



买入（首次）

所属行业：农林牧渔/饲料
当前价格(元)：21.85

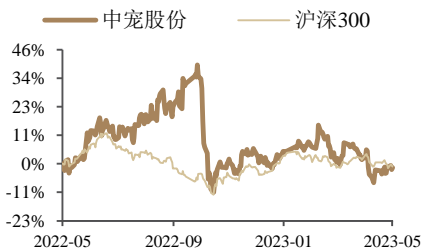
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.74	-2.19	-8.04
相对涨幅(%)	-0.52	-2.73	-4.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

中宠股份：宠物食品赛道龙头，厚积薄发迎红利释放

投资要点

- 导语：**随着宠物主基于“情感价值”饲养宠物的兴起，宠物经济正在经历高速发展，精细化养宠成为趋势。其中，宠物食品因其高频刚需的属性，成为宠物经济发展的基石。总结国内宠物食品市场，具有市场空间大、行业格局分散、缺乏消费者教育等的典型特点。截止报告发布日，国内已上市宠物食品龙头，中宠股份及佩蒂股份市值均未达百亿。而中宠股份已从事海外代工业务多年，无论从研发能力、市场推广能力还是代工订单交付能力来看，均较同类企业有明显优势。面对国内千亿元级别宠物食品市场，中宠股份有望凭借其全产业链布局优势行稳致远，逐步兑现成长，建议重点关注。
- 宠食市场空间广阔，国内市场站在产品意识崛起的起点。**2022年我国宠物行业（犬猫）市场规模达到2706亿元，2012-2022年CAGR达到23.2%。国内宠物食品市场增长具备两点核心驱动：第一，家庭养宠率快速增长，2022年国内市场养宠率仅为20%，而美国、日本市场分别为66%和57%。第二，宠物食品渗透率的快速增长，2020年国内宠物主购买专门宠物食品的比例仅为19%，而美日成熟市场宠物食品渗透率近90%。因此对标美日，中国食品渗透率仍有将近5倍的增长空间。以顽皮、麦富迪品牌为代表的内资品牌在销售均价上相较渴望等外资品牌仍有不小差距。因此在中高端产品线上，内资宠物食品品牌缺乏供给。国内以山东宠食企业为代表的优质产能，有望通过强研发及渠道推广逐步缩小与外资品牌的定价差距。
- 中宠股份以代工业务起家，现已实现全产业链布局。**中宠股份成立于1998年，成立之初主要从事海外高端零食代工生产。2022年公司境外销售收入占主营业务收入比例为72.24%，公司现已成为美国品谱、GlobalinxPet、英国Armitages等众多国际宠食品牌的OEM/ODM厂商。2012年至今，公司持续发力自有品牌建设，现已构建多价格带、多品牌产品矩阵。总结公司具备以下几点核心竞争优势，将实现国内市场与海外市场的同步开拓。
- 核心优势一：对海外订单极强的生产及交付能力，构建起中宠业务的强劲基本盘。**公司代工产品远销欧美、日本等全球60多个国家，海外宠物食品市场仍有增长，2006至2020年间，美国宠食市场规模年均增长率超4%。以欧美等发达国家为代表的宠物食品市场发展已较为成熟，公司通过贴牌方式进入当地市场，使得其代工业务基本盘维持多年的稳定增长。公司现已通过ISO9001等多项规范体系认证，以及美国FDA等多个国家的注册，是目前国内取得全球权威认证较多的企业之一。长期的海外代工经验，使公司质量控制能力和产品质量稳定性得到充分背书。
- 核心优势二：多年深耕积累，打造优质的品牌矩阵。**公司旗下储备有Wappy顽皮、ZEAL真致、Toptrees领先等核心自主品牌矩阵。顽皮作为公司核心主品牌定位中高端大众市场，目前已在零食和湿粮领域具备较强的影响力。顽皮品牌逐步向干粮领域拓展。公司于2018年收购NPTC后，并入高端食品品牌Zeal。该品牌为新西兰最大、历史最悠久的知名品牌之一。根据魔镜数据，2022年双十一期间，大单品零号罐热销带动Zeal品牌同比增长32%。2021年公司收购新西兰PFNZ公司70%的股权，该公司为高端品牌Ziwi和K9代工。公司通过多年布局，已获得涵盖中高端价格带的众多宠食品牌。
- 核心优势三：全球化供应链管理能力强，构筑品牌护城河。**公司建立产品溯源体系及缺陷产品召回制度，可实现从成品溯源到所用原料、包材、供应商等信息。通过该系统实现了产业链全程监控，增强产品质量保证。公司当前在全球拥有18间现

代化生产基地 (1 间在建)，已成为国内产能体量最大的生产企业之一。同时中宠自 2014 年起便陆续在美国、加拿大、新西兰等地自建和收购工厂，引领了中国宠食企业到发达国家建厂的先河。通过海外建厂，公司实现了部分产能的本土化生产和销售，适当规避风险。公司自 2017 年上市后，于 2019、2020 年和 2022 年进行三轮再融资，主要投向高品质干粮、湿粮产能建设。我们认为公司有望中长期保持产能优势。

- 核心优势四：强渠道推广能力，奠定公司长线发展。**中宠当前宠食业务客户主要集中于欧美和日本等地区，公司凭借稳定的产品质量获得良好的商业信誉，并与多地区客户形成长期、良好的合作关系，构建起覆盖全球的销售网络。公司发掘国内市场线上化的趋势，分别与苏宁易购、天猫、京东等签订战略合作协议；并通过综艺营销、与奢侈品联名等方式增强品牌曝光。公司在销售网络的多年铺垫，奠定其长线发展的潜力，有望持续储备品牌势能，逐步向外资品牌定价靠拢。
- 核心优势五：强产业投资及市场整合能力，为公司持续储备利润增长点。**复盘外资龙头玛氏和雀巢的发展历史，可以发现，当美国宠食市场增速放缓，步入存量品牌博弈阶段时，具备较强资本运作能力及多品牌运营的玛氏和雀巢，通过收并购品牌的方式实现市占率的快速提升，巩固自身寡头地位。反观国内市场，站在宠食品牌百花齐放的当下，公司与金鼎资本合作，组织布局产业投资基金将有助于公司及时把握市场动向，实现与被投企业的优势互补，体现协同效应。近年来公司先后投资了豆柴、帕特、高爷家在内的多家宠物食品及用品品牌。
- 投资建议：宠物食品市场迎来爆发式增长的红利期，中宠股份在生产及营销能力上具有突出的竞争优势，看好其长线发展。**国内宠物食品市场处在爆发式增长阶段，从市场总量来讲，中国宠物食品赛道仍有数倍增长空间。而从产品定价层面，内资品牌销售均价仍有较大提升空间。中宠股份作为国内宠物食品龙头，多年经营积累了稳定的全球销售体系，预计海外业务稳定增长。近年来公司在国内市场逐步放量，品牌布局持续优化，有望在高增长的市场下持续抢占市场份额。我们预计中宠股份 23/24/25 年营业收入 37.1/43.0/51.1 亿元；预计 23/24/25 年公司归母净利润 1.4/2.2/3.0 亿元。中宠股份出口业务受到汇率等因素影响波动较大，我们认为随着公司国内业务占比提升，将逐步减少业绩波动。给予 24 年 38xPE，对应目标市值 84 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧风险；自主品牌拓展不及预期；原材料价格波动风险；贸易壁垒引发的风险等。**

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	294.11	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	294.10	营业收入(百万元)	2,882	3,248	3,706	4,298	5,111
52 周内股价区间(元):	19.67-30.99	(+/-)YOY(%)	29.1%	12.7%	14.1%	16.0%	18.9%
总市值(百万元):	6,426.36	净利润(百万元)	116	106	144	221	299
总资产(百万元):	3,648.64	(+/-)YOY(%)	-14.3%	-8.4%	35.9%	53.4%	35.6%
每股净资产(元):	7.04	全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.36	0.49	0.75	1.02
资料来源: Wind		毛利率(%)	20.0%	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
		净资产收益率(%)	6.4%	5.1%	5.7%	7.0%	7.6%
		资料来源: Wind, 德邦研究所					

内容目录

1. 中宠股份：踔厉奋发二十年，筑牢龙头地位	6
1.1. 公司概况：零食赛道领跑者，多元化全球品牌运营商	6
1.2. 财务状况：出口业务短暂承压，自有品牌增厚利润	8
2. 宠物赛道：“它经济”风头正劲，行业发展迈入快车道	10
2.1. 行业复盘：行业生态基本成型，食品赛道独占半壁江山	10
2.2. 养宠结构：养宠人数攀升，“猫经济”主流当道	11
2.3. 宠物食品：行业快速发展，分散市场有望培育新龙头	13
2.4. 参考母婴市场发展路径，供需双端赋能国产品牌强劲增势	14
2.4.1. 行业类比：“育儿式养宠”盛行，母婴市场发展路径参考性高	14
2.4.2. 发展趋势：刚需高频消费韧性强，国货发展掀开新篇章	19
3. 公司壁垒：产品力、供应链、渠道推广构筑核心优势	20
3.1. 多元产品矩阵：聚焦湿粮赛道，零食业务贡献稳定收入	20
3.2. 供应链为王：强供应链实现降本增效，为企业长足发展奠基	23
3.3. 全渠道布局：全球客户资源丰富，线上线下同步发展	24
4. 未来看点：产能释放支撑再扩张，产业投资储备新增长	26
4.1. 产能：立足“零食”基本盘，发力“主粮”赛道，持续扩张产能	26
4.2. 品牌：外延投资把握市场动向，多品牌高端化布局	28
5. 盈利预测与投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：中宠股份发展历程	6
图 2：中宠股份股权结构图	7
图 3：2018-2023Q1 公司营收及增速（CAGR=23.15%）	8
图 4：2018-2023Q1 公司归母净利润及增速（CAGR=17.04%）	8
图 5：2018-2022 年可比公司营业收入（单位：亿元）	8
图 6：2018-2023Q1 公司业务毛利率和归母净利率	8
图 7：2018-2022 年按产品结构拆分业务收入结构（单位：%）	9
图 8：2018-2022 年分产品拆分业务毛利率（单位：%）	9
图 9：2018-2022 年按区域拆分业务收入结构（单位：%）	9
图 10：2018-2022 年分区域拆分业务毛利率（单位：%）	9
图 11：2018-2022 年可比公司管理费用率	9

图 12: 2018-2022 可比公司存货周转率 (单位: 次)	9
图 13: 中国宠物行业发展进程.....	10
图 14: 宠物行业上、中、下游的业态类型.....	10
图 15: 2012-2021 年中国宠物行业市场规模及增长率	11
图 16: 2022 年中国宠物消费结构 (%)	11
图 17: 2021 年宠物主对于宠物角色的认知	11
图 18: 2021 年宠物主养宠原因	11
图 19: 2021 年中国宠物主养宠类型占比.....	11
图 20: 2019-2022 中国养犬和养猫的人数 (万人)	11
图 21: 2020-2025E 中国宠物犬猫数量及增速预测	12
图 22: 2021 年各线城市的养宠和养猫比例 (%)	12
图 23: 2019-2022 年中国宠物市场消费规模.....	12
图 24: 2017-2021 中国人均单只宠物年消费金额.....	12
图 25: 2012-2022 年中国宠物食品市场规模及增速 (亿元; %)	13
图 26: 2022 年宠物食品行业细分市场结构.....	13
图 27: 2021 年宠物食品赛道各品类渗透率 (%)	13
图 28: 2012 年中国宠物行业头部公司市占率分布	14
图 29: 2021 年中国宠物行业头部公司市占率分布	14
图 30: 2019-2022 年中国宠物主的年龄结构 (%)	15
图 31: 2019-2020 年中国宠物主的婚姻状况 (%)	15
图 32: 2014-2021 年我国结婚对数、离婚对数变动情况.....	15
图 33: 2014-2021 年我国 65 岁以上人口占比变动情况	15
图 34: 2019-2021 年中国宠物主的地域分布结构.....	15
图 35: 2021 年我国宠物主的养宠观念 (%)	16
图 36: 中/日/美单只宠物消费支出金额 (单位: 元)	16
图 37: 2017-2022 年宠物消费渠道结构变化.....	16
图 38: 2021 年宠物主获取宠物信息的渠道 (%)	16
图 39: 2019 年中国消费者购买婴幼儿奶粉关注元素	17
图 40: 2021 年中国消费者购买宠物食品关注因素	17
图 41: 2017-2022 年我国婴幼儿食品行业 CR10/CR5 变动.....	17
图 42: 2017-2022 年我国婴幼儿食品 TOP10 品牌市占率结构.....	17
图 43: 2021-2022 年宠物主对于猫主粮品牌的偏好 (%)	19
图 44: 2021 年宠物主选择购买国产品牌的原因 (%)	19

图 45: 2017-2022 年中宠境外市场收入及增速	22
图 46: 2017-2022 年中宠境外收入占比及毛利率水平	22
图 47: 中宠实验室获国家认证	22
图 48: 中宠股份已通过诸多国内外权威认证	22
图 49: 2022 年中宠股份营业成本构成	23
图 50: 2021 年全国省区宠物细聊 (犬猫) 产能分布	23
图 51: 2019-2022 年公司前五大客户收入占比	24
图 52: 2014-2022 年公司向日本伊藤销售收入及占比	24
图 53: 公司全球化销售网络分布	24
图 54: 2021 年我国宠物主粮和零食的线上购买渠道偏好 (%)	25
图 55: 主品牌“顽皮”通过明星代言、高奢联名实现创新性营销	25
图 56: 2019-2022H1 中宠产能及增速 (单位: 万吨)	26
图 57: 2019-2022 可比公司产能利用率情况 (单位: %)	26
图 58: 玛氏企业收购历史	28
表 1: 中宠股份现任董事、监事及高管团队信息	7
表 2: 中国/美国/日本宠物食品行业对比	14
表 3: 婴幼儿食品与宠物食品消费习惯对比	14
表 4: 国内宠物食品行业主要品牌基本信息	18
表 5: 市场主粮 (干粮) 品牌定位分布	20
表 6: 中宠股份旗下品牌矩阵	21
表 7: 2016 年各项原材料核心采购商及对应占比	23
表 8: 2022 年可比公司的代工业务情况	24
表 9: 可比公司最新产能规划情况	26
表 10: 中宠产能规划一览表	27
表 11: 中宠股份对外投资项目梳理	28
表 12: 2023-2025 年公司盈利预测	29
表 13: 可比公司估值	29

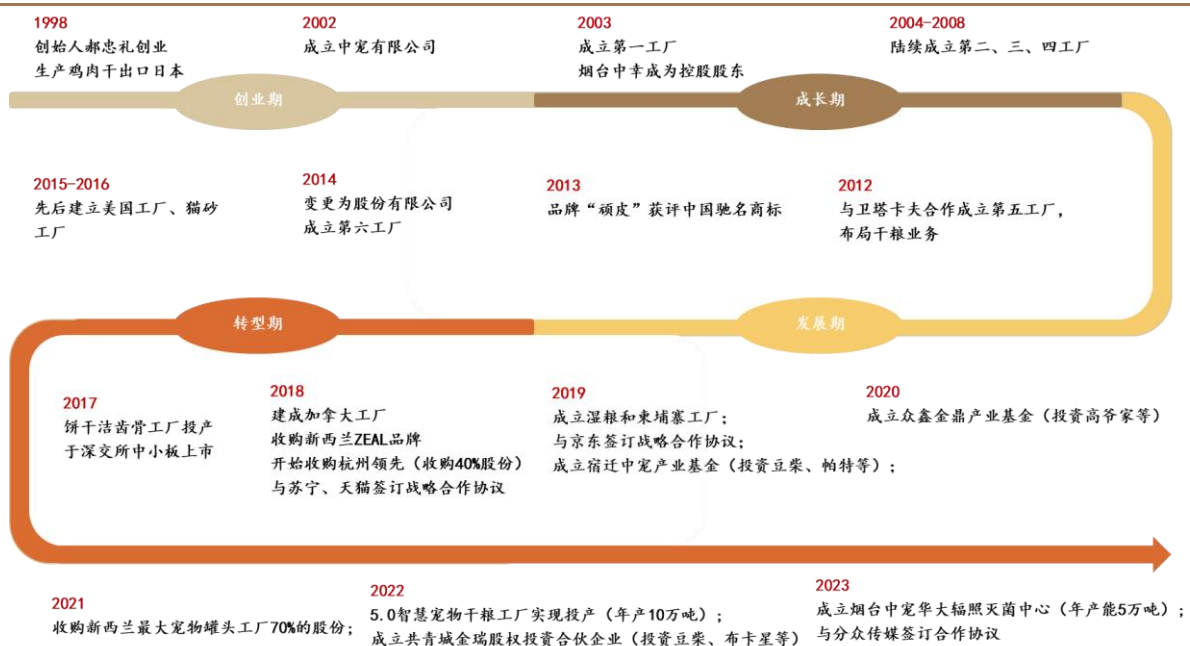
1. 中宠股份：踔厉奋发二十年，筑牢龙头地位

1.1. 公司概况：零食赛道领跑者，多元化全球品牌运营商

抢先布局宠物零食代工，二十多年耕耘迎来品牌红利收割期。中宠股份创立于1998年，成立伊始主要从事代工海外高端宠物零食。目前公司产品覆盖宠物干粮、湿粮、零食等十余个系列，总计1,000多个品种。产品远销海外国家和地区，2022年境外销售收入占主营业务收入的比例为72.24%，现已成为美国品谱、GlobalinxPet等众多知名国际宠物食品品牌的OEM/ODM厂商。公司坚持国内市场与国外市场同步开拓的“双轮驱动”战略方针，旗下具备以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的品牌矩阵，前后收购了新西兰最大的宠物罐头代工厂PFNZ 70%的股权及杭州领先90%的股权，逐渐成为我国宠物食品行业龙头企业。

陆续完善品牌矩阵，向自主品牌转型升级。复盘公司发展历程：1) 创业期 (1998-2002年)：创始人郝忠礼先生凭借敏锐的商业直觉，在国内宠物食品行业萌芽期便展开对宠物零食业务的布局，推出自主品牌“Wanpy”鸡肉干产品并取得较好反响；2) 成长期 (2003-2008年)：着力于产能扩张，并拓展湿粮业务，主要为国外品牌提供OEM代工；3) 发展期 (2009-2013年)：公司知名度逐渐打响，先后获评“中国宠物产业优秀企业”、“最受欢迎宠物品牌”等多项荣誉称号，并在此期间开拓了干粮业务；4) 转型期 (2014-至今)：公司完成股份制改制，持续推进扩产增效，着重发力品牌建设，2018年收购新西兰ZEAL和杭州领先，丰富品牌矩阵，创立产业基金针对宠物行业品牌进行投资布局，与天猫、苏宁、京东、分众传媒等多平台合作，逐步完善营销渠道体系。

图 1：中宠股份发展历程

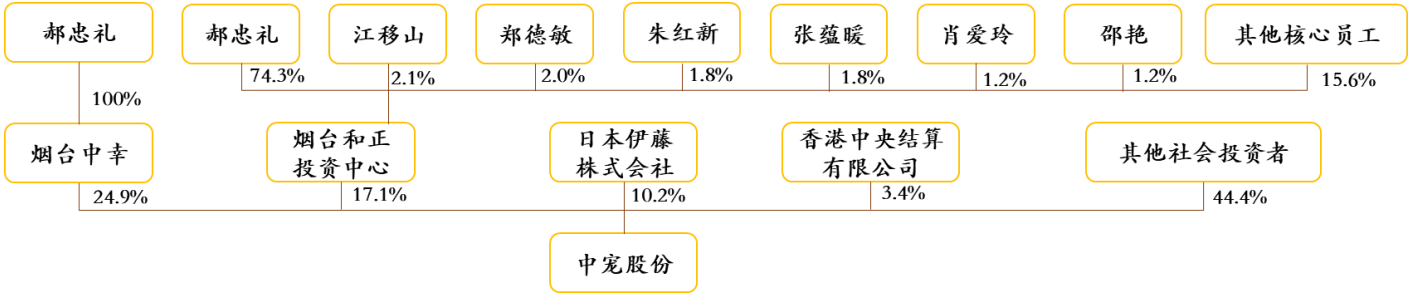


资料来源：公司官网、德邦研究所

实控人及高管团队为核心大股东，股权结构集中。公司核心大股东烟台中幸、烟台和正投资和日本伊藤会社的持股比例分别为24.86%、17.09%、10.20%。董事长郝忠礼、肖爱玲夫妇为公司实际控制人，郝忠礼分别通过100%控股烟台中幸，与肖爱玲分别持有烟台和正投资74.29%、1.23%的股权，合计间接控股中宠股份，持股比例达37.87%。第三大股东日本伊藤株式会社为日本知名零售集团公司，自中宠设立之初便与其保持稳定合作关系。作为中宠下游客户，日本伊藤购买宠物零食和宠物罐头在日本境内销售，22年双方宠物罐头关联交易额达到0.52亿元，占公司整体宠物罐头销售额的8.7%。日本伊藤通过长期持股与中宠实现深度绑定，注资支持中宠的可持续发展。

团队专业实力发挥压舱石作用，管理层持股绑定骨干人才。中宠股份高管团队均在公司任职多年，团队覆盖外贸交易、宠物食品相关生产工艺以及销售等多个专业领域。董事长兼总经理郝忠礼 1998 年成立中宠，具有丰富外贸行业从业经验，之后始终聚焦宠物食品赛道。设立管理层持股平台，绑定核心管理人才，烟台和正投资为管理层持股平台，合伙人覆盖供应链、生产、贸易和财务等各方面的骨干人员，其丰富的从业经验为中宠业务的持续推进保驾护航。

图 2：中宠股份股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所
统计时间截止 2023 年 4 月 6 日

表 1：中宠股份现任董事、监事及高管团队信息

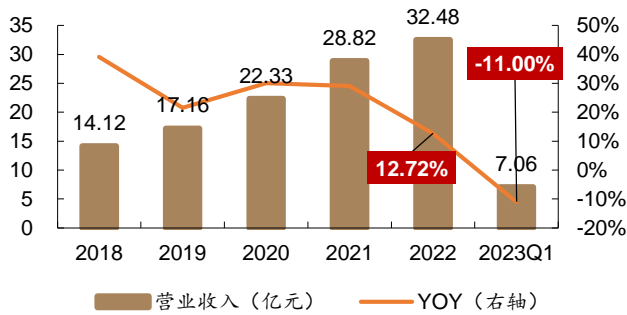
姓名	职务	任职年份	年龄	学历	个人履历
郝忠礼	董事长、总经理	1998	61	本科	公司创始人，1998 年开始从事宠物食品生产、经销业务，现任烟台顽皮宠物用品销售有限公司、安徽省中宠硕智科技有限公司、北京中宠好氏宠物食品有限公司等多家子品牌及业务子公司董事长。
伊藤范和	副董事长	2002	48	本科	2012 年 8 月至今，任合资公司日本伊藤株式会社总经理；2011 年 8 月至 2014 年 11 月，任烟台中宠食品有限公司副董事长；2014 年 12 月至今任公司副董事长。
江移山	常务副总经理	2000	55	本科	拥有近 30 年食品生产技术经验，历任烟台百佳生产技术部部长、烟台爱思克生产技术部部长，现任美国 Jerky 公司董事、ITAOPETSUPPLIES 董事。
郝宸龙	董事	2014	35	本科	郝忠礼之子，历任加拿大 Jerky 公司市场部经理、中宠市场部副经理，现任上海中宠网络科技有限公司董事、上海中宠食品科技有限公司执行董事、上海好氏宠物食品有限公司总经理、董事。
张蕴暖	董事、副总经理	2002	48	硕士	20 余年贸易出口经验，负责公司国外贸易。历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 6 月起先后任烟台中宠食品有限公司国际贸易部部长、副总经理；现任公司副总经理、董事，山东顽皮电子商务有限公司董事。
任福照	董秘	2022	35	本科	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。
赵雷	监事会主席	2004	42	本科	历任烟台爱华食品有限公司品管科主任、烟台东洲蔬菜食品有限公司品管科科长、烟台中宠食品有限公司品管部部长、加拿大子公司 Canadian Jerky Company Ltd 质量总监。2021 年 10 月至今，任公司监事会主席。
林梅	监事、审计总监	2020	40	硕士	国际注册内部审计师，中级经济师。历任北京乐途旅游网产品专员、产品经理、烟台捷瑞电子商务产业园有限公司企管部部长、综合管理部部长等职务；现任公司审计部负责人、公司监事，2022 年 1 月至今，任公司审计总监。

资料来源：公司公告、德邦研究所
注：截止 2022 年年报信息

1.2. 财务状况：出口业务短暂承压，自有品牌增厚利润

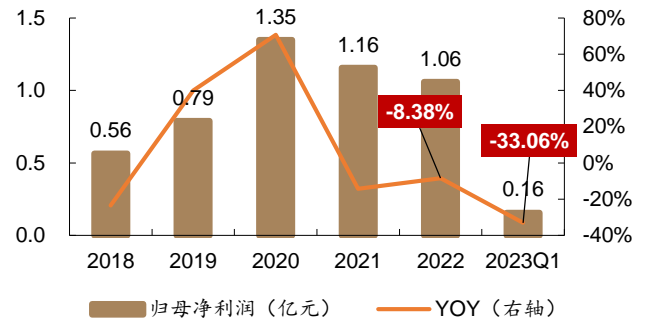
22 年公司营业收入增速放缓，海外客户去库存影响出口业务。2018 年-2022 年公司营业收入从 14.12 亿元稳步提升至 32.48 亿元，期间年复合增速达到 23.15%，2022 年收入同比增速 12.71%，较 21 年增速降低 16.34pcts，主要系海外业务收入承压影响整体全年收入。22 年疫情降低航运效率导致库存大量积压，海外客户主动去库存影响出口订单新增。2018-2022 年公司归母净利润从 0.56 亿元提升至 1.06 亿元，2022 年净利润同比下滑 8.38%。单季度数据：2023 年 Q1，公司实现营业收入 7.06 亿元，同比下滑 11.00%，主要系海外客户去库存仍在持续，同期实现归母净利润 0.16 亿元，同比下滑 33.06%。从 22 年 9 月开始海外客户去库存已经持续 7 个多月，展望 23 年出口业务有望逐步恢复正常。

图 3：2018-2023Q1 公司营收及增速 (CAGR=23.15%)



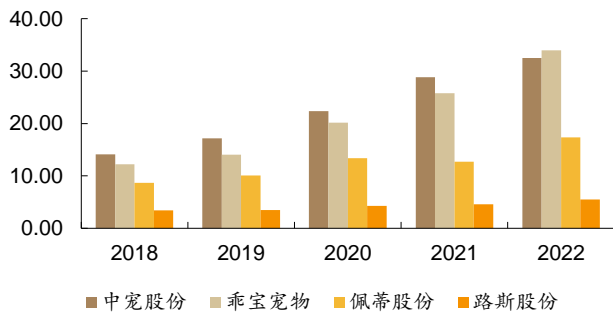
资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所

图 4：2018-2023Q1 公司归母净利润及增速 (CAGR=17.04%)



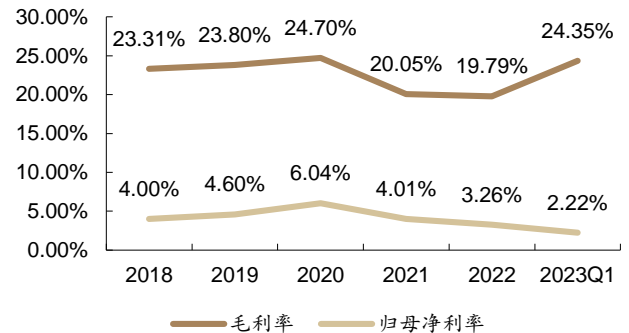
资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所

图 5：2018-2022 年可比公司营业收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所

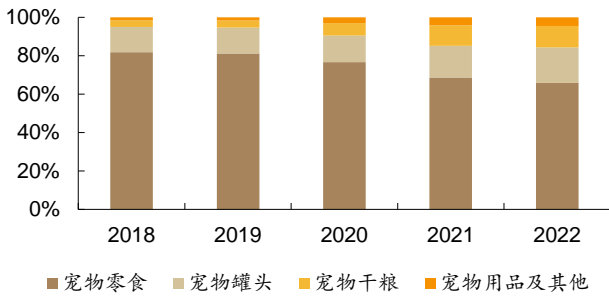
图 6：2018-2023Q1 公司业务毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所

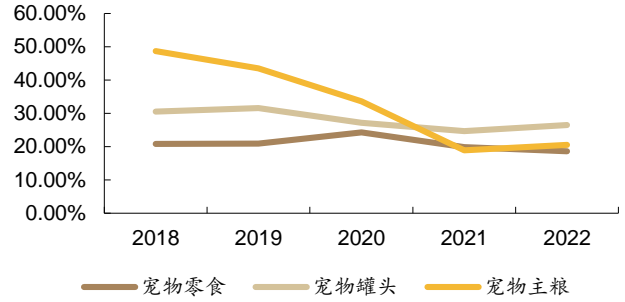
分产品类型：零食产品贡献 7 成收入，干粮高毛利带动营收增长。从营收看，2022 年宠物零食、罐头、干粮、保健品及其他业务收入占比分别为 65.91%、18.48%、11.08% 和 4.52%，宠物零食作为公司第一支柱业务收入，在过去三年间收入占比逐步下降。2021 年随着公司“聚焦主粮”战略不断发展，干粮业务占比有显著增加，从 2018 年的 3.48% 快速提升至 2022 年的 11.08%。从毛利率看，宠物零食、罐头和干粮毛利率分别为 18.57%、26.41%、20.45%。随着公司干粮产线逐步投产、产能提升，主粮业务毛利率有望逐步回升。

图 7: 2018-2022 年按产品结构拆分业务收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

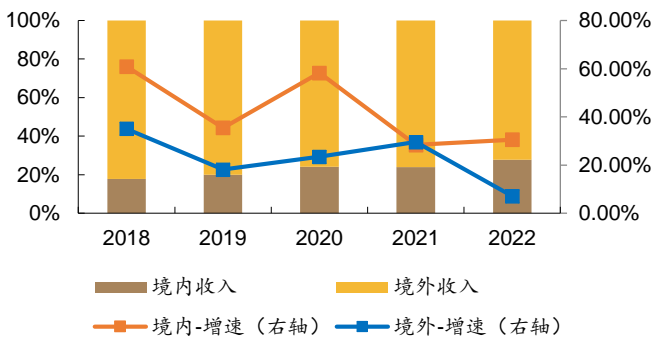
图 8: 2018-2022 年分产品拆分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

