

宠物食品

中宠股份 (002891.SZ)

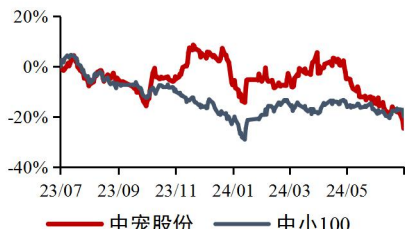
增持-A(首次)

国内多元化宠粮品牌运营头部玩家，内修外练深挖市场

2024年7月24日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年7月23日

收盘价 (元):	18.60
总股本 (亿股):	2.94
流通股本 (亿股):	2.94
流通市值 (亿元):	54.71

基础数据：2024年3月31日

每股净资产 (元):	8.21
每股资本公积 (元):	3.89
每股未分配利润 (元):	2.77

资料来源：最闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

研究助理：

张彦博

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

投资要点：

➢ 中国宠物食品行业头部玩家，国内业务保持增长。公司创立于1998年，以代工海外品牌宠物零食起步，同时不断发展自有品牌，旗下拥有"Wanpy"、"ZEAL"、"领先"、"Happy100"等自主品牌。旗下自有品牌在国内市场知名度提升，销量及营收持续增长。目前公司在全球拥有22间现代化宠物食品生产基地，2023年公司宠物食品及用品总产量为8.53万吨，处于国内领先地位。

➢ 宠物食品行业依旧处于发展期，国产品牌异军突起。我们认为当前宠物食品行业由行业整体性高速增长转向结构性发展模式，在这个阶段，有三大因素驱动宠物食品行业继续扩容：1) 量增：养宠人群持续增长，市场仍有扩容空间；2) 价升：养宠科学化规范化，宠主持持续精进倒逼宠食品品牌品质化升级；3) 新增长点：一人居、新兴年轻工作族养宠人群等趋势助推猫经济崛起。而国产品牌借助互联网及电商热潮，通过性价比、快速迭代以及本土化等差异化竞争方式不断提升自身市场份额，成功占位中高端宠物食品市场。

➢ 公司发展战略卓有成效，产能释放有望持续带动业绩。海外业务方面，公司是海外宠物食品代加工的国内龙头企业，同时也是国产品牌出海的领军者。国内业务方面，公司自有品牌以顽皮Wanpy为始，又先后将ZEAL和领先Toptrees纳入麾下，通过打造品牌矩阵，同时携手分众传媒，差异化营销加强消费者触达，实现产品向上覆盖宠粮中高端价格带。此外，公司完备的供应链体系支撑顽皮、领先等国内自有品牌冲击中高端，也保障了公司全球化优势。公司国内业务2023年实现收入10.81亿元，同比增长20.67%，未来有望成为公司第一大利润增长点。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2024-26年归母公司净利润2.84/3.65/4.35亿元，同比增长21.7%/28.5%/19.3%，对应EPS为0.97/1.24/1.48元，PE为19.3/15.0/12.6倍，首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；政策管理风险；因管理不当导致出现食品安全的风险；动物疫病风险；全球贸易摩擦加剧的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险，海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。



财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,248	3,747	4,251	4,868	5,545
YoY(%)	12.7	15.4	13.5	14.5	13.9
净利润(百万元)	106	233	284	365	435
YoY(%)	-8.4	120.1	21.7	28.5	19.3
毛利率(%)	19.8	26.3	27.0	28.1	29.0
EPS(摊薄/元)	0.36	0.79	0.97	1.24	1.48
ROE(%)	5.4	12.1	12.2	13.8	14.4
P/E(倍)	51.6	23.5	19.3	15.0	12.6
P/B(倍)	2.6	2.5	2.2	2.0	1.7
净利率(%)	3.3	6.2	6.7	7.5	7.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 中国宠物食品行业龙头，国内业务保持增长.....	9
2. 宠物食品行业依旧处于发展期，国产品牌异军突起.....	13
2.1 行业概况：宠物食品行业仍处于发展期，宠物吃穿玩用行业标准逐步建立.....	13
2.2 行业特性：宠物主粮食品属性强，干粮湿粮种类繁多.....	17
2.3 行业趋势：由吃饱转向吃好观念转变促进宠物食品精细化升级，猫经济为宠物食品行业持续扩容.....	17
2.4 竞争格局：营销+产品共同发力，国产宠食品品牌品质化精进，群雄逐鹿.....	20
3. 公司发展战略卓有成效，产能释放有望持续带动业绩.....	25
3.1 海外业务：全球化布局领先，加速拓展海外市场.....	25
3.2 国内业务：形成核心自有品牌矩阵，持续聚焦国内市场战略.....	26
3.3 供应链优势+渠道发力+营销加码，内修外练深挖市场.....	32
4. 盈利预测及投资建议.....	37
5. 风险提示.....	39

图表目录

图 1：公司发展历程.....	9
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	10
图 3：公司 2014-2024Q1 营收及增速（亿元，%）.....	10
图 4：公司产量、销量及增速（吨，%）.....	10
图 5：公司 2014-2024Q1 归母净利润及增速（亿元，%）.....	11
图 6：公司 2014-2024Q1 毛利率、净利率（%）.....	11
图 7：公司 2018-2024 年一季度费用率（%）.....	11
图 8：公司 2018-2023 年存货周转率（次）.....	11

图 9: 公司境内外业务收入 (亿元)	12
图 10: 公司境内外业务毛利率 (%)	12
图 11: 公司销售网络遍布全球.....	12
图 12: 公司分产品营收 (亿元)	13
图 13: 公司分产品毛利率 (%)	13
图 14: 我国宠物行业及宠物食品行业发展历程.....	14
图 15: 中国宠物饲料年产量 (万吨)	14
图 16: 中国宠物食品市场规模 (亿元)	14
图 17: 我国人均 GDP (左) 及可支配收入 (右)	15
图 18: 我国城镇居民人均住房建筑面积 (平方米)	15
图 19: 城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	15
图 20: 2023 年宠物行业各子品类消费占比 (%)	16
图 21: 2023 年宠物食品用品渗透率 (%)	16
图 22: 城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模同比增速.....	16
图 23: 宠物行业上市公司营收增速.....	16
图 24: 宠物主城市线分布占比 (%)	17
图 25: 中美英日 4 国宠物市场渗透率 (%)	17
图 26: 宠物主养宠时间分布 (%)	18
图 27: 不同养宠时间段宠物主城市线分布 (%)	18
图 28: 2023 年消费者对主粮消费决策因素 (%)	19
图 29: 宠物主对配料组成的关注因素 (%)	19
图 30: 2023 年犬主人、猫主人新增养宠占比 (%)	19
图 31: 城镇宠物 (犬猫) 数量变化 (万只)	19



图 32: 2023 年犬猫宠物主主粮购买偏好 (%)	20
图 33: 2023 年城镇宠物犬猫单只年均消费额 (元)	20
图 34: 宠物主粮品牌使用频率 Top20 (红色为国产品牌)	20
图 35: 线上渠道为宠物食品主要购买渠道.....	22
图 36: 上市宠物食品企业营收对比 (亿元)	23
图 37: 上市宠物食品企业归母净利润对比 (亿元)	23
图 38: 上市宠物食品企业境内销售规模 (亿元)	23
图 39: 上市宠物食品企业境外销售规模 (亿元)	23
图 40: 上市宠物食品企业毛利率 (%)	24
图 41: 上市宠物食品企业净利率 (%)	24
图 42: 上市宠物食品企业销售费用 (亿元)	24
图 43: 上市宠物食品企业销售费用率 (%)	24
图 44: 上市宠物食品企业研发费用 (亿元)	25
图 45: 上市宠物食品企业研发投入占比 (%)	25
图 46: 公司境外业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	25
图 47: 公司前五大客户营收及占比 (单位: 亿元, %)	25
图 48: 国内业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	26
图 49: 国内业务营收占比不断提升 (单位: %)	26
图 50: 宠物主粮业务营收及增速 (单位: 亿元, %)	27
图 51: 宠物罐头业务营收及增速 (单位: 亿元, %)	27
图 52: 2023 年双十一活动顽皮战绩.....	29
图 53: 烘焙粮 MAT2023 京东销售额同比增长 313%.....	30
图 54: 领先低温烘焙猫粮 2023 年双十一全网销售超 900 万.....	30

图 55: ZEAL 0 号罐宣传海报.....	31
图 56: 2023 年双十一 ZEAL 线上平台成绩.....	31
图 57: 顽皮全食鲜厨房概念.....	32
图 58: 顽皮 5 鲜标准.....	32
图 59: 公司通过全球多个国家地区质量管理体系认证.....	33
图 60: 公司宠物营养与健康研究中心.....	33
图 61: 公司宠物测试基地.....	33
图 62: 金鼎资本部分宠物行业投资案例.....	34
图 63: 新瑞鹏集团旗下宠物相关品牌.....	34
图 64: 直销与经销渠道营收（亿元）.....	35
图 65: 公司与苏宁易购签约战略合作.....	35
图 66: 明星艺人与 wanpy 顽皮官宣合作.....	36
图 67: ZEAL 联名爱马仕合作设计师联名合作活动.....	36
图 68: wanpy 顽皮电梯广告.....	36
图 69: Toptrees 领先“换我上厂”营销活动.....	36
表 1: 部分宠物食品品牌各平台粉丝数量（单位：万）.....	21
表 2: 天猫猫狗食品品牌销售榜 Top 10.....	22
表 3: 顽皮 Wanpy 主要产品线.....	27
表 4: 领先 Toptrees 主要产品线.....	29
表 5: 真致 ZEAL 部分热门产品.....	31
表 6: 顽皮干粮产品清晰标明主要成分供应商及所在地.....	32
表 7: 公司 2019-2022 年 H1 产能利用率情况.....	36



表 8: 公司分业务盈利预测.....	37
表 9: 可比公司估值.....	38

报告观点前瞻

一、如何看待宠物食品行业的发展趋势？

我们认为宠物行业依然处于发展期，从之前的单纯市场总容量高速增长逐步转为结构性增长，宠物行业在法律法规、社会事件等多方面因素的作用下，整体向规范化市场迈进，目前来看，我国宠物食品行业存在三大主要驱动力：

1. **量增**：养宠人群持续增长，市场仍有扩容空间。
2. **价升**：养宠科学化规范化，宠主持持续精进倒逼宠食品牌品质化。
3. **新增长点**：一人居、新兴年轻工作族养宠人群等趋势助推猫经济崛起。

未来以上三大因素将驱动我国宠物食品市场继续增长，宠物食品精细化升级带给国产品牌跻身高端市场的机会，宠物食品的市场竞争也将从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为产品竞争、品牌竞争，最终随着行业未来逐步成熟，行业进入整合并购阶段，市场集中度将会再次向头部企业集中。

二、如何看待中宠股份这家公司？

我们认为从单一或少数品牌的宠物食品公司向多个知名品牌的大型宠物食品产业集群迈进的过程中，要在自身发展中解决品牌、供应链等重要管理问题，而中宠股份从品牌建设、品牌运营、品牌赋能以及供应链管理四个方面做出了以下回答：

1. **顽皮 wanpy** 作为中宠自有品牌的中流砥柱，证明了公司有能力把一个自有品牌从无到有做起来；
2. **真致 ZEAL** 作为收购的新西兰优质宠物品牌，证明公司对海外品牌持续运营能力；
3. **领先 Toptrees** 作为收购的新锐国产品牌，证明公司供应链能够有效赋能互联网基因宠物品牌；
4. 作为中国宠物代工模式以及中国宠物公司出海的领军者，公司遍布 5 大洲的工厂以及销售网络以及产品 24 年 0 召回的记录，证明了公司在供应链以及产品品质上的传统优势。

在公司“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，加速海外市场拓展；稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的发展战略下，随着公司产品架构梳理清晰，品牌、渠道等建设进一步完善，我们认为公司营收有望保持持续增长，预计公司 2024-2026 年营收分别为 42.51/48.68/55.45 亿元，分别同比增长 13.45%/14.51%/13.91%。

1. 中国宠物食品行业龙头，国内业务保持增长

海外代工起家，自主品牌高速发展，公司规模持续扩张。中宠股份创立于1998年，公司聚焦于宠物食品行业，以代工海外品牌宠物零食起步，同时不断发展自有品牌。公司旗下拥有"Wanpy"、"ZEAL"、"领先"、"Happy100"等自主品牌，产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及宠物干粮、湿粮、零食、冻干、饼干等全线产品1000余个品种，是中国宠物食品行业产品线最长、产品最全的企业之一。目前公司在全球拥有22间现代化宠物食品生产基地以及一所专家级研发中心，其中国内有14间现代化工厂，海外在美国、加拿大、新西兰等地拥有8间现代化工厂，2023年公司宠物食品及用品总产量为8.53万吨，处于国内领先地位。

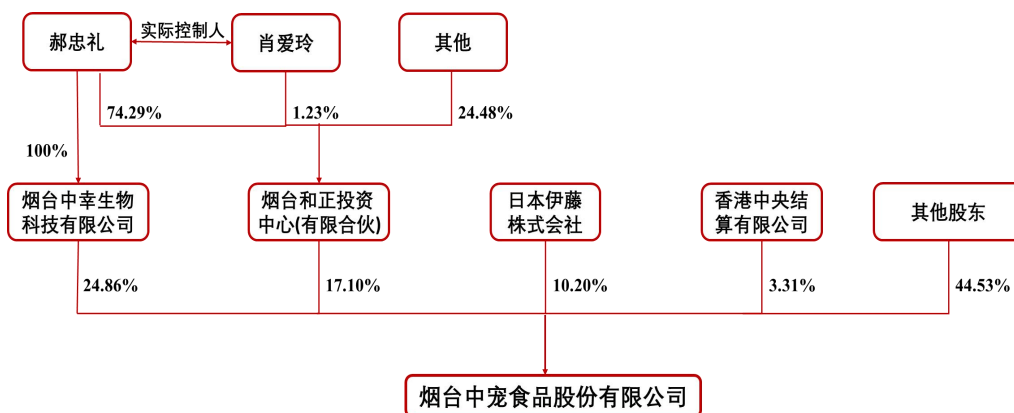
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

股权结构较为稳定、公司实控人专注于宠物行业。董事长郝忠礼于1998年开始创办宠物零食企业，并多年担任APA亚宠会会长和中国畜牧业协会宠物产业分会副会长，企业管理经历以及宠物行业经验丰富。公司超半数股权由烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心（有限合伙）以及日本伊藤株式会社持有，郝忠礼夫妇通过间接控股中宠股份成为公司实际控制人。其中由郝忠礼100%控股的烟台中幸生物科技有限公司作为中宠最大股东持有24.86%的股权；由郝忠礼夫妇合计控股75.52%的烟台和正投资中心（有限合伙）作为中宠第二大股东持有17.1%的股权；日本伊藤株式会社持有中宠10.2%的股权，为公司第三大股东。

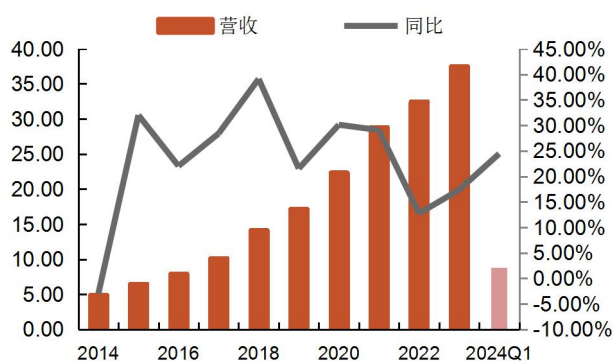
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

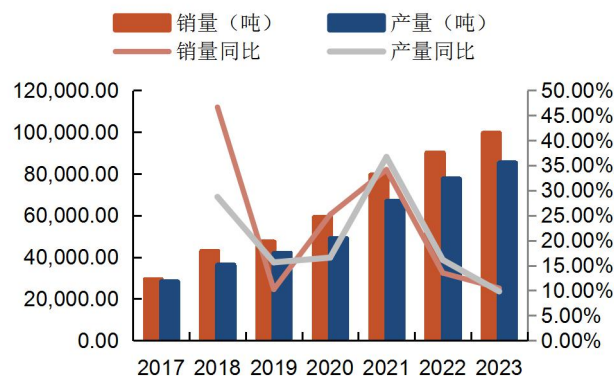
公司产销规模逐年增长，营收稳步提升。受益于宠物经济的崛起以及公司自身不断拓展市场，公司近年营收呈持续增长态势，2017-2023 年公司销量由 2.93 万吨增长至 9.96 万吨，年复合增长率为 22.63%。2017-2023 年公司营收由 10.15 亿元增长至 37.47 亿元，年复合增长率为 24.32%。随着 2023 年海外客户去库存过程基本结束，订单需求恢复，2023 年公司营收为 37.47 亿元，同比增长 17.35%；2024 年一季度，公司实现营收 8.78 亿元，同比增长 24.42%。

图 3：公司 2014-2024Q1 营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司产量、销量及增速（吨，%）

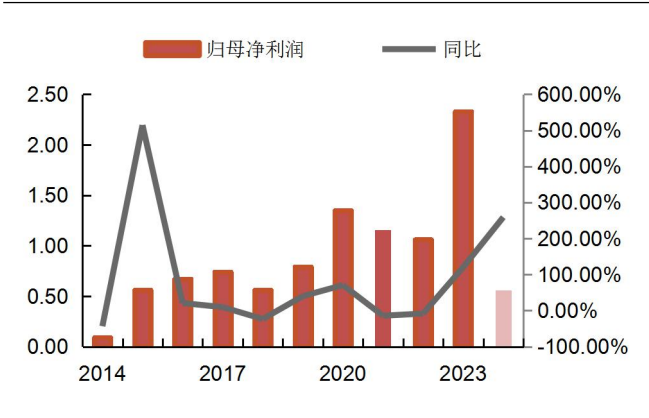


资料来源：Wind，山西证券研究所

公司盈利波动中成长，费用投放持续增加。由于公司海外业务受汇率、原材料成本、人工成本等多重因素影响较大，因此公司整体盈利水平呈现一定的波动性。整体来看，随着公司营收规模的不断扩张，公司营业利润水平也随着稳步提升，2023 年公司实现归母净利润 2.33 亿

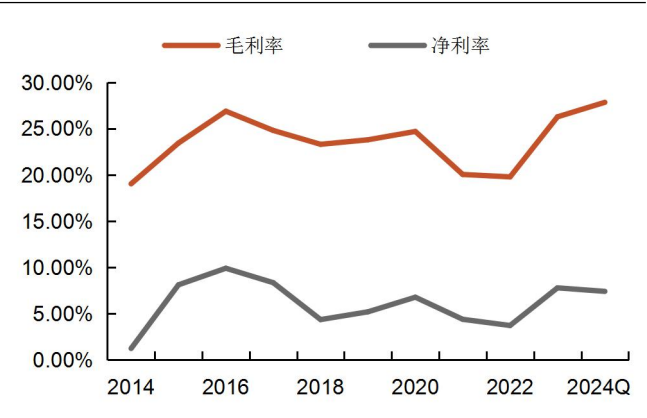
元，同比增长 120.12%。同时公司通过缩减长尾 SKU、加大高毛利产品占比等多措并举，有效提升国内业务毛利率，2023 年公司毛利率为 26.28%，较 2021 年、2022 年有所提升。费用方面，随着公司业务规模扩大，需要维持高费用投放来进行品牌建设和消费者教育，公司销售费用及管理费用相应增加，同时为了保持产品体系不断推陈出新，公司研发方向近年来亦维持较高水平支出，2023 年公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 3.87/1.44/0.48/0.29 亿元。

图 5：公司 2014-2024Q1 归母净利润及增速（亿元，%）



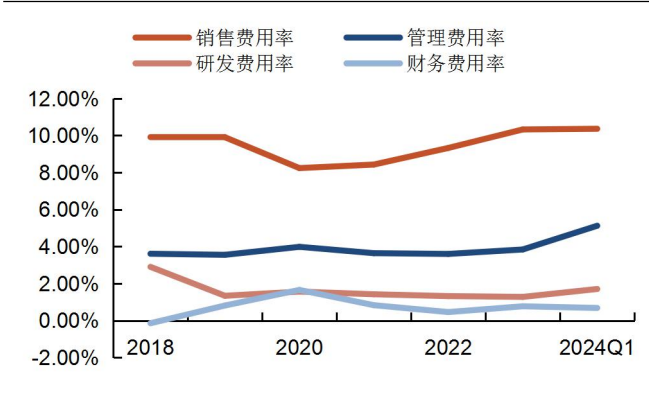
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司 2014-2024Q1 毛利率、净利率（%）



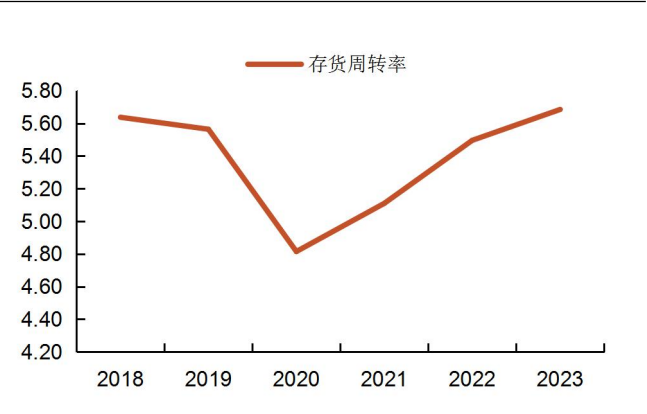
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：公司 2018-2024 年一季度费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

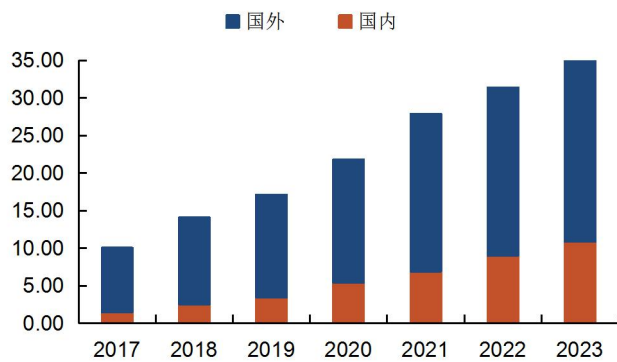
图 8：公司 2018-2023 年存货周转率（次）



资料来源：乖宝宠物招股书注册稿（2023 年 5 月版），招股书申报稿（2021 年 12 月版），山西证券研究所

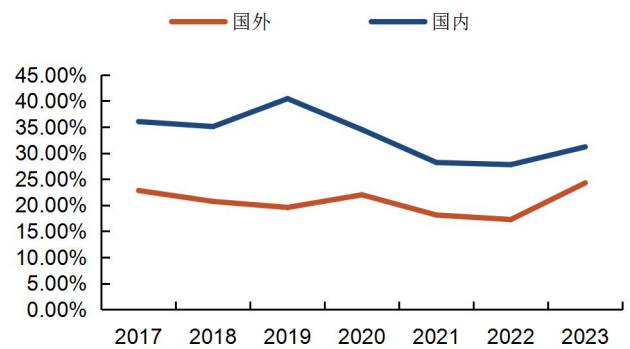
境外业务优势持续，国内品牌发力增长。公司业务分为海外业务板块及境内业务板块，境外业务以 OEM/ODM 形式，通过与当地知名厂商合作进入当地市场。根据公司招股书披露，公司海外代工业务主要客户包括品谱、Armitages、欧雅玛等国际大型宠物零售商及经销商，形成了覆盖全球的销售网络，2023 年公司境外业务收入为 26.62 亿元，2017-2023 年复合增长率为 20.77%。国内业务方面，公司坚持以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，公司自主品牌崛起。公司 2023 年国内业务实现营收 10.86 亿元，2017-2023 年公司国内业务营收复合增长率为 39.40%，远高于公司业务平均增速，自主品牌国内业务收入占比逐渐提升，2023 年公司境内业务营收占比达到 28.98%，为公司历史新高。

图 9：公司境内外业务收入（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：公司境内外业务毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

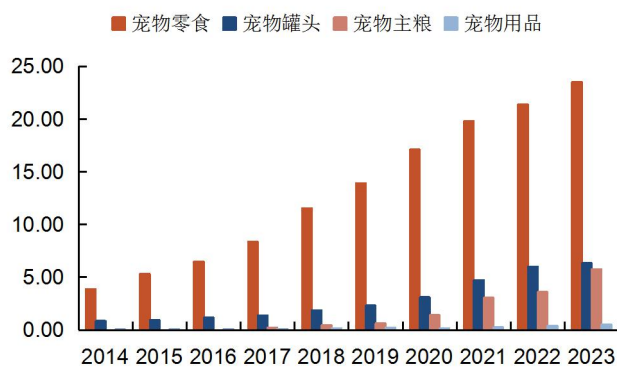
图 11：公司销售网络遍布全球



资料来源：2022 年公司年报，山西证券研究所

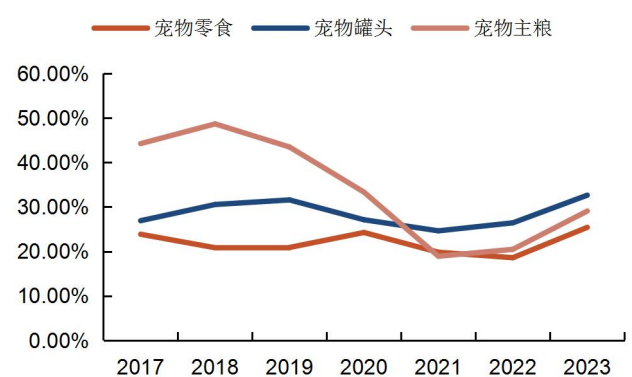
宠物零食占超六成，主粮业务高增速。公司作为国内最早一批开始从事宠物食品行业的头部企业，旗下产品线完善，公司产品中以宠物零食为主，宠物罐头和宠物主粮次之。公司 2023 年宠物零食/宠物罐头/宠物主粮营收分别为 23.51/6.35/5.77 亿元，营收占比分别为 62.74%/16.94%/15.39%，其中宠物零食主要为代工产品，而宠物罐头及宠物主粮则是以公司自有品牌对国内销售的品类为主。公司主粮产品快速增长，2023 年主粮产品营收增速达到 60.23%。此外，随着海外去库存过程进入尾声以及原料价格和汇率波动，公司 2023 年各产品毛利水平均有所好转，2023 年公司宠物零食/宠物罐头/宠物主粮毛利率分别为 25.39%/32.62%/29.06%。

图 12：公司分产品营收（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：公司分产品毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 宠物食品行业依旧处于发展期，国产品牌异军突起

2.1 行业概况：宠物食品行业仍处于发展期，宠物吃穿玩用行业标准逐步建立

宠物行业从无到有发展，宠物食品行业同步成长。我国宠物行业从无到有共经历了四个发展阶段。限制期（20 世纪 90 年代前）：1980 年，我国颁布《家犬管理条例》，其中对城市区域养犬做出了明确禁止的规定，当时宠物行业尚未形成；启蒙期（20 世纪 90 年代-2000 年）：随着我国对外开放事业的逐步推进，“养宠”以及“宠物伴侣”理念在国内兴起，玛氏、雀巢、

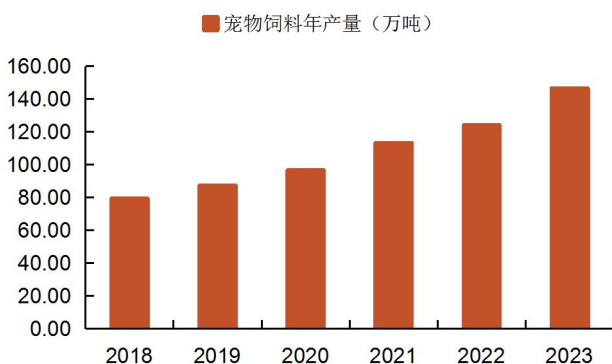
皇家等国外品牌先后进入中国宠物食品市场；成长期（2000年-2014年）：在海外需求的带动下，以代工生产为主的国内宠物食品行业产能快速扩张，同时顽皮、麦富迪等自主品牌涌现；增长期（2015年至今）：受居民收入水平提升、独居与丁克群体增加、电商经济崛起等多重因素影响，宠物行业规模迅速扩大，带动宠物食品行业步入快速发展阶段，国产品牌以高性价比优势迅猛发展，2023年全国宠物饲料年产量为146.3万吨，2018-2023年年复合增长率为10.82%。

图 14：我国宠物行业及宠物食品行业发展历程



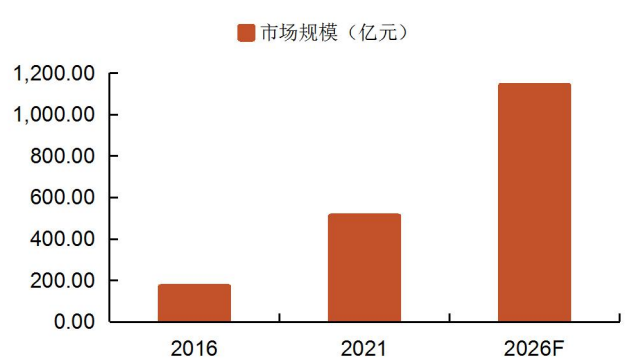
资料来源：乖宝宠物公司招股书注册稿（2023年5月版），中国宠物行业白皮书，澎湃新闻，真数，山西证券研究所

图 15：中国宠物饲料年产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会，山西证券研究所

图 16：中国宠物食品市场规模（亿元）

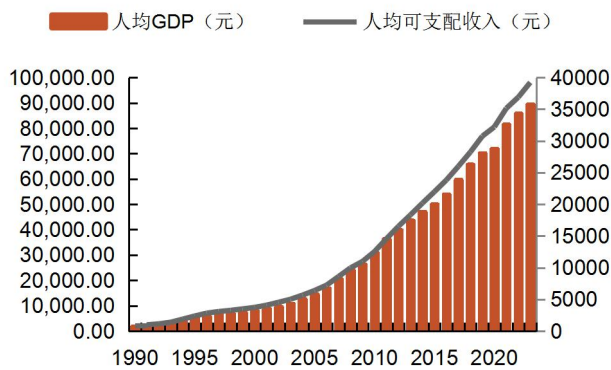


资料来源：德勤《中国宠物食品行业白皮书——乘“它”经济之风扶摇直上》，山西证券研究所（注：

2026 年数据为预测数据)

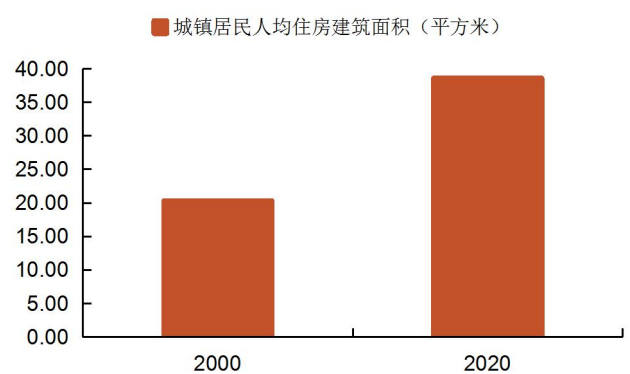
我国宠物食品行业由行业整体性高速增长转向结构性增长模式。随着我国人均 GDP、人均可支配收入以及城镇居民人均住房建筑面积的提升，我国宠物消费行业规模快速增长。根据中国宠物行业白皮书数据，2013-2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模年复合增长率为 18.54%，高于国内人均可支配收入增速。2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模为 2793 亿元，同比增长 3.2%，宠物主粮/零食/营养品渗透率分别达到 94.7%/83.6%/64.0%。

图 17：我国人均 GDP（左）及可支配收入（右）



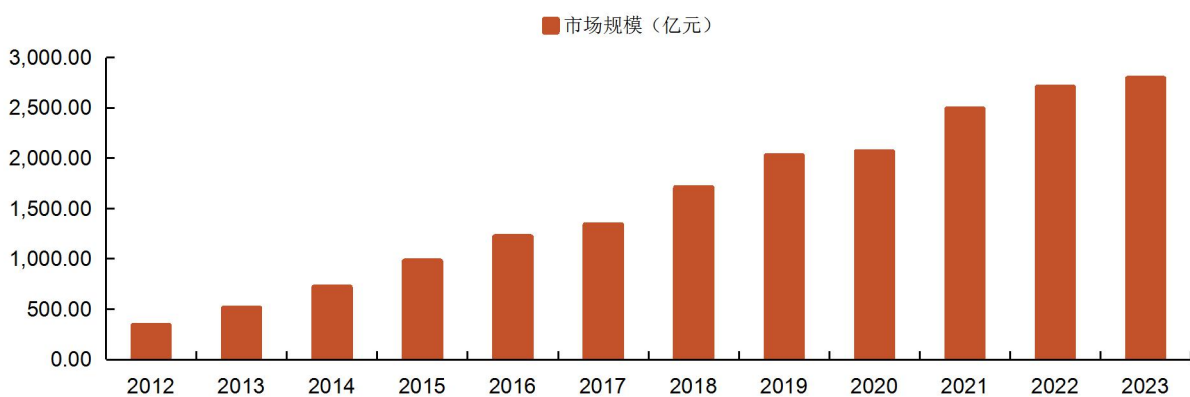
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 18：我国城镇居民人均住房建筑面积（平方米）



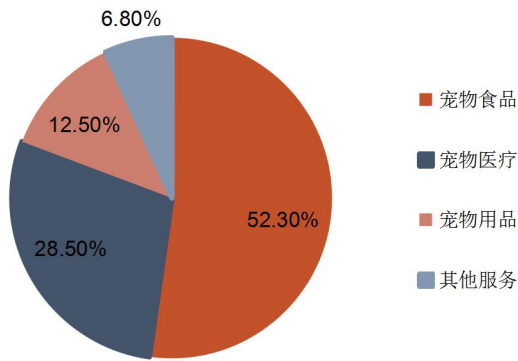
资料来源：国家统计局，第一财经，山西证券研究所

图 19：城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



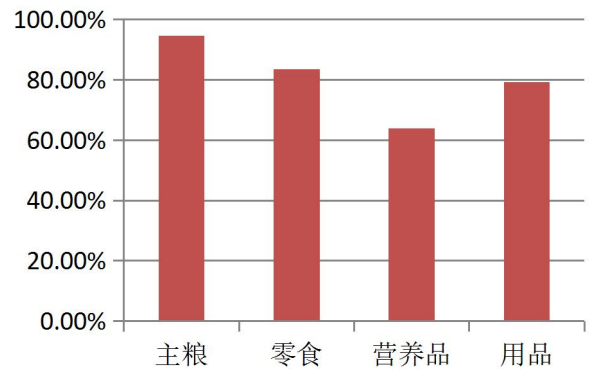
资料来源：乖宝宠物招股书注册稿（2023 年 5 月版），2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 20：2023 年宠物行业各子品类消费占比（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

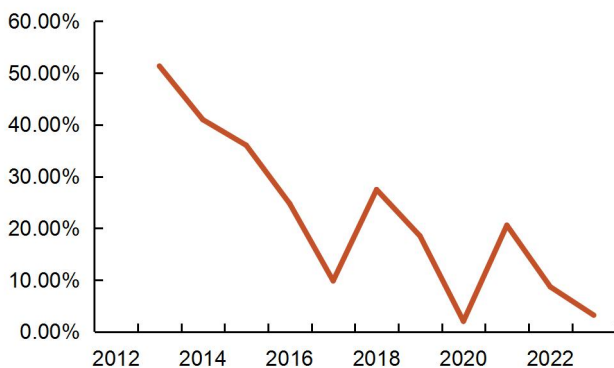
图 21：2023 年宠物食品用品渗透率（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

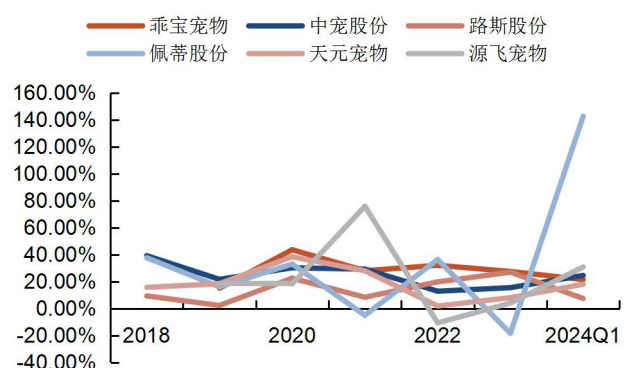
我国宠物行业整体高速发展期接近尾声，进入结构性发展期。当前转变具体表现在：1. 宠物食品增速放缓，而宠物医疗、宠物美容以及其他宠物服务增长迅速；2. 宠物食品子品类中，主粮增速放缓，而零食、营养品等其他渗透率相对较低的品类仍保持高增长；3. 头部优质产能继续扩张，低端产能开始出清；4. 宠物品种中，犬相关产品增速放缓，猫相关产品保持强劲增长等方面。

图 22：城镇宠物（犬猫）消费市场规模同比增速



资料来源：乖宝宠物招股书注册稿（2023 年 5 月版），2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 23：宠物行业上市公司营收增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 行业特性：宠物主粮食品属性强，干粮湿粮种类繁多

宠物主粮以农产品为原料加工而来，下游品牌商享有产品溢价。根据我国现行的《宠物饲料管理办法》中定义，宠物食品是指经工业化加工、制作的用以饲喂宠物的食品，被归为饲料的其中一种。但和饲料不同的是，以犬粮、猫粮为代表的宠物主粮蛋白及脂肪含量更高，蛋白来源中动物蛋白占比更高以迎合犬猫的进食习性，因此宠物主粮中多以禽肉、水产作为蛋白及脂肪来源，原材料供应商一般为禽类养殖屠宰企业。宠物主粮一般分为干粮和湿粮，干粮价格及成本相对较低，因此销量占比较高，湿粮更加复原鲜肉特性，含水量较高，相对应的价格更高。纵观宠物主粮产业链，整个链条的毛利水平最高部分来自于下游零售产品的因品牌、功能性添加剂等因素带来的产品溢价。

2.3 行业趋势：由吃饱转向吃好观念转变促进宠物食品精细化升级，猫经济为宠物食品行业持续扩容

量增：养宠人群持续增长，市场仍有扩容空间。根据中国农业大学动物医学院研究，当一个国家人均 GDP 达到 3000-8000 美元，宠物产业就会快速发展。2011 年我国人均 GDP 超过 5000 美元，2019 年超过 1 万美元，在此期间国内宠物行业获得长足发展。放眼国内，一线至四线城市的居民养宠趋势亦符合这个规律，2023 年中国宠物行业白皮书显示，其中二三线城市（41.1%/30.0%）一年以内的新晋宠物主占比远高于一线城市（28.9%），养宠趋势继续下沉，宠物市场渗透率不断提升，二三四线城市的养宠规模持续增长，同时随着更多新晋宠物主对科学饲养商品粮的认知提升，我们认为对宠物食品的需求将进一步释放。

图 24：宠物主城市线分布占比（%）

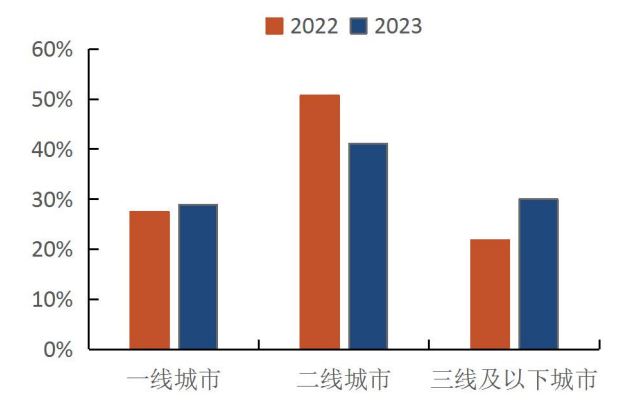
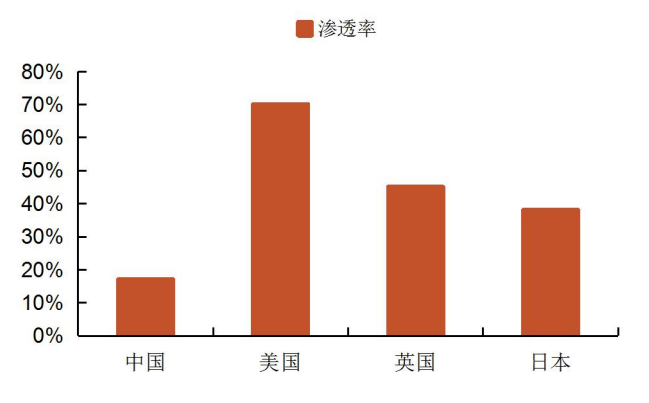
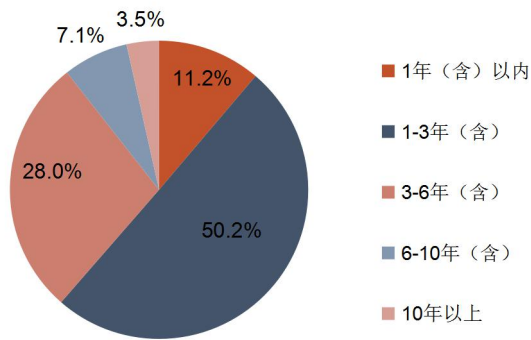


图 25：中美英日 4 国宠物市场渗透率（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

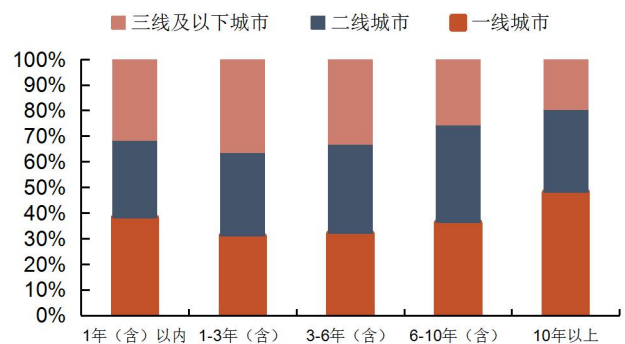
图 26：宠物主养宠时间分布（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

资料来源：山东省发改委，齐鲁壹点，山西证券研究所

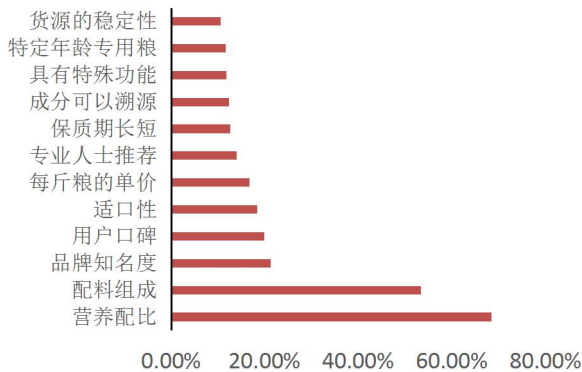
图 27：不同养宠时间段宠物主城市线分布（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

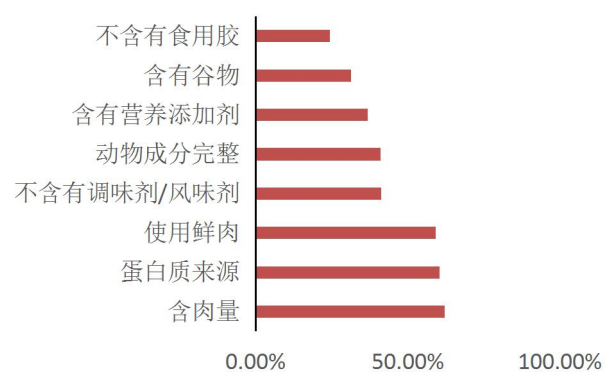
价升：养宠科学化规范化，宠主持持续精进倒逼宠食品牌品质化升级。随着愈来愈多的宠物主把生活重心倾向自身宠物，其对喂养的标准也由吃饱转向吃好，宠物食品的品质成为宠物主最为关心的因素，根据 2023-2024 年中国宠物白皮书数据，当前消费者对于主粮最关注的两个因素是营养配比（68.4%）、配料组成（53.3%），远高于品牌知名度（21.2%）等外部因素。此外社交媒体以及网络社群上海量的宠物相关内容能够有效地进行二次消费者教育，宠物主自身养宠水平和对宠物食品的认知不断提升，宠物主对于配料组成的主要关注重点也是集中于蛋白组分的维度：含肉量（62.1%）/蛋白来源（60.4%）/使用鲜肉（59.1%）。对应到产品端，品质更优良的高端宠物主粮销售额的增速明显高于中低端产品，养宠规范化品质化趋势带动高端宠物主粮增长。

图 28：2023 年消费者对主粮消费决策因素（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

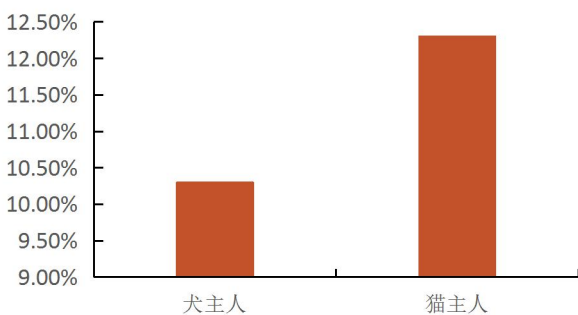
图 29：宠物主对配料组成的关注因素（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

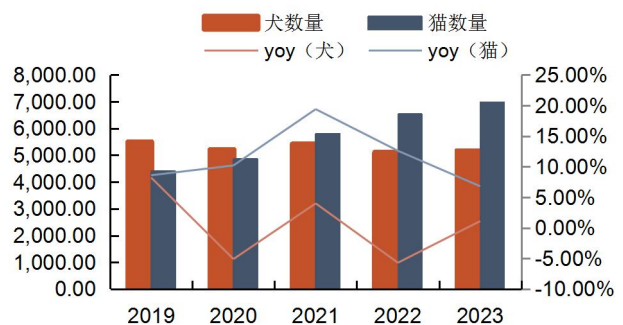
新增长点：一人居、新兴年轻工作族养宠人群等趋势助推猫经济崛起。随着单身率持续走高、上班族对宠物情感价值和陪伴需求的提升以及猫的生活习性和宅属性更加匹配等因素叠加，猫相较犬类成为新晋宠物主更受欢迎的品类，2023 年新增猫主人（12.30%）占比高于犬主人（10.30%），猫主人的消费意愿更强、对价格相对较贵的湿粮以及其他高端猫粮的接受程度更高。从宠物主粮购买偏好上来看，价格较高的烘焙粮和湿粮更受猫主人的青睐；从宠物主粮销售结构上来看，中端猫粮占据主要市场，同时高端猫粮销量增长表现要优于中低端猫粮，猫经济带来的高端消费是进一步推动我国宠物食品市场增长重要增长点。

图 30：2023 年犬主人、猫主人新增养宠占比（%）



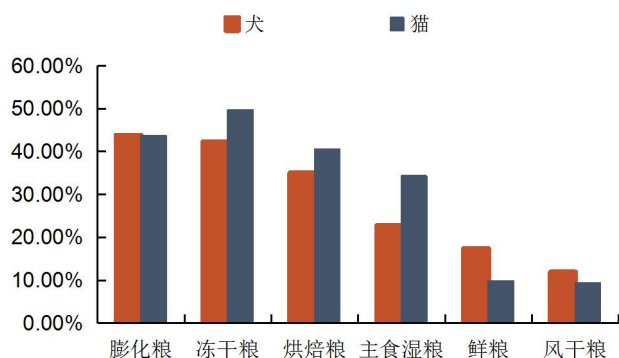
资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 31：城镇宠物（犬猫）数量变化（万只）



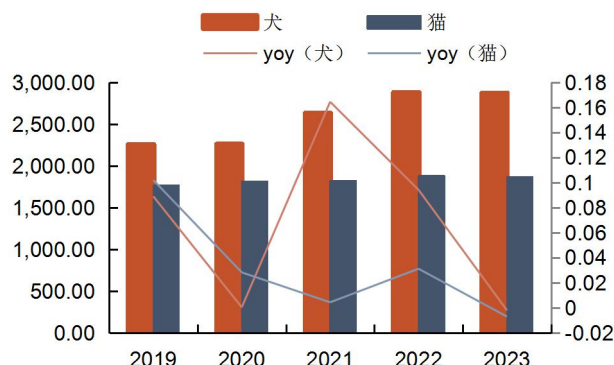
资料来源：2022 年中国宠物消费报告，2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 32：2023 年犬猫宠物主主粮购买偏好（%）



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 33：2023 年城镇宠物犬猫单只年均消费额（元）

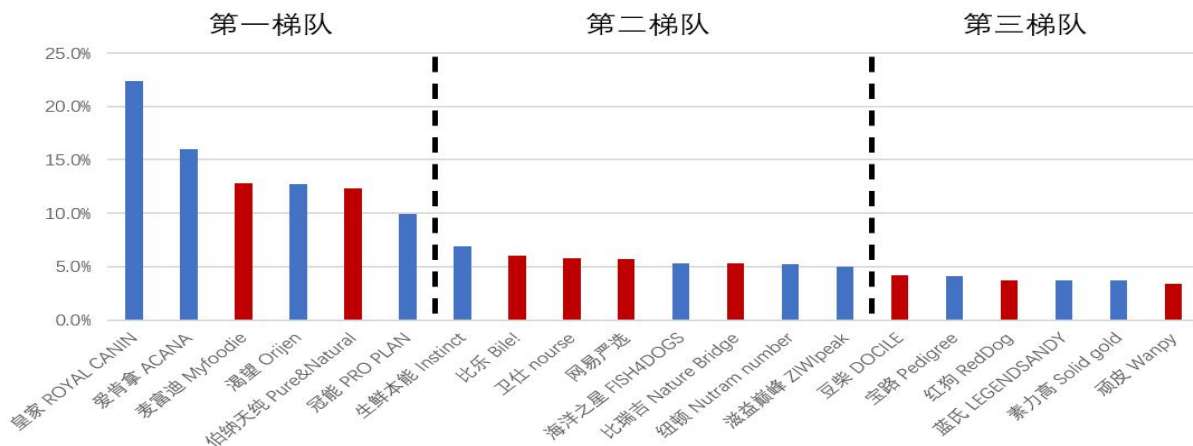


资料来源：2022 年中国宠物消费报告，2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

2.4 竞争格局：营销+产品共同发力，国产宠食品牌品质化精进，群雄逐鹿

宠物主粮市场格局分散，新兴国产品牌积极涌入。根据中国宠物行业白皮书数据来看，我国宠物主粮集中度偏低，使用频率较高的主粮品牌依旧是以皇家、爱肯拿以及渴望等进口品牌为主，而麦富迪和伯纳天纯是第一梯队中的唯二国产品牌，第二梯队中 instinct、海洋之星以及 ZIWI peak 等进口品牌与比乐、卫仕以及网易严选等国产品牌互为犄角之势，第三梯队后的宠物主粮品牌主要由相对较为小众的进口及国产品牌构成，此外也包括了新兴或区域性国产宠粮品牌等，宠物主粮行业当前仍处于群雄逐鹿阶段。

图 34：宠物主粮品牌使用频率 Top20（红色为国产品牌）



资料来源：2022 年中国宠物消费报告，山西证券研究所

对标美国市场，我国宠粮集中度偏低，未来集中度将向头部企业集中。借鉴宠物行业成熟市场的发展历程能够看到，我国宠物食品市场集中度呈现出“高-低-高”的发展特点，在宠物行业前期，玛氏、雀巢等国际食品巨头进入中国市场，话语权主要被国际巨头把持。行业快速发展时期，国产品牌不断推陈出新，宠物食品的市场竞争也从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争。最终随着行业未来逐步成熟，行业进入整合并购阶段，市场集中度将会再次向头部集中。

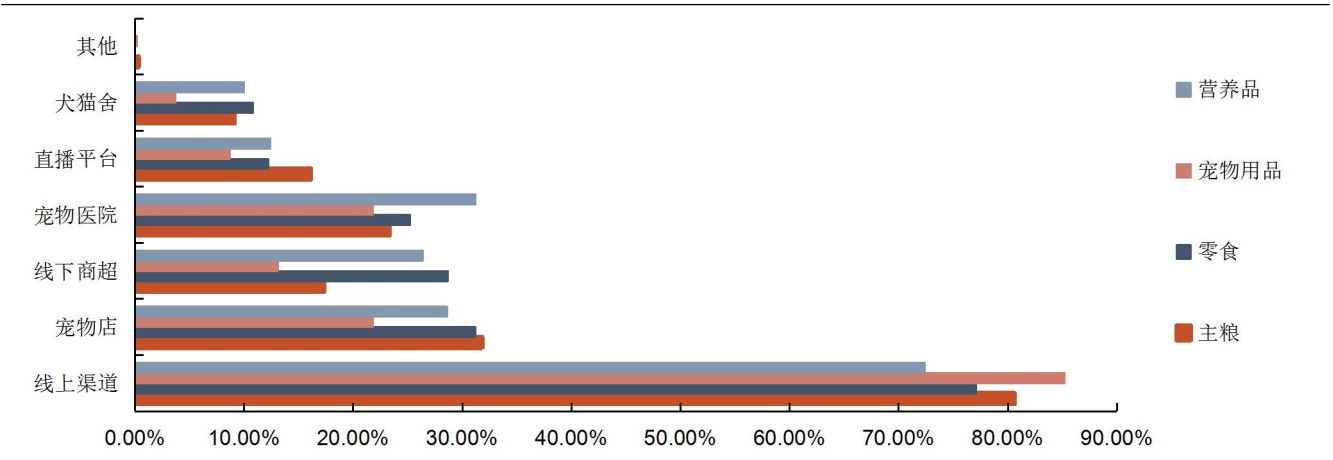
乘互联网东风及电商热潮，国产品牌快速迭代，抢占进口品牌份额。我国宠物食品企业多以代工起家，因此在早期，自主品牌更多以中低端产品为主，品牌效应尚未完全建立，突出性价比来抢占市场份额，而外资品牌进入中国市场，凭借电视、杂志等渠道高举高打，树立起品牌自身“科学养宠教育者”的身份，品牌充分曝光的同时建立起自身品牌效应。而随着国内互联网社交平台以及电商的兴起，国内消费者逐步倾向于通过线上渠道购买宠物食品，国产品牌通过本土化营销优势、迅速线上渠道建设以及产品差异化竞争等形式提升品牌势能，不断占领进口品牌在中高端价位的市场份额。

表 1：部分宠物食品品牌各平台粉丝数量（单位：万）

	天猫旗舰店	京东自营	抖音官方号	小红书官方号	微博官方号
网易严选	397.6	93.7	33.1	1.5	42.1
麦富迪 Myfoodie	260.4	779	69.4	3.9	18.9
皇家 ROYAL CANIN	232.2	687.7	105.2	<1	95.1
卫仕 nourse	155.3	503.2	106.3	3	8.6
冠能 Pro Plan	104.2	217.1	7.1	<1	-
比乐 Bile!	72.8	8.2	6.3	2.1	16.9
顽皮 Wanpy	71.7	343.4	21.4	1.8	10.7
伯纳天纯 Pure&Natural	47.6	821.9	25.2	1.6	3.1
生鲜本能 Instinct	8.9	3.4	0.5	2.5	23.8
渴望 Orijen	11.1	17.7	2.1	<1	<1
爱肯拿 ACANA	8.1	4.9	7.4	<1	<1

资料来源：天猫，京东，抖音，小红书，微博，山西证券研究所搜集整理（数据截至 2024 年 5 月 6 日，标红为国产品牌）

图 35：线上渠道为宠物食品主要购买渠道



资料来源：2023-2024 年中国宠物行业白皮书，山西证券研究所

双十一活动国产宠物食品品牌表现亮眼，热度超过进口品牌。根据星图数据发布的报告显示，天猫、京东两大平台在双 11 期间宠物食品销售总额为 48 亿，其中天猫 24.96 亿元，京东 18.24 亿元。根据近两年天猫官方发布的双 11 猫狗食品品牌销售榜，国产品牌占据 23 年销售榜单前 6 名中 5 席，较 22 年有明显提升，成为双 11 期间猫狗食品品牌的主力军。23 年新上榜的品牌为诚实一口、鲜朗、伯纳天纯和素力高，其中除素力高外均为国货品牌，进口品牌渴望和 instinct 排名下滑，爱肯拿及 ZIWI 跌出榜单，国货品牌在电商活动中表现出极强竞争力。

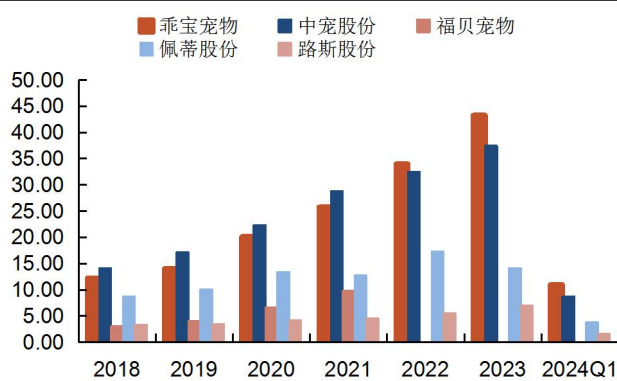
表 2：天猫猫狗食品品牌销售榜 Top 10

天猫猫狗食品品牌销售榜 Top 10 (*标红为国产品牌)			
排名	2023 年双 11	排名变化	2022 年双 11
1	MYFOODIE/麦富迪	持平	MYFOODIE/麦富迪
2	ROYAL CANIN/皇家	持平	ROYAL CANIN/皇家
3	LEGEND SANDY/蓝氏	↑7	Orijen/原始猎食渴望
4	诚实一口	新上榜	网易严选
5	鲜朗	新上榜	ACANA/爱肯拿
6	网易严选	↓2	Instinct
7	Instinct	↓1	ZIWI
8	Orijen/原始猎食渴望	↓5	Alfie&Buddy/阿飞和巴弟
9	Pure&Natural/伯纳天纯	新上榜	Nourse/卫仕
10	Solid Gold/素力高	新上榜	LEGEND SANDY/蓝氏

资料来源：宠业家，山西证券研究所 (*标红为国产品牌)

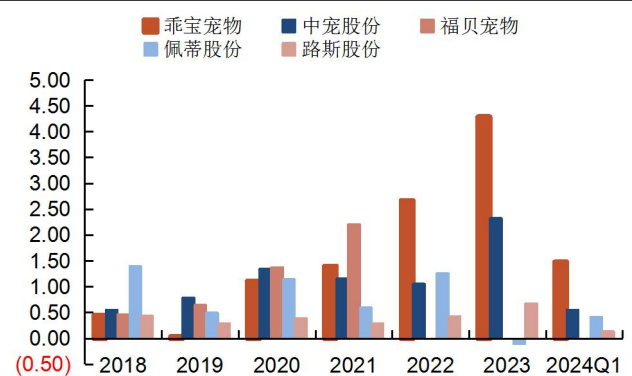
自有品牌强力崛起带动公司整体规模，境外业务保持增长。从公司整体营收规模来看，国内上市宠物食品用品企业中，乖宝以 2023 年 43.27 亿元营收居首，中宠次之，乖宝和中宠凭借自有品牌近年来的快速成长，境内销售规模不断增加，带动公司整体规模及营收进一步提升。出口业务方面，以 OEM/ODM 为主要模式的境外业务依然是各大宠物食品用品企业的重要收入构成，境外业务销售规模在 2018-2023 年基本保持增长，同时如乖宝、中宠等企业陆续通过收购品牌等方式布局试水海外中高端市场，出口业务格局相对较为平稳。

图 36：上市宠物食品企业营收对比（亿元）



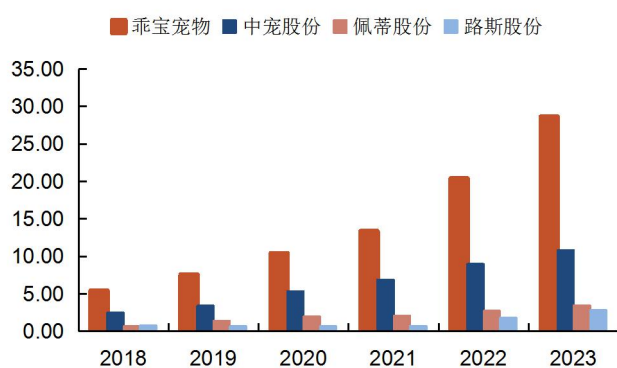
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 37：上市宠物食品企业归母净利润对比（亿元）



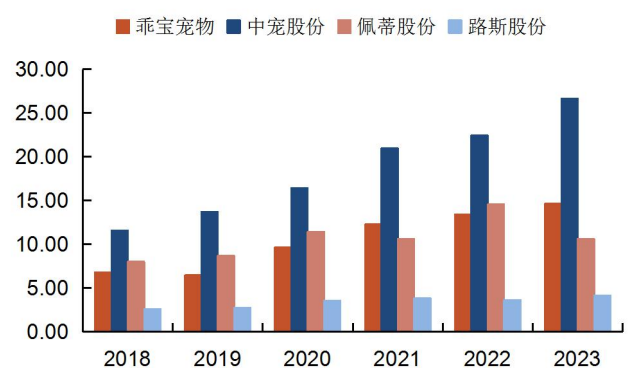
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 38：上市宠物食品企业境内销售规模（亿元）



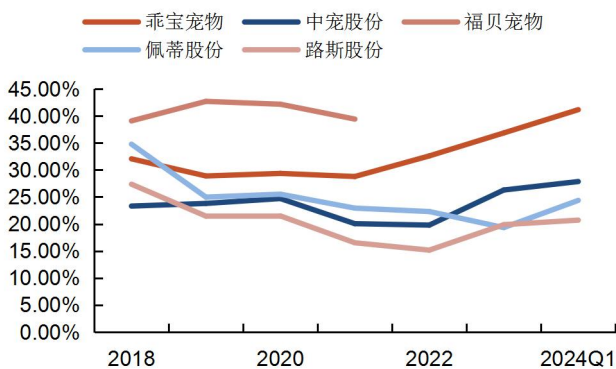
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：上市宠物食品企业境外销售规模（亿元）



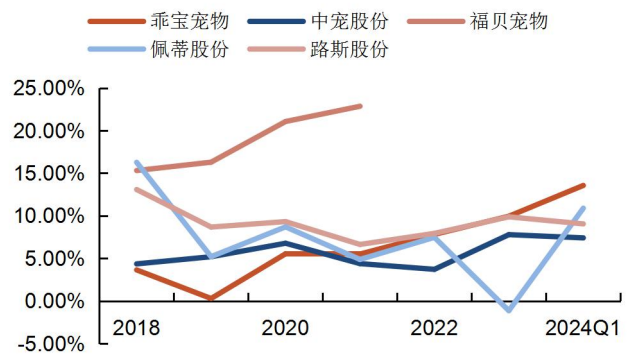
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 40：上市宠物食品企业毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

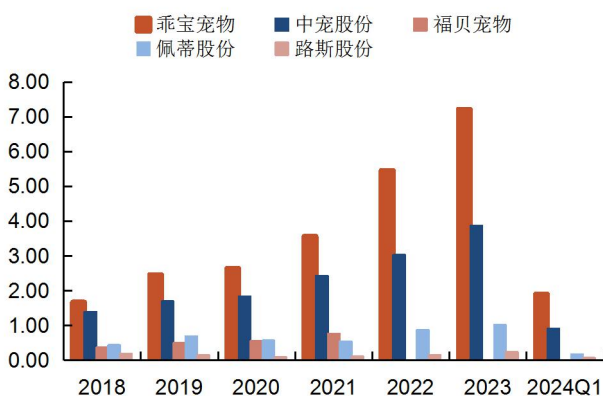
图 41：上市宠物食品企业净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

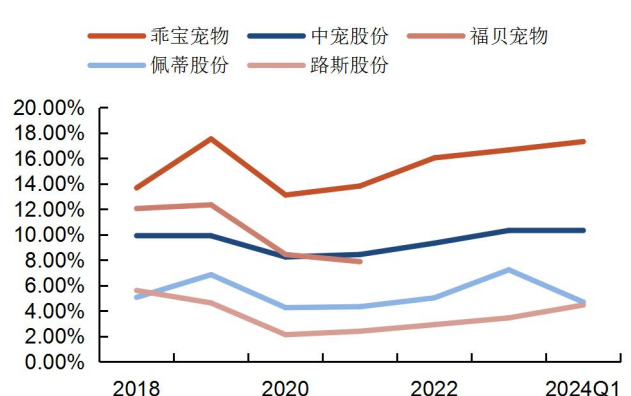
营销费用持续高投入，研发费用占比相对稳定。乖宝、中宠、福贝以及佩蒂等重点发展自有品牌国内销售业务的宠物食品企业销售费用比较高，主要是由于当前国内的宠物行业以及宠物食品行业仍处于高度竞争状态，消费者认知尚未完全成熟，宠食品牌尤其是国产品牌需要投入大量营销费用保持品牌热度并占领消费者心智，品牌建设需要企业经年累月地不断投入。此外，由于宠物食品技术门槛相对不高，其中主粮产品技术壁垒相较零食等品类较高，因此上市宠物食品企业近年以发展主粮业务为主，各家研发投入占比较为稳定，各家宠物食品企业基本维持在 2% 左右水平。

图 42：上市宠物食品企业销售费用（亿元）



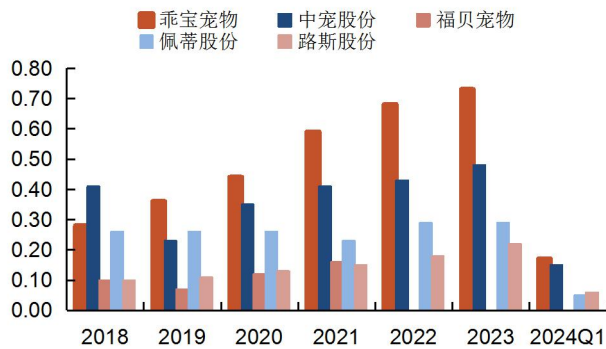
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 43：上市宠物食品企业销售费用率（%）



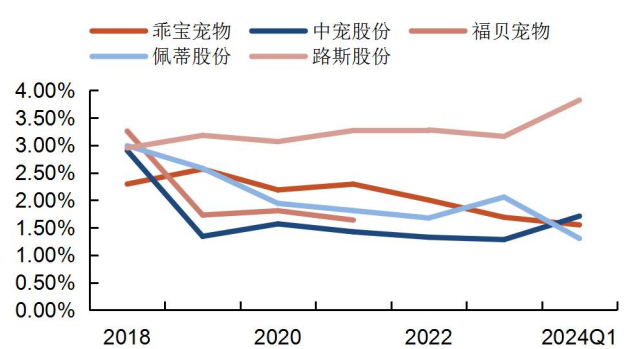
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 44：上市宠物食品企业研发费用（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 45：上市宠物食品企业研发投入占比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 公司发展战略卓有成效，产能释放有望持续带动业绩

3.1 海外业务：全球化布局领先，加速拓展海外市场

公司早期以 ODM/OEM 业务模式发展为主，通过代加工产品进入海外市场。随着全球宠物市场不断发展，公司积极扩张海外产能，陆续在美国、加拿大、新西兰以及柬埔寨等地建厂生产，依托当地工厂的本地化优势，进一步开拓北美等市场客户，提高公司产品在当地市场的占有率和影响力。此外，公司先后在日、美、欧、澳、加等地陆续推出了“Wanpy”、“ZEAL”“Great Jack’s”、“Jerky time”等自主品牌的宠物零食产品，已成功进入 PETCO、COSTCO 等主流零售连锁渠道销售，ZEAL 真致及 GREATJACK’s 正式进驻加拿大 156 家 PetSmart 门店，旗下自有品牌在海外市场的影响力逐步提高。

图 46：公司境外业务收入及增速（单位：亿元，%）

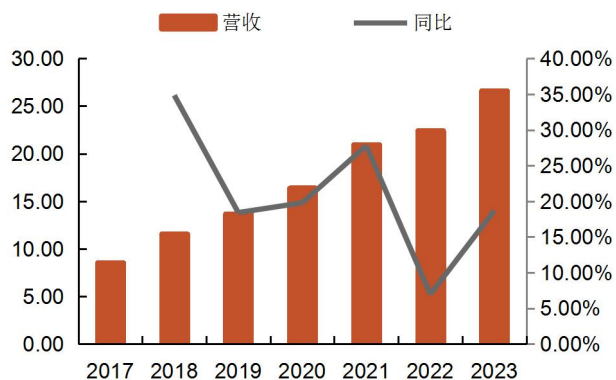
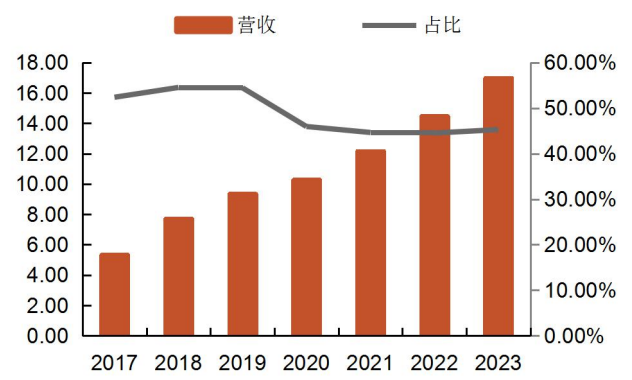


图 47：公司前五大客户营收及占比（单位：亿元，%）



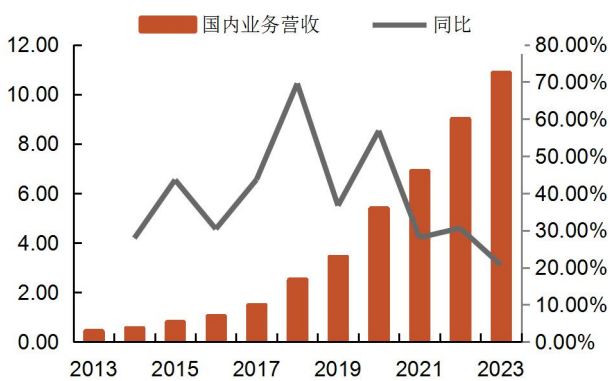
资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：2017-2023 年公司年报，山西证券研究所

3.2 国内业务：形成核心自有品牌矩阵，持续聚焦国内市场战略

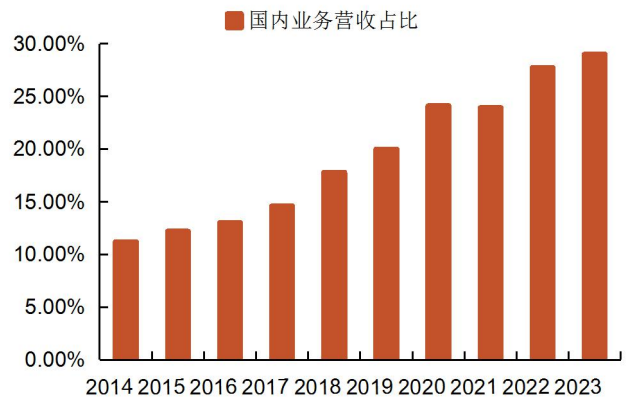
品牌矩阵覆盖中高端市场，国内业务保持增长。公司自有品牌以顽皮 Wanpy 为始，分别于 2018 年、2021 年收购新西兰 NPTC 和 PFNZ 公司，通过 ZEAL 布局高端产品市场，又于 2021 年进一步收购杭州领先 Toptrees50%股权，通过打造差异化品牌矩阵，实现产品向上覆盖宠粮中高端价格带。近年来，公司坚持以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，不断加大自有品牌对主粮产品的投放力度。整体来看，随着三大自有品牌产品结构不断完善，销量持续提升，公司国内业务 2023 年实现收入 10.86 亿元，同比增长 20.67%，未来有望成为公司第一大利润增长点。

图 48：国内业务收入及增速（单位：亿元，%）



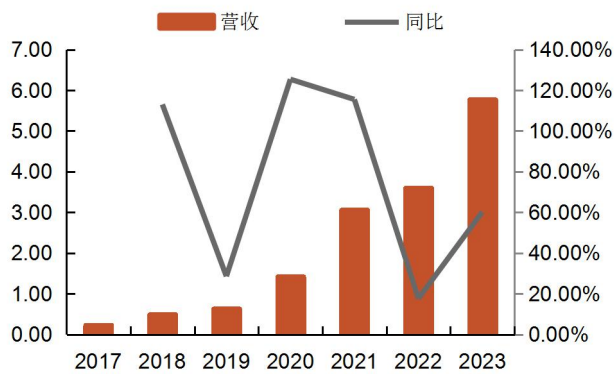
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 49：国内业务营收占比不断提升（单位：%）



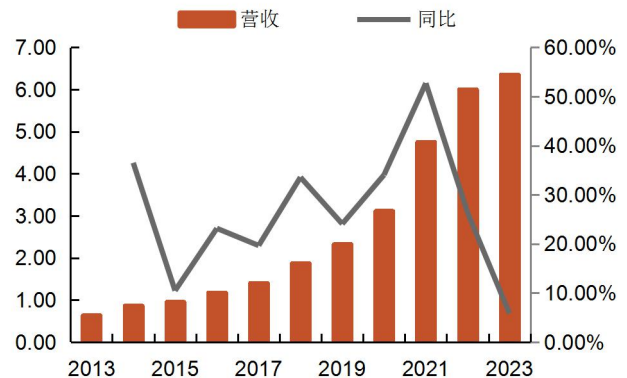
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 50: 宠物主粮业务营收及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 山西证券研究所



图 51: 宠物罐头业务营收及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

顽皮 Wanpy: 极致求“鲜”，加码主粮赛道。Wanpy 顽皮品牌创立于 1998 年，1999 年在国内市场开始销售鸡肉干产品，一度创造了“Wanpy 就是鸡肉干、鸡肉干就是 Wanpy”的品牌影响力，而后旗下产品品类不断扩展，旗下产品以鲜肉粮为主，定位中端宠粮品牌，逐渐强化“鲜厨房”理念，顽皮 wanpy 2022 年推出鲜肉无谷冻干粮系列，2023 年下半年顽皮线下明星单品双拼主粮再次升级添加主食级生骨肉冻干和深海鱼油，增强产品适口性和营养性。此外，“1 桶搞定肉鱼蛋奶”的顽皮满分桶和“完整食材，满罐营养”的顽皮大满罐也成为 2023 年年的爆款新品，顽皮品牌现已形成宠物干粮、宠物湿粮与宠物零食在内的宠物食品全品类，主粮产品竞争力进一步加强，鲜肉粮赛道品牌壁垒显现。

表 3: 顽皮 Wanpy 主要产品线

产品名称	产品图片	产品特点	适用范围	产品类别	价格	规格	推出/更新时间
顽皮冻干四拼全价猫粮		3 种功能性冻干+原切鸡冻干，特选烟台白羽鸡，黄金肉源品质优	成年猫	膨化粮	27.25 元/斤	2kg	2022 年
顽皮鲜肉无谷冻干全价犬猫粮（顽皮鲜选系列）		以“鲜距离、鲜速度、鲜标准、鲜营养、鲜厨房”5 鲜标准真正定义鲜肉粮，62%真鲜肉 0 肉粉，含 40g 真肉冻干	全犬期	膨化粮	31.25 元/斤	2kg	2022 年升级

产品名称	产品图片	产品特点	适用范围	产品类别	价格	规格	推出/更新时间
55%鲜肉无谷犬粮 (顽皮鲜选系列)		4小时鲜肉成粮 91%动物蛋白 2大专利益生菌 0谷0添加	成犬	膨化粮	17.1元/斤	2kg/8kg	
冻干双鲜 全价猫粮		65%肉含量一口两种冻干, 消化率 Up to 97%	全阶段猫	膨化粮	18.3元/斤	1.5kg/8kg	2022年升级
顽皮满分桶		1桶搞定肉鱼蛋奶, 400g 冻干+50根主食猫条, 99% 动物蛋白	全阶段猫	零食	61.5元/斤	1kg	2023年
顽皮大满罐		完整食材, 满罐营养, 生 骨肉配方“肌肉+骨骼+内 脏”, 98%高肉特添 4.0 益 生菌	全阶段猫	湿粮	7.71元/罐	90g/罐	2023年
顽皮泰国原装白金罐		精选好肉-吞拿鱼精华白肉 部分, 一次性加工到位, 保证产品新鲜	3月龄 以上 猫	零食	4.75元/罐	85g/罐	2022年
顽皮活力营养鲜封包		鲜: 鲜美优质食材 封: 无菌密封, 锁水保鲜 包: 日餐容量美味便携	3月龄 以上 猫	零食	3.31元/袋	80g/袋	连续销售 5年以上

资料来源: 公司天猫官方旗舰店 (数据截至7月19日), 山西证券研究所

图 52：2023 年双十一活动顽皮战绩



资料来源：公司官方公众号，山西证券研究所

领先 Toptrees：电商基因延续，进军烘焙粮赛道。公司 2021 年收购新锐宠物品牌“Toptrees 领先”，借助电商运营经验丰富的原有团队，结合中宠自身强大供应链体系，继续深耕天猫、京东等线上渠道。产品线以宠物主粮为主，并涵盖宠物湿粮以及零食等多个品类，秉承“鲜美食材、科学配方、尖端科技”的品牌核心理念，先后完成了 6 大类、18 款新品的上新，冻干鲜肉粮等产品均是独立分罐装冻干，原料占比和具体肉源溯源清晰，宠粮核心营养丰富等产品品质契合品牌中高端国产粮定位。2022 年推出 99 主食罐系列重磅单品，在 2023 年双 11 期间荣登天猫主食猫罐好评榜 TOP 1、天猫主食猫罐热卖榜 TOP 2 等，新品低温烘焙鲜肉猫粮双十一全网销售超 900 万，领先 2023 年双 11 全周期全渠销售额同比增长 130%，其中天猫销售额同比去年增长 95%，抖音平台销售额同比增长 350%。

表 4：领先 Toptrees 主要产品线

产品名称	产品图片	产品特点	适用范围	产品类别	价格	规格	推出/更新时间
领先 toptrees 全价低温烘焙鲜肉猫粮		低温烘焙营养领“鲜”，健康长壮不虚胖，3 段式变温烘焙，低温慢烘锁住营养	全阶段猫	烘焙粮	39.7 元/斤	1.5kg	2022 年

全价低温烘焙鲜肉犬粮		2重降火配方“鸭肉+雪梨”，缓解泪痕，3段式变温烘焙，低温慢烘锁住营养	全犬期	烘焙粮	36.3元/斤	1.5kg	2023年
全价猫粮主食罐		99%动物蛋白，生骨肉配方高阶营养	成猫幼猫	湿粮	9.15元/罐	85g/罐	2022年
领先全价主食猫条		“非零食，放开吃”，主食营养，肉占配方首位	4月龄以上全品种猫咪	湿粮	2元/支	15支/袋	2022年

资料来源：公司天猫官方旗舰店（数据截至7月19日），山西证券研究所

图 53：烘焙粮 MAT2023 京东销售额同比增长 313%

图 54：领先低温烘焙猫粮 2023 年双十一全网销售超 900 万



资料来源：2023 年中国宠物行业趋势洞察白皮书，京东数据，山西证券研究所

资料来源：公司官方公众号，山西证券研究所

ZEAL：突出“原生之美”，原料源头高品质强化高端定位。公司先后收购新西兰 NPTC 和最大的宠物罐头代工厂 PFNZ 公司，并完成了对 ZEAL 品牌和产线的收购，成为中国宠物行业第一家收购外国企业的公司，并于 2019 年正式将 ZEAL 布局全球市场。ZEAL 已获新西兰国家级品质认证 FernMark 银蕨证书、新西兰官方背书 RMP 等认证，并列入新西兰食品安全局【NZFSA】风险管理计划，产品以新西兰产食材为主要成分，强调安全营养、天然、无污染属性，通过以新西兰当地天然丰富和安全的原材料资源为背书，以及新西兰在全球宠物食品市场中较高的美誉度，同时在包装及营销宣传上保持进口品牌调性，从而打造优质进口宠物食品

品牌形象。目前旗下风干零食产品、“ZEAL 0 号罐”以及宠物牛奶等明星单品均是单价较高的宠物食品品类，消费者对 ZEAL 品牌认可度逐步建立，公司以 ZEAL 拓展高端市场已初见成效，同时亦能够进一步推动公司全球化战略发展。

表 5：真致 ZEAL 部分热门产品

产品名称	产品图片	产品特点	适用范围	产品类别	价格	规格	推出/更新时间
Zeal 全价无谷主食罐头		替代传统主粮更营养，含深海帝王鲑鱼油、野生绿唇青口贻贝、新西兰泡叶藻、新西兰蛋黄磷脂等高品质原料	全犬期	湿粮	28.6 元/罐	170g/罐	2022 年推出升级款
Zeal 全价无谷猫罐头			全阶段猫	湿粮	28.6 元/罐	170g/罐	2022 年推出升级款
真致 ZEAL 犬用风干小牛肋骨		小牛原切，原滋原味，4 斤草饲牛肉出 1 斤纯肉干	3 月龄以上犬	零食	275.2 元/斤	125g/袋	2019 年
犬配方宠物牛奶		精准营养，为犬定制，健骨助吸收，平衡营养填满健康漏洞	通用型	液体营养品	25 元/瓶	380ml/瓶	2022 年升级

资料来源：公司天猫官方旗舰店（数据截至 7 月 19 日），山西证券研究所

图 55：ZEAL 0 号罐宣传海报



图 56：2023 年双十一 ZEAL 线上平台成绩



资料来源：ZEAL 官网，山西证券研究所

资料来源：公司官方公众号，山西证券研究所

3.3 供应链优势+渠道发力+营销加码，内修外练深挖市场

公司完备的供应链体系支撑顽皮、领先等国内自有品牌冲击中高端，也保障了公司全球化优势。公司与春雪食品、新希望六和等禽肉供应商天然的地理位置距离优势带来源头鲜肉，保障 Wanpy 品牌能通过产品与“鲜”概念深度结合，实现“鲜距离”、“鲜速度”、“鲜标准”、“鲜营养”、“鲜厨房”的5鲜标准，加深消费者认可度。此外，公司建立“产品可追溯体系”和“缺陷产品召回制度”，实现全产业链监控，而公司24年产品“0召回”记录，也彰显公司生产供应端的稳定高效。收购 ZEAL 品牌后，公司进一步收购 PFNZ 工厂，从原料开始不断强化自身高端定位。海外业务方面，公司2022年6月公司顺利通过海关 AEO 高级认证，成为中国首个获得该高级认证的宠物食品企业。截至2024年5月，公司在全球共有22间（国内13间，国际9间）现代化的高端宠物食品生产基地，有力保障公司海外业务的持续扩张。

图 57：顽皮全食鲜厨房概念



资料来源：宠矩网，山西证券研究所

图 58：顽皮 5 鲜标准



资料来源：公司官网，山西证券研究所

表 6：顽皮干粮产品清晰标明主要成分供应商及所在地

原料名称	供应商名称	所在地
鲜鸡肉	烟台春雪食品	山东烟台
鲜鸭肉	新希望六和集团有限公司	山东青岛
鲜鸡内脏（鸡心/鸡肝）	烟台春雪食品	山东烟台
鸡肉粉	烟台金润达动物营养有限公司	山东烟台

原料名称	供应商名称	所在地
豌豆	青岛青胜禾农产品有限公司 青岛嘉禾盛通进出口有限公司	山东青岛
甘薯干	临沂张义清农产品有限公司	山东临沂
鱼油	荣成市栋淼鱼油有限公司	山东威海

资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 59：公司通过全球多个国家地区质量管理体系认证



资料来源：2022 年公司年报，山西证券研究所

研发配套完备，创新能力保持前沿。公司研发中心包括新产品研发中心、宠物营养与研究中心、检测中心和宠物测试基地。公司 2018 年斥资 1500 万元建成中国宠物行业高标准的检测中心，通过了 CNAS 中国合格评定委员会认可，检测能力达到国家实验室标准。2022 年，公司与中国农业大学签署战略合作协议，通过产学研合作模式，进一步提升公司在宠物食品的营养与健康领域的研发能力。截至 2023 年底，公司已拥有超过 200 项国家专利，15 项发明专利，公司作为国内头部宠物食品公司，研发创新及检测实力保持国产品牌前列。

图 60：公司宠物营养与健康研究中心

图 61：公司宠物测试基地



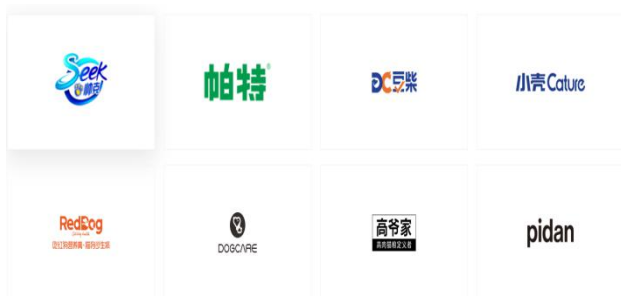
资料来源：公司官网，山西证券研究所



资料来源：公司官网，山西证券研究所

战略投资宠物产业链相关企业，协同主业共发展。中宠股份与金鼎资本共同成立产业基金，专注于投资宠物行业内具备知名度和影响力的优质企业，深耕宠物行业投资。金鼎资本先后参与投资帕特、Red Dog 红狗等优秀国产宠食品牌，以及 DogCare 逗爱、小壳 Cature 等宠物相关品牌。此外，公司 2018 年正式入股国内最大的宠物医疗集团--新瑞鹏宠物医疗集团，能够借助宠物医院渠道进一步拓展专业渠道销售，同时新瑞鹏集团作为下游宠物服务的头部企业，能够跟公司在宠物营养等方面实现优势互补，进一步提升公司产品对宠物犬猫的适配性。

图 62：金鼎资本部分宠物行业投资案例



资料来源：金鼎资本官网，山西证券研究所

图 63：新瑞鹏集团旗下宠物相关品牌

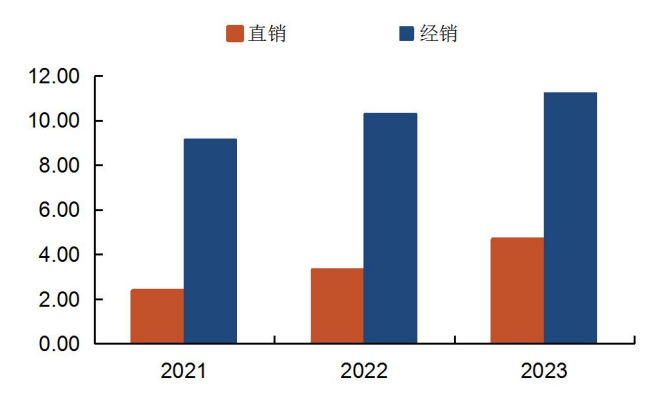


资料来源：新瑞鹏招股书，山西证券研究所

渠道端：线上渠道保持高势能，线下加强专业渠道建设。公司国内业务目前线上渠道占比约 60%，线下渠道占比约 40%。**线上渠道：**公司把握 2014 年以来的互联网购物热潮，随后 2018 年、2019 年，公司先后与苏宁易购、阿里巴巴以及京东签署战略合作备忘录，此外公司投资

威海好宠、领先宠物、华元德贝等聚焦线上渠道的销售公司，提高公司线上渠道销售势能，进一步加强电商平台等线上渠道建设。目前公司旗下自主品牌入驻了淘系、京东、拼多多、抖音、快手等各大电商平台及 E 宠网、波奇网等垂直电商，以及小红书、抖音为主的新媒体平台进行投放引流和直播销售。**线下渠道：**线下渠道一直是公司的优势渠道，主要以专业渠道中经销商覆盖的宠物门店为主，其次是山姆、麦德龙等商超渠道。公司线下对价盘控制力强，2022 上半年，公司线下渠道组织架构进行战略调整，整合成立聚焦专业渠道“专渠部”，促进两大核心自主品牌 wanpy 顽皮和 Zeal 在线下渠道的深入拓展。

图 64：直销与经销渠道营收（亿元）



资料来源：2022、2023 年公司年报，山西证券研究所

图 65：公司与苏宁易购签约战略合作



资料来源：公司官网，山西证券研究所

携手分众传媒，差异化营销加强消费者触达。2023 年公司与分众传媒正式签订战略合作协议，以梯媒广告的形式深入北上广深等 19 座中国一二线主流城市，配合冠名赞助大型宠物活动及展会等线下形式将营销重点聚焦于品牌。公司线上营销主要通过抖音、快手、小红书等头部新媒体平台进行投放，紧密围绕新一代消费者特点，通过多角度宣发，持续强化年轻养宠群体的品牌心智。公司旗下三个自有品牌保持宣传调性特征明显，顽皮先后与辣目洋子、傅首尔、冉高鸣三位明星达成代言合作，顽皮多次亮相线下活动，积极与宠物主进行精准沟通，突出自身“新鲜”“年轻”等特性；而 ZEAL 官宣侯明昊成为其首位湿粮全球代言人、何超莲为产品体验官，与爱马仕合作设计师联名共创强调品牌对“0 妥协”极致的追求；领先 Toptrees2023 年营销重心则放在提升品牌势能以及烘焙粮产品宣传，通过营销战役《换我上厂》以及首支品牌短片《我在大院长大》等活动，打造 Toptrees 领先“安心”体感化品牌心智，为烘焙粮产品捕捉增量人群。

图 66: 明星艺人与 wanpy 顽皮官宣合作



资料来源: 公司官方公众号, 山西证券研究所

图 67: ZEAL 联名爱马仕合作设计师联名合作活动



资料来源: 公司官方公众号, 山西证券研究所

图 68: wanpy 顽皮电梯广告



资料来源: 分众传媒公众号, 山西证券研究所

图 69: Toptrees 领先“换我上厂”营销活动



资料来源: 维宠宠物导航网, 山西证券研究所

满产满销，主粮产品产能待释放。公司自有品牌采取提前预估，产销结合的生产模式，代工定制产品采取以产定销模式，充分发挥不同生产模式特点。公司 2023 年产量/销量分别为 8.53 万吨/9.96 万吨，分别同比增长 9.80%/10.46%。进入 2024 年，公司目前订单量充足，处于满产状态，未来“年产 6 万吨高品质宠物干粮项目”和“年产 4 万吨新型宠物湿粮项目”将逐步完工投放，海外业务方面，未来将投放新西兰的 2 万吨湿粮和美国的 1.2 万吨零食海外子公司中盈利能力较强的两个板块的产能，预计将为公司境外业务贡献更多盈利。

表 7: 公司 2019-2022 年 H1 产能利用率情况

产品	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
----	----	---------	---------	---------	--------------

宠物干粮	产能（吨）	10,630.00	10,756.00	10,756.00	7,628.00
	产量（吨）	3,340.50	6,693.27	10,722.02	11,684.33
	产能利用率	31.43%	62.23%	99.68%	153.18%
宠物罐头	产能（吨）	10,000.00	10,000.00	22,833.33	15,000.00
	产量（吨）	11,796.79	12,571.03	22,956.77	9,487.06
	产能利用率	117.97%	125.71%	100.54%	63.25%
宠物零食	产能（吨）	21,728.00	23,061.33	25,728.00	12,864.00
	产量（吨）	26,130.47	29,356.12	32,260.50	15,981.77
	产能利用率	120.26%	127.30%	125.39%	124.24%

资料来源：中宠股份公司可转债募集说明书（2022年10月版），山西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

零食业务：公司零食产品以代工外销为主，发展稳定，随着公司美国、柬埔寨等海外零食工厂投产，我们预计公司零食产品销量有望进一步增长，预计公司 2024/2025/2026 年零食业务营收分别为 25.62/27.93/30.16 亿元，分别同比增长 9.00%/9.00%/8.00%。

罐头业务：公司位于新西兰的 2 万吨湿粮产正在持续建设中。此外，以 ZEAL 为首的罐头业务也将受益于公司聚焦国内市场战略，我们预计 2024/2025/2026 年罐头业务营收分别为 7.17/8.54/10.16 亿元，同比增长 13.00%/19.00%/19.00%。

主粮业务：随着公司“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，加速海外市场拓展；稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的发展战略持续推进，配合公司产能陆续落地投产，产不及需的情况将会缓解，我们认为公司主粮业务销量将继续保持高增长，预计 2024/2025/2026 年主粮业务营收分别为 7.50/9.60/12.09 亿元，同比增长 30.00%/28.00%/26.00%。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 42.51/48.68/55.45 亿元，同比增长 13.45%/14.51%/13.91%；预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 26.95%/28.07%/29.01%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.84/3.65/4.35 亿元，同比增长 21.7%/28.5%/19.3%。

表 8：公司分业务盈利预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3247.99	3747.20	4251.28	4868.05	5545.07
yoy	12.70%	15.37%	13.45%	14.51%	13.91%
毛利率	19.79%	26.28%	26.95%	28.07%	29.01%

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
零食业务					
营业收入	2140.83	2350.86	2562.44	2793.06	3016.50
yoy	8.13%	9.81%	9.00%	9.00%	8.00%
毛利率	18.57%	25.39%	26.08%	27.43%	28.11%
罐头业务					
营业收入	600.26	634.85	717.38	853.68	1015.88
yoy	26.32%	5.76%	13.00%	19.00%	19.00%
毛利率	26.41%	32.62%	33.21%	33.78%	34.89%
主粮业务					
营业收入	359.96	576.76	749.79	959.72	1209.25
yoy	17.65%	60.23%	30.00%	28.00%	26.00%
毛利率	20.45%	29.06%	29.60%	30.15%	31.26%
宠物用品及其他					
营业收入	146.94	184.74	221.68	261.58	303.44
yoy	22.34%	25.72%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	8.88%	7.06%	7.83%	8.61%	9.40%

资料来源：Wind，山西证券研究所

基于以上假设及盈利预测，公司7月23日收盘价为18.60元，当日收盘价对应公司2024-2026年PE为19.27/15.00/12.58倍，低于行业可比公司平均水平。公司为国内宠物食品头部企业，美国、新西兰等境外工厂新产能陆续建设中，海外代工业务合作稳中有进。此外，公司旗下自有主品牌“ZEAL”及“领先 Toptrees”等近年来发展迅速，“顽皮 Wanpy”在完成品牌调整后，品牌整体营收规模有望迎来持续提升。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表9：可比公司估值

公司	代码	收盘价 (元)	总市值(亿元)	EPS(元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
乖宝宠物	301498.SZ	45.86	183.46	1.42	1.79	2.21	32.25	25.68	20.74
佩蒂股份	300673.SZ	12.60	31.35	0.58	0.74	0.91	21.34	16.87	13.69
源飞宠物	001222.SZ	11.05	21.09	0.82	0.93	1.01	13.41	11.92	10.93
行业平均							22.33	18.16	15.12
中宠股份	002891.SZ	18.60	54.71	0.97	1.24	1.48	19.27	15.00	12.58

资料来源：Wind，山西证券研究所（截至2024年7月23日）

5. 风险提示

原材料价格波动风险。禽肉、谷物等上游原材料是公司产品的主要成本，原材料价格大幅上涨将影响公司盈利水平。

因管理不当导致出现食品安全的风险。公司产品以宠物食品为主，若因管理不当出现食品安全风险，将极大损害公司形象。

品牌及产品舆情风险。公司销售规模大且营销范围广，若运营中出现负面舆情并处理不当，可能对公司及品牌形象造成严重影响。

全球贸易摩擦加剧的风险。海外市场是公司收入的重要来源，若公司主要出口市场的关税等贸易限制措施进一步提升，公司出口业务将受到巨大影响。

汇率波动风险。公司境外业务受美元兑人民币汇率影响较大，若汇率出现大幅波动，将损害公司的盈利水平。

产品销售不及预期的风险。国内宠物食品行业竞争激烈，若公司旗下品牌的营销方式、产品等方面效果不及预期，将影响公司持续发展。

海外竞争加剧导致公司全球化战略推进受阻的风险。欧美等地区宠物行业成熟，公司自有品牌海外业务拓展市场存在不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1745	2022	2466	2683	3046
现金	578	527	760	871	992
应收票据及应收账款	363	468	474	604	624
预付账款	9	17	12	21	17
存货	610	580	758	751	945
其他流动资产	186	430	462	436	469
非流动资产	2096	2369	2499	2649	2796
长期投资	187	215	254	295	335
固定资产	1015	1070	1226	1388	1538
无形资产	95	93	100	109	114
其他非流动资产	798	990	919	857	808
资产总计	3840	4390	4965	5331	5842
流动负债	849	1186	1648	1766	1942
短期借款	340	666	929	1011	1102
应付票据及应付账款	356	378	447	483	562
其他流动负债	153	142	272	272	278
非流动负债	771	785	642	498	355
长期借款	697	717	574	430	287
其他非流动负债	74	68	68	68	68
负债合计	1620	1971	2290	2265	2297
少数股东权益	154	187	229	286	361
股本	294	294	294	294	294
资本公积	1145	1144	1144	1144	1144
留存收益	598	817	1088	1432	1842
归属母公司股东权益	2066	2233	2446	2781	3183
负债和股东权益	3840	4390	4965	5331	5842

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	120	447	307	489	514
净利润	121	292	326	422	510
折旧摊销	104	120	108	128	150
财务费用	15	29	25	27	31
投资损失	-25	-21	-14	-18	-20
营运资金变动	-125	-13	-137	-70	-158
其他经营现金流	30	41	0	0	0
投资活动现金流	-436	-680	-223	-260	-277
筹资活动现金流	511	84	-114	-200	-207
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.79	0.97	1.24	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.52	1.05	1.66	1.75
每股净资产(最新摊薄)	7.03	7.59	8.32	9.45	10.82

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3248	3747	4251	4868	5545
营业成本	2605	2763	3105	3502	3936
营业税金及附加	12	14	14	16	20
营业费用	303	387	480	550	638
管理费用	117	144	164	187	213
研发费用	43	48	59	66	75
财务费用	15	29	25	27	31
资产减值损失	-25	-19	0	0	0
公允价值变动收益	-7	2	0	0	0
投资净收益	25	21	14	18	20
营业利润	155	372	418	538	652
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	3	2	2	2
利润总额	156	370	417	537	651
所得税	35	78	91	115	141
税后利润	121	292	326	422	510
少数股东损益	15	59	42	57	75
归属母公司净利润	106	233	284	365	435
EBITDA	308	562	575	716	849

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	12.7	15.4	13.5	14.5	13.9
营业利润(%)	-3.9	140.5	12.2	28.8	21.2
归属于母公司净利润(%)	-8.4	120.1	21.7	28.5	19.3
获利能力					
毛利率(%)	19.8	26.3	27.0	28.1	29.0
净利率(%)	3.3	6.2	6.7	7.5	7.8
ROE(%)	5.4	12.1	12.2	13.8	14.4
ROIC(%)	5.0	9.4	8.8	10.4	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.2	44.9	46.1	42.5	39.3
流动比率	2.1	1.7	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.2	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5
估值比率					
P/E	51.6	23.5	19.3	15.0	12.6
P/B	2.6	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	19.7	11.0	10.9	8.6	7.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

