

乖宝宠物 (301498)

宠物食品长坡厚雪，国货品牌崛起引领者

增持 (首次)

2024年05月13日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3398	4327	5356	6584	8033
同比 (%)	31.93	27.36	23.79	22.93	22.00
归母净利润 (百万元)	266.88	428.84	549.49	730.59	921.42
同比 (%)	90.26	60.68	28.13	32.96	26.12
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.67	1.07	1.37	1.83	2.30
P/E (现价&最新摊薄)	79.47	53.19	41.51	31.22	24.76

投资要点

- 乖宝宠物: 国内宠物食品龙头, 自有品牌驱动成长:** 公司 2006 年成立之初以代工起家, 2013 年受美国“抗生素”事件影响坚定转型自有品牌发展, 2023 年自有品牌占比已超六成, 2018 年以来拓展覆盖中高端的多品牌多品类, 发展大单品, 2023 年 8 月在深交所创业板上市。2023 年公司营收/归母净利润分别实现营收 43.3/4.3 亿元, 分别同增 27.4%/60.7%。2020 年以来公司盈利水平也呈现提升趋势。
- 宠物食品行业: 长坡厚雪, 国产替代趋势可期:** 我国宠物行业处于快速发展期, 其中宠物食品在我国城镇犬猫消费市场占比过半。2023 年我国宠物犬猫食品市场规模达 1461 亿元, 同增 6%, 2018~2023 年宠物犬猫食品市场规模增速 CAGR 达 10.4%。从家庭拥有情况、专业饲养程度和平均消费等方面看, 我国宠物食品渗透率均有较大提升空间。对比海外, 我国宠物食品行业集中度偏低, 2022 年我国宠物食品按公司 CR5/CR10 集中度分别为 21.3%/29.8%, 较美国、日本还有一倍以上空间。同时, 2022 年我国宠物食品 TOP10 公司中 7 个国内企业, 国货份额趋于提升, 国产替代可期。
- 研发铸就产品力基础, 聚焦打造大单品, 高端化成效初显: (1) 产品:** 重点布局主粮赛道, 持续优化产品矩阵。产品线全面覆盖宠主需求, 重点布局主粮品类, 2023 年主粮收入占营收比例达 48.2%, 产品系列和配方的升级带动均价提升。依托研发优势, 打造出双拼粮、弗列加特、Barf 等多个大单品系列。(2) **研发:** 驱动产品开发升级, 打通爆品开发路径。2018 年以来公司研发投入逐年增加, 从金额上领先于同业。公司研发流程完善, 以市场趋势为起点, 赋能需求端到产品端的快速转化。
- 创新营销打造自有品牌矩阵, 渠道与供应链优势共振: (1) 营销:** 公司打造自有品牌矩阵, 代表品牌包括麦富迪、弗列加特、Waggin' Train, 2018 年以来自有品牌宣传费率有所提升, 且通过多维营销触达客群, 强营销投放利于建设品牌力优势。(2) **渠道:** 重点拓展线上直销模式, 2018-2022 年, 公司自有品牌的线上直销占比从 25% 提升至 42%, 2023 年双 11 期间麦富迪在天猫、抖音、拼多多平台宠物行业综合品牌排名第一。线下国内合作优质经销商, 国外拓展北美商超渠道。(3) **供应链:** 公司的 IPO 募投项目和超募资金项目落地后, 有望突破产能瓶颈, 推动主业快速成长。供应链端与头部供应商合作稳定, 区位优势利于优化采购成本。
- 盈利预测与投资评级:** 公司是国内宠物食品领军企业, 所处宠物食品赛道长坡厚雪, 自有品牌建设和高端化升级均处于行业领先地位, 随着产能逐步释放有望实现销售的持续较快增长。我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 5.5/7.3/9.2 亿元, 分别同增 28%/33%/26%, 当前市值对应 2024-26 年 PE 为 42x/31x/25x, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧, 贸易摩擦, 汇率波动, 原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.02
一年最低/最高价	30.16/78.24
市净率(倍)	6.00
流通 A 股市值(百万元)	2,281.06
总市值(百万元)	22,810.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.51
资产负债率(% ,LF)	11.17
总股本(百万股)	400.04
流通 A 股(百万股)	40.00

内容目录

1. 乖宝宠物：国内宠物食品龙头，自有品牌驱动成长	6
1.1. 管理层经验丰富，团队产业背景深厚	7
1.2. 品牌阶梯逐渐完善，产品实现多品类覆盖	8
1.3. 营收实现高速增长，盈利水平持续改善	12
2. 宠物食品行业：长坡厚雪，国产替代趋势可期	15
2.1. 我国宠物行业：处于快速发展期，大致对应美国 1980s~2000s	15
2.2. 犬 or 猫：我国犬猫消费市场规模相近，宠物食品消费占比过半	17
2.3. 我国宠物食品：2023 年市场规模超 1400 亿元，宠物主粮占比超七成	18
2.4. 宠物食品驱动：逐项拆解，渗透率较低，对比海外空间广阔	19
2.5. 宠物主画像：年轻、高线城市为主，因爱养宠	21
2.6. 宠物食品格局：集中度提升空间大，国货替代可期	23
3. 研发铸就产品力基础，聚焦打造大单品，高端化成效初显	25
3.1. 产品：重点布局主粮赛道，持续优化产品矩阵	25
3.1.1. 产品线：全面覆盖宠物主需求，重点布局主粮品类	25
3.1.2. 升级：成分配方顺应市场，价格呈现向上趋势	30
3.1.3. 大单品：依托研发优势，打造覆盖中高端的多款大单品	32
3.2. 研发：驱动产品开发升级，打通爆品开发路径	34
4. 创新营销打造自有品牌矩阵，渠道与供应链优势共振	36
4.1. 营销：创新营销策略触达不同客群，重投放打造品牌形象	36
4.2. 渠道：多元渠道布局，线上渠道销售强势	39
4.2.1. 线上渠道：多平台运营拥抱电商化趋势，品牌直营提升盈利水平	39
4.2.2. 线下渠道：国内合作优质经销商，国外拓展北美商超渠道	41
4.3. 供应链：募投扩张产能，推动主业快速增长	41
4.3.1. 生产端：公司募投匹配需求增长，有望推动收入规模成长	41
4.3.2. 成本端：位于农畜大省山东，利于优化采购成本	44
5. 盈利预测与投资评级	45
5.1. 盈利预测	45
5.2. 盈利预测	46
5.3. 投资建议	46
6. 风险提示	47

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构.....	8
图 3: 公司分品类营收规模 (亿元)	9
图 4: 公司分地区营收 (亿元)	9
图 5: 公司分品类营收占比.....	10
图 6: 公司分地区营收占比.....	10
图 7: 公司分业务模式营收 (亿元)	11
图 8: 公司自有品牌渠道规模 (亿元)	11
图 9: 公司分业务模式营收占比.....	11
图 10: 公司自有品牌渠道分布.....	11
图 11: 营业收入及同比增速.....	12
图 12: 归母净利润及同比增速.....	12
图 13: 2019~2023 年毛利率&净利率	13
图 14: 2020~2022 年分业务模式毛利率	13
图 15: 2020~2022 年自有品牌各渠道毛利率	13
图 16: 2020~2023 年分品类毛利率	13
图 17: 主要主料品种采购平均单价 (元/kg)	13
图 18: 可比公司毛利率对比.....	14
图 19: 可比公司净利率对比.....	14
图 20: 2019~2023 年费用率变化	14
图 21: 宠物行业产业链.....	15
图 22: 中国和美国宠物行业发展阶段.....	16
图 23: 我国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模和同比增速.....	16
图 24: 我国城镇宠物犬猫消费市场规模.....	17
图 25: 我国城镇宠物犬猫消费市场规模 yoy.....	17
图 26: 我国城镇犬猫数量.....	17
图 27: 我国城镇犬猫数量 yoy.....	17
图 28: 我国单只宠物犬猫年均消费金额.....	18
图 29: 2023 年我国宠物犬猫消费结构.....	18
图 30: 宠物食品类别.....	18
图 31: 2021 年宠物食品占比.....	19
图 32: 2023 年犬猫主粮品类占比.....	19
图 33: 我国宠物犬猫食品市场规模和同比增速.....	19
图 34: 2023 年各国拥有犬猫的家庭占比.....	20
图 35: 2023 年各国饲养犬猫食占比.....	21
图 36: 2023 年各国平均犬猫食品金额.....	21
图 37: 2022~2023 年宠物主城市层级分布	22
图 38: 2021 年宠物主学历分布.....	22
图 39: 2021 年宠物主收入分布.....	22
图 40: 2022~2023 年宠物主年龄分布	22
图 41: 2021 年宠物主养宠原因.....	22
图 42: 2022 年中国宠物食品集中度 (按公司)	23

图 43:	2022 年中国宠物食品集中度 (按品牌)	23
图 44:	2022 年中国宠物食品竞争格局	24
图 45:	2013~2022 年中国宠物食品主要公司份额变化	24
图 46:	犬主粮品牌偏好	24
图 47:	猫主粮品牌偏好	24
图 48:	乖宝宠物主要产品 (按品类)	25
图 49:	乖宝宠物自有品牌及产品价格带	26
图 50:	公司主粮收入规模及增速	26
图 51:	公司主粮收入占营收比例	26
图 52:	主粮收入、均价和销量同比增速	27
图 53:	几家宠物食品公司主粮营收占比情况	27
图 54:	宠主购买宠物食品时的关注因素	28
图 55:	公司零食收入规模及增速	29
图 56:	公司零食收入占营收比例	29
图 57:	公司保健品收入规模及增速	30
图 58:	公司保健品收入占营收比例	30
图 59:	零食收入、均价和销量同比增速	30
图 60:	保健品及用品收入、均价和销量同比增速	30
图 61:	公司产品系列升级	31
图 62:	2020~2022 年主粮和零食均价同比变化	31
图 63:	Barf 和弗列加特系列猫旗双 11 销售额占比均有所提升	31
图 64:	牛肉双拼粮产品	32
图 65:	弗列加特高鲜肉粮&主食冻干产品信息	33
图 66:	Barf 系列概念输出图示	34
图 67:	公司研发投入领先于同业 (单位: 亿元)	34
图 68:	公司研发投入逐年增加	34
图 69:	乖宝宠物研发中心结构	35
图 70:	公司研发流程	35
图 71:	公司主要自有品牌	37
图 72:	公司主要自有品牌营收和营收同比增速	37
图 73:	公司主要自有品牌营收占比	37
图 74:	宠物食品公司销售费用率对比	37
图 75:	自有品牌宣传费比例提升	37
图 76:	公司营销方式	39
图 77:	消费者主粮购买渠道偏好	39
图 78:	宠物零食购买渠道偏好	39
图 79:	自有品牌各渠道结构占比	40
图 80:	各渠道毛利水平	40
图 81:	公司经销商数量持续优化	41
图 82:	规模经销商收入占比持续提升	41
图 83:	公司主粮与零食产能及产能利用率	42
图 84:	公司主粮和零食产销率	42
图 85:	各公司产能对比 (单位: 万吨)	42
图 86:	各公司产能利用率对比 (单位: %)	43

图 87: 原材料采购均价.....	45
图 88: 前五大供应商采购金额占原材料采购金额比重.....	45
表 1: 高级管理人员介绍.....	7
表 2: 乖宝主要品牌介绍.....	8
表 3: 2022~2023 年分产品、地区、业务模式毛利率变化.....	14
表 4: 麦富迪&弗列加特与其他品牌产品对比.....	28
表 5: 2020-2023 年新产品系列对比.....	32
表 6: 公司核心技术梳理.....	36
表 7: 历年双 11 天猫、京东、抖音平台宠物品牌排行榜.....	40
表 8: 主要宠物食品公司规划产能对比.....	43
表 9: 乖宝宠物募集资金用途.....	44
表 10: 公司分业务收入拆分预测.....	46
表 11: 可比公司估值比较.....	46

1. 乖宝宠物：国内宠物食品龙头，自有品牌驱动成长

公司是我国宠物食品行业龙头，成立以来抓住全球宠物行业发展红利，成功完成从代工向品牌的转型。公司发展历程可分为三个阶段：

创业期（2006~2012年）：代工起家，出口国际市场。2006年乖宝宠物前身伊戈尔食品成立，成立初期以宠物食品的出口代加工业务为主，获得沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型客户的青睐。高峰年份出口额达到1.57亿美元，尤其对美出口额在国内较大。

转型期（2013~2016年）：转型自有品牌，海外恢复发展。受美国“抗生素”事件影响，中国宠物食品出口量受到较大影响，同时国内宠物食品市场正在起步，公司因此积极转型布局国内市场。2013年成立自有品牌“麦富迪”，并逐步打通线上线下渠道。2013年初，麦富迪天猫旗舰店正式上线，而后相继入驻京东等其他平台，2014年线下渠道也完成布局。同时，海外渠道也稳步恢复，产品销往欧洲、加拿大、日本等30多个国家和地区。

拓展期（2017年以来）：拓展多品牌多品类，融资上市成为A股宠物食品市值第一。2018年推出“麦富迪”高端猫粮“弗列加特”系列，发力高端猫用食品市场。2021年：收购美国品牌“Waggin’Train”持续发力高端宠物食品市场，代理新西兰高端品牌K9和Feline。这一阶段公司也加快了资本融资，2017年2月完成由KKR投资的4亿元A轮融资，2019年10月完成由君联资本和兴业银行集团投资的5亿元B轮融资，2023年8月在深交所创业板上市，成为A股宠物食品市值第一。

图1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，创业家，东吴证券研究所

1.1. 管理层经验丰富，团队产业背景深厚

管理层经验丰富，团队产业背景深厚。公司董事长为其创始人秦华，核心管理团队在宠物食品行业从业经验丰富且具有较高学历水平，其中公司董事兼副总裁寻兆勇是高级工程师，在宠物食品行业具备了 30 余年从业经验，董事兼总裁杜士芳具备 20 余年行业产品营销经验。

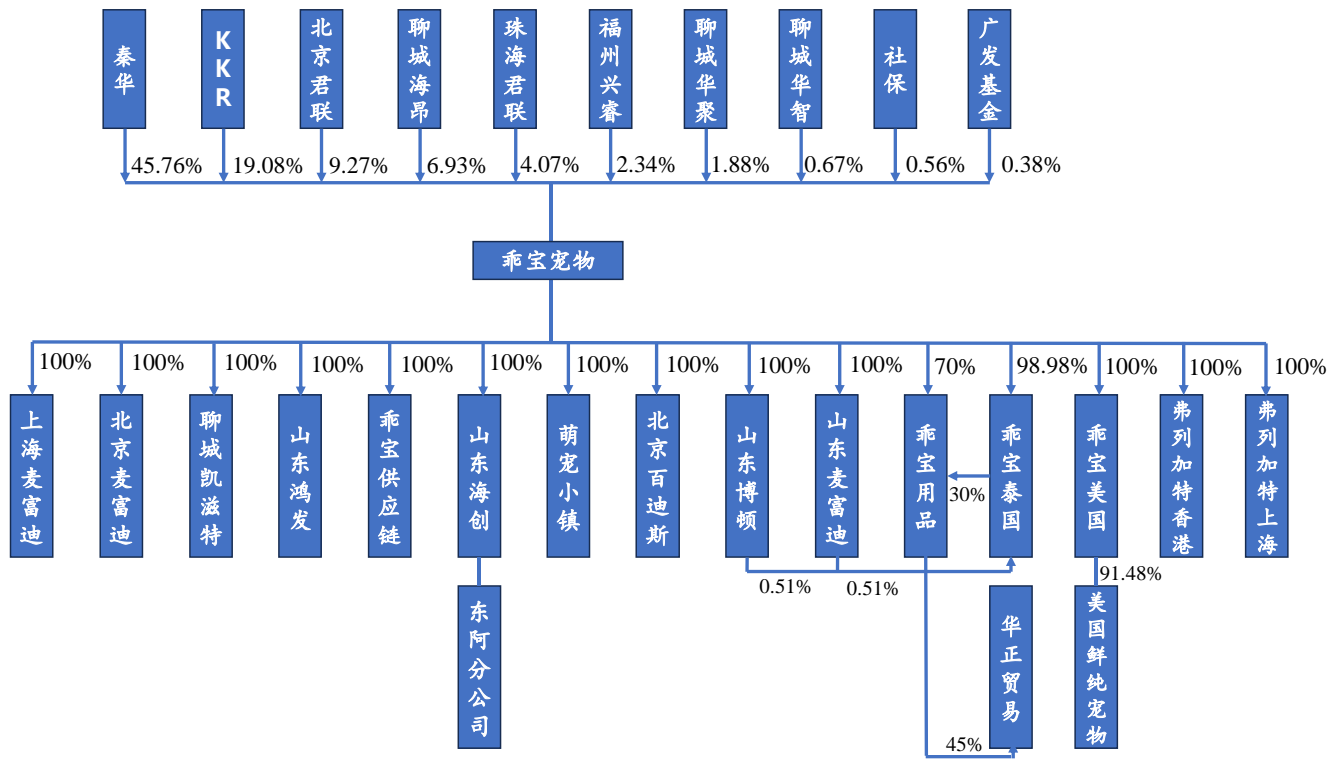
表1: 高级管理人员介绍

姓名	出生年份	职务	主要工作经历
杜士芳	1975	董事、总裁	已有 20 余年产品营销经验，曾任伊利液态奶事业部常温市场部和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
寻兆勇	1968	董事、副总裁	高级工程师，已有宠物食品行业 33 年从业经验，曾任山东凤祥集团技术中心经理，山东中科凤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	1976	董事、副总裁	食品工程专业，任山东凤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	1977	财务总监	中国注册会计师，会计和财管领域 20 余年从业经验，曾任北京中永恒会计师事务所审计助理及项目经理，英美烟草公司财务经理，玛氏食品销售财务经理及销售财务总监，尚品网财务总监，北京兰利科技有限公司财务副总裁
王鹏	1978	董事会秘书	曾任东阿阿胶股份有限公司会计部成本主管、证券事务经理、证券事务代表

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司核心人员通过平台持股，股权集中度高、结构稳定，有利于公司长期稳定发展。截止 2024Q1，公司董事长秦华直接持有公司 45.76% 股权，并通过聊城华聚和聊城华智分别控制 0.81% 和 0.44% 的表决权。此外，聊城海昂的执行事务合伙人秦轩昂为秦华的儿子，为秦华的一致行动人。因此秦华及其一致行动人合计控制发行人股东表决权的 53.94%。聊城华聚和聊城华智分别建立于 2017 年和 2020 年，为公司的员工持股平台，利于绑定核心员工和业务骨干。

图2: 公司股权结构







数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所（注：截至2024Q1）

1.2. 品牌阶梯逐渐完善，产品实现多品类覆盖

品牌阶梯逐渐完善，产品实现多品类覆盖，持续稳固行业领先地位。2013年公司创立自有品牌“麦富迪”，开始积极布局国内市场，2021年收购美国知名品牌“Waggin’ Train”，通过不断的品类创新和产品迭代，公司现已形成以“麦富迪”为核心品牌阶梯，实现了宠物主粮、零食及保健品的全品类覆盖，构架了以OEM/ODM出口与自有品牌内销协同发展的格局。公司始终坚持“全球视野，持续创新”的理念，紧跟消费者需求，有望以高品质产品和强劲研发能力持续稳固行业领先地位。

表2: 乖宝主要品牌介绍

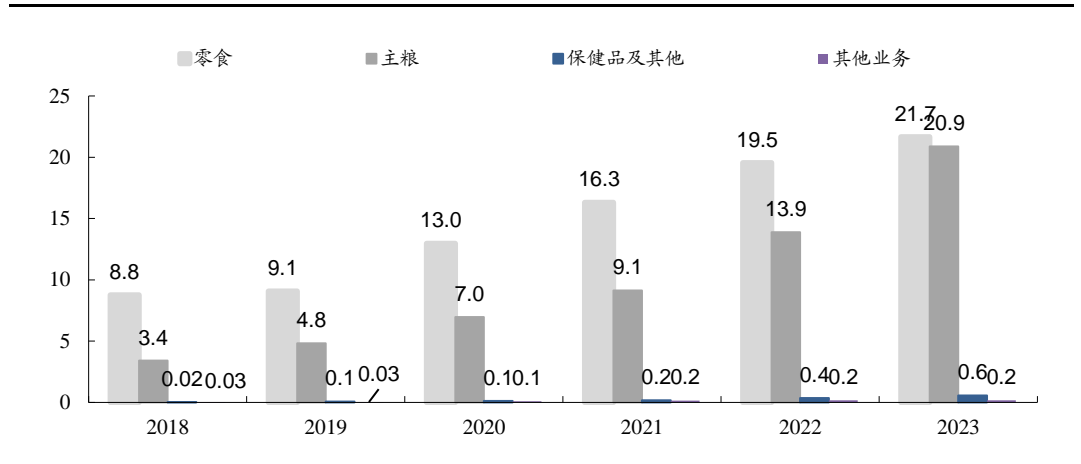
品牌类别	具体品牌	品牌介绍	涉及宠物种类
自有品牌		主要经营宠物食品，宠物用品等，产品品类涉及干粮、湿粮、冻干食品、烘干零食、洁齿骨、保健品等系列	狗、猫
		美国著名高端犬用宠物食品品牌，2021年被乖宝收购，主打天然无添加宠物食品，产品品类涉及主食罐头、主食冻干以及风干粮等	狗
代理品牌		新西兰的犬类高端宠物食品品牌，2021年乖宝成为其中中国区域总代理商，产品品类涉及冻干主食、主食罐头	狗

	新西兰猫咪高端宠物食品品牌，2021年乖宝成为其中国区域总代理商，产品品类涉及冻干主食、主食罐头等	猫
---	---	---

数据来源：官方网站，东吴证券研究所

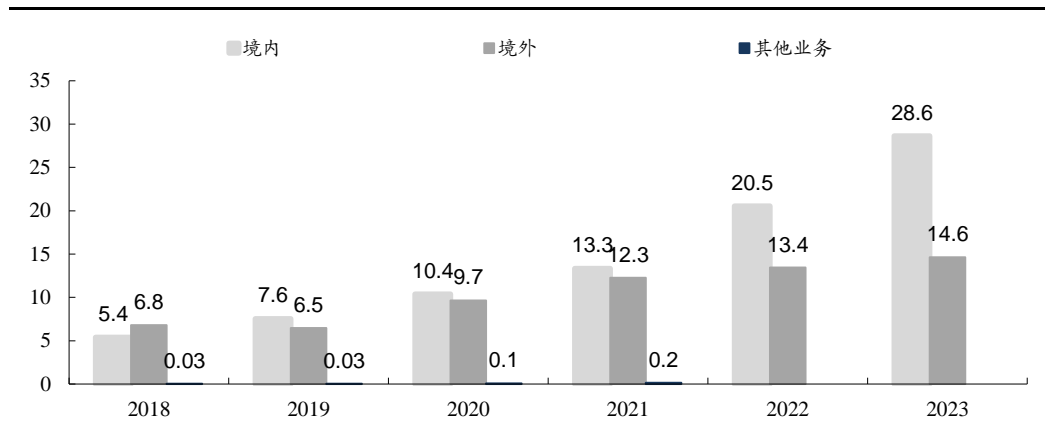
主粮占比不断提升，境内占比达六成。分品类看，公司宠物食品包括主粮、零食、保健品等，2023年公司主粮/零食/保健品及其他分别实现营收20.9/21.7/0.6/0.2亿元，营收占比分别为48.2%/50.1%/1.3%/0.4%，2021~2023年营收增速CAGR分别为51%/15%/77%/5%。其中，主粮产品呈现较好的增长态势，2021~2023年公司主粮的营收占比从35.4%提升至48.2%。公司主粮产品基本在境内销售，而零食产品在境外销售占比更高。2023年公司境内/境外分别实现营收28.6/14.6亿元，分别同增39%/9%，营收占比分别为66.2%/33.8%。

图3：公司分品类营收规模（亿元）



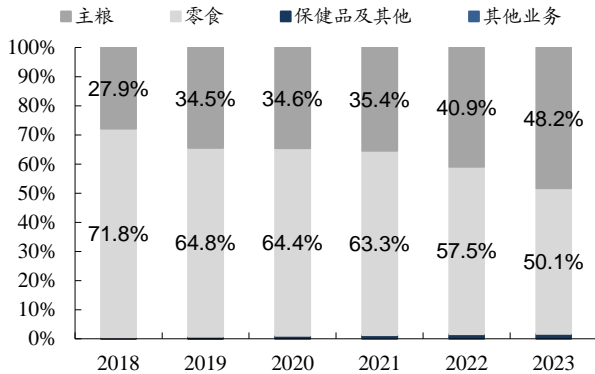
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司分地区营收（亿元）



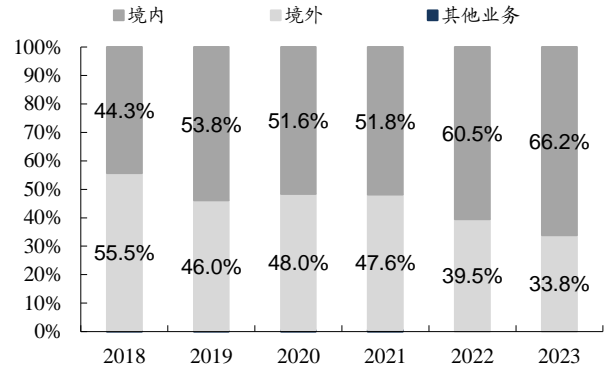
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: 公司分品类营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司分地区营收占比



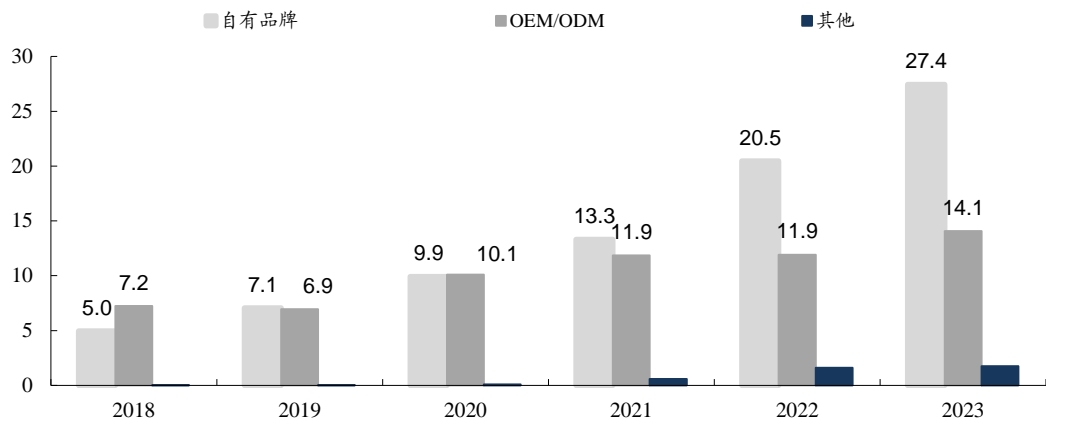
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自有品牌营收占比高于代工, 直销渠道增长较快。2013 年以来公司开始在国内发展自有品牌, 以“麦富迪”为核心的品牌影响力不断提升, 形成自有业务和代工业务协同发展的格局。2023 年公司自有品牌/OEM&ODM/其他分别实现营收 27.4/14.1/1.8 亿元, 营收占比分别为 63.4%/32.5%/4.0%。2021~2023 年自有品牌/OEM&ODM 的营收增速 CAGR 分别为 44%/9%。

公司自有品牌的销售渠道主要包括直销、经销以及商超渠道。其中, 直销主要渠道为在天猫、京东、抖音等电商平台开设的自营旗舰店; 经销分为线上经销和线下经销, 以线上经销为主; 2021 年起增加商超渠道, 主要系 2021 年收购的“Waggin' Train”在境外以商超渠道销售为主。2023 年公司直销/经销渠道分别实现营收 12.4/16.7 亿元, 分别同增 57%/19%。

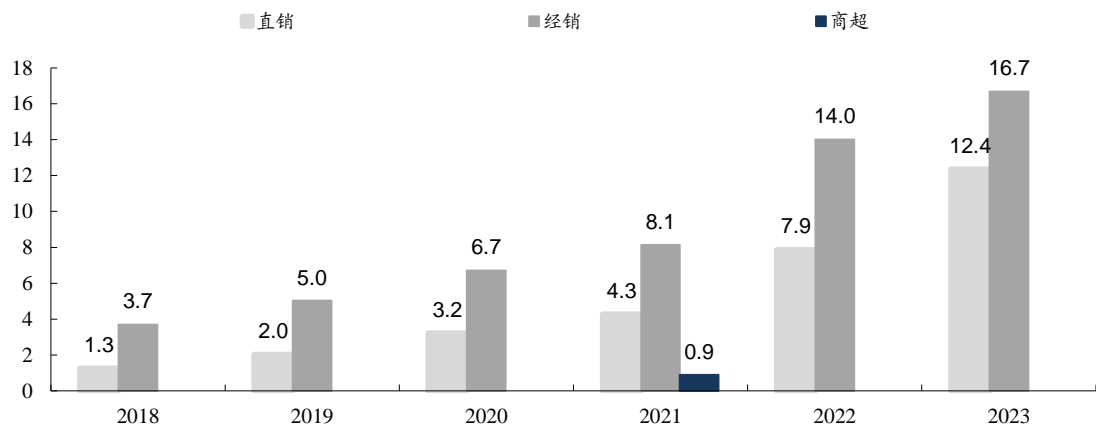
OEM&ODM 销售模式是公司境外销售的主要模式。代理业务方面, 公司于 2021 年 4 月成为新西兰品牌“K9Natural”和“Feline Natural”中国区域总代理商, 营收占比较小, 目前已终止与上述品牌代理合作。

图7: 公司分业务模式营收 (亿元)



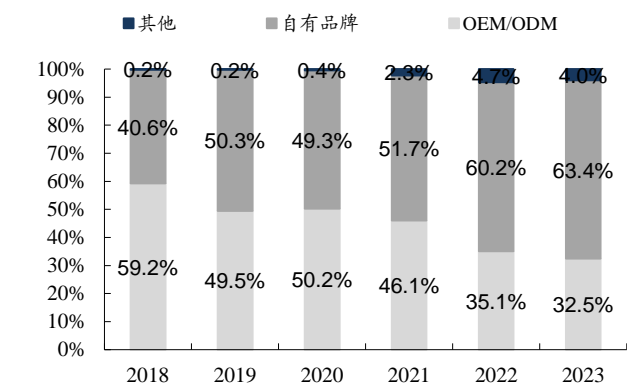
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 公司自有品牌渠道规模 (亿元)



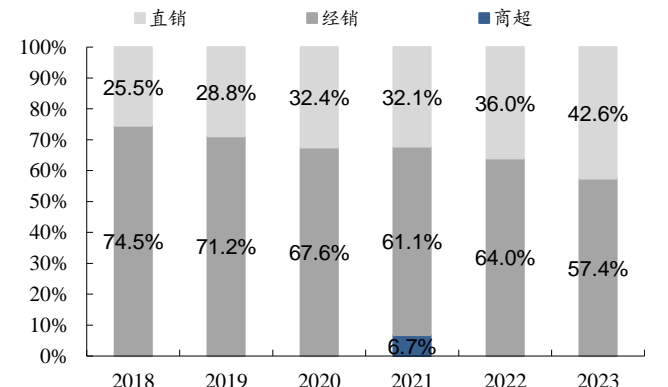
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 公司分业务模式营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 公司自有品牌渠道分布

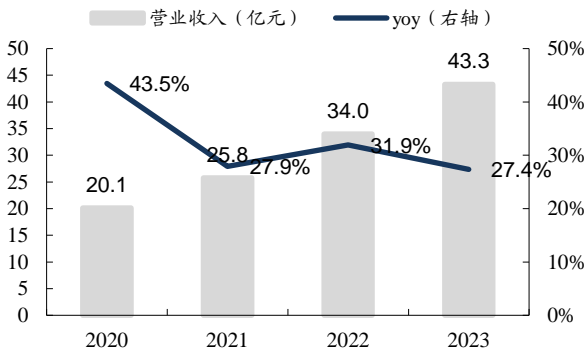


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 营收实现高速增长，盈利水平持续改善

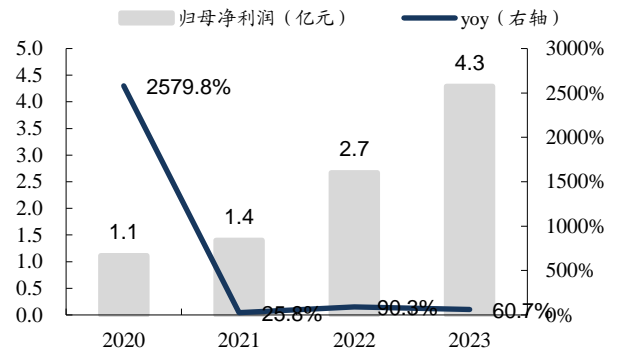
公司营收、归母净利保持快速增长。受益于自有品牌的快速发展、产品矩阵的不断完善以及海外订单的拓展，公司营业收入实现快速增长，2020~2023 年公司营收从 20.1 亿元增长至 43.3 亿元，增速 CAGR 为 29.1%。2020~2023 年公司归母净利润从 1.1 亿元增长至 4.3 亿元，增速 CAGR 为 56.7%。2020~2023 年归母净利增速快于营收增速，主要系毛利率和净利率也呈现提升趋势。

图11: 营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 归母净利润及同比增速



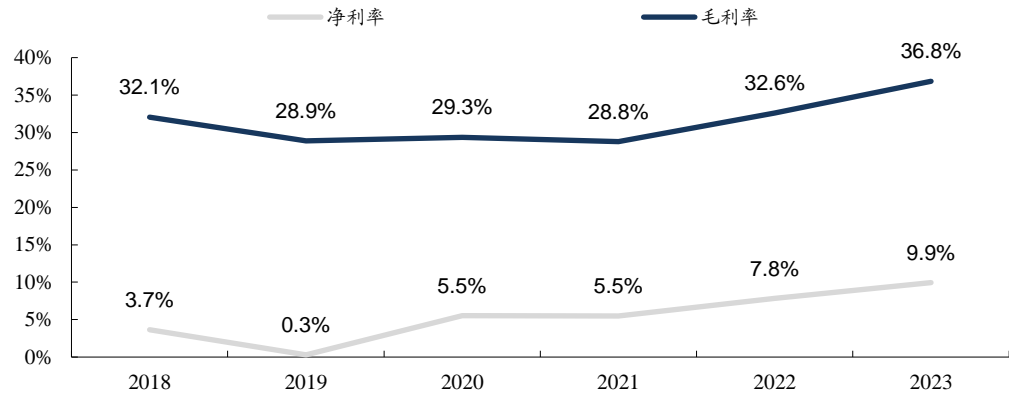
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2019 年以来公司毛利率、净利率均呈现提升趋势，自有品牌增厚盈利水平。

2019 年以来净利率触底回升。2019 年公司净利率降幅较大，主要系贸易摩擦、原材料价格高位以及国内营销费用增加，之后随着毛利率的提升以及期间费用率的缩窄，逐步触底回升，2023 年公司净利率提升至 9.9%。

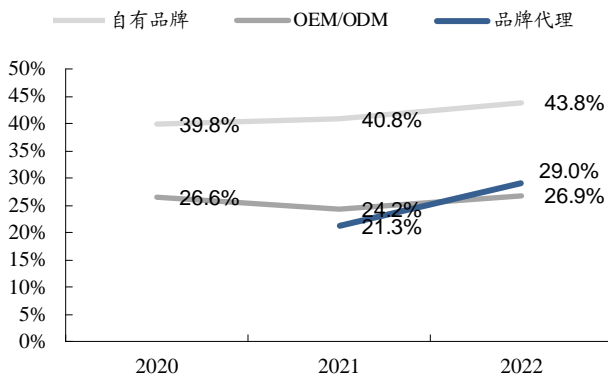
公司毛利率整体呈现提升趋势。(1) **分业务模式看:** 自有品牌贡献主要毛利，2022 年自有品牌毛利占比在七成以上。2020~2022 年公司自有品牌毛利率稳步提升。自有品牌占比提升以及毛利率较高的直销渠道占比提升，带动公司毛利率呈现提升趋势。(2) **分品类看:** 一般非特殊情况下，原材料价格在相对稳定区间，高毛利产品销售占比提升是各品类毛利率提升的主要原因，2020~2023 年，零食品类毛利率提升较快，主粮毛利率也有所提升。

图13: 2019~2023年毛利率&净利率



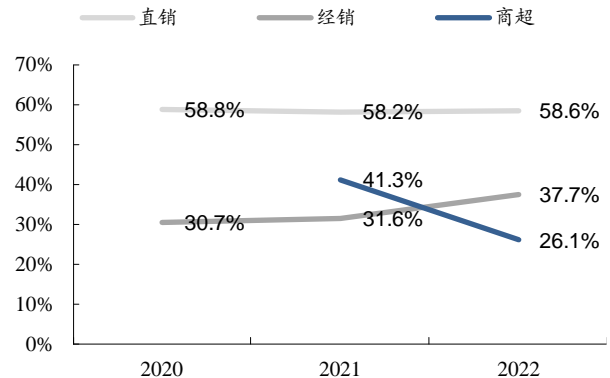
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2020~2022年分业务模式毛利率



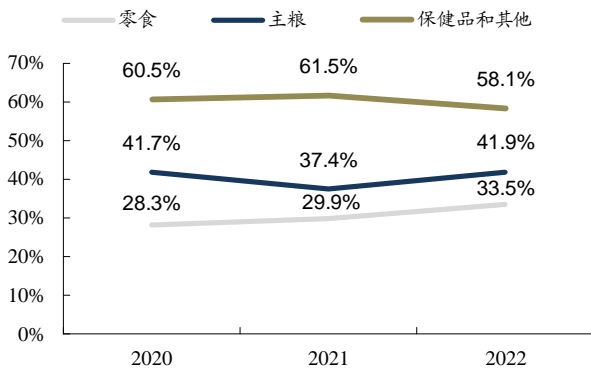
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 主营业务成本未包含运费、快递费和港杂费)

图15: 2020~2022年自有品牌各渠道毛利率



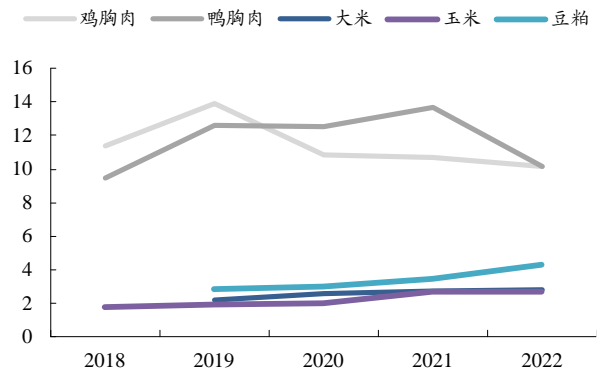
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 主营业务成本未包含运费、快递费和港杂费)

图16: 2020~2023年分品类毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 主营业务成本未包含运费、快递费和港杂费)

图17: 主要主料品种采购平均单价 (元/kg)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

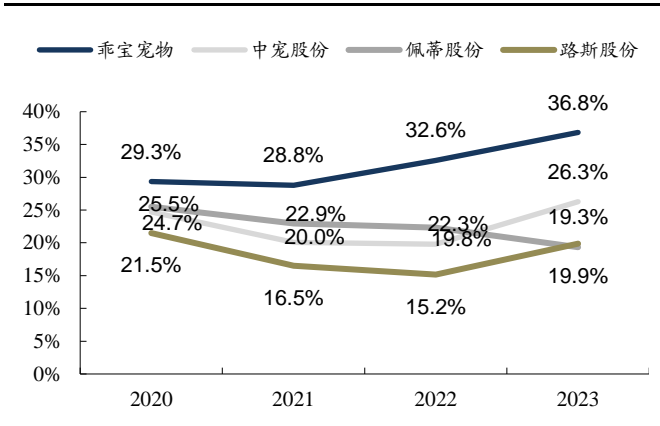
表3: 2022~2023 年分产品、地区、业务模式毛利率变化

年份	分产品		分地区		分业务模式		
	零食	主粮	境内	境外	经销	OEM/ODM	直销
2022	30.76%	34.72%	38.69%	23.26%	29.87%	25.16%	48.89%
2023	37.19%	36.00%	39.23%	32.17%	32.33%	30.48%	50.14%
变化	+6.43pct	+1.28pct	+0.54pct	+8.91pct	+2.46pct	+5.32pct	+1.25pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 主营业务成本包含运费、快递费和港杂费)

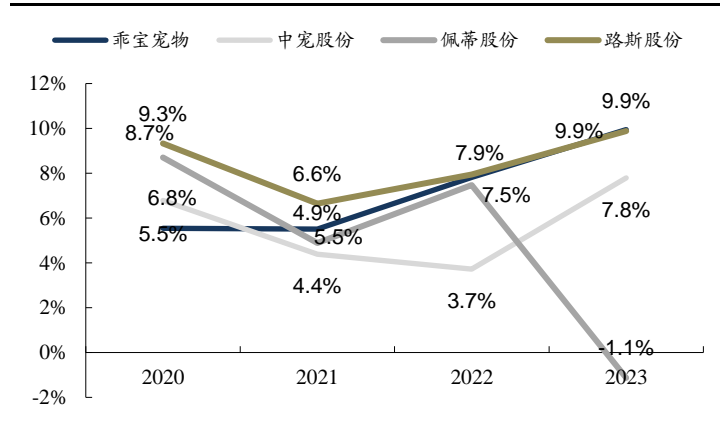
和可比公司相比, 公司毛利率、净利率均位居前列。公司自有品牌销售占比高于可比公司, 内销占比较大, 使得公司的盈利水平在可比公司中位居前列。2023 年几家宠物食品上市公司中, 乖宝宠物/中宠股份/佩蒂股份/路斯股份的毛利率分别为 36.8%/26.3%/19.3%/19.9%, 净利率分别为 9.9%/7.8%/-1.1%/9.9%。

图18: 可比公司毛利率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

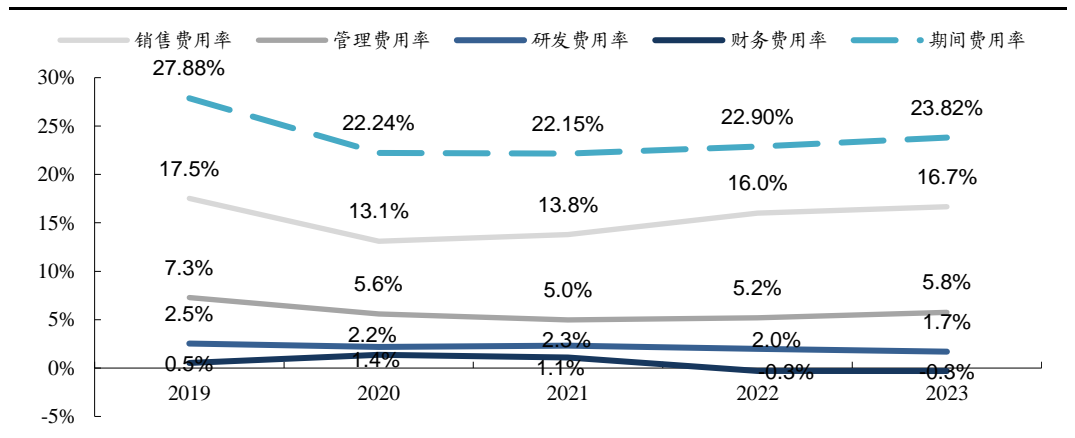
图19: 可比公司净利率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2020 年以来公司期间费用率总体稳定。2020 年以来, 公司期间费用率均位于 22%~24% 的区间, 总体较为稳定。其中, 由于自有品牌处于推广期销售费用率有所提升, 同时在整体运营效率提升和规模效应发挥下, 管理费用率和财务费用率有所下降。

图20: 2019~2023 年费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 宠物食品行业：长坡厚雪，国产替代趋势可期

2.1. 我国宠物行业：处于快速发展期，大致对应美国 1980s~2000s

宠物行业产业链包含宠物交易、宠物产品和宠物服务环节，宠物产品主要包括宠物食品和宠物用品。宠物行业产业链上游为宠物活体的繁育和交易，中游为宠物食品和用品的销售，下游为宠物产品消费者以及宠物医疗、宠物美容等服务环节。

图21：宠物行业产业链



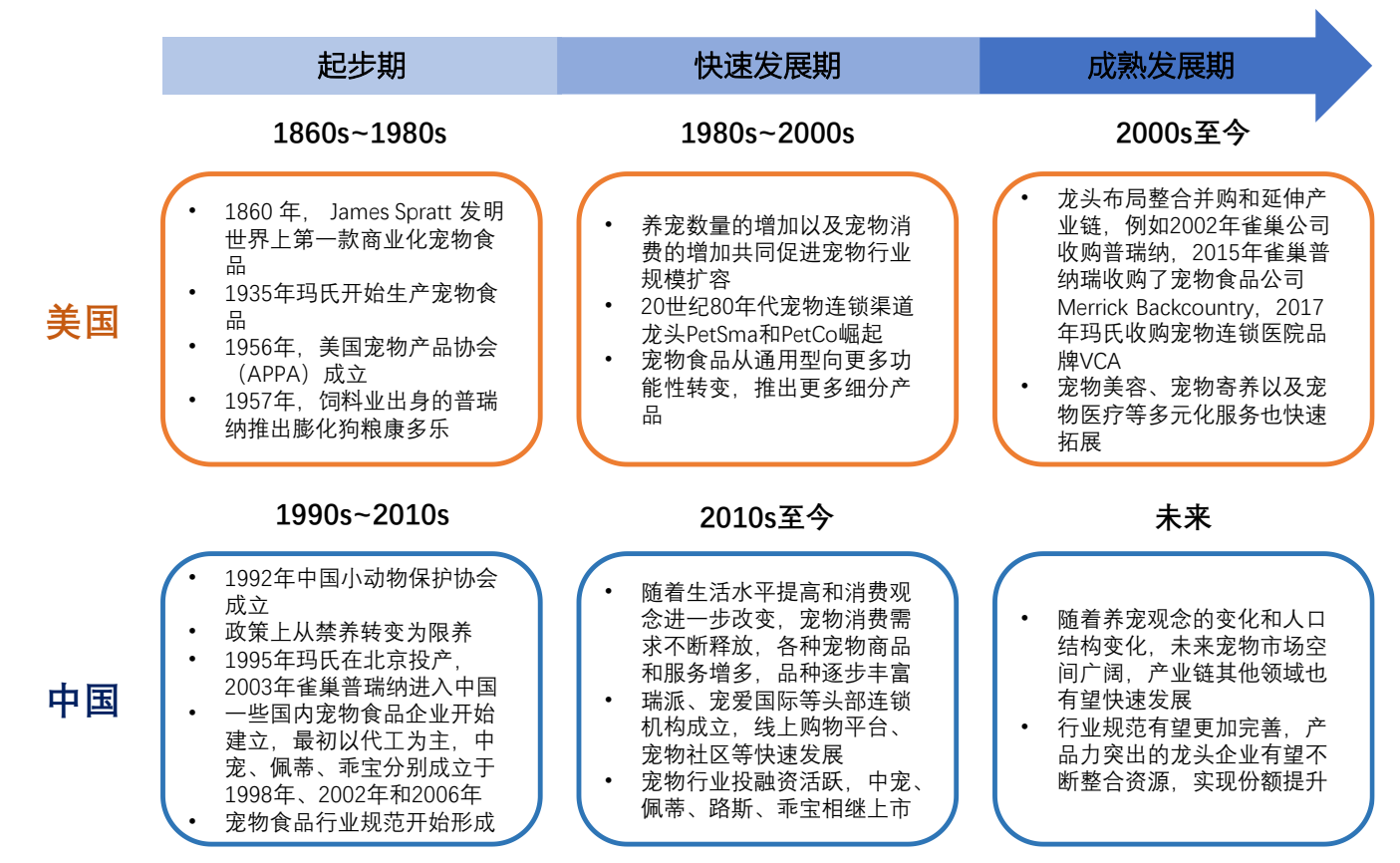
数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

我国宠物行业当前处于快速发展阶段，大致对应美国宠物行业 1980s~2000s。

我国宠物行业：1990s~2010s 期间起步，国内居民养宠习惯开始形成，海外宠物食品龙头如玛氏、雀巢开始进入中国，同时国内宠物食品企业最初以代工切入市场。2010s 至今进入快速发展期，更多海外品牌瞄准中国市场，国产品牌发生质的飞跃、产品质量提升且开始国际化布局，国内产品和服务类型开始丰富，线上购物快速增长，宠物连锁渠道逐步建立，投融资活跃。

Vs 美国宠物行业：起步早在 1860s，20 世纪 30 年代起玛氏开始生产宠物食品，1980s~2000s 养宠规模的快速增长、宠物拟人化的趋势，带动了宠物行业多业态整体快速发展，行业快速发展，产品从通用型向更多功能性转变，连锁渠道崛起，2000s 以来多元化服务兴起，行业龙头整合并购开始增多，龙头份额提升。

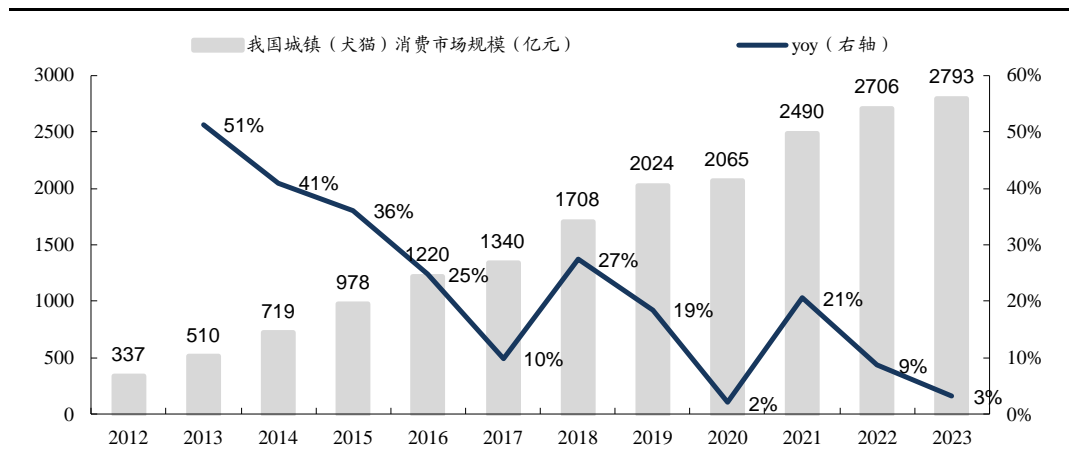
图22: 中国和美国宠物行业发展阶段



数据来源: 亿欧智库, 艾瑞咨询, 北京华思联, 东吴证券研究所

我国城镇宠物犬猫消费市场快速发展, 2018~2023 年增速 CAGR 达 10.3%, 行业增长韧性十足。我国宠物市场诞生已有三十余年, 并在近十余年快速发展, 根据《中国宠物行业白皮书》, 2023 年我国城镇宠物犬猫消费市场规模达 2793 亿元, 2018~2023 年增速 CAGR 达 10.3%。

图23: 我国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模和同比增速



数据来源: 《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

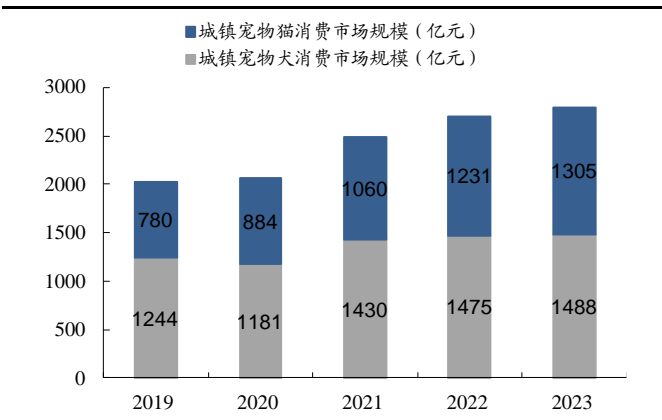
2.2. 犬 or 猫：我国犬猫消费市场规模相近，宠物食品消费占比过半

分犬猫品类看，2023 年犬猫消费市场规模相近，城镇宠物猫规模增速快于城镇宠物犬。2023 年城镇宠物犬/猫的消费市场规模分别为 1488/1305 亿元，分别同增 0.9%/6.0%，城镇宠物犬/猫消费市场规模占整体比例分别为 53%/47%。

✓量：2023 年犬猫数量双升，城镇犬增速同比有所回升，犬猫整体数量稳中向好。2023 年城镇犬/猫数量分别为 5175/6980 万只，分别同比增长 1.1%/6.8%，城镇犬猫数量均有所增长，城镇犬增速同比有所回升。2023 年城镇犬猫整体数量同增 4.3%，高于 2022 年的 3.7%，呈现稳中向好趋势。

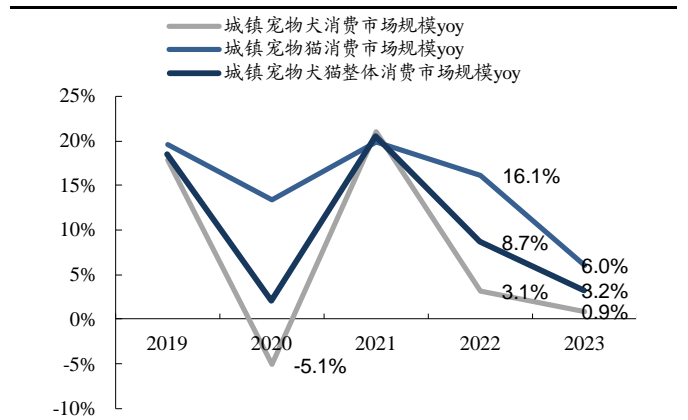
✓价：2023 年单宠消费金额基本稳定，宠物食品消费结构占比超一半且占比同比有所提升。2023 年单只宠物犬/猫的年均消费金额分别为 2875/1870 元，单只宠物犬猫综合消费金额为 2298 元，单宠消费金额同比基本保持稳定。具体消费结构看，2023 年宠物犬猫的食品/用品/医疗/服务消费占比分别为 52%/13%/28%/7%，其中食品消费占比同比提升 1.6pct，在宠物犬猫消费金额占比过半，仍是宠物消费中最重要的消费市场。

图24：我国城镇宠物犬猫消费市场规模



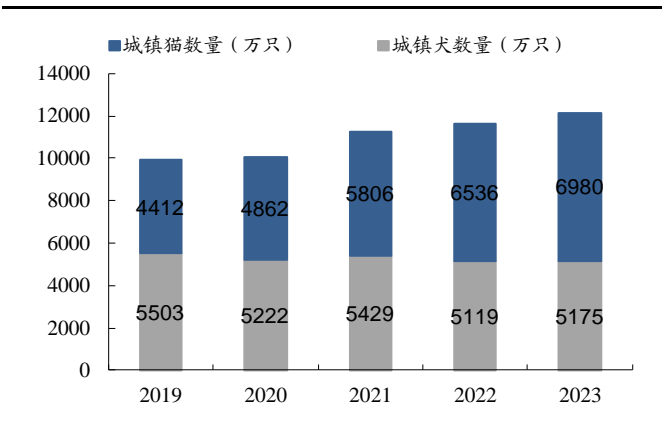
数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

图25：我国城镇宠物犬猫消费市场规模 yoy



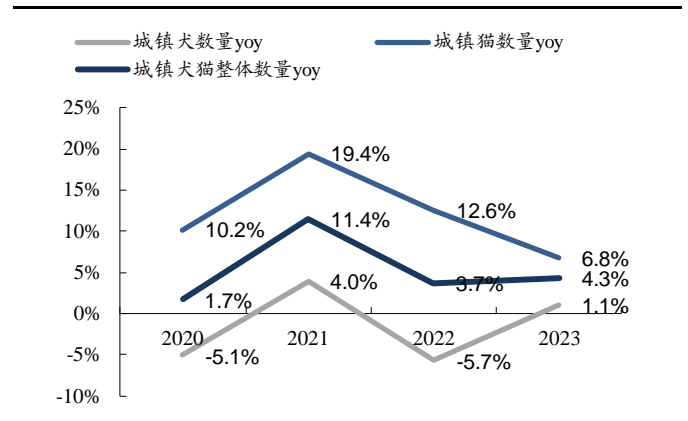
数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

图26：我国城镇犬猫数量



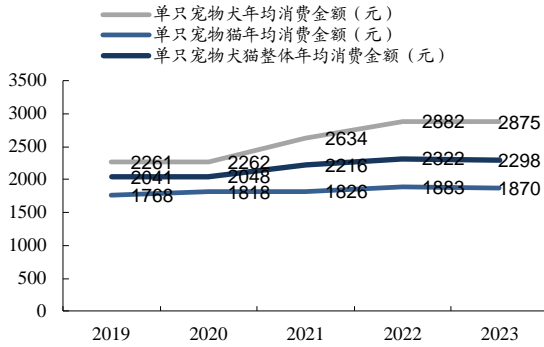
数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

图27：我国城镇犬猫数量 yoy



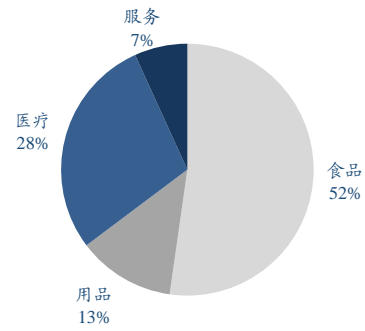
数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

图28: 我国单只宠物犬猫年均消费金额



数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

图29: 2023年我国宠物犬猫消费结构

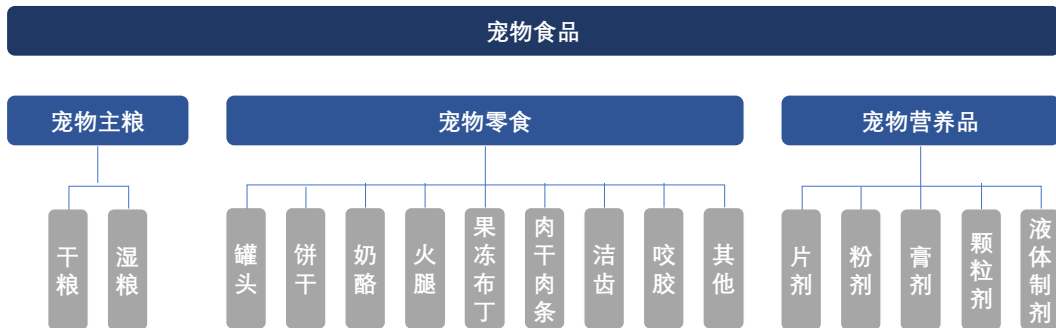


数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

2.3. 我国宠物食品: 2023年市场规模超1400亿元, 宠物主粮占比超七成

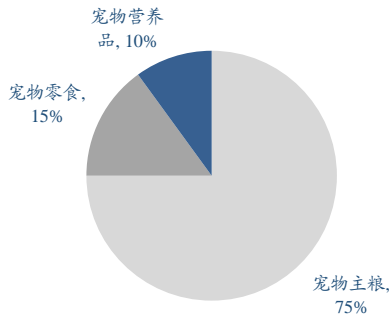
宠物食品可分为宠物主粮、宠物零食以及宠物营养品。其中, 宠物主粮主要按照水分含量可分为干粮和湿粮, 宠物零食可分为罐头、饼干、奶酪等多种类别, 宠物营养品可分为片剂、粉剂、膏剂等形式。根据艾瑞咨询的数据, 2021年宠物食品中, 主粮/零食/营养品占比分别为75%/15%/10%。另外, Euromonitor数据显示, 2023年犬猫主粮中干粮/湿粮占比分别为85%/15%, 其中猫粮的湿粮占比更高。

图30: 宠物食品类别



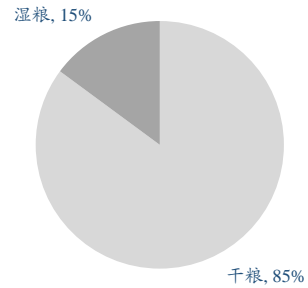
数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图31: 2021年宠物食品占比



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

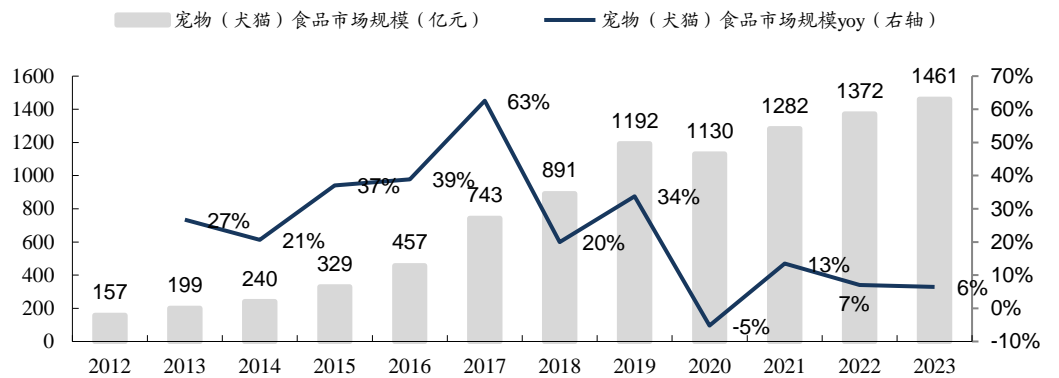
图32: 2023年犬猫主粮品类占比



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

我国宠物犬猫食品市场快速增长, 2023年宠物犬猫食品市场规模超1400亿元。根据《中国宠物行业白皮书》, 2023年我国宠物犬猫食品市场规模达1461亿元, 同增6%, 2018~2023年宠物犬猫食品市场规模增速CAGR达10.4%。

图33: 我国宠物犬猫食品市场规模和同比增速



数据来源: 《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

2.4. 宠物食品驱动: 逐项拆解, 渗透率较低, 对比海外空间广阔

我们将宠物犬猫食品消费金额作出以下具体拆分:

$$\text{宠物犬猫食品消费金额} = \text{消费犬猫食品宠物数量} * \text{平均单只宠物犬猫食品消费金额}$$

$$\text{其中, 消费犬猫食品宠物数量} = \text{总户数} * \text{拥有犬猫家庭占比} * \text{平均拥有犬猫数量} * \text{使用宠物犬猫食品饲养宠物占比}$$

考虑每户犬猫数量变化不大, 我们认为拥有犬猫家庭占比、使用宠物犬猫食品饲养宠物占比以及平均单只宠物犬猫食品消费支出是最核心因素, 且对比海外以上因素成长空间均较大。

✓犬猫家庭占比: 根据 Euromonitor, 2023年我国拥有犬/猫的家庭占比分别为16.7%/15.4%。对比海外, 2023年美国拥有犬/猫的家庭占比分别为44.2%/38.5%, 日本

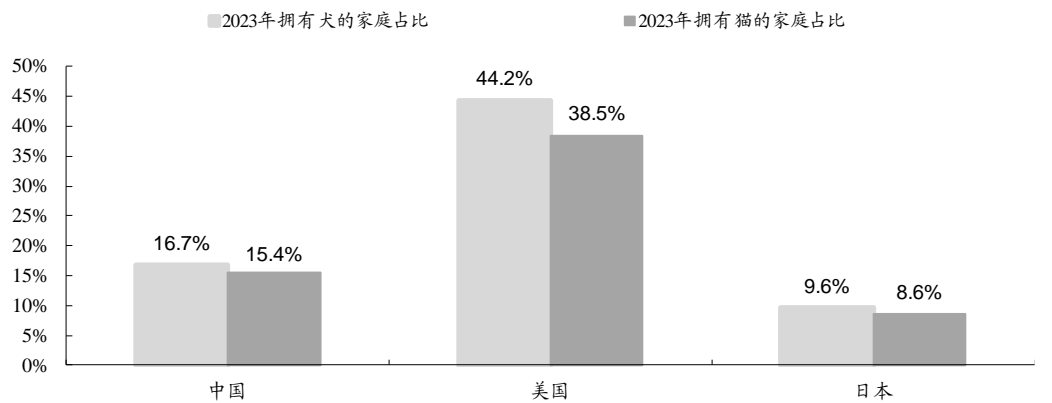
拥有犬/猫的家庭占比分别为 9.6%/8.6%。我国拥有犬猫家庭占比仅为美国 1/3 左右，日本相对较低和其养宠政策和老龄化过于严重等因素相关。随着养宠认知的提升以及培育和饲养政策的完善，未来我国拥有宠物犬猫的家庭有较大提升空间。

✓**使用宠物犬猫食品饲养宠物占比**：根据 Euromonitor，2023 年我国使用宠物犬/猫食品饲养宠物占比分别为 22.2%/38.9%。对比海外，2023 年美国使用宠物犬/猫食品饲养宠物占比分别为 78.1%/89.4%，日本使用宠物犬/猫食品饲养宠物占比分别为 92.3%/93.6%。我国使用宠物犬猫食品饲养的比例仍较低，主要系宠物食品行业发展时间相对较短，不少家庭对于宠物食品的功能和作用仍不明确，还有较大比例家庭使用剩菜剩饭饲养，对比海外提升空间较大。

✓**平均单只宠物犬猫食品消费支出**：根据 Euromonitor，2023 年我国单只宠物犬/猫食品消费金额分别为 1163/761 元。对比海外，2023 年美国单只宠物犬/猫食品消费金额分别为 3737/1324 元，日本单只宠物犬/猫食品消费金额分别为 1894/1729 元。我国单只宠物猫食品消费金额仅为美国、日本的 1/2 左右，单只宠物犬食品消费金额较日本有一半以上空间，较美国空间更大。美国单只宠物犬消费金额远高于中国、日本，我们预计和其饲养宠物犬体型较大有关。

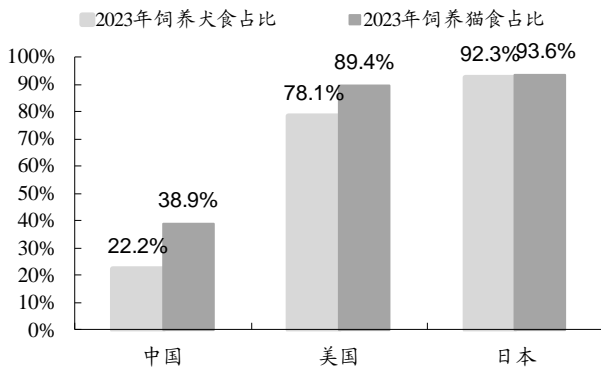
综上，宠物犬猫食品消费市场从各维度看空间均较为广阔。

图34：2023 年各国拥有犬猫的家庭占比



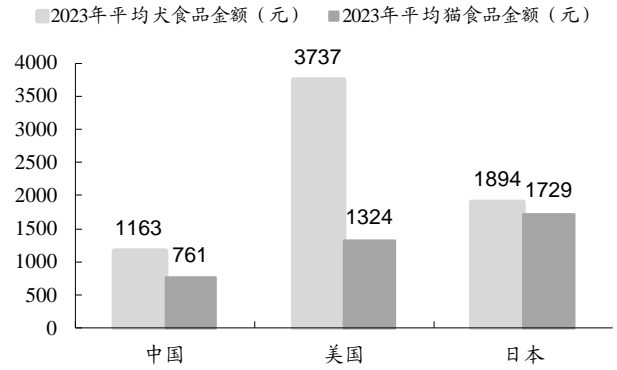
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图35: 2023年各国饲养犬猫食占比



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图36: 2023年各国平均犬猫食品金额



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所 (注: 按照3月8日日元&美元兑人民币汇率)

2.5. 宠物主画像: 年轻、高线城市为主, 因爱养宠

宠物主画像分析: 一二线城市占比达七成、80后~00后出生占比近九成、过半本科以上学历、三成以上收入过万、因爱养宠是主要原因。

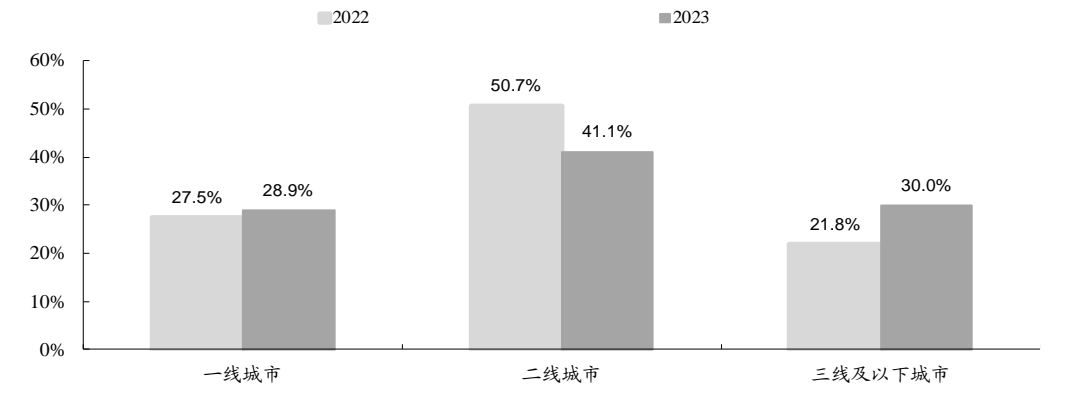
✓**城市层级:** 根据《中国宠物行业白皮书》, 2023年一线/二线/三线及以下占比分别为28.9%/41.1%/30.0%, 一二线占比达七成。相较于2022年, 一线和三线及以下占比均有所提升。

✓**年龄:** 根据《中国宠物行业白皮书》, 2023年我国宠物主之中, 80后、90后和00后合计占比为87.8%, 70前和70后合计占比为12.2%, 80后、90后和00后相对年轻的群体占比同比提升11.6pct。

✓**收入学历:** 根据《中国宠物行业白皮书》, 2021年我国宠物主之中, 本科、硕士及以上学历占比达62.6%, 约35%的宠物主月收入在万元以上。

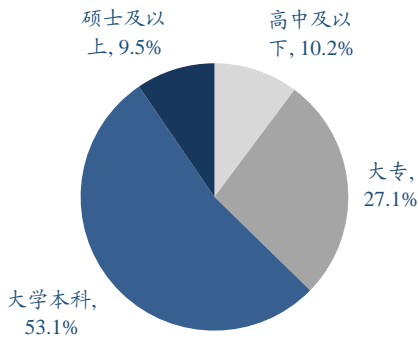
✓**养宠原因:** 根据《中国宠物行业白皮书》, 2021年我国宠物主之中, 73.5%养宠原因是因为喜爱, 其他原因还包括陪伴、缓解压力等。因爱养宠也意味着宠物在家庭中重要性较高, 常被看作家庭成员, 宠物主也倾向于花费更多在宠物的日常所需中。

图37: 2022~2023 年宠物主城市层级分布



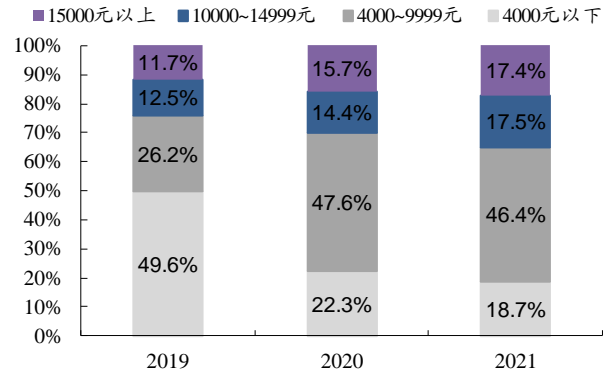
数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

图38: 2021 年宠物主学历分布



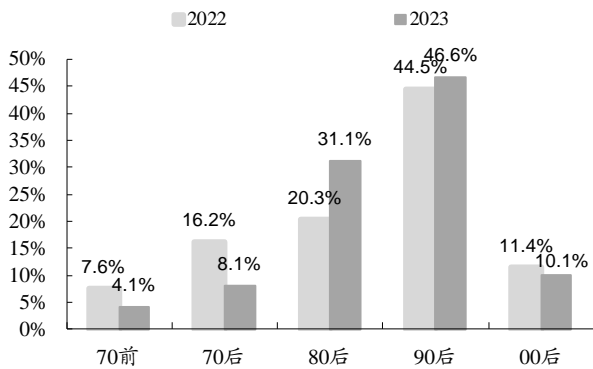
数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

图39: 2021 年宠物主收入分布



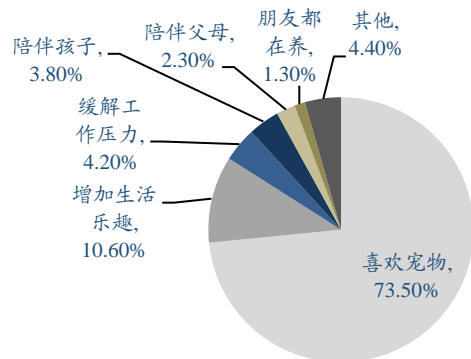
数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

图40: 2022~2023 年宠物主年龄分布



数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

图41: 2021 年宠物主养宠原因

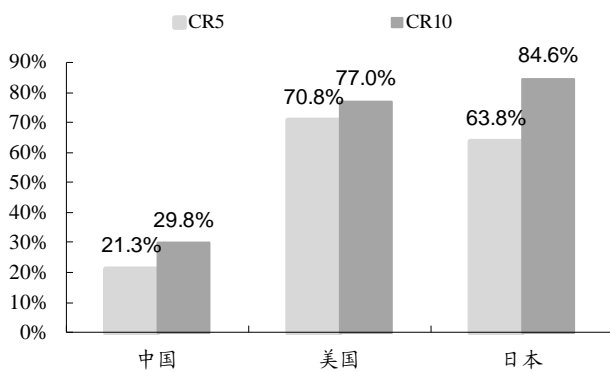


数据来源:《中国宠物行业白皮书》, 东吴证券研究所

2.6. 宠物食品格局：集中度提升空间大，国货替代可期

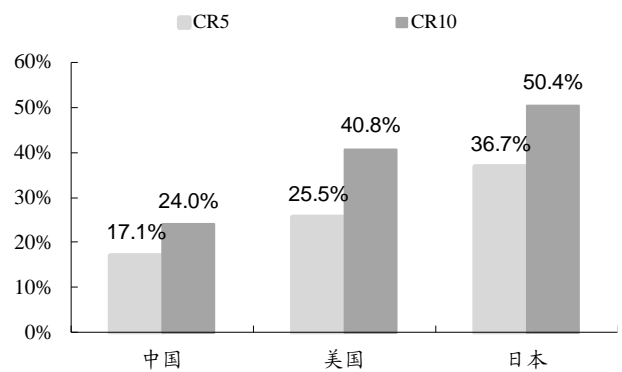
对比海外，我国宠物食品行业集中度提升空间较大。根据 Euromonitor 数据，2022 年我国宠物食品行业按公司 CR5/CR10 集中度分别为 21.3%/29.8%，按品牌 CR5/CR10 集中度分别为 17.1%/24.0%。按品牌我国 CR5、CR10 集中度相较于美国、日本还有一倍左右空间。按公司空间更大，2022 年美国宠物食品行业按公司 CR5/CR10 集中度分别为 70.8%/77.0%，日本宠物食品行业按公司 CR5/CR10 集中度分别为 63.8%/84.6%。美国、日本宠物食品公司集中度远高于国内，主要系其宠物食品行业发展阶段较为成熟，产业链内的公司和品牌整合较多。

图42: 2022年中国宠物食品集中度(按公司)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

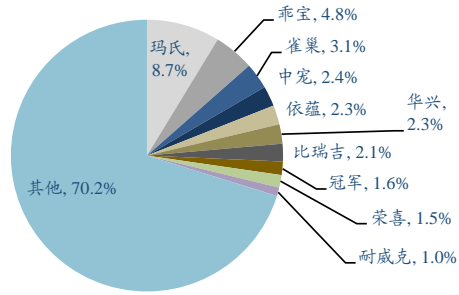
图43: 2022年中国宠物食品集中度(按品牌)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

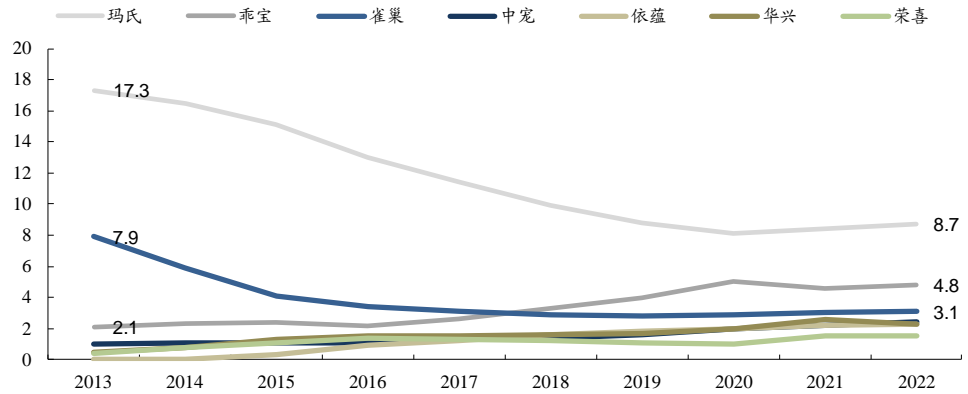
2022 年我国宠物食品 TOP10 公司中 7 个国内企业，国货份额趋于提升，国产替代可期。根据 Euromonitor 数据，2022 年我国宠物食品 TOP10 公司包括玛氏、乖宝、雀巢、中宠、依蕴、华兴、比瑞吉、冠军、荣喜、耐威克。其中，有 7 个为国内企业，份额前三的玛氏、乖宝、雀巢份额分别为 8.7%/4.8%/3.1%。玛氏、雀巢等海外宠物食品龙头凭借较好的产品品质和品牌优势，在国内份额居前。同时，乖宝、中宠、依蕴、华兴等国内宠物食品企业依托于较好的原产地优势、不断提升的产品品质和较高的性价比优势，份额也呈现提升趋势。2013~2022 年，乖宝/中宠/依蕴/华兴的份额分别提升了 2.7pct/1.4pct/2.3pct/1.8pct。根据《中国宠物行业白皮书》，在犬主粮和猫主粮之中，偏好国内品牌的比例均已超过偏好国外品牌的比例。

图44：2022年中国宠物食品竞争格局



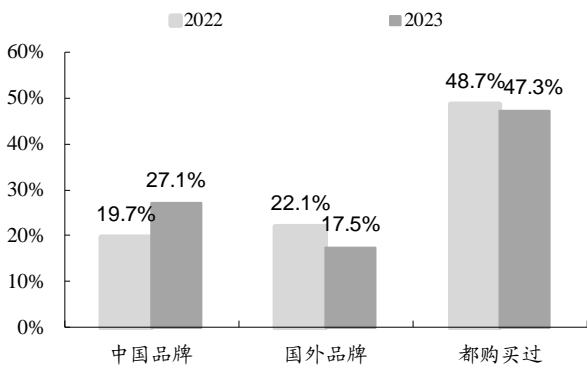
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图45：2013~2022年中国宠物食品主要公司份额变化



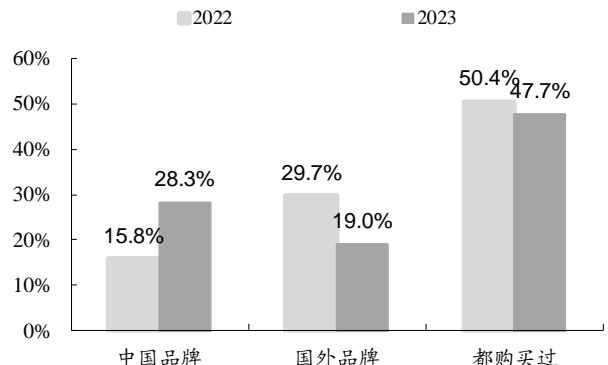
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图46：犬主粮品牌偏好



数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

图47：猫主粮品牌偏好



数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

3. 研发铸就产品力基础，聚焦打造大单品，高端化成效初显

3.1. 产品：重点布局主粮赛道，持续优化产品矩阵

3.1.1. 产品线：全面覆盖宠物主需求，重点布局主粮品类

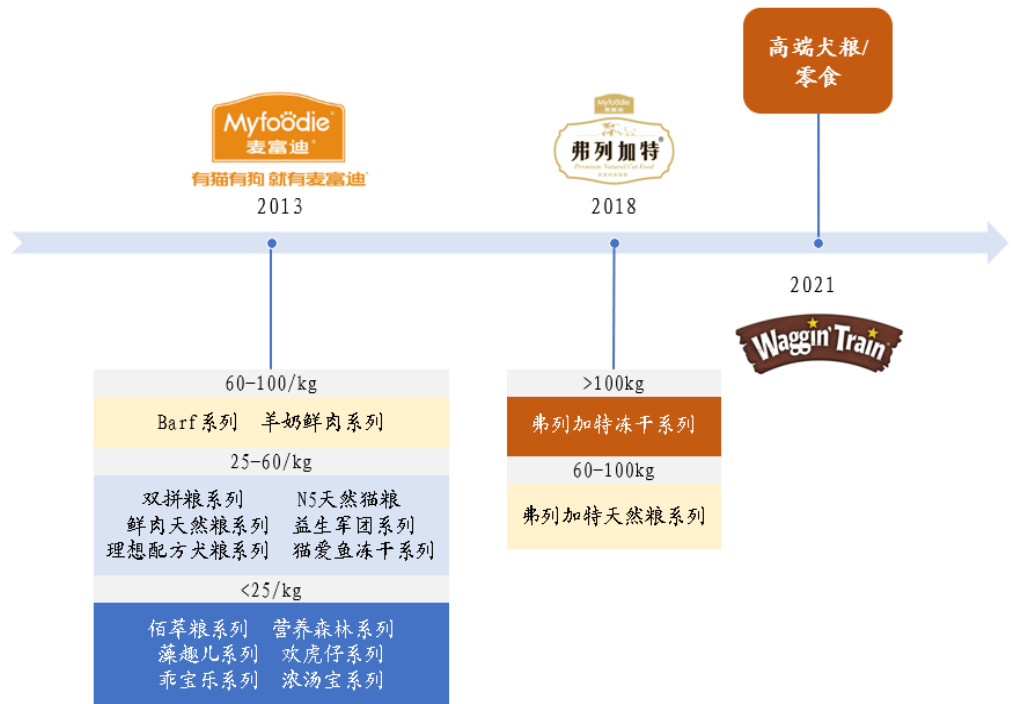
产品矩阵全面覆盖宠主需求，价格带触达多层次客群。公司以麦富迪为主品牌，弗列加特主攻中高端猫粮，歪小尾 Waggin' Train 开拓海外高端犬粮市场，在主粮、零食、保健品三大领域形成了完善的产品矩阵，价格带从低于 25 元/kg 的经济型覆盖至高于 100 元/kg 的超高端型。**主粮方面**，麦富迪拥有 Barf 霸弗、N5 天然、益生军团、双拼粮、营养森林等系列，弗列加特拥有冻干粮和天然粮系列，品类涵盖烘焙粮、膨化粮、冻干、双拼粮和湿粮。**零食方面**，公司同样布局多个品类细分赛道，包括烘干类、风干类、洁齿骨、咬胶产品，其中犬类北美原野系列肉干为拳头产品。**保健品方面**，产品形态多样，包涵片状、奶粉、膏状等，满足宠物不同需求。公司在布局主粮、零食、保健品三大领域的同时，积极拓展细分赛道，迅速发展烘焙粮、冻干、双拼粮等新兴品类，截止 2023 年 8 月，麦富迪全线拥有超过 2000 个 SKU。

图48：乖宝宠物主要产品（按品类）



数据来源：乖宝宠物官网，天猫旗舰店，东吴证券研究所（注：宠物保健品不作干粮、湿粮区分）

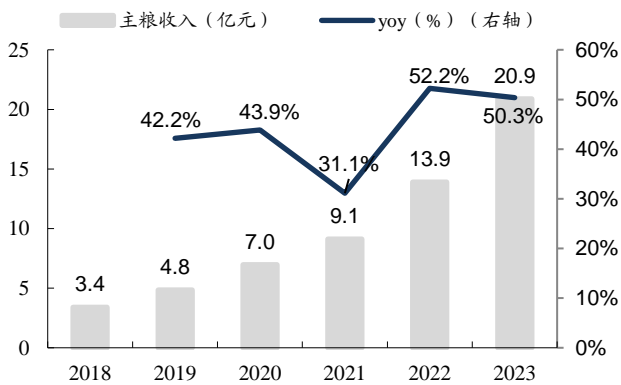
图49：乖宝宠物自有品牌及产品价格带



数据来源：乖宝宠物官网，天猫旗舰店，东吴证券研究所

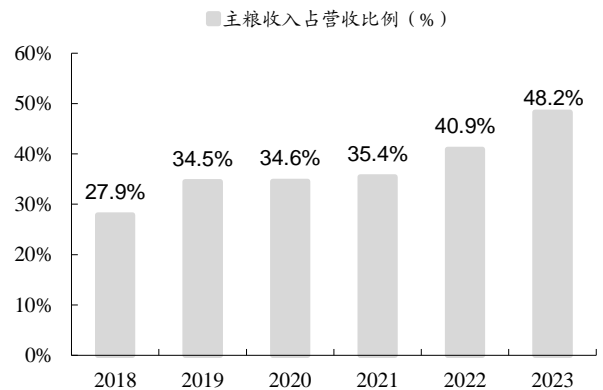
公司重点布局主粮品类，主粮销售额占比持续提升。主粮市场空间较大、用户粘性高的特点，以主粮为切点触达消费者有助于提升消费者品牌心智、建立稳定客群，同时，主粮研发周期和研发投入均高于零食，技术门槛更高，更容易与竞品拉开差距。公司以科学营养配方为核心重点发展主粮产品，推出了弗列加特高肉粮、弗列加特主食冻干、双拼粮、鲜肉天然粮、Barf 主粮等多款主粮产品。2018~2023 年，公司主粮收入从 3.4 亿元上升至 20.9 亿元，2018~2023 年增速 CAGR 达 43.7%。2023 年主粮收入占营收比例达 48.2%，2018~2023 年占比提升了 20.3pct。受益于产品结构的升级（高鲜肉粮、处方粮、弗列加特冻干主粮等高端产品占比提升）、高销售单价的直销渠道占比提升和产能的持续释放，2020 年以来主粮实现量价齐升。

图50：公司主粮收入规模及增速



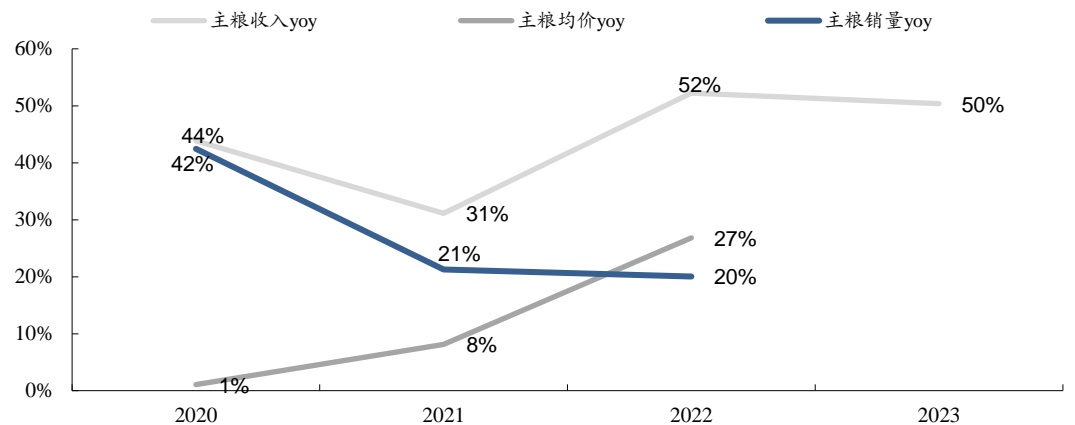
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图51：公司主粮收入占营收比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

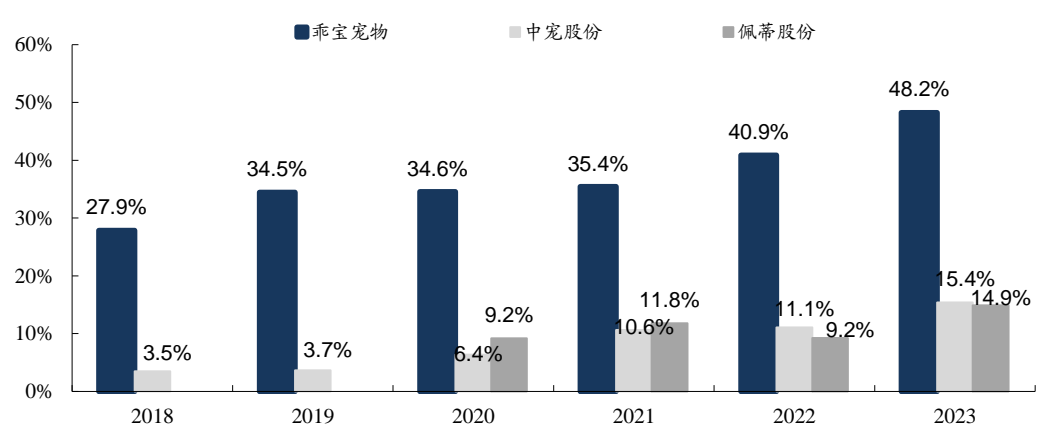
图52: 主粮收入、均价和销量同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

相较于其他竞争公司, 公司较早布局主粮产品系列, 主粮业务收入占总营收比例最高。公司自有品牌中主粮占比逐年提升, 带动主粮整体在公司占比也不断提升, 2023年公司主粮在总营收占比为48.2%, 高于中宠股份和佩蒂股份的15.4%和14.9%。

图53: 几家宠物食品公司主粮营收占比情况

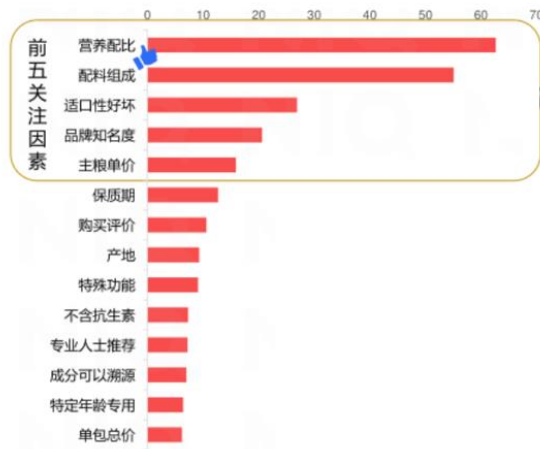


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

公司主粮产品注重营养配比并且极具性价比。根据尼尔森《2023年中国宠物食品经济展望报告》, 宠主对宠物的健康越来越关注, 营养配比、配料组成、主粮单价、适口性、品牌知名度等是宠主购买宠物食品时最主要的关注因素。我们选取3款不同价格带产品与其他品牌产品进行对比。经济型产品中, 麦富迪营养森林犬粮添加20%鲜肉, 营养质量更高, 且麦富迪营养森林犬粮单价低于网易天成、疯狂小狗。中高端产品中, 益生军团全价猫粮添加40%鲜肉、3种专利益生菌、2种益生元, 不仅能有效改善肠道菌群, 同时能够帮助毛球排出, 避免猫咪呕吐, 在营养价值和产品功能方面均更有优势, 性价比也高于相似价位的高爷家和皇家产品。高端产品中, 弗列加特烘焙鲜肉粮主打85%高鲜肉烘焙+稀奢高纯磷虾油, 营养质量高, 且粗蛋白质含量也比相似价位的爱肯拿、渴望

高。总结来看，公司产品兼具更优的营养配比和更高的性价比，同时出自大厂品牌知名度较高，因此能获得越来越多消费者的青睐。

图54: 宠主购买宠物食品时的关注因素



数据来源:《2023 年中国宠物食品经济展望报告》, 东吴证券研究所

表4: 麦富迪&弗列加特与其他品牌产品对比

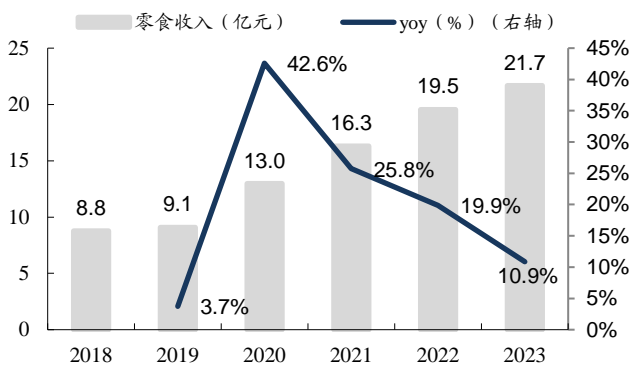
品牌/产品	麦富迪-营养森林肉松犬粮	网易天成-中大型犬犬粮	疯狂小狗-鸭肉梨犬粮
图示			
价格	22 元/kg	30 元/kg	27 元/kg
主要特点	鲜肉肉松, 肉类、果蔬、脂质营养全面	7.4%牛骨粉强壮骨骼, 保护关节	50%肉类添加, 鸭肉+梨淡泪痕
原料配方	鲜鸡肉 20%, 鸡肉粉, 大米, 小麦, 牛骨粉 (10%)	冻牛肉 7.6%, 牛肉粉 7.6%, 鸡肉粉 7.4%, 牛肉骨粉 7.4%, 冻鸡肝 7.4%	鸭肉粉 27%, 鸡肉粉 12%, 玉米, 先鸭肉 9%, 小麦
营养成分	粗蛋白质≥25% 粗脂肪≥12% 钙≥1.2% 磷≥1.0%	粗蛋白质≥28% 粗脂肪≥13% 钙≥1.0% 磷≥0.9%	粗蛋白质≥26% 粗脂肪≥12% 钙≥1.2% 磷≥1.0%
品牌/产品	麦富迪-益生军团全价猫粮	高爷家-全价益生菌猫粮	皇家-肠道舒适通用粮
图示			
价格	55 元/kg	65 元/kg	81 元/kg
主要特点	保护肠胃, 促进毛球排出	专利益生菌呵护肠胃	调理肠胃
原料配方	鲜鸡肉 40%, 干鸡肉 15%, 三文鱼 12%, 鸡油 6%	鲜鸡肉 30%, 冻牛肉 11%, 三文鱼 11%, 鲜鸭肉 9%	鸡肉粉, 鸭肉粉, 鸡油
营养成分	粗蛋白质≥40%	粗蛋白质≥40%	粗蛋白质≥40%

品牌/产品	弗列加特-烘焙鲜肉粮	爱肯拿-农场盛宴猫粮	渴望-原味鸡肉猫粮
图示			
价格	111 元/kg	132 元/kg	110-150 元/kg
主要特点	85%高鲜肉烘焙+稀奢高纯磷虾油	75%高肉含量，增肥发腮，适口性佳	85%高肉含量，增肥发腮，提高免疫
原料配方	鲜鸡肉 62%，鲜带骨鸡腿肉 23%，磷虾油 3%，鲜鸡肝 3%	鲜鸡肉 9%，冷冻火鸡肉 9%，鲜鸡肝 8%，鸡肉粉 8%，火鸡肉粉 8%，鲱鱼粉 8%	鲜鸡肉 23%，冷冻火鸡肉 10%，鲜鸡肝 6.5%，鳕鱼 6%，鲱鱼 6%，鸡蛋 4%，冷冻火鸡肝 4%
营养成分	粗蛋白质≥46% 粗脂肪≥18% 钙≥1.0% 磷≥0.8% 牛磺酸≥0.3%	粗蛋白质≥37% 粗脂肪≥18% 钙≥1.5% 磷≥1.2% 牛磺酸≥0.1%	粗蛋白质≥40% 粗脂肪≥16% 钙≥0.8% 磷≥0.6% 牛磺酸≥0.2%

数据来源：各品牌天猫旗舰店，天猫国际，东吴证券研究所

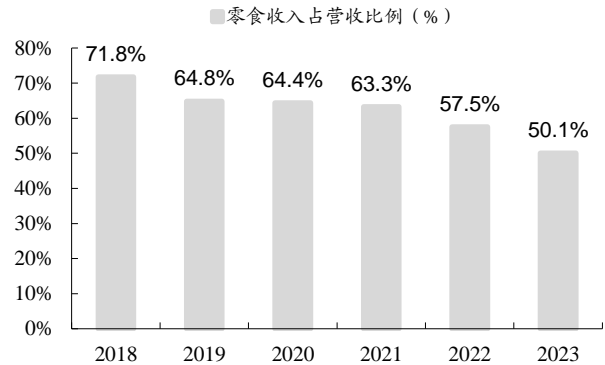
公司宠物零食实现稳步发展，宠物保健品增速较快。宠物零食方面，公司以海外宠物零食代工起家，与沃尔玛等商超类零售企业、宠物食品品牌运营企业等建立密切联系。公司境外收入中零食占比高，2022 年公司零食销售占境外收入占比超 90%。2023 年公司零食品类占营收比例为 50.1%。2020 年零食品类增速较快，主要系随着乖宝泰国产能逐步释放零食订单增加，2021 年收购美国知名宠物食品品牌 Waggin' Train 后也对宠物零食品类增长有一定贡献。受益于出口订单量回升、售价较高的 Waggin' Train 销售占比提升以及产能扩充，2020~2022 年零食业务实现量价齐升。宠物保健品方面，销售处于起步阶段，对公司营收贡献较小，但增速较快，2018~2023 年收入增速 CAGR 约为 92.5%。

图55: 公司零食收入规模及增速



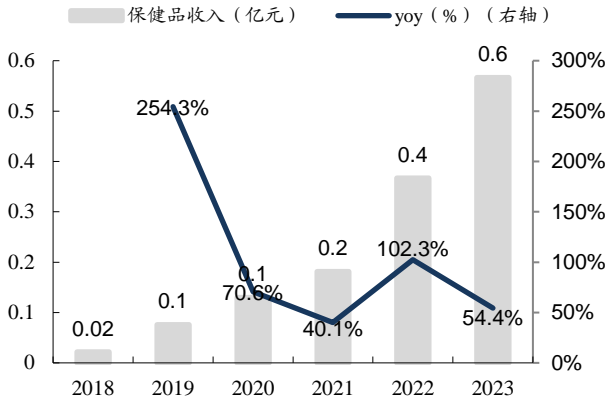
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图56: 公司零食收入占营收比例



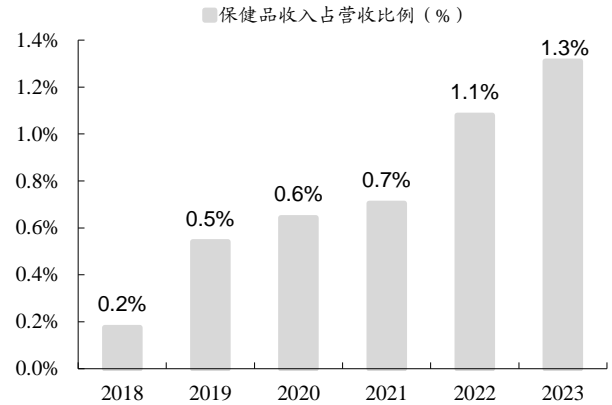
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图57: 公司保健品收入规模及增速



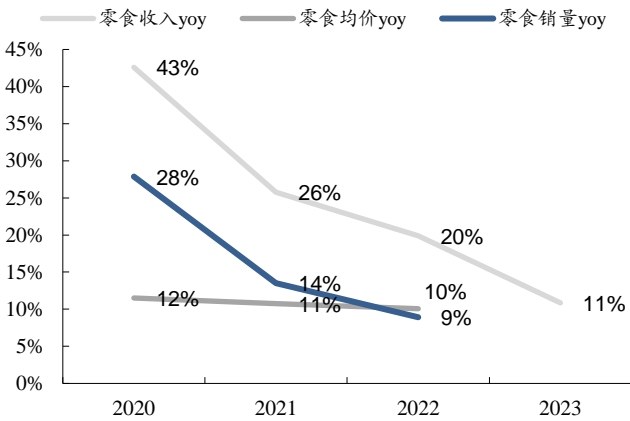
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图58: 公司保健品收入占营收比例



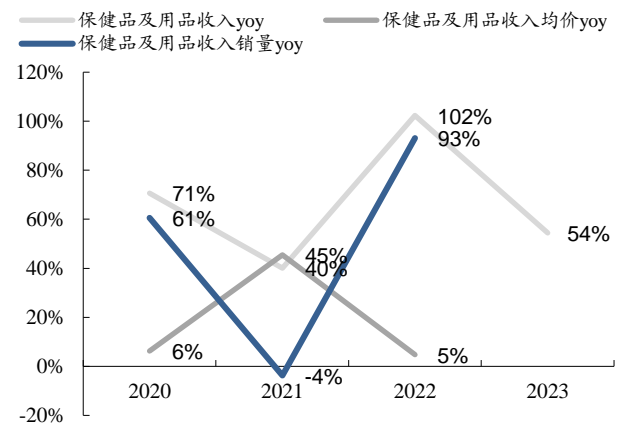
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图59: 零食收入、均价和销量同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图60: 保健品及用品收入、均价和销量同比增速

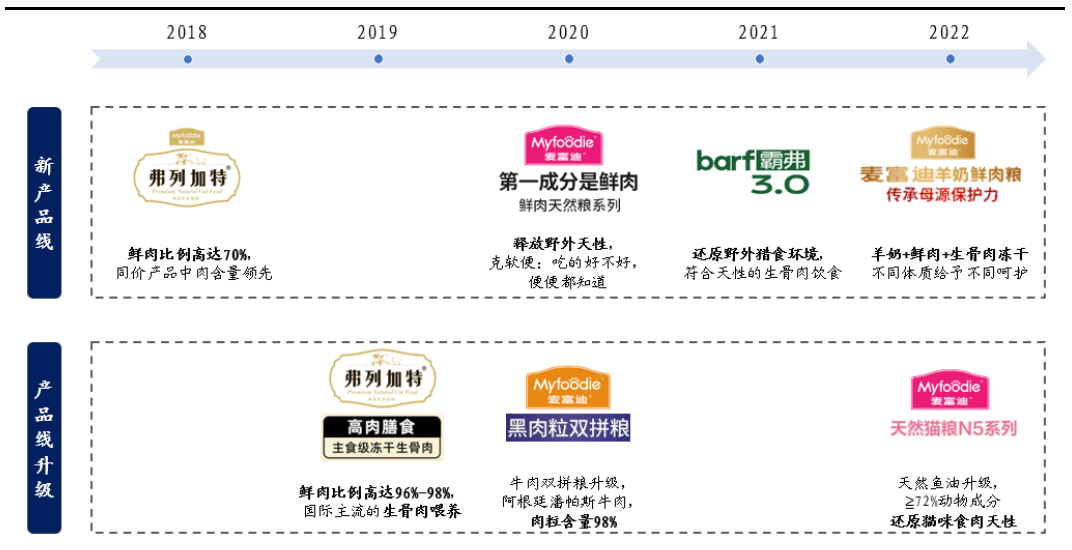


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 升级: 成分配方顺应市场, 价格呈现向上趋势

成分配方优化紧跟市场趋势, 从全方位营养拓展至科学配方。2018年以前, 公司推出了双拼粮系列、营养森林系列、天然鱼油系列等, 主打全方位营养。2018年以来, 公司通过开拓新产品线和产品线升级两种方式进行配方优化。**新产品线**更加聚焦天然、高鲜肉、天性、科学配比等方面, 采用优质原料、创新工艺、契合科学养宠观念。此外, 公司也积极布局定制化处方粮和护理粮, 满足消费者个性化需求。**产品线升级**是以市场反馈为基础, 进行的产品品质优化和丰富。例如, 公司在2015年推出的牛肉双拼粮市场反馈良好, 因此公司不断升级配方, 推出鹿肉双拼粮、黑肉粒双拼粮等。双管齐下的配方优化可提升公司整体产品品质, 实现品牌调性升级。

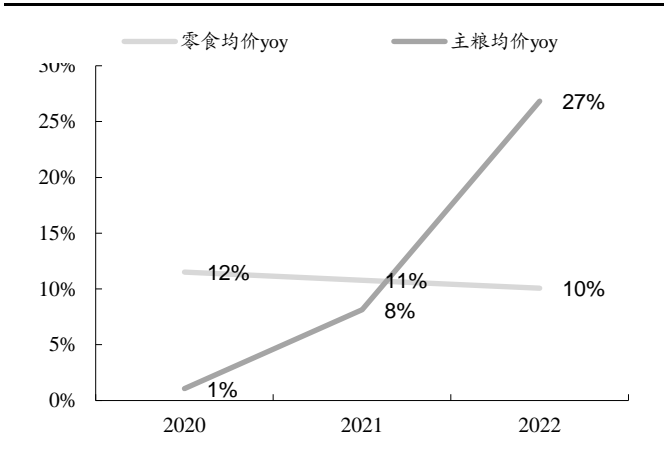
图61: 公司产品系列升级



数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所

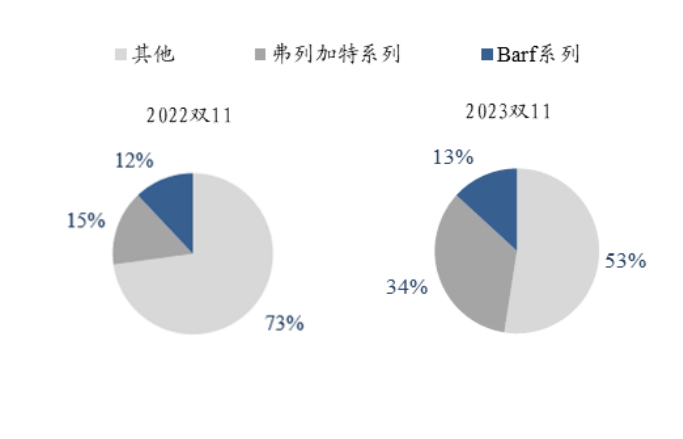
随着成分配方优化和新产品线的推出均价趋于提升, 高端的 Barf 和弗列加特系列销售表现突出。公司产品均价趋于提升, 2020~2022 年, 公司主粮/零食/保健品及其他的均价分别提升了 37%/22%/52%。其中, 麦富迪的高端系列“Barf 系列”和高端猫粮“弗列加特系列”均表现突出, 根据第三方数据库炼丹炉统计的双 11 期间数据, 我们将麦富迪和弗列加特旗舰店 GMV 相加, 发现 2023 年双 11 期间 Barf 和弗列加特系列占加总 GMV 的比例同比均有所提升。

图62: 2020~2022 年主粮和零食均价同比变化



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图63: Barf 和弗列加特系列猫旗双 11 销售额占比均有所提升



数据来源: 炼丹炉数据, 东吴证券研究所 (注: 此处总数是将天猫麦富迪和弗列加特旗舰店相加, 双 11 期间为 10.24~11.11 日)

表5: 2020-2023 年新产品系列对比

时间	推出产品	类型	单价(元/kg)	产品特点
2020	弗列加特天然粮系列	主粮	64-85	鲜肉代替肉粉的高端肉食猫粮, 高鲜肉直灌制粮, 全程冷链物流运输
	鲜肉天然粮系列	主粮	41-46	鲜肉+活菌, 助消化克软便
2021	Barf 系列	主粮、零食	47-100	顺应猫咪天然的食谱, 肉骨内脏+天然植萃
2022	N5 天然粮系列	主粮	31-43	五大核心营养(80%高纯度鱼油、绿唇贻贝、鹤鹑蛋黄、布拉氏酵母菌、微量元素)满足猫咪日常所需
	羊奶鲜肉系列	主粮、零食	47-135	在高含肉量的基础上添加全脂羊乳, “奶+肉” 搭配更好消化, 遵循幼宠天性
2023	元气肉泥系列	零食	91	流质肉泥质地软糯细腻易消化, 额外添加 3 大保健成分, 主食保健二合一

数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所

3.1.3. 大单品: 依托研发优势, 打造覆盖中高端的多款大单品

(1) 双拼粮系列

双拼粮赛道先行者, 为麦富迪品牌发展奠定基础。公司 2015 年推出牛肉双拼粮, 是宠物双拼粮品类开创性产品, 产品单价为 30~50 元/kg, 定位中高端市场。牛肉双拼粮主打“一口牛肉一口粮”, 将肉粒与营养干粮 1: 4 配比混合, 动物源性成分高于 75%, 更符合犬猫食肉天性。产品含有 10 种氨基酸和 6 种天然果蔬, 含量远超 AAFCO 标准, 在提供丰富营养的同时改善宠物犬消化、肠道问题。基于牛肉双拼粮的成功, 公司持续优化产品配方, 打造了牛肉蓝莓冻干双拼粮、蛋黄双拼粮、鹿肉双拼粮和鸭肉双拼粮等产品, 并延伸出风干黑肉粒系列, 全面布局和占领双拼粮赛道。2023 年双 11 期间, 双拼粮系列全网 GMV 突破 3300 万+。

图64: 牛肉双拼粮产品



数据来源: 麦富迪天猫旗舰店, 东吴证券研究所

(2) 弗列加特系列

高鲜肉差异化产品弥补需求空缺，重点发力高端市场。高鲜肉宠物食品因食品新鲜度高、适口性好受到宠物食品消费者的喜爱。公司早期推出的例如营养森林系列使用 20% 鲜鸡肉，受到市场追捧。为持续发力于鲜肉粮赛道，公司于 2018 年推出弗列加特系列，聚焦高端鲜肉猫粮，价格带覆盖 64~100 元+/kg。

前瞻性布局筑成技术壁垒，持续性产品优化夯实差异化优势。公司引进美国 Wenger TX-85 双螺杆膨化机，利用创新工艺鲜肉瞬时高温乳化添加技术，使弗列加特高鲜肉粮的鲜肉添加比例提升至 70%+。公司采用独特冻干开发技术设计了 96% 含肉量的弗列加特全价冻干猫粮、冻干保健品系列食品及冻干零食系列食品，以及 98% 含肉量的弗列加特生骨肉冻干，均有亮眼销售表现。2023 年双 11 期间，弗列加特全网 GMV 达 6400 万，天猫、抖音、京东平台 GMV 分别同增 193%/300%/170%。

图 65：弗列加特高鲜肉粮&主食冻干产品信息



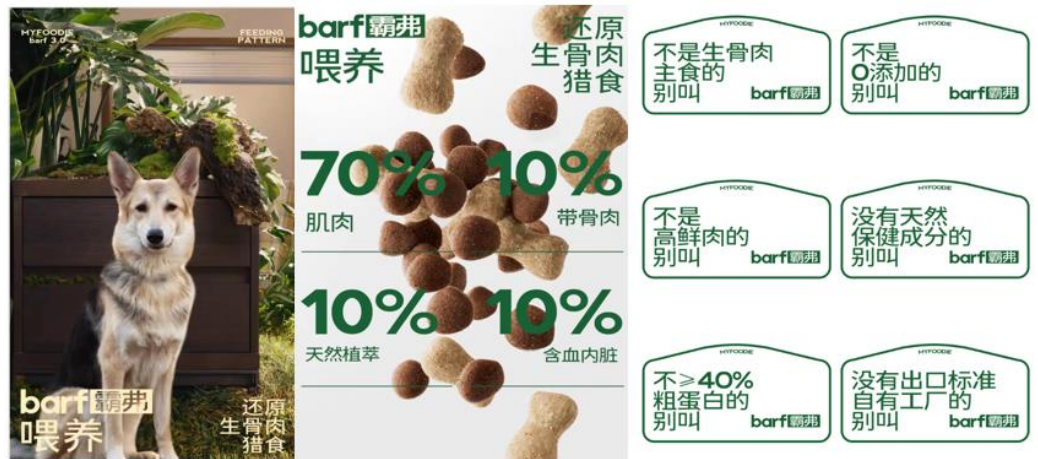
数据来源：弗列加特天猫旗舰店，东吴证券研究所

(3) Barf 系列

配方还原生骨肉猎食，契合科学养宠观念。随着科学养宠观念的逐步普及，公司推出定位高端的 Barf 系列，其中“Barf”是“Biologically Appropriate Raw Food”的简称，即符合生物天性的生骨肉饮食。产品配方含大于 70% 肌肉、10% 带骨肉、10% 带血内脏、5% 天然食材，科学配比模仿宠物在野外环境的猎物饮食，并提供高质量天然蛋白、脂肪、维生素和矿物质，其中粗蛋白含量大于 40%，粗脂肪含量大于 16%，使得产品质量得到保证。

概念打造具有差异化，强势输出引爆市场。Barf系列强势输出概念“真正会养宠物的人都在用 barf 喂养新方式”。其中，“真正会养宠”直击消费者内心，将使用 Barf 产品与会养宠划等号，增强购买动机；“新方式”诠释产品在生骨肉猎食方向的独特定位。同时，营销方案采用自然环境设定，将家塑造成生态环境，打造猎食饮食需求，使产品与市场其他生骨肉产品形成差异化概念。产品单价 47-100 元/kg，重点发力中高端市场。2023 年双 11 期间，Barf 系列全网销售额超 3000 万，同比增长 91%。

图66: Barf 系列概念输出图示

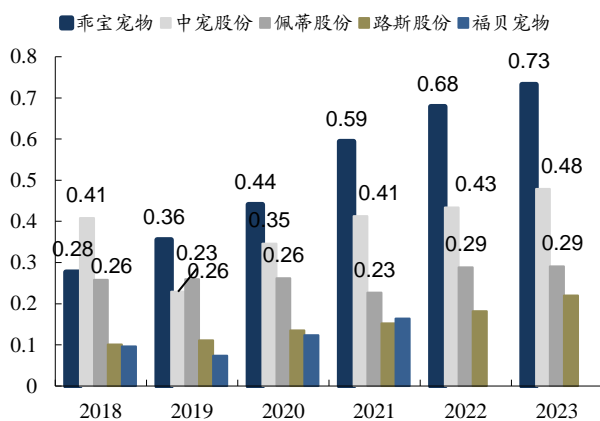


数据来源：麦富迪天猫旗舰店，东吴证券研究所

3.2. 研发：驱动产品开发升级，打通爆品开发路径

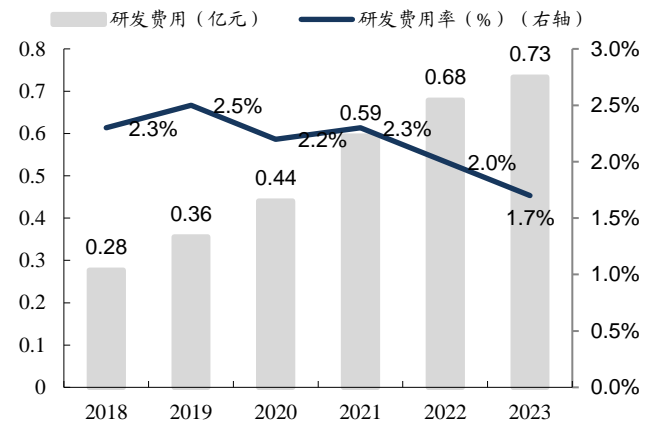
公司重视研发投入，通过提升研发能力，推动产品升级和爆品输出。公司坚持“持续创新”理念，2018-2023 年，研发费用从 0.28 亿元上升至 0.73 亿元，研发投入逐年增加。从研发投入金额看，2019 年以来公司研发投入也持续领先于同业。公司根据行业 and 市场需求，持续推动产品升级、优化生产工艺，推动产品升级和爆品输出。

图67: 公司研发投入领先于同业（单位：亿元）



数据来源：wind，福贝招股说明书，东吴证券研究所

图68: 公司研发投入逐年增加



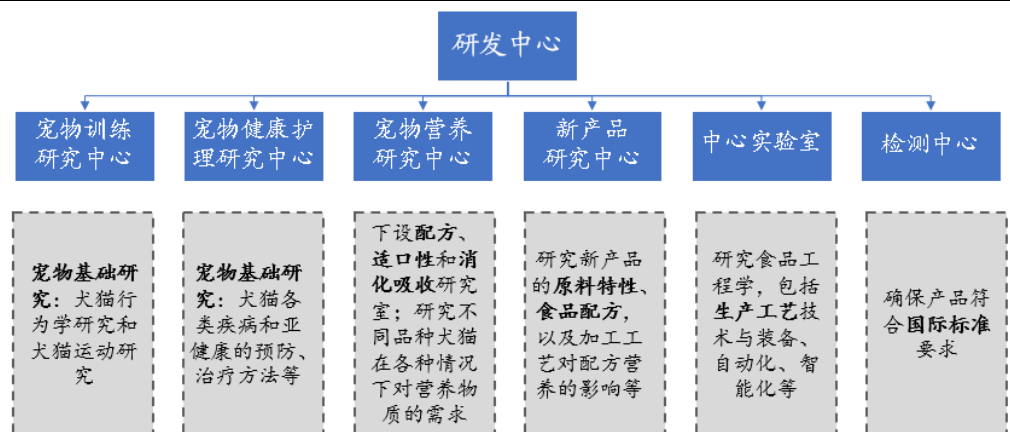
数据来源：wind，东吴证券研究所

研发中心结构清晰，重视基础研究建立宠物营养研究中心。公司研发中心由 6 大部门组成，包括宠物训练研究中心、宠物健康护理研究中心、宠物营养研究中心、新产品

研究中心、中心实验室和检测中心，负责宠物基础研究、成分配方、生产工艺、质量检测。公司重视犬猫基础研究，宠物营养研究中心通过以记录、收集和分析犬猫不同环境下的行为数据，开展产品适口性和营养性测试工作，为公司产品原材料和营养添加剂筛选、不同配方和工艺产品的营养价值对比以及处方粮、功能粮的研究与开发提供研究支持，更利于打造差异化产品和提升产品竞争力。

研发团队经验丰富。截止 2022 年底，研发中心拥有专职研发技术人员 86 人，其中有十年以上工作经验的研发人员 23 人。同时，研发中心已与聊城大学等学校和科研机构建立紧密的合作关系，并聘请国际专家担任技术顾问。

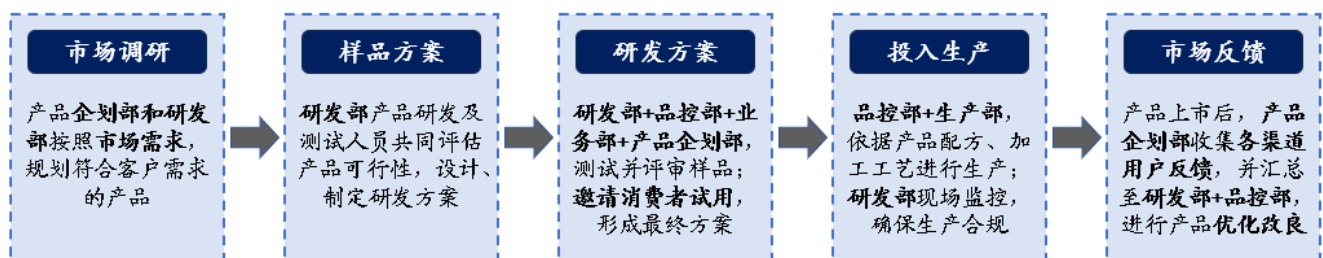
图69: 乖宝宠物研发中心结构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

研发流程完善，以市场趋势为起点，赋能需求端到产品端的快速转化。公司研发流程完善，各部门分工明确，并以消费者需求为导向，**研发初期**，企划部依照市场需求规划产品开发方向；**样品测试期**，公司邀请消费者体验试销样品，收集用户反馈，改进产品设计；**产品上市后**，研发中心关注全渠道消费者意见，并根据反馈优化产品方案。完善的研发流程加快公司对消费者需求变化的反应速度，提升新品开发成功率和产品升级效率，打通爆品开发路径。

图70: 公司研发流程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司研发能力领先，在研项目丰富。截止 2023 年底，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。公司将核心技术开创性得应用于主粮、

零食等产品系列。在研项目方面，截止 2022 年底，公司共有 27 项在研储备，其中 20 项处于中试阶段、7 项处于设计开发阶段，范围覆盖新产品开发、成分配方研究、生产工艺升级；对外，公司与聊城大学合作，针对宠物营养强化、烘焙粮产品配方、工艺和品质进行研发，并委托聊城高新生物技术有限公司开发宠物保健品和抗衰老系列，内外兼修构筑丰富在研储备。

表6: 公司核心技术梳理

核心技术	技术特点	应用	有无专利
鲜肉瞬时升温乳化技术	引进美国 Wenger TX-85 双螺杆膨化设备后进行工艺创新升级，解决了鲜肉完全替代肉粉的技术难题，使 最高鲜肉含量从 35%提高至 70%	含肉主粮	
EAS 鲜肉全营养技术工艺和装备控制技术	可以在特定条件下分解大分子蛋白， 降低消化道压力 ，提升蛋白吸收率， 降低过敏风险	高肉粮系列	✓
宠物主食湿粮食品质量、工艺及装备控制技术	通过真空滚揉工艺，科学配比肌肉、内脏、骨骼等成分， 提升动物源性蛋白添加比例，减少农作物添加 ，提升营养和适口性	主食罐头类 (湿粮主食化)	✓
真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术	在真空状态下抽离水分并冷冻，让 热敏营养物质最大限度保留 ，同时实现更高比例的鲜肉添加，提升适口性及营养	冻干主粮类	
真空冷冻干燥宠物食品生产技术	产品水分在低温真空条件下升华，避免干燥时水汽带动营养物质移向表面， 提升产品口感；最大限度的保持原材料结构和营养成分	冻干产品	
热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术	在肉类原料解冻阶段 防止蛋白质和维生素等营养物质的流失 ；干燥过程中使产品受热均匀，脱水均匀， 改善产品外观和质地	肉干类产品 (烘干类零食)	✓
口腔护理类产品功能提升技术	调控硬度、韧性，通过喷撒涂抹功能成分， 增加产品适口性、耐咬性	畜皮、 洁齿产品	✓
多层次保健功能宠物食品生产技术	降低宠物肠道敏感度、改善宠物体质	功能零食 (植物性咬胶)	✓

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 创新营销打造自有品牌矩阵，渠道与供应链优势共振

4.1. 营销：创新营销策略触达不同客群，重投放打造品牌形象

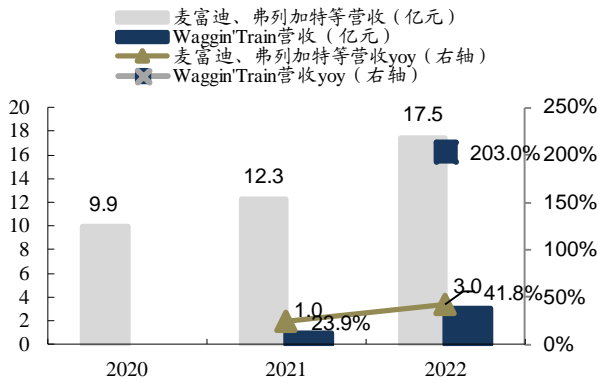
公司打造自有品牌矩阵，代表品牌包括麦富迪、弗列加特、Waggin'Train。其中，麦富迪是犬猫宠物食品全品类的品牌，弗列加特定位于高端猫粮，Waggin'Train 定位于高端狗粮。2022 年公司自有品牌实现营收 20.5 亿元，同增 54.1%。其中，麦富迪、弗列加特等实现营收 17.5 亿元，同增 41.8%；Waggin'Train 实现营收 3.0 亿元，同增 203.0%。

图71: 公司主要自有品牌



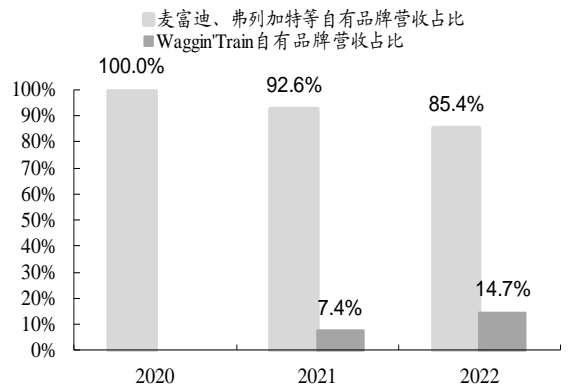
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图72: 公司主要自有品牌营收和营收同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

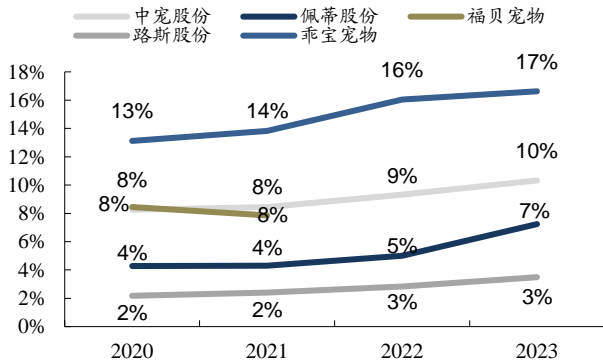
图73: 公司主要自有品牌营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

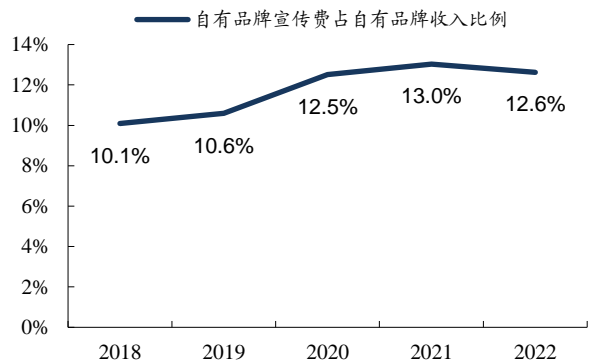
强营销投放建设品牌力优势。乖宝的自有品牌收入占比高, 公司主要通过赞助、电视广告、代言等多形式宣传打造自有品牌, 推动公司的整体营销费率上行。相比于同行业公司, 乖宝 2023 年剔除运费的销售费用占营业成本比例为 17%, 高于中宠股份、佩蒂股份和路斯股份的 10%、7%和 3%。我们认为, 乖宝主要通过品宣费用的大量投入提高品牌的知名度和影响力, 构建自身品牌力壁垒。

图74: 宠物食品公司销售费用率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图75: 自有品牌宣传费比例提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

乖宝通过多样化的营销方式树立品牌形象，触达不同层次的消费客群。公司在品牌推广的过程中不断探索与时俱进的营销方式，逐渐形成了娱乐化、内容营销、国潮风尚、IP 联名的多元化线上营销以及线下重感触的全方位营销策略：

1) **娱乐化品牌营销，触达年轻养宠群体。**一方面，公司通过邀请歌手、演员谢霆锋、男子演唱组合 INTO1 成员尹浩宇和韩国摇滚乐队 Roval Pirates 成员李铁銜作为公司形象代言人，提升“麦富迪”的在年轻群体中的品牌影响力。另一方面公司通过在《你好生活》《向往的生活》《三十而已》等娱乐综艺和影视剧集中植入广告的方式提升品牌曝光度。此外，公司实行 KOL 孵化项目，通过与 KOL 的种草合作，在 B 站、小红书、抖音等多平台进行广告投放。

2) **知识内容营销，在传递科学养宠知识的同时营销优质产品。**作为行业领军企业，公司致力于为中国宠物行业营造更加科学、积极的市场氛围，因为当前市场暴露出的诸多养宠问题，究其根本是国内消费者科学养宠观念的缺失。2020 年“麦富迪”携手美国探索频道，通过专业纪录片打造“麦富迪”国际化、高端的品牌形象。2021 年，公司与美国探索频道继续合作，将美国版《家有恶猫》真人秀节目引入国内，在腾讯视频播放。公司通过以猫咪行为纠正为的真人秀主题，通过寓教于乐的方式在教育宠物主如何正确养猫，同时将“麦富迪”的优质产品介绍给潜在消费者。

3) **国潮风尚营销，塑造品质过硬的国货品牌形象。**2020 年公司通过与北京卫视合作《上新了·故宫》打造有关“御猫”文化创意周边衍生品及猫用品，推出麦富迪的宫标产品“弗列加特”。2021 年公司与故宫博物院联合推出《猫蝶祥福·喵趣庆生》，借宫廷寿宴展示“弗列加特”的食材优势。我们预计，乖宝通过与宫廷文化相结合的国潮风尚营销有利于打造精致化、高品质的国货形象。

4) **IP 联名营销，辐射多元消费群体。**公司通过《一条狗的使命》电影及《小森生活》手机游戏等多个文娱 IP 合作打造联名款产品。此外，麦富迪与生活品牌锋味旗下 IP “锋味同萌”联名，与别克联名发起情人节“真·撒狗粮”活动，通过树立充满活力、贴近生活的品牌形象，从养宠群体拓展至爱车、爱美食等消费客群。

5) **体验式营销，增强对线下用户的感触和渗透。**2020 年公司在聊城投资建设萌宠小镇，旨在为消费者提供文化体验、携宠娱乐、主题旅游的场所，将宠物饲养和宠物休闲旅游产业相结合，通过增强线下体验提升消费者对品牌的亲和力。此外，公司定期举办“开场玩”活动，邀请消费者、达人主播探访泰国工厂，近距离接触工厂环境以及食品生产加工流程。

图76: 公司营销方式



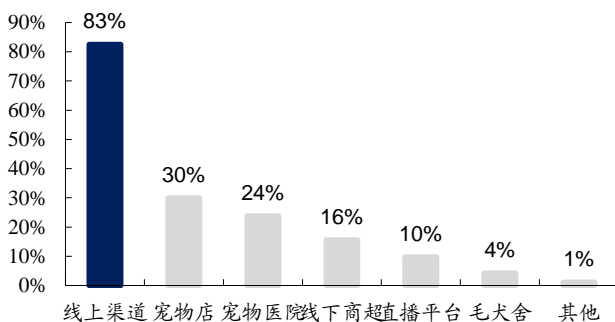
数据来源: 招股说明书, 公司官网, 东吴证券研究所

4.2. 渠道: 多元渠道布局, 线上渠道销售强势

4.2.1. 线上渠道: 多平台运营拥抱电商化趋势, 品牌直营提升盈利水平

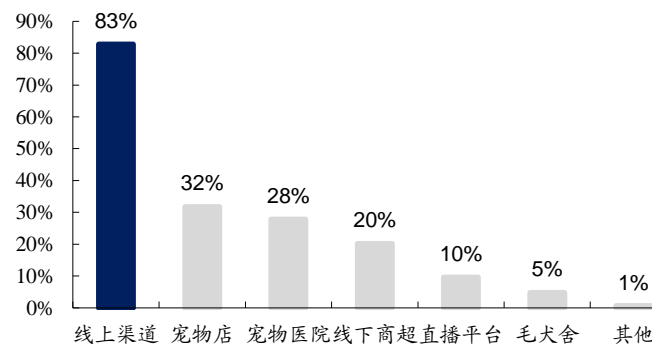
年轻宠主线上购物偏好明显, 平台型电商成为宠主购买宠物食品的主流。由于宠主主要是90后和95后的年轻客群, 对电商渠道的接受程度高, 普遍选择在线上购买。根据《2022年中国宠物消费报告》, 相比于宠物店、宠物医院线下门店, 消费者更偏好在线上平台购买宠物食品。其中, 83%的消费者会选择在淘宝、天猫、京东等综合平台型线上渠道购买宠物的主粮和零食, 仅有10%的消费者会选择在抖快等直播电商购买主粮和零食。

图77: 消费者主粮购买渠道偏好



数据来源: 《2022年中国宠物消费报告》, 东吴证券研究所 (注: 线上渠道主要指淘宝、天猫、京东等综合型平台电商)

图78: 宠物零食购买渠道偏好



数据来源: 《2022年中国宠物消费报告》, 东吴证券研究所 (注: 线上渠道主要指淘宝、天猫、京东等综合型平台电商)

公司布局多元电商平台，把握宠物食品电商化趋势形成线上优势。公司积极把握宠物食品线上化红利，采取直营和经销协同的模式布局电商渠道。线上直营方面：公司通过在天猫、京东、抖音上开设品牌自营店模式入驻电商平台，线上经销方面：公司通过拓展京东自营、代运营等线上经销商撬动更多推广资源。在 2023 年双十一期间，公司全网销售额同比增长 28%，突破 3.6 亿元。其中，麦富迪在天猫、抖音、拼多多平台宠物行业综合品牌排名第一，在京东的综合排名位列第二。公司在各电商平台的优异业绩验证其具备的多平台运营能力和线上品牌优势。

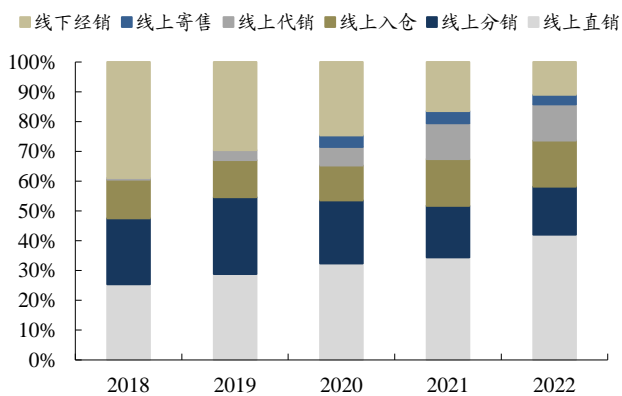
表7: 历年双 11 天猫、京东、抖音平台宠物品牌排行榜

排名	天猫			京东			抖音	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2022	2023
1	麦富迪	麦富迪	麦富迪	皇家	皇家	皇家	麦富迪	麦富迪
2	皇家	皇家	皇家	麦富迪	麦富迪	麦富迪	网易严选	喵梵思
3	渴望	渴望	蓝氏	渴望	网易严选	网易严选	喵梵思	网易严选
4	爱肯拿	网易严选	诚实一口	伯纳天纯	爱肯拿	渴望	卫仕	蓝氏
5	卫仕	爱肯拿	鲜朗	卫仕	伯纳天纯	伯纳天纯	伯纳天纯	诚实一口
6	PIDAN	Instinct	网易严选	爱肯拿	渴望	爱肯拿	WoWo	卫仕
7	凯锐思	ZIWI	Instinct	冠能	卫仕	PIDAN	高爷家	醇粹
8	ZIWI	阿飞和巴弟	渴望	耐威克	素力高	素力高	诚实一口	伯纳天纯
9	网易严选	卫仕	伯纳天纯	比瑞吉	PIDAN	冠能	PIDAN	阿飞和巴弟
10	耐威克	蓝氏	素力高	福来恩	冠能	Instinct	海洋之星	普安特

数据来源：天猫，京东，抖音，东吴证券研究所（注：黄色底色为国内品牌）

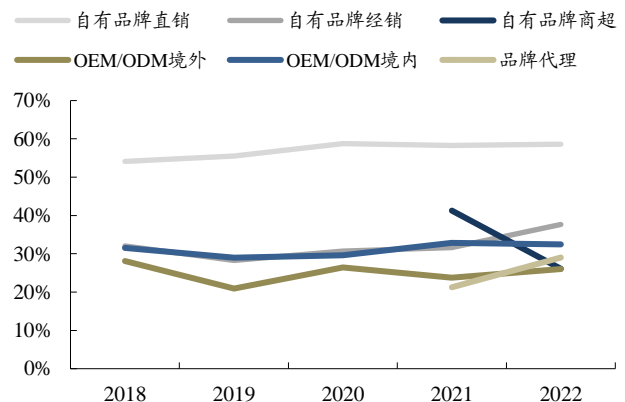
自有品牌重点拓展线上直营渠道，提升公司整体盈利水平。公司近年来重点拓展线上直销模式，对于自营品牌的直销均采用线上渠道进行销售。2018-2022 年，公司自有品牌的线上直销占比从 25% 提升至 42%，占比大幅提升。公司自有品牌的直销毛利率从 2018 年的 54.1% 稳步提升至 2022 年的 58.6%。考虑到相比于经销等其他渠道，自有品牌的直销毛利率最高，我们预计随公司自有品牌收入占比以及直营渠道拓展的深化，有助于提升公司整体的盈利能力和经营质量。

图79: 自有品牌各渠道结构占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所。

图80: 各渠道毛利水平

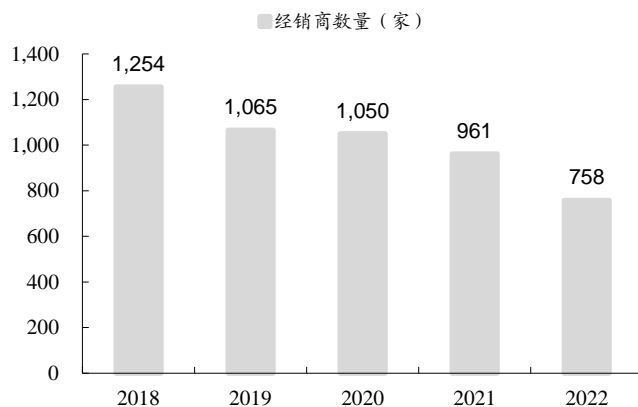


数据来源：公司公告，东吴证券研究所。

4.2.2. 线下渠道：国内合作优质经销商，国外拓展北美商超渠道

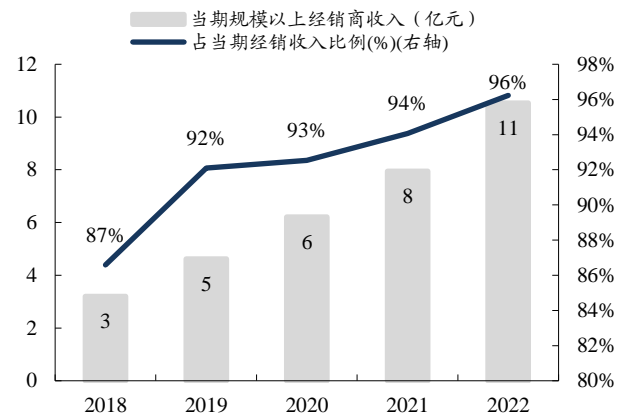
国内：公司积极引入线下优质经销商，经销商质量结构逐渐优化。一方面公司引入经销商布局线下网点，公司线下经销商网络已涉及全国 31 个省、直辖市及自治区，覆盖全国主要城市。另一方面，公司注重经销商的提质增效，对规模小、资质差的线下经销合作门店进行优化精简，提高线下经销渠道的经营质量。2022 年公司经销商数量为 758 家，其中年销售额 50 万元以上的规模经销商为 165 家，经销收入占比达到 96.23%。

图81：公司经销商数量持续优化



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所。

图82：规模经销商收入占比持续提升



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所。

国外：公司收购 Waggin' Train 拓展境外商超渠道，销售额快速提升助力国际化进程。2021 年，公司收购雀巢普瑞纳旗下美国高端犬用宠物食品品牌 Waggin' Train 拓展境外商超渠道，商超渠道销售额从 2021 年的 0.9 亿提高至 2022 年的 2.6 亿，同比增长 194%。我们认为公司收购 Waggin' Train 后，一方面能够借助乖宝渠道向国内引入美国高端宠物食品，丰富品牌矩阵，另一方面有助于乖宝借助 Waggin' Train 的大众、会员渠道优势拓展北美线下市场，加速品牌国际化进程。

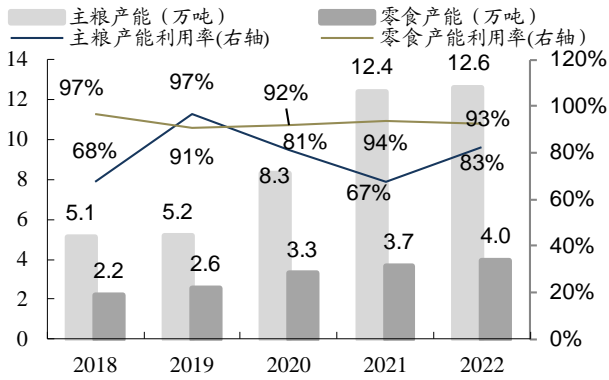
4.3. 供应链：募投扩张产能，推动主业快速增长

4.3.1. 生产端：公司募投匹配需求增长，有望推动收入规模成长

山东、泰国两基地保证产能供应稳定，募投产能建设预计实现主粮的高端化转型。截至 2022 年底，公司产能规模达 16.6 万吨，其中包括主粮 12.6 万吨、零食 4 万吨。公司在山东和泰国均拥有生产基地，能够靠山东基地的廉价农畜产品的区位优势，降低生产和运输成本，而泰国基地的设立有助于获得优质海鲜材料以及规避出口贸易风险。此外，公司拟使用 IPO 募资资金中的 3.67 亿元建设 5.85 万吨主粮、3133 吨零食和 1230 吨保健品产能，以及使用超募资金 5.6 亿元建设 3.5 万吨湿粮、2 万吨液态奶、5,000 吨冻干和 4 万吨烘焙粮。公司聚焦于高端宠物主粮生产线的建设以及扩大已有产能，建设完成后能够优化产能结构，丰富公司的高端主粮产品矩阵。公司 2023 年总生产量达 17.8 万吨，同比增长 26.37%，产销率达 95% 以上。

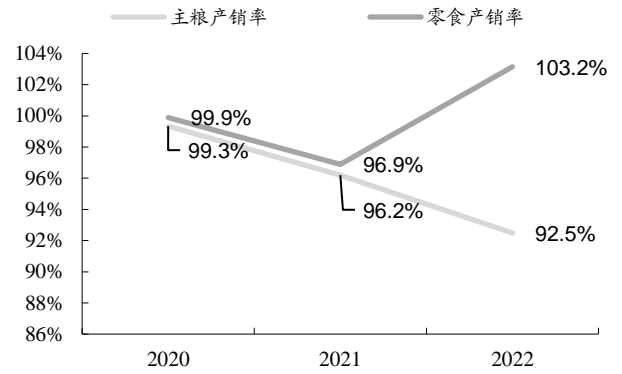
扩产有望突破已有产能瓶颈，带来收入和利润端的提升。2022 年公司主粮和零食的产能利用率分别为 83%/93%，均处于较高水平。2022 年公司主粮和零食的产销率分别为 92.5%/103.2%。公司扩产项目落地后，有利于突破公司的产能瓶颈，匹配快速增长的市场需求。

图83: 公司主粮与零食产能及产能利用率



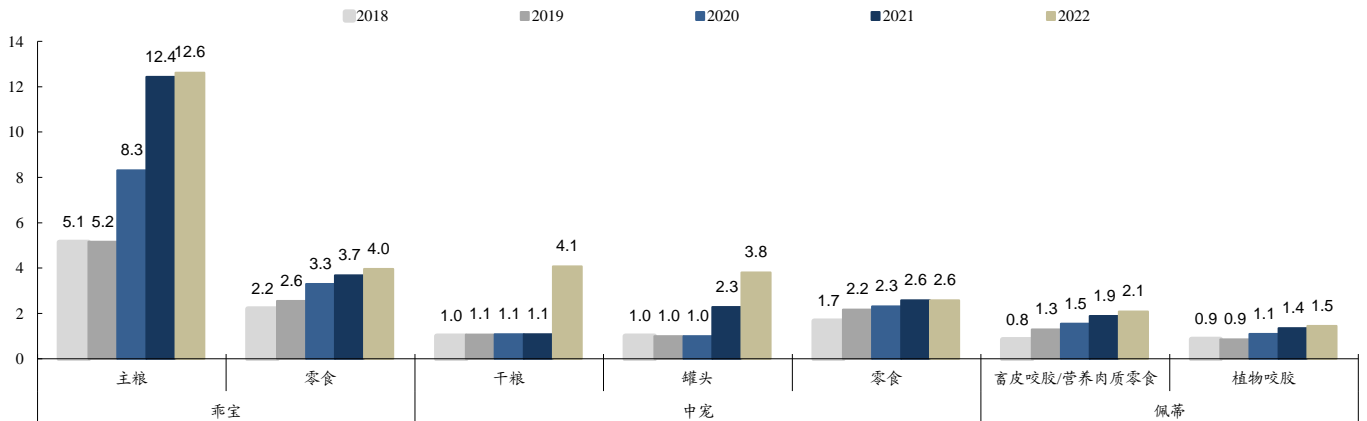
数据来源：公司公告，东吴证券研究所。

图84: 公司主粮和零食产销率



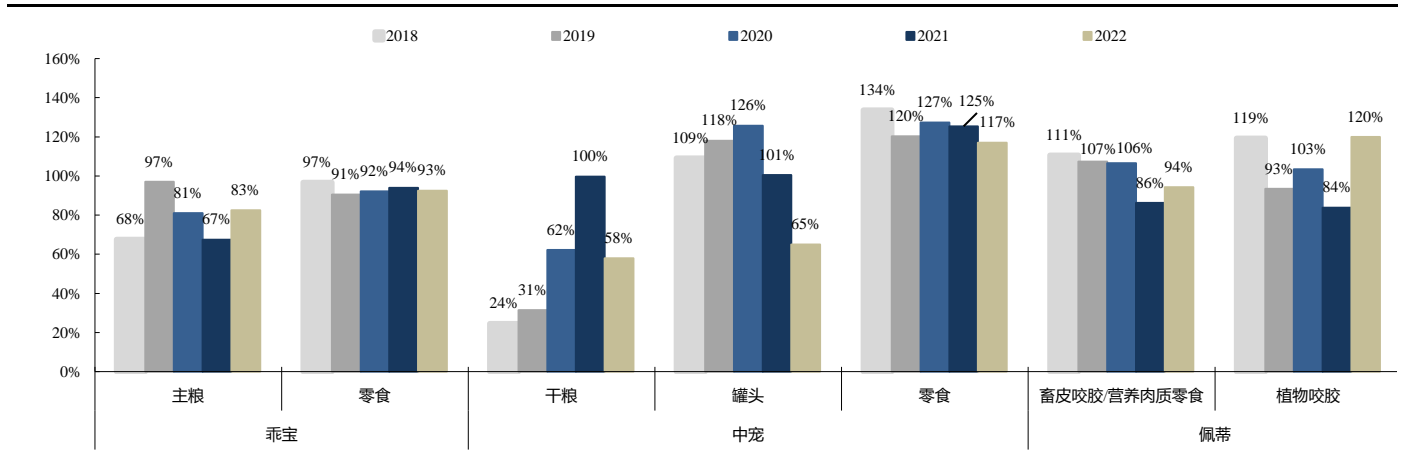
数据来源：公司公告，东吴证券研究所。

图85: 各公司产能对比 (单位: 万吨)



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图86: 各公司产能利用率对比 (单位: %)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

表8: 主要宠物食品公司规划产能对比

公司	项目	建设周期 (月)	投资金额 (亿元)	规划产能	投产后收入 (亿元)	进展
乖宝	宠物食品生产基地扩产建设项目	18	3.67	5.85 万吨主粮、3133 吨零食和 1230 吨保健品	9.74	已开始, 预计 25 年 2 月完工投产
	年产 10 万吨高端宠物食品项目	24	5.60	3.5 万吨湿粮、2 万吨液态奶、5000 吨冻干和 4 万吨烘焙粮	-	已开始, 预计 26 年 3 月完工投产
中宠	年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	24	2.84	双拼、无谷、鲜肉犬粮和猫粮共 6 万吨	9.22	募资结束, 未开始
	年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	24	3.12	软包装 3 万吨、马口铁 4 万吨	9.00	募资结束, 未开始
	年产 2000 吨冻干宠物食品项目	6	0.65	冻干 2000 吨	1.50	22 年 11 月完工投产
	年产 6 万吨宠物干粮项目	24	2.37	宠物干粮 6 万吨	-	23 年 10 月完工投产
	年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	24	2.30	宠物湿粮 2 万吨	-	已开始, 预计 24 年 6 月完工投产
佩蒂	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目	24	2.88	宠物湿粮 3 万吨	6.00	已开始, 预计 2025 年底完工投产
	年产 5 万吨新型宠物食品项目	30	3.47	风干粮、冻干粮和混拼粮共 5 万吨	8.62	已开始, 预计 24 年 6 月底完工投产

数据来源: 公司招股说明书, 各公司公告, 东吴证券研究所

公司 IPO 募集资金将主要用于扩大产能、提升运营效率和升级研发中心。公司 IPO 实现募集资金净额为 14.72 亿元，超募金额为 8.72 亿元。募集资金用途主要为：(1) 扩大产能，新建高端主粮、高端零食及保健品生产线，项目达产后营收预计可达 9.74 亿元；(2) 提升运营效率，“智能仓储升级项目”和“信息化升级建设项目”将优化仓储物流流程、推动运营信息化，提高供应链、客户管理、营销等方面的运营能力，增强公司竞争力；(3) 加码研发，“研发中心升级项目”将提升公司的研发能力和创新能力，完善产品线、布局定制化市场。对于超募资金部分，其中 5.60 亿元拟投入“年产 10 万吨高端宠物食品项目”，主要用于扩大产能和升级研发；2.60 亿元补充流动资金。

表9：乖宝宠物募集资金用途

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	占比	建设周期 (月)
宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737.41	36,737.41	61.2%	18
智能仓储升级项目	7,191.05	7,191.05	12.0%	24
研发中心升级项目	3,060.48	3,060.48	5.1%	21
信息化升级建设项目	2,511.26	2,511.26	4.2%	36
补充流动资金	10,500.00	10,500.00	17.5%	
募集资金		60,000.20	100.0%	
年产 10 万吨高端宠物食品项目	56,000.00	56,000.00	64.2%	24
补充流动资金		26,000.00	29.8%	
尚未明确投向的超募资金		5,239.69	6.0%	
超募资金投向小计		87,239.69	100.0%	
合计		147,239.89		

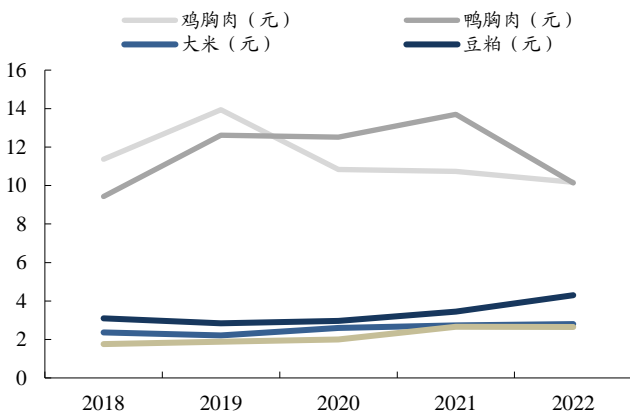
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.3.2. 成本端：位于农畜大省山东，利于优化采购成本

与头部供应商合作稳定，采购体系多元化建设。从合作关系上看，2020-2022 年公司前五大供应商均为新希望、圣农发展等国内大型鸡鸭产品供应商、峰海彩印包装材料供应商以及圣福生物科技肉粉供应商，头部供应商与公司合作关系稳定。从采购集中度上看，前五大供应商采购占比呈下降趋势，从 2018 年的 32.1% 下降至 2023 年的 15.9%。预计公司通过采购体系的多元化建设，逐渐降低对单一供应商的依赖，提高原材料的保障能力以及议价优势。

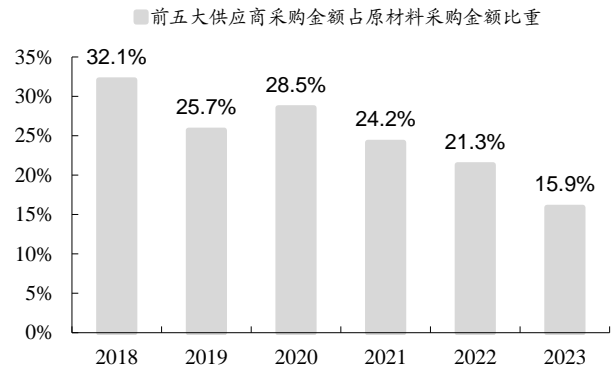
位于农畜大省山东，利于优化采购成本。公司地处国内农畜大省山东，在原材料采购方面具有一定的区位优势，可节省原材料运输成本、具备一定成本优势。公司长期与新希望、圣农等知名原材料供应商保持合作。鸡胸肉、鸭胸肉在公司零食产品主料中占比在 70% 左右，在主粮产品主粮中占比只有 10% 左右。公司原材料采购成本整体波动有限。

图87: 原材料采购均价



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所。

图88: 前五大供应商采购金额占原材料采购金额比重



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

■ 收入结构假设

(1) **宠物零食:** 公司海外零食需求订单整体趋势稳定, 国内零食保持较快增长, 我们预计 2024~2026 年公司宠物零食的销售收入分别为 23.6/25.2/26.8 亿元, 分别同增 8.8%/7.1%/6.1%。

(2) **宠物主粮:** 宠物主粮品类主粮市场空间大、用户粘性高, 是公司重点布局的品类, 营收占比逐年提升。我们预计 2024~2026 年公司宠物主粮的销售收入分别为 29.1/39.4/52.0 亿元, 分别同增 39.2%/35.6%/32.0%。

(3) **保健品及用品:** 随着健康养宠观念的不断深入, 宠物保健品的市场需求有望持续快速增长。我们预计 2024~2026 年保健品及用品的销售收入分别为 0.8/1.0/1.3 亿元, 分别同增 34.6%/32.6%/32.6%。

(4) **其他业务收入:** 公司其他业务收入主要为销售材料收入、利用辐照设备对外开展辐照灭菌服务取得的收入、废品收入等。我们预计 2024~2026 年其他业务收入分别为 0.18/0.19/0.20 亿元, 分别同增 8.0%/5.0%/5.0%。

■ 毛利率和费用率假设

(1) **毛利率:** 随着公司产品高端化升级、品牌力升级以及高毛利的直销渠道占比提升, 我们预计公司 2024~2026 年毛利率整体呈提升趋势, 分别为 37.2%/38.2%/38.6%。

(2) **费用率:** 我们预计公司整体费用率保持基本稳定。其中, 随着自有品牌推广的推进, 我们预计公司销售费用率会略有提升, 但是管理费用率将伴随规模效应发挥和管理效率提高有所下降。

表10: 公司分业务收入拆分预测

产品类别	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、宠物零食	销售收入(亿元)	19.5	21.7	23.6	25.2	26.8
	YOY	19.9%	10.9%	8.8%	7.1%	6.1%
	毛利率	30.8%	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%
2、宠物主粮	销售收入(亿元)	13.9	20.9	29.1	39.4	52.0
	YOY	52.2%	50.3%	39.2%	35.6%	32.0%
	毛利率	34.7%	36.0%	36.9%	38.5%	39.0%
3、保健品及用品	销售收入(亿元)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3
	YOY	102.3%	54.4%	34.6%	32.6%	32.6%
	毛利率	-	53.6%	54.0%	55.0%	56.0%
4、其他业务收入	销售收入(亿元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	YOY	21.9%	-9.3%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.9%	39.1%	20.0%	20.0%	20.0%
总计	销售收入(亿元)	34.0	43.3	53.6	65.8	80.3
	YOY	31.9%	27.4%	23.8%	22.9%	22.0%
	毛利率	32.6%	36.8%	37.2%	38.2%	38.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

5.2. 盈利预测

我们选取两家国内头部宠物食品企业中宠股份和佩蒂股份为可比公司, 2024 年两家可比公司 PE 均值约为 27x。考虑到公司自有品牌建设不断发力、产品结构持续优化, 且随着募投项目和超募项目产能逐步释放, 未来有望进一步抢占市场份额。基于以上原因, 我们给予公司 2024 年 PE 约为 45x, 对应市值约为 247 亿元。

表11: 可比公司估值比较

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE (X)			2024PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002891.SZ	中宠股份	76	2.9	3.5	4.3	26	22	18	1.2
300673.SZ	佩蒂股份	38	1.4	1.8	2.2	28	22	17	-
均值						27	22	18	0.6
301498.SZ	乖宝宠物	228	5.5	7.3	9.2	42	31	25	1.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(注: 中宠股份、佩蒂股份的预测为 Wind 一致预期; 估值日期为 2024.5.10)

5.3. 投资建议

公司是国内宠物食品领军企业, 所处宠物食品赛道长坡厚雪, 自有品牌建设和高端化升级均处于行业领先地位, 随着产能逐步释放有望实现销售的持续较快增长。我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 5.5/7.3/9.2 亿元, 分别同增 28%/33%/26%, 当前市值对应 2024-26 年 PE 为 42x/31x/25x, 首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

市场竞争加剧。随着市场规模的扩张，宠物食品行业竞争格外激烈，尤其主粮品类是行业重点布局领域，若市场开拓不及预期，公司将面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

贸易摩擦。公司出口的产品主要销往北美、欧洲、亚洲等地区，如果未来公司主要出口市场的关税或非关税壁垒等贸易限制措施持续存在或升级，公司出口业务面临市场需求下滑、经营业绩受损的风险。

汇率波动。公司 2023 年境外收入占比超 30%，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。

原材料价格波动。原材料构成公司主要成本，价格变动存在一定不确定性，会对公司盈利情况造成一定扰动。

乖宝宠物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,095	2,697	3,528	4,578	营业总收入	4,327	5,356	6,585	8,033
货币资金及交易性金融资产	1,009	1,356	1,865	2,540	营业成本(含金融类)	2,733	3,365	4,069	4,929
经营性应收款项	306	332	407	497	税金及附加	20	24	30	36
存货	657	809	979	1,185	销售费用	721	911	1,119	1,366
合同资产	0	0	0	0	管理费用	250	309	380	463
其他流动资产	123	200	277	356	研发费用	73	102	125	153
非流动资产	2,049	2,106	2,131	2,149	财务费用	(13)	(8)	(9)	(13)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	11	13	16
固定资产及使用权资产	943	924	916	901	投资净收益	2	3	3	4
在建工程	34	44	59	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	131	144	157	170	减值损失	(26)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	15	20	25	30	营业利润	526	667	887	1,118
其他非流动资产	926	975	975	975	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	4,143	4,803	5,659	6,727	利润总额	525	666	886	1,117
流动负债	357	459	573	706	减:所得税	95	115	153	193
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	25	45	65	净利润	430	551	733	925
经营性应付款项	184	227	274	332	减:少数股东损益	1	2	3	3
合同负债	57	71	87	106	归属母公司净利润	429	549	731	921
其他流动负债	111	138	167	203	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.37	1.83	2.30
非流动负债	116	132	142	152	EBIT	513	659	877	1,105
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	621	773	999	1,235
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.84	37.19	38.20	38.63
租赁负债	21	31	41	51	归母净利率(%)	9.91	10.26	11.10	11.47
其他非流动负债	95	102	102	102	收入增长率(%)	27.36	23.79	22.93	22.00
负债合计	473	592	715	858	归母净利润增长率(%)	60.68	28.13	32.96	26.12
归属母公司股东权益	3,665	4,204	4,935	5,856					
少数股东权益	5	7	9	12					
所有者权益合计	3,670	4,211	4,944	5,869					
负债和股东权益	4,143	4,803	5,659	6,727					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	617	492	629	796	每股净资产(元)	9.16	10.51	12.34	14.64
投资活动现金流	(1,075)	(164)	(146)	(145)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	1,282	19	26	24	ROIC(%)	14.88	13.69	15.61	16.60
现金净增加额	822	347	509	675	ROE-摊薄(%)	11.70	13.07	14.80	15.73
折旧和摊销	107	115	122	130	资产负债率(%)	11.43	12.32	12.64	12.75
资本开支	(196)	(119)	(144)	(144)	P/E (现价&最新股本摊薄)	53.19	41.51	31.22	24.76
营运资本变动	42	(173)	(229)	(262)	P/B (现价)	6.22	5.43	4.62	3.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>