

买入（维持）

国产宠物食品领军者

乖宝宠物（301498）深度报告

2024年4月30日

投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

■ 公司由宠物食品代工起家，现已发展为我国宠物食品领军企业。公司始建于2006年，主要从事宠物食品的研发、生产和销售，主营宠物犬用和猫用多品类宠物食品。公司成立之初从事境外宠物食品代加工，2013年开始创建自有品牌开拓国内市场。目前自有品牌业务包括两部分，主要以“麦富迪”品牌在境内销售为主，有少量收购自有品牌“Waggin'Train”产品在境外销售。其中“麦富迪”具有较大知名度和市场影响力，近年来保持快速增长。公司OEM/ODM业务以面向海外客户为主，目前已与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业建立了合作关系，产品销往北美、欧洲、日韩等多个海外地区，近年来保持稳增。

■ 我国宠物食品市场有望快速扩容。2017-2022年，我国宠物（犬猫）食品市场规模由743亿元增长至1372亿元，CAGR约为13.1%。未来多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国经济发展及人均收入不断提高，将推动宠物食品市场快速发展。未来老龄化、少子化将带来宠物陪伴需求不断上升。与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率和单只宠物年均支出还有较大提升空间。目前我国宠物食品市场竞争格局较为分散，国产优质企业全渠道布局，不断丰富品类，凭借规模优势和供应链优势提供高性价比产品突围。

■ 公司竞争优势显著。（1）因自有品牌保持快速增长，并不断完善渠道布局，公司成长性与盈利能力领先于可比公司。（2）品牌优势：公司品牌布局逐步完善，品牌影响力不断扩大，助推公司提升国内市占率。（3）研发优势：公司不断夯实研发实力，始终坚持以创新开拓市场，保持较快研发投入，提升服务质量，增强其核心竞争力。

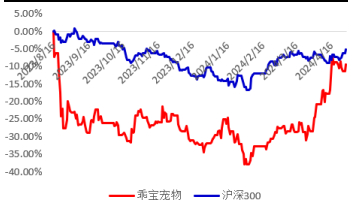
■ 投资建议：维持对公司的“买入”评级。预计公司2024-2025年EPS分别为1.41元和1.77元，对应PE分别为38倍和30倍。我国宠物食品市场未来有望不断扩容，国产优质龙头有望不断扩大市场份额。公司是国内宠物食品领军企业，持续推进自有品牌建设，品牌知名度和影响力有望不断扩大；不断夯实研发实力，打造差异化产品体系，盈利能力有望保持提升。维持对公司的“买入”评级。

■ 风险提示。竞争加剧、原材料价格波动、贸易摩擦、汇率波动等风险。

主要数据 2024年4月29日

收盘价(元)	53.02
总市值(亿元)	212.10
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
ROE(TTM)	6.49
12月最高价(元)	58.45
12月最低价(元)	30.16

股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 我国宠物食品领军企业 竞争优势显著	4
1.1 公司是我国宠物食品领军企业	4
1.2 自有品牌收入保持较快增长，收入占比不断提高	5
1.3 全渠道运行	6
1.4 加大对国内市场的开拓	6
1.5 业绩保持较快增长 盈利能力稳步上升	7
1.6 竞争优势显著	8
2. 宠物食品行业前景广阔	10
2.1 全球宠物食品市场发展较为成熟	11
2.2 我国宠物食品市场规模不断扩大	12
2.3 多重因素推动我国宠物食品市场扩容	14
2.4 我国宠物食品市场竞争格局分散 国产正在崛起	17
3. 投资策略	17
4. 风险提示	18

插图目录

图 1：公司分产品收入（亿元）	4
图 2：公司分产品收入占比（%）	4
图 3：公司业务销售模式营收（亿元）	5
图 4：公司业务销售模式收入占比（%）	5
图 5：公司销售模式	6
图 6：公司境内外收入（亿元）	7
图 7：公司境内外收入占比（%）	7
图 8：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）	7
图 9：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）	7
图 10：公司毛利率净利率（%）	8
图 11：公司期间费用率（%）	8
图 12：公司与可比公司营业总收入（亿元）	8
图 13：公司与可比公司归母净利润（亿元）	8
图 14：公司与可比公司毛利率（%）	9
图 15：公司与可比公司净利率（%）	9
图 16：公司研发支出及其占比（万元，%）	10
图 17：研发支出占营业收入比例（%）	10
图 18：2018 年全球宠物行业市场占比（%）	11
图 19：2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费结构（%）	11
图 20：全球宠物市场规模（亿美元）	11
图 21：全球宠物食品市场规模（亿美元）	12
图 22：2018-2023 年中国城镇宠物犬猫数量（万只）	13
图 23：2018-2022 年中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）	13
图 24：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）	13
图 25：我国宠物（犬猫）食品市场规模及同比增速（亿元，%）	14
图 26：我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比	15
图 27：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%）	15
图 28：我国出生率（‰）	15

图 29：中国宠物家庭户数渗透率（%）	16
图 30：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）	16
图 31：中国单只宠物犬年均支出（元）	16
图 32：中国单只宠物猫年均支出（元）	16
图 33：2021 年全球宠物食品市场竞争格局	17

表格目录

表 1：公司发展历程	4
表 2：宠物食品主要分类	10
表 3：中国宠物行业发展历程	12
表 4：公司盈利预测简表（2024/4/29）	18

1. 我国宠物食品领军企业 竞争优势显著

1.1 公司是我国宠物食品领军企业

公司由宠物食品代工起家，现已发展为我国宠物食品领军企业。公司始建于2006年，主要从事宠物食品的研发、生产和销售，主营宠物犬用和猫用多品类宠物食品，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犬猫保健品系列等，共计千余个单品。公司成立之初从事境外宠物食品代加工，经过多年积累，产品销往欧美、日韩等三十多个国家和地区。公司是国家级出口宠物食品质量安全示范区龙头企业。2013年公司创建自有品牌“麦富迪 Myfoodie”开拓国内市场，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象，根据用户需求的变化升级，相继开发出弗列加特高肉猫粮系列、弗列加特全价冻干猫粮系列、双拼粮系列、益生军团系列等多个产品系列，致力于成为国内宠物食品行业标杆。公司目前在国内、泰国拥有两大生产基地，建设有自动化智能化生产线、个性化定制生产线、智能仓储、物流电商中心与辐照中心，建立了完善的原料供应和品质控制体系，确保了产品安全、优质和全程可追溯性。

表 1：公司发展历程

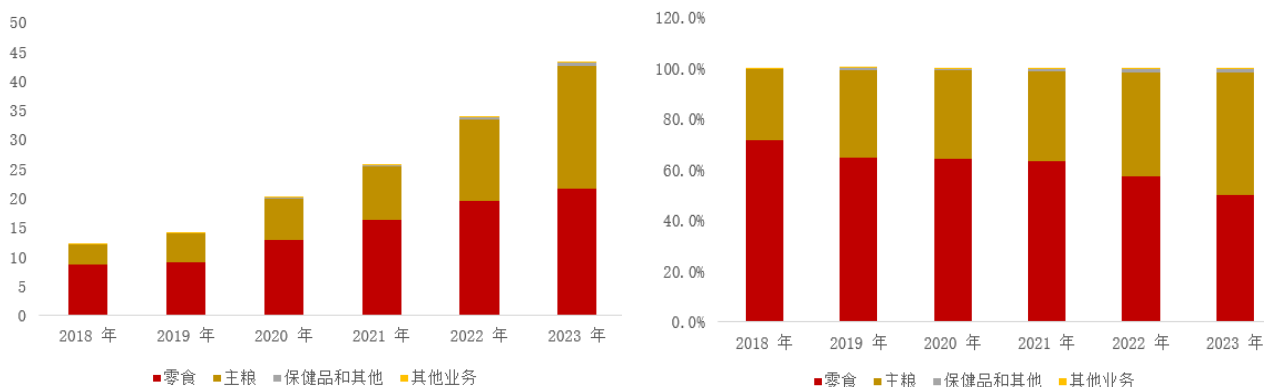
发展阶段	时间	业务发展情况
第一阶段	2006年-2012年	公司主营业务为宠物食品的出口代加工，是多个国际宠物食品品牌的OEM/ODM供货商
第二阶段	2013年-2016年	为扩大市场，公司创立自有品牌积极布局国内市场，启动转型。公司自有品牌“麦富迪”于2013年全面进军国内市场，定位中高端宠物食品市场，基于多年服务海外客户所积累的产品研发优势、生产工艺优势、质量管控优势和 对行业发展的深刻理解，公司自有品牌业务得以快速拓展，自有品牌知名度持续提升
第三阶段	2017年至今	随着公司加大国内市场拓展力度，积极开拓线上和线下销售渠道，快速推陈出新，以自有品牌“麦富迪”为核心的公司产品在国内市场影响力不断增强。2018年公司推出“麦富迪 II 高端猫粮—弗列加特 II 系列，重点发力高端猫用 食品市场，市场反响良好。2022年，公司自有品牌业务收入占主营业务收入 的比例达到 60.55%，公司已由单一的 OEM/ODM 厂商转型为 OEM/ODM 业务与自有品牌协同发展的宠物食品企业。2021年公司通过收购美国品牌“Waggin’ Train”持续发力高端宠物食品市场。

资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

宠物零食和主粮是主要收入来源。公司的收入主要来自宠物零食、主粮、保健品及其他产品。2018-2023年，公司宠物零食业务营收由 8.76 亿元提升至 21.66 亿元，CAGR 约为 19.8%，营收占比由 71.7% 下降至 50.1%；宠物主粮业务营收由 3.4 亿元提升至 20.87 亿元，CAGR 约为 43.8%，营收占比由 27.8% 提升至 48.2%；保健品及其他产品营收由 0.02 亿元提升至 0.57 亿元，CAGR 约为 95.4%，营收占比由 0.2% 提升至 1.3%。

图 1：公司分产品收入（亿元）

图 2：公司分产品收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

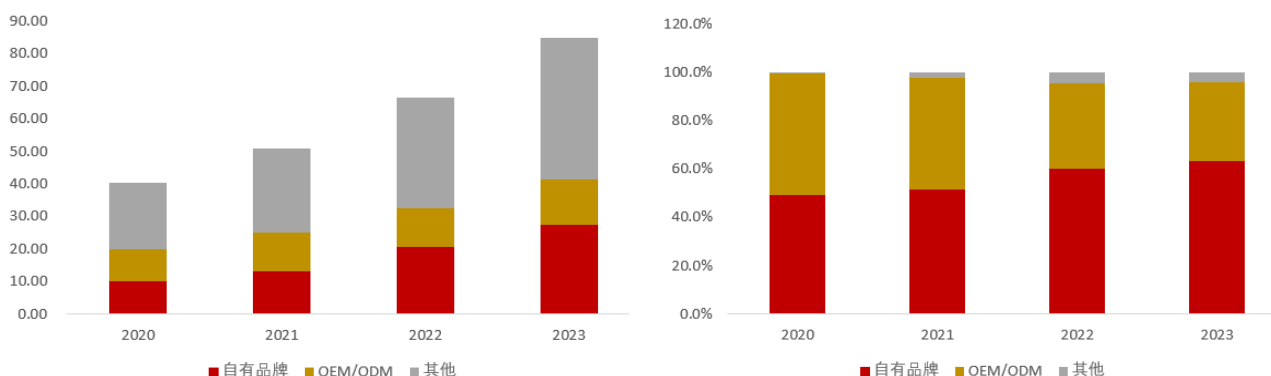
1.2 自有品牌收入保持较快增长，收入占比不断提高

公司业务模式分为自有品牌销售、OEM/ODM 业务和少量品牌代理业务。公司自有品牌业务包括两部分，主要以“麦富迪”品牌在境内销售为主，有少量收购自有品牌“Waggin’ Train”产品在境外销售。其中“麦富迪”具有较大知名度和市场影响力，该品牌相继开发了双拼粮系列、益生军团系列、BARF 霸弗等多个产品系列，实现了宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖。公司自有品牌还包括高端肉食猫粮品牌“弗列加特”，成功推出了“大红桶冻干”与“高机能烘焙粮”两大明星系列。公司 OEM/ODM 业务包括境内与境外 OEM/ODM 业务，以面向海外客户为主，通过对接海内外行业展会等渠道积累和拓展海外客户资源，已与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业建立了合作关系，产品销往北美、欧洲、日韩等多个海外地区。此外，公司境内还有少量面向国内品牌的 OEM/ODM 业务。公司还少量代理海外宠物食品品牌在中国区域进行销售。

公司自有品牌业务收入保持较快增长，收入占比不断提高。近几年，公司自有品牌业务保持较快增长，增速快于 OEM/ODM 业务。2020-2023 年，公司自有品牌业务营收由 9.93 亿元增长至 27.45 亿元，CAGR 约为 40.3%；OEM/ODM 业务营收由 10.11 亿元增长至 14.07 亿元，CAGR 约为 11.6%。公司自有品牌业务收入占比不断提高，OEM/ODM 业务收入占比有所下降。2020-2023 年，公司自有品牌业务营收占比由 49.3%提升至 63.4%，OEM/ODM 业务营收占比由 50.2%下降至 32.5%。公司自有品牌业务保持较快增长主要得益于国内市场扩容及公司加大对自有品牌的建设。

图 3：公司业务销售模式营收（亿元）

图 4：公司业务销售模式收入占比（%）

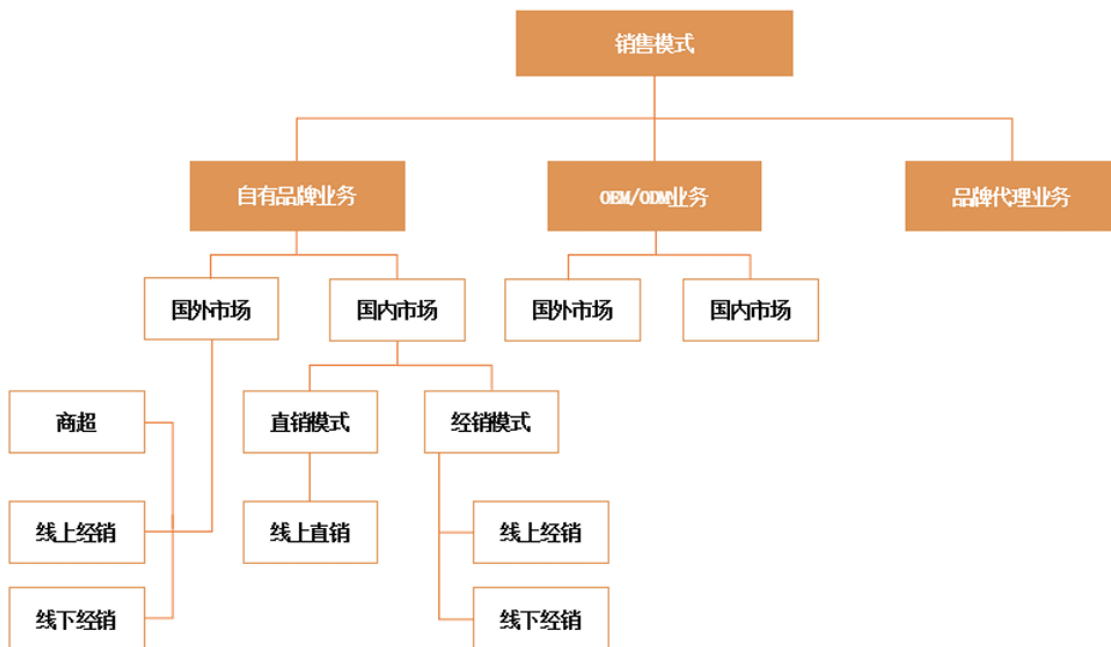


1.3 全渠道运行

全渠道运行格局。按照销售模式，公司销售渠道分为经销、直销和 OEM/ODM 模式等。其中直销模式主要通过电商平台开设品牌旗舰店进行销售，公司已与天猫、京东、抖音等主要电商平台建立良好的合作关系。经销模式包括线上和线下经销渠道，其中线上经销渠道为通过经销商在互联网平台分销，线下经销渠道主要通过覆盖全国主要城市的宠物食品门店、养殖场和宠物医院等进行销售。境外市场销售模式主要为 OEM/ODM，按照客户订单需求生产宠物食品。收购的自有品牌

“Waggin’ Train”在境外主要以商超和经销两种模式进行销售，其中商超是主要模式，主要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。公司重视销售渠道建设，目前公司已实现线上、线下全渠道运行格局。

图 5：公司销售模式

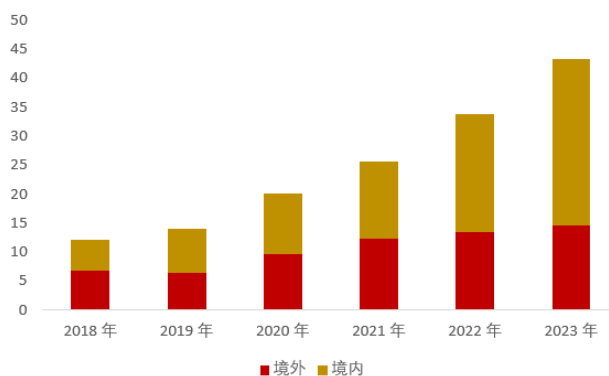


数据来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

1.4 加大对国内市场的开拓

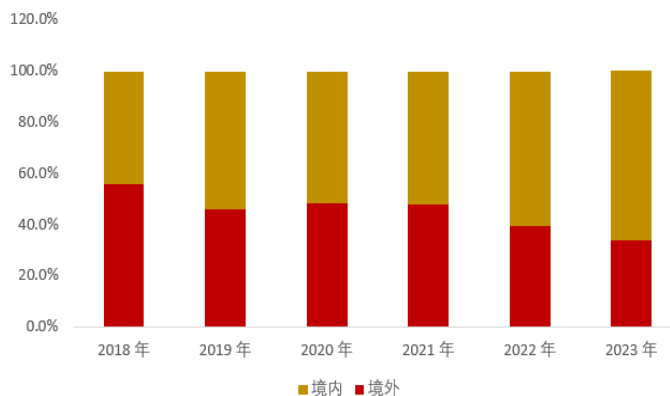
持续开拓国内市场。公司积极拓展出口，境外销售主要面向北美、欧洲等地区，其中美国客户为境外主要客户。公司近几年持续重点开拓国内市场，加强对自有品牌的投入，积极探索自有品牌与互联网销售模式、新媒体营销模式的有效结合，不断提高自有品牌在年轻群体和主流消费人群中的知名度和影响力，不断提高在国内市场的占有率，加快向以自有品牌业务为主导的品牌型企业转型。公司近几年境内市场收入保持快速增长，收入占比不断提升。2023 年，公司境内市场实现收入 28.63 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 39.6%，同期境外市场收入 CAGR 约为 16.6%。2023 年境内市场收入占比达到 66.2%，较 2018 年提升了 21.9 个百分点。

图 6：公司境内外收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 7：公司境内外收入占比（%）

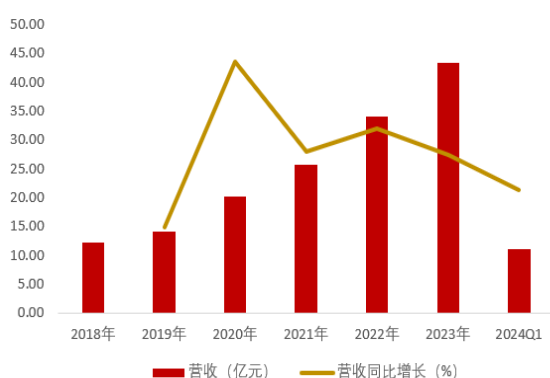


资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

1.5 业绩保持较快增长 盈利能力稳步上升

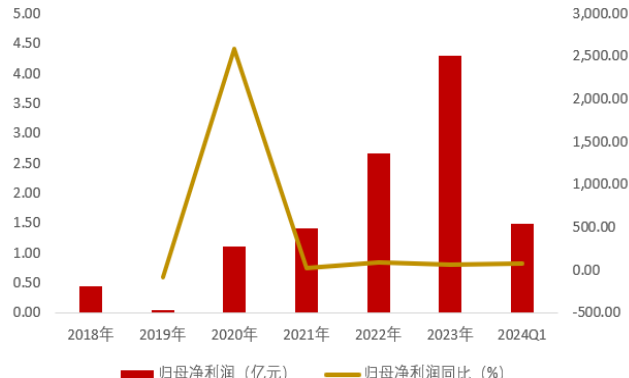
业绩保持较快增长。2018 年-2023 年，公司营业总收入由 12.21 亿元增长至 43.27 亿元，CAGR 为 28.8%，营收保持较快增长主要得益于公司自有品牌销售规模保持快速增长；公司归母净利润从 0.45 亿元波动增长至 4.29 亿元，CAGR 为 57%。除 2019 年归母净利润同比有所下滑外，其他年份均保持较快增长，主要得益于收入增长及盈利能力上升。2024 年一季度，公司分别实现营业总收入和归母净利润 10.97 亿元和 1.48 亿元，分别同比增长 21.33%和 74.49%，主要得益于公司境内外业务增长及盈利能力提升。

图 8：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

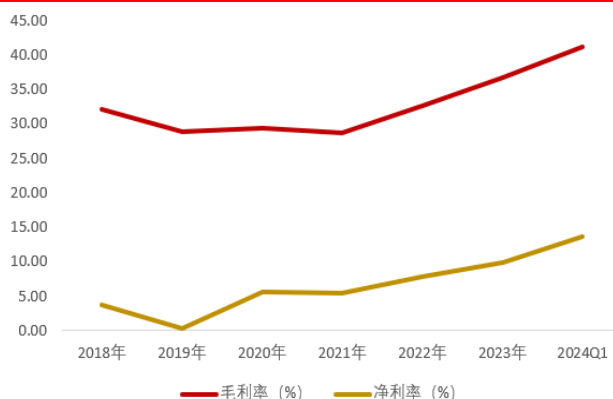
图 9：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

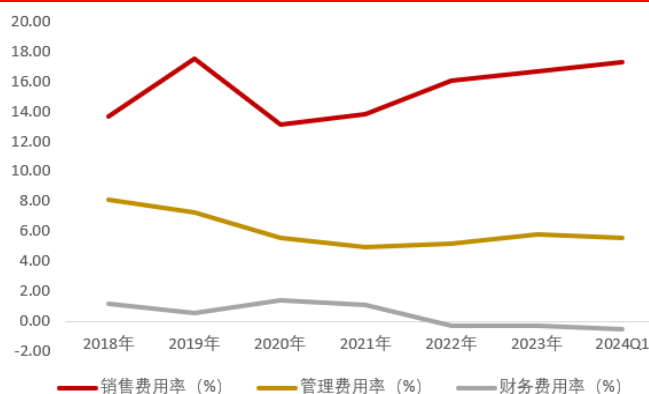
盈利能力保持上升。2021 年-2023 年，公司综合毛利率由 28.78%提升至 36.84%，提升了 8.06 个百分点，主要得益于高毛利产品销售占比上升，原料价格回落，以及新拓展了毛利率较高的天猫超市的寄售销售渠道等。2021-2023 年，公司净利率由 5.51%提升至 9.95%，提升了 4.44 个百分点，主要得益于毛利率的提升及费用率的控制。公司 2024 年一季度，毛利率和净利率分别同比提升了 6.94 个百分点和 4.08 个百分点，分别达到 41.14%和 13.56%。

图 10：公司毛利率净利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 11：公司期间费用率（%）



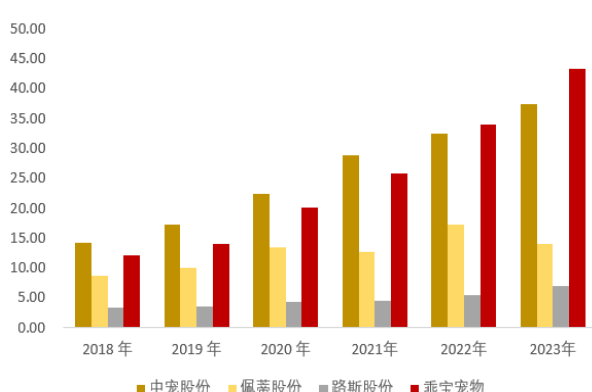
资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

1.6 竞争优势显著

（1）成长性与盈利能力领先于可比公司

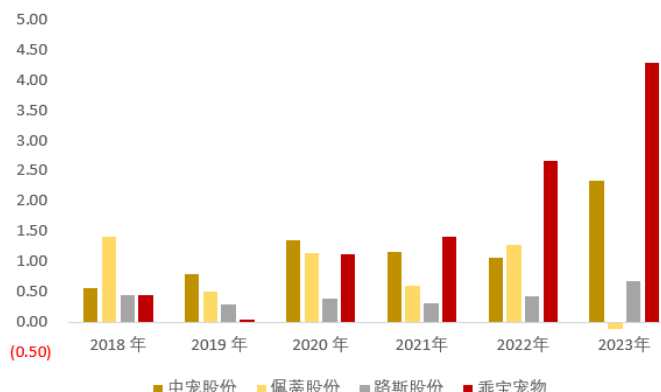
公司业绩成长性领先于可比公司。公司 2018-2023 年营业总收入 CAGR 约为 28.8%，同期可比公司中宠股份、佩蒂股份、路斯股份营业总收入 CAGR 分别为 21.6%、10.2%和 15.5%；公司 2018-2023 年归母净利润 CAGR 约为 57.3%，同期可比公司中宠股份、佩蒂股份、路斯股份归母净利润 CAGR 分别为 32.8%、-160.2%和 9.2%。公司业绩成长性领先于可比公司主要得益于公司品牌知名度和影响力不断提升，自有品牌销售规模保持快速增长，市场占有率不断提高等。

图 12：公司与可比公司营业总收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 13：公司与可比公司归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

公司毛利率净利率高于可比公司。公司 2021 年-2024Q1 综合毛利率显著高于可比公司中宠股份、佩蒂股份、路斯股份等，主要原因在于公司毛利率较高的自有品牌业务占比高于可比公司，毛利率较自有品牌业务低的 ODM 或 OEM 业务占比低于可比公司。公司 2021 年-2024Q1 净利率高于可比公司均值，主要得益于毛利率提升及费用率控制。

图 14：公司与可比公司毛利率（%）

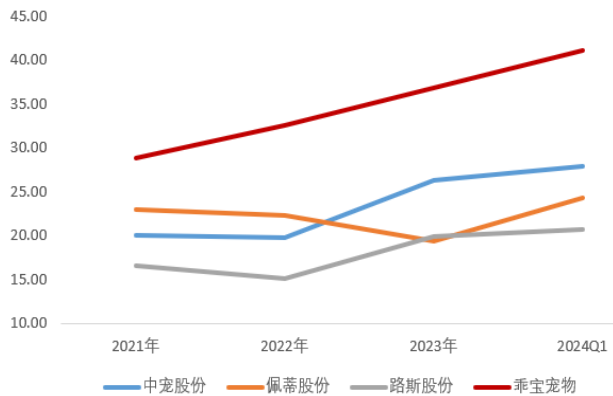
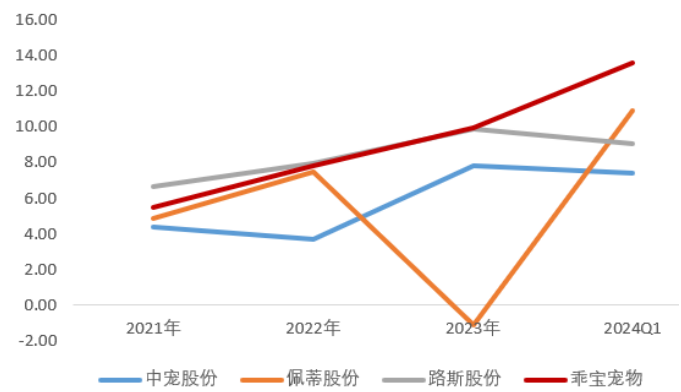


图 15：公司与可比公司净利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

（2）品牌优势

品牌布局逐步完善。公司自有品牌“麦富迪”于 2013 年诞生，主打“国际化、天然、专业、时尚、创新”的品牌形象；目前不仅供应涵盖主粮、湿粮、零食、咬胶在内的全系产品。近年来不断创新，成功推出如 BARF 霸弗食谱配方等独具特色的新品。2019 年，公司推出自有高端肉食猫粮品牌—弗列加特，该品牌专注于研发富含鲜肉的高品质猫粮产品。2021 年，公司收购美国知名宠物食品品牌 Waggin’ Train，持续布局高端宠物食品市场。

品牌影响力较大，助推公司提升国内市占率。公司高度重视自有品牌的建设，经过多年的探索，目前公司已培养了具备丰富宠物食品品牌营销经验的团队，包括产品企划、新媒体、媒介、平面设计、影像等多方面的人才。公司已形成了一套相对有效的营销推广模式，借助泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广和打造联名产品等方式，公司自有品牌“麦富迪”的知名度在大众消费者中持续提升。“麦富迪”获 2021-2022 天猫 TOP 品牌力榜（宠物）第一名、MAT2021 犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一名，同时也成为 MAT2021 最受 Z 世代欢迎的宠物食品品牌。此外，“麦富迪”先后获得 2019 年、2020 年连续两届亚洲宠物展“年度中国质造大奖”、“天猫最受消费者欢迎品牌”；2021 年亚洲宠物展“年度经典食品品牌大奖”、“年度创新典范大奖”；2022 年亚洲宠物展“年度中国质造大奖”、“年度经典食品品牌大奖”；第 22 届中国国际宠物水族展览会（CIPS）“中国市场最活跃本土主粮品牌”，时代宠物中国宠物行业“2020 年度畅销品牌奖”；2023 年新国货大会宠物新国货天猫、抖音平台最具影响力宠物食品品牌；2023 中国宠物行业白皮书年度“用户喜爱的品牌”奖等多项荣誉。伴随品牌影响力的提升，公司在国内市场占有率也不断上升。根据 Euromonitor 数据显示，2015-2022 年公司国内市占率从 2.4% 提升至 4.8%，实现翻倍，位列国产品牌市占率第一。

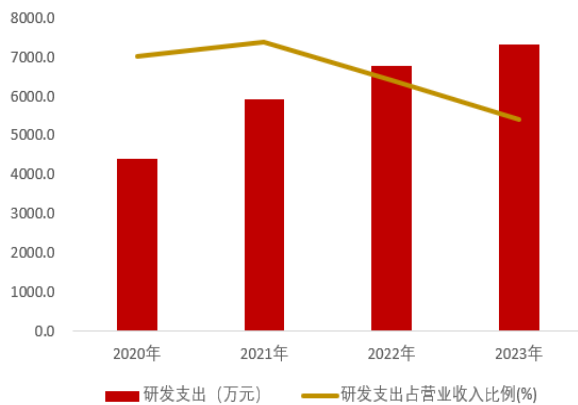
（3）研发优势

夯实研发能力。公司研发中心创建于 2007 年，历经十几年发展，现已在泰国设立研发分中心。截至 2023 年底，公司拥有研发人员 97 人，同比增加 15.5%，研发人员

数量占比达到 2.44%；其中研发团队拥有硕士 19 人，十年以上经验的专业人士超过 20 人。公司研发中心下设宠物营养研究中心、新产品研究中心、宠物健康管理研究中心、宠物训练研究中心、检测中心和中心实验室。其中宠物营养研究中心研究不同品种的犬猫在各生长阶段、特殊生理期、不同运动量、不同环境下对能量及蛋白质、脂肪、碳水化合物、矿物质、维生素和纤维等各种营养物质的需求；新产品研究中心主要研究宠物食品的分类、食品配方、加工工艺过程对配方营养性的影响等方面。在上述技术创新和研究中心的支持下，公司开发出适应宠物不同生命阶段营养需求的宠物食品。另外，在国内宠物食品企业普遍较为薄弱的基础研究方面，公司积极投身于犬猫基础研究，通过宠物营养研究中心，开展产品适口性和营养性测试工作，打造差异化产品，提升产品竞争力。

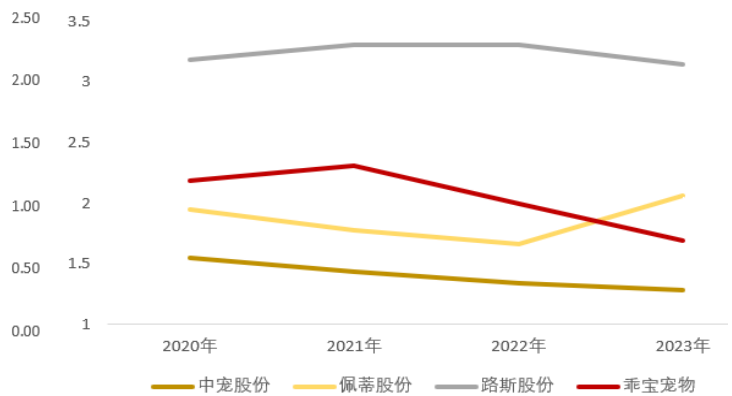
持续保持较快研发投入。公司始终坚持以创新开拓市场，保持研发投入，提升服务质量，增强公司的核心竞争力。公司 2020-2023 年研发支出由 4405.1 万元增长至 7327.7 万元，CAGR 约为 18.5%，增速明显快于同期可比公司。公司 IPO 成功后，拟投入 3060.48 万元用于研发中心升级项目，旨在完善研发体系、招揽优秀的研发技术人员和引进先进的研发检测设备，开展行业前沿的技术课题研发和定制化产品试制。该募投项目实施完成后将进一步提升公司的研发能力和自主创新能力。公司研发成果众多，截至 2023 年 12 月 31 日，公司已获境内授权专利 317 项，其中发明专利 14 项、实用新型专利 31 项、外观设计专利 272 项。

图 16：公司研发支出及其占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 17：研发支出占营业收入比例（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

2. 宠物食品行业前景广阔

宠物食品是专门为宠物提供的食物。与剩菜剩饭相比，宠物食品具有营养丰富全面、配方科学、饲喂方便、可预防某些疾病等，并达到相关质量标准的优点。宠物食品可分为宠物主粮、宠物零食和宠物保健品等，其中宠物主粮是专门针对宠物每日营养需求和能量需求而设计的专业产品，是宠物消费中的刚需产品，贯穿宠物整个生命周期，复购性高，在宠物食品中占据主导地位。

表 2：宠物食品主要分类

宠物食品	主要类型	产品功能及应用
宠物主粮	包括宠物干粮和湿粮，以干粮为主	营养全面、食用方便，利于储存；适用于所有宠物，在宠物食品结构中占比最高。
宠物零食	包括咬胶、肉质零食、零食罐头等	调节宠物食欲、健康牙齿、预防口臭及实现奖励宠物、与宠物互动的娱乐目的；适用于大部分宠物，但需要搭配宠物主粮使用。
宠物保健品	维生素片等保健品	补充维生素、矿物质等微量元素；适用于挑食、体弱或年老的宠物，需要搭配宠物主粮使用

资料来源：《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

宠物食品在宠物产业链上占据着最大市场份额。宠物食品作为宠物的刚需用品，在宠物产业链上占据着主要的消费市场。根据欧睿国际 2018 年数据显示，在全球宠物市场上，宠物食品占比达到 50%，宠物医疗和宠物用品占比为 28%和 19%。根据《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，在我国宠物市场上，2023 年宠物（犬猫）消费品类中，宠物食品占比达到 52.3%，宠物医疗和宠物用品占比分别为 28.5%和 12.5%。

图 18：2018 年全球宠物行业市场占比（%）

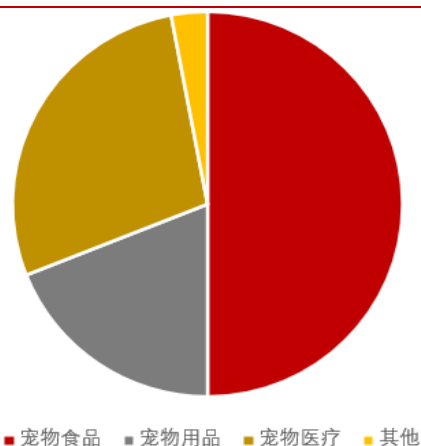
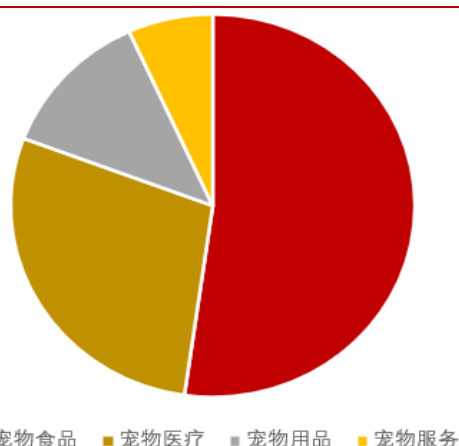


图 19：2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费结构（%）

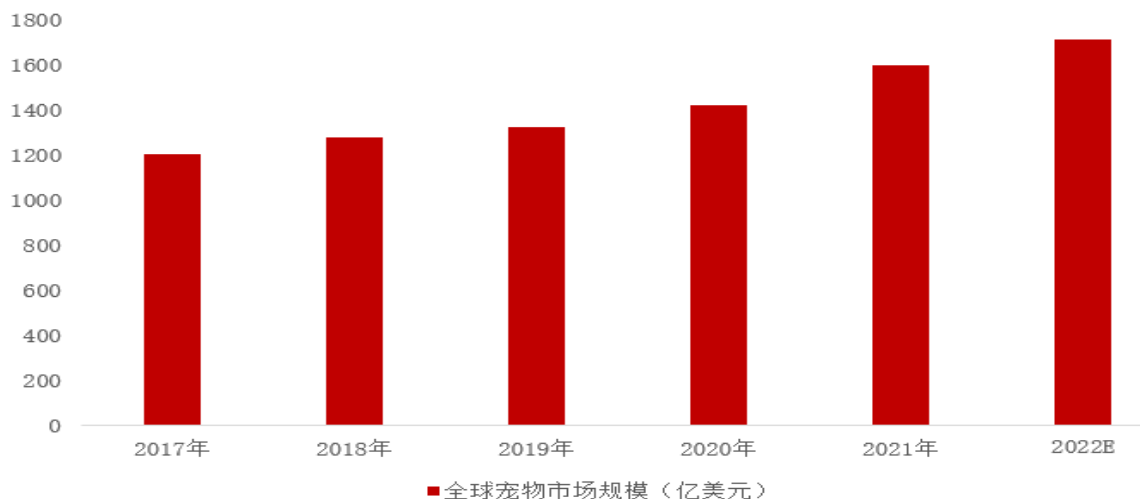


资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册资料来源：《2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所稿）》，东莞证券研究所

2.1 全球宠物食品市场发展较为成熟

发达国家宠物行业起步早，目前发展较为成熟。发达国家宠物行业起步早，目前产业链较为完整和成熟，已形成了宠物食品、宠物用品、宠物美容、宠物医疗、宠物训练、宠物保险等产业链条。近几年来，全球宠物市场进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物市场规模由 1204 亿美元增长至 1713 亿美元，CAGR 约为 7.3%。

图 20：全球宠物市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

全球宠物食品市场规模保持稳增。全球宠物食品市场近年来已进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物食品市场规模由 881 亿美元增长至 1235 亿美元，CAGR 约为 7.0%。未来随着宠物食品品类的不断丰富以及渗透率的持续提升，全球宠物食品市场有望保持平稳增长的态势。

图 21：全球宠物食品市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所，东莞证券研究所

2.2 我国宠物食品市场规模不断扩大

我国宠物行业起步较晚。我国现代意义上的宠物行业于 20 世纪 90 年代起步，大致经历了启蒙期、成长期和高速发展期。我国宠物行业已步入高速发展时期，各类新型服务模式在宠物行业展开，国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化。

表 3：中国宠物行业发展历程

启蒙期（1990年-1999年）	成长期（2000年-2014年）	高速发展期（2015年至今）
1992年，中国小动物保护协会成立	宠物角色发生转变，由“功能性”角色逐渐转型为“情感性”角色	伴随国民经济的发展、人均可支配收入的提升和消费升级的趋势，我国宠物行业步入高速发展的阶段
“宠物伴侣”理念在中国兴起	伴随互联网的发展，第一批网络宠物服务平台兴起	各类新型服务模式在宠物行业展开
1993年，国际品牌“皇家”、“玛氏”正式进入中国市场	国内开始出现宠物用品制造厂商，但规模较小	国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化

资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

近几年我国宠物和宠主数量总体上保持增长。宠物犬和猫仍是我国宠物的主要类型，2018-2023年我国城镇犬猫数量由9149万只增长至12155万只，CAGR约为5.8%；其中宠物犬数量由5085万只增长至5175万只，CAGR约为0.4%；宠物猫数量由4064万只增长至6980万只，CAGR约为11.4%。宠主数量总体保持上升。2018-2022年，我国城镇宠物（犬猫）主由5648万人增长至7043万人，CAGR约为5.7%；其中城镇宠物（犬）主由3390万人增长至3412万人，CAGR约为0.2%；城镇宠物（猫）主由2258万人增长至3631万人，CAGR约为12.6%。

图 22：2018-2023 年中国城镇宠物犬猫数量（万只）

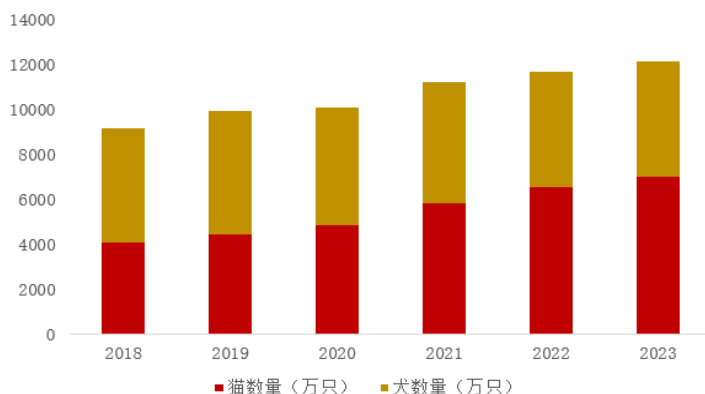
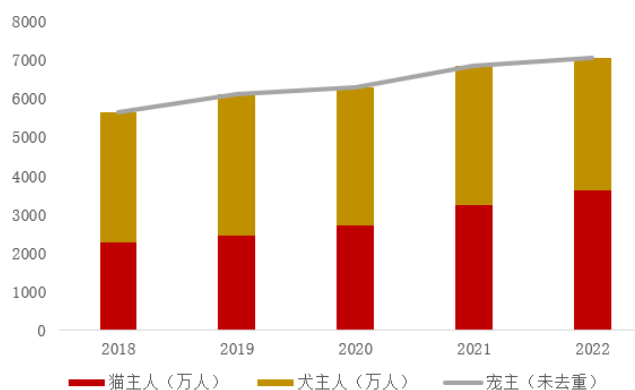


图 23：2018-2022 年中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）

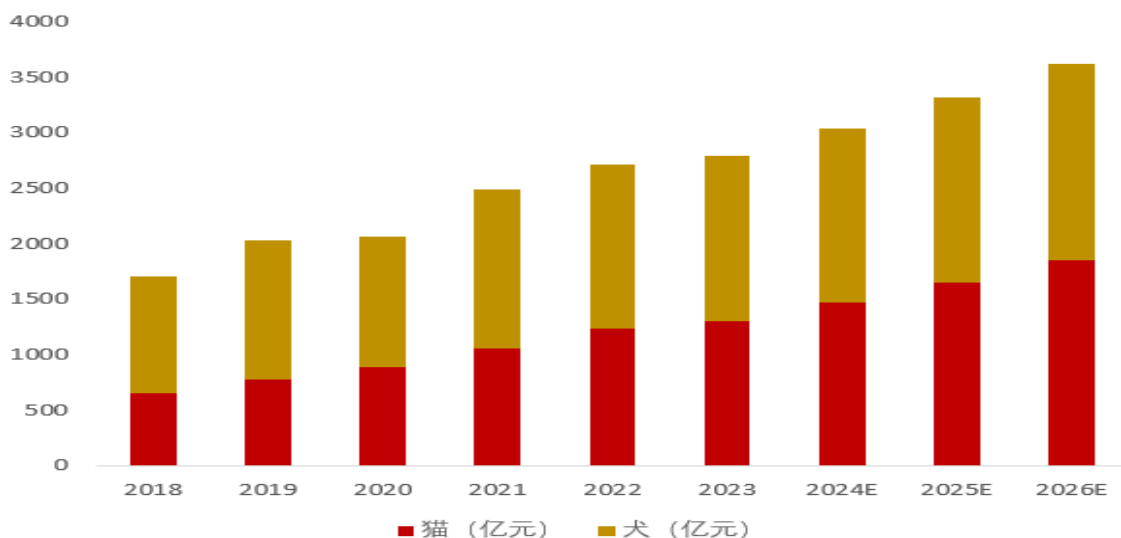


资料来源：《2021-2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物市场规模不断发展壮大。根据 2022 年和 2023 年中国宠物行业白皮书数据，2018-2023 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模由 1708 亿元增长至 2793 亿元，CAGR 约为 10.3%；其中城镇宠物犬消费市场规模由 1056 亿元增长至 1488 亿元，CAGR 约为 7.1%；城镇宠物猫消费市场规模由 652 亿元增长至 1305 亿元，CAGR 约为 14.9%。预计到 2026 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模有望达到 3613 亿元，其中城镇宠物犬和猫消费市场规模分别有望达到 1847 亿元和 1766 亿元。

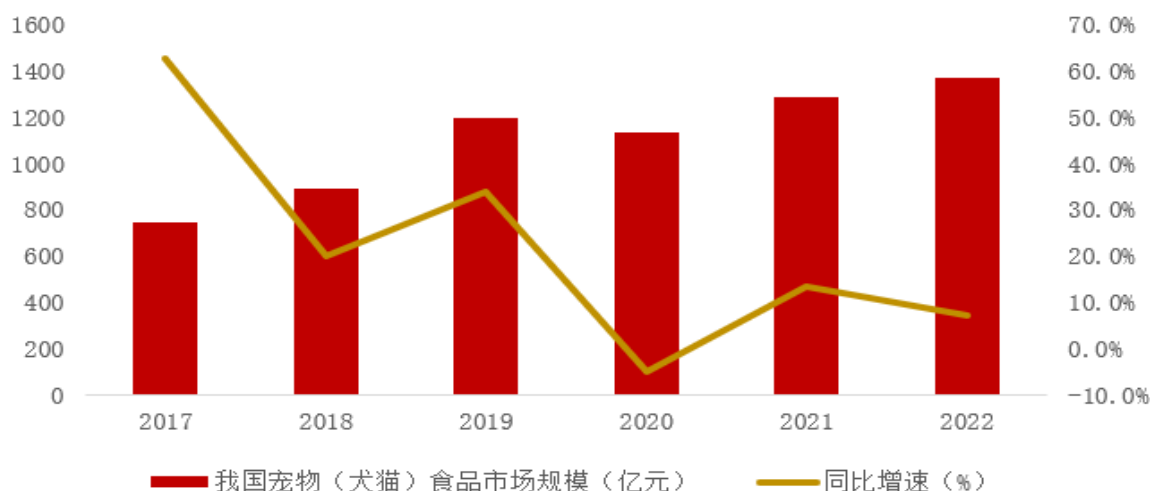
图 24：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：《2022-2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物食品市场规模以快于全球市场增速扩容。根据历年《中国宠物行业白皮书》，2017-2022 年，我国宠物（犬猫）食品市场规模由 743 亿元增长至 1372 亿元，CAGR 约为 13.1%，增速远快于全球宠物食品市场，主要受益于我国经济增长、人均收入提高、养宠人数增加及宠物支出增长等方面。

图 25：我国宠物（犬猫）食品市场规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

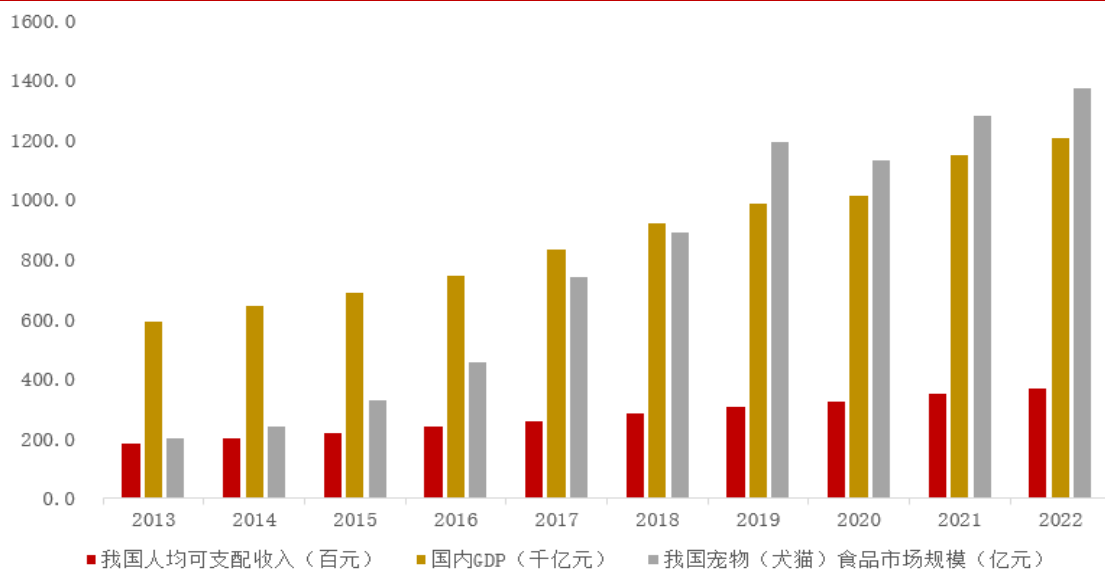
2.3 多重因素推动我国宠物食品市场扩容

（1）我国经济发展及人均收入不断提高，将推动宠物食品市场快速发展

我国经济发展和人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。2013-2022 年，我国国内 GDP 规模由 59.3 万亿元增长至 120.5 万亿元，CAGR 约为 8.2%；我国居民人均可支配收入由 18310.8 元增长至 36883.3 元，CAGR 约为 8.1%。伴随着我国经济不断增长及居民人均可支配收入不断提升，物质生活水平不断提高，人们越发注重精神需求的满足，养宠物作为情感寄托的需求上升，宠物食品市场规模也随之增长。2013-2022 年，我

国宠物食品行业市场规模由 199 亿元增长至 1372 亿元，CAGR 达到 23.9%；除 2020 年受到疫情影响规模有所回落外，其他年份均保持较快增长。未来随着我国经济持续发展，人均收入持续提升，宠物食品市场有望保持较快发展。

图 26：我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比

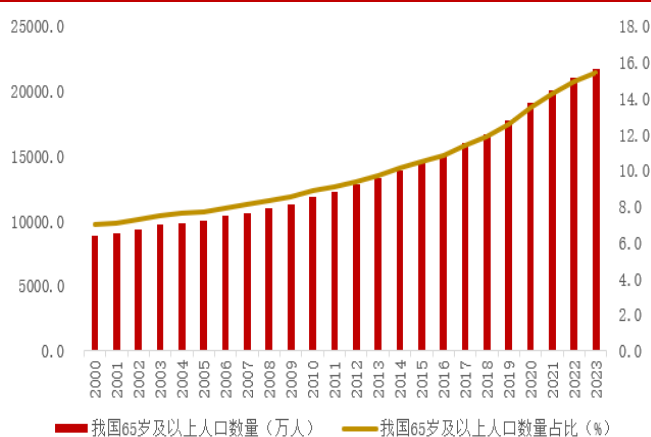


数据来源：国家统计局，wind，《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

（2）人口结构变化带来宠物陪伴需求上升

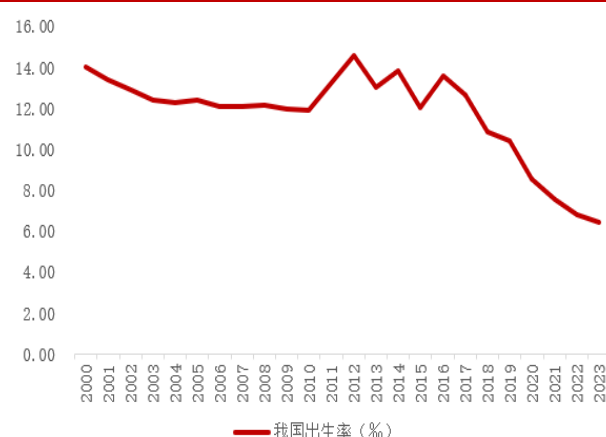
老龄化、少子化带来宠物陪伴需求不断上升。我国于 2000 年进入老龄化社会。截至 2023 年底，我国 65 岁及以上老年人口数量达到 2.17 亿人，占我国总人口的比例达到 15.4%。当前我国已处于深度老龄化社会时期，未来我国老龄化还将加速。根据联合国发布的《世界人口展望 2022》预测，到 2050 年，我国 60 岁及以上老年人口将超过 5 亿人，占比将达到 38.81%，将进入重度老龄化社会。随着老年人口的增多，我国空巢老人数量将持续增长。目前我国空巢老人占比已超过一半。另外，再加上近几年我国出生率下降，少子化、家庭规模小型化，人们对于宠物作为精神陪伴的需求不断上升。

图 27：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 28：我国出生率（%）

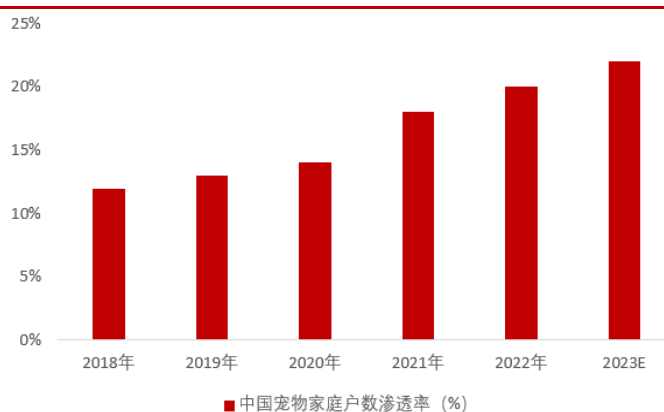


数据来源：wind，东莞证券研究所

（3）我国养宠渗透率未来还有较大提升空间

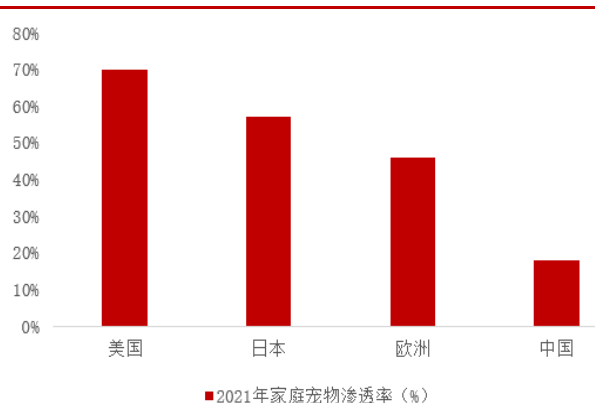
与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率还有较大提升空间。近年来，我国养宠家庭越来越多，养宠家庭渗透率不断上升。根据京东《2023 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，2022 年我国养宠家庭户数由 2019 年的 5989 万户增长至 9800 万户，CAGR 达到 17.8%；2023 年有望突破 1 亿户，达到 10565 万户。2022 年我国宠物家庭户数渗透率由 2019 年的 13% 提升至 20%，2023 年有望达到 22%。与国际成熟市场相比，2021 年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别达到 70%、57% 和 46%，目前我国养宠渗透率还较低。未来随着养宠人数的增加，我国养宠渗透率还有较大提升空间。

图 29：中国宠物家庭户数渗透率（%）



数据来源：京东《2022-2023年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

图 30：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）



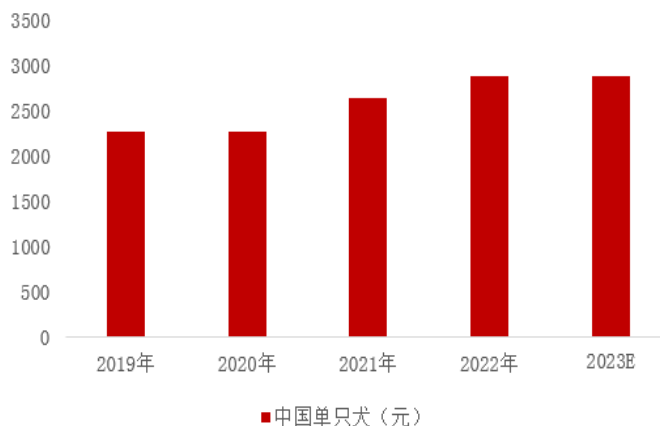
数据来源：京东《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

（4）我国单只宠物年均支出还较低

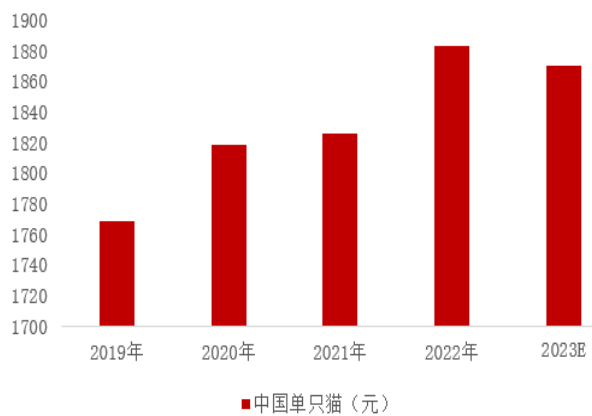
我国单只宠物年均支出与成熟市场相比还较低。根据《2022 年中国宠物行业白皮书》数据，2022 年我国单只宠物犬年均支出 2882 元，单只宠物猫年均支出 1883 元。而同期，日本单只宠物犬年均支出 34 万日元（按目前汇率折算约合人民币 1.62 万元），单只宠物猫支出 16 万日元（按目前汇率折算约合人民币 0.76 万元）；2020 年美国单只宠物犬年均支出约 1381 美元（按目前汇率折算约合人民币 1 万元），单只宠物猫年均支出 908 美元（按目前汇率折算约合人民币 0.66 万元）。未来随着我国经济发展、人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 31：中国单只宠物犬年均支出（元）

图 32：中国单只宠物猫年均支出（元）



数据来源：《2022年-2023年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

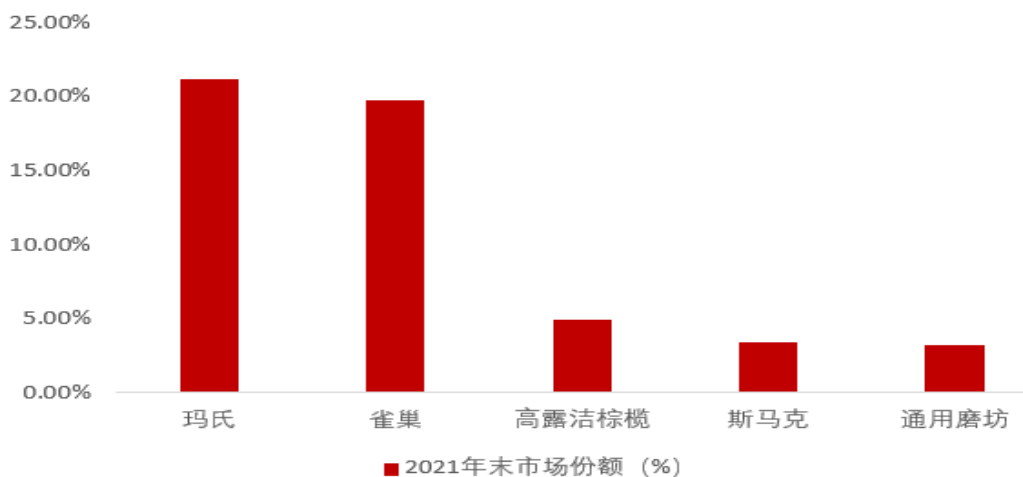


数据来源：《2022年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

2.4 我国宠物食品市场竞争格局分散 国产正在崛起

我国宠物食品市场竞争格局较为分散，国产正在崛起。全球宠物食品市场集中度较高，2021年，CR5约为52.5%，前五大厂商玛氏、雀巢、高露洁棕榄、斯马克和通用磨坊市场份额分别约为21.2%、19.8%、4.9%、3.4%和5.2%。同期我国宠物食品市场CR10约为24%，其中国际龙头美国玛氏市场占比仅为8%，竞争格局较为分散。国内宠物食品企业早期大多以OEM/ODM业务为主。近几年随着线上渠道的迅速发展，本土宠物食品企业借助电商渠道抢占市场份额，头部外资品牌市场份额受到挤压。海外企业多采用多品牌战略来覆盖不同品种、品类和价格区间的产品。国内企业多采用单一品牌战略，以爆款产品打开市场，后迅速拓展产品品类，并凭借供应链优势打造出高性价比。

图 33：2021 年全球宠物食品市场竞争格局



数据来源：欧睿国际，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

3. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。预计公司2024-2025年EPS分别为1.41元和1.77元，对应PE分别为38倍和30倍。我国宠物食品市场未来有望不断扩容，国产优质

龙头有望不断扩大市场份额。公司是国内宠物食品领军企业，持续推进自有品牌建设，品牌知名度和影响力有望不断扩大；不断夯实研发实力，打造差异化产品体系，盈利能力有望保持提升。维持对公司的“买入”评级。

表 4：公司盈利预测简表（2024/4/29）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,327	5,553	7,014	8,725
营业总成本	3,783	4,834	6,104	7,572
营业成本	2,733	3,460	4,305	5,273
营业税金及附加	20	25	31	39
销售费用	721	961	1,241	1,579
管理费用	250	333	421	524
财务费用	-13	-56	-35	-17
研发费用	73	111	140	175
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	-12	-8	-13	-17
营业利润	526	702	887	1,117
加：营业外收入	1	6	2	3
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	525	707	888	1,119
减：所得税	95	130	157	202
净利润	430	577	731	917
减：少数股东损益	1	14	22	28
归母公司所有者的净利润	429	563	709	890
摊薄每股收益(元)	1.07	1.41	1.77	2.22
PE（倍）	49	38	30	24

数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

4. 风险提示

（1）国内市场竞争加剧的风险。在国内宠物食品市场的竞争中，以玛氏、雀巢普瑞纳为代表的外资企业先于本土企业建立了技术、品牌和渠道的优势，占据较高的市场份额。我国宠物食品行业起步较晚，近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争，公司将面临市场竞争加剧格局。

（2）原材料价格波动的风险。公司产品的原材料包括主料、辅料和包装材料。原材料成本占公司主营业务成本比例超过 80%。如果原材料价格发生较大波动，可能会对公司盈利水平造成不利影响。

（3）海外市场拓展不利的风险。海外市场是公司营业收入的重要来源。随着全球经济一体化进程的推进和产业布局的深度整合，泰国、越南等新兴经济体可能会凭借其低廉的人力成本在宠物食品市场的竞争中获得更大的优势，对公司海外市场需求造成一定程度的冲击，公司的海外业务存在海外市场竞争加剧的风险。

（4）贸易摩擦风险。美国是公司产品的主要出口国。2019年5月份以来，美国对从中国进口的宠物食品征收25%的关税。除关税壁垒外，美国对宠物食品制定了较为苛刻的技术标准，目前公司向美国出口的宠物食品符合相关技术指标，但不能排除未来美国通过修改产品技术标准设置非关税壁垒，从而对公司出口业务需求造成冲击的风险。

（5）汇率波动的风险。公司境外收入占比较高，其境外销售收入主要以美元结算。同时，公司设有泰国工厂从事宠物食品的生产与销售，泰国工厂在境外采购劳务和原材料等主要以泰铢结算。若未来人民币汇率受国内外政治、经济形势的影响而发生大幅波动，则可能会对公司海外销售和原材料的购置成本产生较大影响。公司存在一定的汇率波动风险。

（6）创新风险。公司生产的宠物食品属于快消品，产品更新换代速度快。如果公司新产品研发成果未达预期，或者销售、营销模式未能跟上行业发展的新趋势，将可能导致公司竞争优势下降并错失市场发展机会，对公司的持续竞争能力和未来业务发展产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn