

乖宝宠物（301498.SZ）/农林牧渔

证券研究报告/公司深度报告

2024年05月24日

评级：买入（维持）

市场价格：54.19元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

联系人：严瑾

电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

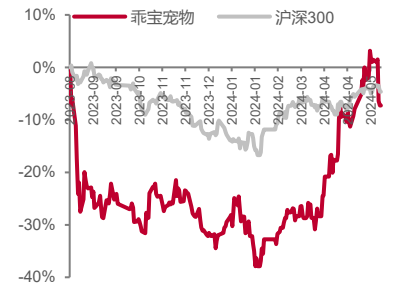
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,398	4,327	5,241	6,455	7,864
增长率 yoy%	31.9%	27.4%	21.1%	23.2%	21.8%
净利润（百万元）	267	429	615	802	1,042
增长率 yoy%	90.3%	60.7%	43.4%	30.4%	30.0%
每股收益（元）	0.67	1.07	1.54	2.00	2.60
每股现金流量	0.77	1.54	1.05	1.78	2.26
净资产收益率	15%	12%	22%	22%	22%
P/E	81.2	50.6	34.3	26.3	20.2
P/B	12.3	5.9	7.4	5.8	4.5

备注：股价取自 2024 年 05 月 23 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	40
市价(元)	54.19
市值(百万元)	21,678
流通市值(百万元)	2,168

股价与行业-市场走势对比



相关报告

乖宝宠物深度报告：国内宠物食品行业领军者

报告摘要

- **公司为什么建立弗列加特品牌？**弗列加特品牌是公司“麦富迪”品牌后的第二大自创品牌，是公司顺应快速崛起的猫经济和更加精致内卷的主粮市场建立的高端猫粮品牌，更是公司品牌矩阵完善、犬+猫粮综合实力进一步提升的举措。
- **弗列加特快速增长的原因是什么？**弗列加特直击消费者痛点，在产品原料、生产设备、生产工艺、产品包装及品牌运营等方面均做足功课，较麦富迪品牌有全方位升级。**(1) 生产端：**弗列加特秉承只用鲜肉，拒绝肉粉的产品理念，严选高端食材，确保原料可溯源，并依托美国 Wenger TX85 高鲜肉直灌专利技术实现高比例鲜肉添加，制作出天然高适口性，高消化易吸收、营养价值高的猫粮，确保宠主买的放心，宠物吃的安心。**(2) 研发端：**弗列加特追求开发少量、创新、精致、差异化的产品模式塑造品牌的高端形象，每次推出的新产品、新口味都具有创新性和针对性，彰显品牌专业度和高端化。**(3) 产品设计：**基于猫咪挑食且食量小和宠主谨慎购买的痛点，公司采用小规格形式对弗列加特系列产品进行包装。这样即能保证猫咪每次吃到的食物可以充分锁鲜，不回潮，又能让消费者可以低成本购买试吃装进行尝试，提高了用户首次购买的破冰概率。**(4) 品牌运营：**设立单独团队对弗列加特品牌进行运营，精准洞察渠道变化，基于各渠道特点，进行差异化运营。我们认为，随着弗列加特品牌认知提升，后期增长潜力巨大。
- **怎么看公司高端化前景？**首先，高端品牌弗列加特正在兑现其快速增长的能力，逐步打消市场对其高端品牌运营定力和能力的担忧；其次，公司亦在不断增加麦富迪新品高端系列的研发和推广，我们认为孵化下一个“弗列加特”指日可待。最后，从长期来看，国内宠物食品市场竞争将从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争，具有品牌力优势的企业有望享有品牌溢价。公司高端化沉淀有望带来价格带和毛利率持续提升；同时，公司在营销推广和客群运营上积累的优势，有望提升销售费用的使用效率，带来公司盈利能力的提升，最终向国内宠食巨头进军。
- **投资建议：**公司龙头地位持续强化，品牌打造能力得到持续验证，在提升国内品牌市占率的同时持续兑现稳态净利率，有望成为宠物赛道巨头。基于以上分析，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 52.41/64.55/78.64 亿元，归母净利润分别为 6.15/8.02/10.42 亿元，当前股价对应 PE 分别为 34.3/26.3/20.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、国内市场竞争加剧、品牌推广不及预期、研究报告中使用的数据或信息更新不及时等风险。

内容目录

一、公司为什么建立弗列加特品牌？	- 4 -
1.1 市场：中国精致养猫人群快速崛起，猫经济韧性十足	- 5 -
1.2 品牌：宠物食品行业品类众多，单品牌难以覆盖多样化需求	- 7 -
二、弗列加特快速增长的原因是什么？	- 11 -
2.1 产品端：天然原料+独有设备+精细工艺，彰显品质高端化	- 13 -
2.2 产品矩阵：少而精，突显专业化与高端化	- 15 -
2.3 包装设计：小规格锁鲜+清晰卖点展示，直击消费者痛点	- 16 -
2.4 品牌运营：精准洞察渠道变化，弗列加特品牌势能形成	- 17 -
三、怎么看公司高端化前景？	- 19 -
3.1 完善产品矩阵，驱动营收体量持续增长	- 19 -
3.2 高端化沉淀带来盈利能力持续提升	- 19 -
风险提示	- 20 -
原材料价格波动的风险国内市场竞争加剧风险品牌推广不及预期风险	- 20 -
国内市场竞争加剧风险	- 21 -
品牌推广不及预期风险	- 21 -
研究报告中使用的数据或信息更新不及时	- 21 -

图表目录

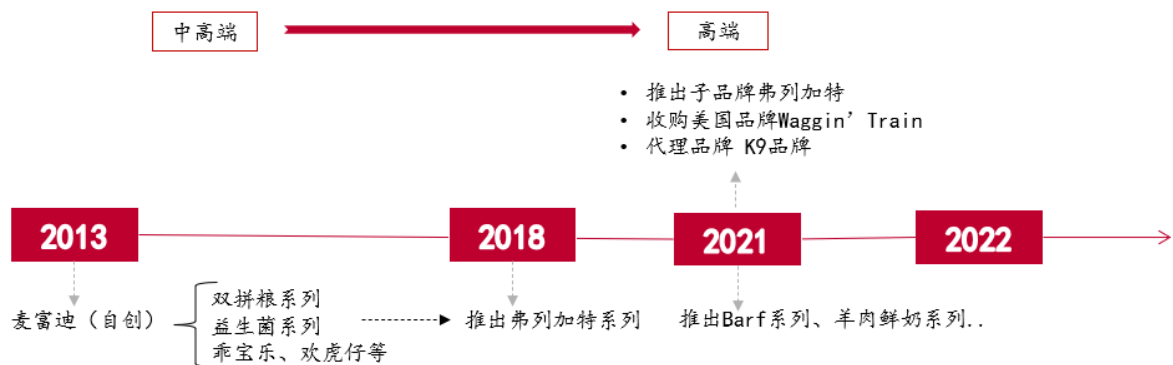
图表 1：乖宝宠物品牌矩阵发展过程	- 4 -
图表 2：麦富迪和弗列加特品牌对比	- 4 -
图表 3：2018-2023 年城镇犬猫消费市场规模（亿元）	- 5 -
图表 4：2018-2022 年宠均开支（元/只）	- 5 -
图表 5：2018-2022 年养宠（犬猫）人数（万）	- 5 -
图表 6：2018-2022 年犬猫数量（万）	- 5 -
图表 7：2018-2022 年宠物（犬猫）食品市场规模（亿元）	- 6 -
图表 8：2022 年城镇宠物（犬猫）细分市场占比	- 6 -
图表 9：部分品牌同系列狗粮和猫粮价格对比	- 6 -
图表 10：养猫和养狗人群画像对比	- 6 -
图表 11：天猫狗粮和猫粮双 11 销售 Top10	- 7 -
图表 12：2014-2023 年美、日、韩公司 CR10 市占率（%）	- 8 -
图表 13：2014-2023 年美、日、韩品牌 CR10 市占率（%）	- 8 -
图表 14：玛氏旗下宠物食品品牌	- 8 -
图表 15：雀巢普瑞纳旗下宠物食品品牌	- 9 -
图表 16：2013-2021 年中国猫狗数量（百万只）	- 10 -
图表 17：2014-2023 年麦富迪品牌市占率（%）	- 10 -

图表 18: 麦富迪品牌产品全覆盖.....	- 10 -
图表 19: 2022 年犬猫主粮和零食使用率.....	- 10 -
图表 20: 乖宝国内品牌矩阵.....	- 11 -
图表 21: 2021-2023 年弗列加特品牌双 11 销售情况.....	- 12 -
图表 22: 2023 年双十一弗列加特榜单.....	- 12 -
图表 23: 2023 年双十一弗列加特火爆单品	- 12 -
图表 24: 弗列加特产品理念	- 13 -
图表 25: 弗列加特原材料供应商	- 13 -
图表 26: Wenger TX-85 相关技术专利.....	- 14 -
图表 27: 弗列加特鲜肉粮制作工艺	- 14 -
图表 28: 弗列加特鲜肉粮 vs 传统鲜肉粮	- 14 -
图表 29: 弗列加特干粮产线展示	- 15 -
图表 30: 弗列加特小蓝盾系列产品理念	- 15 -
图表 31: 消化系统疾病是宠物猫最常见疾病	- 15 -
图表 32: 弗列加特独立“鲜”包装	- 16 -
图表 33: 弗列加特小包装正好满足猫咪每日消耗量	- 16 -
图表 34: 弗列加特大红桶外包装卖点展示	- 16 -
图表 35: 弗列加特烘焙粮包装卖点展示	- 16 -
图表 36: 弗列加特大红桶密封性与抗压性证明	- 17 -
图表 37: 弗列加特大红桶迁移合格证明	- 17 -
图表 38: 弗列加特近期在各渠道排名	- 18 -
图表 39: 弗列加特小红书	- 18 -
图表 40: 第 24 届它博会弗列加特展位	- 18 -
图表 41: 亚宠会弗列加特展位	- 18 -
图表 42: 工作人员介绍鲜肉粮工艺	- 18 -
图表 43: 研发人员介绍产品相关成分	- 18 -
图表 44: GMV 增速对比	- 19 -
图表 45: 麦富迪和弗列加特品牌 GMV (万元)	- 19 -
图表 46: 公司利润率变化	- 20 -
图表 47: 自有品牌收入体量 (百万元)、增速和占比	- 20 -
图表 48: 同行毛利率对比	- 20 -
图表 49: 同行境内收入体量对比 (亿元)	- 20 -

一、公司为什么建立弗列加特品牌？

- **弗列加特：打造专业高端猫粮品牌，聚焦高鲜肉产品。**弗列加特品牌是公司“麦富迪”品牌后的第二大自创品牌，是公司为了顺应快速崛起的猫经济和更加精致内卷的主粮市场建立的高端猫粮品牌，更是公司品牌矩阵完善、犬+猫粮综合实力进一步提升的举措。
- 2013-2021年，公司抓住早期国内养宠人群快速增长和线上渠道快速发展的机遇，聚焦“麦富迪”单品牌进行消费培育，通过泛娱乐等营销策略，占领大众消费市场，“麦富迪”品牌知名度和市场占有率跃居行业前列。但在行业快速扩容过程中，行业结构亦发生变化，公司洞察到养猫主体快速崛起，猫粮市场整体增速和消费升级趋势较狗粮市场更为明显，但公司在猫主粮市场相对其他品类（犬主粮、犬零食和猫零食）优势较弱，原有“麦富迪”品牌难以对高端猫粮市场形成覆盖，因此2021年公司孵化新品牌“弗列加特”。弗列加特在产品定位、品牌运营和客户画像上等较麦富迪更为聚焦——聚焦精致养猫人群，专注高端猫粮，打造以大红桶主食冻干为核心爆品的系列高鲜肉猫粮产品。

图表 1：乖宝宠物品牌矩阵发展过程



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 2：麦富迪和弗列加特品牌对比

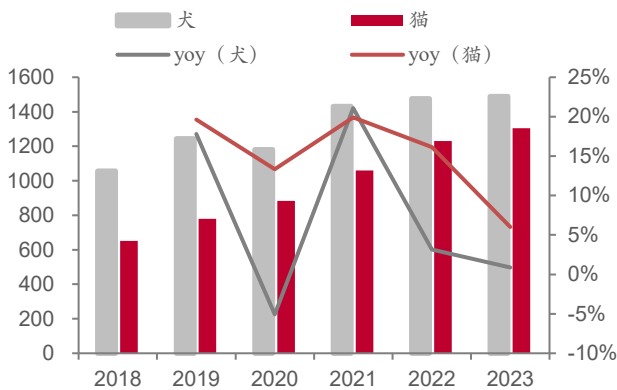
品牌	麦富迪	弗列加特
品牌来源	公司自建品牌	公司自建品牌
品牌定位	国际标准的天然犬猫食品领先品牌，出口欧美、日韩等 30 多个国家和地区	高端肉食猫粮品牌
品牌标语	有猫有狗就有麦富迪	高端肉食猫粮
目标受众	主要针对主流养宠人群，特别是逐年增多的年轻养宠人群，真正做到有猫有狗就有麦富迪	聚焦精致养猫人群
市场策略	注重大众养宠专业化教育的市场推广，不断提升品牌知名度	注重高端人群的精细化运营
产品定位	覆盖犬猫主粮、零食及保健品等全品类犬猫食品	聚焦高端猫粮，打造以大红桶主食冻干为核心爆品的系列高鲜肉猫粮产品

来源：公司官网、中泰证券研究所

1.1 市场：中国精致养猫人群快速崛起，猫经济韧性十足

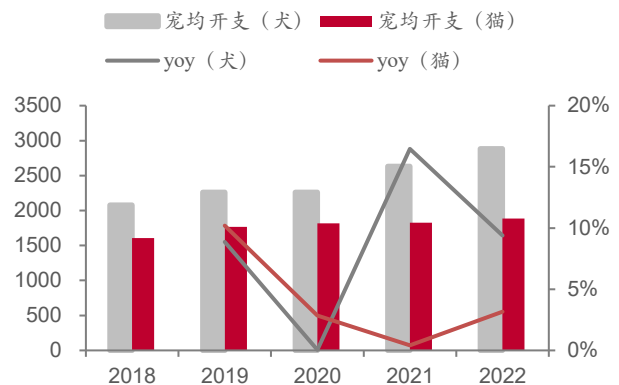
- **猫经济快速增长，目前养猫群体已超养犬群体。**根据中国宠物白皮书数据，2018-2023年，我国宠物（犬猫）市场规模由1708亿元增长至2793亿元，年复合增速为10.3%，其中犬消费规模由1056亿元增长至1488亿元，年复合增速7.1%，猫消费规模由652亿元增长至1305亿元，年复合增速14.9%，规模实现翻倍，年复合增速也是犬市场增速的两倍。量价来看，养猫人群快速增长是猫咪消费市场规模增长的主要原因，2018-2022年城镇养猫人群从2258万人次增至3631万人次，年复合增速为12.6%，同期养犬人群复合增速为0.2%，2022年养猫人群首次超过养犬人群。

图表 3：2018-2023 年城镇犬猫消费市场规模（亿元）



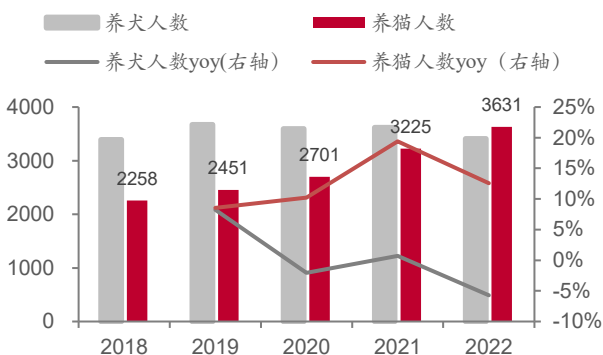
来源：历年中国宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 4：2018-2022 年宠均开支（元/只）



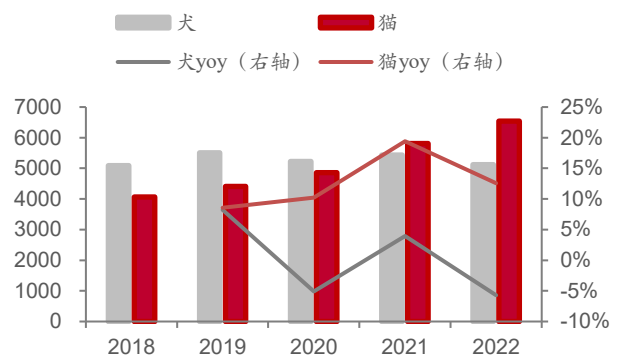
来源：历年中国宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 5：2018-2022 年养宠（犬猫）人数（万）



来源：历年中国宠物行业白皮书、中泰证券研究所

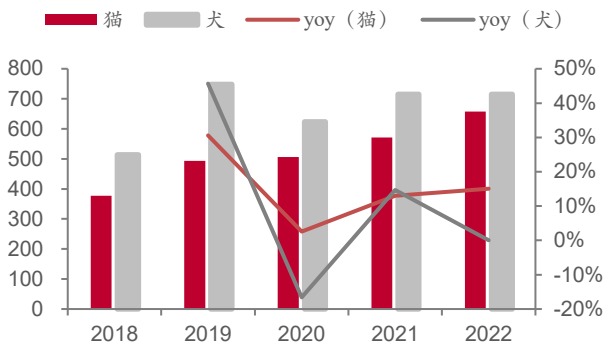
图表 6：2018-2022 年犬猫数量（万）



来源：历年中国宠物行业白皮书、中泰证券研究所

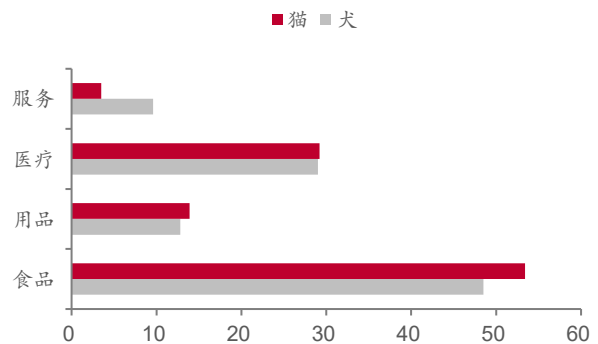
- **猫的宠均开支更聚焦于食品，且猫粮溢价能力较犬粮更强。**虽然犬类的宠均开支高于猫的开支，但具体到食品、用品及服务分类上来看，猫在食品上的开支占比高于犬，且猫粮溢价能力较犬粮更强。根据各品牌天猫旗舰店数据，我们观察到同品牌同系列产品类目下，猫粮单价均高于犬粮单价。

图表 7：2018-2022 年宠物（犬猫）食品市场规模（亿元）



来源：历年中国宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 8：2022 年城镇宠物（犬猫）细分市场占比 (%)



来源：历年中国宠物行业白皮书、中泰证券研究所

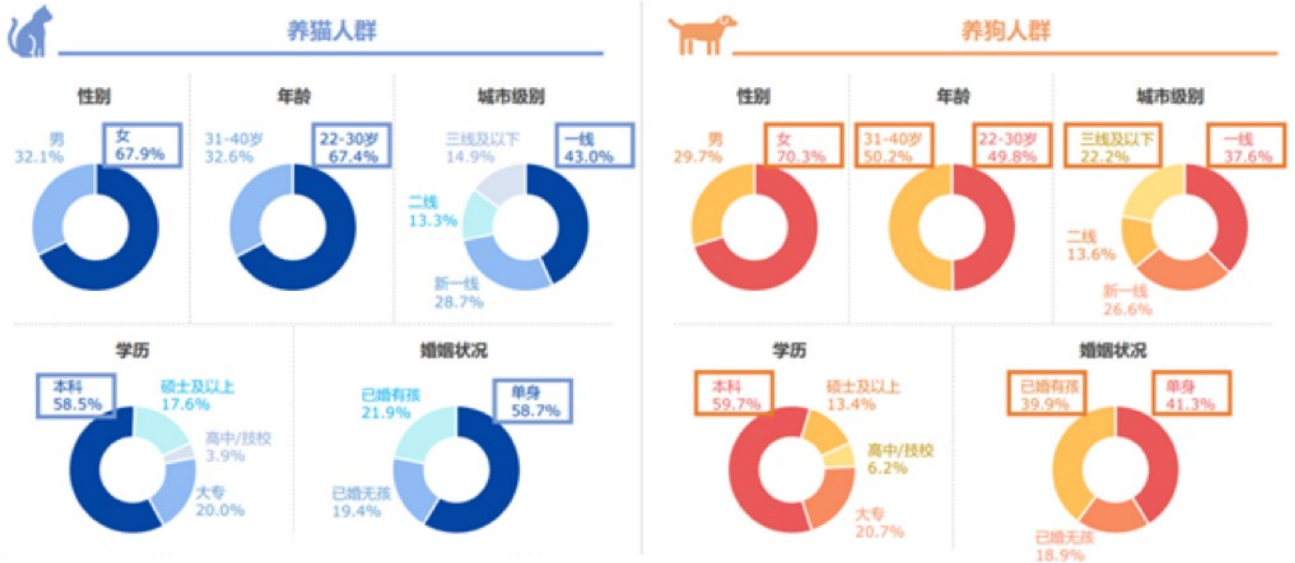
图表 9：部分品牌同系列犬粮和猫粮价格对比

麦富迪									
犬粮			规格	单价 (元/kg)	猫粮				
营养森林系列	营养森林牛肉冻干全期犬粮	49	2kg	25	营养森林系列	营养森林牛肉冻干全期猫粮	69	2kg	35
牛肉双拼系列	经典通用成犬粮	72	2kg	36	天然猫粮N5系列	N5天然成猫粮	58	1.5kg	39
Barf霸弗系列	Barf生骨肉犬粮	95	2kg	48	Barf霸弗系列	Barf生骨肉猫粮	95	1.8kg	53
羊奶肉系列	羊奶肉冻干双拼犬粮	109	2kg	55	羊奶肉系列	羊奶鲜肉奶糕猫粮	135	2kg	68
焙可鲜系列	鲜肉烘焙成犬粮	32	500g	64	Barf烘焙粮	Barf低温烘焙成猫粮	149	1.5kg	99
顽皮									
犬粮			规格	单价 (元/kg)	猫粮				
	冻干四拼全价犬粮	106	2kg	53		冻干四拼全价猫粮	106	2kg	53
	55%真鲜肉全价成犬粮	90	2kg	45		55%真鲜肉全价成猫粮	109	2kg	55
	真鲜肉无谷犬粮	130	2kg	65		真鲜肉无谷猫粮	140	2kg	70
网易天成									
犬粮			规格	单价 (元/kg)	猫粮				
	全价鲜肉烘焙犬粮	129	1.8kg	72		全价鲜肉烘焙猫粮	149	1.8kg	83
	全价鲜肉冻干犬粮	96	2kg	48		全价冻干双拼兔肉猫粮	109	1.8kg	61
渴望									
犬粮			规格	单价 (元/kg)	猫粮				
	全阶段原味鸡肉犬粮	1299	11.4kg	114		全价通用原味鸡肉猫粮	1000	5.4kg	185

来源：各品牌天猫旗舰店、中泰证券研究所

- 养猫人群画像：年轻，精致，舍得花钱。**从当前国内养宠人群结构来看，养猫人群年龄多集中在 22 岁至 30 岁之间，且一线及新一线城市养猫人群明显高于其他线市。分养猫和养犬人群来看，由于生活节奏快，居住面积小，市内对养狗有严格限制等因素，猫咪作为“国民宠物”，因其“个性独立”、需要主人付出的时间和精力更少，更适合当下高压、快节奏生活的一线年轻人。另外，我们从每年双 11 购物节猫狗食品品牌排名能够看到，排名靠前的犬粮品牌多为国产中端品牌，而排名靠前的猫粮品牌有渴望、爱肯拿等海外高端品牌，展现猫主子更舍得花钱的消费习性。

图表 10：养猫和养狗人群画像对比



来源：前瞻经济学研究、中泰证券研究所

图表 11：天猫犬粮和猫粮双 11 销售 Top10

天猫-猫主粮 Top10			
排名	2021	2022	2023
1	Orjen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	LEGEND SANDY/蓝氏
2	ROYALCANIN/皇家	网易严选	诚实一口
3	ACANA/爱肯拿	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家
4	网易严选	Instinct	鲜朗
5	Instinct	LEGEND SANDY/蓝氏	Instinct
6	Solid Gold/素力高	Solid Gold/素力高	网易严选
7	阿飞和巴弟	阿飞和巴弟	Orijen/原始猎食渴望
8	Nourse/卫仕	ZIWI	Solid Gold/素力高
9	喔喔	Nourse/卫仕	江小傲
10	PRO PLAN/冠能	江小傲	Fregate/弗列加特
天猫-犬主粮 Top10			
排名	2021	2022	2023
1	MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪	Pure & Natural/伯纳天纯
2	比乐	Pure & Natural/伯纳天纯	MYFOODIE/麦富迪
3	Pure&Natural/伯纳天纯	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家
4	ROYALCANIN/皇家	比乐	比乐
5	ACANA/爱肯拿	ACANA/爱肯拿	Nutram Number/纽顿
6	NAVARCH/耐威克	NAVARCH/耐威克	汪爸爸
7	Nutram Number/纽顿	Orijen/原始猎食渴望	NAVARCH/耐威克
8	PROPLAN/冠能	Nutram Number/纽顿	鲜朗
9	Orijen/原始猎食渴望	ZIWI	ACANA/爱肯拿
10	Nature Bridge/比瑞吉	汪爸爸	疯狂小狗

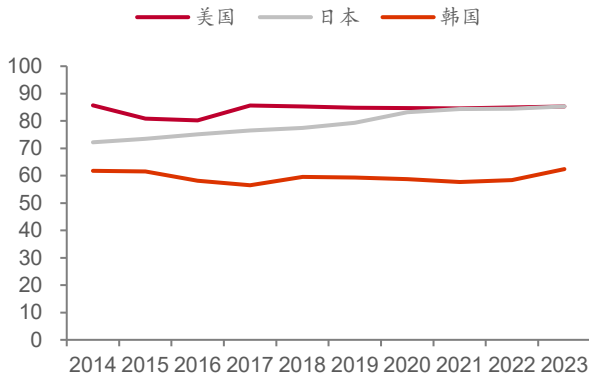
来源：天猫、中泰证券研究所

1.2 品牌：宠物食品行业品类众多，单品牌难以覆盖多样化需求

- 由于宠物品种和用户需求的多样化，单一品牌较难做到对用户的全覆盖，因而单一品牌市占率天花板较低：以美日韩为例，23 年在美国、日本和韩国市占率第一的品牌分别为蓝馥 6.9%、Ciao12.1%、皇家

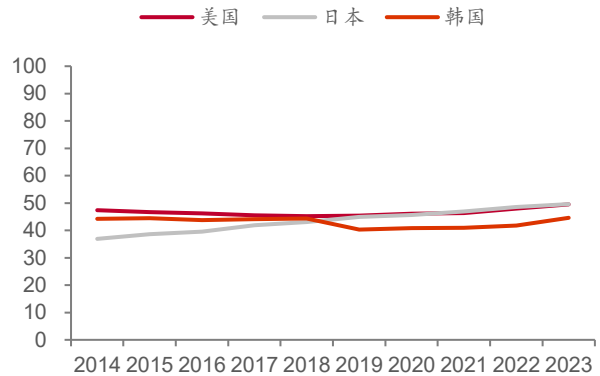
14.3%（欧睿口径）。但宠物食品企业可以通过开发多品牌矩阵覆盖不同的细分市场，因此公司层面的市占率天花板相对较高，23年美国、日本和韩国市占率第一的企业分别为雀巢 27.5%、玛氏 20.3%、玛氏 21.3%（欧睿口径）。

图表 12：2014-2023 年美、日、韩 公司 CR10 市占率 (%)



来源：欧睿、中泰证券研究所

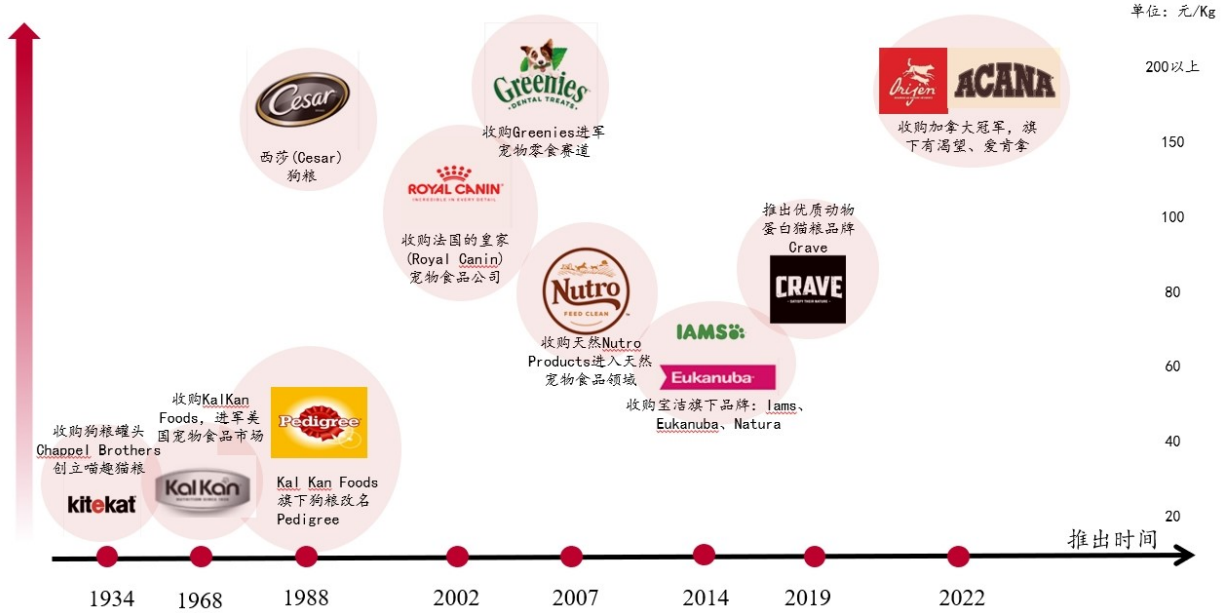
图表 13：2014-2023 年美、日、韩 品牌 CR10 市占率 (%)



来源：欧睿、中泰证券研究所

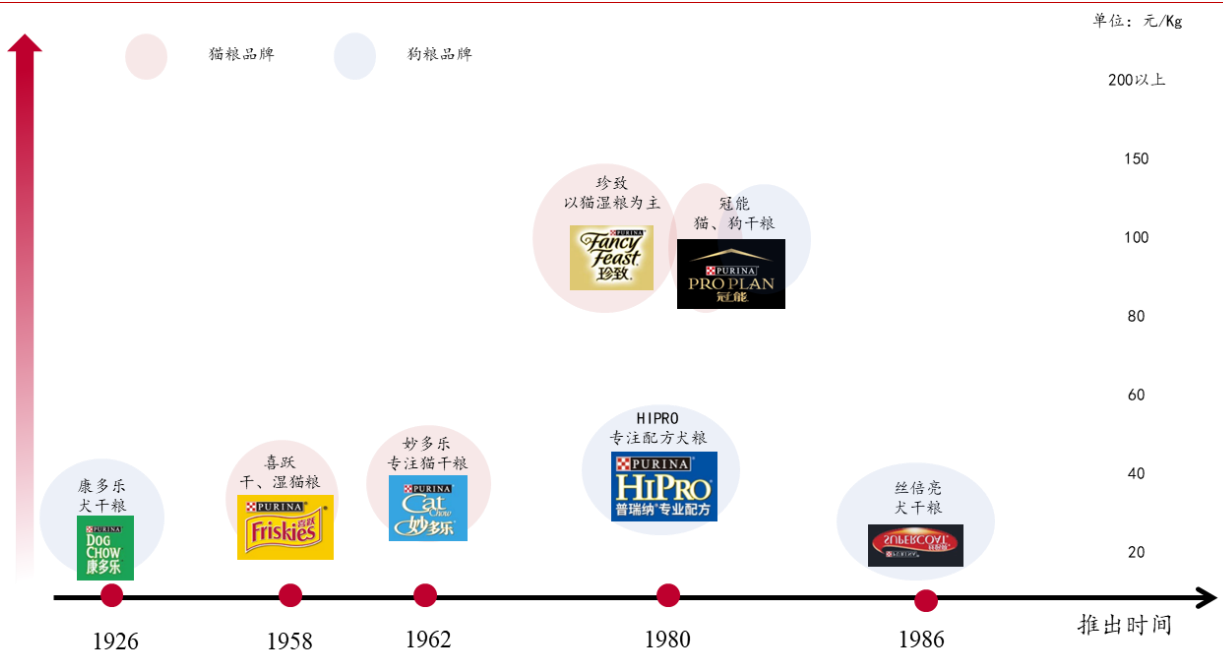
- 复盘海外巨头玛氏和雀巢的发展，也是通过自创+并购的方式，持续完善品牌矩阵和公司市场份额，旗下每一个品牌都有其细分市场和卖点标签。
 - 玛氏发展初期主要培育中端全品类品牌进行扩张（宝路和伟嘉分别成为玛氏犬粮和猫粮的中端大众消费代表），第二步通过自建和并购中高端品牌，深耕细分市场，比如创建专注犬类高端湿粮的西莎；收购法国成熟品牌皇家，进军处方粮赛道；收购 Nutro 进入天然粮赛道；22 年收购加拿大冠军宠物食品，其旗下高端品牌渴望和爱肯拿在 90 多个国家和地区销售，巩固了玛氏在高端市场的地位。
 - 雀巢主要通过并购方式完善了自身在宠物食品赛道的布局，1985 年收购喜跃（中端猫粮品牌，1958 年创立于美国，世界最早研制生产猫粮的品牌之一），进军宠物食品赛；2001 年收购普瑞纳，将喜跃和普瑞纳合并为雀巢普瑞纳。目前旗下有四大狗粮品牌（冠能、丝倍亮、HIPRO、康多乐）和四大猫粮品牌（冠能、喜跃、珍致、妙多乐）。珍致和冠能定位高端市场，其他品牌定位中端市场。凭借悠久的历史，旗下品牌在海外成熟市场被几代宠物主所使用。

图表 14：玛氏旗下宠物食品品牌



来源：玛氏官网、中泰证券研究所

图表 15：雀巢普瑞纳旗下宠物食品品牌

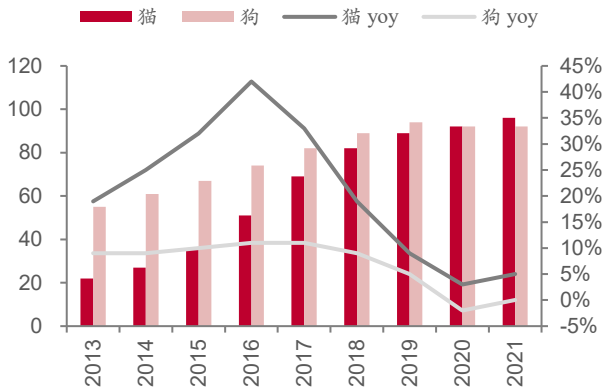


来源：雀巢官网、中泰证券研究所
注：官网未注明 HIPRO 成立时间

- 我们认为，乖宝宠物的成功得益于，公司能够根据行业发展阶段，及时调整品牌策略，完善品牌矩阵打法：
- 2013-2021 年：聚焦单品牌---麦富迪，主打高性价比+高品质，率先占据大众消费市场。公司自 2013 年创建自有品牌“麦富迪”，在早期中国宠物行业体量小，国外品牌占据消费心智的背景下，公司坚持向自有品牌转型，并强调不只要做，还要尽早做。此后抓住国内养宠人群快速增加，线上渠道快速发展的机遇，通过泛娱乐等营销策略，聚焦“麦富迪”

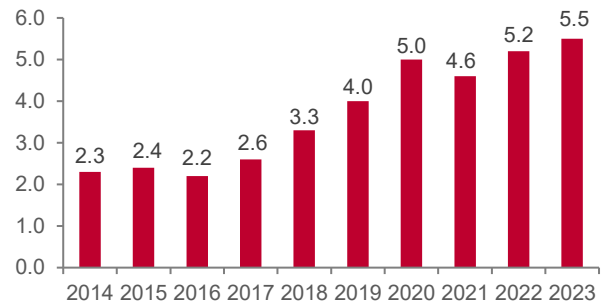
品牌消费培育，占领大众消费市场。当前“麦富迪”品牌销量位列各大线上销售平台榜单前三，产品覆盖干粮、湿粮、零食。根据欧睿数据，2014-2023年麦富迪品牌市占率由2.3%提升至5.5%，排名跃升国内品牌第一名。

图表 16：2013-2021 年中国猫狗数量（百万只）



来源：中国宠物白皮书、中泰证券研究所

图表 17：2014-2023 年麦富迪品牌市占率 (%)



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 18：麦富迪品牌产品全覆盖



来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所

- 2021 年至今，随着行业发展愈发成熟，国内养宠人群画像和消费趋势不断变化，公司洞察到养猫主体快速崛起，猫粮市场整体增速和消费升级趋势较狗粮市场更为明显，但公司在猫主粮市场相对其他品类（犬主粮、犬零食和猫零食）优势较弱，“有猫有狗，就有麦富迪”的宣传口号难以使高端猫用户产生该品牌在猫粮领域专业化、针对性的联想。因此，随着高端猫粮市场的逐步壮大，公司设立只做高端猫粮的“弗列加特”品牌，旨在使高端猫用户感受到“弗列加特”的专注度和专业性，通过提供差异化的高端产品来满足用户的需求。

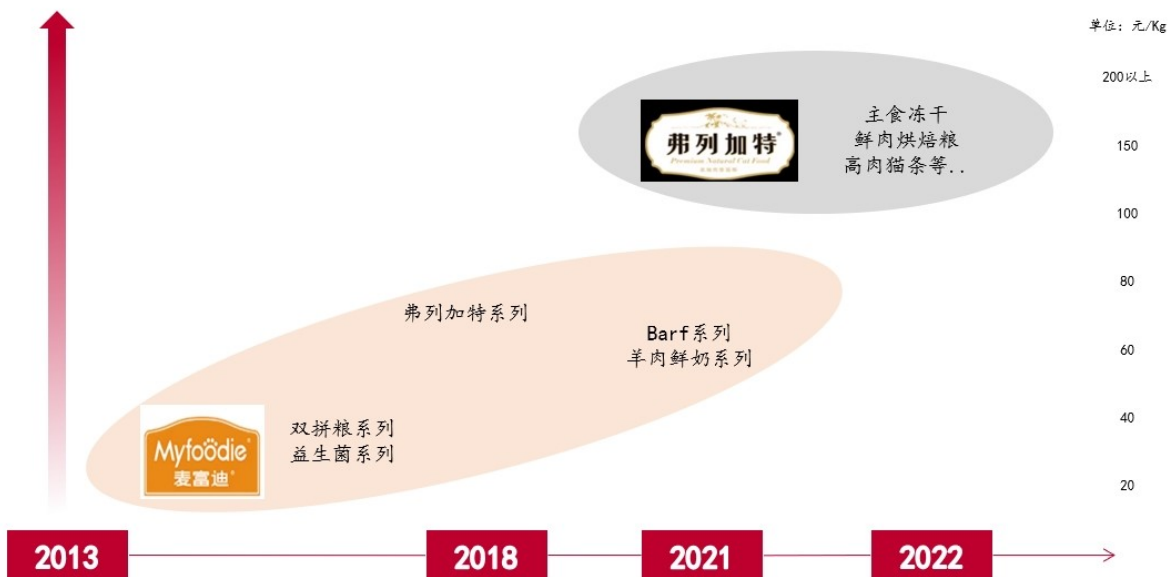
图表 19：2022 年犬猫主粮和零食使用率 (%)

使用率排名	犬主粮		猫主粮		犬零食		猫零食	
	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额
1	皇家	21.5	皇家	23.3	麦富迪	34.3	麦富迪	21.3
2	伯纳天纯	19.9	爱肯拿	16.1	宝路	20.1	顽皮	16.7
3	麦富迪	16	渴望	14.9	顽皮	19.4	滋益巅峰	16.1
4	爱肯拿	15.9	生鲜本能	10.3	疯狂小狗	18.3	地狱厨房	15.7
5	冠能	10.8	麦富迪	10	滋益巅峰	12.6	伊纳宝	15.3
6	比乐	10.3	冠能	9.2	皇家	10.7	希宝	12.8
7	渴望	10.3	网易严选	8.6	真致	10.7	朗诺	12.4
8	纽顿	8.3	卫仕	7.4	多格漫	9.7	爱立方	10.8
9	宝路	8.1	素力高	5.9	嬉皮狗	8.7	皇家	10
10	比瑞吉	7.5	伯纳天纯	5.7	句句兽	7.1	珍致	9.9

来源：中国宠物白皮书、中泰证券研究所

- 公司 2021 年进阶高端市场，完善品牌矩阵，提升品牌调性。2021 年公司推出子品牌弗列加特（高端猫粮），收购雀巢普瑞纳旗下美国品牌 Waggin' Train（高端犬粮），代理 K9 进军高端宠食市场；与此同时，公司加强了麦富迪旗下高端产品系列的研发和布局，推出 Barf 系列、羊奶鲜肉系列等高端产线，持续提升品牌调性。我们相信，公司凭借对市场变化的灵敏洞察，未来将持续完善品牌矩阵和产品定位。

图表 20：乖宝国内品牌矩阵



来源：天猫、中泰证券研究所

二、弗列加特快速增长的原因是什么？

- 弗列加特直击消费者痛点，在产品研发，生产工艺和品牌运营进行全方位升级。作为一个仅成立 4 年的新品牌，弗列加特展现了惊人的增速，且作为一个纯猫粮品牌，在 2023 年双 11 期间已跻身宠物食品品牌前 15 名榜单。根据 2022 年弗列加特双 11 终极战报，弗列加特双十一期

间全网销售额超 2000 万，同比增长 970%。单品方面，弗列加特主食冻干位列冻干猫粮热销榜和热卖榜第二位。2023 年 7 月，淘宝品牌销售排行榜中，弗列加特进入猫零食 TOP50 榜单，位列榜单 29 名，是新上榜榜单中排名最靠前的品牌。2023 年双 11 期间，全网销售额突破 6400 万元 (yoy200%+)，其中天猫 3666 万 (yoy+193%)，抖音 1957 万元 (yoy300%+)，京东 539 万 (yoy170%+)，且弗列加特首次进入天猫-猫主粮品牌前 10 名榜单，天猫宠物食品品牌销售榜第 15 名。我们认为弗列加特在产品原料、生产设备、生产工艺、产品包装及品牌运营等方面均做足功课，较麦富迪品牌有全方位升级。随着消费者品牌认知提升，后期增长潜力巨大。

图表 21：2021-2023 年弗列加特品牌双 11 销售情况


来源：公司官方公众号、中泰证券研究所

图表 22：2023 年双十一弗列加特榜单
图表 23：2023 年双十一弗列加特火爆单品



来源：宠业家、中泰证券研究所



来源：公司官方公众号、中泰证券研究所

2.1 产品端：天然原料+独有设备+精细工艺，彰显品质高端化

- 秉承只用鲜肉，拒绝肉粉的产品理念，严选高端食材，确保原料可溯源。弗列加特创立以来，秉承只以鲜肉为原料，不用肉粉，解决了传统普通猫粮使用肉粉可能造成的原料混杂、适口性差、消化率低以及病菌隐患大等痛点。弗列加特拥有优质农场认证，从源头把控猫粮品质，弗列加特全价高肉粮的鲜肉全部来自于 GLOBAL G.A.P. 认证农场，0-4℃ 保存 5 天内的新鲜鸡肉，从宰割到生产出猫粮产品不超过 5 天，全程低温冷链运输，能最大限度的保证鸡肉的新鲜度，进而确保产品的营养和适口度。另外，产品原材料均选择国内外优质供应商：鸡肉采购选择国内知名企业圣农发展，鱼肉选择具有 MSC 国际认证的供应商，牛羊肉源自新西兰优质牧场。同时，弗列加特坚持原料食材溯源，除了能够增强品控，食材清楚、配方清楚，还能够通过多渠道的监督，证明来源可查，去向可究、责任可究，确保宠主买的放心，宠物吃的安心。

图表 24：弗列加特产品理念

图表 25：弗列加特原材料供应商



来源：官方公众号、中泰证券研究所

全球营养供应商巨头		高品质肉源供应商	
维生素&矿物质	荷兰皇家帝斯曼 (山东公司) 全球维生素行业头部企业/全球肉鸡维生素供应商	鲜鸡肉	圣农发展股份有限公司
南极磷虾粉	挪威阿克海洋生物有限公司 挪威百年工业巨头阿克集团下属企业/MSC认证和可追溯性有机磷虾供应商	三文鱼	大连瑞驰企业集团有限公司 海洋食品供应链领域龙头企业，获MSC国际认证的三文鱼供应商
有机矿物质	天津奥特奇生物制品有限公司 全球第一大有机磷元素生产商	鲑鱼	大连瑞驰企业集团有限公司 海洋食品供应链领域龙头企业，获MSC国际认证的三文鱼供应商
酿酒酵母	安琪酵母股份有限公司 全球第三大酵母公司，酵母及其深加工品供应商	火鸡	南京布嘉尔贸易有限公司 智利进口火鸡/冻鲜鸡肉
		牛肉	大庄园肉业集团股份有限公司 新西兰进口鲜牛肉/冻鲜牛肉
		羊肉	大庄园肉业集团股份有限公司 新西兰进口羊肉
		三文鱼油	天津开发区嘉嘉商贸有限公司 智利进口鱼油

来源：官方公众号、中泰证券研究所

- 引入高端设备和专利技术，精细化制作工艺生产天然高适口性易吸收猫粮。弗列加特率先引入了国际先进的美国 Wenger TX-85 设备，运用制作鲜肉粮最核心的鲜肉直灌工艺，依托于美国 Wenger TX85 高鲜肉直灌专利技术实现高比例鲜肉添加。区别于其他鲜肉粮品牌鲜肉榨粉的繁琐预处理环节，弗列加特鲜肉粮的鲜肉在不经过高温油炸榨粉预处理的情况下，直接在 50℃ 的低温环境下将鲜肉直接乳化成肉浆，打破鲜肉直接制粮的技术瓶颈，能够制作出天然高适口性，高消化易吸收、营养价值高的猫粮。该设备可以生产大于 30% 以上的鲜肉添加的产品，而且全程智能化精准配比，0-50℃ 瞬间升温乳化肉源。此外，弗列加特采用美国 FDA 认证的高能物理灭菌保鲜技术，能够有效消灭病菌，使鲜肉粮免去防腐剂的添加。

图表 26: Wenger TX-85 相关技术专利

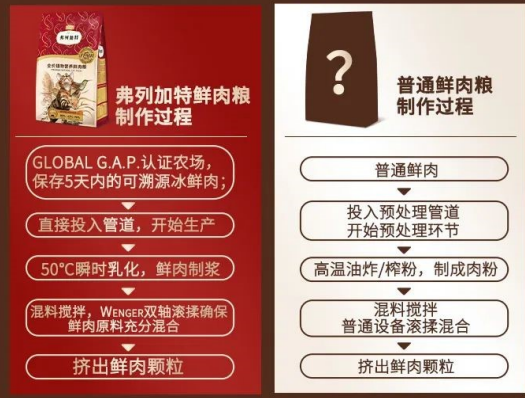


来源：官方公众号、中泰证券研究所

图表 27: 弗列加特鲜肉粮制作工艺

图表 28: 弗列加特鲜肉粮 vs 传统鲜肉粮

都叫鲜肉粮 那里不一样?



来源：官方公众号、中泰证券研究所

	鲜肉直灌粮	传统鲜肉粮
蛋白质来源	鲜肉	鲜肉制成的肉粉
工艺处理	鲜肉直接投入管道 不进行预处理	鲜肉油炸/榨粉制成肉粉 进行预处理
设备要求	高, 有技术瓶颈	低, 无技术瓶颈
加工次数	少	多
营养价值	高	低
适口性	好	差

来源：官方公众号、中泰证券研究所

2.2 产品矩阵：少而精，突显专业化与高端化

产品矩阵少而精，产品卖点直击消费者痛点。弗列加特秉承开发少量、创新、精致、差异化的产品模式塑造品牌的高端形象。目前主粮系列主要包括大红桶家族（主食冻干）和主粮家族（烘焙系列、高鲜肉系列、猎物系列）。弗列加特每次推出的新产品、新口味都具有创新性和针对性。如近期新推出的小蓝盾系列旨在改善猫咪肠道健康，缓解软便和口臭的问题。根据《2022年中国宠物医疗行业白皮书》，消化系统是宠物猫最容易就诊的问题。

图表 29：弗列加特干粮产线展示

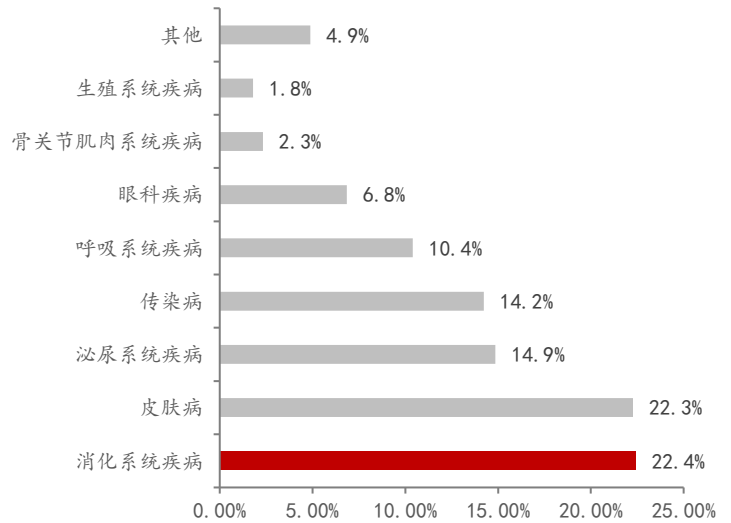
来源：官方公众号、中泰证券研究所

图表 30：弗列加特小蓝盾系列产品理念

图表 31：消化系统疾病是宠物猫最常见疾病



来源：官方公众号、中泰证券研究所



来源：《2023年中国猫科诊断白皮书》、中泰证券研究所

2.3 包装设计：小规格锁鲜+清晰卖点展示，直击消费者痛点

- 小规格锁鲜既满足猫咪单次食用锁鲜，也提高了消费者首次消费概率。通过对猫咪和消费者的细致观察，公司发现首先猫的食量相对较小，其次，猫对食物相对挑剔，因此养猫人在买猫粮的时候，相对谨慎。因此给予两大痛点，公司采用小规格形式对弗列加特系列产品进行包装。这样能保证猫咪每次吃到的食物可以充分锁鲜，不回潮。其次，消费者可以只买一小袋试吃装进行尝试，提高了用户首次购买的破冰概率。

图表 32：弗列加特独立“鲜”包装



来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所

图表 33：弗列加特小包装正好满足猫咪每日消耗量



来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所

图表 34：弗列加特大红桶外包装卖点展示

图表 35：弗列加特烘焙粮包装卖点展示



来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所



来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所

- 弗列加特“大红桶”采用复合纸罐，泄漏试验达到 20kPa 无泄漏，符合 GB/T 10440 国家标准，具备优秀的密封能力。红桶纸罐采用了多层牛皮纸，抗压强度可以超出国标 3 倍。纸罐内附的食品级铝箔复合膜，具有良好的阻氧、阻水的效果，能够防潮抗氧化。弗列加特选择纸罐具有较多的优越性。纸罐相对于铁罐有更好的隔热功能，相对于塑料罐可以阻挡紫外线的穿透，从而形成一个阴凉密闭干燥的空间，遮光隔热，保持新鲜，便于冻干的存储。此外，纸罐具有弹性，在长途运输中不易变形。圆柱体之间存在空隙，增大了缓冲空间，能更好地保护质脆的冻干的完整。质量优良的包装在保证产品无运输损害的同时，能让用户放心地对品牌商品进行复购，提高对品牌的忠诚度。

图表 36：弗列加特大红桶密封性与抗压性证明

端盖脱离力	N	≥350	820	合格	GB/T 10440-2008 中 5.4
			889		
			958		
轴向压溃力	N	≥900	4240	合格	GB/T 10440-2008 中 5.5
快速泄漏试验	----	20kPa 无泄露	20kPa 无泄露	合格	GB/T 10440-2008 中 5.6

来源：官方公众号、中泰证券研究所

图表 37：弗列加特大红桶迁移合格证明

表 6 总迁移试验条件*

预期使用条件	迁移试验条件
冷冻和冷藏 不在容器内热处理 食用前在容器内再加热	20 ℃, 10 d 100 ℃, 2 h
室温灌装并在室温下长期贮存(包括 T≤70 ℃, t≤2 h 或 T≤100 ℃, t≤15 min 条件下的热灌装及巴氏消毒)	40 ℃, 10 d
T≤70 ℃, t≤2 h 或 T≤100 ℃, t≤15 min 条件下的热灌装及巴氏消毒后, 不再在室温或低于室温的条件下长期贮存	70 ℃, 2 h
在 T≤100 ℃, t>15 min 的条件下使用(如蒸煮或沸水消毒)	100 ℃, 1 h
在 T≤121 ℃ 的温度下使用(高温热杀菌或灭菌)	100 ℃ 或回流温度, 2 h; 或 121 ℃, 1 h
在 T>10 ℃ 的温度下接触水性食品、酸性食品、含酒精饮料[乙醇含量 ≤20% (体积分数)]	100 ℃ 或回流温度, 4 h
在 T>121 ℃ 的温度下使用(如高温烘烤)	175 ℃, 2 h(仅限植物类)

来源：官方公众号、中泰证券研究所

2.4 品牌运营：精准洞察渠道变化，弗列加特品牌势能形成

- 根据各渠道特征，进行差异化运营。一方面，公司单独为弗列加特设

立运营团队，旨在专注高端市场的运营，另一方面，公司保持运营麦富迪品牌的传统优势，精准洞察渠道变迁，弗列加特在抖音、小红书等新型内容电商渠道也在持续发力。比如，小红书是以图文分享为主，且女性用户居多的社交媒体平台，和弗列加特的受众群体（精致养猫女性为主）和品牌调性相契合。弗列加特一方面通过达人种草+效果广告的方式提升曝光效率，另一方面，每天进行团队自播，旨在宣传弗列加特产品理念和品牌故事，持续进行品牌露出。目前在各渠道排名上，均有上升势头。

图表 38：2024 年弗列加特在各渠道排名

渠道	淘宝	京东	抖音	小红书 笔记投放
品类排名	猫主粮	猫干粮	猫干粮	宠物行业 投放互动量
1 月	第 14 名		第 6 名	第 38 名
2 月	第 11 名		第 6 名	未上榜
3 月	第 10 名		第 4 名	第 44 名
4 月		第 8 名	第 4 名	

来源：《宠物营销界》、中泰证券研究所

图表 39：弗列加特小红书



来源：小红书、中泰证券研究所

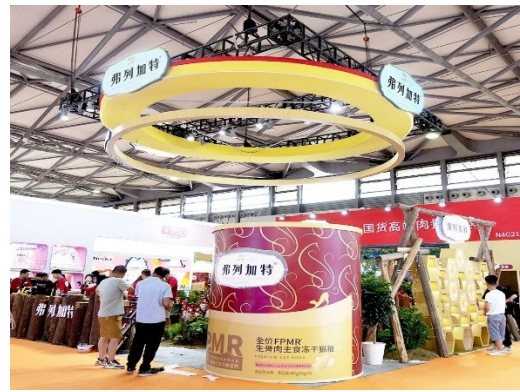
- 品牌影响力持续提升，线下展会人气高涨。公司在“它博会”“亚宠会”等知名宠物展览中为弗列加特品牌建立独立展台，近距离与新老用户进行互动交流，增强用户对品牌的亲切感与忠诚度。为了强化产品的专业度，弗列加特在展会上安排研发人员详细为用户介绍产品营养成分、制作工艺以及相关技术专利，不断强化自身高端猫粮的品牌定位。

图表 40：第 24 届它博会弗列加特展位



来源：弗列加特品牌官方公众号、中泰证券研究所

图表 41：亚宠会弗列加特展位



来源：弗列加特品牌官方公众号、中泰证券研究所

图表 42：工作人员介绍鲜肉粮工艺

图表 43：研发人员介绍产品相关成分



来源：官方公众号、中泰证券研究所



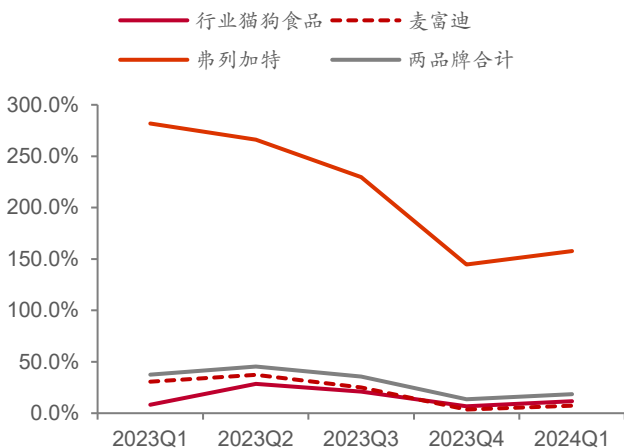
来源：官方公众号、中泰证券研究所

三、怎么看公司高端化前景？

3.1 完善产品矩阵，驱动营收体量持续增长

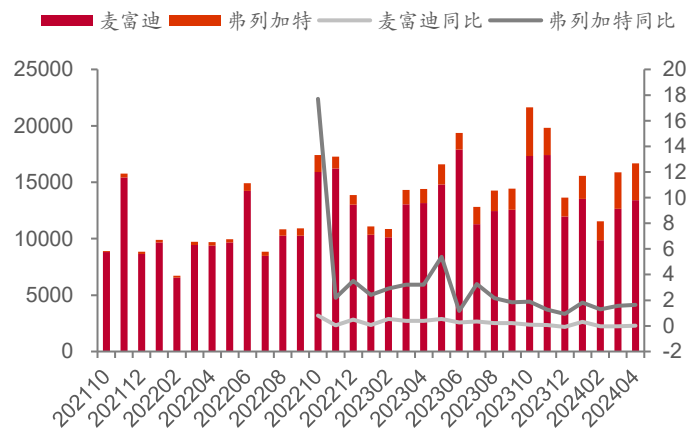
- 一方面高端品牌弗列加特正在兑现其快速增长的能力，另一方面，公司亦在不断增加麦富迪新品高端系列的研发和推广，麦富迪中高端系列—Barf，羊奶肉系列均在快速增长，驱动麦富迪品牌收入和利润率的持续提升。2023年双十一期间 barf 实现 GMV3000w+，同比 91%，羊奶肉系列实现 GMV1500w。今年一季度公司新增焙可鲜系列，价格带在 60-80 元/kg。麦富迪仍然在进行新品的研发和推广，有望孵化下一个“弗列加特”。目前公司各品牌均维持高于行业整体增速的步伐继续增长，持续打消市场对于公司品牌运营的能力和魄力，向国内宠食巨头进军。

图表 44：GMV 增速对比



来源：久谦咨询、中泰证券研究所

图表 45：麦富迪和弗列加特品牌 GMV (万元)

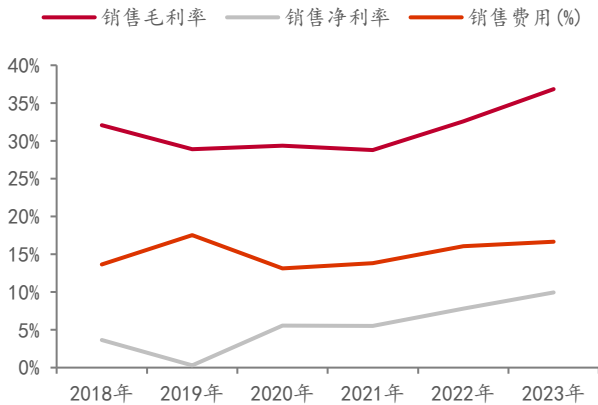


来源：久谦咨询、中泰证券研究所
注：GMV 包括天猫、京东和抖音渠道

3.2 高端化沉淀带来盈利能力持续提升

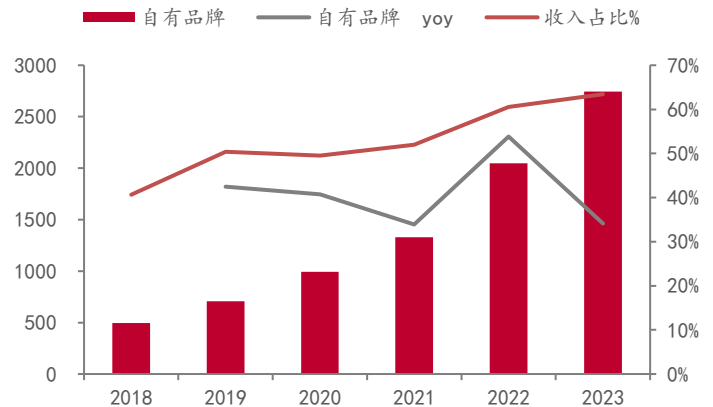
- 从长期来看，国内宠物食品市场竞争将从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争，具有品牌力优势的企业有望享有品牌溢价。一方面，公司高端化沉淀带来价格带和毛利率持续提升；另一方面，公司在营销推广和客群运营上积累的优势，有望提升销售费用的使用效率，带来公司盈利能力的提升。

图表 46：公司利润率变化



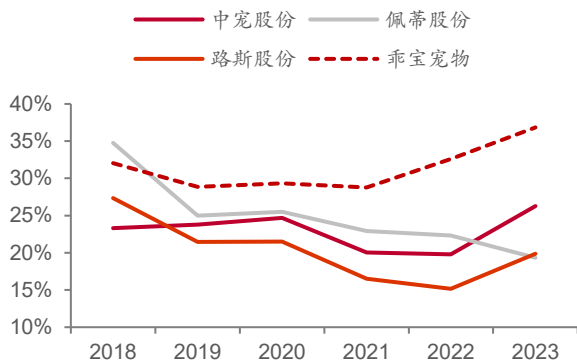
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 47：自有品牌收入体量（百万元）、增速和占比



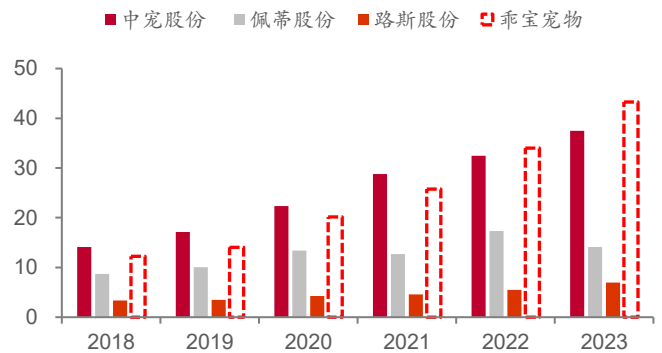
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 48：同行毛利率对比



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 49：同行境内收入体量对比（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

- 综上，公司弗列加特品牌维持高速增长势头，品牌矩阵持续完善，公司品牌打造能力得到持续验证，在提升国内品牌市占率的同时持续兑现稳态净利率，有望成为宠物赛道巨头。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 52.41/64.55/78.64 亿元，归母净利润分别为 6.15/8.02/10.42 亿元，当前股价对应 PE 分别为 34.3/26.3/20.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险 国内市场竞争加剧风险 品牌推广不及预期风险

- 公司产品的主要原材料包括主料、辅料和包装材料，原材料成本在公司

主营业务成本中占比较高。当原材料价格出现大幅波动时，如公司无法将原材料上涨所产生的压力转移，公司存在原材料价格大幅波动而导致的经营风险。

国内市场竞争加剧风险

- 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，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

品牌推广不及预期风险

- 根据公司营销战略规划，公司未来将继续采取积极的营销策略，持续增强自有品牌的市场影响力。若未来发生行业增速放缓、市场规模萎缩等不利变化，如果公司的营销方案不能达到预期效果，公司可能会面临销售费用持续增长但收入增速放缓的风险。

研究报告中使用的数据或信息更新不及时

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,009	419	679	1,449	营业收入	4,327	5,241	6,455	7,864
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,733	3,194	3,855	4,613
应收账款	278	324	400	489	税金及附加	20	24	29	36
预付账款	28	33	39	47	销售费用	721	865	1,065	1,298
存货	657	894	1,079	1,292	管理费用	250	288	355	433
合同资产	0	0	0	0	研发费用	73	105	129	157
其他流动资产	123	149	183	223	财务费用	-13	-10	10	16
流动资产合计	2,095	1,819	2,381	3,500	信用减值损失	-14	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-10	-10	-10
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	916	996	979	963	投资收益	2	1	1	1
在建工程	34	54	59	64	其他收益	9	8	8	8
无形资产	131	143	153	163	营业利润	526	763	998	1,299
其他非流动资产	968	980	990	998	营业外收入	1	5	5	5
非流动资产合计	2,049	2,172	2,187	2,187	营业外支出	2	10	15	20
资产合计	4,143	3,991	4,562	5,687	利润总额	525	758	988	1,284
短期借款	0	516	200	200	所得税	95	137	178	232
应付票据	0	0	0	0	净利润	430	621	810	1,052
应付账款	184	271	313	340	少数股东损益	1	6	8	10
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	429	615	802	1,042
合同负债	57	69	85	104	NOPLAT	420	612	818	1,065
其他应付款	15	15	15	15	EPS (按最新股本摊薄)	1.07	1.54	2.00	2.60
一年内到期的非流动负债	5	13	7	8					
其他流动负债	97	105	120	136					
流动负债合计	357	989	740	804					
长期借款	0	28	38	48					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	116	116	116	116					
非流动负债合计	116	144	154	164					
负债合计	473	1,133	894	968					
归属母公司所有者权益	3,665	2,847	3,649	4,690					
少数股东权益	5	11	19	29					
所有者权益合计	3,670	2,858	3,668	4,720					
负债和股东权益	4,143	3,991	4,562	5,687					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	617	419	711	904
现金收益	522	627	941	1,191
存货影响	79	-237	-185	-212
经营性应收影响	-118	-41	-73	-87
经营性应付影响	46	87	42	27
其他影响	89	-17	-14	-15
投资活动现金流	-1,075	-139	-129	-129
资本支出	-127	-128	-120	-122
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-949	-11	-9	-7
融资活动现金流	1,282	-870	-322	-5
借款增加	-192	552	-312	11
股利及利息支付	-1	-11	-340	-431
股东融资	1,600	0	0	0
其他影响	-125	-1,411	330	415

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	27.4%	21.1%	23.2%	21.8%
EBIT增长率	66.5%	46.0%	33.5%	30.2%
归母公司净利润增长率	60.7%	43.4%	30.4%	30.0%
获利能力				
毛利率	36.8%	39.1%	40.3%	41.3%
净利率	9.9%	11.9%	12.5%	13.4%
ROE	11.7%	21.5%	21.9%	22.1%
ROIC	18.1%	29.2%	32.8%	31.8%
偿债能力				
资产负债率	11.4%	28.4%	19.6%	17.0%
债务权益比	3.3%	23.6%	9.9%	7.9%
流动比率	5.9	1.8	3.2	4.4
速动比率	4.0	0.9	1.8	2.7
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.3	1.4	1.4
应收账款周转天数	17	21	20	20
应付账款周转天数	21	26	27	26
存货周转天数	92	87	92	93
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.54	2.00	2.60
每股经营现金流	1.54	1.05	1.78	2.26
每股净资产	9.16	7.12	9.12	11.72
估值比率				
P/E	51	34	26	20
P/B	6	7	6	4
EV/EBITDA	40	32	22	17

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。