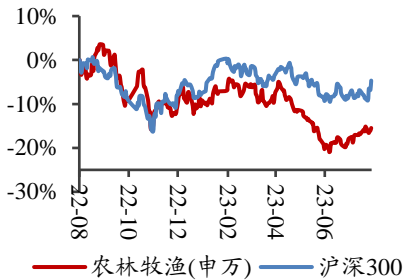


乖宝宠物上市在即，麦富迪品牌力持续验证

行业评级：增持

报告日期：2023-7-31

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 海外出口短期承压，去库存拐点可期

我国宠物行业公司目前主要集中于宠物食品和宠物用品板块，大多仍以海外出口为主要业务，凭借国内或东南亚地区产业集群优势和劳动力优势为国际宠物品牌、零售商、大型商超等客户进行代工生产，部分企业同时通过海外业务利润反哺国内市场，打造自有品牌，完善产品矩阵并逐步向湿粮、干粮等机械化程度、毛利率相对较高的品类延伸。受困于俄乌冲突影响下的供应链问题以及超预期通货膨胀，2022年欧美地区宠物产品的成本及销售价格持续增长，2022Q3以来，受海外高通胀经济环境以及国内出口运输恢复的影响，海外客户纷纷调整压缩库存，国内宠物产品出口承压明显。根据海关总署数据，2023年6月我国宠物食品出口量同比下降18.9%，出口金额（美元计价）同比下降3.6%，部分地区和企业出口订单恢复22年同期水平，我们预计随着海外库存逐渐消化以及需求恢复，宠物食品出口有望边际改善，海外订单拐点可期。

● 国内宠物市场竞争激烈，自主品牌潜力巨大

国内宠物市场集中度相对分散，品牌竞争激烈。根据欧睿数据，国内宠物食品品牌CR5为17.1%，且有三个国产品牌进入市占率前五之列，国产宠物品牌逐渐崛起，并占领了一定消费者心智。企业端宠物食品CR5为23.5%，同品牌端差距较小，与海外国家竞争格局相比仍有较大的提升空间，国产企业有望通过品牌拓展进一步提升市场占有率。目前线上电商平台已成为我国宠物主购买宠物食品的主要渠道，根据第三方电商平台监测数据，受消费复苏以及618促销活动影响，宠物食品销售维持高景气，2023年6月份天猫宠食销售额24.49亿元，同比增长17.0%，其中，犬、猫主粮销售额分别为5.83亿元和14.13亿元，同比分别增长5.1%和10.9%，看好国产宠物食品赛道长期成长性以及国产自有品牌替代逻辑。

● 乖宝宠物：国产宠物食品龙头企业，品牌建设持续向好

乖宝宠物成立于2006年，是我国宠物食品龙头企业。公司以海外OEM/ODM业务为起点，逐渐成为沃尔玛、品谱等国际企业认定的供应商。2013年，在国内宠物食品市场快速发展的背景下，公司开始布局国内市场，创建自有品牌“麦富迪”，逐渐实现了宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖。

2019-2022年公司营业收入从14.0亿元增长至34.0亿元，年复合增长率34.3%；归母净利润从416.02万元增长至2.7亿元，年复合增长率达56.5%。根据公司公告披露内容，预计2023H1公司实现营业收入19.75亿元-20.55亿元，同比增长17.1%-21.8%；预计归母净利润1.58亿元-1.78亿元，同比增长15.3%-29.8%。公司自有品牌业务主要集中于国内市场以麦富迪品牌进行销售，近年来快速发展并逐渐成为公司主要营收来源。2020-2022年，公司自有品牌收入从9.93亿元增长至20.46亿元，复合增长率达43.5%，收入占比从49.6%增长至60.6%，累计增长11个百分点。

● 品牌护城河逐渐显现，产研宣结合打造核心竞争力

公司核心竞争力主要体现在：①品质取胜，产品全程可溯源。公司始终将产品质量作为业务运营的重中之重，产品通过了全球多个国家官方机构认可。此外，公司设置专门品控部门，对研发设计到成品输出整个生

产活动进行监管，并提前布局数字化转型，为产品质量溯源、产销协同、大数据分析提供了数据基础。②**优质产品更新整合，自有品牌优势持续验证。**公司重视产品创新与品类拓展，不断研发符合市场需求的新品。目前公司产品涵盖犬用和猫用主粮、零食和保健品三大品类，共计千余种单品，形成了以“麦富迪”为核心的自有品牌梯队，定位多元。在宠物食品赛道，麦富迪虽然没有进口品牌与生俱来的“外国血统”，但是公司依靠高品质产品、研发创新以及多样化营销端投入，逐渐占领消费者心智，近年来公司依托麦富迪主品牌持续更新富有针对性的特色高端产品，以“鲜”为主打概念的弗列加特系列和以“3.0 喂养理念”为主打的 barf 系列均取得亮眼成绩，麦富迪品牌基因及爆品系列迭代路线渐成，品牌整合能力持续验证。③**自有品牌建设先行者，多样化营销打造优质品牌形象。**公司高度重视自有品牌的宣传建设，目前已形成一套相对有效的营销推广模式，包括泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广、打造跨界联名款产品等。公司销售费用投入和销售费用率在可比上市公司中处于较高水平。④**募资扩产，合理规划产能结构。**为应对国内持续增长的宠物市场规模以及“双十一”、“618”等关键销售节点的产能压力，公司计划建设宠物食品生产基地扩产项目，项目建设完成后，预计将形成年产 58500 吨主粮、3133 吨零食以及 1230 吨高端保健品产能，同时通过扩产后的规模效应提升有望降低生产成本，优化产品结构，提高生产效率。

● 风险提示

贸易摩擦风险；汇率变化风险；原材料价格波动的风险；国内市场竞争加剧风险；自主品牌建设不及预期风险等。

正文目录

1 海外出口逐渐回暖，国产宠物品牌前景可期.....	6
1.1 海外出口短期承压，静待去库存拐点.....	6
1.2 国内宠物市场竞争激烈，自主品牌潜力巨大.....	9
2 乖宝宠物：国产自有品牌先行者.....	12
2.1 深耕宠物食品，自有品牌表现亮眼.....	12
2.2 国内营收持续高增，自有品牌业务表现亮眼.....	13
3 国内市场持续布局，打造国产宠物食品龙头.....	19
3.1 品质为先，产品全程可溯源.....	19
3.2 优质产品更新整合，品牌优势持续验证.....	20
3.3 自有品牌建设先行者，多样化营销打造优质品牌形象.....	26
3.4 募资扩产，合理规划产能.....	29
风险提示：.....	30

图表目录

图表 1 2015-2022 全球宠物护理行业销售额及 YOY	6
图表 2 2015-2022 全球宠物食品市场规模及 YOY	6
图表 3 2022 年全球宠物品牌竞争格局	6
图表 4 宠物食品企业全球行业竞争格局	7
图表 5 2016-2023E 美国宠物市场消费额变化及 YOY	7
图表 6 2021-2023E 美国宠物市场分品类销售, 亿美元	7
图表 7 2021-2023 美国食品及宠物食品 CPI 变动	8
图表 8 2021-2023 年美国单位宠粮价格变动情况	8
图表 9 2022-2023 零售包装宠物食品出口量及增速	8
图表 10 2022-2023 零售包装宠物食品出口金额及增速	8
图表 11 城镇犬、猫消费市场规模变化, 亿元	9
图表 12 城镇犬猫数量变化趋势, 万只	9
图表 13 2022 年全球宠物品牌竞争格局	9
图表 14 宠物食品企业全球行业竞争格局	9
图表 15 2022 年宠物主年龄层占比变化	10
图表 16 2021-2022 年不同线城市宠物主占比变化	10
图表 17 宠物主饲养观念逐渐更新	11
图表 18 主粮购买渠道偏好	11
图表 19 零食购买渠道偏好	11
图表 20 天猫宠食销售额变化, 亿元	12
图表 21 天猫分品类宠食销售额, 亿元	12
图表 22 公司及品牌特点	12
图表 23 公司阶段性发展战略	13
图表 24 2018-2023Q1 公司主营业务收入及增速, 亿元	14
图表 25 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速, 亿元	14
图表 26 2018-2022 公司产品营收占比	14
图表 27 2018-2022 公司产品营收走势图, 亿元	14
图表 28 2019-2022 品牌业务收入变化情况, 亿元	15
图表 29 2019-2022 公司品牌业务收入占比情况, %	15
图表 30 2018-2022 公司境内业务收入及增速, 亿元	15
图表 31 2019-2022 境内直销+经销收入分品类占比, %	15
图表 32 2018-2022 公司境外业务收入及增速, 亿元	16
图表 33 2018-2022 美国市场占公司境外业务收入比例	16
图表 34 公司销售模式	16
图表 35 2018-2022 公司直销收入及增速 (亿元)	17
图表 36 2019-2022 直销收入占主营业务收入的比例, %	17
图表 37 2019-2022 公司经销收入及增速, 亿元、%	17
图表 38 2020-2022 规模以上经销商数量及占比, 家、%	17
图表 39 2018-2022 公司主营业务毛利率变化, %	18

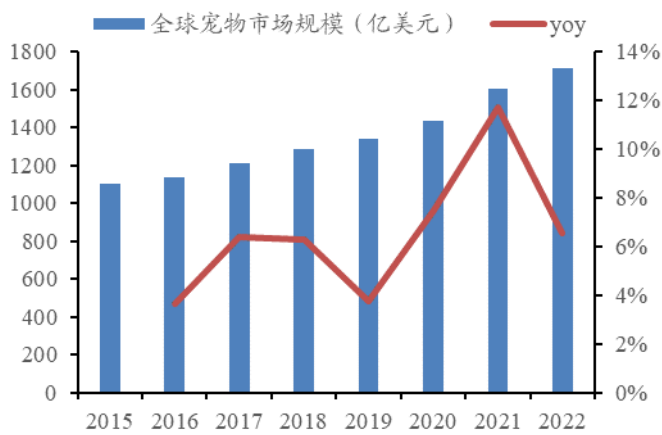
图表 40 2019-2022 主要产品毛利率变动情况	18
图表 41 2019-2022 主要产品原材料价格变动情况	18
图表 42 公司产品获得多项品质质量认证	19
图表 43 品控部门监管流程	20
图表 44 公司产品品类矩阵	21
图表 45 公司产品价格矩阵	21
图表 46 公司产品品牌梯队列表	22
图表 47 可比公司境内业务占比	23
图表 48 2021 年宠物零食品牌市占率	23
图表 49 麦富迪荣获各类奖项	23
图表 50 2023 年宠物“618”战报	23
图表 51 产品创新代表性成果	24
图表 52 工艺创新性成就	24
图表 53 2018-2022 公司研发费用及增速, 亿元、%	25
图表 54 可比公司研发费用率对比	25
图表 55 公司个性化定制模式与传统模式对比	26
图表 56 公司部分综艺、影视植入	27
图表 57 公司抖音线上平台分流推广	27
图表 58 部分宠物品牌传统电商平台关注人数, 万	28
图表 59 公司抖音账号粉丝数, 万	28
图表 60 麦富迪部分联名产品	28
图表 61 可比公司销售费用率对比	29
图表 62 公司销售费用结构	29
图表 63 公司与部分宠物公司推广宣传费及占比对照表	29
图表 64 2020-2022 公司产销情况	30
图表 65 公司募投项目情况, 万元	30

1 海外出口逐渐回暖，国产宠物品牌前景可期

1.1 海外出口短期承压，静待去库存拐点

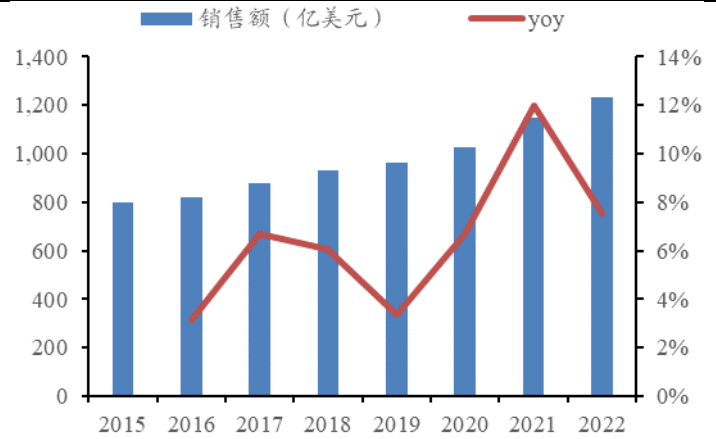
宠物产业在海外市场发展较早且在发达国家产业体系中较为成熟，近年来整体处于平稳发展阶段，人均宠物消费金额的增加以及产品升级逐渐成为行业发展的重要动力。2015-2022 年全球宠物护理行业销售额从 1100.33 亿美元增长至 1712.44 亿美元，年复合增长率 6.5%；其中，2022 年全球宠物食品市场销售额 1234.89 亿元，同比增长 7.5%。

图表 1 2015-2022 全球宠物护理行业销售额及 yoy



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 2 2015-2022 全球宠物食品市场规模及 yoy



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

全球宠物食品竞争格局较为稳定，市场份额以国际快消公司为主导，头部企业集中于美国。2022 年全球宠物食品品牌 CR5 为 19.9%，受制于品牌的定位以及品类分布，单品牌市场存在一定天花板，品牌市占率波动相对较小；从企业端来看，头部宠食企业通过品牌并购、延伸等途径不断完善产品矩阵，整合优势资源并逐渐实现了价格带全方位覆盖，2022 年全球宠物食品企业 CR5 超 50%，呈两超多强格局，玛氏和雀巢公司凭借其综合实力在全球宠物食品市场中占据绝对优势。

图表 3 2022 年全球宠物品牌竞争格局

排名	品牌	所属公司	市场份额
1	Pedigree 宝路	玛氏	6.1%
2	Royal Canin 皇家	玛氏	4.1%
3	Whiskas 伟嘉	玛氏	3.6%
4	Blue Buffalo 蓝爵	雀巢	3.2%
5	Fancy Feast/Gourmet 珍致	通用磨坊	2.9%
6	Friskies 喜跃	高露洁	2.8%
7	Hill's Science Diet 希尔斯	雀巢	2.6%
8	ONE	雀巢	2.5%
9	Pro Plan 冠能	雀巢	2.0%
10	Hill's Prescription Diet 希尔斯处方	高露洁	1.9%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 4 宠物食品企业全球行业竞争格局

排名	公司	国家	市场份额
1	Mars Petcare Inc 玛氏	美国	21.4%
2	Nestlé SA 雀巢	美国	20.1%
3	Colgate-Palmolive Co 高露洁棕桐	美国	4.7%
4	General Mills Inc 通用磨坊	美国	3.5%
5	JM Smucker Co, The JM 斯马克	美国	3.4%
6	Spectrum Brands Holdings Inc 品谱	美国	1.2%
7	Grandfood Industria e Comercio Ltda	巴西	1.0%
8	Agrolimen SA	西班牙	1.0%
9	Inaba Pet Food Co Ltd 稻叶宠物食品株式会社	日本	0.8%
10	Champion Petfoods LP 冠军 (玛氏收购)	加拿大	0.7%

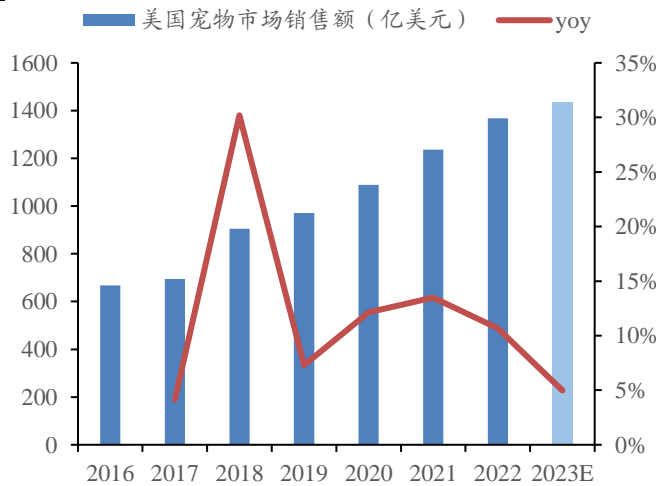
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

作为全球最大的宠物市场, 2022 年美国宠物行业在高宠物渗透率和超预期通胀的影响下实现较快发展, 根据美国宠物用品协会 (APPA) 数据, 2022 年美国宠物市场销售额超过 1368 亿美元, 同比增长 10.7%。其中, 宠物食品零食销售额 581 亿美元, 同比增长 16.2%, 兽医护理及产品销售额 359 亿美元, 同比增长 4.7%; 宠物用品、活体及 OTC 药物销售额 315 亿美元, 同比增长 5.7%, 其他宠物服务销售额 114 亿美元, 同比增长 20.0%。

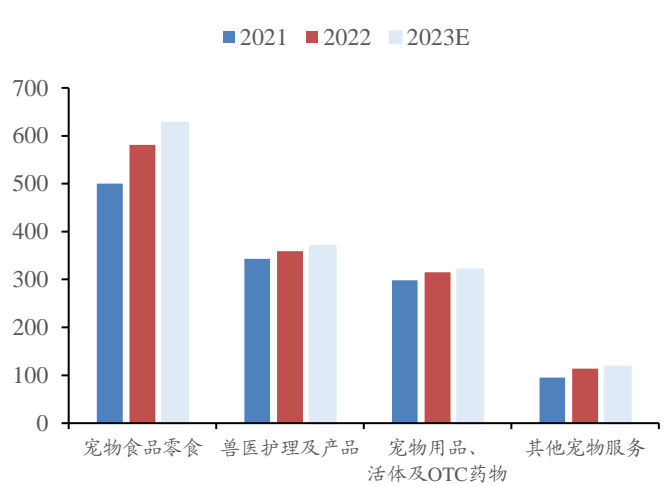
美国宠物用品协会预计 2023 年美国宠物市场保持稳健发展, 行业销售额有望超过 1436 亿美元, 同比增长 5.0%, 宠物食品行业为发展最快的细分市场, 预计 2023 年宠物食品零食销售额 627 亿美元, 同比增长 7.9%。

图表 5 2016-2023E 美国宠物市场消费额变化及 yoy

图表 6 2021-2023E 美国宠物市场分品类销售, 亿美元



资料来源: APPA, 华安证券研究所



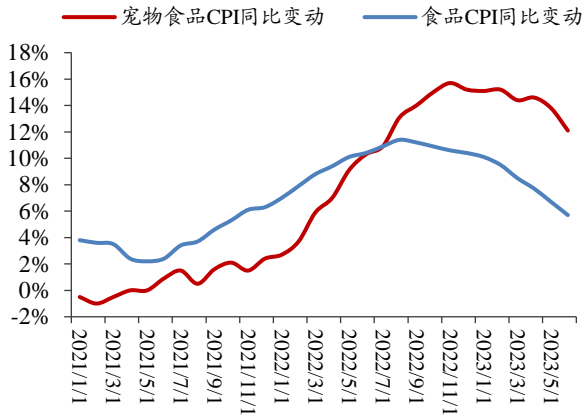
资料来源: APPA, 华安证券研究所

受困于俄乌冲突影响下的供应链问题以及超预期通货膨胀, 2022 年以来欧美地区宠物产品的成本及销售价格持续增长, 2022 年 12 月美国宠物食品 CPI 同比上涨 15.2%。宠物产品虽凭借其刚需属性表现出了较强的消费韧性, 但高企的价格仍对消费者的产品需求和消费习惯产生一定影响。2023 年以来美国宠物食品 CPI 环比下降, 2023 年 6 月宠物食品同比上涨 12.1%, 但仍高于食品 CPI 5.7% 的同比上涨, 持续高企的物价对宠物主消费观念的影响不容忽视。

2022 年全球供应链压力以及高通胀情况同样对海外宠物企业造成影响, 部分

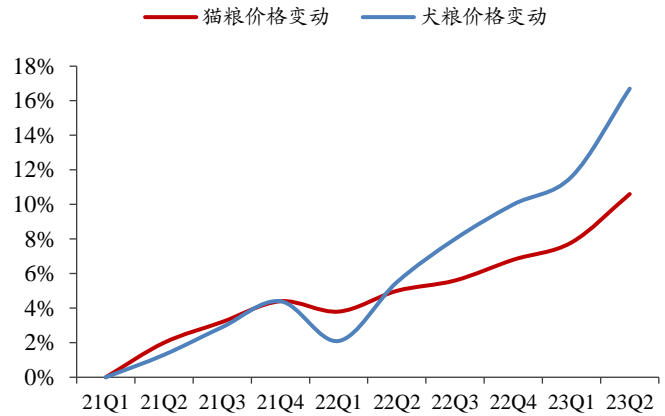
依赖进口供应的宠物品牌制造商开始转向扩张现有产能以降低供应链风险，2022年雀巢普纳瑞计划扩建美国克林顿宠食工厂并宣布收购 Red Collar 宠物零食工厂，2023年4月玛氏天津经开区宠食工厂一期工程完成验收，海外宠物公司对产能的投资一方面彰显了对宠物消费需求的信心，一方面自建产能的持续扩张或对出口企业产生风险。

图表 7 2021-2023 美国食品及宠物食品 CPI 变动



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 2021-2023 年美国单位宠粮价格变动情况



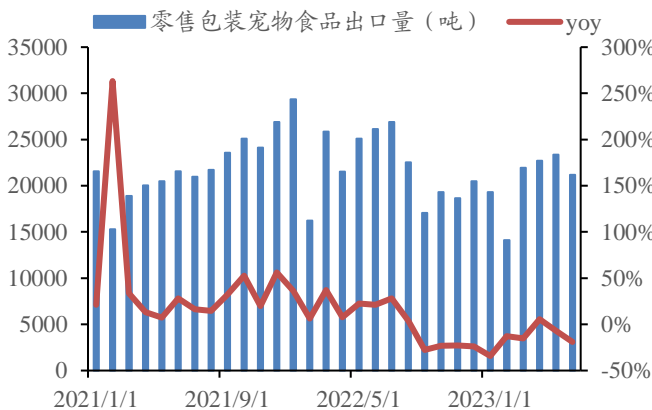
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

注：模型 sku 数量选择存在月度变化；以 2021 年 1 月为价格基准

我国宠物行业公司目前主要集中于宠物食品和宠物用品板块，大多仍以海外出口为主要业务，凭借国内或东南亚地区产业集群优势和劳动力优势为国际宠物品牌、零售商、大型商超等客户进行代工生产，部分企业同时通过海外业务利润反哺国内市场，打造自有品牌，完善产品矩阵并逐步向湿粮、干粮等机械化程度、毛利率相对较高的品类延伸。2022年9月份以来，受海外经济环境压力以及国内出口运输恢复的影响，海外客户纷纷调整压缩库存，国内宠物产品出口承压明显。

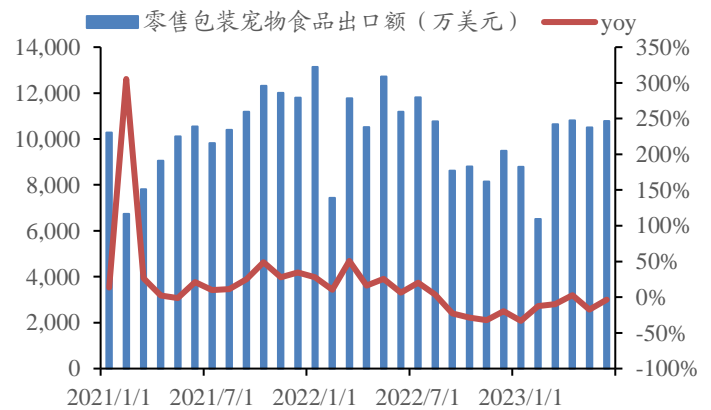
根据海关总署数据，2023年6月我国宠物食品出口量同比下降18.9%，出口金额（美元计价）同比下降3.6%，部分地区和企业出口订单恢复22年同期水平，我们预计随着海外库存逐渐消化以及需求恢复，宠物食品出口有望边际改善，海外订单拐点可期。

图表 9 2022-2023 零售包装宠物食品出口量及增速



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 10 2022-2023 零售包装宠物食品出口金额及增速

