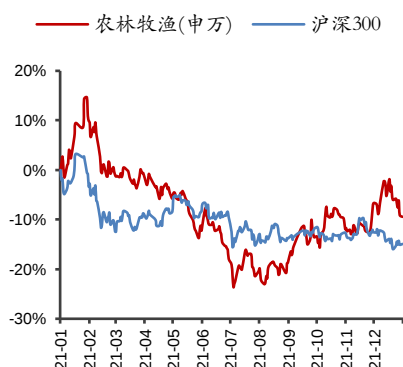


从乖宝看宠物食品自有品牌何以突围

行业评级：增 持

报告日期：2022-01-24

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

1.《宠物系列研究之一：新兴高景气宠物赛道——从它博会看行业趋势》
2021-05-31

主要观点：

● 宠物食品赛道优质企业，自有品牌快速发展。

乖宝宠物成立于 2006 年，主要从事宠物食品研发、生产和销售。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，产品销往北美、欧洲、日韩等多个海外地区。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”，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，实现宠物主粮、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，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。分品类看，主粮和零食产品是公司主要收入来源，1H2021 主粮和零食收入占比分别为 35.8%和 63.6%；分区域看，公司自主品牌的快速发展带动境内收入增长，1H2021 公司境内收入占比达到 53.4%。

● 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声。

2010-2020 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元，年复合增长率高达 30.9%。2020 年，我国宠物消费市场规模增长放缓至 2%，2021 年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021 年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。从中长期维度看，中国宠物渗透率 17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45%和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元，均低于主要养宠国，中国宠物消费市场增长潜力巨大。

● 国内宠物食品先行者，研发与营销持续投入。

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，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。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自有品牌获得广泛认可，丰富 sku 打造核心竞争力。公司拥有麦富迪、Waggin' Train、欧力优等自有品牌，现已形成相对完善的品牌梯队，其中，“麦富迪”品牌知名度、影响力不断提高，据鲸参谋数据统计，2021 年麦富迪在宠物零食领域市占率达 32%，已逐渐成长为国内宠物零食第一品牌。基于完善的产品研发流程和人才激励机制，“麦富迪”产品推陈出新，相继开发出弗列加特高肉猫粮系列、弗列加特全价冻干猫粮系列、双拼粮系列、益生军团系列等多个创新产品系列，逐渐成为产品系列最丰富的国产品牌之一。为保持产品竞争力，公司不断加大研发费用投入，2018-2020 年研发费用年复合增长率达到 26.2%，1H2021 公司研发费用投入占营业收入的比重在可比上市公司中处于较高水平。此外，公司还顺应宠物食品健康化、高端化、定制化趋势，公司积极探索宠物食品定制化业务。③多样化品牌营销，全渠道综合发力。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最高，其中，业务宣传费是公司销售费用主要来源，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。公司全渠道拓展优化，在国内市场已实现线上、线下全渠道运行格局，最大化用户覆盖与辐射。

● 拟投资“宠物食品生产基地扩产建设项目”，新增产能将以主粮为主。

2018-2020 年，公司主粮产品产能利用率分别为 67.5%、97%和 81%，2018 年和 2020 年产能利用率较低，主要是 2017 年和 2020 年新建的主粮生产线尚未完全释放产能所致；公司零食产品的产能利用率较高，2018-2020 年均保持在 90%以上，尤其在“双十一”、“618”购物节的销售节点，公司产能无法满足市场需求。针对公司在国内市场的业务扩张需求和部分品类产能趋于饱和的情况，公司计划募集资金投资“宠物食品生产基地扩产建设项目”，计划建设周期 18 个月，项目建设完成后，将形成年产 58,500 吨主粮、3,133 吨零食以及 1,230 吨高端保健品的制造能力。

● 风险提示

贸易摩擦风险、原材料价格波动的风险、产品质量控制的风险、技术研发失败的风险等。

正文目录

1 宠物食品赛道优质企业，自有品牌快速发展.....	6
1.1 深耕宠物食品赛道，积极布局国内市场.....	6
1.2 公司股权集中度高.....	7
1.3 产品品类丰富，逐步迈向高端化.....	8
1.4 营收稳步增长，业务结构持续优化.....	8
2 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声.....	11
2.1 全球宠物市场进入平稳发展阶段，集中度相对稳固.....	11
2.1.1 美国宠物行业稳步增长，宠物消费韧性强.....	12
2.2 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声.....	14
2.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿，宠物食品消费占比超 5 成.....	14
2.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓.....	16
2.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起.....	20
3 国内宠物食品先行者，研发与营销持续投入.....	23
3.1 品质取胜，产品全程可溯源.....	23
3.2 自有品牌获得广泛认可，丰富 SKU 打造核心竞争力.....	24
3.3 多样化品牌营销，全渠道综合发力.....	29
4 合理规划募投项目，加快产能升级.....	33
4.1 主要产品产销情况.....	33
4.2 把握机遇，募资扩产.....	34
风险提示：.....	36

图表目录

图表 1 品牌特点	6
图表 2 公司阶段性发展战略	7
图表 3 公司股权结构图	7
图表 4 公司主要产品	8
图表 5 2018-1H2021 公司主营业务收入及增速（亿元）	9
图表 6 2018-1H2021 公司归母净利润及增速（亿元）	9
图表 7 2018-1H2021 公司产品营收占比（%）	9
图表 8 2018-1H2021 公司产品营收走势图，亿元	9
图表 9 2018-1H2021 公司境内业务收入及增速（亿元）	10
图表 10 2018-1H2021 公司北美地区业务收入及增速	10
图表 11 公司销售模式	10
图表 12 2018-1H2021 公司线上直销收入及增速（亿元）	11
图表 13 2018-1H2021 境外 ODM/OEM 业务收入及增速	11
图表 14 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速	12
图表 15 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速	12
图表 16 全球行业竞争格局	12
图表 17 美国宠物市场发展阶段	13
图表 18 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率，%	14
图表 19 16-21 年美国宠物消费市场规模，十亿美元，%	14
图表 20 16-21 年美国宠物食品市场规模，十亿美元，%	14
图表 21 2016-2021 年美国宠物消费市场结构，%	14
图表 22 国内宠物消费市场发展历程	15
图表 23 宠物产业链分布	16
图表 24 2020 年宠物消费结构图	16
图表 25 2020 年宠物食品结构图	16
图表 26 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况	17
图表 27 2018-2020 年宠物犬食品消费结构，%	17
图表 28 2018-2020 年宠物猫食品消费结构，%	17
图表 29 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额，亿元	17
图表 30 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额，亿元	17
图表 31 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表	18
图表 32 宠物食品消费决策因素占比，%	19
图表 33 2018-2020 年我国宠物主年龄分布，%	19
图表 34 2012 年日本宠物狗主人年龄分布	19
图表 35 2012 年日本宠物猫主人年龄分布	19
图表 36 我国人口老龄化程度不断加剧	20
图表 37 中国宠物食品品牌市占率分布	21
图表 38 宠物食品销售渠道	21
图表 39 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大	22

图表 40 国产宠物品牌粉丝数	22
图表 41 2021 年双十一期间品牌销量排名	23
图表 42 乖宝获得多项品质质量认证	23
图表 43 品控部门监管流程	24
图表 44 公司品牌梯队列表	25
图表 45 可比公司境内外业务占比	26
图表 46 2021 年宠物零食品牌市占率 (%)	26
图表 47 研发中心组织结构	26
图表 48 产品创新代表性成果	27
图表 49 工艺创新性成就	27
图表 50 2018-1H2021 公司研发费用及增速 (亿元)	28
图表 51 可比公司研发费用率对比	28
图表 52 公司个性化定制模式与传统模式对比	29
图表 53 公司部分综艺、影视植入	30
图表 54 公司部分线上平台推广	30
图表 55 麦富迪部分联名产品	31
图表 56 销售费用率对比	31
图表 57 销售费用结构	31
图表 58 公司与主要宠物公司推广宣传费及占比对照表	32
图表 59 规模以上经销商数量及收入	33
图表 60 主营业务毛利率	33
图表 61 自有品牌直销、经销毛利率变化情况	33
图表 62 2018-1H2021 公司主营产品产能变化 (吨)	34
图表 63 2018-1H2021 公司主营产品产量变化 (吨)	34
图表 64 2018-1H2021 公司主营产品销量变化 (吨)	34
图表 65 2018-1H2021 公司主营产品产能利用率变化 (%)	34
图表 65 公司募投项目汇总	35
图表 66 扩产项目完成后公司产能变化情况	35

1 宠物食品赛道优质企业，自有品牌快速发展

1.1 深耕宠物食品赛道，积极布局国内市场

乖宝宠物成立于 2006 年，主要从事宠物食品的研发、生产和销售。公司以海外 OEM/ODM 业务为起点，凭借在宠物食品领域多年积累的研发、生产经验，稳定的产品品质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、日韩等多个海外地区。

2013 年，在国内宠物食品市场快速发展的背景下，公司较早地转向国内市场布局。创建自有品牌“麦富迪”，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，实现了宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖，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。

2021 年，公司收购美国知名宠物品牌 Waggin' Train，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 1 品牌特点



出口33个国家



全球9大食材直供



与国际同线同标同质



按照人类食品标准生产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

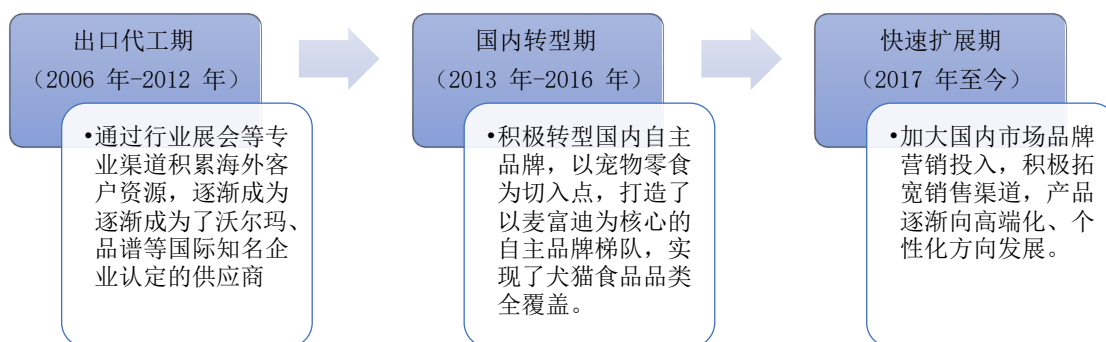
公司业务发展主要分为三个阶段：

出口代工期（2006 年~2012 年）：公司主营业务为宠物食品的出口代加工，是多个国际宠物食品品牌的 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，启动转型。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、质量管控优势和对行业发展的深刻理解，公司自有品牌业务快速拓展，自有品牌知名度持续提升。

快速扩展期（2017 年~至今）：随着公司加大国内市场拓展力度，积极开拓线上和线下销售渠道，快速推陈出新，重点发力高端宠物食品市场。1H2021 公司自有品牌业务收入占主营业务收入的比例达到 50.9%，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 2 公司阶段性发展战略



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 公司股权集中度高

公司股权集中度高，利于决策的高效执行和发展战略贯彻制定。公司董事长秦华直接持有公司 50.85% 股权，并分别通过聊城华聚和聊城华智持有公司 2.09% 和 0.74% 股权，同时，其一致行动人秦轩昂（董事长秦华之子）通过聊城海昂持有公司 7.7% 股权。综上，公司董事长秦华及其一致行动人合计持有公司 61.39% 股权，是公司的实际控制人。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 产品品类丰富，逐步迈向高端化

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、零食和保健品三个系列，共计千余种单品，形成了以“麦富迪”为核心的自有品牌梯队，根据用户需求的变化升级，公司在麦富迪品牌旗下相继开发出弗列加特高肉猫粮系列、弗列加特全价冻干猫粮系列、双拼粮系列、益生军团系列等多个产品系列，致力于成为国内宠物食品行业标杆。

图表 4 公司主要产品



资料来源：公司公告，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持续提升，公司持续发力高端宠物食品市场。公司通过引入海外先进的技术设备，自主研发了如弗列加特高肉粮、50%鲜肉天然粮、高端肉粒粮等高端产品，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。

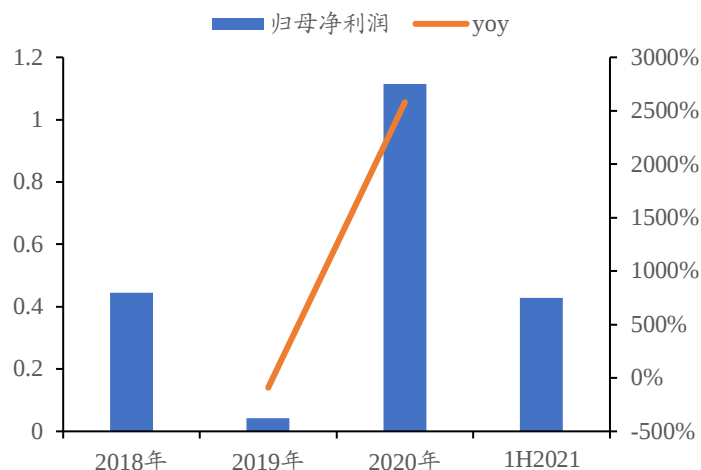
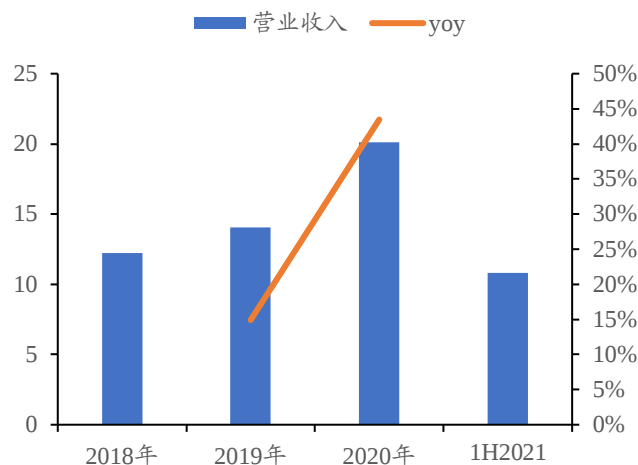
1.4 营收稳步增长，业务结构持续优化

公司业绩增长态势良好，营收受汇率、关税政策以及原材料价格波动影响明显。2018-2020 年公司营业收入分别为 12.2 亿元、14.0 亿元、20.1 亿元，年复合增长率 28.4%，1H2021 年公司营业收入达到 10.8 亿元。2018-2020 年，公司归母净利润分别为 4452.2 万元、416.02 万元、1.11 亿元。2019 年公司利润大幅下滑的主要原因是，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。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，公司营业收入同比大增 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，公司净利润出现大幅攀升至 1.11 亿元。

图表 5 2018-1H2021 公司主营业务收入及增速（亿元）

图表 6 2018-1H2021 公司归母净利润及增速（亿元）



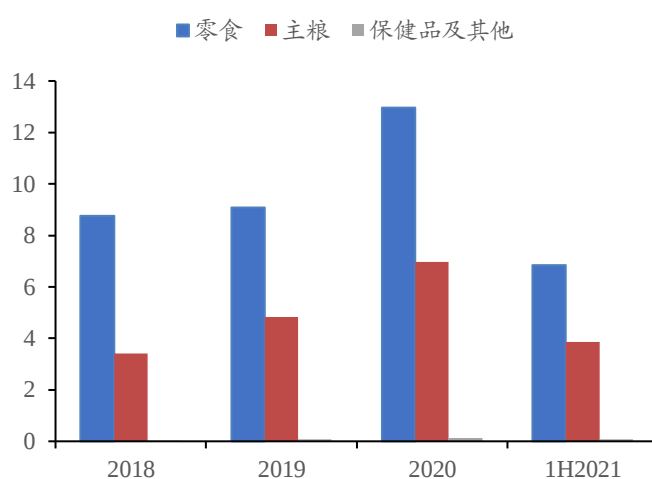
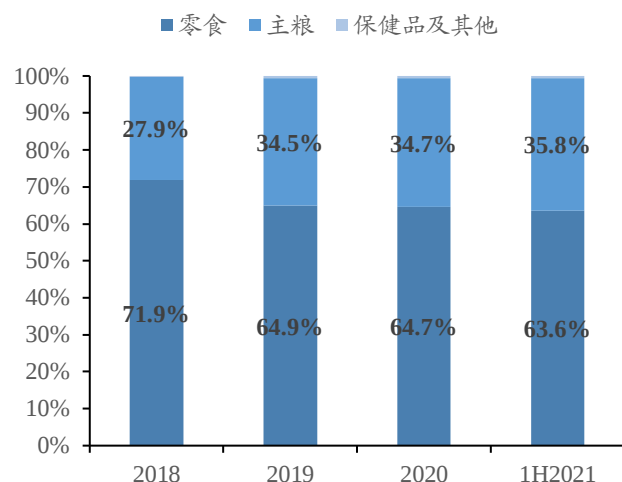
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

主粮和零食产品是公司主营业务收入的主要来源。 1H2021，主粮和零食产品分别占公司主营业务比重的 35.75%和 63.6%。得益于公司自有品牌业务的快速发展，主粮业务增长迅速，在主营业务中占比不断提升。2018-2020 年，公司零食业务营收分别为 8.76 亿元、9.09 亿元、12.96 亿元，年复合增长率 21.6%，公司主粮业务营收分别为 3.4 亿元、4.83 亿元、6.96 亿元，复合增长率达到 43.0%。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 7 2018-1H2021 公司产品营收占比 (%)

图表 8 2018-1H2021 公司产品营收走势图，亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

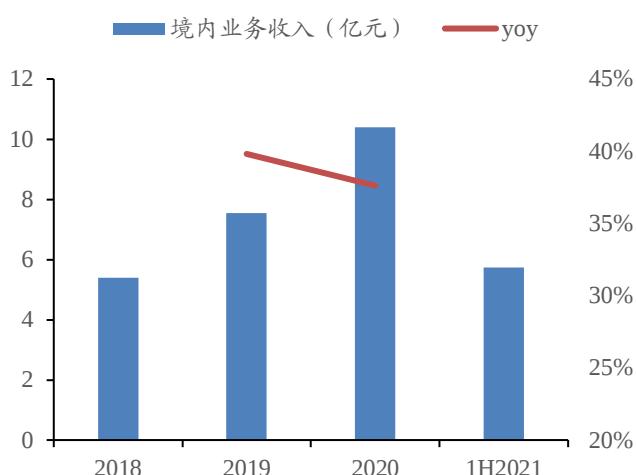
从业务区域看，公司自主品牌业务的快速发展带动境内业务的发展。 2018-2020 境内主营业务收入分别为 5.4 亿元、7.55 亿元、10.39 亿元，年度复合增长率达到 38.7%，占主营业务收入的比例分别为 44.4%、53.9%、51.8%，1H2021 公司境内业务收入与占

比分别为 5.74 亿元和 53.4%，呈稳步增长态势。

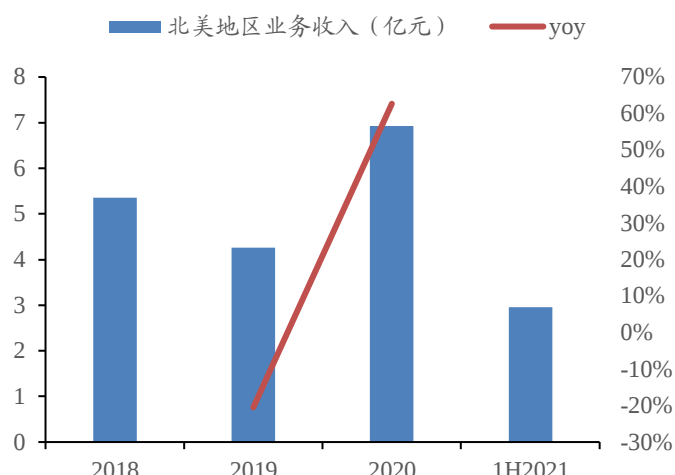
公司境外业务以北美客户为主，主要客户包括大型零售商、宠物食品品牌运营商和贸易代理商。2018-1H2021 年美国市场占公司境外业务收入的比例分别为 78.7%、65.7%、71.2%和 58.1%；北美地区主营业务收入分别为 5.36 亿元、4.26 亿元、6.93 亿元、2.96 亿元，2019 年北美地区收入下降主要由于国际贸易形式变化，2019 年 5 月以来，美国对中国进口宠物食品加征关税至 25%，公司境内生产的产品对美出口的价格优势被削弱。2020 年，随着乖宝泰国产能逐步释放，以及国外疫情影响导致国内订单增加，公司源于北美地区的收入有所回升。

图表 9 2018-1H2021 公司境内业务收入及增速（亿元）

图表 10 2018-1H2021 公司北美地区业务收入及增速



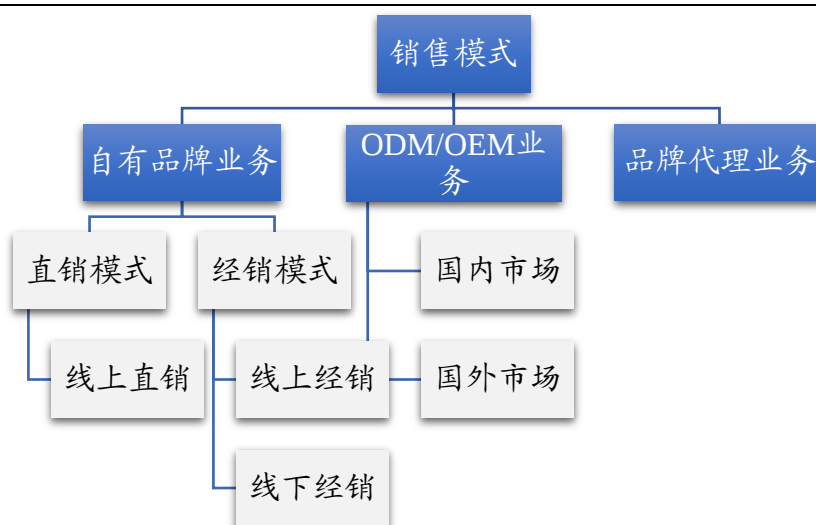
资料来源：公司公告，华安证券研究所



资料来源：公司公告，华安证券研究所

按业务销售模式公司业务可分为，自有品牌业务模式、OEM/ODM 业务模式和品牌代理业务模式。

图表 11 公司销售模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司自有品牌业务主要通过直销与经销结合的方式在国内销售，逐渐形成了线上直

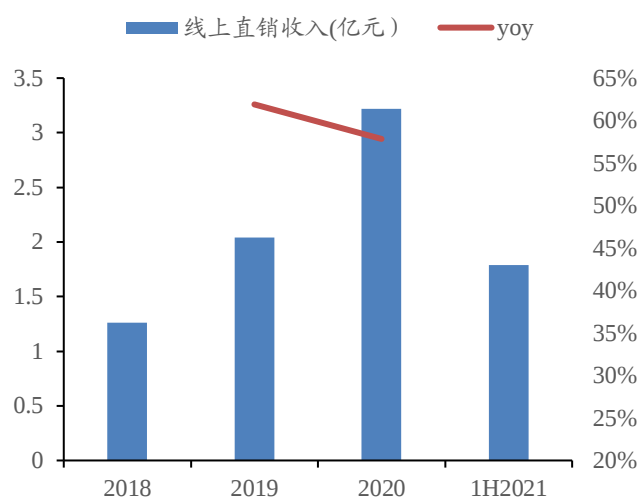
销、线下经销的销售体系。

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品牌旗舰店的方式向终端消费者提供产品，2018-2020 年公司线上直销收入从 1.26 亿元大幅攀升至 3.22 亿元，年复合增长率达 59.9%。

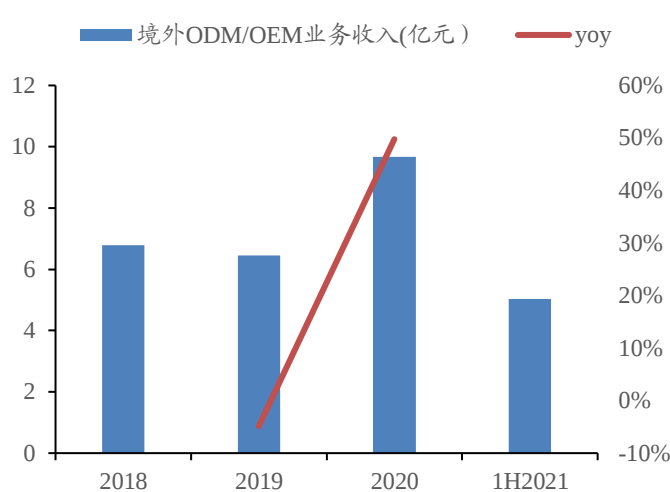
经销模式包括线下和线上渠道。线上渠道主要通过经销商在互联网平台分销；线下业务方面，公司积极拓展线下网点，在全国大部分重要城市建立了面向各地宠物专门店、宠物医院的线下销售渠道。

