

乖宝宠物（301498.SZ）

宠食赛道高成长，国货领先、进军高端

乘宠物经济之风，OEM率先复苏、自主品牌强势扩张。乖宝宠物为国内宠食领军企业，以境外宠物食品代工起家，与 WalMart、Smucker、Spectrum Brands 等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商建立长期稳定合作。2013 年公司创建自有品牌“麦富迪 Myfoodie”，相继开发 Barf、羊奶肉等中高端产品系列，创新驱动打造国内宠物食品行业标杆。2018-2022 年公司收入从 12.21 亿元增长至 33.98 亿元（CAGR 达 29.2%），归母净利润从 0.45 亿元增长至 2.67 亿元（CAGR 达 56.5%），海外基本盘稳健+国内持续发力，收入、利润延续高增，其中 2020-2022 年公司自主品牌收入从 9.9 亿元增长至 20.5 亿元，CAGR 达 43.5%，收入占比从 49.4%提升至 60.2%，成为新增长引擎。

宠物赛道长坡厚雪，抗周期性韧性强。中国宠物行业伴随人口结构变化、人均可支配收入提升，叠加宠物情感性角色属性提升，国内宠物市场快速扩容。根据艾瑞咨询数据，2018-2022 年市场规模由 1991 亿元增长至 3960 亿元，CAGR 达 18.8%。当前我国宠物行业增长势能充足，1) 短期：外销方面海外需求恢复+库存去化，Q3 迎订单增长拐点；内销线上热度延续，抖音渠道加速放量，麦富迪于三大平台均处于头部梯队，成功实现国货突围。2) 长期：渗透率提升叠加宠物拟人化，量价齐升驱动高增，中国宠物市场渗透率及单宠支出对标海外成熟市场成长空间广阔，根据我们测算，预计 2023-2030 年宠物猫、狗市场 CAGR 达 14.4%、7.5%。

爆品打造能力兑现，多维竞争α突出。1) 产品：品类定位清晰，加码发力主粮业务。2022 年公司零食、主粮、保健品和其他分别实现收入 19.54/13.88/0.37 亿元，2020-2022 年 CAGR 分别为 41.3%/22.8%/68.3%，当前公司自有品牌中主粮产品占比过半，公司由零食向主粮品类拓展顺畅。相较零食，主粮盈利模型更优，公司主粮产品贴合消费者注重营养成分的消费趋势，推动产品系列迭代升级，提价逻辑顺畅。2) 品牌：品牌矩阵完善，进军高端市场。麦富迪主品牌获市场验证，细分赛道均实现领先，作为宠物食品全品类的品牌，以“有猫有狗就有麦富迪”为口号占领消费者心智。此外，公司于 2018 年推出弗列加特品牌定位高端猫食市场，成功接棒麦富迪成为新增长极。品牌强调“高肉膳食，回归本性”的价值观，以会员制强化消费者互动联结，通过精准推送提升复购黏性。3) 营销：精准定位消费客群，持续深化品牌认知。维持高举高打品牌战略，借助泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广和打造联名产品等方式，持续提升品牌声量。2023Q1-3 公司销售费用率为 15.9%（同比+1.1pct），其中 2022 年内销业务宣传费用率为 19.5%，相较同业维持较高投入水平。4) 研发：技术保障创新领先，专业化驱动价值提升。研发中心分工细致，2023Q1-3 研发费用率达 1.9%，投入领先行业，保障产品高效迭代。

盈利预测与投资评级：公司宠物食品生产、制造、研发优势领先，海外代工基本盘稳健，伴随国内宠物经济红利延续，公司头部效应持续释放，自主品牌新业务有望加速放量，产品结构持续改善以及新建产能陆续投产，龙头地位持续夯实，市场份额加速扩张。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.21/5.17/6.68 亿元，对应 PE 分别为 38.0X/30.9X/23.9X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内市场竞争加剧，原材料价格、汇率波动，海外市场拓展不利，贸易摩擦等风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,575	3,398	4,280	5,238	6,361
增长率 yoy（%）	27.9	31.9	26.0	22.4	21.4
归母净利润（百万元）	140	267	421	517	668
增长率 yoy（%）	25.8	90.3	57.9	22.8	29.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.35	0.67	1.05	1.29	1.67
净资产收益率（%）	9.6	15.1	19.3	19.2	19.9
P/E（倍）	114.0	59.9	38.0	30.9	23.9
P/B（倍）	10.9	9.1	7.3	5.9	4.8

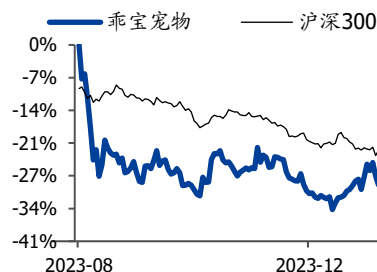
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 1 月 22 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	饲料
1 月 22 日收盘价(元)	39.98
总市值(百万元)	15,993.78
总股本(百万股)	400.04
其中自由流通股(%)	9.39
30 日日均成交量(百万股)	1.45

股价走势



作者

分析师 张斌梅

执业证书编号：S0680523070007

邮箱：zhangbinmei@gszq.com

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1215	1165	2158	2512	3106
现金	357	198	915	1120	1360
应收票据及应收账款	181	132	262	221	366
其他应收款	13	23	23	34	35
预付账款	53	43	77	70	109
存货	583	736	848	1036	1205
其他流动资产	28	32	32	32	32
非流动资产	1089	1118	1407	1690	1981
长期投资	1	1	0	0	0
固定资产	890	921	1120	1340	1604
无形资产	115	112	130	129	130
其他非流动资产	83	85	157	220	247
资产总计	2303	2283	3565	4202	5088
流动负债	701	419	1228	1338	1554
短期借款	382	165	834	990	1052
应付票据及应付账款	203	142	273	220	366
其他流动负债	116	113	122	127	136
非流动负债	126	105	116	125	125
长期借款	50	28	39	48	48
其他非流动负债	76	77	77	77	77
负债合计	827	524	1344	1462	1678
少数股东权益	4	3	4	5	6
股本	360	360	400	400	400
资本公积	671	673	673	673	673
留存收益	455	722	1144	1663	2332
归属母公司股东权益	1472	1756	2217	2735	3403
负债和股东权益	2303	2283	3565	4202	5088

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94	306	368	465	658
净利润	142	266	422	518	670
折旧摊销	98	114	91	111	140
财务费用	28	-10	-5	37	52
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-145	-117	-141	-201	-204
其他经营现金流	-29	54	0	0	0
投资活动现金流	-130	-180	-381	-394	-431
资本支出	98	180	289	283	291
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-32	0	-91	-111	-140
筹资活动现金流	153	-265	60	-23	-48
短期借款	219	-217	0	0	0
长期借款	-28	-22	11	9	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	4	2	0	0	0
其他筹资现金流	-42	-27	10	-32	-48
现金净增加额	117	-126	48	48	179

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2575	3398	4280	5238	6361
营业成本	1834	2290	2750	3271	3890
营业税金及附加	11	15	21	26	30
营业费用	356	545	689	890	1113
管理费用	128	177	218	267	324
研发费用	59	68	88	110	137
财务费用	28	-10	-5	37	52
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
其他收益	9	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	163	319	517	637	815
营业外收入	18	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	179	318	516	636	814
所得税	37	52	94	117	144
净利润	142	266	422	518	670
少数股东损益	2	-1	1	1	2
归属母公司净利润	140	267	421	517	668
EBITDA	292	438	622	773	980
EPS (元/股)	0.35	0.67	1.05	1.29	1.67

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	27.9	31.9	26.0	22.4	21.4
营业利润 (%)	19.5	95.8	62.2	23.1	28.0
归属母公司净利润 (%)	25.8	90.3	57.9	22.8	29.1
获利能力					
毛利率 (%)	28.8	32.6	35.7	37.6	38.8
净利率 (%)	5.4	7.9	9.8	9.9	10.5
ROE (%)	9.6	15.1	19.3	19.2	19.9
ROIC (%)	7.8	13.6	14.0	14.2	15.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.9	23.0	37.7	34.8	33.0
净负债比率 (%)	10.0	2.3	0.4	-1.0	-6.0
流动比率	1.7	2.8	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.5	1.5	1.3	1.4
应收账款周转率	18.1	21.7	21.7	21.7	21.7
应付账款周转率	10.7	13.3	13.3	13.3	13.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.67	1.05	1.29	1.67
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.77	0.92	1.16	1.65
每股净资产 (最新摊薄)	3.68	4.39	5.44	6.74	8.41
估值比率					
P/E	114.0	59.9	38.0	30.9	23.9
P/B	10.9	9.1	7.3	5.9	4.8
EV/EBITDA	55.3	36.6	25.7	20.7	16.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 1 月 22 日收盘价

内容目录

1. 乘宠物经济之风，代工率先复苏、品牌强势扩张	6
1.1 把握国内布局先机，出口代工龙头顺利转型	6
1.2 业务结构持续优化，收入、利润有望延续高增	7
1.3 股权结构集中稳定，高管团队经验丰富	9
2. 宠物赛道长坡厚雪，抗周期性韧性强	12
2.1 我国养宠新趋势延续，产业升级势能充足	12
2.2 行业驱动：渗透率提升叠加宠物拟人化，量价齐升驱动高增	15
2.3 中国宠物食品行业市场规模测算	22
3. 爆品打造能力兑现，多维竞争 α 突出	24
3.1 产品：品类定位清晰，加码发力主粮业务	24
3.1.1 主粮：率先受益行业红利，品牌长期发展基石	24
3.1.2 零食：品类协同扩张，推动客单值提升	29
3.2 品牌：品牌矩阵完善，进军高端市场	29
3.3 营销：精准定位消费客群，持续深化品牌认知	32
3.4 研发：技术保障创新领先，专业化驱动价值提升	33
4. 盈利预测与估值	35
4.1 盈利预测	35
4.2 投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司财务数据一览	7
图表 3: 公司收入结构（分品类）	8
图表 4: 公司收入结构（分销售模式）	9
图表 5: 公司股权结构（截至 2023 年 9 月末）	10
图表 6: 公司高管团队履历	11
图表 7: 中国宠物行业规模及增速、人均 GDP 拟合	12
图表 8: 美国宠物行业规模及增速、人均 GDP 拟合	12
图表 9: 2021 年中国宠物市场细分品类占比	13
图表 10: 2022 年美国宠物市场细分品类占比	13
图表 11: 中国宠物食品市场规模（按产品类型）	13
图表 12: 2021 年中国宠物食品市场规模（按宠物类型）	13
图表 13: 2023 年 1-7 月淘系平台猫零食搜索热词及转化率	14
图表 14: 淘系平台猫零食品牌市占率	14
图表 15: 2021 年幼龄宠物占比	14
图表 16: 2021 年老龄宠物占比	14
图表 17: 宠物猫主粮消费结构	15
图表 18: 宠物犬主粮消费结构	15
图表 19: 中国宠物食品出口、全球宠物行业市场规模增速对比	15
图表 20: 中国 2023 年 1-10 月宠物食品出口国家分布	15
图表 21: 我国部分宠物企业海外客户布局	16
图表 22: 美国主要零售平台汇总	16

图表 23: 2018 年-2023 年 Q1-3 雀巢宠物板块收入及增速	17
图表 24: 2018-2022 年品谱宠物护理板块收入及增速	17
图表 25: FY2019-FY2023 品谱宠物护理板块收入及增速	17
图表 26: FY2019-FY2023 品谱集团毛利率	17
图表 27: 部分全品类及宠物零售商库存情况	17
图表 28: 2016 年中国宠物食品前十品牌市占率	18
图表 29: 2021 年中国宠物食品前十品牌市占率	18
图表 30: 中国宠物市场不同阶段量价贡献	18
图表 31: 中国 65 岁以上老龄人口及比重	19
图表 32: 中国结婚率、出生率	19
图表 33: 中国城镇化率	19
图表 34: 中国家庭一人户占比	19
图表 35: 2022 年我国饲养宠物类型	20
图表 36: 2022 年我国居民养宠主要动机	20
图表 37: 2022 年宠主年龄分布	20
图表 38: 2022 年宠主性别分布	20
图表 39: 2022 年宠主月收入分布	21
图表 40: 2022 年宠主学历分布	21
图表 41: 2022 年宠主职业分布	21
图表 42: 2022 年宠主婚姻状况分布	21
图表 43: 宠物各生命阶段特征及需求	21
图表 44: 2023 年预计老年犬细分产品品类 TGI 指数	22
图表 45: 2023 年预计老年犬产品主粮类型偏好	22
图表 46: 中国宠物食品行业市场规模测算	23
图表 47: 2021 年宠物主粮消费频次	24
图表 48: 2023 年宠物主粮喂食痛点	24
图表 49: 宠物主粮进阶形态及对应售价	25
图表 50: 宠物主粮细分品类及生产工艺	25
图表 51: 2022 年中国宠粮品种消费结构	25
图表 52: 2022 年中国宠主品牌消费偏好	25
图表 53: 公司主粮、零食成本结构	26
图表 54: 同业公司主粮占比	26
图表 55: 同业公司单位设备产值（元）	26
图表 56: 公司主粮产品矩阵	27
图表 57: 头部宠食企业主粮产能规划	28
图表 58: 公司产品生产工艺汇总	28
图表 59: 公司宠物零食产品矩阵	29
图表 60: 公司境内外自主品牌收入及增速	30
图表 61: 公司自主品牌收入增速及占比	30
图表 62: 中国宠物猫狗数量及增速	31
图表 63: 中国宠物猫狗食品市场规模（亿元）	31
图表 64: 弗列加特品牌故事	31
图表 65: 弗列加特品牌价值观	31
图表 66: 弗列加特产品矩阵	32
图表 67: 弗列加特原料供应保障	32
图表 68: 弗列加特鲜肉乳化直灌工艺	32
图表 69: 中宠、佩蒂、乖宝销售费用率	33

图表 70: 中宠、佩蒂、乖宝内销业务宣传费用率	33
图表 71: “麦富迪”部分综艺、影视作品植入	33
图表 72: “麦富迪”联名款产品	33
图表 73: 中宠、佩蒂、乖宝研发费用率	34
图表 74: 中宠、佩蒂、乖宝研发人员数量	34
图表 75: 公司部分在研项目汇总	34
图表 76: 公司营业收入拆分预测	35
图表 77: 公司盈利预测（亿元）	36
图表 78: 可比公司估值	36

1. 乘宠物经济之风，代工率先复苏、品牌强势扩张

1.1 把握国内布局先机，出口代工龙头顺利转型

国内宠食领军企业，**OEM+自主品牌双轮驱动**。公司始建于 2006 年，主要从事宠物食品的研发、生产和销售，主要产品包括宠物犬猫用主粮、零食和保健品等。公司坚持“全球视野，持续创新”的理念，以境外宠物食品代加工起家，主要客户包括 WalMart、Smucker、Spectrum Brands 等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商。得益于多年服务国际客户积累的产品研发、生产工艺、质量管控优势，2013 年公司创建自有品牌“麦富迪 Myfoodie”，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，并相继开发出弗列加特、Barf、羊奶肉等中高端产品系列，创新驱动打造国内宠物食品行业标杆。

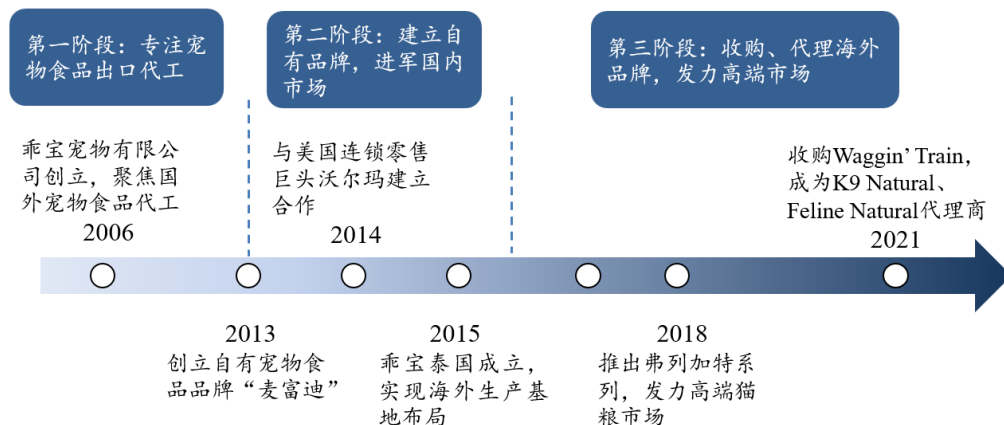
公司发展历程主要分为三大阶段：

1) 第一阶段：国际品牌代工（2006-2012 年）：公司前瞻把握海外宠物市场发展机遇，依托稳定的产品品质和生产成本优势，进入多个国际宠物食品品牌的 OEM/ODM 供应体系，并建立长期稳定合作关系。

2) 第二阶段：培育自主品牌（2013-2016 年）：2013 年初受中美贸易摩擦影响，公司出口额从 1.5 亿美金下滑至 2000 万美金，公司及时调整战略方向，把握国内宠物经济增长红利，转型布局自有品牌。公司自有品牌“麦富迪”于 2013 年全面进军国内市场，定位中高端宠物食品赛道。

3) 第三阶段：OEM+自主品牌共驱（2017 年至今）：公司持续加大国内市场拓展力度，积极开拓线上、线下销售渠道，快速推陈出新、丰富产品矩阵，2018 年推出高端猫粮“弗列加特”系列，重点发力高端猫用食品市场，麦富迪获 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜（宠物）第一名。此外，2021 年公司通过收购美国品牌“Waggin' Train”布局海外高端宠物食品市场。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

海外低位补库+国内持续发力，收入、利润延续高增。2018-2022 年公司收入从 12.21 亿元增长至 33.98 亿元（CAGR 达 29.2%），归母净利润从 0.45 亿元增长至 2.67 亿元（CAGR 达 56.5%）。面对外部环境扰动，公司持续深化国际头部宠物品牌商、渠道商客户合作，并通过海外建厂、拓展欧洲、亚洲等新市场等方式，提升海外代工业务抗风险能力；此外，公司把握国内新兴宠物市场发展红利，培育自有品牌成为新增长点。2023 年 Q1-3 受海外代工盈利修复、国内自主品牌高端系列占比提升等共同影响，毛利率同比+4.07pct 至 35.77%，净利率同比+1.38pct 至 10.10%。

图表 2: 公司财务数据一览

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1-3
营业总收入	1221.11	1403.14	2013.04	2575.16	3397.54	3112.35
YOY		14.91%	43.47%	27.92%	31.93%	25.11%
归母净利润	44.52	4.16	111.48	140.27	266.88	314.36
YOY		-90.66%	2579.75%	25.82%	90.25%	44.99%
扣非归母净利润	42.46	0.34	104.94	122.91	261.06	312.42
YOY		-99.20%	30746.59%	17.12%	112.40%	47.48%
毛利率	32.05%	28.88%	29.35%	28.78%	32.59%	35.77%
期间费用率	25.21%	27.88%	22.26%	22.17%	22.94%	22.61%
销售费用率	13.65%	17.53%	13.13%	13.82%	16.05%	15.91%
管理+研发费用率	10.41%	9.82%	7.77%	7.28%	7.20%	7.15%
财务费用率	1.15%	0.53%	1.37%	1.08%	-0.30%	-0.45%
归母净利率	3.65%	0.30%	5.54%	5.45%	7.85%	10.10%
存货	194.99	284.97	395.47	583.22	735.79	679.18
较上年同期增减		89.99	110.50	187.75	152.57	679.18
应收账款及应收票据	94.09	115.71	103.32	180.82	132.41	313.78
较上年同期增减		21.62	-12.39	77.50	-48.41	313.78
应付账款及应付票据	60.04	43.89	140.88	203.22	141.85	232.89
较上年同期增减		-16.15	96.99	62.34	-61.37	232.89
合同负债	11.80	15.35	7.84	26.04	44.59	30.57
较上年同期增减		3.55	-7.50	18.20	18.55	30.57
经营性现金流净额	99.77	-36.95	175.13	93.93	306.46	346.63
较上年同期增减		-136.73	212.09	-81.20	212.52	187.11
资本开支	349.95	309.22	210.37	98.34	179.86	131.91
较上年同期增减		-40.73	-98.85	-112.02	81.52	-9.12
ROE	6.60%	0.38%	8.27%	9.53%	15.20%	8.87%
YOY (±)		-6.22%	7.89%	1.26%	5.67%	-3.93%
资产负债率	42.21%	34.47%	28.72%	35.92%	22.95%	11.67%
YOY (±)		-7.73%	-5.75%	7.20%	-12.96%	11.67%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 业务结构持续优化, 收入、利润有望延续高增

分品类: 主粮产品占比持续提升, 带动整体盈利改善。

- **主粮:** 境内市场为主 (2022 年占比 98.9%), 自主品牌 (主粮占比过半) + 少量代工形式, 2020-2022 年收入从 7.0 亿元增长至 13.9 亿元, CAGR 达 41.3%, 占比由 34.7% 提升至 41.1%。2020-2022 年主粮销售单价由 10.4 元/kg 增长至 14.4 元/kg, 主要由于 1) 产品升级, 公司陆续新开发高鲜肉粮、处方粮等产品, 并推出弗列加特冻干类主粮, 高端产品销售占比提高; 2) 渠道调整, 高销售单价的直销渠道占比持续提升。
- **零食:** 海外代工 (2022 年占比 67.8%) + 自主品牌协同布局, 2020-2022 年收入从 13.0 亿元增长至 19.5 亿元, CAGR 达 22.8%, 收入占比从 64.7% 下滑至 57.8%。量价拆分来看, 1) 量: 2021-2022 年零食销量增幅为 13.5%/8.9%。2020 年伴随乖宝泰国产能释放, 海外新客户拓展、订单增加, 销量稳步扩张; 2) 价: 2020-2022 年零食单价由 40.89 元/kg 增长至 49.86 元/kg, 2020 年价格上升主要由于出口订单量回升, 境外 OEM/ODM 渠道销售占比提升, 2021 年零收购品牌 Waggin' Train 推动价格持续提升。
- **保健品和其他:** 境内市场为主 (2022 年占比 100%), 2020-2022 年收入从 0.13 亿元提升至 0.37 亿元, CAGR 达 68.3%。保健品价格波动较大, 主要由于销售处于起步阶段, 产品不断升级更新, 前期推广促销活动力度较大。

图表 3: 公司收入结构 (分品类)

	2020	2021	2022
主粮			
收入 (亿元)	6.96	9.12	13.88
yoy		31.13%	52.24%
占比	34.70%	35.62%	41.09%
平均售价 (元/kg)	10.41	11.25	14.27
销量 (吨)	66842.89	81055.95	97296.05
毛利率	41.69%	37.44%	41.92%
境内 (亿元)	6.66	8.81	13.73
境外 (亿元)	0.29	0.31	0.15
零食			
收入 (亿元)	12.96	16.30	19.54
yoy		25.75%	19.88%
占比	64.65%	63.67%	57.83%
平均售价 (元/kg)	40.89	45.30	49.86
销量 (吨)	31697.05	35983.90	39193.07
毛利率	28.25%	29.87%	33.51%
境内 (亿元)	3.61	4.36	6.29
境外 (亿元)	9.36	11.94	13.25
保健品和其他			
收入 (亿元)	0.13	0.18	0.37
yoy		40.07%	102.34%
占比	0.65%	0.71%	1.09%
平均售价 (元/kg)	31.08	45.21	47.37
销量 (吨)	416.61	401.15	774.69
毛利率	60.47%	61.52%	58.15%
境内 (亿元)	0.12	0.18	0.37
境外 (亿元)	0.01	0.00	0.00

资料来源: 公司公告, 天猫旗舰店, 公司官网, 国盛证券研究所

分销售模式: 代工基本盘稳健, 自主品牌为增长引擎。

➤ **自有品牌:** 2020-2022 年公司自主品牌收入从 9.9 亿元增长至 20.5 亿元, CAGR 达 43.5%, 收入占比从 49.4%提升至 60.2%, 其中 2022 年海外 Waggin's Train、境内麦富迪品牌实现收入 3.0/17.5 亿元, 同比+203.0%/+41.8%。公司自有品牌业务目前共有直销、经销和商超三种销售模式:

1) **直销渠道:** 主要形式为在天猫、京东、抖音等电商平台开设自营旗舰店, 其中主要收入来源于天猫平台的麦富迪旗舰店。2022 年直销收入 7.5 亿元(同比+75.4%, 毛利率达 58.6%), 为公司重点拓展的销售模式。

2) **经销渠道:** 分为线上分销、线下经销形式, 2022 年线上/线下经销分别实现收入 8.4/2.0 亿元, 同比(+37.4%/-3.9%), 增长分化主要受流量趋势影响, 布局线下宠物食品门店、宠物医院等以保持品牌露出。

3) **商超渠道:** 2021 年收购品牌 Waggin' Train 的原有销售渠道, 2022 年实现收入 2.6 亿元(同比+194.0%)。

➤ **OEM/ODM:** 2020-2022 年公司代工收入从 10.1 亿元增长至 11.9 亿元, CAGR 达 8.6%, 收入占比从 50.3%下降至 35.1%, 其中 2022 年境外/境内代工实现收入 10.3/1.6 亿元, 同比-8.2%/+165.9%。

1) **境外:** 2020 年境外收入增长, 主要由于: ①受全球突发不利因素影响, 海外客户对国内订单增加; ②泰国工厂不受加征关税影响, 随着二期工程完工, 产能释放, 海外客户订单增加; ③新客户开拓, 公司在原有主要客户沃尔玛、Central Garden & Pet Company 基础上拓展 Spectrum Brands、Armitages 等客户。2022 年境外收入下降, 主要由于受通货膨胀影响, 境外客户终端销售下滑。

2) 境内: 2022 年境内 OEM/ODM 收入增长显著, 主要由于: ①公司积极开发新客户, 新客户销售情况较好; ②公司产能提升, 老客户订单量上升。

- **品牌代理:** 公司于 2021 年 4 月成为新西兰品牌 K9Natural、Feline Natural 中国区总代理商, 此部分业务占比较小。

图表 4: 公司收入结构 (分销售模式)

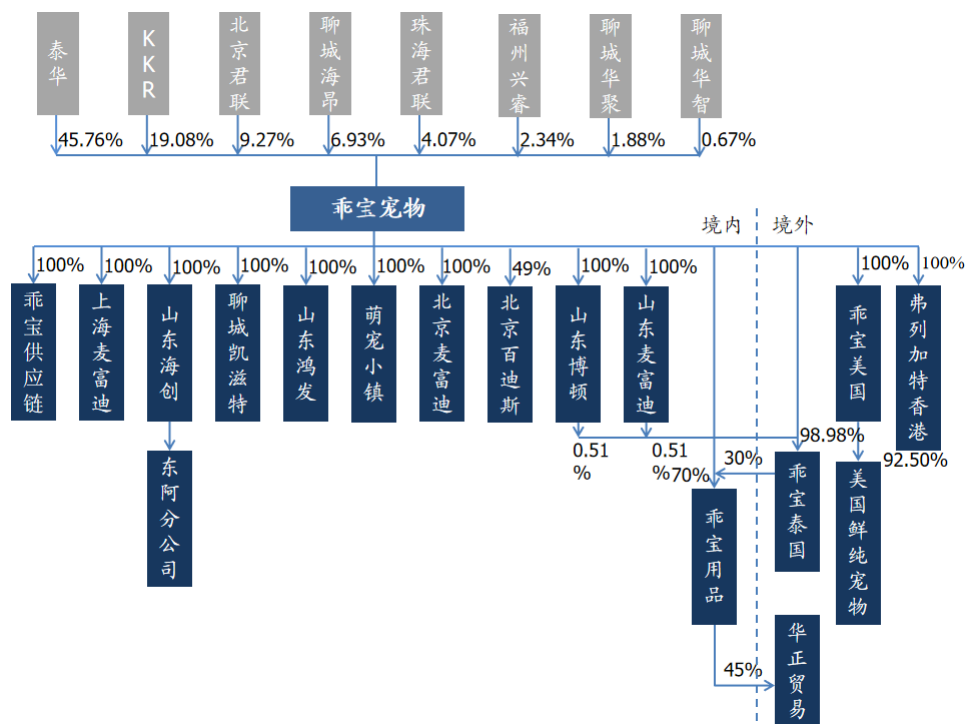
	2020	2021	2022
自有品牌			
收入 (亿元)	9.9	13.3	20.5
yoy		33.9%	53.8%
占比	49.4%	51.7%	60.2%
毛利率	39.8%	40.8%	43.8%
其中: 境内 (麦富迪等)	9.9	12.3	17.5
yoy		23.9%	41.8%
境外 (Waggin's Train)		1.0	3.0
yoy			203.0%
直销	3.2	4.3	7.5
yoy		32.6%	75.4%
毛利率	58.8%	58.2%	58.6%
经销	6.7	8.1	10.3
yoy		21.2%	27.0%
毛利率	30.7%	31.6%	37.7%
其中: 线上	4.26	6.09	8.37
yoy		43.0%	37.4%
其中: 线下	2.45	2.03	1.96
yoy		-16.8%	-3.9%
商超		0.9	2.6
yoy			194.0%
毛利率		41.3%	26.1%
OEM/ODM			
收入 (亿元)	10.1	11.9	11.9
yoy		17.3%	0.5%
占比	50.3%	46.1%	35.1%
毛利率	26.6%	24.2%	26.9%
境外	9.7	11.3	10.3
yoy		16.7%	-8.2%
毛利率	26.4%	23.8%	26.0%
境内	0.5	0.6	1.6
yoy		29.9%	165.9%
毛利率	29.6%	32.9%	32.5%
品牌代理 (K9 Natural、Feline Natural)			
收入 (亿元)		0.4	1.4
yoy			221.2%
毛利率		21.3%	29.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 股权结构集中稳定, 高管团队经验丰富

股权结构清晰、集中。 创始人秦华为公司第一大股东, 截至 2023 年 9 月末直接持股 45.76%, 并分别通过聊城华聚、聊城华智(均为员工持股平台)间接控股 1.88%、0.67%。第二大股东为战略投资公司 KKR (持股比例 19.08%)。

图表 5: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月末)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

高管团队相关从业经验丰富。公司高管团队于山东地区具备丰富宠物行业相关经验，其中多位高管曾于业内相关公司任职，其中以上游原料、下游销售端为主，专业从业背景丰富，利于公司推动整体战略布局。

图表 6: 公司高管团队履历

姓名	职位	任职年份	主要履历
秦华	董事长	2013	1989-1991, 山东省阳谷县第二中学教师; 1991-1995, 阳谷县乡镇企业局科员、科长; 1995-2005, 历任山东凤祥集团副总经理、总经理、副总裁, 期间于 1997 年 11 月至 2001 年 11 月兼任阳谷县安乐镇副镇长; 2005-2013, 陆续筹建乖宝有限、乖宝用品、山东博顿、山东海创、山东鸿发、山东麦富迪、聊城凯滋特、宠物小镇等企业; 2013 至今, 任公司董事长、总裁。
杜士芳	副总裁	2016	1998-2016, 先后就职于沈阳顶津食品有限公司、内蒙古伊和实业集团股份有限公司、内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司、上海联恒市场研究有限公司北京分公司、北京麦富迪; 2016 至今, 任公司董事、副总裁。
寻兆勇	副总裁	2014	1990-1997, 山东省阳谷县土产杂品公司技术员、科长; 1997-2014 先后任职于山东凤祥集团、山东中科凤祥生物工程有限公司、山东鸿发食品有限公司、山东欢派食品有限公司; 2014-2016, 任公司副总裁; 2016 至今, 任公司董事、副总裁。
袁雪	财务总监	2020	2000-2019, 先后任职于北京中永恒会计师事务所、英美烟草(中国)公司、玛氏食品(中国)有限公司、尚品网、北京兰利科技有限公司; 2020 至今, 任公司财务总监。
王鹏	董事会秘书	2018	2000-2017, 任职于东阿阿胶股份有限公司; 2022 至今, 任聊城高新控股集团有限公司、聊城高新财金控股有限公司、山东九州高科建设有限公司、聊城高新城市运营有限公司外部董事; 2017/11 至今, 任公司董事会秘书。

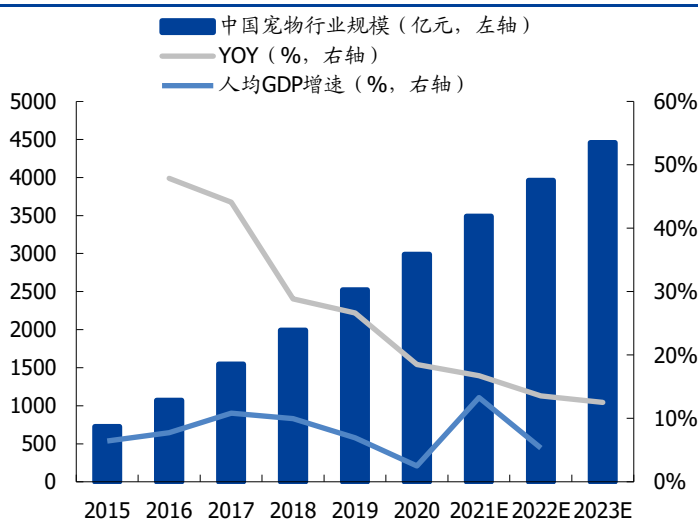
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 宠物赛道长坡厚雪，抗周期性韧性强

2.1 我国养宠新趋势延续，产业升级势能充足

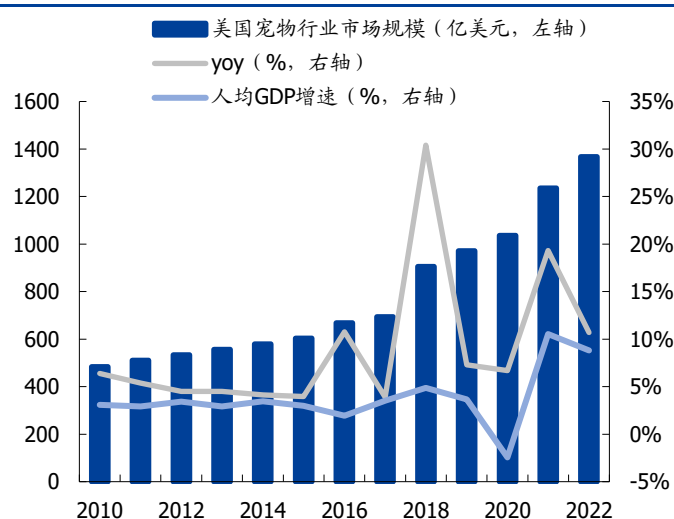
宠物行业蓬勃兴起，具逆周期属性。中国宠物行业自 20 世纪 90 年代小动物保护协会成立，皇家、玛氏等国际品牌进入国内市场，步入启蒙阶段。伴随我国人口结构变化、人均可支配收入提升，宠物情感属性凸显，国内宠物市场快速扩容。根据艾瑞咨询数据，2018-2022 年我国宠物市场规模由 1991 亿元增长至 3960 亿元（CAGR 达 18.8%）。对比海外市场，美国是当前全球宠物经济第一大国，历经近百年发展至今进入成熟阶段，2018-2022 年市场规模由 905 亿美元增长至 1368 亿美元（CAGR 达 10.9%），经济下行阶段养宠意愿不减，穿越周期体现高成长性及逆周期性，养宠需求韧性较强，精细化、专业化产业消费升级趋势延续。

图表 7：中国宠物行业规模及增速、人均 GDP 拟合



资料来源：艾瑞咨询，Wind，国盛证券研究所

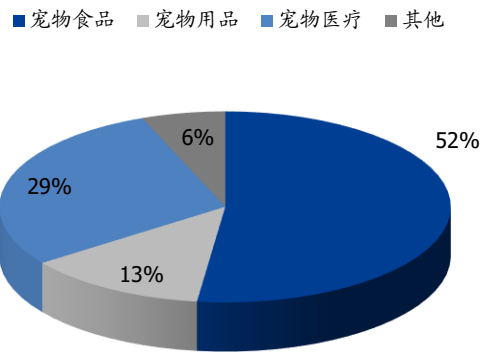
图表 8：美国宠物行业规模及增速、人均 GDP 拟合



资料来源：观研报告网，搜狐网，APPA，Wind，国盛证券研究所

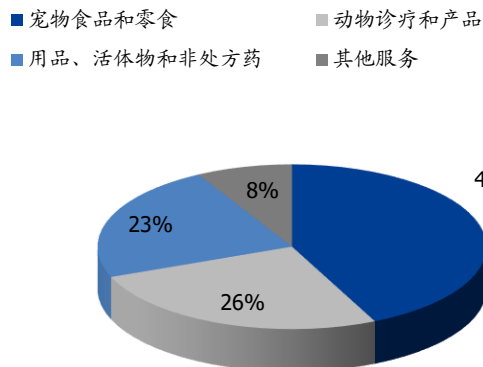
分品类：宠物食品占主导地位，宠物用品初具规模。根据华经情报网、华经产业研究院数据，2021 年中国宠物市场中宠物食品、宠物用品分别占比 52%、13%，对比美国成熟市场，根据 APPA 数据，宠物食品和零食、动物诊疗和产品为主要品类（分别占比 43%、26%），预计未来我国宠物食品、医疗将有望成为重点发力板块。**宠物食品**以主粮、零食为主，具备高频复购、重视成分、功能升级等特点。**宠物用品**以牵引绳、猫狗玩具、猫爬架、狗窝等为主，SKU 数量众多，较难形成显著规模优势，且平均单值较低、品牌意识薄弱。

图表 9: 2021 年中国宠物市场细分品类占比



资料来源: 华经情报网, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 10: 2022 年美国宠物市场细分品类占比



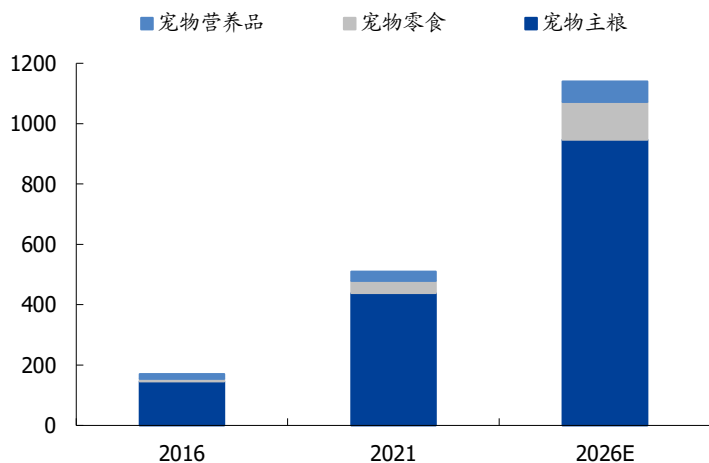
资料来源: APPA, 国盛证券研究所

宠物食品: 消费高频刚需, 率先受益行业红利。2021 年中国宠物食品市场规模达 510 亿元, 2021-2026 年预计复合增速 17%, 为宠物消费主赛道, 其中猫食产品快速增长, 2021 年占比达 52%、超过狗食。消费者群体对宠物食品更新迭代接受速度更快、付费及尝试意愿更大、复购频率更高。按产品类型分, 2021 年宠物主粮、零食、营养品规模分别为 438.6/40.8/30.6 亿元(2016-2021 年 CAGR 分别为 24%/35%/18%)。细分来看:

1) 宠物主粮:覆盖宠物生命完整周期, 具备高复购率属性, 并逐步推出天然粮、功能粮等创新产品。目前我国宠物主粮市场发展处于 2.0 阶段, 宠主逐步培养购买专业主粮习惯, 宠物营养健康关注度显著提升。主粮根据产品形态分为干粮、湿粮, 干粮水分含量少、表面干燥、呈颗粒状, 包括膨化粮、烘焙粮、风干粮、冻干粮等; 湿粮水分含量较高, 包括罐头、鲜切包、鲜食, 湿粮强调食材新鲜, 注重原材料保鲜、产品适口性及营养性突出。

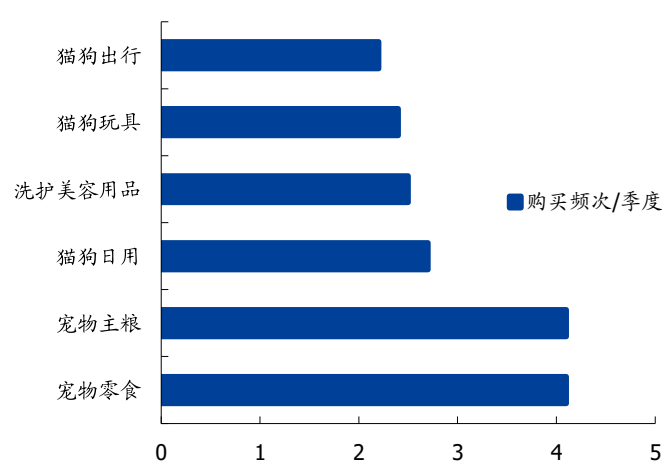
2) 宠物零食:细分赛道增势强劲, 其中具有营养保健功能的宠物零食(如化毛膏、咬胶等), 伴随精细化养宠观念深化, 类刚需属性逐步提升。当前我国宠物零食市场分散、品牌意识较弱, 2023 年 2-7 月 TOP10 猫零食品牌的市场份额占比 26%-31%, 消费习惯中品类词搜索占比远高于品牌词。

图表 11: 中国宠物食品市场规模(按产品类型)



资料来源: 《中国宠物食品行业白皮书》, 德勤, 国盛证券研究所

图表 12: 2021 年中国宠物食品市场规模(按宠物类型)



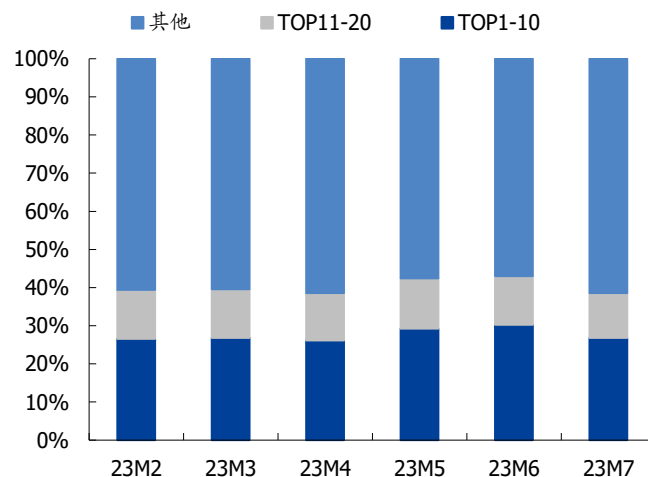
资料来源: 长江商学院, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 13: 2023 年 1-7 月淘系平台猫零食搜索热词及转化率

热搜排名	搜索词类别	搜索词	搜索人数	点击率	支付转化率
1	品类	猫条	11.8万	69.48%	32.83%
2	品类	猫罐头	9.9万	75.24%	30.85%
3	品类	猫咪零食	7.5万	79.27%	35.01%
4	品类	猫草	6.9万	83.89%	38.60%
5	品类	冻干	6.5万	76.27%	24.48%
6	品类	猫零食	4.9万	83.85%	32.39%
7	品类	猫条零食	4.6万	67.01%	36.97%
8	品类	罐头	4.5万	64.69%	17.73%
9	品类	冻干猫零食	4.1万	87.74%	30.68%
10	品类	猫草棒	3.0万	79.17%	39.71%

资料来源: 宠业家, 《猫零食行业调研报告》, 国盛证券研究所

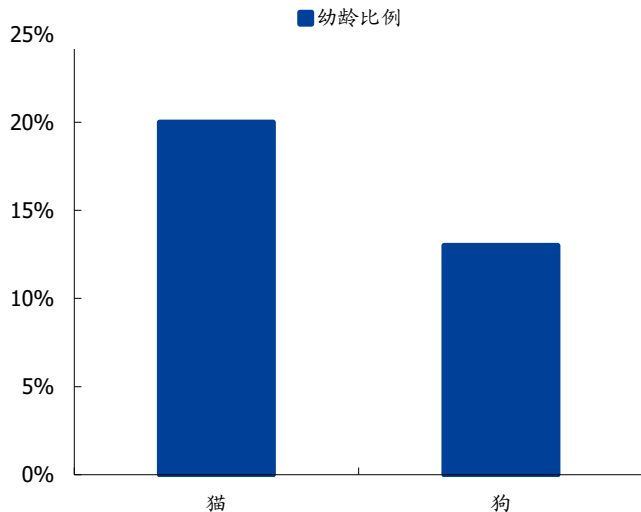
图表 14: 淘系平台猫零食品牌市占率



资料来源: 宠业家, 《猫零食行业调研报告》, 国盛证券研究所

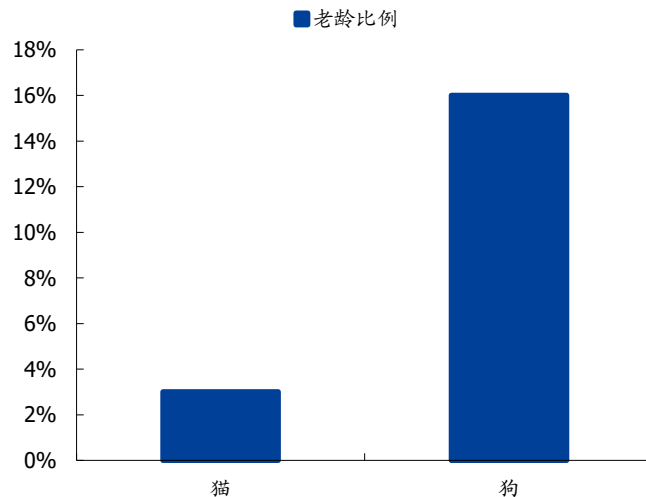
宠物基数增速趋缓, 功能性喂养需求扩张。养宠环境方面, 中国宠物以室内活动为主, 导致宠物日晒时间短、运动量少, 较易引发抵抗力低、缺钙, 宠粮营养补充需求大, 由于猫食量较小, 宠主更愿意购买高端宠食, 2023 年购买普通主粮占比下降 5.5pct 至 72.6%, 专用粮、配方粮等热度提升。**宠物年龄方面,**2021 年大约 16% 宠物狗进入老龄化, 15-20% 宠物猫正处于幼龄阶段, 国内宠物食品结构相应调整, 科学喂养理念逐步普及, 宠食品牌根据品种、年龄段等特殊需求建立多样化产品矩阵。

图表 15: 2021 年幼龄宠物占比



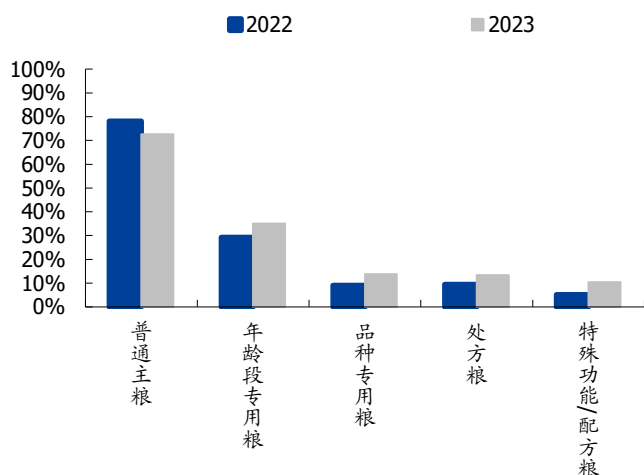
资料来源: 《中国宠物食品行业白皮书》, 德勤, 国盛证券研究所
注: 幼龄宠物指猫或狗小于 1 岁

图表 16: 2021 年老龄宠物占比



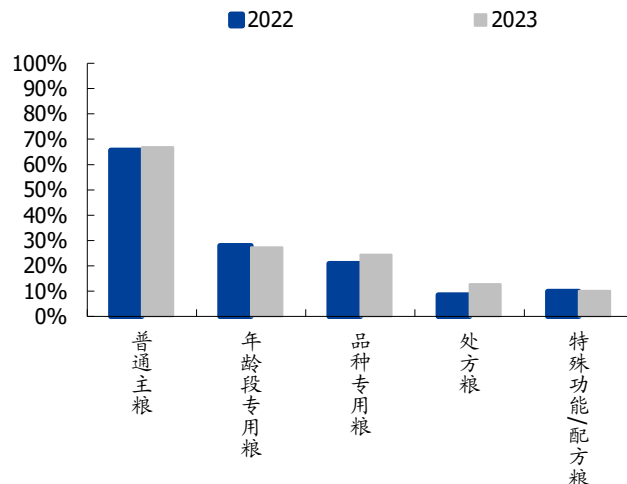
资料来源: 《中国宠物食品行业白皮书》, 德勤, 国盛证券研究所
注: 老龄宠物指猫大于 10 岁, 狗大于 8 岁

图表 17: 宠物猫主粮消费结构



资料来源: 界面新闻网, 派读宠物行业大数据, 国盛证券研究所

图表 18: 宠物犬主粮消费结构



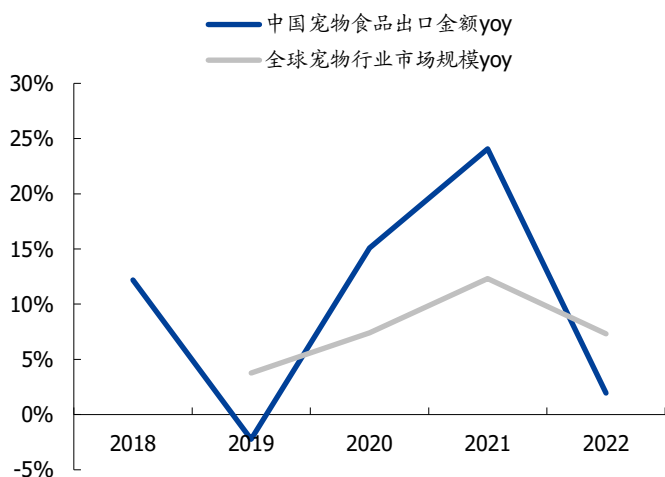
资料来源: 界面新闻网, 派读宠物行业大数据, 国盛证券研究所

2.2 行业驱动: 渗透率提升叠加宠物拟人化, 量价齐升驱动高增

➤ 短期: 海外客户库存去化, 国内双十一热度延续。

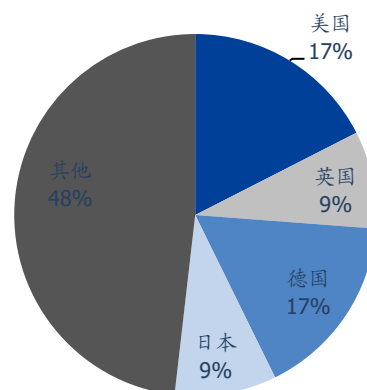
外销: 海外品牌商+渠道商代工为主, 欧美市场为核心。中国作为宠物产品出口大国, 2023 年 1-11 月宠物食品出口金额达 11.1 亿美元, 2018 年-2022 年 CAGR 达 9.2%, 总体超过全球宠物市场规模增速 7.7%(其中 2019 年受美国征收 25% 宠物食品出口关税影响)。国内头部宠物企业早期以海外代工为主, 依托原材料、人工等成本优势, 进入沃尔玛、PetSmart、Petco 等零售渠道商、Spectrum Brands 品谱等品牌商的供应体系, 维持长期稳定合作关系。分区域看, 我国上市宠企出口代工主要以欧美市场为主, 伴随欧美宠物市场发展成熟, 宠物产品形成稳定复购习惯, 预计市场稳步扩张。

图表 19: 中国宠物食品出口、全球宠物行业市场规模增速对比



资料来源: 中商情报网, Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 中国 2023 年 1-10 月宠物食品出口国家分布



资料来源: 海关总署, Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 我国部分宠物企业海外客户布局

品类	公司	主要客户	地区
宠物食品	乖宝宠物	沃尔玛 (2022年占比15.3%) Central Garden & Pet Company (2022年占比3.0%)	境内 (2022年占比60.4%) 北美 (2022年占比30.8%) 欧洲 (2022年占比7.0%) 亚洲除境内 (2022年占比1.6%)
	中宠股份	Spectrum Brands (美)、Armitage (英)、尤妮佳 (日)、欧雅玛 (日)	北美 (2016年占比42.5%) 欧洲 (2016年占比30.3%) 亚洲 (2016年占比12.6%)
	佩蒂股份	Spectrum Brands -Dingo PetMatrix LLC.-SmartBones、DreamBone 沃尔玛-ECERHIDE、HOLIDAY TIME PetSmart INC.-Dentley's PETS AT HOME LTD.-PETS AT HOME	欧美地区为主
宠物用品	依依股份	PetSmart、Chewy、沃尔玛、韩国COUPANG、Target、日本ITO	北美 (2020年占比53.0%) 亚洲 (2020年占比26.8%) 欧洲 (2020年占比6.4%)
	源飞宠物	PetSmart (2021年占比26.5%) 美国好氏 (2021年占比19.3%) Petco (2021年占比12.6%) 沃尔玛 (2021年占比10.0%) B&M (2021年占比5.9%)	北美 (2021年占比73.6%) 欧洲 (2021年占比16.3%) 南美洲 (2021年占比5.0%) 亚洲 (2021年占比1.7%)
	天元宠物	Kmart AUS-ANKO (2022H1占比7.5%) 天猫海外直营 (2022H1占比7.2%) Chewy-frisco (2022H1占比3.7%) Amazon-amazonbasics (2022H1占比3.6%) 沃尔玛-CATCRAFT (2022H1占比3.5%)	北美洲 (2022H1占比23.0%) 欧洲 (2022H1占比20.6%) 大洋洲 (2022H1占比14.1%) 亚洲 (2022H1占比6.4%)

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

美国宠物零售渠道份额集中, 线上加速贡献增量。美国市场线下选购宠物商品仍为主流, 其中 PetSmart、Petco 为前两大宠物专业零售连锁店, 2018 年约占 62% 市场份额。伴随专业宠物电商平台兴起, 线上渠道加速发展, 根据 Insider Intelligence 调查显示, 预计 2023 年美国宠物产品线上消费占比预计达 38.4%, 2027 年有望突破 50%。

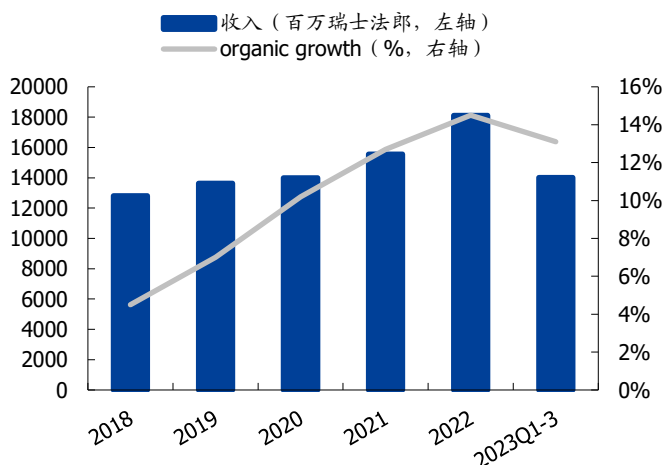
图表 22: 美国主要零售平台汇总

类别	名称	品牌logo	地区	成立时间	简介	渠道布局	财务情况						
线下零售商	PETSMART		美国	1986年	美国宠物线下零售连锁品牌第一名（2018年占比38%），PetSmart构建“零售+服务”的综合体验模式，2014年开始布局线上，收购Pet360，2017年收购美国第一大宠物专营线上零售平台Chewy。	1660+门店， 超过800家商店 中店形式的宠 物诊所和200 余家宠物寄养 酒店	单位	2010	2011	2012	2013	2014	
						收入	亿美元	56.94	61.13	67.58	69.17	71.12	
						YOY	%		7.4%	10.6%	2.4%	2.8%	
						毛利率	%	29.06%	29.52%	30.51%	30.59%	30.30%	
						净利率	%	4.21%	4.75%	5.76%	6.07%	5.99%	
线下零售商	PETCO		美国	1965年	美国宠物线下零售连锁品牌第二名（2018年占比24%），2001年推出PetCo.com布局线上渠道，并通过收购拓展宠物医疗等服务领域。	门店数量达 1500+家，传 统大店+市中 心便利店同步 拓展	单位	2019	2020	2021	2022	2023H1	
						收入	亿美元	44.35	49.2	58.07	60.36	30.87	
						YOY	%		10.9%	18.0%	3.9%	4.4%	
						毛利率	%	42.99%	42.82%	41.79%	40.21%	38.80%	
						净利率	%	-2.34%	-0.65%	2.75%	1.49%	-0.53%	
线上零售商	chewy		美国	2011年	定位宠物用品的一站式电子商务平台，包括食品、零食到药品等。在宠物行业与超过1600个品牌商建立合作，为客户提供超过45,000种产品。		单位	2018	2019	2020	2021	2022	
						收入	亿美元	35.33	48.47	71.46	88.91	100.99	
						YOY	%		37.2%	47.4%	24.4%	13.6%	
						毛利率	%	20.23%	23.60%	25.48%	28.00%	28.03%	
						净利率	%	-7.58%	-5.21%	-1.29%	-0.90%	0.49%	

资料来源: Wind, 公司官网, 36 氪, 新浪财经, 封面新闻, 澎湃新闻, 宠业家, 搜狐网, 英为财经, 新浪财经, 封面新闻, 今日头条, 宠爱宠物公众号, 国盛证券研究所。

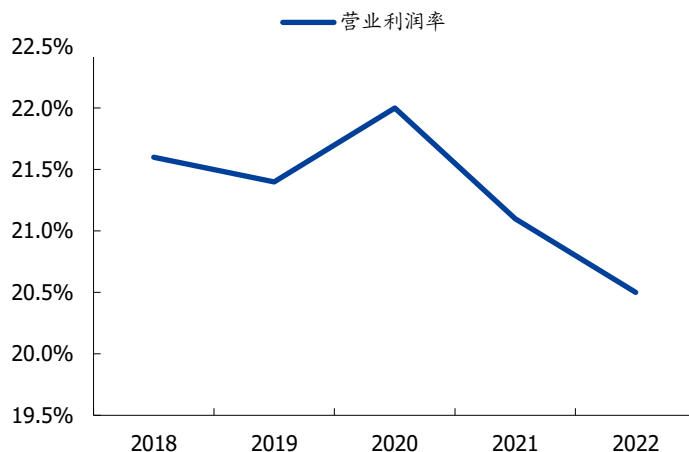
海外需求恢复+库存去化, Q3 迎订单增长拐点。2022 年下半年零售商开启库存消化, 2023Q2 库存显著下降并进入旺季备货阶段, 海外终端需求恢复, 客户下单趋于正常。品牌商方面, 2018-2022 年雀巢宠物板块营收从 128.2 亿美元增长至 181.0 亿美元 (CAGR 达 7.15%), 营业利润率维持约 21%, 2023 年前三季度总营收达到 140.1 亿美元 (同比 +6.1%)、逆势增长; FY2019-FY2023 美国品谱集团宠物护理板块收入 CAGR 为 7.0%。渠道商方面, 2023Q2-Q3 Petco、Freshpet 等零售商库存持续下滑且降幅逐季扩大, 伴随下游客户低位补库, 订单有望持续修复。

图表 23: 2018 年-2023 年 Q1-3 雀巢宠物板块收入及增速



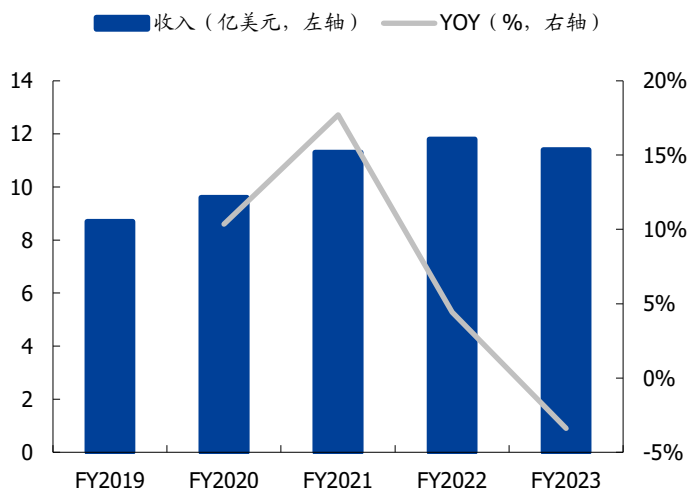
资料来源: 雀巢公司官网, 国盛证券研究所

图表 24: 2018-2022 年品谱宠物护理板块收入及增速



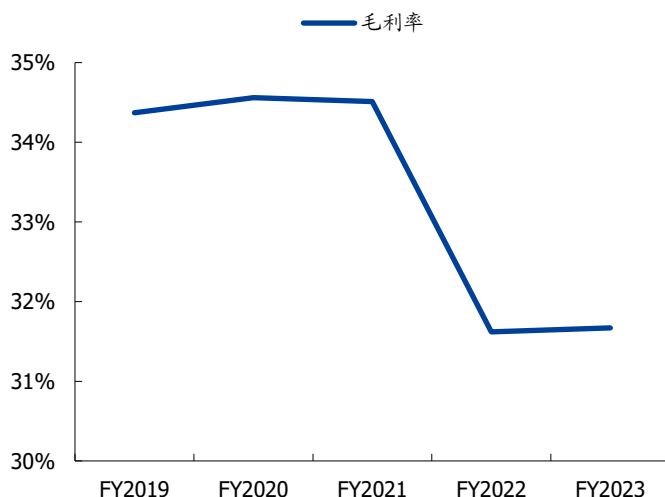
资料来源: 雀巢公司官网, 国盛证券研究所

图表 25: FY2019-FY2023 品谱宠物护理板块收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: FY2019-FY2023 品谱集团毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

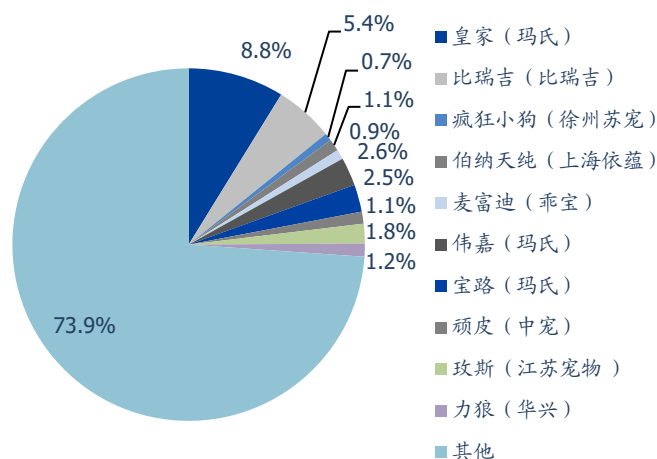
图表 27: 部分全品类及宠物零售商库存情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
沃尔玛(WALMART)											
收入 (亿美元)	1383.10	1410.48	1405.25	1528.71	1415.69	1528.59	1528.13	1640.48	1523.01	1616.32	1608.04
收入增速	2.74%	2.40%	4.32%	0.52%	2.36%	8.37%	8.74%	7.31%	7.58%	5.74%	5.23%
存货 (亿美元)	463.83	477.54	574.84	565.11	612.29	599.21	647.06	565.76	569.32	567.22	639.51
库存增速	12.53%	16.24%	10.88%	25.72%	32.01%	25.48%	12.56%	0.12%	-7.02%	-5.34%	-1.17%
亚马逊(AMAZON)											
收入 (亿美元)	1085.18	1130.80	1108.12	1374.12	1164.44	1212.34	1271.01	1492.04	1273.58	1343.83	1430.83
收入增速	43.82%	27.18%	15.26%	9.44%	7.30%	7.21%	14.70%	8.58%	9.37%	10.85%	12.57%
存货 (亿美元)	238.49	241.19	309.33	326.40	349.87	381.53	366.47	344.05	341.70	365.87	354.06
库存增速	26.47%	23.06%	30.33%	37.17%	46.70%	58.19%	18.47%	5.41%	-2.34%	-4.10%	-3.39%
PETCO											
收入 (亿美元)	14.15	14.35	14.43	15.14	14.76	14.81	15.01	15.78	15.56	15.31	14.94
收入增速	27.02%	18.69%	14.52%	13.15%	4.31%	3.21%	4.02%	4.23%	5.42%	3.38%	-0.47%
存货 (亿美元)	5.75	6.28	6.44	6.75	6.82	7.23	7.23	6.52	6.68	6.75	7.30
库存增速	-	-	19.04%	25.23%	18.61%	15.13%	12.27%	-3.41%	-2.05%	-6.64%	0.97%
FRESHPET											
收入 (亿美元)	0.93	1.09	1.08	1.16	1.32	1.46	1.51	1.66	1.68	1.83	2.01
收入增速	33.25%	35.81%	27.79%	37.09%	41.49%	34.42%	40.65%	43.12%	26.75%	25.56%	32.57%
存货 (亿美元)	0.22	0.25	0.29	0.36	0.45	0.61	0.64	0.58	0.66	0.65	0.59
库存增速	37.50%	31.58%	61.11%	89.47%	104.55%	144.00%	120.69%	61.11%	46.67%	6.56%	-7.81%

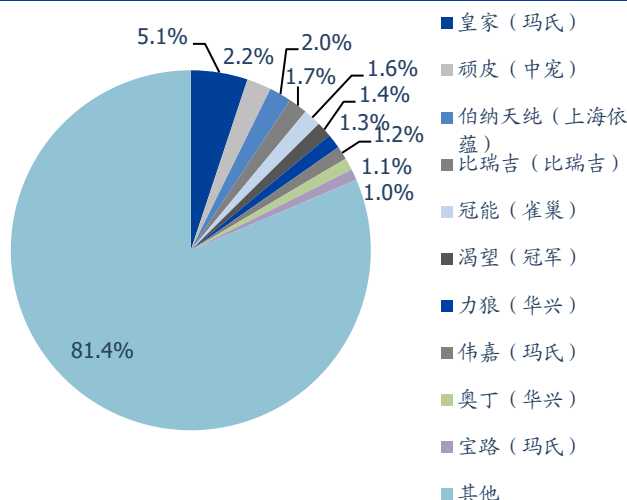
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内销：线上热度延续，抖音渠道加速放量。进口品牌占据高端市场，国产品牌成长空间大。我国宠物食品行业发展初期，海外成熟品牌率先进入国内市场，凭借品牌优势在国内市场占据有利地位；伴随国内品牌在产能、渠道和研发端持续布局并发力，以及凭借对本土化线上平台适应性更强的天然优势，国产品牌仍有极大潜力在市场榜单上占领高地，并借助线上渠道实现快速发展，其中直播平台具备互动优势，便于宠物主强化情感联结及知识普及。

图表 28: 2016 年中国宠物食品前十品牌市占率



图表 29: 2021 年中国宠物食品前十品牌市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, Euromonitor, 国盛证券研究所

资料来源: 华经情报网, 华经产业研究院, 欧睿, 国盛证券研究所

中长期：养宠基数扩大+宠物精细化喂养，量价齐升趋势明确。

中国宠物市场增长动能转变，数量提升、价值增长双轮驱动。根据《中国宠物行业白皮书》，拆解中国宠物市场扩容因素，2019 年以来宠物饲养量增加贡献约 30-35%，平均每只宠物消费量贡献 15-20%，宠物消费高端化趋势带来的价值提升贡献约 50-55%，未来将逐步成为主要增长动能。

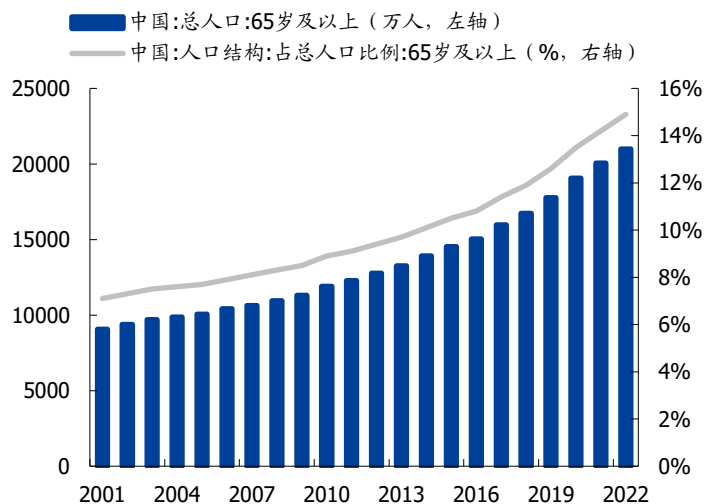
图表 30: 中国宠物市场不同阶段量价贡献

	饲养量增长时期 2011-2013	动能转换时期 2014-2018	消费升级时期 2019-2021
宠物饲养量 (养宠渗透率、 户均养宠数量)	55-65%	45-55%	30-35%
平均每只宠物消费量 (宠物食品渗透率、 平均每只宠物所需食物量)	15-20%	25-35%	15-20%
消费升级 (产品单价提升、单宠 消费提升)	15-20%	15-20%	50-55%

资料来源: 《中国宠物行业白皮书》，国盛证券研究所

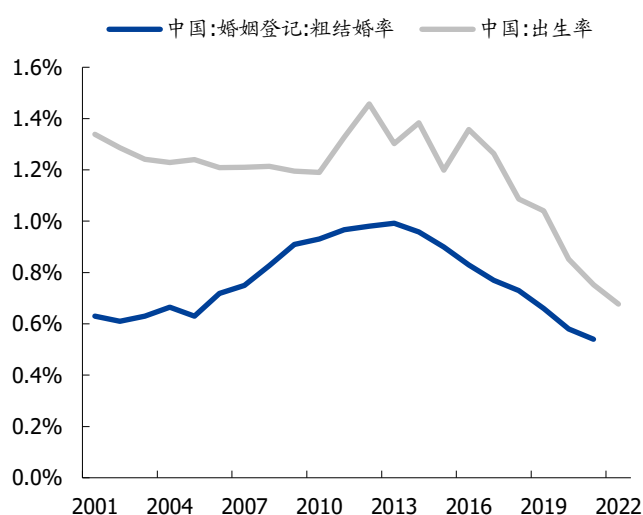
量增：人口结构变化催生陪伴需求，驱动渗透率加速提升。伴随宠物拟人属性逐步提升，人们对其情感寄托需求提升，根据《2022 年我国宠物消费报告书》，猫、狗分别为主要饲养品种（占比 60.7%、51.3%），养宠动机中添加生活情趣占比 64.2%、增加陪伴占比 62.0%。伴随国内结婚率、出生率维持低位，中国社会人口结构改变，叠加城镇化加速推动家庭规模小型化，老龄、独居人口占比显著提升，进一步推动宠物陪伴需求增长。

图表 31：中国 65 岁以上老龄人口及比重



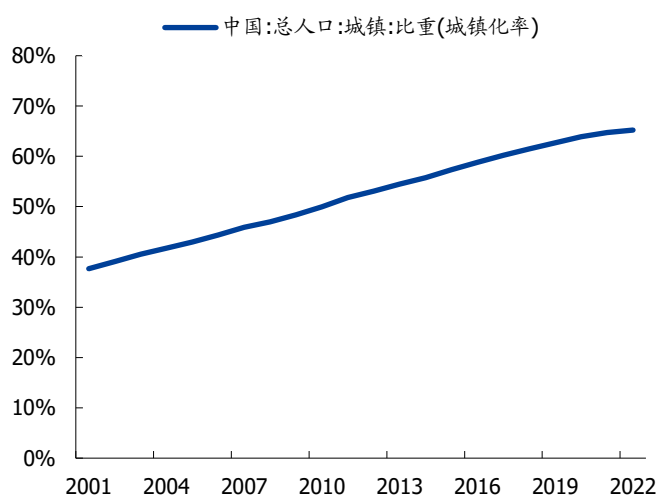
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 32：中国结婚率、出生率



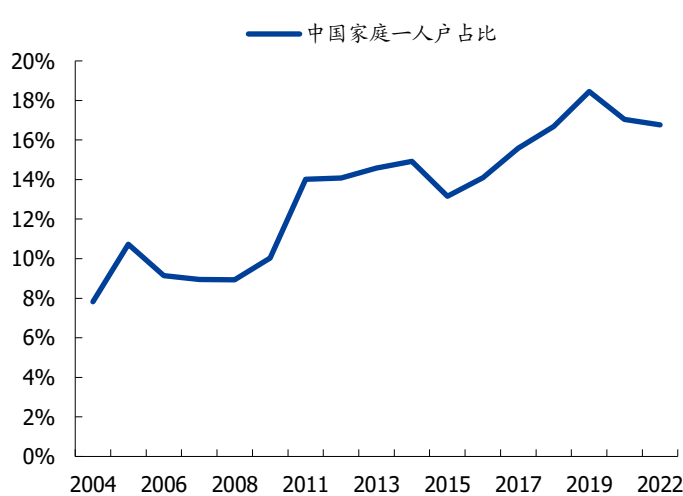
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 33：中国城镇化率



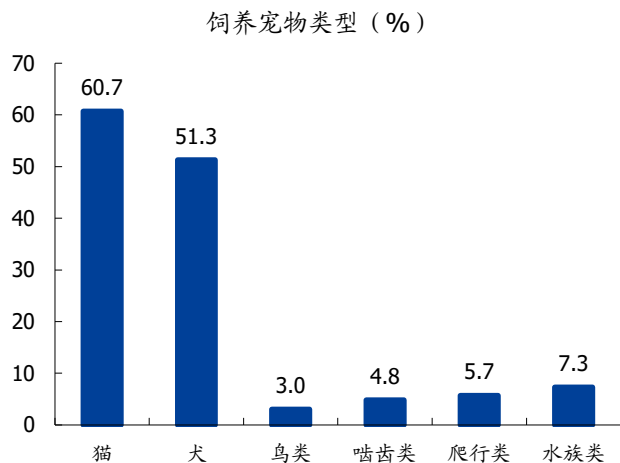
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 34：中国家庭一人户占比



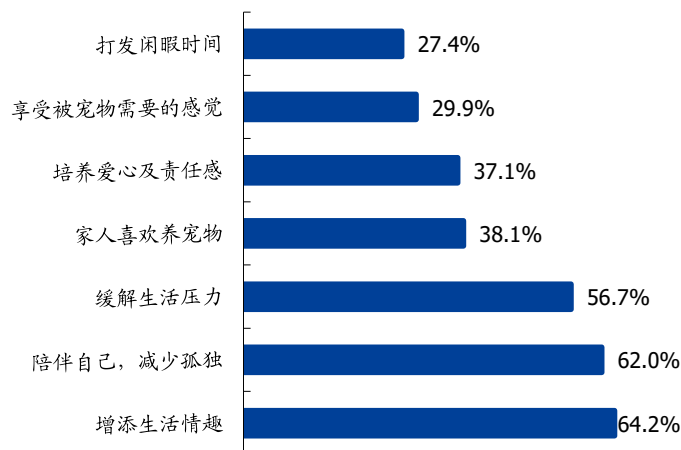
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 35: 2022 年我国饲养宠物类型



资料来源: 宠观网, 派读宠物行业大数据平台, 国盛证券研究所

图表 36: 2022 年我国居民养宠主要动机

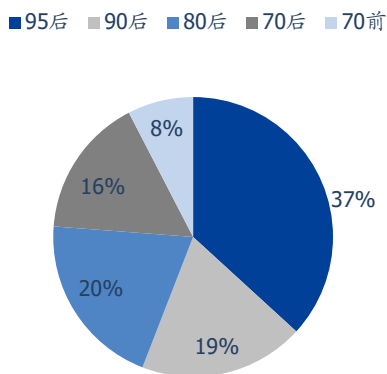


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

价升: 养宠人群年轻化, 精细化养宠趋势显著。

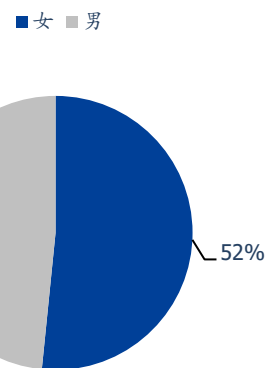
需求端: 科学养宠观念+消费力提升, 年轻宠主成为消费主力。根据《2022 年宠物消费报告》, 90 后养宠人群占比达 55.9%, 年轻消费者对于科学养宠理念接受程度较高, 产品、品牌普及推广较为顺利; 女性消费者占比 52%, 更易受营销手段影响, 利于爆品打造; 宠主中高收入人群占比增加 (月收入 8000 元以上占比 42.3%), 高知人群占比提升 (本科及以上学历占比 61.3%), 对宠物消费能力及意愿提升。2021 年国内单只宠物年食品支出为 273 元 (近五年 CAGR 近 15%), 未来仍有提升空间。

图表 37: 2022 年宠主年龄分布



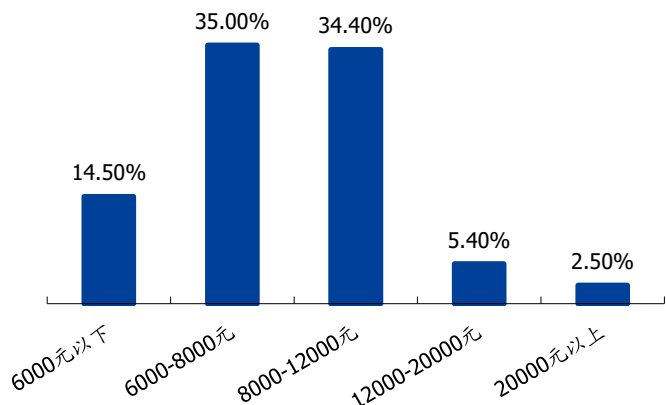
资料来源: 《中国宠物行业白皮书——2022 年中国宠物消费报告》, 国盛证券研究所

图表 38: 2022 年宠主性别分布



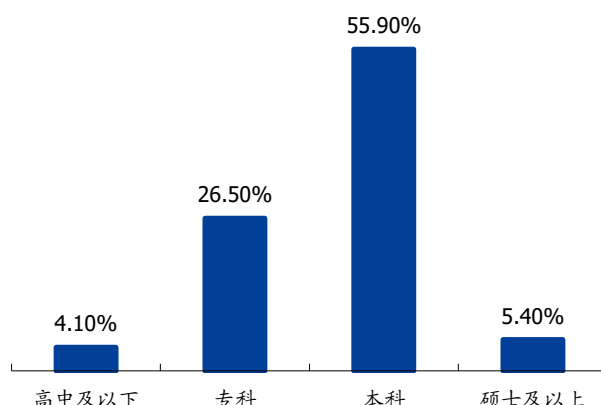
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 39: 2022 年宠主月收入分布



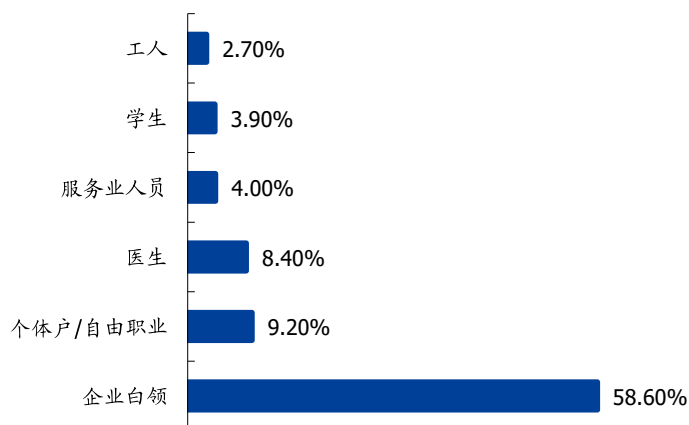
资料来源: 库润数据, MobTech, 国盛证券研究所

图表 40: 2022 年宠主学历分布



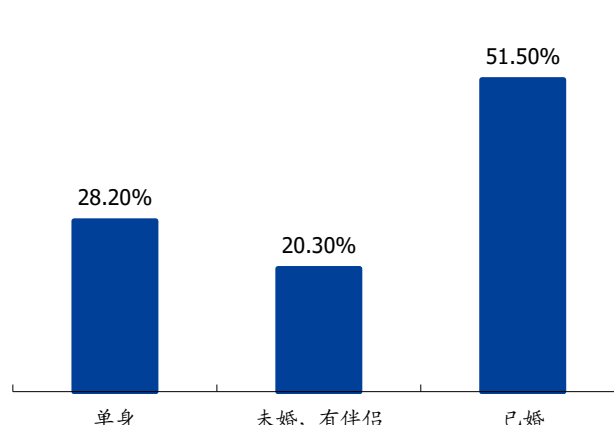
资料来源: 库润数据, MobTech, 国盛证券研究所

图表 41: 2022 年宠主职业分布



资料来源: 库润数据, MobTech, 国盛证券研究所

图表 42: 2022 年宠主婚姻状况分布



资料来源: 澎湃新闻, MobTech, 国盛证券研究所

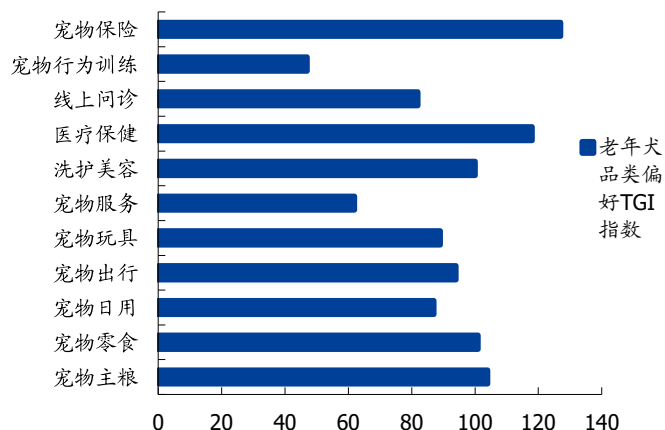
供给端: “育儿式养宠”趋势下, 宠物产品逐步专业化、精细化。不同年龄阶段的宠物成长特征及需求各异, 伴随老年宠物数量逐渐增长, 宠物拟人化趋势下养宠健康意识提升。据京东宠物数据显示, 2023 年老年犬相关产品 SKU 数量已增长至近 800 个 (同比增长 38%), 从相关细分产品品类来看, 宠物体检服务 (TGI 指数 127)、医疗保健 (TGI 指数 118)、宠物主粮 (TGI 指数 104)、宠物零食 (TGI 指数 101) 关注度较高, 在宠物主粮中, 最受老龄犬用户偏好的是功能粮/处方粮、有机粮、天然粮、主食罐等。

图表 43: 宠物各生命阶段特征及需求

	婴幼儿期	成年期	老年期
宠物猫	出生 - 1岁 • 免疫力低, 身体快速发育, 逐步经历换牙、绝育 • 从母乳, 羊奶粉过渡到高蛋白含量的幼猫粮, 适当补充营养品促进发育	1岁 - 10岁 • 易掉毛, 身体较为稳定, 偶出现肠胃、肥胖等问题 • 补充化毛类营养品, 过渡到成猫粮, 并定期换粮	10岁以上 • 身体免疫力下降, 心脏、泌尿系统等疾病进入爆发期:根据身体健康选择低卡猫粮、肾脏处方粮等定制化猫粮
宠物狗	出生 - 1岁 • 免疫力低, 身体快速发育, 经历换毛、换牙, 从母乳、羊奶粉过渡到幼犬粮, 需要磨牙零食辅助换牙	1岁 - 8岁 • 体型维持稳定, 精力较为旺盛, 运动量大 • 肉类等高蛋白食物, 保证均衡营养适当补充蔬果等加强肠胃蠕动	8岁以上 • 身体机能衰退, 牙齿松动, 骨质疏松 • 需要额外补充钙片、鱼油等营养剂, 食用易明嚼、低卡的老年犬粮或处方粮

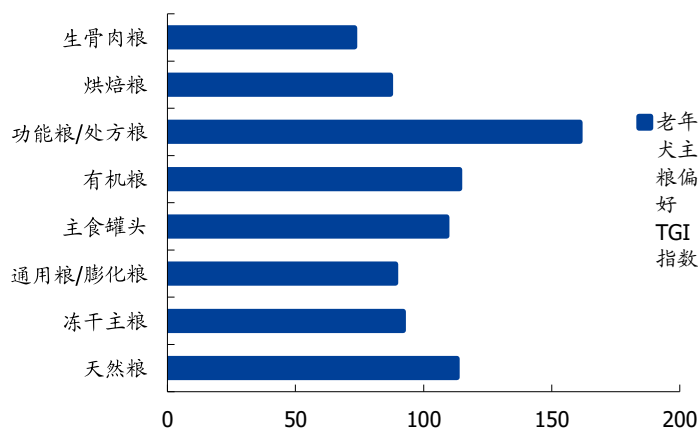
资料来源: 《中国宠物食品行业白皮书》, 德勤, 国盛证券研究所

图表 44: 2023 年预计老年犬细分产品品类 TGI 指数



资料来源: 宠业家公众号, 国盛证券研究所 注: TGI 指数反映目标群体在特定研究范围(如地理区域、人口统计领域、媒体受众、产品消费者)内的强势或弱势指数。

图表 45: 2023 年预计老年犬产品主粮类型偏好



资料来源: 宠业家公众号, 国盛证券研究所

2.3 中国宠物食品行业市场规模测算

我们预计 2023 年宠物猫/狗食品市场规模分别同比增长 18.0%/13.8%至 1009/724 亿元, 其中猫主粮、猫零食、狗主粮、狗零食分别同比增长 17.3%、18.0%、14.2%、13.0%, 我们预计伴随养宠渗透率、单宠消费持续提升, 中国宠物市场长期扩容动能充沛, 猫经济有望领先增长。内资品牌凭借高性价比产品布局中低端市场, 逐步构建品牌力突破高端市场, 行业加速整合, 预计 2030 年宠物猫、狗市场规模达到 2584、1204 亿元, 2023-2030 年 CAGR 为 14.4%、7.5%。

核心假设如下:

- 1) 中国城镇人口数量: 2022 年中国城镇人口数量为 9.2 亿人, 城镇化率达 65.2%, 根据联合国预测 2028-2030 年中国城镇率预计维持 70%, 2017-2030 年中国城镇人口增量为 19262 万人, 故假设 2023-2028 年年均增长城镇人口 0.32 亿人, 2028-2030 年维持稳态。
- 2) 家庭规模: 伴随城镇化推进, 我国家庭规模逐步收缩, 伴随独居趋势持续, 根据贝壳研究院预测数据, 假设 2023-2030 年城镇家庭每户平均人数由 2.52 人/户下降至 2.45 人/户。
- 3) 养宠渗透率: 伴随中国人口结构变化、养宠理念深化, 根据观研天下数据, 2026 年养猫/狗渗透率加速提升至 16.6%/15.0%, 假设 2027-2030 年城镇户均养猫/狗渗透率逐年提升 0.5/0.3pct 至 18.6%、16.2%。
- 4) 平均单宠消费: 根据尼尔森 IQ 数据, 2022 年单只宠物犬/猫平均消费 2882/1883 元, 其中宠物食品占比较大, 伴随精细化养宠意识提升, 单宠消费占人均 GDP 水平有望向海外趋近, 假设 2023-2030 年城镇户均养猫/狗平均单宠消费逐年增长 5%/2.5%至 1697.3、1088.9 元/只。

图表 46: 中国宠物食品行业市场规模测算

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国城镇人口	百万人	902.20	914.25	920.71	952.81	984.92	1017.02	1049.12	1081.23	1113.33	1113.33	1113.33
家庭规模	人/户	2.85	2.77	2.76	2.52	2.51	2.49	2.48	2.47	2.46	2.45	2.45
家庭户数	百万个	317.12	330.05	333.59	378.55	392.87	408.11	423.20	437.92	452.57	453.59	454.79
宠物猫												
养猫渗透率	%	8.5%	9.8%	11.1%	12.7%	14.2%	15.7%	16.6%	17.1%	17.6%	18.1%	18.6%
平均养猫数量	只	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
宠物猫数量	百万只	48.62	58.06	66.38	86.61	100.69	115.05	126.45	134.79	143.38	147.78	152.26
平均宠物消费	元/只	1223.78	1262.49	1287.95	1164.96	1190.76	1329.89	1396.38	1466.20	1539.51	1616.49	1697.31
YOY	%		3.2%	2.0%	3.0%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
宠物猫食品市场规模	亿元	595	733	855	1009	1199	1530	1766	1976	2207	2389	2584
YOY	%		23.2%	16.6%	18.0%	18.8%	27.6%	15.4%	11.9%	11.7%	8.2%	8.2%
其中：主粮	百万元	391.51	474.25	604.49	709.33	836.90	1060.29	1214.85	1349.83	1496.53	1607.68	1726.38
占比	%	66%	65%	71%	70%	70%	69%	69%	68%	68%	67%	67%
YOY	%		21.1%	27.5%	17.3%	18.0%	26.7%	14.6%	11.1%	10.9%	7.4%	7.4%
其中：零食	百万元	179.69	244.82	217.17	256.29	298.55	373.32	422.02	462.46	505.47	535.10	565.98
占比	%	30%	33%	25%	25%	25%	24%	24%	23%	23%	22%	22%
YOY	%		36.2%	-11.3%	18.0%	16.5%	25.0%	13.0%	9.6%	9.3%	5.9%	5.8%
其中：营养品	百万元	23.80	13.93	33.35	43.39	63.55	96.39	128.90	164.03	205.28	246.05	292.04
占比	%	4%	2%	4%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
YOY	%		-41.5%	139.4%	30.1%	46.5%	51.7%	33.7%	27.3%	25.1%	19.9%	18.7%
宠物狗												
养狗渗透率	%	11.3%	11.0%	11.5%	12.6%	13.6%	14.4%	15.0%	15.3%	15.6%	15.9%	16.2%
平均养狗数量	只	1.45	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
宠物狗数量	百万只	52.22	54.29	57.51	71.55	80.22	88.32	95.26	100.55	105.95	108.23	110.56
平均单宠食品消费	元/只	1080.05	1049.92	1105.88	1011.93	1004.69	962.45	986.52	1011.18	1036.46	1062.37	1088.93
YOY	%		-2.8%	5.3%	-8.5%	-0.7%	-4.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
宠物狗食品市场规模	亿元	564	570	636	724	806	850	940	1017	1098	1150	1204
YOY	%		1.1%	11.6%	13.8%	11.3%	5.5%	10.6%	8.2%	8.0%	4.7%	4.7%
其中：主粮	百万元	373.93	389.88	438.20	500.28	558.56	590.75	655.03	710.68	769.77	808.28	848.76
占比	%	66%	68%	69%	69%	69%	70%	70%	70%	70%	70%	71%
YOY	%		4.3%	12.4%	14.2%	11.6%	5.8%	10.9%	8.5%	8.3%	5.0%	5.0%
其中：零食	百万元	180.48	160.74	172.36	194.76	215.20	225.25	247.16	265.36	284.41	295.49	307.00
占比	%	32%	28%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	26%	26%	26%
YOY	%		-10.9%	7.2%	13.0%	10.5%	4.7%	9.7%	7.4%	7.2%	3.9%	3.9%
其中：营养品	百万元	9.59	19.38	25.44	28.96	32.24	34.00	37.59	40.67	43.92	45.99	48.16
占比	%	2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
YOY	%		102.1%	31.3%	13.8%	11.3%	5.5%	10.6%	8.2%	8.0%	4.7%	4.7%

资料来源: Wind, 智研咨询, 联合国人口司, 贝壳研究院, 观研报告网, 观研天下, 澎湃新闻, 艾瑞咨询, 36 氪, 派读宠物行业大数据, 尼尔森 IQ, 国盛证券研究所

3. 爆品打造能力兑现，多维竞争 α 突出

3.1 产品：品类定位清晰，加码发力主粮业务

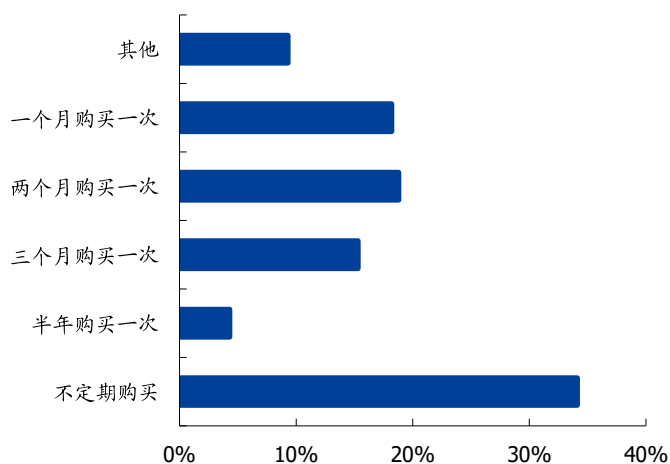
多品类协同发力，主粮增长势能强劲。根据公司招股说明书，2022 年公司零食、主粮、保健品和其他分别实现收入 19.54/13.88/0.37 亿元，2020-2022 年 CAGR 分别为 41.3%/22.8%/68.3%，公司由零食向主粮品类拓展顺畅，当前公司自有品牌中主粮产品占比过半。相较零食，主粮盈利模型更优，主要体现在：1) 收入端，主粮具备消费刚性特点，复购频率稳定，并且由于宠物更换主粮存在过渡期，形成较高品牌粘性，易于孵化中高端大单品；2) 利润端：主粮生产机械化程度高、规模效应显著，毛利率水平较高，并且专业化生产工艺门槛较高，伴随主粮占比提升有望驱动整体盈利中枢上移。

3.1.1 主粮：率先受益行业红利，品牌长期发展基石

➤ 发展主粮必要性。

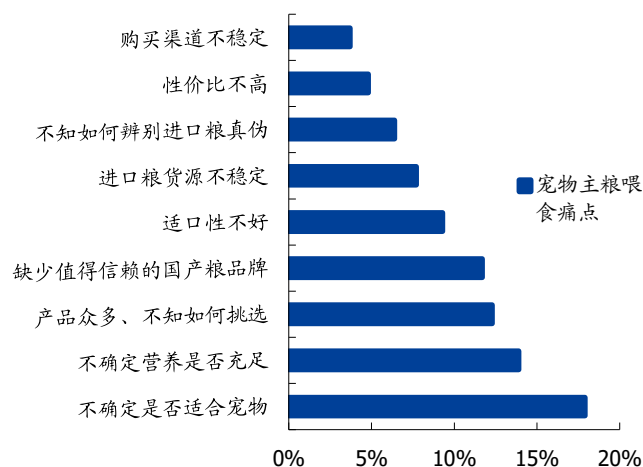
需求端：主粮消费粘性强、频次高，易于树立品牌认知。根据界面新闻数据，37.0%的宠主主粮消费频次高于两个月购买一次，34.1%宠主不定期购买，产品具备高频复购、品牌忠诚度较高特点，产品营养成分、货源稳定性已成为主要考虑因素。国内具备自主产能的头部宠食品牌，在产品品质专业性、供货稳定性上优势突出，发力主粮品类利于建立品牌口碑，并对宠物零食等其他品类形成引流红利，易带动其他品类产品销售。

图表 47：2021 年宠物主粮消费频次



资料来源：界面新闻，国盛证券研究所

图表 48：2023 年宠物主粮喂食痛点



资料来源：36 氪，派读宠物行业大数据，国盛证券研究所

宠物主粮形态丰富，生产工艺壁垒较高，提价空间更广。伴随科学养宠观念持续深入，宠物主粮形态持续进阶，由膨化粮向多拼粮、鲜肉烘焙粮、天然粮等细分领域延伸，强调主粮肉质天然、生产工序营养留存等概念，以降低宠物消化负担、提高自身免疫力。根据头豹研究院数据，仅 65.6% 的犬宠主选择喂食膨化粮，其余选择喂食专用粮 (48.8%)、处方粮 (9.8%) 等，且相较于猫宠主，更高比例犬宠主 (24.1%) 选择本土品牌，体现宠物主粮消费趋于理性化，外资品牌效应趋弱，专业内资品牌迎发展机遇。当前内资品牌以膨化粮、多拼粮赛道布局为主 (均价 70 元/kg 以内)，相较高端宠粮，均价仍有 40% 以上提升空间，伴随中高端赛道加速渗透，有望驱动整体价格带上移。

图表 49: 宠物主粮进阶形态及对应售价



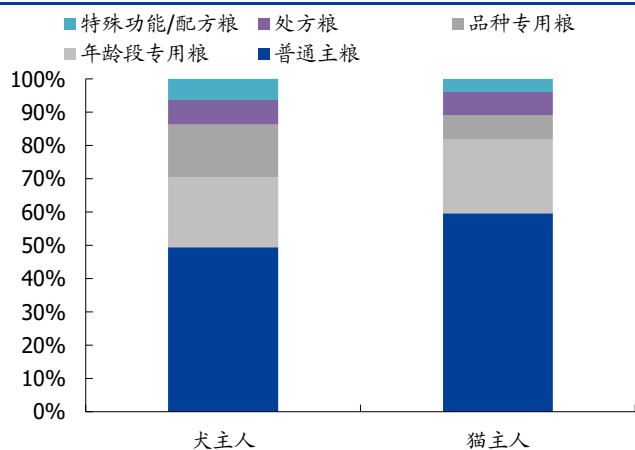
资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 50: 宠物主粮细分品类及生产工艺

品类	特征		细分品类	生产工艺
干粮	水分	≤12%	膨化粮	通过高温膨胀挤压工艺生产，其动物蛋白以肉粉为主，为市场主要干粮类型
	蛋白质含量	≤40%		
	碳水含量	35%左右	烘焙粮	分基础和唾沫两种成型工艺，无需淀粉作黏合原料，可以更大程度保留原料中的维生素
	脂肪含量	10-20%		
	适口性	较低	风干粮	将所有原料粉碎再合成，过程中不添加黏合物质，在低温干燥和高风速的条件下脱水生产
	可定制性	弱		
	相对优势	喂食方便，适合自主进食，保质期长	冻干粮	通过低温真空冷冻干燥，保持原料本身的色、香、味和形态，维生素较高，干粮中价位最高
相对劣势	含水量低可导致对肝脏和肾脏的负担较重			
湿粮	水分	≥60%	鲜粮	采用高温杀菌蒸煮加工，肉粒清晰可见，通常含水量在60-70%，不添加额外胶质和诱食剂
	蛋白质含量	10-15%		
	碳水含量	≤5%	罐头	加工过程包括煮沸、干馏等，以肉粒或肉泥慕斯为主，无明显汤汁，含水量在80%左右
	脂肪含量	20-30%		
	适口性	较高	妙鲜包	含肉量在湿粮中最低，由于添加胶质汤汁浓郁，通常是湿粮价格中价格最低一类
	可定制性	强		
	相对优势	含水量高提高消化率；淀粉含量低提升适口性，营养价值更高	生骨肉	未经烹饪过的生食，与自然环境中的饮食较为接近，但喂食该类湿粮需要定期进行体内驱虫。
相对劣势	保存条件苛刻，部分产品需要冷链运输，均价偏高			

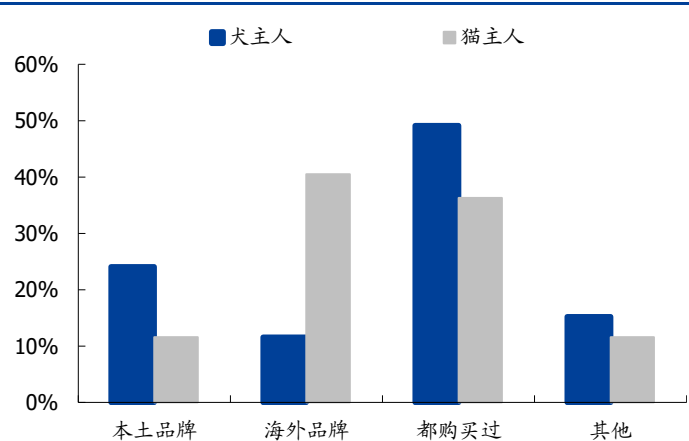
资料来源: 发现报告网, 头豹研究院, 国盛证券研究所

图表 51: 2022 年中国宠粮品种消费结构



资料来源: 发现报告网, Pethadoop 宠物大数据平台, 头豹研究院, 国盛证券研究所

图表 52: 2022 年中国宠主品牌消费偏好

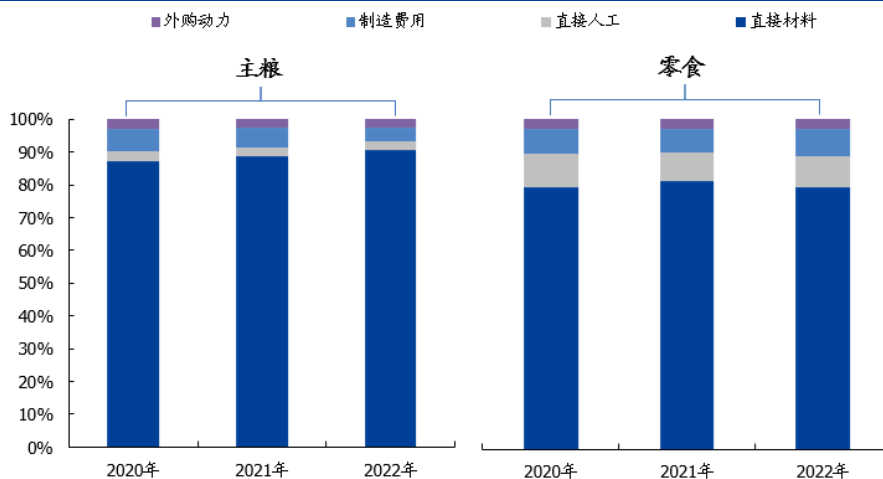


资料来源: 发现报告网, Pethadoop 宠物大数据平台, 头豹研究院, 国盛证券研究所

供给端：行业格局更优，龙头优势凸显。

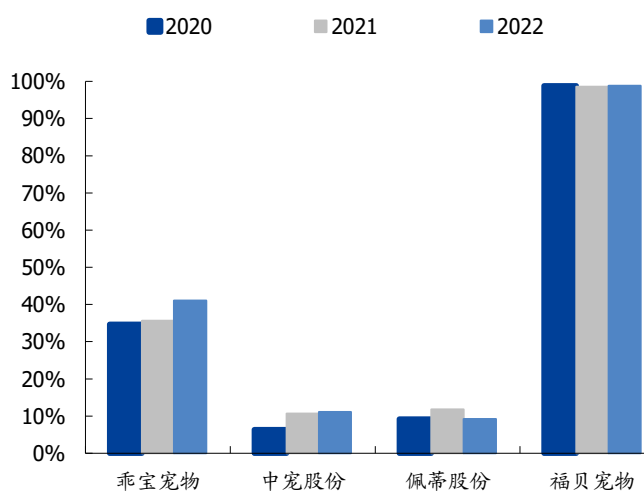
主粮成本优势凸显，盈利能力平稳向上。2020-2022 年公司主粮毛利率由 41.69% 提升至 41.92%。公司主粮产品成本结构中，直接材料占比达 90.6%（2022 年），相较零食易形成规模化采购成本优势，且主粮生产机械化程度较高，使用人工较少，生产规模效应显著。参照同业可比公司，公司与中宠股份、佩蒂股份、路斯股份等单位设备产值较为接近，主要由于产品品种较多，所投入生产线较多；福贝宠物产品主要集中于宠物主粮，产品标准化较高，且其 2020-2021 年产品外协采购数量占比分别为 36.29%、31.08%，故单位产值水平较高。

图表 53: 公司主粮、零食成本结构



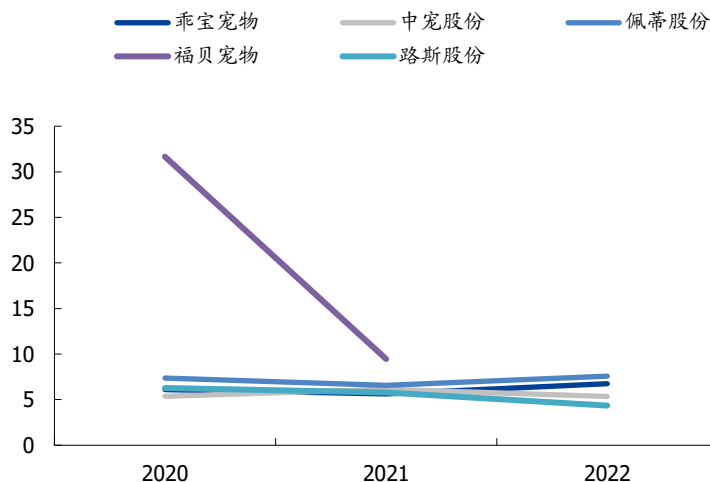
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 54: 同业公司主粮占比



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所 注：福贝宠物展示数据为 2020、2021、2022H1 数据。

图表 55: 同业公司单位设备产值 (元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ 公司主粮发展优势。

产品形式丰富多元，覆盖广泛潜在客群。公司主粮产品贴合消费者注重营养成分的消费趋势，持续深化新鲜、天然等概念，推动产品系列迭代升级。公司产品系列包括营养森林等基础系列以及 Barf 天然粮、鲜肉双拼粮、羊奶肉冻干双拼粮、益生菌粮等中高端产品系列，产品价格带覆盖 25-60 元/kg，针对不同需求覆盖广泛潜在客群。此外，公司维持稳健推新节奏，产品系列维持精简（麦富迪天猫旗舰店犬用/猫用主粮维持 6-10 款产品系列），伴随公司中高端产品系列持续提升，2020-2022 年公司主粮产品均价由 10.41 元/kg 提升至 14.27 元/kg，CAGR 达 17.1%，高于零食 CAGR 6.7pct，主粮提价逻辑顺畅。

图表 56：公司主粮产品矩阵

品类	产品名称	图示	主打概念	产品特点	价格
狗粮	barf 霸弗天然粮		barf 喂养新方式，定义 3.0 喂养	臻选食材，使用新西兰鹿肉和俄罗斯鲱鱼；专为狗狗研发的营养配比，粗蛋白 > 34%，动物成分占比 > 68%；barf 主粮冻干搭配高肉干粮，营养更全面；天然保健，添加多种天然保健成分，并额外添加 110 亿 CFU/kg 活性益生菌；安全健康，不添加化学防腐剂、不添加化学合成色素、不添加化学合成诱食剂；不使用小麦、玉米等谷物，减少过敏风险。	47.5 元/kg
	牛肉双拼粮		一口牛肉一口粮	一口牛肉一口粮，添加 20% 真肉粒，与营养干粮 1:4 精心配比，甄选阿根廷进口牛肉，营养均衡配比，满足狗狗膳食营养所需。	36.0 元/kg
	黑肉粒双拼粮系列		选用阿根廷潘帕斯草原放牧牛肉	选用阿根廷潘帕斯草原放牧牛肉，含肉量高达 98%，富含动物蛋白，助力肠道消化，使用传统手打肉酱制法，模拟捶打 10000 次手工捶打，特别添加黑金粒™ 保护因子赋能机体活力之源	41.5 元/kg
	鹿肉双拼粮		无谷多肉，低敏健康	甄选新西兰进口鹿肉添加 20% 真鹿肉粒优质蛋白源，鲜香美味适口性好，与营养干粮 1:4 精心配比符合狗狗膳食营养需求	31.5 元/kg
	营养森林系列		全面营养强健体魄	营养森林系列犬粮在满足狗狗日常营养的同时，还能优化狗狗身体的自生态系统平衡，激发爱犬生命源动力	27.6 元/kg
猫粮	barf 霸弗天然粮		国际流行，科学配比的高端喂养理念	82% 动物原料占比，40% 蛋白，高肉高蛋白提供营养；添加生骨肉主食冻干，比零食冻干更营养；110 亿活性益生菌，调理肠道；0 谷物 0 麸质 0 防腐剂 0 色素，减少负担/减少过敏	52.6 元/kg
	全价 barf 霸弗生骨肉冻干		barf 喂养新方式，定义 3.0 喂养	95% 动物原料占比，60% 粗蛋白，是生骨肉，也是主食；添加 5% 天然益生菌，代替化学原料添加，调理肠胃，滋养皮毛，减轻便秘，提升免疫力；0 肉粉，0 谷物，0 化学添加诱食剂，还原 barf 天性喂养。	378 元/kg
	羊奶鲜肉奶粒粮		羊奶鲜肉奶粒粮	羊乳+鲜肉营养双重守护，70% 动物源成分，营养吸收好；15% 全脂羊奶，衔接母乳营养；添加生骨肉主食冻干，外层羊奶，鲜肉夹心。	73.2 元/kg
	50% 鲜肉天然粮		第一成分是鲜肉	麦富迪全价鲜肉天然粮，添加 50% 鲜鸡肉配方，鲜肉全部来自于 GLOBAL G.A.P. 认证农场，0-4℃ 保存 5 天内的新鲜鸡肉，0 谷物 & 麸质。	47.4 元/kg
	高鲜肉高机能烘焙粮		高鲜肉	每袋富含 54g 挪威深海纯净磷虾油，3 倍鱼油亮毛效率，60 天深层滋养亮毛毛发；85% 高鲜肉含量，3% 鲜肉脂肪含量，山东凤祥（Global G.A.P. 认证农场）鲜鸡肉+零基三得利鲜乳粉，1 小时工厂直供，全程 0-4℃ 冷链运输，从鲜肉到鲜粮不超过 5 天，所有食材可溯源。	115.1 元/kg

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，国盛证券研究所

产能规模行业领先，生产工艺持续突破。2020-2022 年公司主粮产能规模达 8.3/12.4/12.6 万吨，产能利用率为 81.0%/67.4%（新产线投产影响）/82.5%，未来募投项目 5.85 万吨产能逐步释放，支持主粮业务加速扩张。生产工艺方面，相较于宠物零食，主粮产品更注重原料锁鲜、营养成分留存，公司通过引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备及工艺创新，使鲜肉添加量可达 70%，显著提高产品营养价值及适口性，并突破 EAS 鲜肉全营养技术工艺、多糖改善高水分宠物食品状态技术，满足市场对高肉粮类新产品需求。

图表 57: 头部宠食企业主粮产能规划

单位: 万吨	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E-2026E
乖宝宠物		8.3	12.4	12.6	12.6	18.5
中宠股份	1.1	1.1	1.1	4.1	9.1	19.1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 公司产品生产工艺汇总

序号	技术名称	技术先进性说明	形成专利	应用产品
1	鲜肉瞬时高温乳化添加技术	传统工艺添加鲜肉不易高温乳化, 且添加量受到限制, 采用国产设备, 在配方和谷物质量比较好的前提下鲜肉添加比例能达到35%左右, 产品的营养和适口性不够理想。公司通过引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备及工艺创新, 使鲜肉添加量可达70%, 大大提高了产品营养价值及适口性。同时弥补了市场缺口, 适应了市场对高肉粮类新产品的需求	-	含肉主粮
2	口腔护理类产品功能提升技术	传统工艺条件下, 产品适口性和耐口性较差, 硬度、韧性不够, 造成耐咬性和口腔护理效果不理想, 此技术较好的克服了上述问题, 有效的提升了口腔护理类产品的功能	一种皮料制作的动物食品及其制作方法 (ZL201611133447.1)、 一种宠物磨牙热狗及其制备方法 (ZL201611133429.3)	畜皮和洁齿骨制品
3	热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下, 肉类原料处理时营养物质流失较多; 产品干燥过程中容易受热不均匀, 造成产品水分差异较大, 颜色质地等外观质量不稳定的问题	一种新型烙印宠物食品 (ZL201310565183.7)	肉干及罐肉产品
4	真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下, 全价宠物食品的加工过程需要高温高压, 导致热敏性营养素损失率高, 同时动物源性蛋白添加比例有限。真空冷冻全价冻干在真空状态下抽离水分能够让有营养的热敏营养物质最大限度保留。同时真空冷冻干燥可以相对传统技术实现更高比例的鲜肉添加满足宠物的适口性及营养需求	-	冻干主粮类产品
5	EAS鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	该技术可以改善传统工艺条件下, 宠物食品加工应用的蛋白原料主要是大分子的蛋白成分, 对于犬猫胃肠道的负担相对较重, 蛋白消化吸收率和生物利用度低, 并且容易诱发过敏等健康问题	一种新型烙印宠物食品 (ZL201310565183.7)	高肉粮系列产品
6	宠物主食湿粮食品质量、工艺及装备控制技术	该技术可以改善传统工艺条件下, 动物源性蛋白添加比例有限, 谷类、豆类等农作物添加较多, 导致产品的营养和适口性不够理想, 总体消化率和生物利用度偏低的问题	一种维持骨骼健康的全价宠物罐头食品 (ZL202110089802.4)	主食罐头类产品
7	高温蒸煮类仿真宠物食品生产技术	此技术是将传统的蒸煮、热风干燥和烘烤等工艺技术的集成创新, 获得发明专利和外观设计专利	一种宠物肉丸及其制备方法 (ZL201611133455.6)	高温蒸煮、高温烘烤产品
8	多层次保健功能宠物食品生产技术	此技术是多层次保健功能宠物食品生产技术创新, 达到降低宠物肠道敏感度、改善宠物体质的目的	一种宠物食用三明治的制作方法 (ZL201611216252.3)	功能零食
9	动物蛋白混合植物衍生物成型技术	传统做法多采用单一或较少动植物原料, 加工过程不容易使各种物质达到有机融合, 加工性能较差, 该技术较好的改善了此种情况	一种水晶透明宠物肉类零食及其生产方法 (ZL201611223030.4)	成型肉片类
10	功能宠物粮生产技术	传统非添加天然植物纤维和天然羟基磷灰石粉(HAP)产品, 或添加量和方式不当, 不易获得多孔多层次特殊结构; 热加工喷涂功能性配料, 造成功能性成分损失, 该技术较好的改善了此种情况	一种利于维持骨骼健康的宠物食品 (ZL202011294666.4)	宠物主粮
11	多糖改善高水分宠物食品状态技术	传统工艺使用多糖类配料, 易形成结团, 造成物料结构不均匀, 该技术较好的改善了此种情况	一种利于维持骨骼健康的宠物食品 (ZL202011294666.4)	湿粮产品
12	真空冷冻干燥宠物食品生产技术	传统干燥技术在干燥过程中, 物料因脱水产生较大收缩, 造成产品表面极硬口感较差, 内部结构变化较大, 营养成分流失较多, 该技术较好的改善了此种情况	-	冻干产品

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.2 零食：品类协同扩张，推动客单值提升

市场格局较分散，麦富迪稳居行业第一。宠物零食作为可选性食品，消费者更易受营销手段影响，产品生产壁垒较低、更新迭代周期短，品牌忠诚度较低。麦富迪依托多年海外宠物零食代工经验，准确洞察消费趋势，主要由于：1）主粮、零食产品协同性强：公司系列产品研发、生产协同性强，比如 Barf、羊奶肉系列均推出主食与零食产品，有效推动购买配套率提升，提升客单值；2）坚持中高端赛道：公司坚持差异化产品布局，避免陷入国产低价零食产品高营销投入模式，重点发力主食冻干、主食配餐等高附加值产品，维持品牌调性。

图表 59：公司宠物零食产品矩阵

品类	产品名称	图示	主打概念	产品特点	价格
狗零食	北美原野系列		磨牙零食 解馋逗趣	好肉干，逗趣解馋！0淀粉、高蛋白健脾胃，强筋骨，好肉干就选麦富迪。	59.9元/720g
	牛烘烘罐装产品系列		甄选阿根廷牛肉	麦富迪牛肉粒甄选阿根廷牛肉，经德国先进工艺融合烘焙，保留牛肉天然风味、口感及营养。	72.9元/180g
	火腿肠系列		含肉量高，根根Q弹更劲道	麦富迪火腿肠系列，甄选阿根廷牛肉和GLOBAL G.A.P认证农场的新鲜鸡肉，含肉量高，根根Q弹更劲道，低盐、低油，温和不伤胃，蒸煮工艺锁住纯正肉香，满足狗狗吃肉心愿。	21.8元/800g
	鲜肉奶酪片		主打补钙	采用马苏里拉奶酪，主食级钙磷比例1.25:1，奶酪、鲜肉各占50%，经低温烘焙散发烘烤香气。	75.6元/495g
	十全冻干桶		1桶冻干，10全鲜拼	4种肉（鲜切鸡胸肉、冻鸭胸肉、香酥火鸡饼、剁块小牛肉、香酥牛肉饼）+2种肉骨（嚼味干香鸡脖、爽口鸡软骨）+1种蛋黄（绵密鹅蛋黄）+2种肉肝（元气小鸡肝+爆香整切鸡心）	149元/400g
猫零食	羊奶肉包		肉奶搭配，营养双倍	羊奶与肉的全新跨界搭配，含丰富的奶蛋白+肉蛋白。双倍蛋白，双倍营养！层层奶香包裹，口感浓稠至板，既可单独喂食补充营养，亦可拌食麦富迪猫粮满足挑嘴。	35元/1盒
	冻干羊奶棒		嚼着吃的羊奶营养	嚼着吃的羊奶营养；适合小奶猫的冻干美味；全脂羊乳，微米级鲜肉乳化工序；FD冻干技术；7:3奶+肉科学配比	29元/1盒
	元气肉泥系列		每一口都是元气营养	涵盖11种氨基酸的元气肉泥，硬核营养唤醒身体自护力，3.96%高肉，并加入4%硬核营养——必需氨基酸，提高猫咪饮食中的氨基酸整体含量，来辅助猫咪自身抗体、酶、激素以及适当的pH平衡。	-
	鲜炖小蓝罐		安达曼深海系列猫罐	121℃鲜食炖煮60分钟，兼顾营养与鲜美的组合，如现炖般新鲜。	-
	FPMR生骨肉主食冻干		高鲜生骨肉	98%生骨肉，鲜肉选自GLOBAL G.A.P.认证农场，0-4℃冷链运输，工厂直供，全程可追溯；国际主流FPMR宠物营养生骨肉食谱，82%肌肉+6%骨髓+10%含血肉脏+2%生命营养链，完整复刻猫咪在野外狩猎的天然食谱结构，-36℃冻干工艺，保鲜更营养；30g独立锁鲜装，开袋即食，方便储存与喂养。	249元/480g

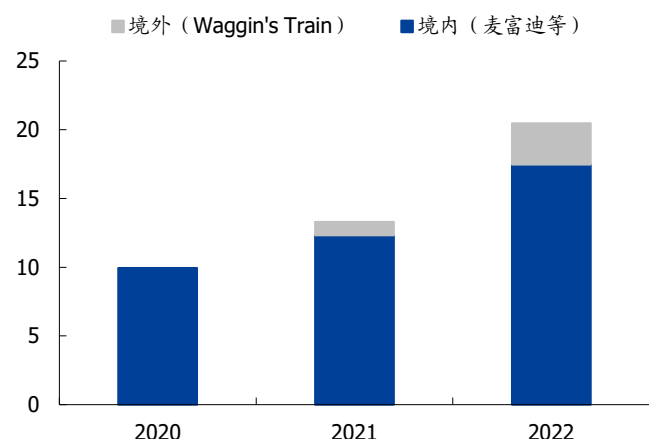
资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

产能规模稳步扩张，毛利率有望延续改善。2020-2022年公司零食产能规模达3.3/3.7/4.0万吨，产能利用率为92.1%/93.9%/92.5%，此外，公司于2015年8月设立泰国工厂，目前已形成812.50吨宠物零食月产能，满足境外市场需求，减少外部环境扰动。

3.2 品牌：品牌矩阵完善，进军高端市场

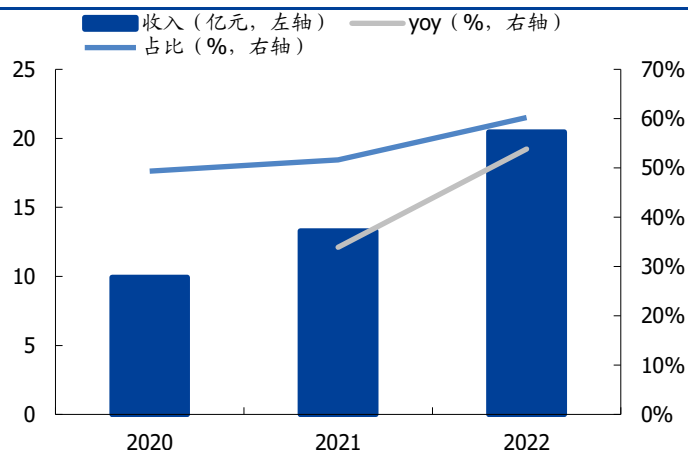
自主品牌为核心战略方向，海内外市场加速布局。公司以自主品牌为发展重要战略抓手，2022年实现收入20.5亿元（2020-2022年CAGR达43.5%），占比同比+8.6pct至60.2%，其中境内以“麦富迪”为核心构建品牌矩阵，实现宠物主粮、零食及保健品的全品类覆盖；境外2021年公司通过收购雀巢集团下属著名宠物食品品牌“Waggin'Train”布局国外市场，主要依托原有商超渠道进行销售，下游客户以沃尔玛及其下属的Sam's Club、BJs Wholesale Club等大型零售连锁商超为主，少量通过经销渠道进行销售。

图表 60: 公司境内外自主品牌收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 公司自主品牌收入增速及占比



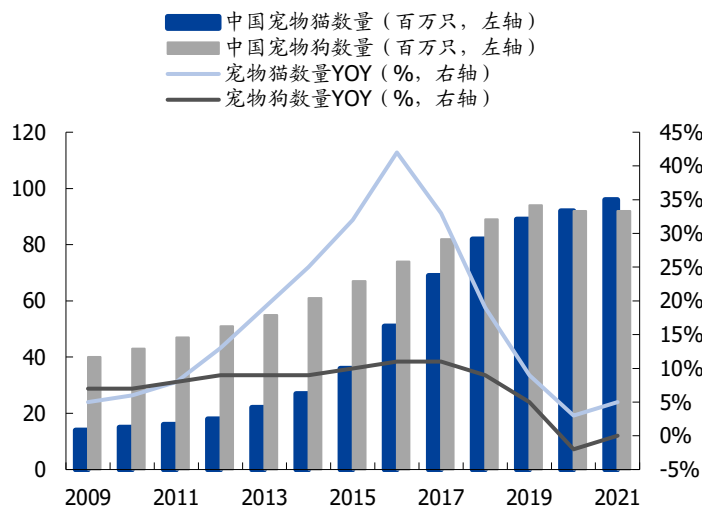
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

麦富迪主品牌获市场验证, 细分赛道均实现领先。麦富迪作为宠物食品全品类的品牌, 以“有猫有狗就有麦富迪”为口号占领消费者心智, 成为产品系列最丰富的国产品牌之一, 麦富迪品牌持续获得行业认可, 先后获得 2019 年、2020 年连续两届亚洲宠物展“年度中国质造大奖”、“天猫最受消费者欢迎品牌”、“年度最佳营销大奖”; 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜 (宠物) 第一名; 第 22 届中国国际宠物水族展览会 (CIPS) “中国市场最活跃本土主粮品牌”等多项荣誉。

弗列加特定位高端, 有望突破增长天花板。参照海外成熟市场, 头部企业均布局多元品牌矩阵以聚焦各细分赛道, 宠物品牌集中度低于公司集中度。弗列加特是麦富迪旗下定位高端的品牌 (>70 元/kg), 价盘稳定高位; 弗列加特销售额延续高增, 在麦富迪品牌中的销售占比快速提升, 高端化转型顺利。弗列加特的大单品矩阵初具雏形, 围绕鲜肉、高肉系列打造冻干粮、烘焙粮、膨化粮、主食罐头、猫条等多个 SKU, 底层配方、设计风格统一。对比 Go!、Now 等品牌, 弗列加特核心优势是市场洞察力强、配方迭代速度快、线上渠道运作能力强、擅长营销投放且供应链稳定性强, 品牌势能渐显。

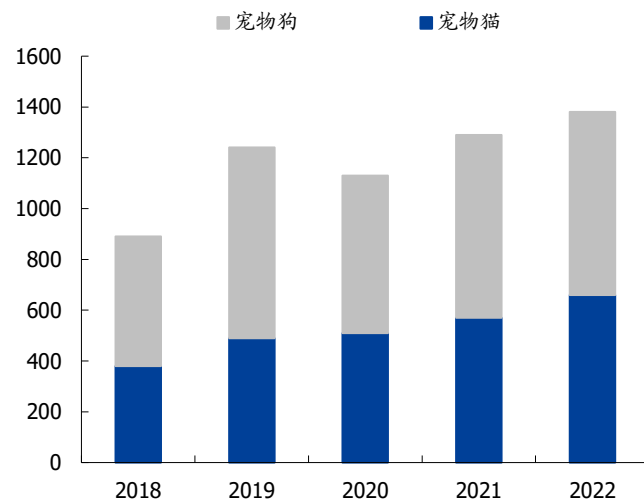
把握猫经济发展趋势, 切入高端猫食赛道。2018-2022 年我国宠物猫、狗食品市场规模分别达 660、720 亿元, CAGR 达 14.8%、9.0%。由于城市平均居住面积较小、生活节奏快, 且部分城市对养狗严格限制, 2015-2017 年宠物猫数量迎来爆发式增长 (CAGR 达 38.4%), 2021 年数量达约 9600 万只, 首次超越宠物狗数量。猫由于宠物主整体消费意愿较高, 且作为肉食动物单只宠物消费较高, 整体宠物猫食品向高端化发展。公司敏锐洞察国内宠物消费趋势, 于 2018 年推出弗列加特品牌定位高端猫食市场, 快速拓展新增客群, 成功接棒麦富迪成为新增长极。

图表 62: 中国宠物猫狗数量及增速



资料来源:《中国宠物食品行业白皮书》, 德勤, 国盛证券研究所

图表 63: 中国宠物猫狗食品市场规模 (亿元)



资料来源: 36 氪, 派读宠物行业大数据, 国盛证券研究所

品牌故事占领心智, 建立私域流量池。弗列加特品牌定位高端肉食猫粮赛道, 品牌以印度洋猫岛为名, 宣传保留猫的新鲜肉食原始习性, 坚持以鲜肉为原料, 强调“高肉膳食, 回归本性”的品牌价值观, 与宠主形成强烈共鸣。此外, 弗列加特天猫旗舰店以会员制强化消费者互动联结, 通过精准推送提升复购黏性, 以五级会员制度对应产品折扣、新品优先尝试、爱宠生日礼等不同优惠, 建立高转化率私域流量池。

图表 64: 弗列加特品牌故事



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 65: 弗列加特品牌价值观



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

生产工艺积淀, 引领高鲜肉赛道。弗列加特主打“高鲜”概念, 提升猫粮营养、适口性, 布局主粮、主食冻干、主食罐等全品类, 依托生产、工艺优势强势进军高端市场。1) 原料方面, 公司与山东凤祥建立战略合作, 实现 1 小时厂厂直供, 全程 0-4℃恒温冷链物流运输。2) 工艺方面, 公司使用 Wenger TX85 (国内唯一能够实现鲜肉量≥70%直接制粮的设备), 鲜肉直灌技术维持鲜度。

图表 66: 弗列加特产品矩阵

产品名称	图示	产品特点	价格
FPMR生骨肉主食冻干		98%生骨肉，鲜肉选自GLOBAL G.A.P.认证农场，0-4℃冷链运输，工厂直供，全程可追溯；国际主流FPMR宠物营养生骨肉食谱，82%肌肉+6%骨骼+10%含血内脏+2%生命营养链，完整复刻猫咪在野外狩猎的天然食谱结构。-36℃冻干工艺，保鲜更营养；30g独立锁鲜装，开袋即食，方便储存与喂养。	249元/480g
高鲜肉高机能烘焙粮		每袋富含54g挪威深海纯净磷虾油，3倍鱼油亮毛效率，60天深层滋养焕亮猫咪毛发；85%高鲜肉含量，3%鲜内脏含量，山东凤祥（Global G.A.P.认证农场）鲜鸡肉+莘县三得利鲜乳鸽，1小时工厂直供，全程0-4℃冷链运输，从鲜肉到鲜粮不超过5天，所有食材可溯源。	115元/kg
FPMR高肉主食罐		98%生骨肉，有血有肉有骨有内脏，完整复刻猫咪在野外狩猎的天然食谱结构，5秒轻松开启一顿生骨肉大餐；特别添加的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。	143.5元/kg
高鲜肉直灌粮		GLOBAL G.A.P.认证农场鲜肉工厂直供，从鲜肉到鲜粮不超过6小时；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，营养和鲜味都能保留更多。	71.1元/kg
高肉高抗氧主食猫条		96%高含肉量，>58%去汤粗蛋白，0添加，好吃营养不依赖；富含五色莓果+高纯度磷虾油，高效抗氧化，减少应激，同时深度滋养毛发。	199元/750g

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 67: 弗列加特原料供应保障



乖宝×凤祥
FREIGHT ISLAND
——弗列加特新鲜再升级

鲜肉供应战略合作

1 鲜肉近一步——
上市公司认证鲜肉
1小时工厂直供

2 新鲜锁一路——
全程冷链物流运输
0-4℃恒温 真锁鲜

3 直灌更新鲜——
不脱水 不榨粉
Wenger TX85 鲜肉直灌

资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 68: 弗列加特鲜肉乳化工直灌工艺



都叫鲜肉粮
哪里不一样？

50℃鲜肉乳化工直灌工艺 VS 传统鲜肉粮制作工艺

WENGER TX85 是国内真正能实现≥70%鲜肉直接按放直灌制粮的唯一设备

专利号：US465029B2
US1002851B2
US7906166B2

点击查看
设备专利文件

弗列加特
鲜肉粮制作过程

可溯源认证农场冰鲜肉
投入管道
50℃低温乳化制浆
混料搅拌
挤出颗粒

普通鲜肉粮
制作过程

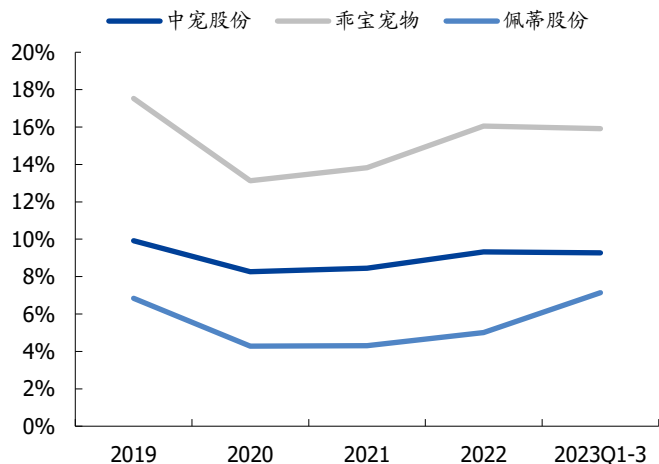
普通鲜肉
常温解冻
投入管道
高温榨粉
混料搅拌
挤出颗粒

资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

3.3 营销：精准定位消费客群，持续深化品牌认知

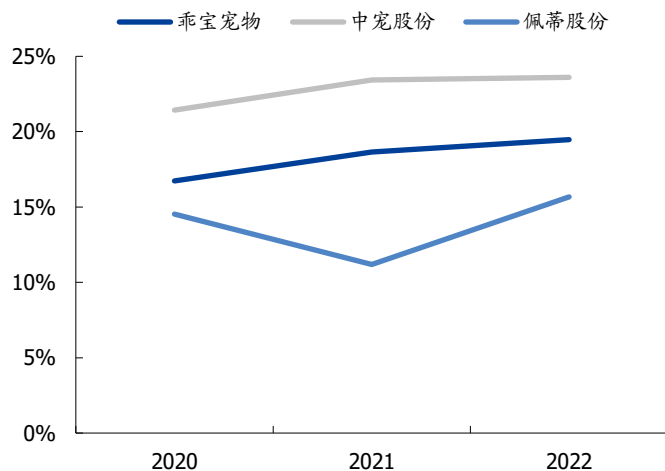
维持高举高打品牌战略，推动品牌曝光度提升。公司借助泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广和打造联名产品等方式，持续提升品牌声量。2023Q1-3 公司销售费用率为 15.9%（同比+1.1pct），其中 2022 年内销业务宣传费用率为 19.5%，相较同业维持较高投入水平。

图表 69: 中宠、佩蒂、乖宝销售费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 70: 中宠、佩蒂、乖宝内销业务宣传费用率



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所 注: 乖宝宠物、中宠股份为业务宣传费及销售服务费, 佩蒂股份为广告与业务宣传费(分母为内销收入)。

泛娱乐化品牌营销, 依托粉丝效应形成品牌声量。伴随养宠人群年轻化以及宠物产品“快消品化”, 公司面向年轻消费群体进行泛娱乐化品牌营销, 通过聘请明星代言人、在纪录片、综艺及影视作品中植入品牌宣传、赞助动物公益活动等方式持续提升自有品牌的知名度、影响力, 例如公司邀请歌手、演员谢霆锋成为公司形象代言人、合作 CCTV-3《你好生活》、湖南卫视《向往的生活》和《朋友请听好》等综艺节目以及《三十而已》、《爱上特种兵》等影视剧, 依托文娱 IP 流量优势提升品牌认知度。

图表 71: “麦富迪”部分综艺、影视作品植入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 72: “麦富迪”联名款产品

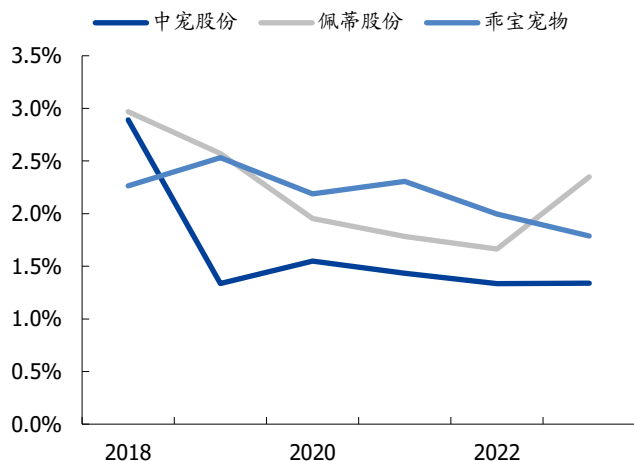


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 研发: 技术保障创新领先, 专业化驱动价值提升

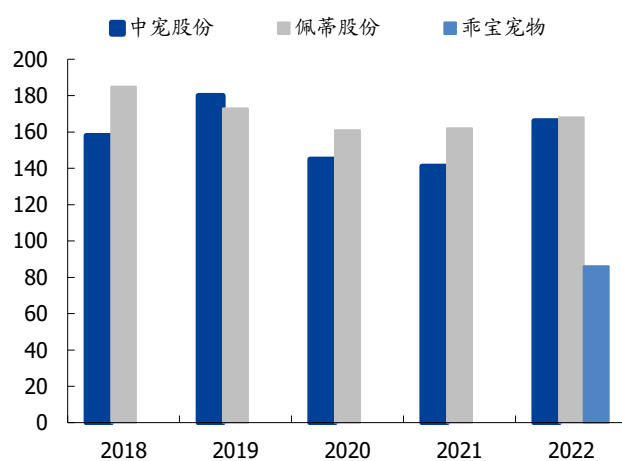
研发中心分工细致, 研发费用投入领先。公司研发中心下设宠物营养研究中心、新产品研究中心、宠物健康护理研究中心、宠物训练研究中心、检测中心和中心实验室, 针对不同品种的犬猫在各生长阶段、特殊生理期、不同运动量、不同环境下对能量及蛋白质、脂肪、碳水化合物、矿物质、维生素和纤维等各种营养物质的需求进行深入研究。公司研发机构共有专职研发人员 86 人, 其中核心技术人员 3 人, 23 人为十年以上工作经验的专业研发人员。2023Q1-3 乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份的研发费用率分别同比 -0.15pct/0.04pct/+0.85pct/至 1.9%/1.4%/1.5%, 乖宝宠物行业领先。

图表 73: 中宠、佩蒂、乖宝研发费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 74: 中宠、佩蒂、乖宝研发人员数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

技术迭代加快产品推新。公司研发团队把握行业新技术、新工艺的发展趋势，积极引进国际先进设备、技术，将行业先进的鲜肉瞬时高温乳化添加技术、口腔护理类产品功能提升技术、热风干燥宠物食品控制技术、真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术、EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术、宠物主食湿粮食品技术等应用到生产过程中。在技术储备创新支持下，公司开发出适应宠物不同生命阶段营养需求的宠物食品，实现全品类、多系列覆盖。

图表 75: 公司部分在研项目汇总

序号	项目名称	研发目标	预算经费 (万元)	项目进度
1	减能量宠物食品的研究开发	选择低碳水化合物、低脂肪的物料，并添加膳食纤维，以此降低产品热量值，增加宠物的饱腹感，减少采食量，达到控制体重的目的	260	中试阶段
2	清洁标签理念在宠物食品中的研究应用	优化减少食品添加剂的使用，减少加工过程，使消费者体验与传统产品相同口味、质构和外观的产品	280	中试阶段
3	不同蛋白含量的主粮对犬消化率影响的研究应用	根据蛋白含量对消化率的影响，研发设定更为合理的日粮配比，提高产品品质	320	中试阶段
4	冻干参数对宠物食品感官影响的研究应用	通过控制加工过程中物料的共晶点、预冻结温度、升华干燥和解析干燥等关键点，优化成品感官，确保成品不塌陷、不萎缩、不开裂，不掉碎末，外观良好	280	中试阶段
5	非酶褐变对烘干宠物食品质量的影响以及控制方法的研究应用	通过添加抗氧化剂，优化加工参数，选择适宜物料等方式控制非酶褐变，减少AGES在产品内蓄积，使产品颜色鲜亮，并避免产品在存放过程中产生异味，影响适口性	235	中试阶段
6	富含天然维生素的食材在宠物零食中的研究应用	选择富含天然维生素的水果和蔬菜，添加到宠物食品中，开发符合市场趋势的产品，增加产品附加值	220	中试阶段
7	营养补充剂和日饲喂量在宠物食品中的精准应用	将产品单重、日饲喂量、宠物日需求量相结合，开发出使用方便，营养均衡的系列新产品	254	中试阶段
8	磷虾粉在宠物主粮中的应用研究	利用磷虾粉氨基酸丰富、富含天然抗氧化剂、综合营养价值高的优点，减少产品氧化变质的概率，并优化 omega-6 与 omega-3 的比例，提升产品品质	362	中试阶段
9	互动宠物食品的研究开发	开发机械化或半机械化生产，适合宠主和宠物互动的系列产品	106	中试阶段
10	低温烘焙宠物粮工艺配方研发及关键技术研究	对比不同干燥方式生产的产品，寻找配料和加工工艺最佳组合，解决烘焙宠物粮不易成型问题，研发出营养保留率高、适口性好、消化吸收率高的系列产品	46	中试阶段

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

收入方面：依据公司宠物食品生产、制造、研发领先优势，海外代工业务龙头地位稳定，伴随国内宠物经济红利延续，公司头部效应持续释放，自主品牌新业务有望加速放量，产品结构持续改善，我们预计 2023-2025 年公司收入分别同比+26.0%/+22.4%/+21.4%至 42.8/52.4/63.6 亿元。分业务模式来看：

1) 自主品牌：**①直销渠道：**作为公司重点拓展的高毛利渠道，公司于麦富迪线上官方旗舰店持续打造爆品，受益于线上宠食消费习惯逐步深化，公司作为头部宠食品牌有望实现快于行业增速，且伴随中高端产品系列占比提升，盈利能力有望持续提升；**②经销渠道：**公司于线上、线下加密经销商网络以提升品牌影响力，受流量迁移影响，预计线上、线下增速分化，线下增长趋弱。**③商超渠道：**公司于依托海外商场渠道布局 Waggin's Train 品牌，由于海外宠物市场延续稳健增长，海外自主品牌有望受益下游需求稳步提升。综上，我们预计 2023-2025 年自主品牌收入分别同比+38.0%/+32.6%/+25.9%至 28.2/37.5/47.2 亿元。伴随公司产品、渠道结构持续优化，我们预计 2023-2025 年自主品牌毛利率分别为 46.5%/47.8%/48.9%。

2) 代工业务：伴随海外下游客户进入补库阶段，预计 2024H1 低基数下有望实现高增，中长期趋于行业稳定增速。我们预计 2023-2025 年代工收入分别同比+7.0%/+15.0%/+10.0%至 12.8/14.7/16.1 亿元，毛利率分别为 27.0%/27.0%/27.0%。

3) 品牌代理业务：公司自 2021 年代理新西兰品牌 K9 Natural、Feline Natural，后续公司计划重点布局自主品牌。我们预计对应 2023 年品牌代理收入同比+13.5%至 1.6 亿元，毛利率为 22.0%。

图表 76: 公司营业收入拆分预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	20.1	25.8	34.0	42.8	52.4	63.6
yoy		27.9%	31.9%	26.0%	22.4%	21.4%
*毛利率 (招股书口径)	33.2%	32.8%	37.2%	39.9%	41.8%	43.2%
毛利率	29.3%	28.7%	32.6%	35.7%	37.6%	38.8%
分模式						
自有品牌	9.9	13.3	20.5	28.2	37.5	47.2
yoy		33.9%	53.8%	38.0%	32.6%	25.9%
占比	49.4%	51.7%	60.2%	66.0%	71.5%	74.2%
毛利率	39.8%	40.8%	43.8%	46.5%	47.8%	48.9%
其中：境内（麦富迪等）	9.9	12.3	17.5	25.0	33.7	43.8
yoy		23.9%	41.8%	43%	35%	30%
境外（Waggin's Train）		1.0	3.0	3.3	3.7	3.3
yoy			203.0%	9.0%	14.6%	-10.7%
直销	3.2	4.3	7.5	10.9	15.2	19.8
yoy		32.6%	75.4%	45.0%	40.0%	30.0%
毛利率	58.8%	58.2%	58.6%	61.0%	61.5%	62.0%
经销	6.7	8.1	10.3	13.9	18.1	22.7
yoy		21.2%	27.0%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利率	30.7%	31.6%	37.7%	40.0%	41.0%	42.0%
其中：线上	4.26	6.09	8.37	11.97	17.12	23.63
yoy		43.0%	37.4%	43.0%	43.0%	38.0%
其中：线下	2.45	2.03	1.96	1.97	1.00	(0.97)
yoy		-16.8%	-3.9%	0.7%	-49.0%	-196.6%
商超		0.9	2.6	3.4	4.1	4.7
yoy			194.0%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率		41.3%	26.1%	27.0%	27.0%	27.0%
OEM/ODM	10.1	11.9	11.9	12.8	14.7	16.1
yoy		17.3%	0.5%	7.0%	15.0%	10.0%
占比	50.3%	46.1%	35.1%	29.8%	28.0%	25.4%
毛利率	26.6%	24.2%	26.9%	27.0%	27.0%	27.0%
境外	9.7	11.3	10.3	10.9	12.5	13.7
yoy		16.7%	-8.2%	5.0%	15.0%	10.0%
毛利率	26.4%	23.8%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
境内	0.5	0.6	1.6	1.9	2.2	2.4
yoy		29.9%	165.9%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	29.6%	32.9%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
品牌代理（K9 Natural、Feline Natural）		0.4	1.4	1.6	0.0	0.0
yoy			221.2%	13.5%		
毛利率		21.3%	29.0%	29.0%		
其他	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
毛利率	40.5%	33.5%	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

费用方面：1) 2023 年公司加大自主品牌的建设投入，销售费用率同比上升，预计伴随公司持续加大自主品牌推广投入以抢占市场份额，销售费用率预计稳中向上，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 16.1%/17.0%/17.5%；2) 公司不断完善内部控制制度，管理效率维持稳定，预计 2023-2025 年管理费用率分别为 5.10%/5.10%/5.10%；3) 公司持续深耕宠物食品自主研发，维持差异化研发生产优势，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 2.05%/2.10%/2.15%。

利润方面：公司持续发力国内市场自主品牌布局，推动中高端产品系列拓展，伴随公司募投产能逐步投产，有望持续支撑业务扩张的同时带来单位成本下行空间，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.21/5.17/6.68 亿元。

图表 77: 公司盈利预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	25.75	33.98	42.80	52.38	63.61
营业成本	18.34	22.90	27.50	32.71	38.90
归母净利润	1.40	2.67	4.21	5.17	6.68
yoy	25.82%	90.25%	57.87%	22.82%	29.12%
毛利率	28.78%	32.59%	35.74%	37.56%	38.85%
销售费用率	13.82%	16.05%	16.10%	17.00%	17.50%
管理费用率	4.97%	5.20%	5.10%	5.10%	5.10%
研发费用率	2.31%	2.00%	2.05%	2.10%	2.15%
财务费用率	1.08%	-0.30%	-0.11%	0.70%	0.81%
归母净利率	5.45%	7.85%	9.84%	9.88%	10.50%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

4.2 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.21/5.17/6.68 亿元，公司 2023-2025 年对应 PE 分别为 38.0X/30.9X/23.9X (2024 年 1 月 22 日)，选取国内头部宠物食品企业进行比较，可比公司 2024 年平均 PE 为 24.3X。考虑公司作为国内宠食领军企业，麦富迪稳居内资第一，公司相继开发弗列加特、羊奶肉、Barf 系列，布局中高端宠物食品市场，未来伴随产品结构优化，盈利能力有望提升。公司坚持较高品牌推广投入 (2022 年业务宣传费用占自有品牌营业收入达 12.6%)，持续加大品牌曝光，双十一表现亮眼，位居天猫、抖音宠物品牌榜第一、京东第二。未来伴随新建高端主粮、高端零食及保健品生产线陆续投产，龙头地位持续夯实，市场份额加速扩张，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 78: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002891.SZ	中宠股份	68.65	23.34	2.12	2.65	3.28	32.4	25.9	20.9
300673.SZ	佩蒂股份	33.68	13.29	0.45	1.31	1.76	75.0	25.7	19.2
301335.SZ	天元宠物	23.74	18.84	0.86	1.11	1.17	27.8	21.5	20.3
	平均						45.1	24.3	20.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：估值截止 2024 年 1 月 22 日，盈利预测来自 Wind 一致预期。

风险提示

- 1. 国内市场竞争加剧的风险：**近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争。宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。
- 2. 原材料价格波动的风险：**如果原材料价格发生较大波动，公司产品售价调整无法同步于原材料价格，一方面，原材料价格上涨直接影响公司营业成本，导致短期内毛利率水平下滑；另一方面，若原材料价格下降，公司将可能面临存货跌价损失的风险，从而影响公司的盈利水平。
- 3. 汇率波动的风险：**随着全球政治环境、经济环境及各国货币政策的变化，结算货币与人民币之间的汇率也会发生一定的波动，具有较大的不确定性，使得公司面临汇率变动的风险。若未来人民币汇率受国内外政治、经济形势的影响而发生大幅波动，则可能会对公司海外销售和原材料的购置成本产生较大影响。公司存在一定的汇率波动风险。
- 4. 海外市场拓展不利的风险：**公司采取 OEM/ODM 模式为海外客户生产宠物食品，对劳动力资源需求量大，同类厂商产品同质化程度较高；进入部分海外市场的时间较晚，市场占有率较低。随着全球经济一体化进程的推进和产业布局的深度整合，新兴经济体可能会凭借其低廉的人力成本在宠物食品市场的竞争中获得更大的优势，对公司海外市场需求造成一定程度的冲击。
- 5. 贸易摩擦风险：**近年来全球产业格局不断调整，国际贸易摩擦频发，这对我国宠物食品产业的发展造成了一定的负面影响。如果未来公司主要出口市场的关税或非关税壁垒等贸易限制措施持续存在或升级，公司出口业务面临市场需求下滑、经营业绩受损的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com