

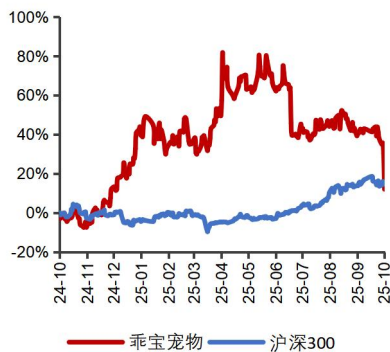
境内自主品牌快速增长，销售费用投入加大

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-23

收盘价（元） 85.59
近 12 个月最高/最低（元） 125.29/55.9
总股本（百万股） 400
流通股本（百万股） 179
流通股比例（%） 44.8
总市值（亿元） 295
流通市值（亿元） 132

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 乖宝宠物(301498)中报点评：国内自有品牌高速增长，直销收入占比稳步提升 2025-08-26
- 乖宝宠物(301498)年报&一季报点评：国内自有品牌增速亮眼，持续推进品牌高端化战略 2025-04-22

主要观点：

● 2025 年 1-9 月归母净利 5.13 亿元，同比增长 9.1%

公司发布 2025 年三季报：1-9 月实现收入 47.4 亿元，同比增长 29.0%；归母净利润 5.13 亿元，同比增长 9.1%；扣非后归母净利润 4.93 亿元，同比增长 11.3%。分季度看，Q1-Q3 公司分别实现收入 14.8 亿元、17.4 亿元、15.2 亿元，同比分别+34.8%、+31.0%、+21.8%，分别实现归母净利润 2.04 亿元、1.74 亿元、1.35 亿元，同比分别+37.7%、+8.5%、-16.6%。

● 境内自主品牌快速增长，海外业务拖累公司利润率

2025 年 1-9 月，公司实现收入 47.4 亿元，同比+29.0%，实现毛利 20.3 亿元，同比+31.6%；毛利率 42.8%，同比+0.8pct，净利率 10.8%，同比-2.0pct。分季度看，Q1-Q3 公司毛利分别为 6.15 亿元、7.63 亿元、6.51 亿元，同比分别+36.2%、+34.1%、+25.0%，毛利率分别为 41.6%、43.8%、42.9%，净利率分别为 13.8%、10.0%、8.9%，公司利润率下降与海外业务受关税影响直接相关。

公司自有品牌业务持续快速发展，Euromonitor 显示，2015-2024 年公司麦富迪品牌国内市占率从 2.4%提升至 6.2%，位列国产品牌市占率第一。根据久谦三平台电商数据（天猫、京东、抖音），2025Q1-Q3，麦富迪销量同比+11.7%、+3.9%、+17.1%，麦富迪销售额同比+25.8%、+8.0%、+4.0%，弗列加特销量同比+194.0%、+186.9%、+95.8%，弗列加特销售额同比+143.9%、+149.9%、+73.8%。

● 1-9 月销售费用同比增长 48.9%，销售费用率升至 21.8%

2025 年 1-9 月，公司销售费用 10.34 亿元，同比+48.9%，销售费用率 21.8%，同比+2.9pct，主要是自有品牌增长、直销渠道占比提升及公司新品推广使得相应业务推广费和销售服务费增加所致；分季度看，Q1-Q3 公司销售费用分别为 2.64 亿元、4.17 亿元、3.54 亿元，同比分别+38.8%、+53.3%、+51.9%，销售费用率分别为 17.8%、23.9%、23.3%，同比分别提升 0.5pct、3.5pct、4.6pct。2025 年 1-9 月，公司预付款项 9364.3 万元，同比+142.4%，主要是因为预付推广费及咨询费用增加。

投资建议

公司自主品牌收入快速增长，市占率稳步提升。我们预计，2025-2027 年公司实现主营业务收入 68.7 亿元、85.2 亿元、101.1 亿元（前值 2025 年 67.0 亿元、2026 年 83.11 亿元、2027 年 98.65 亿元），同比增长 31.0%、24.0%、18.6%；对应归母净利润 6.92 亿元、8.93 亿元、10.16 亿元（前值 2025 年 7.42 亿元、2026 年 9.65 亿元、2027 年 11.95 亿元），同比增长 10.8%、29.0%、13.7%，对应 EPS 1.73 元、2.23 元、2.54 元，本次调整的主要原因是，修正了 2025-2027 年销售费用预期，维持“买入”评级不变。

风险提示

汇率变化风险；原材料价格波动风险；国内外市场开拓不达预期风险；产能投放不及预期风险等；关税风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5245	6871	8523	10109
收入同比（%）	21.2%	31.0%	24.0%	18.6%
归属母公司净利润	625	692	893	1016
净利润同比（%）	45.7%	10.8%	29.0%	13.7%
毛利率（%）	42.3%	42.8%	44.0%	44.6%
ROE（%）	15.1%	14.5%	15.8%	15.2%
每股收益（元）	1.56	1.73	2.23	2.54
P/E	50.21	49.53	38.39	33.75
P/B	7.56	7.20	6.06	5.14
EV/EBITDA	35.29	33.13	25.88	22.91

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2016	2392	3082	3705	营业收入	5245	6871	8523	10109
现金	695	829	1185	1491	营业成本	3028	3930	4773	5602
应收账款	400	399	485	577	营业税金及附加	21	28	35	41
其他应收款	39	41	51	60	销售费用	1055	1489	1890	2373
预付账款	39	48	59	69	管理费用	307	420	524	611
存货	780	1011	1238	1444	财务费用	-35	13	30	31
其他流动资产	63	64	64	64	资产减值损失	-8	-5	-5	-5
非流动资产	2993	3408	3921	4626	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	26	0	0	0
固定资产	1077	1060	1035	1005	营业利润	810	879	1134	1290
无形资产	163	173	185	196	营业外收入	5	2	2	2
其他非流动资产	1753	2175	2700	3425	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	5010	5799	7003	8330	利润总额	811	879	1134	1289
流动负债	695	831	1138	1447	所得税	184	184	238	271
短期借款	110	310	510	710	净利润	627	694	896	1019
应付账款	267	260	315	370	少数股东损益	3	2	3	3
其他流动负债	318	261	313	368	归属母公司净利润	625	692	893	1016
非流动负债	163	197	197	197	EBITDA	874	1021	1301	1466
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.56	1.73	2.23	2.54
其他非流动负债	163	197	197	197					
负债合计	858	1028	1335	1645					
少数股东权益	7	10	12	15					
股本	400	400	400	400					
资本公积	2115	2142	2142	2142					
留存收益	1629	2220	3113	4129					
归属母公司股东权益	4144	4762	5655	6671					
负债和股东权益	5010	5799	7003	8330					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	720	532	835	1000	成长能力				
净利润	627	694	896	1019	营业收入	21.2%	31.0%	24.0%	18.6%
折旧摊销	120	130	137	145	营业利润	54.0%	8.5%	29.0%	13.7%
财务费用	1	15	29	43	归属于母公司净利	45.7%	10.8%	29.0%	13.7%
投资损失	-26	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-31	-317	-235	-216	毛利率 (%)	42.3%	42.8%	44.0%	44.6%
其他经营现金流	687	1020	1140	1243	净利率 (%)	11.9%	10.1%	10.5%	10.0%
投资活动现金流	-969	-532	-651	-851	ROE (%)	15.1%	14.5%	15.8%	15.2%
资本支出	-678	-138	-141	-141	ROIC (%)	13.4%	13.6%	14.7%	14.0%
长期投资	-1	-300	-500	-700	偿债能力				
其他投资现金流	-290	-94	-10	-10	资产负债率 (%)	17.1%	17.7%	19.1%	19.7%
筹资活动现金流	-96	141	171	157	净负债比率 (%)	20.7%	21.5%	23.6%	24.6%
短期借款	110	200	200	200	流动比率	2.90	2.88	2.71	2.56
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.63	1.53	1.51	1.47
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	9	26	0	0	总资产周转率	1.15	1.27	1.33	1.32
其他筹资现金流	-215	-86	-29	-43	应收账款周转率	15.47	17.18	19.27	19.03
现金净增加额	-344	135	355	306	应付账款周转率	13.42	14.91	16.61	16.37

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.56	1.73	2.23	2.54	P/E	50.21	49.53	38.39	33.75
每股经营现金流薄)	1.80	1.33	2.08	2.50	P/B	7.56	7.20	6.06	5.14
每股净资产	10.36	11.89	14.12	16.66	EV/EBITDA	35.29	33.13	25.88	22.91

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名；2024 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第四名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。