

宠物行业长坡厚雪，国牌龙头砥砺前行

——乖宝宠物（301498.SZ）公司深度报告

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2024 年 12 月 26 日

一级行业——二级行业

轻工制造——其他轻工

证券分析师

袁艺博

022-23839135

yuanyb@bhq.com

评级：增持

上次评级：

最新收盘价：73.55 元

最近半年股价相对走势



投资要点：

● 乖宝宠物：国内宠物食品龙头企业，自有品牌发展不断壮大

公司成立于 2006 年，代工业务起家，2013 年推出自有品牌麦富迪，2019-2024 年先后推出高端猫粮品牌弗列加特、收购 Waggin Train、推出高端犬粮品牌汪臻醇。伴随自有品牌的不断丰富与高端化进程，公司现已发展成为国内头部宠物食品企业。2018-2023 年，公司营收与归母净利润 CAGR 分别为 28.79% 和 56.98%。现阶段公司自有品牌处于拓展期，销售费用投入推高期间费用率水平，但对比同业，具备较强的盈利能力。

● 长坡厚雪，宠物行业处于较好发展态势

根据《2025 年中国宠物行业白皮书》，2024 年（注：此处统计期间为 2023 年 10 月至 2024 年 9 月，本段其他年度同此），国内宠物行业规模超 3,000 亿元，预计 2027 年将达到 4,042 亿元，未来宠物猫市场潜力较大。目前国内宠物渗透率低，良好的经济基础将助力宠物行业发展更进一步。宠物食品为刚需消费，2024 年宠物食品行业规模为 1,585.06 亿元。消费者对国产品牌偏好提升较为明显，国内企业不断壮大，国产宠物食品品牌逐步崛起。

● 研发基底成就公司强产品力，多维打造自有品牌并迈向高端化

公司研发能力有效转化为产品力，打造大单品能力突出。今年“双十一”，弗列加特 2.0 系列产品和烘焙粮产品，全网销售额分别超过 4,000 万元和 6,800 万元。研发能力与产品力的共振，将助力公司实现量价齐升。公司自有品牌高举高打，多元化营销模式加持下，积累较好美誉度，并持续推进高端化，2023 年实现收入 27.45 亿元，自有品牌收入占比领先同业。公司直销渠道规模突破 10 亿元，电商平台关键销售节点表现亮眼，2024 年“618”全网销售额同比增长 40%，“双十一”全网销售额同比增长 65%。山东为农业大省，公司具备区位供应链优势，IPO 募投扩产夯实发展基础。

● 估值与评级

公司为国内宠物食品龙头企业，产品力、品牌力突出，多元化营销以及高端化助力未来成长。中性情景下，预计 2024-2026 年，EPS 分别为 1.43/1.80/2.28 元，对应 2025 年 PE 估值为 40.78 倍，首次覆盖给予“增持”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、汇率波动。

财务摘要（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,398	4,327	5,123	6,208	7,575
(+/-)%	31.9%	27.4%	18.4%	21.2%	22.0%
息税前利润（EBIT）	309	513	697	886	1,125
(+/-)%	61.9%	66.4%	35.8%	27.0%	27.0%
归母净利润	267	429	573	722	912
(+/-)%	90.3%	60.7%	33.7%	25.9%	26.4%
每股收益（元）	0.74	1.15	1.43	1.80	2.28

表：三张表及主要财务指标

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	198	1,009	928	1,009	1,266	营业收入	3,398	4,327	5,123	6,208	7,575
应收票据及应收账款	132	278	325	382	459	营业成本	2,290	2,733	3,119	3,732	4,497
预付账款	43	28	44	52	62	营业税金及附加	15	20	23	28	34
其他应收款	23	25	24	29	35	销售费用	545	721	906	1,101	1,348
存货	736	657	721	841	996	管理费用	177	250	308	373	456
其他流动资产	32	98	40	41	42	研发费用	68	73	88	107	132
流动资产合计	1,165	2,095	2,082	2,354	2,859	财务费用	-10	-13	-17	-16	-17
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-12	-8	-6	-5
固定资产合计	921	916	1,063	1,221	1,330	信用减值损失	2	-14	-9	-7	-5
无形资产	112	131	166	199	231	其他收益	9	9	18	19	15
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	0	2	19	16	14
长期待摊费用	4	15	15	16	16	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	57	188	188	188	资产处置收益	0	-2	-9	-6	-6
资产总计	2,284	4,143	4,779	5,300	5,940	营业利润	319	526	710	897	1,137
短期借款	165	0	0	0	0	营业外收支	-1	-1	5	4	4
应付票据及应付账款	142	184	217	270	337	利润总额	318	525	714	901	1,142
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	52	95	139	178	227
应付职工薪酬	43	51	84	100	119	净利润	266	430	575	724	915
应交税费	7	42	51	63	77	归属于母公司所有者的净利润	267	429	573	722	912
其他流动负债	3	3	1	1	1	少数股东损益	-1	1	2	2	3
长期借款	28	0	0	0	0	基本每股收益	0.74	1.15	1.43	1.80	2.28
预计负债	1	0	0	0	0	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	524	473	620	724	856	营收增长率	31.9%	27.4%	18.4%	21.2%	22.0%
股东权益	1,759	3,670	4,159	4,576	5,085	EBIT 增长率	61.9%	66.4%	35.8%	27.0%	27.0%
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利润增长率	90.3%	60.7%	33.7%	25.9%	26.4%
净利润	266	430	575	724	915	销售毛利率	32.6%	36.8%	39.1%	39.9%	40.6%
折旧与摊销	114	107	160	195	229	销售净利率	7.8%	9.9%	11.2%	11.7%	12.1%
经营活动现金流净额	306	617	774	821	1,017	ROE	15.2%	11.7%	13.8%	15.8%	18.0%
投资活动现金流净额	-180	-1,075	-779	-430	-352	ROIC	13.2%	11.4%	13.4%	15.5%	17.7%
筹资活动现金流净额	-265	1,282	-75	-309	-408	资产负债率	23.0%	11.4%	13.0%	13.7%	14.4%
现金净变动	-126	822	-80	81	257	PE	0.00	34.62	51.33	40.78	32.26
期初现金余额	311	186	1,008	928	1,009	PB	0.00	4.35	7.09	6.44	5.80
期末现金余额	186	1,008	928	1,009	1,266	EV/EBITDA	0.00	24.07	33.27	26.32	20.82

目 录

1.乖宝宠物：国内宠物食品龙头企业，自有品牌发展不断壮大.....	6
1.1 代工业务起家，公司自有品牌迈向高端化.....	6
1.2 业绩增长良好，公司盈利能力较强.....	8
2.长坡厚雪，宠物行业处于较好发展态势.....	11
2.1 国内宠物行业规模超 3,000 亿元，未来仍具备较好发展前景.....	11
2.2 目前国内宠物渗透率低，未来宠物行业发展具备更进一步的空间.....	13
2.3 宠物食品行业规模已达千亿，国产品牌逐步崛起.....	16
3.研发基底成就公司强产品力，多维打造自有品牌并迈向高端化.....	20
3.1 宠物基础研究助力产品差异化，大单品打造能力突出.....	20
3.1.1 研发能力有效转化为产品力，推动产品品质持续提升.....	20
3.1.2 产品矩阵丰富的同时，打造大单品能力突出.....	22
3.2 多元化打造品牌力优势，自有品牌规模稳步扩大.....	25
3.2.1 自有品牌高举高打，持续推进高端化进程.....	25
3.2.2 公司多元化品牌营销模式，实现多层次消费群体营销触达.....	27
3.2 直销渠道实现快速增长，OEM/ODM 渠道稳健发展.....	29
3.3 地理区位形成供应链优势，募投扩产匹配未来需求增长.....	31
4.盈利预测与评级.....	33
4.1 情景分析：中性情景下的主营拆分.....	33
4.2 可比公司估值.....	35
4.3 评级.....	35
5.风险提示.....	36

图 目 录

图 1: 公司销售模式情况.....	7
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 公司营业收入情况.....	8
图 4: 公司归母净利润情况.....	8
图 5: 公司分产品收入情况 (亿元)	9
图 6: 2024 年上半年公司分产品收入占比情况 (%)	9
图 7: 公司分区域收入情况 (亿元)	9
图 8: 公司分区域收入占比情况.....	9
图 9: 公司毛利率与净利率情况 (%)	10
图 10: 公司分产品毛利率情况.....	10
图 11: 公司期间费用率情况 (%)	10
图 12: 公司与同业毛利率对比情况 (%)	11
图 13: 公司与同业净利率对比情况 (%)	11
图 14: 宠物行业下属各细分领域情况.....	11
图 15: 2023 年全球宠物行业细分领域占比情况 (%)	12
图 16: 2023 年全球宠物行业分区域市场占比情况 (%)	12
图 17: 全球 VS 中国宠物行业发展阶段.....	12
图 18: 国内城镇宠物 (犬+猫) 市场规模情况.....	13
图 19: 国内犬、猫市场规模情况.....	13
图 20: 国内宠物渗透率情况.....	13
图 21: 中国人均 GDP 情况.....	14
图 22: 中国居民人均可支配收入情况.....	14
图 23: 宠物行业增速 VS 人均 GDP 增速&可支配收入增速 (%)	14
图 24: 国内宠物犬猫总数情况.....	15
图 25: 国内宠物犬与宠物猫具体数量情况.....	15
图 26: 国内单只宠物年均消费金额情况.....	15
图 27: 国内单只宠物犬、宠物猫年均消费金额情况.....	15
图 28: 宠物食品分类.....	16
图 29: 宠物食品行业 (犬、猫) 规模情况.....	16
图 30: 犬主人主粮品牌偏好 (%)	17
图 31: 猫主人主粮品牌偏好 (%)	17
图 32: 2023 年国内宠物食品行业竞争格局情况 (企业口径)	17
图 33: 京东平台 2023 年宠物食品品牌销售份额情况.....	17
图 34: 宠主购买主粮消费决策因素情况.....	18
图 35: 犬主人主粮类别偏好 (%)	19
图 36: 猫主人主粮类别偏好 (%)	19
图 37: 宠物主主粮购买渠道情况 (%)	19
图 38: 公司研发中心下设部门及部门职能情况.....	20
图 39: 公司研发费用情况.....	21
图 40: 公司境内授权专利情况 (项)	21
图 41: 公司旗下部分犬猫主粮、零食、保健品产品情况.....	23

图 42: 公司部分代表性产品及技术创新点情况.....	24
图 43: 公司部分单品 2024 年“双十一”全网销售额情况.....	24
图 44: 公司宠物食品销量情况.....	25
图 45: 公司宠物食品单价情况.....	25
图 46: 公司自有品牌情况.....	25
图 47: 公司自有品牌麦富迪获得 2023 年“AAA 级知名商标品牌”	26
图 48: 公司&同业公司销售费用率情况(%)	27
图 49: 公司销售费用情况.....	27
图 50: 公司自有品牌在部分综艺、影视作品的植入情况.....	27
图 51: 公司 IP 联名产品情况	28
图 52: 公司萌宠小镇情况.....	29
图 53: 公司自有品牌收入情况.....	29
图 54: 公司&同业公司自有品牌收入占比情况.....	29
图 55: 公司直销渠道收入情况.....	30
图 56: 公司“双十一”全网销售额情况.....	30
图 57: 公司经销渠道收入情况.....	30
图 58: 公司经销渠道收入在营收中占比情况.....	30
图 59: 公司 OEM/ODM 收入情况	31
图 60: 2023 年各省市农林牧渔业总产值在全国占比情况.....	31
图 61: 山东省农林牧渔业总产值情况.....	31
图 62: 公司前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例情况.....	32

表 目 录

表 1: 公司发展历程情况.....	6
表 2: 2024 年天猫“618”宠物食品各品类热卖品牌 TOP5 品牌	18
表 3: 公司核心技术情况.....	21
表 4: 公司 IPO 募投项目情况(万元)	32
表 5: 公司 IPO 募投项目与超募资金投资项目进度情况(万元)	33
表 6: 公司主营拆分(百万元)	34
表 7: 可比公司估值情况.....	35

1. 乖宝宠物：国内宠物食品龙头企业，自有品牌发展不断壮大

1.1 代工业务起家，公司自有品牌迈向高端化

公司成立于 2006 年，主要从事宠物食品的研发、生产和销售，旗下拥有自有品牌“麦富迪”，为 A 股上市宠物食品行业市值最大的企业。另一方面，公司通过生产宠物食品 OEM/ODM 产品，对海外市场已拓展十多年，与沃尔玛、品谱等国际知名企业建立了良好合作关系。

