

乖宝宠物 (301498)

宠物蓝海，乖宝先航

买入 (上调)

2025 年 03 月 07 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3398	4327	5246	6297	7447
同比 (%)	31.93	27.36	21.23	20.05	18.26
归母净利润 (百万元)	266.88	428.84	616.22	758.51	963.70
同比 (%)	90.26	60.68	43.69	23.09	27.05
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.67	1.07	1.54	1.90	2.41
P/E (现价&最新摊薄)	132.72	82.59	57.48	46.70	36.75

投资要点

■ **业绩回顾：**公司自 2013 年启动自有品牌战略，2013 年推出“麦富迪”，2018 年继续推出中高端猫粮品牌“弗列加特”，并收购了美国品牌“Waggin’” Train”。2018-2023 年间自有品牌的占比从 40.6%提升至 63.4%，增速维持在 30%以上；为公司的业绩增长和盈利水平提升提供了有力支撑，2018-2023 年间营收 CAGR 达到 28.8%，归母净利率从 3.7%提升至 12.7%。

■ **成功归因：**行业东风与企业“敢想敢做”精神的结合。公司自主品牌做到可以后来居上，这背后有行业快速发展的贝塔，公司在经营上也体现出较强的阿尔法。其实公司的成长路径反映了大部分成功消费品公司的共同点：产品上准确把握国内宠物需求趋势，前期用性价比获取优势；渠道上抓住电商渠道红利实现弯道超车；品牌营销上前期敢于投入。继续追溯下去，核心在于管理层的认知、专业度和执行力。公司的确在研发和品牌营销上均有专人能人司职，目前担任公司 CEO 的杜士芳女士，曾任职过国内乳业双强伊利、蒙牛集团，在品牌打造上有丰富经验，其他两位副总裁均是技术出身，具备深厚的食品加工行业经验，包括董事长本人也非常重视研发。

■ **未来发展：**强化先发优势，持续提升市场份额。从行业发展规律来看，我们判断在未来一段时间中，消费者对于与品质和功效的需求持续提升，这对于企业的研发能力和供应链能力有更高的要求。公司已有的优势在于规模做到内资品牌 TOP1，在研发和供应链上也有足够积淀。仅猫主粮这个赛道，公司的品类系列覆盖度最为广泛，相比同行优势明显。有望在行业上升期继续扩大市场份额，实现强者恒强。

■ **投资建议：**宠物食品属于景气赛道，行业空间仍在扩容，而且国产品牌的市占率有逐步提升的趋势，公司在国产品牌中有领先优势，头部地位稳固，已经证明在品牌、研发、渠道上的管理能力，凭借行业红利和自身的优势，在宠物行业大有可为。预计公司 2024-2026 年营收同比增长 21%/20%/18%；归母净利润同比增长 44%/23%/27%，对应 PE 为 57/47/37X，上调为“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险，汇率波动风险，海外经营风险，竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	93.49
一年最低/最高价	40.00/99.90
市净率(倍)	9.16
流通 A 股市值(百万元)	16,736.76
总市值(百万元)	37,400.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.21
资产负债率(% ,LF)	12.08
总股本(百万股)	400.04
流通 A 股(百万股)	179.02

相关研究

《乖宝宠物(301498)：2024 年三季报点评：自有品牌高增延续，国产宠物食品龙头增长势能强劲》

2024-10-24

《乖宝宠物(301498)：2024 年半年报点评：业绩超预期，自有品牌持续高增》

2024-08-27

内容目录

1. 国内宠物食品 TOP1，自主品牌领军者	5
1.1. 历史回顾：从代工起步，2013 年开启自主品牌之路.....	5
1.2. 自有品牌高成长带动业绩亮眼.....	6
1.2.1. 自主品牌占比持续提升，带动营收利润均实现亮眼增长.....	6
1.2.2. 2021 年之后毛利率、净利率稳步提升.....	9
1.3. 持续完善产能布局，支撑销售成长.....	11
1.4. 股权结构集中，创始人持股比例较高.....	12
2. 成功归因：行业东风和企业“敢为人先”相结合	13
2.1. 准确把握国内宠物需求趋势，前期用性价比获取优势.....	13
2.1.1. 顺势而为，跟上时代节奏.....	13
2.1.2. 打铁还需自身硬，基础研究积淀跟得上.....	17
2.2. 把握住电商渠道红利，实现弯道超车.....	21
2.3. 总结：成功的背后是行业东风与企业“敢为人先”进取精神的结合.....	23
3. 未来发展：先发优势显著，有望实现强者恒强	27
3.1. 优势已经建立，继续“份额领先”战略.....	27
3.2. 盈利预测.....	31
4. 风险提示	32

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司 2018-2023 年营收 CAGR 达到 28.8%.....	6
图 3: 公司归母净利率持续提升.....	6
图 4: 公司自有品牌占比持续提升.....	7
图 5: 公司自有品牌业务增速快于代工业务.....	7
图 6: 公司自有品牌销售毛利率高于代工业务且持续提升.....	7
图 7: 公司主粮业务占比持续提升.....	8
图 8: 公司主粮业务增速快于零食业务.....	8
图 9: 公司主粮业务毛利率高于零食业务.....	8
图 10: 自有品牌主要集中在国内市场销售, 海外市场仍以 OEM/ODM 为主 (单位: 亿元) ...	9
图 11: 公司国内市场营收占比持续提升.....	9
图 12: 主粮基本集中在国内销售, 零食国内外均有销售 (单位: 亿元)	9
图 13: 2021 年之后公司毛利率稳步提升.....	10
图 14: 营业成本拆分: 直接材料占比 80% 以上	10
图 15: 原材料拆分: 鸡胸肉、辅料、包装材料占比较高.....	10
图 16: 公司主要原材料采购价格 (元/kg) 波动	10
图 17: 公司主要产品售价 (元/kg) 变化	10
图 18: 毛销差稳步提升, 管理、研发费用率随着规模效应下降, 净利率稳步提升.....	11
图 19: 公司产能利用率维持高位.....	11
图 20: 公司股权结构 (截至 2024 年半年报)	13
图 21: 我国宠物食品行业规模在 2014 年之后快速增长 (单位: 亿元)	13
图 22: 我国宠物市场中内资品牌市占率逐步提升.....	14
图 23: 麦富迪双拼粮在同等价格带更具性价比优势.....	15
图 24: 2018-2023 年分销售渠道营业收入 (亿元)	16
图 25: 2018-2023 年分销售渠道营业收入增长率	16
图 26: 公司在国内宠物行业市占率逐年提升.....	16
图 27: 弗列加特在高端猫粮中具备价格优势.....	17
图 28: 2024 年弗列加特在天猫平台的增速表现.....	17
图 29: 国内养宠人群年龄分布 (%): 90 后占比接近一半	18
图 30: 消费者主粮购买决策因素中营养配比处于首位.....	18
图 31: 2018-2023 年公司研发投入 (亿元) 和费用率	19
图 32: 2018-2023 年公司研发人员数量 (人)	19
图 33: 公司研发投入高于同行水平 (单位: 亿元)	20
图 34: 公司研发费用率对比同行较高.....	20
图 35: 麦富迪已经推出多系列多价格带产品.....	20
图 36: 麦富迪旗下推出高端化系列.....	21
图 37: 2010 年后我国电商渠道快速发展.....	21
图 38: 线上渠道是我国宠物食品最主要的购买渠道.....	21
图 39: 公司自有品牌销售渠道结构图.....	22
图 40: 公司自有品牌销售渠道分布 (单位: 亿元)	22
图 41: “麦富迪”部分综艺、影视作品植入.....	23
图 42: “麦富迪”联名款产品.....	23

图 43:	公司在线上平台位列 TOP1	23
图 44:	中国 2022 年宠物食品细分占比 (%)	25
图 45:	公司销售费用高于同行 (亿元)	25
图 46:	我国养宠人群以无孩伴侣或单身人群为主 (2022 年)	28
图 47:	我国消费者养宠需求以增加乐趣、缓解孤独为主	28
图 48:	发达国家宠物食品规模持续保持增长	28
图 49:	内资品牌市占率持续提升 (单位: %)	29
图 50:	我国宠物行业电商渠道渗透率较高 (2022 年)	29
图 51:	美国宠物行业发展进程	29
图 52:	消费者对宠物饮食有更为专业和进阶的需求	30
图 53:	我国单只犬猫年均消费金额稳步上升	30
图 54:	头部内资品牌猫主粮产品矩阵对比	30
图 55:	盈利预测	31
表 1:	截至 2022 年乖宝宠物工厂和产能情况	12
表 2:	乖宝宠物募投资金的用途和使用情况 (单位: 亿元)	12
表 3:	公司研发部门情况	19
表 4:	中国宠物行业代表企业品牌发展情况	24
表 5:	中国宠物行业代表企业品牌发展情况	25
表 6:	公司股权激励首次授予部分的考核年度为 2024—2026 年三个会计年度	27
表 7:	主要宠物食品公司估值对比	32

1. 国内宠物食品 TOP1，自主品牌领军者

1.1. 历史回顾：从代工起步，2013 年开启自主品牌之路

公司成立于 2006 年，早期以海外代工业务为主，凭借优质的产品和严格的质量管控成为全球知名宠物食品品牌的供应商。2013 年，公司正式推出自有品牌“麦富迪”，全面进军国内宠物食品市场。此后不断完善产品矩阵，优化销售渠道，并凭借自身的技术研发优势和供应链管理能力和能力，逐渐发展成为中国宠物食品行业的龙头企业。公司发展可分为三个阶段：

初创期（2006 年-2012 年）：以海外代工为起点

公司成立初期，国内宠物食品市场尚未成熟，公司将目光投向海外，通过 ODM/OEM 业务为欧美、日韩等国家的宠物食品品牌代工生产。凭借出色的产品品质和较高的性价比，公司迅速积累了国际客户资源，成为海外宠物食品市场的主要供货商之一。这个阶段，公司主要战略是以外销为导向，通过承接国际订单建立生产工厂，累积生产和技术经验，为后续发展自主品牌化发展奠定基础。

转型期（2013 年-2016 年）：推出自有品牌，进军国内市场

2013 年公司敏锐地捕捉到国内宠物食品市场的巨大潜力，推出了自有品牌“麦富迪（Myfoodie）”，正式进军国内市场。该品牌定位中高端市场，产品主打“天然、健康、高品质”，涵盖宠物主粮、零食和保健品三大品类。公司此时的战略重点从海外代工转向自有品牌经营，通过创新产品研发、强化品牌宣传，以及全渠道销售模式的布局，逐渐在国内市场建立起了“麦富迪”的品牌影响力。

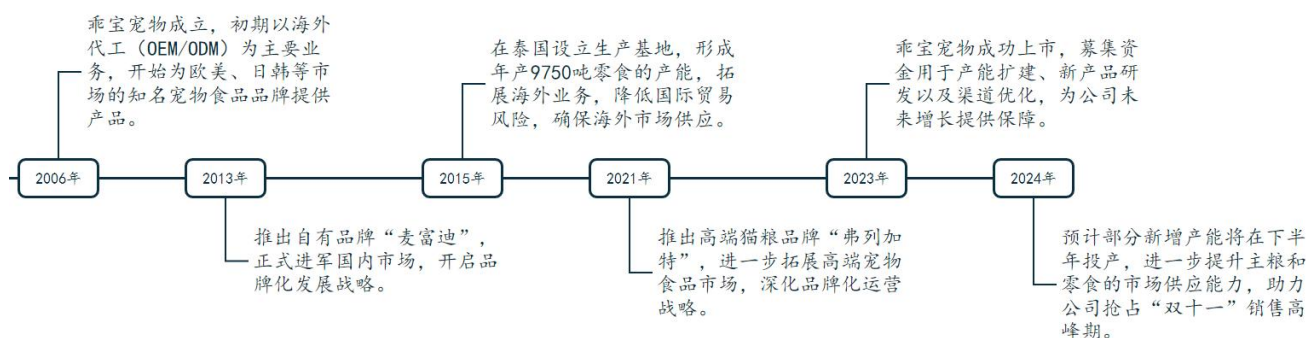
扩张期（2017 年至今）：深化品牌建设，拓展中高端市场

公司加速品牌建设和产品高端化布局，2018 年公司推出中高端猫粮品牌“弗列加特（Fregate）”，并收购了美国品牌“Waggin’ Train”进一步丰富产品线，满足日益多元化的消费需求。同时，公司代理进口高端品牌 K9 和 Feline，拓展国内高端宠物食品市场。在销售渠道方面，公司积极拓展线上自营旗舰店业务，优化线上经销渠道，提高规模化经销商比例，加强对市场的覆盖和渗透。与此同时，公司通过泛娱乐化营销策略，邀请知名代言人，举办宠物主题活动，进一步提升品牌的知名度和影响力。

2021 年，公司通过 IPO 募集资金用于扩建产能、升级仓储、提升研发能力和构建智能化数字平台，全面提升供应链效率。2022 年，公司实现了主粮业务的大幅增长，自有品牌的市场占有率稳步提升，乖宝宠物在国内市场地位进一步巩固。