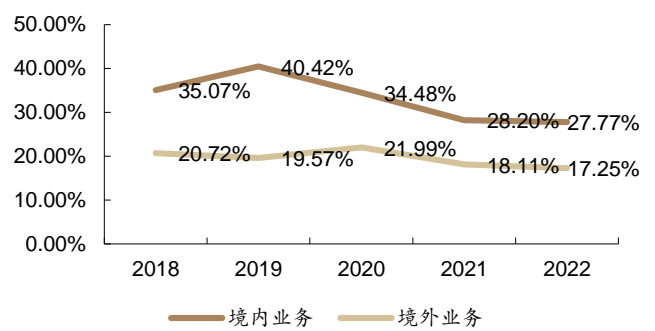
分区域: 境外业务贡献构筑收入基本盘, 境内自主品牌发展增厚利润。从业务看, 公司境外市场主要从事 ODM/OEM 代工, 产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区, 2022 境外业务收入占比 72.24%。同时, 公司在国内市场大力布局自主品牌矩阵, 2022 国内市场贡献收入 9.02 亿元, 同比增长 30.55%, 占整体收入比重的 27.76%。从毛利率看, 2022 年境内业务、境外业务毛利率分别为 27.77%、17.25%, 高毛利的境内业务快速发展带动公司整体利润增厚。

图 9: 2018-2022 年按区域拆分业务收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

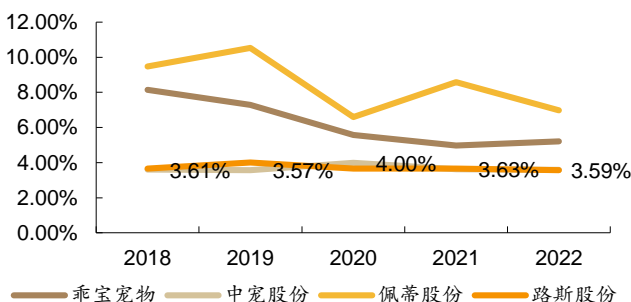
图 10: 2018-2022 年分区域拆分业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

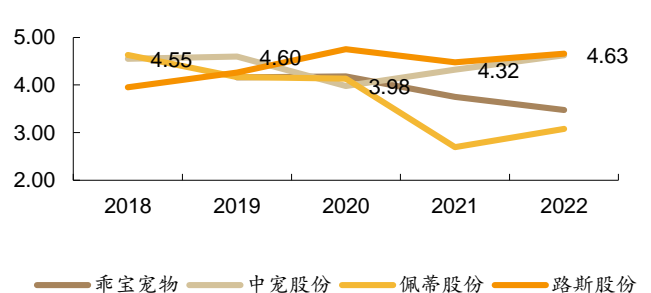
管理费用管控能力逐渐增强, 销售费用作为核心费用支出项, 主要用于自有品牌扩张、营销投入。对比同行可比公司, 2020-2022 中宠管理费用率分别为 4.00%、3.63%、3.59%, 整体呈现逐年下降态势。2022 年中宠销售费用率 9.33%, 同比提升 0.88pcts, 主要是公司持续加大营销推广力度。**存货周转速度加快, 精细化存货管理平抑原材料价格上涨风险。**2019-2022, 中宠存货周转率分别为 4.60、3.98 次、4.32 次和 4.63 次。对比同行业可比公司, 中宠存货周转效率从 2020 年开始明显提升。公司逐渐完善战略储备制度, 对日常使用量较大的大宗原材料实现精细化管理, “以销定产”的生产模式增强公司存货管理能力。

图 11: 2018-2022 年可比公司管理费用率



资料来源: 各公司公告、Wind、德邦研究所

图 12: 2018-2022 可比公司存货周转率 (单位: 次)



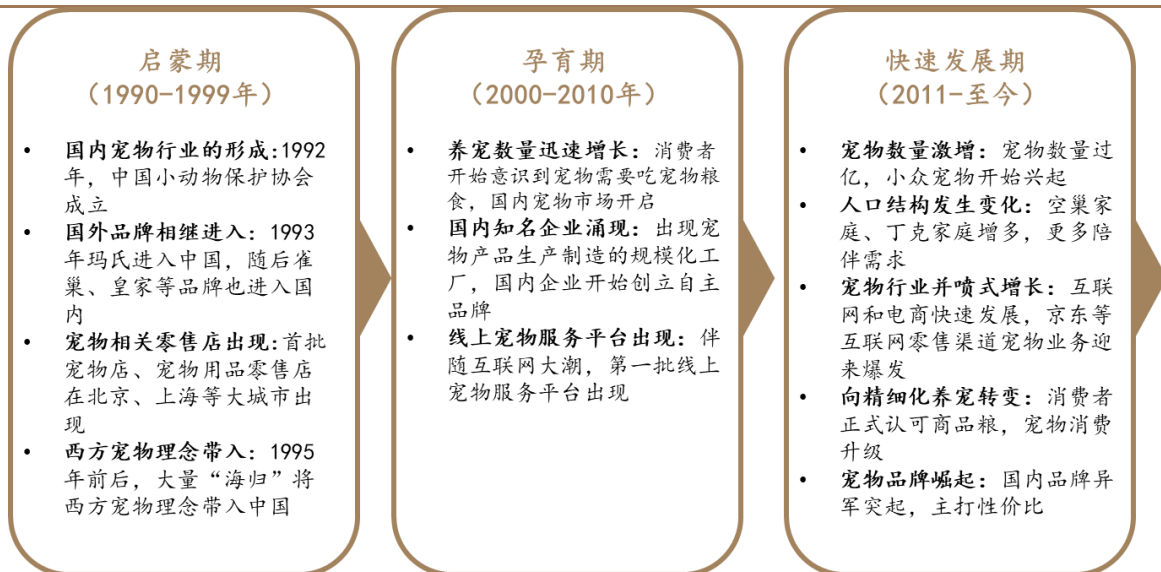
资料来源: 各公司公告、Wind、德邦研究所

2. 宠物赛道：“它经济”风头正劲，行业发展迈入快车道

2.1. 行业复盘：行业生态基本成型，食品赛道独占半壁江山

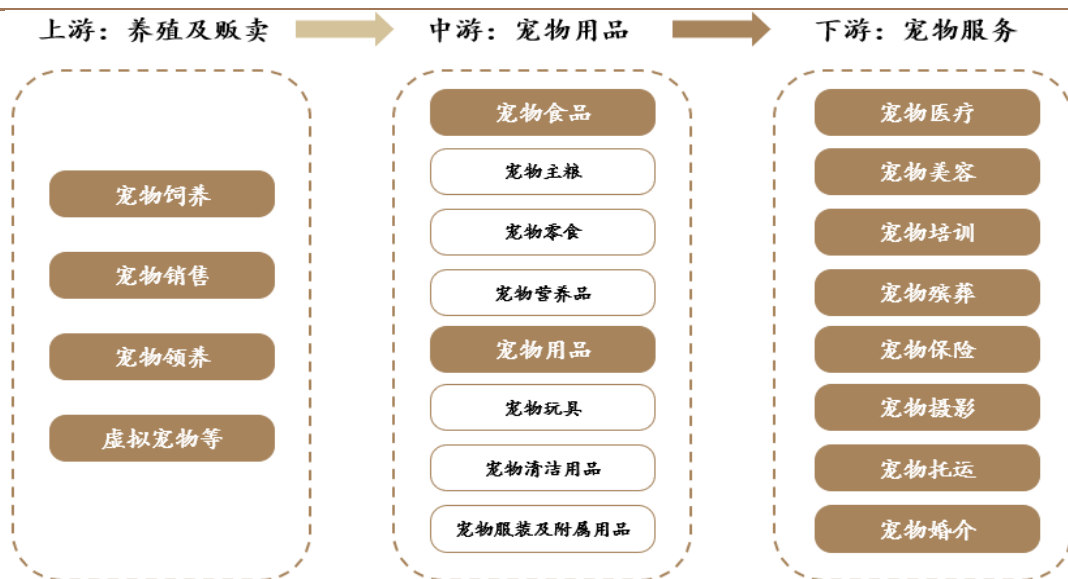
中国宠物行业快速发展，产业链不断完善。中国宠物行业发展至今，可概括为三个阶段：1) 萌芽期（1990年-1999年）：海外品牌将专业宠物食品引入中国，皇家、玛氏进入国内市场。国产品牌佩蒂、中宠创立，为未来集团化打下基础。随着海外品牌生产研发中国本土化，国产品牌仍以代工为主。2) 孕育期（2000年-2010年）：国内消费者宠物食品意识逐步形成，国内企业开始创立自有品牌。3) 快速发展期（2011年-至今）：随着线上零售电商兴起，国产品牌不断涌现并快速成长，头部品牌产品品质不断提升，逐步收获较高的市场口碑。部分公司通过收购、获取代理权、建立海外工厂等方式，已经开启国际化布局。产业链中宠物食品、宠物医院、宠物领养平台、宠物美容院等多种业态先后出现，能够全方位满足消费者解决宠物生老病死、衣食住行等各个方面的需求。

图 13：中国宠物行业发展进程



资料来源：Mob 研究院《2021年宠物专题研究报告》、德邦研究所

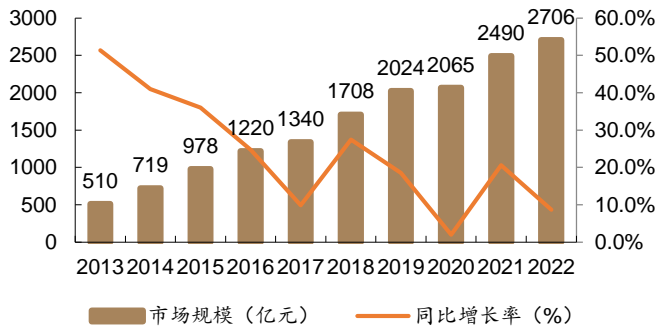
图 14：宠物行业上、中、下游的业态类型



资料来源：中商产业研究所、德邦研究所

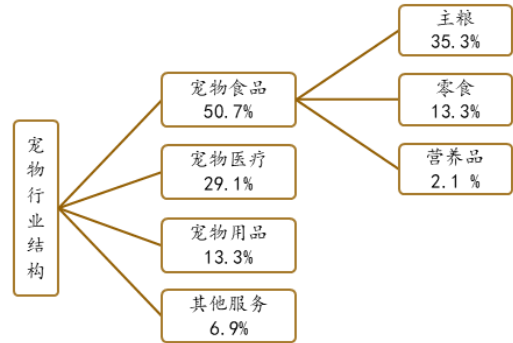
宠物行业规模稳步扩张，食品消费支撑起养宠支出半壁江山。2022年我国宠物行业（犬猫）市场规模达到2706亿元，2012-2022年CAGR达到23.2%。从宠物消费结构看，宠物食品消费是养宠的主要支出，22年宠物食品消费支出占比高达50.7%，其中主粮和零食分别占宠物行业整体的35.3%和13.3%。对比海外成熟市场，国内宠物食品市场仍处于快速成长阶段。国内宠物主购买专门宠物食品的比例仅为19%，对比美日成熟市场宠物食品渗透率将近90%。宠物市场基本盘的扩张，有望进一步催化宠物食品赛道空间。

图 15：2012-2021 年中国宠物行业市场规模及增长率



资料来源：历年宠物行业白皮书、公司公告、乖宝招股书、德邦研究所

图 16：2022 年中国宠物消费结构 (%)

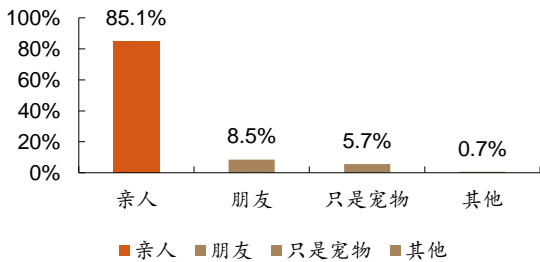


资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》、公司公告、德邦研究所

2.2. 养宠结构：养宠人数攀升，“猫经济”主流当道

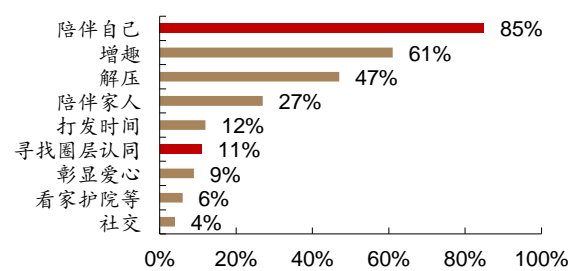
宠物被重视程度提升，情感需求驱动养宠人数增长。相比早期家养动物以“使用价值”为主要动机，现代城镇家庭开始基于“情感价值”饲养宠物。85.1%的宠物主将宠物视为自己的亲人，宠物的家庭地位出现较大提升。国内养宠人数呈现逐年增长趋势，2022年国内城镇养宠人数已达7043万人，同比增长2.9%，其中养猫人群同比增长12.6%，增速明显高于养犬人群。

图 17：2021 年宠物主对于宠物角色的认知



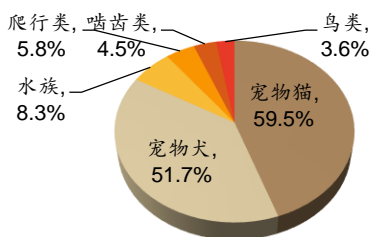
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

图 18：2021 年宠物主养宠原因



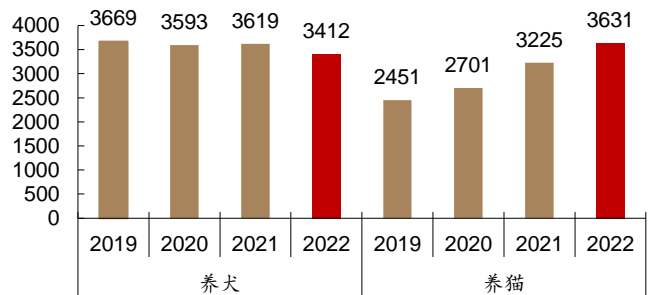
资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国宠物食品行业研究报告》、德邦研究所
注：数据调研截至 2021 年 3 月；问卷为多选，总比例大于 100%

图 19：2021 年中国宠物主养宠类型占比



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所
注：部分宠物主会同时饲养多种宠物，总比例大于 100%

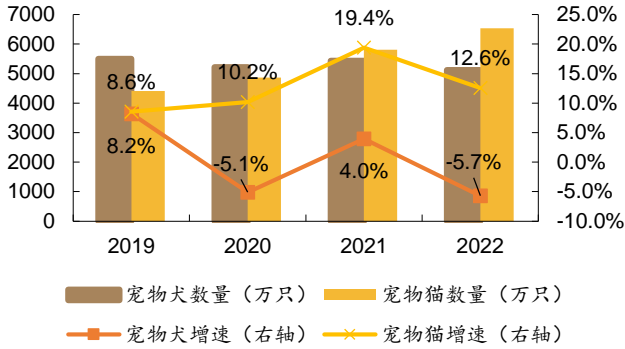
图 20：2019-2022 中国养犬和养猫的人数 (万人)



资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》、公司公告、德邦研究所

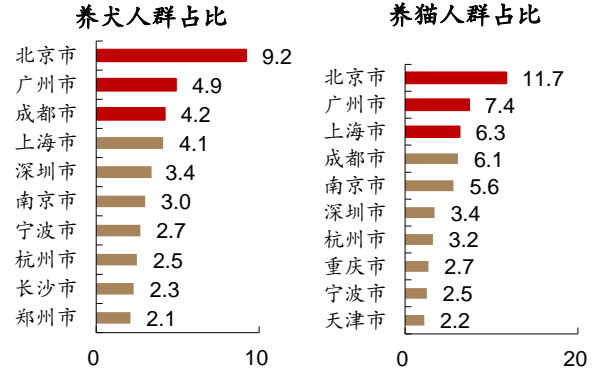
“猫经济”强势发展，猫犬支出差异逐渐扩大。①养狗人数增速放缓，养猫人数持续增长：2022年我国宠物猫数量达6536万只，对应养猫人数同比增长12.6%，对比养犬人数增速下滑5.7%。其中，高线城市养猫的比例大于养犬比例，由于严格的规范养宠要求、快生活节奏，高线城市人群或更倾向于饲养独立且不需要外出的宠物猫。②猫犬消费市场规模差距逐渐缩小，养猫平均支出更“经济”：2019-2022年犬消费与猫消费的整体市场规模差距逐步缩小，2022年单只猫年消费支出1883元，明显低于犬消费支出水平。

图 21：2020-2025E 中国宠物犬猫数量及增速预测



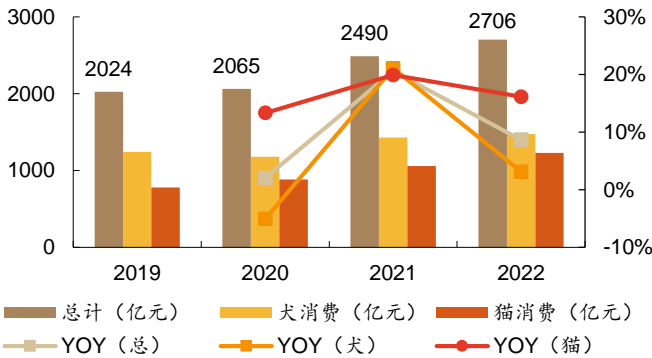
资料来源：历年中国宠物行业白皮书、公司公告、德邦研究所

图 22：2021 年各线城市的养宠和养猫比例 (%)



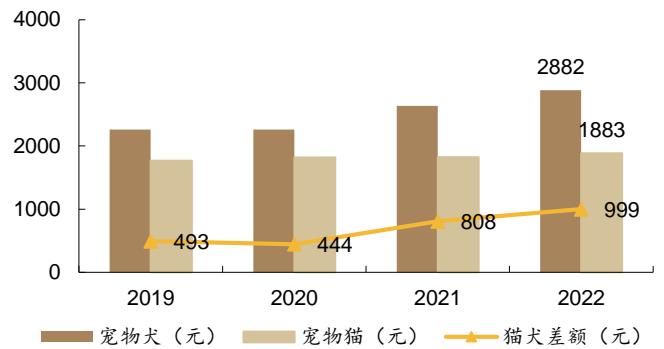
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

图 23：2019-2022 年中国宠物市场消费规模



资料来源：历年中国宠物行业白皮书、公司公告、德邦研究所

图 24：2017-2021 中国人均单只宠物年消费金额

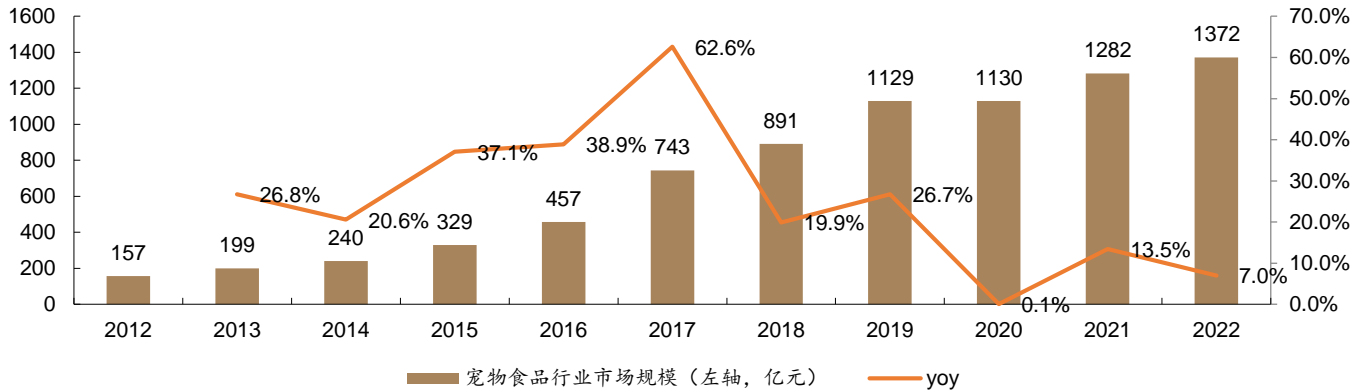


资料来源：历年中国宠物行业白皮书、德邦研究所

2.3. 宠物食品：行业快速发展，分散市场有望培育新龙头

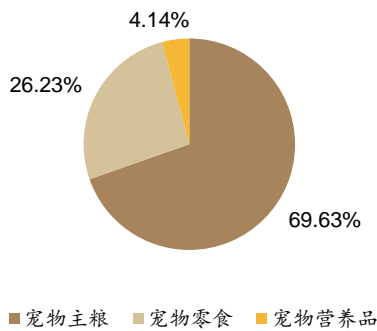
国内宠物食品市场规模增长快速，主粮市场稳定输出。2022年我国宠物食品市场规模达到1372亿元，2012-2022年CAGR达到24.2%。根据产品类型不同，宠物食品市场又进一步细分为宠物主粮、零食和营养品三大细分领域，其中宠物主粮市场规模占比最大，2022年达到约70%，主粮产品毛利优势更为明显，市场竞争更为激烈。宠物零食占比达到26.23%，国产品牌凭借着较高的性价比和较丰富的品类，收获了较大的市场份额。

图 25：2012-2022 年中国宠物食品市场规模及增速（亿元；%）



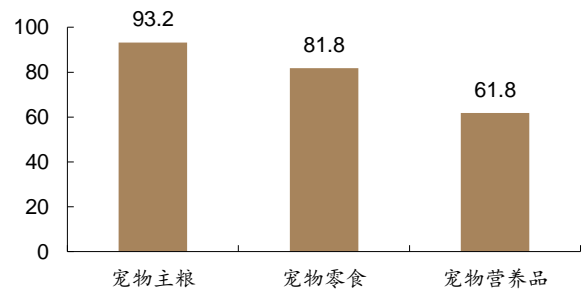
资料来源：《2022年宠物行业白皮书》、公司公告、德邦研究所

图 26：2022 年宠物食品行业细分市场结构



资料来源：《2022年宠物行业白皮书》、公司公告、德邦研究所

图 27：2021 年宠物食品赛道各品类渗透率 (%)



资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

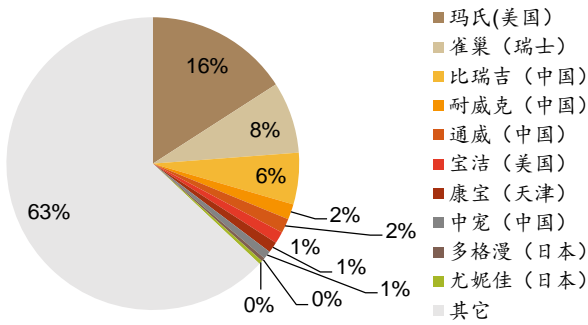
对标美国、日本市场，国内宠物食品行业集中度提升空间较大。以美国、日本、欧盟等为代表的部分国家和地区，宠物食品行业发展较早，育宠观念已经较为成熟，优质品牌迭出，消费者对于品牌的高忠诚度催生龙头品牌。对比海外成熟市场，国内宠物食品市场仍处于快速成长阶段，呈现三低特征：市场集中度低、养宠率低、宠物食品渗透率低。中国宠物食品市场格局高度分散，2021年国内CR5=17.40%，远低于美国市场70.60%、日本63.80%。大众养宠普及程度不高，2022年国内市场整体养宠率仅为20%，一、二线城市能达到39.1%（20年数据），但仍远低于美国市场66%（22年数据）、日本57%（21年数据）。因此，我国的宠物食品行业市场集中度仍有待提升，随国内市场进一步成熟，有望为新兴本土龙头品牌提供土壤。

表 2: 中国/美国/日本宠物食品行业对比

统计时间	指标项目	中国	美国	日本
		快速成长期	饱和期	稳定期
2022 年	宠物食品市场规模	1372 亿元	581 亿美元 (约 4000 亿元)	6083 亿日元 (约 311 亿元) (21 年数据)
2021 年	市场集中度	CR5=17.40%	CR5=70.60%	CR5=63.80%
2022 年	养宠率	20%	66%	57% (21 年数据)
2020 年	宠物食品渗透率	19%	90%	89%
2022 年	单只宠物支出金额	犬/猫: 2882 元/1883 元	犬/猫: 约 2 万元/约 9400 元 (20 年数据)	犬/猫: 9033 元/5940 元

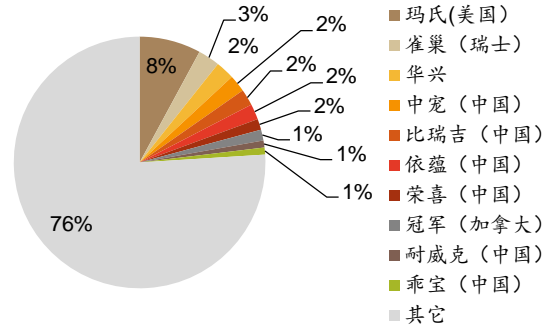
资料来源:《2022 年宠物行业白皮书》、APPA、矢野经济研究所、Euromonitor、《2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》、艾瑞咨询、德邦研究所

图 28: 2012 年中国宠物行业头部公司市占率分布



资料来源: Euromonitor、德邦研究所

图 29: 2021 年中国宠物行业头部公司市占率分布



资料来源: Euromonitor、德邦研究所

2.4. 参考母婴市场发展路径, 供需双端赋能国产品牌强劲增势

2.4.1. 行业类比: “育儿式养宠”盛行, 母婴市场发展路径参考性高

消费特征类比: “育儿式养宠”成为消费新趋势, 宠物消费业态走向“拟人化”。“育儿式养宠”使宠物主将宠物视作自己的孩子, 对各方面消费进行覆盖。基于此趋势, 宠物食品消费和婴幼儿食品消费的需求具有以下相似性: ①产品升级诉求强: 随着食品的要求升级, 专业化、精细化的食品需求应运而生; ②营养健康为重要决策因素: 对比挑选婴儿奶粉, 宠物主在购买宠物粮时重点考虑成分和功能; ③消费频次普遍较高: 宠物食品和婴儿食品均为日常食用的产品, 因此消费上均具有高频、刚需属性。④价格敏感性较弱: 宠物主和母亲在购物时往往会尽量挑选口碑最好、质量最高的产品, 并愿意为之支付较高的品牌溢价。⑤品牌忠诚度较高: 宠物消费和婴儿食品消费的高决策成本、高试错成本, 催生消费者的高品牌忠诚度, 频繁更换品牌的消费者较少。

表 3: 婴幼儿食品与宠物食品消费习惯对比

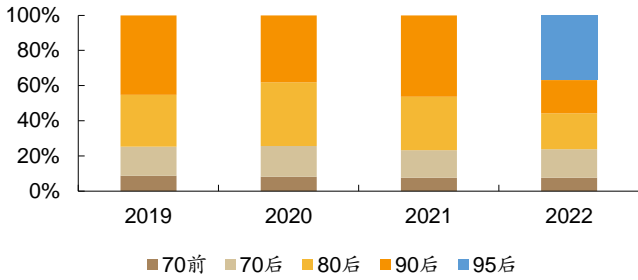
	婴幼儿食品	宠物食品
产品构成	以奶粉为主, 零食呈多元化发展趋势	主粮为主, 零食、营养品呈多元化、趣味化发展趋势
主体分离	消费主体与使用主体并非同一个体, 使用主体无法主动辨别挑选及表达使用感受, 只能被动接受	
品牌忠诚度	对于食品品牌有一定品牌忠诚度, 不会频繁更换食品品牌	因肠道吸收、口感等问题, 对品牌忠诚度较高, 品牌粘性强
挑选严苛	对于配方表、原材料、是否有添加剂、功能性、营养成分等精细化挑选, 格外注重营养成分和食品安全	
消费意愿及理念	哺育/喂养理念升级, 育儿/养宠更加科学化; 消费者画像中, 女性为主要消费者, 选择高端产品意愿日渐显著, 消费升级; 对于客单价提高不敏感, 且食品有必需品属性和较强消费韧性;	
细分生命阶段	0-6 个月: 纯奶类 6-12 个月: 开始添加辅食, 仍以奶类为主 12-18 个月: 辅食种类逐渐多样 18-36 个月: 逐渐断奶, 开始正餐	幼年 壮年 成年 特殊时期: 怀孕、哺乳、绝育等
情感	通过哺育/喂养提高宝贝幸福感, 有心灵陪伴及精神抚慰 需要行业的专业育儿/养宠食品知识科普	
挑选原则	营养成分与奶源、原料, 配方科学 针对体质、年龄阶段, 匹配不同食品 品牌知名度、生产工艺	营养成分与食材, 配方科学 定制化猫粮 (品种专用、阶段专用及膳食管理等) 品牌知名度、适口性好坏

资料来源: 艾瑞咨询《2021 年中国宠物食品行业研究报告》、德邦研究所

1) 养宠人群结构变化: 单身经济、银发经济崛起, 宠物经济下沉二三线城市。

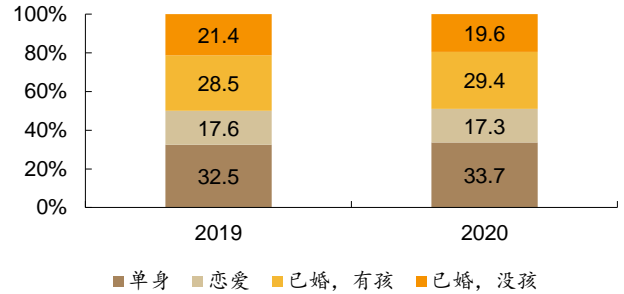
①年龄结构上: 80后和90后是宠物消费的中坚力量, 2022年90后和95后宠物主的占比合计达56%, 此外, 中老年群体出于陪伴需求饲养宠物的情况愈发普遍;
②地域结构上: 二线城市养宠规模持续扩张, 2019-2021年间二线城市宠物主占比实现由26.8%增至43.9%;
③婚姻状况结构上: 单身群体养宠的比例最高, 2020年单身宠物主占比为33.7%。对标日本市场发展规律, 低结婚率和老龄化背景趋势下, 出于陪伴需求的养宠人群有望进一步增加。

图 30: 2019-2022 年中国宠物主的年龄结构 (%)



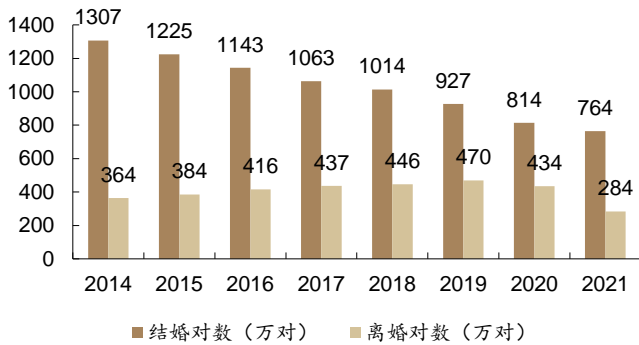
资料来源: 《2022年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

图 31: 2019-2020 年中国宠物主的婚姻状况 (%)



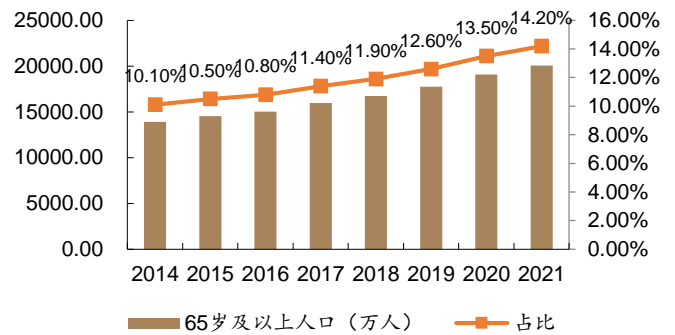
资料来源: 《2020年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

图 32: 2014-2021 年我国结婚对数、离婚对数变动情况



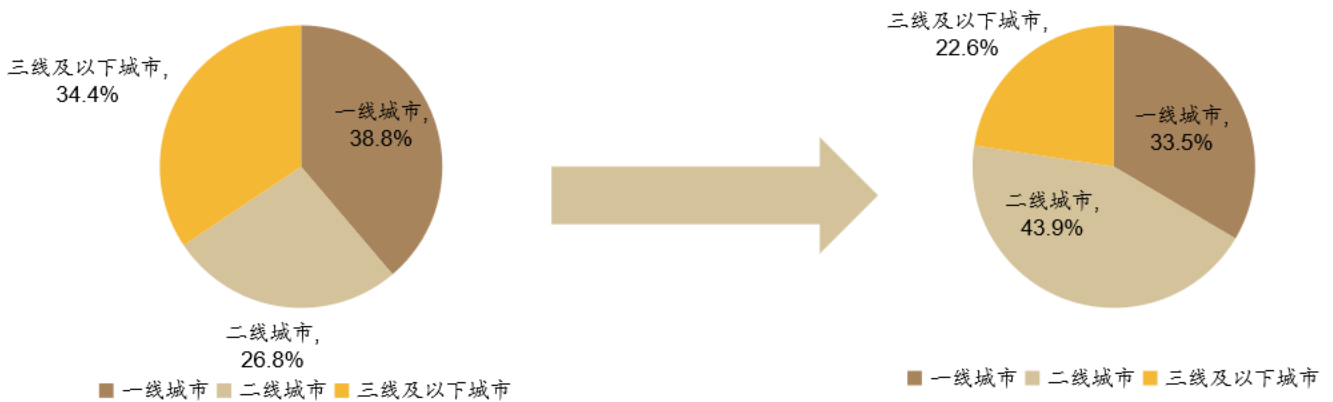
资料来源: 民政局、Wind、德邦研究所

图 33: 2014-2021 年我国 65 岁以上人口占比变动情况



资料来源: 国家统计局、Wind、德邦研究所

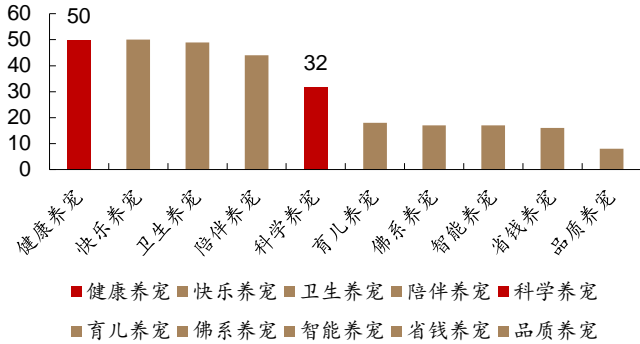
图 34: 2019-2021 年中国宠物主的地域分布结构



资料来源: 《2021年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

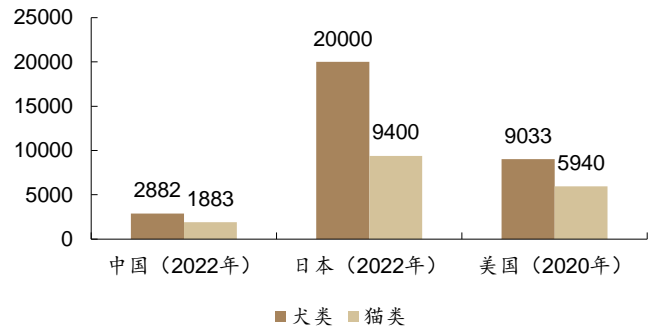
2) 养宠支出变化：健康科学观念投射于宠物，带动宠物消费升级。根据艾瑞咨询调研，过半宠物主支持健康养宠观念。2022年国内单只犬/猫消费年均支出达到2882元/1883元，较比日本22年和美国20年对应的宠物年均支出水平，仍有较大的差距。后续随着消费者科学喂养意识的提升，国内单宠消费水平仍有较大提升空间。

图 35：2021 年我国宠物主的养宠观念 (%)



资料来源：艾瑞咨询《2021年中国宠物食品行业研究报告》、德邦研究所

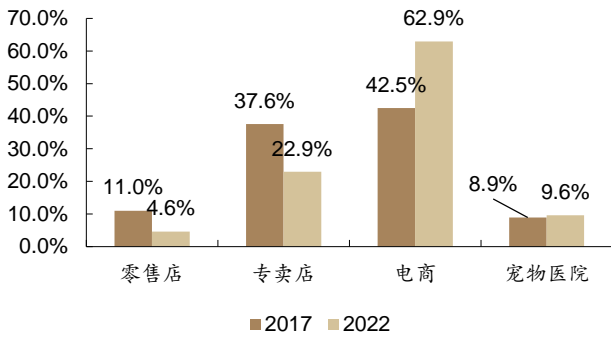
图 36：中/日/美单只宠物消费支出金额 (单位：元)



资料来源：《2022年宠物行业白皮书》、日本 Anicom 保险公司、APPA、乖宝招股说明书、德邦研究所

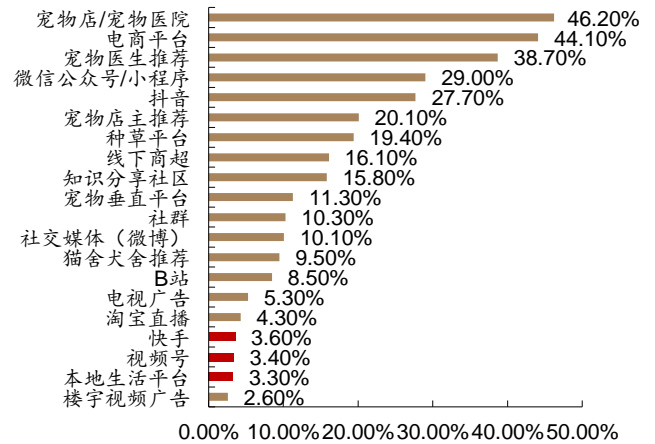
3) 消费渠道变化：宠物主倾向于通过电商平台购买宠物食品，线上购物为主流场景。2022年我国有62.9%的宠物主倾向于通过线上电商平台购物，远高于其他渠道的销售额。一方面，电商平台依托B2C和C2C的销售模式降低中间商的参与，可为消费者提供更多物美价廉的商品；另一方面，大数据赋能之下，社交软件和短视频平台成为消费者获取宠物咨询的主流渠道，定制化推荐能更精准地把握消费者喜好。

图 37：2017-2022 年宠物消费渠道结构变化



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

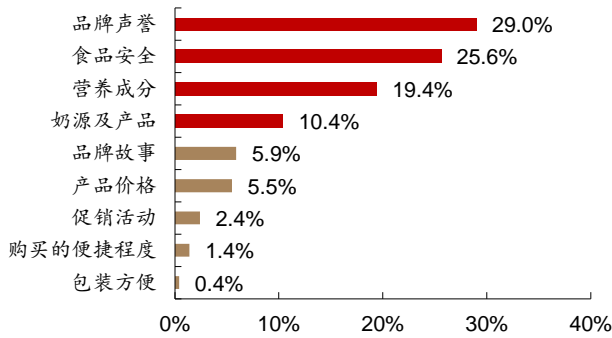
图 38：2021 年宠物主获取宠物信息的渠道 (%)



资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

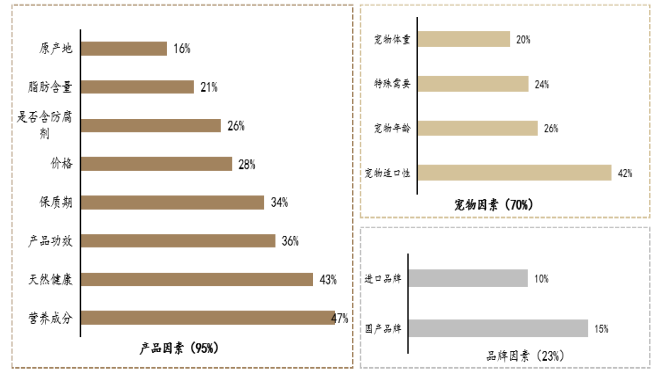
产品迭代类比：养宠需求完成精细化的迭代升级，功能性产品不断创新。国内消费者在购买奶粉时较注重安全及营养成分，当前市面上的奶粉品类细分化，针对不同婴儿需求催生不同类型奶粉。反观宠物食品市场，九成消费者购买主粮会优先考虑营养成分和天然健康等产品层面因素、七成消费者会考虑宠物的偏好，根据宠物年龄和特殊需求为宠物针对性选择主粮，定制化、兼具性价比与营养价值的宠物主粮产品。因此，婴幼儿食品业向健康功能性产品迭代的逻辑，可以合理外延至宠物食品市场，主粮及功能性宠物食品预计将迎来持续发展。

图 39：2019 年中国消费者购买婴幼儿奶粉关注元素



资料来源：艾媒咨询《2019 年中国婴幼儿奶粉市场研究报告》、德邦研究所

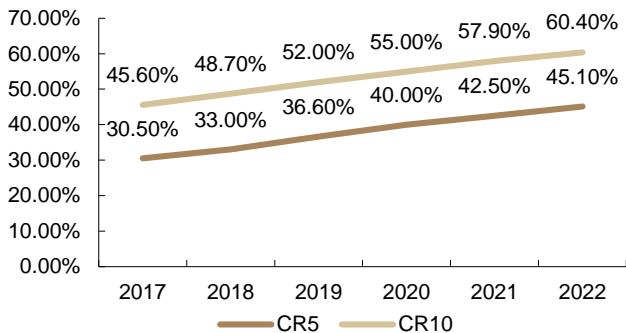
图 40：2021 年中国消费者购买宠物食品关注因素



资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国宠物食品行业研究报告》、德邦研究所

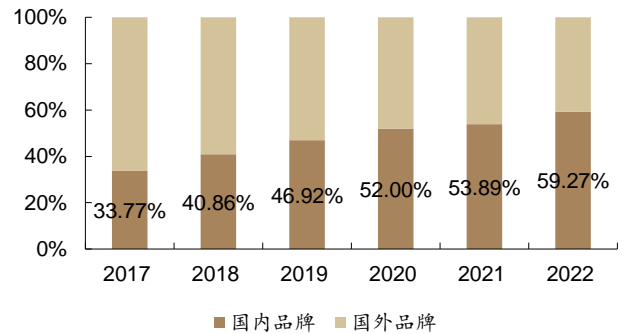
竞争格局类比：国产品牌势能提升，蚕食外资品牌份额。2022 年我国婴幼儿食品行业 CR10 为 60.40%，市场集中度较高，行业格局趋于固化。其次，婴幼儿食品 TOP10 品牌中，国产品牌市场占有率达 59.27%，国内消费者对于国产品牌的信心逐渐增强。对标而言，宠物食品行业目前处于快速发展期，行业集中度提升空间较大。宠食国产品牌逐步从代工业务转型自主创立品牌，2012-2021 年国内市场 TOP2 玛氏和雀巢市场从 23.8% 下滑至 10.7%，国产品牌市占率从 11.10% 上升至 11.90%。因此，随国内消费者的消费心态转变，购买决策回归产品本身。宠物行业国产品牌的市占率有望持续提升。

图 41：2017-2022 年我国婴幼儿食品行业 CR10/CR5 变动



资料来源：欧睿、德邦研究所

图 42：2017-2022 年我国婴幼儿食品 TOP10 品牌市占率结构



资料来源：欧睿、德邦研究所

行业处于分散竞争阶段，有望诞生本土新龙头。中国的宠物行业发展起步较晚，新兴赛道尚未形成显著龙头，巨大蓝海市场吸引诸多海内外品牌进入。目前国内宠物食品行业赛道的主要竞争者可分为三类：①国外中高端品牌（雀巢、皇家）：品牌起步较早，较强的先发优势使品牌国内市占率和品牌认可度均处于一梯队水平；②国内企业旗下的自主品牌（中宠、佩蒂、乖宝）：早期为海外品牌提供 ODM/OEM 代工，为后转向自主品牌建设提高较强专业度保障；③国内新兴电商品牌（依蕴、宠次元）：市场曝光度较高，初期和代工厂商合作生产，向自建工厂生产。国内企业依托原产地优势和长期积累的供应链基础，高性价比+高端化产品双向联动，国产品牌市场份额逐步提升，不断缩小与国际品牌差距。

表 4：国内宠物食品行业主要品牌基本信息

企业内容	企业名称	成立时间	所在地	旗下主要品牌	品牌介绍	产品类型
国外企业	Mars 玛氏	1911	美国	RoyalCanin 皇家	自成立以来始终全心全意致力满足猫犬的独特需求，提供专属、有效的营养膳食，在国内具有较高的品牌认可度，广受消费者喜爱。	干粮、湿粮
				Whiskas 伟嘉	全世界熟知的国际品牌，依靠全球统一的产品配方、专业的研发团队、严格的原料控制体系、先进的进口生产设备，广受欢迎。	干粮、湿粮、零食
	Nestlé 雀巢	1867	瑞士	Proplan 冠能	以专业制造经验和领先的技术研制而出的全面均衡营养宠粮，满足宠物在不同生命阶段的不同营养及能量需要。	干粮、零食
	Petcurean 佩利安	1999	加拿大	PetcureanGo!	致力于为宠物提供多样的膳食方案，从宠物的角度考虑，满足宠物的不同需求，在国内进口宠物品牌中具有较好口碑及影响力。	干粮
	Champion 冠军	1985	加拿大	Orijen 渴望	作为知名高端宠粮品牌，坚持以符合自然生物学特性、采用新鲜区域原物料、绝不外包的营养哲学生产宠粮。	干粮
	GeneralMills 通用磨坊	1866	美国	BlueBuffalo 蓝馥	作为北美销量位居前列的领军品牌，依靠生命精华颗粒提供健康的饮食结构，守护爱宠健康成长。	干粮
国内老牌企业	中宠股份	2002	山东烟台	Wanpy 顽皮	一直致力于将营养、健康的宠物食品提供给宠物，始终如一坚守行业准则、不断开拓创新、致力于提供更高品质的健康食品。	干粮、湿粮、零食
	乖宝	2006	山东聊城	MyFoodie 麦富迪	麦富迪产品最大的特点为“纯天然”，麦富迪出品的所有产品都按美国标准选料和生产，安全、优质、营养。	干粮、湿粮、零食、保健品
	佩蒂股份	2002	浙江温州	HealthGuard 好适嘉	好适嘉是品质的承诺，是坚守宠物健康的“盾牌”，始终以创新为原动力，不断推出深受市场欢迎的优质产品。	干粮、湿粮、零食
	上海比瑞吉	2001	上海	Bridge 比瑞吉	融合北欧品质控制和东方草本理念，选料更天然，保证更佳适口性和新鲜营养。符合人类食品级标准，宠物食用更健康、安全。	干粮、湿粮、保健品
	华兴宠物食品	2016	河北邢台	Lilang 力狼	结合大陆宠物的生活环境、饮食习惯而设计的，讲究营养的平衡和科学的搭配，不断根据健康理念服务广大养宠爱好者。	干粮、零食、保健品
国内新兴企业	上海依蕴	2009	上海	FaPure&Natural 伯纳天纯	将“不止天然，更宠天性”的理念融入产品研发中，以全方位的技术创新和服务让人们及伴侣爱宠享受健康美好的生活。	干粮、零食
	徐州苏宠	2013	江苏徐州	Crazydog 疯狂小狗	以“专注宠物幸福生活”为使命，致力于成为中国宠物食品、宠物用品行业生产力标杆品牌，为宠物提供优质产品体验。	干粮、零食、保健品
	青岛自然星球	2018	山东	DownyBall 毛球殿下	宠物定制鲜粮品牌，基于大数据系统为每一只宠物定制食量食谱，其产品以肉类和蔬菜作为原料，并进行真空隔氧、高温杀菌。	宠物鲜粮
	厦门宠次元	2018	厦门福建	Alfie&Buddy 阿飞和巴弟	通过将产品 IP 化包装，将所有产品的使用说明以条漫的形式展现，并开发专属表情包、衍生品等，为消费者提供丰富消费体验。	干粮、零食
	上海毗邻星	2019	上海	FurFurLand 毛星球	与具有独立研发中心的国际级专业工厂进行深度合作，确保产品品质为先，营养美味，且强调数字化管理。	鲜粮、纯肉冻干、零食

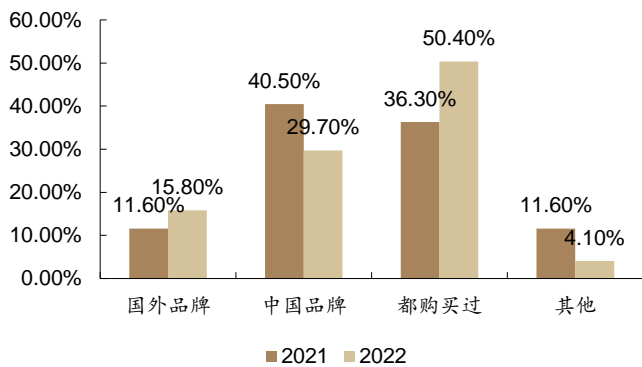
资料来源：各品牌官网、各公司官网、欧睿数据、德邦研究所

2.4.2. 发展趋势：刚需高频消费韧性强，国货发展掀开新篇章

产品：宠物消费中宠物食品渗透率最高，消费频率高的主粮成为刚需品。从宠物消费各细分类目的渗透率表现来看，宠物食品的消费渗透率远高于宠物服务类，为养宠刚需品类。2021年宠物主粮的渗透率达到93.2%。其中，更营养、更健康、更新鲜的湿粮符合赛道演变趋势。主粮中湿粮市场参与者较少，对比海外市场的高渗透率及高增速，中国市场仍为蓝海。市场及产品因素助力品牌打造爆款湿粮单品。多家企业已开始布局湿粮赛道，中宠股份2020年通过“顽皮鲜盒”发力国内市场，2022年发行可转债建设新的湿粮产线；佩蒂股份湿粮产线于2021年已经投产；雀巢普瑞纳开启高端宠物干粮和高端宠物湿粮食品生产线两期投资项目，其中湿粮项目预计将于2023年完成投产。

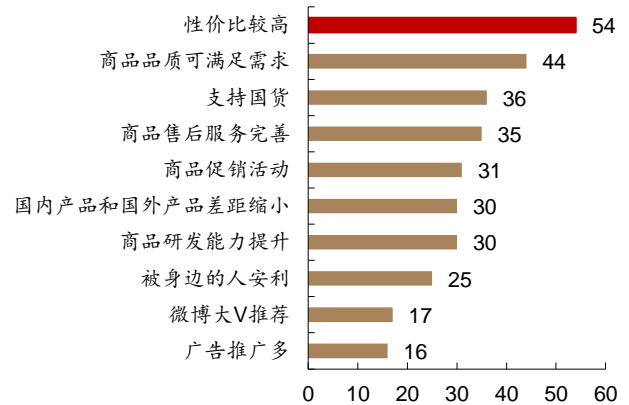
品牌战略：“多元化产品矩阵+中低端价格定位”组合打法，国产品牌有望突出重围。国产品牌在主粮和零食市场的关注度均有较大提升。2021-2022年间，消费者选择国产猫主粮品牌的比例从11.60%上升至15.80%。对标海外品牌特点，国产品牌具有多方面的固有优势：1) 品类齐全：渴望、蓝馥等国外高端品牌多采取大单品策略，推新速度不高，且多集中于干粮或湿粮等单一品类；国内品牌依托产品多元化战略，致力于产品创新，可为消费者提供更多选择；2) 性价比高：中国的宠物供应链完善程度较高，且国内品牌在宠物零食等需要人工操作的品类生产上成本控制能力较强，中低端的价格定位更适应中国的大众消费群体；3) 消费者触达优势：国产品牌对于本土消费者心理更为了解，国产品牌通过生产周边、进行IP联名等国民化方式谋求品牌出圈，打响了国产品牌的市场知名度，取得更高的曝光度。因此，得益于本土品牌在产品品类、性价比和品牌营销两方面持续发力，宠物赛道的国潮风尚崛起。

图 43：2021-2022 年宠物主对于猫主粮品牌的偏好 (%)



资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

图 44：2021 年宠物主选择购买国产品牌的原因 (%)



资料来源：艾瑞咨询《中国宠物消费趋势白皮书》、德邦研究所
注：问卷为多选，总比例大于100%

3. 公司壁垒：产品力、供应链、渠道推广构筑核心优势

3.1. 多元产品矩阵：聚焦湿粮赛道，零食业务贡献稳定收入

公司宠物产品系列丰富，涵盖四大品类、千余个SKU。截至2022年，中宠已经形成了“以宠物零食为核心品类，聚焦主粮”的产品矩阵，主营产品覆盖四大品类：宠物零食、宠物罐头（湿粮）、宠物主粮（干粮）、宠物用品及保健品；SKU包含鸡肉零食、鸭肉零食、宠物饼干、宠物香肠、宠物湿粮、宠物干粮等十余个系列，共有1000余个品种。

“出口转内销”持续推进，品牌覆盖大众+高端市场。2014年起，中宠迈入企业转型期，正式发力企业自主品牌建设，加大国内销售渠道建设力度，推进出口转内销进程。截至2022年，中宠股份旗下已拥有"Wanpy"、"ZEAL"、"Happy100"、"领先"、"KingKitty"等自主品牌，并成为贝帮、富力鲜等国际品牌的国内代理商。从价格区间看，“Wanpy 顽皮”猫犬干粮均价处于35-50/kg的价格区间，“HAPPY100”处于10-20元/kg。相较于渴望、皇家等干粮均价在60-180元/kg的品牌，中宠旗下主品牌加价率较低，处于以性价比谋求市场份额提升的发展阶段。

表 5：市场主粮（干粮）品牌定位分布

品牌定位	品牌名称	产品类型	干粮价格区间（元/kg）
高端	Orijen 渴望	猫粮	110-145
		狗粮	140-175
	Royal-Canin 皇家	猫粮	60-100
		狗粮	60-80
	Proplan 冠能	猫粮	115-170
		狗粮	95-100
中高端	Toptrees 领先	猫粮	30-70
		狗粮	50-80
	Bridge 比瑞吉	猫粮	40-45
		狗粮	45-50
	Wanpy 顽皮	猫粮	40-50
		狗粮	35-50
	My-Foodie 麦富迪	猫粮	30-50
		狗粮	30-45
	Crazvdog 疯狂小狗	狗粮	20-35
		甜闪	猫粮
中低端	憨仕	猫粮	5-15
		狗粮	5-15
	HAPPY100	猫粮	15-20
		狗粮	10-15
	瓜洲牧	猫粮	15-20
		狗粮	5-10

资料来源：各品牌淘宝旗舰店、德邦研究所
 注：数据统计时间更新至2023.3.20

- **“Wappy 顽皮”（定位大众市场）**：作为公司旗下核心主品牌，顽皮定位大众宠粮市场，产品特点主打“鲜”。在零食和湿粮领域具备较强的影响力，目前正从湿粮优势品类向干粮拓展。22年双十一期间，顽皮天猫旗舰店销量同比增长47%，其中干粮品类同比增长53%，其中顽皮鲜封包（零食）、顽皮冻干双鲜粮（主粮）位列双十一爆品榜TOP2。
- **“Zeal 真致”（定位高端市场）**：公司在2018年收购新西兰NPTC，将旗下高端宠物食品品牌Zeal收入囊中，旗下产品以宠物零食、罐头、猫犬专用牛奶为主。该品牌作为新西兰最大、历史最早的知名品牌之一，已有20多年的发展历史，产品主打“自然本真，原生之美”。2021年10月公司推出新的大单品Zeal“0号罐头”，根据魔镜数据，2022年双十一期间零号罐热销带动Zeal品牌同比增长32%。

- **“Toptrees 领先”（定位中高端市场）**：杭州领先成立于 2018 年，中宠参股培育几年后收入体内，截至目前中宠持股比例达到 90%，进一步完善公司在宠物主粮领域的布局。公司旗下高端宠食品牌 Toptree 领先以干粮起家，目前品类涉及到宠物主粮、湿粮、零食等。领先作为中高端的互联网新锐品牌，团队本身具备一定的互联网运营经验，收购后领先保持原有团队的策略和打法，中宠重点从研发和供应链两个角度对其进行赋能。

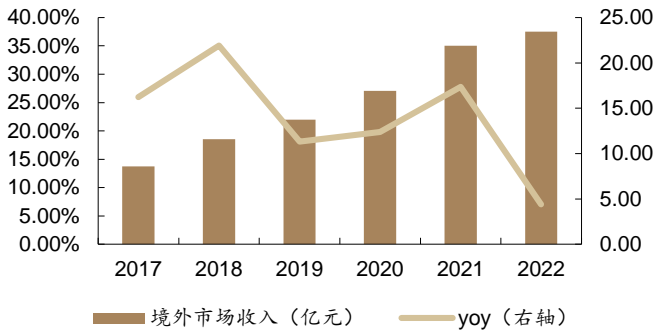
表 6：中宠股份旗下品牌矩阵

品牌获取方式	名称	所属系列	成立/收购时间	产品品类	定位
自有	Wanpy 顽皮 	犬用、猫用	1998 年	零食、干粮、湿粮	中高端
	Dr.Hao 	犬用、猫用	2014 年	湿粮、处方粮	高端
	中宠 	犬用、猫用	2016 年	干粮	中端
	KingKitty 	猫用	2019 年	猫砂、零食	中端
	JerkyTime 	犬用、猫用	2010 年 (商标注册时间)	零食	中端
	脆脆香 	犬用、猫用	2021 年	湿粮	中低端
收购	HAPPY100 	犬用、猫用	2015 年 (商标注册时间)	零食/湿粮/干粮	中低端
	ZEAL 真致 	犬用、猫用	2018 年	零食、湿粮	高端
	Toptrees 领先 	犬用、猫用	2018 年	零食、干粮、湿粮	高端
代理	SeaKingdom 	猫用	2015 年	零食、干粮、湿粮、猫砂	高端
	德国活菌粮 	犬用、猫用	2012 年	干粮	高端
	富力鲜 	猫用	2018 年	湿粮	高端
	Mio9 	猫用	2018 年	湿粮	

资料来源：公司官网、公司公告、德邦研究所

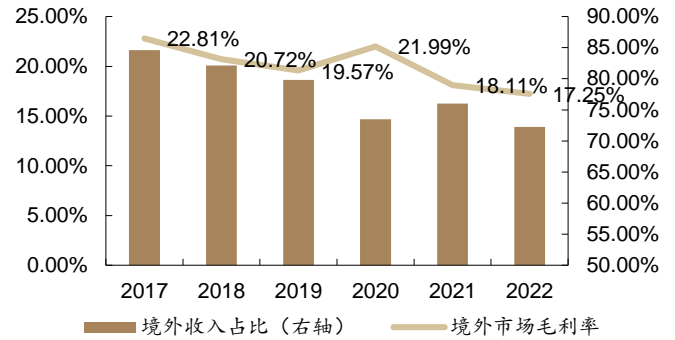
代工业务基本盘稳定，海外收购进一步加强产品交付能力。中宠作为全球宠物零食生产领域的领军企业，长期为国际品牌进行代工生产，2022 年公司海外业务收入占比达到 72.24%，主要以零食产品代工为主。公司继 2018 年收购新西兰 NPTC 及 ZPF 获得 Zeal 品牌后，2021 年又以 1.55 亿元收购新西兰 PFNZ 公司（新西兰最大的宠物罐头公司）70% 的股权，该公司为高端品牌巅峰 ZIWI 和 K9 代工。收购动作完成后代工业务的客户类型进一步优化、产品交付能力得以升级。

图 45: 2017-2022 年中宠境外市场收入及增速



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 46: 2017-2022 年中宠境外收入占比及毛利率水平

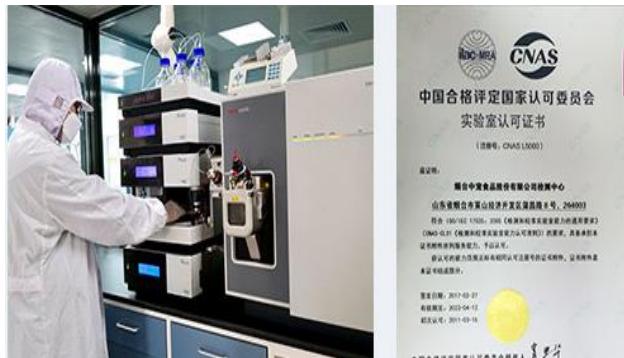


资料来源: 公司公告、德邦研究所

溯源产品力: 强研发实力、严品质把控, 行业标准制定者。自成立起, 中宠股份始终坚持将“宠物不仅是人类的朋友, 更是我们的家人”这一理念贯彻至产品研发、生产、检测全过程, 致力于生产并提供营养健康的宠物食品。

- **研发能力出众:** 截至 2022 年, 公司已获得 186 项国家专利, 获评“国家知识产权优势企业”等称号。公司研发的药膳肉干制备技术, 利用天然草药的药理和药性, 制成具有补钙、关节保护、保护视力等保健作用的功能性宠物肉干, 相较于普通肉干零食, 更能满足宠物的健康需求。
- **强产销把控:** 在采购环节, 通过对合格供应商进行标准逐次降低的分级评估, 提高安全审查效率。针对已建成的生产基地, 公司配备了国内领先的杀菌设备、X 光检测设备等设施, 从原料接收、生产加工到包装、贮存、运输的各个环节, 都采取了有效的预防控制措施。此外, 通过“产品可追溯体系”和“缺陷产品召回制度”, 公司可实现“采购-生产-销售”产业链全程监控, 从根本上确保产品质量安全。
- **检测和认证体系:** 公司在成立初期便成立了经国家认证的中宠公司实验室, 该实验室拥有高素质的检测技术人员和先进的检测设备, 可进行 20 多项理化、微生物方面检测, 满足不同国家的安全要求; 此外, 公司还通过了众多国际国内权威认证审核, 包括质量认证、食品安全体系认证、社会责任审核等, 是目前国内取得国内外权威认证较多的企业之一。

图 47: 中宠实验室获国家认证



资料来源: 中宠股份公司官网、德邦研究所

图 48: 中宠股份已通过诸多国内外权威认证



资料来源: 中宠股份公司官网、德邦研究所

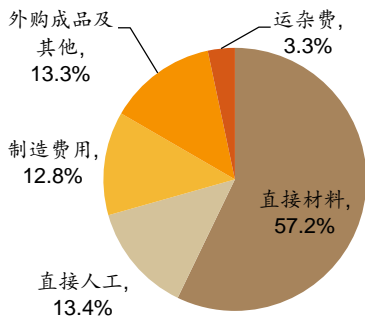
3.2. 供应链为王：强供应链实现降本增效，为企业长足发展奠基

上游采购：通过区位优势和采购规模降低成本波动和食品安全风险。中宠的营业成本结构显示，原材料成本是公司主营业务成本中占比最大的部分，2022年约占总成本的57.2%。中宠作为典型的中游企业，原材料结构以肉类和谷物为主，成本端受上游行业影响较大，产业链议价能力不高。中宠主要通过区位优势和采购规模来把控成本端波动：

1) 国内工厂选址在肉鸡养殖基地山东烟台：山东省肉鸡出栏规模稳定，公司在采购上具备一定的区位优势，原材料断供的风险较小。据中国饲料工业协会数据统计，2021年山东省宠物饲料产量增速第一，绝对值占比排名第二。2021年山东省宠物饲料（犬猫粮）总产量26.81万吨，占全国总产量约23.73%，同比增速59.32%，远高于17.27%的全国平均增速水平。省内聚集大量的宠物食品代工厂，分布在山东烟台、临沂等地，如山东汉欧、山东德海、山东泰宠等全国知名的宠物食品代工厂。

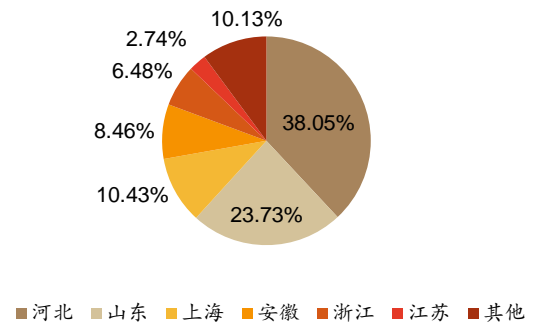
2) 核心原材料建立战略储备制度：公司针对核心原材料建立战略储备制度，积极开发战略合作供应商，目前已经形成了较稳定的供应商合作网络，较大的采购规模也赋予其一定的议价优势。公司同时在加拿大、美国、新西兰布局产能，与当地的鸡胸肉供应商合作，降低短保耗材的采购和运输风险，保障宠物食品安全。

图 49：2022 年中宠股份营业成本构成



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 50：2021 年全国省区宠物细聊（犬猫）产能分布



资料来源：中国饲料工业协会统计、德邦研究所

表 7：2016 年各项原材料核心采购商及对应占比

原材料项目	最大供应商名称	占项目总采购金额比重
鸡胸肉	青岛九联集团股份有限公司	11.50%
鸭胸肉	山东新希望六和集团有限公司	1.47%
皮卷	江苏卡帕特宠物用品有限公司	9.40%
包装材料	青岛海盛达印铁制罐有限公司	4.25%

资料来源：招股说明书、德邦研究所

以销定产+产销结合，最大化工厂生产效益。2019-2022年间，中宠的产销率分别为112.7%、121.0%、118.8%、116.1%。在境外业务中，公司实行“以销定产”的生产模式，根据客户订单制定具体采购和生产计划，并按照订单要求进行实际交货，库存商品跌价风险较小。

3.3. 全渠道布局：全球客户资源丰富，线上线下同步发展

全球化布局销售网络，外资持股打开日本市场。目前中宠的销售网络已经覆盖日本、美国、加拿大、英国、德国等全球 60 多个国家和地区。旗下合作客户包括：美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛等，2022 年中宠前五大海外代工客户销售额占比达到 44.50%。公司发起人兼大股东日本伊藤一直在中宠采购宠物零食、罐头，2016 年中宠为进一步开拓日本市场，委托日本伊藤在日本进行销售推广。2022 年日本伊藤作为关联方合计贡献收入占比 0.75%。

表 8：2022 年可比公司的代工业务情况

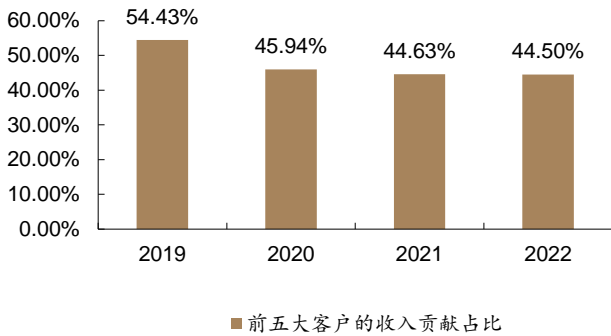
公司名称	代工业务收入/总收入	代工开始时间	合作客户
乖宝	境外 OEM/ODM (30.60%) + 少量境内 (4.67%)	2006 年	沃尔玛、斯马克、品谱
中宠	境外 OEM/ODM 为主 (58.08%)	1998 年	品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛
佩蒂	OEM/ODM (92.30%)	2002 年	品谱、PetmatrixLLC.、沃尔玛
福贝	均为境内，OEM/ODM (61.53%)	2005 年	网易严选、上海宠幸、陕西席域、深圳豆柴等

资料来源：各公司公告、德邦研究所

注：因福贝最新招股书未披露 22 年全年数据，遂使用 2022 年 1-6 月代工业务占比数据。

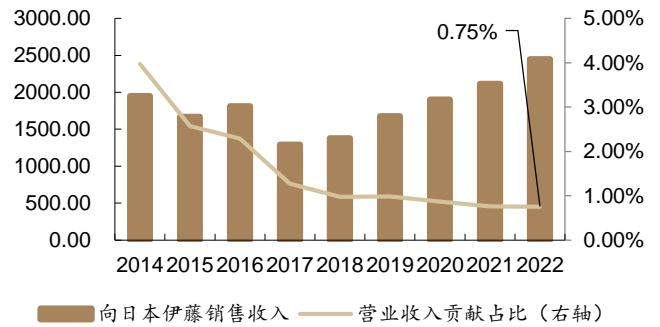
因中宠、佩蒂近期财报未披露代工客户具体名单，选用招股说明书数据。中宠和佩蒂 2017 年上市使用招股书 2016 年数据。

图 51：2019-2022 年公司前五大客户收入占比



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 52：2014-2022 年公司向日本伊藤销售收入及占比



资料来源：公司公告、德邦研究所

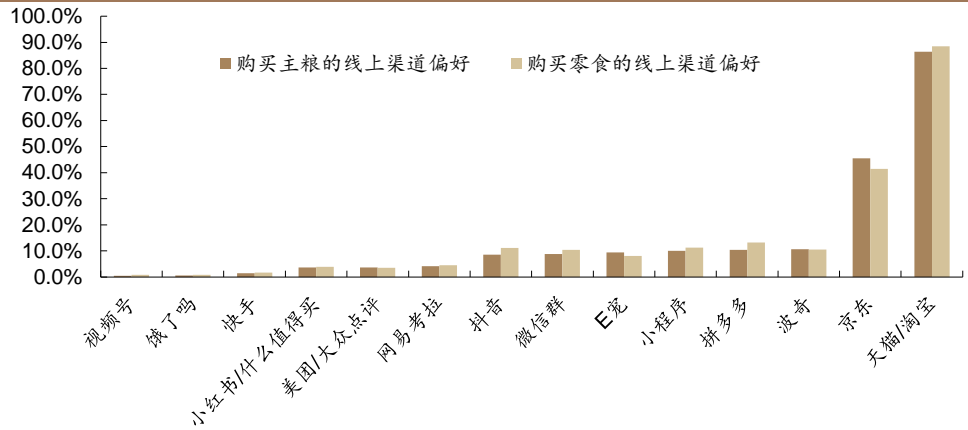
图 53：公司全球化销售网络分布



资料来源：公司公告、德邦研究所

迎合线上化购物大趋势，积极拥抱电商新零售渠道。宠物食品的高频消费属性和互联网购物的便捷性，使得线上购物成为宠物主最青睐的渠道，头部平台天猫、淘宝和京东是消费者的主要购物平台。中宠基于对于购物场景向线上迁移这一大趋势的把握，2015年，中宠在天猫开设顽皮旗舰店；2016年，中宠通过子公司北京好氏开设京东顽皮旗舰店。中宠基于对于购物场景向线上迁移这一大趋势的把握，于2018年9月、10月和2019年4月，分别与苏宁易购、天猫平台、京东平台签订战略合作协议，实现优质宠物食品与电商平台的强强联合。入驻头部平台为中宠旗下的自主品牌吸引更高关注度，截至2023年4月26日，主品牌“Wanpy 顽皮”的淘宝旗舰店粉丝数达65.4万，京东旗舰店的粉丝数达329.5万。

图 54：2021 年我国宠物主粮和零食的线上购买渠道偏好 (%)



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》、德邦研究所

中宠拓展品牌建设思路，线上线下一体化营销。线上化趋势在重塑消费场景之外，对于信息获取渠道也产生了巨大影响，社交软件和视频平台成为新一代消费者最依赖的信息来源之一。Wanpy 和 Zeal 两大品牌持续布局抖音、小红书、微博等主流媒体渠道，通过达人测评、短视频种草等方式打造营销爆款热点，在与用户交互的过程中完成品销转化。此外公司还通过明星代言、IP 联名、高奢推广等新型营销方式，持续强化品牌在年轻消费群体心中的品牌心智。2022年2月27日，中宠旗下品牌顽皮举办线下“顽皮喜剧秀”，同年 ZEAL 联名爱马仕推出宠物碗。为进一步提高营销效率和效果，2023年4月15日，中宠与分众传媒签署战略合作协议，助力顽皮成为行业头部品牌。

图 55：主品牌“顽皮”通过明星代言、高奢联名实现创新性营销



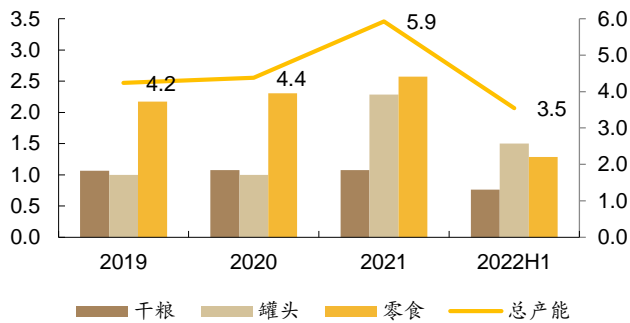
资料来源：中宠股份微信公众号、德邦研究所

4. 未来看点：产能释放支撑再扩张，产业投资储备新增长

4.1. 产能：立足“零食”基本盘，发力“主粮”赛道，持续扩张产能

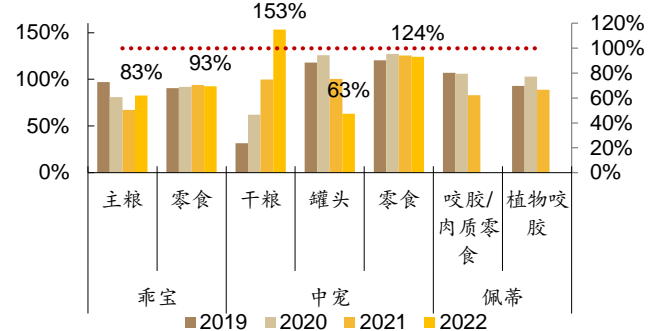
全球化产线布局，募投项目持续扩产中。根据中宠官网显示，公司在全球已拥有 18 间现代化高端宠物食品生产基地（1 间在建），其中包括美国、加拿大、新西兰和柬埔寨在内的 5 家海外工厂。截止 2021 年底，中宠拥有宠物食品总产能约 5.9 万吨，其中零食产能 2.6 万吨、罐头 2.3 万吨、干粮 1.1 万吨。公司产能储备位于行业前列，罐头、零食产能常年保持满产状态，干粮产能利用率快速提升。

图 56：2019-2022H1 中宠产能及增速（单位：万吨）



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 57：2019-2022 可比公司产能利用率情况（单位：%）



资料来源：各公司公告、德邦研究所

注：中宠 2022 年数据为 2022 年 H1 口径，佩蒂 2021 年数据仅包含 1-9 月

表 9：可比公司最新产能规划情况

公司	投产项目	建设周期 (月)	投资金额 (亿元)	投产后收入 (亿元)	达产后预计释放产能	目前进展
乖宝	新建高端主粮、高端零食及保健品	18	3.67	9.74	主粮 5.85 万吨， 零食 3133 吨， 高端保健品 1230 吨	尚未开始，IPO 募资中
	年产 6 万吨高品质宠物干粮	24	2.84	9.22	双拼犬粮 1.2 万吨， 无谷犬粮 1 万吨， 鲜肉犬粮 8000 吨；	22 年可转债项目，预计 24 年 12 月完工
中宠	年产 2000 吨冻干宠物食品	6	0.65	1.50	宠物零食冻干 2000 吨	22 年可转债项目，22 年 9 月完工
	年产 4 万吨新型宠物湿粮	24	3.12	9.00	双拼猫粮 1.2 万吨， 无谷猫粮 1 万吨， 鲜肉猫粮 8000 吨	22 年可转债项目，预计 24 年 12 月完工
	美国第二工厂项目		6000 万美元		1.2 万吨烘干类、 风干类等宠物零食	自有资金建设，在筹备中
佩蒂	年产 5 万吨新型宠物食品	30	3.47	8.62	宠物风干粮 1 万吨， 冻干粮 0.8 万吨， 混拼粮 3.2 万吨	已开始，募资结束
	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮	24	2.88	6.00	宠物湿粮 3 万吨	已开始，募资结束

资料来源：各公司公告、德邦研究所

注：中宠股份项目进展的预计投产时间取自公司 22 年报表表述

在国内宠物食品市场快速扩张的背景下，中宠在 2017 年 IPO 之后先后通过 19 年可转债、20 年定向增发、22 年可转债进行三轮融资，资金主要用于扩张产能和升级产线。截止目前，17 年 IPO、19 年可转债募项目已经全部投产，22 年 4 月“年产 6 万吨干粮项目”中的一条 3 万吨干粮生产线已正式投产。2023 年公司公告将利用自有资金或者自筹资金建设美国第二工厂，用以补充海外市场烘干/风干类零食产品需求。整体来看，未来产能扩张主要集中在高端干粮和湿粮品类。随着募投项目逐步落地，公司有望在 22 年底产能基础上再新增至少 9 万吨干粮产能、6 万吨湿粮产能、1.4 万吨零食产能，产能逐步释放支撑主粮业务高速增长。

