

自主品牌行业地位领先，费用投入、关税影响利润

——乖宝宠物(301498)2025 年三季度点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025 年 10 月 23 日

轻工制造

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhzq.com

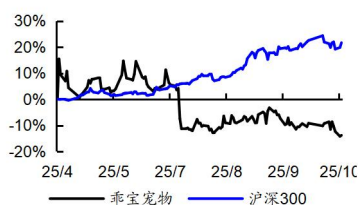
022-23839135

评级：增持

上次评级：增持

最新收盘价：89.14

最近半年股价相对走势



相关研究报告

自主品牌发展良好，电商渠道半年度增长近 40%——乖宝宠物(301498)2025 年半年报点评

2025.08.26

盈利能力实现提升，自有品牌快速增长——乖宝宠物(301498.SZ)2024 年年报点评

2025.04.22

宠物行业长坡厚雪，国牌龙头砥砺前行——乖宝宠物(301498.SZ)公司深度报告

2024.12.26

事件：

公司公告 2025 年三季度，实现营收 47.37 亿元，同比增长 29.03%，归母净利润 5.13 亿元，同比增长 9.05%，基本每股收益 1.28 元。

点评：

● 销售费用投入加大，关税问题对海外业务产生影响

今年前三季度，公司毛利率和净利率分别为 42.83%和 10.84%，同比分别变动 +0.85 和 -2.01 个百分点；期间费用率为 28.76%，同比提升 2.91 个百分点，其中，销售费用率为 21.82%，同比提升较为明显，为 2.90 个百分点，主要系自有品牌增长、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。今年第三季度，公司营收与归母净利润分别为 15.17 亿元和 1.35 亿元，同比变动分别为 +21.85%和 -16.65%。公司目前虽已有泰国工厂，但美国对泰国现阶段关税为 19%，对海外代工业务产生影响。另一方面，自有品牌在国内市场的快速发展，也拉高了公司费用投入，也对利润端增长产生一定影响。

● 自主品牌行业地位领先，今年“双十一”大促赢开门红

根据 Euromonitor，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。弗列加特作为公司自有高端鲜肉猫粮品牌，在 2024 年实现品牌 2.0 升级，推出 0 压乳系列产品和高鲜肉天然粮系列，深受市场与消费者的热烈追捧，弗列加特品牌成为 2025 年 618 烘焙猫粮、冻干猫粮、猫主食罐天猫品牌榜 TOP1。此外，麦富迪及弗列加特品牌荣登“全球品牌中国线上 500 强榜单”。根据宠业家信息，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，公司旗下品牌弗列加特、麦富迪均进入天猫宠物品牌成交榜 TOP10。

● 盈利预测与评级

基于公司三季报与股权激励考核目标，中性情景下，我们调整公司 2025-2027 年 EPS 预测分别为 1.77/2.18/2.63 元，对应 2025 年 PE 估值为 48.38 倍，估值高于可比公司均值，但考虑到公司具备较好发展基础，并为 A 股中规模最大的宠物食品企业，可享受一定估值溢价，故维持“增持”评级。

● 风险提示

国内市场竞争加剧的风险

我国宠物食品行业起步较晚，近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争。宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

原材料价格波动的风险

公司产品的原材料包括主料、辅料和包装材料。当原材料价格出现大幅

波动的情况，如公司无法将原材料价格上涨所产生的压力转移，或者不能通过提升研发水平和产品生产工艺以抵消原材料成本上升的压力，或者不能通过有效的存货管理以抵消原材料价格下降所产生的存货跌价损失压力，公司存在原材料价格大幅波动而导致的经营风险。

