

# 乖宝宠物 (301498.SZ)

买入

2023 年报及 2024 一季报点评：自有品牌维持增长，海外业务维持景气，24Q1 归母净利润同比+74%

## 核心观点

**自有品牌拓展叠加海外业务景气，公司主业维持量利齐增。**公司 2023 年实现营收 43.27 亿元，同比+27%，一方面系聚焦高端产品推广，自有品牌业务收入同比+34%至 27 亿元，另一方面系受益美元汇率坚挺和海外零售景气，境外业务收入同比+9%。公司 2023 年实现归母净利润 4.29 亿元，同比+61%，主要系境外业务维持景气，叠加自有品牌中麦富迪高端化拓展以及高端肉食猫粮品牌弗列加特增长，公司整体毛利率明显提升。

**分季度来看：**24Q1 海外业务维持景气，自有品牌维持拓展，收入同比+21%至 10.97 亿元。同时高端产品占比提升带动整体毛利率提升，24Q1 单季销售毛利率突破 40%，带动归母净利润同比+74%至 1.48 亿元。

**分产品来看：**零食业务 2023 年实现营收 21.66 亿元，同比+11%，收入占比降至 50%，毛利率同比+6.43%至 37.19%，主要受益于海外代工业务景气；主粮业务 2023 年实现营收 20.87 亿元，同比+50%，收入占比升至 48%，毛利率同比+1.28%至 36.00%，量利齐增主要受益于自有品牌的中高端产品拓展。

**分地区来看：**境内业务 2023 年实现营收 28.63 亿元，同比+39%，收入占比升至 66%，毛利率同比+0.54%至 39.23%，受益于自有品牌拓展，收入维持高增；境外业务 2023 年实现营收 14.64 亿元，同比+9%，收入占比降至 34%，毛利率同比+8.91%至 32.17%，主要受益于美元汇率坚挺和海外零售景气。

**分模式来看：**代工业务 2023 年实现营收 14.07 亿元，同比+18%，占比为 32.51%，毛利率同比+5.3%至 30.5%；经销业务 2023 年实现营收 16.68 亿元，同比+19%，占比为 39%，毛利率同比+2.5%至 32.3%；直销业务 2023 年实现营收 12.36 亿元，同比+19%，占比为 29%，毛利率同比+1.3%至 50.1%。公司品牌业务兼顾直销与经销模式，既能直接接触及终端消费者以强化品牌影响力，又能借力线上经销商网络拓宽市场覆盖面，推动业务规模持续快速扩张。

**风险提示：**汇率大幅波动风险；中美贸易冲突风险；产品推广不及预期风险。

**投资建议：**乖宝宠物是国内自有品牌身位领先的宠食成长标的，在强产品力背书和强渠道力加持下，中高端品牌运作能力不断得到验证，未来随高端产品拓展和主粮占比提升，公司有望维持量利齐增。考虑到公司海外代工业务景气维持且高端产品推广较快，我们上调公司 2024-2025 年归母净利润预测分别至 5.8/7.4 亿元（原为 4.6/6.0 亿元），预测公司 2026 年归母净利润为 9.4 亿元，对应 2024-2026 年增速分别为 35%/27%/28%，EPS 分别为 1.45/1.84/2.35 元，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,398	4,327	5,401	6,498	7,854
(+/-%)	31.9%	27.4%	24.8%	20.3%	20.9%
净利润(百万元)	267	429	579	735	942
(+/-%)	90.3%	60.7%	35.0%	27.0%	28.1%
每股收益(元)	0.74	1.07	1.45	1.84	2.35
EBIT Margin	8.9%	12.3%	12.7%	13.4%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	11.7%	13.8%	15.3%	16.9%
市盈率 (PE)	65.8	45.5	33.7	26.5	20.7
EV/EBITDA	45.9	31.7	25.3	20.2	16.0
市净率 (PB)	10.00	5.32	4.66	4.06	3.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
lirui@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人：江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值  
收盘价 52.71 元  
总市值/流通市值 21086/2109 百万元  
52 周最高价/最低价 78.24/30.16 元  
近 3 个月日均成交额 71.71 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《乖宝宠物 (301498.SZ) - 聚焦自有品牌发展的国产宠食企业》  
——2023-10-25

《乖宝宠物 (301498.SZ) - 打造头部宠物食品品牌，充分受益国内市场高速增长》  
——2023-07-31

**自有品牌拓展叠加海外业务景气，公司主业维持量利齐增。**公司 2023 年实现营业收入 43.27 亿元，同比+27.36%，一方面系公司聚焦麦富迪新品打造和高端化产品推广，自有品牌业务收入同比+34%至 27 亿元，另一方面系受益美元汇率坚挺和海外景气，公司境外业务收入同比+9%。公司 2023 年实现归母净利润 4.29 亿元，同比+60.68%，主要系境外业务维持景气，叠加自有品牌中麦富迪高端化拓展以及高端肉食猫粮品牌弗列加特增长，公司整体毛利率明显提升。