代工业务起家，公司已发展成为国内头部宠物食品企业。根据公司招股说明书，自 2006 年成立以来，可分为三大发展阶段。

1) 2006-2012 年创业期：该期间内，公司主业为宠物食品的出口代加工，是多个国际宠物食品品牌的 OEM/ODM 供货商。

2) 2013-2016 年自有品牌转型期：该期间内，为扩大市场，公司创立自有品牌积极布局国内市场，启动转型。公司自有品牌“麦富迪”于 2013 年全面进军国内市场，定位中高端宠物食品市场。

3) 2017 年至今持续拓展期：该期间内，公司加大国内市场拓展力度，积极开拓线上和线下销售渠道，快速推陈出新，在已有自有品牌“麦富迪”基础之上，2018 年推出“麦富迪”高端猫粮“弗列加特”系列，重点发力高端猫用食品市场，2021 年公司收购美国品牌“Waggin' Train”持续发力高端宠物食品市场。公司目前已发展成为自有品牌与 OEM/ODM 协同发展的宠物食品企业。

表 1：公司发展历程情况

发展阶段	业务发展情况
第一阶段（2006 年-2012 年）	公司主营业务为宠物食品的出口代加工，是多个国际宠物食品品牌的 OEM/ODM 供货商。
第二阶段（2013 年-2016 年）	为扩大市场，公司创立自有品牌积极布局国内市场，启动转型。公司自有品牌“麦富迪”于 2013 年全面进军国内市场，定位中高端宠物食品市场，基于多年服务海外客户所积累的产品研发优势、生产工艺优势、质量管控优势和对行业发展的深刻理解，公司自有品牌业务得以快速拓展，自有品牌知名度持续提升。

第三阶段（2017 年至今）

随着公司加大国内市场拓展力度，积极开拓线上和线下销售渠道，快速推陈出新，以自有品牌“麦富迪”为核心的公司产品在国内市场影响力不断增强。2018 年公司推出“麦富迪”高端猫粮“弗列加特”系列，重点发力高端猫用食品市场，市场反响良好。2022 年，公司自有品牌业务收入占主营业务收入的比例达到 60.55%，公司已由单一的 OEM/ODM 厂商转型为 OEM/ODM 业务与自有品牌协同发展的宠物食品企业。2021 年公司通过收购美国品牌“Waggin'Train”持续发力高端宠物食品市场。

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

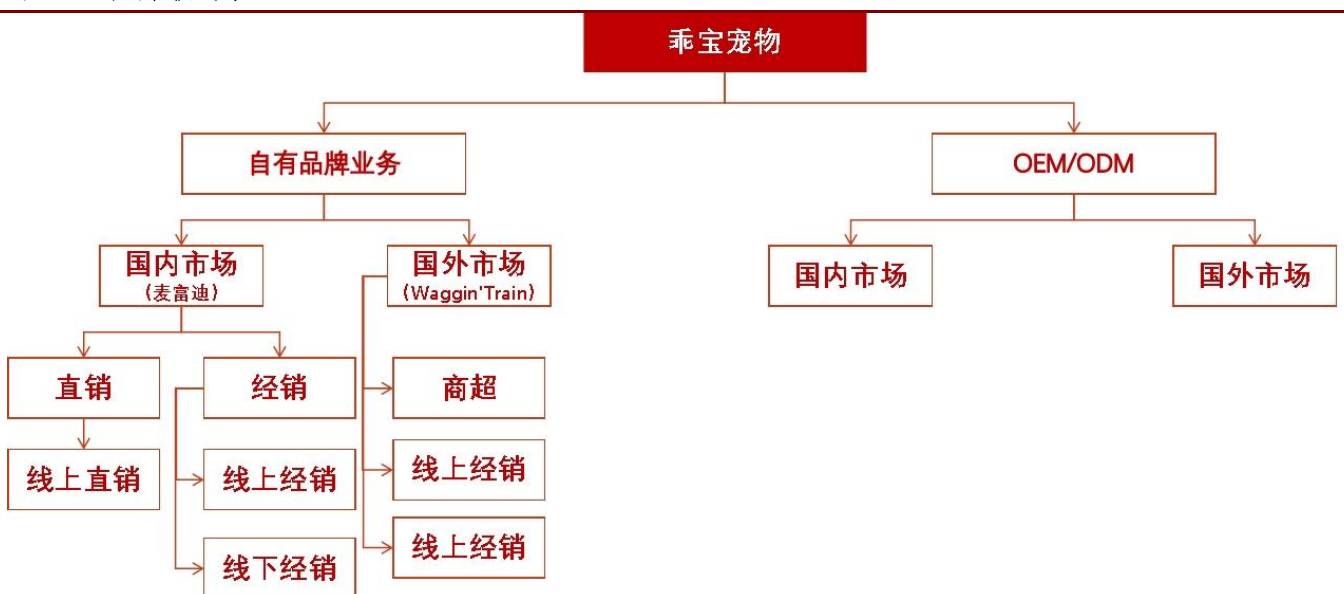
公司业务板块分为自有品牌业务、OEM/ODM 业务。

公司自有品牌业务分为两部分，内销以“麦富迪”品牌为主，并有少量收购的自有品牌“Waggin'Train”产品在境外销售。自有品牌内销方面，公司分为直销和经销模式，直销模式主要通过电商平台开设品牌旗舰店的方式向终端消费者提供产品，公司合作的电商平台包括天猫、京东、抖音等。经销模式包括线上和线下渠道，其中线上渠道为通过经销商在互联网平台分销，线下渠道为主要通过区域经销商进行销售。

公司 Waggin'Train 品牌海外销售，主要为商超和经销两种模式，其中，商超模式以沃尔玛及其下属的 Sam's Club、BJs Wholesale Club 等大型零售连锁商超为主。

公司 OEM/ODM 业务与沃尔玛、斯马克、品谱等国际知名企业建立了合作关系，按照客户订单需求生产宠物食品。此外，公司境内还有少量面向国内品牌的 OEM/ODM 业务。

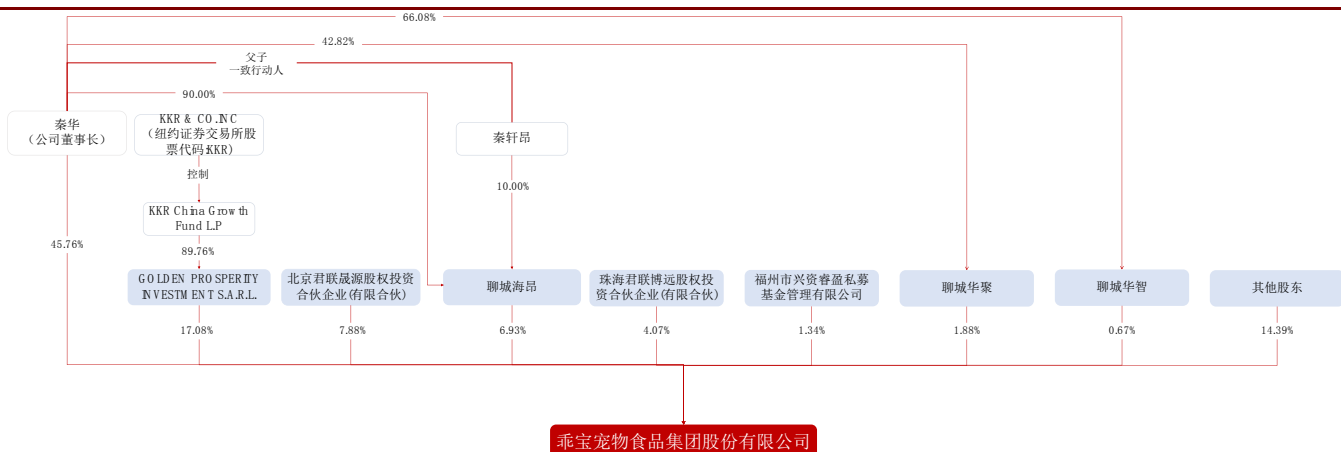
图 1：公司销售模式情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

公司股权集中，大股东及其一致行动人持股比例超过 50%。截至 2024 年 12 月 18 日，公司董事长秦华直接持有公司 45.76% 的股份，并分别通过聊城市华聚企业管理咨询服务中心（有限合伙）（简称聊城华聚）和聊城市华智企业管理咨询服务中心（有限合伙）（简称聊城华智）持有公司 0.81% 和 0.44% 的股份。聊城市海昂企业管理咨询服务中心（有限合伙）（简称聊城海昂）的执行事务合伙人秦轩昂为秦华的儿子，为秦华的一致行动人。因此秦华及其一致行动人合计持有公司 53.94% 的股份，秦华为公司的控股股东暨实际控制人。

图 2：公司股权结构



资料来源：ifind、公司公告，渤海证券研究所

1.2 业绩增长良好，公司盈利能力较强

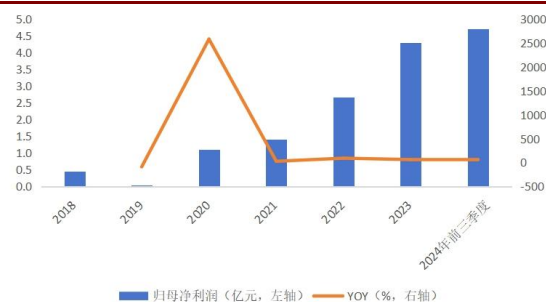
近年公司营收与利润规模实现稳步扩大。伴随公司自有品牌规模的稳步扩大，以及产品矩阵的不断丰富，营收从 2018 年的 12.21 亿元，增长至 2023 年的 43.27 亿元，期间内 CAGR 为 28.79%。归母净利润方面，2023 年为 4.29 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 56.98%。今年前三季度，公司营收为 36.71 亿元，同比增长 17.96%，归母净利润为 4.70 亿元，同比增长 49.64%。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

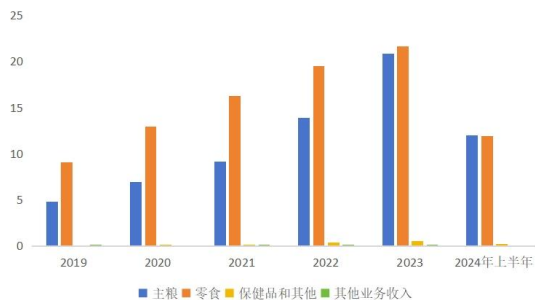
图 4：公司归母净利润情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

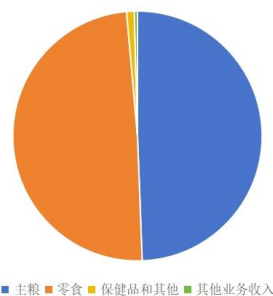
品和其他等，其中，零食和主粮收入占比在 2023 年分别为 48.23%和 50.06%，今年上半年主粮收入占比为 49.40%，实现对零食收入占比的超越，后者为 49.20%。2023 年，公司主粮、零食、保健品和其他营收分别为 20.87 亿元、21.66 亿元、0.57 亿元，2019-2023 年 CAGR 分别为 44.18%、24.24%、63.38%。

图 5：公司分产品收入情况（亿元）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

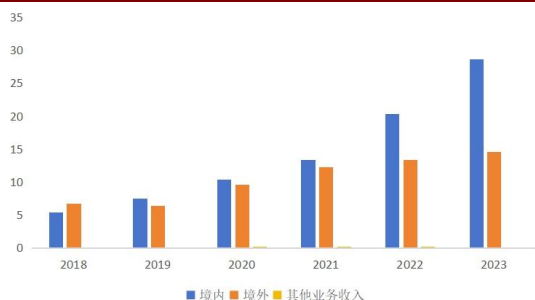
图 6：2024 年上半年公司分产品收入占比情况（%）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

