

乖宝宠物 (301498.SZ)

聚焦自有品牌发展的国产宠食企业

买入

核心观点

公司是聚焦自有品牌发展的国产宠食龙头。公司主要从事猫用及犬用宠物食品的研发、生产和销售，现有产品已涵盖零食、主粮和保健品三类。在自有品牌业务方面，公司聚焦主粮赛道，着力发展境内自有品牌-麦富迪，2022年收入总额已达20.46亿元，过去三年CAGR高达42.60%，于总收入中的占比已升至60.55%，未来依靠IPO募投项目投产落地，高端产品有望持续发力，销售规模有望维持扩张。OEM/ODM业务方面，公司聚焦零食赛道，与多家国际知名企业建立合作关系，2022年收入总额为11.92亿元，于总收入中的占比为35.28%，其中第一大客户沃尔玛贡献了近半数营收。

宠物食品行业海外、国内的两条主线。国内头部宠食的业绩驱动主要体现在两方面：(1) **海外：**海外代工业务与海外宠物消费市场，尤其是美国宠物消费市场高度关联。在美国经济景气度高时，居民宠物单位支出增加将为国内企业的海外订单数量带来提振，同时美元的相对走强也会给以美元结算的代工业务带来单价提升，国内宠食企业的代工业务迎来量利齐增，这是当前板块不容忽视的重要贝塔。(2) **国内：**国内宠物主粮赛道的量增与渗透近年延续推进，在刚需高频、配方依赖和工艺复杂三重特征下，主粮最易孕育大型品牌公司。目前国内主粮单只消费水平仍较低，未来且随年轻群体入场、科学养宠兴起以及国牌崛起，宠食千亿市场有望围绕提价、替代开启新主线，而头部国牌依靠产能和渠道优势有望引领替代升级。

乖宝宠物的单品牌运作能力已率先得到全方位验证。乖宝宠物是目前上市公司中境内自有品牌收入最高、宠物主粮收入最高的标的，单品牌运作能力率先得到全方位验证，公司相较上市同行具备自有品牌收入规模最大、自有品牌业务主粮收入占比最高双重特征，是目前国内行业大α下的高弹性双击标的，未来有望依靠产品、品牌、渠道的全面优势在消费提升、国牌突破的新主线下实现高弹性成长。

盈利预测与估值：乖宝宠物国内自有品牌业务发展领先，品牌影响力突出，且结构上具备主粮收入占比明显更高特征，未来依靠高端产品拓展，收入规模、盈利能力有望持续提升。预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.5/4.6/6.0亿元（同比+31.3%/32.2%/28.8%），EPS分别为1.0/1.3/1.7元。通过多角度估值，我们预计公司股票合理估值区间在43.9-46.4元之间，较目前股价约有10%-15%溢价空间，给予“买入”评级。

风险提示：品牌业务推广不及预期的风险；汇率大幅波动的风险；宠物食品安全的风险。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,575 | 3,398 | 4,202 | 4,954 | 6,019 |
| (+/-%) | 27.9% | 31.9% | 23.7% | 17.9% | 21.5% |
| 净利润(百万元) | 140 | 267 | 350 | 463 | 596 |
| (+/-%) | 25.8% | 90.3% | 31.3% | 32.2% | 28.8% |
| 每股收益(元) | 0.39 | 0.74 | 0.97 | 1.29 | 1.66 |
| EBIT Margin | 7.3% | 8.9% | 10.2% | 11.5% | 12.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.5% | 15.2% | 16.9% | 18.8% | 20.3% |
| 市盈率 (PE) | 105.8 | 55.6 | 42.4 | 32.1 | 24.9 |
| EV/EBITDA | 58.1 | 39.0 | 28.9 | 22.4 | 18.0 |
| 市净率 (PB) | 10.08 | 8.45 | 7.17 | 6.02 | 5.05 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

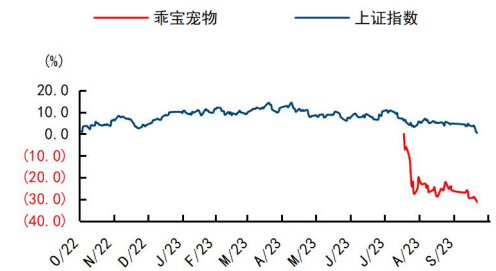
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 买入(首次评级) |
| 合理估值 | 43.90 - 46.40元 |
| 收盘价 | 40.18元 |
| 总市值/流通市值 | 16074/1509百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 78.24/39.96元 |
| 近3个月日均成交额 | 248.15百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《乖宝宠物 (301498.SZ) - 打造头部宠物食品品牌，充分受益国内市场高速增长》——2023-07-31

内容目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 乖宝宠物：聚焦自有品牌发展的国产宠食企业 | 6 |
| 公司简介：主营宠物食品，自有品牌收入占 61% | 6 |
| 公司治理：股权分布较为集中，战略聚焦自有品牌 | 8 |
| 经营情况：自有品牌驱动业绩增长，盈利能力明显领先同行 | 11 |
| 宠物食品行业海外、国内的两条主线 | 16 |
| 海外：国内企业充当代工角色，业绩随海外需求和汇率波动 | 16 |
| 国内：主粮消费提升潜力较大，头部国牌有望引领替代升级 | 18 |
| 乖宝宠物的单品牌运作能力已率先得到全方位验证 | 26 |
| 产品力强：代工提供品控基础，研发助力新品推出 | 27 |
| 知名度高：营销投入领先同行，品牌影响逐步确立 | 30 |
| 渠道扎实：直销经销体系完善，线上销售持续进化 | 32 |
| 盈利预测 | 33 |
| 假设前提 | 33 |
| 未来 3 年业绩预测 | 34 |
| 盈利预测的敏感性分析 | 35 |
| 估值与投资建议 | 36 |
| 绝对估值：44.0-46.2 元 | 36 |
| 相对估值：43.9-46.4 元 | 37 |
| 投资建议 | 37 |
| 附表：财务预测与估值 | 39 |
| 免责声明 | 40 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司主营猫用及犬用宠物食品, 现有产品已涵盖零食、主粮和保健品三类 | 6 |
| 图 2: 公司 2022 年主营业务收入结构 | 6 |
| 图 3: 公司 2022 年主营业务毛利结构 | 6 |
| 图 4: 公司 2022 年自有品牌收入占比为 60.6% | 7 |
| 图 5: 公司自有品牌业务着力发展境内自有品牌-麦富迪 | 7 |
| 图 6: 公司 OEM/ODM 业务聚焦海外零食代工 | 7 |
| 图 7: 沃尔玛是公司海外代工业务的核心客户 | 7 |
| 图 8: 公司实控人为创始人秦华, 其控股比例为 53.25% (截至 2023 年 8 月 16 日) | 8 |
| 图 9: 公司营业收入 2018-2021 年 CAGR 为 29.16% | 11 |
| 图 10: 公司归母净利润 2018-2021 年 CAGR 为 46.08% | 11 |
| 图 11: 自有品牌业务规模及盈利能力近年持续提升 | 11 |
| 图 12: 自有品牌业务盈利能力持续提升, 贡献重要利润增量 | 11 |
| 图 13: OEM/ODM 业务整体收入增速明显放缓 | 12 |
| 图 14: OEM/ODM 业务整体毛利率在 20-30% 之间波动 | 12 |
| 图 15: 公司销售净利率近年回升明显 (单位: %) | 12 |
| 图 16: 公司维持销售费用的高强度投入 (单位: %) | 12 |
| 图 17: 公司销售毛利率领先于上市同行 (单位: %) | 13 |
| 图 18: 公司销售费用率明显高于上市同行 (单位: %) | 13 |
| 图 19: 公司存货周转天数和同行较为接近 | 13 |
| 图 20: 公司应收账款周转天数明显低于同行 | 13 |
| 图 21: 公司 2022 年零食收入为 19.54 亿元, 同比+19.88% | 14 |
| 图 22: 公司零食业务毛利率持续提高, 明显领先上市同行 | 14 |
| 图 23: 公司境外零食收入维持稳健增长 | 14 |
| 图 24: 自有品牌业务带动公司境内零食收入快速增长 | 14 |
| 图 25: 公司 2022 年主粮收入为 13.88 亿元, 同比+52.24% | 14 |
| 图 26: 公司主粮业务毛利率领先上市同行 | 14 |
| 图 27: 自有品牌业务带动公司境内主粮收入快速增长 | 15 |
| 图 28: 公司境外主粮收入规模较小 | 15 |
| 图 29: 全球宠物消费市场 2017-2020 年 CAGR 为 5.7% | 16 |
| 图 30: 美国是全球最主要的宠物消费市场 | 16 |
| 图 31: 宠物食品在全球宠物消费市场中的占比约为 70% | 16 |
| 图 32: 宠物食品和零食贡献美国宠物消费市场的主要销售额 | 16 |
| 图 33: 境外代工业务是国内头部宠食企业的重要收入来源 (2022 年数据) | 17 |
| 图 34: 汇率是国内头部宠物食品企业业绩波动的重要驱动之一 | 17 |
| 图 35: 头部宠食企业境外业务收入情况 (单位: 亿元) | 17 |
| 图 36: 头部宠食企业境外业务毛利率情况 (单位: %) | 17 |
| 图 37: 2018.10-2023.10 中宠股份股价与美元兑人民币汇率拟合图 | 18 |

| | |
|--|----|
| 图 38: 2018. 10–2023. 10 佩蒂股份股价与美元兑人民币汇率拟合图 | 18 |
| 图 39: 宠物食品产业链概览 | 18 |
| 图 40: 国内宠物食品市场规模已接近 1300 亿元 | 19 |
| 图 41: 国内宠物食品市场中, 主粮占 70%, 零食占 27% | 19 |
| 图 42: 国内宠物主粮消费目前以干粮为主 | 19 |
| 图 43: 国内 35%的宠物主一个月会购买 3-5 次宠物主粮 | 19 |
| 图 44: 国内养宠人群学历水平较高 | 20 |
| 图 45: 国内养宠人群收入水平较高 | 20 |
| 图 46: 国内超 50%的宠物主为 90 后 | 20 |
| 图 47: 国内消费者的养宠决策主要由情感动机驱动 | 20 |
| 图 48: 国内宠物食品市场高速增量逐渐步入尾声, 消费提升有望驱动行业实现新发展 | 21 |
| 图 49: 国内宠物食品品牌目前主要分为三类 | 21 |
| 图 50: 国内宠物食品市场 2020 年 CR10 约为 20% | 22 |
| 图 51: 全球宠物食品市场 2020 年 CR10 约为 50% | 22 |
| 图 52: 产品力是国内宠物消费决策的首要考虑因素 | 22 |
| 图 53: 美国宠物消费市场整合在成熟阶段不断加速 | 22 |
| 图 54: 国内宠物猫数量已经结束高速增长 | 23 |
| 图 55: 国内宠物狗数量已经结束高速增长 | 23 |
| 图 56: 国内一二线城市养宠渗透率已接近发达国家 | 23 |
| 图 57: 国内宠物当值消费水平明显低于美国和日本 | 23 |
| 图 58: 健康养宠理念正在推动宠物食品消费升级 | 23 |
| 图 59: 国内宠物主粮和宠物零食消费渗透率已接近饱和 | 23 |
| 图 60: 国内现有品牌价格带分布情况 | 24 |
| 图 61: 肉禽和谷物是宠物食品生产的核心原料 | 25 |
| 图 62: 山东白羽鸡产能规模位居国内第一 | 25 |
| 图 63: 电商目前已成为国内宠物消费的核心渠道 | 25 |
| 图 64: 本土品牌目前已在互联网电商渠道中占有重要地位 | 25 |
| 图 65: 乖宝宠物、中宠股份的宠物主粮收入占比较高(2022 年数据) | 26 |
| 图 66: 上市公司中, 乖宝宠物的宠物食品收入最高(亿元) | 26 |
| 图 67: 上市公司中, 中宠股份宠物零食收入最高(亿元) | 26 |
| 图 68: 上市公司中, 乖宝宠物宠物主粮收入最高(亿元) | 27 |
| 图 69: 上市公司中, 乖宝宠物自有品牌收入最高 | 27 |
| 图 70: 公司代工业务年收入已接近 12 亿元 | 28 |
| 图 71: 公司拥有扎实的品控基础 | 28 |
| 图 72: 公司研发费用明显高于其他上市同行(单位: 万元) | 30 |
| 图 73: 公司超 50%收入来自创新产品 | 30 |
| 图 74: 公司销售费用明显高于其他同行 | 31 |
| 图 75: 公司 2021 年的品牌推广费约为 4600 万元, 其中近 3000 万元被用于综艺赞助和品牌代言 | 31 |
| 图 76: 公司线上客户总数快速扩张 | 31 |
| 图 77: 公司线上订单总额快速扩张 | 31 |
| 图 78: 公司经销模式逐渐转为线上为主 | 32 |

| | |
|---|----|
| 图 79: 公司自有品牌收入约有 37%来自直销 | 32 |
| 表 1: 公司以海外品牌代工起家, 自有品牌正快速成长 | 8 |
| 表 2: 聊城市华聚企业管理咨询服务中心(有限合伙) 出资情况 | 9 |
| 表 3: 聊城市华智企业管理咨询服务中心(有限合伙) 出资情况 | 9 |
| 表 4: 公司未来将聚焦自有品牌发展战略 | 10 |
| 表 5: 公司 IPO 原计划募资 6 亿元, 其中 61%将用于扩张宠物食品产能 | 10 |
| 表 6: 公司拟将超募资金中的 5.60 亿元用于建设“年产 10 万吨高端宠物食品项目” | 10 |
| 表 7: 公司主打品牌“麦富迪”目前已拥有完备的宠物食品产品矩阵 | 27 |
| 表 8: 公司猫粮产品已实现多配方、多价格带覆盖 | 27 |
| 表 9: 公司拥有十余年的国际大牌代工经验 | 28 |
| 表 10: 公司重视生产工艺创新, 多项技术相较同行具备优势 | 29 |
| 表 11: 公司创新工艺在多系列产品中得到应用 | 29 |
| 表 12: 公司在综艺赞助、品牌代言方面投入了较多资金 | 30 |
| 表 13: 麦富迪各类产品在 2022 年天猫 618 排行榜中均位列前五 | 31 |
| 表 14: 公司拥有较为完善的直销经销体系 | 32 |
| 表 15: 乖宝宠物主营业务收入拆分 | 33 |
| 表 16: 未来 3 年盈利预测表 | 34 |
| 表 17: 情景分析(乐观、中性、悲观) | 35 |
| 表 18: 公司盈利预测假设条件(%) | 36 |
| 表 19: 资本成本假设 | 36 |
| 表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元) | 36 |
| 表 21: 乖宝宠物同类公司估值比较 | 37 |

