

乖宝宠物 (301498.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q2 自主品牌增长强劲，关税、费用率影响净利率略降

消费品/农林牧渔
目标估值:
当前股价: 96.9 元

公司发布 2025 年半年报，公司 Q2 收入/利润分别同比+31.0%/+8.5%，Q2 自主品牌高增延续，利润率受费用投入加大以及出口影响略降。展望 H2，麦富迪（霸弗、奶弗等拉动增长）成长性延续，弗列加特全年维度预计高增，OEM 方面泰国工厂二期投产后出口受关税影响下降，预计 H2 收入增速延续，毛利率受益于结构升级依然上升。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 7.8 亿/10.0 亿/13.2 亿，25-27 年 EPS 为 1.96、2.51、3.31 元，维持“强烈推荐”评级。

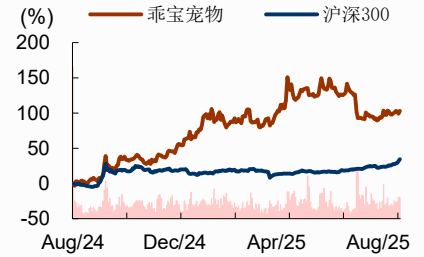
基础数据

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	179
总市值 (十亿元)	38.8
流通市值 (十亿元)	17.3
每股净资产 (MRQ)	11.1
ROE (TTM)	15.6
资产负债率	14.9%
主要股东	秦华
主要股东持股比例	45.76%

□ **事件：**公司发布 2025 年半年度业绩公告，25H1 公司实现营业收入 32.2 亿元，同比+32.7%；归母净利润 3.78 亿元，同比+22.5%；扣非净利润 3.67 亿，同比+26.5%。25Q2 实现营业收入 17.4 亿元，同比+31.0%；归母净利润 1.74 亿元，同比+8.54%；扣非净利润 1.69 亿，同比+10.43%，收入表现好于预期。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	9	101
相对表现	-7	-1	69



资料来源：公司数据、招商证券

□ **Q2 自主品牌表现强劲，出口受关税影响增速略降。**分产品看，25H1 主粮/零食分别实现收入 18.8 亿/12.9 亿，同比+57.1%/+8.3%，主粮实现高增，零食受出口板块影响增速放缓；受益高端占比提升，主粮毛利率提升 1.5pct；零食毛利率受出口关税影响同比下降 1.7pct。单 Q2 看，自主品牌表现强劲，麦富迪增长 30% 以上，弗列加特增长接近翻倍，出口业务增速环比略降，同比增长 10% 左右，主要系 Q2 受美国关税影响。

相关报告

- 1、《乖宝宠物 (301498) 一发布第二次激励计划 (草案)，强化激励核心管理骨干》2025-08-12
- 2、《乖宝宠物 (301498) 24 年报 & 25Q1 点评—24 年自主品牌势能强劲，25Q1 收入表现超预期》2025-04-22
- 3、《乖宝宠物 (301498) 一业绩快速增长，盈利能力优化，重视股东回报》2024-10-29

□ **自主品牌结构优化提升毛利率，费用投入上升，Q2 归母净利率略降。**公司 25Q2 毛利率 43.8%，同比+1.0pct，系受益于自主品牌结构优化，25Q2 销售/管理/研发费用率 23.9%/5.7%/1.5%，分别同比+3.5pct/-0.4pct/持平，销售费用率上升系 Q2 加大了境内自主品牌的广告及电商投入，实际所得税率上升 3.3pct 至 24.4%，公司 Q2 实现归母净利率 10.0%，同比-2.1pct，盈利能力略降。

□ **投资建议：**自主品牌增长强劲，关注费用与动态竞争变化。公司 Q2 收入/利润分别同比+31.0%/+8.5%，Q2 自主品牌高增延续，利润率受费用投入加大以及出口影响略降。展望 H2，麦富迪（霸弗、奶弗等拉动增长）成长性延续，弗列加特全年维度预计高增，OEM 方面泰国工厂二期投产后出口受关税影响程度下降，预计 H2 收入增速延续，毛利率受益于结构升级依然上升。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 7.8 亿/10.0 亿/13.2 亿，25-27 年 EPS 为 1.96、2.51、3.31 元，对应 26 年 39x，维持“强烈推荐”评级。

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘丽 S1090517080006
✉ liuli14@cmschina.com.cn
胡思蓓 S1090524090002
✉ husibei@cmschina.com.cn
李秋燕 S1090521070001
✉ liqiuyan@cmschina.com.cn

□ **风险提示：**宏观经济影响、行业竞争加剧、新品动销不及预期、出口受阻、成本大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4327	5245	6827	8610	10820
同比增长	27%	21%	30%	26%	26%
营业利润(百万元)	526	810	1018	1305	1727
同比增长	65%	54%	26%	28%	32%
归母净利润(百万元)	429	625	783	1002	1323
同比增长	61%	46%	25%	28%	32%
每股收益(元)	1.07	1.56	1.96	2.51	3.31
PE	90.4	62.1	49.5	38.7	29.3
PB	10.6	9.4	8.2	7.1	5.8

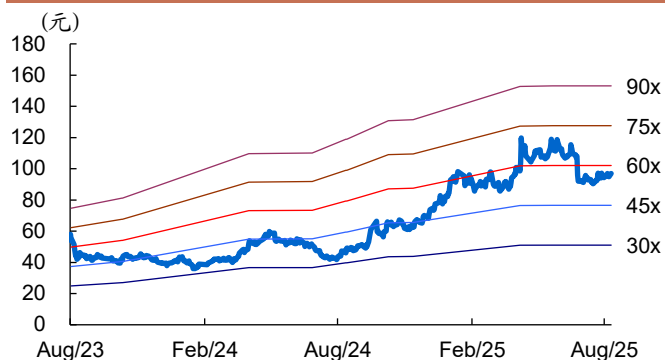
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	1047	1215	1097	1329	1245	1573	1480	1741	4327	5245
二、营业总成本	922	1064	919	1138	1053	1367	1228	1522	3809	4476
其中: 营业成本	640	734	646	760	724	898	865	978	2733	3028
营业税金及附加	5	5	4	5	5	7	7	7	20	21
营业费用	174	226	190	272	233	360	264	417	721	1055
管理费用	78	83	61	81	71	94	75	99	250	307
研发费用	19	18	17	21	22	26	22	27	73	85
财务费用	-3	1	-6	-10	-1	-18	-7	-5	-13	-35
资产减值损失	9	-2	6	9	1	-1	3	0	26	15
三、其他经营收益	1	6	10	9	14	9	9	12	9	42
公允价值变动收益	1	6	4	2	7	3	1	5	9	17
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	2	6	6	6	7	8	8	2	26
四、营业利润	126	156	189	200	205	216	260	231	526	810
加: 营业外收入	0	0	0	4	0	0	0	0	1	5
减: 营业外支出	0	1	0	1	1	2	1	1	2	4
五、利润总额	126	156	190	203	204	214	260	230	525	811
减: 所得税	18	41	41	43	42	58	55	56	95	184
六、净利润	108	115	149	160	163	156	204	174	430	627
减: 少数股东损益	0	0	1	0	1	1	0	0	1	3
七、归属母公司净利润	109	114	148	160	162	154	204	174	429	625
EPS	0.27	0.29	0.37	0.40	0.40	0.39	0.51	0.43	1.07	1.70
主要比率										
毛利率	38.8%	39.6%	41.1%	42.80%	41.8%	42.9%	41.6%	43.8%	36.8%	42.3%
主营税金率	0.5%	0.4%	0.4%	0.40%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.45%	0.4%
营业费率	16.6%	18.6%	17.3%	20.45%	18.7%	22.9%	17.8%	23.9%	16.66%	20.1%
管理费	7.5%	6.8%	5.5%	6.07%	5.7%	6.0%	5.1%	5.7%	5.77%	5.8%
营业利润率	12.0%	12.9%	17.3%	15.05%	16.5%	13.7%	17.6%	13.3%	12.16%	15.4%
实际税率	14.1%	26.2%	21.6%	21.11%	20.4%	27.2%	21.2%	24.4%	18.1%	22.7%
净利率	10.4%	9.4%	13.5%	12.05%	13.0%	9.8%	13.8%	9.99%	9.9%	11.9%
YoY										
收入增长率	30.7%	33.5%	21.3%	14.5%	18.9%	29.5%	34.8%	31.0%	27.4%	21.2%
营业利润增长率	-84.3%	183.6%	87.1%	40.1%	62.7%	38.2%	37.4%	15.7%	65.0%	54.0%
净利润增长率	-86.4%	128.7%	74.5%	32.6%	49.1%	34.8%	37.7%	8.5%	60.7%	45.7%

资料来源: 公司报表

图 1: 乖宝宠物历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 乖宝宠物历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《乖宝宠物（301498）—发布第二次激励计划（草案），强化激励核心管理骨干》2025-08-12
- 2、《乖宝宠物（301498）24 年报&25Q1 点评—24 年自主品牌势能强劲，25Q1 收入表现超预期》2025-04-22
- 3、《乖宝宠物（301498）—业绩快速增长，盈利能力优化，重视股东回报》2024-10-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2095	2016	2255	2856	3679
现金	1009	695	585	761	1063
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	278	400	496	626	786
其它应收款	25	39	51	64	80
存货	657	780	991	1239	1541
其他	126	102	132	166	208
非流动资产	2049	2993	3459	3831	4088
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	916	1077	1564	1955	2229
无形资产商誉	131	163	146	132	118
其他	1002	1753	1748	1744	1741
资产总计	4143	5010	5713	6687	7768
流动负债	357	695	812	1030	953
短期借款	0	110	131	226	0
应付账款	184	267	343	429	533
预收账款	57	109	140	175	218
其他	116	208	198	200	201
长期负债	116	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他	116	163	163	163	163
负债合计	473	858	976	1193	1116
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	2106	2115	2115	2115	2115
留存收益	1159	1629	2212	2963	4116
少数股东权益	5	7	11	15	20
归属于母公司所有者权益	3665	4144	4727	5478	6631
负债及权益合计	4143	5010	5713	6687	7768

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	617	720	617	835	1115
净利润	430	627	786	1006	1329
折旧摊销	105	113	127	172	208
财务费用	5	1	(20)	(9)	(15)
投资收益	(2)	(26)	(43)	(38)	(38)
营运资金变动	74	(5)	(248)	(311)	(383)
其它	5	10	14	15	15
投资活动现金流	(1075)	(969)	(557)	(512)	(432)
资本支出	(197)	(680)	(600)	(550)	(470)
其他投资	(878)	(289)	43	38	38
筹资活动现金流	1282	(96)	(171)	(147)	(381)
借款变动	(237)	(13)	10	95	(226)
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	1433	9	0	0	0
股利分配	0	(168)	(200)	(251)	(170)
其他	46	75	20	9	15
现金净增加额	824	(345)	(110)	176	302

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4327	5245	6827	8610	10820
营业成本	2733	3028	3886	4858	6043
营业税金及附加	20	21	28	35	44
营业费用	721	1055	1468	1852	2316
管理费用	250	307	379	469	578
研发费用	73	85	104	132	166
财务费用	(13)	(35)	(20)	(9)	(15)
资产减值损失	(29)	(17)	(7)	(7)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	17	17	12	12
投资收益	2	26	26	26	26
营业利润	526	810	1018	1305	1727
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	525	811	1019	1306	1727
所得税	95	184	232	300	398
少数股东损益	1	3	3	4	6
归属于母公司净利润	429	625	783	1002	1323

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	27%	21%	30%	26%	26%
营业利润	65%	54%	26%	28%	32%
归母净利润	61%	46%	25%	28%	32%
获利能力					
毛利率	36.8%	42.3%	43.1%	43.6%	44.1%
净利率	9.9%	11.9%	11.5%	11.6%	12.2%
ROE	15.8%	16.0%	17.7%	19.6%	21.9%
ROIC	14.9%	14.9%	17.1%	18.9%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	11.4%	17.1%	17.1%	17.8%	14.4%
净负债比率	0.1%	2.4%	2.3%	3.4%	0.0%
流动比率	5.9	2.9	2.8	2.8	3.9
速动比率	4.0	1.8	1.6	1.6	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.3	1.4	1.5
存货周转率	3.9	4.2	4.4	4.4	4.3
应收账款周转率	21.1	15.5	15.2	15.3	15.3
应付账款周转率	16.8	13.4	12.7	12.6	12.6
每股资料(元)					
EPS	1.07	1.56	1.96	2.51	3.31
每股经营净现金	1.54	1.80	1.54	2.09	2.79
每股净资产	9.16	10.36	11.82	13.69	16.58
每股股利	0.17	0.50	0.63	0.43	0.56
估值比率					
PE	90.4	62.1	49.5	38.7	29.3
PB	10.6	9.4	8.2	7.1	5.8
EV/EBITDA	58.0	40.3	30.8	23.8	18.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。