

乖宝宠物（301498.SZ）

优于大市

2025 三季报点评：品牌直销拓展稳步推进，毛利率维持同比改善趋势

核心观点

自主品牌业务维持增长，费用端短期存在压力。公司 2025 前三季度实现营业收入 47.37 亿元，同比+29.03%，其中单 Q3 实现营业收入 15.17 亿元，环比-12.88%，同比+21.85%，报告期内公司麦富迪品牌稳健扩张，弗列加特品牌增势亮眼，境内自有品牌业务整体收入维持增长。公司 2025 前三季度实现归母净利润 5.13 亿元，同比+9.05%，其中单 Q3 实现归母净利润 1.35 亿元，环比-22.35%，同比-16.65%，报告期内公司继续加大自主品牌及直销渠道拓展，Q3 销售费用 3.54 亿元，同比增幅超 50%，导致短期盈利承压。

毛利率维持改善，净利率因短期营销投入加大而承压。公司 2025 前三季度整体销售毛利率 42.83%，同比+0.85pct，其中单 Q3 毛利率为 42.92%，同比+1.08pct。年内受美国对贸易伙伴加征普遍关税影响，公司中国工厂对美出口订单短期受阻，零食出口代工业务短期有所承压，但公司依靠自有品牌及直销渠道拓展，带动整体毛利率维持同比增势。公司 2025 前三季度整体销售净利率 10.84%，同比-2.01pct，其中单 Q3 净利率为 8.91%，同比-4.16pct，主要系销售费用率增加所致。

具体来看，公司 2025 前三季度销售费用为 10.34 亿元，同比+48.86%，对应销售费用率 21.82%（同比+2.90pct），主要系自有品牌收入增长、直销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；2025 前三季度管理费用为 2.69 亿元，同比+26.91%，对应管理费用率 5.68%（同比-0.10pct）；2025 前三季度研发费用为 0.70 亿元，同比+17.09%，对应研发费用率 1.48%（同比-0.15pct）。

公司致力“经销转直销”，不断增厚公司盈利能力。公司目前品牌矩阵完善，正积极拓展新品，并基于前期在品牌侧的扎实积累，积极推进渠道侧变革，加大自有品牌直销模式拓展。2025H1 公司在天猫、京东、抖音等第三方平台的直销收入已达 12.10 亿元，同比+39.72%，于总收入中占比已达 37.73%。未来随高毛利直销收入占比提升，公司自有品牌业务整体量利表现有望继续得到强化。

风险提示：汇率大幅波动的风险；中美贸易冲突的风险；自主品牌产品推广不及预期的风险等。

投资建议：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.4/9.4/11.9 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.9/2.4/3.0 元。未来随高端品牌和直销模式拓展，公司主业有望保持量利高增，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

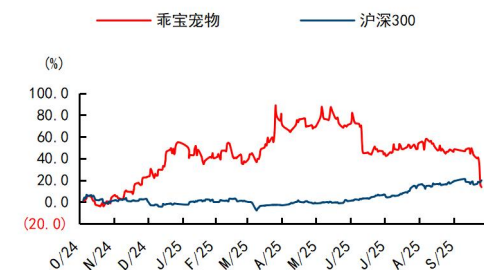
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	71.95 元
总市值/流通市值	28814/12911 百万元
52 周最高价/最低价	125.88/59.49 元
近 3 个月日均成交额	272.94 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《乖宝宠物（301498.SZ）-2025 一季报点评：积极拓展自有品牌直销，Q1 归母净利润同比+32%》——2025-04-22

《乖宝宠物（301498.SZ）-2024 三季报点评：自主品牌增长，渠道结构优化，Q3 归母净利润同比+49%》——2024-10-28

《乖宝宠物（301498.SZ）-2024 中报点评：主粮维持量利双增，Q2 归母净利润同比+33%》——2024-08-27

《乖宝宠物（301498.SZ）-2023 年报及 2024 一季报点评：自有品牌维持增长，海外业务维持景气，24Q1 归母净利润同比+74%》——2024-04-17

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,327	5,245	5,926	7,097	8,447
(+/-%)	27.4%	21.2%	13.0%	19.8%	19.0%
归母净利润(百万元)	429	625	743	943	1187
(+/-%)	60.7%	45.7%	19.0%	26.9%	25.9%
每股收益(元)	1.07	1.56	1.86	2.36	2.97
EBIT Margin	12.3%	14.3%	15.3%	16.4%	17.3%
净资产收益率(ROE)	11.7%	15.1%	15.8%	17.4%	18.8%
市盈率(PE)	79.8	54.8	46.1	36.3	28.8
EV/EBITDA	55.0	41.1	33.5	26.4	21.4
市净率(PB)	9.34	8.26	7.28	6.33	5.44

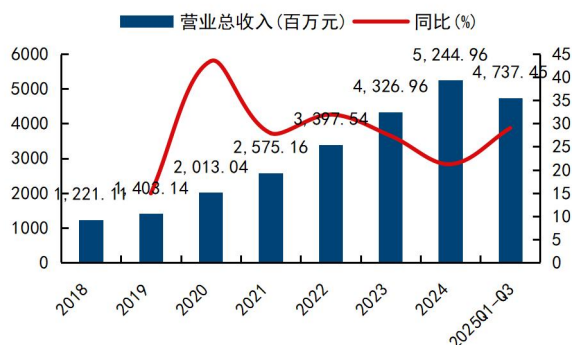
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

自主品牌业务维持增长，费用端短期存在压力。公司 2025 前三季度实现营业收入 47.37 亿元，同比+29.03%，其中单 Q3 实现营业收入 15.17 亿元，环比-12.88%，同比+21.85%，报告期内公司麦富迪品牌稳健扩张，弗列加特品牌增势亮眼，境内自有品牌业务整体收入维持增长。公司 2025 前三季度实现归母净利润 5.13 亿元，同比+9.05%，其中单 Q3 实现归母净利润 1.35 亿元，环比-22.35%，同比-16.65%，报告期内公司继续加大自主品牌及直销渠道拓展，Q3 销售费用 3.54 亿元，同比增幅超 50%，导致短期盈利承压。

图1：乖宝宠物营业收入及增速



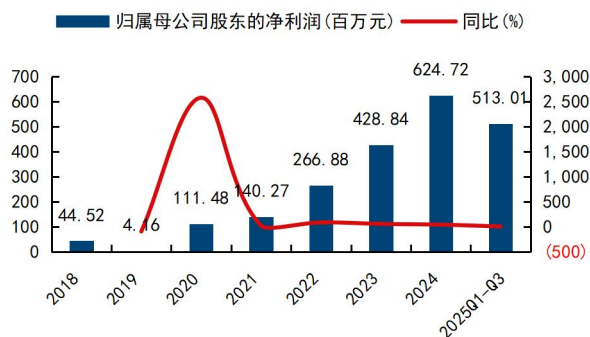
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：乖宝宠物单季营业收入及增速



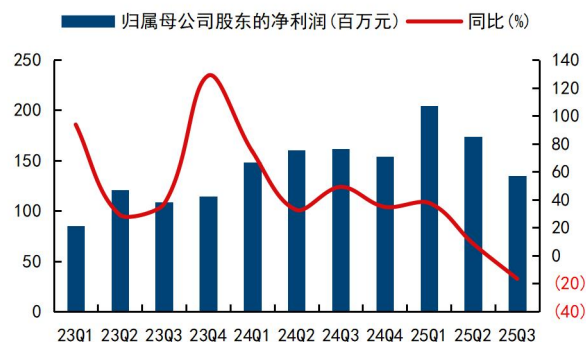
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：乖宝宠物归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：乖宝宠物单季归母净利润及增速



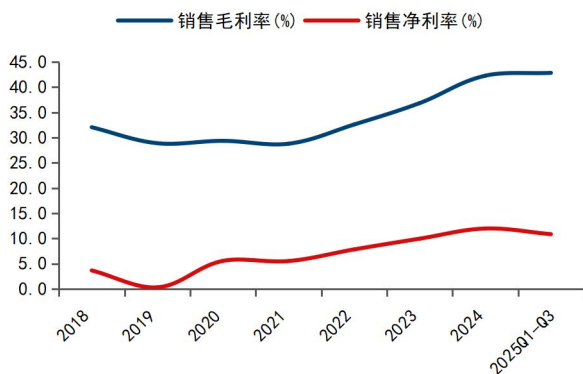
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率维持改善，净利率因短期营销投入加大而承压。公司 2025 前三季度整体销售毛利率 42.83%，同比+0.85pct，其中单 Q3 毛利率为 42.92%，同比+1.08pct。年内受美国对贸易伙伴加征普遍关税影响，公司中国工厂对美出口订单短期受阻，零食出口代工业务短期有所承压，但公司依靠自有品牌及直销渠道拓展，带动整体毛利率维持同比增势。公司 2025 前三季度整体销售净利率 10.84%，同比-2.01pct，其中单 Q3 净利率为 8.91%，同比-4.16pct，主要系销售费用率增加所致。

具体来看，公司 2025 前三季度销售费用为 10.34 亿元，同比+48.86%，对应销售费用率 21.82%（同比+2.90pct），主要系自有品牌收入增长、直销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；2025 前三季度管理费用为 2.69 亿元，同比+26.91%，对应管理费用率 5.68%（同比-0.10pct）；2025 前

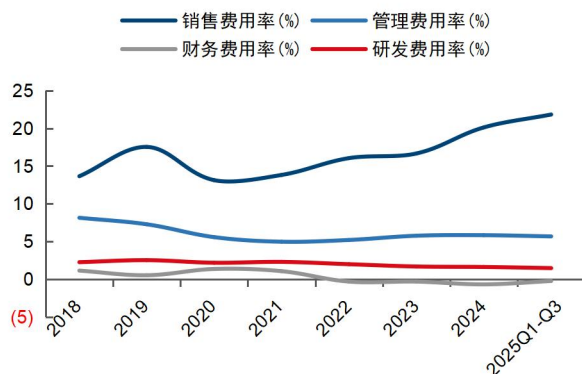
三季度研发费用为 0.70 亿元，同比+17.09%，对应研发费用率 1.48%（同比-0.15pct）。

图5: 乖宝宠物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 乖宝宠物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.4/9.4/11.9 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.9/2.4/3.0 元。未来随高端品牌和直销模式拓展，公司主业有望保持量利高增，维持“优于大市”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1009	695	807	1242	1959	营业收入	4327	5245	5926	7097	8447
应收款项	302	439	487	583	694	营业成本	2733	3028	3406	4018	4727
存货净额	657	780	859	1010	1189	营业税金及附加	20	21	26	31	36
其他流动资产	126	92	98	110	122	销售费用	721	1055	1185	1405	1647
流动资产合计	2095	2016	2261	2956	3976	管理费用	250	307	306	368	442
固定资产	950	1391	1743	1962	2059	研发费用	73	85	95	114	135
无形资产及其他	131	163	156	150	143	财务费用	(13)	(35)	(13)	(19)	(32)
投资性房地产	968	1439	1439	1439	1439	投资收益	2	26	10	13	16
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(12)	(8)	(8)	(9)	(9)
资产总计	4143	5010	5599	6507	7617	其他收入	(81)	(77)	(95)	(114)	(135)
短期借款及交易性金融负债	5	122	137	165	196	营业利润	526	810	922	1183	1500
应付款项	184	267	298	351	413	营业外净收支	(1)	1	(0)	(0)	0
其他流动负债	169	306	246	318	397	利润总额	525	811	922	1183	1501
流动负债合计	357	695	682	834	1006	所得税费用	95	184	176	236	308
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	3	3	4	5
其他长期负债	116	163	207	252	296	归属于母公司净利润	429	625	743	943	1187
长期负债合计	116	163	207	252	296	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	473	858	888	1085	1302	净利润	429	625	743	943	1187
少数股东权益	5	7	10	13	16	资产减值准备	22	(11)	8	3	2
股东权益	3665	4144	4701	5409	6299	折旧摊销	100	105	139	175	199
负债和股东权益总计	4143	5010	5599	6507	7617	公允价值变动损失	12	8	8	9	9
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(13)	(35)	(13)	(19)	(32)
每股收益	1.07	1.56	1.86	2.36	2.97	营运资本变动	(863)	(440)	(110)	(87)	(116)
每股红利	0.00	0.42	0.46	0.59	0.74	其它	(21)	13	(6)	(0)	2
每股净资产	9.16	10.36	11.75	13.52	15.75	经营活动现金流	(321)	300	783	1044	1282
ROIC	16.00%	15.42%	17%	19%	22%	资本开支	0	(520)	(500)	(400)	(300)
ROE	11.70%	15.08%	16%	17%	19%	其它投资现金流	0	(10)	0	0	0
毛利率	37%	42%	43%	43%	44%	投资活动现金流	1	(531)	(500)	(400)	(300)
EBIT Margin	12%	14%	15%	16%	17%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	18%	19%	20%	负债净变化	(28)	0	0	0	0
收入增长	27%	21%	13%	20%	19%	支付股利、利息	(1)	(168)	(186)	(236)	(297)
净利润增长率	61%	46%	19%	27%	26%	其它融资现金流	1192	253	16	27	31
资产负债率	12%	17%	16%	17%	17%	融资活动现金流	1131	(84)	(170)	(209)	(266)
股息率	0.0%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	现金净变动	811	(314)	113	435	717
P/E	79.8	54.8	46.1	36.3	28.8	货币资金的期初余额	198	1009	695	807	1242
P/B	9.3	8.3	7.3	6.3	5.4	货币资金的期末余额	1009	695	807	1242	1959
EV/EBITDA	55.0	41.1	33.5	26.4	21.4	企业自由现金流	0	(276)	264	618	944
						权益自由现金流	0	(24)	290	660	1000

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032