

# 宠物食品系列 (2) : 产品线视角看国货龙头

行业评级: 看好

2024年12月22日

分析师

邮箱

证书编号

史凡可

shifanke@stocke.com.cn

S1230520080008

曾伟

zengwei@stocke.com.cn

S1230524090011

# 摘要

## □ 宠物经济高成长，宠食赛道最具粘性

**24年c宠物市场规模超3000亿，成长稳健。**根据宠物行业白皮书，24年宠物消费市场规模3002亿元，同比增长7%，相比23年显著提速，在承压的消费环境下体现出较强的成长性。**拆分看：1) 宠物食品：**占比53%，相比于用品等宠物赛道粘性突出，尤其是猫主粮商业类似奶粉，沉淀品牌价值。近年以乖宝、中宠为代表的国货龙头优势逐渐凸显、份额提升，趋势向好。**2) 宠物用品：**占比12.4%，上市龙头以海外代工业务为主，产品向智能化发展（24年猫狗智能宠物用品渗透率分别达到19.2%/17.5%）。**3) 宠物医疗：**占比28%，上游药品高研发壁垒、中游连锁化率低，瑞鹏等龙头引领行业整合。

宠物食品商业属性&赛道成长性更佳，本文旨在通过核心品牌产品线分析，梳理龙头企业竞争力。

## □ 宠物食品：需求景气延续，行业格局集中

宠物食品成长性突出，中国养宠家庭渗透率23年达22%，对标美国70%和英国等地区还有明显差距，此外23年我国猫粮/狗粮渗透率仅分别39%/22%，对标海外90%有很大空间。市场格局角度，23年我国电商渠道的销售占比达到65.9%，和韩国（68.9%）颇为类似，但对比看我国宠物宠物粮品牌CR10仅为24.2%，韩国为45.4%。2020年后，一级市场融资难度加大、行业现有玩家的打法也逐渐成熟，宠物行业格局走向集中。

## □ 猫粮：拟人化趋势显著，工艺&原料持续升

**市场规模&成长性：**猫粮过去10年的复合增速29%，其中量的复合增速23%。相比于宠物狗，宠物猫由于养宠时间占用少，年轻人选择更多，宠物数量&家庭渗透率提升速度较狗更快；同时因为猫肉食属性，猫主粮粘性很强，供给侧产品迭代和工艺升级趋势较狗的主粮更加明确。

**猫主粮必争之地，竞争最为激烈、国货高速增长：**猫主粮特点造成在不同价格带竞争维度出现明显差异，**1) 低端市场：**整体消费升级趋势下，显著低价产品市场逐步收缩，国产品牌在该价格段布局较少，龙头企业品牌优势帮助提升市占率；**2) 中端市场：**主打营养价值成分，如粗蛋白质和脂肪含量，国产品牌集中但创新产品相对较少，性价比为敲门砖，制造优势突出的企业有望突围。**3) 中高端市场：**创新突破的核心战场，国产品牌通过创新原材料与工艺下的创新产品，抢占市场份额；**4) 超高端市场：**竞争稳定，国产品牌产品当前尚未上探至该价格段。

## □ 狗粮：紧抓差异化需求，精细化为升级方向

**市场规模&成长性：**狗粮市场近年持续下滑，拆分看，主要系消费量在宠物小型化、养狗家庭数量下降等因素导致狗粮的消费量下行，但在精细化养宠趋势下，狗粮均价提升带动行业规模综合稳健，整体看狗粮成长性弱于猫粮。

**狗主粮：精细化喂养，产品迭代缓和、竞争格局稳定。**梳理看，由于行业整体增长较缓，而狗粮由于犬杂食属性、对不同食品容忍度较强，整体粘性较弱，针对现有用户，厂商通过精细化提高对消费者的绑定，对应从产品看，分犬型、犬种、功效的产品线进行迭代，但整体迭代速度较缓。**其中国产品牌主要以性价比优势占据中端市场，部分品牌依托工艺升级&珍稀原材料等产品差异化实现价格带提升，该特点与猫粮赛道较为接近。**

## 摘要

### □ 投资建议：关注研发、产品力突出的国产龙头

**国产龙头基于自建产能与渠道优势，紧抓消费者需求，在产品性价比、创新维度已显著领先海外龙头。**渠道方面，在经销商渠道体系下海外品牌对抖音等新兴渠道的把握能力较国产龙头亦有明显差距。除了国产龙头相比进口品牌的差距，国货内部格局也已经出现了一定集中现象，这背后有行业一级融资困难的原因，亦有龙头品牌的自建产能逐步投产后研发更新迭代速度开始领先中长尾品牌的贡献。从赛道长期逻辑看，份额有望长期提升的企业需具备把握成长性消费需求并以最快速度推出产品抢占细分赛道份额的能力，当前我们在乖宝宠物上已经可以部分验证该模式，而如中宠、佩蒂等国产龙头主粮产能释放后，研发能力正在持续提升，推出差异化新品值得期待，建议关注：**乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。**

**乖宝宠物：研发创新驱动，紧抓成长需求。**麦富迪为行业当前少有的低中高产品、品牌布局完善的企业，依托Barf、羊奶肉等创新新品与弗列加特高端品牌快速增长，公司品牌力持续升级。分系列看，中低端如营养森林、双拼粮、三文鱼油等，麦富迪优势在于品牌力较为突出；而在中高端市场中，barf系列、羊奶肉系列在性价比上优势明显。复盘看公司的核心产品在发布时往往为行业首发，性价比之外，贴合用户需求、紧抓成长赛道的创新力为公司核心竞争力。从具体产品看除了前文已介绍的弗列加特鲜肉粮系列，公司在Barf、双拼、鱼油等系列的研发上充分展现公司研发力。

**中宠股份：内销调整落地，三大品牌协同向上。**公司当前形成了顽皮（中端偏低）、领先（中端偏高）、Zeal（高端）三大自主品牌矩阵，覆盖了不同价格段与不同用户群体。整体看公司依托于代工背景，品牌在零食与罐头品类中优势较为明显，近年随着自有产能释放，持续推进“聚焦主粮”战略。

**佩蒂股份：零食向主粮有序扩展。**外销产能布局完善，风干粮供应链持续拓展客户，内销自主品牌爵宴从零食向主粮拓展，品类扩张有序。

### □ 风险提示

自主品牌增长不及预期、原材料价格波动、汇率波动。

# 目录

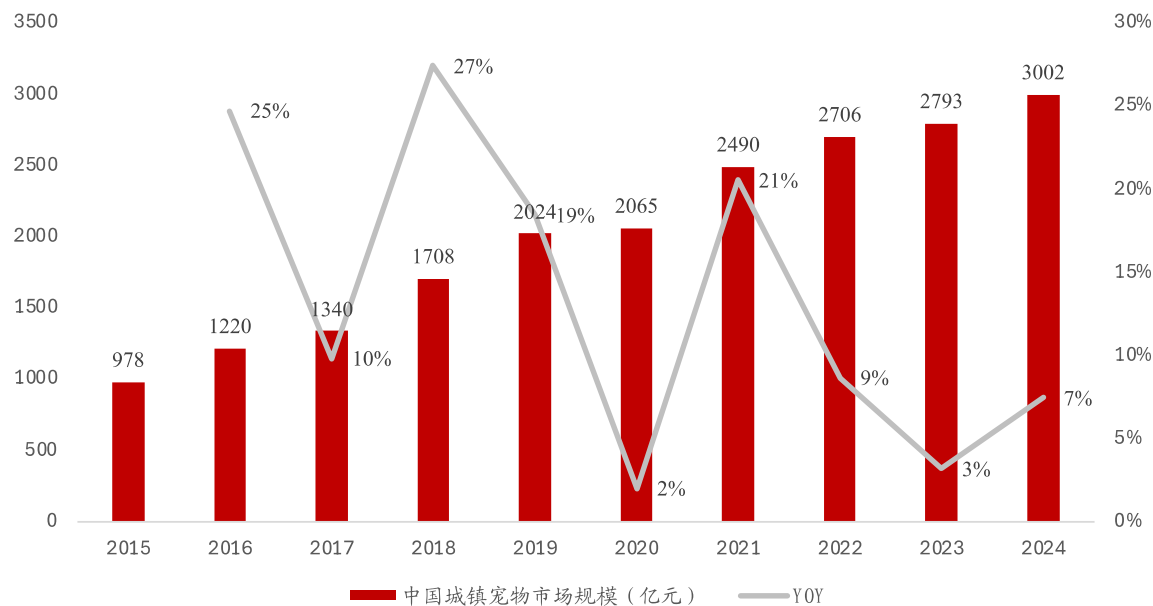
CONTENTS

- 01 宠物食品：需求景气、品牌粘性，行业趋于集中
- 02 猫粮：拟人化趋势显著，重视工艺、原料创新
- 03 狗粮：紧抓差异化需求，细分卡位先发优势
- 04 投资建议：产品力为基，渠道、品宣缺一不可

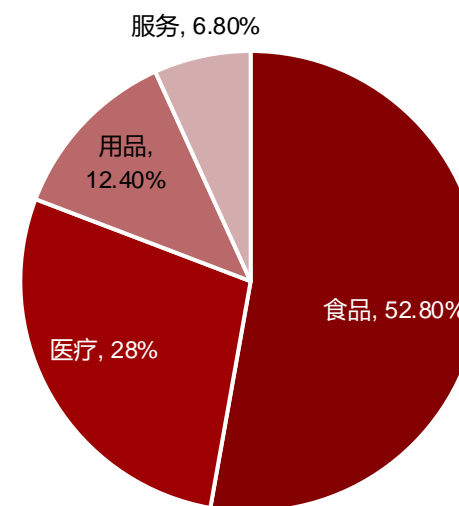
# 宠物数量稳增，宠食赛道最具粘性

物经济高成长、宠物主年轻化，2024年中国宠物市场规模3002亿，同比+7.5%；宠物数量1.24亿只，同比+2.1%。消费升级趋势延续，单只犬年均消费2961元，同比+3%；单只猫年均消费2020元，同比+5%。对标海外无论宠物家庭数量渗透率或单只宠物年均消费背后的食品、医疗、用品的渗透率均有较大提升空间。从用户画像看，90后宠物主占比约41%，00后占比约26%。从细分赛道看：**1) 宠物食品**占市场规模53%，是最大细分市场，且产品相比于用品等宠物赛道粘性突出，尤其是猫主粮商业类似奶粉，沉淀品牌价值。近年以乖宝、中宠为代表的国货龙头在研发、营销、渠道的优势逐渐凸显、份额提升，双十一高增、趋势向好。**2) 宠物用品**占比12.4%，上市龙头以海外代工业务为主，产品向智能化发展（24年猫狗智能宠物用品渗透率分别达到19.2%/17.5%）。**3) 宠物医疗**占比28%，上游药品高研发壁垒、中游连锁化率低，瑞鹏等龙头引领行业整合。

图：宠物消费市场规模



图：2024年宠物市场结构



# 01

**宠物食品：  
需求景气、品牌粘性，  
行业格局趋于集中**

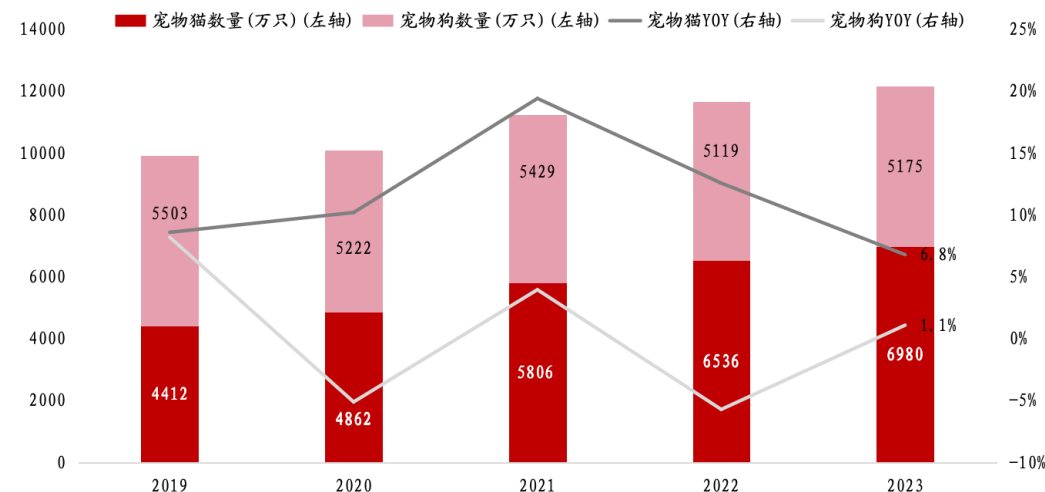
**宠物经济食品行业量价齐升稳步成长。**根据欧睿数据，截至23年我国猫狗粮市场规模531.95亿元，同比+9.39%。过去19-23年CAGR12.17%，拆分看量/价CAGR分别为8.31%/3.56%，量价齐升驱动行业增长。其中，猫粮量和价的增长均要快于狗粮。

**猫狗数量小幅增长，宠物猫更受青睐。**2023年城镇宠物犬数量为5175万只，较2022年增长1.1%；宠物猫数量为6980万只，较2022年增长6.8%。猫和狗作为宠物市场的两大支柱，近五年城镇猫狗总数量的年增长率保持在4%左右。其中宠物狗数量趋稳，而宠物猫数量快速增长，在2021年已超过宠物狗。

表：宠物食品行业拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
猫粮消费量(万吨)	37.11	46.35	55.44	64.86	71.63	79.4
YoY		24.90%	19.60%	16.99%	10.45%	10.85%
猫粮均价(元/KG)	30.78	32.57	34.47	36.08	37.45	38.59
YoY		5.83%	5.83%	4.66%	3.81%	3.04%
猫粮消费额(亿元)	114.21	150.97	191.11	234.01	268.28	306.43
YoY		32.19%	26.59%	22.44%	14.65%	14.22%
狗粮消费量(万吨)	50.06	57.42	62.42	63.8	62.26	63.44
YoY		14.72%	8.70%	2.21%	-2.41%	1.90%
狗粮均价(元/KG)	30.72	32.23	33.62	34.18	35.01	35.55
YoY		4.93%	4.29%	1.69%	2.42%	1.53%
狗粮消费额(亿元)	153.77	185.08	209.83	218.1	217.98	225.52
YoY		20.36%	13.37%	3.94%	-0.05%	3.46%
猫狗粮消费量(万吨)	87.17	103.78	117.86	128.66	133.89	142.84
YoY		19.05%	13.57%	9.16%	4.07%	6.68%
猫狗粮均价(元/KG)	30.74	32.38	34.02	35.14	36.32	37.24
YoY		5.34%	5.05%	3.30%	3.35%	2.54%
猫狗粮市场规模(亿元)	267.98	336.06	400.94	452.1	486.27	531.95
YoY		25.40%	19.31%	12.76%	7.56%	9.39%

图：国内城镇宠物猫狗数量及增长率（2019年-2023年）



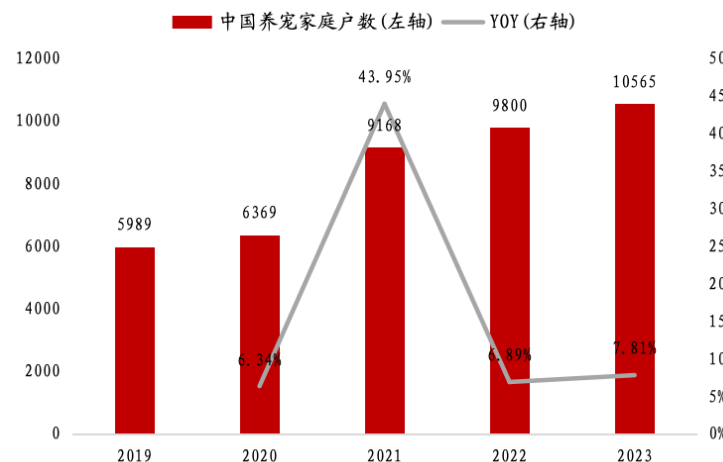
近年中国宠物家庭渗透率，宠物食品渗透率均有显著提升。

23年中国养宠家庭数渗透率达到22%，近期逐年提升。对标同期美国70%和英国、加拿大等地区渗透率还有相当大的差距。

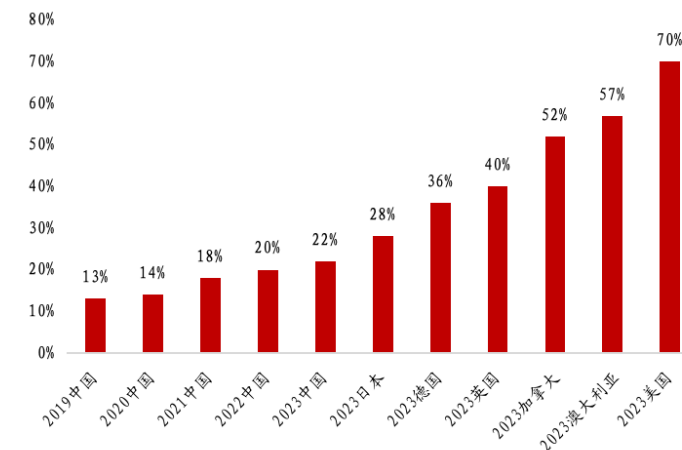
23年我国猫粮/狗粮渗透率分别达到38.9%/22.2%，对标海外宠物食品渗透率90%同样有很大空间。

我们认为，宠物食品的消费属性相比于宠物用品等赛道来说，消费粘性更加突出。其中尤其是猫主粮这个赛道，商业模式类似奶粉，优质企业能够通过产品侧持续的工艺、原料两个维度的研发创新、品质升级，实现较好的客户口碑积累，从而沉淀品牌价值。其余例如狗主粮、零食赛道，细分卡位和先发优势更加重要。

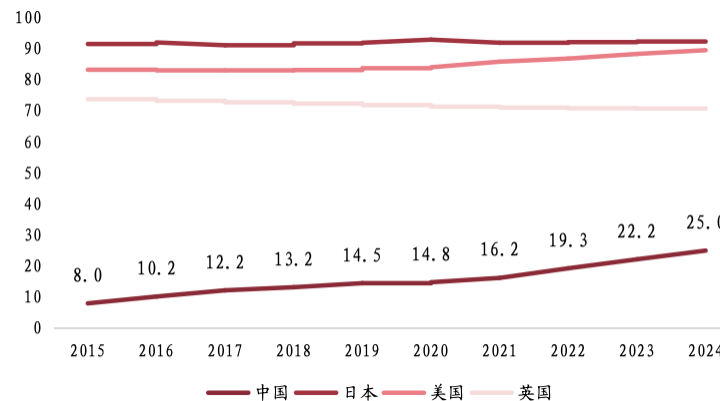
图：中国养宠家庭户数及增长率（2019年-2023年）



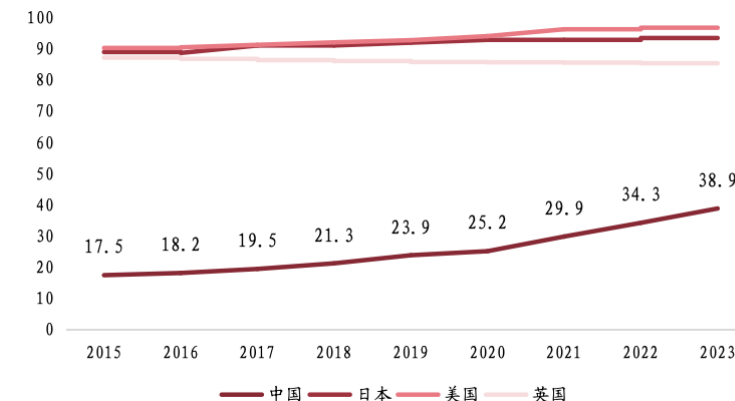
图：近5年中国宠物家庭渗透率变化及主要国家比较



图：狗粮渗透率



图：猫粮渗透率



**电商渠道占据主导、行业集中度仍低，近年一级市场融资放缓、龙头企业优势显现，格局集中。**

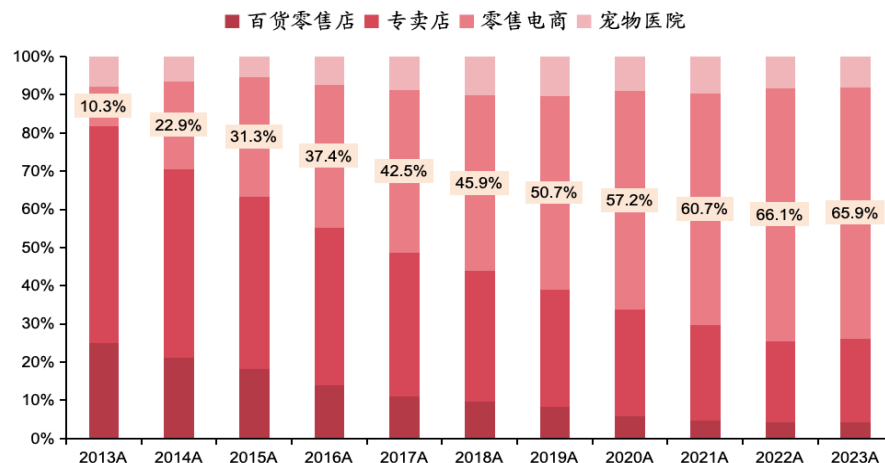
我国宠物销售中电商渠道的销售额占比从2013年的10.3%增长到2023年的65.9%，和韩国的电商渠道占比68.9%相对类似。

集中度对比来看，我国宠物食品格局的集中度仍低。根据欧睿数据，2023年宠物粮（猫粮+犬粮）品牌CR10仅为24.2%，而韩国该比例达到45.4%。

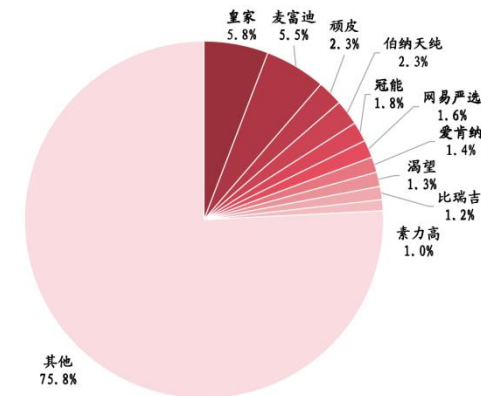
2020年后，一级市场融资难度加大、新入品牌大幅减少，行业现有玩家的打法也逐渐成熟，对应宠物行业格局趋于稳定、份额走向集中。

**因此我们希望通过这篇报告，对细分赛道卡位、优质企业的分析，实现龙头蓝图的展望。**

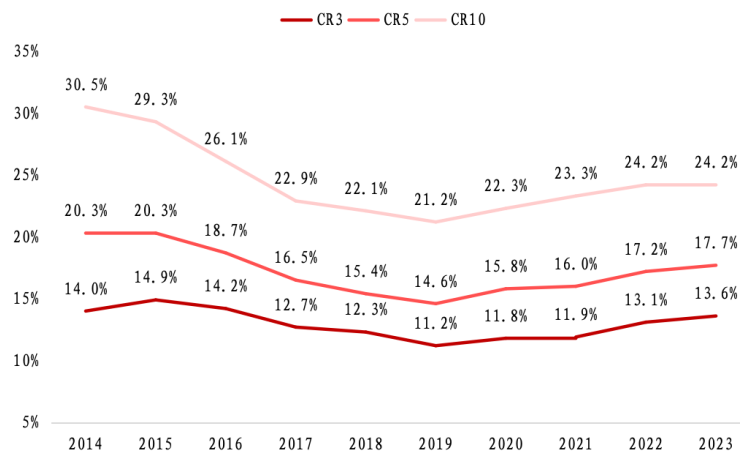
图：宠物食品销售渠道结构



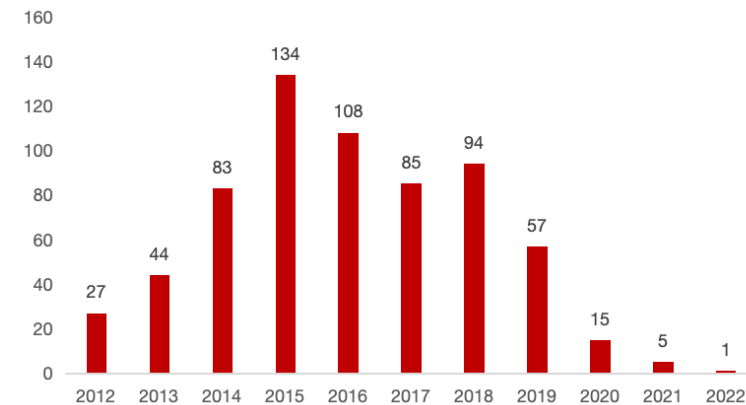
图：2023年全渠道TOP10宠物食品品牌



图：宠物粮全渠道品牌竞争格局变化（2014年-2023年）



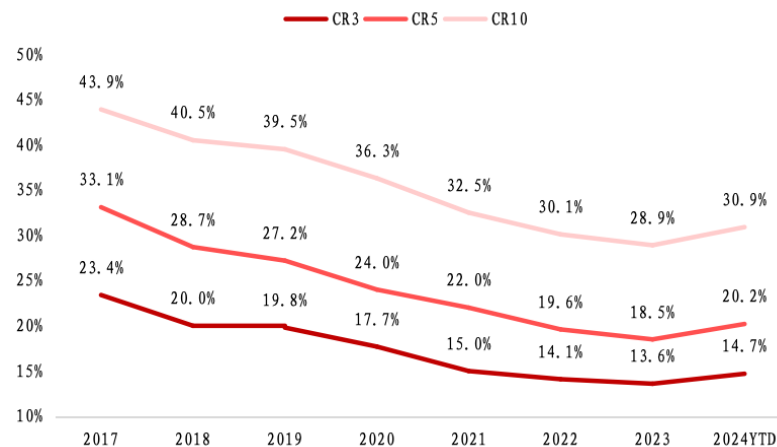
图：2012-2022宠物新成立创业公司数量



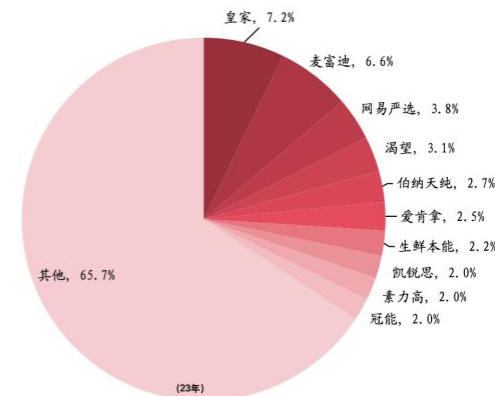
电商渠道竞争激烈，2023年CR10仅为13.6%、低于线下，2024年后有逐步集中趋势。

电商平台的渠道结构看，近年抖音快速成长、支持新品曝光，但天猫仍然是核心销售平台、今年增速有明显回暖。根据久谦数据，24Q3抖音渠道的宠物食品销售额达14.62亿，三大平台中的份额占比达到24%，同比增速25%，增速趋缓。同期天猫渠道销售额33.47亿，三大平台中占比54%，依然是最核心的渠道，同比增速15%，有一定提速趋势。

图：天猫宠物食品品牌竞争格局变化（2017年-2024年）



图：2023年宠食天猫线上品牌TOP10



图：宠物食品行业渠道拆分

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
天猫销售额（百万元）	2610	3251	2677	4406	2811	3830	2904	4231	2815	4155	3347
yoy	22%	11%	12%	18%	8%	18%	8%	-4%	0%	8%	15%
占比	63%	68%	58%	62%	56%	58%	53%	56%	50%	55%	54%
京东销售额（百万元）	1191	1463	1170	1774	1365	1703	1373	1708	1531	1896	1410
yoy	39%	59%	6%	24%	15%	16%	17%	-4%	12%	11%	3%
占比	29%	31%	26%	25%	27%	26%	25%	23%	27%	25%	23%
抖音销售额（百万元）	327	33	733	884	805	1067	1169	1617	1335	1478	1462
yoy				178%	146%	3106%	60%	83%	66%	39%	25%
占比	8%	1%	16%	13%	16%	16%	21%	21%	23%	20%	24%

# 02

**猫粮：  
拟人化趋势显著，重  
视工艺、原料创新**

**成长性突出，量增主要驱动、消费升级较狗粮也更突出。**

猫粮过去10年的复合增速29%，其中量的复合增速23%。

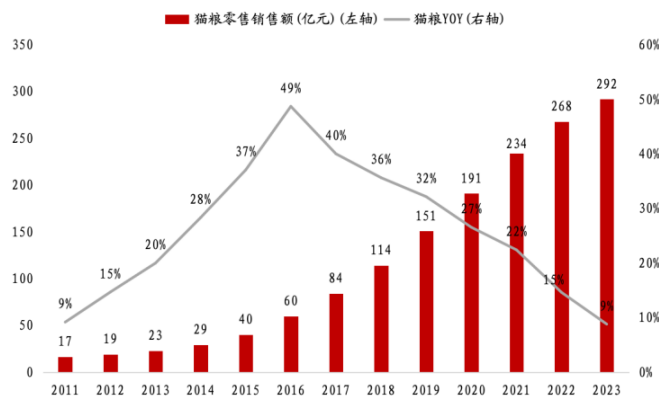
相比于宠物狗，宠物猫由于养宠时间占用少，客户画像更加年轻，宠物数量&家庭渗透率提升速度较狗也就更快。同时猫是肉食属性，相较于狗杂食属性，猫的主粮粘性很强，供给侧产品迭代和工艺升级趋势较狗的主粮更加明确。

截至2023年，美国家庭养猫渗透率达到38%、中国仅为15%；美国猫粮渗透率97%、中国仅为39%，均有很强的成长空间。

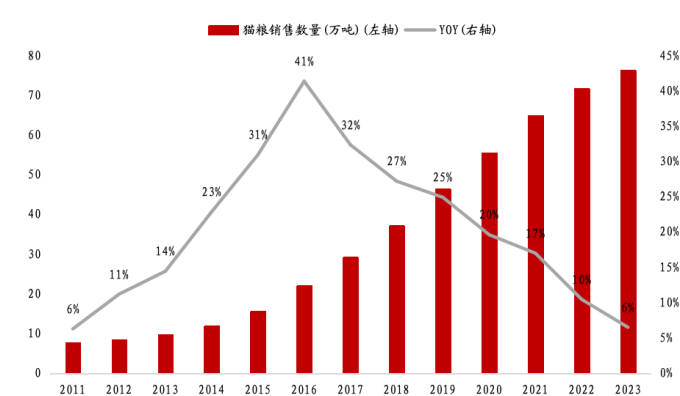
**2023年我国的猫粮规模达到292亿元，其中主粮占比74%最为核心，也是企业竞争的必争之地。**

企业排序来看，猫粮做的最大的是皇家，23年份额7.1%，14-23年提升1.1pct；**麦富迪**为第二品牌23年份额6.5%，14-23年3.4pct。

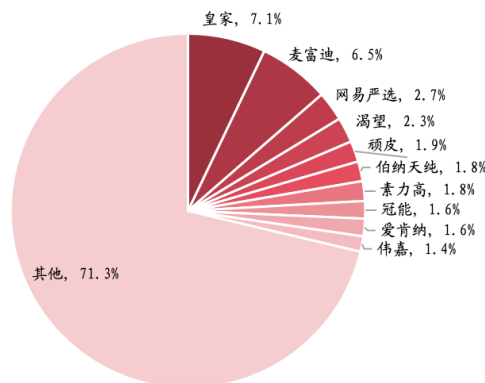
图：猫粮市场规模



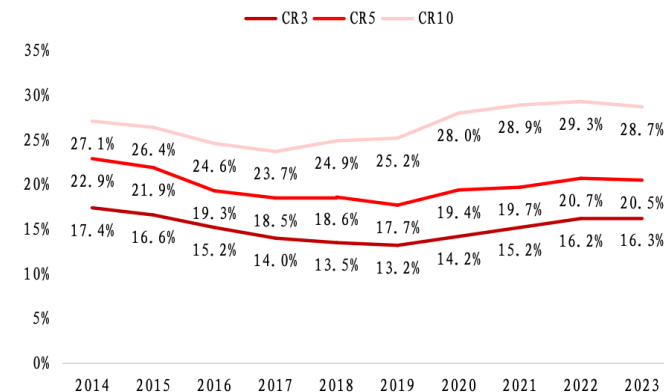
图：猫粮销售量



图：2023年猫粮TOP10品牌



图：猫粮品牌格局变化



**猫粮产品结构：主粮74%、湿粮21%、零食6%。具体来看：**

- ◆ **主粮：**主粮品类相比湿粮与零食高粘性，且深耕主粮后向零食、湿粮拓展亦比较顺畅，因此主粮品质需求最高、竞争最为激烈。产品要求较高的情况下，工艺、原料两个维度的更新迭代和创新能力尤其重要。这个维度**乖宝的麦富迪、弗列加特**领先优势突出，此外**鲜朗、蓝氏**也有开创。
- ◆ **湿粮：**湿粮为近年来基于宠物补水需求下在零食罐品类基础上的升级品类，但从消费者主要喂养模式看仍为主粮的配合产品，产品属性更接近零食。从格局角度看，根据欧睿数据，**中宠的顽皮**领先优势较为明显。
- ◆ **零食：**产品差异化程度低、研发周期短，粘性较弱，为猫粮食品中相对可选的品项。该细分赛道中市场空间小、竞争强度低，目前外资品牌**伊纳宝**等较为领先。

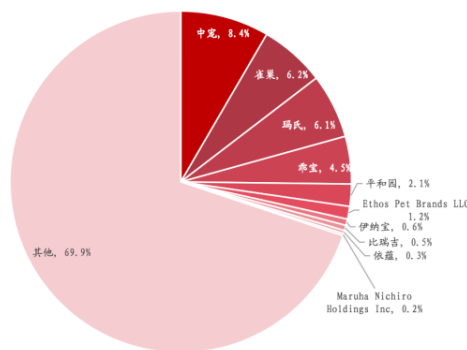
图：猫粮产品结构

	干粮	湿粮	零食
2010	82.1%	17.9%	0.0%
2011	81.9%	18.1%	0.0%
2012	81.6%	18.4%	0.0%
2013	80.6%	19.4%	0.0%
2014	80.6%	19.4%	0.0%
2015	80.2%	19.8%	0.0%
2016	79.0%	20.0%	1.0%
2017	77.3%	20.2%	2.5%
2018	75.5%	20.4%	4.0%
2019	73.3%	21.3%	5.4%
2020	71.9%	22.2%	5.9%
2021	73.1%	21.0%	5.9%
2022	73.2%	21.1%	5.7%
2023	73.7%	20.7%	5.6%

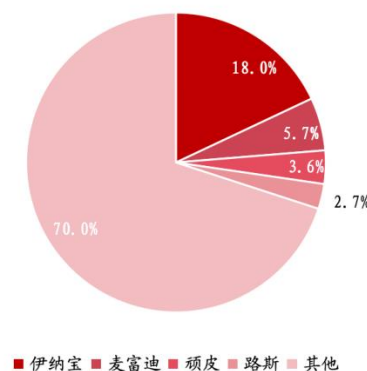
图：干粮价格段变化

	经济干粮	中档干粮	高端干粮
2010	9.92%	81.64%	8.44%
2011	9.62%	81.63%	8.74%
2012	9.47%	81.37%	9.16%
2013	9.32%	80.80%	9.88%
2014	9.07%	80.61%	10.32%
2015	8.84%	80.57%	10.60%
2016	8.61%	80.58%	10.81%
2017	8.60%	80.22%	11.19%
2018	8.59%	79.90%	11.52%
2019	9.02%	79.33%	11.66%
2020	9.30%	78.50%	12.20%
2021	9.28%	78.07%	12.65%
2022	9.20%	78.23%	12.57%
2023	9.03%	78.34%	12.63%

图：2023年猫湿粮公司占比前十



图：2023年猫零食品牌占比前四



国货品牌集中发力高成长的猫粮赛道，创新快、抢占中端价格带。

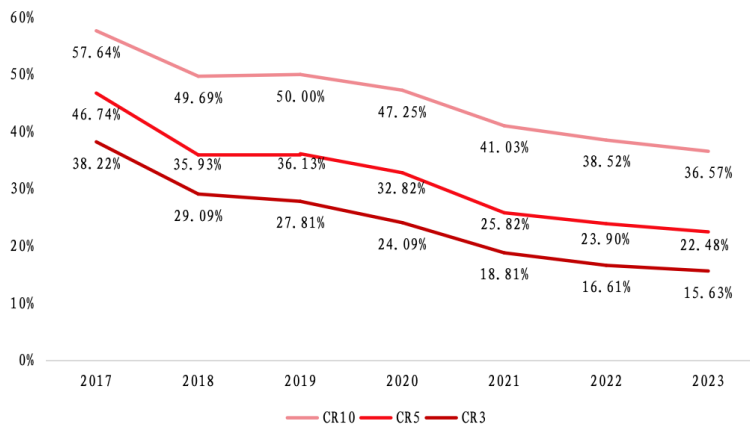
猫主粮赛道成长性突出，为国产品牌优先发力赛道，CR10从17年57.64%到23年的36.57%。

集中度下降主要系外资龙头皇家份额持续被国产新兴品牌与新崛起海外龙头瓜分，其中皇家的份额从17年27.4%降至23年6.7%。

不同于一线进口品牌渴望、素力高等，国产品牌更多是抢夺二线进口品牌份额并在市场快速爬升至5-10名，近年快速成长的麦富迪、弗列加特、蓝氏、诚实一口、鲜朗，包括在抖音渠道发力的喵梵思份额均有快速提升。

价格定位来看，外资品牌主要占据高端及超高端市场，国产品牌贴合国内用户需求的差异化产品和高强度营销投放快速崛起，占领大部分中低端市场，对应中高端、中端价格带的产品创新快。

图：天猫猫主粮竞争格局（2017年-2023年）



图：猫粮品牌价格梯队



表：天猫猫主粮销售与份额变化

品牌	百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
海外品牌	皇家 Royal Canin	219	296	397	383	351	446	447
	份额	27.4%	20.3%	16.0%	10.8%	7.2%	7.3%	6.7%
	生鲜本能 Nature's Variety Instinct	2.3	12	12	40	132	203	302
	份额	0.3%	0.8%	0.5%	1.1%	2.7%	3.3%	4.5%
	渴望 Orijen	12	73	157	215	293	322	239
	份额	1.5%	5.0%	6.3%	6.0%	6.0%	5.3%	3.6%
	冠能 Pro Plan	4.8	41	92	130	132	119	166
	份额	0.6%	2.8%	3.7%	3.6%	2.7%	1.9%	2.5%
	素力高 Solid Gold	14	19	11	75	172	150	162
	份额	1.8%	1.3%	0.4%	2.1%	3.5%	2.5%	2.4%
爱肯拿 Acana	1.9	19	76	160	271	203	198	
份额	0.2%	1.3%	3.1%	4.5%	5.6%	3.3%	3.0%	
伯纳天纯 Pure&natural	12	27	60	82	83	85	86	
份额	1.5%	1.8%	2.4%	2.3%	1.7%	1.4%	1.3%	
国产品牌	网易严选	-	0.4	12	54	143	249	299
	份额	-	0.0%	0.5%	1.5%	2.9%	4.1%	4.5%
	蓝氏 Legend Sandy	0.5	0.9	2.5	5.8	18	132	220
	份额	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	2.2%	3.3%
	麦富迪 Myfoodie	9.2	24	74	151	165	177	208
	份额	1.2%	1.6%	3.0%	4.2%	3.4%	2.9%	3.1%
	诚实一口	-	-	-	3.7	50	101	202
	份额	-	-	-	0.1%	1.0%	1.7%	3.0%
	鲜朗	-	-	-	0.3	26	113	171
	份额	-	-	-	0.0%	0.5%	1.8%	2.6%
醇粹 Purich	1.3	1.7	2.6	7.5	17	78	156	
份额	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	1.3%	2.3%	
卫仕 Nourse	-	0	9	74	169	243	158	
份额	-	0.0%	0.4%	2.1%	3.5%	4.0%	2.4%	
弗列加特 Fregate	-	-	-	0.3	4.8	30	74	
份额	-	-	-	0.0%	0.1%	0.5%	1.1%	
凯锐思 Keres	-	45	115	125	168	181	149	
份额	-	3.1%	4.6%	3.5%	3.5%	3.0%	2.2%	
江小傲	-	0.3	0.3	11	49	184	154	
份额	-	0.0%	0.0%	0.3%	1.0%	3.0%	2.3%	
阿飞和巴弟 Alfio&buddy	-	0	0.1	4	83	149	132	
份额	-	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	2.4%	2.0%	



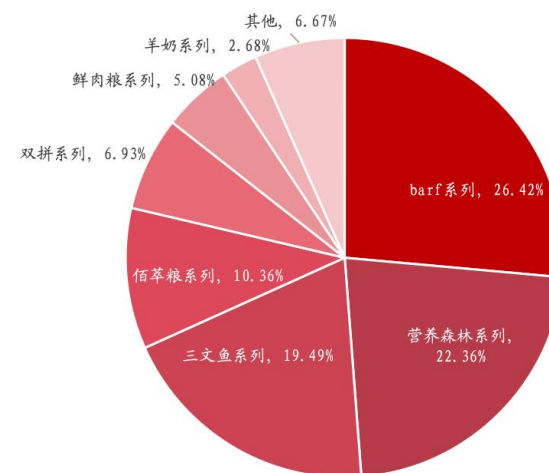
中端价格带除了质价比外，值得注意的是**麦富迪**在该价格段，创新优势也较明显，Barf、羊奶肉等核心系列在推出时均为市场中领先的创新型产品。对比其余国货品牌，中档价格段主要品牌的核心产品线创新属性较弱，如诚实一口P40系列，网易严选无谷三文鱼均为国内已有成熟概念。

(3) 低端价格带：白牌粮主要价格段，**麦富迪**品牌加持表现突出。核心产品位于低端价格带的品牌包括力狼、好主人、靓贝等，集中在10-15元/斤。在这个价格段中，麦富迪在产品性价比优势并不明显，典型如营养森林、三文鱼油系列在更高的价格上营养价值承诺、配方中鲜肉含量相比竞争对手并不具备优势，这些产品销售的突出表现可以判断**麦富迪**在低价格段中的竞争更凸显品牌优势。

图：低端猫粮产品&amp;品牌梳理

品牌	单价 (元/斤)	产品	配方	营养价值承诺
	10	全价牛肉三文鱼英短布偶成猫幼猫全阶段流浪猫国产猫粮	原料组成：玉米、牛肉粉(14%)、三文鱼(5%)、鸡油、膨化大豆蛋白、鱼油(2%)、甜菜粕颗粒、丝兰粉、宠物饲料复合调味料；	蛋白质 > 28%，粗脂肪 > 12%
	10	全价幼猫成猫增肥发腮双拼鸡肉冻干挑嘴猫粮	原料组成：鲜鸡肉(28%)、玉米、糙米、全小麦粉、鸭肉粉、鸡肉粉、鸡油、牛油、甜菜粕(CP2)、三文鱼、牛肉粉、牛肉粉、蛋粉(1%)、鸡水粉、冻干骨、冻干骨、冻干鸡粉、脱水鸡肉、脱水鸡肉、脱水牛肉、谷朊粉、苜蓿、车前子、绿芦粟粉、葡萄糖粉(0.1%)、丝兰粉。	粗蛋白质 > 31.54%，粗脂肪 > 19.8%
	12	三文鱼油成猫幼猫天然专用粮	原料组成：三文鱼(27%)、鸡肉、玉米、牛肉骨粉、鸡油、鱼油(3%)、豆粕、玉米蛋白粉、甜菜粕(2%)、胡萝卜粉、绿茶粉(0.1%)、亚麻籽油	蛋白质 > 26%，粗脂肪 > 10%
	13	营养森林系列牛肉冻干全期猫粮	原料组成：鲜鸡肉(15%)、冻牛肉(12%)、鸡肉粉(10%)、大米、玉米、小麦、鸡油、玉米蛋白粉、豆粕、三文鱼粉(3%)、甜菜粕、鸡肝粉、牛油、鱼油、蛋黄粉(1.2%)、纤维素、冻带骨鸡肉(1%)、冻鸡心(0.5%)、冻鸡肝(0.5%)、蔓越莓干(0.5%)、蓝莓干(0.5%)、南瓜粉(0.5%)、紫薯粉(0.5%)、菠菜粉(0.5%)、番茄粉(0.3%)、牛油果粉(0.3%)	粗蛋白质 > 30%，粗脂肪 > 12%
	13	理想成猫粮	原料组成：脱水鸡肉(74%)、金枪鱼(6%)、马铃薯粉、鸡油(4%)、脱水鸡肝(3%)、甘薯粉、木薯粉、鱼油(来自鲑鱼1%)、纤维素、丝兰粉。	粗蛋白质 > 40%，粗脂肪 > 18%
	15	牛肉三文鱼口味成猫通用粮	配料组成：谷物及其制品、肉类及其制品(鸡油 > 2%)、矿物质、甜菜粕、宠物饲料复合调味料、鱼油(≥0.5%)、蛋粉、木糖、鱼粉(≥0.05%)	粗蛋白质 > 27%，粗脂肪 > 10%

图：2024年至今麦富迪天猫猫粮产品结构



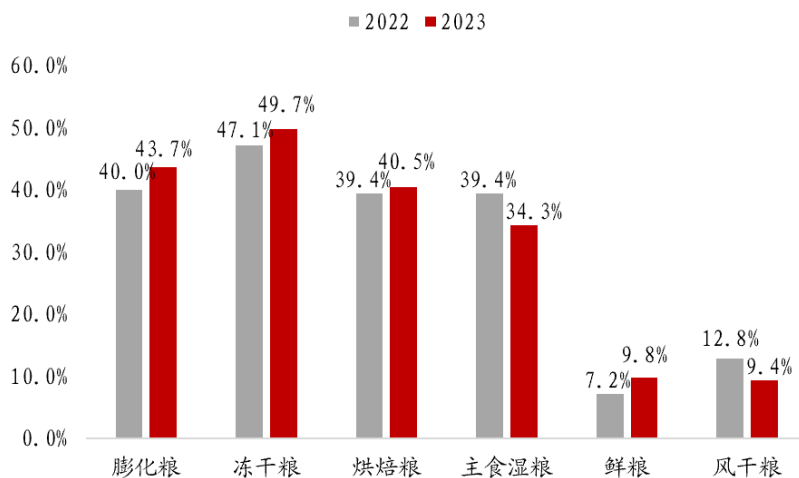
中端价格市场国货品牌最有竞争力，通过产品迭代、电商运营实现份额提升，产品质价比平衡发展。部分国货品牌通过工艺、原料升级从中端市场向高端市场延伸，是实现突破的核心路径：

### 1) 对肉含量的需求驱动工艺升级

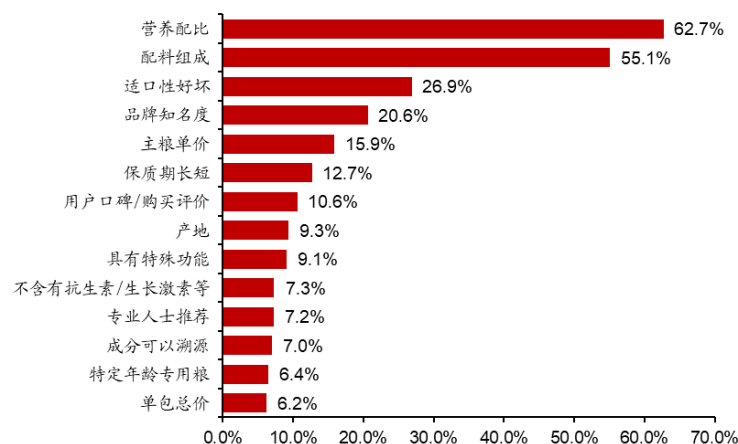
消费者对宠物食品肉含量关注度持续提升。2023年，宠物猫主人对冻干粮、烘焙粮、膨化粮偏好度高，选择率均已超过40%。其中冻干粮最受欢迎，渗透率接近50%。消费者对猫粮产品中成分认识不断提高，越来越寻找肉含量更高、成分更新鲜、肉质来源质量更好的产品。此外宠主更愿意购买食材更新鲜、营养含量更高的烘焙粮和冻干粮，愿意为复杂工艺付出更高价格。

根据《2022年中国宠物行业白皮书》显示，宠物主在主粮消费决策因素中，最关注宠食产品营养配比与配料组成，2022年关注度分别为62.7%/55.1%，较2021年同比+7.6pct/+8.6pct，反而对主粮单价与单包总价关注度显著降低。而在配料组成的具体关注因素上，是否使用鲜肉和含肉量成为主要关注点，2022年关注度分别为72.7%和63.5%。

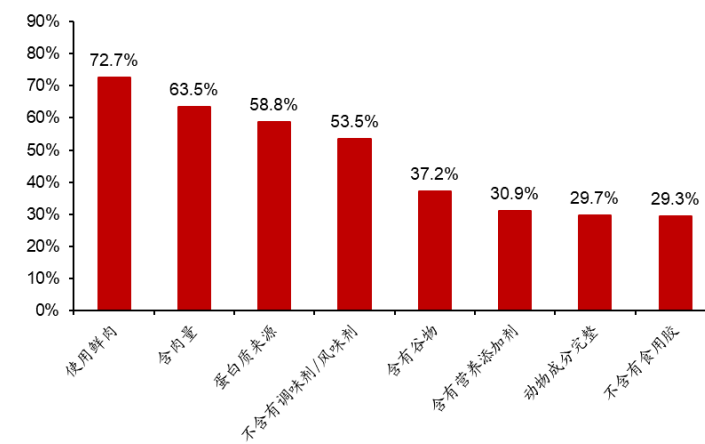
图：近两年宠物猫主人购买主粮品类



图：2022年中国宠物主主粮消费决策因素



图：2022年中国宠物主配料组成关注因素

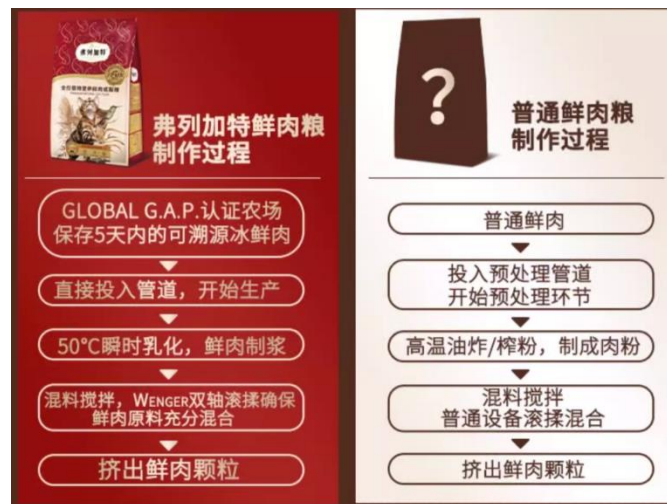


弗列加特通过稀缺进口设备与工艺升级实现高鲜肉添加，率先定位鲜肉粮，绑定这一成长赛道。乖宝宠物20年推出弗列加特系列，依托公司稀缺的Wenger设备，实现了肉浆直接制粮，无需制成肉粉，实现高鲜肉添加并保留营养价值，其核心产品为35元/斤的全价高肉天然粮，鸡肉和乳鸽配方的鲜肉含量均超过70%。此外公司也推出了价格为44元/斤的全价鲜肉烘焙猫粮。其中鸡肉配方中鲜鸡肉占比62%，鲜带骨鸡腿肉占比23%；乳鸽配方中鲜乳鸽肉占比45%，鲜鸡肉占比40%，两种配方鲜肉占比均超过85%。截至8月，弗列加特鲜肉粮和烘焙粮产品在旗舰店销量占比分别为15.5%/35.6%。

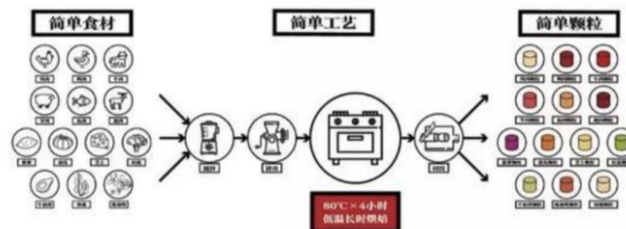
低温烘焙技术兴起，提升产品鲜肉含量与营养价值。烘焙粮一般全称低温烘焙粮，其不经过高温膨化的过程，而是将原料放入90°C左右的烤箱烘烤、灭菌后，再使用烘干机进行低温脱水而制成。相比于高温膨化粮，低温烘焙粮可以完全无淀粉添加，也可以直接用鲜肉制作，更有利于纯肉食性宠物食用。此外由于生产过程温度较低，相比高温膨化粮，它可以做到氨基酸、维生素、蛋白质等营养大限度保留，颗粒干燥不油腻。整体看，烘焙粮是具有高肉含量、高营养价值的工艺升级型品类。

**鲜朗 (ROSY FRESH)：定位烘焙粮赛道，前瞻把握鲜肉粮成长趋势。**鲜朗成立于2017年，属于宠鲜生宠物用品有限公司，为浙江吉宠商贸有限公司旗下的品牌，也是行业最早一批专注定位烘焙粮的品牌。品牌除了单价超过200元/斤的冻干主粮外，主要依靠烘焙粮覆盖40-50元/斤的中高端价格带，2024年至今在天猫平台猫粮线上占比进入TOP5，市占率超过4%。其核心产品为烘焙全期全价猫粮，单价从禽肉配方的42元/斤到兔肉配方的50元/斤，均采用烘焙工艺制成。

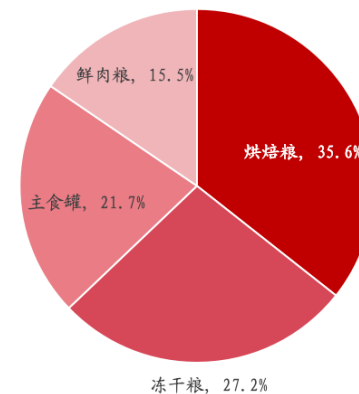
图：弗列加特鲜肉制造工艺升级



图：烘焙粮制造工艺



图：弗列加特产品结构



图：鲜朗烘焙全期全价猫粮 (42元/斤)



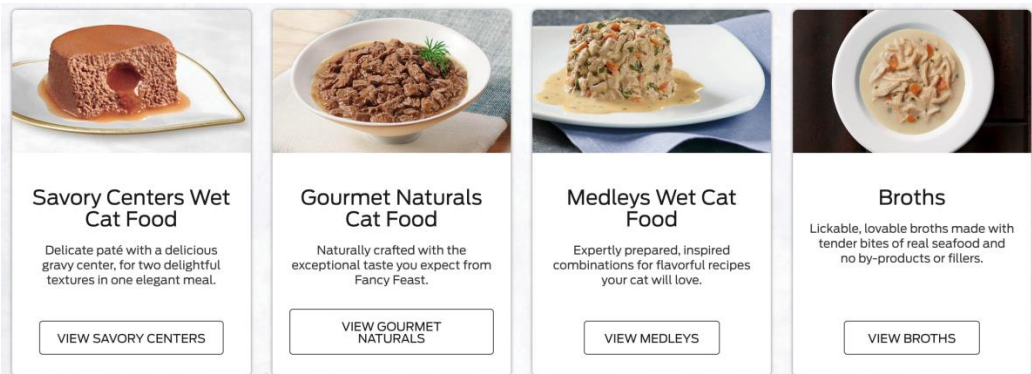
## 2) 宠食拟人化趋势下，珍稀肉质来源亦成为国产企业发力方向

**猫粮高粘性，产品研发方向提升适口性同时满足宠物主宠食拟人化需求。**由于猫粮天然具有高粘性，在满足宠物营养需求与适口性需要下，往往不会更换。因此猫粮在宠物需求端研发方向主要在于提升产品适口性（营养需求更易满足）。而为了满足宠物主选购的心理需求，猫粮企业在产品配方与宣传方向上更拟人化，以日本第一品牌伊纳宝为例，产品升级迭代方向主要在于不同肉类添加、“肉汤”等处理方式、天然等原料来源上。美国龙头品牌Fancy Feast产品矩阵也遵从该特点。

**对应到国内，除了鸡肉等传统肉类来源外，鹌鹑、鹿、鸽、兔等新兴肉类来源正逐渐成为猫粮品牌和制造商的创新原料。**例如与传统的牛羊肉和鸡肉等肉类来源相比，兔肉的蛋白质和氨基酸含量更高，脂肪含量更低，对猫来说更营养、更容易消化，且能有效帮助控制体重和预防肥胖问题。未来制造商将进一步创新肉类来源，创造差异化产品。

例如蓝氏的猎鸟乳鸽系列猫粮就是热销的创新产品之一。蓝氏（LEGENDSANDY），是吉家宠物集团（JIAPETS）旗下高品牌，品牌定位为高端天然宠粮。其核心产品猎鸟乳鸽系列以乳鸽为主要原料，搭配独特的甜甜圈颗粒外观和主食冻干。每袋约含有2只完整的乳鸽，配比10%软骨+15%内脏+75%肌肉组织，拥有高蛋白+高肉量+高粗蛋白消化率和92%的动物原料的配置，一跃成为蓝氏的大爆款产品，天猫销售量已超500万包，连续两年稳居天猫销量Top1。

图：Fancy Feast产品矩阵



图：蓝氏猎鸟乳鸽全价猫粮（32元/斤）



**原料组成：**鲜鸡肉（30%）、鲜乳鸽（17%）、鸡肉粉（15%）、鳕鱼粉（10%）、鸡油（4%）、红薯颗粒（4%）、木薯淀粉（3.8%）、鸡蛋（3%）、鲱鱼油（1.8%）、新鲜西红柿（1.8%）、新鲜西兰花（1.6%）、新鲜欧芹（1.3%）、牛油（1.2%）、新鲜南瓜（1.1%）、啤酒酵母粉（1%）、苜蓿草颗粒（1%）、蔓越莓粉（0.3%）、螺旋藻粉（0.1%）、车前子（0.1%）、葡萄糖胺盐酸盐（800mg/kg）。

**添加剂组成：**果寡糖、甘露寡糖、硫酸软骨素、维生素E、维生素C、烟酸、维生素A、维生素B1、D-泛酸钙、维生素B2、维生素B6、维生素B12、叶酸、维生素D3、D-生物素、牛磺酸、蛋氨酸锌螯合物、蛋氨酸铁螯合物、蛋氨酸锰螯合物、蛋氨酸铜螯合物、酵母硒、氯化胆碱、磷酸氢钙、枯草芽孢杆菌 $1 \times 10^{10}$ CFU/kg、凝结芽孢杆菌 $5 \times 10^9$ CFU/kg、地衣芽孢杆菌 $1.5 \times 10^{10}$ CFU/kg、天然类固醇萨西皂角苷（源自丝兰）、茶多酚、迷迭香提取物。

**冻干生骨肉（6%）：**原料组成：鲜鸡肉、鲜乳鸽、三文鱼、鲜鸡骨、冻鸡肝、微生物发酵类制品【后生元（4%）】。添加剂组成：枯草芽孢杆菌、维生素A、维生素D3、维生素E、维生素B1、维生素B2、维生素B6、烟酰胺、D-泛酸钙、D-生物素、叶酸、维生素B12、蛋氨酸锰螯合物、蛋氨酸锌螯合物、蛋氨酸铁螯合物、蛋氨酸铜螯合物、酵母硒。

**冻干鸡肉碎（4%）：**原料组成：新鲜鸡胸肉。添加剂组成：无。

# 03

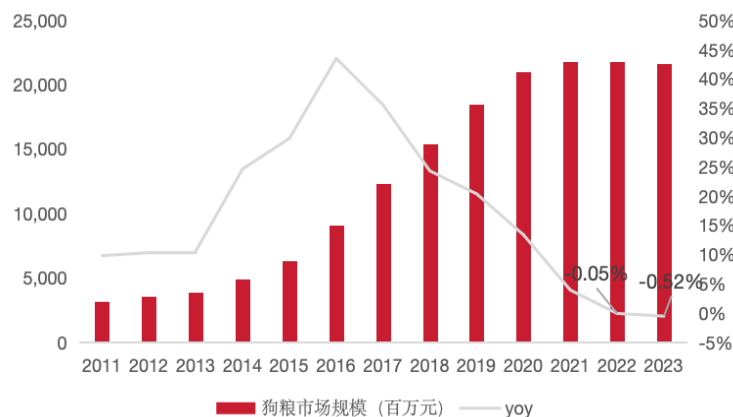
**狗粮：**  
**抓紧差异化需求，细**  
**分卡位先发优势**

狗粮规模增长放缓，消费量下降拖累，但均价增长稳健。狗粮市场近年持续下滑，主要系消费量在宠物小型化、养狗家庭数量下降等因素导致狗粮的消费量下行。但在精细化养宠趋势下均价提升，行业规模综合稳健。

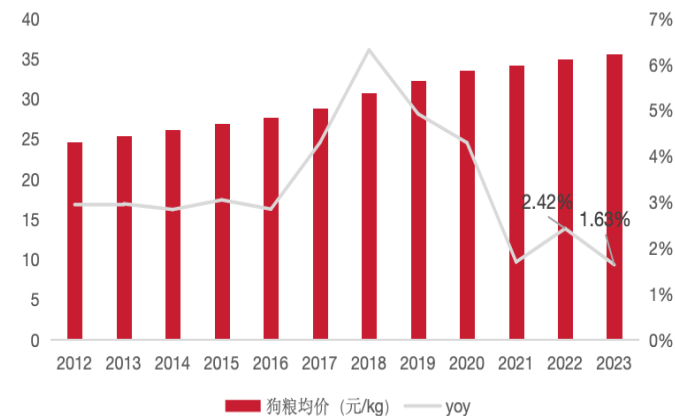
宠物狗小型化趋势&狗粮渗透率提升相对缓慢限制狗粮消费量提升，长期看狗粮渗透率提升具空间。由于城市化、部分地区养犬限制与卫生环境事件限制，养宠家庭渗透率近年下降至16%实现企稳。狗粮渗透率提升驱动行业总量，目前我国狗粮的渗透率仅22%，对标海外如日本等国家的90%有较大提升空间。

龙头企业优势逐步巩固，格局走向集中。由于狗粮市场增长缓慢，新兴国产品牌重视度相对低，从而导致狗粮整体格局变化较猫粮更缓慢，且行业集中趋势明显，内外资龙头都表现较好。核心龙头包括**麦富迪**、**皇家**等份额稳增。

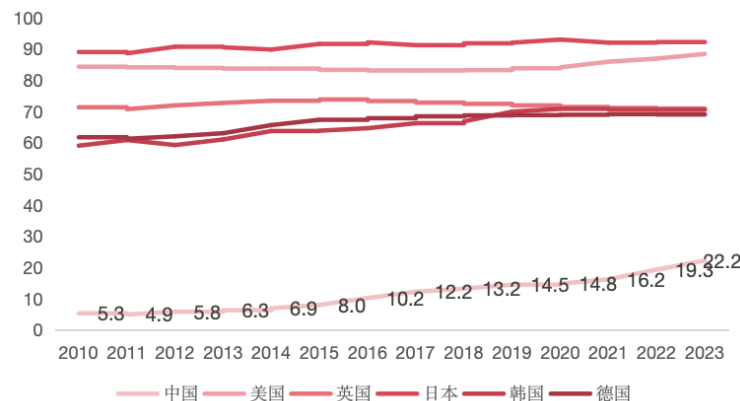
图：狗粮市场规模与增速



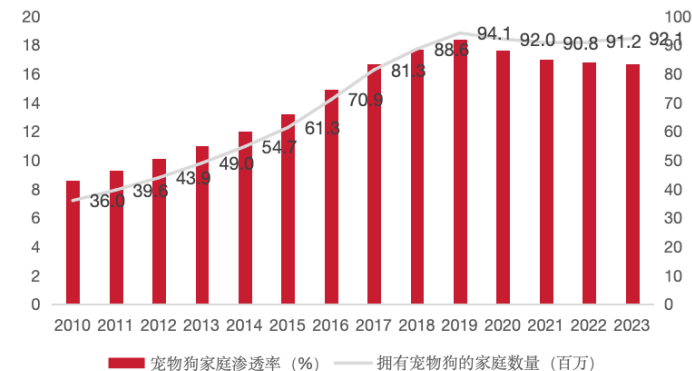
图：狗粮均价与增速



图：各国狗粮渗透率 (%)



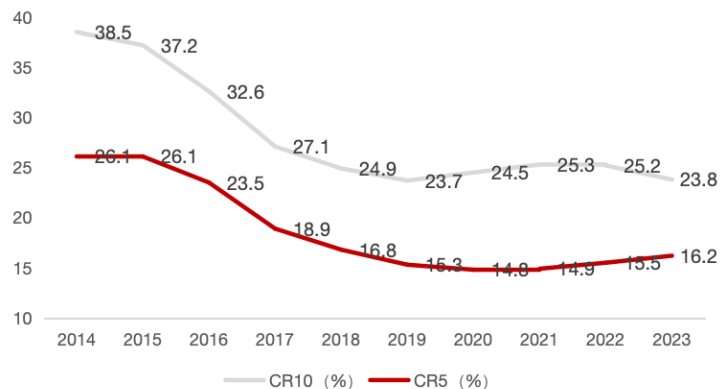
图：拥有宠物狗家庭数量（右）与宠物狗家庭渗透率（左）



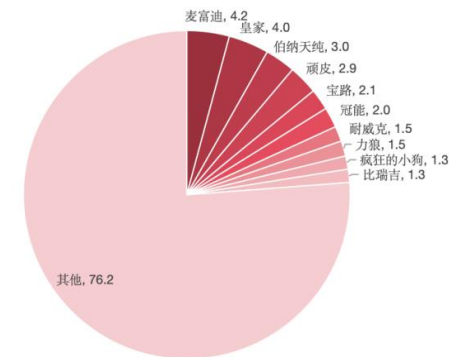
狗粮产品结构具体分拆：主粮84%、湿粮4%、零食12%。

- ◆ **主粮**：犬杂食属性使得狗主粮粘性弱于猫主粮，对应龙头企业通过精细化的产品定位提升品牌粘性。但由于赛道成长性较弱，企业针对性研发较少，因此更多的是明确定位，而不是产品创新。
- ◆ **湿粮**：犬大食量和自主补水特点限制湿粮发展，整体占比较低。
- ◆ **零食**：狗零食产品与猫零食特点相近，差异化程度低，研发周期短。格局角度顽皮优势在这个赛道最为明显，且由于品类特点，赛道竞争环境良好，行业集中度持续提升，23年中宠股份的**顽皮**在这个赛道的占比达到20.8%。

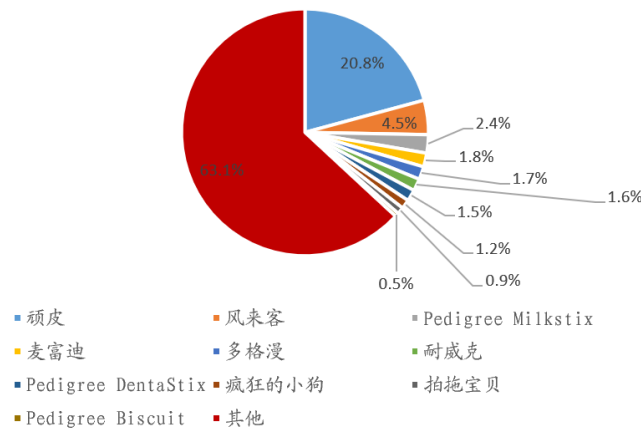
图：头部企业份额2020年开始稳步上升



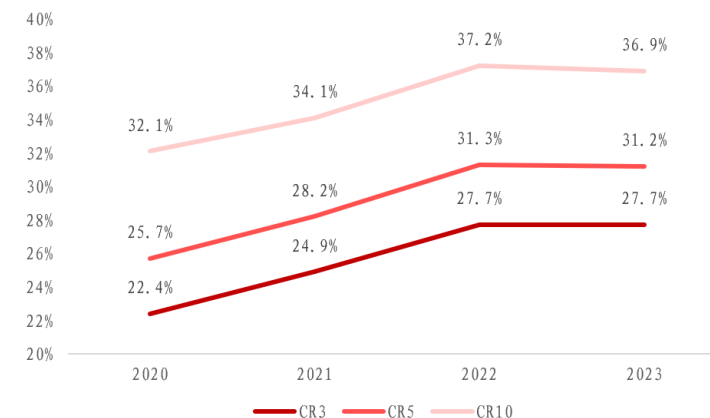
图：狗粮市场格局



图：2023年狗零食品牌占比前十



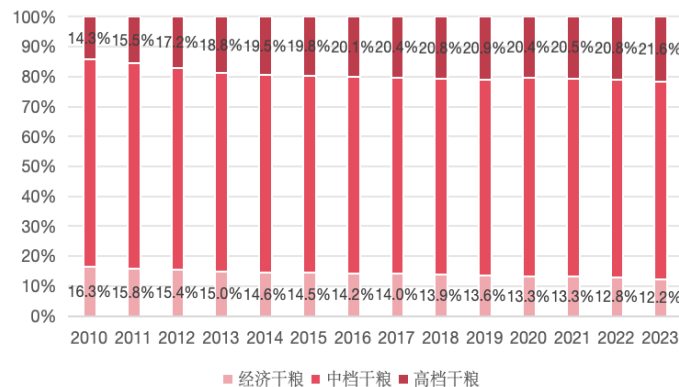
图：狗零食竞争格局 (2020年-2023年)



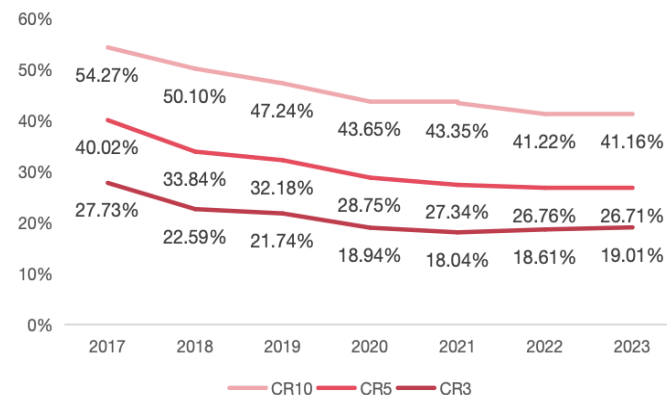
新养狗人群较少&狗粮渗透率爬升相对缓慢，国内狗粮具有明显精细化趋势。不同于猫粮新养宠家庭&猫粮渗透率提升仍处于快速阶段，狗粮由于养狗家庭数量稳定且年纪偏长，对应企业产品更倾向于深耕现有客群，产品精细化趋势显著，对应狗干粮中高端比例提升。

赛道成长性较弱，新晋企业较少，竞争激烈的线上渠道观测市场份额也实现企稳，龙头企业份额开始提升。线上竞争与行业整体竞争情况相近，在新企业较少的情况下，竞争激烈程度较猫粮显著弱化，行业从21-23年持续集中。

图：高端干粮比例持续提升



图：天猫狗主粮竞争格局



表：天猫狗主粮销售与份额变化

	百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
海外品牌	皇家 Royal Canin	197	190	188	169	171	184	197
	份额	10.1%	7.5%	5.9%	5.1%	4.8%	5.3%	5.7%
	爱肯拿 Acana	1.9	11	19	67	125	99	110
	份额	0.1%	0.4%	0.6%	2.0%	3.5%	2.9%	3.2%
	渴望 Orijen	5.3	34	54	72	96	90	94
	份额	0.3%	1.3%	1.7%	2.2%	2.7%	2.6%	2.7%
	滋益巅峰 Ziwi	0.1	1.2	15	25	33	33	44
	份额	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	1.3%
	冠能 Pro Plan	49	59	70	72	79	61	59
	份额				2.2%	2.2%	1.8%	1.7%
国产品牌	麦富迪 Myfoodie	59	93	165	262	281	253	250
	份额	3.0%	3.7%	5.2%	7.9%	7.9%	7.3%	7.3%
	伯纳天纯 Pure&natural	100	120	169	186	190	204	208
	份额	5.1%	4.7%	5.3%	5.6%	5.3%	5.9%	6.0%
	比乐 Bile	9	18	50	111	145	136	133
	份额	0.5%	0.7%	1.6%	3.3%	4.1%	3.9%	3.9%
	疯狂小狗	163	211	279	184	170	145	132
	份额	8.4%	8.3%	8.7%	5.5%	4.8%	4.2%	3.8%
	凯锐思 Keres	4.5	166	229	158	161	129	122
	份额	0.2%	6.5%	7.2%	4.7%	4.5%	3.7%	3.5%
	力狼	27	36	78	84	91	96	81
	份额	1.4%	1.4%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	2.4%
	汪爸爸	-	-	-	6.4	26	65	72
	份额				0.2%	0.7%	1.9%	2.1%
	鲜朗	-	-	-	-	4.2	28	57
份额					0.1%	0.8%	1.7%	
网易严选	-	-	-	2	11	35	49	
份额				0.1%	0.3%	1.0%	1.4%	
诚实一口	-	-	-	-	2.4	6.9	47	
份额					0.1%	0.2%	1.4%	
比瑞吉 Nature Bridge	179	173	158	130	113	68	50	
份额					3.2%	2.0%	1.5%	

深耕现有用户下，国产狗粮体现较强的精细化趋势，分犬型、犬种、功效的产品快速迭代。由于行业整体增长较缓，而狗粮又是犬杂食属性、对不同食品容忍度较强，粘性相对弱于猫。针对现有用户，厂商通过精细化提高对消费者的绑定，对应从产品看，分犬型、犬种、功效的产品线进行迭代。其中国产品牌主要以性价比优势占据中端市场，部分品牌依托工艺升级&珍稀原材料等产品差异化实现价格带提升，该特点与猫粮赛道较为接近。

图：狗粮主要产品一览



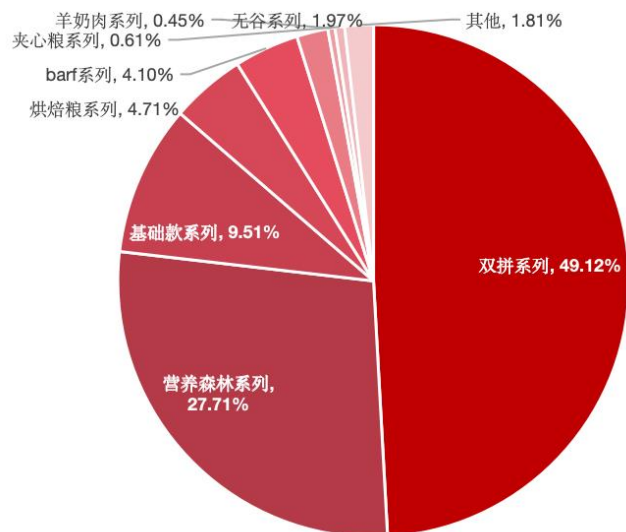
图：狗主粮品牌价格带



总结来说，狗粮市场体现出三个趋势：1) **精细化喂养、工艺升级**。通用性产品占比较低，产品线多细分至具体犬种；国货通过工艺升级实现价格段提升，尤其烘焙粮产品主要企业与品牌均有参与；2) **尤其是高端赛道相对空白**。以麦富迪为例目前涵盖狗粮7个系列，猫粮12个系列，细分SKU猫粮也领先狗粮；此外国货品牌较少对于高端定位狗粮进行定向突破，因此佩蒂股份**爵宴**的风干粮定位高端实现差异化，表现良好；3) **研发创新弱、多从猫粮延伸至狗粮**。如麦富迪的Barf、羊奶肉等。

**麦富迪**：双拼&营养森林等中低价格段产品为主，烘焙粮、Barf等中高端系列占比逐步提升。麦富迪近年在狗粮领域新系列较少，多为猫粮系列在狗粮领域的复用，从销售结构中低价格段的双拼粮、营养森林系列依然为当前主力产品。

图：麦富迪狗粮产品结构



图：麦富迪狗主粮与猫主粮系列对比

犬主粮	猫主粮
> 霸弗狗粮	> 霸弗猫粮
> 鲜肉烘焙狗粮	> 霸弗烘焙猫粮
> 营养森林狗粮	> 霸弗主食冻干
> 牛肉双拼狗粮	> 羊奶鲜肉猫粮
> 无谷冻干狗粮	> 羊奶鲜肉主食冻干
> 鲜肉夹心狗粮	> 50%鲜肉猫粮
> 羊奶鲜肉狗粮	> 鲜肉夹心猫粮
	> 冻干双拼猫粮
	> 无谷冻干猫粮
	> 营养森林天然猫粮
	> 三文鱼油N5天然猫粮
	> 天然鱼油猫粮













04

**投资建议：**  
**产品力为基，渠道、**  
**品宣缺一不可**

正如前文分析，国货品牌基于产品工艺材料创新、自建产能的规模优势，产品力突出，在质量、创新、价格等多维度已显著领先海外品牌。此外近年内容电商的崛起为优质单品曝光提供机会，优质国货从而实现弯道超车。

美日等优质的产品企业在海外均擅长线下渠道打法，对抖音等新兴渠道的切入和把握较国货龙头也有不足。叠加优质国货产品力已经实现赶超，国货份额持续提升。除了国货龙头抢占外资品牌的份额，国货内部格局也有一定集中趋势，和一级行业新兴品牌数量减少、国货龙头创新规模卡位优势显现都有关系。总结以上，有能力把握成长性消费需求并以最快速度推出产品抢占细分赛道的国货龙头份额或有长期提升。当前乖宝宠物已经验证，而如中宠、佩蒂等国货龙头也值得期待。持续推荐乖宝宠物，并重视中宠股份、佩蒂股份自主品牌拐点。

图：主要品牌布局梳理

		乖宝宠物		中宠股份			佩蒂股份		玛氏			雀巢	Ziwi
公司简介	23年收入(亿)	43.27		37.47			14.11						
	23年利润(亿)	4.29		2.33			-0.11						
	23年收入结构	内销66%，外销34%		内销29%，外销71%			内销25%，国外75%						
品牌介绍	品牌												
	23年线上市占率	麦富迪	弗列加特	顽皮	领先	Zeal	爵宴	好适嘉	皇家	渴望	爱肯拿	冠能	ZIWI
	定位	7% 中端	1% 高端	1% 中端	/ 中高端	/ 高端	0.4% 高端	0.1% 中端	6% 高端	3% 高端	2% 高端	2% 高端	1.4% 高端
	产品结构	主粮61%，零食37%，罐头2%	主粮72%，零食13%，罐头16%	主粮34%，零食62%，罐头5%	主粮37%，零食33%，罐头30%	主粮16%，零食65%，罐头19%	100%狗零食	主粮14%，零食17%，罐头69%	主粮94%，零食1%，罐头5%	主粮92%，零食4%，罐头4%	主粮100%	主粮96%，零食2%，罐头1%	主粮40%，零食9%，罐头51%
品类结构	猫49%，狗51%	猫100%	猫66%，狗34%	猫85%，狗15%	猫26%，狗74%	狗100%	猫93%，狗7%	猫70%，狗30%	猫73%，狗27%	猫64%，狗36%	猫72%，狗28%	猫76%，狗24%	
重点产品系列	Barf、羊奶肉、双拼粮、营养森林	0压乳鲜肉系列	100%鲜肉粮，欧一吸猫条	烘焙粮，99主食罐	0号罐，风干粮	鸭肉干	98K罐头	猫奶糕粮，处方粮	渴望鸡肉、六种鱼成猫粮	爱肯拿农场盛宴主粮	冠能幼猫粮	巅峰猫罐头	
品牌/产品卖点	Barf: 猎食食谱, 优选食材 羊奶肉: 贴近母乳原生营养	品牌: 鲜肉精准营养	品牌: 全球共享同一品质	烘焙粮: 高鲜肉高营养, 添加羊奶叶酸 99主食罐: 99%+动物蛋白	品牌: 新西兰原装进口	鸭肉干: 天然食材“0”添加	98K罐头: 低脂吃不胖	品牌: 科学喂养	品牌: 按照猫狗原始狩猎与饮食习惯喂养, 全球甄选食材	品牌: 优选原材料, 北美散养家禽	品牌: 冠能是适合宠物健康和生活的先进营养	品牌: 新西兰进口, 甄选食材, 生骨肉配方, 科学标准	

图：乖宝品牌线上销售

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
麦富迪 销售规模 (百万元)	272	368	331	485	376	477	398	512	388	523	483
麦富迪 增速	22%	41%	46%	42%	38%	30%	20%	5%	3%	10%	21%
弗列加特 销售规模 (百万元)	8	15	23	41	32	53	62	99	79	120	116
弗列加特 增速	1441%	2207%	1444%	558%	282%	247%	175%	144%	145%	129%	88%

表：2024年H1麦富迪天猫旗舰店产品系列

产品	天猫旗舰店销售额(千元)	旗舰店内部猫主粮占比	单价(元/斤)	定位	产品优势	卖点	图例
barf霸弗生骨肉天然粮	18392	31.71%	24-25	中端	原料	含80%肉骨内脏，营养88%来自动物源成分，添加6%生骨肉冻干	
barf霸弗低温烘焙粮	8329.8	14.36%	40-43	高端	原料+工艺	含90%肉骨内脏，粗蛋白>45%，粗脂肪>20%。采用三段式轻度烘焙工艺（65℃-85℃-100℃）和鲜肉乳化酶解工艺，更易消化吸收。表观消化率为91.04%，胃蛋白酶消化率高达94%。	
三文鱼油天然猫粮	13049	22.50%	11-15	低端	性价比	极致低价，营养均衡，适口性好，在中高端品牌中性价比很高	
营养森林系列	10237	17.65%	15	低端	性价比	添加益生元、果寡糖，助于肠道吸收，富含果蔬，粗蛋白质含量>30%，配比均匀，促进毛球排出，改善挑食，蛋白质和脂肪含量高于同价格带好主人、伟嘉、靓贝，超高性价比	
N5天然猫粮	3394	5.85%	16-22	中端	功能	五大核心营养：80%高纯度鱼油、绿唇贻贝、鹌鹑蛋黄、布拉氏酵母菌、微量元素，高纯度鱼油缓解毛发干燥脱落	
羊奶鲜肉猫粮	1696	2.92%	30	中高端	原料	羊奶鲜肉新概念，采用添加15%全脂羊乳的天然粮，天然食材全程无添加，除全脂羊乳外70%来自动物源成分，同时添加6%生骨肉主食冻干	
冻干双拼天然猫粮	1727.9	2.98%	11-22	中低端	性价比	双拼粮系列，添加20%鲜肉冻干肉粒，均衡营养	

品牌结构完善，中高端产品&品牌拉动升级。麦富迪为行业当前少有的低中高端产品线布局完善且都有竞争力的企业，依托Barf、羊奶肉等创新新品与弗列加特高端品牌一起发力。高端品牌弗列加特创新鲜肉概念后成分持续升级，巩固先发优势。产品力优势是公司在极度激烈的线上市场持续领先的核心原因。

麦富迪中低端品牌力驱动、中高端质价比领先，产品创新为核心基因。正如前文分析，中低端系列如营养森林、双拼粮、三文鱼油等，麦富迪的优势在于创新和品牌；而在中高端市场中，barf系列、羊奶肉系列在质价比方面明显也有超额。复盘看公司的核心产品在发布时往往为行业首发，紧抓用户差异需求做微创新。从具体产品看除了前文已介绍的弗列加特鲜肉粮系列，公司在Barf、双拼、鱼油等系列的研发上充分展现公司研发力。

**Barf系列：产品定位差异化，线上营销提升转化效果。**公司Barf系列全称biologically appropriate raw food，直译为符合生物天性的生骨肉饮食，在澳大利亚、新西兰、英国等地盛行，是澳洲兽医Dr.lan Billinghamurst提出的barf喂养理念。Barf食谱是基于进化原则的营养理念，大自然的狗狗需借由猎食动物，捡食果物来获得完整的食物链，Barf主张用现代的方法来符合狗狗原始的自然需求，即喂食生骨肉+健康食物，二者缺一不可。给狗狗提供高质量的天然蛋白质、脂肪、维生素、矿物质。**整体Barf定位在行业产品中为首发，具有显著差异性。**

**双拼粮系列：开拓全新系列，成分差异实现爆品打造。**公司于2015年开发牛肉双拼粮系列产品，开创宠物食品全新细分品类。公司牛肉双拼粮将牛肉粒与干粮混合，能够在改善宠物挑嘴问题的同时实现宠物肌肉增长、呵护皮肤与肠胃。牛肉双拼粮随后成功引爆市场，成为公司核心品类，是公司早期发展最重要的支撑产品之一。

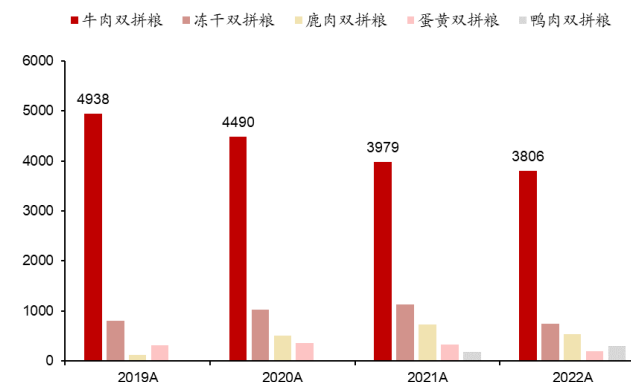
图：Barf系列特点



图：牛肉双拼粮营销广告



图：公司双拼粮系列产品销售额（万元）



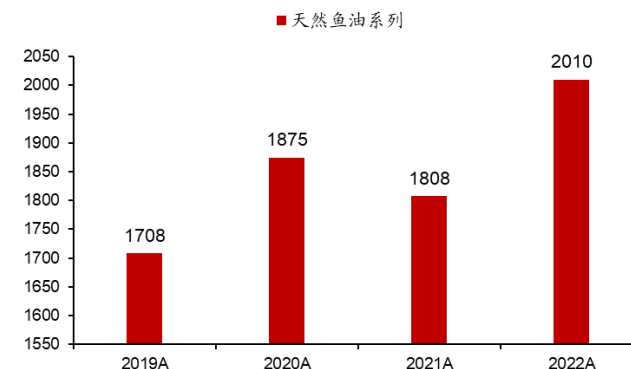
图：618头部国产品牌产能梳理

品牌	618天猫排名	代工/自产	自主产能布局/代工情况
麦富迪	1	自产	自有产能充足，截至22年粮产能12.6万吨，零食4万吨
鲜朗	3	代工/自产	河南漯河自建工厂，实现部分自产，此前依靠中誉宠物代工
蓝氏	4	自产	依靠吉家宠物（蓝氏母公司）旗下安宠生产
诚实一口	5	代工	依靠辽宁海辰、山东汉欧等大型代工厂代工
网易严选	6	代工	此前山东帅客代工，24年8月开始与山东帅客合作建厂
弗列加特	8	自产	自有产能充足，截至上市招股说明书主粮产能12.6万吨，零食4万吨
伯纳天纯	11	自产	江苏镇江自有产能
江小傲	12	代工	山东帅客等工厂代工
阿飞和巴弟	15	自产	23年与山东帅客合作投建自有工厂“理想工厂”
凯锐思	16	代工/自产	与山东帅客合作投建工厂，此外比瑞吉、福贝代工
力狼	17	自产	自建产能，截至21年产能27万吨
醇粹	19	代工	福贝、浙江科盛代工
高爷家	20	代工/自产	中宠部分代工，同时自建工厂

图：天然鱼油系列产品特点



图：2019-2022年公司天然鱼油系列产品销售额（万元）



**鱼油系列：切入蓝海市场实现爆品打造，系列升级持续增强产品力。**公司于2017年推出添加鱼油的系列猫粮产品，在此之前国内较少有品牌涉足该赛道，消费者主要通过营养剂方式为宠物猫喂养鱼油以补充Omega-3等营养元素，**因此麦富迪通过推出鱼油系列产品，在早期便切入该蓝海赛道，具有显著先发优势。**

**自有工厂降低成本，产能基础进一步带动研发，对比其他新兴品牌优势明显。**乖宝宠物自2006年开始就从事境外食品代加工业务，自有工厂产能充足，相比国内外宠物粮企业大多选择代工规模优势突出。自有工厂一方面降低成本，提高产品性价比；另一方面，**考虑主粮产品1年以上研发周期，依赖代工厂的研发模式往往难以支撑紧贴消费者需求产品的快速迭代更新。**

**盈利预测：**我们预计公司24-26年实现收入52.6/64.8/78.3亿元，分别同比+22%/23%/21%，实现归母净利润6.1/7.54/9.27亿元，分别同比+42%/24%/23%，维持买入评级。

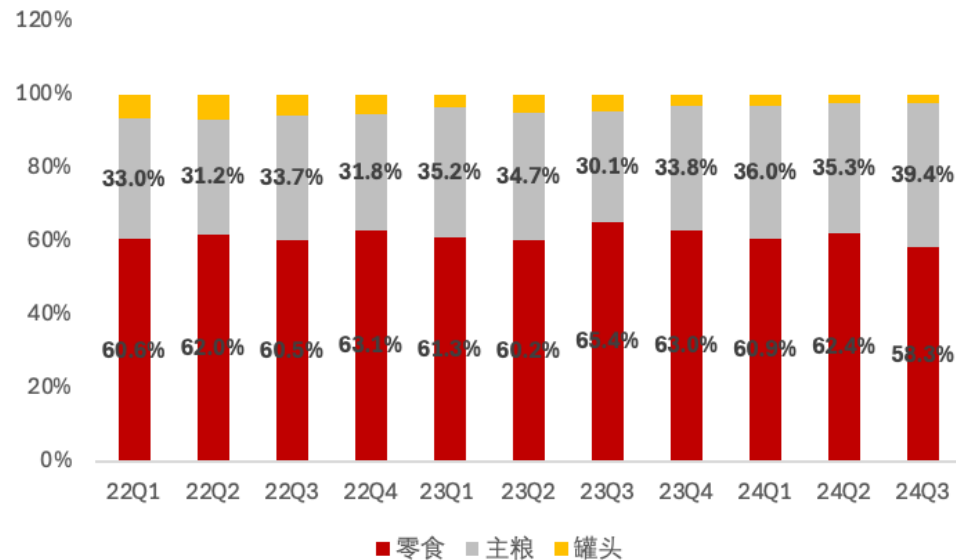
**品牌结构布局完善，三大品牌协同零食向主食升级。**公司当前形成了顽皮（中端偏低）、领先（中端偏高）、Zeal（高端）三大自主品牌矩阵，覆盖了不同价格段与不同用户群体。整体看公司依托于代工背景，品牌在零食与罐头品类中优势较为明显，近年随着自有产能释放，持续推进“聚焦主粮”战略。

**顽皮：品牌调整落地，期待主粮推新提速拉动成长。**23年中公司开始对核心自主品牌顽皮进行品牌调整，调整主要在于渠道控价、线上线产品区隔、提升主粮产品占比，品牌调整后顽皮毛利率有显著改善，主粮业务的占比和毛利率均有提升，今年公司不仅对热门大单品顽皮鱼油猫条、顽皮大满罐、顽皮冻干羊奶棒等进行了升级，同时在下半年也重磅推出了主粮产品——“100%真鲜肉，黄金蛋白好吸收”100%鲜肉全价成猫粮，后续也有多款主粮产品推新或迭代推出，随着新品推出提速，顽皮有望恢复稳健高速增长。从Q3表现看，顽皮线上销售增速已恢复至10%左右。

图：顽皮品牌线上销售



图：顽皮天猫产品结构



**领先：线上打法成熟，产品矩阵清晰，优质联名扩大品牌声量。**领先为中宠旗下线上品牌，主要产品为烘焙粮、主食罐，24年在烘焙粮赛道火热与99主食罐持续放量背景下，品牌持续高速增长。此外公司自24Q2-Q3开始与甄嬛传联名，对主粮、主食罐产品包装进行了较好的升级与优化，拉动Q3增长显著提速，在营销层面公司能力持续优化。

**Zeal：渠道价格管控有效恢复高增，推出风干粮丰富产品矩阵。**Zeal品牌为公司定位新西兰进口的高端品牌，此前产品主要聚焦于狗零食与罐头产品，由于高端品牌较依赖线下露出，此前线上线下乱价较严重，23年初开始公司推进一物一码加大渠道控价措施，23年底随着渠道控价措施落地，品牌恢复至40%+增长。基于在零食领域取得的影响力，Zeal品牌开始拓展主粮产品，扩大产品矩阵，提升目标用户群粘性，此外公司与奈娃家族联名也对品牌声量扩大贡献增量。

**盈利预测：**预计公司24-26年实现收入45.2/53.0/62.6亿元，分别同比+21%/17%/18%，实现归母净利润3.53/4.02/5.11亿元，分别同比+52%/14%/27%，维持买入评级。

图：领先品牌线上销售



图：领先甄嬛传联名



图：Zeal品牌线上销售



图：Zeal风干粮产品与奈娃家族联名



- 1.自主品牌增长不及预期。**由于赛道高成长，龙头企业优势正逐步显现，市场给予龙头企业自主品牌高估值，若龙头企业自主品牌成长性不及预期，龙头企业估值具有回调压力。
- 2.原材料价格波动。**宠物食品原材料包括鸡肉、鱼肉以及谷物等，原材料价格波动无论对自主品牌或代工业务的盈利能力均将产生影响，若原材料大幅上涨将压制企业盈利能力。
- 3.汇率波动。**在内销自主品牌外，上市公司多为外销代工业务起家，当前业务构成中代工业务利润贡献较为可观，外销代工业务受汇率波动影响较大，若短期人民币大幅升值，外销代工业务盈利能力将承压。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>