

银发经济专题-宠物食品行业

情绪消费兴起，国牌后发崛起，看好本土龙头发展

优于大市

核心观点

银发、单身经济兴起，情绪消费推动宠食行业扩容。一方面，受前期新生儿人口减少影响，国内老龄化趋势未来预计仍将加速；另一方面，国内单身化、少子化趋势近年同样明显，未来均将催生陪伴和情感寄托需求。宠物猫狗作为提供情绪价值的重要伙伴，数量维持扩张趋势，进而带动宠物经济兴起。相比欧美成熟市场，国内养宠渗透率和单宠消费水平仍有较大提升空间，其中宠食市场容量预计仍有较大增长潜力。

海外复盘：先驱品牌壁垒坚固，后发品牌差异竞争。（1）**美国经验：**商业化初期玛氏等先驱品牌在供应链布局、品牌知名度、渠道积累等方面具备明显先发优势。但由于宠食赛道底层需求高度细分，随着市场成熟以及用户消费认知提升，差异化需求被催生。此时新进品牌开始尝试以差异化产品参与竞争。龙头壁垒则体现为基于强研发积淀持续赋能或拓展自有产品线，以及基于供应链和资金优势不断整合外部优质品牌，最终得以实现站位保持。（2）**日本经验：**与中国市场情况相似，进口宠食品牌先入为主，初期在产品力和品牌力方面断档领先，但本土品牌凭借政策倾斜、供应链以及渠道适应方面的优势，仍可绕道性价比产品，错位抢占大众消费者心智，并在基本客群做稳后强化细分领域和高端矩阵拓展，最终实现与进口品牌同台竞争。

国内展望：国牌后发崛起，产品迭代、线上红利有望孕育本土龙头。国内市场早期由先入为主的玛氏、雀巢等外资大牌主导。但2010年后国牌借势电商红利，主推性价比产品，实现后发崛起。参考化妆品行业发展经验，线上渠道主导增量虽使得国内宠食行业格局短期恶化，但我们认为龙头公司依靠在产能或研发方面的先发积累，依旧可以凭借精准的渠道红利把握和领先的产品迭代能力实现一番作为。（1）**品牌方面，**头部品牌基于线上渠道的格局整合仍在继续，麦富迪等头部国牌在线上平台站稳手脚，市占率持续提升；（2）**产品方面，**本土公司以大众产品起家，爆款策略驱动基本盘收入稳增；同时正顺应需求升级，积极拓展高端矩阵，有望持续挑战外资品牌份额，驱动量利齐增；（3）**渠道方面，**电商红利下半场开启，规模领先的优质国牌将自带流量，带动平台买量成本下降，并尝试以“经销转直营”的方式收割品牌流量积累。过程中头部品牌的渠道运营侧规模优势将逐渐显现，而尾部品牌受制买量成本难以为继，最终头部品牌预计实现盈利和份额的双提升。

风险提示：1、食品安全风险；2、新品推广不及预期风险；3、原材料价格上涨风险；4、贸易冲突风险；5、汇率波动风险；6、估值波动风险。

投资建议：聚焦布局领先的头部优质企业。核心推荐海外代工业务扎实，自主品牌业务身位领先的头部优质企业：乖宝宠物、中宠股份。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
301498	乖宝宠物	优于大市	91.30	36,524	1.45	1.84	63	50
002891	中宠股份	优于大市	41.67	12,256	1.04	1.18	40	35
300673	佩蒂股份	无评级	16.85	4,193	0.77	0.92	22	18
832419	路斯股份	无评级	17.48	1,806	0.79	0.99	22	18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（注：佩蒂股份、路斯股份盈利预测参考Wind一致预测）

行业研究·行业专题

农林牧渔

优于大市·维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海洋经济专题：深耕蔚蓝，海洋渔业迎来转型升级机遇》——2025-03-25
- 《农产品研究跟踪系列报告（153）-生猪价格环比企稳，白糖价格环比修复》——2025-03-24
- 《肉牛养殖行业点评-牛肉价格淡季不淡，看好2025年牛周期反转上行》——2025-03-17
- 《农产品研究跟踪系列报告（152）-白鸡价格环比修复，橡胶短期价格调整》——2025-03-16
- 《美国农业部（USDA）月度供需报告数据分析专题-全球大豆压榨量环比调增，中国玉米进口预估进一步下修》——2025-03-16

内容目录

银发、单身经济兴起，情绪消费推动行业扩容	6
国内老龄、单身、少子化趋势明显	6
国内情绪消费兴起，宠物经济快速发展	7
参考海外成熟市场，宠物食品市场仍具较大扩容潜力	8
海外宠食行业复盘：先驱品牌壁垒坚固，后发品牌差异竞争	12
总览：海外宠食市场格局集中，本土品牌占据重要份额	12
美国复盘：龙头基于研发背书、多品牌布局强化市场站位	13
日本复盘：海外品牌先入为主，本土品牌弯道超车	16
国内宠食行业展望：国牌后发崛起，产品迭代、线上红利有望孕育本土龙头	19
现状：借势电商红利，聚焦性价比产品，国牌后发崛起	19
对比：参考化妆品，拥抱电商红利、聚焦大单品是龙头成功关键	21
展望：产品升级叠加渠道整合，本土龙头企业仍大有可为	23
投资建议：聚焦布局领先的头部优质企业	29
业绩：上市公司自有品牌收入增长迅速，有望逐步贡献业绩增量	29
估值：参考化妆品，线上大单品扩张阶段可以支撑高估值	29
投资建议：聚焦布局领先的头部优质企业	30
风险提示	31

图表目录

图 1: 国内 60 岁以上人口占比已超过 20%	6
图 2: 50-59 岁是目前国内人数占比最高的年龄段	6
图 3: 国内抚养比近年持续攀升	6
图 4: 国内结婚登记数呈下滑趋势, 结婚年龄呈上升趋势	7
图 5: 国内少子化趋势明显, 出生率持续下滑	7
图 6: 国内家庭规模正持续缩小	7
图 7: 宠物正成为家庭新角色, 为宠物主提供重要情绪价值	8
图 8: 国内消费者的养宠决策主要由情感动机驱动	8
图 9: 2010 年以来, 国内宠物猫狗数量扩张明显	8
图 10: 国内宠物产品零售端市场规模持续扩张 (亿元)	8
图 11: 中国宠物食品市场规模 2010 年来快速增长	9
图 12: 国内宠物猫狗数量增速近年趋缓	9
图 13: 国内宠物猫狗单宠食品消费金额增长近年有所放缓	9
图 14: 美国宠物食品市场 2010 年以来维持韧性增长	9
图 15: 英国宠物食品市场 2010 年以来维持韧性增长	9
图 16: 国内宠物猫食品市场规模未来预计仍有翻倍潜力 (元/只, %, 亿元)	10
图 17: 国内宠物狗食品市场规模未来预计仍有翻倍潜力 (元/只, %, 亿元)	11
图 18: 全球宠物食品公司 CR5 在 50% 以上	12
图 19: 全球成熟宠物食品市场的品牌 CR5 在 20% 以上	12
图 20: 日本本土宠物食品公司的市占率仍在持续提升	12
图 21: 美国目前宠物猫狗数量合计约为 1.8 亿只	13
图 22: 美国宠物食品市场规模 2024 年已达 619 亿美元	13
图 23: 美国宠物食品公司市占率情况 (%)	13
图 24: 美国宠物食品品牌市占率情况 (&)	13
图 25: 美国是全球现代宠物食品行业的重要发源地	14
图 26: 玛氏宠物业务发展历程	15
图 27: 基于研发背书、多品牌布局强化细分赛道布局是玛氏站稳市场的关键	15
图 28: 美国猫干粮价格带分布情况	15
图 29: 美国狗干粮价格带分布情况	15
图 30: 日本目前宠物猫狗数量合计约为 1600 万只	16
图 31: 日本宠物食品市场规模 2024 年已超 6000 亿日元	16
图 32: 日本宠物食品公司市占率情况 (%)	16
图 33: 日本宠物食品品牌市占率情况 (&)	16
图 34: 日本猫干粮价格带分布情况	17
图 35: 日本狗干粮价格带分布情况	17
图 36: 日本猫干粮市场不同价格带头部公司市占率情况 (%)	17
图 37: 日本狗干粮市场不同价格带头部公司市占率情况 (%)	17

图 38: 尤妮佳宠物业务发展历程	18
图 39: 尤妮佳在宠物领域建立了多品牌矩阵	18
图 40: 国内宠物食品市场的发展大致分为四个阶段	19
图 41: 国内宠物食品市场增速近年有所放缓	19
图 42: 2020 年以来, 本土公司正在大量涌入宠物市场	19
图 43: 国内宠物食品市场的发展大致分为四个阶段	20
图 44: 当前国内宠物食品市场竞争激烈, 集中度较低	20
图 45: 电商目前已成为国内宠物食品销售核心渠道 (%)	20
图 46: 国内化妆品产业一览	21
图 47: 国内化妆品市场规模 2024 年已接近 5800 亿元	21
图 48: 电商已成为国内中国化妆品最大的销售渠道	21
图 49: 国内化妆品市场品牌端格局较为分散 (%)	22
图 50: 国内 TOP10 化妆品公司中, 珀莱雅市占率持续提升 (%)	22
图 51: 珀莱雅近年收入的核心增长驱动来自线上	22
图 52: 大单品策略驱动珀莱雅主业领先于行业实现量利齐增	22
图 53: 拥抱电商渠道, 聚焦大单品策略是珀莱雅成功的关键	23
图 54: 内资品牌目前主要聚焦中低价格带产品	25
图 55: 国内猫粮市场中高端产品产品逐年提升	26
图 56: 国内狗粮市场中高端产品产品逐年提升	26
图 57: 国内高端猫粮市场目前仍被海外公司主导	26
图 58: 国内高端狗粮市场目前仍被海外公司主导	26
图 59: 乖宝宠物把握电商红利, 贯彻“多品牌+大单品”战略	26
图 60: 中国宠物食品线上销售额增速近年趋于放缓	27
图 61: 中国化妆品线上销售额增速近年同样趋于放缓	27
图 62: 乖宝宠物线上直销收入增长迅速	28
图 63: 乖宝宠物营销费用投放水平较高	28
图 64: 上市公司国内收入快速增长	29
图 65: 上市公司境内收入占比持续提升	29
图 66: 上市公司主粮收入快速增长	29
图 67: 上市公司主粮收入占比持续提升	29
图 68: 乖宝宠物最新 PE (TTM) 为 62x	30
图 69: 中宠股份最新 PE (TTM) 为 36x	30
图 70: 珀莱雅 PE (TTM) 在线上业务快速扩张阶段曾突破至 100x 以上	30

表1：我国宠物猫饲养渗透率和单宠消费明显低于欧美成熟市场	10
表2：我国宠物狗饲养渗透率和单宠消费明显低于欧美成熟市场	11
表3：中国宠物食品行业格局一览（按公司）	24
表4：中国宠物食品行业格局一览（按品牌）	24
表5：国内头部品牌基于线上渠道的格局整合仍在继续	24

银发、单身经济兴起，情绪消费推动行业扩容

国内老龄、单身、少子化趋势明显

◆ 国内老龄化趋势未来 10 年预计仍将加速

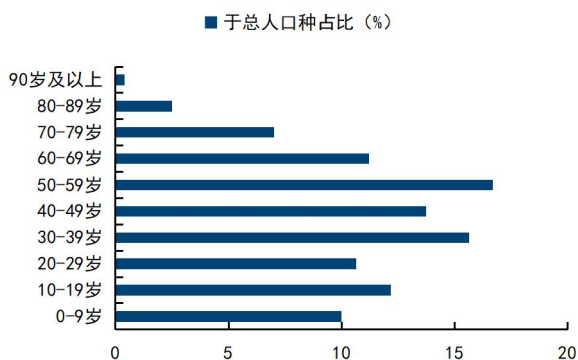
受前期新生人口减少影响，国内老龄化趋势近年加速。截至 2023 年，国内 60 岁以上人口于总人口中的占比已突破 20%。考虑到目前国内 50-59 岁人口占比接近 17%，是目前国内人口数量占比最大的年龄段，国内 60 岁以上人口占比未来 10 年预计仍将保持增长趋势。在老龄化加速趋势中，国内老年人抚养比近年呈现加速攀升趋势，相应的抚养与陪伴需求正在为国内银发经济兴起提升基础。

