

# 乖宝宠物 (301498)

## 2025 年报&2026Q1 点评: 多因素扰动致短期承压, 自有品牌仍星辰大海

买入 (维持)

2026 年 04 月 23 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,245	6,769	7,877	9,321	11,019
同比 (%)	21.22	29.06	16.37	18.33	18.22
归母净利润 (百万元)	624.72	673.14	726.22	883.26	1,105.31
同比 (%)	45.68	7.75	7.88	21.62	25.14
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.56	1.68	1.81	2.21	2.76
P/E (现价&最新摊薄)	37.26	34.58	32.06	26.36	21.06

### 投资要点

■ **2025 年营收增长约近 30%，26Q1 关税影响显现。**2025 全年营收 67.7 亿元 (+29.1%，表同比，下同)，归母净利润 6.7 亿元 (+7.7%)，扣非归母净利润 6.6 亿元 (+10.8%)。25Q4 营收 20.3 亿元 (+29.1%)，归母净利润 1.6 亿元 (+3.8%)。26Q1 营收 16.4 亿元 (+11.1%)，归母净利润 1.2 亿元 (-39.5%)，扣非归母净利润 1.2 亿元 (-37.5%)。Q1 收入增速放缓及利润大幅下滑，主因海外代工业务 25Q1 高基数，叠加汇率波动、原材料价格、折摊、股权激励费用等因素影响。

■ **25 年自有品牌营收高增 40%+，高端化战略持续兑现。**分业务看，25 年自有品牌营收 49.7 亿元 (+40.1%)，占比提升至 73.4% (+5.8pct)，为核心增长引擎。其中 25 年麦富迪同口径营收增长 40%+；高端品牌弗列加特营收增长 80%+，完成品牌 2.0 升级，创新推出 0 压乳鲜乳源猫粮系列；高端子品牌霸弗营收增长 60%+。主粮 25 年收入 41.4 亿元 (+53.8%)，占比提升至 61.1% (+9.8pct)，毛利率 45.5% (+0.8pct)，量价齐升趋势明显。分地区看，25 年境内营收 50.0 亿元 (+40.8%)，毛利率 46.1% (+0.5pct)，境外营收 17.7 亿元 (+4.5%)，毛利率 32.2% (-3.0pct)，代工业务 26Q1 在关税扰动下预计进一步承压。

■ **盈利能力：毛利率稳中有升，费用率有所提升。**①**毛利率：**2025 全年毛利率 42.5% (+0.2pct)；境内毛利率 46.1% (+0.5pct)，境外毛利率 32.2% (-3.0pct)。26Q1 毛利率 41.6%，基本持平。②**期间费用率：**2025 全年期间费用率 29.7% (+2.7pct)，其中销售/管理/研发费用率分别为 22.6%/5.9%/1.4%，同比分别+2.5pct/+0.1pct/-0.3pct；26Q1 期间费用率 30.9% (+7.0pct)，其中销售/管理/研发费用率分别为 22.1%/6.6%/1.0%，同比分别+4.3pct/+1.6pct/-0.5pct。③**净利率：**2025 全年归母净利率 9.9% (-2.0pct)；26Q1 归母净利率 7.5% (-6.3pct)，Q1 主因海外代工业务受价格下降、汇率冲击等影响拖累净利率。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是国内宠物食品领军企业，在宠物食品赛道国产品牌崛起背景下，公司品牌力、产品力、研发力、渠道力 α 优势显著。考虑到公司海外代工业务受汇率、关税等因素影响，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测从 8.8/10.7 亿元至 7.3/8.8 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 11.1 亿元，分别同比+8%/+22%/+25%，最新收盘价对应 PE 分别为 32/26/21X，我们看好高端品牌心智建设与市占率提升所创造的长期价值，远超短期利润波动，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧，上市前持股股东减持，汇率波动，原材料价格波动，海外关税政策不确定性等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	58.13
一年最低/最高价	48.70/125.88
市净率(倍)	4.91
流通 A 股市值(百万元)	10,425.19
总市值(百万元)	23,279.49

