

乖宝宠物(301498.SZ)

国产宠物食品龙头，自主品牌启航

推荐（首次）

股价：94.18 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.gambolpet.com
大股东/持股	秦华/45.76%
实际控制人	秦华
总股本(百万股)	400
流通 A 股(百万股)	179
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	377
流通 A 股市值(亿元)	169
每股净资产(元)	11.11
资产负债率(%)	14.9

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王星云 投资咨询资格编号
S1060523100001
BVG933
wangxingy un937@pingan.com.cn

平安观点：

- 海外 OEM/ODM 起家，国内自有品牌占比近七成。乖宝宠物成立于 2006 年，以境外 OEM/ODM 起家。2013 年公司创立自有品牌“麦富迪”，进军国内市场，2018 年公司推出品牌“弗列加特”，重点布局高端猫粮。2021 年公司收购美国品牌“Waggin Train”，加强海外布局。2024 年公司主粮收入占比 51%，超过零食成为最大品类；自有品牌收入占比 58%，2020-24 年 CAGR +37%，海外 OEM/ODM 稳定发展，国内自有品牌较快增长。
- 宠物行业稳步扩容，进口替代持续推进。据派读大数据发布的《中国宠物行业白皮书》，2024 年中国宠物犬猫数量 1.24 亿只，同比+2.1%，其中猫 2017-24 年 CAGR +9.6%，增速快于狗。得益于宠物数量持续增加以及单只宠物消费升级，2024 年中国宠物行业市场规模 3002 亿元，同比+7%。展望未来，我们认为高校毕业生人群与养宠人群画像契合度较高，未来有望持续带动宠物经济发展。结构上看，宠物主粮和零食是行业最大的子行业，2024 年分别占到市场规模的 36%/14%，同时国产替代趋势较明显，中国宠物主对国产品牌的偏好持续提升。
- 自有品牌：品牌认知较强，产品待升级，直销渠道亮眼。产品方面：公司产品阶梯矩阵丰富，麦富迪定位平价大众宠物粮，为公司的基本盘，而 Barf、弗列加特、汪臻纯持续向上拉升产品均价；品牌方面：公司经过多年探索，已经形成了一套有效的营销组合拳，包括影视植入、IP 联名等，2024 年销售费用 10.5 亿元，同比+46%，持续深化消费者认知；渠道方面：公司线上、线下全渠道运营，实现广泛的用户触达，近年来公司加码布局抖音、天猫等直销渠道，2024 年直销收入 19.7 亿元，同比+59%。
- 海外代工：绑定核心大客户，贡献稳定现金流。公司积累了多年研发、生产经验，凭借稳定的品质以及对客户需求的快速响应能力，公司与下

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,327	5,245	6,557	8,025	9,647
YOY(%)	27.4	21.2	25.0	22.4	20.2
净利润(百万元)	429	625	738	982	1,272
YOY(%)	60.7	45.7	18.1	33.1	29.5
毛利率(%)	36.8	42.3	43.1	44.2	45.2
净利率(%)	9.9	11.9	11.3	12.2	13.2
ROE(%)	11.7	15.1	15.5	17.6	19.1
EPS(摊薄/元)	1.07	1.56	1.84	2.45	3.18
P/E(倍)	87.9	60.3	51.1	38.4	29.6
P/B(倍)	10.3	9.1	7.9	6.7	5.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

游客户建立了稳定、长期的合作，成为沃尔玛、品谱等国际企业认定的供应商。公司海外 OEM/ODM 以劳动密集型的零食为主，有望贡献稳定现金流。

- **国产宠物食品龙头，给予“推荐”评级。**我们预计公司 2025-27 年归母净利分别为 7.4/9.8/12.7 亿元，同比分别+18%/+33%/+30%。可比公司 2025 年 Wind 一致预期均值为 27X，考虑到公司自主品牌占比较高、长期成长空间更充足且利润较快增长，我们认为公司 2025 年 PE 51X 相对合理。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 食品安全风险：宠物食品安全是消费者的红线，若在小红书、抖音等媒体平台出现负面舆情，则会对公司自主品牌的推广造成较大压力；2) 原材料价格波动风险：公司产品原材料包括鸡胸肉、鸭胸肉等农产品，若上游原材料价格上行，则会对公司的毛利率水平造成一定压制；3) 关税变动风险：公司境外业务中仍有较大对美出口敞口，若美国加征关税，下游大客户可能向公司转嫁关税，造成公司境外业务盈利能力下滑；4) 大客户风险：公司境外业务大客户占比较高，沃尔玛等大客户的订单波动会对公司收入水平造成影响；5) 行业竞争加剧风险：虽然中国宠物行业规模稳定增长，但行业竞争较激烈，若公司费用投入不精准，则可能会造成费用增加但收入下滑的风险。

正文目录

一、	乖宝宠物：OEM/ODM 起家，自主品牌持续突破	6
1.1	国产宠物食品龙头，股权激励保障增长	6
1.2	海外代工相对平稳，国内自有品牌较快发展	8
二、	宠物行业稳步扩容，进口替代持续推进	11
2.1	宠物行业：城镇犬猫数量稳定增长，市场规模持续扩容	11
2.2	宠物主：高线城市高学历女性为主，高校毕业生为潜在目标群体	12
2.3	宠物食品：国产主粮持续提升，进口替代势不可挡	14
三、	自有品牌：品牌认知较强，产品持升级，直销渠道亮眼	15
3.1	产品：产品矩阵丰富，持续向上迭代	15
3.2	品牌：加大费用投放，品牌知名度提升	17
3.3	渠道：全渠道布局，直销渠道亮眼	18
四、	海外代工：绑定核心大客户，贡献稳定利润	19
4.1	全球宠物市场持续扩容，绑定核心大客户稳定成长	19
4.2	收入稳定增长，贡献稳定现金流	20
五、	盈利预测及估值	20
六、	风险提示	22

图表目录

图表 1 乖宝宠物历史沿革..... 6

图表 2 乖宝宠物股权结构..... 6

图表 3 乖宝宠物管理层 7

图表 4 乖宝宠物股权激励..... 8

图表 5 乖宝宠物营业收入及同比增速 8

图表 6 乖宝宠物归母净利及同比增速 8

图表 7 乖宝收入及同比增速（分品类，亿元）..... 9

图表 8 乖宝收入结构（分品类）..... 9

图表 9 乖宝收入及同比增速（分业务模式，亿元）..... 9

图表 10 乖宝收入结构（分业务模式）..... 9

图表 11 乖宝宠物收入及同比增速（分地区，亿元）..... 10

图表 12 乖宝宠物收入结构（分业务模式）..... 10

图表 13 乖宝宠物毛利率..... 10

图表 14 乖宝宠物毛利率（分销售模式）..... 10

图表 15 乖宝宠物费用率情况 10

图表 16 中国宠物行业发展历程..... 11

图表 17 我国宠物犬猫渗透率仍有较大空间 12

图表 18 中国宠物犬猫数量变化趋势（万只）..... 12

图表 19 单只宠物犬/猫年均消费金额（元）..... 12

图表 20 城镇（犬猫）消费市场规模（亿元）..... 12

图表 21 养宠人群画像..... 13

图表 22 2024 年宠物主消费支出变化 13

图表 23 中国普通高校毕业生人数（万人）..... 13

图表 24 宠物食品分类..... 14

图表 25 宠物（犬猫）消费结构..... 14

图表 26 犬主粮品牌偏好..... 14

图表 27 猫主粮品牌偏好..... 14

图表 28 乖宝宠物主要品牌产品矩阵 15

图表 29 乖宝宠物持续向上迭代产品 15

图表 30 乖宝宠物零食产能利用率 16

图表 31 乖宝宠物主粮产能利用率 16

图表 32 乖宝宠物募集资金及超募资金项目进展（截至 1H25，单位：万元）..... 16

图表 33 麦富迪部分综艺、影视作品植入情况..... 17

图表 34 麦富迪联名款产品 17

图表 35 2024 年用户喜爱的犬/猫粮品牌 17

图表 36 乖宝宠物销售费用及同比增速..... 17

图表 37	乖宝宠物收入（分销售模式，亿元）	18
图表 38	乖宝宠物收入结构（分销售式）	18
图表 39	乖宝宠物直销收入快速增长	18
图表 40	全球宠物市场规模	19
图表 41	中国宠物食品出口金额（亿美元）	19
图表 42	2020-22 年乖宝宠物前五大客户	19
图表 43	乖宝境外销售收入（分产品，亿元）	20
图表 44	乖宝境外业务收入稳定增长	20
图表 45	乖宝宠物盈利预测	21
图表 46	乖宝宠物盈利预测	21

一、乖宝宠物：OEM/ODM 起家，自主品牌持续突破

1.1 国产宠物食品龙头，股权激励保障增长

海外 OEM/ODM 起家，自有品牌较快发展。乖宝宠物成立于 2006 年，以境外 OEM/ODM 起家。2013 年，公司积极性转型，创立自有品牌“麦富迪”，开始进军国内市场。2018 年，公司推出品牌“弗列加特”系列，重点布局高端猫粮市场。2021 年公司收购美国品牌“Waggin Train”，加强海外布局。目前公司已经成为国内领先的自有品牌与 OEM/ODM 协同发展的宠物公司，旗下产品实现主粮、零食和保健品的全覆盖。

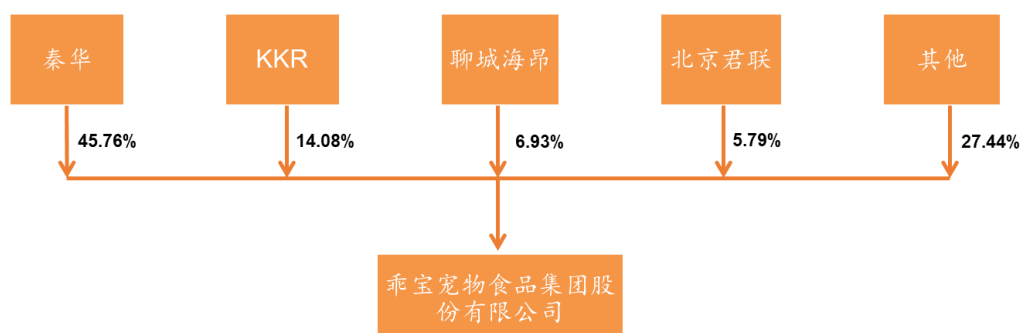
图表1 乖宝宠物历史沿革



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

董事长绝对控股，股权结构稳定。截至 1H25，董事长秦华直接持有公司 45.76% 的股份，KKR 持有 14.06%，结构较稳定，董事长绝对控股。

图表2 乖宝宠物股权结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

管理层优势互补，行业经验丰富。公司董事长秦华在 1995 年~2005 年历任山东凤祥集团副总经理、总经理、副总裁，并于 2006 年创立乖宝宠物，在供应链、生产端拥有丰富经验。公司总裁杜士芳曾在伊利、蒙牛担任产品经理，在品牌打造方面经验丰富。我们认为管理层在生产端、品牌端能够优势互补，助力自主品牌打造。

图表3 乖宝宠物管理层

姓名	职务	性别	出生年份	简介
秦华	董事长,董事	男	1968	1995年3月至2005年3月，历任山东凤祥集团副总经理，总经理，副总裁；2005年4月至2006年9月，筹建聊城乖宝宠物用品有限公司；2006年10月至今，历任乖宝用品总经理，董事长；2007年12月至今，任北京麦富迪执行董事；2013年11月开始集团化运营，任本公司董事长至今。
杜士芳	总裁	女	1975	2002年7月至2004年9月，任内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部常温市场部，低温市场部产品经理；2004年9月至2006年12月，任内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司液体奶事业部产品经理；2006年12月至2008年12月，任上海联恒市场研究有限公司北京分公司研究总监；2008年12月至2016年11月，任北京麦富迪董事，总经理；2023年10月担任公司总裁。
寻兆勇	副总裁	男	1968	1997年6月至2001年12月，任山东凤祥集团技术中心经理；2002年1月至2008年5月，任山东中科凤祥生物工程有限公司副总经理；2008年6月至2009年9月，任山东鸿发食品有限公司副总经理；2009年10月至2014年1月，任山东欢派食品有限公司总经理；2014年2月至2016年12月，任本公司副总裁；2016年12月任本公司董事，副总裁至今。
袁雪	财务总监	女	1977	2010年7月至2016年3月，先后担任玛氏食品（中国）有限公司销售财务经理及销售财务总监；2016年4月至2017年2月担任尚品网财务总监；2017年2月至2019年10月，担任北京兰利科技有限公司财务副总裁；2020年7月至今，担任本公司财务总监。
王鹏	董事会秘书	男	1978	2009年4月至2017年11月，担任东阿阿胶股份有限公司证券事务代表；2022年7月至今，兼任聊城高新控股集团有限公司，聊城高新财金控股有限公司，山东九州高科建设有限公司，聊城高新城市运营有限公司外部董事；2017年11月至今，担任本公司董事会秘书。
李兆伟	研发总监	男	1974	1999年8月至2007年12月，历任山东凤祥集团技术员，产品开发主管，生产车间主任，研发经理；2008年1月至6月，任山东六和集团生产经理；2008年7月至2014年11月，任山东鸿发食品有限公司研发总监；2014年12月任本公司研发总监至今。
陈金发	研发中心副总监	男	1981	2005年6月至2008年11月，担任天津诺奥科技发展有限公司技术代表；2008年12月至2013年6月，担任天津集合科技有限公司研发经理；2013年7月至2018年4月，担任公司研发中心研发经理；2018年5月至今，担任公司研发中心副总监；2020年7月至今，担任本公司监事。

资料来源：Wind，平安证券研究所

发布股权激励计划，助力业绩增长。2024 年 8 月，公司授予第一期股权激励，该激励计划考核年度为 2024-26 年，考核目标要求 2024-26 年营业收入较 2023 年增长不低于 19%/42%/68%，归母净利较 2023 年不低于 21%/39%/59%。2025 年 9 月，公司发布第二期股权激励，该激励计划考核年度为 2025-27 年，考核目标要求 2025-27 年营业收入较 2024 年增长不低于 25%/53%/84%，归母净利较 2024 年不低于 16%/32%/45%。我们认为股权激励的落地有望与核心高管形成利益绑定，助力业绩达成。

图表4 乖宝宠物股权激励

	2021	2022	2023	2024	2025*	2026*	2027*
第一期股权激励							
营业收入（亿元）	25.8	34.0	43.3	52.4	61.4	72.7	
yoy	28%	32%	27%	21%			
目标-较2023年				19%	42%	68%	
归母净利润（亿元）	1.4	2.7	4.3	6.2	6.0	6.8	
yoy	26%	90%	61%	46%			
目标-较2023年				21%	39%	59%	
第二期股权激励							
营业收入（亿元）	25.8	34.0	43.3	52.4	65.6	80.2	96.5
yoy					25%	22%	20%
目标-较2024年					25%	53%	84%
归母净利润（亿元）	1.4	2.7	4.3	6.2	7.2	8.2	9.1
yoy					16%	14%	10%
目标-较2024年					16%	32%	45%

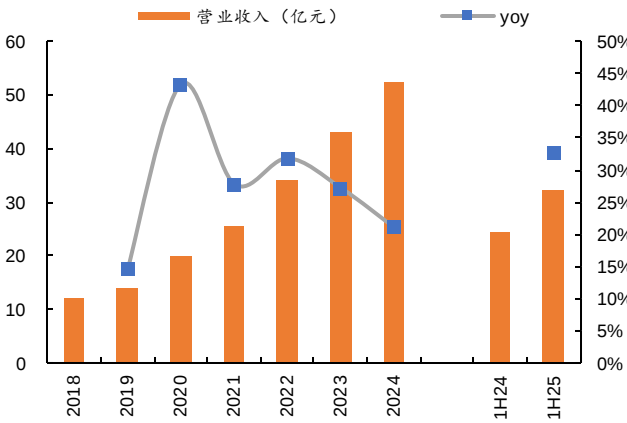
注：1）归母净利润以剔除公司在全部有效期内的股权激励计划所涉及的股份支付费用及剔除激励奖金提取的影响后的数值作为计算依据；2）红色部分为股权激励目标

资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 海外代工相对平稳，国内自有品牌较快发展

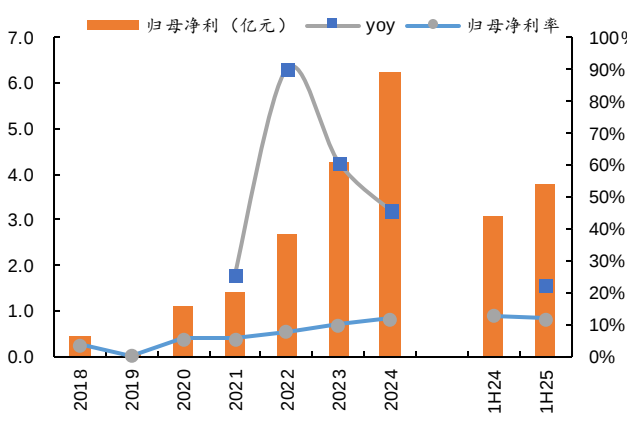
营业收入较快增长，盈利能力整体提升。得益于海外业务的平稳增长以及自有品牌的较快放量，2024 年公司营业收入 52.4 亿元，同比增长 21%，2018-24 年 CAGR 达 27%，1H25 公司营业收入 32.2 亿元，同比增长 33%。2024 年公司归母净利润 6.2 亿元，同比增长 46%，2018-24 年 CAGR 达 55%，1H25 归母净利润 3.8 亿元，同比增长 23%。

图表5 乖宝宠物营业收入及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

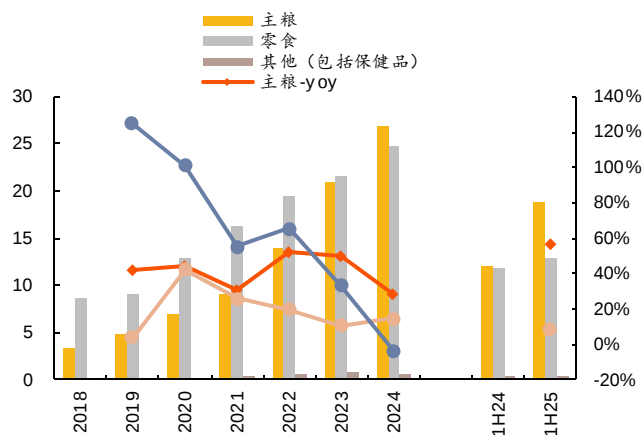
图表6 乖宝宠物归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