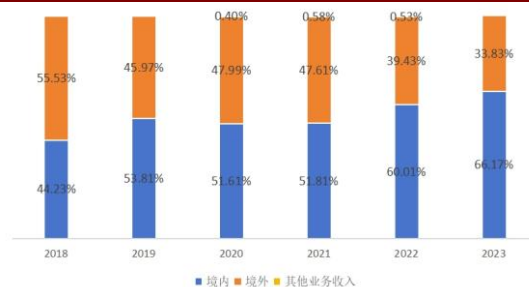
公司收入区域结构变化，境内成为重点市场。2018 年，公司境内与境外收入分别为 5.40 亿元和 6.78 亿元，对应收入占比分别为 44.23%和 55.53%。伴随近年，公司持续推进自有品牌发展，拓展境内线上线下渠道协同发展，2023 年境内收入达到 28.63 亿元，境外收入为 14.64 亿元，收入占比分别为 66.17%和 33.83%，境内市场成为收入贡献的主要区域。2018-2023 年境内与境外收入 CAGR 分别为 39.60%和 16.64%。

图 7：公司分区域收入情况（亿元）



资料来源：ifind，渤海证券研究所

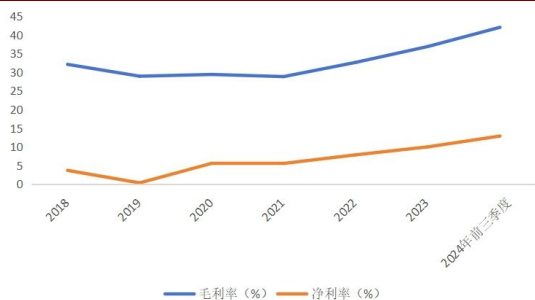
图 8：公司分区域收入占比情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

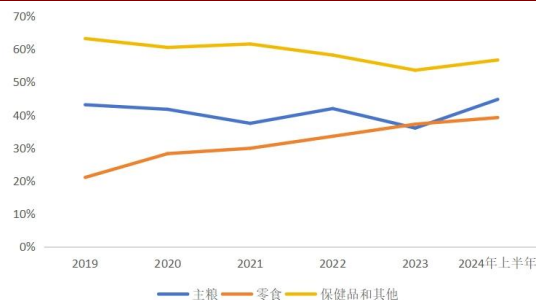
公司整体盈利能力增强较为明显。2018-2021 年，受贸易摩擦影响，公司毛利率出现较为明显的波动，2019、2020、2021 年毛利率同比分别为下降 3.17 个百分点、提升 0.47 个百分点、下降 0.57 个百分点，毛利率波动对净利率也造成一定影响。伴随公司自有品牌稳健发展，主粮收入占比提升，境内市场成为收入贡献重点区域，推动毛利率改善，为增强公司整体盈利能力提供支撑。2024 年前三季度，公司毛利率和净利率分别为 41.98%和 12.85%，同比分别提升 6.21 个百分点和 2.72 个百分点。

图 9: 公司毛利率与净利率情况 (%)



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

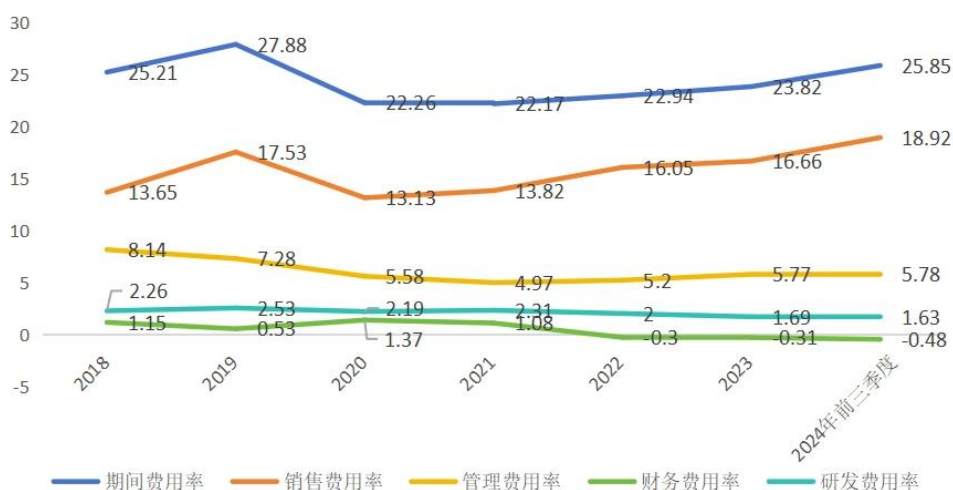
图 10: 公司分产品毛利率情况



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

自有品牌处于拓展期,销售费用投入推高期间费用率水平。费用率方面,2018-2020年,公司期间费用率有所波动,但2021年开始期间费用率保持稳中有升,今年前三季度为25.85%,同比提升3.24个百分点。由于公司自有品牌处于拓展期,品牌宣传、渠道建设等方面投入较多,销售费用率在近年保持持续提升态势,今年前三季度达到18.92%,同比提升3.01个百分点。

图 11: 公司期间费用率情况 (%)



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

对比同业,公司具备较强的盈利能力。根据公司招股说明书划分同业公司,2024年前三季度,同业公司平均毛利率为26.17%,公司为41.98%,显著高于同业水平,且从历史数据看,公司毛利率水平也基本领先于同业公司。净利率方面,今年前三季度,同业平均水平为10.60%,公司为12.85%。另一方面,伴随公司自有品牌业务不断壮大,2021-2024年前三季度盈利能力逐步增强,净利率水平也基本处于可比公司靠前的位置。

图 12: 公司与同业毛利率对比情况 (%)



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 13: 公司与同业净利率对比情况 (%)



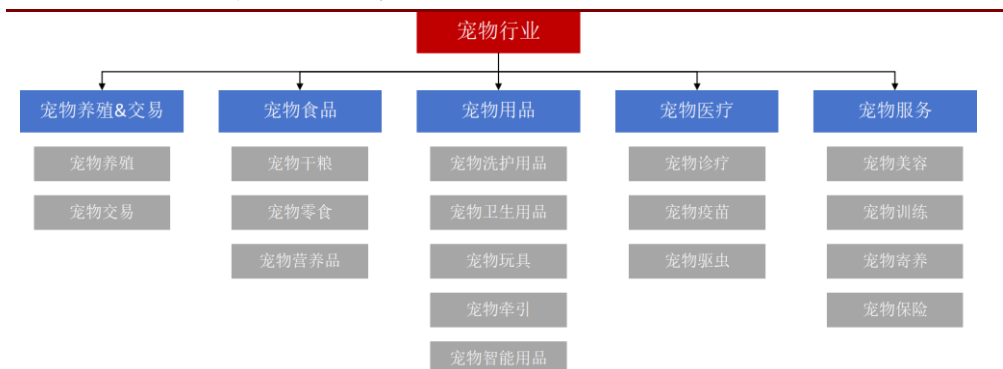
资料来源: ifind, 渤海证券研究所

2.长坡厚雪，宠物行业处于较好发展态势

2.1 国内宠物行业规模超 3,000 亿元，未来仍具备较好发展前景

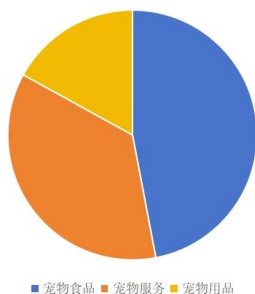
全球宠物行业规模超 3,000 亿美元，宠物食品为重要细分领域。宠物行业涵盖饲养、吃、穿、玩、用等多个领域，目前全球市场已发展得较为成熟。根据 Global Market Insights 数据，2023 年，全球宠物行业规模达到 3,044 亿美元，同比增长 8.71%，预计到 2032 年行业规模将达 5,500 亿美元。宠物食品作为刚需产品，为全球宠物行业中占比最高的细分领域，根据 Statista 数据显示，宠物食品在 2023 年占全球宠物行业比例为 47.00%，规模超过 1,400 亿美元，其次为宠物服务占比约 36.00%。从区域上看，北美是宠物行业市场规模最大的地区，占全球比重达到 38.00%，其次为欧洲，市场份额约 30.00%。

图 14: 宠物行业下属各细分领域情况



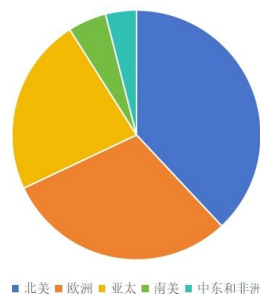
资料来源: 智研咨询, 渤海证券研究所

图 15: 2023 年全球宠物行业细分领域占比情况 (%)



资料来源: Statista, 渤海证券研究所

图 16: 2023 年全球宠物行业分区域市场占比情况 (%)



资料来源: Statista, 渤海证券研究所

正处于快速发展期的中国宠物行业。我国宠物行业起步较晚，20 世纪 90 年代之前，国内宠物政策基本以“禁养”为主，1992 年中国小动物保护协会的成立促使“宠物伴侣”的概念开始兴起。伴随“禁养”政策逐步变化，2003 年北京市出台《北京市养犬管理规定》，随后国内各地先后出台养犬相关规定，养宠数量限制也逐渐放开。从 2011 开始至今，国内宠物行业处于快速发展周期。

图 17: 全球 VS 中国宠物行业发展阶段



资料来源: Mob 研究院, 渤海证券研究所

国内宠物行业规模超 3,000 亿元，宠物猫市场潜力较大。伴随国内宠物行业进入高速发展期，根据《中国宠物行业白皮书》¹数据，我国城镇宠物（犬、猫）市场规模从 2011 年的 221 亿元，增长到 2024 年的 3,002 亿元期间内 CAGR 为 22.22%，预计 2027 年规模将达到 4,042 亿元。具体来看，现阶段国内宠物犬市场规模高于宠物猫，2024 年为 1,557 亿元，宠物猫市场规模为 1,445 亿元，但从增长角度看，宠物犬市场规模 2023 年同比增长为 4.64%，同期宠物猫市场为 10.73%。因此，《中国宠物行业白皮书》预计到 2026 年宠物猫市场规模将超越宠物犬，规模分别

¹ 《中国宠物行业白皮书》是由全国伴侣动物（宠物）标准化技术委员会、中国畜牧业协会宠物产业分会、中国兽医协会指导，派读宠物行业大数据平台出品。截至 2024 年，《中国宠物行业白皮书》已连续发布十年。

其中，《2025 年中国宠物行业白皮书》发布时间为 2024 年 11 月 28 日，该报告中涉及的 2024 年度数据统计期间为 2023 年 10 月至 2024 年 9 月，此前年度《中国宠物行业白皮书》的统计期间口径同此。

本报告中引用《中国宠物行业白皮书》的信息，涉及到年度数据，统计期间口径同《中国宠物行业白皮书》。

请务必阅读正文之后的声明

为 1,884 亿元和 1,772 亿元。

图 18: 国内城镇宠物（犬+猫）市场规模情况



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，渤海证券研究所

图 19: 国内犬、猫市场规模情况

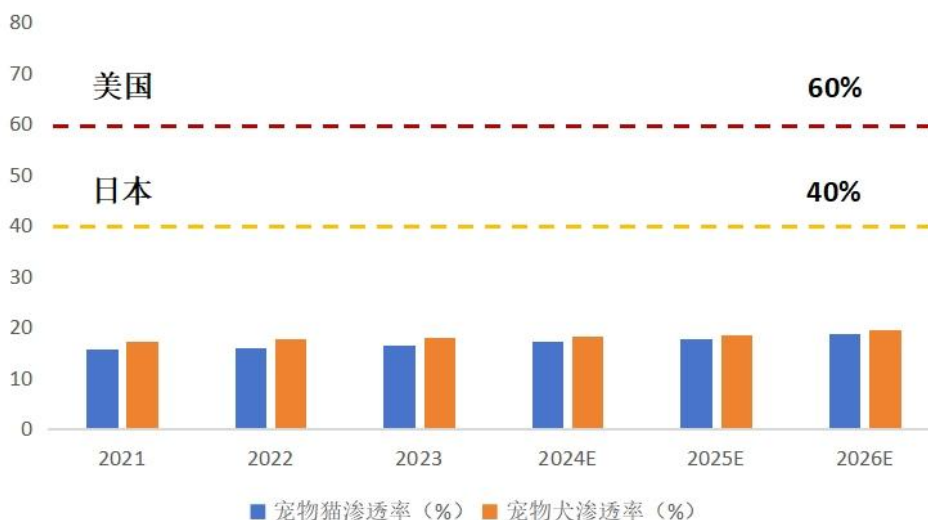


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，渤海证券研究所

2.2 目前国内宠物渗透率低，未来宠物行业发展具备更进一步的空間

国内宠物家庭渗透率较低，具备提升空间。根据艾瑞咨询的测算，2023 年国内宠物犬、猫的家庭渗透率分别为 17.80% 和 16.40%，预计到 2026 年将分别达到 19.40% 和 18.60%。目前国内宠物渗透率与美国等成熟宠物市场相比，存在约 3 倍的差距；与泰国、日本等与国内思想理念和居住环境相近的国家相比，也存在 2 倍的差距。但未来随着国内居民消费能力增长，国内宠物渗透率将迎来进一步提升，释放潜在市场空间。

