

解构消费龙头系列 3: 产品引领, 渠道深耕, 营销先行

华泰研究

2025年9月04日 | 中国内地

深度研究

饲料

通过复盘我们发现, 乖宝之所以能成为国内宠物食品的领军企业, 是其多年来在产品创新、渠道布局和品牌营销三大维度上持续精进和协同发力的结果。产品层面, 乖宝依靠较强的消费者洞察及迭代创新的能力, 在每一轮产品洗牌中成功突围; 渠道层面精准把握线上红利, 深化新兴渠道运营; 营销层面, 乖宝利用“泛娱乐化营销”建立品牌知名度, 并通过“精准数字化投放”实现高效转化。我们维持对乖宝 130 元的目标价, 维持“买入”评级。

产品复盘: 锚定趋势, 迭代创新

通过复盘乖宝 2013 年以来的产品发展历程, 我们认为以消费者趋势洞察为主导的品类/工艺创新及产品迭代构筑起了乖宝的核心产品壁垒, 这也是在中国宠食市场激烈竞争之下的立身之本。乖宝于 2014 年-2019 年借助概念创新及 10~30 元/kg 的高性价比产品实现突围, 在抢得国产宠牌龙头地位后发力高端化升级, 于 2020 年-2023 年推出弗列加特/羊奶肉/barf/焙可鲜等 60 元/kg 以上的高价格带产品, 顺应 2020 年之后的猫经济+烘焙粮趋势, 迎合宠主对高鲜肉等的营养诉求。2024 年之后专注弗列加特等品牌的 2.0 升级及矩阵扩充, 深耕品牌力。背后驱动: 1) 高效的用户反馈机制; 2) 前瞻性研发贡献正外部性; 3) 较强的爆品复制能力助力公司“后来者居上”。

渠道/营销: 策略灵活, 品效合一

渠道: 公司精准把握线上渠道红利。早在 2013 年, 乖宝便率先入驻天猫、京东等传统电商平台, 并于 2016 年组建自有电商团队深化运营效率; 2017 年前瞻性布局抖音、快手等内容电商平台, 抢占流量红利先机。2021 年, 公司通过精简经销体系, 将资源聚焦于品牌自营模式, 强化了对渠道和用户触达的直接掌控力。2022 年乖宝自主品牌线上直销营收同比增长 75%, 占整体线上销售比例同比提升 6pct 至 47%。营销: 公司于 2017-2020 年围绕以《向往的生活》等为代表的电影/电视剧/综艺进行高密度投放, 快速破圈。2021 年后转变为更聚焦的内容营销, 强化在抖快/微博/小红书等新媒布局。

组织效率: 人才实力专业互补, 股权及绩效激励绑定核心团队

公司核心高管专业能力互补, 自主品牌负责人杜士芳具备伊利及蒙牛等快消基因, 赋能品牌及渠道建设; 研发总监陈金发主导弗列加特高鲜肉粮等爆品, 从基础研发角度夯实产品力, 技术总监王天刚着力搭建数据中台等支撑抖音等平台增长。高管团队平均年龄 47.5 岁, 70 后占主导, 80 后逐步崛起。公司上市后推出股权激励及绩效激励绑定核心团队, 形成“高管持股+骨干分利”的互补结构。自主品牌负责人、研发总监以及技术总监 2020-2024 年薪酬 CAGR 分别为 60%、63%、54%, 在核心高管中薪酬增长速度最快。

我们与市场观点不同之处

市场质疑公司未来天花板, 我们认为: 1) 中国宠物的饮食选择比海外国家的更加多样化, 乖宝具备对消费趋势的把握及承接能力, 核心壁垒突出; 2) 参考美中日宠牌及宠企市占率天花板, 综合考虑国内宠物食品行业发展前景, 中长期维度来看, 估计麦富迪/乖宝营收规模有 4.4/8.8 倍的增长空间。

盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润为 7.50/9.64/12.54 亿元, 对应 EPS 为 1.87/2.41/3.14 元。参考可比公司 26 年 23XPE, 考虑到公司组织效率高, 核心壁垒突出, 国内自主品牌占比高, 且增速可观, 给予公司 26E 54XPE, 维持目标价 130 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内宠物市场增长不及预期、市场竞争加剧、原材料价格上涨等。

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

130.00

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

熊承慧, PhD

SAC No. S0570522120004
SFC No. BPK020

研究员

xiongchenghui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

季珂*

SAC No. S0570525080003

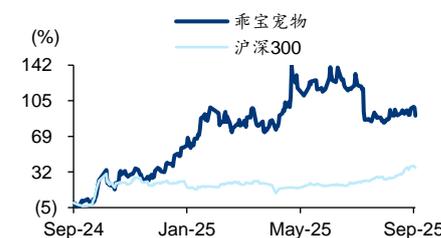
研究员

jike@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	130.00
收盘价(人民币 截至9月3日)	94.10
市值(人民币百万)	37,644
6个月平均日均成交额(人民币百万)	278.18
52周价格范围(人民币)	47.75-119.98
BVPS(人民币)	11.11

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	5,245	6,161	7,425	9,374
+/-%	21.22	17.46	20.52	26.25
归属母公司净利润(百万)	624.72	749.68	963.91	1,254
+/-%	45.68	20.00	28.58	30.14
EPS(最新摊薄)	1.56	1.87	2.41	3.14
ROE(%)	16.00	16.97	18.99	21.03
PE(倍)	60.26	50.21	39.05	30.01
PB(倍)	9.08	8.02	6.90	5.82
EV EBITDA(倍)	40.50	33.83	26.25	20.31
股息率(%)	0.53	0.53	0.64	0.74

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,095	2,016	2,211	2,882	3,497
现金	1,009	694.78	816.12	1,057	1,315
应收账款	277.70	400.20	396.09	563.58	647.96
其他应收账款	24.59	38.90	35.68	54.21	59.28
预付账款	27.89	38.64	39.51	54.67	64.23
存货	657.19	780.43	859.91	1,089	1,346
其他流动资产	98.25	63.38	63.38	63.38	63.38
非流动资产	2,049	2,993	3,333	3,588	4,020
长期投资	0.00	0.00	0.10	0.20	0.09
固定投资	915.88	1,077	1,458	1,753	2,187
无形资产	130.85	162.50	165.56	170.41	175.50
其他非流动资产	1,002	1,753	1,709	1,664	1,658
资产总计	4,143	5,010	5,543	6,470	7,516
流动负债	357.26	694.80	669.47	828.20	855.38
短期借款	0.00	110.00	149.93	110.00	110.00
应付账款	184.04	267.23	247.67	364.23	400.34
其他流动负债	173.22	317.57	271.87	353.97	345.03
非流动负债	116.11	163.38	171.31	173.49	175.66
长期借款	0.00	0.00	7.92	10.11	12.28
其他非流动负债	116.11	163.38	163.38	163.38	163.38
负债合计	473.37	858.18	840.78	1,002	1,031
少数股东权益	4.67	7.42	8.98	10.99	13.60
股本	400.04	400.04	400.04	400.04	400.04
资本公积	2,106	2,115	2,115	2,115	2,115
留存公积	1,151	1,608	2,119	2,775	3,630
归属母公司股东权益	3,665	4,144	4,694	5,457	6,472
负债和股东权益	4,143	5,010	5,543	6,470	7,516

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	617.15	719.61	732.72	880.83	1,103
净利润	430.34	627.34	751.24	965.92	1,257
折旧摊销	107.25	119.96	137.34	185.90	219.34
财务费用	(13.21)	(35.04)	(5.21)	(7.91)	(12.44)
投资损失	(2.14)	(26.49)	(21.00)	(29.00)	(30.40)
营运资金变动	41.14	(38.68)	(130.38)	(235.17)	(332.61)
其他经营现金	53.78	72.52	0.73	1.09	1.63
投资活动现金	(1,075)	(968.74)	(454.79)	(411.17)	(619.93)
资本支出	(196.71)	(680.20)	(465.42)	(427.95)	(636.33)
长期投资	0.00	(0.80)	(0.10)	(0.10)	0.11
其他投资现金	(878.05)	(287.74)	10.73	16.89	16.29
筹资活动现金	1,282	(95.72)	(156.59)	(228.81)	(224.11)
短期借款	(164.57)	110.00	39.93	(39.93)	0.00
长期借款	(27.96)	0.00	7.92	2.18	2.17
普通股增加	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,433	9.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1.22	(215.21)	(204.44)	(191.07)	(226.29)
现金净增加额	822.02	(343.94)	121.34	240.85	258.48

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,327	5,245	6,161	7,425	9,374
营业成本	2,733	3,028	3,455	4,106	5,130
营业税金及附加	19.62	21.39	36.97	44.55	56.24
营业费用	720.83	1,055	1,257	1,522	1,931
管理费用	249.61	306.56	363.50	430.65	534.31
财务费用	(13.21)	(35.04)	(5.21)	(7.91)	(12.44)
资产减值损失	(11.87)	(8.22)	(6.07)	(7.31)	(9.23)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.14	26.49	21.00	29.00	30.40
营业利润	526.30	810.32	968.13	1,227	1,595
营业外收入	0.52	5.00	1.00	1.00	1.00
营业外支出	1.56	4.21	6.00	5.00	5.00
利润总额	525.26	811.11	963.13	1,223	1,591
所得税	94.92	183.77	211.89	256.76	334.14
净利润	430.34	627.34	751.24	965.92	1,257
少数股东损益	1.50	2.62	1.56	2.01	2.61
归属母公司净利润	428.84	624.72	749.68	963.91	1,254
EBITDA	624.96	916.67	1,095	1,401	1,798
EPS (人民币, 基本)	1.15	1.56	1.87	2.41	3.14

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	27.36	21.22	17.46	20.52	26.25
营业利润	64.96	53.97	19.47	26.71	30.04
归属母公司净利润	60.69	45.68	20.00	28.58	30.14
获利能力 (%)					
毛利率	36.84	42.27	43.92	44.70	45.27
净利率	9.95	11.96	12.19	13.01	13.41
ROE	15.82	16.00	16.97	18.99	21.03
ROIC	15.96	17.82	19.04	21.76	24.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	11.43	17.13	15.17	15.48	13.72
净负债比率 (%)	(25.90)	(12.59)	(12.88)	(16.15)	(17.55)
流动比率	5.86	2.90	3.30	3.48	4.09
速动比率	3.67	1.63	1.86	2.02	2.36
营运能力					
总资产周转率	1.35	1.15	1.17	1.24	1.34
应收账款周转率	21.10	15.47	15.47	15.47	15.47
应付账款周转率	16.77	13.42	13.42	13.42	13.42
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.56	1.87	2.41	3.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.80	1.83	2.20	2.76
每股净资产(最新摊薄)	9.16	10.36	11.73	13.64	16.18
估值比率					
PE (倍)	87.78	60.26	50.21	39.05	30.01
PB (倍)	10.27	9.08	8.02	6.90	5.82
EV EBITDA (倍)	58.72	40.50	33.83	26.25	20.31

正文目录

投资要点	7
产品：锚定趋势，迭代创新	7
渠道/营销：策略灵活，品效合一	7
组织效率：人才实力专业互补，股权及绩效激励绑定核心团队	8
我们与市场观点不同之处	8
国内龙头宠企，品牌力领先	9
产品：锚定趋势，迭代创新	10
纵向推演：以消费者趋势洞察为主导的品类/工艺创新及产品迭代	10
2015-2019 年，性价比+概念创新：双拼粮系列等突围	10
2020-2023 年，高端转型+工艺创新：弗列加特及 barf 等兴起	12
2024 年至今，版本迭代+品牌扩充：2.0 升级+品牌推新双轮发力	14
背后是高效的客户反馈机制及较强的研发基础	16
渠道：以服务目标人群为主，主打精细化运营	22
纵向推演：多平台并举，渠道历久弥新	22
背后驱动：sku 丰富、产品策略灵活、数据驱动等多维发力	24
供应链适配、产品及渠道调整灵活：构筑多渠道协同的底层能力	24
内容运营与转化闭环：释放品牌在内容电商的增长势能	26
数据系统与精细化运营：打通前后端的数字化管理闭环	28
营销：从破圈到聚焦，情感营销渐为主力	31
纵向推演：从高举高打到品效合一	31
与消费者的情感链接或为未来营销主旋律	34
组织效率：创始人主导，团队专业化、年轻化	35
横向对比：兼具品牌端的“灵活”与老牌宠企的“扎实”	37
展望：未来成长空间如何？	40
盈利预测及估值	43
投资建议	44
风险提示	45

图表目录

图表 1：乖宝以超 33 亿元的销售额位列行业第一梯队，2014-2024 年 CAGR+34%、增速较快	9
图表 2：麦富迪为乖宝基本盘，收入占比最高，弗列加特贡献主要增长，汪臻醇待起量	9
图表 3：麦富迪贡献主要毛利润来源，2024 年占比达 51%	9
图表 4：乖宝产品矩阵演绎历程	10
图表 5：2014 年-今乖宝官网变化	10
图表 6：国产宠牌在 2018 年完成赶超	11

图表 7: 麦富迪市占率稳步抬升、接棒比瑞吉实现国产替代	11
图表 8: 麦富迪市占率排名持续提升, 2014-2019 年由第 7 上升至第 2.....	11
图表 9: 2014 年市占率 TOP10 的宠物粮品牌中, 按照价格由高到低排序, 发现麦富迪单价最低.....	12
图表 10: 麦富迪双拼粮最先起量, 随后是天然鱼油猫粮、佰萃粮、营养森林等	12
图表 11: 牛肉双拼粮为初代大单品, 产品概念创新行之有效.....	12
图表 12: 2016 年至 2020 年涌现出了非常多耳熟能详的互联网品牌, 比如疯狂小狗、帕特等, 产品依赖代工, 主打创新性的产品概念.....	13
图表 13: 2017-2024 年乖宝线上销售价格带表现: 弗列加特自 2020 年开始快速起量, 带动乖宝旗下单品单价上行; 2024 年逆势增长.....	13
图表 14: 2020 年后乖宝高端产品占比持续提升, 乖宝高端化现成效.....	13
图表 15: 弗列加特、barf 系列、羊奶肉均抓住了 2020 年后猫经济+烘焙粮的产品趋势, 迎合消费者对高鲜肉、营养健康趋势追求。其中 barf 系列具有理念转变的战略意义.....	14
图表 16: 2018-2024 年猫数量 yoy 始终高于犬数量 yoy; 2021 年猫数量首次超过犬、且差距逐年放大.....	14
图表 17: 鲜肉、冻干、烘焙在猫粮、狗粮天猫热词排行榜中名次持续提升, 侧面印证消费趋势.....	14
图表 18: 弗列加特 2.0 系列提质未提价, 乖宝持续对高端产品线的产品力深度打磨, 属于品类深耕阶段.....	15
图表 19: Barf 系列 2.0 较 1.0 版更为关注宠物肠胃营养健康: 1) 配方升级; 2) 结合植萃活性逆流萃取技术保障营养成分不流失; 3) 与南农成立 barf 天性产业研究院.....	15
图表 20: 羊奶肉系列升级成奶弗系列: 1) 与霸弗相呼应, 形成品牌矩阵; 2) 工艺创新, 提质不提价, 更好促进猫咪消化吸收; 3) 强化羊奶肉概念.....	15
图表 21: 乖宝 vs 珀莱雅研发流程对比.....	16
图表 22: 乖宝三大研发中心相互协同.....	17
图表 23: 2021A-2025H1 乖宝/中宠/佩蒂研发费用投入及费用率.....	17
图表 24: 2021A-2025H1 乖宝/中高露洁/雀巢研发费用投入及费用率.....	17
图表 25: 公司研发实力强劲.....	17
图表 26: WarmData 的三大创新路径.....	18
图表 27: 乖宝注重产学研融合, 形式由最初的项目外包向如今的战略合作转变.....	18
图表 28: 乖宝主要生产工艺及相关应用领域.....	19
图表 29: 弗列加特 2022-2024 年营收 CAGR+183%.....	19
图表 30: Barf 天猫销售额, 2021-2024 年 CAGR+844%.....	19
图表 31: 气爆营养技术表现对比: 食材平均粒径显著降低 44.21%; 食材体表面积增加 120%以上, 更易与消化液结合.....	19
图表 32: 乖宝 barf 系列/弗列加特/羊奶肉系列 2021-2024 年烘焙粮 GMV CAGR 分别为 844%、334%、148%...20	20
图表 33: Barf/弗列加特/羊奶肉系列中烘焙粮占比.....	20
图表 34: 乖宝分地区产能分布及在建情况.....	20
图表 35: 乖宝分品类产能分布及在建情况.....	20
图表 36: 2018 年-2024 年乖宝主粮及零食产能及利用率概况.....	21
图表 37: 乖宝渠道发展历程概览.....	22
图表 38: 乖宝持续发力直销渠道, 2022-2024 年 yoy+75%/65%/59%.....	22
图表 39: 2022 年乖宝线上直销占整体线上销售比例同比提升 6pct 至 47%.....	22
图表 40: 麦富迪主要电商平台 GMV.....	23

图表 41: 乖宝线上销售额 (抖音、天猫、京东) 显著领先同行.....	23
图表 42: 乖宝线下经销商数目	23
图表 43: 麦富迪入选多个平台大促榜单 TOP1, 弗列加特 2024 年开始放量.....	23
图表 44: 麦富迪、弗列加特、及前五大品牌抖音带货商品 SKU 数变化.....	24
图表 45: 2023 年抖音猫狗主要行业交易指数及 yoy: 猫主粮规模几乎是其余三个品类之和, 且增速最快	24
图表 46: 麦富迪品牌抖音带货各品类占比	24
图表 47: 弗列加特品牌抖音带货各品类占比.....	24
图表 48: 乖宝各渠道差异化产品特征及策略.....	25
图表 49: 乖宝“一物一码”贯穿全供应链	25
图表 50: 乖宝与菜鸟及中国电信合作构建智慧工厂与数字化供应链	25
图表 51: 乖宝主流电商平台物流策略.....	25
图表 52: 乖宝直销占自主品牌营收比例快速提升	26
图表 53: 阿里系及抖音平台直销占比提升	26
图表 54: 乖宝宠物直销毛利率较高, 保持在 50% 以上	26
图表 55: 抖音主要宠物食品品牌达人粉丝数分布	27
图表 56: 弗列加特“专家来了”系列	27
图表 57: 抖音主要宠物食品品牌账号粉丝数对比	27
图表 58: 抖音各宠物食品账号种草视频数	27
图表 59: 2021-2025YTD 麦富迪抖音分销售渠道销售额占比	27
图表 60: 麦富迪自播 vs 达播销售额占比	27
图表 61: 2025YTD 抖音排名 TOP 品牌自播及达播销售额占比.....	28
图表 62: 主要宠物食品品牌直播带货数据	28
图表 63: 乖宝宠物与 IBM 合作打造宠物食品智造大脑	29
图表 64: 乖宝、中宠、佩蒂应收账款周转率对比	29
图表 65: 乖宝、中宠、佩蒂存货周转率对比.....	29
图表 66: 乖宝、中宠、佩蒂经营/投资/筹资现金流量净额.....	30
图表 67: 乖宝、中宠、佩蒂经营性现金流/营业收入.....	30
图表 68: 乖宝泛娱乐化品牌营销.....	31
图表 69: 乖宝内容营销策略, 购物平台+种草平台多管齐下.....	32
图表 70: 乖宝抖音旗舰店直播场次变化.....	32
图表 71: “抖音金牌养宠家”与“神奇复原力在哪里”话题参与度	32
图表 72: 乖宝小红书达人种草数同业对比	33
图表 73: 乖宝小红书品牌关联笔记数同业对比	33
图表 74: 乖宝 IP 联名与手机平台营销策略概览.....	33
图表 75: 麦富迪联名别克情感营销案例——“撒狗粮定宠你”短片	34
图表 76: 麦富迪情感营销活动——“毛孩子的天性释放瞬间”征集	34
图表 77: 乖宝营业收入与销售费用变化.....	34
图表 78: 销售费用/国内营收同业对比.....	34
图表 79: 乖宝核心高管年龄及过往履历	35
图表 80: 乖宝股权激励人员名单-2024 年 7 月.....	35

图表 81: 乖宝人均薪酬及人均创利变化.....	36
图表 82: 2020-2024 年核心高管薪酬变动情况.....	36
图表 83: 宠物食品上下游价值链条拆解.....	37
图表 84: 2019A-2020H1 福贝代工毛利率平均达 34%.....	37
图表 85: 乖宝国内业务营收占比最高, 2024A 为 68%.....	37
图表 86: 乖宝主粮营收占比同样最高, 2024A 为 51%.....	37
图表 87: 乖宝自主品牌营收占比最高, 2024 年为 68%.....	38
图表 88: 乖宝中宠佩蒂品牌矩阵对比.....	38
图表 89: 中宠股份自 2018 年开始着力布局线上渠道.....	39
图表 90: 2019 年以后移动端网民渗透率逐步趋于饱和.....	39
图表 91: 2019 年实物线上零售额同比增长不到 20%, 线上红利渐退.....	39
图表 92: 中日美三国 TOP1 宠牌市占率表现.....	40
图表 93: 中日美三国 TOP1 宠企市占率表现.....	40
图表 94: 婴幼儿食品/乳业/化妆品 TOP1 品牌市占率.....	40
图表 95: 婴幼儿食品/乳业/化妆品 TOP1 企业市占率.....	40
图表 96: 宠物食品行业规模及龙头市占率、收入规模预测.....	41
图表 97: 玛氏: 外部收购与自主培育并举; 雀巢: 外部收购海外成熟品牌.....	42
图表 98: 玛氏、雀巢品牌矩阵列示, 外龙头多品牌战略奏效.....	42
图表 99: 乖宝宠物盈利预测.....	43
图表 100: 可比公司估值表.....	44
图表 101: 宠物行业可比公司估值表.....	44
图表 102: 乖宝宠物 PE-Bands.....	45
图表 103: 乖宝宠物 PB-Bands.....	45

投资要点

乖宝宠物作为国内宠物食品领军企业，其子品牌麦富迪现为国内宠食品品牌榜首，高端猫主粮弗列加特贡献第二增长极，汪臻醇有望接力。鉴古知今，乖宝在产品端、渠道端、营销端均具备领先优势。具体来看：我们从过往的产品迭代复盘分析得出，在每一轮的产品迭代过程中，乖宝均面临不同类型的宠物食品品牌的冲击。而在每一轮洗牌过程中乖宝均可以实现突围，渠道端类似，乖宝敏锐捕捉到天猫/京东、以及抖音渠道的兴起，在不同渠道配以不同产品销售策略，用以匹配不同销售人群。在营销层面初期战略性高举高打实现破圈，后期强调情感连接深耕内容营销。公司组织执行高效，乖宝目前为创始人秦华主导，团队专业化、年轻化；此外，公司上市后高薪激励自主品牌、研发及数字化人才，利好公司长远发展。我们参考美中日宠牌及宠企市占率天花板，同时综合考虑国内宠物食品行业发展前景，估计麦富迪/乖宝营收规模有 4.4/8.8 倍的增长空间，维持推荐。

