

产品结构持续向上，毛利率持续提升

——乖宝宠物（301498.SZ）首次覆盖报告

农林牧渔

报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2026年03月30日
收盘价（元）	51.51
一年内最高/最低（元）	119.98/50.31
市净率	4.7
股息率（分红/股价）	0.95
流通A股市值（百万元）	9,243
上证指数/深证成指	3,923/13,726
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025年09月30日
每股净资产（元）	11.2
资产负债率%	18.78
总股本/流通A股（百万）	400/179
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- 投资评级与估值：**预计公司 2025-2027 年营业收入 65.6/80.5/97.2 亿元，同比增长 25.1%/22.7%/20.8%，归母净利润 7.0/9.0/11.1 亿元，同比增长 12.3%/28.4%/23.7%，对应 PE 为 30.1X/23.5X/19.0X。公司通过多轮品类创新持续提升毛利率，自主品牌高端化、品类主粮化、渠道直销化，叠加品类升级与份额集中共同打开成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 行业与公司分析：**据派读宠物行业大数据，2024 年中国城镇宠物食品市场规模约 1585 亿元，同比增长 9%，城镇犬猫数量合计 12411 万只，同比增长 2.1%，其中猫增长 2.5%至 7153 万只，养宠结构持续向猫倾斜。公司主营宠物食品，产品涵盖主粮、零食及保健品，已形成麦富迪与弗列加特双品牌矩阵。公司 2024 年收入 52.5 亿元，同比增长 21.2%，归母净利润 6.3 亿元，同比增长 45.7%；2025 年前三季度收入 47.4 亿元，同比增长 29.0%，归母净利润 5.1 亿元，同比增长 9.1%。公司 25H1 主粮收入同比增长 57.1%，增速远快于零食（8.3%），产品结构加速向高毛利品类切换。据 Euromonitor 数据，2024 年公司以 6.2%市占率位居中国市场国产品牌第一。
- 关键假设：**1) 受益于弗列加特等品牌持续放量及 2026 年高端主粮产能投产释放增长潜力，预计公司 2025/2026/2027 年主粮收入分别为 38.2/50.8/65.0 亿元，同比增长 42%/33%/28%；零食作为基本盘增速趋稳，预计收入分别为 26.6/28.7/31.0 亿元，同比增长 7%/8%/8%；保健品及其他业务在低基数下保持较快增长，预计收入分别为 0.8/1.0/1.2 亿元，同比增长 15%/20%/20%。2) 受益于产品结构向高毛利主粮持续倾斜及品牌溢价能力增强，预计 2025/2026/2027 年主粮毛利率分别为 45.0%/45.3%/45.5%，零食毛利率分别为 39.8%/40.0%/40.2%，保健品及其他毛利率分别为 53.0%/53.5%/54.0%。
- 有别于市场的认识：**市场认为宠物食品同质化严重，公司营销费用高企将压制盈利弹性，宠物食品缺少壁垒、消费者易于切换，但我们认为：**1) 公司长期代工积累的经验转化为对品类趋势的前瞻研判能力，四轮品类创新引领行业，产品迭代能力突出。**公司为沃尔玛等全球零售商供货近二十年，长期代工所积累的经验使公司在行业拐点初期即具备对下一代产品方向的前瞻判断能力。公司引领了行业过去十年的四轮品类创新（2015 年双拼粮、2018 年冻干猫粮、2020 年高鲜肉膨化粮、2023 年烘焙粮），且每轮品类创新都同步推动价格带和毛利率上升，推动产品结构上移。公司自有产能涵盖膨化、烘焙、冻干、湿粮全品类工艺，能够将量产的周期压缩至最短，保障在 1-2 年的先发窗口期内率先放量。**2) 自主品牌高端化、品类主粮化、渠道直销化持续推升毛利率，高强度品牌投入持续转化为品牌心智积累。**品牌层面，弗列加特定位高端猫粮，定价和毛利率均高于麦富迪中端产品线，其在中国天猫旗舰店的销售占比快速提升，高端品牌占比上升直接拉高整体毛利率水平。品类层面，四轮创新均集中在主粮，主粮复购频率高，而市场对更高品质主粮的需求不断增加，支撑产品实现更高定价。公司 25H1 主粮毛利率达 46.2%，高于零食 8.8pct，而主粮收入增速显著超过零食，产品结构加速向高毛利主粮切换。渠道层面，公司直销毛利率保持 50%以上，同时主动收拢线上中小分销商，抓住直播电商风口，直销渠道收入占比从 2018 年 10%提升至 2024 年 38%。以上共同使公司毛利率从 2021 年的 28.8%提升至 25H1 的 42.8%，使公司能维持高强度费用投入，快速占领消费者心智。**3) 品牌心智具备强粘性，先发优势随复购积累持续强化。**宠物食品品类存在消费者与使用者分离的特征，产品效果只能通过长期喂养后健康状态的观察。约 35%的主粮消费者因品牌信任持续复购同一品牌，且换粮可能引发消化不适或拒食，进一

