



买入（维持）

所属行业：食品饮料/食品加工

乖宝宠物 VS 珀莱雅：逐条解构，为什么值得对比分析？

证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120523010001

邮箱：xiely3@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120523020003

邮箱：hehp3@tebon.com.cn

邓颖

资格编号：S0120523020001

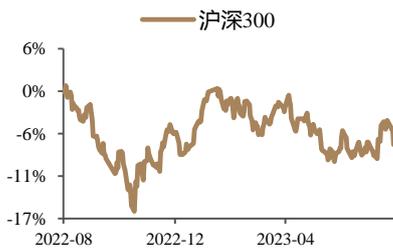
邮箱：dengying3@tebon.com.cn

研究助理

宋雨桐

邮箱：songyt@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)			
相对涨幅(%)	-1.06	-1.04	1.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《乖宝宠物：深度拆解品牌增长密码》，2023.3.14

投资要点

- 为何对标宠物食品与化妆品？行业逻辑和所处阶段共性：长坡厚雪，国产替代，产品多元化。**宠物食品和化妆品在市场规模所处阶段、空间和竞争格局上表现类似，宠物食品和化妆品在过去十年均实现较快增长，2012-2022 年复合增速分别 24%和 8%，且后续有望保持快增趋势，欧睿数据预测 22-27 年宠食和化妆品市场规模复合增速分别为 10%和 7%；从竞争格局上看，化妆品行业已经经历过激烈竞争从 16 年开始迈向集中度逐步提升阶段，宠物食品从 20 年开始也进入集中度提升阶段，且两者均体现出明显的国产替代趋势。作为具备悦己属性的消费品，宠物食品和化妆品均符合第三消费时代的消费逻辑，且在需求精细化的推动下产品均呈现出多元化的趋势，成长空间广阔，我们认为国产品牌在自身供给升级和消费者需求认知的背景下有望持续获益。另外从赛道属性讲，宠物食品中的主粮与化妆品中的护肤品均具备以配方为基石、成熟后存在长期稳定大单品、变化少的特点，从而远期护城河深，从投资的角度讲，这类赛道具备更好的远期投资价值，值得重点关注。
- 竞争逻辑：隔雾看花的产品壁垒&破雾引路的营销教育。**宠物食品与化妆品具备较强的共同属性，且细分赛道宠物主粮与护肤品，宠物零食与彩妆的共性更为突出。从两者行业竞争逻辑来看，**1) 产品壁垒：**宠物食品与化妆品均具备较强的研发门槛，尤其是宠物主粮与护肤品注重基础研究，存在较强的产品壁垒；**2) 营销教育：**宠物食品与化妆品功效验证需要时间，消费者教育尤为重要，可以帮助有效了解产品优势、提升品牌影响力；**3) 产品策略：**宠物主粮与护肤品的刚需及强粘性赛道属性奠定行业大单品驱动特征，宠物零食与彩妆可选属性较强、对企业快速反应能力提出更高要求，爆款策略适配度更高；**4) 品牌矩阵：**宠物食品与化妆品的细分品类繁多叠加目标客群定位分散，企业多采取品牌矩阵形式，玛氏、欧莱雅等国际巨头多通过多品牌矩阵构筑高护城河。
- 基因对比：乖宝宠物 VS 珀莱雅共性：**注重基础研究、以消费者需求为导向、注重消费者营销教育、积极把握渠道趋势。从赛道到个股，乖宝宠物对比珀莱雅，基于宠物主粮与护肤品的赛道属性，乖宝与珀莱雅均注重夯实研发实力尤其是基础研究，以期打造核心竞争优势，且在产品打造上乖宝与珀莱雅均以消费者需求为导向，持续推出优质产品，营销上持续加强消费者教育、注重护肤/养宠理念输出，渠道上精准把握线上发展红利，踏准流量变化趋势。目前珀莱雅已成功落地大单品策略；与护肤品相似，主粮品类具备刚需、长期、高复购的特性，具备孵化大单品的潜力，且乖宝宠物具备基础研究与品牌营销教育的基因与基础实力，预期乖宝宠物远期亦有望铸就主粮大单品。
- 投资建议：**国内宠食翘楚，公司品牌表现持续亮眼，20-22 年自主品牌收入复合+44%，已形成以麦富迪+Waggin' Train 为主的品牌矩阵，其中麦富迪品牌在国内宠物食品市场排名领先，荣获 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜（宠物）第一名。我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 42.35、51.55、61.91 亿元，同比分别+24.7%、+21.7%、+20.1%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50、4.53、5.70 亿元，同比分别+31.0%、+29.6%、+25.8%。
- 风险提示：**宠物渗透率不及预期，品牌发展不及预期，新品表现不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动。

股票数据

总股本(百万股):	400.04
流通 A 股(百万股):	-
52 周内股价区间(元):	-
总市值(百万元):	-
总资产(百万元):	2,287.29
每股净资产(元):	4.60

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,575	3,398	4,235	5,155	6,191
(+/-)YOY(%)	27.9%	31.9%	24.7%	21.7%	20.1%
净利润(百万元)	140	267	350	453	570
(+/-)YOY(%)	25.8%	90.3%	31.0%	29.6%	25.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.67	0.87	1.13	1.42
毛利率(%)	28.8%	32.6%	34.6%	36.0%	37.2%
净资产收益率(%)	9.5%	15.2%	9.4%	10.9%	12.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资五要素

核心逻辑

品牌业务：国内养宠市场处于渗透率快速提升期，宠物食品具备高复购、低价格敏感、强黏性等特点，预计后续宠食市场有望持续扩容。公司自有品牌在产品、营销、渠道具备全链路优势，**研发&产品：**公司注重夯实研发实力尤其是犬猫的基础研究，以期打造核心竞争优势，且在产品打造上以消费者需求为导向，持续推出双拼系列、BARF 系列等优质产品，**营销：**持续加码面向年轻消费群体的泛娱乐化品牌营销，且加强消费者教育、注重养宠理念输出，**渠道：**精准把握线上发展红利，踏准流量变化趋势。公司品牌全链路优势突出，料将持续引领国内市场发展，预期公司自有品牌规模有望延续高增趋势。

代工业务：随着品牌规模的快速扩张，公司对代工业务的依赖度降低，短期代工业务或受海外品牌去库存影响略显承压，长期来看海外宠食市场仍在扩张、公司代工业务有望恢复至常态稳健增长状态。

盈利预测与投资建议

国内宠食翘楚，品牌贡献提升。公司品牌表现持续亮眼，2020-2022 年自主品牌收入复合+44%，已形成以麦富迪+Waggin' Train 为主的品牌矩阵，其中麦富迪品牌在国内宠物食品市场排名领先，荣获 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜(宠物)第一名。我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 42.35、51.55、61.91 亿元，同比分别+24.7%、+21.7%、+20.1%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50、4.53、5.70 亿元，同比分别+31.0%、+29.6%、+25.8%。目前主要可比公司 23 年对应估值平均值 34X，公司自主品牌业务占比更高且持续引领，叠加新股行情，给予公司一定估值溢价，给予公司 23 年 46X 估值，对应市值约 160 亿元。

区别于市场的观点

我们将宠物食品与化妆品赛道对比，从行业属性、增长逻辑及竞争逻辑等维度来看两者具备较强共性，规模空间上同属于长坡厚雪赛道且未来仍有望保持快增，格局上迈入集中度提升阶段且国产替代趋势明显，竞争维度均注重基础研发、存在较强产品壁垒（尤其是宠物主粮及护肤品，基础研究与配方设计的难度较大，亦是本土企业与海外龙头的差距所在），且基于功效验证需要时间均需做好消费者营销教育。从所处阶段来看，当前宠物食品行业与五六年前的化妆品行业情况很相似，对标存在一定借鉴意义。

从赛道属性讲，宠物食品中的主粮与化妆品中的护肤品均具备以配方为基石、成熟后存在长期稳定大单品、变化少的特点，从而远期护城河深，从投资的角度讲，这类赛道具备更好的远期投资价值，值得重点关注。

股价表现的催化因素

品牌发展超预期；新品表现超预期；代工业务发展超预期；原料价格下跌；宠物渗透率超预期。

主要风险

宠物渗透率不及预期，品牌发展不及预期，新品表现不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动。

内容目录

1. 行业逻辑所处阶段：长坡厚雪，国产替代，产品多元化	11
1.1. 从市场规模、空间及竞争格局看化妆品 VS 宠物食品行业	11
1.2. 增长点一：第三消费时代的“悦己”属性	14
1.3. 增长点二：国产替代-基于供给升级优化&需求认知提升共振	16
1.4. 增长点三：需求精细化驱动产品多元化	18
2. 竞争逻辑：隔雾看花的产品壁垒&破雾引路的营销教育	20
2.1. 化妆品和宠物食品的共同属性	20
2.2. 隔雾看花的产品壁垒&破雾引路的营销教育	21
2.2.1. 产品壁垒：基础研究支撑，研发壁垒高铸	21
2.2.2. 营销：理念教育趋势明显，品牌寻求专业背书	24
2.3. 从爆款到大单品：一个长期护城河很深的赛道	26
2.4. 多品牌矩阵帝国	28
3. 公司核心竞争力：创新驱动的基础研发实力&引领市场的渠道营销能力	30
3.1. 珀莱雅 VS 乖宝宠物发展历程	30
3.2. 基础研发实力和需求洞察能力加持，持续推出优势产品	32
3.2.1. 重视研发投入，持续加强基础研发实力	32
3.2.2. 精准把握消费需求，持续推出优质产品	35
3.3. 营销：持续加码营销投入，注重消费者教育	39
3.4. 渠道：线上渠道为主导，加强抖音新兴平台布局	42
3.5. 财务对比	44
4. 珀莱雅股价复盘	46
5. 投资建议	48
6. 风险提示	49

图表目录

图 1: 化妆品与宠物食品行业对比概览	10
图 2: 2012-2022 年国内化妆品市场规模复合增长 8%	12
图 3: 2012-2022 年国内宠物食品市场规模复合增长 24%	12
图 4: 护肤品、护发、彩妆系 22 年国内化妆品前三细分品类	12
图 5: 2022 年我国宠物食品分品类结构 (销售额占比)	12
图 6: 2013-2022 年我国化妆品及主要细分品类前十公司份额	13
图 7: 2013-2022 年我国宠物食品及主要细分品类前十公司份额	13
图 8: 2013 年我国护肤品市场销售额前十公司	13
图 9: 2022 年我国护肤品市场销售额前十公司	13
图 10: 2013 年我国彩妆市场销售额前十公司	14
图 11: 2022 年我国彩妆市场销售额前十公司	14
图 12: 2013 年我国宠物 (犬猫) 食品销售额前十公司	14
图 13: 2022 年我国宠物 (犬猫) 食品销售额前十公司	14
图 14: 中国消费社会模型 VS 日本	15
图 15: 2021 年 73% 以上消费者购买化妆品是出于悦己需要	15
图 16: 2021 年有 94% 的宠物主出于情感动机养宠	15
图 17: 化妆品和宠物食品的国产替代逻辑对比	16
图 18: 产品功效、产品成分、口碑评价是 21 年国内消费者购买化妆品的前三决策因素	16
图 19: 营养配比、配料组成、适口性好是 22 年国内宠物主购买主粮的主要决策因素	16
图 20: 较多国产化妆品品牌开始主打本土特色成分	17
图 21: 渴望原味猫粮 VS 弗列加特鲜肉猫粮原料对比	17
图 22: 2013-2022 年我国化妆品市场本土企业销售额份额	17
图 23: 2013-2022 年我国犬猫市场本土企业销售额份额	17
图 24: 2022 年国内化妆品前十内本土企业份额 5%	18
图 25: 2022 年国内宠食 (犬猫) 前十内本土企业份额 16%	18
图 26: 抖音美白细分需求视频数同比增速	18
图 27: 2016-2023 年中国功效型护肤品行业规模及增速	18
图 28: 2021-2022 年猫主粮购买偏好 (%)	19
图 29: 2022 年猫零食购买偏好 (%)	19

图 30: 猫主人主粮消费结构	19
图 31: 2021 年消费者购买主粮功能偏好.....	19
图 32: 麦富迪活性益生菌犬粮具备护胃功能	20
图 33: 皇家推出去毛球、口腔护理、泌尿呵护等功能粮产品.....	20
图 34: 护肤品、彩妆、主粮、零食的对比.....	21
图 35: 欧莱雅实验证明玻色因在抗衰、紧致、除皱上效果显著	22
图 36: 雅诗兰黛将色提因逆龄科技作为旗下白金系列特色	22
图 37: 华熙生物酶切法获 21 届中国专利奖金奖	22
图 38: 贝泰妮聚焦云南特色植物成分研发.....	22
图 39: 皇家宠物食品犬百科全书	23
图 40: 皇家在处方粮领域优势突出.....	23
图 41: 乖宝宠物犬猫营养测试区	24
图 42: 中宠股份宠物营养与健康研究中心.....	24
图 43: 珀莱雅超分子维 A 醇研究发布 5 篇国际期刊和会议论文	25
图 44: 国货品牌借助《了不起的中国成分 3》宣传.....	25
图 45: 皇家举办临床案例竞赛.....	25
图 46: 弗列加特推出专家科普知识系列助力科学养宠.....	25
图 47: 雅诗兰黛小棕瓶和兰蔻小黑瓶不断迭代升级	26
图 48: 雅诗兰黛小棕瓶家族产品	27
图 49: 兰蔻修复小黑瓶家族产品	27
图 50: 珀莱雅品牌中大单品收入贡献明显.....	27
图 51: 珀莱雅大单品策略带来复购率提升.....	27
图 52: 皇家 1980 年推出参考性产品 A.GR	28
图 53: CIAO Whitey 系列经典产品成分	28
图 54: 全球化妆品市场主要公司品牌矩阵布局	29
图 55: 全球宠物犬猫食品市场主要公司品牌矩阵布局.....	29
图 56: 雅诗兰黛品牌矩阵	29
图 57: 玛氏与雀巢宠物食品品牌矩阵.....	29
图 58: 珀莱雅品牌矩阵.....	30
图 59: 国内宠食企业品牌矩阵.....	30
图 60: 珀莱雅发展历程.....	31
图 61: 乖宝宠物发展历程	31
图 62: 2017-2022 珀莱雅研发人员数及占比.....	32

图 63: 2022 年乖宝宠物与主要可比公司研发费用及费率	32
图 64: 珀莱雅研发建设包括基础研究、应用研究及临床研究	33
图 65: 珀莱雅与国内外前端研究机构及供应商保持研发合作关系	33
图 66: 乖宝宠物研发中心包含宠物营养研究中心等六大部门	33
图 67: 乖宝宠物工艺技术创新代表性成果	34
图 68: 珀莱雅专利数量 (项)	35
图 69: 乖宝宠物专利数量 (项)	35
图 70: 珀莱雅“从消费者中来, 到消费者中去”的有效性研发	35
图 71: 乖宝宠物研发以消费者需求为导向	35
图 72: 珀莱雅产品策略变化	36
图 73: 珀莱雅打造核心大单品矩阵	37
图 74: 乖宝宠物不断推出爆款产品	38
图 75: 23 年 618 期间乖宝宠物麦富迪及弗列加特品牌旗下多款产品销售额破千万	38
图 76: 2018-2022 年珀莱雅销售费用及费率	39
图 77: 2018-2022 年乖宝宠物销售费用及费率	39
图 78: 2022 年珀莱雅销售费用以形象宣传推广为主	39
图 79: 2022 年乖宝宠物销售费用以业务宣传和销售服务为主	39
图 80: 珀莱雅早 C 晚 A 护肤公式	40
图 81: 珀莱雅举办早 C 晚 A 酒咖快闪活动	40
图 82: 弗列加特品牌在抖音推出专家科普知识系列	40
图 83: 麦富迪 BARF 天性喂养大使萧敬腾	40
图 84: 珀莱雅对社会热点议题进行情感营销	41
图 85: 珀莱雅对外投资多家 MCN 机构	41
图 86: 珀莱雅品牌代言人年轻化趋势明显	41
图 87: 麦富迪泛娱乐化营销梳理	42
图 88: 2022 年珀莱雅线上渠道收入占比提升至 91%	43
图 89: 2022 年乖宝宠物自有品牌收入线上占比 78%	43
图 90: 2022 年珀莱雅线上直营占比达 70%	43
图 91: 乖宝宠物线上直销占比持续提升	43
图 92: 2021 年珀莱雅品牌抖音占线上收入比重达 15%	44
图 93: 22H1 乖宝宠物自有品牌抖音占线上收入比重达 10%	44
图 94: 抖音电商 23 年 618 美妆行业品牌榜单 (销售额 TOP10)	44
图 95: 抖音电商 23 年 618 宠物行业品牌榜单 (销售额 TOP10)	44

图 96: 乖宝宠物自主品牌与珀莱雅营业收入 (亿元) 及同比	45
图 97: 乖宝宠物 VS 珀莱雅毛利率	45
图 98: 乖宝宠物 VS 珀莱雅销售费用率	45
图 99: 乖宝宠物品牌 VS 珀莱雅销售费用主要细分项	46
图 100: 乖宝宠物 VS 珀莱雅管理费用率	46
图 101: 乖宝宠物 VS 珀莱雅研发费用率	46
图 102: 乖宝宠物 VS 珀莱雅归母净利率	46
图 103: 珀莱雅收盘价与 PE (TTM) 复盘	47
图 104: 17Q4-23Q1 珀莱雅营业总收入、归母净利润及同比增速	47
图 105: 乖宝宠物营收分部拆分	48
图 106: 乖宝宠物盈利预测及主要可比公司估值	48

引言

为何对标宠物食品与化妆品？我们认为从行业属性、增长逻辑及竞争逻辑等维度来看，宠物食品与化妆品赛道具备较强共性，规模空间上同属于长坡厚雪赛道且未来仍有望保持快增，格局上迈入集中度提升阶段且国产替代趋势明显，竞争维度均注重基础研究、存在较强产品壁垒（尤其是宠物主粮及护肤品，基础研究与配方设计的难度较大，亦是本土企业与海外龙头的差距所在），且基于功效验证需要时间均需做好消费者营销教育。从所处阶段来看，当前宠物食品行业与五六年前的化妆品行业情况很相似，对标存在一定借鉴意义。

此外，从赛道属性讲，宠物食品中的主粮与化妆品中的护肤品均具备以配方为基石、成熟后存在长期稳定大单品、变化少的特点，从而远期护城河深，从投资的角度讲，这类赛道具备更好的远期投资价值，值得重点关注。

乖宝宠物 VS 珀莱雅：注重基础研究、以消费者需求为导向、注重消费者营销教育、积极把握渠道趋势。从赛道到个股，乖宝宠物对标珀莱雅，基于宠物主粮与护肤品的赛道属性，乖宝宠物与珀莱雅均注重夯实研发实力尤其是基础研究，以期打造核心竞争优势，且在产品打造上乖宝宠物与珀莱雅均以消费者需求为导向，持续推出优质产品，营销上持续加强消费者教育、注重护肤/养宠理念输出，渠道上精准把握线上发展红利，踏准流量变化趋势。目前珀莱雅已成功落地大单品策略；与护肤品相似，主粮品类具备刚需、长期、高复购的特性，具备孵化大单品的潜力，且乖宝宠物具备基础研究与品牌营销教育的基因与基础实力，预期乖宝宠物远期亦有望铸就主粮大单品。

图 1：化妆品与宠物食品行业对比概览

		化妆品	宠物食品
行业逻辑	规模阶段	快增阶段，Cagr8%，护肤品占比高，彩妆增速快	比化妆品更早期的快增阶段，Cagr24%，主粮占比高，零食增速快
	增长逻辑	使用人数增长*每人使用品类数量增加*单品均价增长*国产品牌份额提升	养宠家庭数量增长*每家养宠数量增长*单宠消费品类增加*单品均价增长*国产品牌份额提升
	驱动因素	悦己/家庭小型化/情绪需求	国产替代/需求精细化扩品类
竞争逻辑	共同属性	护肤品 vs 主粮：高频、高壁垒、大单品驱动。	彩妆 vs 零食：短周期、低门槛、爆款概率高。
	产品 ↔ 营销	基础研发壁垒高，但不能即时显性，需要营销教育 ↔ 营销教育消费者产品知识，且反哺研发	
	爆款 → 大单品	黑海盐泡泡面膜	初期教育-爆款阶段
		小棕瓶延续几十年	成熟期-大单品阶段
	品牌矩阵	LAMER TOMFORD BEAUTY ESTÉE LAUDER BOBBI BROWN CLINIQUE	皇家主粮延续几十年
	核心竞争力	新原料、新技术研发 洞察消费需求的有效研发 早C晚A内容营销/微博话题/抖音	珀莱雅 vs 乖宝： 均为基础研究*营销教育 宠物营养/健康护理/训练研究中心 注重用户反馈的逆向研发 养宠知识科普/综艺/BARF营销/抖音

资料来源：Euromonitor，乖宝宠物招股说明书，中国宠物行业白皮书，艾瑞咨询等，德邦研究所绘制

1. 行业逻辑所处阶段：长坡厚雪，国产替代，产品多元化

从规模空间和增长逻辑来看，宠物食品市场和化妆品市场均属于长坡厚雪的赛道，未来有望保持快增，且二者在竞争格局上均体现出国产替代的趋势。从增长逻辑来看，二者也有高度的相似性：

- 国产化妆品企业增长点=使用化妆品的人数增长*每个人使用的化妆品品类数量增加*单品均价增长*国产品牌份额提升
- 国产宠物食品企业增长点=养宠物家庭数量增长*每个家庭养宠物数量增长*给每个宠物消费品类增加*单品均价增长*国产品牌份额提升

作为具备悦己属性的消费品，宠物食品和化妆品均符合第三消费时代的消费逻辑，且在需求精细化的推动下产品均呈现出多元化的趋势，成长空间广阔，我们认为国产品牌在自身供给升级和消费者需求认知的背景下有望持续获益。

1.1. 从市场规模、空间及竞争格局看化妆品 VS 宠物食品行业

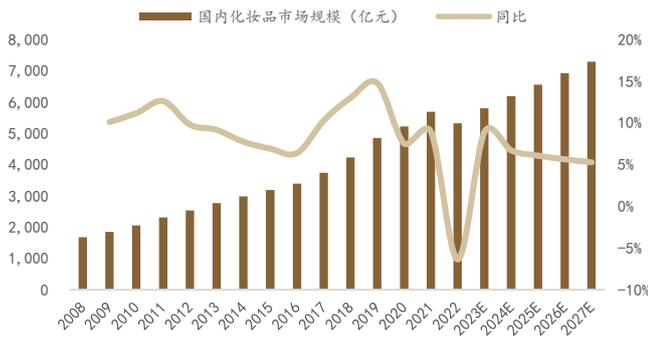
宠物食品和化妆品在市场规模所处阶段、空间和竞争格局上表现类似，宠物食品和化妆品在过去十年均实现较快增长，2012-2022年复合增速分别24%和8%，且后续有望保持快增趋势，欧睿数据预测22-27年宠食和化妆品市场规模复合增速分别为10%和7%；从竞争格局上看，化妆品行业已经经历过激烈竞争从16年开始迈向集中度逐步提升阶段，宠物食品从20年开始也进入集中度提升阶段，且两者均体现出明显的国产替代趋势。

■ 赛道对比：长坡厚雪，空间广阔

化妆品：2012-2022年市场规模复合+8%，未来仍有望保持快增趋势。欧睿数据显示2012年-2022年期间国内化妆品市场规模以8%的复合增速从2536亿元扩张至5318亿元，且欧睿预计22-27年国内市场仍有望保持7%左右的复合增速。

宠物食品：2012-2022年市场规模复合+24%。中国宠物行业白皮书数据显示2012-2022年期间国内宠物（犬猫）食品市场规模以24%的复合增速扩张至1372亿元。另外欧睿数据预测22-27我国宠物食品规模有望保持10%左右的复合增长（12-22年复合增速24%）。

图 2：2012-2022 年国内化妆品市场规模复合增长 8%



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 3：2012-2022 年国内宠物食品市场规模复合增长 24%

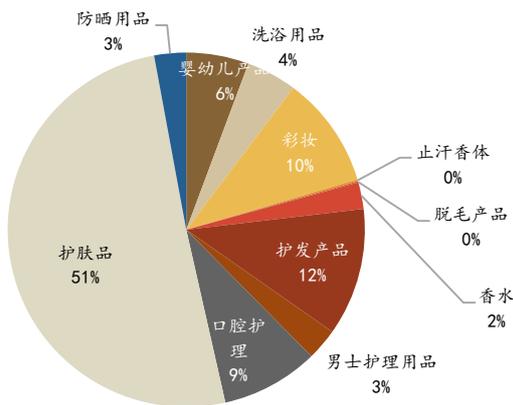


资料来源：乖宝宠物招股说明书，中国宠物行业白皮书，德邦研究所

化妆品：护肤品为主要细分赛道，彩妆保持快增趋势。欧睿数据显示护肤品(51%)、护发产品(12%)、彩妆(10%)系 22 年国内化妆品前三细分品类，其中彩妆复合增长 12% (12-22A)，略高于护肤品表现(复合+8%)。

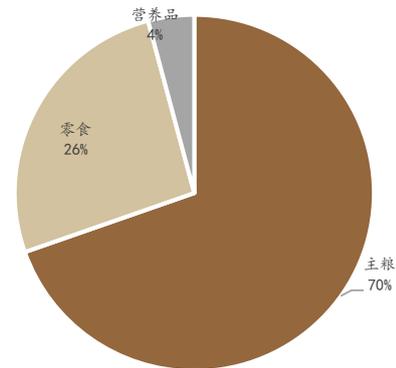
宠物食品：主粮为主要细分子类，零食保持快增趋势。中国宠物行业白皮书显示 22 年主粮、零食和保健品分别占比 70%、26%和 4%，其中 2018-2022 年主粮复合增长 9%，零食复合增长 16%。

图 4：护肤品、护发、彩妆系 22 年国内化妆品前三细分品类



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 5：2022 年我国宠物食品分品类结构（销售额占比）



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

■ 格局对比：均集中度低，本土企业份额提升

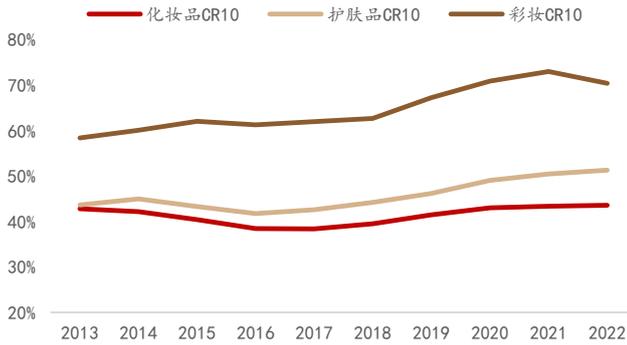
竞争格局方面，化妆品和宠物食品行业均较为分散，不同的是化妆品行业已经经历过激烈竞争、从 2016 年开始迈向集中度逐步提升的阶段，而宠物食品行业刚刚进入快速增长阶段，从 2013 到 2019 年集中度持续下降，但从 2020 年也已开始进入集中度提升的阶段。

化妆品：格局分散，彩妆集中度高于护肤。化妆品行业格局分散但呈现提升趋势，2022 年 CR10（公司销额份额）约 44%，其中彩妆品类集中度（22A：CR10 为 70%）高于护肤品（22A：CR10 为 51%）。

宠物食品：格局较为分散，所处阶段早于化妆品行业，仍处于竞争阶段，CR10 约 30%。随着国内宠食市场兴起，国产品牌加速入场，行业竞争有所加剧，2013-2019 年期间我国宠物（犬猫）食品市场集中度降低（19A：CR10 为 27%）；另外随着

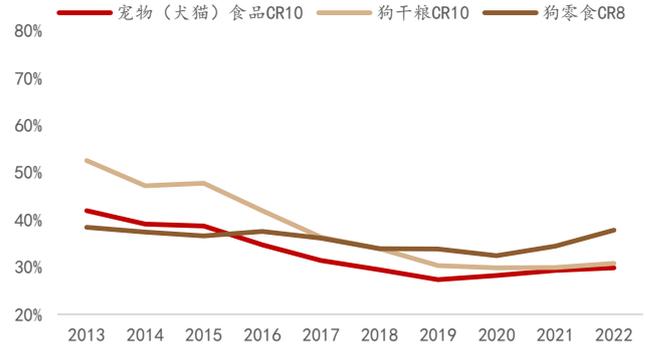
近年来国产品牌竞争力提升，格局有所优化，22年CR10提升至30%。

图 6：2013-2022 年我国化妆品及主要细分品类前十公司份额



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 7：2013-2022 年我国宠物食品及主要细分品类前十公司份额



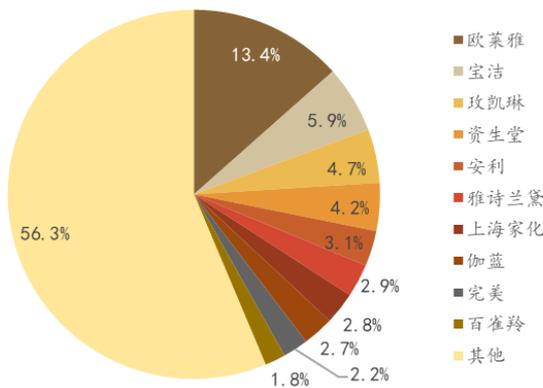
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

国产替代方面，化妆品和宠物食品行业过去十年都见证了国产品牌份额提升。

化妆品：国产份额提升，但海外巨头仍占据较高份额

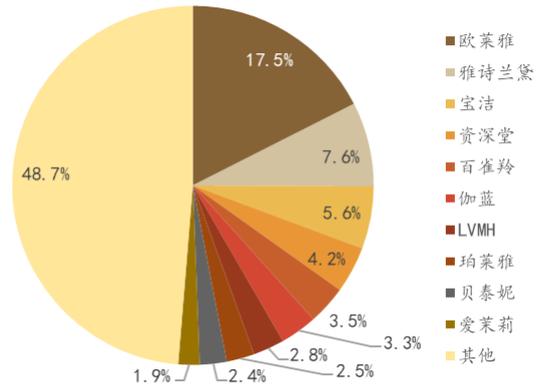
- **护肤品**：2013年销售额前十公司内中国企业仅上海家化(2.8%)、伽蓝(2.7%)和百雀羚(1.8%)，合计份额约7.3%；2022年销售额前十公司内中国企业数量及合计份额均有所提升，百雀羚(3.5%)、伽蓝(3.3%)、珀莱雅(2.5%)、贝泰妮(2.4%)跻身前十，国产份额提升至11.7%。
- **彩妆**：国内彩妆市场销售额前十内中国企业数量从2013年的3家(合计份额9.2%)提升至2022年的4家(合计份额15.5%)；其中宜格旗下品牌花西子以5.4%跻身品牌份额前列，仅次于YSL、迪奥品牌。

图 8：2013 年我国护肤品市场销售额前十公司



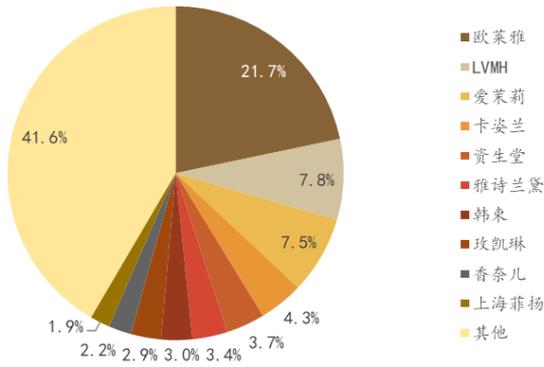
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 9：2022 年我国护肤品市场销售额前十公司



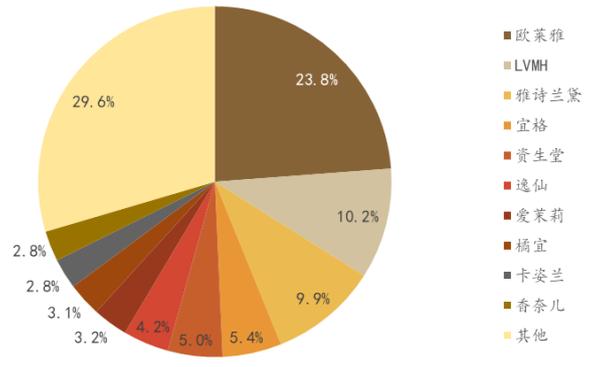
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 10: 2013 年我国彩妆市场销售额前十公司



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

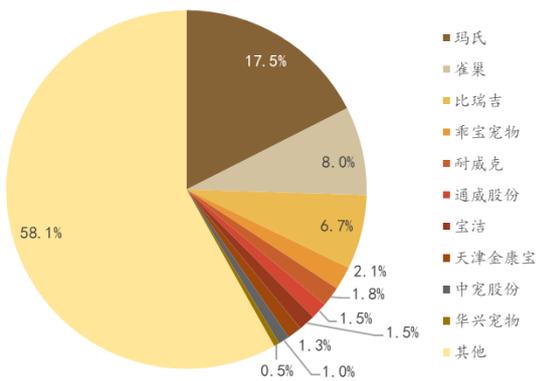
图 11: 2022 年我国彩妆市场销售额前十公司



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

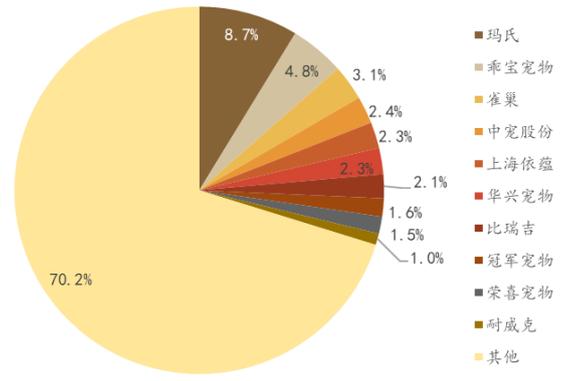
宠物(犬猫)食品: 初期外资占据主导, 近年国产替代明显, 乖宝已超越雀巢跻身第二。早期海外成熟品牌率先进入国内市场占据消费者心智, 欧睿数据显示 2013 年玛氏和雀巢凭借旗下品牌矩阵占据国内宠物(犬猫)食品市场 25.5% 的份额, 国产品牌占前十公司仅 36%; 而随着国产品牌的发力, 2022 年宠物(犬猫)食品销售额前十公司内中国企业份额提升至 16.4%, 占前十公司的 55%, 且乖宝宠物以 4.8% 的份额占比超越雀巢跻身行业第二。

图 12: 2013 年我国宠物(犬猫)食品销售额前十公司



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 13: 2022 年我国宠物(犬猫)食品销售额前十公司



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

1.2. 增长点一: 第三消费时代的“悦己”属性

在行业增长逻辑方面, 化妆品和宠物行业也高度相似。我们参考《第四消费时代》的做法, 将中国消费社会划分为三个阶段, 通过对比认为目前我国正处于第三消费社会早期, 基本消费逻辑与日本当时非常相似, 即开始重视个人, 注重更高的物质享受以及精神需求, 追求个性化。化妆品和宠物恰好满足消费者的“悦己”和“陪伴”等精神需求, 具备充足的成长空间。

图 14: 中国消费社会模型 VS 日本

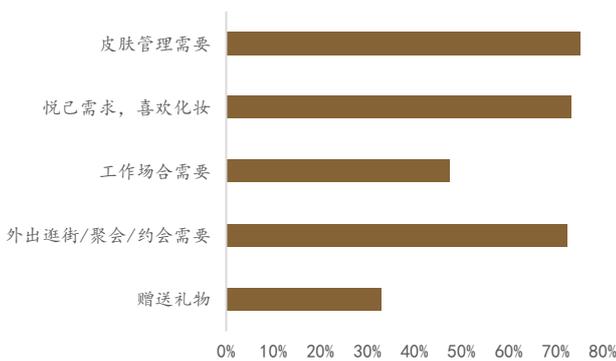
	日本			中国			中日差异分析	
	起点	终点	状态	起点	终点	状态		
经济基础	GDP增速	1912	1941	平均4%, 波动较大	1949	1982	平均7%, 波动较大	中国略高于日本且后期趋稳
	人均GDP	1912	1941	<\$100	1949	1981	<\$200	
	第一产业占比	1912	1941	35→20%	1949	1985	50→28%	
	第二产业占比	1912	1941	25→40%	1949	1980	20%→48%	
	第三产业占比	1912	1941	~40%	1949	1984	~30%	
第一消费社会	人口	1912	1941	增加, 增速1-1.5%	1949	1975	增加, 增速2-3%	中国建国后鼓励生育导致人口增速变高
	一孩人口占比	1912	1941	~8%	1949	1985	~8%	
	出生率	1912	1941	3-3.5%	1949	1981	3-4%	
	老年人口占比	1912	1941	~5%	1949	1985	~4.5%	
	城镇化率	1912	1941	<40%	1949	1985	<25%	
消费逻辑	价值观	1912	1941	重视国家	1949	1985	重视国家	中国城镇化慢导致家庭占比更高
	消费观	1912	1941	一线城市先消费	1949	1985	一线城市先消费	
	家庭结构	1912	1941	>50%	1949	1985	>65%	
	核心家庭	1912	1941	~40%	1949	1985	~30%	
	独居	1912	1941	<6%	1949	1985	<4%	
第二消费社会	价值观	1945	1974	重视家庭	1985	2015	重视家庭	中国改革开放后, 女性就业率提高于日本
	消费观	1945	1974	满足物质需求, 从0到1, 大众化	1985	2015	满足物质需求, 从0到1, 大众化	
	家庭结构	1945	1974	50→20%	1985	2015	60→20%	
	核心家庭	1945	1974	40→60%	1985	2015	30→65%	
	独居	1945	1974	10→20%	1985	2015	6→15%	
第三消费社会	价值观	1975	2004	重视个人	2006	2019	重视个人	中国女性独立远早于日本
	消费观	1975	2004	更高物质享受以及精神需求, 个性化	2006	2019	更高物质享受以及精神需求, 个性化	
	家庭结构	1975	2004	20→10%	2006	2019	20%↘	
	核心家庭	1975	2004	~60%	2006	2019	~65%	
	独居	1975	2004	20→25%	2006	2019	15%↗	
第四消费社会	价值观	2005	2034	反思, 重视联系	2005	2034	反思, 重视联系	没有培育新兴产业或许是日本经济滞涨的一个原因, 在新经济的支持下, 中国或许会跨越衰退期进入新一轮增长期(中国40年来经历经济/金融危机)
	消费观	2005	2034	经济下滑, 朴素, 共享	2005	2034	经济下滑, 朴素, 共享	
	家庭结构	2005	2019	10%↘	2005	2019	60%↘	
	核心家庭	2005	2019	60%↘	2005	2019	25→35%	
	独居	2005	2019	2→17%	2005	2034	2→17%	

资料来源: wind, 国家统计局, 日本统计局, 日本厚生劳动省, 民政局, 德邦研究所绘制

化妆品和宠物能满足消费者情感需求, 符合第三消费时代消费逻辑。基本必需品已在第二消费时代得到满足, 人们开始从追求基本物质生活升级至追求情绪价值, 化妆品与宠物均可以提供较强情绪价值, 符合第三消费时代的消费逻辑。且第三消费时代还具备家庭小型化的特点, 化妆品和宠物消费均符合这一趋势需求。

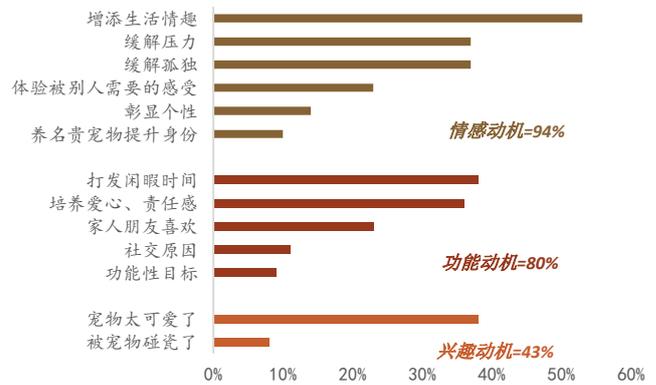
- **化妆品:** 随着居民生活水平的提升, 消费者对颜值的追求愈发明显, 且更多出于个性和情感的表达。艾瑞咨询数据显示 2021 年国内消费者中 73% 以上出于悦己和个人喜好购买化妆品, 比例高于工作场合需要。
- **宠物:** 近年来宠物角色拟人化趋势明显, 角色定位已升级至家人或者朋友, 22 年中国宠物消费报告显示 84% 宠物主人将宠物看作自己的家人; 另外艾瑞咨询显示 21 年 94% 的宠物主人出于情感动机饲养宠物。

图 15: 2021 年 73% 以上消费者购买化妆品是出于悦己需要



资料来源: 艾瑞咨询, 德邦研究所

图 16: 2021 年有 94% 的宠物主出于情感动机养宠



资料来源: 艾瑞咨询, 德邦研究所

1.3. 增长点二：国产替代-基于供给升级优化&需求认知提升共振

受益于供给端优化升级和需求端消费者认知提升，宠物食品和化妆品均呈现出明显的国产替代趋势，国产品牌或将持续受益，当前阶段的宠物食品行业与五六年前的化妆品行业情况很相似。

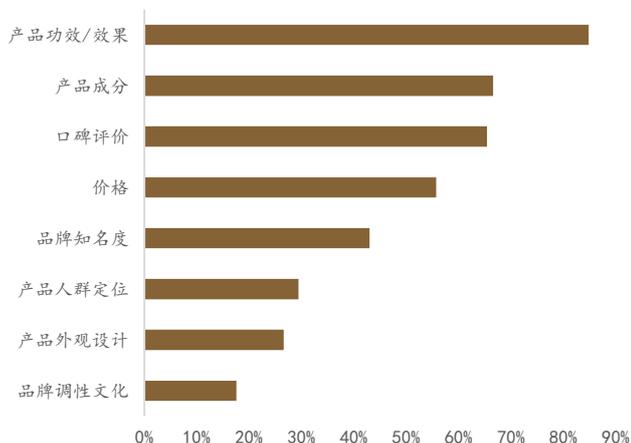
图 17：化妆品和宠物食品的国产替代逻辑对比



资料来源：德邦研究所绘制

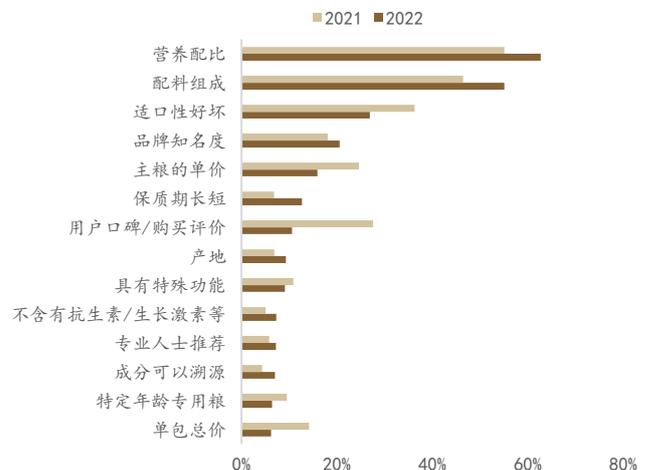
从需求端看：消费者消费理念不断提升，从以前“有钱买大牌”逐步过渡到看成分和看配方的阶段，化妆品行业 14 年开始注重成分护肤，目前向配方护肤过渡，根据艾瑞咨询显示 21 年国内消费者购买化妆品的前三决策因素是产品功效、产品成分及口碑评价；此外随着护肤理念持续变迁，目前消费者已从单纯成分护肤向配方护肤进化，从原先成分浓度向注重产品配方、工艺进阶。宠物食品行业向科学饲养阶段进阶，中国宠物行业白皮书显示营养配比、配料组成、适口性好是国内宠物主主粮购买的主要决策因素。成分之风兴起，鲜肉量及含肉量等成为重要关注点，易消化的鲜肉主粮和低致敏性、高含肉量的无谷高肉主粮引领高端趋势。

图 18：产品功效、产品成分、口碑评价是 21 年国内消费者购买化妆品的前三决策因素



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 19：营养配比、配料组成、适口性好是 22 年国内宠物主购买主粮的主要决策因素



资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

从供给端看：国产品牌持续加强自身研发实力，通过产品原料、成分升级等方式提升产品品质获得市场份额，如**化妆品企业**以核心配方、中国成分为特色抢占市场，其中相宜本草（红景天）、自然堂（喜马拉雅天然成分）、稀物集（云南松茸菌菇）以中国成分为特色，另外欧诗漫自研成分珍白因 Pro、韩束自研成分环肽亦收获消费者青睐；**宠物食品企业**则通过优质原料和产品升级持续提升产品性价比，在产品原料配料上更契合消费者偏好趋势，乖宝宠物旗下品牌弗列加特以高鲜肉为主打特色，其鲜肉猫粮的原料成分中鲜鸡肉含量达 70%；中宠股份旗下品牌顽皮强调“鲜”特色，推出的鲜肉无谷冻干猫粮的原料组成中鲜鸡肉添加含量 55.6%+鲜鸡内脏 6.8%；相比之下海外渴望等热销品牌鲜肉含量相对较低，仍有较大比例肉粉，其中渴望原味猫粮中肉粉添加量约 20%。另外近年来国产企业加强宠物干粮工艺升级，适口性好、营养价值高、更贴近宠物原始饮食食性的烘焙、风干、冻干等工艺产品收获消费者认可。

图 20：较多国产化妆品品牌开始主打本土特色成分

常青植物、花本、重要成分	VS	潜力本土植物、花本、中药成分
玫瑰 Fresh 兰蔻 三生花		云南香格里拉松茸 稀物集
芦荟 自然乐园 寻荟记		喜马拉雅冰川水、龙胆花 自然堂
山茶花 香奈儿 AOEO 溪木源		云南青刺果、山茶花 薇诺娜
樱花 雅诗兰黛 资生堂		冬虫夏草、灵芝、人参 百雀羚
绿茶 悦诗风吟		青海雪域虫草、安徽灵芝 羽西
葡萄(籽) 欧缦丽 巴黎欧莱雅		川藏大花红景天、兰州百合 相宜本草

资料来源：巨量算数，德邦研究所

图 21：渴望原味猫粮 VS 弗列加特鲜肉猫粮原料对比

渴望原味猫粮 (361元/1.8kg)	弗列加特鲜肉猫粮 (135元/2kg)
<p>成分表： 新鲜鸡肉(23%)、冷冻火鸡肉(19%)、新鲜鸡肝(6.5%)、完整鲱鱼(6%)、完整鳕鱼(6%)、鸡蛋(4%)、冷冻火鸡肝(4%)、鸡肉粉(4%)、火鸡肉粉(4%)、鲱鱼粉(4%)、沙丁鱼粉(4%)、鲱鱼粉(4%)、鸡油(4%)、红芸豆、绿豆、绿豆、鹰嘴豆、黄豌豆、豌豆纤维、豌豆(豌豆)、菜豆(海军豆)、鱼油(1%)、新鲜鸡心(0.5%)、海带干、南瓜、冬南瓜、西葫芦、干制胡萝卜丁、苹果、梨、甘蔗、菠菜、甜菜叶、芜菁、薯蓣、蓝莓、萨斯卡通莓、冻干牛肉(天然风味剂)、冻干山羊肉(天然风味剂)。</p> <p>添加剂组成： DL-α-生育酚乙酸酯、氯化钾、天然维生素 E、磷酸氢钙(维生素 B1)、核黄素(维生素 B2)、烟酸(维生素 B3)、D-泛酸钙(维生素 B5)、盐酸吡哆醇(维生素 B6)、叶酸、D-生物素、氰钴胺(维生素 B12)、维生素 A 乙酸钠、维生素 D3、蛋白质、迷迭香提取物、柠檬酸、尿囊素。</p>	<p>原料组成 鲜鸡肉(70%)、冻干鸡肉(8.5%)、鸡蛋(6%)、甘薯粉、青稞粉(2.4%)、三文鱼油(2%)、纤维素、牛油(1%)、维生素 E、维生素 A、维生素 D3、DL-α-生育酚乙酸酯、磷酸氢钙(维生素 B1)、维生素 B2、维生素 B6、维生素 B12、氯化钠、D-泛酸钙、烟酰胺、叶酸、D-生物素、氯化钾、L-精氨酸、L-精氨酸、DL-蛋氨酸。</p> <p>添加剂组成 卵磷脂、蔗糖、硫酸软骨素、甘露糖、牛磺酸、氯化钾、磷酸氢钙、蛋白、蛋白、蛋白、碘化钾、维生素 A 乙酸钠、维生素 D3、DL-α-生育酚乙酸酯、磷酸氢钙(维生素 B1)、维生素 B2、维生素 B6、维生素 B12、氯化钠、D-泛酸钙、烟酰胺、叶酸、D-生物素、氯化钾、L-精氨酸、L-精氨酸、DL-蛋氨酸。</p>

资料来源：天猫国际自营，天猫 fregate 弗列加特旗舰店，德邦研究所

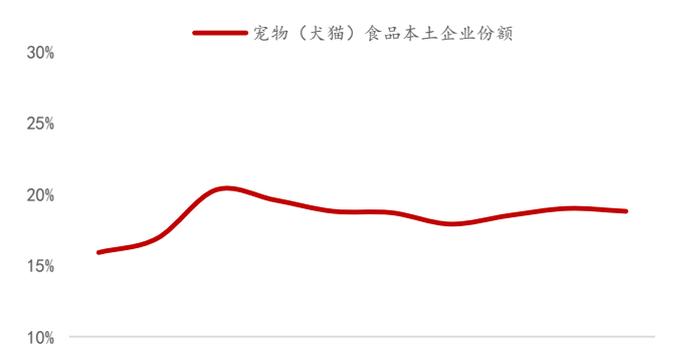
在需求认知提升和供给升级共同驱动下，本土企业份额整体提升，宠物头部国产企业份额更为突出。欧睿国际数据显示 2013 年-2022 年期间我国化妆品及宠物食品的国内本土企业份额整体均呈提升趋势，其中化妆品市场本土化比例从 14% 提升至 22%（根据欧睿显示的企业划分本土与非本土统计，合计并非 100%，显示的其余份额无法区分本土与非本土），宠物食品本土企业份额从 16% 提升至 19%。从销售额前十企业排名来看，宠物食品本土企业优势更为突出，乖宝、中宠、上海依蕴已跻身前五，而化妆品市场前五仍被国际企业垄断。

图 22：2013-2022 年我国化妆品市场本土企业销售额份额



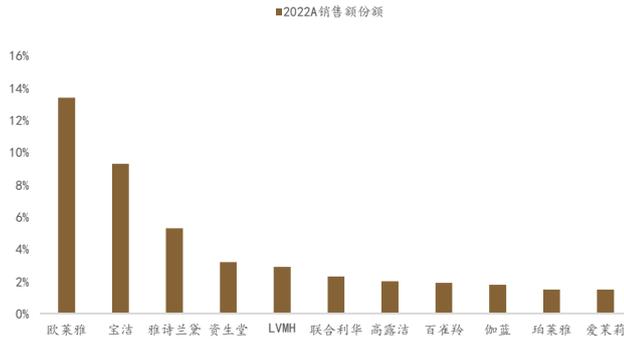
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 23：2013-2022 年我国犬猫市场本土企业销售额份额



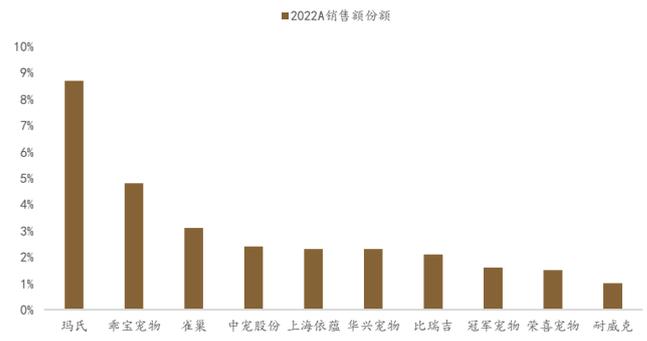
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 24: 2022 年国内化妆品前十内本土企业份额 5%



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 25: 2022 年国内宠食 (犬猫) 前十内本土企业份额 16%



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

1.4. 增长点三: 需求精细化驱动产品多元化

宠物食品和化妆品品类众多, 叠加近年来消费者需求不断精细化, 推动宠物食品和化妆品产品多元化, 在产品多元化背景下, 细分领域、差异化产品亦有较大发展空间, 化妆品领域功能性/功效性产品市场近年来快速增长, 宠物食品领域冻干粮倍受消费者青睐, 功能粮、处方粮市场表现亦值得期待。

化妆品需求多元化、精细化趋势显现, 功效型产品备受关注。护肤品根据消费者需求可以划分为面霜乳液、精华、面膜、化妆水、防晒等; 彩妆可以分为粉底、口红、睫毛膏、定妆、唇彩、眼影、腮红等。另外近年来随着护肤和彩妆理念的成熟, 化妆品的需求呈现更加精细化的趋势, 以护肤为例, 2022 美妆成分趋势洞察报告显示抗老、美白、舒缓修复仍为目前主要功效趋势, 但消费者的需求愈发细分, 如抗老下消费者关注改善细纹、抗皱、抗氧化等细分需求, 美白下衍生提亮、去黄色、淡斑等细分需求, 推动化妆品产品愈发多元化。

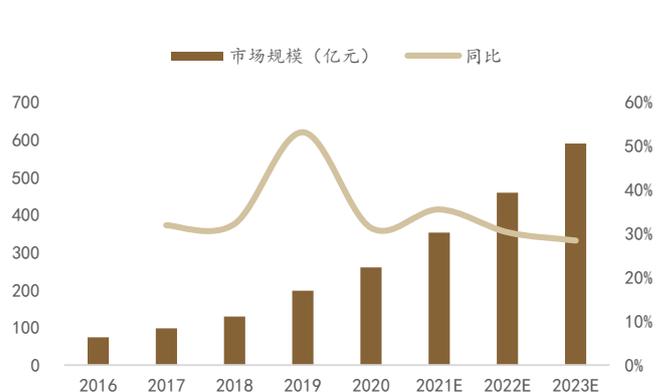
随着化妆品产品端呈现细分化、差异化趋势, 功能性/功效性产品得到快速发展, 艾瑞咨询数据显示我国功效型护肤产品从 2016 年的 74 亿元快速扩张至 2020 年的 260 亿元, 且预期仍有望保持快速增长。

图 26: 抖音美白细分需求视频数同比增速



资料来源: 巨量算数, 德邦研究所

图 27: 2016-2023 年中国功效型护肤品行业规模及增速

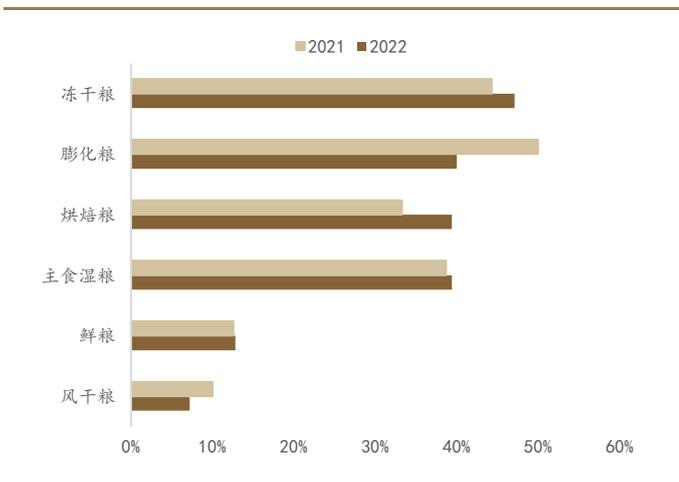


资料来源: 艾瑞咨询, 德邦研究所

多元化在宠物食品行业体现在：冻干粮备受青睐，主粮功能需求呈现多元化。宠物主粮可分为干粮和湿粮，且根据工艺干粮可进一步细分为冻干粮、膨化粮、烘焙粮、风干粮等；零食产品种类更为丰富，犬零食包括肉干、洁齿骨、犬罐头、冻干、香肠、宠物饮品、饼干等，猫零食包括猫罐头、猫条、冻干、肉干、猫薄荷、猫草、猫布丁等。

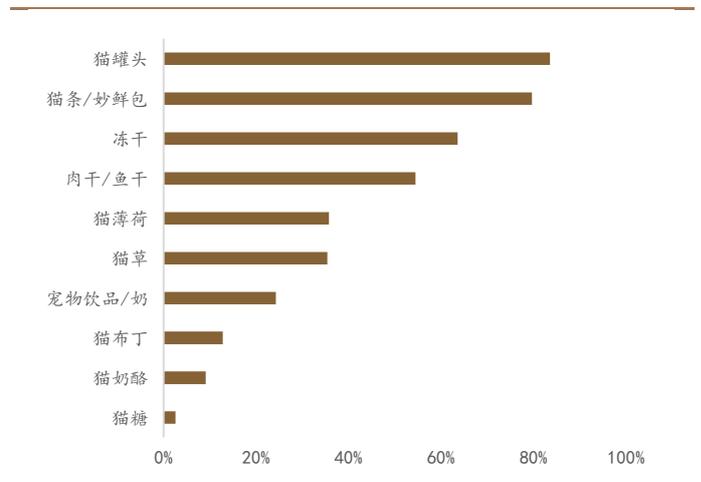
随着精细化养宠趋势显现，冻干粮、烘焙粮等工艺升级的产品备受消费者青睐，中国宠物行业白皮书显示 22 年冻干粮超过膨化粮成为猫主人主要购买的主粮类型。另外宠物主人亦愈发关注主粮的细分多重功能，艾瑞咨询数据显示 21 年消费者购买主粮的偏好的平均功能数量达 4.7 个，其中强化免疫、肠胃调理、补钙和护肤美毛是前四重点要素，行业内顺势推出添加益生菌的干粮产品、添加牛磺酸的宠物饮品等产品，另外亦推动功能粮、处方粮市场的发展。

图 28：2021-2022 年猫主粮购买偏好 (%)



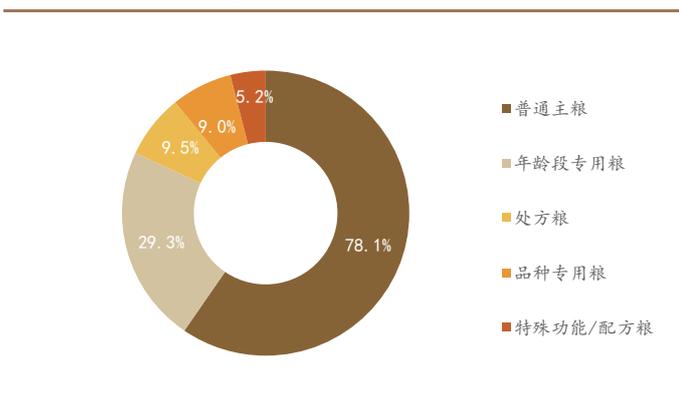
资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

图 29：2022 年猫零食购买偏好 (%)



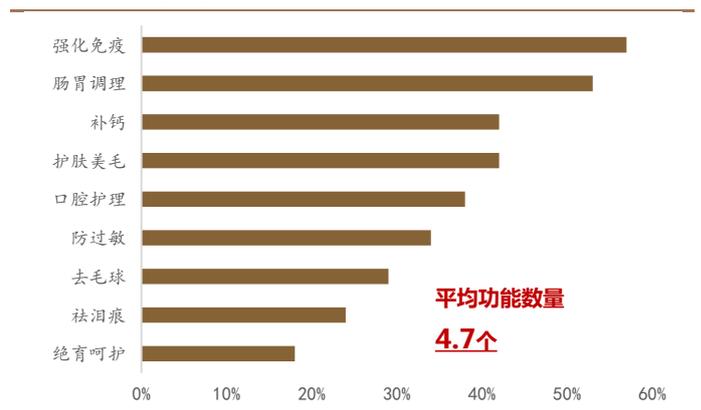
资料来源：中国宠物行业白皮书，德邦研究所

图 30：猫主人主粮消费结构



资料来源：《2022 年中国宠物食品消费报告》，德邦研究所

图 31：2021 年消费者购买主粮功能偏好



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 32: 麦富迪活性益生菌犬粮具备护胃功能



资料来源: 天猫麦富迪旗舰店, 德邦研究所

图 33: 皇家推出去毛球、口腔护理、泌尿呵护等功能粮产品



资料来源: 皇家京东自营官方旗舰店, 德邦研究所

2. 竞争逻辑: 隔雾看花的产品壁垒&破雾引路的营销教育

宠物食品与化妆品具备较强的共同属性, 且细分赛道宠物主粮与护肤品, 宠物零食与彩妆的共性更为突出。从两者行业竞争逻辑来看, **1) 产品壁垒:** 宠物食品与化妆品均具备较强的研发门槛, 尤其是宠物主粮与护肤品注重基础研究, 存在较强的产品壁垒; **2) 营销教育:** 宠物食品与化妆品功效验证需要时间, 消费者教育尤为重要, 可以帮助有效了解产品优势、提升品牌影响力; **3) 产品策略:** 宠物主粮与护肤品的刚需及强粘性赛道属性奠定行业大单品驱动特征, 宠物零食与彩妆可选属性较强、对企业快速反应能力提出更高要求, 爆款策略适配度更高; **4) 品牌矩阵:** 宠物食品与化妆品的细分品类繁多叠加目标客群定位分散, 企业多采取品牌矩阵形式, 玛氏、欧莱雅等国际巨头多通过多品牌矩阵构筑高护城河。

