



乖宝宠物 (301498.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

品牌高势能、产品结构持续高端化升级，费用率阶段性上行

业绩简评

10 月 22 日公司披露 2025 年三季报，1~3Q25 收入 47.37 亿元（同比+29.0%），归母净利 5.13 亿元（同比+9.1%），其中 3Q25 收入 15.98 亿元（同比+21.9%），归母净利 1.35 亿元（同比-16.7%）。

经营分析

高端猫粮品牌弗列加特保持高速增长，麦富迪增速边际放缓但仍高于大盘。根据久谦，3Q25 宠物食品行业销售额同比+7.3%，公司主品牌麦富迪/弗列加特销售额同比+8.1%/75.0%，均高于行业大盘增速，市场份额持续提升。1~3Q25/3Q25 毛利率分别为 42.83%/42.92%（同比+0.9/+1.1pct），主因产品结构升级加速推进；3Q25 毛利率环比-0.9pct，或因外销业务受关税分摊影响。24 年弗列加特推出 0 压乳系列和高鲜肉天然粮系列等深受消费者产品，为其高速增长注入动力；同年推出超高端犬粮品牌汪臻醇，填补国内品牌犬粮市场超高端领域的空白，进一步完善品牌矩阵布局。

内销市场行业竞争加剧，销售费用率同比提升致盈利波动。行业竞争加剧&新品上市，公司销售费用率同比明显提升。1~3Q25 公司销售/管理&研发费用率同比+2.9/-0.3pct 至 21.8%/7.2%，单 3Q25 销售/管理&研发费用率分别为 23.3%/7.7%（同比+4.6/+0.1pct）。1~3Q25 净利率 10.8%（同比-2.0pct），其中 Q3 净利率 8.9%（同比-4.2pct）。在毛利率提升的条件下，净利率降幅与销售费用率增速基本相当，说明费用投放是影响盈利能力的主要因素。

双十一开门红战报出炉，高端产品表现亮眼带动产品结构升级。

10 月 21 日日，天猫&淘宝宠物行业发布双 11 开门红前 4 小时成交榜，榜单统计时间为 10 月 20 日 20:00-24:00，数据口径为支付 GMV 口径。在天猫宠物品牌成交榜中，弗列加特/麦富迪分列第 2 和第 5，相比 618 全周期成交榜排名分别+3/-3。其中，弗列加特、麦富迪分别在猫、狗主粮天猫品牌榜中位列第一。弗列加特作为公司布局猫粮高端化的品牌，产品力&品牌力持续增强，成交榜排名提升有助于公司产品结构优化、带动平均毛利率上行。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为本土优质宠食品牌势能提升、产品升级渠道开拓提供持续成长动能，预计公司 25-27 年归母净利分别为 7.1、8.9、11.2 亿元，同比+14%/+25%/+25%，当前股价对应 PE 分别为 48、39、31X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险；股东减持风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

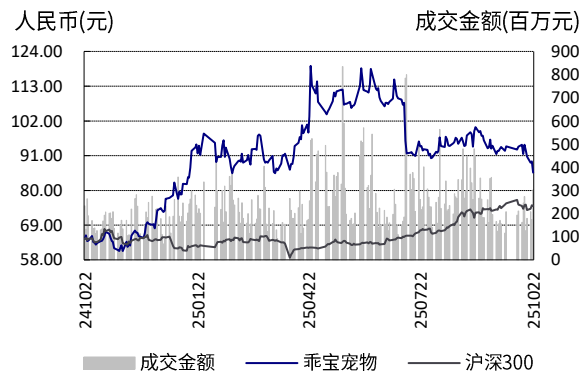
tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：85.59 元

相关报告：

1.《乖宝宠物公司中报点评》，2025.8.25

2.《乖宝宠物公司点评：1Q 表现靓丽，高端品牌加速成长带动盈利能力...》，2025.4.22



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,327	5,245	6,730	8,592	10,735
营业收入增长率	27.36%	21.22%	28.31%	27.66%	24.94%
归母净利润(百万元)	429	625	711	890	1,116
归母净利润增长率	60.69%	45.68%	13.76%	25.21%	25.36%
摊薄每股收益(元)	1.072	1.562	1.775	2.222	2.786
每股经营性现金流净额	1.54	1.80	1.57	1.96	2.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.70%	15.08%	14.89%	15.93%	16.85%
P/E	37.14	50.15	48.23	38.52	30.73
P/B	4.35	7.56	7.18	6.14	5.18

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,398	4,327	5,245	6,730	8,592	10,735
增长率		27.4%	21.2%	28.3%	27.7%	24.9%
主营业务成本	-2,290	-2,733	-3,028	-3,823	-4,829	-5,990
%销售收入	67.4%	63.2%	57.7%	56.8%	56.2%	55.8%
毛利	1,107	1,594	2,217	2,907	3,763	4,745
%销售收入	32.6%	36.8%	42.3%	43.2%	43.8%	44.2%
营业税金及附加	-15	-20	-21	-34	-43	-54
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-545	-721	-1,055	-1,454	-1,890	-2,394
%销售收入	16.0%	16.7%	20.1%	21.6%	22.0%	22.3%
管理费用	-177	-250	-307	-404	-533	-676
%销售收入	5.2%	5.8%	5.8%	6.0%	6.2%	6.3%
研发费用	-68	-73	-85	-121	-155	-193
%销售收入	2.0%	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	302	531	749	895	1,143	1,428
%销售收入	8.9%	12.3%	14.3%	13.3%	13.3%	13.3%
财务费用	10	13	35	10	-6	7
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.1%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	-26	-15	-18	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	26	25	25	25
%税前利润	n.a	0.4%	3.3%	2.7%	2.1%	1.7%
营业利润	319	526	810	927	1,163	1,460
营业利润率	9.4%	12.2%	15.4%	13.8%	13.5%	13.6%
营业外收支	-1	-1	1	8	8	8
税前利润	318	525	811	935	1,171	1,468
利润率	9.4%	12.1%	15.5%	13.9%	13.6%	13.7%
所得税	-52	-95	-184	-224	-281	-352
所得税率	16.4%	18.1%	22.7%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	266	430	627	711	890	1,116
少数股东损益	-1	1	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	267	429	625	711	890	1,116
净利率	7.9%	9.9%	11.9%	10.6%	10.4%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	266	430	627	711	890	1,116
少数股东损益	-1	1	3	0	0	0
非现金支出	117	134	135	147	150	169
非经营收益	39	12	-12	-27	-30	-32
营运资金变动	-115	42	-31	-203	-228	-266
经营活动现金净流	306	617	720	628	783	986
资本开支	-180	-196	-678	-331	-170	-180
投资	0	0	-1	0	0	0
其他	0	-879	-290	25	25	25
投资活动现金净流	-180	-1,075	-969	-306	-145	-155
股权募资	0	1,600	0	0	0	0
债权募资	-281	-196	110	-21	-116	0
其他	16	-122	-205	-86	-83	-81
筹资活动现金净流	-265	1,282	-96	-107	-200	-81
现金净流量	-126	822	-344	215	438	750

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	198	1,009	695	890	1,315	2,055
应收账款	156	302	439	461	588	735
存货	736	657	780	893	1,128	1,399
其他流动资产	75	126	102	138	153	170
流动资产	1,165	2,095	2,016	2,382	3,184	4,360
%总资产	51.0%	50.6%	40.3%	42.5%	49.5%	57.1%
长期投资	1	832	1,137	1,137	1,137	1,137
固定资产	946	950	1,391	1,520	1,560	1,590
%总资产	41.4%	22.9%	27.8%	27.1%	24.2%	20.8%
无形资产	116	145	189	192	188	186
非流动资产	1,118	2,049	2,993	3,217	3,250	3,275
%总资产	49.0%	49.4%	59.7%	57.5%	50.5%	42.9%
资产总计	2,283	4,143	5,010	5,599	6,434	7,635
短期借款	169	5	122	132	15	15
应付款项	152	199	296	312	394	489
其他流动负债	98	154	278	251	318	398
流动负债	419	357	695	694	728	903
长期贷款	28	0	0	0	0	0
其他长期负债	77	116	163	123	114	105
负债	524	473	858	817	842	1,007
普通股股东权益	1,756	3,665	4,144	4,775	5,584	6,620
其中：股本	360	400	400	400	400	400
未分配利润	702	1,117	1,554	2,185	2,994	4,030
少数股东权益	3	5	7	7	7	7
负债股东权益合计	2,283	4,143	5,010	5,599	6,434	7,635

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.741	1.072	1.562	1.775	2.222	2.786
每股净资产	4.877	9.162	10.359	11.922	13.945	16.530
每股经营现金净流	0.851	1.543	1.799	1.570	1.956	2.464
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	15.20%	11.70%	15.08%	14.89%	15.93%	16.85%
总资产收益率	11.69%	10.35%	12.47%	12.69%	13.83%	14.61%
投入资本收益率	12.68%	11.70%	13.40%	13.67%	15.32%	16.18%
增长率						
主营业务收入增长率	31.93%	27.36%	21.22%	28.31%	27.66%	24.94%
EBIT 增长率	61.64%	75.66%	41.10%	19.53%	27.66%	24.94%
净利润增长率	90.25%	60.69%	45.68%	13.76%	25.21%	25.36%
总资产增长率	-0.89%	81.49%	20.91%	11.77%	14.91%	18.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.8	17.3	23.6	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	105.1	93.0	86.6	87.0	87.0	87.0
应付账款周转天数	27.5	21.8	27.2	27.0	27.0	27.0
固定资产周转天数	98.9	77.3	75.0	63.2	51.6	44.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.06%	-27.37%	-13.81%	-15.86%	-23.24%	-30.78%
EBIT 利息保障倍数	-29.2	-40.2	-21.4	-88.9	184.4	-192.2
资产负债率	22.95%	11.43%	17.13%	14.60%	13.09%	13.19%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	24	40	90
增持	1	3	14	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.43	1.37	1.29	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究