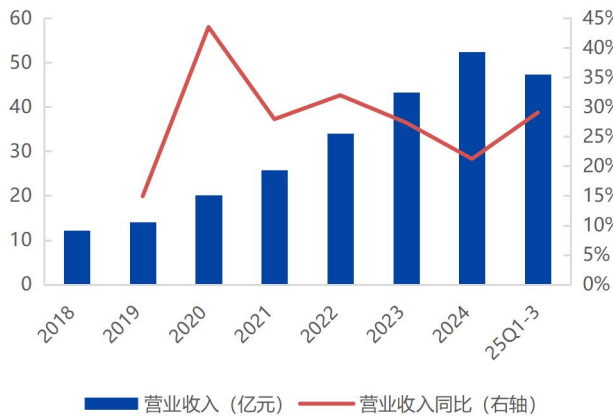
步提升了转换成本。因此，品牌实际承担了品质信号的功能，消费者倾向根据品牌声誉来判断品质。品牌心智的积累具备不可逆性，每一次消费者复购都在加深品牌信任，公司通过内容电商高频触达消费者，持续积累品牌心智，先发优势持续强化，麦富迪品牌在主要电商平台已占据头部位置。

- **股价的催化剂：1) 线上品牌势能持续释放，自有品牌份额加速扩张。**2025 年双十一期间，公司整体 GMV 同比增长 40%以上，其中麦富迪增速超过 30%，弗列加特增速在 40%-50%，GMV 高增反映直销模式下产品迭代与渠道运营优势正在转化为销售增长。后续季度及大促数据延续当前节奏，将进一步强化收入增长中枢上移的预期。**2) 高端主粮产能扩张，拓宽中长期增长空间。**2026 年 1 月，公司公告拟投资 5 亿元建设年产 30 万吨高端宠物主粮项目，总建设周期两年。随着新产能逐步释放，前期积累的品牌势能和渠道网络优势将得到进一步释放，收入增速将随之加快，高端产品占比提升亦将进一步提升毛利率。**3) 关税扰动缓和带来海外代工业务修复。**2025 年中美关税税率大幅上调，公司外销业务以 OEM/ODM 为主且高度依赖北美市场，承压明显。公司泰国工厂已于 2025 年下半年扩产投入运营，产能规模扩大，具备承接更多订单的能力。随着关税环境持续改善叠加海外客户进入补库周期，海外业务将恢复正常水平，低基数下的边际修复将提振整体收入增速。
- **风险提示：**行业增长不及预期；行业竞争加剧；销售费用率超预期上行；原材料价格波动；海外关税政策不确定性。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,327	5,245	6,559	8,049	9,720
同比增长率 (%)	27.4%	21.2%	25.1%	22.7%	20.8%
归母净利润 (百万元)	429	625	702	901	1,114
同比增长 (%)	60.7%	45.7%	12.3%	28.4%	23.7%
每股收益 (元/股)	1.07	1.56	1.75	2.25	2.79
毛利率 (%)	36.8%	42.3%	43.0%	43.5%	43.9%
ROE (%)	11.7%	15.1%	14.5%	15.7%	16.2%
市盈率	49.3	33.8	30.1	23.5	19.0

图表 1：公司营业收入及同比



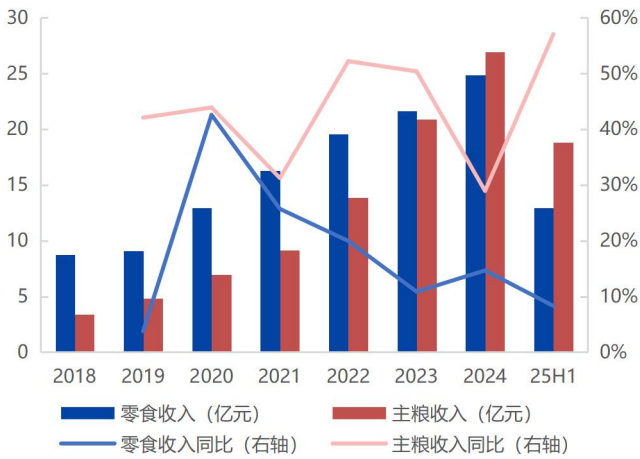
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



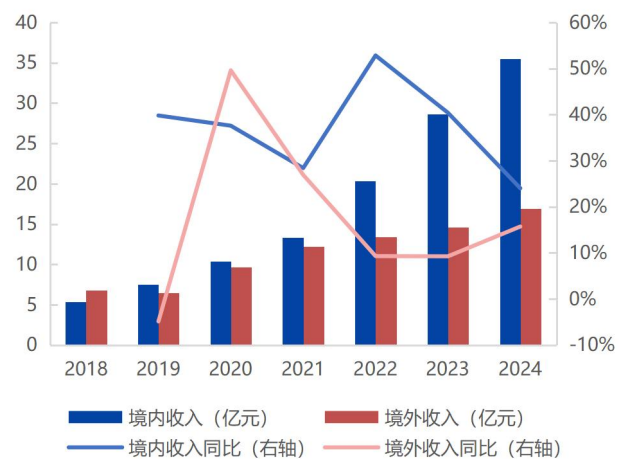
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：零食/主粮收入及同比



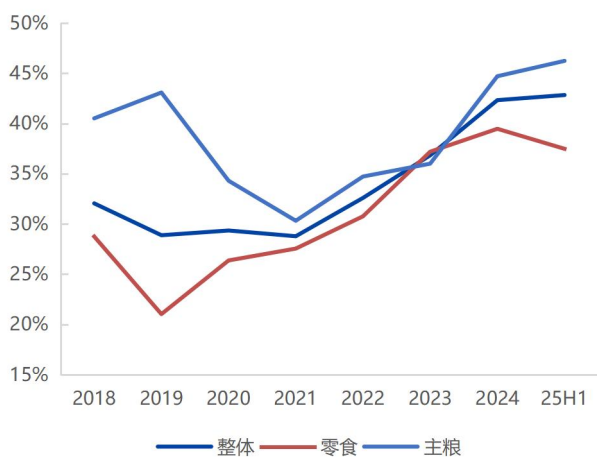
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：境内/境外收入及同比



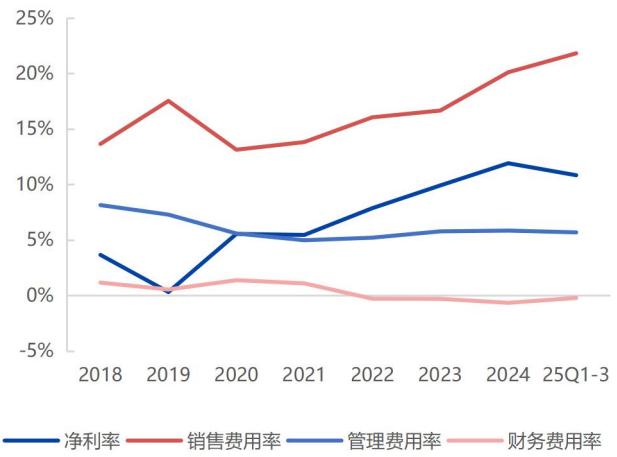
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：零食/主粮毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：净利率及各项费用率



资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 行业增长不及预期：**若国内养宠渗透率提升速度或宠物食品价格带提升速度放缓，宠物食品行业整体规模增长将受限，公司收入增速可能承压。
- 2) 行业竞争加剧：**若更多品牌加大宠物主粮赛道投入，价格竞争和营销竞争可能压缩行业利润空间，公司毛利率提升趋势受扰动。
- 3) 销售费用率超预期上行：**若头部品牌卡位竞争持续白热化，自有品牌获客成本居高不下，销售费用率中枢可能高于预期，压制利润弹性释放节奏。
- 4) 原材料价格波动：**公司主要原材料为鲜肉、谷物等农产品，若原材料价格出现大幅上涨而提价滞后，毛利率提升趋势可能受到阶段性扰动。
- 5) 海外关税政策不确定性：**若中美贸易摩擦升级或美国对泰国商品加征关税，公司海外业务可能承受额外压力。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,009	695	1,273	1,944	3,007	净利润	430	627	704	904	1,119
应收款项	278	400	462	677	749	折旧摊销	100	105	125	135	138
存货	657	780	881	1,095	1,383	营运资本变动	222	463	366	653	696
流动资产	2,095	2,016	2,778	3,902	5,362	经营活动现金流	617	720	806	741	1,081
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	197	680	150	120	100
固定资产	916	1,077	1,218	1,283	1,300	投资变动	0	-1	0	0	0
在建工程	34	314	209	140	93	投资活动现金流	-1,075	-969	-154	-124	-105
无形资产	131	163	152	142	132	银行借款	0	110	0	0	0
非流动资产	2,049	2,993	3,009	2,989	2,946	筹资活动现金流	1,282	-96	-94	30	47
资产合计	4,143	5,010	5,787	6,891	8,308	现金净增加额	822	-344	578	671	1,063
短期借款	0	110	0	0	0	期初现金	198	1,009	695	1,273	1,944
应付款项	184	267	356	415	534	期末现金	1,009	695	1,273	1,944	3,007
流动负债	184	267	356	415	534						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	116	163	163	163	163						
负债合计	473	858	931	1,131	1,429						
股本	400	400	400	400	400						
资本公积	2,106	2,115	2,115	2,115	2,115						
留存收益	1,151	1,608	2,310	3,210	4,325						
归母股东权益	3,665	4,144	4,846	5,746	6,861						
少数股东权益	5	7	10	14	18						
负债和权益总计	4,143	5,010	5,787	6,891	8,308						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,327	5,245	6,559	8,049	9,720
营业成本	2,733	3,028	3,739	4,547	5,452
税金及附加	20	21	26	31	37
销售费用	721	1,055	1,430	1,771	2,158
管理费用	250	307	387	479	578
研发费用	73	85	105	125	148
财务费用	-13	-35	-36	-54	-86
资产减值损失	-12	-8	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	2	26	0	0	0
营业利润	526	810	927	1,182	1,462
营业外收支	-1	1	0	0	0
利润总额	525	811	927	1,182	1,463
所得税	95	184	222	278	344
净利润	430	627	704	904	1,119
少数股东损益	1	3	3	4	4
归母净利润	429	625	702	901	1,114
EBITDA	627	917	1,075	1,351	1,652

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	27.4%	21.2%	25.1%	22.7%	20.8%
营业利润增速	65.0%	54.0%	14.4%	27.5%	23.7%
归母净利润增速	60.7%	45.7%	12.3%	28.4%	23.7%
盈利能力指标					
毛利率	36.8%	42.3%	43.0%	43.5%	43.9%
净利率	9.9%	12.0%	10.7%	11.2%	11.5%
ROE	11.7%	15.1%	14.5%	15.7%	16.3%
ROIC	11.6%	14.5%	14.3%	15.5%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	11.4%	17.1%	16.1%	16.4%	17.2%
净负债比率	0.13	0.21	0.19	0.20	0.21
流动比率	5.86	2.90	3.62	4.03	4.23
速动比率	3.67	1.63	2.32	2.76	3.01
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.05	1.13	1.17	1.17
应收账款周转率	15.58	13.11	14.19	11.88	12.99
存货周转率	6.58	6.72	7.44	7.35	7.03
每股指标					
每股收益	1.07	1.56	1.75	2.25	2.79
每股经营性现金流	1.54	1.80	2.02	1.85	2.70
每股净资产	9.17	10.38	12.14	14.40	17.20
估值比率					
市盈率	49.30	33.84	30.13	23.48	18.97
市销率	4.89	4.03	3.22	2.63	2.18
市净率	5.76	5.09	4.35	3.67	3.07
EV/EBIT	39.13	26.25	21.90	16.72	12.93
EV/EBITDA	32.88	23.24	19.34	15.05	11.84

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

301498

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或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户

息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

任何机构或个人不得以任何形式翻版

用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。