

宠物食品

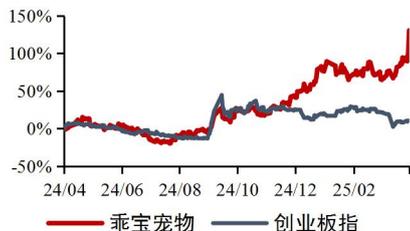
乖宝宠物（301498.SZ）

增持-A(维持)

2025年4月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025年4月24日

收盘价(元):	119.98
年内最高/最低(元):	121.34/41.52
流通A股/总股本(亿股):	1.79/4.00
流通A股市值(亿元):	214.79
总市值(亿元):	479.97

基础数据：2025年3月31日

基本每股收益(元):	0.51
摊薄每股收益(元):	0.51
每股净资产(元):	10.87
净资产收益率(%):	4.70

资料来源：最闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

张彦博

执业登记编码：S0760524100001

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2024年年报及2025年一季报，2024年公司实现营收52.45亿元，同比+21.22%；实现归母净利润6.25亿元，同比+45.68%；实现扣非归母净利润6.00亿元，同比+42.08%。分红预案：每10股派现金红利2.5元（含税）。2025年一季度公司实现营收14.80亿元，同比+34.82%；实现归母净利润2.04亿元，同比+37.68%；实现扣非归母净利润1.99亿元，同比+44.20%。

事件点评

➢ 24年营收规模站上50亿新台阶，盈利水平加速提升。2024年第四季度公司实现营收15.73亿元，同比+29.55%；实现归母净利润1.54亿元，同比+34.78%；实现扣非归母净利润1.57亿元，同比+43.03%。旗下自有品牌持续发力，带动公司主营业务营收及盈利水平双重提升，根据Euromonitor，2015-2023年公司国内市占率从2.4%提升至5.5%，位列国产品牌市占率第一。2024年全年公司主营业务毛利率42.32%，同比提升5.49个百分点。

➢ 自有品牌线上销售保持高增速，高端化进程顺畅。2024年公司通过第三方线上平台实现直销收入19.69亿元，同比增长59.33%，占主营业务收入比重为37.72%，同比提升9.05个百分点；其中阿里系及抖音系平台实现直销收入14.15亿元，同比增长52.69%，占主营业务收入比重为27.10%，同比提升5.60个百分点。根据久谦数据，旗下弗列加特品牌在天猫、京东及抖音三个主要线上平台总GMV实现同比增长129.31%，barf系列、弗列加特等拳头产品增速领先，形成多条增长曲线，品牌中高端产品影响力不断增强，公司品牌矩阵高端化持续向上。

➢ 费用投放力度继续增强，深入强化犬猫基础研究。随着自有品牌收入占比及直销渠道占比增加，公司在品牌建设、产品宣发等维度投入不断增长，24年公司销售费用同比+46.31%，公司主品牌麦富迪及弗列加特影响力持续增强。24年公司加强犬猫基础研究，公司研发费用支出0.85亿元，同比+16.65%，2024年4月乖宝宠物营养研究院上海研发中心正式投入运营，在基础研究维度构筑科研优势。

投资建议

➢ 在国内宠物食品市场竞争格局出现稳固迹象的大背景下，我们强调需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不断增长的优秀国产品牌，重点关注公司全渠道保持领先地位的销售表现以及高端化带来的利



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

润增长，我们继续看好公司自有品牌在市占率以及盈利水平方面的双重提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.50/9.90/12.42 亿元，EPS 分别为 1.87/2.47/3.11 元，目前股价对应公司 2025、2026 年 PE 分别为 52.7 倍、39.9 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 原材料价格波动风险；政策管理风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；动物疫病风险；全球贸易摩擦加剧的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；品牌及产品舆情风险；海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,327	5,245	6,359	7,765	9,538
YoY(%)	27.4	21.2	21.2	22.1	22.8
归母净利润(百万元)	429	625	750	990	1,242
YoY(%)	60.7	45.7	20.0	32.0	25.5
毛利率(%)	36.8	42.3	44.5	46.2	47.4
EPS(摊薄/元)	1.07	1.56	1.87	2.47	3.11
ROE(%)	11.7	15.1	15.3	16.9	17.5
P/E(倍)	92.1	63.2	52.7	39.9	31.8
P/B(倍)	10.8	9.5	8.1	6.7	5.6
净利率(%)	9.9	11.9	11.8	12.7	13.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2095	2016	2474	3364	4266
现金	1009	695	1013	1518	2136
应收票据及应收账款	278	400	422	582	651
预付账款	28	39	42	56	65
存货	657	780	895	1088	1292
其他流动资产	123	102	101	119	123
非流动资产	2049	2993	3237	3502	3827
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	916	1077	1361	1665	1997
无形资产	131	163	166	171	177
其他非流动资产	1002	1753	1711	1666	1653
资产总计	4143	5010	5711	6866	8092
流动负债	357	695	644	824	826
短期借款	0	110	110	110	110
应付票据及应付账款	184	267	259	364	383
其他流动负债	173	318	275	351	333
非流动负债	116	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	116	163	163	163	163
负债合计	473	858	807	988	989
少数股东权益	5	7	10	12	16
股本	400	400	400	400	400
资本公积	2106	2115	2115	2115	2115
留存收益	1151	1608	2330	3273	4442
归属母公司股东权益	3665	4144	4894	5866	7087
负债和股东权益	4143	5010	5711	6866	8092

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	617	720	706	942	1132
净利润	430	627	752	991	1246
折旧摊销	105	113	119	152	174
财务费用	-13	-35	13	3	-6
投资损失	-2	-26	0	0	0
营运资金变动	41	-39	-178	-205	-283
其他经营现金流	56	80	0	0	0
投资活动现金流	-1075	-969	-363	-418	-498
筹资活动现金流	1282	-96	-25	-20	-15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.56	1.87	2.47	3.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.80	1.77	2.36	2.83
每股净资产(最新摊薄)	9.16	10.36	12.23	14.66	17.72

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4327	5245	6359	7765	9538
营业成本	2733	3028	3530	4177	5012
营业税金及附加	20	21	28	34	41
营业费用	721	1055	1361	1708	2194
管理费用	250	307	354	434	537
研发费用	73	85	117	140	170
财务费用	-13	-35	13	3	-6
资产减值损失	-26	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	26	0	0	0
营业利润	526	810	956	1268	1590
营业外收入	1	5	0	0	0
营业外支出	2	4	2	2	3
利润总额	525	811	954	1265	1587
所得税	95	184	202	274	341
税后利润	430	627	752	991	1246
少数股东损益	1	3	3	2	4
归属母公司净利润	429	625	750	990	1242
EBITDA	600	910	1054	1386	1713

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	27.4	21.2	21.2	22.1	22.8
营业利润(%)	65.0	54.0	18.0	32.6	25.4
归属于母公司净利润(%)	60.7	45.7	20.0	32.0	25.5
获利能力					
毛利率(%)	36.8	42.3	44.5	46.2	47.4
净利率(%)	9.9	11.9	11.8	12.7	13.0
ROE(%)	11.7	15.1	15.3	16.9	17.5
ROIC(%)	10.8	14.1	14.4	15.9	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	11.4	17.1	14.1	14.4	12.2
流动比率	5.9	2.9	3.8	4.1	5.2
速动比率	3.7	1.6	2.3	2.6	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	21.1	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转率	16.8	13.4	13.4	13.4	13.4
估值比率					
P/E	92.1	63.2	52.7	39.9	31.8
P/B	10.8	9.5	8.1	6.7	5.6
EV/EBITDA	64.3	42.9	36.7	27.6	22.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