产品：锚定趋势，迭代创新

通过复盘乖宝 2013 年以来的产品推新历程，我们认为以消费者趋势洞察为主导的品类/工艺创新及产品迭代构筑起了乖宝的产品壁垒，这也是在中国宠食市场激烈竞争之下的立身之本。1) 2014-2019 年，在国外高端宠牌林立的背景下，乖宝依靠牛肉双拼粮这一初代大单品迅速破圈，并借助概念创新及 10 元/kg~30 元/kg 价格带的的高性价比产品（天然鱼油系列/营养森林系列/佰萃粮/欧纳黑森林等）接棒比瑞吉实现国产突围。乖宝市占率从 2.3% 提升至 4.0%，排名由第 7 上升至第 2；2) 2020-2023 年，此时乖宝国产龙头地位已基本确立，公司战略性跳脱以“产品概念”为主的低价内卷浪潮，在工艺创新及配方革命方面寻求溢价，弗列加特（2020 年）、羊奶肉系列（2021 年）、barf 系列（2021 年）、焙可鲜系列（2024 年）等高价格带产品应运而生。以上产品也很好的贴合了 2020 年之后的猫经济+烘焙粮等产品趋势，同时迎合了宠主对高鲜肉及天然营养宠物食品等的产品诉求；3) 2024 年至今，乖宝将着眼点放在品牌力深耕上，着力进行弗列加特/barf/羊奶肉的 2.0 升级，更为强调技术创新/品牌理念/与顶级高校的合作成果转化。同时乖宝新推汪臻醇这一高端犬主粮品牌，并将佰萃粮（低端主粮）独立。我们不排除后续麦富迪旗下爆品系列独立可能性，乖宝有望复刻玛氏、雀巢多品牌矩阵的发展路径，宠食龙头成长可期。

核心驱动：1) 高效的反馈机制：乖宝与美妆中的珀莱雅类似，均通过“需求洞察-研发验证-上市反馈”多环节联动实现快速推新，该模式强调用户需求及产品研发的紧密配合，周转快、效率高。**2) 前瞻性研发贡献正外部性：**聊城/上海/泰国三地研发中心协同并进，成立 WarmData 全球首个犬猫数据生命库，加强与中国农大等科研机构的合作成果转化等。工艺创新+配方升级助力弗列加特、barf 系列成为现象级爆品。**3) 领先的爆品复制能力：**烘焙粮并非乖宝首先售卖，但 2024 年在 barf、弗列加特内的销售额占比高达 63.6%、42.8%，背后得益于乖宝快速的产品迭代及高效的组织效率。

渠道/营销：策略灵活，品效合一

渠道：乖宝宠物在天猫、京东、抖音三大电商平台稳居国产宠物品牌龙头地位，其成功源于对渠道变革的敏锐洞察与系统性战略布局。早在 2013 年转型自主品牌之初，乖宝便率先入驻天猫、京东等传统电商平台，并于 2016 年组建自有电商团队深化运营效率；2017 年进一步前瞻性布局抖音、快手等内容电商平台，抢占流量红利先机。2021 年，公司通过精简经销体系，将资源聚焦于品牌自营模式，强化了对渠道和用户触达的直接掌控力。

这一战略成效的核心驱动因素包括：1) 高 SKU 丰富度（如麦富迪超 2000 个 SKU 覆盖全品类）为多平台运营提供底层支撑；2) 差异化产品策略，精准适配各平台用户画像，如抖音侧重“成分党”内容渗透年轻群体；3) 柔性供应链及数字化基础设施（如智能 MES 系统等）实现多渠道订单高效履约，公司 25H1 库存周转天数优化至 77 天，显著优于行业平均水平；4) 在内容平台形成“达人合作+品牌自播+原生内容”多线并进模式，尤其抖音自播占比突出，通过透明工厂直播等创新形式提升转化率。据久谦数据，2025 年 1 月-7 月乖宝抖音渠道 GMV 同比增长 79%，直播带货贡献稳定增量。

营销: 1) 2017年-2020年采取高举高打的泛娱乐化品牌营销策略快速提升品牌认知度,围绕《一条狗的使命》、《微微一笑很倾城》、《向往的生活》等纪录片、电影、电视剧、综艺进行高密度投放,以强化品牌曝光,并通过明星代言(谢霆锋、尹浩宇等)增强市场认可度。2) 2021年转变为更聚焦的内容营销,在淘天、京东等电商平台,乖宝通过直播带货、达人推荐等方式提升转化,而在微博、小红书、B站等社交媒体,则依靠KOL种草、用户互动等玩法强化品牌认知。同时,公司加大短视频内容布局,在抖音、快手等平台探索更具互动性的营销模式,实现品效合一。

组织效率: 人才实力专业互补, 股权及绩效激励绑定核心团队

乖宝宠物能成为国内宠物食品行业的领军企业,是其多年来在产品创新、渠道布局和品牌营销三大维度上持续精进和协同发力的结果。它不仅抓住了市场机遇,更通过清晰的战略和高效的执行构建了强大的竞争壁垒。乖宝为创始人秦华主导,截至25H1,秦华控股45.8%。秦总于2013年率先转型内销,麾下杜士芳(自主品牌操盘手)、陈金发(研发总监)、王天刚(技术总监)等专业互补、各有所长。乖宝上市后推出股权激励及绩效激励绑定核心团队,形成“高管持股+骨干分利”的互补结构。自主品牌负责人、研发总监以及技术总监2020-2024年薪酬CAGR分别为60%、63%、54%,在核心高管中薪酬增长速度最快,或体现公司长远发展的战略方针。

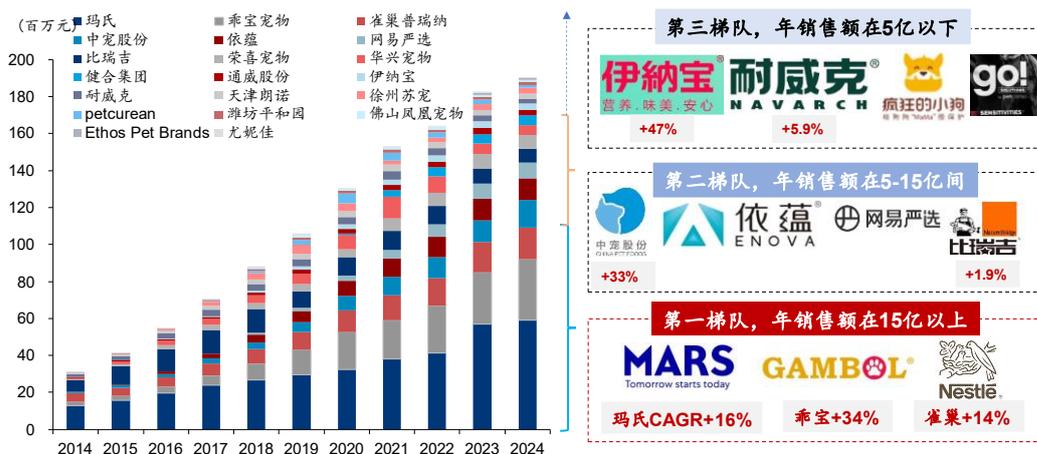
我们与市场观点不同之处

市场对公司未来成长性产生担忧,认为在中国激烈竞争的背景下市占率天花板受限、难以诞生宠食巨头。我们认为: 1) 中国宠物的饮食选择比海外国家的更加多样化,中国宠物食品行业的胜负手在于对消费者趋势的把握及承接能力,乖宝在产品、渠道及营销等多个维度均领先,公司具备可以复刻的产品推广及渠道运营路径,无需对品牌势能过度担忧, 2) 参考美中日宠牌及宠企市占率天花板,以及与国内婴幼儿食品、乳业及化妆品TOP1品牌、企业比较,同时综合考虑国内宠物食品行业发展前景,估计麦富迪/乖宝营收规模有4.4/8.8倍的增长空间

国内龙头宠企，品牌力领先

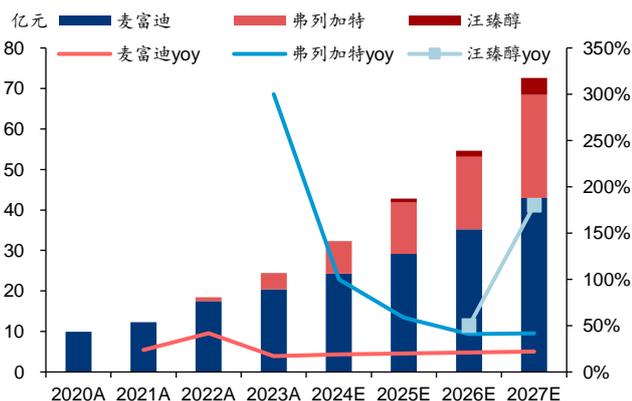
乖宝宠物：国产龙头，身位领先。据欧睿数据，2024年乖宝以6.2%的市占率位列国内宠企龙头，其市场份额仅次于全球宠企龙头玛氏（市占率11.1%）。时间序列来看，乖宝在过去十年时间内势头高歌猛进，对应销售规模（欧睿口径）由1.8亿元增长至33亿元，CAGR+34%、领先行业整体12.6pct，稳居第一梯队（销售额15亿元以上）。乖宝现已形成了以麦富迪、弗列加特为主，汪臻醇为辅的国内自主品牌矩阵，三者分别对应中端犬猫食品、高端猫主粮及高端犬主粮品类。我们估算麦富迪、弗列加特2024年营收体量（财报口径）已超24亿元、8.0亿元，过去三年复合增速为18%、183%；麦富迪品牌为乖宝目前主要毛利润来源，2024年占比约51%。

图表1：乖宝以超33亿元的销售规模位列行业第一梯队，2014-2024年CAGR+34%、增速较快



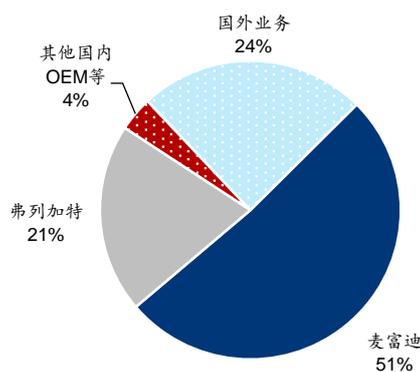
注：本图中数据为欧睿中国宠物食品零售额与各品牌对应的市占率相乘所得到的绝对值，与实际报表口径有可能存在一定偏差；图中CAGR系2014年-2024年销售CAGR。
资料来源：欧睿，华泰研究

图表2：麦富迪为乖宝基本盘，收入占比最高，弗列加特贡献主要增长，汪臻醇待起量



注：图中柱状图数值对应各品牌营收
资料来源：公司招股书，华泰研究预测

图表3：麦富迪贡献主要毛利润来源，2024年占比达51%



资料来源：公司公告，华泰研究估算

产品：锚定趋势，迭代创新

纵向推演：以消费者趋势洞察为主导的品类/工艺创新及产品迭代

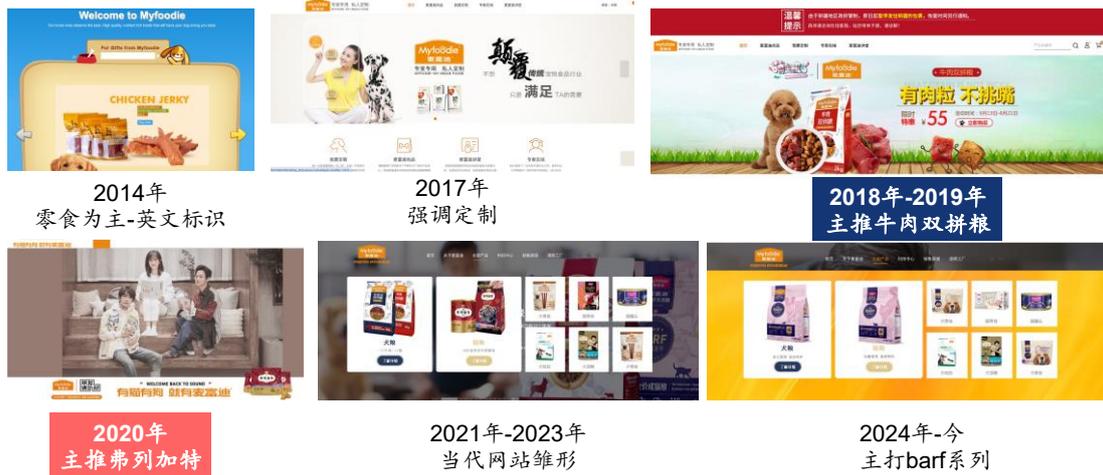
历经性价比突围、高端初探、多品牌矩阵三阶段，在每个阶段中均抓住市场趋势进行产品创新，推动品牌势能强化。我们将乖宝产品迭代分为以下三阶段，1) 在高端国外宠牌林立的背景下，依靠牛肉双拼粮等大单品实现性价比突围；2) 依靠弗列加特、麦富迪 Barf 系列所进行的高端化初探；3) 设立汪臻醇新品牌、推动佰萃粮独立，打造多品牌矩阵。产品升级带动乖宝毛利率及净利率提升，公司成功跳脱“内卷”、享有品牌溢价。

图表4：乖宝产品矩阵演绎历程



资料来源：公司官网，淘宝，京东，华泰研究

图表5：2014年-今乖宝官网变化

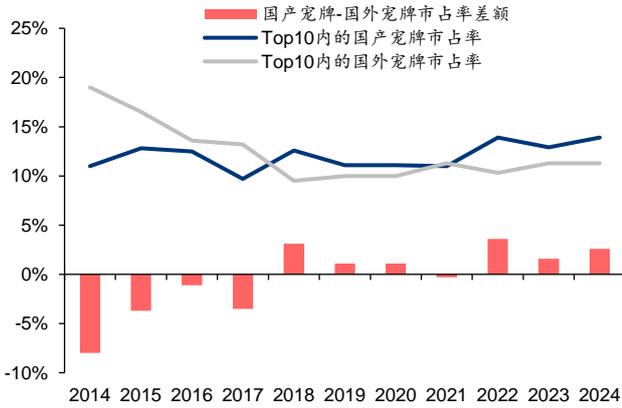


资料来源：网页穿梭机，华泰研究

2015-2019年，性价比+概念创新：双拼粮系列等突围

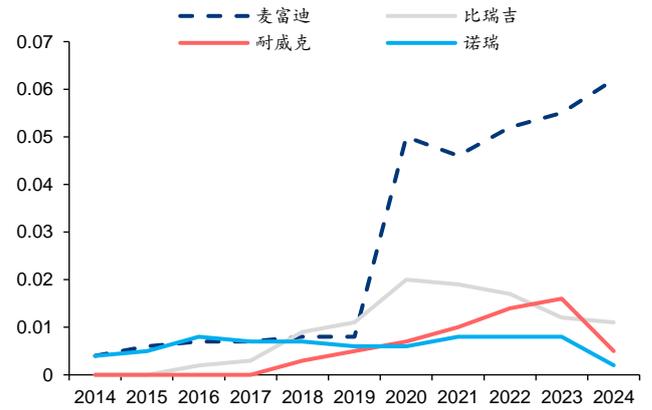
一、性价比+概念创新（2014年-2019年）：国产宠牌势头未定下的最优选择，双拼粮系列等突围。2018年之前我国宠物食品市场仍以外资品牌为主导。据欧睿数据，2014-2017年TOP10内的海外宠牌市占率始终高于国内宠牌，而在2018年该形势发生逆转，国产宠牌占据上风、领先海外3.1pct。麦富迪在此过程中发挥关键作用，接棒比瑞吉引领国产替代，2014-2019年市占率由2.3%提升至4.0%、排名由第7上升至第2。

图表6: 国产宠牌在 2018 年完成赶超



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表7: 麦富迪市占率稳步抬升、接棒比瑞吉实现国产替代



注: 选取 2014 年 TOP10 宠牌中的国产宠牌 (4 家) 作为参考; 诺瑞为比瑞吉旗下子品牌
资料来源: 欧睿, 华泰研究

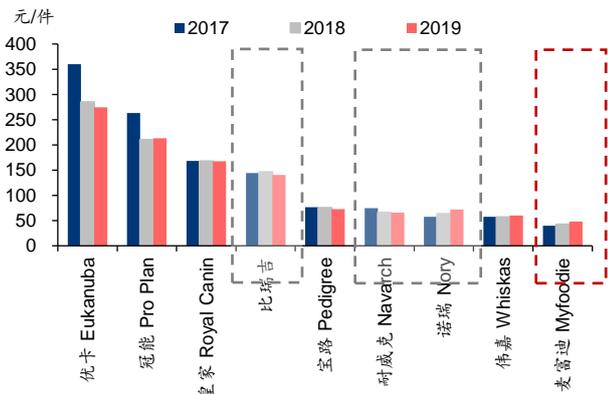
图表8: 麦富迪市占率排名持续提升, 2014-2019 年由第 7 上升至第 2

市场开拓期 (品牌地位大幅提升)						势能强化期 (品牌高端化)				形象跃升期 (迭代升级)
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
比瑞吉	比瑞吉	皇家	皇家	皇家	皇家	麦富迪	皇家	皇家	皇家	麦富迪
皇家	皇家	比瑞吉	比瑞吉	比瑞吉	麦富迪	皇家	麦富迪	麦富迪	麦富迪	皇家
优卡	宾路	宾路	麦富迪	麦富迪	比瑞吉	比瑞吉	伯纳天纯	顽皮	伯纳天纯	顽皮
宾路	Whiskas	Whiskas	宾路	伯纳天纯	伯纳天纯	伯纳天纯	顽皮	伯纳天纯	顽皮	伯纳天纯
Whiskas	优卡	麦富迪	Whiskas	宾路	顽皮	顽皮	比瑞吉	冠能	冠能	冠能
冠能	麦富迪	耐威克	耐威克	Whiskas	疯狂小狗	冠能	冠能	比瑞吉	网易严选	蓝氏
麦富迪	耐威克	优卡	顽皮	顽皮	宾路	Go!	渴望	渴望	爱肯拿	网易严选
耐威克	冠能	诺瑞	冠能	疯狂小狗	Whiskas	渴望	爱肯拿	爱肯拿	渴望	爱肯拿
Dog Chow	诺瑞	冠能	伯纳天纯	耐威克	冠能	Whiskas	力狼	网易严选	比瑞吉	渴望
诺瑞	Dog Chow	顽皮	优卡	冠能	渴望	爱肯拿	Whiskas	力狼	素力高	天然百利

注: 橙色底色处为国产宠牌
资料来源: 欧睿, 华泰研究

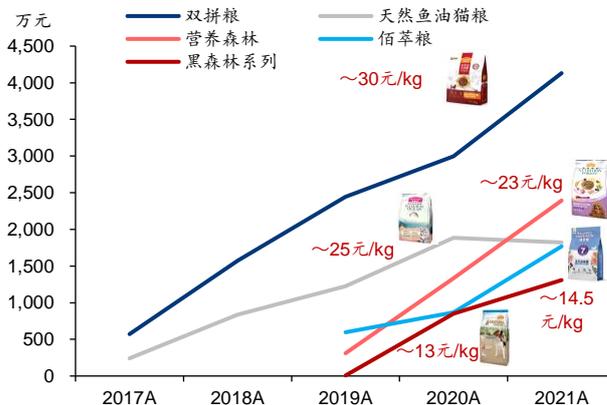
我们判断主要原因为麦富迪基于对消费者需求的洞察, 借助概念创新及高性价比产品实现破圈。彼时宠物食品行业多为真进口宠粮及“类洋牌”, 流行点为海外高端及国产“天然粮”(比瑞吉等), 价格带偏高且创新性相对单一(全为膨化粮)。而麦富迪在中低端价格(10元/kg~30元/kg)带进行了密集推新: 1) 结合消费者会将主粮+零食混合喂养的习惯(为解决狗挑食问题), 于 2015 年推出牛肉双拼粮, 并将其打造成了初代大单品。2019 年该单品一度占到麦富迪双拼粮总销售额的 49%、占麦富迪整体销售额的 26%; 2) 在主粮内添加智利进口三文鱼油, 主打天然均衡、亮泽毛发, 于 2016-2017 年附近推出天然鱼油猫粮; 3) 于 2018-2019 年附近陆续推出营养森林系列、佰萃粮、欧纳黑森林系列等低价格带主粮。叠加发力线上、赞助综艺扩大品牌声量等方式, 乖宝逐步在中低端产品带站稳脚跟。

图表9：2014 年市占率 TOP10 的宠物粮品牌中，按照价格由高到低排序，发现麦富迪单价最低



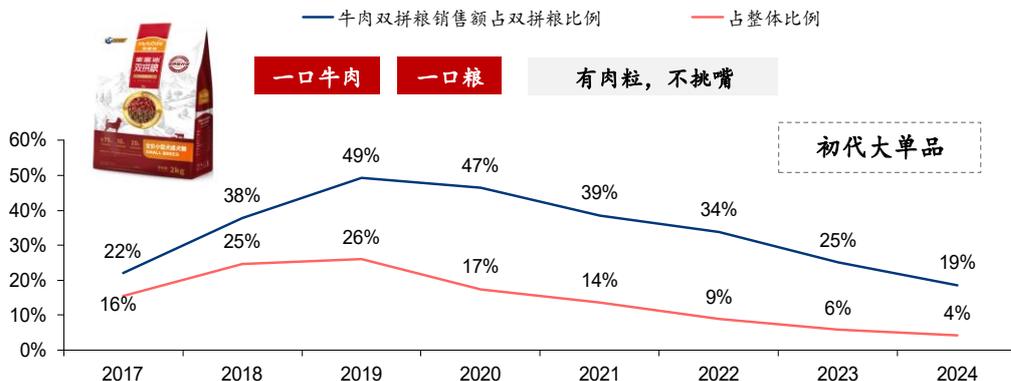
注：Dog Chow 线上数据缺失，在此未列示；框内为国产宠牌
资料来源：久谦，华泰研究