**分季度来看：**收入方面，一季度海外零售维持景气且美元汇率坚挺，国内自有品牌业务维持快速拓展，公司 24Q1 收入同比+21.33%至 10.97 亿元。盈利方面，品牌业务推广导致销售费用增长，但海外高景气、高端产品占比提升带动整体毛利率继续提升，公司 24Q1 单季销售毛利率突破 40%，最终带动归母净利润同比+74.49%至 1.48 亿元。

**分产品来看：**公司零食业务 2023 年实现营业收入 21.66 亿元，同比+10.86%，于总收入中占比降至 50.06%，毛利率同比+6.43%至 37.19%，毛利率提升主要受益于海外代工业务景气；主粮业务 2023 年实现营业收入 20.87 亿元，同比+50.35%，于总收入中占比升至 48.24%，毛利率同比+1.28%至 36.00%，主要受益于自有品牌的中高端产品拓展。

**分地区来看：**公司境内业务 2023 年实现营业收入 28.63 亿元，同比+39.38%，于总收入中占比降至 66.17%，毛利率同比+0.54%至 39.23%，受益于自有品牌拓展，收入维持高增；境外业务 2023 年实现营业收入 14.64 亿元，同比+8.96%，于总收入中占比降至 33.83%，毛利率同比+8.91%至 32.17%，毛利率提升主要受益于美元汇率坚挺和海外零售景气。

**分模式来看：**公司代工业务 2023 年实现营业收入 14.07 亿元，同比+18.01%，占比为 32.51%，毛利率同比+5.32%至 30.48%；经销业务 2023 年实现营业收入 16.68 亿元，同比+19.11%，占比为 38.54%，毛利率同比+2.46%至 32.33%；直销业务 2023 年实现营业收入 12.36 亿元，同比+19.11%，占比为 28.56%，毛利率同比+1.25%至 50.14%。公司自有品牌业务兼顾直销与经销模式，既直接接触及终端消费者以强化品牌影响力，又借力线上经销商网络拓宽市场覆盖面，进而助力业务规模持续扩张。

图1: 乖宝宠物营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 乖宝宠物单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：乖宝宠物归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

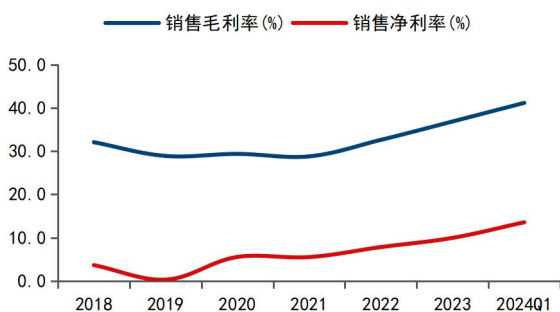
图4：乖宝宠物单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

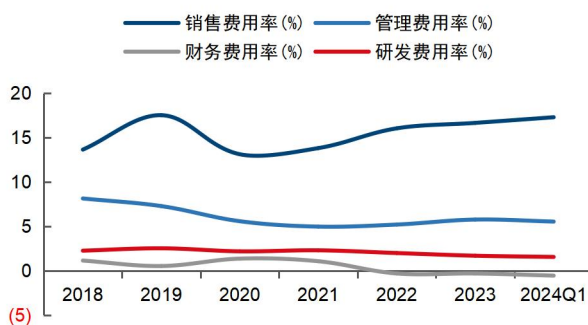
**24Q1 毛利率突破 40%，销售费用维持高强度投入。**公司 2023 年销售毛利率 36.84%，相较上年全年水平+4.25pct；销售净利率 9.95%，相较上年全年水平+2.13pcts；24Q1 销售毛利率 41.14%，相较上年全年水平+4.30pct；销售净利率 13.56%，相较上年全年水平+3.61pcts。公司利润率持续增长主要受益海外代工业务景气 and 自有品牌高端产品拓展。费用方面，公司 2023 年销售费用率 16.66%（同比-0.61pcts），24Q1 进一步增加至 17.30%，销售费用率不断增加主要系自有品牌和直销业务占比不断提升，相应的业务宣传费和销售服务费增加。另外，公司 2023 年管理费用率为 5.77%（同比+0.56pcts），24Q1 降至 5.54%；财务费用率为-0.31%（同比-0.01pcts），24Q1 降至-0.55%；研究费用率为 1.69%（同比-0.30pcts），24Q1 降至 1.56%。四项费用率合计 23.82%，较上年全年水平+0.87pcts，24Q1 增至 2.85%。