表 10: 中宠产能规划一览表

年份	零食	主粮	
		干粮	湿粮
2003	第一宠物零食工厂 (年产能 2000 余吨, 外销为主)		
2006	第三宠物零食工厂 (年产能 8000 吨, 外销为主)		
2009	第四宠物零食工厂 (年产能 4000 吨, 进口日本设备)		
2012			宠物罐头工厂 (年产能 2 万吨)
2013		宠物干粮工厂 (年产能 1.5 万吨, 德国合资成立)	
2014	美国工厂 (按照美国 FDA 标准建设, 当地采购原材料)		
2018	宠物饼干&洁齿骨工厂 (IPO 项目) (年产量 3800 吨) 第九零食工厂 (IPO 项目) (全球最大的零食工厂之一, 年产 5000 吨) 加拿大工厂 (按照加拿大 CFIA 标准建设)		
2020	柬埔寨工厂 (当地采购、外销为主, 年产 6000 吨)		新湿粮工厂 (19 年可转债) (年产 3 万吨)
2021			新西兰 PFNZ 工厂 (收购)
2022	冻干食品项目 (年产 2000 吨)	5.0 智慧宠物干粮工厂 (年产能 10 万吨, 最先进智能化生产控制系统)	
在建 或在筹	美国第二工厂 (自有/自筹资金) (年产 12000 吨烘干/冻干零食)	年产 6 万吨干粮项目 (20 年定增) (22 年 4 月一条 3 万吨干粮产线已投产, 预计 2023 年 10 月全部投产) 年产 6 万吨高品质干粮 (22 年可转债) (预计 24 年 12 月底投产)	年产 2 万吨新西兰高端湿粮厂 (20 年定增) (预计 23 年 11 月底投产) 年产 4 万吨湿粮工厂 (22 年可转债) (预计 24 年 12 月底投产)

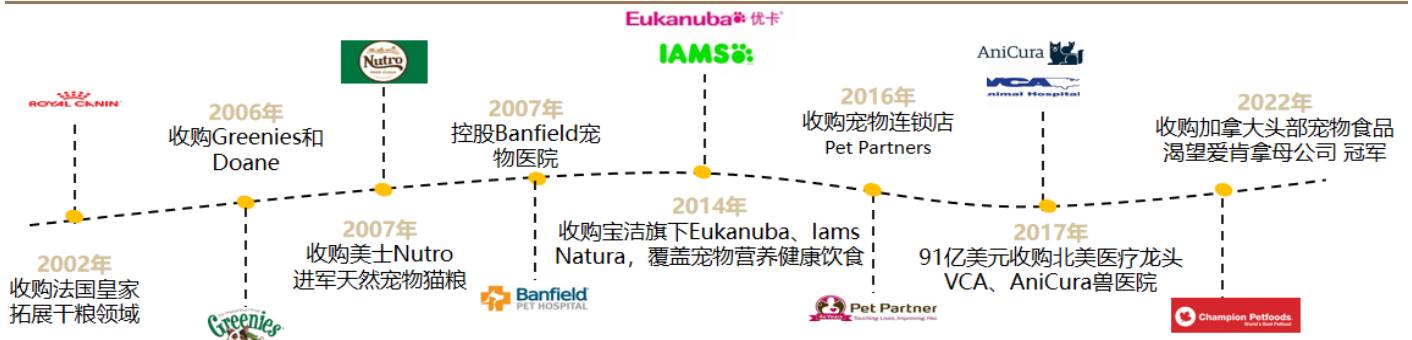
资料来源: 公司公告、公司官网、德邦研究所

注: 在建/在筹项目的预计投产时间取自公司 22 年报数据及表述

4.2. 品牌：外延投资把握市场动向，多品牌高端化布局

外资龙头以收并购方式持续扩张，产业整合带来新的增长势能。复盘外资龙头玛氏和雀巢的发展历史，可以发现，当美国宠食市场增速放缓，步入存量品牌博弈阶段时，具备较强资本运作能力及多品牌运营的玛氏和雀巢，通过收并购品牌的方式实现市占率的快速提升，巩固自身寡头地位。

图 58：玛氏企业收购历史



资料来源：宠物食品联盟微信公众号、玛氏宠物护理官网等、德邦研究所

中宠收并购布局高端化品牌矩阵，强产业投资储备利润增长点。中宠股份作为行业龙头，在主品牌顽皮之外积极布局多品牌策略，通过收并购 Zeal、领先等品牌做高端化储备，同时以产业基金的形式投资一级市场标的，纵向涉及宠物食品、用品和医疗等多个领域。2019-2022 年，中宠股份合作金鼎资本先后成立了三个产业基金，分别是中宠汇英、众鑫金鼎、共青城金瑞，投资标的以宠物食品企业为主，先后投资了豆柴、帕特、高爷家在内的多家宠食品牌，有望实现与被投公司的优势互补，体现协同效应。公司充分利用产业基金的资源优势，及时洞察宠物行业最新动态，也为公司未来发展储备新的利润增长点。

表 11：中宠股份对外投资项目梳理

投资方式	基金时间	投向标的	所属行业	代表品牌	代表产品	基金名称	合作方	持股比例
产业基金投资	2019 年	深圳市豆柴宠物用品有限公司	宠物食品	豆柴	肠胃原动力粮	宿迁中宠汇英资产管理合伙企业(有限合伙)	金鼎资本	49.50%
		山东帅克宠物用品股份有限公司	宠物食品	-	代工企业			
		杭州帕特诺尔宠物有限公司	宠物食品	帕特	生骨肉冻干猫粮			
		上海弗艾柏生物科技有限公司	宠物食品及用品	Cature 小壳	猫殿下猫砂			
	2020 年	山东帅克宠物用品股份有限公司	宠物食品	代工企业			樟树市众鑫金鼎投资管理中心(有限合伙)	98.00%
		深圳逗爱创新科技有限公司	宠物美容用品、喂养类产品、宠物玩具等	DogCare 逗爱	猫咪饮水机			
		杭州高爷家有好多猫宠物食品有限责任公司	宠物食品及用品	高爷家	全价益生菌猫粮			
			蛋壳宠物用品(上海)有限公司	宠物食品及用品	pidan	经典混合猫砂		
	2022 年		深圳市豆柴宠物用品有限公司	宠物食品	豆柴	肠胃原动力粮	共青城金瑞股权投资合伙企业(有限合伙)	50%
			深圳六一创新科技有限公司	宠物用品	布卡星	仓鼠粮食		
		上海数部机电股份有限公司	食品及生物制药行业前处理解决方案供应商					
直接投资	2018 年	The Natural Pet Treat Company Limited (NPTC)	宠物食品	Zeal			100%	
直接投资	2018-2021 年	杭州领先宠物食品有限公司	宠物食品	Toptrees			90%	
直接投资	2021 年	重庆乐檬科技有限责任公司	宠物食品	自然魔法	新西兰自然魔法主食		无	40%

资料来源：宠物行业观察微信公众号、公司公告、企查查、德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

境外业务：海外宠物食品市场发展较为成熟，中宠凭借多年的境外市场布局，与核心大客户基本建立了长期稳定的合作关系。展望后市，随着境外业务逐步恢复常态化以及海外工厂（年产 2 万吨新西兰高端湿粮工厂、美国第二工厂）产能预期释放，公司境外业务收入有望继续保持较稳定增速。我们预测 2023-2025 年公司的境外业务收入增速有望达到 8%、9%、10%。

境内业务：随国内 5.0 智慧宠物干粮工厂、年产 6 万吨干粮项目以及年产 4 万吨湿粮工厂项目逐步落地并释放产能，公司将摆脱干粮和湿粮类产能瓶颈的制约。未来伴随着产能逐步释放，国内自主品牌顽皮、Zeal 和领先将继续高增长态势。同时高价格带产品推出将优化整体产品结构，提升国内干粮和罐头的平均客单价。随着国内干粮、罐头自产比例提升和产品结构优化，境内收入毛利率将持续提升。我们预测 2023-2025 年公司的境内业务增速有望达到 30%、31%、35%。

费用端：为进一步扩大公司自有品牌知名度，公司将持续进行营销费用的投放，预计 2023-2025 年销售费率占比基本保持稳定，管理费用率和研发费用率随公司规模扩大而稳中有降。基于以上核心假设，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 37.1 亿元、43.0 亿元、51.1 亿元，对应归母净利润 1.4 亿元、2.2 亿元、3.0 亿元。

表 12：2023-2025 年公司盈利预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
公司整体	总营业收入 (亿元)	28.8	32.5	37.1	43.0	51.1
	yoy	29.1%	12.7%	15.9%	16.0%	18.9%
	毛利率	20.0%	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
	归母净利润	1.2	1.1	1.4	2.2	3.0
	yoy	-14.3%	-8.4%	35.9%	53.4%	35.6%
境内业务	营业收入 (亿元)	6.91	9.02	11.72	15.36	20.73
	yoy	28.4%	30.5%	30.0%	31.0%	35.0%
	毛利率	28.2%	27.8%	28.0%	30.0%	31.0%
境外业务	营业收入 (亿元)	21.91	23.46	25.34	27.62	30.38
	yoy	29.6%	7.1%	8.0%	9.0%	10.0%
	毛利率	18.1%	17.3%	18.0%	18.5%	18.5%
期间费用率	销售费用率	8.4%	9.3%	9.5%	9.3%	9.2%
	管理费用率	3.6%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%
	研发费用率	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%

资料来源：公司公告、德邦研究所测算

中宠股份作为行业龙头，在宠物食品赛道高增长的大背景下，有望通过主粮等核心产能有序扩张、自有品牌知名度不断提升，实现国内业务体量快速扩张。我们认为随着公司国内业务占比扩大，整体抗风险能力将进一步提升，能有效平抑汇率和原材料价格变动带来的业绩波动。基于中宠在宠食领域的产业链积累和新品牌储备，我们给予公司高于行业平均估值水平，给予 24 年 38xPE，对应目标市值 84 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300673.SZ	佩蒂股份	13.6	34.6	1.3	1.4	1.9	2.2	35.2	25.4	18.7	15.9
001222.SZ	源飞宠物	21.1	28.7	1.6	1.5	1.9	1.7	21.3	18.7	15.3	17.2
	均值							28.3	22.0	17.0	16.6
002891.SZ	中宠股份	21.9	64.3	1.1	1.4	2.2	3.0	61.9	44.6	29.1	21.5

资料来源：Wind、德邦研究所

注：可比公司预期数据来自于 Wind 一致预期，收盘价及市值统计时间为 2023 年 5 月 17 日

6. 风险提示

(1) 市场竞争加剧

目前我国宠物食品行业正处于高速发展阶段，市场发展前景巨大，仍然会吸引诸多新入竞争者，影响市场格局集中化发展的进程。新入竞争者在发展早期无法树立较高的品牌价值，往往会采取低价促销等活动来吸引消费者，从而扰乱市场竞争格局，短期内可能会对头部企业的市场份额造成一定影响。

(2) 自主品牌拓展不及预期

海外市场发展较为成熟，公司未来发展更多取决于国内市场开拓，主要通过成立或者收购获得国内市场自主品牌。整体行业竞争激烈，品类变化快速，如果公司无法及时洞察消费者偏好，并在研发和生产环节成功推出市场认可新品，自主品牌发展将不及预期。

(3) 原材料价格波动风险

由于公司的营业成本中，原材料成本占比近半，且原材料主要为鸡肉、鸭肉和谷物类等农副产品，产品的周期性较强、受事件影响较大。同时，公司目前的采购规模相较于其他行业而言仍旧较低，议价能力相对低下，属于上游产品价格的被动接受者。因此，上游产品的价格异常波动会导致公司利润受到影响。

(4) 贸易壁垒引发的风险

由于公司在海外业务的占比仍然较大，且北美和欧洲等地区为公司的重要出口国。美国自 2013 年抗生素事件之后减少了对中国宠物食品的进口，贸易波动一定程度上影响国内企业的产品出口。因此，美国等地的进口政策带来的不确定性，也会影响到公司的成长。

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	0.49	0.75	1.02
每股净资产	7.03	8.59	10.72	13.43
每股经营现金流	0.41	0.72	0.89	1.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	61.95	44.63	29.10	21.46
P/B	3.18	2.54	2.04	1.63
P/S	1.98	1.73	1.50	1.26
EV/EBITDA	24.63	23.21	17.18	13.42
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
净利润率	3.3%	3.9%	5.1%	5.9%
净资产收益率	5.1%	5.7%	7.0%	7.6%
资产回报率	2.8%	3.1%	3.8%	4.2%
投资回报率	3.9%	4.1%	5.1%	5.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.7%	14.1%	16.0%	18.9%
EBIT 增长率	-7.3%	34.6%	52.1%	37.0%
净利润增长率	-8.4%	35.9%	53.4%	35.6%
偿债能力指标				
资产负债率	42.2%	42.7%	41.9%	40.5%
流动比率	2.1	3.1	2.5	2.2
速动比率	1.3	2.0	1.6	1.5
现金比率	0.7	1.1	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	40.8	40.8	40.8	40.8
存货周转天数	85.4	83.7	84.5	84.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
固定资产周转率	3.2	2.4	2.0	1.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	106	144	221	299
少数股东损益	15	20	31	42
非现金支出	145	83	83	83
非经营收益	-21	24	30	43
营运资金变动	-125	-59	-104	-125
经营活动现金流	120	212	261	343
资产	-348	-409	-398	-404
投资	-90	-1	-1	-1
其他	2	26	29	33
投资活动现金流	-436	-384	-371	-372
债权募资	633	-164	330	336
股权募资	762	0	0	0
其他	-884	458	-52	-69
融资活动现金流	511	294	278	267
现金净流量	214	121	168	238

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 5 月 17 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	3,706	4,298	5,111
营业成本	2,605	2,922	3,326	3,907
毛利率%	19.8%	21.2%	22.6%	23.6%
营业税金及附加	12	14	16	19
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	303	352	398	470
营业费用率%	9.3%	9.5%	9.3%	9.2%
管理费用	117	141	159	184
管理费用率%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用	43	52	56	61
研发费用率%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%
EBIT	167	225	343	470
财务费用	15	34	41	56
财务费用率%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	25	19	21	26
营业利润	155	218	332	450
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	156	218	332	450
EBITDA	287	308	426	552
所得税	35	53	80	108
有效所得税率%	22.3%	24.5%	24.0%	24.0%
少数股东损益	15	20	31	42
归属母公司所有者净利润	106	144	221	299

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	578	699	867	1,105
应收账款及应收票据	363	414	480	571
存货	610	670	770	900
其它流动资产	195	203	212	223
流动资产合计	1,745	1,986	2,330	2,799
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	1,015	1,563	2,198	2,927
在建工程	219	317	405	498
无形资产	95	92	90	87
非流动资产合计	2,096	2,733	3,447	4,260
资产总计	3,840	4,719	5,777	7,059
短期借款	340	76	306	542
应付票据及应付账款	356	399	454	533
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	153	171	187	214
流动负债合计	849	646	947	1,290
长期借款	45	145	245	345
其它长期负债	726	1,226	1,226	1,226
非流动负债合计	771	1,371	1,471	1,571
负债总计	1,620	2,016	2,418	2,860
实收资本	294	294	294	294
普通股股东权益	2,066	2,528	3,153	3,951
少数股东权益	154	175	206	248
负债和所有者权益合计	3,840	4,719	5,777	7,059

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。