

乖宝宠物(301498)

报告日期: 2025年09月04日

## 宠食龙头优势显著, 强产品力引领成长

### ——乖宝宠物点评报告

#### 投资要点

##### □ 公司发布 2025H1 业绩:

25H1 公司实现收入 32.21 亿元, 同比+32.72%, 实现归母净利润 3.78 亿元, 同比+22.55%, 业绩增长主要来自自主品牌的强势表现。主粮业务收入同比+57.1%, 毛利率提升至 46.23%。25Q2 实现收入 17.4 亿元, 同比+31%, 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比+9%。

##### □ 自主品牌增势强劲, 电商销售占比快速提升

1) 分产品: 主粮增速超 50%, 重点发展新型高端主粮

①主粮产品: 2025H1 公司主粮收入 18.8 亿元, 同比+57.1%, 毛利率 46.23%, 同比+1.53pct, 重点发展新型主粮形态, 包括烘焙粮、冻干粮、酥化粮等膨化工艺升级产品, 通过 Barf 2.0、奶芙等高端系列推动产品升级, 自主品牌业务增势强劲;

②零食产品: 2025H1 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。

2) 分品牌: 麦富迪国产市占率第一, 弗列加特增速亮眼

①麦富迪: 根据久谦数据, 25Q1-25Q2 麦富迪线上销售额同比增长 32%/12%, 根据 Euromonitor, 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 年麦富迪主品牌通过“产品结构升级+全域营销渗透”, 以科研创新为内核, 蝉联 5 年天猫综合排名第一; 25 年上半年公司在对 Barf 系列进行 2.0 升级, 推动产品高端化升级。

②弗列加特: 根据久谦数据, 25Q1-25Q2 弗列加特线上销售额分别同比增长 136%/148%, 2025 年, 麦富迪及弗列加特品牌荣登“全球品牌中国线上 500 强榜单”, 构建起从主食到健康管理的全链路信赖体系。

3) 分渠道: 发展全渠道运营策略, 线上下深度融合互补

①线上领域, 公司深度携手天猫、京东等主流电商平台, 实现线上业务的爆发式增长。公司注重线上直销模式, 2025H1, 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+39.72%, 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。

②线下方面, 公司精心构建全国性的经销商网络, 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, 确保了产品在地域上的无缝衔接。

##### □ 毛利率稳定提升, 盈利能力受关税一定影响

25H1 毛利率 42.8%, 同比+0.7pct, 净利率 11.8%, 同比-1.0pct。25H1 期间费用率为 27.7%, 同比提升 1.91 个百分点, 其中, 销售费用率 21.12%, 同比+2.09pct, 主要系自主品牌占比提升, 销售费用投放扩大, 管理费用率 5.41%, 同比-0.42pct, 研发费用率 1.51%, 同比-0.07%, 财务费率-0.37%, 同比+0.30pct。

##### □ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 25-27 年实现收入 67.5/82.4/97.9 亿元, 分别同比+29%/22%/19%, 实现归母净利润 7.5/9.4/11.4 亿元, 分别同比+20%/+25%/+21%, 对应 PE

#### 投资评级: 买入(维持)

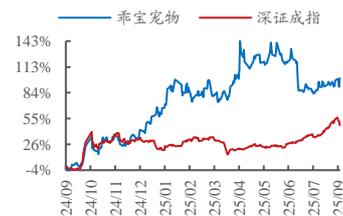
分析师: 史凡可  
执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟  
执业证书号: S1230524090011  
zengwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 98.95   |
| 总市值(百万元) | 39,584.40 |
| 总股本(百万股) | 400.04    |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《自主品牌势不可挡, 高端化展现成果》2025.04.25
- 《内外销并举, 国产龙头盈利表现突出》2024.11.02
- 《自主品牌延续高增, 国产龙头引领成长》2024.08.30

53/42/35X，看好公司深耕优质赛道，依托强渠道&强营销能力实现长期成长，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；消费需求疲弱。

## 财务摘要

| (百万元)     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 5,245  | 6,752  | 8,240  | 9,793  |
| (+/-) (%) | 21.22% | 28.73% | 22.04% | 18.86% |
| 归母净利润     | 625    | 750    | 940    | 1,136  |
| (+/-) (%) | 45.68% | 20.03% | 25.32% | 20.91% |
| 每股收益(元)   | 1.56   | 1.87   | 2.35   | 2.84   |
| P/E       | 63.36  | 52.79  | 42.12  | 34.84  |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2,016 | 2,546 | 3,338 | 4,415 |
| 现金             | 695   | 1,223 | 1,873 | 2,757 |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 400   | 244   | 275   | 354   |
| 其它应收款          | 39    | 39    | 49    | 55    |
| 预付账款           | 39    | 91    | 101   | 123   |
| 存货             | 780   | 885   | 977   | 1,062 |
| 其他             | 63    | 63    | 63    | 63    |
| <b>非流动资产</b>   | 2,993 | 3,172 | 3,381 | 3,573 |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1,077 | 1,202 | 1,355 | 1,488 |
| 无形资产           | 163   | 212   | 278   | 329   |
| 在建工程           | 314   | 304   | 294   | 301   |
| 其他             | 1,439 | 1,454 | 1,454 | 1,454 |
| <b>资产总计</b>    | 5,010 | 5,718 | 6,720 | 7,987 |
| <b>流动负债</b>    | 695   | 652   | 711   | 839   |
| 短期借款           | 110   | 110   | 110   | 110   |
| 应付款项           | 267   | 330   | 354   | 442   |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 318   | 211   | 246   | 287   |
| <b>非流动负债</b>   | 163   | 170   | 170   | 170   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 163   | 170   | 170   | 170   |
| <b>负债合计</b>    | 858   | 821   | 880   | 1,009 |
| 少数股东权益         | 7     | 10    | 13    | 16    |
| 归属母公司股东权益      | 4,144 | 4,887 | 5,827 | 6,963 |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,010 | 5,718 | 6,720 | 7,987 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 720   | 846   | 1020  | 1253  |
| 净利润            | 627   | 752   | 943   | 1140  |
| 折旧摊销           | 120   | 135   | 160   | 176   |
| 财务费用           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失           | (26)  | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | (31)  | (47)  | (86)  | (64)  |
| 其它             | 29    | 6     | 4     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | (969) | (312) | (370) | (369) |
| 资本支出           | (678) | (300) | (369) | (369) |
| 长期投资           | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (290) | (13)  | (0)   | (0)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (96)  | 1     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 110   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (206) | 1     | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | (344) | 529   | 650   | 884   |

### 利润表

| (百万元)           | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5245 | 6752  | 8240  | 9793  |
| 营业成本            | 3028 | 3762  | 4426  | 5127  |
| 营业税金及附加         | 21   | 28    | 34    | 40    |
| 营业费用            | 1055 | 1525  | 1992  | 2480  |
| 管理费用            | 307  | 398   | 486   | 578   |
| 研发费用            | 85   | 108   | 132   | 157   |
| 财务费用            | (35) | (17)  | (24)  | (28)  |
| 资产减值损失          | (8)  | (4)   | (4)   | (1)   |
| 公允价值变动损益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 26   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 其他经营收益          | 17   | 20    | 17    | 23    |
| <b>营业利润</b>     | 810  | 965   | 1209  | 1461  |
| 营业外收支           | 1    | (1)   | (0)   | (0)   |
| <b>利润总额</b>     | 811  | 964   | 1208  | 1461  |
| 所得税             | 184  | 212   | 266   | 321   |
| <b>净利润</b>      | 627  | 752   | 943   | 1140  |
| 少数股东损益          | 3    | 2     | 3     | 3     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 625  | 750   | 940   | 1136  |
| EBITDA          | 874  | 1082  | 1343  | 1609  |
| EPS (最新摊薄)      | 1.56 | 1.87  | 2.35  | 2.84  |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入           | 21.22%  | 28.73%  | 22.04%  | 18.86%  |
| 营业利润           | 53.97%  | 19.05%  | 25.29%  | 20.90%  |
| 归属母公司净利润       | 45.68%  | 20.03%  | 25.32%  | 20.91%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 42.27%  | 44.27%  | 46.29%  | 47.65%  |
| 净利率            | 11.91%  | 11.11%  | 11.40%  | 11.60%  |
| ROE            | 15.08%  | 15.34%  | 16.13%  | 16.32%  |
| ROIC           | 13.44%  | 14.53%  | 15.33%  | 15.60%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 17.13%  | 14.36%  | 13.10%  | 12.63%  |
| 净负债比率          | -12.26% | -21.19% | -28.90% | -36.85% |
| 流动比率           | 2.90    | 3.91    | 4.70    | 5.26    |
| 速动比率           | 1.63    | 2.31    | 3.09    | 3.77    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 1.15    | 1.26    | 1.32    | 1.33    |
| 应收账款周转率        | 15.47   | 20.97   | 31.78   | 31.17   |
| 应付账款周转率        | 13.42   | 12.60   | 12.93   | 12.88   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.56    | 1.87    | 2.35    | 2.84    |
| 每股经营现金         | 1.80    | 2.12    | 2.55    | 3.13    |
| 每股净资产          | 10.36   | 12.22   | 14.57   | 17.41   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 63.36   | 52.79   | 42.12   | 34.84   |
| P/B            | 9.55    | 8.10    | 6.79    | 5.69    |
| EV/EBITDA      | 35.29   | 43.40   | 34.47   | 28.24   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>