贸易摩擦风险

美国是公司产品的主要出口国。受关税风险提升的影响，公司境内生产的产品对美出口的价格优势被削弱，存在对公司出口业务需求造成冲击的风险。

汇率波动的风险

公司境外销售收入主要以美元结算。同时，公司设有泰国工厂从事宠物食品的生产和销售，泰国工厂在境外采购劳务和原材料等主要以泰铢结算。随着全球政治环境、经济环境及各国货币政策的变化，结算货币与人民币之间的汇率也会发生一定的波动，具有较大的不确定性，使得公司面临汇率变动的风险。若未来人民币汇率受国内外政治、经济形势的影响而发生大幅波动，则可能会对公司海外销售和原材料的购置成本产生较大影响。公司存在一定的汇率波动风险。

财务摘要（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,327	5,245	6,560	8,030	9,672
(+/-)%	27.4%	21.2%	25.1%	22.4%	20.5%
息税前利润（EBIT）	513	754	868	1,071	1,295
(+/-)%	66.4%	46.8%	15.2%	23.5%	20.9%
归母净利润	429	625	708	872	1,053
(+/-)%	60.7%	45.7%	13.4%	23.1%	20.7%
每股收益（元）	1.15	1.56	1.77	2.18	2.63

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,009	695	805	1,212	1,922	营业收入	4,327	5,245	6,560	8,030	9,672
应收票据及应收账款	278	400	414	497	541	营业成本	2,733	3,028	3,762	4,580	5,492
预付账款	28	39	52	63	75	营业税金及附加	20	21	30	36	44
其他应收款	25	39	31	37	44	销售费用	721	1,055	1,428	1,765	2,140
存货	657	780	856	1,023	1,221	管理费用	250	307	394	483	590
其他流动资产	98	53	54	55	55	研发费用	73	85	113	141	175
流动资产合计	2,095	2,016	2,221	2,896	3,869	财务费用	-13	-35	-19	-20	-22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-8	-6	-5	0
固定资产合计	916	1,077	1,245	1,359	1,414	信用减值损失	-14	-7	-7	-5	0
无形资产	131	163	196	228	228	其他收益	9	17	20	25	31
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	2	26	30	32	35
长期待摊费用	15	26	26	27	27	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	57	163	246	246	246	资产处置收益	-2	-2	-2	-2	-2
资产总计	4,143	5,010	5,565	6,380	7,392	营业利润	526	810	886	1,091	1,316
短期借款	0	110	0	0	0	营业外收支	-1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	184	267	272	343	423	利润总额	525	811	887	1,091	1,317
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	95	184	176	217	261
应付职工薪酬	51	97	101	121	146	净利润	430	627	711	875	1,056
应交税费	42	67	66	82	99	归属于母公司所有者的净利润	429	625	708	872	1,053
其他流动负债	3	5	5	5	5	少数股东损益	1	3	2	3	3
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.15	1.56	1.77	2.18	2.63
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	473	858	808	949	1,105	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	3,670	4,151	4,757	5,431	6,287	营收增长率	27.4%	21.2%	25.1%	22.4%	20.5%
						EBIT 增长率	66.4%	46.8%	15.2%	23.5%	20.9%
现金流量表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润增长率	60.7%	45.7%	13.4%	23.1%	20.7%
净利润	430	627	711	875	1,056	销售毛利率	36.8%	42.3%	42.6%	43.0%	43.2%
折旧与摊销	107	120	190	224	255	销售净利率	9.9%	12.0%	10.8%	10.9%	10.9%
经营活动现金流净额	617	720	805	945	1,174	ROE	11.7%	15.1%	14.9%	16.1%	16.8%
投资活动现金流净额	-1,075	-969	-498	-333	-261	ROIC	11.4%	13.4%	14.4%	15.6%	16.3%
筹资活动现金流净额	1,282	-96	-159	-204	-203	资产负债率	11.4%	17.1%	14.5%	14.9%	14.9%
现金净变动	822	-344	141	407	710	PE	34.62	50.21	48.38	39.30	32.56
期初现金余额	186	1,008	664	805	1,212	PB	4.35	7.56	7.22	6.32	5.47
期末现金余额	1,008	664	805	1,212	1,922	EV/EBITDA	24.07	35.29	31.73	25.59	20.93

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并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn