

国产宠食龙头，产品结构持续升级，成长空间广阔

——乖宝宠物（301498.SZ）深度报告

农林牧渔

报告原因：

买入（维持）

市场数据： 2026年04月16日
 收盘价(元) 53.11
 一年内最高/最低(元) 119.98/48.7
 市净率 4.8
 股息率(分红/股价) 0.94
 流通A股市值(百万元) 9,531
 上证指数/深证成指 4,056/14,796
 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年09月30日
 每股净资产(元) 11.2
 资产负债率% 18.78
 总股本/流通A股(百万) 400/179
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
 S0820525020001
 021-32229888-25516
 fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
 S0820125020001
 021-32229888-25515
 zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **OEM 代工起家，通过麦富迪与弗列加特完成品牌化转型。**公司所处的宠物食品行业仍处渗透率爬升早期，中国猫/犬专业宠粮渗透率分别约 43%/25%，远低于美日 90%以上水平，渗透率爬升期增量集中于主粮；高端粮占比约 35%，低于 47%的全球平均水平，量与价均有提升空间。公司 2024 年主粮收入占比提升至 51.3%且仍在加速，收入结构集中在增速最快且品牌集中倾向最强的主粮品类，充分把握行业量价齐升红利。
- **连续多轮领跑品类创新，自主品牌高端化、品类主粮化、渠道直销化持续推升毛利率，高强度品牌投入持续转化为消费者品牌心智积累，公司领先优势进一步巩固。**公司以二十年代工经验积累的制造和研发能力为基础，在国内市场先后推出双拼粮、冻干猫粮、高鲜肉膨化粮、烘焙粮等产品，每一代产品均领先同业 1-2 年完成布局，持续向更高价格带和毛利率迈进。公司的战略重心已从代工转向自有品牌，在自有品牌收入占比持续提升的基础上，从品牌、品类、渠道三个维度进一步推动毛利率改善：高端品牌弗列加特快速放量拉高整体毛利水平；高毛利主粮品类收入占比超过零食且仍在扩大；线上渠道主动整合经销体系，提升 DTC 直营渠道占比。三条路径共同将毛利率推升至 25Q1-3 的 42.8%，显著高于同业。高毛利率的支撑使公司有能力持续进行高强度的品牌投放，2025 年前三季度销售费用达 10.3 亿元、居行业首位，并已转化为全渠道线上 GMV 的显著领先。宠物食品品类中，宠主无法替宠物判断食品品质，购买决策高度依赖品牌信任，一旦信任形成便倾向长期复购。公司在品牌认知上的持续投入正在不断积累消费者信任，而同业受制于毛利率水平难以匹配同等投入强度，品牌心智差距随时间推移持续扩大。
- **份额提升空间广阔，产能扩张支撑中期成长空间。**对标日本/韩国本土龙头 10%/16%的市占率水平，公司当前 6.2%仍有显著提升空间。市占率不足 1%的长尾品牌合计占据约 74%的市场份额，普遍缺乏持续研发投入和供应链建设能力，龙头吸收长尾份额的行业整合正在进行中。在建高端主粮产能约 8 万吨，品类以烘焙粮和湿粮为主，与当前正在放量的产品方向一致，为中期收入增长提供产能保障。海外泰国工厂已承接对美出口订单，关税扰动影响减弱。
- **投资建议：**公司凭借品牌化转型构筑毛利率领先优势，高毛利率支撑品牌投入并提升消费者品牌认知，品类升级与产能扩张共同驱动中期成长。预计 2025/2026/2027 年营业收入分别为 65.6/80.5/97.2 亿元，同比增长 25.1%/22.7%/20.8%，归母净利润分别为 7.0/9.0/11.1 亿元，同比增长 12.3%/28.4%/23.7%，对应 PE 为 30.5X/23.7X/19.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业增长不及预期；行业竞争加剧；销售费用率超预期上行；原材料价格波动；海外关税政策不确定性。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,327	5,245	6,559	8,049	9,720
同比增长率(%)	27.4%	21.2%	25.1%	22.7%	20.8%
归母净利润(百万元)	429	625	702	901	1,114
同比增长(%)	60.7%	45.7%	12.3%	28.4%	23.7%
每股收益(元/股)	1.07	1.56	1.75	2.25	2.79
毛利率(%)	36.8%	42.3%	43.0%	43.5%	43.9%
ROE(%)	11.7%	15.1%	15.1%	17.2%	18.9%
市盈率	49.8	34.2	30.5	23.7	19.2

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入 65.6/80.5/97.2 亿元，同比增长 25.1%/22.7%/20.8%；归母净利润 7.0/9.0/11.1 亿元，同比增长 12.3%/28.4%/23.7%；对应 PE 30.5X/23.7X/19.2X。相较可比公司，公司以 6.2%市占率位居国产宠食品牌第一，收入增速最快、盈利改善最为显著，业务结构与市场地位与以 OEM 为主的可比公司存在较大差异，成长性突出，理应享有一定估值溢价。**维持“买入”评级。**

关键假设点

收入方面，主粮受弗列加特放量与后续 8 万吨高端主粮产能投产驱动，2025-2027 年预计同比增长 42%/33%/28%至 38.2/50.8/65.0 亿元；零食作为基本盘，增速稳定于 7%/8%/8%，预计收入 26.6/28.7/31.0 亿元；保健品及其他在低基数下保持较快增长，预计收入同比增长 15%/20%/20%至 0.8/1.0/1.2 亿元。毛利率方面，随着产品结构向高毛利主粮切换且品牌溢价能力增强，预计 2025-2027 主粮毛利率分别为 45.0%/45.3%/45.5%、零食毛利率分别为 39.8%/40.0%/40.2%、保健品及其他毛利率分别为 53.0%/53.5%/54.0%。

有别于大众的认识

市场担忧宠物食品行业同质化严重、营销费用高企压制盈利弹性、宠物食品缺少壁垒、消费者易于切换，但我们认为：

1) 公司基于二十年的 OEM 代工经验，积累了对品类趋势的前瞻研判能力，过去十年引领行业四轮品类创新（2015 双拼粮、2018 冻干猫粮、2020 高鲜肉膨化粮、2023 烘焙粮），每轮创新同步推升产品价格带与毛利率。公司同时具备膨化/烘焙/冻干/湿粮全工艺的自有产能，量产周期短，能够保障公司在 1-2 年先发窗口内率先放量。

2) 公司通过自主品牌高端化、品类主粮化、渠道直销化三个维度共同推动毛利率由 2021 年 28.8%提升至 25Q1-3 的 42.8%，从而支撑高强度品牌投入。

3) 宠物食品品类存在消费者与使用者分离的特征，约 35%主粮消费者因品牌信任持续复购，换粮可能引发消化不良或拒食，品牌实际承担了品质信号功能，每次复购都能加深品牌的心智积累，公司的先发优势将随份额扩张持续强化。

股价表现的催化剂

线上大促 GMV 持续领先；高端主粮产能扩张；海外关税扰动缓和。

核心假设风险

行业增长不及预期；行业竞争加剧；销售费用率超预期上行；原材料价格波动；海外关税政策不确定性。

目录

1. 代工筑基的本土宠食龙头，品牌化转型驱动盈利跃升	6
1.1 代工出口到品牌崛起，二十年积累奠定龙头地位	6
1.2 股权集中治理稳定，管理层互补，股权激励绑定中期目标	7
1.3 主粮占比提高带动收入结构优化，盈利能力同步改善	8
2. 渗透率缺口+国货替代趋势，量价齐升空间充裕	11
2.1 渗透率低位稳中有升，长期扩容确定性强	11
2.2 国货替代趋势确立，外资份额持续承压	14
2.3 行业格局分散，本土龙头份额提升确定性高	16
3. 营销投入驱动心智竞争，毛利率优势支撑盈利改善	18
3.1 品牌心智主导品类竞争，内容电商放大投入效率	18
3.2 费用扩张与盈利同步改善，毛利率优势是底层支撑	19
3.3 产品创新与品牌高端化拉升毛利率，同业追赶窗口持续收窄	22
4. 品类升级与份额提升双轮驱动，成长路径清晰且空间充裕	26
4.1 品类升级、渠道拓展、产能扩建三线并行，自有品牌高增延续	26
4.2 对标亚洲本土龙头，中期份额提升空间充裕	26
4.3 泰国产能承接出口转移，关税扰动短期承压不改战略价值	27
5. 盈利预测及估值分析	28
5.1 品类结构优化驱动毛利改善，盈利能力稳步提升	28
5.2 可比估值显示龙头溢价合理，维持"买入"评级	29
6. 风险提示	30

图表目录

图表 1 : 公司发展历程.....	6
图表 2 : 公司旗下主要品牌.....	7
图表 3 : 截至 2025 年 9 月公司股权结构.....	7
图表 4 : 核心管理层职位及履历.....	8
图表 5 : 公司营业收入及同比增速.....	9
图表 6 : 公司归母净利润及同比增速.....	9
图表 7 : 公司零食/主粮收入及同比增速.....	9
图表 8 : 公司分品类收入结构.....	9
图表 9 : 公司境内/境外收入及同比增速.....	10
图表 10 : 公司分地区收入结构.....	10
图表 11 : 公司零食/主粮毛利率.....	10
图表 12 : 公司净利率及各项费用率.....	10
图表 13 : 城镇宠物消费市场规模及同比增速.....	11
图表 14 : 城镇犬猫数量变化趋势.....	11
图表 15 : 养宠人群月收入分布结构.....	12
图表 16 : 养宠人群年龄分布结构.....	12
图表 17 : 2023 年中国养宠 (犬/猫) 家庭渗透率.....	12
图表 18 : 中国城镇化率及出生率.....	12
图表 19 : 中国/美国/日本 2023-2024 年专业宠物粮 (犬/猫) 渗透率.....	13
图表 20 : 2021-2024 年犬/猫年均消费金额及同比增速.....	14
图表 21 : 2023-2024 年宠物 (犬猫) 消费大类结构.....	14
图表 22 : 按渠道中国宠物食品市场规模 (亿元).....	15
图表 23 : 公司按销售渠道收入结构.....	15
图表 24 : 宠物食品购买决策因素分布.....	16
图表 25 : 2019-2025 年宠物食品进口金额及同比增速.....	16
图表 26 : 高端价格带国产及进口主粮价格对比 (元/kg).....	16
图表 27 : 2024 年中国主粮/零食/营养品市场规模及增速.....	17
图表 28 : 2024 年中国市场主要宠物食品市占率.....	17
图表 29 : 2022 年、2024 年宠主品牌选择决策因素.....	18
图表 30 : 2024 年宠主选择最多的媒体平台占比.....	19

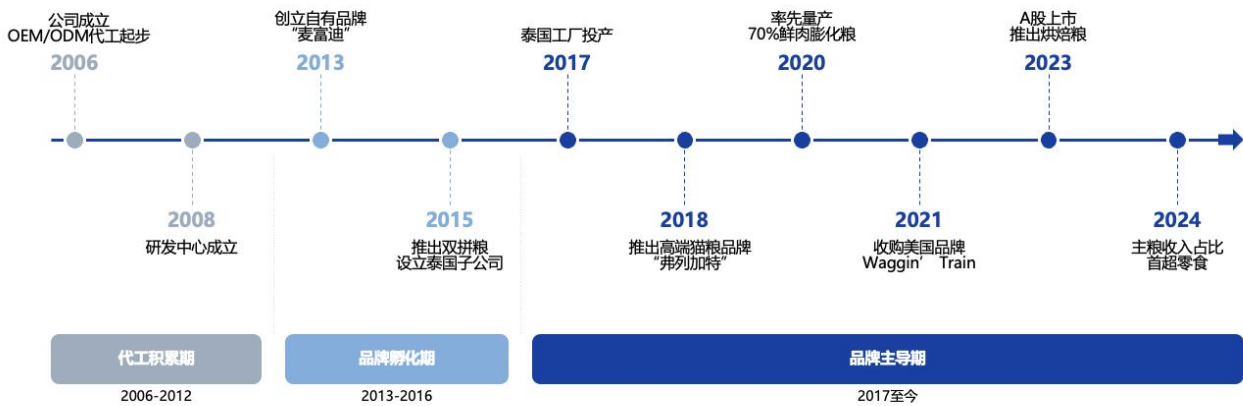
图表 31 : 2024 年天猫/抖音/京东宠物类目线上销售额及同比增速	19
图表 32 : 2022-2025M1-11 麦富迪/弗列加特 GMV 及同比增速	20
图表 33 : 2025 年前三季度部分宠物食品公司销售费用	20
图表 34 : 抖音/天猫 2023-2024 年双十一销量前五品牌	20
图表 35 : 公司销售费用及同比增速	21
图表 36 : 公司净利率及销售费用率	21
图表 37 : 乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份/源飞宠物/路斯股份毛利率	22
图表 38 : 乖宝宠物四轮品类创新时间线	23
图表 39 : 中国市场主要猫粮品牌价格带分布 (元/kg)	23
图表 40 : 零食/主粮毛利率提升对公司毛利率的拉动	24
图表 41 : 公司直销/经销/OEM/ODM 毛利率	24
图表 42 : 2024 年部分宠物食品公司毛利率及销售费用率	25
图表 43 : 中国/日本/韩国本土头部品牌市占率	27
图表 44 : 公司收入结构及关键假设	28
图表 45 : 公司期间费用率假设	28
图表 46 : 可比公司估值比较	29