图1: 国内 60 岁以上人口占比已超过 20%



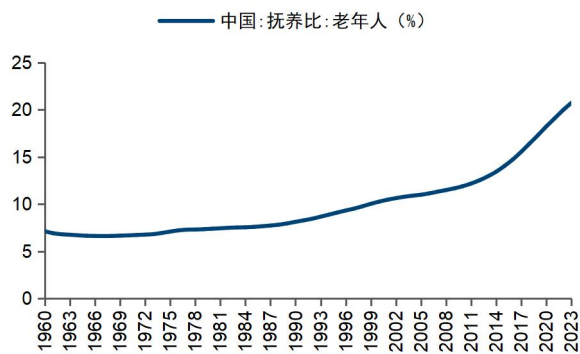
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图2: 50-59 岁是目前国内人数占比最高的年龄段



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图3: 国内抚养比近年持续攀升



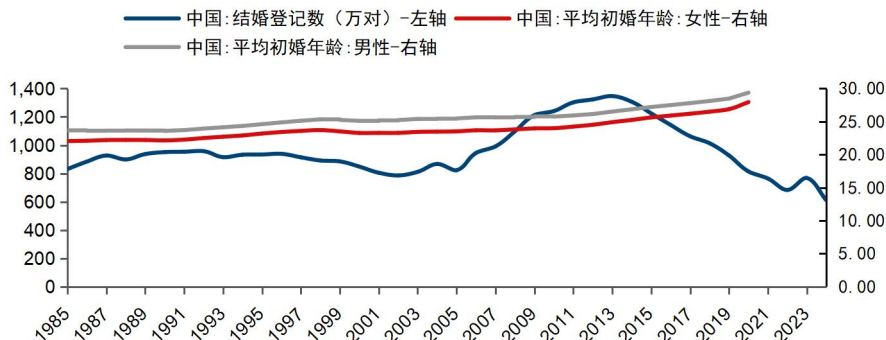
资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内单身化、少子化趋势明显。

据国家统计局统计，2024 年国内婚姻登记数为 610.60 万对，较 2023 年下滑 20.52%，其中国内男性和女性的平均初婚年龄呈增长趋势，婚姻登记数近年则呈持续下滑趋势。除少婚晚婚外，目前国内家庭也呈现出少子化趋势，2024 年国内

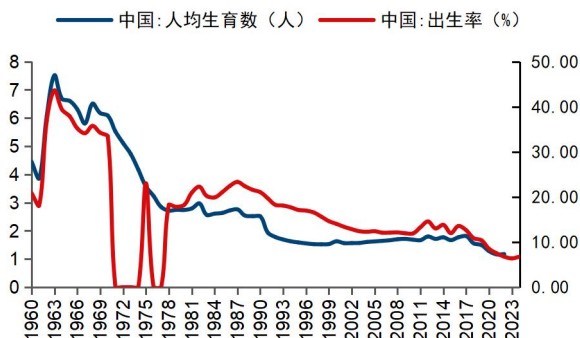
出生率为 6.77%，较 2023 年小幅回升，但整体仍呈下滑趋势。单身化、少子化趋势下，国内家庭结构正在发生变化，户均规模持续缩小，同样也在为基于寄托陪伴诉求的情绪消费兴起提供基础。

图4: 国内结婚登记数呈下滑趋势，结婚年龄呈上升趋势



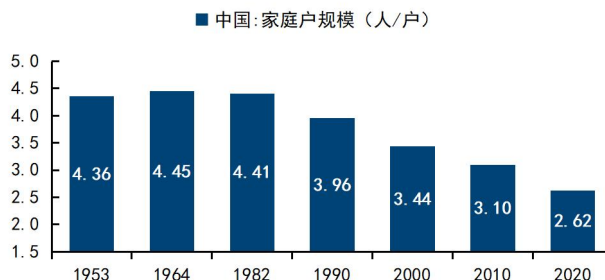
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图5: 国内少子化趋势明显，出生率持续下滑



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图6: 国内家庭规模正持续缩小



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

国内情绪消费兴起，宠物经济快速发展

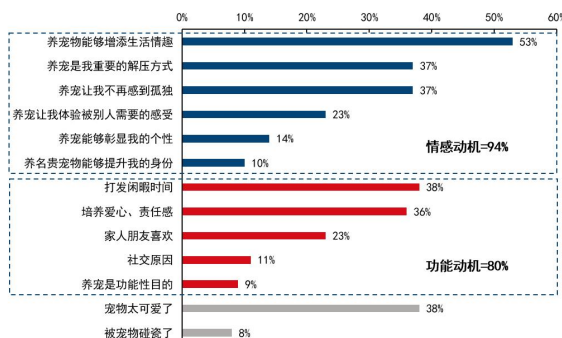
自 2010 年以来，受国内人均收入水平以及老龄单身少子化趋势等因素推动，宠物猫狗正从传统的看家护院角色转变为提供情绪价值的重要伙伴。参考欧睿统计口径，截至 2024 年猫/狗饲养数量分别已达 1.03/0.84 亿只，2014-2024 年 CAGR 分别为 14.17%/3.33%。而在宠物角色转变过程中，基于便利、健康等诉求，现代养宠方式及理念快速兴起，宠物经济随之快速发展。参考欧睿统计口径，截至 2024 年国内宠物产品市场规模已接近千亿元，其中宠物食品市场规模为 532.52 亿元，2014-2024 年 CAGR 高达 21.01%。

图7：宠物正成为家庭新角色，为宠物主提供重要情绪价值



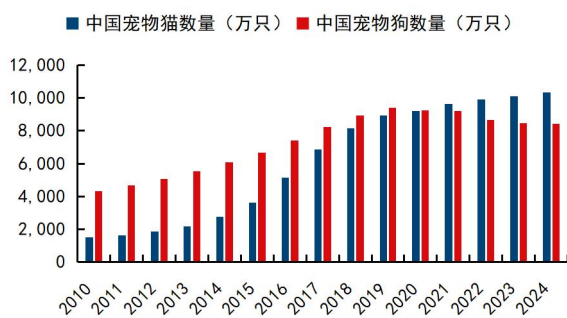
资料来源：瑞咨询，《2024年中国宠物行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

图8：国内消费者的养宠决策主要由情感动机驱动



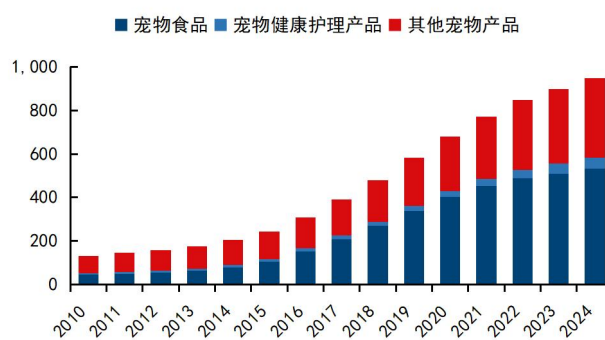
资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

图9：2010年以来，国内宠物猫狗数量扩张明显



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图10：国内宠物产品零售端市场规模持续扩张（亿元）



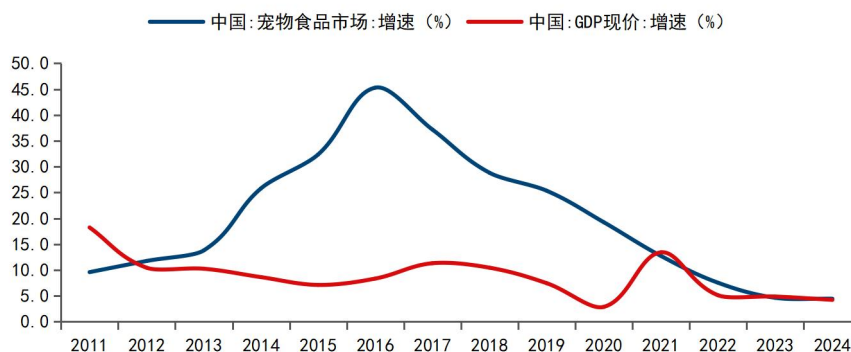
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

参考海外成熟市场，宠物食品市场仍具较大扩容潜力

◆ 宠物食品消费刚性强，即使在经济下行时也具备增长韧性。

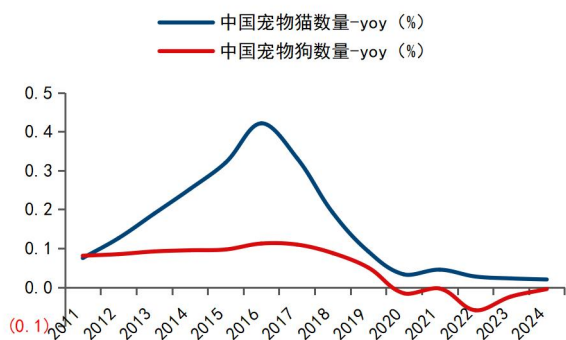
参考欧美成熟宠物市场，宠物作为重要家庭角色之一，即使短期出现经济和收入下行压力，宠物主也不会削减食品开支，宠物食品市场规模在过去十年呈现韧性增长特征。国内宠物食品市场规模增速近年持续放缓，但相较GDP增速仍具备韧性，后续随宠物数量及单宠消费增长，仍有望保持扩张。

图11: 中国宠物食品市场规模 2010 年来快速增长



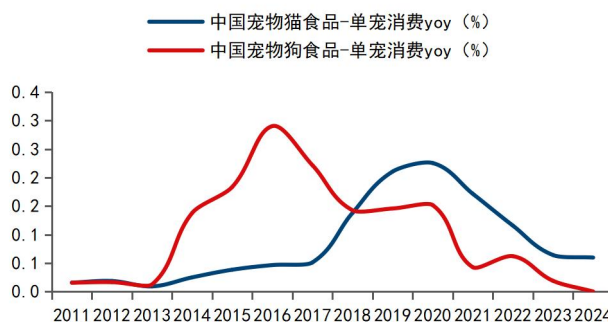
资料来源: 欧睿, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图12: 国内宠物猫狗数量增速近年趋缓



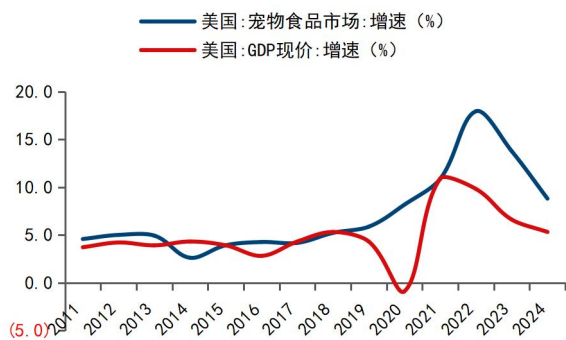
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图13: 国内宠物猫狗单宠食品消费金额增长近年有所放缓



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图14: 美国宠物食品市场 2010 年以来维持韧性增长



资料来源: 欧睿, 美国经济分析局, 国信证券经济研究所整理

图15: 英国宠物食品市场 2010 年以来维持韧性增长



资料来源: 欧睿, 英国统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 宠物猫食品：国内市场规模未来有望扩容至约 1400 亿元。

国内宠物猫市场发展时间较短，2024 年国内宠物猫饲养渗透率仅为 15%，明显低于欧美成熟市场。单宠消费方面，2024 年中国人均可支配收入为 4.13 万元（按当年平均汇率计算，约为 5728 美元），而美国、英国近年的人均可支配收入分别约为 6 万美元、3 万美元，这导致我国单宠消费金额目前远不及美英平均水平。

表1: 我国宠物猫饲养渗透率和单宠消费明显低于欧美成熟市场

	美国	英国	中国
量			
宠物猫数量（万只）	9220.75	1017.13	10323.19
拥有宠物猫的户数（万户）	5133.36	612.66	8609.71
宠物猫渗透率（%）	38.40	21.20	15.30
价			
单只消费金额（元/只）	1445.28	1890.86	305.79
主粮	1280.24	1648.67	288.82
零食及其他	165.03	242.19	16.97
宠物猫食品市场规模（亿元）	1332.65	192.32	315.67
主粮	1180.48	167.69	298.15
零食及其他	152.17	24.63	17.52

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

数量方面，美英平均养猫渗透率约为 30%，考虑到国内老龄少子单身趋势对养宠数量的带动，保守预计国内养猫渗透率未来增加至 25% 左右；单宠消费方面，假设未来中国人均可支配收入规模达到发达国家水平，保守估计中国单宠消费金额为美英平均水平的 0.5x，即对应单宠消费金额约为 830 元（主粮 730 元，零食 100 元）。最终基于上述测算假设，我们预计国内宠物猫食品市场规模未来有望扩容至约 1400 亿元（其中宠物猫主粮市场规模约为 1200 亿元）。

图16: 国内宠物猫食品市场规模未来预计仍有翻倍潜力（元/只，%，亿元）

单只消费 渗透率	680	730	780	830	880	930	980
22	1009.38	1083.60	1157.82	1232.04	1306.25	1380.47	1454.69
23	1055.26	1132.85	1210.44	1288.04	1365.63	1443.22	1520.82
24	1101.14	1182.11	1263.07	1344.04	1425.01	1505.97	1586.94
25	1147.02	1231.36	1315.70	1400.04	1484.38	1568.72	1653.06
26	1192.90	1280.62	1368.33	1456.04	1543.76	1631.47	1719.18
27	1238.78	1329.87	1420.96	1512.04	1603.13	1694.22	1785.30
28	1284.66	1379.12	1473.58	1568.05	1662.51	1756.97	1851.43

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

◆ 宠物狗食品：国内市场规模未来有望扩容至约 550 亿元

国内宠物狗渗透率及单宠消费同样仍处于较低水平。2024 年国内宠物狗饲养渗透率仅为 16.50%，单宠消费仅为 35.54 美元，不足美英平均水平的 1/10，均处于较低水平。

表2: 我国宠物狗饲养渗透率和单宠消费明显低于欧美成熟市场

	美国	英国	中国
量			
宠物狗数量（万只）	8892.02	1145.77	8425.10
拥有宠物狗的户数（千户）	5909.08	825.48	9307.03
宠物狗渗透率（%）	44.20	28.60	16.50
价			
单只消费金额（元/只）	3414.73	1988.04	256.27
主粮	2613.96	1298.57	224.10
零食及其他	800.77	689.47	32.17
宠物狗食品市场规模（亿元）	3036.38	227.78	215.91
主粮	2324.34	148.79	188.81
零食及其他	712.05	79.00	27.10

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

数量方面，美英平均养狗渗透率高达 36%，但考虑到国内人均居住面积低于欧美国家，宠物狗数量未来增长潜力预计明显小于宠物猫，故保守预计国内养狗渗透率为 20% 左右；单宠消费方面，同样受限于人均居住面积，国内小型犬饲养占比明显高于欧美国家，因此保守估计中国单宠消费金额为美英平均水平的 0.20x，即大约 540 元/只（主粮 390 元，零食 150 元）。最终基于上述测算假设，我们预计国内宠物狗食品市场规模未来有望扩容至约 550 亿元。

综合来看，未来随国内养宠数量增加、单宠消费提升，宠物猫狗食品市场规模有望扩容之 2000 亿元左右，较 2024 年市场规模仍较大潜力。

图17: 国内宠物狗食品市场规模未来预计仍有翻倍潜力（元/只，%，亿元）

单只消费渗透率	390	440	490	540	590	740	790
17	338.54	381.94	425.34	468.74	512.14	642.35	685.75
18	358.45	404.40	450.36	496.31	542.27	680.14	726.09
19	378.36	426.87	475.38	523.89	572.40	717.92	766.43
20	398.28	449.34	500.40	551.46	602.52	755.71	806.77
21	418.19	471.81	525.42	579.03	632.65	793.49	847.11
22	438.11	494.27	550.44	606.61	662.77	831.28	887.44
23	458.02	516.74	575.46	634.18	692.90	869.06	927.78

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

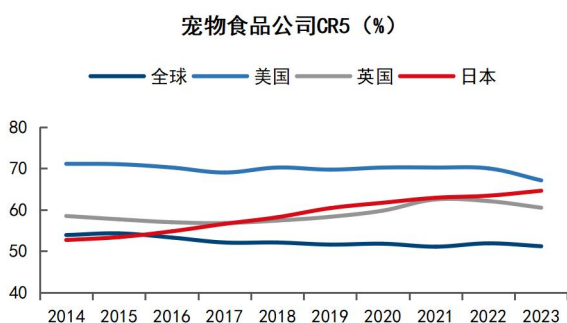
海外宠食行业复盘：先驱品牌壁垒坚固，后发品牌差异竞争

总览：海外宠食市场格局集中，本土品牌占据重要份额

◆ 海外宠物食品市场格局高度集中。

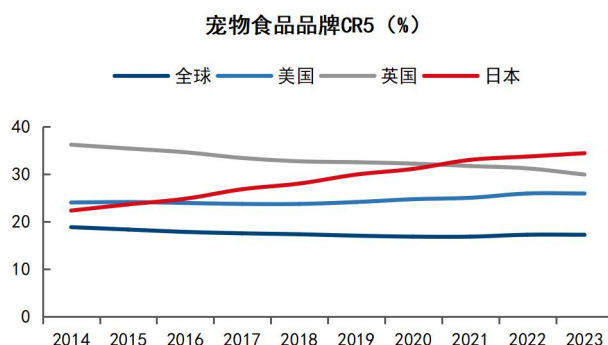
按公司口径来看，2019-2023 年全球宠物食品市场平均 CR5 为 51.5%，其中美国/英国/日本宠物食品市场平均 CR5 分别为 69.4%/60.6%/62.6%；按品牌口径来看，2019-2023 年全球宠物食品市场平均 CR5 为 17.00%，其中美国/英国/日本宠物食品市场平均 CR5 分别为 25.1%/31.5%/32.4%。

图18: 全球宠物食品公司 CR5 在 50%以上



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图19: 全球成熟宠物食品市场的品牌 CR5 在 20%以上

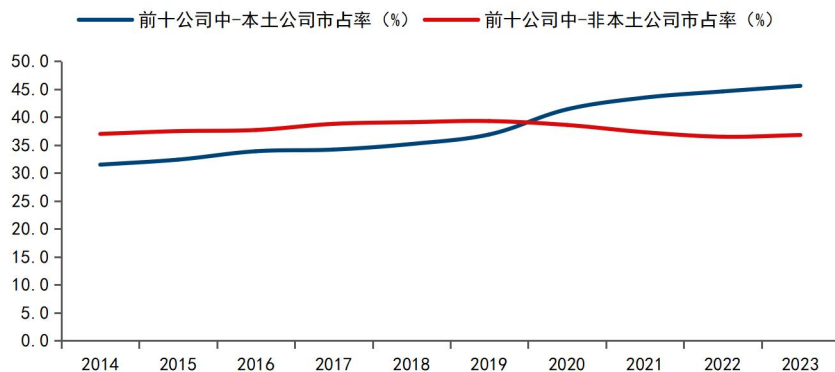


资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

◆ 趋势上来看，欧美市场格局较为稳固，而日本市场的本土品牌仍在抢占市场。

美国、英国作为现代宠物食品工业发展时间最早的成熟市场，头部公司依靠在供应链、研发、品牌、渠道等方面的深厚积淀以及持续的并购整合稳定占有当地市场主要份额。而日本的现代宠物食品市场相对起步较晚，早期市场由海外公司及品牌主导，进入 21 世纪以来国内本土品牌崛起，目前本土头部公司及品牌的市占率仍在持续提升。

图20: 日本本土宠物食品公司的市占率仍在持续提升



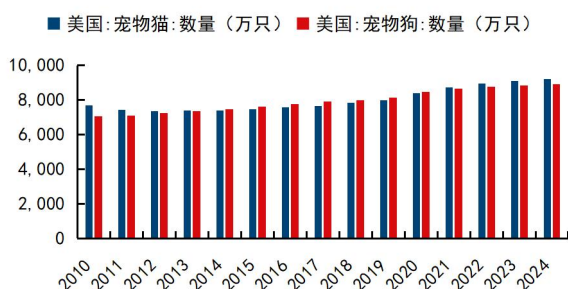
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

美国复盘：龙头基于研发背书、多品牌布局强化市场站位

◆ 美国宠物食品市场呈“两超多强”格局，雀巢、玛氏合计市占率接近 50%。

美国作为全球最大的宠物食品市场，2024 年国内宠物猫狗数量已达 1.8 亿只以上，宠物食品市场规模约为 620 亿美元。按公司口径来看，美国宠物食品市场 2023 年 CR5 高达 67%，其中龙头公司雀巢和玛氏的市场份额分别为 28%、20%，合计份额接近 50%。按品牌口径来看，美国宠物食品市场 2023 年 CR5 为 26%，其中前十品牌均为美国本土品牌，而且其中有 7 个品牌来自雀巢和玛氏，龙头公司依靠多品牌布局占据了市场重要份额。

图21：美国目前宠物猫狗数量合计约为 1.8 亿只



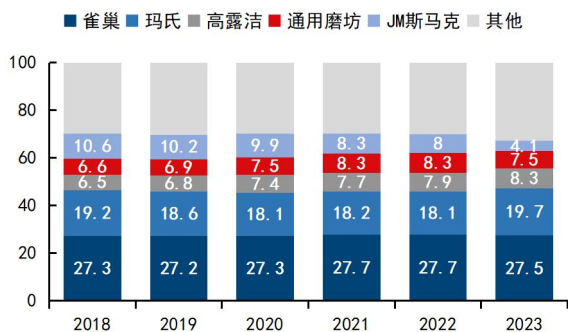
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图22：美国宠物食品市场规模 2024 年已达 619 亿美元



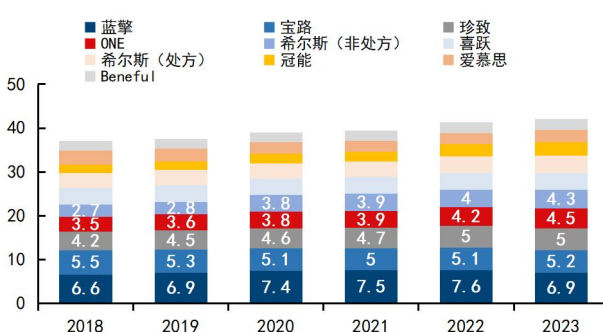
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图23：美国宠物食品公司市占率情况 (%)



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图24：美国宠物食品品牌市占率情况 (&)



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

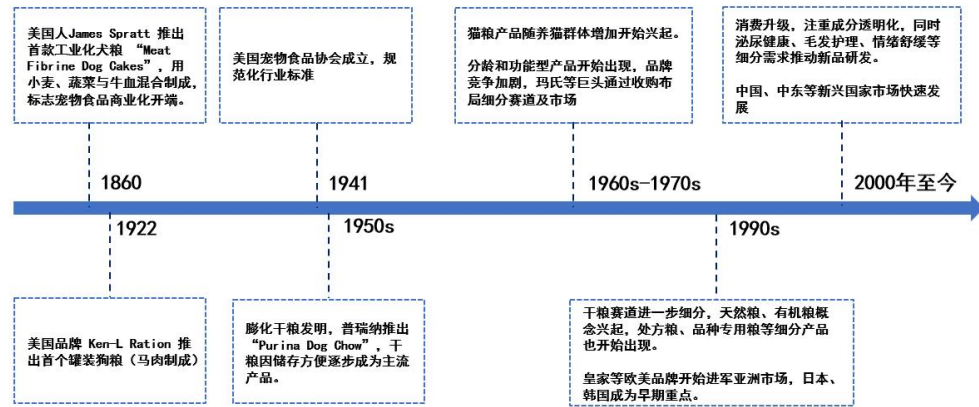
◆ 美国作为现代宠食文化发源地，本土品牌具备先发优势。

美国是全球现代宠物食品行业的重要发源地，19 世纪中期随着工业革命和城市化进程推进，宠物角色开始从“工具”转变为“伴侣”，推动了商业化狗粮和罐装食品在美国的诞生。20 世纪中叶，随着战后欧美经济复苏、宠物数量增加，宠物食品市场快速发展，而以普瑞纳为代表宠粮公司开创的膨化干粮产品以易于储藏的优势快速占领现代宠物食品市场，至今仍为市场上的主流品类。

从下游来看，宠物干粮对宠物主来说是刚性消费且频繁换粮会影响猫狗消化吸收，因此美国本土品牌依靠先发优势在下游用户群体中积淀了较为深厚的品牌信任度，品牌力明显强于后发品牌。而从上游来看，供应链积累对于宠物食品行业同

样重要，长期积累的原料把控能力和生产工艺迭代是对宠物食品公司品牌力的重要加持。综合来看，美国本土品牌在上游供应链及下游品牌认知的先发积累，是支撑其长期在美国宠物食品市场中占据领先份额的重要因素之一。

图25：美国是全球现代宠物食品行业的重要发源地



资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理

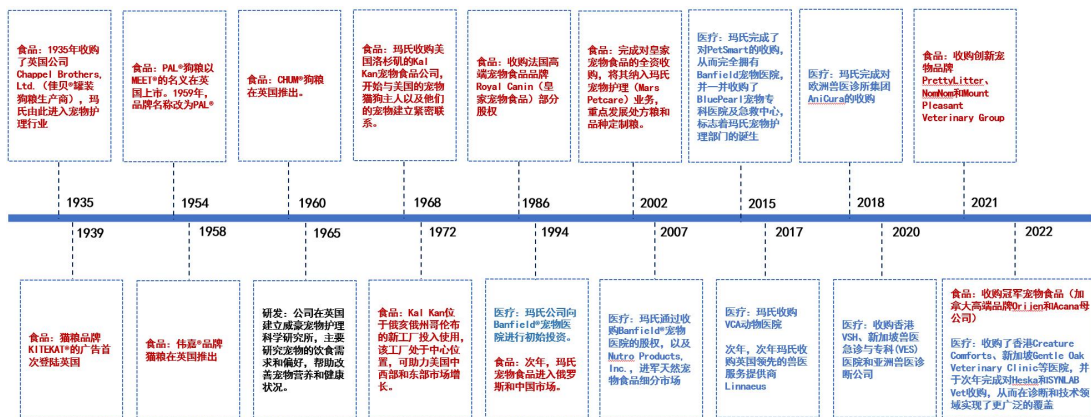
◆ 基于研发背书、多品牌布局强化细分赛道布局是龙头公司站稳市场的关键。

20 世纪 60 年代之后，随着美国宠物食品行业逐步成熟，传统产品竞争开始变得激烈，而用户消费认知提升也在催生针对不同犬猫品种、不同功能、不同价位的差异化需求。为应对传统产品领域的竞争压力和宠物主的差异化需求，强化细分赛道布局成为市场头部公司和主流品牌的破局方式：

以龙头公司之一玛氏（Mars）为例：其一方面在研发上着力，于 1965 年成立宠物护理科学研究所，对宠物的饮食习惯和偏好进行持续研究，在此基础上针对不同品种、不同体型、不同年龄段的宠物猫狗推出相适应的产品，最终依靠先发布局和研发积淀背书，牢牢把握用户消费心智。另一方面，公司在 20 世纪 60 年代后开始基于供应链和资金优势加快整合行业中优质品牌，先后收购伟嘉、皇家、冠军等众多优质宠物食品品牌商，有效强化了公司在美国市场以及中高端价格带的站位。此后为进一步强化线下渠道布局，支撑高端处方粮发展，玛氏自 21 世纪初开始持续强化对宠物医疗领域布局，先后收购 Banfield、BluePearl、VCA、Linnaeus、AniCura、香港 VSH、新加坡兽医急诊与专科（VES）医院等众多优质宠物医院标的，实现了对欧美、亚太等主要消费区域覆盖。总的来看，玛氏的多品牌布局以及对处方粮的持续发力，有效契合了美国宠物食品市场成熟后的终端需求分化和消费升级趋势，进而支撑公司持续占有市场主要份额。

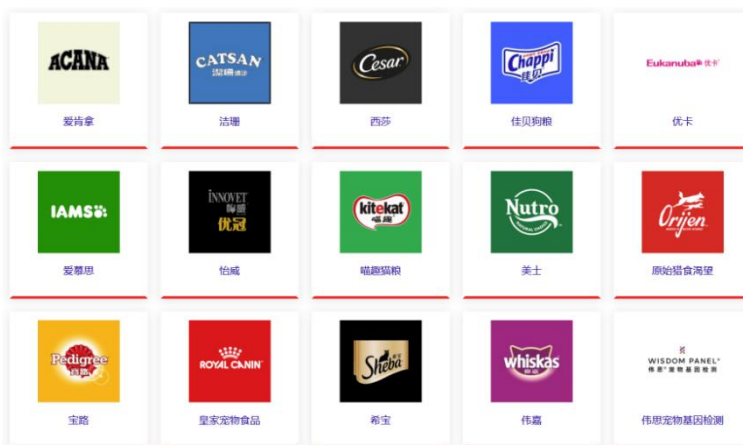
总的来看，美国宠食市场发展为我们带来两个重要启示：（1）宠物食品赛道，尤其是干粮赛道易守难攻：在宠粮商业化初期，先驱品牌在供应链和品牌知名度、信任度方面拥有先发优势，这在依赖线下大型商超渠道、货架高度有限的美国市场体现得尤为充分。（2）研发赋能和多线布局才能确保强者恒强：宠物食品赛道的底层需求是高度细分的，随着传统产品市场成熟以及用户消费认知提升，基于猫狗品种、年龄段、功能、天然成分等多方面的差异化需求被逐步催生。此时新进品牌开始尝试以差异化产品参与市场竞争，而龙头公司的壁垒则又体现为基于强研发积淀持续赋能并拓展自有产品线，以及基于供应链和资金优势不断整合外部优质品牌，最终实现站位保持，强者恒强。

图26: 玛氏宠物业务发展历程



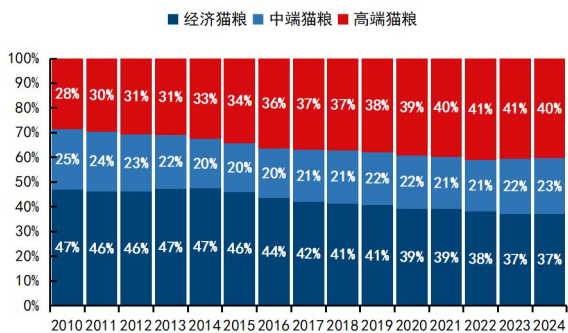
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图27: 基于研发背书、多品牌布局强化细分赛道布局是玛氏站稳市场的关键



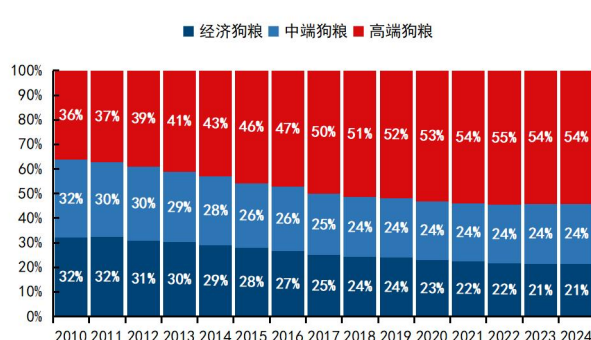
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图28: 美国猫干粮价格带分布情况



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图29: 美国狗干粮价格带分布情况



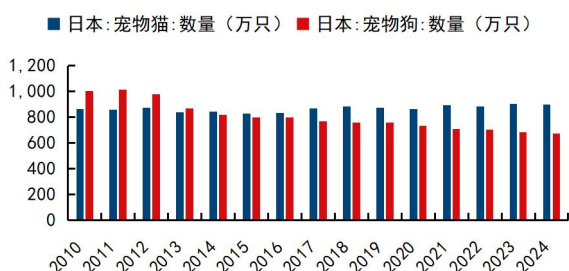
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

日本复盘：海外品牌先入为主，本土品牌弯道超车

◆ 市场同样高度集中，本土品牌与进口品牌分庭抗礼。

日本作为亚洲现代宠物食品市场发展最早的国家之一，2024 年国内宠物猫狗合计数量已接近 1600 万只，宠物食品市场规模已超 6000 亿日元。按公司口径来看，日本宠物食品市场 2023 年 CR5 和 CR10 分别为 65%、85%，其中龙头公司玛氏、伊纳宝、尤妮佳的市场份额分别为 20%、15%、13%，合计份额接近 50%。按品牌口径来看，日本宠物食品市场 2023 年 CR5 和 CR10 分别为 34%、50%，Top10 品牌中进口品牌和日本本土品牌的数量各占一半。

图30：日本目前宠物猫狗数量合计约为 1600 万只



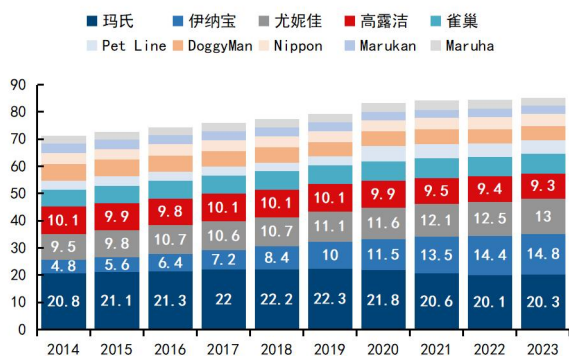
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图31：日本宠物食品市场规模 2024 年已超 6000 亿日元



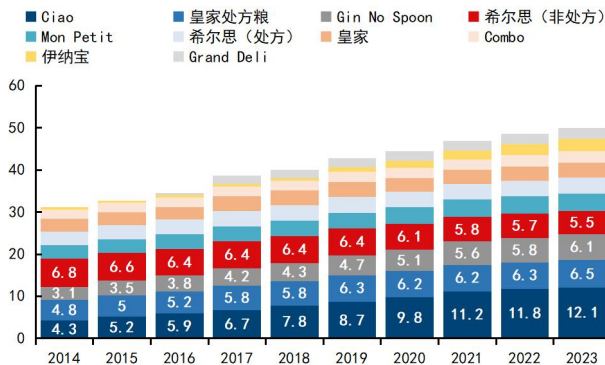
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图32：日本宠物食品公司市占率情况 (%)



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图33：日本宠物食品品牌市占率情况 (&)



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

◆ 进口品牌先入为主，本土品牌依靠性价比产品和渠道变革弯道超车。

20 世纪 50 年代，专业宠粮作为舶来品被驻日美军引进并逐步普及，日本本土宠物犬猫饮食开始从传统的剩饭剩菜转变为专业宠粮。在市场发展初期，海外专业宠食品牌主要通过日本经销商进口销往当地市场，而随着消费市场逐步扩大，玛氏、普瑞纳等头部宠物食品公司开始通过合资设厂方式扩大对日本市场的覆盖。在这期间，头部品牌依靠先进产品理念和先发渠道布局占据市场主要份额。然而由于在 1969-1989 年期间日本对进口宠物食品实行 20%关税，且渠道份额随宠粮普及逐步由早期专业宠物店逐渐向超市、家居用品店等大众化渠道迁移，进口品牌在中低端产品和大众渠道拓展方面难以与本土品牌形成有效竞争，最终本土品牌借势关税壁垒、渠道变革和中低端产品切入实现了弯道超车，快速夺取大众市

场。1989年之后，日本虽然取消对进口宠物食品的关税政策，但进口品牌已经难以与本土品牌在中低端大众产品领域竞争，而是聚焦高端产品线，在日本市场占有一席之地，而本土品牌在前期大众产品的基础之上也在积极尝试高端产品拓展，并最终实现与进口品牌的分庭抗礼。

从欧睿统计数据来看，截至2024年，在日本猫干粮和狗干粮的中低价格带产品中，尤妮佳、Petline等本土公司占据领先份额，而在规模占比更大的高价格带产品中，玛氏、雀巢等进口公司份额领先，而尤妮佳、Nippon等本土公司也占有重要份额。

图34：日本猫干粮价格带分布情况



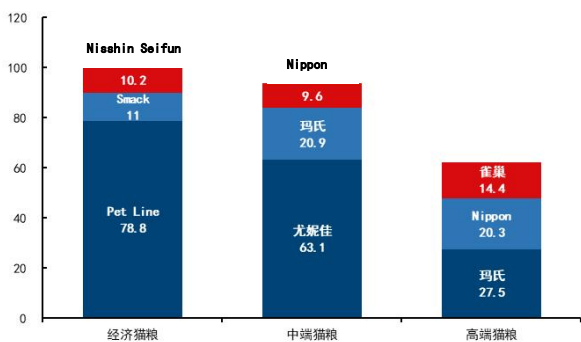
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图35：日本狗干粮价格带分布情况



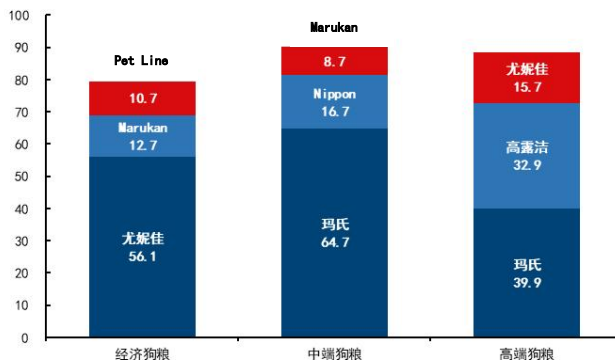
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图36：日本猫干粮市场不同价格带头部公司市占率情况（%）



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图37：日本狗干粮市场不同价格带头部公司市占率情况（%）

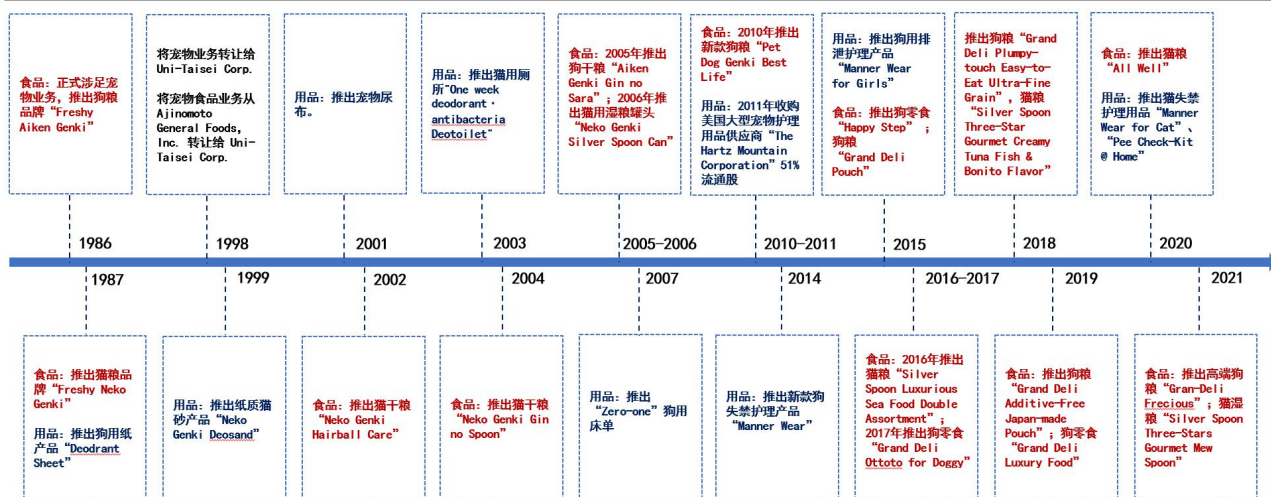


资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

具体从公司层面来看，前期时机把握和后期高端化产品拓展精进是尤妮佳等头部本土公司市占率持续提升的关键。在早期关税壁垒、行业快速成长的红利期，尤妮佳在保证产品力的基础上，依靠“Pet Dog Genki”、“Pet Cat Genki”等性价比品牌切入宠物食品行业，并通过前期在卫生护理产品领域的渠道积累快速完成商超、居家超市等大众化渠道的铺设，最终将优质的大众产品快速推向市场，在前期建立了较强的品牌知名度和信任度。后续随宠物行业自身增长放缓，传统品牌渗透见顶，尤妮佳基于前期积累，顺应市场趋势，继续强化在细分领域、高端产品线的拓展，推出“Silver Spoon”等高端宠物食品品牌，并通过食品和护理品牌共驱的方式推出针对不同年龄段、不同品种的全生命周期产品，最终实现与进口高端品牌的分庭抗礼。

日本作为后发市场，其发展经验可以为我国宠食市场发展提供重要经验：进口品牌虽然在产品力、品牌力以及市场布局等方面具备先发优势，但本土品牌在政策倾斜、供应链以及渠道适应方面具备优势，其前期可依靠性价比产品错位抢占大众消费者心智，并在基本客群做稳后加大研发投入，强化细分领域和高端产品线的拓展和站位，最终实现与进口品牌的同台竞争，这是目前日本宠物食品市场本土化进程得以持续进行的重要原因。

图 38: 尤妮佳宠物业务发展历程



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 39: 尤妮佳在宠物领域建立了多品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

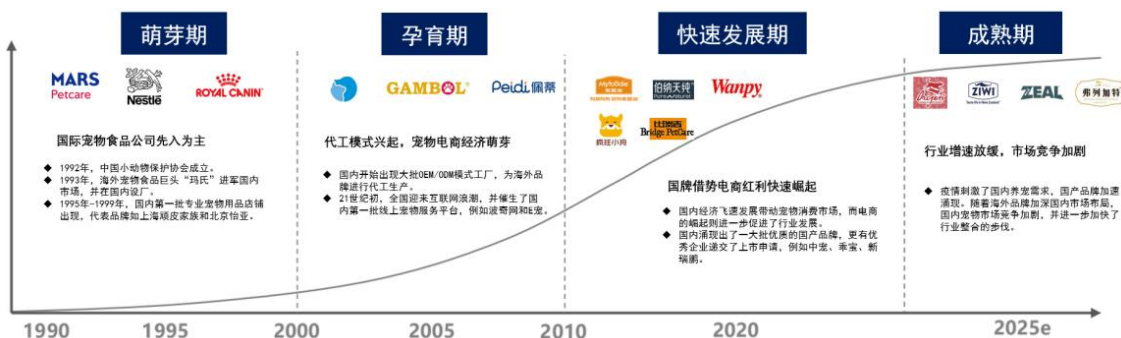
国内宠食行业展望：国牌后发崛起，产品迭代、线上红利有望孕育本土龙头

现状：借势电商红利，聚焦性价比产品，国牌后发崛起

◆ 国内宠物食品市场近年逐步进入成熟期

国内宠物食品市场的发展大致分为四个阶段：（1）**萌芽期**：1990-2000年期间，国际宠物食品公司如玛氏、雀巢先入为主，将先进养宠理念带入中国市场，同时也开始出现如上海顽皮家族等专业化宠物店铺。（2）**孕育期**：进入21世纪初，国内企业凭借人力成本优势以代工模式（OEM/ODM）切入宠物食品赛道，为海外公司或品牌生产宠物零食等产品，期间涌现出了中宠股份、乖宝宠物、佩蒂股份等知名代工商。与此同时，本土品牌开始尝试参与市场，波奇网、E宠等线上平台也陆续创立，宠物电商模式开始萌芽。（3）**加速期**：进入2010年，随着国内经济快速发展，居民收入水平提升，现代养宠理念开始普及，国内宠物经济发展提速。本土品牌借势电商红利，聚焦性价比产品，最终实现弯道超车，持续抢占外资品牌市场。在此期间，国内涌现出诸如麦富迪、伯纳天纯、比瑞吉、顽皮等众多知名内资品牌。（4）**成熟期**：近年随国内宠物数量增长和宠物经济渗透放缓，宠物食品市场规模结束高速增长，而本土品牌大量涌入在加速推进国产替代的同时也导致行业竞争不断加剧。类似于美日宠食市场发展后半段，头部公司或品牌围绕中高端细分市场的升级整合未来或成为市场新主线。

图40：国内宠物食品市场的发展大致分为四个阶段



资料来源：艾瑞咨询，《2024年中国宠物行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

图41：国内宠物食品市场增速近年有所放缓



图42：2020年以来，本土公司正在大量涌入宠物市场



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

资料来源：艾瑞咨询，《2024年中国宠物行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

◆ 国内宠物食品行业品牌端竞争目前较为激烈

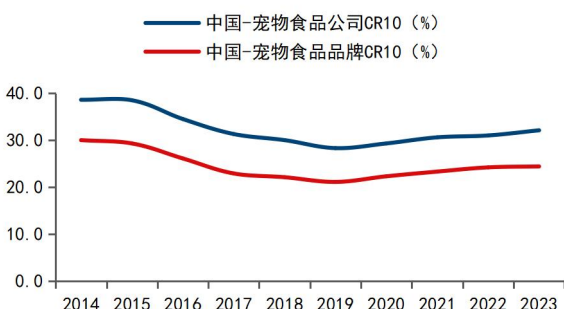
(1) **产能端**：目前国内宠粮主流工艺仍为膨化粮，但近年冻干、烘焙粮等新工艺正在快速兴起。格局方面，行业整体产能过剩，但优质产能仍相对稀缺，主要集中在内外资品牌自建厂和内资代工大厂手中，而多数互联网新锐品牌多采用轻资产运营模式，尚缺少自有产能布局。(2) **品牌端**：目前国内核心玩家分为进口品牌、内资代工大厂品牌和互联网新锐品牌三类。近年大量本土品牌涌入导致行业竞争加剧，品牌端格局分散，行业格局目前仍在整合过程中。内资头部公司在强化大众化产品线上运营基础上，正积极尝试拓展中高端产品线或子品牌以实现突破。(3) **渠道端**：不同于美国、日本等海外市场，国内宠物食品渠道近70%份额集中在线上电商平台，渠道竞争从有限货架转向无限货架，这是国内本土化初期品牌竞激烈的重要原因之一。另外在线上渠道扩张的同时，宠物店等线下零售渠道的份额被持续压缩，而宠物医院因其在专业方面不可替代性，仍相对具备韧性。