图表10：麦富迪双拼粮最先起量，随后是天然鱼油猫粮、佰萃粮、营养森林等



注：选取了 2019 年的麦富迪旗下天猫销售额排名 TOP4 的品牌序列进行分析；
资料来源：久谦，天猫平台，华泰研究

图表11：牛肉双拼粮为初代大单品，产品概念创新行之有效



资料来源：久谦，华泰研究

2020-2023 年，高端转型+工艺创新：弗列加特及 barf 等兴起

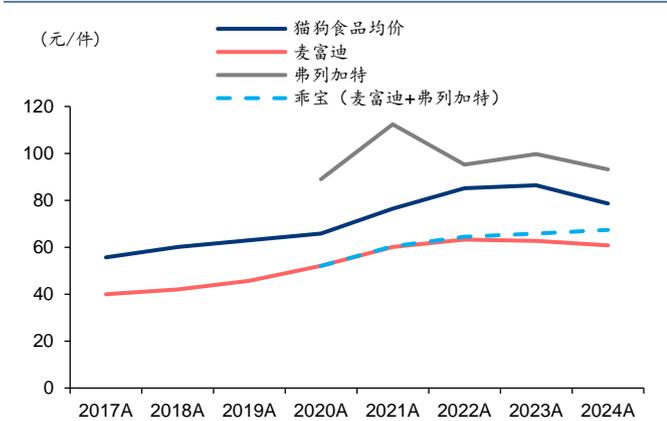
二、高端转型+工艺创新（2020-2023 年）：弗列加特及 barf 系列为重要突破，对应宠主对高鲜肉及天然营养宠物食品的需求升级。2019 年麦富迪国产宠牌龙头地位已基本确立（排名第二、仅次于皇家），但价格带仍在中低端（50 元/件以下）。此时乖宝已谙熟线上流量运营之法，然而伴随 2016 年以来以疯狂小狗、网易严选、蓝氏、帕特等为代表的互联网品牌兴起，珍稀食材添加（兔肉、鹿肉、乳鸽肉等）、生骨肉冻干等产品概念层出不穷。品牌商卷产品概念、卷性价比，使得中低端宠物粮市场一片红海。此时乖宝再依赖渠道红利去卷“产品概念”、鏖战中低端宠粮市场的性价比将大打折扣。公司再次引跑行业、率先进行高端转型，锚定猫经济、高鲜肉等行业趋势进行产品序列推新，同时在工艺创新（烘焙粮）及科学喂养理念（barf 天然喂养）方面寻求溢价，弗列加特系列（2020 年）、羊奶肉系列（2021 年）、barf 系列（2021 年）、焙可鲜系列（2024 年）等高价格带产品应运而生。我们估算天猫口径下，乖宝高端系列（弗列加特+barf 系列+羊奶肉+低温烘焙，60 元/kg 以上）占整体主粮销售比例已由 2020 年的 0.18% 提升至 2024 年的 59%，2024 年弗列加特、barf 系列分别占比 41%、12%。

图表12: 2016年至2020年涌现出了非常多耳熟能详的互联网品牌, 比如疯狂小狗、帕特等, 产品依赖代工, 主打创新性的产品概念

品牌名称	所属公司	品牌成立时间	品牌概念	生产方式	发展历程
疯狂小狗	江苏吉家宠物用品有限公司	2014年	性价比膨化粮	代工及自建工厂均有	1) 2014年成立天猫旗舰店; 2) 2016年全年销售额破1.1亿元, 天猫单品销量top1; 3) 2017年自建安宠工厂; 4) 2019年成立吉家集团品牌; 5) 2022年与嘉吉蛋白展开合作; 6) 2022年11月, 尤妮佳(中国)投资有限公司收购吉家宠物41.85%股权; 原创创始人崔佳持有目标公司45.34%股权。
蓝氏		2009年, 2023年被吉家收购	乳鸽配方	代工, 山东菲亚+汉欧	2010年左右蓝氏与国外品牌合作狗粮, 在被吉家集团收购后完全开始本土化生产。
帕特诺尔	杭州帕特诺尔宠物有限公司	2016年	生骨肉配方(兔肉、鹿肉、桑葚添加等)	代工, 福贝	2020年下半年, 生骨肉概念开始引领市场。相较于冻干零食, 冻干生骨肉能够提供肉、脂肪、内脏、骨和其他营养物质的均衡搭配。作为生骨肉配方领域的专家, 帕特公司以8:1:1的生骨肉冻干配方为核心, 相继推出生骨肉干粮、冻干和湿粮三大品类。
网易严选	杭州网易严选贸易有限公司	2016年	冻干、高鲜肉	代工, 主要为福贝(代工无谷粮等)、汉欧(代工冻干产品)、部分零食自产	以猫粮市场为切入点, 拥有高性价比、强调肉类高质量特征, 属中端国产宠物粮; 2022年9月上线主打中高端宠物市场的子品牌-网易天成
诚实一口	上海简谟生物技术有限公司	2016年	高鲜肉、冻干鸡肉丝添加	代工, 主要为辽宁海辰	1) 2016年10月, 公司成立; 2) 2018年10月, 诚实一口品牌立项; 3) 2020年4月, 诚实一口官方旗舰店登入驻天猫; 4) 2021年3月, 诚实一口入驻京东; 5) 2021年10月, 诚实一口抖音直播间上线; 6) 2022年11月, 诚实一口入驻美团外卖
阿飞和巴弟	天津宠次元宠物用品销售有限公司	2017年	益生菌、冻干	代工, 主要汉欧	1) 聚焦猫赛道。从猫零食切入, 之后转移至猫主粮市场; 2) 汉欧代工F4(网易严选、pidan、高爷家、阿飞与巴弟)
江小傲		2017年	无谷、高鲜肉	代工, 汉欧、福贝、辽宁海辰等知名代工厂	1) 2017年成立, 同期上线一系列高肉无谷猫粮; 2) 2020年开始在小红书种草
鲜朗	浙江绍兴吉宠商贸有限公司	2020年	烘焙、无谷	代工, 2023年自有工厂投产	2017年正式投入研发; 2019年产品开始成熟, 2020年底鲜朗开发出一系列不添加任何肉粉的宠物食品。并开始线上销售。母公司旗下除鲜朗、江小傲外, 还有汪爸爸、纯福品牌

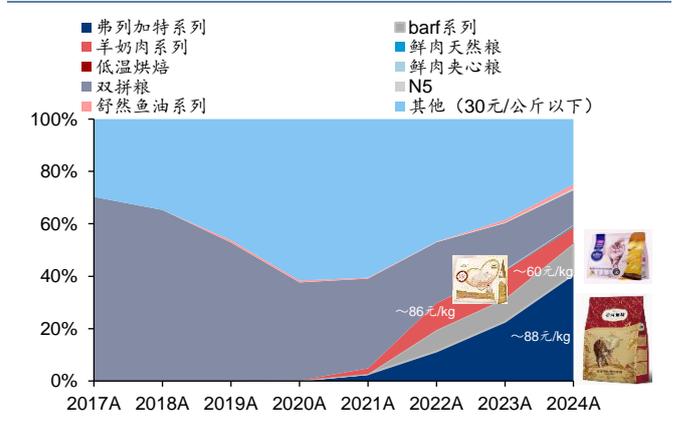
资料来源: 公司官网, 宠业家, 宠物品牌圈, 华泰研究

图表13: 2017-2024年乖宝线上销售价格带表现: 弗列加特自2020年开始快速起量, 带动乖宝旗下单品单价上行; 2024年逆势增长



注: 天猫口径
资料来源: 久谦, 华泰研究

图表14: 2020年后乖宝高端产品占比持续提升, 乖宝高端化现成效



注: 天猫口径
资料来源: 久谦, 华泰研究

图表15: 弗列加特、barf 系列、羊奶肉均抓住了 2020 年后猫经济+烘焙粮的产品趋势, 迎合消费者对高鲜肉、营养健康趋势追求。其中 barf 系列具有理念转变的战略意义

产品系列	上线时间	品类	均价 (元/kg)	工艺	卖点
弗列加特	2020 年	猫主粮	~88	烘焙粮、主食冻干等	1) 2019 年引入 Wenger 设备; 2) 率先在膨化粮中实现“70%高鲜肉添加” 3) 估算财报口径下 2022 年该品牌已经达到过亿体量; 2023 年同比增长约 200%。
barf 系列 (Biologically Appropriate Raw Food)	2021 年	犬猫主粮	~60	烘焙粮、冻干双拼、膨化粮等	是澳洲兽医基于进化原则提出的喂养理念, 希望通过肉、骨、内脏及天然食材的配比来模拟犬猫在天然野生环境的猎食习惯; 高比例的鲜肉+80%肉骨内脏+沙棘&蔓越莓等天然植萃等
羊奶肉系列 (现升级为奶弗)	2021 年	猫粮	~86	烘焙粮等	羊奶添加, 解决乳糖不耐受问题
培可鲜系列	2024 年	犬粮	~66	烘焙粮等	低温烘焙好吸收

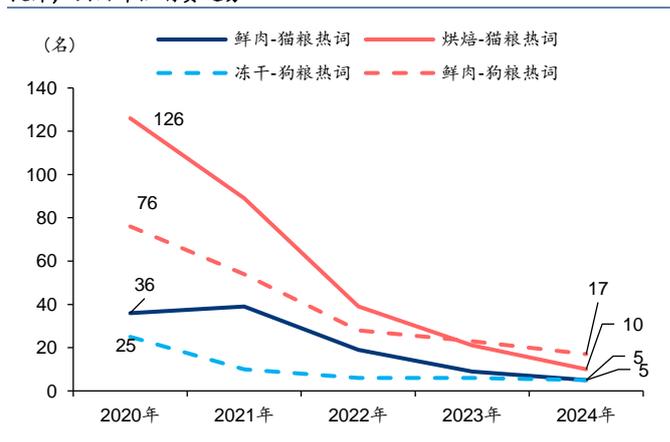
资料来源: 天猫平台, 华泰研究

图表16: 2018-2024 年猫数量 yoy 始终高于犬数量 yoy; 2021 年猫数量首次超过犬、且差距逐年放大



资料来源: 宠物行业白皮书, 华泰研究

图表17: 鲜肉、冻干、烘焙在猫粮、狗粮天猫热词排行榜中名次持续提升, 侧面印证消费趋势

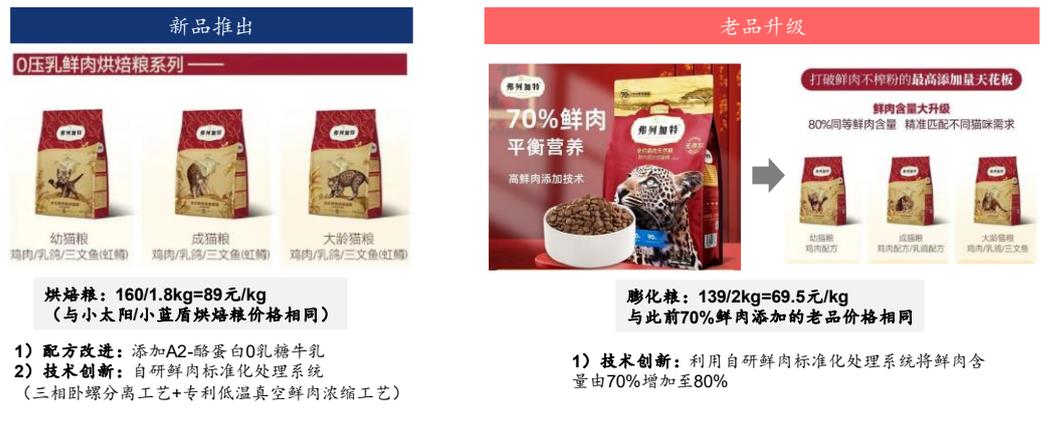


资料来源: 久谦, 华泰研究

2024 年至今, 版本迭代+品牌扩充: 2.0 升级+品牌推新双轮发力

三、版本迭代+品牌扩充 (2024 年至今): 优势市场找品牌 2.0 升级, 增量市场推新品牌。品牌高端化及矩阵建设双轮发力。当前时点, 乖宝继续锚定宠物友好的理念, 着力进行弗列加特 2.0 升级 (鲜肉精准营养)、麦富迪 barf 天然粮 2.0 升级 (益肠养胃-促消化吸收)、羊奶肉主食系列 2.0 升级 (亲和营养小分子) 三大系列。品牌 1.0-2.0 的跨越更为强调: 1) 技术创新所推动的更精准的营养添加、及更有效的促消化吸收; 2) 对应品牌卖点强化, 如高含肉量、天然喂养理念、羊奶促消化吸收等; 3) 与顶级农业高校中农、南农的合作成果转化, 分别对应弗列加特、barf 系列。价格层面, 我们测算下来发现升级过后产品价格基本未变化: 1) barf 2.0 系列推出后对 1.0 版本进行了降价, 2.0 版本与此前 1.0 版本时的价格相同, 都是 53 元/kg; 2) 弗列加特、羊奶肉 2.0 系列均与 1.0 价格相同。

图表18: 弗列加特 2.0 系列提质未提价, 乖宝持续对高端产品线的产品力深度打磨, 属于品类深耕阶段



注: 弗列加特于 2024 年 10 月 23 日开始升级
资料来源: 天猫, 华泰研究

图表19: Barf 系列 2.0 较 1.0 版更为关注宠物肠胃营养健康: 1) 配方升级; 2) 结合植萃活性逆流萃取技术保障营养成本不流失; 3) 与南农成立 barf 天性产业研究院



资料来源: 天猫, 华泰研究

图表20: 羊奶肉系列升级成奶弗系列: 1) 与霸弗相呼应, 形成品牌矩阵; 2) 工艺创新, 提质不提价, 更好促进猫咪消化吸收; 3) 强化羊奶肉概念



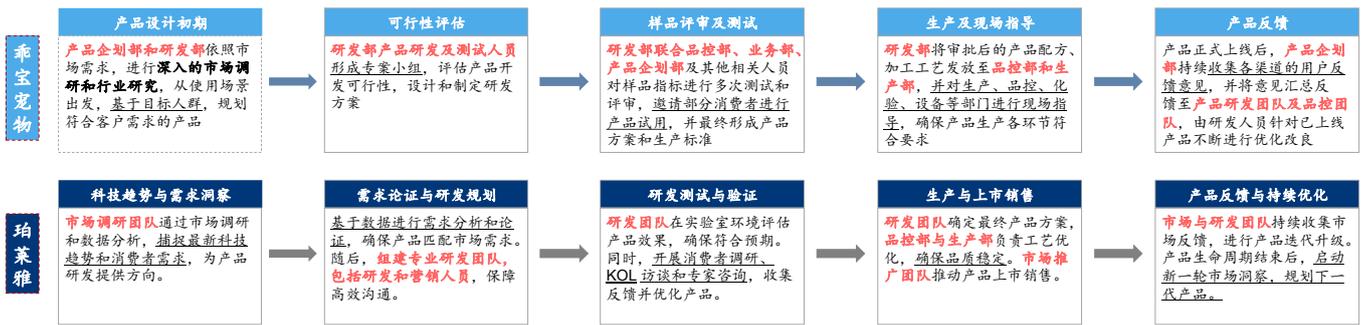
资料来源: 乖宝公众号, 天猫, 华泰研究

拥有麦富迪+弗列加特+汪臻醇+佰萃四维品牌矩阵, 未来爆品系列有望独立。在高端化升级初具规模后, 乖宝便着力推动多品牌矩阵建设。一方面, 乖宝于 2024 年 6 月推出汪臻醇这一高端犬主粮品牌, 主攻细分高端犬主粮市场, 价格带及品类分布与弗列加特高度重合, 且瞄准与“猫经济”相似的“中小型犬经济”; 另一方面, 继 2020 年将弗列加特独立运营后, 乖宝于 2025 年 2 月将佰萃粮品牌独立运营, 专注平价主粮市场。该品牌 1) 采用同源配方提升鲜肉含量 10%; 2) 通过“垂直厂牌”模式直连工厂与消费者, 并新增透明溯源系统保障品控, 但零售价仍维持在 15 元/kg 左右的普惠水平。我们认为, 公司有志于复刻玛氏、雀巢多品牌矩阵的发展路径, 后续麦富迪旗下爆品仍有望独立运营。目前乖宝四大品牌覆盖宠物食品全价格带, 品牌矩阵持续完善。

背后是高效的用户反馈机制及较强的研发基础

研发与用户需求联动，形成良性飞轮、为产品推新提供抓手。乖宝紧扣消费者需求，通过多维度调研、用户回访及产品迭代等方式，形成了高速运转的研发反馈闭环。依托这一“市场-研发-市场”的滚动机制，乖宝产品得以快速迭代升级，持续输出细分品类新品，强化了消费者心中的品牌形象。这一打法与化妆品行业的代表珀莱雅较为相似。宠物食品与化妆品同属于快速消费品，消费者需求变化快且对品质要求高，两家企业均通过“需求洞察-研发验证-上市反馈”多环节联动实现快速推新。这种以用户需求为核心的高周转模式，为后续品牌升级与产品创新提供了强劲动能。

图表21：乖宝 vs 珀莱雅研发流程对比



资料来源：公司招股书，公司年报，华泰研究

强劲的研发实力为公司根基，“三位一体”协同并进。公司目前在全球布局了三大研发中心，分别位于山东聊城、上海及泰国，形成了覆盖国内外市场的创新研发网络。其中：

- 1) 聊城研发中心 (总部基地)**：下设宠物营养研究中心、新产品研究中心等六部门，聚焦犬猫天性，承担基础研究、技术及产品创新任务；为上海研发中心提供数据支撑和结果验证；
- 2) 上海研发中心 (全球创新枢纽)**：于2024年12月底设立，聚焦未来5年的前沿技术与高端市场布局；
- 3) 泰国研发中心 (强化国际供应链优势)**：侧重宠物湿粮及零食研发，侧重国际市场。

国内来看，2021A-2024A，公司平均每年研发投入为0.72亿元，为中宠、佩蒂的1.4、2.6倍；2021A-2025Q1的平均研发费率为1.83%，领先中宠0.31pct，与佩蒂基本持平。国外来看，考虑到雀巢、高露洁除宠物外还有食品、洗护用品等其他业务，研发费用投入不具备可比性，我们用研发费率进行对比分析。同样的，2021A-2025H1乖宝领先雀巢、高露洁0.01pct、0.11pct。此外，2024A，乖宝研发费用投入为0.85亿元、研发费用率为1.63%。截至2025H1，乖宝已获得境内授权专利341项、在国内外发表相关论文近50篇，在行业内遥遥领先。

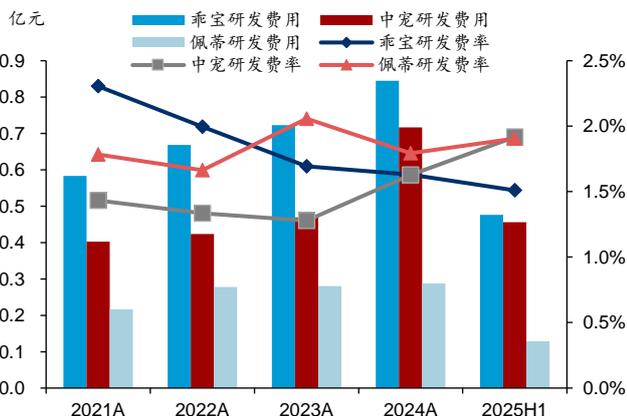
乖宝从宠物生理学、解剖学和行为学的基础性科学研究出发，探究犬猫在不同生长阶段和条件下的营养需求、行为特点及消化需求等。在此基础上进行产品配方设计，推出真正符合宠物营养需求的宠物食品，乖宝或为国内唯一一家真正从犬猫基础营养学研究出发去进行宠物食品研发的企业。

图表22: 乖宝三大研发中心相互协同

研发中心	定位	部门	简介
总部基地 (提供基础心)	聊城	宠物营养研究中心	下设配方研究室、适口性研究室和消化吸收研究室, 研究内容为不同品种的犬猫在各生长阶段、特殊生理期(如孕期、哺乳期)、不同运动量和不同环境下对能量、蛋白质、氨基酸、矿物质、碳水化合物、纤维、脂肪、维生素等各利营养物质的需求
		新产品研究中心	下设工艺设备研究室、新材料研究室、产品性能研究室和产品评价分析室, 研究内容包括新产品的原料特性、食品配方, 以及加工工艺过程对配方营养性的影响等方面
		宠物健康护理研究中心	犬猫生理学研究、犬猫医疗保健研究和美容护理研究。根据犬猫生理学、解剖学、消化吸收学和行为学, 针对犬猫各类疾病和亚健康的预防、治疗方法进行研究, 以及各类处方食品、保健食品的功能性研究
		研究与本土宠物训练研究中心	犬猫行为学研究和运动研究
全球创新枢纽 (聚焦前沿技术与高端市场布局)	上海	检测中心	下设微生物检测室、理化检测室和药残检测室三个检测室, 拥有美国 Warer 液质联用仪、美国安捷伦气质联用仪、美国赛默飞 ICP-MS 重金属份测仪等国际高端检测设备, 按标准对宠物食品的原辅料、半成品和成品进行理化、微生物、抗生素残留、农残和重金属的检测, 确保产品符合国际标准要求
		中心实验室	下设六个实验室, 分别为零食实验室、干燥杀菌实验室、湿粮实验室、咬胶洁齿实验室、主粮实验室和冻干实验室, 主要进行食品工程学研究, 包括工艺技术与装备、自动化、智能化等方面的研究
		强化国际供应链与成本优势	2024年3月成立, 依托东南亚区位优势, 打造第二供应链总部, 侧重宠物湿粮、零食的研发与生产, 与国内研发中心联动, 共享智能制造与质量管理体系, 加速创新成果落地

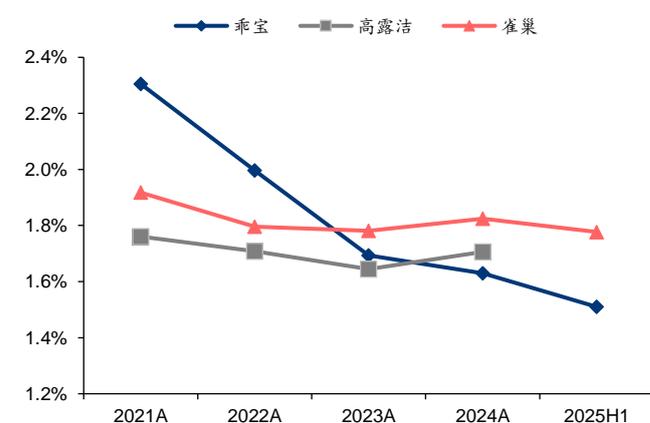
资料来源: 公司招股书, 乖宝公众号, 华泰研究

图表23: 2021A-2025H1 乖宝/中宠/佩蒂研发费用投入及费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: 2021A-2025H1 乖宝/中高露洁/雀巢研发费用投入及费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表25: 公司研发实力强劲

研发中心	研发团队	在研项目	研发成果
<ul style="list-style-type: none"> 产品研发 CNAS检测中心 宠物营养学研发 <p>犬猫营养学 行为学 生理学 运动学</p>	技术人员 86人 十年以上工作经验的 专业人士 23人 专家: • Dr.Michelle Oakley • Mieshelle Nagelschneider	基础性研究: <ul style="list-style-type: none"> 猫狗肠道菌群 泌尿系统 免疫力 肝脏 肾脏 胰腺 口腔等 	<ul style="list-style-type: none"> 专利 14项 实用新型专利28项 外观设计专利 287项
<ul style="list-style-type: none"> 占地面积19.5万平方米; 300+只犬猫 (犬-18个品种、猫-12个品种) 2020年成立以来先后对公司256款产品开展测试超800次 			