在 2024 年，乖宝宠物继续深化高端化战略，推出一系列高肉含量和天然食材的新产品，满足消费者对宠物食品品质日益严格的要求。

图1：公司发展历程



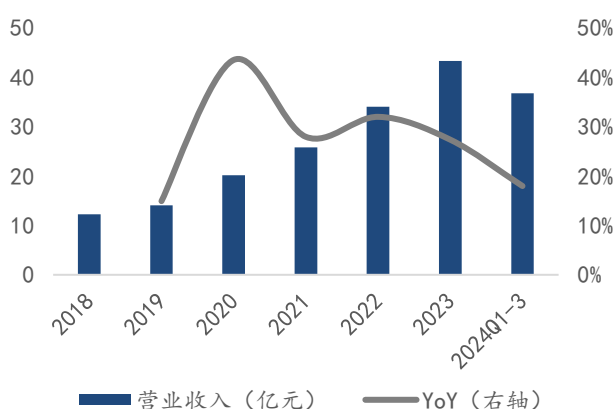
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 自有品牌高成长带动业绩亮眼

1.2.1. 自主品牌占比持续提升，带动营收利润均实现亮眼增长

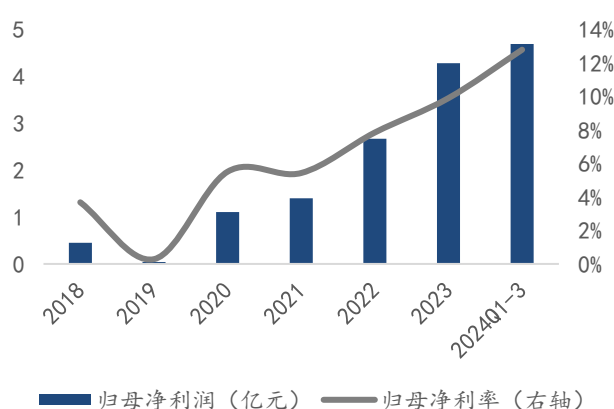
公司近年来实现了营收和利润的快速增长，2018-2023年间，营收CAGR达到28.8%，归母净利率从2017年的3.7%提升至2024Q1-3的12.8%。这背后自有品牌的快速发展，为公司的业绩增长和盈利水平提升提供了有力支撑。2018-2023年间，自有品牌的占比从40.6%提升至63.4%，增速维持在30%以上。此外自有品牌毛利率明显高于OEM/ODM，虽然费用率也更高，但是公司整体净利率也逐步提升，我们判断自有品牌对公司盈利水平有正向拉动作用。

图2：公司 2018-2023 年营收 CAGR 达到 28.8%



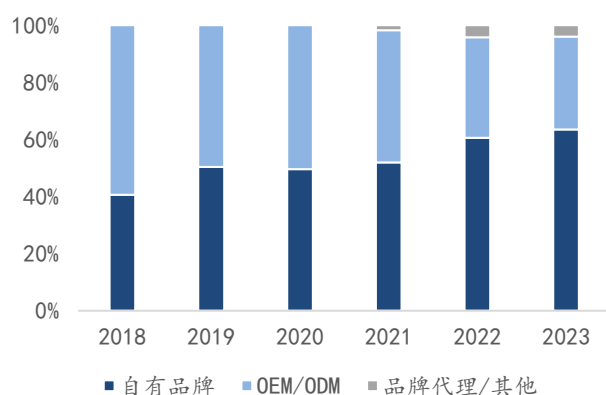
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司归母净利率持续提升



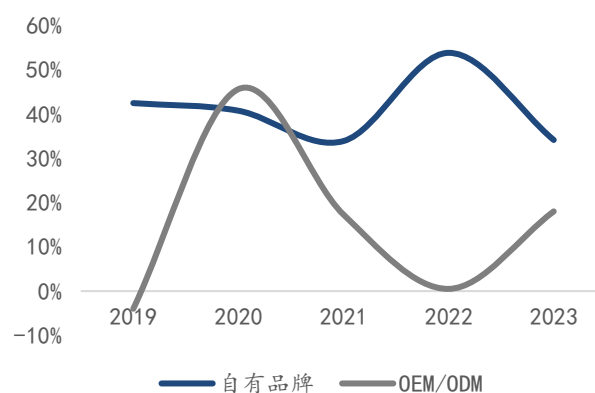
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司自有品牌占比持续提升



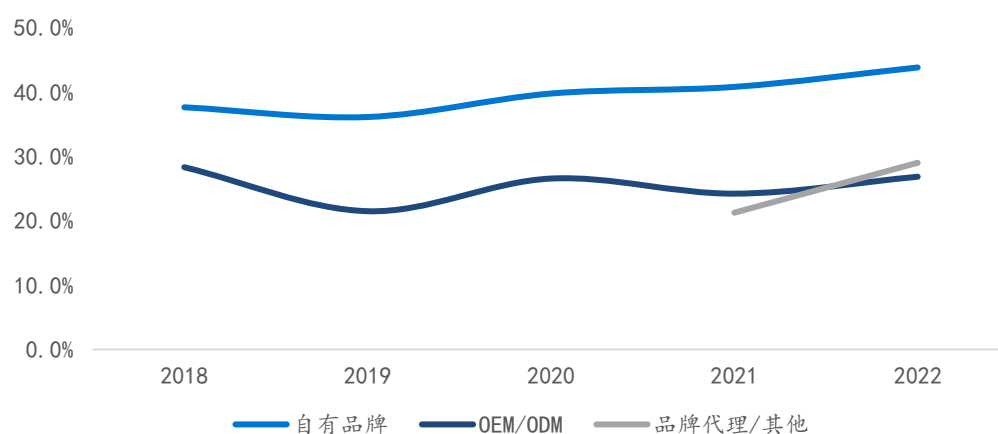
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司自有品牌业务增速快于代工业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

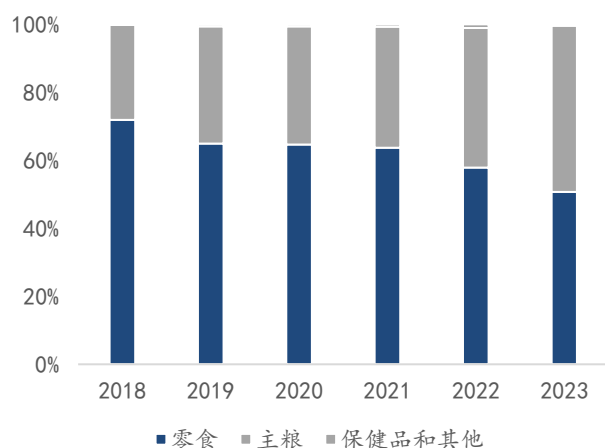
图6：公司自有品牌销售毛利率高于代工业务且持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

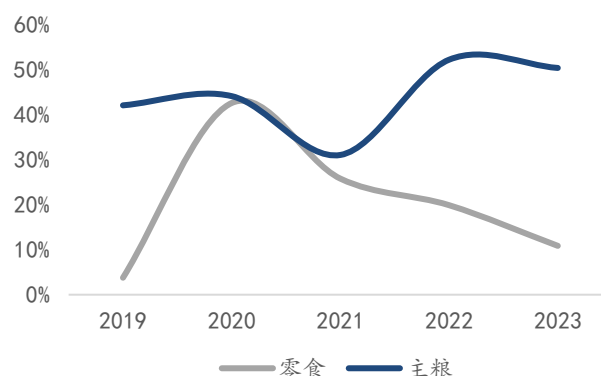
公司的产品线涵盖宠物主粮、零食以及保健品和其他相关产品，已经构建了完善的宠物食品矩阵。公司自2013年以来开始重点经营自主品牌，其在品牌上重点发力主粮品类，也带动主粮业务快速增长，占比从2018年的27.9%提升至2023年的48.9%，增速保持在40%以上。目前零食仍是公司最大的品类，2023年占比50.7%，增速保持在30%左右。毛利率方面，主粮和零食的毛利率分别在40%和30%左右。

图7：公司主粮业务占比持续提升



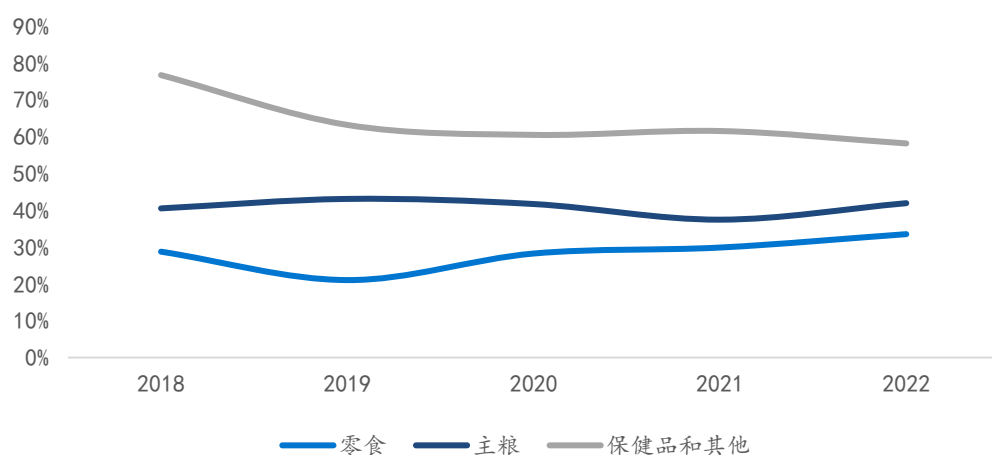
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司主粮业务增速快于零食业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

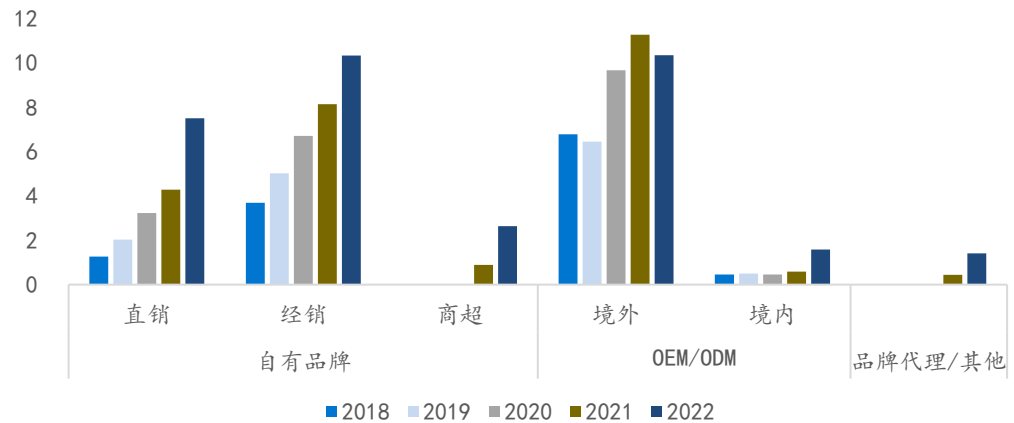
图9：公司主粮业务毛利率高于零食业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

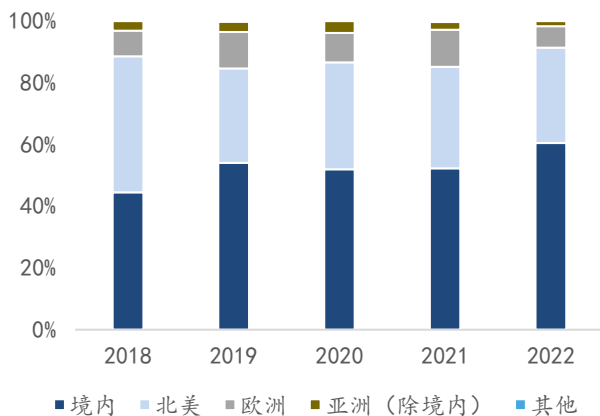
公司自有品牌主要集中在国内市场销售，海外市场则以 OEM/ODM 为主，因此国内市场占比也呈现逐年提升的态势，2023 年国内销售占比 60%，海外市场以北美为主，占比 31%。从品类上看，主粮基本集中在国内销售，零食国内外均有销售，但国外占比更高。

图10：自有品牌主要集中在国内市场销售，海外市场仍以 OEM/ODM 为主（单位：亿元）



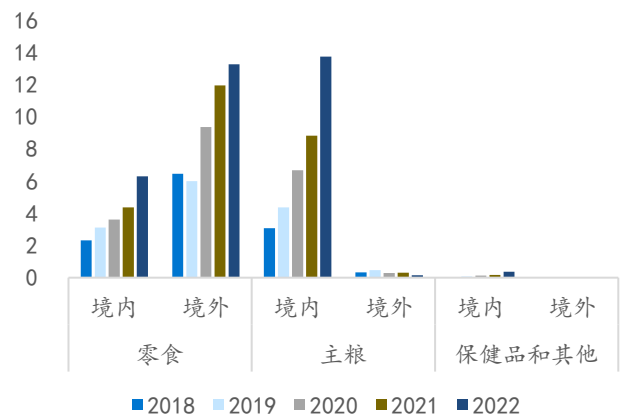
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司国内市场营收占比持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：主粮基本集中在国内销售，零食国内外均有销售（单位：亿元）

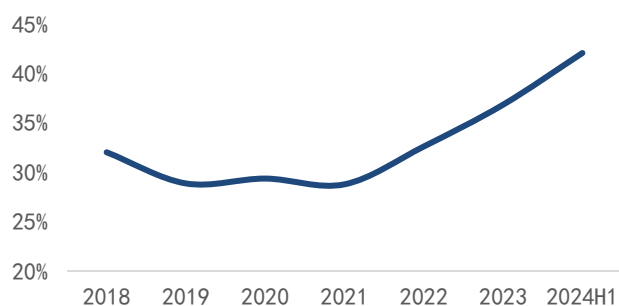


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2.2. 2021 年之后毛利率、净利率稳步提升

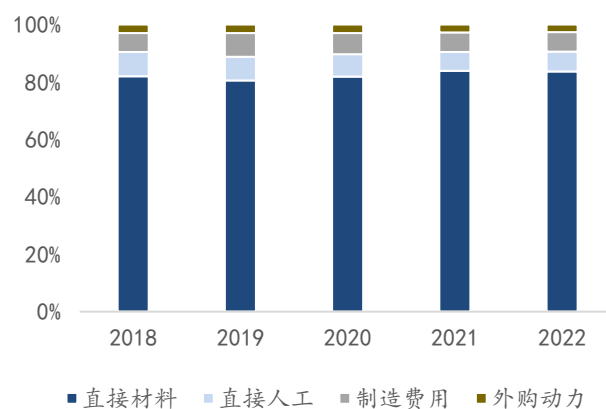
公司毛利率在 2018-2021 年期间有一定波动向下，2021 年之后开始稳步提升。具体来看：1) 2018-2019 年主要受原材料价格上涨影响，公司主营业务成本中直接材料成本占比 80%，其中鸡胸肉是主要的原材料，2018-2019 年鸡胸肉价格上涨对成本造成一定影响。2) 2020 毛利率随着成本的下降而小幅回升，但 2021 年因为汇率波动导致毛利率略有承压。3) 2021 年之后公司毛利率持续提升，得益于毛利率更高的自主品牌和主粮产品占比持续提升，且公司各个品类产品售价也有逐年提升。

图13: 2021年之后公司毛利率稳步提升



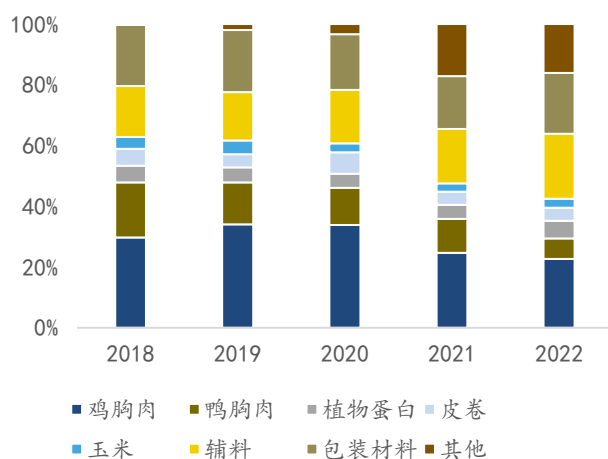
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 营业成本拆分: 直接材料占比 80% 以上



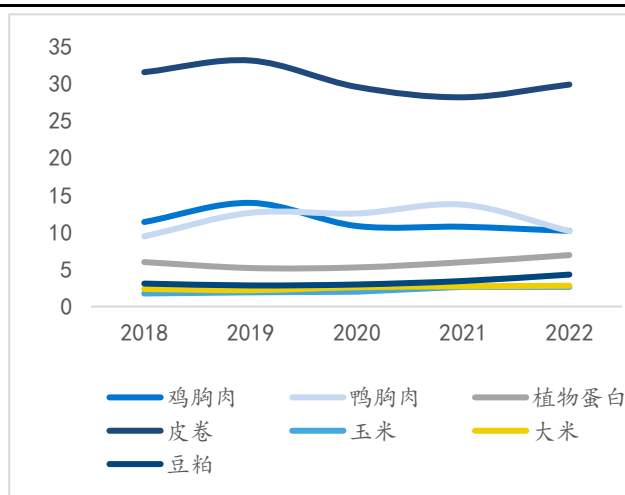
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 原材料拆分: 鸡胸肉、辅料、包装材料占比较高



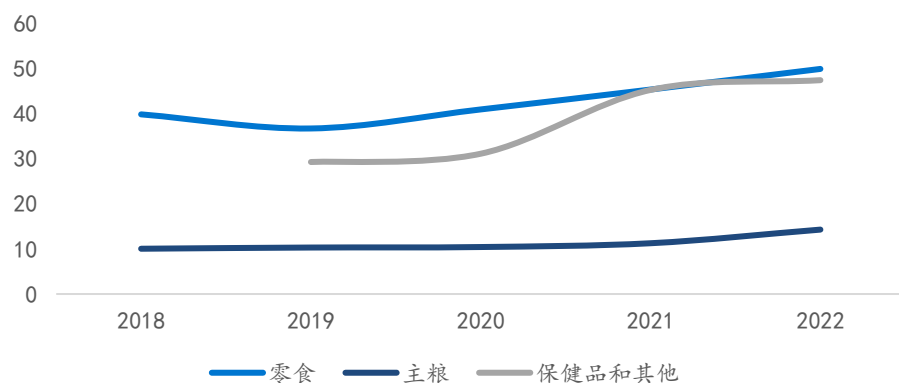
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司主要原材料采购价格 (元/kg) 波动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

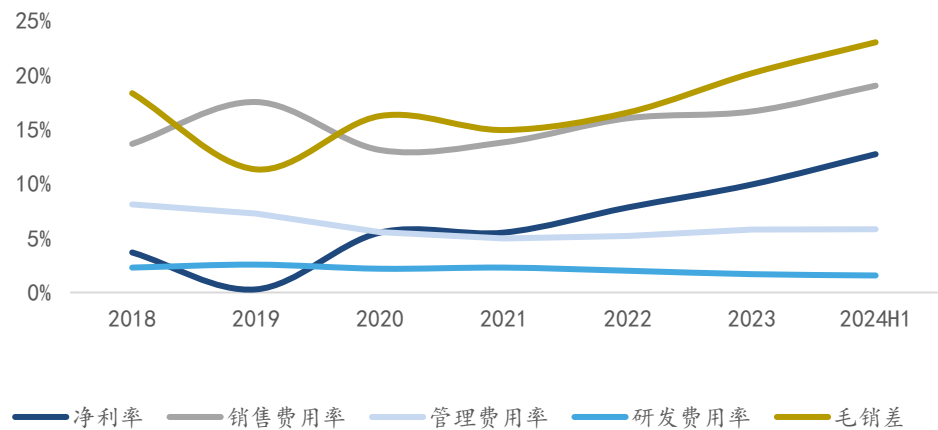
图17: 公司主要产品售价 (元/kg) 变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用方面，随着公司规模效应提升研发费用率和管理费用率有小幅下降的趋势。因公司打造自主品牌还处于需要持续营销的阶段，销售费用率近年来有提升，但是毛销差近年来也是稳步提升的态势，带动净利率也有提升，说明自主品牌对公司的盈利水平有正向拉动作用。

图18：毛销差稳步提升，管理、研发费用率随着规模效应下降，净利率稳步提升

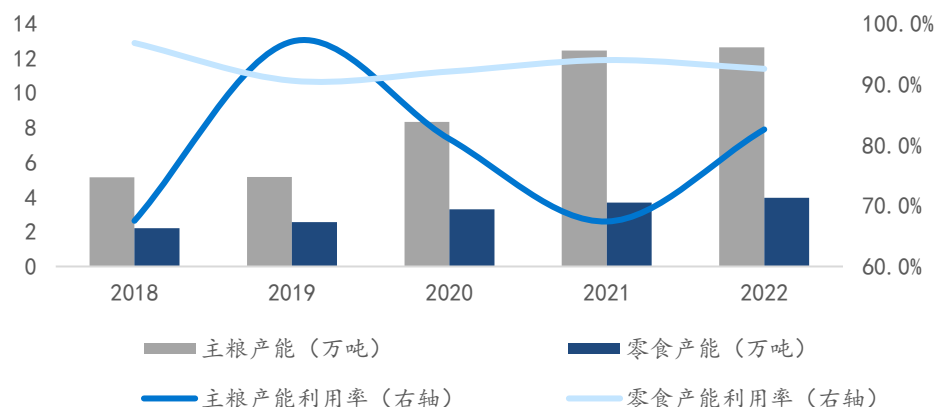


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 持续完善产能布局，支撑销售成长

公司目前仍处于产能扩张期，但产能利用率也处于高位水平。2020 年泰国工厂投产，2021 年新建主粮生产线投产但未完全释放产能，导致此两年公司主粮产能利用率有一定下降（也在 60% 以上），2022 年主粮产能利用率已经恢复到 80% 以上，充分说明公司下游需求景气度较高，产能可以被较好消化。

图19：公司产能利用率维持高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前有两大生产工厂，分别位于国内的山东聊城和泰国。山东聊城工厂是公司的核心生产基地，涵盖了宠物主粮、零食和保健品的生产，山东在国内属于农业大省，

原材料采购方面有属地优势，可以节省运输成本。为了加强国际业务，2015 年公司在泰国设立了工厂，泰国属于原材料品质较高、国际贸易环境较为稳定的区域，进一步降低国际贸易摩擦的风险，此外泰国基地的建设也为公司提供了原材料成本和物流上的优势，有效地保障了海外市场的产品供应。目前泰国基地已形成年产 9750 吨零食的产能。

表1：截至 2022 年乖宝宠物工厂和产能情况

	主要产品	成立时间	业务模式	年化产能
国内工厂	主粮、零食、保健品	以销定产	自有品牌、ODM/OEM	15 万吨以上
泰国工厂	零食	2015 年	ODM/OEM	9750 吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年 8 月公司成功实现 IPO 上市，募集资金 14.7 亿元（计划募集资金 6 亿元，超募资金 8.7 亿元），其中 60%以上继续用于产能建设，主要集中在主粮和高端宠物食品领域。根据规划，新增产能将包括 58500 吨主粮、3133 吨零食以及 1230 吨高端保健品的制造能力。部分新增产能在 2024 年 10 月份前后投产，以满足“双十一”销售高峰的产能需求。

表2：乖宝宠物募投资金的用途和使用情况（单位：亿元）

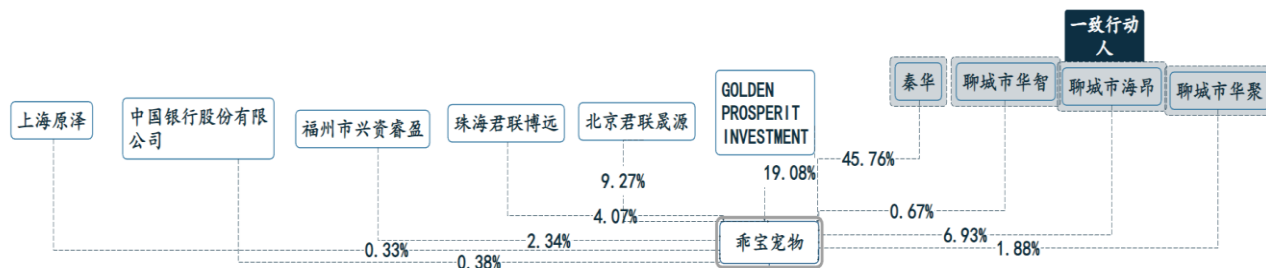
序号	项目名称	计划总投资额	计划投入募集资金
1	宠物食品生产基地扩产建设项目	3.67	3.67
2	智能仓储升级项目	0.72	0.72
3	研发中心升级项目	0.31	0.31
4	信息化升级建设项目	0.25	0.25
5	补充流动资金	1.05	1.05
6	部分超募资金永久补充流动资金	2.60	2.60
7	年产 10 万吨高端宠物食品项目	5.60	5.60
8	补充流动资金	0.52	0.52
	合计	14.72	14.72

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 股权结构集中，创始人持股比例较高

公司股权结构较为集中，主要由创始人秦华及其家族控制。截止至 2024 年三季报，秦华先生直接持有公司 45.76%的股权，秦华先生及其一致行动人合计控制了公司超过 55%的表决权。创始人和核心管理团队持有公司较大股份，有助于公司保持战略一致性与长期发展稳定性。

图20：公司股权结构（截至 2024 年半年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 成功归因：行业东风和企业“敢为人先”相结合