乖宝宠物：聚焦自有品牌发展的国产宠食企业

公司简介：主营宠物食品，自有品牌收入占 61%

◆ 业务结构：核心创收盈利产品为宠物零食和宠物主粮

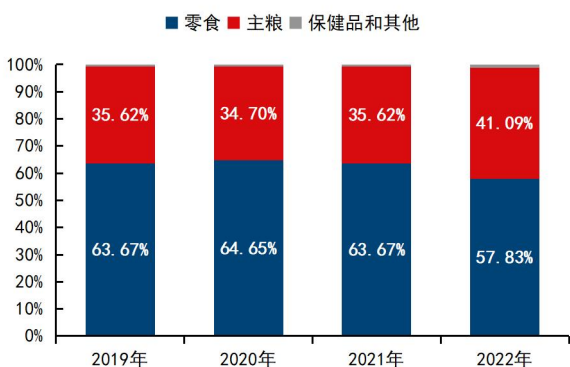
公司主要从事猫用及犬用宠物食品的研发、生产和销售，现有产品已涵盖零食、主粮和保健品三类。2022 年，公司宠物零食、主粮、保健品业务于主营业务收入中的占比分别为 64.93%/34.53%/0.54%，于主营业务毛利中的占比分别为 57.99%/40.68%/1.33%。

图1：公司主营猫用及犬用宠物食品，现有产品已涵盖零食、主粮和保健品三类



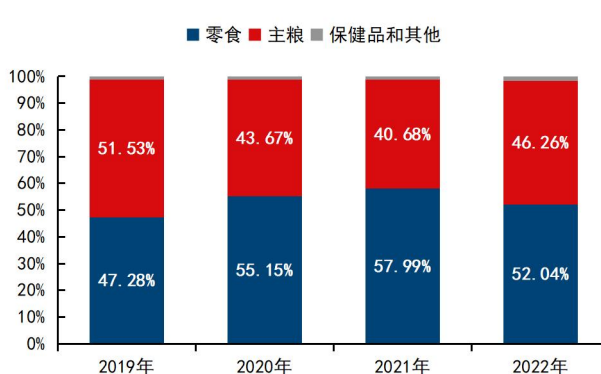
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司 2022 年主营业务收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司 2022 年主营业务毛利结构

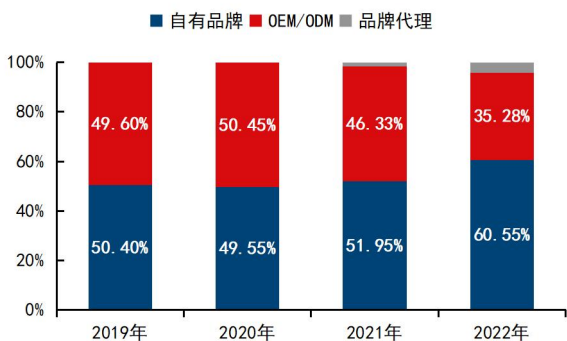


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 业务模式：OEM/ODM 出口与自有品牌内销协同发展

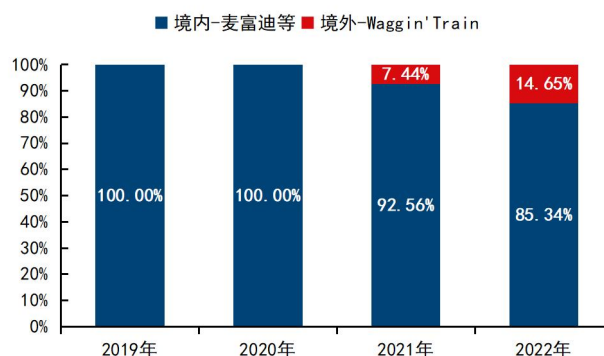
公司自有品牌业务聚焦主粮赛道，着力发展境内自有品牌-麦富迪，其中约六成收入来自宠物主粮，其余则主要来自零食和保健品。2022 年自有品牌业务收入总额已达 20.46 亿元，2019-2022 年 CAGR 高达 42.60%，于总收入中的占比升至 60.55%，其中 85.34% 来自境内自有品牌-麦富迪，其余来自新收购的美国品牌-Waggin'Train。

图4：公司 2022 年自有品牌收入占比为 60.6%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

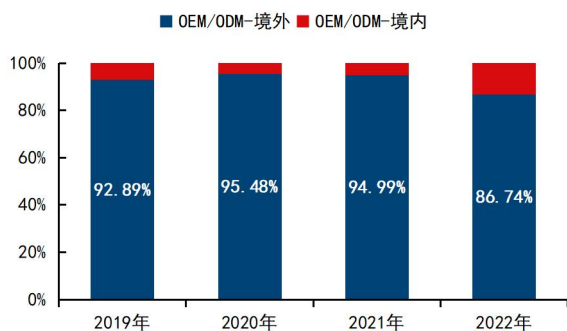
图5：公司自有品牌业务着力发展境内自有品牌-麦富迪



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

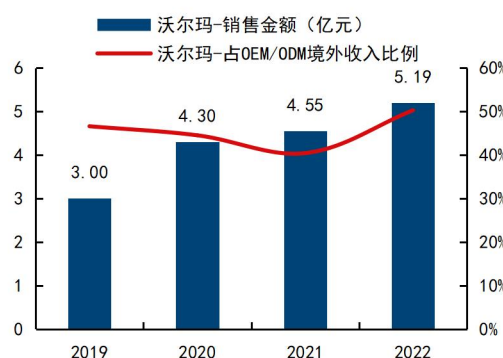
公司 OEM/ODM 业务聚焦零食赛道，与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业建立了合作关系，按照客户订单需求生产后出口。2022 年 OEM/ODM 业务收入总额为 11.92 亿元，于总收入中的占比为 35.28%，其中第一大客户沃尔玛贡献了公司 OEM/ODM 境外业务近半数营收。

图6：公司 OEM/ODM 业务聚焦海外零食代工



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：沃尔玛是公司海外代工业务的核心客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 发展历程：海外品牌代工起家，自有品牌快速成长

公司主营业务发展大致分为三个阶段。在 2006-2012 年成立之初，公司前身聊城乖宝宠物用品有限公司主做宠物食品出口代加工，期间成为多个国际品牌的供应商。自 2013 年开始集团化运营后，依靠前期代工业务积累的研发、工艺、质量等多方位优势，公司自有品牌“麦富迪”开始全面进军国内宠物食品市场，品牌知

名度不断提升。自 2017 年至今，依靠线上、线下渠道的持续拓展，公司以“麦富迪”为核心的自有品牌业务发展迅速，并在新推出的“弗列加特”系列高端猫粮切入高端宠物猫用宠物食品市场后，又完成对美国品牌“Waggin Train”的收购并取得了新西兰品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”国内代理权，高端产品线正稳步发力。

表 1: 公司以海外品牌代工起家，自有品牌正快速成长

| 发展阶段 | 业务发展情况 |
|---------------------|---|
| 第一阶段（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 |
| 第二阶段（2013 年-2016 年） | 为扩大市场，公司创立自有品牌积极布局国内市场，启动转型。公司自有品牌“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，公司自有品牌业务得以快速拓展，自有品牌知名度持续提升 |
| 第三阶段（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，以自有品牌“麦富迪”为核心的公司产品在国内市场影响力不断增强。2018 年公司推出“麦富迪”高端猫粮“弗列加特”系列，重点发力高端猫用食品市场，市场反响良好。2021 年，公司自有品牌业务收入占主营业务收入的比例达到 51.95%，公司已由单一的 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。2021 年公司通过收购美国品牌“Waggin Train”和代理新西兰品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”持续发力高端宠物食品市场。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

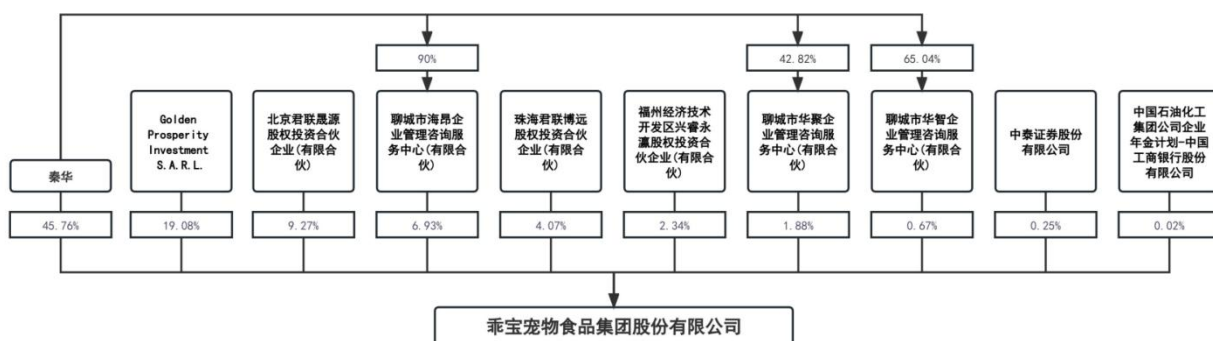
公司治理：股权分布较为集中，战略聚焦自有品牌

◆ 公司股权分布较为集中，实控人为创始人秦华

截至 2023 年 8 月 16 日，控股股东及实控人秦华直接持有公司 45.76% 股权，并通过聊城市海昂企业管理咨询服务中心（有限合伙）、聊城市华聚企业管理咨询服务中心（有限合伙）、聊城市华智企业管理咨询服务中心（有限合伙）间接持有公司 7.48% 股权，最终控股比例为 53.25% 股权。秦华作为乖宝宠物的创始人，宠物产业运作经验丰富，曾参与筹建公司前身聊城乖宝宠物用品有限公司及旗下山东麦富迪等主要子公司，并在 2013 年开展集团化运营以来，始终担任乖宝宠物的董事长和总裁。

公司第二大股东 GOLDEN PROSPERITY INVESTMENT S. A. R. L. 股权穿透后最终的控制主体为 KKR & Co. Inc.（以下简称“KKR”），其于 2017 年初完成对乖宝宠物的 A 轮战略投资，成为乖宝宠物最大的外部机构股东。KKR 作为全球知名私募股权投资机构（2022 年管理总规模已达 5040 亿美元），在宠物赛道投资方面具有丰富经验，曾于海外相继投资英国宠物连锁巨头 Pet at home、美国罐装蔬菜和宠物食品生产商 Del Monte Foods Co (DLM)、美国宠物医院运营商 PetVet Care Centers、知名宠物食品品牌 K9 母公司等标的，于国内相继投资乖宝宠物、瑞辰宠物医院集团，以及上游原料端企业中的中粮肉食、粤海饲料、圣农发展等。

图 8: 公司实控人为创始人秦华，其控股比例为 53.25%（截至 2023 年 8 月 16 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **公司员工持股平台合计持股比例为 2.55%。**

聊城市华聚企业管理咨询服务中心（有限合伙）、聊城市华智企业管理咨询服务中心（有限合伙）均为公司员工持股平台，出资人包括高管及各部门业务精英骨干，两平台截至 2023 年 8 月 16 日的持股比例分别为 1.88%、0.67%。

表2: 聊城市华聚企业管理咨询服务中心（有限合伙）出资情况

| 序号 | 合伙人/股东名称 | 出资额（万元） | 出资比例（%） | 合伙人性质 | 在公司担任的职务 |
|----|----------------|----------|---------|-------|------------|
| 1 | 秦华 | 1,452.50 | 42.82 | 普通合伙人 | 董事长、总裁 |
| 2 | 白明存 | 200 | 5.90 | 有限合伙人 | 董事、副总裁 |
| 3 | 寻兆勇 | 200 | 5.90 | 有限合伙人 | 董事、副总裁 |
| 4 | 刘长稳 | 200 | 5.90 | 有限合伙人 | 董事、副总裁 |
| 5 | 杜士芳 | 150 | 4.42 | 有限合伙人 | 董事、副总裁 |
| 6 | 王鹏 | 100 | 2.95 | 有限合伙人 | 董事会秘书 |
| 7 | 李兆伟 | 100 | 2.95 | 有限合伙人 | 研发总监 |
| 8 | 李源 | 80 | 2.36 | 有限合伙人 | 进出口事业部总经理 |
| 9 | 马子通 | 80 | 2.36 | 有限合伙人 | 采购总监 |
| 10 | 陈军 | 70 | 2.06 | 有限合伙人 | 副总裁 |
| 11 | 陈金发 | 60 | 1.77 | 有限合伙人 | 研发中心副总监、监事 |
| 12 | 其他高管及业务骨干（20人） | 700.00 | 20.63 | 有限合伙人 | 厂长、总监等 |
| 合计 | | 3,392.50 | 100.00 | - | - |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 聊城市华智企业管理咨询服务中心（有限合伙）出资情况

| 序号 | 合伙人姓名 | 出资额（万元） | 出资比例（%） | 合伙人性质 | 在公司担任的职务 |
|----|-------|----------|---------|-------|-------------|
| 1 | 秦华 | 1,488.00 | 65.035 | 普通合伙人 | 董事长、总裁 |
| 2 | 胡心宇 | 216 | 9.4406 | 有限合伙人 | 海外业务总监 |
| 3 | 袁雪 | 160 | 6.993 | 有限合伙人 | 财务总监 |
| 4 | 王宇 | 80 | 3.4965 | 有限合伙人 | 萌宠小镇总经理 |
| 5 | 李成振 | 80 | 3.4965 | 有限合伙人 | 电商运营总监 |
| 6 | 王亮 | 80 | 3.4965 | 有限合伙人 | 电商运营总监 |
| 7 | 吴瑕 | 40 | 1.7483 | 有限合伙人 | 人力资源总监 |
| 8 | 王天刚 | 40 | 1.7483 | 有限合伙人 | 信息中心总监、监事 |
| 9 | 李俊鑫 | 24 | 1.049 | 有限合伙人 | 厂长 |
| 10 | 叶新苓 | 24 | 1.049 | 有限合伙人 | 厂长 |
| 11 | 戴德英 | 24 | 1.049 | 有限合伙人 | 设备副总监 |
| 12 | 尹延明 | 16 | 0.6993 | 有限合伙人 | 法务部总监、监事会主席 |
| 13 | 冯学玲 | 16 | 0.6993 | 有限合伙人 | 厂长 |
| 合计 | | 2,288.00 | 100 | - | - |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **公司未来将聚焦自有品牌发展，募投扩张主粮产能近 6 万吨/年**

公司未来将以国内市场的自有品牌业务作为战略核心，依靠供应链建设、技术创新、产品创新、营销创新等方面投入，实现销售额和市占率的快速提升。另外公司 OEM/ODM 业务计划充分发挥供应链、研发能力和品质控制体系建设的优势，拓展国内 OEM/ODM 业务销售规模 and 市场份额。在本次 IPO 中，公司原计划拟募资 6 亿元，其中 61% 将用于“宠物食品生产基地扩产建设项目”，该项目建成后公司将新增主粮产能 5.85 万吨/年，零食产能 3133 吨/年，高端保健品产能 1230 吨/

年。最终公司实际募集资金净额为 14.73 亿元，扣除前述募集资金投资项目资金后，超募资金金额为 8.73 亿元。对于超募资金，公司决定将其中 5.60 亿元用于建设“年产 10 万吨高端宠物食品项目”，其中包括宠物食品湿粮和液态奶项目等四个子项目，公司在高端宠物食品领域的产能和研发能力将得到进一步强化，进而推动公司持续优化产品结构，打造高端产品。