1. 代工筑基的本土宠食龙头，品牌化转型驱动盈利跃升

1.1 代工出口到品牌崛起，二十年积累奠定龙头地位

乖宝宠物历经代工积累、品牌孵化、品牌主导三个发展阶段，从 OEM 代工企业成长为国产宠物食品龙头。公司成立于 2006 年，以宠物食品 OEM/ODM 业务起步，为沃尔玛等海外零售商提供代工服务，逐步积累了从配方开发到规模量产的完整制造能力。2013 年公司创立自有品牌“麦富迪”，定位中端犬猫全品类，标志着从纯代工向品牌化的战略转向。2018 年推出高端猫粮品牌“弗列加特”，切入国产高端猫粮这一增速最快的细分赛道，弗列加特 2022-2024 年收入保持高速增长，已站稳高端猫粮头部品牌地位。2021 年公司收购美国品牌 Waggin' Train，进一步完善海外自有品牌布局。2023 年 A 股上市后，IPO 募资使归母股东权益从 17.56 亿元扩充至 36.65 亿元，为产能扩建和品牌投放提供充裕资金支撑，2024 年资本开支达 6.80 亿元，为产能建设的阶段性高点。

图表 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

公司已完成从 OEM 依赖到自有品牌主导的业务结构切换，当前以多品牌矩阵覆盖多层次市场。OEM 收入占比从 2020 年的 50.5% 降至 2024 年的 31.9%，自有品牌占比提升至 68%。当前公司已形成麦富迪（中端犬猫全品类）、弗列加特（高端猫粮）、汪臻醇/Canyon Creek Ranch（高端犬粮）、Barf（生骨肉）、佰萃粮（平价）及 Waggin' Train（海外）的多品牌矩阵，覆盖从平价到高端、从国内到海外的多层次市场。

图表 2：公司旗下主要品牌

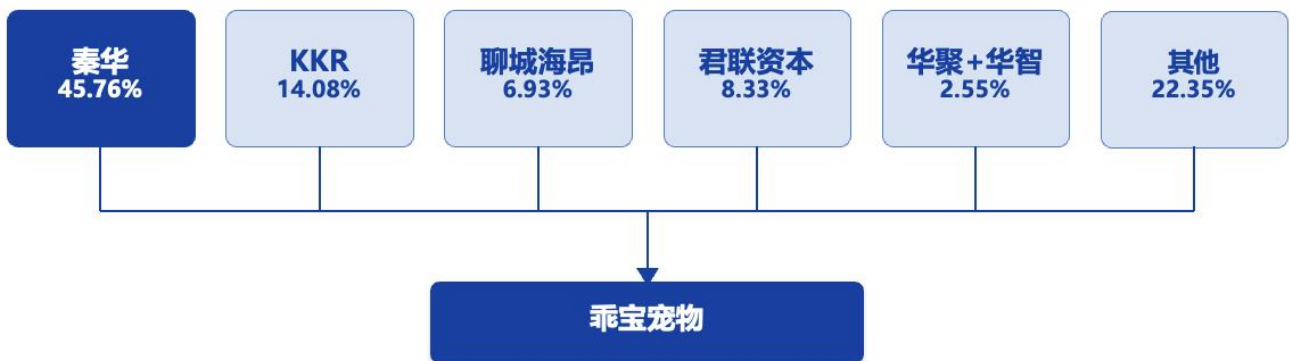


资料来源：公司官网，爱建证券研究所

1.2 股权集中治理稳定，管理层互补，股权激励绑定中期目标

公司股权高度集中，实控人绝对控股叠加战略投资者引入，治理结构清晰稳定。创始人秦华先生持股约 45.76%，实控地位清晰，决策效率较高，保障了品牌化转型方向的战略连贯性。KKR 通过 Golden Prosperity 持股约 14%，作为全球消费领域头部 PE，在宠物食品行业拥有丰富的跨国投资和运营经验，有助于提升公司治理规范性，并为海外业务拓展提供资源和经验支撑。

图表 3：截至 2025 年 9 月公司股权结构



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

公司核心管理层兼具供应链与快消双重基因，股权激励将管理层利益与中期业绩绑定。创始人秦华先生深耕宠物食品供应链二十年，行业经验深厚；总裁杜士芳女士具有快

消行业背景，补足了品牌运营和渠道管理能力。供应链和快消的组合，为公司从代工向品牌化转型的战略执行提供了管理层能力支撑。

图表 4：核心管理层职位及履历

姓名	职位	核心履历
秦华	董事长	1995-2005 年历任山东凤祥集团副总经理/总经理/副总裁，深耕禽类养殖加工供应链十年；2006 年创立乖宝宠物（前身依戈尔食品），主导公司从 OEM 代工向品牌化转型
杜士芳	董事、总裁	快消行业出身，先后任职顶新集团（康师傅）、伊利液态奶事业部、蒙牛液体奶事业部产品经理；2008 年加入乖宝体系（北京麦富迪），负责品牌运营与渠道管理
寻兆勇	董事、副总裁	高级工程师，农畜产品贮藏加工专业；1997-2008 年先后任职山东凤祥集团技术中心、山东中科凤祥副总经理；2014 年加入公司
孙铮	董事	2007 年加入 KKR，现任 KKR 投资集团合伙人；2016 年 12 月任公司董事
王宸	董事	2013 年加入 KKR，现任 KKR 大中华区执行董事，大消费负责人；2016 年 12 月任公司董事
陈瑞	董事	1999-2002 年先后任深圳市菱科实业技术部经理、副总经理；2005 年加入君联资本，现任君联资本董事总经理；2019 年 7 月任公司董事
袁雪	财务总监	中国注册会计师，先后任职英美烟草（中国）财务经理、玛氏食品（中国）销售财务总监；2020 年加入公司任财务总监
王鹏	董事会秘书	会计学专业，2000-2017 年任职东阿阿胶，历任会计部成本主管、证券事务经理、证券事务代表；2017 年加入公司任董事会秘书

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

股权激励将管理层利益与中期业绩目标绑定，为战略持续执行提供制度保障。公司于 2025 年推出第二期股权激励计划，考核目标为 2027 年营收较 2024 年增长 84%、净利润较 2024 年增长 45%，目标设定与品牌化转型的中期成长路径匹配，管理层利益与股东的长期利益绑定。

1.3 主粮占比提高带动收入结构优化，盈利能力同步改善

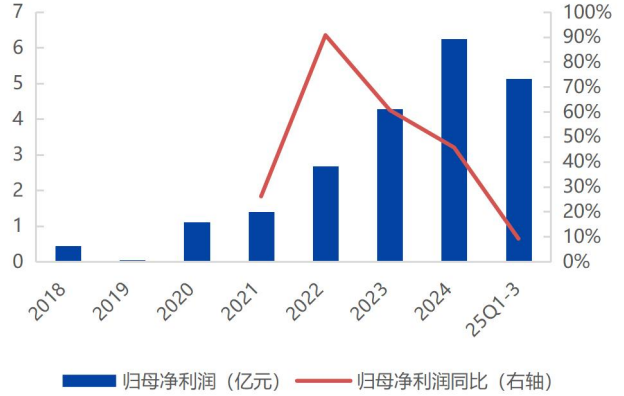
公司收入保持较快增长，归母净利润增速整体快于收入增速，品类结构持续向高毛利主粮切换是利润加速释放的底层支撑。2019 年受非洲猪瘟爆发影响，鸡鸭胸肉采购价格大幅上涨，叠加美国对华加征关税拖累境外业务，归母净利润跌至历史低谷；2022 年原材料价格明显回落，叠加自有品牌主粮持续放量、品类结构向高毛利方向优化，毛利率显著抬升，当年归母净利润同比大幅增长。2018-2024 年收入 CAGR 约 27.5%，2024 年实现收入同比增长 21.2%至 52.5 亿元，归母净利润同比增长 45.7%至 6.3 亿元，利润增速显著快于收入增速，反映收入结构优化和毛利率提升对盈利端的增长弹性。25Q1-3 收入同比增长 29.0%至 47.4 亿元，增速较 2024 年有所提升，主要受主粮品类放量拉动；同期归母净利润同比增长 9.1%至 5.1 亿元，利润增速明显慢于收入增速，主要因销售费用率从 2024 年的 20.1%进一步提升至 25Q1-3 的 21.8%，体现公司在品牌投放上的主动加大投入。

图表 5: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

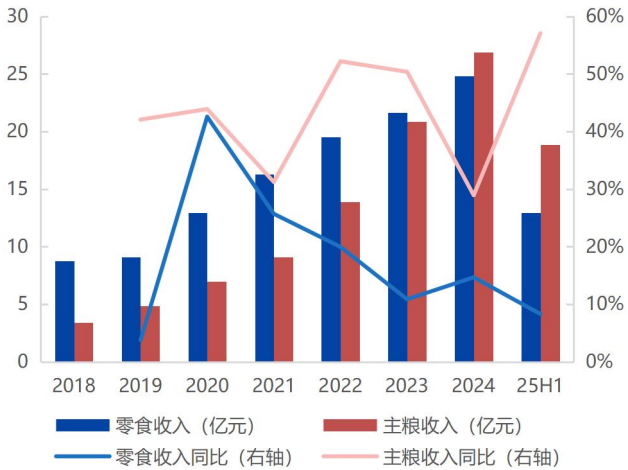
图表 6: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

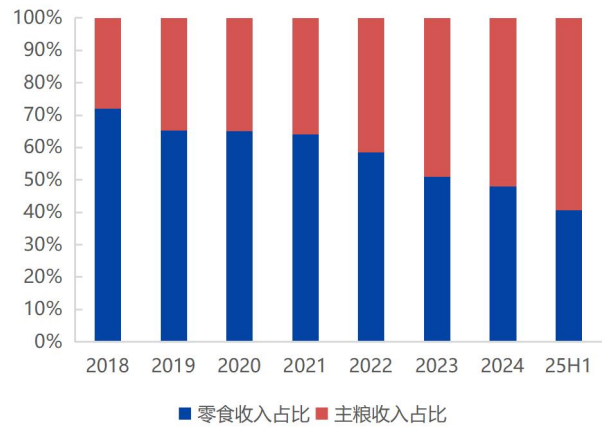
从品类维度看, 公司收入重心已完成从零食到主粮的切换, 主粮成为第一大业务, 也是收入增长的最主要贡献品类。2018 年零食收入占比达 71.7% 而主粮仅占 27.8%, 此后主粮增速持续快于零食, 至 2024 年主粮收入 26.9 亿元、占比提升至 51.3%, 首次超过零食收入 24.8 亿元、占比 47.4%, 标志收入结构完成切换。25H1 主粮收入同比增长 57.0% 至 18.8 亿元, 远快于零食的 8.3% 增速, 主粮与零食的收入差距进一步拉大。主粮占比持续提升的意义在于: 一方面主粮复购率高于零食, 收入黏性更强; 另一方面主粮毛利率高于零食约 5 个百分点, 品类结构优化直接驱动整体盈利能力改善。

图表 7: 公司零食/主粮收入及同比增速



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 爱建证券研究所

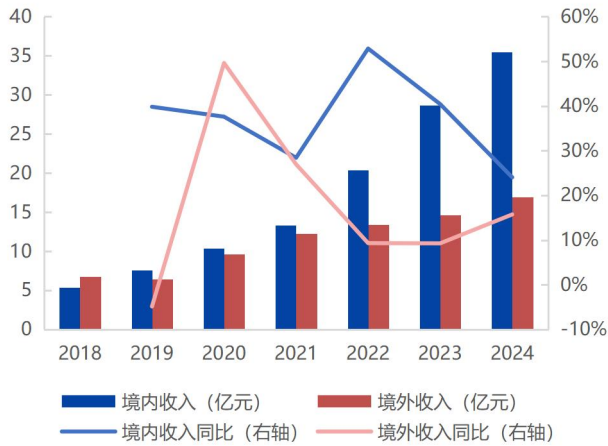
图表 8: 公司分品类收入结构



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 爱建证券研究所

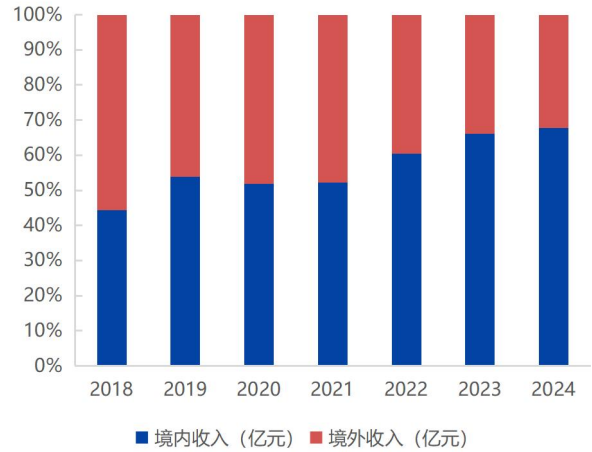
从地区维度看, 品牌化转型直接体现为境内收入占比的持续扩大, 内销已成为收入的绝对主体。自有品牌主要面向国内市场销售, 境内收入占比从 2018 年的 44.2% 提升至 2024 年的 67.7%, 2024 年境内收入同比增长 24.0% 至 35.5 亿元, 增速快于境外收入的 15.7%。境外收入 16.9 亿元、占比 32.3%, 以 OEM/ODM 业务为主, 增长相对平稳。境内外收入结构的变化印证了公司战略重心向国内自有品牌市场转移的成效。

图表 9: 公司境内/境外收入及同比增速



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 爱建证券研究所

图表 10: 公司分地区收入结构



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 爱建证券研究所

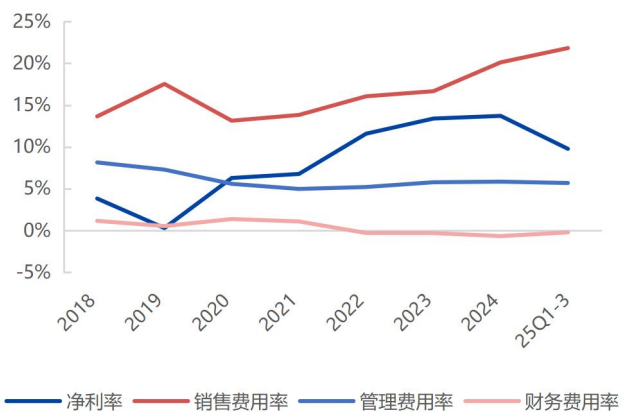
自有品牌和主粮占比的双重提升带动毛利率和净利率同步改善, 盈利能力进入新平台。整体毛利率从 2021 年低点 28.8%持续改善至 2024 年的 42.3%, 25Q1-3 进一步提升至 42.8%。分品类看, 25H1 主粮毛利率达 46.2%, 较 2021 年低点 30.3%大幅提升 15.9 个百分点, 主粮毛利率的先降后升与自有品牌占比提升的节奏一致: 2018-2021 年 OEM 主粮占比较高拉低毛利率, 此后自有品牌主粮放量推动毛利率快速修复。零食毛利率亦从 2019 年低点 21.0%回升至 25H1 的 37.5%, 改善幅度同样显著。毛利率的改善同步推升净利率从 2019 年的 0.3%提升至 25Q1-3 的 9.8%, 公司盈利能力已显著提升至行业较高水平。

图表 11: 公司零食/主粮毛利率



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 爱建证券研究所

图表 12: 公司净利率及各项费用率



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

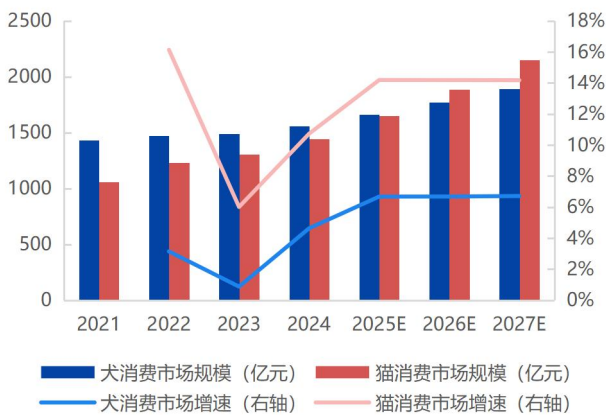
2. 渗透率缺口+国货替代趋势，量价齐升空间充裕

2.1 渗透率低位稳中有升，长期扩容确定性强

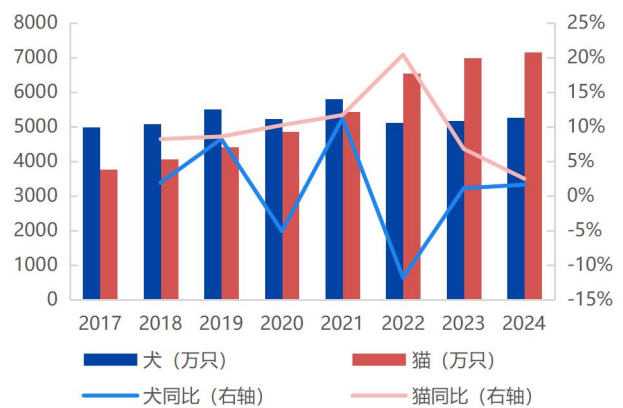
2.1.1 养宠基数稳步扩大，宠主结构年轻化支撑长期需求

中国宠物食品行业仍处于总量扩容阶段，养宠基数的持续扩大构成行业增长的底层支撑。据派读《2025年中国宠物行业白皮书》，2024年城镇宠物（犬猫）消费市场规模同比增长7.5%至3002亿元，其中食品消费占比52.8%、同比提升0.5个百分点，以零售额口径计，宠物食品市场规模同比增长9%至约1585亿元，食品在养宠支出中的占比稳步提升，反映宠物食品作为刚性消费品类的需求韧性。

图表 13：城镇宠物消费市场规模及同比增速



图表 14：城镇犬猫数量变化趋势



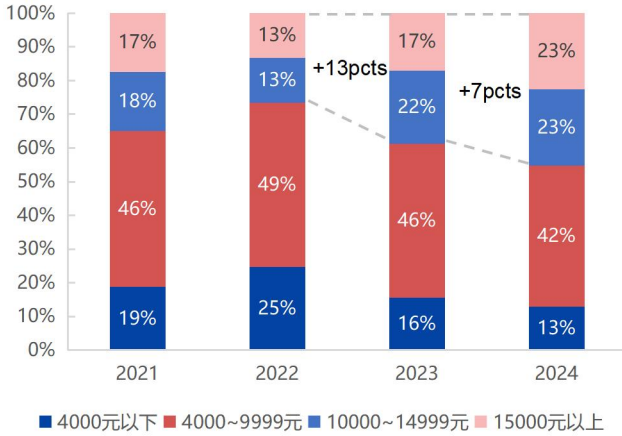
资料来源：派读《2025年中国宠物行业白皮书》，爱建证券研究所

资料来源：解数咨询，爱建证券研究所

养宠基数稳步扩大，猫品类结构性增量突出。2024年城镇犬猫数量同比增长2.1%至12411万只，其中猫同比增长2.5%至7153万只、犬同比增长1.6%至5258万只，猫数量自2022年超过犬，结构性增量持续向猫倾斜；宠主数量同比增长2.4%至7689万人，2017-2024年犬猫数量CAGR约5.1%，其中猫数量CAGR达9.6%。

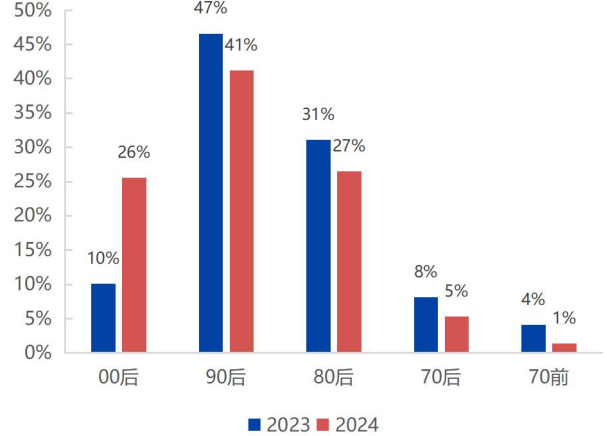
宠主结构呈现年轻化、高学历、高收入特征，养宠消费的付费意愿和品质诉求随之上行，为行业持续扩容提供需求侧的结构性支撑。养宠群体中00后与90后合计占比66.8%，本科以上学历占比达73.6%，月均收入10000元以上占比持续提升。年轻宠主将宠物视为家庭成员的倾向更强，对宠物营养健康的认知水平更高，叠加较强的消费能力，推动养宠支出从基础喂养向专业化、品质化方向升级。

图表 15: 养宠人群月收入分布结构



资料来源: 派读《2025年中国宠物行业白皮书》, 爱建证券研究所

图表 16: 养宠人群年龄分布结构



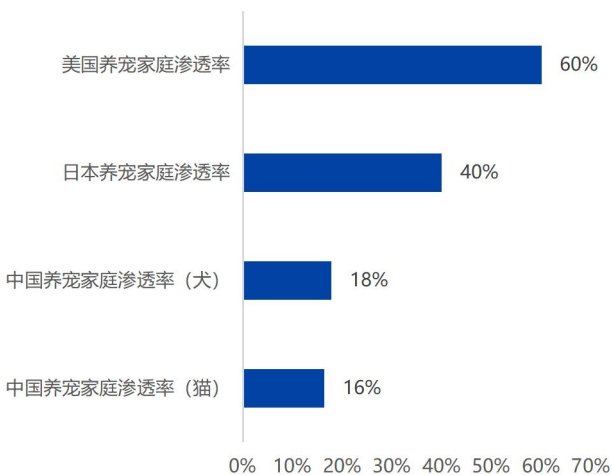
资料来源: 派读《2025年中国宠物行业白皮书》, 爱建证券研究所

2.1.2 宠物渗透率低于成熟市场, 量端具备空间

中国养宠家庭渗透率显著低于海外成熟市场, 中外差距指向量端存在扩容空间。据艾瑞咨询数据, 2023年中国宠物猫/犬家庭渗透率分别约16%/18%, 而美国约60%、日本约40%, 中国与美国之间存在约3倍差距, 与日本亦有2倍以上差距。据APPA 2025年数据, 美国宠物保有量达1.49亿只, 直观反映成熟市场的养宠密度。

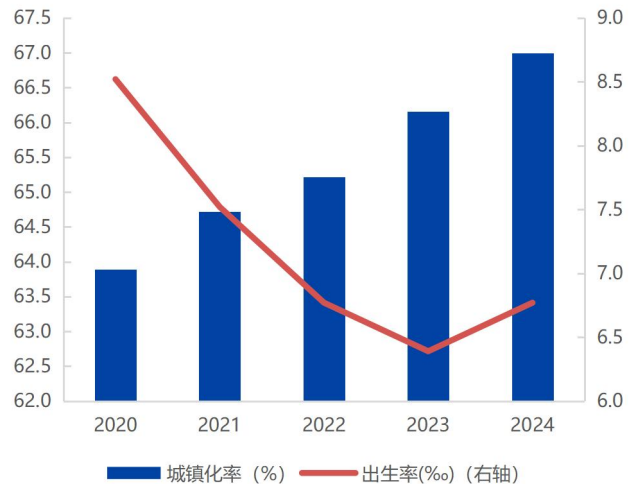
美日渗透率之所以能达到上述水平, 城镇化推进与家庭小型化是基础条件, 宠物拟人化趋势构成关键转折。小户型居住环境和独居人口比例上升催生情感陪伴需求, 这是养宠渗透率持续爬升的共同前置条件。在此基础上, 当宠物从功能性角色转变为家庭成员, 养宠从可选消费转变为情感刚需, 渗透率随之进入加速期。日本的经验尤为突出, 近年犬猫保有数量已呈下降趋势, 但家庭渗透率仍维持在40%的高位水平, 说明养宠一旦成为生活方式, 即便宠物总量承压, 渗透率仍具备韧性。

图表 17: 2023年中国养宠(犬/猫)家庭渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 爱建证券研究所

图表 18: 中国城镇化率及出生率



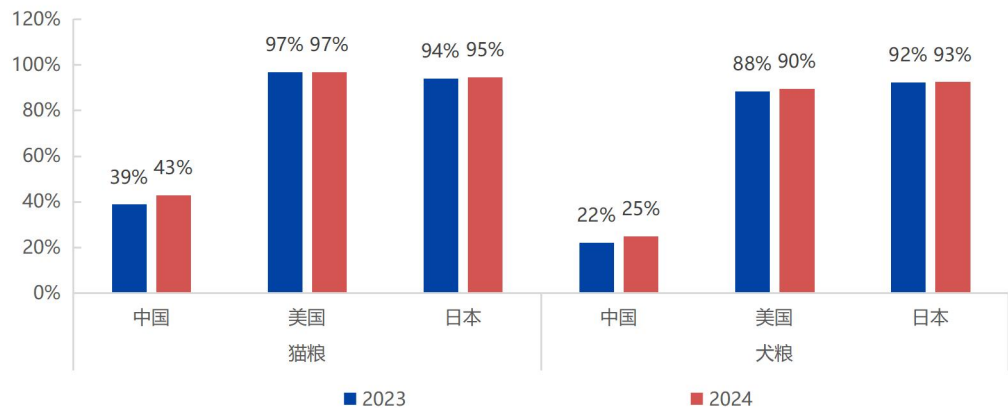
资料来源: 国家统计局, 爱建证券研究所

中国当前正经历与日本高度类似的社会结构变化，家庭小型化加速叠加拟人化趋势深化，养宠渗透率存在显著提升空间。2024年中国城镇化率已达67.0%且仍在提升，一人户数量2019-2023年CAGR达7.7%。一线城市宠主占比从2023年的28.9%提升至2024年的32.5%，同比增长12.5%，城镇化正促进养宠渗透率的提升，拟人化趋势同样在加速显现。从宠主画像看，00后与90后合计占比66.8%，大专以上学历占92.5%，月收入过万占45.3%，这一群体正处于独居和丁克比例最高的人生阶段。城镇化上升、家庭小型化加速、拟人化趋势显现三重因素叠加，中国与美日渗透率爬升阶段的社会背景高度相似，量端具备较大成长空间。

2.1.3 专业宠粮渗透率缺口显著，替代方向确定

在养宠家庭渗透率之外，专业宠粮渗透率构成量端增长的第二空间。据Euromonitor数据，2024年中国猫/犬专业宠粮渗透率分别约43%/25%，而美国分别为97%/90%、日本分别为95%/93%。即便已经养宠的家庭中，仍有超半数宠主尚未使用专业宠粮，以剩饭或非标粮替代喂养的现象在犬品类中尤为突出。而宠物拟人化趋势对专业宠粮渗透率的拉动同样直接。当宠物从功能性角色转变为家庭成员，宠主对喂养品质的要求随情感投入的加深而同步抬升，非标粮喂养的接受度随之下降。从宠主画像看，当前养宠群体以高学历、高收入的年轻人为主，营养认知水平和消费能力均显著高于一般消费者，向专业宠粮迁移的门槛很低。同时，喂养方式的升级具备不可逆性，宠主在切换至专业粮后能够直观感知宠物健康状态的改善，这一正反馈使得回退至非专业喂养的概率极低。两层渗透率缺口叠加，量端增长具备双重确定性。

图表 19：中国/美国/日本 2023-2024 年专业宠物粮（犬/猫）渗透率



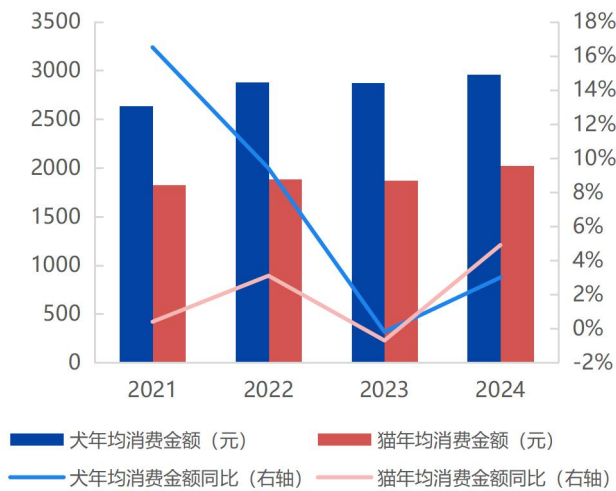
资料来源：Euromonitor，爱建证券研究所

2.1.4 单宠食品消费低于成熟市场，消费升级打开价端空间

单宠消费金额显著低于成熟市场，养宠群体高收入、高学历的画像叠加拟人化趋势，为价端持续上行提供支撑。据Euromonitor数据，2024年中国单只宠物食品年消费约178美元，美国约318美元，中国较美国低约44%。当前养宠群体以高学历、高收入的年轻人为主，宠物拟人化趋势下对喂养品质的要求随情感投入同步提升，消费意愿和消费能力共同支撑单宠消费金额上行。尽管差距显著，国内单宠消费已呈现稳步上

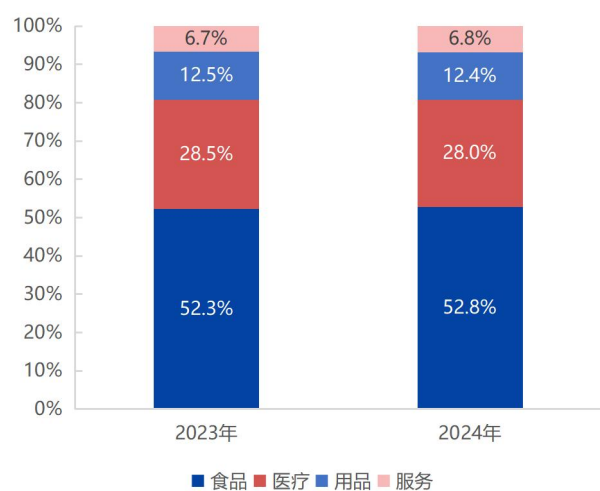
行趋势，据派读白皮书数据，2024 年犬均年消费同比增长 3.0%至 2961 元、猫均年消费同比增长 4.9%至 2020 元，均较 2023 年的短暂回落恢复正增长，其中猫均消费增速持续快于犬均，与猫品类年轻宠主占比更高、品质诉求更强的用户画像一致。从消费结构看，食品是养宠支出的绝对主体，2024 年食品消费占养宠总支出的 52.8%、同比提升 0.5 个百分点，食品内部主粮占比从 35.3%进一步提升至 35.7%、营养品从 3.4%提升至 3.6%，消费重心持续向高复购、高附加值的食品品类集中。派读白皮书预计 2027 年宠物消费市场规模达 4042 亿元，量端渗透率缺口叠加价端消费升级，行业中期扩容节奏清晰。

图表 20: 2021-2024 年犬/猫年均消费金额及同比增速



资料来源：派读《2025 年中国宠物行业白皮书》，爱建证券研究所

图表 21: 2023-2024 年宠物 (犬猫) 消费大类结构



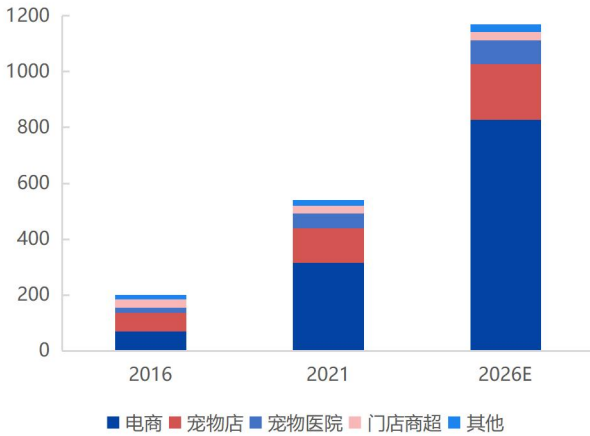
资料来源：派读《2025 年中国宠物行业白皮书》，爱建证券研究所

2.2 国货替代趋势确立，外资份额持续承压

2.2.1 电商渠道重塑竞争格局，外资先发优势弱化

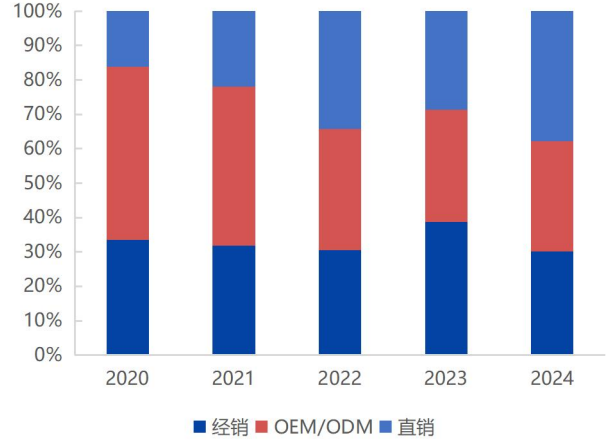
线上渠道对宠物食品零售的主导地位，从根本上改变了本土品牌与外资品牌的竞争条件。据解数咨询数据，电商渠道在宠物食品零售中的规模从 2016 年的 70.5 亿元增至 2021 年的 316.4 亿元，预计 2026 年达 826.2 亿元、占比超过 70%，2016-2026E CAGR 达 27.9%，消费决策和购买行为高度集中于抖音、天猫、京东三大平台。传统线下渠道体系中，外资品牌凭借经销网络的广度和品牌历史积淀占据先发位置，本土品牌在铺货能力和终端可见度上长期处于劣势。线上渠道的主导地位打破了这一格局，本土品牌得以通过 DTC 直销模式直接触达消费者，绕开传统经销层级，在获客效率和消费者互动频次上形成相对优势。乖宝宠物直销收入占比从 2018 年的 10%提升至 2024 年的 38%，2018-2024 年 CAGR 达 58%，渠道结构的变迁已转化为本土品牌份额扩张的实际成果。

图表 22: 按渠道中国宠物食品市场规模 (亿元)



资料来源: 解数咨询, 爱建证券研究所

图表 23: 公司按销售渠道收入结构



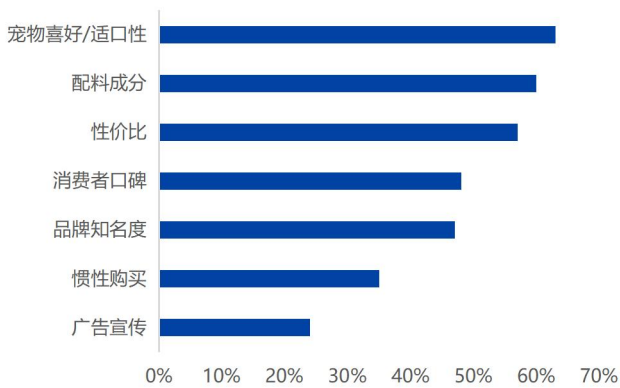
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 爱建证券研究所

渠道优势之外, 国产品牌在产品端同样率先卡位高端市场。据 Euromonitor 数据, 2025 年中国高端粮占猫犬食品消费约 35%, 而美国 57%、日本 76%, 高端化进程尚处于早期。国产品牌率先推出高鲜肉膨化粮和烘焙粮等创新品类, 凭借产品迭代速度和性价比优势在高价格带建立了消费者认知, 不仅在中低端市场实现替代, 更在高端市场主动卡位, 形成全价格带竞争态势。

2.2.2 国产份额超越外资, 性价比优势是替代核心动因

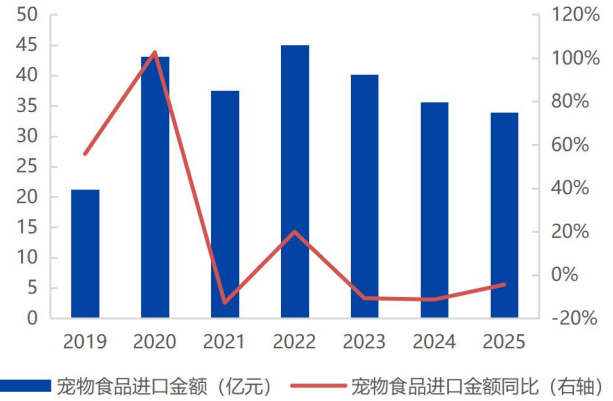
电商渠道重塑竞争环境叠加国产品牌产品力提升, 已在份额层面转化为实际结果。据 Euromonitor 数据, 2024 年中国宠物食品 Top10 企业中, 7 家国产企业合计市占率从 2022 年的 15.3% 提升至 17.4%, 呈持续扩张态势, 而 3 家外资企业合计市占率从 2022 年的 15.4% 微降至 15.3% 基本停滞, 替代趋势已呈现结构性迁移特征。乖宝宠物以 6.2% 的市占率位居本土品牌第一, 仅次于玛氏, 在国货替代的份额重塑中处于领先卡位。海关总署进出口数据从另一维度体现出上述份额变化的方向: 中国宠物食品进口额自 2022 年以来持续下滑, 同期国内宠物食品市场规模仍保持增长, 体现出消费者从进口品牌向国产品牌主动迁移。

图表 24: 宠物食品购买决策因素分布



资料来源: 解数咨询, 爱建证券研究所

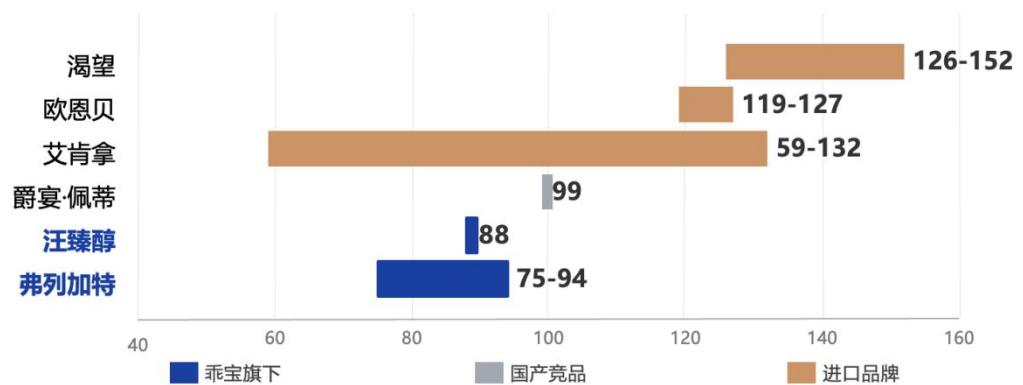
图表 25: 2019-2025 年宠物食品进口金额及同比增速



资料来源: 海关总署, 爱建证券研究所

份额反转和进口萎缩背后, 性价比是消费者从进口转向国产的核心动因。据艾瑞咨询调研数据, 宠物食品购买决策中适口性以 63% 的权重居首, 配料成分和性价比分别以 60% 和 57% 紧随其后, 均高于品牌知名度的 47%, 反映消费者在品质达标的前提下更关注价格合理性。从全价格带看, 国产品牌均具备显著的价格优势, 高端价格段国产粮定价约为进口同档位的 60-70%, 中高端价格段国产与进口价格带已高度重叠但国产品牌产品迭代速度更快, 进口品牌 20 元/斤以下低端产品的市场需求持续萎缩, 2024 年同比下降 23%、2025 年 1-11 月同比下降 24%。2025 年 1 月起零售包装宠物食品进口暂定税率从 4% 上调至 10% 进一步扩大价差, 叠加国产品牌在鲜肉膨化粮、烘焙粮等创新品类中率先卡位, 品质趋同而价格更低, 消费者从进口转向国产具备充分的性价比基础。

图表 26: 高端价格带国产及进口主粮价格对比 (元/kg)



资料来源: 天猫, 爱建证券研究所

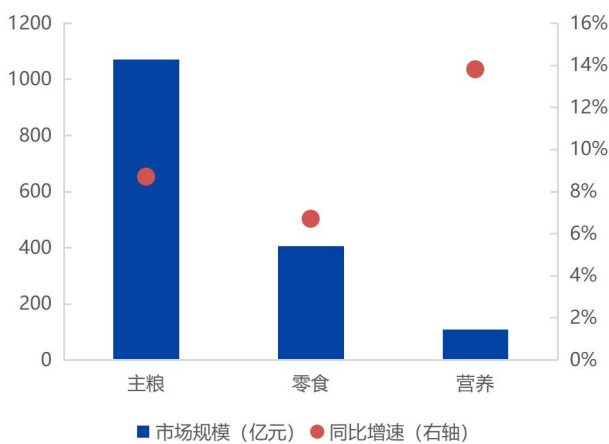
2.3 行业格局分散, 本土龙头份额提升确定性强

中国宠物食品市场竞争格局高度分散。据 Euromonitor 数据, 2024 年中国宠物食品市场 CR3 仅 21%、CR10 仅 33%, CR10 以外的长尾品牌合计占据近七成市场份额。大量中小品牌依托线上渠道较低的创设成本和获客成本, 凭借单一爆品或价格优势切入细

分品类。长尾品牌的进入门槛低，但生存门槛高，持续的研发投入和系统的供应链建设是多数中小品牌不具备的能力，消费者品质意识的持续提升正在加速淘汰缺乏产品迭代能力的参与者，份额向头部企业集中的过程仍处于早期阶段。

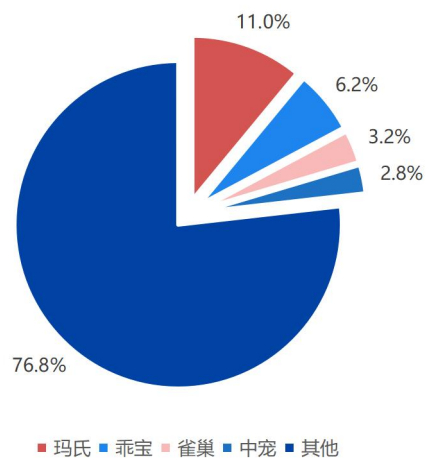
海外成熟市场的集中度水平为中国市场提供了清晰的参照。美国宠物食品市场 CR3 约 57%、英国 CR3 约 69%，中国 CR3 仅 21%，差距显著。参考海外经验，行业集中度的提升通常伴随两个条件的成熟：渠道从分散走向集中、消费者品牌偏好逐步固化。据 Euromonitor 数据，中国宠物食品线上渠道占比已达 68.3%，渠道集中的条件已经具备；与此同时，消费者对宠物食品的品牌认知和品质要求持续提升，品牌偏好固化的趋势亦在加速。两项前置条件均趋于成熟，行业从分散走向集中的方向明确。

图表 27: 2024 年中国主粮/零食/营养品市场规模及增速



资料来源：派读《2025 年中国宠物行业白皮书》，爱建证券研究所

图表 28: 2024 年中国市场主要宠物食品市占率



资料来源：Euromonitor，爱建证券研究所

在整合方向明确的前提下，主粮赛道的品类属性决定了整合最可能率先在此发生。

2024 年宠物主粮市场规模同比增长 9%至 1073 亿元，占食品消费 35.7%，规模远超零食的 404 亿元和营养品的 108 亿元。主粮作为宠物日常必需品，复购频率高、消费者对品质和安全性要求严格，一旦建立信任后转换成本较高，与零食品类“低忠诚度、高尝鲜意愿”的消费特征形成显著区别。这一品类属性意味着消费者更倾向选择具备品牌背书、研发能力和供应链保障的头部企业，消费者对主粮品牌的信任一旦建立，主粮品类的复购粘性使龙头份额持续巩固。

乖宝宠物的业务结构与行业整合方向高度吻合。据 Euromonitor 数据，2024 年公司以 6.2%的市占率位居国产宠物食品品牌第一，仅次于玛氏的 11.0%。从业务结构看，公司收入重心已切换至最利于龙头集中的主粮赛道。行业层面，猫食品消费增速达 10.7%，显著快于犬食品的 4.6%，弗列加特定位高端猫粮，精准卡位增速最快且品牌集中倾向最强的品类。本土品牌市占率第一的规模优势、主粮占比过半的品类结构、高端猫粮的品牌卡位三者叠加，使乖宝宠物成为行业从分散走向集中过程中的最直接受益者。

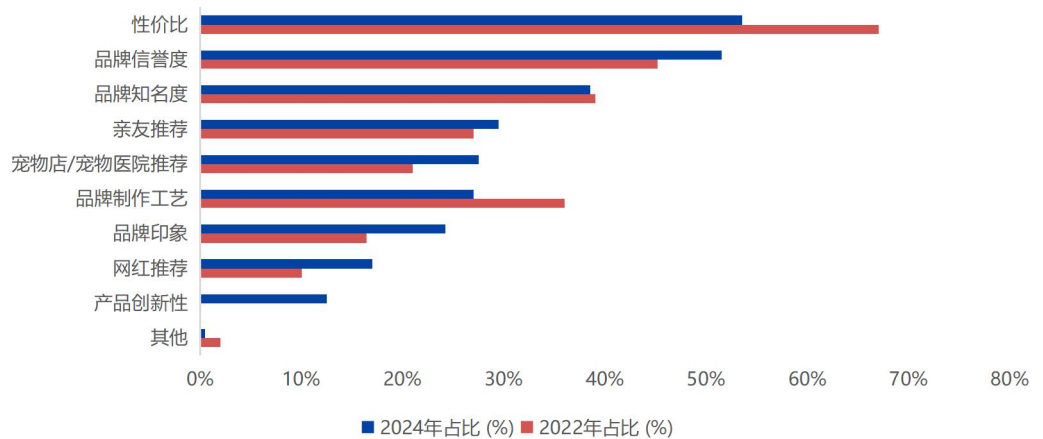
3. 营销投入驱动心智竞争，毛利率优势支撑盈利改善

3.1 品牌心智主导品类竞争，内容电商放大投入效率

3.1.1 消费者与使用者分离，品牌承担品质信号功能

宠物食品品类的竞争逻辑与一般消费品存在结构性差异，品牌在消费决策中承载的功能远超偏好标签。据艾瑞咨询调研数据，超过 53%的消费者将食品安全列为养宠过程中的首要痛点，这一比例远高于普通食品品类。宠物食品消费者与使用者分离结构导致宠主无法替宠物判断适口性与营养效果，也无法直观评估配料表中各成分的实际含量，产品品质只能通过宠物长期食用后的健康状态间接观察，信息反馈周期长且信号模糊。

图表 29：2022 年、2024 年宠主品牌选择决策因素



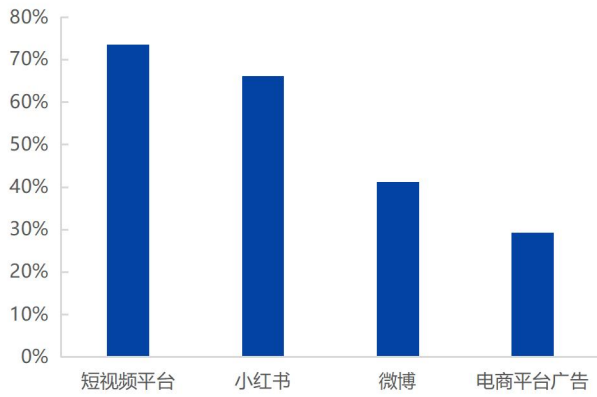
资料来源：KPMG《2025年中国宠物行业市场报告》，爱建证券研究所

在这一信息结构下，品牌实际承担了品质信号载体的角色。消费者无法直接评估产品本身，转而依赖品牌声誉作为品质的替代，品牌认知度与信任度直接决定了消费者的选择集。据 KPMG《2025年中国宠物行业市场报告》，2022 至 2024 年消费者对品牌信誉度的关注度提升了 6.3 个百分点，品牌信任在购买决策中的权重仍在上升。品牌心智占领由此成为宠物食品行业中经济价值最高的竞争场景，率先在消费者心中建立品质认知的品牌将在后续的渠道竞争和份额争夺中占据优势位置。

3.1.2 内容电商主导线上增量，心智建设效率优于货架电商

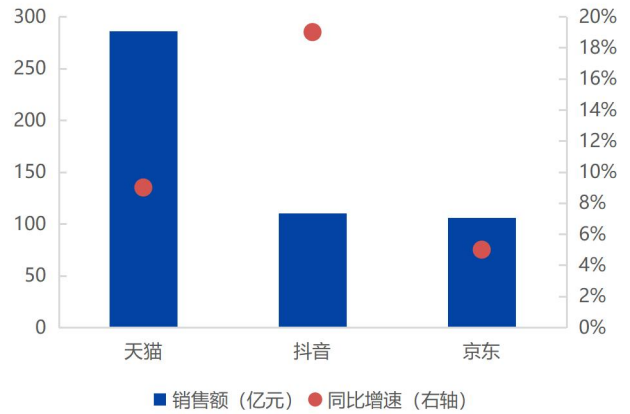
宠物食品行业的渠道重心已全面转向线上。据解数咨询数据，电商渠道 2016 至 2026 年复合增速达 27.9%，预计 2026 年线上占比超过 70%。同期线下渠道复合增速约 10.8%，不足线上的一半，线上对线下的分流趋势持续强化。消费者的信息获取与购买行为均已集中于线上，据 KPMG《2025年中国宠物行业市场报告》，超过 73%的消费者通过短视频平台获取品牌信息，线上渠道同时承担了品牌认知建设与销售转化的双重功能。

图表 30: 2024 年宠主选择最多的媒体平台占比



资料来源: 派读宠物行业大数据, 爱建证券研究所

图表 31: 2024 年天猫/抖音/京东宠物类目线上销售额及同比增速



资料来源: KPMG《2025 年中国宠物行业市场报告》, 爱建证券研究所

短视频作为日常娱乐放松的主要方式之一, 推动电商渠道增量进一步向内容电商集中。

据 KPMG《2025 年中国宠物行业市场报告》, 2024 年抖音宠物食品销售额同比增长 19%, 显著快于天猫同比增长 9%和京东同比增长 5%。刷短视频已成为日常高频娱乐习惯, 而短视频平台同时集娱乐与购物于一体, 品牌内容在消费者浏览娱乐内容的过程中自然完成曝光, 触达频次显著高于消费者主动打开货架电商搜索的频次。

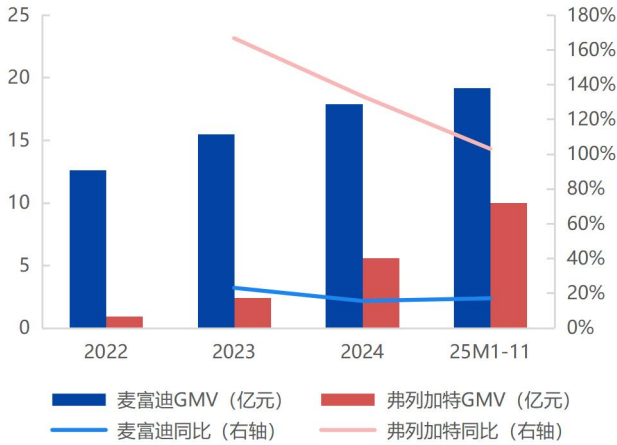
内容电商与货架电商在获客机制上的分化, 使率先完成品牌曝光的企业获得持续的心智优势。货架电商中消费者带着明确的购买意图主动搜索, 品牌通过搜索排名竞争已有需求; 内容电商中平台通过算法推送短视频和直播内容, 在消费者尚未产生购买意图时即完成品牌曝光和产品教育。内容电商的品牌触达效率和心智渗透深度均更优。宠物食品品类中品牌心智一旦建立就具备强粘性, 而内容电商恰好提供了高效的心智建设路径。两者结合意味着在内容电商渠道中率先完成大规模品牌曝光和信任建立的企业, 将获得持续且难以被替代的长期复购粘性。

3.2 费用扩张与盈利同步改善, 毛利率优势是底层支撑

3.2.1 营销投入绝对值行业首位, 线上份额差距持续扩大

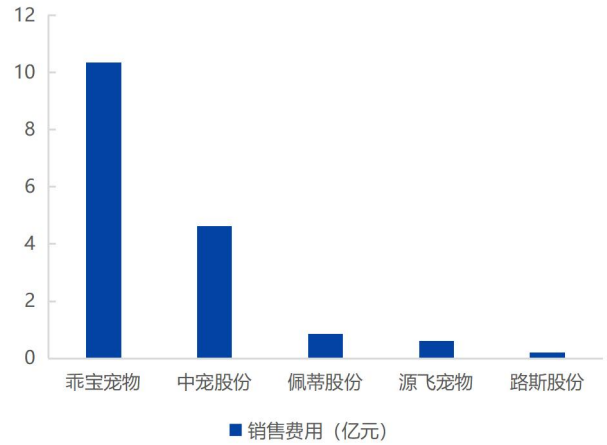
公司销售费用的绝对规模已居宠物食品同业首位。2025 年前三季度销售费用达 10.3 亿元, 同比增长 48.9%, 累计广告及促销费用规模为中宠股份的约 1.7 倍、佩蒂股份的约 10 倍。营销投入已有效转化为线上 GMV 的领先地位, 据久谦数据, 公司线上销售额从 2021 年的 7.9 亿元增长至 2025 年前 11 个月的 29.3 亿元, 同比增长 37.0%, 四年复合增速超过 40%。同期主要竞品中, 吉宠集团 2025 年前 11 个月线上 GMV 为 17.0 亿元, 吉家宠物为 13.5 亿元, 简谟为 10.3 亿元, 公司线上 GMV 已接近吉宠与吉家之和, 且差距仍在扩大。

图表 32: 2022-2025M1-11 麦富迪/弗列加特 GMV 及同比增速



资料来源: 久谦数据, 爱建证券研究所

图表 33: 2025 年前三季度部分宠物食品公司销售费用



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

公司丰富的品牌矩阵进一步放大了营销投入的转化效率。麦富迪定位中端犬猫全品类, 弗列加特定位高端猫粮, 两个品牌在价格带上形成错位, 同一笔品牌建设费用通过两个品牌分别触达中端和高端消费者, 覆盖的消费群体宽度显著大于单品牌模式。公司是天猫宠物品牌前十中唯一有两个品牌同时入围的企业, 麦富迪位列第二、弗列加特位列第三; 在抖音品牌前五中同样是唯一双品牌入围的企业, 麦富迪位列第二、弗列加特位列第四。鲜朗、蓝氏、诚实一口等竞品整体上更依赖单一主品牌, 且在细分品类或价格带上的延伸性较弱。

单品牌竞品面临结构性约束, 品牌的价格带认知一旦固化, 向上延伸难以获得消费者对定价的认可, 向下延伸会损害品牌形象。鲜朗和蓝氏均定位中高端猫粮, 难以向下覆盖平价市场。公司通过两个独立品牌绕开了价格带延伸的困境, 麦富迪和弗列加特在视觉体系、产品定位和渠道策略上形成明确区隔, 品牌之间不产生相互稀释。双品牌覆盖效率还体现在平台维度, 三大平台与双品牌交叉, 消费者在购买决策全链路的每个环节都能接触到公司旗下品牌, 这一覆盖密度是单品牌竞品难以复制的优势。

图表 34: 抖音/天猫 2023-2024 年双十一销量前五品牌

排名	抖音		天猫	
	2023	2024	2023	2024
1	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	喵梵思	喵梵思	皇家	鲜朗
3	普安特	金故	蓝氏	蓝氏
4	卫仕	卫仕	诚实一口	弗列加特
5	网易严选	弗列加特	鲜朗	诚实一口

资料来源: 飞瓜数据, 天猫, 爱建证券研究所

营销重心从品牌广告向效果营销切换, 费用投放效率持续改善。公司 2021 年起将营销重心从综艺植入等品牌广告转向以抖音自播和内容种草为主的效果营销, 自有店铺

直播已成为抖音渠道的主要销售方式，获客成本显著低于 KOL 分佣模式。抖音渠道中货架场景的销售占比高于多数竞品，表明品牌已形成消费者主动搜索的心智沉淀，营销投入在拉动当期 GMV 的同时持续积累品牌资产。费用投放效率亦在持续改善。

3.2.2 费用扩张与盈利改善同向，毛利率改善覆盖费用上升

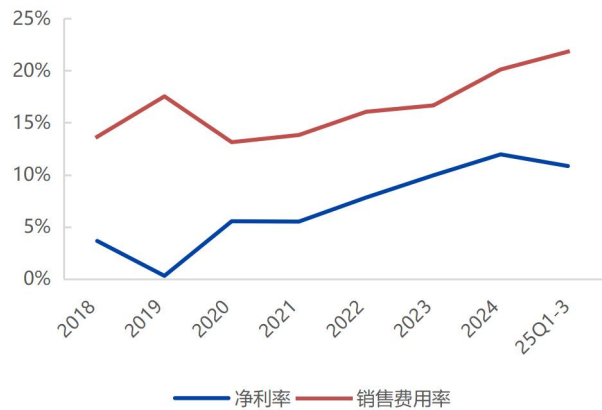
大额营销资源的持续投放并未以牺牲盈利为代价，费用扩张与盈利改善同步进行。公司归母净利润率从 2019 年的 0.3% 逐年修复至 2024 年的 11.9%，2024 年归母净利润同比增长 45.7%，利润增速快于收入增速，费用扩张与盈利改善实现了同向变化。

图表 35：公司销售费用及同比增速



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 36：公司净利率及销售费用率

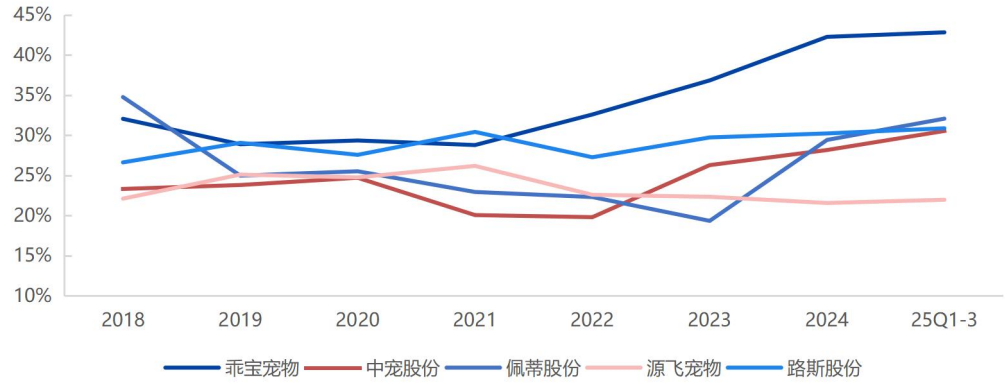


资料来源：Wind，爱建证券研究所

费用扩张与盈利改善同向变化，毛利率的改善幅度持续大于费用率的上升幅度。销售费用率上升的原因是国内自有品牌收入占比从 2018 年的 44.2% 提升至 2024 年的 67.7%，国内销售费用率比海外 OEM 更高，收入结构向国内倾斜推高了合并口径的费用率，而管理费用率和研发费用率基本稳定。同期毛利率从 28.8% 提升至 42.3%，改善幅度显著超过费用率的上升，净利率因此同步走高。

公司整体毛利率从 2021 年的 28.8% 持续改善至 2024 年的 42.3%，2025 年前三季度进一步提升至 42.8%，毛利率的领先幅度在同业对比中更为直观。公司国内业务口径毛利率达 45.6%，直销渠道毛利率超过 50%。同业中以 OEM 为主的企业毛利率普遍处于 25% 至 30% 区间，公司的毛利率领先幅度超过 12 个百分点。42.3% 的毛利率使公司在 20% 以上的销售费用率下仍保持约 12% 的净利率，同业若要复制同等营销强度，25% 至 30% 的毛利率在 20% 以上的销售费用率下将被侵蚀殆尽。毛利率决定了在心智竞争中谁能持续参战、谁将被迫退出。

图表 37：乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份/源飞宠物/路斯股份毛利率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

3.3 产品创新与品牌高端化拉升毛利率，同业追赶窗口持续收窄

3.3.1 四轮品类创新连续领跑，价格带与毛利率逐轮上台阶

公司在过去十年的四轮品类创新中均率先卡位。2015 年双拼粮、2018 年弗列加特冻干猫粮、2020 年高鲜肉膨化粮、2023 年烘焙粮，公司每一次都在行业趋势形成初期完成产品布局并抢占先发窗口。四轮连续领跑体现的是系统性的品类前瞻能力，这一能力来自于公司在代工阶段为全球客户服务时积累的产品趋势研判，使公司在行业拐点初期即能明确下一代产品的方向。同时全产业链自有产能保障了公司能够在 1 至 2 年的先发窗口期内率先完成量产放量。具体而言，公司为沃尔玛、品谱等海外客户代工近二十年，在高鲜肉、冻干、烘焙等产品形态尚未在国内市场形成趋势时，已在代工订单中完成相关工艺的开发与量产验证。全产业链自有产能则将趋势识别与新品落地的周期压缩至最短，以高鲜肉膨化粮为例，公司率先引进高温挤压设备实现 70% 鲜肉添加，行业普遍水平为 35%，从配方开发到规模量产的全链条均在自有体系内完成，无需依赖外部代工厂的产线适配与排期。

每轮品类创新的价格带和毛利率均高于上一轮，品类迭代本身就是收入结构持续上移的推动力。宠物拟人化趋势下宠主对喂养品质的要求逐轮升级，从基础营养满足到鲜肉添加比例、原料溯源、加工工艺的全面追求，每一轮产品升级都对应更高的营养标准和更复杂的生产工艺，消费者支付的溢价有真实的产品价值支撑。从旗舰店销售结构看，烘焙粮在公司猫主粮品类中的占比已超过膨化粮，产品代际切换正在进行中，公司烘焙粮渗透率亦高于蓝氏、诚实一口、网易严选等同业。据 TMIC 及凯洁分析数据，淘系猫全价烘焙粮高价格段增速显著快于中低价格段，高端消费群体对产品品质的敏感度远高于对价格的敏感度，这一消费特征与公司产品结构持续上移的方向高度吻合。

图 38: 乖宝宠物四轮品类创新时间线



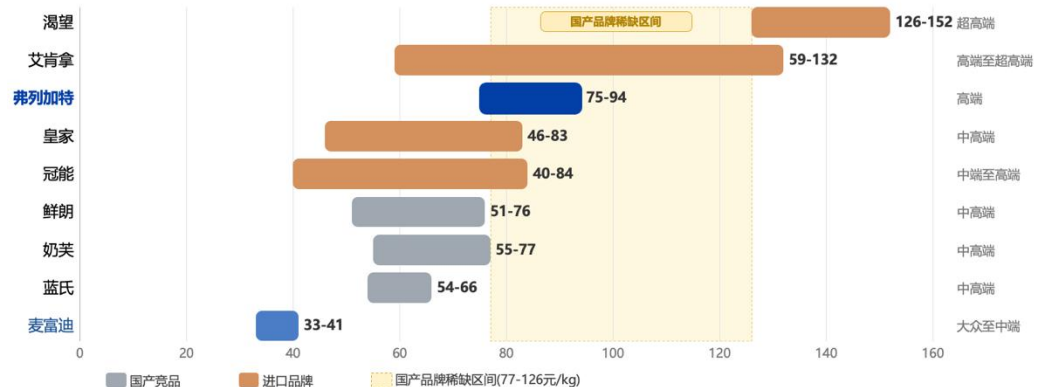
资料来源: 公司官网, 爱建证券研究所

品类结构的持续优化取决于公司在每一轮产品代际切换中能否继续率先卡位。如果公司只有一次创新领先, 那么当该品类成熟、竞品跟进后, 结构优化的动力将逐步衰竭。但烘焙粮作为第四轮创新已在放量, 旗舰店产品结构从膨化粮向烘焙粮的切换正在发生, 历史上四轮连续领跑的记录为未来的持续创新提供了可信度。当前中国高端猫粮占比约 35%, 低于全球平均的 47%, 高端化空间仍然充足, 只要公司维持先发卡位的能力, 品类结构的持续上移将继续拉动毛利率改善。

3.3.2 品牌高端化拉动品类结构上移, DTC 转型提升渠道毛利率

公司综合毛利率从 2021 年的 28.8%持续改善至 25Q1-3 的 42.8%, 累计提升 14 个百分点。品牌维度, 弗列加特等高端品牌快速放量拉高综合毛利水平; 品类维度, 四轮创新集中在主粮, 高毛利品类权重持续上升; 渠道维度, 公司主动向电商 DTC 直销转型, 缩短消费者触达链路。三条路径改善方向一致, 共同推动综合毛利率系统性提升。

图 39: 中国市场主要猫粮品牌价格带分布 (元/kg)

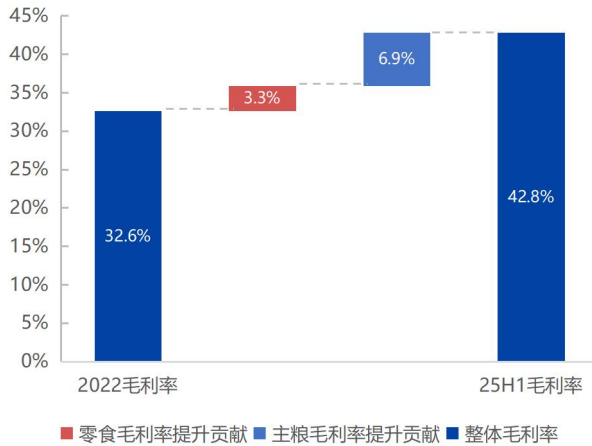


资料来源: 公司官网, 天猫, 爱建证券研究所

弗列加特精准卡位国产与进口之间的高端价格空白带, 产品力差异化支撑品牌快速放量。价格带 75 至 94 元/kg, 高于国内主要竞品鲜朗 51 至 76 元/kg、蓝氏 54 至 66 元

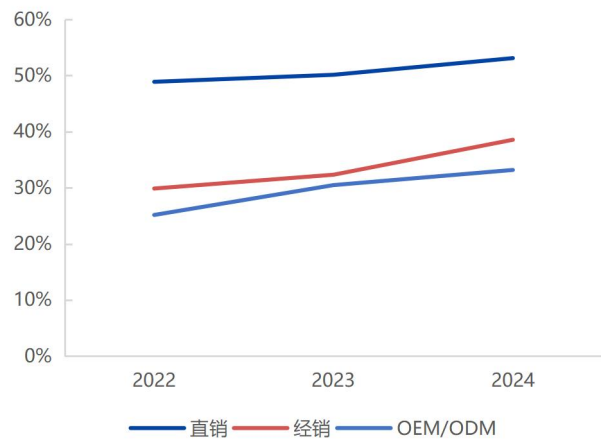
/kg，同时显著低于进口超高端品牌渴望 126 至 152 元/kg，精准切入国产高端猫粮的价格空白带。弗列加特推出时即采用 70%鲜肉添加工艺，显著高于行业普遍的 35%水平，产品力的差异化和价格带的精准卡位共同支撑品牌在高端市场快速放量。据炼丹炉数据，弗列加特在公司天猫旗舰店的销售占比从 2022 年下半年的 7%提升至 2025 年 1-8 月的 48%，高端品牌毛利率高于麦富迪中端产品线，占比的大幅提升直接拉高了自有品牌综合毛利水平。BARF 旗舰店销售占比亦从 2023 年下半年的 22%提升至 2025 年 1-8 月的 37%，多品牌高端化齐头并进。

图表 40：零食/主粮毛利率提升对公司毛利率的拉动



资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

图表 41：公司直销/经销/OEM/ODM 毛利率



资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

品类结构向高毛利主粮倾斜、渠道结构向高毛利直销倾斜，两条路径同步拉动综合毛利率改善。四轮品类创新均集中在主粮品类，主粮收入增速持续快于零食。2024 年主粮收入 26.9 亿元，同比增长 28.9%，收入占比 51.3%首次超过零食的 47.4%，25H1 主粮收入同比增长 57.0%，远快于零食的 8.3%，品类结构切换仍在加速。主粮毛利率 44.7%高于零食约 5 个百分点，高毛利品类权重的持续上升直接拉动综合毛利率改善。主粮品类内部亦在发生代际切换，每一代产品对应更复杂的生产工艺和更高的终端定价，定价提升幅度大于原材料成本增加，全产业链自有产能进一步控制了生产端成本，主粮品类自身的毛利率随代际切换逐步走高。

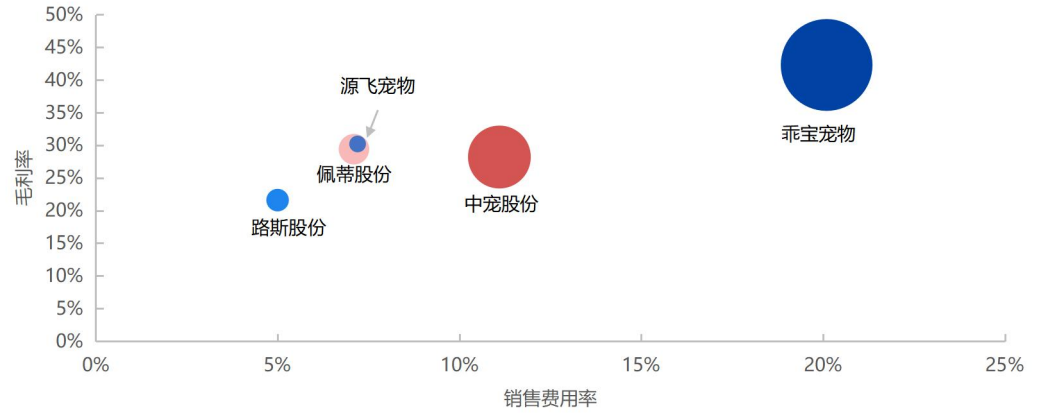
渠道维度，公司主动加大电商平台投入，同时自 2021 年起主动整合电商经销体系，压缩中小分销商比重，推动渠道结构从经销向 DTC 直销转型。直销绕开经销层级，毛利留存更多，直销毛利率保持在 50%以上，显著高于经销约 38%和 OEM 约 29%。DTC 直销占总收入比重从 2018 年的 10%提升至 2024 年的 38%，渠道结构向高毛利率的直销持续倾斜，进一步拉动综合毛利率改善。

3.3.3 毛利率优势与营销投入正循环，同业追赶窗口持续收窄

四轮产品创新和品牌品类渠道三重结构优化将公司毛利率推升至 42.3%，领跑同业。42.8%的毛利率使公司在维持 20%以上销售费用率的同时保持约 12%的净利率，具备持续高强度营销投入的财务基础。持续投入转化为全渠道 GMV 的领先地位，2020 至

2025 年历年天猫 618 及双十一麦富迪均居宠物食品品牌成交前两名，弗列加特 2024 年双十一及 2025 年 618 进入 Top5。份额扩张带来采购端规模效应，原材料集中采购的议价能力随收入体量增长持续强化，产能利用率提升摊薄单位制造成本，从供应链端进一步巩固毛利率优势。

图表 42：2024 年部分宠物食品公司毛利率及销售费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：气泡大小为 2024 年销售费用

同业受制于毛利率结构，费用投入能力的上限显著低于公司。毛利率决定费用承受力的上限，超过 12 个百分点的毛利率差距直接限制了同业的营销投入强度，费用投入的持续差距转化为心智积累速度的持续差距。品牌认知和复购习惯一旦建立即具备自我强化的特征，先发品牌的心智优势随时间推移不断加深，后来者追赶的难度逐年上升。当前阶段公司选择以高费用率快速积累消费者心智，远期心智优势积累到一定程度后亦可收缩费用率释放利润弹性。这一循环能否持续运转取决于毛利率优势能否持续存在，而四轮产品创新的持领跑和品牌品类渠道三重结构的优化共同支撑了这一优势，竞品在短期内难以复制，追赶窗口持续收窄。

4. 品类升级与份额提升双轮驱动，成长路径清晰且空间充裕

4.1 品类升级、渠道拓展、产能扩建三线并行，自有品牌高增延续

主粮品类收入高增速的可持续性由量价两端支撑。量端，行业渗透率仍处爬升期，增量集中在主粮这一新消费者的刚需入口。价端，品类内代际切换持续拉升价格中枢，当前第四轮烘焙粮仍处渗透早期，价端增长独立于行业总量扩张，两者叠加支撑主粮收入维持高增速。

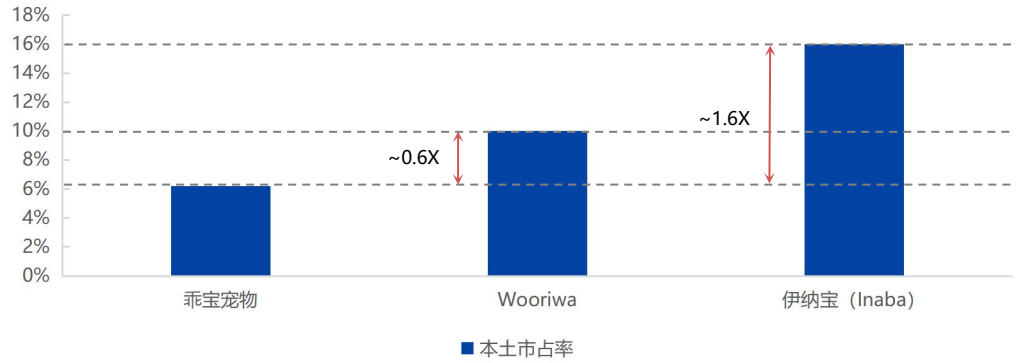
弗列加特从天猫向抖音拓展，多品牌同步放量叠加 DTC 直销渠道渗透率上行持续拓宽增长路径。弗列加特正从天猫向抖音拓展，弗列加特抖音排名已进入宠物食品前五，而抖音渗透率仍显著低于天猫，第二增长曲线正在打开。麦富迪在双平台均稳居品牌前两名，提供稳定的收入基本盘，Barf 等新品牌正处高速放量阶段，多品牌同步推进使增长路径不依赖单一品牌或单一渠道。DTC 直销占自有品牌收入的 56%，抖音渠道占比提升自然推高 DTC 渗透率，直销毛利率显著高于经销，渠道结构优化在拓宽增长纵深的同时持续改善利润质量。

8 万吨高端主粮产能集中投产，产能端同步锁定先发优势。据公司公告，2024 年国内主粮产能利用率高达 95%，现有产能已被充分消化，在建高端主粮产能约 8 万吨，其中烘焙粮 4 万吨、湿粮 3.5 万吨、主食冻干 0.5 万吨，品类结构与第四轮品类创新的放量方向一致。在建 8 万吨相对现有主粮产能约 24 万吨，产能增幅约 33%，高端品类单位产能对应的收入高于传统膨化粮，实际收入承载能力的扩张幅度大于吨数增幅，与主粮收入增长节奏匹配；4 万吨烘焙粮产能对应的正是当前正在放量的品类，公司在需求端率先完成品类卡位的同时在产能端同步锁定先发优势，竞品即使跟进品类，产能建设亦面临滞后。

4.2 对标亚洲本土龙头，中期份额提升空间充裕

公司当前 6.2% 的市占率绝对水平仍处低位，对标亚洲成熟市场本土龙头可量化提升空间。日本和韩国的宠物食品行业同样经历了从分散到集中的整合过程，本土品牌在国货替代中扮演主导角色，发展路径与中国当前阶段更具可比性。日本伊纳宝市占率 16%、韩国 Wooriwa 10%，两个市场本土龙头市占率均处于 10-16% 区间，公司当前份额对应 0.6 至 1.6 倍提升空间。

图表 43：中国/日本/韩国本土头部品牌市占率



资料来源：Euromonitor，爱建证券研究所

份额向龙头转移的路径由转换成本和长尾出清两个结构性因素共同支撑。主粮品类的消费者一旦建立品牌信任即具备较高粘性，消费者会因消费惯性持续购买同一品牌，龙头品牌每获取一个用户即锁定为长期复购基础，份额积累的难度逐年降低。长尾品牌占据近七成市场份额，其出清释放的存量份额更易被品牌认知度高、品类卡位精准的龙头吸收。公司十年以上品牌运营积累了本土最大规模的消费者信任基础，在份额集中过程中处于最有利的卡位。

4.3 泰国产能承接出口转移，关税扰动短期承压不改战略价值

海外 OEM 业务在关税冲击下短期承压，但 OEM 占比持续收缩使关税对影响逐步减弱。美国对中国宠物食品出口自 2019 年起加征 25% 关税，2025 年进一步加征，关税成本已传导至海外 OEM 业务的订单量和利润率。但公司 OEM 占总收入比重已降至约三成且仍在收缩，增长资源集中配置于自有品牌，关税冲击的影响随 OEM 占比收缩逐年减弱。

泰国产能布局为出口业务提供了关税缓冲。泰国工厂 2017 年投产，当前产能 1.98 万吨以零食为主，25H1 启动扩建，投产后产能翻倍。泰国工厂已承接对美出口订单，实现美国市场供应链从中国到泰国的完整切换，泰国对美出口适用的关税水平低于从中国直接出口。需要注意的是，泰国本身亦面临美国加征关税的潜在风险，多基地布局降低了单一产地的政策敞口，但并未完全消除关税不确定性。

关税冲击同时加速了海外业务从 OEM 代工向自有品牌出海的结构调整。据公司公告，新西兰工厂计划投资 9.5 亿元，建设 5 万吨高端宠食产能，定位天然原产地高端产品，目标市场不局限于单一国家，对关税政策的敏感度显著低于 OEM 模式。自有品牌出海具备自主定价权，利润率远高于 OEM 代工，Waggin' Train 品牌在美国市场已有一定消费者认知基础，品牌出海若顺利推进有条件在中长期打开海外市场增长空间。

5. 盈利预测及估值分析

5.1 品类结构优化驱动毛利改善，盈利能力稳步提升

公司收入方面：受益于专业宠粮渗透率持续爬升、品类内代际切换拉升价格带以及弗列加特高端品牌持续放量，主粮仍是收入增量的首要来源。预计 2025-2027 年主粮收入同比增长 42.0%/33.0%/28.0%至 38.2/50.8/65.0 亿元。零食业务预计 2025-2027 年维持 7-8%的增速，收入占比从 47.4%降至 31.9%。保健品及其他业务预计实现 15-20%的增速。综上，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 65.6/80.5/97.2 亿元，同比增长 25.1%/22.7%/20.8%。

图表 44：公司收入结构及关键假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主粮					
营业收入 (百万元)	2087.49	2690.46	3820.45	5081.20	6503.94
YoY	50.40%	28.90%	42.00%	33.00%	28.00%
毛利率	36.00%	44.70%	45.00%	45.30%	45.50%
零食					
营业收入 (百万元)	2166.14	2483.64	2657.49	2870.09	3099.70
YoY	10.80%	14.70%	7.00%	8.00%	8.00%
毛利率	37.20%	39.50%	39.80%	40.00%	40.20%
保健品及其他					
营业收入 (百万元)	73.33	70.86	81.49	97.79	117.34
YoY	33.30%	-1.60%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	51.00%	52.00%	53.00%	53.50%	54.00%
合计					
营业总收入 (百万元)	4326.96	5244.96	6559.44	8049.08	9720.99
YoY	27.30%	21.20%	25.06%	22.71%	20.77%
毛利率	36.85%	42.34%	42.99%	43.51%	43.91%

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

公司期间费用率方面：销售费用率预计从 2024 年的 20.1%提升至 2025 年的 21.5%，公司自有品牌仍处份额快速扩张期，品牌投放力度预计继续加大，2026/2027 年趋稳在 22.0%/22.2%。管理费用率维持 5.8-5.9%，研发费用率稳定在 1.5-1.6%。

图表 45：公司期间费用率假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	16.70%	20.10%	21.50%	22.00%	22.20%
管理费用率	5.80%	5.80%	5.80%	5.90%	5.90%
研发费用率	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%	1.50%

资料来源：Wind，爱建证券研究所

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.0/9.0/11.1 亿元，同比增长

12.3%/28.4%/23.7%。随着毛利率结构性改善逐步传导至利润端，盈利能力稳步提升。

5.2 可比估值显示龙头溢价合理，维持“买入”评级

公司以 6.2% 的市占率位居国产宠物食品品牌第一，是唯一同时具备全产业链制造能力和成熟品牌运营体系的宠物食品企业，预计公司 2025/2026/2027 年 EPS 1.8/2.3/2.8 元，对应 PE 分别为 30.5X/23.7X/19.2X。选取中宠股份、佩蒂股份、路斯股份作为可比公司，均以宠物食品为主业，业务涵盖 OEM 代工和自有品牌。行业持续扩容，公司市占率在本土品牌中排名第一，在所有品牌中排名第二，相较可比公司，公司自有品牌收入占比达 68%、占比最高，收入增速最快，盈利能力改善最为显著，业务结构和市场地位与以 OEM 为主的可比公司存在较大差异，成长性高，理应享受一定的估值溢价，维持“买入”评级。

图表 46：可比公司估值比较

股票代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002891.SZ	中宠股份	42.0	134.7	1.3	1.5	1.9	2.4	31.3	29.2	22.8	18.3
300673.SZ	佩蒂股份	16.3	40.0	0.7	0.6	0.8	1.0	22.3	25.8	19.8	16.3
920419.BJ	路斯股份	13.9	14.5	0.8	0.6	0.8	0.9	18.3	23.1	17.6	15.3
均值				0.9	0.9	1.2	1.4	24.0	26.0	20.1	16.6
301498.SZ	乖宝宠物	53.1	213.9	1.6	1.8	2.3	2.8	34.2	30.5	23.7	19.2

资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：EPS 取 Wind 一致预期，数据截至 2026 年 4 月 16 日

6. 风险提示

- 1) **行业增长不及预期**: 若国内养宠渗透率提升放缓或消费降级趋势蔓延, 宠物食品行业整体规模增长将受限, 公司收入增速可能低于预期。
- 2) **行业竞争加剧**: 若更多品牌加大宠物主粮赛道投入, 价格竞争和营销竞争可能压缩行业利润空间, 公司市占率提升节奏和毛利率改善幅度可能不及预期。
- 3) **销售费用率超预期上行**: 若头部品牌间卡位竞争持续白热化, 自有品牌获客成本居高不下, 销售费用率中枢可能高于模型假设的 22%, 直接压缩归母净利率和利润增速。
- 4) **原材料价格波动**: 公司主要原材料为鲜肉、谷物等农产品, 若原材料价格出现大幅上涨, 而产品提价节奏滞后于成本上行, 综合毛利率改善趋势可能受到阶段性扰动。
- 5) **海外关税政策不确定性**: 公司境外收入占比约 32%, 以出口美国为主。若中美贸易摩擦进一步升级或美国对泰国商品加征关税, OEM 业务的订单量和毛利率可能承受额外压力。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,009	695	1,170	1,494	2,089	净利润	430	627	704	904	1,119
应收款项	278	400	462	677	749	折旧摊销	100	105	125	135	138
存货	657	780	881	1,095	1,383	营运资本变动	222	463	366	653	696
流动资产	2,095	2,016	2,674	3,452	4,444	经营活动现金流	617	720	813	754	1,101
固定资产	916	1,077	1,218	1,283	1,300	资本开支	197	680	150	120	100
在建工程	34	314	209	140	93	投资变动	0	-1	1	0	0
无形资产	131	163	152	142	132	投资活动现金流	-1,075	-969	-159	-130	-110
非流动资产	2,049	2,993	3,010	2,990	2,947	银行借款	0	110	97	71	53
资产合计	4,143	5,010	5,684	6,441	7,391	筹资活动现金流	1,282	-96	-199	-324	-434
短期借款	0	110	97	71	53	现金净增加额	822	-344	475	324	595
应付款项	184	267	356	415	534	期初现金	198	1,009	695	1,170	1,494
流动负债	357	695	865	1,038	1,319	期末现金	1,009	695	1,170	1,494	2,089
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	116	163	163	163	163						
负债合计	473	858	1,028	1,202	1,483						
股本	400	400	400	400	400						
资本公积	2,106	2,115	2,115	2,115	2,115						
留存收益	1,151	1,608	2,110	2,690	3,354						
归母股东权益	3,665	4,144	4,645	5,226	5,890						
少数股东权益	5	7	10	14	18						
负债和权益总计	4,143	5,010	5,684	6,441	7,391						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,327	5,245	6,559	8,049	9,720
营业成本	2,733	3,028	3,739	4,547	5,452
税金及附加	20	21	35	33	36
销售费用	721	1,055	1,430	1,771	2,158
管理费用	250	307	387	479	578
研发费用	73	85	105	125	148
财务费用	-13	-35	-33	-46	-71
资产减值损失	-12	-8	-9	-10	-11
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	2	26	1	1	2
营业利润	526	810	925	1,182	1,460
营业外收支	-1	1	3	4	5
利润总额	525	811	927	1,186	1,465
所得税	95	184	223	282	347
净利润	430	627	704	904	1,119
少数股东损益	1	3	3	4	4
归母净利润	429	625	702	901	1,114
EBITDA	627	917	1,076	1,352	1,643

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	27.4%	21.2%	25.1%	22.7%	20.8%
营业利润增速	65.0%	54.0%	14.1%	27.8%	23.5%
归母净利润增速	60.7%	45.7%	12.3%	28.4%	23.7%
盈利能力指标					
毛利率	36.8%	42.3%	43.0%	43.5%	43.9%
净利率	9.9%	12.0%	10.7%	11.2%	11.5%
ROE	11.7%	15.1%	15.1%	17.3%	18.9%
ROIC	11.6%	14.5%	14.6%	16.8%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	11.4%	17.1%	18.1%	18.7%	20.1%
净负债比率	0.13	0.21	0.22	0.23	0.25
流动比率	5.86	2.90	3.09	3.33	3.37
速动比率	3.67	1.63	1.94	2.14	2.20
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.05	1.15	1.25	1.32
应收账款周转率	15.58	13.11	14.19	11.88	12.99
存货周转率	6.58	6.72	7.44	7.35	7.03
每股指标					
每股收益	1.07	1.56	1.75	2.25	2.79
每股经营性现金流	1.54	1.80	2.03	1.88	2.75
每股净资产	9.17	10.38	11.64	13.10	14.77
估值比率					
市盈率	49.83	34.21	30.46	23.73	19.18
市销率	4.94	4.07	3.26	2.66	2.20
市净率	5.82	5.15	4.59	4.08	3.62
EV/EBIT	39.57	26.53	22.32	17.32	13.80
EV/EBITDA	33.24	23.49	19.73	15.59	12.64

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。