

宠食国货翘楚，乘风破浪突围

乖宝宠物(301498.SZ)

推荐

首次评级

核心观点:

- 乖宝宠物：国产宠物食品龙头扬帆起航。**公司深耕行业近20载，2013年以来着力由代工厂商向自有品牌转型。22年公司实现营收33.98亿元，同比+31.93%，为我国上市宠食企业规模第一。预计23年归母净利润4.1-4.4亿元，实现超预期增长，主要系公司自有品牌快速增长、高端产品线表现亮眼、23H2国外代工恢复较快等。公司盈利能力领先同行，经营管理能力较强。
- 宠物食品行业持续扩容，国产龙头替代大有可为。**一方面，我国宠物数量增加、宠均消费提升趋势明显，有望共同驱动行业扩容。另一方面，我国宠物食品行业尚处早期发展阶段，集中度远低于发达国家水平，近年进口品牌市占率明显逐渐被国产品牌瓜分。预计随着国产品牌开拓高端市场、稳固中端市场优势，完善产品和渠道布局，龙头企业有望保持高增长。
- 公司核心竞争力：品牌、产品、渠道全方位优势，助力高弹性增长。(1) 品牌：**自有品牌+OEM/ODM双轮驱动。自有品牌业务主要以麦富迪品牌在国内销售，覆盖宠物食品全品类，并以弗列加特、Waggin Train构建多品牌矩阵。22年自有品牌收入20.46亿元，18-22年CAGR超42%，持续高增长；占主营收入的比超60%，未来将持续作为发展战略核心。OEM/ODM业务主要面向国外，规模和盈利能力均稳定向好。**(2) 产品：**公司高毛利的主粮品类占比持续提升，22年主粮毛利率为41.92%，占主营收入比例提升至41.09%，是公司重要的利润增长点。此外，公司研发创新能力行业领先；募投项目和超募资金项目建设进展良好，投产后将大幅增加主粮和零食产能，助力长期成长。**(3) 渠道：**原料端，公司供应商稳定可靠，成本优势突出。销售端，公司线上渠道优势显著，抖音等新兴平台表现亮眼，直销占比提升增强盈利能力。
- 投资建议：**我们预计23-25年公司营收42.41、51.78、63.79亿元，同比增长24.81%、22.10%、23.20%；归母净利润4.14、5.26、6.48亿元，同比增长54.97%、27.13%、23.17%；EPS分别为1.03元、1.31元、1.62元。基于DCF、PE估值，我们认为公司尚有较大潜在空间。考虑国内宠物食品行业持续扩容，公司作为龙头企业未来业绩高弹性增长可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；产品销量不及预期的风险；汇率波动的风险；贸易摩擦的风险。

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3397.54	4240.62	5177.90	6378.95
yoy	31.93%	24.81%	22.10%	23.20%
归母净利润(百万元)	266.88	413.59	525.81	647.66
yoy	90.25%	54.97%	27.13%	23.17%
每股收益EPS(元)	0.67	1.03	1.31	1.62
PE	62	40	31	25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

研究助理

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-03-26

股票代码	301498
A股收盘价(元)	41.28
上证指数	3,031.48
总股本(万股)	40,004
实际流通A股(万股)	4,000
流通A股市值(亿元)	17

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

目 录

一、乖宝宠物：国产宠物食品龙头扬帆起航.....	3
（一）深耕行业近二十载，着力向自有品牌供应商转型.....	3
（二）聚焦宠物食品主营业务，品牌+产品矩阵完善.....	4
（三）股权结构稳定集中，管理层专业且经验丰富.....	5
二、宠物食品行业持续扩容，国产龙头替代大有可为.....	6
（一）宠物数量增加+宠均消费提升共同驱动行业扩容.....	6
（二）竞争格局较为分散，国产替代推动行业整合.....	8
三、品牌、产品、渠道全方位优势，助力高弹性增长.....	10
（一）品牌：自有品牌+OEM/ODM 双轮驱动，多元化营销赋能.....	10
（二）产品：全品类布局完善，研发实力强劲助力可持续发展.....	15
（三）渠道：健全上下游供应链体系，打造全渠道闭环优势.....	22
四、财务分析：公司业绩表现亮眼，期待长期成长.....	26
五、投资建议.....	28
（一）盈利预测.....	28
（二）估值分析.....	29
六、风险提示.....	31
附录：.....	34
（一）公司财务预测表.....	34

一、乖宝宠物：国产宠物食品龙头扬帆起航

（一）深耕行业近二十载，着力向自有品牌供应商转型

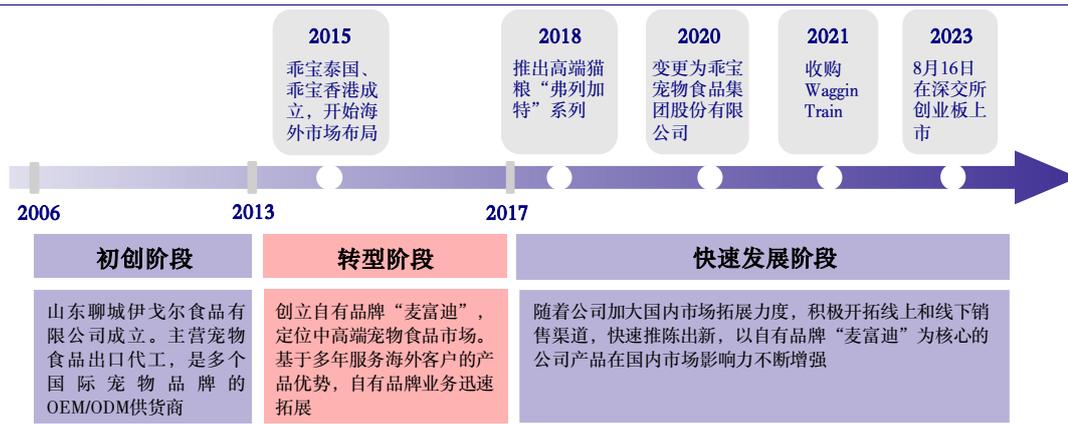
乖宝宠物（301498.SZ）成立于2006年，于2023年8月16日在深交所创业板上市，主要从事宠物食品的研发、生产和销售，是国内宠物食品行业的领军企业。公司成立之初从事宠物食品代工和出口业务。2013年公司创立自有品牌麦富迪 Myfoodie，作为公司的核心品牌，定位国内中高端宠物食品市场，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象。随着用户需求的变化升级，公司研发出双拼粮、barf、羊奶肉、弗列加特猫粮等多个产品系列。在国外市场布局方面，公司主要以OEM/ODM代工模式生产宠物食品，并于2021年收购 Waggin Train（原雀巢集团下的美国知名宠物食品品牌）作为公司国外自有品牌。公司的发展历程主要经历三个阶段：

（1）出口代工期（2006-2012年）：公司成立之初主营业务为宠物食品代工，是多个国外宠物超市和宠物品牌的供货商，积累了众多大型零售商、运营商等优质客户资源；

（2）自有品牌转型期（2013-2016年）：受中美贸易摩擦影响，2013年公司创立自有品牌麦富迪，由代工厂商向自有品牌宠物食品供应商转型。此后麦富迪品牌相继研发了一系列宠物主粮、零食和保健品产品，实现对宠物食品全品类的基本覆盖；

（3）完善品牌布局期（2017年至今）：随着自有品牌产品的销量和影响力不断提升，公司在麦富迪品牌下，推出高端猫粮“弗列加特”系列，进军高端市场，并收购美国品牌 Waggin Train，不断完善国外市场布局。

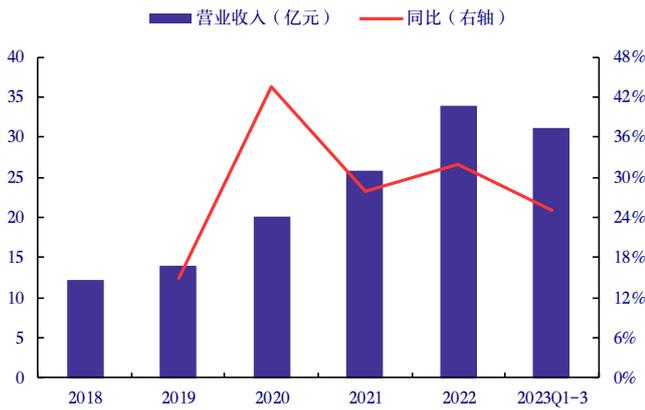
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

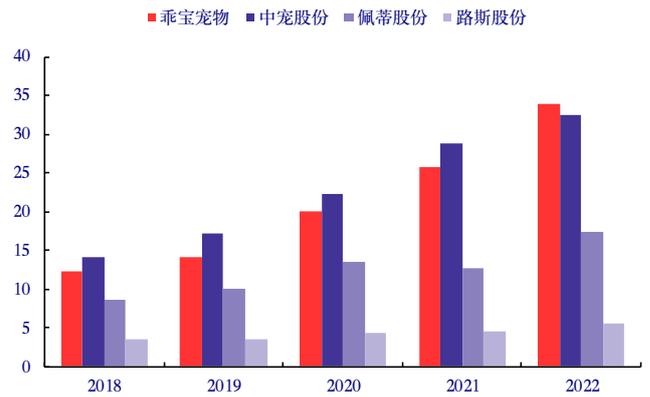
23年预计公司业绩高增长，营收规模居上市宠企首位。2022年公司实现营收33.98亿元，同比增长31.93%。2018-2022年CAGR为25.96%。23Q1-3公司实现营收31.12亿元，同比增长25.11%。根据公司业绩预告，23年全年公司预计实现归母净利润4.1-4.4亿元，同比增长53.63%-64.87%。23年业绩超预期增长的主要原因包括公司自有品牌认可度持续提升、销售额快速增长、高端产品线增速亮眼，以及23H2国外代工业务增长恢复较快等。从同行营收规模来看，2018年以来公司营收始终处于行业Top2水平，并于22年成为我国宠物食品上市企业营收规模第一。

图2：2018-2023Q1-3 公司营收及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2018-2022 年公司及其可比公司营收规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）聚焦宠物食品主营业务，品牌+产品矩阵完善

公司已形成三大自有品牌矩阵，基本实现零食、主粮、保健品全品类覆盖。公司主要从事猫用及犬用宠物食品的研发、生产和销售，现有产品涵盖零食、主粮和保健品三大品类。主要产品包括科学营养配方的主粮系列，以畜禽肉、鱼肉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。2022年宠物零食、主粮、保健品及其他营收分别占公司主营业务收入的57.83%、41.09%和1.09%。

公司三大自有品牌（国内的麦富迪、弗列加特，国外收购的 Waggin Train）各产品线定位不同市场，已基本实现宠物食品全品类覆盖。其中，麦富迪品牌连续三年双11位列天猫、抖音品牌销售榜和品牌人气榜第一名，品牌知名度不断提高，极大提升了公司中端市场的市占率。此外，公司着力开发弗列加特和 Waggin Train 品牌，细分产品类别、扩大高端市场份额。

图4：公司三大自有品牌基本实现零食、主粮、保健品全品类覆盖

地区	品牌	主营产品示例				
境内	麦富迪 定位中端全品类市场 Myfoödie 麦富迪					
	弗列加特 定位高端猫主粮市场 弗列加特					
境外	Waggin Train 定位高端犬零食市场 Waggin Train					

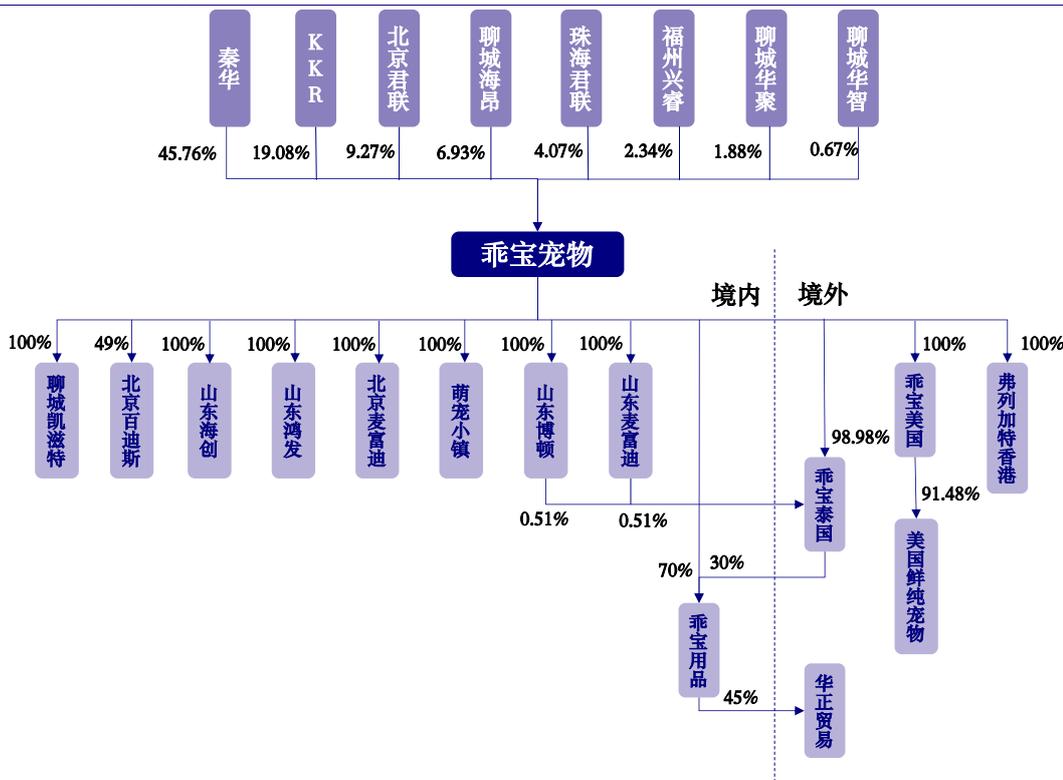
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）股权结构稳定集中，管理层专业且经验丰富

股权结构稳定，公司决策集中。截至 2023Q3 末，公司董事长秦华（持股 45.76%）及其一致行动人聊城海昂、聊城华聚和聊城华智合计持有公司 55.24% 股权。KKR 于 2016 年战略入股，截至 23Q3 末是公司第二大股东，持股 19.08%。

公司在国内设立北京麦富迪、萌宠小镇等 10 余家控股子公司；在国外设立乖宝泰国、乖宝美国和弗列加特香港 3 家全资子公司和美国鲜纯宠物控股孙公司。其中，乖宝泰国是公司国外零食生产基地和销售主体；乖宝美国曾生产和销售宠物食品，目前主要作为美国鲜纯宠物（Waggin Train 的运营主体）的持股主体；弗列加特香港主要从事宠物食品的销售业务。

图5：公司股权结构（截至 2023.9.30）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

两期员工持股计划深度绑定员工利益。2017 年和 2020 年，公司通过两期员工持股平台聊城华聚、聊城华智进行员工股权激励，深度绑定公司技术骨干和管理人员的利益，充分调动员工积极性和凝聚力。截至 2023 年 8 月 11 日，两期员工持股平台合计持有公司 2.83% 股份。

表 1：公司员工持股计划情况

项目	内容
2017 年第一期员工持股计划“聊城华聚”	
成交价格	20 元/出资额
成交股数	752.92 万股，持股比例 2.09%（截至 2023 年 8 月 11 日）
授予对象	31 人（高管 6 人，中层及核心技术人员 25 人）
2020 年第一期员工持股计划“聊城华聚”	
成交价格	14.58 元/股
成交股数	267.51 万股，持股比例 0.74%（截至 2023 年 8 月 11 日）

授予对象 13 人（高管 3 人，中层及核心技术人员 10 人）

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司管理层专业经验丰富。从公司管理层背景来看，公司董事长秦华先生曾任风祥集团总经理、副总裁，对宠物食品原材料行业有独到的理解和丰富的经验；现任总裁杜士芳女士曾担任伊利、蒙牛产品经理，在食品行业积累了一定的从业经验；公司董事、副总裁寻兆勇、刘长稳曾在风祥集团从事动物饲料加工和产品研发工作，有丰富的研发技术和创新经验。

表 2：公司管理层背景

姓名	职务	个人履历
秦华	董事长	现任本公司董事长。曾任山东风祥集团副总经理、总经理、副总裁，乖宝用品总经理、董事长，本公司总裁；自 2005 年起陆续筹建乖宝有限、乖宝用品、山东博顿、山东海创、山东鸿发、山东麦富迪、聊城凯滋特、宠物小镇等企业，并于 2013 年 11 月开始集团化运营。
杜士芳	董事、总裁	现任本公司董事、总裁。曾任顶津食品产品企划，伊利液态奶事业部常温市场部、低温市场部产品经理，蒙牛液体奶事业部产品经理，上海联恒市场研究有限公司北京分公司研究总监，北京麦富迪董事、总经理，本公司副总裁。
寻兆勇	董事、副总裁	现任本公司董事、副总裁。曾任山东省阳谷县土产杂品公司技术员、科长，山东风祥集团技术中心经理，山东中科风祥生物工程有限公司副总经理，山东鸿发食品有限公司副总经理，山东欢派食品有限公司总经理。
刘长稳	董事、副总裁	现任本公司董事、副总裁。曾任山东风祥集团肉鸡屠宰加工冷藏厂生产车间主任、聊城乖宝宠物用品有限公司生产厂长、总经理。
袁雪	财务总监	现任本公司财务总监。曾任北京中永恒会计师事务所审计助理及项目经理，英美烟草(中国)财务经理，玛氏食品(中国)销售财务经理及总监，尚品网财务总监，北京兰利科技有限公司财务副总裁。
王鹏	董事会秘书	现任本公司董事会秘书。曾任东阿阿胶会计部成本主管、证券事务经理、证券事务代表。

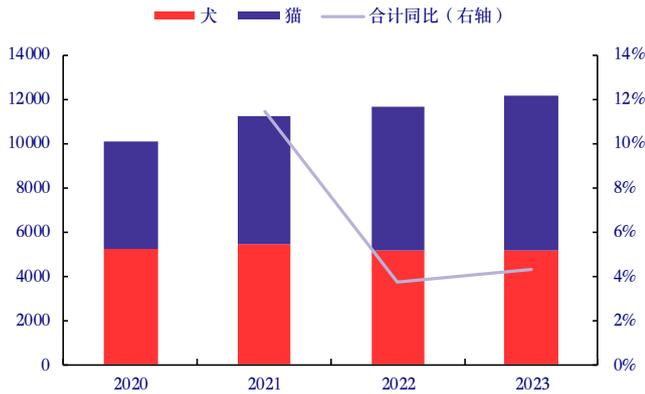
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、宠物食品行业持续扩容，国产龙头替代大有可为

（一）宠物数量增加+宠均消费提升共同驱动行业扩容

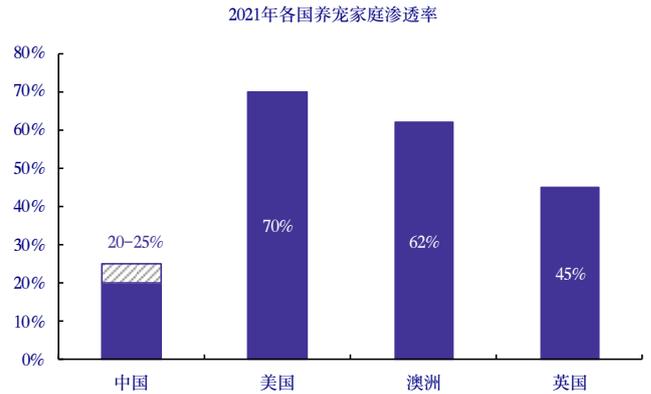
驱动因素一：宠物数量增加。根据派读宠物数据，2023 年我国宠物犬猫数量合计 1.22 亿只，同比 +4.29%，2020-2023 年 CAGR 为 +6.42%，呈稳定增长态势。其中 23 年宠物犬数量为 0.52 亿只，同比 +1.09%；宠物猫数量为 0.70 亿只，同比 +6.79%，增速显著高于宠物犬。对标国外成熟市场，我国宠物渗透率仍有较大提升空间。根据德勤数据，我国养宠家庭渗透率自 2017 年的 17-20% 提升至 2021 年的 20-25%，同期 21 年美国、澳洲、英国分别为 70%、62% 和 45%，差距显著。未来随着我国宠物渗透率提升带动宠物数量增加，将持续推动宠物市场扩容。

图6：2020-2023年中国宠物（犬猫）数量（万只）



资料来源：派读宠物《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

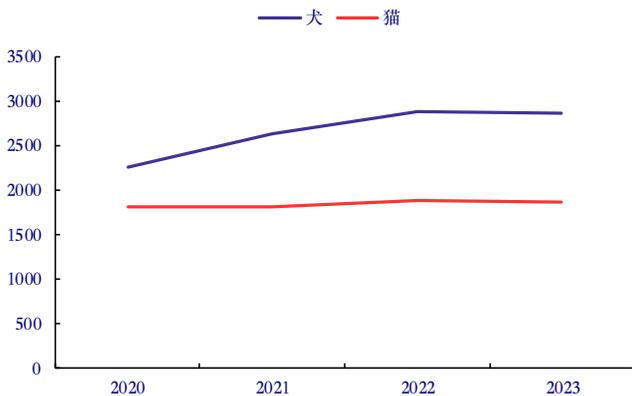
图7：2021年不同国家养宠家庭渗透率



资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书2022》，中国银河证券研究院

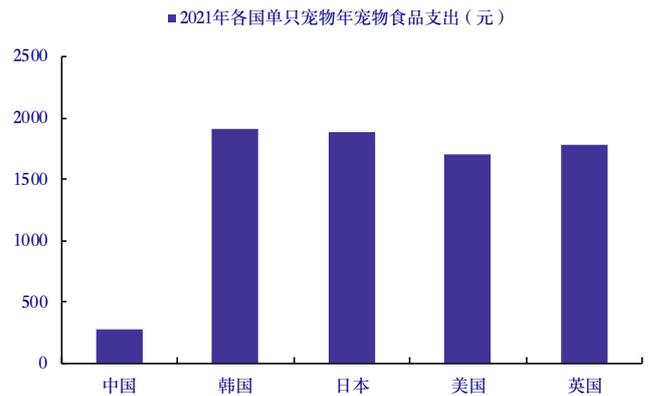
驱动因素二：宠均消费提升。根据派读宠物数据，2023年我国单只宠物猫年均消费1870元，同比-0.69%，2020-2023年CAGR为+0.94%，基本保持稳定；23年单只宠物犬年均消费2875元，同比-0.24%，2020-2023年CAGR为+8.32%，呈较快速增长。从食品类目支出来看，根据德勤数据，我国单只宠物年食品支出自2017年的156元增长至2021年的273元，但仍与成熟市场存在明显差距；21年韩国、日本、美国、英国等市场的单只宠物年食品支出均超过1700元水平。从养宠人群结构变化来看，高收入人群、年轻人群占比呈明显提升趋势，成为推动我国宠均消费力提升的重要潜在因素，叠加消费恢复预期，有望助推我国宠物食品行业进一步增长。

图8：2020-2023年中国单只宠物（犬猫）年均消费金额（元）



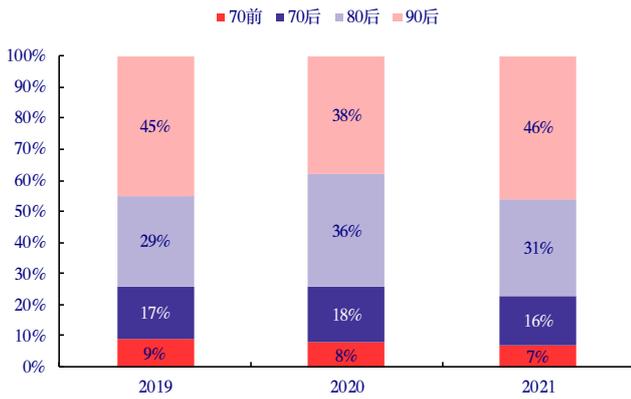
资料来源：派读宠物《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图9：2021年不同国家单只宠物年宠物食品支出



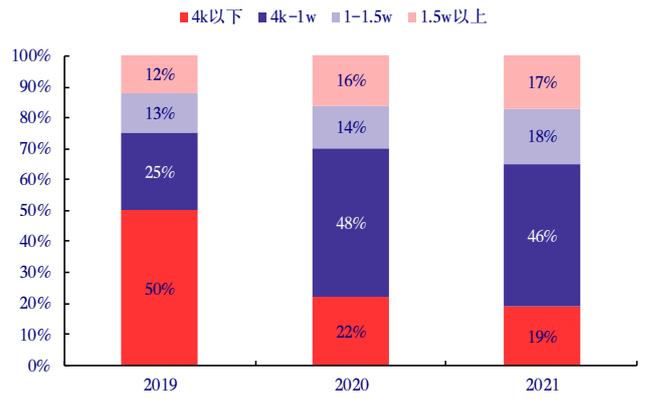
资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书2022》，中国银河证券研究院
(注：单只宠物年宠物食品支出=猫狗宠物食品市场规模/宠物猫狗总数)

图10：2019-2021 年中国养宠人群年龄分布



资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》，中国银河证券研究院

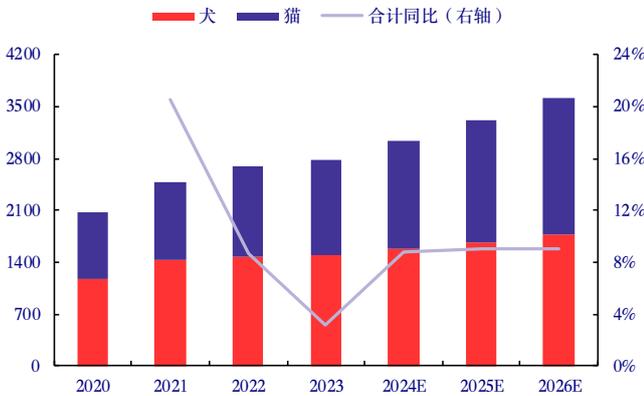
图11：2019-2021 年中国养宠人均月薪分布



资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》，中国银河证券研究院

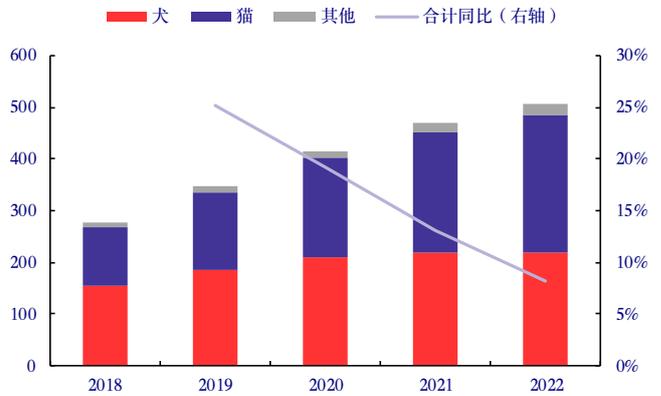
我国宠物食品市场快速增长，未来空间广阔。在宠物数量增加+宠均消费提升的驱动下，我国宠物消费市场规模快速提升。根据派读宠物数据，2023 年我国城镇宠物犬猫消费市场规模达 2793 亿元，同比+3.22%，2020-2023 年 CAGR 为+10.59%，预计 2026 年市场规模有望增长至 3613 亿元。其中，宠物食品方面，根据巨量算数数据，2022 年我国宠物食品市场规模为 507 亿元，同比+8.10%，2018-2022 年 CAGR 为+16.21%，我国宠物食品行业仍处于高速增长的早期阶段，未来成长空间广阔。

图12：2020-2023 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：派读宠物《2023-2024 年中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图13：2018-2022 年中国宠物食品行业市场规模（亿元）

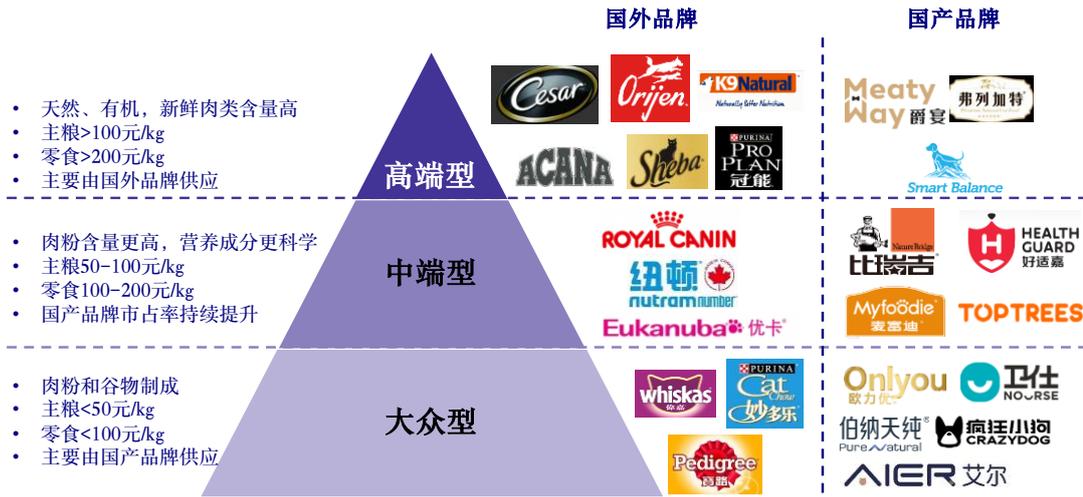


资料来源：巨量算数，欧睿国际 PASSPORT 数据库，中国银河证券研究院

（二）竞争格局较为分散，国产替代推动行业整合

国外品牌占据高端市场，国产品牌持续发力。根据鲜肉含量和产品价格，我国宠物食品主要分为高端、中端和大众三个类型。高端型宠物食品选用天然、有机食材，主要由玛氏、雀巢旗下希宝、冠能等国外品牌占领；中端型注重营养成分科学，国产品牌的配方强调功能性、更具品牌特色，市占率持续提升；大众型主打营养均衡，满足基础功能，国产品牌的品牌知名度和市占率较高，竞争激烈。随着我国宠物食品市场规模不断扩大、线上线下销售渠道逐渐拓宽，国产品牌不断推出新品或子系列（如乖宝宠物旗下弗列加特、佩蒂股份旗下爵宴等），开拓高端市场，扩大中端市占率，国产品牌的市场布局逐渐完善。

图14：中国宠物食品行业竞争格局

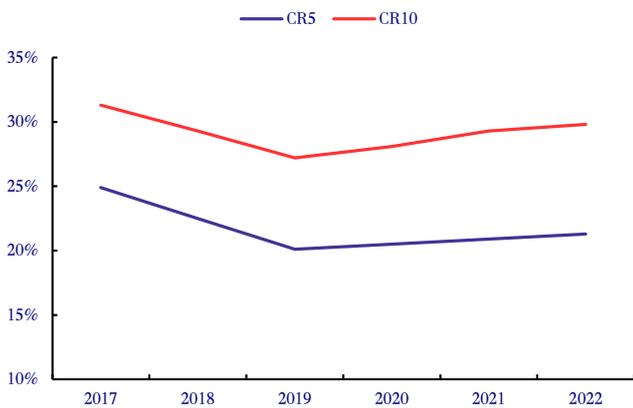


资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》，中国银河证券研究院

我国宠物食品市场集中度较低，高成长龙头有望推动行业整合。我国宠物食品行业尚处于早期发展阶段，竞争格局相对分散。根据欧睿 passport 数据，2022 年我国宠物食品市场 CR5、CR10 分别为 21%、30%，远低于全球 53%、58% 的水平。

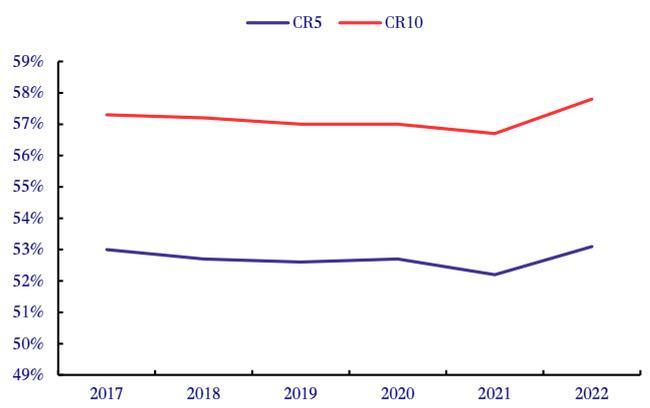
从行业龙头市占率来看，2017-2022 年玛氏始终保持我国宠物食品 Top1，但其市占率由 2017 年的 11.4% 下降至 2022 年的 8.7%，市场份额逐渐被国产品牌瓜分。2022 年我国宠物食品 Top5 中有 3 家国内企业，分别为乖宝宠物（市占率由 2017 年的 2.6% 提升至 2022 年的 4.8%）、中宠股份（市占率由 2017 年的 1.3% 提升至 2022 年的 2.4%）、华兴宠物（市占率由 2017 年的 1.5% 提升至 2022 年的 2.3%）。随着近年国内养宠人群对宠物食品国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，推动行业集中度提升。

图15：2017-2022 年中国宠物食品市场集中度



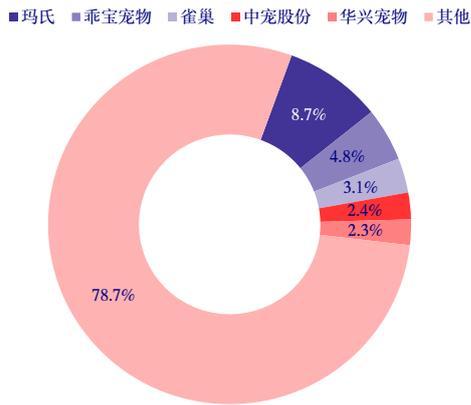
资料来源：欧睿 passport，中国银河证券研究院

图16：2017-2022 年全球宠物食品市场集中度



资料来源：欧睿 passport，中国银河证券研究院

图17：2022年中国宠物食品公司CR5为21.3%



资料来源：欧睿 passport，中国银河证券研究院

图18：中国养宠人群购买主粮的品牌偏好



资料来源：派读宠物《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

三、品牌、产品、渠道全方位优势，助力高弹性增长

（一）品牌：自有品牌+OEM/ODM 双轮驱动，多元化营销赋能

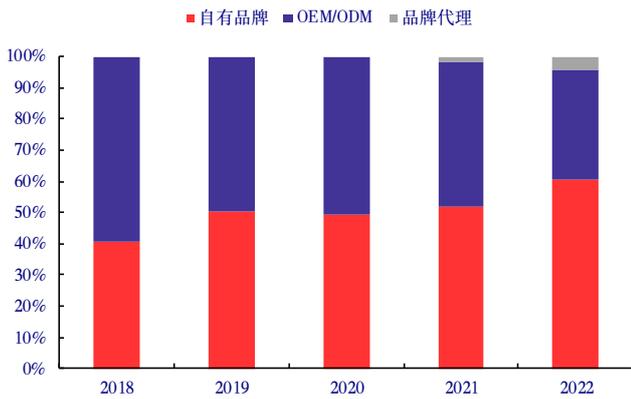
公司业务模式按品牌拆分主要分为自有品牌业务、OEM/ODM 业务和品牌代理业务。具体来看，

（1）公司自有品牌业务于 2013 年启动，包括两部分：一方面，主要以麦富迪品牌在国内销售（其中于 2018 年推出的麦富迪高端猫粮“弗列加特”系列重点发力高端猫用食品市场）；另一方面，2021 年公司收购 Waggin Train 后，有少量自有品牌在国外销售。生产模式方面，公司销售部门生成预测订单，生产部门根据预测订单制定生产计划组织生产。随着公司持续加大国内市场拓展力度，开拓线上线下销售渠道，公司自有品牌占主营业务收入的比例自 2018 年的 40.65% 提升至 2022 年的 60.55%，2022 年公司国内收入占主营业务收入的比例高达 60.35%。自有品牌业务已成为公司营收的最大贡献来源。

（2）公司 OEM/ODM 业务主要面向国外客户、少量面向国内品牌生产宠物食品，客户包括大型零售商、品牌运营商和贸易代理商等。其中 ODM 模式是公司依据采购方对产品的需求，负责从产品原型设计、规格制定到生产制造的代工模式；OEM 模式是公司按照采购方特定的条件生产，而产品的工艺、设计、品质要求全部由采购方提供的代工模式。公司 OEM/ODM 业务按以销定产的方式生产，产品主要销往欧美、日韩等国外市场，其中北美占比最高。公司国外代工业务的品类全部为零食，产能部分由泰国生产基地提供，部分由国内代工出口。自 2013 年公司从贴牌出口转型发展自有品牌以来，公司 OEM/ODM 业务占比呈下降趋势，2022 年占主营业务收入的 35.28%，为公司第二大收入来源。

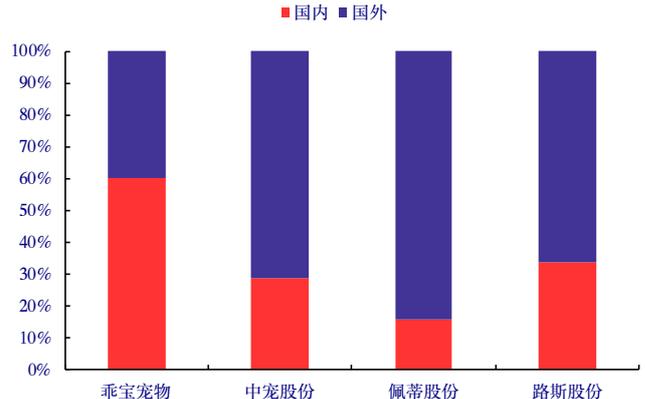
（3）品牌代理业务方面，公司于 2021 年 4 月成为新西兰品牌“K9Natural”和“Feline Natural”（均为天然宠物食品集团旗下品牌）中国区域总代理商，在中国区域进行推广销售。但公司于 2023 年 3 月 31 日召开的第一届董事会第二十次会议上审议通过了《关于公司与天然宠物食品集团（Natural Pet Food Group Limited）终止经销合作的议案》，决定终止公司与天然宠物食品集团在中国大陆的独家经销合作，协议终止后未进行续约。此后品牌代理业务不再为公司贡献业绩。

图19：2018–2022 年公司主营业务收入拆分（按品牌）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：2022 年公司 & 可比公司国内外收入占比

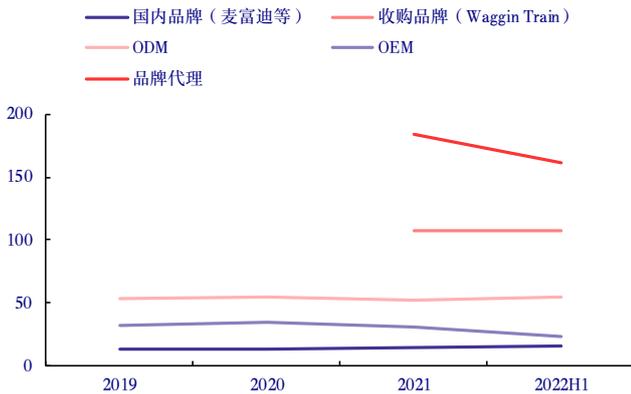


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司自有品牌售价呈上升趋势，毛利率高于 OEM/ODM 业务。从各品牌模式的售价来看，公司收购品牌 Waggin Train 产品主要在美国销售，代理品牌主要为自新西兰进口的肉类罐头，因此销售单价远高于其他品牌业务模式。公司 OEM/ODM 业务销售单价较为稳定。公司国内自有品牌销售单价最低，但随着公司高端产品类别开发及品牌影响力扩大，21 年以来公司国内自有品牌售价呈上升趋势，2022H1 达 15.68 元/kg，较 2021 年提升 13.38%。

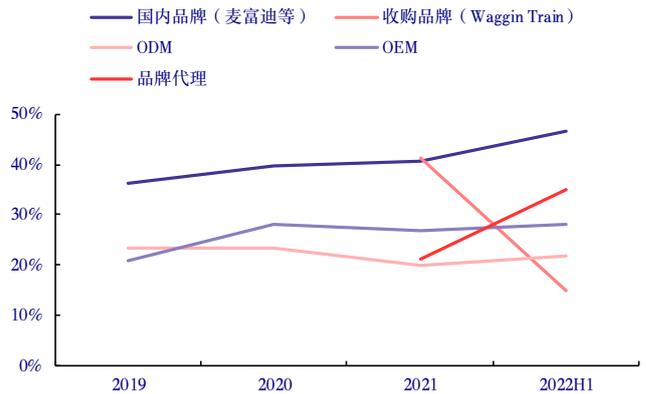
从各品牌模式的毛利率来看，公司自有品牌毛利率通常高于 OEM/ODM 业务毛利率，主要原因是自有品牌的品牌价值较高，另外自有品牌需承担运营费用、销售费用和宣传费用等。2022H1 公司国内自有品牌毛利率为 46.62%，较 21 年提高 5.85pct，上升的原因在于公司产品价格普遍上调、高毛利产品占比上升、零食主要原材料鸡胸肉和鸭胸肉价格下降等。

图21：2019–2022H1 公司各品牌销售单价（元/kg）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图22：2019–2022H1 公司各品牌毛利率（元/kg）



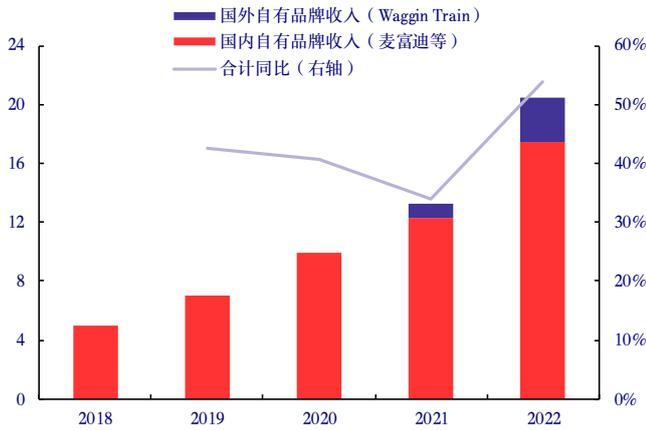
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1. 自有品牌业务：业绩增长重要驱动力，持续聚焦的战略核心

公司自有品牌业务发展迅速，发展战略核心地位不动摇。2022 年公司自有品牌收入达 20.46 亿元（同期上市企业中可比公司之一的自有品牌收入约为 13.61 亿元），同比+53.84%，2018–2022 年 CAGR 为+42.57%。2019 年以来公司自有品牌毛利率连续 4 年提升，自 2019 年的 37.65% 提升至 2022 年的 46.62%。公司自有品牌业务的迅速发展是公司业绩增长的主要驱动力。分地区来看，公司自有品牌业务主要集中在国内，2022 年公司自有品牌收入中，国内占比达 85.35%；自 2021 年收购 Waggin Train

以来，国外收入占比增长至 22 年的 14.65%。根据公司的战略规划，公司未来将继续采取积极的营销策略，持续增强自有品牌的市场影响力。

图23：2018-2022 年公司自有品牌收入及增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：2018-2022 年公司自有品牌业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

从产品矩阵来看，公司重视研发创新和市场布局，自有品牌麦富迪已形成完善的产品矩阵。麦富迪品牌产品已覆盖宠物主粮、零食和辅食等多个品类，针对不同细分市场，子系列产品丰富：1) 主粮方面，麦富迪推出高鲜肉、高蛋白的烘焙系列，添加冻干的 barf 天然粮系列以及主打性价比的营养森林系列和双拼系列等，强调产品的天然食材和科学营养配方，满足消费者的多样化需求；2) 零食方面，针对常见的冻干零食，麦富迪选择使用进口优质原料和更优惠的产品价格以提高市占率，并不断推出羊奶肉包、功能性猫条等创新性产品，提升品牌竞争力。

图25：麦富迪品牌产品矩阵及竞品对比

	犬主粮		犬零食		猫主粮		猫零食	
高端系列 鲜肉含量高 原料新鲜优质	麦富迪 鲜肉烘焙犬粮 70%鲜肉, 0肉粉, 0谷物 60-80元/kg	疯狂小狗 鲜肉软粮 70%鲜肉+10%肉粉 60-70元/kg	麦富迪 薄切鸡肉干 100%纯肉 160-180元/kg	厨宴 纯脆鸭肉干 100%纯肉 180-200元/kg	麦富迪 低温烘焙猫粮 90%鲜肉, 0肉粉, 0谷物 75-90元/kg	卫仕 x90全价烘焙鲜肉猫粮 90%鲜肉 75-90元/kg	麦富迪 原切冻干零食 100%纯肉 280-300元/kg	日和优宠 鸡胸肉冻干 100%纯肉 240-260元/kg
中端系列 营养丰富全面 更具产品特色	麦富迪 barf生骨肉天然粮 45%鲜肉+生骨肉冻干 40-60元/kg	艾尔 鲜肉米糕全价犬粮 55%鲜肉+蛋黄冻干 40-60元/kg	麦富迪 北美原野系列 0淀粉, 高蛋白 85-100元/kg	顽皮 犬用鸡肉干 82%含肉 80-100元/kg	麦富迪 鲜肉天然粮 50%鲜肉+三文鱼油等营养物质 45-55元/kg	顽皮 鲜肉无谷成猫粮 55%鲜肉, 0谷物 50-60元/kg	麦富迪 羊奶肉酱 80%含肉+羊乳+三文鱼油 200-220元/kg	网易天成 藤藤薯 70%含肉+25%羊乳 200-220元/kg
大众系列 满足日常需要 性价比高	麦富迪 营养森林系列 40%含肉+其他营养 20-40元/kg	网易天成 全价犬粮 45%含肉+其他营养 20-40元/kg	麦富迪 火腿肠系列 50%含肉+优质蛋白 60-80元/kg	网易天成 犬用火腿肠 60%含肉+0谷物 40-60元/kg	麦富迪 N5天然鱼油猫粮 30%三文鱼+多种营养素 20-40元/kg	普瑞纳 喜悦全价猫粮 30%优质蛋白 20-40元/kg	麦富迪 亲嘴鱼猫条 经典型+功能型营养丰富 80-100元/kg	领先 鲜鲜条猫条 多种口味和功能营养丰富 100-120元/kg

资料来源：天猫，中国银河证券研究院

从“双 11”战绩来看，公司自有品牌销售高增，多平台“双 11”榜单名列前茅。2023 年“双 11”，麦富迪、弗列加特等公司自有品牌全网销售额突破 3.6 亿元，同比增长超 28%。

(1) **麦富迪**：在天猫平台，麦富迪是宠物行业连续两年唯一破亿的品牌，连续三年品牌综合排名第 1；其中狗零食、猫零食品类排名第 1，全价狗主粮排名第 2，全价猫主粮排名第 11。在抖音平台，连续三年品牌综合排名第 1；其中犬主粮、猫主粮、犬零食、猫零食品类均排名第 1。在京东平台，23 年品牌综合排名第 2；其中狗食品、猫零食品类排名第 1，猫干粮排名第 5。在拼多多平台，23 年品牌综合排名第 1。

(2) **弗列加特**：2023 年“双 11”，弗列加特全网销售额突破 6400 万元，同比增长超 200%，有多款全网销售额超 1000 万的爆品。在天猫平台，品牌销售额达 3666 万元，同比+193%；品牌排名第 19，较上年提升 38 名；其中全价猫主粮品类排名第 10，猫全价冻干粮排名第 1，猫全价湿粮/主食罐排名第 4，猫全价风干/烘焙粮排名第 3。在抖音平台，品牌销售额达 1956 万元，同比增长超 300%；品牌排名第 7。在京东平台，品牌销售额达 539 万元，同比+170%。

表 3：2023 年“双 11”公司自有品牌各电商平台销售战绩

排名	天猫：猫狗食品品牌销售榜	京东：宠物热卖品牌榜	抖音：宠物食品与用品品牌排行榜
1	麦富迪	皇家	麦富迪
2	皇家	麦富迪	喵梵思
3	蓝氏	网易严选	网易严选
4	诚实一口	Orijen 渴望	卫仕
5	鲜朗	伯纳天纯	弗列加特
6	网易严选	爱肯拿	诚实一口
7	Instinct	PIDAN	醇粹
8	Orijen 渴望	素力高	伯纳天纯
9	伯纳天纯	冠能	PIDAN
10	素力高	Instinct	阿飞和巴弟

资料来源：天猫，京东，抖音，中国银河证券研究院

从品牌推广来看，公司打造多样化品牌营销模式，辐射多元消费群体。公司已形成了一套相对有效的营销推广模式，采用泛娱乐化的品牌营销（如明星代言人、影视作品植入、赞助动物公益活动等）、多样化的线上平台推广（在各电商平台、内容平台投放广告）、打造联名产品（如与《上新了·故宫》、《朋友请听好》等多个文娱 IP 打造联名产品）等方式，打造品牌形象，提升自有品牌知名度。

图26：麦富迪品牌部分综艺、影视作品植入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

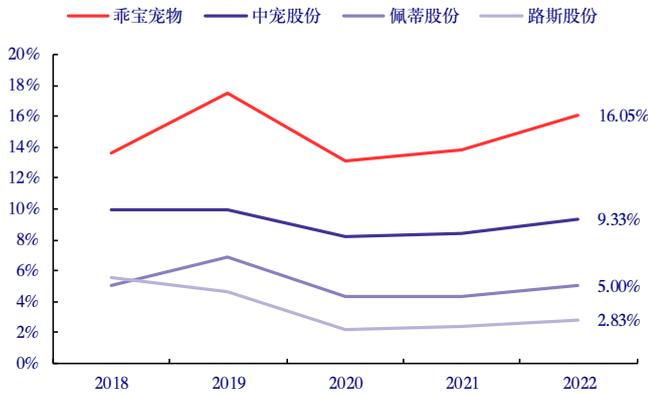
图27：麦富迪品牌部分联名款产品



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

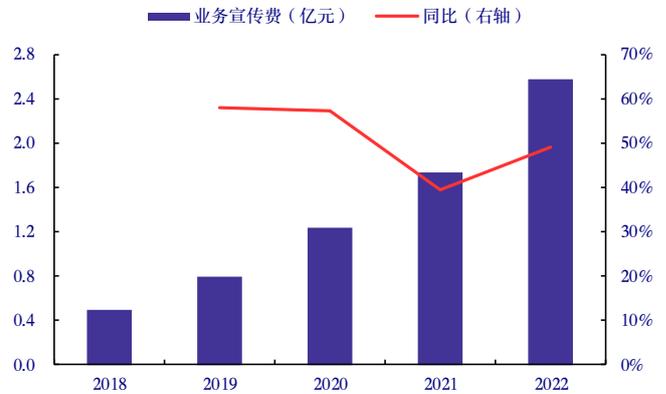
公司销售费用投入领先同行,助力自有品牌推广。2022 年公司销售费用率为 16.05%,同比+2.23pct,远高于上市可比公司;其中 22 年公司业务宣传费为 2.59 亿元,同比+49.21%,2018-2022 年 CAGR 为 +50.82%,呈高速增长趋势。对比同行,我们统计 2022 年公司业务宣传费和销售服务费合计占公司国内收入为 19.47%,仅次于中宠股份的 23.61%,领先于佩蒂股份和路斯股份,处于行业较高水平。另外,我们通过拆分公司品牌推广费来看项目投入方向,2022H1 公司品牌推广费 2953 万元中综艺赞助、效果广告制作及发布、品牌代言费用分别为 1856 万元、852 万元、204 万元,占比 63%、29%、7%,为公司前三大品牌推广费支出项目。

图28: 2018-2022 年公司 & 可比公司销售费用率



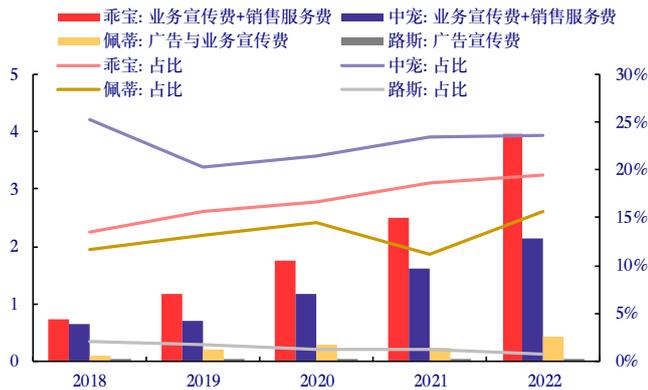
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2018-2022 年公司业务宣传费及增速



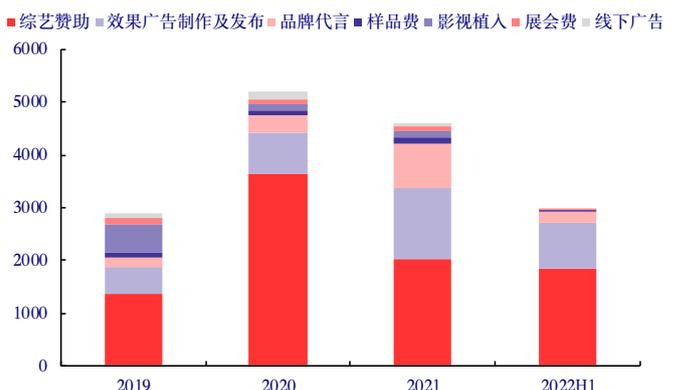
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图30: 2018-2022 年公司 & 可比公司宣传费 (亿元) 及占其国内收入的比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图31: 2019-2022H1 公司品牌推广费拆分 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

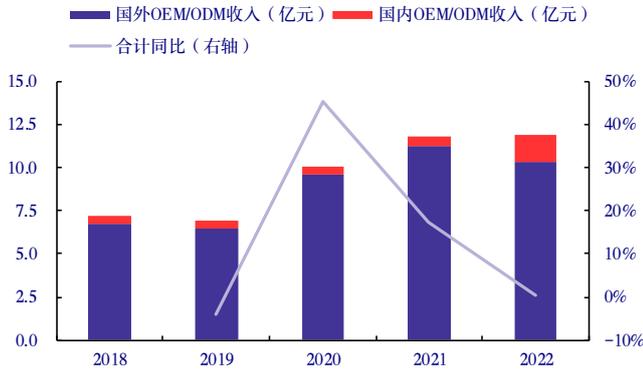
2. OEM/ODM 业务: 国内外规模扩张中, 客户合作稳定良好

公司国内外 OEM/ODM 业务规模均呈增长态势, 大客户合作关系稳定且良好。一方面, 国外宠物食品市场稳步发展, 公司凭借丰富的出口加工经验, 国外 OEM/ODM 业务规模有所提升, 自 2018 年的 6.78 亿元增长至 2022 年的 10.34 亿元, CAGR 为 +11.13%。另一方面, 随着公司国内产能提升, 国内 OEM/ODM 业务收入规模快速增长, 自 2018 年的 0.45 亿元增长至 2022 年的 1.58 亿元, CAGR 达 +36.73%。

公司前五大客户主要为 OEM/ODM 模式下国外大型消费零售类企业、宠物食品品牌运营商及国内线上经销商。其中第一大客户为美国连锁零售巨头沃尔玛, 公司主要为其提供烘干类鸡胸肉和鸭胸肉产品, 在其门店销售。自 2014 年建立合作以来, 公司与沃尔玛合作关系良好且稳定, 2022 年公司实请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

现沃尔玛客户收入 5.19 亿元，同比+14.11%，占 OEM/ODM 业务总收入的 43.57%。此外，Central Garden & Pet Company 为美国宠物食品品牌运营商，自 2018 年起一直为公司前五大客户之一，2022 年公司实现 Central Garden & Pet Company 客户收入 1 亿元，同比+46.6%，占 OEM/ODM 业务总收入的 8.49%。

图32：2018-2022 年公司 OEM/ODM 收入及增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

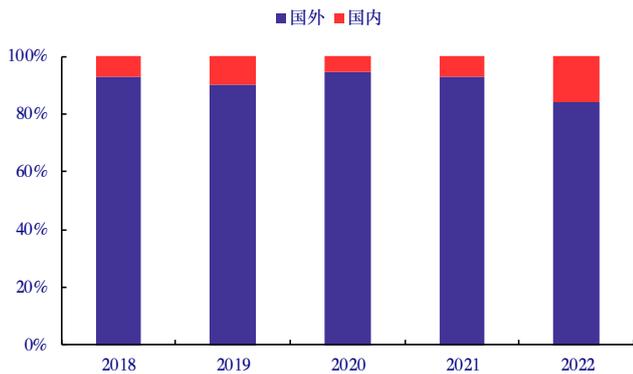
图33：2018-2022 年国外 TOP2 客户收入及占 OEM/ODM 收入之比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

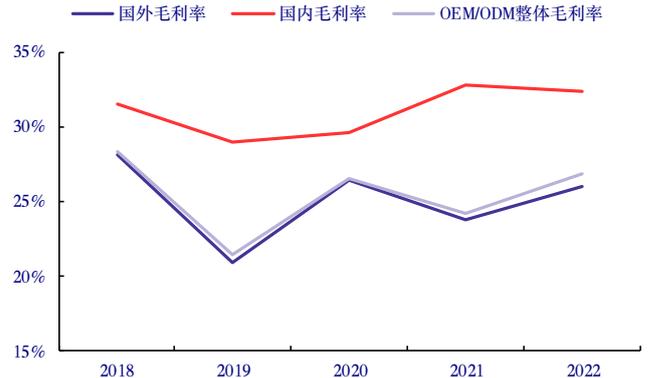
公司 OEM/ODM 业务毛利主要由国外贡献，国内毛利率水平稳定。2022 年公司 OEM/ODM 业务实现毛利 3.2 亿元，其中 84% 由国外业务贡献，国内业务毛利占比较小。从毛利率水平来看，国内业务毛利率高于国外，且较为稳定；2022 年毛利率为 32.45%，同比-0.4pct。2022 年国外业务毛利率为 26%，同比+2.23pct。毛利率上升的主要原因在于：零食主要原材料鸡胸肉和鸭胸肉采购价格下降、国外零食售价上调、公司减少部分低毛利客户、美元升值等。

图34：2018-2022 年公司国内外 OEM/ODM 毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：2018-2022 年公司 OEM/ODM 业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）产品：全品类布局完善，研发实力强劲助力可持续发展

1. 全品类结构持续优化中，助推盈利能力提升

公司全产品品类布局完善，具备多样化竞争优势。公司主要产品为宠物犬用、猫用食品，实现宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖，共计千余个单品。其中 1) 零食为自主生产和委托加工相结合、少部分外购，以 OEM/ODM 为主要销售渠道，国外销售为主；2) 主粮为自主生产、少部分外购，以经销为主要销售渠道，基本为国内销售；3) 保健品主要为外购，以直销为主要销售渠道，基本为国内销售。各产品品类的定价模式无明显差异。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

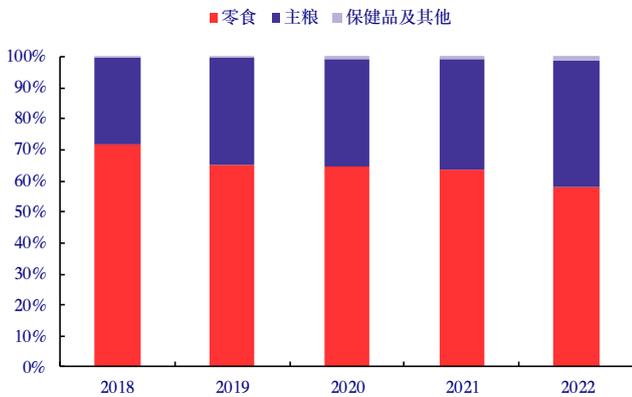
表 4：各产品品类生产模式、销售模式的异同点

产品类别	生产模式	销售渠道	销售区域	定价机制
零食	自主生产和委托加工相结合，代理品牌的零食为外购	经销、直销、商超和 OEM/ODM 均有销售，以 OEM/ODM 为主（占比超 70%）	以国外销售为主（占比超 65%）	产品品类间无明显的定价机制区别 国内自有品牌：全国统一销售，企划部做指导，各渠道负责人制定其渠道销售策略
主粮	自主生产，代理品牌的主粮为外购	经销、直销和 OEM/ODM 均有销售，以经销为主（占比超 60%）	以国内销售为主（占比超 90%）	Waggin' Train 品牌：售价延续收购时的产品定价
保健品和其他	主要为外购	经销、直销和 OEM/ODM 均有销售，以直销为主（占比超 60%）	以国内销售为主（占比超 90%）	国外 OEM/ODM：销售根据成本加成进行市场化定价

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

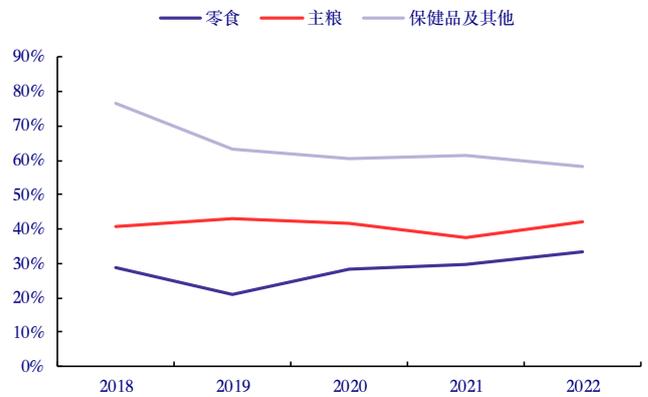
零食贡献公司主要收入，主粮等高毛利产品占比持续提升。2022 年公司零食实现收入 19.54 亿元，同比+19.88%，2018-2022 年 CAGR 为+22.20%，呈快速增长趋势；22 年占主营业务收入的 57.83%，同比-5.84pct，2018 年以来占比持续降低。随着公司产品结构优化升级，高毛利的主粮、保健品占比逐步提高。2022 年公司保健品毛利率为 58.15%，为公司毛利率水平最高的产品品类，其占主营业务收入比例自 2018 年的 0.18% 上升至 2022 年的 1.09%，占比仍然较低。2022 年公司主粮毛利率为 41.92%，占主营业务收入比例自 2018 年的 27.91% 上升至 2022 年的 41.09%，是公司重要的利润增长点。

图36：2018-2022 年公司主营业务收入拆分（按产品品类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

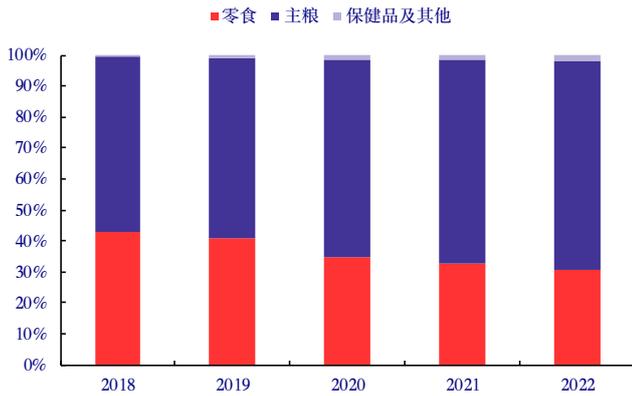
图37：2018-2022 年公司各产品品类的毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

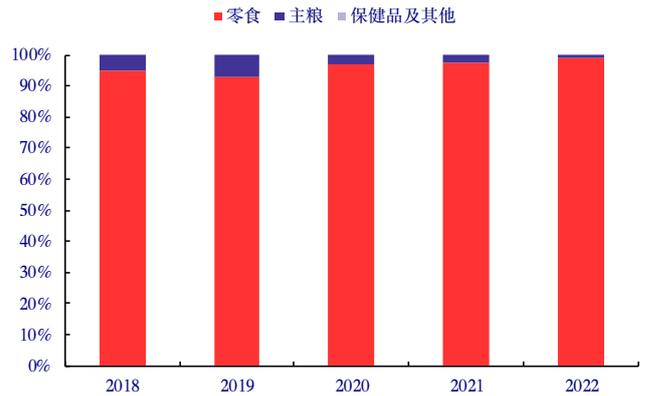
公司国内收入中主粮占比持续提升，国外收入则绝大多数由零食贡献。2022 年公司国内业务收入中主粮贡献 13.73 亿元，同比+55.88%，占比自 2018 年的 56.68% 提升至 2022 年的 67.33%，呈逐年提升趋势。由于主粮品类毛利率高于零食，有助于带动公司国内业务整体盈利能力提升。2022 年公司国外收入中零食贡献 13.25 亿元，同比+10.92%，占比高达 98.85%。

图38：2018–2022 年公司主营业务国内收入拆分（按产品品类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图39：2018–22 年公司主营业务国外收入拆分（按产品品类）



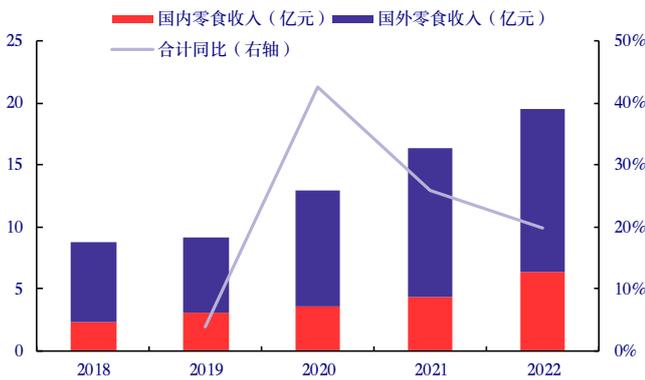
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分产品来看，

（1）零食：量价齐升，高毛利的国内零食收入快增长。2018 年以来公司零食销量呈逐年增长态势。22 年零食销量达 3.92 万吨，同比+8.92%，2018–2022 年 CAGR 为+15.51%。21 年以来随着高价的 Waggin Train 产品销售占比提升，22 年公司零食整体售价达 4.99 万元/吨，同比+10.07%。

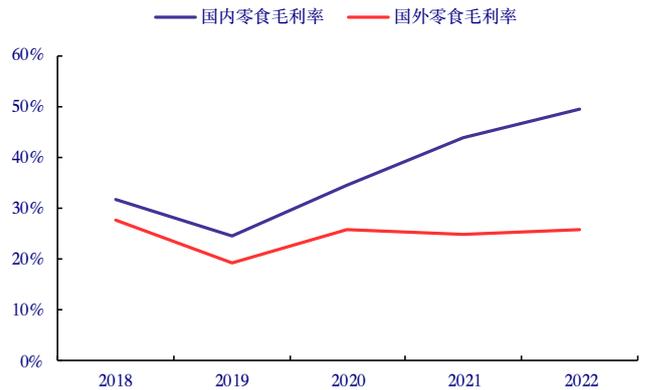
分地区来看，2022 年公司零食收入 19.54 亿元，其中国外贡献 13.25 亿元，同比+10.92%；国内贡献 6.29 亿元，同比+44.44%，2018–22 年其 CAGR 为+28.34%，高于国外增速。尽管国内零食售价显著低于国外，但由于生产成本优势，国内零食毛利率始终高于国外，且随着国内零食产品品类中高售价高毛利的冻干类产品销售占比增加，以及公司对线上零食进行提价、减少促销活动等因素的影响，19 年以来国内零食毛利率呈持续上升趋势，22 年已达 49.48%，同比+5.69pet。

图40：2018–2022 年公司零食收入及增速



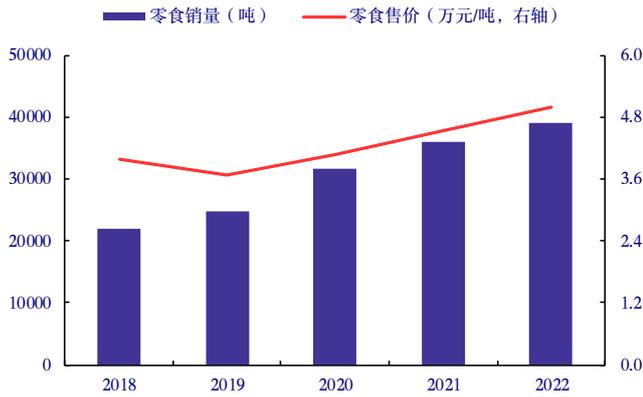
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图41：2018–2022 年公司零食国内外毛利率



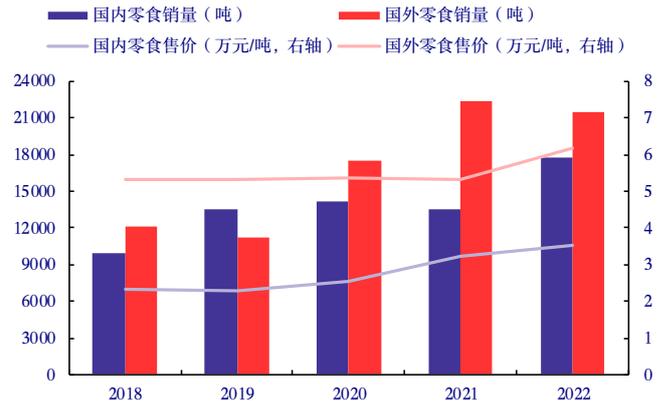
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图42：2018-2022 年公司零食销量及价格情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

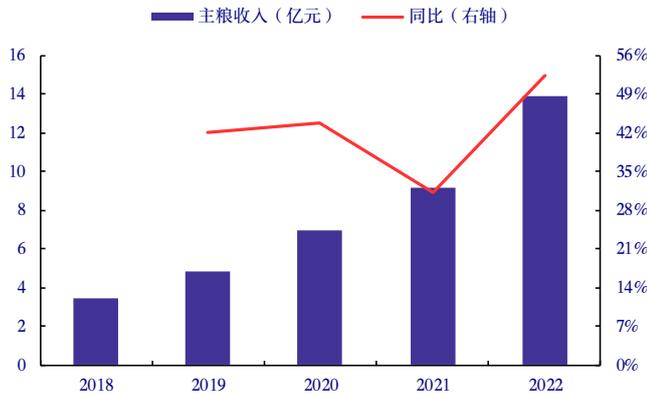
图43：2018-2022 年公司零食国内外销量及价格情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

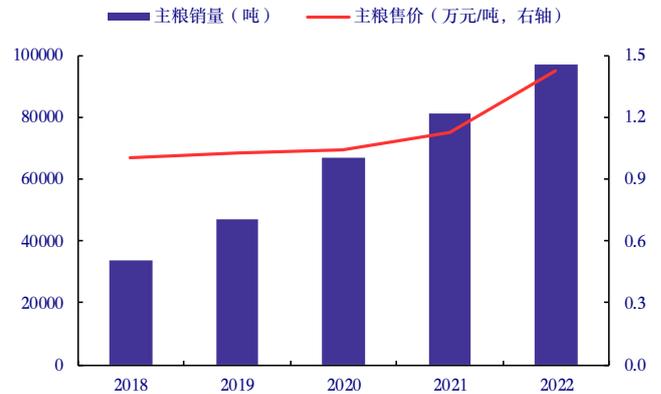
（2）主粮：收入高增贡献业绩，是未来重点发展的品类。2022 年公司主粮收入 13.88 亿元，同比实现 52.24% 的高增；销量为 9.73 万吨，同比+20.04%；平均售价 1.43 万元/吨，同比+26.83%。主粮均价提升的主要原因一方面在于公司国内主粮产品提价，另一方面公司代理品牌的主粮类产品售价较高且销量增幅较大。由于主粮的研发周期和研发投入通常高于零食，因此技术门槛更高，也就更易与竞品拉开差距，对于增强品牌粘性、提升品牌市占率方面具有优势，未来主粮是公司重点发展的产品系列。

图44：2018-2022 年公司主粮收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

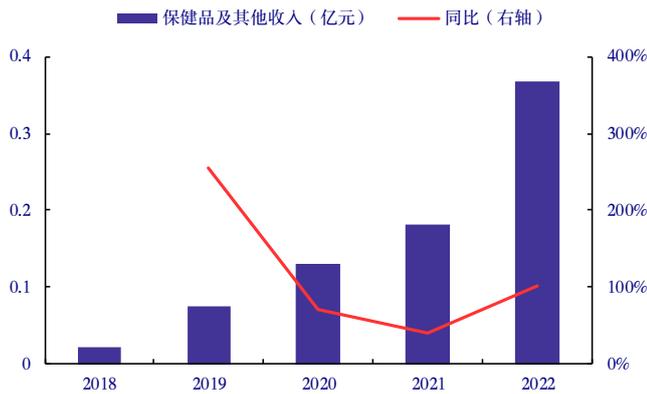
图45：2018-2022 年公司主粮销量及价格情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

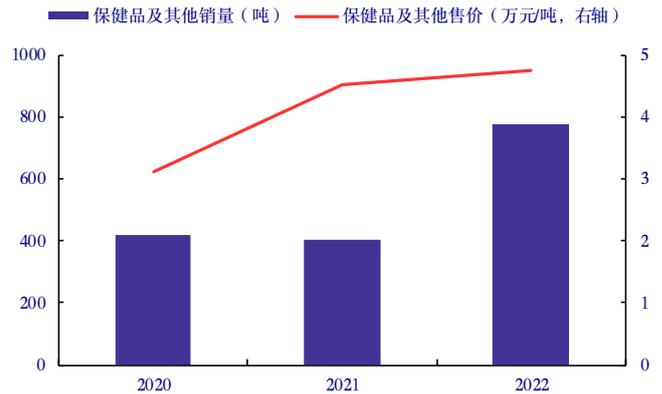
（3）保健品：收入持续增长，非现阶段公司主营品类。2022 年公司保健品及其他实现收入 3670 万元，同比+102.34%，收入占比较低；销量为 774.6 吨，同比+93.12%；平均售价 4.74 万元/吨，同比+4.78%。保健品及其他产品的价格波动较主粮和零食更大，主要源于销售处于起步阶段，产品不断升级更新，且前期产品推广促销活动力度较大。

图46: 2018-2022 年公司保健品及其他收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图47: 2020-2022 年公司保健品及其他产品销量及价格情况

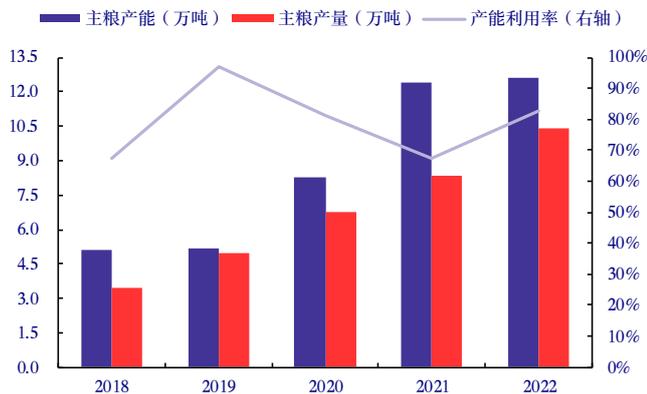


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 坐拥中泰两大生产基地, 产能有望持续放量

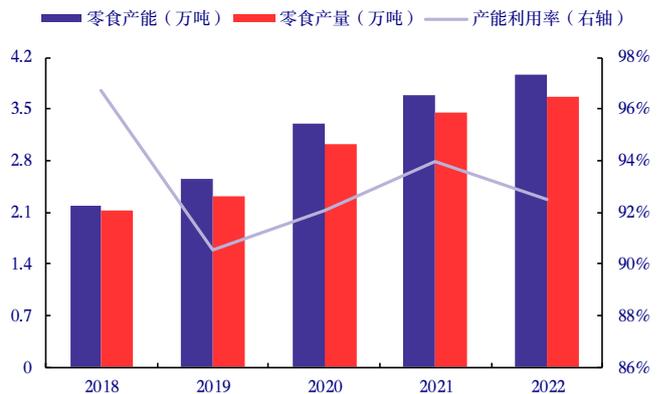
已有产能方面, 2022 年公司拥有 12.62 万吨主粮、3.96 万吨零食产能。2018-2022 年期间, 公司主粮、零食产能呈持续提升态势, 2022 年产能利用率均已超过 90%。公司在国内、泰国拥有两大生产基地。其中, (1) **国内基地**生产全产品品类, 2022 年产能占公司总产能的 94.12% (15.6 万吨年产能)。(2) **泰国基地**于 2015 年 8 月设立, 2017 年正式投入运营, 仅生产零食品类, 主要为满足公司国外代工市场的需求。为应对美国加征关税的影响, 2020 年公司加大泰国基地的产能投入, 新增月产能 500 吨的零食车间, 22 年泰国基地已形成 812.5 吨零食月产能 (9750 吨年产能)。运营初期由于订单量较少, 厂房折旧等固定成本分摊较高, 毛利率显著低于国内生产基地。但随着订单量增长, 20 年起乖宝泰国毛利率已提升至正常水平, 进入稳定运营阶段。

图48: 2018-2022 年公司主粮产能情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图49: 2018-2022 年公司零食产能情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 5: 国内生产基地与泰国生产基地对比

项目	国内生产基地	泰国生产基地
采购模式	以产订购, 相对备货; 国内采购	以产订购, 相对备货; 主要原材料在泰国采购, 包装材料从国内采购
生产模式	自主加工生产 (需求预测、以销定产) 对外委托加工生产 (以销定产)	自主加工生产 (以销定产)
产品系列	主粮 (膨化类、湿粮类、冻干类) 零食 (烘干类、冻干类、湿粮类、咬胶类)	零食 (烘干类、湿粮类、咬胶类)

保健品		
销售渠道	自有品牌-直销	以 OEM/ODM (国外) 为主
	自有品牌-经销	
	自有品牌-商超	自有品牌-商超
	OEM/ODM (国内、国外)	
年产能 (2022 年)	15.6 万吨	9750 吨
产能占比 (2022 年)	94.12%	5.88%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

新增产能方面，2023 年 8 月 11 日，公司首次向社会公开发行 4000.45 万股人民币普通股，发行价格为 39.99 元/股，扣除发行费用后募集资金净额为 14.72 亿元。其中，

(1) 6 亿元计划用于宠物食品生产基地扩产建设项目、智能仓储升级项目、研发中心升级项目、信息化升级建设项目和补充流动资金。其中，宠物食品生产基地扩产建设项目拟投入 3.67 亿元，主要内容为新建主粮、高端零食及保健品生产线。公司已完成该项目前期的考察论证、项目选址、项目可行性研究报告编制等工作，并已获报政府主管部门审批和备案。预计建设周期为 1.5 年（18 个月），产能爬坡期为 2.5 年（30 个月）。**项目建设完成后，将形成年产 5.85 万吨主粮、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可达 9.74 亿元。

(2) 超募资金中 5.6 亿元计划用于“年产 10 万吨高端宠物食品项目”。预计建设周期为自建设许可手续批复之日起 2 年（24 个月）。**项目建设完成后，预计新增 3.5 万吨湿粮、2 万吨液态奶、5000 吨冻干产品、4 万吨烘焙粮产能。**

表 6：超募资金中 5.6 亿元拟用于“年产 10 万吨高端宠物食品项目”

项目名称	投资金额 (万元)	投资比例	新增产能
宠物食品湿粮和液态奶项目	21953	39.2%	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 3.5 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
宠物食品冻干产品项目	16179	28.89%	冻干产品 ：主要生产高端羊奶棒、肉类等冻干类产品，年规划设计产能 5000 吨
宠物食品烘焙粮项目	12282	21.93%	烘焙粮 ：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
宠物食品研发和工艺创新项目	5586	9.98%	
合计	56000	100.00%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 依托研发投入与创新，巩固与提升竞争优势

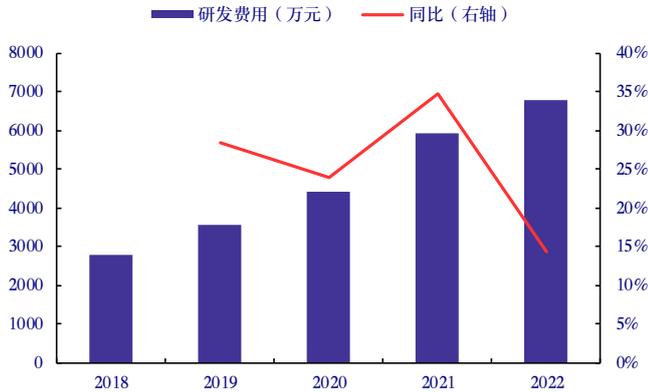
公司坚持以研发创新开拓市场，研发费用持续增长。2022 年公司研发费用为 6785 万元，同比 +14.29%，2018-2022 年 CAGR 为 +25.15%，呈逐年稳定增长趋势。

在犬猫基础研究方面，公司建立宠物营养研究中心，开展产品适口性和营养性测试工作，为公司产品研发提供支持，打造差异化产品。在核心配方的研发设计方面，公司配方设计参考多国标准，具备研究中心提供基础研究数据和产品测试数据的支持。在高端设备方面，公司使用美国进口的温格双螺杆膨化设备（使鲜肉添加量可达 70%，大大提高产品的营养价值及适口性）、真空冷冻干燥设备、真空螺旋式挤出机、电子直线加速器等高端设备，为公司产品高质量提供保障。在先进工艺方面，公司始终把握行业新技术、新工艺的发展趋势与方向，拥有鲜肉瞬时高温乳化添加技术、口腔护理类产

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

品功能提升技术、EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术等多项行业领先的核心技术。未来公司仍将继续加大研发投入，在宠物营养和生理研究、新产品开发、产品品质提升、工艺改进等领域持续创新，以巩固和提升公司的竞争地位。

图50: 2018-2022 年公司研发费用及增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图51: 公司获得的相关认证

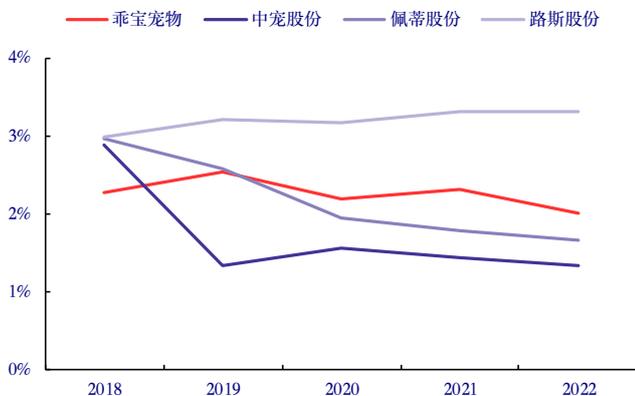


资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

公司研发费用率行业领先，创新产品贡献 50%以上收入。2022 年公司研发费用率为 2%，在同行中处于领先地位，仅次于路斯股份（2022 年研发费用率为 3.31%），高于中宠股份和佩蒂股份。截至 2023 年 8 月 11 日，公司在研项目 27 个，合计预算经费近 8000 万元。公司为把握消费升级的市场需求，不断推出创新产品。2022H1 公司创新代表性产品、工艺技术创新对应产品合计收入达 8.46 亿元，占主营业务收入的 50.5%，其中创新代表性产品收入为 5.87 亿元，同比+43.82%。

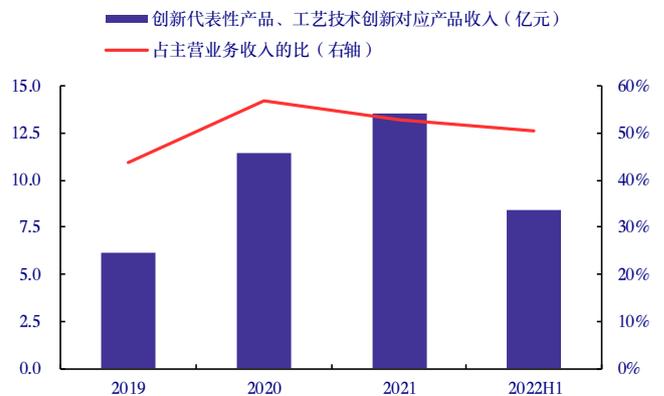
公司部分代表性创新产品收入高增，带动公司整体业绩提升，如弗列加特高肉粮系列、弗列加特全价全冻干系列产品 22H1 实现收入 2614 万元，同比增速高达 184.5%；麦富迪 BARF 食谱生骨肉主食冻干&主食罐头、羊奶肉包、麦富迪鲜肉冻干产品 22H1 实现收入 4658 万元，同比增速高达 166.1%。未来公司计划通过自有研发中心与国内外研发机构和跨行业食品研发技术的合作，每年推出不低于 3 个引领性行业新品类，以保持行业领先地位。

图52: 2018-2022 年公司及其可比公司研发费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图53: 2019-2022H1 公司创新产品收入及占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）渠道：健全上下游供应链体系，打造全渠道闭环优势

1. 上游原材料供应：供应商合作稳定可靠，成本优势突出

公司采用严格的供应商评审流程，确保原材料质量可靠。公司采购部按照《合格供应商准入标准》对原材料供应商进行资质审核，并联合品控部、研发部、生产部和化验室等部门完成样品评判，根据样品质量决定是否进行验厂评判和签订合约。采购部每年组织各部门组成评审小组，综合考虑价格、品质、市场反馈等信息对供应商进行评估，在签订合作协议后对供应商进行连续三次质量跟踪，严格确保原材料的质量水平，长期看来有利于形成稳定可靠的供货来源。

图54：公司供应商评审流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司前五大供应商主要为国内大型鸡、鸭产品的原材料供应商，与公司合作关系稳定。上海兆宇是公司曾代理品牌“K9 Natural”和“Feline Natural”的进口代理商，随着代理品牌借助公司销售渠道销量迅速扩大，成为公司 22 年第一大供应商。新希望六和主要为公司提供鸭产品和鸡产品，2020-2022 年采购量逐年增加，与公司合作关系稳定；圣农发展 2016 年起与公司开始合作，主要为公司提供鸡产品，二者均为我国肉禽行业龙头企业，为公司原材料供应的质量和稳定性提供可靠保证。石家庄市圣福生物科技有限公司主要向公司提供肉粉等动物蛋白产品。公司不存在严重依赖单个供应商的情形，有较强的议价能力。

表 7：2022 年公司前五大原材料供应商情况

排名	供应商	采购内容	采购金额（万元）	占原材料采购总额之比
1	上海兆宇国际贸易有限公司	半成品	14932.83	7.99%
2	新希望六和	鸭产品、鸡产品	8023.84	4.29%
3	圣农发展	鸡产品	7783.39	4.16%
4	石家庄市圣福生物科技有限公司	肉粉等动物蛋白产品	4974.33	2.66%
5	东光县峰海彩印有限公司	包装材料	4078.85	2.18%

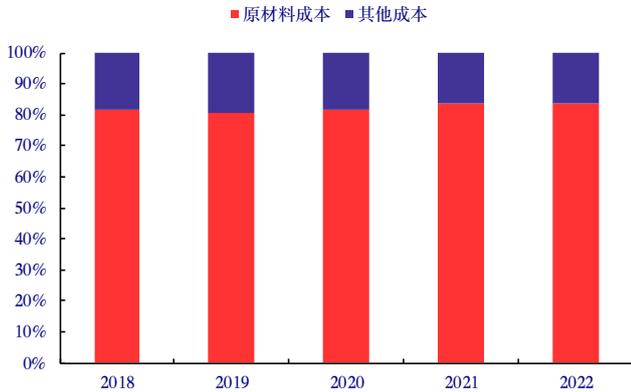
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

原材料结构变化，叠加价格下降，带来成本优势。公司生产所需的原材料包括主料、辅料、包装材料和其他，2022 年公司原材料成本占营业成本的比重高达 83.65%。分产品来看，零食类产品原材料以鸡胸肉、鸭胸肉为主，通常在主料中占比 70%左右。主粮类产品的原材料以玉米、大米和豆粕等谷物类为主，通常在主料中占比 50%左右，而鸡胸肉、鸭胸肉占比仅为 10%左右。随着公司主粮销售占比持续提升，鸡胸肉、鸭胸肉等禽肉类原材料采购金额占比逐渐下降，22 年禽肉类原材料合计采购金

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

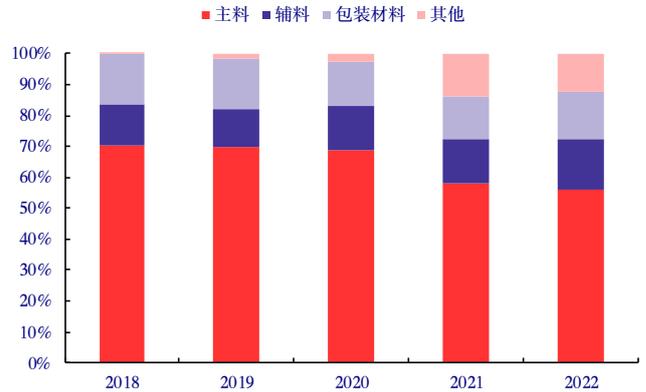
额占主料采购金额的 40%，同比-9pct。2019 年以来，受白羽鸡商品代价格高位回落后连续三年相对低位震荡的影响，公司鸡胸肉采购单价自 2019 年的 13.94 元/kg 下降至 2022 年的 10.17 元/kg，为公司经营带来成本优势，推动公司盈利能力的持续提升。

图55：公司原材料成本在营业成本中的占比超过 80%



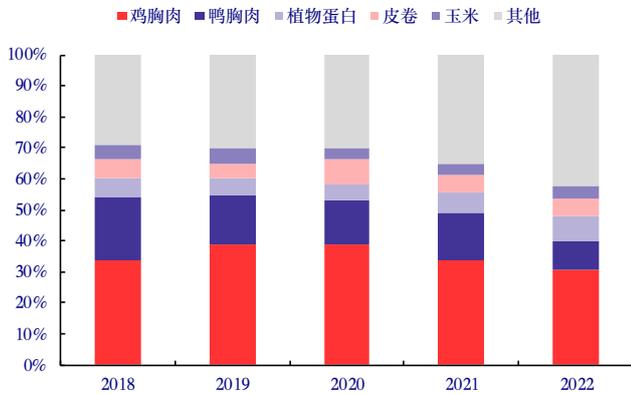
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图56：2022 年主料占原材料采购金额的 56%



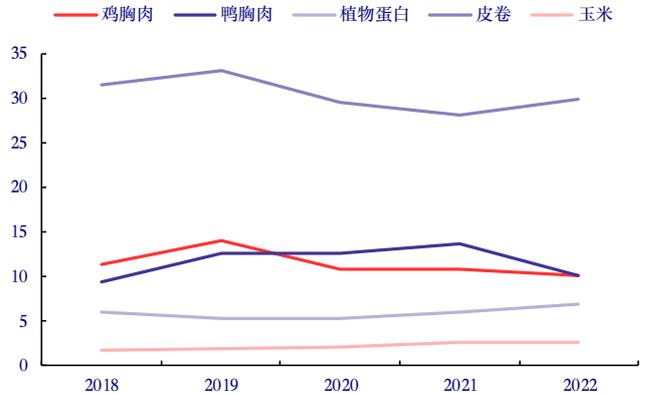
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图57：2022 年鸡胸肉占主料采购金额的 31%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图58：2018-2022 年公司各主料原材料采购单价 (元/kg)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 下游销售渠道：扩张自有品牌线上渠道，最大化用户辐射

公司已实现线上线下全渠道销售，直销经销体系完善。公司自有品牌业务主要集中在国内，分直销（线上直销）和经销（线上分销、线上入仓、线上代销、线上寄售、线下经销）模式；少部分国外销售自有品牌产品主要以商超模式（以沃尔玛及其下属的 Sam's Club、BJs Wholesale Club 等大型零售连锁商超为主）销售，经销占比较小。公司 OEM/ODM 业务主要面向国外市场，少量面向国内市场。公司通过线上+线下、直销+经销的全渠道销售模式，实现最大化的用户覆盖与辐射。

表 8：公司各品牌的销售模式

		商超（主要）	
		线上经销	线下经销
(一) 自有品牌业务	国外市场 (Waggin Train)	经销（少量）	线上经销 线下经销
	国内市场 (麦富迪等)	直销	线上直销（电商自营店）
		经销	线上经销 线上分销

线上入仓（京东自营、天猫平台等）

线上代销

线上寄售（天猫超市等）

线下经销（主要通过区域经销商销售，少部分通过宠物医院、宠物专门店销售）

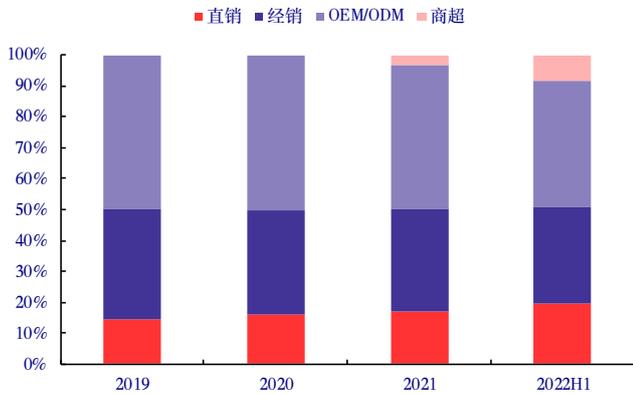
(二) OEM/ODM 业务
国外市场（主要）
国内市场（少量）

(三) 品牌代理业务（已终止）

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

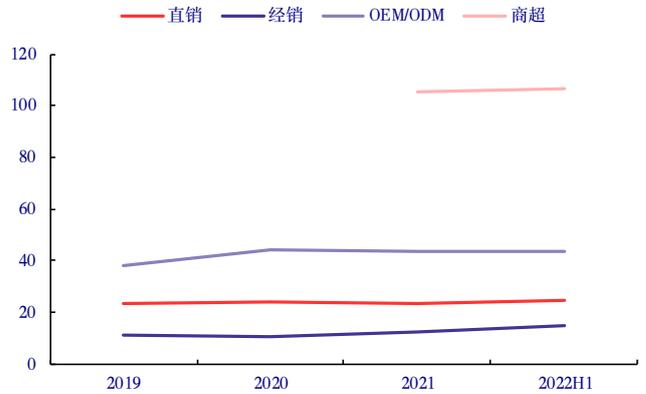
随着公司自有品牌不断扩张，高单价、高毛利的直销渠道占比持续提升。2022H1 公司直销渠道实现收入 3.28 亿元，占主营业务收入的 19.56%，较 2019 年提升 5.02pet，而经销、OEM/ODM 渠道占比分别自 2019 年的 35.86%、49.60%降低至 2022H1 的 31.15%、41.08%。自 2021 年收购 Waggin Train 品牌以来，商超渠道占比提升至 22 年的 8.20%。从各渠道的单价看，商超>直销>经销。原因是商超渠道下 Waggin Train 品牌在美国销售，产品单价较高；直销和经销的产品为主粮和多种类型的零食，整体单价较低；直销模式下公司将商品销售给终端消费者，单价高于经销模式。从各渠道的毛利率看，直销>经销>OEM/ODM，原因是直销和经销的产品以自有品牌（毛利率通常高于 OEM/ODM 产品）为主；直销模式下主粮销售占比高、直接面向消费者、同类产品价格高于经销。

图59：2019-2022H1 公司各渠道销售收入拆分



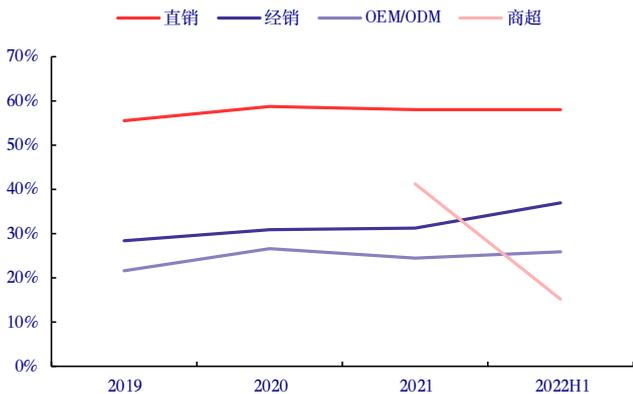
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图60：2019-2022H1 公司各渠道销售单价（元/kg）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图61：2019-2022H1 公司各渠道销售毛利率



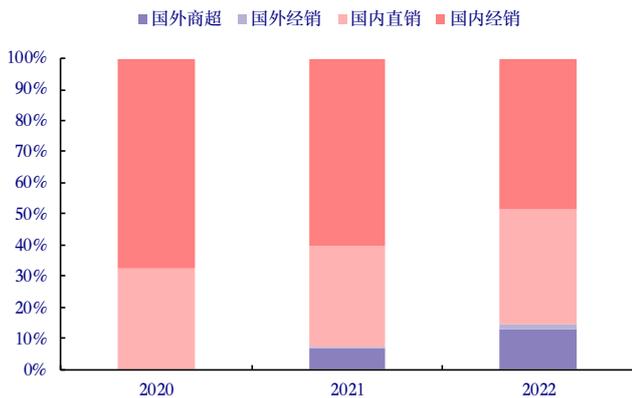
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司积极发展自有品牌线上销售模式，优化经销商结构。公司积极探索自有品牌与互联网销售模式、新媒体营销模式的有效结合，抓住近年来我国网络购物交易规模扩大的行业机遇，组建电商运作团队，入驻天猫、京东等电商平台。同时在抖音、小红书、B站等内容平台联合KOL做宠物人群的推广渗透，针对年轻群体输出品牌内容，公司国内线上销售业绩实现快速增长。

(1) 线上直销：2022年公司实现自有品牌线上直销收入7.5亿元，同比实现75.4%高增。

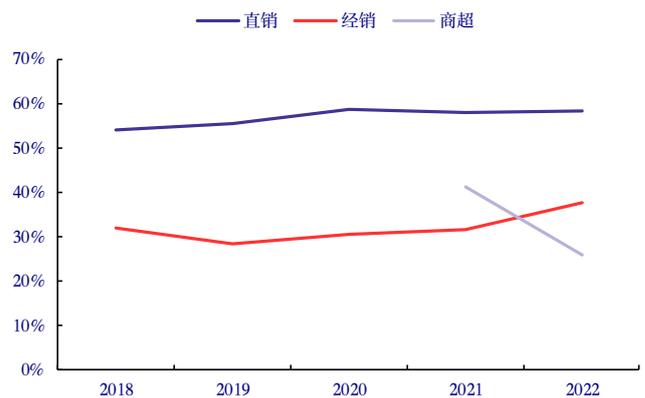
(2) 线上经销：2022年公司实现自有品牌线上经销收入8.37亿元，同比+37.4%，占自有品牌国内经销收入的84%，同比+8.2pct。其中线上分销和线上入仓是最主要的两种线上经销模式，22年分别实现收入2.87亿元、2.76亿元，同比+34.2%、+42.2%，占自有品牌国内线上经销收入的28.8%、27.7%。由于公司大力发展线上经销渠道，减少了金额较小的线下经销合作门店，因此2018-2022年公司经销商数量呈逐年下降趋势，其中规模以上经销商贡献主要经销收入。2022年规模以上经销商数量为167家，贡献96.23%的经销收入，占比同比提升+2.17pct。

图62：2020-2022年公司自有品牌收入拆分（按渠道）



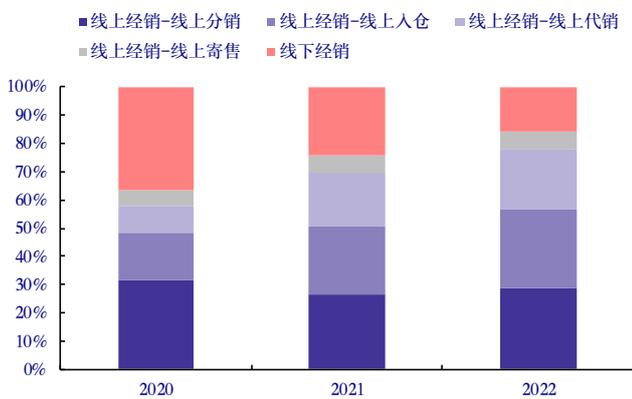
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图63：2018-2022年公司自有品牌各渠道毛利率



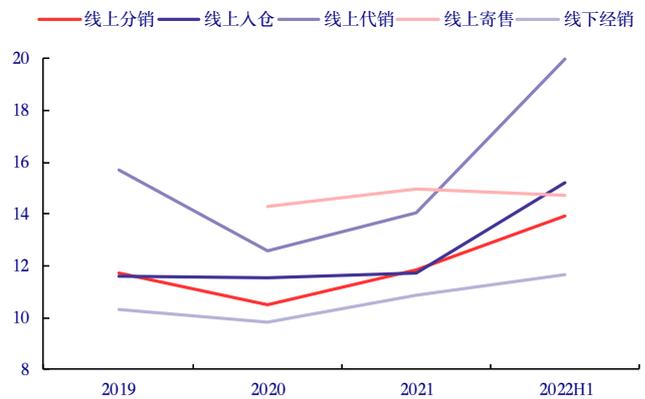
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图64：2020-2022年公司自有品牌国内经销模式各渠道收入拆分



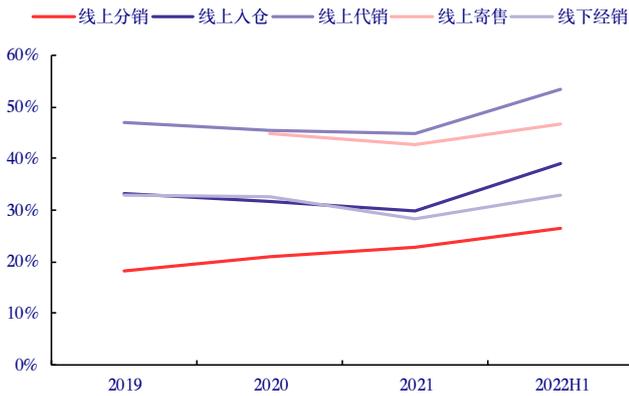
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图65：2019-2022H1公司经销模式各渠道销售单价（元/kg）



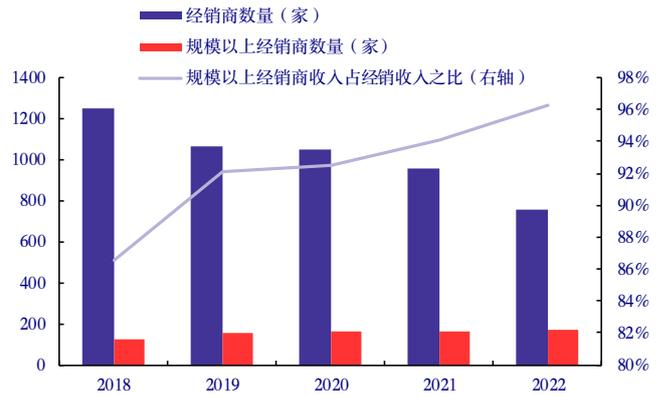
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图66：2019-2022H1 公司经销模式各渠道销售毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图67：2018-2022 年公司经销商数量及收入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、财务分析：公司业绩表现亮眼，期待长期成长

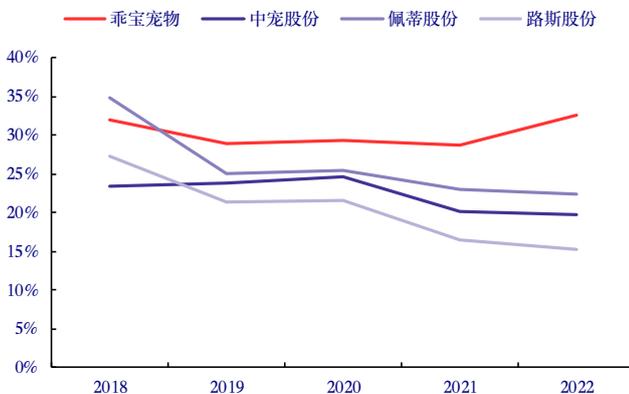
近年公司品牌影响力持续提升，盈利能力不断增强，毛利率、净利率均呈上升趋势，费用控制较为稳定。同时，公司通过提高经营效率、优化资产负债结构，实现资产负债率的有效降低，且2022年公司经营活动现金流实现大幅增长，体现出较强的经营管理能力，公司财务状况稳健。

1. 公司盈利能力领先同行，费用端相对平稳

公司毛利率领先同行，费用端相对平稳。2022年公司毛利率为32.59%，同比+3.81pct，2019年以来始终处于行业第一。毛利率快速提升的原因主要包括产品价格提升、原材料价格下降、高毛利的主粮产品销售占比上升、公司自有品牌销售规模快速增长（自有品牌相对代工产品毛利率更高）等。

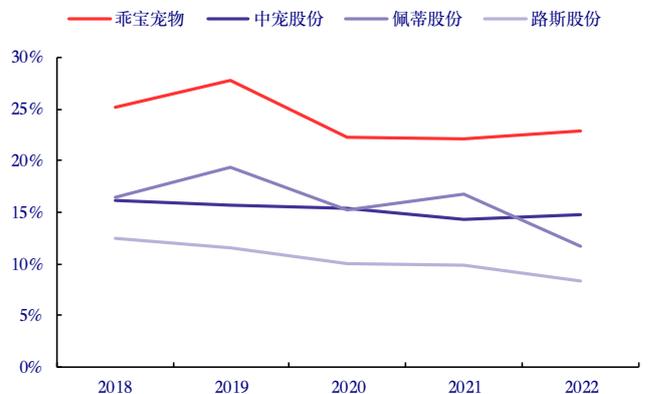
2022年公司期间费用率为22.94%，同比+0.77pct，费用率水平较为稳定。公司费用率与同行相比较高，主要源于公司对产品研发创新、拓展销售渠道的持续投入、对自有品牌的营销推广费用以及线上销量规模较大导致的运费、快递费等。

图68：2018-2022 年公司及其可比公司毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图69：2018-2022 年公司及其可比公司期间费用率



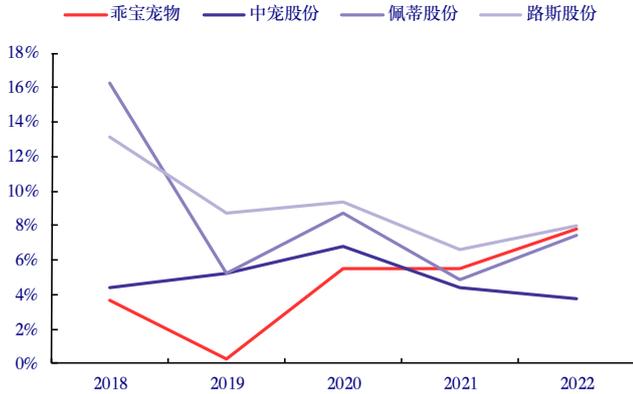
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司净利率水平持续攀升，22年归母净利润同比高增。2019年由于费用率较高，公司净利率略微下滑，后续随着毛利率提升和费用率日趋稳定，公司净利率持续提高。2022年公司净利率为7.82%，同比+2.31pct，处于行业Top2水平，与行业第一路斯股份仅相差0.12%（22年净利率为7.94%）。除了

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

2019 年由于美国增加关税、原材料价格上涨导致公司归母净利润有所下滑外，20 年以来公司归母净利润始终保持上涨态势。2022 年公司归母净利润达 2.67 亿元，同比实现 90.25% 的高增，主要源于公司销售渠道全面铺开和自有品牌的销售规模迅速扩大。

图70：2018-2022 年公司 & 可比公司净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图71：2018-2022 年公司归母净利润及增长情况



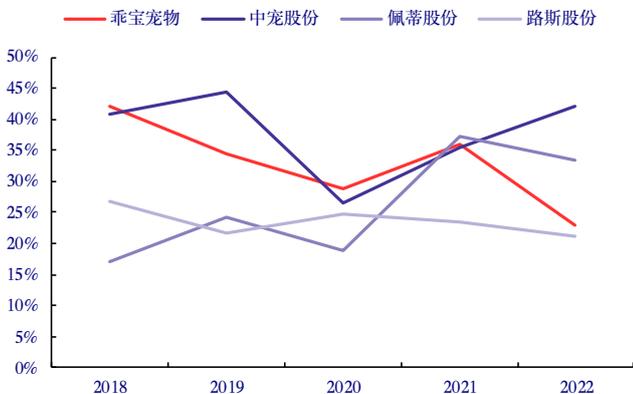
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 公司财务状况稳健，经营管理能力较强

公司资产负债率总体呈下降趋势，22 年经营活动现金流显著上升。2022 年公司资产负债率为 22.95%，同比 -12.96pct，主要源于 22 年公司经营情况良好，流动负债和负债总额降低。公司资产负债率处于行业较低水平，且上市募集资金的到位将使得短期内公司资产负债率进一步下降，提高公司的债务融资能力、优化资本结构、提高抗风险能力。

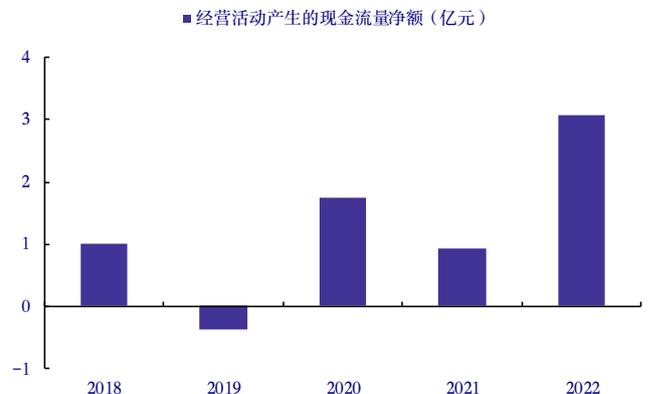
2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.06 亿元，同比增长 225.53%，主要原因是 22 年公司营收大幅增加，销售产品、提供劳务收到的现金增加。公司经营活动现金流充裕，能有效保障公司偿付债务及利息的需要。上市募集资金的到位有助于公司改善财务结构，从而进一步降低财务风险和经营风险。

图72：2018-2022 年公司 & 可比公司资产负债率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图73：2018-2022 年公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

(一) 盈利预测

2020-2022年，公司营业收入分别为20.13亿元、25.75亿元、33.98亿元，同比+43.47%、+27.92%、+31.93%，复合增长率为+29.91%。营业收入的主要来源是零食和主粮，2022年分别实现营收19.54亿元、13.88亿元，占总营收的57.51%、40.87%。2020-2022年，公司归母净利润分别1.11亿元、1.40亿元、2.67亿元，复合增长率为+54.72%。

主营业务核心假设：

(1) 零食：公司2022年零食产能为3.96万吨，其中泰国工厂零食产能为9750吨，随着后续募投项目及超募资金项目的陆续投产，将带来公司零食产能的逐渐释放。此外，考虑未来公司海外零食代工订单增速趋稳、国内自有品牌零食业务较快增长、产品结构优化升级带来盈利能力增强等，我们假设2023-2025年公司零食销量增速分别为4.3%、2.3%、9.2%；价格增速为9%、7%、5%。预计2023-2025年公司零食产品收入增速分别达13.7%、9.5%、14.7%；毛利率分别为33.7%、33.9%、34.2%。

(2) 主粮：我们认为主粮产品为公司未来的核心增长点，成长潜力较大。2022年公司主粮产能为12.62万吨，后续募投项目将新增5.85万吨主粮产能，超募资金项目也以新增主粮产能为主，未来公司主粮产能将有大幅提升。叠加考虑公司将继续采取积极的营销策略来增强自有品牌的市场影响力、高端线弗列加特快速成长放量、主粮产品的用户粘性较强等，我们假设2023-2025年公司主粮销量增速分别为24.5%、23.2%、20.4%；价格增速为12%、10%、8%。预计2023-2025年公司主粮产品收入增速分别达39.5%、35.5%、30.0%；毛利率分别为42.7%、43.2%、43.2%。

综上，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为42.41亿元、51.78亿元、63.79亿元，同比增长24.81%、22.10%、23.20%；综合毛利率分别为34.29%、35.76%、36.78%。

表9：盈利预测

指标/年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计						
营业收入(亿元)	20.13	25.75	33.98	42.41	51.78	63.79
yoy	43.47%	27.92%	31.93%	24.81%	22.10%	23.20%
营业成本(亿元)	14.22	18.34	22.90	27.87	33.26	40.33
毛利率	29.35%	28.78%	32.59%	34.29%	35.76%	36.78%
零食						
收入(亿元)	12.96	16.30	19.54	22.21	24.31	27.89
yoy	42.59%	25.75%	19.88%	13.66%	9.46%	14.71%
成本(亿元)	9.30	11.43	12.99	14.73	16.07	18.35
毛利率	28.25%	29.87%	33.51%	33.70%	33.90%	34.20%
营收占比	64.39%	63.29%	57.51%	52.37%	46.95%	43.72%
主粮						
收入(亿元)	6.96	9.12	13.88	19.36	26.24	34.11
yoy	43.85%	31.13%	52.24%	39.46%	35.50%	30.02%
成本(亿元)	4.06	5.71	8.06	11.10	14.91	19.39
毛利率	41.69%	37.44%	41.92%	42.65%	43.17%	43.17%
营收占比	34.55%	35.42%	40.87%	45.66%	50.67%	53.48%

保健品及其他

收入 (亿元)	0.13	0.18	0.37	0.63	1.03	1.59
yoy	70.64%	40.07%	102.34%	72.52%	62.94%	54.11%
成本 (亿元)	0.05	0.07	0.15	0.26	0.42	0.64
毛利率	60.47%	61.52%	58.15%	59.00%	59.50%	60.00%
营收占比	0.64%	0.70%	1.08%	1.50%	2.00%	2.50%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基于上述主要假设,我们得出的盈利预测关键财务指标如下。2023E-2025E 年公司营业收入 42.41 亿元、51.78 亿元、63.79 亿元,同比增长 24.81%、22.10%、23.20%;归母净利润分别为 4.14 亿元、5.26 亿元、6.48 亿元,同比增长 54.97%、27.13%、23.17%。基于 2024 年 3 月 26 日的总股本估算,对应的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.03 元、1.31 元、1.62 元。

表 10: 主要财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3397.54	4240.62	5177.90	6378.95
yoy	31.93%	24.81%	22.10%	23.20%
归母净利润 (百万元)	266.88	413.59	525.81	647.66
yoy	90.25%	54.97%	27.13%	23.17%
毛利率	32.59%	34.29%	35.76%	36.78%
每股收益 EPS (元)	0.67	1.03	1.31	1.62
净资产收益率 ROE	15.10%	19.52%	20.53%	20.87%
PE	62	40	31	25
PB	9	8	6	5

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析

我们采用两种估值方法进行估值分析:绝对估值法(DCF)、相对估值法(PE)。

1. 绝对估值法:公司合理市值区间为 171.46-221.18 亿元

我们采用 FCFF 法分增长期(2023-2025 年)、过渡期(2026-2030 年)、永续增长期(2031 年及以后)三阶段对公司进行绝对估值,主要参数设定及依据如下表所示。以 2024 年 3 月 26 日公司最新股本为基准,在加权平均资本成本(WACC)为 5.07%、永续增长率(g)为 2%时,公司合理每股价值为 48.27 元,对应市值 193.10 亿元。在加权平均资本成本(WACC)正负波动 0.3%、永续增长率(g)正负波动 0.1%的情况下,公司合理每股价值区间为 42.86-55.29 元,对应市值区间为 171.46-221.18 亿元。

表 11: FCFF 估值参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	2.31%	取 2024 年 3 月 26 日 10 年期国债收益率 2.31%
市场预期收益率 Rm	4.69%	取 2012 年 12 月 31 日-2022 年 12 月 31 日沪深 300 区间年化收益率
无杠杆 β	1.14	取公司上市至 2024 年 3 月 26 日期间原始 Beta (频率为日度),标的指数为上证指数
股票市值 E (百万元)	16513.84	取 2024 年 3 月 26 日公司股票市值

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

债务总额 D (百万元)	468.79	取 2023Q3 末公司负债总额
债务资本成本 Kd	5.30%	参考 5 年期以上长期贷款基准利率适当上浮
税率 T	16.44%	参考公司 2022 年实际所得税税率
加权平均资本成本 WACC	5.07%	通过公式计算可得
永续增长率 g	2.00%	假设公司永续增长率为 2.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 12: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	4.17%	4.47%	4.77%	5.07%	5.37%	5.67%	5.97%
1.7%	61.37	54.61	49.17	44.71	40.97	37.81	35.09
1.8%	63.60	56.34	50.55	45.82	41.89	38.57	35.74
1.9%	66.03	58.20	52.02	47.01	42.86	39.38	36.42
2.0%	68.69	60.22	53.60	48.27	43.89	40.24	37.13
2.1%	71.60	62.41	55.29	49.62	44.99	41.14	37.89
2.2%	74.80	64.79	57.12	51.06	46.15	42.09	38.68
2.3%	78.36	67.39	59.10	52.61	47.39	43.10	39.52

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 相对估值法: 公司合理市值为 210.32 亿元

结合公司业务情况, 我们选取主营业务相似度较高的宠物食品可比公司, 包括中宠股份 (002891.SZ)、佩蒂股份 (300673.SZ)、路斯股份 (832419.BJ)、源飞宠物 (001222.SZ) 等。以 2024 年 3 月 26 日为基准日, 相关可比公司股价、估值如下表所示, 2023-2024 年 PE 预测均值分别为 23.87 倍、18.53 倍。我们认为, 公司作为国内宠物食品行业龙头, 自有品牌业务增长速度亮眼, 主粮占比提升有望持续提升公司盈利能力; 同时, 公司募投项目及超募资金项目建设进展顺利, 随着产能逐步释放, 有望为公司带来业务增量。基于上述考虑, 我们给予公司 2024 年 40 倍 PE, 那么按照预测公司 2024 年实现归母净利润 5.26 亿元, 对应合理市值约为 210.32 亿元。

表 13: 可比公司估值情况 (收盘价为 2024 年 3 月 26 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
中宠股份	002891.SZ	22.93	0.63	0.77	36.23	29.66
佩蒂股份	300673.SZ	11.07	0.40	0.61	27.80	18.03
路斯股份	832419.BJ	10.06	0.67	0.83	15.01	12.12
源飞宠物	001222.SZ	12.32	0.75	0.86	16.43	14.33
均值			0.61	0.77	23.87	18.53
乖宝宠物	301498.SZ	41.28	1.03	1.31	39.93	31.41

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (路斯股份、源飞宠物的 2023E、2024E EPS 为 Wind 一致预测)

基于上述两种估值方法分析可得: 在绝对估值法下, 公司合理市值区间为 171.46-221.18 亿元。在相对估值法下, 公司合理市值为 210.32 亿元。2024 年 3 月 26 日收盘价对应公司市值为 165.14 亿元,

尚有较大潜在空间。我们认为在国内宠物食品行业持续扩容的趋势下，公司作为国内宠物食品行业龙头，未来业绩高弹性增长可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

原材料价格波动的风险：公司产品原材料以鸡肉、鸭肉为主，价格受相关产品供需变化的影响。若原材料价格波动幅度较大，将显著影响公司利润。

产品销量不及预期的风险：公司产品销量受养宠人群需求和行业竞争格局的影响。养宠人群需求受经济周期和消费水平影响，需求减少可能导致行业规模收缩；国内宠物食品行业竞争激烈，新品牌和产品层出不穷，对公司销量造成压力。若产品销量不及预期，会对公司营收造成较大影响。

汇率波动的风险：2022年公司近40%的营收来自国外地区，主要以美元结算；泰国工厂在国外采购劳务合同原材料等，主要以泰铢结算。若汇率发生大幅波动，会对公司的国外销售和原材料购置成本产生影响。

贸易摩擦的风险：美国是公司产品的主要出口国。除了对我国出口产品征收关税外，美国对宠物食品制定了较为严苛的技术标准。若未来公司主要出口市场贸易限制措施持续存在或升级，会对公司国外市场需求及经营业绩造成显著影响。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 2018-2023Q1-3 公司营收及增速.....	4
图 3: 2018-2022 年公司 & 可比公司营收规模 (亿元)	4
图 4: 公司三大自有品牌基本实现零食、主粮、保健品全品类覆盖.....	4
图 5: 公司股权结构 (截至 2023.9.30)	5
图 6: 2020-2023 年中国宠物 (犬猫) 数量 (万只)	7
图 7: 2021 年不同国家养宠家庭渗透率.....	7
图 8: 2020-2023 年中国单只宠物 (犬猫) 年均消费金额 (元)	7
图 9: 2021 年不同国家单只宠物年宠物食品支出	7
图 10: 2019-2021 年中国养宠人群年龄分布.....	8
图 11: 2019-2021 年中国养宠人均月薪分布.....	8
图 12: 2020-2023 年中国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	8
图 13: 2018-2022 年中国宠物食品行业市场规模 (亿元)	8
图 14: 中国宠物食品行业竞争格局.....	9
图 15: 2017-2022 年中国宠物食品市场集中度	9
图 16: 2017-2022 年全球宠物食品市场集中度	9
图 17: 2022 年中国宠物食品公司 CR5 为 21.3%	10
图 18: 中国养宠人群购买主粮的品牌偏好	10
图 19: 2018-2022 年公司主营业务收入拆分 (按品牌)	11
图 20: 2022 年公司 & 可比公司国内外收入占比.....	11
图 21: 2019-2022H1 公司各品牌销售单价 (元/kg)	11
图 22: 2019-2022H1 公司各品牌毛利率 (元/kg)	11
图 23: 2018-2022 年公司自有品牌收入及增长情况	12
图 24: 2018-2022 年公司自有品牌业务毛利率	12
图 25: 麦富迪品牌产品矩阵及竞品对比.....	12
图 26: 麦富迪品牌部分综艺、影视作品植入	13
图 27: 麦富迪品牌部分联名款产品.....	13
图 28: 2018-2022 年公司 & 可比公司销售费用率	14
图 29: 2018-2022 年公司业务宣传费及增速.....	14
图 30: 2018-2022 年公司 & 可比公司宣传费 (亿元) 及占其国内收入的比.....	14
图 31: 2019-2022H1 公司品牌推广费拆分 (万元)	14
图 32: 2018-2022 年公司 OEM/ODM 收入及增长情况.....	15
图 33: 2018-2022 年国外 TOP2 客户收入及占 OEM/ODM 收入之比.....	15
图 34: 2018-2022 年公司国内外 OEM/ODM 毛利占比.....	15
图 35: 2018-2022 年公司 OEM/ODM 业务毛利率.....	15
图 36: 2018-2022 年公司主营业务收入拆分 (按产品品类)	16
图 37: 2018-2022 年公司各产品品类的毛利率	16
图 38: 2018-2022 年公司主营业务国内收入拆分 (按产品品类)	17
图 39: 2018-22 年公司主营业务国外收入拆分 (按产品品类)	17
图 40: 2018-2022 年公司零食收入及增速.....	17
图 41: 2018-2022 年公司零食国内外毛利率.....	17
图 42: 2018-2022 年公司零食销量及价格情况	18
图 43: 2018-2022 年公司零食国内外销量及价格情况	18
图 44: 2018-2022 年公司主粮收入及增速.....	18
图 45: 2018-2022 年公司主粮销量及价格情况	18

图 46: 2018-2022 年公司保健品及其他收入及增速	19
图 47: 2020-2022 年公司保健品及其他产品销量及价格情况	19
图 48: 2018-2022 年公司主粮产能情况	19
图 49: 2018-2022 年公司零食产能情况	19
图 50: 2018-2022 年公司研发费用及增长情况	21
图 51: 公司获得的相关认证	21
图 52: 2018-2022 年公司及可比公司研发费用率	21
图 53: 2019-2022H1 公司创新产品收入及占比	21
图 54: 公司供应商评审流程	22
图 55: 公司原材料成本在营业成本中的占比超过 80%	23
图 56: 2022 年主料占原材料采购金额的 56%	23
图 57: 2022 年鸡胸肉占主料采购金额的 31%	23
图 58: 2018-2022 年公司各主料原材料采购单价 (元/kg)	23
图 59: 2019-2022H1 公司各渠道销售收入拆分	24
图 60: 2019-2022H1 公司各渠道销售单价 (元/kg)	24
图 61: 2019-2022H1 公司各渠道销售毛利率	24
图 62: 2020-2022 年公司自有品牌收入拆分 (按渠道)	25
图 63: 2018-2022 年公司自有品牌各渠道毛利率	25
图 64: 2020-2022 年公司自有品牌国内经销模式各渠道收入拆分	25
图 65: 2019-2022H1 公司经销模式各渠道销售单价 (元/kg)	25
图 66: 2019-2022H1 公司经销模式各渠道销售毛利率	26
图 67: 2018-2022 年公司经销商数量及收入情况	26
图 68: 2018-2022 年公司及可比公司毛利率	26
图 69: 2018-2022 年公司及可比公司期间费用率	26
图 70: 2018-2022 年公司及可比公司净利率	27
图 71: 2018-2022 年公司归母净利润及增长情况	27
图 72: 2018-2022 年公司及可比公司资产负债率	27
图 73: 2018-2022 年公司经营活动产生的现金流量净额	27

表格目录

表 1: 公司员工持股计划情况	5
表 2: 公司管理层背景	6
表 3: 2023 年“双 11”公司自有品牌各电商平台销售战绩	13
表 4: 各产品品类生产模式、销售模式的异同点	16
表 5: 国内生产基地与泰国生产基地对比	19
表 6: 超募资金中 5.6 亿元拟用于“年产 10 万吨高端宠物食品项目”	20
表 7: 2022 年公司前五大原材料供应商情况	22
表 8: 公司各品牌的销售模式	23
表 9: 盈利预测	28
表 10: 主要财务指标	29
表 11: FCFE 估值参数假设及说明	29
表 12: FCFE 估值敏感性分析	30
表 13: 可比公司估值情况 (收盘价为 2024 年 3 月 26 日)	30

附录:

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	197.99	424.06	711.29	1150.89	营业收入	3397.54	4240.62	5177.90	6378.95
应收和预付款项	198.81	297.67	341.15	427.37	营业成本	2290.37	2786.67	3326.31	4033.05
存货	735.79	892.20	1066.18	1292.22	营业税金及附加	15.21	19.83	23.48	29.16
其他流动资产	32.02	41.78	50.28	62.25	销售费用	545.17	636.09	828.46	1084.42
长期股权投资	0.64	0.64	0.64	0.64	管理费用 (含研发)	244.67	306.48	373.78	460.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-10.35	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	945.69	823.00	700.30	577.60	资产减值损失	-4.09	-4.09	-4.09	-4.09
无形资产和开发支出	111.79	94.97	78.14	61.32	投资收益	-0.08	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	60.23	59.44	58.65	57.86	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2282.96	2633.76	3006.63	3630.15	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	164.57	108.50	0.00	0.00	营业利润	319.05	496.63	630.95	776.75
应付和预收款项	191.95	285.03	320.26	396.97	其他非经营损益	-1.14	-1.69	-1.71	-1.69
长期借款	27.96	27.96	27.96	27.96	利润总额	317.91	494.94	629.24	775.06
其他负债	139.49	93.90	96.96	101.26	所得税	52.26	81.36	103.43	127.40
负债合计	523.96	515.39	445.17	526.19	净利润	265.65	413.59	525.81	647.66
股本	360.04	360.04	360.04	360.04	少数股东损益	-1.22	0.00	0.00	0.00
资本公积	672.69	672.69	672.69	672.69	归属母公司股东净利润	266.88	413.59	525.81	647.66
留存收益	722.33	1082.54	1525.63	2068.13					
归属母公司股东权益	1755.90	2115.27	2558.36	3100.86					
少数股东权益	3.10	3.10	3.10	3.10					
股东权益合计	1759.00	2118.36	2561.46	3103.96					
负债和股东权益合计	2282.96	2633.76	3006.63	3630.15					

现金流量表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	265.65	413.59	525.81	647.66
折旧与摊销	113.87	140.31	140.31	140.31
财务费用	-10.35	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.09	-4.09	-4.09	-4.09
经营营运资本变动	-126.67	-217.17	-189.19	-246.51
其他	68.04	7.14	4.59	6.39
经营活动现金流净额	306.46	339.78	477.44	543.76
资本支出	-63.44	0.00	0.00	0.00
其他	-116.08	1.00	1.00	1.00
投资活动现金流净额	-179.52	1.00	1.00	1.00
短期借款	-217.13	-56.07	-108.50	0.00
长期借款	-22.29	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.65	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-53.38	-82.72	-105.16
其他	-27.45	-5.26	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-265.22	-114.71	-191.22	-105.16
现金流量净额	-125.56	226.08	287.22	439.60

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	1.48	1.72	1.84	1.92
固定资产周转率	3.75	4.93	7.03	10.38
应收账款周转率	20.61	23.57	22.00	22.52
存货周转率	3.47	3.42	3.40	3.42
资产负债率	22.95%	19.57%	14.81%	14.50%
带息债务/总负债	36.74%	26.48%	6.28%	5.31%
流动比率	2.78	4.03	6.38	6.96
速动比率	1.02	1.86	3.24	3.90
股利支付率	0.00%	12.91%	15.73%	16.24%
ROE	15.10%	19.52%	20.53%	20.87%
ROA	11.64%	15.70%	17.49%	17.84%
ROIC	13.49%	19.58%	23.23%	26.47%
EBITDA/销售收入	12.44%	15.02%	14.90%	14.38%
EBITDA	422.57	636.94	771.27	917.06
PE	61.88	39.93	31.41	25.50
PB	9.40	7.81	6.45	5.33
PS	4.86	3.89	3.19	2.59
EV/EBITDA	35.04	22.79	18.31	14.92
股息率	0.00%	0.32%	0.50%	0.64%

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士，2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn