

宠物食品

乖宝宠物（301498.SZ）

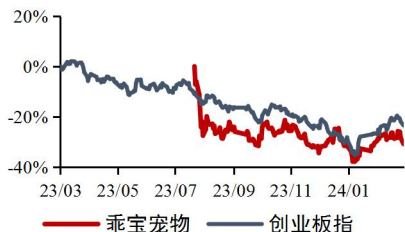
增持-A(首次)

国产宠粮品牌崛起代表，产能落地增长可期

2024年3月26日

公司研究/公司分析

公司上市以来股价表现



市场数据：2024年3月25日

收盘价（元）：	40.39
总股本（亿股）：	4.00
流通股本（亿股）：	0.40
流通市值（亿元）：	16.16

基础数据：2023年9月30日

每股净资产（元）：	8.87
每股资本公积（元）：	5.26
每股未分配利润（元）：	2.51

资料来源：最闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

研究助理：

张彦博

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

投资要点：

➢ **国内宠物食品龙头，自有品牌独当一面。**公司创立于2006年，前期主要以宠物食品的出口代加工业务为主，2013年公司创建自有品牌“麦富迪”谋求发展国内市场，2015年成为宠物零食品类第1后，开始发力主粮品类，陆续推出“双拼”、“营养森林”等畅销产品系列并以“barf”、“弗列加特”等产品系列成功站稳中高端宠粮市场。根据中国宠物行业白皮书数据，2023年公司自有品牌“麦富迪”在犬猫零食品类使用率排名第1，在犬猫主粮品类使用率为前3，国产品牌中排名第1，在众多国产宠粮品牌中处于领先地位。

➢ **宠物食品行业依旧处于发展期，国产品牌异军突起。**我们认为当前宠物食品行业由行业整体性高速增长转向结构性发展模式，在这个阶段，有三大因素驱动宠物食品行业继续扩容：**1) 量增：**养宠人群继续增长，市场仍有扩容空间；**2) 价升：**养宠科学化规范化，宠主持续精进倒逼宠食品牌品质化升级；**3) 新增长点：**一人居、新兴年轻工作族养宠人群等趋势助推猫经济崛起。而国产品牌借助互联网及电商热潮，通过性价比、快速迭代以及本土化等差异化竞争方式不断提升自身市场份额，成功占位中高端宠物食品市场。

➢ **以技术和品质领航，发力渠道与营销，打造国货宠物食品领军品牌。**开始着力发展自有品牌后，在多年服务海外客户所积累的产研优势、工艺优势催化下，公司技术创新和产品升级能力处于领先地位，结合公司自有工厂稳健经营和辐照等先进杀菌及检测装备，麦富迪在国内市场的产品力不断得到认可。随着麦富迪中高端系列产品不断升级扩容，配合公司常年的大剧综艺以及代言人等多维度营销投放，目前旗下品牌中端产品销售稳健，高端产品风头正劲。我们认为麦富迪以及弗列加特品牌影响力持续增强，产品销售保持强劲，自有品牌未来有望继续延续高增长。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2023-25年归母公司净利润4.32/5.24/6.25亿元，同比增长61.82%/21.39%/19.20%，对应EPS为1.08/1.31/1.56元，PE为37.4/30.8/25.9倍，首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；政策管理风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；动物疫病风险；全球贸易摩擦加剧的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；品牌及产品舆情风险；海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。



财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,575	3,398	4,282	5,195	6,172
YoY(%)	27.9	31.9	26.0	21.3	18.8
净利润(百万元)	140	267	432	524	625
YoY(%)	25.8	90.3	61.8	21.4	19.2
毛利率(%)	28.8	32.6	36.5	36.8	36.8
EPS(摊薄/元)	0.35	0.67	1.08	1.31	1.56
ROE(%)	9.6	15.1	11.4	12.2	12.7
P/E(倍)	115.2	60.5	37.4	30.8	25.9
P/B(倍)	11.0	9.2	4.3	3.7	3.3
净利率(%)	5.4	7.9	10.1	10.1	10.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 国内宠物食品龙头，自有品牌独当一面.....	9
2. 宠物食品行业依旧处于发展期，国产品牌异军突起.....	16
2.1 行业概况：宠物食品行业仍处于发展期，宠物吃穿玩用行业标准逐步建立.....	16
行业特性：宠物主粮食品属性强，干粮湿粮种类繁多.....	19
2.2 行业趋势：由吃饱转向吃好观念转变促进宠物食品精细化升级，猫经济为宠物食品行业持续扩容.....	20
2.3 竞争格局：营销+产品共同发力，国产宠食品品牌品质化精进，群雄逐鹿.....	22
3. 以技术和品质领航，发力渠道与营销，打造国货宠物食品领军品牌.....	27
3.1 产品为王，旗下产品持续升级扩充，打造品牌增长曲线.....	27
3.2 先进技术与研发引领产品创新，强大供应链保障品质稳定.....	32
3.3 大剧综艺投放高举高打，营销模式持续升级.....	36
3.4 把握电商行业增长机遇，紧抓渠道延续优势.....	36
3.5 产能分批落地，自有品牌规模有望进一步扩大.....	39
4. 盈利预测及投资建议.....	41
5. 风险提示.....	42

图表目录

图 1：公司发展历程.....	9
图 2：公司股权结构.....	10
图 3：公司 2022 年分业务销售模式及占比.....	11
图 4：公司主要产品境内外销售规模（亿元）.....	11
图 5：公司主要产品境内外销售结构（%）.....	11
图 6：OEM/ODM 业务营收及增速（亿元，%）.....	12
图 7：OEM/ODM 业务毛利率（%）.....	12

图 8: 公司 OEM/ODM 业务分区域营收 (亿元)	12
图 9: 公司对前五大客户中海外客户销售额 (亿元)	12
图 10: 自有品牌业务营收及同比增速 (亿元)	13
图 11: 自有品牌毛利率 (%)	13
图 12: 公司主要产品品类营收 (亿元)	13
图 13: 公司主要产品品类毛利率 (%)	13
图 14: 公司各产品类别平均销售价格 (元/千克)	14
图 15: 公司各产品类别平均销售价格同比变动 (%)	14
图 16: 公司营收及增速 (亿元, %)	14
图 17: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	14
图 18: 公司分业务毛利情况 (亿元)	15
图 19: 公司毛利率/净利率 (%)	15
图 20: 公司 2018-2022 年销售费用 (亿元)	15
图 21: 公司各项费用率 (%)	15
图 22: 公司存货周转率 (次/年)	16
图 23: 公司应收账款周转率 (次/年)	16
图 24: 我国宠物行业及宠物食品行业发展历程.....	17
图 25: 中国宠物饲料年产量 (万吨)	17
图 26: 中国宠物食品市场规模 (亿元)	17
图 27: 我国人均 GDP (左轴) 及可支配收入 (右轴)	18
图 28: 我国城镇居民人均住房建筑面积 (平方米)	18
图 29: 城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	18
图 30: 2023 年宠物行业各子品类消费占比 (%)	18

图 31: 宠物食品用品渗透率 (%)	18
图 32: 城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模同比增速.....	19
图 33: 宠物行业上市公司业绩增速.....	19
图 34: 宠物主城市线分布占比 (%)	20
图 35: 中美英日 4 国宠物市场渗透率 (%)	20
图 36: 宠物主养宠时间分布 (%)	20
图 37: 不同养宠时间段宠物主城市线分布 (%)	20
图 38: 2023 年消费者对主粮消费决策因素 (%)	21
图 39: 宠物主对配料组成的关注因素 (%)	21
图 40: 2023 年犬主人、猫主人新增养宠占比 (%)	22
图 41: 城镇宠物 (犬猫) 数量变化 (万只)	22
图 42: 2023 年犬猫宠物主主粮购买偏好 (%)	22
图 43: 2023 年城镇宠物犬猫单只年均消费额 (元)	22
图 44: 宠物主粮品牌使用频率 Top20 (红色为国产品牌)	23
图 45: 线上渠道为宠物食品主要购买渠道.....	24
图 46: 上市宠物食品企业营收对比 (亿元)	25
图 47: 上市宠物食品企业归母净利润对比 (亿元)	25
图 48: 上市宠物食品企业境内销售规模 (亿元)	26
图 49: 上市宠物食品企业境外销售规模 (亿元)	26
图 50: 上市宠物食品企业毛利率 (%)	26
图 51: 上市宠物食品企业净利率 (%)	26
图 52: 上市宠物食品企业销售费用 (亿元)	27
图 53: 上市宠物食品企业销售费用率 (%)	27

图 54: 上市宠物食品企业研发费用 (亿元)	27
图 55: 上市宠物食品企业研发投入占比 (%)	27
图 56: 2023 年犬零食品牌使用率排名前五.....	28
图 57: 2023 年猫零食品牌使用率排名前五.....	28
图 58: 2023 年宠物主粮品牌使用率前五.....	28
图 59: 营养森林全价狗粮位列天猫榜单第 4.....	29
图 60: 麦富迪牛肉双拼粮位列天猫榜单第 7.....	29
图 61: 藻趣儿全价成犬粮蝉联京东狗干粮榜首.....	29
图 62: 超肉粒冻干双拼粮位列猫干粮榜第 5.....	29
图 63: 公司主粮产品单价变化 (元/kg)	30
图 64: 公司主粮销售数量 (万吨)	30
图 65: 公司与网易严选、顽皮旗下主粮产品系列结构对比.....	30
图 66: 麦富迪旗下部分产品上市时间.....	31
图 67: 乖宝自有品牌的持续打造增长曲线.....	31
图 68: Waggin' Train 对公司自有品牌营收贡献及占比 (亿元, %)	32
图 69: Waggin' Train 旗下在售的 5 款主要肉干产品.....	32
图 70: 公司引进的温格尔膨化机及配套技术.....	33
图 71: 弗列加特鲜肉粮与普通鲜肉粮工艺对比.....	33
图 72: 公司研发中心组织架构.....	33
图 73: 公司质量控制体系.....	34
图 74: 公司辐照中心宣传图.....	34
图 75: 公司获得全球多地区质量管理认证.....	35
图 76: 公司与凤祥食品签订战略合作协议.....	35



图 77: 麦富迪与合多家作物流公司联合声明.....	35
图 78: 乖宝与菜鸟集团推进数字化供应链.....	35
图 79: 麦富迪获批 AAA 级知名商标品牌授牌.....	36
图 80: 麦富迪品牌宣传.....	36
图 81: 公司线上平台合作时间轴.....	37
图 82: 公司线上直销收入（亿元）.....	37
图 83: 公司自主品牌双 11 销售额（亿元）.....	37
图 84: 麦富迪与弗列加特各平台粉丝数量（万人）.....	38
图 85: 公司规模以上经销商家数（家）.....	39
图 86: 公司规模以上经销商收入及占比（亿元，%）.....	39
图 87: 公司 2018-2022 年产量及销量（吨）.....	40
图 88: 公司 2018-2022 年产销量及产能利用率（%）.....	40
表 1: 部分宠物食品品牌各平台粉丝数量（单位：万）.....	23
表 2: 天猫猫狗食品品牌销售榜 Top 10.....	25
表 3: 2023 年 1-10 月抖音宠物食品 TOP10 品牌汰换榜.....	38
表 4: 募投项目使用项目情况.....	40
表 5: 超募资金项目情况.....	40
表 6: 可比公司估值.....	42

报告观点前瞻

一、如何看待宠物食品行业的发展趋势？

我们认为宠物行业依然处于发展期，从之前的单纯市场总容量高速增长逐步转为结构性增长趋势，宠物行业在法律法规、社会事件等多方面因素的作用下，整体向规范化市场迈进，目前来看，我国宠物食品行业存在三大主要驱动力：

1. **量增：**养宠人群持续增长，市场仍有扩容空间。
2. **价升：**养宠科学化规范化，宠主持持续精进倒逼宠食品牌品质化。
3. **新增长点：**一人居、新兴年轻工作族养宠人群等趋势助推猫经济崛起。

未来以上三大因素将驱动我国宠物食品市场继续增长，宠物食品精细化升级带给国产品牌跻身高端市场的机会，宠物食品的市场竞争也将从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为产品竞争、品牌竞争，最终随着行业未来逐步成熟，行业进入整合并购阶段，市场集中度将会再次向头部企业集中。

二、如何看待乖宝宠物这家公司？

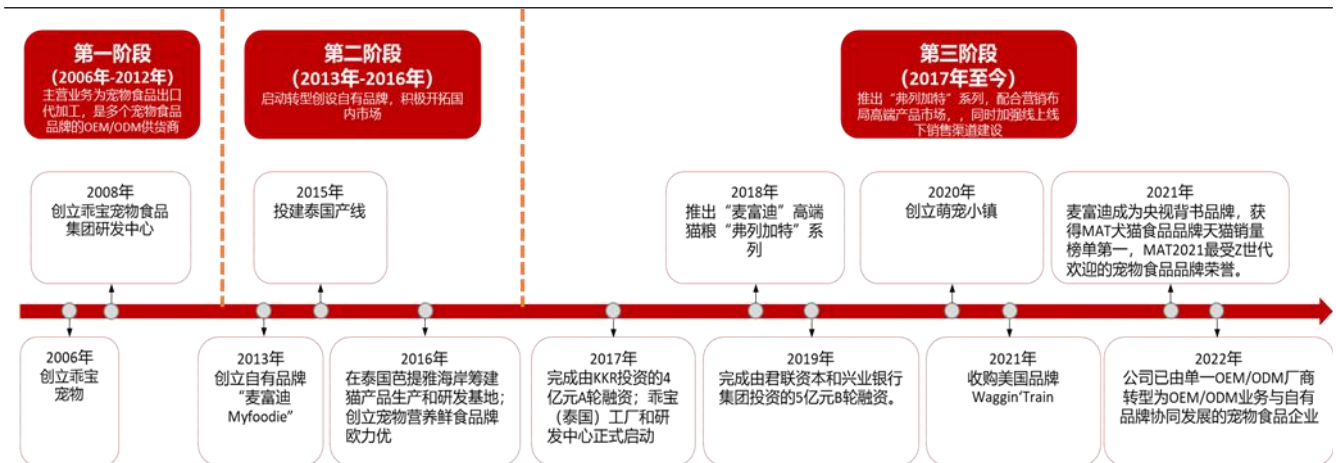
在国内宠物市场高速发展的三十年间，有宠物食品代工厂转向做自有品牌的玩家，也有品牌先行而后投资建厂的玩家，但工厂运营和品牌运营同时做好的公司则数量稀少。国产品牌升级建设同样是条艰难的道路，乖宝既做好代工厂向品牌商蜕变过程，又是国产品牌升级的领先玩家，我们看好公司在做产品和做品牌方面的专业性和公司在宠物食品赛道的稀缺性。