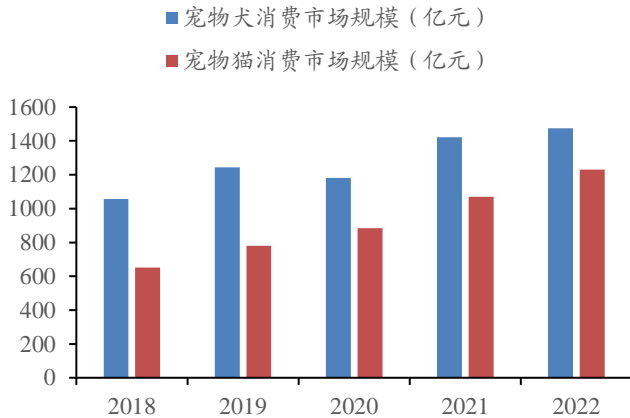


资料来源：海关总署，华安证券研究所

1.2 国内宠物市场竞争激烈，自主品牌潜力巨大

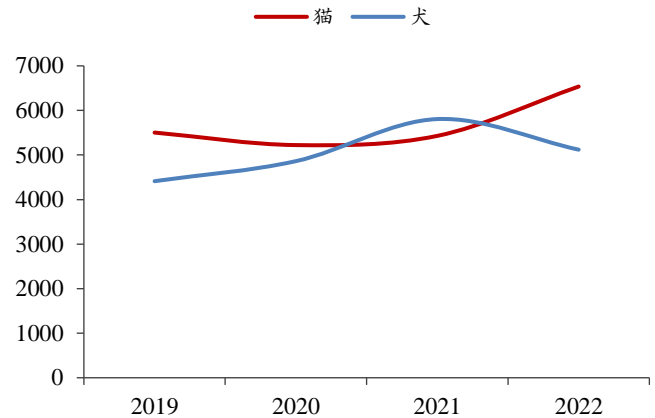
宠物消费市场持续扩容，猫经济表现亮眼。根据宠物行业白皮书数据，2022 年我国城镇犬猫宠物消费市场达 2706 亿元，同比增长 8.7%，其中犬消费市场 1475 亿元，同比增长放缓至 3.1%；猫消费市场规模达 1231 亿元，同比增长 16.1%。从养宠数量来看，2022 年我国城镇宠物犬数量 5119 万只，同比减少 5.7%，宠物猫数量 6536 万只，同比增长 12.6%。

图表 11 城镇犬、猫消费市场规模变化，亿元



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 12 城镇犬猫数量变化趋势，万只



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

国内宠物市场集中度相对分散，品牌竞争激烈。根据欧睿数据，国内宠物品牌 CR5 为 17.1%，且有三个国产品牌进入市占率前五之列，国产宠物品牌逐渐崛起并占领了一定消费者心智。企业端宠物食品 CR5 为 23.5%，同品牌端差距较小，与海外国家竞争格局相比仍有较大的提升空间，国产企业有望通过品牌拓展进一步提升市场占有率。

图表 13 2022 年全球宠物品牌竞争格局

排名	品牌	所属公司	市场份额
1	Royal Canin 皇家	玛氏	5.8%
2	MyFoodie 麦富迪	乖宝	4.8%
3	Wanpy 顽皮	中宠	2.4%
4	Fa Pure&Natural 伯纳天纯	上海依蕴	2.3%
5	Pro Plan 冠能	雀巢	1.8%
6	Bridge 比瑞吉	上海比瑞吉	1.7%
7	Orijen 原始猎食渴望	冠军	1.6%
8	Whiskas 伟嘉	玛氏	1.3%
9	Lilang 力狼	华兴	1.2%
10	Odin 奥丁	华兴	1.1%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 14 宠物食品企业全球行业竞争格局

排名	公司	国家	市场份额
1	Mars Petcare Inc 玛氏	美国	8.7%
2	Gambol Pet Group Co Ltd 乖宝	中国	4.8%
3	Nestlé SA 雀巢	美国	3.1%
4	Yantai China Pet foods Co Ltd 中宠	中国	3.5%

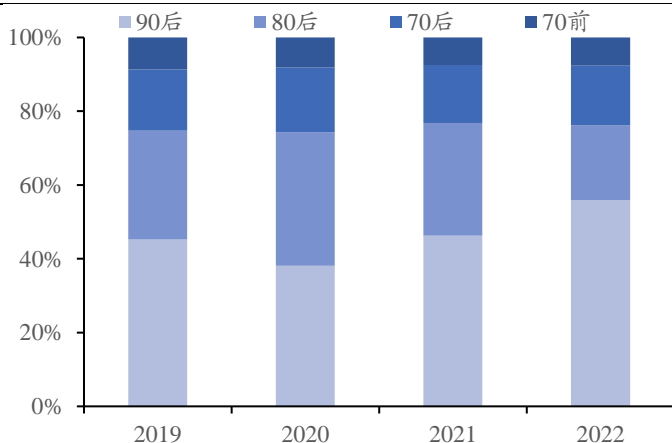
5	Shanghai Enova Pet Products Co Ltd 上海依蕴	中国	3.4%
6	Huaxing Pet food Co Ltd 华兴	中国	1.2%
7	Champion Petfoods LP 冠军 (玛氏收购)	加拿大	1.0%
8	Rongxi Pet food Co Ltd 荣喜	中国	1.0%
9	Navarch Pet Products Co Ltd 耐威客	中国	0.8%
10	Petcurean 佩立昂	加拿大	0.7%

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

精细化、科学化饲养逐渐成为养宠趋势。伴随成分党、品质党宠物主不断涌现,宠物食品的选择也逐渐向健康化、功能化、人性化方向发展,天然、无谷粮以及低温烘焙粮越来越受到宠物主认可,越来越多的国产品牌将精细化、功能化、概念性的产品作为发展重点,通过布局趋势性的升级品类以及差异化产品获取更为确定性的增长。

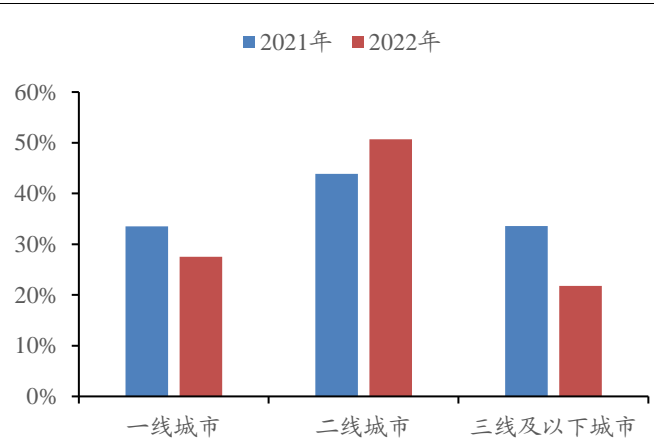
宠物主年龄层呈现两端增长态势,90后宠物主占比超半数。据宠物行业白皮书数据,2022年我国90后宠物主占比达55.9%,同比增加了9.6个百分点,其中95后宠物主占比达36.8%;80后宠物主占比下降至20.3%,同比下降10.2个百分点,70后宠物主16.2%,同比提升0.5个百分点。我们认为宠物主年龄层分布变化与单身经济、银发经济发展趋势相契合,消费意愿和消费能力较强的两类养宠群体有望推动宠物行业持续扩容。

图表 15 2022 年宠物主年龄层占比变化



资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

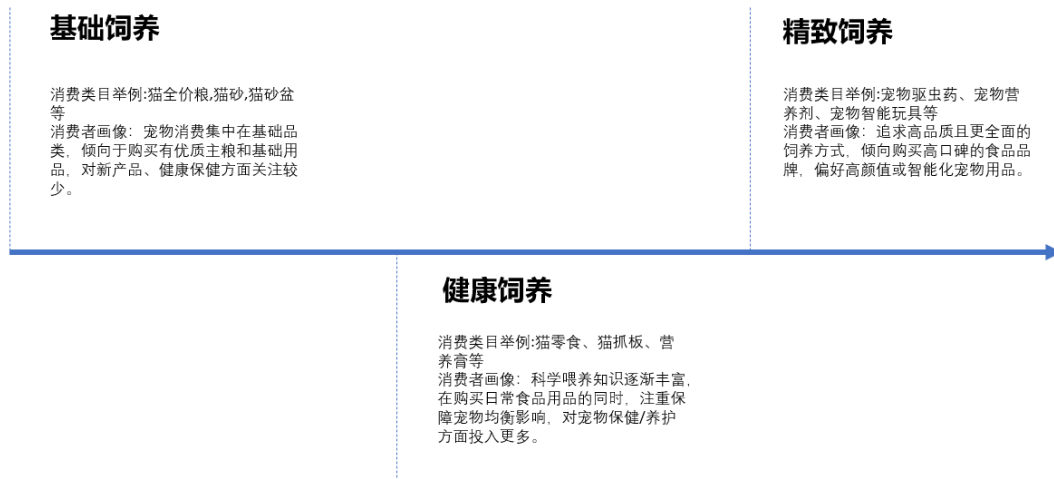
图表 16 2021-2022 年不同线城市宠物主占比变化



资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

我国宠物市场消费升级与追求性价比趋势共存。经历过完整养宠流程的宠物主对养宠理念以及养宠知识的认知往往更加科学,由于我国幼年宠物占比相对较高,部分新晋宠物主正处于从基础饲养向健康饲养、精致饲养发展的过程,国内宠物渗透率与宠物消费水平均有较大提升空间,随着国内科学养宠观念的普及和宠物主养宠认知的提升,优质品牌有望通过消费者教育抢占消费者心智,提升品牌认可度和市占率。

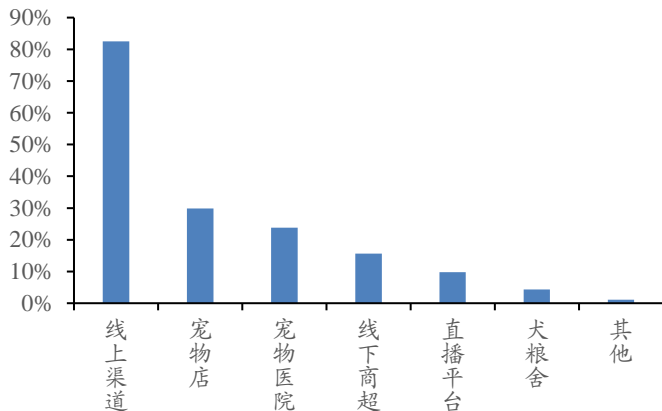
图表 17 宠物主饲养观念逐渐更新



资料来源: 华安证券研究所整理

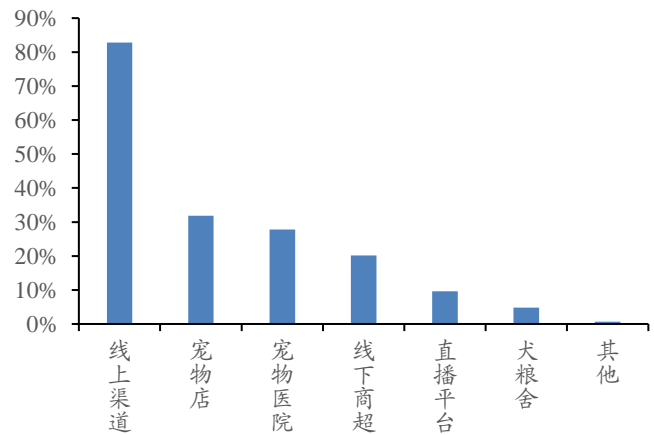
电商平台的快速发展推动国产自有品牌崛起, 线上平台已成为宠物主购买宠物食品的主要渠道。根据第三方电商平台监测数据, 受消费复苏以及 618 促销活动影响, 宠物食品销售维持高景气, 2023 年 6 月份天猫宠食销售额 24.49 亿元, 同比增长 17.0%, 其中, 犬、猫主粮销售额分别为 5.83 亿元和 14.13 亿元, 同比分别增长 5.1%和 10.9%, 看好国产宠物食品赛道长期成长性以及国产自有品牌替代逻辑。

图表 18 主粮购买渠道偏好



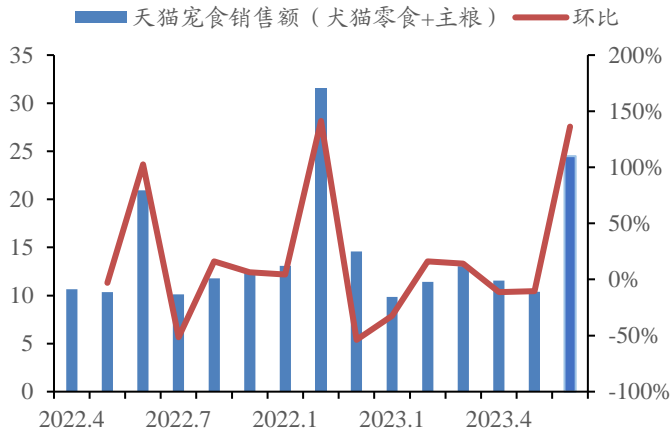
资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 19 零食购买渠道偏好



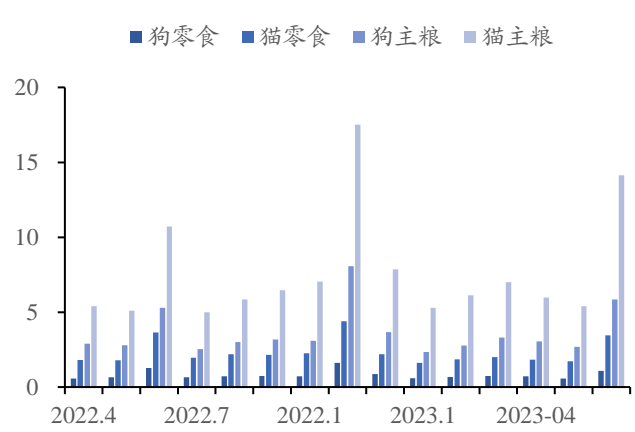
资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 20 天猫宠食销售额变化，亿元



资料来源：第三方电商数据平台，华安证券研究所

图表 21 天猫分品类宠食销售额，亿元



资料来源：第三方电商数据平台，华安证券研究所

2 乖宝宠物：国产自有品牌先行者

2.1 深耕宠物食品，自有品牌表现亮眼

乖宝宠物成立于 2006 年，公司以海外 OEM/ODM 业务为起点，凭借稳定的产品品质、生产成本优势以及对客户需求的快速响应能力，与下游国际知名企业建立了长期、稳定的合作关系，逐渐成为沃尔玛、品谱等国际企业认定的供应商，产品销往北美、欧洲、日韩等 30 多个国家和地区。

2013 年，在中美贸易摩擦和国内宠物食品市场快速发展的背景下，公司较早转向国内市场布局。创建自有品牌“麦富迪”及销售团队，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，逐渐实现了宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖。2021 年，公司收购美国知名宠物品牌 Waggin' Train，并成为新西兰知名品牌 K9 Natural 和 Feline Natural 的代理商，持续布局高端宠物食品市场。

图表 22 公司及品牌特点



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司业务发展大致可分为三个阶段：

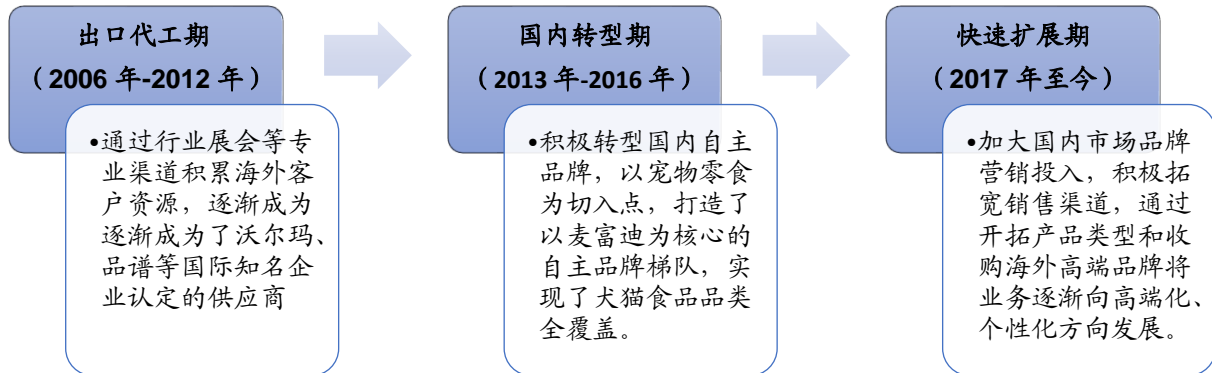
出口代工期（2006 年~2012 年）：公司主营业务为宠物食品的代工出口，是多个国际宠物食品品牌以及大型商超的 OEM/ODM 供货商；

国内转型期（2013 年~2016 年）：公司创立自有品牌，积极布局国内市场，自有品牌“麦富迪”于 2013 年全面进军国内市场，定位中高端宠物食品市场，基于多

年服务海外客户所积累的产品研发优势、生产工艺优势、质量管控优势以及对行业发展的深刻理解，公司自有品牌业务快速拓展，先发优势明显。

快速扩展期（2017年~至今）：随着公司对国内市场的持续开发，国内自有品牌收入占比快速提升，2022年公司自有品牌业务收入占主营业务收入的比例达到60.55%，公司已由单一OEM/ODM厂商转型为OEM/ODM业务与自有品牌协同发展的宠物食品企业。

图表 23 公司阶段性发展战略



资料来源：公司公告，华安证券研究所

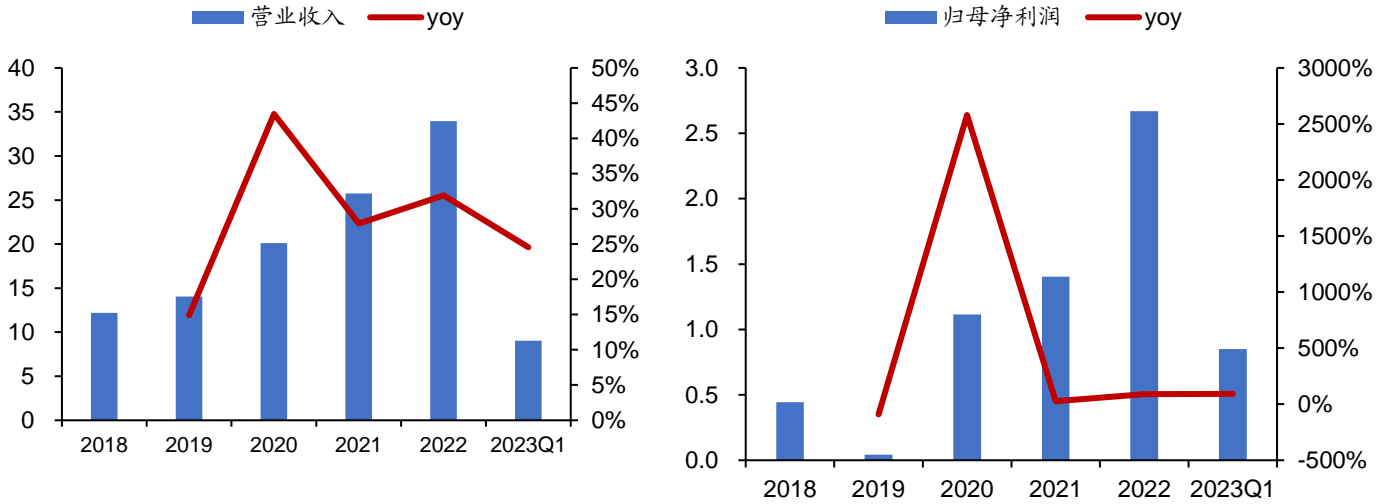
2.2 国内营收持续高增，自有品牌业务表现亮眼

2019-2022 年公司营业收入从 14.0 亿元增长至 34.0 亿元，年复合增长率 34.29%；归母净利润分别为 416.02 万元、1.11 亿元、1.4 亿元、2.7 亿元，年复合增长率 56.5%。其中，2019 年公司净利润较低主要系美国对华进口关税增加、主要原材料价格上涨，且公司营销费用大幅增加所致。2020 年，在新冠疫情影响下海外订单转移至国内、公司拓展海外新客户及自有品牌影响力释放等利好因素的共同作用下，公司营业收入同比增长 43.5%；此外，伴随原材料价格的回落以及泰国工厂产能利用率的提升，公司净利润大幅攀升至 1.11 亿元。

受益于公司国内产能提升，产品结构优化以及原材料价格回落，公司盈利能力持续提升。2022 年，公司营收同比增长 31.9%，归母净利润同比增长 90.3%，净利润率增长至 7.8%。2023Q1，公司实现营收 9.05 亿元，同比增长 24.5%，归母净利润 0.85 亿元，同比增长 93.7%，净利润率提升至 9.5%，主要系公司自有品牌业务规模的快速增长叠加人民币汇率下行以及海运费降低等因素所致。

根据公司公告披露内容，预计 2023H1 公司实现营业收入 19.75 亿元-20.55 亿元，同比增长 17.1%-21.8%；预计归母净利润为 1.58 亿元-1.78 亿元，同比增长 15.3%-29.8%。

图表 24 2018-2023Q1 公司主营业务收入及增速, 亿元 图表 25 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速, 亿元



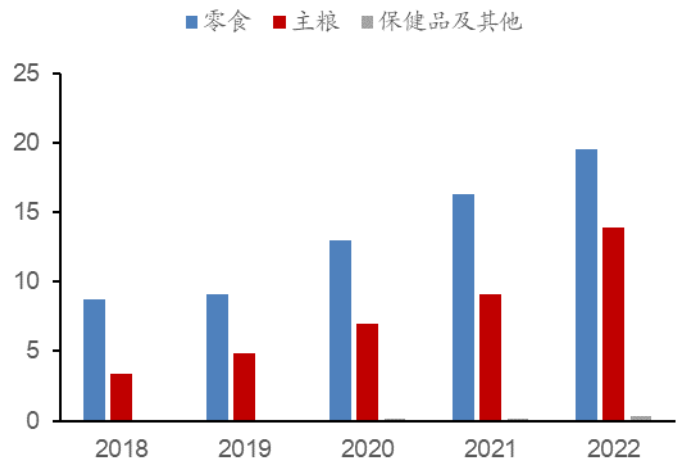
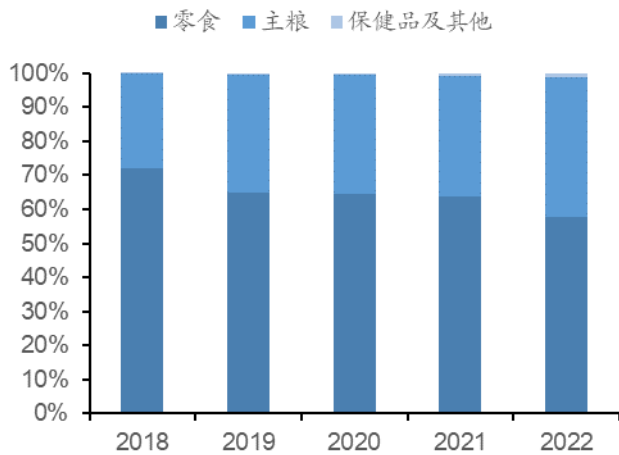
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分产品看, 主粮和零食产品是公司主营业务收入的主要来源。2022 年主粮和零食产品分别占公司主营业务比重的 41.1%和 57.8%。得益于公司自有品牌业务的快速发展, 近年来主粮业务规模增长迅速, 营收占比不断提升。2018-2022 年, 公司零食业务营收从 8.76 亿元增长至 19.5 亿元, 年复合增长率 22.2%, 公司主粮业务营收从 3.4 亿元增长至 13.9 亿元, 复合增长率达到 42.2%。公司保健品与其他业务目前仍处于发展初级阶段, 营收贡献较小。

图表 26 2018-2022 公司产品营收占比

图表 27 2018-2022 公司产品营收走势图, 亿元



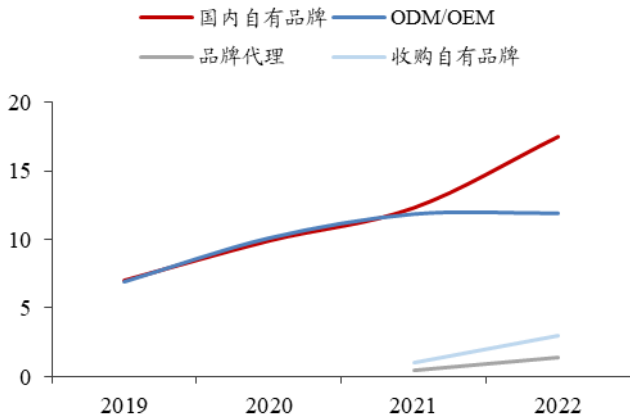
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司业务可分为自有品牌业务模式、OEM/ODM 业务模式和品牌代理业务模式。自有品牌业务主要集中于国内市场以麦富迪品牌进行销售, 少量以收购自有品牌“Waggin'Train”产品在境外销售, 近年来公司自有品牌快速发展并逐渐成为公司主要营收来源。2020-2022 年, 公司自有品牌收入从 9.93 亿元增长至 20.46 亿元, 复合增长率达 43.5%, 收入占比从 49.6%增长至 60.6%, 累计增长 11 个百分点, 其中, 2022 年国内品牌和收购品牌收入占比分别为 51.7%和 8.9%。

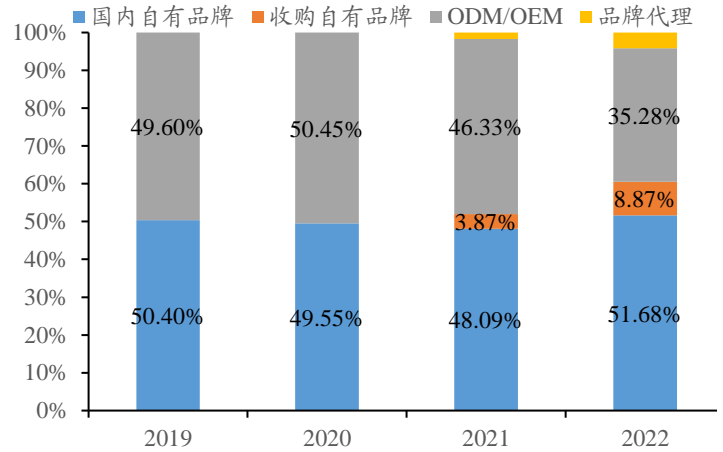
OEM/ODM 业务以境外销售为主，公司与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业均建立了稳定的合作关系，但因公司自有品牌业务增长较快，ODM/OEM 模式的收入占比近年来持续下降，2022 年公司 ODM/OEM 业务占比 35.3%，同比下降 11.1 个百分点；新增品牌代理业务模式主要通过代理新西兰品牌“K9Natural”和“Feline Natural”布局进口高端品牌，2022 年业务占比 4.2%，同比提升 2.5 个百分点。

图表 28 2019-2022 品牌业务收入变化情况，亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

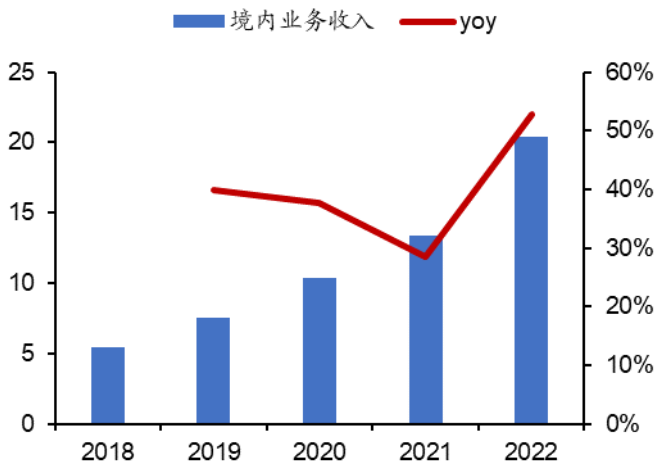
图表 29 2019-2022 公司品牌业务收入占比情况，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

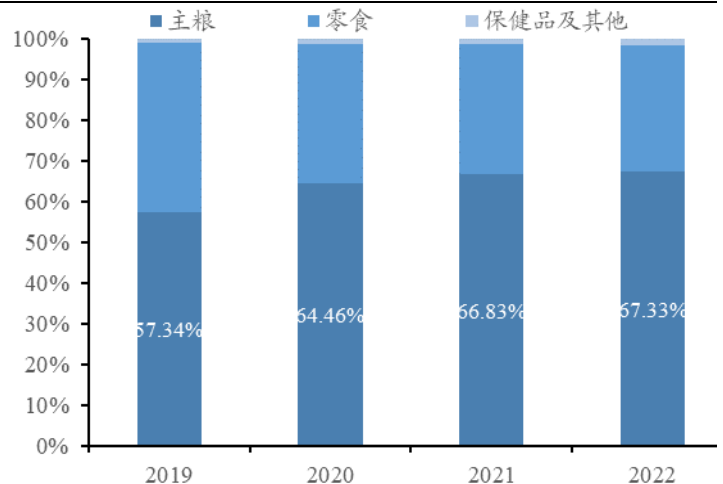
发力主粮产品，自主品牌业务的快速发展带动公司境内业务占比持续增加。2018-2022 年，公司境内收入从 5.40 亿元增长至 20.39 亿元，年复合增长率达 39.4%，占主营业务收入的比例从 44.4% 增长至 60.4%，累计增长 16 个百分点。主粮产品是公司国内营收的主要来源，2022 年公司境内主粮和零食产品收入分别为 13.73 亿元和 6.29 亿元，分别占境内营收的 67.3% 和 30.9%。

图表 30 2018-2022 公司境内业务收入及增速，亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 2019-2022 境内直销+经销收入分品类占比，%



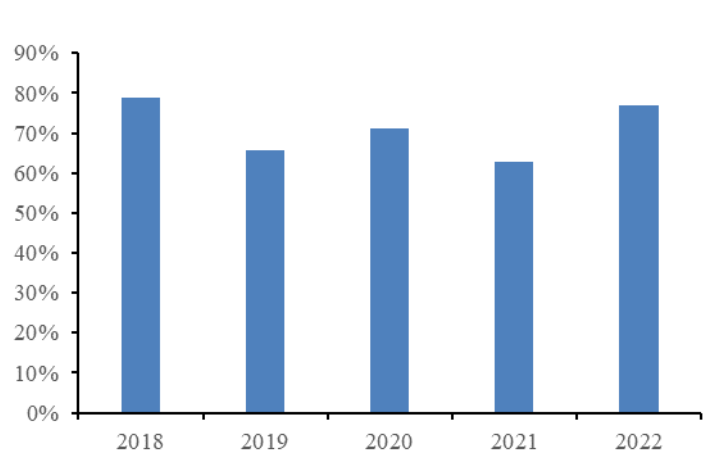
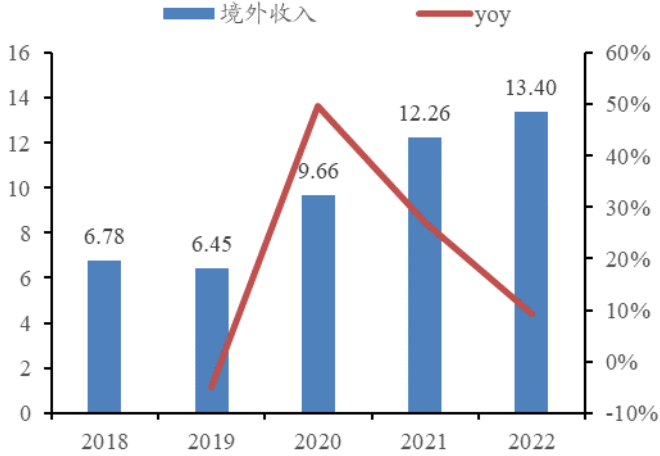
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司境外收入来源主要为宠物零食产品的 ODM/OEM 代工，2021 年公司通过收购品牌 Waggin' Train 新增境外自有品牌的商超渠道销售。2020-2022 年，公司境外收入分别为 9.66 亿元、12.26 亿元和 13.40 亿元，其中，境外 ODM/OEM 业务收入分别为 9.66 亿元，11.27 亿元和 10.34 亿元，2022 年境外 OEM/ODM 收入

下降，主要系海外通胀影响下境外客户的终端销售下滑，采购减少所致。北美地区是公司最主要的境外市场，受益于海外自有品牌 Waggin' Train 销售额的快速增长，2022 年公司出口至美国收入达 10.3 亿元，同比增长 34.4%，占公司境外收入的占比 77.0%。

图表 32 2018-2022 公司境外业务收入及增速，亿元

图表 33 2018-2022 美国市场占公司境外业务收入比例

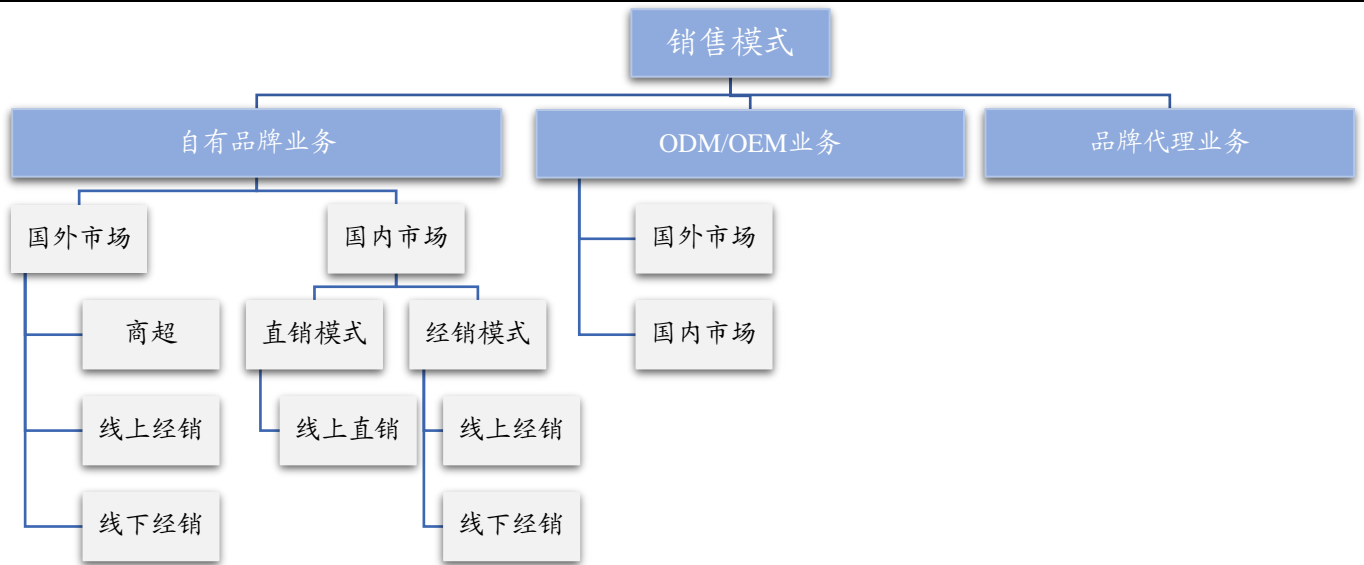


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

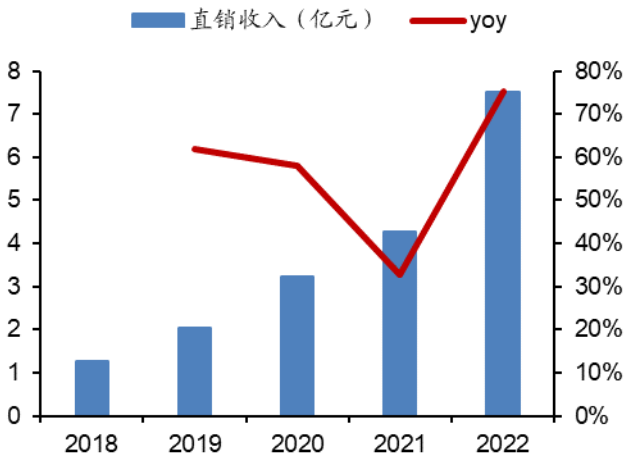
分渠道看，公司自有品牌业务主要通过直销与经销相结合的方式在国内销售，逐渐形成了线上直销、线下经销的销售体系。直销模式是公司重点拓展的销售模式，主要通过电商平台开设自营旗舰店的方式向终端消费者提供产品，2022 年公司直销渠道收入 7.45 亿元，同比增长 74.2%，京东、天猫及抖音渠道销售额增长显著，直销业务占比增长至 22.2%。

图表 34 公司销售模式



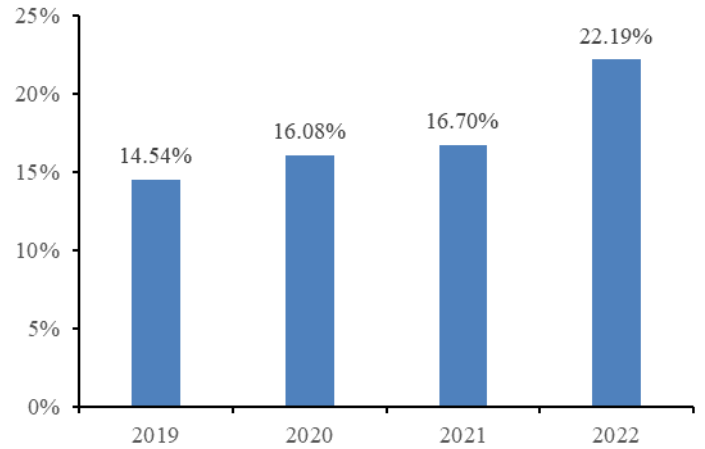
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 2018-2022 公司直销收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

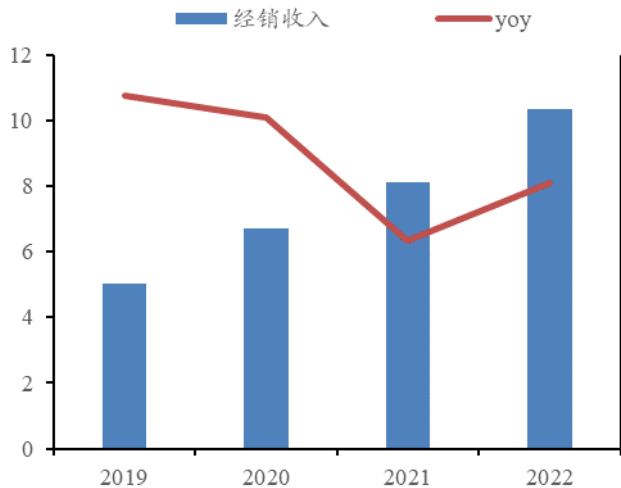
图表 36 2019-2022 直销收入占主营业务收入的比例, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

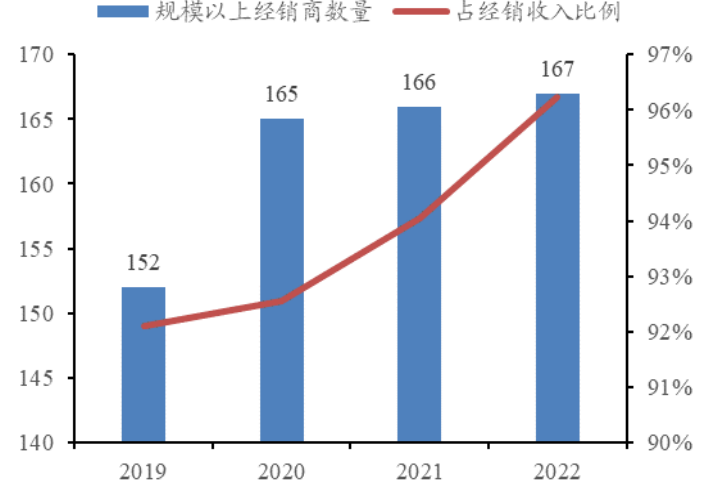
公司经销模式包括线下和线上渠道。线上渠道主要通过线上经销商在互联网平台分销; 线下渠道主要通过覆盖全国主要城市的宠物食品门店、养殖场以及宠物医院等渠道实现对最终消费者的覆盖。公司的经销收入主要由规模以上经销商贡献, 2020 年-2022 年规模以上经销商数量分别为 165 家、166 家和 167 家, 规模以上经销商收入分别占经销收入的 92.54%、94.06%和 96.23%, 公司经销商结构稳定且存续性较强, 近年来, 随着自有品牌产品市场的扩大以及线上直销渠道发展, 公司逐步精简了北京规模较小、资质较差的经销商并积极引入新的优质经销商, 不断优化经销结构。

图表 37 2019-2022 公司经销收入及增速, 亿元、%



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 38 2020-2022 规模以上经销商数量及占比, 家、%

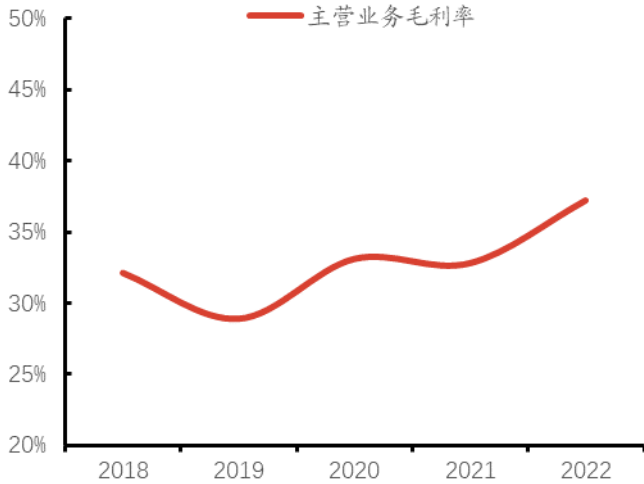


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2019-2022 年, 公司主营业务毛利率分别为 28.9%、33.1%、32.8%和 37.2% (为保持横向分析口径一致, 成本金额未考虑运费、快递费和港杂费影响)。2019 年毛利率下降主要系零食原材料鸡肉价格升高, 叠加泰国工厂产能利用率较低、单位产品分摊的成本较高所致; 2022 年公司主营业务毛利率同比增加 4.4 个百分点, 主要系公司自有品牌业务规模扩大, 产品售价提升且部分原材料价格下降以及销售渠道优化所致。

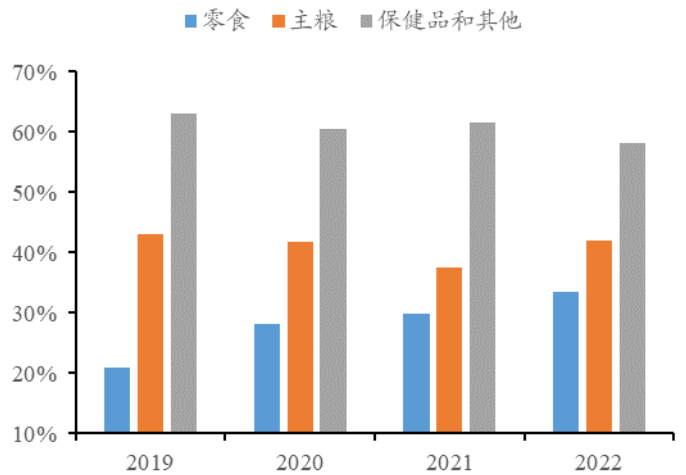
主营业务毛利率受原材料价格波动影响明显。直接材料占公司主营业务成本的比重超过 80%，其中，零食类产品原材料主要以鸡胸肉、鸭胸肉为主，在主料中占比约 70%，主粮类产品原材料以玉米、大米和豆粕等谷物类为主，占比约为 50%。2022 年公司零食和主粮产品毛利率分别为 33.5%和 41.9%，同比分别提升 3.64 和 4.48 个百分点，零食毛利率提升主要系高毛利零食产品销售占比提升叠加主要原材料鸡胸肉、鸭胸肉采购价格下降所致，主粮产品主要原材料采购价格整体波动幅度较小，毛利率提升主要系产品销售价格提升所致。

图表 39 2018-2022 公司主营业务毛利率变化，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 2019-2022 主要产品毛利率变动情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2019-2022 主要产品原材料价格变动情况

	2019	2020	2021	2022
鸡胸肉	13.94	10.83	10.73	10.17
波动率	22.60%	-22.31%	-0.92%	-5.22%
鸭胸肉	12.61	12.52	13.7	10.14
波动率	33.72%	-0.71%	9.42%	-25.99%
大米	2.21	2.6	2.73	2.8
波动率	-6.36%	17.65%	5.00%	2.56%
玉米	1.89	2	2.66	2.65
波动率	7.39%	5.82%	33.00%	-0.38%
豆粕	2.84	1.94	3.44	4.3
波动率	-8.09%	-31.69%	77.32%	25.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 国内市场持续布局，打造国产宠物食品龙头

3.1 品质为先，产品全程可溯源

公司始终将产品质量作为业务运营重点，产品质控水平突出。公司实施 HACCP 食品安全控制体系，生产工序严格按照人类食品安全标准执行，从原材料进厂到生产过程，再到成品出厂均进行严格检验，确保产品达到出口级品质。公司及生产子公司通过了 BRCGS 认证、FSSC22000 认证、FSMA 认证、IFS 认证、GMP 认证和 HACCP 认证，取得美国 FDA、加拿大 CFIA、日本 MAFF、欧盟 FVO 等海外宠物食品消费大国官方机构认可，是国内取得权威认证较多的宠物食品企业之一。

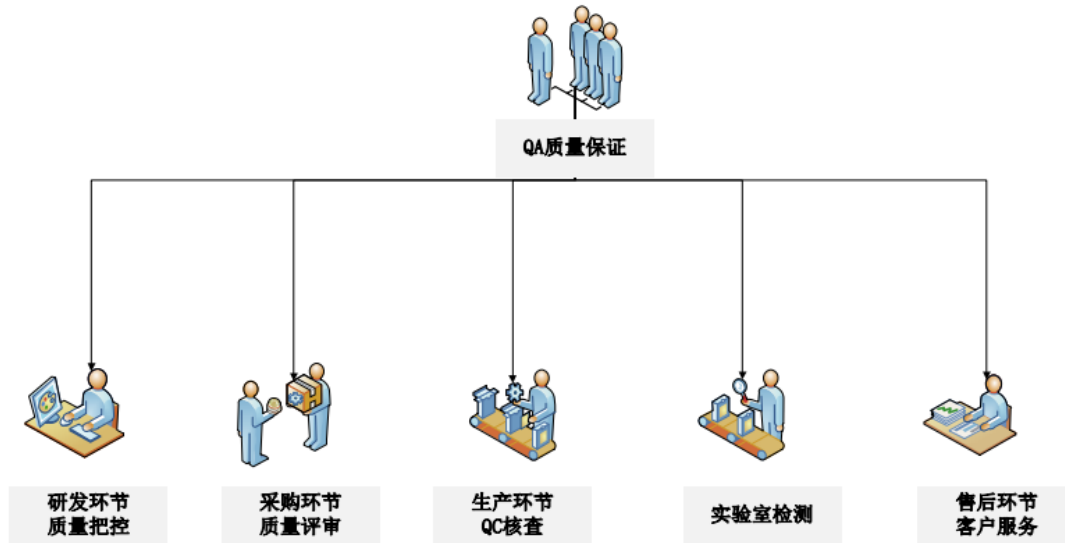
图表 42 公司产品获得多项品质质量认证



资料来源：公司官网，华安证券研究所

设置专业品控部门，从研发设计到成品输出对整个生产活动进行监管。研发阶段，品控部严格把控原材料和制造工艺的选择，确保产品设计方案符合国家和行业质量标准规定；原材料采购到入厂环节，品控部通过参与对供应商的评审和对原材料的验收，从源头上把控宠物食品安全；生产阶段，品质控制员负责对原辅料、设备、人员、工艺要求和生产环境进行监督核查，品质保证员对产成品进行检验检测；待产品入库后，监装人员负责监督检查运输车间及产品装货过程。此外，品控人员还会参与产品质量的售后服务，切实负责完整的产品生产销售流程，为产品质量保驾护航。

图表 43 品控部门监管流程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

提前布局数字化转型，为产品质量溯源、产销协同、大数据分析提供了数据基础。2019 年公司与兆信股份深度合作，通过“一物一码”构建产品全生命周期的防伪、防窜货追溯监管体系，为产品质量溯源、产销协同及后续的创新营销、大数据分析、会员应用等方面提供了数据支撑。

3.2 优质产品更新整合，品牌优势持续验证

公司重视产品创新与品类拓展，不断研发符合市场需求的新品。目前公司产品涵盖犬用和猫用主粮、零食和保健品三大品类，共计千余种单品，形成了以“麦富迪”为核心的自有品牌梯队，定位多元，布局差异化品牌市场。

图表 44 公司产品品类矩阵



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 公司产品价格矩阵



资料来源：淘宝，华安证券研究所

伴随我国宠物消费者为宠物健康买单的意愿不断增强，对高品质产品的需求提升，公司持续发力高端宠物食品市场。通过引入海外先进的技术设备，公司自主研

发了如弗列加特高肉粮、全价冻干粮、barf 天然粮等高端产品，不断补充完善公司高端产品系列。2021 年，公司收购美国品牌“Waggin'Train”和代理新西兰品牌“K9Natural”和“Feline Natural”，通过与海外高端品牌合作抢占国内市场，以进口级品质吸引国内高端粮消费者。

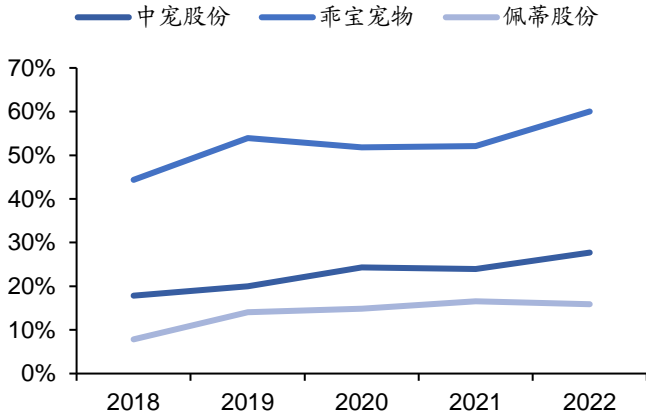
图表 46 公司品牌梯队列表

品牌	商标	品牌特点
麦富迪		定位中高端市场，坚持产品扩展与创新，sku 丰富，涉及主粮、湿粮、零食、咬胶等全品类，占据了一定国内消费者心智，在国内有较高品牌认可度。
弗列加特		定位高端市场，将“鲜”的理念贯彻始终，秉承只用鲜肉、拒绝肉粉的产品理念，大单品实现规模快速增长。
欧力优		定位中端市场，通过亚洲、北美、南美、澳洲多地采购人用级生肉食材原材料，以 FDA 认可的生肉冻干工艺打造纯天然高营养宠物食品。
Waggin'Train		定位高端市场，2021 年公司收购的美国本土品牌，以“Less is more”（至简料理哲学）作为品牌理念，强调以简单、天然的食材制作健康的宠物食品，在境外市场获得广泛认可。
K9 Natural		定位高端市场，秉承天然、高肉理念，坚持创造高含肉量、能量与营养均衡、无谷物的产品，由 Natural Pet Food Group 新西兰原产地直接供货，原装进口。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

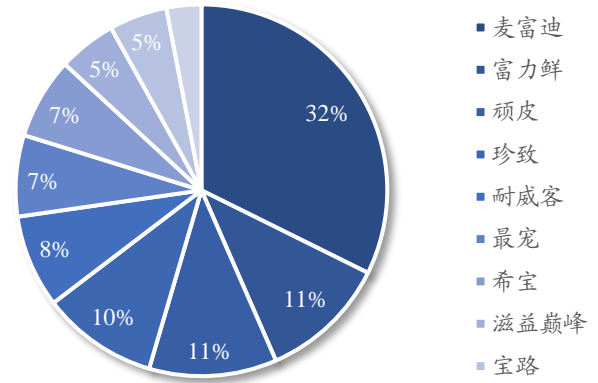
较早转向国内市场布局，把握国内宠物食品需求快速扩张的行业机遇。公司于 2013 年转向国内市场发展自有品牌业务，凭借稳定的产品品质、持续的产品创新和高效的品牌营销，以“麦富迪”为代表的自有品牌销售业务在国内市场取得了快速发展，先发优势明显，品牌规模持续提升，2022 年公司境内业务占比达 60.02%，自主品牌业务占比达 60.6%。在同比上市公司中均处于最高水平。

图表 47 可比公司境内业务占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 2021 年宠物零食品牌市占率



资料来源: 鲸参谋, 华安证券研究所

“麦富迪”品牌成绩耀眼，品牌护城河逐渐显现。2022 年双十一期间麦富迪在天猫平台销售额达 1.28 亿元，位居宠物食品及用品销售第一名，2023 年“618”麦富迪位列宠物品牌成交榜第一名，宠物店铺成交榜第三名，品牌规模持续增长。

在宠物食品赛道，麦富迪虽然没有进口品牌与生俱来的“外国血统”，但是公司依靠高品质产品、研发创新以及多样化营销端投入，逐渐占领消费者心智，近年来公司依托麦富迪主品牌持续更新富有针对性的特色高端产品，以“鲜”为主打概念的弗列加特系列和以“3.0 喂养理念”为主打的 barf 系列均取得亮眼成绩，麦富迪品牌基因及爆品系列迭代路线渐成，品牌整合能力持续验证。

图表 49 麦富迪荣获各类奖项



资料来源: 第一财经, 华安证券研究所

图表 50 2023 年宠物“618”战报

天猫宠物品牌成交榜	
1	MYFOODIE 麦富迪
2	ROYAL CANIN 皇家
3	网易严选
4	Orijen 原始猎食渴望
5	鲜朗
6	诚实一口
7	ACANA 爱肯拿
8	Instinct
9	LEGEND SANDY
10	Nourse 卫仕

资料来源: 天猫, 华安证券研究所

鼓励研发创新，重视人才激励。产品创新方面，公司密切跟踪行业发展趋势和市场需求，以用户需求为导向打造符合市场需求的优质创新产品；工艺技术创新方面，公司重视生产工艺改进，在引进国外先进设备的基础上，把控生产管理，优化生产技术，为公司新品研发、产品升级及成本控制提供支持；人才激励方面，公司

通过将研发成果与奖励机制挂钩的激励方案促进各部门人员积极参与新品创意设计和新品方案优化工作，为公司持续创新能力的实现提供动力。截至 2022 年底，公司研发机构共有专职研发人员 86 人，其中核心技术人员 3 人，十年以上工作经验的专业人士 23 人，在技术创新和研究中心的支持下，公司持续开发适应宠物不同生命阶段营养需求的宠物食品。

图表 51 产品创新代表性成果

产品名	产品展示	创新点
弗列加特高肉粮系列		1、添加鲜肉比例达 70%的猫粮； 2、引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备，利用鲜肉瞬时高温乳化添加技术在保证均衡营养的前提下，保证产品新鲜度、增加产品适口性、提高消化吸收力。
弗列加特全价全冻干系列		1、全价冻干高肉粮，同时满足宠物对主粮和零食的需求； 2、营养指标符合 AAFCO 标准。
益生军团主粮系列		1、利用冷喷涂技术制作宠物干粮，提高益生菌到达肠道时的活性。 2、根据不同犬种不同犬期，对菌株进行科学搭配，形成专属的宠物复合益生菌。可达到调理肠道、预防多种肠道侵害、有效缓解肠道不适等效果。
双拼粮系列		1、利用冷喷涂技术制作宠物干粮，提高益生菌到达肠道时的活性。 2、根据不同犬种不同犬期，对菌株进行科学搭配，形成专属的宠物复合益生菌。可达到调理肠道、预防多种肠道侵害、有效缓解肠道不适等效果。
小橙帽保健品系列		1、采用冻干技术，提高宠物保健品的适口性和吸收力，解决保健品适口性低、难消化、刺激肠道的问题

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 52 工艺创新性成就

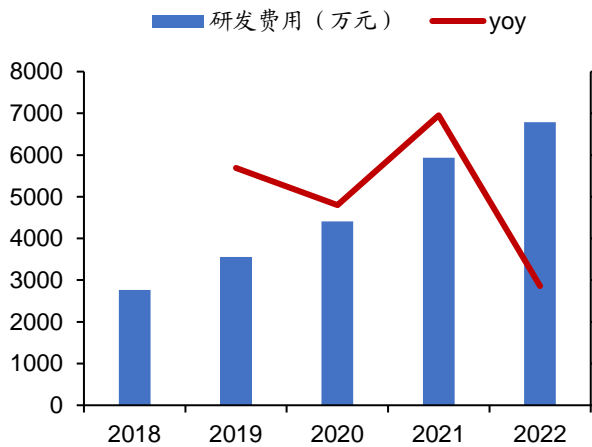
技术工艺	创新点
鲜肉瞬时高温乳化添加技术	传统工艺添加鲜肉不易高温乳化，且添加量受到限制，最高不超过 20%，产品的营养和适口性不够理想。公司通过工艺创新，使鲜肉添加量可达 70%，提高了产品营养价值及适口性。
口腔护理类产品功能提升技术	传统工艺条件下，产品适口性和耐口性较差，硬度、韧性不够，耐咬性和口腔护理效果不理想，公司通过技术改造，实现硬度、韧性、消化、适口性及功能调控，并通过喷洒涂抹功能成份，增加产品适口性、耐咬性，维护口腔健康。
热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，肉类原料处理时营养物质流失较多；产品干燥过程中容易受热不均匀，造成产品水分差异较大，颜色质地等外观质量不稳定的问题。该技术在肉类原料解冻阶段控制环境温度和解冻程度，防止蛋白质和维生素等营养物质的流失；

	在肉类原料处理阶段控制工艺参数，降低破损率，有助于成品保持外形美观；干燥脱水过程中精准控制加热温度和时间，阻断美拉德反应，改善产品外观和质地。
真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，全价宠物食品的加工过程需要高温高压，导致热敏性营养素损失率高，同时动物源性蛋白添加比例有限。真空冷冻全价冻干在真空状态下抽离水分能够让有营养的热敏营养物质最大限度保留。同时真空冷冻干燥可以相对传统技术实现更高比例的鲜肉添加满足宠物的适口性及营养需求。该技术通过控制原料预处理阶段的环境温度、解冻程度及合理处理方式，精准控制不同规格产品真空冷冻过程的工艺参数来降低营养流失和外观的影响。以达到气味、色泽、质地理想的全营养产品。
EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，宠物食品加工应用的蛋白原料主要是大分子的蛋白成分，对于犬猫胃肠道的负担相对较重，蛋白消化吸收率和生物利用度低，并且容易诱发过敏等健康问题。EAS 鲜肉全营养技术可以在特定温度、特定条件下使用特定的蛋白酶将大分子的蛋白定向分解为小分子的多肽和游离氨基酸，降低消化道压力，提升蛋白吸收率和生物利用度，降低过敏风险，更有效的提升宠物食品品质。其工艺过程有反应单一、反应条件温和、反应效率高、不存在或极少存在逆反应等优点。
宠物主食湿粮食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，动物源性蛋白添加比例有限，谷类、豆类等农作物添加较多。导致产品的营养和适口性不够理想，总体消化率和生物利用度偏低。宠物主食通过真空滚揉工艺，在合理技术条件下科学配比肌肉、内脏、骨骼等成分，有效提升产品营养性和适口性，应用科学灭菌方式，实现胶质和植物成分不添加或少添加。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

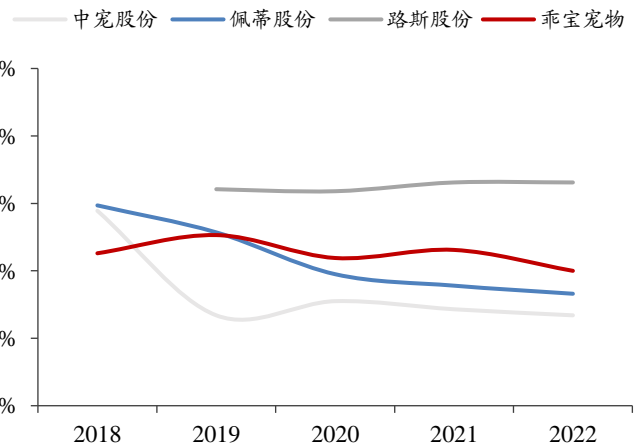
为了保持产品竞争力，公司重视研发创新，不断加大研发费用投入。2018-2022 年，公司研发费用投入从 2765.5 万元增长至 6784.7 万元，年复合增长率 25.2%，2022 年公司研发费用占营业收入的比例为 2.0%，在可比上市公司中处于较高水平。

图表 53 2018-2022 公司研发费用及增速，亿元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

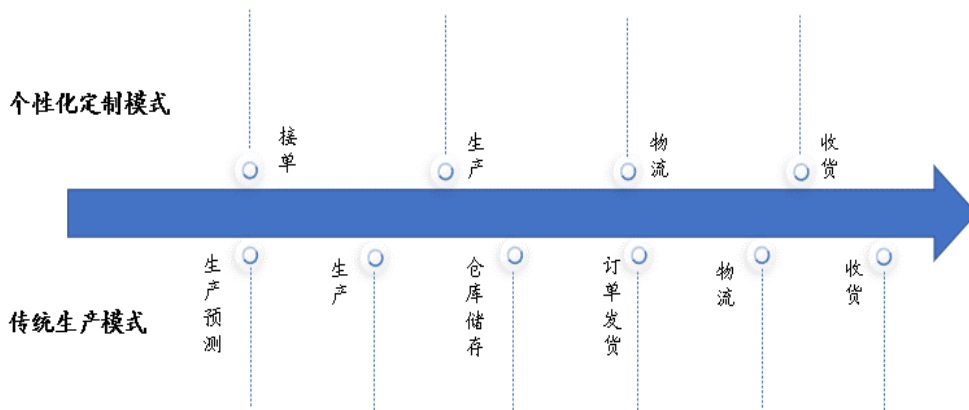
图表 54 可比公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

