

宠物食品

乖宝宠物（301498.SZ）

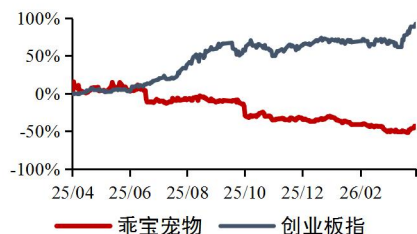
增持-A(维持)

自有品牌高增，研发打造核心壁垒

2026年4月23日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026年4月22日

收盘价(元/股):	58.13
年内最高/最低(元/股):	125.88/48.70
流通A股/总股本(亿股):	1.79/4.00
流通A股市值(亿元):	104.25
总市值(亿元):	232.79

基础数据：2026年3月31日

基本每股收益(元/股):	0.31
摊薄每股收益(元/股):	0.31
每股净资产(元/股):	11.85
净资产收益率(%):	2.60

资料来源：常闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露 2025 年报和 2026 一季报。2025 年，公司实现收入 67.69 亿元/同比+29.06%，归母净利润 6.73 亿元/同比+7.75%，扣非归母净利润 6.65 亿元/同比+10.80%；其中 25Q4 实现营业收入 20.32 亿元/同比+29.11%，归母净利润 1.60 亿元/同比+3.78%，扣非归母净利润 1.72 亿元/同比+9.51%。26Q1 公司实现营业收入 16.44 亿元/同比+11.08%，归母净利润 1.24 亿元/同比-39.50%，扣非归母净利润 1.24 亿元/同比-37.47%。

事件点评

➢ 自有品牌价值提升，主粮业务高增，公司经营保持韧性。2025 年，公司自有品牌营收 49.65 亿元/yoy+ 40.06%，收入贡献 73.35%/yoy+5.76pct；主粮收入 41.38 亿元/yoy+53.79%，毛利率 45.52%/yoy+0.82pct。其中，麦富迪品牌同口径增长 40%以上，高端品牌弗列加特增长 80%以上，麦富迪高端子品牌霸弗增长 60%以上。整体来看，公司毛利率向上，2025 和 26Q1 毛利率分别为 42.49%/41.61%，yoy+0.22pct/0.05pct，公司产品结构和品牌价值持续优化提升。

➢ 短期业绩承压，系公司战略投入增加和外部因素共同作用所致。当前公司正处于结构升级的关键期，市占率仍为核心目标，坚定战略投入以换取长期增长，成本费用端对短期业绩造成影响。一方面，销售费用因新品孵化、品牌投入、直销比例提升有所增加，2025 年销售费用 15.27 亿元/yoy+44.79%，26Q1 销售费用 3.64 亿元/yoy+38.08%；另一方面，原材料成本、股份支付、固定资产折旧等成本费用也有所增加。代工业务方面，2025 年实现收入 17.76 亿元/yoy+6.01%；26Q1 海外代工业务在高基数、关税、汇率共同影响下同比下滑，公司正通过泰国产能替代、拓展欧洲等非美市场对冲相关影响，预计 26Q2 后高基数影响逐步减少。

➢ 研发铸造长期壁垒，深耕犬猫天性研究与 WarmData 数字生命库。研发战略全面升级，转向基础研究与技术转化双轮驱动，围绕犬猫真实饮食需求，用先进配方和高端适配工艺打造精准营养产品，同时 AI 赋能显著缩短研发周期；此外，全面落地数智化供应链战略，持续扩大国内外高端产能配套，大幅提升生产效率与物流效率。年报中，公司将推出康弗处方粮等原创精准营养产品，产品布局进一步完善，高端化结构持续推进。

➢ 同步推出股份回购、高管增持、分红方案，彰显长期发展信心。公司拟回购股份用于股权激励或员工持股计划，价格不超过 75 元/股，金额 1-2 亿元；同时，公司实控人及高管拟增持公司股份，金额不低于 1130 万元。此



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

外，公司将以总股本 400,472,840 股为基数，每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），共计派发 100,118,210 元，占合并报表净利润的 14.87%。

