

乖宝宠物 (301498.SZ)

自有品牌高增，费投增加以构筑长期护城河

公司发布《2025年年度报告》与《2026年一季度报告》，26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 16.4 亿元/1.2 亿元/1.2 亿元，同比+11.1%/-39.5%/-37.5%，短期内外部多因素扰动影响净利润。25 年是公司由规模增长向高质量发展的元年，公司自主品牌势能延续，高管团队积极增持彰显信心。国内宠物品牌 CR5 与 Ebitda 率较全球头部市场仍有差距，公司在市占率提升的同时追求壁垒，加强研发、高端产能布局、深耕品牌价值，在行业集中度提升的过程中抢占先机。当自有品牌市占率达到第一梯队、用户心智强化、产线爬坡完毕后会进入利润释放期。

□ 内外部多因素扰动，26Q1 净利润短期承压。25 年公司营收/归母净利润/扣非净利润 67.7 亿元/6.7 亿元/6.6 亿元，同比+29.1%/+7.8%/+10.8%，单季度来看，25Q4 营收/归母净利润/扣非净利润 20.3 亿元/1.6 亿元/1.7 亿元，同比+29.1%/+3.8%/+9.5%；26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 16.4 亿元/1.2 亿元/1.2 亿元，同比+11.1%/-39.5%/-37.5%。25 年收入端符合预期，利润增速慢于收入系品牌投入加大所致。26Q1 净利润下滑主要系汇率波动、原材料价格阶段性上涨、25H2 新产能转固折旧摊销费用增加、股份支付费用集中计提、25Q1 备货高基数、品牌调整及自主品牌、直营渠道收入占比提升所带来的销售费用增加所致。公司发布回购与增持计划，拟以 1-2 亿元回购公司股份，董事长、总裁、董秘拟进行增持，彰显公司发展信心。

□ 自主品牌势能延续，麦富迪、弗列加特均表现强劲，自主品牌占收比持续提升。25 年自有品牌收入 49.7 亿元（同比+40.1%），占公司营收比重提升至 73.4%（24 年 67.6%），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。26Q1 公司自有品牌继续保持 20%以上增长。1) 分产品来看，25 年主粮/零食/保健品及用品收入分别为 41.4 亿元/25.4 亿元/0.7 亿元，同比+53.8%/+2.1%/+45.8%，主粮为核心增长引擎、收入占比提升至 61.1%。2) 分地区来看，25 年境内/境外收入分别为 50.0 亿元/17.7 亿元，同比+40.8%/+4.5%，境内自有品牌驱动高增，境外受关税影响增速放缓。3) 分销售模式来看，25 年直销/经销/OEM&ODM 收入分别为 27.4 亿元/22.3 亿元/17.8 亿元，同比+39.0%/+41.3%/+6.0%。

□ 自有品牌占比提升带动毛利率改善，费用提升短期扰动盈利能力。25 年公司毛利率/净利率水平分别为 42.5%/9.9%，同比+0.2pct/-2.0pct；26Q1 公司毛利率/净利率分别为 41.6%/7.5%，同比持平-6.3pct。25 年自有品牌与直营渠道占收比提升带动毛利率小幅改善。费用方面，25 年公司销售/管理/财务费用率分别为 22.6%/5.8%/-0.1%，同比+2.5pct/持平/+0.5pct，自有品牌及直销渠道收入占比提升带动业务推广费及销售服务费增长；26Q1 销售/管理/财务费用率分别为 22.1%/6.6%/1.1%，同比+4.3pct/+1.6pct/+1.6pct，26Q1 费用率短期上行、汇兑损失增加造成财务费用波动。

□ 投资建议：自有品牌高增，费投增加以构筑长期护城河。25 年是公司由规模增长向高质量发展的元年，尽管外部环境有诸多因素（关税、汇率、竞争等），但公司自有品牌始终获得良好认证。且董事长、总裁、董秘等高管团队积极