2.1. 化妆品和宠物食品的共同属性

我们认为化妆品与宠物食品具备较强共性: 同为提供情绪价值的消费品类, 契合第三消费时代需求趋势, 长坡厚雪广空间, 格局逐步优化、国产替代持续推进。从细分赛道来看, 护肤品与主粮, 彩妆与零食共性更为突出。

护肤品 VS 主粮: 高频、高壁垒、大单品驱动。 护肤品与主粮均为所属赛道的主要细分品类, 规模占比较高。**高频:** 护肤品主要满足消费者日常基础护理需求, 具备使用频率高、相对刚需的属性; 宠物主粮是宠物主要的食品, 所含营养素和能量需满足犬猫每日所需, 贯穿宠物全生命周期, 系饲养宠物的刚性需求; **高壁垒:** 相较于彩妆与零食, 护肤品与宠物主粮的入局门槛相对较高, 对研发技术均提出更高要求, 产品的研发周期相对较长; **大单品驱动:** 护肤品与宠物主粮赛道的相对刚需及强粘性属性奠定行业大单品驱动的特征, 护肤品: 雅诗兰黛的小棕瓶自 1982 年推出首款产品以来已迭代至第七代产品, 至今仍为品牌拳头单品; 宠物主粮: 渴望、爱肯拿旗下主粮单品持续热销, 生命周期相对较长。

彩妆 VS 零食: 短周期、低门槛、爆款概率高。 **短周期、低门槛:** 彩妆尤其是色彩类产品需要较快迭代速度, 可选属性较强, 产品研发与消费决策周期相对较短; 零食主要系人们为吸引宠物注意力、增强人宠互动等所需的补充单一或部分营养素但不追求全面营养的食品, 可选属性较强, 产品迭代周期较短; **爆款概率高:** 彩妆与零食迭代速度快, 对品牌的研发到供应提出更高的快反要求, 要求品牌较快推出多元产品, 其赛道属性使得其爆款适配度更高。

图 34：护肤品、彩妆、主粮、零食的对比

	护肤品	彩妆	主粮	零食
品类	种类相对少 洁面、精华、乳液等	种类较多 粉底、口红、腮红、阴影等	种类相对少 干粮、湿粮等	种类较多 咬胶、肉干、饮品、猫条等
可选性	基础需求，相对刚需	进阶需求，相对可选	基础需求，相对刚需	相对可选
使用频次	相对高频	相对低频	相对高频	相对低频
入局门槛	较高	较低	较高	较低
研发周期	较长	较短	较长	较短
消费者决策周期	较长	较短	较长	较短
大单品属性	大单品驱动 雅诗兰黛小棕瓶	迭代快，爆款概率高	大单品驱动	迭代快，爆款概率高
渠道结构	线下占比相对较高	线上占比相对较高	线下占比相对较高	线上占比相对较高
规模占所属大类比	22A占化妆品：51%	22A占化妆品：10%	22A占宠物食品：70%	22A占宠物食品：26%

资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，德邦研究所整理

2.2. 隔雾看花的产品壁垒&破雾引路的营销教育

宠食与化妆品尤其是主粮与护肤品存在较强的产品壁垒，需要持续投入基础研究夯实研发实力；另宠食与化妆品产品的功能/功效验证需要时间，因此营销上的消费者教育尤为重要，可有效帮助消费者了解产品优势、助力品牌认可度提升。基础研究与营销教育相辅相成缺一不可。

2.2.1. 产品壁垒：基础研究支撑，研发壁垒高铸

我们认为化妆品和宠物食品的研发创新可以拆解为原料*配方*工艺*外观等维度的创新。随着近年来消费者愈发注重产品的功效、功能，产品的创新开始重点聚焦在原料、配方技术等基础维度的研究，对国产品牌的研发实力提出更高的要求。

■ 化妆品：国产企业加强核心成分与技术的研发创新

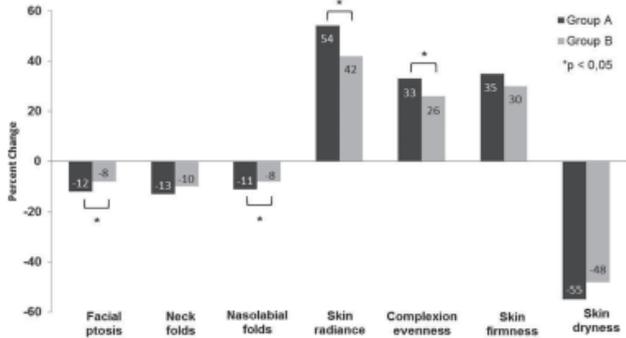
原料创新是化妆品行业创新的重要驱动力，新原料研发周期长、更新迭代频率低，也就决定原料创新门槛较高，但推出后收益周期较长。海外化妆品龙头持续探索护肤前沿科技，加强原料、配方技术的基础研究，打造独家护肤科技且基于此推出较多王牌产品。

欧莱雅：突破性推出王牌抗衰老成分玻色因。玻色因活性成分为羟丙基四氢吡喃三醇，是欧莱雅开发的专利分子，源于山毛榉树中提取的木糖采用合成工艺直接生产。基于欧莱雅的研究，玻色因能够促进糖胺聚糖的合成，有助于强韧皮肤结构，逐渐消退皱纹和细纹，且经过临床实证功效。目前在旗下赫莲娜（黑绷带，30%玻色因）、修丽可（AGE 面霜，30%玻色因溶液）及巴黎欧莱雅（20霜，20%浓缩玻色因 PRO）等产品中均有应用。配方技术亦发挥重要作用，即使同样的玻色因原料添加浓度，不同配方技术亦将导致不同的皮肤吸收率及功效效果。为此欧莱雅持续强化配方技术，近年新推浓缩型玻色因原料——玻色因 PRO 且匹配开发双渗透微泵技术，可有效促进玻色因的皮肤吸收率。

雅诗兰黛：提出色提因逆龄护肤科技。今年雅诗兰黛正式提出色提因科技护肤概念，色提因即 Sirtuin 的中文命名。自 2008 年起雅诗兰黛实验室引领 SIRT 1、3、6、2 型相关议题，协同麻省理工学院、哈佛大学等科研团队，公开发表 20 余篇

相关论文及演讲, 研究发现 SIRT 在支撑皮肤细胞活动、保持细胞活性, 从而延长细胞寿命方面发挥了重要作用。基于长期的基础研究, 雅诗兰黛创新性提出出色提因全链网的概念即希望同时激活多个亚型共同作用, 目前已应运于旗下白金系列且将作为该系列的核心科技与重要特色。

图 35: 欧莱雅实验证明玻色因在抗衰、紧致、除皱上效果显著



资料来源: Bouloc, A, et al. "A Compensating Skin Care Complex Containing Pro-xylane in Menopausal Women: Results from a Multicentre, Evaluator-blinded, Randomized Study." Acta Dermato-Venereologica 97.4(2017):541., 德邦研究所

图 36: 雅诗兰黛将色提因逆龄科技作为旗下白金系列特色



资料来源: 丁香园微信公众号, 雅诗兰黛, 德邦研究所

近年来国产企业亦开始着重对成分、技术等基础维度加码研究, 其中:

华熙生物: 领先酶切技术提高 miniHA 透皮吸收率。公司在国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸, 凭借全球领先的酶切技术及多种分子量段的分段控制发酵和纯化精准控制技术, 公司产品分子量实现低至 2kDa 高至 4,000kDa 的技术突破。酶切法得到的 miniHA(超低分子透明质酸) 可实现 24 小时透皮吸收率达 69.5%。另外公司积极夯实“产学研”, 与中国海洋大学、江南大学、北京化工大学等 20 余家合成生物学技术领域知名高校及科研院所建立深入战略合作。

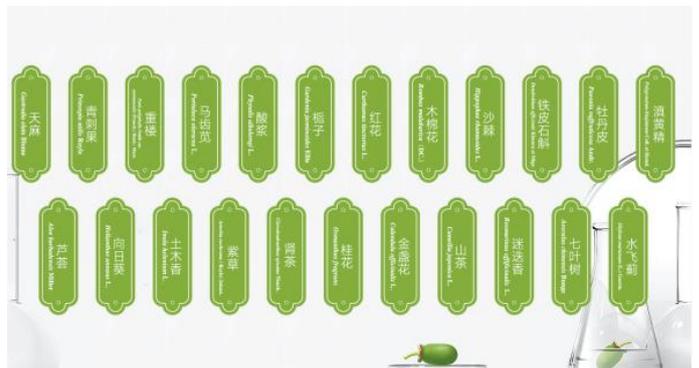
贝泰妮: 聚焦云南特色植物成分的研发。核心基于对云南特色植物的研发, 公司在原有功效性化妆品研发中心基础上, 成立创新原料研发中心, 聚焦创新原料自主研发, 并进一步加强基础研究, 开展问题皮肤机制研究、创新原料靶点研究等领域; 另外公司借助云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势, 与国内外知名大学、研究院所以及专家学者开展深度合作和交流。

图 37: 华熙生物酶切法获 21 届中国专利奖金奖



资料来源: 润百颜天猫旗舰店, 德邦研究所

图 38: 贝泰妮聚焦云南特色植物成分研发



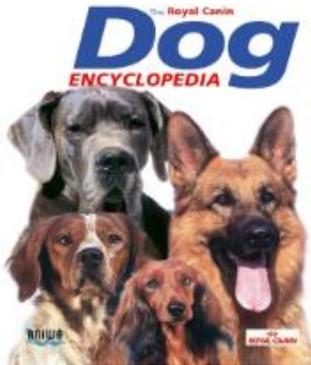
资料来源: 贝泰妮公司官网, 德邦研究所

■ 宠物食品：国产品牌成分优势突出，基础研发持续加码

宠物食品尤其是主粮需满足宠物生活的营养需求，要求品牌对宠物生活习性、营养所需等具备充足了解，由此对品牌的基础研究、配方工艺、原料成分均提出较高要求。

皇家宠物食品：专业化定位，处方粮/功能粮领域优势突出。1968年兽医出身的Jean Cathary创立皇家宠物食品品牌，且致力于为犬猫提供量身定制的营养食品。自创立以来皇家品牌持续推进对不同品种犬猫的观察研究，且积极与营养学家、兽医和科学家合作研究，开发适合不同品种、年龄、体型和生活方式的犬猫食品。皇家与专业兽医合作皇家宠物食品猫/犬百科全书，推出兽医专用处方粮系列产品，如减肥全价处方粮可帮助降低猫的多余体重，糖尿病全价处方粮可以帮助调控血糖，泌尿道全价处方粮可以帮助鸟粪石溶解，减少鸟粪石和草酸钙结石的再生。处方粮建议在执业兽医指导下使用，进一步强化皇家的专业化定位。

图 39：皇家宠物食品犬百科全书



资料来源：皇家官网，德邦研究所

图 40：皇家在处方粮领域优势突出



资料来源：京东皇家处方粮旗舰店，德邦研究所

海外龙头创立较早，在基础研究方面积累深厚；相比之下，国内宠食市场兴起较晚，较多企业在模仿海外产品基础上发展，对核心工艺和产品营养平衡的把握能力相对不足，基础研究相对薄弱。但随着近年来宠物主人对宠食成分的关注，给予国内品牌更多机会，国产品牌往往以鲜肉、冻干为特色（海外皇家等品牌肉粉含量较高，与国内成分趋势不符合），且国内宠物龙头亦注重研发提质，加强基础研究，有望构建更契合国内宠物需求的食品研发的架构体系。

乖宝宠物：公司积极投身于犬猫基础研究，建立了宠物营养研究中心，以记录、收集和分析犬猫在国内不同居住环境、进食习惯、生活状态下的行为数据，开展产品适口性和营养性测试工作，为公司产品原材料和营养添加剂筛选、不同配方和工艺产品的营养价值对比以及处方粮、功能粮的研究与开发提供研究支持，打造差异化产品，提升产品竞争力。

中宠股份：公司技术研发中心下设新产品研发中心、宠物营养与健康研究中心、宠物测试基地以及检测中心，其中**宠物测试基地：**所有产品上市前进行长达6个月的饲喂测试以确保宠物对产品的接受度和营养的全面性；**宠物营养与健康研究中心：**提供全方位检测，获得高价值试验数据，以支撑研发工作开展。

图 41: 乖宝宠物犬猫营养测试区



资料来源: 乖宝宠物公司官网, 德邦研究所

图 42: 中宠股份宠物营养与健康研究中心



资料来源: 中宠股份公司官网, 德邦研究所

2.2.2. 营销: 理念教育趋势明显, 品牌寻求专业背书

消费者愈发关注化妆品及宠物食品的成分功效, 而产品效果验证需一定使用时间, 因此消费者教育尤为重要, 且近年来品牌的宣传逐步从产品营销向理念教育+产品营销输出结合的转向趋势明显。

■ 化妆品: 专业背书加持, 推动新成分新理念教育

原料/成分创新是化妆品创新的重要环节, 化妆品企业的研发亦愈发科研化、学术化, 往往会将研发成果刊发学术期刊, 在一定程度上亦是专业化的背书, 利于公司对外输出专业化形象。如欧莱雅将其核心成分玻色因的实验效果发布在 ACTA DERM-VENEREOL (该期刊主要涉及皮肤病学和性病学领域的临床和实验研究); 雅诗兰黛联合麻省理工学院、哈佛大学等发布 20 余篇 SIRT 相关研究论文, 以此支撑其色提因逆龄科技护肤理念; 欧诗漫在国内外核心期刊发表 56 篇论文 (其中 3 篇发表于国际权威 SCI 期刊); 珀莱雅围绕超分子维 A 醇发布 5 篇国际权威期刊和会议论文。

内容媒体兴起助力消费者教育。抖音、小红书等内容媒体的兴起帮助品牌更直观输出产品特色与优势, 近年来众多品牌联合流量 KOL、KOC 进行精细化内容运营, 以线上直播、短视频等形式输出专业护肤知识及宣传产品特色。另外平台亦积极助力国产品牌的发展, 如巨量引擎推出“了不起的中国成分”系列为国产品牌进行宣传种草, 如润百颜的核心科技 INFIHA 英菲智配玻尿酸技术可以促进肌底自生成玻尿酸, 增强内源性玻尿酸含量; 瑷尔博士自研的抗衰老成分褐藻酵粹, 具备细胞抗衰、提拉紧致、抗氧化、抗炎功效; 欧诗漫的珍白因 Pro 可以抑制黑色素生成。

图 43: 珀莱雅超分子维 A 醇研究发布 5 篇国际期刊和会议论文



资料来源: 珀莱雅小红书官方号, 德邦研究所

图 44: 国货品牌借助《了不起的中国成分 3》宣传



资料来源: 巨量引擎营销观察官方公众号, 德邦研究所

■ 宠物食品: 注重科学养宠理念输出

皇家宠物食品在营销上偏向专业化与学术化, 积极与兽医合作, 举办临床案例竞赛, 推出犬猫百科全书, 以此强化自身专业化定位。另外皇家冠名国内宠物医疗观察类真人秀《宠物医院 3》, 从专业医生角度进行消费者教育, 打造品牌专业化的形象。

乖宝宠物: 注重科学养宠理念输出。国内宠物食品企业积极通过代言人、综艺/影视植入、内容推广等方式增强品牌宣传。近年来国内头部企业营销投放更注重科学养宠理念的输出, 以乖宝宠物为例, 公司利用基础研究成果, 通过积累专业的测试数据, 整理测试报告, 在抖音、小红书等平台进行消费者教育, 为产品提供科学饲养理念的支撑。目前乖宝宠物旗下高端品牌弗列加特在抖音开设专家科普知识系列, 邀请宠物营养师、宠物医学专家、公司自身研发总监等专业人士对消费者关注的烘焙工艺、猫咪黑下巴、冻干粮如何选择等相关问题进行解答科普, 助力消费者科学养宠。

图 45: 皇家举办临床案例竞赛



资料来源: 皇家兽医精英荟官网, 德邦研究所

图 46: 弗列加特推出专家科普知识系列助力科学养宠



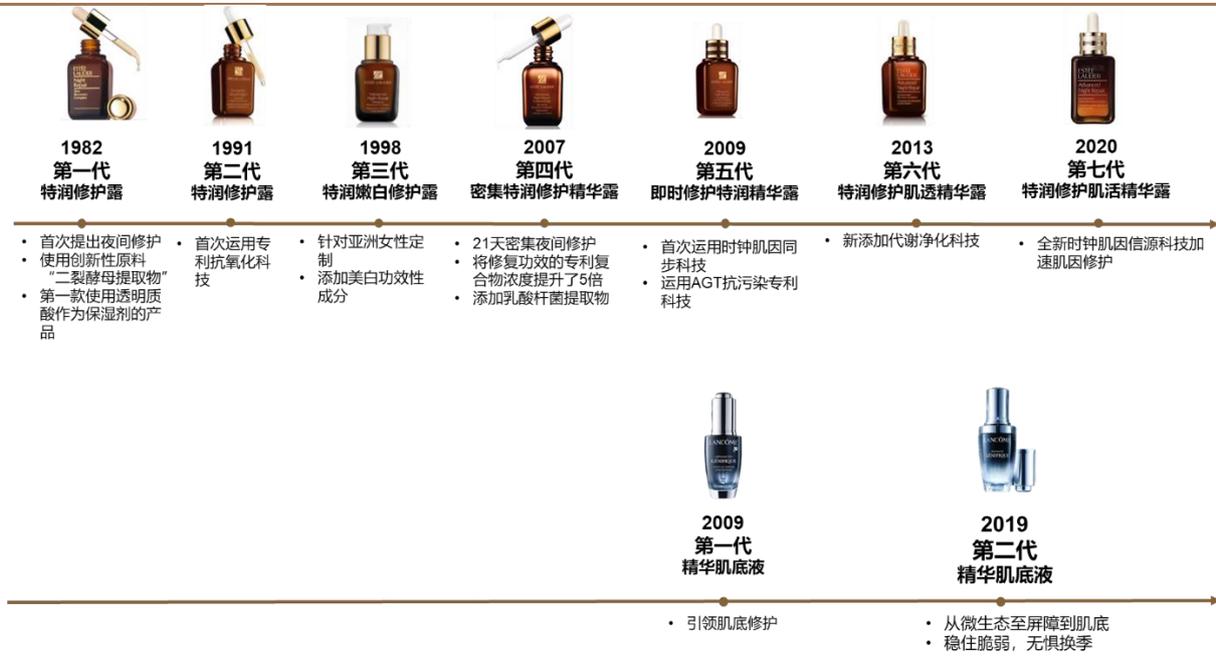
资料来源: 抖音弗列加特宠物食品旗舰店, 德邦研究所

2.3. 从爆款到大单品：一个长期护城河很深的赛道

宠物主粮与护肤品均为所属赛道的主要细分品类，规模占比较高，具备使用频率高、相对刚需、粘性強且产品研发周期较长、壁垒较高等特征，其赛道属性奠定行业大单品驱动的特征，头部持续通过大单品策略强化自身护城河。

大单品穿越周期，支撑品牌长期稳健增长。雅诗兰黛小棕瓶和兰蔻小黑瓶是目前化妆品行业内的两大经典大单品，其中雅诗兰黛小棕瓶：1982年首次推出小棕瓶产品，首次提出夜间修复等前沿护肤理念，且使用创新性原料二裂酵母提取物，使得小棕瓶在市场脱颖而出，此后雅诗兰黛持续对小棕瓶产品进行迭代微创新，助力大单品经久不衰；2020年推出第七代产品，在第六代的基础上增添了猴面包树籽提取物、三肽-32等成分，提高修复效果，进一步维持大单品热度。兰蔻小黑瓶：第一代小黑瓶产品于2009年推出，同样以二裂酵母提取物为核心成分，以“基因保养”为主打概念的精华肌底液；小黑瓶产品迭代更为舒缓，直至2019年推出第二代产品，更注重肌肤微生态研究，持续获消费者青睐。

图 47：雅诗兰黛小棕瓶和兰蔻小黑瓶不断迭代升级



资料来源：各品牌官网，化妆品观察观微信公众号，美丽修行 APP 微信公众号，德邦研究所

大单品生态效应显现，助力品类拓展、家族化布局。经典大单品的出现帮助品牌获得基本盘，助力长期稳健发展，也给予品牌围绕核心单品丰富产品布局的机会。雅诗兰黛：在小棕瓶后推出小棕瓶眼霜、小棕瓶修护面膜等产品；兰蔻：丰富产品布局，推出大眼精华、发光眼霜、安瓶精华等与核心单品小黑瓶组成修复小黑瓶家族，借助小黑瓶知名度与影响力收获消费者青睐。

图 48: 雅诗兰黛小棕瓶家族产品



资料来源: 天猫雅诗兰黛官方旗舰店, 德邦研究所

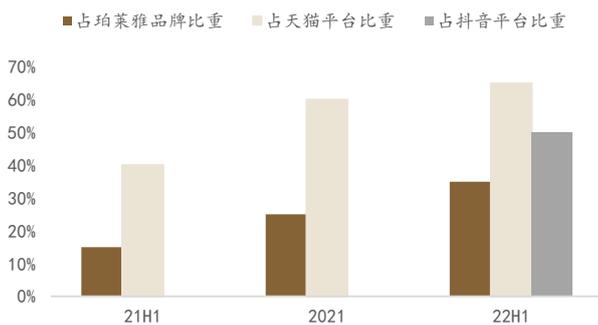
图 49: 兰蔻修复小黑瓶家族产品



资料来源: 兰蔻官网, 德邦研究所

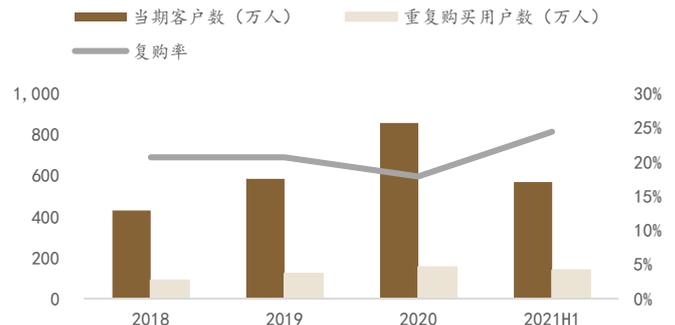
国内护肤品: 核心配方+技术助力国产品牌突破, 大单品趋势有所显现。爆款与大单品之间存在较强区隔, 雅诗兰黛小棕瓶与兰蔻小黑瓶的成功在一定程度上依赖于其创新成分采用及前沿护肤理念的提出。近年来国产品牌持续发力特色原料、加强核心技术布局实现一定突破, 头部品牌已完成部分大单品系列打造, 其中华熙生物: 推出润百颜屏障修护系列和 HACE 次抛精华, 夸迪焕颜、战痘次抛等, BM 肌活糙米系列等大单品, 其中 Bio-MESO 肌活糙米焕活精华水成为第一个年收入过 4 亿元的大单品 (22A); 珀莱雅: 打造推出了红宝石精华、双抗精华等大单品, 公司公告披露 21 年大单品占珀莱雅品牌 25%, 占天猫平台 60% 左右。大单品策略获效亦带来较高的客户复购率, 21H1 珀莱雅品牌客户复购率提升至 24%。

图 50: 珀莱雅品牌中大单品收入贡献明显



资料来源: 珀莱雅公司公告, 德邦研究所

图 51: 珀莱雅大单品策略带来复购率提升



资料来源:《关于请做好珀莱雅化妆品股份有限公司可转债申请发审委会议准备工作的函》的回复, 德邦研究所

主粮: 海外龙头经典产品加持。与护肤品赛道类似, 主粮品类具备刚需、长期、高复购的特性, 具备孵化大单品的潜力, 海外龙头在发展过程中通过经典产品系列奠定基础, 随后不断丰富产品 SKU 满足精细化需求, 如**皇家**: 1980 年推出 AGR, 是第一款专业针对大型犬幼犬的宠物食品, 在超过 15 年的时间里被认为是“参考食品”, 2003 年推出 VDiēt 系列处方粮, 随后不断丰富品类矩阵, 目前皇家定制了全球 200 多种营养配方, 覆盖犬猫消化道问题、泌尿道问题等。**蓝馐**: 2003 年推出生命保护配方系列 (BLUE Life Protection Formula) 产品, 公司 17 年财报显示该系列是蓝馐主要的系列, 目前该系列拥有干粮、湿粮品类, 并开发出针对

不同年龄段宠物犬的多种口味产品。**伊纳宝**:1990年推出高端罐头“CIAO Whitey”系列,后续伊纳宝不断丰富该系列的SKU,目前官网显示“CIAO Whitey”系列猫罐头共有25款SKU,覆盖多种口味,并有多款SKU存续时间超十年。

图 52: 皇家 1980 年推出参考性产品 A.GR



资料来源:皇家官网,德邦研究所

图 53: CIAO Whitey 系列经典产品成分

Ingredients	Skipjack,dried bonito ,oligosaccharide ,starch(modified starch)Thickening agent,Vitamin E,Taurin,kitosan,monascus color,Green tea extract
Type	Paste
Nutrition Facts	Crude Protein:8.5%Over, Crude Fat:0.4%Over, Crude Fiber:0.1%Under, Crude Ash:1.5%Under, Moisture:88.0%Under, Approx45kcal/can
Content	75g
Retail prices	a discretionary pricing.
Shelflife	3 years
Bar Code	4901133061653
CODE Number	M-52

资料来源:伊纳宝官网,德邦研究所

国内主粮:国产品牌多数仍处爆款阶段,预期头部企业有望铸就大单品。目前宠食兴起相对较晚,国产企业在对核心工艺和产品营养平衡维度把握上相对不足,但近年来以乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份为首的宠物食品龙头持续加强对国内宠物的基础研究,有望打造更适合国内宠物口味和营养的宠物食品。目前国内宠食品牌已成功打造多款热销爆款产品,乖宝宠物:推出弗列加特系列、冻干羊奶棒、BARF 系列等热销爆款;中宠股份:推出顽皮鲜封包、顽皮猫条等爆款零食;佩蒂股份:爵宴肉干系列零食成为热销爆款。从爆款到大单品存在一定的跨越区间,但随着国内宠食企业加强基础研究的投入与品牌知名度的提升,预期头部企业有望铸就主粮大单品。

2.4. 多品牌矩阵帝国

化妆品及宠物食品细分品类繁多叠加目标客群定位分散,国际巨头多数通过多品牌矩阵构筑高护城河。

化妆品:欧睿数据显示全球化妆品市场龙头欧莱雅、雅诗兰黛均通过多品牌矩阵满足不同消费者需求,其中**欧莱雅**:22年全球化妆品公司销额份额接近11%,其拥有欧莱雅(2.6%)、兰蔻(1.4%)、卡尼尔(1.2%)、美宝莲(0.8%)、YSL(0.4%)等诸多护肤品与彩妆的专业品牌;**雅诗兰黛**:22年全球化妆品公司份额3.6%,拥有雅诗兰黛(主护肤,中高端)、倩碧(主护肤,大众化)、Mac(彩妆,大众化)、La Mar 倩碧(主护肤,高端)、Tom Ford(彩妆,高端)等专业品牌满足不同定位消费者需求。

宠物食品:欧睿数据显示全球宠物食品市场龙头玛氏和雀巢通过众多品牌布局卡位不同品类不同群体定位,其中**玛氏**:22年全球犬猫食品市场份额超22%,皇家(4.3%)覆盖犬猫高端市场,宝路(6.3%)针对大众化犬食消费;**雀巢**:22年全球犬猫食品市场份额20.8%,以冠能、丝倍亮、HIPRO、康多乐覆盖不同定位犬食消费者,以冠能、喜跃、珍致、妙多乐覆盖不同定位猫食消费者。

图 54: 全球化妆品市场主要公司品牌矩阵布局

欧莱雅	10.9%	宝洁	7.7%	联合利华	7.3%	雅诗兰黛	3.6%
欧莱雅	2.6%	吉列	1.6%	多芬	1.7%	雅诗兰黛	1.0%
兰蔻	1.4%	潘婷	1.0%	舒耐	0.6%	倩碧	0.6%
卡尼尔	1.2%	欧乐B	0.9%	力士	0.5%	Mac	0.5%
美宝莲	0.8%	Olay	0.8%	夏士莲	0.5%	La Mar	0.3%
理肤泉	0.6%	海飞丝	0.8%	凌仕	0.5%	祖玛珑	0.2%
适乐肤	0.5%	佳洁士	0.6%	清扬	0.3%	Tom Ford	0.2%
YSL	0.4%	SK-II	0.4%	炫诗	0.3%	Bobbi Brown	0.1%
阿玛尼	0.4%	欧仕派	0.3%	Signal	0.3%	Aveda	0.1%
科颜氏	0.3%	舒肤佳	0.2%	旁氏	0.3%	Too Faced	0.1%
薇姿	0.2%	飘柔	0.2%	卫宝	0.2%	Smashbox	0.1%
Urban Decay	0.2%	植感哲学	0.2%	Suave	0.2%	其余	0.4%
NYX	0.2%	帮宝适	0.2%	凡士林	0.2%		
其余	2.1%	其余	0.5%	其余	1.7%		

资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 55: 全球宠物犬猫食品市场主要公司品牌矩阵布局

玛氏	22.2%	雀巢	20.8%
宝路 PEDIGREE	6.3%	珍致 Fancy Feast	3.0%
皇家 Royal Canin	4.3%	喜跃 Friskies	2.9%
伟嘉 Whiskas	3.7%	ONE	2.6%
西莎 CESAR	1.4%	冠能 Pro Plan	2.1%
Iams	1.3%	康多乐 Dog Chow	1.8%
希宝 Sheba	1.0%	Felix	1.6%
Nutro	0.8%	Beneful	1.1%
喵趣 Kitekat	0.7%	妙多乐 Cat Chow	1.0%
Greenies	0.5%	Alpo	0.7%
优卡 Eukanuba	0.3%	Merrick	0.5%
佳贝 Chappi	0.3%	Beggin'	0.4%

资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 56: 雅诗兰黛品牌矩阵



资料来源: 雅诗兰黛公司公告, 德邦研究所

图 57: 玛氏与雀巢宠物食品品牌矩阵



资料来源: 玛氏官网, 雀巢官网, 德邦研究所

国产企业持续发力多品牌矩阵布局, 为其自主品牌崛起之路奠定坚实的多品牌基因基础。

化妆品: 珀莱雅: 已构建以珀莱雅为主的自主品牌矩阵覆盖护肤+彩妆品类, 其中珀莱雅品牌专注科技护肤, 打造出双抗精华等大单品; **彩棠:** 新国风化妆师专业彩妆; **华熙生物:** 构建润百颜+夸迪+米蓓尔+BM 肌活多品牌矩阵, 专注差异化定位, 其中润百颜以“玻尿酸科技修护美学”为护肤理念, 米蓓尔着力强化敏感肌专家的用户心智, BM 肌活则专注油皮护肤赛道。

宠物食品: 发力多品牌矩阵布局, 满足不同食品品类、不同定位的消费者需求。
乖宝宠物: 形成以麦富迪+Waggin'Train 为主的品牌梯队, 且培育覆盖高端猫用食品市场的自主品牌弗列加特; **中宠股份:** 目前形成以 Wanpy 顽皮、Zeal 真致 (新西兰高端品牌)、Toptrees 领先 (国内中高端主粮头部新锐品牌) 为核心的品牌矩阵; **佩蒂股份:** 旗下包括犬用零食品牌爵宴、齿能等。

图 58：珀莱雅品牌矩阵

品牌定位	价格区间 (元)	代表产品
PROYA 珀莱雅 专注科技护肤	200-500	双抗小夜灯眼霜、红宝石面霜、源力精华
HAPSODE 悦芙媞 专为年轻肌肤定制	50-150	洁颜蜜、多酸泥膜、油橄榄面膜
彩棠 新国风专业彩妆	150-300	彩棠三色修容盘、双拼高光盘
Off & Relax 专注头皮健康	150-200	OR温泉清爽蓬松洗发水、OR温泉轻盈发膜
CORRECTORS 科颜氏 高功效	260-600	毛孔精华2.0、多维修护面霜

资料来源：珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 59：国内宠食企业品牌矩阵



资料来源：各公司公告，各公司官网，德邦研究所

3. 公司核心竞争力：创新驱动的基础研发实力&引领市场的渠道营销能力

通过复盘对比珀莱雅与乖宝宠物的发展历程，我们得出较多共性基因：1) 注重研发，持续加强基础研究能力的提升；2) 具备较强市场敏感度，精准把握消费者需求；3) 具备爆款/大单品的打造能力；4) 线上渠道为主导，积极把握渠道趋势。

3.1. 珀莱雅 VS 乖宝宠物发展历程

珀莱雅：精准把握渠道趋势+大单品策略，近年公司经营表现持续靓丽，18-22 年营收复合+28%，业绩复合+30%。回顾公司发展历程大致可以划分为：

- ✓ **初创期(2003-2008)**：深耕珀莱雅主品牌，发力线下日化渠道夯实发展基础。珀莱雅品牌创立于 2003 年，从二三线城市日化专营渠道起家。
- ✓ **扩张期(2009-2016)**：初步探索构建多品牌，顺势布局线上渠道。公司在深耕珀莱雅主品牌的同时探索多品牌矩阵构建，2009 年开始推出优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰（彩妆品牌）与悦芙媞等新品牌；渠道维度，随着日化等传统线下渠道增速放缓，公司精准把握渠道趋势积极布局电子商务渠道，2012 年便成立美丽谷电子商务公司布局线上渠道，2014-2016 年公司电子商务渠道占主营业务收入比重从 16%提升至 30%。
- ✓ **战略升级(2017 年-至今)**：2018 年公司以“三驾马车”战略为中心，重点发力电商平台，加强爆品打造；2019 年打造爆品黑海盐泡泡面膜，同年收购彩妆品牌彩棠；2020 年公司战略升级，落地大单品策略，推出红宝石精华、双抗精华等明星大单品，且持续强化多品类+多品牌矩阵建设。

图 60：珀莱雅发展历程



资料来源：珀莱雅公司官网，珀莱雅公司公告，界面新闻，品观，搜狐网，珀莱雅股份微信公众号，德邦研究所

乖宝宠物：代加工成功转型，自主品牌培育成效显著。乖宝宠物从事宠物食品的研发、生产和销售，主要产品包括宠物犬用和猫用的主粮系列、零食系列及保健品系列等。公司于2013年布局国内市场创立自有品牌麦富迪，凭借产品快速推新与销售渠道的完善，品牌业务实现快速发展，助力公司成功由单一代工转型为品牌+代工协同发展的宠物食品企业。

- ✓ **第一阶段（2006-2012）：**公司于2006年成立，初期专注宠物食品出口代加工，成为国际知名宠食品品牌的供货商，在此过程中积累产品生产及研发经验。
- ✓ **第二阶段（2013-2016）：**2013年公司创立自有品牌——麦富迪布局国内业务，主要定位于中高端的宠物食品市场。
- ✓ **第三阶段（2017-至今）：**2018年公司自有品牌麦富迪推出高端猫粮弗列加特系列，重点发力高端猫用食品市场且获得市场认可；2021年公司收购雀巢普瑞纳旗下美国高端犬用宠物食品品牌 Waggin' Train，持续完善高端宠物食品市场布局；2022年公司自有品牌收入占比提升至61%。

图 61：乖宝宠物发展历程



资料来源：乖宝宠物公司官网，乖宝宠物招股说明书，微博有猫有狗就有麦富迪，乖宝宠物食品集团微信公众号，德邦研究所

3.2. 基础研发实力和需求洞察能力加持，持续推出优势产品

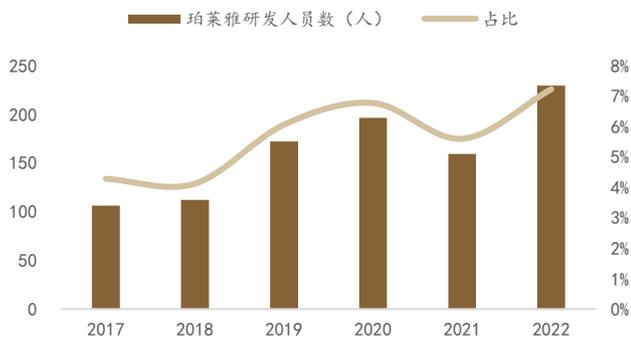
3.2.1. 重视研发投入，持续加强基础研发实力

■ 研发投入：珀莱雅持续加强研发团队建设，乖宝宠物研发费率领先可比

珀莱雅：随着近年来成分功效党崛起及公司推行大单品策略，公司持续加强研发投入，2017年-2022年期间公司的研发人员数量增长至229人，占比从4.3%提升至7.2%，另外公司于22年9月聘请魏晓岚女士担任珀莱雅首席科学官，其在全球化妆品领域有近20年研发工作经验，且在知名期刊发表论文10余篇，专利研究20余项。22年公司研发费用1.28亿元，费率2.0%，近年相对稳定。

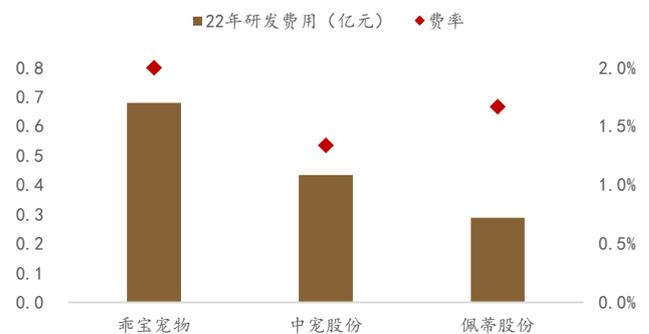
乖宝宠物：官网显示乖宝研发中心拥有技术人员396人，包括各类研究开发人员74人，其中研发团队拥有硕士13人，十年以上经验的专业人士23人。为支持产品技术研发与犬猫基础研究建设，近年来公司持续加大研发投入，22年公司研发费用达0.68亿元，费率2.0%，绝对投入及占比均相对领先国内主要可比公司。

图 62：2017-2022 珀莱雅研发人员数及占比



资料来源：珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 63：2022 年乖宝宠物与主要可比公司研发费用及费率



资料来源：各公司公告，德邦研究所

■ 基础研究：珀莱雅加强新原料、新技术研发；乖宝宠物加强犬猫基础研究

化妆品和宠物食品研发都涉及技术研究（包括基础研究、配方设计等）和产品开发，其中基础研究与配方设计的难度较大，亦是本土企业与海外龙头的差距所在（**化妆品：**国内品牌在部分关键原料及配方上仍存较大差异；**宠物食品：**国内企业在核心配方的研发设计、高端设备及先进工艺上仍有空间）。但近年来珀莱雅和乖宝宠物均在持续加强内功修炼，注重基础研究投入，以期打造公司竞争壁垒。

珀莱雅：近年来公司坚持6*N战略，其中新技术即注重基础科学研究，布局新原料、新研发技术，并开发更多的不同领域的研发合作伙伴资源，形成全球化研发布局。目前公司已与巴斯夫、帝斯曼和浙江湃肽等国内外领先原料龙头保持研发合作关系；后续仍将推进新技术和新原料开发管线规划，且启用计算生物学、基因组学、蛋白组学等跨行业先进技术为基础研究赋能。

乖宝宠物：公司成立了宠物营养研究中心，根据犬猫在各生长阶段对各种营养物质需求进行研究，使产品营养预测更加精准，为公司产品原材料和营养添加剂筛选、不同配方和工艺产品的营养价值对比以及处方粮、功能粮的研究与开发提供

研究支持；成立宠物健康护理研究中心，进行犬猫生理学、医疗保健研究，提供高质量的营养健康服务；成立宠物训练研究中心，对犬猫行为学、运动学进行研究，以缩短与国外在宠物基础研究水平上的差距。

