

宠物健康咀嚼食品引领者迈向全食品品牌

农林牧渔行业首席分析师：谢芝优



宠物健康咀嚼食品引领者迈向全食品品牌

2026 年 02 月 05 日

核心观点

- **佩蒂股份：全球宠物健康咀嚼食品引领者：**公司咀嚼产品出货量和产能规模处全球前列，自有品牌“好适嘉”、“爵宴”开启“双轮驱动”战略。国内通过线上线下渠道提升知名度，海外持续扩产越南、新西兰、柬埔寨基地，优化供应链以增强国际竞争力，逐步实现从单一产品到全品类宠食的战略转型。
- **品类矩阵纵深拓展，五大生产基地强支撑：**24 年公司零食类产品收入 15.4 亿元，同比+28%，四年复合增速+6%，占主营业务收入的 93%。25H1 公司营养肉质零食收入 2.2 亿元，同比+14%，毛利率 36.6%，成为零食板块中的盈利增长亮点。主粮方面，公司将持续加大投入，将自产新型主粮和新西兰高品质主粮导入到自主品牌体系，推动主粮产品成为未来几年营收增长的重要支撑。公司生产基地布局中国、越南、柬埔寨、新西兰等国家，形成全球化产能网络，其中新西兰步入产能释放的新阶段，为公司收入增长的核心支撑之一。
- **代工造就业绩基石，自有品牌创造未来：**24 年公司海外业务收入 13.7 亿元，同比+29%，占营收比例 83%；毛利率 29%，创五年新高。公司海外市场 ODM 业务增长主要驱动力来自于新客户开发与产品线延伸、新西兰主粮工厂及东南亚产线的产能释放。公司已有爵宴、好适嘉实现双品牌战略，24 年公司自主品牌收入规模增长 33%，其中爵宴品牌增长 52%，表现尤为突出。26 年将推出高端主粮品牌 SmartBalance，实现不同价格带的全面推进。
- **投资建议：**在国内宠物食品行业持续扩容的趋势下，公司品牌布局逐步完善，从中高端宠物零食切入高端主粮领域，由自主双品牌推进走向进口高端主粮品牌布局，公司自主品牌收入增长可期且或可实现毛利率的潜在提升。此外，公司海外产能落地，东南亚工厂进入盈利轨道，新西兰产能逐步释放，成为未来业绩增长的有利支撑。我们预计 2025-27 年公司 EPS 分别为 0.60 元、0.81 元、0.99 元，对应 PE 为 29 倍、22 倍、18 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海外核心客户收入占比较大的风险、原材料价格波动的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1659.04	1686.43	2085.49	2395.07
增长率	17.56%	1.65%	23.66%	14.84%
归母净利润（百万元）	182.21	149.85	200.72	246.98
增长率	1742.81%	-17.76%	33.94%	23.05%
每股收益 EPS（元）	0.73	0.60	0.81	0.99
净资产收益率 ROE	9.44%	7.87%	9.67%	10.82%
PE	24	29	22	18

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（数据截至 2026 年 2 月 3 日）

佩蒂股份（股票代码：300673.SZ）

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhijou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

市场数据

2026-02-05

股票代码	300673.SZ
A 股收盘价(元)	17.49
上证指数	4075.92
总股本(万股)	24883
实际流通 A 股(万股)	16196
流通 A 股市值(亿元)	28

2026-02-05



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 佩蒂股份：全球宠物健康咀嚼食品引领者	4
(一) 历史发展与品牌矩阵	4
(二) 股权结构与组织架构	5
(三) 收入结构与利润结构	7
二、 25 年宠食出口量创新高，宠物市场超 3100 亿	9
(一) 出口贡献利润基础，25 年出口均价承压	9
(二) 量价齐升助推宠食规模，主粮盈利能力领先	13
(三) 国产品牌市占率提升中，行业竞争格局洗牌	17
(四) 线上渠道为主力，天猫高规模、抖音高增速	20
三、 产品：品类矩阵纵深拓展，五大生产基地强支撑	22
(一) 全品类结构持续优化中，助推盈利能力提升	22
(二) 坐拥国内外五大生产基地，产能有望持续放量	25
(三) 依托研发投入与创新，巩固与提升竞争优势	28
四、 品牌：代工造就业绩基石，自有品牌创造未来	30
(一) 自有品牌：爵宴高端突围，好适嘉大众转化	31
(二) OEM\ODM：携手国际大客户，构筑稳固基本盘	36
五、 渠道：健全供应链生态体系，打造全渠道闭环	38
(一) 上游：供应链体系稳健，成本控制能力卓越	38
(二) 下游：线上为先发渠道，线下强调双轮驱动	40
六、 财务分析：公司业绩韧性强，期待长期成长	43
七、 投资建议	46
(一) 盈利预测	46
(二) 估值分析	47
八、 风险提示	49

一、佩蒂股份：全球宠物健康咀嚼食品引领者

(一) 历史发展与品牌矩阵

佩蒂股份（300673.SZ）成立于2002年，于2017年7月11日在深交所创业板上市，主要从事宠物食品的研发、生产和销售业务，是全球宠物健康咀嚼食品的引领者和最大供应商之一，出货量和产能规模均处于全球前列。

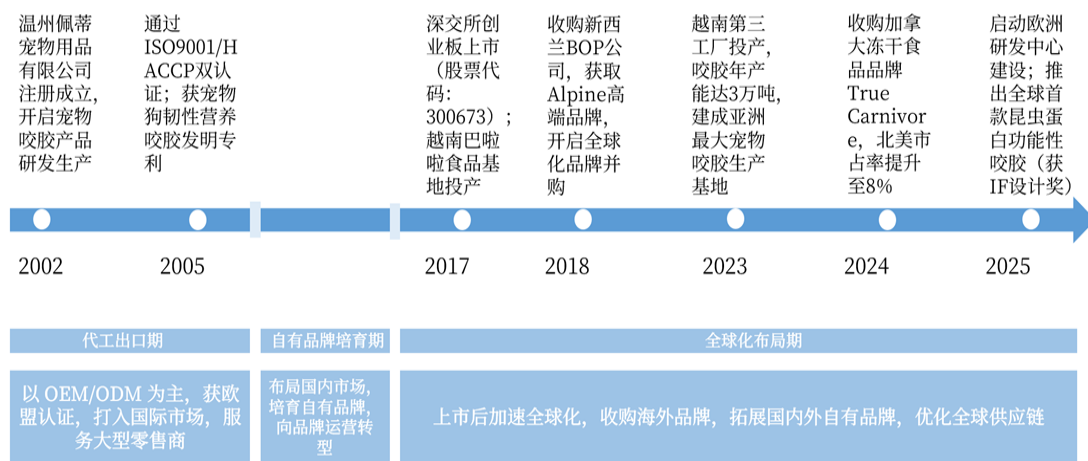
公司以宠物咬胶起家，凭借温州皮革优势，通过创新和严格的质量控制，奠定了坚实的市场基础。2010年后，通过代工模式为国际知名品牌提供产品设计和生产服务，除了持续升级咬胶产品，产品矩阵也扩展到宠物营养肉质零食等多个品类。2018年后开始大力开拓国内市场，公司推出了多个自主品牌，积极发展宠物主粮和湿粮业务，逐步实现从单一产品到全品类宠物食品的战略转型。公司发展历程可分为以下三个阶段：

(1) 代工出口期（2002-2010年）：公司成立初期以OEM/ODM模式为主，2009年通过欧盟认证，借展会打开国际市场，为PetSmart、沃尔玛等大型零售商供货。

(2) 自有品牌培育期（2011-2016年）：随着国内宠物市场兴起，公司开始培育自有品牌，如“好适嘉”“齿能”等，逐步从代工向品牌运营转型。

(3) 全球化布局期（2017年至今）：2017年公司上市后加速海外并购，2018年收购新西兰品牌“Alpine”，2020年收购美国品牌“Barkworthies”，完善高端市场布局，同时推动国内自有品牌“好适嘉”“爵宴”等的发展，开启“双轮驱动”战略。国内通过线上线下渠道提升知名度，海外持续扩产越南、新西兰、柬埔寨基地，优化供应链以增强国际竞争力。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司旗下拥有爵宴 MeatyWay、好适嘉 Health+、齿能 ChewNergy 等多个国内外知名品牌，覆盖高端、中端市场，产品涵盖宠物零食、主粮、口腔护理等多个品类。具体如下：

(1) 爵宴 MeatyWay：佩蒂股份的主力品牌，定位高端市场。明星产品为爵宴鸭肉干，在此基础上，向风干肉干等品类拓展。2024年推出风干犬主粮，进军主粮市场。2025年聚焦小型犬风干

粮新品并试水猫狗同食产品线，以“双宠家庭”场景切入高端猫市场。2026年计划大规模放量新西兰工厂主粮产品，并继续布局主粮、咀嚼食品、主食罐、保健冻干糕点等四大高增速品线，致力于打造宠物食品行业高端标杆。

(2) **好适嘉 Health+**：主打“专业营养+质价比”，实施中端市场全品类覆盖策略，以猫赛道切入，凭借高品质获得较高美誉度后，进军宠物狗赛道，实现猫狗双覆盖。产品计划涵盖烘焙粮、主食罐、冻干、主食餐包等品类，通过中端的价格、扎实的产品获取目标用户。

(3) **齿能 ChewNergy**：专注于宠物口腔护理领域，是宠物咬胶赛道的领先品牌。其产品不断升级迭代，目前齿能1号已达到植物纤维混合咬胶的第五代，在技术上领先于市场上大多数竞争对手，能有效满足宠物口腔清洁需求，具有较强的客户粘性。

图2：公司现有主要品牌

品牌	定位	主营产品实例	
爵宴 MeatyWay 	高端宠物食品 标杆	 天然肉干系列	 肉干缠果蔬系列
好适嘉 Health+ 	中端市场 “质价比” 标杆	 98K 猫咪低脂主食罐头	 天然鱼油 鲜肉烘焙猫粮
齿能 ChewNergy 	专业口腔护理 赛道头部品牌	 OK 结骨磨牙棒	 健齿环 旋风棒

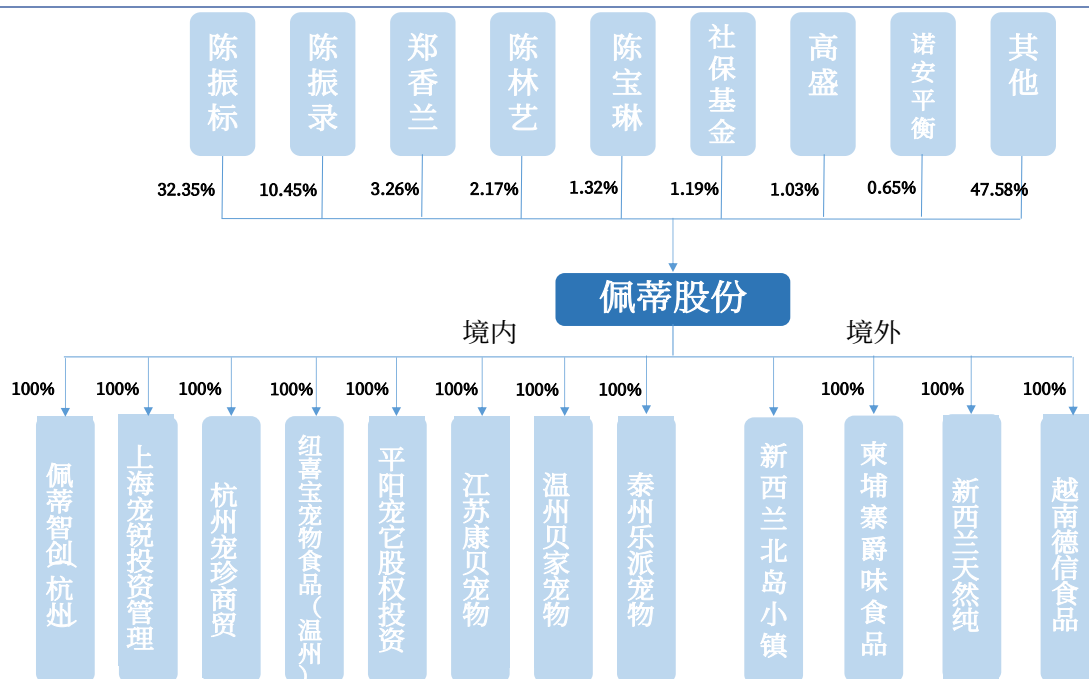
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 股权结构与组织架构

公司实际控制人为陈振标和郑香兰夫妇。截至 2025Q3 末，陈振标直接持股 32.35%，郑香兰持股 3.26%，两人合计控股 35.61%。此外，陈振录（陈振标之弟）持股 10.45%。公司股权相对集中且稳定，实控人把控制力强。公司股权结构呈现家族控股与机构投资者并存的特点，核心股东通过一致行动关系保持控制权，同时外资机构进出和部分股东增持减持反映了市场动态。在公司管理层方面，核心团队深耕行业超 20 年，具备研发与国际化背景。

公司在境内设立多家控股子公司，专注自有品牌运营与国内市场拓展；在境外通过全资子公司佩蒂新西兰（控股 Alpine 品牌）、佩蒂美国（控股 Barkworthies 品牌）及越南好嚼（生产基地）实现全球化生产与销售布局。其中：越南好嚼是公司核心海外生产基地，承担 60% 以上咬胶产品产能；佩蒂新西兰负责高端天然宠物零食的研发与澳新市场运营；佩蒂美国主导北美市场渠道建设与品牌并购整合。

图3: 公司股权结构 (截至 2025 年 11 月 24 日)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表1: 佩蒂股份部分管理层背景

人员姓名	任职	工作经历及主要职责
陈振标	董事长、总经理	1992年9月至2002年10月,任平阳县佩蒂皮件制品厂厂长;2002年10月至2014年11月,历任本公司及前身温州佩蒂宠物用品有限公司、温州佩蒂动物营养科技有限公司执行董事、董事长、总经理;2014年11月至今,任本公司董事长、总经理。此外,陈振标先生还担任了浙江省进出口宠物食品用品协会会长、中国畜牧业协会宠物产业分会副会长、全国伴侣动物(宠物)标准化技术委员会委员等职务。陈振标先生全面主持公司的生产经营管理工作。
陈振录	副董事长	1992年9月至2002年10月,任平阳县佩蒂皮件制品厂副厂长;2002年10月至2010年1月,历任本公司及前身温州佩蒂宠物用品有限公司温州佩蒂动物营养科技有限公司董事、采购部经理等职务;2010年2月至今,任江苏康贝执行董事、经理;2014年11月至今,任本公司副董事长。陈振录先生主要负责越南基地和柬埔寨基地等东南亚片区的业务。
郑香兰	董事、副总经理	1992年9月至2002年10月,任平阳县佩蒂皮件制品厂生产部经理;2002年10月至2014年11月,历任本公司及前身温州佩蒂宠物用品有限公司、温州佩蒂动物营养科技有限公司总经理、副总经理等职务;2014年11月至今,任本公司董事、副总经理。负责公司各生产基地的管理工作。
唐照波	董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	1997年10月至2002年10月,历任平阳县佩蒂皮件制品厂品管部、业务部专员;2002年10月至2014年11月,历任公司前身温州佩蒂宠物用品有限公司、温州佩蒂动物营养科技有限公司行政部经理、人力资源部经理;2014年11月至今,任公司副总经理、董事会秘书;2021年1月至今,任公司董事、财务总监;2018年7月至今,任新西兰 BOP INDUSTRIES LIMITED 董事。负责董事会办公室和财务管理工作。
陈聂哈	副总经理	2012年12月至2018年3月,历任美国 PPG 工业集团(上海)有限公司战略发展部业务专员、佩圣庭安投资控股有限公司总经理;2018年4月至2020年12月,任公司战略部总监。2021年1月至今,任公司副总经理。陈聂哈女士负责公司自主品牌事业部的运营工作。
张菁	副总经理	2001年9月至2002年9月,任平阳县佩蒂皮件制品厂市场部专员;2002年10月至2014年11月,历任温州佩蒂宠物用品有限公司、温州佩蒂动物营养科技有限公司市场销售部经理、销售总监;2014年11月至今,任公司副总经理;2018年7月至今,任新西兰 BOP INDUSTRIES LIMITED 董事。目前,张菁女士主要负责公司海外市场的营销以及新西兰工厂的运营工作。

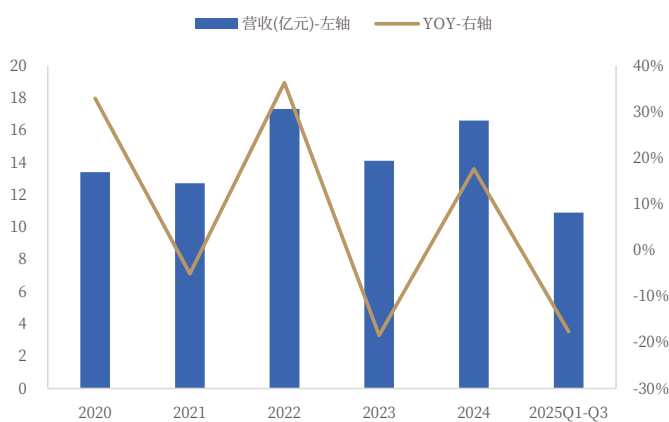
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 收入结构与利润结构

零食贡献主要收入，中长期竞争力将持续体现。2015-2020 年公司营收持续保持双位数增长，2020-2022 年，佩蒂股份营收呈增长趋势，这期间公司业务发展较为顺利，市场份额有所扩大。2023 年因海外去库存及基数效应承压，营收降至 14.11 亿元，同比下降 18.51%，并出现归母净利润亏损。2024 年随着海外市场恢复，公司开始重拾正增长，实现营收 16.59 亿元（同比+17.56%），归母净利润 1.82 亿元，实现扭亏；主要得益于海外订单复苏，越南和柬埔寨工厂产能利用率超 90%，且东南亚基地规模效应显现，毛利率提升。

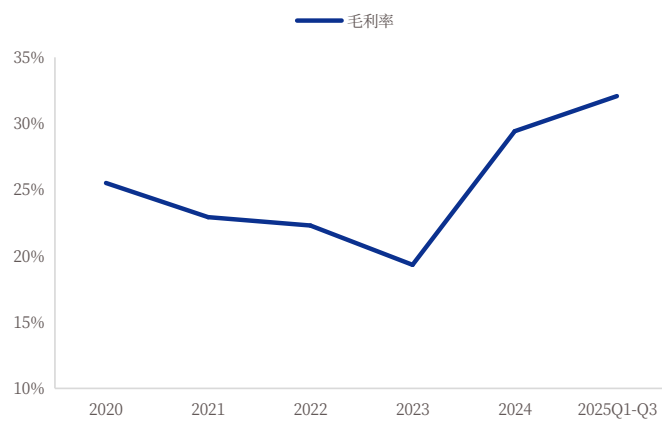
2025 年前三季度公司实现营收 10.89 亿元（同比-17.68%），归母净利润 1.14 亿元（同比-26.62%），增长节奏再受挑战，主要受到海外客户订单节奏的影响。随着贸易政策的稳定，行业将重构供应链、商业关系和定价体系，公司在国际市场的中长期竞争力将持续体现。

图4：2020-25 年前三季度公司收入及其增速



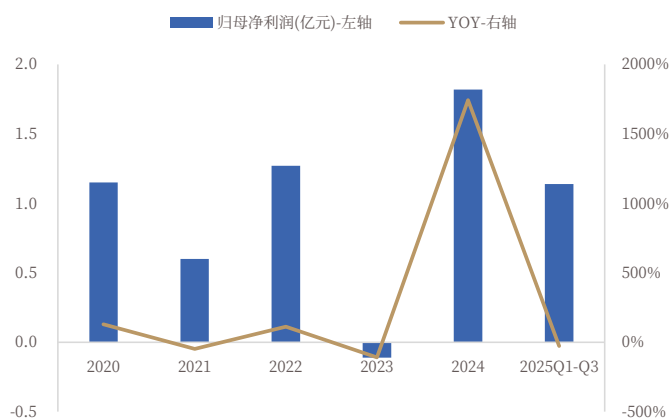
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：2020-25 年前三季度公司毛利率变化



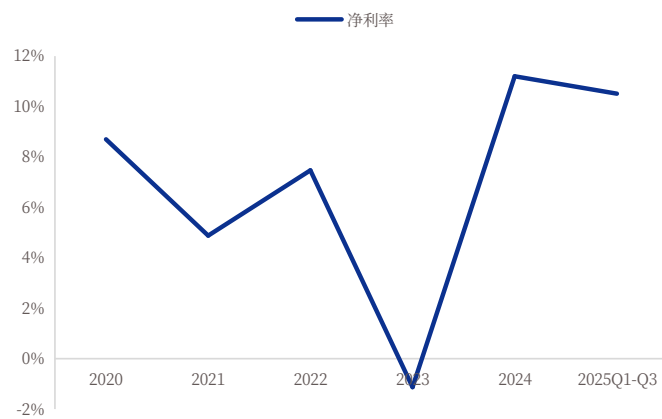
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图6：2020-25 年前三季度公司归母净利润及其增速