表4: 公司未来将聚焦自有品牌发展战略

| 分类 | 现有进展 | 未来规划 |
|-----------------|--|--|
| 国内市场自有品牌业务 | 形成了以“麦富迪”为核心的自有品牌梯队，实现了宠持续把握国内宠物食品需求快速扩张的行业机遇，计划通过物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖，自有品牌“麦在供应链建设、技术创新、产品创新、营销创新等方面再取富迪”在国内市场已经具有较强的影响力。 | 得突破性发展，实现销售和市场占有率翻番式增长。 |
| 国外市场自有品牌业务 | 2021 年通过收购定位天然优质狗零食的美国著名宠物食品品牌“Waggin' Train”形成了初步布局。 | 计划通过新产品开发、市场拓展、品牌推广等方式，3-5 年内将该品牌在北美市场的销售额和市场占有率再翻一番 |
| 国外市场 OEM/ODM 业务 | 经过多年的发展，与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业建立了良好的合作关系，产品销往北美、欧洲、日韩等多个海外地区。 | 专注于产品品质，巩固国外市场 OEM/ODM 业务的优势地位 |
| 国内市场 OEM/ODM 业务 | 当前业务占比较小 | 充分发挥供应链、研发能力和品质控制体系建设的优势，拓展国内市场 OEM/ODM 业务，致力于扩大业务规模，提高市场占有率 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 公司 IPO 原计划募资 6 亿元，其中 61%将用于扩张宠物食品产能

| 募集资金使用项目 | 总投资金额（亿元） | 拟使用募集资金（亿元） | 比例 | 计划建设周期 |
|----------------|-----------|-------------|---------|--------|
| 宠物食品生产基地扩产建设项目 | 3.67 | 3.67 | 61.23% | 18 个月 |
| 智能仓储升级项目 | 0.72 | 0.72 | 11.99% | 24 个月 |
| 研发中心升级项目 | 0.31 | 0.31 | 5.10% | |
| 信息化升级建设项目 | 0.25 | 0.25 | 4.19% | |
| 补充流动资金 | 1.05 | 1.05 | 17.50% | |
| 合计 | 6.00 | 6.00 | 100.00% | |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: 公司拟将超募资金中的 5.60 亿元用于建设“年产 10 万吨高端宠物食品项目”

| 序号 | 项目名称 | 投资额（万元） | 投资比例 | 项目概况 |
|----|---------------|-----------|---------|--|
| 1 | 宠物食品湿粮和液态奶项目 | 21,953.00 | 39.20% | 湿粮主要生产高端主食罐头、猫条、软包类产品，年规划设计产能 3.50 万吨。液态奶主要生产高端液态羊奶产品，年规划设计产能 2 万吨。 |
| 2 | 宠物食品冻干产品项目 | 16,179.00 | 28.89% | 主要生产高端羊奶棒、肉类等冻干类产品，年规划设计产能 5,000 吨。 |
| 3 | 宠物食品烘焙粮项目 | 12,282.00 | 21.93% | 主要生产高端狗粮、猫粮烘焙类产品及高端饼干类产品，年规划设计产能 4 万吨。 |
| 4 | 宠物食品研发和工艺创新项目 | 5,586.00 | 9.98% | 宠物食品研发主要是探索宠物在不同环境，不同配方影响下对其肠道菌群的影响，从而导致的健康问题，进一步开发功能及处方产品；工艺创新主要根据产品工艺要求研发柔性产线、非标设备等，提高产品竞争力。 |
| | 合计 | 56,000.00 | 100.00% | |

资料来源：

经营情况：自有品牌驱动业绩增长，盈利能力明显领先同行

◆ 收入及利润：自有品牌发展迅速推动收入利润快速增长。

受益于高毛利自有品牌业务的快速发展，公司收入利润维持近年维持快速扩张。2022年公司营业收入同比+31.93%至33.98亿元，2018-2022年CAGR为29.16%；归母净利润同比+90.25%至2.67亿元，2018-2022年CAGR为45.98%。从2023年最新经营情况来看，虽然海外代工业务受客户去库影响有所承压，但自有品牌业务以及国内代工业务维持快速发展，进而带动公司收入利润维持增长，2023H1收入同比+22.44%，归母净利润同比+49.70%。

图9：公司营业收入 2018-2021 年 CAGR 为 29.16%



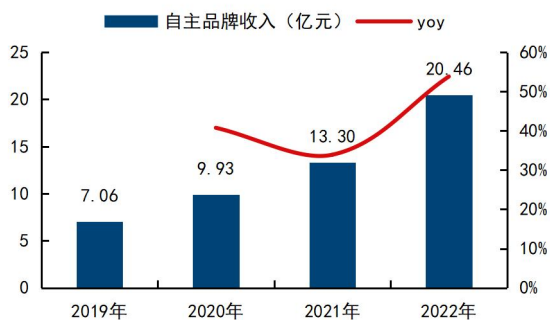
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司归母净利润 2018-2021 年 CAGR 为 46.08%



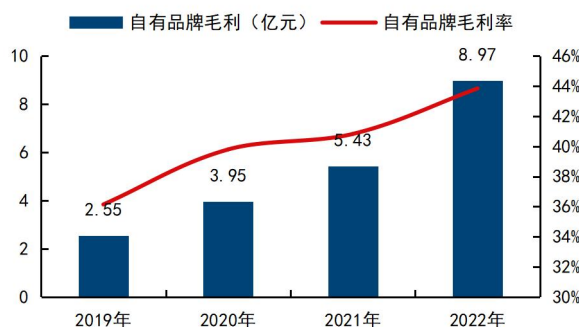
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：自有品牌业务规模及盈利能力近年持续提升



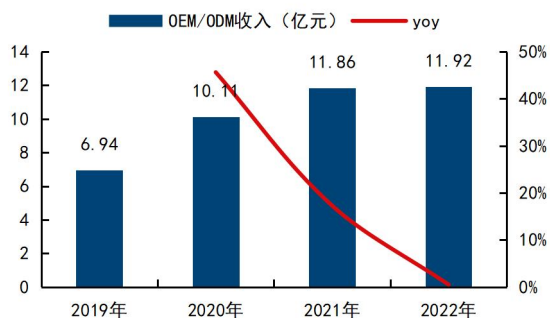
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：自有品牌业务盈利能力持续提升，贡献重要利润增量



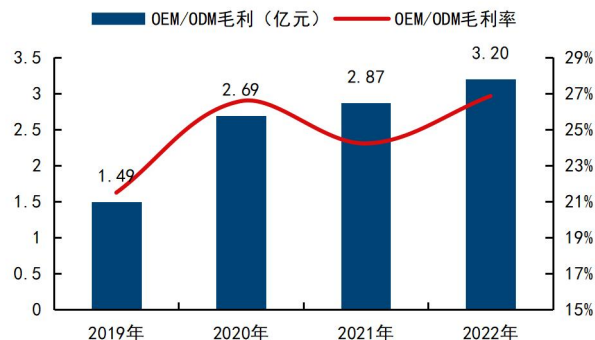
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13: OEM/ODM 业务整体收入增速明显放缓



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: OEM/ODM 业务整体毛利率在 20-30%之间波动



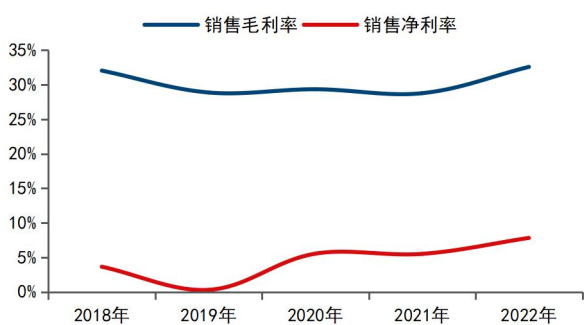
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 利润率及费用率：费用端优化明显，毛利率领先同行。

盈利能力方面，公司高毛利率的自有品牌业务占比近年持续提高，进而带动盈利能力整体提升，2022 年公司销售毛利率为 32.59%，同比+3.81pcts，销售净利率为 7.82%，同比+2.31pcts，二者均明显领先于上市同行。

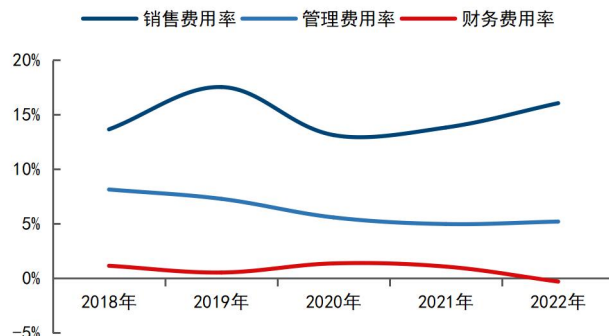
费用率方面，在积极拓展国内自有业务的战略下，公司营销推广方面的支出保持较高水平，2019 年受销售费用大幅增加但品牌业务尚未放量影响，公司销售费用率大幅升至 17.53%。然而公司营销推广投入有效提高了自有品牌在国内的知名度，随着公司国内自有品牌业务迅速放量，销售费用正在逐渐被摊薄（2020-2022 年的平均销售费用率降至 14.33%），叠加管理费用率不断优化，公司销售净利率于 2022 年回升至 7.82%，相较同行处于领先水平。

图 15: 公司销售净利率近年回升明显（单位：%）



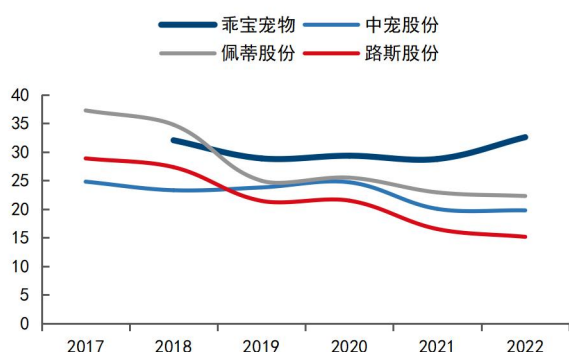
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16: 公司维持销售费用的高强度投入（单位：%）



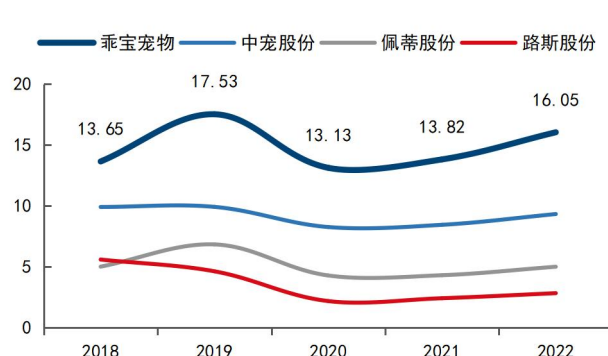
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17: 公司销售毛利率领先于上市同行 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 公司销售费用率明显高于上市同行 (单位: %)

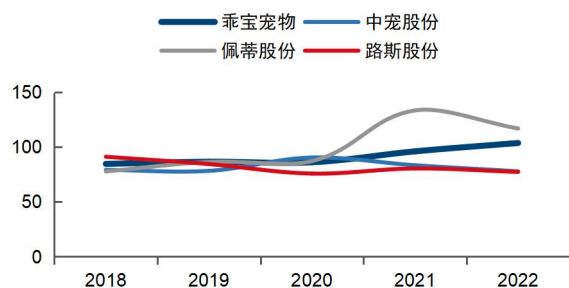


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 运营效率: 存货周转小幅放缓, 回款能力优于同行

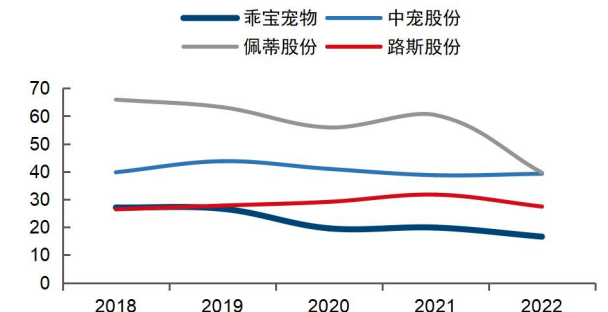
公司 2022 年存货周转天数为 103.66 天, 同比上年有所提升。2021 年和 2022 年存货周转率有所下降, 主要系 2021 年公司收购 Waggin' Train 品牌后, 为应对运输周期延长、销售额长等因素、保障相关产品销售, 相应增加了备货量。公司 2022 年应收账款周转天数为 16.6 天, 较 2021 年减少 3.3 天, 明显低于其他同行。

图 19: 公司存货周转天数和同行较为接近



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司应收账款周转天数明显低于同行

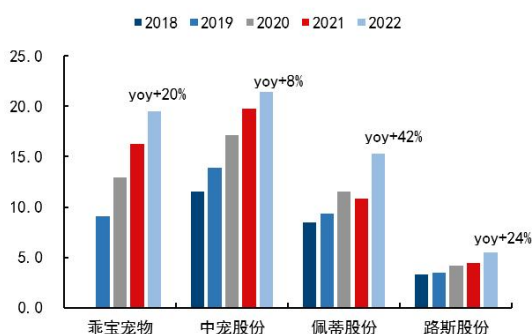


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 主业拆分: 自有品牌业务带动主粮收入快速增长

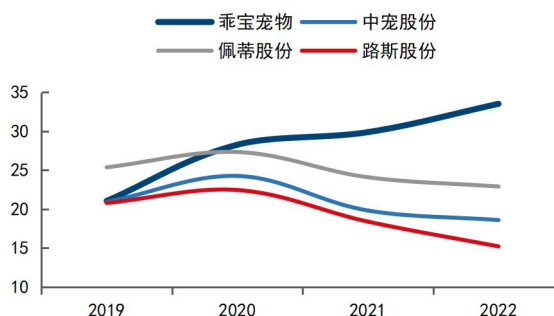
零食: 内外共驱, 收入利润快速增长。公司零食业务收入主要来自出口代工业务, 受中美贸易摩擦影响, 收入在 2019 年曾出现过下滑, 但随海外的泰国产能逐步释放以及国内的麦富迪品牌业务迅速扩张, 公司零食业务近两年实现量利齐增。2022 年公司零食收入为 19.54 亿元, 同比增速为 19.88%, 毛利率为 33.51%, 较 2019 年累计提高 12.48pcts, 收入规模仅次于中宠股份, 毛利率明显领先于上市同行。

图21: 公司2022年零食收入为19.54亿元, 同比+19.88%



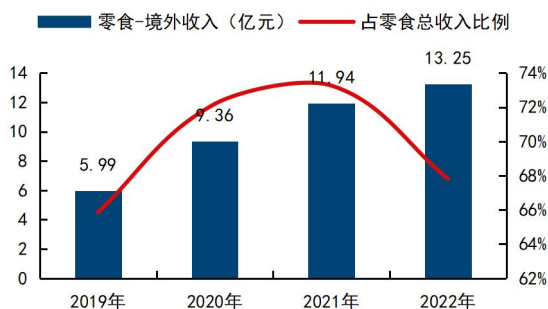
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司零食业务毛利率持续提高, 明显领先上市同行



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司境外零食收入维持稳健增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 自有品牌业务带动公司境内零食收入快速增长



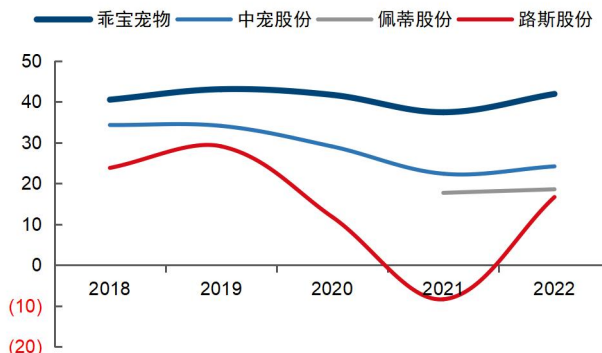
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

主粮: 自有品牌驱动成长, 盈利能力领先同行。公司主粮业务收入超九成全来自国内麦富迪品牌业务, 受益自有品牌业务迅速扩张, 公司主粮业务规模扩张迅速, 2022年主粮收入已达13.88亿元, 同比增速为52.24%, 在上市宠物食品企业中已位居首位。受高毛利率主粮产品占比提升影响, 2022年公司主粮业务毛利率同比+4.48pcts至41.92%, 明显领先同行, 充分印证了公司麦富迪品牌较强的产品力和品牌力。

图25: 公司2022年主粮收入为13.88亿元, 同比+52.24%

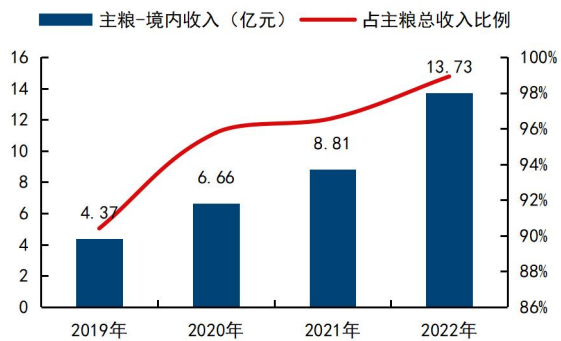


图26: 公司主粮业务毛利率领先上市同行



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

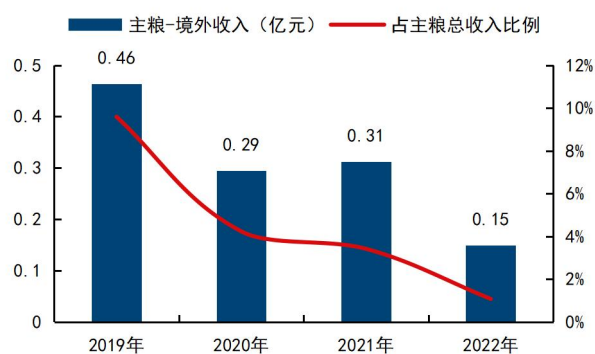
图27：自有品牌业务带动公司境内主粮收入快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：公司境外主粮收入规模较小



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

宠物食品行业海外、国内的两条主线

海外：国内企业充当代工角色，业绩随海外需求和汇率波动

◆ 全球宠物食品市场：维持低速增长，美国是核心消费市场

据 Euromonitor 统计，2020 年全球宠物消费市场规模为 1421 亿美元，过去三年复合增速为 5.7%。美国是全球规模最大的宠物消费市场，2022 年宠物消费总额高达 641 亿美元，境内养宠渗透率已接近 70%，市场规模整体围绕单只宠物支出波动。从结构上来看，宠物食品刚需高频，是宠物消费市场的最重要构成部分，以 Euromonitor 统计口径来看，2020 年全球宠物食品市场规模为 981 亿美元，占全球宠物消费市场规模的近 70%。而以美国宠物用品协会（APPA）来看，美国境内的宠物食品及零食消费规模在 2022 年已达 581 亿美元，是全球宠物食品的最主要消费国之一。

图 29：全球宠物消费市场 2017-2020 年 CAGR 为 5.7%



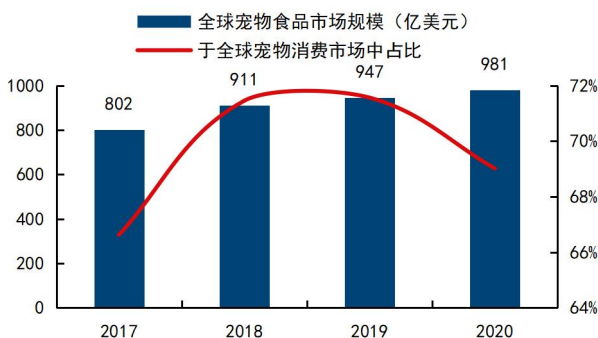
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 30：美国是全球最主要的宠物消费市场



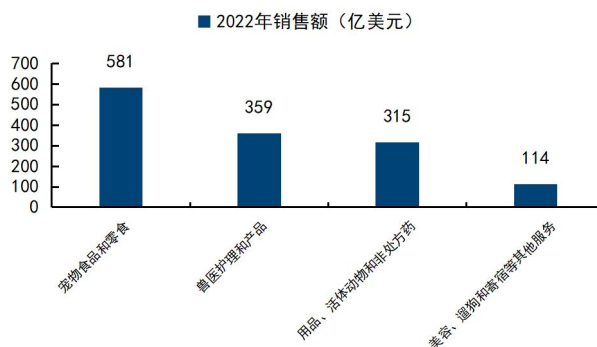
资料来源：《2022 全球宠物市场白皮书》，国信证券经济研究所整理

图 31：宠物食品在全球宠物消费市场中的占比约为 70%



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 32：宠物食品和零食贡献美国宠物消费市场的主要销售额



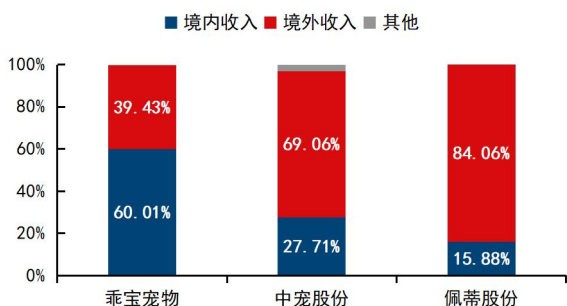
资料来源：APPA，国信证券经济研究所整理

◆ 国内企业充当代工角色，业绩随海外需求和汇率波动

进入本世纪初中国加入 WTO 后，为充分利用我国低人力本和近原料产地优势，海外头部品牌开始将配方依赖度低、工艺相对简单的宠物零食、宠物用品外包给国内宠物食品企业生产，国内宠物食品企业逐渐在海外宠物市场中扮演起重要的代工角色。参考上市宠物食品企业的收入结构来看，直到 2022 年，境外代工业务仍是国内头部宠食企业的重要收入利润来源。

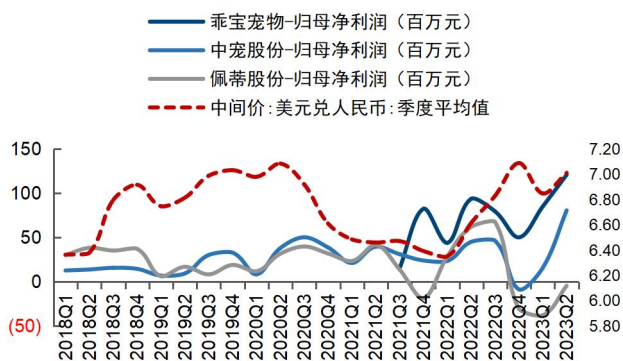
海外代工业务与海外宠物消费市场，尤其是美国宠物消费市场高度关联。在美国经济景气度高时，居民宠物单位支出增加将为国内企业的海外订单数量带来提振，同时美元的相对走强也会给以美元结算的代工业务带来单价提升，国内宠食企业的代工业务迎来量利齐增，这是当前板块不容忽视的重要贝塔。

图 33：境外代工业务是国内头部宠食企业的重要收入来源（2022 年数据）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 34：汇率是国内头部宠物食品企业业绩波动的重要驱动之一



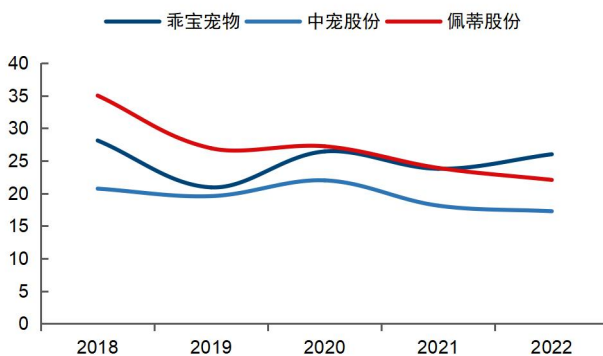
资料来源：iFinD，中国外汇交易中心，国信证券经济研究所整理

图 35：头部宠食企业境外业务收入情况（单位：亿元）



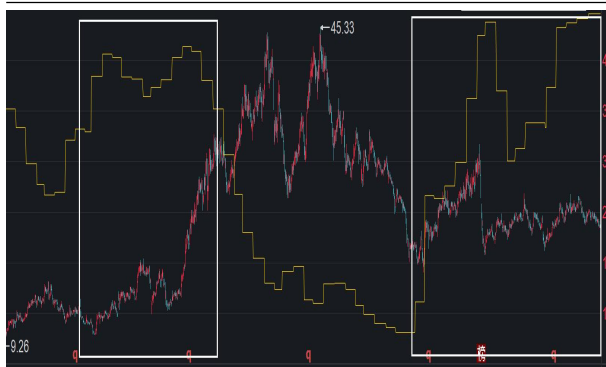
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 36：头部宠食企业境外业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（注：乖宝宠物数据为 OEM/ODM 境外业务的毛利率；中宠股份、佩蒂股份数据为境外业务的毛利率。）

图37：2018.10-2023.10 中宠股份股价与美元兑人民币汇率拟合图



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图38：2018.10-2023.10 佩蒂股份股价与美元兑人民币汇率拟合图



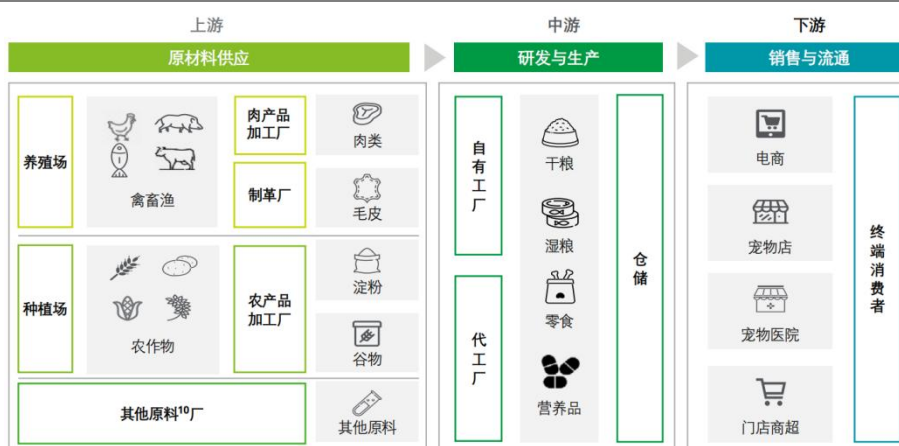
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

国内：主粮消费提升潜力较大，头部国牌有望引领替代升级

◆ 主粮刚需高频粘性强，消费规模最大，可孕育大型品牌公司

宠物食品分为主粮、零食、营养品三大类，是覆盖宠物全生命周期的核心赛道，在整个宠物消费市场中占据主体地位。据《2021年中国宠物行业白皮书》统计，2021年我国城镇犬猫食品市场规模已达1282亿元，近三年CAGR为7.55%，其中宠物主粮消费约占70%，宠物零食消费约占27%。从产品特征来看，宠物主粮分为干粮、湿粮两类，是宠物食品中的刚需品，通常需要定期购买且具有较强品牌粘性，因此消费规模最大。同时主粮相比零食更加依赖配方，且工艺更为负责，因此行业内易产生壁垒坚固的大型品牌企业。

图39：宠物食品产业链概览



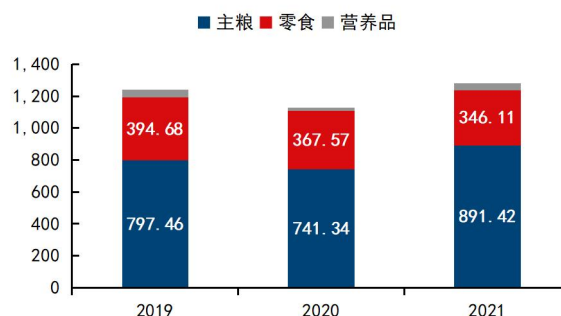
资料来源：德勤，《中国宠物食品行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

图40: 国内宠物食品市场规模已接近 1300 亿元



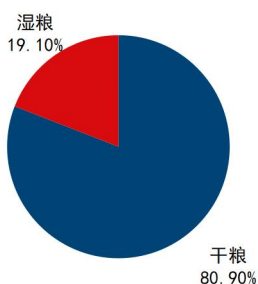
资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图41: 国内宠物食品市场中, 主粮占 70%, 零食占 27%



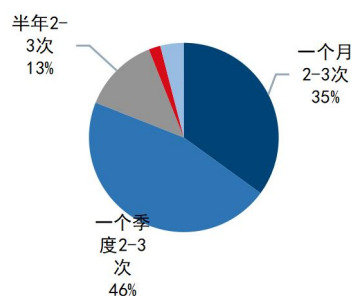
资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图42: 国内宠物主粮消费目前以干粮为主



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图43: 国内 35%的宠物主一个月会购买 3-5 次宠物主粮

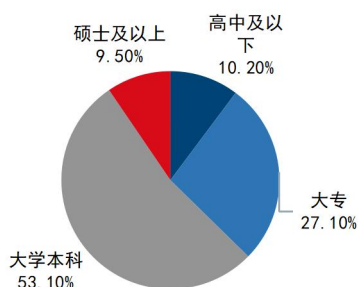


资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内主粮市场客群: 基于年龄带的消费理念和消费能力划分

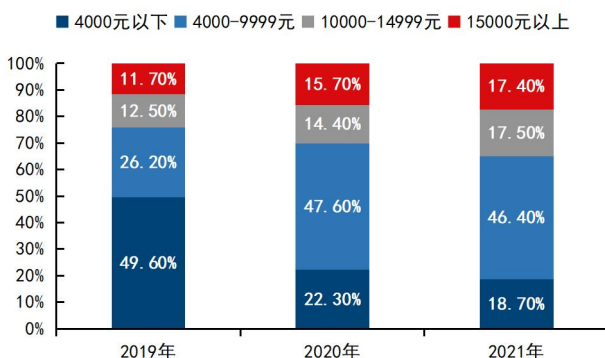
国内养宠人群具有高学历、高收入、年轻化特征。据《2021 年中国宠物行业白皮书》统计, 国内养宠人士中, 超 60%的学历在本科以上, 超 80%的月收入在 4000 元以上, 近 80%为 80 后、90 后。高学历、高收入的年轻人, 多是处于情感动机作出养宠决策, 因此更加重视宠物健康, 且更容易接受先进养宠理念, 高品质、多功能的优质宠物产品或更受青睐, 未来有望成为国内宠物消费升级的主要驱动力。

图44: 国内养宠人群学历水平较高



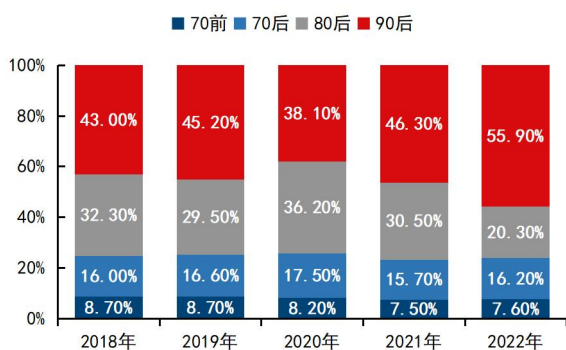
资料来源:《2021年中国宠物行业白皮书》,国信证券经济研究所整理

图45: 国内养宠人群收入水平较高



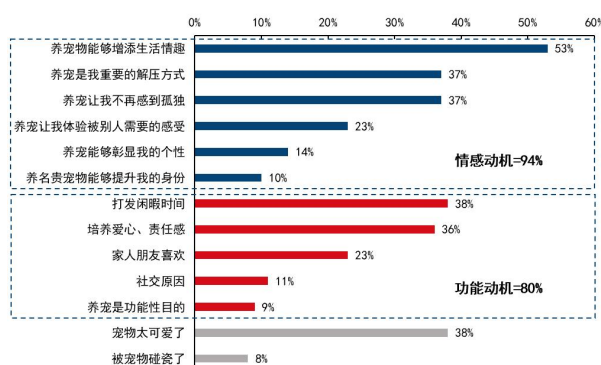
资料来源:《2021年中国宠物行业白皮书》,国信证券经济研究所整理

图46: 国内超50%的宠物主为90后



资料来源:《2021年中国宠物行业白皮书》,国信证券经济研究所整理

图47: 国内消费者的养宠决策主要由情感动机驱动

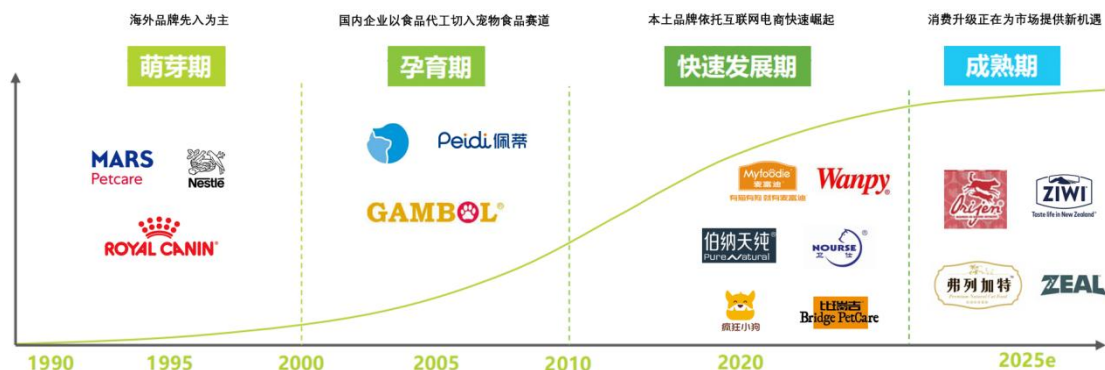


资料来源:艾瑞咨询,《中国宠物消费趋势白皮书》,国信证券经济研究所整理

◆ 国内主粮市场格局: 海外品牌先入为主, 国内品牌迅速崛起

参照艾瑞咨询介绍,国内宠物食品市场的发展也大致分为四个阶段。在上世纪末的萌芽期,玛氏、雀巢等海外品牌先入为主,将先进养宠理念带入中国市场,随后国内企业在本世纪初依托海外品牌本土生产研发战略,以食品代工切入宠物食品赛道,期间涌现出了中宠股份、乖宝宠物、佩蒂股份等头部代工商。进入2010年以来,本土品牌依靠其在技术、产能等多维度积累,开始依托新兴互联网电商渠道和海外品牌抢占市场,麦富迪、伯纳天纯、比瑞吉等本土品牌开始快速崛起。到目前为止,随着整个宠物消费市场高速量增红利逐渐步入尾声,消费升级开始成为市场发展主线,渴望、巅峰、弗列加特等高端宠物食品品牌开始在国内市场兴起。

图48：国内宠物食品市场高速量增逐渐步入尾声，消费提升有望驱动行业实现新发展



资料来源：艾瑞咨询，《中国宠物食品行业研究报告》，国信证券经济研究所整理

国内宠物食品品牌目前分为三类：一类是在国内有工厂的外资品牌，以最早进入中国市场的玛氏、雀巢为代表；一类是内资国产品牌，其中以乖宝宠物、中宠股份为代表的上市或拟上市公司多以代工起家，目前正在拓展自有品牌，而以比瑞吉、伯纳天纯为代表的专注自有品牌企业，同样在国内拥有较高知名度和市场份额；最后一类是以渴望、艾肯拿、巅峰为代表的高端进口品牌，在国内并无工厂。

图49：国内宠物食品品牌目前主要分为三类

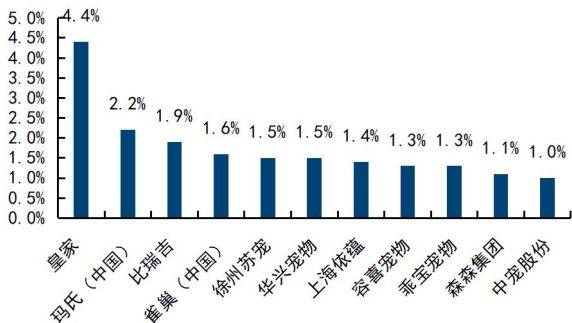


资料来源：艾瑞咨询，《中国宠物消费趋势白皮书》，国信证券经济研究所整理

国内宠物食品消费规模虽然已经接近 1300 亿元，但市场格局仍较分散，2020 年 CR10 约为 20%，明显低于全球水平，未来存在较大优化空间。参考海外市场发展经验，在单只消费提升新主线下，宠物食品企业或品牌的产品力、品牌力、渠道力将变得更为重要，我们认为行业整合未来或将加速，且头部企业或品牌有望依

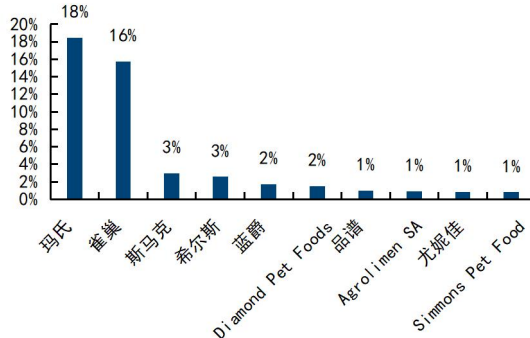
靠更强的产品研发生产能力、更高的品牌知名度和更扎实的产业链体系抢占更多份额，市场集中度后续有望持续提升。

图50：国内宠物食品市场 2020 年 CR10 约为 20%



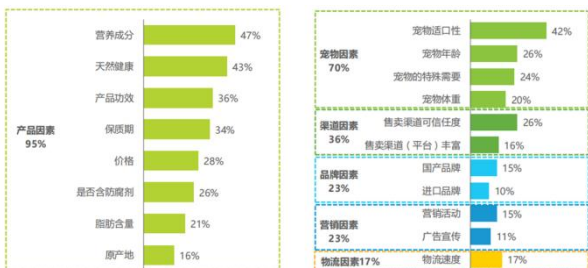
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图51：全球宠物食品市场 2020 年 CR10 约为 50%



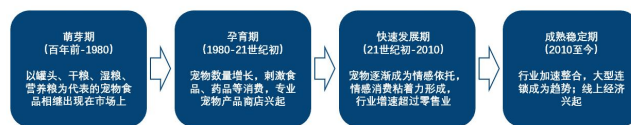
资料来源：Pet Food Industry，Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图52：产品力是国内宠物消费决策的首要考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图53：美国宠物消费市场整合在成熟阶段不断加速



资料来源：中国洗涤用品工业协会，国信证券经济研究所整理

◆ 主粮行业的扩容机遇：或由量驱转价驱，消费提升有望成新主线

宠物数量增长明显放缓，单只消费提升空间大。目前国内犬猫数量均已进入低速增长阶段，2021 年国内宠物猫数量约为 9600 万只，近三年 CAGR 为 5.39%，宠物狗数量约为 92 万只，近三年 CAGR 为 1.11%，两类宠物数量均已结束高速增长。从渗透率来看，虽然国内整体养宠渗透率明显低于其他国家，但一二线城市的养宠渗透率已经和超过日本并接近于英国，因此我们认为国内宠物消费市场的由量增驱动快速扩容的阶段虽已接近尾声。然而当前我们宠物的单只消费水平依旧较低，明显低于美国、日本等较为成熟的宠物消费市场。目前随着国内居民收入水平的提高以及养宠理念的改进，国内宠物喂养习惯已从最初粗放的剩饭喂养升级至标准化的猫狗粮产品喂养阶段，未来在健康养宠理念驱动下，宠物主粮的配方和工艺正在逐渐得到市场关注，未来围绕单只消费提升，宠物主粮市场维持扩容。

图54: 国内宠物猫数量已经结束高速增长



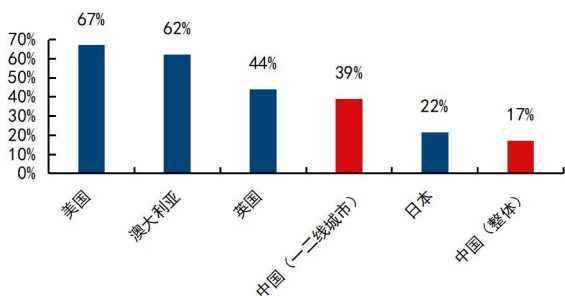
资料来源: 德勤, 《中国宠物食品行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图55: 国内宠物狗数量已经结束高速增长



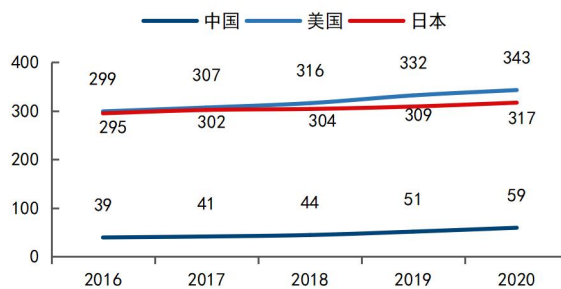
资料来源: 德勤, 《中国宠物食品行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图56: 国内一二线城市养宠渗透率已接近发达国家



资料来源: Euromonitor, APPA, 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内宠物当值消费水平明显低于美国和日本



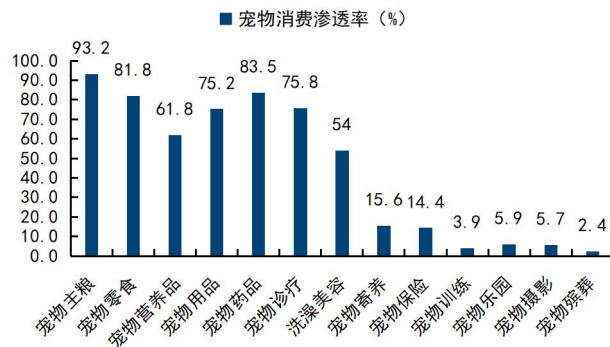
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图58: 健康养宠理念正在推动宠物食品消费升级



资料来源: 艾瑞咨询, 《中国宠物食品行业研究报告》, 国信证券经济研究所整理

图59: 国内宠物主粮和宠物零食消费渗透率已接近饱和



资料来源: 《2021年中国宠物行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

◆ 头部国牌主粮企业或迎来市场扩容与高价带拓展的双击

国内头部宠物食品企业目前已切入中高端价格带：根据我们梳理，内资宠物食品企业目前主要聚焦中低端价格带的经济型或大众产品，并逐步在配方和工艺上做出尝试，向高端价格带产品拓展。以上市公司旗下品牌为例，乖宝宠物旗下的麦富迪前期已从中低端价格带切入国内宠物食品市场，初步建立了较高的品牌知名度和市场占有率，目前正尝试以新设子品牌弗列加特切入高端猫粮领域，并已获得新西兰品牌“K9Natural”和“Feline Natural”国内代理权；中宠股份旗下的顽皮则主攻中端市场，并依靠真致等品牌在高端价格带寻求突破；佩蒂股份旗下的好适嘉也在向高端市场做出尝试。

图60：国内现有品牌价格带分布情况

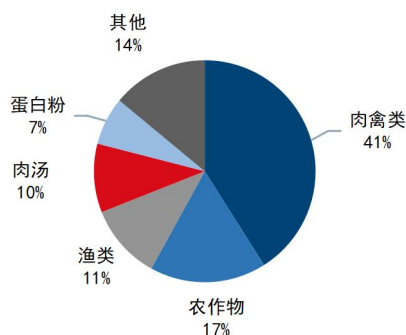


资料来源：德勤，《中国宠物食品行业白皮书》，各品牌天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

宠物食品作为快消品，其运作依旧离不开两大核心要素：销区产能&品牌营销：

(1) 从生产角度来看：国内上市企业在代工过程中积累了扎实的经验 and 产能，且除福贝宠物外，其他四家企业注册地和国内产能均位于农业大省山东，肉类和谷物资源丰富，有望持续享有成本优势。(2) 从营销角度来看：线下宣传、线上走量是国牌宠物主粮的主要销售路线。国内宠物主粮和零食等高频消费品种的购买目前均以线上为主，信息无限、货架无限的互联网营销环境给后进入市场的本土品牌提供了机遇，他们可以通过差异化产品或性价比产品切入市场并依靠相应的营销策略来不断提升品牌渗透率和知名度，同时依靠线下场景配合提升品牌认知度，进而实现对海外先入者的壁垒突破。

图 61: 肉禽和谷物是宠物食品生产的核心原料



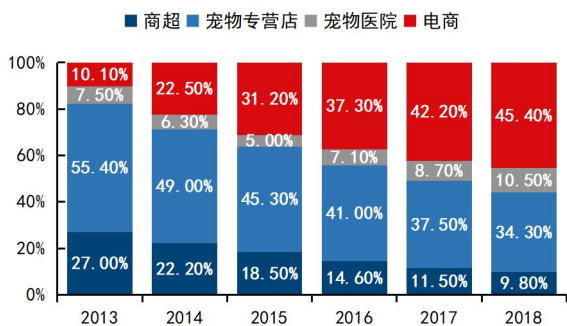
资料来源: 德勤, 《中国宠物食品行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图 62: 山东白羽鸡产能规模位居国内第一



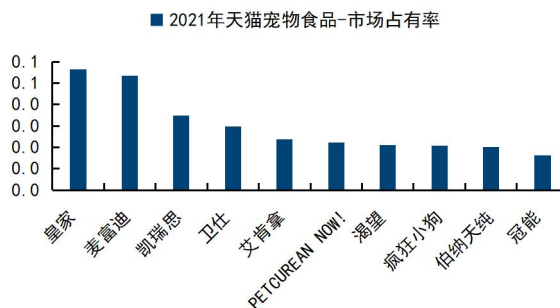
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 63: 电商目前已成为国内宠物消费的核心渠道



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 64: 本土品牌目前已在互联网电商渠道中占有重要地位



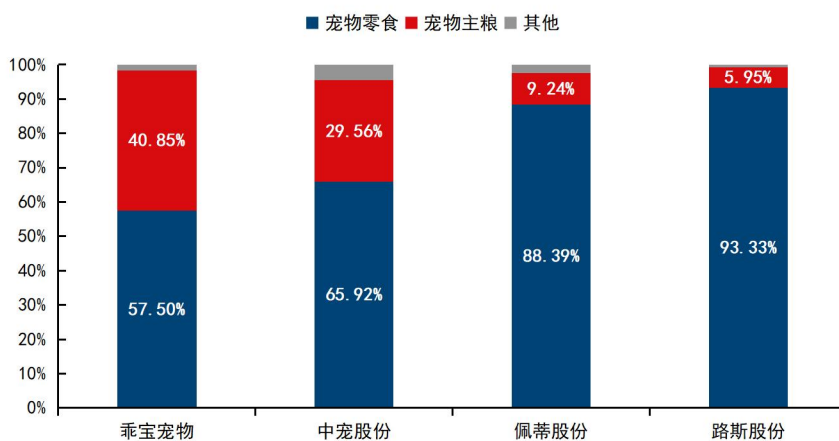
资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

乖宝宠物的单品牌运作能力已率先得到全方位验证

乖宝宠物是目前上市公司中境内自有品牌收入最高、宠物主粮收入最高的标的，单品牌运作能力率先得到全方位验证。未来有望依靠产品、品牌、渠道的全面优势在消费提升、国牌突破的新主线下实现高弹性成长。

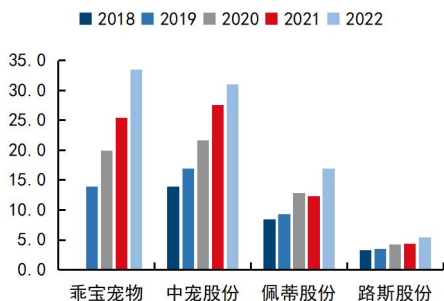
具体来看，国内上市宠物食品企业主要有4家，分别为乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份。（1）从收入结构来看：上市宠物食品企业目前主营业务仍以零食为主，而主粮收入占比较高的企业只有福贝宠物、乖宝宠物和中宠股份；（2）从收入规模来看：宠物食品收入最高的是中宠股份，宠物零食收入最高的是中宠股份，宠物主粮收入最高的是乖宝宠物，自有品牌收入最高的是乖宝宠物，境内收入最高的是乖宝宠物，境外收入最高的是中宠股份。

图65：乖宝宠物、中宠股份的宠物主粮收入占比较高（2022年数据）



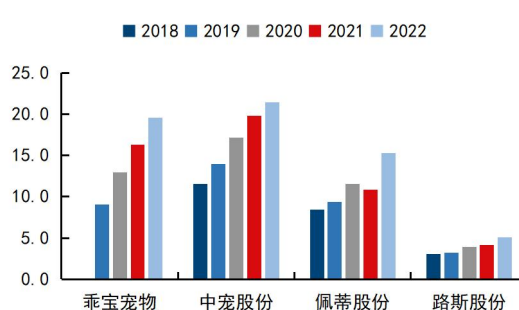
资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

图66：上市公司中，乖宝宠物的宠物食品收入最高（亿元）



资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

图67：上市公司中，中宠股份宠物零食收入最高（亿元）



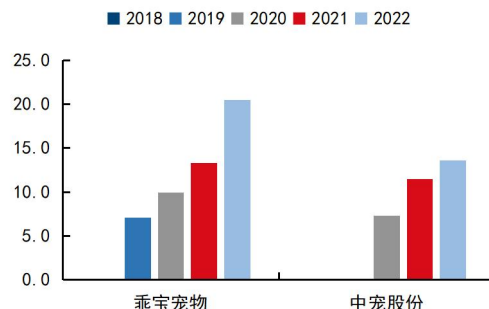
资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

图68: 上市公司中, 乖宝宠物宠物主粮收入最高(亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图69: 上市公司中, 乖宝宠物自有品牌收入最高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品力强: 代工提供品控基础, 研发助力新品推出

◆ 产品矩阵: “有猫有狗就有麦富迪”, 主粮产品目前已覆盖低中高三档

公司主打品牌麦富迪围绕“有猫有狗就有麦富迪”的品牌理念, 打造了完备的宠物食品产品矩阵, 狗粮和猫粮产品均已拥有超 10 个细分系列, 实现了多配方、多价格带覆盖, 可以满足消费者追求营养平衡、优质原料、低敏安全等多类需求。

表7: 公司主打品牌“麦富迪”目前已拥有完备的宠物食品产品矩阵

| 品类 | 产品系列 |
|-----|--|
| 犬主粮 | 风干黑肉粒粮、50%鲜肉粮、牛肉双拼粮、barf 生骨肉狗粮、营养森林系列、营养森林肉松粮、蛋黄双拼粮、冻干双拼粮、无谷鸭肉双拼粮、益生菌系列、欧纳黑森林系列、通用粮系列、羊奶肉冻干双拼 |
| 犬湿粮 | 肉粒软包、狗罐头 |
| 犬零食 | 北美原野系列、量超多系列、训犬零食系列、冻干零食系列 |
| 磨牙棒 | 中大型犬磨牙、中小型犬磨牙、小型犬磨牙棒、幼犬磨牙洁齿、清口香五棱磨牙棒、牛皮缠肉系列、牛皮缠肉系列、风干系列磨牙 |
| 猫主粮 | barf 生骨肉猫粮、barf 主食冻干、50%鲜肉猫粮、冻干双拼猫粮、天然鱼油猫粮、三文鱼油 N5 天然猫粮、弗列加特鲜肉猫粮、弗列加特主食冻干、营养森林天然猫粮、风干黑肉粒猫粮、35%鲜肉猫粮、鲜肉夹心猫粮、羊奶鲜肉猫粮、益生菌猫粮 |
| 猫湿粮 | 猫罐头、鲜汁大肉、猫咪恋肉粒包、每日猫汤、羊奶肉包、鲜肉主食罐、氨基酸元气肉泥 |
| 猫零食 | 鲜肉冻干、透明装冻干、加拿大进口多春鱼、冻干生肉饼、洁齿饼干、进口猫条、羊奶肉酱猫条、鲜肉冻干盛宴桶、冻干羊奶棒 |

资料来源: 麦富迪天猫旗舰店, 国信证券经济研究所整理

表8: 公司猫粮产品已实现多配方、多价格带覆盖

| 品名 | 单价(元/斤) | 配方类型 | 适应阶段 | 原料组成前三 | 粗蛋白≥ | 粗脂肪≥ | 粗灰分≤ |
|--------------|---------|------------------|------|--------------|------|------|------|
| barf 幼猫粮 | 7.78 | 天然配方, 无谷配方 | 幼年期 | 鲜鸡肉、鸡肉粉、马铃薯粉 | 42% | 18% | 10% |
| 营养森林成猫粮 | 9.00 | 添加果蔬 | 成年期 | 三文鱼、牛肉粉、鸡肉粉 | 28% | 11% | 10% |
| 营养森林幼猫粮 | 11.03 | 添加果蔬 | 幼年期 | 鳕鱼、鸡肉粉、三文鱼粉 | 30% | 12% | 10% |
| 冻干双拼幼猫粮 | 11.83 | 冻干双拼 | 幼年期 | 鸡胸肉、三文鱼、鸡肉粉 | 32% | 14% | 10% |
| 天然鱼油成猫粮 | 12.00 | 三文鱼配方 | 成年期 | 三文鱼、鸡肉、玉米 | 26% | 10% | 10% |
| 天然鱼油猫粮幼猫 | 13.20 | 三文鱼配方 | 幼年期 | 三文鱼、鸡肉、玉米 | 30% | 13% | 10% |
| 天然鱼油猫粮英短专用 | 13.20 | 三文鱼配方 | 成年期 | 三文鱼、鲜鸡肉、玉米 | 28% | 10% | 10% |
| 天然猫粮 N5 系列成猫 | 15.50 | 天然配方 添加羊奶粉 三文鱼配方 | 成年期 | 三文鱼、鲜鸡肉、鸡肉粉 | 34% | 14% | 10% |
| 天然猫粮 N5 幼猫粮 | 17.75 | 三文鱼配方 | 幼年期 | 三文鱼、鲜鸡肉、冻牛肉 | 36% | 15% | 5% |
| 夹心酥猫粮 | 20.70 | 鲜肉配方 | 全阶段 | 鲜鸡肉、鸡肉粉、大米 | 29% | 11% | 10% |
| 全价天然幼猫专用奶糕粮 | 21.67 | 鱼味 | 幼年期 | 鸡肉、鲑鱼、玉米 | 30% | 13% | 10% |
| barf 天然粮 | 22.78 | 天然配方, 无谷配方 | 成年期 | 鲜鸡肉、鸡肉粉、马铃薯粉 | 40% | 16% | 10% |
| 鲜肉天然粮成猫粮 | 24.08 | 鲜肉配方 无谷配方 低敏配方 | 成年期 | 鲜鸡肉、冻鸡心、脱水鸡肉 | 40% | 16% | 20% |

| | | | | | | | |
|-------------|--------|-----------------|-----|---------------------|-----|-----|-------|
| 鲜肉天然粮幼猫粮 | 25.20 | 鲜肉配方 无谷配方 低敏配方 | 幼年期 | 鲜鸡肉、冻鸡肝、冻鸡脖 | 34% | 18% | 10% |
| 冻干双拼成猫粮 | 26.18 | 冻干双拼 | 成年期 | 鸡胸肉、三文鱼、鸡肉粉 | 28% | 11% | 10% |
| 弗列加特成猫粮 | 36.50 | 鲜肉配方 无谷配方 低敏配方 | 成年期 | 鲜鸡肉（70%）、冻干鸡肉、鸡油 | 40% | 18% | 5% |
| 弗列加特幼猫粮 | 37.25 | 鲜肉配方 无谷配方 添加羊奶粉 | 幼年期 | 鲜鸡肉（70%）、冻干鸡肉、南极磷虾粉 | 42% | 20% | 5% |
| 弗列加特全价全冻干猫粮 | 165.00 | 牛肉+金枪鱼 | 全阶段 | 冻牛肉、金枪鱼、西兰花 | 48% | 28% | 7.50% |

资料来源：麦富迪天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

◆ 质量控制：十余年大牌代工经验，产品通过 FDA 等多机构权威认证

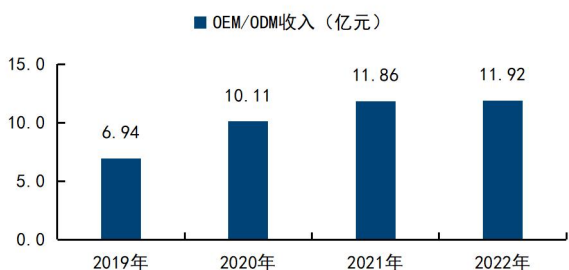
公司 OEM/ODM 业务拥有十余年的海外优质客户服务经验，客户包括沃尔玛、品谱、斯马克等众多国际知名零售快消企业。经过多年积累，公司及其生产子公司目前已建立了从研发到售后的全流程质控体系，通过 BRGS、FSSC22000、FSMA、IFS、GMP 和 HACCP 等多项认证并取得美国 FDA、加拿大 CFIA、日本 MAFF、欧盟 FVO 等海外宠物食品消费大国官方机构认可。产品质量是宠物食品消费者购买时的首要考虑因素，扎实的品控基础将为公司自有品牌发展提供坚实基础。

表9：公司拥有十余年的国际大牌代工经验

| 序号 | 客户 | 客户情况 |
|----|--------------------------------|---|
| 1 | Walmart Inc. | 沃尔玛百货集团，世界最大的连锁零售商，纽约证券交易所上市公司，股票代码 WMT.N，已在全球开设超过 5,000 家商场，员工总数 160 多万，分布在美国、墨西哥、加拿大、阿根廷、巴西、中国、韩国、德国和英国等国家 |
| 2 | Central Garden & Pet Company | 美国最大的宠物、草坪和花园用品行业的供应商之一。纳斯达克上市公司，股票代码：CENT.O，旗下品牌包括 Four Paws 动物产品、Nylabone 狗骨头、TFH 宠物书等 |
| 3 | Spectrum Brands Pet Group Inc. | 全球知名消费品企业品谱旗下公司，品谱为纽约证券交易所上市公司，股票代码 SPB.N。品谱公司旗下宠物产品品牌众多，包括 Dingo、SmartBones、DreamBone、Bin1 等 |
| 4 | Wilko Retail Limited | 英国大型零售商，成立于 1930 年，在英国拥有 400 多家门店，14,000 种品牌产品，为英国的全渠道零售商 |
| 5 | Armitages Pet Products Limited | 全球知名消费品企业品谱旗下公司。英国知名宠物零食和玩具公司，其旗下包括 Armitage 的狗零食品牌、Good Boy、猫零食品牌等 |
| 6 | T. J. Morris Limited | 英国大型零售折扣商，在英国共有 530 家商店，两万名员工。2020 年收入为 27.92 亿英镑 |
| 7 | Smucker Manufacturing Inc | 斯马克旗下公司，JM SMUCKER 为美国领先的消费者食品营销及生产企业，主要产品为宠物食品、咖啡、餐饮类食品等。纽约证券交易所上市公司 J M Smucker 旗下公司，股票代码 SJM.N。2021 年营业收入为 79.99 亿美元 |
| 8 | Fish4Pets Limited | 英国宠物食品品牌运营商，旗下有猫用宠物食品品牌“Fish4Cats”和犬用食品品牌“Fish4Dogs”，经销网络遍布全球 19 个国家，产品销售至全球 40 多个国家 |
| 9 | Pampa Beverages, LLC | 成立于 2002 年，主要经营酒类、食品类销售。旗下宠物食品品牌包括 PAMPA、BEEFEATER 等 |

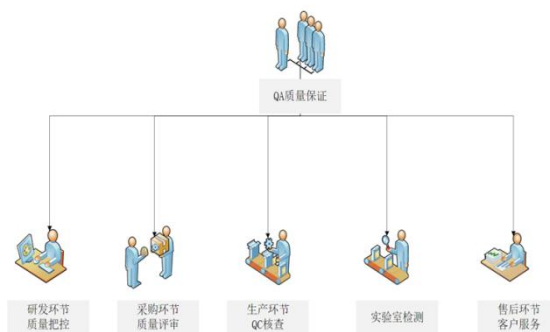
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图70：公司代工业务年收入已接近 12 亿元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图71：公司拥有扎实的品控基础



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **新品研发：基础研究产品创新并重，计划每年推出至少 3 个引领性行业新品**

公司在研发方面秉持基础研究和产品创新并重，2021 年研发费用达 6785 万元，明显领先于上市同行。对于基础研究，公司引进法国 SPF 技术体系，从生理特性、食品特性、原料及添加剂研究三个维度开展研究，为公司改进产品、开发新品提供了坚实基础，同时公司也在此基础上创造性建成了个性化定制 MES 智能柔性生产线，未来将积极探索宠物食品定制化业务。在产品创新方面，公司聚焦生产工艺研发，目前已拥有鲜肉瞬时高温乳添加技术等多项创新工艺，为旗下弗列加特等多款创新产品提供技术支撑。根据公司招股说明书披露，目前公司仍有在研项目约 50 个（合计预算近 5000 万元），并计划未来每年至少推出 3 个引领性行业新品类，现有产品矩阵有望得到持续丰富。