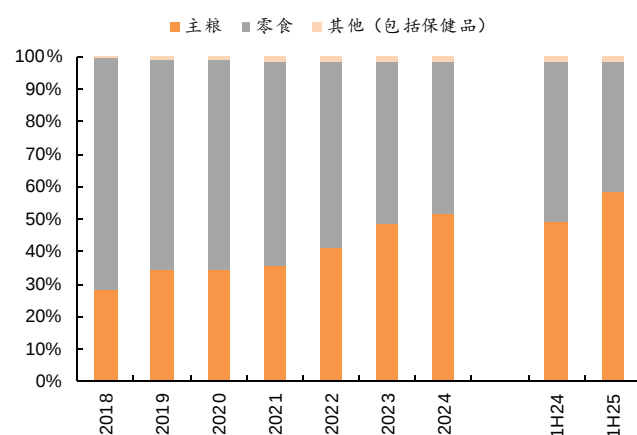
宠物主粮更快增长，占比持续提升。分品类看，宠物主粮和零食是公司收入的主要来源，2024 合计占比达 99%。公司零食业务增长相对平稳，而主粮收入快速提升。1H25 年公司宠物零食收入 12.9 亿元，同比增长 8%；宠物主粮收入 18.8 亿元，同比增长 57%，占到收入整体的 58%，同比+9pct。

图表7 乖宝收入及同比增速（分品类，亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

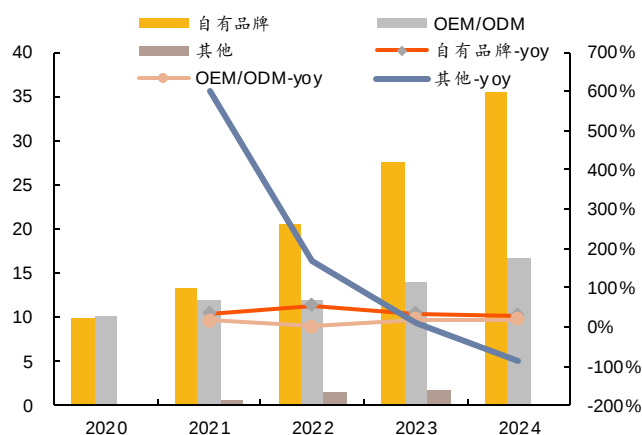
图表8 乖宝收入结构（分品类）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

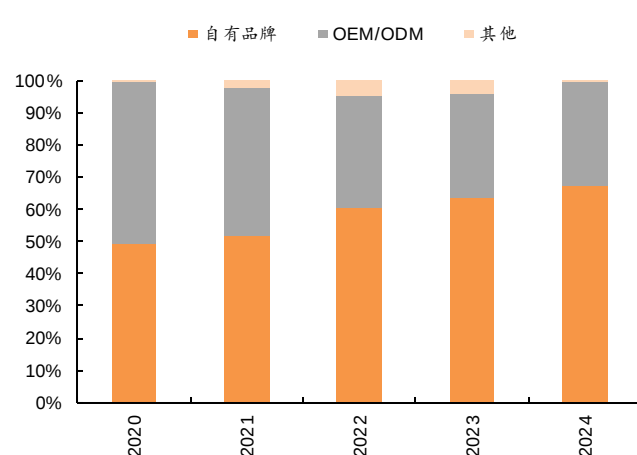
代工业务平稳提升,自有品牌迅速崛起。分业务模式看,公司 OEM/ODM 业务保持平稳增长,2024 年收入 16.8 亿元,2020-24 年 CAGR 为 13%,而自有品牌较快放量,2024 年收入 35.4 亿元,同比增长 29%,2020-24 年 CAGR 达 37%,2024 年占到整体收入的 68%,较 2020 年提升 18pct。

图表9 乖宝收入及同比增速（分业务模式，亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

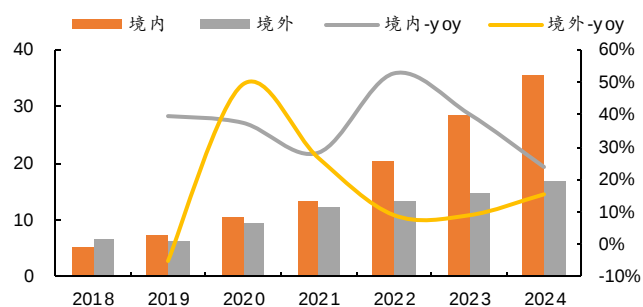
图表10 乖宝收入结构（分业务模式）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

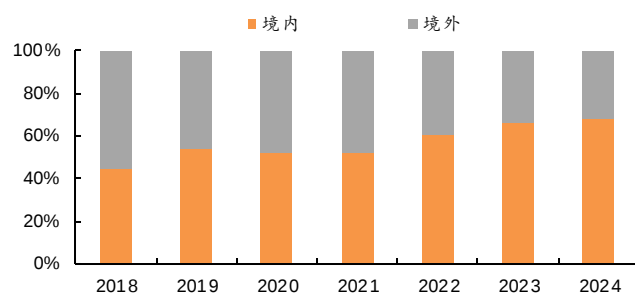
中国大陆收入占比持续提升,海外增长相对平稳。2024 年境内收入 35.5 亿元,同比增长 24%,2018-24 年 CAGR 为 37%,维持较快增长,而 2024 年海外收入 16.9 亿元,2018-24 年 CAGR 为 16%,增速相对平稳。2019 年境内收入首次超过海外,2024 年境内收入占比达 67.7%,较 2018 年提升 23.5pct。

图表11 乖宝宠物收入及同比增速（分地区，亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

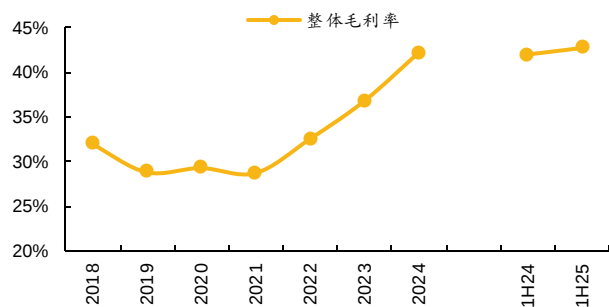
图表12 乖宝宠物收入结构（分业务模式）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

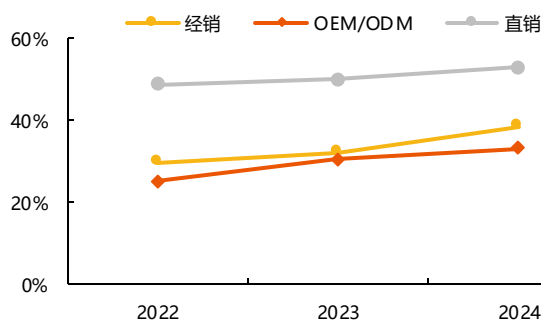
自有品牌占比提升，毛利率持续优化。公司自有品牌直销毛利率明显高于 OEM/ODM 代工，伴随直销渠道占比持续提升，公司毛利率水平持续优化。2024 年公司毛利率 42.3%，同比+5.4pct，1H25 达 42.8%，同比+0.7pct。

图表13 乖宝宠物毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

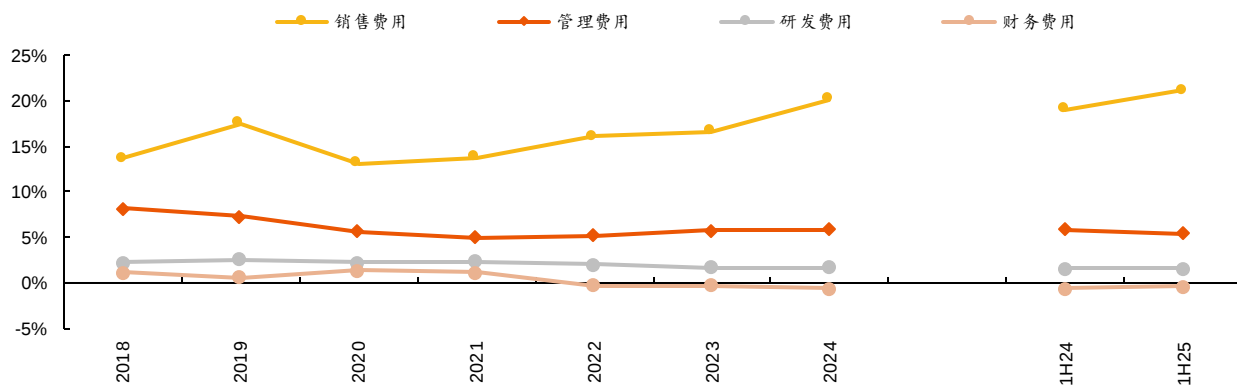
图表14 乖宝宠物毛利率（分销售模式）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

费用率略有提升，但盈利能力持续改善。由于公司持续加大自有品牌培育，因而销售费用投入有所增加，2024 销售费用率为 20.1%，同比+3.4pct，1H25 销售费用率同比+2.1pct 至 21.1%，而管理与研发费用率则相对保持平稳。

图表15 乖宝宠物费用率情况



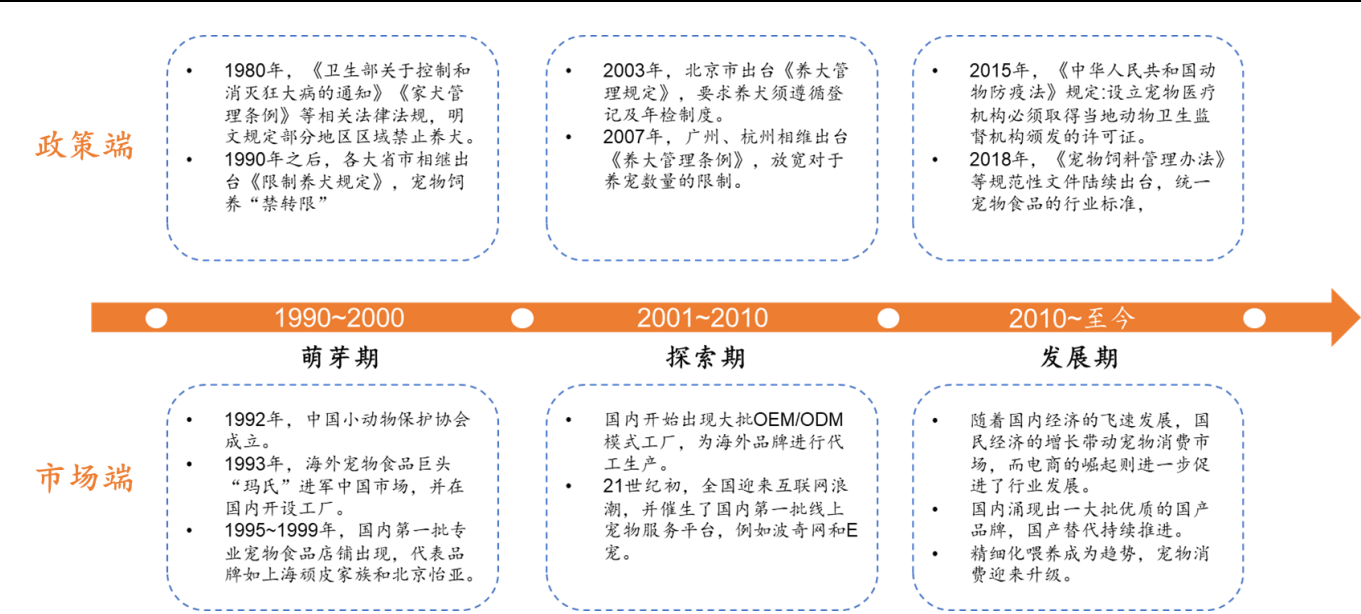
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、 宠物行业稳步扩容，进口替代持续推进

2.1 宠物行业：城镇犬猫数量稳定增长，市场规模持续扩容

我国宠物行业起步较晚，2010 年以后迎来发展期。据艾瑞咨询发布的《2024 年中国宠物行业研究报告》，与欧美等发达国家相比，我国宠物行业起步较晚。1992 年中国小动物保护协会成立，标志着我国宠物行业开始萌芽，1993 年玛氏等海外品牌相继进入中国市场，1990-2000 十年间人们的养宠性质也发生转变，从功能型养宠，转变为伴侣和家庭成员。2001-2010 年我国宠物行业处于探索期，国内出现大批 OEM/ODM 的海外代工厂，互联网浪潮也催生了第一批线上宠物服务平台。2010 年至今，伴随人均可支配收入不断增加以及电商的崛起，国内涌现出大批优质的国产品牌，精细化喂养成为趋势，宠物消费迎来升级。

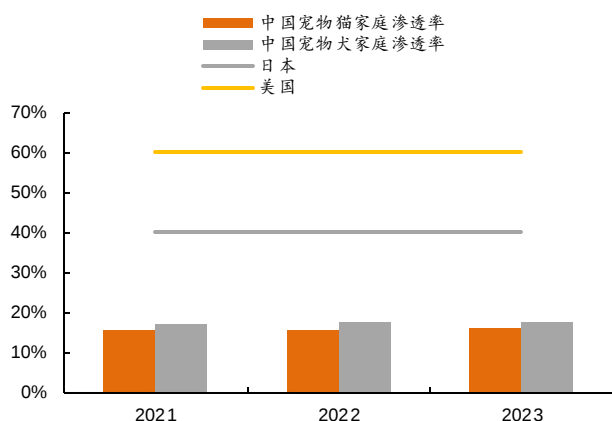
图表16 中国宠物行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国宠物行业研究报告》，平安证券研究所

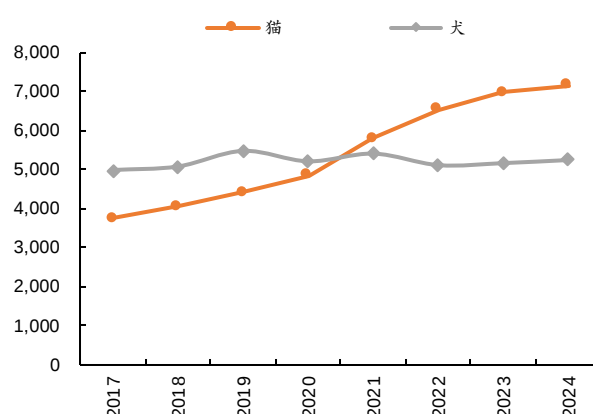
城镇猫犬数量稳定增加，渗透率仍有较大提升空间。据派读大数据发布的《中国宠物行业白皮书》，我国宠物犬猫数量稳定增长，2024 年总量为 1.24 亿只，同比增长 2.1%，2017-24 年 CAGR 达 5.1%。分品类看，由于猫性格相对独立、占用空间小，与快节奏的生活更加契合，近年来猫的增速明显快于狗。2021 年城镇宠物猫的数量超过宠物狗，2024 年宠物猫数量达 7153 万只，2017-24 年 CAGR 为 9.6%；2024 年宠物狗的数量为 5258 万只，2017-24 年 CAGR 为 0.8%，相对保持平稳。据艾瑞咨询，2023 年我国宠物猫/犬家庭渗透率分别为 16%/18%，而美国/日本的宠物渗透率高达 60%/40%，对标海外，中国的宠物家庭渗透率仍然有较大的提升空间。

图表17 我国宠物犬猫渗透率仍有较大空间



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国宠物行业研究报告》，平安证券研究所

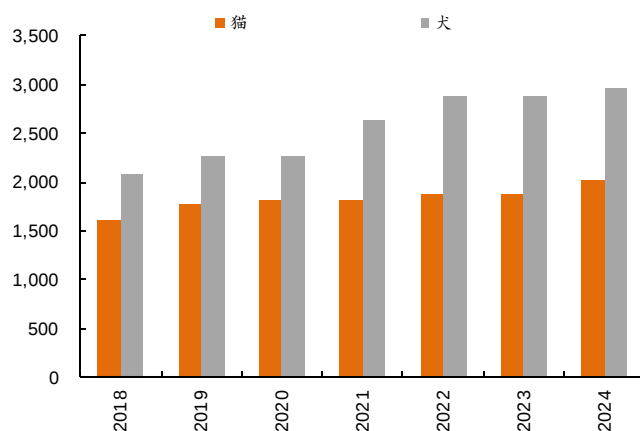
图表18 中国宠物犬猫数量变化趋势（万只）



资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

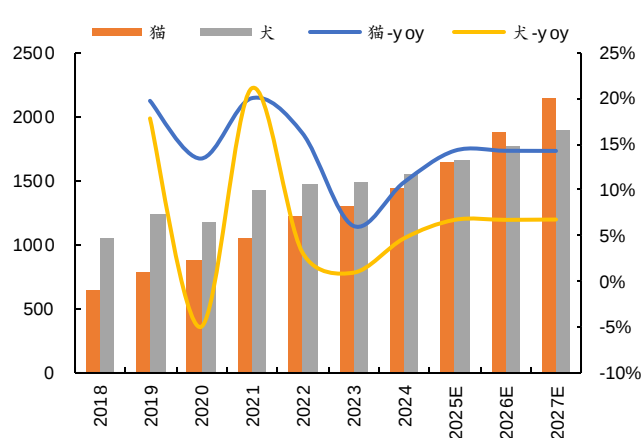
宠物消费仍呈升级趋势，市场规模持续扩容。据《中国宠物行业白皮书》，2024 年单只猫/犬年均消费金额分别为 2020/2961 元，2018-24 年 CAGR 分别为+3.9%/+6.1%，消费仍呈现出升级趋势。伴随单只宠物消费升级与宠物数量的稳定增长，宠物行业市场规模持续扩容，2024 年达 3002 亿元，同比增长 7%，其中猫/犬分别为 1445/1557 亿元，分别同比增长 11%/5%。

图表19 单只宠物犬/猫年均消费金额（元）



资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

图表20 城镇（犬猫）消费市场规模（亿元）

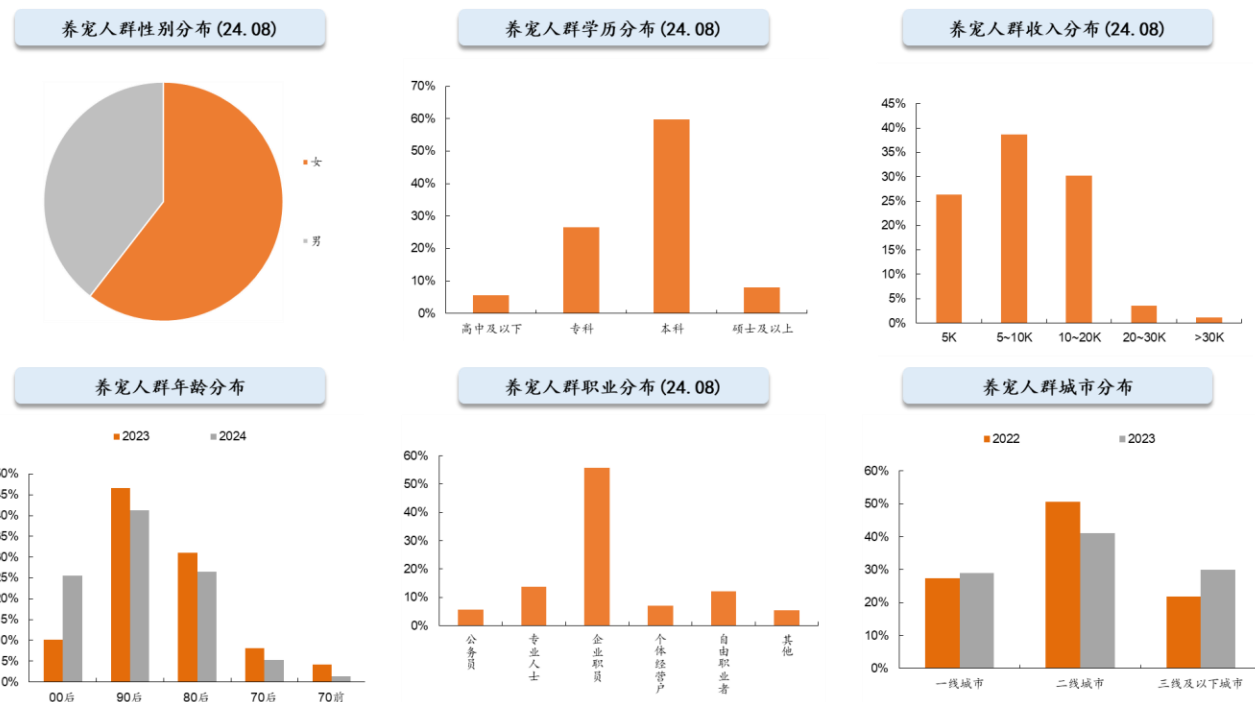


资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

2.2 宠物主：高线城市高学历女性为主，高校毕业生为潜在目标群体

宠物主画像：一二线高学历、高收入的年轻女性职员。据派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，派读大数据《2023-24 年中国宠物行业白皮书》，MobTech 研究院《2025 年宠物消费报告》，我国养宠人群普遍学历较高，本科及以上学历的占比达 67.8%；34.9%的宠物主月收入超过 1 万，73.6%的收入在五千以上；年龄方面，90 后和 00 后是养宠人群的主力，2024 年占比分别为 41.2%/25.6%；分城市看，2023 年宠物主在一线/二线的占比分别为 28.9%/41.1%；从工作职位上看，约 55.7%的宠物主是职员；从性别来看，女生宠物主的占比高达 60.5%。

图表21 养宠人群画像

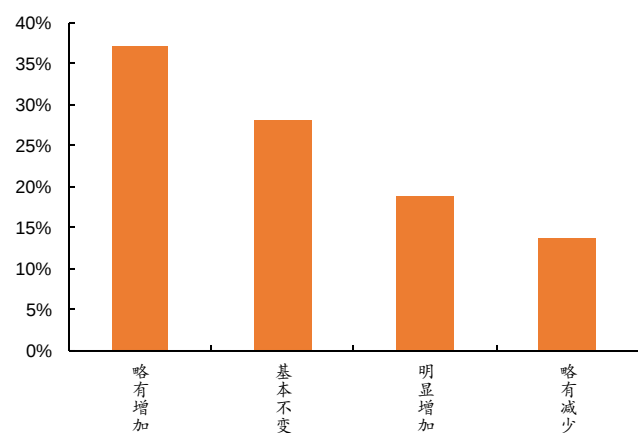


注：除标明外，统计时间均为2024年8月

资料来源：派读大数据《2025年中国宠物行业白皮书》，派读大数据《2023-24年中国宠物行业白皮书》，MobTech研究院《2025年宠物消费报告》，平安证券研究所

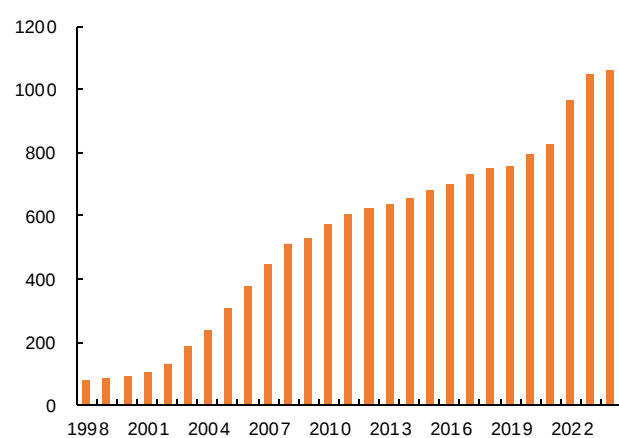
普通高校毕业生有望带动宠物经济发展，宠物主消费倾向维持在较高水平。据国家统计局，2024年我国高等教育普通高校毕业生人数达1059万，同比增长1.2%，近年来维持稳健增长，我们认为高校毕业人群与养宠人群画像契合度较高，未来有望持续带动宠物经济发展。据《中国宠物行业白皮书》调研，2024年约37%的宠物主表明消费略有增加，19%的宠物主表明消费明显增加，而略有减少的仅有14%，这表明宠物主未来支持倾向仍然维持在较高水平。

图表22 2024年宠物主消费支出变化



资料来源：派读大数据《2025年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

图表23 中国普通高校毕业生人数（万人）



资料来源：国家统计局，Wind，平安证券研究所

2.3 宠物食品：国产主粮持续提升，进口替代势不可挡

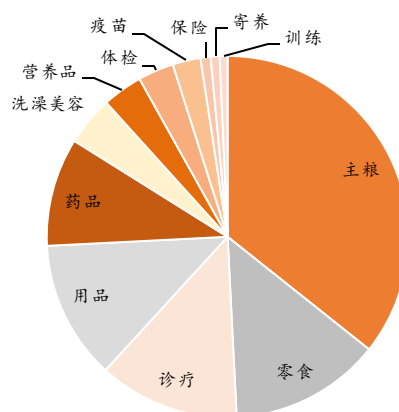
主粮与零食占到宠物行业的半壁江山，主粮以干粮为主。据艾瑞咨询，宠物食品大致可以分为主粮、零食和保健品三大类。主粮为宠物提供最基础的成长所需能量，并进一步可以划分为干粮和湿粮，其中干粮包括膨化粮、烘焙粮、风干粮、冻干粮等，湿粮则包括主食罐头、鲜食等。零食较主粮适口性更佳，能够作为补充，提供主粮之外的营养元素。保健品则具有保健调理的作用，具备营养补充、营养加强等。据《中国宠物行业白皮书》，主粮和零食是宠物行业中最大的两个子行业，2024 年分别占到整体的 36%/14%，合计占比约 50%，市场规模达 1477 亿元。

图表24 宠物食品分类



资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

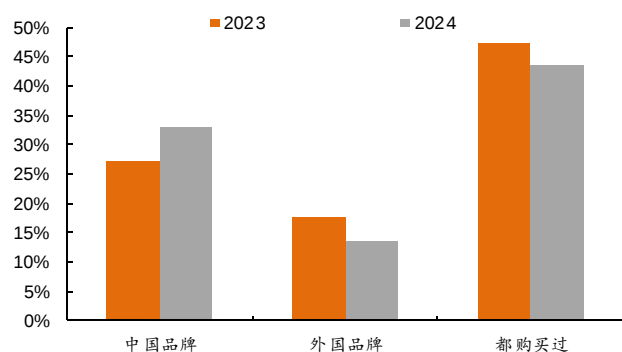
图表25 宠物（犬猫）消费结构



资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

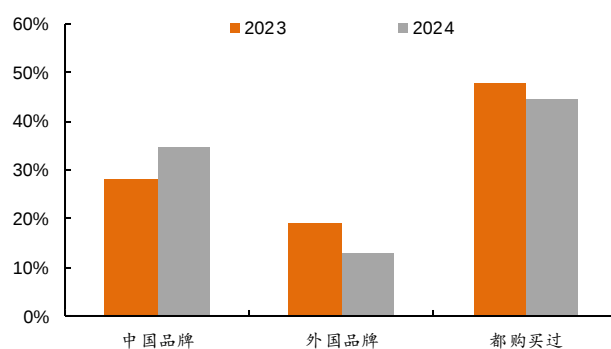
国产主粮品牌偏好度提升，国产替代进程推进。据派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，在猫主粮中，2024 年中国消费者 44%没有明确品牌偏好，35%的偏好中国品牌，同比+7pct；在犬主人中，44%的没有明确品牌偏好，33%的偏好中国品牌，同比+6pct。

图表26 犬主粮品牌偏好



资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

图表27 猫主粮品牌偏好



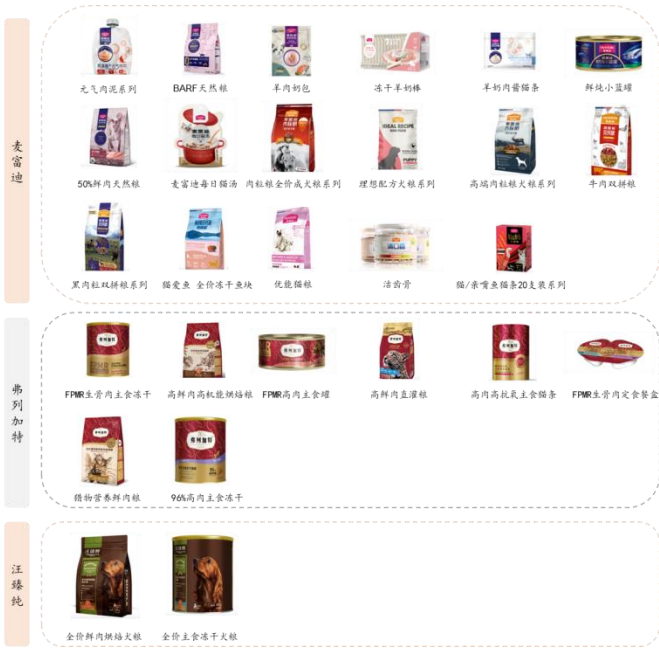
资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，平安证券研究所

三、自有品牌：品牌认知较强，产品持升级，直销渠道亮眼

3.1 产品：产品矩阵丰富，持续向上迭代

产品矩阵丰富，满足用户差异化需求。公司旗下拥有麦富迪、弗列加特、汪臻纯等主要品牌，产品矩阵丰富，能够满足客户对不同品质、不同价格段的宠物食品需求。麦富迪相继开发了牛肉双拼粮、益生军团系列、BARF 霸弗等多个产品系列；弗列加特以“鲜肉代替肉粉”获得行业好评，成功推出了“大红桶冻干”与“高能烘焙粮”两大明星系列。汪臻纯主打高端犬粮，目前仍在培育中。

图表28 乖宝宠物主要品牌产品矩阵



资料来源：公司官网，平安证券研究所

产品推陈出新，持续向上迭代。2015 年公司推出麦富迪双拼粮系列，瞄准中低端价格带市场，主打“一口干粮一口肉”，2016 年公司打造益生菌喷涂新工艺，为益生菌团的生产奠定基础。2018 年公司把冻干工艺和全价食品概念进行了统一，推出全价冻干猫粮系列，进军高端宠物食品市场。2019 年公司推出弗列加特高肉猫粮系列，丰富高端产品线。而后公司先后推出 Barf 生骨肉系列、汪臻纯系列，持续线上迭代产品线。

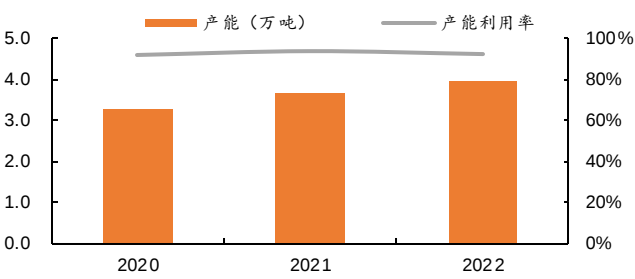
图表29 乖宝宠物持续向上迭代产品



资料来源：公司官网，淘宝，平安证券研究所

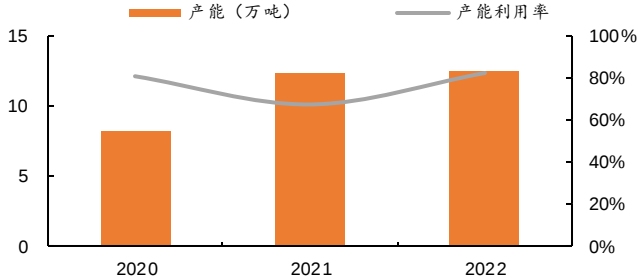
公司产能稳定扩张，但产能利用率维持在高位。2022 年公司主粮产能 12.6 万吨，2020-22 年 CAGR +23%，零食产能 4.0 万吨，2020-22 年 CAGR +10%。公司产能利用率维持在高位，2021 年主粮产能利用率有所下滑系生产线尚未完全释放所致，2022 年提升至 83%；2020-22 年公司零食产能利用率始终保持在 90%以上，在双十一、618 等购物节供不应求。

图表30 乖宝宠物零食产能利用率



资料来源：乖宝宠物招股书，平安证券研究所

图表31 乖宝宠物主粮产能利用率



资料来源：乖宝宠物招股书，平安证券研究所

募集资金持续扩张产能，为业绩增长打下基础。公司公开发行股票实际募集资金净额 14.7 亿元（包括超募金额 8.7 亿元）。公司拟将募集资金 6 亿元中的 3.7 亿元投资于宠物食品生产基地扩建项目，项目完成能实现年产 5.85 万吨主食、3133 吨零食、1230 吨高端保健品的制造能力；此外，公司拟将超募资金中的 5.6 亿元用于“10 万吨高端宠物食品项目”。我们认为，公司持续的产能扩张将为未来业绩的增长打下坚实基础。

图表32 乖宝宠物募集资金及超募资金项目进展（截至 1H25，单位：万元）

融资项目名称	项目性质	募集资金承诺投资总额	截至期末投资进度	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	截止报告期末累计实现的效益	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
承诺投资项目								
宠物食品生产基地扩产建设项目	生产建设	36,737	101%	2025年2月16日	7,880	21,809	是	否
智能仓储升级项目	生产建设	7,191	96%	2025年8月16日	不适用	不适用	不适用	否
研发中心升级项目	研发项目	3,060	99%	2025年5月16日	不适用	不适用	不适用	否
信息化升级建设项目	运营管理	2,511	101%	2026年8月16日	不适用	不适用	不适用	否
补充流动资金	补流	10,500	100%	不适用	不适用	不适用	不适用	否
承诺投资项目小计		60,000			7,880	21,809		
超募资金投向								
年产10万吨高端宠物食品项目	生产建设	56,000	59%	2026年3月30日			不适用	否
补充流动资金（如有）	补流	31,240	101%					
超募资金投向小计		87,240						
合计		147,240			7,880	21,809		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 品牌：加大费用投放，品牌知名度提升

借助综艺植入、广告投放、联名等方式，持续提升自有品牌知名度。公司高度重视自有品牌建设，经过多年探索，已经形成一套有效的营销组合拳，借助泛娱乐化品牌营销、品效合一的线上推广、以及联名产品的打造，持续提升自有品牌的知名度和影响力。年轻人是新增养宠以及泛娱乐内容的主要接受者，公司前后合作《你好生活》《向往的生活》《三十而已》等多款综艺和影视剧集，持续提升品牌高度。公司还借助多样化的线上营销工具进行品牌推广，在天猫、京东等电商平台，小红书、抖音、快手等内容平台加大广告投放，增强产品的终端触达人群。与此同时，公司还与《朋友听好了》《小森生活》等综艺和游戏 IP 打造联名产品，实现品牌流量增长与经济效益提升。

图表33 麦富迪部分综艺、影视作品植入情况



资料来源：乖宝宠物招股书，平安证券研究所

图表34 麦富迪联名款产品



资料来源：乖宝宠物招股书，平安证券研究所

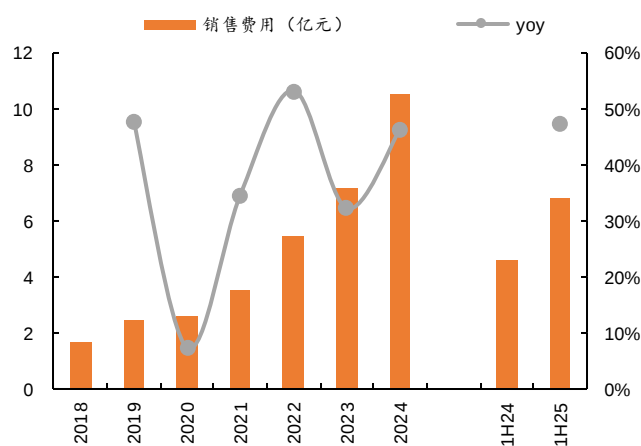
加大销售费用投入，消费者认可度较高。公司持续加大品牌营销力度，消费费用阶段性增长，2024 年销售费用达 10.5 亿元，同比增长 46%，1H25 进一步同比增长 47%至 6.8 亿元。而凭借着公司卓有成效的品牌宣传以及优秀的品质，公司自有品牌麦富迪和弗列加特在中国消费者中影响力持续增强，在由宠物行业白皮书和派读宠物行业大数据平台主办的 PetAwards 派读奖 2024 年度“用户喜爱的品牌”评选中，麦富迪、弗列加特在宠物主粮、宠物零食、宠物营养品等多个榜单上榜。

图表35 2024 年用户喜爱的犬/猫粮品牌



资料来源：宠物行业白皮书，派读大数据，平安证券研究所

图表36 乖宝宠物销售费用及同比增速

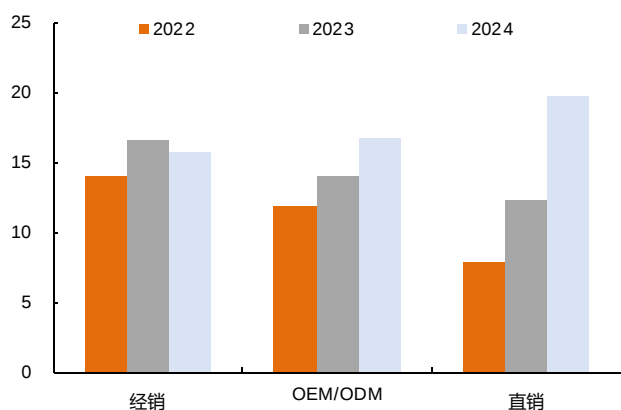


资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 渠道：全渠道布局，直销渠道亮眼

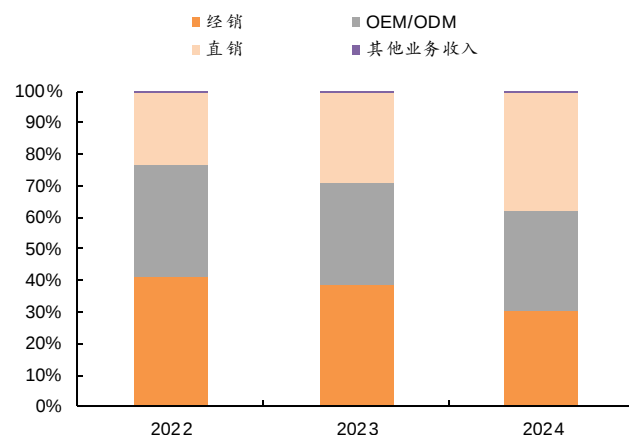
线上线下全渠道运营，实现广泛用户触达。公司直销模式主要通过开设品牌旗舰店向消费者销售，合作平台包括天猫、京东、抖音等；经销模式可以分为线上和线下渠道，线上渠道为通过经销商在线上渠道分销，而线下主要通过区域经销商面相各地的宠物门店、宠物医院等进行产品分销。公司在国内已经形成线上、线下全渠道运营的格局，实现用户最大化覆盖与辐射。2024 年公司经销、OEM/ODM、直销分别实现营业收入 15.8、16.8、19.7 亿元，分别占到收入的 30%、32%、38%，收入结构较均衡。

图表37 乖宝宠物收入（分销售模式，亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

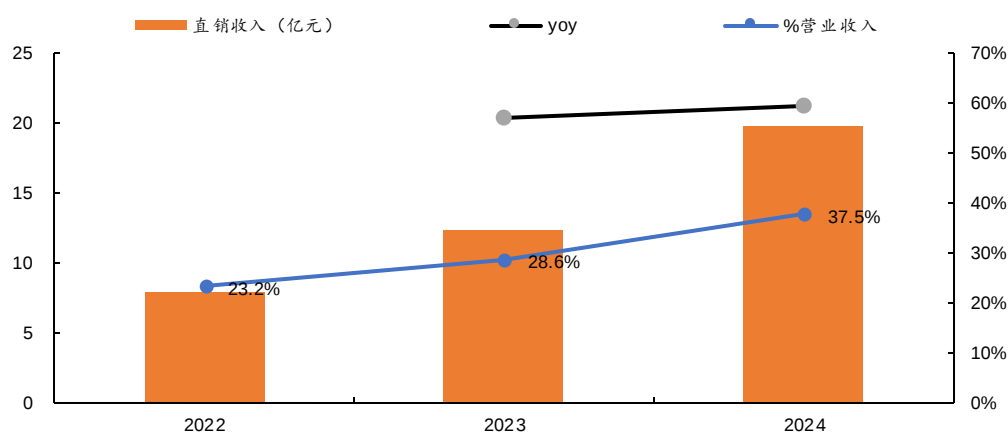
图表38 乖宝宠物收入结构（分销售式）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

直销收入快速增长，双十一表现亮眼。公司与天猫、抖音、京东等平台建立了良好的合作关系，直销收入快速增长。2024 年公司直销收入 19.7 亿元，同比增长 59%，占到收入整体的 37.5%，同比+9.0pct。据公司官网，2024 年双十一公司全网销售 GMV 达 6.7 亿元，同比增长 65%，乖宝宠物成为天猫双十一期间唯一实现双品牌、双店铺均破亿的企业。

图表39 乖宝宠物直销收入快速增长



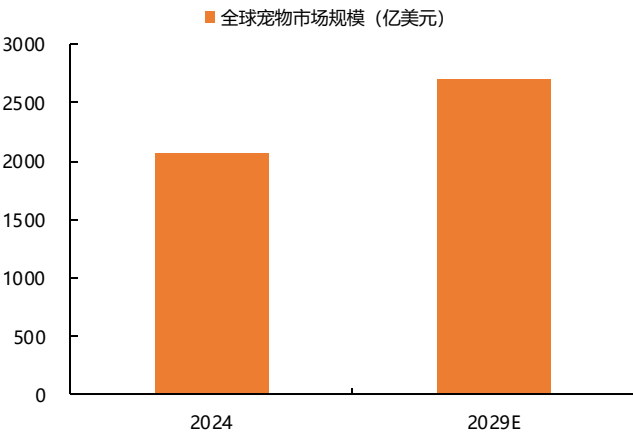
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 海外代工：绑定核心大客户，贡献稳定利润

4.1 全球宠物市场持续扩容，绑定核心大客户稳定成长

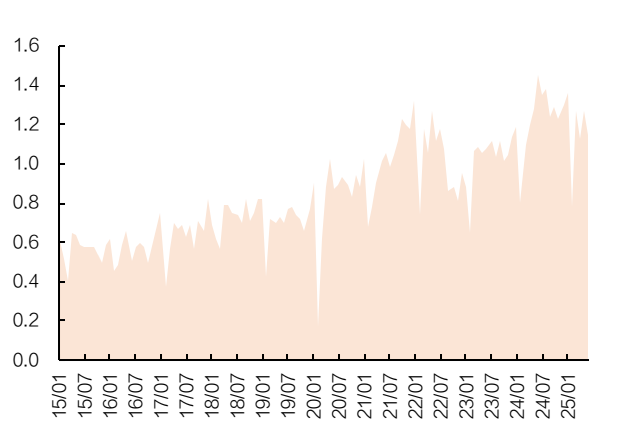
全球宠物规模稳健扩张，支撑乖宝海外业务成长。据公司公告援引 Euromonitor 的数据，2024 年全球宠物市场规模为 2070 亿美元，2029 年有望达 2708 亿美元，2024-29 年 CAGR +5.5%，整体稳健增长，为中国宠物出海奠定坚实基础。据海关总署数据，1H25 中国宠物食品出口金额达 7.0 亿美元，同比基本持平。

图表40 全球宠物市场规模



资料来源：公司公告，Euromonitor，平安证券研究所

图表41 中国宠物食品出口金额（亿美元）



资料来源：中国海关总署，Wind，平安证券研究所

凭借稳定品质与快速响应能力，与核心大客户深度绑定。公司在宠物食品积累了丰富的研发、生产经验，凭借稳定的品质以及对客户需求的快速响应能力，公司与下游客户建立了稳定、长期的合作，成为沃尔玛、品谱等国际企业认定的供应商。公司 2014 年与沃尔玛建立合作关系，主要为其提供烘干类鸡胸肉和鸭胸肉产品，虽然收入占比在降低，但收入金额稳定增长。

图表42 2020-22 年乖宝宠物前五大客户

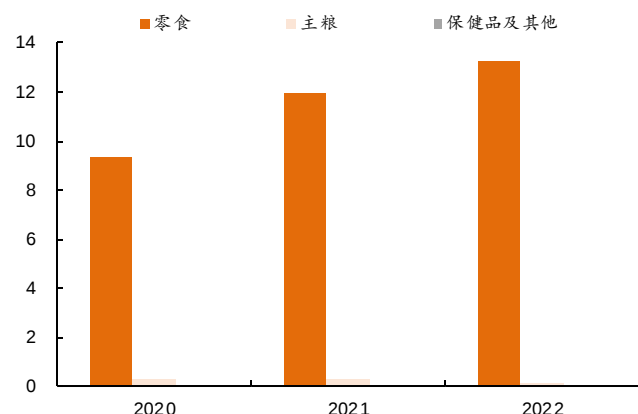
	2020	2021	2022
客户名称	沃尔玛 京东 江苏麦乐多 Central Garden & Pet Company 品谱	沃尔玛 京东 品谱 江苏麦乐多 Central Garden & Pet Company	沃尔玛 京东 江苏麦乐多 Central Garden & Pet Company 天猫
对应销售金额（亿元）	4.3 1.2 0.7 0.7 0.6	4.6 2.0 1.3 1.0 0.7	5.19 2.92 1.12 1.01 0.73
占营收的比例	21.34% 5.73% 3.33% 3.32% 3.21%	17.67% 7.60% 4.89% 3.90% 2.68%	15.29% 8.61% 3.30% 2.98% 2.14%

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

4.2 收入稳定增长，贡献稳定现金流

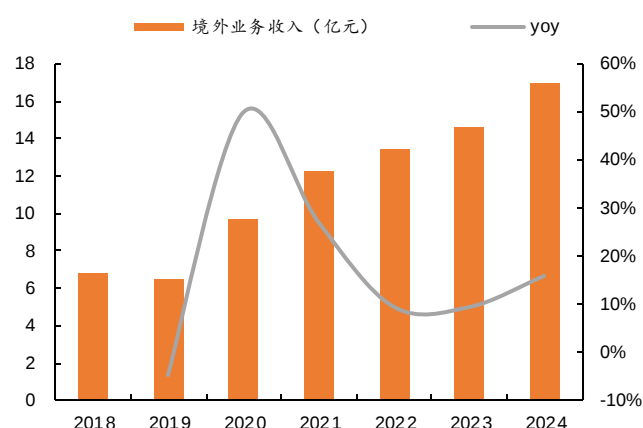
境外业务以零食代工为主，收入稳定增长。公司境外业务以 OEM/ODM 代工为主，产品销售地包括北美、欧洲、日韩等。产品方面，公司在境外销售以零食为主，据公司招股说明书，2022 年公司境外业务中零食收入 13.2 亿元，占到境外整体的 98.9%。2024 年公司境外收入 16.9 亿元，同比增长 15.7%，毛利率 35.24%，为公司贡献稳定现金流。

图表43 乖宝境外销售收入（分产品，亿元）



资料来源：乖宝宠物招股书，平安证券研究所

图表44 乖宝境外业务收入稳定增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、盈利预测及估值

考虑到国内宠物经济兴起、乖宝份额持续提升，以及麦富迪 Barf、弗列加特等产品对单价的拉动，我们预计主粮有望量价齐升，2025-27 年收入分别为 39/52/66 亿元，同比分别+46%/+33%/+27%，其中量分别+35%/+24%/+19%，价分别+8%/+7%/+7%。考虑到公司境外 OEM/ODM 相对平稳，我们预计 2025-27 年公司零食收入分别为 26/27/29 亿元，同比分别+3%/+7%/+7%，其中量分别+2%/+6%/+6%，价分别+1%/+1%/+1%。整体来看，我们预计公司 2025-27 年营业收入分别为 66/80/96 亿元，同比分别+25%/+22%/+20%。

考虑到直销渠道收入占比提升，我们预计公司 2025-27 年主粮毛利率分别为 48.0%/50.0%/51.0%，整体稳定增长。而考虑到东南亚地区产能爬坡、关税、高基数效应，我们预计 2025-27 年零食毛利率将回归常态化，分别为 35.5%/33.0%/32.0%。整体来看，得益于主粮占比提升，毛利率将稳中有升，2025-27 年分别为 43.1%/44.2%/45.2%。

考虑到较激烈的市场竞争，我们预计 2025 年公司销售费用率将略有增加，2025-27 将维持在 21.4%左右的水平。得益于收入较快增长，我们预计管理费用率将持续摊薄，2025-27 年分别为 5.6%/5.5%/5.4%。整体来看，我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 7.4/9.8/12.7 亿元，同比分别+18%/+33%/+30%。

图表45 乖宝宠物盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	20	26	34	43	52	66	80	96
yoy		28%	32%	27%	21%	25%	22%	20%
零食 (亿元)	13	16	20	22	25	26	27	29
yoy			20%	11%	15%	3%	7%	7%
销量 (万吨)	3.17	3.60	3.92	4.25	4.44	4.53	4.80	5.09
yoy		14%	9%	9%	5%	2%	6%	6%
单价 (元/千克)	40.9	45.3	49.9	50.9	55.9	56.5	57.0	57.6
yoy		11%	10%	2%	10%	1%	1%	1%
主粮 (亿元)	7	9	14	21	27	39	52	66
yoy		31%	52%	50%	29%	46%	33%	27%
销量 (万吨)	6.68	8.11	9.73	12.45	15.82	21.35	26.48	31.51
yoy		21%	20%	28%	27%	35%	24%	19%
单价 (元/千克)	10.4	11.3	14.3	16.8	17.0	18.4	19.7	21.0
yoy		8%	27%	17%	1%	8%	7%	7%
其他 (包括保健品, 亿元)	0.2	0.3	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
yoy		55%	66%	33%	-3%	7%	7%	7%
毛利率	29.3%	28.8%	32.6%	36.8%	42.3%	43.1%	44.2%	45.2%
零食	24.4%	25.8%	30.8%	37.2%	39.5%	35.5%	33.0%	32.0%
主粮	37.8%	33.4%	34.7%	36.0%	44.7%	48.0%	50.0%	51.0%
其他 (包括保健品)	54.7%	48.7%	43.5%	50.3%	47.9%	47.9%	47.9%	47.9%
销售费用率	13.1%	13.8%	16.0%	16.7%	20.1%	21.4%	21.4%	21.4%
管理费用率	5.6%	5.0%	5.2%	5.8%	5.8%	5.6%	5.5%	5.4%
归母净利 (亿元)	1.1	1.4	2.7	4.3	6.2	7.4	9.8	12.7
yoy		26%	90%	61%	46%	18%	33%	30%

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所预测

考虑到同属于宠物食品赛道，我们选取中宠股份、佩蒂股份、源飞宠物、路斯股份为可比公司。可比公司 2025 年 Wind 一致预期均值为 27X，考虑到公司自主品牌占比较高、长期成长空间更充足且利润较快增长，我们认为公司 2025 年 PE 51X 相对合理。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表46 乖宝宠物盈利预测

代码	公司名称	市值	归母净利				PE			利润增速		
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002891.SZ	中宠股份	166	3.9	4.6	5.7	7.2	36	29	23	16%	25%	26%
300673.SZ	佩蒂股份	45	1.8	1.9	2.3	2.7	23	20	17	5%	19%	18%
001222.SZ	源飞宠物	45	1.6	1.8	2.2	2.7	25	20	17	11%	21%	20%
832419.BJ	路斯股份	20	0.8	0.8	1.0	1.2	24	20	16	5%	23%	22%
	平均						27	22	18			
301498.SZ	乖宝宠物	377	6.2	7.4	9.8	12.7	51	38	30	18%	33%	30%

注：数据截至 2024 年 9 月 19 日；乖宝宠物为我们预测，其余为 Wind 一致预期

资料来源：公司公告，平安证券研究所预测

六、风险提示

- 1) 食品安全风险：**宠物食品安全是消费者的红线，若在小红书、抖音等媒体平台出现负面舆情，则会对公司自主品牌的推广造成较大压力；
- 2) 原材料价格波动风险：**公司产品原材料包括鸡胸肉、鸭胸肉等农产品，若上游原材料价格上行，则会对公司的毛利率水平造成一定压制；
- 3) 关税变动风险：**公司境外业务中仍有较大对美出口敞口，若美国加征关税，下游大客户可能向公司转嫁关税，造成公司境外业务盈利能力下滑；
- 4) 大客户风险：**公司境外业务大客户占比较高，沃尔玛等大客户的订单波动会对公司收入水平造成影响；
- 5) 行业竞争加剧风险：**虽然中国宠物行业规模稳定增长，但行业竞争较激烈，若公司费用投入不精准，则可能会造成费用增加但收入下滑的风险。

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2016	2452	3330	4450	
现金	695	843	1384	2137	
应收票据及应收账款	400	392	480	577	
其他应收款	39	44	53	64	
预付账款	39	58	71	85	
存货	780	1019	1224	1444	
其他流动资产	63	97	118	142	
非流动资产	2993	3021	3070	3131	
长期投资	0	-0	-0	-0	
固定资产	1155	1275	1417	1557	
无形资产	163	135	108	81	
其他非流动资产	1675	1610	1545	1492	
资产总计	5010	5473	6400	7580	
流动负债	695	550	663	785	
短期借款	110	0	0	0	
应付票据及应付账款	267	270	325	383	
其他流动负债	318	279	338	402	
非流动负债	163	151	139	127	
长期借款	64	52	40	28	
其他非流动负债	99	99	99	99	
负债合计	858	701	802	912	
少数股东权益	7	8	9	10	
股本	400	400	400	400	
资本公积	2115	2115	2115	2115	
留存收益	1629	2249	3074	4143	
归属母公司股东权益	4144	4764	5589	6658	
负债和股东权益	5010	5473	6400	7580	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	720	577	941	1219	
净利润	627	738	983	1273	
折旧摊销	113	172	201	219	
财务费用	-35	-6	-14	-25	
投资损失	-26	-10	-10	-10	
营运资金变动	-39	-323	-224	-244	
其他经营现金流	80	5	5	5	
投资活动现金流	-969	-195	-245	-275	
资本支出	677	200	250	280	
长期投资	-1	0	0	0	
其他投资现金流	-1645	-395	-495	-555	
筹资活动现金流	-96	-234	-154	-190	
短期借款	110	-110	0	0	
长期借款	44	-12	-12	-12	
其他筹资现金流	-249	-111	-142	-178	
现金净增加额	-344	148	541	753	

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	5245	6557	8025	9647	
营业成本	3028	3730	4480	5287	
税金及附加	21	29	35	42	
营业费用	1055	1404	1717	2061	
管理费用	307	370	445	525	
研发费用	85	116	142	171	
财务费用	-35	-6	-14	-25	
资产减值损失	-8	-12	-15	-18	
信用减值损失	-7				
其他收益	17	11	11	11	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	26	10	10	10	
资产处置收益	-2	-1	-1	-1	
营业利润	810	913	1215	1573	
营业外收入	5	2	2	2	
营业外支出	4	2	2	2	
利润总额	811	912	1214	1573	
所得税	184	174	231	300	
净利润	627	738	983	1273	
少数股东损益	3	1	1	1	
归属母公司净利润	625	738	982	1272	
EBITDA	889	1078	1401	1767	
EPS (元)	1.56	1.84	2.45	3.18	

主要财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)		21.2	25.0	22.4	20.2
营业利润(%)		54.0	12.6	33.1	29.5
归属于母公司净利润(%)		45.7	18.1	33.1	29.5
获利能力					
毛利率(%)		42.3	43.1	44.2	45.2
净利率(%)		11.9	11.3	12.2	13.2
ROE(%)		15.1	15.5	17.6	19.1
ROIC(%)		26.3	24.4	27.8	32.0
偿债能力					
资产负债率(%)		17.1	12.8	12.5	12.0
净负债比率(%)		-12.5	-16.6	-24.0	-31.6
流动比率		2.9	4.5	5.0	5.7
速动比率		1.6	2.3	2.9	3.5
营运能力					
总资产周转率		1.0	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率		13.1	16.7	16.7	16.7
应付账款周转率		11.33	13.79	13.79	13.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)		1.56	1.84	2.45	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)		1.80	1.44	2.35	3.05
每股净资产(最新摊薄)		10.36	11.91	13.97	16.64
估值比率					
P/E		60.3	51.1	38.4	29.6
P/B		9.1	7.9	6.7	5.7
EV/EBITDA		34	34	26	20

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融 融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼 丽泽平安金融中心 B 座 25 层