

乖宝宠物(301498)

报告日期: 2023年08月27日

乖宝宠物: 产品迭代&爆品养成, 铸宠食国产龙头

——乖宝宠物深度报告

投资要点

国内宠食龙头, 强自主品牌建设顺利

乖宝宠物是国内宠物食品龙头企业, 业务模式主要有自有品牌业务、OEM/ODM代工业务, 2021年起通过代理新西兰高端品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”新开拓品牌代理业务。公司产品主要有宠物主粮、零食、保健品等, 由于公司早期主要以代工业务为主, 零食占收入主要部分, 但随着2013年以来公司创立自有品牌“麦富迪”并实现高速发展, 主粮销售占比迅速提高, 成为公司核心业务之一。公司通过产品迭代&爆品养成形成强大竞争优势, 成功铸造国内知名宠食品牌“麦富迪”, 带动公司快速发展, 成为宠食国产龙头。2018-2022年, 公司实现营业收入从12.21亿元增至33.98亿元, CAGR达29.15%; 归母净利润从0.45亿元增至2.67亿元, CAGR达56.47%, 在爆品开发路径通畅、自主品牌知名度快速提升下, 公司业务持续保持快速发展。

行业: 宠食需求高确定性, 国内市场量价齐升

海外市场: 居家陪伴需求扩大、提价驱动增强, 国内宠食出口大有可为。根据欧睿数据, 2013-2022年美国宠物食品市场规模从274.19亿美元增至483.15亿美元, CAGR达6.50%, 其中20-22年增速分别为8.16%/10.86%/13.98%, 居家场景增加, 催化市场规模增长提速。价格方面, 2020年后美国宠物数量快速增长与行业高端化趋势显著, 驱动宠食价格提升, 其中, 22年猫/狗宠均零食消费额分别达18.41/93.66美元, 同比+21.57%/+9.08%。目前我国宠食出口渗透率较低, 根据测算2021年中国宠物零食出口规模在海外整体市场渗透率为23.37%, 在中国优质供应链与强大制造能力下, 国内宠食企业出口规模有望进一步增长, 未来渗透率仍有较大提升空间。

国内市场: 量价齐升驱动市场快速发展。根据欧睿数据, 2018-2022年中国宠物食品市场规模CAGR达16.03%, 其中22年规模达487.18亿元。对比美日等发达国家市场, 我国养宠渗透率处于较低水平, 22年中国养猫/狗家庭渗透率仅为15.4%/16.7%, 未来随着国内老龄化、少子化等问题加剧, 养宠需求有望提升, 渗透率有较大增长空间。价格方面, 2018-2022年中国宠物猫/狗粮均消费额分别从139.82/171.96元大幅提升至271.10/251.37元, 未来随着居民养宠观念提升, 对宠食要求继续提高, 宠粮平均消费额将有望持续位于上行通道, 我们认为中国宠食市场将在量价双轮驱动下快速发展。

竞争格局: 品牌集中度低, 国产替代趋势显著。根据欧睿数据, 2022年中国宠物食品行业品牌CR10仅为22.5%, 显著低于成熟市场水平, 市场竞争激烈。此外, 本土品牌市占率较低, 22年中国TOP10品牌中本土品牌占据6席, 但市占率仅为13.5%, 远低于美日等市场水平, 主要系国产品牌大多聚焦中低端市场。我们认为, 未来国产品牌凭借对中国市场更高的了解程度和更强的市场运作能力, 叠加电商渠道独特优势, 优质本土品牌有望向上突围, 龙头企业有望引领国产替代进程。

公司: 产品迭代&爆品养成, 铸宠食市场龙头

产品: 持续升级定位消费者需求, 差异化+高性价比优势助力品牌建设。公司主要产品包括宠物主粮、零食、保健品等, 早期以OEM/ODM代工业务为主, 2013年起创立自有品牌“麦富迪”开始布局国内宠物食品市场。公司产品矩阵丰富, 多层次产品系列全方位覆盖各价格带与各消费者需求, 公司产品价格梯队从20元/KG到100元/KG均有覆盖, 主要聚焦中高端市场。自2019年以来公司不断注重宠食配料、配方等升级, 持续推出更贴合消费者需求的系列产品, 如弗列加特系列、Barf系列、羊奶鲜肉系列等, 同时凭借业内突出的研发能力与丰富的工艺技术储备以及对消费者需求的高把握度, 公司能够有效定位差异化赛道, 推出牛肉双拼粮、天然鲜肉粮等爆款产品, 叠加公司优质供应链所赋予的高性价比

投资评级: 增持(首次)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

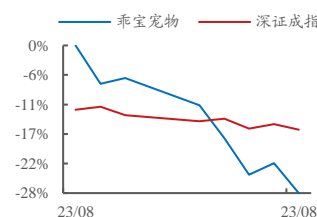
分析师: 汤秀洁
 执业证书号: S1230522070001
 tangxiujie@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥42.36
总市值(百万元)	16,945.89
总股本(百万股)	400.04

股票走势图



相关报告

优势，公司爆品逻辑通畅，我们认为公司自有品牌业务有望在产品持续迭代与爆品不断养成基础上实现快速发展。

营销：精准定位消费人群，品牌+渠道双轮驱动实现品牌推广。公司主要通过品牌推广+渠道推广两种模式，在营销端大力投入实现品牌宣传，2022年，公司产生业务宣传费用2.59亿元，同比+49.12%。品牌推广方面，公司以综艺赞助为主，先后赞助了《向往的生活》、《朋友请听好》、《你好生活》等节目，风格以温馨、轻松慢综艺为主，定位年轻人群，高度契合宠物主画像，品牌营销精准度高，同时通过推出节目、代言等同款产品实现庞大流量引入，帮助公司自有品牌知名度快速提升。渠道推广方面，由于我国宠物食品消费以线上渠道为主，公司持续进行线上渠道推广投入来帮助公司线上各渠道店铺获得较大曝光量和流量，从而推动品牌业务发展。

爆品：研发开拓空白市场，验证+升级策略提高爆品成功率。公司研发投入位于行业领先水平，工艺技术储备丰富，具有坚实的爆品打造基础，如2015年以来公司推出牛肉双拼粮、天然鱼油粮、羊奶鲜肉粮等产品均是开拓宠食行业全新细分品类赛道，通过产品差异化定位实现爆品打造。此外，公司爆品开发路径完整，通过麦富迪体内先行推出系列产品进行市场验证，随后再将市场表现较好系列产品进行升级并以全新系列进行推广与发展，以此能够提高爆品打造成功率并降低相关费用支出，如公司推出的弗列加特、Barf系列等产品均采用该路径发展，爆品打造成果显著。我们认为，在研发开拓蓝海赛道以及完整爆品开发路径支撑下，公司爆品逻辑通畅，未来有望帮助公司进一步提升自有品牌影响力，不断开拓新的消费群体，助力公司自有品牌业务持续、快速发展。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司23-25年实现收入42.15/51.36/62.56亿元，分别+24%/+22%/+22%；实现归母净利润4.03/4.94/6.14亿元，分别+51%/+22%/+24%，考虑公司作为国内宠物食品领域龙头企业，自有品牌建设顺利，爆品逻辑通畅，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧，汇率波动风险，原材料价格波动风险，产能投放不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,398	4,215	5,136	6,256
(+/-) (%)	31.93%	24.07%	21.85%	21.80%
归母净利润	267	403	494	614
(+/-) (%)	90.25%	51.10%	22.47%	24.38%
每股收益(元)	0.67	1.01	1.23	1.54
P/E	63.50	42.02	34.31	27.59

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 深耕宠食优质赛道，业绩增长持续稳定	7
1.1 自主品牌+OEM 双轮驱动，成就宠食行业领跑者	7
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富	9
1.3 自有品牌表现突出，主粮占比不断提升	10
2 宠食需求高确定性，国内市场量价齐升	13
2.1 国内市场：行业量价齐升+国产替代驱动优质国产品牌发展	13
2.2 海外市场：库存有序去化，逐步进入补库阶段	19
3 强研发支撑爆品模式输出，强营销支撑品牌力养成	21
3.1 抢占主粮优质赛道，产品持续迭代升级	21
3.1.1 主粮：价格段全覆盖，系列丰富，占比持续提升	21
3.1.2 零食：主食化趋势显著，强化品牌粘性	26
3.1.3 研发力支撑产品迭代与爆品输出	27
3.2 营销：精准定位消费群体，品牌+渠道双轮驱动	29
3.3 爆品：研发开拓空白市场，验证+升级策略提高爆品成功率	31
3.4 渠道：线上强运营，线下广布局	35
3.4.1 年轻化营销+精细化运营，打造线上高增速	35
3.4.2 线下渠道成品牌把控重点，经销结构持续优化	37
3.5 成本优势确保盈利能力，产能布局拓宽成长边界	38
3.6 出口业务：依托质量控制，持续贡献业绩	39
4 盈利预测与投资建议	41
4.1 盈利预测	41
4.2 投资建议	43
5 风险提示	44

图表目录

图 1: 乖宝宠物产品展示.....	7
图 2: 乖宝宠物发展历程回顾.....	9
图 3: 公司股权结构图(上市前).....	9
图 4: 中国宠物行业发展历程.....	14
图 5: 中国宠物食品市场规模(百万元人民币).....	14
图 6: 2022 年中国宠物消费结构.....	14
图 7: 中国家庭宠物(猫狗)数量及渗透率稳步提升.....	15
图 8: 中国猫/狗粮年度平均消费额.....	15
图 9: 2013-2022 年中国 65 岁及以上人口数量.....	15
图 10: 中国各规模家庭比例.....	15
图 11: 2022 年中国&美国养猫/狗家庭渗透率.....	16
图 12: 2022 年中国猫/狗粮渗透率远低于日美水平.....	16
图 13: 中美日宠食市场品牌集中度.....	17
图 14: 宠物主逐渐向高收入者集中.....	18
图 15: 宠物主中年轻人居多.....	18
图 16: 宠食精细化发展历程.....	19
图 17: 宠均食品年消费额(犬猫)逐年上升.....	19
图 18: 2021 年单只宠物每年平均消费情况.....	19
图 19: 全球宠物食品市场规模(百万美元).....	20
图 20: 美国宠物食品市场规模(百万美元).....	20
图 21: 美国猫狗数量及增速情况.....	20
图 22: 美国单只猫狗零食平均消费额.....	20
图 23: 中国出口美国宠食规模与增长变化.....	21
图 24: 乖宝宠物营收占比情况.....	22
图 25: 乖宝宠物产品梯队(按中枢价格).....	23
图 26: 2022 年中国宠物主主粮消费决策因素.....	23
图 27: 2022 年中国宠物主配料组成关注因素.....	23
图 28: 乖宝宠物部分新系列产品推出时间.....	24
图 29: 麦富迪&弗列加特天猫旗舰店销售产品系列结构变化.....	25
图 30: 麦富迪零食产品升级迭代过程.....	26
图 31: 乖宝宠物选用全球九大优质食材产地直供.....	27
图 32: 乖宝宠物物质控体系.....	28
图 33: 乖宝研发中心架构.....	28
图 34: 可比公司研发费用支出(百万元).....	28
图 35: 可比公司研发费用率.....	28
图 36: 2022 年中国宠物主年龄分布.....	30
图 37: 2022 年中国宠物主养宠角色认知.....	30
图 38: 麦富迪 x 《向往的生活 3》.....	30
图 39: 《向往的生活 3》平台播放量.....	30
图 40: 公司抖音自营店.....	31
图 41: 2019-2022H1 乖宝宠物渠道推广费用(万元).....	31
图 42: 牛肉双拼粮营销广告.....	32

图 43: 2019-2022 年公司双拼粮系列产品销售额 (万元)	32
图 44: 天然鱼油系列产品特点	33
图 45: 2019-2022 年公司天然鱼油系列产品销售额 (万元)	33
图 46: 弗列加特品牌广告	34
图 47: 弗列加特品牌收入 (天猫+京东+抖音)	34
图 48: 麦富迪&弗列加特鲜肉类系列结构变化	34
图 49: 麦富迪 Barf 概念宣传	35
图 50: 麦富迪霸弗成猫粮配料组成与营养成分	35
图 51: 2021 年宠物主粮部分购买渠道渗透率	36
图 52: 2022 年中国宠物食品销售渠道	36
图 53: 乖宝自有品牌渠道结构	36
图 54: 乖宝直销业务毛利率较高	36
图 55: 乖宝宠物精细化运营模式	37
图 56: 乖宝宠物泛娱乐化营销	37
图 57: 乖宝宠物跨界联名	37
图 58: 乖宝宠物规模以上经销商数量及收入占比	38
图 59: 乖宝具备平台型公司优势	38
图 60: 乖宝精细化运营能力强	38
图 61: 宠食行业主要公司主粮毛利率	38
图 62: 宠食行业主要公司零食毛利率	38
图 63: 乖宝宠物 IPO 融资大部分将用于扩产	39
图 64: 乖宝宠物境内外代工营收 (百万元) 及增速	40
图 65: 乖宝宠物境内外代工毛利率	40
图 66: 2022 年公司前五大客户历年营收占比情况	40
图 67: CENT 旗下运营多个宠物食品及用品品牌	40
图 68: 沃尔玛在美国营收规模巨大	41
图 69: CENT 宠物业务营收增长迅速	41
图 70: 乖宝宠物泰国工厂	41
图 71: BUFF PS-Band	43
图 72: FRPT PS-Band	43
表 1: 财务数据一览	8
表 2: 公司管理层背景	10
表 3: 公司营收拆分 (按销售模式)	11
表 4: 公司营收拆分 (按产品)	12
表 5: 公司营收拆分 (按自有品牌销售渠道)	12
表 6: 公司营收拆分 (按地域)	13
表 7: 2022 年美日中本土品牌数量和市占率情况	17
表 8: 中国宠物食品相关政策	18
表 9: 美国宠物龙头业绩与 23 年指引	21
表 10: 公司各系列产品销售价格区间 (元/KG)	25
表 11: 冻干粮产品对比	27
表 12: 乖宝宠物核心技术梳理	29
表 13: 乖宝宠物在研项目梳理	29
表 14: 公司部分品牌推广项目	31

表 15: 弗列加特与渴望产品对比.....	34
表 16: 宠食行业主要公司产能布局及规划情况.....	39
表 17: 乖宝宠物盈利预测拆分.....	42
表 18: 可比公司估值表(一致预期)(截至 2023 年 8 月 25 日).....	43
表附录: 三大报表预测值.....	45

1 深耕宠食优质赛道，业绩增长持续稳定

1.1 自主品牌+OEM 双轮驱动，成就宠食行业领跑者

乖宝宠物为国内领先的宠物食品研发、生产、销售企业。公司始建于2006年，主要产品包括宠物犬用和猫用主粮系列、零食系列和保健品系列等。公司始终坚持“全球视野，持续创新”的理念，致力于生产消费者需要的营养、健康的宠物食品。

自有品牌+代工业务共同形成公司的两大支柱。自有品牌业务方面，公司主要产品包括以畜禽肉、鱼肉为主的宠物零食系列，以营养配方、天然食材为主的宠物主粮系列，以及含冻干卵磷脂、乳酸钙等功能原料的保健品系列。公司享有全球9大产地直供的天然食材，按照人类食品标准生产，口碑享誉全国；并持续投入研发，引领国产宠粮最新研发方向。代工业务方面，公司凭借稳定的产品品质和生产成本优势，产品出口欧美、日韩等三十多个国家和地区，并和境外大客户形成了长期合作关系，客户主要包括沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商。

图1：乖宝宠物产品展示



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司营收与归母净利润均保持高增。2018-2022年，公司营业收入由12.21亿元增长至33.98亿元（CAGR为29.15%），归母净利润由0.45亿元增长至2.67亿元（CAGR为56.47%），均保持高增速。

表1: 财务数据一览

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
营业总收入	1221.11	1403.14	2013.04	2575.16	3397.54
YoY		14.91%	43.47%	27.92%	31.93%
归母净利润	44.52	4.16	111.48	140.27	266.88
YoY		-90.66%	2579.75%	25.82%	90.25%
扣非归母净利润	42.46	0.34	104.94	122.91	261.06
YoY		-99.20%	30746.62%	17.12%	112.40%
毛利率	32.05%	28.88%	29.35%	28.78%	32.59%
期间费用率	25.21%	27.88%	22.26%	22.17%	22.94%
销售费用	166.67	245.92	264.24	355.83	545.17
管理费用	99.45	102.20	112.36	128.09	176.82
研发费用	27.65	35.53	44.05	59.36	67.85
财务费用	14.03	7.48	27.54	27.69	-10.35
其中: 销售费用率	13.65%	17.53%	13.13%	13.82%	16.05%
管理+研发费用率	10.41%	9.82%	7.77%	7.28%	7.20%
财务费用率	1.15%	0.53%	1.37%	1.08%	-0.30%
归母净利率	3.65%	0.30%	5.54%	5.45%	7.85%
存货	194.99	284.97	395.47	583.22	735.79
较上年同期增减		89.99	110.50	187.75	152.57
应收账款	91.86	115.71	103.32	180.82	132.41
较上年同期增减		23.85	-12.39	77.50	-48.41
应付账款及应付票据	60.04	43.89	140.88	203.22	141.85
较上年同期增减		-16.15	96.99	62.34	-61.37
预收账款	11.80	15.35	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减		3.55	-15.35	0.00	0.00
经营性现金流净额	99.77	-36.95	175.13	93.93	306.46
较上年同期增减		-136.73	212.09	-81.20	212.52
筹资性现金流净额	164.85	445.70	-0.31	153.29	-265.22
较上年同期增减		280.85	-446.02	153.60	-418.51
资本开支	349.95	309.22	210.37	98.34	179.86
较上年同期增减		-40.73	-98.85	-112.02	81.52
ROE	6.80%	0.47%	9.15%	9.95%	16.54%
YoY (±)		-6.13%	8.68%	0.80%	6.59%
资产负债率	42.21%	34.47%	28.72%	35.92%	22.95%
YoY (±)		-7.73%	-5.75%	7.20%	-12.96%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

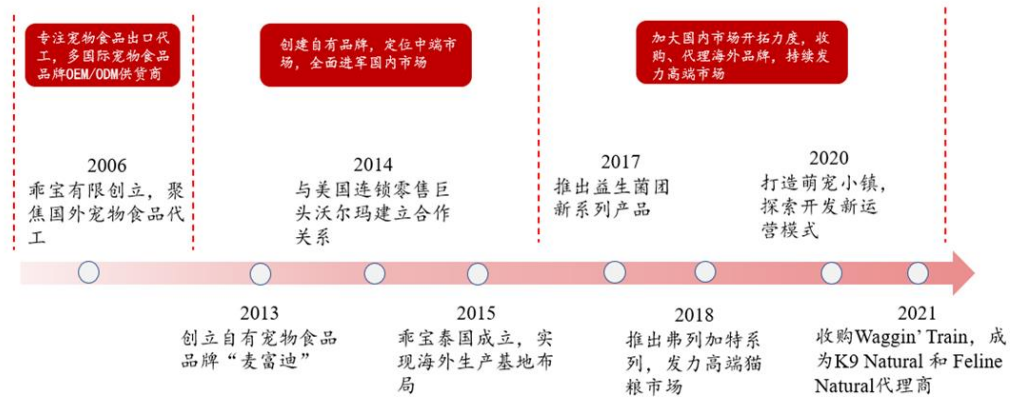
公司深耕宠物食品领域, 从为海外品牌代工起家, 逐步建立自有品牌、搭建品牌矩阵。乖宝宠物的发展大致可以划分为以下阶段:

第一阶段: 聚焦宠物食品海外代工 (2006-2012年)。2006年乖宝有限创立于山东, 聚焦海外宠物食品代工业务, 成为多家国际宠物食品品牌的 OEM/ODM 供应商, 期间公司产品品质和质量控制能力持续提升。

第二阶段: 创立自有品牌 (2013年-2016年)。2013年乖宝创立自有宠物食品品牌“麦富迪”, 进军国内市场, 价格定位中端, 凭借优秀的产品力和运营能力迅速成长。2014年公司与沃尔玛建立合作关系, 凭借丰富的代工经验、优秀的品控能力和成本控制能力, 合作关系至今持续稳定。2015年, 乖宝泰国成立, 缓解了原材料成本和贸易摩擦问题, 得天独厚的地理优势也保证了新鲜鱼类的稳定供应。

第三阶段: 国内影响力不断增强, 形成品牌矩阵 (2017年至今)。2018年公司推出弗列加特系列, 正式发力高端市场。2019年公司自有品牌业务首次超过代工业务, 成为公司营收占比最高的业务。同年公司收购 Waggin' Train, 并正式代理 K9 和 Feline Natural 品牌, 品牌矩阵逐渐丰富。

图2: 乖宝宠物发展历程回顾

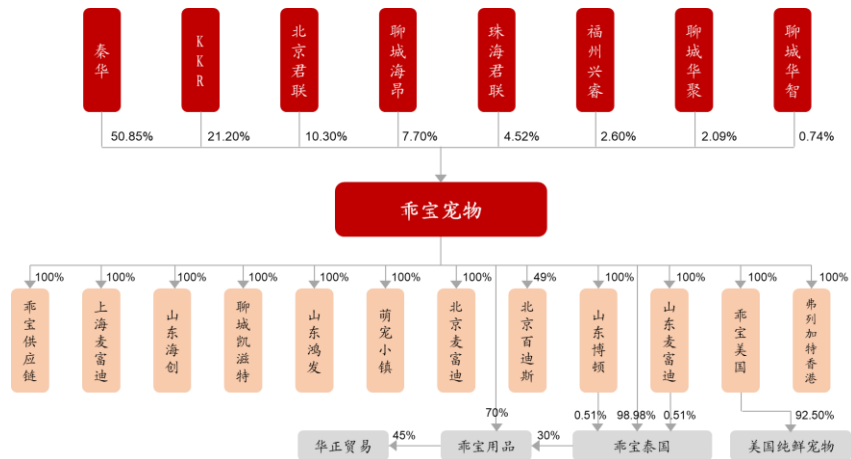


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

1.2 股权结构稳定, 管理层经验丰富

公司股权结构清晰, 集中度高。第一大股东秦华持股 61.39%: 其中直接持股 50.85%, 通过聊城海昂、聊城华聚、聊城华智间接持股 10.53%。聊城海昂为秦华与其家庭成员的持股平台, 聊城华聚、聊城华智为发行人的员工持股平台, 执行事务合伙人均为秦华。第二大股东 KKR 持股 21.2%, KKR 是国际知名的投资公司, 集团业务遍及全球。此外, KKR 还持股公司代理的新西兰品牌 K9 及 Feline Natural, 基于投资人关系建立了强纽带。

图3: 公司股权结构图 (上市前)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

管理层多有相关从业背景, 经验丰富。公司管理层成员多有农业、畜牧业相关从业背景, 具备丰富的宠物食品相关从业经验; 学历以本科为主, 专业背景组成较为丰富, 有利于为公司发展全方位赋能; 多位高管曾在山东同类公司任职, 熟悉本地市场。

表2: 公司管理层背景

姓名	职务	个人履历
秦华	董事长、总裁	1968年12月出生，本科学历。自2005年起陆续筹建乖宝有限、乖宝用品、山东博顿、山东海创、山东鸿发、山东麦富迪、聊城凯滋特、宠物小镇等企业，并于2013年11月开始集团化运营，任本公司董事长、总裁至今。
杜士芳	董事、副总裁	1975年5月出生，本科学历。1998年7月至2002年7月，任顶新集团旗下沈阳顶津食品有限公司产品企划；2002年7月至2004年9月，任伊利集团液态奶事业部常温市场部、低温市场部产品经理；2004年9月至2006年12月，任蒙牛集团液态奶事业部产品经理；2006年12月至2008年12月，任上海联恒市场研究有限公司北京分公司研究总监；2008年12月至2016年11月，任北京麦富迪董事、总经理；2016年12月任本公司董事、副总裁至今。
白明存	董事、副总裁	1963年2月出生，本科学历，高级工程师。1996-2014年，先后任山东凤祥集团饲料分公司、山东凤翔乳业、臣诺食品、鸿发食品副总经理；2014年2月至2016年12月，任本公司副总裁；2016年12月任本公司董事、副总裁至今。
寻兆勇	董事、副总裁	1968年10月出生，本科学历。1997-2014年，先后任中科凤祥生物工程、鸿发食品副总经理以及欢派食品总经理；2014年2月至2016年12月，任本公司副总裁；2016年12月任本公司董事、副总裁至今。
刘长稳	董事、副总裁	1976年1月出生，本科学历。2006年9月至2014年1月，历任聊城乖宝宠物用品有限公司生产厂长、总经理；2014年2月至2016年12月，任本公司副总裁；2016年12月任本公司董事、副总裁至今。
陈军	副总裁	1972年1月出生，大专学历。2010年4月至2020年6月，历任本公司财务经理、财务总监，2020年7月至今，担任本公司副总裁。
袁雪	财务总监	1977年10月出生，本科学历。2010年7月至2016年3月，先后担任玛氏食品(中国)有限公司销售财务经理及销售财务总监；2016年4月至2017年2月担任尚品网财务总监；2017年2月至2019年10月，担任兰利科技财务副总裁；2020年7月至今，担任本公司财务总监。
王鹏	董事会秘书	1978年3月出生，本科学历。2003-2017年，先后担任东阿阿胶证券事务经理、证券事务代表；2017年11月至今，担任本公司董事会秘书。

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.3 自有品牌表现突出，主粮占比不断提升

1) 分业务：自有品牌为核心，品牌代理有望发力

自有品牌业务为公司核心业务，成长迅速：2022年公司自有品牌业务实现营收20.46亿元，同比增长53.84%，占公司主营业务收入比例同比+8.60pct至60.55%，成为公司核心业务，2018-2022年，自有品牌业务CAGR达42.57%，在公司战略定位下发展迅速。

OEM/ODM代工业务保持稳健增长，占比有所下滑：2020-2022年公司OEM/ODM代工业务分别实现营收10.11/11.86/11.92亿元，CAGR为8.57%；因公司自有品牌业务扩张迅速，近几年OEM/ODM代工业务营收占比呈下滑趋势，2022年占比降至35.28%。公司代工业务主要客户均分布于海外，22年受益于国内产能提升，境内OEM/ODM增长迅速，代工业务毛利率保持在20%以上。

品牌代理业务正处成长期，未来有望贡献增量：依托股东KKR的优势，公司于2021年成为新西兰品牌K9和Feline Natural的中国总代理，发力高端市场，22年公司品牌代理业务实现营收1.41亿元，毛利率达29.02%。公司品牌代理业务正处成长期，有望在低基数上实现高增，成为公司新的增长点。

表3: 公司营收拆分(按销售模式)

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
按销售模式拆分					
自有品牌	495.28	705.67	993.28	1330.07	2046.14
YoY		42.48%	40.76%	33.91%	53.84%
占比	40.65%	50.40%	49.55%	51.95%	60.55%
毛利率	37.65%	36.14%	39.79%	40.82%	43.84%
OEM/ODM	723.24	694.42	1011.34	1186.13	1192.09
YoY		-3.99%	45.64%	17.28%	0.50%
占比	59.35%	49.60%	50.45%	46.33%	35.28%
毛利率	28.33%	21.49%	26.57%	24.22%	26.85%
品牌代理				43.88	140.93
YoY					221.18%
占比				1.71%	4.17%
毛利率				21.26%	29.02%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2) 分产品: 宠食下游高度景气, 各产品均实现高增

宠物零食: 宠物零食可分为肉干类、咬胶类、饼干类等类别, 以肉干类为主, 可满足宠物增加食欲、健康保健、靓丽毛发等多样性需求。宠物零食市场发展时间较短, 相较主粮市场集中度低, 劳动密集, 我国宠物食品企业多以宠物零食 ODM/OEM 业务起家。2018-2022 年, 公司宠物零食收入从 8.76 亿元增长至 19.54 亿元, CAGR 达 22.20%, 2022 年占主营业务收入比 57.83%, 毛利率 33.51%。

宠物主粮: 宠物主粮为宠物日常生活必需品, 可分为干粮与湿粮。宠物主粮市场成熟, 占据宠物食品中主要市场份额, 同时由于标准化生产、规模效益明显, 主粮具有高使用量、高毛利的特点。2018-2022 年, 公司宠物主粮收入从 3.40 亿元增长至 13.88 亿元, CAGR 为 42.15%, 22 年占主营业务收入比 41.09%, 毛利率 41.92%。随着 21 年以来公司新建主粮生产线产能逐步释放, 公司宠物主粮收入快速增长, 为公司成长带来新的动能。

宠物保健品: 宠物保健品是根据宠物的生理状况等制定的营养调理品, 有利于宠物的健康发育和成长, 同时也可作为辅助治疗、用于患病宠物的恢复。得益于养宠精细化的趋势, 近年来宠物保健品逐步导入中国市场。公司研发的宠物保健品具备补充能量、呵护肠胃、亮泽毛发等效果, 还将冻干肉作为载体与营养素相结合, 提出创新式冻干保健品全新概念。2018-2022 年, 公司宠物保健品及其他收入从 214 万元增长至 3670 万元, CAGR 为 103.46%, 22 年占主营业务收入比 1.09%, 毛利率 58.15%。

表4: 公司营收拆分 (按产品)

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
按产品拆分					
零食	876.29	909.02	1296.16	1629.93	1954.02
YoY		3.73%	42.59%	25.75%	19.88%
占比	71.91%	64.93%	64.66%	63.67%	57.83%
毛利率	28.75%	21.03%	28.25%	29.87%	33.51%
主粮	340.09	483.49	695.51	912.01	1388.44
YoY		42.16%	43.85%	31.13%	52.24%
占比	27.91%	34.53%	34.70%	35.62%	41.09%
毛利率	40.51%	43.08%	41.69%	37.44%	41.92%
保健品和其他	2.14	7.59	12.95	18.14	36.70
YoY		254.35%	70.63%	40.07%	102.34%
占比	0.18%	0.54%	0.65%	0.71%	1.09%
毛利率	76.70%	63.16%	60.47%	61.52%	58.15%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3) 分渠道: 经销为主要渠道, 直销渠道表现亮眼

直销: 增速较快, 毛利率高。2020-2022 年公司自有品牌业务直销渠道实现收入 3.22/4.28/7.50 亿元, CAGR 为 52.54%, 增速表现亮眼; 公司直销渠道扩张迅速, 近几年营收占比呈上升趋势, 2022 年占主营业务收入比为 22.19%, 毛利率 58.59%, 高于其他销售渠道。

经销: 自有品牌业务主要销售渠道。2018-2022 年公司自有品牌业务经销渠道收入从 3.69 亿元增至 10.33 亿元, CAGR 为 29.33%, 增长较为稳健, 在直销渠道快速增长下, 经销渠道收入占比略有下滑, 2022 年占主营业务收入比例为 30.56%, 毛利率 37.66%, 在产品售价提高、原材料价格下降影响下, 22 年经销渠道毛利率有较大幅度提升。

商超: Waggin' Train 海外销售渠道, 收入快速增长。公司于 2021 年收购雀巢普瑞纳旗下美国高端犬用宠食品牌 Waggin's Train, 新增境外商超渠道, 22 年增长迅速, 整体在公司营收占比目前仍相对较低。2022 年公司自有品牌商超渠道实现收入 2.63 亿元, 同比 +194.04%, 毛利率 26.09%, 较 21 年有较大幅度下滑, 主要系美国鲜纯海运运费及港口费用上升导致成本上涨所致。

表5: 公司营收拆分 (按自有品牌销售渠道)

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
按自有品牌销售渠道拆分					
直销	126.14	203.57	322.30	427.52	749.93
YoY		61.39%	58.33%	32.64%	75.42%
占比	10.35%	14.54%	16.08%	16.70%	22.19%
毛利率	54.11%	55.55%	58.76%	58.24%	58.59%
经销	369.14	502.10	670.97	812.97	1032.79
YoY		36.02%	33.63%	21.16%	27.04%
占比	30.29%	35.86%	33.47%	31.76%	30.56%
毛利率	32.02%	28.27%	30.68%	31.60%	37.66%
商超				89.59	263.41
YoY					194.04%
占比				3.50%	7.80%
毛利率				41.27%	26.09%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

4) 分地区：整体上境内占比更高，代工业务主要由境外贡献

境内：随着公司自有品牌规模持续扩大，境内业务成为收入主要来源。2022年公司境内业务收入20.39亿元，占比60.02%，其中自有品牌成功培育贡献主要收入。境内代工业务规模较小，22年受益于国内产能提升实现收入1.58亿元，同比+165.92%，毛利率32.45%，略高于境外代工业务。

境外：代工业务为主，收入占比持续下降。公司境外业务以OEM/ODM模式为主，21年收购Waggin'Train后，海外自有品牌收入快速增长。2022年公司境外业务实现收入13.34亿元，同比+9.33%，占主营业务收入比同比下降8.22pct至39.65%，其中境外ODM/OEM业务贡献收入10.34亿元，占主营业务收入比30.60%，毛利率26.00%。

表6：公司营收拆分（按地域）

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
主营业务收入按地域拆分					
境内	540.48	755.02	1038.99	1334.40	2039.17
YoY		39.69%	37.61%	28.43%	52.82%
占比	44.36%	53.93%	51.83%	52.12%	60.35%
境外	678.04	645.07	965.63	1225.67	1339.99
YoY		-4.86%	49.69%	26.93%	9.33%
占比	55.64%	46.07%	48.17%	47.88%	39.65%
ODM/OEM业务按地域拆分					
境内	45.20	49.35	45.72	59.40	157.97
YoY		9.19%	-7.37%	29.94%	165.92%
占比	3.71%	3.53%	2.28%	2.32%	4.67%
毛利率	31.55%	28.99%	29.60%	32.85%	32.45%
境外	678.04	645.07	965.63	1126.72	1034.12
YoY		-4.86%	49.69%	16.68%	-8.22%
占比	55.64%	46.07%	48.17%	44.01%	30.60%
毛利率	28.11%	20.92%	26.43%	23.77%	26.00%

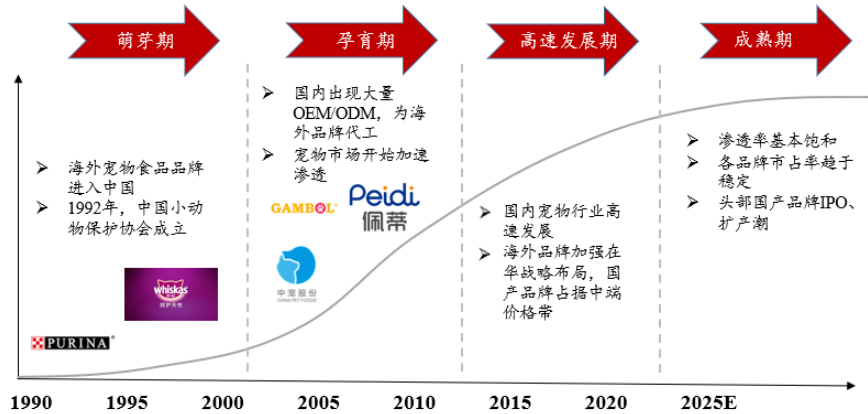
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2 宠食需求高确定性，国内市场量价齐升

2.1 国内市场：行业量价齐升+国产替代驱动优质国产品牌发展

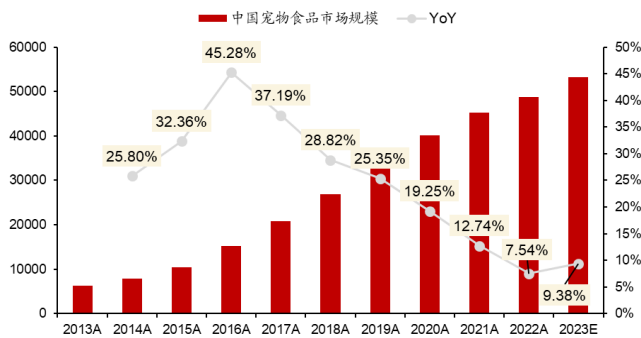
中国宠物行业的发展大致可以分为萌芽期-孕育期-高速发展期-成熟期（未来）四个阶段：2000年前，中国的宠物市场属于萌芽期，海外的宠物文化传入中国，小动物保护协会正式成立；2000-2010年，中国宠物行业加速孕育，出现了大量代工厂，乖宝、中宠、佩蒂均成立在这个时期，主要为海外品牌代工，同时国内宠物市场开始向下渗透；2010年至今，在需求端消费升级的驱动下，国内的宠物行业迎来了高速发展期，海外品牌通过授权代理或直接投资的方式加强在华战略布局，国产品牌也纷纷成立，通过优秀的产品力&渠道力+成本控制能力占据中端市场。2022年中国宠物食品市场规模为487.18亿元，2018-2022年CAGR达16.03%。

图4: 中国宠物行业发展历程



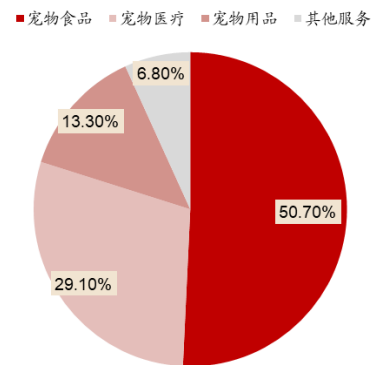
资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图5: 中国宠物食品市场规模 (百万元人民币)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

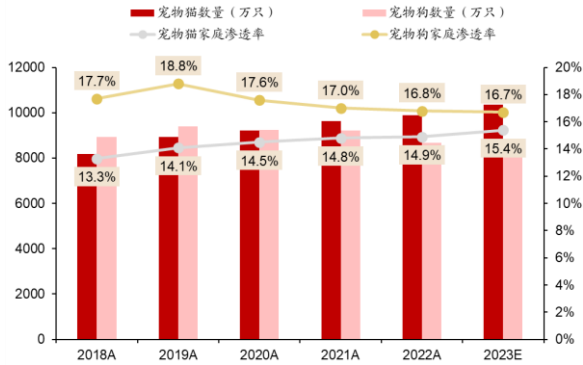
图6: 2022年中国宠物消费结构



资料来源: 《2022年中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

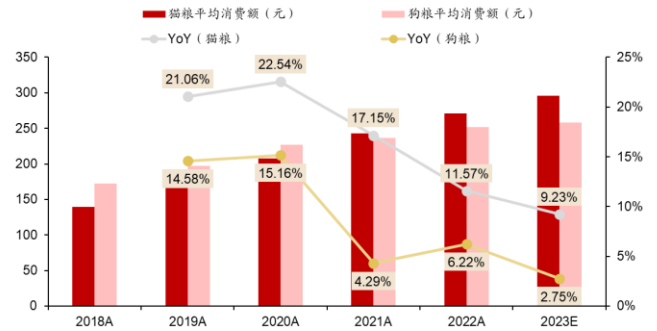
宠物食品量价齐升, 宠均消费贡献主要增量。2022年, 我国宠物猫/狗数量达9896/8672万只, 其中宠物猫数量较2018年大幅增长, 同比+21.15%, 宠物狗数量略有下滑, 较2018年同比-3.02%, 2021年后宠物猫数量超过宠物狗, 或与宠物猫较宠物狗所需养宠空间更少, 对宠物主时间、精力要求更低, 更符合当前国内宠物主生活、工作节奏等所致。根据欧睿数据, 2022年我国宠物猫/狗家庭渗透率为14.9%/16.8%, 较日美等发达国家较低, 未来成长空间广阔。2022年我国猫/狗粮宠均消费额达到271.10/251.37元, 相较2018年的139.82/171.96元均有大幅增长, 其中猫粮平均消费额增长更为迅速, 18-22年CAGR达18.00%, 未来宠食行业在量价双轮驱动下, 具有充沛成长空间。

图7: 中国家庭宠物(猫狗)数量及渗透率稳步提升



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图8: 中国猫/狗粮年度平均消费额



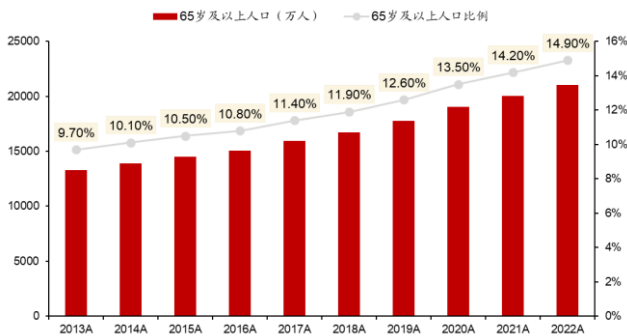
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

未来中国宠物食品市场有望在养宠渗透率提升+宠物食品渗透率提升+宠均消费提升的驱动下继续扩容。

量: 养宠渗透率&宠食渗透率双升

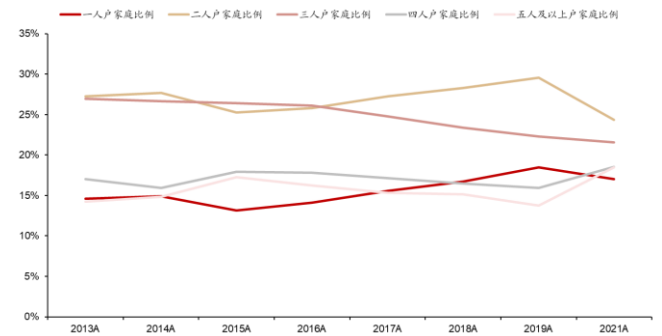
老龄化+少子化推动小家庭趋势, 陪伴需求促进宠物渗透率提升。我国人口老龄化加速, 2000年, 中国65岁及以上人口占比已经达到7%, 根据联合国的标准正式进入老龄化, 2022年占比则达到14.9%; 同时2022年出生率下降至6.77%, 显著低于过往20年水平。在人口老龄化+少子化环境下, 近年来宠物的“陪伴”功能凸显, 根据《中国宠物行业白皮书》, 2018年, 4.8%宠物狗主人养宠的动机是“陪伴老人小孩”, 2021年该比例上升至6.1%。未来伴随人口老龄化持续深化, 基于陪伴诉求的居民养宠意愿会进一步提升, 助力宠物渗透率进一步提升。

图9: 2013-2022年中国65岁及以上人口数量



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

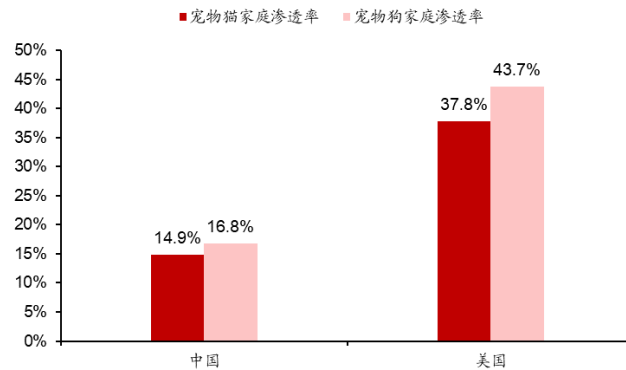
图10: 中国各规模家庭比例



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

养宠渗透率提高, 仍有较大发展空间。2022年中国养猫/狗家庭渗透率为14.9%/16.8%, 较美国37.8%/43.7%仍有较大差距, 未来随着中国经济继续保持稳健增长, 居民对精神层面诉求增加, 预计养宠需求会进一步扩张, 渗透率有望持续增长。

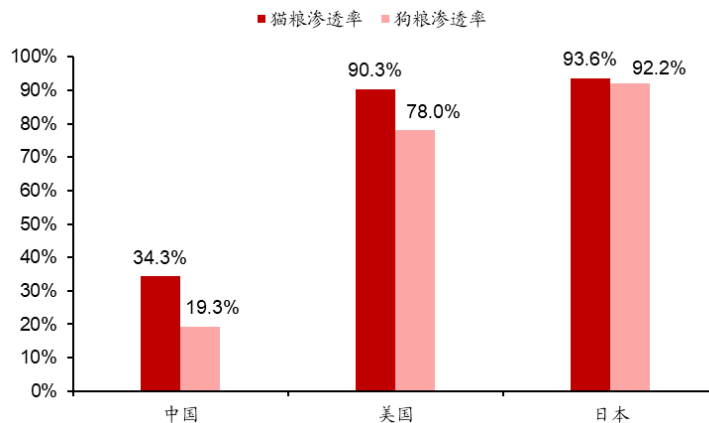
图11: 2022年中国&美国养猫/狗家庭渗透率



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

国内宠食渗透率提升空间高, 有望助推消费额增长。根据欧睿数据, 2022年美国猫/狗粮渗透率为90.3%/78.0%, 日本猫/狗粮渗透率为93.6%/92.2%, 相比美日等成熟的宠物市场, 中国猫/狗粮渗透率明显处于低水平, 22年仅为34.3%/19.3%。未来伴随消费升级、居民养宠观念提升, 越来越多居民会选择把宠物食品从餐桌剩饭切换到营养更加均衡、适口性等方面更加优异的猫粮与狗粮, 基于目前我国宠食渗透率水平较低, 未来预计将拥有较大成长空间。

图12: 2022年中国猫/狗粮渗透率远低于日美水平

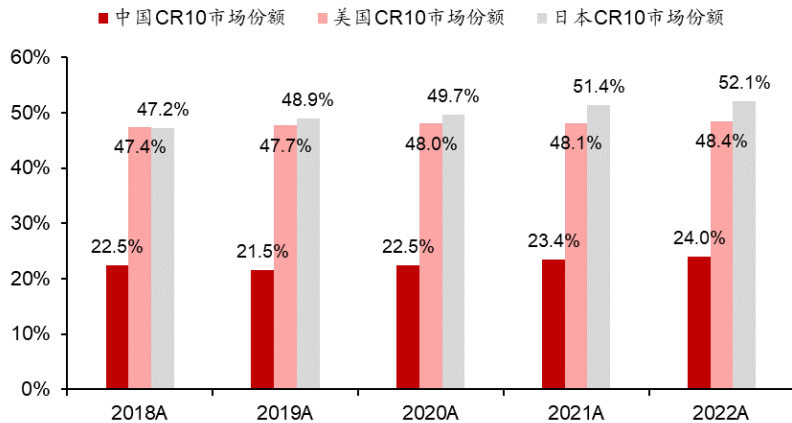


资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

量: 国产替代&行业集中度提升

中国宠物食品市场品牌集中度低, 竞争激烈。2022年中国宠物食品行业品牌CR10仅为24.0%, 明显低于成熟市场水平(美/日2022年CR10分别为48.4%/52.1%), 未来随着国产品牌战略加速落地, 凭借优秀产业链具有较大成本优势的国产品牌将有望实现突围, 预计国产替代&市场集中趋势将进一步持续。

图13: 中美日宠食市场品牌集中度



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

中国宠物食品行业本土品牌市占率仍有提升空间。对标美日等成熟市场, 2022年美国宠食市场 TOP 10 品牌中本土品牌个数为 9, 本土品牌市占率为 45.3%; 日本宠食市场 TOP 10 品牌中本土品牌个数为 5, 市占率为 27.5%; 中国宠食市场 TOP 10 本土品牌数量为 6, 接近成熟市场水平, 但是本土品牌市占率仅有 13.5% (2013 和 2017 年本土品牌市占率分别为 8.0%和 9.7%), 远低于美日成熟市场水平, 主要系国产品牌大多聚焦中低端市场, 产品单价相较海外品牌较低所致。值得关注的是, 国产品牌立足国内、更了解本国宠物的饮食习惯+更强的国内市场运作能力, 伴随电商发展带来宠食销售放量, 优质本土品牌将有望向上突围。我们认为本土品牌市占率仍有提升空间, 看好龙头企业引领国产替代进程。

表7: 2022 年美日中本土品牌数量和市占率情况

排名	中国	日本	美国
1	皇家	Ciao	爱德胜
2	麦富迪	皇家	蓝馥
3	顽皮	Gin No Spoon	宝路
4	伯纳天纯	Hill's Science Diet	珍致
5	冠能	Mon Petit	ONE
6	比瑞吉	Hill's Science Diet	喜跃
7	渴望	伊纳宝	Hill's Science Diet
8	伟嘉	Combo	Hill's Prescription Diet
9	力狼	ONE	皇家
10	奥丁	Grand Deli	爱慕思
本土品牌数量	6	5	9
本土品牌市占率	13.5%	27.5%	45.3%

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所, 灰底为当地本土品牌

中国宠物市场行业公司集中度低, 对比海外成熟市场提升空间广阔。根据欧睿数据, 中国宠物食品行业公司 CR10 2022 年为 29.8%, 而美/日分别为 77.0%/84.6%。海外龙头企业通过持续收并购整合行业品牌, 企业集中度领先品牌集中度。参考日本集中度逐步向美国成熟市场靠近, 我国在本土品牌逐步成长占领市场, 行业红利消退后将复制日本的集中趋势。

政策收紧利于头部企业提升份额。中国近年来从配方标签、准入条件、卫生指标、生产管理、申报要求、添加剂、国家标准、原料等方面对宠物食品行业实现进一步约束与规范，有望改变市场激烈竞争的局面，利于具备优质产能和研发能力的企业提升份额。

表8: 中国宠物食品相关政策

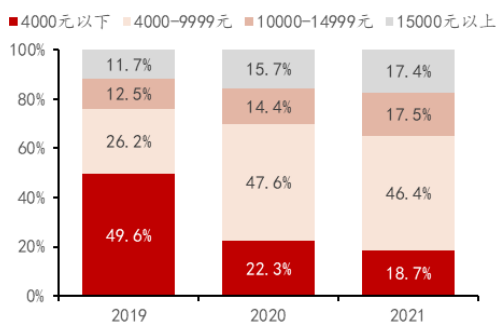
政策名称	相关内容	涉及范围
《宠物饲料标签规定》	(1) 国内生产、销售的宠物饲料产品标签应标示原料组成、产品成分分析保证值、净含量等 (2) 宠物饲料应标示适用动物种类和生命阶段 (3) 声称“XX配方”时，产品中的“XX”饲料原料应当达到产品总量26%以上	标签
《宠物饲料管理办法》	(1) 从事宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料生产的企业需按照《宠物饲料生产企业许可条件》要求办理饲料生产许可证 (2) 进口宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料产品的企业需按规定取得进口登记证	准入条件
《宠物饲料卫生规定》	明确在国内生产、销售的供宠物犬、宠物猫直接食用的宠物饲料产品卫生指标	卫生指标
《宠物饲料生产企业许可条件》	明确各项宠物饲料生产许可条件，加强宠物饲料生产管理，保障宠物饲料质量安全	生产管理
《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》	明确宠物配合饲料生产许可申报材料的许可范围、申报材料格式、申报材料内容要求等	申报要求
《宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求》	明确宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料的许可范围、申报材料格式、申报材料内容要求等	申报要求
《饲料添加剂安全使用规范》(2017年修订)	(1) 饲料企业和养殖者使用饲料添加剂产品时，应严格遵守“在配合饲料或全混合日粮中的最高限量”，不得超量使用饲料添加剂 (2) 在满足动物营养需要、改善饲料品质等预期目标的前提下，应采取积极措施减少饲料添加剂用量	添加剂
《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》	加强进口饲料、饲料添加剂监督管理，保障动物产品质量安全	添加剂
《饲料和饲料添加剂管理条例》(2017年修订)	(1) 饲料、饲料添加剂生产企业应当按照国务院农业行政主管部门的规定和有关标准，对采购的饲料原料、单一饲料、饲料添加剂、药物饲料添加剂、添加剂预混合饲料和用于饲料添加剂生产的原料进行查验或者检验 (2) 禁止生产、经营、使用未取得新饲料、新饲料添加剂证书的新饲料、新饲料添加剂以及禁用的饲料、	添加剂
《饲料添加剂品种目录》	(1) 明确饲料添加剂的品种目录，增加了实际生产中需要且公认安全的部分饲料添加剂品种 (2) 明确了酶制剂和微生物的适用范围	添加剂
《GB/T31216-2014全价宠物食品犬粮》 《GB/T31217-2014全价宠物食品猫粮》 《饲料原料目录》	规定全价宠物食品犬粮的术语和定义、要求、试验方法、检验规则、标签以及包装、运输、贮存和保质期 规定全价宠物食品猫粮的术语和定义、要求、试验方法、检验规则、标签以及包装、运输、贮存和保质期 饲料生产企业所使用的饲料原料均应符合目录规定的品种，并符合目录的要求	国家标准 原料

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

价：宠物主年轻化高收入化，宠均消费额提升

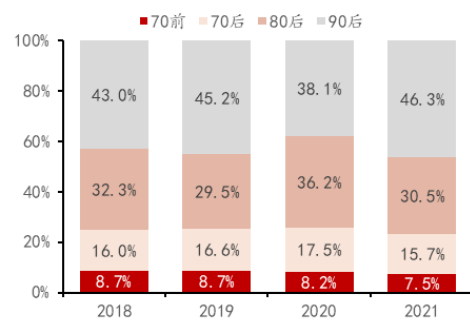
宠物主逐渐向高收入者、年轻人集中。2021年，月收入低于4000元的宠物主占比为18.7%，相比2019年-30.9pct，月收入高于15000元的宠物主占比为17.4%，相比2019年+5.7pct；目前月收入在4000-9999元的宠物主为养宠第一大群体，占比达46.4%，养宠人群月收入水平显著提升。从年龄结构上来看，2021年中国70前、70后、80后、90后宠物主占比分别为7.5%、15.7%、30.5%、46.3%，有3/4以上的宠物主出生在1980年之后，养宠年轻化已成为明显的趋势。

图14: 宠物主逐渐向高收入者集中



资料来源：wind，浙商证券研究所

图15: 宠物主中年轻人居多

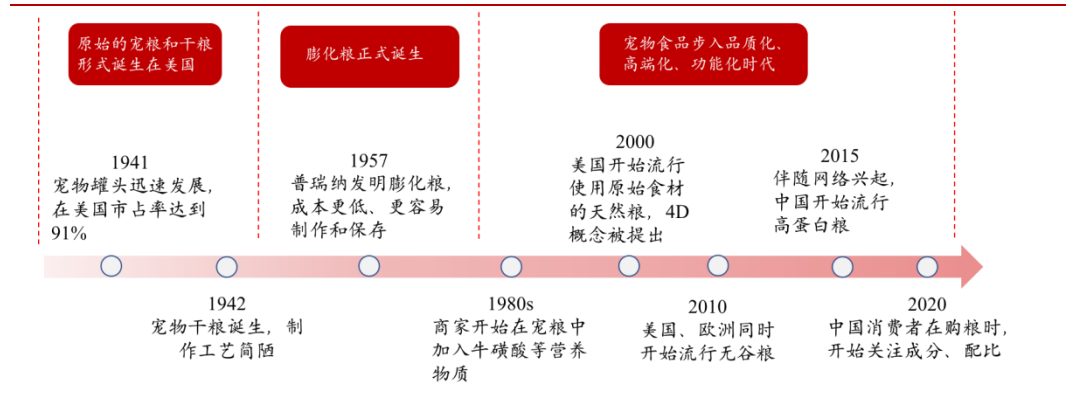


资料来源：wind，浙商证券研究所

宠物主年轻化、高收入化叠加宠食精细化，宠均消费金额提升。膨化粮作为最传统的品类，具备性价比高、不易变质的优点。随着消费升级和宠物的家庭地位提升，消费者偏向于购买营养价值更高的鲜肉无谷粮、冻干粮、湿粮、功能粮等高附加值品类，如乖宝推出的高端系列“弗列加特”、宠物定制粮“DOGSCARE”，均带动整体销售均价提升。2022

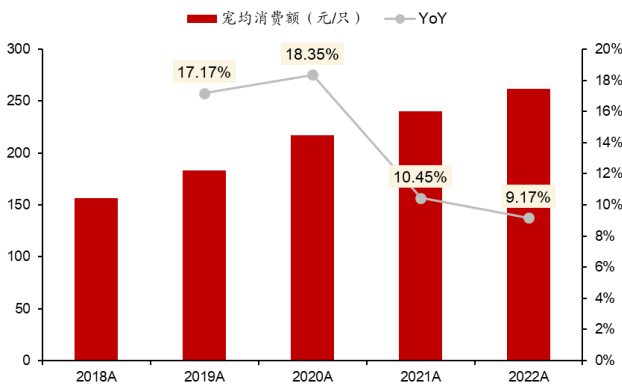
年我国犬猫食品宠均消费额达到 261.89 元，相较 2018 年的 156.62 元增长 67.21%，17-21 年 CAGR 达到 13.72%。

