



## 买入（维持）

所属行业：农林牧渔/饲料  
当前价格(元)：21.48

### 证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003

邮箱：hehp3@tebon.com.cn

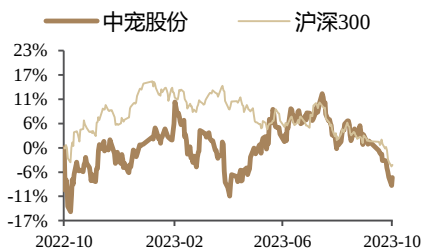
宋雨桐

资格编号：S0120523090003

邮箱：songyt@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M     |
|---------|-------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -9.75 | -6.73 | -14.01 |
| 相对涨幅(%) | -3.01 | -1.06 | -5.25  |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《中宠股份 23H1 业绩点评：外销恢复顺畅，单季盈利能力提振明显》，2023.8.4

### 股票数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股):    | 294.11      |
| 流通A股(百万股):   | 294.10      |
| 52周内股价区间(元): | 19.63-26.03 |
| 总市值(百万元):    | 6,317.57    |
| 总资产(百万元):    | 3,909.57    |
| 每股净资产(元):    | 7.17        |

资料来源：公司公告

# 中宠股份：坚定聚焦战略，品牌矩阵驱动未来成长

### 投资要点

- **宠物食品龙头，国内+国外双轮驱动。**公司成立于1998年，是国内较早从事宠物食品业务的企业之一，目前公司产品覆盖宠物主粮、零食、保健品和宠物用品等品类。公司早期专注于宠物食品的代工与出口，依托于全产业链条和稳定的产品质量，产品远销日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、韩国等全球60多个国家和地区。近年来公司双轮驱动，同步开拓国内市场与国外市场，且坚持“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”的发展战略，目前已形成以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的自主品牌矩阵，正逐步成长为公司主要增长驱动力。
- **国内：多品牌矩阵+研发基石，多维度构筑竞争优势。**22年公司境内收入9亿元，14-22年复合+42%，占主营业务比重提升至29%，我们认为公司在品牌、研发&产品、营销&渠道及供应链等多维度具备较强的综合竞争力，共同铸就企业的竞争优势。**品牌端：**对标海外巨头，建立多品牌矩阵基因，为自主品牌崛起之路奠定坚实基础；**研发&产品：**公司重视研发创新，引领底层核心技术，把握需求打造爆款。**营销&渠道：**营销精准定位消费者，通过专业展会、线下活动、代言人、综艺植入、KOL合作等多维方式提升品牌声量；**渠道方面：**全渠道布局夯实基础，线上加大电商及新零售布局，线下入股新瑞鹏扩大优势且成立专业部统筹线下品牌发展。
- **海外：全球化供应链布局与营销网络。**公司外销以代工为主，22年境外收入22.43亿元，占主营比重达71%，14-22年收入复合+23%。公司在境外市场深耕多年，凭借稳定的产品质量和良好的商业信誉在全球积累了一批长期合作的优质品牌客户，22年前五大客户占营收比重超44%。近年来公司持续强化海外供应链布局，已形成美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等自有工厂布局，助力拓展当地本土市场。
- **供应链：区位优势突出，募资助力产能扩张。**公司所在地山东省畜牧产业发达，可地理区位优势突出，另外公司在原材料采购、产品检测等方面严控流程，并建立产品可追溯体系，全流程把控产品品质。产能方面，公司多次积极募资助力产能扩张，22年可转债募资将投资建设年产6万吨高品质宠物干粮、年产4万吨新型宠物湿粮等项目，以匹配快速增长的市场需求并助力产品结构优化。
- **投资建议：**国内宠食市场处于快速扩容阶段，公司在品牌、研发&产品、营销&渠道及供应链等多维度具备较强的综合竞争力，有望享受行业增长红利；海外宠食市场仍在成长，年初受海外需求及终端品牌去库存影响略显承压，随着客户去库存的结束预计出口业务有望逐步恢复常态稳健增长状态。我们预计2023-2025年公司营业总收入分别为38.12、46.42、55.05亿元，同比分别+17.4%、+21.8%、+18.6%，预计2023-2025年归母净利润分别为1.71、2.25、2.87亿元，同比分别+61.4%、+31.8%、+27.3%。当前股价对应2023-2025年PE分别为37x、28x、22x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外需求不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动，品牌拓展不及预期。

### 主要财务数据及预测

|             | 2021   | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2,882  | 3,248 | 3,812 | 4,642 | 5,505 |
| (+/-)YOY(%) | 29.1%  | 12.7% | 17.4% | 21.8% | 18.6% |
| 净利润(百万元)    | 116    | 106   | 171   | 225   | 287   |
| (+/-)YOY(%) | -14.3% | -8.4% | 61.4% | 31.8% | 27.3% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.39   | 0.36  | 0.58  | 0.77  | 0.98  |
| 毛利率(%)      | 20.0%  | 19.8% | 23.0% | 23.7% | 24.4% |
| 净资产收益率(%)   | 6.4%   | 5.1%  | 7.6%  | 9.1%  | 10.4% |

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 全球供应链品质，中国品牌矩阵 .....              | 6  |
| 1.1. 股权结构清晰集中，核心团队较为稳定 .....         | 6  |
| 1.2. 营收规模持续扩张，品牌业务培育获效 .....         | 8  |
| 2. 国内：多品牌矩阵+研发基石，多维度构筑竞争优势 .....     | 9  |
| 2.1. 品牌：对标海外巨头，建立多品牌矩阵基因 .....       | 9  |
| 2.2. 研发&产品：引领底层核心技术+把握需求打造爆款 .....   | 12 |
| 2.3. 营销&渠道：营销精准定位消费者，全渠道布局夯实基础 ..... | 14 |
| 2.4. 行业空间：国内宠食市场兴起正当时 .....          | 18 |
| 3. 海外：全球化供应链布局与营销网络 .....            | 22 |
| 3.1. 深耕优质大客户，强化海外供应链布局 .....         | 23 |
| 3.2. 行业空间：海外市场空间广阔，有望持续增长 .....      | 24 |
| 3.2.1. 美国：宠物饲养渗透率领先，食品医疗为主要消费 .....  | 24 |
| 3.2.2. 欧洲：宠物市场稳健增长，食品消费占比超五成 .....   | 25 |
| 4. 供应链：区位优势突出，募资助力产能扩张 .....         | 26 |
| 4.1. 靠近原材料产地，严格把控产品品质 .....          | 26 |
| 4.2. 聚焦主粮，积极募资助力产能扩张 .....           | 27 |
| 5. 财务分析 .....                        | 28 |
| 6. 盈利预测 .....                        | 30 |
| 7. 风险提示 .....                        | 30 |

## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 .....                             | 6  |
| 图 2: 公司股权结构 .....                             | 7  |
| 图 3: 公司高管团队经验丰富且较为稳定 .....                    | 7  |
| 图 4: 2015-2023H1 中宠股份营收及同比 .....              | 8  |
| 图 5: 2015-2023H1 中宠股份归母净利润及同比 .....           | 8  |
| 图 6: 中宠股份境内收入占主营业务比重持续提升 .....                | 9  |
| 图 7: 中宠股份干粮收入占主营业务比重提升 .....                  | 9  |
| 图 8: 2014-23H1 公司主营业务境内收入规模及同比 .....          | 9  |
| 图 9: 23H1 公司境内收入占主营业务比重提升至 30% .....          | 9  |
| 图 10: 公司核心品牌介绍 .....                          | 10 |
| 图 11: 公司核心品牌 2021&2022 年双十一表现 .....           | 10 |
| 图 12: 2021 年 Wanpy 顽皮品牌视觉形成升级 .....           | 11 |
| 图 13: Wanpy 顽皮品牌主打“全食鲜厨房”概念 .....             | 11 |
| 图 14: ZEAL 真致品牌主要产品矩阵 .....                   | 11 |
| 图 15: Toptrees 领先全价猫粮海陆双拼粮荣获金麦品质奖 .....       | 12 |
| 图 16: 公司研发中心组织结构 .....                        | 12 |
| 图 17: 公司研发中心 .....                            | 12 |
| 图 18: 公司核心品牌爆款产品 .....                        | 14 |
| 图 19: 2021-2022 年公司双十热销产品 .....               | 14 |
| 图 20: 公司核心自主品牌营销主要动作梳理 .....                  | 15 |
| 图 21: 公司产品进入明星直播间 .....                       | 16 |
| 图 22: 公司与 KOL 积极合作内容种草 .....                  | 16 |
| 图 23: 公司主营业务收入分销售模式占比 .....                   | 16 |
| 图 24: 公司主营业务分销售模式毛利率 .....                    | 16 |
| 图 25: 公司境内销售模式 .....                          | 17 |
| 图 26: 2022 年 618 和双 11 大促公司核心自主品牌表现亮眼 .....   | 17 |
| 图 27: 新瑞鹏宠物医院家数 .....                         | 18 |
| 图 28: Wanpy 线下主题门店 .....                      | 18 |
| 图 29: 2012-2022 年我国城镇宠物（犬猫）消费市场复合增长 23% ..... | 19 |
| 图 30: 2022 年我国城镇犬猫数量超 1.16 亿只 .....           | 19 |
| 图 31: 我国城镇猫主人数量快速扩张已超过犬主人数量 .....             | 19 |
| 图 32: 我国城镇宠物猫消费市场快速扩张但规模弱于犬市场 .....           | 19 |

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 33: 我国城镇宠物犬猫平均消费金额保持增长趋势.....           | 19 |
| 图 34: 2019-2022 年我国宠物 (犬猫) 消费结构.....      | 20 |
| 图 35: 2012-2022 年我国宠物 (犬猫) 食品消费规模及同比..... | 20 |
| 图 36: 我国宠物犬和猫的家庭渗透率低于美国和欧洲.....           | 21 |
| 图 37: 我国宠物犬和猫的家庭平均饲养数低于欧洲 .....           | 21 |
| 图 38: 我国宠物犬和猫年均消费金额低于美国和日本.....           | 21 |
| 图 39: 我国宠物犬和猫年均食品消费额弱于美国和日本 .....         | 21 |
| 图 40: 我国宠物食品市场测算.....                     | 22 |
| 图 41: 2014-2022 年公司境外收入复合增长 23%.....      | 22 |
| 图 42: 北美地区贡献公司主要境外收入 .....                | 22 |
| 图 43: 公司产品外销全球 60 多个国家和地区 .....           | 23 |
| 图 44: 2014-2022 公司前五大客户收入及占比 .....        | 23 |
| 图 45: 2022 年前五大客户收入占比 45%.....            | 23 |
| 图 46: 公司境外主要工厂情况.....                     | 24 |
| 图 47: 2012-2020 年美国犬猫家庭渗透率.....           | 24 |
| 图 48: 2020 年美国家庭拥有宠物的家庭数及渗透率 .....        | 24 |
| 图 49: 1994-2021 年美国宠物市场规模 .....           | 25 |
| 图 50: 美国宠物市场细分类目消费规模 (亿美元) .....          | 25 |
| 图 51: 2016-2021 年欧洲宠物数及同比 .....           | 25 |
| 图 52: 猫犬为欧洲家庭主要饲养宠物类型.....                | 25 |
| 图 53: 欧洲拥有宠物家庭及宠物猫犬渗透率 .....              | 25 |
| 图 54: 欧洲宠物猫和宠物犬的数量 (亿只) .....             | 25 |
| 图 55: 2016-2021 年欧洲宠物食品和用品市场规模 .....      | 26 |
| 图 56: 21 年欧洲宠物食品支出占比达 54% .....           | 26 |
| 图 57: 22H1 直接材料占公司主营业务成本比重达 54% .....     | 26 |
| 图 58: 山东省农牧业布局.....                       | 26 |
| 图 59: 公司通过众多国内外权威认证审核.....                | 27 |
| 图 60: 公司主要产品产能情况 (万吨) .....               | 28 |
| 图 61: 公司募集资金投资项目扩产情况 .....                | 28 |
| 图 62: 公司与主要可比公司情况对比.....                  | 29 |
| 图 63: 2018-2022 年公司营收复合+23% .....         | 29 |
| 图 64: 公司毛利率低于主要可比公司 .....                 | 29 |
| 图 65: 公司销售费用率处于可比中等水平.....                | 29 |

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 图 66: 公司管理费用率较低 .....   | 29 |
| 图 67: 公司研发费用率较低 .....   | 30 |
| 图 68: 公司净利率水平较为平稳 ..... | 30 |

## 1. 全球供应链品质，中国品牌矩阵

深耕宠物食品行业 20 余年，国内国外双轮驱动。公司成立于 1998 年，是国内较早从事宠物食品业务的企业之一，目前公司产品覆盖宠物主粮、零食、保健品和宠物用品等品类。公司早期专注于宠物食品的代工与出口，依托于全产业链条和稳定的产品质量，产品远销日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、韩国等全球 60 多个国家和地区。近年来公司双轮驱动，同步开拓国内市场与国外市场，且坚持“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”的发展战略，目前已形成以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的自主品牌矩阵，正逐步成长为公司主要增长驱动力。

**公司战略：“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”。**回顾公司发展历程，2017 年公司于深圳交易所主板上市，后提出“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”的发展战略；2018 年收购拥有新西兰 ZEAL 品牌的宠物食品公司——The Natural Pet Treat Company Limited 的 100% 股权并入国内宠物医院龙头新瑞鹏；2019 年湿粮工厂开工建设，同年在柬埔寨投资建厂；2020 年投资建设干粮工厂；2021 年收购新西兰宠物罐头工厂 PetfoodNZ International Limited 公司 70% 股权，同年收购杭州领先，收购完成后公司拥有杭州领先 90% 的股权；2022 年公司投资超 1 亿元的冻干工厂开工建设；2023 年公司与分众传媒签订战略合作协议，助力自主品牌发展。

图 1：公司发展历程

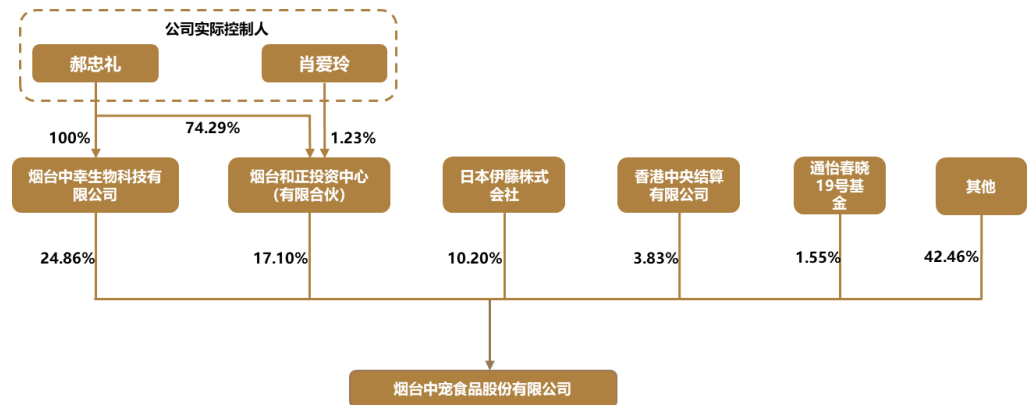


资料来源：公司官网，公司公告，中宠股份官方微信公众号，德邦研究所

### 1.1. 股权结构清晰集中，核心团队较为稳定

公司实际控制人为郝忠礼、肖爱玲夫妇。截至 2023 年 6 月 30 日，创始人郝忠礼通过烟台中幸、通怡春晓 19 号基金间接持有公司 26.41% 的股份，通过和正投资（相当于员工持股平台）间接持有公司 12.70% 的股份，郝忠礼配偶肖爱玲为和正投资执行事务合伙人，通过和正投资间接持有公司 0.21% 的股份，故郝忠礼、肖爱玲夫妇合计间接持有公司 39.32% 的股份，为公司实际控制人。另外为调动公司管理团队的积极性，2014 年公司实际控制人郝忠礼、肖爱玲夫妇与管理层及核心人员共同出资设立和正投资，进一步绑定员工利益。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究所；备注：截至 2023 年 6 月 30 日

**核心管理团队稳定，新聘营销负责人有望注入新活力。**公司创始人自 1998 年开始深耕宠物食品领域，积累丰富的行业经验；多数核心管理人员公司任职时间基本接近十年，整体团队较为稳定。另外 23 年 2 月公司聘任陆敏吉先生作为公司国内营销系统总经理，其拥有丰富的国内快消品销售及品牌建设经验，预期有望为公司注入新活力，助力自主品牌影响力的提升。

图 3：公司高管团队经验丰富且较为稳定

| 姓名  | 职务        | 出生年份 | 简介                                                                                                                                                            |
|-----|-----------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 郝忠礼 | 董事长、总经理   | 1962 | 中国礼仪休闲用品工业协会副理事长，中国出入境检验检疫协会宠物产业工作委员会副会长，apa 亚宠会会长，中国小动物保护协会副会长。公司创始人，1998 年由外贸食品行业投身宠物食品行业，先后成立烟台中礼工贸、烟台爱思克食品、烟台中幸食品等企业；2014 年 11 月至今，任公司董事长、总经理。            |
| 江移山 | 董事、常务副总经理 | 1968 | 高级工程师；2002 年至 2014 年先后任烟台中宠食品有限公司生产技术部部长、副总经理、常务副总经理、董事；2014 年 11 月至今任公司董事、常务副总经理。                                                                            |
| 张蕴暖 | 董事、副总经理   | 1976 | 曾任山东物产进出口烟台分公司外销员、烟台武州养蜂园有限公司出口部主管；2002 年-2014 年曾任烟台中宠食品有限公司国际贸易部部长、副总经理；2014 年 11 月至今任公司副总经理；2015 年 8 月至今任公司董事。                                              |
| 陆敏吉 | 副总经理      | 1975 | 曾任职于强生（中国）有限公司、联合利华（中国）有限公司、欧莱雅（中国）有限公司、好时（中国）投资管理有限公司、上海上美化妆品股份有限公司等公司，主要负责销售及品牌建设等业务；2018 年至 2022 年，曾任葛兰素史克日用保健品口腔健康事业部总经理；2023 年 2 月至今任公司国内营销系统总经理。        |
| 朱红新 | 副总经理      | 1977 | 曾任烟台爱思克食品有限公司仓库保管、车间班长、生产管理主管、公司总质检；烟台中宠食品有限公司生产部部长；烟台爱丽思中宠食品有限公司制造部部长；烟台中宠食品有限公司烘干制造部部长；2014 年 1 月至今，任美国 Jerky 公司董事、副总经理；2014 年 11 月至今任公司副总经理。               |
| 董海风 | 董事、副总经理   | 1979 | 曾任烟台欣和企业食品有限公司员工发展处处长、人力资源行政部经理、厂经理助理；烟台金岭汽车集团有限公司人力资源总监；海普智联科技股份有限公司人力资源总监、管理中心总经理、董事；2018 年至今任公司人力资源总监、公司副总经理；2021 年 1 月至今任公司董事长助理兼副总经理；2022 年 7 月至今任公司董事。  |
| 刘淑清 | 财务总监      | 1975 | 2014 年 11 月至 2015 年 8 月，任公司董事会秘书；2014 年 11 月至 2016 年 4 月，任公司财务负责人、财务部部长；2016 年 4 月至 2019 年 8 月，任公司财务总监；2019 年 8 月至 2020 年 10 月，任公司审计部总监；2020 年 10 月至今任公司财务总监。 |
| 任福照 | 董事会秘书     | 1988 | 曾任山东南山铝业股份有限公司信息披露主管、投资者关系经理；南山集团有限公司资本市场部总经理助理；山东南山智尚科技股份有限公司证券事务代表；2022 年 4 月至 2022 年 7 月任公司证券部部长；2022 年 7 月至今，任公司董事会秘书。                                    |

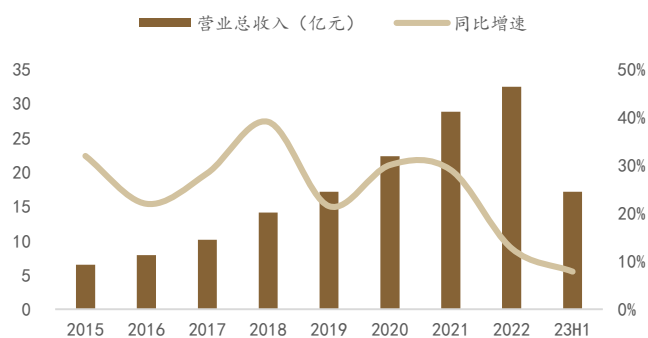
资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.2. 营收规模持续扩张，品牌业务培育获效

**营收规模持续扩张。**2015 年-2022 年期间公司营收规模持续扩张，以 26% 的复合增速增长至 32.48 亿元。盈利能力方面，2015 年-2022 年归母净利润以 10% 的复合增速扩张至 1.06 亿元，其中 2018 年受中美贸易摩擦、原材料价格波动、内销市场拓展力度加大导致阶段性销售费率提升影响，2021 年受美元兑人民币汇率下降较大、鸡胸肉等相关原辅料价格上涨等影响，当期的盈利能力水平有所受损。

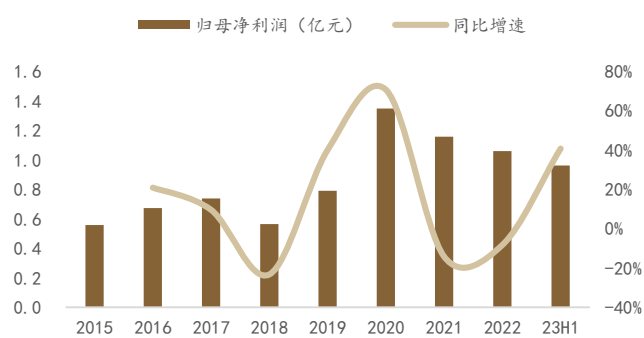
**23Q2 公司出口业务有所恢复。**受海外客户去库存影响，我国宠物食品出口订单从 22 年 9 月开始出现下滑，公司出口业务亦随势承压，拖累公司经营表现，22Q4/23Q1 公司营收同比分别下滑 7% 和 11%，费用支出刚性叠加汇率影响盈利表现亦有所承压，22Q4 归母净利润亏损 0.09 亿元，23Q1 归母净利润则同比下滑 33%。随着客户去库存的结束，出口业务有望逐步恢复正常。公司公告《2023 年 8 月 4 日中宠股份业绩说明会路演活动信息》披露 23 年 4 月公司出口业务基本持平，5 月、6 月均实现正向增长。

图 4：2015-2023H1 中宠股份营收及同比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 5：2015-2023H1 中宠股份归母净利润及同比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

### ■ 分地区：外销贡献主要收入，境内品牌快速崛起

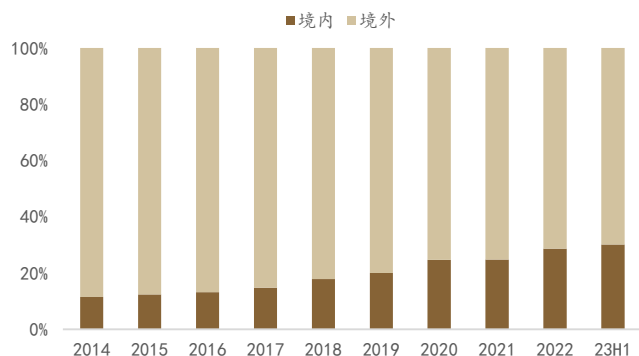
**外销贡献主要收入，境内品牌保持快速扩张。**2022 年公司境外收入约 22.43 亿元，占主营业务收入比重 71%，近年保持稳健增长（14-22 年复合+23%）；近年来公司坚持“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”的发展战略，持续加强品牌业务投入，境内业务（以品牌为主）实现快速增长，22 年收入 9.00 亿元，14-22 年复合增长 42%，收入占比提升至 29%。

### ■ 分品类：品类布局愈发完善，立足零食聚焦主粮

公司发展初期便专注于宠物零食和罐头的研发生产，近年来公司在巩固原有品类基础上加强宠物干粮赛道布局，且持续完善产能布局。目前零食仍为公司主要收入来源，22 年规模达 21.4 亿元，占主营业务比重达 68%，主要销售至境外地区；宠物罐头、干粮及用品规模分别为 6.0 亿元、3.6 亿元和 0.4 亿元，占比分别为 19%、11% 和 1%，其中罐头和干粮主要境内品牌销售。近年来公司宠物干粮业务

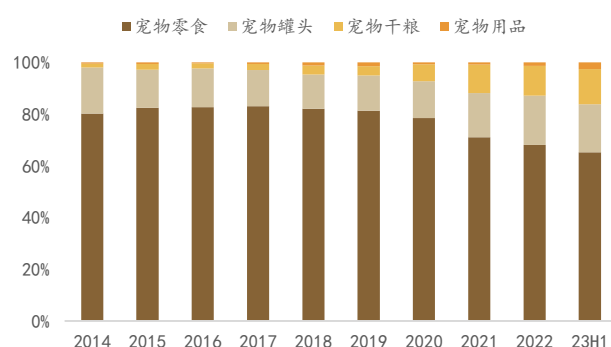
发展快速，收入复合增速+63% (14-22 年)，贡献占比提升明显 (14A 仅约 2%)。

图 6：中宠股份境内收入占主营业务比重持续提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：中宠股份干粮收入占主营业务比重提升

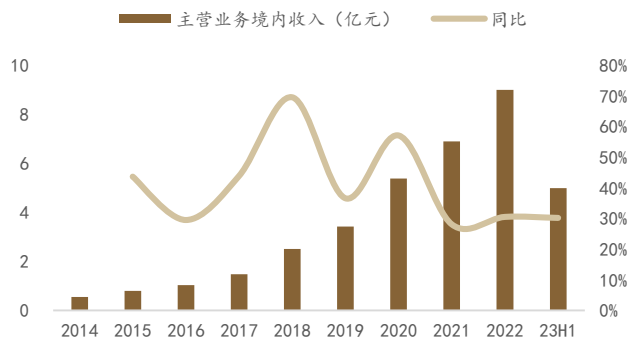


资料来源：公司公告，德邦研究所；备注 2022 年报变更口径为宠物用品及其他，故按宠物用品及其他扣除其他业务收入估算宠物用品收入规模

## 2. 国内：多品牌矩阵+研发基石，多维度构筑竞争优势

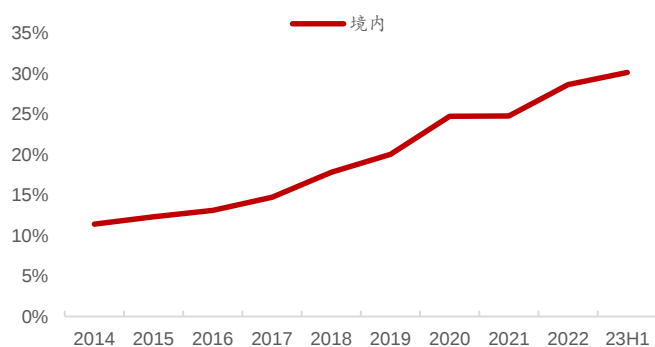
近年公司坚持“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”的发展战略，持续完善品牌与品类布局，且成效较为显著。2022 年公司境内收入 9.00 亿元，同比增长 30%，占主营业务比重提升至 29%。公司持续加大国内市场开拓力度及自主品牌的运作力度，我们认为公司在品牌、研发&产品、营销&渠道及供应链等多维度具备较强的综合竞争力，共同铸就企业的竞争优势。

图 8：2014-23H1 公司主营业务境内收入规模及同比



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 9：23H1 公司境内收入占主营业务比重提升至 30%



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 2.1. 品牌：对标海外巨头，建立多品牌矩阵基因

由于宠物食品行业目标客群定位分散，海外巨头多通过多品牌矩阵构筑高护城河。而公司持续发力多品牌矩阵布局，为其自主品牌崛起之路奠定坚实的多品牌基因基础。

多品牌差异化定位，满足不同消费者需求。公司已形成“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的自主品牌矩阵，其中“Wanpy 顽皮”系公司主要核心品牌，双十一大促期间多次跻身天猫、京东宠物零食榜单的前列（22 年双十

一天猫平台犬零食第 2，猫零食第 5，京东宠物零食第 3)；“Zeal 真致”系公司 2018 年收购的新西兰高端品牌，进口犬零食表现优异，21-22 年双十一分别获得天猫进口犬零食第一名、第二名；“Toptrees 领先”系 21 年公司收购的国内中高端主粮头部新锐品牌，21 年双十一位居天猫平台犬主粮榜单前 50。

图 10：公司核心品牌介绍

| 品牌                                                                                | 犬用/猫用 | 产品种类     | 品牌介绍                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | 犬用&猫用 | 零食/干粮/湿粮 | 成立于1998年，始终坚持严选安全健康的人类食品级原料，符合美国、日本欧盟、加拿大、澳大利亚等全球主要发达国家检验检疫标准，远销全球五大洲60余个国家，获得美国、日本、欧盟等国家官方注册。              |
|  | 犬用&猫用 | 零食/干粮/湿粮 | 杭州领先成立于2018年，是国内中高端主粮品牌中发展迅速的头部新锐品牌，2021年被中宠收购，领先品牌秉承“鲜美食材、科学配方、尖端科技”的产品理念，发力宠物主粮赛道，并涵盖宠物湿粮及零食等多个品类。        |
|  | 犬用&猫用 | 零食/湿粮    | 创立于1999年，新西兰天然宠物食品公司NPTC旗下高端品牌，2018年被中宠收购，致力于为爱宠提供一系列新西兰原厂原装进口宠物食品，包括犬猫专用牛奶软犬粮、湿粮罐头、零食鳕鱼油等，产品销往全球30多个国家和地区。 |

资料来源：公司官网，各品牌微信公众号，德邦研究所

图 11：公司核心品牌 2021&2022 年双十一表现



资料来源：中宠股份微信公众号，宠业家，德邦研究所

**Wanpy 顽皮：**主要核心品牌，1999 年开始在国内市场销售鸡肉干产品，且一度创造“Wanpy”就是鸡肉干代名词的形象。2021 年“Wanpy 顽皮”品牌对视觉形象进行全新升级，改成圆润亲和字体使得形象更年轻、更可爱与更顽皮，另外顽皮将品牌主张定位在“鲜”，主打“全食鲜厨房概念”，以“0-4℃冰鲜冷藏车运输，只需要 2 小时可抵达工厂，利用双螺杆膨化技术，4 小时即可鲜肉成粮”为特色。目前顽皮旗下拥有顽皮鲜盒、顽皮双鲜粮、鲜肉无谷冻干粮、鲜封包等鲜特色的产品。

图 12: 2021 年 Wanpy 顽皮品牌视觉形成升级



资料来源: wanpy 顽皮微信公众号, 德邦研究所

图 13: Wanpy 顽皮品牌主打“全食鲜厨房”概念



资料来源: 顽皮天猫旗舰店, 德邦研究所

**ZEAL 真致:** 新西兰高端品牌, 2018 年公司收购旗下拥有新西兰 ZEAL 真致品牌且具有二十余年历史的宠物食品公司-The Natural Pet Treat Company Limited 100%的股权。ZEAL 真致主打“自然本真 原生之美”, 主营犬猫零食、湿粮罐头和宠物牛奶等高端天然宠物食品, 产品从新西兰原装进口, 且推出宠物专用牛奶、0 号罐等爆款热销产品。

图 14: ZEAL 真致品牌主要产品矩阵



资料来源: ZEAL 真致微信公众号, 德邦研究所

**Toptrees 领先:** 2018 年公司 (持有杭州领先 40%股权) 与杭州青梅共同出资设立杭州领先宠物食品有限公司 (曾用名: 宁波冠纯网络科技有限公司)。2021 年 8 月公司收购杭州领先 50%的股权, 交易完成后合计持有杭州领先 90%股权, 契合公司持续开拓国内市场并重点发力宠物主粮领域的战略方向, 且进一步完善品牌体系建设, 实现多价位带、多人群的覆盖。

Topptrees 领先是国内中高端主粮品牌中发展迅速的头部新锐品牌，秉承“鲜美食材、科学配方、尖端科技”的产品理念，覆盖干粮、湿粮及零食等多种品类，打造“99 主食罐系列”“鲜肉冻干系列主粮”等多款爆品，另外推出的畅销单品海陆双拼猫粮获天猫金麦奖。另杭州领先运营团队在电子商务领域具备渠道资源优势，目前与天猫、京东等电商平台建设良好长期合作关系。2022 年杭州领先营业收入 5,945 万元，净亏损 971 万元。

图 15: Topptrees 领先全价猫粮海陆双拼粮荣获金麦品质奖



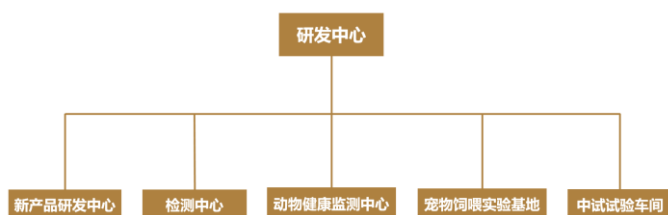
资料来源：领先宠物食品微信公众号，德邦研究所

## 2.2. 研发&产品：引领底层核心技术+把握需求打造爆款

### ■ 研发端：重视研发创新，掌握多项核心生产技术

公司始终重视研发创新。公司技术研发中心成立于 2007 年，下设新产品研发中心、检测中心、动物健康监测中心、宠物饲喂实验基地以及中试试验车间。2013 年被评为烟台市工程技术中心，是省内第一家市级宠物食品工程技术研究中心。另外公司于 2017 年建成的宠物食品测试基地，总投资人民币超过 1000 万元，集合了国际先进的养宠和测试的理念、技术，是国内规模最大、宠物研究项目最多、环境最好的专业宠物基地之一。

图 16: 公司研发中心组织结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 17: 公司研发中心



资料来源：中宠股份微信公众号，德邦研究所

积极进行技术创新，拥有多项行业内先进技术。公司重视技术研发工作，研发人员涵盖食品研发、生化检测、动物营养、动物医学等技术方面，22 年公司研发人员 166 人，持续推进技术创新，目前拥有“均衡营养马口铁罐头加工关键技术”、“风干宠物食用肉制品及其制作方法”等多项行业内先进技术。2022 年报显示公司获得国家专利授权 186 项，其中发明专利 15 项、实用新型专利 7 项、外观专利 164 项。

### ■ 产品端：持续升级，核心品牌爆款频出

公司持续顺应市场需求，推出优质爆款产品。**Wanpy 顽皮**：秉承零食优势并持续创新，推出顽皮鲜封包、顽皮猫条等爆款零食及冻干双鲜粮、顽皮白金罐、黑金罐等主粮新品；**Zeal 真致**：2016 年针对宠物不喜喝水同时普遍乳糖不耐受症的特点面向国内市场推出首款 0 乳糖宠物牛奶，且持续升级，2022 年首创犬猫区隔精准营养理念推出 ZEAL 犬/猫定制牛奶 3.0；另外 ZEAL 2021 年推出的 0 号罐亦得到消费者青睐；**Toptrees 领先**：专注宠物主粮，海陆双拼粮连续 3 年获金麦奖，22 年推出 99 主食罐亦获得消费者青睐。

- ✓ **Wanpy 顽皮鲜封包 (38 元/800g)**：以“肉丝设计、易舔食、易消化”为特点，曾获得第三届宠物新国货大会“十年经典”产品奖，截止 2022 年 9 月顽皮狗鲜封包累计销量 412 万包，截止 2023 年 2 月顽皮猫鲜封包累计销量 790 万包。
- ✓ **Wanpy 顽皮冻干双鲜粮 (猫粮：69 元/1.5kg；犬粮：59 元/1.5kg)**：年累计销量超 308 万袋，主打双鲜搭配 (两种冻干)，双肉拌粮，多种膳食纤维，安全 0 添加。
- ✓ **ZEAL 真致犬/猫配方宠物牛奶 (犬：22.5 元/380ml；猫：22.5 元/255ml)**：鲜奶 0 乳糖，100% 新西兰原产原装进口，其中犬配方：为犬定制，添加赖氨酸增强抵抗力、葵花籽油改善狗狗抑郁；猫配方：为猫定制，富含 Omega3 可美发护肤，添加牛磺酸明目促发育。2022 年双十一天猫销售超 4 万瓶，双十一首日即售罄。
- ✓ **ZEAL 真致 0 号罐 (全价主食猫罐：31 元/170g；主食狗罐：27 元/170g)**：2021 年推出“0 谷 0 麸 0 胶 0 诱食剂 0 着色剂”的主食罐头，100% 新西兰原产原装进口，去水肉含量 94%，2022 年 618 和双十一天猫销量分别超 10 万罐和 14 万罐。
- ✓ **Toptrees 领先干粮**：推出鲜肉犬粮 (79 元/1.5kg)，A 级鲜肉营养，90% 动物蛋白及 4 重美毛因子，2022 年双十一销量超 3 万袋；另外海陆双拼猫粮 (139 元/2kg) 获天猫金麦奖，主打高蛋白、高适口性，且添加双效益生菌，减少猫咪肠胃负担。
- ✓ **Toptrees 领先猫主食罐 (40 元/510g)**：2022 年 6 月推出，设计上采用“大开口，小扁罐”，方便宠物舔食，主打“0 添加、99% 动物蛋白、96% 去水含肉率、可替代主粮”，2022 年双十一销量超 60 万罐，位居天猫猫主食罐热销榜第一。

图 18：公司核心品牌爆款产品

|                                                                                                                                  |                                                                                                                                  |                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>wanpy</b></p> <p><b>Wanpy鲜封包</b></p> <p>✓ 类型：犬/猫湿粮<br/>✓ 价格（犬）：38元/800g<br/>✓ 产品特点：精选肉丝，舔食方便，肠胃易消化，截止22年9月鲜封包累计销量412万包</p> | <p><b>领先</b></p> <p><b>领先海陆双拼猫粮</b></p> <p>✓ 类型：猫干粮<br/>✓ 价格：139元/2kg<br/>✓ 产品特点：高蛋白、高适口性，精选鸡肉与鲑鱼，71%含肉量，0谷物0食用盐，22亿活性益生菌添加。</p> | <p><b>ZEAL</b></p> <p><b>ZEAL 0号罐</b></p> <p>✓ 类型：犬/猫湿粮<br/>✓ 价格（犬）：27元/170g<br/>✓ 产品特点：去水肉含量94%，纯净0添加，喂养0顾虑，22双十一天猫销量14万+罐</p> |
| <p><b>Wanpy冻干双鲜粮</b></p> <p>✓ 类型：犬/猫干粮<br/>✓ 价格（犬）：59元/1.5kg<br/>✓ 产品特点：两种冻干双肉拌粮，60.5%动物原料，一年累计销量308万袋</p>                       | <p><b>领先猫主食罐</b></p> <p>✓ 类型：猫湿粮<br/>✓ 价格：40元/510g<br/>✓ 产品特点：0胶0谷0诱食剂，99%动物蛋白，96%去水含肉率，2022双十一累计销售60万+罐</p>                     | <p><b>ZEAL 猫狗宠物牛奶</b></p> <p>✓ 类型：宠物零食<br/>✓ 价格（猫牛奶）：22.5元/255ml<br/>✓ 产品特点：精装营养，为猫定制，美毛护肠道，22双十一首口售罄</p>                       |

资料来源：中宠股份官方微信公众号，天猫旗舰店，德邦研究所；注：以 2023.06.24 价格为准计算

图 19：2021-2022 年公司双十热销产品

| 2021 年双 11                                                                                                                                                                                                                             | 2022 年双 11                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>超级爆品 稳站C位</b></p> <p><b>wanpy顽皮鲜封包</b><br/>天猫热销<br/><b>130万+袋</b></p> <p><b>wanpy顽皮吞拿鱼猫罐头</b><br/>京东热销<br/><b>60万+罐</b></p> <p><b>ZEAL小牛肋骨系列</b><br/>销售突破<br/><b>100万+元</b></p>                                                  | <p><b>超级爆品 稳站C位</b></p> <p><b>wanpy 顽皮鲜封包</b><br/>天猫热销<br/><b>160万+袋</b></p> <p><b>wanpy 顽皮冻干双鲜粮</b><br/>天猫热销<br/><b>4.7万+袋</b></p> <p><b>wanpy 顽皮进口白金猫罐</b><br/>天猫热销<br/><b>63万+罐</b></p> <p><b>wanpy 顽皮吞拿鱼猫罐头</b><br/>京东热销<br/><b>120万+罐</b></p> |
| <p><b>ZEAL宠物牛奶</b><br/>热销<br/><b>200000+瓶</b></p> <p><b>Toptrees领先海陆双拼猫粮</b><br/>热销<br/><b>150000+袋</b></p> <p><b>Toptrees领先原肉犬粮</b><br/>热销<br/><b>110000+袋</b></p> <p><b>Toptrees领先新品小星球猫砂</b><br/>上线5天全渠道累积销售<br/><b>30000+包</b></p> | <p><b>ZEAL 0号营养罐头</b><br/>天猫热销<br/><b>14万+罐</b></p> <p><b>ZEAL 猫狗宠物牛奶</b><br/>双11首日售罄<br/>天猫热销<br/><b>4万+瓶</b></p> <p><b>ZEAL 风干小牛肉</b><br/>单品热销<br/><b>破百万</b></p> <p><b>Toptrees 领先鲜肉犬粮</b><br/>累计销售<br/><b>3万+袋</b></p>                         |

资料来源：中宠股份官方微信公众号，宠业家微信公众号，德邦研究所

### 2.3. 营销&渠道：营销精准定位消费者，全渠道布局夯实基础

公司持续拓展营销思路，围绕年轻养宠用户的需求和爱好，积极采取各种精准营销方式，通过抖音、小红书等新媒体平台推广露出，并通过专业展会、宠物赛事等精准营销，持续强化旗下品牌在消费者心中的影响力。

✓ **专业展会：**公司旗下品牌积极参与亚洲宠物展、华南宠物展、它博会等专业

展会，吸引众多业内专业人士与养宠人群。

- ✓ **线下活动：**Wanpy 顽皮品牌线下举办宠物摄影大赛、爱宠嘉年华等活动，22 年携手拿大顶剧社在上海新天地德晶萃广场的宠物世家门店举办首档人宠喜剧秀“顽皮喜剧秀”；ZEAL 品牌 21 年在上海人民广场地铁站打造 ZEAL0 号专列 7 天客流量超 600 万，吸引 1000+人打卡合影；Toptrees 领先联合新瑞鹏发起“橙丝带计划”，鼓励为宠物体检，23 年领先与宝马 MINI 展开线下地域合作，向内挖掘养宠用户的春日出游需求，还与宠物社交平台“宠胖胖”联合发起春日狗狗撒野趴。
- ✓ **联名合作：**Wanpy 顽皮品牌与国际潮流时装买手平台 INXX 携手推出联名礼盒（潮喵礼盒含顽皮鲜粮、顽皮鲜盒、水彩笔、猫抓板、帽子）；ZEAL 品牌与 FX Balléry 爱马仕合作设计师联合推出人宠 CP 餐具三件套；Toptrees 领先先后与奥迪、小王子等展开联名合作，23 年与小众音乐圈电台“百会”、汽车品牌“吉利几何”联动合作拓展圈层。
- ✓ **综艺&代言人：**2021 年 wanpy 顽皮先后官宣明星辣目洋子为品牌产品体验官、傅首尔和冉高鸣为品牌安全官；2021 年 ZEAL 官宣侯明昊为 ZEAL 湿粮全球代言人；此外公司积极通过综艺等影视节目提升品牌知名度，Wanpy 赞助《宠物医院 2》、《我要这样生活》，Toptrees 领先在 2022 年的热门综艺《向往的生活》有所露出。

图 20：公司核心自主品牌营销主要动作梳理



资料来源：各品牌微信公众号，德邦研究所

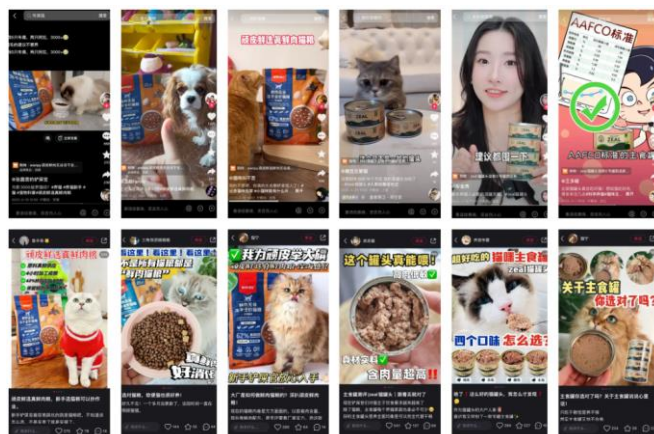
积极与 KOL 合作种草，话题营销助力品牌声量提升。公司通过抖音、快手、小红书等新媒体平台高效铺陈，通过 KOL 种草、明星带货等方式增强品牌认知度。此外公司积极开展话题营销，Wanpy 顽皮抖音话题“探索顽皮鲜奥秘”累计收获 1.2 亿次播放，ZEAL 品牌“百分百新鲜 复刻新西兰”的品牌营销话题在站外的传播量高达 2100 万+，消费者互动 87 万+。

图 21：公司产品进入明星直播间



资料来源：中宠股份微信公众号，德邦研究所

图 22：公司与 KOL 积极合作内容种草

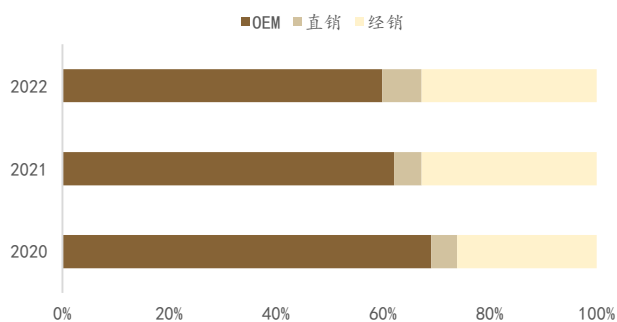


资料来源：中宠股份微信公众号，德邦研究所

### ■ 渠道端：全渠道投放夯实基础，线下渠道优势明显

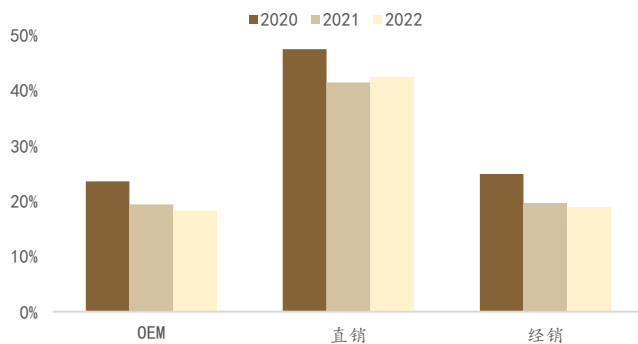
公司在国内销售渠道布局愈发完善，占比较为均衡，其中线上：主要以平台电商为主，2018 年以来公司与苏宁易购、天猫、京东平台签订战略合作协议，近年来亦积极拓展抖音、快手、小红书等新兴电商渠道；线下：以专业渠道（宠物专门店与宠物医院）为主，公司在专业与商超渠道深耕已久，产品进入沃尔玛、大润发、华润、麦德龙等大型连锁商超，且与国内头部宠物医疗企业新瑞鹏集团推进战略合作。

图 23：公司主营业务收入分销售模式占比



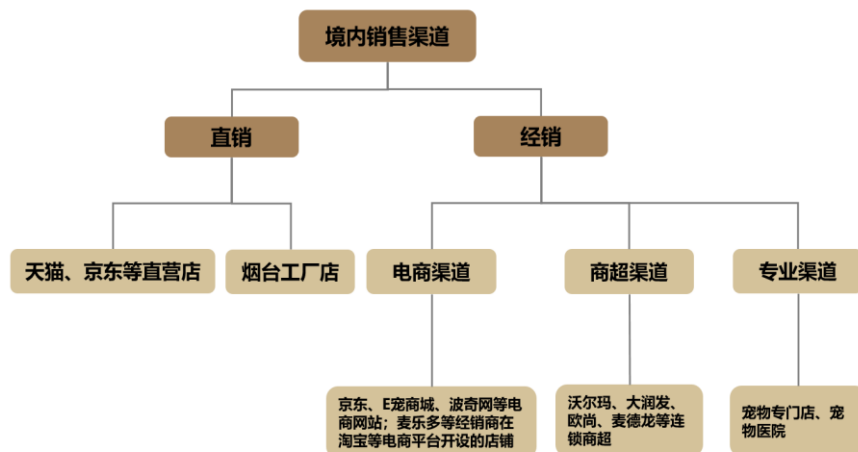
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 24：公司主营业务分销售模式毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 25：公司境内销售模式



资料来源：公司公告，德邦研究所

### ◆ 线上：全渠道布局，大促表现亮眼

公司与天猫、京东、苏宁易购等电商平台签订战略合作协议，近两年电商大促中公司产品亦取得优异表现，2022 年 618、双十一期间 Wanpy 天猫旗舰店同比分别+53%、+47%，ZEAL 旗舰店同比分别+43%、+84%，Toptrees 领先品牌同比分别+56%、+87%。此外公司还积极布局抖音、快手、拼多多和小红书等新兴电商，通过直播带货、达人测评、博主种草等多种方式进行宣传，Wanpy 顽皮主食鲜封罐（狗罐头）22 年双十一期间入选抖音电商狗罐头爆款榜 Top1。

图 26：2022 年 618 和双 11 大促公司核心自主品牌表现亮眼



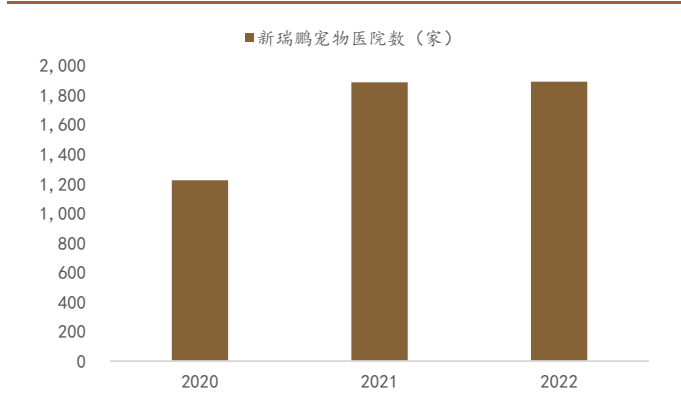
资料来源：中宠股份微信公众号，宠业家，德邦研究所

### ◆ 线下：入股新瑞鹏扩大优势，成立专业部统筹线下渠道

**专业渠道：**2018 年公司战略性入股新瑞鹏，2022 年新瑞鹏拥有 1891 家宠物医

院，覆盖 31 个省份 114 个城市，助力公司强化线下尤其是宠物医院渠道布局；**商超渠道**：公司商超渠道开拓较好，目前产品进入沃尔玛、大润发、华润、永辉、麦德龙等大型连锁超市。2022 年上半年公司针对国内线下渠道组织架构进行战略性调整，整合成立聚焦专业渠道的“专渠部”，整合线下渠道资源，助力 wanpy 顽皮与 ZEAL 真致两大核心自主品牌的线下发展。

图 27：新瑞鹏宠物医院家数



资料来源：新瑞鹏招股说明书，德邦研究所

图 28：Wanpy 线下主题门店



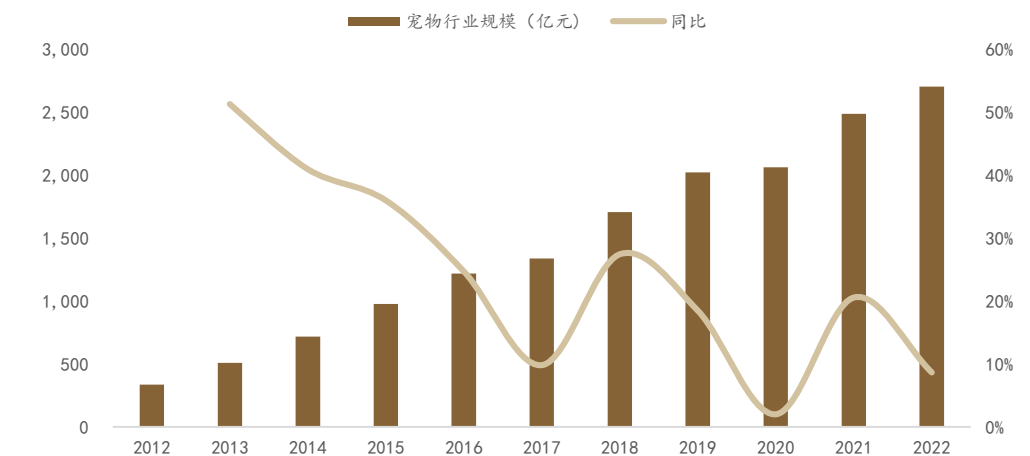
资料来源：宠业家微信公众号，德邦研究所

## 2.4. 行业空间：国内宠食市场兴起正当时

**宠物市场兴起正当时：养宠人群持续扩张，宠物猫数量超过犬。**随着居民生活水平的提高及陪伴需求的增加，我国的宠物市场迎来快速发展，2012 年-2022 年我国城镇宠物消费市场以 23% 的复合增速扩张至 2706 亿元。从宠物结构来看，犬猫是目前我国最主要的宠物类型，21 年我国城镇宠物猫数量 5806 万只(+19%)，首次超过宠物犬（5429 万只，同比+4%）成为饲养最多的宠物，主要系养猫人群持续扩张（21A: 3225 万人，+19%），缩小与养犬人数（21A: 3619 万人，+1%）的差距。

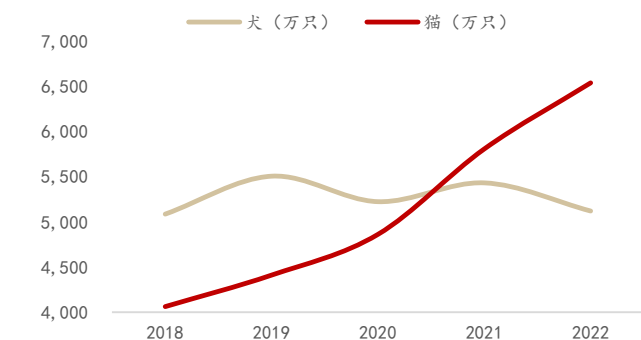
22 年我国城镇犬猫总数超 1.16 亿只，其中宠物猫数量进一步提升至 6536 万只（同比+13%），主要系养猫人群快速扩张（22A: 3631 万人）且首次超过养犬人群（22A: 3412 万人），而受疫情封控居家影响宠物犬饲养数有所下降（22A: 5119 万只，同比-6%）。

图 29：2012-2022 年我国城镇宠物（犬猫）消费市场复合增长 23%



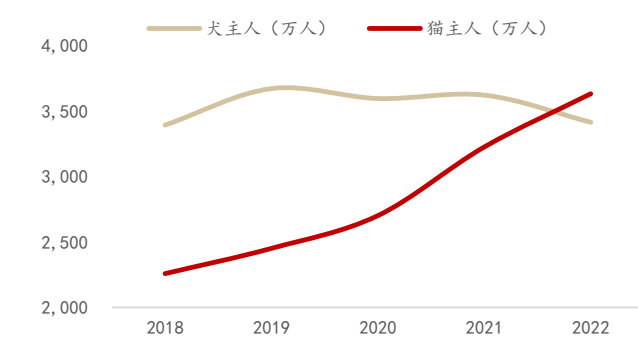
资料来源：乖宝宠物招股说明书，中国宠物行业白皮书，德邦研究所

图 30：2022 年我国城镇犬猫数量超 1.16 亿只



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

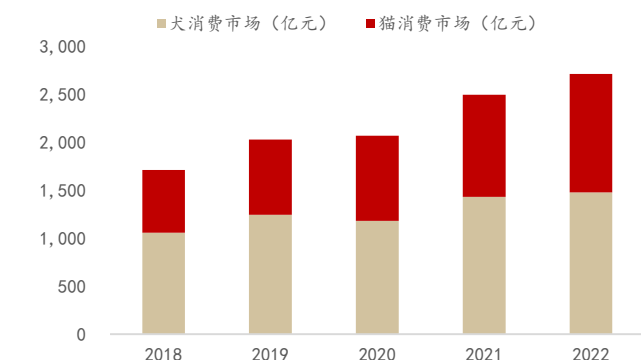
图 31：我国城镇猫主人数量快速扩张已超过犬主人数量



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

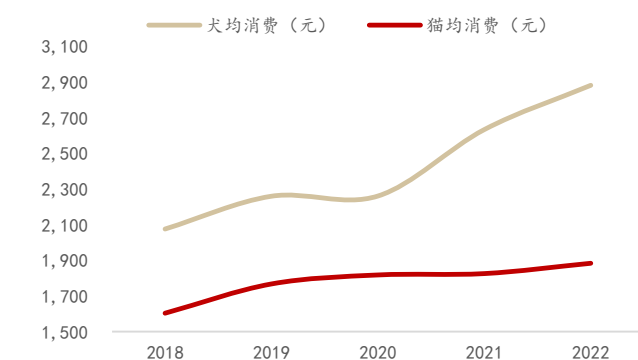
宠物猫消费市场增速领先，猫犬平均消费金额持续增长。2018-2022 年我国宠物猫市场以 17% 复合增速扩张至 1231 亿元，增速领先但目前规模仍弱于宠物犬（22A：1475 亿元，18-22 年复合+9%）。拆分量价来看，宠物猫消费市场主要系猫饲养数量增长（CAGR：+13%），猫均消费金额亦实现小幅提升（CAGR：+4%）；而宠物犬市场则主要系犬均消费金额的推升（CAGR：+9%），犬数增长（CAGR：+0%）贡献相对较小。

图 32：我国城镇宠物猫消费市场快速扩张但规模弱于犬市场



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

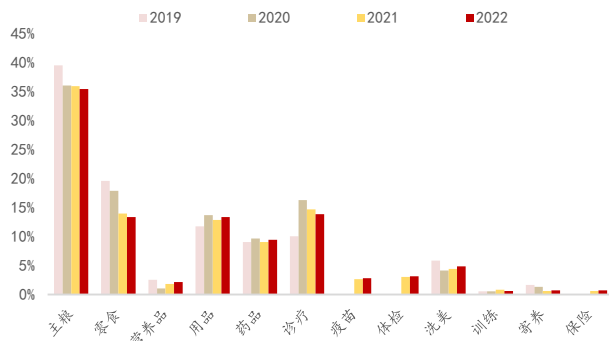
图 33：我国城镇宠物犬猫平均消费金额保持增长趋势



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

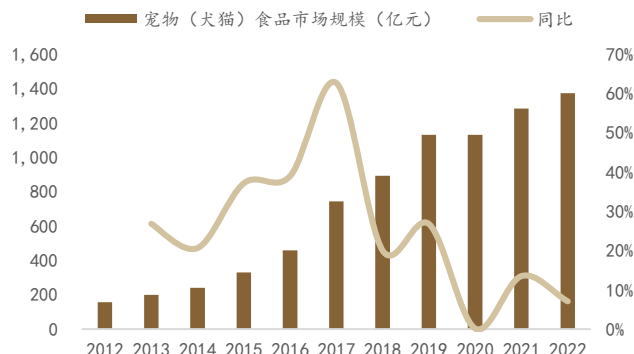
**宠物食品系养宠消费第一大支出。**宠物食品贯穿宠物全生命周期，是我国宠物消费的第一大支出品类。近年来随着消费升级，宠物消费的食品市场份额有所降低，但 22 年占比仍超 50%。从消费金额来看，我国城镇宠物（犬猫）食品市场规模从 2012 年的 157 亿元扩张至 2022 年的 1372 亿元，复合增速达 24%。

图 34：2019-2022 年我国宠物（犬猫）消费结构



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

图 35：2012-2022 年我国宠物（犬猫）食品消费规模及同比



资料来源：乖宝宠物招股说明书，中国宠物行业白皮书，德邦研究所

宠物市场行业规模可以拆解为养宠家庭数\*家均宠物数\*宠物平均消费金额，从这三个维度来看，我国城镇养宠市场空间广阔。

#### ➤ 养宠渗透率：

中国宠物行业白皮书数据显示 2022 年我国城镇犬、猫饲养家庭数分别为 3412 万人和 3631 万人，以城镇家庭为基数，预计 22 年我国宠物犬和猫的家庭渗透率分别为 9%和 10%，明显低于美国（犬：54%；猫：35%）和欧洲（犬：25%；猫：26%）的家庭渗透率。

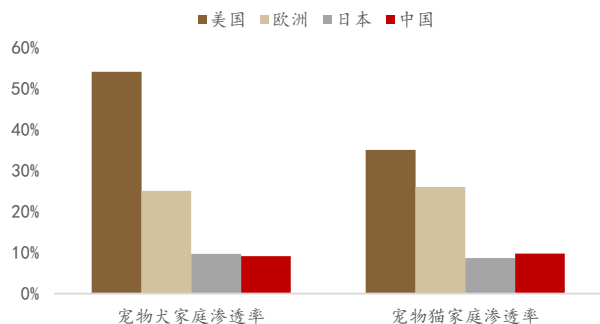
#### ➤ 家均宠物数：

2022 年我国城镇宠物犬、猫数分别为 5119 万只和 6536 万只，犬主人平均饲养 1.5 只宠物犬，猫主人平均饲养 1.8 只宠物猫，与美国、日本较为接近，但略弱于欧洲地区（犬均饲养数：1.9 只，猫均饲养数：2.2 只）。

#### ➤ 宠物平均消费金额：

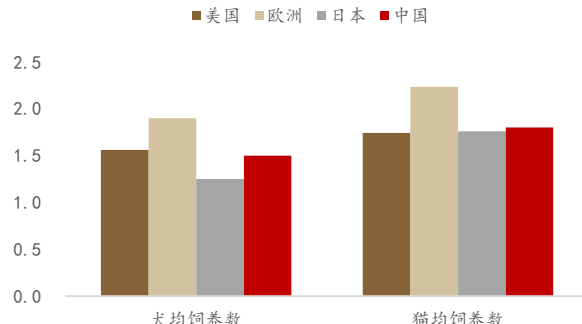
2022 年我国城镇宠物犬和猫年均消费金额分别为 2882 元和 1883 元，仅约美国市场的 29%~31%，其中宠物犬和猫的年食品支出金额约美国水平的 40%~46%。

图 36: 我国宠物犬和猫的家庭渗透率低于美国和欧洲



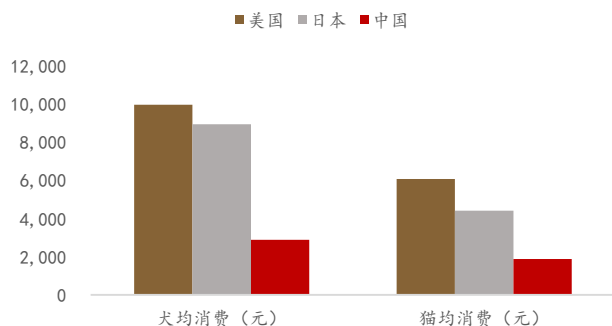
资料来源: APPA, FEDIAF, JPFA, 派读宠业参考, 德邦研究所

图 37: 我国宠物犬和猫的家庭平均饲养数低于欧洲



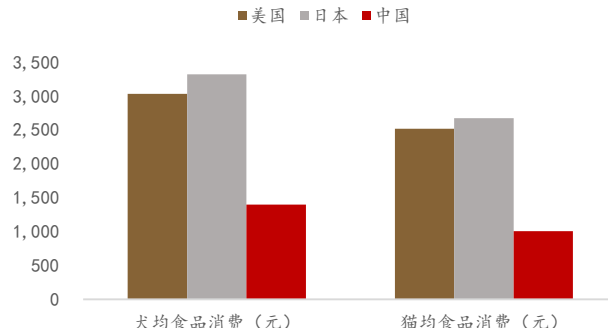
资料来源: APPA, FEDIAF, JPFA, 派读宠业参考, 德邦研究所

图 38: 我国宠物犬和猫年均消费金额低于美国和日本



资料来源: APPA, FEDIAF, JPFA, 派读宠业参考, 德邦研究所

图 39: 我国宠物犬和猫年均食品消费额弱于美国和日本



资料来源: APPA, FEDIAF, JPFA, 派读宠业参考, 德邦研究所

### 行业测算:

- 首先海外养宠市场仍然在成长期, 我们对标海外市场进行测算偏保守;
- 我国的养宠渗透率明显低于美国和欧洲市场, 预期后续宠物犬和宠物猫的饲养渗透率有望保持提升趋势, 其中猫所需活动空间更小, 预期后续渗透将快于宠物犬;
- 家庭平均饲养数目前已较为接近海外水平, 预期后续增幅相对较小;
- 我国的宠物平均消费金额明显低于海外水平, 预期后续随着居民经济水平的提升有望实现个位数增长。

综上我们的测算 2022-2025 年预期我国城镇宠物犬和宠物猫的食品消费有望实现双位数以上增长, 其中宠物犬食品有望以 15% 的复合增速至 1101 亿元, 宠物猫食品有望以 22% 复合增速扩张至 1207 亿元。

图 40：我国宠物食品市场测算

|              | 2018  | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 城镇养犬家庭 (万家)  | 3390  | 3669  | 3593   | 3619  | 3412  | 3610  | 3813  | 4042  |
| 渗透率          | 11.3% | 11.9% | 10.2%  | 10.0% | 9.2%  | 9.5%  | 9.8%  | 10.2% |
| 平均饲养犬数 (只)   | 1.50  | 1.50  | 1.45   | 1.50  | 1.50  | 1.53  | 1.56  | 1.58  |
| 城镇养犬数 (万只)   | 5085  | 5503  | 5222   | 5429  | 5119  | 5525  | 5950  | 6388  |
| yoy          |       | 8.2%  | -5.1%  | 4.0%  | -5.7% | 7.9%  | 7.7%  | 7.4%  |
| 犬均消费金额 (元)   | 2077  | 2261  | 2262   | 2634  | 2882  | 3141  | 3393  | 3630  |
| yoy          |       | 8.9%  | 0.0%   | 16.5% | 9.4%  | 9.0%  | 8.0%  | 7.0%  |
| 犬均食品消费 (元)   | 1003  | 1363  | 1187   | 1326  | 1397  | 1523  | 1628  | 1724  |
| yoy          |       | 35.9% | -12.9% | 11.7% | 5.4%  | 9.0%  | 6.9%  | 5.9%  |
| 占比           | 48.3% | 60.3% | 52.5%  | 50.3% | 48.5% | 48.5% | 48.0% | 47.5% |
| 城镇犬食品消费 (亿元) | 510   | 750   | 620    | 720   | 715   | 842   | 969   | 1101  |
| yoy          |       | 47.1% | -17.3% | 16.1% | -0.6% | 17.6% | 15.1% | 13.7% |
|              | 2018  | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 城镇养猫家庭 (万家)  | 2258  | 2451  | 2701   | 3225  | 3631  | 4216  | 4902  | 5708  |
| 渗透率          | 7.5%  | 7.9%  | 7.6%   | 8.9%  | 9.8%  | 11.1% | 12.6% | 14.4% |
| 平均饲养猫数 (只)   | 1.80  | 1.80  | 1.80   | 1.80  | 1.80  | 1.81  | 1.82  | 1.83  |
| 城镇养猫数 (万只)   | 4064  | 4412  | 4862   | 5806  | 6536  | 7631  | 8923  | 10446 |
| yoy          |       | 8.6%  | 10.2%  | 19.4% | 12.6% | 16.8% | 16.9% | 17.1% |
| 猫均消费金额 (元)   | 1604  | 1768  | 1818   | 1826  | 1883  | 1996  | 2096  | 2201  |
| yoy          |       | 10.2% | 2.8%   | 0.4%  | 3.1%  | 6.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 猫均食品消费 (元)   | 935   | 1111  | 1049   | 982   | 1006  | 1060  | 1107  | 1156  |
| yoy          |       | 18.8% | -5.6%  | -6.4% | 2.4%  | 5.4%  | 4.4%  | 4.4%  |
| 占比           | 58.3% | 62.8% | 57.7%  | 53.8% | 53.4% | 53.1% | 52.8% | 52.5% |
| 城镇猫食品消费 (亿元) | 380   | 490   | 510    | 570   | 657   | 809   | 988   | 1207  |
| yoy          |       | 28.9% | 4.1%   | 11.8% | 15.3% | 23.1% | 22.1% | 22.2% |

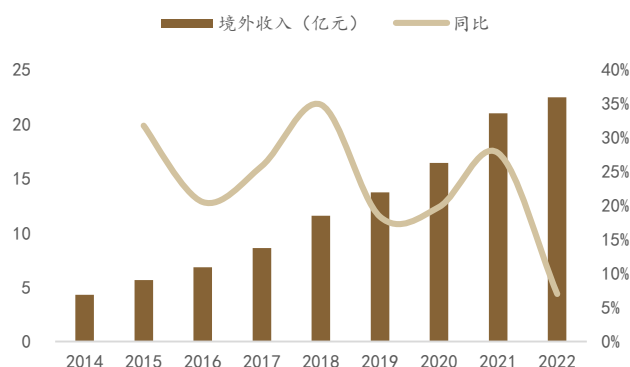
资料来源：中国宠物行业白皮书，wind，德邦研究所测算

### 3. 海外：全球化供应链布局与营销网络

境外收入平稳增长，产品主要销往北美和欧洲。公司主营业务收入主要来源于境外市场，22 年公司境外收入 22.43 亿元，占主营业务比重达 71%，14-22 年境外收入复合增速达 23%。公司境外主要为海外品牌商提供代工业务，自主品牌销量较小。

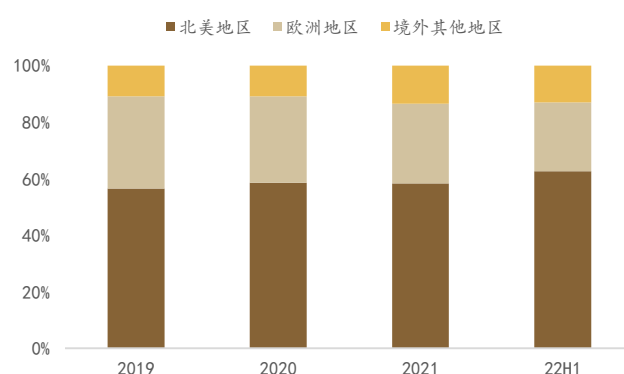
分地区来看，北美地区贡献主要境外收入。公司早期专注于宠物食品的代工与出口，经过多年发展公司在美洲、欧洲、亚洲、大洋洲及非洲等 60 多个国家和地区积累了优质品牌客户，目前北美地区贡献公司主要境外收入，22H1 境外业务中北美地区收入占比超 62.6%（境外工厂：41%+，境内出口至北美：21%+）。

图 41：2014-2022 年公司境外收入复合增长 23%



资料来源：wind，公司招股说明书及历年年报，德邦研究所

图 42：北美地区贡献公司主要境外收入



资料来源：公司公告《公开发行可转换公司债券募集说明书》，德邦研究所

### 3.1. 深耕优质大客户，强化海外供应链布局

| 年份   | 前五大客户销售收入 (亿元) | 占比  |
|------|----------------|-----|
| 2014 | 1.8            | 35% |
| 2015 | 3.0            | 42% |
| 2016 | 4.2            | 48% |
| 2017 | 5.5            | 47% |
| 2018 | 7.8            | 49% |
| 2019 | 9.5            | 50% |
| 2020 | 10.2           | 45% |
| 2021 | 12.8           | 45% |
| 2022 | 14.5           | 45% |

| 客户名称 | 占营业收入比例 |
|------|---------|
| 客户一  | 20.5%   |
| 客户二  | 15.3%   |
| 客户三  | 3.0%    |
| 客户四  | 2.8%    |
| 客户五  | 2.7%    |

**持续完善海外供应链布局。**2014 年起公司陆续通过自建和收购工厂形式实现本土化生产和本土化销售，目前已形成美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等自有工厂的强大海外产业链条。公司官网显示目前公司共有 21 间现代化生产基地，23 年公司控股孙公司拟投资 6,000 万美元建设美国第二工厂项目，主要用于烘干类、风干类等宠物零食生产建设，预期达产后将实现 1.2 万吨产能。随着全球供应链布局日臻完善，有望助力拓展当地本土市场且增强公司整体抗风险能力。

图 46：公司境外主要工厂情况

| 工厂        | 投产时间    | 介绍                                                                                                                                  |
|-----------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 美国工厂      | 2015年   | 投资2800万美元，实现了当年投产、当年盈利，开创中国宠物行业到海外发达国家建厂的先河。                                                                                        |
| 加拿大工厂     | 2018年   | 是目前加拿大规模最大的宠物零食工厂，产品品类囊括了市场上主要的宠物零食种类，旗下有自主品牌“Great Jack's”、“Buddy Jack's”等，成功进入Costco、PetSmart、Petco等北美著名零售连锁渠道销售，加拿大工厂于2021年实现盈利。 |
| 新西兰NPTC工厂 | 2018年收购 | NPTC是新西兰宠物食品公司，成立于1999年，拥有自主品牌ZEAL，于2018年被公司收购，为公司全资子公司。2020年公司募投“年产2万吨宠物湿粮新西兰项目”由NPTC实施。                                           |
| 柬埔寨工厂     | 2020年   | 设计产能6000吨，柬埔寨最大的宠物零食工厂，实现了当年投产、当年盈利。目前柬埔寨第二间工厂正在建设中。                                                                                |
| 新西兰PFNZ工厂 | 2021年收购 | 新西兰最大的宠物罐头工厂，宠物罐头年产能8000吨，客户包括ZiwiPeak Limited、K9 Natural Food Ltd等宠物食品公司。                                                          |

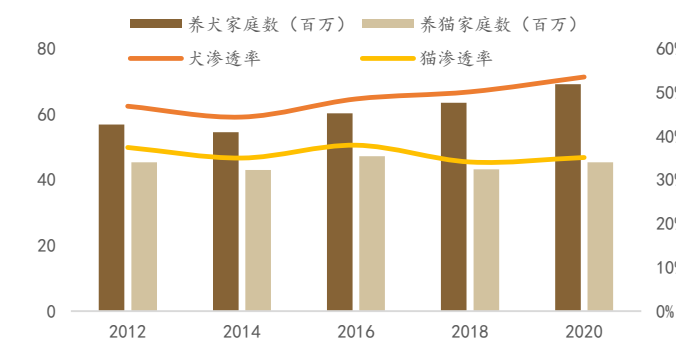
资料来源：公司官网，公司公告，中宠股份微信公众号，德邦研究所

## 3.2. 行业空间：海外市场空间广阔，有望持续增长

### 3.2.1. 美国：宠物饲养渗透率领先，食品医疗为主要消费

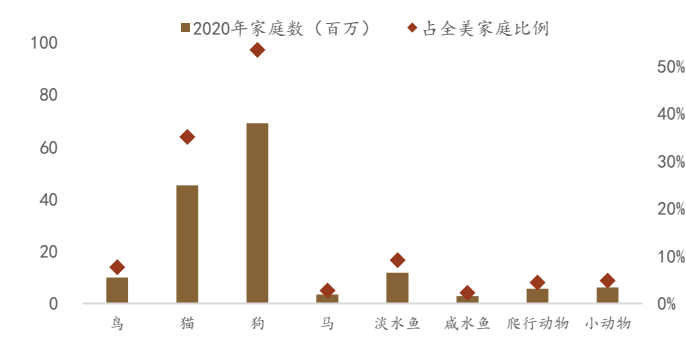
宠物饲养家庭渗透率达 70%，类型以犬猫为主。美国宠物经济萌芽较早，经过数十年发展，目前已成为全球最大的宠物饲养和消费市场。美国宠物饲养家庭基础广泛，APPA 数据显示 2020 年美国饲养宠物家庭数达 9050 万，渗透率提升至 70%（1988 年：约 56%）。从宠物细分类型来看，犬猫为美国家庭饲养的主要宠物，2020 年美国饲养犬和猫的家庭数量分别为 69 百万和 45.3 百万，占全美家庭比例分别约 54%和 35%。

图 47：2012-2020 年美国犬猫家庭渗透率



资料来源：APPA，德邦研究所

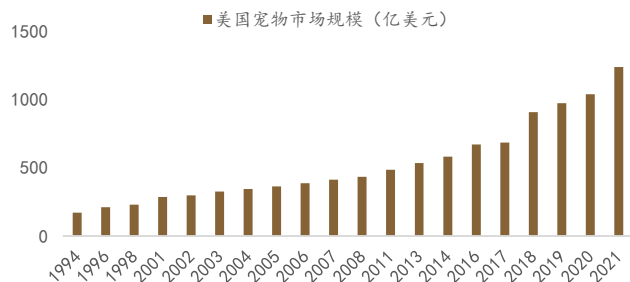
图 48：2020 年美国家庭拥有宠物的家庭数及渗透率



资料来源：APPA，德邦研究所

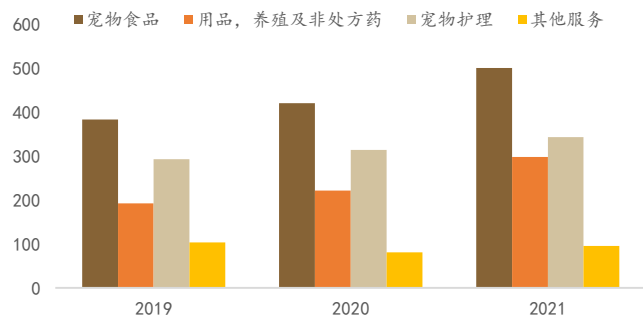
21 年宠物行业规模再创新高，宠物食品为第一大细分市场。APPA 数据显示美国宠物市场规模持续扩张，2018 年-2021 年期间以 11% 的复合增速扩张至 1236 亿美元。从细分市场来看，宠物食品为第一大消费支出项，21 年市场规模达 500 亿美元，占比达 40%，其次为宠物护理（343 亿美元）和用品养殖及非处方药（298 亿美元），其中用品养殖及非处方药类近年发展迅猛，增速领先于其他细分类。

图 49: 1994-2021 年美国宠物市场规模



资料来源: APPA, 德邦研究所

图 50: 美国宠物市场细分类目消费规模 (亿美元)

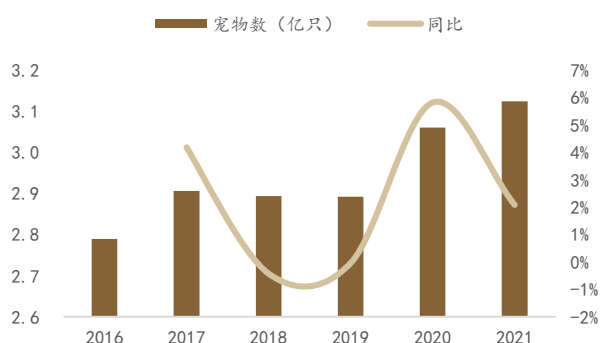


资料来源: APPA, 德邦研究所

### 3.2.2. 欧洲: 宠物市场稳健增长, 食品消费占比超五成

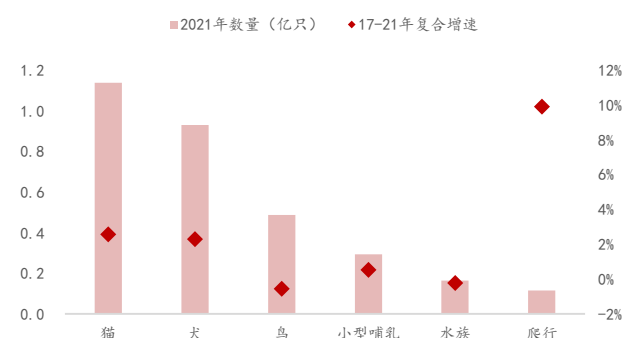
宠物家庭渗透率达 46%，猫犬比例较为接近。欧洲是全球另一大宠物消费市场，经历多年发展宠物数量与消费规模均处于较高水平。FEDIAF 数据显示 2021 年欧洲宠物数量平稳增长至 3.12 亿只，约有 9000 万家庭拥有宠物，渗透率约为 46%（欧盟口径）。从宠物类型来看，欧洲市场以猫和犬为主导，2021 年宠物猫和犬数量分别达 1.14 亿只和 0.93 亿只，饲养家庭的渗透率分别约 26%和 25%；近年来欧洲宠物猫犬规模保持小幅增长（17-21 年复合增速均在 3%以内），爬行动物亦较受青睐（复合+10%），鸟类、小型哺乳及水族动物数量则相对平稳。

图 51: 2016-2021 年欧洲宠物数及同比



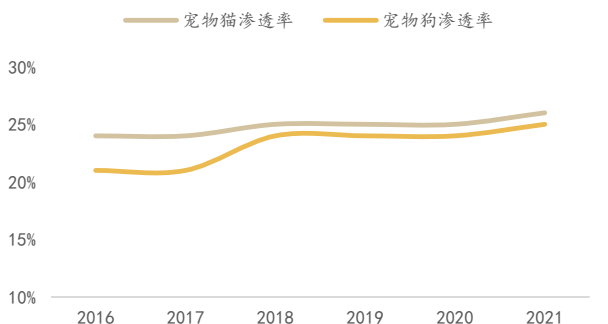
资料来源: FEDIAF, 德邦研究所

图 52: 猫犬为欧洲家庭主要饲养宠物类型



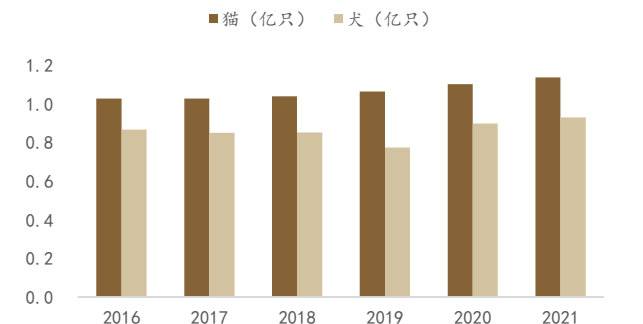
资料来源: FEDIAF, 德邦研究所

图 53: 欧洲拥有宠物家庭及宠物猫犬渗透率



资料来源: FEDIAF, 德邦研究所

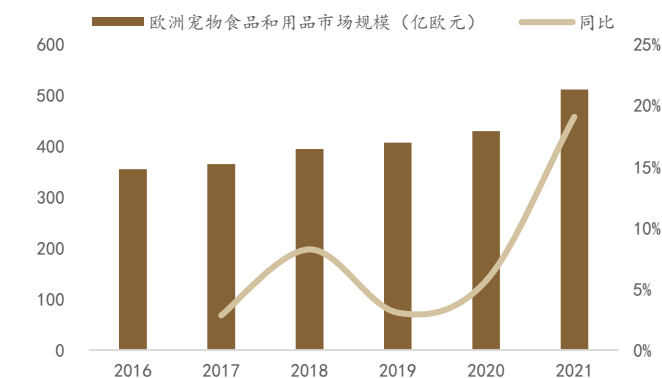
图 54: 欧洲宠物猫和宠物犬的数量 (亿只)



资料来源: FEDIAF, 德邦研究所

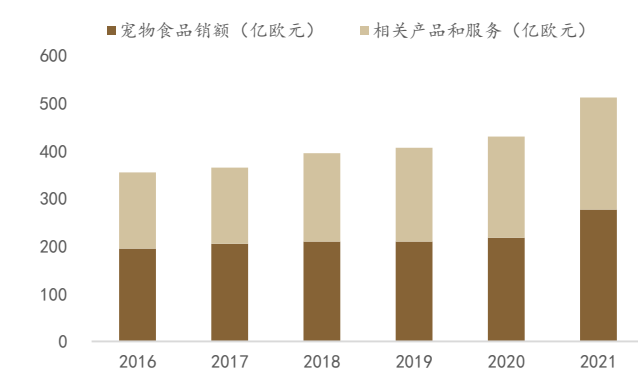
欧洲宠物市场稳健增长,食品贡献仍超50%。近年来欧洲宠物市场保持稳健增长, FEDIAF 数据显示 2016-2021 年期间宠物市场以 8% 的复合增速扩张至 512 亿欧元, 其中宠物食品为饲养宠物的第一大支出项, 21 年欧洲宠物食品市场 277 亿欧元, 占比 54%; 宠物用品和服务市场 235 亿欧元, 同比+11%, 其中服务 (140 亿欧元, 占比 60%) 市场规模超过用品 (95 亿欧元)。单宠支出来看, 21 年欧洲单宠消费金额达 164 欧元, 同比+17%, 复合增长 5% (16-21A), 其中食品相关支出 89 欧元 (复合+5%), 用品服务支出 75 欧元 (复合+6%)。

图 55: 2016-2021 年欧洲宠物食品和用品市场规模



资料来源: FEDIAF, 德邦研究所

图 56: 21 年欧洲宠物食品支出占比达 54%



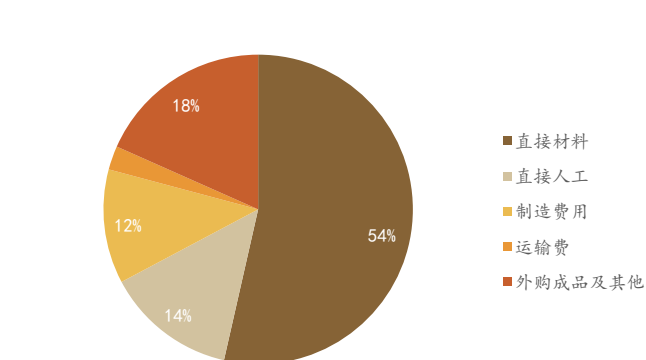
资料来源: FEDIAF, 德邦研究所

## 4. 供应链：区位优势突出，募资助力产能扩张

### 4.1. 靠近原材料产地，严格把控产品品质

地理区位优势突出，利于节省运输成本、保障食材新鲜。公司主营业务成本中直接材料占比超 50%，22H1 直接材料占主营业务成本比重达 54%。公司主要原材料包括原料、辅料及包装材料，其中原料主要为鸡胸肉、鸭胸肉为主的各种肉类，辅料为皮卷、洁齿骨、粮食、蔬菜等。公司所在地山东省是国内农畜产品生产大省，2022 年山东省农林牧渔行业总产值达 1.2 万亿元，稳居全国首位。公司在获取宠物食品重要原材料方面具有一定的区位优势，节省原材料运输成本的同时亦保障食材新鲜与品质。

图 57: 22H1 直接材料占公司主营业务成本比重达 54%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 58: 山东省农牧业布局



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

**多流程管控保障产品品质。**从原料进厂到产品生产过程再到成品出厂均需进行严格的检验，**原材料选取方面：**通过《采购控制程序》对采购过程及供应方进行管理与控制，包括合格供应商的选择、日常采购控制以及供应商的监督考核三个环节；**产品检测方面：**公司检测中心分为理化试验室、微生物实验室和仪器分析实验室，2011 年至今实验室顺利通过中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认可，检测结果被国际 CNAS 组织成员国所认可。此外公司还建立“产品可追溯体系”和“缺陷产品召回制度”，实现产业链全程监控。

目前公司及下属公司通过美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册、加拿大宠物食品官方注册等多个国家注册，是目前国内取得国内外权威认证较多的企业之一。

图 59：公司通过众多国内外权威认证审核



资料来源：公司官网，德邦研究所

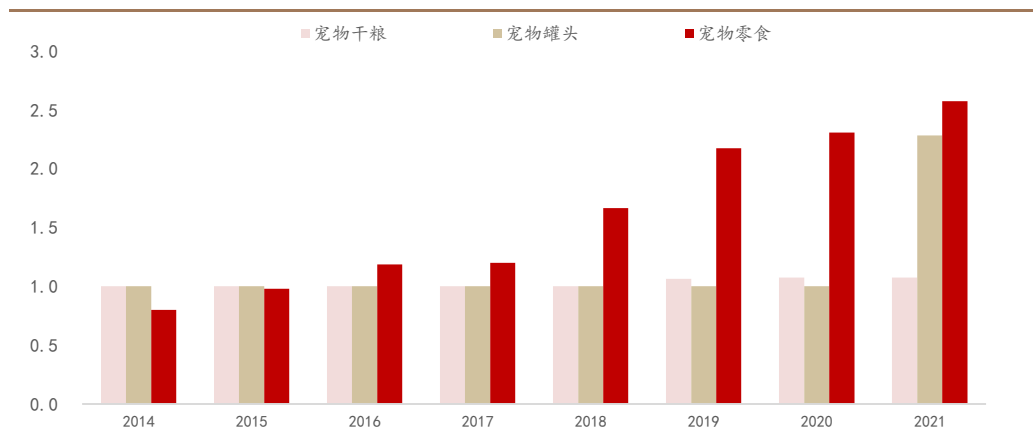
## 4.2. 聚焦主粮，积极募资助力产能扩张

公司积极募资助力产能扩张,先后通过首次公开发行(2017 年)、可转换债券(2019 年)、非公开发行(2020 年)、可转换债券(2022 年)募集资金加大产能布局,21 年公司拥有干粮产能 1.08 万吨、罐头产能 2.28 万吨、零食产能 2.57 万吨。

- ✓ **宠物干粮：**2014-2018 年产能 1.00 万吨，2019 年 2 月加拿大 Jerky 公司新建风干粮生产线（年产能 756 吨），2019 年该项目实现新增产能 630 吨；2020 年公司非公开发行投资年产 6 万吨宠物干粮项目，据《公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告》披露该项目于 22 年 4 月投产 3 万吨，剩余产能预计 23 年三季度全部完工投产；2022 年公司发行可转换公司债券投资年产 6 万吨高品质宠物干粮项目（建设周期 2 年）。
- ✓ **宠物罐头/湿粮：**2014-2020 年产能 1.00 万吨，2021 年 3 月年产 3 万吨宠物湿粮项目（2019 年可转债募投）建成并投产，2021 年宠物罐头新增产能 1.50 万吨；2021 年 4 月公司原年产 1 万吨宠物湿粮生产线因设备老旧拆除，2021 年宠物罐头减少产能 0.75 万吨；2021 年 4 月公司收购 PFNZ（PFNZ 宠物罐头产线年产能 8,000 吨），2021 年宠物罐头新增产能 5,333.33 吨。《公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告》披露 2020 年公司非公开发行投资年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目预计于 23 年四季度完工投产；2022 年公司可转债投资年产 4 万吨新型宠物湿粮项目（建设周期 2 年）。

- ✓ **宠物零食**：2014 年产能 0.80 万吨，2015 年 4 月美国 Jerky 公司一期工程投产（全年产能 0.24 万吨），2015 年新增产能 0.18 万吨（实际生产 9 个月），2016 年二期工程建成投产（年产能 0.16 万吨），实际生产 11 个月新增产能 1,466.67 吨；2018 年 2 月公司 IPO 募投的年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目建成投产（年产能 0.38 万吨），年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目于 2018 年 10 月末投入使用；2020 年 9 月美国 Jerky 公司新建宠物零食生产线（年产能 4,000 吨），2020 年新增产能 1,333.33 吨；2022 年公司可转债投资年产 2,000 吨冻干宠物食品项目（建设周期 6 个月）。

图 60：公司主要产品产能情况（万吨）



资料来源：公司公告（公司招股说明书，2018 年度公开发行可转换公司债券跟踪评级报告(2020)，公开发行可转换公司债券募集说明书），德邦研究所

图 61：公司募集资金投资项目扩产情况

| 项目          | 种类                         | 状态                                           |
|-------------|----------------------------|----------------------------------------------|
| IPO         | 年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目    | 零食<br>投产                                     |
|             | 年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目 | 零食<br>投产                                     |
| 2019 年可转债   | 年产 3 万吨宠物湿粮项目              | 湿粮/罐头<br>投产                                  |
| 2020 年非公开发行 | 年产 6 万吨宠物干粮项目              | 干粮<br>在建（建设期 2 年）<br>其中 3 万吨产能产线于 22 年 4 月建成 |
|             | 年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目           | 湿粮/罐头<br>在建（建设期 2 年）                         |
| 2022 年可转债   | 年产 6 万吨高品质宠物干粮项目           | 干粮<br>在建（建设期 2 年）                            |
|             | 年产 4 万吨新型宠物湿粮项目            | 湿粮/罐头<br>在建（建设期 2 年）                         |
|             | 年产 2000 吨冻干宠物食品项目          | 零食<br>在建（建设期 6 个月）                           |

资料来源：公司公告（公司招股说明书，公开发行可转换公司债券募集说明书，非公开发行股票之发行情况报告暨上市公告书），德邦研究所

## 5. 财务分析

公司自成立以来专注经营宠物食品行业，已形成了宠物干粮、宠物湿粮与宠物零食在内的全产业链条，系国内宠物食品领军企业之一，2018-2022 年期间营收以 23% 的复合增速扩张至 32.48 亿元，增速表现较为领先。

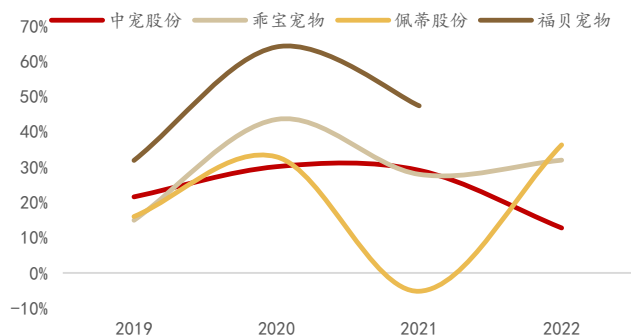
图 62：公司与主要可比公司情况对比

|                  | 中宠股份                                                               | 乖宝宠物                                         | 佩蒂股份                                                                             | 福贝宠物                                       |
|------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 2022A 营业总收入 (亿元) | 32.48                                                              | 33.98                                        | 17.32                                                                            | 9.78                                       |
| 2022A 归母净利润 (亿元) | 1.06                                                               | 2.67                                         | 1.27                                                                             | 2.21                                       |
| 2022A 主营业务分产品    | 宠物零食 (65.91%)<br>宠物罐头 (18.48%)<br>宠物主粮 (11.08%)<br>宠物用品及其他 (4.52%) | 零食 (57.83%)<br>主粮 (41.09%)<br>保健品和其他 (1.09%) | 畜皮咬胶 (31.40%)<br>植物咬胶 (37.47%)<br>营养肉质零食 (19.49%)<br>主粮和湿粮 (9.23%)<br>其他 (2.41%) | 犬粮 (45.40%)<br>猫粮 (53.51%)<br>其他产品 (1.08%) |
| 主要品牌             | 旗下拥有 "Wanpy"、"ZEAL"、"领先"、"Happy100"、"King Kitty" 等自主品牌             | 麦富迪、弗列加特、Waggin'Train                        | 齿能、爵宴、好适嘉、SmartBalance、TastyBone (宠物玩具品牌)                                        | 比乐、爱倍、品卓                                   |

资料来源：各公司公告，各公司官网，德邦研究所；备注：福贝宠物为 2021 年数据

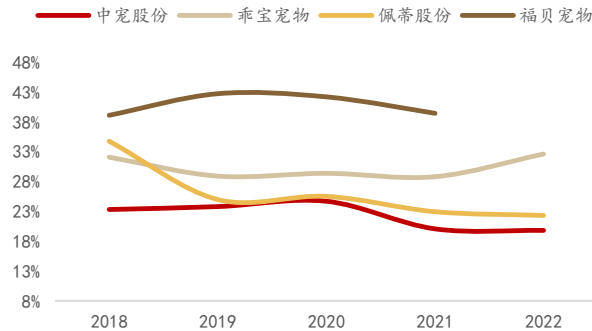
- ✓ **毛利率维度：**公司业务结构仍以境外代工为主导，毛利率表现弱于品牌业务贡献突出的乖宝宠物及福贝宠物。

图 63：2018-2022 年公司营收复合+23%



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

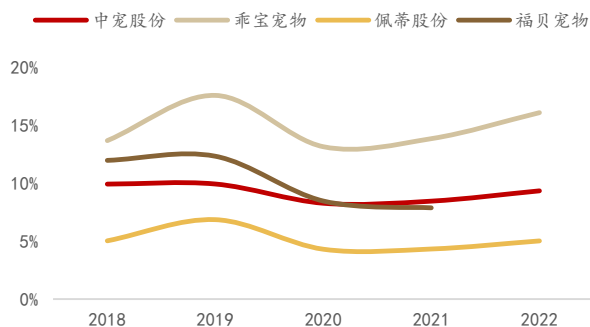
图 64：公司毛利率低于主要可比公司



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

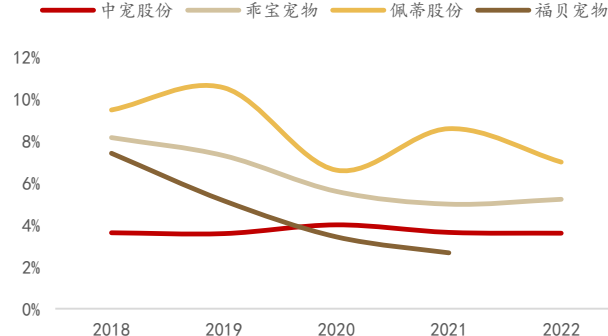
- ✓ **期间费用率：**公司销售费用率及管理费用率相对平稳，研发费用率有所降低，整体费率处于可比较低水平；
- ✓ **盈利能力维度：**受毛利率水平影响，尽管公司近年来加强费用管控，但净利率水平表现略弱于主要可比公司，整体保持相对平稳，随着产品结构优化后续盈利水平或有望持续优化。

图 65：公司销售费用率处于可比中等水平



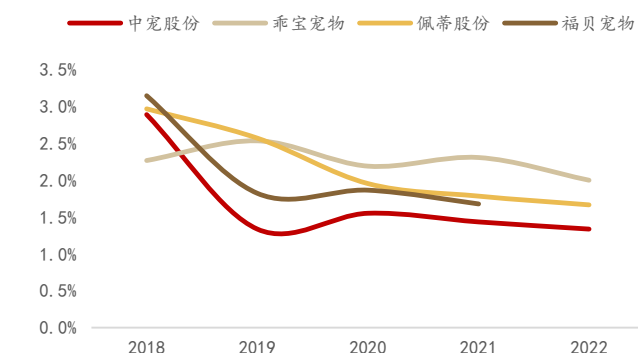
资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 66：公司管理费用率较低



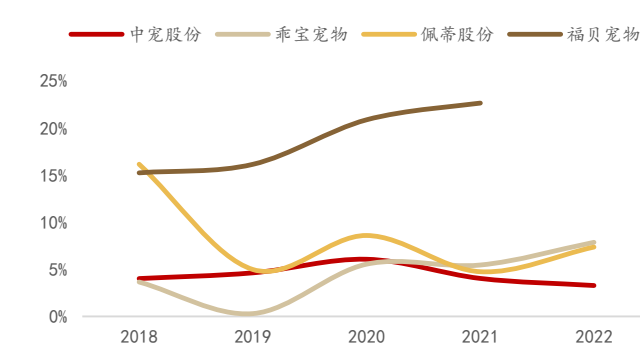
资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 67：公司研发费用率较低



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 68：公司净利率水平较为平稳



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

## 6. 盈利预测

公司自设立以来始终专注宠物食品领域，从宠物零食代工起家，近年同步开拓国内市场与国外市场，双轮驱动，且坚持“聚焦国内市场，聚焦自主品牌，聚焦主粮产品”的发展战略，目前已形成以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的自主品牌矩阵，正逐步成长为公司主要增长驱动力。国内市场：宠食市场处于快速扩容阶段，公司在品牌、研发&产品、营销&渠道及供应链等多维度具备较强的综合竞争力，有望享受行业增长红利；境外市场：海外宠食市场仍在成长，年初受海外需求及终端品牌去库存影响略显承压，随着客户去库存的结束预计出口业务有望逐步恢复常态稳健增长状态。

我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 38.12、46.42、55.05 亿元，同比分别+17.4%、+21.8%、+18.6%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.71、2.25、2.87 亿元，同比分别+61.4%、+31.8%、+27.3%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 37x、28x、22x，维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

海外需求不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动，品牌拓展不及预期。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |       |       |       |       |
| 每股收益      | 0.36  | 0.58  | 0.77  | 0.98  |
| 每股净资产     | 7.03  | 7.64  | 8.41  | 9.39  |
| 每股经营现金流   | 0.41  | 0.93  | 1.00  | 1.14  |
| 每股股利      | 0.05  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |       |       |       |       |
| P/E       | 61.95 | 36.94 | 28.03 | 22.03 |
| P/B       | 3.18  | 2.81  | 2.55  | 2.29  |
| P/S       | 1.95  | 1.66  | 1.36  | 1.15  |
| EV/EBITDA | 24.63 | 18.06 | 15.86 | 12.61 |
| 股息率%      | 0.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |       |       |       |       |
| 毛利率       | 19.8% | 23.0% | 23.7% | 24.4% |
| 净利润率      | 3.3%  | 4.5%  | 4.9%  | 5.2%  |
| 净资产收益率    | 5.1%  | 7.6%  | 9.1%  | 10.4% |
| 资产回报率     | 2.8%  | 3.5%  | 4.3%  | 5.1%  |
| 投资回报率     | 3.9%  | 5.4%  | 6.1%  | 7.2%  |
| 盈利增长(%)   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率   | 12.7% | 17.4% | 21.8% | 18.6% |
| EBIT 增长率  | -7.3% | 77.4% | 19.5% | 25.8% |
| 净利润增长率    | -8.4% | 61.4% | 31.8% | 27.3% |
| 偿债能力指标    |       |       |       |       |
| 资产负债率     | 42.2% | 49.9% | 47.8% | 45.3% |
| 流动比率      | 2.1   | 3.0   | 2.9   | 3.2   |
| 速动比率      | 1.3   | 2.2   | 2.0   | 2.2   |
| 现金比率      | 0.7   | 1.5   | 1.2   | 1.4   |
| 经营效率指标    |       |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 40.8  | 42.4  | 42.1  | 42.0  |
| 存货周转天数    | 85.4  | 89.9  | 87.1  | 87.7  |
| 总资产周转率    | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 固定资产周转率   | 3.2   | 3.7   | 3.7   | 4.0   |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 106  | 171   | 225   | 287   |
| 少数股东损益     | 15   | 46    | 61    | 77    |
| 非现金支出      | 145  | 87    | 79    | 78    |
| 非经营收益      | -21  | 53    | 49    | 40    |
| 营运资金变动     | -125 | -84   | -121  | -146  |
| 经营活动现金流    | 120  | 274   | 294   | 336   |
| 资产         | -348 | -140  | -382  | -11   |
| 投资         | -90  | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 2    | 13    | 32    | 38    |
| 投资活动现金流    | -436 | -128  | -350  | 27    |
| 债权募资       | 633  | -60   | -40   | -60   |
| 股权募资       | 762  | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -884 | 701   | -85   | -83   |
| 融资活动现金流    | 511  | 641   | -125  | -143  |
| 现金净流量      | 214  | 787   | -181  | 220   |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 10 月 24 日

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 3,248 | 3,812 | 4,642 | 5,505 |
| 营业成本        | 2,605 | 2,935 | 3,543 | 4,162 |
| 毛利率%        | 19.8% | 23.0% | 23.7% | 24.4% |
| 营业税金及附加     | 12    | 13    | 16    | 19    |
| 营业税金率%      | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  |
| 营业费用        | 303   | 372   | 486   | 587   |
| 营业费用率%      | 9.3%  | 9.8%  | 10.5% | 10.7% |
| 管理费用        | 117   | 137   | 167   | 198   |
| 管理费用率%      | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  |
| 研发费用        | 43    | 59    | 76    | 93    |
| 研发费用率%      | 1.3%  | 1.5%  | 1.6%  | 1.7%  |
| EBIT        | 167   | 297   | 355   | 447   |
| 财务费用        | 15    | 23    | 29    | 28    |
| 财务费用率%      | 0.5%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.5%  |
| 资产减值损失      | -24   | -11   | 0     | 0     |
| 投资收益        | 25    | 20    | 27    | 33    |
| 营业利润        | 155   | 283   | 369   | 470   |
| 营业外收支       | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 利润总额        | 156   | 284   | 370   | 470   |
| EBITDA      | 287   | 374   | 434   | 524   |
| 所得税         | 35    | 67    | 84    | 106   |
| 有效所得税率%     | 22.3% | 23.5% | 22.6% | 22.6% |
| 少数股东损益      | 15    | 46    | 61    | 77    |
| 归属母公司所有者净利润 | 106   | 171   | 225   | 287   |

| 资产负债表(百万元) | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 578   | 1,365 | 1,184 | 1,404 |
| 应收账款及应收票据  | 363   | 443   | 535   | 633   |
| 存货         | 610   | 723   | 845   | 1,001 |
| 其它流动资产     | 195   | 196   | 207   | 217   |
| 流动资产合计     | 1,745 | 2,727 | 2,771 | 3,254 |
| 长期股权投资     | 187   | 187   | 187   | 187   |
| 固定资产       | 1,015 | 1,042 | 1,246 | 1,391 |
| 在建工程       | 219   | 239   | 329   | 109   |
| 无形资产       | 95    | 114   | 127   | 140   |
| 非流动资产合计    | 2,096 | 2,162 | 2,468 | 2,406 |
| 资产总计       | 3,840 | 4,889 | 5,239 | 5,660 |
| 短期借款       | 340   | 280   | 240   | 180   |
| 应付票据及应付账款  | 356   | 430   | 510   | 598   |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债     | 153   | 190   | 215   | 245   |
| 流动负债合计     | 849   | 900   | 965   | 1,022 |
| 长期借款       | 45    | 45    | 45    | 45    |
| 其它长期负债     | 726   | 1,495 | 1,495 | 1,495 |
| 非流动负债合计    | 771   | 1,540 | 1,540 | 1,540 |
| 负债总计       | 1,620 | 2,440 | 2,505 | 2,562 |
| 实收资本       | 294   | 294   | 294   | 294   |
| 普通股股东权益    | 2,066 | 2,248 | 2,474 | 2,760 |
| 少数股东权益     | 154   | 200   | 261   | 338   |
| 负债和所有者权益合计 | 3,840 | 4,889 | 5,239 | 5,660 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017 年新财富入围团队成员，2017、2018 年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
|                                                                                                                                                                                           | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|                                                                                                                                                                                           |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|                                                                                                                                                                                           |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|                                                                                                                                                                                           |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
|                                                                                                                                                                                           | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                                                                                                                                           |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                                                                                                                                           |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。