

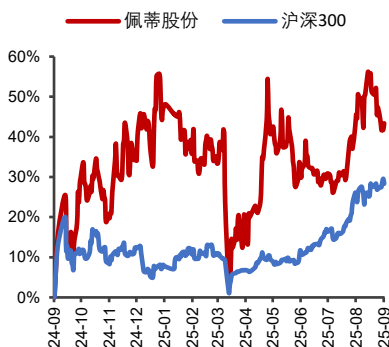
2025H1 毛利率同比大增，1-8 月爵宴收入同比高增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-26

收盘价（元） 17.53
近 12 个月最高/最低（元） 20.68/11.14
总股本（百万股） 249
流通股本（百万股） 162
流通股比例（%） 65.10
总市值（亿元） 44
流通市值（亿元） 28

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.佩蒂股份 (300673.SZ)：2024 年年报和 2025 年一季报点评，2024 年自主品牌收入大增，2025 年加大主粮领域投入 2025-04-21

2.佩蒂股份 (300673) 三季报点评：海外订单持续增长，盈利能力提升明显 2024-10-28

主要观点：

● 2025H1 归母净利润 7,910 万元，同比-19.23%

2025H1 公司实现收入 7.28 亿元，同比-13.94%，主要受到关税产生的短期冲击和海外客户订单节奏的影响；归母净利润 7,910 万元，同比-19.23%，扣非后归母净利润 7,729 万元，同比-19.19%。2025 年 6 月末，公司资产负债率 33.02%，较上年末-1.24pct；期间费用方面，2025H1 公司销售费用 5,571 万元，同比+38.15%，主要是公司在自主品牌端的投入增加所致；管理费用 6,207 万元，同比+24.67%，主要是由于新西兰主粮工厂产生较多的运营支出。

● 毛利率改善显著，直销和分销协同发展

2025H1 公司销售毛利率 31.98%，同比+5.63pct，主要受益于营业成本同比降低 20.52%，以及产品结构调整，高毛利产品占比提升。分产品看，2025H1 畜皮咬胶收入 2.32 亿元，同比-11.91%，毛利率 28.08%，同比+5.28pct；植物咬胶收入 2.21 亿元，同比-25.72%，毛利率 32.07%，同比+3.12pct；营养肉质零食收入 2.17 亿元，同比+14.35%，毛利率 36.62%，同比+6.75pct；主粮和湿粮收入 4,535 万元，同比-44.74%，毛利率 33.27%，同比+11.04pct。渠道方面，以线上为重点，与线下同步进行全渠道布局，直销和分销协同开展。线上端，公司持续强化一级渠道如天猫、京东、抖音等主流电商平台官方旗舰店的运营及分销合作；线下端，公司已与全国主要省市的区域代理商、批发商、新零售渠道建立了紧密合作关系，采取分渠道、结构扁平化的经销商策略，将产品辐射至山姆、沃尔玛、Cosco 等大型商超渠道以及各地宠物店、宠物医院，其中山姆、Cosco 等大型商超渗透大幅提升，已成为该类渠道宠物零食品类的头部产品。

● 聚焦自主品牌业务，爵宴收入同比高速增长

公司坚持聚焦自主品牌业务，通过爵宴、好适嘉、齿能等自主品牌的差异化的定位，面向不同偏好的消费者。2025H1 爵宴品牌在零食板块推出多款针对小型犬的冻干新品，在主食湿粮方面推出牛骨汤主食罐系列，在主食干粮方面推出爵宴原生风干粮薄脆产品；下半年爵宴将加码围绕主粮、咀嚼食品、主食罐、保健冻干糕点等四大高增速产品线，持续推出新品；根据久谦数据，2025 年 1-8 月爵宴品牌在天猫、京东和抖音三大平台的销售收入同比+35.0%，7-8 月爵宴品牌在三大平台的销售收入同比分别增长 60.1%、29.5%，保持高速增长。好适嘉品牌上半年持续推出冻干零食等多品类新品，填补爵宴在中端价格带的市场空白，形成双品牌协同效应；下半年好适嘉将基于宠物多方面、多维度的进食需求，进一步完善产品矩阵，提供一站式营养解决方案。

● 投资建议

综合考虑公司产能释放节奏、国内自有品牌建设情况以及海外客户订单情况对公司业绩的影响，我们预计 2025-2027 年公司营业收入 17.51 亿

元、20.12 亿元、23.59 亿元，同比增速为 5.5%、14.9%、17.3%，对应归母净利润 1.71 亿元、2.18 亿元、2.58 亿元，同比增速为-6.0%、27.1%、18.3%，归母净利润前值 2025 年 1.85 亿元、2026 年 2.03 亿元，2027 年 2.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.87 元、1.03 元。维持“买入”评级不变。

● 风险提示

关税及贸易政策变化风险；汇率波动风险；国内市场开拓不达预期风险；产能投放不及预期风险；原材料价格波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1659	1751	2012	2359
收入同比 (%)	17.6%	5.5%	14.9%	17.3%
归属母公司净利润	182	171	218	258
净利润同比 (%)	1742.8%	-6.0%	27.1%	18.3%
毛利率 (%)	29.4%	32.0%	31.9%	31.7%
ROE (%)	9.3%	8.0%	9.2%	9.8%
每股收益 (元)	0.75	0.69	0.87	1.03
P/E	23.64	25.46	20.04	16.94
P/B	2.26	2.02	1.84	1.66
EV/EBITDA	15.32	15.12	12.64	11.08

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1578	1792	2100	2447	营业收入	1659	1751	2012	2359
现金	675	657	661	674	营业成本	1171	1191	1371	1611
应收账款	218	230	264	310	营业税金及附加	5	6	6	7
其他应收款	7	7	8	10	销售费用	117	164	173	199
预付账款	18	19	22	25	管理费用	116	146	153	176
存货	343	349	402	472	财务费用	-7	3	5	7
其他流动资产	317	530	743	956	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	1417	1474	1519	1559	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	89	99	109	119	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1006	1020	1028	1031	营业利润	226	210	267	316
无形资产	53	53	53	53	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	269	301	328	356	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2995	3265	3619	4007	利润总额	224	210	267	316
流动负债	280	277	352	430	所得税	38	36	45	53
短期借款	11	41	81	111	净利润	186	175	222	263
应付账款	142	144	166	195	少数股东损益	4	3	4	5
其他流动负债	127	91	105	124	归属母公司净利润	182	171	218	258
非流动负债	746	813	869	916	EBITDA	295	301	367	425
长期借款	6	36	56	66	EPS (元)	0.75	0.69	0.87	1.03
其他非流动负债	740	777	813	850					
负债合计	1026	1089	1221	1346					
少数股东权益	18	21	25	31					
股本	249	249	249	249					
资本公积	918	920	920	920					
留存收益	785	986	1204	1462					
归属母公司股东权	1952	2155	2373	2630					
负债和股东权益	2995	3265	3619	4007					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	366	235	247	278	成长能力				
净利润	186	175	222	263	营业收入	17.6%	5.5%	14.9%	17.3%
折旧摊销	78	88	95	101	营业利润	6854.5	-6.8%	27.1%	18.3%
财务费用	14	16	19	21	归属于母公司净利	1742.8	-6.0%	27.1%	18.3%
投资损失	-2	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	86	-46	-88	-107	毛利率(%)	29.4%	32.0%	31.9%	31.7%
其他经营现金流	105	222	311	370	净利率(%)	11.0%	9.8%	10.8%	10.9%
投资活动现金流	-368	-325	-320	-321	ROE(%)	9.3%	8.0%	9.2%	9.8%
资本支出	-126	-123	-124	-125	ROIC(%)	6.6%	5.9%	6.8%	7.3%
长期投资	-245	-190	-190	-190	偿债能力				
其他投资现金流	3	-12	-6	-6	资产负债率(%)	34.3%	33.4%	33.7%	33.6%
筹资活动现金流	-146	70	77	56	净负债比率(%)	52.1%	50.1%	50.9%	50.6%
短期借款	-63	30	40	30	流动比率	5.63	6.48	5.96	5.69
长期借款	-55	30	20	10	速动比率	4.03	4.72	4.32	4.10
普通股增加	-5	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-49	2	0	0	总资产周转率	0.56	0.56	0.58	0.62
其他筹资现金流	25	8	17	16	应收账款周转率	7.24	7.82	8.14	8.22
现金净增加额	-141	-18	4	13	应付账款周转率	7.78	8.31	8.82	8.91

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.75	0.69	0.87	1.03	P/E	23.64	25.46	20.04	16.94
每股经营现金流	1.47	0.94	0.99	1.12	P/B	2.26	2.02	1.84	1.66
每股净资产	7.84	8.66	9.53	10.57	EV/EBITDA	15.32	15.12	12.64	11.08

资料来源:公司公告, 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 15%；
- 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。