顺应宠物食品健康化、高端化、定制化趋势，积极探索宠物食品定制化业务。在国外成熟市场，宠物食品行业的发展呈“普通-高端-定制化”趋势，宠物食品品类逐渐向有针对性的定制化宠物食品、宠物保健品及处方粮等方向拓展。公司是少数较早布局定制化产品市场的公司之一。一方面公司独创了个性化定制 MES 智能柔性生产线，为客户提供护理粮和处方粮的一对一定制化生产服务；另一方面，公司建立包括犬猫实验基地、兽医师团队、宠物营养师团队的定制服务专属服务平台，为宠物粮的科学定制提供了专业化的技术支持。

图表 55 公司个性化定制模式与传统模式对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 自有品牌建设先行者，多样化营销打造优质品牌形象

公司高度重视自有品牌的宣传建设，目前已形成一套相对有效的营销推广模式。通过新媒体内容和社交平台对自有品牌进行推广，有针对性地输出品牌优质内容，精确定位年轻客群，持续提升品牌知名度和影响力。

泛娱乐化的品牌营销：

年轻群体是新增养宠人群的中坚力量，也是泛娱乐内容消费主要受众。公司通过聘请明星代言人、在纪录片、综艺及影视作品中植入品牌宣传、赞助动物公益活动等方式持续提升自有品牌的知名度、公信力和影响力，对年轻消费群体进行泛娱乐化品牌营销。

公司通过邀请歌手、演员谢霆锋、男子演唱组合 INTO1 成员尹浩宇和韩国摇滚乐队 Royal Pirates 成员李铢衔作为公司形象代言人，合作 CCTV-3《你好生活》、湖南卫视《向往的生活》、浙江卫视《中国好声音》等综艺节目、《爱上特种兵》、《加油你是最棒的》等影视剧集及手机游戏《小森生活》等多种渠道，已成功将文娱 IP 的流量优势转化为品牌的高认知度。

2020 年，“麦富迪”携手美国探索频道 Discovery Channel，通过“麦富迪”食材溯源的专业纪录片进一步打造国际化、天然、高端的品牌形象。2021 年，公司与美国探索频道 Discovery Channel 继续合作，将美国版《家有恶猫》真人秀节目引入国内，在腾讯视频播放。该真人秀以猫咪行为纠正为主题，通过寓教于乐的方式，在教育宠物主如何正确养猫的同时将“麦富迪”的优质产品介绍给潜在消费者。

图表 56 公司部分综艺、影视植入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

多样化的线上平台推广：

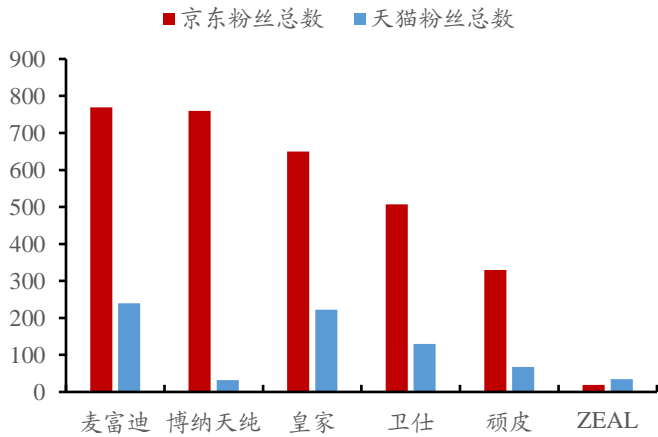
公司借助多样化的线上营销工具对目标消费者进行产品推广和品牌宣传。以抖音为例，公司在推广内容上以猫/狗为核心角色垂直运营，将产品介绍融入猫狗日常进行软广宣传，同时通过开宗明义的叫卖式推销为直播引流服务。在直播电商领域，公司会根据账号带货能力以产品适用类型/包装以及售价分别引流。形式主要通过自播，这样一方面保证了直播达人的持续性，另一方相比头部 KOL，可以节省部分销售费用支出。此外，公司还大力推进 KOL 孵化项目，通过与 Bilibili、小红书、抖音、快手等内容平台 KOL 的内容合作，培育品牌 KOL 矩阵，以日常广告和新品种草的形式推广产品。

图表 57 公司抖音线上平台分流推广

直播画面					
自播账号	麦富迪凯滋特专卖店	麦富迪爱染专卖店	麦富迪萌宠专卖店	麦富迪宠物食品旗舰店	麦富迪官方旗舰店
主推商品	麦富迪营养森林猫主粮 全价通用天然粮2kg... ¥45.00 麦富迪三文鱼双拼全价 猫粮2kg 一口冻干... ¥45.00 低价/天然&冻干/猫粮	【猫粮羊奶大礼包】麦富迪羊奶系列猫零食... ¥99.00 【猫粮实惠组合2kg*5袋】麦富迪三拼冻干... ¥389.00 中高价/组合/猫粮&零食	MYFOODIE/麦富迪 【爆款犬主粮】营养... 满199 低价/爆款狗粮	麦富迪狗粮 超肉粒冻干双拼 小中大犬通用... ¥76.00 【多猫家庭】麦富迪猫粮 三文鱼冻干双拼全... 满199元 中高价/冻干/猫&狗粮	麦富迪营养森林肉松狗粮 1.3kg*2包通用型... ¥135.34 麦富迪三文鱼双拼全价 猫粮2kg 一口冻干... 满329元 中高价/大包装/猫&狗粮
带货水平	中腰部达人	肩部达人	中腰部达人	肩部达人	肩部达人

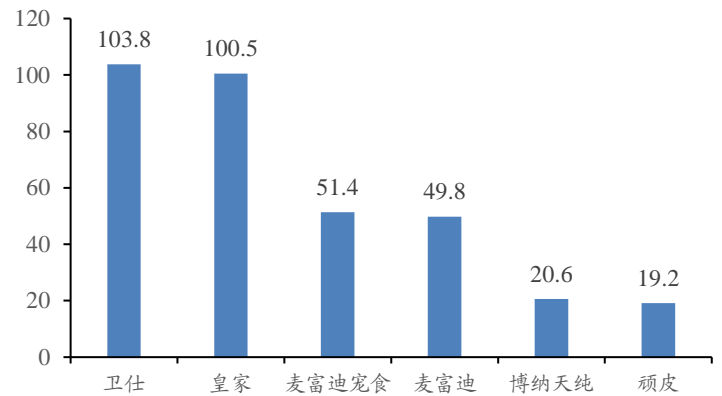
资料来源：蝉妈妈电商智库，华安证券研究所

图表 58 部分宠物品牌传统电商平台关注人数，万



资料来源：天猫、京东，华安证券研究所

图表 59 公司抖音账号粉丝数，万



资料来源：抖音，华安证券研究所

打造跨界联名款产品：

公司通过与《上新了·故宫》、《朋友请听好》等热门综艺、《一条狗的使命》电影及《小森生活》手机游戏等多个文娱 IP 合作打造联名款产品，在丰富自身产品线的同时增加产品曝光度和话题传播性，辐射更多元的消费群体，最终实现品牌流量增长和公司经济效益的提升。

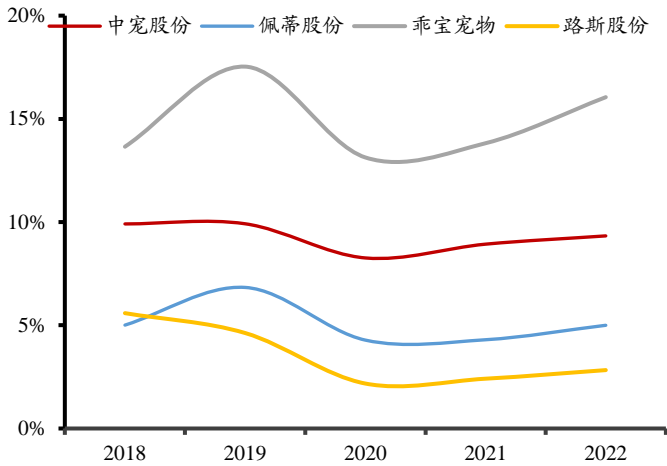
图表 60 麦富迪部分联名产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

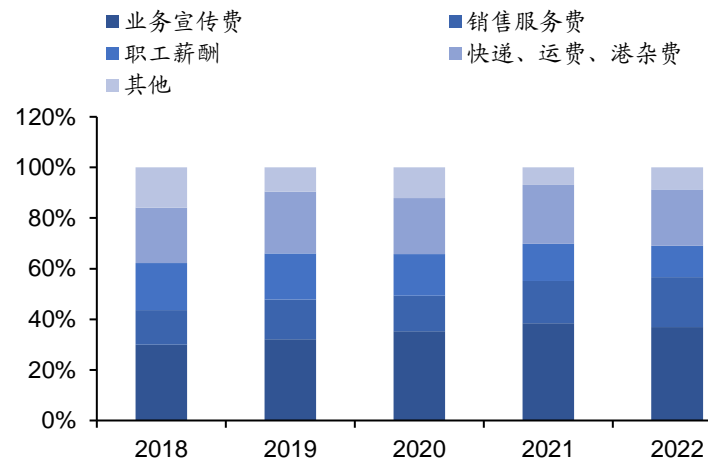
销售费用持续投入，销售费用率较为稳定。2020-2022，公司销售费用率分别为 13.13%、13.82%、16.05%，在可比上市公司中处于最高水平。其中，业务宣传费是公司销售费用的主要来源，主要包括影视综艺节目赞助、明星代言、线上营销推广等国内业务拓展费用。2020-2022 年公司业务宣传费分别为 1.24 亿元、1.73 亿元和 2.59 亿元，呈持续上升趋势。

图表 61 可比公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 62 公司销售费用结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 63 公司与部分宠物公司推广宣传费及占比对照表，百万元、%

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
销售费用	乖宝宠物					167	246	264	256	545
	中宠股份	32	45	51	68	140	170	184	243	303
	佩蒂股份	14	16	18	23	44	69	57	55	87
推广宣传费	乖宝宠物					50	79	124	173	259
	中宠股份	6	19	20	27	64	70	116	162	213
	佩蒂股份	1	2	2	2	8	19	29	24	43
推广宣传费/销售费用	乖宝宠物					30%	32%	36%	68%	48%
	中宠股份	19%	42%	39%	41%	46%	41%	63%	67%	70%
	佩蒂股份	6%	10%	11%	11%	18%	27%	50%	44%	49%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：为了保证 2020 -2022 年不同公司间可比，根据新收入准则，2020 - 2022 年销售费用未包含运输费用。

3.4 募资扩产，合理规划产能

合理规划产能，突破产能瓶颈。2022 年公司主粮产能利用率达 82.5%，零食产能利用率 92.5%，部分产品产能利用率趋近饱和，为应对国内持续增长的宠物市场规模以及“双十一”、“618”等关键销售节点，公司计划建设宠物食品生产基地扩产项目，项目建设完成后，预计将形成年产 58500 吨主粮、3133 吨零食以及 1230 吨高端保健品的产能，项目达产后年销售收入预计可达 9.74 亿元，同时公司有望通过扩产后的规模效应提升降低生产成本，优化产品结构，提高生产效率。

图表 64 2020-2022 公司产销情况

产品类别	项目	2020	2021	2022
主粮	产能 (吨)	83,106	124,260	126,199
	产量 (吨)	67,290	83,749	104,156
	产量-外购 (吨)	/	508	1,045
	销量 (吨)	66,843	81,056	97,296
	产能利用率	80.97%	67.40%	82.53%
	产销率	99.34%	96.20%	92.49%
零食	产能 (吨)	32,944	36,842	39,617
	产量 (吨)	30,326	34,610	36,645
	产量-外购 (吨)	1,402	2,530	1,352
	销量 (吨)	31,697	35,984	39,193
	产能利用率	92.05%	93.94%	92.50%
	产销率	99.90%	96.89%	103.15%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 65 公司募投项目情况，万元

募集资金使用项目	拟使用募集资金	资金使用比例
宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737.41	61.23%
智能仓储升级项目	7,191.05	11.99%
研发中心升级项目	3,060.48	5.10%
信息化升级建设项目	2,511.26	4.19%
补充流动资金	10,500.00	17.50%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

贸易摩擦风险；汇率变化风险；原材料价格波动的风险；国内市场竞争加剧风险；自主品牌建设不及预期风险等。

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。