

乖宝宠物(301498)公司深度报告： 宠物行业景气上行，品牌筑建路径清晰

评级：买入(维持)

程一胜(证券分析师)

S0350521070001

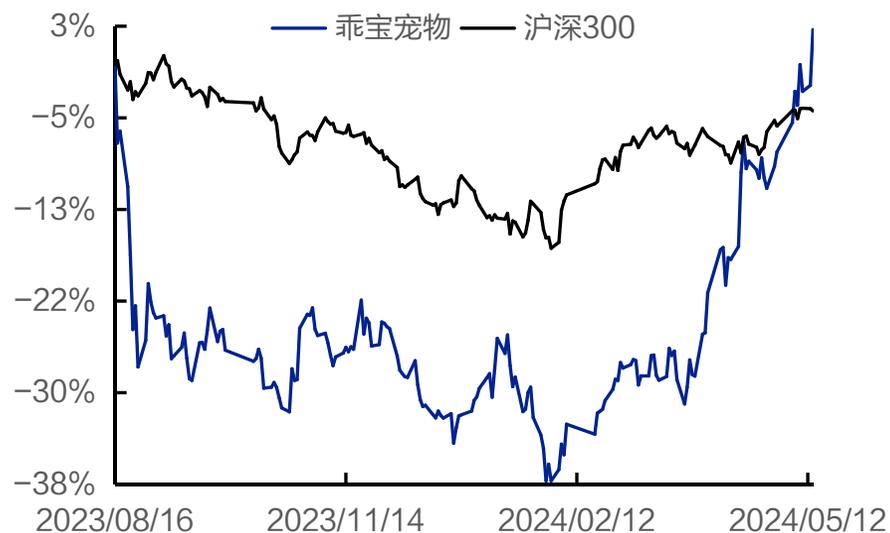
chengys01@ghzq.com.cn

王思言(证券分析师)

S0350524010001

wangsy02@ghzq.com.cn

最近股价走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M
乖宝宠物	21.9%	51.2%
沪深300	2.2%	7.8%

市场数据

2024/05/15

当前价格 (元)	59.45
52周价格区间 (元)	30.16-78.24
总市值 (百万)	23,782.65
流通市值 (百万)	2,378.27
总股本 (万股)	40,004.45
流通股本 (万股)	4,000.45
日均成交额 (百万)	75.87
近一月换手 (%)	5.62

相关报告

《乖宝宠物 (301498) 2023年报及2024一季报点评报告: 业绩表现亮眼, 自主品牌发力 (买入) *饲料*程一胜, 王思言》——2024-04-16

《乖宝宠物 (301498) 2023三季报点评报告: 自主品牌优势突出, 业绩增速亮眼 (买入) *饲料*程一胜》——2023-10-25

- ◆ **乖宝宠物是国内宠物食品行业龙头。**乖宝宠物食品集团股份有限公司成立于2006年，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龙头。2023年营收达到43.27亿元，同比增加27.34%；归母净利润达4.29亿元，同比增加60.62%。2023年公司自有品牌业务收入27.45亿元，同比增长34.15%，在总营收中占比为63.44%，OEM/ODM代工业务实现营收14.07亿元，同比增长18%。2023年自主品牌增速亮眼，高毛利产品占比不断提升。
- ◆ **中国宠物市场成长趋势不变，龙头市占率提升。**中国宠物市场正值持续成长期，据派读大数据平台发布的《中国宠物行业白皮书》，2023年规模达2793亿元，同比增长3.22%，增速略有放缓，但是成长趋势不变。相较于外资品牌，国产品牌产品差距不断缩小，国产替代正当其时；相较于依托于互联网的新锐品牌，供应链完整具有自有工厂的大品牌更具发展优势。据欧睿国际数据显示，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。
- ◆ **品牌筑基路径清晰，产品、渠道、营销三位一体，盈利能力领先行业。**公司实现多品类市场覆盖，是产品布局最丰富的国产宠物企业之一，兼具品质和性价比。渠道上，实现了线上、线下深度融合，公司直销收入占比不断提高，对毛利拉动显著，盈利能力领先行业；营销上，全方位、立体化营销，2023年公司销售费用达7.21亿元，占总营收16.66%，2018-2023年复合增速为34.03%，瞄准年轻群体，乖宝宠物大力开展泛娱乐化营销，聘请明星代言人、在影视文化作品中植入品牌宣传、赞助动物公益活动，持续提升自有品牌知名度、公信力和影响力。
- ◆ **海外为公司提供稳定利润。**以零食为主的海外代工业务为乖宝提供稳定利润，支持公司在毛利率更高、更具发展潜力的自有品牌建设上寻求突破。公司自2006年创立至今不断深耕海外代工业务，产品销往北美、欧洲、亚洲等地。美国是公司的主要出口国。凭借稳定的产品质量和良好的商业信誉，公司与沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商建立了长期的合作关系。
- ◆ **盈利预测：**公司作为宠物食品板块龙头，2023年及2024Q1业绩同比增长显著，我们调整公司2024-2026年营收为56.19/73.09/94.38亿元，归母净利润为5.84/7.73/9.6亿元，对应PE分别41/31/25倍，未来国内市场竞争格局变化利好具备稳定供应链、持续研发能力、高产品品质的龙头企业，2024年宠物板块盈利有望维持高增速，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**贸易摩擦风险；海外市场拓展不力的风险；原材料价格波动风险；汇率波动的风险；国内市场竞争加剧的风险。

一、国内宠物食品行业龙头

1.1 国内宠物食品行业龙头

- 乖宝宠物是国内宠物食品行业龙头。乖宝宠物食品集团股份有限公司成立于2006年，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龙头。2022年实现营业收入33.98亿元，同比增加31.93%；归母净利润达2.67亿元，同比增加90.25%。2023年营收达到43.27亿元，同比增加27.34%；归母净利润达4.29亿元，同比增加60.62%。
- 自主品牌发展迅速，2022年位列国产品牌市占率第一。乖宝宠物目前已形成了相对完善的品牌梯队，核心自主品牌麦富迪已成为国内宠物食品行业标杆；欧睿国际数据显示，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。

品牌



主粮



零食



保健品



1.1 国内宠物食品行业龙头

- **深耕海外代工十余年，经验丰富。**公司于2006年创立，开始主要从事海外代工业务，目前公司OEM/ODM代加工服务的客户主要为境外品牌，部分为国内品牌，境外产品销售至北美、欧洲、日韩等地。
- **积极转型，打造自主品牌。**2013年起，公司由单一的OEM/ODM厂商逐步转型为自有品牌、代加工业务协同发展的宠物食品企业。2013年自有品牌麦富迪创立，公司开始进军国内市场，同年增设泰国产线扩充海外产能；2017年后公司开始融资扩张，于2017年、2019年完成两轮融资；产品矩阵也更为丰富，2018年推出弗列加特系列猫粮，2021年收购雀巢旗下宠物食品品牌Waggin' Train，同年成为K9 Natural和Feline Natural的代理商，在宠物食品市场影响力持续增加。

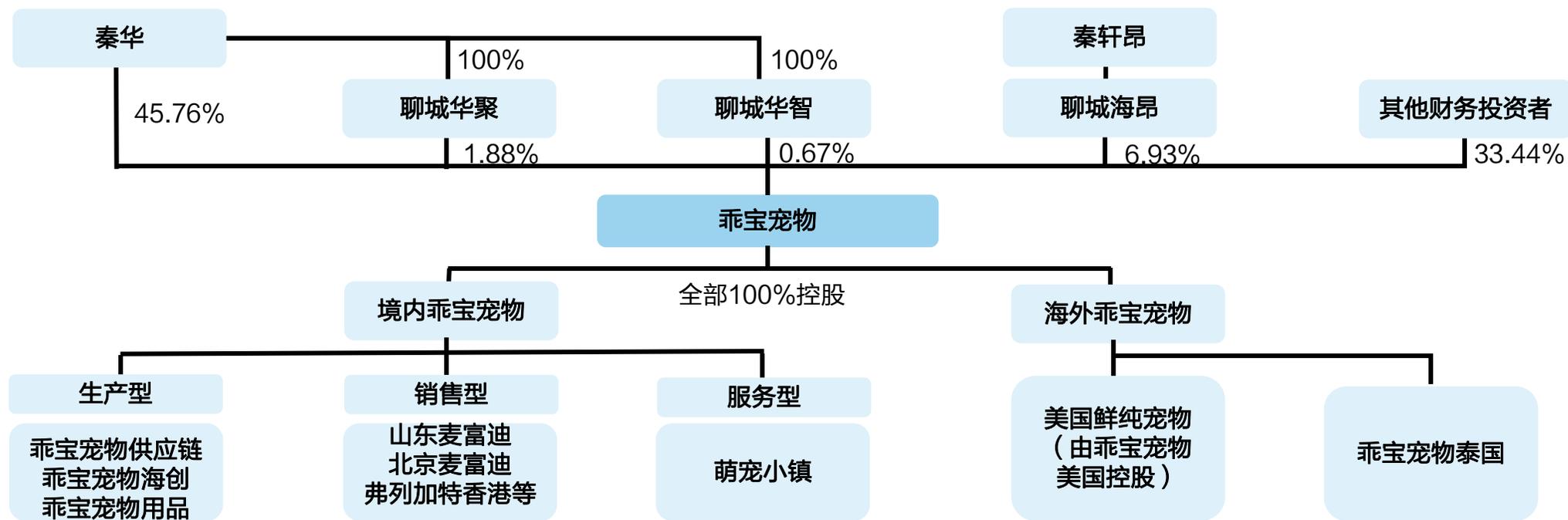
图表2：乖宝宠物发展历程

起步期 (2006-2012)	转型期 (2013-2016)	扩张期 (2017至今)
<p>2006年，乖宝宠物在山东聊城成立，主要从事境外食品代加工。</p> <p>2007年，乖宝宠物食品集团研发中心成立。</p>	<p>2013年，创立自有品牌麦富迪 (Myfoodie)，进军国内市场。</p> <p>2014年，与沃尔玛建立合作关系，为其供应烘干类鸡胸肉和鸭胸肉产品。</p> <p>2015年，设立乖宝宠物泰国，新增境外生产基地，扩充海外宠物食品产能。</p> <p>2016年，创立欧力优 (Onlyou)。</p>	<p>2017年，完成由KKR投资的4亿元A轮融资。</p> <p>2018年，麦富迪推出弗列加特系列，着力高端猫粮市场。</p> <p>2019年，完成由君联资本和兴业银行投资的5亿元B轮融资。</p> <p>2021年，麦富迪获 MAT犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一名，成为MAT2021 最受 Z 世代欢迎的宠物食品品牌</p> <p>2021年，乖宝宠物收购Waggin' Train，完善产品矩阵。同年成为K9 Natural和Feline Natural的代理商。</p>

1.1 国内宠物食品行业龙头

- **股权集中，实际控制人秦华及其一致行动人合计控制55.24%股份。**截至2024Q1，自然人秦华为公司的控股股东暨实际控制人，直接持有公司45.76%的股份，并分别通过聊城华聚（乖宝宠物员工持股平台）和聊城华智控制乖宝宠物1.88%和0.67%股份。此外，秦华的一致行动人秦轩昂（秦华之子）通过聊城海昂控制乖宝宠物6.93%股份的表决权，因此秦华及其一致行动人合计控制乖宝宠物55.24%表决权。

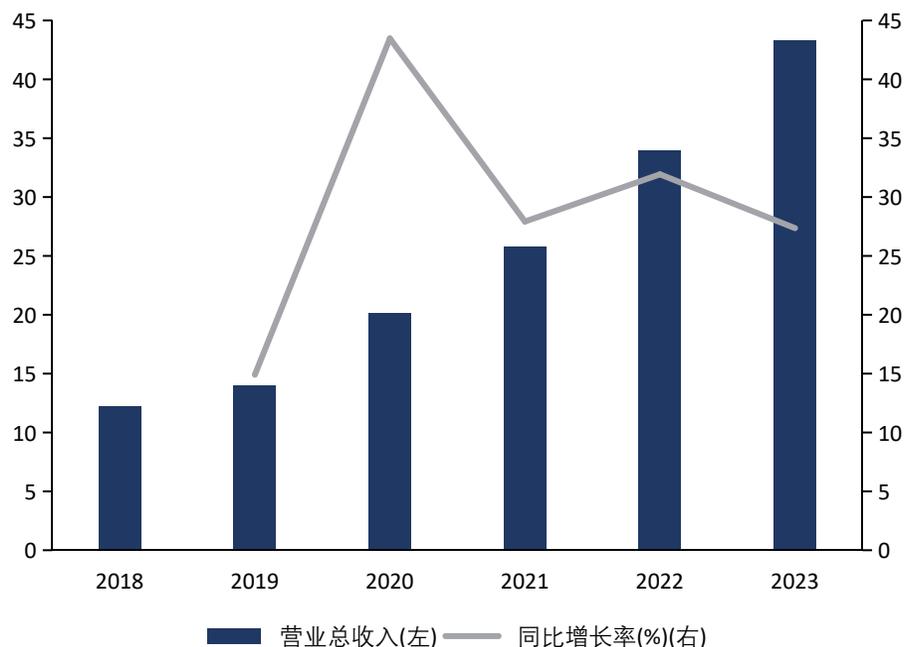
图表3：乖宝宠物股权结构及控股子公司乖宝宠物（截至2024Q1）



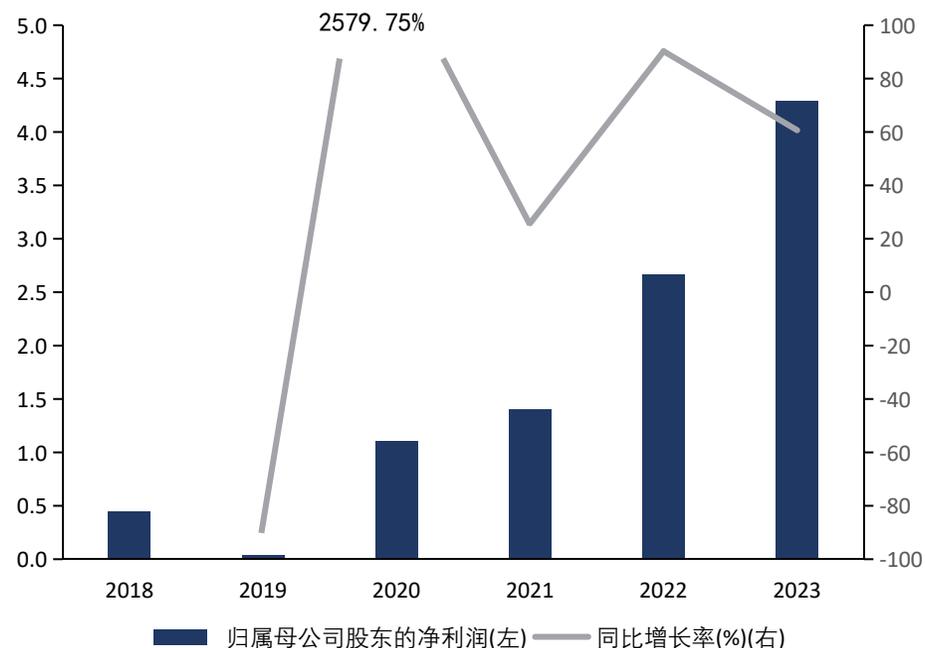
1.2 龙头兼具成长性，自主品牌占比持续提升

- **公司营业收入增长态势良好。**2018-2023年期间，公司营业收入GAGR达到28.79%，2023年营收达到43.27亿元，同比增加27.36%。从营收来看，乖宝宠物属于国内宠物公司第一梯队，而且由于国内宠物市场相较海外仍是快速成长市场，公司营收具有良好的增长潜力，未来空间广阔。
- **公司利润加速增长。**2018-2023年，乖宝宠物年归母净利润从0.45亿元增长至4.29亿元，GAGR达到57.31%。其中，2020年公司海外出口大幅增加，归母净利润增速达2579.75%；2022、2023年，公司自主品牌业务持续发力叠加出口外销转好，归母净利润同比增加90.25%和60.69%。

图表4：2018-2023年乖宝宠物营业收入变化（单位：亿元）



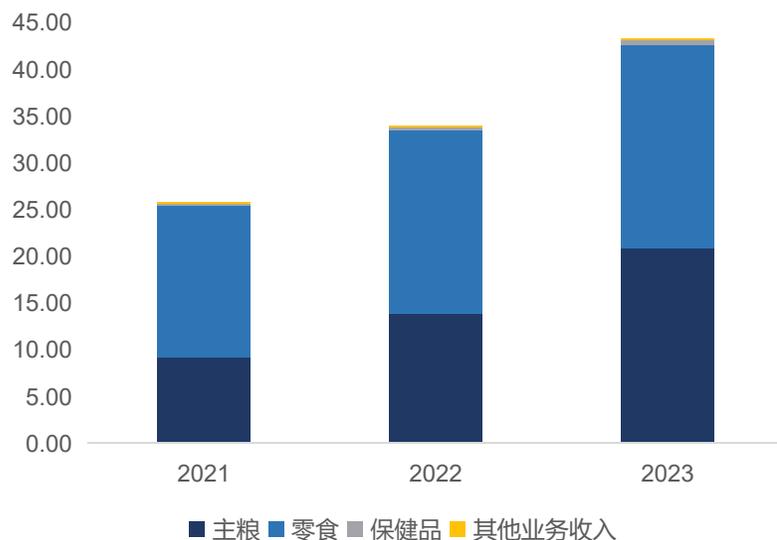
图表5：2018-2023年乖宝宠物归母净利润变化（单位：亿元）



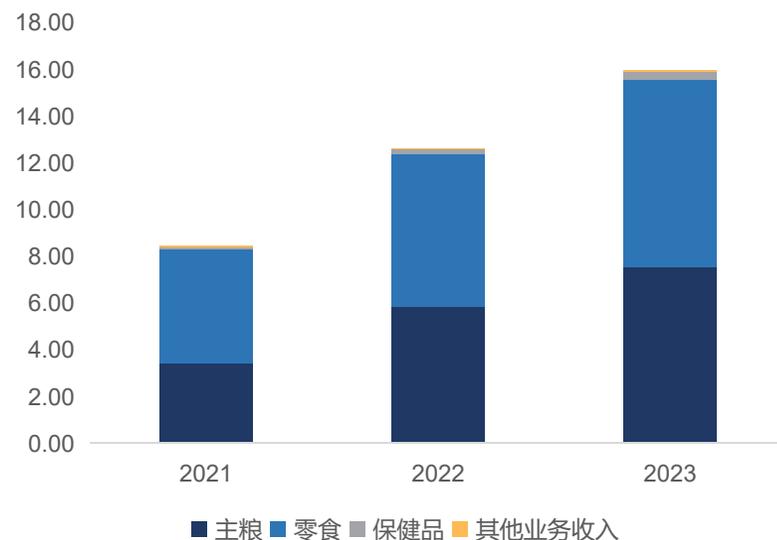
1.2 龙头兼具成长性，自主品牌占比持续提升

- 零食和主粮是公司两大营收支柱，2023年分别占总营收50.1%、48.2%，主粮占比不断提升。按产品拆分，2023年公司总营收43.27亿元，宠物零食销售收入达到21.66亿元，同比增长10.86%，占总营收50.06%；宠物主粮营收达到20.87亿元，同比增长50.35%，总营收比重达到48.24%，较上年增加7.38pct；宠物保健品和其他业务占比1.69%。
- 近三年零食、主粮稳定贡献约98%的利润，主粮毛利增势迅猛，2023年同比增加29.13%。2023年宠物零食和主粮业务分别实现毛利润8.06亿元、7.52亿元，分别占比50.54%和47.15%，同比增长23.05%和29.13%；零食毛利率达37.19%，近年平稳提升；主粮毛利率为36.00%，相较零食业务更具标准化、规模化生产带来的高毛利潜力。目前零食业务仍为公司最大营收来源，随着主粮占比的高速提升，公司核心业务逐渐由零食转向主粮，支撑业绩持续高质量增长。

图表6：营业收入产品构成（单位：亿元）



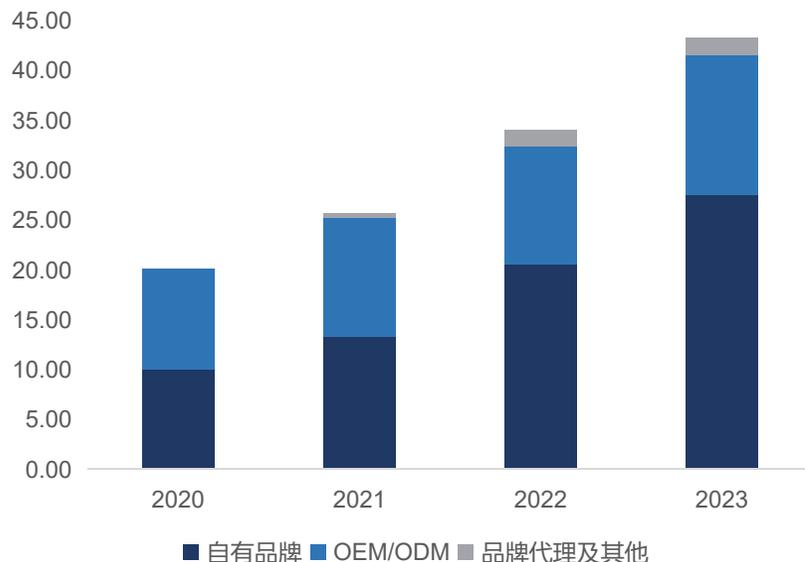
图表7：毛利润产品构成（单位：亿元）



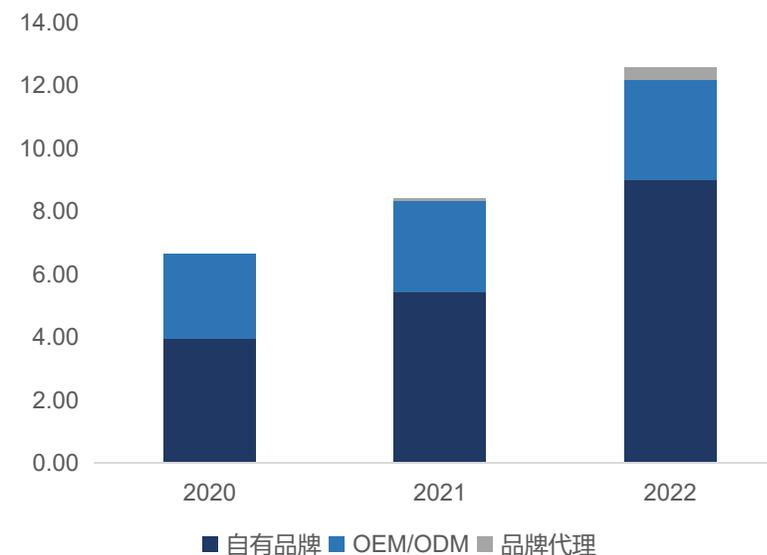
1.2 龙头兼具成长性，自主品牌占比持续提升

- 自有品牌高速发展，2023年占比63.44%；OEM/ODM收入稳定，2023年占比32.51%；新增的品牌代理等其他业务收入增速迅猛，2023年收入1.75亿元。公司的业务分为自有品牌、OEM/ODM（代工）、品牌代理及其他三种模式，2023年总毛利达15.94亿，同比增长26.28%。2021-2023年，自有品牌收入GAGR为43.66%，2023年达到27.45亿元，同比增加34.15%；OEM/ODM主要面向海外市场，收入稳定增长，2023年收入14.07亿元，总营收占比32.51%，同比增长18.01%；品牌代理方面，2021年4月起公司为增加品牌认知度，成为“K9Natural、Feline Natural”中国区域总代理商，品牌代理业务2022年总收入1.41亿元，总营收占比4.17%，同比增长221.18%。
- 自有品牌毛利率高，2022年贡献71.31%的毛利。从已披露利润贡献情况看，2022年自有品牌业务毛利达到2.27亿元，毛利占比71.31%，原因系该板块收入连年攀升，且毛利率高达43.84%；OEM/ODM业务和品牌代理业务毛利分别达0.81亿元和0.10亿元，分别占比25.44%、3.25%。

图表8：营业收入业务构成（单位：亿元）



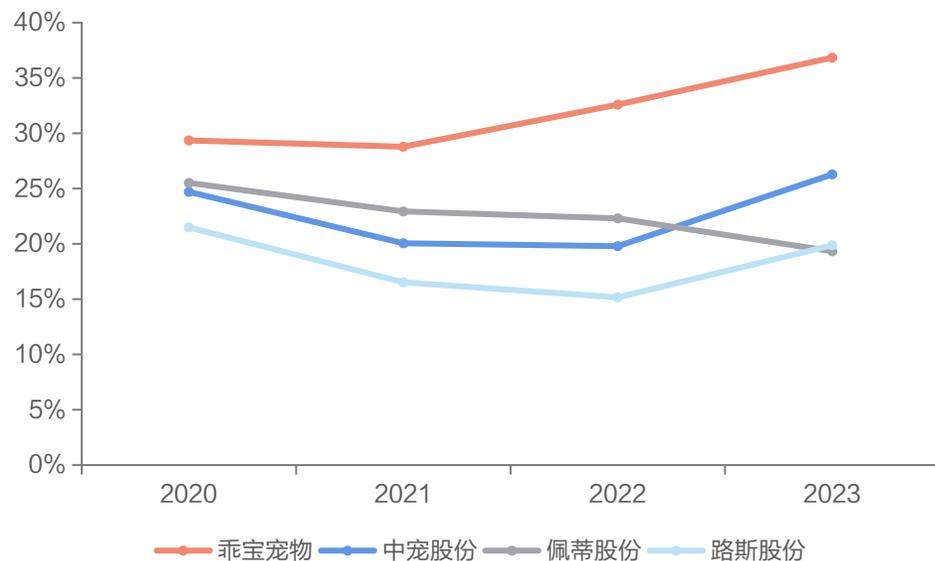
图表9：毛利润业务构成（单位：亿元）



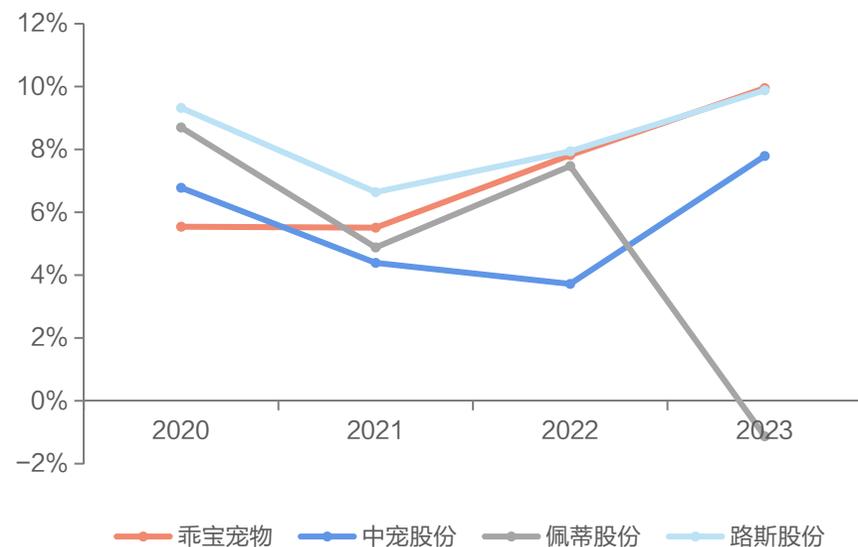
1.2 龙头兼具成长性，自主品牌占比持续提升

- 自有品牌为主，2023全年毛利率达36.84%，远超行业平均水平。从毛利率水平对比，2020-2023年，公司平均毛利率达32.67%，高于中宠股份、佩蒂股份等同类企业，主要原因是公司高毛利率的自有品牌业务占比较高，而同类企业低毛利率的OEM/ODM业务占比较高；另一方面，公司业务结构也使总体毛利受海外市场波动影响较小，国内优秀业绩直接赋能毛利率攀升。
- 费用控制稳定，净利率趋势可观。从净利率水平对比，2020-2023年，公司平均净利率为7.79%，略低于部分可比公司，原因是公司营销投入较高，2023年销售费用达到7.21亿元。近两年公司净利率持续上升，原因是毛利率上升、期间费用控制稳定。未来由于品牌知名度已经打响，期间费用预期有所下降，叠加自主品牌业务持续发力，净利率水平有望持续增长。

图表10：2020-2023年乖宝宠物与可比公司毛利率情况



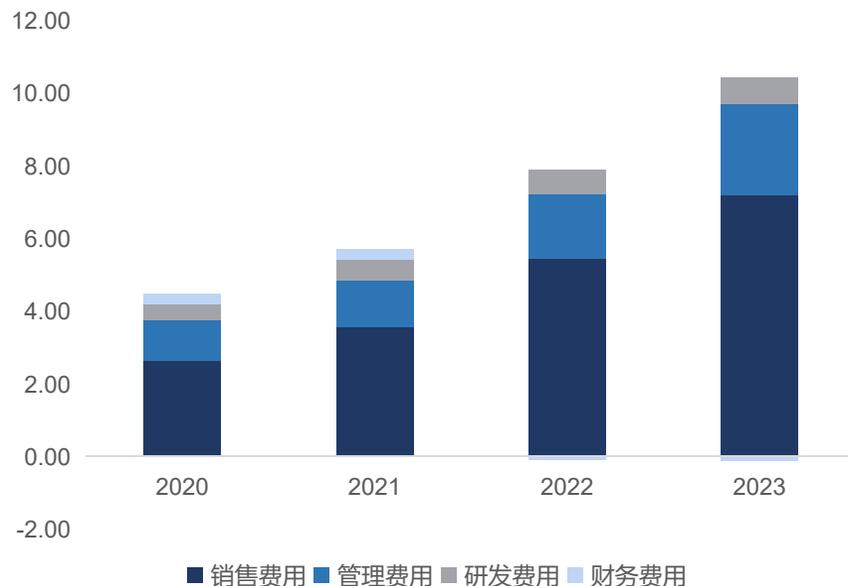
图表11：2020-2023年乖宝宠物与可比公司净利率情况



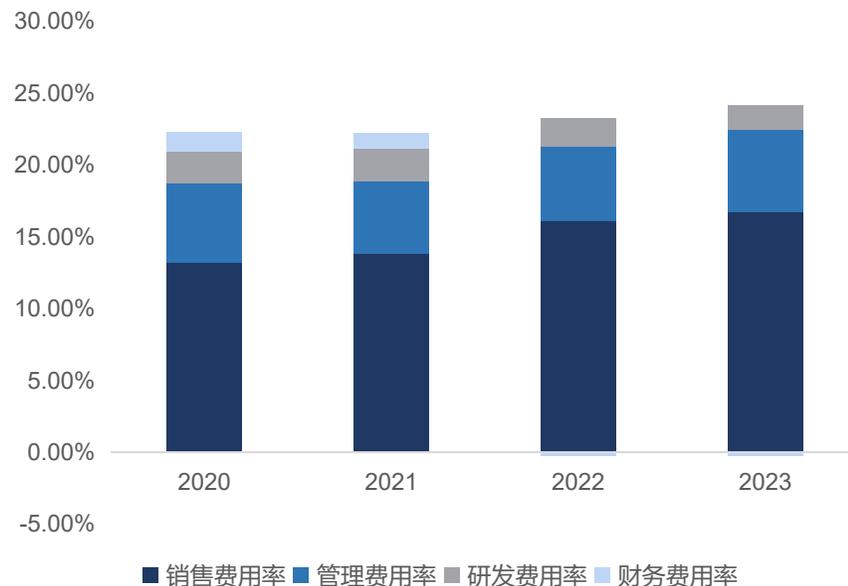
1.2 龙头兼具成长性，自主品牌占比持续提升

- **打响品牌名气，销售投入持续增加，2023年销售费用达到7.21亿元。**公司大力开拓国内市场，在综艺等影视节目中进行产品植入，同时在自媒体广泛宣传，因而销售费用投入持续增加。2020-2023年，公司销售费用年均复合增速达到39.73%，2023年销售费用率达16.66%，投入额占期间费用的69.95%，是公司费用支出大头。
- **不断加大研发投入。**随着收入增长，职工薪酬及服务费等费用增加，2023年公司管理费用达2.50亿元；公司不断加大研发投入，2023年研发总支出0.73亿元，近年研发费用保持稳定增长，2020-2023年期间复合增速达18.49%；财务费用方面，2023年美元兑人民币汇率整体呈上升态势，公司面临较多汇兑收益，2023年全年财务费用为-0.13亿元。

图表12：乖宝宠物期间费用变化（单位：亿元）



图表13：乖宝宠物费用率变化



1.3 未来产能继续扩张

- 公司产能、产量和销量规模持续提升，2022年主粮、零食的产能分别达到12.62万吨、3.96万吨。公司主粮规模最大，2022年产能12.62万、产能利用率82.53%、销量9.73万吨，2020-2022年产能复合增速达23.23%；零食产能3.96万吨，产量3.66万吨，销量3.92万吨（部分来自外购）。
- 产销率始终保持较高水准。乖宝宠物主粮和零食产品产销率保持高位，均在90%以上；公司产品市场表现优异，甚至在“双十一”、“618”等购物节出现产能不足以满足需求增长的情况。产能利用率水平总体较高，在80%以上，2021年乖宝宠物产能利用率仅有67.4%，原因是新建的主粮生产线未全面投入生产，2022年产线全部投入后产能利用率回升。

图表14：乖宝宠物产能利用情况

产品类别	项目	2020年度	2021年度	2022年度
主粮	产能（吨）	83,106.37	124,260.07	126,198.50
	外购（吨）	-	507.6	1,045.09
	产能利用率	80.97%	67.40%	82.53%
	产销率	99.34%	96.20%	92.49%
零食	产能（吨）	32,944.25	36,842.48	39,616.63
	外购（吨）	1,402.33	2,530.04	1,351.78
	产能利用率	92.05%	93.94%	92.50%
	产销率	99.90%	96.89%	103.15%

1.3 未来产能继续扩张

- **未来产能继续扩张。**公司2023年的IPO募资中，预计投入3.67亿元用于扩建宠物食品生产基地扩建，新建年产 58,500 吨高端主粮、3,133 吨高端零食以及 1,230 吨高端保健品的生产线，项目周期预计18个月，达产后年销售收入预计可达 97,445.70万元。项目引进国内外先进制造生产设备，改善现有工艺，将进一步扩大公司产能，满足快速增长的市场需求；并打造差异化产品，优化产品结构；同时扩张业务规模，降低生产成本。
- **完善产能配套设施建设。**募资项目中使用1.28亿元资金用于仓储项目、研发中心项目、信息化项目。仓储项目可以加快公司对市场的反应速度，从而改善产销转化情况；研发中心项目可以增强公司自主能力，提高产品竞争力；信息化项目可实现公司数据联通，建立大数据精准营销。

图表15：募集资金使用情况

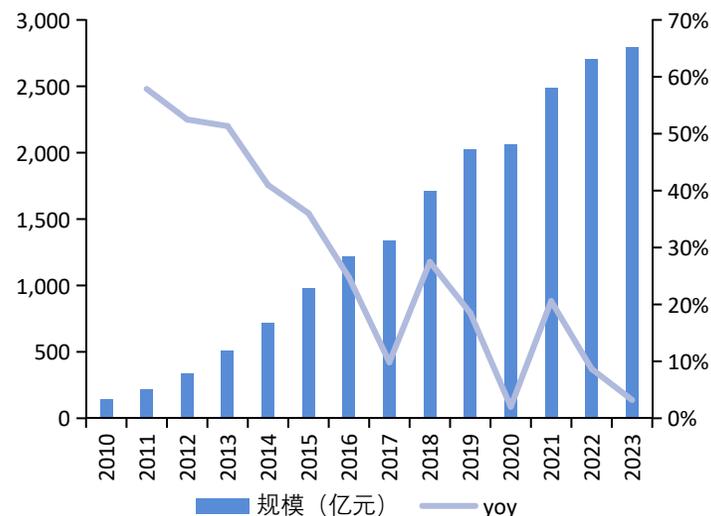
序号	募集资金使用项目	总投资金额（万元）	拟使用募集资金（万元）	比例	备案文号	环评文号
1	宠物食品生产基地扩产建设项目	36737.41	36737.41	61.23%	项目代码：2017-371592-13-03-004307	聊开环报告表[2017]4号
2	智能仓储升级项目	7191.05	7191.05	11.99%		
3	研发中心升级项目	3060.48	3060.48	5.10%		
4	信息化升级建设项目	2511.26	2511.26	4.19%	不涉及	不涉及
5	补充流动资金	10500.00	10500.00	17.50%	不涉及	不涉及
合计		60000.20	60000.20	100.00%		

二、中国宠物市场的演变： 龙头市占率不断提升

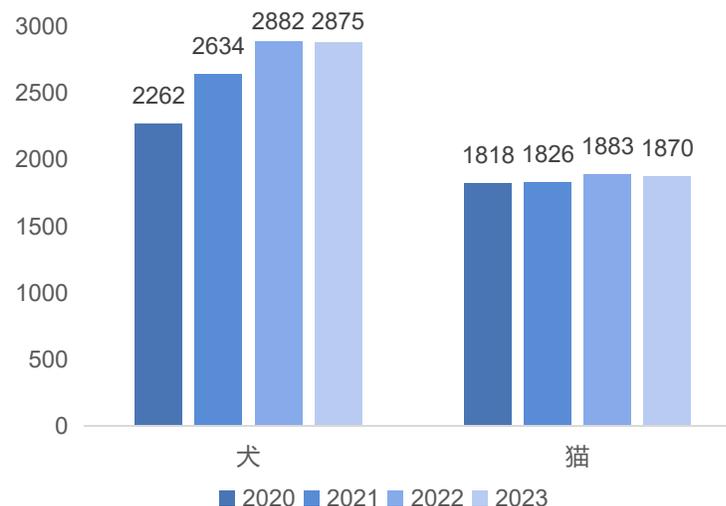
2.1 国内宠物食品市场：增速略有放缓，成长趋势不变

- 中国宠物市场正值持续成长期，2023年规模达2793亿元，同比增长3.22%。据派读大数据平台发布的《中国宠物行业白皮书》，2019–2023年，国内宠物市场规模由2024亿元稳步攀升至2793亿元，年均复合增长率达8.38%，高成长性特点显著。从细分结构来看，宠物食品是宠物消费的大头，占犬猫总消费的比例连续5年大于50%，2023年达52.3%，其中主粮是主要食品消费，近年占总消费比例稳定高于35%、渗透率超90%。伴随着我国人口结构的变化，“银发经济”、“单身经济”的兴起和科学养宠意识的普及，我国宠物市场预计保持增长趋势。
- 单只宠物消费略有回缩，短期市场消费不及预期。2019–2022年，我国犬猫单只消费保持增长，2023年同比分别下降0.24%和0.69%，但仍高于前几年水平。近年宠物消费市场增速稍有放缓，但行业整体成长趋势不变；同时，宠物食品保持高消费占比（2023年占宠物行业总消费52.3%）、主粮稳定维持高渗透率（2023年达94.7%），代表其刚需性和高消费力地位不变，深耕宠物食品的企业具有增长优势和潜力。

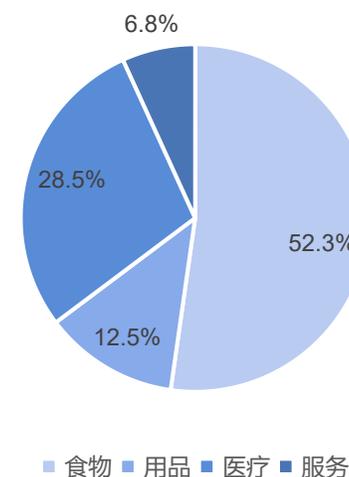
图表16：中国宠物（犬猫）市场规模（单位：亿元）



图表17：2020–2023年单只宠物消费金额（单位：元）



图表18：2023年国内宠物消费结构及宠食渗透率

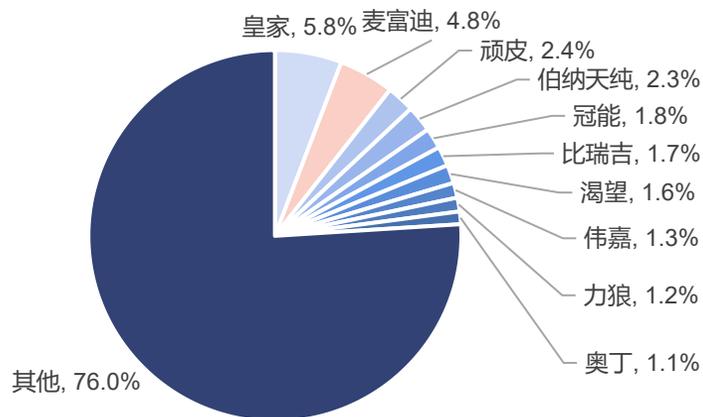


	宠物食品类产品渗透率		
	主粮	零食	营养品
2020	93.4%	82.1%	20.7%
2021	93.2%	81.8%	61.8%
2022	95.7%	84.7%	66.1%
2023	94.7%	83.6%	64.0%

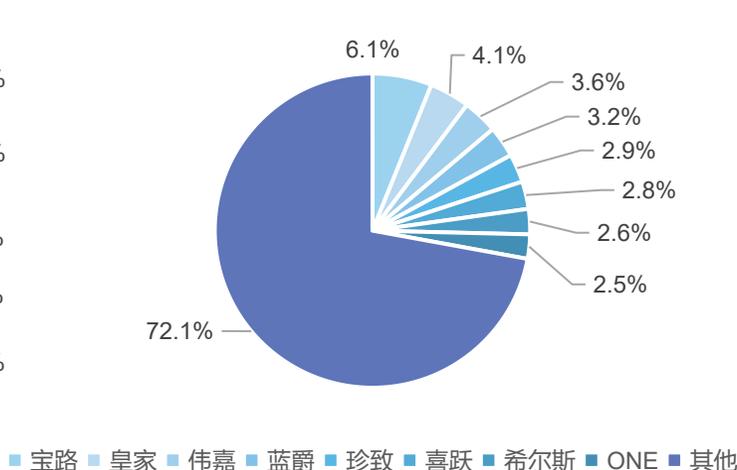
2.2 国内宠物食品市场：分散向集中转型，品牌进入容错率降低

- 我国宠物食品行业参与者包括外资和国产品牌，其中后者又分为代工起家、配备完整供应链的品牌（如乖宝旗下麦富迪、中宠旗下顽皮），和近年涌现、注重终端打造的新锐品牌（如诚实一口、网易天成）。欧睿国际数据显示，2022年中国宠粮品牌CR4=15.3%、CR8=21.7%，竞争格局较为分散。在市占率前10的品牌中，外资品牌整体排位靠前（皇家、冠能、渴望、伟嘉），国产品牌上榜数量更多、与外资品牌差距逐步缩小，其中麦富迪、顽皮、伯纳天纯分别占据二、三、四位，均属自有工厂品牌，市占率分别为4.8%、2.4%、2.3%。
- 集中度进入攀升阶段，新品牌容错率降低。随着国产替代持续推进、外资占比下降，中国宠物食品行业进入新阶段。据欧睿国际数据，2022年麦富迪国内市占率提升至4.8%，标志着国产头部品牌份额开始断层、市场集中度预计持续提升；也预示着新兴品牌在增长放缓的市场中面临的竞争日趋艰难。观察海外成熟市场，按品牌统计，单一品牌全球市占率可达6%以上；按企业统计，国际前三巨头合计全球市占率超过50%。由此观之，麦富迪等中国品牌市占率提升空间广阔，乖宝等领先宠粮企业有望不断抢占前排、巩固行业龙头地位。

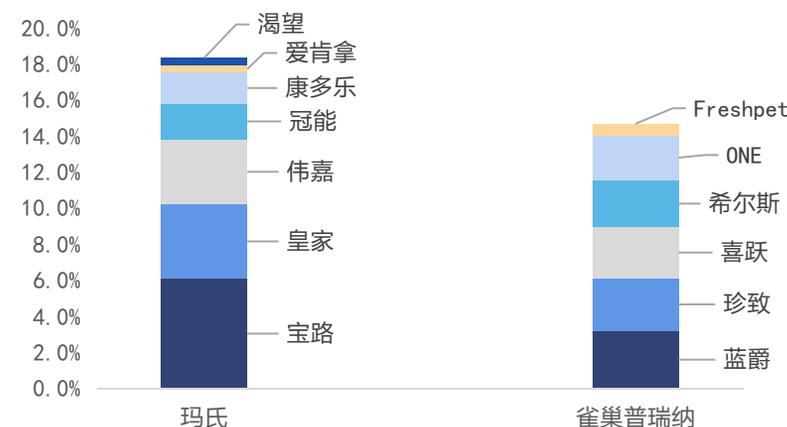
图表19：2022年国内宠物食品品牌竞争格局



图表20：2022年全球宠物食品品牌竞争格局



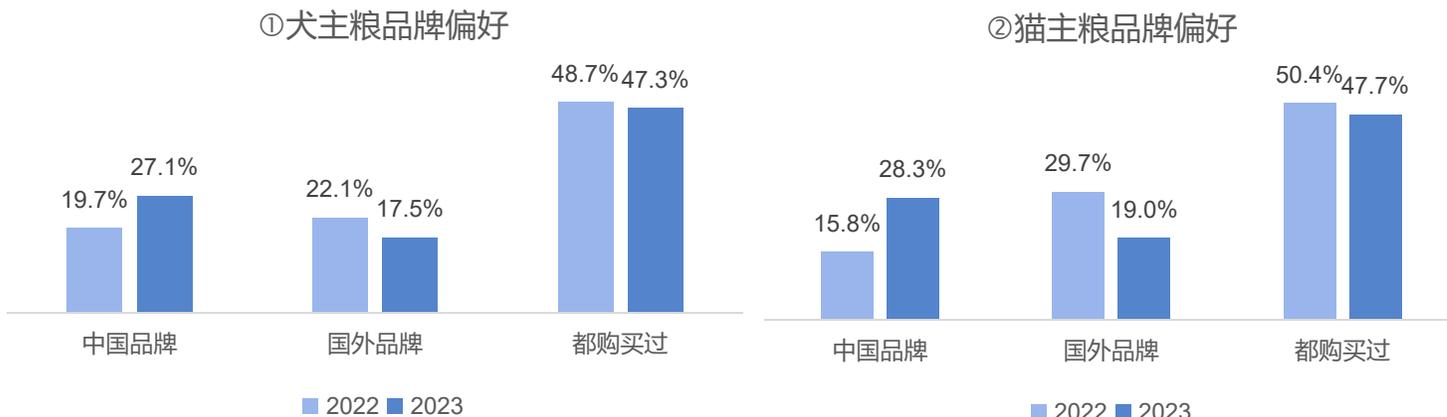
图表21：2022年十大主要国际品牌按所属企业分类的市占率



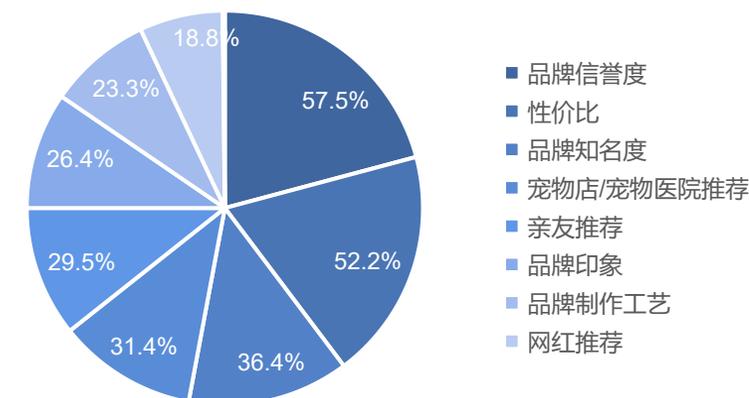
2.3 国内宠物食品市场：国产品牌替代推进，与外资差距缩小

- 国产宠物食品品牌，尤其是自有工厂企业旗下的品牌持续发力，国产品牌替代正当其时：
 - ✓ 研发和可溯源推动质量差距缩小、外资国内建厂带来品质趋同。国产品牌近年大力投入研发、同时提高产品可溯源性，品质不断提升，如乖宝旗下高端猫粮弗列加特率先引入Wenger-TX85高鲜肉添加技术、上线“一物一码”实时跟进产品链路等。外资品牌纷纷在国内投资扩建（如皇家上海工厂、普瑞纳天津工厂），原料与工艺都趋“本地化”，主粮产品与国产品牌的品质差异缩小。
 - ✓ 消费者品牌偏好趋于理性，国产粮认可度日益提升。2023年行业消费略有回落，消费者对性价比有了更高追求。《2023-2024年中国宠物行业白皮书》（派读宠物大数据平台）显示，消费者对宠物主粮的国产偏好显著提升：犬主人中偏好国产品牌的比例由2022年的19.7%攀升至27.1%，偏好外国品牌的比例则由22.1%下降至17.5%；猫主人中偏好国产品牌的比例更是由15.8%升至28.3%，偏好外国品牌的比例由29.7%降至19.0%。另外，养宠时间增长带来观念改变、新增宠物主在品牌教育下培养起国产偏好，均推动国产品牌抢占更高市场份额。

图表22：2022-2023年消费者对宠物主粮品牌偏好改变



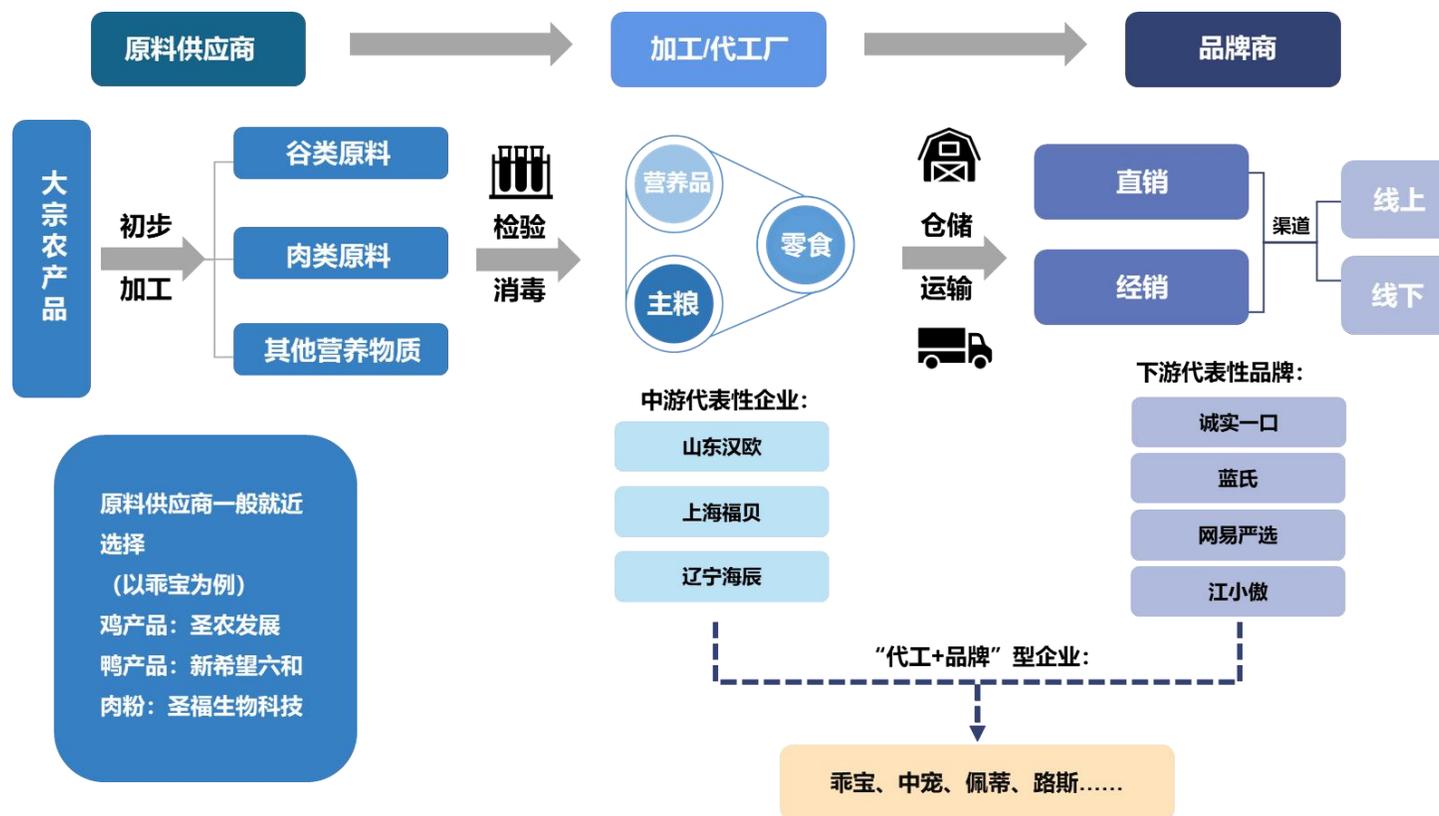
图表23：2023年宠物主粮品牌选择决策因素



2.4 国内宠物食品市场：产业链日趋完善，龙头打通中下游

- 我国宠物食品行业起步较晚，产业链日趋完善。产业链的上游为原料供应商，主要为距离食品工厂较近的农牧企业，负责对原料农作物进行初步加工；中游为加工/代工厂，负责进行原料精加工，生产包括主粮、零食、营养品在内的宠物食品成品；下游为品牌商，通过线上/线下渠道、直销/经销手段将产品出售给消费者。当前，行业中有专注代工的中游公司（如汉欧、海辰、科盛）、聚焦终端的品牌商（如诚实一口、网易严选）；也有打通中下游、兼具海内外代工和自主品牌业务的行业参与者，包括乖宝、中宠、佩蒂、路斯等行业知名上市企业。

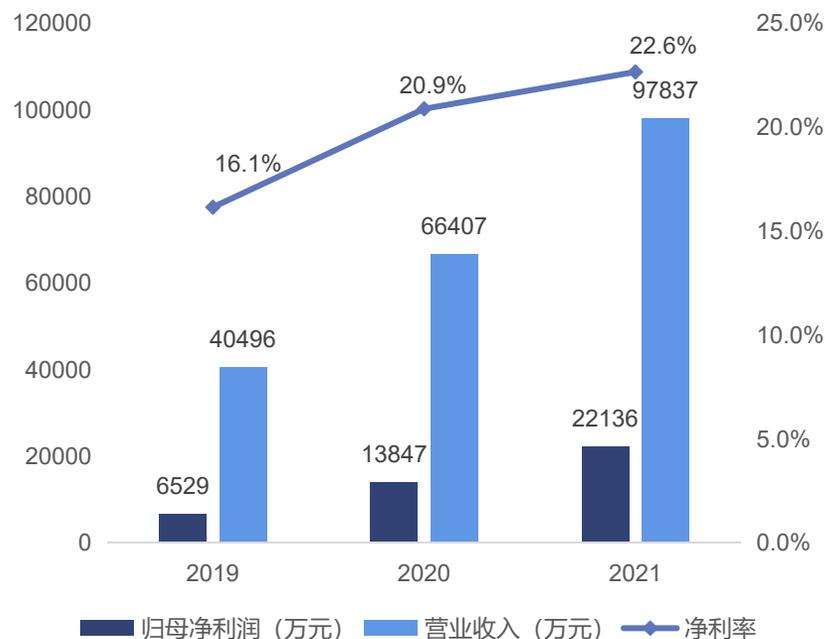
图表24：国内宠物食品市场产业链



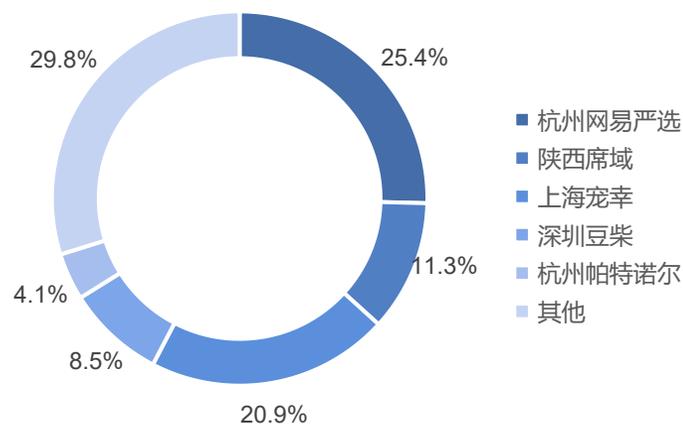
2.5 国内宠物食品市场：需求旺盛推动利润流向代工厂

- 产业内部供需关系推动国内代工厂获取较高净利润。2020年前后，资本集体涌入宠物赛道，头部宠物企业上市稳步推进、市面上国产品牌数量迅速增加。由于大量涌现的新锐品牌具有显著的“互联网”属性，主打营销、缺乏自主生产能力，产业对于代工厂的需求高速扩张。以主营国产品牌代工的福贝宠物为例，2019-2021年，福贝归母净利润成倍增长，净利率分别达16.1%、20.9%和22.6%，领先于国内大部分制造型企业，可见在2020年前的宠物板块投资热潮中，资本牵动供需关系促使宠物行业利润流向了代工厂。

图表25：2019-2021年福贝宠物营收与利润水平



图表26：2021年福贝宠物代工客户结构



图表27：国内主要宠物食品代工企业商标（部分）



2.6 国内宠物食品市场：代工模式为品牌业务造血赋能

- 新锐品牌以终端营销为主要靶点，凭借紧跟消费者、追踪市场潮流盈利。这类品牌往往在铺设线上渠道、推陈出新SKU、布局广告投放上投入大量资金，依靠“网红”标签提价、打出品牌效应；也正因其重视品类创新和卖点打造的互联网属性，新锐品牌在大型电商平台购物节（双11等）中表现亮眼，如大力宣传产品“诚实、透明、有原则”的诚实一口、另辟蹊径推出“乳鸽粮”、“火鸡粮”的蓝氏等。
- 自有工厂品牌则拥有供应链优势，兼具食品代工和自主品牌两种业务模式，依靠代工业务为品牌业务提供稳定支撑。代工起家的企业的品牌业务建立在稳固的供应链、现金流基础上；自有的研发中心保证了产品更新效率，及时满足市场需求；独立的工厂和完备的物流体系保障了原料的可追溯性、品质的可控性和必要的试吃改进环节，让生产全链条透明可追踪、契合宠食消费者对产品品质的诉求。

图表28：国内部分知名新锐品牌及其多元化营销



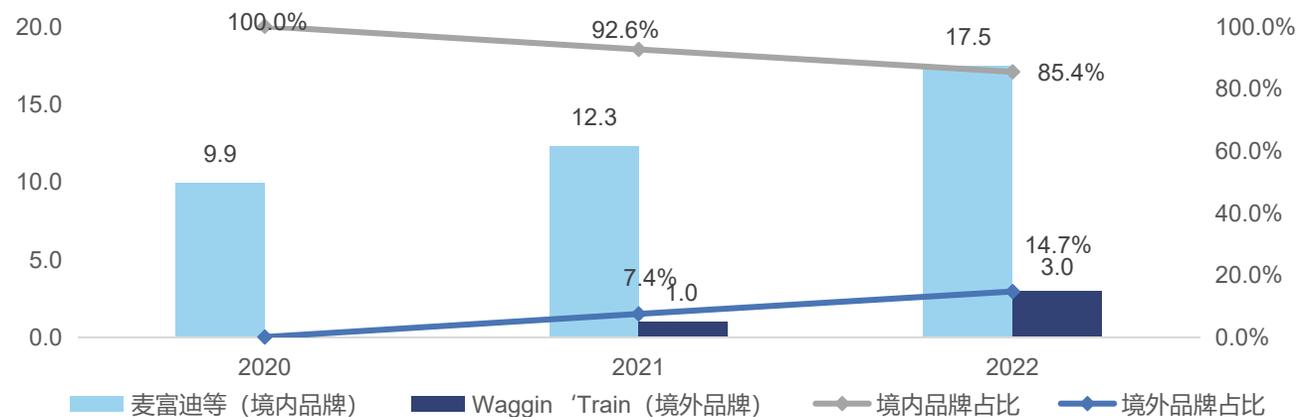
图表29：国内知名自有工厂企业及其旗下部分品牌



2.6 国内宠物食品市场：代工模式为品牌业务造血赋能

- 营销收益难以把控叠加渠道费用升高，新锐品牌面临资金风险；代工提供稳定现金和完善的供应链，自有工厂品牌更具发展优势。近两年宠物赛道融资数量和金额均有所下降，一级市场对宠物食品企业的热情或有减退。业务模式单一、依赖外部资金、营销收益不稳定的新锐品牌若无法持续推出新爆品，可能面临资金断链的风险；同时，线上渠道的布局费用走高，在消费不及预期的当下，线上投放的性价比可能日趋降低，而新锐品牌也不具备布局线下渠道的资金和体量。相较之下，自有工厂企业的代工业务在缺少外部融资的情况下仍能为自主品牌业务稳定造血，作为渠道布局、终端营销、产品研发的现金支撑；独立完善的供应链也为品牌带来出色品控能力、用品质培养用户粘性。
- 通过品牌收购，代工企业能完善自身产品矩阵、延伸销售渠道、扩大品牌效应。除了自主创立品牌，代工企业也尝试在自身的规模基础上收购国际知名品牌，提升自身的市场影响力。2021年，乖宝收购雀巢普瑞纳旗下美国高端品牌Waggin' Train，新增境外商超渠道；该品牌销售收入上升趋势亮眼，2021、2022年分别贡献乖宝自有品牌收入的7.4%和14.7%。同样，中宠于2018年和2021年先后收购ZEAL和领先，通过自身全球化布局、供应链、研发与渠道优势的加持，让所吸纳品牌助力公司抢占中高端市场。“品牌收购”使代工企业得以放大自身优势，增强相较其他新锐品牌商的竞争力，或将成为未来趋势。

图表30：乖宝宠物自有品牌收入构成（单位：亿元）



三、自主品牌运营：盈利能力领先行业

3.1 产品力：产品布局丰富，覆盖中高端市场

- 实现多品类市场覆盖，是产品布局最丰富的国产宠物企业之一。乖宝宠物顺应宠粮健康化、高端化、定制化趋势，推出适应不同生命阶段营养需求的宠物食品，品牌矩阵覆盖中高端、国内外市场。其中，麦富迪是乖宝旗下的核心品牌，主打“纯天然”、定位中高端市场，不断从原料品质与营养添加方面进行产品扩展创新，如推出贴合宠物生理特征和天然饮食结构的“BARF”系列粮、猫爱鱼系列粮等。
- 高端品牌弗列加特不断成长，助力毛利高增。自从2018年推出后，弗列加特坚持走高端战略，通过采用鲜肉瞬时高温乳化技术、冻干技术，开发设计出一系列新鲜度高、适口性好的宠物主粮，受到消费者喜爱、营收不断提高，同时较麦富迪斩获更高毛利率，助推乖宝毛利润高额增长。

图表31：乖宝旗下麦富迪、弗列加特部分产品成分与工艺

品牌	产品	图示	成分与工艺	品牌	产品	图示	成分与工艺
麦富迪	BARF天然粮		高动物原料占比 (犬≥68%，猫≥88%)；高粗蛋白 (犬粮≥34%，猫粮≥40%) 高脂肪 (犬≥15%，猫≥16%)；多种 天然保健成分 +110亿CFU/kg活性益生菌；0谷物+0麸质+0防腐剂+0色素，减少负担、减少过敏	弗列加特	高鲜肉猫粮		高鲜肉取代肉粉 (70%鲜肉量)，90%+动物成份，40%+粗蛋白，高脂肪 (幼猫≥25%，成猫≥18%)；特殊添加南极磷虾粉 (抗氧化)、牛初乳/乳铁蛋白/乳清蛋白粉 (高质量蛋白)、双益生元 (助消化)、葡萄糖胺盐酸盐/硫酸软骨素 (保护关节)；率先引入美国Wenger-TX85高鲜肉添加技术；进口原料，全程溯源
	营养森林系列		优质脂质+天然果蔬；多食材全面营养 (犬：冻牛肉、牛肉骨粉、鸡肉粉；猫：三文鱼、牛肉骨粉、鸡肉粉)，高粗蛋白 (犬≥22%，猫≥28%)，高粗脂肪 (犬≥12%；猫≥11%)		全价冻干通用猫粮		96%高含肉量 (一种陆生畜类+一种海洋鱼类)+4%平衡营养素，≥48%粗蛋白，≥25%粗脂肪，≤8%粗灰分，≤5%粗纤维；0谷物无过敏原；CFFDR冻干辐照工艺灭菌保鲜；进口原料、全程溯源
猫爱鱼系列		依照猫咪 天然饮食需求 添加冻干鱼块，甄选智利金枪鱼含量≥30%；粗蛋白≥32%，粗脂肪≥13%，钙≥0.8%					

3.1 产品力：国际认可度高，兼具品质和性价比

- **产品质量优秀，获得多项国内外权威认证。**乖宝宠物历来重视产品质量管理，从原材料进厂、产品生产到成品出厂，整个过程都需要进行严格的检验，确保产品品质。公司遵循国际生产标准、开展严格检测，是业内少数几家拥有CNAS检测中心认可的公司之一。乖宝宠物及其生产子公司已通过多项认证，如 BRCGS 认证、HACCP 认证等，也取得了美国 FDA、欧盟FVO 等海外宠物食品消费大国官方机构的认可。
- **宠物主粮价格差异显著，乖宝兼具品质和性价比。**根据公司直销和电商经销等渠道的统计数据，近年平台销量较高的品牌猫粮斤价从低于10元至高于130元不等、狗粮斤价从低于10元至高于110元不等，可见消费者对宠物主粮的需求趋于多元化。国产品牌犬猫粮整体价位集中在10-40元/斤，其中乖宝旗下麦富迪产品价格适中，具备质量优势的同时契合消费者对性价比的要求。在消费不及预期、消费者追求性价比的当下，乖宝宠物的品牌产品越发具有市场优势。

图表32: 通过的检测和质量认证



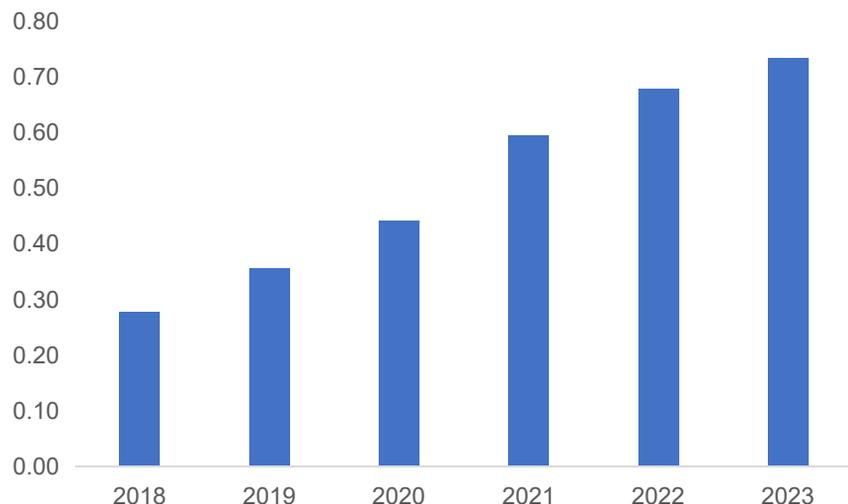
图表33: 国内市场品牌成年猫犬主粮价格（每500克）

品牌/产品	凯锐思全价	伟嘉成猫通用全价	麦富迪barf全价	诚实一口P40全阶段全价	网易严选全价冻干	皇家营养全价	顽皮62%鲜肉无谷冻干	冠能成年期全价	渴望六种鱼
猫粮	9.69元	19.35元	27.02元	28.43元	29.45元	35.75元	40.35元	43.33元	135.83元
品牌/产品	凯锐思全价	网易严选全价三拼	宝路成犬大型犬全价	麦富迪牛肉双拼	诚实一口N33全阶段全价	皇家小型犬全价	冠能中型犬全价	顽皮62%鲜肉无谷冻干	渴望六种鱼
狗粮	8.75元	17.60元	17.93元	19.38元	20.00元	25.69元	30.76元	34.60元	118.33元

3.1 产品力：研发投入稳增，坚持需求导向

- **持续增加研发投入。**2023年公司研发费用达到7327.67万元，占总营收1.69%，2018-2023年复合增速达21.52%。截至2023年末，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。未来公司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。
- **产品设计方面，以消费者需求为导向。**公司紧密跟踪行业趋势及客户需求，严格遵循以消费者需求为导向。通过产品创新和工艺升级，乖宝宠物不断提升产品和服务质量，拓展产品品类、优化产品方案，持续开拓海内外市场。
- **研发机制方面，以宠物生理和营养需求为导向。**公司设立各类研究中心，通过记录、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，为产品原材料和营养添加剂筛选、不同配方和工艺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。

图表34: 乖宝宠物研发费用（单位：亿元）



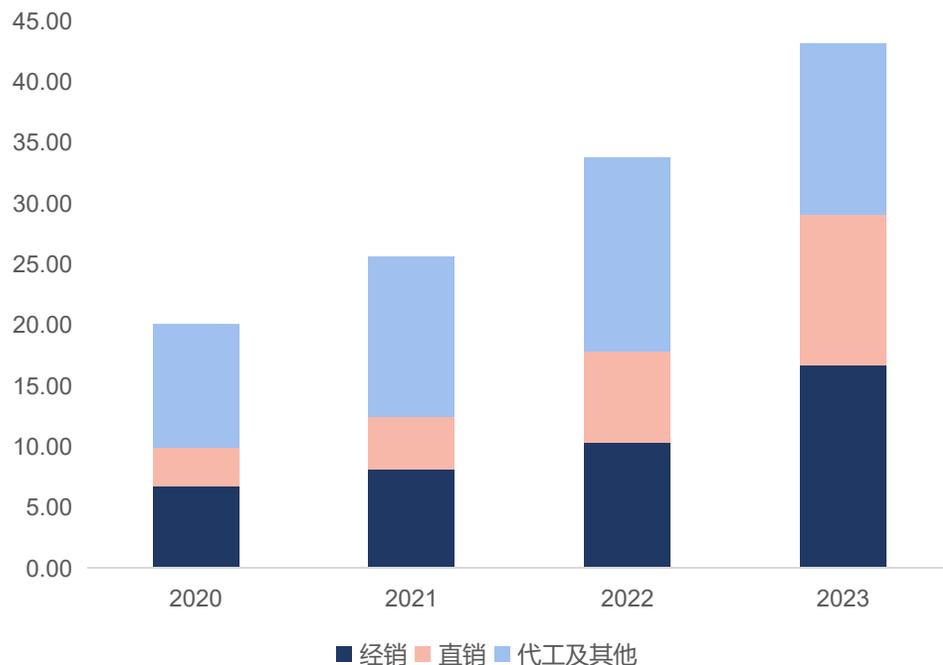
图表35: 乖宝宠物研发中心设置

研发中心	名称	负责领域
	宠物营养研究中心	宠物不同阶段对营养物质的需求
	新产品研究中心	宠物食品的分类、配方、加工工艺对营养性的影响
	宠物健康护理中心	研究宠物疾病的预防与治疗
	宠物训练研究中心	研究宠物行为学与宠物运动
	检测中心	检测产品是否符合国际安全标准
	中心实验室	研究食品工程学，如工艺装备等

3.2 渠道力：线上线下融合互补，直销增加拉动高毛利

- **线上线下全渠道运营，最大化用户覆盖与辐射。**国内渠道布局方面，公司实现了线上、线下深度融合：线上领域，公司通过主流电商平台和新兴渠道（抖音、小红书等）开展直销和经销；线下领域，公司构建全国性经销网络，已覆盖31个省级行政区，深入渗透各地宠物门店与医院。
- **直销占比持续提升，毛利拉动作用愈发显著。**近年公司直销收入占比不断提高，由2020年的16.1%上升至2023年的28.6%，年均复合增速达21.1%。直销模式主要通过电商平台开设品牌旗舰店的方式直接面向终端消费者，故毛利率在所有渠道中最高，各年均超50%。随着直销渠道的拓展，该渠道贡献毛利连年攀升，是总毛利率实现稳健增长的重要驱动力之一。

图表36：主营业务收入渠道构成



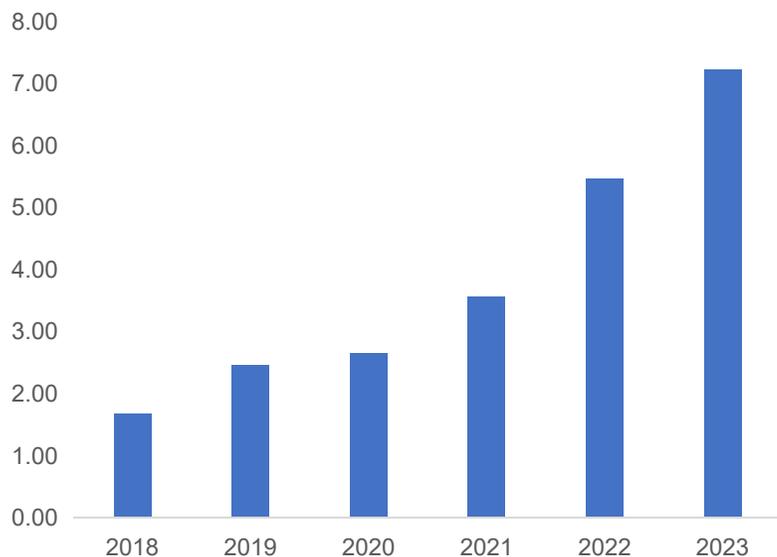
图表37：主营业务分渠道收入和毛利率

渠道		2022 年		2021 年		2020 年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自有品牌	直销	7.50	58.59%	4.28	58.24%	3.22	58.76%
	经销	10.33	37.66%	8.13	31.60%	6.71	30.68%
	商超	2.63	26.09%	0.90	41.27%	0.00	-
	小计	20.46	43.84%	13.30	40.82%	9.93	39.79%
代工	境外	10.34	26.00%	11.27	23.77%	9.66	26.43%
	境内	1.58	32.45%	0.59	32.85%	0.46	29.60%
	小计	11.92	26.85%	11.86	24.22%	10.11	26.57%
品牌代理		1.41	29.02%	0.44	21.26%	0.00	-
合计		33.79	37.23%	25.60	32.79%	20.05	33.12%

3.3 营销力：全方位、立体化营销，提升投入效率

- **全方位、立体化营销，销售投入随营收上升。**2023年公司销售费用达7.21亿元，占总营收16.66%，2018-2023年复合增速为34.03%。瞄准年轻群体，乖宝宠物大力开展泛娱乐化营销，聘请明星代言人、在影视文化作品中植入品牌宣传、赞助动物公益活动，持续提升自有品牌知名度、公信力和影响力。同时，公司联手文娱IP大力打造联名产品，在丰富自身产品线的同时增加产品曝光度和话题传播性，辐射多元消费者。
- **信息化数字化赋能精准营销，费用投入更高效。**公司积极拥抱数字化转型，围绕全域的生意增长、会员的精细化运营打造最全的品牌域数据，深度携手天猫、京东等电商平台，利用线上渠道提供的海量消费数据开展精准化营销；引入“一物一码”系统，实现产销协同、基于数据反馈进行营销调整。同时，公司敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，进行内容驱动式的精准营销，推动线上业务增长提速。

图表38: 乖宝宠物销售费用情况 (单位: 亿元)



图表39: 麦富迪植入综艺、电影



图表40: 乖宝宠物联名产品



四、代工业务：代工模式提供稳定现金流

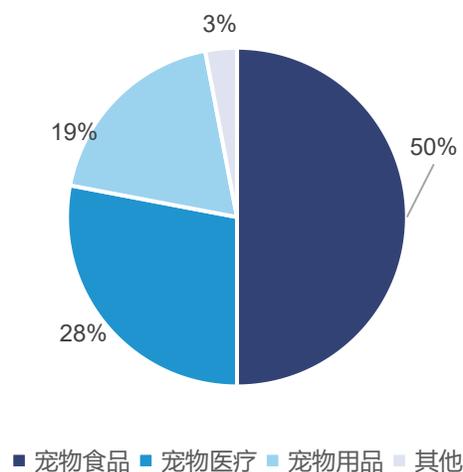
4.1 全球行业规模平稳发展，美国市场领先全球

- **全球宠物市场稳步扩张。**据美国宠物产品协会（APPA）数据，2018-2023年，全球宠物市场规模由1290亿美元增长至1847亿美元，年均复合增长率达7.44%；从行业细分结构来看，全球市场的整体构成与国内类似：由于食品的长期刚需性，2018年全球宠物产业中宠物食品的占比最高，达50%；宠物医疗位列其次，包括宠物药品和疾病诊疗，约占28%；宠物用品排名第三，约占19%。
- **美国宠物行业领先发展，市场规模破千亿美元、渗透率近70%。**美国是全球宠物经济第一大国，也是乖宝宠物的主要代工出口国。根据美国宠物产品协会（APPA）统计，2016年美国宠物市场总销售额约为668亿美元，行业于2020年突破千亿美元门槛，2023年达1470亿美元，2016-2023年均复合增长率约11.94%，其中2018年、2021年同比增速分别约达30%、13%。经过多年积累，发达国家养宠趋向规范化、标准化、多样化，养宠成为社会发达的一种标志，2023年美国宠物家庭渗透率达67%。

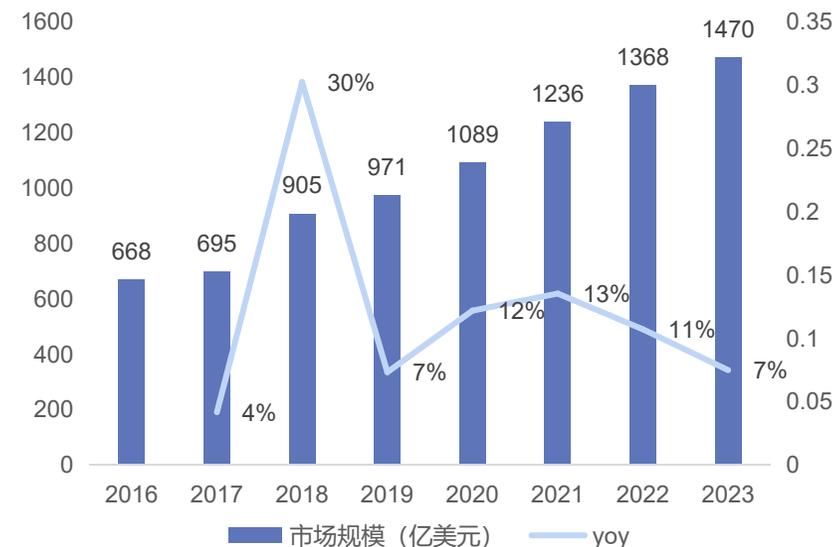
图表41: 全球宠物市场规模（单位：亿美元）



图表42: 2018年全球宠物市场细分结构



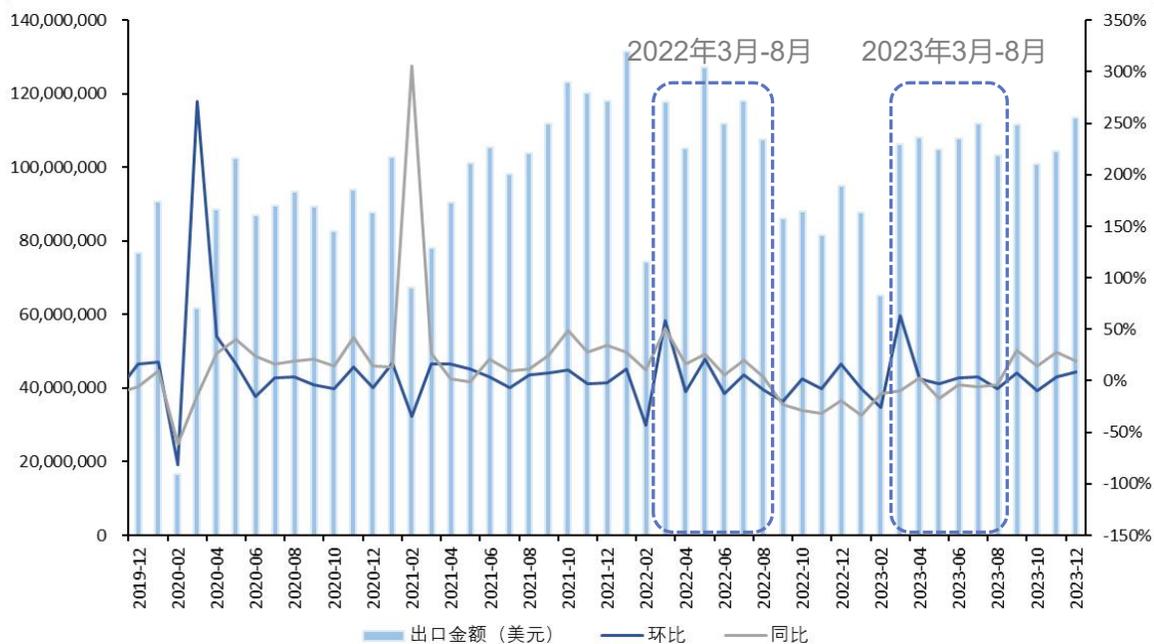
图表43: 美国宠物市场规模（单位：亿美元）



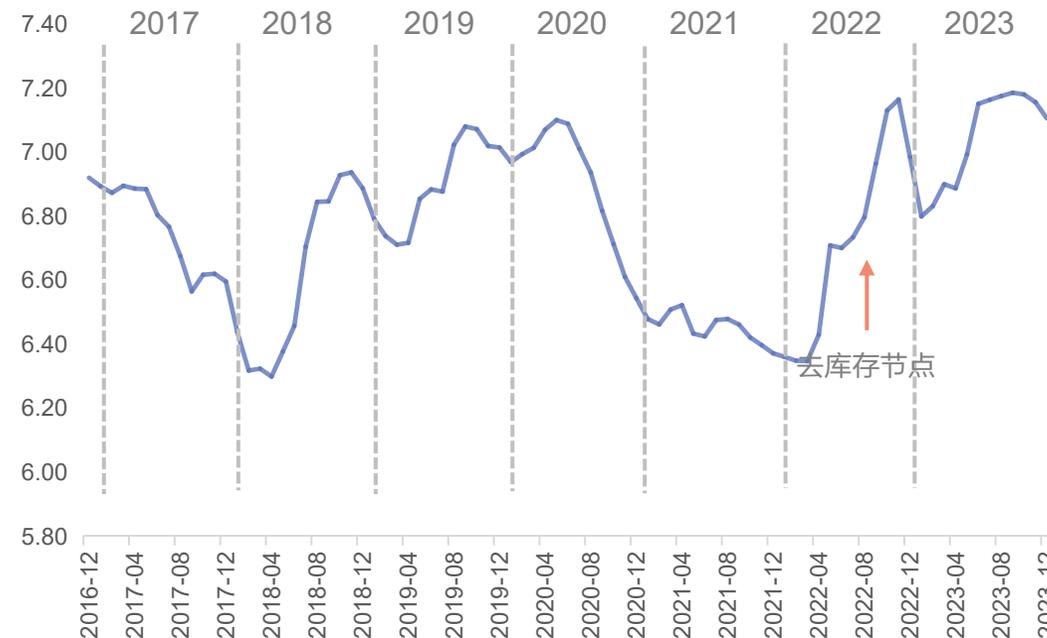
4.2 汇率利好抵减去库压力，库存消化迎来外销复苏

- 境外客户库存持续消化，外销订单预期向好。受海外客户去库存战略影响，2022年9月开始，国内出口代工企业面临较大的境外业务压力，订单量持续下滑。海关总署数据显示，2023Q1/Q2宠物食品出口金额降幅收窄，3月以来环比持续改善，截至2023年8月已基本恢复2022年同期水平，乖宝、中宠等代工企业海外订单陆续转正。当前海外消费持续复苏，叠加2023年同期低基，2024年出口增速预期较高。
- 从2023年全年业绩看，汇率变动提升境外盈利能力，减轻客户去库存带来的利润损失。国内企业海外代工业务主要由美元结算，汇率波动将带来汇兑损益，2023年汇兑损益贡献688.24万元。若后续汇率出现波动，人民币升值，预计会影响公司利润。

图表44: 零售犬猫粮出口金额（单位：美元）



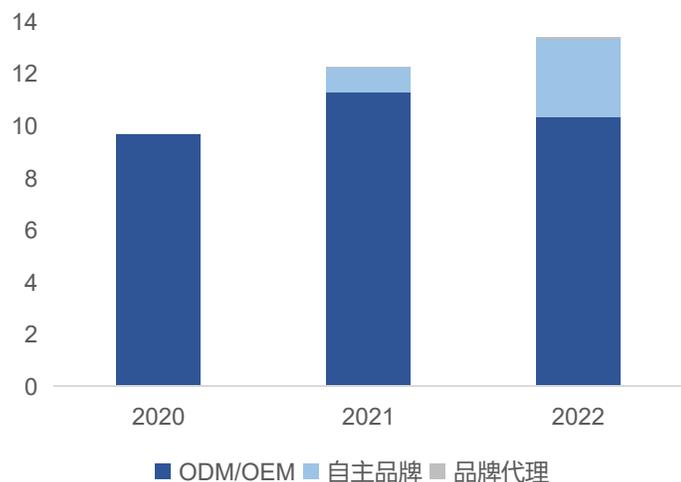
图表45: 美元兑人民币汇率走势



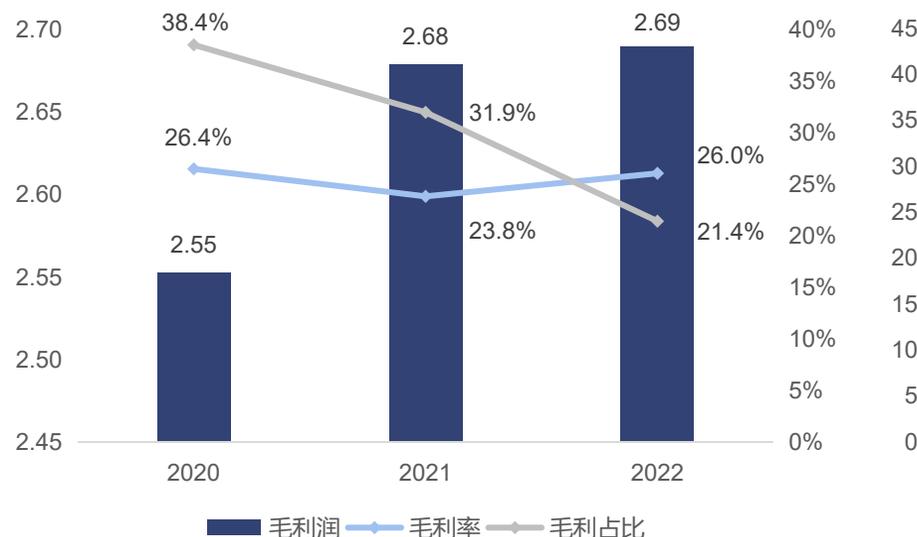
4.3 代工提供稳定现金流，业务重心向国内转移

- 公司境外业务以代加工为主，。境外代工业务毛利率稳定，为公司提供稳定利润来源。ODM/OEM业务是公司境外收入主要来源，2020年贡献全部海外营收，2021、2022年分别占总收入的91.93%和77.17%2020-2022年，境外代工业务毛利率分别为26.43%、23.77%和26.00%，毛利润逐年上升，占总毛利比重分别为38.43%、31.90%和21.37%，为公司贡献稳定现金流。
- 境外收入比重逐年下降，业务布局重心向国内自主品牌业务转移。2020-2023年，乖宝宠物的境内外业务收入均实现持续增长，境内增速较高，境外收入占比由48.17%下降至33.83%，可见公司由产品同质化、竞争激烈的代工战略向定价权和毛利率更高的品牌战略加速转型。考虑到公司主要海外市场集中在北美，贸易摩擦会增加企业风险，如2019年5月美方将10%关税提高到25%，重心转向国内业务有利于提高公司经营的安全性。

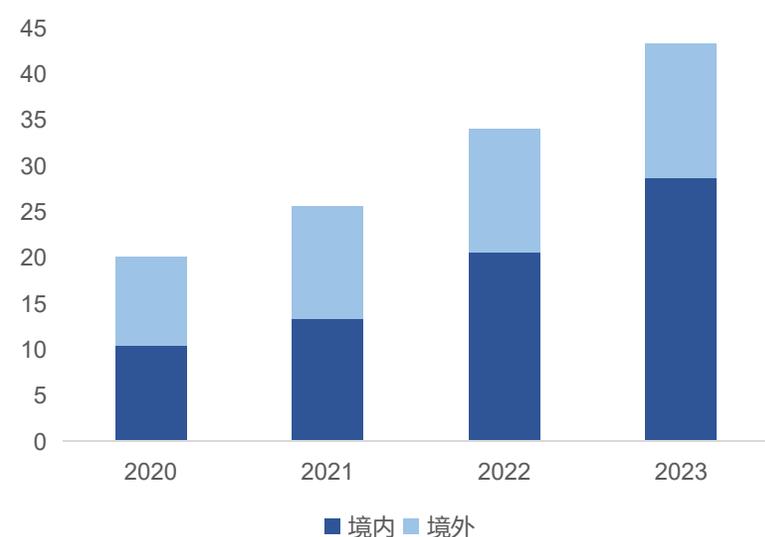
图表46: 公司境外业务收入构成 (单位: 亿元)



图表47: 境外代工业务毛利润和毛利率 (单位: 亿元)



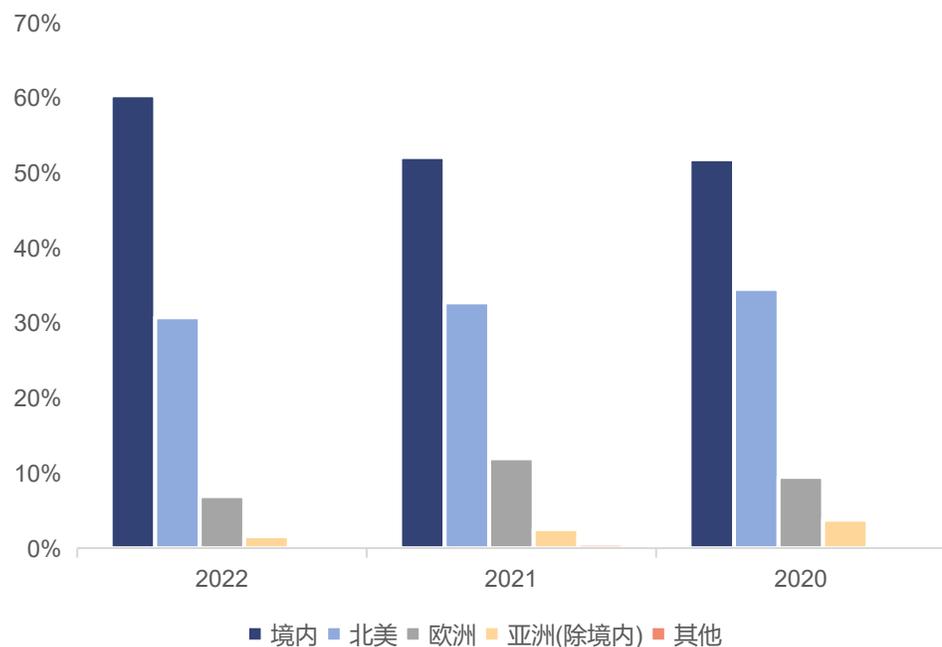
图表48: 总营收地区分布 (单位: 亿元)



4.4 产品主销北美，客户稳定优质

- 境外收入集中于美国，客户结构较为稳定。公司自2006年创立至今不断深耕海外代工业务，产品销往北美、欧洲、亚洲等地。美国是公司的主要出口国，2022年，公司美国市场销售收入达10.4亿元，占总营收的30.77%。凭借稳定的产品质量和良好的商业信誉，公司与沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商建立了长期的合作关系。乖宝的第一大客户为美国沃尔玛，自2014年合作以来，公司持续为其提供烘干类鸡胸肉和鸭胸肉产品，2022年沃尔玛共计贡献公司营收的15.29%。此外，公司还与境内线上经销商保持稳定合作关系，随着公司国内线上销售增长，这些境内经销商的营收占比迅速提高，2022年天猫系经销商跃居第五。

图表49: 2020-2022年公司按销售地域划分的收入结构



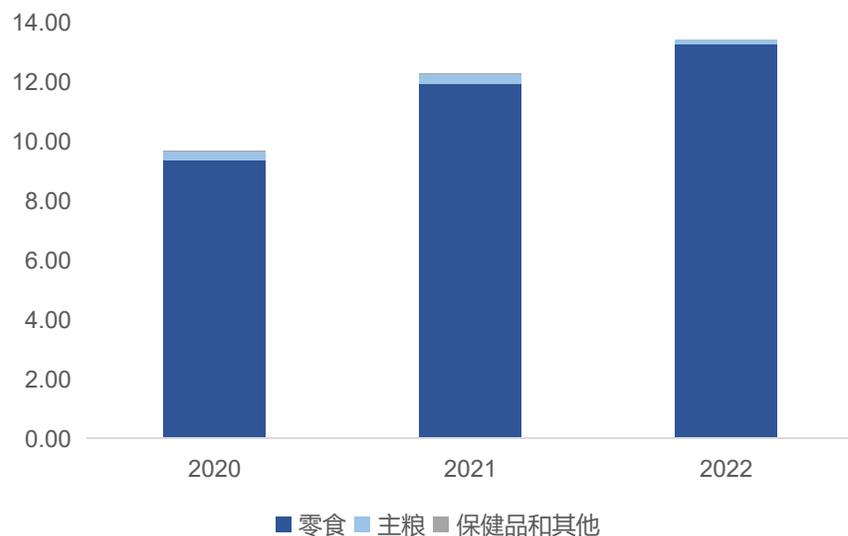
图表50: 2022年公司前五大客户销售情况 (单位: 万元)

序号	客户名称	销售金额	占营业收入比例
1	WalMart Inc.	50743.2	14.94%
	沃尔玛(中国)投资有限公司	894.6	0.26%
	Wal-Mart Canada Corp.	298.88	0.09%
	小计	51936.68	15.29%
2	北京京东世纪贸易有限公司	29153.93	8.58%
	北京京东弘健健康有限公司	82.73	0.02%
	小计	29236.66	8.61%
3	江苏麦乐多科技有限公司	8724.96	2.57%
	上海宠麦科技有限公司	2.483.83	0.73%
	小计	11208.79	3.30%
4	Central Garden & Pet Company	10120.17	2.98%
5	浙江昊超网络科技有限公司	6968.11	2.05%
	浙江天猫供应链管理有限公司	301.37	0.09%
	小计	7.269.49	2.14%

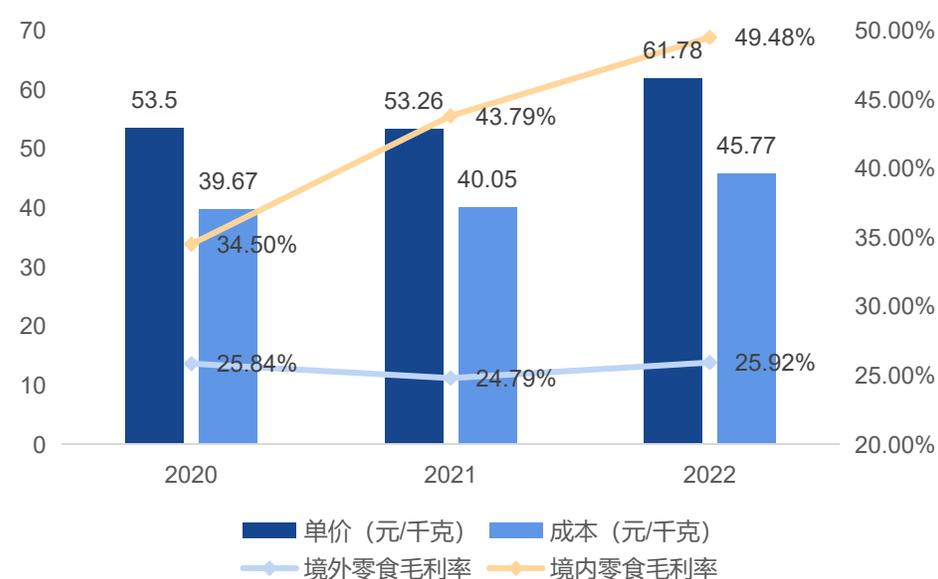
4.5 零食为主要外销产品，提供稳定利润支撑

- 境外销售产品以零食为主，主粮、保健品和其他产品占比较低。2020-2022年，公司境外零食收入在泰国产能释放和海外自有品牌销售增长的推动下逐年提高，增速达18.98%，占境外总营收比例大于95%。
- 境外零食成本单价齐升，毛利率与品牌产品相比偏低。2022年，公司境外零食的销售单价和成本均升高，其中价格增量较高，增厚公司境外盈利能力。公司境外零食主要为ODM/OEM渠道产品，毛利率的大小与成长性均显著低于以自主品牌形式销售的境内零食产品。公司从事海外零食代工多年，该业务毛利率近年较稳定，基本围绕25%波动，2021年的轻微下降主要系美元贬值影响。
- 以零食为主的海外代工业务为乖宝提供稳定利润，支持公司在毛利率更高、更具发展潜力的自主品牌建设上寻求突破。

图表51: 2020-2022年公司境外产品构成



图表52: 近年境外零食单价、成本、毛利率及境内零食毛利率



五、盈利预测与投资建议

4 盈利预测与投资建议

图表53: 公司业务拆分

按照产品品类拆分，公司的主要产品包括宠物零食、宠物主粮、保健品及其他。宠物零食为公司的最主要产品，亦是海外OEM/ODM代工最重要的产品品类，在公司营收中占比最大，但发展速度放缓；宠物主粮为公司重点发展品类，国内自主品牌发展驱动主粮高速发展，占比迅速提升。

结合过去几年的数据，我们进行合理假设：

①2024-2026年，宠物零食的营收为23.83/26.21/28.83亿元，考虑到公司重要的原材料鸡肉价格后续略有上涨，毛利率36.05%略有下降，在总营收中占比为42.41%/35.86%/30.55%；

②2024-2026年，公司募资的产能建设逐步释放，自有品牌发展主粮增速较快，故预计宠物主粮营收为31.31/45.4/63.56亿元，在总营收中占比为55.73%/62.12%/67.35%；

③保健品和其他业务在总营收中占比较小，维持稳定增速。

我们预计公司2024-2026年营收为56.19/73.09/94.38亿元，同比增长29.86%/30.07%/29.13%，毛利率水平为37.91%/37.56%/37.36%。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
宠物零食									
收入 (百万元)	876.29	909.02	1296.16	1629.93	1954.02	2166.14	2382.76	2621.03	2883.14
YOY		3.73%	42.59%	25.75%	19.88%	10.86%	10%	10%	10%
成本 (百万元)	624.37	717.85	929.96	1143.05	1299.32	1360.52	1523.79	1676.16	1843.78
YOY		14.97%	29.55%	22.91%	13.67%	4.71%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	251.92	191.17	366.20	486.88	654.70	805.62	858.97	944.87	1039.35
毛利率	28.75%	21.03%	28.25%	29.87%	33.51%	37.19%	36.05%	36.05%	36.05%
业务占比	71.76%	64.78%	64.39%	63.29%	57.51%	50.06%	42.41%	35.86%	30.55%
宠物主粮									
收入 (百万元)	340.09	483.49	695.51	912.01	1388.44	2087.49	3131.24	4540.29	6356.41
YOY		42.16%	43.85%	31.13%	52.24%	50.35%	50%	45%	40%
成本 (百万元)	202.31	275.19	405.58	570.51	806.39	1335.92	1910.36	2808.24	3959.61
YOY		36.02%	47.38%	40.67%	41.35%	65.67%	43%	47%	41%
毛利 (百万元)	137.77	208.30	289.93	341.50	582.05	751.57	1220.87	1732.06	2396.80
毛利率	40.51%	43.08%	41.69%	37.44%	41.92%	36.00%	38.99%	38.15%	37.71%
业务占比	27.85%	34.46%	34.55%	35.42%	40.87%	48.24%	55.73%	62.12%	67.35%
保健品及其他									
收入 (百万元)	2.14	7.59	12.95	18.14	36.70	56.66	84.99	127.48	178.48
YOY		254.35%	70.63%	40.07%	102.36%	54.39%	50.00%	50.00%	40.00%
成本 (百万元)	0.50	2.80	5.12	6.98	15.36	26.31	39.47	59.20	88.81
YOY			83.12%	36.34%	120.11%	100.70%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利 (百万元)	1.64	4.79	7.83	11.16	21.34	30.35	45.52	68.28	89.67
毛利率	76.65%	63.17%	60.47%	61.52%	58.15%	53.56%	53.56%	53.56%	50.24%
业务占比	0.18%	0.54%	0.64%	0.70%	1.08%	1.31%	1.51%	1.74%	1.89%
其他									
收入 (百万元)	2.59	3.05	8.42	15.09	18.38	16.67	20.00	20.00	20.00
YOY		17.82%	175.99%	79.12%	21.84%	-9.30%	19.97%	0.00%	0.00%
成本 (百万元)	2.56	2.10	5.01	10.04	14.17	10.15	15.00	20.00	20.00
YOY		-18.07%	138.87%	100.40%	41.14%	-28.34%	47.73%	33.33%	0.00%
毛利 (百万元)	0.03	0.95	3.41	5.05	4.21	6.52	5.00	0.00	0.00
毛利率	1.16%	31.27%	40.51%	33.45%	22.91%	39.09%	25.00%	0.00%	0.00%
业务占比	0.21%	0.22%	0.42%	0.59%	0.54%	0.39%	0.36%	0.27%	0.21%
合计									
收入 (百万元)	1221.11	1403.14	2013.04	2575.16	3397.54	4326.96	5618.98	7308.81	9438.02
YOY		14.91%	43.47%	27.92%	31.93%	27.36%	29.86%	30.07%	29.13%
成本 (百万元)	829.74	997.93	1345.67	1730.58	2135.24	2732.91	3488.62	4563.60	5912.20
YOY		20.27%	34.85%	28.60%	23.38%	27.99%	27.65%	30.81%	29.55%
毛利 (百万元)	391.37	405.22	667.37	844.58	1262.30	1594.05	2130.36	2745.20	3525.82
毛利率	32.05%	28.88%	33.15%	32.80%	37.15%	36.84%	37.91%	37.56%	37.36%

- **公司成长性、盈利能力行业领先。**在上市的宠物食品标的中，公司2023年毛利率达36.84%，显著高于同行，盈利能力在近三年呈现持续提升态势，我们认为未来国内市场竞争格局变化利好具备稳定供应链、持续研发能力、高产品品质的龙头企业，持续推荐。

图表54: 同业公司对比

可比公司	营业收入(百万)			经营性现金流净额(百万)			毛利率(%)			归母净利润(百万)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
乖宝宠物 (301498)	2,575.16	3,397.54	4,326.96	93.93	306.46	617.15	28.78	32.59	36.84	140.27	266.88	428.84
中宠股份 (002891)	2,881.55	3,247.99	3,747.20	212.66	119.51	447.02	20.05	19.79	26.28	115.62	105.93	233.16
佩蒂股份 (300673)	1,270.89	1,731.80	1,411.28	-34.71	230.61	178.39	22.93	22.30	19.33	60.02	127.12	-11.09
路斯股份 (832419)	458.88	549.05	696.31	39.18	48.14	104.40	16.52	15.16	19.87	30.39	43.13	68.40

4 盈利预测与投资建议

- **盈利预测和投资评级：**公司作为宠物食品板块龙头，2023年及2024Q1业绩同比增长显著，因此我们调整公司2024-2026年营收为56.19/73.09/94.38亿元，归母净利润为5.84/7.73/9.6亿元，对应PE分别41/31/25倍，未来国内市场竞争格局变化利好具备稳定供应链、持续研发能力、高产品品质的龙头企业，2024年宠物板块盈利有望维持高增速，维持“买入”评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4327	5619	7309	9438
增长率(%)	27	30	30	29
归母净利润（百万元）	429	584	773	960
增长率(%)	61	36	32	24
摊薄每股收益（元）	1.07	1.46	1.93	2.40
ROE(%)	12	14	16	17
P/E	34.62	40.69	30.77	24.78
P/B	4.35	5.72	4.94	4.21
P/S	3.68	4.23	3.25	2.52
EV/EBITDA	24.07	27.38	20.88	16.69

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

五、风险提示

1、贸易摩擦的风险。近年来，全球产业格局不断调整，国际贸易摩擦频发，这对我国宠物食品产业的发展造成了一定的负面影响。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。

2、海外市场拓展不力的风险。海外市场是公司营业收入的重要来源，公司采取 OEM/ODM 模式为海外客户生产宠物食品，对劳动力资源需求量大，同类厂商产品同质化程度较高。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。

3、原材料价格波动风险。当原材料价格出现大幅波动的情况，而公司无法将原材料上涨所产生的压力转移，或者不能通过提升研发水平和产品生产工艺以抵消原材料成本上升的压力，或者不能通过有效的存货管理以抵消原材料价格下降所产生的存货跌价损失压力，公司存在原材料价格大幅波动而导致的经营风险。

4、汇率波动的风险。公司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。随着全球政治环境、经济环境及各国货币政策的变化，结算货币与人民币之间的汇率也会发生一定的波动，具有较大的不确定性，使得公司面临汇率变动的风险。

5、国内市场竞争加剧的风险。随着宠物在人类社会中角色和定位的变化，宠物经济快速崛起，宠物食品的市场规模也逐年扩大。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。宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

乖宝宠物盈利预测表

证券代码： 301498

股价： 59.45

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240515

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1009	1293	1629	2064	营业收入	4327	5619	7309	9438	每股指标				
应收款项	278	359	467	603	营业成本	2733	3489	4564	5912	EPS	1.15	1.46	1.93	2.40
存货净额	657	733	990	1312	营业税金及附加	20	25	33	42	BVPS	9.16	10.40	12.03	14.13
其他流动资产	151	164	184	210	销售费用	721	899	1242	1604	估值				
流动资产合计	2095	2550	3270	4189	管理费用	250	320	424	566	P/E	34.6	40.7	30.8	24.8
固定资产	916	960	994	1063	财务费用	-13	-19	-24	-30	P/B	4.3	5.7	4.9	4.2
在建工程	34	84	124	154	其他费用/(-收入)	73	96	132	179	P/S	3.7	4.2	3.3	2.5
无形资产及其他	1099	1161	1174	1187	营业利润	526	729	964	1197	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	-1	0	0	0	盈利能力				
资产总计	4143	4755	5562	6592	利润总额	525	729	964	1197	ROE	12%	14%	16%	17%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	95	138	183	227	毛利率	37%	38%	38%	37%
应付款项	184	233	304	394	净利润	430	590	781	969	期间费率	22%	21%	22%	23%
合同负债	57	73	95	123	少数股东损益	1	6	8	10	销售净利率	10%	10%	11%	10%
其他流动负债	116	147	190	243	归属于母公司净利润	429	584	773	960	成长能力				
流动负债合计	357	453	589	760	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	27%	30%	30%	29%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	617	624	653	793	利润增长率	61%	36%	32%	24%
其他长期负债	116	132	142	152	净利润	429	584	773	960	营运能力				
长期负债合计	116	132	142	152	少数股东损益	1	6	8	10	总资产周转率	1.35	1.26	1.42	1.55
负债合计	473	585	731	912	折旧摊销	107	113	123	138	应收账款周转率	21.10	17.65	17.70	17.64
股本	400	400	400	400	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.92	5.02	5.30	5.14
股东权益	3670	4170	4831	5680	营运资金变动	42	-176	-249	-312	偿债能力				
负债和股东权益总计	4143	4755	5562	6592	投资活动现金流	-1075	-260	-206	-245	资产负债率	11%	12%	13%	14%
					资本支出	-196	-220	-210	-250	流动比	5.86	5.63	5.55	5.51
					长期投资	0	0	0	0	速动比	3.67	3.72	3.63	3.58
					其他	-879	-40	4	5					
					筹资活动现金流	1282	-80	-112	-112					
					债务融资	-196	14	10	10					
					权益融资	1600	0	0	0					
					其它	-122	-94	-122	-122					
					现金净增加额	822	284	335	435					

农业小组介绍

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022年Choice最佳分析师第2名；2022年中国证券业分析师金牛奖第4名；2022年卖方分析师水晶球奖总榜单第5名（公募榜单第4名），2020年水晶球公募榜单第5名；2022年新浪财经金麒麟最佳分析师第5名；2022年第20届新财富最佳分析师第6名。

熊子兴，分析师，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，分析师，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

分析师承诺

程一胜, 王思言, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 农业研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597