OEM/ODM 业务以境外销售为主。2018-1H2021 公司境外销售收入分别为 6.78 亿元、6.45 亿元、9.66 亿元和 5.02 亿元，占主营业务收入的比例分别为 55.6%、46.1%、48.2%和 46.6%。受中美贸易摩擦对中国进口宠物食品加征关税的影响，2019 年境外销售收入下降 4.9%；2020 年公司在原有客户基础上积极开拓新客户，同时叠加公司海外工厂产能释放，及新冠疫情带来的海外客户订单增加等利好因素，公司境外 OEM/ODM 业务收入同比大增 49.8%。

图表 12 2018-1H2021 公司线上直销收入及增速（亿元） 图表 13 2018-1H2021 境外 ODM/OEM 业务收入及增速



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

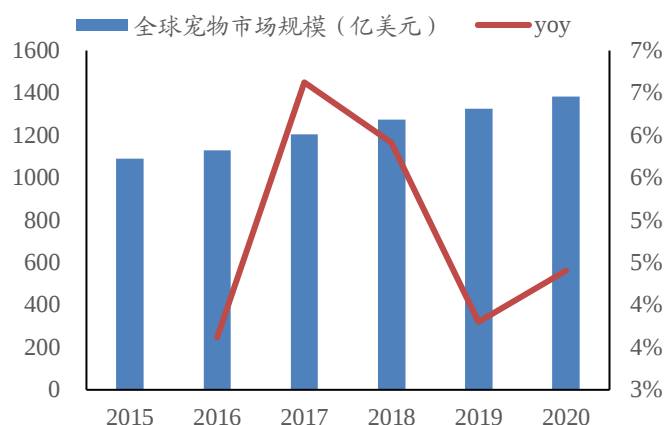
品牌代理业务模式以布局高端品牌为主，目前业务占比较小。2021 年 4 月，公司与新西兰品牌“K9Natural”和“Feline Natural”达成战略合作，成为品牌中国区域总代理商，负责中国区域线上、线下全渠道的销售和推广工作。

2 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声

2.1 全球宠物市场进入平稳发展阶段，集中度相对稳固

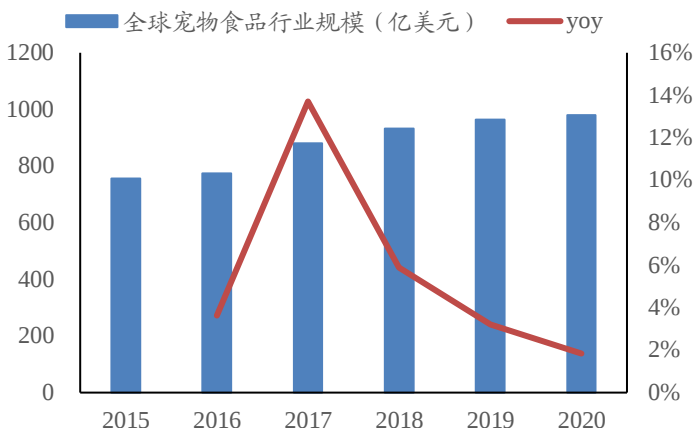
宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务已经发展成为民众日常消费的重要组成部分。全球宠物市场近年来进入平稳发展的阶段。根据 Euromonitor 披露数据：2015-2020 年，全球宠物市场规模从 1090.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 1382.4 亿美元，年复合增长率 4.9%；全球宠物食品市场规模从 755.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 980.7 亿美元，年复合增长率 5.4%。

图表 14 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 15 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

目前, 全球宠物食品竞争格局中前 8 位均是美国公司。前五家宠物食品公司行业集中度达 58%, 玛氏和雀巢是全球宠物食品公司中的第一梯队, 旗下产品线较全, 价格带全方位覆盖高中低端。玛氏市占率 25%, 雀巢市占率达 22%。

2019 年, 全球第一大“狗粮”公司玛氏营业收入达 180.9 亿美元, 全球宠物食品销售量最大的五个品牌中, 有三个属于玛氏, 分别是宝路、伟嘉、皇家。雀巢普瑞纳收入为 132 亿美元, 旗下品牌包括冠能、丝倍亮、珍致、康多乐等。全球市场份额中排名第 3 到第 10 名的宠物食品公司年营业收入在 7~30 亿美元之间。

图表 16 全球行业竞争格局

排名	公司	国家	年收入 (亿美元)
1	Mars Petcare Inc 玛氏	美国	180.85
2	Nestle Purina PetCare 雀巢普瑞纳	美国	132
3	JM Smucker	美国	29
4	Hill's Pet Nutrition 希尔斯	美国	22.92
5	Diamond Pet Foods	美国	15
6	General Mills (Blue Buffalo) 蓝爵	美国	13
7	Spectrum Brands 品谱集团	美国	8.21
8	Unicharm Corp 尤妮佳	日本	7.53
9	Deurer	德国	7.21
10	Heristo AG	德国	7

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

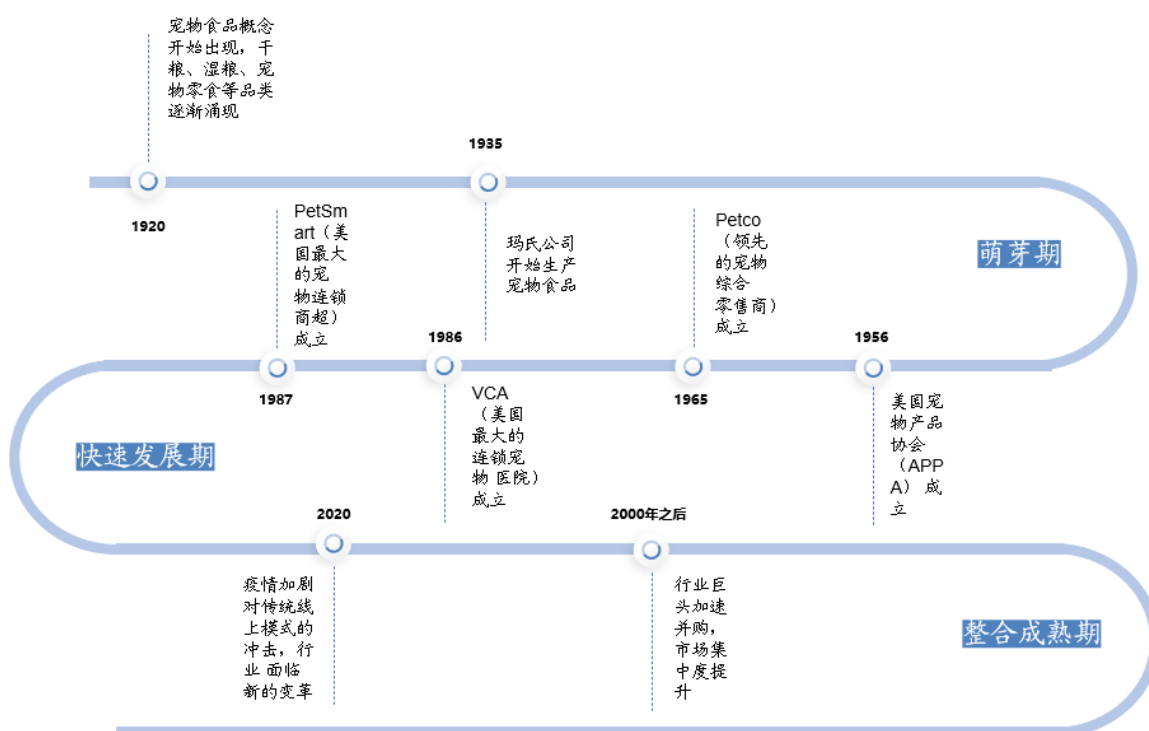
2.1.1 美国宠物行业稳步增长, 宠物消费韧性强

美国是全球最大的宠物饲养和消费国。根据美国宠物行业协会 (APPA) 2019-2020 年数据显示, 美国宠物猫狗数量达到 1.7 亿, 全国有 70% 的家庭饲养宠物, 形成了庞大的宠物数量和稳定的市场需求。2000 年全美共有约 6,800 万只宠物犬和约 7,300 万只宠物猫, 2019 年宠物犬和宠物猫的保有量分别达到了约 9,000 万只和约 9,560 万只, 年均复合增长率分别为 1.4%、1.3%。

美国宠物行业发展较早, 可大致分为三个阶段:

- 1、1956 年以前，行业萌芽期。专门为宠物准备的宠物食品概念开始出现，干粮、湿粮、宠物零食等品类逐渐涌现，玛氏公司从 1935 年开始生产宠物食品；
- 2、1956-2000 年，行业快速发展期。1956 年美国宠物行业协会成立，宠物数量开始迅速增加，传统宠物店应运而生。工业化宠物产业已具备一定规模，多个宠物行业龙头公司在此期间诞生，竞争十分激烈；
- 3、2000 年至今，行业整合成熟期。美国宠物行业市场集中度提升，龙头公司加速并购整合，进一步完成服务升级和全产业链布局。超市和连锁店纷纷参与竞争，宠物零售店数量逐年减少，大型连锁成为发展趋势。同时，随着近年来线上经济的兴起，传统的线下模式受到一定冲击，行业面临新的变革。

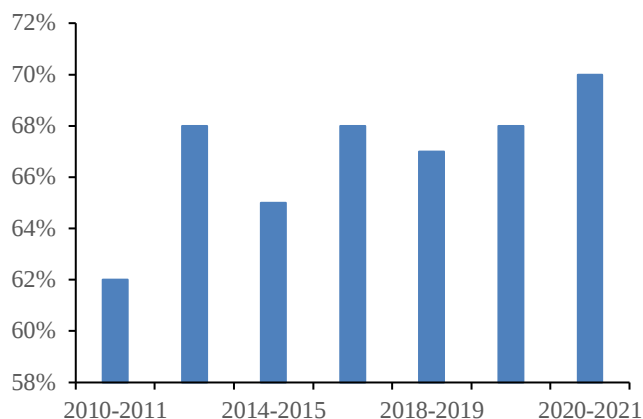
图表 17 美国宠物市场发展阶段



资料来源：前沿产业研究院，APPA，华安证券研究所

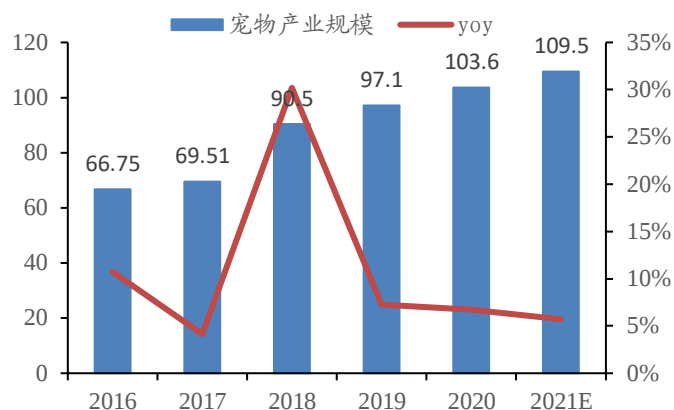
2020 年美国宠物市场规模达 1095 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 9.1%。其中，2020 年美国宠物食品市场规模达 441 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 10.4%，宠物食品近 5 年占总养宠开支达 40.3%，为养宠最大开支，宠物食品的品质升级、宠物零食种类的不断丰富是驱动其细分赛道成长的重要因素。

图表 18 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率，%



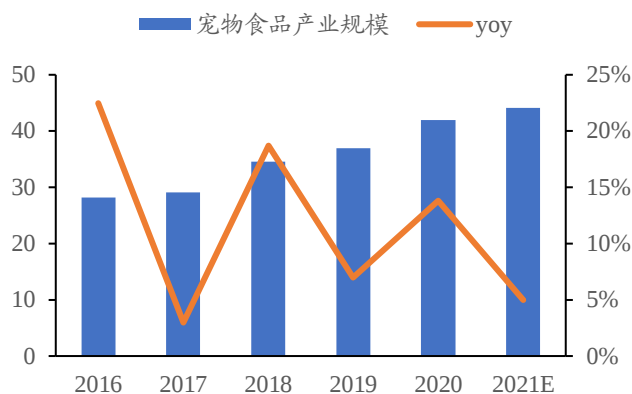
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 19 16-21 年美国宠物消费市场规模，十亿美元，%



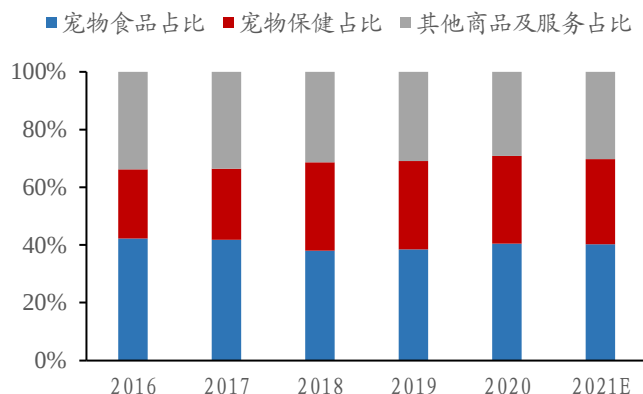
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 20 16-21 年美国宠物食品市场规模，十亿美元，%



资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 21 2016-2021 年美国宠物消费市场结构，%



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

在疫情导致大多数消费行业萎靡的情况下，宠物行业在美国保持着强劲的抗衰退特性与增长势头。2020 年美国宠物市场规模首次突破千亿，同比增长 6.7%。根据 APPA 疫情调研报告：83%受访者表示并没有因为新冠疫情改变宠物饲养方式，宠物人性化已成为美国宠物行业的主要发展趋势，越来越多的宠物主将宠物当家人一样对待；74%的养宠者认为宠物有助于减轻疫情所带来的压力，增加幸福感。Packaged Facts 调查数据显示，2020 年家中有 18 岁以下子女的美国家庭，有 12% 因为疫情而专门养了宠物。宠物数量的增长以及宠物人性化趋势成为了美国宠物行业发展的重要驱动力。另外，疫情期间美国失业救济金与疫情补贴的发放也对宠物行业的消费产生一定推动作用。

2.2 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声

2.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿，宠物食品消费占比超 5 成

随着我国社会经济发展和老龄化进程加速，民众物质生活不断改善，社会老龄化、独生子女家庭普及及客观因素的突出，使得民众开始寻求情感与精神的慰藉与寄托，而宠物具备缓解人类压力、不向人类主动提出诉求等特点，逐步得到大众的

青睐。

对比海外宠物百年历史，中国宠物行业至今仅有 30 余年历史，行业发展受政策影响从严到宽，1990s 至今可分为三个阶段：

第一阶段，1990-1999 年，政策从禁养到限养，宠物行业逐渐兴起，玛氏在中国建立起国内第一家宠物食品厂；

第二阶段，2000-2009 年，养宠政策放宽，宠物产品销售渠道日渐多元；

第三阶段，2010 年至今，萌宠经济受资本关注度持续升温，宠物消费各细分领域与场景日益精细化。

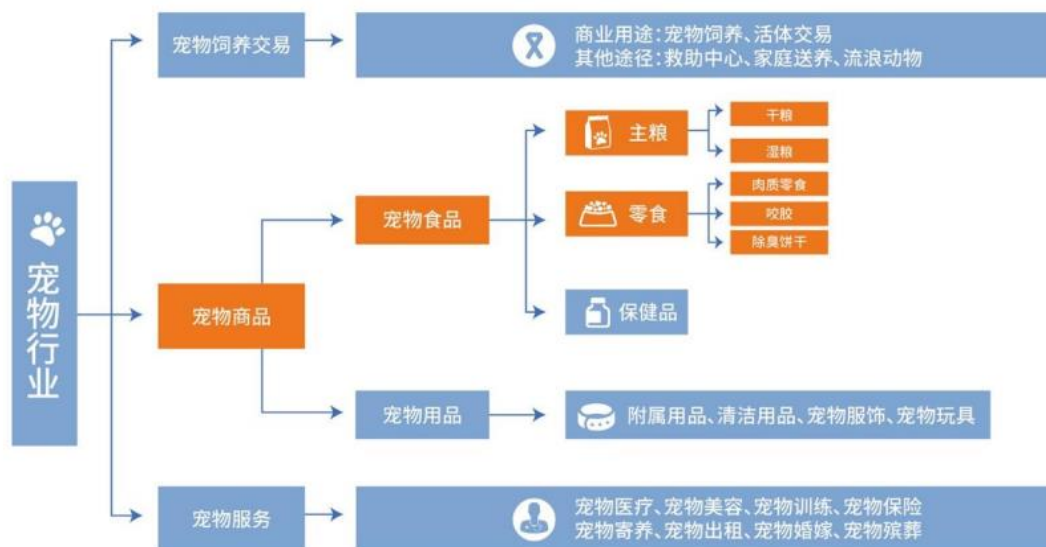
图表 22 国内宠物消费市场发展历程

时间		1990-1999 年	2000-2009 年	2010-至今
人均 GDP (元)		1,663-7229	7,942-26,180	30,808-70,892
65 周岁以上人口数量 (万)		7606.6	10018.2	14835.4
65 岁及以上人口占比		6.31%	7.7%	10.72
结婚率		7.75%	7.04%	8.72%
离婚率		0.84%	1.32%	2.73%
城镇化率		26.4%-34.8%	36.2%-39.4%	50%-60.6%
恩格尔系数	城镇	42.1%-54.2%	36.5%-39.4%	27.6%-35.7%
	农村	52.6%-58.8%	41.0%-49.1%	30.0%-41.1%
供给端		国内宠物产品消费以国外品牌为主；专业的宠物医院开始出现	宠物消费仍以国外品牌为主；国内宠物食品/用品企业以代工贴牌模式为主，为国外品牌代工	国内宠物市场逐渐发展，以及受外贸出口下滑影响，代工企业不断拓展国内市场及自有品牌；生产技术的成熟推动新兴品牌崛起
渠道端		以花鸟鱼虫/农贸市场等小摊位为主	随着城市规划的发展，花鸟鱼虫/农贸市场逐渐向郊区迁移；专业宠物店逐渐发展成行；随着电商的崛起，线上销售渠道开始发展	线上零售份额不断提升，宠物垂直电商平台出现；线下专业宠物店数量不断增加；线上线下多渠道发展，并呈现全渠道融合趋势
消费端		养宠人群不断增加，养宠的消费观念和习惯发生改变，对宠物倾注越来越多的情感；对产品的需求除了功能性需求，产品的颜值、理念等功能之外的属性也成为重要的选择依据；消费者对宠物生活质量不断周昂是，从基本的食品需求到美容保健、培训、摄影、殡葬等服务类目的不断扩展和延伸，对宠物的情感和物质投入越来越多。		

资料来源：国家统计局、APA 亚宠会，华安证券研究所

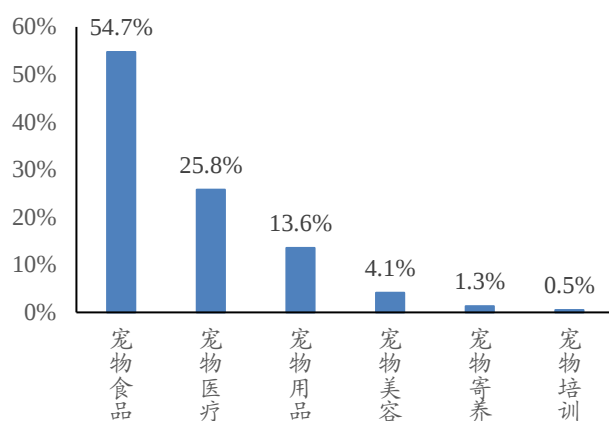
目前，宠物行业产业链逐渐清晰完善，主要包括宠物饲养、宠物交易、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物训练、宠物保险，以及宠物殡葬等一系列商品和服务链条。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》：2020 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达 2065 亿元，宠物消费支出占比由高到低依次为宠物食品 54.7%、宠物医疗 25.8%、宠物用品 13.6%、宠物美容 4.1%、宠物寄养 1.3%、宠物培训 0.5%；从宠物消费结构看，宠物食品消费是最大的养宠支出，主粮、零食、营养品消费支出分别占宠物食品消费的 65.6%、32.5%和 1.8%。

图表 23 宠物产业链分布



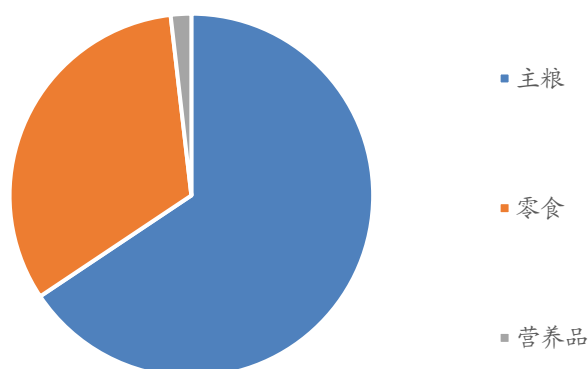
资料来源：福贝宠物招股说明书，华安证券研究所

图表 24 2020 年宠物消费结构图



资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 25 2020 年宠物食品结构图

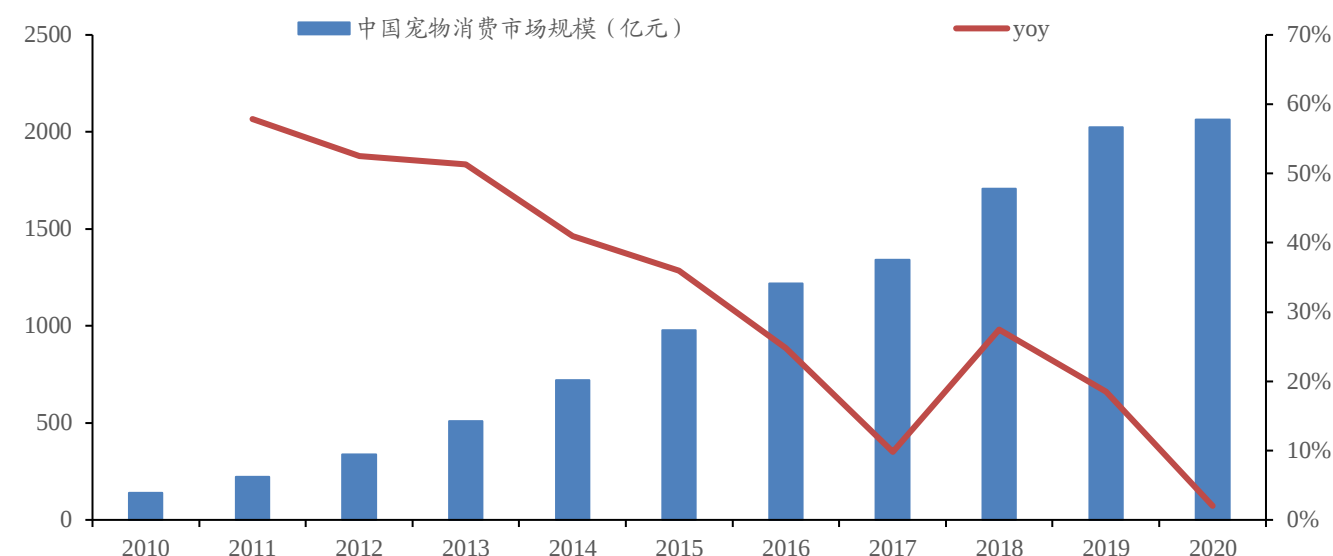


资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

2.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓

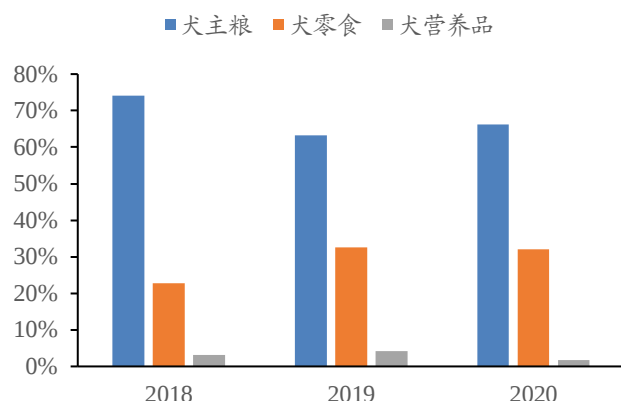
2010-2020 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元，年复合增长率高达 30.9%，2011 年 100 亿增长至 2020 年 700 亿规模，CAGR 达 21.5%。2020 年，宠物消费市场规模增长放缓至 2%，2021 年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021 年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。

图表 26 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况



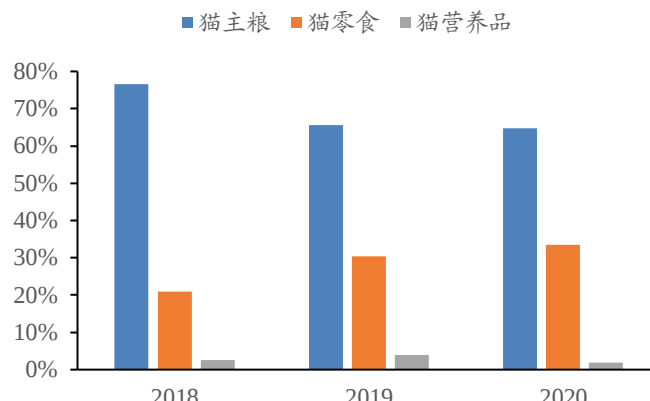
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 27 2018-2020 年宠物犬食品消费结构，%



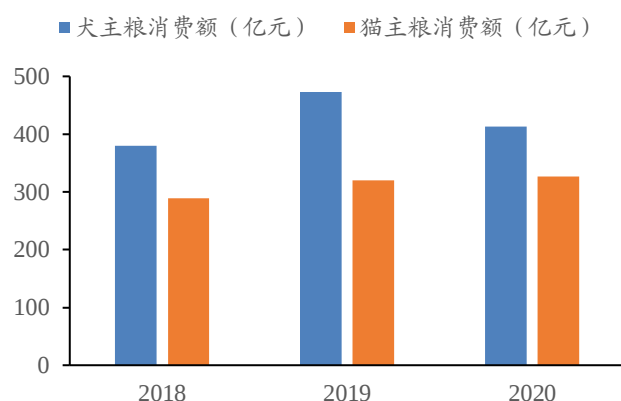
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 28 2018-2020 年宠物猫食品消费结构，%



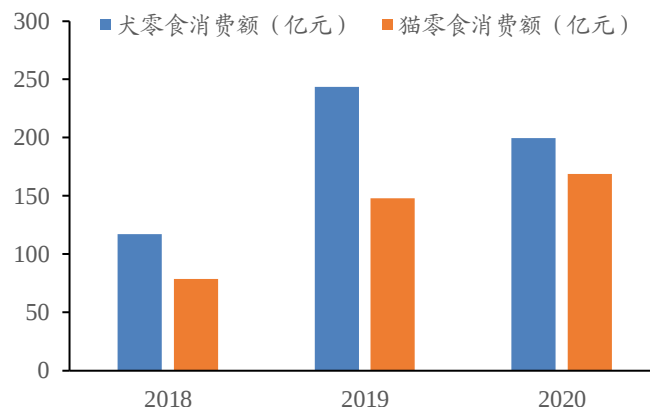
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 29 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 30 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

从中长期维度看，中国宠物渗透率、宠物犬猫年均支出均远低于主要养宠国，宠物消费市场增长潜力巨大。中国宠物渗透率 17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45% 和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元，均低于主要养宠国。

中国养宠消费支出结构与美国养宠消费结构存在较大差别。美国养宠消费结构中宠物医疗占比最高，宠物猫、狗医疗支出均超过消费支出的 40%，美国宠物医疗主要包括定期检查与外科兽医出诊费用，以外科兽医出诊费用为主，宠物食品在美国养宠消费结构中同样占据较大比例，宠物猫、狗分别达到 37.4%、28.5%。相比之下中国养宠消费结构中宠物食品支出更为突出，宠物猫狗食品支出占比分别达到 57.2%、52.8%。宠物医疗占比相对较小，仍有较大提升空间。

图表 31 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表

	美国	英国	澳洲	日本	中国
猫犬数量（万只）	17300	1650	890	1858	9915
犬数量（万只）	9700	900	510	880	5503
猫数量（万只）	7600	750	380	978	4412
宠物渗透率（%）	68%	45%	62%	38%	17%
人均猫数量（只）	0.23	0.11	0.15	0.08	0.04
人均犬数量（只）	0.30	0.13	0.20	0.07	0.03
人均宠物护理支出（美元）	162	93	-	42	7
宠物犬年消费支出	1,381	1,478	1,154	3170	869
食物	259	-	346	590	330
零食	76	-	-		170
维生素	58	-	104	-	8
医疗护理	638	-	492.2	552	165.1
寄养	229	-	76.6	-	15.6
宠物猫年支出（美元）	908	1,419	682	1506	679
食物	228	-	205	390	251
零食	58	-	-		130
维生素	54	-	61	-	7
医疗护理	374	-	289.4	291	129.7
寄养	120	-	68.1	-	9.5

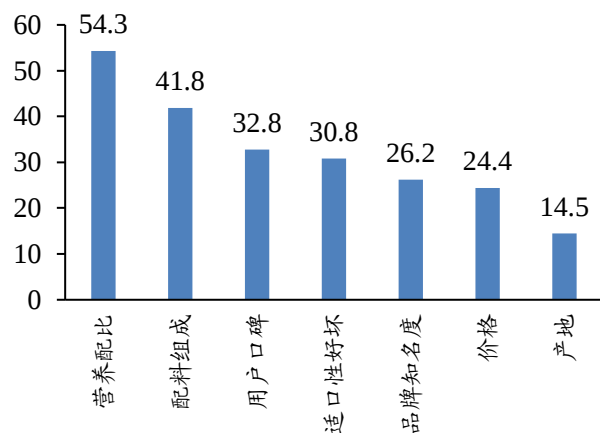
资料来源：APPA, Anicom Insurance, RSBCA, Groomarts academy, Statista, World Bank, 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

我国养宠主力年轻化与消费升级带动下宠物食品细分化、高端化。《2020 宠物行业白皮书》显示，90 后已成为养宠主力，宠物消费支出也明显高于其他阶段。根据招商银行《2021 中国私人财富报告》，2020 年，中国个人可投资资产规模达 241 万亿元，2018-2020 年 CAGR 达 13%，预计到 2021 年，可投资资产规模将达 268 万亿元，人均可支配收入显著提高。

宠物经济是年轻人的“孤独生意”，日益年轻化的消费群体不断推动着宠物行业走向繁荣。超 6 成的受访者会视宠物为自己的家庭成员，85% 的受访者愿意为宠物购买原料更优质、价格更高的宠物食品。根据第七次人口普查数据，我国人口年龄结构变化呈现中间落、两头升的趋势，老龄化加剧，Z 世代成为消费主力，无论是文化娱乐还是实体商品，年轻人花在能满足他们精神领域的消费比例越来越高。年轻

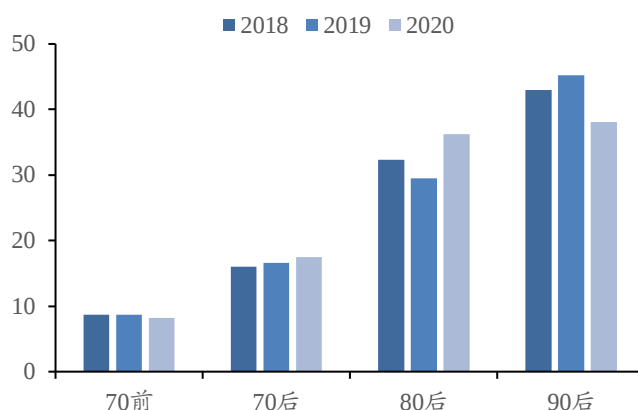
化的消费者情感消费趋势明显，对新鲜事物接受度更高，除了关注品牌外，对于宠物食品的质量、营养、安全性以及宠物喜爱程度等要素更加关注，这些养宠观念和消费观念对于宠物食品的细分化、高端化、健康化提出更多要求。

图表 32 宠物食品消费决策因素占比，%



资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

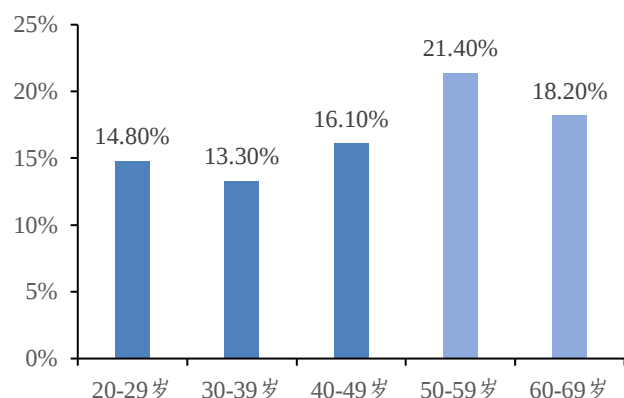
图表 33 2018-2020 年我国宠物主年龄分布，%



资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

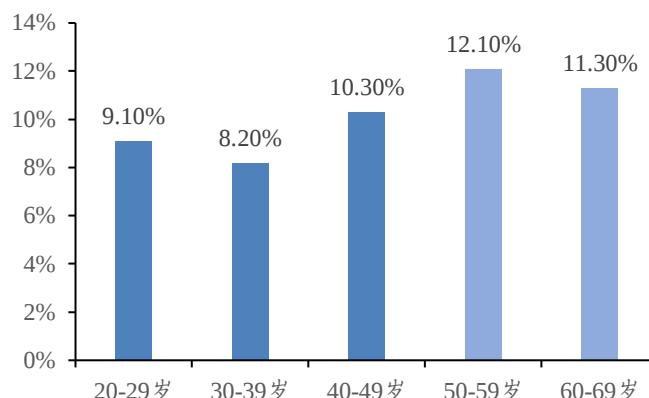
伴随老龄化程度加深，未来老年人养宠有望成为国内市场新的驱动因素。对比日本宠物发展历史来看，养宠的潮流是从陪伴的需求开始的，养宠的主要人群经历了从中青年到老年的转变，现阶段我国年轻人饲养宠物的比例远大于老年人，但随着人口老龄化以及生育率的降低，人们把宠物当作家庭成员的情感需求越来越强烈，越来越多的家庭将会选择饲养宠物，未来我国老年人饲养宠物的比例有望继续上升，带动宠物市场持续增长。

图表 34 2012 年日本宠物狗主人年龄分布



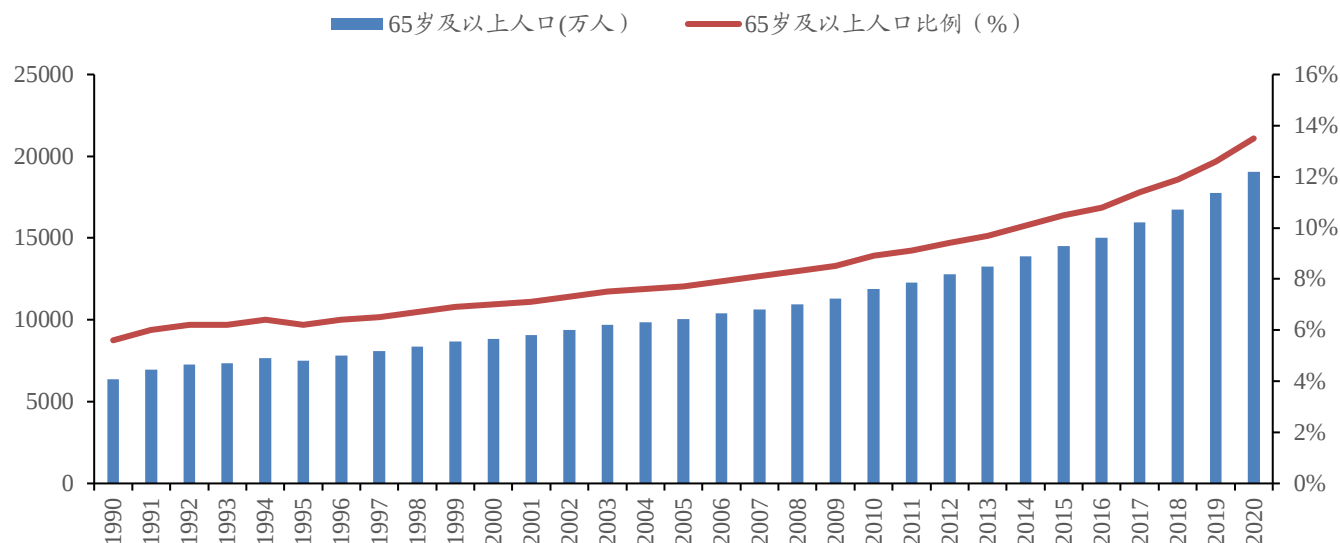
资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 35 2012 年日本宠物猫主人年龄分布



资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 36 我国人口老龄化程度不断加剧



资料来源: wind, 华安证券研究所

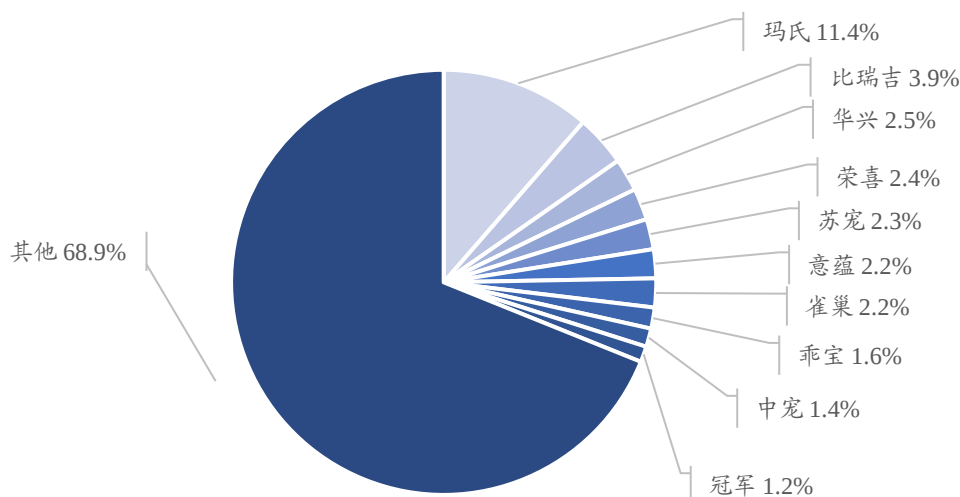
科学化养宠意识提升，宠物食品健康化发展。伴随着人均可支配收入的提高以及宠物家庭地位的上升，宠物主的诉求逐渐向精细化科学养宠方向转变，对宠物食品的品质和健康也有着更高的追求，宠物主愿意支付更高的价格选购品质更优、原材料更健康、甚至量身定制的宠物食品。国产宠物定制粮、处方粮开始在市场上占据一定份额，定制化有望成为行业发展新趋势与新动力。

2.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起

国内宠物食品行业集中度低，尚未形成垄断格局。国内宠物食品市场，玛氏占据龙头地位，市场份额占比为 11.4%，其他品牌市场份额占比均在 5% 以下，我国宠物食品行业集中度仍相对较低，CR10 仅达到 31.1%。新进入的宠物食品企业若能提供满足消费者需求的产品，仍有较好的发展前景。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》，64% 的首次养宠消费者在过去两年内更换过品牌，平均每个养宠家庭会试用 5-6 个高端产品品牌，在成熟市场仅为 2-3 个品牌，行业内的其他公司均有机会进行追赶。

我国宠物食品的销售以线上电商渠道及专业渠道中的宠物店为主。不同于欧美发达国家宠物食品的销售以商超渠道为主，我国消费者更倾向于电商渠道。近年来我国宠物食品线上电商渠道发展迅速，Euromonitor International 数据显示，我国宠物食品市场电商渠道占比已由 2013 年的 10.1% 快速提升至 2018 年 45.4%；据欧睿数据，2020 年国内宠物食品行业线上渠道及电商渠道占比已达到 57.2%。

图表 37 中国宠物食品品牌市占率分布



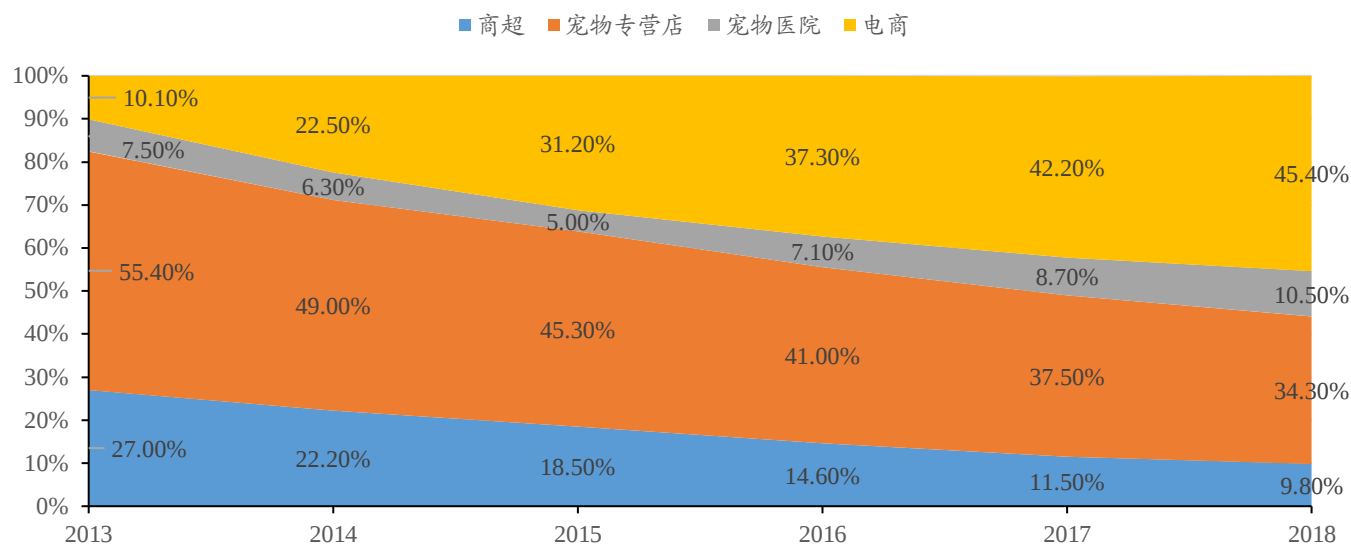
资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

图表 38 宠物食品销售渠道

渠道种类	特点	代表	品牌类别
线上渠道	流量大、增速高、便捷性高、体验性弱；进驻门槛低，市场竞争压力大	淘宝、天猫、京东等大型电商平台、波奇网、E 宠网、狗民网等专业平台	进驻门槛低，品种多样、高中低端均有覆盖
宠物店	目标用户精准、推广成本合理	宠物家、宠宠熊、酷迪宠物等	以中高端为主，对品牌知名度、品牌保障要求极高
宠物医院	专业性强、经营面积大	瑞派、瑞鹏、美联合中等	处方粮、中高端品牌产品
商超百货等零售渠道	依托大型商场、营业面积大、客流量大而稳定，消费者信赖度高	家乐福、沃尔玛、华联大润发、卜蜂莲花等	门槛较高，品牌需要具有一定的品牌知名度、用户知名度

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 39 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大



资料来源：Euromonitor International，华安证券研究所

电商渠道加速国货宠物品牌崛起。以皇家为代表的海外品牌先于国内品牌建立了线下渠道和品牌优势，伴随着国内宠物消费市场日益成熟，海外品牌在电商布局上较国内品牌响应速度较慢，电商的发展为国货品牌中宠、乖宝、福贝、疯狂的小狗等国货品牌突围与崛起创造了有利机会。

图表 40 国产宠物品牌粉丝数

品牌	品牌属性	天猫官方旗舰店粉丝数 (万人)	抖音官方号粉丝数(万人)
麦富迪	国内	193	6.5
疯狂小狗	国内	107	33.6
比瑞吉	国内	77.3	16.8
伯纳天纯	国内	19.6	3.1
皇家	海外非进口	192	61
玛氏	海外非进口	86	0.57
冠能	海外非进口	63.5	0.6
海洋之星	海外进口	52.9	3.5
素力高	海外进口	7.3	6.4
爱肯拿	海外进口	0.6	-
Go!	海外进口	19.4	-
渴望	海外进口	0.7	-

资料来源：天猫，抖音，华安证券研究所

2021 年双十一期间，新锐宠物品牌的增速十分显著，国货品牌表现亮眼。在天猫宠物双十一全周期成交排行榜 Top10 中，中国品牌占据六位，分别是：麦富迪、卫仕、PIDAN、凯锐思、网易严选、耐威克，旗舰店方面千万级新锐商家品牌达 14 个；京东平台同样出现相似情况，中国品牌在宠物品牌成交排行榜 Top10 中占据五

位，分别是麦富迪、博纳天纯、卫仕、耐威克、比瑞吉，双十一新品牌的成交额同比增长了 387%。更多新锐商品通过沉淀品质、提升性价比、占领电商平台、创意营销等方式，获得新一代消费者的青睐，实现弯道超车。

图表 41 2021 年双十一期间品牌销量排名

排名	天猫	京东
1	麦富迪	皇家
2	皇家	麦富迪
3	Orijen 渴望	Orijen 渴望
4	爱肯拿	伯纳天纯
5	卫仕	卫仕
6	PIDAN	爱肯拿
7	凯锐思	冠能
8	Ziwi	耐威克
9	网易严选	比瑞吉
10	耐威克	福来恩

资料来源：天猫、京东双十一战报，华安证券研究所

3 国内宠物食品先行者，研发与营销持续投入

3.1 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，是国内取得国内外权威认证较多的企业之一。

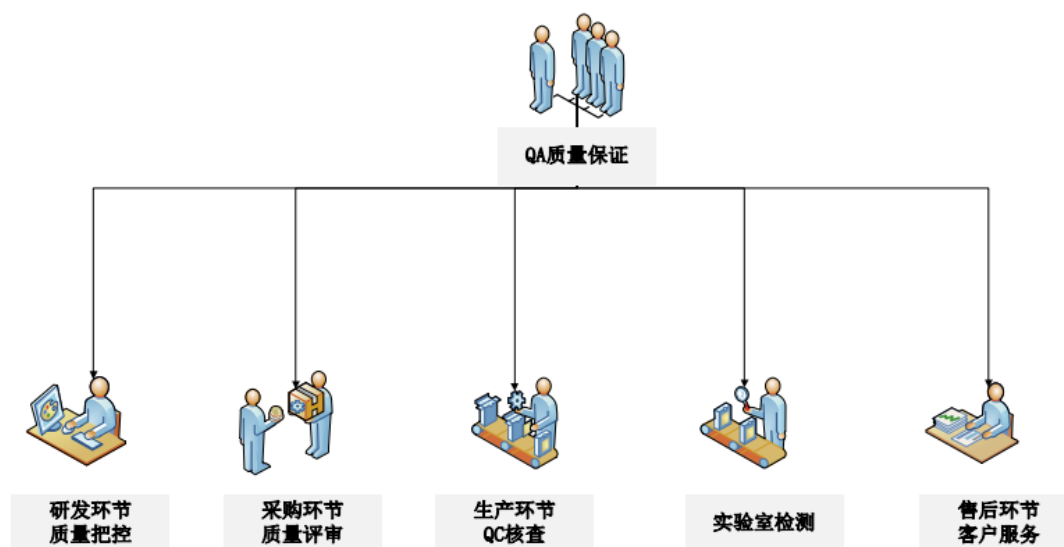
图表 42 乖宝获得多项品质质量认证



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。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；在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；在生产的全流程中，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，为食品质量安全提供了数据保障。

3.2 自有品牌获得广泛认可，丰富 sku 打造核心竞争力

公司始终坚持“全球视野，持续创新”的经营理念，以创新开拓市场，不断推出适合宠物营养需求和消费者需要的新产品。2013年公司创建自有品牌“麦富迪”，以纯天然原料和出口级品质畅销海内外 33 个国家和地区。除“麦富迪”品牌外公司还拥有“Waggin'Train”、“欧力优”等自有品牌，现已形成了相对完善的品牌梯队，定位多元，布局差异化品牌市场。

图表 44 公司品牌梯队列表

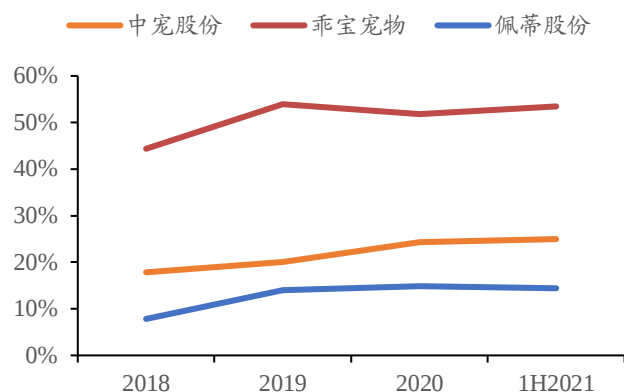
品牌	商标	品牌特点
麦富迪		定位中高端市场，坚持产品扩展与创新，sku 丰富，涉及主粮、湿粮、零食、咬胶等全品类，占据了一定国内消费者心智，在国内有较高品牌认可度。
欧力优		定位中端市场，通过亚洲、北美、南美、澳洲多地采购人用级生肉食材原材料，以 FDA 认可的生肉冻干工艺打造纯天然高营养宠物食品。
Waggin'Train		定位高端市场，2021 年公司收购的美国本土品牌，以“Less is more”（至简料理哲学）作为品牌理念，强调以简单、天然的食材制作健康的宠物食品，在境外市场获得广泛认可。
K9 Natural		定位高端市场，秉承天然、高肉理念，坚持创造高含肉量、能量与营养均衡、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：公司官网，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 年启动自有品牌业务，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，1H2021 公司境内业务占比达 53.4%，在同比公司中基本处于最高水平。“麦富迪”品牌的知名度、影响力不断提高，产品销量逐年增加。根据鲸参谋数据统计，2021 年麦富迪在宠物零食领域市占率达 32%，已逐渐成长为国内宠物零食第一品牌。

