

C 乖宝 (301498.SZ)

公司深度研究

证券研究报告

国产宠食品牌翘楚，骐骥驰骋可期

公司简介

公司成立于2006年，从宠物零食海外代工起家，后成长为国产宠食翘楚，22年国内自主品牌占比超60%。22/1Q23年营收33.8/9.0亿元，同比+31.9%/+24.5%，归母净利润2.67/0.85亿元，净利率+7.8%/+9.5%。本次IPO发行价格39.99元/股，公开发行新股数量4000.45万股，募集资金16亿元，主要用于产能扩建、智能仓储等。

投资逻辑

产品布局：主粮为基，从广谱覆盖到细分创新，三大升级策略构建长足发展空间。主品牌麦富迪立足性价比，且基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，22年主粮占国内业务比例68%，出货口径单价同比+27%，毛利率41.9%（同比+4.5pct）。品牌升级三大策略：1）主品牌麦富迪在基础系列基础上，推出Barf生骨肉系列、羊奶系列向上拉伸价格带；2）高端副牌弗列加特定位高端猫主粮线，以冻干、烘焙粮品类升级对标外资高端品牌；3）2021年收购海外品牌Waggin' Train完善高端矩阵。
线上先发优势+精细化运营抢占渠道发展红利，植入+内容推广+跨界联名，多维度强化品牌价值。公司18-22年线上营收CAGR达45.6%，22年线上收入15.87亿元，占比77.6%，主品牌天猫官旗粉丝数已超过240万人，流量基础较国内其他品牌更具优势，20-22年销售费用率13.1%/13.8%/16.0%，泛娱乐、新平台品宣等业务宣传费占比超45%。渠道角度，22年直销/经销/商超渠道营收占比分别为36.7%/50.5%/12.9%，同比增速+75.4%/+27.0%/+194.0%，直销、商超增长强劲。

ODM业务：积累沃尔玛等优质大客户资源，稳健成长。19-22年ODM营收CAGR为19.7%，原料端位于山东鸡肉产地&布局辐照设备，距离港口较近，具备资源优势，绑定沃尔玛、中央花园等大型渠道/品牌商。

盈利预测、估值和评级

我们预测23-25年公司总体营收分别为42.1、2/52.1/63.3亿元，同比+24.3%/+23.4%/+21.4%；归母净利分别为4.1/5.1/6.4亿元，同比+53.4%/+24.5%/+24.7%。我们采用PEG估值法，可比公司23/24/25年PEG中位数分别为1.1/0.9/0.7X，考虑到公司作为国产宠食品牌龙头，整体产品力、渠道力等竞争要素优于行业平均水平，品牌势能处于提升期，应给予一定估值溢价，首次覆盖给予公司2024年目标PEG估值1.4X，对应24年目标价59.8元，目标市值239亿元，给予“增持”评级。

风险提示

汇率波动的风险；原材料价格上涨的风险；贸易摩擦的风险；行业竞争加剧的风险。

轻工组

分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

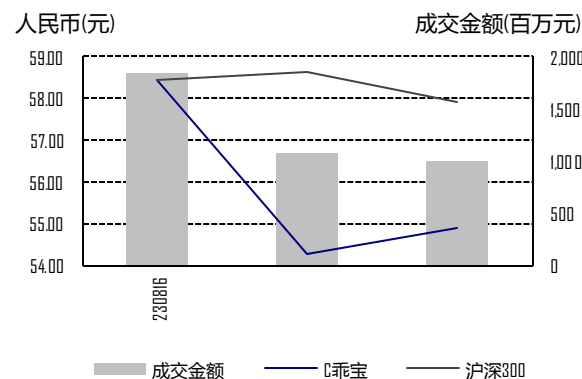
yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：54.90元

目标价（人民币）：59.80元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,575	3,398	4,224	5,212	6,328
营业收入增长率	27.92%	31.93%	24.32%	23.40%	21.42%
归母净利润(百万元)	140	267	409	510	636
归母净利润增长率	25.82%	90.25%	53.37%	24.50%	24.72%
摊薄每股收益(元)	0.219	0.741	1.023	1.274	1.589
每股经营性现金流净额	0.26	0.85	1.08	1.18	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.53%	15.20%	11.44%	13.12%	14.90%
P/E	0.00	0.00	53.66	43.10	34.56
P/B	0.00	0.00	6.14	5.66	5.15

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1 国产宠食品牌翘楚，行业红利+强运营，成长空间长足.....	4
1.1 国产宠食翘楚，麦富迪品牌为基，电商引领渠道升级.....	4
1.2 募投项目：产能仓储同步推进，研发护航品牌长期发展.....	6
2 产品布局：从广谱覆盖到细分创新，品牌发力空间长足.....	6
2.1 产品布局：麦富迪为主品牌，品牌矩阵完善.....	7
2.2 升级三大思路：麦富迪中高端延伸，弗列加特高端拓圈，歪小尾海外蓄力.....	9
2.3 供应链优势：靠近原料地、布局辐照设备，工艺积淀奠定创新基础.....	12
2.3.1 原料端位于山东鸡肉产地，具备资源优势.....	12
2.3.2 工艺积淀深厚，奠定产品创新升级基础.....	13
3 渠道力：顺应趋势线上领先布局，前瞻布局新渠道蓄势成长.....	14
3.1 前瞻布局线上渠道，抢占流量红利.....	14
3.2 积极布局抖音新平台，重视品效合一.....	17
4 品牌力：植入+内容推广+跨界联名，多维度强化品牌价值.....	18
5 ODM 业务：积累沃尔玛等优质大客户资源，稳健成长.....	19
6 盈利预测与投资建议.....	21
6.1 盈利预测.....	21
6.2 投资建议.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司发展历程梳理.....	4
图表 2：2018-2023H1 公司营业收入及增速.....	5
图表 3：2018-2023H1 公司归母净利润及净利率.....	5
图表 4：2018-2022 各品类营收及增速.....	5
图表 5：2018-2022 公司各品类毛利率.....	5
图表 6：重点企业国内（自主品牌为主）营收成长曲线.....	5
图表 7：2013-2022 年国内宠物食品品牌市占率变迁历程.....	6
图表 8：募投资金项目分配情况.....	6
图表 9：国产重点宠食品牌产品卖点、品牌打法、产品形态梳理.....	7
图表 10：公司品类及品牌分布.....	8
图表 11：“大众+中高端价格带”主粮竞争激烈.....	8
图表 12：乖宝主粮价格出厂单价价格带偏大众.....	8
图表 13：国产品牌推新频率和品类丰富度高于国外品牌.....	9
图表 14：养宠人群年轻化，90/95 后成为主流，22 年养宠人群 90/95 后占比 55.9%.....	9
图表 15：乖宝出货价格段定位大众品区间，22 年主粮出货单价加速提升.....	10
图表 16：麦富迪主粮产品升级路径.....	10
图表 17：乖宝冻干品类 SKU 布局领先.....	10
图表 18：国产品牌引领高端生骨肉主食冻干价格下移.....	10

图表 19: 弗列加特产品线布局	11
图表 20: 高鲜肉成为品质升级、价格带向上延伸的重要方向	11
图表 21: Waggin' train (歪小尾)的收入、净利润及增速	12
图表 22: 2022 年分地区白羽鸡屠宰量及占比	12
图表 23: 2022 年分地区宠物饲料产量及占比	12
图表 24: 2022 年公司前五大供应商	13
图表 25: 2022 年公司主营成本构成要素	13
图表 26: 不同品类主粮信息对比	13
图表 27: 弗列加特产品线工艺流程	13
图表 28: 公司鲜肉直灌技术	14
图表 29: 2022 年公司拥有的主要生产设备	14
图表 30: 2018-2022 研发费用及研发费用率	14
图表 31: 宠物食品线上渗透率超 60%	15
图表 32: 2022 年中国宠物食品线上渗透率居于首位	15
图表 33: 19-23 年宠物品牌天猫双 11 +618 大促排名变动	15
图表 34: 22 年公司自有品牌渠道分布	16
图表 35: 自主品牌营收仍主要来自经销, 但直销已呈现快速增长	16
图表 36: 直销(线上为主)收入占比快速提升	16
图表 37: 自有品牌各渠道营收增速	17
图表 38: 公司自有品牌分渠道毛利率	17
图表 39: 麦富迪天猫官方旗舰店粉丝数分布	17
图表 40: 麦富迪抖音平台系列旗舰店粉丝数位于各品牌前列	18
图表 41: 麦富迪抖音多店铺矩阵布局	18
图表 42: 公司销售费用及业务宣传费	19
图表 43: 公司销售费用率、广告费用率	19
图表 44: 麦富迪部分综艺、影视作品植入	19
图表 45: 麦富迪联名款产品	19
图表 46: 公司境外营收及增速	20
图表 47: 22 年公司外销收入结构	20
图表 48: 公司前五大客户情况	20
图表 49: 白羽鸡价格 vs 毛利率	20
图表 50: 公司汇兑损益/经营利润	20
图表 51: 公司主要业务营收及毛利率预测	22
图表 52: 可比公司估值	22

1 国产宠食品牌翘楚，行业红利+强运营，成长空间长足

1.1 国产宠食翘楚，麦富迪品牌为基，电商引领渠道升级

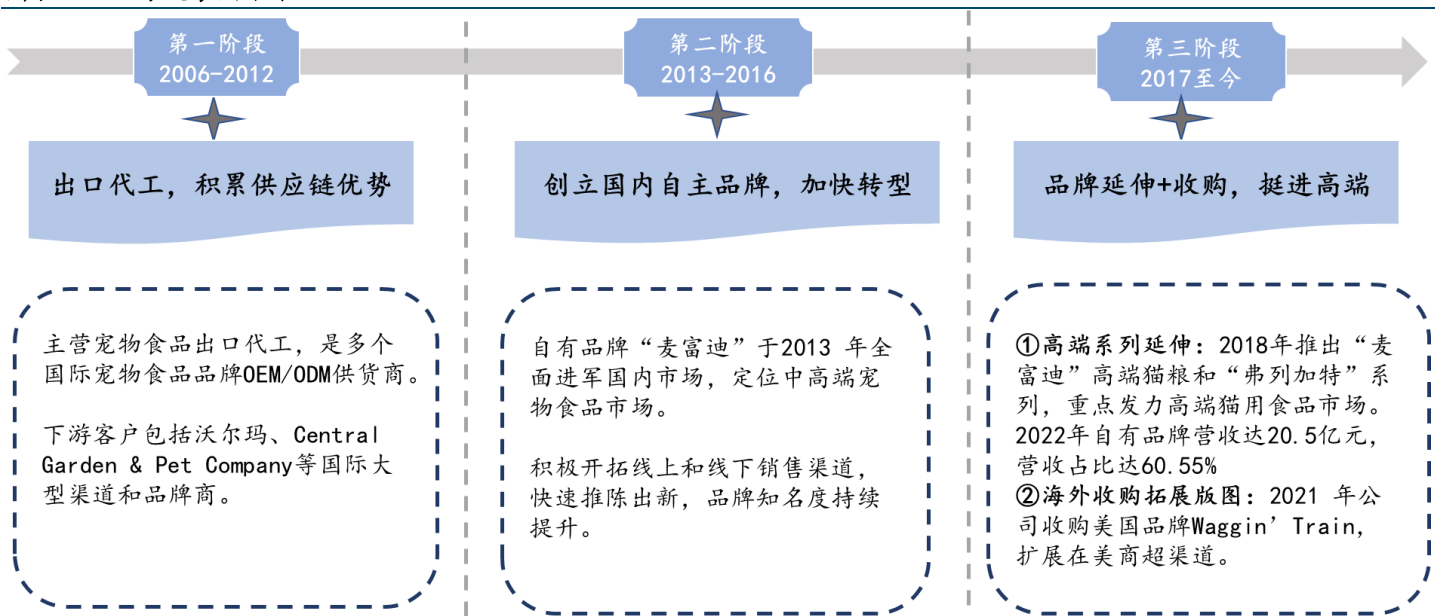
公司成立于 2006 年，根据其成长发展情况，可分为以下阶段：

1) 出口代工期（2006-2012）：以出口代工鸡肉干等宠物零食为主，积累了沃尔玛、品谱、CG&P 等优质外资大客户，奠定现金牛基础。

2) 自主品牌转型期（2013-2016）：积极转型国内自主品牌，2013 年创立麦富迪品牌，并形成以此为核心的宠粮自有品牌，实现了以宠物主粮为基础，零食、保健品全品类覆盖，2015 年又创新推出了牛肉双拼粮大单品。

3) 主品牌升级、扶植副牌、收购海外高端品牌，挺进高端（2017-至今）：2018 年至 2022 年，公司营收分别为 12.2、14.0、20.1、25.8、34.0 亿元，过去 4 年营收 CAGR 为 29.15%，国内营收（自有品牌为主）从 5.4 亿元增长至 20.4 亿元，营收 CAGR 为 39.4%；归母净利润从 0.44 亿元增长至 2.67 亿元，伴随国内自主品牌盈利模型优化，净利率从 3.65% 提升至 7.82%。公司加速品牌升级系列开发，先后开发出麦富迪-羊奶系列、Barf 生骨肉系列、弗列加特品牌，2021 年收购美国高端鲜粮品牌 Waggin' Train，拓展在美商超渠道。

图表1：公司发展历程梳理



来源：公司公告，国金证券研究所

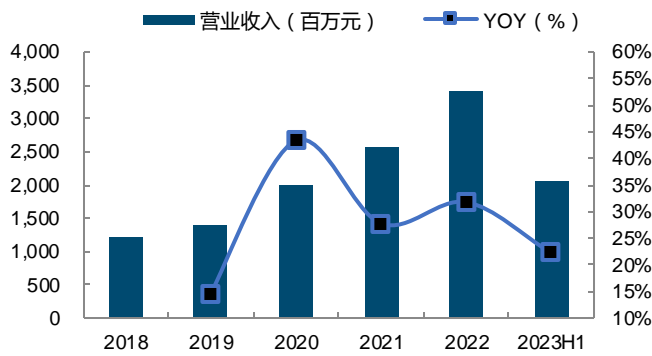
自主品牌（国内）业务营收占比超 60%，品类、品牌矩阵搭建齐全。公司销售模式分为自有品牌销售、OEM/ODM 及少量品牌代理业务。

1) 分区域：国内自有品牌业务营收快速增长，海外代工 ODM/OEM 保持稳健。国内业务主要为自主品牌业务（麦富迪、弗列加特等），着力推进自主品牌的发展战略使品牌获得了快速成长，对公司业绩增长产生重要影响。2018-2022 年公司国内营收分别为 5.4、7.6、10.4、13.3、20.4 亿元，国内营收占比由 18 年的 44.3% 提升至 22 年的 60.3%，2018-2022 年 CAGR 为 39.4%。

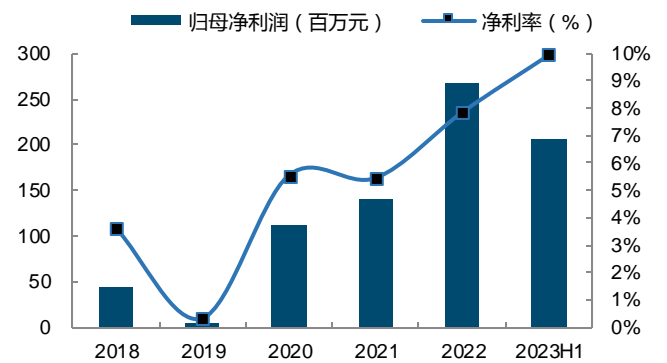
2) 产品层面：主粮凭借自主品牌“麦富迪”带动快速成长，零食为基本盘表现稳健。过去 3 年公司整体营收 CAGR 为 41.3%。2018-2022 年，零食业务营收分别为 8.8、9.1、13.0、16.3、19.5 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 22.2%。主粮业务主要依托“麦富迪”为代表的国内自主品牌，2018-2022 年，主粮营收占比由 27.9% 提升至 40.9%，20-22 年复合增速更是高达 41.3%。

3) 品牌代理业务：主要为公司对新西兰品牌 K9 国内代理分销业务，2021/2022 年营收分别为 0.44/1.41 亿元。

图表2: 2018-2023H1 公司营业收入及增速



图表3: 2018-2023H1 公司归母净利润及净利率

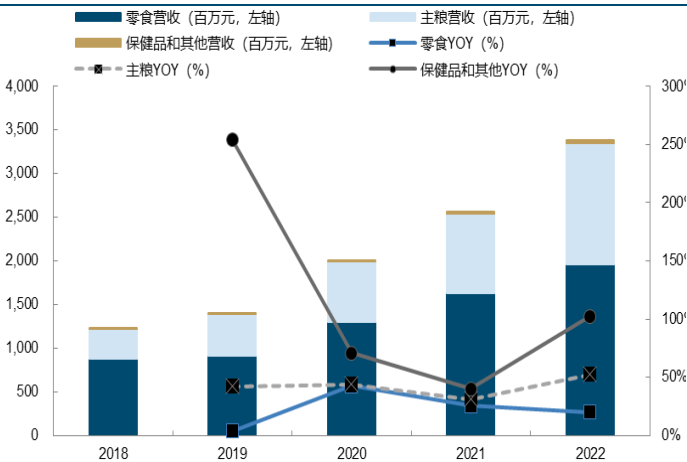


来源: 公司公告, 国金证券研究所

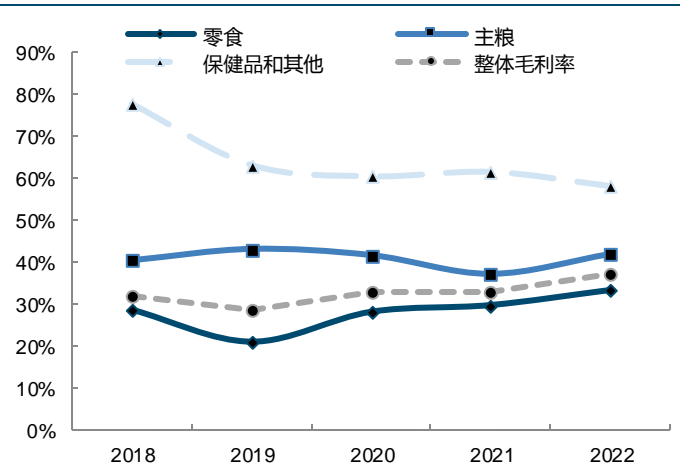
来源: 公司公告, 国金证券研究所

主粮业务占比逐渐提高, 毛利率实现稳健增长。公司旗下以“麦富迪”主品牌为核心, 紧握渠道变迁红利+产品综合推新能力表现更优。根据欧睿数据, 麦富迪市场份额从2017年的2.6%提升至2022年的4.8%, 当前市场份额稳居宠食品牌第二名, 国产宠食品牌第一名。分品类来看, 2022年公司零食、主粮、保健品和其他业务分别实现营收19.5、13.9、0.4亿元, 占主营业务收入比重为57.8%/41.1%/1.1%, 2018-2022年三类产品业务CAGR分别22.2%/42.1%/103.5%。由于自有品牌以主粮业务为主(22年占国内业务比例68%), 且产品结构不断升级优化, 在此影响下, 公司毛利率稳步提升, 20/21/22年毛利率分别为29.4%/28.8%/32.6%, 同比提升+0.5/-0.6/+3.8pct。

图表4: 2018-2022 各品类营收及增速



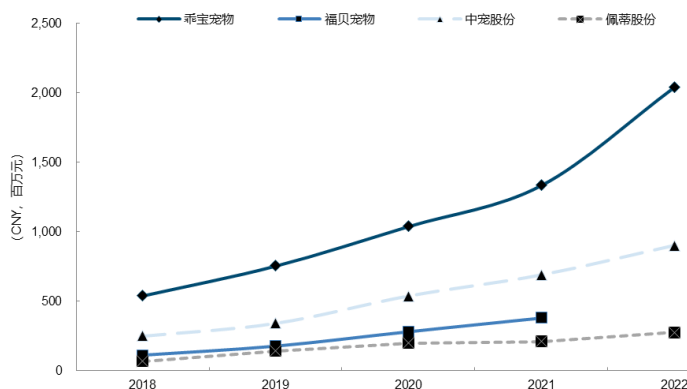
图表5: 2018-2022 公司各品类毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

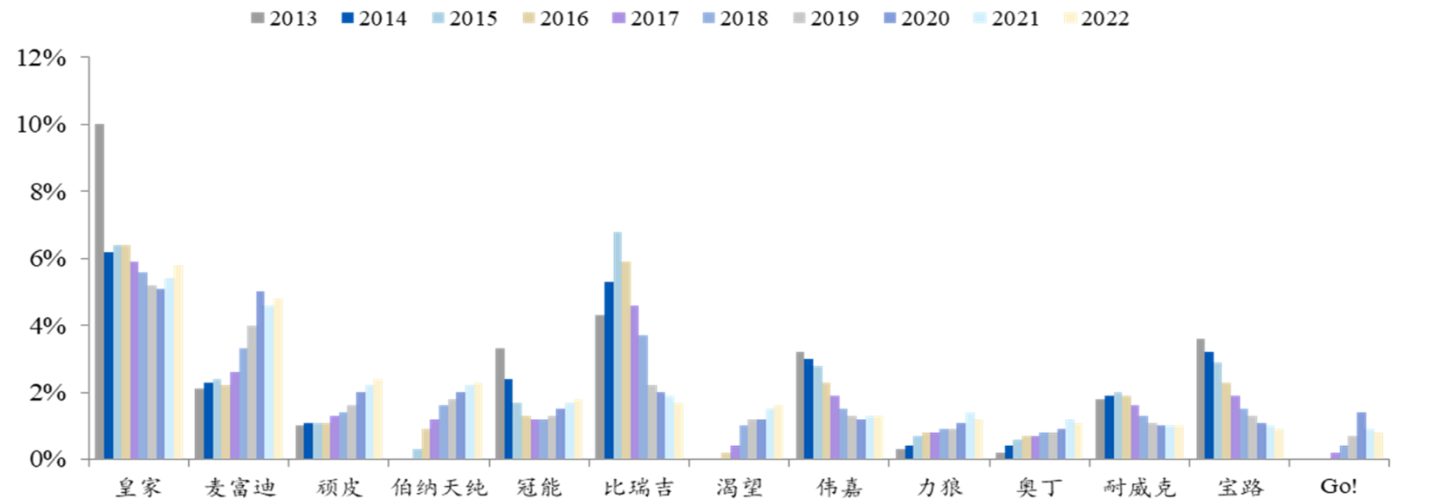
图表6: 重点企业国内(自主品牌为主)营收成长曲线



企业名称	分地区(渠道)	营收体量(百万元)	2018-2022CAGR	国内(或自有品牌)收入占比
乖宝宠物	国内	2039	39.4%	60.3%
	国外	1340	18.6%	
福贝宠物	自有品牌	381	50.2%	39.1%
	ODM/OEM	594	45.4%	
中宠股份	国内	900	37.6%	28.6%
	国外	2243	18.0%	
佩蒂股份	国内	275	41.8%	15.9%
	国外	1456	16.1%	

来源：乖宝宠物、福贝宠物、中宠股份、佩蒂股份公司公告，国金证券研究所（注：福贝宠物为 2021 年财报数据，其 CAGR 为 2018-2021 年数值）

图表7：2013-2022 年国内宠物食品品牌市占率变迁历程



来源：欧睿国际，国金证券研究所

1.2 募投项目：产能仓储同步推进，研发护航品牌长期发展

本次 IPO 公司向社会公众公开发行人数量不低于发行后总股份 10%、不超过 4000.45 万股普通股，发行定价 39.99 元/股。募集资金主要用于：

- 1) 产能：生产基地扩产（3.67 亿元，占比 61.2%），主要针对主粮、高端零食和保健品等盈利能力较强的产品，预期建设周期 18 个月，完成后其将形成年产 5.85 万吨主粮（22 年主粮产能 12.6 万吨，提升比例 46%）、0.31 万吨零食以及 0.12 万吨高端保健品的制造能力，达产后预计将产生营收 9.7 亿元；同时，通过研发中心升级（0.31 亿元，占比 5.1%）满足公司定制化创新产品量产的测试需求。
- 2) 智能仓储（占比 12.0%）以及信息化升级（占比 4.2%）：进一步提升供应链管理效率、完善互联网销售体系，从而提升公司的服务效率、增强核心竞争力。通过产品和供应链配套升级，企业市场影响力将得到有效提升，盈利能力也将大大增强。

图表8：募投资金项目分配情况

序号	募集资金使用项目	拟使用募集资金(万元)	比例
1	宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737.41	61.23%
2	智能仓储升级项目	7,191.05	11.99%
3	研发中心升级项目	3,060.48	5.10%
4	信息化升级建设项目	2,511.26	4.19%
5	补充流动资金	10,500.00	17.50%
合计		60,000.20	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

2 产品布局：从广谱覆盖到细分创新，品牌发力空间长足

从行业层面梳理国产宠物食品当前产品力发力策略，我们看到：

- 1) 以麦富迪为代表的国产宠物食品品牌抓住竞品盲点，主打“鲜”差异化概念，通过“高鲜肉”不断进行纵向推新升级；
- 2) 凭借近年来电商渠道的积极拥抱，强化消费趋势洞察能力，赋能产品研发创新，例如，麦富迪借助其较强的线上用户数据运营优势，在强供应链支撑下率先推出羊奶肉包&冻干系列，衔接幼猫母乳营养，同时解决猫咪乳糖不耐受痛点。

图表9：国产重点宠食品牌产品卖点、品牌打法、产品形态梳理

内资	麦富迪	顽皮	网易严选	高爷家
配方	科学配方：科学搭配各食材比例；添加益生菌、天然保健成分、高蛋白等7大先锋要素。 粗蛋白：易消化。	易消化配方：添加膳食纤维、益生菌等，消化率达97%。	高肉配方：添加高鲜肉（91%鸡鸭鱼蛋奶）、益生菌及16种营养素。 产品技术：鲜肉酶解技术	高肉配方：含肉量90%，添加益生菌。 粗蛋白：易消化。 工艺：真空三层喷涂工艺。
产品卖点	品质新鲜食材：现宰5天鲜鸡肉，原料鲜度品质保证。南极磷虾、新西兰牛肉、俄罗斯鳕鱼和三文鱼、智利火鸡等优质食材。	精选食材：山东、新疆布局优质鸡肉养殖场，保障食材品质。 新鲜供应：制定鲜距离、鲜速度等5鲜标准。	食材取自供应商：如鸡胸肉来自临沂超和、鲜鸭肉来自山东六合，鸡油来自山东欧生物。 新鲜制作：整个制作过程时长仅8小时。	食材构成：多数来自供应商（如鲜鸡肉来自山东太合、沃森氏（威海）等）；部分自主生产（如山东沂南承包鸡肉养殖基地供应山林鸡系列）。
研发	中国、泰国和美国分别设立宠物食品研发中心；配方具有研究文献支撑	团队有80余位兽医和宠物营养师。	与中国农业大学合作研究配方。	研制专利益生菌（枯草芽孢杆菌B10）。
消费者细分洞察	羊奶肉包&冻干系列：衔接幼猫母乳营养，同时解决猫咪乳糖不耐受痛点	“0谷物”，防腐剂0添加。	干粮多拼系列：满足宠物多维营养等	“0谷物”，低致敏。
喂养理念	barf科学喂养：营养均衡、原料优选、配方健康。	品牌理念：“宠物既是人类的朋友，也是我们的家人，我们相信，健康宠物才顽皮”		
供应链	原料供应：全球九大天然食材产地直供。 生产：wenger产线、德国零食生产线、意大利湿粮生产线和日本自动化包装生产线。	原料供应：人类食品级鲜肉食材，0-4℃冰鲜冷藏车运输，2小时运抵工厂。 生产：布勒双螺杆产线，26道锁鲜工艺，4小时鲜肉成粮。	原料供应：选自国内供应商。 生产：代工厂生产，生产过程把控能力有限。	原料供应：选自国内供应商。 生产：代工厂生产，生产过程把控能力有限。
品牌打法	品牌广告：与谢霆锋、萧敬腾合作，冠名《你好生活》、《向往的生活》等。 效果广告：与蛋黄小姐、周昱等抖音小红书垂类KOL合作	品牌广告：销往全球多国，24年零召回，与分众传媒合作布局梯媒。	效果广告：《我吃肉怎么了》广告片；李佳琦等主播直播间带货。	品牌广告：2.0版产品包装升级。 效果广告：流浪猫的1095天加餐日历强墙（数英奖-公益广告）。
其他	标准：美英加等多国及权威机构认证（IFS、FDA、BSCI等）。	标准：符合美日欧澳加等5大发达国家标准。 消费反馈：有200+宠物博主推荐。	标准：达到美欧中标准，具有ISO认证，多项荣誉背书。	标准：符合美中标准。 消费反馈：猫咪体验官项目。
干粮	干粮：天性饮食、专业营养（羊奶、益生菌等）、均衡营养、冻干双拼粮	干粮：鲜选（62%和55%鲜肉粮）及冻干多拼粮	干粮：分口味全价粮（鸡肉、8种鱼肉等）、羊奶粉幼猫粮	干粮：全价烘焙干粮 分口味益生菌系列
产品形态	湿粮：barf生骨肉（分阶段）、羊奶鲜肉罐头等	湿粮：鲜封包、罐头等		湿粮：主食罐和主食餐盒
主食冻干	主食冻干：主要分为生骨肉冻干、羊奶鲜肉冻干	主食冻干：主要为多拼干粮（冻干四拼和冻干双鲜系列）	主食冻干：双拼、6拼冻干粮	主食冻干：纯生骨肉冻干、全价主食冻干
零食冻干	零食冻干：羊奶肉冻干、生骨肉冻干、磨牙冻干等	零食：营养冻干和肉干等	零食：冻干（多春鱼、鹌鹑）、罐头、猫条、饼干等	零食冻干：纯肉冻干、慕斯冻干、磨牙冻干等

来源：天猫，各品牌官方公众号，国金证券研究所

2.1 产品布局：麦富迪为主品牌，品牌矩阵完善

公司产品线齐全，大众品牌为基础，中高端品牌矩阵初步形成。公司当前把麦富迪作为大众线路主品牌，弗列加特作为猫粮中高端品牌线，Waggin' Train（歪小尾）作为国外高端品牌布局抓手，已形成较为完善的品牌矩阵。

- 1) 麦富迪：主品牌，定位大众价格带，涉及主粮、湿粮、零食、咬胶等系列，在国内宠物食品行业处于领导地位，拳头产品有肉粒粮、牛肉双拼粮、BARF 生骨肉等。
- 2) 弗列加特：中高端猫粮品牌，借助 Wenger 产线&高鲜肉直灌技术，拳头产品包括弗列加特高肉粮、弗列加特全价主食冻干等。
- 3) Waggin' Train（歪小尾）：高端品牌，公司于2021年收购的雀巢普瑞纳旗下美国高端犬用宠物食品品牌，2022年境外实现营收3.0亿元。

图表10：公司品类及品牌分布



来源：公司公告，国金证券研究所

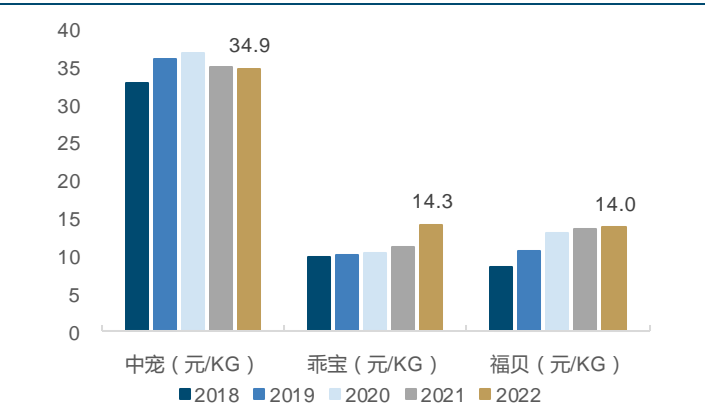
主品牌麦富迪立足性价比，大比例覆盖成长期的中国宠物市场消费人群，基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代。我们对比梳理海外品牌、依赖代工为主的国产品牌（卫仕、网易严选）、拥有自主产能的国产品牌（麦富迪、顽皮等）产品迭代速度，发现以乖宝为代表的拥有自主产能的国产品牌的产品创新和迭代能力更强，主因是线上渠道赋予了其较强的消费者洞察能力，同时其能够较快地将前端消费者痛点传导至产品配方端。如麦富迪的羊奶系列产品，基于羊奶元素，形成了羊奶肉包、冻干羊奶棒、羊奶主食冻干、羊奶肉罐全品类产品，也实现了新品价格带的稳步升级。

图表11：“大众+中高端价格带”主粮竞争激烈



来源：天猫，国金证券研究所整理（注：从左到右市场占有率依次降低；外资品牌字体为蓝色，大众+中高端价格带指单价40-100元/KG）

图表12：乖宝主粮价格出厂单价价格带偏大众



来源：公司公告，国金证券研究所（注：福贝2022年单价为2022H1数据计算）

图表13: 国产品牌推新频率和品类丰富度高于国外品牌

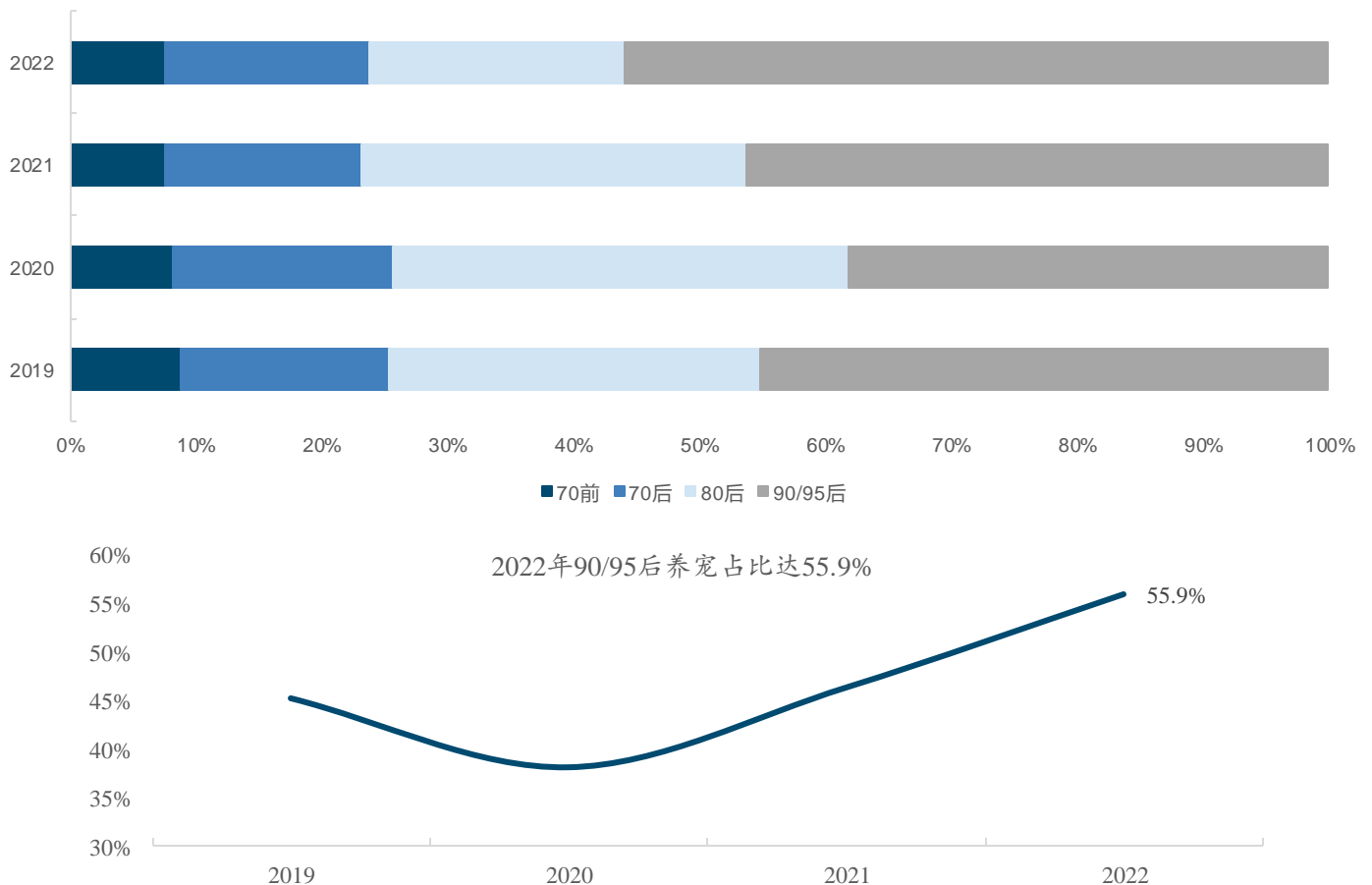


来源: 天猫, 国金证券研究所 (图中麦富迪、顽皮、卫仕为国产品牌; 渴望、皇家为进口品牌)

2.2 升级三大思路: 麦富迪中高端延伸, 弗列加特高端拓圈, 歪小尾海外蓄力

宠物消费主力年轻化, 为中高端型国产宠粮成长提供超车机会。随着现代社会生活节奏的加快和工作压力的增大, 宠物在地位上也发生了一些转变, 成为主人的情感寄托并获得了家庭成员的身份, 根据《中国宠物行业白皮书》, 2022年90/95后养宠占比达55.9%。此外, 年轻人消费观念的转变促使他们在选购宠物消费品时, 会更多考虑产品功能性并选择中高端类型产品。

图表14: 养宠人群年轻化, 90/95后成为主流, 22年养宠人群90/95后占比55.9%



来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

从报表端表现来看，近3年来公司主要销售产品价格和销售数量整体呈明显上升趋势。主粮作为当前公司发展最快的产品品类，2022年销售单价同比增长27%，主要原因：1) 公司高端产品的开发升级提升了主粮的销售价格，同时高端产品销售占比提高；2) 渠道结构变化，高销售单价的直销渠道占比持续上升。

总结梳理来看，公司品牌升级策略分为三类：

- 1) 主品牌麦富迪针对细分营养功效推出系列新品，强需求洞察力下，推动产品升级拉升价格带，例如Barf生骨肉系列、羊奶系列等；
- 2) 高端副牌弗列加特以大单品为突破口，凭借细分强功效、高端工艺等支撑价格定位接近外资高端品牌，积极破圈高速增长；
- 3) 收购海外品牌Waggin' Train，为后续高端犬粮高端品牌做基础。

产品升级策略一：主品牌麦富迪细分营养系列推出，强需求洞察带动产品升级

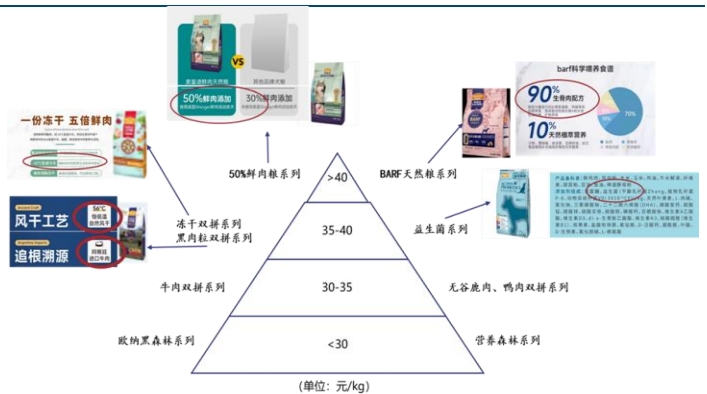
重点系列包括Barf生骨肉系列、羊奶系列。最开始麦富迪低端主粮价格覆盖20-30元/kg，系列覆盖包括佰萃、藻趣等；15年起首创牛肉双拼大单品，采用更加优质的原料食材，并进行了工艺的改进，使得产品系列价格相对较高。后续相继开发出高端系列，比如：单价大于40元/千克的50%天然粮系列，相较于普通狗粮来说，使用独家Wenger技术使得鲜肉添加比例达到50%；黑肉粒双拼系列相较于牛肉双拼系列使用了风干工艺，对双拼粮系列进行升级补充；BARF系列借助天猫旗舰店流量入口优势实现迅速放量。

图15：乖宝出货价格段定位大众品区间，22年主粮出货单价加速提升

单位： 元/千克	2018	2019	2020	2021	2022
零食	40	37	41	45	50
yoy		-8%	12%	11%	10%
主粮	10	10	10	11	14
yoy		3%	1%	8%	27%
保健品和其他	99	29	31	45	47
yoy		-71%	6%	45%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

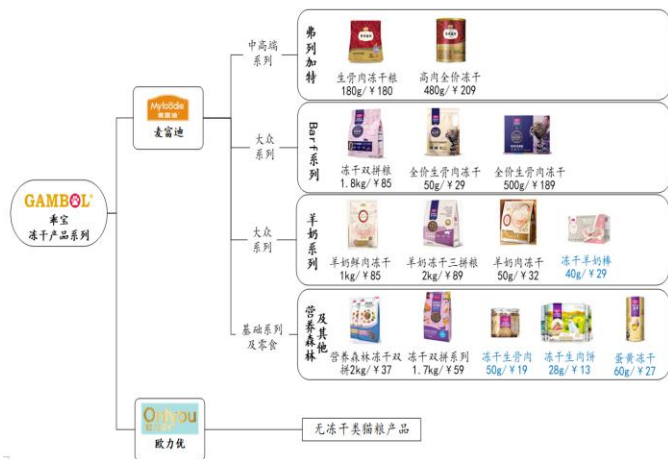
图16：麦富迪主粮产品升级路径



来源：天猫，国金证券研究所

产品形态更为丰富：国产品牌在生骨肉冻干、羊奶粉冻干、低温烘焙猫粮等新兴品类上发展迅速，乖宝率先打造双拼粮以及主食冻干，从品类形态、营养角度进行升级，根据麦富迪天猫旗舰店统计，其冻干系列产品SKU达到95个，其中主食冻干SKU达到49个，深度挖掘单客价值。

图17：乖宝冻干品类SKU布局领先



来源：天猫，国金证券研究所

图18：国产品牌引领高端生骨肉主食冻干价格下移



来源：天猫，国金证券研究所；注：外资品牌名字体为蓝色

产品升级策略二：高端副牌弗列加特以功效单品为突破口，积极破圈高速增长

弗列加特定位高端猫主粮线，以高单价的冻干粮、烘焙粮推动产品结构高端化转型。1)

干粮产品线中，2023年更新冻干粮中价格较高的FPMR稀有肉源系列和鲜肉烘焙粮。在烘焙粮中保留高蛋白营养指标基础上，采用深海磷虾油、三段式慢烘工艺，创新解决消化率问题，功效亮点突出，带动产品价格带显著提升，较好实现产品结构高端转型。2) 湿粮方面，推出适合幼猫食量的双餐杯，小幅实现主食湿粮价格提升；继续保有价格相对较高的猫条系列，保证价格带稳中有进。在外资品牌面临供应链不畅、渠道运营力较国产品牌竞争优势偏弱的背景下，我们看好后续弗列加特在高端赛道的成长性。

图表19：弗列加特产品线布局

产品系列	干粮						湿粮		
	烘焙猫粮	冻干猫粮		鲜肉猫粮			湿粮		
	高能鲜肉烘焙粮系列	FPMR系列	高肉系列	猎狗营养	鲜肉喜好	鲜肉功能	定时双餐杯	高价主食猫条	高肉幼猫主食罐
上市时间	2023年8月	2022年4月	2021年7月	2022年10月	2021年7月	2021年	2023年7月	2022年5月前	2021年9月
产品工艺	65°C低温烘焙	生骨肉冻干	全价高肉冻干	鲜肉直灌、生骨肉冻干双拼	鲜肉直灌	功能粮	科学定量饮食	幼猫低敏	PMR配方
主要功效	亮毛、表观消化率高	肠胃调理、增肌、免疫支持、美毛	增肌、调理肠胃、促进代谢等	增强免疫、呵护关节软骨，保留鲜肉营养	-	美短、英短、绝育粮专用主粮	幼猫科学精准定量饮食、胃蛋白酶消化率高	胃蛋白酶消化率高	提升免疫力、减轻应激
差异化原料/食材	深海磷虾油、85%的5天内高鲜肉	高鲜肉、内脏、可食用骨骼、五色莓果等	菊苣根粉	南极磷虾、乳清蛋白、血浆蛋白、非变性二型胶原蛋白	南极磷虾粉、乳清蛋白、双益生元	-	-	高抗氧莓果、高纯度磷虾油、全脂羊乳、全球精选进口鲜肉原料	乳铁蛋白、磷虾油、高抗氧莓果
价格区间	110元/KG	456元/KG	406元/KG	100元/KG	83元/KG	64元/KG	180元/KG	226元/KG	160元/KG

来源：天猫，国金证券研究所

横向对比来看，弗列加特不再局限于原料端“鲜肉”含量的升级，更进一步的从工艺差异化来入手，凭借 Wenger 高肉添加工艺（鲜肉替代肉粉）、太空级冻干辐照工艺定位中高端，以高肉猫粮、全价冻干大单品为依托进行突围。从价格带对比，其主打的高特鲜肉粮这一大单品终端零售价格带在 70 元/kg 左右，鲜肉、蛋白量占比较同等价位国产品牌（卫仕、比瑞吉等）、外资品牌（皇家等）都具备较强的营养指标优势。

图表20：高鲜肉成为品质升级、价格带向上延伸的重要方向

品牌	商品名称	原料	终端零售单价 (元/kg)
麦富迪	双拼成猫冻干粮8.5kg	鸡胸肉(20%)、三文鱼肉(15%)、鸡肉粉、玉米、牛肉骨粉、鸡油、豆粕甜菜粕(3%)、蛋黄粉(2%)、鱼油(1%)、亚麻籽油等	25~30
弗列加特	高特鲜肉成猫粮2kg	鲜鸡肉(70%)、冻干鸡肉(8.5%)、鸡油(6%)、甘薯粉、南极磷虾粉(2.4%)、三文鱼油(2%)、纤维素、牛油(1%)、啤酒酵母粉等	70
顽皮	双拼冻干猫粮1.5kg	脱水鸡肉(35%)、鸡肉粉(20%)、豌豆、鸡油、脱水三文鱼(5%)、燕麦精米、鱼油(28%)、冻干鸡肉(2.5%)、冻干鸭肉(2.5%)、甜菜粕(2.5%)等	35~45
	鲜肉无骨冻干猫粮8kg	鲜鸡肉(55%)、冻鸭肉(15.2%)、鲜鸡内脏(鸡心/鸡肝)6.8%、豌豆等	90~100
网易严选	全价无谷猫粮1.8kg	鲜鸡肉(33.3%)、冻鱼(17.0%)、鸡肉粉(17.0%)、鲜鸡心(4.7%)、木薯淀粉、冻鸡肝(3.8%)、鸡油(3.4%)、鳕鱼粉(3.2%)等	45~55
卫仕	鸡肉冻干猫粮2kg	鲜鸡肉(20.5%)、冻鸡肉(19.4%)、鸡肉粉(19.2%)、红薯粉鲜鸡肝(8.3%)、鸡肝水解物(2.4%)、冻干鸡肉(2%)、冻干鸡肝(2%)、冻干鸡心(2%)、马铃薯淀粉、啤酒酵母粉、冻干鸭肉(1%)、冻干三文鱼(1%)等	50~60
比瑞吉	元气乌鸡冻干猫粮1.5kg	鲜鸡肉(67.0%)、鲜乌鸡肉(25.0%)、鸡油(2%)、甘薯干(2.0%)、木薯片(1.5%)、三文鱼油(0.5%)等	55~65
皇家	室内成猫粮127-2kg	小麦、大米、鸭肉粉、鸡肉粉、小麦粉、谷朊粉、鸡油、宠物饲料复合调味料、纤维素、甜菜粕、大豆油、牛油等	75~85
爱肯拿	农场盛宴猫粮1.8kg	新鲜鸡肉(9%)、冷冻火鸡肉(9%)、新鲜鸡肝(8%)、鸡肉粉(8%)、火鸡肉粉(8%)、鲜鱼粉(8%)、绿豌豆、红兵豆、鹰嘴豆、鸡油(5%)、白能鱼(4%)、白斑狗鱼(49%)、鱼(4%)、冷冻火鸡肝(4%)等	120~140
渴望	全猫无谷干粮1.8kg	新鲜完整太平洋沙丁鱼(26%)，新鲜完整太平洋雪鱼(9%)，新鲜完整太平洋鱼(8%)，新鲜完整太平洋比目鱼(5%)，新鲜完整岩鱼(5%)，新鲜完整蝶鱼(5%)等	140-160

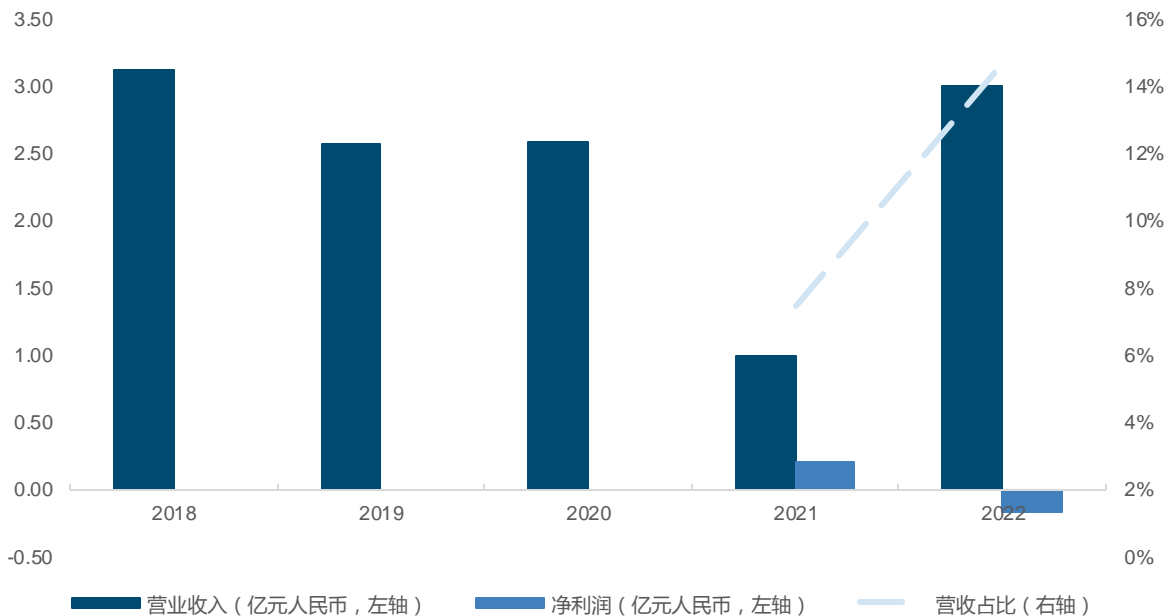
来源：天猫，国金证券研究所

产品升级策略三：借助海外品牌 Waggin' Train (歪小尾) 布局超高端市场

公司于 2021H2 收购雀巢旗下犬用零食品牌 Waggin' Train，持续布局高端宠物市场。收购后，公司凭借该品牌新扩展了在美商超渠道，在 2021 年经过过渡调整后（2021 年 2 月签订收购协议、10 月底签署补充协议，当年营收短期出现波动），2021/2022 年该品牌境

外营收 0.99/3 亿元人民币，Waggin' Train 的收购促进了公司零食品类单价的提升，2021/2022 年公司宠物零食单价 45.30/49.86 元/kg，同比+10.79%/+10.07%。我们认为，该品牌收购为公司后续搭建高端犬粮品牌矩阵奠定了良好基础。

图表21: Waggin' train (歪小尾)的收入、净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 供应链优势: 靠近原料地、布局辐照设备, 工艺积淀奠定创新基础

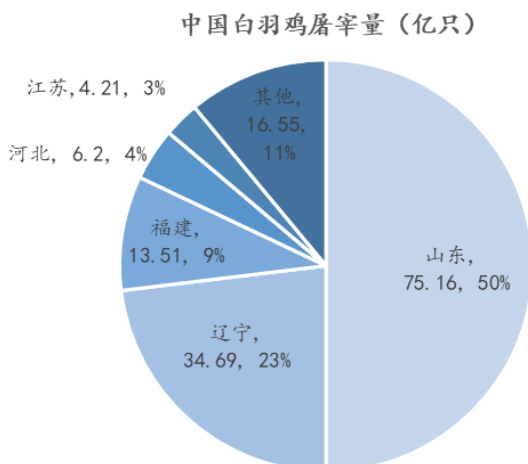
2.3.1 原料端位于山东鸡肉产地, 具备资源优势

原料资源与物流条件助力公司供应链优势。宠物食品原料以鸡肉/鸭肉等禽类为主, 公司生产基地位于山东聊城, 所处地区畜禽养殖产业发达并临近港口型物流枢纽, 具备良好的原材料资源优势与便利的物流运输条件。

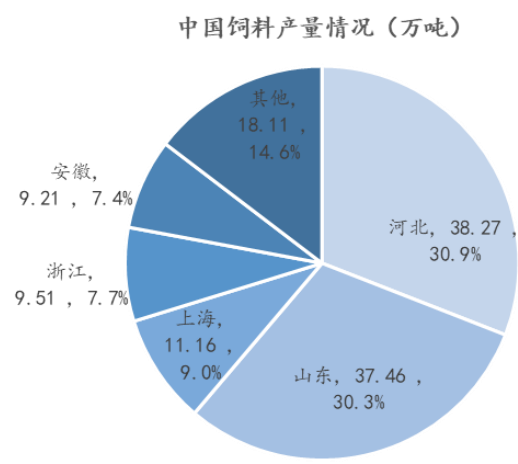
1) 原料资源丰富。山东省作为肉类、谷物产粮大省, 公司在原材料采购方面较便利并能够保证原材料供应的稳定性。2022 年山东省白羽鸡屠宰量达 75.16 亿只, 占全国白羽鸡屠宰量的 50%, 能够大量低价地为公司提供生产高端宠物食品所需动物蛋白及骨粉原材料, 帮助公司有效预测并控制产品成本。山东优质低价原料除满足本省需求外, 还带动了邻省河北宠物饲料行业的发展, 2022 年河北白羽鸡屠宰量仅全国的 4%, 但其宠物饲料产量占比却高达 30.9%, 地区产量全国最高。

2) 物流运输优势。山东省具有良好的陆运和海运条件, 拥有青岛、临沂、济南等港口型及商贸服务型物流枢纽, 能够帮助公司更好地控制产品运输成本。

图表22: 2022 年分地区白羽鸡屠宰量及占比



图表23: 2022 年分地区宠物饲料产量及占比



来源: 《2022 年度全国各省白羽肉鸡屠宰排名及占比》, 国金证券研究所

来源: 中国饲料工业协会, 国金证券研究所

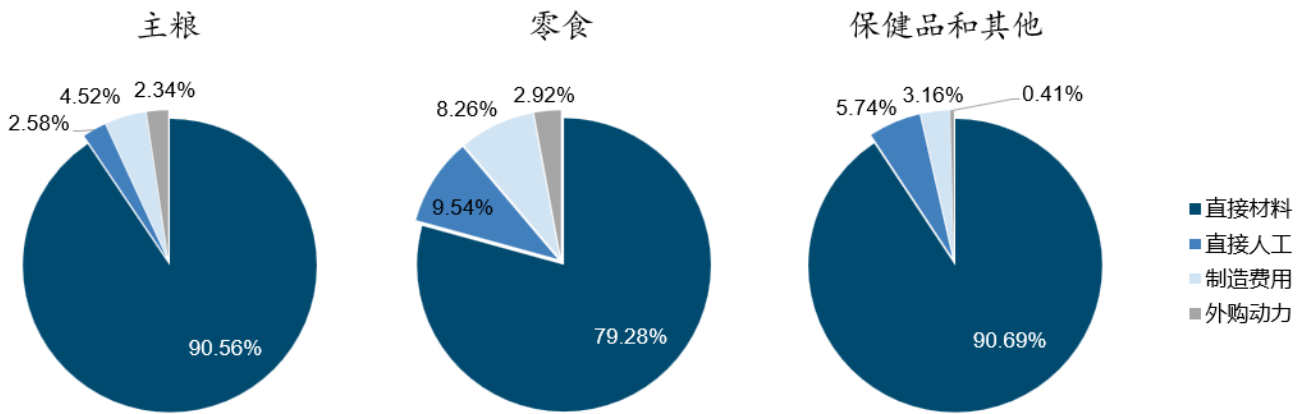
公司主粮业务直接材料成本占业务整体成本比重超 90%，零食业务直接材料成本占比近 80%，对于产品总成本及后续定价具有重要影响。新希望六合、圣禾等大厂是公司主要原材料供应商，但采购集中度较低，前五大供应商占原材料采购总额比重略高于 20%。

图表24：2022 年公司前五大供应商

序号	供应商	采购内容	采购金额（万元）	占原材料采购总额比重
1	上海兆宇国际贸易有限公司	半成品	14932.83	7.99%
2	新希望六和	鸭产品、鸡产品	8023.84	4.29%
	福建圣农发展（浦城）有限公司	鸡产品	5482.66	2.93%
3	圣农发展（政和）有限公司	鸡产品	2300.74	1.23%
	小计		7783.39	4.16%
4	石家庄市圣福生物科技有限公司	肉粉	4974.33	2.66%
5	东光县峰海彩印有限公司	包装材料	4078.85	2.18%
	合计		39793.24	21.29%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：2022 年公司主营成本构成要素



来源：公司公告，国金证券研究所

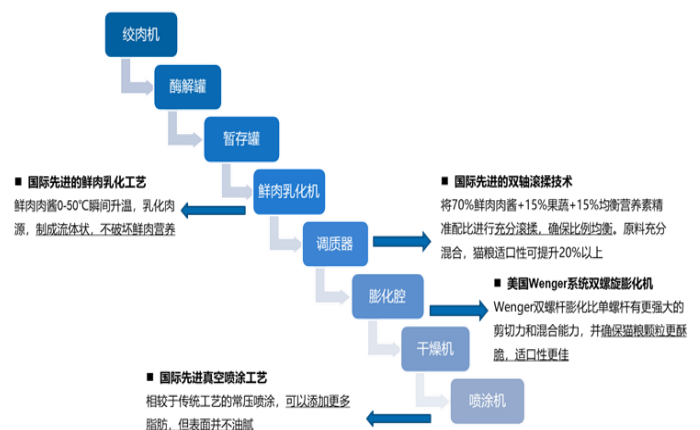
2.3.2 工艺积淀深厚，奠定产品创新升级基础

前瞻性布局 Wenger 产线，工艺升级奠定产品升级基础。对于国内传统设备来说，无论单螺杆还是双螺杆，鲜肉添加量超过 40%，猫粮就无法成型。弗列加特高肉粮使用 Wenger-TX85 鲜肉添加技术，原料里的鲜肉无需制粉，可直接乳化加工成肉酱，真正做到 70% 的鲜肉添加。鲜肉粮较肉粉粮的吸收率可提升 7% 以上，且新鲜度更高。生产线不仅可以实现 70% 的高鲜肉添加，并且双轴滚揉技术可以保证原料混合更加均匀，无需制粉环节也可以避免过度加工对原料营养的破坏。

图表26：不同品类主粮信息对比

品类	制作工艺	吸收率	新鲜度
肉粉粮	对肉类蒸煮（油炸）、压榨、研磨成粉	85%	制作+运输=1 个月以上 新鲜度一般
弗列加特鲜肉粮	美国 Wenger 技术直接将鲜肉做成肉酱	92% 以上	从鲜肉制成颗粒仅 5 天 新鲜度较高

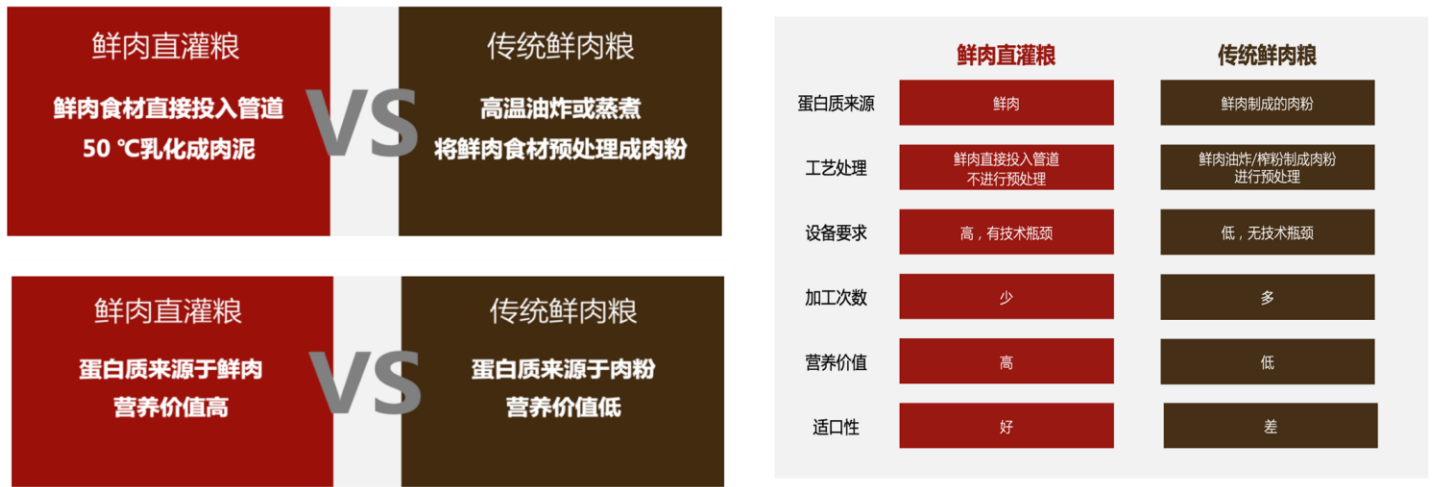
图表27：弗列加特产品线工艺流程



来源：弗列加特公众号，国金证券研究所整理

来源：天猫，公司官网，国金证券研究所整理

图表28：公司鲜肉直灌技术



来源：弗列加特公众号，国金证券研究所

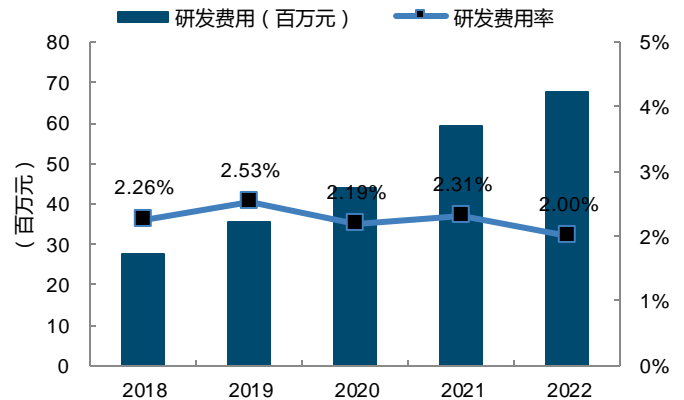
引进先进技术并重视研发投入，奠定后续工艺升级和创新基础。公司严格遵照国际质量检测标准把控产品质量，建设自有辐照中心对产品进行安全辐照以保证宠物食品的安全性。2018年至2022年，公司研发费用支出持续增加，分别为0.28、0.36、0.44、0.59、0.68亿元，五年研发费用复合增速达25.2%。

图表29：2022年公司拥有的主要生产设备

设备名称	数量	原值(万元)	占比
宠物饲料生产线	6	7014.3	22.5%
包装设备	54	4608.9	14.8%
膨化机	4	4412.1	14.2%
辐照设备	4	3684.1	11.8%
冻干设备	9	3609.0	11.6%
其他		7844.8	25.2%
总计		31173.2	100.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：2018-2022研发费用及研发费用率



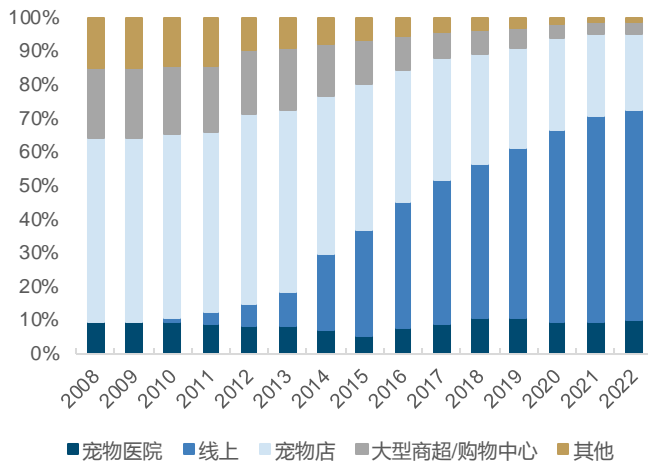
来源：公司公告，国金证券研究所

3 渠道力：顺应趋势线上领先布局，前瞻布局新渠道蓄势成长

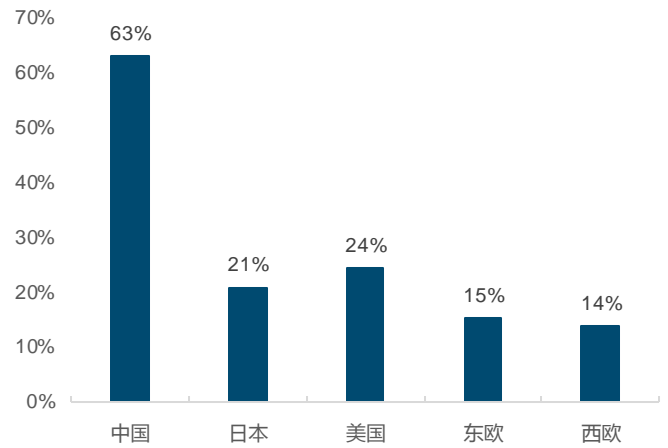
3.1 前瞻布局线上渠道，抢占流量红利

产品标准化、品效合一助推下，国内宠物食品线上渗透率超60%。受所处发展阶段和渠道模式的影响，不同于欧美等发达国家宠物食品以商超渠道为主的销售模式，国内宠物食品渠道集中于线上，2015年中国宠物食品销售渠道从宠物店向电商渠道转移，疫情加速这一趋势的形成，22年中国宠物食品销售渠道中电商渠道占比达62.9%，位居世界主要国家/地区首位。

图表31: 宠物食品线上渗透率超60%



图表32: 2022年中国宠物食品线上渗透率居于首位



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

顺应渠道变迁趋势, 领先布局线上, 流量基础优, 22年线上营收占比超75%。公司18-22线上营收CAGR达45.6%, 22年线上收入已达到15.87亿元, 线上营收在国内自主品牌业务营收中占比达77.6%, 高于其他已上市宠物自主品牌公司, 对电商的高度重视可见一斑。电商团队人员庞大, 前瞻性布局天猫/京东/拼多多/抖音等电商直营店, 抢占国内线上宠食市场。以天猫平台为例, 主品牌麦富迪天猫旗舰店粉丝数已超过240万人, 免费流量基础和流量质量较国内其他宠食品牌更优。近年来公司麦富迪品牌在线上“双11”+“618”大促活动中表现卓越, 稳居宠物品牌营销活动排名前3名。

图表33: 19-23年宠物品牌天猫双11+618大促排名变动

19-23年宠物品牌天猫双11+618大促排名变动							
名次	23年618	22年双11	22年618	21年双11	21年618	20年双11	19年双11
1	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	PETCUREAN GO!	ROYAL CANIN/皇家
2	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	PETCUREAN GO!
3	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Nourse/卫仕	ACANA/爱肯拿	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪
4	网易严选	Nourse/卫仕	Nourse/卫仕	凯锐思	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Pure&Natural/伯纳天纯
5	Instinct/本能	ACANA/爱肯拿	凯锐思	Orijen/原始猎食渴望	凯锐思	ACANA/爱肯拿	Orijen/原始猎食渴望
6	诚实一口	网易严选	ZIWI	PIDAN	Nourse/卫仕	凯锐思	比瑞吉
7	LEGEND SANDY	PIDAN	网易严选	ACANA/爱肯拿	福来恩	耐威克	福来恩
8	ACANA/爱肯拿	LORDE	PIDAN	网易严选	大宠爱	Pure&Natural/伯纳天纯	伟嘉
9	ZIWI	ZIWI	Pure&Natural/伯纳天纯	大宠爱	PIDAN	Nourse/卫仕	Pedigree
10	Nourse/卫仕	Instinct/本能	福来恩	Pro Plan/冠能	Pro Plan/冠能	ZIWI	Pro Plan/冠能

来源: 天猫, 国金证券研究所

从业务模式角度, 22年公司直销/经销/商超渠道收入分别为7.5/10.3/2.6亿元, 占比分别为36.7%/50.5%/12.9%, 同比增速+75.4%/+27.0%/+194.0%, 线上/线下经销收入8.4/2.0亿元, 占比81.1%/18.9%, 同比+37.4%/-3.9%。直销模式以天猫、京东、抖音自营旗舰店为主, 经销模式以线上经销/京东自营为代表的入仓模式为主, 近年来伴随天猫平台流量增速放缓, 公司加快了京东、抖音等线上代销渠道的开拓。

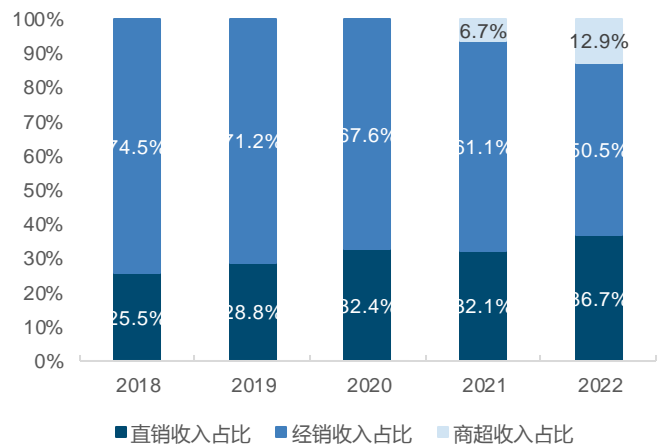
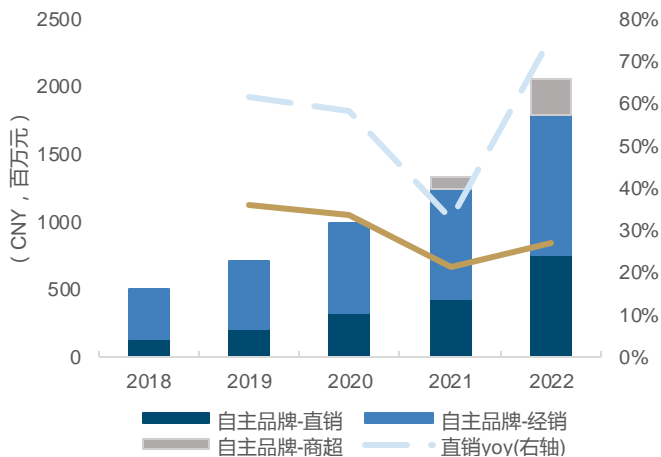
图表34：22年公司自有品牌渠道分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：自主品牌营收仍主要来自经销，但直销已呈现快速增长

图表36：直销（线上为主）收入占比快速提升



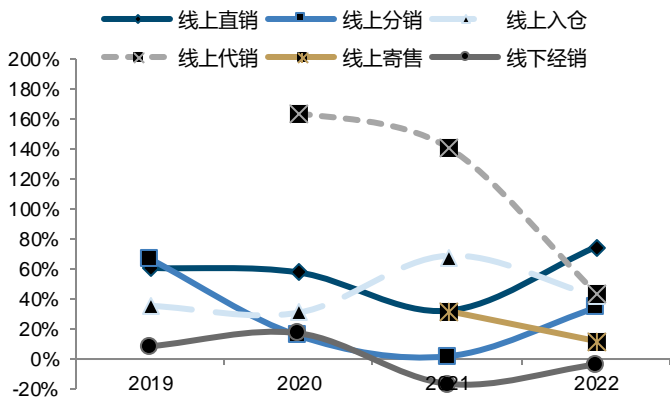
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2020、2021、2022年，公司经销模式毛利率分别为30.68%、31.60%和37.66%。2020年经销毛利率回升，主要原因为：1) 品类结构来看，毛利较高的主粮收入占比提升10%；2) 零食主要原材料鸡胸肉和鸭胸肉价格回落，毛利率回升；3) 2020年新拓展了天猫超市的寄售销售渠道，该渠道毛利率高。2021年公司提高了产品售价，进一步优化产品结构与促销活动，毛利率保持稳定。

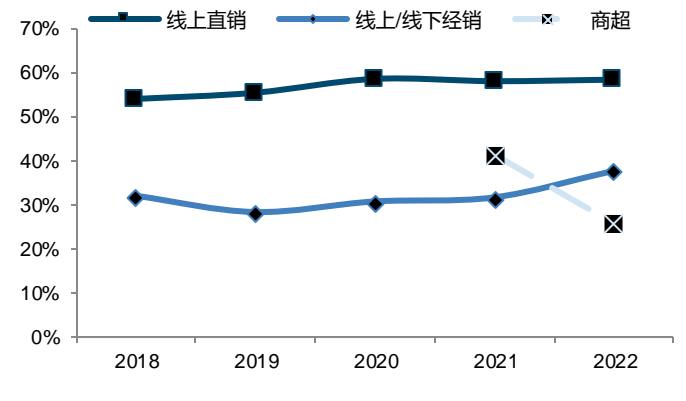
2022年经销渠道的毛利率大幅上升，主要原因为：1) 公司产品价格普遍上调以应对成本压力；2) 公司加大对高毛利产品的销售力度，高毛利产品销售占比上升。2021-2022年，商超模式毛利率分别为41.27%和26.09%，毛利率边际下滑主要原因为美国鲜纯海运费及港口费用上升导致成本上涨，销售毛利率降低。

图表37: 自有品牌各渠道营收增速



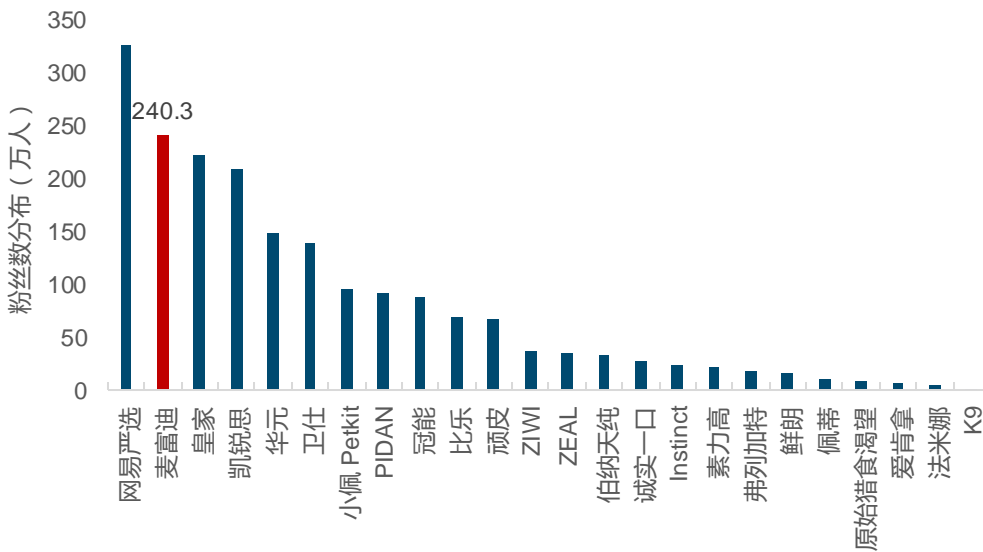
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 公司自有品牌分渠道毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表39: 麦富迪天猫官方旗舰店粉丝数分布

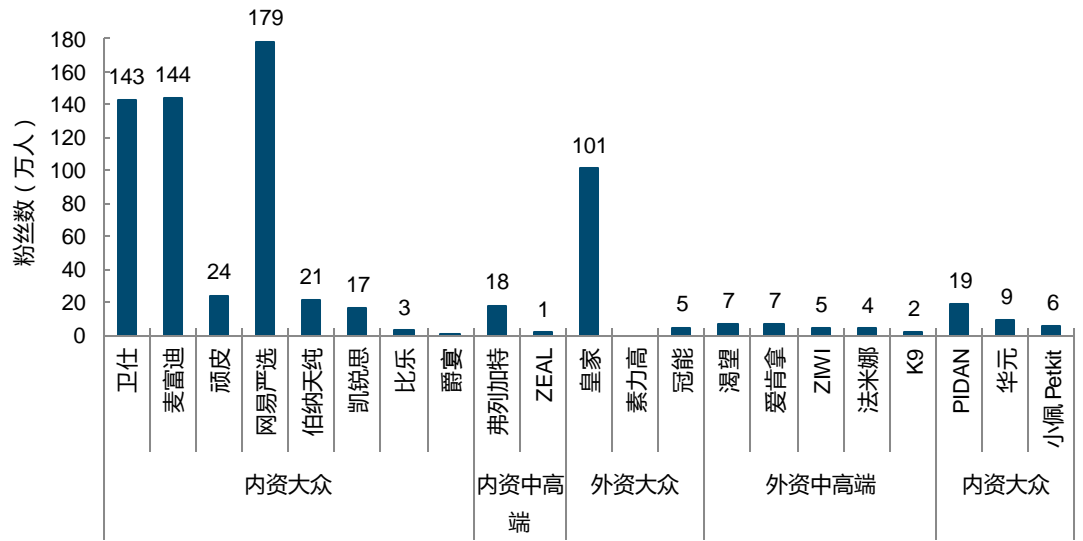


来源: 天猫, 国金证券研究所 (数据截至时间: 2023.8.8; 网易严选为集合品类旗舰店粉丝数量)

3.2 积极布局抖音新平台, 重视品效合一

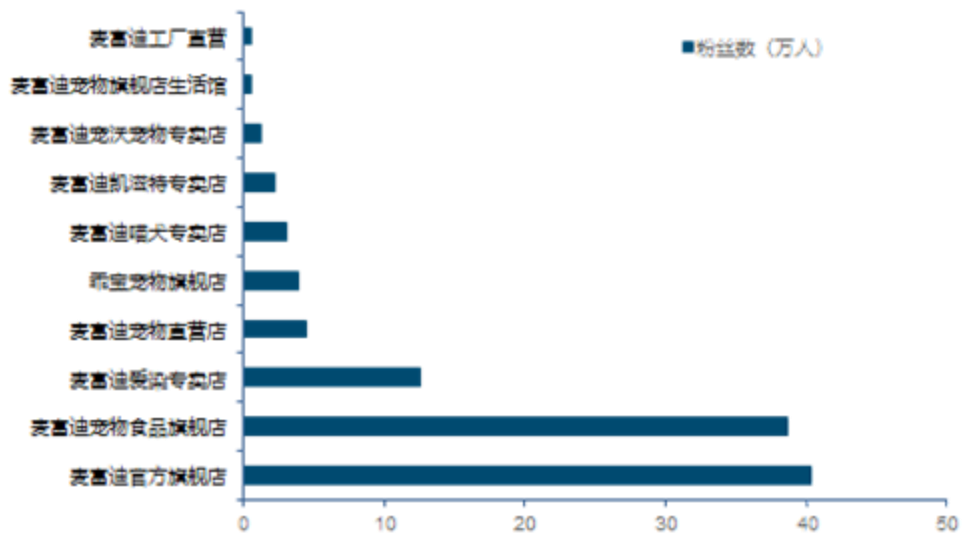
- 1) 布局时间早: 公司较早地在抖音平台开设品牌旗舰店, 先发的布局使得麦富迪抓住流量蓝海的红利, 在粉丝积累方面, 当前麦富迪拥有粉丝数超过 140 万, 居独立宠物品牌第一位, 流量基础较优。
- 2) 建立旗舰店矩阵: 由于抖音存在去中心化推荐机制, 推送流量聚焦于最优成交比, 因此单店在获得既有产品客户群以后难以拓新, 存在流量天花板, 为此公司在抖音平台开设了 10 多家品牌自有店铺, 其中麦富迪官方旗舰店和麦富迪宠物食品旗舰店在产品品类上差异化布局, 使得产品互补能够满足不同类型宠主的需求;
- 3) 直播形式品牌自播为主, 对达人依赖度较低, 侧面反映自身品牌力逐步提升, 市场口碑、产品力正在形成正反馈。

图表40：麦富迪抖音平台系列旗舰店粉丝数位于各品牌前列



来源：抖音，国金证券研究所；数据截至时间：2023.8.8

图表41：麦富迪抖音多店铺矩阵布局



来源：抖音，国金证券研究所

4 品牌力：植入+内容推广+跨界联名，多维度强化品牌价值

20-22 年公司销售费用分别为 2.64/3.56/5.45 亿元，占营收比重分别为 13.1%/13.8%/16.0%。公司的销售费用主要包括业务宣传（主要包括综艺节目赞助费、电视剧广告费、明星代言费等品牌宣传费用，以及天猫、京东等电商平台线上推广费用等）、销售服务、员工薪酬等，其中业务宣传费占销售费用的比重超 45%，借助泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广和打造联名产品等方式，提升“麦富迪”品牌知名度。

1) 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，提升“麦富迪”的品牌影响力。通过合作《你好生活》、湖南卫视《向往的生活》和《朋友请听好》等综艺活动提高品牌认知度。

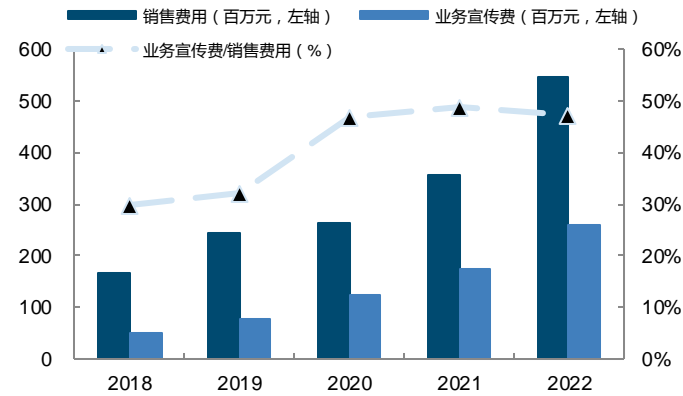
2) 多样化营销工具进行线上精准营销。公司除在传统电商平台引流推广之外，积极拓展抖音、小红书、哔哩哔哩等新兴营销渠道。通过运用新媒体平台多种方式进行效果广告的推广，在进行品牌宣传的同时提升广告直接转化率，最终为公司带来直接收益。

3) 把握营销热点跨界联名，破圈提升关注度。公司先后与《上新了·故宫》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

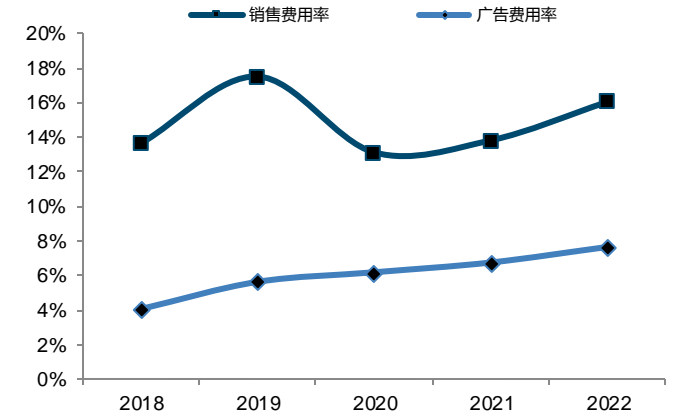
自身产品线的同时增加产品曝光度和话题传播性，通过联名款产品辐射更多元的消费群体，最终实现品牌流量增长。

20-22 年业务宣传费占营收比重分别为 6.2%/6.7%/7.6%，占自有品牌营收比重分别为 12.5%/13.0%/12.6%。

图表42：公司销售费用及业务宣传费



图表43：公司销售费用率、广告费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：麦富迪部分综艺、影视作品植入



图表45：麦富迪联名款产品



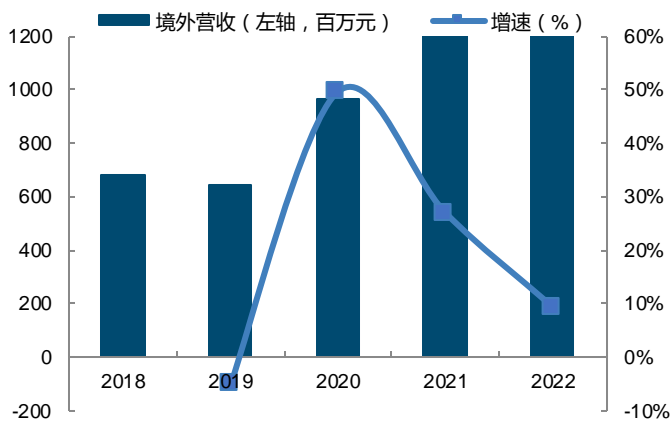
来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

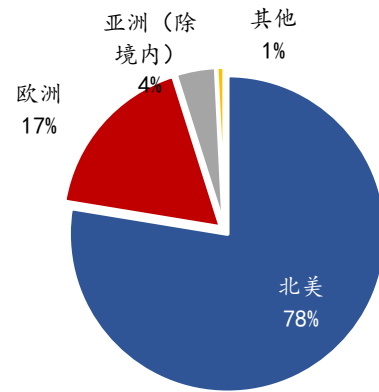
5 ODM 业务：积累沃尔玛等优质大客户资源，稳健成长

境外 ODM/OEM 业务稳健成长。境外业务以宠物零食、罐头的 OEM/ODM 为主，凭借稳定的产品质量、大客户的长期积累，营收稳健增长。境内主要为部分品牌、渠道商进行代工，境外业务以北美为主，凭借着与沃尔玛等国际知名企业建立的良好合作关系，22 年北美/欧洲/其他地区占海外营收的比重分别为 78%/17%/5%。

图表46: 公司境外营收及增速



图表47: 22年公司外销收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

深度绑定优质客户资源沃尔玛、中央花园等, 稳健成长奠定现金流基础。公司在长期开拓境内外市场的过程中积累了优质的客户资源, 且保持持续稳定的合作。近3年, 前五大客户中有4家公司保持稳定。沃尔玛作为公司第一大客户, 2020-2022年对沃尔玛销售规模为4.30/4.55/5.19亿元, 销售额占整个海外ODM/OEM业务比例分别为44.49%/40.40%/50.22%。2022年公司前五大客户占营业收入的比例为32.3%。

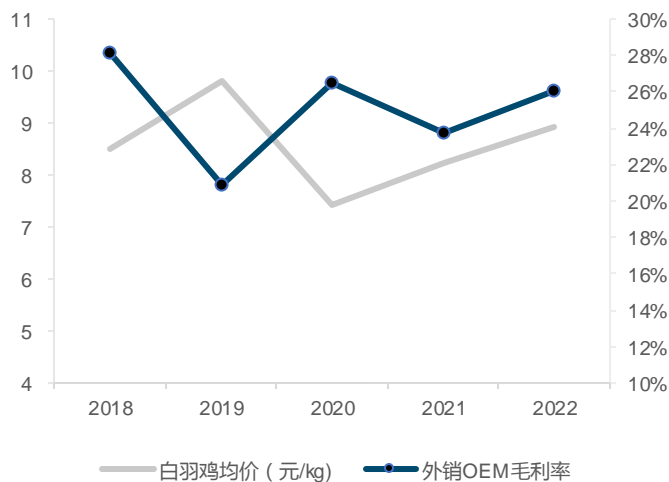
图表48: 公司前五大客户情况

排名	2022				2021				2020			
	客户	销售额 (百万元)	占比		客户	销售额 (百万元)	占比		客户	销售额 (百万元)	占比	
1	沃尔玛	519	15%		沃尔玛	455	18%		沃尔玛	430	21%	
2	北京京东世纪贸易有限公司	292	9%		北京京东世纪贸易有限公司	196	8%		北京京东世纪贸易有限公司	115	6%	
3	江苏麦乐多科技有限公司	112	3%		品谱	126	5%		江苏麦乐多科技有限公司	67	3%	
4	中央花园和宠物公司	101	3%		江苏麦乐多科技有限公司	100	4%		中央花园和宠物公司	67	3%	
5	浙江昊超网络科技有限公司	73	2%		中央花园和宠物公司	69	3%		品谱	65	3%	
合计		1098	32%			946	37%			744	37%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

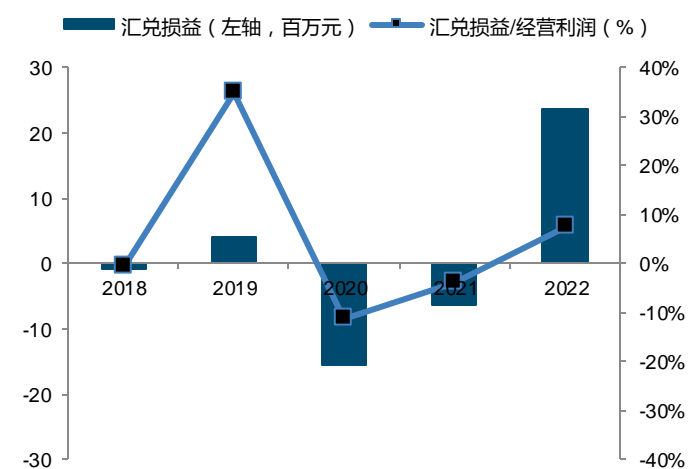
原料价格、汇率波动对公司短期盈利能力产生波动。公司上游原材料主要为鸡肉, 鸡肉受自然环境、市场供求等多维度影响, 价格存在一定波动, 对于公司的原材料成本具有直接的影响。此外, 由于公司出口业务以美元结算为主, 人民币兑美元汇率变动会明显影响公司业绩: 1) 通过影响出口价格竞争力, 影响公司海外业务; 2) 汇率变化影响汇兑损益, 从而影响公司利润。22年受人民币贬值影响, 公司汇兑损益有所增加, 2020-2022年汇兑收益分别为-1556/-636.4/2382.6万元, 占当期经营利润的比例分别为-11.4%/-3.9%/7.5%。

图表49: 白羽鸡价格 vs 毛利率



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表50: 公司汇兑损益/经营利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

核心假设

1) 自主品牌-线上渠道:

①直销: 公司积极搭建线上渠道团队, 在电商平台开设的自营旗舰店直接面向终端消费者, 2022 年线上直销渠道毛利率达 58.6% (据原会计准则, 未考虑运费成本) 远高于平均水平。依托当前电商发展活跃加以及后续在线上京东、抖音、小红书等平台的加速重点开拓, 预计 23-25 年线上直销渠道营收同比+45%、+35%、+30%。

②经销: 公司品牌影响力不断提升带来原有客户销售额的持续增加, 促进面向京东自营模式的线上入仓渠道以及与代运营商合作的线上代销渠道营收快速增长, 此外与天猫超市合作拓展的线上寄售渠道发展迅速, 预计 23-25 年线上经销渠道营收同比+35%、+29%、+26%。

2) 自主品牌-线下渠道: 随着消费者消费习惯改变, 通过宠物食品门店和宠物医院等线下渠道进行产品购买的比例逐渐减少, 2022 年线上、线下渠道营收占比总营收分别为 46.7% 和 13.5%。但由于线下渠道在扩大品牌影响、保障品牌力等方面始终发挥着重要作用, 因此乖宝在持续布局线上的同时也十分关注线下渠道发展, 2022 年受益于以线下渠道为主的新品牌 Waggin' Train 并表, 营收同比+56.5%。预计 23-25 年线下渠道营收同比+35%、+21%、+20%。

3) ODM/OEM: 公司国内战略重点是自有品牌业务, 但海外 OEM 业务并不会弱化, 未来将进一步通过供应链优势与海外零售商和品牌商保持长期合作关系, 稳定海外市场份额。预计 23-25 年 ODM/OEM 业务营收稳中有进, 营收同比+11%、+14%、+10%。

4) 品牌代理: 公司 2021 年 4 月代理新西兰品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”, 布局高端市场。随着 2023 年 3 月底, K9 代理合同到期, 预计这部分业务逐渐减少, 23-24 年营收同比-70%、-100%。

毛利率: 国内宠食市场高端化发展趋势显著, 公司持续发力布局高端宠食, 收购美国高端宠食品牌 Waggin' Train, 凭借多元化品牌推广与过硬产品品质提高产品定价能力, 单品销售综合毛利持续走高, 预计 23-25 年毛利率分别为 35.8%、36.5%、37.4%。此外, 据 2023 年最新会计准则要求, 毛利率披露口径更新为包含运费成本后的毛利率, 因此分渠道毛利率预期较往年不含运费的毛利率略有下降。

费用预测

1) **销售费用:** 国内宠食市场竞争激烈, 公司持续加大业务宣传力度; 此外电商直营业务加速发力带动平台服务佣金、代运营服务费和渠道投入的相应增加, 预计 23-25 年销售费用率分别为 16.5%/16.8%/17.2%。

2) **管理费用:** 伴随公司营收的快速增长与整体规模效应显现, 预计 23-25 年管理费用率保持不变, 分别为 5.5%/5.5%/5.5%。

3) **研发费用:** 公司不断布局先进宠食生产设备并重视产品研发与技术融合, 具有多项正在进展中的研发项目, 预计 23-25 年研发费用率分别为 2.2%/2.3%/2.5%。

综上, 我们预测 23-25 年公司总体营收分别为 42.1、2/52.1/63.3 亿元, 同比+24.3%/+23.4%/+21.4%; 归母净利分别为 4.1/5.1/6.4 亿元, 同比+53.4%/+24.5%/+24.7%。

图表51：公司主要业务营收及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入合计（百万元）	1221	1403	2013	2575	3398	4224	5212	6328	
yoy		14.9%	43.5%	27.9%	31.9%	24.3%	23.4%	21.4%	
营业成本合计（百万元）	830	998	1422	1834	2290	2711	3312	3965	
毛利率	32.05%	28.88%	29.35%	28.78%	32.59%	35.83%	36.45%	37.35%	
按渠道拆分									
线上渠道	营业收入（百万元）	302	497	749	1,037	1,587	2,219	2,933	3,752
	yoy		64.24%	50.72%	38.52%	53.06%	39.82%	32.15%	27.92%
	占内销-自主品牌比例	56%	66%	73%	81%	84%	81%	81%	82%
	营业成本（百万元）	178	301	428	595	832	1253	1639	2075
	毛利率	41.23%	39.45%	42.77%	42.58%	47.55%	43.55%	44.11%	44.68%
	其中：								
	直销	126	204	322	428	750	1,087	1,468	1,908
	yoy		61.39%	58.33%	32.64%	75.42%	45.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	54.11%	55.55%	58.76%	58.24%	58.59%	53.50%	54.20%	55.00%
	经销	176	293	426	609	837	1,132	1,465	1,843
yoy		66.28%	45.44%	42.95%	37.37%	35.18%	29.41%	25.84%	
毛利率	32.0%	28.3%	30.7%	31.6%	37.7%	34.0%	34.0%	34.0%	
线下渠道	营业收入（百万元）	193	209	245	293	459	619	747	894
	yoy		8.35%	17.07%	19.81%	56.60%	34.93%	20.70%	19.58%
	营业成本（百万元）	131	150	170	192	317	435	521	623
毛利率	32.02%	28.27%	30.68%	34.56%	31.02%	29.81%	30.30%	30.29%	
ODM/OEM	营业收入（百万元）	723	694	1011	1186	1192	1325	1513	1665
	yoy		-4.0%	45.6%	17.3%	0.5%	11.1%	14.3%	10.0%
	营业成本（百万元）	518	545	743	899	872	979	1138	1252
毛利率	28.3%	21.5%	26.6%	24.2%	26.9%	26.1%	24.8%	24.8%	
品牌代理	营业收入（百万元）				44	141	42	0	0
	yoy					221.18%	-70.00%	-100.00%	
	营业成本（百万元）				35	100	30		
毛利率				21.3%	29.0%	28.0%			
其他业务	营业收入（百万元）	2.59	3.05	8.42	15.09	18.38	18.38	18.38	18.38
	yoy		17.8%	176.1%	79.2%	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本（百万元）	2.56	2.10	5.01	10.04	14.17	14.15	14.15	14.15
毛利率	1.16%	31.15%	40.48%	33.49%	22.93%	23.00%	23.00%	23.00%	

来源：公司公告，国金证券研究所预测

6.2 投资建议

我们采用 PEG 估值法，选取 A 股中以宠物食品生产和销售业务为主的中宠股份、佩蒂股份，以及宠物用品公司依依股份、天元宠物作为可比公司，可比公司 23/24/25 年 PEG 中位数分别为 1.1/0.9/0.7X，考虑到公司作为国产宠食品牌龙头，整体产品力、渠道力等竞争要素优于行业平均水平，品牌势能处于提升期，应给予一定估值溢价，首次覆盖给予公司 2024 年目标 PEG 估值 1.4X，对应 24 年目标价 59.8 元，目标市值 239 亿元，给予“增持”评级。

图表52：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE			2022-2025	PEG		
					22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	净利润CAGR	23E	24E	25E	
002891.SZ	中宠股份	23.8	294	69.9	1.1	1.8	2.4	3.1	38.6	29.6	22.9	42%	0.9	0.7	0.5	
300673.SZ	佩蒂股份	13.4	253	33.9	1.3	1.3	1.8	2.2	25.4	18.8	15.7	19%	1.3	1.0	0.8	
001206.SZ	依依股份	14.9	185	27.6	1.5	1.7	2.0	2.4	16.4	13.8	11.5	17%	1.0	0.8	0.7	
301335.SZ	天元宠物	25.3	126	31.9	1.3	1.4	1.7	2.2	22.3	18.6	14.4	20%	1.1	0.9	0.7	
	平均值								25.7	20.2	16.2	0.2	1.1	0.9	0.7	
	中位数								23.9	18.7	15.1	0.2	1.1	0.9	0.7	
301498.SZ	C乖宝	54.9	400	219.6	2.7	4.1	5.1	6.4	53.7	43.1	34.6	34%	1.6	1.3	1.0	

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2023 年 8 月 18 日

风险提示

汇率波动的风险。2022 年公司外销收入占比近 40%。若未来汇率出现大幅波动，将导致公司业绩产生不确定性影响。

原材料价格上涨的风险。原材料成本在公司主营业务成本中占比超 80%，其中主要原材料包括鸡胸肉、鸭胸肉等禽肉类产品以及植物蛋白、皮卷等农产品及制品。原材料价格

上涨将导致公司生产成本上升，若公司难以将价格波动转嫁给下游客户将导致毛利率水平下降。

贸易摩擦的风险。公司境外主要客户为 ODM/OEM 模式下大型消费零售企业和宠物食品品牌运营商，2022 年公司在北美地区境外营收占比近 80%。国际形势的动荡以及中美贸易摩擦带来的关税壁垒和严苛技术标准可能会对公司境外经营产生不利影响。

行业竞争加剧的风险。当前国内宠物食品高端市场竞争日趋激烈。在面临 ZIWI 巅峰等外资品牌压力下，中宠 Zeal 等高端品牌表现强势，不利于公司高端品牌的快速发展，可能在营销端与收入端给公司带来压力。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,013	2,575	3,398	4,224	5,212	6,328
增长率		27.9%	31.9%	24.3%	23.4%	21.4%
主营业务成本	-1,422	-1,834	-2,290	-2,711	-3,312	-3,965
%销售收入	70.7%	71.2%	67.4%	64.2%	63.6%	62.6%
毛利	591	741	1,107	1,513	1,900	2,364
%销售收入	29.3%	28.8%	32.6%	35.8%	36.4%	37.4%
营业税金及附加	-12	-11	-15	-21	-26	-32
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-264	-356	-545	-697	-876	-1,088
%销售收入	13.1%	13.8%	16.0%	16.5%	16.8%	17.2%
管理费用	-112	-128	-177	-232	-287	-348
%销售收入	5.6%	5.0%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-44	-59	-68	-93	-120	-158
%销售收入	2.2%	2.3%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	158	187	302	470	591	738
%销售收入	7.8%	7.3%	8.9%	11.1%	11.3%	11.7%
财务费用	-28	-28	10	18	16	23
%销售收入	1.4%	1.1%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-2	-6	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	136	163	319	493	614	766
营业利润率	6.8%	6.3%	9.4%	11.7%	11.8%	12.1%
营业外收支	-1	16	-1	0	0	0
税前利润	136	179	318	493	614	766
利润率	6.7%	6.9%	9.4%	11.7%	11.8%	12.1%
所得税	-24	-37	-52	-84	-104	-130
所得税率	17.7%	20.6%	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	111	142	266	409	510	636
少数股东损益	0	2	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	111	140	267	409	510	636
净利率	5.5%	5.4%	7.9%	9.7%	9.8%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	111	142	266	409	510	636
少数股东损益	0	2	-1	0	0	0
非现金支出	59	104	117	104	124	144
非经营收益	13	6	39	8	2	2
营运资金变动	-8	-158	-115	-87	-164	-184
经营活动现金净流	175	94	306	434	471	597
资本开支	-154	-98	-180	-246	-218	-248
投资	-29	0	0	0	0	0
其他	4	-33	0	0	0	0
投资活动现金净流	-180	-130	-180	-246	-218	-248
股权募资	153	3	0	1,576	0	0
债权募资	-131	179	-281	-197	4	9
其他	-22	-29	16	-171	-206	-256
筹资活动现金净流	0	153	-265	1,208	-202	-247
现金净流量	-9	117	-126	1,396	52	102

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	234	357	198	1,593	1,644	1,745
应收款项	110	194	156	214	257	312
存货	395	583	736	817	998	1,195
其他流动资产	84	80	75	89	101	114
流动资产	823	1,215	1,165	2,713	3,000	3,366
%总资产	43.6%	52.7%	51.0%	68.9%	69.5%	70.3%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	908	895	946	1,095	1,187	1,290
%总资产	48.0%	38.9%	41.4%	27.8%	27.5%	26.9%
无形资产	117	140	116	126	128	130
非流动资产	1,067	1,089	1,118	1,225	1,319	1,423
%总资产	56.4%	47.3%	49.0%	31.1%	30.5%	29.7%
资产总计	1,890	2,303	2,283	3,938	4,319	4,790
短期借款	188	410	169	10	14	23
应付款项	152	214	152	204	250	299
其他流动负债	48	77	98	113	139	170
流动负债	388	701	419	327	403	492
长期贷款	78	50	28	28	28	28
其他长期负债	77	76	77	2	2	1
负债	543	827	524	357	433	521
普通股股东权益	1,347	1,472	1,756	3,578	3,884	4,265
其中：股本	360	360	360	400	400	400
未分配利润	315	448	702	948	1,253	1,635
少数股东权益	0	4	3	3	3	3
负债股东权益合计	1,890	2,303	2,283	3,938	4,319	4,790

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.310	0.219	0.741	1.023	1.274	1.589
每股净资产	3.742	4.089	4.877	8.944	9.708	10.661
每股经营现金净流	0.486	0.261	0.851	1.085	1.178	1.492
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.409	0.510	0.636
回报率						
净资产收益率	8.27%	9.53%	15.20%	11.44%	13.12%	14.90%
总资产收益率	5.90%	6.09%	11.69%	10.39%	11.80%	13.27%
投入资本收益率	7.93%	7.54%	12.68%	10.78%	12.49%	14.17%
增长率						
主营业务收入增长率	43.47%	27.92%	31.93%	24.32%	23.40%	21.42%
EBIT 增长率	#####	18.49%	61.64%	55.54%	25.84%	24.72%
净利润增长率	#####	25.82%	90.25%	53.37%	24.50%	24.72%
总资产增长率	13.81%	21.85%	-0.89%	72.50%	9.68%	10.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.9	20.1	16.8	16.5	16.0	16.0
存货周转天数	87.3	97.4	105.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	23.7	34.2	27.5	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	129.9	126.1	98.9	91.0	78.1	69.6
偿债能力						
净负债/股东权益	2.39%	7.01%	-0.06%	-43.42%	-41.22%	-39.70%
EBIT 利息保障倍数	5.7	6.8	-29.2	-26.1	-36.0	-32.0
资产负债率	28.72%	35.92%	22.95%	9.07%	10.02%	10.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806