

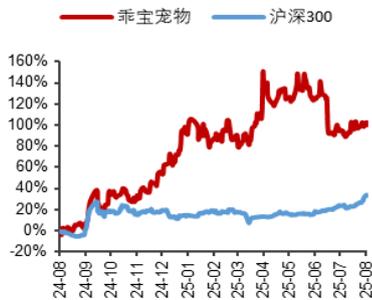
国内自有品牌高速增长，直销收入占比稳步提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-26

收盘价(元)	95.73
近12个月最高/最低(元)	125.6/41.27
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	179
流通股比例(%)	44.75
总市值(亿元)	383
流通市值(亿元)	171

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

分析师：万定宇

执业证书号：S0010524040003

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

1. 乖宝宠物 (301498) 年报&一季报点评：国内自有品牌增速亮眼，持续推进品牌高端化战略 2025-04-22

2. 乖宝宠物 (301498) 三季报点评：Q3 业绩同比高增，国内自有品牌表现亮眼 2024-10-28

主要观点：

● 公司上半年实现归母净利润 3.78 亿元，同比增长 22.6%

公司发布 2025 年中报：1H2025 实现收入 32.2 亿元，同比+32.7%；归母净利润 3.78 亿元，同比+22.6%；扣非后归母净利润 3.67 亿元，同比+26.5%；1H2025 公司销售毛利率 42.8%，同比+0.7pct；销售净利率 11.8%，同比-0.9pct，与销售费用率同比+2.1pct 相关。

● 1H2025 主粮收入同比增长 57.1%，国内自主品牌高速增长

公司自有品牌业务持续快速发展，Euromonitor 显示，2015-2024 年公司麦富迪品牌国内市占率从 2.4% 提升至 6.2%，位列国产品牌市占率第一。2024 年，弗列加特品牌 2.0 升级，重磅推出 0 压乳系列产品和高鲜肉天然粮系列，荣登“2024 双十一猫主粮天猫品牌榜 TOP1”，“2025 年 618 烘焙猫粮、冻干猫粮、猫主食罐天猫品牌榜 TOP1”。1H2025，麦富迪和弗列加特仍保持高速增长，分品类看，1H2025 公司主粮收入 18.8 亿元，同比+57.1%，毛利率 46.23%，同比+1.53pct；1H2025 公司宠物零食收入 12.9 亿元，同比+8.3%，毛利率 37.48%，同比-1.71pct，宠物零食毛利率下降是因为海外代工产品受关税影响调价，且人民币、泰铢升值。

● 公司平台直销收入同比增长 39.7%，占收入比重上升至 37.73%

公司重视销售渠道建设，境内市场已实现线上、线下全渠道运行。公司深度携手天猫、京东、抖音等主要电商平台，通过线上直销、线上经销相结合的方式覆盖广阔的消费群体，线上业务规模呈上升趋势。1H2025，公司通过阿里系、抖音、京东、拼多多等第三方平台的直销收入 12.1 亿元，同比+39.7%，占主营业务收入比重 37.73%，同比+1.88pct；其中，阿里系和抖音平台的直销收入 8.85 亿元，同比增长 45.9%，占主营业务收入比重 27.6%，同比+2.48pct。同时，公司积极拓展线下网点，已全面覆盖全国 31 个省级行政区，深入渗透到各地区宠物门店、宠物医院等专业零售终端。1H2025 公司销售费用支出 6.8 亿元，同比增长 47.3%，主要是自有品牌收入增长、直销渠道占比提升及公司新品推广使得相应业务推广费和销售服务费增加所致，上半年公司业务宣传费 3.7 亿元，同比+54.3%，销售费用 1.84 亿元，同比+46.3%。

● 投资建议

上半年，公司国内自主品牌收入持续高增长，市占率稳步提升。我们预计，2025-2027 年公司实现主营业务收入 67.0 亿元、83.11 亿元、98.65 亿元（前值 2025 年 63.74 亿元、2026 年 78.16 亿元、2027 年 96.14 亿元），同比增长 27.7%、24.0%、18.7%；对应归母净利润 7.42 亿元、9.65 亿元、11.95 亿元（前值 2025 年 8.07 亿元、2026 年 10.0 亿元、2027 年 12.95 亿元），同比增长 18.8%、30.0%、23.8%，对应 EPS 1.86 元、2.41 元、2.99 元，本次调整的原因是，修正了 2025-2027 年收入增长预期和毛利率水平，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

国际贸易摩擦风险；汇率变化风险；原材料价格波动风险；国内市场竞争加剧风险；自主品牌建设不及预期风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5245	6700	8311	9865
收入同比 (%)	21.2%	27.7%	24.0%	18.7%
归属母公司净利润	625	742	965	1195
净利润同比 (%)	45.7%	18.8%	30.0%	23.8%
毛利率 (%)	42.3%	42.7%	43.9%	44.5%
ROE (%)	15.1%	15.5%	16.7%	17.2%
每股收益 (元)	1.56	1.86	2.41	2.99
P/E	50.21	51.60	39.69	32.06
P/B	7.56	7.97	6.64	5.50
EV/EBITDA	35.29	34.81	26.97	22.02

资料来源: wind, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。