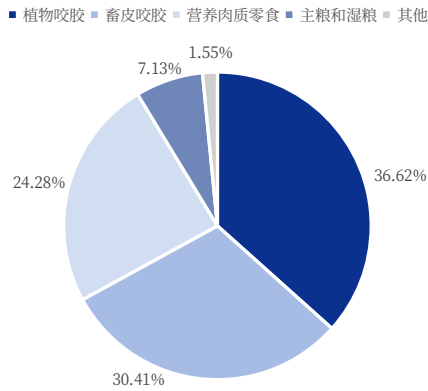
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图7：2020-25 年前三季度公司净利率变化



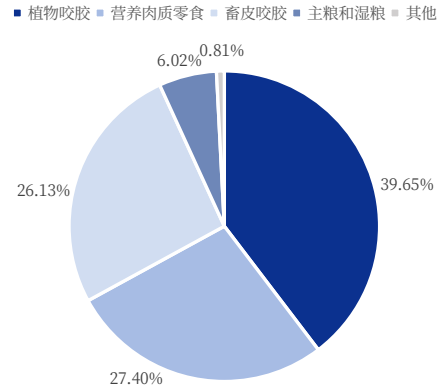
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：2024 年公司产品收入结构



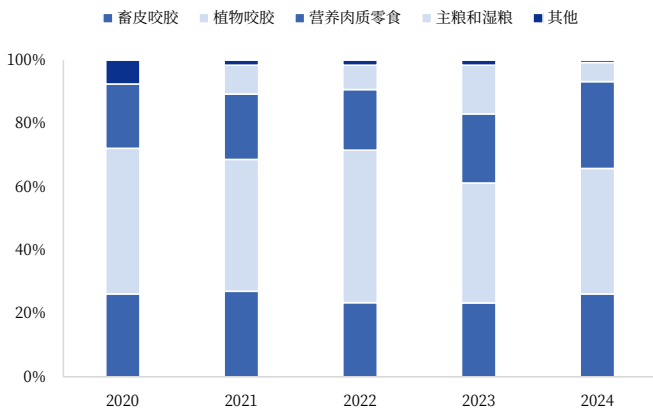
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：2024 年公司产品毛利结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：2020-24 年公司产品收入结构变化



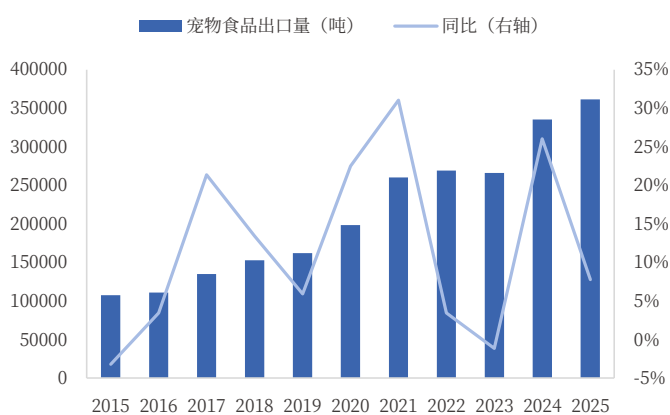
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、25 年宠食出口量创新高，宠物市场超 3100 亿

(一) 出口贡献利润基础，25 年出口均价承压

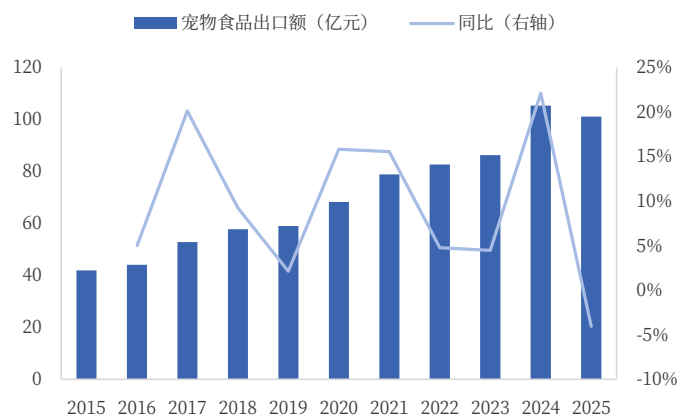
我国作为全球宠物食品主要出口国之一，2025 年出口端景气度略承压。我国宠物食品出口端自 23 年 9 月起显著回暖，此后至 25Q1 始终保持较高增速，且增长贡献主要源于出口量提升。25 年 4 月以来出口量价变化较大。25 年 12 月我国宠物食品出口额为 9.06 亿元，同比-2.91%。其中，出口量为 3.77 万吨，同比+15.49%；出口均价为 24.02 元/kg，同比-15.93%，价格刷新年内低点。25 年全年累计出口额为 101.02 亿元，同比-4.06%。量价拆分来看，出口量为 36.13 万吨，同比+7.79%；出口均价为 27.96 元/kg，同比-11.00%。

图11：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口量情况



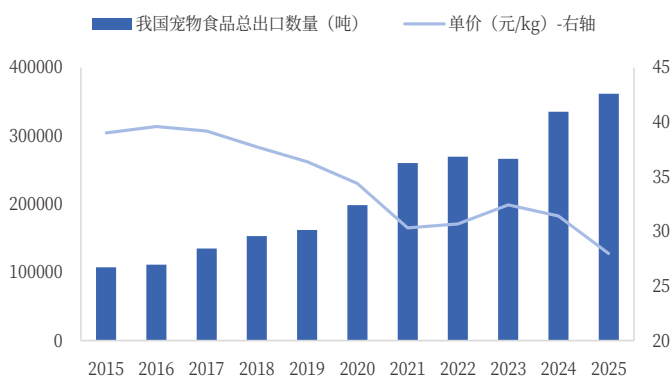
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图12：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口额及增速



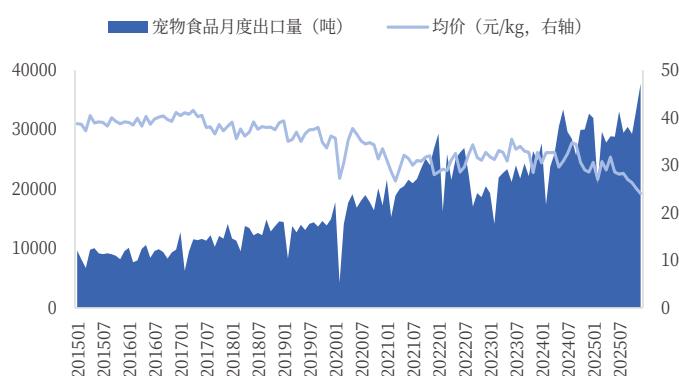
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图13：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）年度出口量价情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图14：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）月度出口量价情况



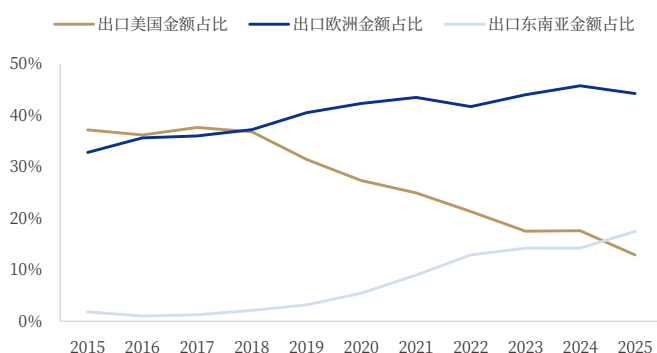
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

25 年美欧出口市场相对承压，东南亚市场保持快速增长状态。其中东南亚等高潜力区域的快速崛起，启发企业通过“走出去”寻找新的增长空间与发展基于。根据海关总署数据，从我国宠物食品主要出口地区的变化来看，

(1) 美国：受中美贸易摩擦影响，2018 年美国开始对中国出口的宠物食品加征 10% 的关税，并于 2019 年上升至 25%，导致我国宠物食品出口美国规模回落较多。2024 年出口量为 3.71 万吨，相比于 2018 年下降 18.72%；出口额为 18.52 亿元，相比于 2018 年下降 12.81%；出口额占我国宠物食品总出口额比例自 2018 年的 36.82% 下降至 2024 年的 17.59%。2025 年我国宠物食品出口至美国累计为 2.61 万吨，同比-29.74%；均价 49.93 元/kg，同比+0.01%。自 25Q2 关税影响以来，我国宠物食品对美出口呈现份额下滑、订单转移等特征，对美出口额占比降至 12.9%。为规避高关税，部分企业将订单逐步转移至东南亚生产，再转口美国。我们认为未来我国宠食对美出口主要阵地将转移至东南亚等地区，国内出口占比将维持低位。

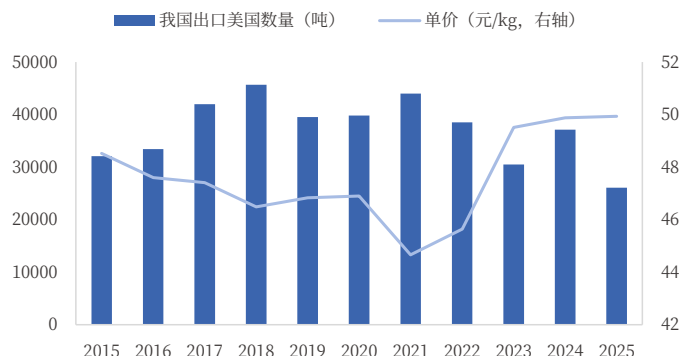
(2) 欧洲：随着对中国宠物食品的认可度逐渐提高，我国宠物食品出口规模保持较快增长态势。2025 年我国宠物食品出口欧洲量为 10.23 万吨(同比-4.43%)，2015-2025 年 CAGR 达+12.15%；出口额为 44.73 亿元，同比-7.16%，占比自 2015 年的 32.83% 提升至 2025 年的 44.3%；均价为 43.74 元/kg，同比-2.86%。综合来看，25 年我国宠食对欧出口略承压，主要源于欧洲商超库存周期拉长、汇率因素、海运费涨价等各类因素。我们认为上述因素不构成长期影响，考虑宠食本土产能不足叠加宠物数量上升带来的刚性需求，欧洲依旧为我国宠物食品企业的重要出口市场。

图15：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）主要出口地的出口额占比



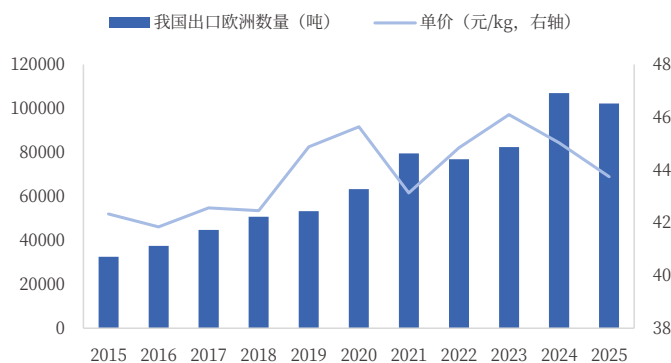
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图16：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口美国量价情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图17：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口欧洲量价情况

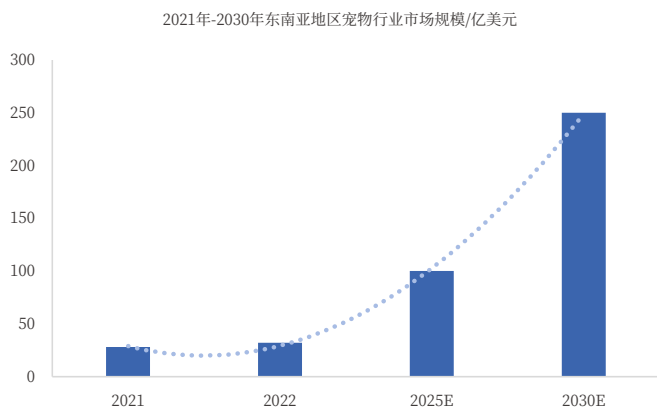


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

(3) 东南亚：东南亚作为全球宠物行业重要新兴市场（全球宠物经济增长最快的市场之一），或为我国宠物食品出口新机遇。2020-24 年印尼增长率达到 25.4%，而泰国、菲律宾则是唯二未来增速持续走高的国家，同时马来西亚、印度也预计有客观增长。相比欧美等成熟宠物市场，东南亚地区庞大的年轻人口和快速城市化进程的推动，叠加养宠文化兴起（更加包容的宠物文化和政策）、电商的快速崛起、人口结构优化及经济稳步发展的多重驱动因素，东南亚地区的宠物行业正迎来蓬勃发展的黄金期。

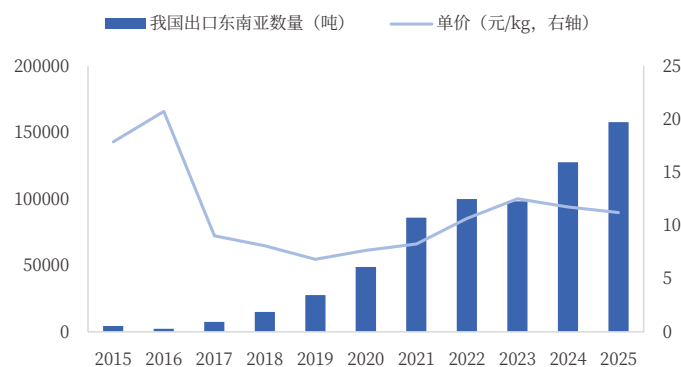
2025 年我国宠物食品出口东南亚体量为 15.77 万吨，同比+23.62%，保持高速增长趋势；出口额为 17.67 亿元，同比+18.05%，占比自 2015 年的 1.85% 大幅提升至 2025 年的 17.5%；均价 11.21 元/kg，同比-4.51%。25 年以来我国宠食对东南亚出口量依旧保持快速增长状态，但价格出现回落，我们认为主要源于一是产品结构偏低端，导致价格敏感；二是产能外溢带来的竞争加剧；三是汇率因素影响。

图18：2021-30 年东南亚地区宠物行业市场规模变化



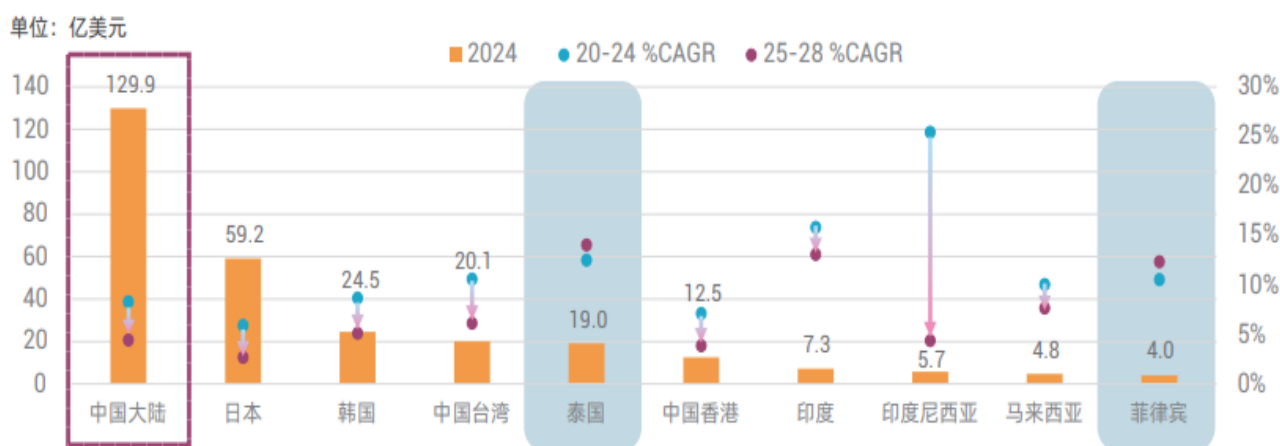
资料来源：毕马威《中国宠物行业市场报告》，中国银河证券研究院

图19：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口东南亚量价情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图20：2024 年亚太地区宠物行业市场规模前十国家和地区



资料来源：欧睿国际《2025 中国宠物行业出海蓝皮书》，中国银河证券研究院

除产品出口以外，龙头宠物食品企业已经推进“产能出海”以及“品牌出海”，将逐步进入多元化出海阶段。根据欧睿国际《2025 中国宠物行业出海蓝皮书》观点，从资产投入的轻重与主导方的不同出发，出海路径可划分为四大象限，每种模式各具特性。以渠道驱动的轻资产模式为例，适用于以电商平台为主导的新兴市场如东南亚；而品牌主导的重资产路径，则更常见于对品牌力与长期经营能力要求较高的成熟市场如日本或美国。

图21：出海路径四大模式



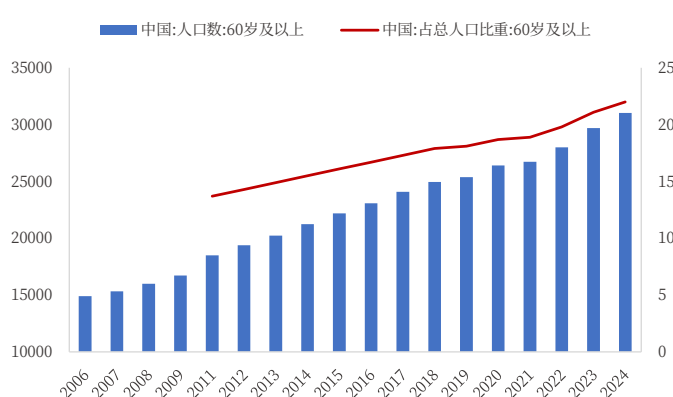
资料来源：欧睿国际《2025 中国宠物行业出海蓝皮书》，中国银河证券研究院

(二) 量价齐升助推宠食规模，主粮盈利能力领先

宠物经济的发展与居民消费水平密切相关，当居民的物质生活需求得到满足后，精神层面的需求便随之增加。宠物消费因其具备抚慰、温暖感知等情感功能，进一步推动了宠物市场规模的扩大。银发经济与单身经济为宠物行业发展带来新机遇。2024年我国60岁及以上人口数量达到3.1亿人，同比+4.49%，占总人口比例的22%；2024年我国婚姻登记对数为610.6万对，同比-20.52%，从趋势上看，自2004年以来整体呈持续下行走势。

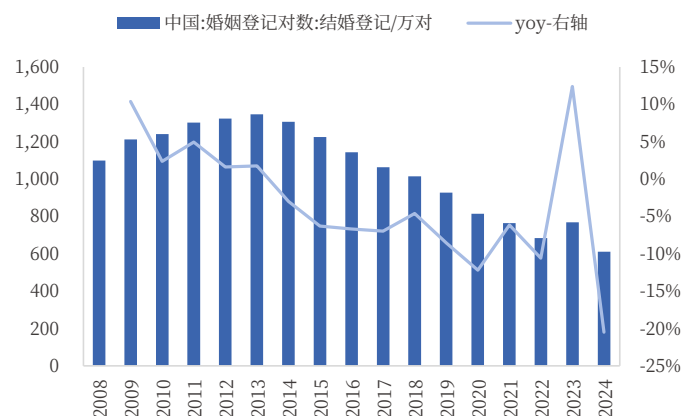
宠物作为理想的情感寄托载体，能够有效缓解压力、驱散孤独，从而激发养宠意愿，宠物数量呈现持续增长状态。2025年，我国犬猫数量合计约为1.26亿只，同比+1.8%（增长约221万只）；其中犬、猫数量分别为5343万只、7289万只，同比+1.6%、+1.9%，增幅分别为85万只、136万只。从结构上来看，自2021年开始我国猫数量超越犬数量。

图22：2006-2024年中国60岁及以上人口数量（万人）及占比（%，右轴）



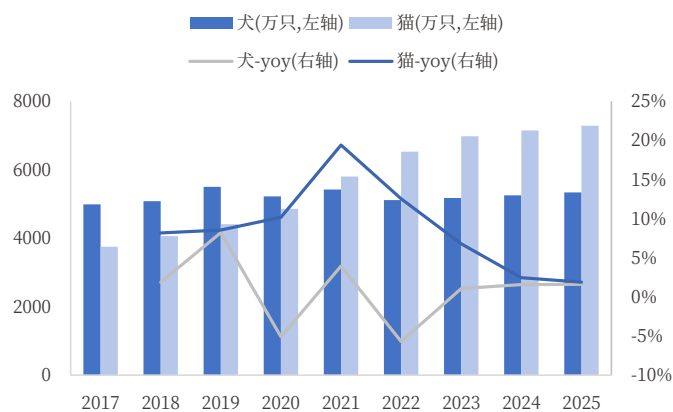
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图23：2008-2024年中国婚姻登记对数及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

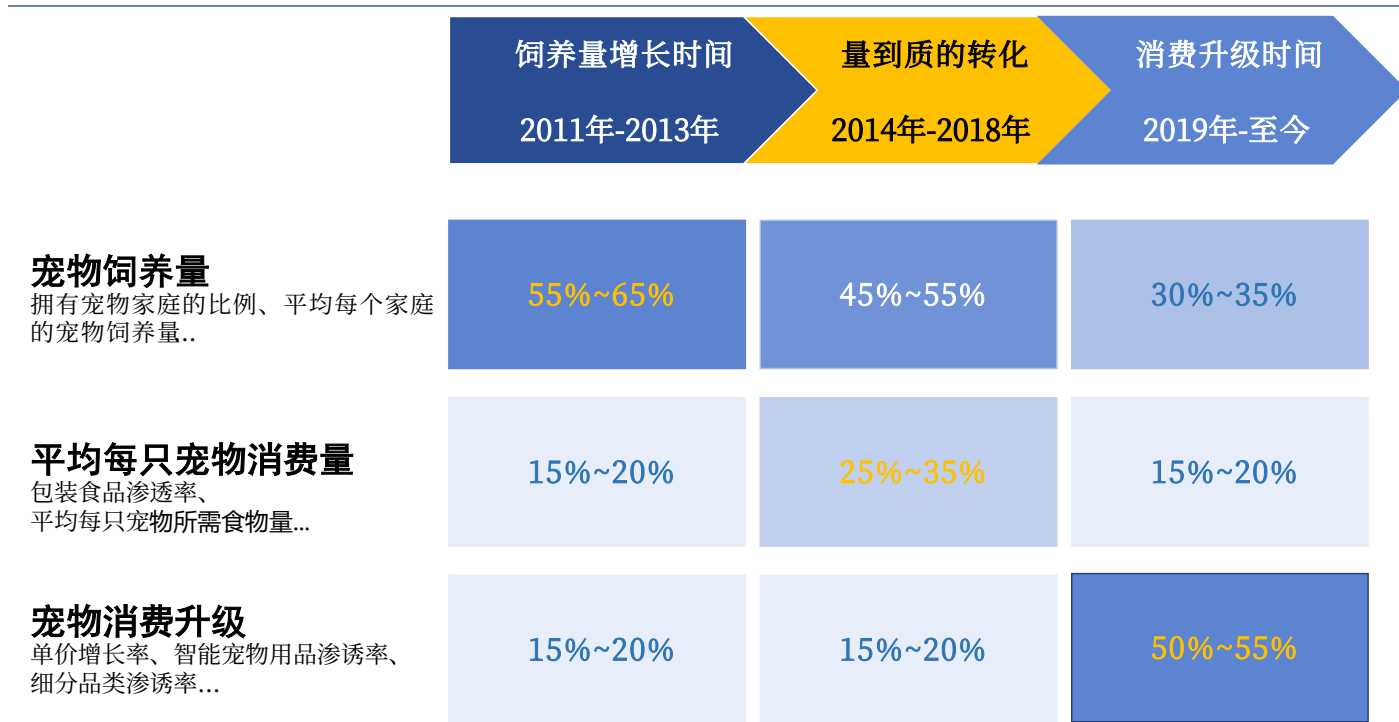
图24：2017-25年宠物猫狗数量及其增速



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

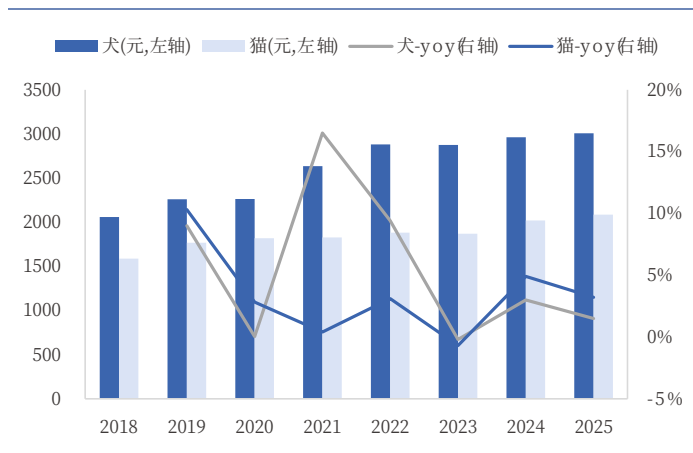
在养宠理念变化的背景下，宠均消费提升成为助推宠物行业规模提升的核心力量之一。在育儿式养宠理念的引领下，宠物主将宠物视为家庭成员。这种观念转变促使他们在宠物食品、居住环境、服饰装扮等方面投入更高，追求更高品质的宠物养护体验。根据解数咨询的数据，我国宠物市场增长驱动力由单纯依靠宠物饲养量增长转变为依靠消费升级实现增长。2025年，我国宠物犬年均消费为3006元/只，同比+1.5%；宠物猫年均消费2085元/只，同比+3.2%。

图25：我国宠物市场增长驱动力变化



资料来源：《解数咨询：2025 宠物行业的五大变化》，中国银河证券研究院

图26：2017-25 年我国宠物猫狗单只年均消费金额

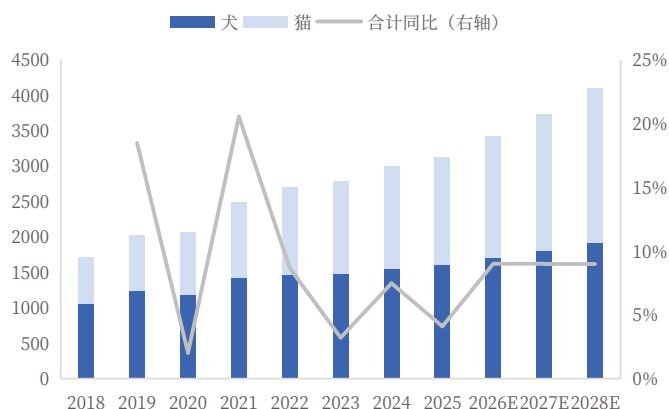


资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

25 年我国宠物食品规模同比+4.1%，宠物主粮占比小幅提升。在科学养宠观念升级下宠物食品渗透率提升，以及宠物数量增加&单只宠物消费水平提升等因素的驱动下，我国宠物市场持续扩容。根据派读宠物白皮书数据，我国宠物市场规模呈持续提升趋势，2025 年城镇宠物犬猫消费市场规模达 3126 亿元，同比+4.1%，2018-2025 年 CAGR 为+9.02%，预计 2028 年市场规模达 4050 亿元。宠物食品作为宠物消费行业重要的细分板块（2025 年市场规模占比达 53.7%），依然处于持续

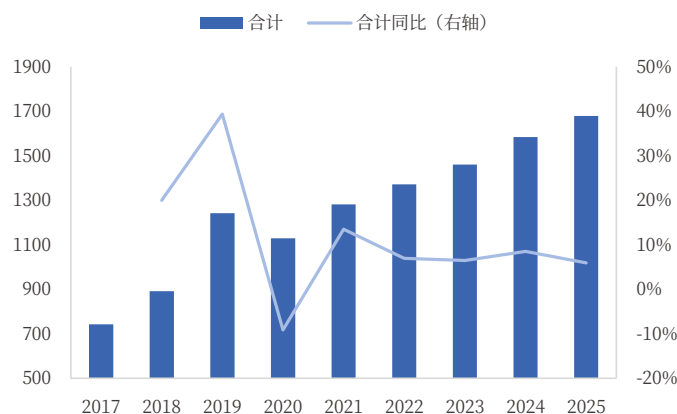
增长阶段。2025年我国宠物食品市场规模为1679亿元,同比+5.9%,2018-2025年CAGR为+9.5%。细分来看,宠物主粮是宠物食品中最主要的消费品类,且增速高于零食、营养品。2024年我国宠物主粮消费市场规模达1072亿元,2017-2024年CAGR为12.7%,占宠物食品市场的比例自2017年的62.4%提升至2024年的67.6%。2025年,主粮、零食、营养品份额较24年小幅上升。

图27: 2018-2028E 中国城镇宠物(犬猫)消费市场规模(亿元)



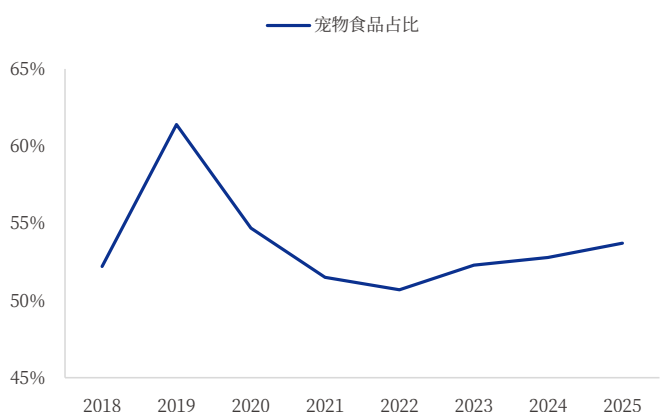
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图28: 2017-2025 年中国宠物食品市场规模(亿元)及其增速



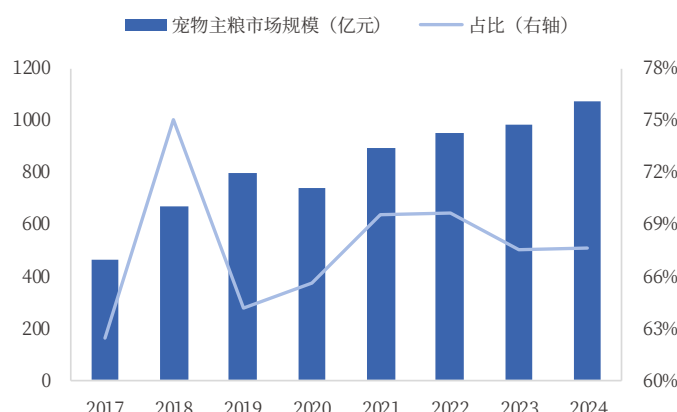
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图29: 2018-2025 年中国宠物食品市场规模占比变化



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

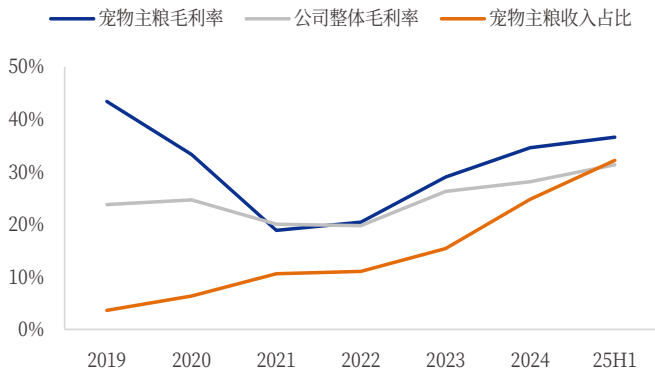
图30: 宠物主粮在宠物食品中的占比基本呈上升趋势



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

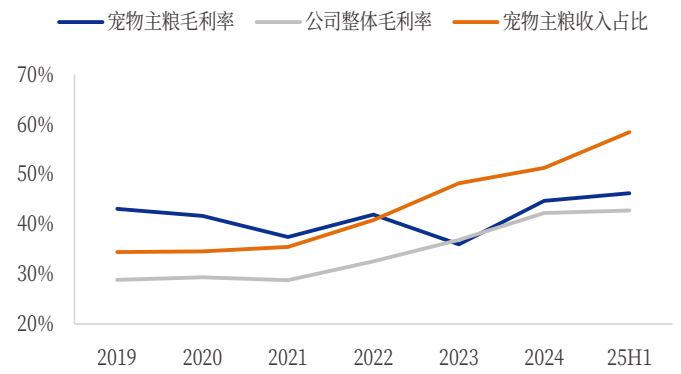
从盈利能力这个角度来看,主粮毛利率通常优于零食,主粮占比提升带动综合毛利率提升。我们观察头部宠食企业发现,自2019年以来,龙头企业宠物主粮收入占比均呈现提升趋势。以中宠股份为例,其宠物主粮整体占比偏低,主粮毛利率波动较大,公司综合毛利率与主粮毛利率基本呈现同步波动趋势。以乖宝宠物为例,其主粮收入占比于2024年突破50%,公司综合毛利率走势更多受主粮占比提升带来的影响,呈现稳步提升趋势。因此,宠食企业营收结构的优化将带来显著的盈利能力提升。

图31: 2019-25H1 中宠股份整体毛利率、主粮毛利率等情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 2019-25H1 乖宝宠物整体毛利率、主粮收入占比等情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 国产品牌市占率提升中，行业竞争格局洗牌

国产宠食企业品牌分层布局逐步展开。根据鲜肉含量和产品价格，我国宠物食品主要分为高端、中端和大众三个类型。高端型宠物食品选用天然、有机食材，主要由玛氏、雀巢旗下希宝、冠能等国外品牌占领；中端型注重营养成分科学，国产品牌的配方强调功能性，更具品牌特色，市占率持续提升；大众型主打营养均衡，满足基础功能，国产品牌的品牌知名度和市占率较高，竞争激烈。

随着我国宠物食品市场规模不断扩大、线上线下销售渠道逐渐拓宽，国产宠食企业不断推出新品或子系列（如乖宝宠物旗下弗列加特、佩蒂股份旗下爵宴等），开拓高端市场，扩大中端市占率，品牌分层布局逐渐展开。

图33：我国宠物食品行业竞争格局

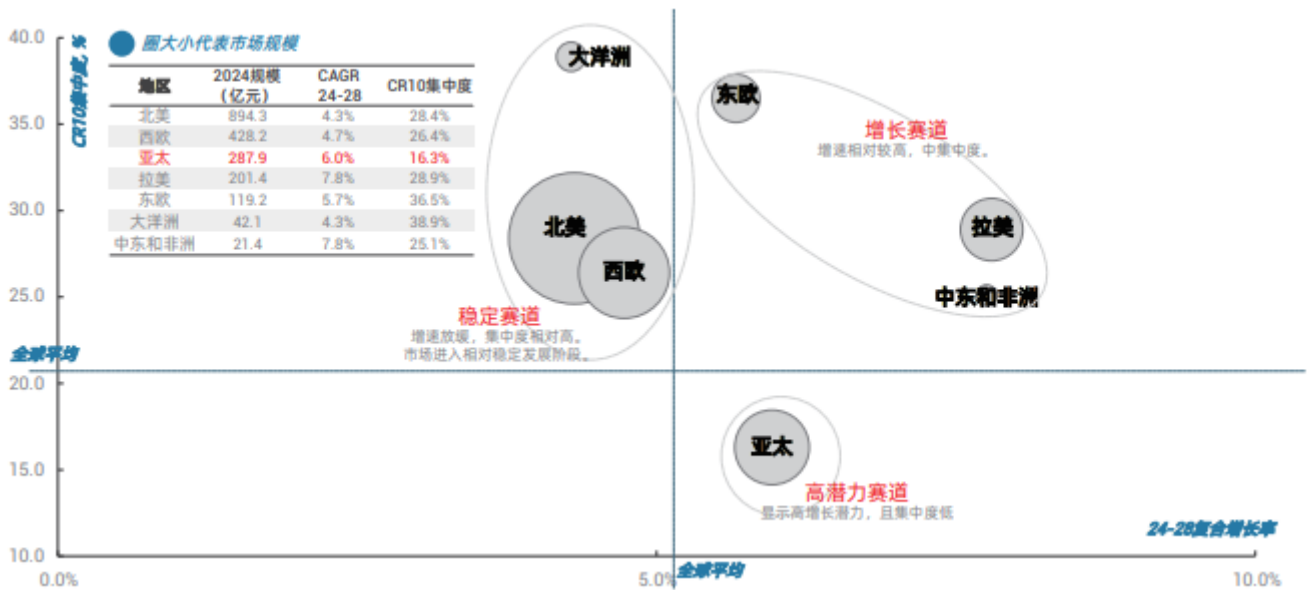


资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》，中国银河证券研究院

高成长宠食龙头具备市占率提升动能。我国宠物食品行业尚竞争格局相对分散，高端市场主要由进口品牌占据，国产品牌持续发力中。根据欧睿数据，2024 年我国宠物食品市场公司 CR5、CR10 分别为 25.4%、32.7%，远低于美日成熟市场市占率，意味着以低市场集中度和高增长率显示出较强的发展潜力。

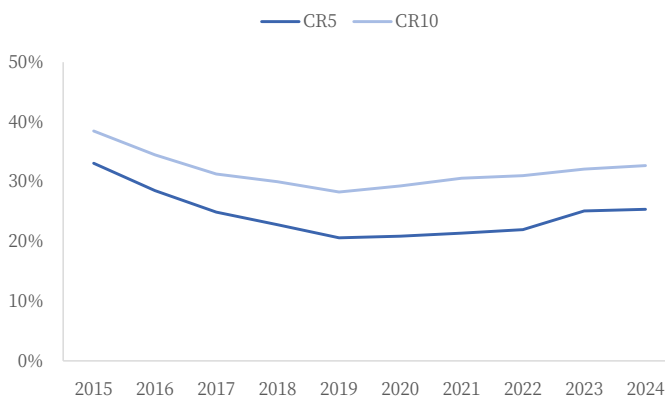
2024 年我国宠物食品 Top5 中有 2 家进口品牌（玛氏、雀巢），以及 3 家国产品牌（乖宝宠物、中宠股份、依蕴宠物）。根据派读宠物白皮书，我国养宠人群在购买犬主粮和猫主粮的品牌偏好上，国产品牌在购买偏好均有显著上升。随着国内宠物主对国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，从而推动行业集中度提升。

图34: 全球宠物市场按地区的规模 (亿美元) 与增速



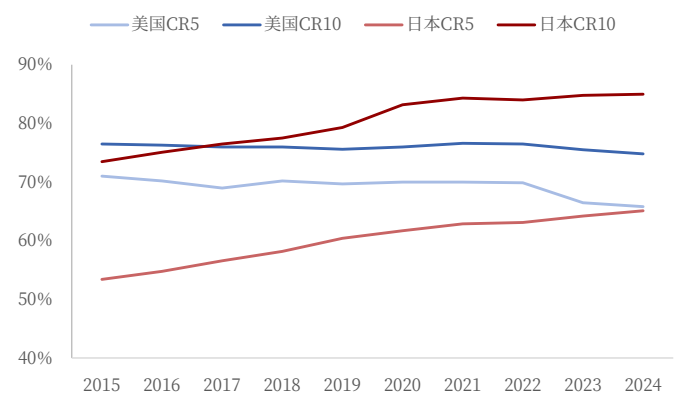
资料来源: 欧睿国际《2025 中国宠物行业出海蓝皮书》, 中国银河证券研究院

图35: 2015-2024 年中国宠物食品市场公司集中度



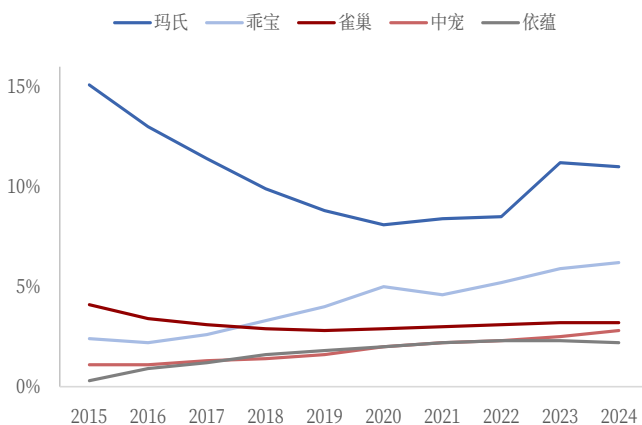
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图36: 2015-2024 美日宠物食品行业中公司 CR5 及 CR10 对比



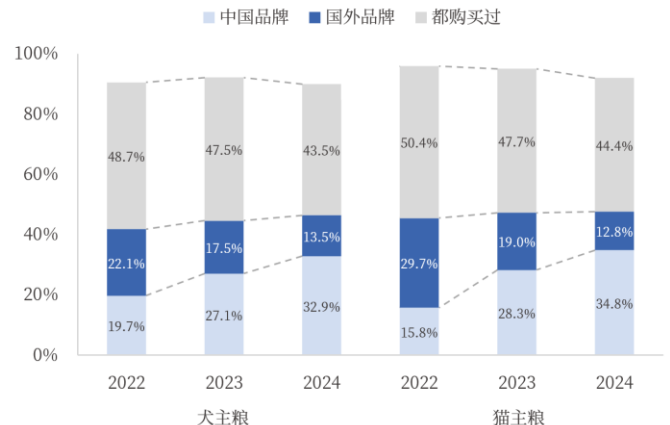
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图37: 2014-2024 年中国宠物食品市场中头部企业市占率变化情况



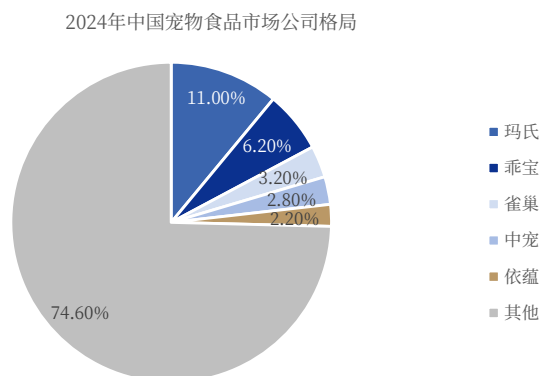
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图38: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化



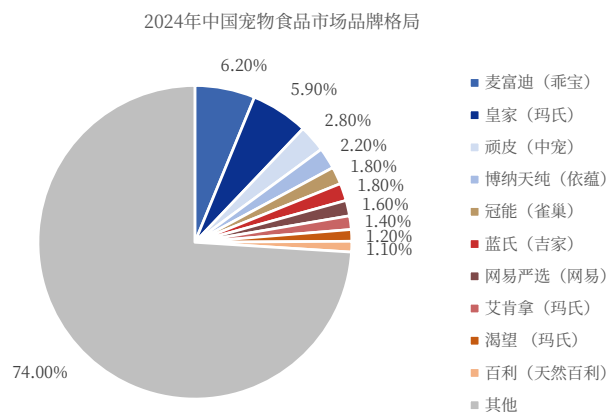
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图39: 2024 年中国宠物食品市场公司格局



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

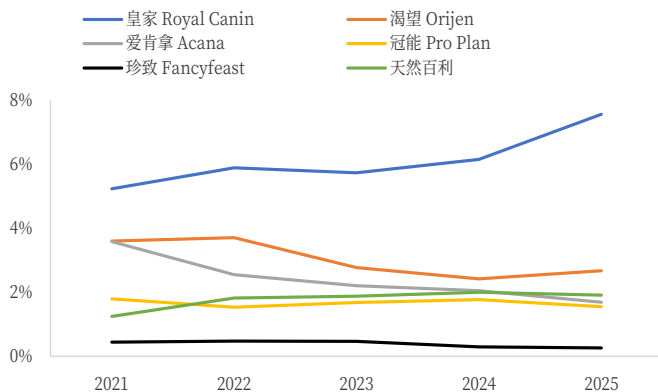
图40: 2024 年中国宠物食品市场品牌格局



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

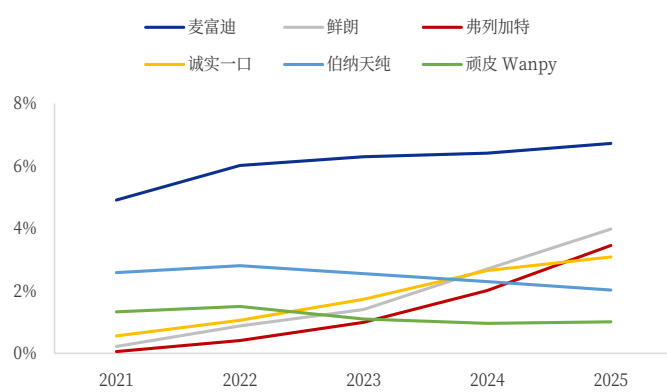
我们基于久谦数据来观察线上各品牌的市占率变化，2021年至25年进口高端品牌线上市占率走势分化，仅皇家表现持续领先，由5.2%（第一）震荡提升至7.6%（第一），提升幅度为2.4pct；而渴望、爱肯拿及冠能线上市占率呈下行走势，均跌至3%以下。同期来看，国产品牌基本呈现市占率提升趋势。2021年至25年国产龙头品牌麦富迪由4.9%（第二）持续提升至6.7%（第二），提升幅度为1.8pct；此外鲜朗、弗列加特、诚实一口等国产品牌均呈现持续提升趋势，区间提升幅度分别达3.8pct、3.4pct、2.5pct。综合来看，宠物食品国产替代正在加速推进中。

图41: 2021-2025 年中国宠物食品市场进口品牌线上市占率走势



资料来源: 久谦数据, 中国银河证券研究院

图42: 2021-2025 年中国宠物食品市场国产品牌线上市占率走势

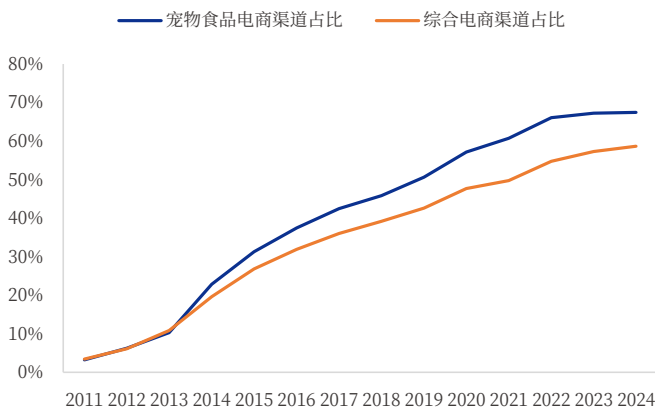


资料来源: 久谦数据, 中国银河证券研究院

(四) 线上渠道为主力，天猫高规模、抖音高增速

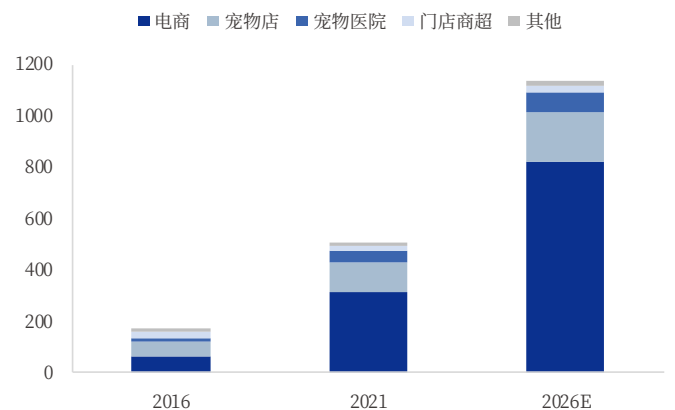
我国宠物食品销售以线上渠道为主，其中淘系以规模取胜，抖音以增速取胜。根据欧睿数据，我国宠物食品电商渠道规模占比由 2011 年的 3.25% 提升至 2024 年的 67.46%，呈现持续提升趋势。根据德勤数据，该指标自 2016 年的 38% 提升至 62%，并预计 2026 年市场规模有望超 820 亿元，占比或达 72%。

图43：我国宠物食品电商渠道销售规模占比走势



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图44：不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况（亿元）



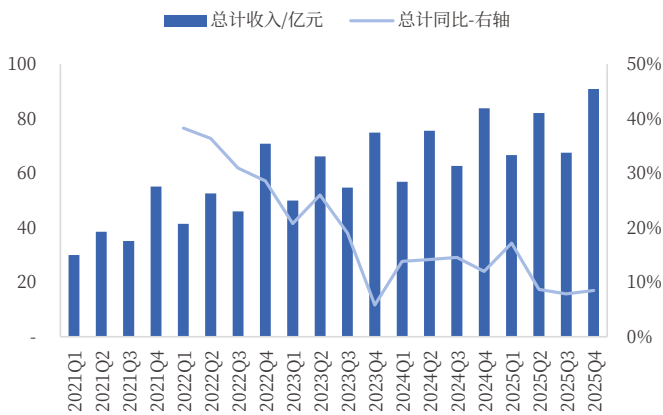
资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》，中国银河证券研究院

分平台来看，当前线上渠道中，淘系占据半壁江山，京东、拼多多、抖音分享剩余市场。根据毕马威《中国宠物行业市场报告》显示，2024 年宠物类目全平台线上销售额达到 502.31 亿元，同比+10%；其中天猫销售额位居第一（286 亿元，+9%），抖音、京东销售额 110 亿元、106 亿元，同比+19%、+5%。增速层面看，淘系、京东保持个位数增长，而抖音、拼多多保持快速增长状态。

基于久谦数据来看，2025 年天猫、京东、抖音三平台宠物食品销售收入合计约为 307.2 亿元，同比+10.2%；其中天猫实现收入 157.85 亿元，同比+5.2%，占比约为 51%；京东实现收入 75.31 亿元，同比+9.18%，占比约为 25%；抖音实现收入 74.06 亿元，同比+23.62%，占比约为 24%。抖音平台作为后起之秀，其宠物食品销售额已经赶上京东。新兴电商平台的增长很大程度上受益于直播渠道的快速增长，抖音平台基本一半销售额来自于直播渠道。未来随着电商新渠道、新业态快速发展，宠物食品线上销售规模存进一步扩大的潜力。

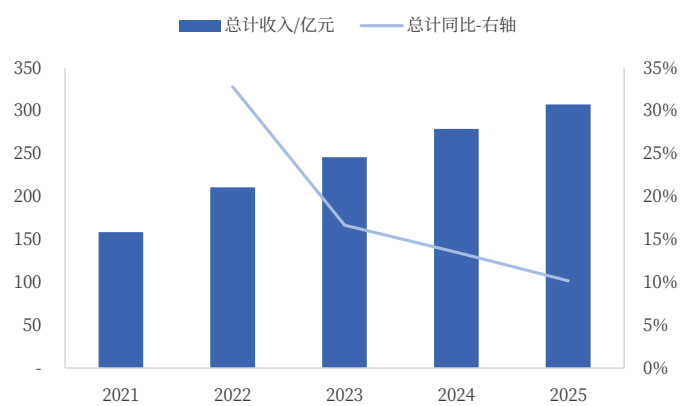
AI 营销或为未来营销突破新方向。传统营销模式依赖经验化产品推荐、同质化内容输出与泛人群投放，难以适配宠物个体差异大、用户需求多元且决策依赖专业度的行业特性，或将逐渐陷入增长瓶颈。在此背景下，AI 营销凭借数据整合、智能分析与精准触达能力，正重构宠物行业营销逻辑，成为破解行业痛点、驱动品牌长效增长的重要手段。随着 AI 技术在宠物行为识别、健康预测等领域的进一步突破，其营销价值将延伸至全产业链，从前端精准触达、中端服务优化到后端产品创新，全方位赋能宠物行业高质量发展，或成为驱动行业增长的核心引擎。

图45: 2021Q1-25Q4 线上平台宠物食品总收入及增速



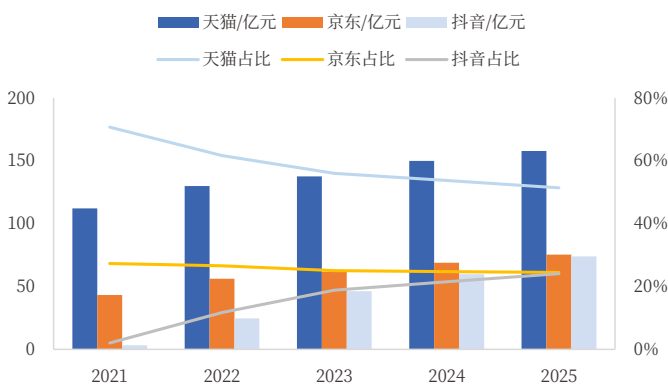
资料来源: 久谦数据, 中国银河证券研究院

图46: 2021-25 年线上平台宠物食品总收入及增速



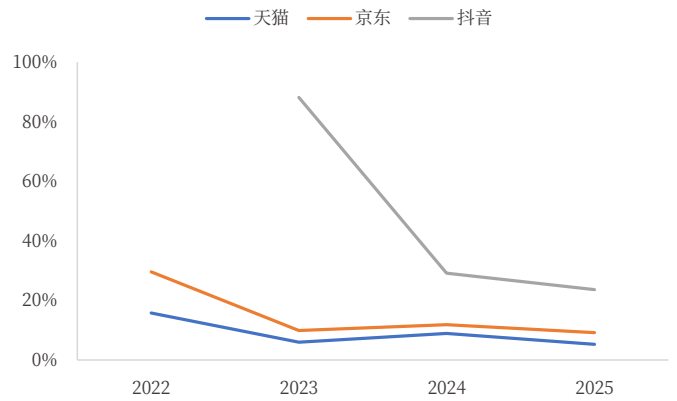
资料来源: 久谦数据, 中国银河证券研究院

图47: 2021-25 年线上平台宠物食品收入及占比 (右轴)



资料来源: 久谦数据, 中国银河证券研究院

图48: 2020-25 年线上平台宠物食品收入增速



资料来源: 久谦数据, 中国银河证券研究院

三、产品：品类矩阵纵深拓展，五大生产基地强支撑

(一) 全品类结构持续优化中，助推盈利能力提升

产品品类多元覆盖，国内外模式差异化布局。公司主要有主粮和零食两大品类，其中主粮产品包括高品质膨化粮、主食罐头、烘焙粮、风干粮、冻干粮等，零食产品主要包括畜皮咬胶和植物咬胶等宠物健康咀嚼食品、营养肉质零食、零食罐头、冻干零食等。其中：

1) 国外市场：公司主要采用 ODM/OEM 模式，根据市场需求和客户订单“以销定产”，动态调整生产规模、产品品类及规格。

2) 国内市场：公司主要以自主品牌模式开展业务，以全球化优势的供应链为品牌提供覆盖宠物主粮和零食两大主要品类的产品。

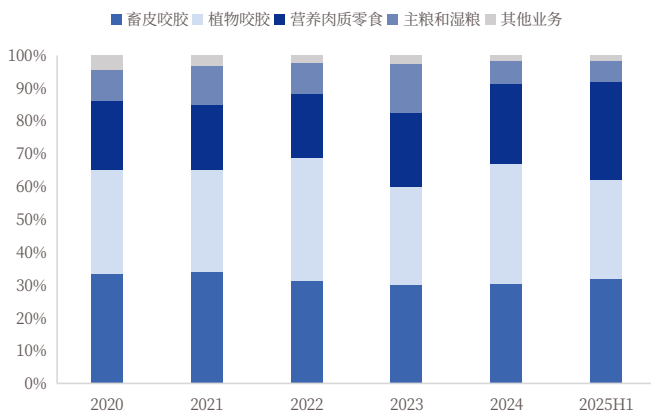
表2：佩蒂股份主要产品

主要产品	图例	功能与用途
畜皮咬胶		畜皮咬胶以未经鞣制的畜皮、畜禽肉等动物源性材料为主要原料，经前处理、制作成形、烘干、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬长时间咀嚼和食用的一种宠物健康功能型食品，具有韧性好、低脂、营养美味等特点，能有效清洁宠物犬的口腔，锻炼牙齿和咬合力，同时能够提供丰富的营养。
植物咬胶		植物咬胶是利用植物性淀粉、畜禽肉等主要原料，辅以其他营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘干、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬长时间咀嚼、食用的一种健康功能型食品，在具备传统畜皮咬胶特点的基础上，还具备易消化、品类丰富、外观精致等特点，特别适合幼犬和老年犬。
营养肉质零食		以鸡、鸭、牛等禽畜肉等为主要原料，通过解冻、绞碎或开片、混合搅拌后，再与薯类、水果干制品等制备，经制作成型、烘干、杀菌等工艺制作的一种适合宠物食用的宠物零食，能为宠物提供丰富的营养，也可以作为宠物行为培养、人宠互动交流的媒介。
宠物主粮（干粮）		为满足宠物犬或猫不同生命阶段的日常或者特定状态下的营养需要，将多种原料按照一定比例配制后，经济出、烘干、风干、冻干或者膨化等工序制成的宠物食品，单独使用即可满足宠物常规饲养的需要。
宠物湿粮		以畜禽动物及其屠宰副产品、鱼等为主要原料，经预处理加工后，罐装、封口、高温杀菌而制成供宠物猫犬食用的产品。经特定处理，达到商业无菌，可在常温下保持较长时间，具有营养丰富、易消化等特点。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

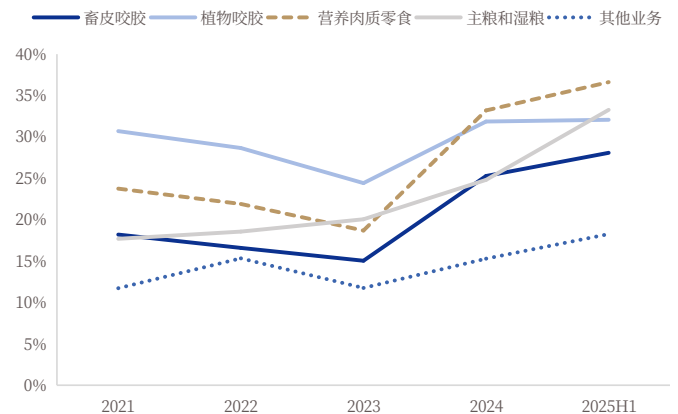
零食类产品贡献公司主要收入，营养肉质零食成盈利亮点。2024 年公司零食类产品实现收入 15.41 亿元，同比+28.25%，2020-2024 年 CAGR 为+6.1%；24 年占主营业务收入的 92.87%，同比+7.75pct，2020 年以来占比波动增长。其中健康咀嚼产品凭借高复购率和功能属性，长期占据营收主导地位。25H1 公司营养肉质零食实现收入 2.17 亿元，同比+14.35%，毛利率为 36.62%，同比+6.75pct，成为零食板块中的盈利增长亮点。2024 年公司主粮和湿粮实现收入 1.18 亿元，占主营业务收入比例为 7.13%；毛利率为 24.81%，同比+4.76pct。

图49：2020-2025H1 公司主营业务收入拆分（按产品品类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图50：2021-2025H1 公司各产品品类的毛利率

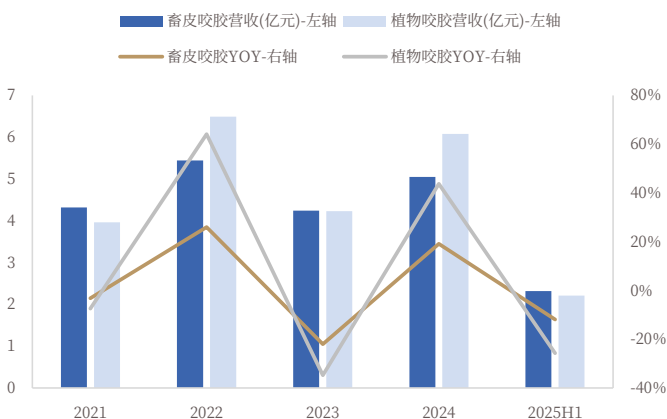


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分产品来看，

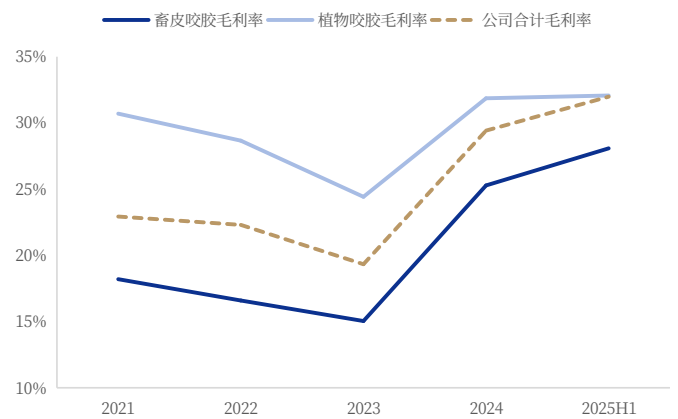
(1) 咀嚼类食品：营收修复，盈利能力稳步提升。畜皮咬胶、植物咬胶等咀嚼类产品作为核心业务，2022 年营收达 11.93 亿元，同比+44.08%，占总营收 68.87%，毛利率分别为 16.59%、28.66%，高增长得益于海外市场需求旺盛、越南工厂产能释放及产品结构优化。2023 年受海外客户去库存影响，两类产品营收分别同比下滑 34.84%、22.11%，产能利用率不足导致毛利率降至 24.42%、15.04%。2024 年出口订单修复带动了越南和柬埔寨工厂的产能利用率，海外营收 13.71 亿元，植物咬胶等新产品的表现亮眼，促进海外业务毛利率向好（回升至 28.94%，同比+11.04pct）。2025H1 公司综合毛利率进一步提升至 31.98%，东南亚基地的低成本优势有效抵消海外关税冲击，全球化供应链布局成效凸显。

图51：2021-2025H1 公司咀嚼类食品营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

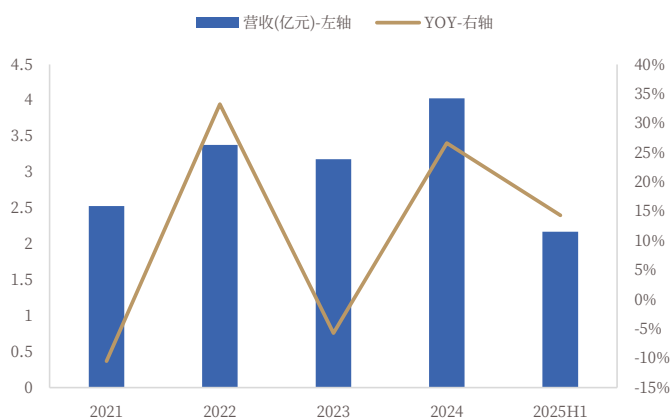
图52：2021-2025H1 公司咀嚼类食品与整体毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

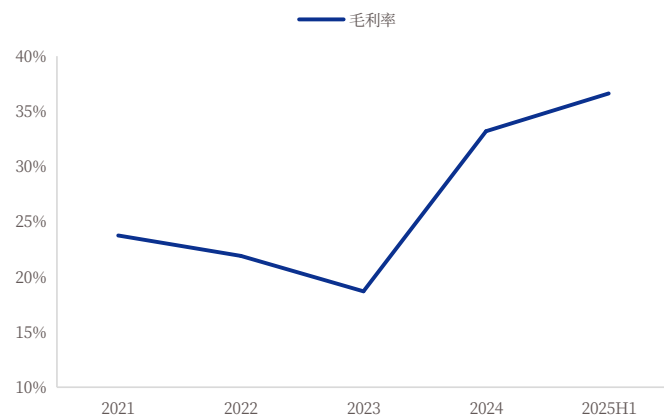
(2) **营养肉质零食：收入高增贡献业绩，多品类协同补位。**营养零食业务聚焦国内自主品牌，2022 年营收 3.38 亿，同比+ 33.24%，毛利率 21.90%。2023 年受海外业务拖累，营收降至 3.18 亿元，同比-5.72%，毛利率 18.69%。2024 年国内营收 4.03 亿元，其中爵宴品牌增长 52%，成功占据宠物零食市场的头部位置，契合宠物食品高端化、健康化消费趋势，成为新增长引擎。2025H1 爵宴营业收入实现了近 50% 的增长，好适嘉通过持续推出冻干、零食等多品类新品，填补爵宴在中端价格带的市场空白，形成品牌协同效应。

图53：2021-2025H1 公司营养肉质零食营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图54：2021-2025H1 公司营养肉质零食毛利率

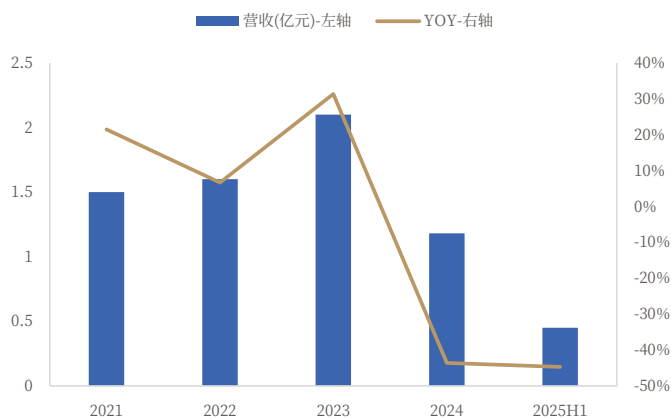


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(3) **主粮产品：收入占比提升，是未来重点发展的品类。**公司主粮和湿粮业务实现跨越式增长，2022 年营收 1.6 亿元，同比+6.69%，2023 年达 2.1 亿元，同比+ 31.33%，毛利率 20.05%。2026 年公司将持续加大在主粮领域的投入，将自产新型主粮和新西兰高品质主粮导入到自主品牌体系，陆续投放自产烘焙粮、风干粮、冻干粮以及新西兰工厂生产的高品质膨化粮产品，推动主粮产品成为未来几年营收增长的重要支撑。

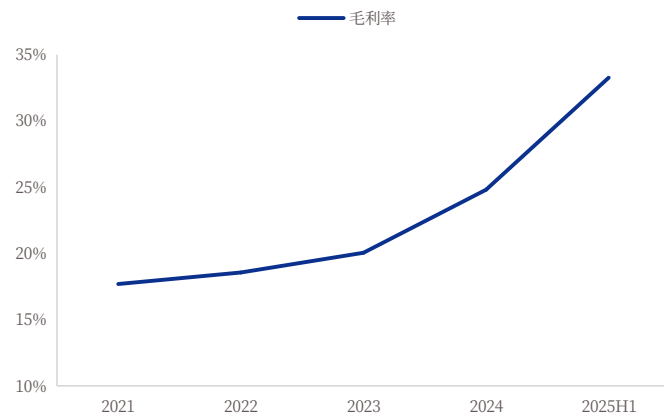
公司将以“稳量提质、强化复购”为核心方向，通过 SKU 丰富化与配方差异化满足不同宠物主粮需求，完善自有品牌的产品矩阵；期间公司将根据市场价格体系和渠道反馈实行动态定价与产品组合优化，确保品牌在中高端细分市场保持竞争力，继续通过成本优化与规模效应巩固主粮业务盈利能力。

图55：2021-2025H1 公司主粮产品营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图56：2021-2025H1 公司主粮产品毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 坐拥国内外五大生产基地，产能有望持续放量

已有产能方面，公司生产基地布局覆盖中国、越南、柬埔寨、新西兰等国家，形成全球化产能网络。其中，

(1) 国内生产基地：以温州、泰州为主，生产全产品品类，涵盖咬胶、零食、湿粮及新型主粮等。温州工厂的产能利用率较高，2025年三季度温州新增烘焙粮产线并具备正式生产条件（具备冻干、风干、烘焙等新型主粮产线）。江苏泰州工厂主要生产新型主粮和零食，2024年5月逐步投产，显著提升公司主粮产能。

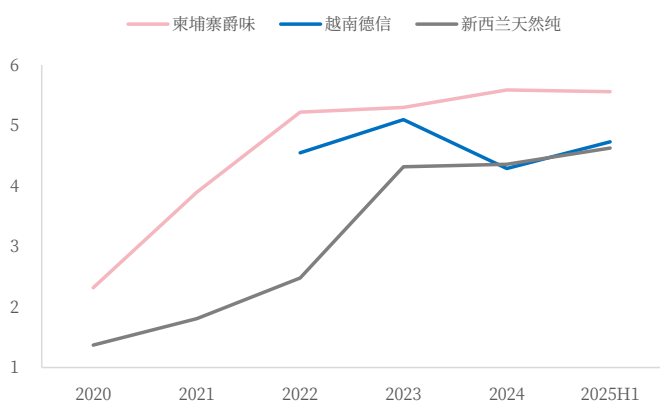
(2) 海外生产基地：主要布局在越南、柬埔寨、新西兰等国家。1) 越南工厂 2022年已形成稳定产能规模，后续保持满产运营状态，有效承接海外代工订单。越南啦啦工厂主要生产植物咬胶和动植物混合咬胶等新型宠物咀嚼食品，毛利水平相对更高；越南好嚼和德信工厂的产品以畜皮咬胶和营养肉质零食为主。2) 柬埔寨工厂于 2022年正式投入使用，2023年产能利用率达 50%以上，初期因订单量较少处于市场培育阶段，主要生产宠物零食以补充海外产能布局。24年产能爬坡顺利，订单交付能力大幅提升，实现净利润 0.5 亿元。3) 新西兰基地是公司的主粮生产工厂，2024年 3月 12日公司宣布旗下新西兰工厂 4万吨高端主粮项目正式投产。

表3：佩蒂股份生产基地及产能情况（截至 2025 年 10 月）

基地	具体地点	产品	产能规模（万吨）	投产情况
国内基地	温州	畜皮/植物咬胶、肉类零食	0.9	以出口 ODM 零食为主，逐步改造产线适配国内自主品牌
		新型主粮（烘焙粮、风干粮等）	5	2025年8月烘焙主粮生产线正式投产，可自行生产烘焙粮、风干粮、湿粮罐头等主粮产品
	江苏	新型主粮（烘焙粮、风干粮等）		风干粮产线已投产
		畜皮/植物咬胶、肉类零食	0.6	2024年后产能重心转向新型主粮，原有零食产能保留但不再扩产
国外基地	越南	畜皮/植物咬胶、肉类零食	1.5	满产
	柬埔寨	畜皮/植物咬胶、肉类零食	1.12	2022年正式投入使用，2023年产能利用率达 50%以上
	新西兰	畜皮/植物咬胶、肉类零食	0.2	2018年收购工厂，目前满产
		干粮	4	2024年3月正式投产，2026-2027年将实现大规模放量
		湿粮	3	预计 2027年底可用

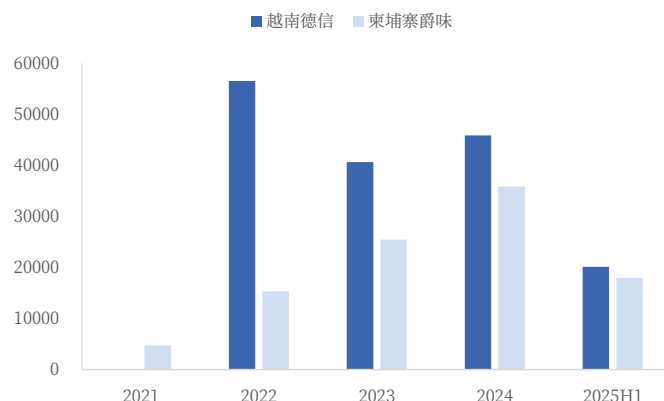
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图57: 2020-2025H1 末公司境外子公司资产规模变化



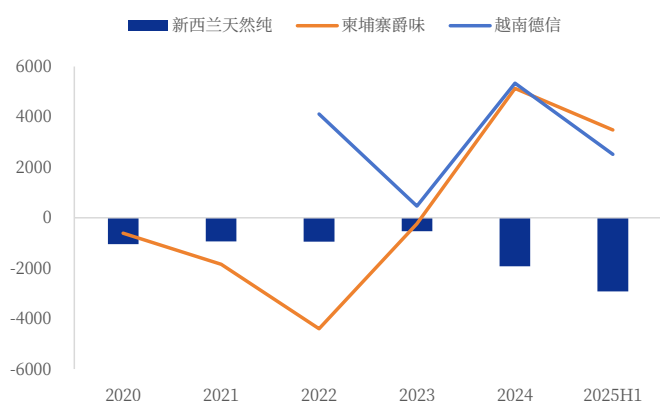
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图58: 2020-2025H1 末公司境外子公司营业收入变化



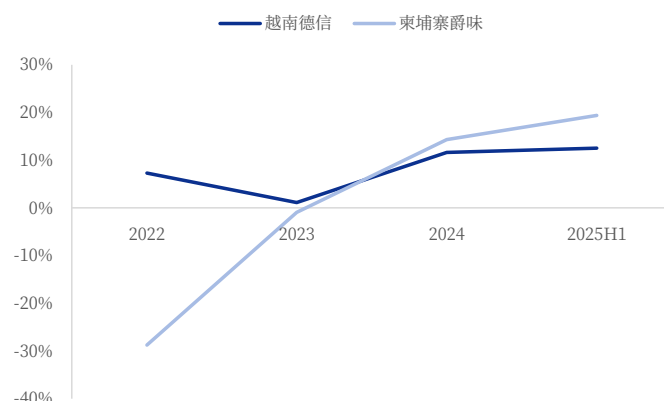
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图59: 2020-2025H1 末公司境外子公司收益状况变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图60: 2020-2025H1 末公司境外子公司净利率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

新增产能方面, 公司通过发行可转换公司债券募集资金用于产能扩张, 扣除发行费用后募集资金净额达 7.12 亿元, 同时结合自有资金投入, 持续推进国内外基地扩产。其中,

(1) “年产 5 万吨新型宠物食品项目”总投资 3.47 亿元, 拟使用募集资金 2.65 亿元, 新增风干粮、冻干粮、烘焙粮等新型主粮产品产能。项目调整后实施主体包括佩蒂股份及全资子公司江苏康贝, 实施地点覆盖江苏泰州和浙江平阳。截至 2025 年 8 月, 已建成风干粮、冻干粮、烘焙粮三条产线并陆续投产, 剩余产线仍在推进中, 项目预计 2027 年 12 月 31 日完全达到预定可使用状态。

(2) “新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目”总投资 2.88 亿元, 拟使用募集资金 2.37 亿元, 由新西兰全资子公司实施。该项目与当地已建成的 4 万吨高品质主粮产线形成干湿搭配。截至 2025 年 6 月, 项目已投入募集资金占比 28.05%, 因优先推进主粮产线市场拓展, 项目达到预定可使用状态日期调整至 2027 年 12 月 31 日。

(3) 东南亚工厂目前基本处于满产状态, 柬埔寨工厂也维持较高产能利用率。公司计划于 25-26 年在越南和柬埔寨共计新增约 5000 吨宠物零食产能, 以满足未来发展的需要。此外, 柬埔寨二期规划新增 1.5 万吨湿粮代工产能, 进一步完善东南亚产能矩阵。

表4: 佩蒂股份募投资金用途及使用情况 (截至 2025 年 10 月)

募投资金来源	项目名称	计划投入募集资金 (单位: 亿元)	已投入募集资金 (单位: 亿元)	是否完工
新股首发 (2017 年 6 月 30 日)	年产 3,000 吨畜皮咬胶生产线技改项目	0.66	0.69	建成
	年产 2,500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目	0.52	0.55	建成
	营销及服务网络建设项目	0.42	0.47	建成
	研发中心升级改造项目	0.18	0.19	建成
	补充流动资金项目	0.8	0.8	建成
	向北岛小镇增资	0.65	0.65	建成
	越南好嚼有限公司年产 2,000 吨宠物食品扩建项目	0.5	0.49	建成
	柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目	0.22	0.33	建成
股票增发 (2020 年 5 月 12 日)	新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目	1.38	1.34	建成
	柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目	1.39	1.31	建成
	城市宠物综合服务中心建设项目	0.08	0.01	已变更
	补充流动资金	1.63	1.63	建成
	柬埔寨年产 2,000 吨宠物休闲食品扩建项目	0.65	0.69	建成
	永久补充流动资金	0.11	0	-
发行债券 (2021 年 12 月 22 日)	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目	2.37	0.66	逐步投产
	年产 5 万吨新型宠物食品项目	2.65	0.92	逐步投产
	补充流动资金项目	2.1	2.1	--
自有资金	东南亚工厂新增约 5000 吨宠物零食产能	--	--	在建

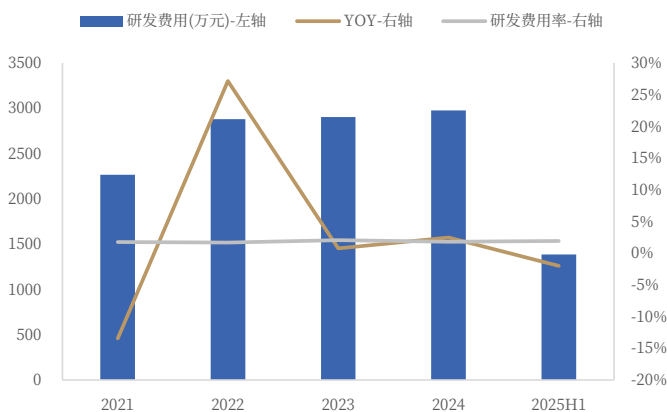
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 依托研发投入与创新，巩固与提升竞争优势

公司坚持以研发创新开拓市场，研发费用持续增长。2024 年公司研发费用为 2976.16 万元，同比增长 2.49%，2021-2024 年 CAGR 为+9.52%，呈逐年稳定增长趋势。2021-24 年公司研发费用率在 1.6-2.1%之间波动。

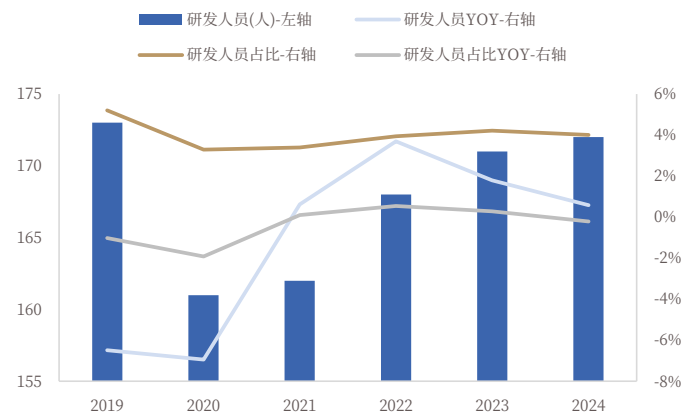
作为国家重点高新技术企业，公司建有省级宠物健康营养产品研究院、高新技术企业研发中心等专业平台，2021 年重点推进全价营养幼犬湿粮、无胶宠物罐头等项目研发，掌握畜皮咬胶清洁化生产、冷冻干燥、低温烘焙宠粮制备等核心技术；2023-2024 年持续优化低温烘焙、冷冻干燥工艺，其胶原蛋白宠物食品已进入客户市场验证，将形成批量订单；另外公司研发的烘焙粮胃蛋白酶消化率达 97%，2025 年创新产品爵宴蜜汁免脊骨攻克酥骨工艺摘得狗零食新品榜 TOP3。截至 2024 年末，公司累计拥有有效专利 57 项，包括 5 项国际发明专利、8 项国家发明专利，并主持制定国家标准《宠物食品-狗咬胶》，技术实力与行业话语权显著领先。

图61：2021-2025H1 公司研发费用及增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图62：2019-2024 年研发人员及占比相关情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

依托研发展开市场化推广，公司业绩表现可期。2024 年，公司推出植物咬胶品类新产品，收入同比大幅增长 44%，占总营收比重提升至 37%，再次超越畜皮咬胶成为第一大品类。国内自主品牌“爵宴”依托持续产品创新，2024 年同比增长 52%，2025H1 仍实现近 50% 的增长，该品牌聚焦犬食品高端及中高端市场核心定位，继成功推出风干犬粮后，将聚焦小型犬风干粮新品，同时规划咀嚼食品、主食罐、鲜粮、保健冻干糕点等四大新产品线，还将推出樱花酥冻干、宠物冰激凌等社交属性产品。好适嘉品牌主打“专业营养+质价比”定位，将择机推出主食罐、冻干、主食餐包、烘焙粮等品类，通过中端的价格、扎实的产品获取目标用户。

植物咬胶和营养肉零食的新产品放量带动国内市场毛利率达到 31.72%，比上年同期增长 +8.04%。未来，公司将继续聚焦宠物营养研究与工艺改进，推进功能性主粮研发，拓展高端猫市场及自产烘焙粮等新品，以研发驱动品类拓展与品质升级，进一步巩固行业竞争优势。

表5: 佩蒂股份项目研发情况 (截至 2024 年 12 月)

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达成目标	预计对公司未来发展的影响
低脂成长罐及其制备方法的研究	选择低脂肉类、去油去筋, 经过切片、蒸煮, 保留营养成分、优化口感、控制成本。根据宠物的口味和营养需求, 添加适量的调味料和其他营养成分, 如维生素、矿物质和 Omega-3 脂肪酸等。通过专用的设备罐装与密封杀菌, 形成低脂宠物成长罐的产品	已完成配方设计、产品营养物质检测及样品化实验室实验, 正在对适口性进行测试和调整, 待调整完成后, 将进入小样试生产。	通过合理的配方调节或减少宠物的脂肪摄入, 促进宠物成长过程的蛋白质和其他微量元素的供给, 促进宠物食用后的健康成长, 同时兼顾适口性和生产的成本控制。	低脂宠物成长罐符合宠物健康饮食趋势, 满足宠物主人对宠物健康的精细化管理需求。通过研发低脂宠物成长罐, 公司能够推出差异化产品, 满足特定宠物群体的需求, 成为公司的新产品。
胶原蛋白宠物食品的研究	充用利用生皮动物蛋白原材料, 控制解纤过程的 pH 值、时间和温度等因素对胶原纤维蛋白的物理特性以及胶原纤维交联改性的影响研究, 从而建立可控的胶原纤维交联改性工艺技术, 应用于制备胶原纤维宠物食品。	产品已进入大生产的验证, 多个 SKU 已经通过公司内部的大生产测试, 进入到客户的市场验证, 将形成批量订单。	通过对胶原蛋白交联改性技术的应用, 制作胶原宠物食品, 达到节约原材料, 起到新产品开发的目的。	本项目通过胶原交联改性技术的应用, 提升畜皮的利用率, 提高新产品的附加值, 同时也进一步丰富公司产品线。
富含益生菌猫粮的制备研究	通过本项目的研发, 形成主粮产品, 达到满足宠物食用后, 可以改善肠道健康, 促进营养吸入, 同时减少有害物质的吸收, 来维护猫咪的健康。	本项目已完成产品配方设计和试样生产, 现正对产品中益生菌活性的保留情况进行测试, 待符合产品标准时, 将进行小试和大货生产。		公司的主粮收入正逐步提升, 需要更多有差异化的产品, 满足市场的需求。公司风干粮、烘焙粮、膨化粮的产线都已经完成布局, 都将进入大批量的生产、出货, 同时主粮也将成为公司自主品牌未来的增量, 通过不断的新产品开发和技术研究, 形成竞争力。
风干幼猫成长粮的制备和研究	本产品采用公司开发的风干粮制备技术, 无需经过膨化, 以低温, 风干的方式制备产品, 可以完全使用鲜肉或冻肉, 极大地保留肉类原化的营养成分, 同时不需要淀粉进行粘合成型, 可以显著减少淀粉的摄入, 甚至不加淀粉, 减少宠物对淀粉的摄入。	公司已形成多个 SKU 产品的市场需求, 现正在通过分析不同年龄段宠物的需求, 研发各类风干粮, 不断的更新形成系列品类的产品。	本新产品采用在低温低压的条件下, 模拟自然风干环境, 将混合均匀的原料压成一定形状, 再经缓慢风干脱水后进行杀菌包装, 风干粮即制成。该工艺不加淀粉即可成型, 并且加工温度远低于常规膨化粮, 可更好的保留原始风味与营养成分, 更好的满足幼年猫的营养需求。	通过对创新工艺的应用, 达到新产品研发的目的, 在研发过程中不断优化各参数, 实现产品市场化销售, 提升公司在主粮方面的技术积累和储备
基于高温技术制备的烘焙猫粮宠物食品的研究	通过对鲜肉乳化处理, 添加到其他的混合物中, 形成高鲜肉的配方的产品, 通过合理的区间温度和时间进行高温烘焙, 实现对产品的杀菌、口感的控制, 达到产品研究的目的。	产品已完成公司内部适口性测试, 同时在实验室进行货架期和各项指标的检测, 达到符合全价粮标准后, 投入生产和市场验证。	通过本技术的研发让产品在烘焙过程中能够更好地保留肉类的原始风味, 同时形成的焦脆外皮和柔软内部结构, 增加了猫粮的吸引力, 提升产品的口感、风味, 改善产品的适口性、营养, 满足增量市场的需。	随着消费者对烘焙猫粮的认知度和接受度不断提高, 市场对这类产品的需求也在快速增长。公司通过开发和推广烘焙猫粮, 能够抓住这一市场机遇, 拓展市场份额, 提升公司的市场地位。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

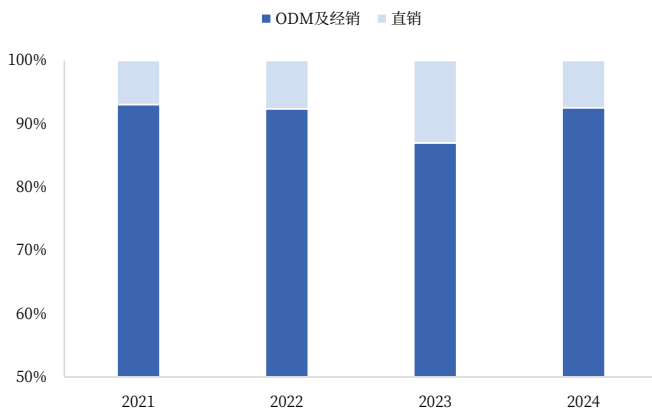
四、品牌：代工造就业绩基石，自有品牌创造未来

公司业务模式按品牌拆分主要分为自有品牌业务、OEM/ODM 业务。具体来看：

(1) 公司自有品牌业务于 2018 年启动。旗下核心品牌包括定位中高端肉质零食的“爵宴”，主打科学营养配方宠物食品的“好适嘉”，以及专注口腔护理的“齿能”系列。在国外市场，公司产品出口以 ODM 为主，辅以部分自主品牌销售。目前公司的自主品牌产品已在加拿大沃尔玛等零售超市销售，使用“PEIDI”“MEATYWAY”等品牌。在国内市场，主要通过线上电商和线下专业渠道等方式销售自有品牌产品，并代理国际知名品牌宠物产品进入国内市场。2024 年，公司在国内市场实现销售收入 2.88 亿元人民币，主要由自主品牌贡献；自主品牌收入规模增长 33%，其中爵宴品牌增长 52%，呈现了较强的品牌力和市场竞争力，在犬零食市场稳定占据头部位置。

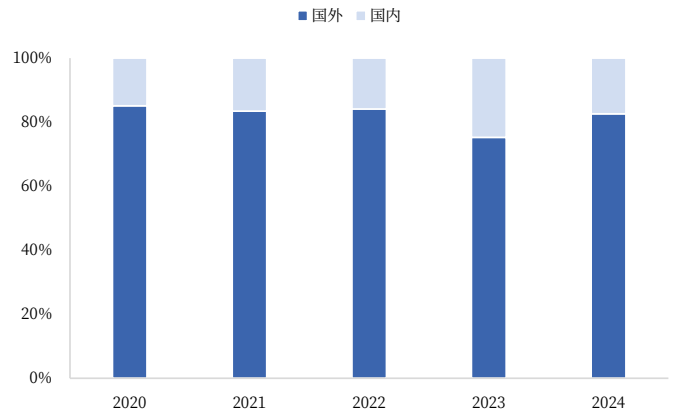
(2) 公司 OEM/ODM 业务主要面向国外客户，少量面向国内品牌生产宠物食品。公司 OEM/ODM 业务按以销定产的方式生产，产品主要销往美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占比较高。公司客户大部分为国际知名宠物产品品牌商，如 Spectrum Brands 等，生产的产品直接销售给这些品牌商，再由品牌商通过零售超市、宠物产品专卖店等渠道出售给最终消费者。除品牌商外，公司与沃尔玛等大型零售超市亦建立了良好的合作关系，通过沃尔玛的供应商体系审核，直接对美国沃尔玛和加拿大沃尔玛供货；此外，公司还与宠物产品专卖店 Pet Smart 建立了良好的合作关系。自 2018 年公司发力自有品牌以来，OEM/ODM 业务占主营业务收入的比例整体呈下降趋势，2024 年国外销售占比为 82.63%。

图63：2021-2024 年不同销售模式下公司营业收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图64：2020—2024 年公司国内外营业收入占比

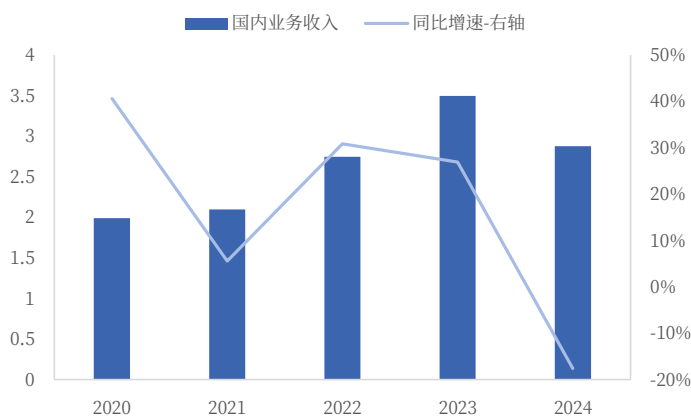


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 自有品牌：爵宴高端突围，好适嘉大众转化

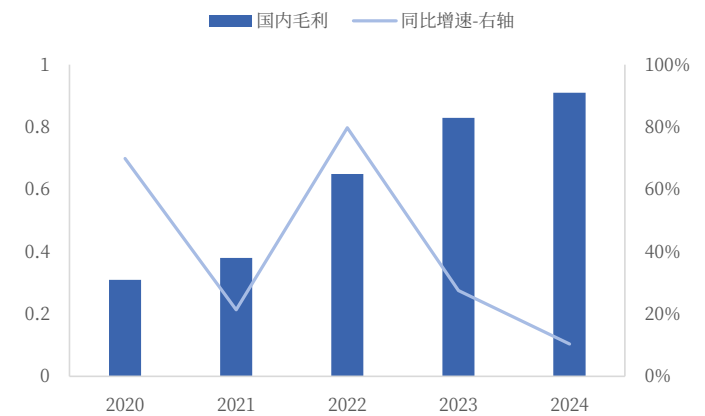
公司自有品牌稳步发展，爵宴领跑犬零食市场。在国内市场，公司聚焦自主品牌、重点品牌、重点品类和线上渠道，打造产品差异化、定位精准化和高品质形象，积极抢占消费者心智。2024年，公司旗下品牌爵宴展现出较强的品牌张力和市场竞争优势，在原畅销品类保持快速增长的同时，持续推出创新性新产品，带动品牌实现快速增长，进一步夯实在犬零食领域的头部地位。2024年，公司在国内市场实现销售收入 2.88 亿元人民币，主要由自主品牌贡献，同比-17.56%，占营收总额的 17.37%。自主品牌收入规模增长 33%，其中爵宴品牌增长 52%，表现尤为突出。

图65：2020—2024 年公司国内业务收入（亿元）及其增速



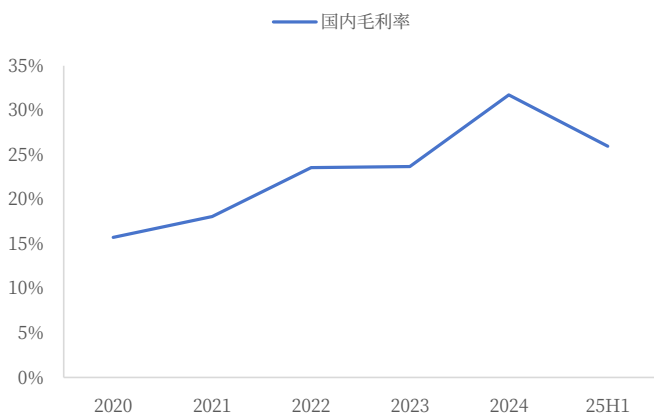
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图66：2020-2024 年公司国内业务毛利（亿元）及其增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图67：2020—2025H1 公司国内业务毛利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表6：公司自有品牌情况

品牌	主打产品	品牌介绍
爵宴 	肉干、高端肉质零食	聚焦犬食品高端及中高端市场核心定位
好适嘉 	湿粮、新型主粮	主打“专业营养+质价比”定位

齿能		咬胶产品	宠物口腔护理品牌
SmartBalance		主粮、零食	新西兰纯天然主食品牌，主打纯天然精选食材




资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

从产品矩阵来看，公司持续提升自主品牌的投入效能，实现品牌健康发展。现有品牌策略为：

1) 爵宴品牌定位高端市场深耕与品类扩张，聚焦犬食品高端及中高端市场核心定位，通过“产品创新+体验升级”驱动品牌价值提升，致力于打造宠物食品行业高端标杆。品牌在巩固犬食品优势的基础上，同步试水猫狗同食产品线，以“双宠家庭”场景为切入口，试探高端猫食品市场。产品矩阵继 2024 年成功推出风干犬粮后，2025 年度聚焦小型犬风干粮新品，规划咀嚼食品、主食罐、鲜粮、保健冻干糕点等四大新产品线，持续丰富产品矩阵。

表7：佩蒂爵宴产品系列

系列名	产品图例
风干粮系列	
源力碗	
甄肉系列	
果蔬系列	

新西兰系列			
美食家罐头系列			
冻干系列			

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2) **好适嘉品牌**定位中端市场全品类覆盖，主打“专业营养+质价比”定位。品牌逐步补充犬食品，重点开发狗冻干主食、冻干零食、肉干食品、烘焙粮产品，填补爵宴在中端价格带的空白，形成双品牌协同效应，建立“爵宴高端研发+好适嘉大众转化”的技术共享机制。此外，新西兰工厂主粮及其品牌正逐步导入国内市场，通过高品质、高差异化策略开创新西兰产主粮品牌。

3) **SmartBalance 品牌**切入高端宠物粮赛道，已形成猫狗主粮+罐头的核心产品矩阵，已取得八款产品的进口许可证，其中狗粮和猫粮各四款。公司基于新西兰食材研发独有的配方，探索食材搭配对宠物健康的帮助，布局功能性粮。该品牌依托新西兰基地，其拥有亚太地区单线产量最大、生产最先进的温格设备，可生产90%鲜肉的膨化主粮，26年我们将看到产品的市场投放与推广。公司沿着“品质优先、长期主义”的路径，从宠物零食代工企业向全球宠物全食品品牌转型。

表8：佩蒂好适嘉产品系列

系列名	产品图例
主食罐	



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

从销售模式与品牌推广方面来看，公司以线上为重点和先发渠道，线上和线下同步进行全渠道布局，直销和分销协同开展，聚焦自主品牌和差异化的产品，形成了覆盖全面、主次清晰的业务内容。比如，公司采用大单品产品策略：品牌建设前期主要以打造细分市场的领先产品为主，从而进一步形成畅销爆款产品。在爆款产品打造出来并形成一定的销售规模后，进行适当的品类扩张，通过爆款产品矩阵实现打造爆款品牌的目标。

此外，公司采用重点线上、线上线下全渠道布局的策略。公司已在天猫、京东、抖音等主流电商平台开设线上品牌旗舰店或专营店，并同步入驻小红书等平台，积极拥抱营销新模式，通过直播、建立私域流量等新型营销方式适配中国市场，提高流量转化效率。线下公司已与全国主要省市的区域代理商和批发商建立起紧密合作关系，采取分渠道、结构扁平化的经销商策略，将产品辐射至大型商场和各终端门店；同时与宠物连锁医院或宠物超市建立了独立直供合作，进一步增强市场渗透率和品牌影响力。

图68: 佩蒂品牌推广相关摘录



资料来源: 小红书, 中国银河证券研究院

从 2025 “双 11” 战绩来看, 公司自有品牌在各大电商平台表现突出。公司加大 “双 11” 营销力度, 以天猫旗舰店为核心, 配合抖音、小红书、达人直播形成引流闭环, 重点强化旗舰店页面与会员运营, 首页及分类转化率同比提升 1-1.5 倍。25 年 “双 11” 公司整体 GMV 同比增长 30% 以上, 其中爵宴品牌在狗零食类目保持行业前列, 新型主粮、鸭肉零食等销量增速明显。在天猫平台的 “狗零食店铺榜” 中, “佩蒂旗舰店” 位列第二, 展现出强劲的线上销售能力。同时, 在京东平台的 “狗零食/湿粮品牌榜” 中, 旗下 “爵宴” 品牌也跻身榜单第二名。这一战绩充分体现了公司自有品牌在宠物食品市场的领先地位和广泛认可度, 突显了其多品牌战略在主流电商渠道的成功布局与竞争优势。

表9: 2025 年 “双 11” 公司自有品牌各电商平台销售战绩

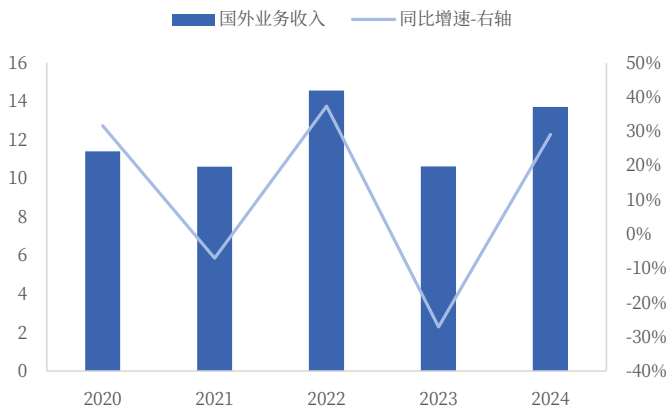
排名	天猫: 狗零食店铺榜	京东: 狗零食/湿粮品牌榜
1	麦富迪旗舰店	麦富迪
2	佩蒂旗舰店	爵宴
3	疯狂小狗旗舰店	疯狂小狗
4	zeal 宠物食品旗舰店	ZEAL
5	wanpy 顽皮旗舰店	顽皮
6	嬉皮狗宠物用品专营店	滋益巅峰
7	legendsandy 蓝氏旗舰店	HELLOJOY
8	嬉皮狗旗舰店	蒙贝

资料来源: 天猫, 京东, 中国银河证券研究院

(二) OEM\ODM：携手国际大客户，构筑稳固基本盘

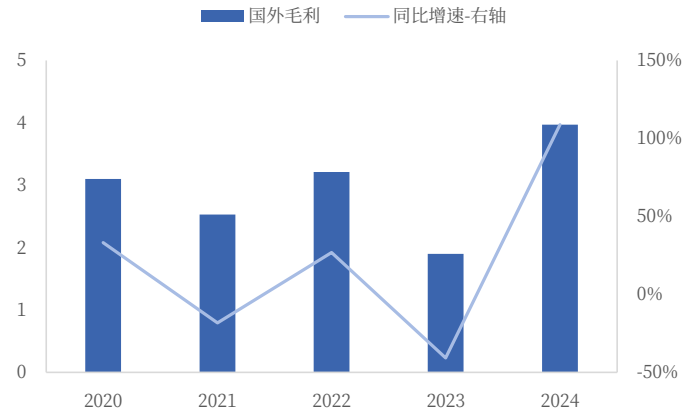
公司海外业务收入占比稳固，中长期竞争力扎实。 依托成熟合作、稳步发展，2024 年公司海外业务实现收入 13.71 亿元，同比+29.12%，占营收比例为 82.63%；毛利率为 28.94%，创五年新高，主要源于工厂产能利用率保持高位且柬埔寨工厂产能快速爬坡。2019-2024 年，公司海外收入占比在 75%-90% 区间波动。公司积极拓展新客户、新市场，24 年欧洲市场订单同比大幅增加，有效降低客户集中度，提升抗风险能力；另外，东南亚工厂产能释放成为重要支撑。

图69：2020—2024 年公司国外业务收入（亿元）及其增速



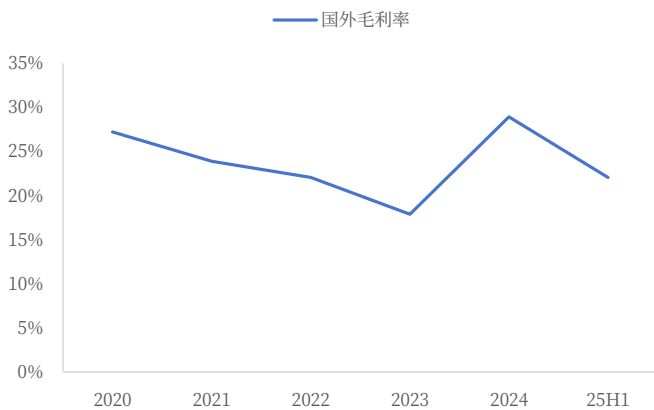
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图70：2020-2024 年公司国外业务毛利（亿元）及其增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图71：2020—2025H1 公司国外业务毛利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司海外业务高度依赖 ODM 模式，该模式构成了企业利润的核心支柱。 在宠物食品行业，国际市场的终端销售渠道已形成高度集中的格局，且行业整合进程持续深化。尤其在欧美等成熟市场，长期由少数国际巨头主导，市场壁垒高筑，新晋品牌进入市场将面临巨大的市场推广投入与经营风险。基于这一行业特征，公司选择以 ODM 模式作为国际化拓展的核心路径，依托自身在产品研发与供应链方面的优势，与国际客户建立稳定合作，以较低风险和较高效率融入国际市场。

公司所合作的 ODM 客户以国际知名宠物产品品牌商为主，前五大客户集中度相对较高，但近年来该比例有所下降。公司目前已与 Spectrum Brands、Walmart 等国际消费品龙头企业建立起长期稳定的合作关系，旗下承接的代工品牌包括 Dingo、Smart Bones、Dream Bone 等国际知名宠物咬胶品牌。公司前五大客户的销售额由 2017 年的 5.86 亿元增长至 2024 年的 12.89 亿元，占公司年度销售总额的比例由 92.72% 下降至 77.66%。

公司在 ODM 业务上将继续依托多国制造体系与柔性生产能力，发挥东南亚本国制造的优势，利用公司的研发能力强化对全球品牌商的定制开发服务，同时与核心客户深化联合创新与品牌协作，进一步增强长期合作粘性。公司海外市场 ODM 业务未来在收入端或可保持稳健增长，主要驱动力来自于新客户开发与产品线延伸、新西兰主粮工厂及东南亚产线的产能释放，将带动海外市场快速增长。

表10: 2017 年公司 ODM 主要客户

客户名称	客户简介	主要 ODM 品牌	ODM 品牌主要销售区域
SPECTRUMBRANDS	历史悠久的全球性消费品公司，是专业宠物食品、用品的领先供应商，其产品通过全球 25 家主要零售商进行销售	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMatrixLLC	专注于创新型宠物零食，尤其是宠物咬胶，已于 2017 年被品谱收购。	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
WAL-MARTSTORESINC.	全球最大的零售商，以其强大的供应链、天天低价的策略和广泛的门店网络而闻名	EXERHIDE、HOLIDAYTIME	美国
PetSmartINC.	北美地区领先的专业宠物用品零售商和服务提供商	Dentley' s	美国
PETSATHOMELTD.	英国领先的专业宠物产品零售商和服务提供商，在其本土市场占据着绝对的领导地位	PETSATHOME	英国
ARMITAGESPETPRODUCTSLTD	专注于宠物零食，尤其是高品质宠物咀嚼食品的英国制造商	GOODBOY	英国

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

五、渠道：健全供应链生态体系，打造全渠道闭环

（一）上游：供应链体系稳健，成本控制能力卓越

公司采用集中统筹与专项采购相结合的模式，并建立严格的供应商综合评审机制，确保供应链稳定与原料品质可靠。总部采购部是核心执行单位，依据明确的内部控制规范，将采购品系统划分为原材料、辅料、包装材料、设备与配件及其他物资五大类。公司对各子公司实行统一协调，确保采购体系的一致性与高效性。

在关键原材料采购上，公司建立了严格的供应商筛选机制，综合评估其产品质量、交付能力、价格水平等多维度表现以确定合格伙伴。其中，1) 生牛皮作为核心原料，公司与拥有稳定渠道的供应商签订长期框架协议，保障了供应的持续性与稳定性。该原料来源于初加工的畜皮，是公司主要产品的重要基材。2) 对于鸡肉等价格波动较大的原料，其周期性特点对成本产生影响。但得益于国内肉鸡养殖业规模化发展带来的充足市场供应，以及公司当前产品结构中对鸡肉用量相对较低的特性，鸡肉价格波动对公司整体成本的影响处于相对可控范围。

表11: 公司主要供应商（按业务）

公司业务	供应商
宠物营养肉质零食生产与销售	新疆菜篮子农业发展有限公司
	云之龙咨询集团有限公司
宠物咬胶生产与销售	上海思广国际物流有限公司
宠物主粮生产与销售	新西兰海洋渔业有限公司上海代表处
	余姚麦卢卡蜂蜜店
ODM 代工业务	AlpineBayLimited
	柬埔寨(厦门)商务中心有限公司
	汉滨区恒口镇越南小学
自主品牌运营	AlpineBayLimited
	柬埔寨(厦门)商务中心有限公司
	江苏泰州港核心港区投资有限公司

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

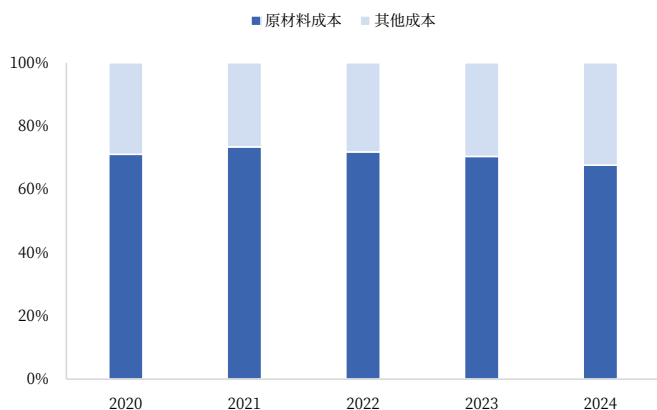
供应商结构集中度低且合作关系稳定，风险可控。公司上游供应商集中度处于较低水平，有效分散了供应链风险。2024年，公司前五名供应商合计采购金额仅占年度采购总额的16.64%；其中第一大供应商占比为4.81%。这一比例远低于许多制造业企业。这种高度分散的采购结构降低了个别供应商的断供风险，为公司生产经营的连续性与稳定性提供了坚实保障。核心供应商合作关系长期且稳定。公司前五大供应商，其采购份额在过去五年间保持高度稳定，这表明了公司与其核心供应商之间已经建立了深度绑定、互信互赖的长期战略合作关系。

公司成本结构稳定，原材料成本比重下降。公司成本结构以原材料为主导，近年呈现优化趋势。2024年，原材料成本占营业成本的比例下降至67.6%，显示公司对原材料成本的控制能力有所增强。这可能得益于公司在原材料深加工、产品工艺、外观设计、宠物营养、适口性等方面进行大量的研发投入，品类不断丰富，原材料利用率不断提高，成本得到有效控制。2025年公司所需原材料的价格相对比较稳定，禽类及肉副产品价格同比下行，直接带动主粮与零食成本端改善。基于当前市场

所反映的信息与供应商提供的价格来看，26 年原材料价格依旧较稳定。

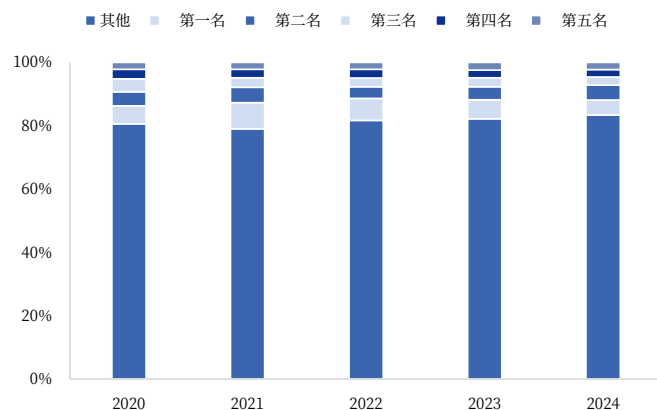
此外，**公司不断加快供应链的国际化进程**。原材料采购活动已覆盖中国、中亚、东盟、美洲、大洋洲等国家和地区，降低生产成本，提升经营安全系数，增强核心竞争力。随着公司高品质、差异化主粮战略不断推进，尤其是新西兰年产 4 万吨高品质主粮产线的正式投产，具备了向全球主要市场提供高品质、绿色天然有机宠物食品的能力。产线拥有全球领先的自动化设备、高品质的原材料供应链和经验丰富的技术和管理团队，构建了公司在全球高端宠物主粮市场的竞争力。

图72：2020—2024 年公司原材料成本在营业成本中的占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图73：2020—2024 年公司供应商采购金额结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）下游：线上为先发渠道，线下强调双轮驱动

实施海内外差异化销售战略，以模式创新驱动品牌与渠道建设。公司凭借研发、品控与全球化制造的核心能力，系统性推进全渠道销售网络建设。在国内市场，公司通过持续投入，已构建了线上与线下协同发展的渠道体系。线上渠道涵盖品牌直营店与广泛的分销网络；线下则拥有规模庞大的经销商体系，并与众多代理商、终端门店及宠物医疗机构建立了稳固合作，积累了忠诚的客户群体。在海外市场，公司与众多国际知名品牌商及零售商建立了长期且深入的合作关系，形成了坚实的渠道壁垒。通过签订长期或独家供货协议，并提供定制化产品，公司不仅增强了客户黏性，实现了深度绑定，还持续巩固并加强了其在国际市场的竞争优势。

公司持续深化自有品牌线上渠道建设，同步推进经销商网络的结构调整与效能提升。在线上渠道，公司持续深化电商布局，除在天猫、京东等电商平台正在运营的线上品牌旗舰店或专营店之外，还将入驻天猫超市、京东自营等平台，打造“超级单品+组合装”差异化货盘；此外，公司围绕小红书、抖音等内容平台构建“超头部主播+TOP垂类达人+数百个KOC”的达人矩阵，通过场景化内容流量，实现产品曝光和客户拉新的目的。

在线上渠道结构上，公司构建了两级体系，一级渠道依托天猫、京东等传统电商平台，各品牌旗舰店配合自有专营店及线上分销完成销售目标；二级渠道围绕抖音、小红书、公众号、微博等平台，核心是构建品牌用户流量池，完善用户运营体系，完成品牌用户的直接高效转化。

图74：佩蒂各平台店铺



资料来源：小红书，京东，天猫，抖音，中国银河证券研究院

在线下渠道，公司实施“梯度覆盖+深度运营”的双轮驱动策略。一方面，通过扁平化、高效率的分销体系（“分渠道、结构扁平化的经销策略”），广泛渗透沃尔玛、山姆会员店等高端商超及专业宠物门店，树立渠道标杆地位；另一方面，积极推动经销商职能转型，从传统分销向市场服务升级，构建资源共享、协同共赢的新型渠道伙伴生态，提升线下网络的终端服务能力与市场响应速度。公司自主品牌在线上的规模更大一些，投入也更多，由于线下渠道的费用摊薄效应与品牌协同效应逐步显现，其综合回报率正在接近线上业务水平。

公司积极拓展自有品牌销售渠道，参与宠物行业展会，提高品牌知名度。亚宠展期间，邀请头部宠物达人亲临佩蒂展区，开启线上同步直播。公司旗下核心自主品牌爵宴凭借良好的品质与口碑，以及出色的市场表现得到了平台及行业的认可与推荐，获得了“年度实力食品品牌”荣誉。亚宠展首日爵宴抖音的销售额突破 200 万，同比增长 50%，其中，主粮销售额近百万元，零食矩阵同时也在持续发力，老品零食组合斩获宠物粮食好价金榜的 TOP2，新品零食蜜汁兔脊骨摘得狗零食新品榜 TOP3。

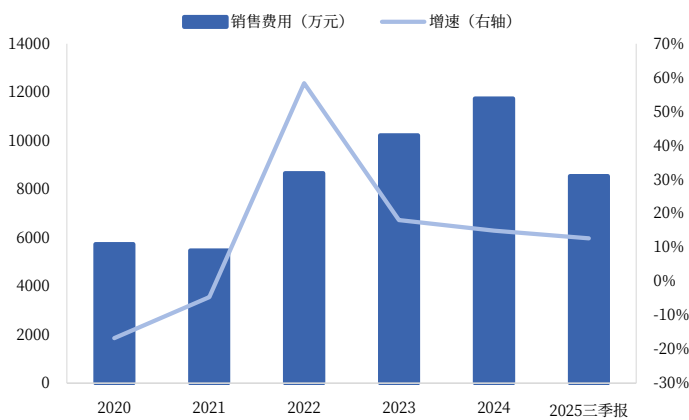
图75：第 27 届亚洲宠物展佩蒂展区



资料来源：佩蒂股份公众号，中国银河证券研究院

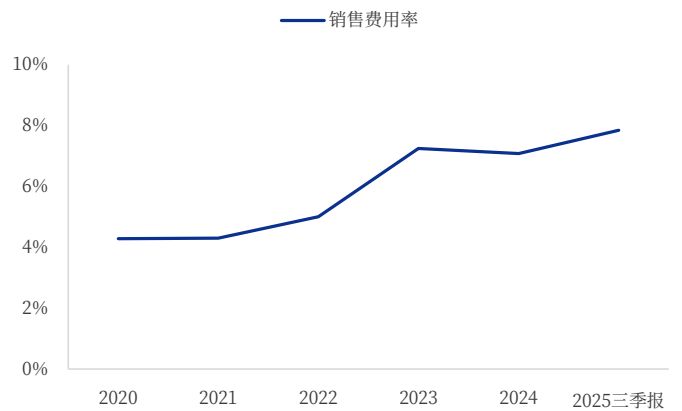
公司销售费用绝大部分用于国内市场自主品牌建设。2024 年，销售费用同比增长 14.92%，其增长幅度低于同期自主品牌收入的增幅，显示出费用投放效率的提升；管理费用同比增长 5.17%，基本保持稳定，其增长主要源于新西兰品牌正式投入商业化运营所带来的相应管理支出增加。2025 年前三季度公司销售费用为 8539 万元，同比+12.69%；销售费用率为 7.84%，同比+2.11pct，公司对自主品牌的投入呈现持续提升状态，为未来收入增长奠定基础。

图76：2020—2025 年三季报公司销售费用及其增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图77：2020—2025 年三季报公司销售费用率变化

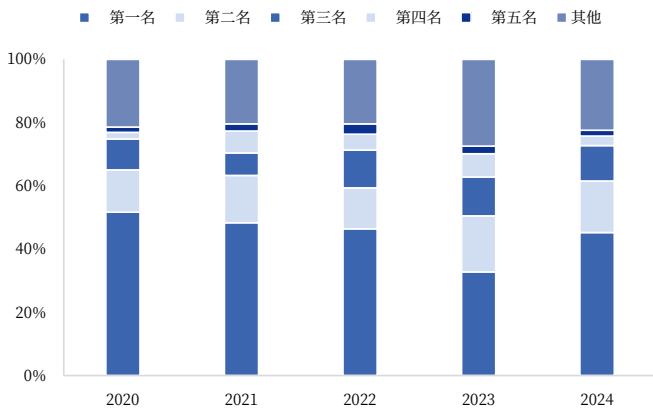


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司客户集中度高，前五名客户贡献主要营收。公司与美国的 SpectrumBrands 品牌签有长期供货协议，其是佩蒂的第一大客户。其他 B 端的渠道则通过与沃尔玛、PetSmart 等零售终端建立合作关系，实现产品供应。公司正积极拓展新客户、新市场，新的客户带来业务增量的同时，也有助于降低客户集中度，提升抗风险能力。2024 年，公司前五名客户销售金额占销售总额的比例为 77.76%，较 2023 年有所增长；其中第一大客户占比达 45.29%。

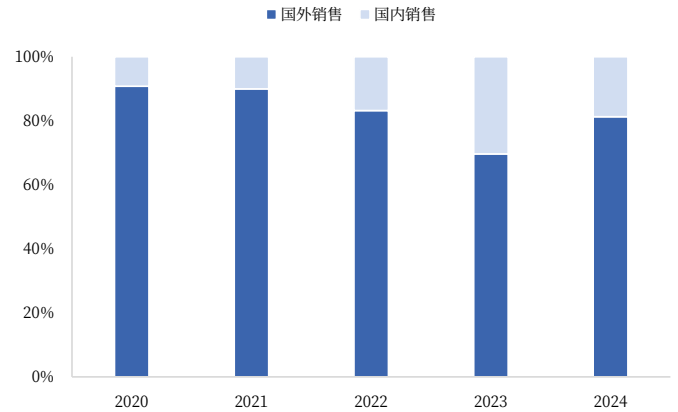
渠道盈利结构稳健，“双循环”布局深化，本土市场贡献稳步提升。从整体盈利结构来看，国外渠道贡献了最主要的毛利来源，海外占比从 2020 年的 90.84% 波动调整至 2024 年的 81%，国内渠道毛利贡献保持稳定并呈现逐步成长的潜力，占比从 9.16% 提升至 18.73%。尽管占比仍相对较低，但其持续发展体现了公司在自主品牌建设与市场影响力提升方面已取得初步成效。

图78：2020—2024 年公司前五名客户销售金额占销售总额比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图79：2020—2024 年公司国内外毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

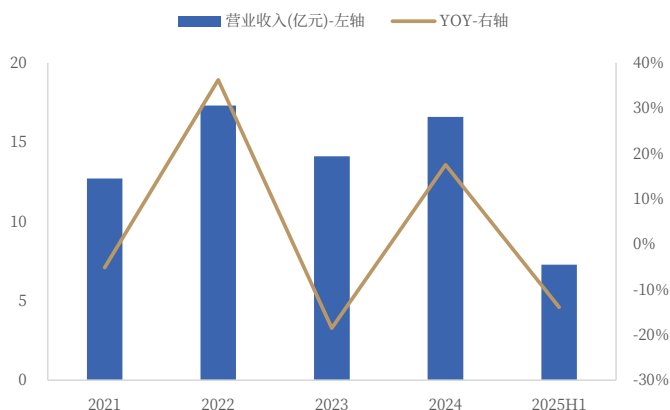
六、财务分析：公司业绩韧性强，期待长期成长

公司聚焦宠物食品主业，随着近年宠物行业海外市场恢复向好，公司自主品牌潜力逐步释放，盈利能力逐步改善，毛利率稳步增长，费用控制较为稳定。同时，公司通过改善海外业务布局、优化资产负债结构，实现资产负债率的有效降低，并在 2024 年实现经营活动现金流的大幅增长，体现出较强的经营韧性与管理能力，公司财务状况整体稳健。

1. 公司盈利质量稳步提升，经营基本面向好

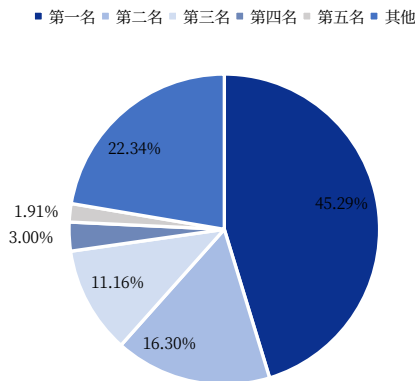
公司营收稳步回升，毛利率韧性增强。2024 年度，全球宠物食品行业在经历了 2023 年度的库存下行周期后呈现积极向好的发展态势，2024 年公司实现营收 16.59 亿元，同比+17.56pct，重回增长轨道。主要得益于海外市场需求恢复、公司自主品牌创新驱动收入快速增长，在犬零食市场稳定占据头部位置。2024 年，公司在国内市场实现销售收入 2.88 亿元人民币，主要由自主品牌贡献，其中爵宴品牌增长 52%。

图80：2021-2025H1 公司营收及同比增速



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

图81：2024 年公司前五大客户营收占比

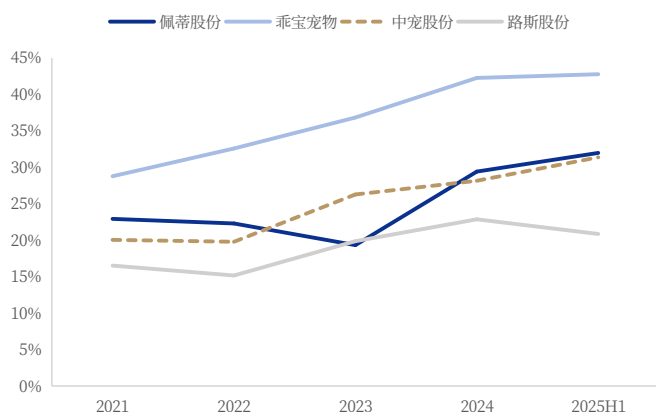


资料来源：公司公告, 中国银河证券研究院

2024 年公司毛利率为 29.42%，同比+10.09pct，2020 年以来基本位于行业第二。毛利率快速提升的原因主要包括越南及柬埔寨工厂产能利用率提升、高占比的植物咬胶和营养肉质零食产品的毛利率提升、自有品牌新产品的放量等。另外，2025H1 公司的营业收入虽然受海外客户订单节奏的影响，同比下滑 13.94%，但毛利率实现了 5.63pct 稳定增长，显示出较强的韧性，反映了主营业务主要由增长质量驱动。

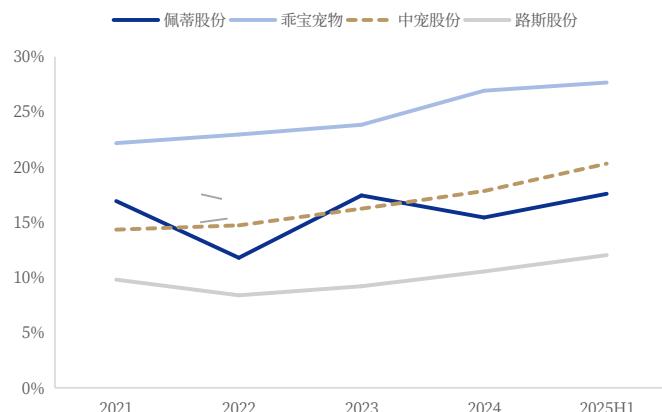
公司费用端相对平稳，研发投入持续增长。2024 年公司期间费用率为 15.43%，同比-2.00pct，费用率控制较为稳定，且在同行业中处于较低水平。其中公司管理费用基本保持稳定，小幅增长主要是新西兰天然纯正式投入商业化运营所致；研发费用延续增长趋势，主要投入在爵宴品牌和主粮研发方面，显示出稳定、持续的高强度研发投入。

图82: 2021-2025H1 公司及可比公司毛利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

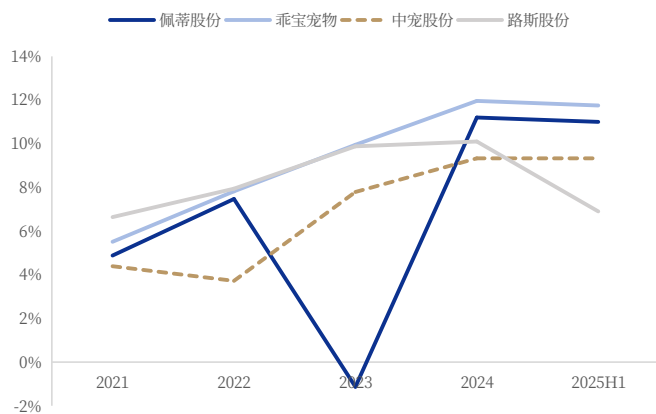
图83: 2021-2025H1 公司及可比公司期间费用率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

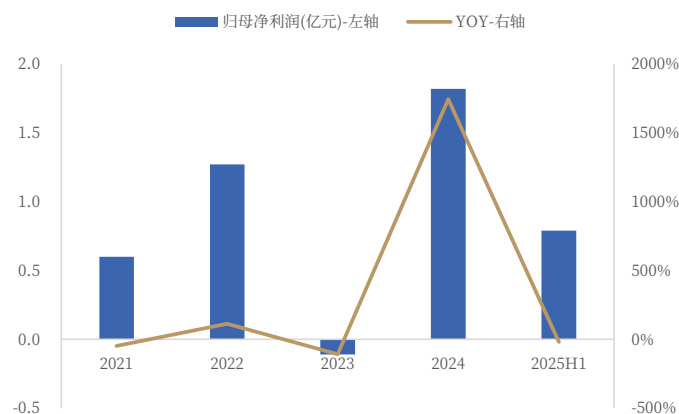
24 年公司扭亏为盈, 净利率为近六年新高。2024 年公司归母净利润 1.82 亿元, 同比扭亏为盈, 较 2022 年的 1.27 亿元也实现 43.31% 的增长, 重回增长轨道。从盈利结构看, 2024 年公司主营业务的净利润主要来自东南亚工厂, 其中越南德信和柬埔寨爵味分别实现净利润 5,338.72 万元和 5,129.89 万元, 柬埔寨爵味项目进入盈利轨道。伴随盈利规模的扩大, 公司净利率显著好转, 达到 11.20%, 同比+12.33pct; 且 2025H1 公司净利率延续 2024 年水平达到 11.00%, 整体维持稳定, 处于行业前列, 与行业第一乖宝宠物仅相差 0.75% (25H1 净利率为 11.75%)。2025 年美国政府的关税政策对客户的订单节奏产生短期冲击, 规模上阶段性承压, 但公司在国际市场的中长期竞争力并未改变。

图84: 2021-2025H1 公司及可比公司净利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图85: 2021-2025H1 公司归母净利润及增长情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

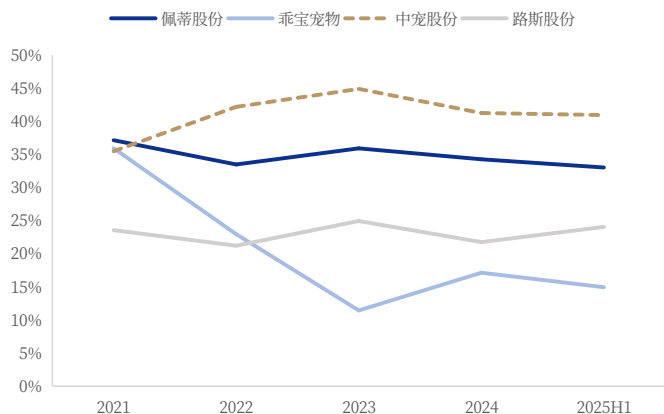
2. 公司财务状况稳健, 经营管理能力较强

公司资产负债率总体呈下降趋势, 24 年经营活动现金流显著上升。2024 年公司资产负债率为 34.26%, 同比-1.65pct, 处于合理水平, 主要源于 24 年公司经营情况良好, 业务营收增加与产能提升带动资产总额增加, 且流动负债和负债总额降低, 公司抗风险能力与债务融资空间充足。2025H1 公司资产负债率 33.02%, 比上年末再减少 1.24pct, 指标稳健, 是公司持续健康发展的基础。

2024 年公司经营活动产生的现金流量净额达 3.66 亿元, 同比+105.20%, 主要源于出口收入增长, 销售产品、提供劳务收到的现金增加, 显示出公司业务回款情况良好; 另外公司现金流规模与净利润水平相契合, 经营质量扎实, 充裕的经营活动现金流能有效保障公司偿付债务及利息的需要。

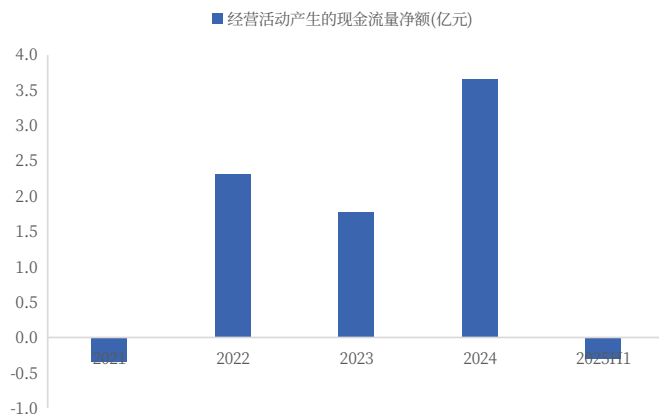
2025H1 经营活动产生的现金流量净额减少较多，主要系公司当前在海外市场的经营模式下产生的波动，不过海外客户普遍为知名宠物产品品牌商或者零售商，信誉良好，不会对公司业绩和正常经营产生重大影响。

图86: 2021-2025H1 公司及可比公司资产负债率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图87: 2021-2025H1 公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

七、投资建议

（一）盈利预测

2022-2024年,公司营业收入分别为17.32亿元、14.11亿元、16.59亿元,同比+36.27%、-18.51%、+17.56%,复合增长率为-2.13%。营业收入的主要来源是零食,2024年实现营收15.41亿元,占总营收的92.87%。2022-2024年,公司归母净利润分别1.27亿元、-0.11亿元、1.82亿元,复合增长率为+19.71%。

主营业务核心假设:

(1) 国外业务(含国内出口业务):公司东南亚产能充沛,随着新西兰工厂的投产以及产能利用率的逐步提升,将带来公司国外业务产能的逐渐释放。东南亚基地能覆盖中低端市场需求,与新西兰的高端线形成互补。另外,此前出口业务受关税影响后将逐步恢复,我们假设2025-2027年公司国外业务收入增速分别为-8.56%、+19.44%、+10.19%;毛利率分别为25.5%、27.00%、28.00%。

(2) 国内业务:公司以双品牌作为切入点,爵宴在巩固犬食品优势的基础上,同步试水猫狗同食产品线,以“双宠家庭”场景为切入口,试探高端猫食品市场;好适嘉定位中端市场全品类覆盖。叠加考虑公司将继续采取积极的营销策略来增强自有品牌的市场影响力、新产品的持续推出等,我们预计2025-2027年公司国内业务收入增速分别达50.20%、35.88%、26.68%;毛利率分别为33.15%、32.75%、32.57%。

综上,我们预计公司2025-2027年营业收入分别为16.86亿元、20.85亿元、23.95亿元,同比增长1.65%、23.66%、14.84%;综合毛利率分别为27.46%、28.62%、29.42%。

表12:公司业务指标预测(单位:百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,659.04	1,686.43	2,085.49	2,395.07
Yoy	17.56%	1.65%	23.66%	14.84%
营业成本	1,170.88	1,223.27	1,488.61	1,690.42
毛利率	29.42%	27.46%	28.62%	29.42%
国外业务				
营业收入	1370.85	1253.58	1497.32	1649.96
Yoy	29.12%	-8.56%	19.44%	10.19%
营业成本	974.11	933.91	1093.04	1187.97
毛利率	28.94%	25.50%	27.00%	28.00%
国内业务				
营业收入	288.19	432.86	588.17	745.11
Yoy	-17.56%	50.20%	35.88%	26.68%
营业成本	196.77	289.36	395.56	502.45
毛利率	31.72%	33.15%	32.75%	32.57%

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

基于上述主要假设，我们得出的盈利预测关键财务指标如下。2025E-2027E 年公司营业收入 16.86 亿元、20.85 亿元、23.95 亿元，同比增长 1.65%、23.66%、14.84%；归母净利润分别为 1.50 亿元、2.01 亿元、2.47 亿元，同比-17.76%、+33.94%、+23.05%。基于 2026 年 2 月 3 日的总股本估算，对应的 2025-2027 年 EPS 分别为 0.60 元、0.81 元、0.99 元。

表13: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1659.04	1686.43	2085.49	2395.07
增长率	17.56%	1.65%	23.66%	14.84%
归母净利润 (百万元)	182.21	149.85	200.72	246.98
增长率	1742.81%	-17.76%	33.94%	23.05%
每股收益 EPS (元)	0.73	0.60	0.81	0.99
净资产收益率 ROE	9.44%	7.87%	9.67%	10.82%
PE	24	29	22	18

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析

我们采用两种估值方法进行估值分析：绝对估值法（DCF）、相对估值法（PE）。

1、绝对估值法

我们采用 FCFE 法分增长期（2023-2025 年）、过渡期（2026-2030 年）、永续增长期（2031 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 2 月 3 日公司最新股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 8.24%、永续增长率（g）为 2%时，公司合理每股价值为 22.59 元，对应市值 55.8 亿元。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.3%、永续增长率（g）正负波动 0.5%的情况下，公司合理每股价值区间为 20.61-25.13 元，对应市值区间为 50.9-62.1 亿元。

表14: FCFE 估值参数假设

参数	假设数值
无风险利率 Rf	1.83%
市场预期收益率 Rm	7.80%
贝塔系数 β (无杠杆)	0.94
加权平均资本成本 WACC	8.24%
过渡期增长率	5%
永续增长率 g	2%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表15: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率	WACC						
	7.34%	7.64%	7.94%	8.24%	8.54%	8.84%	9.14%
0.5%	22.32	21.40	20.54	19.76	19.03	18.36	17.73
1.0%	23.44	22.39	21.44	20.57	19.77	19.03	18.34
1.5%	24.74	23.56	22.48	21.50	20.61	19.79	19.03
2.0%	26.29	24.92	23.69	22.59	21.58	20.66	19.82
2.5%	28.16	26.56	25.13	23.86	22.71	21.67	20.73
3.0%	30.46	28.54	26.86	25.37	24.04	22.86	21.78
3.5%	33.35	31.01	28.98	27.21	25.64	24.26	23.02

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、相对估值法

结合公司业务情况, 我们选取主营业务相似度较高的宠物食品可比公司, 包括乖宝宠物(301498.SZ)、中宠股份(002891.SZ)、源飞宠物(001222.SZ)、路斯股份(832419.BJ)等。以2026年2月3日为基准日, 相关可比公司股价、估值如下表所示, 2026-2027年PE预测均值分别为22倍、18倍。我们认为, 公司作为国内宠物食品行业头部企业, 自有品牌业务增长速度亮眼; 同时, 公司新西兰主粮项目产能利用率逐步提升, 将成为更全面的宠物全食品企业; 叠加新西兰工厂品牌进入国内市场, 未来公司业务增量可期。基于上述考虑, 我们给予公司2026年25-30倍PE, 那么按照预测公司2026年实现归母净利润2.01亿元, 对应合理市值约为50.25-60.3亿元。

表16: 可比公司对应估值数据(收盘价为2026年2月3日)

名称	代码	收盘价/元	盈利预测(EPS)/元			PE/倍		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
乖宝宠物	301498.SZ	63.36	1.92	2.40	2.95	33	26	21
中宠股份	002891.SZ	48.83	1.54	1.89	2.33	32	26	21
源飞宠物	001222.SZ	22.33	0.96	1.16	1.41	23	19	16
路斯股份	832419.BJ	15.85	0.71	0.86	1.04	22	18	15

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院(注: 其中源飞宠物、路斯股份EPS为Wind一致预期)

基于上述两种估值方法分析可得: 在绝对估值法下, 公司合理市值区间为50.9-62.1亿元。在相对估值法下, 公司合理市值为50.25-60.3亿元。2025年2月3日收盘价对应公司市值为43亿元, 尚有较大潜在空间。我们认为在国内宠物食品行业持续扩容的趋势下, 公司作为国内宠物食品行业头部企业, 叠加新产能陆续爬坡&新品牌进入市场, 公司未来业绩高弹性增长可期, 维持“推荐”评级。

八、风险提示

1、海外核心客户收入占比较大的风险：海外市场为公司主要的收入和利润来源。未来若公司核心客户出现较大经营风险导致其减少向公司采购或公司不能持续进入核心客户的供应商体系，将对公司的销售收入和经营业绩产生较大影响。

2、原材料价格波动的风险：公司产品原材料以生皮、鸡肉、鸭肉、植物性淀粉等为主，价格受相关产品供需变化的影响。若原材料价格波动幅度较大，将显著影响公司利润。

3、产品销量不及预期的风险：公司产品销量受养宠人群需求和行业竞争格局的影响。养宠人群需求受经济周期和消费水平影响，需求减少可能导致行业规模收缩；国内宠物食品行业竞争激烈，新品牌和产品层出不穷，对公司销量造成压力。若产品销量不及预期，会对公司营收造成较大影响。

4、汇率波动的风险：公司出口业务主要使用美元作为结算货币。近年来随着人民币国际化进程和汇率市场化程度提高，汇率波动对公司出口业务的盈利能力产生不确定性影响，预计未来人民币汇率仍存在较大波动的风险，这将导致公司业绩随之产生不确定性。

5、全球化经营的风险：随着公司海外生产基地产能的持续释放和投资项目的持续增加，海外经营的规模迅速扩大，对公司的管理能力等方面提出了挑战。同时，投资项目所在国如未来出现汇兑限制、外资政策变化、东道国政府征收、战争及政治、公共卫生事件等情形，可能给公司带来投资损失。

附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1578.15	1646.67	2021.84	2420.08
现金	674.82	670.39	897.88	1161.53
应收账款	217.93	243.36	291.95	338.73
其他应收款	6.95	7.78	9.32	10.82
预付账款	18.39	32.76	34.37	41.11
存货	343.16	374.04	449.21	512.65
其他	316.91	318.33	339.11	355.24
非流动资产	1417.23	1268.32	1119.41	970.50
长期投资	89.46	89.46	89.46	89.46
固定资产	1069.76	935.66	801.56	667.46
无形资产	132.59	123.31	114.04	104.77
其他	125.43	119.89	114.35	108.81
资产总计	2995.38	2914.99	3141.25	3390.58
流动负债	280.21	226.70	278.16	315.66
短期借款	-63.27	-10.69	0.00	0.00
应付账款	214.07	218.53	268.21	304.36
其他	129.41	18.86	9.95	11.30
非流动负债	745.95	745.95	745.95	745.95
长期借款	5.97	5.97	5.97	5.97
其他	739.98	739.98	739.98	739.98
负债总计	1026.15	972.65	1024.10	1061.61
少数股东权益	17.60	20.63	24.68	29.67
归属母公司股东权益	1951.63	1921.71	2092.46	2299.30
负债和股东权益	2995.38	2914.99	3141.25	3390.58

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	366.05	232.69	264.79	312.22
净利润	185.89	152.88	204.77	251.97
折旧摊销	70.61	148.91	148.91	148.91
财务费用	-7.30	5.93	7.34	8.42
投资损失	-3.93	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	74.45	-75.59	-100.19	-100.30
其它	46.32	0.56	3.96	3.22
投资活动现金流	-368.02	0.00	0.00	0.00
资本支出	-55.87	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	1.00	2.00	3.00
其他	-312.16	-1.00	-2.00	-3.00
筹资活动现金流	-145.96	-237.12	-37.31	-48.57
短期借款	-63.27	-10.69	0.00	0.00
长期借款	-54.57	0.00	0.00	0.00
其他	-28.12	-226.44	-37.31	-48.57
现金净增加额	-147.94	-4.43	227.48	263.65

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1659.04	1686.43	2085.49	2395.07
营业成本	1170.88	1223.27	1488.61	1690.42
税金及附加	5.26	5.35	6.62	7.60
销售费用	117.47	114.48	145.18	165.82
管理费用	116.47	118.05	147.61	169.52
研发费用	29.76	33.73	42.17	48.43
财务费用	-7.30	5.93	7.34	8.42
资产减值损失	-3.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.99	0.00	0.00	0.00
投资收益及其他	2.08	0.00	0.00	0.00
营业利润	225.65	185.62	247.97	304.84
营业外收入	1.48	1.00	1.04	1.10
营业外支出	3.49	2.69	2.65	2.80
利润总额	223.64	183.93	246.36	303.14
所得税	37.75	31.05	41.59	51.18
净利润	185.89	152.88	204.77	251.97
少数股东损益	3.68	3.03	4.06	4.99
归属母公司净利润	182.21	149.85	200.72	246.98
EBITDA	288.96	340.46	404.22	462.18
EPS(元)	0.73	0.60	0.81	0.99
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	17.56%	1.65%	23.66%	14.84%
营业利润增长率	6854.48%	-17.74%	33.59%	22.94%
归属母公司净利润增长率	1742.81%	-17.76%	33.94%	23.05%
毛利率	29.42%	27.46%	28.62%	29.42%
净利率	11.20%	9.07%	9.82%	10.52%
ROE	9.44%	7.87%	9.67%	10.82%
ROIC	10.08%	9.02%	12.28%	15.16%
资产负债率	34.26%	33.37%	32.60%	31.31%
净资产负债率	4.08%	1.71%	-9.17%	-19.66%
流动比率	5.63	7.26	7.27	7.67
速动比率	4.41	5.61	5.65	6.04
总资产周转率	0.56	0.57	0.69	0.73
应收账款周转率	6.86	6.93	7.38	7.19
应付账款周转率	11.03	11.32	12.18	11.99
每股收益	0.73	0.60	0.81	0.99
每股经营现金	1.47	0.94	1.06	1.25
每股净资产	7.84	7.72	8.41	9.24
P/E	23.76	28.89	21.57	17.53
P/B	2.22	2.25	2.07	1.88
EV/EBITDA	14.13	11.85	9.42	7.67
PS	2.61	2.57	2.08	1.81

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司现有主要品牌.....	5
图 3: 公司股权结构（截至 2025 年 11 月 24 日）.....	6
图 4: 2020-25 年前三季度公司收入及其增速.....	7
图 5: 2020-25 年前三季度公司毛利率变化.....	7
图 6: 2020-25 年前三季度公司归母净利润及其增速.....	7
图 7: 2020-25 年前三季度公司净利率变化.....	7
图 8: 2024 年公司产品收入结构.....	8
图 9: 2024 年公司产品毛利结构.....	8
图 10: 2020-24 年公司产品收入结构变化.....	8
图 11: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口量情况.....	9
图 12: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口额及增速.....	9
图 13: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）年度出口量价情况.....	9
图 14: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）月度出口量价情况.....	9
图 15: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）主要出口地的出口额占比.....	10
图 16: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口美国量价情况.....	10
图 17: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口欧洲量价情况.....	10
图 18: 2021-30 年东南亚地区宠物行业市场规模变化.....	11
图 19: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口东南亚量价情况.....	11
图 20: 2024 年亚太地区宠物行业市场规模前十国家和地区.....	11
图 21: 出海路径四大模式.....	12
图 22: 2006-2024 年中国 60 岁及以上人口数量（万人）及占比（%，右轴）.....	13
图 23: 2008-2024 年中国婚姻登记对数及增速.....	13
图 24: 2017-25 年宠物猫狗数量及其增速.....	13
图 25: 我国宠物市场增长驱动力变化.....	14
图 26: 2017-25 年我国宠物猫狗单只年均消费金额.....	14
图 27: 2018-2028E 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）.....	15
图 28: 2017-2025 年中国宠物食品市场规模（亿元）及其增速.....	15
图 29: 2018-2025 年中国宠物食品市场规模占比变化.....	15
图 30: 宠物主粮在宠物食品中的占比基本呈上升趋势.....	15
图 31: 2019-25H1 中宠股份整体毛利率、主粮毛利率等情况.....	16
图 32: 2019-25H1 乖宝宠物整体毛利率、主粮收入占比等情况.....	16
图 33: 我国宠物食品行业竞争格局.....	17
图 34: 全球宠物市场按地区的规模（亿美元）与增速.....	18
图 35: 2015-2024 年中国宠物食品市场公司集中度.....	18

图 36: 2015-2024 美日宠物食品行业中公司 CR5 及 CR10 对比.....	18
图 37: 2014-2024 年中国宠物食品市场中头部企业市占率变化情况.....	18
图 38: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化.....	18
图 39: 2024 年中国宠物食品市场公司格局.....	19
图 40: 2024 年中国宠物食品市场品牌格局.....	19
图 41: 2021-2025 年中国宠物食品市场进口品牌线上市占率走势.....	19
图 42: 2021-2025 年中国宠物食品市场国产品牌线上市占率走势.....	19
图 43: 我国宠物食品电商渠道销售规模占比走势.....	20
图 44: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况 (亿元).....	20
图 45: 2021Q1-25Q4 线上平台宠物食品总收入及增速.....	21
图 46: 2021-25 年线上平台宠物食品总收入及增速.....	21
图 47: 2021-25 年线上平台宠物食品收入及占比 (右轴).....	21
图 48: 2020-25 年线上平台宠物食品收入增速.....	21
图 49: 2020-2025H1 公司主营业务收入拆分 (按产品品类).....	23
图 50: 2021-2025H1 公司各产品品类的毛利率.....	23
图 51: 2021-2025H1 公司咀嚼类食品营收及同比增速.....	23
图 52: 2021-2025H1 公司咀嚼类食品与整体毛利率.....	23
图 53: 2021-2025H1 公司营养肉质零食营收及同比增速.....	24
图 54: 2021-2025H1 公司营养肉质零食毛利率.....	24
图 55: 2021-2025H1 公司主粮产品营收及同比增速.....	24
图 56: 2021-2025H1 公司主粮产品毛利率.....	24
图 57: 2020-2025H1 末公司境外子公司资产规模变化.....	26
图 58: 2020-2025H1 末公司境外子公司营业收入变化.....	26
图 59: 2020-2025H1 末公司境外子公司收益状况变化.....	26
图 60: 2020-2025H1 末公司境外子公司净利率变化.....	26
图 61: 2021-2025H1 公司研发费用及增长情况.....	28
图 62: 2019-2024 年研发人员及占比相关情况.....	28
图 63: 2021-2024 年不同销售模式下公司营业收入占比.....	30
图 64: 2020—2024 年公司国内外营业收入占比.....	30
图 65: 2020—2024 年公司国内业务收入 (亿元) 及其增速.....	31
图 66: 2020-2024 年公司国内业务毛利 (亿元) 及其增速.....	31
图 67: 2020—2025H1 公司国内业务毛利率变化.....	31
图 68: 佩蒂品牌推广相关摘录.....	35
图 69: 2020—2024 年公司国外业务收入 (亿元) 及其增速.....	36
图 70: 2020-2024 年公司国外业务毛利 (亿元) 及其增速.....	36
图 71: 2020—2025H1 公司国外业务毛利率变化.....	36
图 72: 2020—2024 年公司原材料成本在营业成本中的占比.....	39
图 73: 2020—2024 年公司供应商采购金额结构.....	39

图 74: 佩蒂各平台店铺	40
图 75: 第 27 届亚洲宠物展佩蒂展区	41
图 76: 2020—2025 年三季报公司销售费用及其增速	41
图 77: 2020—2025 年三季报公司销售费用率变化	41
图 78: 2020—2024 年公司前五名客户销售金额占销售总额比例	42
图 79: 2020—2024 年公司国内外毛利占比	42
图 80: 2021-2025H1 公司营收及同比增速	43
图 81: 2024 年公司前五大客户营收占比	43
图 82: 2021-2025H1 公司及可比公司毛利率	44
图 83: 2021-2025H1 公司及可比公司期间费用率	44
图 84: 2021-2025H1 公司及可比公司净利率	44
图 85: 2021-2025H1 公司归母净利润及增长情况	44
图 86: 2021-2025H1 公司及可比公司资产负债率	45
图 87: 2021-2025H1 公司经营活动产生的现金流量净额	45
表 1: 佩蒂股份部分管理层背景	6
表 2: 佩蒂股份主要产品	22
表 3: 佩蒂股份生产基地及产能情况 (截至 2025 年 10 月)	25
表 4: 佩蒂股份募投资金用途及使用情况 (截至 2025 年 10 月)	27
表 5: 佩蒂股份项目研发情况 (截至 2024 年 12 月)	29
表 6: 公司自有品牌情况	31
表 7: 佩蒂爵宴产品系列	32
表 8: 佩蒂好适嘉产品系列	33
表 9: 2025 年“双 11”公司自有品牌各电商平台销售战绩	35
表 10: 2017 年公司 ODM 主要客户	37
表 11: 公司主要供应商 (按业务)	38
表 12: 公司业务指标预测 (单位: 百万元)	46
表 13: 主要财务指标预测	47
表 14: FCFF 估值参数假设	47
表 15: FCFF 估值敏感性分析	48
表 16: 可比公司对应估值数据 (收盘价为 2026 年 2 月 3 日)	48

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士。2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2024年第十二届Wind金牌分析师农林牧渔第5名，2024年第十二届&2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔第4名、新财富最具潜力第1名、金牛奖农业第1名、IAMAC农业第3名、Wind金牌分析师农业第1名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn