号: S0740522080005

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师: 严瑾

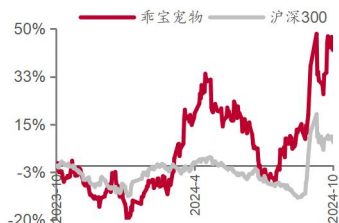
执业证书编号: S0740523010001

Email: yanjin@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	400.04
流通股本(百万股)	179.02
市价(元)	64.00
市值(百万元)	25,602.85
流通市值(百万元)	11,457.40

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《乖宝宠物半年报点评: 产品和渠道优化带动盈利能力持续超预期》2024-09-01
- 《乖宝宠物: 限制性股票激励绑定品牌业务核心骨干, 公司活力进一步激发》2024-07-08
- 《乖宝宠物深度报告系列一: 从弗列加特看公司高端化能力》2024-05-26

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,398	4,327	5,295	6,586	8,155
增长率 yoy%	32%	27%	22%	24%	24%
归母净利润(百万元)	267	429	629	819	1,055
增长率 yoy%	90%	61%	47%	30%	29%
每股收益(元)	0.74	1.07	1.57	2.05	2.64
每股现金流量	0.77	1.54	3.53	1.99	3.49
净资产收益率	15%	12%	15%	17%	18%
P/E	95.9	59.7	40.7	31.3	24.3
P/B	14.6	7.0	6.1	5.2	4.3

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 30 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 事件:** 公司发布 2024 年三季度报。前三季度实现营收 36.71 亿元, 同比+17.96%, 归母净利润 4.7 亿元, 同比+49.64%。其中单 Q3 实现营收 12.45 亿元, 同比+18.92%, 环比-6.35%; 归母净利润 1.62 亿元, 同比+49.11%, 环比+1.1%。另公司董事会拟定 2024 年前三季度利润分配预案: 以总股本 4.00 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派红利 2.5 元 (含税), 共计 1.00 亿元 (含税)。
- 品牌矩阵完善优化, 高端品牌弗列加特表现亮眼。** 作为国内宠物食品行业翘楚, 公司旗下品牌优势持续扩大, 目前已形成以“麦富迪”、“弗列加特”为核心的自有品牌梯队, 今年新推高端犬粮品牌——汪臻醇, 持续完善核心品牌矩阵。24 年 10 月完成弗列加特品牌 2.0 升级, 从“鲜肉代替肉粉”升级到“鲜肉精准营养”, 保持“鲜肉”理念的同时, 精准匹配不同营养需求, 继续聚焦注重宠物健康的精致养猫人群。根据天猫数据, 今年双十一抢先购期间, 弗列加特累计 GMV 排名第三, 开卖 4 小时, 成交同比增长 230%。弗列加特的快速崛起, 一方面为后续高端犬粮品牌汪甄醇的发展打下良好基础, 另一方面, 有望持续带动公司收入和盈利能力的提升。
- 产品/渠道优化带动毛利提升, 费率提升不改盈利能力。** (1) 前三季度整体毛利率为 41.98%, 同比+6.2pct, 单 Q3 毛利率为 41.84%, 同比+3.0pct, 环比-0.96pct, 毛利率同比提升主要系产品结构优化、高毛利直销占比提升以及原材料价格处于低位带动, Q3 毛利率环比下降主要系 Q3 人民币兑美元汇率升值影响美元计价折算人民币收入减少。(2) Q3 整体净利率为 13.07%, 同比+2.74pct, 环比+1.01pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.70%/5.67%/1.74%/-0.1%, 同比+2.1/-1.8/-0.11/+0.22pct。
- 投资建议:** 公司龙头地位持续强化, 品牌打造能力得到持续验证, 在提升国内品牌市占率的同时持续兑现稳态净利率, 有望成为宠物赛道巨头。考虑公司盈利能力的提升和原材料价格影响, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 52.95/65.86/81.55 亿元 (前次 24-26 年分别为 53.24/65.18/79.09 亿元), 归母净利润分别为 6.29/8.19/10.55 亿元 (前次 24-26 年分别为 5.87/7.63/9.83), 当前股价对应 PE 分别为 40.7/31.3/24.3 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、国内市场竞争加剧、品牌推广不及预期、研究报告中使用的数据或信息更新不及时等风险。

**盈利预测表**

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
货币资金	1,009	1,962	2,382	3,438	营业收入	4,327	5,295	6,586	8,155
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,733	3,238	3,974	4,803
应收账款	278	286	306	357	税金及附加	20	26	30	37
预付账款	28	49	60	72	销售费用	721	890	1,113	1,403
存货	657	845	1,230	1,294	管理费用	250	305	380	489
合同资产	0	0	0	0	研发费用	73	90	112	163
其他流动资产	123	53	66	82	财务费用	-13	8	6	-1
流动资产合计	2,095	3,194	4,045	5,243	信用减值损失	-14	2	2	2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	916	1,231	1,574	1,942	投资收益	2	20	20	20
在建工程	34	134	134	34	其他收益	9	9	9	9
无形资产	131	131	132	136	<b>营业利润</b>	<b>526</b>	<b>771</b>	<b>1,004</b>	<b>1,293</b>
其他非流动资产	968	980	990	994	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	2,049	2,476	2,829	3,105	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>4,143</b>	<b>5,670</b>	<b>6,874</b>	<b>8,349</b>	<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>770</b>	<b>1,003</b>	<b>1,292</b>
短期借款	0	97	226	335	所得税	95	139	181	233
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>631</b>	<b>822</b>	<b>1,059</b>
应付账款	184	971	1,204	1,470	少数股东损益	1	2	3	4
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>429</b>	<b>629</b>	<b>819</b>	<b>1,055</b>
合同负债	57	95	119	147	NOPLAT	420	638	826	1,058
其他应付款	15	15	15	15	EPS (摊薄)	1.07	1.57	2.05	2.64
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	97	109	125	148	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	357	1,291	1,693	2,119	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	50	110	180	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	27.4%	22.4%	24.4%	23.8%
其他非流动负债	116	116	116	116	EBIT 增长率	66.5%	52.0%	29.6%	28.0%
非流动负债合计	116	166	226	296	归母公司净利润增长率	60.7%	46.7%	30.2%	28.8%
<b>负债合计</b>	<b>473</b>	<b>1,457</b>	<b>1,919</b>	<b>2,415</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	3,665	4,206	4,945	5,920	毛利率	36.8%	38.9%	39.7%	41.1%
少数股东权益	5	7	10	13	净利率	9.9%	11.9%	12.5%	13.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,670</b>	<b>4,213</b>	<b>4,955</b>	<b>5,934</b>	ROE	11.7%	14.9%	16.5%	17.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,143</b>	<b>5,670</b>	<b>6,874</b>	<b>8,349</b>	ROIC	18.1%	22.1%	22.7%	23.0%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	11.4%	25.7%	27.9%	28.9%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	3.3%	6.3%	9.2%	10.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>617</b>	<b>1,412</b>	<b>796</b>	<b>1,395</b>	流动比率	5.9	2.5	2.4	2.5
现金收益	522	749	972	1,240	速动比率	4.0	1.8	1.7	1.9
存货影响	79	-188	-386	-64	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-118	-31	-33	-65	总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0
经营性应付影响	46	787	233	266	应收账款周转天数	17	19	16	15
其他影响	89	94	10	18	应付账款周转天数	21	64	99	100
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,075</b>	<b>-518</b>	<b>-479</b>	<b>-439</b>	存货周转天数	92	84	94	95
资本支出	-127	-526	-488	-454	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	1	0	0	0	每股收益	1.07	1.57	2.05	2.64
其他长期资产变化	-949	8	9	15	每股经营现金流	1.54	3.53	1.99	3.49
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,282</b>	<b>58</b>	<b>104</b>	<b>100</b>	每股净资产	9.16	10.51	12.36	14.80
借款增加	-192	147	189	179	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-1	-168	-193	-273	P/E	60	41	31	24
股东融资	1,600	0	0	0	P/B	7	6	5	4
其他影响	-125	79	108	194	EV/EBITDA				

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。