



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 自有品牌乘风起，龙头逐浪它经济

——乖宝宠物首次覆盖

### 买入 (首次)

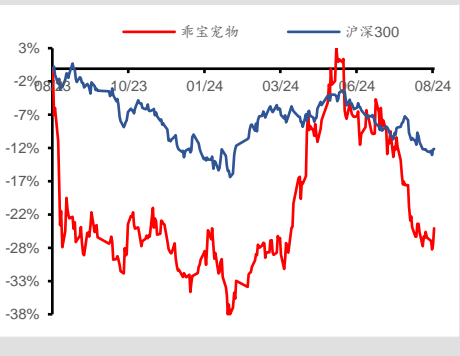
行业： 农林牧渔  
日期： 2024年08月16日

分析师： 王慧林  
Tel: 15951919467  
E-mail: wanghuilin@shzq.com  
SAC 编号: S0870524040001  
联系人： 袁家岗  
Tel: 02153686249  
E-mail: yuanjiagang@shzq.com  
SAC 编号: S0870122070024

#### 基本数据

最新收盘价 (元)	43.90
12mth A 股价格区间 (元)	36.30-60.30
总股本 (百万股)	400.04
无限售 A 股/总股本	44.75%
流通市值 (亿元)	78.59

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告:

#### ■ 投资摘要

宠物食品方兴未艾，市场规模稳步增长。宠物食品是养宠的刚性需求，贯穿宠物全生命周期，具有复购性高、黏性强、产品更新换代较快等特点，也是宠物行业最大细分市场。据 Statista 数据，2023 年全球宠物食品市场规模 1436 亿美元，2018-2023 年 CAGR 约 10.1%，属于增速较高的消费品领域。宠物食品市场的发展与经济水平紧密相关，近年来我国人均收入水平提升带动宠物食品市场规模增长，据历年中国宠物行业白皮书数据，中国宠物食品行业市场规模从 2012 年的 157 亿元增长到 2023 年的 1461 亿元，CAGR 达 22.5%，显著高于美国、日本等发达国家。随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，德勤中国预测，2022-2026 年我国宠物食品市场规模仍将以 17% 的 CAGR 稳步增长。

海外市场代工起家，自有品牌快速发展。乖宝宠物成立于 2006 年，以海外宠物食品代工起家，乘国内宠食发展之风，同时基于多年服务国际客户所积累的研发/生产/质控优势，公司于 2013 年起陆续推出的“麦富迪”、“弗列加特”等主品牌快速发展，形成海外代工+自有品牌双轮驱动的发展格局。截至 2023 年，公司产品涵盖宠物零食、主粮、保健品等全品类，营收规模 43 亿元位居国内宠物行业上市公司之首。据 Euromonitor 数据，2015-2022 年公司国内市占率从 2.4% 提升至 4.8%，位列国产品牌市占率第一，由于宠物主更换宠物食品品牌的成本较高，已树立品牌优势的头部企业在竞争中具备先发优势。我们认为，随着宠物食品行业规模的快速增长与行业集中度的不断提高，公司市场份额有望进一步扩大。

紧抓渠道变革红利，线上线下融合互补。不同于欧美发达国家宠物食品的销售以商超渠道为主，我国消费者更倾向于电商渠道。近年来我国宠物食品线上电商渠道发展迅速，据 Euromonitor 数据，2015-2022 年我国宠物食品在电商流通渠道占比从 31.4% 提升至 62.9%。公司紧抓渠道变革红利，一方面通过泛娱乐化的品牌营销等方式持续提升品牌知名度，另一方面携手主流电商平台，确保产品广泛触达目标消费者，实现了线上业务的爆发式增长，直销收入从 2020 年的 3.22 亿元增长至 2023 年的 12.36 亿元，CAGR 高达 56.57%，品牌综合排名连续多年 618 期间位列多个电商平台第一。同时，线下深入覆盖各省市专业零售终端，实现了线上线下的深度融合与高效互补。

研发保障品质领先，产品品类不断进化。宠物食品作为一种快消品，产品更新换代较快，消费升级和需求多元化也使得消费者更加注重产品品质并为高性价比的产品买单。公司早期从事代工业务，加工制造经验丰富，与海外品牌相比具有成本优势，同时也始终坚持以创新开拓市场，积极投身于犬猫基础研究，截至 23 年底共获境内授权专利 317 项，2023 年研发费用超 7000 万元，近 3 年研发费用 CAGR 为 18.49%，均处于行业领先地位。此外，公司善于捕捉行业趋势，从犬猫零食到主粮，在主粮赛道抓住天然粮品类红利，打造差异化产品，不断拓展产品品类，实现了主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖。

## ■ 投资建议

我们认为，公司凭借在产品、渠道和品牌方面的深耕与投入，稳坐国产宠物食品龙头，而随着宠物食品行业规模的快速增长与行业集中度的不断提升，公司的市场份额也有望进一步扩大。我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 54.41/65.96/75.58 亿元，同比增速分别 25.75%/21.22%/14.58%；归母净利润分别为 5.73/7.04/8.23 亿元，同比增速分别为 33.52%/22.93%/16.87%。对应 PE 31/25/21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## ■ 风险提示

国内市场竞争加剧、原材料价格波动、贸易摩擦风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4327	5441	6596	7558
年增长率	27.4%	25.8%	21.2%	14.6%
归母净利润	429	573	704	823
年增长率	60.7%	33.5%	22.9%	16.9%
每股收益（元）	1.07	1.43	1.76	2.06
市盈率（X）	40.95	30.67	24.95	21.35
市净率（X）	4.79	4.26	3.76	3.31

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 08 月 16 日收盘价）

## 目 录

<b>1 深耕海外代工，品牌接力发展</b> .....	<b>5</b>
1.1 海外市场代工起家，自有品牌快速发展 .....	5
1.2 管理团队经验丰富，股权激励绑定人才 .....	6
1.3 主要上市公司对比，业务布局各有侧重 .....	7
<b>2 多维构筑核心竞争力，稳坐国产宠食龙头</b> .....	<b>9</b>
2.1 研发保障品质领先，产品品类不断进化 .....	9
2.2 紧抓渠道变革红利，线上线下融合互补 .....	12
2.3 明晰品牌战略部署，品牌传播持续进化 .....	13
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>17</b>
3.1 盈利预测 .....	17
3.2 投资建议 .....	17
<b>4 风险提示：</b> .....	<b>18</b>

## 图

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：公司营收稳定增长（单位：亿元） .....	6
图 3：营收以零食主粮为主（单位：亿元） .....	6
图 4：国内收入快速增长（单位：亿元） .....	6
图 5：自有品牌体量快速增长（单位：亿元） .....	6
图 6：股权激励绑定核心人才 .....	7
图 7：股权激励增长目标（单位：亿元） .....	7
图 8：中宠股份营收及净利润（单位：亿元） .....	7
图 9：佩蒂股份营收及净利润（单位：亿元） .....	7
图 10：乖宝、佩蒂、中宠营收分产品/分区域/分模式对比 （注：2023 年数据） .....	8
图 11：研发费用位居行业前列（单位：亿元） .....	10
图 12：专利数量位居行业前列（截至 2023 年底） .....	10
图 13：公司研发中心组织结构 .....	10
图 14：公司 CNAS 实验室 .....	10
图 15：麦富迪超级工厂 .....	11
图 16：公司生产车间 .....	11
图 17：麦富迪产品品类不断进化 .....	11
图 18：泰国生产研发中心开工仪式 .....	12
图 19：2023 年山东禽肉产量全国第一（单位：万吨） .....	12
图 20：我国宠物食品电商流通渠道发展迅速 .....	12
图 21：公司直销表现亮眼（单位：亿元） .....	13
图 22：品牌综合排名连续多年 618 期间位列多个电商平台第 一 .....	13
图 23：麦富迪荣得「2022 中国大消费 年度最佳创新品牌」 .....	14
图 24：麦富迪获批宠物行业唯一 AAA 级（全国级）知名商 标品牌授牌 .....	14

---

图 25: 公司已搭建起完善的自有品牌矩阵 .....	14
图 26: “麦富迪”部分综艺、影视作品植入 .....	15
图 27: “麦富迪”联名款产品 .....	15
图 28: 国内宠物食品行业集中度不断提升 .....	15
图 29: 中美宠物食品行业集中度对比 (2022 年) .....	15
图 30: 公司国内收入领先同行 (单位: 亿元) .....	16

## 表

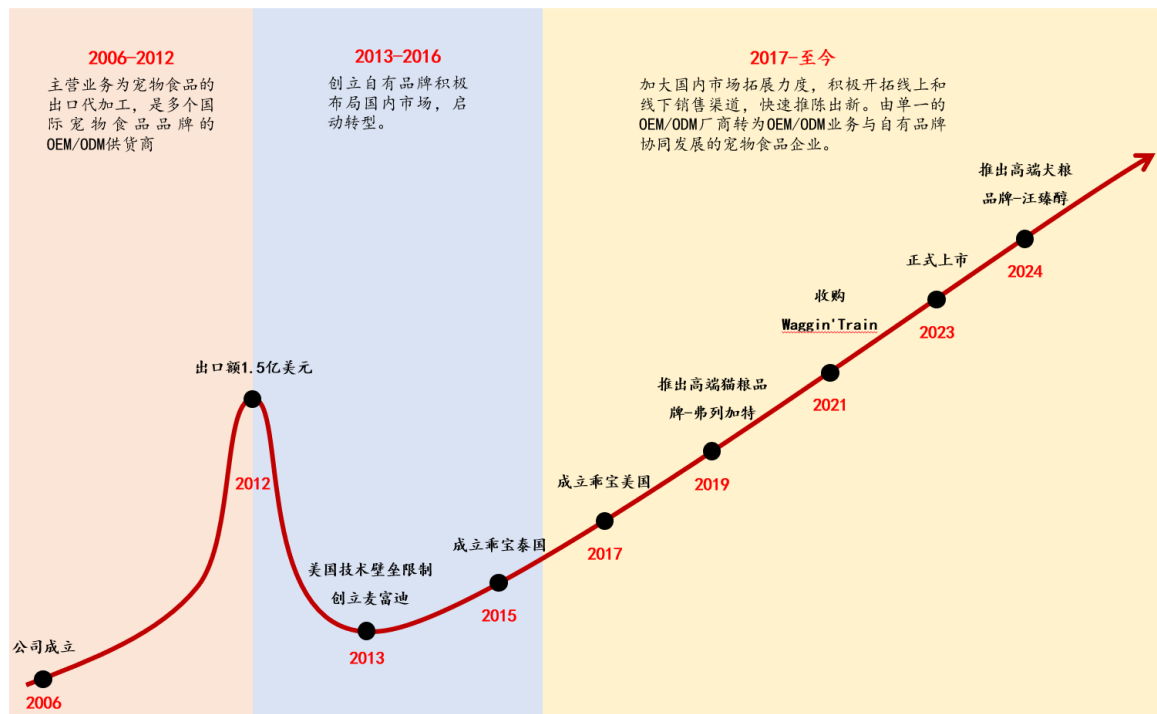
表 1: 公司核心管理层经验丰富 .....	6
表 2: 各公司主要产品对比 .....	8
附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测 (单位: 百万元人民 币) .....	17

## 1 深耕海外代工，品牌接力发展

### 1.1 海外市场代工起家，自有品牌快速发展

国产宠食龙头，自有品牌与代工双轮驱动。乖宝宠物成立于2006年，位于山东聊城，初期主要从事境外宠物食品代加工，产品销往欧美、日韩等三十多个国家和地区，主要客户包括沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商。2013年创建自有品牌“麦富迪”，从宠物零食赛道切入，目前产品涵盖零食、主粮、保健品，成为宠物食品全品类头部品牌，截止2023年，已成为中国宠物行业可比上市公司中营收规模最大的企业。

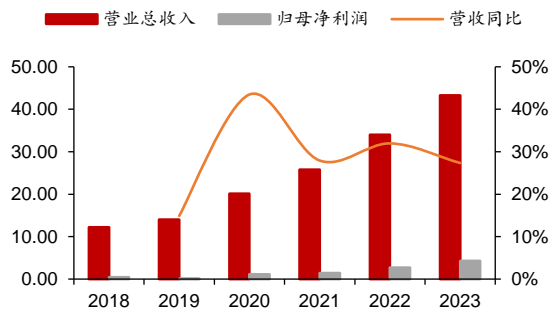
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，宠经说，诸葛定位战略研究院，上海证券研究所

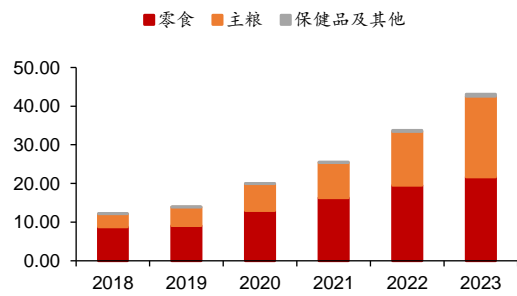
深耕海外代工，自有品牌业务快速发展。公司 OEM/ODM 产品主要销往欧美、日韩等海外市场，与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业建立了良好的合作关系，产品销往北美、欧洲、日韩等多个海外地区。基于多年服务国际客户所积累的产品研发优势、生产工艺优势、质量管控优势和行业发展的深刻理解，公司旗下自主品牌也快速发展。2023年，公司自有品牌销售收入占营业收入比重 63.44%，自有品牌销售收入 27.45 亿元，同比增长 34.15%。

图 2：公司营收稳定增长（单位：亿元）



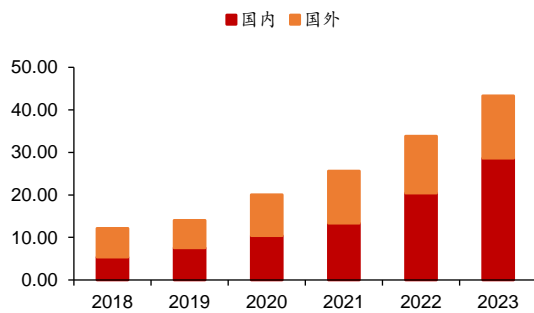
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：营收以零食主粮为主（单位：亿元）



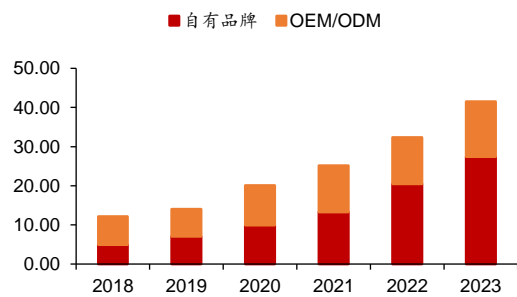
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：国内收入快速增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：自有品牌体量快速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 1.2 管理团队经验丰富，股权激励绑定人才

高管团队经验丰富，拥有多年食品行业经验。主要管理层均拥有资深管理、以及食品生产行业经验。公司董事长秦华自 2005 年起陆续筹建乖宝有限、乖宝用品、山东博顿、山东海创、山东鸿发、山东麦富迪、聊城凯滋特、宠物小镇等企业，拥有丰富的业务领导经验与行业认知。

表 1：公司核心管理层经验丰富

姓名	职务	出生年份	履历
秦华	董事长	1968	曾任山东凤祥集团副总经理、总经理、副总裁；2005 年起陆续筹建乖宝有限、乖宝用品、山东博顿、山东海创、山东鸿发、山东麦富迪、聊城凯滋特、宠物小镇等企业，2013 年 11 月至 2023 年 10 月，担任本公司董事长、总裁；2023 年 10 月至今任公司董事长。
杜士芳	董事、总裁	1975	曾任伊利液态奶事业部常温市场部、低温市场部产品经理，蒙牛液体奶事业部产品经理，上海联恒市场研究有限公司北京分公司研究总监；北京麦富迪董事、总经理；2016 年 12 月至 2023 年 10 月任公司董事、副总裁；2023 年 10 月至今任公司董事、总裁。
寻兆勇	董事、副总裁	1968	曾任山东凤祥集团技术中心经理；山东中科凤祥生物工程有限公司副总经理；山东鸿发食品有限公司副总经理；山东欢派食品有限公司总经理。2014 年 2 月至 2016 年 12 月任公司副总裁，16 年 12 月至今任公司董事、副总裁。
刘长穗	董事、副总裁	1976	曾任山东凤祥集团肉鸡屠宰加工冷藏厂生产车间主任、聊城乖宝宠物用品有限公司生产厂长、总经理。2014 年 2 月至 2016 年 12 月任公司副总裁，16 年 12 月至今任公司董事、副总裁。
袁雪	财务总监	1977	曾任北京中永恒会计师事务所审计助理及项目经理；英美烟草（中国）公司财务经理；玛氏食品（中国）有限公司销售财务经理及销售财务总监；尚品网财务总监；北京兰利科技有限公司财务副总裁。2020 年 7 月至今，担任公司财务总监。
王鹏	董事会秘书	1978	2000 年 7 月至 2017 年 11 月，就职 17 年内，历任东阿阿胶成本主管、证券事务经理、证券事务代表职务。2017 年 11 月至今担任公司董事会秘书；2022 年 7 月至今，兼任聊城高新控股集团有限公司、聊城高新财金控股有限公司等外部董事。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

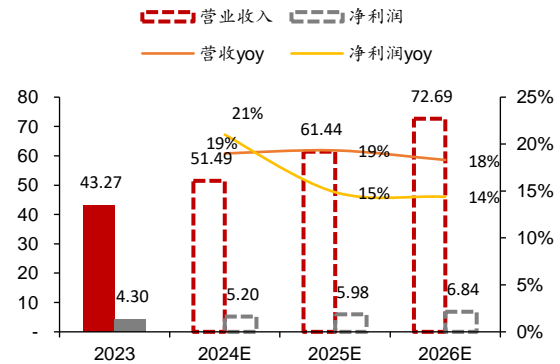
股权激励绑定核心人才，树立长期增长信心。2024年7月，公司公布了第一期股权激励计划以及绩效考核激励机制，考核目标以2023年收入为基础，2024年、2025年、2026年营收目标为增长19%、42%、68%，股权激励计划的授予对象主要涵盖公司总裁杜士芳在内的9位中高层管理人员。我们认为，本次股权激励的实施，是核心人员享受公司发展成果的重要举措，有利于继续调动核心人才的积极性，并进一步为公司发展做出贡献。

图 6：股权激励绑定核心人才

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）
杜士芳	董事、总裁	71.75
高峰	中高层管理人员	30.64
李成振	中高层管理人员	24.71
李轲	中高层管理人员	25.47
王亮	中高层管理人员	29.80
穆欣	中高层管理人员	6.04
杨琳琳	中高层管理人员	6.04
吴璟	中高层管理人员	7.34
马子通	中高层管理人员	12.38

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 7：股权激励增长目标（单位：亿元）

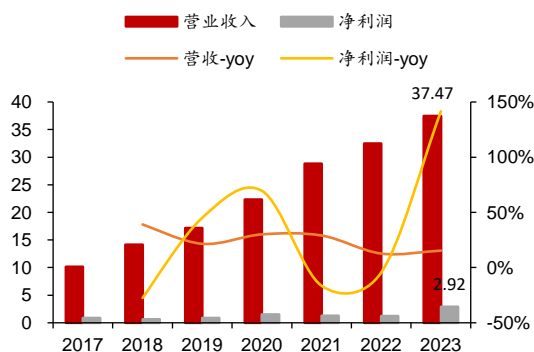


资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

### 1.3 主要上市公司对比，业务布局各有侧重

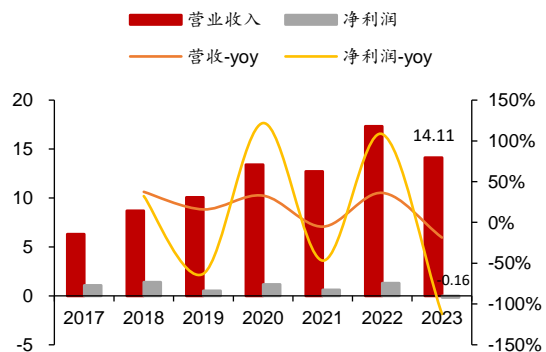
中宠以宠物零食为主，佩蒂专注宠物咬胶产品。中宠股份成立于1998年，专注于犬猫等宠物食品的研发、生产和销售，公司以外销代工（ODM/OEM）宠物零食起家，在海外业务稳步发展的同时，通过打造自主品牌，逐步开拓境内市场，并进行宠物食品品类的扩充。佩蒂股份成立于2002年，2015年于新三板上市，2017年转至创业板。公司在宠物食品制造行业深耕多年，最初主要从事畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品的研发、生产和销售，在国外以ODM业务模式为主，产品大部分销往欧美市场。

图 8：中宠股份营收及净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

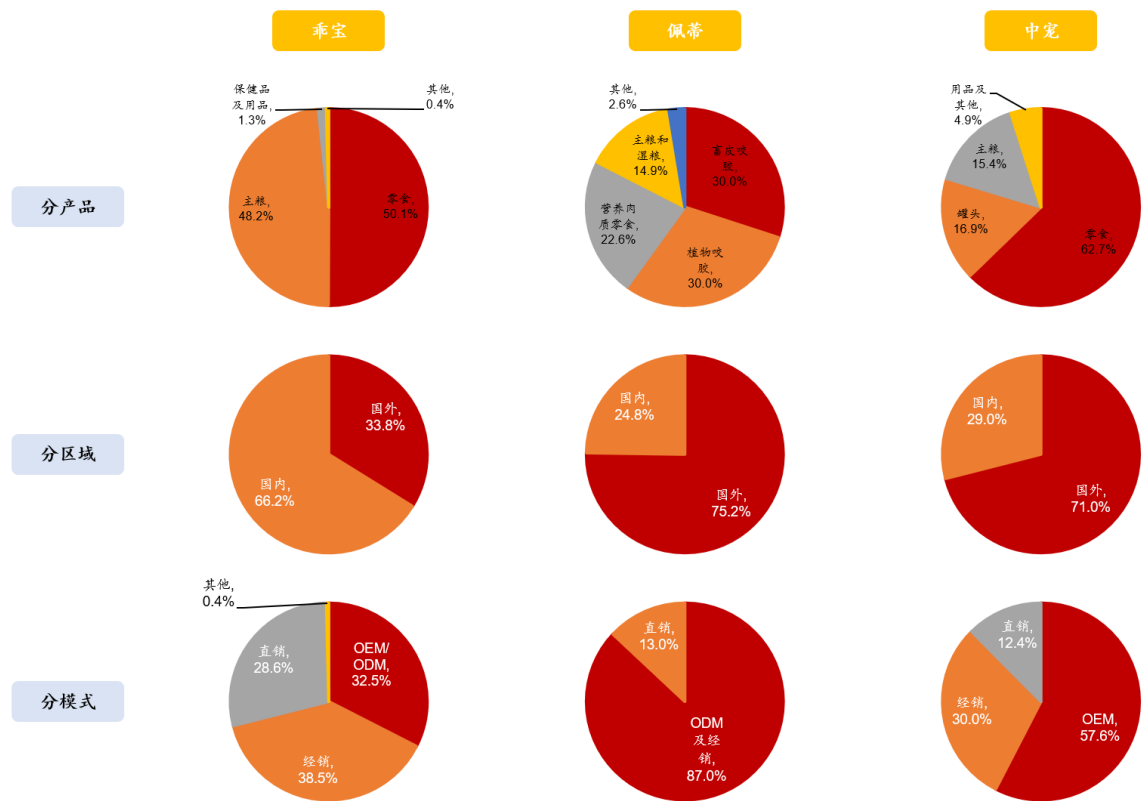
图 9：佩蒂股份营收及净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所



图 10: 乖宝、佩蒂、中宠营收分产品/分区域/分模式对比 (注: 2023 年数据)



资料来源: 各公司公告, 上海证券研究所

中宠已形成以“Wanpy 顽皮”“ZEAL 真致”“Toptrees 领先”为核心的三个自主品牌, 满足了不同需求、不同爱好、不同层次的消费者。佩蒂旗下拥有齿能 ChewNergy、爵宴 Meatyway、好适嘉 Healthguard、SmartBalance、Smartbone、Tastybone 等国内外品牌, 聚焦爵宴、好适嘉等重点品牌, 打造爵宴鸭肉干、好适嘉 (98K) 湿粮罐头等畅销大单品。

表 2: 各公司主要产品对比

公司	产品分类	品牌名称	产品示例	参考价格
	主粮、零食	麦富迪		35.9 元/1.3kg/一袋
乖宝	主粮	汪臻醇		149 元/1.8kg/一袋
	主粮	弗列加特		209 元/0.5kg/1 罐



	主粮、零食	顽皮		34.5 元/80g*10 袋
中宠	主粮、零食	真致		125 元/380ml*6 瓶
	主粮、零食	领先		89 元/1.5kg/1 袋
佩蒂	零食	齿能		40 元/15g*7 支
	零食	爵宴		188 元/908g/1 袋
	主粮、零食	好适嘉		9.9 元/85g*2 罐

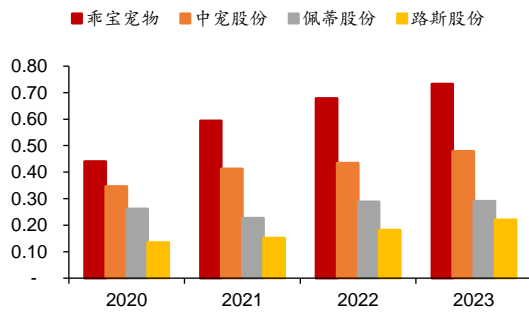
资料来源：各公司官网，天猫，上海证券研究所

## 2 多维构筑核心竞争力，稳坐国产宠食龙头

### 2.1 研发保障品质领先，产品品类不断进化

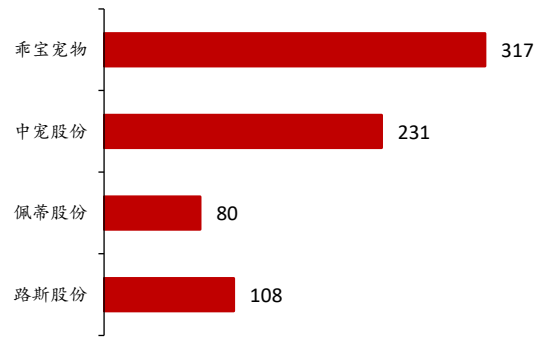
快速响应市场趋势，研发投入领先行业。宠物食品作为一种快消品，具有品类繁多、产品更新换代较快等特点。公司始终坚持“全球视野，持续创新”的理念，以品质为根本，以创新为推动，以客户体验为导向，及时识别和实现消费者需求，快速响应市场趋势的动态变化，通过在产品配方、加工工艺及品质控制等方面的持续创新，不断推出适合宠物营养需求和消费者需要的新产品。2023 年公司研发费用达到 7327.67 万元，近 3 年研发费用 CAGR 为 18.49%，均处于行业领先地位。

图 11: 研发费用位居行业前列 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

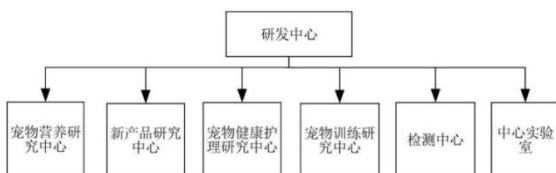
图 12: 专利数量位居行业前列 (截至 2023 年底)



资料来源: Wind, 中宠股份官微, 上海证券研究所

**领先基础性研究提升产品竞争力。**宠物食品行业在美国、日本等发达国家发展相对成熟，国外品牌在宠物基础研究领域领先于国内企业。而国内宠物食品企业研发投入主要集中在宠物食品的适口性、外形结构及包装上，基础研究薄弱，对核心工艺及营养平衡的研发投入不足。公司积极投身于犬猫基础研究，建立了宠物营养研究中心，以记录、收集和分析犬猫在国内不同居住环境、进食习惯、生活状态下的行为数据，开展产品适口性和营养性测试工作，为公司产品原材料和营养添加剂筛选、不同配方和工艺产品的营养价值对比以及处方粮、功能粮的研究与开发提供研究支持，打造差异化产品，提升产品竞争力。

图 13: 公司研发中心组织结构



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 14: 公司 CNAS 实验室



资料来源: 乖宝宠物公众号, 上海证券研究所

**生产流程严苛，护航产品安全。**公司秉承“质量第一”的原则，遵循国际生产标准，使用自有辐照中心对产品进行辐照，成品检测坚持实验室设备内部检测与第三方检测相结合，从根本上确保产品质量的安全。公司及其生产子公司通过了 BRCGS 认证、FSSC22000 认证、FSMA 认证、IFS 认证、GMP 认证和 HACCP 认证，取得美国 FDA、加拿大 CFIA、日本 MAFF、欧盟 FVO 等海外宠物食品消费大国官方机构的认可，是国内取得国内外权威认证较多的企业。公司还是宠物食品行业内少数拥有 CNAS 认证检测中心的企业之一。凭借稳定的产品质量和良好的商业信誉，

公司积累了一批优质的海外客户，如沃尔玛等对产品质量高标准、严要求的国际一流企业，并为之建立了长期、良好的合作关系。

图 15: 麦富迪超级工厂



资料来源: 乖宝宠物公众号, 上海证券研究所

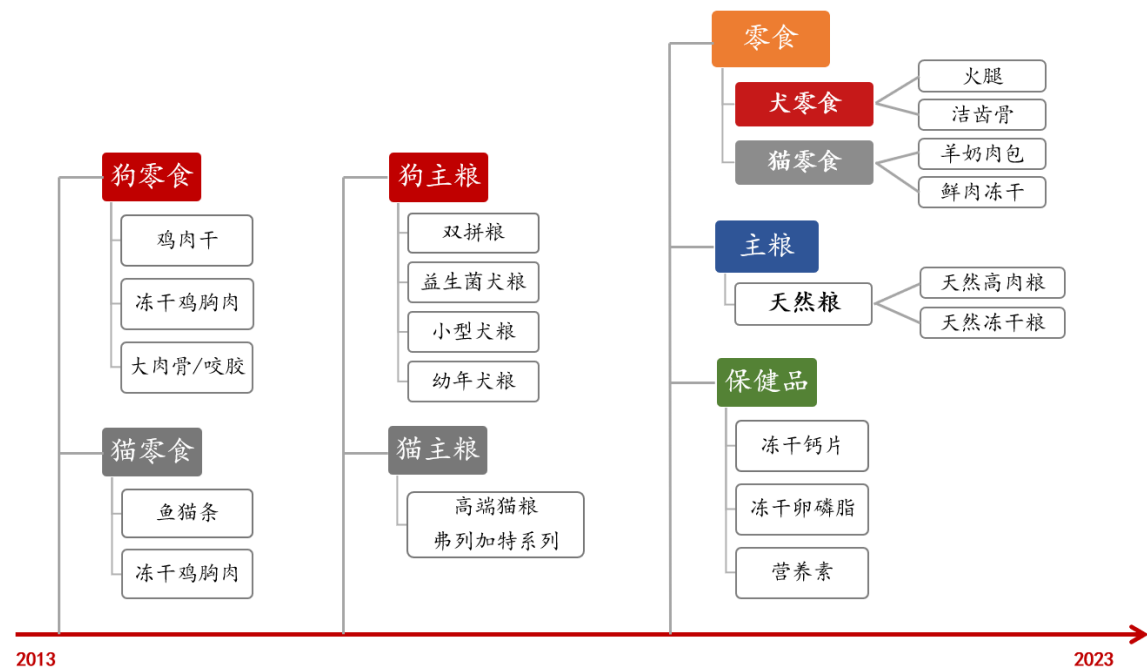
图 16: 公司生产车间



资料来源: 正和岛, 上海证券研究所

善于捕捉趋势，产品品类不断进化。顺应宠物食品健康化、高端化、定制化趋势，公司发挥研发技术优势，积极布局定制化市场，建造个性化定制 MES 智能柔性生产线，为客户提供护理粮和处方粮的定制化配方和生产服务，以更好地满足消费者的个性化需求，同时通过为消费者提供差异化产品和服务，增强品牌竞争力。回顾公司产品品类的布局，从犬猫零食到主粮，再到宠物食品全品类，在主粮赛道抓住天然粮品类红利，牢牢占据分化后的天然高肉量和天然冻干粮两个品类，在此基础上，结合科学喂养理念，进行组合创新，进一步占领市场。

图 17: 麦富迪产品品类不断进化



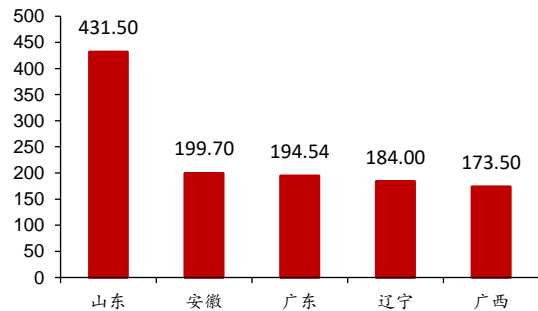
立足区位优势，重视供应链、价值链的精益管理。公司坚持全球优质原材料采购战略，保证宠物食品的品质和安全。公司在泰国建设生产基地，在提高原材料品质的同时有效的降低了贸易摩擦可能带来的风险。此外，公司所在地山东省，是国内农畜产品生产大省，在获取宠物食品重要原材料方面具有一定的区位优势，节省了原材料的运输成本，具备一定的成本优势。公司多年经营形成的供应链管理能力和快速响应市场需求，高效灵活组织生产，缩短生产周期。

图 18: 泰国生产研发中心开工仪式



资料来源: 乖宝公众号, 上海证券研究所

图 19: 2023 年山东禽肉产量全国第一 (单位: 万吨)

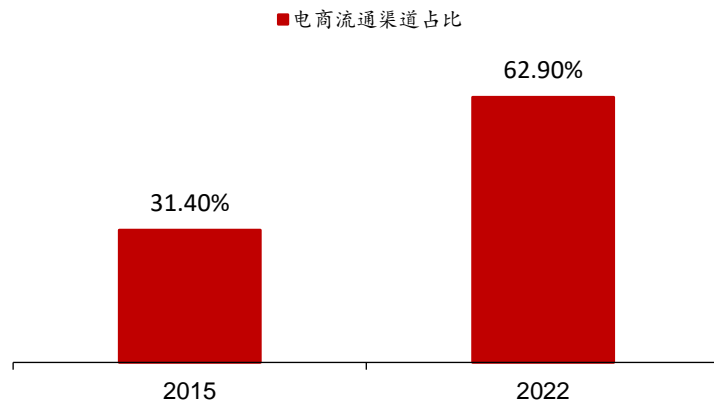


资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

## 2.2 紧抓渠道变革红利，线上线下融合互补

我国宠物线上渠道快速发展，占比已超 50%。不同于欧美发达国家宠物食品的销售以商超渠道为主，我国消费者更倾向于电商渠道。近年来我国宠物食品线上电商渠道发展迅速，据 Euromonitor 数据显示，2015-2022 年我国宠物食品在电商流通渠道占比从 31.4% 提升至 62.9%。商超百货作为传统宠物消费渠道，海外品牌占据较强优势，但近年来受线上化冲击明显，2022 年占比 3.4%，缩水至 2015 年的约三分之一。

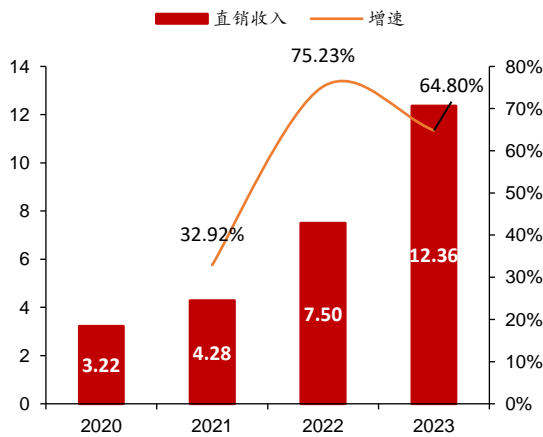
图 20: 我国宠物食品电商流通渠道发展迅速



资料来源: Euromonitor, 公司公告, 上海证券研究所

公司践行全方位、立体化的全渠道运营策略，实现了线上线下的深度融合与高效互补。线上领域，公司深度携手天猫、京东等主流电商平台，借助其庞大的用户基数与成熟的电商生态，确保产品广泛触达目标消费者。与此同时，敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，凭借精准营销与内容驱动，实现线上业务的爆发式增长。公司兼顾直销与经销模式，双轨并行，既直接触及终端消费者以强化品牌影响力，又借力线上经销商网络拓宽市场覆盖面，线上业务规模持续攀升，直销收入从2020年的3.22亿元增长至2023年的12.36亿元，CAGR达56.57%，品牌综合排名连续多年618期间位列多个电商平台第一。

图 21：公司直销表现亮眼（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 22：品牌综合排名连续多年 618 期间位列多个电商平台第一



资料来源：乖宝宠物公众号，上海证券研究所

线下覆盖专业零售终端，提升品牌忠诚度。线下方面，公司精心构建全国性的经销商网络，已全面覆盖全国 31 个省级行政区，深入渗透到各地区宠物门店、宠物医院等专业零售终端。这一布局不仅确保了产品在地域上的无缝衔接，更通过本地化服务与专业知识传递，助力消费者做出科学的购买决策，提升品牌忠诚度。公司对线上线下的有机融合与精准施策，不仅最大化地触及了各类消费群体，提升了市场渗透率，也通过差异化服务满足了消费者的多元化需求，增强了用户粘性与复购率。

### 2.3 明晰品牌战略部署，品牌传播持续进化

市占率名列前茅，宠物行业唯一 AAA 级知名品牌。凭借多年服务于国际市场的深厚积淀，公司自主品牌“麦富迪”于 2013 年诞生，获得了国内消费者的高度认可，市场占有率在国内同行业中名列前茅，在多个电商平台销量稳居第一，曾在 2023 年荣得“2022 中国大消费 年度最佳创新品牌”，成为宠物行业大消费奖



项里唯一获奖品牌，更是获批宠物行业唯一 AAA 级（全国级）知名商标品牌授牌。麦富迪不仅供应涵盖主粮、湿粮、零食、咬胶在内的全系产品，更锐意创新，顺应犬猫自然食性的趋势，成功推出如 BARF 霸弗食谱配方等独具特色的新品。

图 23: 麦富迪荣得「2022 中国大消费 年度最佳创新品牌」



资料来源：乖宝宠物公众号，上海证券研究所

图 24: 麦富迪获批宠物行业唯一 AAA 级（全国级）知名商标品牌授牌



资料来源：乖宝宠物公众号，上海证券研究所

持续布局高端宠物食品市场，不断完善自有品牌矩阵。2019 年，公司倾力打造出自有高端肉食猫粮品牌——弗列加特，2021 年收购了美国知名宠物食品品牌 Waggin'Train。2023 年，公司进一步明晰了中长期的品牌战略与目标，通过品类创新，对产品组合进行调整和优化，推出了诸如麦富迪 BARF 霸弗系列等新的品类。2024 年，公司推出了继麦富迪、弗列加特之后的第三个自有品牌——定位高端的犬粮品牌汪臻醇，持续布局高端宠物食品市场，自有品牌矩阵不断完善。

图 25: 公司已搭建起完善的自有品牌矩阵



资料来源：宠经说，上海证券研究所

**品牌传播持续进化，内容形式多样化。**公司高度重视自有品牌的建设，经过多年的探索，目前公司已培养了具备丰富宠物食品品牌营销经验的团队，包括产品企划、新媒体、媒介、平面设计、影像等多方面的人才。年轻群体是新增养宠人群的中坚力量，同时也是泛娱乐内容消费的主要受众。公司已形成了一套相对有效的营销推广模式，借助泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广和打造联名产品等方式，公司自有品牌“麦富迪”的知名度在大众消费者中持续提升。

图 26：“麦富迪”部分综艺、影视作品植入



资料来源：公司公告，上海证券研究所

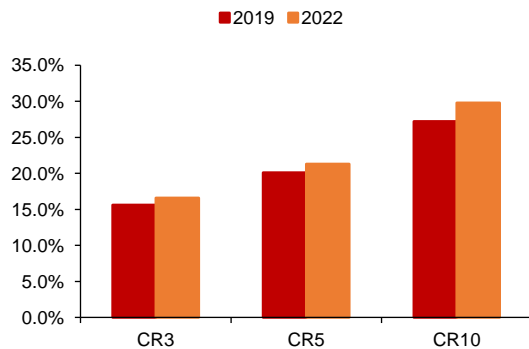
图 27：“麦富迪”联名款产品



资料来源：公司公告，上海证券研究所

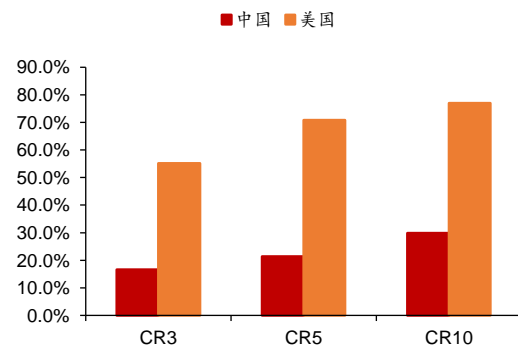
国内宠物食品行业集中度不断提升，且仍有提升空间。当前中国宠物食品行业市场集中度较低，据 Euromonitor 数据，2022 年中国宠物食品 CR3/CR5/CR10 分别为 16.6%/21.3%/29.8%。参考美国市场，宠物食品市场份额高度集中，据 Euromonitor 数据，2022 年其 CR3/CR5/CR10 分别为 55.2%/70.8%/77.0%。随国内宠物主粮行业需求蓬勃向上、电商渠道快速崛起、主粮消费升级持续进行，国产品牌在消费者触达、产品创新、进口替代等方面大有可为，市场份额有望逐步提升，推动国内宠物主粮市场趋于集中。

图 28：国内宠物食品行业集中度不断提升



资料来源：Euromonitor，上海证券研究所

图 29：中美宠物食品行业集中度对比（2022 年）

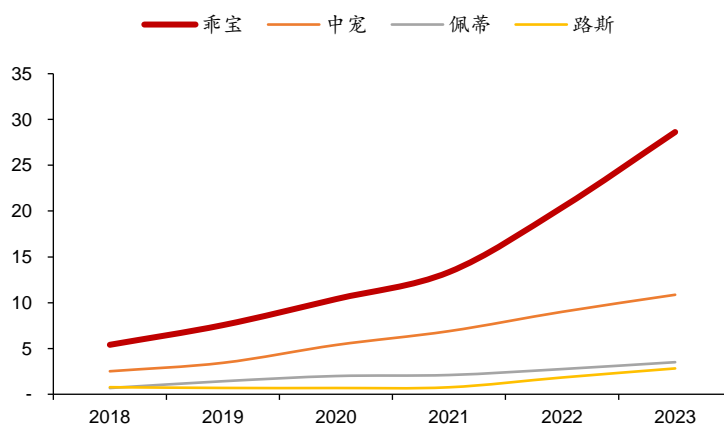


资料来源：Euromonitor，上海证券研究所



公司自有品牌发展领先同行，市占率有望逐渐提升。国内宠物食品市场已进入快速增长期，市场竞争未来将从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争。和国内主要竞争对手相比，公司快速发展的自有品牌业务是一大竞争优势。2023 年公司自有品牌收入 27.45 亿元，同比增长 34.15%，占主营业务收入比重 63.44%，自有品牌收入规模、增速、收入占比遥遥领先于同行业可比上市公司。据 Euromonitor 数据显示，2015-2022 年公司国内市占率从 2.4% 提升至 4.8%，实现翻倍，位列国产品牌市占率第一。我们认为，随着宠物食品行业集中度的不断提升，公司市场份额有望进一步提升。

图 30：公司国内收入领先同行（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

公司旗下自主品牌“麦富迪”市场占有率在国内同行业中名列前茅，在多个电商平台销量稳居第一；高端猫粮品牌“弗列加特”也取得高速增长，短短几年已成长为国内高端猫粮头部品牌。我们认为，在继续加大研发及营销费用投入的前提下，公司自有品牌未来有望持续保持高于行业平均增速的增长率水平，而自有品牌中主粮占比逐年提升，是公司重要的利润增长点，也是未来重点发展的产品系列，预计 24-26 年主粮营收增速 43.00%/32.00%/20.00%；预计零食增速将维持稳定水平，24-26 年零食营收增速 9.00%/7.00%/5.00%。

附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务营收测算	2023A	2024E	2025E	2026E
主粮	2,087.49	2,985.11	3,940.35	4,728.42
零食	2,166.14	2,361.10	2,526.37	2,652.69
保健品及其他	56.66	84.99	118.99	166.58
其他业务收入	16.67	10.00	10.00	10.00
合计	4,326.96	5,441.20	6,595.70	7,557.69
分业务成本测算	2023A	2024E	2025E	2026E
主粮	1,335.92	1,897.00	2,485.08	2,957.24
零食	1,360.52	1,428.55	1,485.69	1,530.26
保健品及其他	26.31	44.73	76.04	129.28
其他业务收入	10.15	6.00	6.00	6.00
合计	2,732.91	3,376.29	4,052.81	4,622.78
分业务营收增速	2023A	2024E	2025E	2026E
主粮	50.35%	43.00%	32.00%	20.00%
零食	10.86%	9.00%	7.00%	5.00%
保健品及其他	54.40%	50.00%	40.00%	40.00%
分业务毛利率	2023A	2024E	2025E	2026E
主粮	36.00%	36.45%	36.93%	37.46%
零食	37.19%	39.50%	41.19%	42.31%
保健品及其他	53.56%	47.37%	36.09%	22.39%
其他业务收入	39.09%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

#### 3.2 投资建议

我们认为，公司凭借在产品、渠道和品牌方面的深耕与投入，稳坐国产宠物食品龙头，而随着宠物食品行业规模的快速增长与

行业集中度的不断提升，公司的市场份额也有望进一步扩大。我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 54.41/65.96/75.58 亿元，同比增速分别 25.75%/21.22%/14.58%；归母净利润分别为 5.73/7.04/8.23 亿元，同比增速分别为 33.52%/22.93%/16.87%。对应 PE 31/25/21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 4 风险提示：

- 1) **国内市场竞争加剧：**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。
- 2) **原材料价格波动：**当原材料价格出现大幅波动的情况，如公司无法将原材料价格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。
- 3) **贸易摩擦风险：**美国是公司产品的主要出口国。自 2018 年中美贸易摩擦升级以来，美国通过对中国出口产品设置关税壁垒以缩小贸易逆差。除关税壁垒外，美国对宠物食品制定了较为苛刻的技术标准，目前公司向美国出口的宠物食品符合相关技术指标，但不能排除未来美国通过修改产品技术标准设置非关税壁垒，从而对公司出口业务需求造成冲击的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1009	1020	1251	1599
应收票据及应收账款	278	309	371	437
存货	657	946	1110	1250
其他流动资产	151	185	197	210
流动资产合计	2095	2461	2929	3496
长期股权投资	0	0	-1	-1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	916	927	919	905
在建工程	34	14	10	3
无形资产	131	141	151	163
其他非流动资产	968	1030	1044	1060
非流动资产合计	2049	2111	2124	2129
<b>资产总计</b>	<b>4143</b>	<b>4572</b>	<b>5053</b>	<b>5625</b>
短期借款	0	-118	-268	-410
应付票据及应付账款	184	246	280	324
合同负债	57	69	85	97
其他流动负债	116	125	150	174
流动负债合计	357	321	248	185
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	116	122	122	122
非流动负债合计	116	122	122	122
<b>负债合计</b>	<b>473</b>	<b>444</b>	<b>370</b>	<b>307</b>
股本	400	400	400	400
资本公积	2106	2106	2106	2106
留存收益	1151	1619	2173	2806
归属母公司股东权益	3665	4122	4676	5309
少数股东权益	5	6	7	8
<b>股东权益合计</b>	<b>3670</b>	<b>4128</b>	<b>4683</b>	<b>5317</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4143</b>	<b>4572</b>	<b>5053</b>	<b>5625</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>617</b>	<b>414</b>	<b>664</b>	<b>813</b>
净利润	430	574	705	824
折旧摊销	107	115	120	128
营运资金变动	42	-273	-161	-139
其他	38	-2	0	0
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1075</b>	<b>-171</b>	<b>-133</b>	<b>-133</b>
资本支出	-196	-130	-136	-135
投资变动	0	0	0	0
其他	-879	-42	2	2
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>1282</b>	<b>-231</b>	<b>-300</b>	<b>-332</b>
债权融资	-196	-114	-150	-142
股权融资	1600	0	0	0
其他	-122	-118	-150	-190
<b>现金净流量</b>	<b>822</b>	<b>11</b>	<b>231</b>	<b>348</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4327</b>	<b>5441</b>	<b>6596</b>	<b>7558</b>
营业成本	2733	3376	4053	4623
营业税金及附加	20	24	30	34
销售费用	721	925	1121	1285
管理费用	250	326	429	491
研发费用	73	103	122	139
财务费用	-13	0	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	2	1	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>526</b>	<b>699</b>	<b>857</b>	<b>1004</b>
营业外收支净额	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>525</b>	<b>699</b>	<b>857</b>	<b>1004</b>
所得税	95	126	152	179
净利润	430	574	705	824
少数股东损益	1	1	1	2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>429</b>	<b>573</b>	<b>704</b>	<b>823</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	36.8%	37.9%	38.6%	38.8%
净利率	9.9%	10.5%	10.7%	10.9%
净资产收益率	11.7%	13.9%	15.1%	15.5%
资产回报率	10.4%	12.5%	13.9%	14.6%
投资回报率	11.4%	14.2%	15.9%	16.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	27.4%	25.8%	21.2%	14.6%
EBIT 增长率	66.4%	36.2%	22.5%	17.1%
归母净利润增长率	60.7%	33.5%	22.9%	16.9%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.07	1.43	1.76	2.06
每股净资产	9.16	10.30	11.69	13.27
每股经营现金流	1.54	1.03	1.66	2.03
每股股利	0.17	0.26	0.37	0.47
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.35	1.25	1.37	1.42
应收账款周转率	21.10	18.55	19.39	18.71
存货周转率	3.92	4.21	3.94	3.92
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	11.4%	9.7%	7.3%	5.5%
流动比率	5.86	7.66	11.82	18.88
速动比率	3.67	4.24	6.71	11.24
<b>估值指标</b>				
P/E	40.95	30.67	24.95	21.35
P/B	4.79	4.26	3.76	3.31
EV/EBITDA	24.07	20.21	16.44	13.77

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。