2.1. 准确把握国内宠物需求趋势，前期用性价比获取优势

2.1.1. 顺势而为，跟上时代节奏

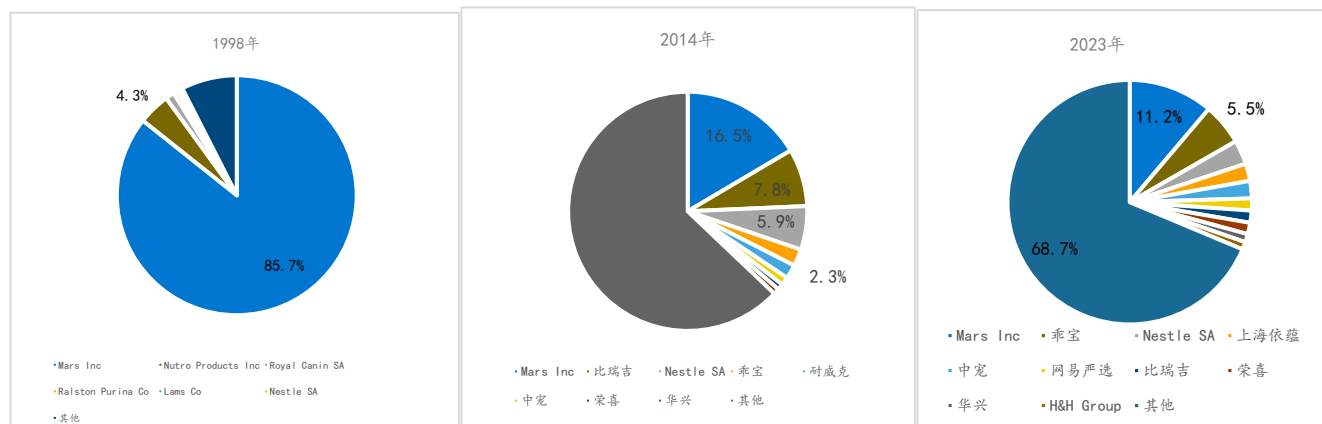
国内宠物市场需求端快速扩张是大背景。1992 年中国小动物保护协会成立，标志着国内宠物经济萌芽，国内宠物行业的快速成长期是在 2014 年之后，2014-2023 年期间，宠物食品行业规模 CAGR 达到 23%。而供给端的市场集中度在 2008-2018 年期间反而更加分散，具体来看外资品牌占比下降，内资占比提升。背后的核心逻辑还是消费升级+竞争激烈。1) 外资方面：1993 年玛氏就进入国内，且在早期占据了主导地位，2015 年左右以渴望、巅峰、爱肯拿为代表的海外高端粮品牌逐步进入国内市场，至今为止依旧在高端及超高端领域有着较强的消费者基础。而中低端品牌，比如玛氏旗下的宝路等则因为自身缺乏创新、国产品牌崛起等原因，在该价格带失去性价比竞争力，市占率下滑明显。2) 内资品牌逐步涌现，集中在中端、中低端价格，由于创新迭代快、本土优势、性价比优势等原因，已经在该价格带站稳脚跟。

图21：我国宠物食品行业规模在 2014 年之后快速增长（单位：亿元）



数据来源：西部宠物生命科学研究院，东吴证券研究所

图22：我国宠物市场中内资品牌市占率逐步提升



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

在国内宠物市场快速发展期，公司于 2013 年启动“麦富迪”自有品牌进军国内市场，2015 年公司推出牛肉双拼粮，主要瞄准狗主粮的中低端价格带市场。2018 年推出高端猫粮“弗列加特”系列进军高端粮。站在当前时点进行复盘，我们认为公司以上举动都顺应了行业需求趋势，并找到了差异化定位，推出符合市场需求又有一定差异化竞争力的产品，得以抢占市场份额。以公司首先成功的大单品“麦富迪双拼粮”为例，一方面抢占了中低端价格带，另一方面在同价格带中，做到了配方和原料好于同行。

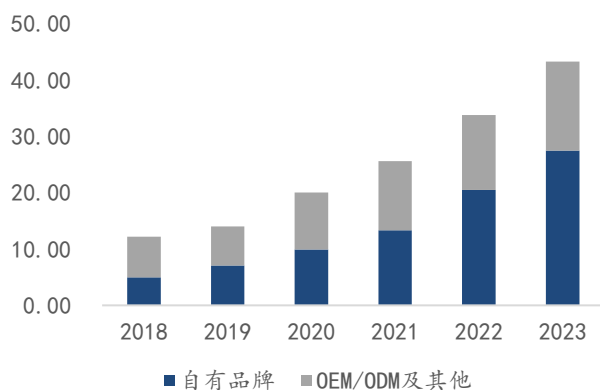
图23：麦富迪双拼粮在同等价格带更具性价比优势

品牌	产品名字	产品图	主打概念	价格	换算成每kg的价格	配方	营养成分	国产/进口品牌
疯狂小狗	小蓝包肉粒双拼		舒缓泪痕，12%去骨鲜鸡肉，53%含水量	65元/3kg	22元/kg	鸡肉粉(30%)、鲜鸡肉(去骨,12%)、玉米、牛肉粉(8%)等	粗蛋白质(≥24.0%)、粗脂肪(≥12.0%)、粗纤维(≤5.0%)、钙(≥1.2%)	国产
凯悦思	全犬种通用犬粮		专为小型犬研发，肉源丰富，科学配比	39.9元/2kg	20元/kg	鸡肉粉(16%)、鸡油(8%)、牛肉骨粉(6%)、鸡水解骨(6%)、冻带骨鸡腿肉(48%)、冻鸡胸肉(22%)、鱼(12%)、鸡蛋等	粗蛋白质(≥24.5%)、粗脂肪(≥8.0%)、粗纤维(≤9.0%)、钙(≥1.0%)	国产
麦富迪	麦富迪双拼粮(牛肉配方)		新西兰进口牛肉，≥75%超高动物源性成分，≥90%动物源蛋白，0防腐，0化学防腐剂	65元/2kg	32.5元/kg	冻牛肉(30%)、鲜鸡肉、鸡肉粉、牛肉粉(11%)、大米、木薯淀粉、鸡油、鱼油(1%)等	粗蛋白质(≥28.0%)、粗脂肪(≥14.0%)、粗纤维(≤5.0%)、钙(≥0.9%)	国产
伯纳天纯	小型犬功能粮(成犬)		主打泪痕、皮毛、体态和肠胃管理，70%动物蛋白，定制化颗粒	52元/1.5kg	35元/kg	鸡肉粉(24%)、鱼粉、鸡油、糙米(8%)、冻鸡肉(6%)、鱼油(1.2%)等	粗蛋白质(≥26.0%)、粗脂肪(≥14.0%)、粗纤维(≤4.0%)、钙(≥1.0%)	国产
网易严选	全价三拼鸭肉梨冻干犬粮		80%鲜肉，助力肠胃好消化	89元/1.8kg	49元/kg	鲜鸡肉(30%)、鲜鸡腿肉(25%)、鲜鸡肉(22.3%)、鲜鸡肝(2.7%)等	粗蛋白质(≥38.0%)、粗脂肪(≥15.0%)、粗纤维(≤5.0%)、钙(≥1.2%)	国产
比乐	鸭肉梨全价犬粮		鸭肉+梨配方消去火、缓解泪痕，≥15种多元食材	79元/1.5kg	53元/kg	冷冻鸭肉(18%)、鸭肉粉(18%)、鸡肉粉、鸡油、鱼油(3%)等	粗蛋白质(≥28.0%)、粗脂肪(≥13.0%)、粗纤维(≤5.0%)、钙(≥1.2%)	国产
卫仕	五拼冻干狗粮		高蛋白中脂肪，五种冻干拼配，满足多元需求，美毛护肤，呵护肠胃和骨骼，缓解便秘	129元/2kg	64元/kg	鲜鸡肉(24.6%)、鸡肉粉(22.6%)、冻鸡肉(7.8%)、鱼(2%)、冻干鸡肉(2%)等	粗蛋白质(≥33.0%)、粗脂肪(≥14.0%)、粗纤维(≤4.8%)、钙(≥1.0%)	进口
皇家	贵宾全价犬粮(成犬)		品种专研，一天一根，专属美毛，增强肌肉	60元/0.5kg	120元/kg	小麦、鸭肉粉、鸡肉粉等	粗蛋白质(≥28.0%)、粗脂肪(≥17.0%)、粗纤维(≤4.8%)、钙(≥0.64%)	进口
纽顿	通用型狗粮		天然低敏，增强免疫，低升糖食材	665元/6kg	111元/kg	鸡肉粉(13.67%)、鸡肉(12.5%)、火鸡肉(12.5%)、火鸡肉粉(6.5%)等	粗蛋白质(≥32.0%)、粗脂肪(≥17.0%)、粗纤维(≤6.0%)、钙(≥1.0%)	进口

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

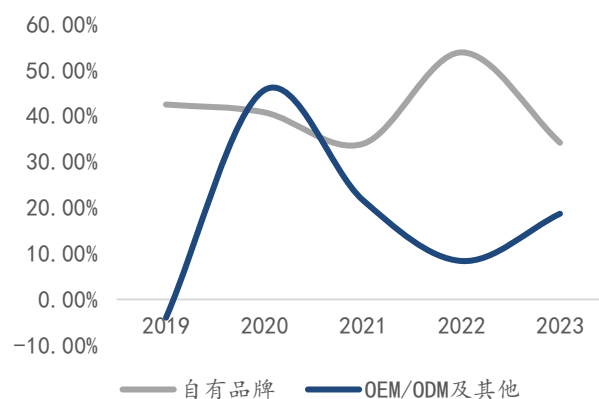
得益于麦富迪的成功，公司自有品牌的营收增速在2019-2023期间基本保持在30%以上，自有品牌的占比从2018年的41%提升到2023年的63%，成为公司营收增长的重要引擎。在外部市场方面，公司的市占率逐年提升，截止2023年在国内市场位居第二，仅次于玛氏，在内资品牌中排名第一。

图24：2018-2023 年分销售渠道营业收入（亿元）



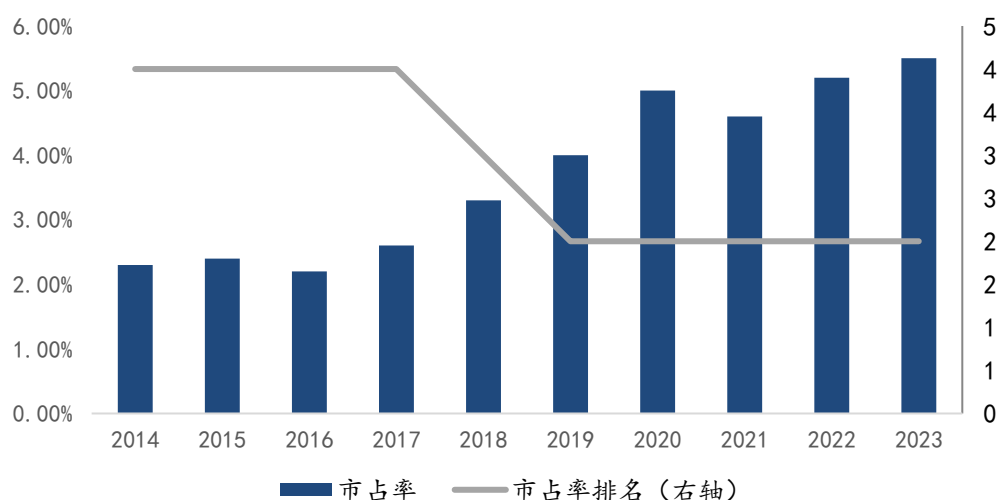
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：2018-2023 年分销售渠道营业收入增长率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：公司在国内宠物行业市占率逐年提升



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

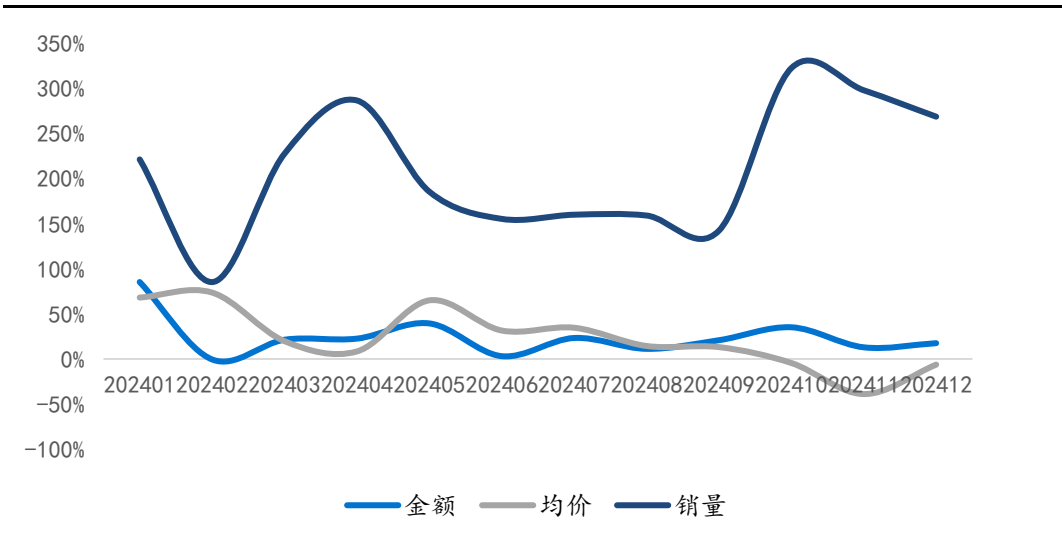
再到“弗列加特”系列进军高端猫粮，依旧是采取高品质的性价比策略，和渴望相比，公司的价格只有渴望的一半，但是营养成本和原料配方基本已经做到较为接近。此外，猫的肠胃消化功能比狗更差，而进食的绝对量又低于狗，因此养猫用户相对而言在主粮方面会更加看重品质，所以猫粮更容易做高端化和溢价。以天猫平台为例，2024年弗列加特的销量保持翻倍以上的增长。2024双11期间，弗列加特全网销售额突破2亿，同比增长190%。

