

强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
乖宝宠物	301498.SZ	人民币 38.43	买入
中宠股份	002891.SZ	人民币 25.92	买入

资料来源: Wind, 中银证券

以2026年6月26日当地货币收市价为标准

宠物行业深度报告

精细化养宠带动结构升级, 龙头企业坚定构筑品牌壁垒, 市占率稳步提升

宠物行业当前在国内处于快速发展期, 在精细化养宠需求持续渗透的背景下, 宠物食品产品结构升级趋势明显, 行业规模稳步扩容。国产替代及自主品牌出海路径清晰。受内外部因素影响, 板块短期盈利能力承压, 但是从企业内生增长来看, 龙头企业坚定构筑品牌壁垒, 将逐步走出同质化竞争, 产品力及品牌溢价优势明显。当前行业估值较高点回落幅度较大, 我们看好宠物赛道中长期发展, 建议关注左侧布局机会。

支撑评级的要点

- 宠物行业当前在国内处于快速发展期, 在精细化养宠的需求持续渗透的背景下, 宠物食品产品结构升级趋势明显, 行业规模稳步扩容。(1) 2025年城镇宠物消费市场规模达3126亿元, 同比增长4.1%。2020-2025年, 中国宠物行业市场规模CAGR达到8.6%, 高于全球宠物行业复合增速; 从消费结构来看, 犬猫消费是宠物行业核心基本盘, 且增速呈现“猫快犬慢”的结构性特征。2020-2025年, 宠物犬及宠物猫数量复合增速分别为0.5%、8.4%。独居、单身及空巢人群的扩容带动情感陪伴需求, 消费者支付意愿提升, 推动行业向精致化、品质化升级。根据宠业家数据, 2025年高端宠物食品市场占比已突破40%, 增速显著高于中低端品类。参考龙头企业的产品推新及618销售排名, 宠物龙头高端品牌战略持续推进。(2) 对比海外, 我国在渗透率与高端化方面空间广阔: 2025年我国家庭养宠渗透率仅29% (美81%、日60%), 专业猫粮、狗粮渗透率仅51.9%、28.8% (美日超90%), 高端猫粮、狗粮市占仅29.4%、33.6% (美日45%-55%)。从年龄分布来看, 00后、90后群体是当前宠物经济的基本盘, 在科学养宠理念渗透下, 宠物食品行业规模扩容及高端化升级具备长期支撑。
- 2025年以来, 宠物食品板块股价大幅回调, 板块整体呈现出增收不增利的情况, 主要与境外业务毛利率受损及境内业务竞争加剧有关。龙头企业纷纷发布回购公告, 完善长期激励机制, 释放底部积极信号。(1) 从营收结构来看, 板块主要公司海外市场收入贡献较高, 因此业绩受关税政策、汇率波动及产能折旧影响较大。但是从收入端来看, 受益国内市场需求旺盛, 自有品牌增长强劲。1Q25至1Q26板块营收同比增速分别为22.4%、21.6%、13.0%、14.0%、22.1%; 归母净利润同比增速分别为21.0%、12.8%、-13.5%、-43.8%、-33.2%。板块短期盈利能力承压, 但是从企业内生增长来看, 龙头企业坚定构筑品牌壁垒, 国内业务表现优异。随着规模效应显现及结构升级顺利推进, 公司或将自然进入利润集中释放周期。(2) 2025年底至2026年上半年, 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份三家宠物食品企业先后推出回购方案, 其中乖宝宠物为上市以来首次回购。此次回购用途均为股权激励或员工持股计划, 旨在绑定核心团队、完善长期激励机制, 在行业底部释放积极信号。
- 国内宠物食品企业正加速从代工出口转向自主品牌生产, 企业持续完善全球化产能布局以对冲关税影响。处方粮行业标准落地抬升行业准入壁垒, 龙头企业将逐步走出同质化竞争, 产品力及品牌溢价优势将显著提升。(1) 受关税政策调整影响, 我国宠物食品进口规模持续回落, 国产品牌在需求增长背景下迅速崛起补足缺口, 推动国产化率提升。根据宠物道数据, 2024年国产宠物食品品牌市占率升至61%, 首次全面反超进口品牌。(2) 我国宠物企业多以海外代工起家, 当前仍以代工贴牌为主体, 但自主品牌出海正加速推进。受国际贸易摩擦影响, 我国宠物食品对美出口占比持续回落, 东南亚等新兴市场快速崛起, 成为出口增量核心来源, 龙头企业持续完善全球化产能布局以应对关税影响。虽然利润端短期受资本开支影响, 但是企业竞争壁垒在持续提升。(3) 处方粮行业标准落地抬升行业准入壁垒, 龙头企业研发能力领先行业, 在产品创新及品牌溢价方面优势显著, 自有品牌市占率有望持续提升。

投资建议

- 我们认为宠物食品板块当前正处于左侧布局的窗口期。建议重点关注两条主线: 1) 国产替代与国内集中度提升。在进口受限和国产品质持续提升的背景下, 龙头企业积极培育自主品牌、加速拓展国内市场, 有望率先受益于行业份额向头部集中的趋势。2) 海外供应链完善与自主品牌出海。建议关注持续加码自主品牌建设、不断优化海外产能布局与全球供应链能力的龙头企业。具体标的方面, 建议重点关注乖宝宠物和中宠股份。两家公司主粮业务占比较高, 自主品牌培育成效显著, 同时海外供应链布局较为完善, 综合竞争优势突出, 有望在本轮行业上行周期中充分受益。

评级面临的主要风险

- 需求不及预期, 市场竞争加剧, 自主品牌发展不及预期, 贸易摩擦风险, 原材料价格波动, 汇兑波动。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔: 饲料

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

目录

1 行业全景：我国宠物行业走向成熟，量价共振驱动扩容	6
1.1 我国宠物行业进入成熟期，高端化升级+国产化替代成主旋律	6
1.2 行业量价齐升，市场规模持续扩容	7
1.3 对标海外成熟市场，国内宠物行业成长空间广阔	9
2 需求结构：Z世代引领消费，银发宠主价值潜力可观，精致养宠趋势持续深化	13
2.1 情感陪伴为核心消费动因，精致化养宠趋势持续深化	13
2.2 Z世代成为消费主力，90/00后宠主占比近七成	13
2.3 银发宠主潜力凸显，渗透率偏低、单宠消费价值突出	15
3 消费结构：宠物食品为核心刚需赛道，高端化升级趋势，产品线上渠道为主	16
3.1 宠物食品为主，增速领先	16
3.2 宠物食品：核心刚需赛道，溢价率更高	17
3.3 渠道格局：线上主导实物消费，线下深耕服务场景	19
4 市场格局：国产品牌市占率反超进口，加速抢占高端市场	21
4.1 受关税扰动，宠物食品进口回落，国产品牌崛起填补供需缺口，国产化率提升	21
4.2 自有品牌发力抢占份额，行业销售费用率抬升	22
4.3 跨界入局热度高，核心品类壁垒显著，宠物食品跨界占比较低	23
5 出海布局：模式由代工转向自主品牌，东南亚市场需求高增	24
5.1 欧美是全球核心进口市场，东南亚增长动能领跑全球	24
5.2 出海模式由代工转向自主品牌，布局重心向东南亚倾斜	24
6 投资建议	26
乖宝宠物	30
中宠股份	36

图表目录

图表 1. 我国宠物行业历史沿革	6
图表 2. 我国宠物消费行业市场规模预测	7
图表 3. 我国城镇宠物(犬猫)消费市场规模(亿元)	8
图表 4. 我国城镇宠物(犬猫)消费市场增速(%)	8
图表 5. 我国城镇犬猫数量变化趋势(万只)	8
图表 6. 我国城镇犬猫数量(万只)	8
图表 7. 我国单只犬年均消费金额	8
图表 8. 我国单只猫年均消费金额	8
图表 9. 龙头企业单价趋势(万元/吨)	9
图表 10. 全球宠物行业市场规模预测	9
图表 11. 2025 年全球宠物市场地域分布(按规模)	9
图表 12. 美国宠物猫狗数量及增速	10
图表 13. 美国宠物行业市场规模及增速	10
图表 14. 日本宠物市场规模及增速(亿日元)	10
图表 15. 2024 年日本宠物行业结构	10
图表 16. 东南亚地区宠物行业市场规模及增速	11
图表 17. 2025 年中美日养宠及专业宠粮渗透率对比	11
图表 18. 我国宠物食品市场集中度不断提升	12
图表 19. 中美宠物食品市场集中度对比	12
图表 20. 养宠以情感动机为主	13
图表 21. 我国宠主画像(按年龄分)	14
图表 22. 我国宠主画像(按学历分)	14
图表 23. 我国 15 岁及以上未婚人口数	14
图表 24. 我国一人户家庭占比	14
图表 25. 我国宠主画像(按城市分)	15
图表 26. 我国宠主画像(按收入分)	15
图表 27. 我国 60 岁以上人口数量	15
图表 28. 宠物行业分类	16
图表 29. 宠物各生长周期需求变化	16
图表 30. 宠物行业结构(%)	17
图表 31. 2025 年宠物行业结构	17
图表 32. 我国宠物行业细分结构(%)	17
图表 33. 2025 年我国宠物食品市场结构(%)	18
图表 34. 我国宠物主粮种类购买偏好占比	18
图表 35. 我国宠物零食品类购买偏好占比	18
图表 36. 我国宠物老龄化提升	19

图表 37. 2025 年我国宠物消费渠道结构.....	19
图表 38. 2024 年我国宠物消费渠道偏好.....	19
图表 39. 2024 年中国宠物行业消费渠道偏好（按产品）.....	20
图表 40. 我国宠物消费线上渠道偏好.....	20
图表 41. 2024 年我国宠物食品进口数量及增速.....	21
图表 42. 2024 年我国宠物消费品牌结构.....	21
图表 43. 2023-2024 年各价位宠物食品销量同比增速（%）.....	21
图表 44. 国内各品牌销售排名.....	22
图表 45. 宠物食品上市公司业绩概览.....	22
图表 46. 近年宠物行业毛利率整体提升（%）.....	22
图表 47. 我国宠物品牌跨界赛道布局情况.....	23
图表 48. 2024 年全球各区域宠物食品进口数量占比.....	24
图表 49. 2019-2024 年各区域宠物食品进口数量 CAGR.....	24
图表 50. 宠物食品上市公司境外营收占比.....	24
图表 51. 中国零售包装狗猫粮出口规模及增速.....	25
图表 52. 2025 年中国零售包装狗猫粮出口区域占比.....	25
图表 53. 中国其他配制的动物饲料或非零售包装的狗猫粮出口规模及增速.....	25
图表 54. 2025 年中国其他配制的动物饲料或非零售包装的狗猫粮出口区域占比.....	25
图表 55. 宠物食品板块单季度营收及归母净利润增速（%）.....	26
图表 56. 宠物食品上市公司境内业务毛利率同比变化.....	27
图表 57. 宠物食品上市公司境外业务毛利率同比变化.....	27
图表 58. 宠物食品上市公司销售费用率同比变化.....	27
图表 59. 宠物食品上市公司归母净利率同比变化.....	27
图表 60. 霸弗天然粮从 1.0 升级至 2.0.....	27
图表 61. 顽皮推出烘焙粮版本及全价冻干生骨肉三拼粮.....	27
图表 62. 2025 年宠物食品上市公司营收结构.....	28
股价表现.....	30
投资摘要.....	30
图表 63. 公司营收及增速.....	31
图表 64. 公司归母净利润及增速.....	31
图表 65. 公司费用表现（%）.....	31
图表 66. 公司毛利率及净利率表现.....	31
图表 67. 公司营收结构（分区域）.....	31
图表 68. 公司毛利率（分区域）.....	31
图表 69. 公司营收结构（分产品）.....	32
图表 70. 公司毛利率（分产品）.....	32
图表 71. 公司营收结构（分渠道）.....	32
图表 72. 公司毛利率（分渠道）.....	32
图表 73. 乖宝各品牌主流.....	32

图表 74. 乖宝宠物收入预测表.....	33
图表 75. 可比公司相对估值表.....	34
利润表(人民币 百万).....	35
现金流量表(人民币 百万).....	35
财务指标.....	35
资产负债表(人民币 百万).....	35
股价表现.....	36
投资摘要.....	36
图表 76. 公司营收及增速.....	37
图表 77. 公司归母净利润及增速.....	37
图表 78. 公司费用表现.....	37
图表 79. 公司毛利率及净利率表现.....	37
图表 80. 公司营收结构(分区域).....	37
图表 81. 公司毛利率(分区域).....	37
图表 82. 公司营收结构(分产品).....	38
图表 83. 公司毛利率(分产品).....	38
图表 84. 公司营收结构(分渠道).....	38
图表 85. 公司毛利率(分渠道).....	38
图表 86. 中宠各品牌主流.....	38
图表 87. 中宠股份收入预测表.....	39
图表 88. 可比公司相对估值表.....	40
利润表(人民币 百万).....	41
现金流量表(人民币 百万).....	41
财务指标.....	41
资产负债表(人民币 百万).....	41

1 行业全景：我国宠物行业走向成熟，量价共振驱动扩容

1.1 我国宠物行业进入成熟期，高端化升级+国产化替代成主旋律

我国宠物行业起步于 20 世纪 90 年代，经历了从政策严控到逐步放开、从萌芽到成熟阶段，整体可划分为四个阶段。

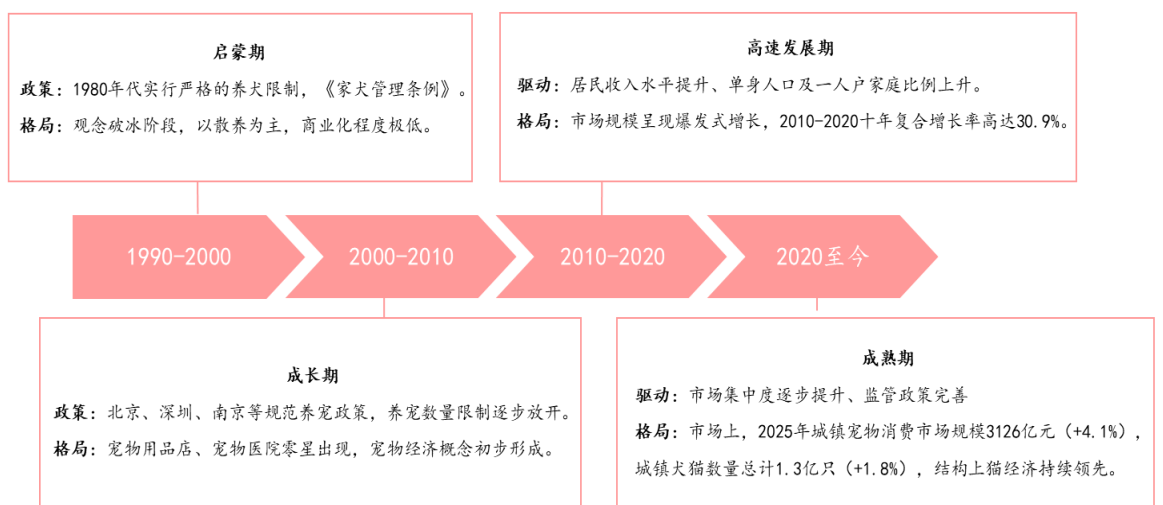
启蒙期（1990-2000 年）：观念破冰阶段，以散养为主，商业化程度极低。政策上，1980 年代实行严格的养犬限制，卫生部等部门发布的《养犬管理条例》规定县级以上城市禁止养犬，直接抑制了宠物行业商业化。1992 年中国小动物保护协会成立，首次提出“伴侣动物”概念，标志着宠物角色从功能性向情感性转变的开始。市场上，宝路、皇家等国际宠物品牌开始进入中国市场，但宠物行业商业化尚未启动，养宠仍以“看家护院”为主。这一阶段外资品牌完成了初步市场教育，国内宠物食品、用品企业尚未形成规模，养宠政策逐步从“禁养”转向“限养”，北京、上海等城市开始实行养犬许可制度。

成长期（2000-2010 年）：产能积累阶段，宠物用品店、宠物医院开始零星出现，宠物经济概念初步形成。政策上，2000 年前后北京、深圳、南京等城市率先规范养宠政策，赋予宠物“合法身份”，养宠数量限制逐步放开，为产业提供了市场基础。市场上，宠物角色加速从“看家护院”的功能性角色向情感性角色转变，国内开始出现规模化宠物产品制造工厂，产能初步形成，首批线上宠物服务平台伴随互联网浪潮出现。核心企业相继诞生：1998 年中宠股份成立，同年路斯股份开始涉足宠物食品领域，2002 年佩蒂股份成立，2002-2006 年间天元宠物、源飞宠物、乖宝宠物先后创立。早期企业多以 OEM/ODM 代工模式为主，产品出口海外市场。

高速发展期（2010-2020 年）：需求爆发阶段，随着居民收入水平提升、单身人口及一人户家庭比例上升，情感陪伴需求增长，市场规模呈现爆发式增长。市场规模上，2010 年宠物消费市场规模仅 140 亿元，2020 年升至 2065 亿元，十年复合增长率高达 30.9%，宠物数量突破 1 亿只。产业上，宠物食品市场份额超 50%，宠物医疗、用品、服务等细分赛道同步扩张，国产品牌开始崛起。

成熟期（2020 年至今）：随着行业监管体系不断完善，市场逐步成熟，行业增长由前期高速扩张，过渡至中速稳健发展阶段，2020-2025 年宠物消费市场规模复合增速达 8.6%。从市场规模来看，2025 年城镇宠物消费市场规模达 3126 亿元，同比增长 4.1%；城镇犬猫保有量升至 1.3 亿只，同比增长 1.8%，猫经济依旧保持领先发展态势。居民养宠理念也发生明显转变，从传统基础喂养逐步升级为科学喂养与全生命周期健康管理，精细化养宠需求持续渗透，推动行业高端化升级。本土国产品牌快速崛起，另外，2025 年 1 月 1 日起我国进口宠物食品关税从 4% 上调至 10%，进口品牌成本增加，国产化替代加速，行业市场集中度稳步抬升。

图表 1. 我国宠物行业历史沿革



资料来源：中国小动物保护协会官网、法律快车网、《南京市犬类管理办法》、《北京市犬类管理规定》、《深圳市养犬管理条例》、观研报告网、派读大数据《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》、派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》，中银证券

1.2 行业量价齐升，市场规模持续扩容

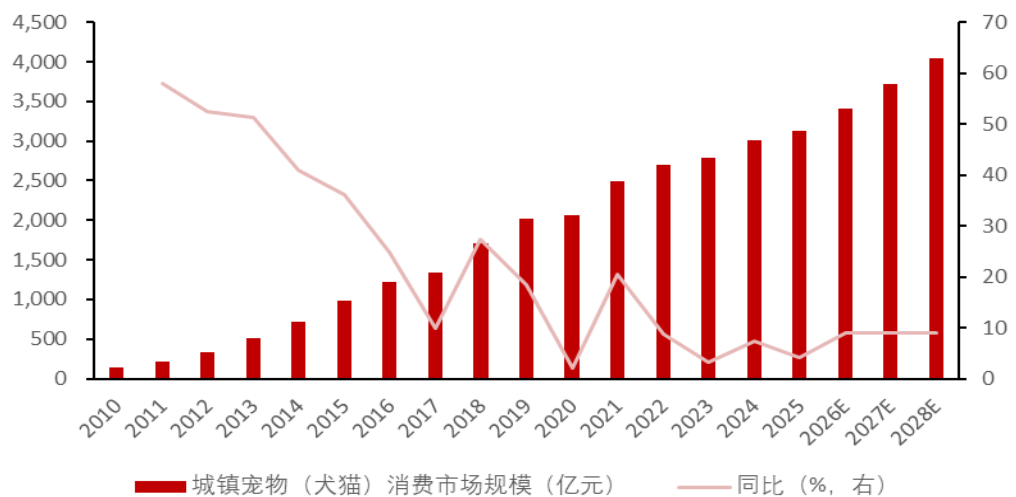
我国宠物行业市场规模增速领先全球，是全球最具活力的增量市场之一。根据《2026年中国宠物行业白皮书》，2025年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达3126亿元，较2024年增长4.1%。2020-2025年，中国宠物行业市场规模从2065亿元增长至3126亿元，五年CAGR达到8.6%，高于全球宠物行业复合增速。根据《2026年中国宠物行业白皮书》预测，2025-2028年我国宠物市场规模CAGR约为9%，2028年整体规模将升至4050亿元。