对于乖宝的核心问题是**麦富迪品牌的爆发能否持续？**随着营销触达、渠道开路、产品过硬、爆款核心单品打造成功、已有热销产品换代升级顺畅，目前麦富迪中端产品销售稳健，高端产品风头正劲，麦富迪品牌在宠粮市场的品牌效应正逐步建立，品牌的建立是逐步的过程，而品牌力对销量的带动亦将保持长久惯性。综上，在公司过去自有品牌从0到1的发展已经交出亮眼答卷的情况下，我们认为公司旗下麦富迪等自有品牌未来有望继续保持较高增速，公司在国内宠物食品市场中的领军地位或将进一步巩固。

1. 国内宠物食品龙头，自有品牌独当一面

海外代加工起步，成功转型国内头部自有品牌宠物食品企业。公司创立于2006年，前期主要以宠物食品的出口代加工业务为主；2013年受美国FDA检测出中国进口宠物食品有兽药残存事件影响，公司外销出口大幅减少，同年公司创建自有品牌“麦富迪”谋求发展国内市场并开始集团化运营，2018年推出“弗列加特”系列，重点发力高端猫粮市场；2021年下半年，公司收购美国知名宠物品牌 Waggin' Train，在泰国工厂及美国乖宝的基础上持续布局海外宠物食品市场。目前公司生产包括宠物零食、宠物湿粮以及宠物主粮三大类产品共计1300多个品种，实现了宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版），Wind，中国日报，江西网络广播电视台，澎湃新闻，公司官网，东方网，投资界，山西证券研究所

公司管理层深耕宠物食品行业，员工持股平台有效激励。截止2023年12月19日，秦华先生直接及间接共持有公司45.76%股份，为公司实控人，秦华先生1995-2005年间历任山东凤祥集团副总经理、总经理、副总裁，2005-2006年创立聊城乖宝宠物用品有限公司；陆续筹建山东麦富迪、宠物小镇等企业并开始集团化运营，秦总自2013年任公司董事长、总裁至今，并且公司主要管理层均具备多年的食品等相关行业经历，行业经验丰富。此外，公司设立聊城华聚、聊城华智为公司的员工持股平台，合计持股比例为2.55%，对于核心骨干成员通过股权等方式进行有效绑定与激励。

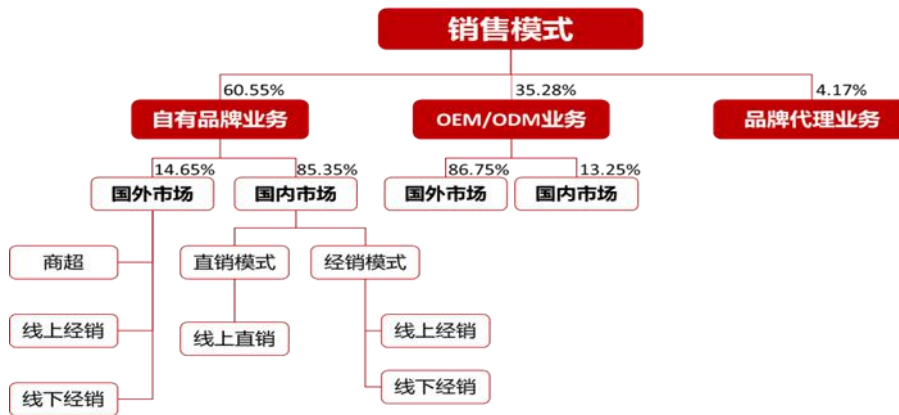
图 2：公司股权结构



资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版），Wind，山西证券研究所（*数据截至2024年3月22日）

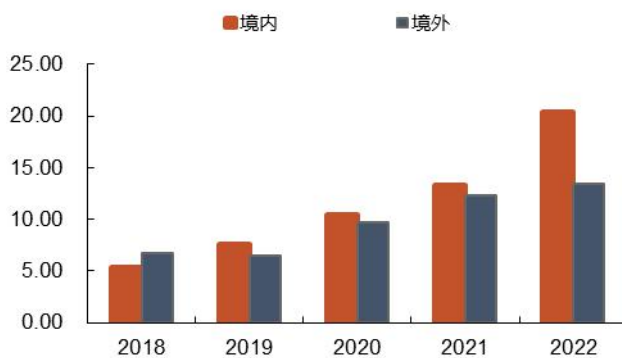
分业务板块来看，代工业务与自有品牌业务齐头并进，国内外市场均有布局。公司以OEM/ODM业务和自有品牌业务为主，其中OEM/ODM业务主要面向北美、欧洲等境外市场，是多个国际宠物食品品牌的OEM/ODM供货商；自有品牌业务主要以“麦富迪”品牌为核心覆盖国内市场，同时收购后的“Waggin' Train”继续在境外进行销售，随着麦富迪销售规模逐步增长，公司目前已由单一的OEM/ODM厂商转型为OEM/ODM业务与自有品牌协同发展的宠物食品企业。国外品牌代理业务方面，公司曾为新西兰品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”中国区域总代理商，于2023年终止代理合作。

图 3：公司 2022 年分业务销售模式及占比



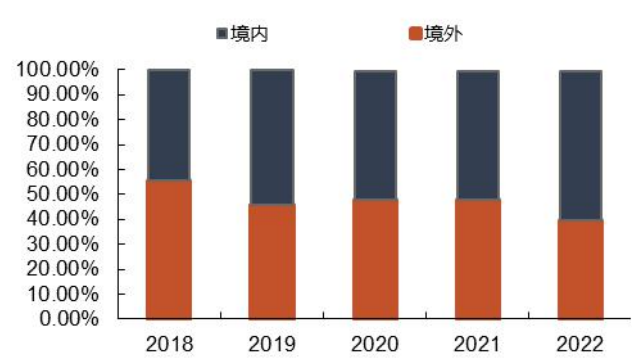
资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

图 4：公司主要产品境内外销售规模（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

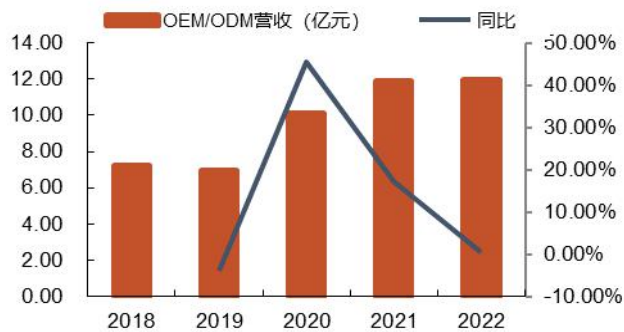
图 5：公司主要产品境内外销售结构（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

OEM/ODM 业务模式：以代工业务起家，与下游零售商合作密切。自 2014 年与沃尔玛开始合作后，公司与其保持良好稳定的合作关系。根据公司招股书，2020-2022 年公司第一大客户均为沃尔玛，且销售金额逐年增加，2022 年向沃尔玛销售金额为 5.19 亿元，同比增长 14.11%，占公司全年营收的 15.29%。而 Central Garden & Pet Company 为美国宠物食品品牌运营商，2020-2022 年一直为公司前五大客户，公司与境外零售商、品牌运营收等海外客户合作稳中有进。

图 6：OEM/ODM 业务营收及增速（亿元，%）



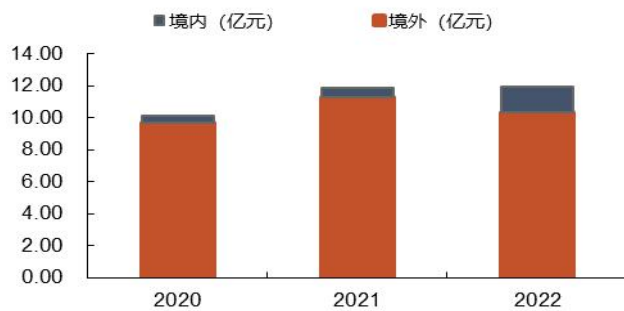
资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

图 7：OEM/ODM 业务毛利率（%）



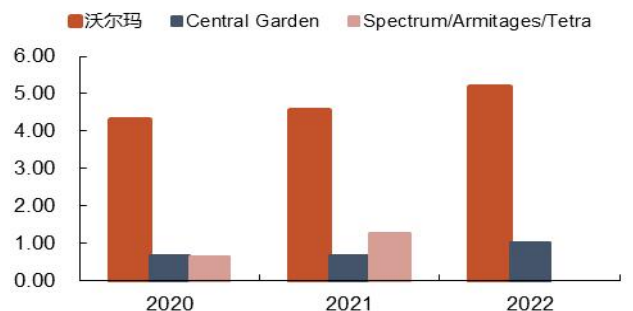
资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

图 8：公司 OEM/ODM 业务分区域营收（亿元）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

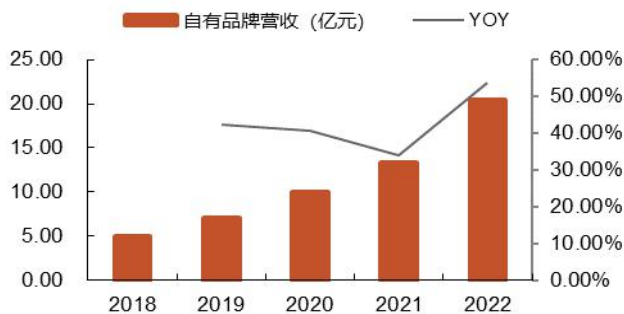
图 9：公司对前五大客户中海外客户销售额（亿元）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

自有品牌业务模式：麦富迪品牌成为中流砥柱，收购 Waggin' Train 拓展境外高端市场。随着公司旗下麦富迪等品牌知名度提高和影响力增加，公司自有业务营收持续增长，2021 年收购雀巢普瑞纳旗下美国高端犬用宠物食品品牌 Waggin' Train 后，新增沃尔玛及其下属的 Sam's Club、BJs WholesaleClub 等大型零售连锁商超等境外商超渠道，自有品牌业务整体营收占比超过 50%，公司 2022 年自有品牌销售收入合计达 20.46 亿元，占比达到 60.55%。2020-2022 年自有品牌销售收入年均复合增长率达 43.53%，同时，随着公司直销渠道占比提升、麦富迪旗下产品结构逐渐向中高端靠拢以及 Waggin' Train 系列对产品单价的抬升作用，公司自有品牌业务毛利率水平不断提升，由 2018 年的 37.65% 提升至 2022 年的 43.84% 水平。

图 10: 自有品牌业务营收及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司招股书注册稿 (2023 年 5 月版) 及申报稿 (2021 年 12 月版), 山西证券研究所

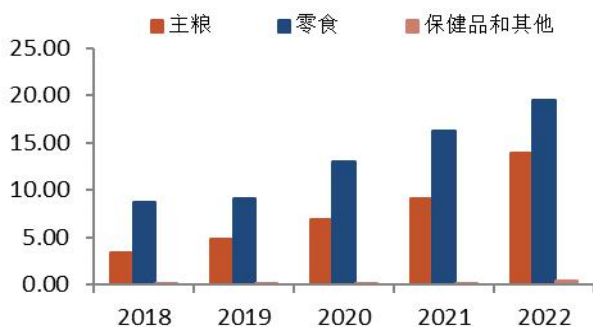
图 11: 自有品牌毛利率 (%)



资料来源: 公司招股书注册稿 (2023 年 5 月版) 及申报稿 (2021 年 12 月版), 山西证券研究所

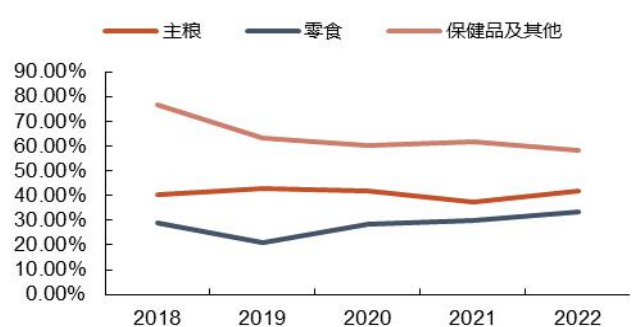
分产品来看, 主粮产品高端化劲头正盛, 零食产品保持高增长。公司主要产品包括科学营养配方的主粮系列, 以畜禽肉、鱼肉等为主要原料的零食系列以及含冻干卵磷脂、乳酸钙等功能原料的保健品系列等。零食产品作为公司早期 OEM/ODM 业务的主要销售产品以及自有品牌的前期主力产品, 一直为公司营收第一大品类, 并保持较为快速增长, 2022 年公司零食产品收入为 19.54 亿元, 5 年年复合增长率为 22.20%。受益于“麦富迪”品牌影响力的不断扩大, 公司主粮产品近五年来增长迅速, 2022 年公司主粮产品营收为 13.88 亿元, 5 年年复合增长率为 42.15%。此外随着弗列加特等高端系列产品市场认可度提升, 销量打开, 带动公司主粮产品平均单价有所上涨, 2022 年公司主粮平均销售价格同比增长 26.84%, 主粮产品毛利率增长至 2022 年 41.92%较高水平, 主粮产品成为公司重要的利润增长点。

图 12: 公司主要产品品类营收 (亿元)



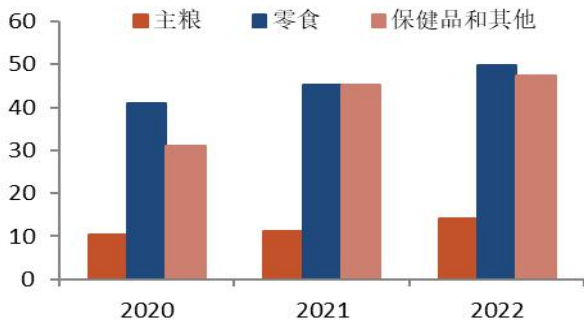
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 13: 公司主要产品品类毛利率 (%)



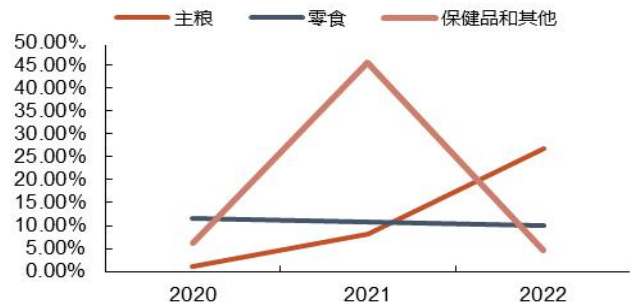
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 14：公司各产品类别平均销售价格（元/千克）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

图 15：公司各产品类别平均销售价格同比变动(%)



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

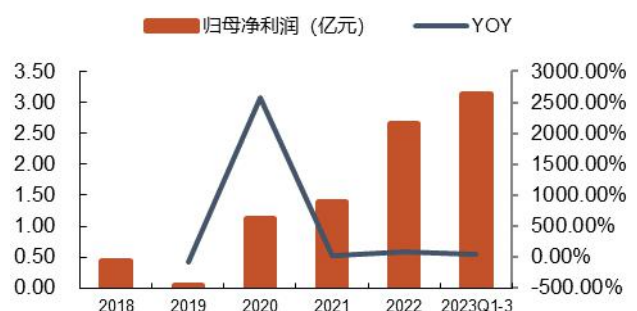
自有品牌带动公司营收保持高增速，盈利能力逐步提升。随着“麦富迪”为首的公司自有品牌销量不断走高，公司近年来营收保持高增速，营业收入由 2018 年 12.21 亿元增长至 2022 年 33.98 亿元水平，5 年复合增长率为 29.15%，2023 年前三季度营收为 31.12 亿元，同比增长 25.11%。利润端 2018-2022 年公司归母净利润由 0.45 亿元增长至 2.67 亿元，5 年复合增长率为 56.47%，随着 2023 年海外市场去库存过程进入尾声，公司业绩边际向好，根据公司披露的业绩预告，2023 年预计实现归属上市公司股东净利润区间为 4.10-4.40 亿元，同比增长 53.63%-64.87%。得益于麦富迪“barf”、“弗列加特”等系列产品的高端化策略，公司毛利率/净利率有所提升，2023 年前三季度公司销售毛利率为 35.77%，同比增加 4.07 个百分点；销售净利率为 10.13%，同比增加 1.47 个百分点。

图 16：公司营收及增速（亿元，%）



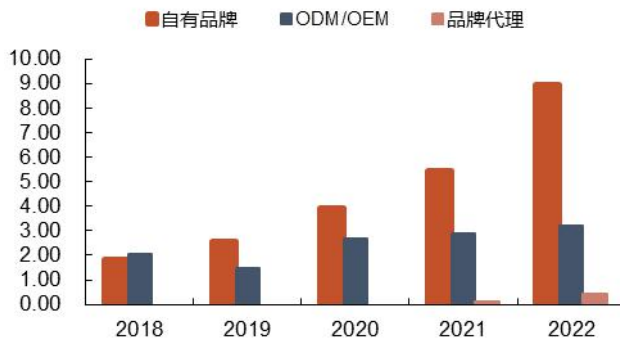
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：公司归母净利润及增速（亿元，%）



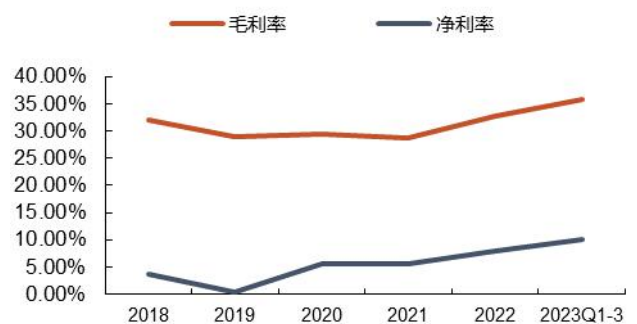
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：公司分业务毛利情况（亿元）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

图 19：公司毛利率/净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

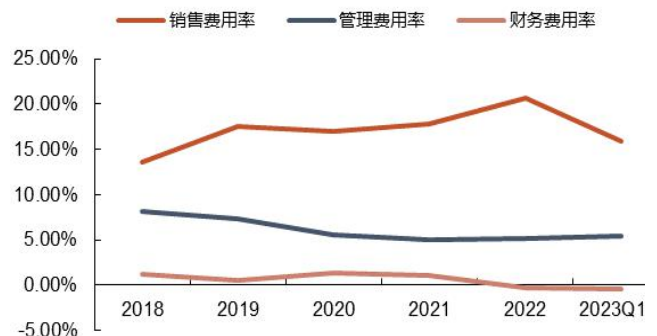
坚定费用投放，周转能力优于行业平均。费用方面来看，公司销售费用长期高于行业，其中主要是由于公司国内自有品牌收入体量较高，且近年来公司推出弗列加特等高端产品线，对应营销等费用投入大。2022 年公司销售费用为 7.00 亿元，同比增加 52.46%，2018-2022 年公司销售费用年复合增长率为 34.41%。运营方面来看，公司 2022 年存货周转率为 3.46 次，处于行业相对偏低水平，主要是受 2021 年度公司收购 Waggin' Train 品牌后因运输周期延长等因素的影响，相应增加了备货量，拉低了存货周转率；2022 年公司应收账款周转率为 20.61 次，同比有所提升，公司境外客户占比相对较低，应收账款周转率处于行业上游水平。

图 20：公司 2018-2022 年销售费用（亿元）



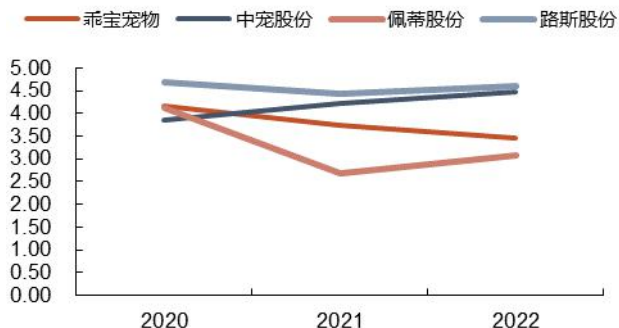
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：公司各项费用率（%）



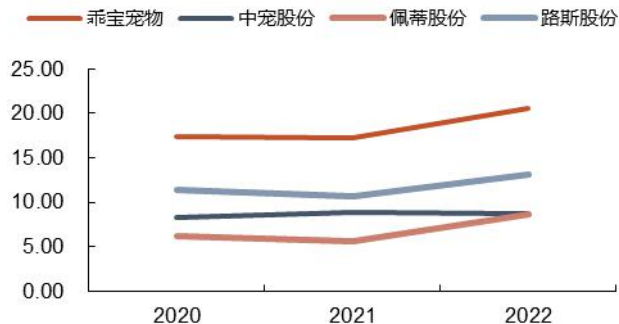
资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

图 22：公司存货周转率（次/年）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），
山西证券研究所

图 23：公司应收账款周转率（次/年）



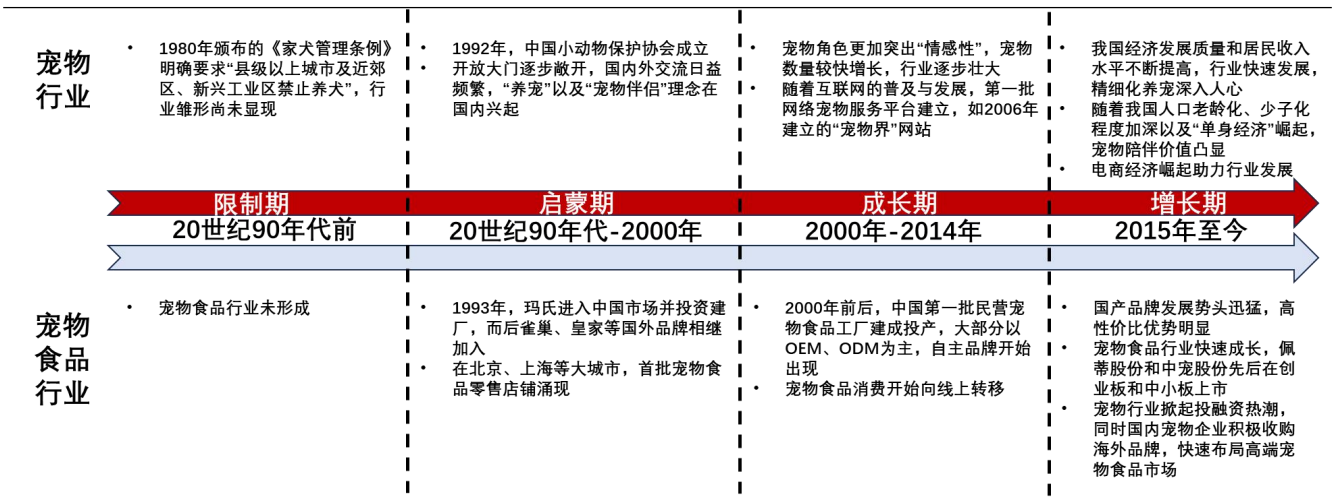
资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），
山西证券研究所

2. 宠物食品行业依旧处于发展期，国产品牌异军突起

2.1 行业概况：宠物食品行业仍处于发展期，宠物吃穿玩用行业标准逐步建立

宠物行业从无到有发展，宠物食品行业同步成长。我国宠物行业从无到有共经历了四个发展阶段。**限制期（20 世纪 90 年代前）**：1980 年，我国颁布《家犬管理条例》，其中对城市区域养犬做出了明确禁止的规定，当时宠物行业尚未形成；**启蒙期（20 世纪 90 年代-2000 年）**：随着我国对外开放事业的逐步推进，“养宠”以及“宠物伴侣”理念在国内兴起，玛氏、雀巢、皇家等国外品牌先后进入中国宠物食品市场；**成长期（2000 年-2014 年）**：在海外需求的带动下，以代工生产为主的国内宠物食品行业产能快速扩张，同时顽皮、麦富迪等自主品牌涌现；**增长期（2015 年至今）**：受居民收入水平提升、独居与丁克群体增加、电商经济崛起等多重因素影响，宠物行业规模迅速扩大，带动宠物食品行业步入快速发展阶段，国产品牌以高性价比优势迅猛发展，2022 年全国宠物饲料年产量为 123.7 万吨，2018-2022 年年复合增长率为 11.86%。

图 24：我国宠物行业及宠物食品行业发展历程



资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版），澎湃新闻，真数，山西证券研究所

图 25：中国宠物饲料年产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会，山西证券研究所

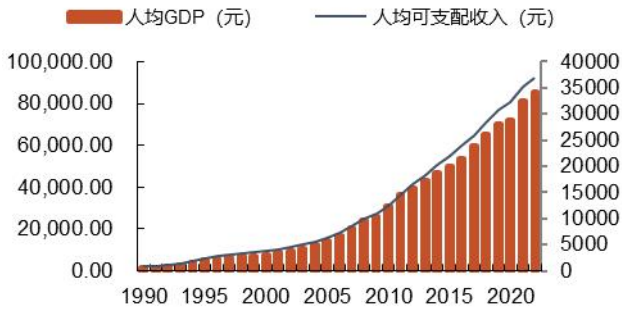
图 26：中国宠物食品市场规模（亿元）



资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书——乘“它”经济之风扶摇直上》，山西证券研究所（注：2026年数据为预测数据）

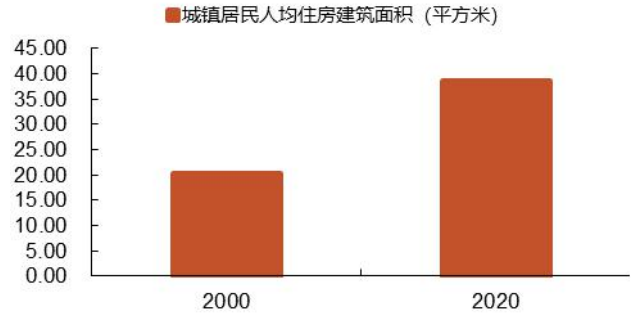
我国宠物食品行业由行业整体性高速增长转向结构性增长模式。随着我国人均GDP、人均可支配收入以及城镇居民人均住房建筑面积的提升，我国宠物消费行业规模快速增长，根据中国宠物行业白皮书数据，2013-2022年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模年复合增长率为18.16%，高于国内人均可支配收入增速。2022年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2706亿元，同比增长8.67%，同时宠物食品子品类渗透率相比2021年进一步提高，宠物主粮/零食/营养品渗透率分别达到95.7%/84.7%/66.1%。

图 27：我国人均 GDP（左轴）及可支配收入（右轴）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 28：我国城镇居民人均住房建筑面积（平方米）



资料来源：国家统计局，第一财经，山西证券研究所

图 29：城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：乖宝宠物招股书注册稿（2023 年 5 月版），中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 30：2023 年宠物行业各子品类消费占比（%）

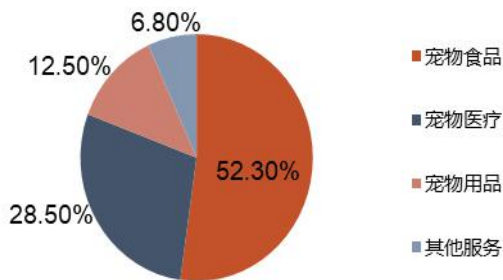
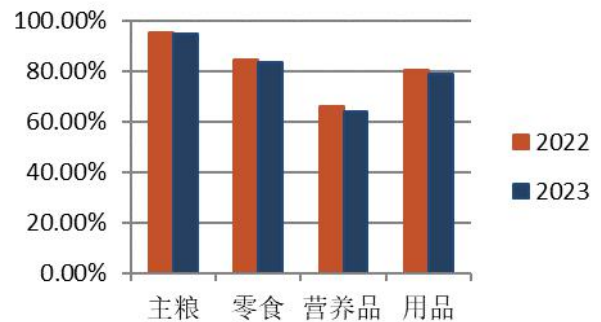


图 31：宠物食品用品渗透率（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西
证券研究所

资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西
证券研究所

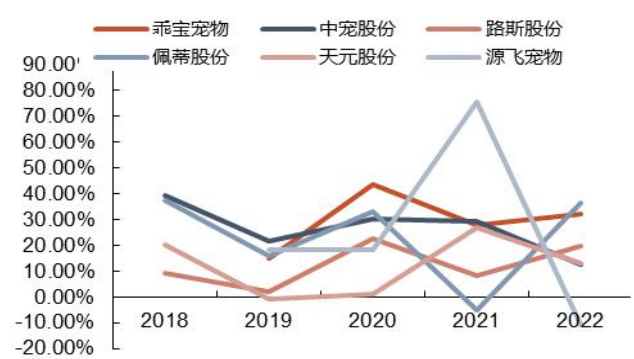
我国宠物行业整体高速发展期接近尾声，进入结构性发展期。当前转变具体表现在：1. 宠物食品增速放缓，而宠物医疗、宠物美容以及其他宠物服务增长迅速；2. 宠物食品子品类中，主粮增速放缓，而零食、营养品等其他渗透率相对较低的品类仍保持高增长；3. 头部优质产能继续扩张，低端产能开始出清；4. 宠物品种中，犬相关产品增速放缓，猫相关产品保持强劲增长等方面。

图 32：城镇宠物（犬猫）消费市场规模同比增速



资料来源：乖宝宠物招股书注册稿（2023 年 5 月版），
中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 33：宠物行业上市公司业绩增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

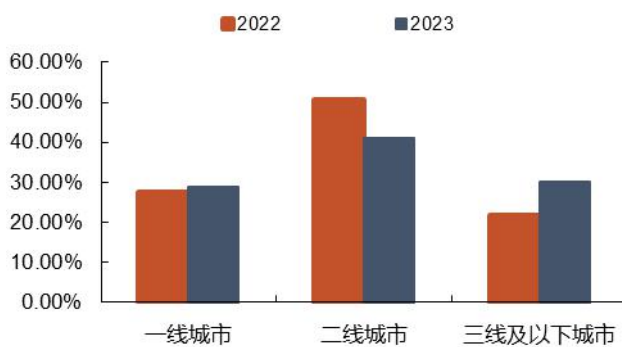
2.2 行业特性：宠物主粮食品属性强，干粮湿粮种类繁多

宠物主粮以农产品为原料加工而来，下游品牌商享有产品溢价。根据我国现行的《宠物饲料管理办法》中定义，宠物食品是指经工业化加工、制作的用以饲喂宠物的食品，被归为饲料的其中一种。但和饲料不同的是，以犬粮、猫粮为代表的宠物主粮蛋白及脂肪含量更高，蛋白来源中动物蛋白占比更高以迎合犬猫的进食习性，因此宠物主粮中多以禽肉、水产作为蛋白及脂肪来源，原材料供应商一般为禽类养殖屠宰企业。宠物主粮一般分为干粮和湿粮，干粮价格及成本相对较低，因此销量占比较高，湿粮更加复原鲜肉特性，含水量较高，相对应的价格更高。纵观宠物主粮产业链，整个链条的毛利水平最高部分来自于下游零售产品的因品牌、功能性添加剂等因素带来的产品溢价。

2.3 行业趋势：由吃饱转向吃好观念转变促进宠物食品精细化升级，猫经济为宠物食品行业持续扩容

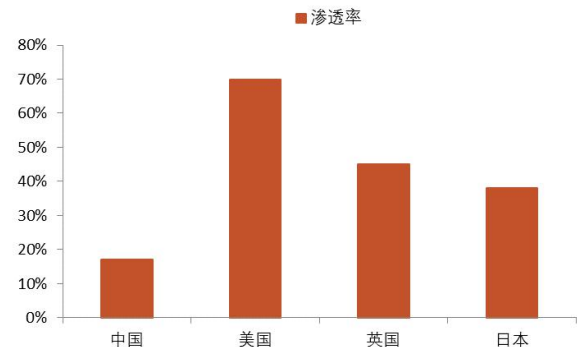
量增：养宠人群持续增长，市场仍有扩容空间。根据中国农业大学动物医学院研究，当一个国家人均 GDP 达到 3000-8000 美元，宠物产业就会快速发展。2011 年我国人均 GDP 超过 5000 美元，2019 年超过 1 万美元，在此期间国内宠物行业获得长足发展。放眼国内，一线至四线城市的居民养宠趋势亦符合这个规律，2022 年中国宠物行业白皮书显示，其中二三线城市（22.1%/23.6%）一年以内的新晋宠物主占比远高于一线城市（15.2%），养宠趋势继续下沉，宠物市场渗透率不断提升，二三四线城市的养宠规模持续增长，同时随着更多新晋宠物主对科学饲养商品粮的认知提升，我们认为对宠物食品的需求将进一步释放。

图 34：宠物主城市线分布占比（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 35：中美英日 4 国宠物市场渗透率（%）



资料来源：山东省发改委，齐鲁壹点，山西证券研究所

图 36：宠物主养宠时间分布（%）

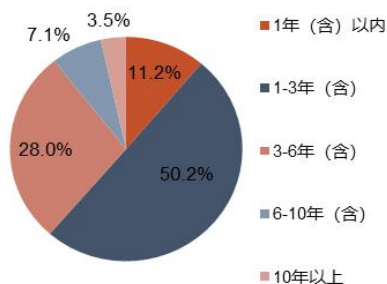
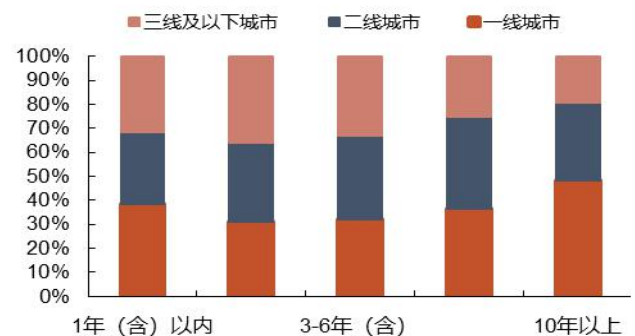


图 37：不同养宠时间段宠物主城市线分布（%）

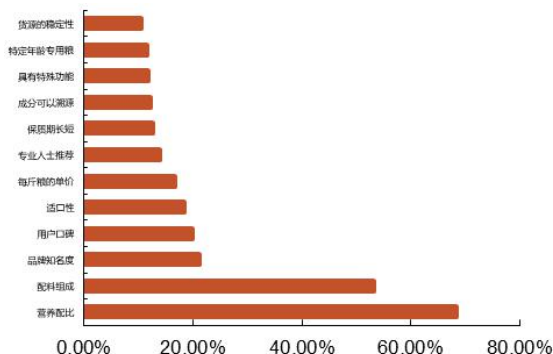


资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西
证券研究所

资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西
证券研究所

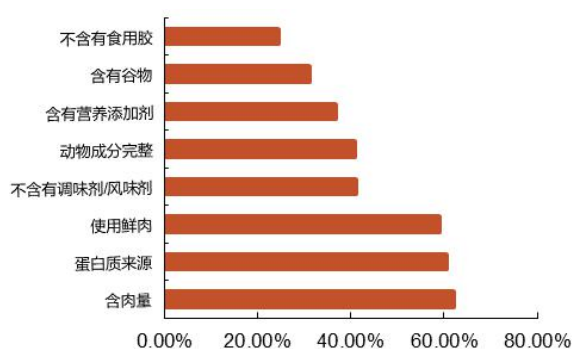
价升：养宠科学化规范化，宠主持续精进倒逼宠食品牌品质化升级。随着愈来愈多的宠物主把生活重心倾向自身宠物，其对喂养的标准也由吃饱转向吃好，宠物食品的品质成为宠物主最为关心的因素，根据 2023-2024 年中国宠物白皮书数据，当前消费者对于主粮最关注的两个因素是营养配比（68.4%）、配料组成（53.3%），远高于品牌知名度（21.2%）等外部因素。此外社交媒体以及网络社群上海量的宠物相关内容能够有效地进行二次消费者教育，宠物主自身养宠水平和对宠物食品的认知不断提升，宠物主对于配料组成的主要关注重点也是集中于蛋白组分的维度：含肉量（62.1%）/蛋白来源（60.4%）/使用鲜肉（59.1%）。对应到产品端，品质更优良的高端宠物主粮销售额的增速明显高于中低端产品，养宠规范化品质化趋势带动高端宠物主粮增长。

图 38：2023 年消费者对主粮消费决策因素（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西
证券研究所

图 39：宠物主对配料组成的关注因素（%）

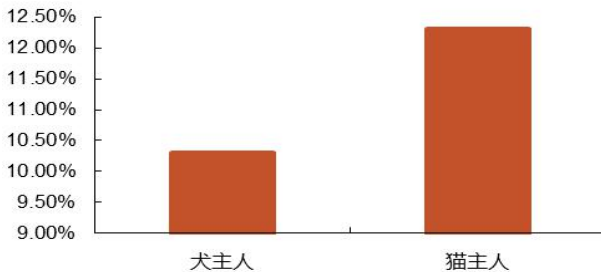


资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西
证券研究所

新增长点：一人居、新兴年轻工作族养宠人群等趋势助推猫经济崛起。随着单身率持续走高、上班族对宠物情感价值和陪伴需求的提升以及猫的生活习性和宅属性更加匹配等因素叠加，猫相较犬类成为新晋宠物主更受欢迎的品类，2023 年新增猫主人（12.30%）占比高于犬主人（10.30%），猫主人的消费意愿更强、对价格相对较贵的湿粮以及其他高端猫粮的接受程度更高。从宠物主粮购买偏好上来看，价格较高的烘焙粮和湿粮更受猫主人的青睐；从宠物主粮销售结构上来看，中端猫粮占据主要市场，同时高端猫粮销量增长表现要优于中低端猫粮，猫经

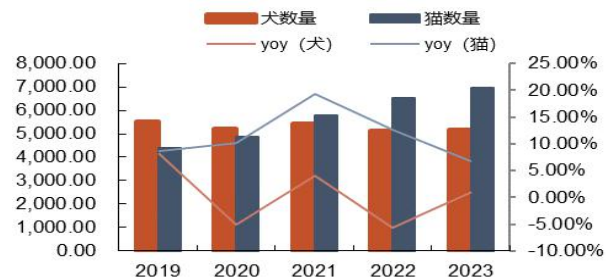
济带来的高端消费是进一步推动我国宠物食品市场增长重要增长点。

图 40：2023 年犬主人、猫主人新增养宠占比（%）



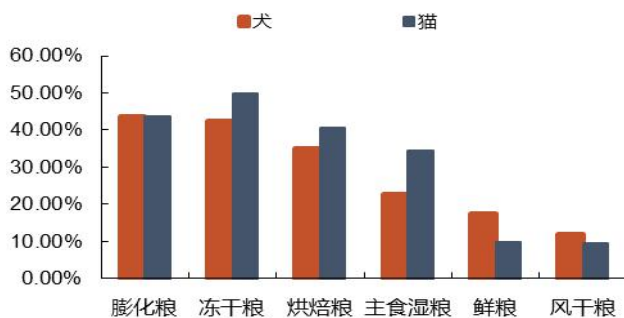
资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 41：城镇宠物（犬猫）数量变化（万只）



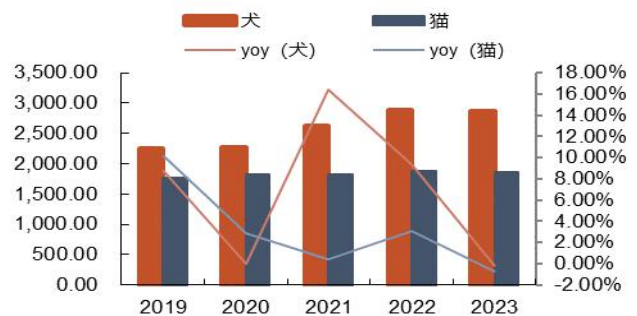
资料来源：2022 年中国宠物消费报告，2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 42：2023 年犬猫宠物主主粮购买偏好（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 43：2023 年城镇宠物犬猫单只年均消费额（元）



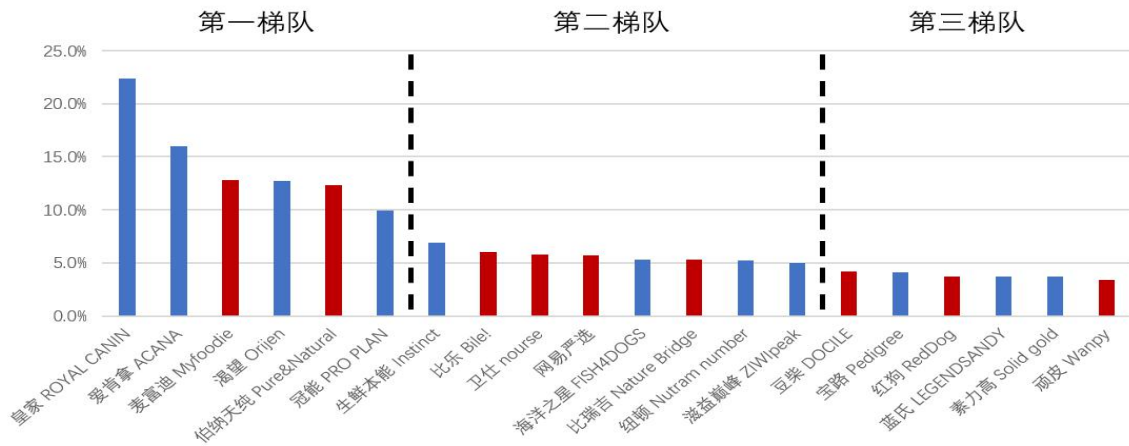
资料来源：2022 年中国宠物消费报告，2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

2.4 竞争格局：营销+产品共同发力，国产宠食品牌品质化精进，群雄逐鹿

宠物主粮市场格局分散，新兴国产品牌积极涌入。根据中国宠物行业白皮书数据来看，我国宠物主粮集中度偏低，使用频率较高的主粮品牌依旧是以皇家、爱肯拿以及渴望等进口品牌为主，而麦富迪和伯纳天纯是第一梯队中的唯二国产品牌，第二梯队中 instinct、海洋之星以及 ZIWI peak 等进口品牌与比乐、卫仕以及网易严选等国产品牌互为犄角之势，第三梯队后的宠物主粮品牌主要由相对较为小众的进口及国产品牌构成，此外也包括了新兴或区域性国产宠

粮品牌等，宠物主粮行业当前仍处于群雄逐鹿阶段。

图 44：宠物主粮品牌使用频率 Top20（红色为国产品牌）



资料来源：2022 年中国宠物消费报告，山西证券研究所

对标美国市场，我国宠粮集中度偏低，未来集中度将向头部企业集中。借鉴宠物行业成熟市场的发展历程能够看到，我国宠物食品市场集中度呈现出“高-低-高”的发展特点，在宠物行业前期，玛氏、雀巢等国际食品巨头进入中国市场，话语权主要被国际巨头把持。行业快速发展时期，国产品牌不断推陈出新，宠物食品的市场竞争也从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争。最终随着行业未来逐步成熟，行业进入整合并购阶段，市场集中度将会再次向头部集中。

乘互联网东风及电商热潮，国产品牌快速迭代，抢占进口品牌份额。我国宠物食品企业多以代工起家，因此在早期，自主品牌更多以中低端产品为主，品牌效应尚未完全建立，突出性价比来抢占市场份额，而外资品牌进入中国市场，凭借电视、杂志等渠道高举高打，树立起品牌自身“科学养宠教育者”的身份，品牌充分曝光的同时建立起自身品牌效应。而随着国内互联网社交平台以及电商的兴起，国内消费者逐步倾向于通过线上渠道购买宠物食品，国产品牌通过本土化营销优势、迅速线上渠道建设以及产品差异化竞争等形式提升品牌势能，不断占领进口品牌在中高端价位的市场份额。

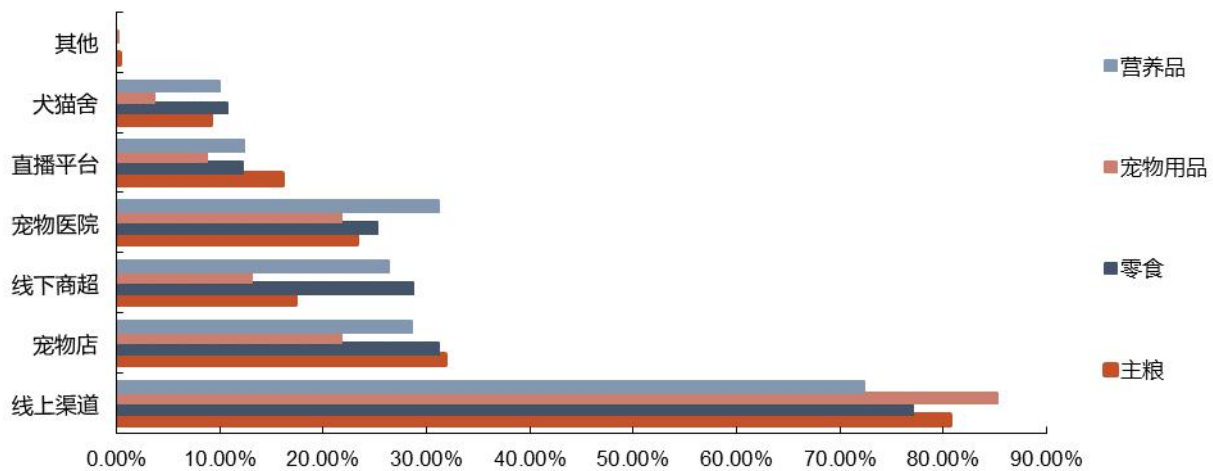
表 1：部分宠物食品品牌各平台粉丝数量（单位：万）

	天猫旗舰店	京东自营	抖音官方号	小红书官方号	微博官方号
网易严选	393.2	437.4	166.5	1.5	42.2

	天猫旗舰店	京东自营	抖音官方号	小红书官方号	微博官方号
麦富迪 Myfoodie	257.4	778.5	66.5	3.1	18.6
皇家 ROYAL CANIN	230.5	684	104.3	<1	95.1
卫仕 nourse	154.8	503.4	105.5	2.8	8.6
冠能 Pro Plan	102.9	215.6	6.8	1.4	-
比乐 Bile!	72.6	5.7	5.9	1.9	16.9
顽皮 Wanpy	71.2	341.4	21	1.6	10.7
伯纳天纯 Pure&Natural	46.2	823	24.8	1.6	3.1
生鲜本能 Instinct	34.2	3.2	0.6	2	23
渴望 Orijen	11	17.6	8.1	<1	<1
爱肯拿 ACANA	8	11.9	7.3	<1	<1

资料来源：天猫，京东，抖音，小红书，微博，山西证券研究所搜集整理（数据截至 2024 年 3 月 22 日，标红为国产品牌）

图 45：线上渠道为宠物食品主要购买渠道



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

双十一活动国产宠物食品品牌表现亮眼，热度超过进口品牌。根据星图数据发布的报告显示，天猫、京东两大平台在双 11 期间宠物食品销售总额为 48 亿，其中天猫 24.96 亿元，京东 18.24 亿元。根据近两年天猫官方发布的双 11 猫狗食品品牌销售榜，国产品牌占据 23 年销售榜单前 6 名中 5 席，较 22 年有明显提升，成为双 11 期间猫狗食品品牌的主力军。23 年新上榜的品牌为诚实一口、鲜朗、伯纳天纯和素力高，其中除素力高外均为国货品牌，进口品牌渴望和 instinct 排名下滑，爱肯拿及 ZIWI 跌出榜单，国货品牌在电商活动中表现出极强竞争力。

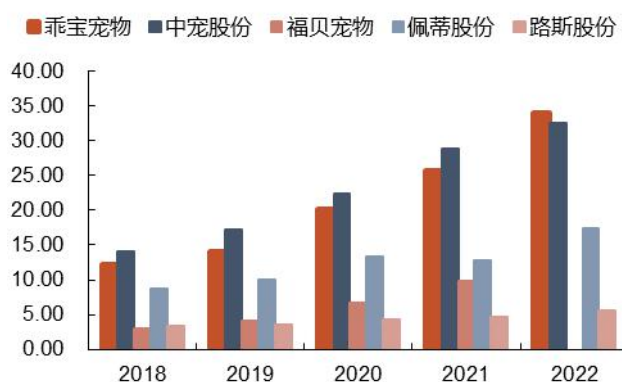
表 2：天猫猫狗食品品牌销售榜 Top 10

天猫猫狗食品品牌销售榜 Top 10 (*标红为国产品牌)			
排名	2023 年双 11	排名变化	2022 年双 11
1	MYFOODIE/麦富迪	持平	MYFOODIE/麦富迪
2	ROYAL CANIN/皇家	持平	ROYAL CANIN/皇家
3	LEGEND SANDY/蓝氏	↑7	Orijen/原始猎食渴望
4	诚实一口	新上榜	网易严选
5	鲜朗	新上榜	ACANA/爱肯拿
6	网易严选	↓2	Instinct
7	Instinct	↓1	ZIWI
8	Orijen/原始猎食渴望	↓5	Alfie&Buddy/阿飞和巴弟
9	Pure&Natural/伯纳天纯	新上榜	Nourse/卫仕
10	Solid Gold/素力高	新上榜	LEGEND SANDY/蓝氏

资料来源：宠业家，山西证券研究所 (*标红为国产品牌)

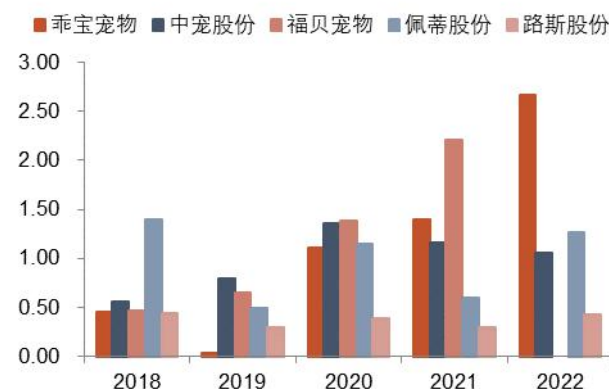
自有品牌强力崛起带动公司整体规模，境外业务保持增长。从公司整体营收规模来看，国内上市宠物食品用品企业中，乖宝以 2022 年 33.98 亿元营收居首，中宠次之，乖宝和中宠凭借自有品牌近年来的快速成长，境内销售规模不断增加，带动公司整体规模及营收进一步提升。出口业务方面，以 OEM/ODM 为主要模式的境外业务依然是各大宠物食品用品企业的重要收入构成，境外业务销售规模在 2018-2022 年基本保持增长，同时如乖宝、中宠等企业陆续通过收购品牌等方式布局试水海外中高端市场，出口业务格局相对较为平稳。

图 46：上市宠物食品企业营收对比（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 47：上市宠物食品企业归母净利润对比（亿元）



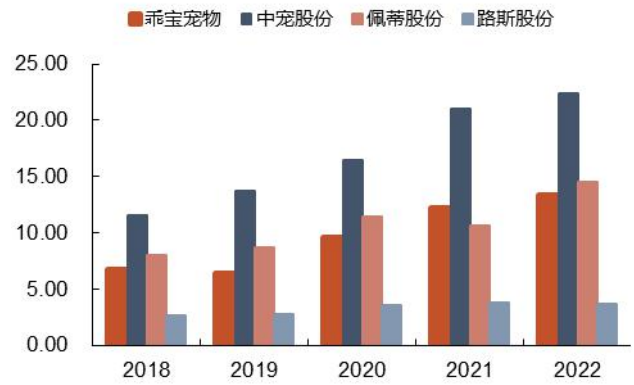
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 48：上市宠物食品企业境内销售规模（亿元）



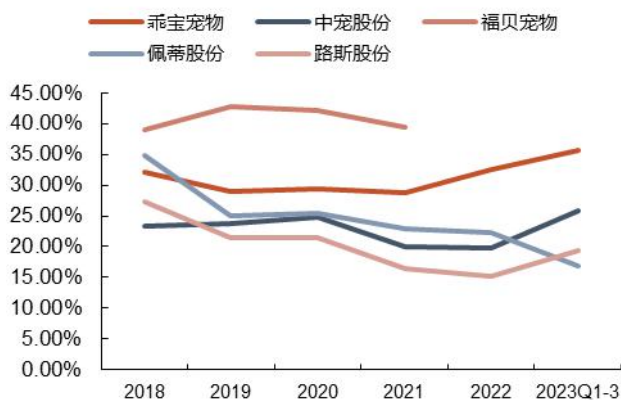
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 49：上市宠物食品企业境外销售规模（亿元）



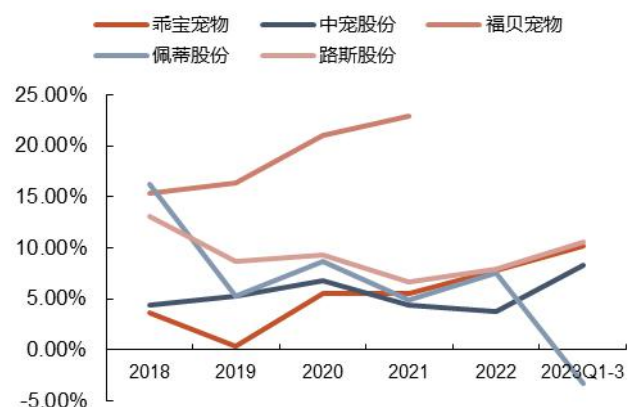
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 50：上市宠物食品企业毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

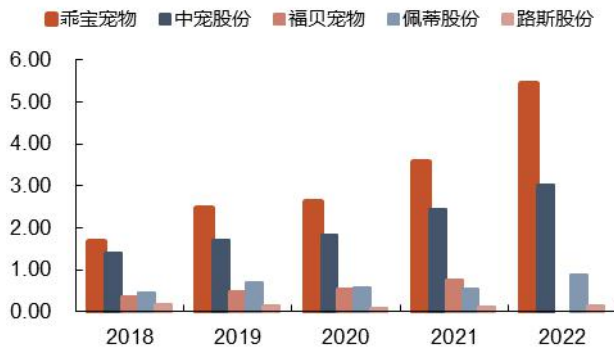
图 51：上市宠物食品企业净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

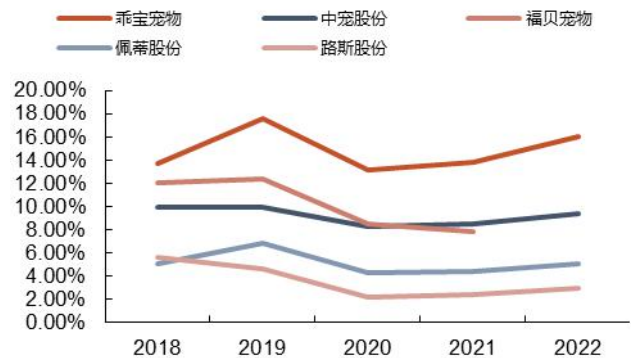
营销费用持续高投入，研发费用占比相对稳定。乖宝、中宠、福贝以及佩蒂等重点发展自有品牌国内销售业务的宠物食品企业销售费用比较高，主要是由于当前国内的宠物行业以及宠物食品行业仍处于高度竞争状态，消费者认知尚未完全成熟，宠食品牌尤其是国产品牌需要投入大量营销费用保持品牌热度并占领消费者心智，品牌建设需要企业经年累月地不断投入。此外，由于宠物食品技术门槛相对不高，其中主粮产品技术壁垒相较零食等品类较高，因此上市宠物食品企业近年以发展主粮业务为主，各家研发投入占比较为稳定，各家宠物食品企业基本维持在 2% 左右水平。

图 52：上市宠物食品企业销售费用（亿元）



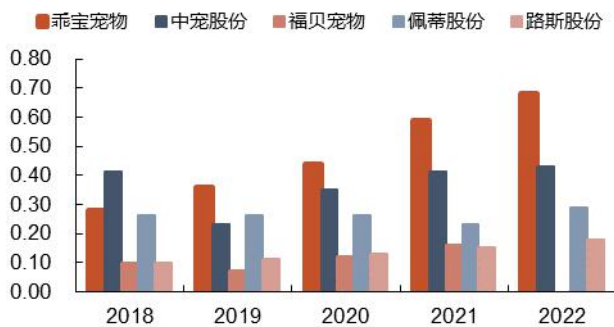
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 53：上市宠物食品企业销售费用率（%）



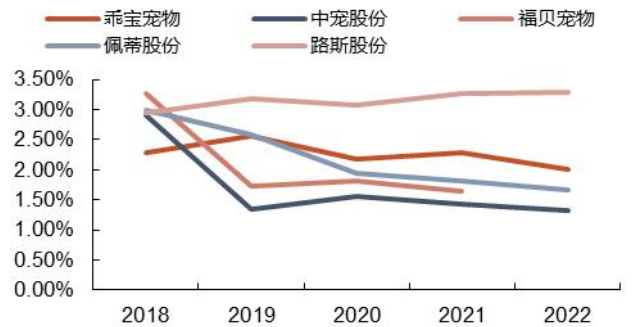
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 54：上市宠物食品企业研发费用（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 55：上市宠物食品企业研发投入占比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

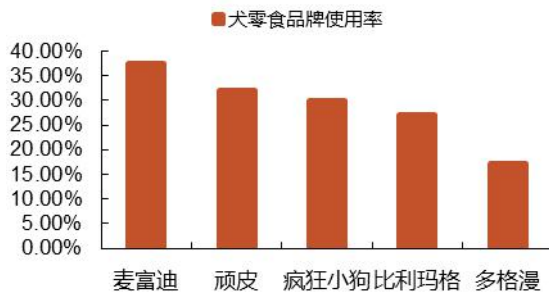
3. 以技术和品质领航，发力渠道与营销，打造国货宠物食品领军品牌

3.1 产品为王，旗下产品持续升级扩充，打造品牌增长曲线

宠物零食产品起步，稳扎稳打扩充品牌矩阵。公司经历了宠粮产品市场不断扩展，产品类别快速扩充，业务规模持续增长，消费者口碑逐渐提升的发展历程。公司自有品牌以代工业务成熟的宠物零食起步，2015 年成为国内宠物零食销量第一，同年推出新品类双拼粮及“藻趣儿”等主粮产品，拓展主粮赛道，近年来公司产品聚焦“高鲜肉”以及“生骨肉”等概念，通过弗列加特以及 barf 系列产品立足中高端市场，产品覆盖低中高全价格带，麦富迪系列产品力逐步被认可。分品类来看，麦富迪 2023 年在犬猫零食品类使用率均分列全品牌第一，保持在

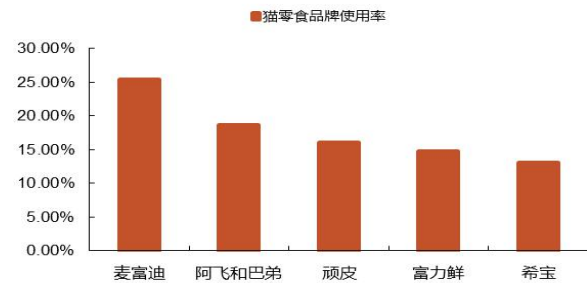
零食领域的领头优势；在主粮品类位居第3，仅次于爱肯拿及皇家，位居国内自有品牌第一。

图 56：2023 年犬零食品牌使用率排名前五



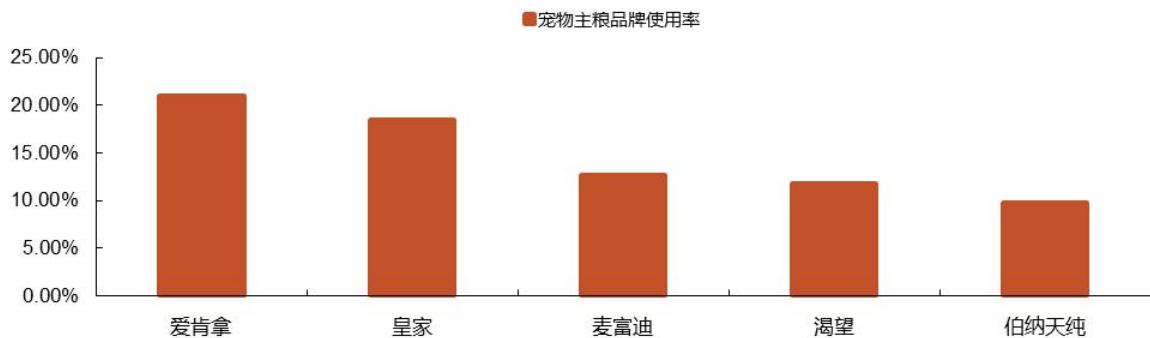
资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 57：2023 年猫零食品牌使用率排名前五



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 58：2023 年宠物主粮品牌使用率前五



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

以品质为根本，中端及经济型产品基本盘稳。乖宝作为海外宠粮头部代工厂以及多年来自有工厂的稳定出品，市场广泛认可其产品品质有保障，麦富迪中低端价格带产品突出“性价比+稳定”特点，营养森林系列主打实惠及自有工厂的品质保障，面向下沉市场；旗下双拼粮推出后凭借其高蛋白以及高性价比迅速成为爆款，围绕双拼粮推出牛肉双拼粮、超肉粒冻干双拼粮等系列产品，双拼系列持续扩容。目前营养森林系列全犬期狗粮和牛肉双拼粮分别位列天猫榜单狗主粮年度榜第4名以及第7名；截至2024年1月24日，藻趣儿全价成犬粮蝉联京东狗粮榜首超过40天。

图 59：营养森林全价狗粮位列天猫榜单第 4



资料来源：天猫，山西证券研究所

图 60：麦富迪牛肉双拼粮位列天猫榜单第 7



资料来源：天猫，山西证券研究所

图 61：藻趣儿全价成犬粮蝉联京东狗干粮榜首



资料来源：京东，山西证券研究所

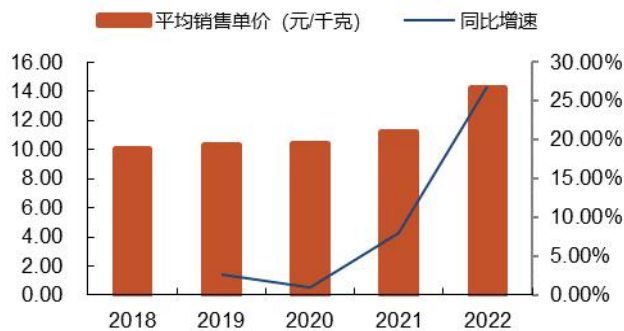
图 62：超肉粒冻干双拼粮位列猫干粮榜第 5



资料来源：京东，山西证券研究所

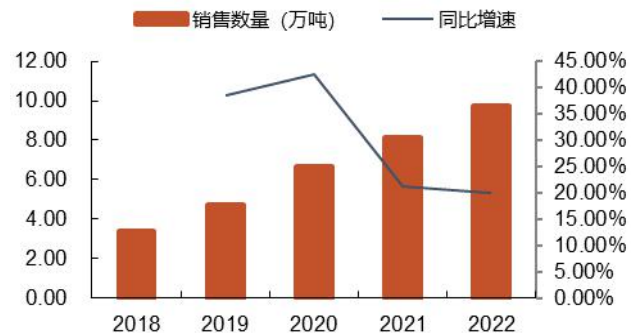
以创新为驱动,持续品类出新打开高端市场。公司意识到前期在高端市场开发不足的短板,近年开始发力高端市场,2018年推出“麦富迪”旗下高端猫粮产品线“弗列加特”,秉持“以鲜肉为原料,不使用肉粉”的产品理念,主打“鲜”理念,成功进入并立足高端猫粮食品价格带;2021年推出主打高动物原料占比和符合动物天性的“barf霸弗”系列,通过突出 BARF 生骨肉标签与当下流行的生骨肉天性喂养观念相契合。随着弗列加特以及 barf 等系列产品销量逐步打开,麦富迪品牌向上占位高端价位产品线,带动公司主粮产品单价在 2021-2022 年显著提高,2022 年公司主粮产品平均销售价格为 14.27 元/千克,同比增长 26.84%,公司主粮产品实现量价齐升。

图 63：公司主粮产品单价变化（元/kg）



资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版）及申报稿（2021年12月版），山西证券研究所

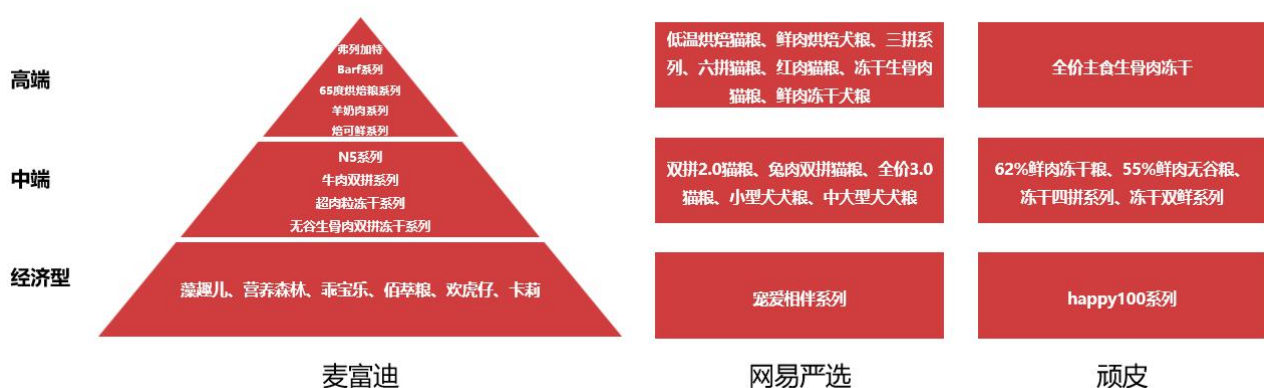
图 64：公司主粮销售数量（万吨）



资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版）及申报稿（2021年12月版），山西证券研究所

麦富迪品牌形象不断集中于中高端产品线，品牌调性逐步提升。通过公司旗下产品包装及产品线规划能够看到，麦富迪旗下早期的中低端粮多以“佰萃粮”、“藻趣儿”等产品系列 logo 进行标识，而中高端产品基本以“麦富迪 logo”+“产品系列”进行标识，如“Myfoodie 麦富迪双拼粮”、“Myfoodie 麦富迪 barf 系列”。近年来通过中高端产品扭转消费者认知，强化“Myfoodie 麦富迪”主品牌，形成了以麦富迪为核心的自有品牌梯队，提升品牌整体调性。

图 65：公司与网易严选、顽皮旗下主粮产品系列结构对比

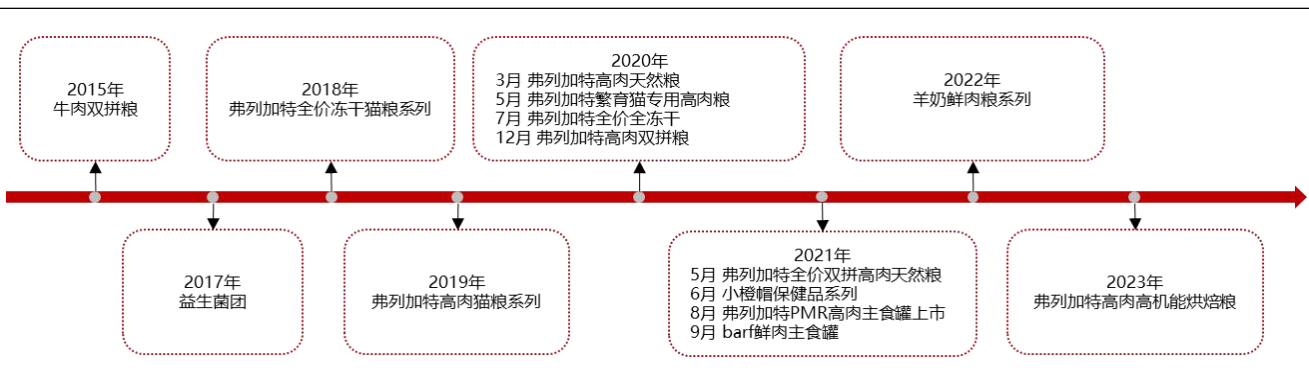


资料来源：公司官网，顽皮官网，天猫，山西证券研究所

从零食到双拼粮再到 barf 系列，公司打造核心主线产品能力强。在将宠物零食产品做成国产品牌头部后，通过产品品类创新、强大营销覆盖以及多重渠道发力等方式，麦富迪凭借羊

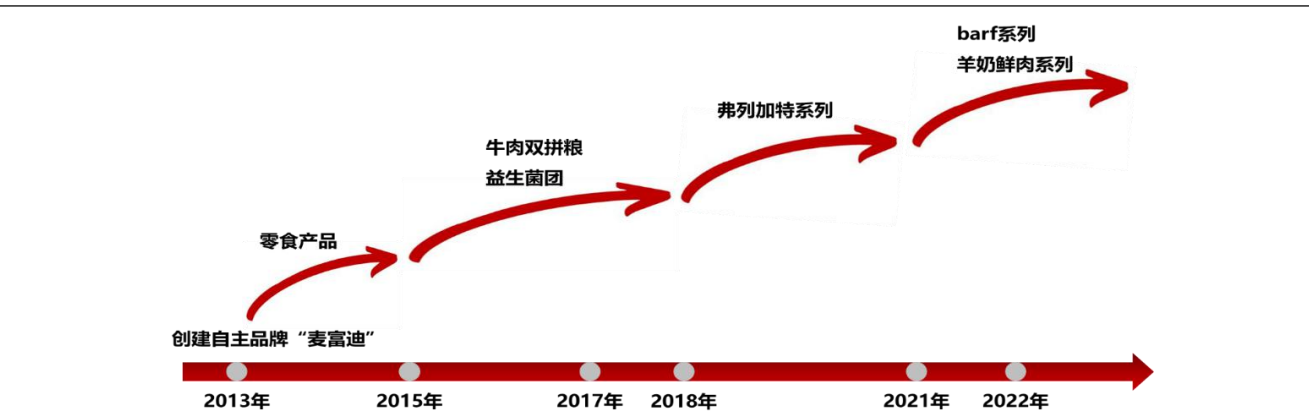
奶产品系列、营养森林、双拼粮、barf 系列以及弗列加特系列等主力产品打开主粮销售局面，2023 年双十一期间，双拼粮累计销售额超过 3300 万，barf 系列累计销售额超 3000 万，羊奶肉系列累计销售突破 1500 万，多只主力爆款单品或产品系列均位列各家渠道榜单前列。目前麦富迪中端产品销售稳健，高端产品风头正劲，不断升级更新主线产品的同时逐步淘汰销量欠佳的尾部 SKU，形成了麦富迪核心产品主线，并通过优质产品系列打造品牌增长曲线。

图 66：麦富迪旗下部分产品上市时间



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），公司官网，凤凰网，宠业家，Fregate 弗列加特，山西证券研究所搜集整理

图 67：乖宝自有品牌的持续打造增长曲线



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），公司官网，凤凰网，宠业家，Fregate 弗列加特，山西证券研究所搜集整理

收购 Waggin’Train 开拓海外高端市场。Waggin’Train 创办于 2003 年，产品以肉干等宠物

零食为主，在美销售已基本涵盖商超、宠物店、宠物医院等各主要渠道。2021 年公司收购雀巢旗下高端宠物食品品牌 Waggin’Train，同年 8 月 1 日全面完成运营的移交。通过其原有的商超及经销等渠道进行销售，布局海外高端宠物食品市场。2022 年 Waggin’Train 品牌全年实现营收 3.00 亿元，占公司自有品牌收入 14.65%。此外，Waggin’Train 借助公司在中国市场的渠道优势，推进旗下犬用天然磨牙零食在国内市场销售，收购 Waggin’Train 后自有品牌宠物零食业务有望持续增厚公司整体利润水平。

图 68: Waggin’Train 对公司自有品牌营收贡献及占比 (亿元, %)



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

图 69: Waggin’ Train 旗下在售的 5 款主要肉干产品



资料来源：Waggin’Train 品牌官网，山西证券研究所

3.2 先进技术与研发引领产品创新，强大供应链保障品质稳定

技术积累优势催化公司产品创新。基于多年服务国际客户所积累的产品研发优势、生产工艺优势，公司在宠物食品生产研发方面技术成果众多，并且公司研发技术大部分已实现成果转化并量产于相应产品上。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已获境内授权专利 288 项，其中发明专利 10 项、实用新型专利 28 项、外观设计专利 250 项。此外，公司参与宠物配合饲料、宠物零食等 4 项行业团体标准的制定。依托技术和研发上的积累和优势。麦富迪每次推出产品的时候都实现了新技术、新产品，以新产品打市场，以新技术支撑产品品质。

- 例如对于膨化类主粮产品，行业常规技术是投放肉粉和不超过 20%的鲜肉，采用国产设备，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，而公司通

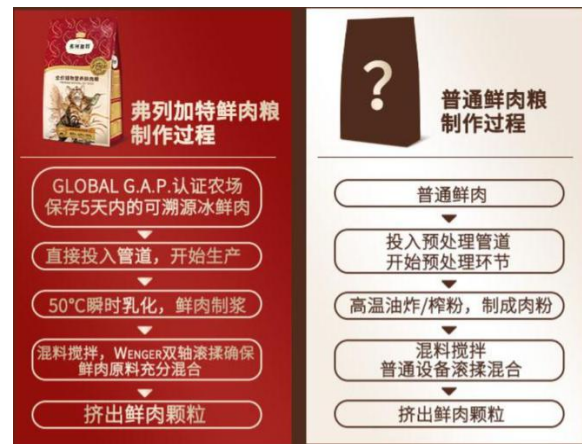
过自主创新的 EAS 鲜肉全营养技术工艺和装备控制技术、鲜肉瞬时升温乳化技术的应用，使鲜肉添加量可以远高于行业常规水平，令产品更加符合犬猫的饮食天性，更易被消化吸收。新技术结合公司在国内率先引入的美国温格爾 TX85 双螺杆膨化设备进行生产，推出添加鲜肉比例达 70%的猫粮弗列加特高肉粮系列产品。

图 70：公司引进的温格爾膨化机及配套技术



资料来源：淘宝，山西证券研究所

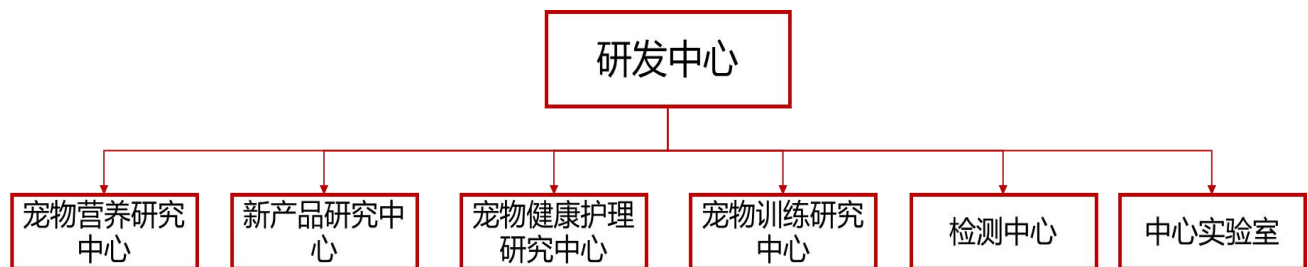
图 71：弗列加特鲜肉粮与普通鲜肉粮工艺对比



资料来源：淘宝，山西证券研究所

犬猫基础研究夯实公司产研内功。2007 年公司建立了集团研究中心，在中心实验室、宠物营养研究中心等产品研发部门之外设立宠物健康护理中心以及宠物训练研究中心等动物基础研究部门。下设适口性试验中心以及营养学研究中心主要开展产品适口性和营养性测试工作，测试品种涵盖主流犬猫品种，所有测试都在模拟家庭环境下完成，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。

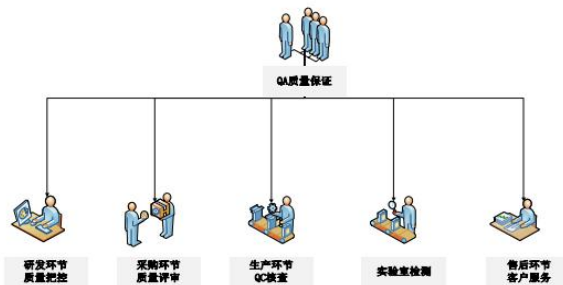
图 72：公司研发中心组织架构



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

先进智能技术应用带来产品质量优势。为了不添加防腐剂，公司使用直线电子加速器并建设辐照中心来进行辐照灭菌，公司引进中国原子能科学研究院两台 10MeV/20kw 的高能直线电子加速器，采用高能电子射线进行灭菌和保鲜，能够在冷加工保持原有食材风味口感的前提下，杀毒灭菌延长产品保质期。此外，公司检测中心是国内宠物食品行业内少数几家 CNAS 检测实验室之一，同时公司成品检测坚持实验室设备内部检测与第三方检测相结合，通过升级硬件设施以及内部检测与第三方检测相结合等方式，提升质检水平，实现产品质量安全有效管控。

图 73：公司质量控制体系



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），
山西证券研究所

图 74：公司辐照中心宣传图



资料来源：公司官网，山西证券研究所

扎实推进供应链建设，维持产品高品质安全溯源。公司向海外客户供货多年，产品品质经过美国 FDA、欧盟 FVO 等多个进口国家和地区质量标准检验和宠物消费大国官方机构认可，全球化食材对公司供应链及产品品质把控提出了巨大考验。另外，公司自有品牌产品依然坚持国际标准，国内销售与出口产品坚持“同线同标同质”原则，使得公司产品从原辅料到成品都能满足美国 FDA 对人类食品标准的要求。随着消费者对原料安全、生产厂家等因素关注度持续提升，公司作为业内少数自建工厂且原料向新希望、凤祥等大型集团采购的宠粮品牌在生产端的优势将进一步放大。

图 75：公司获得全球多地区质量管理认证



资料来源：公司官网，山西证券研究所

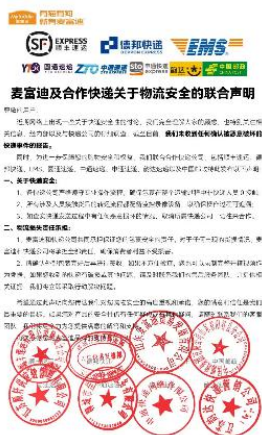
图 76：公司与凤祥食品签订战略合作协议



资料来源：公司官网，山西证券研究所

强大供应链打造安心选购及售后体验。宠物主饲养水平持续提高倒逼国内宠物食品市场开始向消费体验进行内卷和提升，麦富迪旗下“barf”、“弗列加特”等主流系列产品均在天猫旗舰店推出会员尝鲜试吃包。此外，与主流宠物品牌的“7 天价保”机制相比，麦富迪将天猫平台价保机制升级至 15 天，并在京东平台附赠“不爱吃包退”服务，保证了用户对产品品质的从购买到使用的全周期体验。2023 年业内出现快递宠物食品疑似被投毒事件，同年 10 月麦富迪首次与顺丰速运、EMS 等 8 家物流公司联合合作，发布物流安全声明，保障线上购买宠物食品的安全性。2023 年 6 月乖宝宠物与菜鸟集团、中国电信达成战略合作，进一步推进公司供应链数字化升级。

图 77：麦富迪与合多家作物流公司联合声明



资料来源：麦富迪抖音官方号，山西证券研究所

图 78：乖宝与菜鸟集团推进数字化供应链



资料来源：公司官网，山西证券研究所

3.3 大剧综艺投放高举高打，营销模式持续升级

开辟泛娱乐化营销新模式，品牌成功出圈。麦富迪品牌定位年轻化，因此公司开展了针对年轻群体的泛娱乐化营销，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自有品牌曝光度，积极树立“国际化、天然、专业、时尚、创新”的“麦富迪”品牌形象进行销售。与以往宠物食品品牌专注于宠物圈不同，公司开辟了新品牌营销策略，投放覆盖数十家综艺节目和影视剧，大剧综艺投放效果显著，麦富迪品牌成功出圈，影响力传播到更广的年轻群体，品牌影响力持续扩大。

营销模式继续升级，品牌知名度向认可度进化。早期公司宣发的主要目标是提升麦富迪等品牌的知名度和曝光度，当前更是通过多维度提升品牌形象和认可度，从而达到与消费者产生价值共鸣以及满足宠物主在购买麦富迪等产品时的情感需求。通过店播、达播带货种草，多平台媒体矩阵触达，社交平台 KOL 分享等精细化营销方式，进一步提升消费者购买，并通过产品和服务转化为品牌认可度。麦富迪先后获得 2019 年、2020 年连续两届亚洲宠物展“年度中国质造大奖”、“天猫最受消费者欢迎品牌”；2021-2022 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名，同时也成为 MAT2021 最受 Z 世代欢迎的宠物食品品牌；获得 2023 年亚洲宠物展“年度经典食品品牌大奖”，产品 barf 天然猫粮获得“年度营销创新典范大奖”；2024 年 1 月，麦富迪获批宠物行业唯一 AAA 级知名商标品牌授牌。

图 79：麦富迪获批 AAA 级知名商标品牌授牌



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 80：麦富迪品牌宣传



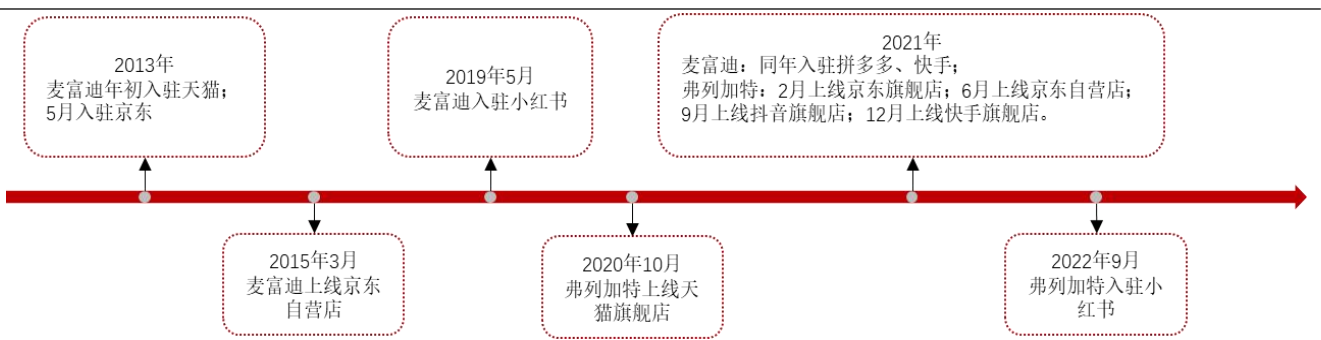
资料来源：公司官网，山西证券研究所

3.4 把握电商行业增长机遇，紧抓渠道延续优势

深度绑定电商平台，淘系京东主流平台销售增速依然亮眼。公司抓住 2010 年至今国内电

商快速成长渗透的机遇，与京东、天猫等主流电商平台深度合作，成立宠粮品牌电商渠道，旗下自主品牌麦富迪于 2013 年初上线天猫旗舰店，于 2017 年与京东进行战略签约，同年麦富迪在京东实现 200% 的增长。2022 年双十一，麦富迪成为天猫宠物行业唯一破亿品牌。2023 年主要电商活动中，麦富迪旗下多款主力产品销量增速强劲，根据公司官方战报，618 期间弗列加特全网成交额突破 2800 万，同比增长 211%；羊奶肉系列 618 期间累计销售突破 800 万，同比增长 213%；双 11 期间 barf 系列突破 3000 万，同比增长 91%；麦富迪连续三年在天猫双十一宠物综合品牌销售榜位列第一，2023 年双十一大促期间，乖宝宠物全网销售收入突破 3.6 亿元，同比去年增长 28%。

图 81：公司线上平台合作时间轴



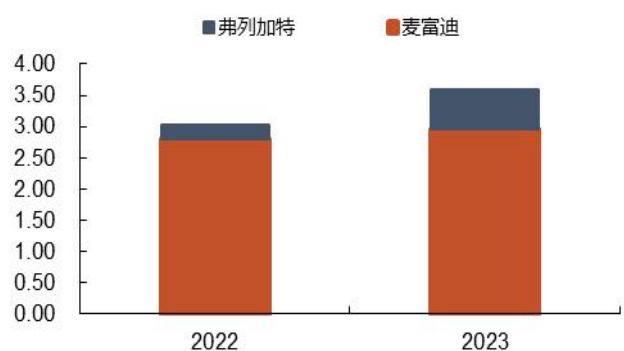
资料来源：天猫，京东，小红书，抖音，拼多多，快手，宠业家，中国江苏网，山西证券研究所

图 82：公司线上直销收入（亿元）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

图 83：公司自主品牌双 11 销售额（亿元）

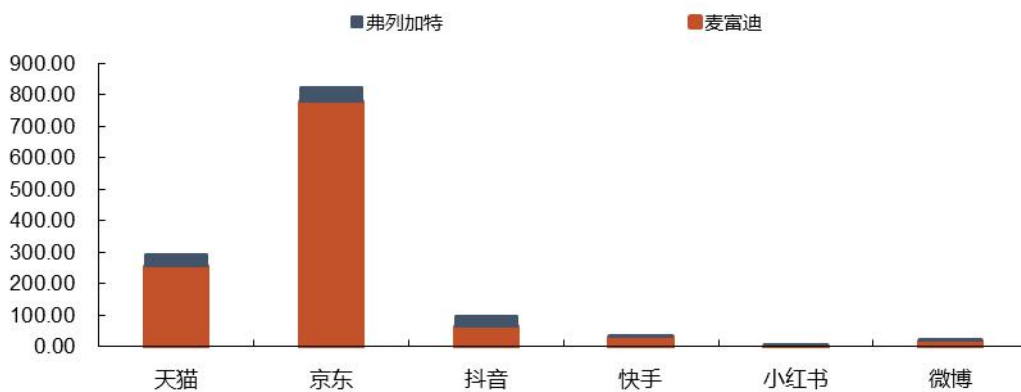


资料来源：公司官网战报，公司官方公众号，山西证券研究所

持续加码新兴线上渠道，拥抱粉丝经济。当前电商平台发展进入新阶段，公司加码抖音小

红书等社交媒体及拼多多等电商，麦富迪于 2019 年入驻小红书，2021 年入驻抖音、拼多多以及快手等新兴电商平台。2022 年-2023 年，麦富迪抖音自播占比约 22.89%，抖音、拼多多宠物品牌综合排名第 1，弗列加特位列抖音宠物品牌榜单第 7；2023 年弗列加特抖音平台销售额 1956 万，销售额同比增长超过 300%。此外公司在直播电商粉丝数进入快速增长期，在前期营销以及平台活动引流客户，通过产品留存为粉丝，再转化为高复购的忠实品牌用户，凭借抖音、淘系等平台拥有的庞大粉丝数量，公司自有品牌在直播带货等新型线上渠道表现值得期待。

图 84：麦富迪与弗列加特各平台粉丝数量（万人）



资料来源：各平台官方号，山西证券研究所（*数据截至 2024 年 3 月 21 日）

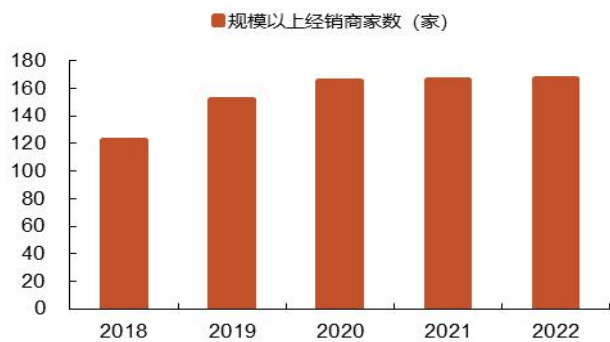
表 3：2023 年 1-10 月抖音宠物食品 TOP10 品牌汰换榜

品牌/排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
麦富迪	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1
喵梵思	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
卫仕	5	3	3	5	3	3	4	3	3	3
蓝氏	8	8	7	6	9	5	5	4	5	4
诚实一口	7	7	8	7	7	12	9	11	10	5
网易严选	3	5	5	4	4	13	10	5	9	6
弗列加特	14	14	14	9	10	6	6	7	8	7
醇粹	22	20	20	19	14	10	11	9	6	8
宽福	11	19	25	30	49	28	33	74	7	9
伯纳天纯	13	12	10	11	8	9	17	13	12	10

资料来源：抖音，解数咨询，山西证券研究所

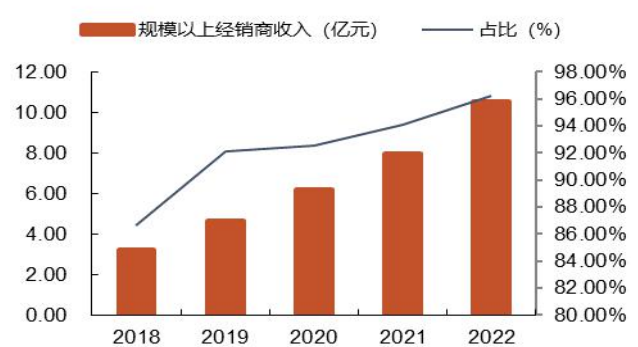
线下经销渠道精兵强将，品牌话语权强。公司线下渠道主要通过区域经销商进行销售，覆盖全国主要城市和地区。随着公司自有品牌产品市场的扩大和加强新市场的开发拓展，公司积极引入新的优质经销商，此外公司规模以上经销商在数量保持稳定的同时，收入占比不断提升，个体工商户/个人客户交易金额占经销收入比例呈下降趋势，2022年规模以上经销商收入占当期经销收入比例为96.23%，同比增加2.17个百分点，经销商结构稳定且存续性强。通过线上线下相互协同，全渠道销售模式进行销售，实现最大化的用户覆盖与辐射。公司对于大部分经销商采用先款后货的信用政策，对于线下分销及价盘把控能力强。

图 85：公司规模以上经销商家数（家）



资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版）及申报稿（2021年12月版），山西证券研究所

图 86：公司规模以上经销商收入及占比（亿元，%）

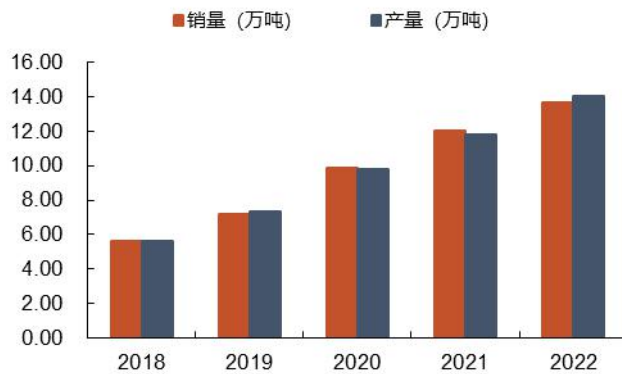


资料来源：公司招股书注册稿（2023年5月版）及申报稿（2021年12月版），山西证券研究所

3.5 产能分批落地，自有品牌规模有望进一步扩大

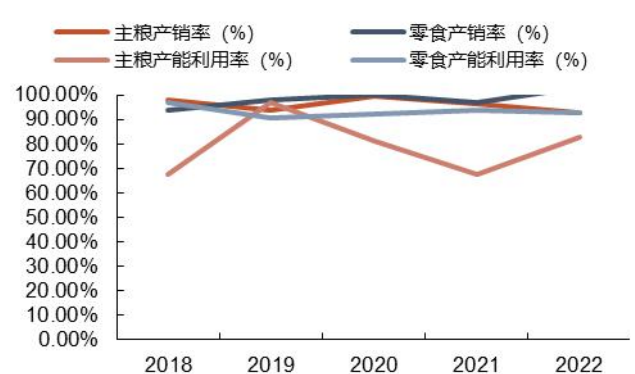
满产满销产能紧张，扩产迫在眉睫。公司零食产能利用率趋近饱和，连续5年维持在90%以上，公司产能无法满足“双十一”、“618”等重要销售节点的市场需求；主粮方面，由于公司2021年新建主粮生产线尚未完全释放产能，当年产能利用率为67.4%，随着2022年公司主粮产品销量提升，产能利用率再次提升至82.53%，零食、主粮产销率亦维持在90%以上的高水平，随着公司自有品牌销售进一步打开，产能或成为品牌销量持续增长的桎梏。

图 87：公司 2018-2022 年产量及销量（吨）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

图 88：公司 2018-2022 年产销量及产能利用率（%）



资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版）及申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

产能规划分批落地，增益公司营收规模。根据公司招股书披露，公司本次公开发行募集资金中将主要用于新建宠物食品生产基地扩产建设，项目建设完成后，将形成年产 58500 吨主粮、3133 吨零食以及 1230 吨高端保健品的制造能力，项目达产后年销售收入预计超 9 亿元。此外公司拟使用超募资金建设“年产 10 万吨高端宠物食品项目”，其中规划烘焙粮产能 4 万吨、湿粮产能 3.5 万吨、液态羊奶产能 2 万吨以及冻干产能 5000 吨，将进一步解决公司在销售旺季及关键销售节点的产能缺口。

表 4：募投项目使用项目情况

募投项目使用项目		项目总投资金额
1	宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737.41
2	智能仓储升级项目	7,191.05
3	研发中心升级项目	3,060.48
4	信息化升级建设项目	2,511.26
5	补充流动资金	10,500.00

资料来源：公司招股书注册稿（2023 年 5 月版），山西证券研究所

表 5：超募资金项目情况

超募资金项目：年产 10 万吨高端宠物食品项目		项目总投资金额
1	宠物食品湿粮和液态奶项目	21,953.00
2	宠物食品冻干产品项目	16,179.00
3	宠物食品烘焙粮项目	12,282.00

超募资金项目：年产 10 万吨高端宠物食品项目		项目总投资金额
4	宠物食品研发和工艺创新项目	5,586.00

资料来源：公司关于使用超募资金投资建设新项目的公告，山西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

主粮业务：公司近年来着力发展主粮产品，在剔除 2022 年代理 Natrua 旗下 K9 等高端产品对主粮产品的单价影响后，我们认为公司主粮业务单价预计增长略有放缓，而销量端有望延续高增长。结合公司新产能投放进度，我们预计公司主粮业务 2023/2024/2025 年销量分别为 12.65/15.94/19.12 万吨，分别同比增长 30.00%/26.00%/20.00%，对应 2023/2024/2025 年主粮业务营收分别为 20.22/27.76/35.98 亿元，同比分别增长 45.60%/37.34%/29.60%。

零食业务：境外零食业务方面，配合公司国内成熟渠道，Waggin’Train 在国内市场销量有望打开；境内零食业务方面，随着公司募投项目生产基地带来的部分零食产能落地，我们预计公司零食业务 2023/2024/2025 年销量分别为 4.05/4.17/4.27 万吨，分别同比增长 3.45%/2.73%/2.46%，对应 2023/2024/2025 年零食业务营收分别为 21.94/23.35/24.69 亿元，同比分别增长 12.29%/6.40%/5.73%。

保健品及其他业务：我们预计公司保健品业务 2023/2024/2025 年销量分别为 929.56/1208.42/1570.95 吨，分别同比增长 20.00%/30.00%/30.00%，对应 2023/2024/2025 年保健品业务营收分别为 0.45/0.60/0.80 亿元，同比分别增长 23.59%/32.60%/32.60%。

整体来看，我们预计公司 2023-2025 年营收为 42.82/51.95/61.72 亿元，同比增长 26.04%/21.31%/18.82%；预计实现归母净利润 4.32/5.24/6.25 亿元，同比增长 61.82%/21.39%/19.20%，对应 EPS 为 1.08/1.31/1.56 元。

基于以上假设及盈利预测，公司 3 月 25 日收盘价为 40.39 元，当日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 37.4/30.8/25.9 倍。公司为国产宠物食品头部企业，海外代工业务合作稳定，盈利能力稳定。此外，公司自有主品牌“麦富迪”、“弗列加特”等近年来发展迅速，在进入国产宠物食品品牌第一梯队后，能够在市占率不断提升的同时，通过持续打造爆款主力产品逐步占位中高端宠粮市场，形成稳固的品牌优势和产品优势，不断提升营收规模。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 6：可比公司估值

公司	代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中宠股份	002891.SZ	23.40	68.82	0.78	0.96	1.17	30.0	24.4	20.0
佩蒂股份	300673.SZ	11.10	28.13	0.13	0.51	0.69	85.3	21.9	16.2
源飞宠物	001222.SZ	12.32	23.52	0.74	0.85	0.96	16.7	14.6	12.9
行业平均							44.0	20.2	16.3
乖宝宠物	301498.SZ	40.39	161.58	1.08	1.31	1.56	37.4	30.8	25.9

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：时间截至 2024 年 3 月 25 日收盘）

5. 风险提示

原材料价格波动风险。禽肉、谷物等上游原材料是公司产品的主要成本，原材料价格大幅上涨将影响公司盈利水平。

因管理不当导致出现食品安全的风险。公司产品以宠物食品为主，若因管理不当出现食品安全风险，将极大损害公司形象。

品牌及产品舆情风险。公司销售规模大且营销范围广，若运营中出现负面舆情并处理不当，可能对公司及品牌形象造成严重影响。

全球贸易摩擦加剧的风险。海外市场是公司收入的重要来源，若公司主要出口市场的关税等贸易限制措施进一步提升，公司出口业务将受到巨大影响。

汇率波动风险。公司境外业务受美元兑人民币汇率影响较大，若汇率出现大幅波动，将损害公司的盈利水平。

产品销售不及预期的风险。国内宠物食品行业竞争激烈，若公司旗下品牌的营销方式、产品等方面效果不及预期，将影响公司持续发展。

海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。欧美等地区宠物行业成熟，公司自有品牌海外业务拓展市场存在不确定性。

公司原始股解禁的风险。2024 年 8 月 16 日及 17 日，公司首发原股东限售股份共计将解禁 1.77 亿股，提示股价大幅波动的风险。

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1215	1165	3028	3266	3784
现金	357	198	1803	1855	2075
应收票据及应收账款	181	132	262	217	353
预付账款	53	43	77	69	105
存货	583	736	830	1060	1185
其他流动资产	41	55	55	65	65
非流动资产	1089	1118	1408	1672	1910
长期投资	1	1	1	0	0
固定资产	890	921	1120	1327	1544
无形资产	115	112	130	129	130
其他非流动资产	83	85	157	216	235
资产总计	2303	2283	4436	4938	5694
流动负债	701	419	545	527	663
短期借款	382	165	165	165	165
应付票据及应付账款	203	142	268	227	361
其他流动负债	116	113	113	136	137
非流动负债	126	105	99	94	88
长期借款	50	28	22	17	11
其他非流动负债	76	77	77	77	77
负债合计	827	524	644	621	751
少数股东权益	4	3	4	5	6
股本	360	360	400	400	400
资本公积	671	673	2232	2232	2232
留存收益	455	722	1155	1680	2306
归属母公司股东权益	1472	1756	3788	4312	4937
负债和股东权益	2303	2283	4436	4938	5694

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94	306	376	393	558
净利润	142	266	433	525	626
折旧摊销	98	114	92	111	137
财务费用	28	-10	-15	-40	-43
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-145	-117	-133	-203	-163
其他经营现金流	-29	54	0	0	0
投资活动现金流	-130	-180	-381	-375	-375
筹资活动现金流	153	-265	1610	34	38
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.67	1.08	1.31	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.77	0.94	0.98	1.39
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.39	9.47	10.78	12.34

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2575	3398	4282	5195	6172
营业成本	1834	2290	2719	3282	3899
营业税金及附加	11	15	21	26	29
营业费用	356	545	685	883	1049
管理费用	128	177	244	286	335
研发费用	59	68	94	114	134
财务费用	28	-10	-15	-40	-43
资产减值损失	-6	-2	-5	-6	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	163	319	528	637	761
营业外收入	18	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	179	318	526	636	759
所得税	37	52	94	110	133
税后利润	142	266	433	525	626
少数股东损益	2	-1	1	1	2
归属母公司净利润	140	267	432	524	625
EBITDA	292	438	599	702	848

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	31.9	26.0	21.3	18.8
营业利润(%)	19.5	95.8	65.5	20.7	19.4
归属于母公司净利润(%)	25.8	90.3	61.8	21.4	19.2
获利能力					
毛利率(%)	28.8	32.6	36.5	36.8	36.8
净利率(%)	5.4	7.9	10.1	10.1	10.1
ROE(%)	9.6	15.1	11.4	12.2	12.7
ROIC(%)	7.8	13.6	10.4	10.8	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	23.0	14.5	12.6	13.2
流动比率	1.7	2.8	5.6	6.2	5.7
速动比率	0.8	0.8	3.8	4.0	3.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.5	1.3	1.1	1.2
应收账款周转率	18.1	21.7	21.7	21.7	21.7
应付账款周转率	10.7	13.3	13.3	13.3	13.3
估值比率					
P/E	115.2	60.5	37.4	30.8	25.9
P/B	11.0	9.2	4.3	3.7	3.3
EV/EBITDA	55.9	37.0	24.4	20.7	16.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