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

成立 WarmData 全球首个犬猫数据生命库，利用数据链重构我国宠物经济价值链。2025年3月5日，乖宝宠物正式发布了全球首个犬猫数字生命库-WarmData 犬猫天性研究大数据中心。该中心通过三大创新路径实现数据链与价值链的深度融合：1) 跨物种数据整合：同时接入西宁野生动物园合作数据、乖宝犬猫天性营养研究中心的“家养数据”、科研院所中的犬猫采集数据；2) 数字孪生技术应用：依托虚拟仿真技术，将配方测试时间由3个月缩短至4天；3) 伦理化生态共建：提出“数据共研、技术共验、价值共享”三共机制，与同行共同挖掘数据价值。我们认为，WarmData 正通过“基因-行为-环境”三维认知体系驱动产业从生产导向转向“数据-生命共同体”；让宠物天性不再是模糊的概念，而是通过科学手段转化为可测量、可验证、可迭代的标准体系；无论对乖宝产品推新、品牌塑造，还是整个宠物食品行业的价值重塑都具备较强战略意义。

图表26: WarmData 的三大创新路径

创新路径	具体内容
跨物种数据整合	建立野生与家养犬猫的进化对照模型，融合西宁野生动物园雪豹、荒漠猫等野生物种行为数据、乖宝犬猫天性营养研究中心的400多只犬猫数据，以及高校等科研院所中的宠物基因组谱，通过自然法则与实验室数据的“隔空对话”重新定义天性营养需求
数字孪生技术应用	依托达索系统的工业软件，实现宠物食品配方研发的“量子速推”，将传统需3个月的实验室检测流程缩短至4天，精准匹配个体化营养需求
伦理化生态共建	提出“数据共研、技术共验、价值共享”三共机制，联合6所高校、华大基因等机构构建开放式数据平台，推动行业从企业资产升维为生态公器，其价值随参与者的增加呈指数级增长

资料来源：乖宝公众号，华泰研究

产学研融合，内外协同共创品牌 2.0 升级。乖宝如今更为注重与科研机构建立合作、形式从最初的项目外包向如今的战略合作转变，为 barf 系列、弗列加特系列升级提供科学依据：1) 2022 年与聊城大学签订合作研发协议，共同进行骨源类（如畜禽骨）宠物食品营养强化关键技术、低温烘焙宠物粮产品配方等合作；2) 委托聊城高新生物技术有限公司（聊城大学产学研转化平台）开发宠物保健和抗衰老系列产品；3) 2024 年 11 月，与南京农业大学达成战略合作，双方携手共建麦富迪霸弗丛林食谱产业研究院；4) 2025 年 2 月，与中国农业大学合作，聚焦宠物食品领域的“鲜肉精准营养”研究。

图表27: 乖宝注重产学研融合，形式由最初的项目外包向如今的战略合作转变

合作单位	合作时间	主要内容
项目研发	聊城大学 2022 年-2023 年	《骨源类宠物食品营养强化关键技术研发合作协议》
	聊城大学 2022 年-2023 年	《低温烘焙宠物粮工艺配方研发及关键技术研究合作协议》
	聊城高新生物技术有限公司 2022 年	《系列改善犬猫认知、应激的宠物食品研发及功效评价-技术开发合同》
战略合作	聊城高新生物技术有限公司 2021 年 7 月至 2024 年 7 月	在三年内完成十种功能产品的系列开发；宠物保健和抗衰老营养品的组方开发和工艺路线摸索及持续改良
	南京农业大学 2024 年 11 月开始	与南京农业大学正式签署战略合作协议，共同成立“麦富迪霸弗丛林食谱产业研究院”；该研究院聚焦宠物天性喂养理念的科研深化与产业化落地，重点围绕完整猎物饮食结构、天然植萃配方优化、生产工艺创新等方向开展研究，旨在破解犬猫精准营养的科学密码。
	中国农业大学 2025 年 2 月开始	与工程院院士李德发教授，中农大宠物科学方向负责人吴怡副教授达成合作，聚焦于宠物食品领域的“鲜肉精准营养”研究

资料来源：公司招股书，公司官网，华泰研究

研发红利逐步释放，助力公司爆品打造。典型代表为弗列加特及 barf 系列。

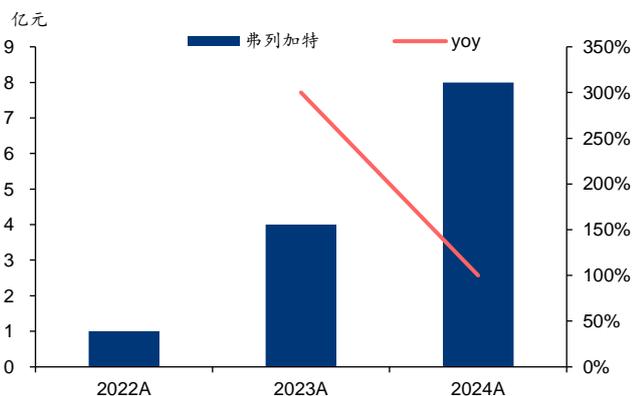
- 弗列加特结合鲜肉瞬时高温乳化添加工艺，通过 wenger 设备实现产品鲜肉添加量达 70%（同行仅 35%），同时结合首创的真空冻干工艺及装备控制技术推出弗列加特主食冻干大红桶。弗列加特卡位国产高端（~80 元/kg），相比渴望（~100 元/kg）等高端宠牌更具性价比。工艺/设备加成+配方升级+超强渠道/营销力，弗列加特 2022 年-2024 年营收 CAGR 高达 183%，2024 年营收或达 8 亿，顺利成为公司第二增长极。
- Barf 是澳洲兽医基于进化原则提出的喂养理念，通过高比例的鲜肉+内脏+骨骼+沙棘&蔓越莓等天然植萃等模拟犬猫在野外捕食中的饮食结构，进而实现均衡营养配置。通过自研的气爆营养释放技术助力营养更好吸收，蛋白表观消化率高达 91.5%。

图表28: 乖宝主要生产工艺及相关应用领域

应用领域	工艺技术	技术优势	代表性成果产品
高鲜肉主粮	鲜肉瞬时高温乳化添加技术	鲜肉添加量高达 70%	弗列加特高肉粮系列
冻干主粮	真空冻干工艺及装备控制技术	拥有真空冷冻干燥生产车间, 电子辐照灭菌车间, 可进行适口性、消化性和耐口性测试	弗列加特全价冻干、小橙帽保健品冻干、多营养素冻干系列
天然粮	气爆营养释放技术	通过加压处理, 将食材中的营养成分更好释放	barf 丛林食谱天然犬粮
高肉粮	EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	定向酶解技术提高蛋白吸收率和生物利用度, 降低过敏风险, 提升食品品质, 有消化率数据支持	益生军团主粮系列、双拼粮系列、全价夹心粮系列、功能宠物粮系列
主食罐头	真空滚揉工艺	采用 BARF、PMR 生骨肉理论, 营养性、适口性和消化性较好	弗列加特 PMP 主食罐头、麦富迪 Barf
畜皮和洁齿骨制品	口腔护理类产品功能提升技术	洁齿产品硬度与韧性兼顾, 具备专业洁齿效果	麦富迪清口香洁齿棒等

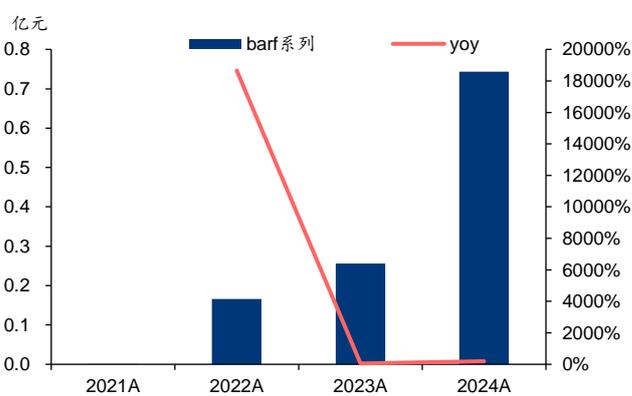
资料来源: 公司官网, 公司年报, 华泰研究

图表29: 弗列加特 2022-2024 年营收 CAGR+183%



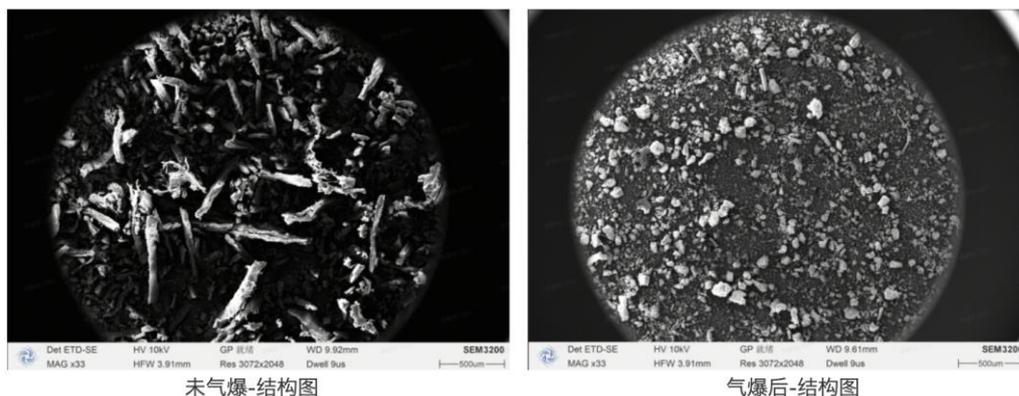
资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表30: Barf 天猫销售额, 2021-2024 年 CAGR+844%



资料来源: 久谦数据, 华泰研究

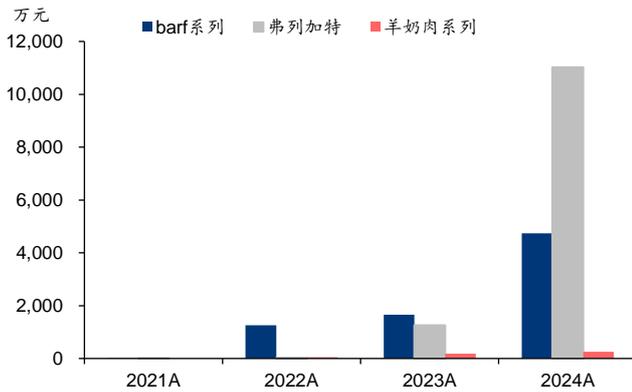
图表31: 气爆营养技术表现对比: 食材平均粒径显著降低 44.21%; 食材体表面积增加 120%以上, 更易与消化液结合



资料来源: 公司公众号, 华泰研究

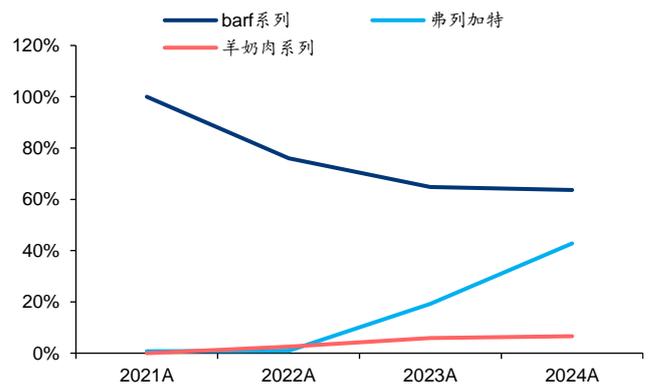
快速的产品迭代及高效的组织效率帮助乖宝“后来者居上”。除研发优势外，公司在产品趋势把握上也有“稍慢”时刻，比如烘焙粮，鲜朗于 2020 年便开始售卖，而乖宝却于 2021 年才开始在 barf 系列中售卖，随后延伸至羊奶肉系列、弗列加特系列。2024A 烘焙粮在 barf、弗列加特、羊奶肉系列内的销售额占比分别为 63.6%、42.8%、6.6%，2021-2024 年烘焙粮 CAGR 分别为 844%、334%、148%。除产品端的迭代创新、紧跟产品趋势以外，高效的渠道力及营销力也赋予了公司更强的爆品打造能力。

图表32：乖宝 barf 系列/弗列加特/羊奶肉系列 2021-2024 年烘焙粮 GMV CAGR 分别为 844%、334%、148%



资料来源：久谦，华泰研究

图表33：Barf/弗列加特/羊奶肉系列中烘焙粮占比



资料来源：久谦，华泰研究

公司顺应国内市场宠物食品升级趋势，聚焦高端宠物主粮进行产能扩建，目前主粮及零食产能利用率维持高位。截至 25H1，乖宝宠物总产能（含在建）为 32.9 万吨，其中国内为 30.92 万吨、占比 94%，国外 1.98 万吨，占比 6%，公司采取全球供应链布局策略，国内生产基地临近聊城总部，并毗邻凤祥集团等禽养殖企业，原材料优势明显，泰国工厂主要用于对美出口，为应对关税冲击，公司投资约 2 亿元人民币新建 1 万吨零食产能，该工厂计划于 2025 年下半年投产。分品类来看，主粮、零食、保健品产能分别占比 78%、22%、0.4%，主粮为公司战略重点。公司新建产能以高端宠物主粮为主，共计 8 万吨，覆盖 3.5 万吨湿粮（主食罐头、猫条等）、4.0 万吨烘焙粮及 5000 吨主食冻干（羊奶棒等），公司顺应国内宠物食品市场升级趋势，产能扩建符合公司战略导向。另外，公司零食产能利用率始终维持高位，2018-2024 年平均为 94%；主粮利用率则因产能扩建稍快影响在 2021 年有所下降，2022 年快速回升，2024 年产能利用率高达 95%。

图表34：乖宝分地区产能分布及在建情况

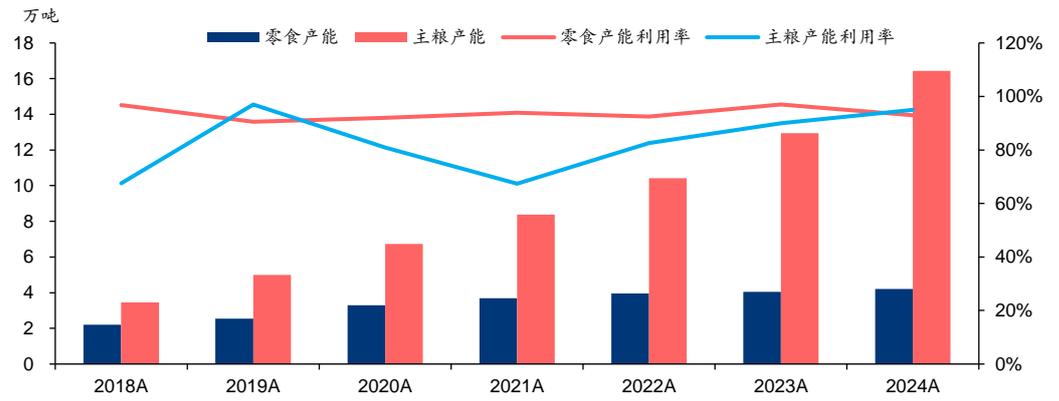
		当前产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	合计产能 (万吨)	产能占比
中国	零食	3.20	2.00	5.20	94%
	主粮	17.7	8.00	25.7	
	保健品	0.12		0.12	
泰国	零食	0.98	1.00	1.98	6%
总计		21.9	11.0	32.9	100%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表35：乖宝分品类产能分布及在建情况

		当前产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	合计产能 (万吨)	产能占比
零食	中国	3.20	2.00	5.20	22%
	泰国	0.98	1.00	1.98	
主粮	中国	17.7	8.00	25.7	78%
保健品	中国	0.12		0.12	0.4%
总计		21.9	11.0	32.9	100%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表36： 2018年-2024年乖宝主粮及零食产能及利用率概况


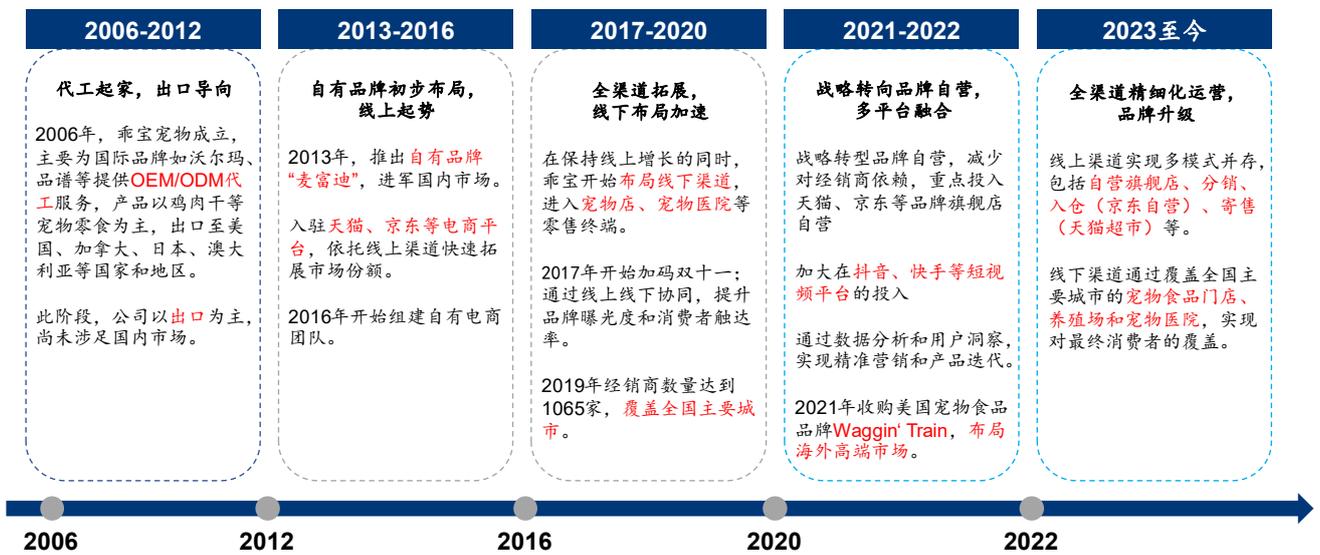
资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

渠道：以服务目标人群为主，主打精细化运营

纵向推演：多平台并举，渠道历久弥新

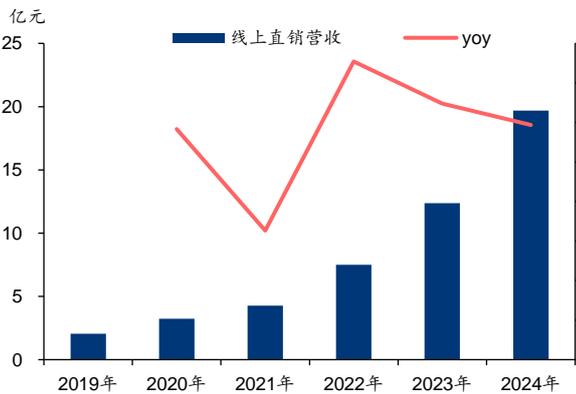
乖宝宠物的渠道发展经历了“代工起家，先线上，再多平台并举”的演进路径。早期以出口导向的 OEM/ODM 代工为主，主要服务于沃尔玛、品谱等国际客户；自 2013 年起转型内销，布局“麦富迪”等自有品牌，初期选择通过线上经销商铺货，率先在天猫平台发力，随后扩展至京东、拼多多等平台，2016 年开始组建自有电商团队；2017 年起在保证线上高速发展的同时发力线下，开始布局宠物店、宠物医院等渠道；2021 年起入驻抖音、快手等内容电商平台，同时将战略重心转向品牌自营，2022 年乖宝自主品牌线上直销营收达 7.5 亿元，同比增长 75%，占整体线上销售比例同比提升 6pct 至 47%，同时乖宝渠道运营向数据驱动、内容联动等方向升级；2023 年至今，公司已形成覆盖天猫、京东、抖音等主流平台的多模式渠道结构，具备较强的渠道迁移能力与平台适配能力，渠道体系日趋完善。

图表37：乖宝渠道发展历程概览



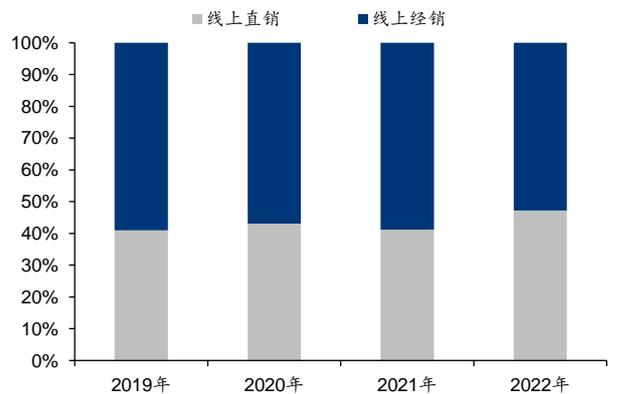
资料来源：公司招股书，公司年报，华泰研究

图表38：乖宝持续发力直销渠道，2022-2024年yoy+75%/65%/59%



资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

图表39：2022年乖宝线上直销占整体线上销售比例同比提升6pct至47%

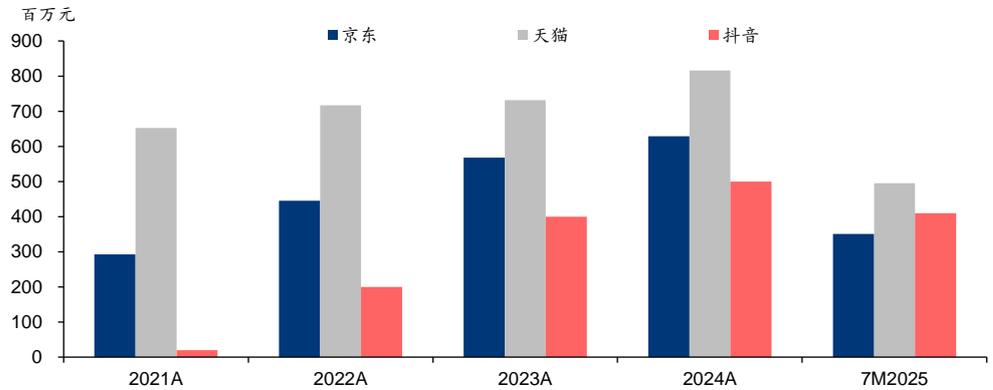


资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

乖宝在线上与线下渠道均展现出扎实的运营基础和持续优化的能力。线上端看，2020-2024年间，公司主要品牌麦富迪在抖音、天猫、京东三大平台内的销售额持续领跑，显著高于同行。具体看，麦富迪在京东、天猫、抖音三大平台的销售额自2021年以来稳步增长，其中抖音实现几乎从零起步的快速放量，2024年GMV近5亿元，2025年前七个月已超越京东，反映出公司在内容生态中的强渠道渗透力。线下端看，截止2024年末，公司经销商网络覆盖全国31个省市自治区，具备广泛的终端触达能力。尽管2019年以来经销商数量略