图 20: 国内宠物渗透率情况

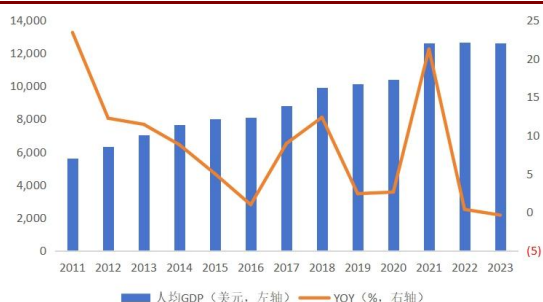


资料来源：艾瑞咨询，渤海证券研究所

良好的经济基础将助力宠物行业发展更进一步。根据中国农业大学动物医学院的研究成果，当一个国家的人均 GDP 达到 3,000-8,000 美元，宠物产业就会快速发

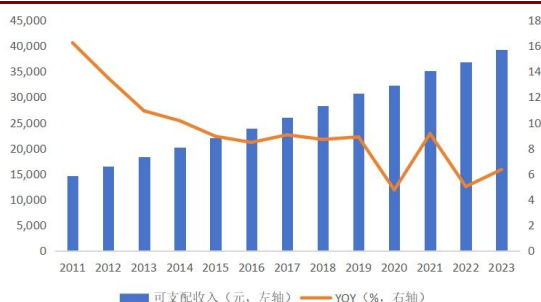
展。2011 年我国人均 GDP 超过 5,000 美元，2019 年超过 1 万美元。而在此期间，国内宠物行业获得长足发展，行业平均增速达到 35.47%。近三年宠物行业增长虽有所波动，但整体增长情况始终优于人均 GDP 增长，行业具备较强的抗风险韧性。另一方面，我国人均可支配收入于 2019 年突破 3 万元，2023 年已接近 4 万元。宠物行业穿越经济周期的能力相对较强，叠加现阶段我国在经济与消费层面均具备良好的基础，将共同支撑未来宠物行业进一步成长。

图 21: 中国人均 GDP 情况



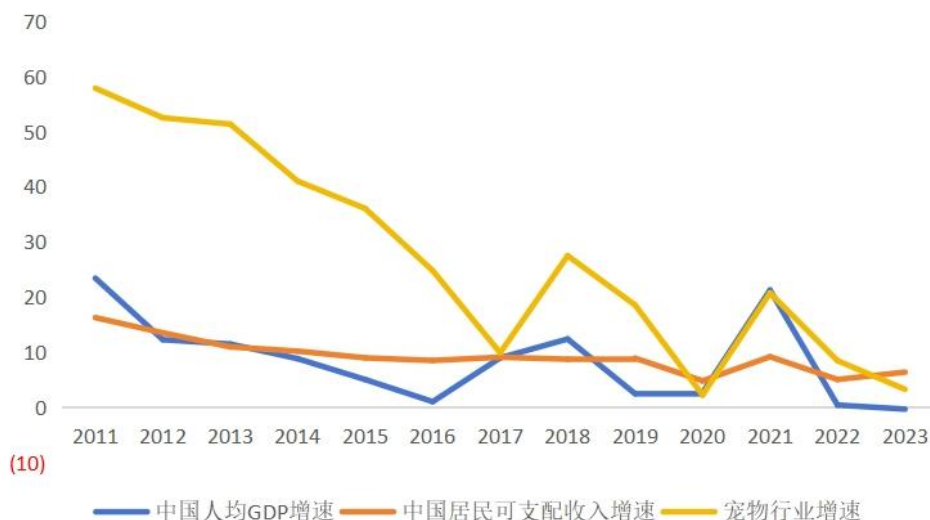
资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 22: 中国居民人均可支配收入情况



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

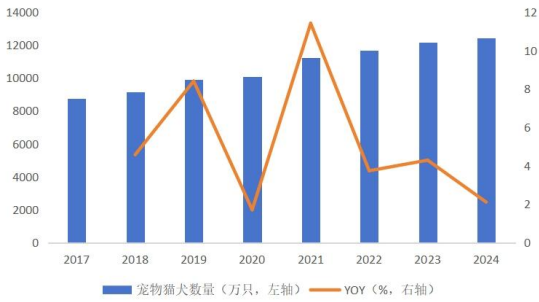
图 23: 宠物行业增速 VS 人均 GDP 增速 & 可支配收入增速 (%)



资料来源: 《中国宠物行业白皮书》、ifind, 渤海证券研究所

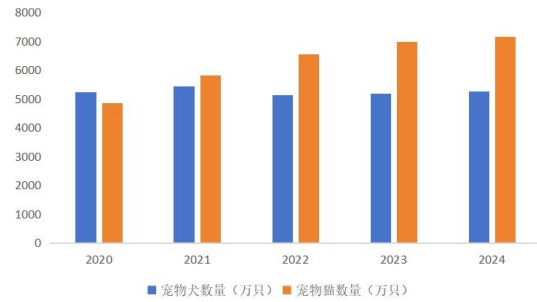
超亿只宠物，构建千亿级市场下限。根据《中国宠物行业白皮书》，国内宠物犬猫合计数量在 2020 年超过 1 亿只，2024 年达到 1.24 亿只，同比增长 2.11%，其中，宠物犬 5,258 万只，同比增长 1.60%，宠物猫 7,153 万只，同比增长 6.79%。伴随宠物数量规模的扩大，考虑到宠物犬猫寿命（宠物犬平均寿命 10-15 岁、宠物猫平均寿命 13-18 岁），依托于对宠物食品、用品、药品、疫苗等刚需品和消耗品的持续消费，在未来依然能够支撑千亿级市场下限。

图 24: 国内宠物犬猫总数情况



资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

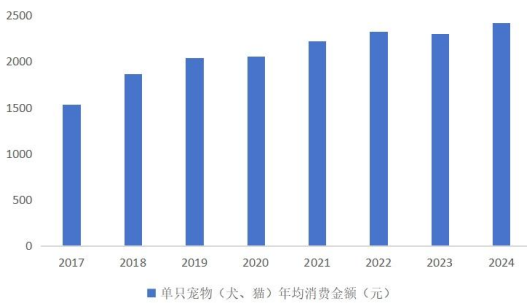
图 25: 国内宠物犬与宠物猫具体数量情况



资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

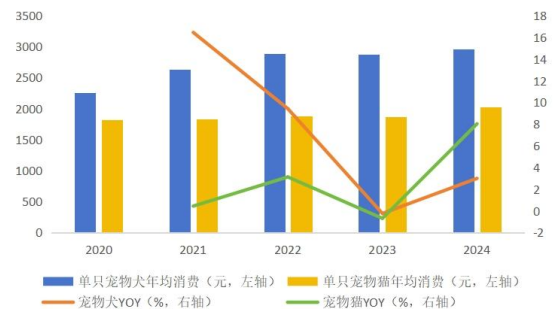
单只宠物消费金额保持较高水平。根据《中国宠物行业白皮书》，2017-2024 年，国内单只宠物（犬、猫）年均消费金额实现平稳增长，CAGR 达到 6.74%，2024 年为 2,418.82 元。具体来看，2024 年，国内宠物犬单只消费金额为 2,961 元，同比增长 2.99%，宠物猫单只消费金额为 2,020 元，同比增长 8.02%。国内单只宠物（犬、猫）年均消费金额整体保持较高水平，同时，宠物通常被宠物主视为情感与精神寄托，为爱养宠将奠定较高的为宠消费意愿。

图 26: 国内单只宠物年均消费金额情况



资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

图 27: 国内单只宠物犬、宠物猫年均消费金额情况

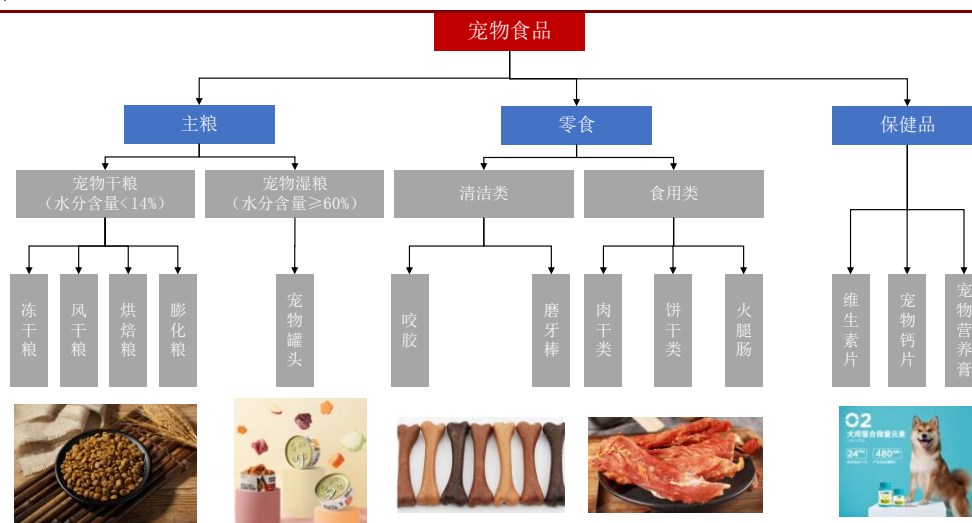


资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

2.3 宠物食品行业规模已达千亿，国产品牌逐步崛起

主粮作为刚需品在宠物食品中占比高。根据农业农村部颁布的《宠物饲料管理办法》及按照产品功能划分，宠物食品可分为宠物主粮、宠物零食和宠物保健品。其中，宠物主粮可细分为宠物干粮和宠物湿粮，零食可细分为清洁类和食用类。根据《中国宠物行业白皮书》，2024 年宠物食品市场仍是国内宠物行业主要的消费市场，市场份额为 52.80%，较 2023 年提升 0.50 个百分点。

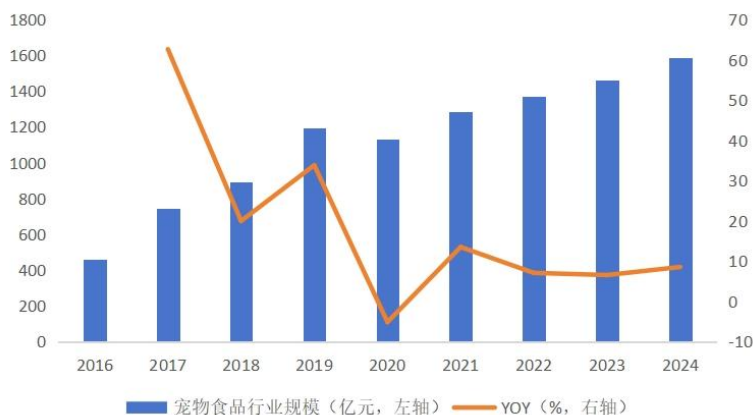
图 28：宠物食品分类



资料来源：前瞻产业研究院、京东、百度图片，渤海证券研究所

千亿级宠物食品行业，保持良好增长。伴随我国养宠规模的持续扩大，宠物食品行业（犬、猫）也获得持续增长，根据《中国宠物行业白皮书》，2024 年宠物食品行业规模达到 1,585.06 亿元，同比增长 8.49%，2016-2024 年 CAGR 为 16.82%。

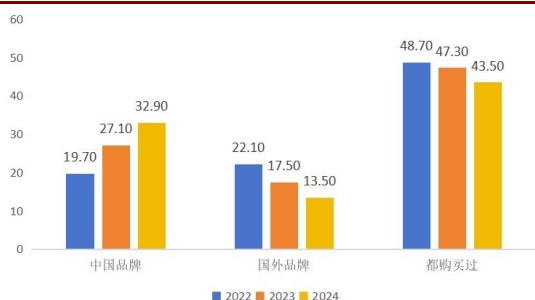
图 29：宠物食品行业（犬、猫）规模情况



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，渤海证券研究所

消费者对国产品牌偏好提升较为明显。从消费者角度看,根据《中国宠物行业白皮书》,在主粮购买过程中,43.50%的犬主人和 44.40%的猫主人并不存在明确的品牌偏好。但是对于国产品牌的购买偏好度,犬、猫主人在 2024 年同比均有明显提升,其中,犬主人中国品牌偏好为 32.90%,同比提升 5.80 个百分点,猫主人中国品牌偏好为 34.80%,同比提升 6.50 个百分点。综合来看,国内犬猫主人对国产品牌偏好度逐步提升,而无明显品牌偏好的宠物主将成为国产品牌挖掘的潜力客群。