图16: 宠食精细化发展历程



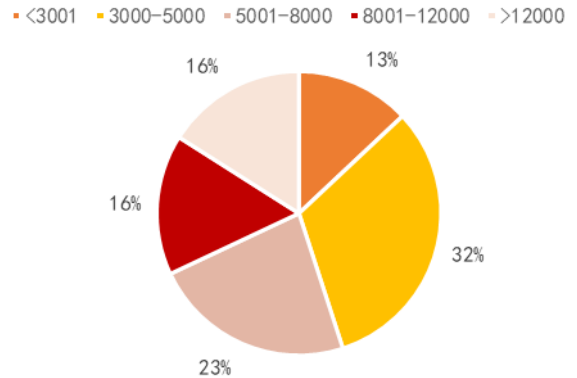
资料来源: Vetspace, 浙商证券研究所

图17: 宠均食品年消费额(犬猫)逐年上升



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图18: 2021 年单只宠物每年平均消费情况

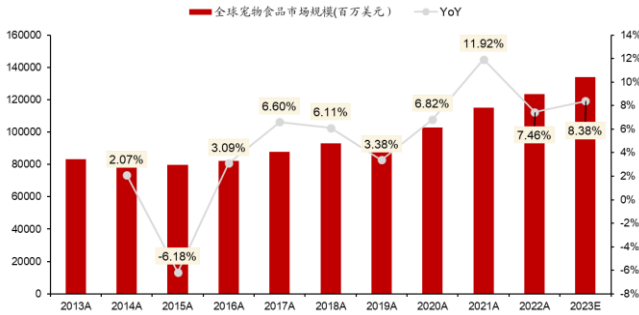


资料来源: 亚宠研究院, 浙商证券研究所

2.2 海外市场: 库存有序去化, 逐步进入补库阶段

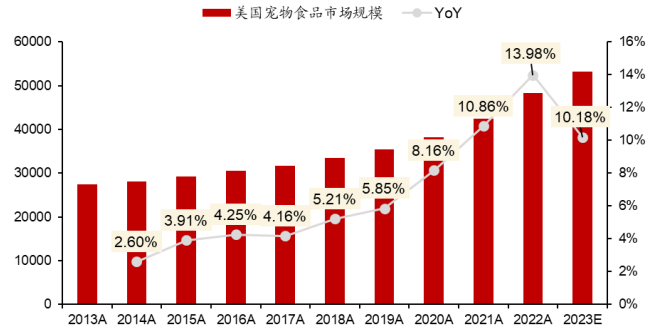
居家场景增加, 宠食行业加速发展。2020 年以来, 全球各地居民居家场景增加, 催生了陪伴需求, 宠物行业增长加速。根据欧睿数据, 从 2013 到 2022 年, 全球宠物食品市场规模从 833.13 亿美元增至 1235.76 亿美元, CAGR 为 4.48%。2020-2022 年全球宠物食品市场规模增速分别为 6.82%/11.92%/7.46%, 增长提速。其中, 发展相对成熟的美国宠物食品市场规模从 2013 年的 274.19 亿美元增加到 2022 年的 483.15 亿美元, CAGR 为 6.50%, 20-22 年增速分别为 8.16%/10.86%/13.98%, 与全球趋势一致, 高于过往水平 (2018/2019 年分别为 5.21%/5.85%)。

图19: 全球宠物食品市场规模 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

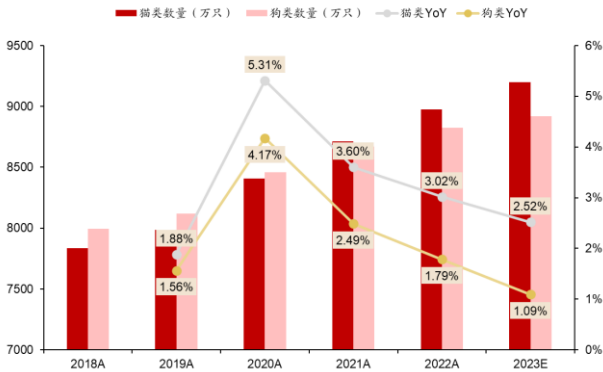
图20: 美国宠物食品市场规模 (百万美元)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

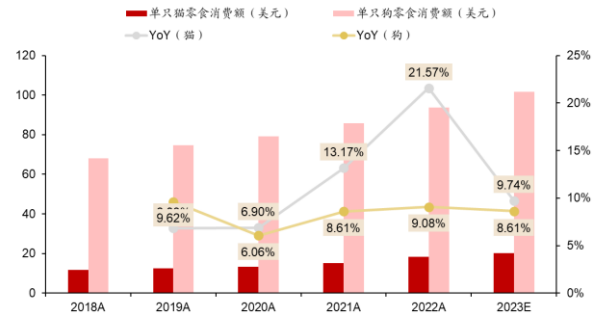
提价成主要驱动, 中期出口需求具韧性。美国宠物数量增速自2020年以来有显著提升, 22年猫/狗数量达8915/8823万只, 较19年同比+12.40%/8.67%。中期看, 宠物数量提升带来的量增需求较为稳定, 而行业高端化趋势延续, 价增或为宠食行业增长提供又一助力。以宠物零食为例, 2022年美国猫、狗宠均零食消费额分别达18.41美元、93.66美元, 同比增长21.57%、9.08%。

图21: 美国猫狗数量及增速情况



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图22: 美国单只猫狗零食平均消费额



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

库存有序去化, 海外宠食龙头率先进入补库阶段。自2022年6月以来, 美国库存周期进入主动去库阶段, 宠食行业亦开始有序去库, 国内宠食出口有所影响。至2023Q1, 美国宠食进入去库尾声, 其中部分宠物行业核心渠道&品牌龙头率先进入补库阶段, 销售额与库存齐增, 整体看龙头成长稳健, 23年增长预期与22年接近, 国内出口至美国宠食规模同比下半年有望迎来扭正, 全年看整体乐观。

1) Chewy: 22FY 实现营收 101 亿美元 (+13.6%), 净利润 0.49 亿美元 (21 年-0.74 亿美元); 23FYQ1 实现营收 27.85 亿美元, 同比+14.67%, 库存 7.31 亿美元, 同比+22.26%; **23 年指引, 预计营收 112~114 亿美元 (+12%-13%)。**

2) PETCO: 22FY 实现营收 60.4 亿美元 (+3.9%), 净利润 0.91 亿美元 (-45%); 23FYQ1 实现营收 15.56 亿美元, 同比+5.41%, 库存 6.68 亿美元, 同比-2.07%; **23 年指引, 预计营收 61.5~62.75 亿美元 (+2%-4%)。**

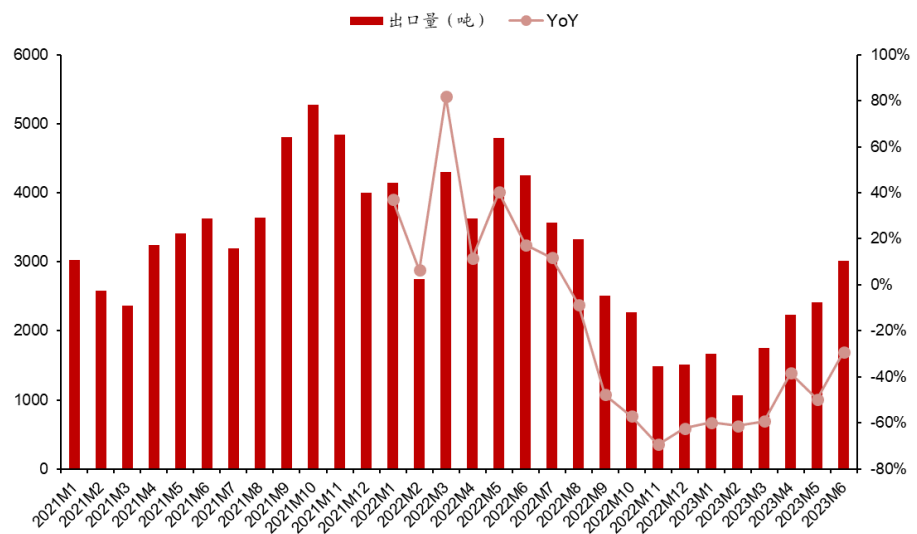
3) Freshpet: 22FY 实现营收 5.95 亿美元 (+39.92%), 净利润-0.59 亿美元 (21 年为-0.38); 23FYQ1 实现营收 1.68 亿美元, 同比+26.75%, 库存 0.66 亿美元, 同比+46.37%; 23 年指引, 预计营收 7.5 亿美元 (+26%)。

表9: 美国宠物龙头业绩与 23 年指引

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23FYE
Chewy	销售 (亿美元)	24.28	24.31	25.32	27.07	27.85
	yoy	13.73%	12.81%	14.46%	13.36%	14.67%
	库存 (亿美元)	5.98	7.08	6.79	6.76	7.31
	yoy	21.86%	39.91%	11.96%	20.54%	22.26%
	季度库销比	0.25	0.29	0.27	0.25	0.26
PETCO	销售 (亿美元)	14.76	14.81	15.01	15.78	15.56
	yoy	4.31%	3.22%	4.02%	4.20%	5.41%
	库存 (亿美元)	6.82	7.23	7.23	6.52	6.68
	yoy	18.68%	15.09%	12.27%	-3.36%	-2.07%
	季度库销比	0.46	0.49	0.48	0.41	0.43
Freshpet	销售 (亿美元)	1.32	1.46	1.51	1.66	1.68
	yoy	41.49%	34.42%	40.66%	43.12%	26.75%
	库存 (亿美元)	0.45	0.61	0.64	0.58	0.66
	yoy	107.61%	146.69%	119.53%	63.86%	46.37%
	季度库销比	0.34	0.42	0.43	0.35	0.40

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 浙商证券研究所

图23: 中国出口美国宠食规模与增长变化



资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

3 强研发支撑爆品模式输出, 强营销支撑品牌力养成

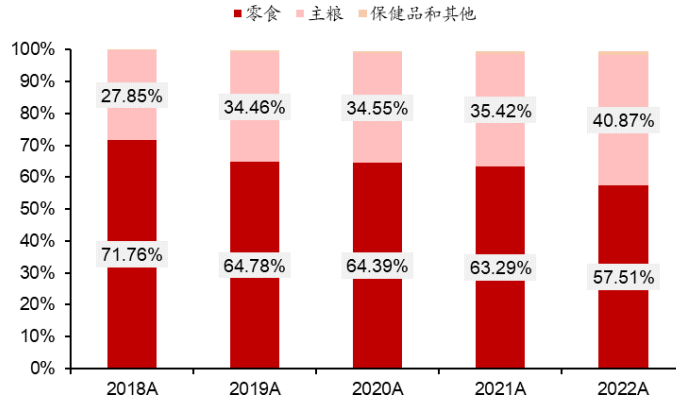
3.1 抢占主粮优质赛道, 产品持续迭代升级

3.1.1 主粮: 价格段全覆盖, 系列丰富, 占比持续提升

乖宝宠物主营宠物犬用和猫用多品类宠物食品, 主要产品包括主粮系列、零食系列、保健品系列。公司早期以 OEM/ODM 代工业务为主, 2013 年起创立自有品牌“麦富迪”开始

布局国内宠物食品市场。随着公司战略聚焦，乖宝主粮营收占比持续提升。主粮具备消费频次高、技术门槛高、品牌价值高、复购率高的特点，对比零食技术门槛低、决策因素多元、复购率低，主粮盈利模式相对较好。近年来乖宝主粮营收占比持续提升，2022 年达 40.87%。

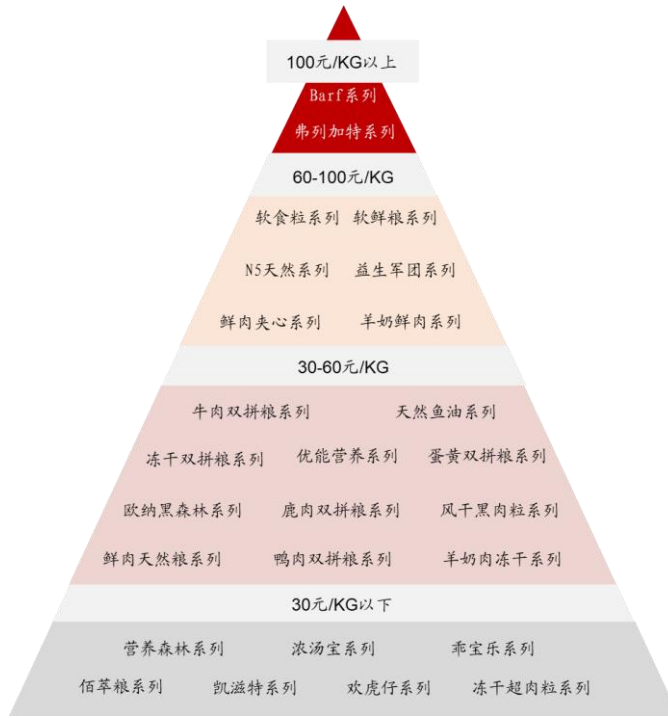
图24：乖宝宠物营收占比情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司主粮产品矩阵丰富，多层次产品系列全方位覆盖各类消费者需求。根据麦富迪天猫旗舰店显示，麦富迪主粮方面拥有牛肉双拼粮、营养森林、益生军团、Barf 霸弗、羊奶鲜肉等系列产品，价格梯队从 20 元/KG 到 100 元/KG 均有覆盖，主要聚焦中高端市场，同时公司还通过推出高端猫粮“弗列加特”系列以及代理新西兰品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”布局国内高端宠物食品市场。在多层次产品梯队下，公司能够快速触达各类消费者需求，强化品牌影响力，实现收入快速增长。根据招股说明书，2018-2022 年，公司自有品牌业务收入从 4.95 亿元增至 20.46 亿元，CAGR 达 42.57%，其中 2022 年同比增速达 53.84%，增长迅速。

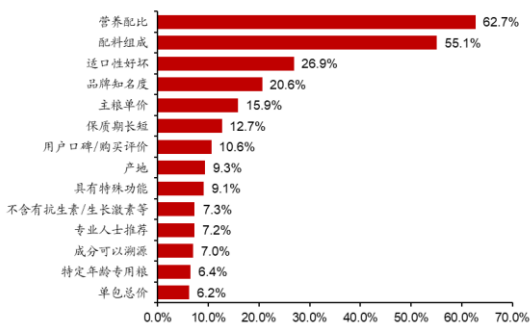
图25: 乖宝宠物产品梯队 (按中枢价格)



资料来源: 天猫, 公司官网, 浙商证券研究所

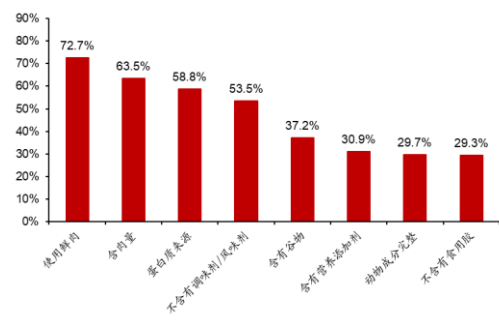
产品定位贴合宠主需求, 新品系列开拓中高端市场。根据《2022年中国宠物行业白皮书》显示, 宠物主在主粮消费决策因素中, 最关注宠食产品营养配比与配料组成, 2022年关注度分别为 62.7%/55.1%, 较 2021 年同比+7.6pct/+8.6pct, 对主粮单价与单包总价关注度显著降低, 22 年关注度为 15.9%/6.2%, 同比-8.7pct/-8.0pct; 而在配料组成的具体关注因素上, 是否使用鲜肉和含肉量成为主要关注点, 2022 年关注度分别为 72.7%和 63.5%。随着当前宠物主获取信息渠道更加广泛, 对宠物健康认知和重视程度逐步加深, 宠主对宠物食品天然、健康、安全等诉求亦在不断提高。

图26: 2022年中国宠物主主粮消费决策因素



资料来源: 《2022年中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

图27: 2022年中国宠物主配料组成关注因素



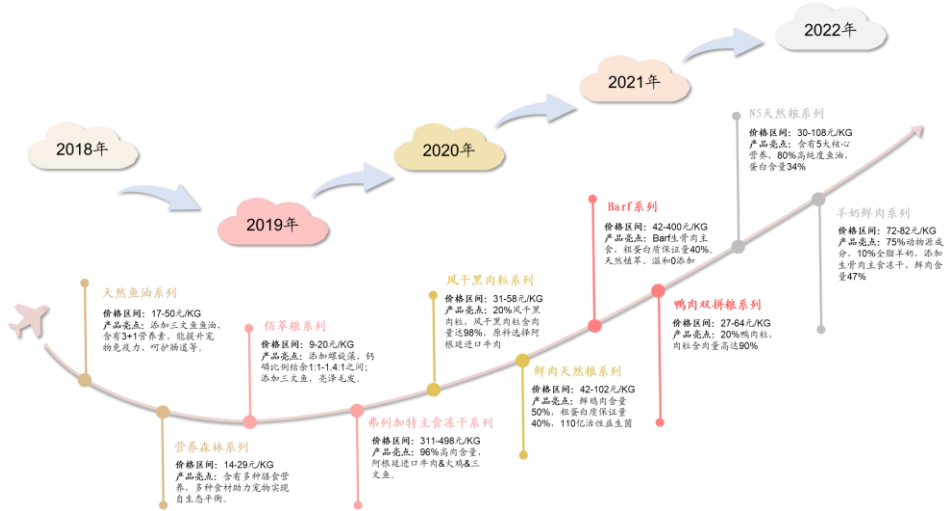
资料来源: 《2022年中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

产品持续升级定位消费者需求, 价格带策略优化助力品牌建设。公司旗下品牌麦富迪早期产品聚焦宠食营养均衡, 通过推出牛肉双拼粮、营养森林、优能营养等系列产品, 打造全价猫粮/狗粮, 为宠物提供全面、均衡、优能营养; 2019年以来公司不断注重宠食配料、配方等提升, 持续升级和推出更加贴合宠物主消费需求的系列产品, 如弗列加特高肉系列、鲜肉天然粮系列、Barf系列、羊奶鲜肉系列等, 不断提高鲜肉比例与含肉量, 并采

用生骨肉、全脂羊乳等升级配方，为宠物提供原料更加新鲜、营养更加丰富、喂养理念更加符合宠物天性的主粮产品，高度契合国内宠物主的关注与需求，为公司品牌打造奠定基础。

价格带方面，17-22年公司完成了低中高三个价格段产品布局，强化品牌力。17-19年公司推出佰萃粮、鱼油等系列实现中低端产品价格带全覆盖，进一步强化品牌影响力，20年公司推出弗列加特系列开始向高端市场拓展，价格带开始上移，此后进一步推出 Barf、羊奶肉系列等，通过将弗列加特系列以旗舰店形式单独运营，公司麦富迪主品牌更加聚焦中高端消费者，各系列产品定位更加准确，以此强化品牌形象，加速品牌建设。

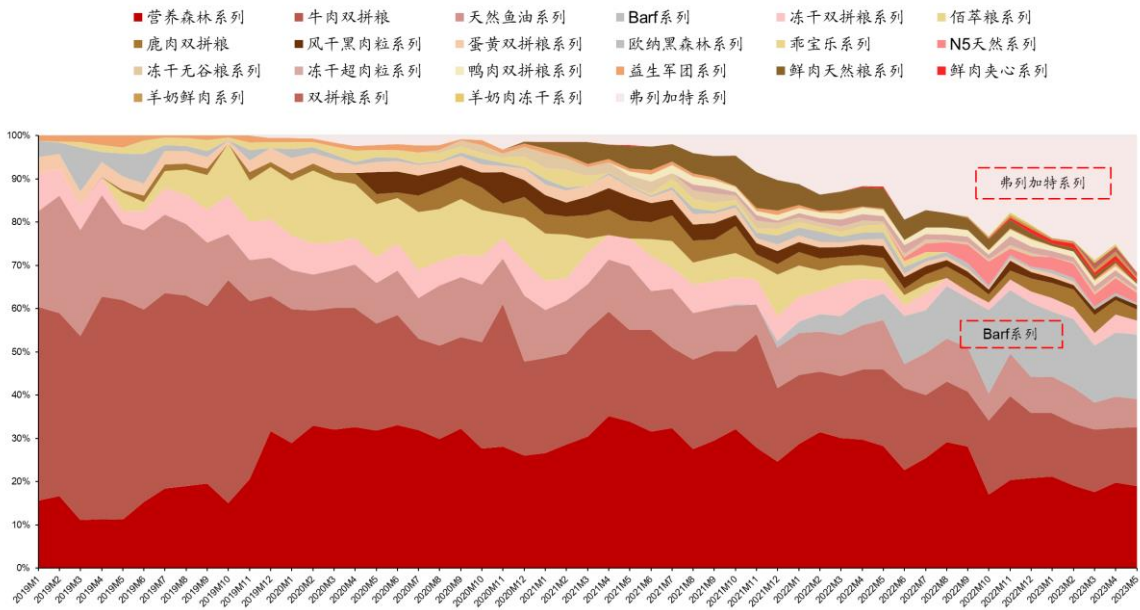
图28：乖宝宠物部分新系列产品推出时间



资料来源：天猫，公司官网，浙商证券研究所

优质新品享受高定价权，公司品牌定位中端向中高端持续迈进。公司新品系列通过提高原料品质、提升宠食配方，打造了较强产品力，以此获得较高定价权，例如公司于2019年以来推出的鲜肉猫粮系列、鲜肉夹心系列等产品单价均在50元/KG以上，而羊奶鲜肉系列、Barf系列、弗列加特主食冻干系列等产品单价更是达到70+元/KG、400+元/KG，与公司早期主要产品系列集中在15-30元/KG相比有较大幅度提高。此外，随着公司弗列加特、Barf等高价产品系列凭借独特的产品理念与产品实力成为宠食爆款，高价系列销售额大幅提升，从而也带动了公司主粮产品均价快速增长。根据久谦数据，在对公司于天猫自营的麦富迪旗舰店、弗列加特旗舰店销售数据进行统计后，数据表明自营店中Barf系列与弗列加特系列产品销售占比在持续提升，2023年5月分别占到自营旗舰店主要产品系列销售额的14.87%与31.63%，成为公司主要销售产品，拉动公司主粮均价提升。根据招股说明书，2022年公司主粮平均销售单价达14.27元/KG，同比+26.84%，单价提升成为公司营收增长的又一重要驱动因素。

图29: 麦富迪&弗列加特天猫旗舰店销售产品系列结构变化



资料来源: 久谦, 天猫, 浙商证券研究所

表10: 公司各系列产品销售价格区间 (元/KG)

时间	产品系列	价格区间
2019年以前	牛肉双拼粮	15-46
	天然鱼油系列	17-50
	营养森林系列	14-29
	冻干双拼粮系列	20-58
	优能营养系列	37-57
	蛋黄双拼粮系列	22-45
	欧纳黑森林系列	17-60
	软食粒系列	48-74
2019年	益生军团系列	34-87
	浓汤宝系列	19-26
	乖宝乐系列	13-20
	鹿肉双拼粮	20-50
	佰萃粮系列	9-20
2020年	鲜软粮系列	58-74
	凯滋特系列	13-30
	弗列加特主食冻干系列	311-498
2021年	鲜肉天然粮系列	42-102
	风干黑肉粒系列	31-58
2022年	欢虎仔	12-40
	鸭肉双拼粮系列	27-64
	鲜肉夹心系列	36-86
	冻干超肉粒系列	23-33
2023年	Barf系列	42-400
	N5天然系列	30-108
	羊奶鲜肉系列	72-82
	羊奶肉冻干系列	43-64

资料来源: 久谦, 天猫, 浙商证券研究所

差异化产品+高性价比优势, 打造爆品策略, 实现品牌突围。中国宠食市场国内外品牌众多, 市场竞争激烈, 爆品策略能够有效帮助品牌知名度提升, 从而助力品牌实现突围。乖宝宠物研发投入位于行业领先水平, 公司研发能力突出、工艺技术储备丰富, 同时公司对消费者需求把握度高, 能够有效定位差异化赛道, 为爆品打造奠定基础, 例如2015年公司开发并推出牛肉双拼粮产品, 开创了宠物食品全新细分品类, 凭借差异化产品类型以及优质产品力, 牛肉双拼粮顺利切入宠食市场并取得高速增长, 大幅提高麦富迪品牌知名度, 助力公司自有品牌业务快速发展。

3.1.2 零食：主食化趋势显著，强化品牌粘性

零食研发门槛、用户粘性较低，公司持续推动产品结构优化。公司以零食 ODM 起家，在零食品类中具研发&生产优势。但零食技术壁垒与研发难度低，难以实现差异化，且非日常必需品，用户在不同品牌间切换门槛较低，为了避免宠物厌倦亦有持续更换零食产品的需求。而主粮品类由于对营养配方要求更高，因此研发壁垒相对更强，且通常具有高粘性，用户切换成本较高，单用户全生命周期贡献价值远超零食。由此公司持续推进零食产品线向主粮升级，优化产品结构，以优势零食品类吸引用户，进一步引导向高粘性升级款主食类产品转化，实现单一用户在麦富迪产品体系中的持续留存与消费。

随着自主产能投产，公司研发实力提升，目前已经完成了罐头、猫条、冻干零食的主食化升级。未来依靠对前沿用户需求的精准把控有望持续丰富、更迭产品线，最终支撑品牌长期持续成长。

图30：麦富迪零食产品升级迭代过程

年份	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
零食罐头-主食罐头						
产品名称	猫味恋浓汁型猫罐-金枪鱼口味-壹食罐(0谷物)			麦富迪鲜炖小蓝罐-金枪鱼配方-壹食罐(上等鲜肉、完整肉块、0谷物、0添加)	麦富迪鲜肉主叁食罐-三文鱼配方-barf系列	弗列加特-PMR*高肉主叁食罐-阿根廷牛肉
主要配料	金枪鱼			金枪鱼、水	鲜鸡肉45%、三文鱼30%、冻带骨鸡肉10%	冻牛肉82%、冻带骨牛肉6%、含血内脏10%
营养保证	粗蛋白12%、粗脂肪0.2%			粗蛋白15%、粗脂肪0.1%	粗蛋白13%、粗脂肪5%、钙0.25%、磷0.22%	粗蛋白61%、粗脂肪22%、钙1.14%、牛磺酸0.9%
价格	68元/千克			114元/千克	87元/千克	211元/千克
图例						
零食猫条-主食猫条						
产品名称		泰国进口猫条-三文鱼口味(零食猫条)			麦富迪羊奶肉酱猫条(0谷物、0胶质、0淀粉、不添加水)-臻鲜鸡肉配方(零食猫条)	弗列加特-全价高肉高抗氧主叁食猫条-鲜鸡肉+羊乳-幼猫专用(0胶、0诱食剂)
主要配料		三文鱼70%、水、卡拉胶			鲜鸡肉、全脂羊乳、三文鱼油、牛磺酸、益生元	鲜鸡肉70%、冻带骨鸡腿肉12%、全脂羊乳10%、冻鸡心
营养保证		粗蛋白6%、粗脂肪0.5%			粗蛋白11%、粗脂肪0.5%	粗蛋白58%、粗脂肪18%、钙1%
价格		142元/千克			214元/千克	280元/千克
图例						
零食冻干-主食冻干						
产品名称		猫用冻干多春鱼壹食		猫用冻干生骨肉(barf)壹食-三文鱼味(0谷物)		全价猫用barf生骨肉主叁食冻干-鲜鸡肉配方 弗列加特-全价FPMR生骨肉主叁食冻干猫粮-鸡肉味
主要配料		多春鱼		三文鱼、鲜鸡肉、鲜带骨鸡腿肉		鲜鸡肉75%、冻带骨鸡腿肉8%、冻鸡肝5%、冻鸡心4%
营养保证		粗蛋白65%、粗脂肪8%		粗蛋白70%、粗脂肪3%		鲜鸡肉82%、冻带骨鸡肉6%、冻含血内脏10%
价格		640元/千克		600元/千克		640元/千克
图例						

资料来源：天猫，浙商证券研究所

3.1.3 研发力支撑产品迭代与爆品输出

公司制造能力较强、供应链优势显著，通过不断强化性价比优势，帮助麦富迪持续开拓宠物食品各赛道市场。例如对比“冻干双拼全价猫粮”赛道下麦富迪与其他品牌相应产品，“麦富迪冻干双拼全价全期猫粮”单价 31.24 元/KG，较玫斯、诚实一口相对更低；原料组成方面，麦富迪产品鲜鸡肉含量达 35%，鲜肉含量优势显著；营养成分方面，三者在粗蛋白质、粗脂肪等含量保证值均较为接近，因此整体综合看麦富迪性价比优势突出。在差异化产品与性价比优势下，公司爆品逻辑通畅，自 2015 年以来先后推出牛肉双拼粮、弗列加特、Barf 系列等重磅产品，帮助公司自有品牌业务快速发展。

表11：冻干粮产品对比

产品名称	麦富迪冻干双拼成猫粮	玫斯无谷双拼冻干全价猫粮	诚实一口 ProRD 布偶猫全价无谷冻干双拼猫粮
品牌	麦富迪	METZ 玫斯	诚实一口
单价	31.24 元/KG	66.43 元/KG	77.04 元/KG
主要特点	20% 鲜肉冻干颗粒、添加果寡糖	80% 动物蛋白、添加螺旋藻、无谷配方	布偶猫专用、呵护肠胃
主要原料组成	鲜鸡肉 35%、鸡肉粉、大米、玉米、鸡油、三文鱼 5%、小麦、豆粕	冷冻鸡肉 28%、马铃薯粉、冷冻鸭肉 18%、鸡肉粉 15%、冷冻鸡肝 5%、银鱼 4%	冻鸡肉 30%、鸡肉粉 15%、鳕鱼 10%、三文鱼 6%、鲱鱼粉 5%、三文鱼油 3%
主要营养成分	粗蛋白质 ≥ 34.00%	粗蛋白质 ≥ 34.00%	粗蛋白质 ≥ 36.00%
	粗脂肪 ≥ 14.00%	粗脂肪 ≥ 15.00%	粗脂肪 ≥ 14.00%
	钙 ≥ 1.00%	钙 ≥ 1.00%	钙 ≥ 1.20%
	总磷 ≥ 0.80%	总磷 ≥ 0.80%	总磷 ≥ 1.00%
	牛磺酸 ≥ 0.15%	牛磺酸 ≥ 0.2%	牛磺酸 ≥ 0.30%

资料来源：天猫，浙商证券研究所

天然食材产地直供，优质原料稳定供应。乖宝选用全球九大优质食材产地直供，包括中国白羽鸡、新西兰鹿肉、阿根廷牛肉、俄罗斯三文鱼等，致力于提升产品品质，铸造了“麦富迪”、“弗列加特”优秀的口碑。

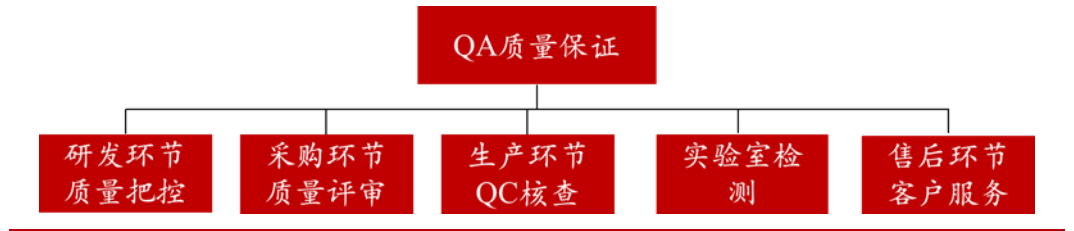
图31：乖宝宠物选用全球九大优质食材产地直供



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

内设品控部门，产研全程监督。乖宝拥有一套完整的质控体系，在研发阶段，品控部严格把控原材料和工艺，确保产品设计方案符合国家标准和行业质量标准；在采购阶段，品控部参与供应商评审和原材料验收，从源头上把控安全性；在生产阶段，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，监装人员负责监督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，负责完整的产品生产和销售流程。

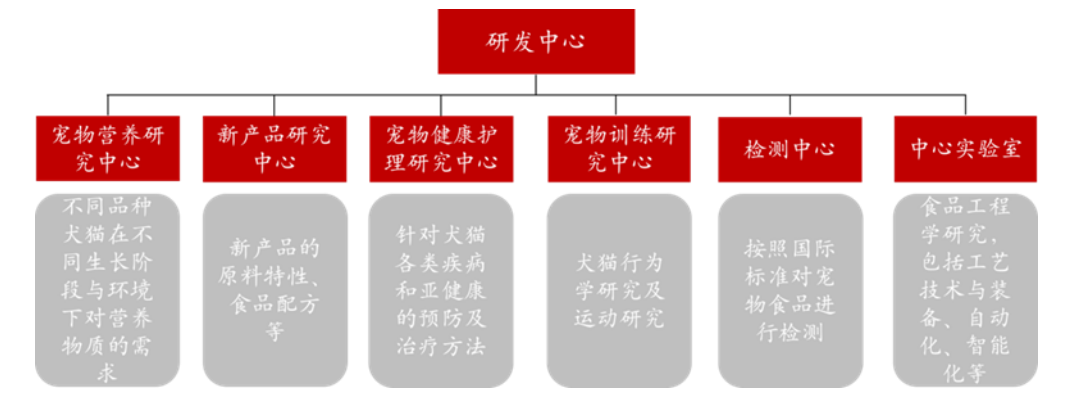
图32: 乖宝宠物质控体系



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

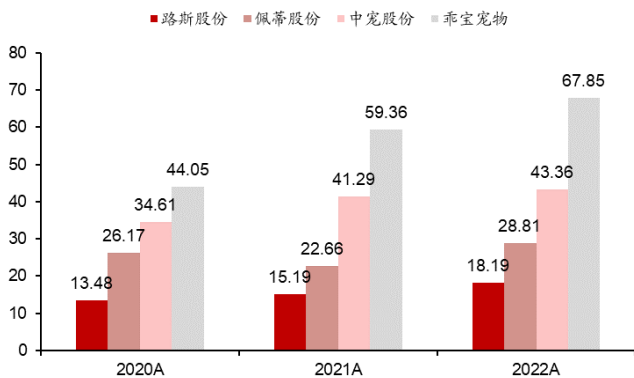
研发中心架构完备, 研发费用率居前列。乖宝研发中心由6大部门组成, 分别覆盖宠物营养需求研究、新产品研发、疾病防治、行为训练、国际标准检测及工程学研究6个方向, 组织架构完备, 覆盖广泛。2022年, 公司研发投入达6785万元, 大幅高于可比公司; 研发费用率2.00%, 同样高于行业内重要上市公司佩蒂股份与中宠股份, 位于业内前列。

图33: 乖宝研发中心架构



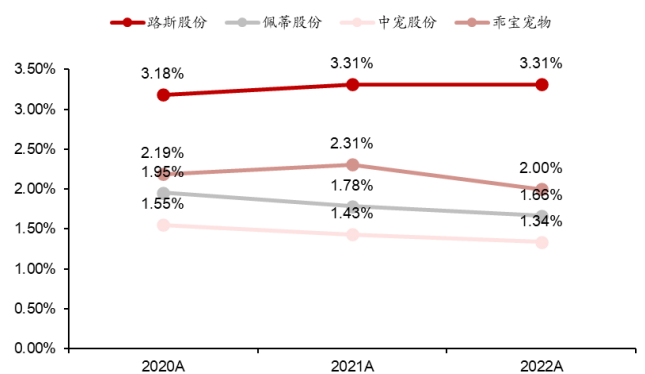
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图34: 可比公司研发费用支出(百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图35: 可比公司研发费用率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

研发能力领先, 技术储备充足。乖宝具有国内领先的研发创新能力, 持续推出引领国产宠粮发展方向的创新产品。当下乖宝宠物在研项目的研发方向为烘焙粮、减脂粮、生骨

肉双拼粮，关注维生素、磷虾粉等营养元素的添加，更加注重宠物的消化吸收率、肠道健康。

表12: 乖宝宠物核心技术梳理

技术	内容
鲜肉瞬时高温乳化和添加技术	引进美国进口温格双螺杆膨化设备及工艺创新，使鲜肉添加量达70%，大大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	在制备畜皮和洁齿骨制品时，提升适口性、耐口性、硬度、韧性
热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术	防止营养物质流失；降低肉类原料破损率；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	最大限度保留热敏营养物质
EAS鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	降低消化道压力，提升蛋白吸收率和生物利用率，降低过敏风险
宠物主食湿粮食品质量、工艺及装备控制技术	通过真空滚揉工艺，科学配比成分、科学灭菌，不添加/少添加胶质和植物成分
高温蒸煮类仿真宠物食品生产技术	真空斩拌工艺，使肉蛋白与水更好地乳化、受热更均匀；监控产品中心温度，稳定产品质量；烘烤烙印，使肉类产生芳香物质
多层次保健功能宠物食品生产技术	降低肠道敏感度
动物蛋白混合植物衍生物成型技术	使各种物质有机融合，加工性能优
功能宠物粮生产技术	利用天然植物纤维和HAP获得多孔多层次特殊结构，让宠物在持续咀嚼中产生机械摩擦力、清洁牙齿；采用冷喷涂技术添加益生菌
多糖改善高水分宠物食品状态技术	使物料结构均匀
真空冷冻干燥宠物食品生产技术	利用升华原理，在低温真空条件下高效脱水，不会在物料表面因沉积盐类而形成硬质薄皮；最大限度保留原材料的结构和营养成分，吸水易恢复原状，营养不会流失

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表13: 乖宝宠物在研项目梳理

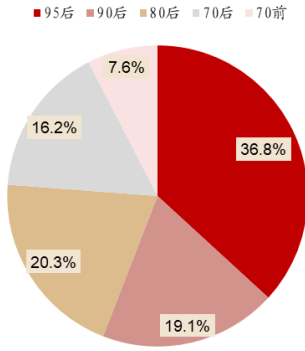
项目名称	方向指引
仿肌肉纤维在宠物食品中的研究开发	减少对畜禽肉蛋白的依赖
高温热改性影响宠物食品质地的研究	提高消化率
天然胶原蛋白纤维在宠物食品中的研究应用	提高耐咬性、消化性、适口性
减能量宠物食品的研究开发	降低产品热量值，控制体重
昆虫蛋白在宠物主粮中的研究应用	提高适口性、消化率
酵母及其衍生产产品在宠物主粮中的应用研究	增强肠道粘膜的免疫功能，提高犬猫肠道健康
一种冻干生骨肉双拼粮的开发应用	生骨肉双拼粮产品
一种低温烘焙粮的开发应用	生产烘焙粮
低温烘焙宠物粮工艺配方研发及关键技术研究	
富含天然维生素的食材在宠物零食中的研究应用	将富含天然维生素的水果和蔬菜添加到宠物食品中
磷虾粉在宠物主粮中的应用研究	磷虾粉富含氨基酸、天然抗氧化剂，营养价值高；优化 omega-6、omega-3 比例

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2 营销：精准定位消费群体，品牌+渠道双轮驱动

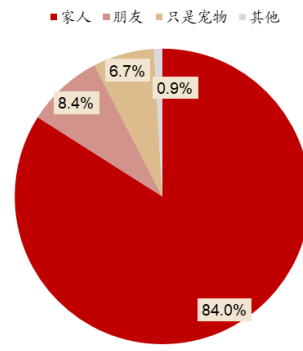
精准定位消费人群，营销持续投入实现品牌推广。根据《2022年中国宠物行业白皮书》显示，目前中国宠物主人群年轻化趋势显著，2022年宠物主中95后群体占比达36.8%，同时宠物主将宠物视作“家人”情况普遍，占比达84.0%，宠物主与宠物间亲密程度较高；渠道方面，宠物主对线上渠道购买主粮偏好度较高，2022年偏好水平达82.5%，购买主粮直播平台则是偏好抖音与淘宝，22年偏好水平分别为66.0%/65.2%。基于宠食消费人群特征，乖宝宠物通过品牌推广+渠道推广两种模式，在营销端大力投入来实现品牌宣传。2022年，公司产生业务宣传费用2.59亿元，同比+49.21%。

图36: 2022年中国宠物主年龄分布



资料来源:《2022年中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

图37: 2022年中国宠物主养宠角色认知



资料来源:《2022年中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

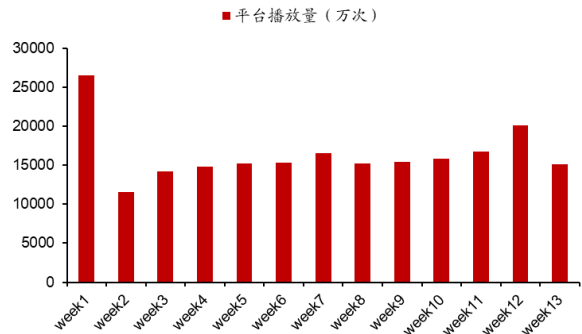
品牌推广方面, 公司探索了综艺赞助、品牌代言、影视植入等多种形式, 其中综艺赞助是费用支出的主要部分。2019年以来, 公司先后赞助了《向往的生活 3/4》、《忘不了餐厅》、《朋友请听好》、《你好生活》等节目, 风格以温馨、陪伴、轻松的慢综艺为主, 观众人群相对年轻, 较高程度契合宠物主画像, 贴合宠物与人相处情景, 品牌营销精准度高, 而伴随着节目播出的庞大流量, 公司也得以实现品牌知名度提升, 加速品牌推广。以《向往的生活》为例, 公司分别于2019、2020年赞助了节目第三、第四季, 根据猫眼专业版数据显示, 《向往的生活 3/4》单日最高平台播放量分别为 7030.6/6708.0 万次, 截至 2023 年 7 月 8 日, 平台累计播放量分别达 23.08/22.80 亿次, 品牌曝光程度较高, 助力公司自有品牌麦富迪与弗列加特实现快速发展。

图38: 麦富迪 x 《向往的生活 3》



资料来源: 麦富迪官网, 浙商证券研究所

图39: 《向往的生活 3》平台播放量



资料来源: 猫眼专业版, 浙商证券研究所

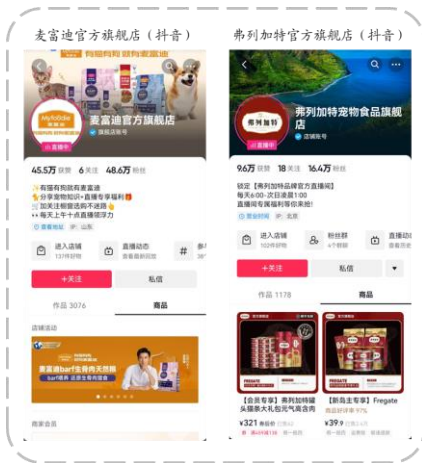
表14: 公司部分品牌推广项目

项目名称	时间	推广形式	推广产品
《忘不了餐厅》	2019	综艺赞助	冻干双拼粮
《向往的生活3》	2019	综艺赞助	牛肉双拼粮、鹿肉双拼粮
《加油，你是最棒的》	2019	影视植入	牛肉双拼粮、冻干双拼粮系列
《向往的生活4》	2020	综艺赞助	牛肉双拼粮、风干黑肉粒系列、弗列加特鲜肉系列
《上新了故宫》	2020	综艺赞助	弗列加特鲜肉系列、弗列加特主食冻干系列
《中国好声音》	2020	综艺赞助	弗列加特鲜肉系列
《三十而已》	2020	影视植入	弗列加特鲜肉系列、冻干双拼粮系列
《朋友请听好》	2020	综艺赞助	弗列加特鲜肉系列
双11广告投放	2020	效果广告	
《2%的爱》	2020	综艺赞助	
《奋斗吧！主播》	2020	综艺赞助	
谢霆锋代言	2020-2021	品牌代言	鲜肉天然粮系列
《你好生活》	2021	综艺赞助	牛肉双拼粮、鲜肉猫粮系列、风干黑肉粒系列
《家有恶猫》	2021	综艺赞助、内容制作	鲜肉天然粮系列、弗列加特鲜肉系列、弗列加特主食冻干系列

资料来源：招股说明书，久谦，浙商证券研究所

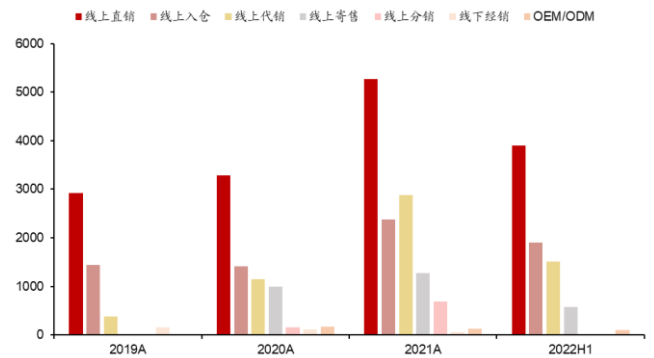
渠道推广方面，由于我国宠物食品消费以线上渠道为主，同时宠物主对主粮购买渠道偏好度较高，因此公司渠道推广主要以线上平台为主，2021年，公司线上平台推广费用1.25亿元，占营业收入比例达4.95%。公司线上渠道推广投入主要用于站内直投引流，帮助公司线上各渠道店铺获得较大曝光与流量，从而提高公司品牌知名度，促进公司自有品牌业务快速发展。另外，根据《2022年中国宠物行业白皮书》，短视频平台是目前宠物主偏好度最高的媒体方式，公司根据消费者习惯变化进行了渠道相应布局，2021年10月公司在抖音开设麦富迪及弗列加特品牌自营店，抖音渠道业务实现快速增长，根据久谦数据，2022年公司于抖音开设的麦富迪官方旗舰店和弗列加特宠物食品旗舰店分别实现收入9165/2025万元，未来随着公司在抖音渠道进一步加大投入与深耕，预计将为公司业务增长带来较大贡献。

图40: 公司抖音自营店



资料来源：抖音，浙商证券研究所

图41: 2019-2022H1 乖宝宠物渠道推广费用（万元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.3 爆品：研发开拓空白市场，验证+升级策略提高爆品成功率

公司作为宠食行业龙头企业，研发投入持续位于行业领先水平，工艺技术储备丰富，具有坚实的爆品打造基础，如2015年以来公司推出牛肉双拼粮、天然鱼油粮、羊奶鲜肉粮等产品均是开拓宠食行业新的细分品类赛道，通过产品差异化定位实现爆品打造。此外，公司爆品开发路径完整，通过麦富迪体内先行推出系列产品进行市场验证，随后再将市场

表现较好的系列产品进行升级，并以全新系列类型进行推广与发展，以此能够提高爆品打造成功率并降低相关费用支出。例如公司早期在麦富迪品牌下曾推出鲜肉粮系列产品，随着市场验证反馈较为良好，公司将鲜肉类猫粮进行升级，推出弗列加特系列产品，主打鲜肉粮、高肉粮赛道，同时结合营销端大力投入，成功引爆弗列加特系列产品销售，带动公司快速发展。在研发开拓蓝海赛道以及完整爆品开发路径支撑下，公司爆品逻辑通畅，未来有望帮助公司进一步提升自有品牌影响力，不断开拓新的消费群体。

1) 双拼粮系列

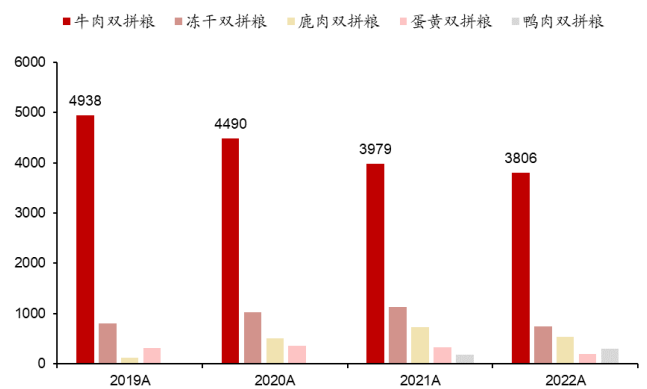
牛肉双拼粮开拓全新系列，差异化定位实现爆品打造。公司于2015年开发牛肉双拼粮系列产品，开创宠物食品全新细分品类。公司牛肉双拼粮将牛肉粒与干粮混合，其中牛肉粒含量达20%，肉粒含肉量高达90%，同时产品富含10种氨基酸营养，能够在改善宠物挑嘴问题的同时实现宠物肌肉增长、呵护皮肤与肠胃，产品单价位于15-46元/KG，主要定位中端市场。牛肉双拼粮通过开拓全新赛道实现差异化定位，成功引爆市场，成为公司核心品类，是公司早期发展最重要的支撑产品。根据久谦数据，早在2019年麦富迪旗舰店（天猫）牛肉双拼粮产品便已实现收入4937.79万元，占该旗舰店全年销售总额41.23%，牛肉双拼粮成为爆品帮助麦富迪品牌推广与建立奠定了重要基础。此外，公司立足于牛肉双拼粮这一优势品类，在双拼粮赛道上持续深耕，继牛肉双拼粮后又陆续推出冻干双拼粮、鹿肉双拼粮、蛋黄双拼粮、鸭肉双拼粮等系列产品，通过以点带面实现快速发展。

图42：牛肉双拼粮营销广告



资料来源：天猫，公司官网，浙商证券研究所

图43：2019-2022年公司双拼粮系列产品销售额（万元）



资料来源：久谦数据，天猫，浙商证券研究所

2) 天然鱼油系列

切入蓝海市场实现爆品打造，系列升级持续增强产品力。公司于2017年推出添加鱼油的系列猫粮产品，在此之前国内较少有品牌涉足该赛道，消费者主要通过营养剂方式为宠物猫喂养鱼油以补充Omega-3等营养元素，因此麦富迪通过推出鱼油系列产品，在早期便切入该蓝海赛道，具有显著先发优势。麦富迪天然鱼油猫粮产品富含牛磺酸、绿茶提取物、维生素E、维生素C等“3+1”营养素，能够帮助宠物猫提升自身免疫力，同时还能呵护宠物肠道与夜视能力，助力骨骼成长，产品整体营养均衡全面，高度契合消费者需求，因此鱼油系列产品自2018年一经推出便成为爆品。根据久谦数据，在天然鱼油粮系列推出仅2年时间，2019年麦富迪旗舰店（天猫）天然鱼油系列产品便已实现收入1708.31万元，占旗舰店总收入14.26%，与牛肉双拼粮一起带动公司品牌快速发展。此外，在天然鱼油猫

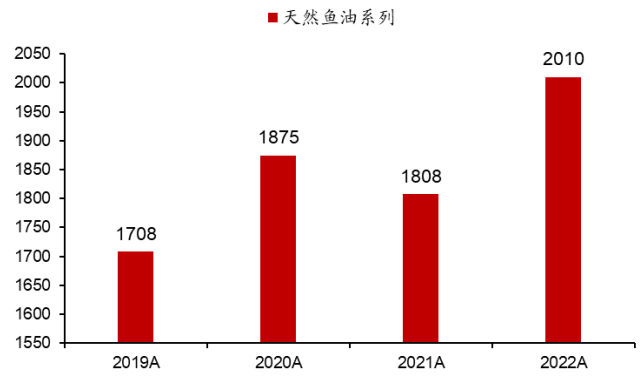
粮销售良好基础上，公司进一步升级该系列产品推出 N5 天然粮，该产品通过添加包括 80% 高纯度鱼油在内的 5 大核心营养，能够有效解决宠物皮肤干燥、脱毛等问题，未来随着宠主养宠素质越来越高，对宠粮营养要求预计也将逐步提高，麦富迪旗下天然鱼油猫粮、N5 天然粮等系列产品高度契合消费者需求，未来有望快速成长实现进一步增长。

图44：天然鱼油系列产品特点



资料来源：天猫，公司官网，浙商证券研究所

图45：2019-2022 年公司天然鱼油系列产品销售额（万元）



资料来源：久谦数据，天猫，浙商证券研究所

3) 弗列加特系列

鲜肉粮系列再升级，聚焦用户需求+高性价比+精准营销，成功打造爆品系列。公司较早切入鲜肉粮赛道，2019 年开始进行鲜肉粮系列升级，提升产品竞争优势。根据久谦数据，2017-2018 年麦富迪旗舰店（天猫）鲜肉粮产品实现收入 116.2/162.4 万元，自 2019 年 6 月开始，鲜肉粮产品逐步升级为鲜软粮、鲜肉天然粮系列，产品含肉量达 60%。随着消费者对宠食营养配比、鲜肉含量等因素关注逐渐提高，**2019 年 12 月，公司进一步推出弗列加特系列产品，再次提升产品含肉量与鲜肉占比，精准定位消费者需求，为爆品打造奠定基础。**如公司推出的弗列加特主食冻干猫粮，产品拥有 98% 高肉含量，主要原料中鲜肉占比达 82%，产品整体契合用户要求，表现亮眼。

高性价比助推切入市场，强营销实现爆品打造。公司在塑造高品质产品背景下，同样坚持高性价比优势，在高端市场中打造强品牌影响力。对比弗列加特高肉天然粮与海外高端品牌渴望全阶段猫粮产品，弗列加特在产品动物成分、鲜肉含量等方面均有显著优势，营养方面处于相似水平，但在产品单价上，弗列加特高肉天然粮产品 50.25 元/KG，而渴望对应产品单价达 116.26 元/KG，弗列加特性价比显著较高。营销方面，公司对《朋友请听好》、《向往的生活》等高热度综艺进行赞助，以节目同款的营销方式实现弗列加特系列产品的高效宣传，帮助公司优质、高性价比产品触达消费者，从而实现爆品打造。根据久谦数据，2020-2022 年，弗列加特品牌在天猫、京东、抖音合计实现销售额从 114.26 万元增至 7484.68 万元，其中 2022 年实现同比增长 759.09%，爆品策略实践较为成功，同时弗列加特的快速发展也带动了公司主粮产品均价提升，成为公司收入增长的重要驱动力之一。

表15: 弗列加特与渴望产品对比

产品名称	弗列加特全价高肉天然粮	渴望鸡肉全阶段猫粮
品牌	麦富迪-弗列加特	渴望
单价	50.25元/KG	116.26元/KG
主要特点	70%鲜肉含量、90%动物成分占比、40%粗蛋白含量	85%动物成分占比、前5位成分皆为新鲜或冻鲜动物成分
主要原料组成	鲜鸡肉70%、冻干鸡肉8.5%、鸡油6%、南极磷虾粉2.4%、三文鱼油2%、牛油1%	新鲜鸡肉23%、冷冻火鸡肉10%、新鲜鸡肝6.5%、完整鳕鱼6%、完整鲑鱼6%、鸡蛋4%、冷冻火鸡肝4%、鸡肉粉4%
主要营养成分	粗蛋白质 ≥ 40.00%	粗蛋白质 ≥ 40.00%
	粗脂肪 ≥ 18.00%	粗脂肪 ≥ 19.00%
	钙 ≥ 0.80%	钙 ≥ 1.40%
	总磷 ≥ 0.60%	总磷 ≥ 1.00%
	牛磺酸 ≥ 0.2%	牛磺酸 ≥ 0.20%

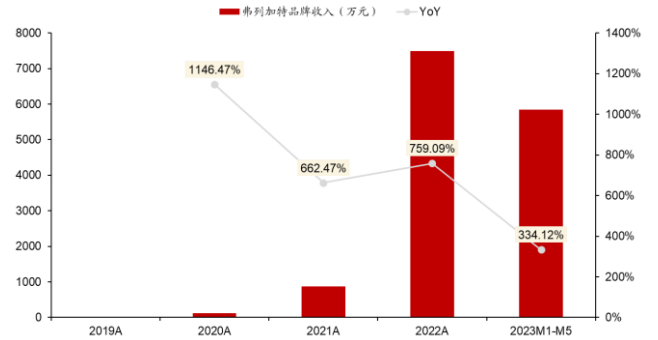
资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

图46: 弗列加特品牌广告



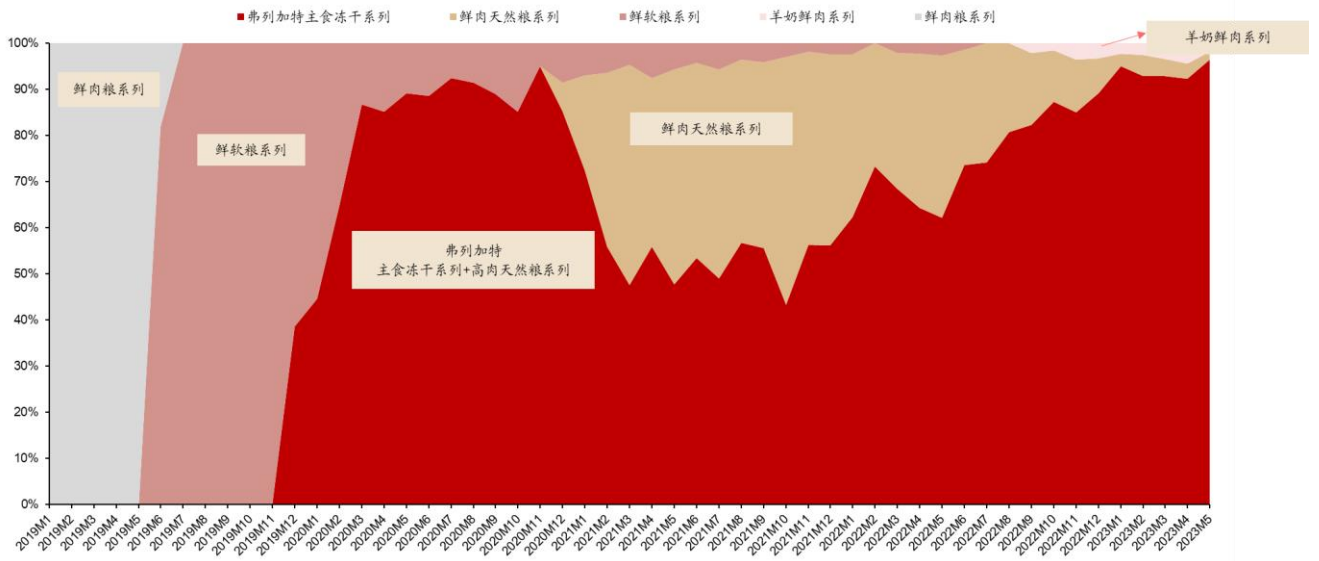
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图47: 弗列加特品牌收入 (天猫+京东+抖音)



资料来源: 久谦, 浙商证券研究所

图48: 麦富迪&弗列加特鲜肉类系列结构变化



资料来源: 久谦, 天猫, 浙商证券研究所

4) Barf 系列

强概念输出+优质产品，Barf 系列迅速火爆市场。公司于 2021 年底推出 Barf 系列产品，主要特点为产品内含有生骨肉主食冻干。生骨肉喂食与 Barf 食谱早在 2010 年前就已存在，主要理念为用更贴合宠物天性方式进行喂养，同时能提供更加全面营养物质，早期生骨肉喂食主要以宠物主自制为主，随着生骨肉喂食概念逐渐流行，生骨肉冻干猫粮/狗粮逐渐产生，成为宠物主粮重要品类。麦富迪于 2021 年底推出 Barf 系列产品，是市场上首个以 barf 食谱理念作为特色的品牌系列，公司通过推广 barf 喂食更符合宠物天性等特点，与市场生骨肉冻干形成差异化概念。

此外，公司同样凭借生产工艺技术储备与供应链优势，赋予 Barf 系列产品优质、高性价比等特点。例如根据天猫显示，公司在 Barf 系列中主推的霸弗成猫粮，产品含有 94% 高鲜肉冻干粮与 6% barf 主食冻干，其中干粮部分配料组成包含有 45% 鲜鸡肉，冻干配料组成则包含 40% 冻牛肉、35% 鳕鱼、8% 冻带骨鸡肉、5% 冻牛肝、2% 冻牛髓等，配料组成丰富且优质；营养成分方面，产品粗蛋白质保证值达 40%，粗脂肪保证值达 16%，整体表现突出；产品价格上，该产品单价区间主要集中在 40-50 元/KG，与市场上具有生骨肉冻干产品的知名品牌蓝氏（66.11 元/KG）、网易严选（66 元/KG）相比具有较大优势，产品性价比比较高。2022 年，公司在麦富迪旗舰店（天猫）实现 Barf 系列产品收入 2772.87 万元，占主要产品销售额 14.98%，表现较为亮眼。

图49： 麦富迪 Barf 概念宣传



资料来源：天猫，浙商证券研究所

图50： 麦富迪霸弗成猫粮配料组成与营养成分



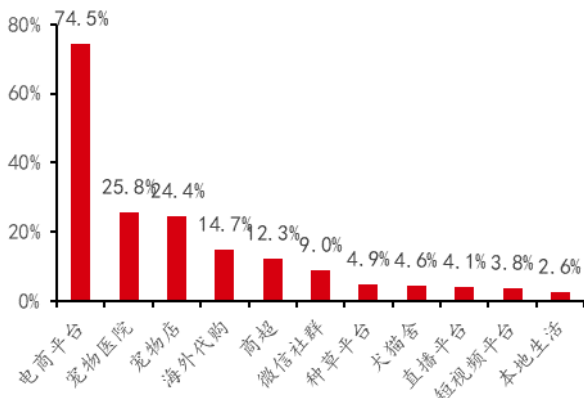
资料来源：天猫，浙商证券研究所

3.4 渠道：线上强运营，线下广布局

3.4.1 年轻化营销+精细化运营，打造线上高增速

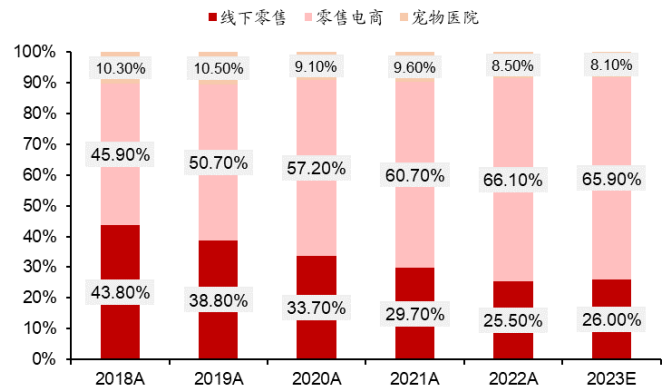
线上平台成为占比最高的消费者购买渠道。在宠物主粮购买渠道中，2021 年电商平台渗透率已达 74.5%，成为最多消费者选择的购买渠道，另外宠物医院、宠物店、商超等线下渠道也成为部分宠物主的选择，渗透率分别达到 25.8%、24.4%、12.3%。从渠道结构来看，2022 年零售电商在宠物食品市场渠道占比为 66.10%，相较于 2018 年+20.2pct，线下渠道中除宠物医院占比维持在 9% 左右外，其余渠道占比均有不同程度缩减。

图51: 2021年宠物主粮部分购买渠道渗透率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

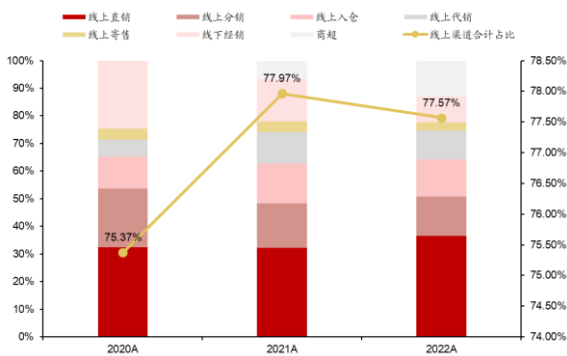
图52: 2022年中国宠物食品销售渠道



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

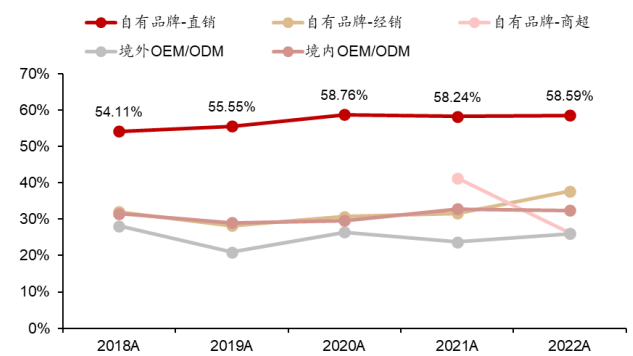
自有品牌线上化率提升, 直销渠道毛利率更高。公司顺应行业发展趋势, 拥有线上直销、线上分销、线上入仓等多种线上渠道, 实现了消费者覆盖与触达的最大化。2022年公司自有品牌业务线上渠道占比已达77.57%, 较2021年基本持平。其中自有品牌线上直销毛利率相对其他业务更高, 22年毛利率达58.59%。

图53: 乖宝自有品牌渠道结构



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图54: 乖宝直销业务毛利率较高



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

品牌营销能力强, 直击年轻消费者。公司针对不同人群制定精细化营销策略, 擅长泛娱乐营销, 直接触达宠物食品消费的主力军年轻消费者, 并且通过跨界IP联名, 提升品牌知名度, 符合年轻消费者, 特别是女性消费者的消费心理。公司曾获得2019年、2020年连续两届亚洲宠物展“年度最佳营销大奖”、第26届中国国际广告节“2019年度整合营销金奖”、第12届金鼠标“数字营销最具创新精神品牌奖”、2020年宠物新国货“年度营销案例奖”等奖项。

图55: 乖宝宠物精细化运营模式



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图56: 乖宝宠物泛娱乐化营销



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图57: 乖宝宠物跨界联名



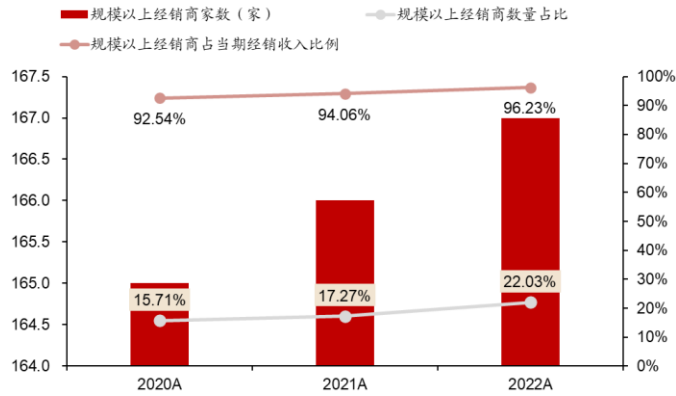
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.4.2 线下渠道成品牌把控重点, 经销结构持续优化

电商加剧品牌迭代和行业竞争, 线下渠道或成突围关键。电商打破了传统渠道壁垒, 新品牌进入门槛不断降低, 预计未来行业竞争将会加剧。结合日美两国的市场经验, 我们认为具备服务属性的宠物店/宠物医院等线下渠道是良好的引流来源: 线下渠道集中度更高, 且销售人员能引导消费者的品牌认知; 品牌力较强的产品具备高溢价、稳价盘和强粘性, 能提供高利润率、高价格稳定度、高周转速度, 更易得到线下渠道认可。线下渠道利于培养品牌力, 而强品牌力更利于渠道进一步铺开, 把控线下渠道或成国产品牌抢夺市场份额的突围关键。

经销网络结构持续优化。乖宝对经销商结构持续进行优化, 规模以上经销商占比持续提升, 个体工商户及个人经销商占比逐年下降, 以此增强公司经销网络的销售能力和稳定性。2022年, 公司规模以上经销商已达167家, 占全部经销商比例为22.03%, 在经销收入中占比为96.23%。

图58: 乖宝宠物规模以上经销商数量及收入占比

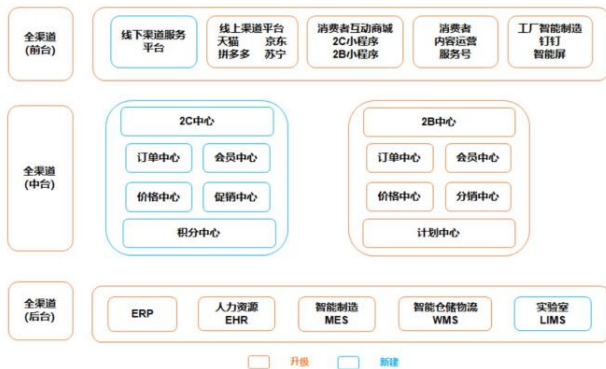


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3.5 成本优势确保盈利能力, 产能布局拓宽成长边界

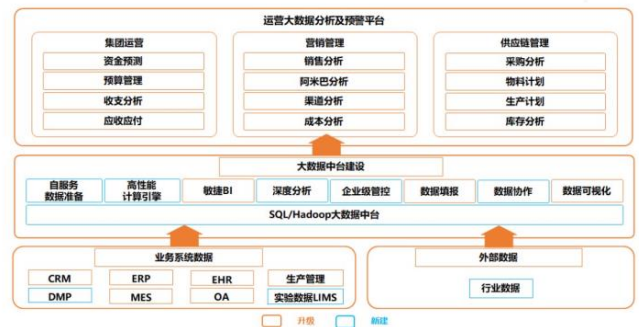
平台型公司优势+精细化运营能力, 实现有效成本控制。乖宝建立前台-中台-后台部门, 对生产-物流-运营-销售等全流程多环节进行把控, 整合资源, 生产端综合运用 MES 智能柔性生产线及 WMS 智能仓储物流系统, 实现自动化、智能化、信息化、标准化, 有效提高供应链运作效率。

图59: 乖宝具备平台型公司优势



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

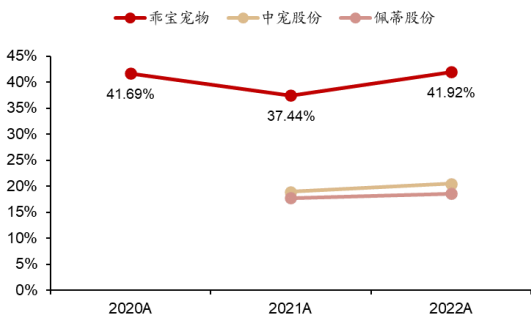
图60: 乖宝精细化运营能力



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

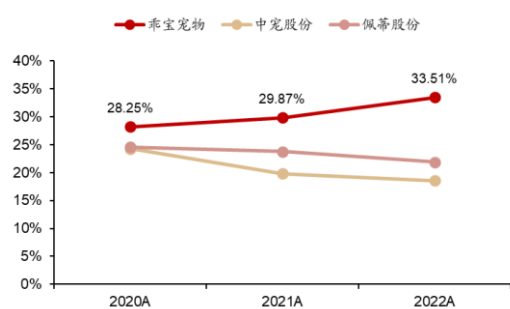
乖宝宠物主粮、零食毛利率均居领先地位。得益于良好的成本控制, 乖宝宠物主粮、零食毛利率高于同行, 其中零食毛利率更是在 2021 年行业盈利普遍承压环境下逆势上升。

图61: 宠食行业主要公司主粮毛利率



资料来源: 招股说明书, 各公司公告, 浙商证券研究所

图62: 宠食行业主要公司零食毛利率



资料来源: 招股说明书, 各公司公告, 浙商证券研究所

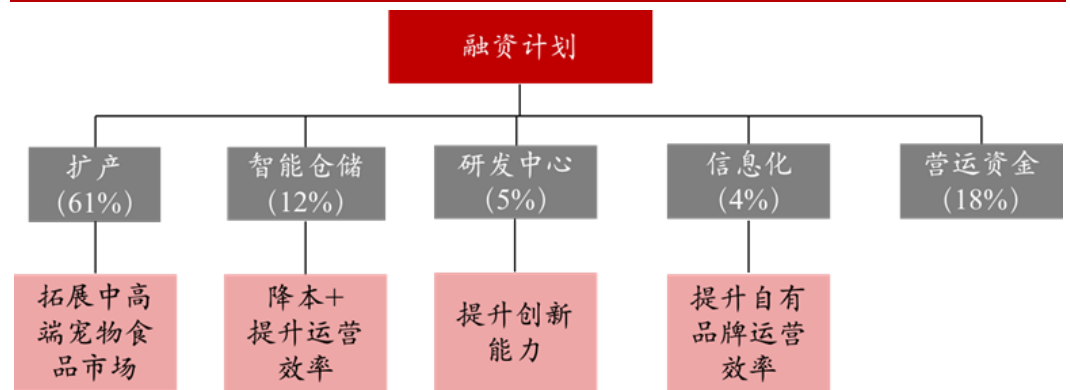
宠食公司加大主粮布局，主粮产能或成竞争胜负手。根据招股说明书，2022年乖宝宠物已形成主粮产能12.62万吨，零食产能3.96万吨，其中主粮产能大幅领先于同业。由于主粮产品相较零食，生产门槛和技术工艺要求更高，同时消费粘性和需求量都相对更大，因此以乖宝宠物、中宠股份为代表的国内宠食企业在布局国内市场、打造自有品牌过程中均聚焦主粮赛道，同时也不断加码主粮产能布局。乖宝宠物由于更早以自有品牌建设为核心，2019年起自有品牌便已成为公司核心业务，因此在主粮产能布局上具有先发优势，而随着公司成功上市获得募投资金赋能，乖宝宠物产能将进一步扩大，规模优势将越发凸显，助力公司进入新一轮发展周期。根据招股说明书，公司募集资金使用项目中，“宠物食品生产基地扩产建设项目”为核心项目，拟使用募集资金占到总金额比例达61.23%，而当该项目建设完成后，将新增58500吨主粮、3133吨零食、1230吨高端保健品制造能力，大幅扩充公司现有产能，推动公司加速发展。

表16：宠食行业主要公司产能布局及规划情况

单位：万吨	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
乖宝宠物										
主粮	5.13	5.15	8.31	12.43	12.62	12.62	12.62	14.37	16.71	18.47
零食	2.20	2.55	3.29	3.68	3.96	3.96	3.96	4.06	4.18	4.27
保健品								0.04	0.09	0.12
中宠股份										
主粮		1.06	1.08	1.08	4.08	9.08	9.91	19.08	19.08	19.08
罐头		1.00	1.00	2.28	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80
零食		2.17	2.31	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57
佩蒂股份										
畜皮咬胶/营养肉质零食	0.84	1.29	1.54	1.89	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09
植物咬胶	0.85	0.85	1.10	1.35	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
主粮						4.00	12.00	12.00	12.00	12.00

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所，灰色为数据缺失

图63：乖宝宠物 IPO 融资大部分将用于扩产

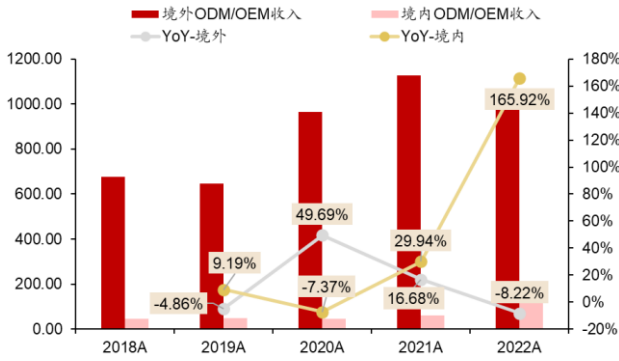


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.6 出口业务：依托质量控制，持续贡献业绩

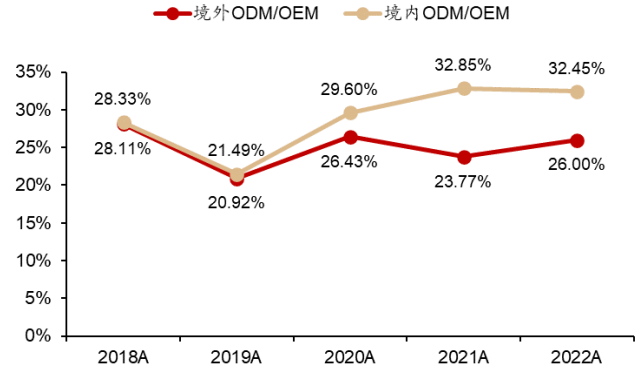
代工业务持续为公司贡献业绩增量。OEM/ODM 代工业务为公司两大主营业务之一，其中境外代工业务占比较高，2022年占比达86.75%。从盈利能力来看，2022年境内代工业务毛利率达32.45%，高于境外代工的26.00%。2019年由于中美贸易摩擦，美国对中国进口宠物食品加征关税，公司境外代工营收下滑5%；2020年得益于公司泰国工厂产能释放，以及国外受生产停滞影响的订单转移至国内，公司境外代工营收增长50%至9.66亿元，2021年进一步增长17%至11.27亿元。

图64: 乖宝宠物境内外代工营收(百万元)及增速



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

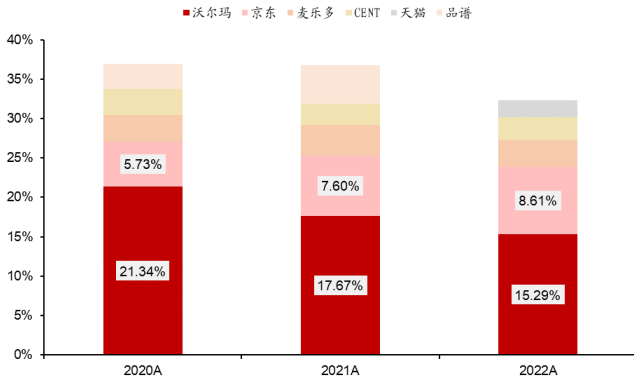
图65: 乖宝宠物境内外代工毛利率



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

依托强大质控能力, 与海外客户关系稳定。乖宝质量控制能力位居国内前列, 与海外大客户稳定合作多年。乖宝第一大客户为美国连锁零售巨头沃尔玛, 自2014年建立合作关系以来, 乖宝与沃尔玛合作关系良好、稳定, 主要为其提供烘干类鸡胸肉&鸭胸肉产品, 在其门店销售; 除沃尔玛外, 报告期内乖宝与美国宠物食品品牌运营商 Central Garden & Pet Company(CENT)及全球知名消费品制造企业品谱均保持稳定的合作关系。2022年公司沃尔玛营收占总营收比为15.29%, 前五大客户营收占比为32.31%, 客户关系稳定。

图66: 2022年公司前五大客户历年营收占比情况



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

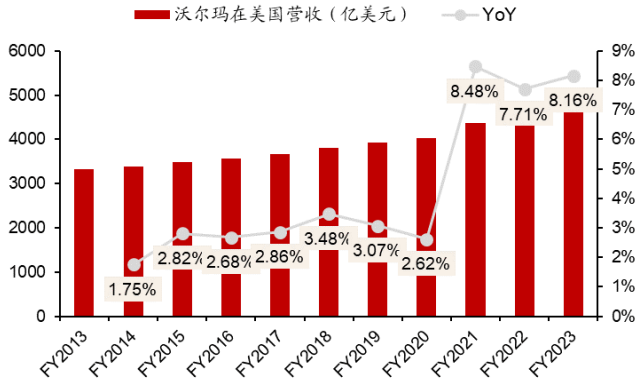
图67: CENT旗下运营多个宠物食品及用品品牌



资料来源: CENT官网, 浙商证券研究所

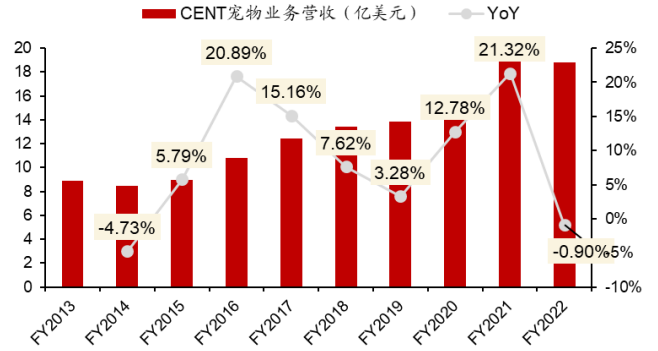
核心客户体量巨大成长迅速, 公司有望分享增量。公司主要客户沃尔玛为世界最大的连锁零售商, 2022年其在美国营收达4703亿美元, 2013-2022CAGR达3.92%。另一客户CENT主要经营宠物食品及用品、装饰性户外生活方式产品, 营收分为宠物部分和花园部分, 其中宠物部分2022年实现营收18.78亿美元, 占总营收56.25%, 2013-2022CAGR达8.68%, 为公司主要业务。未来随客户体量提升, 公司有望继续分享客户在宠物食品业务上的增量。

图68: 沃尔玛在美国营收规模巨大



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图69: CENT 宠物业务营收增长迅速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

泰国工厂产能释放, 为公司充分赋能。2015年公司在泰国建厂, 2017年起逐步投产。泰国工厂可从多方面为公司 OEM 业务赋能: 乖宝泰国工厂位于罗勇市, 距芭提雅海岸、林查班港较近, 新鲜的深海金枪鱼利于制作罐头; 泰国的劳动力成本和税收均低于中国, 可为公司节省成本; 中美贸易摩擦影响出口业务, 海外布局有利于规避出口风险。

图70: 乖宝宠物泰国工厂



资料来源: CIPS, 浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

乖宝宠物作为国内宠物食品龙头企业, 公司自有品牌业务发展迅速, 通过差异化产品特点+高性价比优势+强营销投入, 公司已成功打造牛肉双拼粮、天然鱼油粮、弗列加特、Barf 等爆款系列产品, 推动自有品牌麦富迪知名度快速提升。在验证+升级策略下, 公司底层爆款逻辑通畅、打造爆款经验丰富, 同时伴随国内宠食行业量价齐升、市场规模进一步扩大, 预计公司业绩将快速增长, 我们分销售模式做如下假设:

1) **自有品牌:** 公司自有品牌主要有麦富迪和歪小尾, 分别开拓国内与海外市场。其中, 麦富迪作为公司自主培育的核心品牌, 依托公司爆款策略践行, 品牌迅速成长, 根据

欧睿数据，22年麦富迪品牌份额位列国内宠食市场第二、国产品牌第一，我们预计随着公司研发端、营销端持续投入，产能建造逐步落地，麦富迪将进一步拓展市场份额，带动公司进入新一轮成长周期，预计麦富迪23-25年收入25.20/32.05/40.77亿元，同比增长44.30%/27.20%/27.20%；公司于2021年8月收购美国知名宠食品牌Waggin' Train（又称歪小尾），持续布局高端宠食市场，歪小尾目前主要通过商超和经销渠道在海外销售，未来随着公司在海外市场加速深耕，预计歪小尾品牌将进一步发展，预计23-25年歪小尾品牌收入4.40/5.50/6.60亿元，同比增长46.76%/25.00%/20.00%。综合预计自有品牌业务23-25年实现收入29.60/37.55/47.37亿元，分别增长44.66%/26.87%/26.15%。

2) OEM/ODM: 公司该模式下主要为境外销售，22年受境外市场通货膨胀与去库存周期影响，境外终端客户销售下滑导致境外采购减少，23年随着海外地区逐步修复、客户库存有序去化，预计市场将恢复常态，23-25年预计公司OEM/ODM业务实现收入12.55/13.80/15.19亿元，同比增长5.30%/10.00%/10.00%。

3) 品牌代理: 公司于2021年4月成为“K9 Natural”和“Feline Natural”中国区域总代理商，但截至2023年3月，公司品牌代理合同到期，K9 Natural母公司新西兰天然宠物食品集团在国内创建自有销售分公司，公司代理业务终止，预计23-25年公司品牌代理业务将无收入增量贡献。

毛利率方面，随着公司聚焦自有品牌发展，高毛利的自有品牌业务收入占比持续提高，预计将带动公司整体毛利率稳步增长，23-25年分别为39.83%/41.11%/42.20%；净利率方面，在公司强产品力+强营销下公司自有品牌业务快速发展，我们预计短期内公司将在销售费用端维持一定强度投放以实现自有品牌份额进一步扩张，预计净利率将维持相对稳定，23-25年分别为9.57%/9.62%/9.82%。

表17: 乖宝宠物盈利预测拆分

单位: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2575.16	3397.54	4215.21	5136.17	6256.11
YoY	27.92%	31.93%	24.07%	21.85%	21.80%
毛利率	32.79%	37.23%	39.83%	41.11%	42.20%
自有品牌	1330.07	2046.14	2959.94	3755.37	4737.23
YOY	33.91%	53.84%	44.66%	26.87%	26.15%
毛利率	40.82%	43.84%	44.55%	45.41%	46.30%
收入占比	51.65%	60.22%	70.22%	73.12%	75.72%
其中: 麦富迪	1231.12	1746.32	2519.94	3205.37	4077.23
YOY	23.95%	41.85%	44.30%	27.20%	27.20%
毛利率	40.77%	/	45.00%	46.00%	47.00%
收入占比	47.81%	51.40%	59.78%	62.41%	65.17%
其中: 歪小尾	98.95	299.82	440.00	550.00	660.00
YOY			46.76%	25.00%	20.00%
毛利率	41.38%	/	42.00%	42.00%	42.00%
收入占比	3.84%	8.82%	10.44%	10.71%	10.55%
OEM/ODM	1186.13	1192.09	1255.27	1380.80	1518.88
YOY	17.28%	0.50%	5.30%	10.00%	10.00%
毛利率	24.22%	26.85%	28.70%	29.40%	29.40%
收入占比	46.06%	35.09%	29.78%	26.88%	24.28%
品牌代理		140.93	0.00	0.00	0.00
收入占比		4.15%	0.00%	0.00%	0.00%

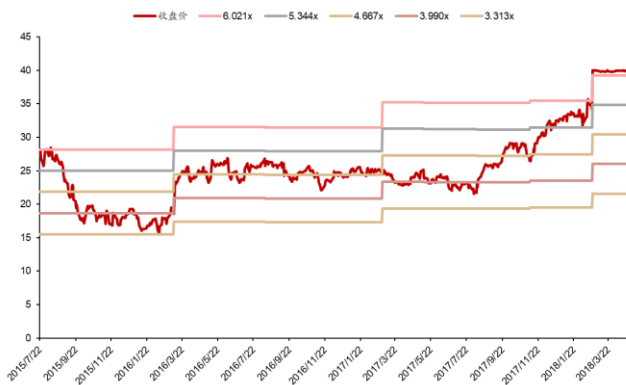
资料来源: wind, 浙商证券研究所

4.2 投资建议

我们预计公司 23-25 年实现收入 42.15/51.36/62.56 亿元，分别 +24.07%/+21.85%/+21.80%，实现归母净利润 4.03/4.94/6.14 亿元，分别 +51.10%/+22.47%/+24.38%。由于公司收入主要由自主品牌业务与 OEM/ODM 业务构成，两种业务所处发展阶段、业务模式与盈利状态有明显差异，因此我们采用分部估值：

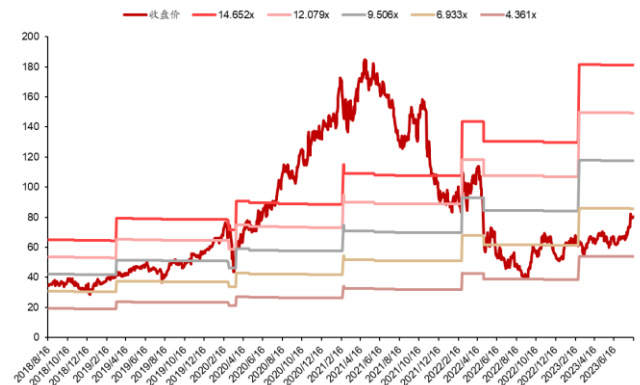
1) 自主品牌业务：公司于 2013 年创立自有品牌“麦富迪”，进军国内市场业务，2022 年麦富迪在国内宠粮市场中市占率排名第二、国产品牌中排名第一，已发展为国内领先的知名宠食品牌，由于国内尚未有以自主品牌为主的可比上市公司，因此参考海外可比公司 FRPT 与 BUFF 平均估值，其中 BUFF 在 2018 年被收购前，上市期间 PS 估值中枢为 4.66 倍；FRPT 过去五年 PS 估值中枢为 11.9 倍。

图71: BUFF PS-Band



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图72: FRPT PS-Band



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2) OEM/ODM 业务：公司 OEM/ODM 业务以境外为主，凭借丰富的生产制造经验与供应链优势，公司与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名客户建立了长期、良好合作关系，产品销往美国、欧洲、日韩等三十多个国家和地区。参考同样以宠物相关产品代工业务为主、具有 Wind 一致预期的源飞宠物、依依股份、佩蒂股份，可比公司 23E-25E 平均 PE 分别为 19/15/13X。

表18: 可比公司估值表(一致预期)(截至 2023 年 8 月 25 日)

证券名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
源飞宠物	24.97	1.59	1.42	1.67	1.82	17.54	15.00	13.73
依依股份	28.29	1.51	1.68	2.00	2.39	16.84	14.17	11.85
佩蒂股份	31.17	1.27	1.33	1.81	2.15	23.38	17.26	14.47
平均值						19.25	15.47	13.35
乖宝宠物	169.46	2.67	4.03	4.94	6.14	42.02	34.31	27.59

资料来源: wind, 浙商证券研究所

综上，考虑公司作为国内宠物食品行业龙头、自有品牌业务发展优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

行业竞争加剧：公司战略聚焦自有品牌，2021年起自有品牌业务收入占据公司主要部分，如果未来随着国内宠物食品市场规模持续扩大，吸引国内其他目前主营海外代工业务的宠物食品生产企业加大自有品牌投放力度或国内出现新宠食品品牌快速成长，导致行业竞争加剧，从而使得公司自有品牌业务扩展受阻。

汇率波动风险：公司境外收入占主营业务输入比例较高，境外销售收入主要以美元结算，同时公司设有泰国工厂从事宠物食品生产和销售，泰国工厂在境外采购劳务和原材料等主要以泰铢结算。如果未来随着经济环境、各国货币政策等发生变化，结算汇率与人民币之间汇率将产生波动，使公司面临汇率变动风险。

原材料价格波动风险：原材料成本在公司主营业务成本占比较高，如果原材料价格发生较大波动而公司无法将原材料上涨压力进行转移或抵消，公司业绩将会受到不利影响。

产能投放不及预期风险：公司产能利用率水平较高，如果募投项目中产能投放不及预期而对公司扩张形成掣肘，公司业绩增长将受到不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,165	3,029	3,497	4,081
现金	198	1,968	2,235	2,574
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	132	164	200	244
其它应收款	23	0	0	0
预付账款	43	46	54	65
存货	736	815	972	1,162
其他	32	36	36	36
非流动资产	1,118	1,194	1,284	1,392
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1
固定资产	921	942	982	1,037
无形资产	112	112	112	112
在建工程	25	52	93	135
其他	60	87	97	107
资产总计	2,283	4,223	4,781	5,473
流动负债	419	478	543	620
短期借款	165	165	165	165
应付款项	142	157	187	224
预收账款	0	0	0	0
其他	113	157	191	232
非流动负债	105	103	103	103
长期借款	28	28	28	28
其他	77	75	75	75
负债合计	524	581	646	723
少数股东权益	3	3	3	3
归属母公司股东权	1,756	3,639	4,133	4,747
负债和股东权益	2,283	4,223	4,781	5,473

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	306	416	399	492
净利润	266	403	494	614
折旧摊销	114	27	34	36
财务费用	23	7	7	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(115)	(31)	(137)	(167)
其它	19	9	1	1
投资活动现金流	(180)	(113)	(125)	(145)
资本支出	(180)	(72)	(105)	(125)
长期投资	0	(0)	(0)	(0)
其他	(0)	(41)	(20)	(20)
筹资活动现金流	(265)	1,465	(7)	(7)
短期借款	(217)	0	0	0
长期借款	(22)	0	0	0
其他	(26)	1,465	(7)	(7)
现金净增加额	(126)	1,770	267	340

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,398	4,215	5,136	6,256
营业成本	2,290	2,536	3,025	3,616
营业税金及附加	15	19	23	28
营业费用	545	880	1,145	1,455
管理费用	177	240	287	341
研发费用	68	84	103	125
财务费用	(10)	(16)	(22)	(26)
资产减值损失	(4)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0
其他经营收益	9	13	15	19
营业利润	319	483	591	735
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	318	483	591	735
所得税	52	79	97	121
净利润	266	403	494	614
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司净利润	267	403	494	614
EBITDA	423	494	603	745
EPS (最新摊薄)	0.67	1.01	1.23	1.54

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	31.93%	24.07%	21.85%	21.80%
营业利润	95.82%	51.26%	22.47%	24.38%
归属母公司净利润	90.25%	51.10%	22.47%	24.38%
获利能力				
毛利率	32.59%	39.83%	41.11%	42.20%
净利率	7.85%	9.57%	9.62%	9.82%
ROE	15.20%	11.08%	11.95%	12.94%
ROIC	13.16%	10.16%	10.97%	11.98%
偿债能力				
资产负债率	22.95%	13.76%	13.50%	13.21%
净负债比率	29.79%	15.96%	15.61%	15.23%
流动比率	2.78	6.33	6.44	6.58
速动比率	0.84	4.46	4.49	4.54
营运能力				
总资产周转率	1.48	1.30	1.14	1.22
应收账款周转率	21.69	28.42	28.19	28.18
应付账款周转率	13.28	16.97	17.57	17.58
每股指标(元)				
每股收益	0.67	1.01	1.23	1.54
每股经营现金	0.77	1.04	1.00	1.23
每股净资产	4.39	9.10	10.33	11.87
估值比率				
P/E	63.50	42.02	34.31	27.59
P/B	9.65	4.66	4.10	3.57
EV/EBITDA	36.07	30.71	24.72	19.56

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>