从结构来看，犬猫消费是宠物行业核心基本盘，且增速呈现“猫快犬慢”的结构性特征。拆分来看，2025年犬消费市场规模1606亿元，同比增长3.2%，占比51.4%；猫消费市场规模1520亿元，同比增长5.2%，占比48.6%。猫消费增速持续高于犬，根据《2026年中国宠物行业白皮书》预测，未来猫消费规模将实现对犬的全面反超。

从数量上看，我国城镇犬猫数量持续增加，结构向猫倾斜。2025年我国城镇犬猫保有量1.26亿只，同比+1.8%，2020-2025年CAGR为4.6%。其中宠物犬5343万只，同比+1.6%，2020-2025年CAGR为0.5%；宠物猫7289万只，同比+1.9%，2020-2025年CAGR高达8.4%。猫数量增速显著高于犬，核心源于现代都市人群生活节奏加快、居住空间有限，对低照料成本、高陪伴价值的宠物偏好提升，推动养猫需求持续释放。

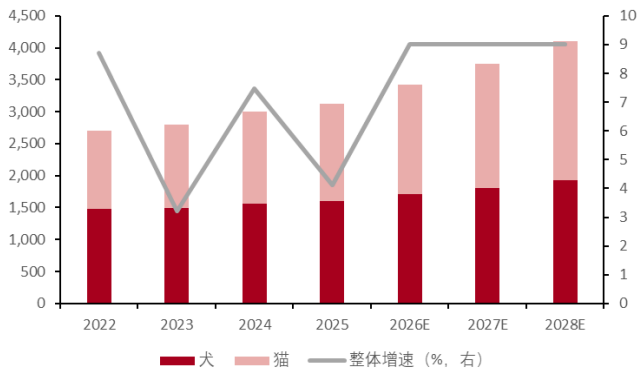
从单宠消费来看，单宠消费持续提升，单猫消费增速更快、提升弹性更强。2025年单只犬年均消费3006元，同比+1.5%；单只猫年均消费2085元，同比+3.2%。尽管单犬消费绝对值仍高于单猫，但近年单猫消费增速领跑，2025年单猫消费已达到单犬消费的69.4%，差距持续收窄。

图表 2. 我国宠物消费行业市场规模预测



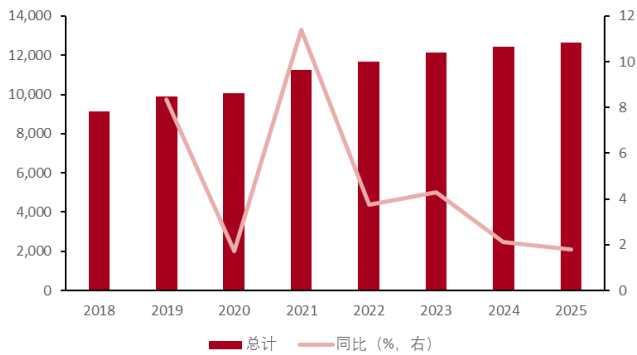
资料来源：观研报告网，派读大数据《2023年-2024年中国宠物行业白皮书》，派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》，央视网，中银证券

图表 3. 我国城镇宠物(犬猫)消费市场规模(亿元)



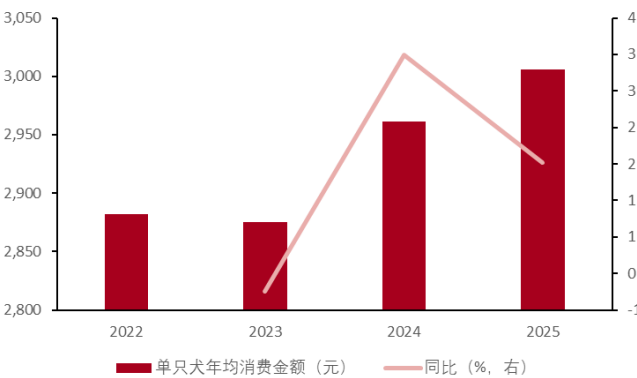
资料来源: 派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》, 央视网, 中银证券

图表 5. 我国城镇犬猫数量变化趋势 (万只)



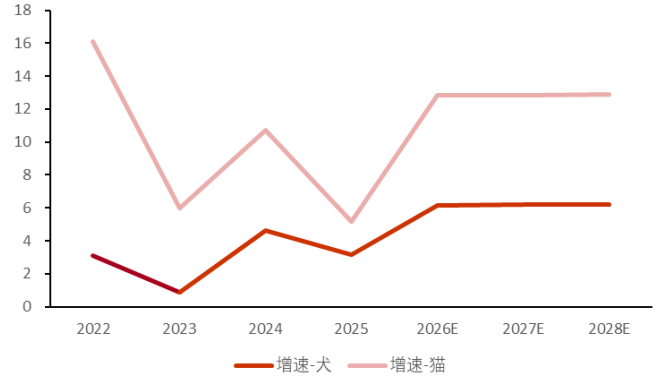
资料来源: 派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》, 央视网, 中银证券

图表 7. 我国单只犬年均消费金额



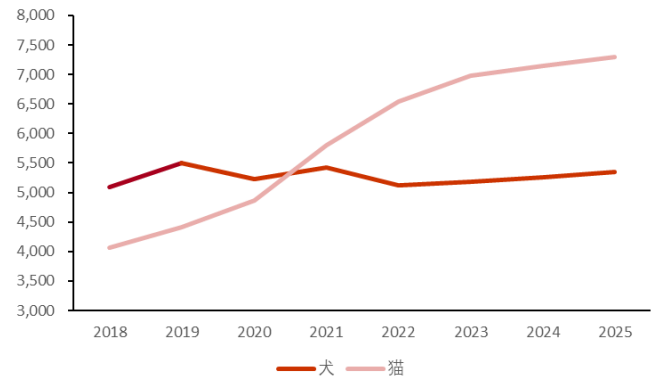
资料来源: 派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》, 央视网, 中银证券

图表 4. 我国城镇宠物(犬猫)消费市场增速(%)



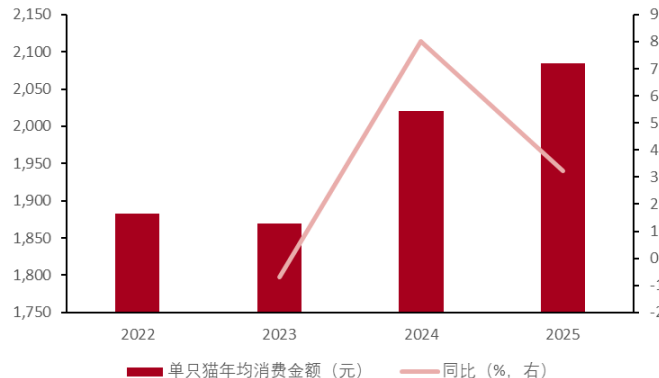
资料来源: 派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》, 央视网, 中银证券

图表 6. 我国城镇犬猫数量 (万只)



资料来源: 派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》, 央视网, 中银证券

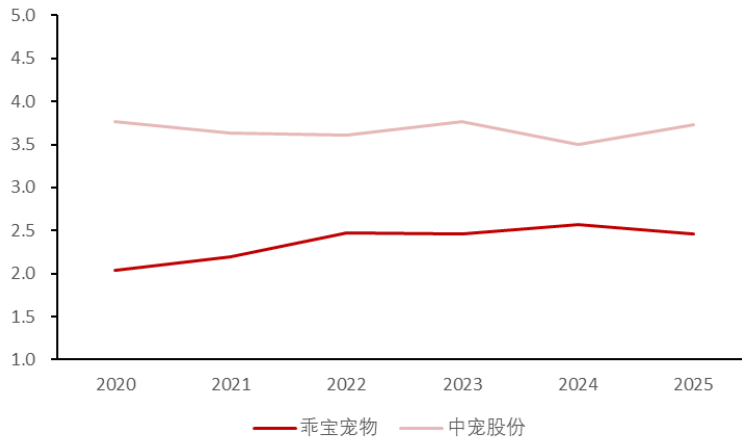
图表 8. 我国单只猫年均消费金额



资料来源: 派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》, 央视网, 中银证券

单宠消费持续提升, 头部企业亦加速品牌升级, 行业高端化趋势明确。据宠物道数据, 2025年高端宠物食品市场占比已突破40%, 增速显著高于中低端品类。龙头企业积极布局高端赛道: 以乖宝宠物为例, 营收方面, 2025年其性价比品牌“麦富迪”同口径增长超40%, “麦富迪”高端子品牌“霸弗”增长亦超60%, 高端品牌“弗列加特”增速超80%, 产品结构高端化趋势清晰。从吨价表现看, 乖宝宠物整体实现提升。中宠股份吨价高于乖宝, 主要因其营收结构以零食为主, 而零食单价天然高于主粮。近年来, 中宠主粮占比持续提升, 虽在对整体吨价形成一定下拉效应, 但高附加值自主品牌占比稳步提高, 境内收入占比从2019年的约20%持续提升至2025年的35.9%, 结构持续优化。

图表 9. 龙头企业单价趋势 (万元/吨)



资料来源: ifind, 中银证券

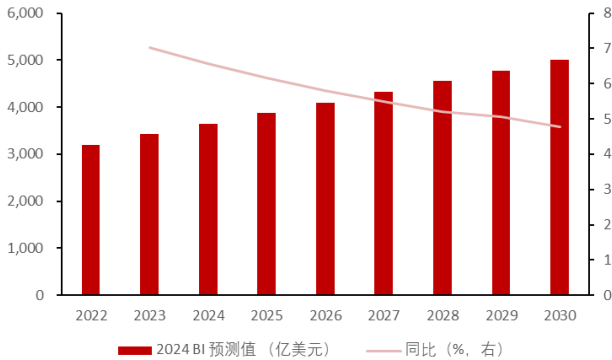
1.3 对标海外成熟市场, 国内宠物行业成长空间广阔

1.3.1 全球宠物市场格局: 欧美为主, 新兴市崛起

全球宠物市场规模保持稳定增长。根据彭博情报 (Bloomberg Intelligence) 2024 年预测, 2025 年全球宠物行业市场规模约 3875 亿美元, 同比增长 6.2%; 2022-2025 年 CAGR 约为 6.6%; 预计 2025-2030 年 CAGR 约 5.3%, 到 2030 年全球市场规模将突破 5000 亿美元, 达到 5008 亿美元, 全球宠物市场保持稳定增长。

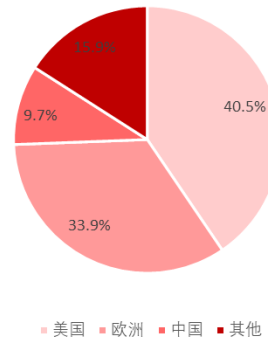
从全球地域分布看, 欧美合计占据了约七成的宠物经济市场规模。2025 年, 美国宠物销售额占全球的比重为 40.5%, 欧洲为 33.9%; 中国以 9.7% 的占比位居第三。

图表 10. 全球宠物行业市场规模预测



资料来源: 彭博情报 (Bloomberg Intelligence), 中银证券

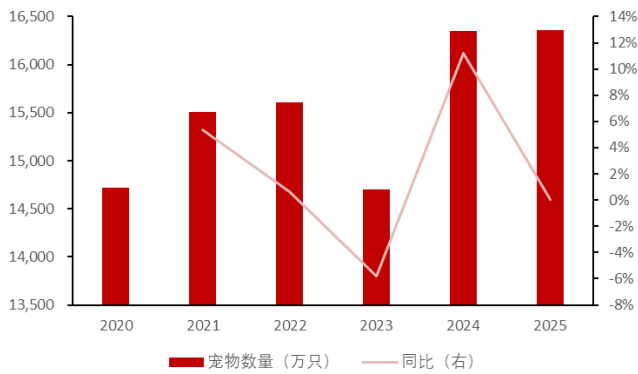
图表 11. 2025 年全球宠物市场地域分布 (按规模)



资料来源: GlobalPETS, 《2026 年全球宠物行业白皮书》, 彭博情报 (Bloomberg Intelligence), 中银证券

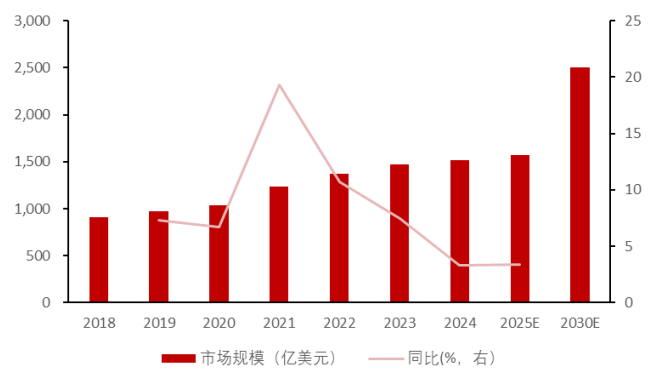
即便在欧美等成熟市场, 宠物行业依然保持稳步扩张态势。宠物已深度融入美国居民日常生活, 根据中宠股份 2025 年年报数据, 美国 1.314 亿户家庭中平均每个家庭饲养 1.7 只宠物, 其中 71.1% 至少养一只宠物, 51.1% 至少养一只狗, 36.9% 至少养一只猫。美国居民宠物消费持续提升, 2018-2025 年美国宠主在宠物产品和服务上的支出增长了 74% 以上。根据《2026 年全球宠物行业白皮书》, 2020-2025 年美国宠物猫狗数量 CAGR 为 2.1%, 2025 年美国宠物行业市场规模约为 1570 亿美元, 同比增长 3.4%, 2018-2024 年市场规模复合增长率为 9%, 预计 2025-2030 年市场规模增速约 10%。2024 年, 美国养宠家庭在宠物上 (不包括领养或购买费用) 总体人均支出为 1516 美元。欧洲市场同样前景乐观, 预计 2025 年市场规模为 1313 亿美元, 到 2030 年有望增长至 1647 亿美元, CAGR 为 4.6%。

图表 12. 美国宠物猫狗数量及增速



资料来源：派读大数据《2026 年全球宠物行业白皮书》，中银证券

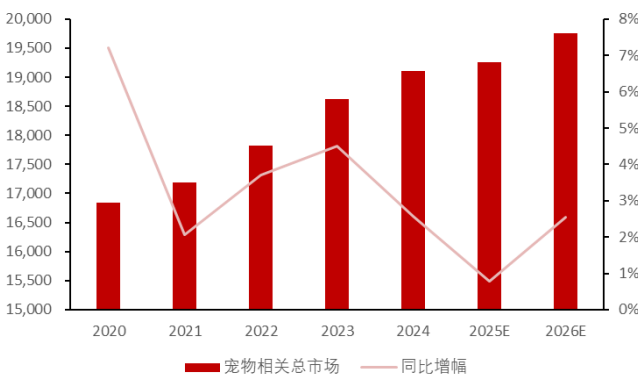
图表 13. 美国宠物行业市场规模及增速



资料来源：派读大数据《2026 年全球宠物行业白皮书》，中银证券

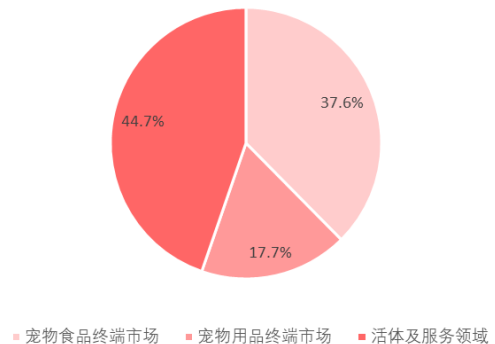
日本宠物市场增速趋于放缓，但宠物老龄化趋势正推动行业向精细化、高附加值方向转型。2024 年，日本宠物相关市场总规模达 1.9 万亿日元，同比增长 2.6%，2020-2025 年复合年增长率（CAGR）约为 2.7%，处于低速增长区间。从消费结构看，2024 年宠物食品、宠物用品、活体及服务领域占比分别为 37.6%、17.7%、44.7%，宠物食品占比持续提升。受宠物老龄化程度加深影响，市场对健康护理型宠物食品及精细化用品的需求持续攀升，2025 年日本高端狗猫粮的渗透率超 50%，高于美国市场。

图表 14. 日本宠物市场规模及增速 (亿日元)



资料来源：矢野经济研究所，中银证券

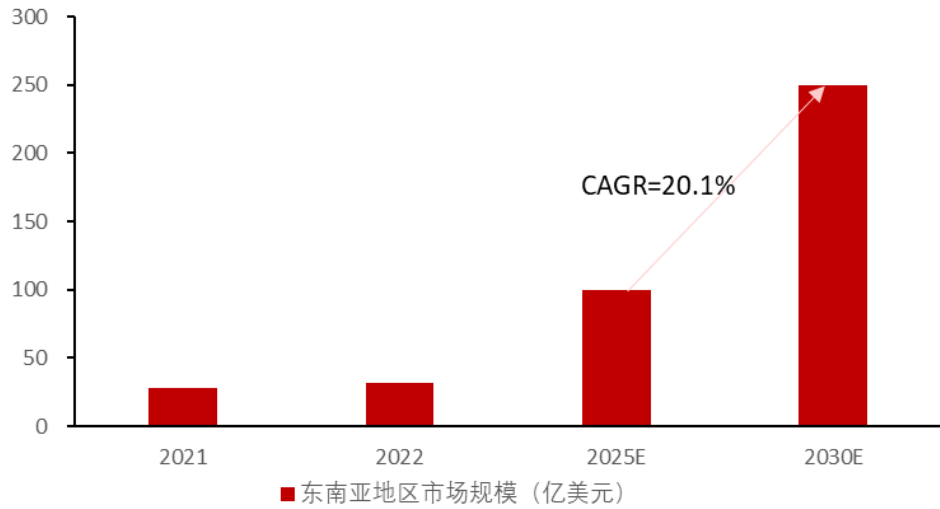
图表 15. 2024 年日本宠物行业结构



资料来源：矢野经济研究所，中银证券

东南亚宠物市场处于刚起步阶段，但东南亚地区年轻人口基数庞大，城市化进程加快，经济稳步增长，东南亚的宠物行业处于快速发展黄金期。根据毕马威《2025 年中国宠物行业市场报告》，2022 年东南亚宠物行业市场规模为 32 亿美元，2025 年市场规模约为 100 亿美元，预计到 2030 年市场规模达 250 亿美元，2025-2030 年 CAGR 为 20.1%，行业增速领先全球。

图表 16. 东南亚地区宠物行业市场规模及增速



资料来源：毕马威《2025 年中国宠物行业市场报告》，中银证券

1.3.2 对比海外成熟市场，我国宠物渗透率、高端化升级、品牌集中度提升空间较大

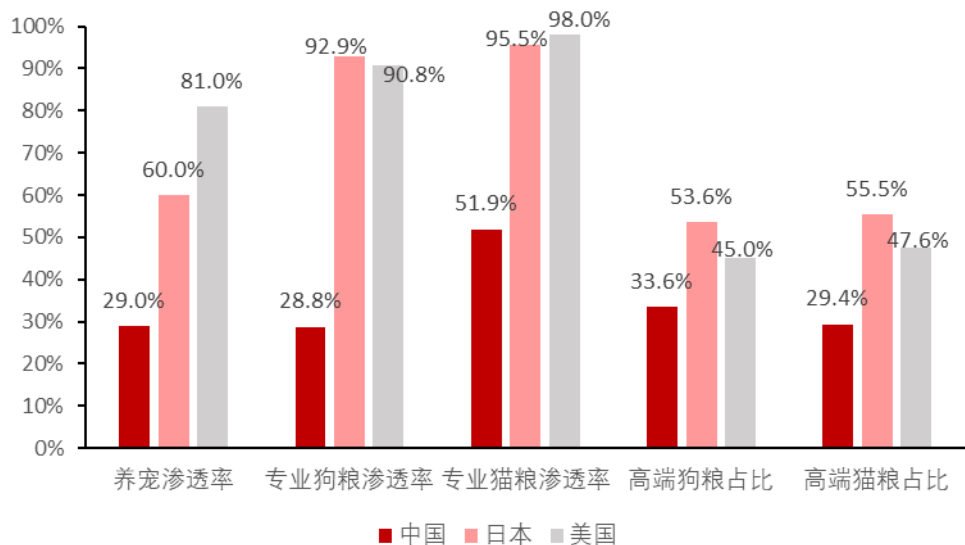
我国家庭养宠物渗透率较低，专业宠物食品渗透率较低，产品结构高端化有待提升。

家庭宠物渗透率方面，2025 年我国家庭养宠渗透率仅 29%，大幅低于美国（81%）、日本（60%）、英国（50%）等成熟市场，整体普及度仍存在较大提升空间。

专业宠物食品渗透率方面，我国专业宠物主粮渗透率不断提升，但与成熟市场依旧有较大差别。2025 年国内专业猫粮、狗粮渗透率分别为 51.9%、28.8%，虽然持续提升，但对比美日市场 95% 以上的猫粮渗透、90% 以上的狗粮渗透，差距依旧明显，叠加年轻养宠群体科学喂养意识持续普及，专业宠食替代空间广阔。

宠物食品结构方面，我国宠物食品高端化占比同样偏低。2025 年我国高端猫粮、狗粮市占分别为 29.4%、33.6%，而美日同期高端品类占比普遍处在 45%–55% 区间；伴随宠物情感陪伴属性持续强化，养宠人群对粮品营养配比、健康功效、适口体验的要求不断提高，愿意为高品质、高附加值产品支付溢价，行业高端化升级趋势具备长期延续基础。

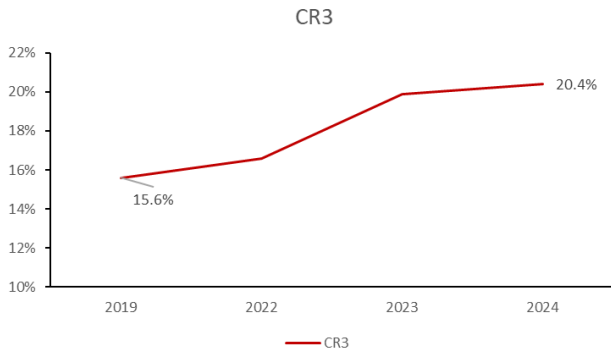
图表 17. 2025 年中美日养宠及专业宠粮渗透率对比



资料来源：乖宝股份年报（2025 年），《环球》杂志；刘娟娟《日本：超老龄化社会如何守护宠物温情》，中银证券

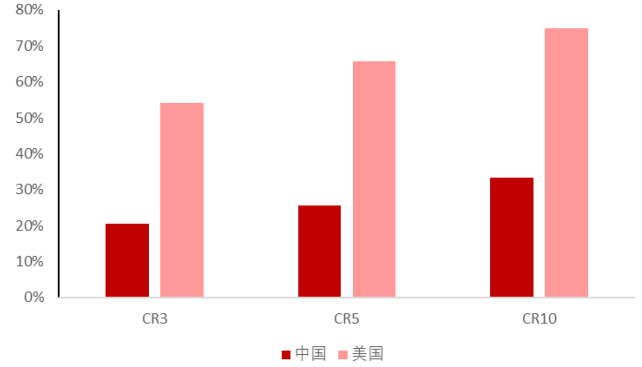
对标海外成熟市场，我国宠物食品行业格局相对分散，未来集中度具备显著提升空间。2024 年，我国宠物食品市场企业口径 CR3、CR5、CR10 分别为 20.4%、25.6%、33.3%，而同期美国市场则高达 54.2%、65.8%、74.8%，美国行业第一名市占率已达 28%。当前，中国宠物食品行业已从高速规模增长转向高质量发展新阶段，产品高端化与头部品牌集中化成为不可逆转的行业趋势。

图表 18. 我国宠物食品市场集中度不断提升



资料来源：乖宝股份年报（2023-2025 年），中银证券

图表 19. 中美宠物食品市场集中度对比



资料来源：乖宝股份年报（2025 年），中银证券

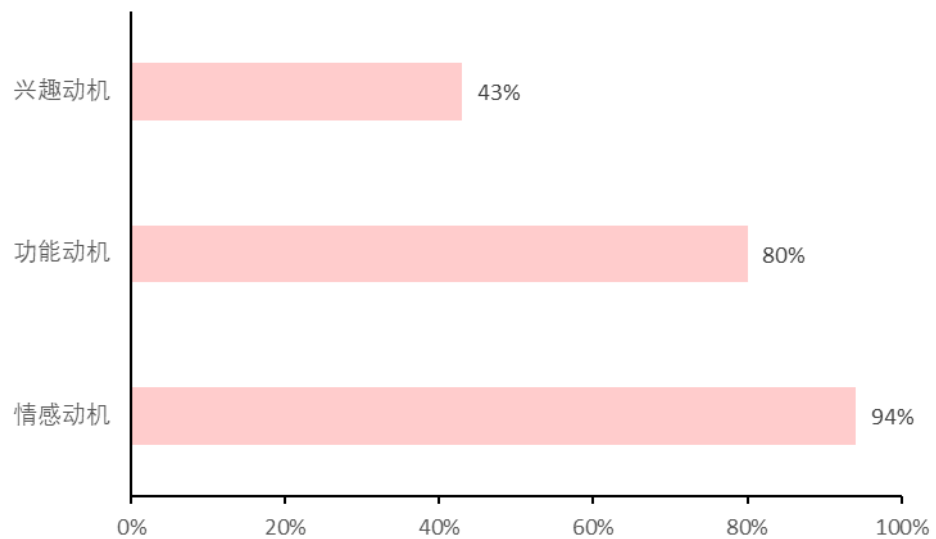
2 需求结构：Z 世代引领消费，银发宠主价值潜力可观，精致养宠趋势持续深化

2.1 情感陪伴为核心消费动因，精致化养宠趋势持续深化

情感陪伴是我国宠物消费的核心驱动力，精致养宠持续升级。当前国内独居、单身及空巢人群规模持续扩张，大众养宠的情感诉求不断增强，宠物逐步被视作家庭成员，消费者更愿意为宠物的健康品质与生活体验支付溢价，推动行业从传统基础喂养向精致化、品质化养宠全面升级。

根据解数咨询，养宠理念历经四个演进阶段：从功能性的工具型养宠，到情感寄托的家庭成员定位，再到拟人化的科学喂养与家庭保健，最终发展为宠本化的全生命周期健康管理及专家式共生关系。目前，拟人化、宠本化养宠正持续渗透。

图表 20. 养宠以情感动机为主

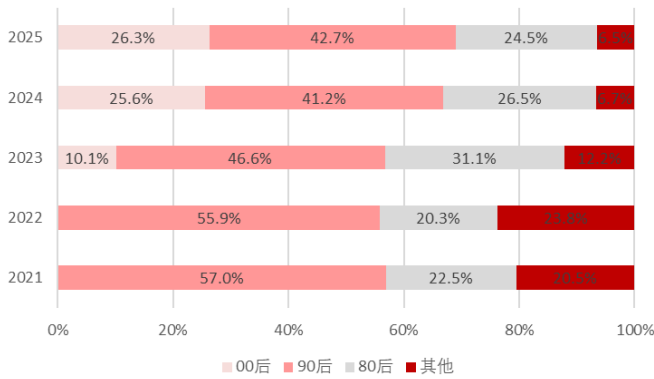


资料来源：解数咨询，中银证券

2.2 Z 世代成为消费主力，90/00 后宠主占比近七成

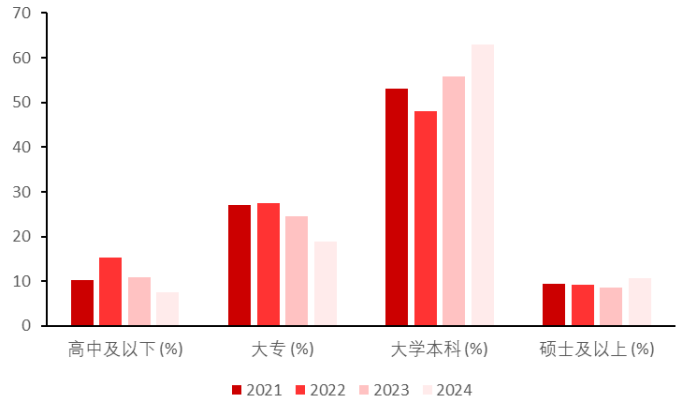
00 后、90 后群体是当前宠物经济的基本盘。从年龄分布来看，宠物主群体呈现明显的年轻化特征。2025 年 90 后（占比 42.7%）与 00 后（占比 26.3%）宠主合计占比接近七成，构成了养宠的主要人群。我国 15 岁及以上未婚人口数量维持在高位，2024 年达到约 2.43 亿人；一人户家庭数量持续提升，2014-2024 年十年 CAGR 为 7.0%，同时期我国家庭总户数 CAGR 为 4.2%，一人户家庭占比持续提升，2024 年占比达 18.8%。同时，宠主学历分布显示，2024 年大学本科及以上学历占比合计达 73.6%，由于中高学历人群普遍具有晚婚晚育的特点，单身时间较长，个人可支配收入较为充裕，更愿意将情感和消费倾注于宠物身上，职场压力与独居状态催生了较为显著的“情感陪伴诉求”，使得单身经济成为现阶段支撑宠物行业价值量的核心驱动力。

图表 21. 我国宠主画像（按年龄分）



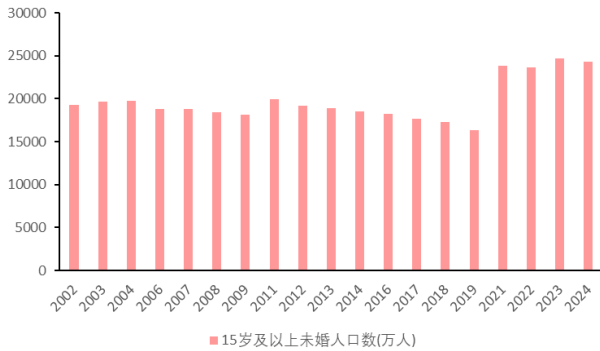
资料来源：派读大数据《2026年中国宠物行业白皮书》，派读大数据《2025年中国宠物行业白皮书》，央视网，发现报告网，中银证券

图表 22. 我国宠主画像（按学历分）



资料来源：派读大数据《2025年中国宠物行业白皮书》，发现报告网，中银证券

图表 23. 我国 15 岁及以上未婚人口数



资料来源：ifind，中银证券

图表 24. 我国一人户家庭占比

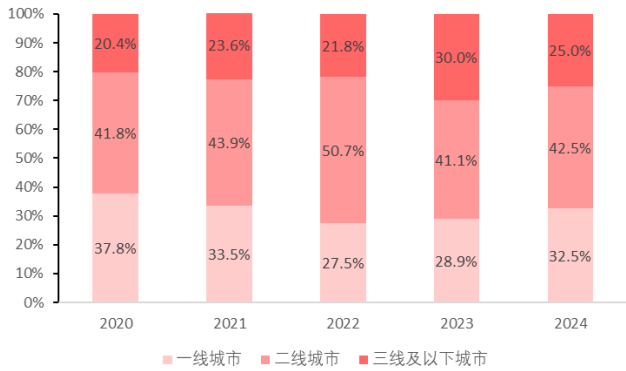


资料来源：ifind，中银证券

按城市划分，我国宠主仍集中在一二线城市，但下沉市场占比呈稳步提升趋势。2024年，一线、二线、三线及以下城市宠主占比分别为 32.5%、42.5%、25.0%，一二线合计占比超七成，仍是行业核心消费阵地。但从趋势来看，2020-2024年三线及以下城市宠主占比由 20.4% 提升至 25.0%，下沉市场规模持续扩容。其核心驱动在于：下沉市场年轻人口基数庞大、养宠文化快速普及，推动养宠渗透率持续提升。

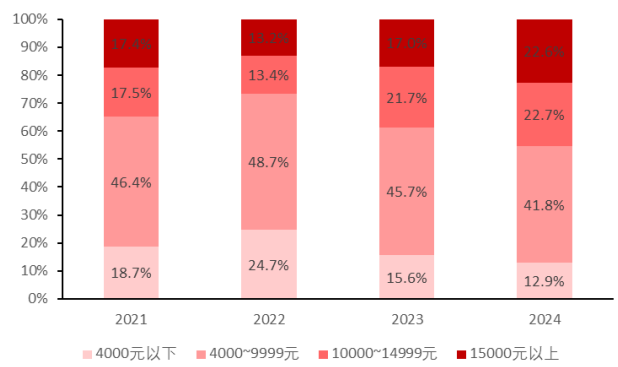
按收入划分，中高收入群体占比持续提升，宠主整体购买力提升。2024年，月收入 4000 元以下、4000-9999 元、10000-14999 元、15000 元以上的宠主占比分别为 12.9%、41.8%、22.7%、22.6%。其中，月收入万元以上的宠主占比从 2021 年的 34.9% 提升至 2024 年的 45.3%，中高收入群体占比持续扩大，为宠物消费升级提供了坚实的购买力支撑。

图表 25. 我国宠主画像（按城市分）



资料来源：派读大数据《2024 年中国宠物行业白皮书》、派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，发现报告网，东方财富网，中银证券

图表 26. 我国宠主画像（按收入分）



资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，发现报告网，中银证券

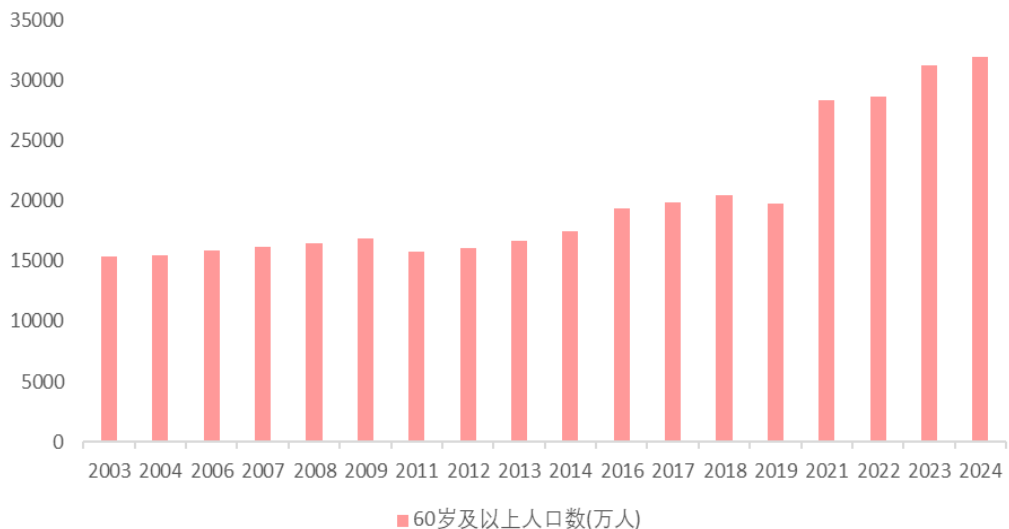
2.3 银发宠主潜力凸显，渗透率偏低、单宠消费价值突出

相比之下，银发宠主在整体宠主结构中占比偏低，但单宠消费能力突出，且伴随老龄化进程加速，渗透率提升空间较大。2025 年，70 后及更早世代（对应银发群体）宠主合计占比仅为 6.5%，在整体宠主画像中占比持续萎缩。然而，我国银发人口基数庞大：2024 年 60 岁及以上人口已达 3.19 亿，占总人口的 22%，预计 2035 年将突破 4 亿，进入重度老龄化阶段。当前宠物在银发群体中的渗透率仍处于较低水平，银发经济与宠物经济的关联度尚未充分释放，增量空间广阔。

值得强调的是，银发群体的宠物消费力显著高于平均水平，是典型的“低渗透、高价值”增量市场。根据商业品牌网数据，2024 年我国 60 岁以上养宠人群年均消费已达 3800 元，高于整体平均水平，消费呈现明显的宠物拟人化趋势，老年宠主对宠物健康、陪伴与生活品质的重视程度持续提升，为处方粮、保健品、医疗服务等赛道创造了结构性需求窗口。

对比日本，60 岁以上老年群体是日本宠物市场的核心消费力量。根据环球杂志：刘娟娟《日本：超老龄化社会如何守护宠物温情》，2024 年日本 65 岁以上老年人口占比已达 29.3%，犬猫总数约 1900 万只，远超日本未满 15 岁少年儿童人数（1500 万人）。日本内阁府《动物福利民意调查》的数据，在日本 50-59 岁人群中，宠物饲养率高达 44.5%；60-69 岁群体中宠物饲养率为 36.4%；70 岁以上仍有近四分之一的人选择与宠物相伴。

图表 27. 我国 60 岁以上人口数量



资料来源：ifind，中银证券

3 消费结构：宠物食品为核心刚需赛道，高端化升级趋势，产品线上渠道为主

3.1 宠物食品为主，增速领先

近年来，宠物行业各子行业逐步走向独立与成熟，形成覆盖全面的完整产业链。该行业已涵盖宠物饲养、交易、食品、用品、医疗、美容、训练、保险及殡葬等多个商品与服务链条，各环节具备独特行业特征，彼此独立又相互关联。具体来看，产业链由上游活体繁育与交易、中游宠物食品与用品制造、下游宠物衍生服务三大环节构成。

1) 上游端：主要涉及犬猫繁育基地、花鸟市场及专业犬猫舍，承担宠物活体繁育与基础交易功能。当前该环节以个体经营或小微企业为主，规模化企业相对较少，市场集中度偏低。

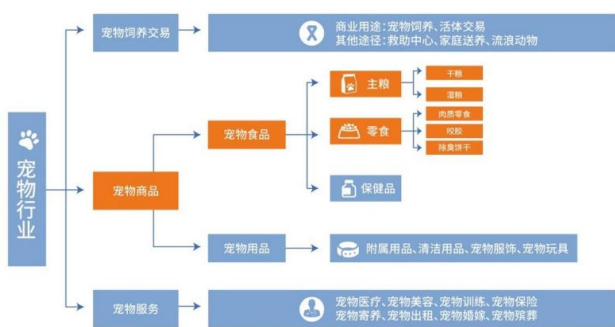
2) 中游端：包含宠物日常所需的食品与用品，覆盖宠物生命周期内的核心实物消费需求。该赛道规模化效应逐步显现，市场竞争较为充分。其中，宠物食品在行业中占据重要份额，代表企业包括：乖宝宠物、路斯股份、中宠股份和佩蒂股份等；宠物用品细分领域的代表企业包括：源飞宠物、天元宠物和依依股份等。

3) 下游端：涵盖宠物生命周期后段的多元化服务需求，涉及医疗、洗护美容、保险、殡葬等相关企业。伴随消费需求升级，服务类细分赛道呈增加趋势，目前市场参与者多为单体门店，整体行业集中度仍有提升空间。代表性企业及品牌包括：医疗板块的瑞普生物、康众医疗等动保制药企业，以及新瑞鹏、瑞派等连锁宠物医院；洗护美容与综合服务板块的派多格、圣宠宠物、小佩宠物等线下连锁品牌；殡葬服务赛道的恩宠堂、念宠国际等；以及宠物保险赛道的平安保险、太平洋保险等大型险企。

从消费属性划分，宠物行业可分为食品、用品、医疗、服务四大板块，整体消费结构保持稳定，其中，宠物食品规模最大、增速领先，是行业这心支柱。进一步从贯穿宠物一生的消费价值分析，各子行业因覆盖周期和使用频率不同而形成差异化市场地位。宠物饲养交易仅发生于出生至领养阶段，时间窗口有限；医疗、美容、培训等个性化服务频次较低、消费分化，医疗需求集中于幼年和老年期；宠物食品则覆盖全生命周期，使用高频且持续稳定，属刚性消费，因此成为占比最高、受益最大的核心子板块。根据《2026年中国宠物行业白皮书》，2025年我国宠物市场中，宠物食品、用品、医疗、服务占比分别为53.7%、12.2%、27.6%、6.5%，整体结构相对稳定。增速方面，2023-2025年食品、用品、医疗、服务四大板块CAGR分别为7.2%、4.5%、4.1%、3.4%，宠物食品增速领先。

从更细分板块来看，宠物食品主要包括主粮、零食、营养品，宠物医疗包括药品、诊疗、疫苗、体检，宠物服务包括洗澡美容、训练、寄养、保险。宠物食品中，主粮占比最高，2025年主粮占宠物消费比例为36.4%。随着宠物老龄化和主人健康意识提升宠物营养品、宠物体检、宠物保险等保持较高增速。