图5：乖宝宠物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：乖宝宠物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**乖宝宠物是国内自有品牌身位领先的宠食成长标的，在强产品力背书和强渠道力加持下，中高端品牌运作能力不断得到验证，未来随高端产品拓展和主粮占比提升，公司有望维持量利齐增。考虑到公司海外代工业务景气维持且高端产品推广较快，我们上调公司 2024-2025 年归母净利润预测分别至 5.8/7.4 亿元(原为 4.6/6.0 亿元),预测公司 2026 年归母净利润为 9.4 亿元,对应 2024-2026 年增速分别为 35%/27%/28%，EPS 分别为 1.45/1.84/2.35 元，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	4月15日 收盘价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E	
002891.SZ	中宠股份	24.15	71.03	0.36	0.68	0.73	67	36	33	买入
300673.SZ	佩蒂股份	11.67	29.57	0.5	0.13	0.51	23	90	23	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测(注: 佩蒂股份 2023-2024 年盈利预测参考 wind 一致预期)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	198	1009	1260	1523	2167	营业收入	3398	4327	5401	6498	7854
应收款项	156	302	296	303	323	营业成本	2290	2733	3391	4037	4808
存货净额	736	657	816	918	1030	营业税金及附加	15	20	24	29	35
其他流动资产	75	126	152	176	205	销售费用	545	721	913	1088	1316
<b>流动资产合计</b>	<b>1165</b>	<b>2095</b>	<b>2524</b>	<b>2920</b>	<b>3725</b>	管理费用	177	250	278	337	410
固定资产	946	950	1135	1398	1444	研发费用	68	73	111	140	173
无形资产及其他	112	131	126	120	115	财务费用	(10)	(13)	(27)	(34)	(46)
投资性房地产	60	968	968	968	968	投资收益	(0)	2	1	1	1
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	12	(6)	(7)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>2283</b>	<b>4143</b>	<b>4753</b>	<b>5406</b>	<b>6252</b>	其他收入	(65)	(105)	(111)	(140)	(173)
短期借款及交易性金融负债	169	5	50	7	8	营业利润	319	526	707	895	1152
应付款项	142	184	209	238	270	营业外净收支	(1)	(1)	5	1	1
其他流动负债	108	169	184	222	275	<b>利润总额</b>	<b>318</b>	<b>525</b>	<b>712</b>	<b>895</b>	<b>1153</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>419</b>	<b>357</b>	<b>442</b>	<b>466</b>	<b>554</b>	所得税费用	52	95	131	158	208
长期借款及应付债券	28	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	1	2	3	3
其他长期负债	77	116	118	120	122	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>267</b>	<b>429</b>	<b>579</b>	<b>735</b>	<b>942</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>118</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>524</b>	<b>473</b>	<b>560</b>	<b>587</b>	<b>676</b>	净利润	267	429	579	735	942
少数股东权益	3	5	6	9	11	资产减值准备	3	22	5	5	2
股东权益	1756	3665	4186	4811	5564	折旧摊销	91	100	109	130	149
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2283</b>	<b>4143</b>	<b>4753</b>	<b>5406</b>	<b>6252</b>	公允价值变动损失	(4)	(12)	6	7	8
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(10)	(13)	(27)	(34)	(46)
每股收益	0.74	1.07	1.45	1.84	2.35	营运资本变动	(128)	(863)	(132)	(58)	(70)
每股红利	0.03	0.00	0.14	0.28	0.47	其它	(4)	(21)	(3)	(3)	0
每股净资产	4.88	9.16	10.46	12.03	13.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>225</b>	<b>(344)</b>	<b>563</b>	<b>816</b>	<b>1031</b>
ROIC	13.67%	16.00%	15%	16%	19%	资本开支	0	(132)	(300)	(400)	(200)
ROE	15.20%	11.70%	13.83%	15.28%	16.93%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	33%	37%	37%	38%	39%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(132)</b>	<b>(300)</b>	<b>(400)</b>	<b>(200)</b>
EBIT Margin	9%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	13	1600	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	15%	15%	16%	负债净变化	(22)	(28)	0	0	0
收入增长	32%	27%	25%	20%	21%	支付股利、利息	(12)	(1)	(58)	(110)	(188)
净利润增长率	90%	61%	35%	27%	28%	其它融资现金流	(329)	(254)	45	(43)	1
资产负债率	23%	12%	12%	11%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(384)</b>	<b>1287</b>	<b>(13)</b>	<b>(153)</b>	<b>(187)</b>
股息率	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(159)</b>	<b>811</b>	<b>251</b>	<b>263</b>	<b>644</b>
P/E	65.8	45.5	33.7	26.5	20.7	货币资金的期初余额	357	198	1009	1260	1523
P/B	10.0	5.3	4.7	4.1	3.5	货币资金的期末余额	198	1009	1260	1523	2167
EV/EBITDA	45.9	31.7	25.3	20.2	16.0	企业自由现金流	0	(460)	236	387	790
						权益自由现金流	0	(742)	303	371	829

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032