图27：弗列加特在高端猫粮中具备价格优势

品牌	产品名字	产品截图	主打概念	价格	换算成每kg的价格	配方	是否鲜肉	营养成分	国产or进口品牌
百利	全价无谷鸡肉高蛋白冻干双拼粮		精选北美无笼散养鸡，高含量动物成分，优质蛋白质，低敏亮毛，调节肠胃	517元/5kg	103元/kg	鲜鸡肉、鸡油、冻干鳕鱼、木薯粉等	是	粗蛋白质 (≥47.0%)、粗脂肪 (≥17.0%)、粗纤维 (≤3.0%)	进口
弗列加特	全价鲜肉烘焙猫粮		美毛亮毛，肠道配方	760元/7.2kg	105元/kg	鲜鸡肉 (62%)、鲜带骨肉 (23%)、磷虾油 (3%)、鲜鸡肝 (3%)、磷虾粉等	是	粗蛋白质 (≥46.0%)、粗脂肪 (≥18.0%)、粗纤维 (≤5.0%)、钙 (≥1.0%)	国产
爱肯拿	农场盛宴猫粮		75%高含肉量，帮助消化高营养高适口	429元/1.8kg	238元/kg	新鲜鸡肉 (9%)、冷冻火鸡肉 (9%)、新鲜鸡肝 (8%)、鸡肉粉 (8%)、火鸡肉粉 (8%) 等	是	粗蛋白质 (≥37.0%)、粗脂肪 (≥18.0%)、粗纤维 (≤4.0%)、钙 (≥1.5%)	进口
渴望	原始猎食鸡肉猫粮		冷鲜鸡肉、活性益生菌	404元/1.8kg	224元/kg	鲜鸡肉 (23%)、冷冻火鸡肉 (10%)、新鲜鸡肝 (6.5%)、完整鳕鱼 (6%)、完整鲱鱼 (6%) 等	是	粗蛋白质 (≥40.0%)、粗脂肪 (≥19.0%)、粗纤维 (≤4.0%)、钙 (≤1.4%)	进口
巅峰	风干猫粮		双重风干、低温缩鲜	506元/1kg	506元/kg	鸡肉 (72%)、鸡肝、鸡骨、鸡颈等	否	粗蛋白质 (≥38.0%)、粗脂肪 (≥30.0%)、粗纤维 (≤3.0%)、钙 (≥1.6%)	进口

数据来源：天猫，东吴证券研究所

图28：2024 年弗列加特在天猫平台的增速表现



数据来源：萝卜投研，东吴证券研究所

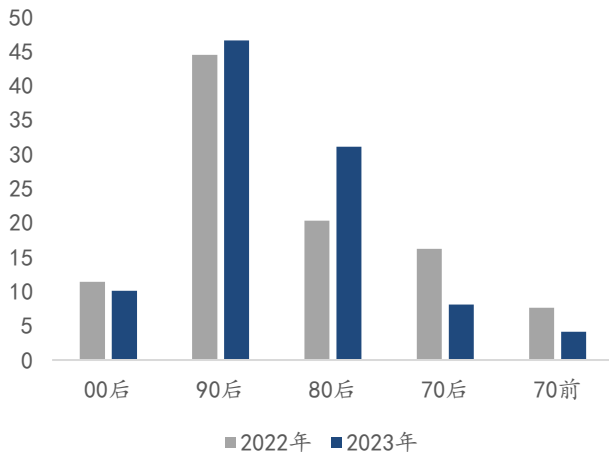
2.1.2. 打铁还需自身硬，基础研究积淀跟得上

猫狗粮的质量（或言喂养效果）在用户端是有非常直观的判断标准，主要包括适口性和耐口性：1）适口性指宠物是否喜欢吃，可以比较直观及时地观察；2）耐口性是指宠物长时间吃某款产品是否能满足其健康生长，观察周期相对较长，但也有直观的观察指标，比如生长状态、精神状态、毛发状态、排泄物状态等等。因而这个赛道是竞争比

较激烈的。从养宠用户来看，90后接近一半，80后及更年轻群体占比接近90%，年轻群体占据大头，科学喂养已经成为共识，用户在购买主粮的时候最关注的都是配方和原料。说明下游用户对宠物食品的品质是高要求的，而且产品质量通过宠物的表现也是可以直接观察的，对上游厂商而言意味着在品质方面必须严要求。

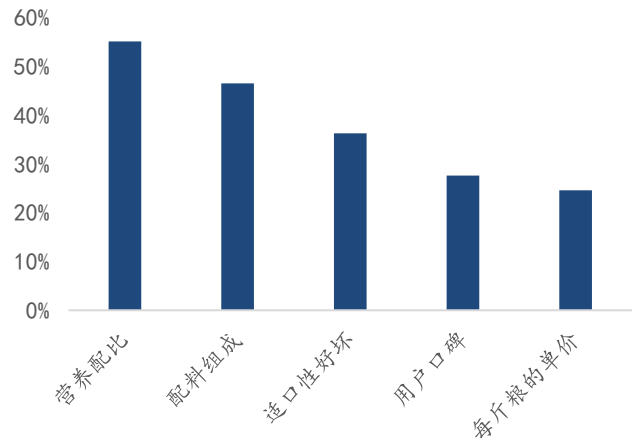
图29：国内养宠人群年龄分布(%)：90后占比接近一半

半



数据来源：《2023年-2024中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

图30：消费者主粮购买决策因素中营养配比处于首位



数据来源：派读，东吴证券研究所

产品品质方面，肉类占比（即蛋白质占比）是消费者选购产品的核心参考要素，通常蛋白质含量越高的产品定价也越高，尤其进一步升级的话，高端产品会用鲜肉代替肉粉。在最基础、大众化的膨化粮方面，行业常规技术是投放肉粉和不超过20%的鲜肉，而公司积极引进以美国进口温格尔双螺杆膨化设备为代表的国际先进的设备和技术，并自主创新的EAS鲜肉全营养技术工艺和装备控制技术、鲜肉瞬时升温乳化技术的应用，使鲜肉添加量可以达到70%。

公司研发投入高，且相较同行更具前瞻性。公司重视基础研究，通过研究犬猫的生理、行为、消化等方面（对此专门设立了相应的研究中心），提升产品的适口性和耐口性。其次公司也重视研发团队的培养，而且非常重视对市场需求的响应，公司在总部山东和上海都设立了研发基地：1) 山东研发基地重点聚焦产品的创新，通过研究市场需求以及犬猫生理特性，研究不同的生命阶段、不同生理状态下的营养需求，研发改进和运用不同的生产工艺；2) 上海研发中心未来几年核心是围绕公司各个产品，以市场需求为指导方向，开发新食材、新工艺，以及研究产品质构对营养吸收的影响等，此外还有基于肠道微生物的系统研究。上海研发中心的定位就是更好的吸引人才，并且及时响应市场需求。

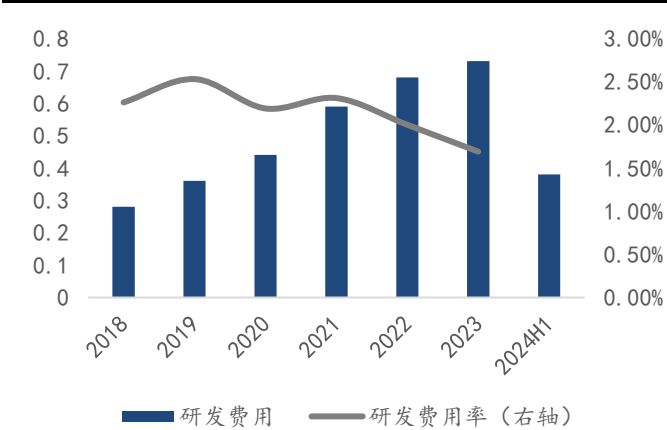
公司的研发部门成立于2008年，下设6个子中心，截止2023年底公司研发人员接近100人。研发费用方面也是逐年提升，且投入的绝对值远高于同行，但由于营收端增速可观，研发费用率呈现下降的趋势。

表3：公司研发部门情况

研究方向介绍	
宠物营养研究中心	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各生长阶段、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。
新产品研究中心	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
宠物健康管理研究中心	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
宠物训练研究中心	犬猫行为学研究和犬猫运动研究
检测中心	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 ROMER 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
中心实验室	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

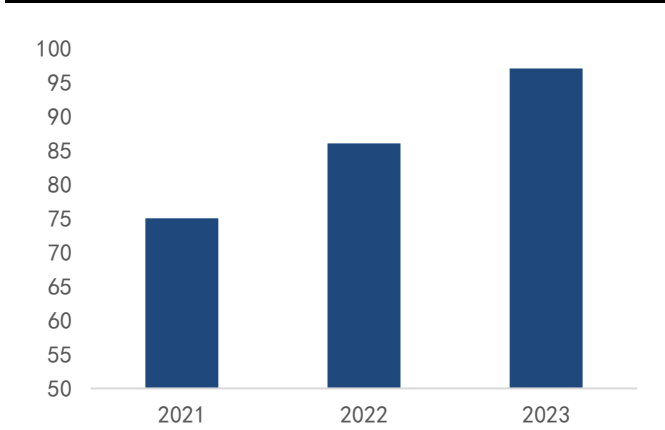
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2018-2023 年公司研发投入（亿元）和费用率



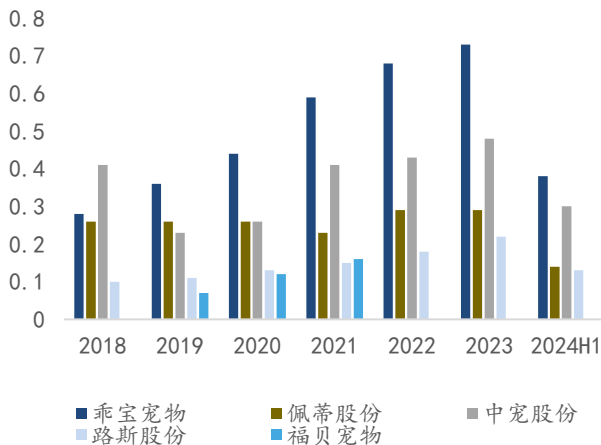
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2018-2023 年公司研发人员数量（人）



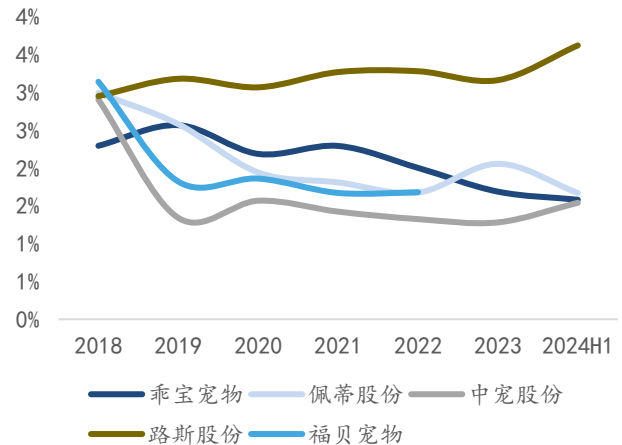
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33： 公司研发投高于同行水平（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：公司研发费用率对比同行较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

扎实的研发基础，也让公司有实力不断迭代产品，丰富产品矩阵，公司的产品线已经可以覆盖高中低端各个价位。而且高端化、功能性产品线的开发，直接反映了研发投入带来的技术创新成果。2022年，公司通过不断迭代主粮与零食系列，推出了如双拼粮、弗列加特等多款大单品。此外，公司还结合行业消费升级趋势还不断开发了功能性产品，比如有 barf 霸弗（主打生骨肉概念）、羊奶、鱼油、益生菌系列。

图35：麦富迪已经推出多系列多价格带产品



数据来源：淘宝，东吴证券研究所

仅统计麦富迪旗下猫用食品，犬用食品与猫用食品系列重合度较高

图36：麦富迪旗下推出高端化系列

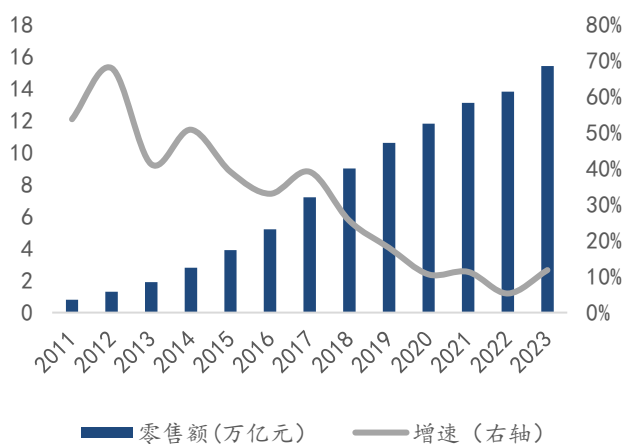


数据来源：淘宝，东吴证券研究所

2.2. 把握住电商渠道红利，实现弯道超车

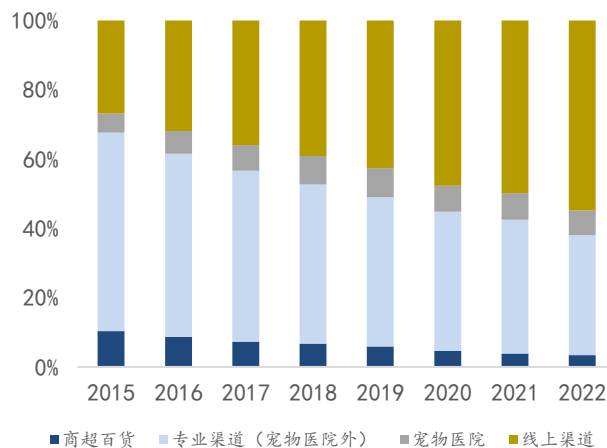
国内电商渠道较为发达，我国网上零售额由2011年的0.8万亿元增长到2023年的15.4万亿元，年均增长率为25.8%。由于国内电商行业的快速发展，加上国内养宠人群大多是年轻客群且生活在一二线较多，数据显示线上渠道是国内宠物消费占比最大的渠道。

图37：2010年后我国电商渠道快速发展



数据来源：Wind，东吴证券研究所

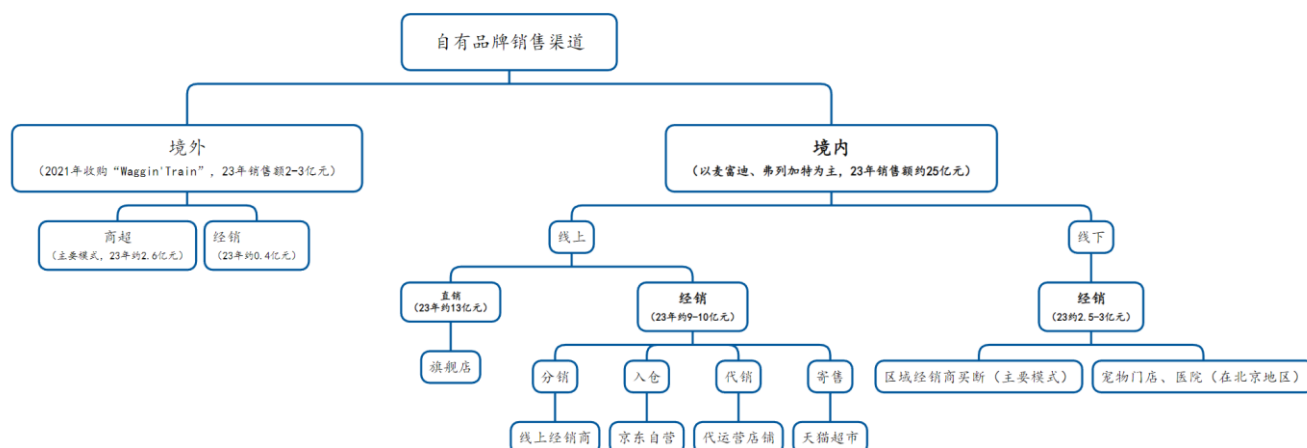
图38：线上渠道是我国宠物食品最主要的购买渠道



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

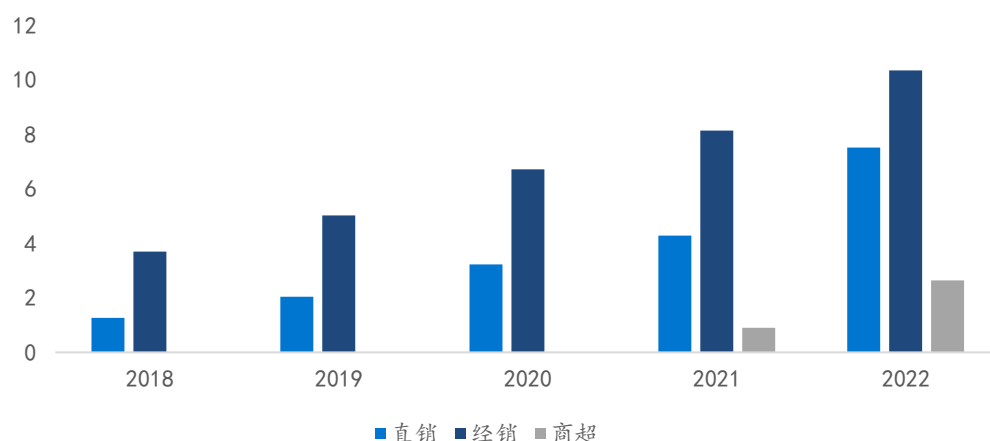
作为本土企业，公司较早就完善了线上渠道的布局。通过线上经销和直销相结合的方式，与天猫、京东、抖音等第三方平台开展合作，而且公司通过对销售数据、消费者购买行为及用户评价进行深入分析，及时了解公司产品存在的不足及消费者需求，快速改进产品设计、调整产品组合。目前在公司自有品牌的销售结构中，直销占比越来越高。

图39：公司自有品牌销售渠道结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：公司自有品牌销售渠道分布（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2021年下半年公司完成“Waggin’Train”品牌收购后在境外进行销售，主要包含商超和经销两种模式，其中主要为商超模式。

线上渠道不仅是销售渠道，也是重要的营销渠道，公司也积极利用线上渠道进行产品推广和品牌宣传。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，此外还大力推进 KOL（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。

除了线上渠道公司也持续在进行泛娱乐化品牌营销，邀请过谢霆锋、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“麦富迪”的品牌影响力，合作的影视作品包括 CCTV-3《你好生活》、湖南卫视《向往的生活》。

活》和《朋友请听好》、北京卫视《上新了·故宫》、浙江卫视《中国好声音》、江苏卫视《我们的乐队》、腾讯视频《忘不了餐厅》等综艺节目，《三十而已》、《爱上特种兵》、《加油你是最棒的》等影视剧集。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》等综艺节目和多个文娱 IP 合作打造联名款产品，增加产品曝光度和话题传播性。

图41：“麦富迪”部分综艺、影视作品植入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：“麦富迪”联名款产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前在线上主要三个销售渠道（天猫、京东、抖音），麦富迪在 2021-2024 年期间一直是天猫渠道销售额 TOP1, 京东渠道 TOP2, 2022-2024 年期间也是抖音渠道的 TOP1, 在线上渠道已经达到行业第一的成绩。

图43：公司在线上平台位列 TOP1

2024双11			2023年双11			2022年双11			2021年双11	
京东	天猫	抖音	京东	天猫	抖音	京东	天猫	抖音	京东	天猫
皇家	麦富迪	麦富迪	皇家	麦富迪	麦富迪	皇家	麦富迪	麦富迪	皇家	麦富迪
麦富迪	鲜朗	弗列加特	麦富迪	皇家	喵梵思	麦富迪	皇家	网易严选	麦富迪	皇家
天然百利	蓝氏	诚实一口	网易严选	蓝氏	网易严选	网易严选	渴望	喵梵思	渴望	渴望
网易严选	弗列加特	喵梵思	渴望	诚实一口	蓝氏	爱肯拿	网易严选	卫仕	伯纳天纯	爱肯拿
Orijen	诚实一口	卫仕	伯纳天纯	鲜朗	诚实一口	伯纳天纯	卫仕	伯纳天纯	卫仕	卫仕
爱肯拿	皇家	鲜朗	爱肯拿	网易严选	卫仕	渴望	爱肯拿	喔喔	爱肯拿	pidan
蓝氏	天然百利	蓝氏	pidan	本能	醇粹	卫仕	pidan	高爷家	冠能	凯锐思
冠能	网易严选	宽福	素力高	渴望	伯纳天纯	素力高	本能	诚实一口	耐威克	ZIWI
鲜朗	渴望	网易严选	冠能	伯纳天纯	阿飞和巴	冠能	ZIWI	pidan	比瑞吉	网易严选
素力高	爱肯拿	伯纳天纯	本能	素力高	普安特	本能	阿飞与巴	海洋之星	福来恩	耐威克

数据来源：天猫、京东、抖音，东吴证券研究所

2.3. 总结：成功的背后是行业东风与企业“敢为人先”进取精神的结合

从发展时间来说，公司并不是成立时间最早的，也不是最先开始做自主品牌的，但是在自主品牌方面可以后来居上，近几年的营收增速、盈利表现都位居行业前列。结合 2.1 和 2.2 节，我们认为得益于公司在产品和渠道上都及时把握了国内的消费趋势：1) 从 2013 年开始做自主品牌，瞄准了国内主粮这个大赛道；2) 初期通过差异化性价比优势，在中低端市场占据一席之地；3) 基础研发和品牌营销相结合，敢于为研发和品牌

投入。

成功的背后是行业东风与企业“敢想敢做”精神的结合，国内宠物行业的趋势通过前文数据已经可以作证，而公司在经营上也有一些敢为人先的冒险精神。国内上市宠物企业基本都是做宠物零食代工起家，其实切换到主粮赛道有一定风险和沉没成本，截止到 2023 年国内大部分上市公司的营收结构中宠物零食依旧占据大头，但公司从 2013 年成立自主品牌以来就开始重点聚焦主粮赛道。包括做品牌营销也是如此，2022 年之前公司的营收低于中宠股份，但是销售费用投放就已经高于中宠股份，说明在品牌营销上的动作更加积极。但无论是切换品类还是品牌营销，付出的努力最终都可以成为业务壁垒，主粮的研发周期和投入都高于零食，主粮的技术门槛更高，但因此主粮产品也更容易与竞品的拉开差距。

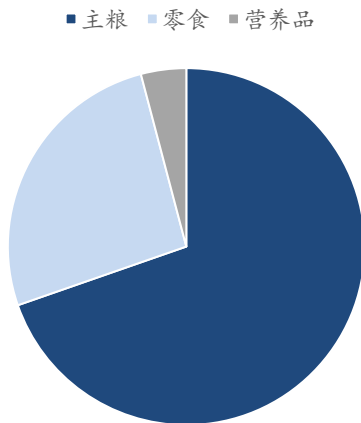
表4：中国宠物行业代表企业品牌发展情况

项目	中宠股份	乖宝宠物	佩蒂股份	路斯股份
成立时间	1998 年	2006 年	2002 年	1998 年
主营产品	宠物零食、主粮	宠物零食、主粮	宠物咬胶	肉类食品、宠物零食
业务性质	OEM 代工、自主品牌	ODM/OEM 代工、自主品牌、代理品牌	ODM 代工、自主品牌	OEM 代工、自主品牌
自主品牌开始年份	1999 年	2013 年	2018 年	2007 年
自主品牌	Wanpy（顽皮）、ZEAL、中宠等	麦富迪、弗列加特、欧力优	齿能、爵宴、好适嘉、SmartBalance	Luscious
代工客户	美国品谱、SPB、英国 Armitages、尤妮佳	沃尔玛、Central garden&Pet Company、Fish4Pets、Spectrum Brands Pet Group、Armitages、Teltra GmbH	Spectrum Brands、PetMatrix、Walmart、PetSmart、PETS AT HOME、Armitages	德国福润斯、俄罗斯丹尼斯、德国飞达、芬兰皮特、美国唯一
营收规模（亿元）	37.47	43.27	14.11	6.96
2018-2023 年营收 CAGR	21.6%	28.8%	10.2%	15.7%
国外收入占比	71.0%	33.8%	75.2%	59.4%
主粮收入占比	15.4%	48.9%	14.9%	9.5%
毛利率	27.0%	36.8%	19.3%	19.9%
净利率	6.2%	9.9%	-0.8%	9.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

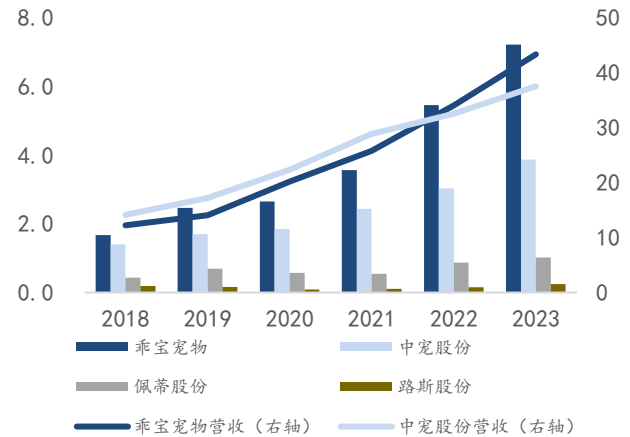
注：以上数据均为 2023 年度数据。

图44：中国 2022 年宠物食品细分占比（%）



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图45：公司销售费用高于同行（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

梳理公司高管团队的履历，可以发现公司的确在研发和品牌营销上均有专人能人任职。目前担任公司 CEO 的杜士芳女士，曾任职过国内乳业双强伊利、蒙牛集团，两者的营收体量和品牌影响力均是国内位居前列，伊利、蒙牛作为头部快消品企业在品牌营销上经验丰富、佳绩累累。从杜士芳女士的访谈中了解到，她来到乖宝后要求自建产线、“像养小孩一样养品牌”、渠道上抓住电商机会弯道超车，这些做法是大部分成功消费品公司的共性，而乖宝更幸运的地方在于它比很多同行都做得更早，积累了更好的先发优势。与此同时，董事长秦华总的信任和包容也让杜士芳女士得以贯彻战略，2023 年杜士芳女士正式担任公司总裁。除了杜士芳女士，其他两位副总裁均是技术出身，具备深厚的食品加工行业经验，包括董事长本人也非常重视研发板块。

公司上市后于 2024 年 8 月 6 日执行股权激励方案，首次激励对象为 9 人，核心高管均在内，总共授予 214.17 万股，占公司总股本的 0.535%。激励目标为 2024-2026 年营业收入相比 2023 年增长 19%/42%/68%，2024-2026 年净利润相比 2023 年增长 21%/39%/59%，若收入和利润指标均完成则 100%解锁，仅完成其中之一则解锁 70%，否则不解锁。本次激励有望更好的激发团队人员斗志。

表5：中国宠物行业代表企业品牌发展情况

姓名	职位	出生年份	薪酬 (万元)	履历
秦华	董事长	1968	100	本科学历，物理学专业，中共党员，第十二届山东省政协委员，第十六届，第十七届聊城市人大代表和第十四届山东省人大代表。1989 年 7 月至 1991 年 5 月，任山东省阳谷县第二中学教师；1991 年 5 月至 1995 年 3 月，历任阳谷县乡镇企业局科员，科长；1995 年 3 月至 2005 年 3 月，历任山东凤祥集团副总经理，总经理，副总裁，期间于 1997 年 11 月至 2001 年 11 月兼任阳谷县安乐镇副镇长；2005 年 4 月至 2006 年 9 月，筹建聊城乖宝宠物用品有限公司。2006 年 10 月至今，历任乖宝食品总经理，董事长。

杜士芳	总裁	1975	123.75	本科学历，市场营销专业。1998年7月至2002年7月，任顶新集团旗下沈阳顶津食品有限公司产品企划；2002年7月至2004年9月，任内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部常温市场部，低温市场部产品经理；2004年9月至2006年12月，任内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司液体奶事业部产品经理；2006年12月至2008年12月，任上海联恒市场研究有限公司北京分公司研究总监；2008年12月至2016年11月，任北京麦富迪董事，总经理；2016年12月任本公司董事，副总裁。2023年10月任本公司董事，总裁至今。
刘长稳	副总裁	1976	65	本科学历，食品工程专业。1997年7月至2006年6月，任山东凤祥集团肉鸡屠宰加工冷藏厂生产车间主任；2006年6月至8月学习待业；2006年9月至2014年1月，历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，任本公司副总裁；2016年12月任本公司董事，副总裁至今。
寻兆勇	副总裁	1968	80	本科学历，农畜产品贮藏加工专业，高级工程师。1990年9月至1997年5月，历任山东省阳谷县土产杂品公司技术员，科长；1997年6月至2001年12月，任山东凤祥集团技术中心经理；2002年1月至2008年5月，任山东中科凤祥生物工程有限公司副总经理；2008年6月至2009年9月，任山东鸿发食品有限公司副总经理；2009年10月至2014年1月，任山东欢派食品有限公司总经理；2014年2月至2016年12月，任本公司副总裁；2016年12月任本公司董事，副总裁至今。
袁雪	财务总监	1977	64.24	本科学历，会计学专业，中国注册会计师。2000年9月至2004年8月，先后担任北京中永恒会计师事务所审计助理及项目经理；2004年8月至2009年4月，担任英美烟草（中国）公司财务经理；2010年7月至2016年3月，先后担任玛氏食品（中国）有限公司销售财务经理及销售财务总监；2016年4月至2017年2月担任尚品网财务总监；2017年2月至2019年10月，担任北京兰利科技有限公司财务副总裁；2020年7月至今，担任本公司财务总监。
王鹏	董事会秘书	1978	44.56	会计学专业。2000年7月至2003年8月，担任东阿阿胶股份有限公司会计部成本主管；2003年8月至2009年4月，担任东阿阿胶股份有限公司证券事务经理；2009年4月至2017年11月，担任东阿阿胶股份有限公司证券事务代表；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，山东九州高科建设有限公司，聊城高新城市运营有限公司外部董事；2017年11月至今，担任本公司董事会秘书。
李兆伟	研发总监	1974	34	本科学历，食品科学与工程专业。1999年8月至2007年12月，历任山东凤祥集团技术员，产品开发主管，生产车间主任，研发经理；2008年1月至6月，任山东六和集团生产经理；2008年7月至2014年11月，任山东鸿发食品有限公司研发总监；2014年12月任本公司研发总监至今。
陈金发	研发中心副总监	1981	86.94	本科学历，食品科学与工程专业，助理工程师。2005年6月至2008年11月，担任天津诺奥科技发展有限公司技术代表；2008年12月至2013年6月，担任天津集合科技有限公司研发经理；2013年7月至2018年4月，担任公司研发中心研发经理；2018年5月至今，担任公司研发中心副总监；2020年7月至今，担任本公司监事。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表6：公司股权激励首次授予部分的考核年度为 2024—2026 年三个会计年度

考核目标	各年度营业收入增长率 (A) (以 2023 年为基数)		各年度净利润增长率 (B) (以 2023 年为基数)	
	目标值 (Am)		目标值 (Bm)	
2024 年	19%		21%	
2025 年	42%		39%	
2026 年	68%		59%	
激励人员	职务	获授的限制 性股票数量 (万股)	占拟授予 限制性股票 总 数的比例	占公 司股本总额 的比例
杜士芳	董事、总裁	71.75	32.96%	0.179%
高峰	中高层管理人员	30.64	14.07%	0.077%
李成振	中高层管理人员	24.71	11.35%	0.062%
李轲	中高层管理人员	25.47	11.70%	0.064%
王亮	中高层管理人员	29.80	13.69%	0.074%
穆欣	中高层管理人员	6.04	2.77%	0.015%
杨琳琳	中高层管理人员	6.04	2.77%	0.015%
吴瑕	中高层管理人员	7.34	3.37%	0.018%
马子通	中高层管理人员	12.38	5.69%	0.031%
首次授予合计		214.17	98.38%	0.535%
预留部分		3.53	1.62%	0.009%
合计		217.7	100%	0.544%

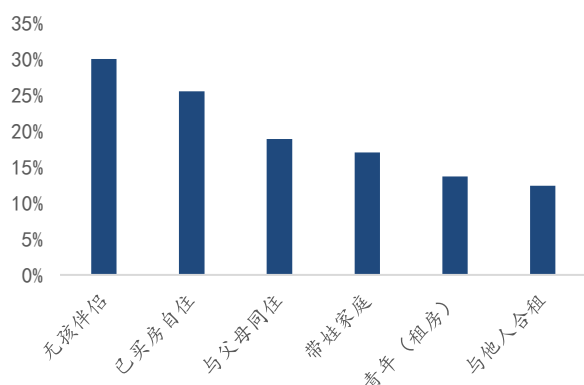
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 未来发展：先发优势显著，有望实现强者恒强

3.1. 优势已经建立，继续“份额领先”战略

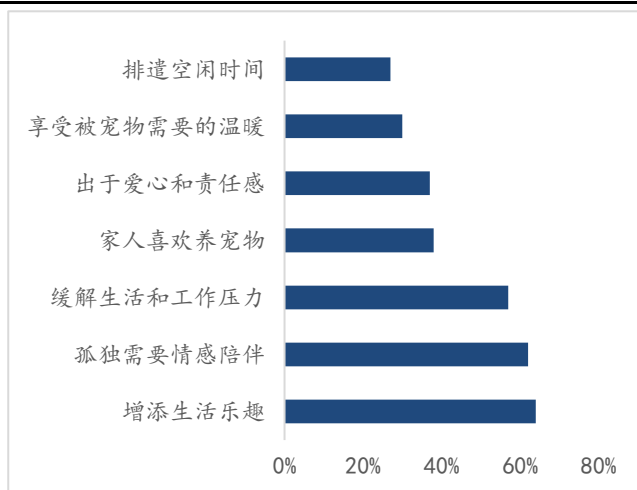
从行业发展趋势来看，我们认为我国宠物行业目前仍处于增长期。一方面从养宠的逻辑来看，养宠人群以无孩伴侣或者单身人群为主，核心需求是增加生活乐趣和排解孤独，目前国内结婚率、生育率走低的情况下，养宠需求仍会旺盛。另一方面参考发达国家的数字，无论是欧美国家还是日韩，其宠物经济起步比我国更早，但是近十年依旧保持正增长，尤其在 2020 年之后，增速还有所提升。

图46：我国养宠人群以无孩伴侣或单身人群为主（2022年）



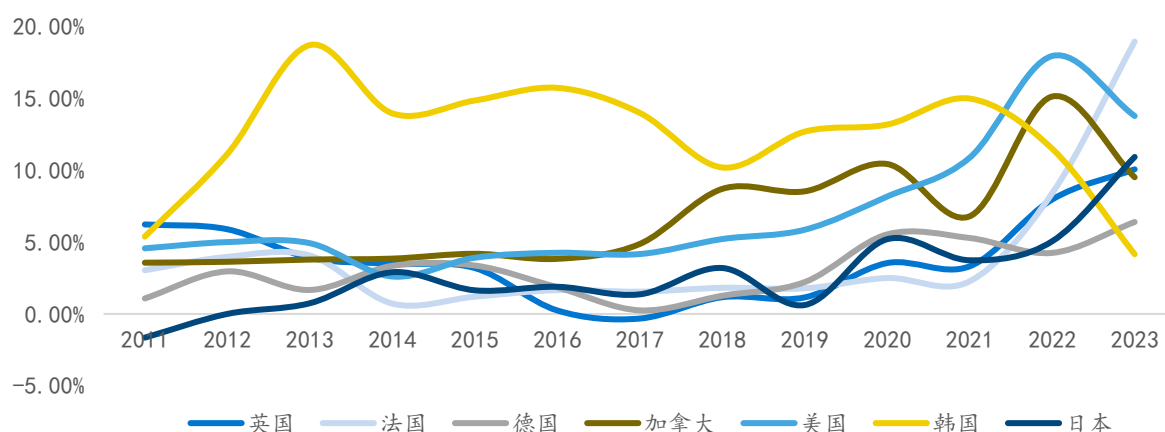
数据来源：亚宠研究院，东吴证券研究所

图47：我国消费者养宠需求以增加乐趣、缓解孤独为主



数据来源：《2023 年度消费新潜力白皮书》，东吴证券研究所

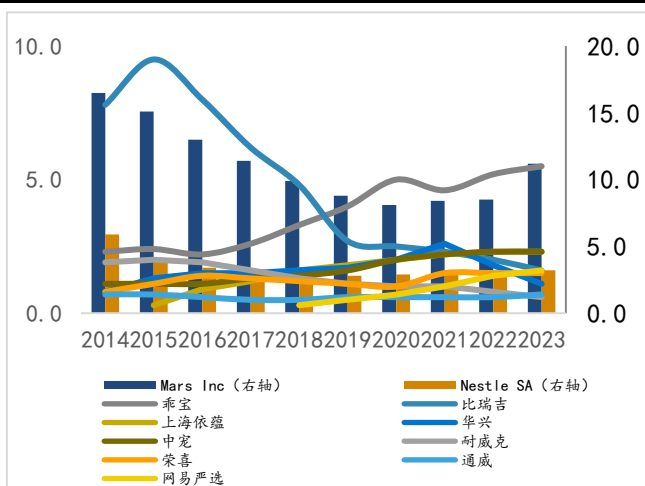
图48：发达国家宠物食品规模持续保持增长



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

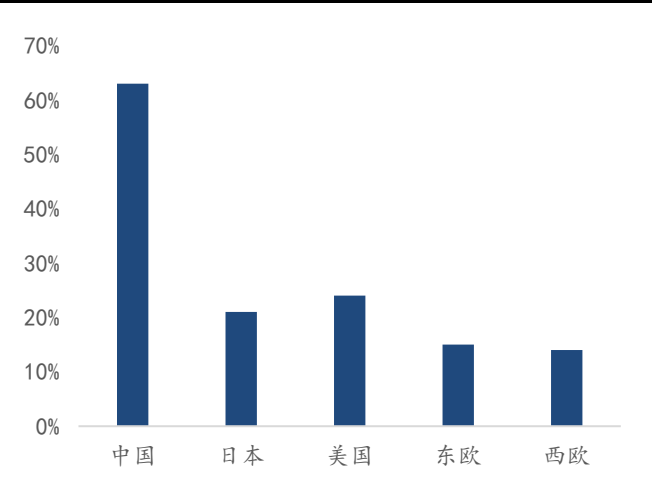
我国宠物经济在快速发展过程中，我们可以发现国产品牌市占率提升的趋势是非常明显的。国内本土品牌在物流、消费者触达方面的确更有优势；尤其我国电商行业的发达程度也给国内品牌提供了很好的发展契机，放眼全球我国的电商行业渗透率都是位居前列，而且电商是非常重要的营销渠道，但国外很多品牌并不熟悉电商的运营模式。结合来看，我们认为行业总体还是蓝海赛道，国内品牌机会较多。