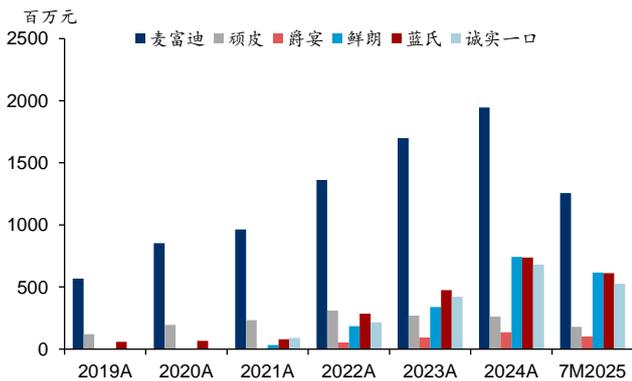
有所下降（或因主动优化低效渠道、提升资源集中度），但销售额在 50 万元以上的经销商占比却稳步上升，反映出公司线下布局正从“铺量”走向“提质”。这一调整不仅提升了线下运营效率，也验证了乖宝渠道精细化运营能力的持续强化。

图表40：麦富迪主要电商平台 GMV



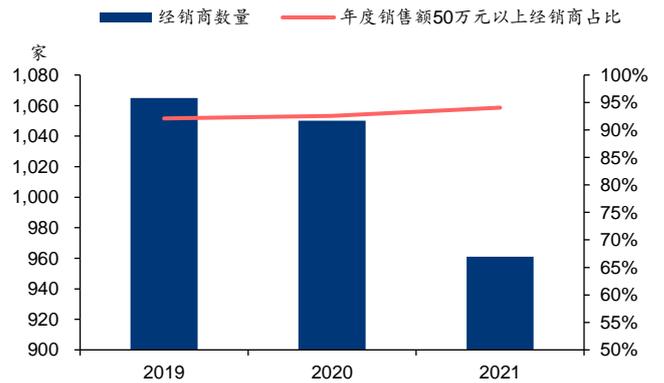
资料来源：久谦数据，华泰研究

图表41：乖宝线上销售额（抖音、天猫、京东）显著领先同行



资料来源：久谦数据，华泰研究

图表42：乖宝线下经销商数目



资料来源：公司招股书，华泰研究

在以 618、双 11 为代表的大促节点中，乖宝的动销能力持续领先，验证其渠道执行力与品牌号召力。从 2022 年起乖宝（麦富迪+弗列加特）便在 618、双十一等大促节点中拔得头筹。2024 年双 11 期间，公司旗下弗列加特虽然只聚焦高端猫主粮细分赛道，但是在天猫、抖音渠道全榜单中也位列第二名。此外，乖宝并非完全依赖大促时机放量，按照 2024 年乖宝国内营收 35.5 亿元估计，公司 618、双十一大促 GMV 约占全年国内营收的 13%、19%。

图表43：麦富迪入选多个平台大促榜单 TOP1，弗列加特 2024 年开始放量

2022 年	天猫						京东						抖音	
	2022 年双 11	2023 年 618	2023 年双 11	2024 年 618 开门红	2024 年双 11	2025 年 618	2022 年 618	2022 年双 11	2023 年 618	2023 年双 11	2024 年 618 开门红	2023 年双 11	2024 年双 11	
麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	鲜朗	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	麦富迪	麦富迪	
皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	弗列加特	麦富迪	麦富迪	麦富迪	网易严选	麦富迪	网易严选	猫梵思	弗列加特	
渴望	渴望	网易严选	蓝氏	鲜朗	诚实一口	蓝氏	渴望	网易严选	麦富迪	网易严选	伯纳天纯	网易严选	诚实一口	
卫仕	网易严选	渴望	网易严选	蓝氏	猫梵思	皇家	伯纳天纯	爱肯拿	伯纳天纯	渴望	麦富迪	卫仕	猫梵思	
网易严选	卫仕	鲜朗	诚实一口	网易严选	卫仕	弗列加特	卫仕	伯纳天纯	渴望	伯纳天纯	蓝氏	弗列加特	卫仕	

资料来源：天猫宠物，京东、抖音大促战报，华泰研究

背后驱动：sku 丰富、产品策略灵活、数据驱动等多维发力

上文我们详细梳理了乖宝宠物在天猫、京东、抖音等主流电商平台的具体表现，各渠道均展现出良好的运营成效与增长潜力。接下来，我们将系统分析公司实现多渠道稳健增长的核心原因：

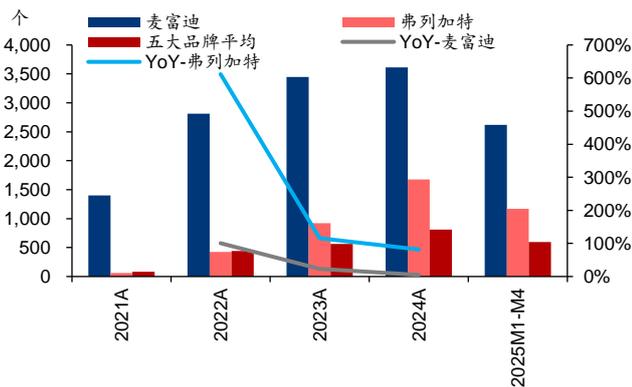
供应链适配、产品及渠道调整灵活：构筑多渠道协同的底层能力

在多平台运营模式下，渠道差异化带来履约节奏、用户偏好和产品形态的多样化需求。乖宝凭借灵活的供应链响应机制与高 SKU 覆盖能力，构建起高度适配各类渠道特性的产品供给体系，是其线上多点开花的底层支撑逻辑之一。

SKU 丰富度与品类结构演进为乖宝多渠道运营提供了底层支撑，公司精准把握猫经济风口。

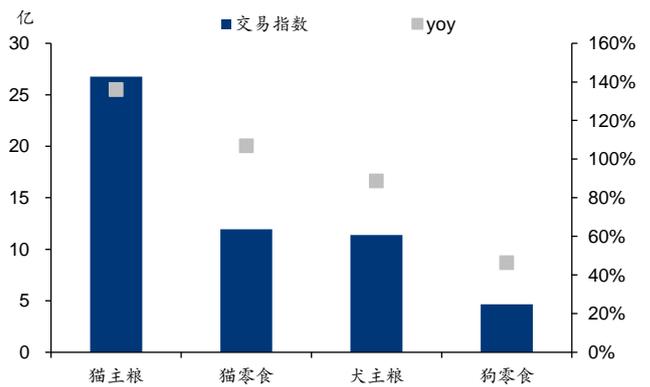
公司已构建覆盖猫狗主粮、零食、保健品的全品类产品矩阵。根据久谦数据，麦富迪抖音带货 SKU 数自 2021 年以来大幅增长至近 4000 款，弗列加特亦实现快速扩张。我们选取除麦富迪、弗列加特以外的前五大品牌带货 SKU 进行平均，发现麦富迪带货 sku 数远超其他品牌，弗列加特则在 2023 年完成赶超。乖宝 SKU 丰富度远超同行。此外，自 2023 年起，麦富迪紧跟猫经济发展趋势，抖音带货销售中猫主粮营收占比快速上升。弗列加特则聚焦高端猫主粮，结构集中、定位清晰，助力公司覆盖多层次消费人群，实现 SKU 与渠道的深度协同。

图表44：麦富迪、弗列加特、及前五大品牌抖音带货商品 SKU 数变化



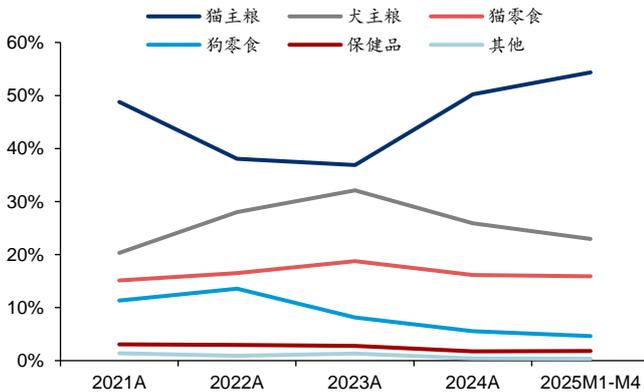
注：以 2024 年抖音双十一榜单为依据，麦富迪、弗列加特、诚实一口、喵梵思、鲜朗、蓝氏、宽福，选取除麦富迪、弗列加特以外的五大品牌的带货 sku 数进行平均
资料来源：飞瓜数据，华泰研究

图表45：2023 年抖音猫狗主要行业交易指数及 yoy：猫主粮规模几乎是其余三个品类之和，且增速最快



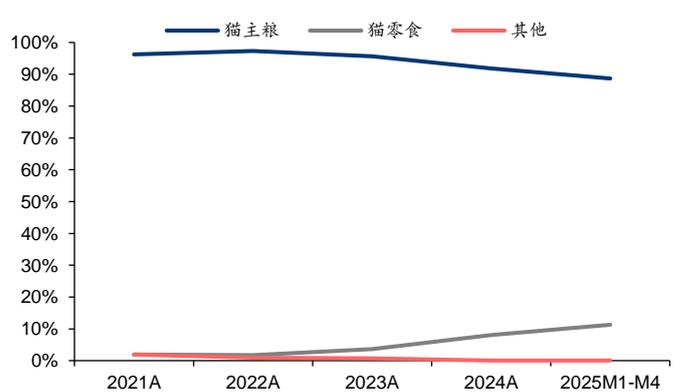
资料来源：公司招股书，华泰研究

图表46：麦富迪品牌抖音带货各品类占比



资料来源：飞瓜，华泰研究

图表47：弗列加特品牌抖音带货各品类占比



资料来源：Wind，华泰研究

乖宝针对不同渠道制定差异化产品策略，以契合各平台的用户画像与运营逻辑。乖宝在传统电商平台主推大包装、高性价比 SKU，并开发如“藻趣儿”等定制产品；内容电商则推出 1.5kg 试吃装、即食主粮等互动性强的产品以匹配直播场景；在线下门店，公司强调全品类铺货与 SKU 多样化，以提高推荐效率与客单价；而在平台型分销渠道（如天猫超市、京东超市），则提供统一条码与包装的标准化产品，并通过价格调整与活动促销灵活匹配平台运营节奏。公司在品牌、包装、定价与营销侧均实施精细化运营策略，体现出其深厚的渠道理解力与产品应变力。

图表48：乖宝各渠道差异化产品特征及策略

渠道类型	代表平台	主打品牌/系列	差异化产品特征与策略
传统电商平台	天猫、京东	麦富迪、营养森林、藻趣儿	高性价比大单品 ：如“营养森林粮”、“藻趣儿”等，专为电商渠道打造，满足线上消费者对性价比的需求 大包装规格 ：推出 4kg、10kg 等大包装产品，适应电商大促和囤货需求 定制化产品 ：根据平台用户画像，开发专属 SKU，如“藻趣儿”系列专为京东用户定制
内容电商平台	抖音、快手	麦富迪、弗列加特	直播专供产品 ：推出适合直播销售的中小包装产品，如 1.5kg 试吃装，便于主播展示和用户尝试 互动性强的产品 ：如即食主粮、冻干粮等，增强用户参与感 灵活的营销策略 ：根据直播节奏，调整产品组合和促销活动，提升转化率
平台型分销渠道	天猫超市、京东超市	麦富迪、营养森林	标准化产品 ：提供统一条码和包装的产品，便于平台管理和推广 大包装组合 ：推出适合家庭用户的大包装产品，满足日常消费需求 灵活的促销策略 ：根据平台活动，调整价格和促销方案，提升销量
线下专业门店	宠物店、宠物医院	麦富迪、弗列加特、Waggin' Train (境外)	全品类覆盖 ：提供从基础主粮到高端零食的全线产品，满足不同消费者需求 多 SKU 策略 ：根据门店需求，提供多种规格和口味的产品，增强陈列效果和消费者选择空间 价格体系稳定 ：通过统一定价，维护品牌形象和渠道利益

资料来源：公司招股书，公司官网，公司年报，华泰研究

乖宝通过构建柔性供应链与数字化基础设施，实现对多渠道订单的高效履约响应。公司在生产端推行以销定产策略，依托用户画像与平台销售数据灵活调整 SKU 结构；在仓储物流层面，京东采用入仓配送、天猫依赖阿里仓配体系、抖音电商则对接即时发货逻辑，体现出高效的渠道适配力。此外，早在 2019 年，公司便与兆信股份深度合作，通过“一物一码”系统贯穿产品全生命周期，为每件商品赋予唯一身份编码，支持从生产、流通到终端销售的全过程追溯与防窜管理，为后端提供消费数据沉淀，助力营销与补货决策。2023 年，公司还分别携手菜鸟与中国电信共建数字化供应链与 5G 智慧工厂，推动订单处理自动化与数据闭环，构筑起支持高频履约与定制发货的现代化数字供应链。

图表49：乖宝“一物一码”贯穿全供应链



资料来源：Wind、华泰研究

图表50：乖宝与菜鸟及中国电信合作构建智慧工厂与数字化供应链



资料来源：菜鸟官网、华泰研究

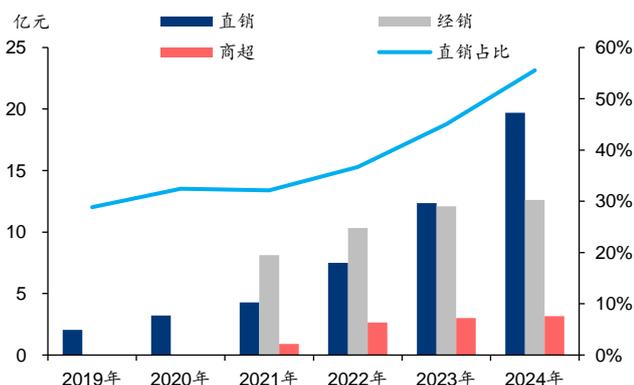
图表51：乖宝主流电商平台物流策略

电商平台	履约模式	物流策略	合作模式
京东	入仓模式 (京东自营)	商品入驻京东自营仓库，由京东物流直接配送	经销
天猫	官方旗舰店运营	利用阿里仓配体系实现次日达等快速配送服务	直销
抖音电商	即时发货与快速反应	灵活调度库存，与抖音电商物流对接，实现订单及时处理发出	直销

资料来源：公司招股书，公司年报，华泰研究

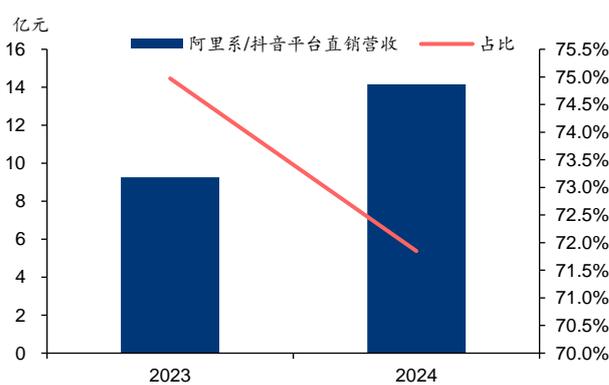
持续推进线上渠道结构优化, 强化直营比例, 以强化价格管控与品牌形象统一。乖宝自 2021 年起主动整合电商经销体系, 压缩中小分销商比重, 并在麦富迪之外独立运营高端品牌弗列加特, 以直营模式保障价格体系稳定与新品推广节奏。这一调整不仅改善了毛利结构, 即高毛利率直销渠道占比提升带动国内业务毛利率提升, 也为产品线上推广提供了更稳定的渠道基础。根据公司年报数据, 公司直销收入快速增长, 2023 年已超越经销, 2024 年占自主品牌营收的 56%。其中阿里系与抖音平台的直销占整体直销比例已达 70% 以上, 或反映出公司在核心平台已基本实现直营主导。

图表52: 乖宝直销占自主品牌营收比例快速提升



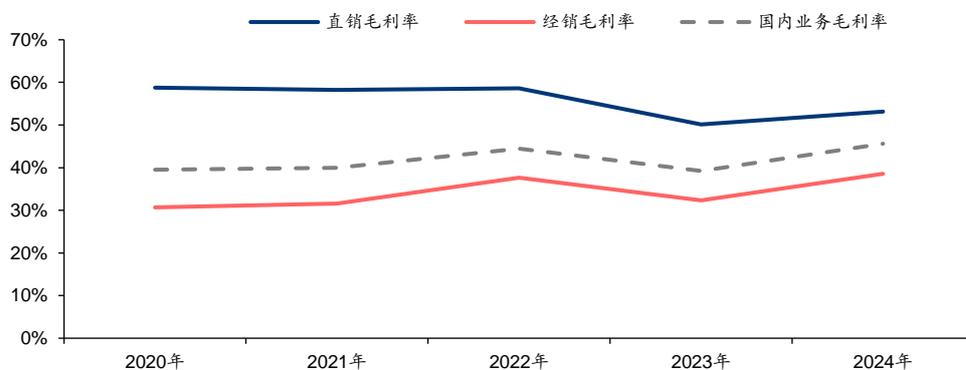
注: 商超渠道为 Waggin' Train 品牌在境外销售
资料来源: 公司年报、华泰研究

图表53: 阿里系及抖音平台直销占比提升



资料来源: 公司年报、华泰研究

图表54: 乖宝宠物直销毛利率较高, 保持在 50% 以上

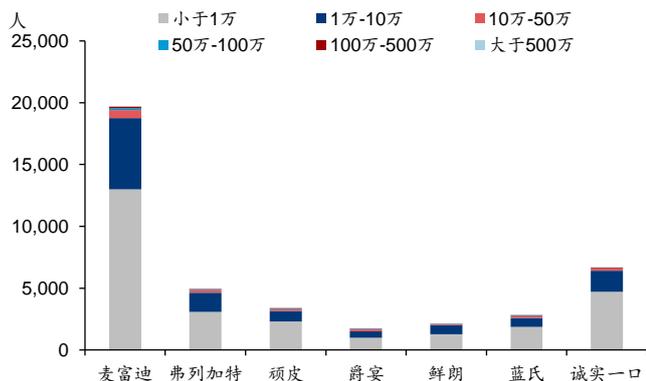


注: 乖宝 2023 年经销包含 waggin' train 及部分品牌代理业务, 2024 年经销包含 waggin' train 业务
资料来源: 公司年报, 华泰研究

内容运营与转化闭环: 释放品牌在内容电商的增长势能

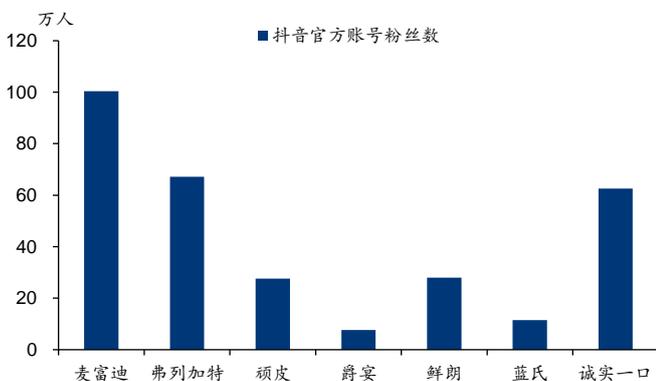
乖宝的内容运营策略以抖音平台为核心, 形成了“达人+自播+内容”多线并进的模式。一方面, 公司与大量 KOL/KOC 深度合作进行短视频种草与直播带货, 行业领先; 另一方面, 自建多个官方账号持续输出原创内容。其中, 高端猫粮品牌弗列加特开设“专家来了”栏目, 邀请宠物营养师、兽医专家和公司研发总监进行内容讲解, 以专业视角潜移默化传递品牌理念。根据飞瓜数据, 截至 2025 年 5 月, 乖宝旗下麦富迪与弗列加特官方账号粉丝数分别位居行业第一与第二, 超越诚实一口、蓝氏等; 此外, 乖宝与弗列加特近年种草视频数量始终领先。这一系列内容策略不仅强化了品牌专业度, 也实现了用户留存与粉丝沉淀的双重目标, 为品牌转化提供了坚实基础。

图表55: 抖音主要宠物食品品牌达人粉丝数分布



注: 截至 2025 年 5 月
资料来源: 飞瓜数据、华泰研究

图表57: 抖音主要宠物食品品牌账号粉丝数对比



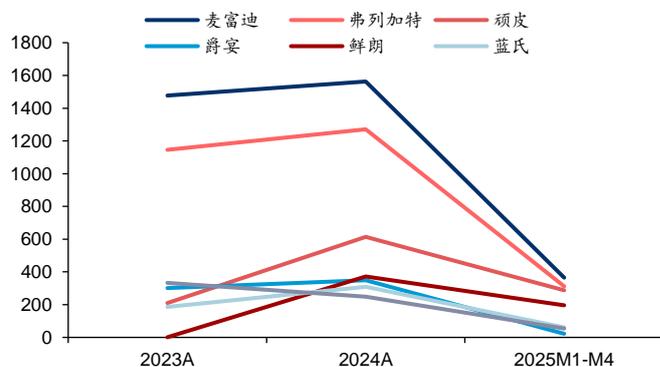
注: 截至 2025 年 5 月
资料来源: 抖音、飞瓜数据、华泰研究

图表56: 弗列加特“专家来了”系列



资料来源: 抖音、华泰研究

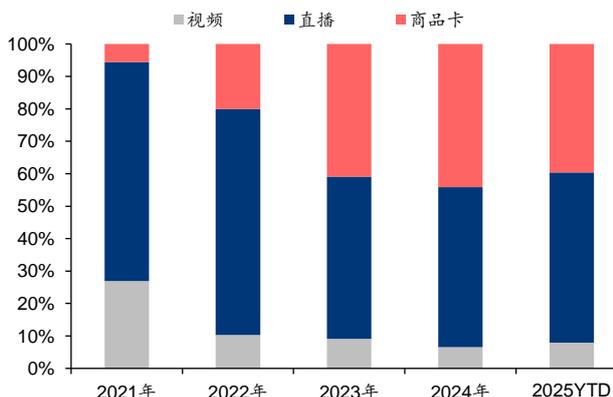
图表58: 抖音各宠物食品账号种草视频数



资料来源: 飞瓜数据、华泰研究

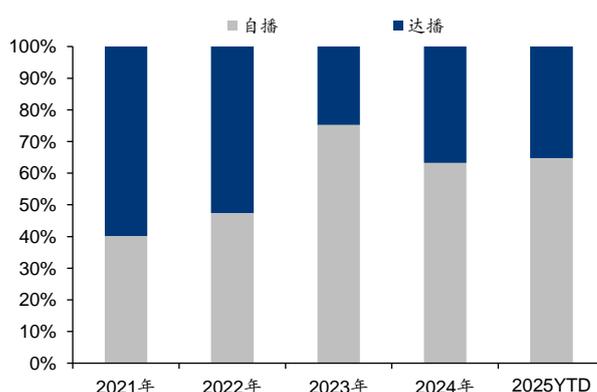
抖音渠道销售以直播为主, 其中自播占比高, 驱动品牌高质量成长。据飞瓜数据, 近年来, 麦富迪直播渠道销售额占比虽因抖音商城兴起有所下降, 但仍是最高比重。2025YTD 直播渠道占比 52%左右。在直播渠道内, 乖宝自播占比逐步提升, 从 2021 年的 40%提升至 2025YTD 的 65%。公司通过自有主播在线探厂、研发人员教如何正确养宠等方式来引导养宠人群, 对超头、大 V 推广的依赖度较低。我们以抖音渠道中排名靠前的 7 大品牌做对比, 发现优质品牌策略基本类似, 自播占比均处高位。

图表59: 2021-2025YTD 麦富迪抖音分销售渠道销售额占比



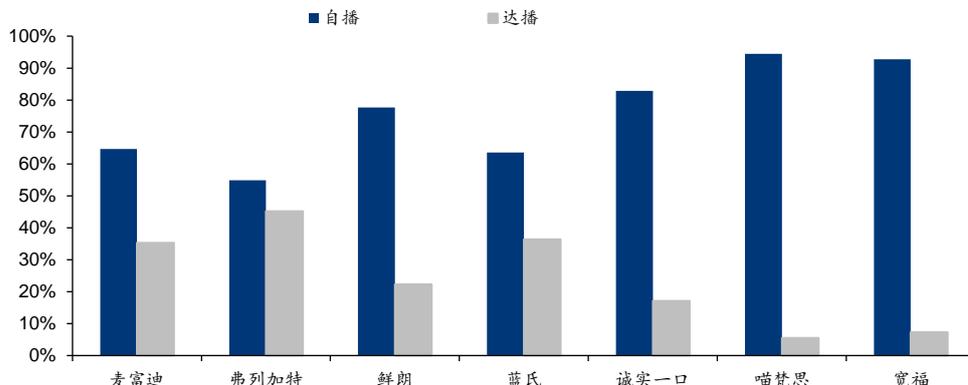
注: 2025YTD 为 2025 年 1 月至 6 月, 下同
资料来源: 飞瓜数据、华泰研究

图表60: 麦富迪自播 vs 达播销售占比



资料来源: 飞瓜数据、华泰研究

图表61：2025YTD 抖音排名 TOP 品牌自播及达播销售额占比



资料来源：飞瓜，华泰研究

在积累大量粉丝和内容声量的基础上，乖宝在直播带货环节也展现出稳健的转化成效。根据飞瓜数据，麦富迪与弗列加特在 2024.5.19 - 2025.5.19 期间均开展直播近 400 场，单品牌带货销售额区间分别达 7500 - 10000 万元、5000 - 7500 万元，销量分别达到 75 - 100 万件与 50 - 75 万件，均位居行业前列。乖宝凭借高频次内容输出、强产品力及用户粘性，整体转化效率稳定，直播销售呈持续放量趋势。

图表62：主要宠物食品品牌直播带货数据

品牌	直播数 (场)	点赞 (万)	直播涨粉(万人)	观看人次(万人)	带货直播数(场)	带货商品(个)	带货销售额(万元)	带货销量 (万)	转化率
麦富迪	401	2595.4	23.9	2113.9	401	203	7500-10000	75-100	0%-5%
弗列加特	395	2581.4	12.9	1576.9	394	88	5000-7500	50-75	0%-5%
顽皮	50	41.3	0.69	38.5	50	105	50-75	0.25-0.5	0%-5%
爵宴	516	105.7	1.2	195.4	508	127	500-750	7.5-10	5%-10%
鲜朗	356	481.5	10.4	978.2	355	79	7500-10000	25-50	0%-5%
蓝氏	410	466	6.1	348.8	408	143	750-1000	2.5-5	0%-5%
诚实一口	404	559.4	7.8	1131.2	403	132	7500-10000	25-50	0%-5%

注：统计区间为 2024.5.19-2025.5.19

资料来源：飞瓜数据，华泰研究

数据系统与精细化运营：打通前后端的数字化管理闭环

除内容与渠道外，乖宝在数据能力上的持续投入，亦为其精细化运营提供了坚实支撑。近年来，乖宝持续推进“数智乖宝”体系建设，借助“一物一码”系统实现产品全流程追溯，并与菜鸟共建智能仓网、与中国电信打造 5G 智慧工厂，持续升级供应链数字化能力。2024 年，公司进一步携手 IBM 启动数字化集成项目，构建覆盖采购、生产、财务与用户运营的一体化系统。此外，基于统一的数据中台，乖宝已打通多平台用户数据，构建会员标签体系，按行为偏好实施内容投放与精准触达，实现从营销到复购的精细化管理。

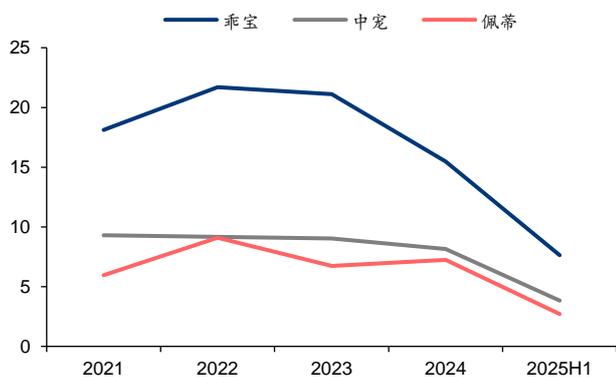
图63：乖宝宠物与 IBM 合作打造宠物食品智造大脑



资料来源：公司官网，华泰研究

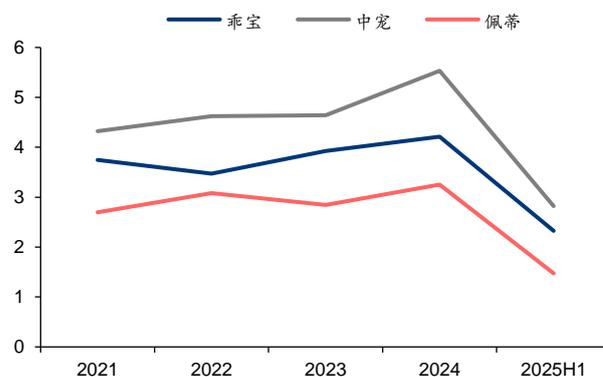
应收账款周转率优于同业，存货周转率持续改善。乖宝国内业务占比高，且线上直营占比高，而中宠、佩蒂营业收入主要来自境外 ODM/OEM 客户。由于外贸往往面临一定原材料成本价格波动、关税、汇率波动等不可抗力影响，公司给予境外客户的账期往往更长，故而乖宝的应收账款周转率显著高于同行。公司 25H1 应收账款周转率为 7.63，同比增长 7.07%，表明公司在营运资金管理持续改善，销售回款效率提升。存货周转方面，乖宝自有品牌占比高，国内业务相较国外业务需要更精细化的库存管理，且线上电商大促时也需要提前备货，而代工业务往往订单计划性强，生产节奏相对稳定，可能更有利于存货周转，故而乖宝 2021-2025H1 存货周转率低于中宠。但值得注意的是，公司通过持续的数字化能力建设，使得存货周转率持续提升，公司 25H1 存货周转率为 2.33 次，同比增长 12.98%。

图64：乖宝、中宠、佩蒂应收账款周转率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

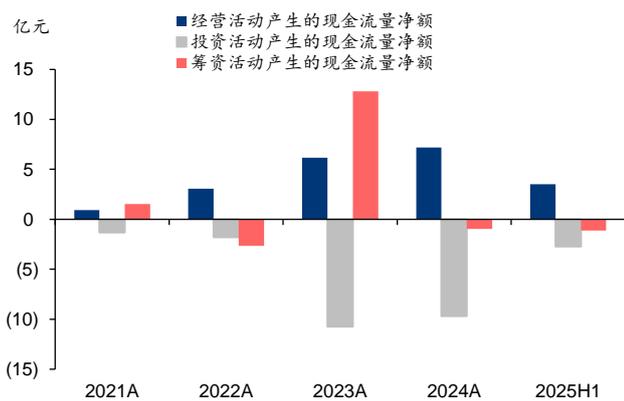
图65：乖宝、中宠、佩蒂存货周转率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

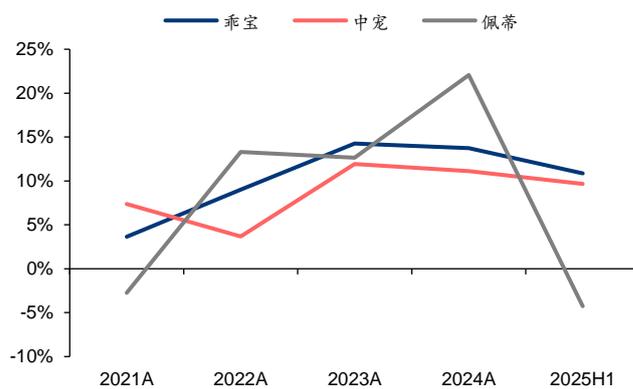
经营性现金流稳健，乖宝具备较强的销售回血能力。乖宝 2021-2024 年公司经营活动产生的现金流量净额均为正，与营业收入变动趋势一致，表现稳健且逐年改善。投资活动产生的现金流量净额持续为负，主要用于购置土地、设备及建设厂房等支出；筹资活动产生的现金流量净额部分年份为负，主要系发行股票、及部分年份进行股利分配影响。公司 2025H1 经营活动现金流为净流入 3.5 亿元，同比增长 42.97%，主要得益于公司主营业务收入的显著提升，以及高效的销售回款，公司经营性现金流持续改善。与中宠、佩蒂对比来看，乖宝经营性现金流/营业收入也始终维持较高水平，2025H1 分别领先中宠、佩蒂 1.21pct、15.14pct。

图表66: 乖宝、中宠、佩蒂经营/投资/筹资现金流量净额



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表67: 乖宝、中宠、佩蒂经营性现金流/营业收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

营销：从破圈到聚焦，情感营销渐为主力

纵向推演：从高举高打到品效合一

2017-2020 年，高举高打的泛娱乐化品牌营销策略，快速提升品牌认知度，成功在年轻人中破圈。公司早期的营销策略高度依赖品牌广告投放，通过覆盖主流媒体资源，聚焦年轻消费者，迅速提升品牌知名度。2017 年以来，公司围绕纪录片、电影、电视剧、综艺等泛娱乐营销主题进行高密度投放，以强化品牌曝光，并通过明星代言增强市场认可度。

- 1) **电影领域：**公司陆续赞助了《情圣》《天气预爆》《小 Q》等作品，借助电影场景，与消费者建立深度情感共鸣；
- 2) **电视剧合作：**从《微微一笑很倾城》《老男孩》到《三十而已》《爱上特种兵》，公司持续深度植入品牌，使品牌形象更贴近年轻用户群体。
- 3) **此外，综艺赞助为公司重要的流量入口：**公司通过《向往的生活》《极限挑战》《种地吧》等热门综艺进行曝光，强化品牌在年轻消费群体中的站位。2017-2020 年间，公司市占率排名从第三抬升至第一，高举高打的营销策略奏效。

图表68：乖宝泛娱乐化品牌营销



资料来源：公司官方微博，公司微信公众号，华泰研究

2021 年来，乖宝营销策略从泛娱乐品牌广告转变为更聚焦的内容营销。公司围绕电商、短视频、社交媒体等核心平台，优化投放结构，强化精准触达，提高营销 ROI。在淘天、京东等电商平台，乖宝通过直播带货、达人推荐等方式提升转化，而在微博、小红书、B 站等社交媒体，则依靠 KOL 种草、用户互动等玩法强化品牌认知。同时，公司加大短视频内容布局，在抖音、快手等平台探索更具互动性的营销模式，实现品效合一。

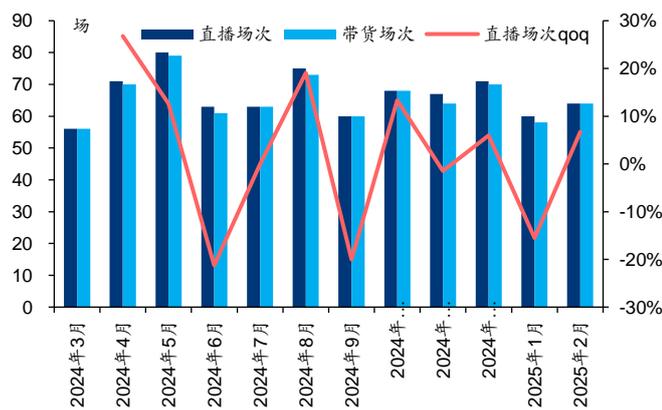
图表69：乖宝内容营销策略，购物平台+种草平台多管齐下

<p>淘天</p> <p>MyloSida 臻选官旗</p> <p>1) 邀请偶像明星(尹浩宇)空降天猫旗舰店直播间带货,这是宠物行业首次明星空降品牌直播。 2) 借助天猫内容栏目“正当红情报局”输出养宠潮流短片等软性内容。例如联合天猫制作《宠物圈当红情报》。 3) 与顶流主播李佳琦等合作,在淘宝直播中主推明星单品作为引流爆款。</p>	<p>1) 官宣明星代言人,利用偶像“鲜肉”形象为新品猫粮种草,相关话题阅读讨论度飙升。 2) 发起关注转发抽奖等福利活动,鼓励粉丝分享爱宠故事。 3) 通过微博预热,为电商直播引流,实现社交声量-销售闭环。 4) 联动宠物领域KOL、大V账号进行内容共创和背书,提高专业性和信任度。</p> <p>有猫有狗就有麦富迪 麦富迪官方微博 Fans: 195.3K</p>
<p>京东</p> <p>麦富迪京东自营旗舰店 792.0万人关注</p> <p>1) 积极参与京东宠物品类日等活动。例如品牌在618、双十一等节点联合京东宠物频道发起专场直播、秒杀福利等。 2) 开设京东自营旗舰店,截至2025年3月,粉丝数高达792万。 3) 在2017年就与京东签署战略合作。</p>	<p>1) 内容种草上,麦富迪采取“KOL+KOC”组合营销模式,制造出营销爆点。通过素人投放销量+初腰部KOL带动声量,不断产出爆款笔记。 2) 联合达人发起主题活动,通过招募试用官、新品体验活动等方式与用户深度互动。</p> <p>麦富迪 MyloSida 宠物食品品牌 Notes: 1.5k Fans: 46.5k</p>
<p>抖音</p> <p>麦富迪官方旗舰店 抖音直播 5.00分 十万粉丝</p> <p>1) “自播+达人带货”双轮驱动,在抖音上大量合作带货达人(宠物达人、@点点是只猫等知名萌宠KOL),通过达人种草引流配合官方直播承接转化。 2) 自然流量(内容种草)转化:发起抖音话题挑战等短视频营销,例如围绕科学喂养、萌宠日常创作病毒视频。</p>	<p>1) 主要承担品牌自媒体和私域流量沉淀。定期推送养宠知识科普、产品测评和品牌故事。 2) 公众号推送抽奖、福利券、新品试吃等活动,引导用户添加企业微信号并加入对应养宠社群。目前运营数百个微信社群。</p> <p>麦富迪 服务号</p>
<p>快手</p> <p>麦富迪官方旗舰店 粉丝: 381.1k 旗舰店账号</p> <p>1) 采用接地气的内容和直播玩法来实现破圈传播。品牌布局快手主播矩阵,与头部达人深度合作,例如快手官方探场直播活动,宠物红人走进麦富迪工厂直播。 2) 积极参与“616品质购物节”、“818上新季”等平台活动。推出宠物月饼等创新新品并设置“猫包满百免费送”、“猫粮9.9元抢鲜试吃”等福利。</p>	<p>1) 联合B站人气宠物区UP主(例如:焦糖学姐)推出破圈传播的内容,引发弹幕评论对品牌好感度飙升。 2) 赞助B站上的宠物综艺节目剪辑、与知名UP主合作挑战趣味实验,为此曾形成“狗粮饺子”梗(获300万+播放量)。</p> <p>麦富迪 UP主 1.5万粉丝 · 124个视频 麦富迪官方账号</p>

资料来源:麦富迪官方账号(微博、小红书、B站、公众号、抖音、快手),麦富迪官方旗舰店(淘宝、天猫、京东),华泰研究

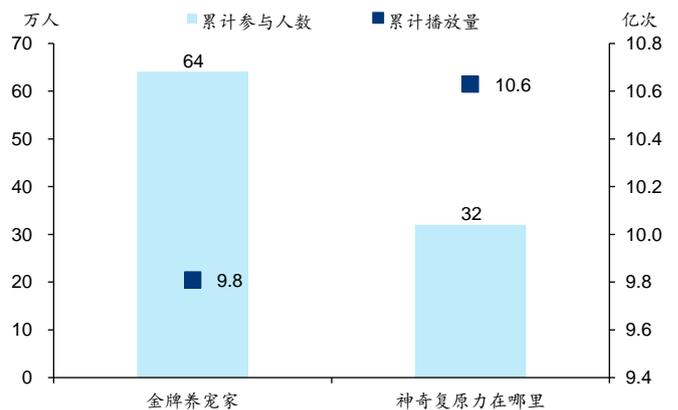
抖音：乖宝不断加码直播带货，并通过品牌话题运营增强用户互动。直播矩阵看，根据灰豚数据，2024年来，麦富迪在抖音官方旗舰店和宠物食品旗舰店的直播频次保持高位运行，每月直播场次基本维持在60-80场之间。同时，带货型直播场次也占据较高比重，表明公司通过高频次直播运营，实现稳定转化，并在多个节点（如大促、品牌活动）形成销量高峰。除了直播带货，乖宝还借助抖音的内容生态，通过品牌话题与KOL合作强化用户互动。据新抖数据，以“金牌养宠家”与“神奇复原力在哪里”两大话题为例，累计参与人数分别达到64.1万人和32.02万人，并收获了9.81亿次和10.63亿次播放量，表明品牌通过热门养宠话题，成功吸引大规模用户关注。这类互动话题不仅提升了品牌曝光度，也推动了用户自主分享养宠心得，使品牌融入宠物主的日常生活，进一步强化情感连接。

图表70：乖宝抖音旗舰店直播场次变化



注：直播场次为麦富迪官方旗舰店与麦富迪宠物食品旗舰店直播场次总和
资料来源：灰豚数据、华泰研究

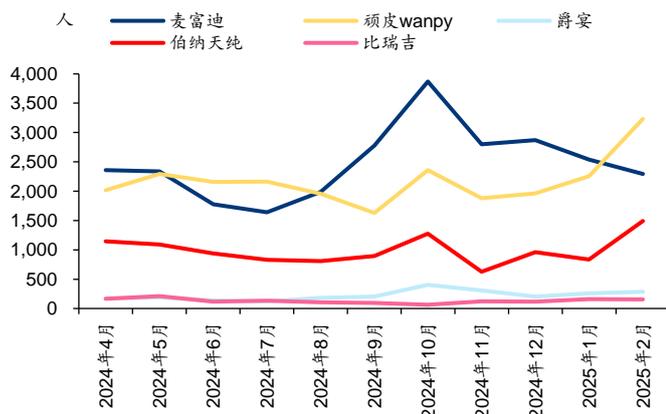
图表71：“抖音金牌养宠家”与“神奇复原力在哪里”话题参与度



资料来源：新抖、华泰研究

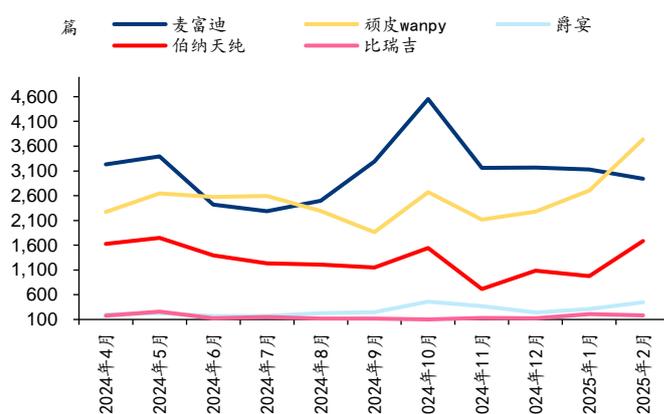
小红书：乖宝凭借高频次的KOL种草与品牌话题互动，成功占据行业领先地位。从达人数量来看，据灰豚数据，2024年以来，乖宝在小红书的KOL种草规模基本高于竞品，月度种草达人数量保持在2500以上，并在多个时间节点（如双11、双12）达到峰值，远超伯纳天纯、顽皮等竞品。此外，乖宝在品牌话题运营上同样表现突出。从品牌关联笔记数量看，乖宝保持行业领先，根据灰豚数据，麦富迪每月品牌关联笔记数大多超过3000篇，最高可达4000篇以上，展现了用户自发分享和品牌联动的强互动性。通过高频种草+品牌话题联动的双重打法，乖宝在小红书成功构建了高渗透率的内容矩阵，使品牌从单纯的产品销售向用户情感认同与社区影响力转化，进一步强化了品牌资产和用户长期忠诚度。

图表72: 乖宝小红书达人种草数同业对比



资料来源: 灰豚数据、华泰研究

图表73: 乖宝小红书品牌关联笔记数同业对比



资料来源: 灰豚数据、华泰研究

迎合趋势: 在强化电商和达人营销的同时, 乖宝也积极拓展 IP 联名合作, 以跨界营销进一步提升品牌影响力。不同于电商渠道的精准投放和社交平台的内容种草, IP 联名通过融合文化、潮流、影视等多元元素, 使品牌形象更具话题性和差异化。公司近年来携手多个赛道知名 IP, 如汽车、美食、文化、游戏等领域的品牌, 打造联名产品和营销活动, 实现品牌在不同圈层的破圈传播。例如, 乖宝联合别克昂扬打造“真·撒狗粮”情人节短片, 与锋味共创美食文化调性的宠物食品。此外, 乖宝还在手机平台加大投放力度, 与 oppo、vivo 等品牌合作, 在开屏广告、信息流广告等核心位置提升品牌曝光。

图表74: 乖宝 IP 联名与手机平台营销策略概览

品牌	合作时间	细节
IP 联名		
别克汽车	2021年2月	携手别克昂扬车型于2023年情人节推出“真·撒狗粮”联名营销: 双方发布了一支“一车一狗”的短片故事, 突出别克昂扬 GS 的宠物友好设计 (如大后备箱、全景天窗等), 并联合定制 520 份限量“撒狗粮宠定你”礼盒。用户只需上传并分享与爱宠合影的“撒狗粮”海报即可抽取礼盒, 引发大量养宠车主互动。这一创意活动借用情人节网络热词, 真正让消费者“撒了一波狗粮”, 提升了麦富迪在汽车圈和社交媒体的曝光度。
锋味	2022年7月	与谢霆锋主理的美食生活品牌“锋味同萌”深度合作, 共创“匠造宠食新锋味”IP 联名, 与麦富迪团队融合双方 IP 元素 (如应用锋味同萌 Logo, 打造联合 Icon), 推出具有美食文化内涵的宠物食品。这次跨界不仅产出了联名产品, 也借助明星厨师 IP 赋予麦富迪品牌新的话题度和高端美食调性。
《上新了·故宫》	2020年10月	以节目中的“御猫天团”为灵感融入故宫元素, 上新限定联名猫粮礼盒“猫蝶祥福”、“猫蝶俸禄”, 并创作“御猫寿宴”场景海报, 解读御猫, 树立大文化 IP。
《小森手游》	2021年8月	联名人气游戏《小森生活》, 推出游戏主题的猫咪鲜肉礼盒、联名款宠物零食礼包等产品。植入品牌角色“麦小迪”猫咪和麦富迪旗下高端冻干猫粮“弗列加特”。
《一条狗的使命》	2017年3月	与电影《一条狗的使命》联名推出主题宠粮。
手机平台		
oppo/vivo	2020年	在推荐位、开屏等位置投放展示广告, 以及信息流广告和达人内容合作等方式, 触达了大量潜在用户。

资料来源: 公司招股书, 公司微信公众号, 华泰研究

与消费者的情感链接或为未来营销主旋律

在内容层面逐渐向情感营销转变，强化品牌温度与消费者的情感连接，或将成为未来的主力方向。相较于早期侧重曝光的泛娱乐化广告，公司近年来更加关注人与宠物之间的情感纽带，通过故事化表达增强品牌共鸣。例如，别克昂扬的“一车一狗”短片，借助汽车与宠物主人的陪伴场景，强化“宠物是家庭一部分”的理念；《一条狗的使命》联名宠粮，借助电影故事，放大宠物忠诚与陪伴的情感价值。在社交媒体和短视频平台上，乖宝也在传递真实情感表达，例如微信公众号的“毛孩子的天性释放瞬间”征集活动。从小红书的养宠故事分享到抖音、快手的达人 Vlog 内容，品牌鼓励用户记录、分享宠物生活，让品牌融入养宠日常。

图表75：麦富迪联名别克情感营销案例——“撒狗粮定宠你”短片



资料来源：麦富迪官方微博，华泰研究

图表76：麦富迪情感营销活动——“毛孩子的天性释放瞬间”征集

全网征集100张“毛孩子的天性释放瞬间”照

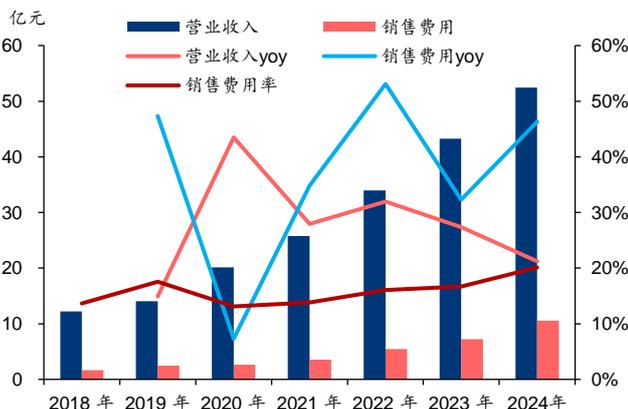
麦富迪 2024年08月15日 14:11 山东



资料来源：麦富迪微信公众号，华泰研究

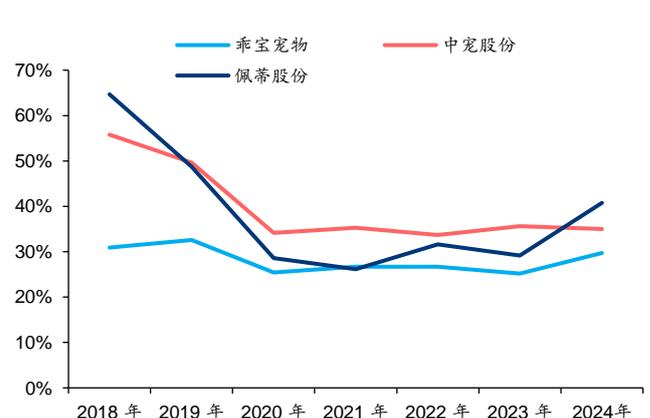
乖宝在营销转型驱动下实现“基数高、增速快、费用率低位可控”的三重优势。2024 年公司营收 52.4 亿元 (yoy+21%)，较 2021 年 (25.8 亿元) 翻一番；同期销售费用从 2021 年约 3.56 亿元提升至 2024 年的 10.6 亿元 (yoy+46%)，规模大幅抬升但销售费用率仅约 20%，保持在较低水平并呈稳中微升态势，表明投入结构已向更具 ROI 的渠道倾斜，实现了品效合一的转变，也与公司注重品牌的长期情感价值塑造相呼应。对比同行，乖宝 2024 年销售费用/国内营收约 30%，低于同行，说明在投入强度不逊色的前提下，渠道和内容投放更加精准高效。数字化+情感营销的结合不仅放大品牌温度，还维持了投入产出比，助力公司在收入体量快速扩张的同时继续巩固国内市场领先地位。

图表77：乖宝营业收入与销售费用变化



资料来源：公司财报，华泰研究

图表78：销售费用/国内营收同业对比



资料来源：公司财报，华泰研究

组织效率：创始人主导，团队专业化、年轻化

创始人主导，管理思路清晰，团队专业化、年轻化。截至 25H1，创始人秦华控股 45.8%，其子秦轩昂现任战略发展与投资部总监。秦华曾任山东凤祥集团副总，在原材料管控等方面具备充足经验，2013 年率先转型内销，经验丰富。其他核心高管专业能力互补，自主品牌操盘手杜总具备伊利及蒙牛等快消基因，赋能品牌及渠道建设，技术派如寻总负责供应链建造；研发总监陈总主导弗列加特高肉粮等爆品，从基础研发角度夯实产品力；王总作为技术总监着力搭建数据中台等支撑抖音等平台增长。目前高管团队平均年龄 47.5 岁，70 后占主导，80 后如王天刚、秦轩昂等技术骨干逐步崛起。

图表79：乖宝核心高管年龄及过往履历

姓名	职位	年龄	学历	主要履历	2024 年薪酬(万元)
秦华	董事长、法定代表人	57	本科 (物理学)	曾任阳谷县第二中学教师 (1985-1991)；阳谷县乡镇企业科、科长 (1991-1995)；山东凤祥集团副总、总经理、副总裁 (1995-2005)，2006 年创立乖宝宠物，主导从代工向自有品牌转型，推动“麦富迪”“弗列加特”品牌发展	200
杜士芳	总裁、董事	50	本科 (市场营销)	顶新集团旗下沈阳顶津食品有限公司产品企划 (1998-2002)；伊利液态奶/蒙牛液体奶产品经理 (2002-2006)，2008 年加入北京麦富迪任总经理，2016 年升任集团副总裁，2023 年接任总裁，自主品牌操盘手，主导高端化战略	425
陈金发	研发中心副总监、监事会主席	44	本科 (食品科学)	天津集合科技研发经理 (2008-2013)，2013 年加入乖宝，主导开发“弗列加特高肉粮”“益生军团主粮”等爆品	267
寻兆勇	副总裁、董事	57	本科	山东凤祥集团技术中心经理 (1997-2001)，山东鸿发食品副总 (2008-2009)，2014 年加入 (农畜产品加工)乖宝，主管供应链与生产基地智能化升级	78
袁雪	财务总监	48	本科 (会计学)	英美烟草财务经理、玛氏食品中国区销售财务总监 (2004-2016)，2020 年加入乖宝，主导 IPO 财务合规及负债结构优化	160
王天刚	信息中心总监、监事	40	本科	东阿阿胶高级工程师 (2014-2016)，2017 年加入乖宝，搭建智能仓储及线上渠道数据中台，(计算机科学) 支持抖音等平台增长	185
王鹏	董事会秘书	47	本科 (会计学)	东阿阿胶证券事务代表 (2009-2017)，2017 年加入乖宝，统筹 IPO 申报及资本运作	114
秦轩昂	职工代表董事	35	硕士 (市场营销)	实控人秦华之子，2018 年加入乖宝，现任战略发展与投资部总监，推动 IP 联名 (如“弗列加特 x 故宫文创”)	50

资料来源：公司招股书，公司官网，华泰研究

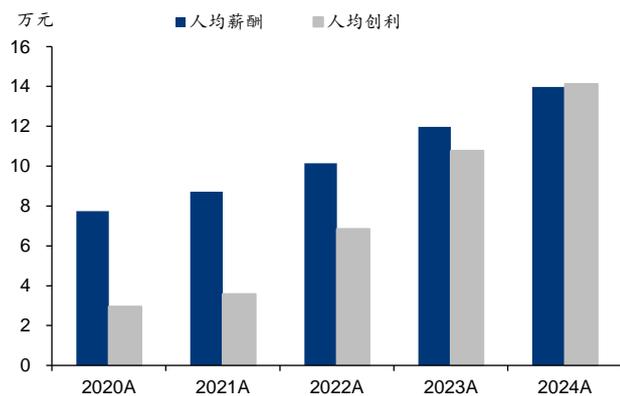
高薪激励自主品牌、研发及数字化人才，股权及绩效激励绑定核心团队。公司于 2024 年 7 月推出股权激励及绩效激励政策绑定核心团队，计划针对 9 名高管 (总裁杜士芳占比 33%) 授予 217.7 万股限制性股票，授予价 25.9 元/股，较当时股价折价 48.6%。绩效激励计划覆盖范围更广，达成目标后提取净利润的 15% 作为奖金池。公司股权绑定战略决策层，现金激励调动执行层，形成“高管持股+骨干分利”的互补结构。另外，公司员工执行效率高、士气足，2020-2024 年人均创利 CAGR 为 48%、远高于人均薪酬 CAGR 16%。公司高度重视自主品牌、研发及数字化发展，并用高薪绑定年轻优秀人才、利好长远。公司自主品牌负责人、研发总监以及技术总监 2020-2024 年薪酬 CAGR 分别为 60%、63%、54%，在核心高管中薪酬增长速度最快，在行业中同样处领先地位。

图表80：乖宝股权激励人员名单-2024 年 7 月

序号	姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本次拟授予限制性股票总数的比例	占公司股本总额的比例
1	杜士芳	中国	董事、总裁	71.75	32.96%	0.18%
2	高峰	中国	中高层管理人员	30.64	14.07%	0.08%
3	李成振	中国	中高层管理人员	24.71	11.35%	0.06%
4	李柯	中国	中高层管理人员	25.47	11.70%	0.06%
5	王亮	中国	中高层管理人员	29.8	13.69%	0.07%
6	穆欣	中国	中高层管理人员	6.04	2.77%	0.02%
7	杨琳琳	中国	中高层管理人员	6.04	2.77%	0.02%
8	吴瑕	中国	中高层管理人员	7.34	3.37%	0.02%
9	马子通	中国	中高层管理人员	12.38	5.69%	0.03%
			首次授予合计	214.17	98.38%	0.54%
			预留部分	3.53	1.62%	0.01%
			合计	217.7	100%	0.54%

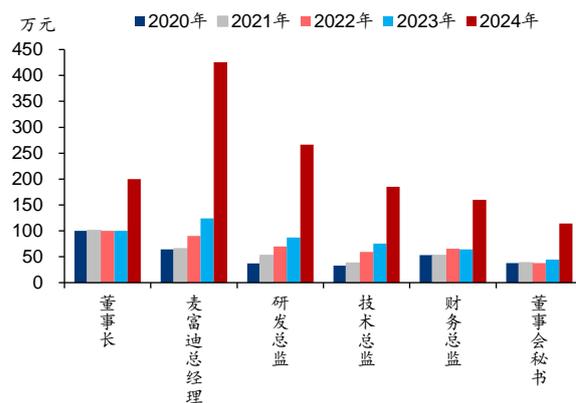
资料来源：公司公告，华泰研究

图表81: 乖宝人均薪酬及人均创利变化



资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表82: 2020-2024年核心高管薪酬变动情况



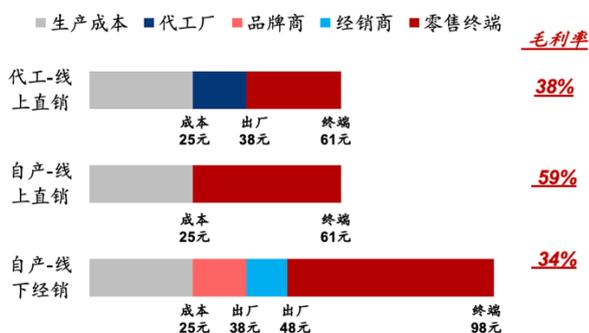
资料来源: 公司年报, 华泰研究

横向对比：兼具品牌端的“灵活”与老牌宠企的“扎实”

我们从过往的产品迭代复盘分析得出，在每一轮的产品迭代过程中，乖宝均面临不同类型的宠物食品品牌的冲击。而在每一轮洗牌过程中乖宝均可以成功实现突围，在渠道端同样，乖宝敏锐捕捉到天猫/京东、以及抖音渠道的兴起，在不同渠道配以不同产品销售策略，用以匹配不同销售人群。在营销层面初期战略性高举高打实现破圈，后期强调情感连接深耕内容营销。我们认为乖宝的核心优势在于强大的组织执行力。在渠道运营及产品层面均有领先优势，在国内宠牌中实力强劲。

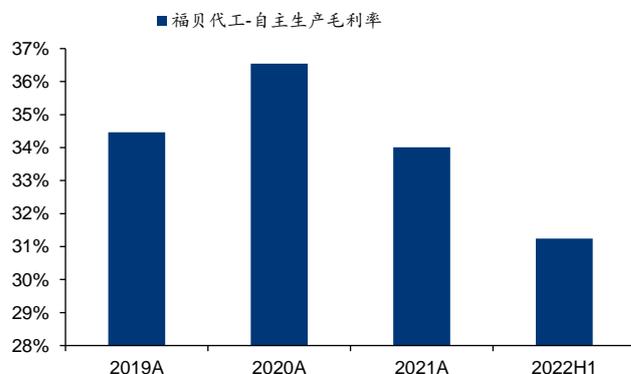
相较品牌型公司，乖宝具备自主生产能力，并在利润率层面理论上约有 20pct 增量空间。主粮生产具备较强的规模效应。参考福贝 2019A-2022H1 代工毛利率平均值 34%，我们估算头部宠物在自产自销的情况下将会有 21% 的利润率优势，并且这一优势将在头部企业中放大。此外，“自主”生产能力的背后是品牌供应链的稳定、高效的自主研发创新及柔性生产能力，乖宝更具优势。具体来看，

图表83：宠物食品上下游价值链拆解



注：毛利率综合参考乖宝 2020 年-2022 年自有品牌直销、经销平均毛利率，以及 2019A-2022H1 福贝代工平均毛利率计算
资料来源：公司年报，华泰研究估算

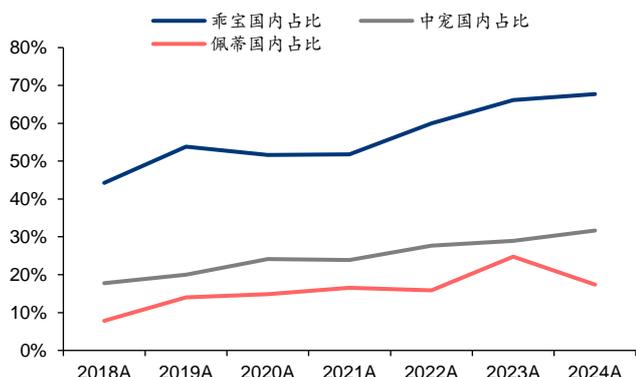
图表84：2019A-2020H1 福贝代工毛利率平均达 34%



资料来源：公司招股书，华泰研究

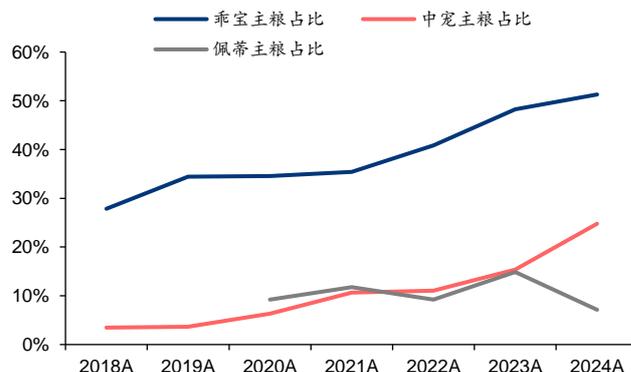
相较拥有工厂的上市公司，乖宝转型内销最早，在品牌运营、渠道建设层面更有经验。乖宝转型自主品牌有天时地利人和的多重因素。2013 年公司因禽流感陷入产品退货危机，企业面临生存困境，遂转型内销，是挑战也是机遇。同时间内其他代工厂未曾面临该问题，发力内销的时间点也稍晚。截至 2024A 乖宝国内营收及自主品牌营收占比最高，二者均高达 68%；主粮占比也最高，为 51%。公司在爆品打造、中高端升级、品牌形象深化等方面走在行业前列，在品牌运营端更具经验。

图表85：乖宝国内业务营收占比最高，2024A 为 68%



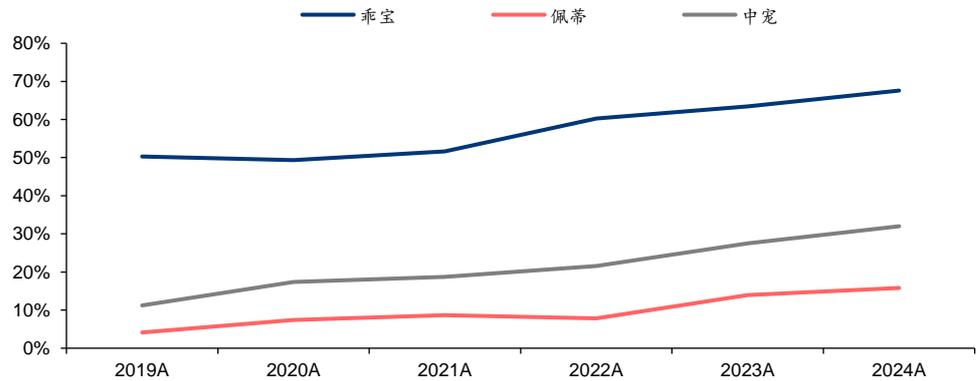
资料来源：公司公告，华泰研究

图表86：乖宝主粮营收占比同样最高，2024A 为 51%



资料来源：公司公告，华泰研究

图表87：乖宝自主品牌营收占比最高，2024年为68%



资料来源：公司公告，华泰研究

产品建设层面，乖宝产品矩阵清晰，爆品引领，主粮占比高。品牌布局层面，乖宝品牌矩阵清晰，利用麦富迪、弗列加特、汪臻醇锁定中低端、高端猫、高端犬宠主，且爆品、大单品打造能力强。乖宝在麦富迪旗下设置 barf 生骨肉、奶弗羊奶肉、肉粒双拼粮等子产品系列，并在子产品系列内扩充主粮、零食等新品类。公司产品矩阵清晰，相较之下，中宠则缺乏足够多的系列爆品，2024年8月，顽皮旗下小金盾系列产品开始放量，爆品策略初步奏效。佩蒂旗下爵宴鸭肉干大单品策略较为成功，该产品常年霸榜天猫狗零食成交榜TOP2，但由于是零食为主，毛利率及市场空间较主粮相比均偏低，故而仍需时间培育。

图表88：乖宝中宠佩蒂品牌矩阵对比



资料来源：公司官网，公司微信公众号，华泰研究

渠道建设方面：乖宝赢得了渠道建设先机。早在2015年时，乖宝宠物就开始在淘系等线上平台对于麦富迪进行主推并给予流量。在2016年时，乖宝考虑到未来互联网渠道空间较大，便取消了与金多乐（淘宝代运营）的合同，开始组建自有电商团队。随后公司利用一年至一年半时间的优化物流、订单体系等。在2017年，乖宝宠物便招募了互联网运营总监，开始线上线下分品类、分产品、分包装、分价格，即做出了渠道区隔。此时乖宝也开始加码双十一活动、提高市占率。伴随2018年请代言、上综艺等营销活动陆续铺开，麦富迪在淘系、京东就已取得不错成绩。2019年至2021年公司线上直销收入（主要来自天猫平台的麦富迪旗舰店）CAGR 高达 44.92%；公司面向京东自营的线上入仓业务模式 CAGR 也高达 48.9%。

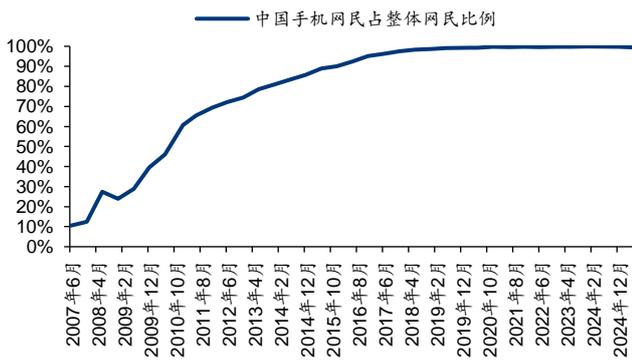
而相比之下，中宠、佩蒂则错失部分线上渠道发展红利。1) 中宠股份自 2018 年才刚开始通过电商代运营的方式布局线上渠道。佩蒂股份则于 2018 年 7 月才在杭州成立品牌营销中心，于 2019 年正式全面开启国内市场。而乖宝宠物则早在 2015 年便已着手布局。2) 相较于中宠股份、佩蒂股份，乖宝宠物抓住了电商的部分红利。从智能手机渗透率的角度分析，我国移动互联网在 2016 年之前为快速发展期，中国手机网民渗透率从 2006 年的 12.4% 提升至 2015 年的 90.1%。2016 年至 2019 年则为稳定发展期，渗透率继续提升 6.8pct 至 99.3%。而自进入 2019 年后，移动端网民渗透率维持在 99% 以上，线上红利逐渐消退。等到中宠及佩蒂再准备于 2018 年、2019 年左右着重发力线上时，互联网红利已经逐渐衰退，线上渠道开拓难度加大。3) 2016 年至 2018 年期间内诸多新锐品牌创立，其大多依赖线上渠道经营。即 2019 年及之后线上赛道竞争加剧。乖宝宠物提前布局巩固自身优势。中宠股份、佩蒂股份则晚入局，错失部分先机。

图表89：中宠股份自 2018 年开始着力布局线上渠道

时间	事件
2017/12/1	以 2700 万元参股美联众合（占比 4.85%）
2018/6/1	以 400 万元收购安徽省颂智科技有限公司，持股 51%
2018/6/7	以 255 万元收购威海好宠电子商务有限公司，持股 51%
2018/6/12	以 400 万元收购南京云吸猫智能科技有限公司，100%持股

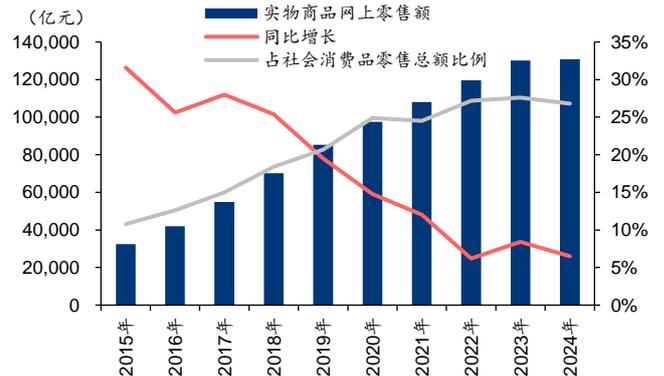
资料来源：公司公告，华泰研究

图表90：2019 年以后移动端网民渗透率逐步趋于饱和



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰研究

图表91：2019 年实物线上零售额同比增长不到 20%，线上红利渐退



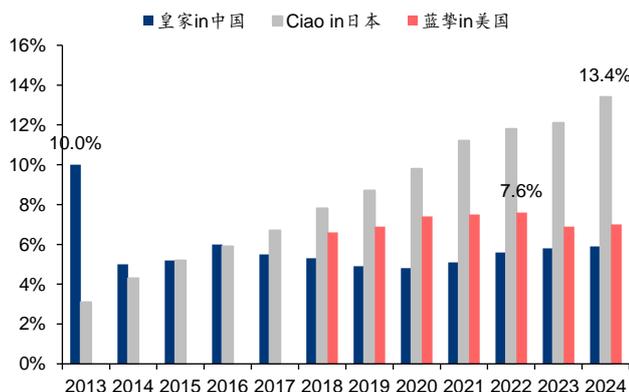
注：2013、2014 年数据口径为全国网上零售额，并未区分实物商品、虚拟商品和服务类商品

资料来源：国家统计局，华泰研究

展望：未来成长空间如何？

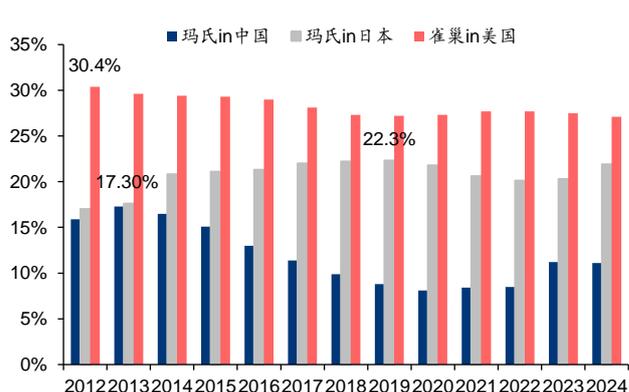
对标美日，保守估计麦富迪/乖宝宠物市占率仍有约 70%、2.8 倍的成长空间，市占率有望达 10%、23%。品牌层面，我们发现 2013 年至 2024 年间中国、日本及美国品牌市占率历史最高值可达 10%、13%、8.0%，我们参考三者的平均水平 10.3%，结合 2024 年麦富迪市占率 6.2%，预计麦富迪市占率中长期仍有约 7 成的扩容空间。同理可得中国、日本及美国宠企市占率 2013 年至 2022 年间历史最高值分别为 17.3%、22.3%、30.4%。我们参考三者的平均水平 23.3%，预计未来乖宝宠物仍有约 2.8 倍的成长空间。

图表92：中日美三国 TOP1 宠牌市占率表现



资料来源：欧睿，华泰研究

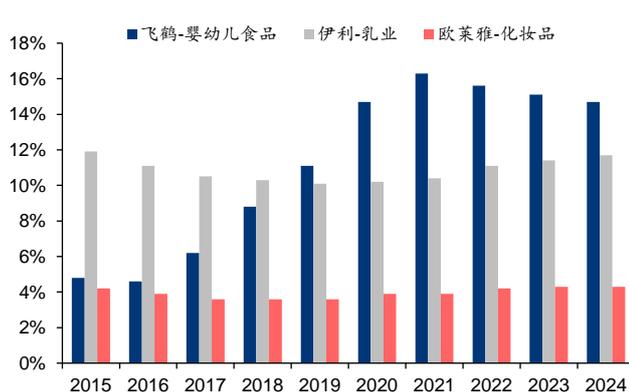
图表93：中日美三国 TOP1 宠企市占率表现



资料来源：欧睿，华泰研究

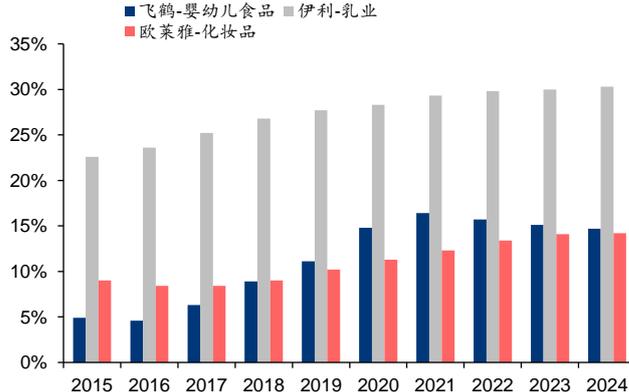
横向对比，国内其他快消品行业如婴幼儿食品、乳业、化妆品 TOP1 品牌、企业市占率三者均值分别为 11%、20%。从宠物食品刚需性、功能性、情感性等维度出发，我们选取结构相似的婴幼儿食品、乳业、化妆品三大快消品行业进行对比分析。同理可得，2013-2024 年间三者品牌天花板分别为 16.3%、11.9%、4.3%，均值为 10.8%；企业市占率天花板分别为 16.4%、30.3%、14.2%，均值为 20.3%。横向对比来看，保守估计麦富迪、乖宝宠物仍有 70%、2.3 倍成长空间。

图表94：婴幼儿食品/乳业/化妆品 TOP1 品牌市占率



资料来源：欧睿，华泰研究

图表95：婴幼儿食品/乳业/化妆品 TOP1 企业市占率



资料来源：欧睿，华泰研究

自上而下进行拆分，预计到 2035 年我国宠物食品市场规模近 2000 亿元，龙头宠企市占率或达 20%，对应收入规模或达 390 亿元，是 2025E 的 8.8 倍。我们按照家庭户数*户均养宠渗透率*单宠支出*食品占比*宠物食品商业化率来计算我国宠物食品行业规模。结合联合国的预测，我们预计未来十年中国的总人口数、即总户数保持平稳，但户均养宠渗透率、单宠消费水平、宠物食品商业化率的持续提升，成为拉动市场增长的主要引擎。我们预计到 2025 年我国宠物食品行业市场规模为 1920 亿元，2025-2035 年 CAGR 为 12%。我们预估到 2035 年乖宝市占率达 20.2%，对应营收为 388 亿元，为 2025 年的 8.8 倍。按照单品牌天花板约 10% 的市占率来估计，预计到 2035 年麦富迪营收达 194 亿元，为 2025 年的 4.4 倍。

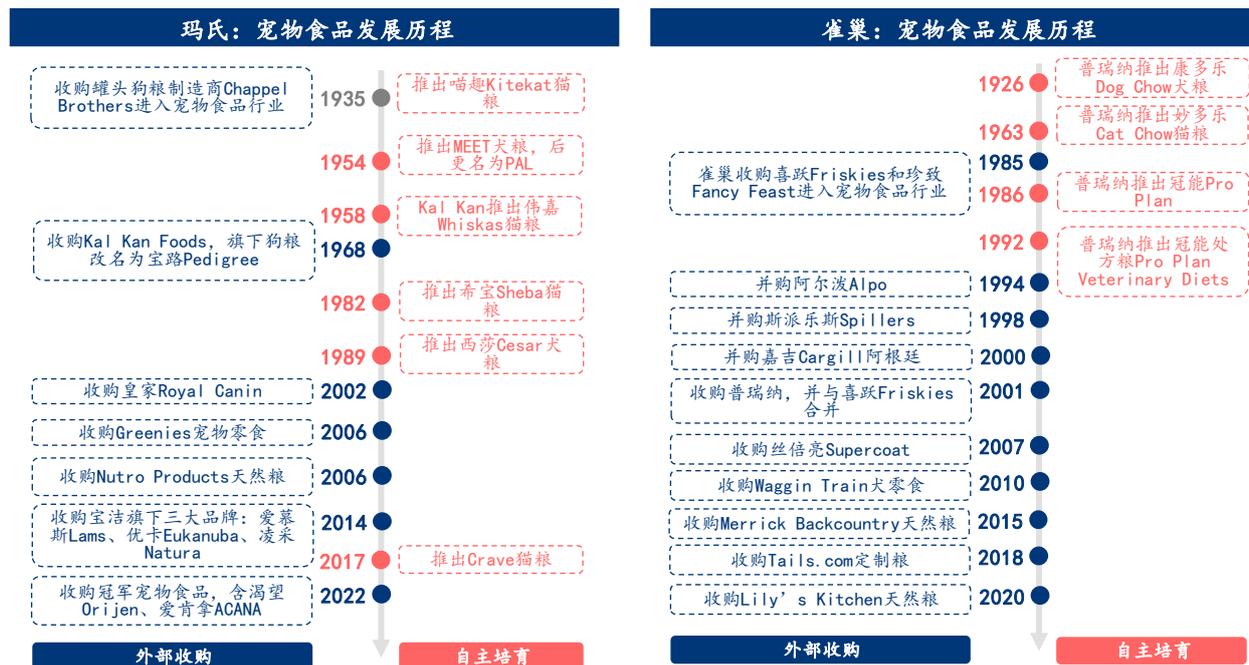
图表 96: 宠物食品行业规模及龙头市占率、收入规模预测

	单位	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
人口数	万人	141008	141212	141260	141175	140967	140828	140687	140546	140406	140266	140125	139985	139845	139705	139566	139426	139287
	YoY	0.33%	0.14%	0.03%	-0.06%	-0.15%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%
家庭户均规模		2.92	2.62	2.77	2.76	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
家庭户数	万户	48,290	53,898	50,996	51,150	50,345	50,296	50,245	50,195	50,145	50,095	50,045	49,995	49,945	49,895	49,845	49,795	49,745
户均渗透率		17.1%	15.6%	18.4%	19.0%	20.1%	20.6%	21.4%	22.2%	23.0%	23.8%	24.6%	25.4%	26.2%	27.0%	27.8%	28.6%	29.4%
户均养宠量	只/户	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
养宠数量	万只	9,915	10,084	11,235	11,655	12,154	12,411	12881	13350	13818	14285	14751	15216	15681	16144	16606	17068	17528
单只宠物消费水平	元	2,041	2,048	2,216	2,322	2,298	2,419	2564	2718	2881	3054	3237	3431	3637	3855	4087	4332	4592
	YoY	9%	0%	8%	5%	-1%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
市场规模	亿元	2024	2065	2490	2706	2793	3002	3303	3628	3981	4362	4775	5221	5703	6224	6786	7393	8048
	YoY	18.5%	2.0%	20.6%	8.7%	3.2%	7.5%	10.0%	9.9%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.9%
宠物食品占比		61%	55%	52%	51%	52%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
宠物食品规模	亿元	1,243	1,130	1,282	1,372	1,461	1,585	1750	1923	2110	2312	2531	2767	3023	3299	3597	3918	4266
宠物食品规模 YoY		39%	-9%	14%	7%	6%	9%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
宠物食品商品化率		27%	36%	35%	36%	35%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	40%	41%	42%	43%	44%	45%
宠物食品行业规模	亿元	337	402	453	487	510	533	613	692	781	879	987	1107	1239	1385	1547	1724	1920
	YoY	25%	19%	13%	8%	5%	4%	15%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%
乖宝市占率		4.0%	5.0%	4.6%	5.2%	5.5%	6.2%	7.2%	8.2%	9.2%	10.2%	11.2%	12.7%	14.2%	15.7%	17.2%	18.7%	20.2%
	YoY	0.7pct	1.0pct	-0.4pct	0.6pct	0.3pct	0.7pct	1.0pct	1.0pct	1.0pct	1.0pct	1.0pct	1.5pct	1.5pct	1.5pct	1.5pct	1.5pct	1.5pct
乖宝收入	亿元	13.5	20.1	20.8	25.3	28.0	33.0	44.1	56.8	71.8	89.6	110.5	140.6	176.0	217.5	266.0	322.4	387.7
	YoY	51.9%	49.1%	3.7%	21.6%	10.7%	17.8%	33.6%	28.7%	26.5%	24.8%	23.4%	27.2%	25.2%	23.6%	22.3%	21.2%	20.3%

资料来源：国家统计局，宠物行业白皮书，欧睿，公司公告，华泰研究预测

可实现路径：参考海外龙头的发展路径，外部收购或为必经之路。玛氏、雀巢作为国际宠物食品行业领军人物，2014 年至今在美国市场合计市占率均为 50% 左右。在日本、中国市场内玛氏也均位列首位。通过复盘我们发现：1) 单品牌的市占率或存在一定天花板，宠企市占率提升一定需要多品牌矩阵；2) 玛氏、雀巢均通过外延并购来丰富自身产品矩阵。其中雀巢尤为显著，于 1985 年收购喜跃 Friskies 及珍致 Fancy Feast 品牌进入宠物食品行业；2001 年以 102 亿美金收购普瑞纳（当时的第二大宠物食品制造商）进而巩固自身优势。

图表97: 玛氏: 外部收购与自主培育并举; 雀巢: 外部收购海外成熟品牌



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表98: 玛氏、雀巢品牌矩阵列示, 外龙头多品牌战略奏效



资料来源: 公司官网, 华泰研究。

盈利预测及估值

我们预估乖宝宠物 2025-2027 年实现营业收入分别为 61.6、74.3、93.7 亿元，分别同比增长 17.5%、20.5%、26.2%；实现归母净利润 7.5、9.6、12.5 亿元，对应同比增速分别为 20.0%、28.6%、30.1%。具体如下：

国内业务：1) 营收端，考虑到乖宝具备较强捕捉消费者趋势及迭代创新能力，我们预计未来伴随麦富迪及弗列加特品牌旗下新产品推出，以及汪臻醇放量，公司 25-27 年内销营收同比增速有望逐年放大，达 25.3%、26.5%、33.0%。2) 毛利率：烘焙粮、主食冻干等高端产品系列占比提升有望带动内销毛利率提升，预计 25-27 年内销毛利率为 46.5%、47.0%、47.1%。

国外业务：1) 营收端，考虑到 25Q2 以来美国对中国大幅加征关税，且力度较大，虽然乖宝在泰国设有工厂可以对冲掉部分出口受阻影响，但我们估计 2025 年外销营收增速仍有所降速，我们预计 2025 年营收外销同比增长 1%，预计 26-27 年公司或可通过产能转移等方式缓解掉部分出口压力，26-27 年外销营收增长或边际企稳，即 26-27 年外销同比增速分别为 5.0%、5.0%。2) 毛利率：预计公司或通过产品升级迭代方式寻求一定溢价，毛利率有改善空间，预计 25-27 年外销毛利率分别为 37.2%、37.5%、38.0%。

费用端：1) 销售费用：公司前期高举高打，销售费用逐年放大，我们认为该趋势有望延续，公司销售费用率有望抬升，用以新品品牌销量抢夺市场空间，预计 25-27 年公司销售费用率为 20.4%、20.5%、20.6%；2) 管理费用率：2025 年或因股权激励及绩效激励费用影响维持高位，未来 26-27 年有望伴随公司规模效应逐年摊薄，预计 25-27 年为 5.9%、5.8%、5.7%；3) 研发费用：公司大力投入研发，未来该势头有望延续，预计 25-27 年研发费用率维持在 1.8% 的相对高位；4) 财务费用：公司财务状况良好，预计财务费用保持净收入状态。

图表 99：乖宝宠物盈利预测

亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1	2025E	2026E	2027E
国内营收	5.4	7.6	10.4	13.3	20.4	28.6	35.5	22.6	44.5	56.3	74.9
yoy		39.7%	37.6%	28.4%	52.8%	40.4%	24.0%	45%	25.3%	26.5%	33.0%
国外营收	6.8	6.5	9.7	12.3	13.4	14.6	16.9	9.6	17.1	18.0	18.9
yoy		-4.9%	49.7%	26.9%	9.3%	9.2%	16%	11%	1.0%	5.0%	5.0%
其他营收	0.03	0.03	0.08	0.15	0.18						
yoy		-1.9%	176.0%	79.1%	21.8%						
整体营收	12.2	14.0	20.1	25.8	34.0	43.3	52.4	32.2	61.6	74.3	93.7
yoy		15%	43.5%	27.9%	31.9%	27.4%	21.2%	33%	17.5%	20.5%	26.2%
毛利率	32.1%	28.9%	29.3%	28.8%	32.6%	36.8%	42.3%	42.8%	43.9%	44.7%	45.3%
内销毛利率			39.5%	39.9%	44.5%	39.2%	45.6%	-	46.5%	47.0%	47.1%
外销毛利率			26.4%	25.2%	26.4%	32.2%	35.2%	-	37.2%	37.5%	38.0%
其他毛利率			31.0%	29.0%	20.2%						
期间费用率	25.2%	27.9%	22.3%	22.2%	22.9%	23.8%	26.9%	27.7%	27.8%	27.7%	27.7%
销售费用率	13.6%	17.5%	13.1%	13.8%	16.0%	16.7%	20.1%	21.1%	20.4%	20.5%	20.6%
管理费用率	8.1%	7.3%	5.6%	5.0%	5.2%	5.8%	5.8%	5.4%	5.9%	5.8%	5.7%
研发费用率	2.3%	2.5%	2.2%	2.3%	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费用率	1.1%	0.5%	1.4%	1.1%	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
归母净利润	0.45	0.04	1.11	1.40	2.67	4.29	6.25	3.78	7.50	9.64	12.54
yoy		-90.7%	2579.8%	25.8%	90.3%	60.7%	45.7%	22.6%	20.0%	28.6%	30.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

投资建议

综上，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.50、9.64、12.54 亿元，对应 EPS 为 1.87、2.41、3.14 元。我们利用可比公司估值法对公司进行估值定价，并用分部估值法进行检验。

一、可比公司估值法：我们选择宠物食品板块其他三家上市公司为可比公司，参考 26E 可比公司估值均值 23XPE，考虑到公司自主品牌建设思路清晰正确，组织效率高效，2025-2027 年国内业务营收有望保持 25% 以上的同比增速，有望充分享有国内宠物行业发展红利，成长性充足，我们给予公司 26E 54XPE，维持目标价 130 元。

图表100：可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS		PE (倍)	
				2025E	2026E	2025E	2026E
002891 CH	中宠股份	56.2	171.0	1.51	1.88	37.3	29.9
300673 CH	佩蒂股份	17.4	43.3	0.77	0.92	22.5	19.0
832419 CH	路斯股份	20.3	21.0	0.84	1.04	24.1	19.4
可比公司估值均值						28.0	22.8

注：取自 Wind 一致预期，截至 2025 年 9 月 3 日

资料来源：Wind，华泰研究

二、分部估值法。公司国内业务以自主品牌为主，收入持续高增，国外业务以 OEM/ODM 业务为主，盈利相对稳定。考虑到二者商业模式及业务成长性之间的差别，我们采用分部估值法辅助验证：

1) 国外业务：乖宝宠物以宠物食品代工业务起家，我们预计其未来增长相对稳定，预计 26 年将贡献盈利 2.5 亿元，参考宠物行业上市公司 26 年可比公司估值均值 23XPE，考虑到公司海外工厂逐步扩建，给予公司 26 年 28XPE，海外业务对应市值 70 亿元。

图表101：宠物行业可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS		PE (倍)	
				2025E	2026E	2025E	2026E
001222 CH	源飞宠物	25.80	49.25	0.94	1.14	27.54	22.67
001206 CH	依依股份	24.29	44.91	1.29	1.53	18.80	15.89
300673 CH	佩蒂股份	17.39	43.27	0.77	0.92	23.22	19.58
301335 CH	天元宠物	33.70	42.77	0.76	1.06	44.55	31.92
可比公司估值均值						28.53	22.51

注：取自 Wind 一致预期，截至 2025 年 9 月 3 日

资料来源：Wind，华泰研究

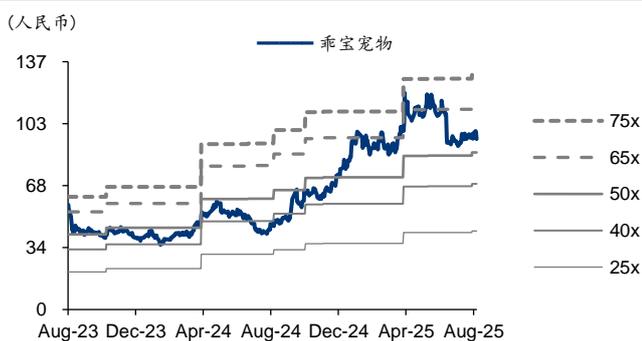
3) 国内业务：A 股宠物食品公司纯做国内自主品牌销售的几乎没有，可比公司较少，我们参考美股上市公司 FRESHPET (FRPT O)。复盘 FRESHPET 上市以来的估值走势，我们可以看出公司 PS-TTM 中枢在 5.44 倍。伴随乖宝未来国内业务营收规模的提升，我们认为公司正步入盈利释放期，2025-2027 年国内业务营收有望保持 25% 以上的同比增速，有望充分享有国内宠物行业发展红利。我们预计乖宝 2026 年国内业务贡献 56 亿营收，给予 8XPS，对应 448 亿市值。综上，乖宝国内、国外市值总和为 518 亿元，对应股价 130 元。

综上，我们维持乖宝宠物 130 元的目标价，维持“买入”评级。

风险提示

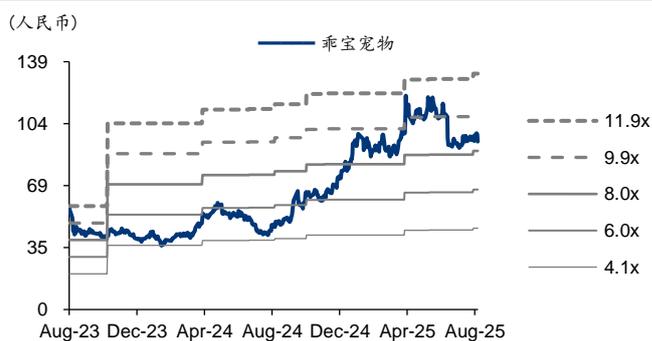
- 1) **国内宠物市场增长不及预期。**若国内养宠渗透率发展缓慢，则国内宠物市场整体规模发展将受限。宠物食品作为宠物的刚需赛道，或将首先受到不利冲击。
- 2) **市场竞争加剧。**目前国内宠物市场呈现百花齐放的蓬勃增长状态，仍有大量资本涌入，新兴品牌方兴未艾。若市场热度持续上升，则容易导致国内市场竞争加剧形势，将对宠物食品企业产生一定影响。
- 3) **原材料价格上涨等。**宠物食品的主要成分为农产品及其副产品，若农产品价格持续大幅波动，宠食行业将面临营业成本上涨风险，将缩小小宠企盈利空间。

图表102: 乖宝宠物 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表103: 乖宝宠物 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、熊承慧、季珂，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、熊承慧、季珂本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司