表 10：公司重视生产工艺创新，多项技术相较同行具备优势

| 工艺技术 | 与同行业相比的优势 |
|------------------------|--|
| 鲜肉瞬时高温乳添加技术 | 公司通过工艺创新和双螺旋膨化设备，使鲜肉添加量可高达 70%，提高了产品营养价值及适口性，同时弥补了市场缺口。 |
| 口腔护理类产品功能提升技术 | 公司产品洁齿产品硬度与韧性兼顾，且具备专业洁齿效果数据支持。 |
| 热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术 | 公司产品外形新颖美观，质地软硬适中，加工过程中有效的防止蛋白质和维生素等营养物质的流失，生产效率和成品率大幅提升。 |
| 真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术 | 公司拥有真空冷冻干燥生产车间、自有电子辐照灭菌车间，并可通过研究中心对产品适口性、消化性和耐口性进行测试。 |
| EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术 | 公司研究中心团队通过大量梯度组合测试确定最适技术参数；定向酶解技术应用可有效提高蛋白吸收率和生物利用率，同时降低过敏风险，更有效的提升宠物食品品质；研究中心表现消化率和蛋白表现消化率数据支持。 |
| 宠物主食湿粮食品质量、工艺及装备控制技术 | 公司采用真空滚揉工艺，并采用了了 BARF、PMR 两种生骨肉理论，产品营养性、适口性和消化性较好。 |

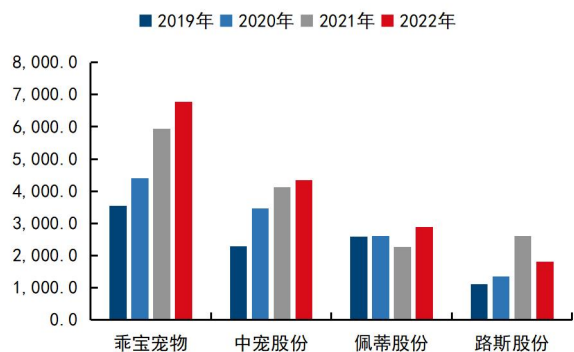
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 11：公司创新工艺在多系列产品中得到应用

| 工艺技术创新 | 代表性成果产品系列 | 2021 年度 | |
|------------------------|---|-----------|--------|
| | | 收入（万元） | 占比 |
| 鲜肉瞬时高温乳添加技术 | 弗列加特高肉粮系列 | 1,019.51 | 0.40% |
| 口腔护理类产品功能提升技术 | 仿皮夹肉条结骨系列、高消化率洁齿骨系列、小型犬洁齿系列、复合多口味洁齿系列 | 38,151.22 | 14.90% |
| 热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术 | 软犬粮系列、水晶肉干系列、碳烤系列、三明治系列、训犬专用系列 | 44,302.62 | 17.31% |
| 真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术 | 弗列加特全价全冻干系列、小橙帽保健品冻干系列、多营养素冻干系列 | 1,519.01 | 0.59% |
| EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术 | 益生军团主粮系列、双拼粮系列、全价夹心粮系列、功能宠物粮系列 | 21,585.12 | 8.43% |
| 宠物主食湿粮食品质量、工艺及装备控制技术 | 弗列加特 PMR 主食罐头、麦富迪 Barf 主食罐头、外销主食罐头系列、多营养素湿粮系列 | 704.86 | 0.27% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 72: 公司研发费用明显高于其他上市同行 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 73: 公司超 50% 收入来自创新产品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

知名度高: 营销投入领先同行, 品牌影响逐步确立

◆ 营销策略: 销售费用领先同行, 持续开展泛娱乐营销

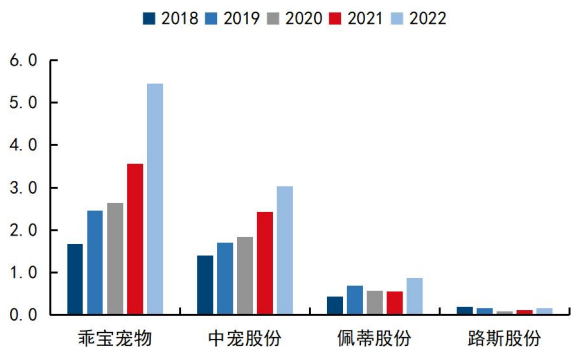
公司高度重视自有品牌营销, 销售费用领先同行, 目前已形成一套较为完备的品牌营销推广模式, 主要方式有: (1) **泛娱乐化的品牌营销**, 即通过聘请明星代言, 在综艺、影视中植入品牌宣传, 赞助动物公益活动等方式开展品牌宣传; (2) **多样化的线上平台推广**, 即借助公众号、微博、抖音等多样化线上工具投放广告, 对目标消费者进行产品推广和品牌宣传; (3) **打造联名款产品**, 即与《上新了·故宫》、《一条狗的使命》等多个知名文娱 IP 合作打造联名款产品, 进而辐射更多消费群体。

表 12: 公司在综艺赞助、品牌代言方面投入了较多资金

| 期间 | 采购内容 | 当年确认品牌推广费用金额 (万元) |
|--------|--|-------------------|
| 2022H1 | 综艺赞助-《家有恶猫》, discoveryIP 授权 | 1,729.56 |
| 2022H1 | 品牌代言-谢霆锋代言、综艺赞助-《去野吧! 毛孩子》 | 341.98 |
| 2021 | 综艺赞助-《你好生活》 | 849.06 |
| 2021 | 综艺赞助-《家有恶猫》, discoveryIP 授权 | 784.59 |
| 2021 | 品牌代言-谢霆锋代言 | 518.87 |
| 2021 | 综艺赞助-《第一财经》 | 232.08 |
| 2020 | 综艺赞助-《中国好声音》《奋斗吧主播》《我们的乐队》《朋友请听好》《向往的生活》; 效果广告-App 开屏广告; 谢霆锋-微博粉丝推广费 | 3,020.68 |
| 2020 | 综艺赞助-《上新了故宫》 | 660.38 |
| 2020 | 品牌代言-谢霆锋代言; 综艺赞助-《2%的爱》 | 574.06 |
| 2019 | 综艺赞助-《忘不了的餐厅》《向往的生活》; 效果广告-App 开屏广告 | 1,876.38 |
| 2019 | 影视植入-《加油你是最棒的》《初恋这件小事》 | 188.68 |
| 2019 | 品牌代言-高以翔代言费 | 157.32 |

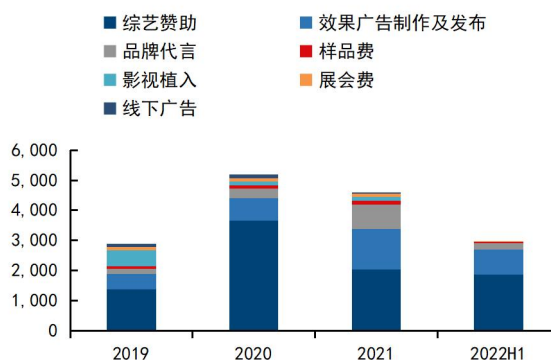
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图74：公司销售费用明显高于其他同行



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图75：公司2021年的品牌推广费约为4600万元，其中近3000万元被用于综艺赞助和品牌代言



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 营销成果：品牌知名度逐步确立，线上影响力国内领先

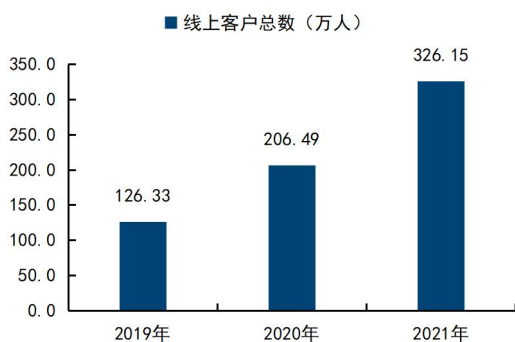
公司持续的营销投入目前正在逐步兑现成果，旗下主力品牌-麦富迪的线上品牌影响力稳步提升，目前已获2021-2022天猫TOP品牌力榜（宠物）第一名、MAT2021犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一，持续扩大的知名度和影响力正在为公司自有品牌业务快速增长提升强力支撑，未来公司将在品类创新基础上，通过品牌形象升级、品牌推广活动、品牌媒介投放等策略来持续拉升品牌定位，完成品牌的迭代升级，以实现对不同消费层级用户的需求覆盖。

表13：麦富迪各类产品在2022年天猫618排行榜中均位列前五

| 总体 | 2022年 | 猫主粮 | 2022年 | 狗主粮 | 2022年 | 猫零食 | 2022年 | 狗零食 | 2022年 |
|----|-------|-----|-------|-----|----------------|-----|------------|-----|------------|
| 1 | 麦富迪 | 1 | 渴望 | 1 | 麦富迪 | 1 | ZIWI | 1 | 麦富迪 |
| 2 | 渴望 | 2 | 皇家 | 2 | 伯纳天纯 | 2 | K9 Natural | 2 | K9 Natural |
| 3 | 皇家 | 3 | 素力高 | 3 | PETCUREAN NOW! | 3 | 麦富迪 | 3 | 宝路 |
| 4 | 素力高 | 4 | 艾肯拿 | 4 | 皇家 | 4 | 希宝 | 4 | ZIWI |
| 5 | 伯纳天纯 | 5 | 麦富迪 | 5 | 海洋之星 | 5 | 佳乐滋 | 5 | 耐威克 |

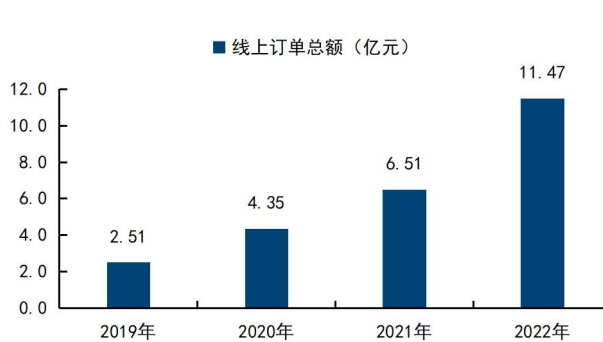
资料来源：

图76：公司线上客户总数快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图77：公司线上订单总额快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

渠道扎实：直销经销体系完善，线上销售持续进化

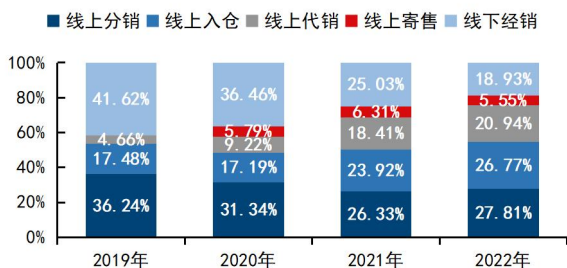
公司目前已建立了较为完备的直销经销体系。直销方面，公司通过自营店铺入驻天猫、京东等第三方平台，直接面向客户销售，2022年公司自有品牌销售收入中32.14%来自直销模式。经销方面，公司线上拥有分销、入仓、代销和寄售四种模式，四者2022年收入于经销总收入中的占比分别为27.81%、26.77%、20.94%和5.55%，同时公司线下经销收入占比依旧占比持续减少，2022年为18.93%，较2021年进一步下降，公司经销模式正在逐渐转为线上为主。上述完备的体系为公司销售模式的快速迭代提供了扎实基础，使公司可以根据消费者需求和各类渠道发展趋势及时调整优化渠道结构和运营策略，进而为自有品牌快速发展提供保障。

表 14: 公司拥有较为完善的直销经销体系

| 销售模式 | 合作模式 | 主要经销商代表 |
|------|--|--|
| 线上直销 | 通过入驻电商平台开设品牌自营店铺的形式与天猫、京东、抖音等第三方平台开展合作，直接面向终端消费者销售 | |
| 线上分销 | 公司与线上经销商签订经销协议，公司将产品销售给上述企业，上述企业通过自身的电子商务平台或在电子商务平台开设的店铺将产品销售给终端消费者 | 上海浦皖贸易有限公司、杭州华元宠物用品有限公司、北京浩洋基业科技发展有限公司 |
| 线上入仓 | 公司该模式为面向京东自营销售的模式，公司向京东自营平台发货，由京东自营进行对外销售 | 京东自营 |
| 线上代销 | 公司与线上经销商（代运营商）签订协议，由代运营商通过自身在电子商务平台开设的店铺进行对外销售。公司通过代运营商向终端消费者销售商品，直接向代运营店铺的终端消费者发货，并向合作代运营商支付代运营费用 | 江苏麦乐多科技有限公司、南京爱染网络科技有限公司 |
| 线上寄售 | 公司该模式为面向天猫超市销售的模式，公司向天猫超市发货，由天猫超市进行对外销售 | 天猫超市 |
| 线下经销 | 以买断式销售的方式合作区域经销商为主 | 线下经销商网络涉及全国 31 个省、直辖市及自治区，覆盖全国主要城市。在北京地区未设置一级经销商，主要通过北京麦富迪直接销售给宠物门店、宠物医院等。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 78: 公司经销模式逐渐转为线上为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 79: 公司自有品牌收入约有 37%来自直销



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

自有品牌业务：未来基于募投产能落地和品牌影响力提升，公司境内自有品牌业务产品结构预计持续优化，收入规模有望维持较快扩张，盈利能力有望维持提升。我们预计公司自有品牌业务 2023-2025 年营收为 27.37/35.61/45.44 亿元，同比增速为 33.78%/30.10%/27.60%，毛利率为 45.0%/45.2%/45.4%。

OEM/ODM 业务：境外代工业务预计随海外市场维持低速慢增，境内代工业务有望维持较快扩张，我们预计公司 OEM/ODM 业务 2023-2025 年营收为 12.88/13.66/14.45 亿元，同比增速为 8.06%/6.06%/5.75%，毛利率为 26.70%/26.47%/26.13%。

品牌代理业务：公司目前已终止与新西兰天然宠物食品集团旗下品牌-“K9Natural”和“Feline Natural”在中国大陆的独家经销合作，后续品牌代理业务预计无增量。

表 15：乖宝宠物主营业务收入拆分

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 主业总收入（亿元） | 20.05 | 25.60 | 33.79 | 41.80 | 49.27 | 59.88 |
| yoy | 43.18% | 27.71% | 31.98% | 23.71% | 17.87% | 21.54% |
| 主业总毛利（亿元） | 6.64 | 8.40 | 12.58 | 16.14 | 19.71 | 24.40 |
| 毛利率 | 33.12% | 32.79% | 37.23% | 38.62% | 40.01% | 40.75% |
| 自主品牌收入（亿元） | 9.93 | 13.30 | 20.46 | 27.37 | 35.61 | 45.44 |
| yoy | 40.76% | 33.91% | 53.81% | 33.78% | 30.10% | 27.60% |
| 境内-麦富迪等收入 | 9.93 | 12.31 | 17.46 | 23.92 | 31.81 | 41.36 |
| yoy | 40.76% | 23.95% | 41.82% | 37.00% | 33.00% | 30.00% |
| 境外-Waggin'Train 收入 | | 0.99 | 3.00 | 3.45 | 3.79 | 4.08 |
| yoy | | | 203.00% | 15% | 10.00% | 7.50% |
| 自有品牌毛利（亿元） | 3.95 | 5.43 | 8.97 | 12.32 | 16.09 | 20.63 |
| 自有品牌毛利率 | 39.79% | 40.82% | 43.84% | 45.00% | 45.20% | 45.40% |
| OEM/ODM 收入（亿元） | 10.11 | 11.86 | 11.92 | 12.88 | 13.66 | 14.45 |
| yoy | 45.64% | 17.28% | 0.50% | 8.06% | 6.06% | 5.75% |
| 境外收入（亿元） | 9.66 | 11.27 | 10.34 | 11.07 | 11.62 | 12.20 |
| yoy | 49.69% | 16.68% | -8.22% | 7.00% | 5.00% | 5.00% |
| 境外毛利率 | 26.43% | 23.77% | 26.00% | 25.75% | 25.50% | 25.00% |
| 境外毛利（亿元） | 2.55 | 2.68 | 2.69 | 2.85 | 2.96 | 3.05 |
| 境内收入（亿元） | 0.46 | 0.59 | 1.58 | 1.82 | 2.04 | 2.25 |
| yoy | -7.36% | 29.92% | 165.94% | 15% | 13% | 10% |
| 境外毛利率 | 29.60% | 32.85% | 32.45% | 32.50% | 32.00% | 32.25% |
| 境外毛利（亿元） | 0.14 | 0.20 | 0.51 | 0.59 | 0.65 | 0.73 |
| OEM/ODM 毛利（亿元） | 2.69 | 2.87 | 3.20 | 3.44 | 3.62 | 3.77 |
| OEM/ODM 毛利率 | 26.57% | 24.22% | 26.85% | 26.70% | 26.47% | 26.13% |
| 品牌代理收入（亿元） | | 0.44 | 1.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| yoy | | | 221.17% | | | |
| 品牌代理毛利（亿元） | | 0.09 | 0.41 | | | |
| 品牌代理毛利率 | | 21.26% | 29.02% | | | |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测（注：参考公司招股说明书，为了保持横向分析口径的一致性，2020-2025 年度各主业毛利率未包含运费、快递费和港杂费）

未来 3 年业绩预测

表 16: 未来 3 年盈利预测表

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3398 | 4202 | 4954 | 6019 |
| 营业成本 | 2290 | 2773 | 3200 | 3844 |
| 销售费用 | 545 | 677 | 800 | 975 |
| 管理费用 | 177 | 217 | 257 | 314 |
| 研发费用 | 68 | 86 | 107 | 132 |
| 财务费用 | (10) | 5 | 6 | 4 |
| 营业利润 | 319 | 422 | 559 | 718 |
| 利润总额 | 318 | 427 | 565 | 722 |
| 归属于母公司净利润 | 267 | 350 | 463 | 596 |
| EPS | 0.74 | 0.97 | 1.29 | 1.66 |
| ROE | 15.20% | 16.91% | 18.79% | 20.27% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 42.02/49.54/60.19 亿元, 归属母公司净利润 3.5/4.6/6.0 亿元, 利润年增速分别为 31.3%/32.2%/28.8%。每股收益 2023-2025 年分别为 0.97/1.29/1.66 元。

盈利预测的敏感性分析

表 17: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 2,575 | 3,398 | 4,243 | 5,039 | 6,177 |
| (+/-%) | 27.9% | 31.9% | 24.9% | 18.8% | 22.6% |
| 净利润(百万元) | 140 | 267 | 517 | 667 | 855 |
| (+/-%) | 25.8% | 90.3% | 93.9% | 28.8% | 28.2% |
| 摊薄 EPS | 0.39 | 0.74 | 1.44 | 1.85 | 2.37 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 2,575 | 3,398 | 4,202 | 4,954 | 6,019 |
| (+/-%) | 27.9% | 31.9% | 23.7% | 17.9% | 21.5% |
| 净利润(百万元) | 140 | 267 | 350 | 463 | 596 |
| (+/-%) | 25.8% | 90.3% | 31.3% | 32.2% | 28.8% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.39 | 0.74 | 0.97 | 1.29 | 1.66 |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 2,575 | 3,398 | 4,162 | 4,869 | 5,864 |
| (+/-%) | 27.9% | 31.9% | 22.5% | 17.0% | 20.4% |
| 净利润(百万元) | 140 | 267 | 188 | 267 | 350 |
| (+/-%) | 25.8% | 90.3% | -29.4% | 41.4% | 31.3% |
| 摊薄 EPS | 0.39 | 0.74 | 0.52 | 0.74 | 0.97 |
| 总股本(百万股) | 360 | 360 | 360 | 360 | 360 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 43.9-46.4 元, 给予买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 44.0-46.2 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表 18: 公司盈利预测假设条件 (%)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 43.47% | 27.92% | 31.93% | 23.69% | 17.88% | 21.51% | 22.39% | 21.59% |
| 营业成本/营业收入 | 70.65% | 71.22% | 67.41% | 65.98% | 64.60% | 63.86% | 63.05% | 62.34% |
| 管理费用/营业收入 | 5.42% | 4.79% | 5.04% | 5.05% | 5.10% | 5.15% | 4.95% | 4.75% |
| 研发费用/营业收入 | 2.19% | 2.31% | 2.00% | 2.05% | 2.15% | 2.20% | 2.13% | 2.16% |
| 销售费用/销售收入 | 13.13% | 13.82% | 16.05% | 16.10% | 16.15% | 16.20% | 15.90% | 15.60% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.62% | 0.42% | 0.45% | 0.50% | 0.46% | 0.47% | 0.47% | 0.46% |
| 所得税税率 | 17.73% | 20.62% | 16.44% | 18.26% | 18.44% | 17.71% | 18.14% | 18.10% |
| 股利分配比率 | 20.68% | 13.64% | 4.39% | 10.00% | 15.00% | 20.00% | 30.00% | 30.00% |

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 19: 资本成本假设

| | | | |
|---------------|-------|--------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.1 | T | 18.26% |
| 无风险利率 | 2.50% | Ka | 9.76% |
| 股票风险溢价 | 6.60% | 有杠杆 Beta | 1.11 |
| 公司股价 (元) | 41.23 | Ke | 9.86% |
| 发行在外股数 (百万) | 360 | E/(D+E) | 98.36% |
| 股票市值 (E, 百万元) | 14844 | D/(D+E) | 1.64% |
| 债务总额 (D, 百万元) | 248 | WACC | 9.77% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率 (10年后) | 1.5% |

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------|------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | 9.7% | 9.8% | 9.86% | 10.0% | 10.1% |
| 永续增长率变化 | 1.7% | 47.39 | 46.61 | 45.85 | 45.11 | 44.39 |
| | 1.6% | 46.96 | 46.19 | 45.45 | 44.72 | 44.01 |
| | 1.5% | 46.54 | 45.79 | 45.06 | 44.34 | 43.65 |
| | 1.4% | 46.14 | 45.40 | 44.68 | 43.97 | 43.29 |
| | 1.3% | 45.74 | 45.01 | 44.31 | 43.61 | 42.94 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：43.9-46.4 元

我们采用 PE 法进行估值, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.97/1.29/1.66 元。基于收入规模和业务构成, 我们选取中宠股份、佩蒂股份作为可比标的:

中宠股份: 公司主营产品包括宠物零食、罐头、主粮, 是国内领先的宠物零食代工企业, 2022 年境外收入 22.43 亿元, 占总收入的 69%。同时公司近年也在加快自有品牌业务布局, 以“聚焦国内市场、聚焦品牌、聚焦主粮”战略、“顽皮+ZEAL+领先”三大品牌切入主粮赛道, “产品研发+品牌运作+渠道管理”能力正得到初步验证, 三大品牌产品正快速推向市场。

佩蒂股份: 公司主营产品包括畜皮咬胶、植物咬胶、肉质零食, 同样也是国内领先的宠物零食代工企业之一, 2022 年境外收入 22.43 亿元, 占总收入的 84%。近年公司聚焦自有品牌, 打造了多款符合中国市场特点的畅销爆品, 自有品牌业务的营收规模实现了快速增长, 2022 年度国内市场营业收入达到 2.75 亿元, 同比增长 30.91%, 其中 ToC 端的直销业务营收 1.33 亿元, 同比增速超 50%。

公司与可比标的均以海外代工业务起家, 近些年开始发力自有品牌, 但乖宝宠物的自有品牌的收入规模、主粮收入占比以及费用投放强度均要明显高于中宠股份和佩蒂股份, 因此我们认为在主粮消费提升、国产替代加速的大背景下, 乖宝宠物应当享有较高估值溢价。最终参考行业平均估值水平, 给予公司 34-36x 市盈率, 对应 2024 年股价区间为 43.86-46.44 元。

表 21: 乖宝宠物同类公司估值比较

| 代码 | 简称 | 收盘价 (10月22日) | EPS (元) | | | PE | | | 主要业务 |
|-----------|------|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 21.5 | 0.51 | 0.63 | 0.84 | 42 | 34 | 26 | 猫用及犬用宠物食品的研发、生产和销售 |
| 300673.SZ | 佩蒂股份 | 12.11 | 0.38 | 0.61 | 0.78 | 32 | 20 | 16 | 猫用及犬用宠物食品的研发、生产和销售 |
| | 平均值 | | | | | | 27 | | |
| 301498.SZ | 乖宝宠物 | 40.18 | 1.04 | 1.32 | 1.63 | 39 | 30 | 25 | 猫用及犬用宠物食品的研发、生产和销售 |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所 (注: 佩蒂股份盈利预测参考 wind 一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 44.0-46.2 元之间, 相对于公司目前股价约有 10%-15%溢价空间, 给予“买入”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 23.7%/17.9%/21.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 34.0%/35.4%/36.1%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 43.9-46.4 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

经营风险

◆ 品牌业务推广不及预期的风险

目前公司业绩增量主要依靠自有品牌业务，且需要较大规模的营销费用投入，如果后续业务推广不及预期，可能会对公司整体业务的盈利表现造成不利影响。

◆ 汇率大幅波动的风险

境外 OEM/ODM 业务仍是公司收入和毛利的重要贡献板块，如果出现美元大幅贬值情况，公司境外收入结算或受不利影响，可能会对公司整体业务的盈利表现造成负面冲击。

◆ 宠物食品安全的风险

在公司日常生产经营过程中，若公司因产品质量控制制度和标准未得到严格执行、生产和检测流程操作不当或因上游供应商未能完全按照法律、行业规定及公司要求提供安全优质的原材料，导致产品质量事故，公司的声誉和品牌形象将受到严重的负面影响，从而对公司未来的经营业绩也产生不利影响。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 357 | 198 | 245 | 289 | 532 | 营业收入 | 2575 | 3398 | 4202 | 4954 | 6019 |
| 应收款项 | 194 | 156 | 173 | 204 | 247 | 营业成本 | 1834 | 2290 | 2773 | 3200 | 3844 |
| 存货净额 | 583 | 736 | 885 | 1019 | 1226 | 营业税金及附加 | 11 | 15 | 21 | 23 | 28 |
| 其他流动资产 | 80 | 75 | 89 | 99 | 115 | 销售费用 | 356 | 545 | 677 | 800 | 975 |
| 流动资产合计 | 1215 | 1165 | 1391 | 1611 | 2121 | 管理费用 | 128 | 177 | 217 | 257 | 314 |
| 固定资产 | 895 | 946 | 1140 | 1415 | 1470 | 研发费用 | 59 | 68 | 86 | 107 | 132 |
| 无形资产及其他 | 115 | 112 | 107 | 103 | 98 | 财务费用 | 28 | (10) | 5 | 6 | 4 |
| 投资性房地产 | 78 | 60 | 60 | 60 | 60 | 投资收益 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值及公允价值变动 | 1 | 4 | (3) | (3) | (3) |
| 资产总计 | 2303 | 2283 | 2700 | 3189 | 3750 | 其他收入 | (57) | (65) | (86) | (107) | (132) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 410 | 169 | 220 | 273 | 299 | 营业利润 | 163 | 319 | 422 | 559 | 718 |
| 应付款项 | 203 | 142 | 170 | 187 | 215 | 营业外净收支 | 16 | (1) | 5 | 6 | 3 |
| 其他流动负债 | 88 | 108 | 131 | 156 | 185 | 利润总额 | 179 | 318 | 427 | 565 | 722 |
| 流动负债合计 | 701 | 419 | 520 | 616 | 699 | 所得税费用 | 37 | 52 | 78 | 104 | 128 |
| 长期借款及应付债券 | 50 | 28 | 28 | 28 | 28 | 少数股东损益 | 2 | (1) | (2) | (2) | (3) |
| 其他长期负债 | 76 | 77 | 79 | 81 | 83 | 归属于母公司净利润 | 140 | 267 | 350 | 463 | 596 |
| 长期负债合计 | 126 | 105 | 107 | 109 | 111 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 827 | 524 | 627 | 725 | 810 | 净利润 | 140 | 267 | 350 | 463 | 596 |
| 少数股东权益 | 4 | 3 | 2 | (0) | (2) | 资产减值准备 | (2) | 3 | 1 | 1 | 0 |
| 股东权益 | 1472 | 1756 | 2071 | 2465 | 2942 | 折旧摊销 | 83 | 91 | 106 | 127 | 146 |
| 负债和股东权益总计 | 2303 | 2283 | 2700 | 3189 | 3750 | 公允价值变动损失 | (1) | (4) | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | | 财务费用 | 28 | (10) | 5 | 6 | 4 |
| | | | | | | 营运资本变动 | (206) | (128) | (127) | (131) | (207) |
| | | | | | | 其它 | 3 | (4) | (2) | (3) | (3) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 经营活动现金流 | 18 | 225 | 331 | 460 | 536 |
| 每股收益 | 0.39 | 0.74 | 0.97 | 1.29 | 1.66 | 资本开支 | 0 | (143) | (300) | (400) | (200) |
| 每股红利 | 0.05 | 0.03 | 0.10 | 0.19 | 0.33 | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股净资产 | 4.09 | 4.88 | 5.75 | 6.85 | 8.17 | 投资活动现金流 | (0) | (143) | (300) | (400) | (200) |
| ROIC | 7.34% | 13.67% | 16% | 18% | 20% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 9.53% | 15.20% | 16.91% | 18.79% | 20.27% | 负债净变化 | (28) | (22) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 29% | 33% | 34% | 35% | 36% | 支付股利、利息 | (19) | (12) | (35) | (69) | (119) |
| EBIT Margin | 7% | 9% | 10% | 11% | 12% | 其它融资现金流 | 200 | (173) | 51 | 54 | 26 |
| EBITDA Margin | 10% | 12% | 13% | 14% | 14% | 融资活动现金流 | 106 | (241) | 16 | (16) | (93) |
| 收入增长 | 28% | 32% | 24% | 18% | 22% | 现金净变动 | 123 | (159) | 47 | 44 | 243 |
| 净利润增长率 | 26% | 90% | 31% | 32% | 29% | 货币资金的期初余额 | 234 | 357 | 198 | 245 | 289 |
| 资产负债率 | 36% | 23% | 23% | 23% | 22% | 货币资金的期末余额 | 357 | 198 | 245 | 289 | 532 |
| 股息率 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.5% | 0.8% | 企业自由现金流 | 0 | 72 | 31 | 58 | 336 |
| P/E | 105.8 | 55.6 | 42.4 | 32.1 | 24.9 | 权益自由现金流 | 0 | (123) | 78 | 107 | 359 |
| P/B | 10.1 | 8.5 | 7.2 | 6.0 | 5.0 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 58.1 | 39.0 | 28.9 | 22.4 | 18.0 | | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032