图表 28. 宠物行业分类



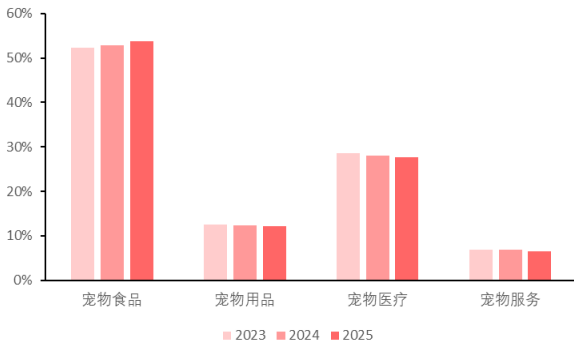
资料来源：福贝宠物招股说明书，中银证券

图表 29. 宠物各生长周期需求变化



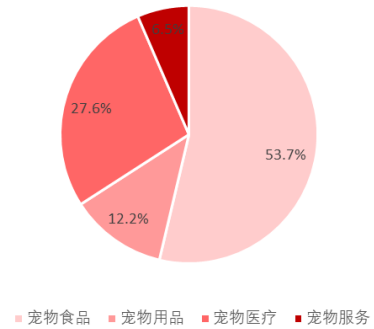
资料来源：福贝宠物招股说明书，中银证券

图表 30. 宠物行业结构 (%)



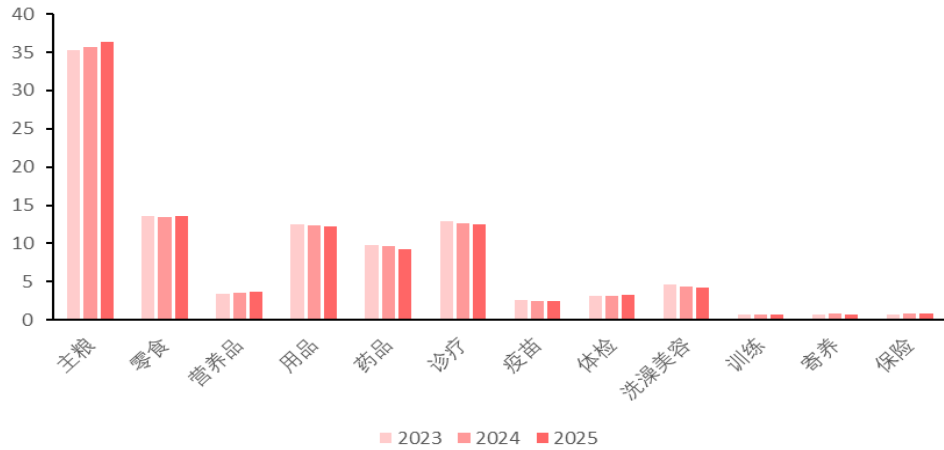
资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，《2026 年中国宠物行业白皮书》，中银证券

图表 31. 2025 年宠物行业结构



资料来源：派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》，中银证券

图表 32. 我国宠物行业细分结构 (%)



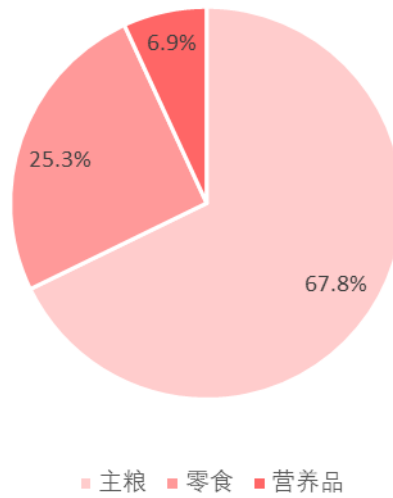
资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》，东方财富网，中银证券

3.2 宠物食品：核心刚需赛道，溢价率更高

宠物食品为行业刚需核心，主粮覆盖宠物全生命周期，用户粘性强，复购频率高，需求持续扩容。根据东方财富网、派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》数据，2025 年宠物食品市场规模为 1679 亿元，同比+7.2%。其中，主粮、零食、营养品在宠物食品中的占比分别为 67.8%、25.3%、6.9%，对应全行业占比分别为 36.4%、13.6%、3.7%。随着精致化养宠需求的提升，宠物零食、营养品需求持续扩容，2023-2025 年宠物主粮、零食、营养品 CAGR 分别为 7.4%、5.8%、10.4%。

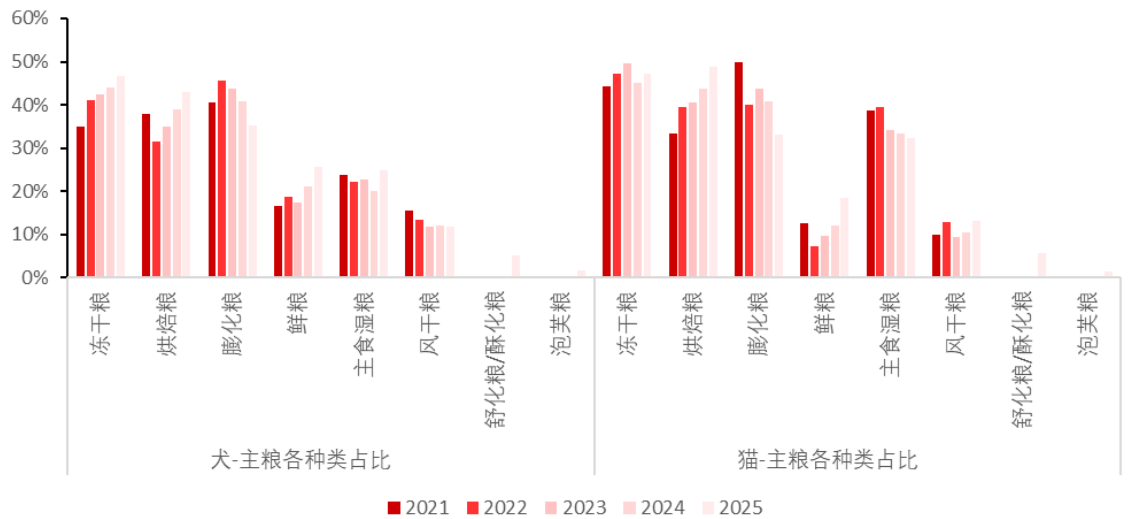
科学养宠理念持续渗透，叠加国内老龄宠物占比提升，主粮需求结构持续升级。消费重心从基础饱腹转向健康营养，宠主对高品质、高安全性、专业化配方的支付意愿显著增强，主粮赛道呈现高端化、品质化、功能化的清晰趋势。传统膨化粮逐步迭代升级，冻干粮、低温烘焙粮、高鲜肉粮等高端产品增速领先，成为行业结构升级的核心抓手。同时，国内宠物老龄化趋势明确，全生命周期健康需求持续释放，进一步推高高主粮需求，根据毕马威《2025 年宠物行业市场报告》，我国犬、猫青少年时期占比最高，且呈现明显的老龄化趋势，2024 年老年犬占比达 27.6%，老年猫占比为 10.1%。

图表 33. 2025 年我国宠物食品市场结构 (%)



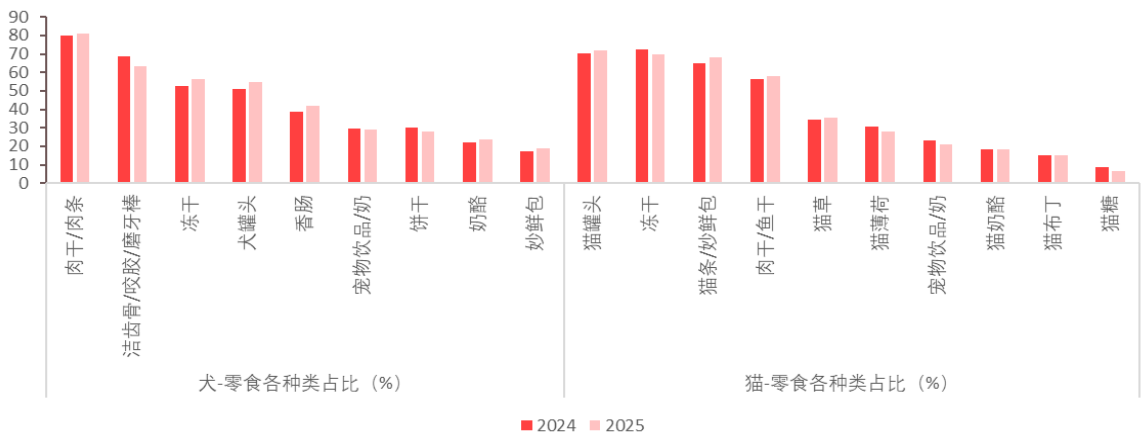
资料来源：派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》，东方财富网，中银证券

图表 34. 我国宠物主粮种类购买偏好占比



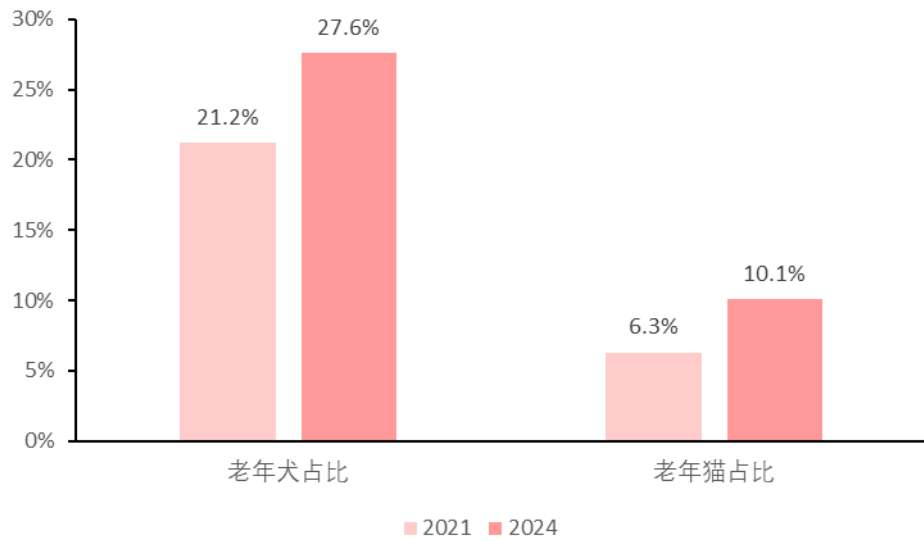
资料来源：毕马威《2025 年中国宠物行业市场报告》，派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》，央视网，中银证券

图表 35. 我国宠物零食品类购买偏好占比



资料来源：派读大数据《2026 年中国宠物行业白皮书》，央视网，中银证券

图表 36. 我国宠物老龄化提升



资料来源：毕马威《2025 年宠物行业市场报告》，中银证券

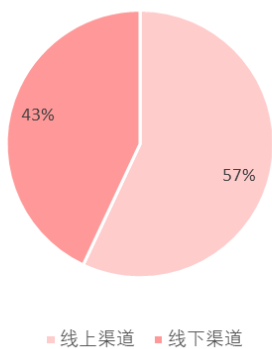
3.3 渠道格局：线上主导实物消费，线下深耕服务场景

宠物主人购买宠物产品的消费渠道可分为线下和线上两大类。线上渠道主要包括传统综合电商（如天猫/淘宝、京东、拼多多）、兴趣电商（如抖音、小红书、直播平台）以及本地生活/O2O 平台（如美团/大众点评、饿了么、微信群、小程序）；线下渠道则以提供实体体验和专业服务的业态为主，涵盖专业宠物店、宠物医院、线下商超及犬猫舍等。

宠物消费渠道以线上为主导，产品消费以线上为主，服务消费则以线下为主。2025 年，线上渠道与线下渠道的消费占比分别为 57% 和 43%。在各类渠道偏好中，传统线上渠道、宠物店和宠物医院位列前三。其中，产品消费以线上为主，服务消费以线下为主。以宠物口粮、宠物零食及驱虫药物等高频品类为例，消费者更倾向于通过线上渠道购买。而专业服务及非标准化产品则高度依赖线下实体渠道：涉及专业操作与体验的品类，线下渠道具备较高壁垒。例如，宠物医疗、宠物疫苗、日常洗护/美容及宠物体检等，主要依托宠物医院和宠物店开展。

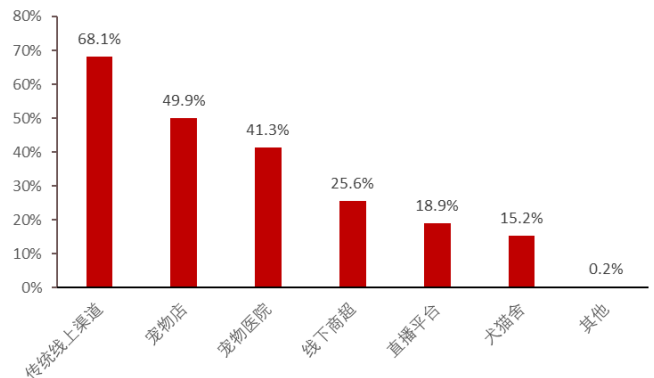
在线上渠道内部，传统电商仍占据主导地位，但新兴平台正逐步渗透。2024 年，淘宝、京东等传统电商平台在线上渠道偏好中占据主导；与此同时，抖音、小红书等内容电商渠道的偏好度也有所提升。

图表 37. 2025 年我国宠物消费渠道结构



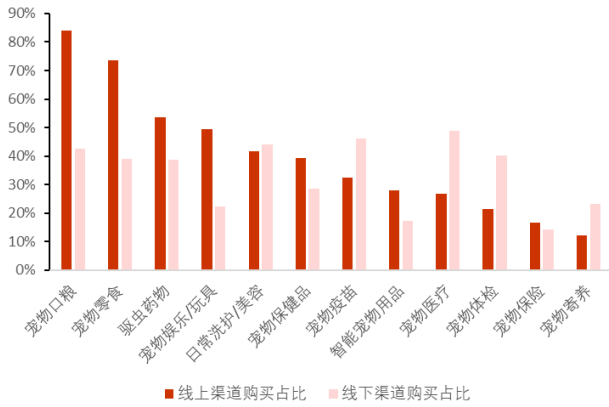
资料来源：派读大数据《2025 年中国宠物行业白皮书》，中银证券

图表 38. 2024 年我国宠物消费渠道偏好



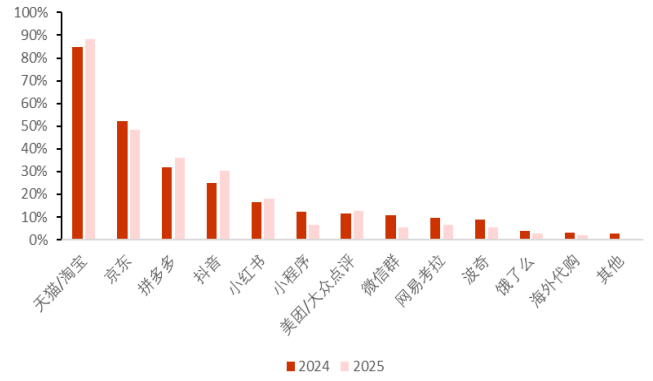
资料来源：炼丹炉《2026 年中国宠物行业白皮书》，中银证券

图表 39. 2024 年中国宠物行业消费渠道偏好 (按产品)



资料来源：库润数据《2025 年宠物行业消费趋势洞察》，中银证券

图表 40. 我国宠物消费线上渠道偏好



资料来源：宠业家，中银证券

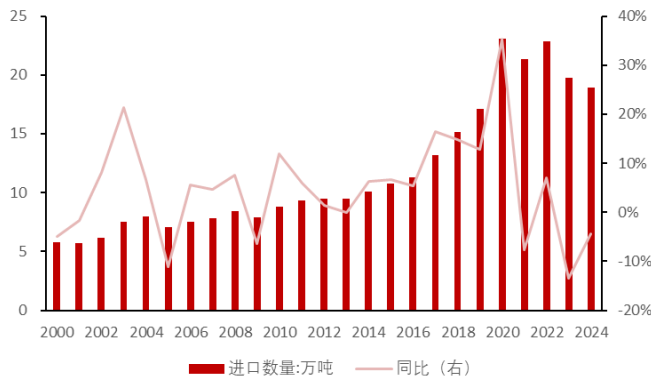
4 市场格局：国产品牌市占率反超进口，加速抢占高端市场

4.1 受关税扰动，宠物食品进口回落，国产品牌崛起填补供需缺口，国产化率提升

受关税政策调整影响，我国宠物食品进口规模持续回落，国产品牌在需求增长背景下迅速崛起补足缺口，推动国产化率提升。具体来看，2024 年我国宠物食品进口数量为 18.9 万吨，同比下降 4.4%，较 2020 年历史高点回落 18.2%。进口减量叠加国内宠物消费需求不断增长，供需缺口进一步放大。国产品牌加速自有品牌发展，凭借稳步增强的综合竞争力迅速抢占市场份额，有效填补市场空白。根据宠物道数据，2024 年国产宠物食品品牌市占率升至 61%，首次全面反超进口品牌。其中，乖宝宠物旗下“麦富迪”国内市占率达 6.2%，位列第一。另外，2025 年 1 月 1 日起，宠物食品的进口关税从 4% 上调至 10%，提高了海外品牌的成本门槛，国产品牌渗透率有望进一步提升。

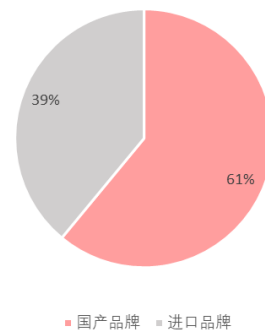
宠物消费结构持续升级，国产品牌纷纷向高端赛道发力布局。根据宠物道数据，2025 年高端宠物食品整体市场占比已突破 40%，增长速度显著高于中低端品类。高端化是宠物食品行业发展的一个关键趋势，2023-2024 年的数据显示，20 元以下及 20-50 元价格带销量同比下滑；而中高端价格带则普遍增长，100-300 元价格带销量同比增速达 24.43%，300-500 元和 500 元以上价格带分别增长 9.15% 和 44.75%。当前主流仍为膨化干粮，但消费者对宠物食品健康、营养等品质属性日益关注，“精细喂养”理念已广泛渗透，冻干粮、烘焙粮等高品质产品成为新宠，京东宠物数据显示，2023-2024 年烘焙猫粮销售额增长达 238%。

图表 41. 2024 年我国宠物食品进口数量及增速



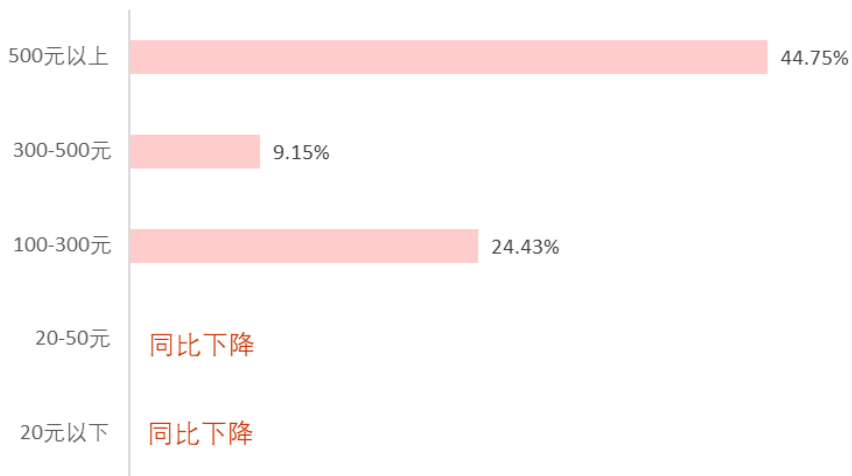
资料来源: ifind, 中银证券

图表 42. 2024 年我国宠物消费品牌结构



资料来源: 宠物道, 中银证券

图表 43. 2023-2024 年各价位宠物食品销量同比增速 (%)



资料来源: 宠物道, 中银证券

图表 44. 国内各品牌销售排名

品牌	国产	产品价格带	2021		2022		2023		2024		2025	
			618	双 11	618	双 11	618	双 11	618	双 11	618	双 11
麦富迪	是	40-90	4	1	1	1	1	1	1	1	2	3
弗列加特	是	60-90	-	-	-	-	-	19	8	4	5	2
鲜朗	是	70-90	-	-	-	17	5	6	3	2	1	1
蓝氏	是	60-70	-	-	-	11	9	3	4	3	3	4
诚实一口	是	40-90	-	-	-	-	6	5	6	5	6	5
皇家	否	60-90	3	2	2	2	2	2	2	6	4	6
原始猎食渴望	否	150-200	1	3	3	3	4	8	7	9	8	7
天然百利	否	70-100	-	-	16	8	8	7	10	7	7	8
爱肯拿	否	80-130	2	4	10	6	7	18	9	10	10	9
网易严选	是	20-60	-	9	5	4	3	4	5	8	9	11

资料来源：2021-2025 年天猫 618、双 11 宠物品牌销售战报，中银证券

注：所列价格区间均参考自各品牌淘宝官方旗舰店的公开售价（2026.05），单位：元/千克

图表 45. 宠物食品上市公司业绩概览

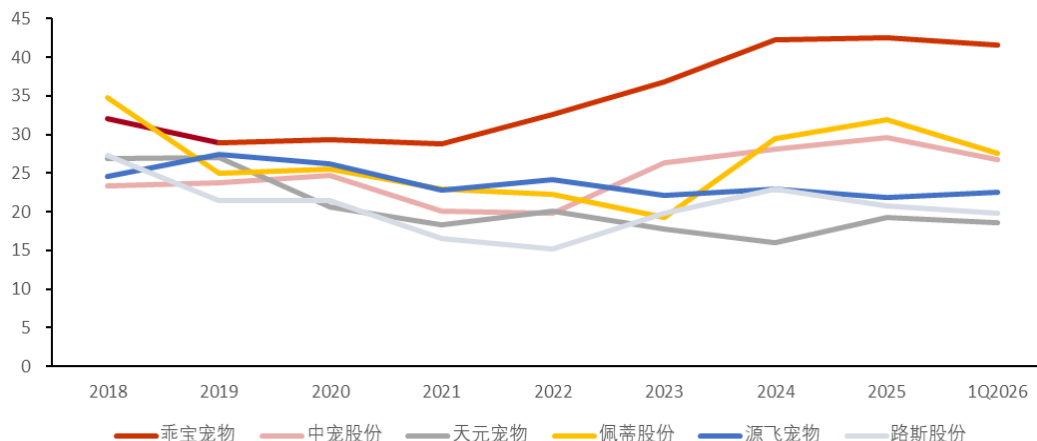
企业名称	2025						1Q26					
	营收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	同比增速 (%)	归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
乖宝宠物	67.7	29.1	6.7	7.8	42.5	10.0	16.4	11.1	1.2	(39.5)	41.6	7.5
中宠股份	52.2	16.9	3.7	(7.3)	29.5	7.6	15.3	39.2	0.7	(19.8)	26.8	5.1
天元宠物	30.0	8.6	0.6	28.0	19.3	1.4	6.8	19.8	0.1	(20.0)	18.5	1.5
源飞宠物	17.3	32.3	1.2	(29.5)	21.9	8.9	4.5	34.4	0.2	(10.5)	22.6	8.2
佩蒂股份	14.5	(12.7)	1.2	(36.5)	31.9	8.1	3.5	6.7	0.1	(63.7)	27.6	2.4
路斯股份	8.6	10.5	0.6	(22.8)	20.8	6.6	2.2	19.7	0.1	(37.2)	19.8	5.5

资料来源：iFind，中银证券

4.2 自有品牌发力抢占份额，行业销售费用率抬升

国内宠物食品企业加速布局自有品牌以抢占市场份额，自有品牌占比提升叠加产品高端化布局，推动行业毛利率整体上行；但受品牌营销投入加大影响，行业销售费用率同步抬升，短期呈现增收不增利的特征。究其根源，一方面行业正由低毛利代工模式向高附加值自主品牌转型，企业需持续加大营销投放，培育品牌认知、沉淀用户心智；另一方面线上渠道主导行业销售格局，平台流量成本居高不下，进一步推高获客与推广费用。其中，乖宝宠物销售费用率明显高于同行，核心源于其自有品牌占比领先、多矩阵运营及高端化转型的高额投入，市场份额迅速提升。整体来看，宠物食品作为高频刚需、兼具情感属性的快消品类，营销能力已成为品牌竞争的核心关键。

图表 46. 近年宠物行业毛利率整体提升 (%)

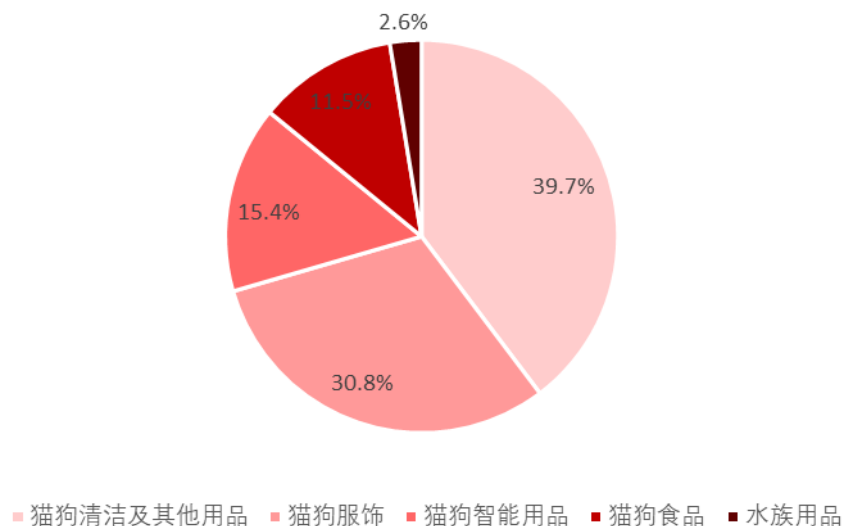


资料来源：ifind，中银证券

4.3 跨界入局热度高，核心品类壁垒显著，宠物食品跨界占比较低

宠物经济高景气催生跨界热潮，入局品牌主要集中于日化、服饰、家电电子三大行业，宠物食品因壁垒偏高，跨界布局占比显著偏低。具体来看，清洁及其他用品、猫狗服饰、猫狗智能用品、猫狗食品 39.7%、30.8%、15.4%、11.5%。其中清洁及其他用品位居首位，属刚需品类且门槛低、模式易复制，是跨界首选，猫狗食品由于涉及配方研发和食品安全，具有较高壁垒，入局品牌多为伊利、新希望等食品行业头部企业。

图表 47. 我国宠物品牌跨界赛道布局情况



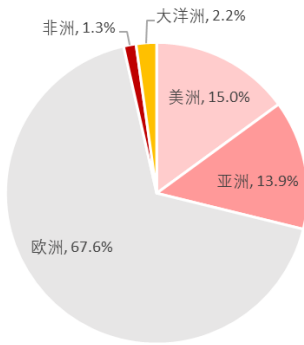
资料来源：澎湃新闻，中银证券

5 出海布局：模式由代工转向自主品牌，东南亚市场需求高增

5.1 欧美是全球核心进口市场，东南亚增长动能领跑全球

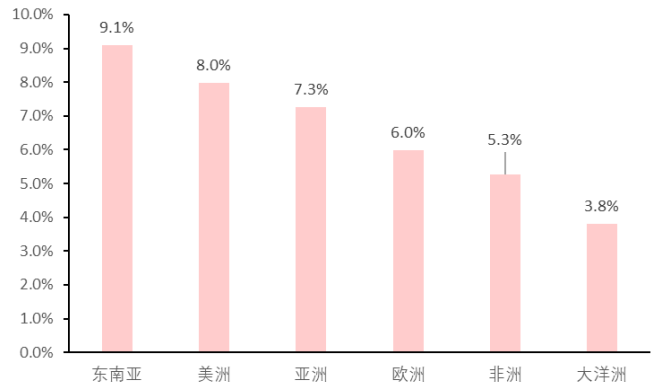
从全球宠物食品进口格局来看，欧美是全球核心进口市场，东南亚增长动能领跑全球。2024 年欧洲、美洲、亚洲、大洋洲、非洲宠物食品进口数量占比分别为 67.6%、15.0%、13.9%、2.2%、1.3%，其中东南亚宠物食品进口数量占比达 5%。2019-2024 年美洲、亚洲、欧洲、非洲、大洋洲宠物食品进口数量复合增速分别为 8.0%、7.3%、6.0%、5.3%、3.8%，东南亚同期复合增速达到 9.1%，显著高于全球各大区域平均水平，成长潜力突出。

图表 48. 2024 年全球各区域宠物食品进口数量占比



资料来源: ifind, 中银证券

图表 49. 2019-2024 年各区域宠物食品进口数量 CAGR

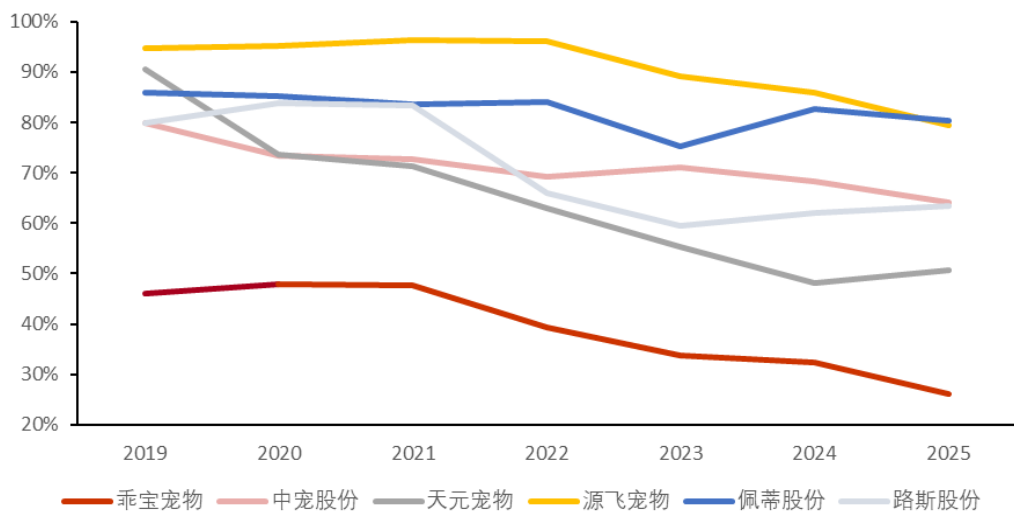


资料来源: ifind, 中银证券

5.2 出海模式由代工转向自主品牌，布局重心向东南亚倾斜

我国宠物企业多以海外代工起家，尽管关税压力导致海外业务占比持续收缩，但出海仍是长期战略方向。为规避关税风险并进一步拓展海外版图，各家企业正积极布局海外产能：乖宝宠物已在泰国、新西兰建厂；中宠股份现有 10 个海外生产基地，美国第二工厂亦在逐步推进投产。

图表 50. 宠物食品上市公司境外营收占比



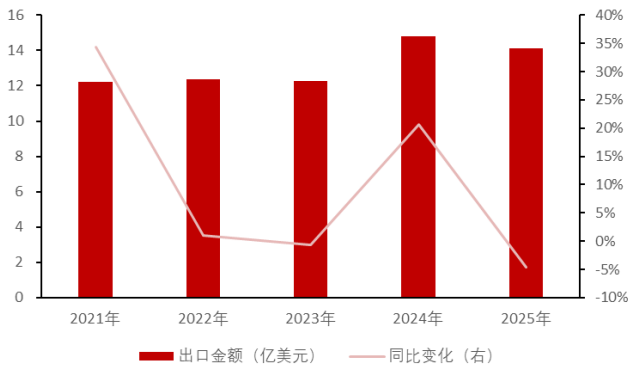
资料来源: ifind, 中银证券

从出海模式来看，我国宠物食品出口当前仍以代工贴牌为主体，但自主品牌出海正加速推进。依托国内完善的供应链体系与成熟的产业集群优势，本土企业长期承接海外代工订单，在宠物食品、智能用品等领域代工模式已高度成熟。现阶段海外自主品牌尚处于快速培育期，头部企业持续加码海外自有品牌布局，但整体体量仍小于代工业务；伴随国产品牌海外营销与渠道投入加大，自主品牌出海未来成长空间广阔。产品结构层面，我国出口品类持续优化升级，逐步由传统膨化粮、低端零食，向冻干粮、低温烘焙粮等高附加值品类转型。该类高端产品营养保留度高、适口性优异，已获得海外高端市场认可，成为出口增长新动能。

从出口区域结构来看，我国宠物食品传统出口目的地以欧美日韩为主，对美出口占比持续回落，东南亚等新兴市场快速崛起，成为出口增量核心来源。零售包装犬猫粮以自主品牌出口为主，整体规模呈波动上行趋势，2024年出口规模达14.8亿美元，同比+20.7%，2025年出口额小幅回落但仍维持高位，出口韧性十足，主要出口市场中，德国、美国、英国、日本、韩国占比分别为15.4%、12.9%、8.4%、8.0%、7.5%。增速上，2025年柬埔寨、伊拉克、乌兹别克斯坦出口增速分别高达2298.65%、763.93%、216.21%。非零售包装的狗猫粮方面，2025年出口额达16.19亿美元，越南为最大出口市场，新兴市场需求增速较快，成为我国宠物食品出口的重要增量来源。

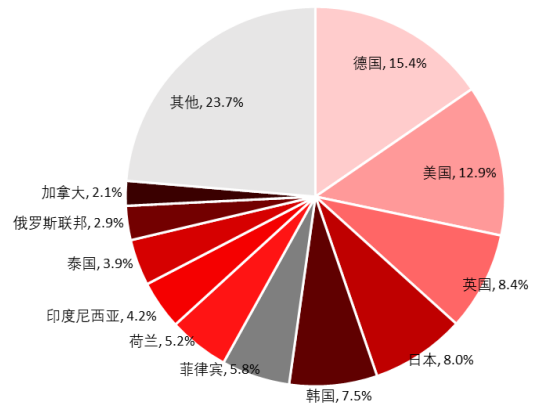
据宠物道数据显示，我国宠物食品对美出口份额持续下滑，出口额占国内宠物食品总出口额的比重，由2018年的36.82%回落至2023年的17.51%。与此同时，对东南亚出口占比稳步攀升，出口额占比从2015年的1.85%大幅增长至2023年的14.23%；2015-2023年对东南亚出口体量复合增速高达47.65%，长期维持高速增长态势。

图表 51. 中国零售包装狗猫粮出口规模及增速



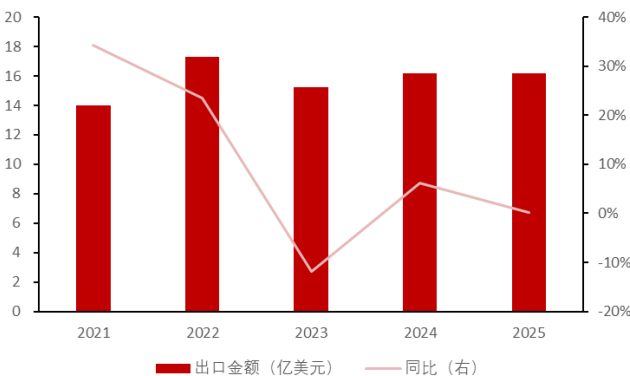
资料来源：亿欧智库《2026 中国宠物食品行业出海国别机会洞察报告》，中银证券

图表 52. 2025 年中国零售包装狗猫粮出口区域占比



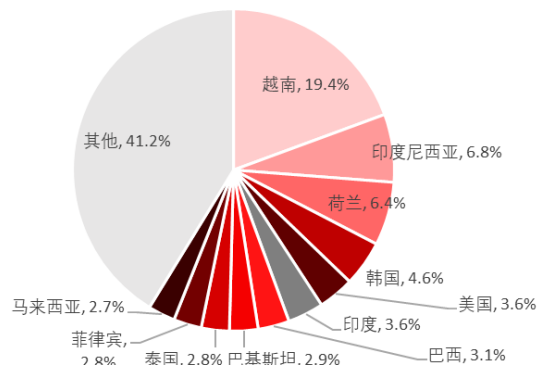
资料来源：亿欧智库《2026 中国宠物食品行业出海国别机会洞察报告》，中银证券

图表 53. 中国其他配制的动物饲料或非零售包装的狗猫粮出口规模及增速



资料来源：亿欧智库《2026 中国宠物食品行业出海国别机会洞察报告》，中银证券

图表 54. 2025 年中国其他配制的动物饲料或非零售包装的狗猫粮出口区域占比



资料来源：亿欧智库《2026 中国宠物食品行业出海国别机会洞察报告》，中银证券

6 投资建议

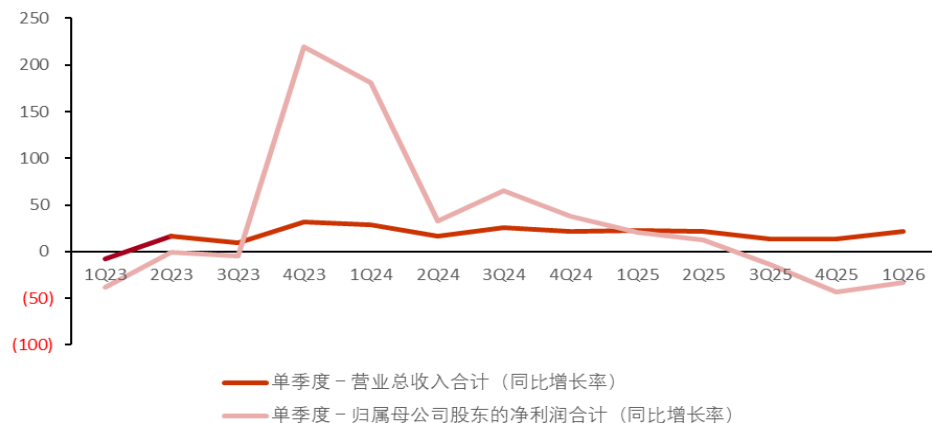
在宠物经济中，宠物食品板块占比高、需求刚性强，整体价值量最大，增速领先于行业平均水平。（1）从国内市场看，宠物食品行业呈现量价齐升态势，国产替代进程加快，中高端市场增速明显高于低端。目前，海外品牌在中高端领域的市占率仍较高，但国产品牌正积极布局自主品牌，产品结构持续向中高端上移，中高端市场的国产替代进程正在加速推进。（2）从海外市场看，欧美地区虽占据全球宠物经济约七成的市场份额，但新兴市场的增速领先全球。我国宠物食品企业的出海模式已由传统的代工模式，逐步转向高附加值的自主品牌出海，并通过海外建厂方式有效降低了关税风险。在区域布局上，出口重点正从欧美市场逐步转向以东南亚为代表的高增长市场。

2025 年以来，宠物食品板块股价经历较大幅度回调，板块整体呈现出增收不增利的情况，主要与境外业务承压，境内业务竞争加剧导致销售费用投放高企有关。2025 年乖宝、中宠、佩蒂境外业务营收占比分别为 26.1%、64.1%、80.4%，从营收结构来看，板块主要公司海外市场收入贡献较高，因此业绩受关税政策及汇率波动影响较大。但是从收入端来看，受益国内市场需求旺盛，企业营收端表现强劲。1Q25 至 1Q26 板块营收同比增速分别为 22.4%、21.6%、13.0%、14.0%、22.1%；归母净利润同比增速分别为 21.0%、12.8%、-13.5%、-43.8%、-33.2%，利润端显著承压主要与境外业务毛利率受损、境内市场竞争加剧，销售费用率提升及汇兑损失影响等因素有关。从不同企业表现来看，2023 至 2025 年，乖宝宠物、中宠股份国内业务营收复合增速分别为 32.1%、31.3%，国外业务复合增速分别为 9.9%、12.2%，其中 2025 年受政策端扰动，两家龙头企业境外业务营收增速显著放缓，分别为 4.5%、9.8%，毛利率同比分别下跌 3.0pct、-0.6pct。

宠物食品在国内市场仍处于自有品牌的快速发展期，行业竞争激烈，高费用投放模式持续，但产品结构提升趋势明显。从渠道结构来看，宠物食品线上渠道占比高于线下，2024 年行业线上渠道仍以天猫为主（占比 50.2%），其次为抖音（27.7%）和京东（22.1%）；其中抖音增速最高，达 55%。参考“618”天猫数据，近两年国产中高端品牌的排名领先于大众品类，非上市公司产品受益兴趣电商，渠道排名持续提升。我们认为，从行业渠道结构的“适配性”来看，中小品牌享受兴趣电商在算法推送及短视频营销下的渠道红利，相较于头部品牌更加占优。但是从全渠道来看，头部品牌在营收端依然保持了较强的品牌势能，市占率持续提升。2025 年，乖宝宠物直销渠道占比已提升至 40.6%，其中阿里与抖音双平台合计贡献 29.9%，同比增长 42.4%。根据公司投资者交流，高端品牌弗列加特和 BARF 霸弗增速大幅跑赢行业及自有品牌整体平均增速，产品结构提升趋势延续。

2025 年及 1Q26，宠物食品板块销售费用率同比分别提升 2.6pct、1.7pct，高费用投放模式持续。随着精致化养宠趋势深化，中高端需求不断增长。如果拆分境内外毛利率来看，2025 年上市企业境内业务毛利率普遍提升，产品结构升级趋势明显。根据公司官网信息，2025 年乖宝宠物对麦富迪旗下霸弗天然粮从 1.0 升级至 2.0，推出高端奶弗系列，中宠推出顽皮品牌烘焙粮版本，及全价冻干生骨肉三拼粮，产品结构升级带动公司吨价提升。

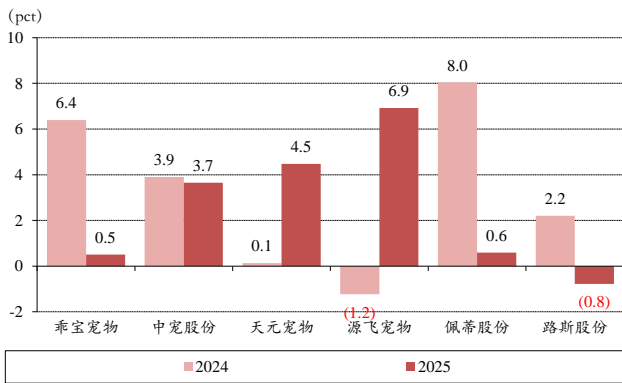
图表 55. 宠物食品板块单季度营收及归母净利润增速 (%)



资料来源: ifind, 中银证券

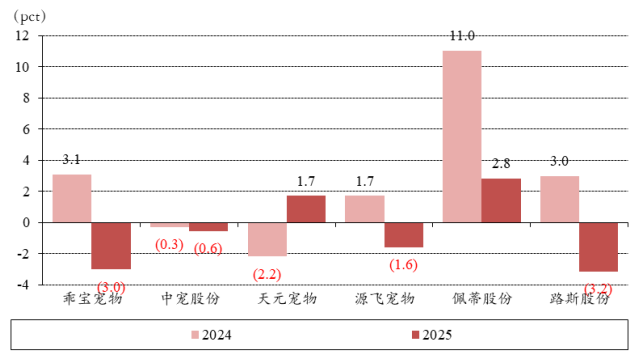
注: 宠物食品板块包括乖宝宠物、中宠股份、天元宠物、源飞宠物、佩蒂股份、路斯股份

图表 56. 宠物食品上市公司境内业务毛利率同比变化



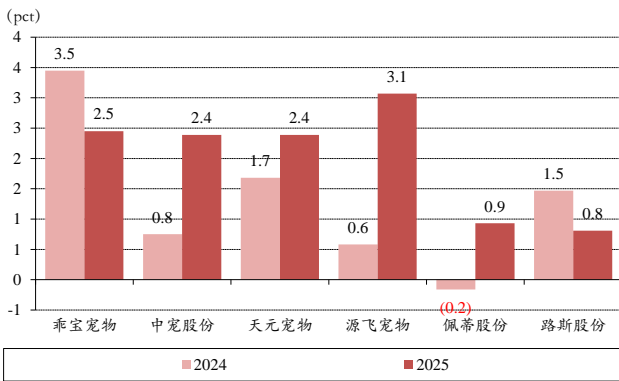
资料来源：同花顺，中银证券

图表 57. 宠物食品上市公司境外业务毛利率同比变化



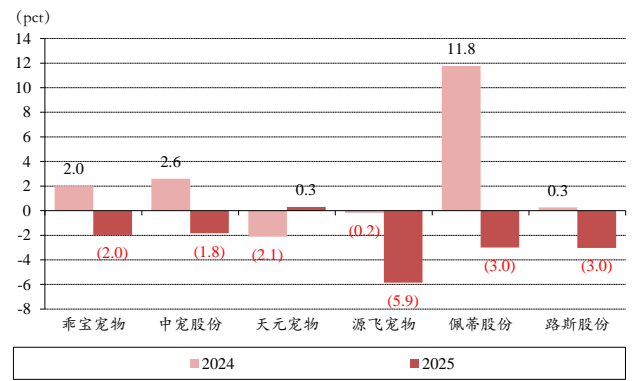
资料来源：同花顺，中银证券

图表 58. 宠物食品上市公司销售费用率同比变化



资料来源：同花顺，中银证券

图表 59. 宠物食品上市公司归母净利润率同比变化



资料来源：同花顺，中银证券

图表 60. 霸弗天然粮从 1.0 升级至 2.0

天然粮 1.0

营养均衡的入门高端粮

功能升级

配方升级
益肠食材+益生菌 (黄芪、山药、姜黄) 助力调理肠胃

技术升级
气爆营养释放技术 应用于带骨肉的原料处理 加压破碎提升 原料营养吸收率

天然粮 2.0

关注肠胃健康的全面营养粮

功能升级

配方升级
益肠草本组方 (黄芪、山药、白术、茯苓、马齿苋、乌梅) 食谱研究院专利组方, 修复肠道损伤 提升肠道免疫力, 温和养好肠胃

技术升级
气爆营养释放技术 应用于整个原料预处理阶段, 提高营养释放率, 更好吸收

植萃活性逆流萃取技术 温和提取植萃食材中的活性物质, 更高程度保障营养不流失 保证有效成分的萃取效率

资料来源：麦富迪官网，中银证券

图表 61. 顽皮推出烘焙粮版本及全价冻干生骨肉三拼粮



资料来源：中宠股份官网，中银证券

图表 62. 2025 年宠物食品上市公司营收结构

企业名称	按产品结构分			按地区分	
	主粮	零食	其他	国内	国外
乖宝宠物	61.1%	37.5%	1.4%	73.9%	26.1%
中宠股份	29.8%	64.8%	5.4%	35.9%	64.1%
天元宠物	40.6%	-	59.4%	49.3%	50.7%
源飞宠物	9.5%	53.1%	37.4%	20.5%	79.5%
佩蒂股份	6.6%	30.7%	62.7%	19.6%	80.4%
路斯股份	14.2%	83.4%	2.4%	36.6%	63.4%

资料来源: iFind, 中银证券

我们认为, 本轮回调并未动摇行业及龙头企业的内生成长逻辑。相反, 外部压力正倒逼企业加速从代工出口向自主品牌转型, 这正是行业迈向高质量发展的必经之路。

(1) 从企业自身发展来看:

处方粮行业标准落地抬升行业准入壁垒, 龙头企业研发能力领先行业, 在产品创新及品牌溢价方面优势显著。根据农业农村部公告, NY/T4838《全价宠物食品处方粮通用要求》于 2026 年 5 月 1 日起统一实施。要求明确水分含量划分, 以及细化 19 类处方粮营养特征指标。该标准的实施填补了宠物食品行业相关领域标准体系的空白, 提高了行业准入门槛。乖宝宠物作为行业龙头, 高度重视研发体系建设, 研发费用领先行业。公司建立 WarmData 犬猫天性研究大数据中心, 通过 WarmData 平台的算法模型能持续反哺生产优化, 提升产品创新能力。2025 年提报专利申请 35 项, 持续夯实技术壁垒。2026 年 5 月, 公司推出处方粮品牌康弗, 高端品牌战略持续推进。我们认为, 随着宠物食品行业在标准化、规范化方面持续加强, 龙头企业受益品牌矩阵完善及产品工艺升级, 未来在高附加值产品上有望享受量价齐升。

宠物板块龙头集体回购, 释放底部信心信号。2025 年底至 2026 年上半年, 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份三家宠物食品企业先后推出回购方案, 释放积极信号。具体来看: 1) 佩蒂股份最早行动, 2025 年 11 月披露回购方案 (5000-7000 万元), 并于 2026 年 5 月底率先完成全部回购, 累计回购股份占总股本 1.32%。2) 中宠股份于 2026 年 1 月审议通过回购方案 (1-2 亿元); 5 月 29 日首次实施回购 3.93 万股、金额约 114 万元, 目前刚启动。3) 乖宝宠物于 2026 年 4 月由董事长提议回购 (1-2 亿元); 6 月 9 日首次回购 5 万股、金额约 205 万元, 系公司上市以来首次回购。三家回购用途均为股权激励或员工持股计划, 旨在绑定核心团队、完善长期激励机制。在行业受关税冲击、股价持续走弱的背景下, 集体回购释放中长期增长信心, 为板块估值提供有力支撑。

板块估值回落幅度较大, 龙头企业盈利能力领先行业, ROE 处于较高水平, 估值相对同行业公司具备一定溢价。当前, 国内龙头企业正处于加大品牌投入、提升国内市占率、并向中高端市场渗透的关键阶段, 同时海外布局方向正从传统欧美市场转向东南亚等新兴市场。尽管乖宝新产能投产后的固定资产折旧在短期内会对利润产生一定影响, 但随着品牌心智逐步成熟、市占率提升、规模效应显现以及营销费用率自然下降, 企业盈利有望在未来逐步释放, 当前板块估值具备明显的修复空间。

(2) 从行业中长期发展来看:

从中长期来看, 宠物食品行业受益于数量红利与消费升级的双重驱动。尽管我国总人口有所下降, 但家庭结构变化带来了强劲的情感陪伴需求, 一人户家庭比例持续上升, 老龄人口不断增加, 宠物作为陪伴消费, 宠物需求总量持续增长。与此同时, 养宠方式日趋拟人化、精细化, 宠物消费正加速复刻人类消费的量价齐升路径, 从基础饱腹向功能粮、天然粮、冻干粮等升级, 从单一食品向全品类延伸。宠物数量增长叠加单宠消费金额提升, 行业长期成长空间依然广阔。

从供需格局看, 国产替代逻辑正进一步强化。受关税影响, 进口宠物食品数量下降, 短期内形成供给缺口; 而国内精致养宠趋势持续深化, 消费者对品质、配方、安全性的要求不断提高。国产品牌受益于长期代工积累所形成的生产工艺、配方研发与供应链管理的能力, 在进口受限背景下, 有望加速填补中高端市场空白, 实现从低端替代向中高端抢占的切换。当前正是国产品牌提升市占率、建立品牌心智的关键窗口期。此外, 全球宠物经济仍处于增量阶段, 东南亚等新兴市场人口基数大, 行业正处于高速增长期。我国龙头企业战略正由代工出海转向自主品牌出海, 出海方向也相应调整至贸易环境更友好、成长空间更大的新兴市场, 这为具备海外产能与品牌布局的企业提供了第二增长曲线。

综上，我们认为宠物食品板块当前正处于左侧布局的窗口期。建议重点关注两条主线：1) 国产替代与国内集中度提升。在进口受限和国产品质持续提升的背景下，龙头企业积极培育自主品牌、加速拓展国内市场，有望率先受益于行业份额向头部集中的趋势。2) 海外供应链完善与自主品牌出海。建议关注持续加码自主品牌建设、不断优化海外产能布局与全球供应链能力的龙头企业。具体标的方面，建议重点关注乖宝宠物和中宠股份。两家公司主粮业务占比较高，自主品牌培育成效显著，同时海外供应链布局较为完善，综合竞争优势突出，有望在本轮行业上行周期中充分受益。

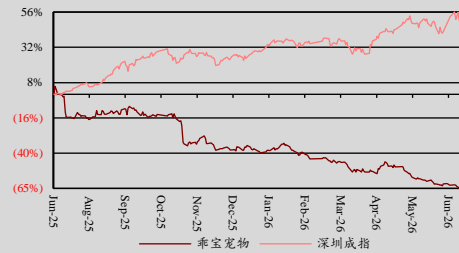
301498.SZ

买入

市场价格:人民币 38.43

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(41.8)	(14.5)	(24.5)	(64.3)
相对深圳成指	(55.9)	(14.0)	(40.5)	(116.8)

发行股数 (百万)	400.47
流通股 (百万)	179.34
总市值 (人民币 百万)	15,390.17
3个月日均交易额 (人民币 百万)	268.06
主要股东 (%)	
秦华	45.72

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年6月26日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔: 饲料

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

乖宝宠物

自主品牌引领, 叠加国产替代机遇, 市占率持续提升

公司为国内宠物主粮龙头, 自主品牌稳步发展, 产品矩阵持续升级。受益于国产替代+行业集中, 龙头有望率先受益。同时, 随着自有品牌日益稳固、品牌影响力增强, 费用率有望逐步优化, 盈利空间有望进一步释放。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **乖宝宠物**始建于2006年, 以境外ODM/OEM代工业务起家, 2013年创建自有品牌“麦富迪”, 开始进军国内市场, 2018年创建品牌“弗列加特”, 布局高端产品线, 持续丰富中高端产品矩阵, 逐步实现从代工向自有品牌主导的转型。
- **聚焦主粮赛道, 产品矩阵持续上移, 营收占比与盈利能力双升。**宠物主粮作为宠物食品行业最大的子品类, 市场占比达67.8%, 占据绝对主导地位。宠物主粮由于需求的刚性, 相较于宠物零食具有更高的复购率和用户粘性, 乖宝宠物聚焦主粮赛道, 宠物主粮占比由2020年的34.6%上升至2025年的61.1%, 宠物零食占比由2020年的64.4%下降至2025年的37.5%, 2025年主粮和零食的毛利率分别为45.52%、37.24%, 主粮因用户粘性较强, 毛利率更高。
- **自有品牌强势崛起, 壁垒持续增厚。**依托多年服务国际市场的积淀, 公司持续深耕自有品牌建设, 以“麦富迪”为核心、“弗列加特”发力高端市场, 推动产品矩阵向中高端升级, 契合主粮赛道的高端化发展需求。自有品牌营收占比稳步提升, 从2023年的67.1%增至2025年的73.4%, 且盈利能力显著优于代工业务, 2025年自有品牌毛利率达46.6%, 远超代工业务的31.2%, 随着自有品牌占比持续提升, 公司整体毛利率有望稳步增长。品牌影响力方面, 麦富迪表现稳健, 2025年同口径增长40%以上, 蝉联6年天猫销量综合排名第一, 市占率从2015年的2.4%提升至6.2%, 位列国产品牌第一; 高端品牌弗列加特增速迅猛, 2025年同比增长80%以上, 位列天猫宠物品牌榜第二, 两大品牌的强势表现持续带动公司市占率提升, 助力抢占高端主粮市场份额。
- **渠道结构持续优化, 直销渠道占比提升, 海外代工占比逐步下降。**2025年公司直销、经销商、OEM/ODM渠道营收占比分别为40.5%、32.9%、26.2%, 同比分别+2.9、+2.9、-5.7pct。2025年公司直销、经销商、OEM/ODM渠道毛利率分别为53.4%、38.2%、31.2%, 直销渠道毛利率最高, 且不断上升, 海外代工渠道毛利率有所下滑。渠道结构的优化进一步夯实公司盈利基础, 助力自有品牌市场不断渗透市场。
- **国产替代+行业集中, 龙头有望率先受益, 公司供应链优势凸显。**国内宠物食品行业处于量价齐升阶段, 对比美日等成熟市场, 行业格局仍较为分散, 国产替代趋势明显, 国产品牌市场认可度持续提升, 头部企业有望率先受益于行业集中度提升的红利。乖宝宠物作为国内宠物主粮龙头, 凭借主粮赛道聚焦、自有品牌强势、渠道布局优化的核心优势, 叠加先发优势, 有望持续提升市场份额。供应链布局方面, 2025年扩充泰国生产基地, 加快建设新西兰高端原料基地, 实现“中国+泰国+新西兰”三大产能基地区域协同扩张, 规模效应逐步显现, 进一步巩固成本与产能优势, 助力公司在行业集中过程中抢占先机。

估值

- 乖宝宠物作为国内宠物食品龙头企业, 长期成长逻辑清晰。随着主粮赛道深耕、自有品牌占比持续提升、市场份额稳步扩大, 公司毛利率有望保持稳健增长态势; 同时, 随着自有品牌培育日趋稳固, 品牌影响力不断增强, 销售费用等费用端投入有望逐步优化, 盈利空间有望进一步释放。根据公司2025年业绩, 预计26-28年公司营收分别为83.1、99.1、117.8亿元, 同比增速分别为22.8%、19.2%、18.8%, 归母净利润分别为7.3、9.2、11.7亿元, 同比增速分别为7.7%、27.4%、26.2%, 当前市值对应26-28年PE分别为21.2X、16.7X、13.2X。国产替代进程加速, 公司凭借龙头地位有望充分受益; 同时, 公司积极布局高端化转型, 产品结构持续优化, 打开长期成长空间。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

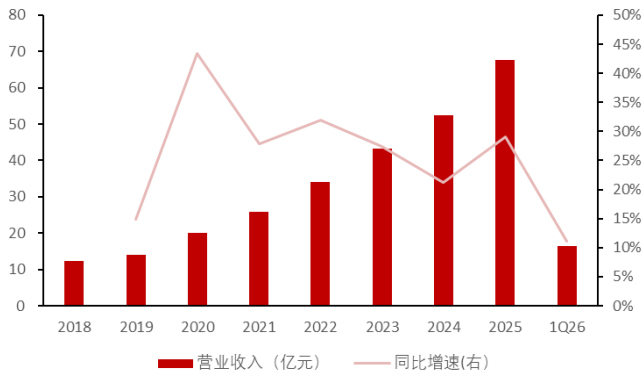
- **自主品牌发展不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧, 出海不及预期, 汇兑波动**

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	5,245	6,769	8,313	9,912	11,780
增长率(%)	21.2	29.1	22.8	19.2	18.8
EBITDA(人民币 百万)	853	996	1,156	1,478	2,081
归母净利润(人民币 百万)	625	673	725	924	1,165
增长率(%)	45.7	7.8	7.7	27.4	26.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.56	1.68	1.81	2.31	2.91
市盈率(倍)	24.6	22.9	21.2	16.7	13.2
市净率(倍)	3.7	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA(倍)	36.1	25.7	12.8	9.9	7.7
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9
股息率(%)	0.6	0.8	1.4	1.8	2.3

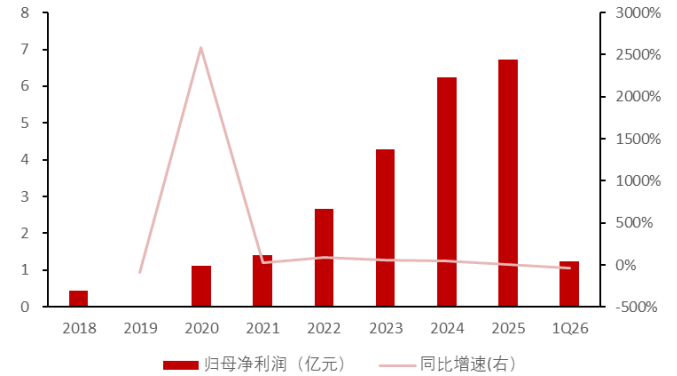
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 63. 公司营收及增速



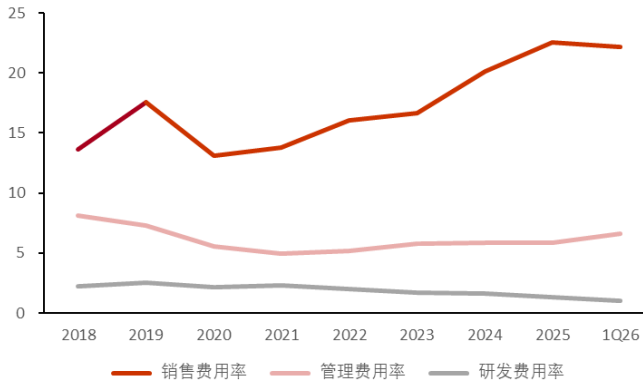
资料来源: ifind, 中银证券

图表 64. 公司归母净利润及增速



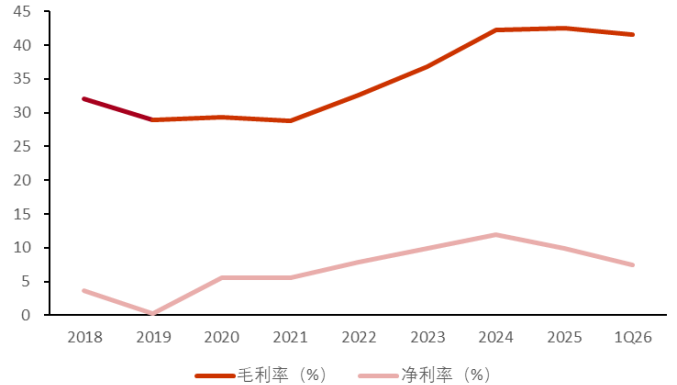
资料来源: ifind, 中银证券

图表 65. 公司费用表现 (%)



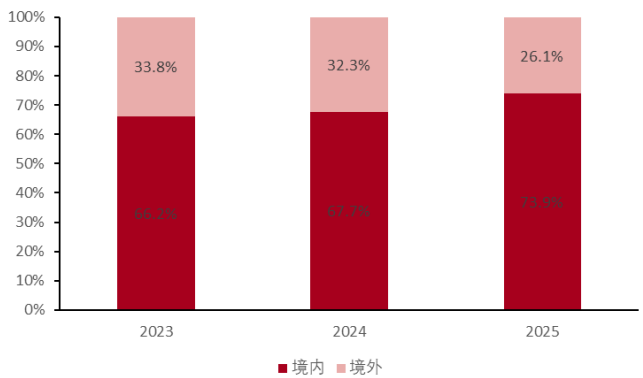
资料来源: ifind, 中银证券

图表 66. 公司毛利率及净利率表现



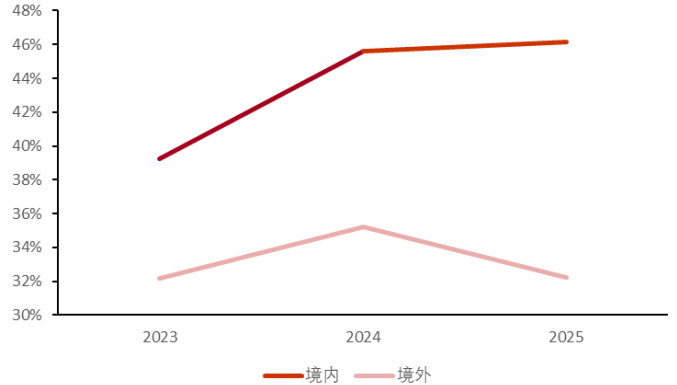
资料来源: ifind, 中银证券

图表 67. 公司营收结构 (分区域)



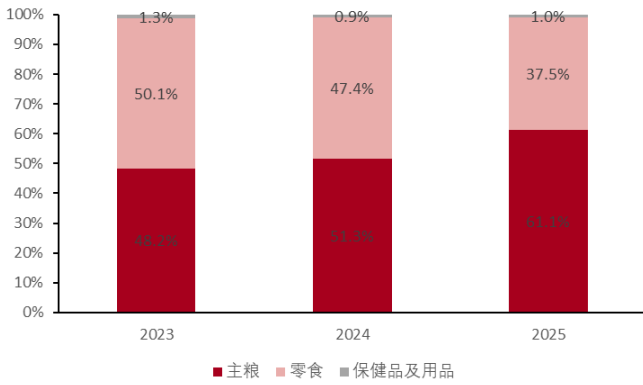
资料来源: ifind, 中银证券

图表 68. 公司毛利率 (分区域)



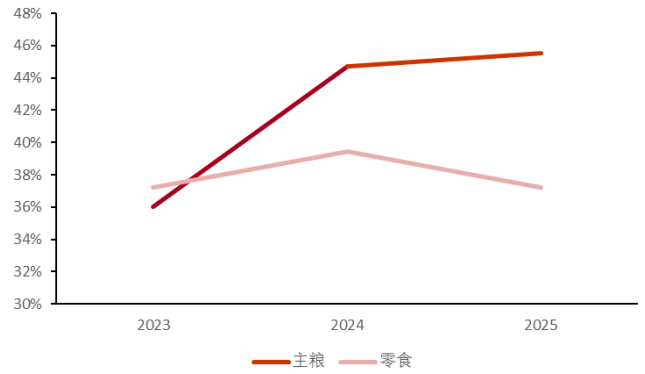
资料来源: ifind, 中银证券

图表 69. 公司营收结构 (分产品)



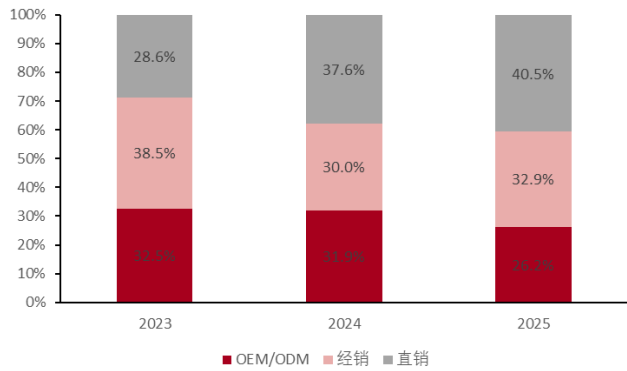
资料来源: ifind, 中银证券

图表 70. 公司毛利率 (分产品)



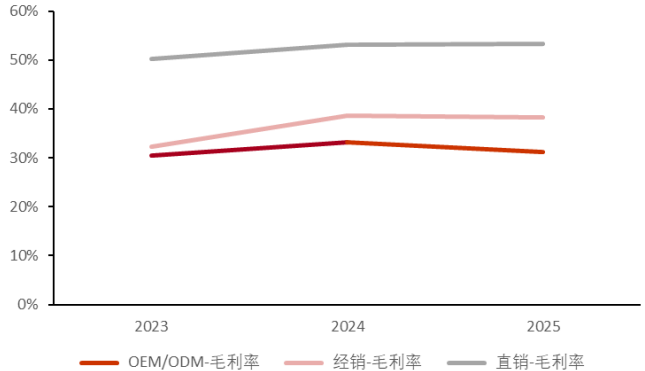
资料来源: ifind, 中银证券

图表 71. 公司营收结构 (分渠道)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 72. 公司毛利率 (分渠道)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 73. 乖宝各品牌主流

Myfoodie 麦富迪 (主流单价: 20-60 元/千克)		fregate 弗列加特 (主流单价: 60 元以上/千克)		汪臻醇 (主流单价: 80 元以上/千克)	
产品	单价 (元/千克)	产品	单价 (元/千克)	产品	单价 (元/千克)
霸弗天然猫/犬粮	47	高鲜肉膨化猫粮	69	全价烘焙犬粮	86
舒然鱼油猫/犬粮	26	高鲜肉烘焙猫粮	82	全价主食冻干	342
天然鱼油猫粮	24	生骨肉主食冻干	360		
夹心双拼猫/犬粮	26				
牛肉双拼犬粮	30				
原生鲜肉猫/犬粮	36				
N5 系列全价天然猫粮	38				
营养 pro 猫/犬粮	28				
无谷冻干猫/犬粮	61				
奶弗烘焙猫粮	57				
乐活冻干犬粮	26				

资料来源: 淘宝官方旗舰店, 中银证券

注: 所列价格区间均参考自各品牌淘宝官方旗舰店的公开售价

盈利预测与投资评级

拆分来看：

- 1) 主粮：公司以主粮为核心，持续精耕自主品牌，产品矩阵持续升级，主粮赛道保持高速增长，毛利率持续提升。我们预计 26-28 年主粮营收增速分别为 35.7%、27.2%、25.1%，毛利率分别为 44.8%、44.9%、44.9%。
- 2) 零食：零食作为非刚需消费，营收保持小幅稳定增长。考虑到零食非刚性需求，单价提升相对缓和，整体毛利率小幅抬升。我们预计 26-28 年零食营收增速分别为 2.0%、2.0%、2.0%，毛利率分别为 37.2%、37.3%、37.3%。
- 3) 保健品和其他：考虑到精致养宠的持续渗透，保健品板块整体增速较高。保健品整体毛利率较高，预计未来毛利率保持相对稳定。我们预计 26-28 年保健品和其他营收增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 57.6%、57.6%、57.6%。
- 4) 其他：我们预计 26-28 年保健品和其他营收增速分别为 12.0%、12.0%、12.0%，毛利率分别为 34.3%、34.3%、34.3%

乖宝宠物作为国内宠物食品龙头企业，长期成长逻辑清晰。随着主粮赛道深耕、自有品牌占比持续提升、市场份额稳步扩大，公司毛利率有望保持稳健增长态势；同时，随着自有品牌培育日趋稳固，品牌影响力不断增强，销售费用等费用端投入有望逐步优化，盈利空间有望进一步释放。根据公司 2025 年业绩，预计 26-28 年公司营收分别为 83.1、99.1、117.8 亿元，同比增速分别为 22.8%、19.2%、18.8%，归母净利分别为 7.3、9.2、11.7 亿元，同比增速分别为 7.7%、27.4%、26.2%，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 21.2X、16.7X、13.2X。国产替代进程加速，公司凭借龙头地位有望充分受益；同时，公司积极布局高端化转型，产品结构持续优化，打开长期成长空间。首次覆盖给予买入评级。

图表 74. 乖宝宠物收入预测表

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主粮						
营业收入	2,087.5	2,690.5	4,137.8	5,614.1	7,141.2	8,932.2
同比增速(%)	50.3	28.9	53.8	35.7	27.2	25.1
毛利率(%)	36.0	44.7	45.5	44.8	44.9	44.9
零食						
营业收入	2,166.1	2,483.6	2,536.1	2,587.0	2,639.0	2,692.1
同比增速(%)	10.9	14.7	2.1	2.0	2.0	2.0
毛利率(%)	37.2	39.5	37.2	37.2	37.3	37.3
保健品和其他						
营业收入	56.7	46.0	67.0	80.4	96.5	115.8
同比增速(%)	54.4	(18.9)	45.8	20.0	20.0	20.0
毛利率(%)	53.6	57.4	57.6	57.6	57.6	57.6
其他						
营业收入	16.7	24.9	28.1	31.5	35.3	39.5
同比增速(%)	-9.3	49.4	12.9	12.0	12.0	12.0
毛利率(%)	39.1	30.3	34.3	34.3	34.3	34.3
合计						
营业收入	4,327.0	5,245.0	6,769.0	8,313.1	9,912.0	11,779.6
同比增速(%)	27.4	21.2	29.1	22.8	19.2	18.8
毛利率(%)	36.8	42.3	42.5	42.5	42.9	43.2

资料来源: ifind, 中银证券

我们选取主要宠物食品上市公司做对比，此类公司处于相同的行业成长阶段，面临共同的外部变量，彼此间具备高度的横向可比性。按照6月26日估值测算，公司市值对应26至28年PE分别为21.2X、16.7X、13.2X，基本与可比公司26年至28年的平均估值持平。相比其他宠物食品企业，乖宝宠物估值合理。

图表 75. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (X)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
佩蒂股份	30.2	163.2	204.2	223.6	18.5	14.8	13.5
源飞宠物	25.2	179.6	229.0	277.8	14.0	11.0	9.1
天元宠物	24.7	79.5	100.0	105.0	31.1	24.7	23.5
路斯股份	9.9	65.5	77.0	92.5	15.1	12.9	10.7
中宠股份	83.4	434.7	566.8	725.5	19.2	14.7	11.5
可比公司平均值					19.6	15.6	13.7
乖宝宠物	153.9	725.1	923.7	1,165.5	21.2	16.7	13.2

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至2026年6月26日，佩蒂股份、源飞宠物、天元宠物、路斯股份盈利预测来自同花顺一致预测。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,245	6,769	8,313	9,912	11,780
营业收入	5,245	6,769	8,313	9,912	11,780
营业成本	3,028	3,893	4,778	5,657	6,685
营业税金及附加	21	30	42	45	57
销售费用	1,055	1,527	1,945	2,290	2,639
管理费用	307	396	490	575	677
研发费用	85	92	125	135	160
财务费用	(35)	(9)	0	0	0
其他收益	17	14	14	14	11
资产减值损失	(8)	(4)	0	0	0
信用减值损失	(7)	(4)	15	15	15
资产处置收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	26	31	25	20	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	810	876	986	1,259	1,602
营业外收入	5	10	8	8	8
营业外支出	4	3	4	6	10
利润总额	811	882	990	1,261	1,600
所得税	184	208	243	309	398
净利润	627	674	748	952	1,202
少数股东损益	3	1	22	29	36
归母净利润	625	673	725	924	1,165
EBITDA	853	996	1,156	1,478	2,081
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.56	1.68	1.81	2.31	2.91

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,016	3,218	4,881	5,760	6,754
货币资金	695	819	2,494	2,974	3,534
应收账款	400	409	585	600	808
应收票据	0	0	0	0	0
存货	780	933	1,170	1,320	1,623
预付账款	39	57	60	79	86
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	102	1,000	572	788	704
非流动资产	2,993	2,619	3,200	3,436	5,465
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,077	1,627	1,699	1,960	3,720
无形资产	163	162	213	268	322
其他长期资产	1,753	829	1,288	1,208	1,423
资产合计	5,010	5,837	8,081	9,195	12,219
流动负债	695	994	2,191	2,600	4,132
短期借款	110	301	1,324	1,622	2,932
应付账款	267	377	414	522	584
其他流动负债	318	316	454	456	617
非流动负债	163	200	715	743	1,379
长期借款	0	0	538	554	1,196
其他长期负债	163	200	178	189	183
负债合计	858	1,194	2,906	3,343	5,512
股本	400	400	400	400	400
少数股东权益	7	0	22	51	87
归属母公司股东权益	4,144	4,643	5,152	5,801	6,620
负债和股东权益合计	5,010	5,837	8,081	9,195	12,219

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	627	674	748	952	1,202
折旧摊销	120	174	208	252	505
营运资金变动	(5)	(112)	(243)	(73)	(319)
其他	(23)	107	48	(55)	4
经营活动现金流	720	842	761	1,076	1,391
资本支出	(680)	(699)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	(289)	35	24	19	14
投资活动现金流	(969)	(664)	(431)	(636)	(2,436)
银行借款	110	191	1,560	314	1,952
股权融资	(291)	(208)	(216)	(275)	(347)
其他	86	1	(1)	0	0
筹资活动现金流	(96)	(16)	1,344	40	1,605
净现金流	(345)	163	1,674	480	560

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

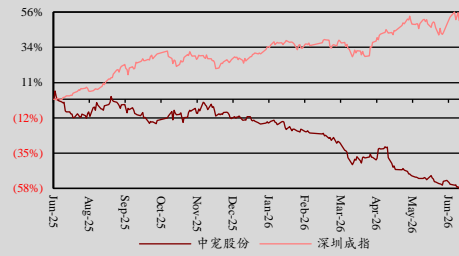
年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	21.2	29.1	22.8	19.2	18.8
营业利润增长率(%)	54.0	8.1	12.6	27.7	27.2
归属于母公司净利润增长率(%)	45.7	7.8	7.7	27.4	26.2
息税前利润增长率(%)	45.4	12.2	15.2	29.3	28.6
息税折旧前利润增长率(%)	39.5	16.8	16.0	27.9	40.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	45.7	7.8	7.7	27.4	26.2
获利能力					
息税前利润率(%)	14.0	12.2	11.4	12.4	13.4
营业利润率(%)	15.4	12.9	11.9	12.7	13.6
毛利率(%)	42.3	42.5	42.5	42.9	43.2
归母净利润率(%)	11.9	9.9	8.7	9.3	9.9
ROE(%)	15.1	14.5	14.1	15.9	17.6
ROIC(%)	13.1	12.5	10.1	11.4	10.9
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1
流动比率	2.9	3.2	2.2	2.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	15.5	16.7	16.7	16.7	16.7
应付账款周转率	23.2	21.0	21.0	21.2	21.3
费用率					
销售费用率(%)	20.1	22.6	23.4	23.1	22.4
管理费用率(%)	5.8	5.8	5.9	5.8	5.8
研发费用率(%)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4
财务费用率(%)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.6	1.7	1.8	2.3	2.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.8	2.1	1.9	2.7	3.5
每股净资产(最新摊薄)	10.3	11.6	12.9	14.5	16.5
每股股息	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	24.6	22.9	21.2	16.7	13.2
P/B(最新摊薄)	3.7	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	36.1	25.7	12.8	9.9	7.7
价格/现金流(倍)	21.4	18.3	20.2	14.3	11.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

002891.SZ
买入

市场价格:人民币 25.92

板块评级:强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(50.3)	(14.2)	(30.5)	(56.1)
相对深圳成指	(64.5)	(13.6)	(46.5)	(108.6)

发行股数 (百万)	321.90
流通股 (百万)	321.90
总市值 (人民币 百万)	8,343.59
3个月日均交易额 (人民币 百万)	326.76
主要股东 (%)	
烟台中幸生物科技有限公司	22.88

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2026年6月26日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔: 饲料

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

中宠股份

自主品牌与OEM/ODM双轨并行, 全球化供应链布局领先行业

公司打造顽皮、领先、真致差异化品牌矩阵, 覆盖大众至高端市场, 叠加产能持续扩张, 有望充分受益行业量价齐升, 提升市场份额。公司外销产能布局美、加等地区, 海外市场稳步拓展, 全球化产能可对冲关税风险, 保障海外业务稳健增长。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 中宠股份成立于1998年, 以海外宠物零食代工起家, 1999年创立自有品牌“Wanpy 顽皮”, 2018年收购新西兰高端品牌“ZEAL 真致”并参股“TOPTREES 领先”, 2021年将领先持股比例提升至90%, 逐步构建起覆盖中高端性价比(顽皮)、高端专业(领先)、高端进口(ZEAL 真致)的多品牌差异化矩阵, 实现从代工主导向自有品牌驱动的战略转型。2025年公司自有品牌境内收入18.73亿元, 同比+32.44%, 占总营收比重由2019年的约20%持续提升至35.9%, 品牌化转型成效显著。**
- 聚焦主粮赛道, 产品结构持续优化, 高毛利品类放量拉动盈利改善。**2025年公司主粮收入15.53亿元, 同比+40.39%, 增速领跑各品类。主粮占营收比重由2020年的约6.4%快速提升至2025年的29.75%, 五年提升超23个百分点。主粮高增主要由自有品牌主粮放量驱动, 顽皮小金盾系列覆盖烘焙粮、膨化粮等五大品类持续放量, 领先品牌烘焙粮增长较快。从毛利率结构看, 2025年主粮毛利率34.14%, 显著高于零食毛利率29.30%, 主粮占比的持续提升是公司毛利率改善的核心驱动力。2025年公司综合毛利率29.54%, 同比+1.38pct。宠物零食作为基本盘保持稳健, 2025年零食营收33.81亿元, 同比+7.94%。
- 自有品牌加速崛起, 境内业务高速增长。**公司境内业务以自有品牌为核心, 境外业务以代工为主。境内收入占比由2019年的约20%持续提升至2025年的35.9% (同比+4.2pct), 2025年境内收入18.73亿元, 同比+32.4%, 境内毛利率38.83%, 远高于境外毛利率约24.3%。品牌表现方面, 顽皮已在全球发展28年、产品热销全球77国, 成为中国宠物食品出口第一的品牌; 领先品牌聚焦高端主粮和烘焙粮赛道, 蝉联“猫粮增速第一、烘焙猫粮复购第一”; ZEAL 真致定位高端进口品牌, 成为2025上海劳力士大师赛唯一指定宠物食品, 品牌势能持续强化。
- 渠道结构持续优化, 直销占比快速提升。**2025年公司OEM/经销/直销渠道营收分别为28.75/12.65/10.81亿元, 同比+9.90%/+5.92%/+65.27%, 占比分别约为55%/24%/21%。直销渠道占比从2020年的约7%快速提升至2025年的约21%, 增速亮眼。从毛利率角度看, 直销毛利率38.87%, 显著高于经销毛利率25.70%和OEM毛利率27.71%。直销渠道占比的持续提升, 进一步夯实公司盈利基础。直销高增主要受益于品牌力提升及抖音等新兴渠道高速增长, 线上渠道中抖音等新渠道增速领先, 线下渠道抓住商超和O2O增长机会。
- 全球化供应链布局领先行业, 构筑差异化竞争壁垒。**公司目前在全球拥有28个生产线(国内18个、海外10个), 海外产能覆盖美国、加拿大、墨西哥、新西兰、柬埔寨六国, 是唯一一家在北美建有产能的中国宠物食品企业。北美市场已构建美、加、墨三国工厂协同运营格局, 墨西哥工厂覆盖宠物零食等品类。2025年加拿大第二工厂和墨西哥工厂投产, 2026年美国第二工厂在Q2-Q3逐步投产, 海外产能释放将显著提升公司在北美核心市场的响应效率, 同时有效对冲关税风险。

估值

- 公司海外布局行业领先, 采用自主品牌与OEM/ODM代工双轮驱动模式。随着自有品牌影响力提升、规模效应逐步释放, 费用端有望优化, 盈利空间持续打开。同时海外产能持续完善, 美国第二工厂于2026年二、三季度投产, 加拿大第二条产线及墨西哥工厂也已落地, 后续有望逐步贡献业绩增量。根据公司2025年业绩, 预计26-28年公司营收分别为66.1、80.4、96.1亿元, 同比增速分别为26.5%、21.8%、19.5%, 归母净利润分别为4.4、5.7、7.3亿元, 同比增速分别为19.1%、30.4%、28.0%, 当前市值对应26-28年PE分别为19.2X、14.7X、11.5X。我们看好公司自主品牌市占率持续提升, 叠加海外产能逐步释放, 成长路径清晰, 首次覆盖给予买入评级。**

评级面临的主要风险

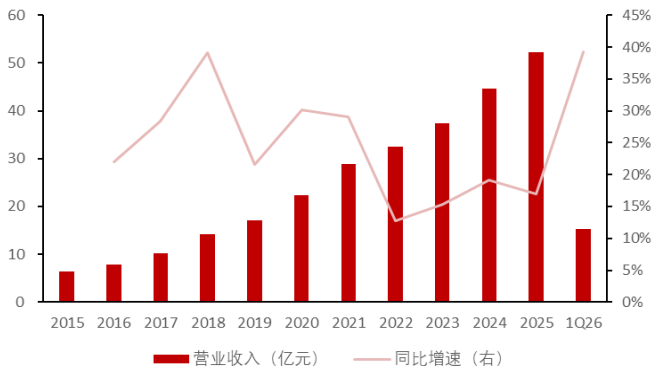
- 自主品牌发展不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧, 出海不及预期, 汇兑波动**

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	4,465	5,221	6,606	8,043	9,610
增长率(%)	19.1	16.9	26.5	21.8	19.5
EBITDA(人民币 百万)	588	574	748	974	1,411
归母净利润(人民币 百万)	394	365	435	567	726
增长率(%)	68.9	(7.3)	19.1	30.4	28.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.22	1.13	1.35	1.76	2.25
市盈率(倍)	21.2	22.9	19.2	14.7	11.5
市净率(倍)	3.4	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(倍)	19.0	27.9	11.8	8.9	7.4
每股股息(人民币)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
股息率(%)	1.1	0.7	1.6	2.1	2.7

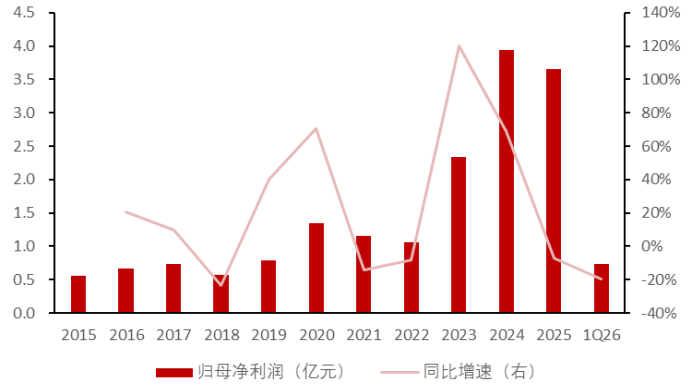
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 76. 公司营收及增速



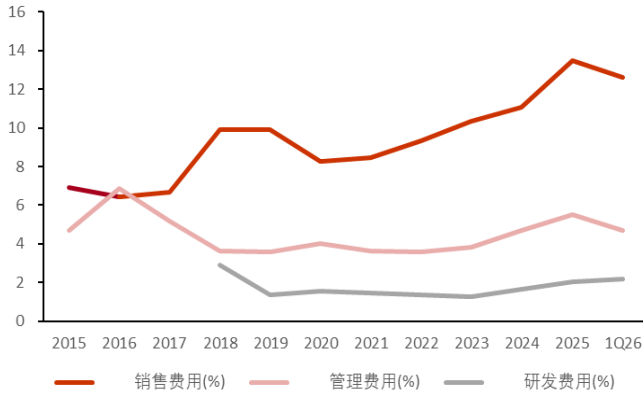
资料来源: ifind, 中银证券

图表 77. 公司归母净利润及增速



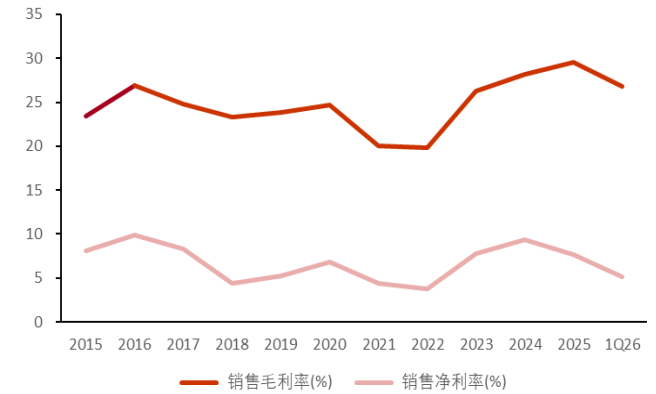
资料来源: ifind, 中银证券

图表 78. 公司费用表现



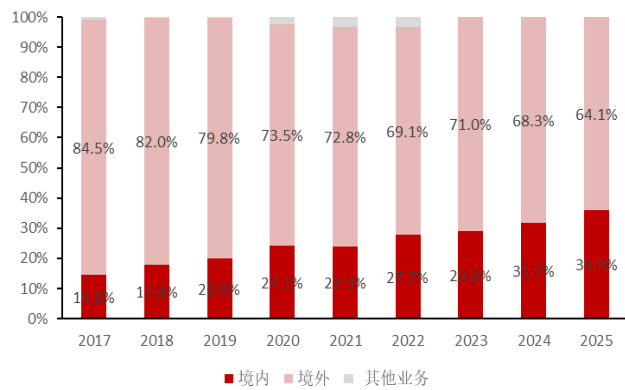
资料来源: ifind, 中银证券

图表 79. 公司毛利率及净利率表现



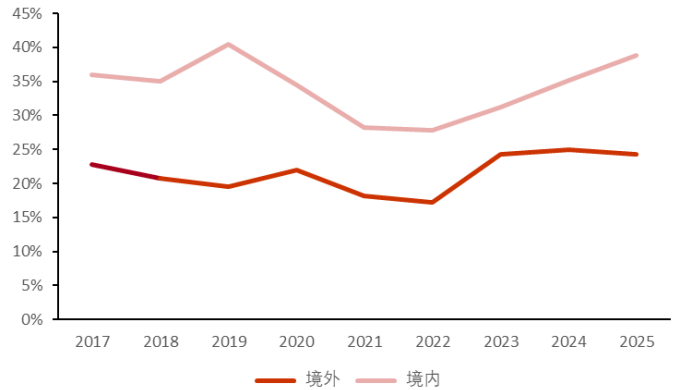
资料来源: ifind, 中银证券

图表 80. 公司营收结构 (分区域)



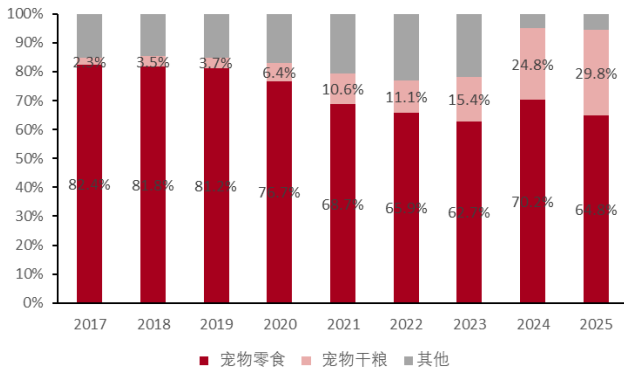
资料来源: ifind, 中银证券

图表 81. 公司毛利率 (分区域)



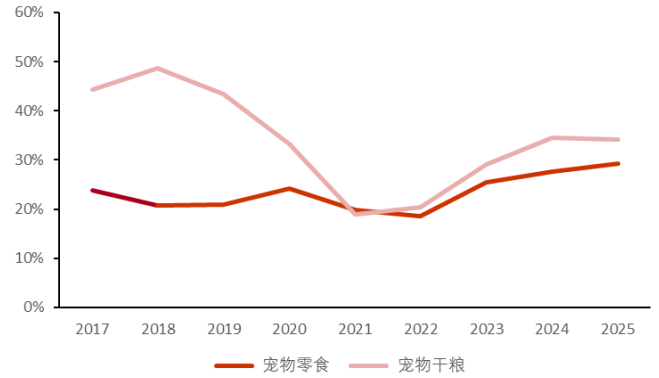
资料来源: ifind, 中银证券

图表 82. 公司营收结构 (分产品)



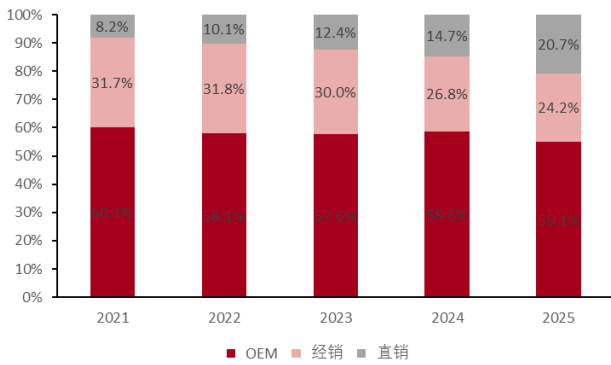
资料来源: ifind, 中银证券

图表 83. 公司毛利率 (分产品)



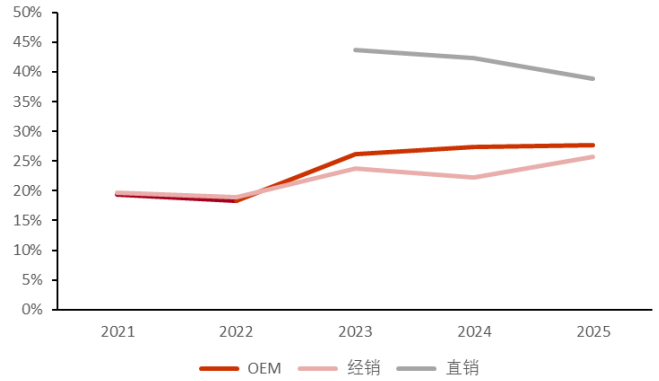
资料来源: ifind, 中银证券

图表 84. 公司营收结构 (分渠道)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 85. 公司毛利率 (分渠道)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 86. 中宠各品牌主流

wanpy 顽皮 (主流单价: 10-65 元/千克)		toptrees 领先 (主流单价: 45-95 元/千克)		新西兰 zeal 真致 (主流单价: 370 元以上/千克)	
产品	单价 (元/千克)	产品	单价 (元/千克)	产品	单价 (元/千克)
全价鲜肉猫粮	47	低温烘焙鲜肉猫粮	73	天然风干猫粮	388
冻干双鲜犬粮	18	低温烘焙鲜肉犬粮	66	天然风干犬粮	378
全价烘焙猫粮	53	海陆双拼猫粮	48		
小金盾功能猫粮	62	金装鲜肉猫/犬粮	57		
全价鲜肉犬粮	42	生骨肉冻干猫粮	322		
无谷冻干犬粮	30	蓬蓬系列烘焙猫粮	93		
冻干四拼犬粮	28	壮壮系列烘焙猫粮	93		
Happy100 犬粮	13				

资料来源: 淘宝官方旗舰店, 中银证券

注: 所列价格区间均参考自各品牌淘宝官方旗舰店的公开售价

盈利预测与投资评级

拆分来看：

- 1) 干粮：公司聚焦主粮，主粮占比持续提升，自主品牌高端化提升带动毛利率持续增长。自主品牌“顽皮”、“领先”保持较高增速，我们预计 26-28 年主粮营收增速分别为 50.0%、40.0%、35.0%，毛利率分别为 35.0%、35.5%、36.0%。
- 2) 零食：零食在公司产品结构中仍占主导地位，保持稳定增长，为公司提供稳健的基本盘。由于产品成熟、规模效应明显，预计毛利率保持相对平稳。我们预计 26-28 年零食营收增速分别为 15.0%、10.0%、7.0%，毛利率分别为 29.3%、29.3%、29.3%。
- 3) 用品及其他：受益于品牌力持续增强，宠物用品业务增长动能充足；加之当前体量较小，预计将保持较高增速，毛利率逐步改善。我们预计 26-28 年保健品和其他营收增速分别为 35.0%、30.0%、25.0%，毛利率分别为 9.4%、10.8%、12.3%。

公司海外布局行业领先，采用自主品牌与 OEM/ODM 代工双轮驱动模式。随着自有品牌影响力提升、规模效应逐步释放，费用端有望优化，盈利空间持续打开。同时海外产能持续完善，美国第二工厂于 2026 年二、三季度投产，加拿大第二条产线及墨西哥工厂也已落地，后续有望逐步贡献业绩增量。根据公司 2025 年业绩，预计 26-28 年公司营收分别为 66.1、80.4、96.1 亿元，同比增速分别为 26.5%、21.8%、19.5%，归母净利分别为 4.4、5.7、7.3 亿元，同比增速分别为 19.1%、30.4%、28.0%，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 19.2X、14.7X、11.5X。我们看好公司自主品牌市占率持续提升，叠加海外产能逐步释放，成长路径清晰，首次覆盖给予买入评级。

图表 87. 中宠股份收入预测表

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
干粮						
营业收入	576.8	1,106.5	1,553.4	2,330.1	3,262.1	4,403.9
同比增速(%)	60.2	91.9	40.4	50.0	40.0	35.0
毛利率(%)	29.1	34.6	34.1	35.0	35.5	36.0
零食						
营业收入	2,350.9	3,132.5	3,381.2	3,888.4	4,277.3	4,576.7
同比增速(%)	9.8	33.2	7.9	15.0	10.0	7.0
毛利率(%)	25.4	27.6	29.3	29.3	29.3	29.3
用品及其他						
营业收入	184.7	225.8	286.8	387.2	503.4	629.2
同比增速(%)	25.7	22.2	27.1	35.0	30.0	25.0
毛利率(%)	7.1	4.9	7.4	9.4	10.8	12.3
合计						
营业收入	3,747.2	4,464.8	5,221.5	6,605.7	8,042.8	9,609.8
同比增速(%)	15.4	19.1	16.9	26.5	21.8	19.5
毛利率(%)	26.3	28.2	29.5	30.2	30.7	31.2

资料来源: ifind, 中银证券

我们选取主要宠物食品上市公司做对比, 此类公司处于相同的行业成长阶段, 面临共同的外部变量, 彼此间具备高度的横向可比性。按照6月26日估值测算, 公司市值对应26至28年PE分别为19.2X、14.7X、11.5X, 基本与可比公司26年至28年的平均估值持平。相比其他宠物食品企业, 中宠股份估值略低, 具有一定估值性价比。

图表 88. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (X)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
佩蒂股份	30.2	163.2	204.2	223.6	18.5	14.8	13.5
源飞宠物	25.2	179.6	229.0	277.8	14.0	11.0	9.1
天元宠物	24.7	79.5	100.0	105.0	31.1	24.7	23.5
路斯股份	9.9	65.5	77.0	92.5	15.1	12.9	10.7
乖宝宠物	153.9	725.1	923.7	1,165.5	21.2	16.7	13.2
可比公司平均值					20.0	16.0	14.0
中宠股份	83.4	434.7	566.8	725.5	19.2	14.7	11.5

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 数据截至2026年6月26日, 佩蒂股份、源飞宠物、天元宠物、路斯股份盈利预测来自同花顺一致预测。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,465	5,221	6,606	8,043	9,610
营业收入	4,465	5,221	6,606	8,043	9,610
营业成本	3,208	3,679	4,614	5,578	6,608
营业税金及附加	14	16	23	30	37
销售费用	495	703	958	1,158	1,378
管理费用	210	288	390	466	548
研发费用	73	106	139	165	197
财务费用	18	23	0	0	0
其他收益	12	13	5	5	5
资产减值损失	(15)	(28)	0	0	0
信用减值损失	(9)	(1)	15	15	15
资产处置收益	(1)	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	72	74	40	40	40
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	508	463	542	706	902
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	3	1	5	5	5
利润总额	505	464	538	702	898
所得税	89	66	90	117	150
净利润	416	398	448	584	748
少数股东损益	23	33	13	18	22
归母净利润	394	365	435	567	726
EBITDA	588	574	748	974	1,411
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.22	1.13	1.35	1.76	2.25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,066	2,703	3,954	4,539	5,610
货币资金	513	1,273	1,982	2,413	2,883
应收账款	627	634	962	981	1,340
应收票据	0	0	0	0	0
存货	579	693	902	1,026	1,258
预付账款	22	28	35	41	49
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	324	75	73	79	79
非流动资产	2,385	2,794	2,981	3,332	5,223
长期投资	319	424	424	424	424
固定资产	1,374	1,508	1,677	1,977	3,749
无形资产	92	139	197	257	317
其他长期资产	600	723	684	673	733
资产合计	4,450	5,498	6,935	7,871	10,833
流动负债	1,054	1,788	2,458	2,972	4,582
短期借款	397	988	1,455	1,799	3,187
应付账款	408	536	647	783	912
其他流动负债	250	264	356	391	483
非流动负债	782	558	993	1,005	1,833
长期借款	25	42	360	431	1,229
其他长期负债	756	516	633	575	604
负债合计	1,836	2,346	3,451	3,977	6,415
股本	294	304	322	322	322
少数股东权益	187	218	232	249	272
归属母公司股东权益	2,428	2,934	3,252	3,645	4,147
负债和股东权益合计	4,450	5,498	6,935	7,871	10,833

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	416	398	448	584	748
折旧摊销	147	174	251	313	554
营运资金变动	(57)	13	(342)	18	(380)
其他	(10)	(51)	(27)	(46)	(36)
经营活动现金流	496	534	330	869	886
资本支出	(242)	(419)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	78	173	0	0	0
其他	105	25	40	40	40
投资活动现金流	(59)	(221)	(415)	(615)	(2,410)
银行借款	(284)	609	784	415	2,186
股权融资	(115)	15	(116)	(174)	(223)
其他	0	(281)	126	(63)	31
筹资活动现金流	(400)	343	793	177	1,995
净现金流	38	657	708	431	470

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	19.1	16.9	26.5	21.8	19.5
营业利润增长率(%)	36.4	(8.7)	16.9	30.2	27.8
归属于母公司净利润增长率(%)	68.9	(7.3)	19.1	30.4	28.0
息税前利润增长率(%)	18.1	(9.3)	24.4	32.9	29.7
息税折旧前利润增长率(%)	15.1	(2.4)	30.3	30.2	44.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	68.9	(7.3)	19.1	30.4	28.0
获利能力					
息税前利润率(%)	9.9	7.7	7.5	8.2	8.9
营业利润率(%)	11.4	8.9	8.2	8.8	9.4
毛利率(%)	28.2	29.5	30.2	30.7	31.2
归母净利润率(%)	8.8	7.0	6.6	7.0	7.6
ROE(%)	16.2	12.4	13.4	15.6	17.5
ROIC(%)	9.6	7.3	7.0	8.2	7.6
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
净负债权益比	0.3	0.1	0.1	0.1	0.5
流动比率	2.0	1.5	1.6	1.5	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	11.4	11.1	11.2	11.2	11.3
费用率					
销售费用率(%)	11.1	13.5	14.5	14.4	14.3
管理费用率(%)	4.7	5.5	5.9	5.8	5.7
研发费用率(%)	1.6	2.0	2.1	2.1	2.1
财务费用率(%)	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.1	1.4	1.8	2.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.5	1.7	1.0	2.7	2.8
每股净资产(最新摊薄)	7.5	9.1	10.1	11.3	12.9
每股股息	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	21.2	22.9	19.2	14.7	11.5
P/B(最新摊薄)	3.4	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.0	27.9	11.8	8.9	7.4
价格/现金流(倍)	16.8	15.6	25.3	9.6	9.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371