

## 品牌基因驱动成长，龙头地位持续巩固

——乖宝宠物（301498）首次覆盖

买入（首次）

2026 年 08 月 24 日

## 报告关键要素：

复盘成熟市场，在宠物食品行业公司集中、品牌分散的竞争格局下，玛氏与雀巢凭借多品牌矩阵成长为全球龙头。我们认为，乖宝正沿着同样的路径率先跑通多品牌矩阵，2025 年公司自有品牌营收达 49.7 亿元，麦富迪/弗列加特/霸弗同比分别+40%/+80%/+60%，主粮毛利率达 45.5%；2026 年拟受让 K9 Natural 大陆品牌资产，进一步补齐超高端拼图，验证了“内孵+外购”持续扩容品牌矩阵的能力。当前，市场仍用“代工转型”的框架理解公司，我们认为低估了公司作为多品牌集团化龙头的实质。

## 投资要点：

**营收增长迅速，盈利能力较强。**2025 年公司实现营收/归母净利润 67.7 亿元/6.7 亿元，2020-2025 年 CAGR 分别达 27.4%/43.3%，且毛利率增长稳健，净利率维持行业高位，具备较强的盈利能力。

**宠物食品总量慢牛+结构剧变，拥有品牌基因的龙头企业有望突围。**我国宠物食品总量增速已逐步放缓，但从结构来看，仍处于从单品牌运营向多品牌矩阵化跨越的早期阶段。随着我国宠物食品市场集中度提升以及国货品牌认知升级这两大核心趋势加速汇聚，拥有品牌基因的龙头企业将获得绝佳的突围窗口。

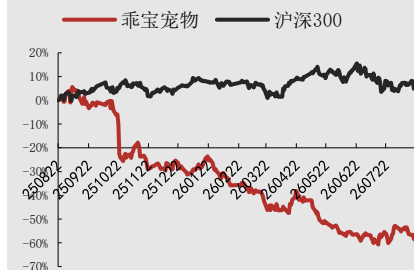
**自有品牌孵化能力强，品牌基因构筑公司核心壁垒。**公司自有品牌孵化能力强，已形成包括麦富迪、弗列加特、汪臻醇、康弗在内的多层次的品牌矩阵。2025 年自有品牌营收为 49.7 亿元，占总营收的 73.4%，其中麦富迪营收同比增长 40%以上，弗列加特增长 80%以上，霸弗增长 60%以上，为公司业绩增长的核心驱动力。此外，公司聚焦中国宠物需求，联合华大科技建设犬猫肠道微生物组数据库，构筑本土化创新壁垒，且已探索出一套有效的营销模式，通过泛娱乐化营销+多样化推广，公司自有品牌知名度持续提升，在主流电商平台销量均居于前列。

**三重因素共振，公司经营有望迎来拐点。**1）我们认为，随着公司自有品牌持续发展以及海外产能布局持续完善，美国关税政策对公司业绩影响最显著的阶段已经过去；2）在一级市场退潮、行业竞争维度切换、品牌整合窗口逐渐打开的当下，公司已通过收并购率先在超高端赛道完

## 基础数据

|            |        |
|------------|--------|
| 总股本（百万股）   | 400.47 |
| 流通A股（百万股）  | 189.55 |
| 收盘价（元）     | 38.41  |
| 总市值（亿元）    | 153.82 |
| 流通A股市值（亿元） | 72.80  |

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：叶柏良

执业证书编号：S0270524010002

电话：18125933783

邮箱：yebli@wlzq.com.cn

研究助理：夏博文

电话：15216638505

邮箱：xiabw@wlzq.com.cn

|            | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E    |
|------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 6768.96 | 8076.67 | 9626.17 | 11415.45 |
| 增长率（%）     | 29.06   | 19.32   | 19.18   | 18.59    |
| 归母净利润（百万元） | 673.14  | 746.39  | 919.19  | 1110.45  |
| 增长率（%）     | 7.75    | 10.88   | 23.15   | 20.81    |
| 每股收益（元）    | 1.68    | 1.86    | 2.30    | 2.77     |
| 市盈率（倍）     | 26.03   | 23.48   | 19.07   | 15.78    |
| 市净率（倍）     | 3.77    | 3.42    | 3.03    | 2.67     |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

成品牌+产能的双重卡位，先发优势在品牌碎片化时代具备复利效应；

3) 公司正处于结构升级关键攻坚期，主粮高端化趋势有望持续深化。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 80.8/96.3/114.2 亿元，归母净利润 7.5/9.2/11.1 亿元，对应 PE 为 23.5x/19.1x/15.8x 倍。公司为我国宠物食品行业龙头，自有品牌业务占比较高，品牌基因构筑竞争壁垒，应享有一定估值溢价，给予 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 55.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险因素：**食品安全风险；收购整合风险；限售股解禁风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险；关税变动风险。

## 投资核心观点

公司是国内少有的具备品牌基因的宠物食品龙头。依托本土化的品牌孵化能力与研发壁垒，公司成功打造出麦富迪、弗列加特、汪臻醇等差异化品牌矩阵，深度绑定主粮高端化、宠物情感消费、国货品牌升级等结构性趋势。随着自有品牌持续放量、K9 Natural超高端品牌即将落地、新产能集中释放、关税影响边际消退等多重催化叠加，公司当前估值处于合理区间，盈利能力与自有品牌占比均居行业前列，具备较高的安全边际与向上弹性。首次覆盖给予“买入”评级，目标价55.8元。

### ● 公司整体判断

公司以自有品牌为核心，盈利能力较强。公司以境外OEM/ODM业务起家，自2013年起开启战略转型，先后创立麦富迪、弗列加特、汪臻醇、康弗等品牌并收购美国Waggin'Train，成为以自有品牌为核心的多品牌集团化企业。公司营收规模增长迅速，2025年实现营收/归母净利润67.7亿元/6.7亿元，2020-2025年CAGR分别达27.4%/43.3%。公司盈利能力较强，2020-2025年毛利率由29.3%上升至42.5%；1Q2026公司净利率为7.5%，较中宠股份/佩蒂股份+2.4pct/+5.2pct，维持行业高位。随着我国宠物食品市场集中度提升以及国货品牌认知升级这两大核心趋势加速汇聚，公司这类拥有品牌基因的龙头企业将获得绝佳的突围窗口。

### ● 差异化观点

市场仍在“代工转型”的框架理解公司，我们认为这低估了公司作为多品牌集团化龙头的实质。复盘成熟市场，在宠物食品行业公司集中、品牌分散的竞争格局下，玛氏与雀巢凭借多品牌矩阵成长为全球龙头。我们认为，乖宝正沿着同样的路径率先跑通多品牌矩阵：

1) 自有品牌孵化能力强，已形成多层次的品牌矩阵。内孵方面，公司于2013年创立自有品牌“麦富迪”，2018年推出高端猫粮品牌“弗列加特”，2024年推出超高端犬粮品牌“汪臻醇”，2026年推出高端临床营养品牌“康弗”进军处方粮赛道；外购方面，公司于2021年收购美国高端宠物食品品牌Waggin'Train，且于2026年6月公告拟收购K9 Natural持有的专用于在中国大陆运营“NPGF品牌”，内孵+外购双轮驱动构筑多层次、多定位的自有品牌矩阵。

2) 公司自有品牌占比极高，已成为公司业绩增长的核心驱动力。2021-2025年公司自有品牌营收由13.3亿元增至49.7亿元，期间CAGR达39.0%，占总营收比重由52.0%上升至73.4%，较中宠股份/佩蒂股份分别+37.5pct/53.7pct。2025年麦富迪品牌营收同比增长40%以上，高端品牌弗列加特增长80%以上，麦富迪高端子品牌霸弗增长60%以上，自有品牌已成为公司业绩增长的核心驱动。

### ● 估值和评级

我们预计公司2026-2028年实现营业收入80.8/96.3/114.2亿元，归母净利润7.5/9.2/11.1亿元，对应PE为23.5x/19.1x/15.8x倍。公司为我国宠物食品行业龙头，自有品牌业务占比较高，品牌基因构筑竞争壁垒，应享有一定估值溢价，给予2026年30倍PE，对应目标价55.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 股价触发因素

我们认为，在三重因素的共同影响下，公司业绩即将迎来拐。随着公司自有品牌持续发展以及海外产能布局持续完善，美国关税政策对公司业绩影响最显著的阶段已经过去；2) 在一级市场退潮、行业竞争维度切换、品牌整合窗口逐渐打开的当下，公司已通过收并购率先在超高端赛道完成品牌+产能的双重卡位，先发优势在品

牌碎片化时代具备复利效应；3）公司正处于结构升级关键攻坚期，主粮高端化趋势有望持续深化。

● 风险提示

食品安全风险；收购整合风险；限售股解禁风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险；关税变动风险。

## 正文目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1 乖宝宠物：深耕宠物食品，自有品牌位于行业头部             | 7  |
| 1.1 深耕宠物食品行业二十载，股权结构集中稳定             | 7  |
| 1.2 公司营收增长迅速，毛利率维持高位                 | 8  |
| 1.3 聚焦国内市场，宠物主粮成为公司核心业务              | 9  |
| 1.4 不断加码产能建设，静待未来产能释放                | 10 |
| 2 宠物食品行业：总量慢牛下的“矩阵之战”                | 12 |
| 2.1 我国城镇宠物数量整体平稳，宠物食品市场总量慢牛          | 12 |
| 2.2 单一品牌存在心智天花板，多品牌矩阵是国产替代的终极路径      | 15 |
| 2.2.1 美国经验：品牌心智天花板已现，玛氏及雀巢以多品牌矩阵破局   | 15 |
| 2.2.2 我国宠粮市场集中度持续提升，拥有品牌基因的龙头企业有望突围  | 16 |
| 2.3 情感经济驱动消费升级，高端化+精细化打开宠物食品行业发展空间   | 17 |
| 3 自有品牌孵化能力强，品牌基因构筑公司核心壁垒             | 20 |
| 3.1 公司具备品牌基因，内孵+外购持续扩容多品牌矩阵          | 20 |
| 3.2 聚焦中国宠物需求，构筑本土化创新壁垒               | 22 |
| 3.3 “线上+线下”全渠道多元化销售策略，直销占比不断提升       | 25 |
| 3.4 泛娱乐化品牌营销+多样化推广模式助力公司品牌形象建设       | 26 |
| 3.5 连推两期股权激励，深化核心团队绑定与长期战略落地         | 28 |
| 4 三重因素共振，公司经营有望迎来拐点                  | 29 |
| 4.1 全球化战略持续推进，美国关税影响降低               | 29 |
| 4.2 一级市场退潮+竞争维度切换，公司率先以收并购卡位超高端      | 30 |
| 4.3 公司正处于结构升级关键攻坚期，主粮高端化趋势有望持续深化     | 31 |
| 5 盈利预测与估值                            | 34 |
| 5.1 盈利预测                             | 34 |
| 5.2 可比公司与估值                          | 35 |
| 6 风险提示                               | 36 |
| 图表 1：公司发展历程一览                        | 7  |
| 图表 2：公司股权结构较为集中（截至 2026.08.10）       | 7  |
| 图表 3：公司核心管理层一览                       | 8  |
| 图表 4：公司营收规模持续扩张                      | 8  |
| 图表 5：2020-2025 年公司归母净利润 CAGR 为 43.3% | 8  |
| 图表 6：公司毛利率增长稳健                       | 9  |
| 图表 7：公司净利率维持行业高位                     | 9  |
| 图表 8：公司经营性现金流表现良好                    | 9  |
| 图表 9：公司销售费用率上升显著                     | 9  |
| 图表 10：2025 年公司境内营收达 50.0 亿元，同比+40.8% | 10 |
| 图表 11：公司境内营收占比持续提升                   | 10 |
| 图表 12：2025 年公司宠物主粮业务营收达 41.4 亿元      | 10 |
| 图表 13：宠物主粮业务营收占比不断上升                 | 10 |
| 图表 14：公司不断加码产能建设，持续完善产能布局            | 11 |
| 图表 15：公司产能持续扩张，产能利用率维持高位             | 11 |
| 图表 16：我国城镇宠物数量整体稳健                   | 12 |
| 图表 17：2024 年美英中宠物犬家庭渗透率              | 13 |
| 图表 18：2024 年美英中宠物猫家庭渗透率              | 13 |

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图表 19: 2025 年我国城镇宠物消费市场规模达 3126 亿 .....                   | 13 |
| 图表 20: 我国单宠消费金额持续上升 .....                                 | 13 |
| 图表 21: 国家陆续出台多项政策支持宠物经济发展 .....                           | 14 |
| 图表 22: 宠物食品占城镇宠物总消费的 53.7% .....                          | 14 |
| 图表 23: 我国宠物食品消费市场规模持续扩张 .....                             | 14 |
| 图表 24: 2024 年美国宠物食品行业品牌端 CR5 仅为约 25% .....                | 15 |
| 图表 25: 成熟市场的头部企业已用实践验证了多品牌矩阵的必然性 .....                    | 16 |
| 图表 26: 2024 年我国宠物食品品牌端 CR10 为 26.0%，较 2019 年+4.9pct ..... | 16 |
| 图表 27: 消费者对国货品牌认知度不断升级 .....                              | 17 |
| 图表 28: 原子化社会驱动宠物经济向情感消费转变 .....                           | 18 |
| 图表 29: “陪伴”是养宠人的最大诉求 .....                                | 18 |
| 图表 30: 年轻一代消费者持续主导宠物消费市场 .....                            | 18 |
| 图表 31: 养宠人群中高学历人群比例较高 .....                               | 18 |
| 图表 32: 宠物主大多为企业白领 .....                                   | 19 |
| 图表 33: 宠物主整体月收入水平较高 .....                                 | 19 |
| 图表 34: 宠物主粮稳固占据宠物食品市场主导地位 .....                           | 19 |
| 图表 35: 我国宠物“银发浪潮”在即 .....                                 | 20 |
| 图表 36: 公司自有品牌一览 .....                                     | 21 |
| 图表 37: 公司自有品牌营收占比持续提升 .....                               | 21 |
| 图表 38: 麦富迪市占率提升迅速 .....                                   | 21 |
| 图表 39: 公司研发投入处于行业较高水平 .....                               | 22 |
| 图表 40: 公司研发人员数量持续上升 .....                                 | 22 |
| 图表 41: 公司研发中心布局持续完善 .....                                 | 23 |
| 图表 42: 公司各研究部门研究方向一览 .....                                | 23 |
| 图表 43: 2025 年公司主要研发项目一览 .....                             | 24 |
| 图表 44: 公司践行全渠道运营策略，实现线上+线下深度互补 .....                      | 25 |
| 图表 45: 公司直销收入增长迅速 .....                                   | 25 |
| 图表 46: 公司直销占比持续提升 .....                                   | 25 |
| 图表 47: 公司注重品牌营销，销售费用率维持行业较高水平 .....                       | 26 |
| 图表 48: 公司产品植入多个综艺、影视作品 .....                              | 27 |
| 图表 49: 公司积极打造联名款产品 .....                                  | 27 |
| 图表 50: 公司自有品牌知名度持续提升 .....                                | 27 |
| 图表 51: 公司长效激励机制不断健全，股权激励绑定核心管理团队 .....                    | 28 |
| 图表 52: 公司股权激励计划考核指标一览 .....                               | 28 |
| 图表 53: 公司的核心增长点始终为国内自有品牌业务 .....                          | 29 |
| 图表 54: 美国关税对公司未来业绩影响总体有限 .....                            | 29 |
| 图表 55: 宠物食品行业一级市场有所退潮 .....                               | 30 |
| 图表 56: 2023 年 8 月后宠物食品行业尚未有品牌型企业通过 A 股 IPO 实现退出 .....     | 31 |
| 图表 57: 公司宠物主粮业务营收快速增长 .....                               | 31 |
| 图表 58: 宠物主粮业务毛利率较高 .....                                  | 31 |
| 图表 59: 公司产品价格带持续上移 .....                                  | 32 |
| 图表 60: 公司产品矩阵丰富 .....                                     | 32 |
| 图表 61: 公司收入情况预测 .....                                     | 34 |
| 图表 62: 公司费用情况预测 .....                                     | 35 |
| 图表 63: 公司盈利预测结果 .....                                     | 35 |
| 图表 64: 可比公司财务指标对比 .....                                   | 36 |
| 图表 65: 可比公司估值表 .....                                      | 36 |

# 1 乖宝宠物：深耕宠物食品，自有品牌位于行业头部

## 1.1 深耕宠物食品行业二十载，股权结构集中稳定

**OEM/ODM业务起家，2013年开始自有品牌转型之路。**乖宝宠物成立于2006年，主要从事宠物食品的出口代加工，凭借优秀的质量及低廉的价格，公司业务迅速扩张并成为多个国际宠物食品品牌的OEM/ODM供货商；2013年，受美国限制宠物食品进口量政策影响，公司开始转型，成立自有品牌“麦富迪”全面进军国内中高端宠物食品市场，并在随后几年围绕不同目标客户群体打造不同系列产品，推出了双拼粮、软食粒等明星产品，成为产品系列最丰富的国产品牌之一，“麦富迪”在国内的品牌影响力持续提升；2018年，公司推出猫粮品牌“弗列加特”，聚焦高端猫用食品市场，市场反响良好；2021年，公司收购美国品牌“Waggin’Train”，布局海外；2024年，公司推出高端犬粮品牌“汪臻醇”，持续发力高端宠物食品市场；2026年，公司推出高端临床营养品牌康弗，正式进军处方粮赛道。

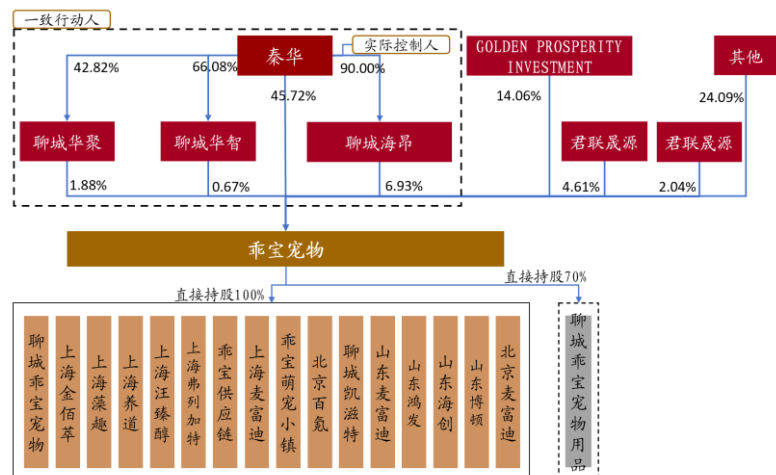
图表1:公司发展历程一览



资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

**公司股权结构集中，实控人及一致行动人持股超55%。**截至2026年8月10日，董事长秦华先生直接持股45.72%，并通过一致行动人聊城海昂、聊城华聚、聊城华智分别持股6.93%、1.88%、0.67%，秦华先生及一致行动人合计持股55.20%，较为集中的股权结构有助于保障公司重大战略决策的长期性与稳定性，助力公司未来发展。

图表2:公司股权结构较为集中（截至 2026.08.10）



资料来源：ifind、公司公告、万联证券研究所

公司核心管理层稳定，产业经验丰富。公司董事长秦华先生历任山东凤祥集团副总经理、总经理、副总裁等管理职务，产业经验丰富。公司总裁杜士芳女士历任内蒙古伊利集团、蒙牛乳业液态奶事业部产品经理，负责核心产品市场策略，且自2008年起长期担任北京麦富迪及乖宝宠物高管，历任董事、总经理、副总裁等职务，核心管理团队稳定且资深。

图表3:公司核心管理层一览

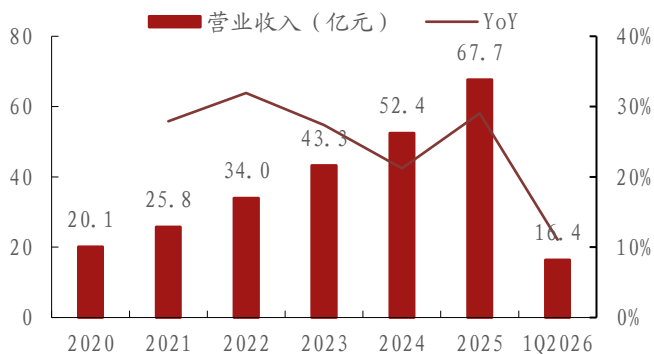
| 姓名  | 职务     | 性别 | 出生年份 | 履历                                                                                                                             |
|-----|--------|----|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 秦华  | 董事长,董事 | 男  | 1968 | 1995年至2005年，历任山东凤祥集团副总经理、总经理等管理职务；2005年创立乖宝宠物，并长期担任乖宝宠物及其核心子公司董事长、总经理等领导职务，全面负责公司战略与运营。                                        |
| 杜士芳 | 总裁     | 女  | 1975 | 2002年至2006年，历任伊利集团、蒙牛乳业液态奶事业部产品经理，负责核心产品市场策略。2008年起担任北京麦富迪及乖宝宠物高管，历任董事、总经理、副总裁等职务；2023年10月起任乖宝宠物董事、总裁。                         |
| 袁雪  | 财务总监   | 女  | 1977 | 2004年至2016年，历任英美烟草及玛氏食品（中国）财务经理、销售财务总监等职务。2020年起担任乖宝宠物财务总监。                                                                    |
| 王鹏  | 董事会秘书  | 男  | 1978 | 2000年至2017年，长期任职于东阿阿胶股份有限公司，历任成本主管、证券事务经理及证券事务代表等职，积累了近二十年的财务成本管理与上市公司证券事务专精经验。自2017年起担任乖宝宠物食品集团董事会秘书至今，全面负责公司治理、信息披露及投资者关系管理。 |

资料来源：ifind、公司公告、万联证券研究所

## 1.2 公司营收增长迅速，毛利率维持高位

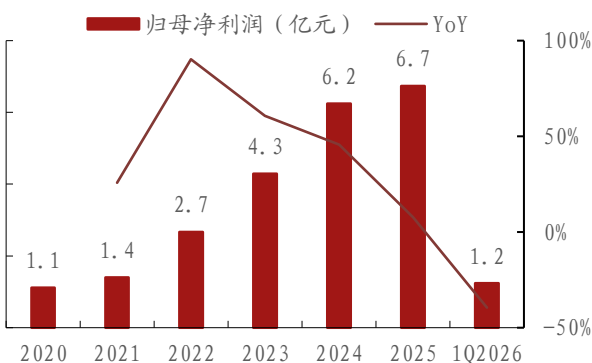
公司营收规模持续扩张，正处在品牌结构升级的关键攻坚期。2025年公司实现营收67.7亿元，同比+29.1%；实现归母净利润6.7亿元，同比+7.8%。公司2020-2025年营收快速增长，由20.1亿元增至67.7亿元，CAGR为27.4%；公司归母净利润由1.1亿元增长至6.7亿元，CAGR为43.3%。公司1Q2026实现营业收入16.4亿元，同比+11.1%；归母净利润1.2亿元，同比-39.5%，原因主要为：1）国际汇率波动、上游原材料价格阶段性变化，以及大型生产基地转固后折旧摊销、股份支付费用集中计提等固定成本阶段性释放；2）关税政策持续影响下，公司主动调整优化外销客户结构；3）公司聚焦品牌高端化、产品结构化、渠道壁垒化，持续优化自有品牌品类结构、高端品牌渠道结构以及海外品牌经营团队，对营收及净利润形成短期压制。

图表4:公司营收规模持续扩张



资料来源：ifind、万联证券研究所

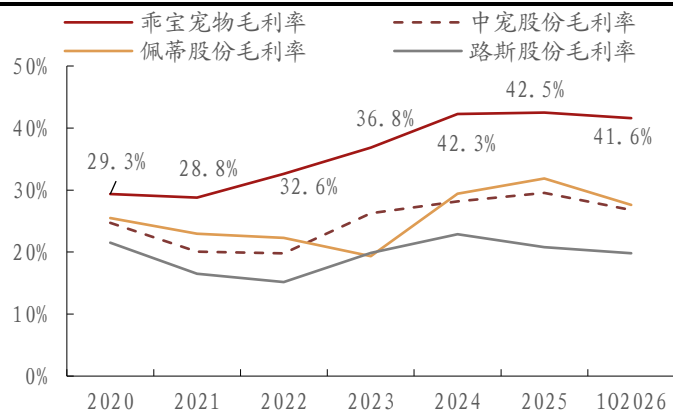
图表5:2020-2025 年公司归母净利润 CAGR 为 43.3%



资料来源：ifind、万联证券研究所

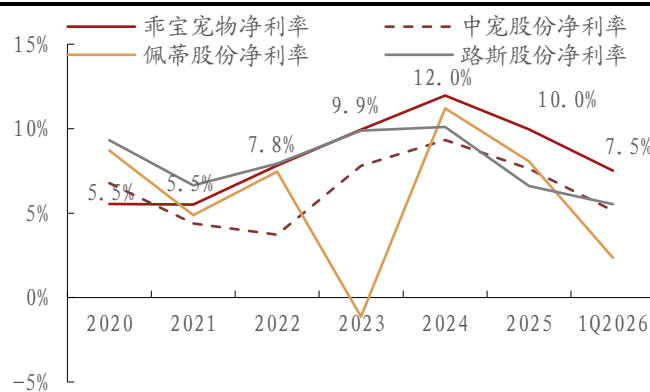
公司毛利率增长稳健，净利率维持行业高位。毛利率方面，2020-2025年公司毛利率由29.3%上升至42.5%，1Q2026毛利率为41.6%，同比+0.1pct，总体增长稳健，主要原因为1) 公司自有品牌认可度持续提升，销售额快速增长，占比持续提升，带动公司整体毛利率提升；2) 推出“弗列加特”、“汪臻醇”等高端品牌，其毛利率显著高于平价产品；3) 毛利较高的宠物主粮业务占比持续提升，拉升整体毛利。净利率方面，由于销售费用率抬升等因素影响，1Q2026公司净利率为7.5%，同比有所下滑，但仍维持行业高位，较中宠股份/佩蒂股份/路斯股份+2.4pct/+5.2pct/+2.0pct。

图表6:公司毛利率增长稳健



资料来源: ifind、万联证券研究所

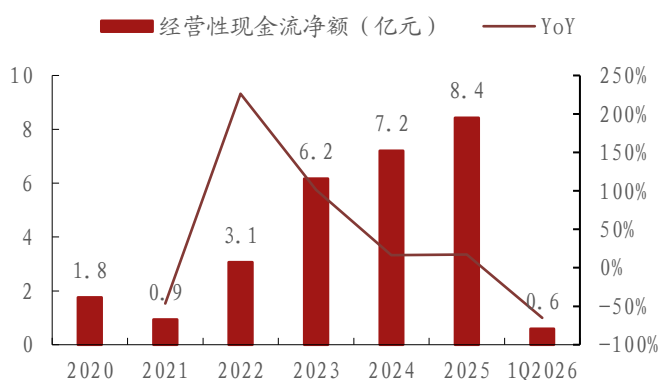
图表7:公司净利率维持行业高位



资料来源: ifind、万联证券研究所

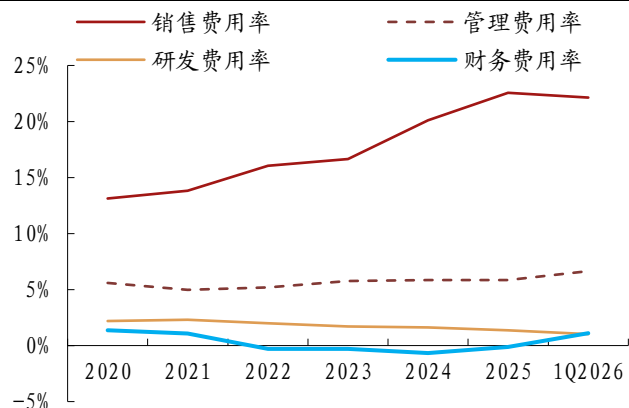
公司经营性现金流表现良好，销售费用率快速上升。2025年公司经营性净现金流达8.4亿元，同比+17.1%，经营性现金流表现良好，拥有较高的盈利质量以及优异的回款能力；1Q2026公司经营性净现金流为0.6亿元，同比-65.1%，主要是由出口退税减少以及营销费用上升导致。费用端，1Q2026公司期间费用率为30.9%，同比+7.0pct。其中，公司销售费用率为22.1%，同比+4.3pct，主要原因为自有品牌增长、直销渠道占比提升及公司新品推广使得相应业务推广费和销售服务费增加；管理费用率为6.6%，同比+1.6pct，主要原因为公司实施绩效考核激励机制，相应薪酬增长；财务费用率为1.1%，同比+1.6pct，主要是汇率波动导致汇兑损失增加所致。

图表8:公司经营性现金流表现良好



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表9:公司销售费用率上升显著



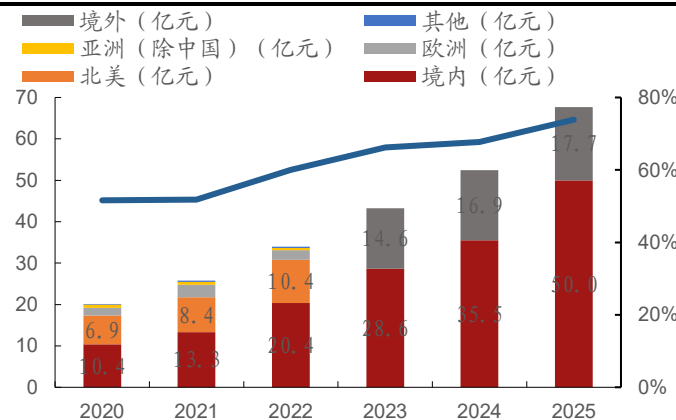
资料来源: ifind、万联证券研究所

### 1.3 聚焦国内市场，宠物主粮成核心业务

公司聚焦国内市场，境内营收占比持续提升。分地区看，2025年公司境内营收达50.0亿元，同比+40.8%，主要原因为公司把握国内宠物食品需求快速扩张的行业机遇，持

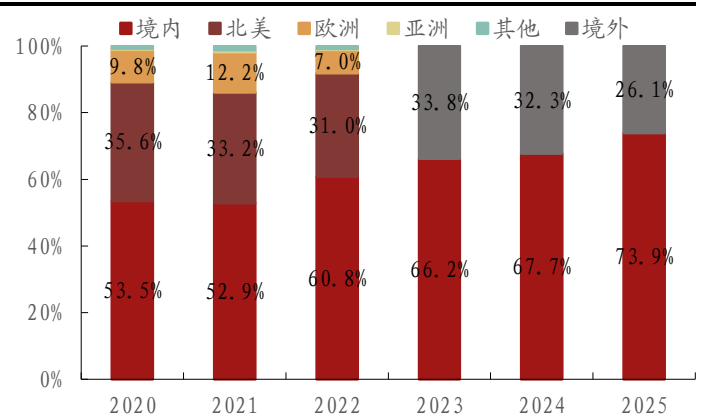
续深化自主品牌战略布局,领跑行业;2025年公司境外营收达17.7亿元,同比+4.5%,其中,受美国关税政策影响,公司海外代工业务有所承压,北美地区营收占比持续下降。2025年公司境内营收占比达73.9%,较2020年的51.6%增加22.3pct,境内营收占比持续提升。

图表10:2025 年公司境内营收达 50.0 亿元,同比+40.8%



资料来源: ifind、万联证券研究所

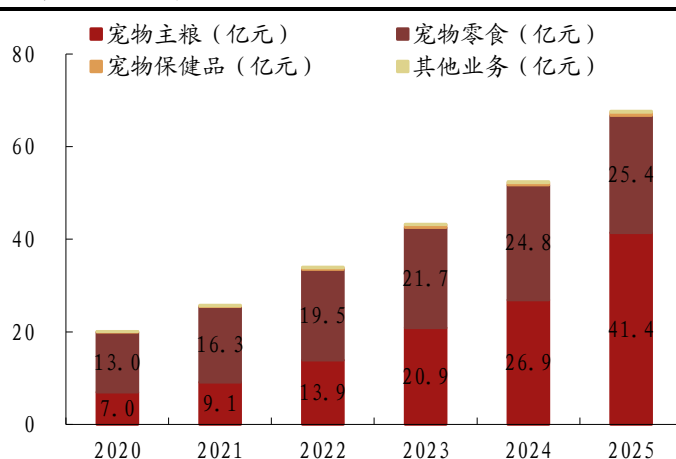
图表11:公司境内营收占比持续提升



资料来源: ifind、万联证券研究所

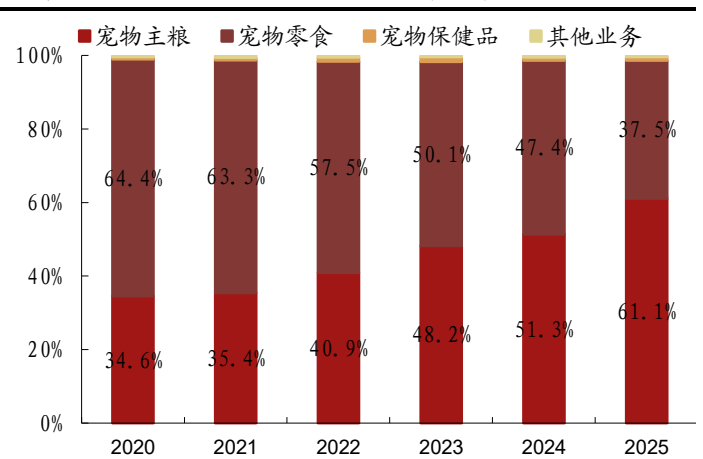
宠物主粮业务营收占比不断上升,已成为公司第一大业务。2025年公司宠物主粮/宠物零食/宠物保健品业务营收分别达41.4亿元/25.4亿元/0.7亿元,同比分别+53.8%/+2.1%/+45.8%。公司宠物主粮业务占比不断提升,于2024年超过宠物零食业务成为公司第一大业务,2025年占总营收比重达到61.1%,且有持续上升趋势,公司营收结构已完成从零食为主到主粮驱动的根本性转变。

图表12:2025 年公司宠物主粮业务营收达 41.4 亿元



资料来源: ifind、万联证券研究所

图表13:宠物主粮业务营收占比不断上升



资料来源: ifind、万联证券研究所

#### 1.4 不断加码产能建设,静待未来产能释放

公司不断加码产能建设,持续完善产能布局。当前公司生产基地主要包括中国工厂以及泰国工厂,其中中国工厂位于山东聊城,地处国内农畜产品生产大省,能节省原材料的运输成本,是公司最主要的生产基地,产品包括宠物主粮、零食、保健品等;泰国工厂成立于2015年8月,负责OEM业务及部分海外自有品牌产品生产。

2023年8月,公司将IPO募集资金投入宠物食品生产基地扩产建设项目,建设完成后可形成年产58,500吨主粮、3133吨零食及1230吨高端保健品的制造能力,已于2025年2月投产;2023年9月,公司将5.6亿元超募资金投入年产10万吨高端宠物食品项目,预计将于2027年6月投产;同时,公司投入约2亿元扩建泰国工厂,已于2025年

6月投产，共形成19,500吨年产能；2025年11月21日，公司公告称将投资9.5亿元建设新西兰高端宠物食品项目，总建设周期5年，完成后预计可达到年产5万吨高端宠物食品；2026年1月30日，公司公告将投资5亿元在山东聊城建设年产30万吨高端宠物主粮食品项目，总建设周期为2年。公司产能布局持续完善，未来有望形成国内+泰国+新西兰的全球产能布局。

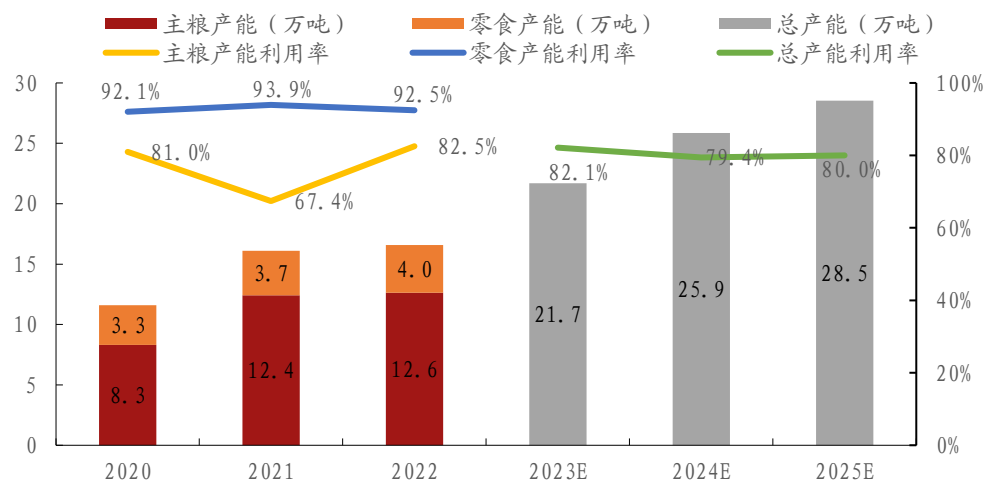
图表14:公司不断加码产能建设，持续完善产能布局

| 时间       | 项目名称             | 投产状态             | 新增产能                                                        |
|----------|------------------|------------------|-------------------------------------------------------------|
| 2023年8月  | 宠物食品生产基地扩产建设项目   | 已投产<br>(2025年2月) | 建设完成后可形成年产58500吨主粮、3133吨零食及1230吨高端保健品的制造能力。                 |
| 2023年9月  | 年产10万吨高端宠物食品项目   | 预计2027年6月投产      | 建设完成后可形成年产35000吨宠物食品湿粮、20000吨液态奶、5000吨冻干类产品及40000吨烘焙粮的制造能力。 |
| 2023年9月  | 泰国工厂二期扩建         | 已投产<br>(2025年6月) | 建设完成后泰国工厂总共可形成年产19500吨宠物食品，主要用于海外地区OEM/ODM业务。               |
| 2025年11月 | 新西兰高端宠物食品项目      | 总建设周期5年          | 建设完成后预计可达到年产5万吨高端宠物食品。                                      |
| 2026年1月  | 年产30万吨高端宠物主粮食品项目 | 总建设周期2年          | 预计总建设面积约为100,000平方米，包含主粮车间、原料仓库和成品配套仓库，以及其他附属设施。            |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司产能持续扩张，产能利用率维持高位。2020-2022年，公司主粮产能利用率维持在80%左右，其中，2021年产能利用率下降主要系新建主粮生产线未能完全释放产能所致，且在2022年便恢复至80%以上；公司零食产能利用率始终保持90%以上，产品需求量较大。根据项目完成度预计，公司2024年产能约为25.9万吨，产能利用率为79.4%，产能利用率总体维持高位，产品市场需求强劲。随着未来公司年产10万吨高端宠物食品项目以及新西兰高端宠物食品项目的投产，公司业务有望进一步放量，驱动公司整体营收迈上新台阶。

图表15:公司产能持续扩张，产能利用率维持高位



资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：公司2022年后未公布自身产能，2023-2025年产能为我们根据公告项目进度估算值。

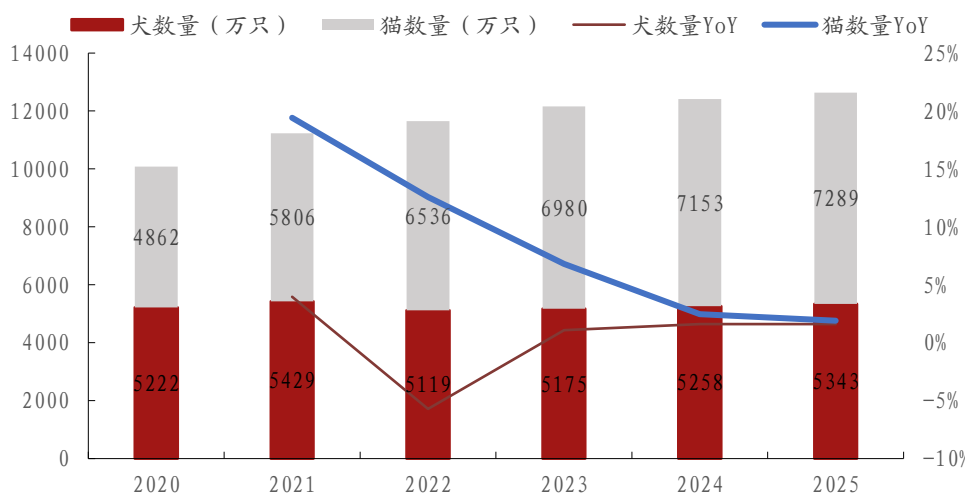
## 2 宠物食品行业：总量慢牛下的“矩阵之战”

宠物食品并非量价齐升的顺周期赛道，而是总量慢牛+结构剧变中的品牌博弈。根据《2026中国宠物行业白皮书》数据，2025年我国城镇宠物数量同比仅+1.8%，城镇宠物消费市场规模同比+4.1%，总量增速已逐步放缓。但从结构来看，2024年我国宠物食品行业公司端/品牌端CR5分别为25.4%/18.9%，公司端仅比品牌端高6.5pct。与之相比，成熟市场中，美国2024年公司端/品牌端CR5约为67%/25%，呈现出公司端高度集中，但品牌端分散的格局，赢家能力的本质是多品牌矩阵，而非单一大单品。因此，根据成熟市场的经验，我国宠物食品国产替代的实质，已从总量增长下的渠道红利抢夺，演变为总量慢牛下的品牌矩阵卡位，赢家的终极壁垒，在于能否通过多品牌解构细分需求，用组织力替代行业β，在公司层面实现“集中度先行”。

### 2.1 我国城镇宠物数量整体平稳，宠物食品市场总量慢牛

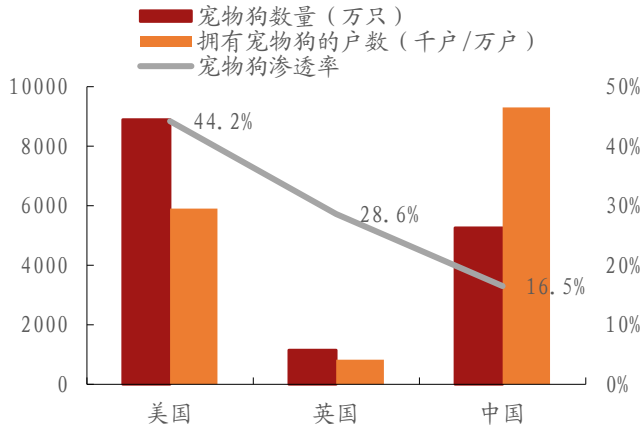
城镇宠物数量整体稳健，家庭渗透率仍处低位。2025年，我国城镇宠物数量达1.3亿只，同比+1.8%，2020-2025年CAGR达6.7%。其中，2025年宠物犬数量为5343万只，同比+1.6%，数量有所回升；宠物猫数量为7289万只，同比+1.9%，2020-2025年CAGR达8.4%，养猫群体扩张迅速，主要原因为猫独立性强、无需频繁外出、对居住空间要求较小的特性，与城市生活方式的空间适配性更强，因此成为快节奏都市生活的理性选择。从增速来看，近几年我国城镇猫犬同比增速有所下滑，我们认为主要是由于受限于居住空间、养育精力、政策、经济成本等，一个家庭养多只宠物的难度持续增大，户均宠物量增长乏力，限制了城镇宠物数量的快速提升。然而，从宠物家庭渗透率来看，我国城镇宠物数量还远未见顶。近年来，我国宠物家庭渗透率总体呈上升趋势。2024年，中国宠物犬/猫渗透率分别达到16.5%/15.3%，相比之下，美国的宠物犬/猫渗透率分别为44.2%/38.4%，英国为28.6%/21.2%。相较英美等成熟宠物市场，中国宠物行业家庭渗透率仍处于低位，宠物数量距市场容量上限仍较远，存在上升空间。

图表16:我国城镇宠物数量整体稳健



资料来源：《2026中国宠物行业白皮书》、万联证券研究所

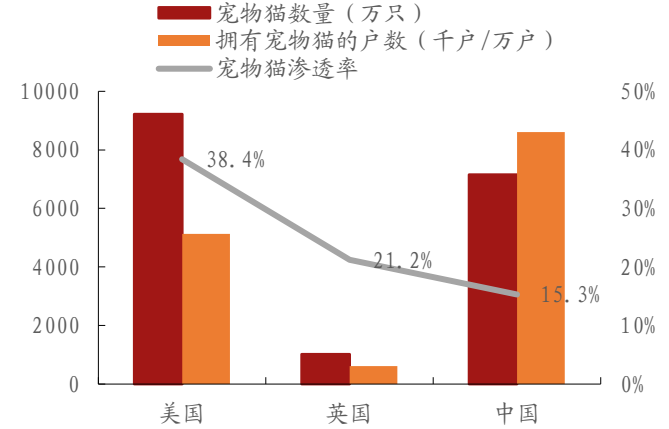
图表17:2024 年美英中宠物犬家庭渗透率



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

注: 美、英均采用千户, 中国采用万户

图表18:2024 年美英中宠物猫家庭渗透率

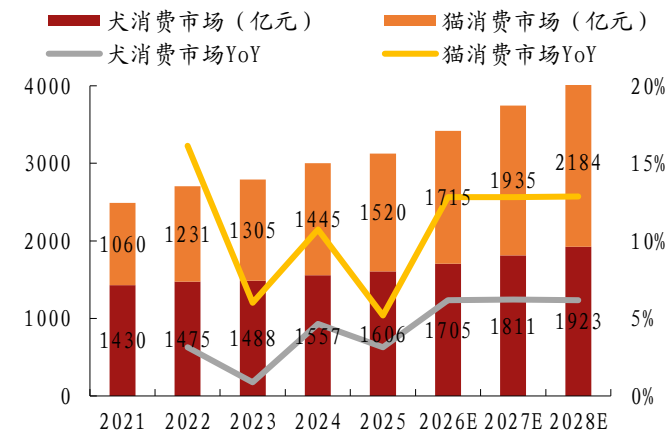


资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

注: 美、英均采用千户, 中国采用万户

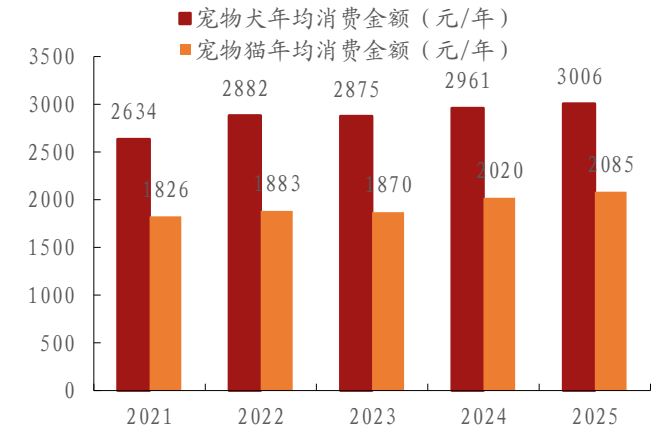
**渗透率提升+单宠消费金额增加双轮驱动, 宠物市场规模维持慢牛。**据《2026中国宠物行业白皮书》, 2025年我国城镇宠物消费市场规模达3126亿元, 同比+4.1%, 2021-2025年CAGR达4.7%; 预计2028年达4107亿元, 2025-2028年CAGR达9.5%, 市场持续扩容。其中, 2025年犬消费市场规模为1606亿元, 同比+3.1%; 猫市场规模为1520亿元, 同比+5.2%。从单宠年均消费金额看, 2025年我国宠物犬年均消费金额达3006元, 同比+1.5%; 宠物猫年均消费金额达2085元, 同比+3.2%, 单宠消费金额持续上升。未来, 我国宠物经济市场规模有望在渗透率提升+单宠消费金额增加的双轮驱动下维持慢牛走势, 持续稳健扩张。

图表19:2025 年我国城镇宠物消费市场规模达 3126 亿



资料来源: 《2026中国宠物行业白皮书》、万联证券研究所

图表20:我国单宠消费金额持续上升



资料来源: 《2026中国宠物行业白皮书》、万联证券研究所

**国家陆续出台多项政策, 全面支持宠物经济的高质量发展。**近年来, 中国宠物行业受到国家产业政策的重点支持。自2018年起, 农业农村部等部门发布《宠物饲料管理办法》等一系列规范性文件, 统一了宠物食品行业标准, 奠定了规范化发展的基础。“十四五”时期, 政策导向从规范管理转向积极引导和战略扶持。2021年, 农业农村部将宠物饲料加工业纳入《全国乡村重点产业指导目录》, 为产业发展提供了明确的政策支持。此外, 地方政府的能动性也被空前激发, 浙江省在2025年10月发布的《关于促进宠物经济发展的意见》中, 明确提出了到2030年建成“全国宠物经济创新策源地、宠物食品品牌大省、宠物用品制造强省”; 鞍山市印发宠物产业“十五五”规划, 目标2030年产业规模突破300亿元, 打造“中国萌宠之都”; 合肥、深圳等地也纷纷出台具体奖补措施, 宠物食品行业从规范发展步入战略引导与主动产业设计的新阶段。

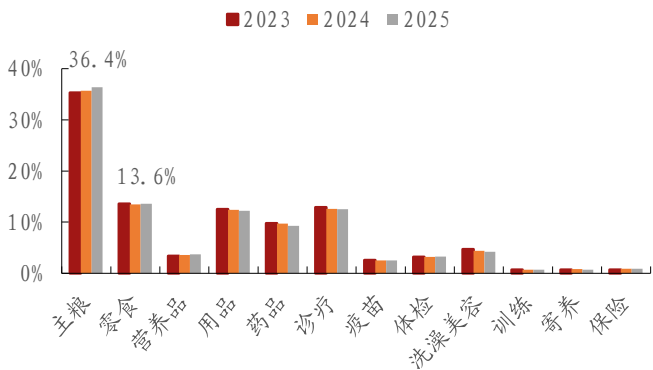
图表21:国家陆续出台多项政策支持宠物经济发展

| 政策名称                             | 发布单位         | 发布时间    | 主要内容                                                                                               |
|----------------------------------|--------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《宠物饲料管理办法》等规范性文件                 | 农业农村部        | 2018    | 发布包括《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料生产许可条件》、《宠物饲料卫生规定》等在内的 6 个规范性文件，宠物食品行业标准得到统一。                                  |
| 《关于进一步加强和改进城市养犬管理工作的意见》          | 国务院办公厅       | 2019    | 要求各地依法制定或修订城市养犬管理规定，明确管理牵头部门和各相关部门（如公安、农业农村、卫生健康等）的职责，建立协作机制。                                      |
| 《全国乡村重点产业指导目录（2021 年版）》          | 农业农村部        | 2021    | 将宠物饲料加工业纳入重点产业指导目录，为乡村宠物食品产业发展提供政策支持和引导，促进农村地区宠物食品产业兴起和发展，推动宠物食品行业的规模化、产业化发展。                      |
| 《进出口饲料和饲料添加剂检验检疫监督管理办法（2023 修正）》 | 海关总署         | 2023    | 规范进出口饲料和饲料添加剂的检验检疫监督管理工作，提高安全水平，保护动物和人体健康。                                                         |
| 《伴侣动物（宠物）用品安全技术要求》               | 中国国家标准化管理委员会 | 2024    | 对宠物用品的原料、机械物理特性、化学成分、电气安全以及安全标示等方面制定详细的安全要求和试验方法。                                                  |
| 《对十四届全国人大二次会议第 4672 号建议的答复》      | 农业农村部、市场监管总局 | 2024    | 市场监管总局批准发布多项宠物食品领域国家标准，为宠物食品产品质量监管提供依据，促进宠物食品质量提升。农业农村部着力加强宠物饲料监督管理，制定印发一系列规范性文件，指导地方依法开展宠物饲料管理工作。 |
| 《关于促进宠物经济发展的意见》                  | 浙江省农业农村厅等六部门 | 2025.10 | 到 2030 年，建成“全国宠物经济创新策源地、宠物食品品牌大省、宠物用品制造强省”，打造浙北（全链）、浙中（贸易）、浙南（制造）三大产业带，产业规模力争突破 500 亿元。            |
| 《宠物产业发展“十五五”规划》                  | 鞍山市农业农村局     | 2025.11 | 到 2030 年，打造“中国萌宠之都”，全面建成“东北亚宠物繁育和交易中心”；年繁育交易宠物犬猫数量达 300 万只，从业者增长至 10 万人，全市宠物产业总体规模突破 300 亿元。       |

资料来源：华经产业研究院、中商产业研究院、观研天下、万联证券研究所

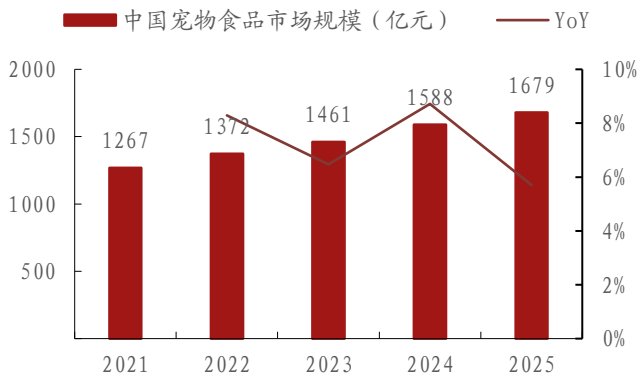
**宠物食品具有刚性需求，为核心赛道。**宠物食品可分为宠物主粮、宠物零食及宠物营养品三大类，贯穿宠物的整个生命周期，具有复购性高、价格敏感性低、黏性强的特点，是宠物的刚性需求。宠物食品是宠物经济的主要消费市场，2025年我国宠物食品消费市场规模达1679亿元，同比+5.7%，占我国城镇宠物总消费的53.7%，2021-2025年CAGR达7.3%，随着人们对喂养商品粮的认知提升，市场对宠物食品的需求有望进一步释放。

图表22:宠物食品占城镇宠物总消费的 53.7%



资料来源：《2026中国宠物行业白皮书》，万联证券研究所

图表23:我国宠物食品消费市场规模持续扩张



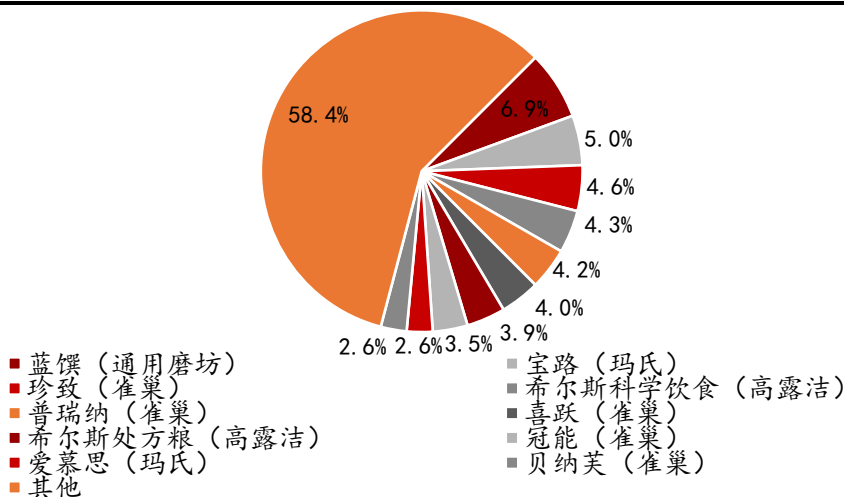
资料来源：派读宠物、万联证券研究所

## 2.2 单一品牌存在心智天花板，多品牌矩阵是国产替代的终极路径

### 2.2.1 美国经验：品牌心智天花板已现，玛氏及雀巢以多品牌矩阵破局

单一品牌的心智天花板在美国这类成熟市场已被充分验证。数据显示，2024年美国宠物食品行业品牌端CR5仅为25%，单一品牌在消费者心智中的品类代言能力存在着天然边界。我们认为，这一现象出现的主要原因为：1) 消费者认知具有排他性，往往会将品牌与某一特定品类或价格带绑定，例如渴望定位高端天然宠粮、皇家则以处方粮和兽医专业渠道为核心心智、宝路则聚焦大众市场，单一品牌难以同时承载多种品牌认知；2) 宠物食品行业中价格是品质的第一显性信号，跨越过大价格带的单品牌战略会在产品售价上存在撕裂感，使消费者产生认知冲突，同时伤害品牌自身高端线和大众线的信任度；3) 渠道碎片化要求品牌分兵把守，不同渠道对品牌的诉求截然不同，如直播电商需要高毛利、强种草、能快速激发购买欲的品牌，货架电商需要高复购、标品化、搜索权重高的品牌，宠物医院等线下专业渠道则需要强专业背书、高信任度、能为渠道提供溢价空间的品种，单一品牌难以在所有渠道建立统治力。

图表24:2024 年美国宠物食品行业品牌端 CR5 仅为约 25%



资料来源：三个皮匠、万联证券研究所

成熟市场的头部企业已用实践验证了多品牌矩阵的必然性。玛氏自1935年进入宠物行业，历经90年持续并购，建立起覆盖皇家、宝路、伟嘉、美士、渴望、爱肯拿等50余个品牌的宠物帝国，其中皇家专注精准营养并锚定兽医渠道，宝路、伟嘉卡位大众市场，渴望、爱肯拿则主攻超高端天然粮，各品牌在消费者心智中占据截然不同的位置，互不重叠。雀巢普瑞纳同样构建了以冠能为旗舰的品牌矩阵，旗下覆盖珍致、喜跃等品牌，其全球8大研发中心、超1700项专利为各品牌提供统一的科研底座，实现前端分散、后端集中的集团军作战。玛氏与雀巢这两大全球龙头的共同特征在于并非依赖单一大单品，而是通过多品牌分别卡位不同价格带、不同功能场景、不同渠道，形成多品牌矩阵。数据显示，尽管2024年美国宠物食品行业品牌端CR5仅为约25%，但公司端CR5达到了约67%，两者约42pct的差距便是多品牌矩阵的价值所在。

图表25:成熟市场的头部企业已用实践验证了多品牌矩阵的必然性



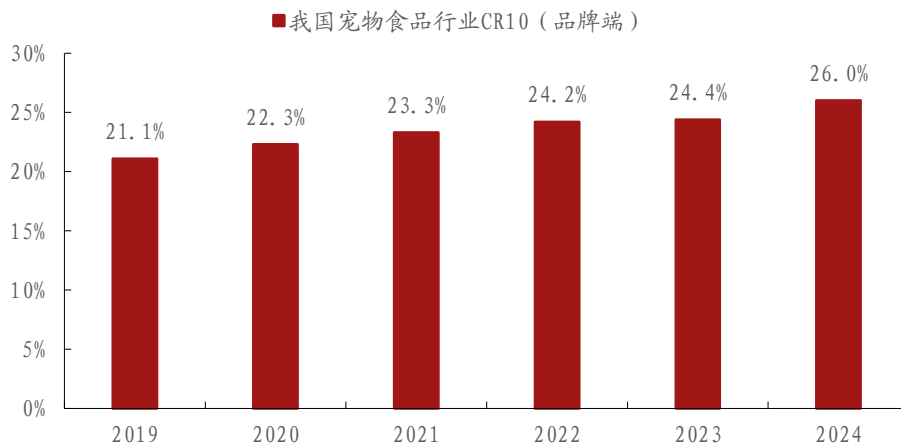
资料来源: 各公司官网、万联证券研究所

### 2.2.2我国宠粮市场集中度持续提升, 拥有品牌基因的龙头企业有望突围

对标美国, 我国宠物食品行业正处于从单品牌运营向多品牌矩阵化跨越的早期阶段。2024年, 我国宠物食品行业公司端CR5为25.4%, 品牌端CR5为18.9%, 两者仅差6.5pct, 远低于美国的42.0pct, 国内头部企业大多尚未建立起“用多个品牌装多个细分市场”的品牌集团军认知。因此, 随着我国宠物食品市场集中度提升以及国货品牌认知升级这两大核心趋势加速汇聚, 拥有品牌基因的龙头企业将获得绝佳的突围窗口。

1) 我国宠物食品行业市场集中度持续提升, 头部企业优势正在放大。近年来, 随着科学养宠观念的普及, 宠物主对宠物食品营养、质量、安全的要求不断提高, 加之国内宠物行业相关政策的完善以及行业门槛的上升, 我国宠物食品行业集中度不断提升, 2024年品牌CR10达26.0%, 较2019年+4.9pct。未来, 随着产业资本的进入, 我国宠物食品行业有望加速整合, 客户、资金及各类资源都将向头部企业集中, 质量稳定、有口碑的产品将获得更大市场, 龙头企业的优势将被进一步放大。此外, 由于宠物更换主粮品牌的成本较高, 已树立品牌优势的头部企业在竞争中存在先发优势, 一旦宠物主与某一品牌建立长期信任关系, 转换成本将构成极强的用户粘性, 行业集中度有望持续提升, 头部企业有望突围。

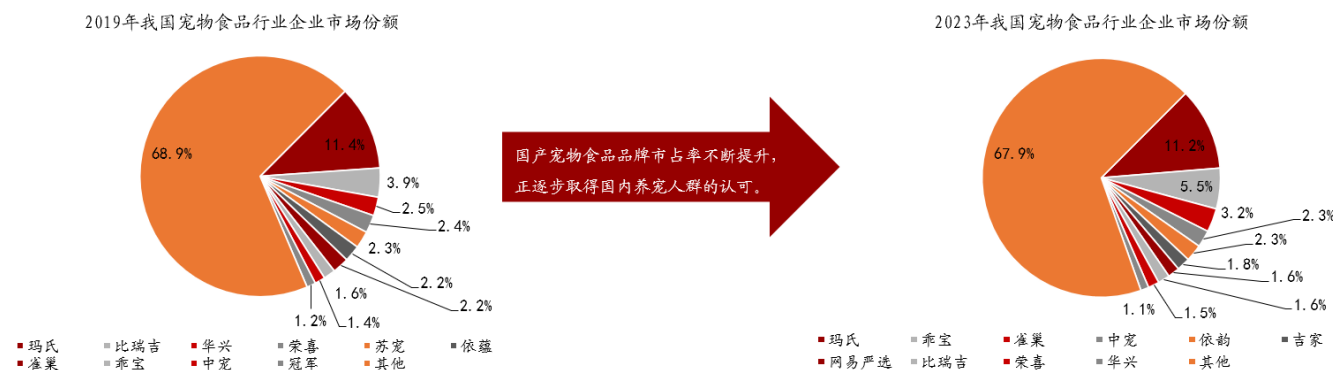
图表26:2024 年我国宠物食品品牌端 CR10 为 26.0%, 较 2019 年+4.9pct



资料来源: 观研天下、三个皮匠、万联证券研究所

2) 消费者对国货品牌认知度持续升级。当前，国产宠物食品正通过研发能力和生产工艺的双重提升，逐步取得国内宠物主的认可。在研发能力方面，头部品牌通过与高校合作，开发更适合中国宠物的营养配方，推动本土化创新；生产工艺方面，企业引进低温冷压等先进生产设备和工艺，持续提升生产效率和产品质量，在品质等同甚至超越进口产品的基础上做到更低价格。此外，部分头部品牌借助线上渠道积极推广自身产品及科学养宠理念，进一步提升消费者对国产的信任。截至2024年，32.9%的犬主人以及34.8%的猫主人倾向选择国产品牌，无明确品牌偏好的养宠人群占比逐步收窄，消费者对国产品牌的偏好正持续提升。

图表27:消费者对国货品牌认知度不断升级



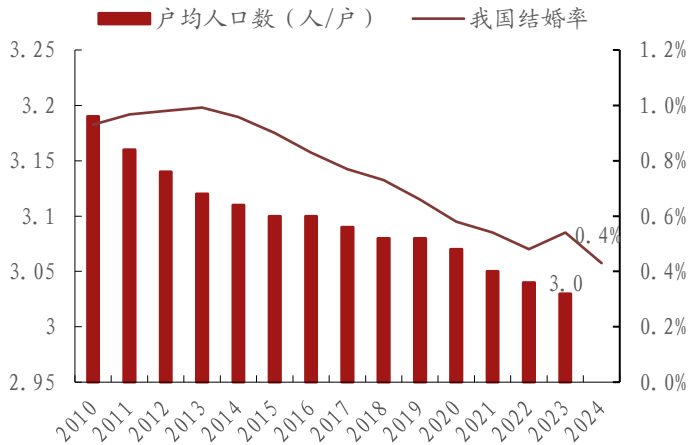
资料来源：前瞻产业研究院、观研天下、万联证券研究所

随着我国宠物食品行业集中度向头部聚拢，多品牌矩阵将成为企业突破单一品牌心智天花板的必由之路。一方面，不同价格带、不同场景、不同渠道的消费者诉求各异，单一品牌终将触碰心智天花板，头部企业不能仅靠单品牌承接所有涌入的流量；另一方面，随着国货认知的持续升级，头部企业推出新品牌的市场教育成本大幅降低，因此也赢来了孵化多品牌的时间窗口。2024年，我国宠物食品行业公司端CR5仅25.4%，尚处于“大而不集”的阶段，在集中度加速提升+国货认知持续升级的双重趋势下，谁能率先构建起科研底座+多品牌矩阵的组织能力，谁就将吃下集中度跃迁的时代红利。

## 2.3 情感经济驱动消费升级，高端化+精细化打开宠物食品行业发展空间

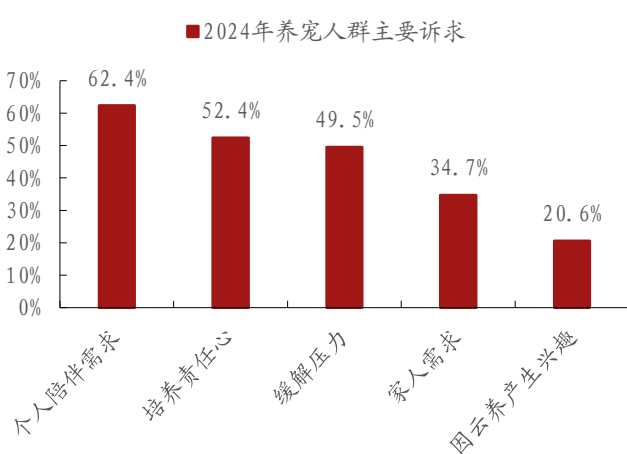
人口结构变迁驱动宠物经济向情感消费转变，构成行业结构性升级的基础。据国家统计局数据，1987-2024年中国结婚率由8.6‰下降至4.3‰，2023年我国家庭户均人数亦减少至3.0人，随着结婚率持续走低、家庭规模缩小，以及老龄化进程加速，原子化社会催生出强烈的情感陪伴需求。在此背景下，宠物已超越传统饲养范畴，成为重要的情感寄托与替代性家庭成员。数据显示，超过90%的宠物主将宠物视为家人或朋友，宠物经济的消费逻辑因此从功能性的“养”转向情感性的“育”与“伴”。Euromonitor指出，宠物主愿意以更高价格购买那些具有更多功能性、更加健康且由优质成分制成的产品，其对情感价值的重视构成宠物消费结构性升级的基础。

图表28:原子化社会驱动宠物经济向情感消费转变



资料来源: ifind、万联证券研究所

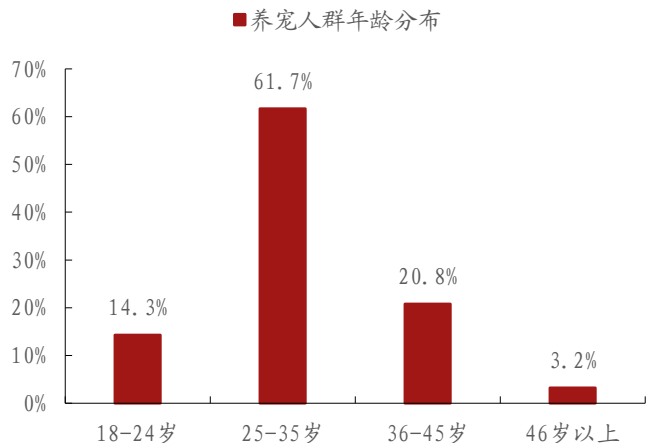
图表29:“陪伴”是养宠人的最大诉求



资料来源: Mob研究院、库润数据、万联证券研究所

宠物主多为高学历、高收入的年轻企业白领,且消费意愿持续提升。从消费群体来看,年轻一代消费者持续主导宠物消费市场,其中,90后自2019年起已是宠物市场最大群体,2024年占总养宠人群的41.2%;00后2024年占比快速提升至25.6%,展现出较强的增长势头。这类消费者更加注重宠物的生活质量与个性化需求,推动宠物消费观念不断升级。从学历分布来看,近年来,养宠人群中高学历人群比例持续上升。2024年,养宠人群高中及以下/专科/本科/硕士及以上占比分别为5.6%/26.6%/59.7%/8.1%,本科及以上学历合计占比达67.8%。由于高学历人群普遍具有晚婚晚育的特点,单身时间较长,个人支配收入较为充裕,他们会将情感投注于宠物身上,并在宠物消费方面表现出更高的支付意愿和能力。从收入水平来看,宠物主整体收入较高,69.0%的宠物主收入分布在5-20k间,且表现出持续上升的消费意愿。未来,随着高知化、高收入群体的持续增长,宠物经济有望迎来更广阔的发展前景。

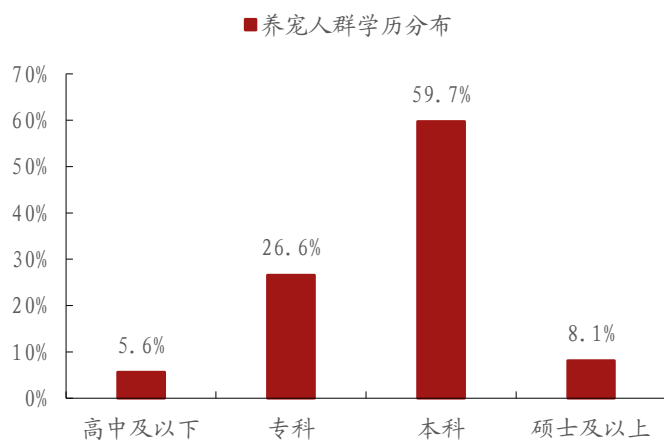
图表30:年轻一代消费者持续主导宠物消费市场



资料来源: Mob研究院、库润数据、万联证券研究所

注: 数据取自2024年8月

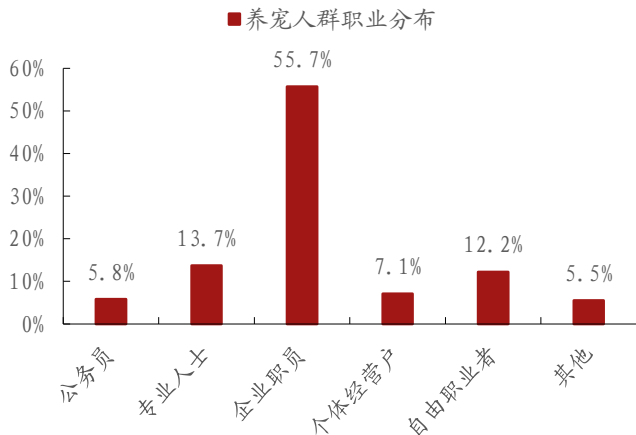
图表31:养宠人群中高学历人群比例较高



资料来源: Mob研究院、库润数据、万联证券研究所

注: 数据取自2024年8月

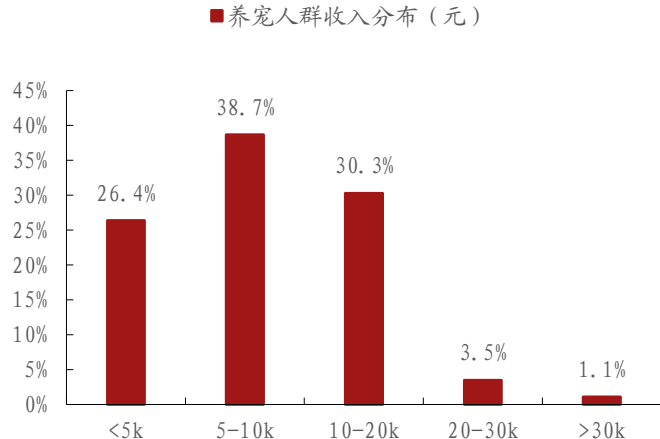
图表32:宠物主大多为企业白领



资料来源: Mob研究院、库润数据、万联证券研究所

注: 数据取自2024年8月

图表33:宠物主整体月收入水平较高

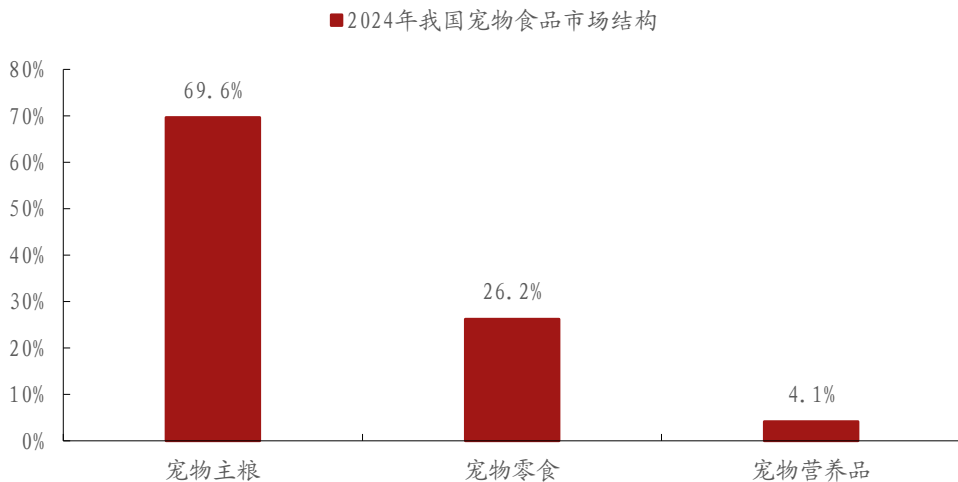


资料来源: Mob研究院、库润数据、万联证券研究所

注: 数据取自2024年8月

**宠物食品高端化+细分化发展, 消费者需求呈多元化趋势。**从消费结构来看, 宠物主粮/零食/保健品分别占据69.6%/26.2%/4.1%, 宠物主粮作为刚需产品稳固占据主导地位。随着当前宠物主的需求愈加多元化, 行业在锚定基础饮食刚需的同时, 持续通过精细分类适配更专业的喂养场景。宠物主粮领域, 功能性、高品质的品类实现高增。2025年4月, 猫主粮中, 冷鲜粮/处方粮/烘焙粮等高端功能性主粮分别同比+76.0%/+39.7%/+28.5%; 狗主粮中, 烘焙粮/冻干粮/处方粮等高端功能性主粮分别同比+45.2%/+39.3%/+32.1%, 消费者不再满足于基础的膨化粮, 而是对食材新鲜、工艺先进的高端产品偏好日益增强。除了基础的营养外, 宠物主同样重视宠物食品的功能性。狗食品中, 关节保护、体重控制等功能类食品备受关注; 猫食品中, 调理肠胃、美毛护肤等功能增速显著。整体来看, 年轻一代宠物主愿意为“家人”的健康投资消费, 宠物食品正从“吃饱”转向“吃好”和“功能化”, 推动市场向更专业、更精细的方向发展。

图表34:宠物主粮稳固占据宠物食品市场主导地位

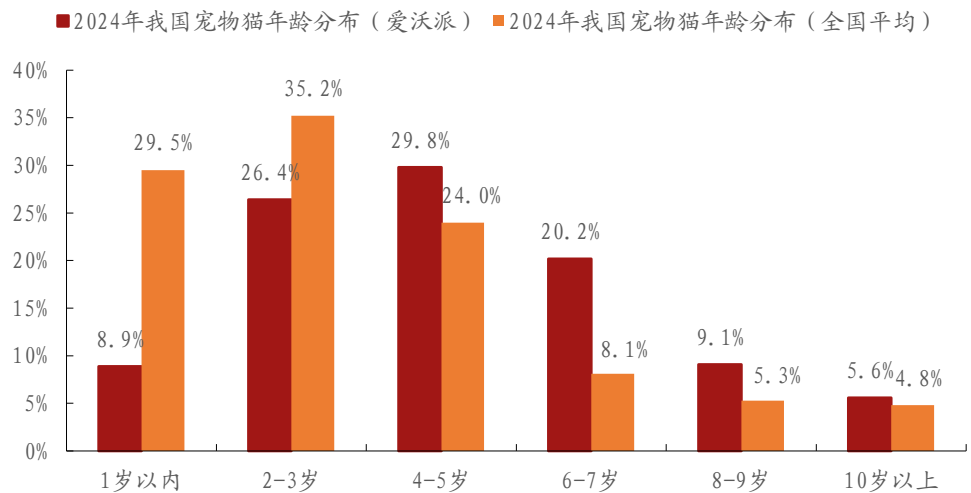


资料来源: 中商产业研究院、万联证券研究所

**宠物“银发浪潮”在即, 老年宠物食品将构成全新增量。**根据派读宠物数据, 我国第一代被精细化喂养的宠物已逐渐步入中老年, 2024年我国6岁以上的中老年猫占比已达18.2%, 宠物老龄化趋势已初现端倪; 根据爱沃派平台数据, 我国高净值养宠人群

的宠物中，6岁以上的中老年猫占比高达34.9%，平均年龄已达4.9岁，未来3-5年内大批宠物的老龄化将达到高峰。不同品种的犬猫在步入老年后，常见的健康问题和生理需求也会存在差异，如犬类更需要关注关节养护和心脏健康，而猫类则侧重肾脏和泌尿系统保健，这也使得针对老年宠物的产品需要朝着更加精细化、定制化的方向开发。此外，拥有老年宠物的主人呈现出更加典型的“为健康付费”特征，约七成宠物主会在宠物步入老年后，购买专用的老年宠粮或处方粮，并愿意为更健康的食品支付溢价。目前，我国老年宠物食品仍存在巨大结构性空白，2024年销量仅占全行业的3.2%，渗透率不足5%，有望构成未来宠物食品行业的全新增量。

图表35:我国宠物“银发浪潮”在即



资料来源：派读宠物、爱沃派、万联证券研究所

### 3 自有品牌孵化能力强，品牌基因构筑公司核心壁垒

#### 3.1 公司具备品牌基因，内孵+外购持续扩容多品牌矩阵

**自有品牌孵化能力强，已形成多层次的品牌矩阵。**内孵方面，公司于2013年创立自有品牌“麦富迪”，覆盖全品类宠物食品，包括猫狗主粮、零食及保健品等，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，稳居行业头部；2018年推出高端猫粮品牌“弗列加特”，聚焦“鲜肉精准营养”，专注于高品质鲜肉原料和先进生产工艺结合的猫粮产品，成功打入高端猫粮细分市场；2024年进一步推出超高端犬粮品牌“汪臻醇”，以透明、可溯源的食材体系与极简、限定性的配方理念满足成分党犬主人的高阶喂养需求，填补了国内超高端犬粮市场空白；2026年推出高端临床营养品牌“康弗”进军处方粮赛道，致力于通过“教育赋能+专业产品+临床工具”三位一体的生态体系，打造中国特色的医粮协同新模式。外购方面，公司于2021年收购美国高端宠物食品品牌Waggin’Train；于2026年6月公告拟以2.25亿元收购K9 Natural持有的专用于在中国大陆运营“NPGF品牌”，海外渠道与高端产品线持续拓展。公司以麦富迪为起点，通过内孵+外购双轮驱动，构建起多层次、多定位的自有品牌矩阵，品牌孵化能力强。

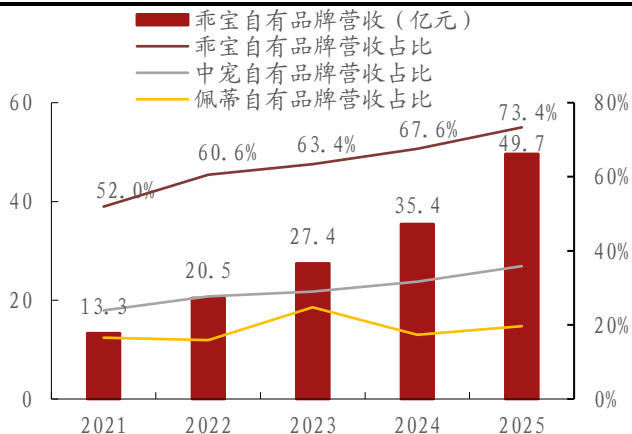
图表36:公司自有品牌一览

| 地区 | 品牌名称         | 品牌简介                                                                                     |                                                                                     |
|----|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 境内 | 麦富迪          | 2013年成立，为公司主力品牌，产品全品类覆盖，包括猫狗主粮、零食及保健品等，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，持续领跑行业。                  |  |
|    | 弗列加特         | 2018年，公司推出“麦富迪”高端猫粮“弗列加特”系列，市场反响良好，此后分离为独立品牌运营，聚焦高端猫用食品市场，以“鲜肉精准营养”的创新研发技术成果为核心，深受消费者追捧。 |  |
|    | 汪臻醇          | 2024年成立，定位超高端犬粮品牌，凭借透明、可溯源的食材体系与极简、限定性的配方理念，满足了成分党犬主人的高阶喂养需求，填补了国内品牌犬粮市场超高端领域的空白。        |  |
|    | 康弗           | 2026年成立，提出“营养介入医疗”的战略范式，致力于通过“教育赋能+专业产品+临床工具”三位一体的生态体系，打造中国特色的医粮协同新模式。                   |  |
| 境外 | Waggin'Train | 2021年公司收购雀巢普瑞纳旗下美国著名高端犬用宠物食品品牌“Waggin'Train”，海外渠道不断扩张，持续发力高端宠物食品市场。                      |  |

资料来源：公司官网、公司公告、宠业家、万联证券研究所

自有品牌营收占比持续提升，主力品牌麦富迪已成为国内宠物食品标杆。公司自有品牌业务发展迅速，2021-2025年公司自有品牌营收由13.3亿元增至49.7亿元，期间CAGR达39.0%。其中，2025年麦富迪品牌营收同比增长40%以上，高端品牌弗列加特增长80%以上，麦富迪高端子品牌霸弗增长60%以上，自有品牌已成为公司业绩增长的核心驱动力。2021-2025年公司自有品牌营收占总营收比重由52.0%上升至73.4%，且2025年自有品牌占比较中宠股份/佩蒂股份分别+37.5pct/53.7pct，维持行业较高水平。此外，作为主力品牌的麦富迪通过精准锁定年轻消费群体，市占率迅速提升，2024年市占率6.2%，较2015年+3.8pct，位列国产品牌市占率第一，已成为国内宠物食品标杆。

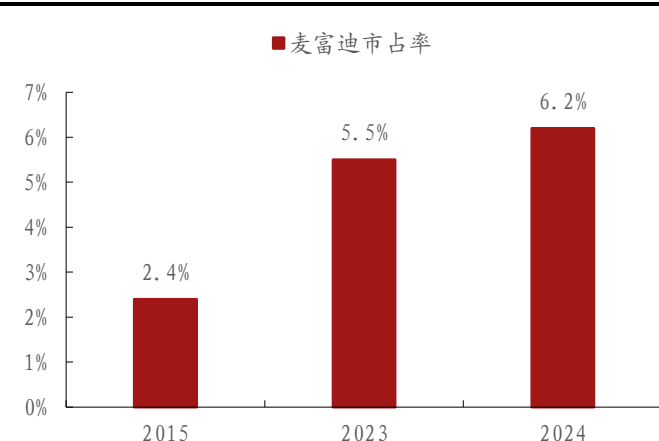
图表37:公司自有品牌营收占比持续提升



资料来源：ifind、万联证券研究所

注：中宠股份、佩蒂股份自有品牌占营收比均以境内收入估计

图表38:麦富迪市占率提升迅速



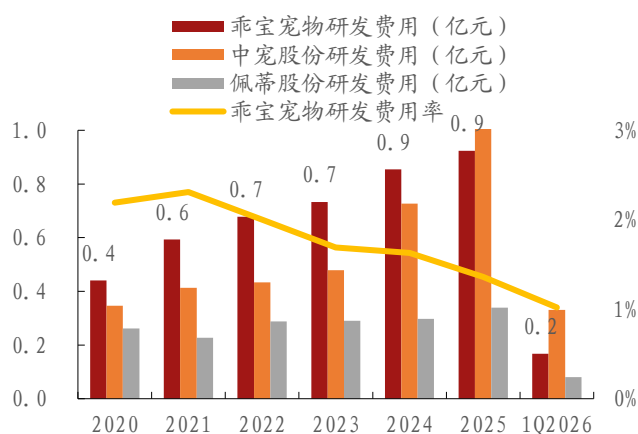
资料来源：新华网、第一财经、万联证券研究所

综上，我们认为公司与其他宠物食品公司的本质差异在于其“品牌基因”。公司自2013年创立麦富迪起，始终以自有品牌为核心战略方向，2018年孵化弗列加特、2022年推出霸弗、2024年推出汪臻醇，内部品牌孵化成功率在同业中极为罕见。2025年公司自有品牌营收达49.7亿元，其中麦富迪同比增长40%以上、弗列加特增长80%以上、霸弗增长60%以上，这正是公司多品牌孵化能力的系统性验证，也是玛氏式多品牌矩阵的内核所在。

### 3.2 聚焦中国宠物需求，构筑本土化创新壁垒

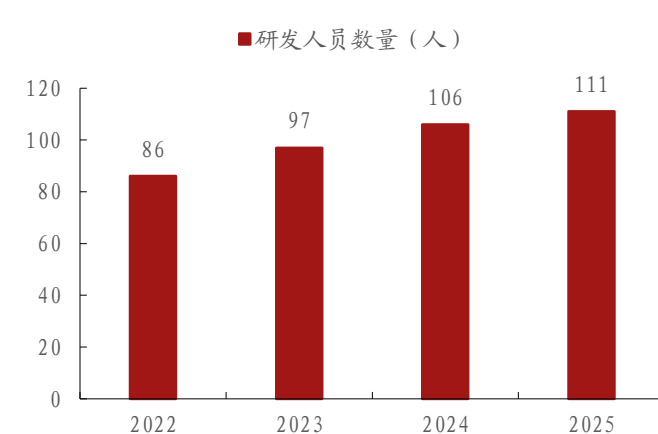
**公司重视研发创新，研发战略全面升级。**公司坚持以创新开拓市场，2020-2025年公司研发投入由0.4亿元升至0.9亿元，CAGR达16.0%，研发投入处于行业较高水平。此外，公司研发人员数量持续上升，2025年达到111人，已建立起一支较为完善的研发团队。2025年公司研发战略实现关键跃升，全面转向“基础研究与技术转化双轮驱动”，基于天性饮食技术向善的理念，建设了WarmData犬猫天性研究大数据中心，依托上海研发中心、总部研发中心以及犬猫天性营养研究与发展中心等核心科研平台，构建起覆盖“基础研究-技术转化-临床验证”全链条科研创新体系，全年申请发明专利23项、其他专利12项，获批6个数字知识产权，承担了2项山东省企业技术创新项目，持续构筑核心研发壁垒。

图表39:公司研发投入处于行业较高水平



资料来源: ifind、万联证券研究所

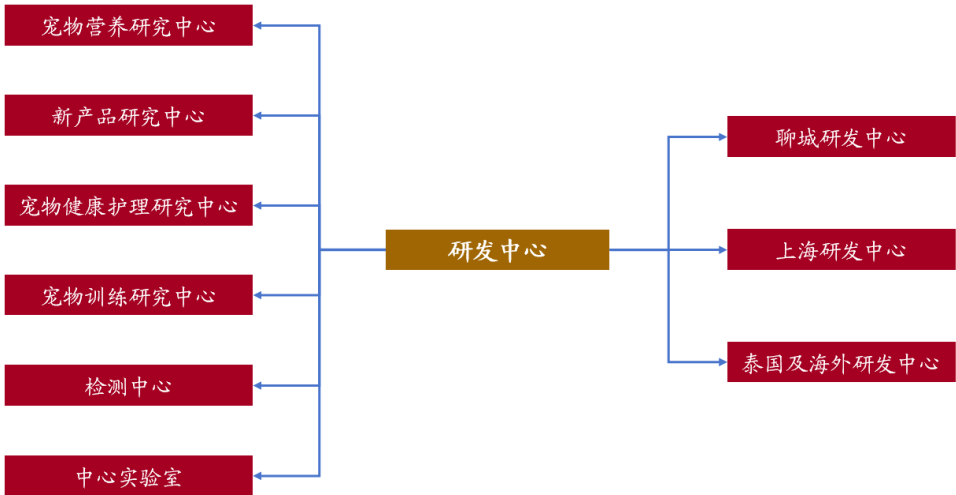
图表40:公司研发人员数量持续上升



资料来源: ifind、公司公告、万联证券研究所

**研发中心布局持续完善，多地协同实现产品技术高效转化。**公司研发中心下设宠物营养研究中心、新产品研究中心、宠物健康护理研究中心、宠物训练研究中心、检测中心和中心实验室，通过功能化分工体系，实现从基础营养研究到定制化生产的全链路覆盖。此外，公司构建地域化协同网络，形成聊城、上海、泰国三大研发中心。其中，聊城研发中心聚焦猫犬在不同生命阶段，不同生理状态下的营养需求，运用不同的生产工艺实现产品创新，并为上海研发提供数据支撑和成果验证；上海研发中心聚焦开发未来的核心技术，基于肠道微生态的系统研究，确定不同菌群如何影响犬猫营养吸收，不同营养如何影响菌群变化时间的关系，开发相应的新食材及加工工艺，并以论文及专利等技术输出的方式呈现；泰国及海外研发中心则针对国际市场，负责引进国外先进技术及国外高端人才，也为国内收集市场信息、新品开发提供方向。

图表41:公司研发中心布局持续完善



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表42:公司各研究部门研究方向一览

| 研究部门       | 研究方向                                                                                                                                                       |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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、维生素等各种营养物质的需求。                                                |
| 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。                                                                |
| 宠物训练研究中心   | 犬猫行为学研究和犬猫运动研究。                                                                                                                                            |
| 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 Waters 液质联用仪、美国安捷伦气质联用仪、美国赛默飞 ICP-MS 重金属检测仪、美国 ROMER 酶标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。                                                                    |

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

**聚焦中国宠物需求，布局定制化市场。**宠物的肠道菌群构成受到品种、饮食和生活环境等因素的多重影响，以国外品种和饲养数据为基础的宠物营养研究可能并不完全适用于中国本土的饲养环境与宠物种群。公司聚焦中国宠物体质及需求，2025年与华大科技达成战略合作，共同建设全球首个犬猫全生命周期肠道微生物组数据库，并成立联合实验室，利用公司已有的超10万份犬猫肠道样本，深入研究不同品种、生理阶段、地域环境下的宠物肠道菌群特征，建立首个“菌群丰度-疾病风险-营养需求”预测模型，能够精准匹配宠物个体化健康需求，为定制化宠物食品研发提供智能化数据

引擎。此外，公司的个性化定制MES智能柔性生产线能够为客户提供护理粮和处方粮的定制化配方和生产，为消费者提供差异化产品和服务，满足消费者的个性化需求。

图表43:2025 年公司主要研发项目一览

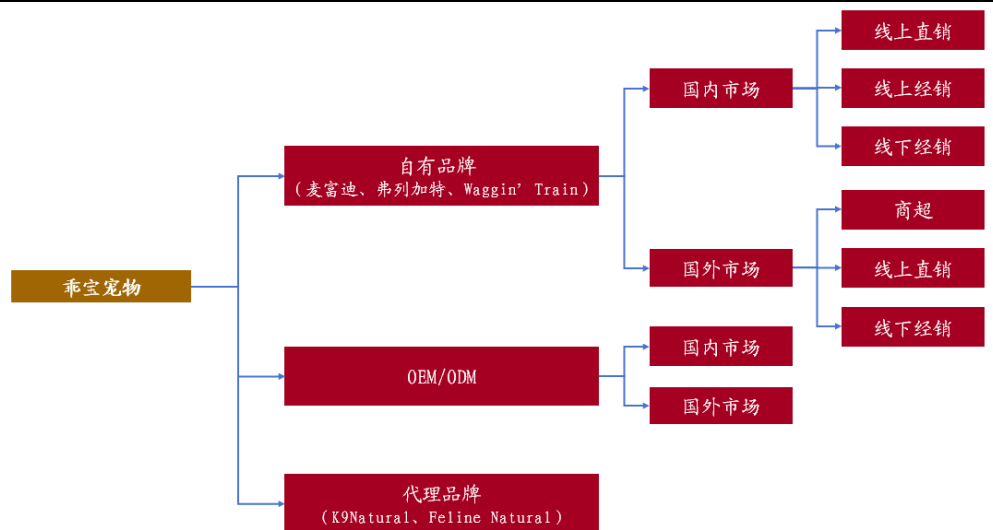
| 项目名称                       | 项目简介                                                                                   | 项目进展             |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 全生命周期宠物粮的深度研究应用            | 开展对宠物出生、成长、成年到老年全生命周期的科学研究，采用科学的配方和制作工艺，给宠物提供充分的营养和健康支持。                               | 已于 2025 年 1 月完结  |
| 数字化智能创新在优化宠物食品品质中的应用       | 引进数字化智能设备和技术，改进产品的品质、稳定产品的营养、减少人为因素带来的影响。                                              | 已于 2025 年 3 月完结  |
| 鲜食化宠物食品的研究                 | 加工，按照宠物的体型大小、品种差异、生理阶段、能量消耗等情况，为宠物定制，并建议每日喂食量，以帮助宠物主人管理宠物的健康。                          | 已于 2025 年 3 月完结  |
| 天然植物提取物在犬猫健康保健中的应用         | 根据犬猫的生理特点筛选多种天然植物提取物，通过不同的组合、配比并结合临床试验，最终确认功效突出的方案，从而开发出一系列含有天然植物提取物的宠物食品。             | 已于 2025 年 6 月完结  |
| 宠物乳寡糖指纹图谱的构建及特征寡糖的定量分析研究开发 | 以不同品系不同泌乳期的猫犬乳汁中的寡糖为研究对象定量分析各种寡糖的含量，及其与市售乳制品寡糖含量、组分的差异。                                | 已于 2025 年 6 月完结  |
| 宠物乳脂质组成与结构分析技术开发           | 以不同品系不同泌乳期的猫犬乳汁中的脂质为研究对象定量分析各种脂质的含量，及其与市售乳制品脂质组成与结构的差异。                                | 已于 2025 年 6 月完结  |
| 磷脂型欧米茄 3 不饱和脂肪酸在宠物食品中的营养研究 | 开发出一系列富含 Omega-3 的，涵盖皮毛健康、关节健康、心血管健康等一系列功能性宠物食品来满足宠物的营养需求。                             | 已于 2025 年 7 月完结  |
| 丛林食谱在宠物主粮中的研究应用            | 从宠物本能需求出发，通过合理搭配肉、骨骼、内脏、天然植萃，提供给宠物符合原始自然状态下的营养结构，使其更贴合宠物营养需求，更适合宠物的消化吸收。               | 已于 2025 年 12 月完结 |
| 智能感官分析技术在宠物食品质量控制中的应用      | 模拟人类感官功能，客观、准确、快速地对宠物食品进行检测和评价。                                                        | 已于 2025 年 12 月完结 |
| 鲜肉精准营养宠物食品中的研究应用           | 根据宠物的个体特征，如品种、年龄、体重、活动水平、健康状况等因素，提供定制化的营养配方和精准的加工工艺，利用鲜肉为核心原料，为宠物提供个性化的营养产品。           | 已于 2025 年 12 月完结 |
| 可持续蛋白在宠物食品中的研究应用           | 利用酵母蛋白开发一系列蛋白含量高、消化性好、适口性强的新产品，以满足可持续发展的要求，缓解对传统蛋白资源的依赖。                               | 已于 2025 年 12 月完结 |
| 犬猫乳源益生菌挖掘及其应用研究            | 收集不同品系猫、犬不同泌乳期的乳汁样品，构建犬猫乳源益生菌库。筛选获得候选犬猫乳源益生菌株，进一步通过体内安全性和功效验证，获得犬猫乳源专利益生菌株。            | 中试阶段             |
| 天然植物提取物在犬猫健康保健中的应用         | 聚焦犬猫肠道、口腔、泌尿、免疫、泌乳、皮肤被毛等方向的功能保健以及处方粮研究，尤其是天然植物提取物在宠物健康保健及处方产品中的应用研究，打造国内高水平宠物食品配方研发平台。 | 中试阶段             |
| 犬猫肠道及泌尿系统处方粮的研究开发及其功效探索    | 开发一系列改善肠道功能、维护泌尿系统健康的处方粮，满足患病犬猫的特殊营养需求，辅助疾病治疗与康复，提高它们的生活质量。                            | 中试阶段             |
| 犬猫源益生菌功效评价研究               | 就犬猫源益生菌的功效进行具体研究，为犬猫专用益生菌等相关产品的研发注入技术壁垒，提供数据支撑。                                        | 中试阶段             |
| 烘焙技术在宠物零食中的研究应用            | 利用烘焙技术保留食材的营养成分，减少有害物质的产生，制作出口感酥脆、风味独特、色泽诱人、适口性好的宠物零食。                                 | 中试阶段             |
| 一款多层结构宠物零食的研究开发            | 开发一款创新的多层结构宠物零食，满足宠物主人对宠物食品高品质、趣味性和营养均衡的需求。                                            | 产业化阶段            |
| A2 型 0 乳糖牛乳在宠物食品中的研究应用     | 在宠物粮中添加 A2 型 0 乳糖牛乳，解决宠物乳糖不耐受这一常见问题。                                                   | 产业化阶段            |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 3.3 “线上+线下”全渠道多元化销售策略，直销占比不断提升

公司践行全渠道运营策略，实现线上+线下深度互补。公司在2013年麦富迪创立之初便同步启动了线上渠道的布局，在天猫、京东等主流电商平台开设官方旗舰店及授权店，借助其庞大的用户基数与成熟的电商生态，直销+经销结合，确保产品广泛触达目标消费者；同时，公司敏锐捕捉直播电商风口入驻抖音等平台，并凭借精准营销与内容驱动实现线上业务的爆发式增长。线下方面，公司的经销商网络已全面覆盖全国31个省级行政区，深入渗透到各地区宠物门店、宠物医院等专业零售终端，确保产品在地域上的无缝衔接，并能通过本地化服务与专业知识传递助力消费者做出科学的购买决策，提升品牌忠诚度。在国际市场，公司产品销往美国、欧洲、日韩等多个国家和地区，已与沃尔玛、品谱等国际知名的品牌客户建立长期、良好的合作关系。

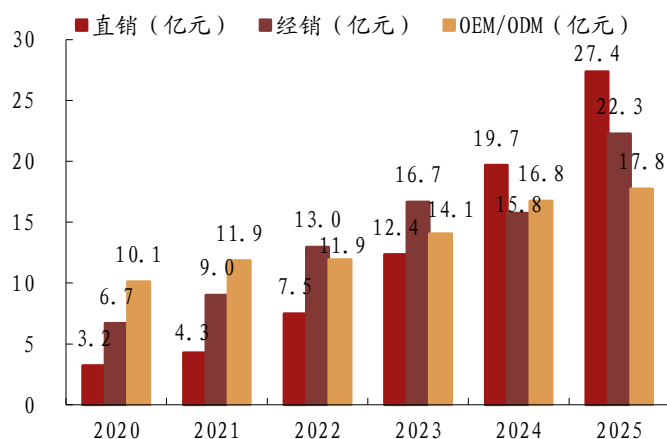
图表44:公司践行全渠道运营策略，实现线上+线下深度互补



资料来源：公司公告、兴远咨询、万联证券研究所

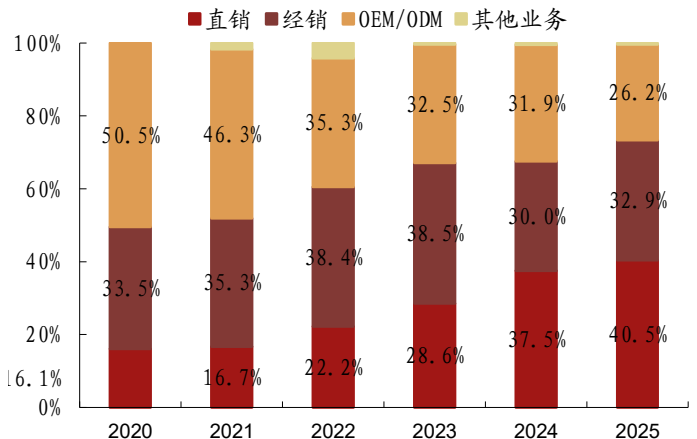
公司直销收入增长迅速，占比持续提升。分渠道看，2025年公司直销、经销、OEM/ODM分别实现27.4亿元、22.3亿元、17.8亿元，占比分别达40.5%、32.9%、26.2%。其中，公司直销收入增速迅猛，2025年收入同比+39.0%，2020-2025年CAGR达53.4%；且占比也持续提升，2020-2025年由16.1%升至40.5%，增加24.4pct。公司兼顾直销与经销模式，双轨并行，既直接触及终端消费者以强化品牌影响力，又借力线上经销商网络拓宽市场覆盖面，线上业务规模持续攀升，人群资产得以有效扩容。

图表45:公司直销收入增长迅速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表46:公司直销占比持续提升

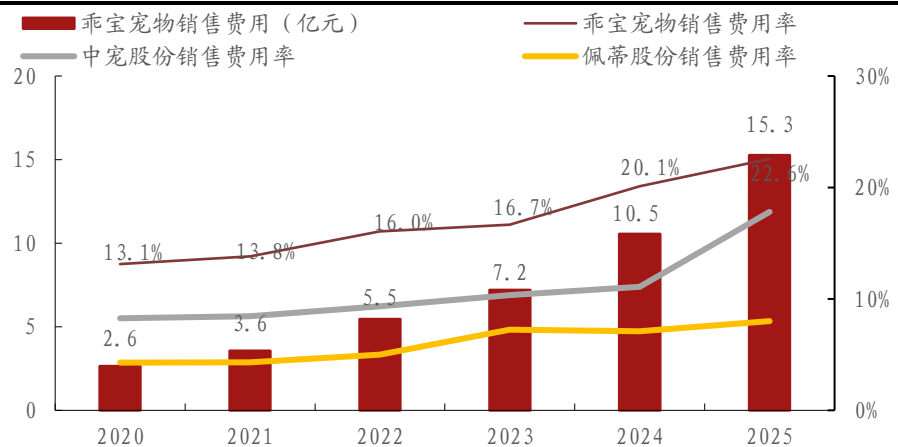


资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 3.4 泛娱乐化品牌营销+多样化推广模式助力公司品牌形象建设

公司注重品牌营销，销售费用率维持行业较高水平。1Q2026公司销售费用为3.6亿元，同比+38.1%；销售费用率为22.1%，同比+4.3pct。2020-2025年公司销售费用由2.6亿元增至15.3亿元，销售费用率由13.1%增至22.6%，营销投入呈现快速增长趋势，且始终维持在行业较高水平，主要原因为：1）公司自有品牌占比较高，需直接面对消费者进行市场教育、广告投放，营销投入远高于代工业务；2）公司线上直销占比较高，流量推广、平台佣金、直播带货等费用均会推高销售费用；3）国内宠物食品市场已进入快速增长期，市场竞争未来将从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争，公司选择加大营销投入以期换取更广泛的品牌认知。目前，公司品牌投入仍在持续增量，且将拉新的主战场聚焦在抖音、小红书等平台。因此，我们预计未来几年公司销售费用率仍将维持较高水平，仍需静待流量成本降低以及品牌效应显现。

图表47:公司注重品牌营销，销售费用率维持行业较高水平



资料来源: ifind、万联证券研究所

公司拥有具备丰富宠物食品品牌营销经验的团队，且已经探索出一套包含泛娱乐化品牌营销、多样化线上平台推广、打造联名产品在内的有效营销推广模式：

**泛娱乐化品牌营销：**面对以年轻群体为核心的新增养宠人群，公司精准施策，将品牌营销深度融入娱乐内容生态，通过明星代言、热门综艺与影视剧植入、纪录片合作及动物公益等多元化方式有效提升自有品牌在大众消费者中的影响力与公信力。在明星合作方面，公司先后邀请谢霆锋、男子演唱组合INTO1成员尹浩宇和韩国摇滚乐队RoyalPirates成员李铢衔担任品牌代言人，借助其不同圈层的影响力，有效触达年轻消费群体。在内容植入上，公司的品牌宣传全面渗透主流视听平台，涵盖了CCTV-3《你好生活》、湖南卫视《向往的生活》及《朋友请听好》、北京卫视《上新了·故宫》、浙江卫视《中国好声音》等一线卫视热门综艺，《三十而已》、《爱上特种兵》等热门影视剧集及手游《小森生活》，品牌认知度不断提升。此外，公司与美国探索频道展开深度合作，2020年联合制作食材溯源纪录片，进一步打造品牌国际化、天然、高端的品质基调；2021年，将美国《家有恶猫》真人秀引入国内，以寓教于乐的方式，在指导宠物主科学养猫的同时，自然地将“麦富迪”的优质产品理念传递给潜在消费者。

**多样化线上平台推广：**公司依托多样化的线上营销矩阵，在品牌宣传与销售转化间实现“品效合一”。公司在天猫、京东等电商平台，微信公众号、微博、小红书、Bilibili、抖音、快手等内容平台及IVO及OPPO等手机平台，以推荐区展示、开屏广告、信息流广告、达人内容推广等多种营销方式触达潜在用户，并通过对用户行为进行分析，不断优化广告投放策略，加速广告的电商转化和用户沉淀。此外，公司还大力推进KOL（关键意见领袖）孵化项目，通过与Bilibili、小红书、抖音、快手等平台KOL

的内容合作，培育品牌KOL矩阵，以日常广告和新品种草的形式推广产品，将产品深度融入消费者生活场景，显著提升了推广的真实感和转化效率。

**打造联名产品：**公司与《上新了·故宫》、《朋友请听好》等综艺节目，《一条狗的使命》电影及《小森生活》手机游戏等多个文娱IP合作打造联名款产品，借助合作IP的固有粉丝群体，将自身品牌及产品辐射至更广泛、更多元的消费图层，实现高效的流量导入与用户破圈。

图表48:公司产品植入多个综艺、影视作品



图表49:公司积极打造联名款产品



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司自有品牌知名度持续提升，在主流电商平台销量均居于前列。2025年“双11”期间，截至11月14日24时，公司自有品牌全网销售额近11亿元，创同期新高，累计发货超880万单。其中，麦富迪销售额突破6.9亿元，同比+35.0%；弗列加特品牌销售额突破3.4亿元，同比+51.0%。从销售渠道来看，公司敏锐捕捉直播电商风口，聚焦抖音，凭借精准营销与内容驱动实现抖音销量的爆发式增长。2025年双11麦富迪在天猫/京东/抖音分别位列TOP2/TOP2/TOP1，爆款产品和店铺运营均表现优异；弗列加特在天猫及抖音平台也始终维持销售额前5。此外，公司自有品牌凭借产品质量与创新实力持续获得行业认可，麦富迪在第六届宠物新国货大会夺得年度淘宝/天猫/京东/抖音平台之选，并获得宠物行业白皮书“用户喜爱国产主粮品牌（犬猫）”、“用户喜爱国产零食品牌（犬猫）”、“用户喜爱国产营养品品牌（犬猫）”三大品类认证；弗列加特则通过核心技术突破塑造高端产品力，荣登“2024双十一猫主粮天猫品牌榜TOP1”，“2024年度宠主喜爱的品牌（国产猫主粮）”、“中国国际宠物用品展‘主粮类’金奖”等，品牌知名度持续提升。

图表50:公司自有品牌知名度持续提升

| 排名 | 2023 双 11 |        |      | 2024 双 11 |        |      | 2025 双 11 |      |      |
|----|-----------|--------|------|-----------|--------|------|-----------|------|------|
|    | 天猫        | 京东     | 抖音   | 天猫        | 京东     | 抖音   | 天猫        | 京东   | 抖音   |
| 1  | 麦富迪       | 皇家     | 麦富迪  | 麦富迪       | 皇家     | 麦富迪  | 鲜朗        | 皇家   | 麦富迪  |
| 2  | 皇家        | 麦富迪    | 喵梵思  | 鲜朗        | 麦富迪    | 弗列加特 | 麦富迪       | 麦富迪  | 金故   |
| 3  | 蓝氏        | 网易严选   | 网易严选 | 蓝氏        | 天然百利   | 诚实一口 | 皇家        | 网易严选 | 卫仕   |
| 4  | 诚实一口      | Orijen | 蓝氏   | 弗列加特      | 网易严选   | 喵梵思  | 弗列加特      | 渴望   | 弗列加特 |
| 5  | 鲜朗        | 博纳天纯   | 诚实一口 | 诚实一口      | Orijen | 卫仕   | 蓝氏        | 蓝氏   | 蓝氏   |

资料来源：天猫、京东、抖音、万联证券研究所

注：2024年京东排名采用猫干粮数据

3.5 连推两期股权激励，深化核心团队绑定与长期战略落地

绑定核心管理团队，公司长效激励机制不断健全。为了健全公司长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，公司连续实施两期股权激励计划。2024年7月，公司发布第一期限限制性股票激励计划，拟向激励对象授予不超过217.7万股限制性股票，约占总股本的0.54%；2025年8月，公司发布第二期限限制性股票激励计划，拟向激励对象授予不超过55.6万股限制性股票，约占总股本的0.13%。公司两期激励对象相同，覆盖公司中高层管理人员，其中，总裁杜士芳女士份额占比最高，两次均超过30%，体现公司对核心决策者及团队的深度绑定。

图表51:公司长效激励机制不断健全，股权激励绑定核心管理团队

| 姓名  | 职务      | 第一期限限制性股票激励计划 |        | 第二期限限制性股票激励计划 |        |
|-----|---------|---------------|--------|---------------|--------|
|     |         | 获授股票数量（万股）    | 获授股票占比 | 获授股票数量（万股）    | 获授股票占比 |
| 杜士芳 | 董事、总裁   | 71.75         | 32.96% | 17.51         | 31.49% |
| 高峰  | 中高层管理人员 | 30.64         | 14.07% | 7.48          | 13.45% |
| 李成振 | 中高层管理人员 | 24.71         | 11.35% | 6.03          | 10.85% |
| 李柯  | 中高层管理人员 | 25.47         | 11.70% | 6.21          | 11.17% |
| 王亮  | 中高层管理人员 | 29.8          | 13.69% | 7.27          | 13.08% |
| 穆欣  | 中高层管理人员 | 6.04          | 2.77%  | 1.47          | 2.64%  |
| 杨琳琳 | 中高层管理人员 | 6.04          | 2.77%  | 1.47          | 2.64%  |
| 吴瑕  | 中高层管理人员 | 7.34          | 3.37%  | 1.79          | 3.22%  |
| 马子通 | 中高层管理人员 | 12.38         | 5.69%  | 3.02          | 5.43%  |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

股权激励彰显管理层信心，助力公司未来业绩增长。公司第一期股权激励计划考核期为2024-2026年，要求公司营收在2023年的基础上分别+19%/42%/68%，净利润在2023年的基础上分别+21%/39%/59%；第二期股权激励计划考核期为2025-2027年，要求公司营收在2024年的基础上分别+25%/53%/84%，净利润在2024年的基础上分别+16%/32%/45%。两期股权激励彰显公司管理层对未来业绩及前景的信心，充分调动核心团队的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益紧密结合，有望助力公司战略的稳定执行和未来业绩的持续增长。

图表52:公司股权激励计划考核指标一览

| 第一期限限制性股票激励计划 |            |           |
|---------------|------------|-----------|
| 年度            | 各年度营业收入增长率 | 各年度净利润增长率 |
| 2024          | 19.0%      | 21.0%     |
| 2025          | 19.3%      | 14.9%     |
| 2026          | 18.3%      | 14.4%     |
| 第二期限限制性股票激励计划 |            |           |
| 年度            | 各年度营业收入增长率 | 各年度净利润增长率 |
| 2025          | 25.0%      | 16.0%     |
| 2026          | 22.4%      | 13.8%     |
| 2027          | 20.3%      | 9.8%      |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：2024-2027年增速均由基期增速转化为同比增速

## 4 三重因素共振，公司经营有望迎来拐点

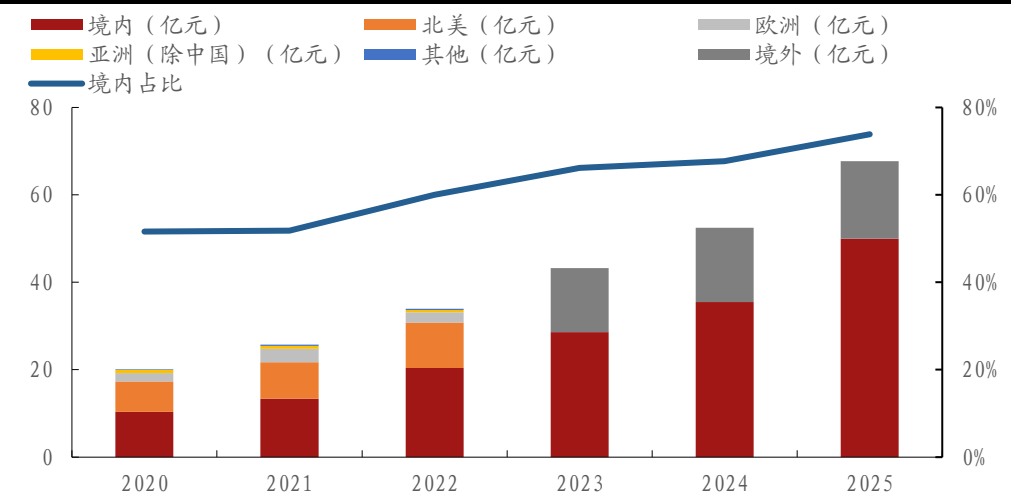
### 4.1 全球化战略持续推进，美国关税影响降低

公司北美代工业务受关税影响阶段性承压。2025年4月，特朗普政府开始推行关税政策，宣布对所有进口至美国的产品征收10%的基准关税，并对60个国家广泛实施从10%到50%不等的对等关税，导致公司海外出口及代工业务受到影响，业绩有所承压。

展望未来，我们认为，关税政策对公司业绩影响最显著的阶段已经过去，预计其对未来业绩的总体影响有限。主要原因如下：

1) 公司的核心增长点始终为国内自有品牌业务。2025年公司境内营收达50.0亿元，同比+40.8%，2020-2025年CAGR达36.9%，境内营收占比达73.9%，自有品牌销售额的高增长及高盈利能力能够有效对冲海外代工的扰动；

图表53:公司的核心增长点始终为国内自有品牌业务



资料来源: ifind、万联证券研究所

2) 公司北美地区业务占比持续下滑，2024年营收约为7.9亿元，占总营收的15.0%，假定2025年北美地区营收降幅与2024年一致，则2025年营收约为6.0亿元，占总营收的8.8%。由此，2026年在乐观/中性/悲观预期下公司北美营收分别为4.5/3.0/0.0亿元，占预期总营收的5.6%/3.7%/0.0%。即使按照悲观预期，公司北美代工业务全面撤出，以32.0%的毛利率计算，对公司毛利的影响也仅有1.9亿元，占2026年预期毛利的5.5%，且北美地区代工业务的产能空缺能被其他地区产能需求匹配，对公司未来业绩影响总体有限；

图表54:美国关税对公司未来业绩影响总体有限

|          |           | 2022  | 2024  | 2025E | 2026E |
|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 总营收 (亿元) |           | 33.5  | 52.4  | 67.7  | 80.8  |
| 乐观预期     | 北美营收 (亿元) | 10.4  | 7.9   | 6.0   | 4.5   |
|          | 北美占比      | 31.0% | 15.0% | 8.8%  | 5.6%  |
| 中性预期     | 北美营收 (亿元) | 10.4  | 7.9   | 6.0   | 3.0   |
|          | 北美占比      | 31.0% | 15.0% | 8.8%  | 3.7%  |
| 悲观预期     | 北美营收 (亿元) | 10.4  | 7.9   | 6.0   | 0.0   |
|          | 北美占比      |       | 15.0% | 8.8%  | 0.0%  |

资料来源: 公司公告、万联证券研究所测算

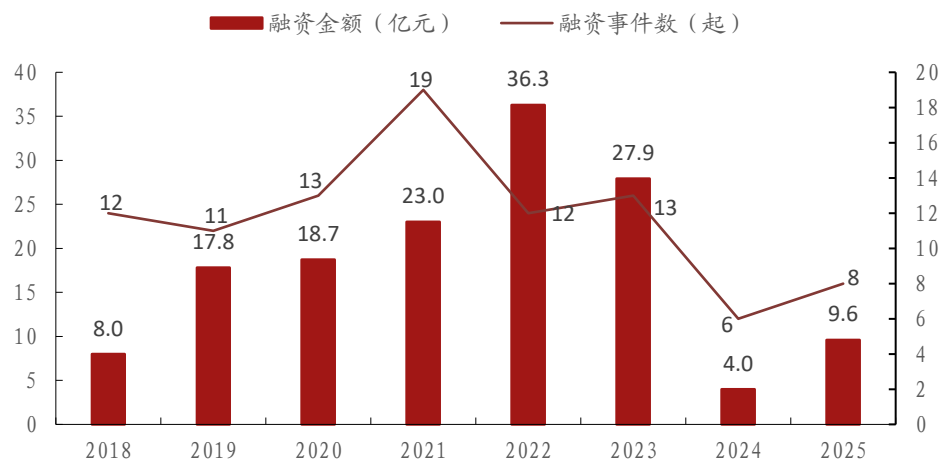
3) 公司海外产能布局持续完善，多地布局分散关税风险。2025年6月，公司投入约2

亿元扩建的泰国工厂二期正式投产，共形成1.95万吨年产能，供应北美地区，产能较满。2025年11月21日，公司公告称将投资建设新西兰高端宠物食品项目，预计总投资9.5亿元，其中一期投资额为3.5亿元，总建设周期5年。达产后，新西兰工厂可实现年产5万吨高端宠物食品，包括宠物用冻干和烘干零食、湿粮、烘焙食品及保健食品，并能够依托新西兰优质原材料资源，强化自身对高端食材供应的把控能力。通过在泰国、新西兰等地的全球化产能布局，公司未来有望构建多元化产地网络，有效分散国际贸易摩擦，特别是美国市场的关税风险，助力公司海外市场开拓、品牌全球影响力提升及客户结构的优化升级。

#### 4.2 一级市场退潮+竞争维度切换，公司率先以收并购卡位超高端

**宠物食品一级市场退潮，行业竞争维度切换。**2018-2025年，我国宠物食品行业融资整体呈现先升后降、逐步理性回归的态势，其中，2021年宠物食品行业融资事件数达到峰值；2022年行业融资金额冲高至阶段高点36.3亿元；2024年行业进入明显调整期，融资事件与金额双双回落至低点；2025年融资数量小幅回升至8起、金额9.6亿元。总体来看，我国宠物食品行业开始告别野蛮扩张，仅靠融资输血的“伪创新”新锐快速出清，行业竞争将由“抢量烧钱”逐步回归“复购率、供应链效率与盈利模型”，公司这类具备品牌基因与供应链韧性的龙头有望受益。

图表55:宠物食品行业一级市场有所退潮



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

**退出端逐渐收窄，龙头整合优势凸显。**随着宠物食品一级市场的退潮，未上市品牌开始面临融资断供、估值回落等问题，部分企业陷入资金链紧张。此外，2023年8月后，宠物食品行业尚未有品牌型企业通过A股IPO实现退出，并购成为宠物食品一级市场的主要退出路径，而已上市企业手握股权融资工具与估值溢价，能用“股票换资产”的形式低成本收编优质标的。因此，我们认为，随着宠物食品一级市场退出端收窄，品牌碎片化时代的整合窗口正在打开，龙头整合优势将逐渐凸显。

图表56:2023 年 8 月后宠物食品行业尚未有品牌型企业通过 A 股 IPO 实现退出

| 公司名称 | 主要品牌                         | IPO 上市情况                                    |
|------|------------------------------|---------------------------------------------|
| 佩蒂股份 | 齿能、爵宴、好适嘉                    | 2017 年 7 月在深交所创业板上市                         |
| 中宠股份 | 顽皮、领先、真致                     | 2017 年 8 月在深交所主板上市                          |
| 路斯股份 | 路斯、妙冠                        | 2022 年 3 月在北交所上市                            |
| 福贝宠物 | 比乐、爱倍、品卓                     | 2021 年 6 月在上交所主板提交 IPO 招股书，2023 年 7 月终止 IPO |
| 乖宝宠物 | 麦富迪、弗列加特、汪臻醇、康弗、Waggin'Train | 2023 年 8 月在深交所创业板上市                         |

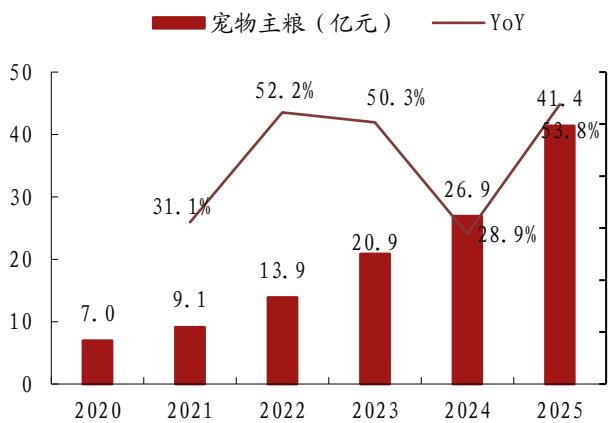
资料来源：各公司公告、万联证券研究所

公司具备先发优势，率先以收并购卡位超高端。2026年6月，公司公告拟以2.25亿元收购K9 Natural旗下NPFG品牌中国大陆业务，且交易对价采用与业绩绑定的分层结构，若结算期销售额达3亿元且利润率为正，支付5000万元浮动尾款；达5亿元则支付1亿元，充分体现并购协同信心。此外，公司在新西兰怀卡托基地投资9.5亿元用于建设5万吨高端宠物食品产能，自建产能与NPFG品牌的整合有望实现产能+品牌的双向赋能。在一级市场退潮、行业竞争维度切换、龙头竞争有望缓释的当下，公司已率先在超高端赛道完成品牌+产能的双重卡位，先发优势在品牌碎片化时代具备复利效应。

#### 4.3 公司正处于结构升级关键攻坚期，主粮高端化趋势有望持续深化

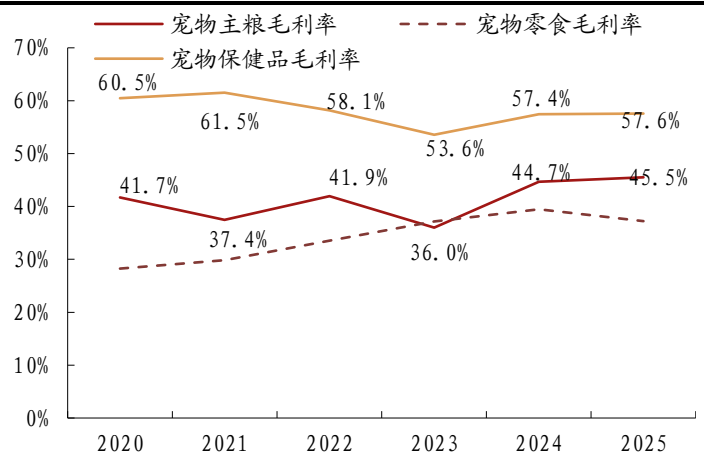
主粮高端化如期兑现，量价齐升已在报表端验证。2020-2025年公司宠物主粮业务营收由7.0亿元增长至41.4亿元，CAGR达42.9%，增速较高，已成为驱动公司整体增长的核心动力；从毛利率来看，2025年公司宠物主粮业务毛利率为45.5%，同比+0.8pct，呈现量价齐升的强劲态势。主粮作为宠物食品中复购率最高、品牌黏性最强的品类，规模+毛利的同步提升标志着公司高端化战略已从战略投入期进入报表兑现期。

图表57:公司宠物主粮业务营收快速增长



资料来源：ifind、万联证券研究所

图表58:宠物主粮业务毛利率较高



资料来源：ifind、万联证券研究所

主品牌内部升级+独立品牌突破，公司产品结构持续升级。2015年，麦富迪推出牛肉双拼粮系列，开创“一口牛肉一口粮”双拼品类，以高性价比和真肉粒建立市场认知，正式迈过从零食到主粮的品类关，在大众价格带站稳脚跟；此后几年，公司陆续推出益生军团系列以及鲜肉天然粮系列，通过添加猫狗专用益生菌、提升蛋白质水平等方法迎合宠物主品质升级需求，产品价格较基础系列有明显提升；公司推出“弗列加特”系列产品，将冻干工艺和全价食品概念进行统一，并作为独立品牌运营，成功切入由进口品牌主导的高端市场；2022年，麦富迪推出barf系列，引入“生骨肉”

的科学喂养理念，通过定标准、表态度，打出新一代喂养方式，用新产品引领品牌升级，占据理念高地；2024年，公司推出超高端狗粮“汪臻醇”系列，切入高端狗粮市场，产品线持续向上迭代。未来，随着高端品牌的持续放量，公司主粮产品结构有望进一步升级，推动整体毛利率提升。

图表59:公司产品价格带持续上移



资料来源：公司官网、天猫、京东、万联证券研究所

图表60:公司产品矩阵丰富

| 品牌  | 产品类别 | 产品名称            | 产品描述                                                    | 价格（元/斤）       |
|-----|------|-----------------|---------------------------------------------------------|---------------|
| 麦富迪 | 主粮类  | 双拼粮系列           | 甄选阿根廷进口牛肉，添加 20%真肉粒，与营养干粮 1: 4 精心配比，保留牛肉的天然美味满足狗狗食肉天性。  | 12.5-15.5     |
|     |      | 益生军团系列          | 主打猫狗专用益生菌配方粮，通过添加 300 亿活性益生菌和专利菌株改善宠物肠道健康。              | 18.55-25.3    |
|     |      | 50%鲜肉天然粮系列      | 全价鲜肉天然粮，添加 50%鲜鸡肉配方，选用 0-4℃ 保存 5 天内的新鲜鸡肉。               | 18.75-23      |
|     |      | BARF 天然粮        | 82%动物原料占比，40%蛋白，添加生骨肉主食冻干，拥有 110 亿活性益生菌，调理肠道。           | 27.5          |
|     |      | 舒然 SUPER 天然鱼油系列 | 专为改善爱宠皮毛健康设计，以高纯度鱼油为核心，并搭配高含量鲜肉，旨在从内而外滋养宠物毛发，帮助减少异常掉毛。  | 14.75-16.67   |
|     |      | 羊奶鲜肉系列          | 奶弗羊奶鲜肉系列，富含多种营养素，贴近猫乳，保障猫的营养需求，帮助幼宠茁壮成长。                | 31.67-41.67   |
|     | 零食类  | 元气肉泥系列          | 氨基酸元气肉泥新西兰牛肉，96%高肉，涵盖 11 种氨基酸，辅助猫咪自身抗体、酶、激素以及适当的 pH 平衡。 | 45.15         |
|     |      | 冻干羊奶棒           | 适合小奶猫，采用全脂羊乳，微米级鲜肉乳化工艺，FD 冻干技术，7:3 奶+肉科学配比。             | 198.75-323.08 |
|     |      | 羊奶肉酱猫条          | 奶蛋白+肉蛋白双倍呵护幼猫，肉酱质地，奶猫易添易消化                              | 66.52         |

|      |                |                                     |                                                                     |              |
|------|----------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|--------------|
|      |                | 鲜炖小蓝罐                               | 选用安达曼海域 200 米以下的洄游金枪鱼，121℃鲜食炖煮 60 分钟，360℃气蒸锁鲜。                      | 55.21        |
|      |                | 麦富迪每日猫汤                             | 使用高汤代替补水，满足猫咪日常水分补给。                                                | 25.06        |
|      |                | 亲嘴鱼猫条                               | 泰国原装进口，甄选进口优质肉类，以鲜肉为原料制成的细腻流质肉浆，经过高温蒸煮的肉浆易食易消化。                     | 29.64        |
|      | 保健品            | 清口香洁齿骨                              | 针对狗狗口气问题，采用欧芹叶清新口气，三聚磷酸钠减缓牙垢沉积并保持牙周清洁。                              | 40.91        |
|      |                | 小橙帽系列                               | 采用冻干技术，提高宠物保健品的适口性和吸收力，解决保健品适口性低、难消化、刺激肠道的问题。                       | 312.5        |
| 弗列加特 | 主粮类            | 弗列加特 FPMR 生骨肉主食冻干                   | 98%生骨肉，采用 FPMR 猎物营养生骨肉食谱，82%肌肉+6%骨骼+10%含血内脏+2%生命营养链，复刻猫野外狩猎的天然食谱结构。 | 195.83       |
|      |                | 弗列加特 FPMR 高肉主食罐                     | 采用 98%生骨肉，添加血浆蛋白高效支持免疫系统和整体肠道健康，非变性二型胶原蛋白降低关节软骨损伤，促进软骨再生。           | 68.42-73.07  |
|      |                | 弗列加特高鲜肉高能烘焙粮                        | 富含 54g 挪威深海纯净磷虾油，85%高鲜肉含量，3%鲜内脏含量，采用山东凤祥鲜鸡肉+莘县三得利鲜乳鸽。               | 37.25-44.44  |
|      |                | 弗列加特高鲜肉直灌粮                          | 采用美国 Wenger TX85 高鲜肉直灌设备，70%鲜肉直灌，不榨粉不做预处理，鲜肉直接乳化制浆。                 | 34.75        |
|      |                | 弗列加特猎物营养鲜肉粮                         | 高鲜肉直灌粮+生骨肉主食冻干，采用 FPMR 猎物食谱生骨肉配方，≥80%高鲜肉含量。                         | 40.64        |
|      | 弗列加特 96%高肉主食冻干 | 海陆双鲜，96%高肉含量，-36℃冻干工艺，不含谷物更低敏，适口性佳。 | 129                                                                 |              |
|      | 零食类            | 弗列加特高肉高抗氧化主食猫条                      | 96%高含肉量，≥58%去汤粗蛋白，富含五色莓果+高纯度磷虾油，高效抗氧化，减少应激，深度滋养毛发。                  | 99.33-102.22 |
| 汪臻醇  | 主粮类            | 汪臻醇全价鲜肉烘焙犬粮                         | 加 3%南极磷虾油，高能磷脂型 OMEGA-3，维持狗狗皮肤、毛发健康；新鲜单一鸡肉源，易消化吸收；有机果蔬，丰富抗氧化成分。     | 44.17        |
|      |                | 汪臻醇全价主食冻干犬粮                         | 3%南极磷虾油添加，高效美毛亮毛；93%高品质动物成分，营养充足好吸收；天然纯净有机果蔬，富含维生素、矿物质等多重营养。        | 186.46       |

资料来源：公司官网、天猫、京东、万联证券研究所

公司正处于结构升级关键攻坚期，高端化趋势有望持续深化。公司战略规划清晰，将长期发展明确为“规模筑基—结构升级—利润兑现”三阶段。目前，公司正处于结构升级的关键攻坚期，在持续夯实规模基本盘的同时，全力推进品牌高端化、产品结构化、渠道壁垒化，2025年麦富迪营收同比增长40%+，弗列加特同比增长80%+，霸弗同比增长60%+，主粮高端化的趋势有望持续强化，为公司毛利率提升提供支撑。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

关键收入假设如下：

1) 主粮业务：随着未来宠物食品市场持续扩容，公司主粮板块份额有望提升，且公司通过弗列加特、汪臻醇、霸弗等系列持续向上迭代产品线，主粮板块有望迎来量价齐升。此外，公司拟以2.25亿元（约占公司2025年营收的3.32%）收购K9 Natural持有的NPPG品牌中国大陆地区知识产权，但标的FY2026大陆营收仅有约0.88亿元、EBITDA约0.13亿元，短期对利润表贡献微小，战略意义大于财务意义，因此我们未将其纳入增量假设。综上，我们预计2026-2028年公司主粮营收将分别达到53.8/68.6/85.7亿元，同比+30.00%/+27.50%/+25.00%；毛利率维持上升趋势，分别达46.00%/46.50%/47.00%。

2) 零食业务：公司宠物零食主要为境外OEM/ODM，受境外政策等因素影响较大，且公司未来重心仍聚焦在自有品牌发展，宠物零食预计将会维持较低增速，2026-2028年营收分别为25.9/26.4/26.9亿元；毛利率由于受关税、汇率等影响较大，预计将维持下降趋势，2026-2028年分别为37.00%/36.00%/35.00%。

3) 保健品和其他：公司保健品业务占比较小，随着宠物“银发浪潮”来袭以及消费者需求的多元化趋势，有望维持快速扩张，预计2026-2028年营收可达0.8/1.0/1.2亿元；毛利率预计稳健上升，分别为57.80%/58.00%/58.20%。

4) 其他业务收入：公司其他业务收入占比较小，预计未来将维持稳定，2026-2028年营收为0.3/0.3/0.4亿元；毛利率维持在31.65%。

图表61:公司收入情况预测

| 总营收        | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）   | 67.69  | 80.77  | 96.26  | 114.15 |
| YoY        | 29.06% | 19.32% | 19.18% | 18.59% |
| 毛利率        | 42.49% | 43.18% | 43.69% | 44.24% |
| 分产品        | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 主粮业务营收（亿元） | 41.38  | 53.79  | 68.58  | 85.73  |
| YoY        | 53.79% | 30.00% | 27.50% | 25.00% |
| 毛利率        | 45.52% | 46.00% | 46.50% | 47.00% |
| 零食业务营收（亿元） | 25.36  | 25.87  | 26.39  | 26.91  |
| YoY        | 2.11%  | 2.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| 毛利率        | 37.24% | 37.00% | 36.00% | 35.00% |
| 保健品和其他（亿元） | 0.67   | 0.80   | 0.97   | 1.16   |
| YoY        | 45.84% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率        | 57.55% | 57.80% | 58.00% | 58.20% |
| 其他业务收入（亿元） | 0.28   | 0.30   | 0.33   | 0.35   |
| YoY        | 12.92% | 8.00%  | 8.00%  | 8.00%  |
| 毛利率        | 34.29% | 31.65% | 31.65% | 31.65% |

资料来源：ifind、万联证券研究所

关键费用假设如下:

1) 销售费用率: 我们预计公司未来将持续加大品牌营销, 由于公司未来营收增速较高, 且公司目前销售费用率已经处在较高水平, 我们预计2026-2028年公司销售费用率为24.00%/24.25%/24.50%, 维持在高位并缓慢增长。

2) 研发费用率: 公司重视研发投入, 积极布局新品类新技术, 我们预计未来公司研发投入将持续上升, 2026-2028年研发费用率为1.40%/1.45%/1.50%。

3) 管理费用率: 由于预期公司未来营收持续增长, 我们预计2026-2028年公司管理费用率将会被持续摊薄, 达5.80%/5.75%/5.70%。

4) 财务费用率: 公司财务费用率预计保持稳健, 2026-2028年为-0.22%/-0.16%/-0.11%。

图表62:公司费用情况预测

|       | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-------|----------|----------|----------|----------|
| 销售费用率 | 22.56%   | 24.00%   | 24.25%   | 24.50%   |
| YoY   | 2.45pct  | 1.44pct  | 0.25pct  | 0.25pct  |
| 管理费用率 | 5.85%    | 5.80%    | 5.75%    | 5.70%    |
| YoY   | 0.00pct  | -0.05pct | -0.05pct | -0.05pct |
| 研发费用率 | 1.36%    | 1.40%    | 1.45%    | 1.50%    |
| YoY   | -0.27pct | 0.04pct  | 0.05pct  | 0.05pct  |
| 财务费用率 | -0.13%   | -0.22%   | -0.16%   | -0.11%   |
| YoY   | 0.54pct  | -0.09pct | 0.05pct  | 0.05pct  |

资料来源: ifind、万联证券研究所

综上, 我们预计公司2026-2028年实现营业收入80.8/96.3/114.2亿元, 同比分别+19.32%/+19.18%/+18.59%; 实现归母净利润7.5/9.2/11.1亿元, 同比分别+10.88%/+23.15%/+20.81%。

图表63:公司盈利预测结果

|           | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)  | 67.69  | 80.77  | 96.26  | 114.15 |
| YoY       | 29.06% | 19.32% | 19.18% | 18.59% |
| 归母净利润(亿元) | 6.73   | 7.46   | 9.19   | 11.10  |
| YoY       | 7.75%  | 10.88% | 23.15% | 20.81% |
| EPS(元/股)  | 1.68   | 1.86   | 2.30   | 2.77   |
| 市盈率(P/E)  | 26.03  | 23.48  | 19.07  | 15.78  |
| 市净率(P/B)  | 3.77   | 3.42   | 3.03   | 2.67   |

资料来源: 携宁科技云估值、万联证券研究所

## 5.2 可比公司与估值

### 可比公司:

我们选取主业同为宠物食品制造的中宠股份、佩蒂股份以及路斯股份作为可比公司。

**中宠股份:** 一家业务覆盖全球的综合性宠物食品制造商, 旗下拥有“Wanpy顽皮”、“Zeal真致”等自主品牌, 同时为海外客户提供代工服务。

**佩蒂股份：**一家以宠物咬胶和零食为核心产品的宠物食品制造商，业务模式以境外 ODM/OEM 为主，深度绑定国际大型宠物食品品牌和商超渠道。

**路斯股份：**一家主营宠物食品研发、生产和销售的公司，核心产品包括肉干、罐头、饼干、洁牙骨等，旗下拥有“路斯”等自主品牌。

**估值：**

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.5/9.2/11.1 亿元，对应 PE 分别为 23.5x/19.1x/15.8x。我们取可比公司平均 PE 为参考 PE，可比公司 2026E-2028E 平均 PE 分别为 20.8x/16.7x/14.0x，考虑到乖宝宠物是我国宠物食品行业龙头企业，2020-2025 年营收/归母净利润 CAGR 达 27.4%/43.3%，领先同行，毛净利率均维持行业较高水平，且自有品牌占比较高，有望持续受益于行业规模扩张及国产化替代趋势，未来发展空间较大，应当享有高于可比公司平均的估值，我们给予公司 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 55.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表64:可比公司财务指标对比

| 公司名称 | 公司代码      | 营收 CAGR | 归母净利润 CAGR | 毛利率    | 净利率   | 自有品牌营收占比 |
|------|-----------|---------|------------|--------|-------|----------|
| 乖宝宠物 | 301498.SZ | 27.45%  | 43.28%     | 41.61% | 7.52% | 73.35%   |
| 中宠股份 | 002891.SZ | 18.54%  | 23.27%     | 26.78% | 5.14% | 35.87%   |
| 佩蒂股份 | 300673.SZ | 1.59%   | 0.16%      | 27.62% | 2.36% | 19.65%   |
| 路斯股份 | 920419.BJ | 15.41%  | 9.00%      | 19.78% | 5.53% | —        |

资料来源：ifind、万联证券研究所

注：营收、归母净利润 CAGR 计算均取 2020-2025 年，自有品牌营收占比取 2025 年，毛净利率使用 1Q2026

图表65:可比公司估值表

| 公司名称 | 公司代码      | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|------|-----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |          | 2025A      | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 中宠股份 | 002891.SZ | 102.59   | 3.65       | 4.48  | 5.86  | 7.32  | 28.11 | 22.90 | 17.51 | 14.02 |
| 佩蒂股份 | 300673.SZ | 34.50    | 1.16       | 1.53  | 1.91  | 2.20  | 29.74 | 22.55 | 18.06 | 15.68 |
| 路斯股份 | 920419.BJ | 11.21    | 0.60       | 0.66  | 0.77  | 0.92  | 18.68 | 16.98 | 14.56 | 12.18 |
| 平均   |           |          |            |       |       |       | 20.81 | 16.71 | 13.96 |       |
| 乖宝宠物 | 301498.SZ | 175.25   | 6.73       | 7.46  | 9.19  | 11.10 | 26.03 | 23.48 | 19.07 | 15.78 |

资料来源：ifind、万联证券研究所

注：市值取值时间为 2026 年 8 月 10 日，可比公司归母净利润均采用 ifind 一致预期，乖宝宠物采用我们团队预测

## 6 风险提示

**食品安全风险：**宠物食品直接关系到宠物生命健康，产品质量与品牌信任是公司最核心的无形资产。2025 年下半年以来，公司旗下高端猫粮品牌“弗列加特”曾卷入有关“猫咪后肢无力/瘫痪”的消费者投诉与网络舆情，引发市场对公司产品安全性的关注。尽管属地监管部门多次抽检均未发现产品指标异常，且截至 2026 年 8 月 21 日未认定相关症状与公司产品存在因果关系，但若后续监管调查认定公司产品存在质量问题或因果关系，可能对品牌声誉、复购率及业绩造成重大冲击。

**收购整合风险：**公司于 2026 年 6 月公告拟以不超过 2.25 亿元受让 KKR 旗下 K9 Natural 所

持有的NPGF品牌中国大陆地区知识产权，该交易对价包含浮动安排（若NPGF品牌大陆地区销售在2028年前达到3亿元/5亿元且利润率达标，公司将追加支付最高0.5亿元/1.0亿元等值美元对价），可能增加未来商誉及无形资产摊销压力。此外，跨境品牌在经营管理、供应链、企业文化等方面与公司现有体系存在整合不确定性，若协同效应不及预期，可能对公司整体运营效率与盈利质量产生不利影响。

**限售股解禁风险：**公司于2026年8月17日解禁首发原股东限售股份3794.36万股，占总股本的9.47%，现流通股本的21.16%，短期内股份供给有所增加，可能对二级市场股价形成阶段性供给压力。

**原材料价格波动风险：**公司原材料主要包括鸡、鸭、牛肉等各类农产品，原材料价格上升可能会对公司未来业绩造成影响。

**汇率波动风险：**公司境外销售收入主要以美元结算，汇率变动可能会对公司海外销售和原材料的购置成本产生影响，冲击公司未来业绩。

**市场竞争加剧风险：**宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业激烈竞争的大环境之中，若未来市场竞争加剧可能对公司业绩造成不利影响。

**关税变动风险：**美国是公司产品的主要出口国，其关税政策的不确定性可能会影响当地企业需求，对公司出口业务需求造成冲击。

**利润表（百万元）**

|                   | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>6769</b> | <b>8077</b> | <b>9626</b> | <b>11415</b> |
| 同比增速 (%)          | 29.06       | 19.32       | 19.18       | 18.59        |
| 营业成本              | 3893        | 4589        | 5421        | 6366         |
| 毛利                | 2876        | 3488        | 4205        | 5050         |
| 营业收入 (%)          | 42.49       | 43.18       | 43.69       | 44.24        |
| 税金及附加             | 30          | 35          | 41          | 50           |
| 营业收入 (%)          | 0.44        | 0.43        | 0.43        | 0.43         |
| 销售费用              | 1527        | 1938        | 2334        | 2797         |
| 营业收入 (%)          | 22.56       | 24.00       | 24.25       | 24.50        |
| 管理费用              | 396         | 468         | 554         | 651          |
| 营业收入 (%)          | 5.85        | 5.80        | 5.75        | 5.70         |
| 研发费用              | 92          | 113         | 140         | 171          |
| 营业收入 (%)          | 1.36        | 1.40        | 1.45        | 1.50         |
| 财务费用              | -9          | -17         | -16         | -13          |
| 营业收入 (%)          | -0.13       | -0.22       | -0.16       | -0.11        |
| 资产减值损失            | -4          | -8          | -7          | -6           |
| 信用减值损失            | -4          | -9          | -7          | -6           |
| 其他收益              | 14          | 20          | 25          | 27           |
| 投资收益              | 31          | 27          | 42          | 47           |
| 净敞口套期收益           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 公允价值变动收益          | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 资产处置收益            | -1          | -3          | -2          | -3           |
| <b>营业利润</b>       | <b>876</b>  | <b>978</b>  | <b>1203</b> | <b>1453</b>  |
| 营业收入 (%)          | 12.94       | 12.11       | 12.50       | 12.73        |
| 营业外收支             | 7           | 2           | 3           | 4            |
| <b>利润总额</b>       | <b>882</b>  | <b>980</b>  | <b>1207</b> | <b>1457</b>  |
| 营业收入 (%)          | 13.03       | 12.13       | 12.53       | 12.76        |
| 所得税费用             | 208         | 231         | 285         | 344          |
| 净利润               | 674         | 749         | 922         | 1113         |
| 营业收入 (%)          | 9.96        | 9.27        | 9.58        | 9.75         |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>673</b>  | <b>746</b>  | <b>919</b>  | <b>1110</b>  |
| 同比增速 (%)          | 7.75        | 10.88       | 23.15       | 20.81        |
| 少数股东损益            | 1           | 2           | 3           | 3            |
| EPS（元/股）          | 1.68        | 1.86        | 2.30        | 2.77         |

**基本指标**

|           | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 1.68   | 1.86   | 2.30   | 2.77   |
| BVPS      | 11.59  | 12.81  | 14.44  | 16.41  |
| PE        | 26.03  | 23.48  | 19.07  | 15.78  |
| PEG       | 3.36   | 2.16   | 0.82   | 0.76   |
| PB        | 3.77   | 3.42   | 3.03   | 2.67   |
| EV/EBITDA | 25.38  | 14.22  | 11.65  | 9.54   |
| ROE       | 14.50% | 14.55% | 15.89% | 16.90% |
| ROIC      | 12.75% | 13.29% | 14.66% | 15.75% |

**资产负债表（百万元）**

|                | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金           | 819         | 715         | 768         | 1142        |
| 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据及应收账款      | 409         | 541         | 653         | 743         |
| 存货             | 933         | 1121        | 1328        | 1535        |
| 预付款项           | 57          | 58          | 72          | 86          |
| 合同资产           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他流动资产         | 1000        | 1124        | 1143        | 1175        |
| 流动资产合计         | 3218        | 3558        | 3965        | 4681        |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 1627        | 1828        | 2129        | 2441        |
| 在建工程           | 59          | 247         | 398         | 318         |
| 无形资产           | 162         | 174         | 185         | 190         |
| 商誉             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 递延所得税资产        | 50          | 45          | 45          | 45          |
| 其他非流动资产        | 720         | 591         | 594         | 583         |
| <b>资产总计</b>    | <b>5837</b> | <b>6444</b> | <b>7317</b> | <b>8258</b> |
| 短期借款           | 301         | 301         | 301         | 301         |
| 应付票据及应付账款      | 377         | 386         | 486         | 574         |
| 预收账款           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 合同负债           | 69          | 119         | 146         | 152         |
| 应付职工薪酬         | 122         | 126         | 164         | 189         |
| 应交税费           | 85          | 95          | 119         | 140         |
| 其他流动负债         | 341         | 361         | 371         | 375         |
| 流动负债合计         | 994         | 1087        | 1286        | 1429        |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付债券           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 递延所得税负债        | 69          | 67          | 67          | 67          |
| 其他非流动负债        | 131         | 158         | 176         | 185         |
| <b>负债合计</b>    | <b>1194</b> | <b>1311</b> | <b>1529</b> | <b>1681</b> |
| 归属于母公司的所有者权益   | 4643        | 5131        | 5783        | 6570        |
| 少数股东权益         | 0           | 2           | 5           | 7           |
| <b>股东权益</b>    | <b>4643</b> | <b>5133</b> | <b>5788</b> | <b>6577</b> |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>5837</b> | <b>6444</b> | <b>7317</b> | <b>8258</b> |

**现金流量表（百万元）**

|                  | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>842</b>  | <b>705</b>  | <b>1023</b> | <b>1199</b> |
| 投资               | -25         | 0           | 0           | 0           |
| 资本性支出            | -696        | -646        | -733        | -528        |
| 其他               | 58          | 72          | 27          | 33          |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-664</b> | <b>-574</b> | <b>-706</b> | <b>-495</b> |
| 债权融资             | 0           | 42          | 18          | 9           |
| 股权融资             | 11          | 0           | 0           | 0           |
| 银行贷款增加（减少）       | 191         | 0           | 0           | 0           |
| 筹资成本             | -202        | -230        | -282        | -339        |
| 其他               | -16         | -39         | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-16</b>  | <b>-228</b> | <b>-264</b> | <b>-330</b> |
| <b>现金净流量</b>     | <b>154</b>  | <b>-104</b> | <b>53</b>   | <b>374</b>  |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场