图43：国内宠物食品市场的发展大致分为四个阶段



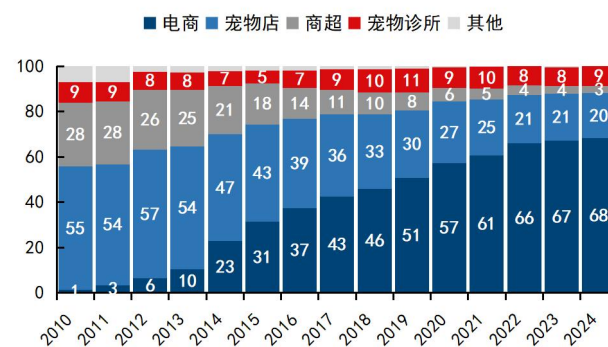
资料来源：艾瑞咨询，《2024年中国宠物行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

图44：当前国内宠物食品市场竞争激烈，集中度较低



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图45：电商目前已成为国内宠物食品销售核心渠道 (%)



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

对比：参考化妆品，拥抱电商红利、聚焦大单品是龙头成功关键

◆ 行业对比：化妆品和宠物同属情绪消费范畴，二者国内发展路径具有相似性。

(1) 模式方面：与国内目前多数宠食品牌类似，化妆品企业上游生产主要采用代工模式 (OEM/ODM)，仅部分头部企业具备自有工厂布局，而品牌自身主要聚焦于产品研发和渠道运作；在下游销售环节，国内化妆品前期主要依靠美妆零售店和商超卖场等线下渠道销售，近年电商渠道所占权重不断提高，现已成为国内化妆品销售的最为核心的渠道，销售额占比在 40% 以上。(2) 格局方面：与国内宠物食品行业类似，国内化妆品的品牌端格局同样较为分散，头部公司依靠多品牌布局强化市场站位，因此公司端格局明显更为集中。而且在过去十年时间里，国内化妆品行业同样经历了线上化与本土化进程。2014 年至今，以珀莱雅为代表本土化妆品公司借势电商红利、基于大众化产品快速崛起，后期坐稳大众化产品基本盘后，则进一步聚焦成分创新和产品升级，持续抢占进口品牌份额。

图46: 国内化妆品产业一览



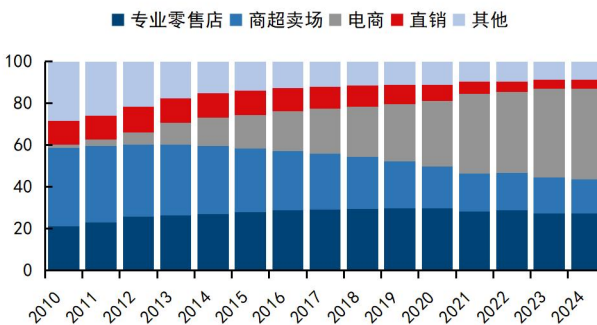
资料来源：艾瑞咨询，《中国本土美妆行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

图47: 国内化妆品市场规模 2024 年已接近 5800 亿元



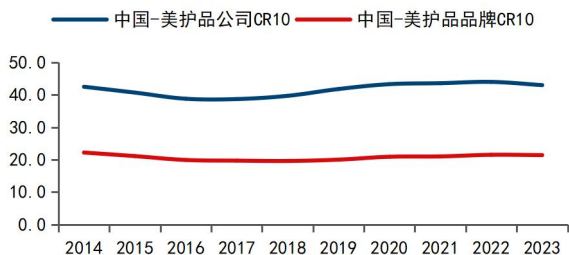
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图48: 电商已成为国内中国化妆品最大的销售渠道



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图49: 国内化妆品市场品牌端格局较为分散 (%)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图50: 国内 TOP10 化妆品公司中, 珀莱雅市占率持续提升 (%)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司复盘: 拥抱电商红利, 聚焦大单品是美妆龙头珀莱雅成功的关键。

与乖宝宠物等本土宠物食品公司的发展境遇类似, 珀莱雅作为本土化妆品公司, 成立时间晚, 研发积淀少, 品牌力在成立之初明显弱于欧莱雅、雅诗兰黛等国际大牌。因此珀莱雅在成立初期选择避开由国际品牌主导的中高端产品市场, 转而下沉至三四线城市, 主打高性价比产品 (如基础水乳), 进而得以快速渗透大市场, 站稳自身基本盘。而此后公司得以成长为本土美妆品牌龙头, 主要得益于两次重要转型:

(1) **积极拥抱电商红利:** 2010年后, 国内电商平台经济快速兴起, 公司于2012年成立浙江美丽谷电子商务公司, 前瞻布局线上渠道。2017年上市后, 公司加大营销投入, 重组年轻化电商团队, 提出“电商渠道推动增长”的三驾马车战略, 期间打造了“泡泡面膜”等众多线上爆品, 线上收入占比2019年快速增加至50%以上, 成为驱动公司收入增长的重要动力。

(2) **明确聚焦大单品策略:** 2020年, 公司正式提出大单品战略。依靠前期在线上渠道以及成分研发方面的积累, 公司着力成分和产品理念创新, 相继推出红宝石精华、双抗精华、源力等主力大单品系列, 实现对原有产品价格带的突破, 进而带动主业量利齐增。随着大单品战略成果的兑现, 2023年公司品牌收入中大单品收入贡献比例已超50%, 成为公司收入规模和市占率持续提升的核心驱动。

总的来看, 线上渠道主导增量使得国内化妆品行业在过去几年面临着和当前宠食行业相似的竞争局面, 但头部公司依靠在产能或研发方面的先发积累, 依旧可以凭借精准的渠道红利把握和领先的产品输出能力实现一番作为, 并持续取得领先于行业的超额增长和收益, 这对国内宠食行业发展有着重要的经验参考意义。

图51: 珀莱雅近年收入的核心增长驱动力来自线上

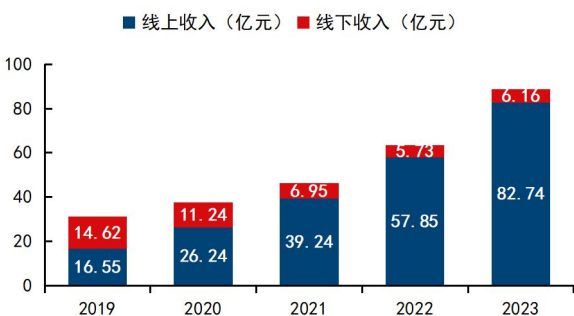
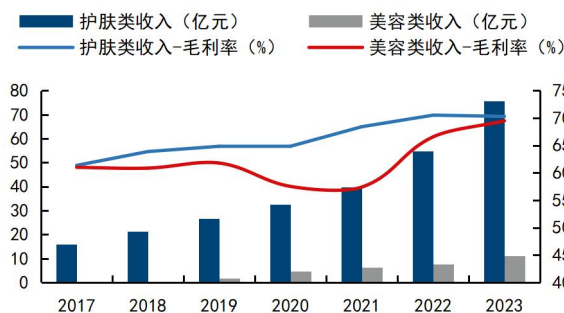


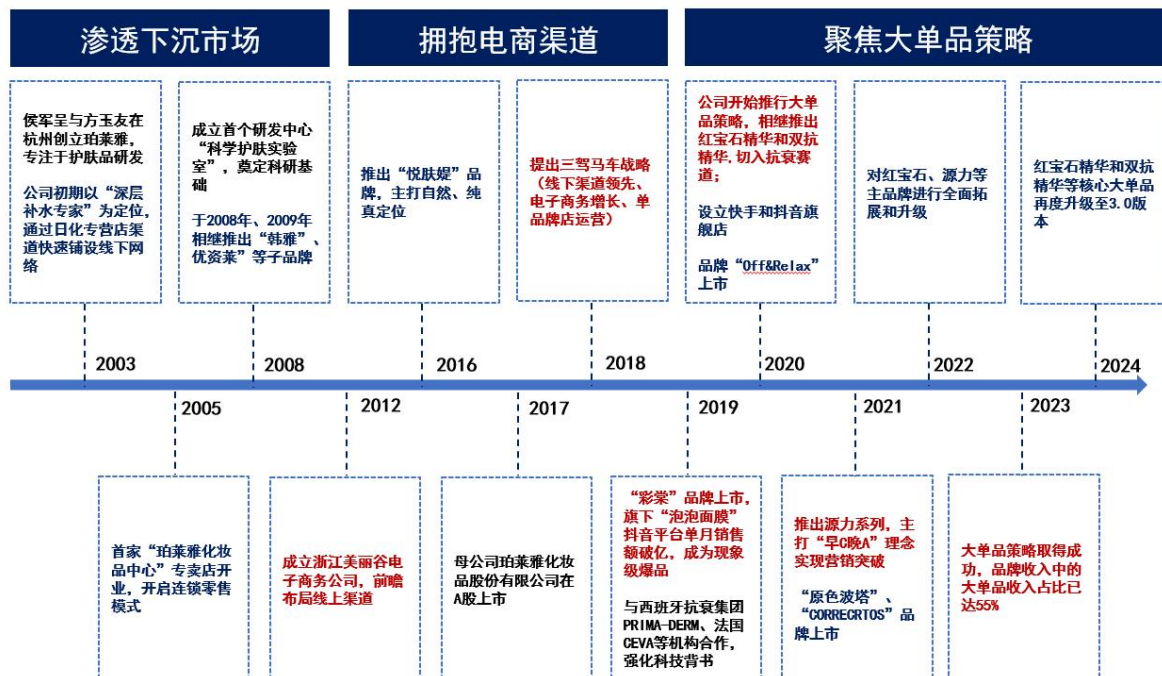
图52: 大单品策略驱动珀莱雅主业领先于行业实现量利齐增



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53：拥抱电商渠道，聚焦大单品策略是珀莱雅成功的关键



资料来源：珀莱雅官网，国信证券经济研究所整理

展望：产品升级叠加渠道整合，本土龙头企业仍大有可为

◆ 品牌端：市场整合空间充足，头部宠食企业大有可为。

国内宠食市场整合空间充足。参考欧睿统计，2023年国内宠物食品行业CR10仅32%，较全球平均水平以及美国等成熟市场水平仍存在较大差距（美国CR10为76%，全球CR10为57%），未来行业整合空间充足。从趋势上看，中国本土宠物食品公司及品牌正在快速抢占国内份额，其中TOP10宠食公司目前已有乖宝宠物等8家中国公司在列，合计市占率已从2014年的不足13%提升至近18%；TOP10宠食品牌目前已有麦富迪等6个品牌在列，合计市占率已从2014年的不足9%提升至约14%。

国内头部品牌基于线上渠道的格局整合仍在继续。进一步参考天猫大促榜单，可以看到随着本土品牌不断加快迭代产品矩阵，向中高端价格带的进击，鲜朗、蓝氏、弗列加特等新势力本土品牌近年开始崭露头角，以皇家、渴望等传统外资大牌的线上份额正逐步被抢占。未来几年宠物食品行业的国产替代进程预计仍将持续，头部宠食企业大有可为。

表3: 中国宠物食品行业格局一览 (按公司)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CR10	38.6	38.5	34.5	31.3	30	28.3	29.3	30.6	31	32.1
中国公司在 CR10 中所占份额	12.8	15.7	15.1	14.1	15.5	14.9	16.2	16.9	17.6	17.7
玛氏	16.5	15.1	13	11.4	9.9	8.8	8.1	8.4	8.5	11.2
乖宝	2.3	2.4	2.2	2.6	3.3	4	5	4.6	5.2	5.5
雀巢	5.9	4.1	3.4	3.1	2.9	2.8	2.9	3	3.1	3.2
中宠	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.6	2	2.2	2.3	2.3
上海依蕴	-	0.3	0.9	1.2	1.6	1.8	2	2.2	2.3	2.3
江苏吉家	-	-	-	-	1.3	1.5	1	0.5	1.1	1.8
网易	-	-	-	-	0.3	0.5	0.7	1	1.4	1.6
比瑞吉	7.8	9.5	8	6.2	4.8	2.7	2.5	2.3	2	1.6
荣喜	0.8	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1	1	1.5	1.5	1.5
华兴	0.8	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7	2	2.6	1.8	1.1