图 30: 犬主人主粮品牌偏好 (%)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》,渤海证券研究所

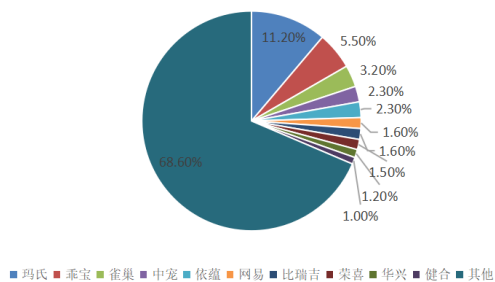
图 31: 猫主人主粮品牌偏好 (%)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》,渤海证券研究所

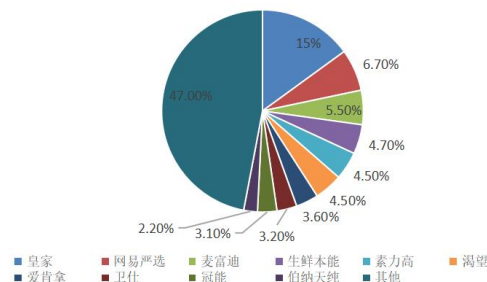
国内企业不断壮大,国产宠物食品品牌逐步崛起。在国内宠物食品行业发展的早期阶段,外资企业在国内市场份额占据绝对主导,根据 Euromonitor 数据,1998 年,国内排名前五名的宠物食品企业均为外资企业。但伴随国内宠物食品企业不断壮大,到 2023 年,国内排名前五名的宠物食品企业中,外资企业占比已降为 58.78%,乖宝宠物为国内最大的宠物食品企业,在全国宠物市场占比为 5.50%。品牌维度看,2023 年网易严选、麦富迪、卫仕、伯纳天纯等国产品牌均进入京东平台销售前十名,在平台合计市占率超过 20%。今年“618”电商大促,乖宝宠物旗下品牌麦富迪成为天猫平台狗主粮、猫零食和狗零食三大细分领域热销品牌第一。

图 32: 2023 年国内宠物食品行业竞争格局情况(企业口径)



资料来源:Euromonitor,渤海证券研究所

图 33: 京东平台 2023 年宠物食品品牌销售份额情况



资料来源:鲸参谋电商大数据,渤海证券研究所

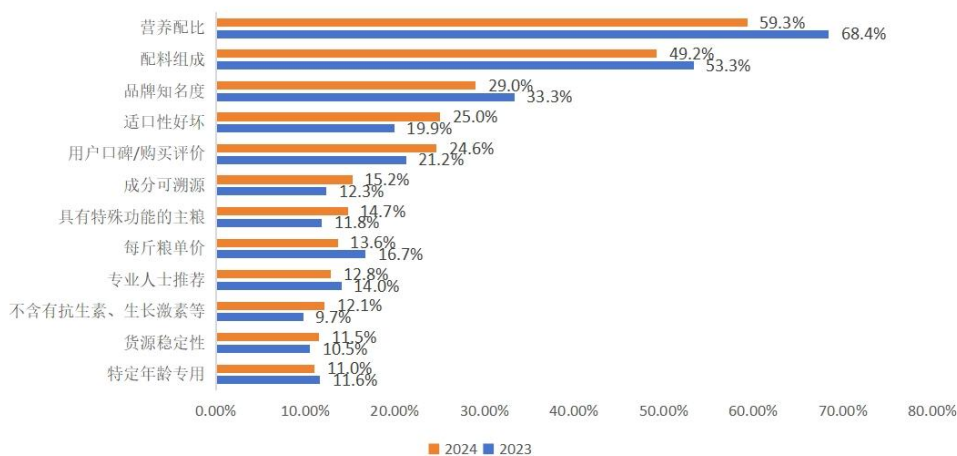
表 2：2024 年天猫“618”宠物食品各品类热卖品牌 TOP5 品牌

排名	猫主粮	狗主粮	猫零食	狗零食	宠物保健品
1	鲜朗	麦富迪	麦富迪	麦富迪	大宠爱
2	皇家	伯纳天纯	网易严选	MEATYWAY	福来恩
3	蓝氏	皇家	希宝	疯狂小狗	卫仕
4	诚实一口	爱肯拿	瓜洲牧	ZEAL	MAG
5	Fregate	鲜朗	朗诺	顽皮	IN-PLUS

资料来源：艾媒咨询，渤海证券研究所

科学养宠理念普及，宠物主关注主粮营养成分。伴随宠物在宠物主心目中地位提升，推动宠物主养宠理念升级。宠物主对宠物健康相关知识了解增多，科学养宠理念日益普及，宠物主对宠物健康的关注度随之提升。根据《中国宠物行业白皮书》数据，2024 年，营养配比、配料组成、品牌知名度仍是宠主最为关注的决策因素，占比分别为 59.30%、49.20%、29.00%，与 2023 年相比宠主对适口性好坏、用户口碑购买评价、成分可以溯源、具体特殊功能的关注度上升，占比分别为 25.00%、24.60%、15.20%、14.70%。

图 34：宠主购买主粮消费决策因素情况



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，渤海证券研究所

宠物主对烘焙粮偏好度提升较明显，鲜粮或成主粮领域的潜力细分市场。从宠物主粮的类别偏好上看，根据《中国宠物行业白皮书》数据：（1）2024 年，犬主人对烘焙粮、冻干粮偏好度上升，其中，烘焙粮偏好度上升明显，同比提升 4.00 个百分点。膨化粮（偏好度同比下降 2.90 个百分点）与冻干粮为犬主人较为偏好的主粮类别，两者偏好度均超过 40%，冻干粮偏好度同比提升 1.60 个百分点；（2）与犬主人类似，猫主人对膨化粮的偏好度在 2024 年出现同比下降为 2.80 个百分点，对烘焙粮的偏好度出现同比提升为 3.30 个百分点，且烘焙粮为偏好度同比提升最高的细分类别。此外，犬主人与猫主人对鲜粮偏好度均有提升，2024 年，偏好度分别提升 3.70 个百分点和 2.20 个百分点。

图 35: 犬主人主粮类别偏好 (%)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

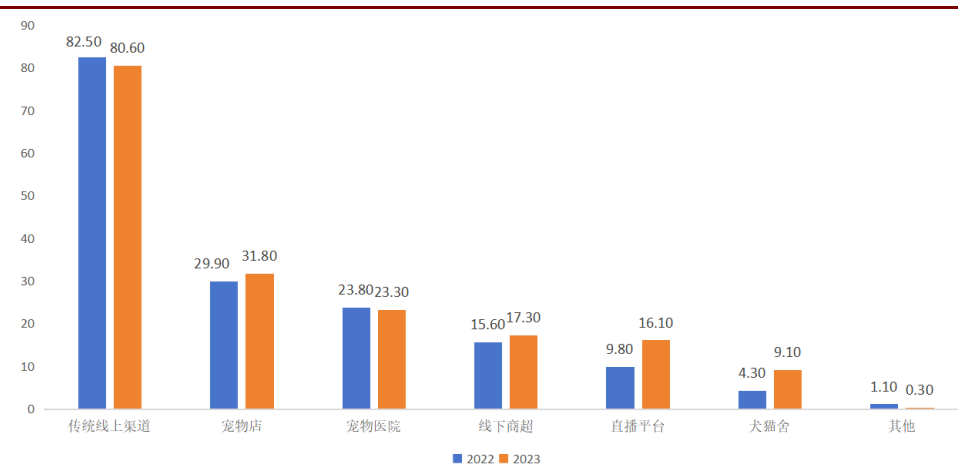
图 36: 猫主人主粮类别偏好 (%)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

传统电商仍是宠物主购买的核心渠道。购买渠道方面, 根据《中国宠物行业白皮书》, 传统线上渠道占比同比虽下降 1.90 个百分点, 但仍为宠物主购买宠物主粮的核心渠道, 2023 年该渠道占比为 80.60%。另一方面, 近年直播电商的兴起, 直播平台渠道购买也逐渐形成趋势, 2023 年占比达到 16.10%, 同比提升 6.30 个百分点。线下渠道上, 宠物医院占比小幅下降 0.50 个百分点为 23.30%, 犬猫舍渠道占比同比提升明显为 4.80 个百分点, 宠物店和商超渠道的占比同比均有 1.50 个百分点以上的提升。

图 37: 宠物主主粮购买渠道情况 (%)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》, 渤海证券研究所

3.研发基底成就公司强产品力，多维打造自有品牌并迈向高端化

3.1 宠物基础研究助力产品差异化，大单品打造能力突出

3.1.1 研发能力有效转化为产品力，推动产品品质持续提升

研发职能清晰，强化宠物基础研究，打造产品差异化。公司研发中心下设宠物营养研究中心、新产品研究中心、宠物健康管理研究中心、宠物训练研究中心、检测中心和中心实验室，主要负责宠物基础研究、营养成分、食品配方等相关内容的研究。在持续技术创新与研究中心的支持下，公司开发出适应宠物不同生命阶段营养需求的宠物食品。

发达国家的宠物食品行业较为成熟，国外品牌在宠物基础研究上领先国内企业。国内企业在宠物食品研发上主要关注适口性、外形和包装，而基础研究和核心工艺、营养平衡研发投入不足。国内厂商在基础研究上落后于国际竞争者。公司致力于犬猫基础研究，建立宠物营养研究中心，收集分析犬猫行为数据，进行产品适口性和营养性测试，支持产品原材料和添加剂筛选，配方和工艺产品营养价值对比，以及处方粮、功能粮的研究开发，以打造差异化产品，增强竞争力。

图 38：公司研发中心下设部门及部门职能情况

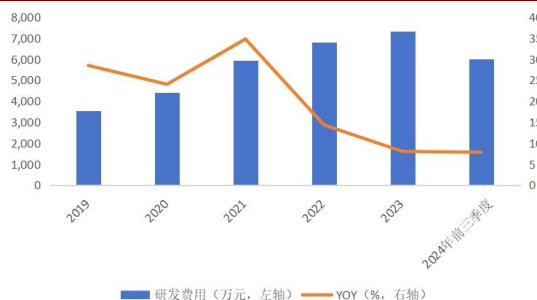
宠物营养研究中心	新产品研究中心	宠物健康管理研究中心	宠物训练研究中心	检测中心	中心实验室
• 下设配方研究室、适口性研究室和消化吸收研究室，研究内容为不同品种的犬猫在不同生长阶段、特殊生理期（如孕期、哺乳期）、不同运动量和不同环境下对能量、蛋白质、氨基酸、矿物质、碳水化合物、纤维、脂肪、维生素等各种营养物质的需求	• 下设工艺设备研究室、新材料研究室、产品性能研究室和产品评价分析室，研究内容包括新产品的原料特性、食品配方，以及加工工艺过程对配方营养性的影响等方面	• 犬猫生理学研究、犬猫医疗保健研究和美容护理研究。根据犬猫生理学、解剖学、消化吸收学和行为学，针对犬猫各类疾病和亚健康的预防、治疗方法进行研究，以及各类处方食品、保健食品的功能性研究	• 犬猫行为学研究和大猫运动研究	• 下设微生物检测室、理化检测室和药残检测室三个检测室，拥有美国 Waters 液质联用仪、美国安捷伦气质联用仪、美国赛默飞 ICP-MS 重金属检测仪、美国 RO MER 酶标仪等国际高端检测设备，按标准对宠物食品的原辅料、半成品和成品进行理化、微生物、抗生素残留、农残和重金属的检测，确保产品符合国际标准要求	• 下设六个实验室，分别为零食实验室、干燥杀菌实验室、湿粮实验室、咬胶洁齿实验室、主粮实验室和冻干实验室，主要进行食品工程学研究，包括工艺技术与装备、自动化、智能化等方面的研究

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

研发费用规模稳步扩张，境内授权专利超 300 项。近年来，公司研发费用规模保持扩张，2023 年为 7,327.67 万元，同比增长 8.00%，今年前三季度达到 5,997.54

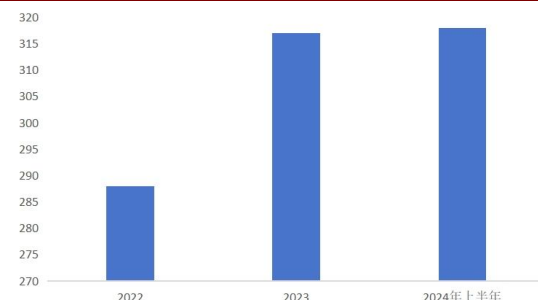
万元，同比增长 7.78%。受益于研发费用的稳步扩张，公司研发人员紧密跟踪行业趋势、洞察客户需求，不断推出适合宠物营养需求和消费者需要的新产品。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已获境内授权专利 318 项，其中发明专利 14 项、实用新型专利 31 项、外观设计专利 273 项。

图 39：公司研发费用情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所

图 40：公司境内授权专利情况（项）



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

核心技术全面应用，强化产品品质。依托于研发费用的持续投入与研发实力的不断增强，公司将行业先进的鲜肉瞬时高温乳化添加技术、口腔护理类产品功能提升技术、EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术等一系列宠物食品核心技术应用到宠物食品的生产过程中，不断强化产品适口性、营养成分、功能性等特性，产品质量持续优化提升。

表 3：公司核心技术情况

技术名称	技术特征	是否形成专利	应用产品
鲜肉瞬时高温乳化添加技术	公司通过引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备及工艺创新，使鲜肉添加量可达 70%，大大提高了产品营养价值及适口性。同时弥补了市场缺口，适应了市场对高肉粮类新产品的需求	-	含肉主粮
口腔护理类产品功能提升技术	传统工艺条件下，产品适口性和耐口性较差，硬度、韧性不够，造成耐咬性和口腔护理效果不理想，此技术较好的克服了上述问题，有效的提升了口腔护理类产品的功能	是	畜皮和洁齿骨制品
热风干燥宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，肉类原料处理时营养物质流失较多；产品干燥过程中容易受热不均匀，造成产品水分差异较大，颜色质地等外观质量不稳定的问题	是	肉干及缠肉产品
真空冻干全价宠物食品质量、工艺及装备控制技术	传统工艺条件下，全价宠物食品的加工过程需要高温高压，导致热敏性营养素损失率高，同时动物源性蛋白添加比例有限。真空冷冻全价冻干在真空状态下抽离水分能够让有营养的热敏营养物质最大限度保留。同时真空冷冻干燥可以相对传统技术实现更高比例的鲜肉添加满足宠物的适口性及营养需求	-	冻干主粮类产品
EAS 鲜肉全营养技术工艺及装备控制技术	该技术可以改善传统工艺条件下，宠物食品加工应用的蛋白原料主要是大分子的蛋白成分，对于犬猫胃肠道的负担相对较重，蛋白消化吸收率和生物利用度低，并且容易诱发过敏等健康问题	是	高肉粮系列产品
宠物主食湿粮食品品质	该技术可以改善传统工艺条件下，动物源性蛋白添加比例有	是	主食罐头类

量、工艺及装备控制技术	限，谷类、豆类等农作物添加较多，导致产品的营养和适口性不够理想，总体消化率和生物利用度偏低的问题		产品
高温蒸烤类仿真宠物食品生产技术	此技术是将传统的蒸煮、热风干燥和烘烤等工艺技术的集成创新，获得发明专利和外观设计专利	是	高温蒸煮、高温烘烤产品
多层次保健功能宠物食品生产技术	此技术是多层次保健功能宠物食品生产技术创新，达到降低宠物肠道敏感度、改善宠物体质的目的	是	功能零食
动物蛋白混合植物衍生物成型技术	传统做法多采用单一或较少动植物原料，加工过程不容易使各种物质达到有机融合，加工性能较差，该技术较好的改善了此种情况	是	成型肉片类
功能宠物粮生产技术	传统非添加天然植物纤维和天然羟基磷灰石粉（HAP）产品，或添加量和方式不当，不易获得多孔多层次特殊结构；热加工喷涂功能性配料，造成功能性成分损失，该技术较好的改善了此种情况	是	宠物主粮
多糖改善高水分宠物食品状态技术	传统工艺使用多糖类配料，易形成结团，造成物料结构不均匀，该技术较好的改善了此种情况	是	湿粮产品
真空冷冻干燥宠物食品生产技术	传统干燥技术在干燥过程中，物料因脱水产生较大收缩，造成产品表面极硬口感较差，内部结构变化较大，营养成分流失较多，该技术较好的改善了此种情况	-	冻干产品

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

3.1.2 产品矩阵丰富的同时，打造大单品能力突出

产品矩阵完备，可匹配各类型宠物主需求。公司专注于宠物犬和猫的食品生产，产品线包括主粮、零食以及保健品等多个系列。根据招股说明书和天猫旗舰店信息，公司的产品种类繁多，主粮系列尤为突出，包括 Barf 霸弗、益生军团、弗列加特、营养森林等品牌，覆盖了烘焙粮、膨化粮、冻干粮、双拼粮和湿粮等多种类型。公司官网显示，仅宠物主粮系列就拥有超过 1,300 种不同的产品。在价格方面，以天猫旗舰店的宠物干粮为例，价格区间从每公斤低于 25 元延伸至超过 100 元。总体而言，公司提供多样化的产品线和广泛的价格区间，能够满足不同宠物主人的多样化需求。

图 41: 公司旗下部分犬猫主粮、零食、保健品产品情况



资料来源: 公司天猫官方旗舰店、公司官网, 渤海证券研究所

研发基底助力产品持续升级创新, 公司打造大单品能力突出。公司利用研发优势, 紧跟行业趋势和客户需求, 不断研发新产品和升级生产工艺。通过创新和升级, 公司扩大了产品线并优化了产品方案。核心技术的应用提升了产品品质和打造大单品的能力。例如, 弗列加特高肉粮系列采用美国温格尔双螺杆膨化设备和鲜肉乳化技术, 确保产品新鲜, 提高适口性和消化吸收。根据公司官方微信公众号信息, 今年“双十一”期间, 弗列加特 2.0 系列和烘焙粮销售额分别超过 4,000 万元和 6,800 万元; Barf 霸弗、羊奶肉、双拼粮等产品也取得良好销售成绩, 销售额分别超 7,900 万元 (同比增长 150%)、超 2,000 万元、超 3,500 万元。

图 42: 公司部分代表性产品及技术创新点情况

弗列加特高肉粮系列	弗列加特全价全冻干系列	益生军团主粮系列	双拼粮系列	小橙帽保健品系列
 1. 添加鲜肉比例达70%的猫粮; 2. 引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备, 利用鲜肉瞬时高温乳化添加技术在保证均衡营养的前提下, 保证产品新鲜度、增加产品适口性、提高消化吸收力	 1. 全价冻干高肉粮, 同时满足宠物对主粮和零食的需求; 2. 营养指标符合AAFCO 标准。	 1. 利用冷喷涂技术制作宠物干粮, 提高益生菌到达肠道时的活性。 2. 根据不同犬种不同犬期, 对菌株进行科学搭配, 形成专属的宠物复合益生菌。可达到调理肠道、预防多种肠道侵害、有效缓解肠道不适等效果。	 研发生产肉粒/冻干与干粮混合的双拼粮, 增加产品含肉量, 符合犬猫的食肉天性。	 采用冻干技术, 提高宠物保健品的适口性和吸收力, 解决保健品适口性低、难消化、刺激肠道的问题。

资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券研究所

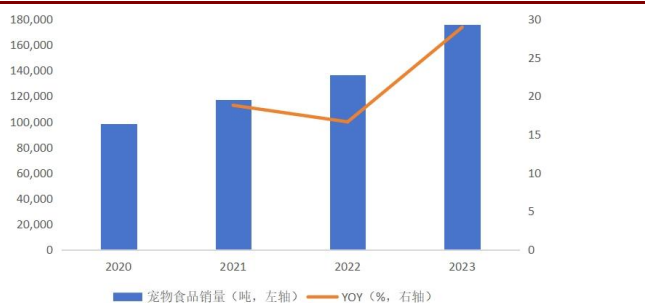
图 43: 公司部分单品 2024 年“双十一”全网销售额情况



资料来源: 公司官方微信公众号, 渤海证券研究所

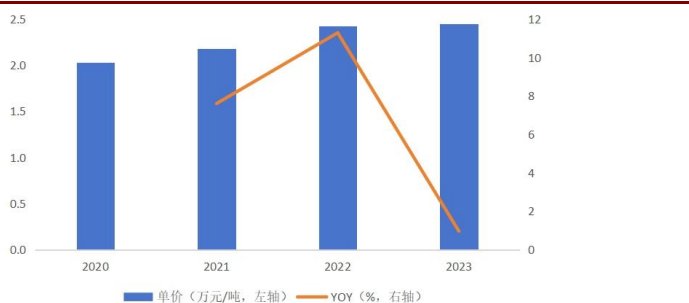
研发能力与产品力的共振, 将有利于公司实现量价齐升。2020-2023 年, 公司宠物食品销量实现持续增长, 期间 CAGR 为 21.33%, 2023 年销量为 17.60 万吨, 同比增长 28.93%。公司宠物食品单价方面, 根据销量与相关业务收入测算, 2023 年为 2.45 万元/吨, 同比小幅增长 0.96%, 但 2020-2023 年 CAGR 为 6.53%。综合来看, 公司重视宠物基础研究, 推动产品线不断丰富以及差异化, 新产品研发和生产工艺技术升级持续强化产品力, 夯实公司打造大单品和高端化的基础, 并有利于未来产品量价保持稳健增长。

图 44: 公司宠物食品销量情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 45: 公司宠物食品单价情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所。

3.2 多元化打造品牌力优势，自有品牌规模稳步扩大

3.2.1 自有品牌高举高打，持续推进高端化进程

推进高端化进程，公司自有品牌不断壮大。凭借公司在服务全球客户过程中累积的产品开发、生产技术、质量控制等优势，2013 年创立了自主品牌麦富迪，致力于打造“全球视野、自然、专业、时尚、创新”的品牌形象。随着消费者需求的演进，公司不断推出新产品，如双拼粮系列、含有益生菌的主食系列、全价湿粮和全价冻干主食等。2019 年，公司迈入高端市场，推出弗列加特高端肉食猫粮品牌，其核心理念是“用鲜肉取代肉粉”，专注于开发含有丰富鲜肉的高品质猫粮，推出了“大红桶冻干”和“高机能烘焙粮”两大主打系列。2021 年，公司收购美国著名宠物食品品牌 Waggin' Train，继续在高端宠物食品市场中扩展。2024 年，公司进一步推进高端化战略，推出主打天然成分、配方科学、强调专业性的高端犬粮品牌汪臻醇。

图 46: 公司自有品牌情况



资料来源: 公司公告、百度图片、汪臻醇官方微信公众号, 渤海证券研究所

自有品牌美誉度积淀良好。公司自有品牌麦富迪，自 2013 年成立以来，便迎来了我国宠物行业的蓬勃发展期（2010-2020 年，宠物行业规模的年 CAGR 为 30.88%），为品牌的成长提供较好机遇。公司重视自有品牌的建设，历经多年发展，品牌知名度和美誉度已有了扎实的积累。麦富迪荣获 2023 年新国货大会颁发的“最具影响力宠物食品品牌”称号，同时荣获 2023 年“AAA 级知名商标品牌”以及在宠物新国货大会天猫、抖音平台上的“最具影响力宠物食品品牌”等多项荣誉。

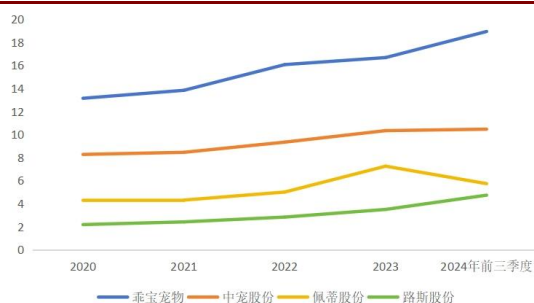
图 47：公司自有品牌麦富迪获得 2023 年“AAA 级知名商标品牌”



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

高销售费用投入，助力品牌力壁垒建设。公司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，持续推进自有品牌营销建设。与同业公司相比（公司招股说明书中选择的同业公司），公司销售费用率显著高于其他公司，2020-2023 年公司销售费用率均值为 14.92%，同期同业公司均值为 5.67%。今年前三季度，公司销售费用率达到 18.92%，同比提升 3.01 个百分点，销售费用规模为 6.95 亿元，同比增长 40.30%。公司较高的销售费用投入，旨在持续强化自有品牌知名度和影响力，并逐步强化在品牌侧的竞争能力。

图 48: 公司 & 同行业公司销售费用率情况 (%)



资料来源：ifind，渤海证券研究所

图 49: 公司销售费用情况



资料来源：ifind，渤海证券研究所。

3.2.2 公司多元化品牌营销模式，实现多层次消费群体营销触达

（1）泛娱乐化品牌营销：公司面向年轻消费群体进行泛娱乐化品牌营销，通过聘请明星代言人、在纪录片、综艺及影视作品中植入品牌宣传、赞助动物公益活动等方式持续提升自有品牌的知名度、公信力和影响力。公司通过邀请歌手、演员谢霆锋、男子演唱组合 INTO1 成员尹浩宇和韩国摇滚乐队 Royal Pirates 成员李铢衔作为公司形象代言人，提升品牌影响力。另一方面，公司还通过对《你好生活》、《向往的生活》、《三十而已》、《爱上特种兵》等综艺与电视剧的植入，进一步提升产品知名度。

图 50: 公司自有品牌在部分综艺、影视作品的植入情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

(2) 多样化的线上平台推广：公司在天猫、京东等电商平台，微信公众号、微

博、小红书、Bilibili、抖音、快手等内容平台，以及 VIVO、OPPO 等手机平台，以推荐区展示、开屏广告、信息流广告、达人内容推广等多种营销方式触达潜在用户，并通过对用户行为进行分析，不断优化广告投放策略，加速广告的电商转化和用户沉淀。此外，公司还大力推进 KOL（关键意见领袖）孵化项目，通过与 Bilibili、小红书、抖音、快手等平台 KOL 的内容合作，培育品牌 KOL 矩阵，以日常广告和新品种草的形式推广产品。

（3）打造联名款产品：公司在泛娱乐化营销品牌的同时，与《上新了·故宫》、《朋友请听好》等综艺节目，《一条狗的使命》电影及《小森生活》手机游戏等多个文娱 IP 合作打造联名款产品，在丰富自身产品线的同时可以增加产品曝光度和话题传播性，并且通过联名款产品可以辐射更多元的消费群体。

图 51：公司 IP 联名产品情况



资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

（4）线下体验式营销模式：2020 年，公司投资建设萌宠小镇，根据公司官网信息，小镇项目一期占地 69 亩，总建筑物面积 23,143 平方米，景观附筑物总面积 6,500 平方米。萌宠小镇集宠物文化时尚中心、宠物食品用品及服务产业基地、主题旅游目的地为一体。萌宠小镇的建设，有助于强化消费者与企业 and 品牌之间的直接交互，通过线下体验、感受的方式强化消费者对品牌的认知度和认可度。

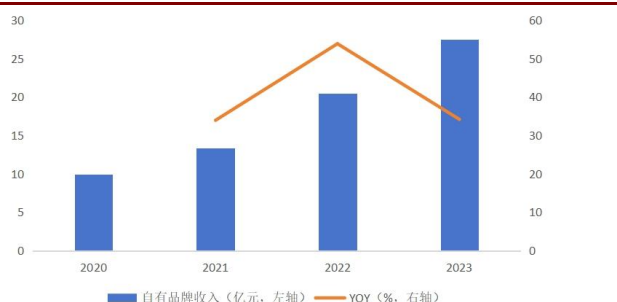
图 52: 公司萌宠小镇情况



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

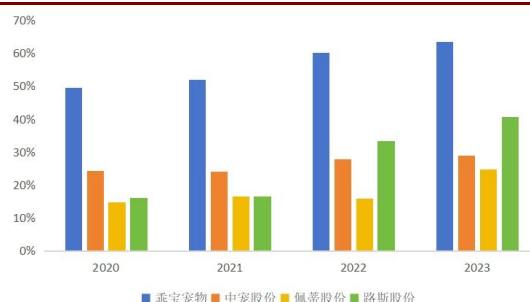
公司自有品牌收入规模稳步扩大, 收入占比领先同业。伴随公司品牌高端化延展, 以及品牌力的不断增强, 自有品牌收入规模实现稳步扩大。2023 年, 公司自有品牌实现营收 27.45 亿元, 同比增长 34.15%, 2020-2023 年 CAGR 为 40.33%。另一方面, 与同行业公司相比 (公司招股说明书中选择的同行业公司), 公司自有品牌收入占比较高且近年呈现提升趋势, 未来在品牌力持续提升下, 自有品牌收入规模有望继续扩大。

图 53: 公司自有品牌收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 54: 公司 & 同行业公司自有品牌收入占比情况



资料来源: 各公司公告, 渤海证券研究所。

3.2 直销渠道实现快速增长, OEM/ODM 渠道稳健发展

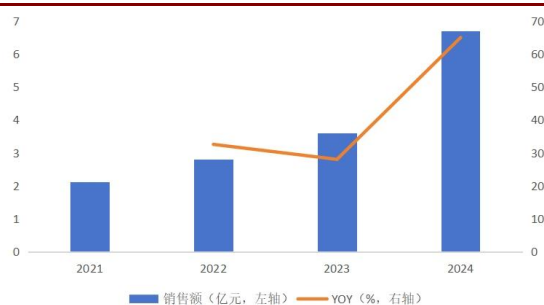
公司直销渠道规模突破 10 亿元, 电商平台关键销售节点表现亮眼。公司在国内市场实现了线上线下全渠道运营, 与天猫、京东、抖音等电商平台建立了合作关系, 采用线上直销和经销模式。直销以自有品牌为主, 主要通过天猫平台的旗舰店销售, 2023 年直销收入达 12.36 亿元, 同比增长 57.02%。今年上半年收入 8.66 亿元, 增长 61.24%。在电商购物节期间, 公司也表现出色。2024 年“618”期间, 全网销售额超 4.70 亿元, 同比增长超过 40.00%, 发货量超 350 万件; “双十一”销售额 6.70 亿元, 增长 65%, 2021-2024 年“双十一”销售额 CAGR 为 46.75%。

图 55: 公司直销渠道收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

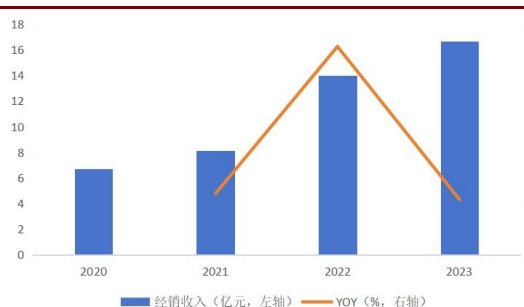
图 56: 公司“双十一”全网销售额情况



资料来源: 公司官方微信公众号, 渤海证券研究所。

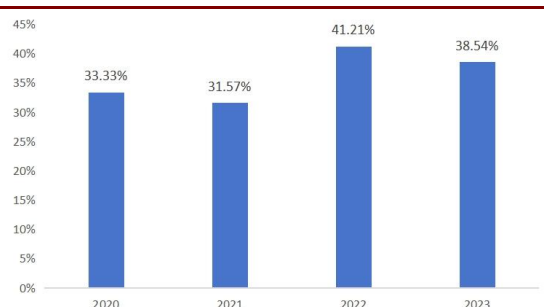
近年公司经销渠道实现较快增长，未来发展或趋于平稳。目前阶段，公司经销模式以国内市场为主，海外经销模式收入占比较小，国内的经销模式又可分为线上经销及线下经销两种。线上经销由公司提供产品再由经销商通过线上渠道销售给终端消费者，其中，京东自营是公司线上经销渠道第一大客户。公司线下经销模式为以买断式销售的方式合作区域经销商为主，线下经销商已在全国主要城市建立了销售渠道，遍布全国 31 个省、自治区和直辖市，面向各地宠物门店、宠物医院等进行产品分销。根据公司招股说明书数据，2022 年，公司经销商总数（线上+线下）758 家（2020 年为 1,050 家），规模以上经销商（年度销售额 50 万元以上）数量达到 167 家，实现收入在整体经销渠道收入占比达到 96.23%。2023 年，公司经销渠道实现收入 16.68 亿元，同比增长 35.45%，2020-2023 年 CAGR 为 35.45%（同期直销渠道收入 CAGR 为 56.57%）。近年，公司大力发展线上经销渠道，减少了金额较小的线下经销合作门店，预计未来经销渠道收入在总营收中占比将趋于平稳。

图 57: 公司经销渠道收入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 58: 公司经销渠道收入在营收中占比情况

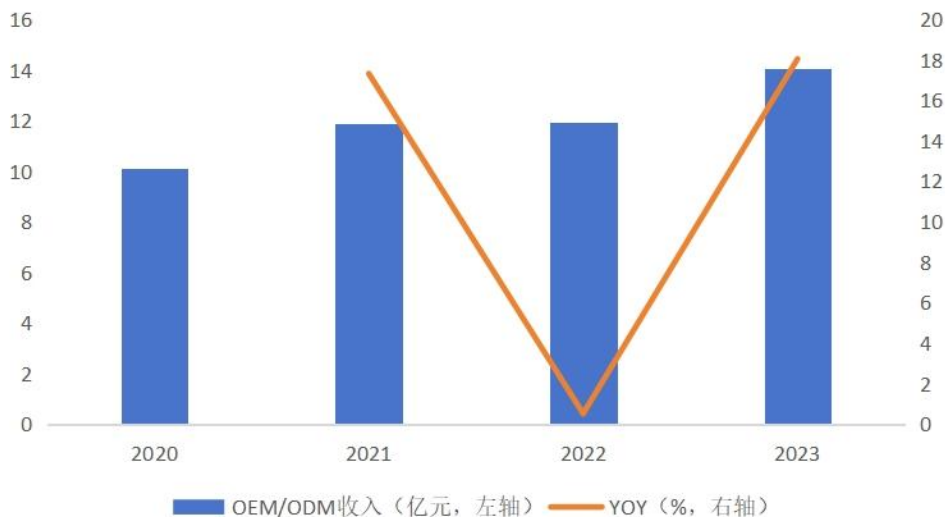


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所。

代工业务收入规模超 10 亿元，整体保持平稳发展。公司 OEM/ODM 代加工渠道以境外业务为主，产品销售地包括北美、欧洲、日韩等，其中北美市场占比最高，是公司最重要的海外市场。公司境外业务主要客户包括大型零售商、宠物食品品牌运营商和贸易代理商，目前公司已与沃尔玛、品谱等国际知名企业建立了良好的合作关系。2023 年，公司 OEM/ODM 渠道实现收入 14.07 亿元，同比增长 18.04%，

2020-2023 年 CAGR 为 11.65%。对比其他渠道收入情况来看,公司 OEM/ODM 渠道整体发展较为平稳。

图 59: 公司 OEM/ODM 收入情况

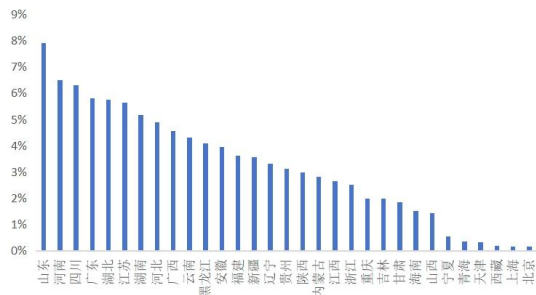


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3.3 地理区位形成供应链优势, 募投扩产匹配未来需求增长

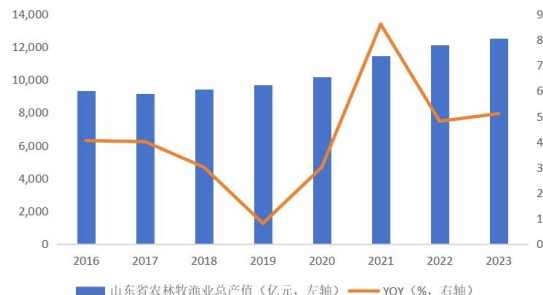
山东为农业大省, 公司具备区位优势。公司所在地山东省, 为国内农畜产品生产大省。2023 年, 山东省农林牧渔业总产值 1.25 万亿元, 同比增长 5.10%, 在全国占比为 7.91%, 位列全国第一。公司在获取宠物食品重要原材料方面具有一定的区位优势, 节省了原材料的运输成本, 具备一定的成本优势。另一方面, 公司为采购到优质的原材料并应对国际贸易摩擦, 在泰国建设生产基地, 在提高原材料品质的同时有效的降低了贸易摩擦可能带来的风险。

图 60: 2023 年各省市农林牧渔业总产值在全国占比情况



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

图 61: 山东省农林牧渔业总产值情况

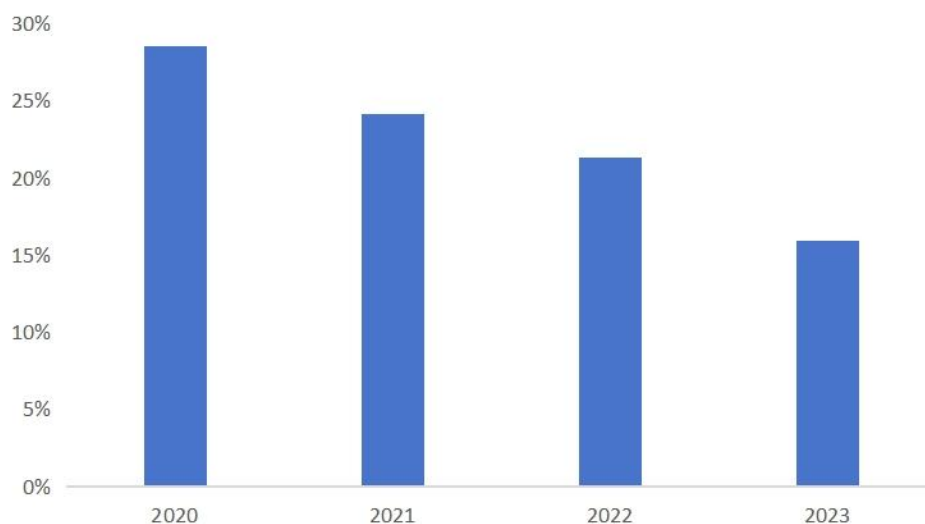


资料来源: 山东省统计局, 渤海证券研究所。

公司与国内农牧头部企业合作, 并逐步降低对单一供应商的依赖度。根据公司招

股说明书信息，鸡胸肉、鸭胸肉为较为主要的采购原材料。公司与新希望、圣农发展等国内大型鸡鸭产品供应商保持良好合作关系。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。另一方面，公司采取多元化供应链策略，2023 年，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为 15.91%，同比下降 5.38 个百分点，降低对单一供应商的依赖度，有助于形成对原材料采购的议价能力。

图 62：公司前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

公司产能扩建稳步推进，明后两年均有新产能释放。公司 IPO 计划募集 6.00 亿元，用于宠物食品生产基地扩产建设、智能仓储升级和研发中心升级等项目建设。公司 IPO 实际募集资金净额为 14.72 亿元，超募资金金额为 8.72 亿元。2023 年 9 月，公司公告，计划使用超募资金中的 5.60 亿元，用于年产 10 万吨高端宠物食品项目建设。根据公司公告，宠物食品生产基地扩产建设项目和年产 10 万吨高端宠物食品项目，截至今年上半年末，投资进度分别达到 84.08%和 17.75%，预计分别将于 2025 一季度和 2026 年一季度达产。

表 4：公司 IPO 募投项目情况（万元）

序号	募集资金使用项目	总投资金额	拟使用募集资金	比例
1	宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737.41	36,737.41	61.23%
2	智能仓储升级项目	7,191.05	7,191.05	11.99%
3	研发中心升级项目	3,060.48	3,060.48	5.10%
4	信息化升级建设项目	2,511.26	2,511.26	4.19%
5	补充流动资金	10,500.00	10,500.00	17.50%
	合计	60,000.20	60,000.20	100.00%

资料来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

表 5: 公司 IPO 募投项目与超募资金投资项目进度情况 (万元)

承诺投资项目和超募资金投向	募集资金净额	截至 2024 年上半年累 计投入金额	截至 2024 年上半 年投资进度	项目达到预定可使 用状态日期
承诺投资项目				
1. 宠物食品生产基地扩产建设项目	36,737.41	30,889.65	84.08%	2025 年 02 月 16 日
2. 智能仓储升级项目	7,191.05	6,713.39	93.36%	2025 年 08 月 16 日
3. 研发中心升级项目	3,060.48	2,101.72	68.67%	2025 年 05 月 16 日
4. 信息化升级建设项目	2,511.26	1,526.93	60.80%	2026 年 08 月 16 日
5. 补充流动资金	10,500	6,192.40	58.98%	
承诺投资项目小计	60,000.20	47,424.09	--	--
超募资金投向				
1. 年产 10 万吨高端宠物食品项目	56,000	9,941.28	17.75%	2026 年 03 月 30 日
2. 尚未明确投向的超募资金	5,239.69			
补充流动资金 (如有)	26,000	26,000	100.00%	--
超募资金投向小计	87,239.69	35,941.28	--	--
合计	147,239.89	83,365.37	--	--

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1 情景分析: 中性情景下的主营拆分

公司主要业务为宠物食品的研发、生产和销售, 主要产品包括宠物主粮、零食、保健品等。我们结合公司披露经营情况以及行业发展预期, 对公司未来业绩进行悲观、中性、乐观三类情景假设分析, 本版盈利预测我们选取中性情景。

关键假设

主粮: 宠物主粮作为刚需消费品, 伴随国内宠物数量的扩大, 以及单宠消费金额的增长, 均有助于推动宠物主粮消费保持较好增长。公司在产品力、品牌力、渠道力等方面优势突出, 具备持续打造大单品能力。同时, 公司多元化营销手段, 以及品牌迈向高端化, 都有利于推动宠物主粮相关业务保持良好发展。在中性情景下, 预计 2024-2026 年, 公司主粮收入为 25.99 亿元、32.73 亿元、41.53 亿元。

毛利率方面, 考虑到公司区位优势, 供应商多元化, 以及研发能力转化为产品力链路清晰, 有助于带动价格提升。在中性情景下, 预计 2024-2026 年公司主粮毛利率, 分别为 39.74%、40.83%、41.85%。

零食: 公司海外订单保持平稳增长, 国内宠物行业的发展亦将推动零食需求的稳

健释放。在中性情景下，预计 2024-2026 年，公司零食收入为 24.42 亿元、28.42 亿元、33.15 亿元。

毛利率方面，考虑到公司区位优势，供应商多元化，以及研发能力转化为产品力链路清晰，有助于带动价格提升。在中性情景下，预计 2024-2026 年公司零食毛利率，分别为 38.08%、38.38%、38.69%。

保健品和其他：伴随国内科学养宠理念的逐步兴起，宠物保健品需求有望保持较好增长。在中性情景下，预计 2024-2026 年，公司保健品和其他收入为 6,302.85 万元、7,255.47 万元、8587.42 万元。

毛利率方面，考虑到公司在宠物基础研究领域优势，有助于带动保健品相关产品品质、专业性、功能性等方面的提升，未来量价齐升可期。基于历史数据，在中性情景下，预计 2024-2026 年公司保健品和其他毛利率，分别为 54.37%、55.43%、56.32%。

其他业务：参考公司历史情况，在中性情景下，预计 2024-2026 年，对应收入分别为 1,867.11 万元、1,997.81 万元、2,097.70 万元，毛利率分别为 39.91%、40.02%、40.14%。

表 6: 公司主营拆分 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3397.54	4326.96	5123.35	6207.53	7574.65
YOY	31.93%	27.36%	18.41%	21.16%	22.02%
主粮	1388.44	2087.49	2599.11	3272.92	4153.21
YOY	52.24%	50.35%	24.51%	25.92%	26.90%
零食	1954.02	2166.14	2442.54	2842.08	3314.59
YOY	19.88%	10.86%	12.76%	16.36%	16.63%
保健品和其他	36.70	56.66	63.03	72.55	85.87
YOY	102.34%	54.40%	11.24%	15.11%	18.36%
其他业务收入	18.38	16.67	18.67	19.98	20.98
营业成本	2290.37	2732.91	3118.54	3732.03	4497.40
主粮	806.39	1335.92	1566.13	1936.52	2415.13
零食	1299.32	1360.52	1512.43	1751.18	2032.20
保健品和其他	15.36	26.31	28.76	32.34	37.51
其他业务收入	14.17	10.15	11.22	11.98	12.56
毛利	1107.17	1594.05	2004.81	2475.50	3077.25
主粮	582.05	751.57	1032.98	1336.39	1738.08

零食	654.70	805.62	930.11	1090.89	1282.39
保健品和其他	21.34	30.35	34.27	40.21	48.36
其他业务收入	4.22	6.52	7.45	8.00	8.42
毛利率	32.59%	36.84%	39.13%	39.88%	40.63%
主粮	41.92%	36.00%	39.74%	40.83%	41.85%
零食	33.51%	37.19%	38.08%	38.38%	38.69%
保健品和其他	58.15%	53.56%	54.37%	55.43%	56.32%
其他业务收入	22.93%	39.09%	39.91%	40.02%	40.14%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

在中性情景下，预计 2024-2026 年，公司营收分别为 51.23 亿元、62.08 亿元、75.75 亿元，同比分别增长 18.41%、21.16%、22.02%；归母净利润分别为 5.73 亿元、7.22 亿元、9.12 亿元，同比分别增长 33.68%、25.87%、26.39%，对应 EPS 分别 1.43 元、1.80 元、2.28 元。

4.2 可比公司估值

根据公司招股说明书我们选取了 3 家宠物食品行业公司，进行估值对比。2025 年，可比公司平均 PE 估值为 19.30 倍。根据中性情景下对公司的盈利预测，2025 年，公司对应 PE 估值为 40.78 倍，高于可比公司估值水平。

表 7：可比公司估值情况

公司名称	市值（百万元）	营收（百万元）				归母净利润（百万元）				PE	
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
中宠股份	9,670.48	3,247.99	3,747.20	4,410.52	5,134.32	105.93	233.16	343.92	400.00	28.12	24.18
佩蒂股份	4,167.86	1,731.80	1,411.28	1,972.39	2,450.46	127.12	-11.09	182.25	218.30	22.87	19.09
路斯股份	1,467.23	549.05	696.31	818.82	998.68	43.13	68.40	80.22	100.24	18.29	14.64
均值	5,101.86	1,842.95	1,951.60	2,400.58	2,861.15	92.06	96.82	202.13	239.51	23.09	19.30
乖宝宠物	29,423.27	3,397.54	4,326.96	5,123.35	6,207.53	266.88	428.84	573.26	721.56	51.33	40.78

资料来源：ifind，渤海证券研究所（截至 2024.12.25）

4.3 评级

公司系国内宠物食品龙头：（1）宠物基础研究能力强，技术赋能产品，促产品创新与差异化，叠加打造大单品能力将助量价齐升；（2）公司自有品牌高投入、高美誉度、强品牌力，铸就品牌壁垒，2020-2023 年自有品牌收入 CAGR 达 40.33%；（3）公司直销超 10 亿，电商大促节点表现出色，2024 年“618”、“双十一”销售

额高增，后续将深耕线上，经销与代工平稳发展。中性情境下，预计 2024-2026 年公司 EPS 为 1.43 元、1.80 元、2.28 元，对应 2025 年 PE 为 40.78 倍，高于同行。但考虑到公司未来具备较好发展基础良好，并为 A 股中规模最大的宠物食品企业可享受一定估值溢价，故首次覆盖给予“增持”评级。

5.风险提示

国内市场竞争加剧的风险

近年来，我国国民收入水平逐年提升，人们的消费理念也发生了巨大的转变。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。我国宠物食品行业起步较晚，近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争。国内厂商凭借其在产品生产工艺、销售渠道建设及品牌推广等环节的后发优势也取得了一定的市场地位。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。

原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料包括主料、辅料和包装材料。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。

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。2019 年 5 月份以来，美国对从中国进口的宠物食品征收 25% 的关税。受此影响，公司境内生产的产品对美出口的价格优势被削弱。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。

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及销售，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。若未来人民币汇率受国内外政治、经济形势的影响而发生大幅波动，则可能会对公司海外销售和原材料的购置成本产生较大影响。公司存在一定的汇率波动风险。

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明:

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

本报告由渤海证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作, 仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送, 并仅为提供信息而发送, 不构成任何广告。

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, 不保证该信息未经任何更新。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本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。在任何情况下, 本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内, 本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告作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, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 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。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的声明