图49：内资品牌市占率持续提升（单位：%）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

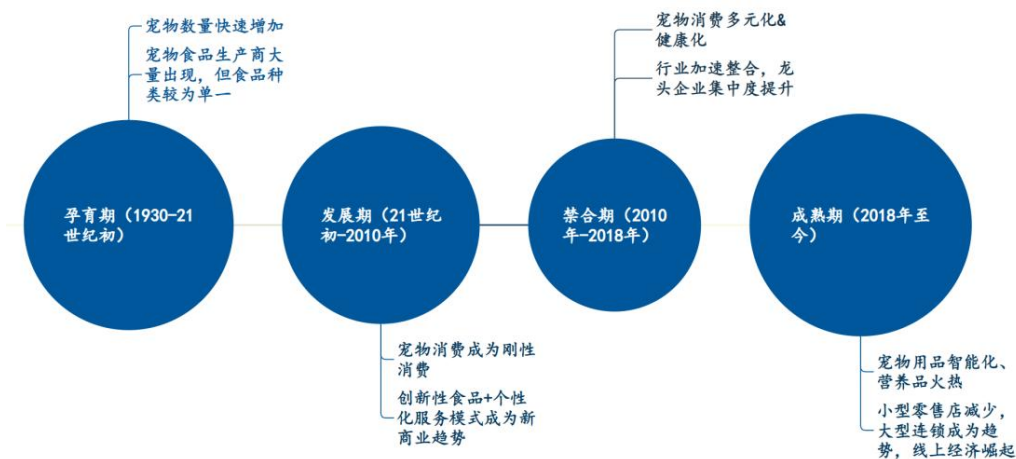
图50：我国宠物行业电商渠道渗透率较高（2022年）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

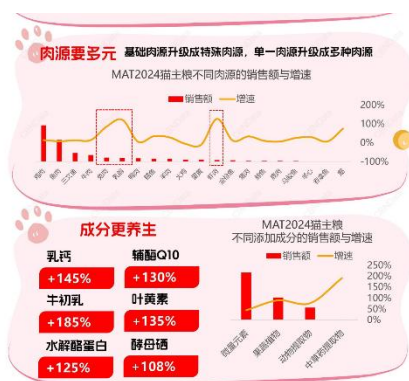
从行业发展规律来看，我国宠物后续还会逐步进入需求多样化和功能化阶段。目前国内成年和中年阶段宠物占比较多，随着时间推移，老年阶段宠物占比会逐步提升，对于宠物食品的功能化需求也会逐步提升。而且根据小红书的数据，消费者对饮食产生了更为专业和进阶的需求，比如在宠物主粮的选择上，含有蔓越莓、蓝莓、牛油果等天然果蔬的主粮销量表现亮眼，叶黄素、辅酶Q10等养生成分也高频率出现，配料在实现多元升级。但与此同时，消费者在宠物用品的支出上也会越发理性和考虑性价比，根据宠物行业白皮书数据，国内消费者在单只犬猫上年均消费额稳步上升。所以我们判断在未来一段时间中，消费者对于与品质和功效的需求持续提升，这对于企业的研发能力和供应链能力有更高的要求。

图51：美国宠物行业发展进程



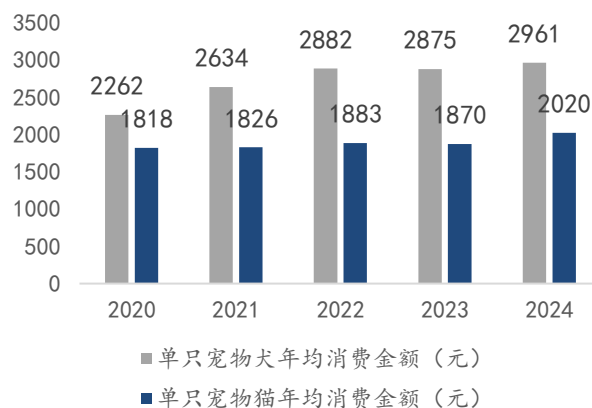
数据来源：魔镜洞察，东吴证券研究所

图52：消费者对宠物饮食有更为专业和进阶的需求



数据来源：小红书，东吴证券研究所

图53：我国单只犬猫年均消费金额稳步上升



数据来源：《2024年-2025中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

对乖宝而言，公司已有的优势在于规模做到内资品牌 TOP1，在研发和供应链上也有足够积淀，可以看到公司在产品创新上表现也非常出色，仅猫主粮这个赛道，公司的品类系列覆盖度最为广泛，仅麦富迪旗下就有 9 大系列，相比同行更为丰富和完善。我们认为公司当前的发展思路符合行业趋势，而且已经树立了一定规模、品牌和供应链优势，有望在行业上升期继续扩大市场份额，实现强者恒强。

图54：头部内资品牌猫主粮产品矩阵对比



数据来源：淘宝，东吴证券研究所

3.2. 盈利预测

收入预测：1) **主粮：**考虑到公司持续扩充品类矩阵，且后续还有新增产能落地，预计 2024-2026 年主粮营业收入同比增长 27%/25%/20%。2) **零食：**大部分依托代工模式出口海外，预计维持稳定增长，预计公司 2024-2026 年零食营业收入同比增长 15%/14%/13%。3) **保健品：**基数较小，预计实现较快增长，2024-2026 年营业收入同比增长 50%/45%/40%。3) 综合来看，预计公司 2024-2026 年营收同比增长 21%/20%/18%。

毛利率预测：考虑到公司高端化品牌持续推进，且不断提升直营比例，我们预计主粮毛利率会稳步提升。零食方面受原材料和汇率波动影响较大，中性预期下保持不断。综合来看，预计公司 2024-2026 年整体毛利率分别为 40.5%/40.9%/41.6%。

费用率和净利率预测：销售费用率预计有所提升，主要系持续加大品牌建设和自营渠道占比提升；管理费用率由于股权激励影响预计先升后降；研发费用率随着规模效应略有下降。但综合来看，由于毛利率在上升期，我们预计净利率稳步提升，公司 2024-2026 年净利率分别为 11.7%/12.0%/12.9%。

图55：盈利预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主粮	1,388.44	2,087.49	2,651.11	3,313.89	4,042.95
零食	1,954.02	2,166.14	2,491.06	2,839.81	3,208.99
保健品及其他	36.7	56.66	84.99	123.24	172.53
其他	18.38	16.67	18.34	20.17	22.19
合计	3,397.54	4,326.96	5,245.50	6,297.11	7,446.65
收入增速	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主粮	52.24%	50.35%	27.00%	25.00%	20.00%
零食	19.88%	10.86%	15.00%	14.00%	13.00%
保健品及其他	102.34%	54.40%	50.00%	45.00%	40.00%
其他	21.85%	-9.31%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	31.93%	27.36%	21.23%	20.05%	18.26%
毛利率					
主粮	41.92%	36.00%	42.50%	43.00%	44.00%
零食	33.51%	37.19%	38.00%	38.00%	38.00%
保健品及其他	58.15%	53.56%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	-820.94%	39.09%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	32.59%	36.84%	40.52%	40.94%	41.63%
销售费用率	16.00%	16.70%	18.50%	18.40%	18.30%
管理费用率	5.20%	5.80%	5.90%	6.10%	5.90%
研发费用率	2.00%	1.70%	1.70%	1.65%	1.60%
净利率	7.90%	9.90%	11.70%	12.00%	12.90%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司估值情况：公司处于宠物食品赛道，可比公司包括佩蒂股份、中宠股份、路斯股份等，和同行相比公司估值水平较高，源于公司的领先优势和国产品牌头部地位。

投资建议：宠物行业属于景气赛道，行业空间仍在扩容，而且国产品牌的市占率也有逐步提升的趋势，公司在国产品牌中有领先优势，头部地位稳固，已经证明自身在品牌、研发、渠道上的管理能力，凭借行业红利和自身的优势，公司有望逐步在宠物赛道拓展品类、渠道，未来空间较大。公司作为行业领军者，目前渠道、产品势能充足；给予“买入”评级。

表7：主要宠物食品公司估值对比

股票代码	公司	市值（亿元）	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300673.SZ	佩蒂股份	40.58	0.77	0.92	1.10	21.10	17.72	14.78
002891.SZ	中宠股份	112.88	1.21	1.40	1.71	31.69	27.33	22.39
832419.BJ	路斯股份	17.49	0.79	0.99	1.24	18.56	17.04	13.63
PE 平均值						23.78	20.70	16.93
301498.SZ	乖宝宠物	354.20	1.54	1.90	2.41	57.50	46.70	36.80

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：市值取值时间为 2025 年 3 月 6 日；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

4. 风险提示

原材料价格波动风险。如果公司生产产品所使用的原材料价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和生产成本的控制带来不确定性，对公司业绩会造成一定影响。

汇率波动风险。公司出口业务主要以美元计价，汇率波动对公司出口产品盈利能力产生不确定性影响，随之导致公司业绩的不确定性。

海外经营风险。海外经营规模迅速扩大，公司面临海外经营经验及人才储备不足、境外经营环境恶化等因素带来的海外经营风险。

竞争加剧风险。目前国内新兴宠物食品品牌开始涌现，可以能导致竞争加剧，费用投放额度加大。

乖宝宠物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,095	2,390	3,098	4,007	营业总收入	4,327	5,246	6,297	7,447
货币资金及交易性金融资产	1,009	1,156	1,761	2,636	营业成本(含金融类)	2,733	3,120	3,719	4,347
经营性应收款项	306	323	370	374	税金及附加	20	24	28	34
存货	657	780	826	845	销售费用	721	970	1,159	1,363
合同资产	0	0	0	0	管理费用	250	309	384	439
其他流动资产	123	131	141	152	研发费用	73	89	104	119
非流动资产	2,049	2,326	2,447	2,555	财务费用	(13)	(10)	(11)	(17)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	10	13	15
固定资产及使用权资产	943	1,077	1,196	1,303	投资净收益	2	3	3	4
在建工程	34	31	28	27	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	131	134	137	140	减值损失	(26)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	1	1	1
长期待摊费用	15	15	15	15	营业利润	526	756	930	1,181
其他非流动资产	926	1,071	1,071	1,071	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
资产总计	4,143	4,717	5,545	6,562	利润总额	525	755	929	1,180
流动负债	357	370	437	487	减:所得税	95	136	167	212
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	6	6	6	净利润	430	619	762	968
经营性应付款项	184	191	227	241	减:少数股东损益	1	2	3	4
合同负债	57	52	63	74	归属母公司净利润	429	616	759	964
其他流动负债	111	121	140	164	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.54	1.90	2.41
非流动负债	116	143	143	143	EBIT	513	745	918	1,163
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	621	846	1,032	1,290
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.84	40.52	40.94	41.63
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	9.91	11.75	12.05	12.94
其他非流动负债	95	122	122	122	收入增长率(%)	27.36	21.23	20.05	18.26
负债合计	473	513	579	629	归母净利润增长率(%)	60.68	43.69	23.09	27.05
归属母公司股东权益	3,665	4,197	4,955	5,919					
少数股东权益	5	7	10	14					
所有者权益合计	3,670	4,204	4,965	5,933					
负债和股东权益	4,143	4,717	5,545	6,562					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	617	581	837	1,108	每股净资产(元)	9.16	10.49	12.39	14.80
投资活动现金流	(1,075)	(364)	(233)	(232)	最新发行在外股份 (百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	1,282	(70)	0	0	ROIC(%)	14.88	15.41	16.32	17.41
现金净增加额	822	147	604	876	ROE-摊薄(%)	11.70	14.68	15.31	16.28
折旧和摊销	107	102	114	127	资产负债率(%)	11.43	10.87	10.45	9.59
资本开支	(196)	(236)	(236)	(236)	P/E (现价&最新股本摊薄)	82.59	57.48	46.70	36.75
营运资本变动	42	(137)	(37)	16	P/B (现价)	9.66	8.44	7.15	5.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>