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.85
资产负债率(%,LF)	25.65
总股本(百万股)	400.47
流通 A 股(百万股)	179.34

### 相关研究

《乖宝宠物(301498): 2025 年三季度报点评: 关税影响外销代工, 自有品牌持续高增》

2025-10-22

《乖宝宠物(301498): 2025 年中报点评: 业绩符合预期, 自有品牌再加速》

2025-08-26

乖宝宠物三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3,218</b>	<b>3,820</b>	<b>4,716</b>	<b>5,962</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,769</b>	<b>7,877</b>	<b>9,321</b>	<b>11,019</b>
货币资金及交易性金融资产	819	1,144	1,611	2,190	营业成本(含金融类)	3,893	4,455	5,089	5,784
经营性应收款项	466	504	724	1,158	税金及附加	30	35	42	0
存货	933	1,071	1,272	1,494	销售费用	1,527	1,930	2,479	3,118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	396	433	494	584
其他流动资产	1,000	1,100	1,109	1,119	研发费用	92	118	121	143
<b>非流动资产</b>	<b>2,619</b>	<b>2,669</b>	<b>2,751</b>	<b>2,717</b>	财务费用	(9)	10	7	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	13	16	0
固定资产及使用权资产	1,714	1,841	1,902	1,848	投资净收益	31	3	4	0
在建工程	59	109	116	124	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	162	175	188	201	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	17	22	22	22	<b>营业利润</b>	<b>876</b>	<b>911</b>	<b>1,108</b>	<b>1,387</b>
其他非流动资产	667	522	522	522	营业外净收支	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,837</b>	<b>6,489</b>	<b>7,467</b>	<b>8,678</b>	<b>利润总额</b>	<b>882</b>	<b>911</b>	<b>1,108</b>	<b>1,386</b>
<b>流动负债</b>	<b>994</b>	<b>938</b>	<b>1,029</b>	<b>1,132</b>	减:所得税	208	182	222	277
短期借款及一年内到期的非流动负债	314	347	347	347	<b>净利润</b>	<b>674</b>	<b>729</b>	<b>886</b>	<b>1,109</b>
经营性应付款项	377	300	343	389	减:少数股东损益	1	3	3	4
合同负债	69	104	123	145	<b>归属母公司净利润</b>	<b>673</b>	<b>726</b>	<b>883</b>	<b>1,105</b>
其他流动负债	235	187	216	250	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.68	1.81	2.21	2.76
非流动负债	200	207	207	207	EBIT	837	921	1,115	1,389
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,010	1,143	1,362	1,650
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.49	43.44	45.41	47.51
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	9.94	9.22	9.48	10.03
其他非流动负债	144	151	151	151	收入增长率(%)	29.06	16.37	18.33	18.22
<b>负债合计</b>	<b>1,194</b>	<b>1,145</b>	<b>1,237</b>	<b>1,339</b>	归母净利润增长率(%)	7.75	7.88	21.62	25.14
归属母公司股东权益	4,643	5,341	6,224	7,330					
少数股东权益	0	3	6	10					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,643</b>	<b>5,344</b>	<b>6,230</b>	<b>7,339</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,837</b>	<b>6,489</b>	<b>7,467</b>	<b>8,678</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	842	683	811	826	每股净资产(元)	11.59	13.34	15.54	18.30
投资活动现金流	(664)	(356)	(324)	(228)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(16)	4	(18)	(18)	ROIC(%)	13.67	13.69	14.41	15.46
现金净增加额	154	324	468	579	ROE-摊薄(%)	14.50	13.60	14.19	15.08
折旧和摊销	174	223	247	262	资产负债率(%)	20.45	17.65	16.56	15.43
资本开支	(696)	(413)	(328)	(228)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.58	32.06	26.36	21.06
营运资本变动	0	(287)	(337)	(564)	P/B(现价)	5.01	4.36	3.74	3.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>