强烈推荐（维持）

消费品/农林牧渔

目标估值：NA

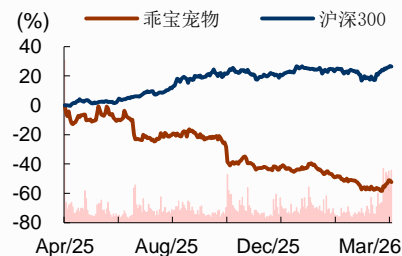
当前股价：57.0 元

基础数据

总股本（百万股）	400
已上市流通股（百万股）	179
总市值（十亿元）	22.8
流通市值（十亿元）	10.2
每股净资产（MRQ）	11.8
ROE（TTM）	12.5
资产负债率	25.7%
主要股东	秦华
主要股东持股比例	45.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-35	-42
相对表现	1	-39	-69



相关报告

- 《乖宝宠物 (301498) —Q3 自主品牌势能延续，竞争加剧、出口拖累利润》2025-10-23
- 《乖宝宠物 (301498) —Q2 自主品牌增长强劲，关税、费用率影响净利率略降》2025-08-26
- 《乖宝宠物 (301498) —发布第二次激励计划（草案），强化激励核心管理骨干》2025-08-12

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

李秋燕 S1090521070001

✉ liqiuyan@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

增持，也展现公司的发展信心。国内宠物品牌 CR5 与 Ebitda 率较全球头部市场仍有差距，公司在市占率提升的同时追求壁垒，加强研发、高端产能布局、深耕品牌价值，在行业集中度提升的过程中抢占先机。当公司自有品牌市占率达到第一梯队、用户心智强化、产线爬坡完毕后会进入利润释放期。建议关注利润拐点、中长期逢低布局。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 7.26 亿元、9.02 亿元、11.25 亿元，维持“强烈推荐”评级。

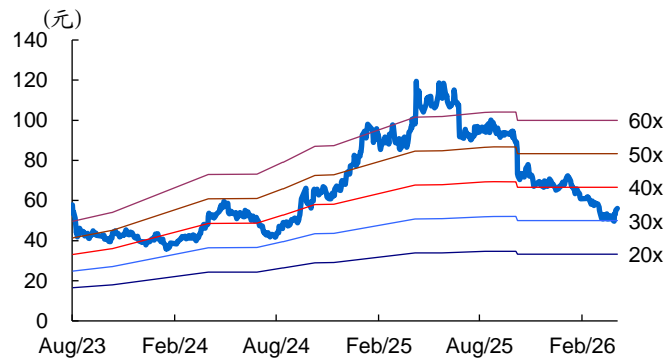
□ 风险提示：需求不及预期，品类推广不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5245	6769	8169	9887	11819
同比增长	21%	29%	21%	21%	20%
营业利润(百万元)	810	876	962	1199	1500
同比增长	54%	8%	10%	25%	25%
归母净利润(百万元)	625	673	726	902	1125
同比增长	46%	8%	8%	24%	25%
每股收益(元)	1.56	1.68	1.81	2.25	2.81
PE	36.5	33.9	31.4	25.3	20.3
PB	5.5	4.9	4.4	3.9	3.4

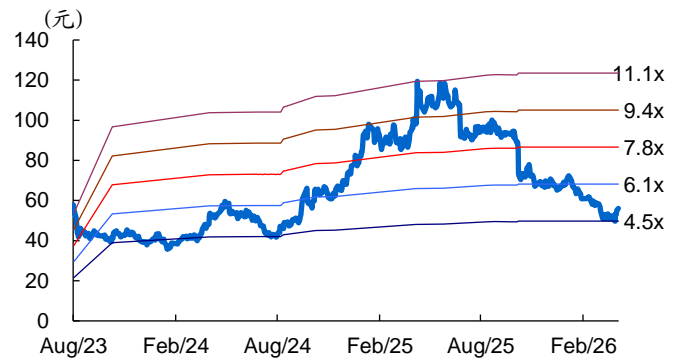
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：乖宝宠物历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：乖宝宠物历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《乖宝宠物（301498）—Q3 自主品牌势能延续，竞争加剧、出口拖累利润》2025-10-23
- 2、《乖宝宠物（301498）—Q2 自主品牌增长强劲，关税、费用率影响净利率略降》2025-08-26
- 3、《乖宝宠物（301498）—发布第二次激励计划（草案），强化激励核心管理骨干》2025-08-12
- 4、《乖宝宠物（301498）24 年报&25Q1 点评—24 年自主品牌势能强劲，25Q1 收入表现超预期》2025-04-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2016	3218	3581	4320	5129
现金	695	819	727	872	1019
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	400	409	470	569	680
其它应收款	39	26	31	38	46
存货	780	933	1109	1336	1585
其他	102	1031	1244	1505	1799
非流动资产	2993	2619	3067	3392	3686
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1077	1627	2095	2438	2747
无形资产商誉	163	162	146	131	118
其他	1753	829	826	823	821
资产总计	5010	5837	6648	7713	8815
流动负债	695	994	1279	1658	1905
短期借款	110	301	510	780	906
应付账款	267	377	452	544	646
预收账款	109	69	82	99	117
其他	208	247	235	235	236
长期负债	163	200	200	200	200
长期借款	0	0	0	0	0
其他	163	200	200	200	200
负债合计	858	1194	1479	1858	2105
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	2115	2145	2145	2145	2145
留存收益	1629	2097	2623	3307	4161
少数股东权益	7	0	1	2	3
归属于母公司所有者权益	4144	4643	5169	5852	6707
负债及权益合计	5010	5837	6648	7713	8815

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	720	842	494	598	795
净利润	627	674	727	903	1126
折旧摊销	113	164	181	226	258
财务费用	1	13	(11)	(10)	(10)
投资收益	(26)	(31)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(5)	19	(372)	(491)	(549)
其它	10	4	9	10	11
投资活动现金流	(969)	(664)	(594)	(514)	(514)
资本支出	(680)	(699)	(634)	(554)	(554)
其他投资	(289)	35	40	40	40
筹资活动现金流	(96)	(16)	7	62	(133)
借款变动	(13)	229	196	270	127
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	30	0	0	0
股利分配	(168)	(300)	(200)	(218)	(271)
其他	75	25	11	10	10
现金净增加额	(345)	163	(93)	145	147

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5245	6769	8169	9887	11819
营业成本	3028	3893	4668	5624	6673
营业税金及附加	21	30	44	54	64
营业费用	1055	1527	1892	2280	2702
管理费用	307	396	534	636	760
研发费用	85	92	111	135	161
财务费用	(35)	(9)	(11)	(10)	(10)
资产减值损失	(17)	(9)	(9)	(9)	(9)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	14	9	9	9
投资收益	26	31	31	31	31
营业利润	810	876	962	1199	1500
营业外收入	5	10	10	10	10
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	811	882	969	1206	1507
所得税	184	208	242	303	381
少数股东损益	3	1	1	1	1
归属于母公司净利润	625	673	726	902	1125

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	21%	29%	21%	21%	20%
营业利润	54%	8%	10%	25%	25%
归母净利润	46%	8%	8%	24%	25%
获利能力					
毛利率	42.3%	42.5%	42.9%	43.1%	43.5%
净利率	11.9%	9.9%	8.9%	9.1%	9.5%
ROE	16.0%	15.3%	14.8%	16.4%	17.9%
ROIC	14.9%	14.2%	13.4%	14.5%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	17.1%	20.5%	22.2%	24.1%	23.9%
净负债比率	2.4%	5.4%	7.7%	10.1%	10.3%
流动比率	2.9	3.2	2.8	2.6	2.7
速动比率	1.8	2.3	1.9	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
存货周转率	4.2	4.5	4.6	4.6	4.6
应收账款周转率	15.5	16.7	18.6	19.0	18.9
应付账款周转率	13.4	12.1	11.3	11.3	11.2
每股资料(元)					
EPS	1.56	1.68	1.81	2.25	2.81
每股经营净现金	1.80	2.10	1.23	1.49	1.99
每股净资产	10.35	11.59	12.91	14.61	16.75
每股股利	0.50	0.50	0.54	0.68	0.84
估值比率					
PE	36.5	33.9	31.4	25.3	20.3
PB	5.5	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	25.5	22.2	19.5	15.6	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。