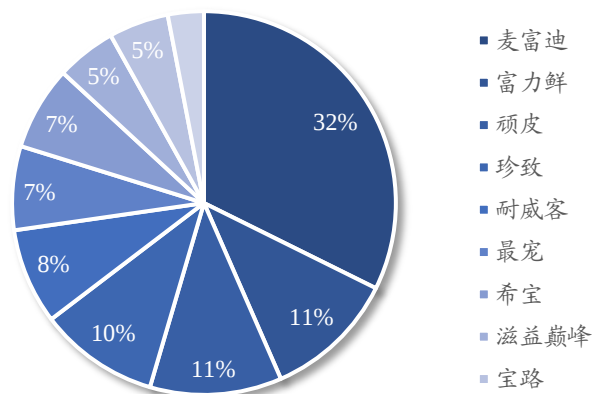
“麦富迪”品牌成绩耀眼。第一财经数据显示，“麦富迪”荣获 MAT2021 犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一名，同时也成为 MAT2021 最受 Z 世代欢迎的宠物食品品牌。此外，“麦富迪”先后获得 2019 年、2020 年连续两届亚洲宠物展“年度中国质造大奖”、“天猫最受消费者欢迎品牌”；2021 年亚洲宠物展“年度经典食品品牌大奖”和“年度创新典范大奖”；第 22 届中国国际宠物水族展览会（CIPS）“中国市场最活跃本土主粮品牌”；时代宠物中国宠物行业“2020 年度畅销品牌奖”等多项荣誉，获得消费者广泛认可。

图表 45 可比公司境内外业务占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

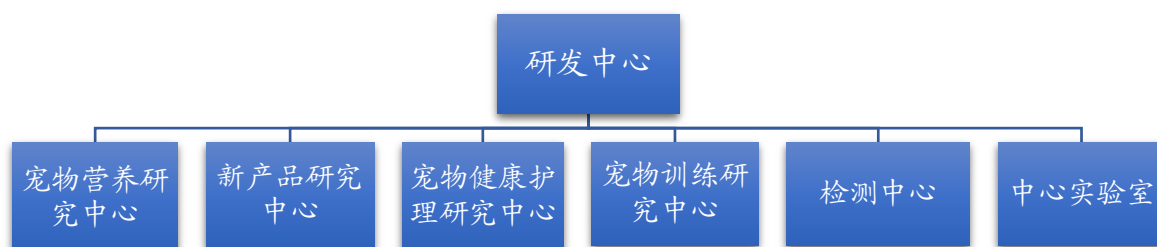
图表 46 2021 年宠物零食品牌市占率 (%)



资料来源：鲸参谋，华安证券研究所

公司逐步建立富有竞争力的核心研发团队以及完善的研发流程。研发中心成立于 2008 年，分为内销和外销两个团队，针对国内外饲养犬种、喂养习惯的不同建立了专门化的研发体系，每年推陈出新。下设宠物营养研究中心、新产品研究中心、检测中心等多个子单位，共有专职研发技术人员 74 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。

图表 47 研发中心组织结构



资料来源：公司官网，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。

基于完善的产品研发流程和人才激励机制，“麦富迪”产品不断推陈出新，相继开发出弗列加特高肉猫粮系列、弗列加特全价冻干猫粮系列、双拼粮系列、益生军团系列等多个创新产品系列，逐渐成为产品系列最丰富的国产品牌之一。

图表 48 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：招股说明书，华安证券研究所

图表 49 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

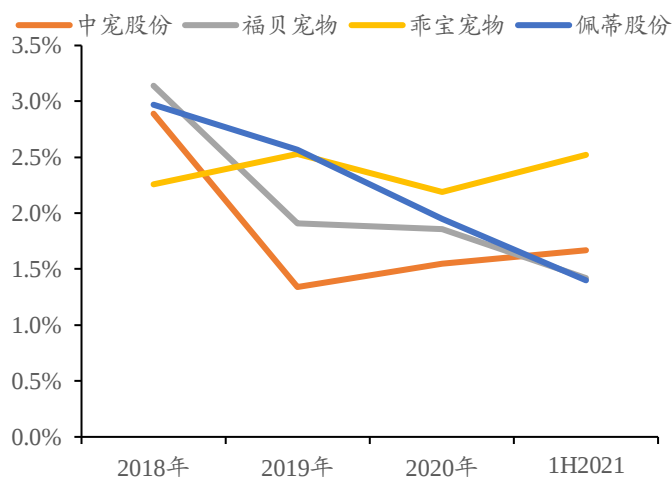
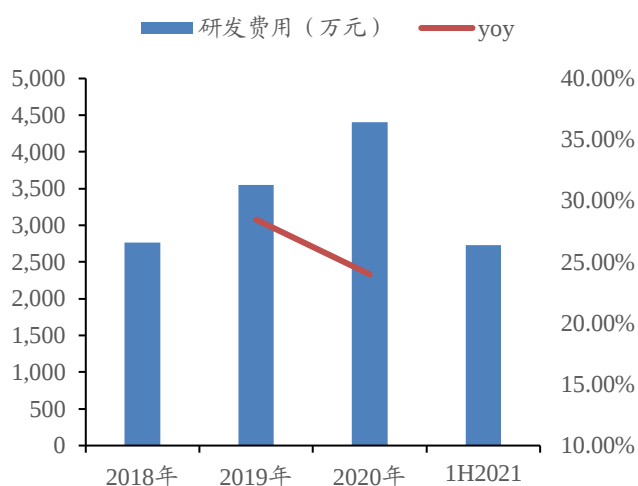
	和质地。
真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，全价宠物食品的加工过程需要高温高压，导致热敏性营养素损失率高，同时动物源性蛋白添加比例有限。真空冷冻全价冻干在真空状态下抽离水分能够让有营养的热敏营养物质最大限度保留。同时真空冷冻干燥可以相对传统技术实现更高比例的鲜肉添加满足宠物的适口性及营养需求。该技术通过控制原料预处理阶段的环境温度、解冻程度及合理处理方式，精准控制不同规格产品真空冷冻过程的工艺参数来降低营养流失和外观的影响。以达到气味、色泽、质地理想的全营养产品。
EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，宠物食品加工应用的蛋白原料主要是大分子的蛋白成分，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：招股说明书，华安证券研究所

为了保持产品竞争力，公司不断加大研发费用投入。2018-2020 年，公司研发费用投入从 2765.5 万元增长至 4405.1 万元，年复合增长率 26.2%，1H2021 公司研发费用投入达 2726.7 万元，占营业收入的比例为 2.5%，在可比上市公司中处于较高水平。

图表 50 2018-1H2021 公司研发费用及增速（亿元）

图表 51 可比公司研发费用率对比



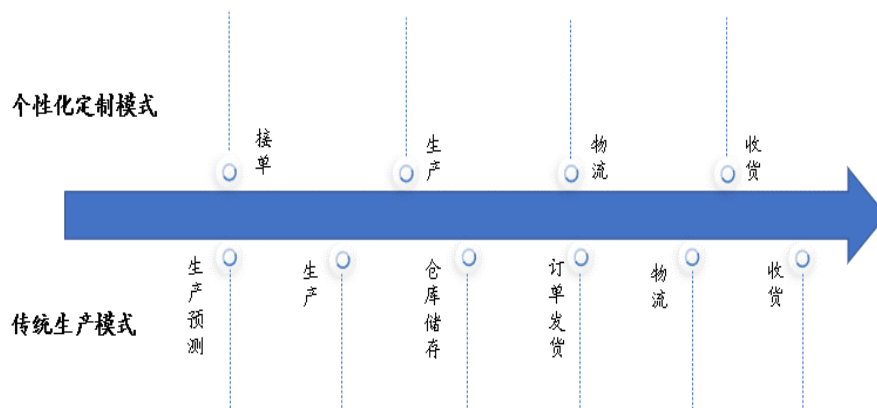
资料来源：公司公告，华安证券研究所

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，公司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 52 公司个性化定制模式与传统模式对比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.3 多样化品牌营销，全渠道综合发力

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 成员李铨銓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 53 公司部分综艺、影视植入



资料来源：招股说明书，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。公司在天猫、京东等电商平台，微博、小红书、抖音、快手等内容平台，以及 VIVO、OPPO 等手机平台进行了全方位线上广告投放，以推荐区展示、开屏广告、信息流广告、达人内容推广等多种营销方式触达潜在用户，并通过对用户行为进行分析，不断优化广告投放策略，加速广告的电商转化和用户沉淀。同时，积极推进与 KOL 合作，培育品牌 KOL 矩阵，以日常广告和新品种草形式推广产品，吸引潜在客户。

图表 54 公司部分线上平台推广



资料来源：公司官网、京东、抖音、麦富迪旗舰店，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。

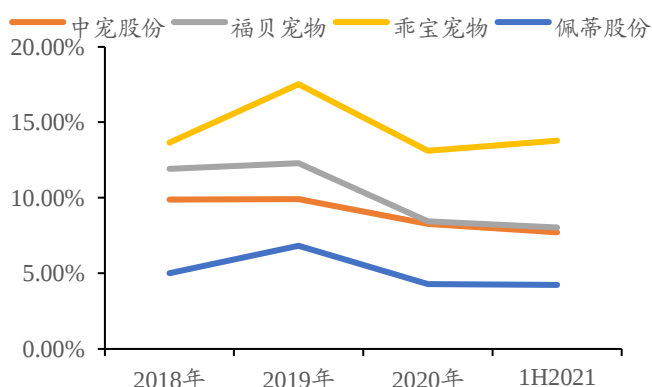
图表 55 麦富迪部分联名产品



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

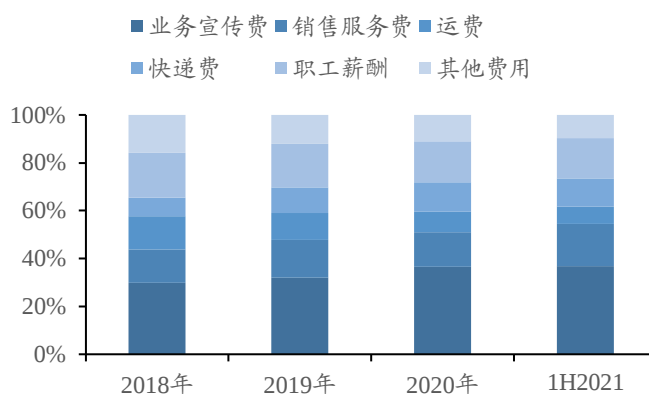
销售费用投入高, 销售费用率较为稳定。 2018-1H2021, 公司销售费用率分别为 13.7%、17.5%、16.9%、17.4%, 在可比上市公司中处于最高水平。其中, 业务宣传费是公司销售费用的主要来源, 主要包括影视综艺节目赞助、明星代言、线上营销推广等国内业务拓展费用, 2018-2020 年公司业务宣传费分别为 4,996.4 万元、7,901.6 万元、12,426.9 万元, 呈快速增长趋势。

图表 56 销售费用率对比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 57 销售费用结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 58 公司与主要宠物公司推广宣传费及占比对照表

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
销售费用	乖宝宠物					167	246	340	188
	中宠股份	32	45	51	68	140	170	184	97
	佩蒂股份	14	16	18	23	44	69	57	30
	依依股份					48	49	13	8
	福贝宠物					37	50	56	
推广宣传费	乖宝宠物					50	79	124	69
	中宠股份	6	19	20	27	64	70	116	59
	佩蒂股份	1	2	2	2	8	19	29	9
	依依股份					2	2	1	2
	福贝宠物					8	15	28	
推广宣传费/销售费用	乖宝宠物					30%	32%	36%	37%
	中宠股份	19%	42%	39%	41%	46%	41%	63%	61%
	佩蒂股份	6%	10%	11%	11%	18%	27%	50%	29%
	依依股份					4%	3%	6%	25%
	福贝宠物					21%	31%	49%	