投资建议

➤ 宠物食品行业竞争加剧，公司正处在结构升级的关键攻坚期，公司以高质量市占率为目标，短期增加营销、研发、资本开支等投入，本质是为了实现新一轮增长。我们认为随着公司 Warmdata 的成熟应用，公司在研发端、产品端的壁垒有望持续加深，看好公司长期投资价值。预计公司 2026-2028 年净利润分别为 7.49\9.08\10.48，对应公司 4 月 22 日收盘价 58.13 元，2026-2028 年 PE 分别为 31.1\ 25.6\22.2，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 原材料价格波动风险；汇率波动风险；自有品牌增长不及预期的风险；品牌及产品舆情风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；全球贸易摩擦加剧的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,245	6,769	8,349	9,926	11,343
YoY(%)	21.2	29.1	23.3	18.9	14.3
净利润(百万元)	625	673	749	908	1,048
YoY(%)	45.7	7.8	11.2	21.3	15.4
毛利率(%)	42.3	42.5	42.7	43.0	43.2
EPS(摊薄/元)	1.56	1.68	1.87	2.27	2.62
ROE(%)	15.1	14.5	13.9	14.5	14.4
P/E(倍)	37.3	34.6	31.1	25.6	22.2
P/B(倍)	5.6	5.0	4.3	3.7	3.2
净利率(%)	11.9	9.9	9.0	9.1	9.2

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2016	3218	3901	4519	5473
现金	695	819	1190	1767	2599
应收票据及应收账款	400	409	519	584	677
预付账款	39	57	61	80	81
存货	780	933	1103	1073	1074
其他流动资产	102	1000	1028	1015	1041
非流动资产	2993	2619	2895	3122	3276
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1077	1627	1900	2114	2253
无形资产	163	162	165	167	172
其他非流动资产	1753	829	831	840	851
资产总计	5010	5837	6796	7641	8749
流动负债	695	994	1199	1178	1291
短期借款	110	301	386	301	301
应付票据及应付账款	267	377	415	521	544
其他流动负债	318	316	399	355	446
非流动负债	163	200	200	200	200
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	163	200	200	200	200
负债合计	858	1194	1399	1378	1491
少数股东权益	7	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	2115	2145	2151	2151	2151
留存收益	1608	2064	2753	3571	4529
归属母公司股东权益	4144	4643	5397	6263	7258
负债和股东权益	5010	5837	6796	7641	8749

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	720	842	710	1067	1186
净利润	627	674	749	908	1048
折旧摊销	113	164	165	189	220
财务费用	-35	-9	-10	-34	-51
投资损失	-26	-31	-15	-19	-23
营运资金变动	-39	-18	-179	22	-8
其他经营现金流	80	63	0	0	0
投资活动现金流	-969	-664	-427	-397	-352
筹资活动现金流	-96	-16	3	-8	-2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.68	1.87	2.27	2.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	2.10	1.77	2.66	2.96
每股净资产(最新摊薄)	10.35	11.59	13.48	15.64	18.12

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5245	6769	8349	9926	11343
营业成本	3028	3893	4784	5658	6443
营业税金及附加	21	30	37	43	49
营业费用	1055	1527	1912	2303	2666
管理费用	307	396	543	635	715
研发费用	85	92	140	158	177
财务费用	-35	-9	-10	-34	-51
资产减值损失	-15	-8	-23	-32	-29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	26	31	15	19	23
营业利润	810	876	937	1150	1339
营业外收入	5	10	4	5	6
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	811	882	938	1152	1341
所得税	184	208	189	243	294
税后利润	627	674	749	908	1048
少数股东损益	3	1	0	0	0
归属母公司净利润	625	673	749	908	1048
EBITDA	910	1039	1094	1317	1514

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	21.2	29.1	23.3	18.9	14.3
营业利润(%)	54.0	8.1	7.0	22.7	16.4
归属于母公司净利润(%)	45.7	7.8	11.2	21.3	15.4
获利能力					
毛利率(%)	42.3	42.5	42.7	43.0	43.2
净利率(%)	11.9	9.9	9.0	9.1	9.2
ROE(%)	15.1	14.5	13.9	14.5	14.4
ROIC(%)	14.1	13.2	12.5	13.3	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	17.1	20.5	20.6	18.0	17.0
流动比率	2.9	3.2	3.3	3.8	4.2
速动比率	1.6	1.3	1.5	2.0	2.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	15.5	16.7	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	13.4	12.1	12.1	12.1	12.1
估值比率					
P/E	37.3	34.6	31.1	25.6	22.2
P/B	5.6	5.0	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	25.1	22.0	20.7	16.7	13.9

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

