



乖宝宠物 (301498.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

行业发展窗口期战略性增加费投，聚焦长期升级潜力和品牌价值

业绩简评

4月22日公司披露25年&26Q1业绩，25年收入67.69亿元(同比增长29.1%)；归母净利6.73亿元(同比+7.8%)，净利率9.96%(同比-2.0pct)；扣除股份支付影响后的净利6.95亿元(同比+9.4%)。25Q4收入20.32亿元(同比+29.1%)，归母净利1.60亿元(同比+3.8%)，26Q1收入16.44亿元(同比+11.1%)，归母净利1.24亿元(同比-39.5%)。25年每股派发股利0.5元，股利支付率29.73%。

经营分析

自主品牌直营渠道占比下降抵消产品结构高端化升级影响，25年综合毛利率同比+0.22pct。1)分业务：25年自主品牌/OEM业务收入49.65/17.76亿元，同比+40.1%/+6.0%。弗列加特品牌2.0升级并推出四大系列新品，麦富迪推出BARF 2.0产品升级驱动销售额延续增长，根据久谦25年麦富迪/弗列加特猫抖东合计GMV同比+16%/+93%；2)分渠道：25年直营/经销收入27.38/22.27亿元，同比+39.0%/+41.3%；直营占自有品牌收入比-0.41pct至55.15%，高毛利直营渠道收入占比下降抵消高端品牌结构性增长带动平均毛利率提升，自有品牌毛利率同比-0.06pct至46.59%；3)分品类：25年主粮/零食/保健品收入41.38/25.36/0.67亿元，同比增长53.8%/2.1%/45.8%；其中主粮/零食毛利率同比分别+0.82/-2.23pct至45.52%/37.24%。

境内行业竞争边际加剧+境外关税+汇率扰动，毛销差收窄净利承压。25年境内/境外毛利率46.13%/32.21%(同比+0.51/-3.03pct)，预计分别因产品结构高端化和关税影响；毛利率/销售费用率分别+0.22/+2.45pct，销售费率增幅大于毛利率导致毛销差-2.23pct至19.9%。26Q1毛销差19.5%，同/环比-4.28/+2.05pct

新一轮升级聚焦基于大数据的“精准营养”，新品有望带动GMV增速回升。行业层面，高鲜肉驱动的产品升级红利边际放缓，新一轮产品升级将聚焦需求更细分化的功能粮赛道。麦富迪/弗列加特3月分别举办品牌战略升级和《鲜肉精准营养红皮书》发布会，基于公司长期研发构建的WarmData天性大数据，聚焦“更懂犬猫”、“精准营养”等喂养理念，分别推出升级版新品。基于公司消费者需求洞察力优势，看好上新节奏恢复带动自主品牌GMV增速回升。

盈利预测、估值与评级

公司以高质量市占率为核心目标，短期业绩波动不改长期价值。预计公司26-28年归母净利7.1/9.1/11.3亿元，同比增长6%/27%/25%，当前股价对应PE分别为33/26/21X，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销差下滑的风险；人民币汇率及关税风险；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

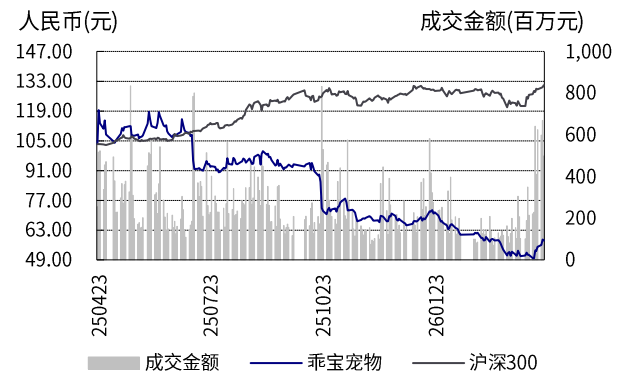
分析师：唐执敬 (执业S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：58.13元

相关报告：

- 《乖宝宠物公司点评：产品结构持续高端化升级，费用率阶段性上行》，2025.10.22
- 《乖宝宠物公司中报点评》，2025.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,245	6,769	7,957	9,973	12,160
营业收入增长率	21.22%	29.06%	17.56%	25.33%	21.93%
归母净利润(百万元)	625	673	711	907	1,134
归母净利润增长率	45.68%	7.75%	5.66%	27.46%	25.07%
摊薄每股收益(元)	1.562	1.681	1.776	2.264	2.831
每股经营性现金流净额	1.80	2.10	2.08	2.33	3.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.08%	14.50%	13.80%	15.47%	16.69%
P/E	50.15	38.76	32.73	25.68	20.53
P/B	7.56	5.62	4.52	3.97	3.43

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	4,327	5,245	6,769	7,957	9,973	12,160
增长率	21.2%	29.1%	17.6%	25.3%	21.9%	
主营业务成本	-2,733	-3,028	-3,893	-4,555	-5,630	-6,781
%销售收入	63.2%	57.7%	57.5%	57.2%	56.5%	55.8%
毛利	1,594	2,217	2,876	3,403	4,343	5,379
%销售收入	36.8%	42.3%	42.5%	42.8%	43.5%	44.2%
营业税金及附加	-20	-21	-30	-36	-45	-55
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-721	-1,055	-1,527	-1,894	-2,404	-2,979
%销售收入	16.7%	20.1%	22.6%	23.8%	24.1%	24.5%
管理费用	-250	-307	-396	-466	-583	-711
%销售收入	5.8%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	-73	-85	-92	-111	-140	-170
%销售收入	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	531	749	831	896	1,172	1,464
%销售收入	12.3%	14.3%	12.3%	11.3%	11.7%	12.0%
财务费用	13	35	9	1	-13	-4
%销售收入	-0.3%	-0.7%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-26	-15	-8	-6	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	26	31	25	25	25
%税前利润	0.4%	3.3%	3.5%	2.7%	2.1%	1.7%
营业利润	526	810	876	931	1,189	1,464
营业利润率	12.2%	15.4%	12.9%	11.7%	11.9%	12.2%
营业外收支	-1	1	7	6	6	6
税前利润	525	811	882	937	1,195	1,494
利润率	12.1%	15.5%	13.0%	11.8%	12.0%	12.3%
所得税	-95	-184	-208	-225	-287	-359
所得税率	18.1%	22.7%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	430	627	674	712	908	1,136
少数股东损益	1	3	1	1	1	2
归属于母公司的净利润	429	625	673	711	907	1,134
净利率	9.9%	11.9%	9.9%	8.9%	9.1%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	430	627	674	712	908	1,136
少数股东损益	1	3	1	1	1	2
非现金支出	134	135	182	188	238	309
非经营收益	12	-12	-13	-13	-12	-17
营运资金变动	42	-31	0	-55	-202	-215
经营活动现金净流	617	720	842	832	931	1,212
资本开支	-196	-678	-696	-882	-412	-342
投资	0	-1	-25	0	0	0
其他	-879	-290	58	25	25	25
投资活动现金净流	-1,075	-969	-664	-857	-387	-317
股权募资	1,600	0	11	0	0	0
债权募资	-196	110	191	291	-16	-319
其他	-122	-205	-217	-215	-219	-214
筹资活动现金净流	1,282	-96	-16	75	-235	-533
现金净流量	822	-344	154	50	310	362

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,009	695	819	853	1,151	1,505
应收款项	302	439	435	519	650	793
存货	657	780	933	992	1,227	1,477
其他流动资产	126	102	1,031	1,073	1,086	1,100
流动资产	2,095	2,016	3,218	3,438	4,114	4,876
%总资产	50.6%	40.3%	55.1%	51.5%	54.6%	58.5%
长期投资	832	1,137	195	195	195	195
固定资产	950	1,391	1,686	2,449	2,629	2,668
%总资产	22.9%	27.8%	28.9%	36.7%	34.9%	32.0%
无形资产	145	189	179	186	192	198
非流动资产	2,049	2,993	2,619	3,240	3,421	3,462
%总资产	49.4%	59.7%	44.9%	48.5%	45.4%	41.5%
资产总计	4,143	5,010	5,837	6,677	7,535	8,337
短期借款	5	122	314	483	567	298
应付款项	199	296	403	409	507	611
其他流动负债	154	278	277	317	398	487
流动负债	357	695	994	1,209	1,472	1,396
长期贷款	0	0	0	150	50	0
其他长期负债	116	163	200	163	151	143
负债	473	858	1,194	1,523	1,673	1,539
普通股股东权益	3,665	4,144	4,643	5,154	5,860	6,794
其中：股本	400	400	400	400	400	400
少数股东权益	5	7	0	1	2	4
负债股东权益合计	4,143	5,010	5,837	6,677	7,535	8,337

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.072	1.562	1.681	1.776	2.264	2.831
每股净资产	9.162	10.359	11.593	12.869	14.633	16.964
每股经营现金净流	1.543	1.799	2.103	2.079	2.326	3.026
每股股利	0.170	0.250	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	11.70%	15.08%	14.50%	13.80%	15.47%	16.69%
总资产收益率	10.35%	12.47%	11.53%	10.65%	12.03%	13.60%
投入资本收益率	11.70%	13.40%	12.63%	11.63%	13.60%	15.53%
增长率						
主营业务收入增长率	27.36%	21.22%	29.06%	17.56%	25.33%	21.93%
EBIT 增长率	75.66%	41.10%	10.96%	7.84%	30.76%	24.92%
净利润增长率	60.69%	45.68%	7.75%	5.66%	27.46%	25.07%
总资产增长率	81.49%	20.91%	16.51%	14.40%	12.85%	10.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	23.6	21.8	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	93.0	86.6	80.3	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	21.8	27.2	30.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	77.3	75.0	87.7	73.9	85.6	75.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.37%	-13.81%	-10.89%	-4.27%	-9.11%	-17.75%
EBIT 利息保障倍数	-40.2	-21.4	-96.9	-891.3	91.5	351.1
资产负债率	11.43%	17.13%	20.45%	22.80%	22.20%	18.46%

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	1	4	6	16	58
增持	0	2	3	9	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.42	1.05

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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