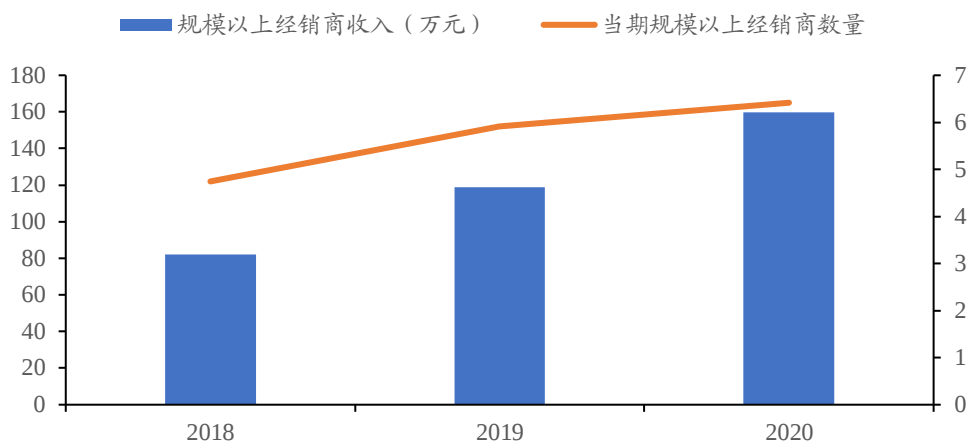
资料来源：公司公告，华安证券研究所

全渠道拓展优化，在国内市场，公司已实现线上、线下全渠道运行格局，实现了最大化用户覆盖与辐射。

在线上方面，公司与天猫、京东、抖音等电商平台积极合作，借助线上渠道的信息化优势快速适应市场变化，持续优化产品，以自设旗舰店和线上经销商分销的方式向终端消费者提供产品销售，业务规模持续上升。

在线下方面，公司主要通过区域经销商进行销售，积极拓展线下网点并对传统规模较小、资质较差的经销商进行了精简优化，2018-1H2021 公司经销商数量分别为 1,254 家、1,065 家、1,050 家和 777 家，规模以上经销商占比不断提高，2018-2020 年公司规模以上经销商收入占经销收入比例分别为 86.6%、92.1%、92.5%，规模以上经销商存续性较强且占比逐渐升高，公司线下渠道的经营规模与效率持续优化提升。

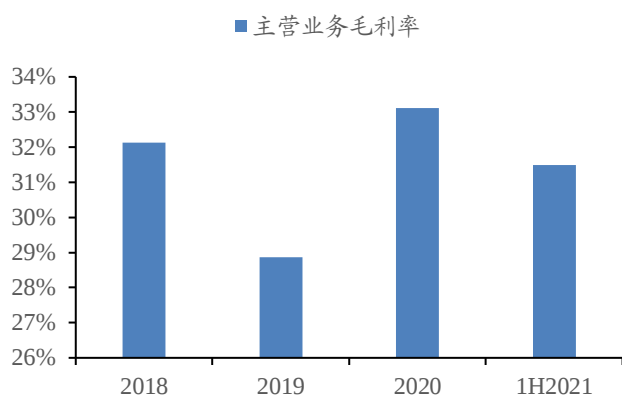
图表 59 规模以上经销商数量及收入



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

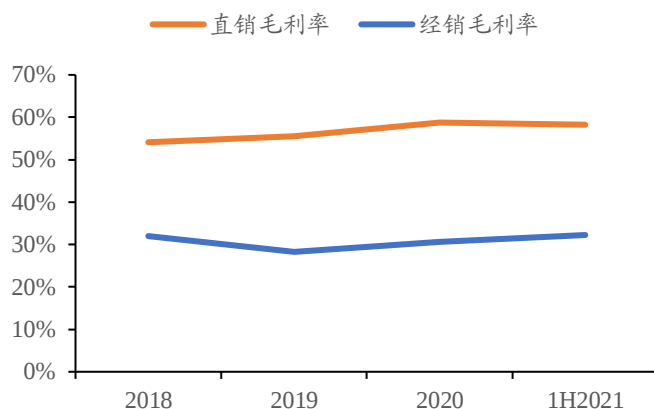
获利能力保持稳定，直销渠道毛利率较高。2018-1H2021，公司主营业务毛利率分别为 32.12%、28.87%、33.12%和 31.49%，除 2019 年受原材料价格上升及中美贸易政策变化的影响导致毛利率下滑外，主营业务毛利率均在 30%以上，公司自有品牌直销作为公司重点拓展的销售模式毛利率最高，每年均高于 50%。

图表 60 主营业务毛利率



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 61 自有品牌直销、经销毛利率变化情况



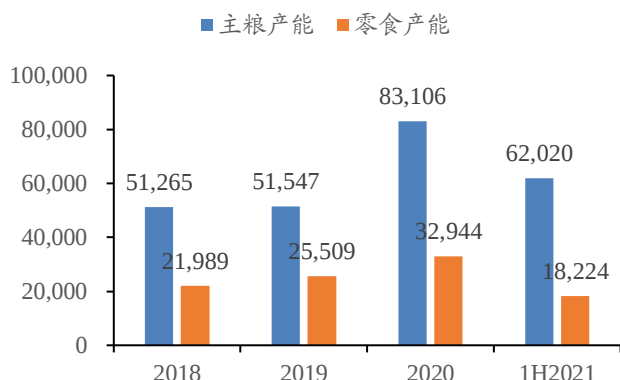
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4 合理规划募投项目，加快产能升级

4.1 主要产品产销情况

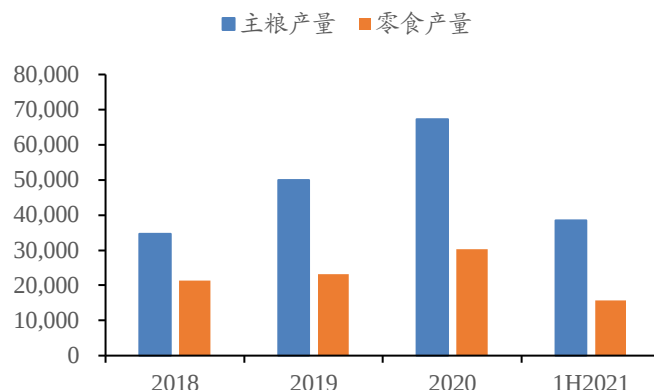
公司主要产品的产能和产量均不断上升，其中，主粮为产销量最大、增长最快的品类。2018-2020 年，公司主粮产品产能分别为 5.1 万吨、5.2 万吨和 8.3 万吨，年复合增长率 27.3%，零食产品产能分别为 2.2 万吨、2.6 万吨和 3.3 万吨，年复合增长率 22.4%。

图表 62 2018-1H2021 公司主营产品产能变化（吨）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 63 2018-1H2021 公司主营产品产量变化（吨）

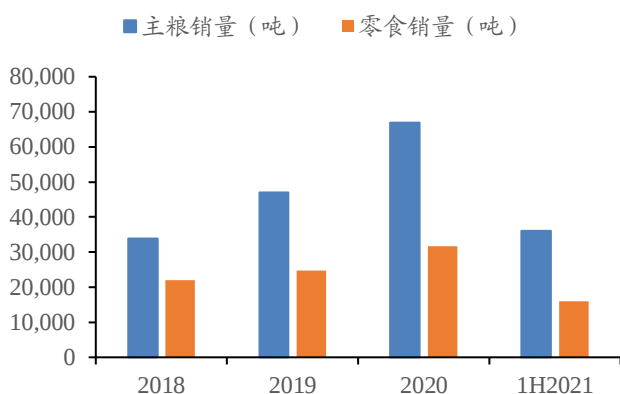


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

销量方面，公司主要产品销量规模持续上升，2018-2020 年公司主粮产品销量从 3.4 万吨增长至 6.7 万吨，年复合增长率达 40.4%，零食产品销量从 2.2 万吨增至 3.2 万吨，年复合增长率 20.6%。

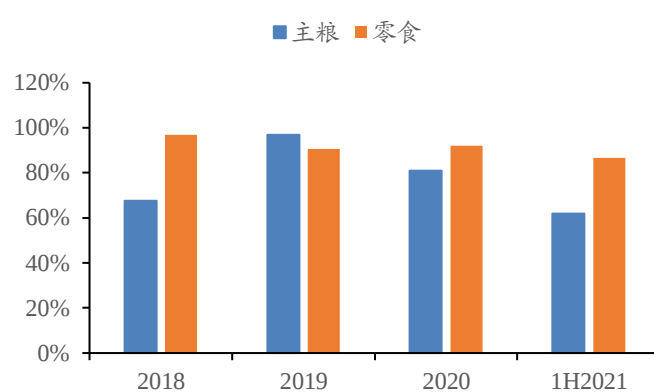
产能利用率方面，2018-2020 年，公司主粮产品的产能利用率分别为 67.5%、97% 和 81%，其中，2018 年和 2020 年产能利用率较低，主要是公司 2017 年和 2020 年新建的主粮生产线尚未完全释放产能所致。零食产品的产能利用率较高，2018-2020 年均保持在 90% 以上，尤其在“双十一”、“618”购物节的销售节点，公司产能无法满足市场需求。1H2021 公司主粮、零食类产品产能利用率均出现下降，分别为 61.98%、86.56%，主要原因为上半年为订单需求淡季。

图表 64 2018-1H2021 公司主营产品销量变化（吨）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 65 2018-1H2021 公司主营产品产能利用率变化（%）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.2 把握机遇，募资扩产

针对公司在国内市场的业务扩张需求和部分品类产能趋于饱和的情况，公司计划募集资金投资“宠物食品生产基地扩产建设项目”。通过新增产能和生产具有高附加值的高端宠物食品，满足不断增长的市场需求，增强公司盈利能力，为消费者提供更多元化、更高品质的宠物食品。

相比于国内同行业公司，公司具有明显的先发优势和规模优势，但与国外巨头相比仍有差距。本募投项目通过新建生产线，将极大地发挥潜在产能；扩产后通过规模效益，有效提升生产效率、降低生产成本，促使产品毛利率的提高；对原材料可集中采购，提升自身的议价能力；此外，公司现有产品的销售渠道和管理资源可以最大化发挥优势，更好地消化新增产能，提高整体销售收入，降低单位销售费用和管理费用，提高公司整体运营效率，降低系统整体运营成本。

面对部分品类产品出现的产能瓶颈以及高端产品品类仍待发展的局面，本项目一方面通过扩建宠物中高端主粮及零食生产线解决产能瓶颈问题，进一步实现公司的战略规划布局；另一方面通过新增保健品生产线，进一步丰富公司的产品结构，扩充产品品类，为公司带来新的利润增长点。

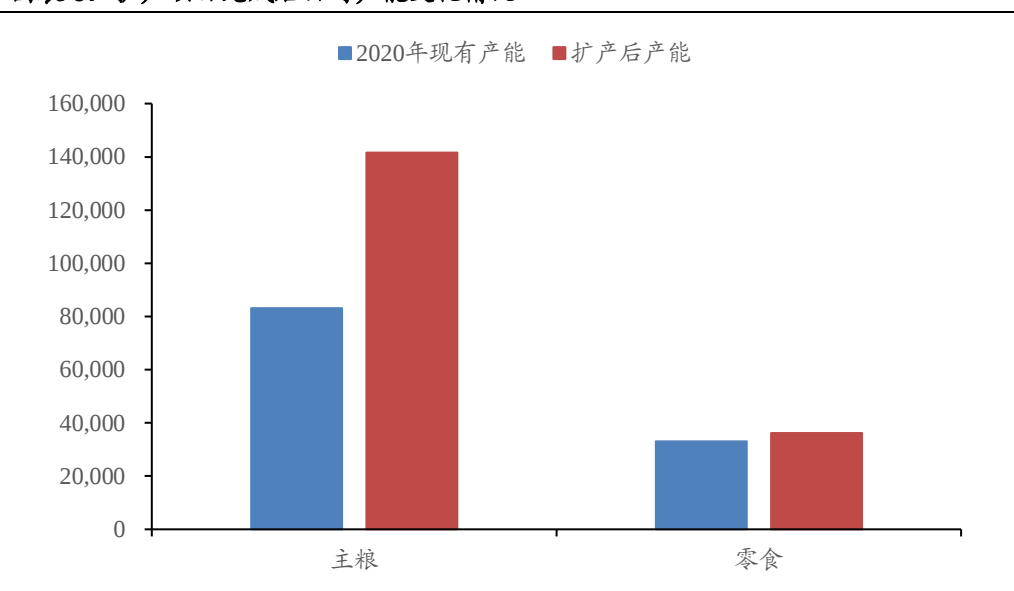
图表 66 公司募投项目汇总

募集资金使用项目	总投资金额（万元）	拟使用募集资金（万元）	比例
宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737	36,737	61.23%
智能仓储升级项目	7,191	7,191	11.99%
研发中心升级项目	3,060	3,060	5.10%
信息化升级建设项目	2,511	2,511	4.19%
补充流动资金	10,500	10,500	17.50%
合计	60,000	60,000	100%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

本项目计划建设周期 18 个月。项目建设完成后，将形成年产 58,500 吨主粮、3,133 吨零食以及 1,230 吨高端保健品的制造能力，项目达产后年销售收入预计可达 9.7 亿元。

图表 67 扩产项目完成后公司产能变化情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

风险提示:

贸易摩擦风险、原材料价格波动的风险、产品质量控制的风险、技术研发失败的风险等。

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，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

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。