资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

表4: 中国宠物食品行业格局一览 (按品牌)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CR10	30	29.3	26.1	22.9	22.1	21.1	22.3	23.3	24.2	24.4
中国品牌在 CR10 中所占份额	8.7	10.6	10.1	9.7	10.3	10.1	11.7	11.9	13.5	14.1
皇家	5	5.2	6	5.5	5.3	4.9	4.8	5.1	5.6	5.8
麦富迪	2.3	2.4	2.2	2.6	3.3	4	5	4.6	5.2	5.5
顽皮	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.6	2	2.2	2.3	2.3
伯纳天纯	-	0.3	0.9	1.2	1.6	1.8	2	2.2	2.3	2.3
冠能	2.4	1.7	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5	1.7	1.8	1.8
网易严选	-	-	-	-	0.3	0.5	0.7	1	1.4	1.6
艾肯拿	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4
渴望	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.3
蓝氏	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	1.2
比瑞吉	5.3	6.8	5.9	4.6	3.7	2.2	2	1.9	1.7	1.2

资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

表5: 国内头部品牌基于线上渠道的格局整合仍在继续

天猫 618					天猫双十一						
排名	2024	排名变动	2023	排名变动	2022	排名	2024	排名变动	2023	排名变动	2022
1	麦富迪	→	麦富迪	→	麦富迪	1	麦富迪	→	麦富迪	→	麦富迪
2	皇家	→	皇家	→	皇家	2	鲜朗	↑3	皇家	→	皇家
3	鲜朗	↑2	网易严选	↑2	渴望	3	蓝氏	→	蓝氏	↑7	渴望
4	蓝氏	↑5	渴望	↓1	卫仕	4	弗列加特	新进	诚实一口	新进	网易严选
5	网易严选	↓2	鲜朗	新进	网易严选	5	诚实一口	↓1	鲜朗	新进	艾肯拿
6	诚实一口	→	诚实一口	新进	ZIWI	6	皇家	↓4	网易严选	↓2	Instinct
7	渴望	↓3	艾肯拿	↑3	凯瑞思	7	Instinct	→	Instinct	↓1	ZIWI
8	弗列加特	新进	Instinct	新进	pidan	8	渴望	→	渴望	↓5	阿飞和巴弟
9	艾肯拿	↓2	蓝氏	新进	江小傲	9	网易严选	↓3	伯纳天纯	新进	卫仕
10	Instinct	↓2	卫仕	↓6	艾肯拿	10	艾肯拿	新进	素力高	新进	蓝氏

资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

◆ 产品端：头部国牌基本盘稳固，积极拓展高端矩阵，有望驱动量利齐增。

本土龙头公司以大众产品起家，大单品策略驱动基本盘收入维持扩张。国内麦富迪、顽皮等多数本土宠食品牌的基本盘为中低价格带的性价比产品，主粮中主流产品销售单价基本在 100 元/kg 以下，产品卖点多聚焦于配方或工艺创新。以龙头公司乖宝宠物为例，作为国内最早发力自有品牌和线上渠道的代工大厂，乖宝宠物始终贯彻单品驱动策略。公司旗下麦富迪品牌定位大众产品，借势电商红利，聚焦配方与工艺创新，相继打造了“双拼粮”、“营养森林”、“BARF”等多个爆款系列，实现了核心单品的持续迭代接力，进而支撑品牌收入规模和市占率持续提升（据欧睿统计，在目前国内中端猫粮和狗粮市场中，乖宝宠物份额均已位居首位）。

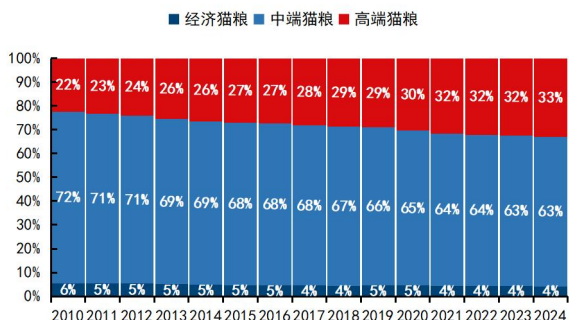
图54：内资品牌目前主要聚焦中低价格带产品



资料来源：艾瑞咨询，《2024 年中国宠物行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

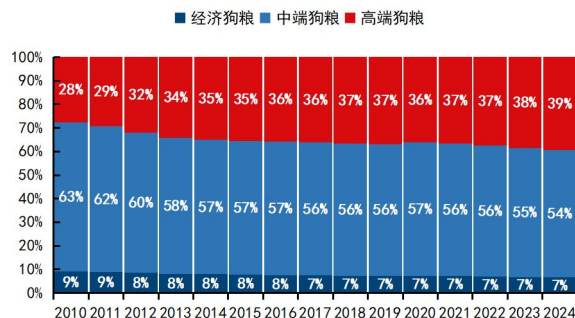
本土龙头公司顺应需求升级趋势，积极拓展高端矩阵，有望挑战外资品牌份额，实现量利齐增。在目前国内的中低价格带猫粮和狗粮市场中，乖宝宠物、比瑞吉、网易严选等本土宠食公司借势电商渠道红利占据领先份额，但在高端宠粮产品领域的市场份额仍明显低于玛氏、雀巢等外资宠食公司。然而从趋势上看，与日本市场类似，乖宝宠物等中国本土宠物食品公司在初步完成产能渠道积累以及大众品牌突破后，开始主动适应国内宠食行业逐步成熟后的升级需求，尝试针对细分赛道和高端产品领域向外资大牌挑战。以龙头公司乖宝宠物为例，其先后于 2018 年和 2024 年推出弗列加特（猫粮）和汪臻醇（狗粮）两个高端宠食子品牌，延续线上大众产品的爆品打法，主推鲜肉配方、烘焙工艺和冻干产品矩阵，目前弗列加特已成为公司品牌收入的重要增长引擎。据欧睿统计，玛氏（皇家、渴望、艾肯拿）目前在高端猫粮、高端狗粮领域的市占率分别为 46%、20%，为后发品牌提供了充足的整合空间，未来以乖宝宠物为代表的本土企业有望依靠品类升级和线上渠道优势持续抢占外资主导的高端市场份额，实现量利齐增。

图55: 国内猫粮市场中高端产品产品逐年提升



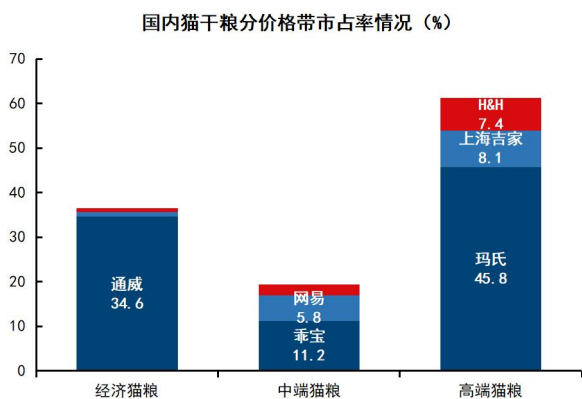
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图56: 国内狗粮市场中高端产品产品逐年提升



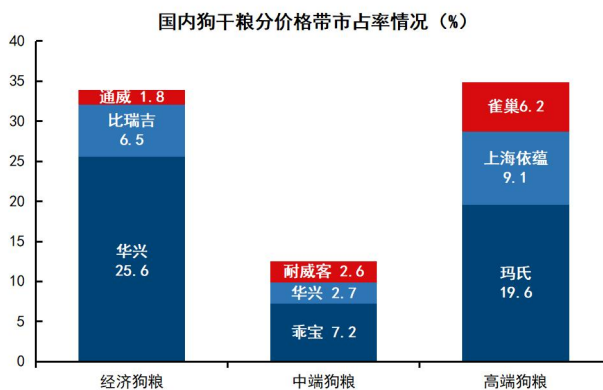
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内高端猫粮市场目前仍被海外公司主导



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 国内高端狗粮市场目前仍被海外公司主导



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图59: 乖宝宠物把握电商红利, 贯彻“多品牌+大单品”战略

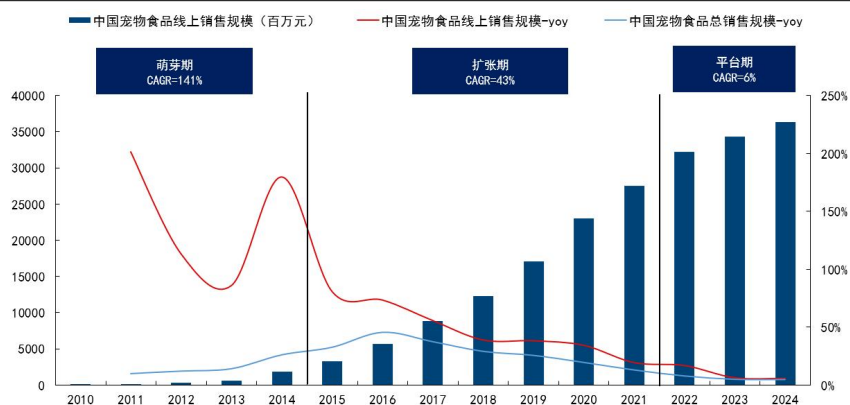
品牌名称	主推系列	推出时间	产品图例	核心卖点	单价
麦富迪	双拼粮系列	2015年		开创了“膨化粮+冻干肉粒”组合的先河, 适口性突出, 其中牛肉双拼粮成为经典爆款	20-30元/kg
	营养森林系列	2018年		使用天然食材, 主打果蔬营养配比, 含膳食纤维减轻肠胃负担, 强调“原始肉香”风味	20-30元/kg
	BARF霸弗系列	2021年		模拟生骨肉结构(肌肉+内脏+骨骼), 采用HPP超高压灭菌技术, 肉含量≥90%	40-50元/kg
	低温烘焙粮	2023年		90℃以下烘焙工艺, 淀粉糊化度95%, 粗蛋白≥45%	80-90元/kg
弗列加特 (高端猫粮)	高肉系列	2018年		含93%动物性原料, 低温烘焙工艺, 定位超高端猫粮	90-100元/kg
	全价冻干系列	2022年		接近100%生骨肉含量, 完整复刻猫咪在野外狩猎的天然食谱结构	190-200元/kg
汪臻醇 (高端狗粮)	全价鲜肉烘焙犬粮	2024年		极简、低敏的限定成分配方; 新鲜单一鸡肉源, 易消化吸收	90-100元/kg
	全价主食冻干犬粮	2024年		极简、低敏的限定成分配方。3%南极磷虾油添加, 高效美毛亮毛; 93%高品质动物成分, 营养充足好吸收	190-200元/kg

资料来源：乖宝宠物官网，国信证券经济研究所整理

◆ 渠道端：电商红利进入后半场，头部品牌规模效益凸显预计持续改善盈利

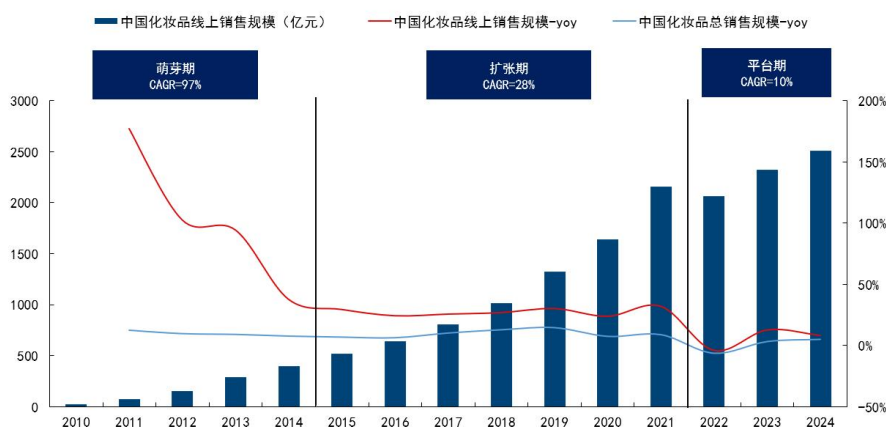
线上增速趋于放缓，电商红利前半段结束。从趋势上看，在经历了 2015-2021 年的快速扩张后，宠物行业线上销售规模增速虽仍快于行业平均增速但放缓明显，其中 2024 年线上销售额为 363.71 亿元，同比增速为 6.01%（行业总销售额同比增速为 4.46%）。在与之相似的化妆品行业，线上销售额增长同样出现了类似步调的放缓，意味着电商红利前半段的结束。但考虑到本土品牌新品推介，尤其是高端矩阵拓展仍高度依赖线上渠道情况下，我们认为宠物食品线上销售额后续仍具备一定增长韧性。

图60：中国宠物食品线上销售额增速近年趋于放缓



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图61：中国化妆品线上销售额增速近年同样趋于放缓

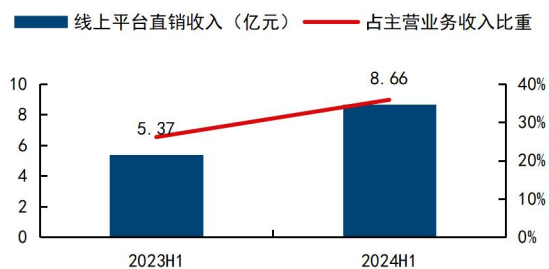


资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

电商红利后半场开启，龙头公司有望整合渠道。进一步从存量视角来看，我们认为国内电商红利正在进入后半段，以麦富迪、鲜朗、蓝氏等头部国牌在站稳线上渠道后，其在销售规模和品牌知名度的积累将进而反哺其渠道运营侧。即优质国牌将自带流量，其一方面体现为平台买量成本的下降，另一方面则体现为“经

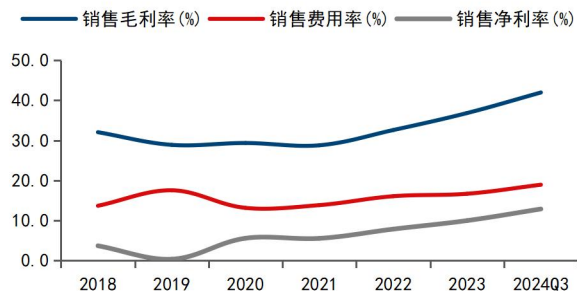
销转直营”的流量收割趋势。在这个过程中，头部公司或品牌的渠道运营侧规模优势将逐渐显现，销售毛利率有望维持改善，营销费用投入压力预计也将边际趋弱，进而支撑盈利改善和份额提升。相反对于部分体量较小或准备新进入市场的品牌，日益高企的买量成本或令其难以为继，未来一场由围绕渠道侧的格局整合有望开启。

图62: 乖宝宠物线上直销收入增长迅速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图63: 乖宝宠物营销费用投放水平较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：聚焦布局领先的头部优质企业

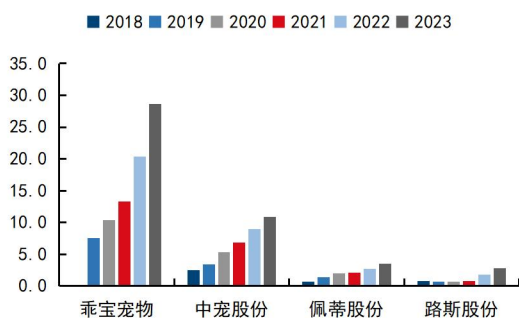
业绩：上市公司自有品牌收入增长迅速，有望逐步贡献业绩增量

未来随自有品牌业务规模不断扩张，渠道费用投入边际摊薄，品牌业务在上市公司业绩端的贡献将逐渐显现：

(1) **分区域来看**：宠物食品上市公司国内收入规模及占比近年快速提升，其中 2023 年乖宝宠物/中宠股份的国内收入分别为 28.63/10.86 亿元，占总收入的比重分别为 66%/29%，2018-2023 年 CAGR 分别为 31%/26%。

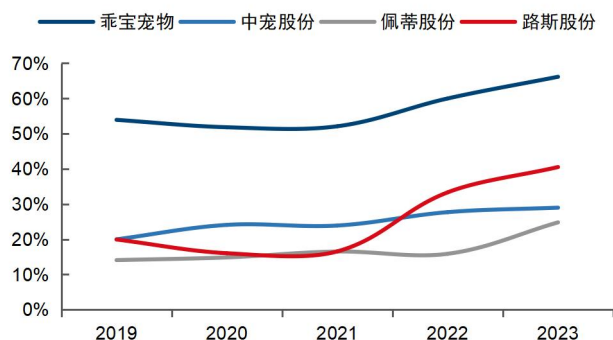
(2) **分品类来看**：宠物食品上市公司自有品牌业务聚焦主粮，收入规模及占比近年随国内业务扩张而快速提升，其中 2023 年乖宝宠物/中宠股份的主粮收入分别为 20.87/12.12 亿元，占总收入的比重分别为 48%/32%，2018-2023 年 CAGR 分别为 34%/33%。

图64：上市公司国内收入快速增长



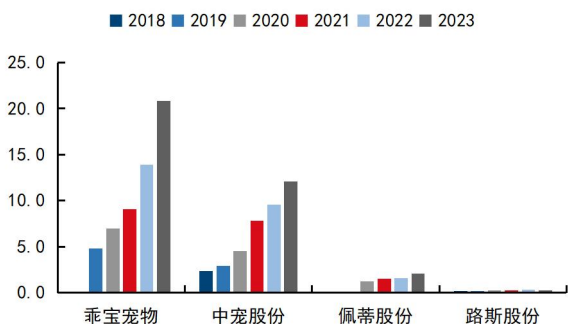
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图65：上市公司境内收入占比持续提升



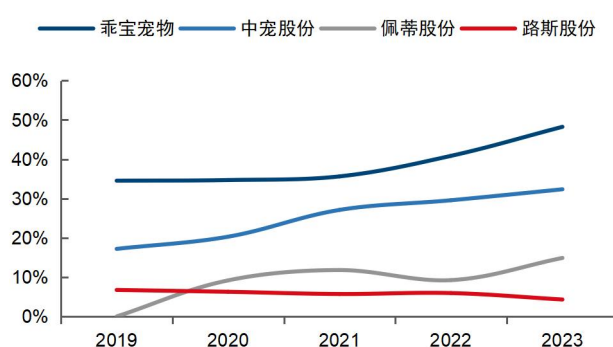
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图66：上市公司主粮收入快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图67：上市公司主粮收入占比持续提升



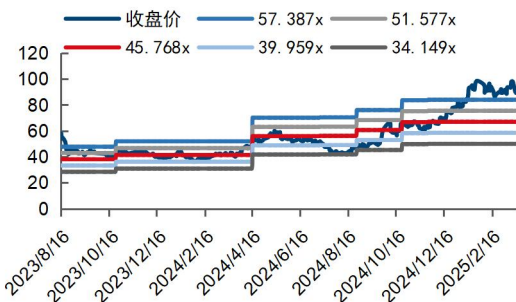
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值：参考化妆品，线上大单品扩张阶段可以支撑高估值

截至 2025 年 3 月 24 日，乖宝宠物/中宠股份的 PE (TTM) 分别为 62x/36x，前者处于上市以来偏高分位水平，后者则仍处于上市以来偏低分位水平。横向比较来

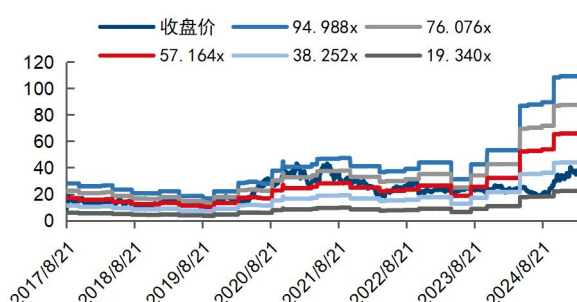
看，2019-2022 年线上大单品战略的快速推进阶段也是国产化妆品龙头珀莱雅的 PE 水位最高阶段，最高曾突破 100x。因此我们认为，后续随国内宠食标的自主品牌线上业务持续拓展，品牌势能逐步显现，高端产品取得成效，核心标的估值预计仍有提升空间。

图68: 乖宝宠物最新 PE (TTM) 为 62x



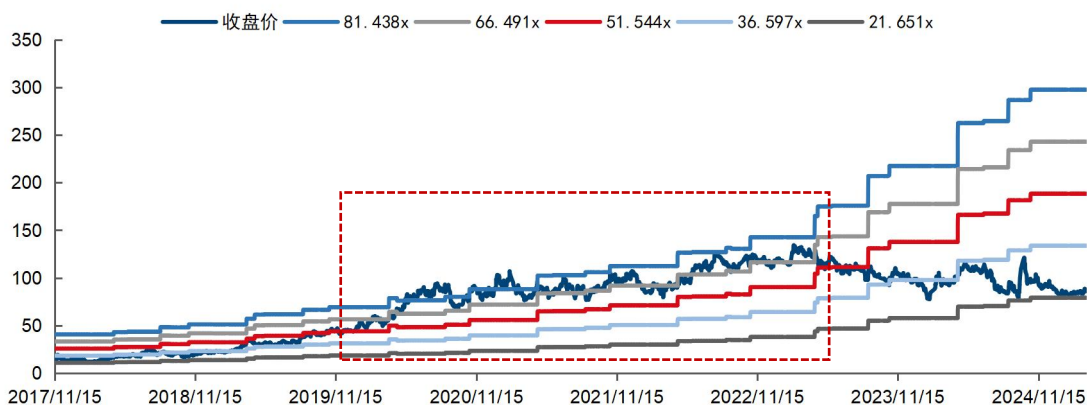
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图69: 中宠股份最新 PE (TTM) 为 36x



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 珀莱雅 PE (TTM) 在线上业务快速扩张阶段曾突破至 100x 以上



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：聚焦布局领先的头部优质企业

核心推荐海外代工业务扎实，自主品牌业务身位领先的头部优质企业：乖宝宠物、中宠股份。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	2025年3月24日收盘价	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
301498.SZ	乖宝宠物	优于大市	91.30	1.07	1.45	1.84	85	63	50
002891.SZ	中宠股份	优于大市	41.67	1.01	1.04	1.18	41	40	35
300673.SZ	佩蒂股份	未评级	16.85	-0.04	0.77	0.92	-421	22	18
832419.BJ	路斯股份	未评级	17.48	0.66	0.79	0.99	26	22	18

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测 (注: 佩蒂股份、路斯股份盈利预测参考 Wind 一致预测)

风险提示

食品安全风险

宠物食品由宠物猫狗直接食用，若出现食品安全事故，可能导致相关公司品牌形象受损，进而可能导致后续销售收入下滑。

新品推广不及预期风险

市场环境及需求变化可能导致新品上市销售不畅，进而可能影响相关公司收入增速及盈利表现。

原材料价格上涨风险

宠物食品上游原料主要为畜禽肉及各类副产品，当前畜禽行情尚处底部，后期若出现价格上涨可能会影响宠物食品公司盈利表现。

贸易冲突风险

目前多数上市公司核心盈利仍来自海外代工业务，若出现中美贸易冲突升级等情况，可能会直接导致公司当期收入和盈利出现下滑。

汇率波动风险

上市公司海外代工业务主要通过美元结算，若出现人民币升值情况，可能会影响公司当期收入及盈利表现。

估值波动风险

部分上市公司估值目前处于历史偏高分位，如果后续行业竞争格局恶化或者公司产品业绩表现不及预期，则可能出现较大估值波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032