图 64：珀莱雅研发建设包括基础研究、应用研究及临床研究



资料来源：珀莱雅公司官网，德邦研究所

图 65：珀莱雅与国内外前端研究机构及供应商保持研发合作关系

合作时间	合作对象与合作内容
2019	法国尖端海洋生物技术研究院CODIF与CEVA；成立珀莱雅海洋护肤研究中心。
2019	西班牙抗衰老护肤先锋品牌 SingulaDerm；双方将在抗衰老生物技术、为中国市场定制产品等领域进一步深入合作。
2021	亚什兰（中国）投资有限公司；度身定做独家专供珀莱雅的成分设计；共同研发创新的功效评估方法，并用于验证产品功效。
2021	化妆品原料世界第一巨头巴斯夫（中国）；共同研发具有“珀莱雅特色”及本土市场趋势的独家专供成分。
2021	化妆品原料巨头帝斯曼；双方将对其在技术与市场等领域的独特资源与优势进行深度融合，为中国消费者提供更有效更安全的肌肤解决方案。
2022	国内领先化妆品功效原料生产商浙江湃肽；在创新多肽研发、多肽绿色合成、原料生产供应等多领域展开合作。

资料来源：珀莱雅公司公告，珀莱雅股份微信公众号，德邦研究所

图 66：乖宝宠物研发中心包含宠物营养研究中心等六大部门

研究部门	主要研究方向
宠物营养研究中心	下设配方研究室、适口性研究室和消化吸收研究室，研究内容为不同品种的犬猫在各生长阶段、特殊生理期（如孕期、哺乳期）、不同运动量和不同环境下对各种营养物质的需求
新产品研究中心	下设工艺设备研究室、新材料研究室、产品性能研究室和产品评价分析室，研究内容包括新产品的原料特性、食品配方，以及加工工艺过程对配方营养性的影响等方面
宠物健康护理研究中心	犬猫生理学研究、犬猫医疗保健研究和美容护理研究。根据犬猫生理学、解剖学、消化吸收学和行为学，针对犬猫各类疾病和亚健康的预防、治疗方法进行研究，以及各类处方食品、保健食品的功能性研究
宠物训练研究中心	犬猫行为学研究和犬猫运动研究
检测中心	下设微生物检测室、理化检测室和药残检测室三个检测室，拥有美国Waters液质联用仪、美国安捷伦气质联用仪、美国赛默飞ICP-MS重金属检测仪、美国ROMER酶标仪等国际高端检测设备，按标准对宠物食品的原辅料、半成品和成品进行理化、微生物、抗生素残留、农残和重金属的检测，确保产品符合国际标准要求
中心实验室	下设六个实验室，分别为零食实验室、干燥杀菌实验室、湿粮实验室、咬胶洁齿实验室、主粮实验室和冻干实验室，主要进行食品工程学研究，包括工艺技术与装备、自动化、智能化等方面的研究

资料来源：乖宝宠物招股说明书，德邦研究所

图 67：乖宝宠物工艺技术创新代表性成果

技术名称	技术先进性说明	应用产品
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，在配方和谷物质量比较好的前提下鲜肉添加比例能达到 35%左右，产品的营养和适口性不够理想。公司通过引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备及工艺创新，使鲜肉添加量可达 70%，提高了产品营养价值及适口性。	含肉主粮
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，造成耐咬性和口腔护理效果不理想，此技术较好的克服了上述问题，有效的提升了口腔护理类产品的功能。	畜皮和洁齿骨制品
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；干燥脱水过程中通过改进装备，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。	肉干及罐肉产品
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，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。	冻干主粮类产品
EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	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；该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。	高肉粮系列产品
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，导致产品存在营养和适口性不够理想、总体消化率和生物利用度偏低的问题，该技术通过真空滚揉工艺，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。	主食罐头类产品

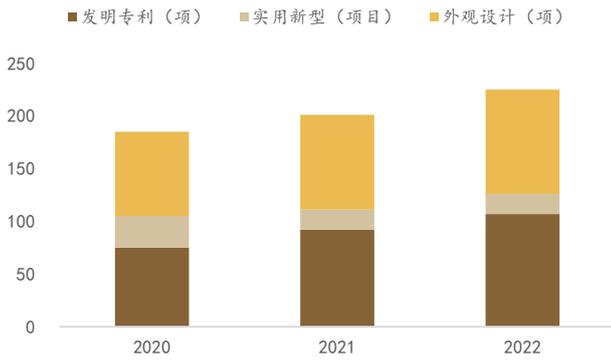
资料来源：乖宝宠物招股说明书，德邦研究所

■ 专利成果：珀莱雅发明专利为主导；乖宝出于配方保密需求发明专利较少

珀莱雅：随着近年消费者更注重产品成分功效，公司加强技术维度的研发，从专利数据来看，2022 年珀莱雅拥有国家授权发明专利 107 项、实用新型专利 19 项、外观设计专利 99 项，合计拥有专利 225 项。

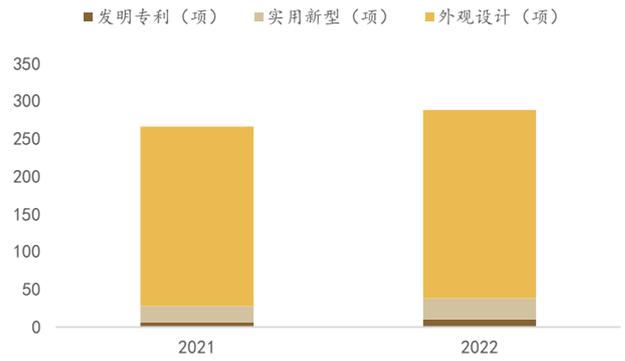
乖宝宠物：截至 2022 年 12 月 31 日公司拥有境内授权专利 288 项，其中外观设计 250 项，发明专利、实用新型分别 10 项、28 项，发明专利数量相对较少主要系基于宠物食品配方保密减少被模仿概率的考虑。但对于宠物食品尤其是主粮品类而言，宠物食品配方、各类原材料动物营养指标等非专利技术尤为重要，公司根据产品特点确定了以非专利技术为主、专利保护为辅的知识产权保护体系，详细生产工艺及工艺参数等主要通过保密机制进行保护，取得的授权发明专利相对较少，符合行业特点。

图 68: 珀莱雅专利数量 (项)



资料来源: 珀莱雅公司公告, 德邦研究所

图 69: 乖宝宠物专利数量 (项)



资料来源: 乖宝宠物公司公告, 德邦研究所

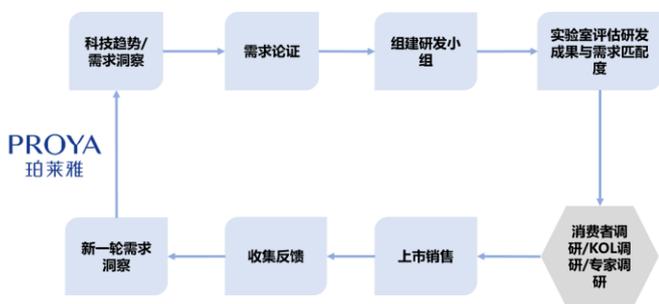
3.2.2. 精准把握消费需求, 持续推出优质产品

需求把握: 珀莱雅从消费者中来到消费者中去, 乖宝以消费需求为导向

珀莱雅: 洞察消费需求——从消费者中来, 到消费者中去。公司积极关注天猫、抖音和小红书等平台数据、进行消费者需求洞察, 在实验室评估研发成果与需求匹配度后再进行广泛的受众调研 (消费者调研/KOL 调研/专家调研), 在产品上市销售后收集用户反馈并进行新一轮的需求洞察。深度洞察消费者需求帮助珀莱雅持续打造明星单品。

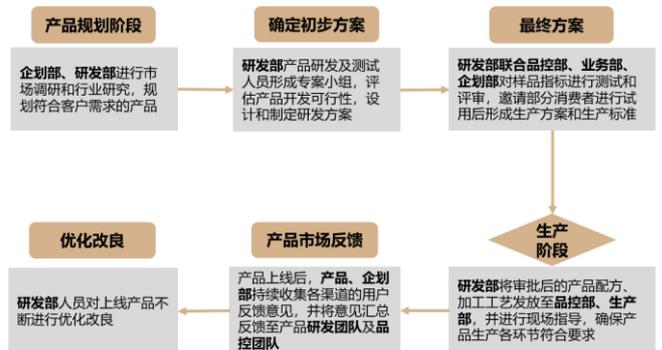
乖宝宠物: 注重用户反馈, 以消费者需求为导向。公司在产品研发的过程中始终以消费者需求为导向, **产品设计初期:** 企划人员基于消费者评价和市场调研提出研发方向; **产品试验阶段:** 邀请一定样本量的消费者体验产品收集反馈, 并及时根据反馈改进产品设计; **产品上市后:** 公司研发中心亦持续关注销售情况, 并根据客户反馈进一步优化产品。公司在产品研发过程中全程关注用户的需求, 可有效保障新品开发的针对性和成功率。

图 70: 珀莱雅“从消费者中来, 到消费者中去”的有效性研发



资料来源: 聚美丽微信公众号, 德邦研究所

图 71: 乖宝宠物研发以消费者需求为导向



资料来源: 乖宝宠物公司公告, 德邦研究所

■ 产品：珀莱雅大单品策略获效；乖宝宠物持续爆款验证能力

珀莱雅：完成从爆款到大单品策略的升级。回顾珀莱雅的产品策略，完成从保湿通用品、打造爆款到大单品阶段的进阶，具体来看：**1) 2017年以前：**公司销售产品以保湿套装等通用产品为主，包括水漾系列、海洋系列等，定位偏向大众化；**2) 2018-2019年：**公司聚焦爆品打造，成功推出黑海盐泡泡面膜爆款产品，2019年该产品天猫旗舰店冲月销100万盒以上，尽管该爆品生命周期较短（产品力受质疑，消费者评价分化影响口碑），但验证公司营销和渠道玩法模式渐入佳境；**3) 2020年至今：**成分功效之风兴起，公司加强产品力锻造，推行落地大单品策略，成功推出红宝石精华、双抗精华等明星大单品；22H1大单品占珀莱雅品牌的35%+，占天猫平台65%+，占抖音平台50%左右。

核心产品持续升级，拓品打造大单品矩阵。2020年2月和4月公司先后推出红宝石精华和双抗精华两款抗衰精华产品，其中红宝石精华1.0含有20%乙酰基六肽、1%超分子维A醇和三重海洋精粹，可有效抗击皱纹和强韧肌肤；双抗精华1.0科学复配麦角硫因、Cyanotech天然虾青素、德国Symrise专研肌肽、BASF专利抗糖成分Collrepair 4大前沿成分，可高效抗氧抗糖，抵御初老；价格方面，红宝石精华和双抗精华20年双十一预售价分别为224元/75ml和204元/75ml，对比相同功效的海外品牌如修丽可和科颜氏等更具有性价比。

21年推出红宝石精华2.0，全面升级了产品配方和功效，选用全新双效六胜肽-1，联合维A醇Booster强化抗皱功效；2021年推出双抗精华2.0，2023年推出双抗精华3.0，搭载革新分层导入技术，采用独家双抗成分NOX-AGE®，提升抗氧糖能力；2022年推出源力精华2.0，在1.0的基础上将3重修护升级为4重修护、升级BMs-Tech Pro肌源锁扣科技和3重神经酰胺脂质体，在产品体验上使肤感更加水润清爽。同时不断拓展大单品品类，目前核心红宝石系列、双抗系列产品已覆盖精华、面霜、面膜等品类。

图 72：珀莱雅产品策略变化



资料来源：珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 73: 珀莱雅打造核心大单品矩阵



资料来源: 珀莱雅公司公告, 珀莱雅公司官网, 天猫珀莱雅官方旗舰店, 德邦研究所

乖宝宠物: 持续推出爆款产品验证自身能力。公司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, 以用户需求为导向持续创新, 在对市场深入调研的基础上规划符合宠物需求及宠主需求的产品, 推出双拼系列、弗列加特系列、BARF 系列等爆款持续验证自身能力, 根据《关于乖宝宠物食品集团股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复》预计 22H1 公司弗列加特高肉粮系列及全价全冻干系列产品预计销售收入 2615 万元, 同比+185%; 麦富迪 BARF 生骨肉主食冻干及罐头、羊奶肉包、鲜肉冻干产品销售收入约 4656 万元, 同比+166%。具体来看:

- ✓ **弗列加特系列:** 近年来高鲜肉宠物食品和冻干宠物食品凭借新鲜度高、适口性好逐步受到中高端宠物食品市场消费者的青睐且占据一定份额, 公司提前布局引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备后进行工艺创新升级, 通过鲜肉瞬时高温乳化添加技术, 使鲜肉添加量可高达 70%, 研发推出弗列加特高肉猫粮系列, 且公司利用冻干技术开发设计 96% 含肉量的弗列加特全价冻干猫粮等产品。根据宠业家报道显示 2022 年双十一期间弗列加特系列全网成交额超 2000 万元, 同比增长超 970%, 其中弗列加特生骨肉主食冻干成为天猫冻干猫粮热销/热卖榜单 TOP2。
- ✓ **BARF 猫粮系列:** 近年来随着宠物主对宠物健康意识持续提升, 模拟宠物天然饮食习惯的 barf 喂养食谱方式逐渐成为市场的新宠, 公司自有品牌麦富迪亦顺势推出 barf 猫粮产品, 根据宠业家报道显示 2022 年双十一期间麦富迪天猫旗舰店 barf 猫粮累计销售额超 1000 万元, 跻身天然猫主粮热卖榜第二名/好评榜第一名。
- ✓ **冻干羊奶棒:** 22 年推出的猫咪零食, 成分上 30% 乳化鲜肉+70% 全脂羊奶, 是适合小奶猫的冻干食品。宠业家报道显示 22 年双十一期间麦富迪天猫旗舰店冻干羊奶棒累计销售量超 90 万件, 跻身冻干猫零食好评榜/热销榜第一名。
- ✓ **小橙帽系列:** 创新性运用冻干技术将冻干肉作为载体与营养素结合, 主打“主动进食”和“高吸收”, 解决保健品适口性低、难消化、刺激肠道的问题。
- ✓ **双拼粮系列:** 2015 年公司推出牛肉双拼粮, 开创宠物食品全新细分品类, 亦成为公司目前的核心产品。宠业家报道显示 22 年双十一期间麦富迪天猫旗舰店

店犬用牛肉双拼粮累计销售额超 1500 万元，跻身天猫宠物必买榜第一名。

- ✓ **益生军团系列**: 2017 年推出, 利用冷喷涂技术提高益生菌到达肠道时的活性, 可达到调理肠道、预防肠道侵害和缓解肠道不适等效果。

图 74: 乖宝宠物不断推出爆款产品

推出时间	产品	图示	产品特点
2015年	双拼粮系列		√ 研发生产肉粒/冻干与干粮混合的双拼粮, 增加产品含肉量, 符合犬猫的食肉天性。
2017年	益生军团系列		√ 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。 √ 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。
2019年	弗列加特高肉系列		√ 添加鲜肉比例达 70%的猫粮。 √ 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。
2020年	弗列加特全价全冻干系列		√ 全价冻干高肉粮, 同时满足宠物对主粮和零食的需求。 √ 营养指标符合AAFCO标准。
2021年	小橙帽系列		√ 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。
2021年	羊奶肉包		√ 主打“肉奶搭配, 营养双倍”, 使用全脂羊乳, 宠物乳糖不耐受友好, 吸收好, 同时选用大块原切肉, 丰富宠物营养。
2022年	BARF生骨肉系列		√ 配方还原宠物原始生骨肉猎食, 遵循宠物食肉天性, 满足原始营养需求, 同时选取优势蛋白, 维持宠物身体健康。
2022年	冻干羊奶棒		√ 主打“嚼着吃的羊奶营养”, 使用全脂羊乳, 并采用鲜肉乳化工艺和FD冻干技术, 帮助幼猫从母乳向肉食过渡。

资料来源: 麦富迪天猫旗舰店, 微博有猫有狗就有麦富迪, 乖宝宠物招股说明书, 德邦研究所

图 75: 23 年 618 期间乖宝宠物麦富迪及弗列加特品牌旗下多款产品销售额破千万

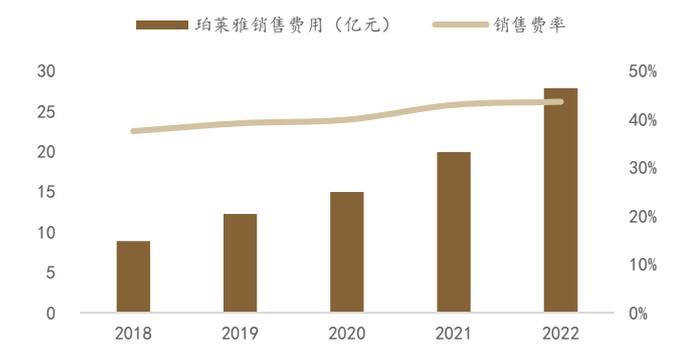


资料来源: 宠业家, 德邦研究所; 备注: 其中麦富迪双拼、barf 及羊奶肉系列为天猫渠道数据; 弗列加特为全网数据

3.3. 营销：持续加码营销投入，注重消费者教育

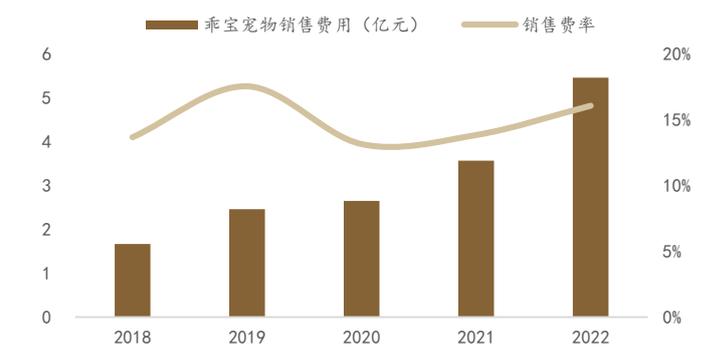
化妆品与宠物食品国产替代趋势明显但市场竞争仍较为激烈，目前国产头部品牌仍处品牌培育建设期，近年来珀莱雅与乖宝宠物仍持续加码营销投放，费率相对高企。珀莱雅：22年公司销售费用27.9亿元，同比增长40%，销售费率从20年的39.9%提升至22年的43.6%；乖宝宠物：22年公司销售费用5.5亿元，销售费率从20年的13.1%提升至22年的16.0%，考虑代工业务所需销售投放相对较少，若将销售费用完全归至品牌业务，近三年销售费率保持在27%。

图 76：2018-2022 年珀莱雅销售费用及费率



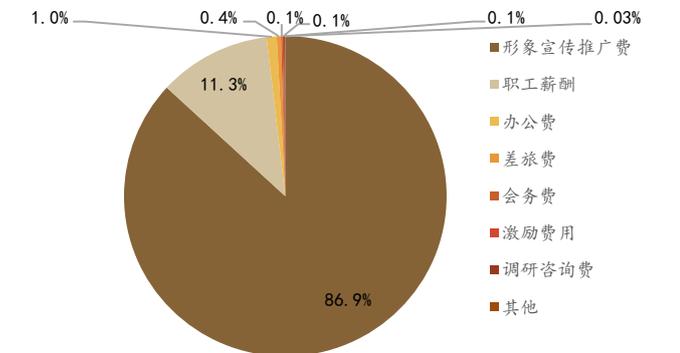
资料来源：wind，珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 77：2018-2022 年乖宝宠物销售费用及费率



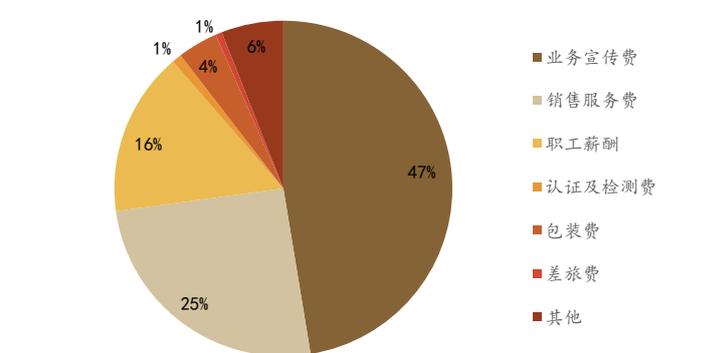
资料来源：wind，乖宝宠物公司公告，德邦研究所

图 78：2022 年珀莱雅销售费用以形象宣传推广为主



资料来源：wind，珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 79：2022 年乖宝宠物销售费用以业务宣传和销售服务为主



资料来源：wind，乖宝宠物公司公告，德邦研究所

■ 持续加强消费者教育，注重护肤/养宠理念输出

珀莱雅：绑定“早 C 晚 A”护肤概念。“早 C 晚 A”是指早上使用含有维 C 类成分（包括原型 VC、VC 衍生物）的护肤品，晚上使用含有维 A 类成分（包括 A 醇、A 醛、A 酯）的护肤品，可实现美白抗老的效果。珀莱雅并非早 C 晚 A 概念的提出者，但较早布局相关系列产品，20 年初便推出红宝石精华（晚 A 概念）和双抗精华（早 C 概念），且凭借强势营销深度绑定早 C 晚 A 概念，打造出红宝石+双抗精华的护肤 CP。另外公司提出从早 C 晚 A 组合升级为 ABC 金三角（抗老修护提亮），新增源力精华（主打修护舒缓），以爆品组合带动新品。此外，公司在线下多城开展“早 C 晚 A 酒咖快闪”活动，将明星产品与年轻人流行的“早咖夜酒”生活方式有效结合，以传递品牌年轻感。

图 80：珀莱雅早 C 晚 A 护肤公式

肤质	早☀	晚🌙
油耐皮	双抗精华 + 红宝石面霜 (轻盈版)	红宝石精华 + 红宝石面霜 (轻盈版)
油敏皮	双抗精华 + 源力面霜 (薄涂)	源力精华 + 红宝石精华
干耐皮	双抗精华 + 红宝石面霜 (滋润版)	红宝石精华 + 红宝石面霜 (滋润版)
干敏皮	双抗精华 + 源力面霜	源力面霜 + 红宝石精华

资料来源：珀莱雅小红书官方号，德邦研究所

图 81：珀莱雅举办早 C 晚 A 酒咖快闪活动



资料来源：聚美丽微信公众号，德邦研究所

乖宝宠物：积极推进养宠知识科普。近年来公司积极加强科学养宠的宣传，21 年与美国探索频道合作，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；弗列加特品牌在微博开设《弗列加特岛主小课堂》、在抖音推出专家科普知识系列，以轻松短视频形式解答消费者关注的诸多养猫小知识。

绑定 BARF 生骨肉概念，BARF 系列产品获得消费者青睐。BARF 即 Biologically Appropriate Raw Food，通过搭配肉、骨、内脏及天然食材的配比来模拟猫咪在天然野生环境的猎食习惯，遵循了猫咪的食肉天性。乖宝宠物积极捕捉宠物饲养趋势，较早布局 barf 理念产品，21 年便推出 BARF 鲜肉主食罐，22 年推出 BARF 生骨肉冻干天然粮，且在大促中获得消费者青睐，22 年双十一及 23 年 618 期间麦富迪 BARF 系列产品天猫销售额均超千万。另外为进一步强化 BARF 系列产品的宣传，23 年麦富迪品牌官宣萧敬腾作为 BARF 天性喂养大使。

图 82：弗列加特品牌在抖音推出专家科普知识系列



资料来源：抖音弗列加特宠物食品旗舰店，德邦研究所

图 83：麦富迪 BARF 天性喂养大使萧敬腾



资料来源：微博有猫有狗就有麦富迪，德邦研究所

■ 代言人+内容营销多维发力，助力品牌声量提升

珀莱雅：入股 MCN 掌握内容营销主动权，紧抓社会热点注重情感营销。2019 年以来珀莱雅对外投资入股熊客文化传媒等 MCN 机构，利用强大品牌优势获得一定内容话语权，积极顺应时下内容营销趋势。另外近年来珀莱雅加强重视与消费者之间的“情感链接”，针对社会热点议题持续进行优质内容输出，引起消费者情感共鸣，持续实现品牌破圈。2021 年珀莱雅发起微博话题“性别不是边界线，偏见才是”，并拍摄主题短片引发广泛关注。截至 23 年 8 月初该主题短片微博单平台播放量 399 万次，2022 年和 2023 年持续为相同话题拍摄主题短片，亦获得广泛关注。此外在年轻人成长、亲密关系和心理健康等议题下珀莱雅亦有优质内容输出，不断提升品牌影响力。

图 84：珀莱雅对社会热点议题进行情感营销

议题	话题	营销事件
性别平等	#性别不是边界线，偏见才是#	2021年联合《中国妇女报》发起“性别不是边界线，偏见才是”话题并拍摄短片，为性别平等积极发声。
	#性别不是边界线，偏见才是#	2022年邀请女足王霜和南兴合兴堂醒狮全女班拍摄短片《醒狮少女》、推出特别纪录片《一样的天空——我们如何展开性别教育》。
	#性别不是边界线，偏见才是#	2023年发布主题短片《女帅男兵》并搭配主题曲《再来！女孩》MV。
年轻人成长	#开学来信，写给18岁的自己#	2021年联合中国邮政，拍摄话题短片，并邀请旅行团乐队创造主题曲，与消费者探讨成长的深层意义。
	#毕业第一年，与新世界交手#	2021年拍摄主题短片，关注职场新人生活状况，给予年轻群体理解、鼓励与关怀。
	#再小的事，也当回事#	2022年推出萤火计划并联合中国教育电视台拍摄反校园霸凌公益影片，为正在遭受校园霸凌的群体勇敢发声。
亲密关系	#敢爱，也敢不爱#	2021年520携手单向空间和上海译文拍摄主题短片，主张“爱自己才是学会爱情的第一步”。
	#敢爱，也敢不爱#	2022年七夕携手富士影像、摄影师等嘉宾开展群像影展。
心理健康	#珀莱雅回声计划#	2021年世界精神卫生日联合《中国青年报》、壹心理发起公益行动“回声计划”，陆续发布相关主题片，并携手中国青少年发展基金会开展长线公益行动。

资料来源：珀莱雅公司公告，珀莱雅官方微博，德邦研究所

图 85：珀莱雅对外投资多家 MCN 机构

品牌	持股时间	持股比例	对外投资 MCN 机构	旗下红人
珀莱雅	2020 年 9 月 18 日	嘉兴沃永投资合伙企业（有限合伙）持股 15%	宁波嘻柚互娱文化传媒有限公司	有航仔Ayo、懿李孖、水管儿等潮流领域的垂直达人，还有像毛光光、化学生家佳、嗯呐尤大拿等美妆达人。
	2021 年 3 月 11 日	嘉兴沃永投资合伙企业（有限合伙）持股 18.8110%	广州清梳时尚文化传播有限公司	alin闪闪发光、鸡哥扒成分、鸭学长、梁笑笑、茵吹斯汀等个知名美妆博主。
	2019 年 2 月 26 日	直接持 20.00%	熊客文化传媒（杭州）有限公司	/
	2019 年 2 月 26 日	湖州磐瑞实业投资合伙企业（有限合伙）持股 30.00%	上海聚研荟网络科技有限公司	专业美妆 KOL 大嘴博士等

资料来源：聚美丽微信公众号，德邦研究所

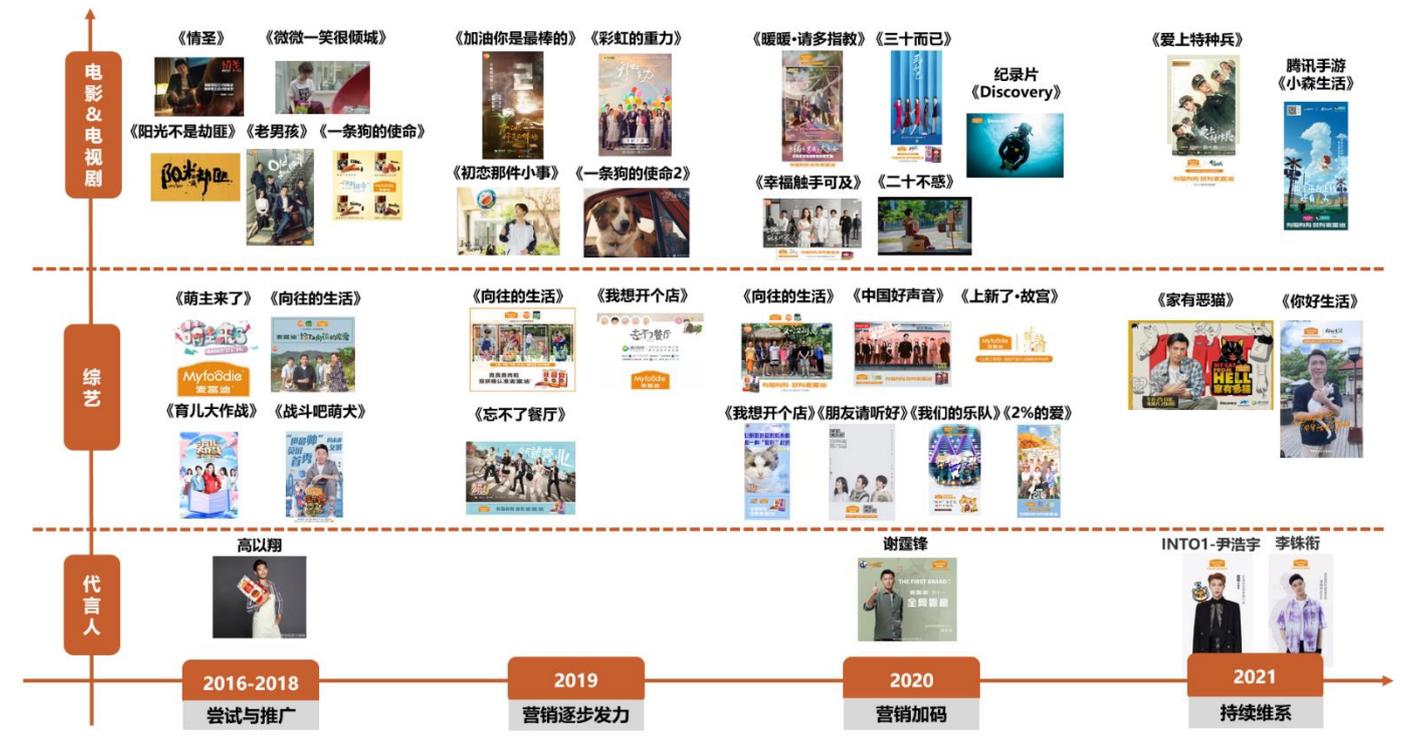
图 86：珀莱雅品牌代言人年轻化趋势明显



资料来源：珀莱雅微博，德邦研究所

乖宝宠物：持续加码面向年轻消费群体的泛娱乐化品牌营销。公司主要通过签约代言人、综艺/影视植入、内容推广等方式增加境内自有品牌曝光度。**代言人：**签约歌手、演员谢霆锋、男子演唱组合 INTO1 成员尹浩宇和韩国摇滚乐队 RoyalPirates 成员李铉銜作为公司形象代言人；**综艺影视：**在《你好生活》、《向往的生活》、《中国好声音》、《三十而已》等热门综艺影视上进行广告植入；21 年与美国探索频道合作，将美国版《家有恶猫》真人秀引入国内，通过大量广告植入触达潜在消费者；此外公司还与《上新了·故宫》、《朋友请听好》等综艺节目，《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，增加产品曝光度和话题传播性，并且通过联名款产品可以辐射更多元的消费群体。另外公司积极推进 KOL 孵化项目，通过与 Bilibili、小红书、抖音、快手等平台 KOL 的内容合作，培育品牌 KOL 矩阵，以日常广告和新品种草的形式推广产品。

图 87：麦富迪泛娱乐化营销梳理



资料来源：乖宝宠物招股说明书，微博有猫有狗就有麦富迪，宠业家微信公众号，德邦研究所

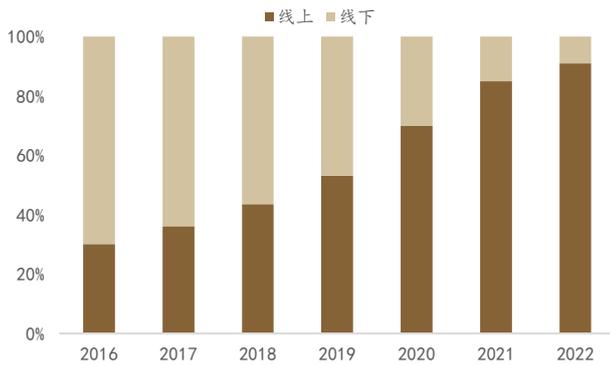
3.4. 渠道：线上渠道为主导，加强抖音新兴平台布局

回顾化妆品与宠物食品的渠道变化，从线下渠道到线上电商，从传统电商到新兴平台，珀莱雅与乖宝宠物均精准把握渠道发展趋势，积极抢占新入口。

珀莱雅：多次踏准渠道变迁，目前渠道线上为主+线下并行。早期公司依赖二三线城市线下日化专卖店渠道（14 年日化渠道占比 67%）迅速抢占市场，但随着日化等传统线下渠道增速放缓，公司精准把握渠道趋势积极布局电子商务渠道，2012 年便成立美丽谷电子商务公司切入线上渠道；2018 年公司“三架马车”战略提出加速电子商务发展。目前公司已形成线上为主+线下并行的销售模式，线上渠道占比从 2016 年的 30%提升至 2022 年的 91%。从细分渠道来看，线上直营和线上分销分别占 70%和 21%，其中直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主，分销包括淘宝、京东、唯品会等平台。

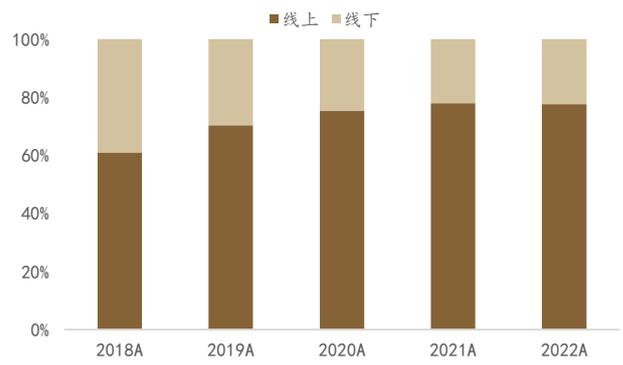
乖宝宠物：把握电商发展红利，线上贡献超七成。公司业务主要包括自有品牌、代工业务及品牌代理，其中自主品牌已形成线上+线下全渠道运营布局，目前公司与天猫、京东、抖音等主要电商平台建立良好的合作关系，通过线上直销、线上经销相结合的方式覆盖广阔的消费群体，线上业务规模呈上升趋势。2022 公司自主品牌收入 20.5 亿元，线上渠道占比约 78%，线下经销+商超比重达 22%。从细分渠道来看，线上直销占比 37%，直销主要渠道为在天猫、京东、抖音等电商平台开设的自营旗舰店，其中主要收入来源于天猫平台的麦富迪旗舰店；线上经销占比 41%，包括线上分销（占比 14%）、线上入仓（14%）、线上代销（11%）及线上寄售（3%）。

图 88：2022 年珀莱雅线上渠道收入占比提升至 91%



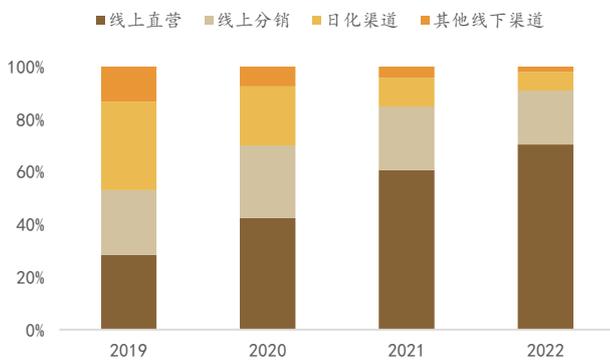
资料来源：wind，珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 89：2022 年乖宝宠物自有品牌收入线上占比 78%



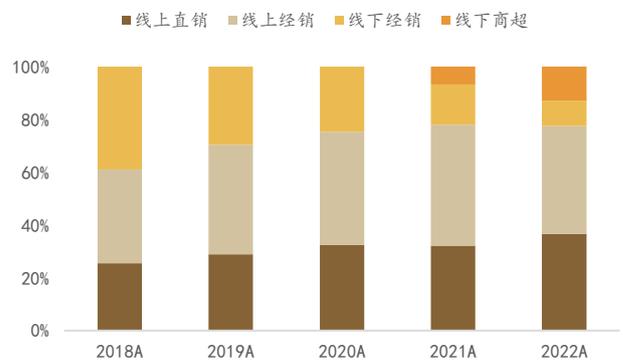
资料来源：wind，乖宝宠物公司公告，德邦研究所

图 90：2022 年珀莱雅线上直营占比达 70%



资料来源：wind，珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 91：乖宝宠物线上直销占比持续提升



资料来源：wind，乖宝宠物公司公告，德邦研究所

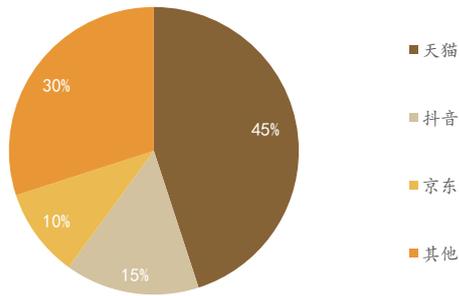
■ 均较早切入抖音新兴渠道

珀莱雅：较早切入抖音布局。珀莱雅较早进入抖音渠道，2020 年在抖音上开设账号，主要销售套盒产品；随后开设相应店铺主推大单品，21 年抖音渠道占珀莱雅品牌线上收入的 15%+，在传统电商渠道增长势能趋弱的环境下，新兴渠道增长预计带动公司收入稳步提升。

乖宝宠物：2021 年抖音平台收入 3054 万元，占公司自有品牌线上收入的 3%，22H1 增长至 6952 万元，占比提升至 10%，据公司 23 年 618 战报，麦富迪品牌 2021-2023 年 618 大促在抖音平台连续三年实现品牌综合排名第一，公司在拼多多亦取得较好增长，22H1 拼多多平台同比+786%，23 年 618 麦富迪品牌拼多多

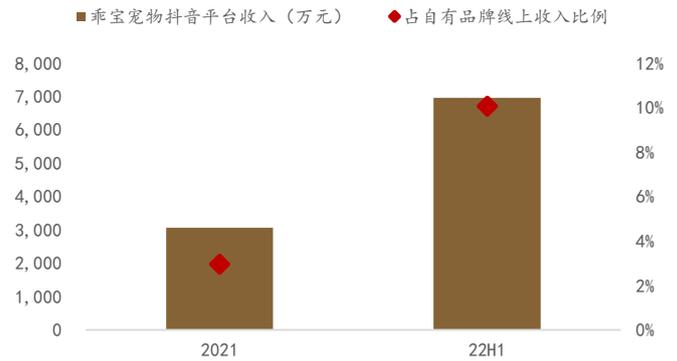
平台综合排名第一。

图 92：2021 年珀莱雅品牌抖音占线上收入比重达 15%



资料来源：wind，珀莱雅公司公告，德邦研究所

图 93：22H1 乖宝宠物自有品牌抖音占线上收入比重达 10%



资料来源：wind，乖宝宠物公司公告，德邦研究所

图 94：抖音电商 23 年 618 美妆行业品牌榜单（销售额 TOP10）



资料来源：抖音电商营销观察微信公众号，德邦研究所

图 95：抖音电商 23 年 618 宠物行业品牌榜单（销售额 TOP10）



资料来源：抖音电商营销观察微信公众号，德邦研究所

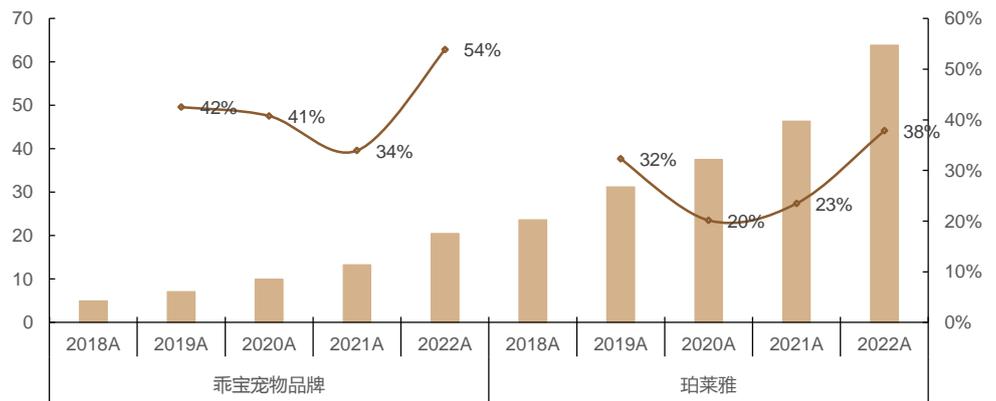
3.5. 财务对比

■ 营收表现对比：乖宝品牌与珀莱雅营收规模均保持较快复合增长

珀莱雅： 营收基本来自于自主品牌（22 年收入占比超 99%），其余较小部分由跨境代理品牌贡献，从品类结构来看，护肤（86%）与彩妆（12%）贡献主要收入。受益于近年来品牌矩阵培育及大单品策略获效，珀莱雅营收保持快增趋势，2018-2022 年公司营收以 28%的复合增速扩张至 64 亿元。

乖宝宠物： 公司已成功从单一代工转型为品牌驱动为主的宠物食品企业，构建以麦富迪+Waggin' Train 为主的 品牌矩阵，其中麦富迪在国内市场备受消费者青睐。近年来公司自主品牌业务快速发展，18-22 年以 43%的复合增速扩张至 20 亿元，占主营业务比重持续提升至 61%。

图 96: 乖宝宠物自主品牌与珀莱雅营业收入 (亿元) 及同比



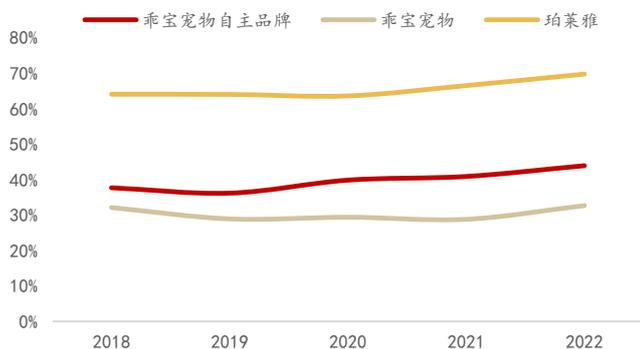
资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所; 备注: 柱状表示营收, 曲线表示同比

■ 费率及盈利能力对比: 高举高打, 大单品策略助力珀莱雅盈利能力稳中趋好

珀莱雅: 大单品策略推行顺畅, 助力盈利能力提振。随着公司大单品策略及线上直营占比提升, 公司毛利率提升从 2020 年的 64% 提升至 2022 年的 70%。公司采取高举高打模式, 同期销售费率亦有所提升, 而管理研发费率等则相对稳定, 净利率则稳中趋好。

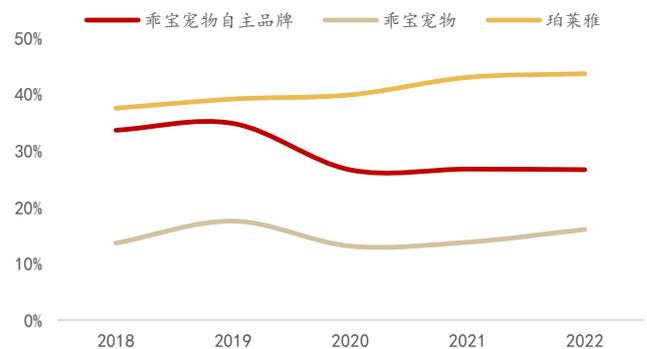
乖宝宠物: 随着产品结构优化及高端品牌弗列加特培育获效, 近年来乖宝宠物自主品牌毛利率有所提升 (22 年: 44%), 但与珀莱雅相比仍有差距。费率来看, 乖宝销售费率明显低于珀莱雅 (考虑代工业务所需销售投放相对较少, 若将销售费用完全归至品牌业务, 22 年乖宝宠物品牌销售费率约 27%), 管理与研发费率相对接近。盈利能力来看, 乖宝宠物整体归母净利率低于珀莱雅。

图 97: 乖宝宠物 VS 珀莱雅毛利率



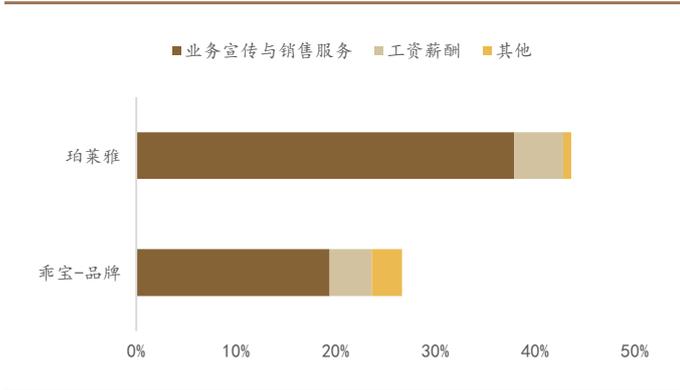
资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所; 备注: 2020 年-2022 年珀莱雅执行新收入准则将运费调整至营业成本; 2020 年-2022 年乖宝宠物毛利率为新准则口径 (即运费等调至营业成本); 乖宝宠物自主品牌毛利率未调整运费

图 98: 乖宝宠物 VS 珀莱雅销售费用率



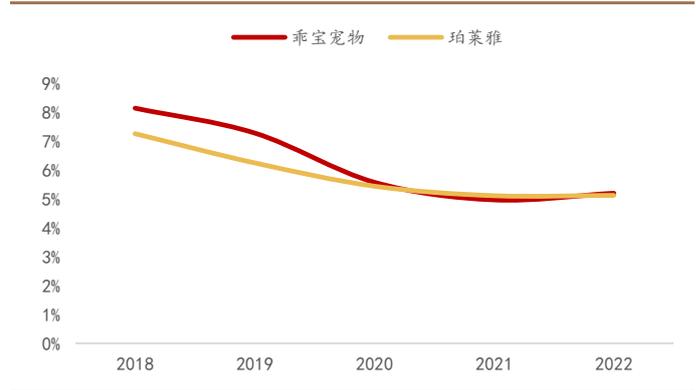
资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所; 备注: 2020 年-2022 年珀莱雅与乖宝宠物的销售费率不含运输费等; 考虑代工业务所需销售投放相对较少, 将销售费用完全归至品牌业务用于乖宝自主品牌销售费率的估算

图 99: 乖宝宠物品牌 VS 珀莱雅销售费用主要细分项



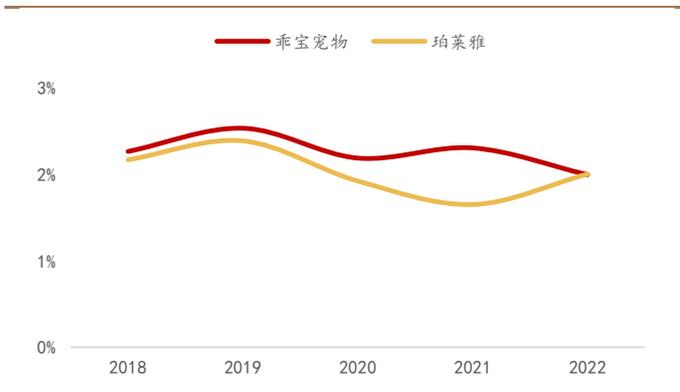
资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 100: 乖宝宠物 VS 珀莱雅管理费用率



资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 101: 乖宝宠物 VS 珀莱雅研发费用率



资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 102: 乖宝宠物 VS 珀莱雅归母净利润率



资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

4. 珀莱雅股价复盘

六年内珀莱雅股价增长超 700%。复盘股价表现:

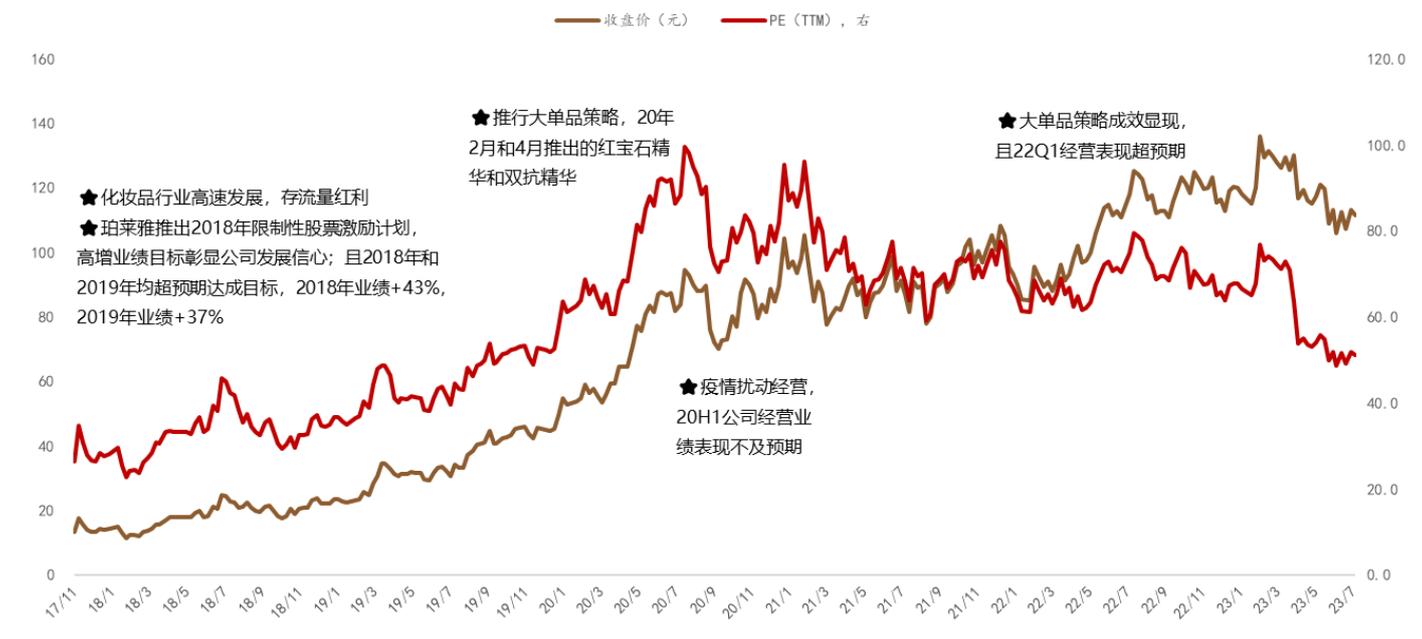
2017 年 11 月~2019 年 7 月: 化妆品行业处于景气阶段, 且公司经营表现持续超激励目标, 此阶段公司估值 (PE TTM) 从 30X 迈上 40X;

2019 年 7 月-2021 年 4 月: 2019 年 7 月公司成功推出爆品黑海盐泡泡面膜, 拿下“抖音美容护肤榜”第 1 名, “天猫面膜月销量排行榜”第 1 名等多个第一, 证明公司爆品打造能力, 推高品牌溢价, 公司估值水平迈上 50X。但爆品生命周期相对较短, 且易被模仿, 无法提供长期基本盘, 公司迈向大单品策略, 注重基础研发与产品力提升, 20 年 2 月和 4 月先后推出红宝石精华和双抗精华两款抗衰精华产品, 大单品打造可以推动公司改善产品结构提升盈利能力, 且大单品有望带来高复购支撑公司基本盘, 公司长逻辑顺畅, 推动估值水平明显提升, 2020 年 7 月峰值 PE TTM 高达 100X。此后阶段公司估值多次调整或主要系疫情影响业绩表现不及市场预期等相关。

2021 年 5 月至今: 估值回归稳定。此阶段公司估值水平稳定在 50~70X 左右, 主

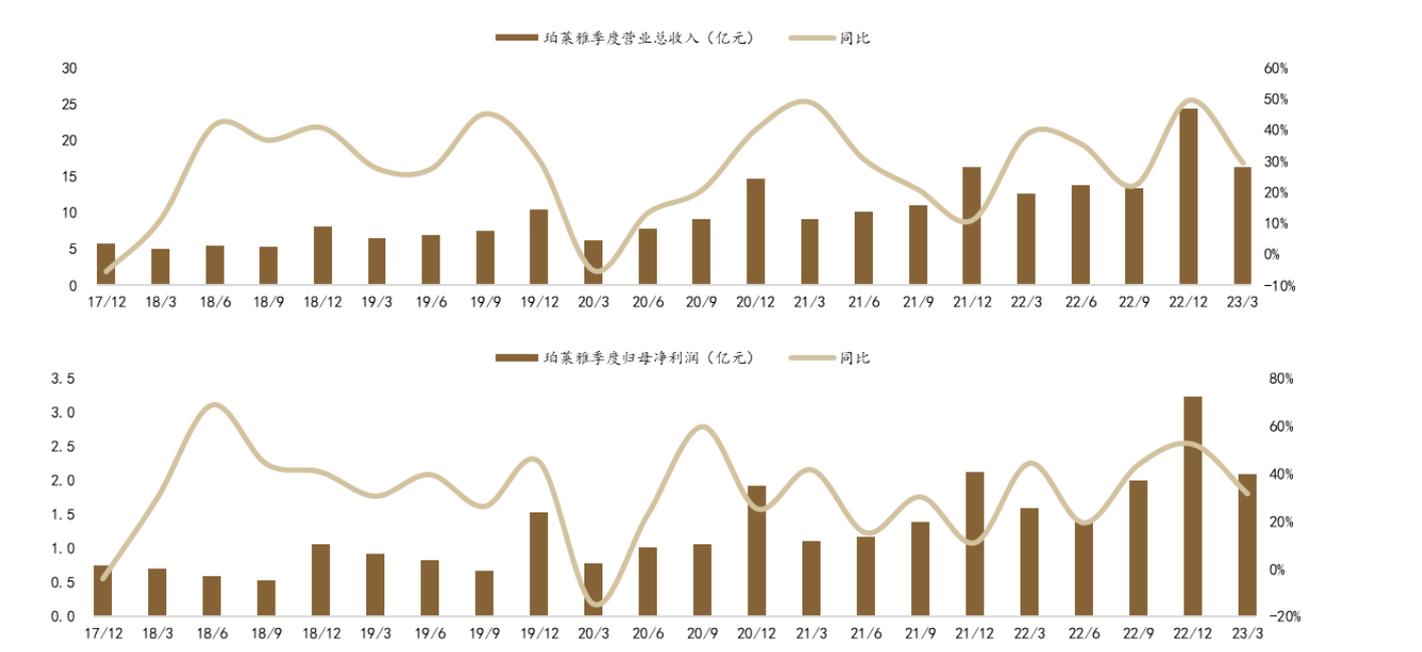
要系化妆品行业整体表现有所放缓，景气度适中，公司大单品策略持续推进，经营表现基本符合预期。23年以来化妆品行业消费处于弱复苏状态，尽管公司表现较为优异，但受制于行业景气度整体估值水平有所压制，目前维持在 50X 左右。

图 103：珀莱雅收盘价与 PE (TTM) 复盘



资料来源：wind，德邦研究所

图 104：17Q4-23Q1 珀莱雅营业总收入、归母净利润及同比增速



资料来源：wind，珀莱雅公司公告，德邦研究所

5. 投资建议

国内宠食翘楚，品牌贡献提升，公司自有品牌有望凭借全链路优势享受行业成长红利延续高增趋势，推动经营表现向上。公司品牌表现持续亮眼，2020-2022年自主品牌收入复合+44%，已形成以麦富迪+Waggin' Train 为主的品牌矩阵，其中麦富迪品牌在国内宠物食品市场排名领先，荣获 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜(宠物)第一名。目前国内养宠市场仍处于渗透率快速提升期，宠物食品具备高复购、低价格敏感、强黏性等特点，预计后续宠食市场有望持续扩容，公司自有品牌麦富迪在产品、营销、渠道具备全链路优势，料将持续引领国内市场发展，预期公司自有品牌规模有望延续高增趋势。随着品牌规模的快速扩张，公司对代工业务的依赖度降低，短期代工业务或受海外品牌去库存影响略显承压，长期来看海外宠食市场仍在扩张、公司代工业务有望恢复至常态稳健增长状态。

我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 42.35、51.55、61.91 亿元，同比分别 +24.7%、+21.7%、+20.1%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50、4.53、5.70 亿元，同比分别+31.0%、+29.6%、+25.8%。目前主要可比公司 23 年对应估值平均值为 34X，公司自主品牌业务占比更高且持续引领，叠加新股行情，给予公司一定估值溢价，给予公司 23 年 46X 估值，对应市值约 160 亿元。

图 105：乖宝宠物营收分部拆分

亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自有品牌	13.30	20.46	28.65	36.38	44.75
同比	34%	54%	40%	27%	23%
OEM/ODM	11.86	11.92	12.87	14.81	16.73
同比	17%	1%	8%	15%	13%
品牌代理及其他	0.59	1.59	0.83	0.36	0.43
同比		170%	-48%	-57%	20%
营业收入	25.75	33.98	42.35	51.55	61.91
同比	28%	32%	25%	22%	20%

资料来源：wind，乖宝宠物公司公告，德邦研究所预测；备注：2023 年 3 月底乖宝宠物与 k9 的品牌代理合同到期

图 106：乖宝宠物盈利预测及主要可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)					PE(X)		
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中宠股份	24.92	73	1.2	1.1	1.7	2.3	2.9	43	33	26
佩蒂股份	13.62	35	0.6	1.3	1.3	1.8	2.2	26	19	16
平均								34	26	21
乖宝宠物			1.4	2.7	3.5	4.5	5.7			

资料来源：wind，德邦研究所；备注：佩蒂股份采用 wind 一致预期，乖宝宠物、中宠股份采用德邦预测，收盘价日期 2023/8/11

6. 风险提示

宠物渗透率不及预期，品牌发展不及预期，新品表现不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原料价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.87	1.13	1.42
每股净资产	4.39	9.26	10.39	11.82
每股经营现金流	0.77	0.98	1.18	1.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	—
P/B	—	—	—	—
P/S	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—
股息率%	—	—	—	—
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.6%	34.6%	36.0%	37.2%
净利润率	7.9%	8.3%	8.8%	9.2%
净资产收益率	15.2%	9.4%	10.9%	12.1%
资产回报率	11.7%	8.4%	9.6%	10.7%
投资回报率	12.9%	9.2%	10.7%	11.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.9%	24.7%	21.7%	20.1%
EBIT 增长率	61.6%	35.8%	31.2%	26.0%
净利润增长率	90.3%	31.0%	29.6%	25.8%
偿债能力指标				
资产负债率	23.0%	11.3%	11.4%	11.3%
流动比率	2.8	7.7	7.4	7.6
速动比率	0.9	5.2	4.8	5.0
现金比率	0.5	4.5	4.0	4.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.2	18.8	18.4	17.8
存货周转天数	117.3	114.2	115.5	115.4
总资产周转率	1.5	1.0	1.1	1.2
固定资产周转率	3.7	4.0	4.3	5.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	267	350	453	570
少数股东损益	-1	3	4	5
非现金支出	117	165	193	206
非经营收益	39	-1	-1	-1
营运资金变动	-115	-125	-175	-180
经营活动现金流	306	391	474	600
资产	-180	-374	-389	-229
投资	0	0	0	0
其他	-0	-0	-0	-0
投资活动现金流	-180	-374	-389	-229
债权募资	414	-165	0	0
股权募资	0	40	0	0
其他	-679	1,560	0	0
融资活动现金流	-265	1,435	0	0
现金净流量	-126	1,453	85	371

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,398	4,235	5,155	6,191
营业成本	2,290	2,770	3,297	3,890
毛利率%	32.6%	34.6%	36.0%	37.2%
营业税金及附加	15	20	23	28
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	545	722	910	1,123
营业费用率%	16.0%	17.0%	17.6%	18.1%
管理费用	177	225	273	328
管理费用率%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
研发费用	68	89	113	142
研发费用率%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
EBIT	302	410	538	678
财务费用	-10	1	6	8
财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-4	-1	-1	-1
投资收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	319	422	547	688
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	318	422	547	688
EBITDA	416	575	730	884
所得税	52	69	90	113
有效所得税率%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
少数股东损益	-1	3	4	5
归属母公司所有者净利润	267	350	453	570

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	198	1,651	1,735	2,107
应收账款及应收票据	132	218	260	302
存货	736	867	1,044	1,230
其它流动资产	98	122	138	157
流动资产合计	1,165	2,857	3,177	3,796
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	921	1,067	1,188	1,246
在建工程	25	50	100	50
无形资产	112	150	177	193
非流动资产合计	1,118	1,328	1,525	1,549
资产总计	2,283	4,185	4,703	5,345
短期借款	165	0	0	0
应付票据及应付账款	142	234	268	308
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	113	135	161	189
流动负债合计	419	369	429	496
长期借款	28	28	28	28
其它长期负债	77	77	77	77
非流动负债合计	105	105	105	105
负债总计	524	474	534	601
实收资本	360	400	400	400
普通股股东权益	1,756	3,705	4,158	4,728
少数股东权益	3	6	10	15
负债和所有者权益合计	2,283	4,185	4,703	5,345

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。