

# 乖宝宠物 (301498)

## 二期股权激励落地，营收目标剑指百亿

事件：乖宝宠物发布第二期限限制性股票激励计划（草案），拟向共计 9 名激励对象授予不超过 55.6 万股，约占公司股本总额 0.14%，授予价格为 47.55 元/股。预计本次激励摊销总费用约 2583.6 万元。

### 1、股权激励锁定核心团队，锚定三年业绩高增长

本激励计划拟向激励对象授予不超过 55.6 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 40004.45 万股的 0.14%。本激励计划首次授予激励对象总人数为 9 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含控股子公司、分公司）任职的董事、高级管理人员、中高层管理人员及董事会认为需要激励的其他人员。本激励计划首次授予价格为 47.55 元/股。从业绩考核目标来看，以 2024 年为基数，2025-2027 年营收增长率分别不低于 25%、53%及 84%，净利润增长率分别不低于 16%、32%及 45%。据此计算，预计 2025-2027 年乖宝营收目标达到 65.56 亿元、80.25 亿元及 96.51 亿元，对应净利润则达到 7.28 亿元、8.28 亿元及 9.10 亿元。会计成本方面，本激励计划首次授予的限制性股票预计将摊销 2583.6 万元，激励计划预计摊销费用在 2025-2028 年分别为 655.09/1262.31/503.60/162.55 万元。我们认为，此次股权激励通过绑定核心团队，锚定三年高增长目标彰显管理层信心。

### 2、境内：自主品牌持续增长，高端化展现成果

2024 年麦富迪主品牌通过“产品结构升级+全域营销渗透”，以科研创新为内核，蝉联 5 年天猫综合排名第一；弗列加特通过核心技术突破塑造高端产品力，在业界屡获奖项。弗列加特专注于高品质鲜肉原料和先进生产工艺结合的猫粮产品，成功推出了“大红桶冻干”、“高能烘焙粮”两大明星系列。2024 年，弗列加特进行品牌 2.0 升级，创新自研鲜肉标准化处理系统和低温真空鲜肉浓缩工艺，重磅推出 0 压乳系列产品和高鲜肉天然粮系列。麦富迪、弗列加特分别位列 2025 年 618 天猫宠物品牌成交榜第二、第五名。同时，弗列加特于 25 年 8 月上新 0 压乳鲜肉天然粮，以创新干爽锁脂工艺减少漏油率 88.8%，规避乳糖不耐并保留牛乳营养，有望成为公司新的主力产品。我们认为，双品牌协同强化竞争力，麦富迪以全域营销夯实大众基本盘，弗列加特依托鲜肉工艺技术突破打开高端增长极。

### 3、境外：泰国基地扩产对冲关税，加速供应链全球化

对外，公司加速东南亚供应链布局，泰国新厂（公司预计 6 月投产，届时产能将会翻倍，投资额约 2 亿元）将成为绕开关税壁垒的核心支点，承接原中国工厂受阻的美国订单，同时筹划建设泰国研发中心以强化全球研发协同。尽管当前关税政策仍存变数，且订单转移需与客户重新谈判，但公司通过中泰产能协同将有效缓冲政策冲击。我们认为，公司“内外双线对冲”策略兼具前瞻性与务实性，供应链全球化布局（生产+研发）及本土品牌力提升有望成为长期增长基石。

### 4、投资建议

我们认为，公司自主品牌持续崛起，我们预估公司 2025 年国内营收有望保持高增，市占率有望进一步提升。我们对公司 25-27 年公司利润进行上调，并补充 2027 年盈利预测，我们预计公司 25-27 年实现收入 65.9/82.0/99.4 亿元，分别同比+26%/24%/21%，实现归母净利润 7.5/10.2/12.9 亿元（25-26 年前值为 6.9/8.5 亿元），分别同比+21%/35%/27%，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动、汇率波动、市场竞争、流动性风险、境外经营风险、计划实际落地不及预期的风险

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 4,326.96 | 5,244.96 | 6,594.95 | 8,197.49 | 9,937.27 |
| 增长率(%)        | 27.36    | 21.22    | 25.74    | 24.30    | 21.22    |
| EBITDA(百万元)   | 718.17   | 974.02   | 1,045.11 | 1,356.57 | 1,694.98 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 428.84   | 624.72   | 754.94   | 1,022.55 | 1,293.70 |
| 增长率(%)        | 60.69    | 45.68    | 20.84    | 35.45    | 26.52    |
| EPS(元/股)      | 1.07     | 1.56     | 1.89     | 2.56     | 3.23     |
| 市盈率(P/E)      | 87.92    | 60.35    | 49.94    | 36.87    | 29.14    |
| 市净率(P/B)      | 10.29    | 9.10     | 6.05     | 5.27     | 4.53     |
| 市销率(P/S)      | 8.71     | 7.19     | 5.72     | 4.60     | 3.79     |
| EV/EBITDA     | 19.44    | 30.10    | 32.73    | 24.68    | 19.33    |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 证券研究报告

2025 年 08 月 16 日

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 农林牧渔/饲料  |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 94.25 元  |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股)   | 400.04       |
| 流通 A 股股本(百万股) | 179.02       |
| A 股总市值(百万元)   | 37,704.19    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,872.82    |
| 每股净资产(元)      | 10.86        |
| 资产负债率(%)      | 16.26        |
| 一年内最高/最低(元)   | 125.88/42.00 |

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《乖宝宠物-半年报点评:Q2 利润增速超预期，看好国内自主品牌持续拓展!》 2024-08-29
- 《乖宝宠物-公司点评:乖宝宠物股权激励计划草案，宠食龙头有望保持业绩高增!》 2024-07-08
- 《乖宝宠物-年报点评报告:23 年境内收入高增长，看好自主品牌持续拓展!》 2024-04-17

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金       | 1,009.09 | 694.78   | 2,744.79 | 3,230.47 | 3,921.38 |
| 应收票据及应收账款  | 277.70   | 400.20   | 186.02   | 542.65   | 340.67   |
| 预付账款       | 27.89    | 38.64    | 78.66    | 43.49    | 102.76   |
| 存货         | 657.19   | 780.43   | 1,262.17 | 1,101.14 | 1,812.73 |
| 其他         | 122.84   | 102.29   | 96.98    | 132.78   | 123.51   |
| 流动资产合计     | 2,094.71 | 2,016.33 | 4,368.62 | 5,050.54 | 6,301.06 |
| 长期股权投资     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 固定资产       | 915.88   | 1,077.44 | 1,177.93 | 1,302.25 | 1,321.99 |
| 在建工程       | 33.65    | 313.99   | 206.99   | 203.50   | 136.75   |
| 无形资产       | 130.85   | 162.50   | 154.45   | 146.40   | 138.35   |
| 其他         | 968.15   | 1,439.25 | 823.50   | 1,063.74 | 1,092.98 |
| 非流动资产合计    | 2,048.53 | 2,993.18 | 2,362.88 | 2,715.89 | 2,690.07 |
| 资产总计       | 4,143.25 | 5,009.51 | 6,731.50 | 7,766.43 | 8,991.13 |
| 短期借款       | 0.00     | 110.00   | 30.00    | 30.00    | 30.00    |
| 应付票据及应付账款  | 184.04   | 267.23   | 49.75    | 76.80    | 67.89    |
| 其他         | 116.03   | 208.46   | 267.02   | 335.07   | 391.94   |
| 流动负债合计     | 300.07   | 585.69   | 346.78   | 441.87   | 489.83   |
| 长期借款       | 0.00     | 0.00     | 20.00    | 21.00    | 22.00    |
| 应付债券       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | 116.11   | 163.38   | 118.86   | 132.79   | 138.34   |
| 非流动负债合计    | 116.11   | 163.38   | 138.86   | 153.79   | 160.34   |
| 负债合计       | 473.37   | 858.18   | 485.64   | 595.65   | 650.18   |
| 少数股东权益     | 4.67     | 7.42     | 10.84    | 15.46    | 21.31    |
| 股本         | 400.04   | 400.04   | 400.04   | 400.04   | 400.04   |
| 资本公积       | 2,105.67 | 2,115.16 | 3,547.55 | 3,547.55 | 3,547.55 |
| 留存收益       | 1,151.28 | 1,607.98 | 2,287.43 | 3,207.72 | 4,372.05 |
| 其他         | 8.22     | 20.72    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 股东权益合计     | 3,669.88 | 4,151.33 | 6,245.86 | 7,170.78 | 8,340.95 |
| 负债和股东权益总计  | 4,143.25 | 5,009.51 | 6,731.50 | 7,766.43 | 8,991.13 |

| 现金流量表(百万元) | 2023       | 2024       | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|------------|------------|----------|----------|----------|
| 净利润        | 430.34     | 627.34     | 754.94   | 1,022.55 | 1,293.70 |
| 折旧摊销       | 104.58     | 112.98     | 124.55   | 137.23   | 145.07   |
| 财务费用       | 5.24       | 0.78       | (19.20)  | (36.73)  | (44.33)  |
| 投资损失       | (2.14)     | (26.49)    | (14.31)  | (20.40)  | (17.36)  |
| 营运资金变动     | (839.68)   | (334.12)   | (4.64)   | (324.86) | (535.21) |
| 其它         | 918.81     | 339.12     | 3.79     | 5.14     | 6.50     |
| 经营活动现金流    | 617.15     | 719.61     | 845.14   | 782.92   | 848.36   |
| 资本支出       | 83.41      | 531.27     | 154.52   | 236.08   | 84.44    |
| 长期投资       | (0.64)     | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | (1,157.53) | (1,500.01) | (239.93) | (469.10) | (158.23) |
| 投资活动现金流    | (1,074.76) | (968.74)   | (85.41)  | (233.02) | (73.78)  |
| 债权融资       | (179.07)   | 152.00     | (45.52)  | 38.56    | 46.35    |
| 股权融资       | 1,412.35   | (178.03)   | 1,335.80 | (102.77) | (130.02) |
| 其他         | 48.41      | (69.69)    | 0.00     | 0.00     | (0.00)   |
| 筹资活动现金流    | 1,281.68   | (95.72)    | 1,290.28 | (64.21)  | (83.67)  |
| 汇率变动影响     | 0.00       | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 现金净增加额     | 824.07     | (344.85)   | 2,050.01 | 485.68   | 690.91   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)  | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 4,326.96 | 5,244.96 | 6,594.95 | 8,197.49 | 9,937.27 |
| 营业成本      | 2,732.91 | 3,028.05 | 3,927.16 | 4,712.20 | 5,642.64 |
| 营业税金及附加   | 19.62    | 21.39    | 28.78    | 35.46    | 42.29    |
| 销售费用      | 720.83   | 1,054.66 | 1,244.19 | 1,604.29 | 1,918.39 |
| 管理费用      | 249.61   | 306.56   | 362.72   | 450.86   | 546.55   |
| 研发费用      | 73.28    | 85.48    | 131.90   | 196.74   | 258.37   |
| 财务费用      | (13.21)  | (35.04)  | (19.20)  | (36.73)  | (44.33)  |
| 资产/信用减值损失 | (26.35)  | (15.35)  | (6.05)   | (1.00)   | (3.52)   |
| 公允价值变动收益  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益     | 2.14     | 26.49    | 14.31    | 20.40    | 17.36    |
| 其他        | 41.84    | (37.60)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业利润      | 526.30   | 810.32   | 927.67   | 1,254.07 | 1,587.20 |
| 营业外收入     | 0.52     | 5.00     | 0.50     | 2.75     | 1.62     |
| 营业外支出     | 1.56     | 4.21     | 2.88     | 3.55     | 3.21     |
| 利润总额      | 525.26   | 811.11   | 925.28   | 1,253.27 | 1,585.61 |
| 所得税       | 94.92    | 183.77   | 166.55   | 225.59   | 285.41   |
| 净利润       | 430.34   | 627.34   | 758.73   | 1,027.69 | 1,300.20 |
| 少数股东损益    | 1.50     | 2.62     | 3.79     | 5.14     | 6.50     |
| 归属于母公司净利润 | 428.84   | 624.72   | 754.94   | 1,022.55 | 1,293.70 |
| 每股收益（元）   | 1.07     | 1.56     | 1.89     | 2.56     | 3.23     |

| 主要财务比率    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力      |         |         |         |         |         |
| 营业收入      | 27.36%  | 21.22%  | 25.74%  | 24.30%  | 21.22%  |
| 营业利润      | 64.96%  | 53.97%  | 14.48%  | 35.19%  | 26.56%  |
| 归属于母公司净利润 | 60.69%  | 45.68%  | 20.84%  | 35.45%  | 26.52%  |
| 获利能力      |         |         |         |         |         |
| 毛利率       | 36.84%  | 42.27%  | 40.45%  | 42.52%  | 43.22%  |
| 净利率       | 9.91%   | 11.91%  | 11.45%  | 12.47%  | 13.02%  |
| ROE       | 11.70%  | 15.08%  | 12.11%  | 14.29%  | 15.55%  |
| ROIC      | 24.76%  | 35.33%  | 35.00%  | 36.51%  | 43.15%  |
| 偿债能力      |         |         |         |         |         |
| 资产负债率     | 11.43%  | 17.13%  | 7.21%   | 7.67%   | 7.23%   |
| 净负债率      | -27.37% | -13.81% | -43.03% | -44.23% | -46.29% |
| 流动比率      | 5.86    | 2.90    | 12.60   | 11.43   | 12.86   |
| 速动比率      | 4.02    | 1.78    | 8.96    | 8.94    | 9.16    |
| 营运能力      |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率   | 21.10   | 15.47   | 22.50   | 22.50   | 22.50   |
| 存货周转率     | 6.21    | 7.30    | 6.46    | 6.94    | 6.82    |
| 总资产周转率    | 1.35    | 1.15    | 1.12    | 1.13    | 1.19    |
| 每股指标（元）   |         |         |         |         |         |
| 每股收益      | 1.07    | 1.56    | 1.89    | 2.56    | 3.23    |
| 每股经营现金流   | 1.54    | 1.80    | 2.11    | 1.96    | 2.12    |
| 每股净资产     | 9.16    | 10.36   | 15.59   | 17.89   | 20.80   |
| 估值比率      |         |         |         |         |         |
| 市盈率       | 87.92   | 60.35   | 49.94   | 36.87   | 29.14   |
| 市净率       | 10.29   | 9.10    | 6.05    | 5.27    | 4.53    |
| EV/EBITDA | 19.44   | 30.10   | 32.73   | 24.68   | 19.33   |
| EV/EBIT   | 22.59   | 33.73   | 37.16   | 27.46   | 21.14   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |