

宠物食品乘风起，国产替代正当时

华泰研究

2023年8月28日 | 中国内地

深度研究

宠食赛道乘风起，国产替代正当时

我国宠物行业现已进入蓬勃发展期，量价齐增推动规模持续扩张。相较于美日等成熟市场，我国宠物行业在渗透率及单宠支出上仍有提升空间。我们预计我国宠物行业规模自2022年至2026年有望翻倍。宠食赛道内国产品牌强势崛起：产品先行、渠道加成、营销占优。我们看好具备稳定供应链及研发基础的优质宠企。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。

乘“它经济”之风，宠物行业穿越周期而上

我国宠物行业现已进入蓬勃发展期，2010年至2022年市场规模CAGR高达28%，主要原因系人口结构转变催生陪伴需求，进而推动养宠渗透率提升，以及人们从养宠至爱宠转变所带来的单宠消费支出上涨。对标海外，美日已步入成熟期。中国宠物行业在渗透率及单宠支出上与成熟市场仍有差距。我们以人口数*人均养宠量*单宠消费来测算我国宠物行业市场规模，预计2026年有望实现5232亿，相比2022年或实现翻倍增长。

国产品牌强势崛起，产品先行、渠道加成、营销占优

国内宠食市场最初由海外宠企培育，但相比国内宠企，其决策效率稍弱、且营销运营不够灵活。伴随国内宠物市场的不断扩大，增量宠物主容易被新锐国产品牌吸引，国外宠企的强势地位也被逐步打破。国内品牌卡位中低端，借助产品差异化、渠道红利及灵活营销手段迅速崛起。但也面临增收不增利等问题。通过对比麦富迪、疯狂的小狗发展路径，我们认为稳定的供应链及深厚的研发实力或为品牌突围要义。对标美日，我们发现单品牌市占率天花板为8%~12%，而公司天花板可达20%~27%。借鉴玛氏、雀巢外部收购与自主培育并举的发展思路，我们认为多品牌运营或为国内宠企扩张关键。

麦富迪品牌一骑绝尘，中宠股份产业化思维清晰

乖宝宠物旗下麦富迪品牌现为国产宠食品牌榜首，在国内市场上市占率仅次于皇家。麦富迪品牌产品、营销、渠道均占优。我们预计乖宝宠物2023/24/25年营业收入分别为41.6/49.5/60.8亿元，归母净利润3.2/3.9/5.0亿元。参考可比公司中宠股份24年估值29X PE，考虑到公司现有的国内宠食市场领先地位，我们给予公司24年盈利50X PE，对应目标价48.6元。首次覆盖给予“买入”评级。中宠股份旗下顽皮/领先/ZEAL等多品牌矩阵战略奏效，未来或有望复刻海外龙头发展路径。佩蒂股份爵宴等自主品牌完成“1-10”跨越。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。

风险提示：国内养宠渗透不及预期，国内市场竞争加剧，自主品牌建设不及预期，海外去库恢复不及预期，原材料价格波动。

农林牧渔

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570522120004
SFC No. BPK020

熊承慧, PhD

xiongchenghui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123010003

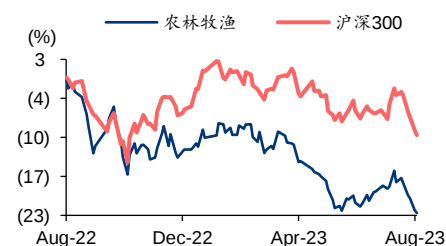
张正芳

zhangzhengfang@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

华泰证券研究所分析师名录



行业走势图



资料来源：，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
乖宝宠物	301498 CH	48.60	买入
中宠股份	002891 CH	34.00	买入
佩蒂股份	300673 CH	21.60	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

报告亮点	3
区别于市场的观点	3
乘“它经济”之风，宠物行业穿越周期而上	4
量价齐升带动行业规模扩张，主粮为商家必争之地	4
驱动因素：人口结构转变叠加爱宠意识培育，推动萌宠经济量价齐增	7
预计 2026E 宠物行业市场规模为 5232 亿	9
宠物行业具备一定穿越周期的能力	13
国产品牌强势崛起，产品、渠道、营销等多维发力	17
以高性价比产品切入，利用产品差异化增强用户粘性	18
渠道及电商红利加成，善用渠道者获得先发优势	20
营销端灵活投流，五大方式多渠道吸睛	23
从国产品牌现状出发，寻找几个深层问题的答案	26
一、国产品牌崛起困境：增收不增利，魔咒如何打破？	26
二、国产品牌替代潜在空间：2022 年主粮市场约有 53% 空间待渗透	29
三、国内宠企成长思考：多品牌运营 or 单一品牌独大？	32
麦富迪一骑绝尘，中宠股份产业化思维有望兑现	35
乖宝宠物（301498 CH，买入，目标价 48.6 元）	35
中宠股份（002891 CH，买入，目标价 34 元）	35
佩蒂股份（300673 CH，买入，目标价 21.6 元）	37
风险提示	40
首次覆盖公司	41
乖宝宠物（301498 CH，买入，目标价 48.6 元）	41

报告亮点

1) 我们看好宠物行业在未来的持续增长。我们认为宠物经济为人口结构改变下的必然产物，其自身不受宏观经济周期波动影响。我们将人均居住面积等因素考虑在内，发现中日韩与美国在养宠渗透率方面天然存在差距。东亚三国居住条件及经济发展路径等类似，在养宠驱动等方面存在一定相同之处。我们以人口数*人均养宠量*单宠消费来测算我国宠物行业市场规模。我们将单宠消费拆解为人均 GDP 与（养宠支出/人均 GDP 比例）两项。前者为经济基础所带来的养宠支出自然提升，后者体现出宠物在人们心中重要性提升。预计 2026 年有望实现 5232 亿，相比 2022 年或实现翻倍增长。

2) 我们将国产宠牌替代路径总结为产品策略为核心、渠道作乘法、营销为辅助三点，并进行详细论证。经分析，我们认为国产替代成功的关键在于国产宠食品牌的品牌力的成功塑造，即国内宠企能够真正体察到消费者的核心诉求。历史溯因，我们认为主要围绕以下三点展开：1) 产品策略为核心（卖什么）；2) 渠道力作乘法（在哪里卖）；3) 营销力作辅助（怎么去卖）。产品端以高性价比产品切入，利用产品差异化（麦富迪冻干双拼粮、蓝氏乳鸽猫粮等）增强用户粘性。渠道端早期布局，抓住 2016 年至 2019 年电商红利者可快速崛起。我们发现新兴国产宠牌多为 2016 年至 2018 年创立、且大都以线上作为主要销售渠道。营销端通过品牌外包装设计、泛娱乐化营销等五大方式吸引增量宠物主。

区别于市场的观点

1) 市场担忧未来国内可能无法培育出真正具备龙头地位的宠物食品品牌或企业。我们认为：一方面，我国宠物行业尚为发展初期。与海外成熟市场相比，我国宠物行业仍有广阔成长空间。另一方面，我国宠食品牌及公司集中度仍较低、竞争格局尚未稳定，以上为国产宠牌、宠企壮大提供机会。此外，相较于国外品牌，国产宠食品牌在产品、营销、渠道上均具备领先优势，在供应链及研发层面具备一定基础，国产宠牌品牌力有望持续巩固。类比玛氏及雀巢的发展思路，我们认为国内宠企或将通过品牌并购等方式实现市占率的大幅提升。

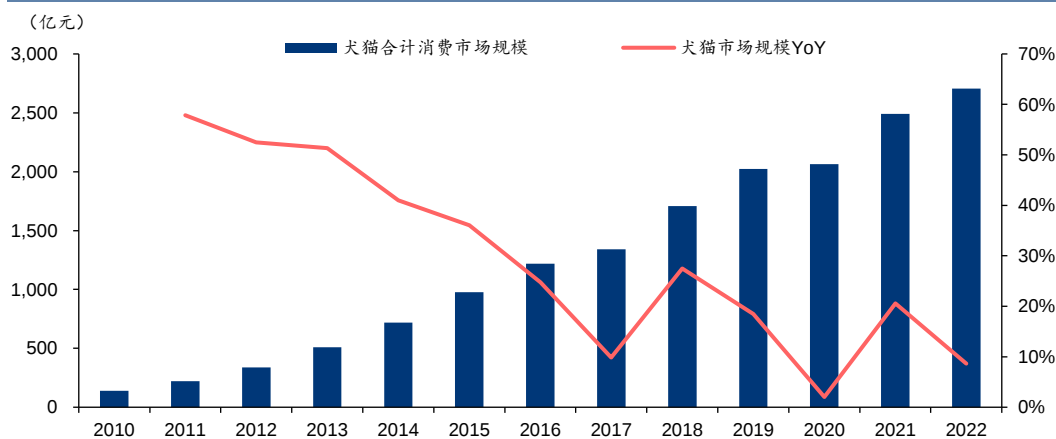
2) 市场往往容易忽视深厚的研发实力及稳定的供应链在国产宠牌替代进程中的作用，我们认为供应链及研发或为国产宠牌长期发展根基。通过复盘国产品牌崛起路径我们发现，产品端卡位中低端价格带弯道超车，渠道端早期布局收割电商红利，叠加营销端高投入抢占用户心智。以上路径可以帮助国产品牌快速崛起，在营业收入方面快速起量。但国产宠物食品鏖战中低端意味着品牌溢价能力较弱，持续激烈竞争的宠物食品赛道所带来的是企业不得不投入更高的营销费用来提高市占率。即国内品牌崛起过程中存在“增收不增利”的困境。通过对比麦富迪及疯狂的小狗我们发现，深厚的研发实力及稳定的供应链或为国产品牌崛起关键，品牌需具备向上延伸的能力，进而获得溢价空间，从而真正推动宠物食品行业国产替代进程。

乘“它经济”之风，宠物行业穿越周期而上

量价齐升带动行业规模扩张，主粮为商家必争之地

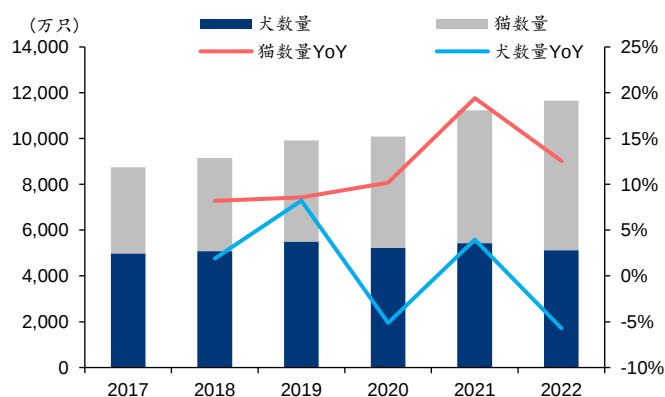
我国宠物行业正处于蓬勃发展期，量价齐升带动行业规模持续增长。据宠物白皮书数据，我国宠物行业自 2010 年起开始进入高速发展期，2010 年至 2022 年市场规模 CAGR 高达 28%，高于社会零售额同期增速 18.7pct。分犬猫来看，我国宠物行业增长动能以从“犬经济”向“猫经济”逐步过渡、“猫经济”发展更为迅速。2020 年受新冠疫情影响犬数量首次出现同比下滑。2021 年猫数量首次超过犬数量，猫成为最受欢迎的宠物之一。量价拆解来看，1) 我国犬猫数量保持稳定增长态势。2017 年至 2022 年我国犬猫总数 CAGR 为 5.9%。其中猫数量 CAGR 为 11.7%，犬数量几乎无增长。2) 宠物主单宠消费支出持续抬升。受经济发展、人们从养宠到爱宠的意识转变等因素驱动，宠物市场发展动能也将由饲养量增长向消费升级、价值提升等逐步切换。2017 年至 2022 年我国年均单宠支出 CAGR 为 8.7%，高于犬猫总数同期增速 2.8pct。

图表1：2010 年至 2022 年我国宠物行业市场规模 CAGR 高达 28%



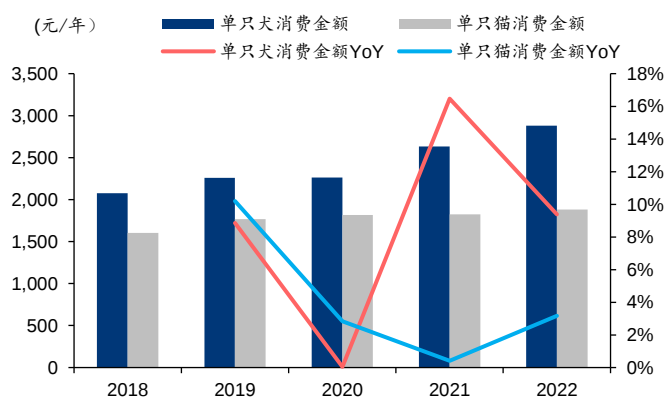
资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

图表2：2022 年犬、猫数量 YoY -5.7%、12.6%



资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

图表3：2017 年至 2022 年我国宠物主单宠消费支出 CAGR 8.7%



资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

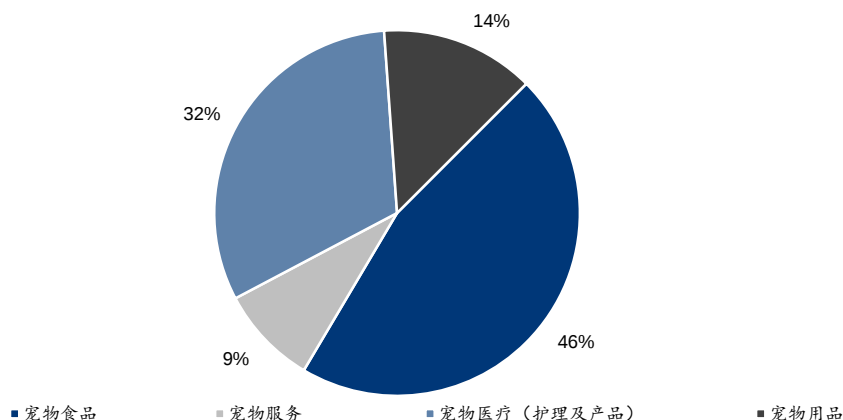
品类拆解：宠物食品及医疗板块为核心。宠物食品作为高频刚需赛道，为宠物主消费的主要市场。自 2018 年起宠物食品占整体犬猫市场比例便保持在 50% 以上。2018 年至 2022 年宠物食品市场规模 CAGR 为 11.4%，略低于犬猫整体市场规模增速 0.8pct。参考美国成熟宠物市场 2021 年细分概况：宠物食品占比 46%、宠物医疗占比 32%、宠物用品占比 12%、宠物服务占比 9%。我们认为宠物食品或将始终为宠物板块内规模最大的细分赛道。宠物医疗板块重要性日益提升，2018 年至 2022 年宠物医疗市场规模 CAGR 为 24%，高于犬猫整体市场规模增速 12pct。2018 年至 2022 年宠物医疗占犬猫整体市场规模比例呈上行趋势。2022 年宠物医疗板块占整体犬猫市场比例为 29.1%，较 2018 年提升 9.3pct。

图表4：2018年至2022年我国犬猫市场分品类占比及市场规模

	细分品类	2018	2019	2020	2021	2022
食品	主粮	670	797	741	891	955
	主粮占比	39.2%	39.4%	35.9%	35.8%	35.3%
	零食	196	395	368	346	360
	零食占比	11.5%	19.5%	17.8%	13.9%	13.3%
	营养品	26	51	21	45	57
	营养品占比	1.5%	2.5%	1.0%	1.8%	2.1%
	食品合计	892	1243	1130	1282	1372
	食品占比	52.2%	61.4%	54.7%	51.5%	50.7%
用品	用品	314	237	281	319	360
	用品占比	18.4%	11.7%	13.6%	12.8%	13.3%
医疗	药品	85	182	198	224	254
	药品占比	5.0%	9.0%	9.6%	9.0%	9.4%
	诊疗	253	202	335	364	373
	诊疗占比	14.8%	10.0%	16.2%	14.6%	13.8%
	疫苗	0	0	0	65	76
	疫苗占比	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	2.8%
	体检	0	0	0	75	84
	体检占比	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	3.1%
	医疗合计	338	385	533	727	787
	医疗占比	19.8%	19.0%	25.8%	29.2%	29.1%
服务	洗美	126	117	85	110	130
	洗美占比	7.4%	5.8%	4.1%	4.4%	4.8%
	训练	12	10	10	20	16
	训练占比	0.7%	0.5%	0.5%	0.8%	0.6%
	寄养	26	32	27	15	19
	寄养占比	1.5%	1.6%	1.3%	0.6%	0.7%
	保险	0	0	0	15	19
	保险占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%
	服务合计	164	160	122	159	184
	服务占比	9.6%	7.9%	5.9%	6.4%	6.8%
规模合计		1,708	2,024	2,065	2,488	2,703
占比合计		100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

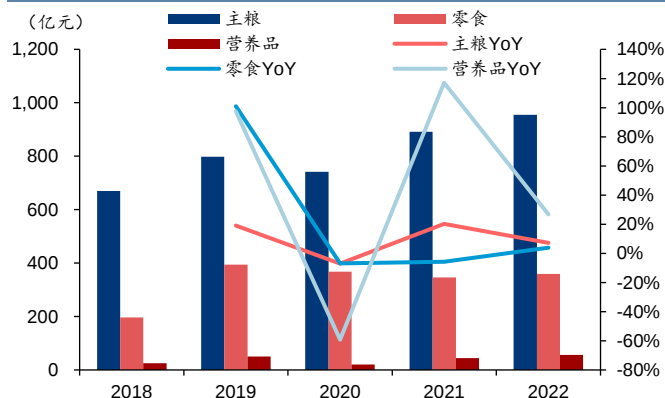
图表5：2021年美国细分宠物市场概况（经调整）



注：原数据为宠物用品和活体动物占比24.1%，我们假设宠物活体交易占比12%，将该部分剔除后将比例重新调整
 资料来源：APPA，华泰研究

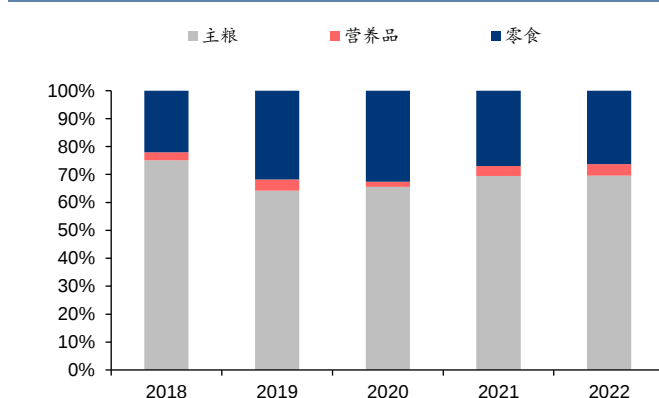
细分宠食赛道：主粮占比最高、为商家必争之地；营养品增速高企、为新起之秀。宠物食品赛道包括主粮、零食及营养品三类。1) 主粮作为高频刚需赛道，自 2018 年起占比便位列首位，2021 及 2022 年主粮占比均稳定在 70% 左右，相比 2020 年提升 4pct。2018 年至 2022 年主粮市场规模 CAGR 为 9.3%，略低于宠物食品同期增速 2.1pct。2) 宠物零食增长趋缓。2022 年市场规模为 360 亿元，同比增长 4.0%；占比为 26%、位列第二名。3) 营养品 2022 年市场规模为 57 亿元，同比增长 27%；占比为 4.1%。受精细化养宠驱动规模提升明显，2018 年至 2022 年营养品市场规模 CAGR 高达 22%。我们预计未来仍有提升空间。

图表6：2021、2022 年主粮规模 YoY 为 20%、7%



资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

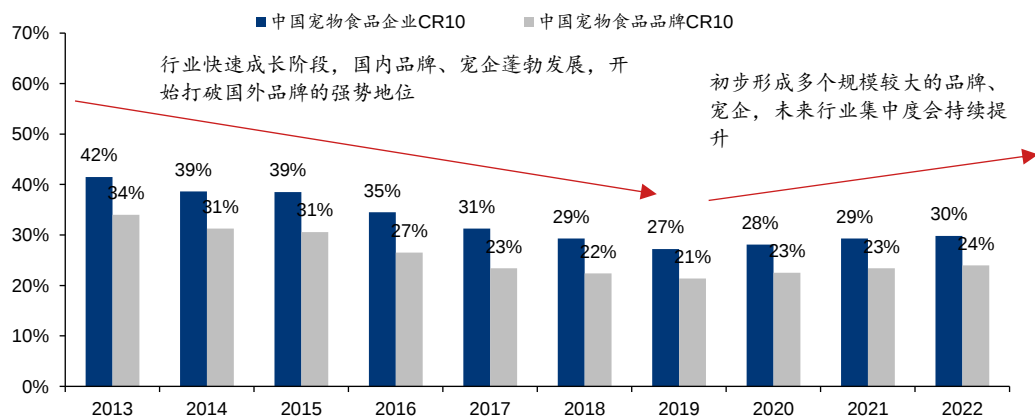
图表7：2022 年主粮占比高达 70%



资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

行业层面：宠食品牌及公司集中度持续提升。从中国宠物食品品牌及公司集中度的角度来看，我国宠物食品行业发展历经两阶段：1) 2013 年至 2018 年，国内宠物食品品牌、企业蓬勃发展，开始打破国外品牌、公司的强势地位，行业集中度下降；2) 2018 年至今，国内初步形成多个规模较大的品牌、公司，带动行业集中度稳步提升。2022 年中国宠物食品市场品牌、公司 CR10 分别为 24%、30%，较日本成熟市场高达 50%、85% 的品牌、公司 CR10 尚有一定差距。未来伴随国产品牌持续崛起，集中度或有一定提升空间。

图表8：中国宠物食品市场品牌、公司 CR10 在逐步提升

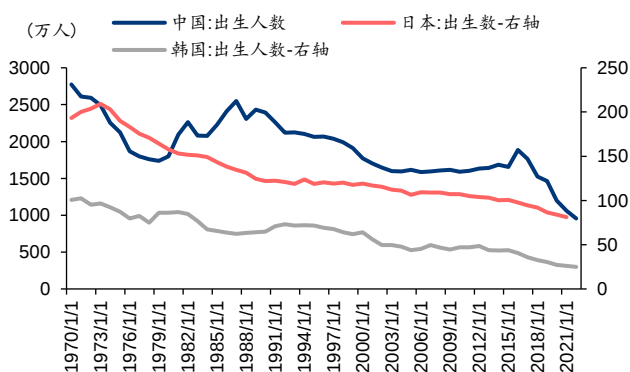


资料来源：欧睿，华泰研究

驱动因素：人口结构转变叠加爱宠意识培育，推动萌宠经济量价齐增

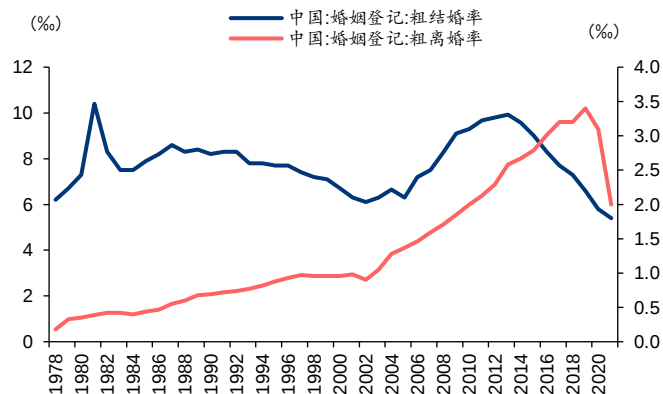
量增：人口结构转变催生陪伴需求，进而推动养宠渗透率提升。1) 2022 年我国新生人口数为 956 万人，同比下滑 9.98%。在生育率拐点到来之前，宠物将在已婚未育和丁克家庭中扮演重要角色。2) 单身经济推动养宠发展。自 2013 年起，我国结婚登记率就逐年下跌。2021 年我国结婚登记率仅为 2013 年结婚高峰期的一半左右。叠加离婚率高企，我国 1 人户占比逐年攀升，单身经济为宠物渗透率提升的另一驱动。3) “银发经济”下宠物重要性凸显。2022 年我国 65 岁及以上的老年人占比高达 15%，对宠物的需求上升。4) 城镇化率提升首次淡化了“邻居”的概念。面对快节奏的城市生活，更多人开始通过养宠来排解寂寞和寄托情感，进而强化了宠物的情感性需求而非功能性需求。城镇化间接催生了养宠需求。伴随城镇化进程的不断加深，宠物在三四线城市的渗透率也有望抬升。

图表9：2022 年中国出生人口数跌破千万



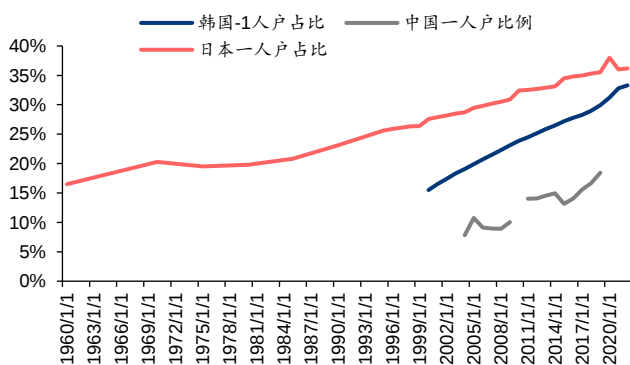
资料来源：各国国家统计局，华泰研究

图表10：结婚登记率逐年下跌、离婚率高企



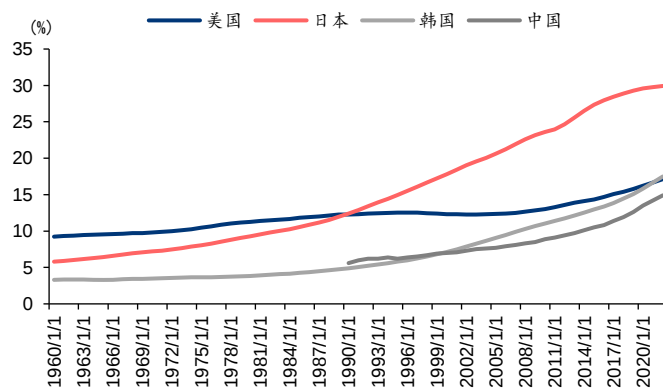
资料来源：民政局，华泰研究

图表11：我国 1 人户比例攀升，但相比较韩国、日本仍有差距



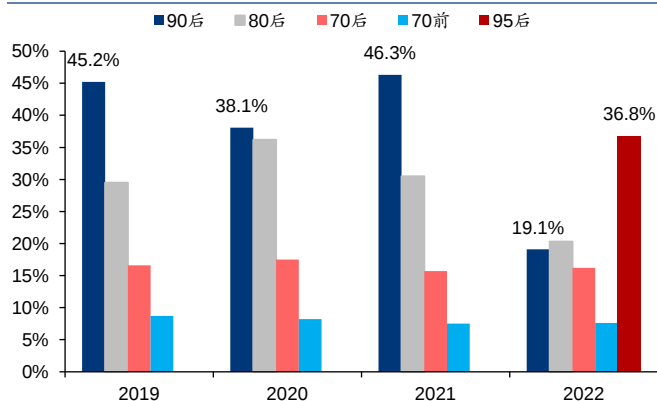
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表12：我国老龄化比例持续上升，美、日、韩趋势相同



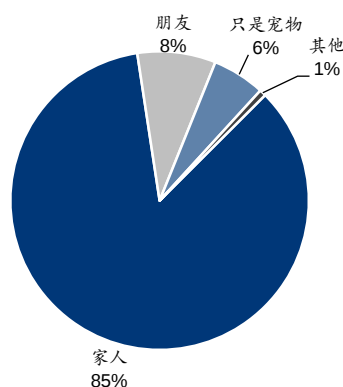
资料来源：华泰研究

价涨：养宠至爱宠转变，进一步带动宠物市场的消费需求。2019年至2022年我国宠物主年轻化趋势持续加深，2022年90后宠主占比高达55.9%，较2019年提升10.7pct。伴随年轻人逐步占领宠物市场，传统的养宠观念正逐步发生改变。宠物的职能从之前的“看家护院”逐步转换为“家人/朋友”等亲密伙伴。据宠物白皮书数据，2021年分别有85%、8%的宠主将宠物视作“家人”、“朋友”，二者合计占比高达93%。与上一代人相比，年轻宠主对宠物释放出超前的耐心，他们更加追求科学化、健康养宠。例如：宠物主在购买主粮时除考虑营养成分外，还会考虑到宠物的个性化特征，如宠物的适口性、根据宠物年龄和特殊需求为宠物针对性的选择主粮等。在此爱宠意识驱动下，我国宠物消费支出持续提升。2018年至2022年我国单只犬、猫年均支出CAGR分别为8.5%、4.1%。细分品类来看，1) 宠物食品仍为我国犬、猫市场内规模最大的细分板块，2018年至2022年单只犬、猫年均食品支出均占单只犬、猫年均支出的50%左右。对标海外，美国等成熟市场内的宠物食品供给更为丰富，甚至呈现出根据每只宠物的体重和特殊需要制作个性化食物、以及宠物鲜粮配送等趋势。我国宠物食品行业尚为发展初期，未来伴随产品创新、人们爱宠意识逐步加深，规模有望进一步扩张。2) 宠物医疗板块增速高企，或为下一个行业风口。2018年至2022年我国单只犬、猫年均医疗支出CAGR分别高达19.3%、15.4%。3) 宠物用品及服务方面受新冠疫情等多方面影响，2018年至2022年单只犬、猫年均支出表现平稳。未来有望伴随宠主消费需求逐步回升，推动宠物用品及服务市场规模扩张。

图表13：2019年至2022年宠主年轻化趋势加深


资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

注：2022年的90后群体所代表的是1990-1995年内出生人群；2019-2021年90后群体所代表的是1990年以后出生人群

图表14：宠物角色“拟人化”，家人和朋友为主要角色


资料来源：2021年宠物行业白皮书，华泰研究

图表15：2018年至2022年单只犬猫消费结构

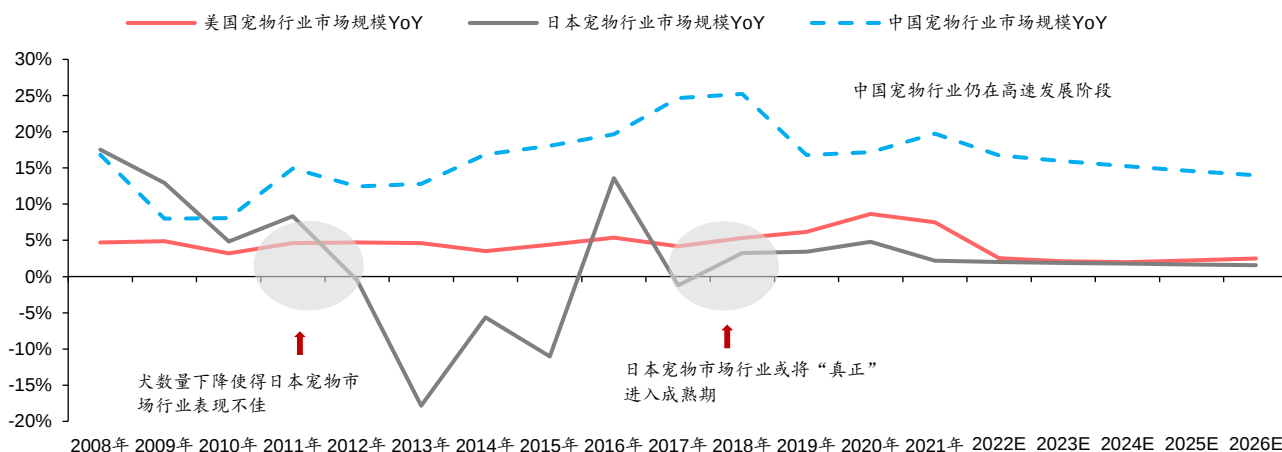
	品类	单只犬消费结构					单只猫消费结构				
		2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
食品	主粮	748	859	792	901	985	711	735	673	696	718
	零食	231	443	382	371	406	194	338	347	250	258
	营养品	31	57	20	45	49	24	44	20	38	40
用品	用品	380	249	299	303	331	298	228	258	268	277
医疗	药品	110	217	240	266	291	72	143	149	137	141
	诊疗	314	212	351	374	409	231	194	313	278	286
	疫苗	0	0	0	71	78	0	0	0	46	47
	体检	0	0	0	74	81	0	0	0	62	64
服务	洗美	210	170	124	163	179	50	57	42	37	38
	训练	19	14	20	34	37	6	4	2	0	0
	寄养	35	41	38	21	23	18	25	13	5	6
	保险	0	0	0	16	17	0	0	0	9	9
单只犬/猫年均消费金额（元）		2,077	2,261	2,262	2,634	2,881	1,604	1,768	1,818	1,826	1,883

注：2022年单只犬、猫消费结构参考2021年分品类占比

资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

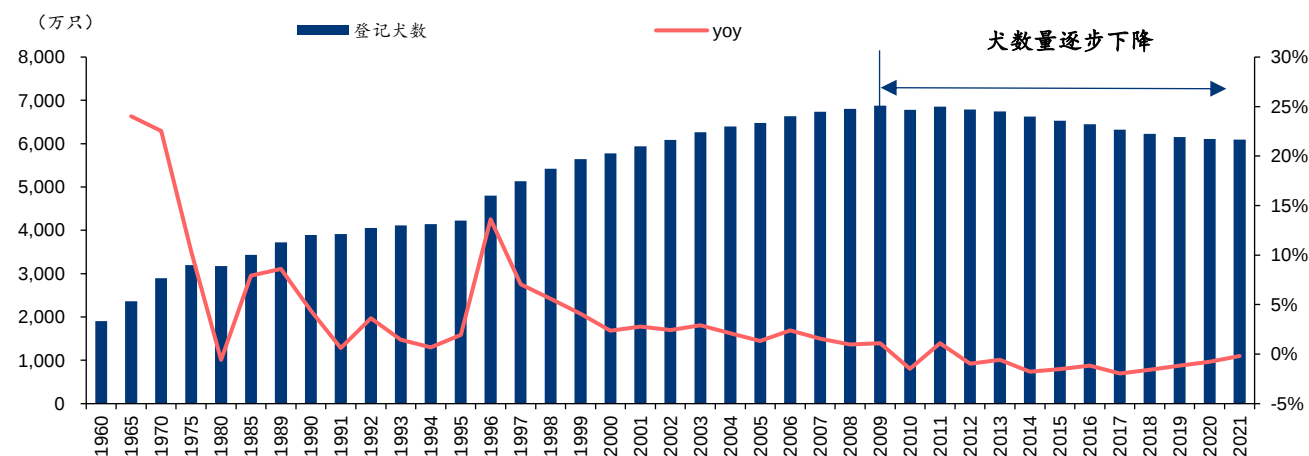
预计 2026E 宠物行业市场规模为 5232 亿

对标海外，美日市场已步入成熟期，中国尚为成长期。中国宠物市场在渗透率及单宠支出上与美日仍有差距。产业发展角度来看，美国、日本市场历经近百年发展，现已进入成熟稳定期。1) 玛氏公司(美国)最早从 1935 年开始生产宠物零食。美国宠物食品协会(APPA)、美国最大的宠物综合零售连锁商 PetSmart 分别于 1956 年、1987 年成立。进入 20 世纪后，玛氏、雀巢等龙头企业加速整合。结合 APPA 及欧睿数据，我们认为美国市场或于 2003 年前后进入成熟期。2003 年后美国宠物行业市场虽仍为全球宠物行业最大的细分市场，但同比增速维持在个位数水平。2) 日本发展相类似，萌芽期为 1960 年左右，彼时日本第一款自有品牌狗粮 Vita-one 上市。在 1970 年至 2009 年内快速成长，伴随日本经济繁荣、用户从养宠到爱宠意识转变，日本宠物食品、宠物诊疗等兴起。2010 年前后日本宠物市场受犬数量下降影响市场规模有一定下滑，但随后受猫经济、单宠支出上涨(湿粮等快速发展)驱动，宠物行业同比增速于 2017 年前后取得一定修复，我们推测此时行业或将“真正”进入成熟期。中国养宠意识从 1990 年左右开始培育，比美国、日本晚了 55 年、30 年左右。目前我国宠物行业仍在高速发展阶段，相比美日成熟市场，在养宠渗透率及单宠支出层面仍有一定提升空间。1) 据中国宠物白皮书、APPA 等数据，2019 年我国家庭养宠渗透率仅为 14.3%，相比于美、日 68.9%、26.8%的高渗透率仍有一定差距。2) 2022 年我国年均单宠支出为 2322 元，远低于美、日的 8664、6484 元。

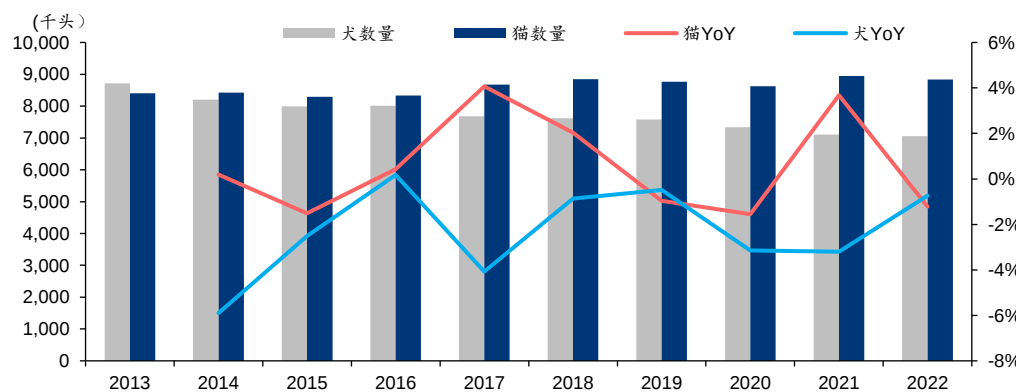
图表16：美、日宠物行业市场现已进入成熟期，中国宠物行业仍在高速发展期


2008年 2009年 2010年 2011年 2012年 2013年 2014年 2015年 2016年 2017年 2018年 2019年 2020年 2021年 2022E 2023E 2024E 2025E 2026E

资料来源：欧睿，华泰研究

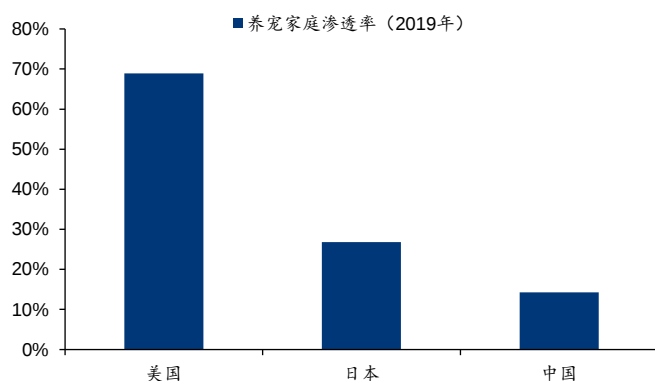
图表17：2011年后日本宠物行业犬数量逐步下降


资料来源：日本厚生劳动省，华泰研究

图表18：自2013年起，日本“猫经济”持续发育，猫数量持续上升


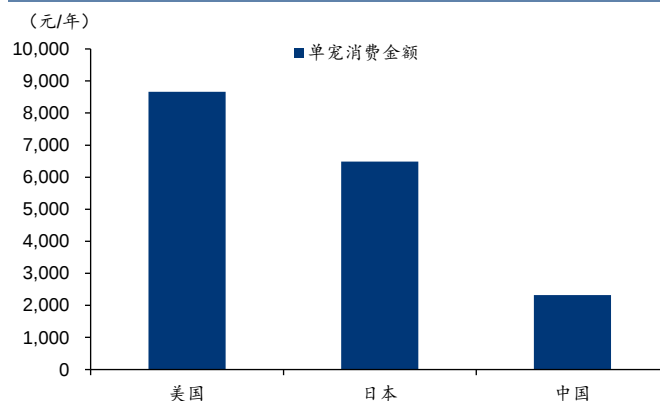
资料来源：日本宠物食品协会，华泰研究

图表19：我国养宠家庭渗透率相比于美日韩仍有差距



资料来源：宠物行业白皮书，APPA，弗若斯沙文，华泰研究

图表20：中国相对于其他发达国家单宠支出仍有可提升空间



注：美国为 2021 年数据，其余均为 2022 年

资料来源：宠物白皮书，日本宠物食品协会，APPA，华泰研究

考虑到国情差异，中国的宠物市场发展或与日韩宠物市场有一定相似之处。从养宠的天然条件来看，中日韩与美国由于人均居住条件不同，养宠渗透率天花板天然存在差距。东亚三国地理条件及经济发展路径类似，在养宠驱动等方面存在相同之处。1）从养宠驱动的角度来看，中国、韩国尚为行业发育初期。养宠人群以大城市内单身年轻人群为主。据韩国宠物食品协会调查数据，20-29 岁年轻人养宠意愿最强，其次是 30-59 年龄段，60 岁以上养宠意愿明显降低。且韩国养宠家庭绝大多数集中在首尔地区（据 2021 年韩国宠物报告，截止 2020 年年末，韩国共有 604 万家庭养宠。在这些养宠家庭中，有将近 327 万户养宠家庭居住在韩国的首都经济圈）。中国表现类似，90 后、95 后为养宠主力，且养宠多集中于一二线城市。日本养宠驱动则已从年轻人切换至老年人。2）从宠物食品购买渠道来看，韩国与中国宠物食品购买渠道类似，均为电商渠道占比高企。而美国与日本则为线下传统渠道占比最高。3）从宠物食品市场发展角度来看，中、韩在公司集中度方面较美、日还有较大差距。中国市场尚处培育初期、品牌及公司集中度较韩国也略低。公司集中度美国>日本>韩国>中国；品牌集中度日本>韩国>美国>中国。

图表21：美国、中国、日本、韩国宠物行业横向对比

	因素	美国	日本	韩国	中国
经济发展	人均 GDP (2022 年, 美元不变价)	59995	36032	32255	12720
社会结构	65 岁以上人口占比 (2022 年)	17.1%	29.9%	17.5%	13.7%
	单人家庭占比	-	38.0% (2020 年)	33.4% (2021 年)	17% (2021 年)
居住条件	城镇人均住房使用面积 (2019 年)	67 平方米	33 平方米	28 平方米	23 平方米
养宠概况	养宠人群	分布平均 (30-40 岁人群占比最高, 为 33%)	老年人为主导	90、95 后为主导	90、95 后为主导
	养宠家庭渗透率 (2019 年)	68.9%	26.8%	-	14.3%
	猫数量千只 (2022 年数据, 2017-2022 年 CAGR)	94200 (2017 年, 2012 年 -2017 年 CAGR 1.7%)	8837 (0.38%)	2580 (2019 年, 2015-2019 年 CAGR 7.9%)	65360 (11.7%)
	狗数量千只 (2022 年数据, 2017-2022 年 CAGR)	89700 (2017 年, 2012 年 -2017 年 CAGR 2.8%)	7053 (-1.7%)	5980 (2019 年, 2015-2019 年 CAGR 3.0%)	51190 (0.5%)
	单宠消费金额 (元/年)	8664 (2021 年)	6484 (2022 年)	-	2322 (2022 年)
	宠物食品品牌 CR5	26%	37%	29%	17%
宠物食品市场	宠物食品公司 CR5	71%	64%	44%	21%
		传统渠道: 65.8%	传统渠道: 71.9%	传统渠道: 25.6%	传统渠道: 25.5%
	购买渠道分布 (2022 年)	线上渠道: 39.1%	线上渠道: 22%	线上渠道: 67.4%	线上渠道: 66.1%
		宠物诊所: 2.6%	宠物诊所: 6.1%	宠物诊所: 7.0%	宠物诊所: 8.4%

注: 2022 年美元兑人民币平均汇率为 6.7261

资料来源: APPA; 弗若斯沙文, 韩国农林畜产食品部, 宠物行业白皮书, 欧睿, 日本宠物食品协会, 《中国住房存量测算: 过剩还是短缺?》(任泽平, 2018 年), 日本总务省, 中国人口普查年鉴, 韩国统计厅, 华泰研究

预计到 2026 年宠物行业市场规模为 5232 亿。我们按照人口数*人均养宠量*单宠消费来对我国宠物市场规模进行测算。并作出以下假设: 1) 结合联合国《2022 年世界人口展望报告》(中方案) 中对于中国人口未来发展趋势的判断: 预计中国在 2035 年之前, 人口负增长速度相对缓慢, 人口年减少量在 350 万以下, 年均增长率大于-0.25%。考虑到我国于 2021 年 5 月所实施的三孩政策以及 2022 年国家发布的多项支持生育的措施(增加幼儿托育服务、完善生育休假机制等)对生育率的促进作用, 我们按照人口数每年减少 150 万人对我国 2023 年至 2026 年的人口数进行估计, 预计到 2026 年我国人口数约为 14.06 亿人。2) 人均养宠量层面, 考虑到韩国市场与中国市场有一定相似之处、且相对中国养宠市场发育稍早, 我们以韩国市场 2015 年至 2019 年人均养宠量年度变动均值进行估计, 预计 2023 年至 2026 年人均养宠量(每百人)每年增长 0.6。预计到 2026 年我国人均养宠量(每百人)可达 10.66。3) 单宠支出层面, 我们将其拆解为人均 GDP 与(养宠支出/人均 GDP 比例)两项。前者为经济基础所带来的养宠支出自然提升, 后者体现出宠物在人们心中重要性提升。我们借鉴 2019 至 2022 年的人均 GDP CAGR 7.0%来计算。考虑到我国养宠至爱宠意识正逐步改变, 我们预计养宠支出/人均 GDP 比例仍有提升空间(韩国 2019 年可达 3.5%), 假设每年增长 0.1pct 预计到 2026 年可达 3.11%。综合以上分析, 我们预计 2026 年宠物行业市场规模可达 5232 亿元, 2023 年至 2026 年的 CAGR 为 17.6%, 略高于 2017 年至 2022 年 15.1% 的年均复合增速。考虑到 2020 年至 2022 年新冠疫情对行业带来的相关不利影响, 我们认为我们所预估的 2023 年至 2026 年的行业增速较为合理。未来伴随单身经济、银发经济等持续发展以及人们爱宠意识的持续培育, 宠物行业景气度有望持续回升。参考 2022 年宠物食品占比 50.7%水平, 我们预估 2026 年宠物食品或将达 2653 亿元。

图表22：预计 2026 年宠物行业市场规模为 5232 亿

天花板测算	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
人口数 (万人)	140011	140541	141008	141212	141260	141175	141025	140875	140725	140575
-人口数 YoY		0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
人均养宠量 (每百人)	6.25	6.51	7.03	7.14	7.95	8.26	8.86	9.46	10.06	10.66
养宠数量 (万只)	8746	9149	9915	10084	11235	11655	12489	13321	14151	14979
-养宠数量 YoY		5%	8%	2%	11%	4%	7%	7%	6%	6%
单只宠物消费水平 (元)	1532	1867	2041	2048	2216	2322	2576	2854	3159	3493
-单宠消费水平 YoY		22%	9%	0%	8%	5%	11%	11%	11%	11%
人均 GDP (元)	59592	65534	70078	71828	80976	85698	91697	98116	104984	112333
-人均 GDP YoY		10.0%	6.9%	2.5%	12.7%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
单宠消费水平占人均 GDP 比例	2.57%	2.85%	2.91%	2.85%	2.74%	2.71%	2.81%	2.91%	3.01%	3.11%
市场规模 (亿元)	1340	1708	2024	2065	2490	2706	3217	3802	4471	5232
-市场规模 YoY		27.5%	18.5%	2.0%	20.6%	8.7%	18.9%	18.2%	17.6%	17.0%

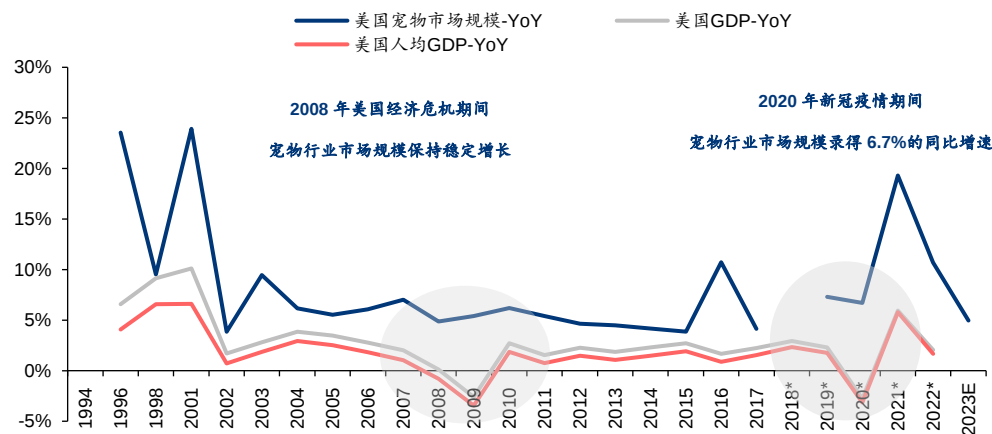
注：蓝色为原始数据，红色为假设值，黑色为利用公式计算所得数据

资料来源：，宠物行业白皮书，华泰研究预测

宠物行业具备一定穿越周期的能力

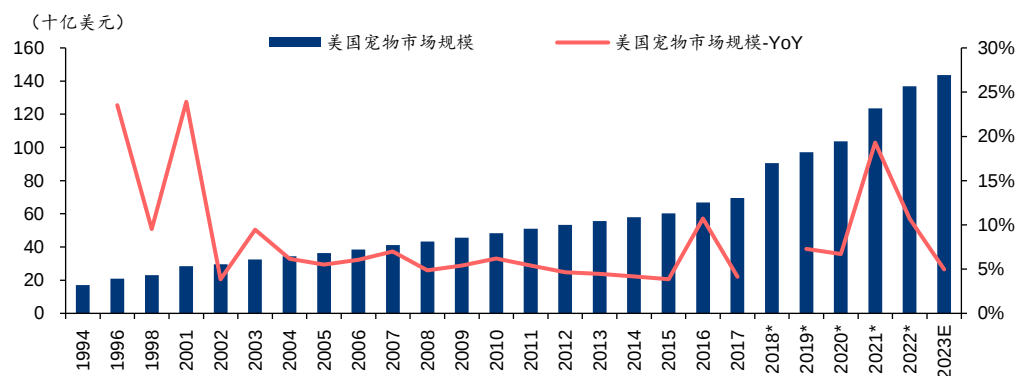
美国市场：宠物经济始终充满活力，成熟市场依旧拥有一定可想象空间。通过拟合美国宠物行业市场规模同比增速、人均 GDP 同比增速及 GDP 同比增速数据，我们发现：一方面，自 1994 年起近 30 年的时间内，美国宠物行业市场规模同比增速始终高于 GDP 及人均 GDP 的同比增速。宠物行业始终充满活力，成熟的美国宠物市场仍具备一定可想象空间。另一方面，自 1996 年起，宠物行业始终保持平稳增长、具备一定穿越周期的能力。1) 2008 年美国金融危机期间，美国人均 GDP 同比下滑 0.8%，而宠物行业市场规模则录得 4.9% 的同比增速；2) 2020 年新冠疫情影响下美国人均 GDP 及 GDP 分别同比下滑 3.1%、2.8%。而宠物行业则表现突出，2020 年市场规模高达 1036 亿美元，同比增长 6.7%。且其在新冠肺炎疫情过后迅速反弹。2021 年、2022 年市场规模分别为 1236、1368 亿美元，分别录得 19.3%、10.7% 的同比高增速。

图表23：以美国宠物行业发展及 GDP、人均 GDP 增长为例，宠物行业具备一定穿越经济周期的能力



注：2018 年及之后 APPA 的数据计算口径发生变化

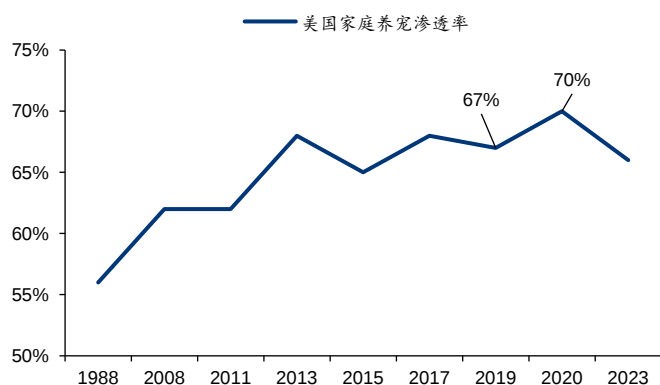
资料来源：APPA、美国经济分析局，华泰研究

图表24：2021年/2022年美国宠物市场规模分别为1236/1368亿美元，分别录得19.3%/10.7%的同比高增速


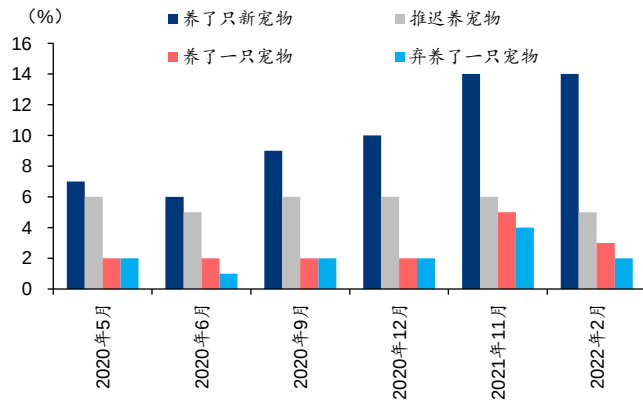
注：2018年及之后的数据计算口径发生变更

资料来源：APPA，华泰研究

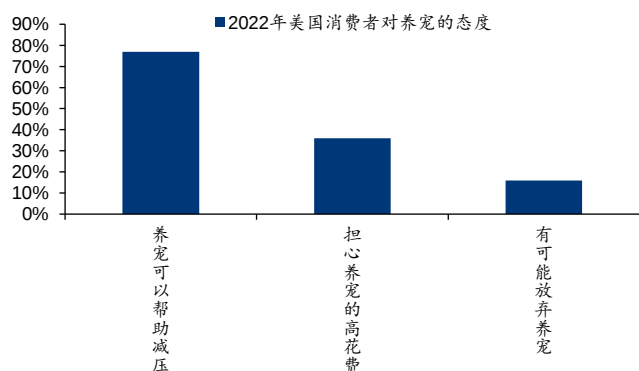
2020年新冠疫情期间内，美国家庭养宠渗透率不降反增，推动宠物食品、用品、药品、活体动物细分市场同步增长。新冠疫情在一定程度上催生了美国人民的养宠需求。一方面人们的居家时间变长；另一方面而养宠可以在某种程度上帮助人们缓解由社交场景减少而带来的消极情绪。据APPA调研数据，2020年美国家庭养宠渗透率提升至70%左右，较2019年提升3.0pct。从2020年5月至2022年2月，新晋宠物主的比例在不断提升。2020年除宠物美容、培训等宠物服务市场规模出现同比下滑外，其余细分赛道的市场规模均有所提升。2020年宠物食品，宠物诊疗，宠物用品、活体交易及医药市场规模分别为420亿美元、314亿美元、221亿美元，分别同比增长14%、7%、15%。在2022年经济形势依旧走弱的背景下，仍有高达77%的美国消费者表示养宠物可以帮助他们减轻压力。

图表25：2020年美国家庭养宠渗透率上升至70%


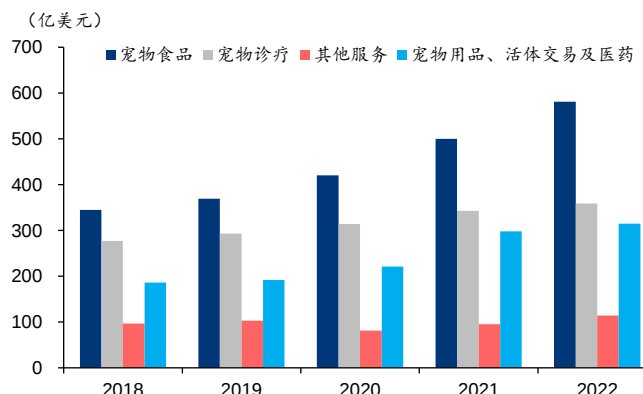
资料来源：APPA，华泰研究

图表26：2020年-2022年，美国新晋宠物主占比有所增长


资料来源：APPA，华泰研究

图表27：2022年有77%的美国消费者认为养宠可以帮助减轻压力


资料来源：APPA，华泰研究

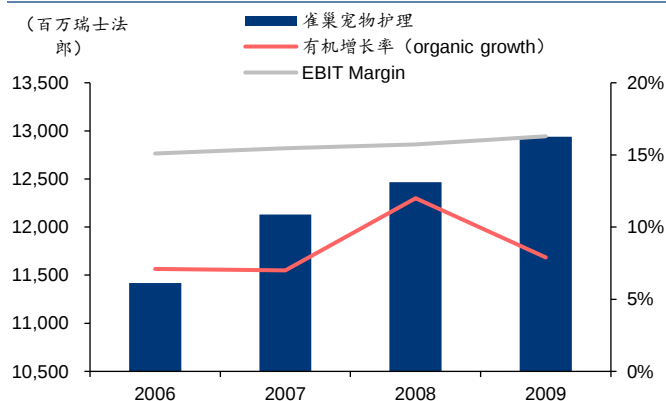
图表28：2020年宠物活体、用品等/宠物食品/宠物诊疗 YoY 15%/14%/7%


注：其他服务包括宠物美容、培训、寄宿、保险、宠物看护/叫醒

资料来源：APPA，华泰研究

2008 年前后美国宠物市场头部品牌、公司表现突出。1) 在 2008 年经济危机前后，美国宠物市场仍具备强劲韧性。头部公司业绩表现突出，且部分企业开始瞄准新兴市场进行国际化布局。2006 年雀巢旗下品牌 Dog Chow、Puppy Chow 销售额首次破 10 亿瑞士法郎；2008 年雀巢旗下 Cat Chow、Fancy Feast、和 ONE 等品牌持续推出 healthy Life、Elegant Medley's、Natural Balance 等新产品，持续丰富高端及超高端产品矩阵。2008 年雀巢宠物板块销售额录得 12% 的有机增长率，息税前利润率也同步提升。玛氏旗下品牌皇家于 2008 年在中国开设工厂、并于 2010 年如期投入使用。2) 在第二个经济下行周期内（2020 年至 2022 年），美国宠物市场已进入成熟期，品牌及公司市场集中度已趋稳。据欧睿数据，2020-2022 年美国宠物市场品牌及公司 CR10 均趋于稳定。其中品牌、公司集中度分别稳定在 40%、77% 左右。

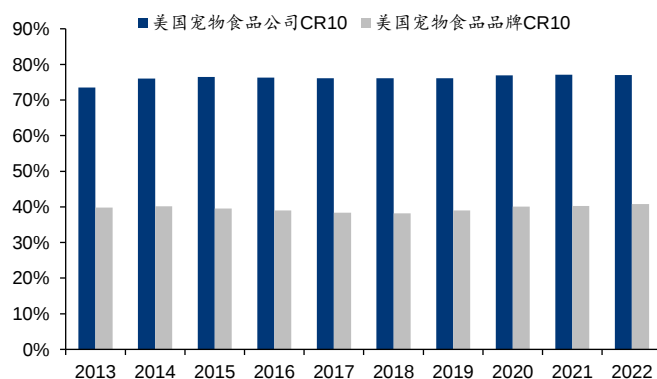
图表29：2008 年雀巢宠物护理板块销售额录得 12% 的有机增长率



资料来源：公司官网，华泰研究

注：有机增长率为公司依托现有资源和业务取得的内生性增长，为所属业务销售额同比增长口径

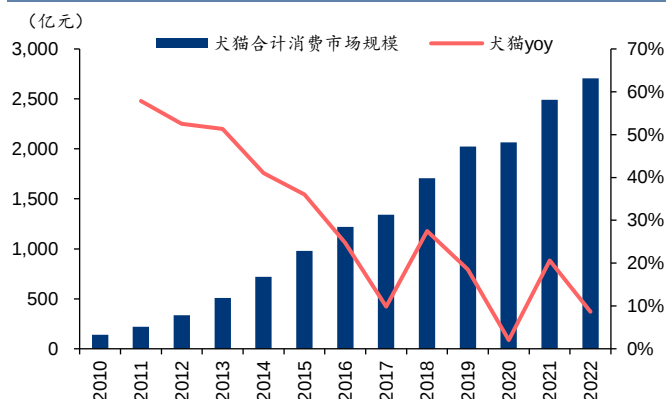
图表30：2022 年美国宠物食品行业集中度趋稳



资料来源：欧睿，华泰研究

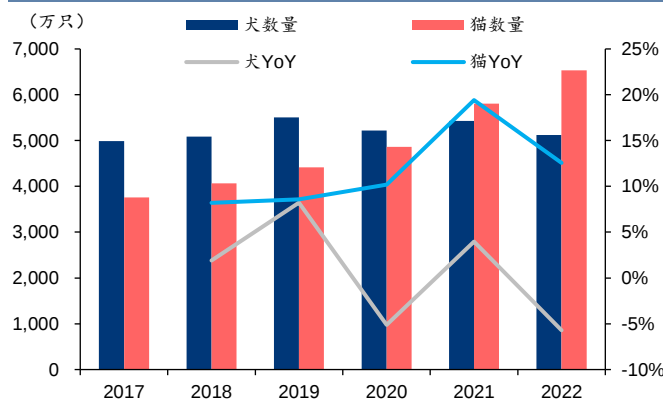
中国市场：宠物行业同样具备一定穿越周期的能力。2020 年我国宠物行业量增带动价涨、宠物医疗板块增长明显。受新冠疫情影响，2020 年我国经济增长承压，人均 GDP 仅录得 2.5% 的同比增速。2021 年、2022 年整体经济发展也偏弱运行。在此特殊时期内我国犬猫市场表现坚挺。2020 年至 2022 年新冠肺炎疫情期间内我国宠物行业市场规模依旧持续扩容。2020 年、2021 年、2022 年我国犬猫市场规模同比增长 2.0%、20.6%、8.7%。1) 量：2020 年犬猫数量同比增长 1.7%。其中犬猫数量出现分化。犬数量同比下滑 5.1%、猫数量同比增长 10.2%。我们认为主要系考虑到狗的卫生问题、狗对住房面积和陪伴时间的要求更高，在特殊时期（居家隔离等）人们更偏好养猫。2) 价：2020 年单宠年均消费支出为 2048 元，同比增长 0.3%。细分具体类目来看，2020 年宠物食品、宠物用品、宠物医疗及宠物服务分别录得 -9.1%、18.6%、38.5%、-23.8% 的同比增速。其中宠物食品受犬猫数量分化（猫食量不如犬）影响同比有所下降；宠物服务板块受居家隔离限制市场规模同比有所下滑，但在 2021 年实现快速反弹；宠物医疗板块市场规模实现高增长，且在 2020 年至 2022 年占比持续提升。

图表31: 2020 年犬猫合计消费市场规模及 YoY



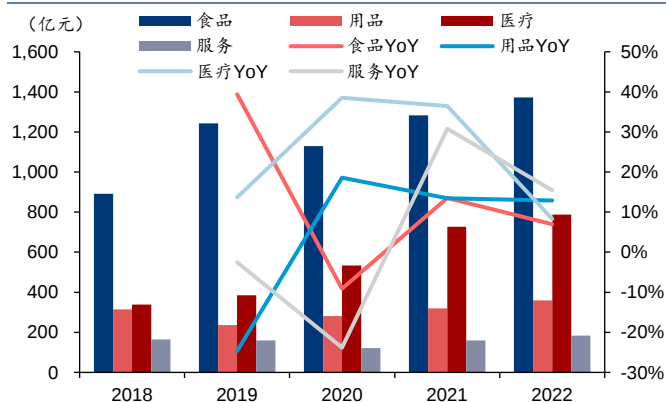
资料来源: 国家统计局, 华泰研究

图表32: 2020 年犬、猫数量 YoY -5.1%、10.2%



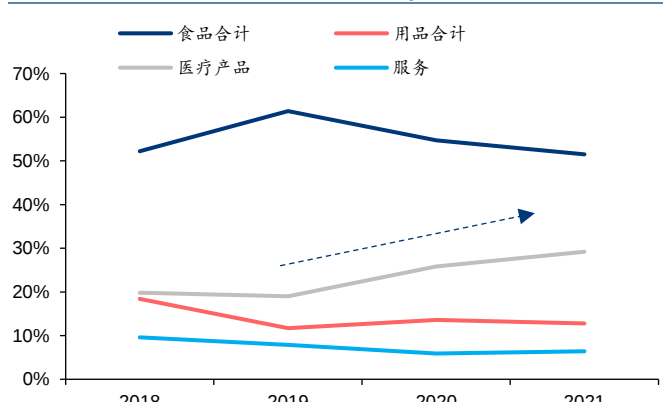
资料来源: 宠物行业白皮书, 华泰研究

图表33: 2020 年宠物医疗板块录得 38.5%的同比高增长



资料来源: 宠物行业白皮书, 华泰研究

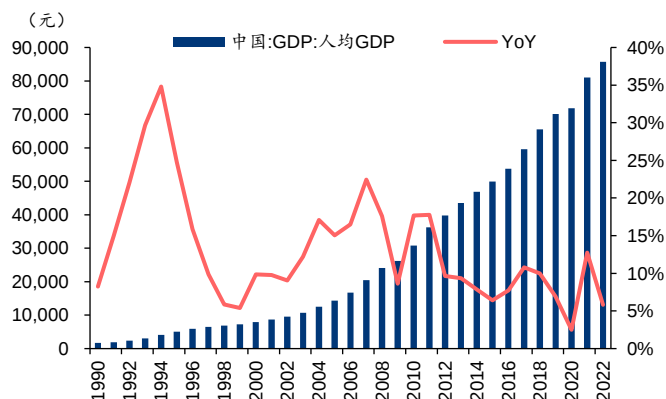
图表34: 2020 年宠物医疗板块占比提升 7pct



资料来源: 宠物行业白皮书, 华泰研究

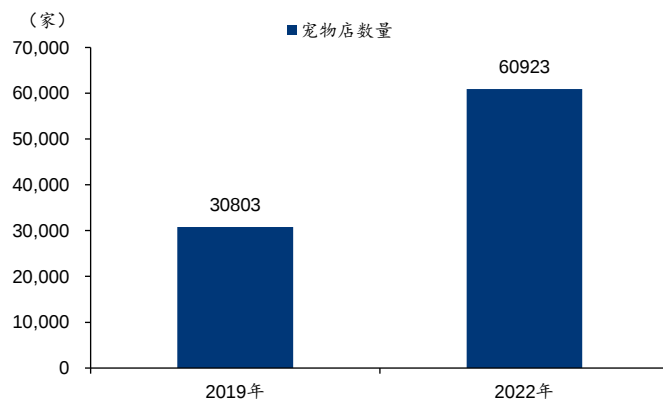
新冠疫情过后, 我国宠物门店数量翻倍。即使是受新冠疫情冲击较大的线下渠道, 2019 年至 2022 年间我国宠物门店数量也实现接近翻倍增长: 2019 年为 30803 家, 2022 年为 60923 家, CAGR 高达 26%。宠物行业更新速度快, 2019 年至 2022 年持续经营的门店仅有 18000 家, 即在此期间内有持续不断的有新兴宠物门店开张。据宠业家数据, 2022 年宠物门店渠道 GMV 同比增长 120%。且作为宠物行业未来景气度的重要衡量指标之一的“奶糕交易额”数据 (奶糕, 只给 8 个月以下的小猫、小狗使用), 在 2023 年以来也出现较大同比增长。未来伴随该部分宠物升级为日粮用户, 我国宠物行业又将收获新一轮成长动能。

图表35: 2022 年人均 GDP 仅录得 2.5%的同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰研究

图表36: 2019-2022 年, 我国宠物门店数量 CAGR 高达 26%



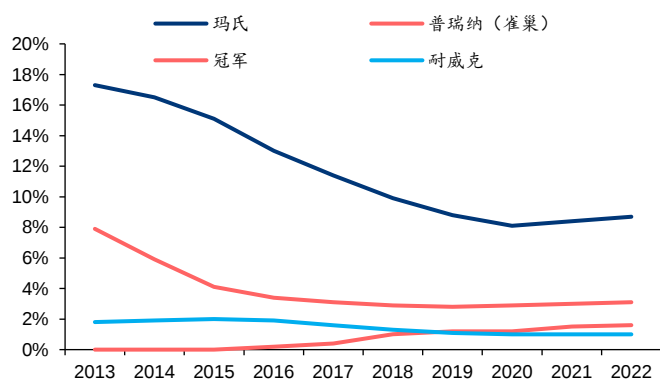
资料来源: 宠业家, 华泰研究

国产品牌强势崛起，产品、渠道、营销等多维发力

伴随我国宠物行业蓬勃发展，宠物食品行业国产替代正当时。在我国宠物行业蓬勃发展的进程中，国产宠物食品品牌、企业也乘行业红利，依靠自身出色的运营能力及研发实力实现崛起。从品牌及公司市占率演绎角度分析，我国宠物食品行业正处于海外品牌、公司势力下降、国内品牌、宠企兴起阶段。

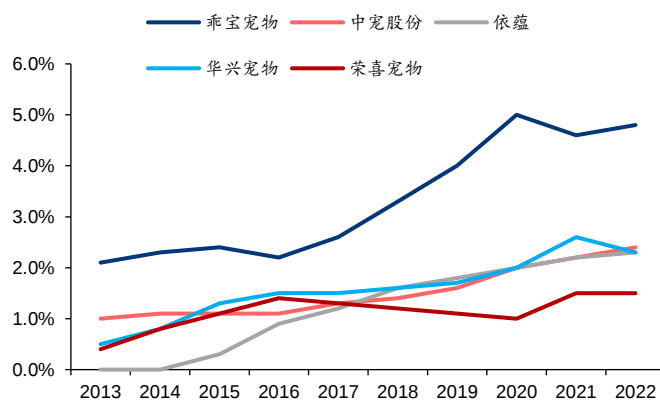
公司层面：海外公司市占率下降，国内宠企发展迅速。国内宠物市场最初由海外公司培育。2013 年之前，中国的宠物食品企业多为外资品牌商的代工企业。海外公司凭借一套成熟稳定的品牌运转逻辑，在相当长的一段时间内在国内市场占据统治地位。但相比国内优质宠企，其决策效率稍弱、且在营销运营方面不够灵活。伴随国内宠物市场的不断扩大，增量宠物主容易被国内宠企旗下新锐国产品牌吸引，国外公司的强势地位也被逐步打破。2013 年至 2022 年，玛氏市占率下降 8.6pct，乖宝宠物、中宠股份等公司市占率分别上升 2.7pct、1.4pct。

图表37：TOP10 宠企内海外宠物食品企业市占率逐步下降



资料来源：欧睿，华泰研究

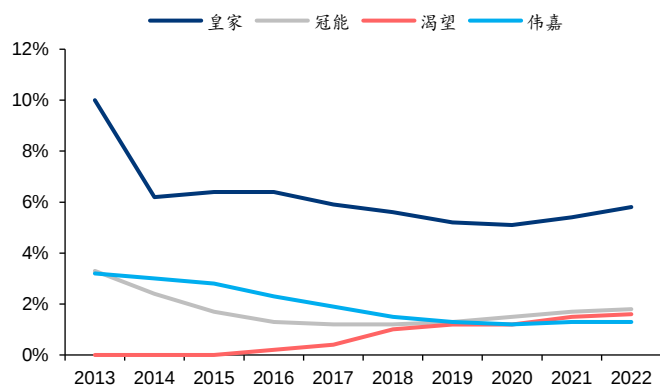
图表38：TOP10 宠企内国内宠物食品企业市占率稳步提升



资料来源：欧睿，华泰研究

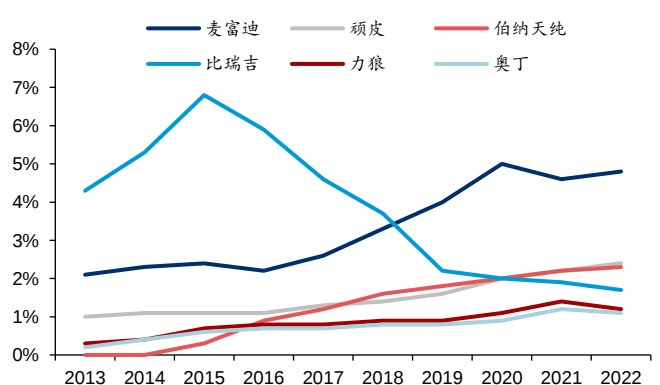
品牌层面：海外品牌市占率下降，国内宠食品品牌市占率提升。品牌市占率表现与公司市占率表现趋同。2013 年至今 TOP10 品牌内国产品牌数由 4 席增至 6 席，且市占率不断提升。2022 年的 TOP10 品牌内，海外品牌共有皇家、冠能、伟嘉、渴望四家。其中皇家、冠能、伟嘉品牌的市占率相比 2013 年分别下滑 4.2pct、1.5pct、1.9pct。渴望品牌以进口品牌、纯肉的扎实原材料等卖点吸引一部分年轻群体，品牌市占率较 2016 提升 1.4pct。国内品牌来看，2022 年的 TOP10 品牌内国内品牌占据六席。除比瑞吉外，其余 5 个国产品牌市占率均有所提升。麦富迪、顽皮的市占率相比 2013 年，提升 2.7pct、1.4pct。受营销端不够灵活制约，比瑞吉无法精准地抓住目前新增宠物主的需求和痛点，市占率下滑严重，相比 2013 年下滑 2.6pct。

图表39：海外宠物食品品牌市占率逐渐下滑



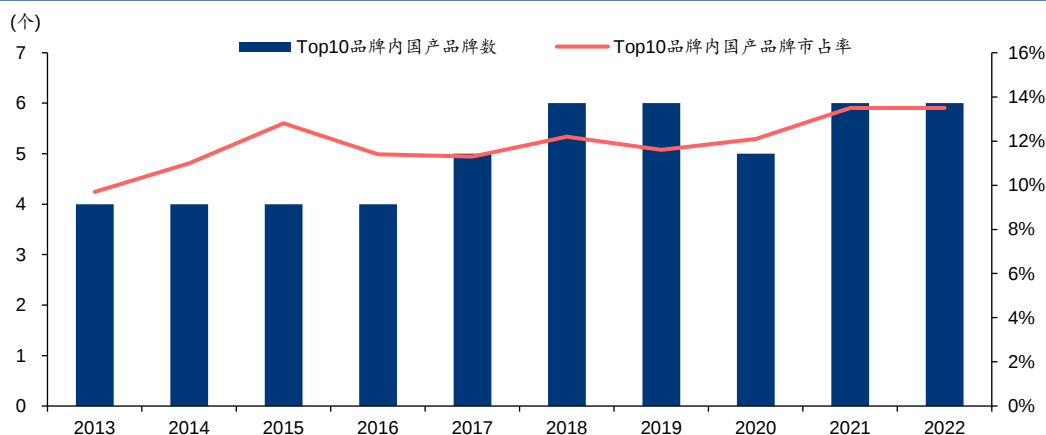
资料来源：欧睿，华泰研究

图表40：国内宠物食品品牌市占率稳步提升



资料来源：欧睿，华泰研究

图表41: TOP10 品牌内国产品牌合计市占率逐步提升



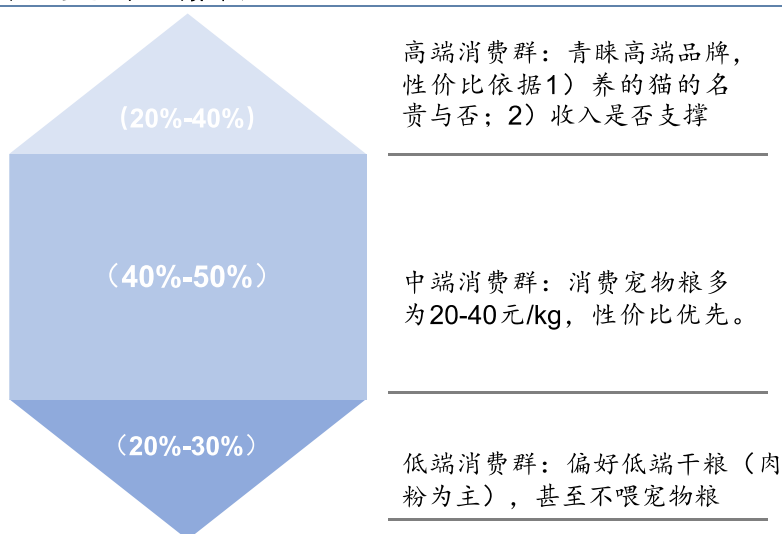
资料来源：欧睿，华泰研究

历史溯因，宠食品牌是如何推进国产替代的？经分析，我们认为国产替代成功的关键在于国产品牌的品牌力的成功塑造，即国内宠企能够真正体察到消费者的核心诉求。历史溯因，我们认为主要围绕以下三点展开：1) 产品策略为核心（卖什么）；2) 渠道力作乘法（在哪里卖）；3) 营销力作辅助（怎么去卖）。在此基础之上，供应链及研发能力作为品牌的发展根基，也为品牌突破“增收不增利”困境、长期比拼的关键。

以高性价比产品切入，利用产品差异化增强用户粘性

聚焦中低端价格带，实现弯道超车。一方面，海外品牌耕耘国内市场多年，通过持续性研发进行市场教育，宠物食品产品形态及配方多由外资引领，不断为市场注入纯冻干粮、风干粮、鲜肉粮等新概念，从而占据高端价格带。国产品牌虽短期难跨越，但在发育初期可先通过中低端价格带切入、随之进行市场教育，再逐步向高端市场延伸的方式进行国产替代。另一方面，中低端消费人群基数更大，国产品牌更契合消费者需求。据我们草根调研所得数据，中国宠物消费者比例呈纺锤型，20%-30%的宠物主低收入消费，甚至不喂宠物粮，40%-50%比例人群为中端消费群，消费宠物粮多为20-40元/kg，性价比优先，20%-40%人群青睐进口品牌，同时也关注性价比。

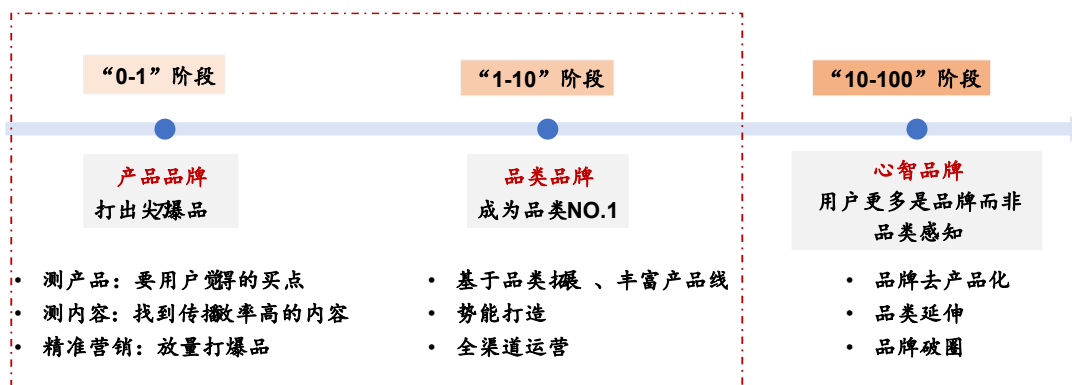
图表42: 中国纺锤型宠物食品消费群体



资料来源：华泰研究

运用产品差异化、打造爆品，产品有卖点。宠物食品的重要消费特点之一，在于使用者与消费者的分离。在此天然属性下，宠物产品概念打造尤为重要，它有助于迅速建立专业品牌形象，帮助品牌实现从“0-1”、“1-10”的跨越。尤其是在中低端价格带内，宠物食品竞争激烈（主粮、零食生产壁垒不高），能够率先做出差异化、进而打造出大单品、爆品的企业也有望迅速抢占市场份额、凸显自身产品优势（不是卖什么产品、是用户想买什么产品）。相比皇家、冠能等海外品牌，国内品牌 1）着力打造冻干及膨化双拼粮、无谷粮等新潮概念引领消费潮流；2）在零食领域贴合宠物消费习惯，灵活进行产品创新。通过研究我们发现，不仅是市占率排名前三的国产品牌（麦富迪、顽皮、伯纳天纯）在打造产品差异化方面有自身独到见解。像帕特、蓝氏、爵宴等新兴品牌也拥有各自卖点，爆品思路初见成效。

图表43：宠物食品品牌建设三阶段，“0-1”；“1-10”；“10-100”。前两阶段对产品差异化要求最高



资料来源：宠物供应链大会，华泰研究

图表44：产品差异化、有亮点（部分品牌列示）

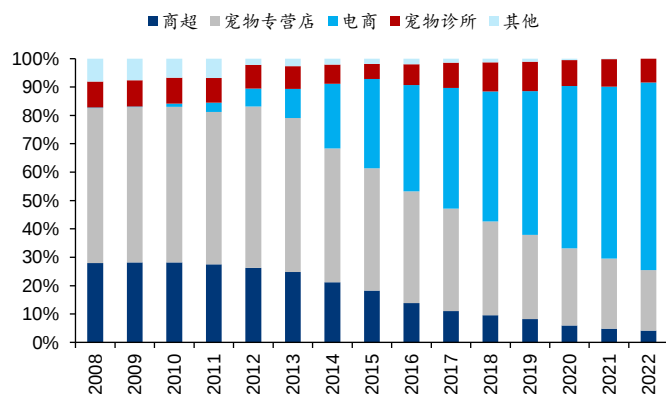
品牌	所属公司	产品卖点	详情描述
麦富迪	乖宝宠物	首创冻干+膨化双拼粮	麦富迪最初以零食切入市场，2015 年迅速调整思路，主推干粮，并对淘系、京东系宠物主画像进行深入研究，首创冻干+膨化双拼粮产品。双拼产品兼备生产易操作性、性价比及宠物适口性、营养配比要求，一经推出便引领市场潮流。
		羊奶肉粒包、宠物月饼等创新零食产品	1) 为避免宠物对牛乳类产品产生应激反应，麦富迪将牛乳更换为安全低敏的羊奶； 2) 鸡肉去乳脂并吸收羊奶，形成羊奶肉粒包（方便宠物舔食）
顽皮	中宠股份	主打鲜粮概念	顽皮品牌走“鲜粮”路线，即产品多为鲜肉添加。中宠股份地处山东烟台，在原材料供应及采购方面有得天独厚的优势：鸡肉供应商的 5 家上市公司（春雪食品等）中有 4 家在烟台，可以满足顽皮“鲜粮”生产的绝对优势。顽皮具备 5 鲜标准（鲜距离、鲜速度、鲜肉标准、鲜营养、鲜厨房）、真正定义鲜肉粮。
伯纳天纯	上海依蕴宠物用品有限公司	无谷、天然粮概念	1) 2013 至 2014 年期间，无谷粮的概念在国内备受关注，伯纳天纯顺应趋势，推出了基础款天然粮“经典系列”，凭借无谷、低敏和天然的产品特点，在市场上引起了热烈反响。 2) 2014 年，伯纳天纯成为无谷天然粮国内分销第一品牌。 3) 2015、2018 年，伯纳天纯又推出了旗舰款天然粮“原始狩猎系列”、“生·鲜系列”天然粮，迅速成为国内中高端市场天然粮品类的领跑者。 4) 对标海外，伯纳天纯以“生命颗粒+无添加”来引领天然食品潮流的海外品牌蓝爵具有相似的发展路径。蓝爵于 2002 年创新提出天然粮概念。2011 至 2014 年美国天然粮市场份额由 11% 提升至 17%，蓝爵市占率也由 23% 提升至 34%，成功塑造其品牌形象。
爵宴	佩蒂股份	鸭肉干。“纯天然、高品质”	1) 鸭肉干为超级单品； 2) 鸭肉甘薯卷产品为千万爆品，2022 年实现约 1500 万的销售额。
帕特	杭州帕特诺尔宠物有限公司	生骨肉配方专家品牌	2020 年下半年，生骨肉概念开始引领市场。相较于冻干零食，冻干生骨肉能够提供肉、脂肪、内脏、骨和其他营养物质的均衡搭配。作为生骨肉配方领域的专家，帕特公司以 8: 1: 1 的生骨肉冻干配方为核心，相继推出生骨肉干粮、冻干和湿粮三大品类。
蓝氏	吉家集团	鸽肉配方，蓝氏乳鸽猫粮	用鸽肉来代替鸡肉，在原材料上进行创新。抓住消费者“一鸽胜九鸡，无鸽不成席”的认知

资料来源：欧睿，各公司官网，华泰研究

渠道及电商红利加成，善用渠道者获得先发优势

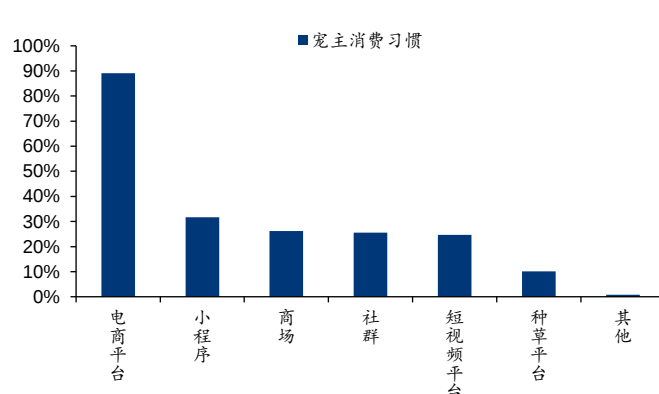
宠主消费习惯向线上转移，电商渐为宠物食品销售渠道主力。渠道本质是有了产品后对消费者的触达、是卖货渠道。即哪里有用户就去哪里卖。在国产宠牌替代进程中，除恰当的产品策略外，渠道力也为不可忽视的因素之一。扎实的产品为基础，充分的渠道力作乘法，可以将品牌影响力持续放大。一方面，欧睿数据库显示，自 2014 年起，电商平台超过宠物专营店成为宠物食品销售第一渠道。直至 2022 年，电商渠道占比仍在持续提升，现以 66.1% 的高占比位居首位，领先第二名宠物专营店渠道 44.8pct。2022 年宠物行业白皮书同样显示，除传统的电商平台外，以小程序所代表的私域流量、以抖音、快手所代表的短视频平台（抖音电商、快手小店）、以及以小红书所代表的种草平台（内设购物平台、直播带货等）同样也是宠主进行宠物食品购买的新兴渠道。另一方面，宠物经济在线上渠道的重要性逐渐攀升。2013 年，头部货架电商如淘宝、京东等陆续上线宠物子站点；2021 年，天猫等头部电商平台平台相继将宠物升级为一级行业；2023Q1 抖音平台宠物行业企业号入驻量、直播次数分别同比增长 105%、171%。头部平台纷纷加注宠物赛道、宠物食品品牌在线上的曝光度提升。

图表45：自 2012 年起，电商平台在宠物食品销售渠道中占比猛增



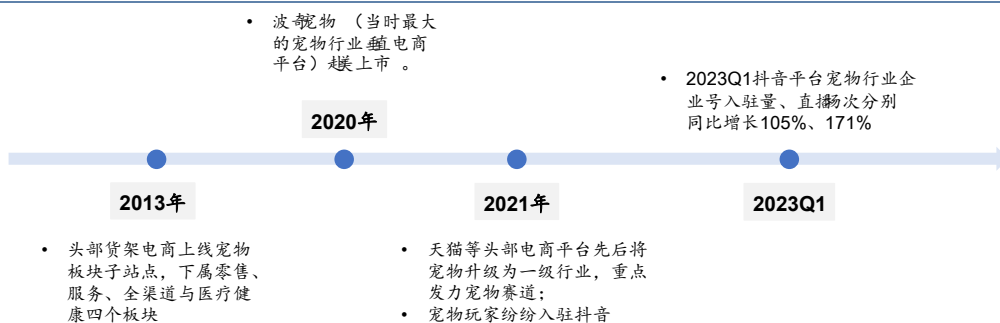
资料来源：欧睿，华泰研究

图表46：私域流量、短视频及种草平台为宠食购买新兴渠道



资料来源：2022 年宠物行业白皮书，华泰研究

图表47：宠物经济在互联网平台作用下实现不断增长

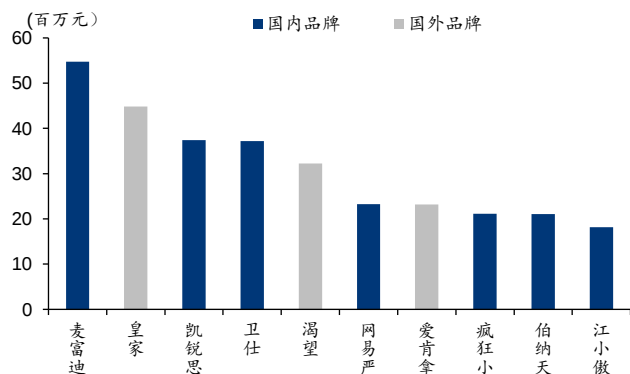


资料来源：巨量引擎，华泰研究

乖宝宠物率先布局，赢得渠道建设先机。乖宝宠物旗下麦富迪品牌最早布局线上渠道，现已谙熟互联网渠道玩法、逐渐站稳脚跟。早在 2015 年时，乖宝宠物就开始在淘系等线上平台对于麦富迪进行主推并给予流量。在 2016 年时，乖宝考虑到未来互联网渠道空间较大，便取消了与金多乐（淘宝代运营）的合同，开始组建自有电商团队。随后公司利用一年至一年半时间的优化物流、订单体系等。在 2017 年，乖宝宠物便招募了互联网运营总监，开始线上线下一分品类、分产品、分包装、分价格，即做出了渠道区隔。此时乖宝也开始加码双十一活动、提高市占率。伴随 2018 年请代言、上综艺等营销活动陆续铺开，麦富迪在淘系、京东就已取得不错成绩。2019 年至 2021 年公司线上直销收入（主要来自天猫平台的麦富迪旗舰店）CAGR 高达 44.92%；公司面向京东自营的线上入仓业务模式 CAGR 也高达 48.9%。据久谦数据，2020 年 1 月至 2022 年 8 月，麦富迪在淘系、京东平台的销售额在国内品牌中位于首位。乖宝宠物对线上渠道运营理解较深，以至于在之后电商渠道变革

（拼多多崛起、抖音起量）时都能押对渠道。2022H1 公司境内主粮销售额大幅增长，主要系境内新销售平台拼多多和抖音的销售额增长显著。此外，公司在抖音、B 站等新兴渠道均有较多获赞数及粉丝数。蝉妈妈数据显示，在 2022 年 3 月至 9 月内时间维度内，麦富迪为抖音电商宠物食品品牌月销排行榜第一。

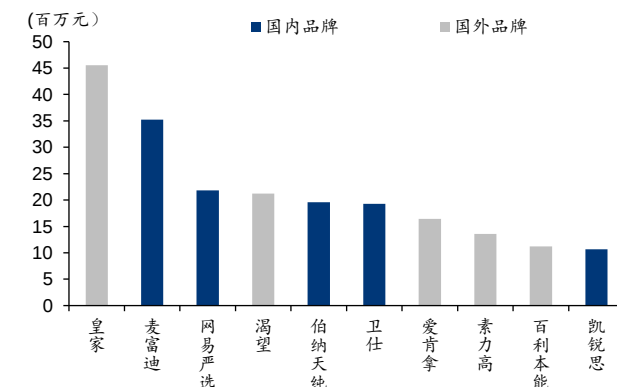
图表48：天猫平台月均销售额排行榜 TOP10，麦富迪居国内品牌首位



资料来源：久谦数据，华泰研究

注：时间维度为 2022M1-2022M8，标蓝色为国产品牌

图表49：京东平台月均销售额排行榜 TOP10，麦富迪居国内品牌首位



资料来源：久谦数据，华泰研究

注：时间维度 2022M1-2022M8，标蓝色为国产品牌

图表50：部分品牌抖音账号表现，麦富迪更懂抖音、B 站等新兴渠道运营

	品牌	抖音号累计获赞数	抖音号粉丝数	B 站粉丝数	视频数
国产品牌	麦富迪	34.3w	36.3w	1.7w	119
	比瑞吉	13.3w	19.6w	-	-
	顽皮	51.9w	18w	192	115
	卫仕	206.8w	106.2w	6806	52
	疯狂的小狗	18.4w	7.4w	26	13
	伯纳天纯	12.7w	13.2w	-	-
海外品牌	冠能	2433	1.5w	-	-
	素力高	16w	7w	1213	4
	皇家、K9、巅峰无官方品牌抖音号	皇家、K9、巅峰无官方 B 站账号			

资料来源：抖音，B 站，华泰研究。统计范围截至 2022 年 12 月 28 日

图表51：2022 年 3 月至 10 月，抖音销售额排行榜内前八名均为国产品牌

排名	品牌	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
1	品牌	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	网易严选
	GMV (万元)	1429.0	1710.1	1949.6	1920.9	1582.6	1775.8	1000-2500	5000-7500
2	品牌	卫仕	卫仕	喵梵思	猫大力	喵梵思	卫仕	喵梵思	喵梵思
	GMV (万元)	793.0	924.2	1039.8	749.2	771.1	827.2	1000-2500	1000-2500
3	猫大力	猫大力	猫大力	卫仕	卫仕	卫仕	喵梵思	诚实一口	麦富迪
4	诚实一口	WoWo	WoWo	猫大力	喵梵思	WoWo	网易严选	网易严选	卫仕
5	喵梵思	喵梵思	喵梵思	伯纳天纯	WoWo	诚实一口	诚实一口	卫仕	伯纳天纯
6	WoWo	WoWo	网易严选	WoWo	诚实一口	俘获	WoWo	猫大力	WoWo
7	伯纳天纯	伯纳天纯	诚实一口	诚实一口	伯纳天纯	它护味	蓝氏	蓝氏	海洋之星
8	阿飞和巴弟	阿飞和巴弟	蓝氏	网易严选	网易严选	伯纳天纯	它护味	WoWo	蓝氏

注：时间范围为 2022 年 3 月至 10 月

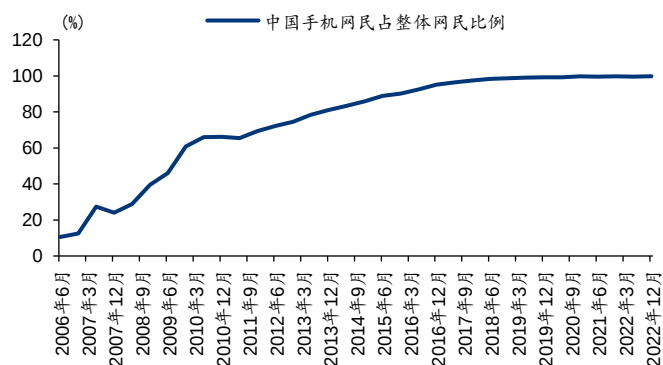
资料来源：蝉妈妈、华泰研究

相比之下，中宠股份及佩蒂股份在渠道建设上面则稍慢一步。1) 中宠股份自 2018 年才刚开始通过电商代运营的方式布局线上渠道。佩蒂股份则于 2018 年 7 月才在杭州成立品牌营销中心，于 2019 年正式全面开启国内市场。而乖宝宠物则早在 2015 年便已着手布局。2) 相较于中宠股份、佩蒂股份，乖宝宠物抓住了电商的部分红利。从智能手机渗透率的角度分析，我国移动互联网在 2016 年之前为快速发展期，中国手机网民渗透率从 2006 年的 12.4% 提升至 2015 年的 90.1%。2016 年至 2019 年则为稳定发展期，渗透率继续提升 6.8pct 至 99.3%。而自进入 2019 年后，移动端网民渗透率维持在 99% 以上，线上红利逐渐消退。等到中宠及佩蒂再准备于 2018 年、2019 年左右着重发力线上时，互联网红利已经逐渐衰退，线上渠道开拓或面临一定挑战。3) 2016 年至 2018 年间内诸多新锐品牌创立，其大多依赖线上渠道经营。即 2019 年及之后线上赛道竞争加剧。

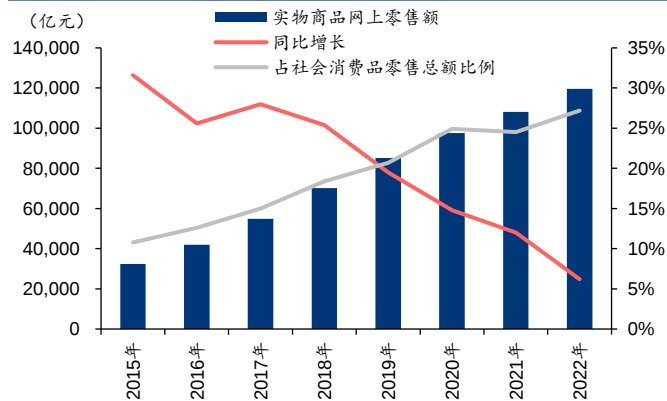
图表 52：中宠股份自 2018 年开始着力布局线上渠道

时间	事件
2017/12/1	以 2700 万元参股美联联合（占比 4.85%）
2018/6/1	以 400 万元收购安徽省硕智科技有限公司，持股 51%
2018/6/7	以 255 万元收购威海好宠电子商务有限公司，持股 51%
2018/6/12	以 400 万元收购南京云吸猫智能科技有限公司，100%持股

资料来源：公司公告，华泰研究

图表 53：2019 年以后移动端网民渗透率逐步趋于饱和


资料来源：中国互联网络信息中心，华泰研究

图表 54：2019 年实物线上零售额同比增长不到 20%，线上红利渐退


注：2013、2014 年数据口径为全国网上零售额，并未区分实物商品、虚拟商品和服务类商品

资料来源：国家统计局，华泰研究

图表55：国内新锐品牌（部分）详细信息，大都于2016年至2018年创立、以线上作为主要销售渠道

品牌名称	所属公司	品牌成立时间	品牌主营	生产方式	渠道选择	发展历程
蓝氏	吉家集团	2009年，近期被吉家集团收购后开始发力	主打猫粮	代工，主要为山东菲亚宠物食品有限公司、部分来自山东汉欧		2010年左右蓝氏与国外品牌合作狗粮，在被吉家集团收购后完全开始本土化生产。
疯狂的小狗	吉家集团	2014年	狗粮、狗零食等	代工及自建工厂均有	主 打 线 上	1) 2014年成立天猫旗舰店；2) 2016年全年销售额破1.1亿元，天猫渠道。与天猫单品销量top1；3) 2017年自建安宽工厂；4) 2019年成立吉家集猫深度绑定品牌；5) 2022年与嘉吉蛋白展开合作；6) 2022年11月，尤妮佳（中国）投资有限公司收购吉家宠物41.85%股权；原创始人崔佳持有目标公司45.34%股权。
网易严选	网易品牌旗下自主电商品牌	2016年	主粮为主，辅助以零食、猫砂等等产品	代工，主要为福贝（代工无谷粮）、汉欧（代工冻干产品）、部分零食产品自产。	主 打 线 上	以猫粮市场为切入点，拥有高性价比、强调肉类高质量特征，属中高端国产宠物粮；2022年9月上线主打中高端宠物市场的子品牌-网易天成
诚实一口	上海简谟生物科技有限公司	2016年	猫粮、狗粮等	代工，主要为辽宁海辰	主 打 线 上	1) 2016年10月，上海简谟生物技术有限公司成立，并开始投入宠物营养及健康研究 2) 2018年10月，诚实一口品牌立项 3) 2020年4月，诚实一口官方旗舰店正式登入驻天猫 4) 2021年3月，诚实一口入驻京东 5) 2021年10月，诚实一口抖音直播上线 6) 2022年11月，诚实一口入驻美团外卖
凯锐思	山东凯锐思动物营养有限公司	2017年	猫狗的主粮、零食、保健品、用品等宠物系列产品	代工，河北南和县	主 打 线 上	1) 2019年，凯锐思进入天猫第一梯队；2) 2020年，凯锐思全年的GMV使其成为线上品牌Top3、店铺Top1；3) 并取得2020年天猫双十一宠物赛道综合第六的成绩。
阿飞和巴弟	天津宽次元宠物用品销售有限公司旗下的宠物食品品牌	2017年	猫主粮为主，猫零食为辅，其余工F4（网易严选、pidan、高爷为猫、狗美容清家、阿飞与巴弟）洁用品；猫、狗玩具等	代工，主要为汉欧代工。汉欧代工F4（网易严选、pidan、高爷为猫、狗美容清家、阿飞与巴弟）	2019年刚上线时首先选天猫赛道，现阶段主要为线上布局	聚焦猫赛道。从猫零食切入，之后转移至猫主粮市场
江小傲	浙江绍兴吉宠商贸有限公司	2017年	猫粮、猫条等。共四款产品	代工，汉欧、福贝、辽宁海辰等知名代工工厂	主 打 线 上	1) 2017年成立，同期上线一系列高肉无谷猫粮；2) 2020年开始在小红书种草
有鱼	哆吉（北京）生物技术有限公司	2018年	主粮、零食、保健品等均有覆盖	代工，主要为汉欧	主 打 线 上	1) 2018年8月，首次亮相亚宠展；2) 2020年11月，双11天猫官方榜单，国产新锐品牌第9，新锐猫粮品牌第1；京东热销第10。3) 2021年5月，召开自有主粮新工厂发布会；4) 2021年9月，举办品牌升级发布会，“轻舒粮”成为品牌战略升级的关键；5) 2023年7月，被复星集团旗下豫园股份收购
鲜朗	浙江绍兴吉宠商贸有限公司	2020年，与江小傲同属一家母公司	猫类产品，主粮为主，湿粮、零食、猫砂等为辅。		主 打 线 上。未来布局全渠道	2017年正式投入研发；2019年产品开始成熟，2020年底鲜朗开发出未来布局一系列不添加任何肉粉的宠物食品。并开始线上销售。母公司旗下除鲜朗、江小傲外，还有汪爸爸、纯福品牌

资料来源：公司官网，宠业家，宠物品牌圈，华泰研究

营销端灵活投流，五大方式多渠道吸睛

营销核心解决的是品牌怎么去卖的问题，是去辅助建立用户和品牌间的信任桥梁。成功的品牌概念的打造离不开多元营销推广，二者相辅相成。从展示及推广方式维度出发，我们将宠物食品品牌营销分为品牌视觉设计、泛娱乐化品牌营销，多元线上平台推广，自建IP打造联名，线下活动参与五大类。

1) 品牌外包装吸睛，宠主为情绪价值消费。品牌通过产品外包装来为消费者（90后、95后，新型宠物主&增量消费者）创造出新潮、有趣等直接情感刺激，也是促进消费者购买、培养品牌忠诚度的另一方式。我们将宠物品牌外包装设计分为基础派（主打品牌、极简）、专业派（主打自身卖点）、年轻派（主打品牌形象、有趣）三类。其中基础派本身风格较为高级，但品牌较为简约，在视觉上缺乏一定吸引力；现阶段国产品牌多以后两者主导，更具品牌张力、更易吸睛。

图表56：我们将产品外包装设计分为基础派、专业派、年轻派三类，国产品牌多以后两者为主导，更易吸睛


资料来源：公司官网，华泰研究

2) 泛娱乐化营销瞄准潜在年轻群体，将文娱 IP 流量优势转化为品牌高认知度。品牌通过请明星代言人冠名、与明星代言人在纪录片、综艺、影视剧、手游、海外真人秀等节目展开合作等方式，实现品牌快速植入，提升品牌影响力。

图表57：部分品牌代言人体系

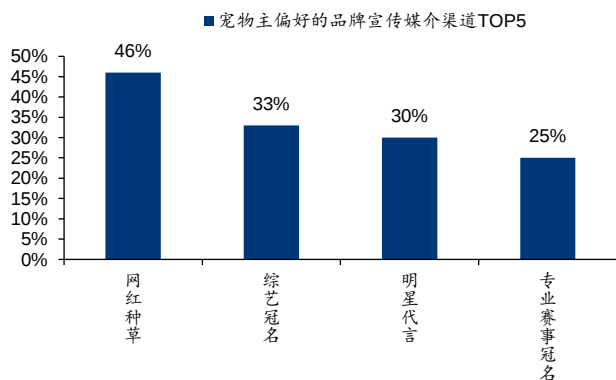

资料来源：各公司官网，华泰研究

图表58：宠物品牌（部分）所展开的综艺、电视剧、手游、电影等合作

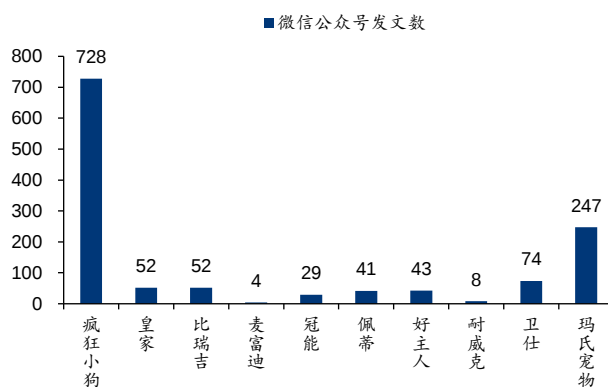
品牌	综艺/电视剧冠名
麦富迪	综艺节目： CCTV-3《你好生活》、湖南卫视《向往的生活》和《朋友请听好》、北京卫视《上新了·故宫》、浙江卫视《中国好声音》、江苏卫视《我们的乐队》、腾讯视频《忘不了餐厅》、腾讯视频《家有恶猫2》（独家冠名播出的原创宠物观察纪实节目） 电视剧： 《三十而已》、《爱上特种兵》、《加油你是最棒的》、《二十不惑》等影视剧集 手游： 《小森生活》等
Wanpy 顽皮	综艺节目： 赞助爱奇艺一档独居生活治愈系观察综艺《我要这样生活》
疯狂的小狗	电影： 美国动画《汪汪队立大功》、《营救汪星人》、《日常幻想指南》

资料来源：天猫、华泰研究

3) 多元线上平台推广，公域+私域形成线上用户矩阵。品牌可在天猫、京东、拼多多等电商平台，微信公众号、微博、小红书、b 站、抖音、快手等内容平台，通过 banner、开屏广告、信息流广告等形式在线上触达潜在用户。并与 b 站、抖音、快手、小红书等平台 KOL 进行内容合作，以软文种草、日常广告、直播等形式推广产品。CBNData 显示，网红种草为宠物主偏好的媒介渠道 TOP1。

图表59：网红种草为宠物主偏好渠道 TOP1


资料来源：2021 年 4 月 CBNData 调研数据 (N=1280)，华泰研究

图表60：各品牌微信公众号（截至 2020 年 11 月 28 日）


资料来源：微信公众号，华泰研究

4) 自有 IP 助力品牌形象传播 打造联名产品，建立情感联结。产品同质化背景下，各品牌纷纷推出自有 IP 形象拟人化来强化品牌在消费者心中的形象。卫仕于 2022 年 8 月推出“橘院长”，以橘猫为原型，赋予其友爱又专业的“宠物营养师”人设。此外还有宋潮御宠推出的国风“聘猫司礼”、豆柴推出的谐音版豆格 (DOGE)、柴特 (CATY) 等。在自建 IP 后，品牌纷纷基于萌宠形象及自身粉丝圈层，借助 IP 与综艺节目、电影、手游等文娱 IP 打造联名产品。

图表61：各大宠物品牌自有 IP 示例（部分）


资料来源：公司官网，微信公众号，华泰研究

图表62：部分宠物食品品牌与IP联名产品

品牌	联名产品
麦富迪	与《上新了·故宫》、《朋友请听好》等热门综艺、《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。
Wanpy 顽皮	INXX 官方旗舰店×Wanpy 顽皮旗舰店联名宠物卫衣
ZEAL	与爱马仕合作设计师 FX Balléry 合作，推出了宠爱联名系列产品——毛孩子宠食碗+人用马克杯
伯纳天纯	伯纳天纯联名哈喽单车，推出七夕撒狗粮活动
阿飞和巴弟	联名中国首部导盲犬主题电影《小Q》，推出买产品送电影票活动。
疯狂小狗	1) 于2018年双十一期间与电视剧《神犬小七》推出联名产品“冻干双拼粮” 2) 疯狂小狗联名天猫宠物，推出爱心云养宠计划 3) 与同道大叔联名，推出系列原生内容
卫仕	卫仕联合超级猩猩，推出“我健身养你啊喵”话题活动，赢帆布袋、贴纸等联名周边

资料来源：顽皮官方公众号，疯狂小狗公众号，华泰研究

5) 线下活动增强人宠互动，体验感增强。除线上营销运营外，线下活动如潮酷联展、线下萌宠体验店、喜剧秀、线下萌宠社交沙龙等方式，可以作为线上营销补充，增强人宠互动，丰富品牌形象。

图表63：顽皮、伯纳天纯、疯狂的小狗等品牌均积极举办线下活动



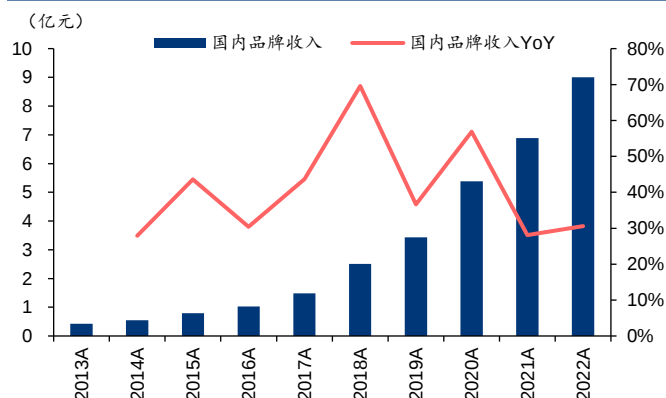
资料来源：顽皮官方公众号，疯狂小狗公众号，华泰研究

从国产品牌现状出发，寻找几个深层问题的答案

一、国产品牌崛起困境：增收不增利，魔咒如何打破？

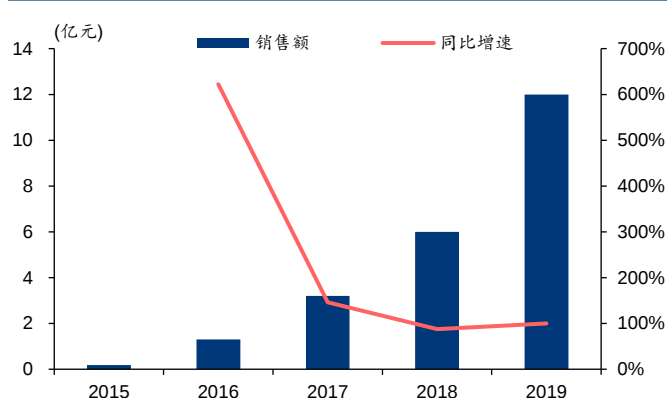
国内品牌尚未形成充分品牌溢价、叠加营销费用高企，利润空间被压缩。从前述历史原因复盘我们可知，产品端卡位中低端价格带弯道超车，渠道端早期布局收割电商红利，叠加营销端高投入抢占用户心智。以上路径帮助国产品牌快速崛起、在营业收入方面快速起量。但国产宠物食品赛道中低端意味着品牌溢价能力较弱，持续激烈竞争的宠物食品赛道所带来的企业不得不投入更高的营销费用来提高市占率。即，国内品牌崛起过程中存在“增收不增利”的困境。2022年中宠股份国内品牌收入高达9亿元、但仍未实现盈利。

图表64：2022年中宠股份国内营收高达9亿规模



资料来源：公司公告，华泰研究

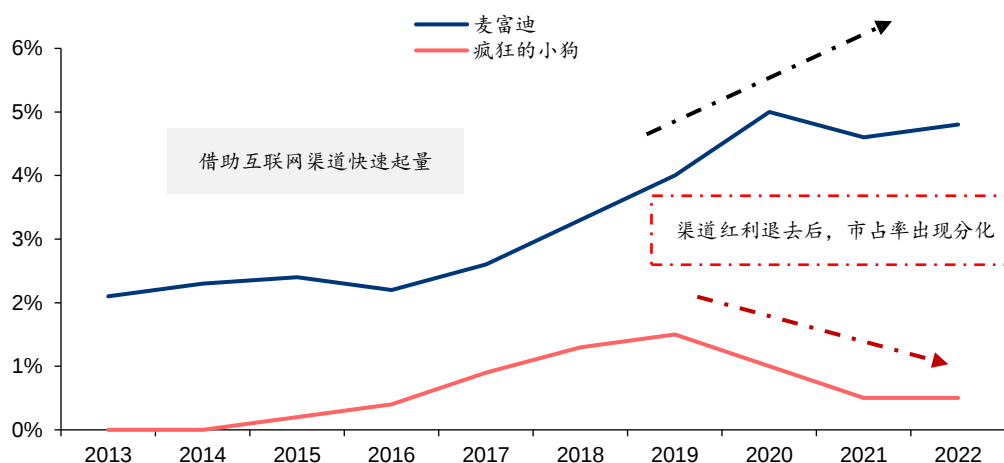
图表65：2019年疯狂的小狗销售额高达12亿元



资料来源：公司官网，华泰研究

麦富迪 vs 疯狂的小狗：同样借助渠道起量，红利期过后品牌出现分化，疯狂的小狗魔咒应验、麦富迪实现突围。我们将2013年至2019年视作电商渠道的蜜月期，自2019年后电商红利存在消退趋势（移动互联网占整体网民比例99%及以上）。在前一过程中麦富迪、疯狂的小狗借助自身渠道端优势，迅速成为市占率提升幅度前三大品牌，分别提升1.9pct、1.5pct。疯狂的小狗于2016年7月销售额破亿，2019年销售额高达12亿。但受营销端费用高企、用户粘性弱、品牌溢价能力低等等因素制约，疯狂的小狗在2019年后电商红利消退时深陷泥潭，市占率下滑严重。2019年至2022年，疯狂的小狗市占率下滑1.0pct（下滑幅度TOP1），而麦富迪则通过稳定的供应链及研发能力向上延伸、实现突围。2019年至2022年麦富迪市占率上升0.8pct（上升幅度TOP1），成为国内市场仅次于皇家的第二大品牌。2022年乖宝宠物自有品牌营业收入高达20.4亿元、录得52.8%的同比高增速，占比高达60%。2022年公司整体归母净利润也有大幅提升，实现2.67亿元，同比增长90.25%。

图表66：2019年时，麦富迪成功实现突围、疯狂的小狗市占率下降



资料来源：欧睿，华泰研究

图表67：疯狂的小狗发展历程

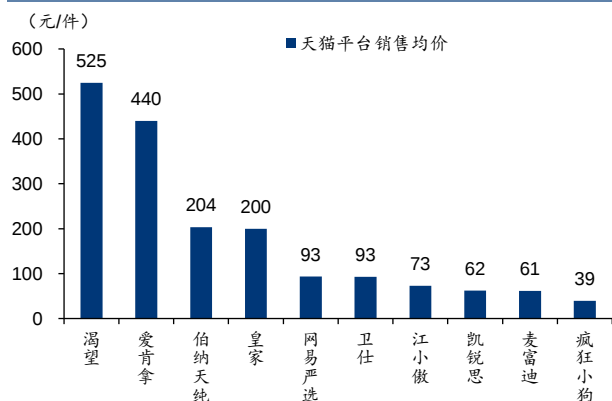


资料来源：疯狂的小狗官网，华泰研究

突围核心要素：供应链及研发为核心，品牌需具备向上延伸能力、进而获得溢价空间。

1) 产品侧：麦富迪定位中端，均价为 61 元/件；于 2019 年推出弗列加特高端系列，主打全价高肉天然粮，鲜肉高达 70%，用鲜肉代替肉粉，不添加防腐剂。品牌具备一定向上延伸空间。而疯狂的小狗定位低端，目标客群消费粘性低。消费者容易被更具性价比的品牌如力狼、奥丁等吸引。以“鸭肉梨系列”犬主粮为例，三品牌对应产品同属于 15 元/kg-20 元/kg 价格带，但力狼、奥丁均为鲜肉添加，更具性价比。2013 年至 2022 年期间，力狼、奥丁市占率均上升 0.9pct。2) 生产侧：麦富迪品牌多为自有工厂生产。其母公司乖宝宠物最初以宠物零食 OEM/ODM 业务起家，供应链成熟且稳定。疯狂的小狗则为纯互联网品牌，起初为外部代工厂生产、后续逐步（2017 年）建立自有工厂。3) 研发侧：麦富迪品牌旗下产品系列更迭快，研发能力强，可以及时捕捉市场变化、精准满足宠物主需求。其母公司乖宝宠物的研发中心创建于 2007 年、历经十几年发展，现已在泰国设立研发分中心。而疯狂的小狗品牌母公司吉家集团则于 2018 年建立自身研发中心，较乖宝宠物晚了 11 年时间。

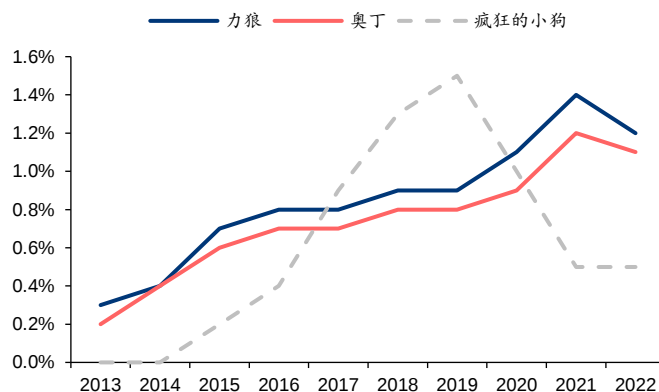
图表68：天猫销售额 TOP10 品牌内，疯狂小狗天猫销售均价处低位



资料来源：久谦数据，华泰研究

注：时间维度为 2022 年 1 月至 2022 年 8 月

图表69：力狼、奥丁宠食品品牌市占率上升，抢占疯狂的小狗份额



资料来源：欧睿，华泰研究

图表70：相同价格带内，力狼、奥丁均为鲜肉添加，更具性价比

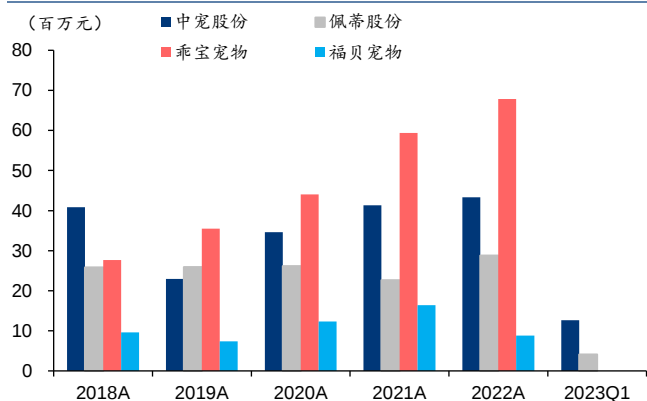
产品名称	价格 (元/kg)	配料
疯狂的小狗 【鸭肉梨清火淡泪痕】全价狗粮	21.9	鸭肉粉 (27%)、鸡肉粉 (12%)、鲜鸭肉 (9%) 等
力狼 【鲜肉小分子鸭肉梨+风干生骨肉粒】成犬粮	18.6	鲜鸭肉、鸭水解液 (酶解鲜鸭肉)、鸭肉粉等
奥丁 【鸭肉梨缓解泪痕】冻干 6 拼鸭肉梨+牛肉狗粮	22.4	鲜鸭肉 (20%)、鲜鸡肉 (16%)、鸭肉粉、鸡肉粉、鲜牛肉 (3%) 等

资料来源：各品牌天猫旗舰店，华泰研究

二、国产品牌替代潜在空间：2022 年主粮市场约有 53% 空间待渗透

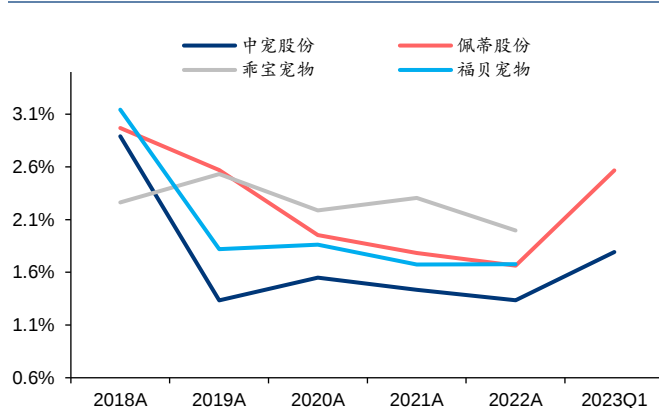
未来发力落脚点：研发为基，头部企业更注重研发投入、进而引领市场革新。复盘海外，我们认为优质的产品力为品牌立足之本、研发能力提供后续成长动能。玛氏、雀巢等海外龙头均拥有自身宠物营养研究中心。其中玛氏旗下的宠物护理的全球研发中心，威豪宠物营养研究中心，为全球宠物营养研究领域权威。现已成立 60 多年，与全球 20 多个国家的兽医大学和营养研究所展开合作，目前已发表 1700 篇著作。国内优质企业如中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物也通过持续投入研发以进行市场引领。2022 年，乖宝、中宠、佩蒂研发费用分别为 67.9、43.4、28.8 百万元，对应研发费用率分别为 2.0%、1.3%、1.7%。其中乖宝研发支出及费用率处于高位，主要围绕宠物食品加工新工艺、新配方展开。并相继开发出弗列加特高肉猫粮系列、弗列加特全价冻干猫粮系列等高端产品，产品研发灵活、更新速度快。2022 年中宠股份研发人员增长至 166 人，同比增长 17.7%。研发人员数量占比为 5.2%，相比去年提升 0.61pct。研发项目主要围绕宠物膨化主粮、宠物湿粮产品、宠物健康及营养配方研究及开发展开。佩蒂股份注重研发投入，2022 年研发人员则为 168 人，同比增长 3.7%；2023Q1 研发费用率高达 2.6%，处行业内较高水平：主要围绕宠物零食、鲜肉风干粮、幼猫主粮等产品生产工艺及技术展开。明星产品咬胶引领行业内几代创新（第一代纯畜皮咬胶、植物咬胶；第五代纯植物畜皮混合咬胶），现已成为细分赛道上的龙头企业。

图表71: 龙头宠物企业研发费用



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表72: 龙头宠物企业研发费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

对比国外品牌, 找到其自身痛点并进行弯道超车或为关键。国外品牌在宠物营养学领域研究多年, 研发方面具备较大优势。国内宠物企业在发力研发的同时或将可以从国外品牌天然劣势出发进行赶超。进口粮在海外工厂生产、加工后运至海关、再经海运运至中国大陆, 经过海关检验、分销、售卖、运送至消费者手中需要时间较长。对应现有宠物粮保质期均较长, 为1年至2年左右。保质期长对应更多食品添加剂, 或将带来更多不确定性。国内宠物食品在此方面具备时间上的较大优势, 可以为宠物提供一手的新鲜粮。即, 类比牛奶内的“短保低温奶”思路, 国内宠物食品或可通过压缩保质期, 为宠物提供短保新鲜粮来实现对海外品牌的弯道超车。

分品类: 2022年主粮市场国产品牌潜在替代空间约为505亿元。分品类来看, 在零食及营养品领域, 国内品牌处于领先地位、可替代空间有限。据2022年宠物行业白皮书数据, 在零食与营养品领域, 品牌使用率Top20中, 中国品牌已实现反超、占据主导地位。主粮为高频刚需, 在宠物食品板块内占比较高, 国产品牌仍具备一定渗透空间。据白皮书数据, 我们测算得出2021年、2022年犬主粮市场规模约为489、493亿元。2021年犬主粮市场内, 只购买国产品牌、只购买国外品牌、没有明确的品牌偏好(国内国外品牌均购买过)、其他的消费者占比分别为24.1%、11.6%、49.1%、15.2%。我们认为没有明确的品牌偏好及其他为未来国产品牌可发力空间, 二者合计占比为64.3%。考虑到在不同品牌偏好内用户购买力分布不均, 我们采用加权的思想对比例进行相应调整, 具体如下: 我们以“只购买国产品牌”为基准(权重为1), 考虑到国外品牌普遍位于中高价格带、国产品牌普遍位于中低价格带, 我们以渴望、爱肯拿作为国外品牌代表、麦富迪作为国产品牌代表。以电商平台内, 渴望、爱肯拿; 麦富迪主流商品的单价均价作为衡量指标, 测算出犬、猫主粮内国外品牌单价为国内品牌的2.94倍、2.28倍, 因此分别给予犬、猫“只够买国外品牌”权重2.94、2.28。给予“没有明确的品牌偏好”权重1.97、1.64(介于只购买国产品牌、只购买国外品牌之间)。另外“其他”消费者群体中可能存在大量长尾客户, 我们推测平均消费金额可能低于“只购买国产品牌”, 因此给予权重0.8。重新加权计算后, 我们再对相应比例进行综合归一化处理, 经调整后的2021年、2022年犬市场可替代比例分别为65.2%、55.0%。对应可替代空间为319亿元、271亿元。按同样逻辑, 我们测算出2021年、2022年猫主粮市场内国产品牌可替代空间为39.8%、50.7%, 对应市场规模为161亿元、234亿元。即2021年、2022年犬猫市场可替代市场空间可达480、505亿元, 占犬猫整体主粮市场比例分别为53.8%、52.9%。我们宠物行业正处于快速发展期, 预计未来犬猫市场国产品牌仍有较大可替代空间。

图表73： 2018年至2022年我国犬市场分品类占比及市场规模

	细分品类	2018	2019	2020	2021	2022
食品	主粮	380	473	413	489	493
	主粮占比	36.0%	38.0%	35.0%	34.2%	33.4%
	零食	117	244	200	202	193
	零食占比	11.1%	19.6%	16.9%	14.1%	13.1%
	营养品	16	31	11	24	30
	营养品占比	1.5%	2.5%	0.9%	1.7%	2.0%
	食品合计	513	748	624	715	715
	食品占比	48.6%	60.1%	52.8%	50.0%	48.5%
用品	用品	193	137	156	164	189
	用品占比	18.3%	11.0%	13.2%	11.5%	12.8%
医疗	药品	56	119	125	144	159
	药品占比	5.3%	9.6%	10.6%	10.1%	10.8%
	诊疗	159	117	183	203	186
	诊疗占比	15.1%	9.4%	15.5%	14.2%	12.6%
	疫苗	0	0	0	39	41
	疫苗占比	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	2.8%
	体检	0	0	0	40	41
	体检占比	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	2.8%
	医疗合计	215	236	308	426	428
	医疗占比	20.4%	19.0%	26.1%	29.8%	29.0%
服务	洗美	107	93	65	89	102
	洗美占比	10.1%	7.5%	5.5%	6.2%	6.9%
	训练	10	7	11	19	15
	训练占比	0.9%	0.6%	0.9%	1.3%	1.0%
	寄养	18	22	20	11	15
	寄养占比	1.7%	1.8%	1.7%	0.8%	1.0%
	保险	0	0	0	9	10
	保险占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%
	服务合计	134	123	96	127	142
	服务占比	12.7%	9.9%	8.1%	8.9%	9.6%
规模合计		1056	1244	1181	1430	1475
占比合计		100%	100%	100%	100%	100%

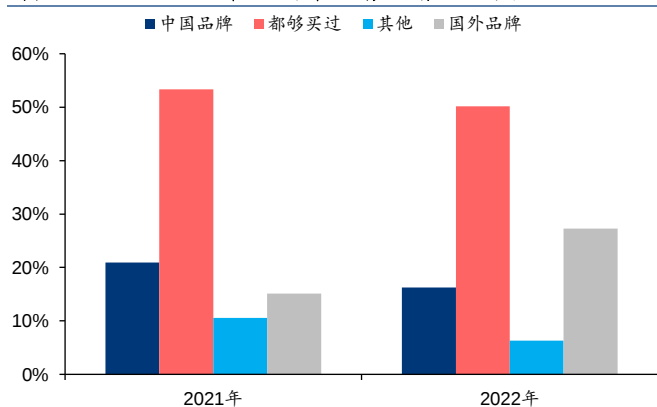
资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

图表74：2018年至2022年我国猫市场分品类占比及市场规模

	细分品类	2018	2019	2020	2021	2022
食品	主粮	289	324	327	404	462
	主粮占比	44.3%	41.6%	37.0%	38.1%	37.5%
	零食	79	149	169	145	167
	零食占比	12.1%	19.1%	19.1%	13.7%	13.6%
	营养品	10	20	10	22	28
	营养品占比	1.5%	2.5%	1.1%	2.1%	2.3%
	食品合计	378	493	506	571	657
	食品占比	57.9%	63.2%	57.2%	53.9%	53.4%
用品	用品	121	101	126	156	171
	用品占比	18.6%	12.9%	14.2%	14.7%	13.9%
医疗	药品	29	63	72	80	96
	药品占比	4.5%	8.1%	8.2%	7.5%	7.8%
	诊疗	94	86	152	161	187
	诊疗占比	14.4%	11.0%	17.2%	15.2%	15.2%
	疫苗	0	0	0	27	34
	疫苗占比	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	2.8%
	体检	0	0	0	36	42
	体检占比	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	3.4%
	医疗合计	123	149	225	303	359
	医疗占比	18.9%	19.1%	25.4%	28.6%	29.2%
服务	洗美	20	25	20	21	30
	洗美占比	3.1%	3.2%	2.3%	2.0%	2.4%
	训练	3	2	1	0	0
	训练占比	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
	寄养	7	11	6	3	5
	寄养占比	1.1%	1.4%	0.7%	0.3%	0.4%
	保险	0	0	0	5	9
	保险占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%
	服务合计	30.0	37.4	27.4	29.7	43.1
	服务占比	4.6%	4.8%	3.1%	2.8%	3.5%
规模合计		652	780	884	1060	1231
占比合计		100%	100%	100%	100%	100%

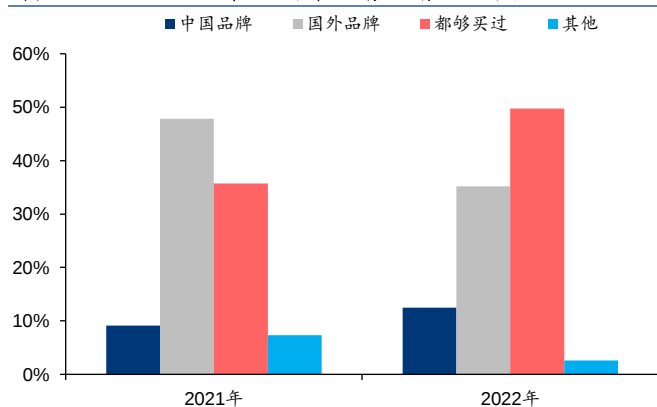
资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

图表75：2021、2022年犬主粮市场国产可替代比例为63.9%、56.5%



资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

图表76：2021、2022年猫主粮市场国产可替代比例为43.0%、52.3%



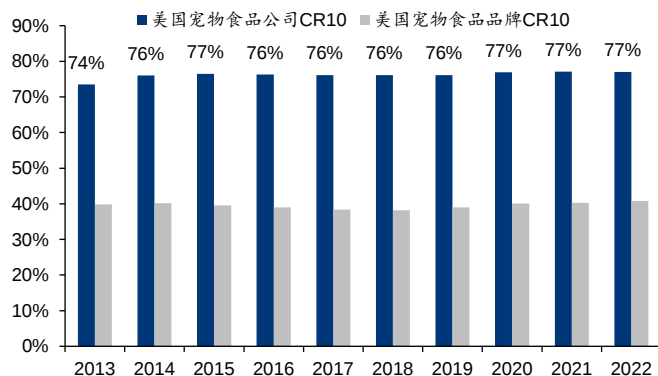
资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

三、国内宠企成长思考：多品牌运营 or 单一品牌独大？

单品牌天花板往往受限，美国、日本宠物市场公司集中度均远高于品牌。对标海外成熟的美国、日本市场我们发现，1) 品牌由于市场定位（大众品牌、中高端、超高端）、卖点（膨化粮、处方粮等）、适用对象（犬、猫）等不同，天然分散，单一品牌市占率具备一定天花板。据欧睿数据，美日市场品牌天花板可达8%~12%，而公司天花板高达20%~27%。美国TOP1品牌蓝爵、TOP1公司雀巢2022年市占率分别为8.0%、27.3%；日本TOP1品

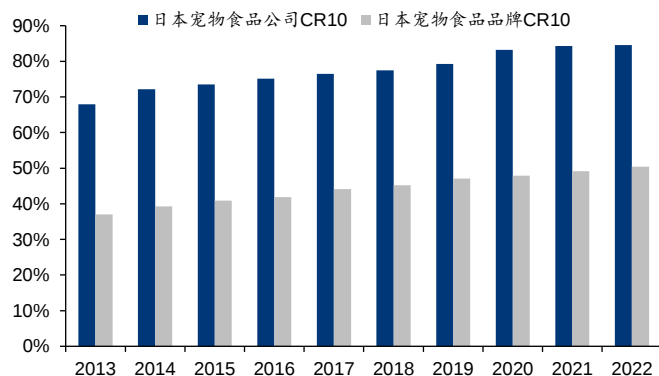
牌Ciao、TOP1公司玛氏2022年市占率分别为11.9%、20.2%。2) 头部宠物企业往往通过构建自身丰富的品牌矩阵来提升产业地位，进而使得公司层面集中度远高于品牌。2020年至2022年，美国、日本宠物食品企业CR10分别稳定在77%、84%左右，而品牌CR10仅为40%、50%左右。

图表77：2020年至2022年美国宠食公司/品牌CR10 77%/40%左右



资料来源：欧睿，华泰研究

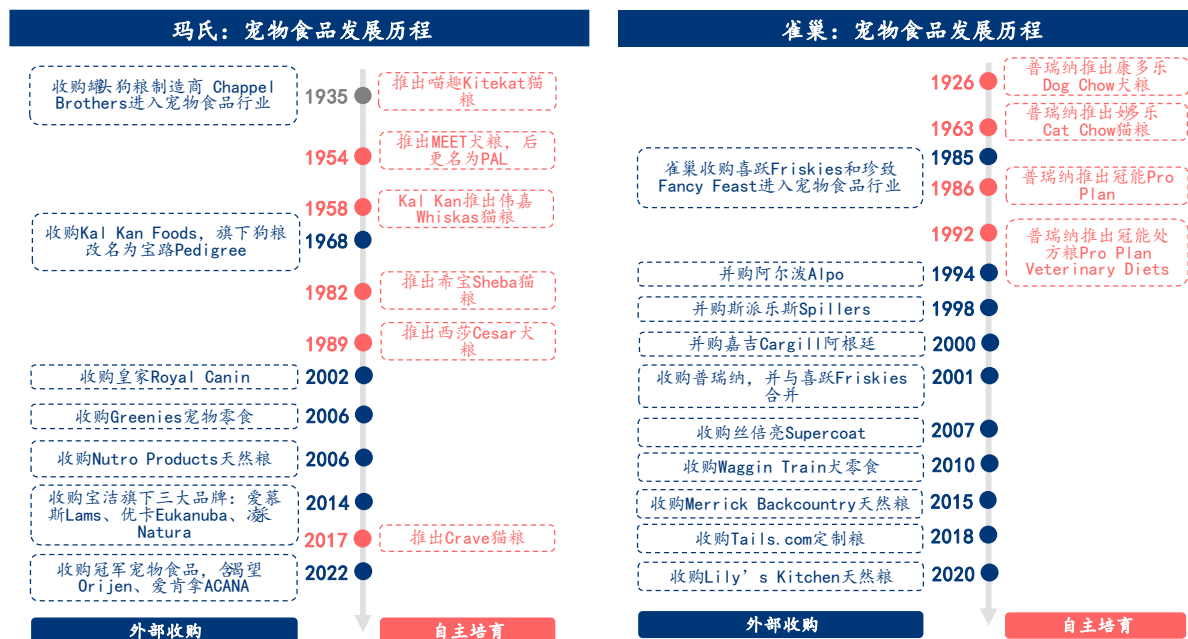
图表78：2020年至2022年日本宠食公司/品牌CR10 84%/50%左右



资料来源：欧睿，华泰研究

复盘海外，玛氏、雀巢等通过外部收购持续扩充自身品牌矩阵。玛氏、雀巢作为国际宠物食品行业领军人物，2014年至今在美国市场合计市占率均为50%左右。在日本、中国市场内玛氏也均位列首位。1) 玛氏于1911年成立，以糖果制造商起家。于1935年收购罐装狗粮制造商Chappel Bro，从而进入宠物食品行业，同年推出自主品牌喵趣(Kiteka)猫粮品牌。彼时正处美国宠物食品市场的起步阶段，人们养宠尚以残羹冷饭为主。玛氏凭借富含营养的宠物罐装食品迅速成为细分赛道领导者。1968年，玛氏收购Kal Kan Foods，并将旗下狗粮品牌更名为宝路Pedigree；1982年、1989年陆续推出自主品牌希宝猫粮、西莎犬粮；进入20世纪后，玛氏通过持续的并购来实现在宠物食品领域的多元布局，品牌现已涵盖犬猫主粮（干粮、湿粮、处方粮等）、零食等全品类宠物食品，并实现高中低端价格带全覆盖。2) 与玛氏不同的是，雀巢主要通过并购海外成熟品牌来实现其宠物食品行业布局。雀巢于1985年收购喜跃Friskies及珍致Fancy Feast品牌进入宠物食品行业；2001年以102亿美金收购普瑞纳（当时的第二大宠物食品制造商）进而巩固自身优势。随后通过持续的并购来丰富自身产品矩阵，现已成为全球第二大宠物食品制造商。

图表79：玛氏：外部收购与自主培育并举；雀巢：外部收购海外成熟品牌



资料来源：公司官网，华泰研究

图表80：玛氏、雀巢品牌矩阵列示，外龙头多品牌战略奏效



资料来源：公司官网，华泰研究。

展望国内，品牌收购为大势所趋，产业融合初现苗头。近期我国宠物行业品牌收购、产业投资等屡见不鲜。2022年11月，尤妮佳（中国）投资有限公司收购吉家宠物（疯狂的小狗母公司）41.85%股权。2023年7月复星集团旗下豫园股份收购有鱼品牌。此外，宠物投资界的活跃机构金鼎资本先后携手中宠股份、依依股份、天元宠物、源飞宠物等多个宠物行业头部玩家，共同设立投资产业基金。目前金鼎资本已参与投资了十余家宠物品牌，涵盖Red Dog红狗、山东汉欧、豆柴、Cature小壳、帕特、高爷家、pidan、DogCare逗爱、小壹智能以及小型宠物品牌布卡星、宠物行业供应链一体化服务平台宠云行等。国内龙头宠食公司中宠股份、乖宝宠物等也纷纷通过“自主品牌培育+海外品牌收购&代理”方式丰富自身产品矩阵。1）乖宝宠物于2021年收购美国雀巢普瑞纳旗下高端犬用宠食品牌Waggin' Train，用以在境外开展销售。Waggin' Train零食产品较原有ODM/OEM产品价格较高，进而带动2021年、2022年零食销售单价同比增长10.8%、10.1%。2）中宠股份于2018年收购ZEAL品牌，于2020年正式开展运营。受新冠疫情影响，ZEAL进口供应链受到一定冲击。伴随公司后续及时进行渠道调整、持续推陈出新（“0号罐、猫狗专用牛奶等），ZEAL的增长潜能逐步显现。预计后续新西兰湿粮产能投产或将继续为ZEAL贡献一定增量收入。我国品牌收购等初现苗头，主要为资本进入宠物食品赛道的切入口或国内宠食公司借此扩充品牌矩阵。伴随我国宠物行业逐渐成熟，强强联合或为宠物行业并购另一模式，届时宠食公司市占率或将有显著提升。

图表81：“自主品牌培育+海外品牌收购&代理”方式进行国产宠企培育，资本通过收购进入宠物食品赛道

公司	品牌	培育	收购	代理
乖宝宠物	麦富迪	中高端主粮、零食	Waggin' Train 美国品牌	K9 Natural 新西兰品牌 Feline Natural 新西兰品牌
	欧力优	低端主粮		
	弗列加特系列	高端主粮、零食		
中宠股份	顽皮	中高端主粮、零食	Zeal 新西兰品牌	
	领先	中端主粮、零食		
佩蒂股份	爵宴	零食、湿粮	PetpalNZ 新西兰品牌	
	好适嘉	中端主粮、零食		
	茵能	零食		
	Smart Balance	高端主粮		
豫园股份	爱宠	宠物行业 SaaS 平台	希尔思	美国宠物处方粮品牌
	有鱼	国内宠食品牌	品谱	美国宠物用品品牌
			普尔沛	新西兰宠物食品品牌
方源资本	ZIWI	新西兰品牌		
新希望	Real Pet Food	澳大利亚公司，旗下有 15 个品牌		
健合集团	Solid Gold	美国品牌		
	Zesty Paws	美国品牌		

资料来源：公司官网，宠业家，华泰研究

麦富迪一骑绝尘，中宠股份产业化思维有望兑现

乖宝宠物（301498 CH，买入，目标价 48.6 元）

乖宝宠物作为国内宠物食品领军企业，其子品牌麦富迪表现突出。麦富迪现为国产宠物食品品牌榜首。结合公司在产品、渠道及营销端的相对优势，我们预计公司 2023/24/25 年营业收入分别为 41.6/49.5/60.8 亿元，归母净利润 3.2/3.9/5.0 亿元。考虑到中宠股份与公司基本面更为接近，我们以中宠股份作为可比公司，参考其 24 年估值 29X PE，结合公司现有的国内宠食市场领先地位，给予公司 24 年盈利 50X PE，对应目标价 48.6 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内养宠渗透不及预期，国内市场竞争加剧，自主品牌建设不及预期，海外去库存恢复不及预期，原材料价格波动。

中宠股份（002891 CH，买入，目标价 34 元）

中宠股份：深耕行业 25 年，中国宠物食品赛道领军企业。中宠股份设立于 1998 年，专注于宠物食品的研发、生产及销售，深耕行业 25 年。产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及宠物干粮、湿粮、零食、冻干、饼干、洁齿骨、皮卷等全线产品 1000 余个品种，为中国宠物食品行业产品线最长、产品最全的企业之一。公司以宠物零食 ODM/OEM 起家，随后逐步将经营重心转移至国内市场。公司明确“聚焦国内市场”、“聚焦品牌”、“聚焦主粮”三大战略，从生产制造商逐步转型为品牌运营商，现已迈入“跨越期”。

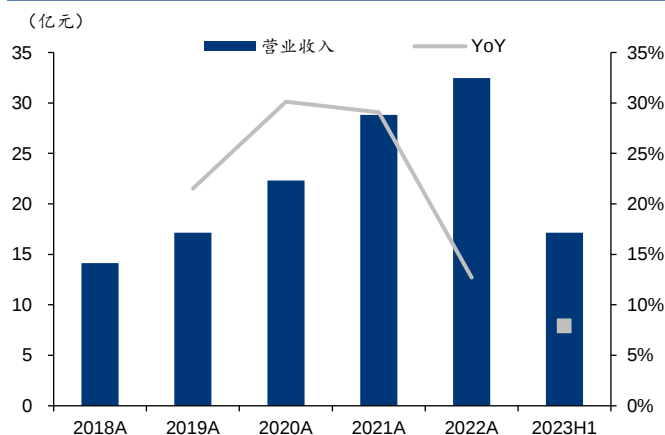
图表 82：深耕宠物食品赛道 25 年，现已从“转型期”成功迈入“跨越期”

发展历程	事件
1998-2002 创业期	1998 年，创始人郝忠礼从外贸食品行业投身去做宠物零食鸡肉干，出口到日本
	1999 年，在国内市场销售自主品牌 wanpy 鸡肉干，创造了“Wanpy 就是鸡肉干，鸡肉干就是 Wanpy”的业内佳话
2003-2008 成长期	2003 年，新工厂（第一工厂）投产，按照人类出口食品工厂标准建设，软硬件先进。通过美国 FDA 注册
	2005 年，罐装工厂（第二工厂）投产，开始批量生产湿粮，包括马口铁、软包装、铝餐盒
	2007 年，第三工厂投产，成立烟台顽皮销售公司负责国内市场销售
	2008 年，引进德国先进设备。与日本爱丽思合资的第四工厂开工建设
2009-2013 发展期	2009 年，中国出入境检验检疫协会宠物食品分会成立，公司为副会长单位
	2010 年，国家质量监督检验检疫总局授予“中国质量诚信企业”
	2011 年，中国出入境检验检疫协会授予“中国宠物产业优秀企业”，“最受欢迎宠物品牌”
	2012 年，与德国卫塔卡夫合资的干粮工厂（第五工厂）投产。公司被授予宠物行业首家“国家高新技术企业”
	2013 年，中国出入境检验检疫协会副会长单位，顽皮获得“中国驰名商标”，业内少数
2014-2017 转型期	2014 年，完成股份制改造。洁齿骨工厂（第六工厂）投产。联合食品工业协会共同研制功能型、处方型湿粮，精准呵护宠物易发病损部位
	2015 年，投资 2000 万美元的美国工厂投产
	2016 年，猫砂工厂（第七工厂）建成投产，研发结团木质猫砂，保持环境舒适干燥无粉尘无异味
	2017 年，新饼干洁齿骨工厂投产。公司上市。顽皮重金打造全新包装
	2018 年，入股新瑞鹏
2018 年至今 跨越期	2018 年，投资 3 亿元的新湿粮工厂开工建设，2020 年 12 月投入使用
	2018 年，收购新西兰真致 Zeal
	2018 年，入股新瑞鹏
	2018 年，投资 3 亿元的新湿粮工厂开工建设，2020 年 12 月投入使用
	2019 年，柬埔寨工厂开工（6000 吨）建设（2020 年 3 月投产）。与京东建立战略合作协议。亚宠会成立，郝忠礼成为首任会长
	2020 年，募投 2.3 亿元建设干粮工厂（6 万吨）
	2021 年，1.5 亿收购新西兰最大罐装工厂 PetfoodNZ 70% 股权
	2021 年，投资 2.3 亿元的新西兰高端宠物湿粮工厂开工建设
	2022 年，中宠股份投资 4 亿元，占地 100 亩、年产 10 万吨的 5.0 干粮工厂投产
	2022 年，中宠投资 1 亿建设中国宠物食品行业首家原料工厂，于 2023 年 3 月投入使用
	2023 年，中宠股份成立烟台中宠华大辐照灭菌中心，设计年灭菌产能 5 万吨，于 2023 年 4 月投入使用

资料来源：公司官网，华泰研究

23H1 海外业务稳步修复，国内市场撮初现成效。伴随海外去库存或将接近尾声、国内市场的稳步开拓 中宠股份 23H1 业绩表现亮眼。23H1 公司实现营收 17.1 亿元，同比增长 7.9%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 40.7%。单二季度来看，23Q2 实现营收 10 亿元，同比增长 26%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 78%。分地区来看，1) 据海关总署

数据，23Q2 人民币、美元计价口径下我国宠物食品出口额同比下滑 1.3%、6.7%，较 23Q1 同比降幅收窄 12.3pct、13.1pct。中宠股份海外业务修复速度优于我国宠食出口大盘，23H1 公司国外市场营收录得 0.72% 的同比正向增长。2) 公司大力开拓国内市场，自上市以来每年境内收入同比增速均在 28% 以上。2023H1 公司境内收入实现 5 亿元，同比增长 30.4%，占整体营收比例提升至 29.16%。

图表83：23H1 公司实现营业收入 17.1 亿元，同比增长 7.9%


资料来源：，华泰研究

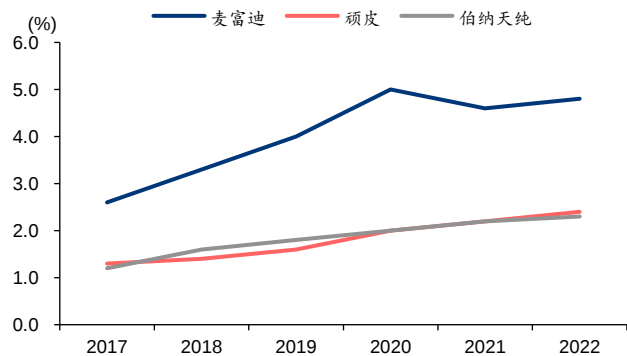
图表84：23H1 公司实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 40.7%


资料来源：，华泰研究

品牌矩阵丰富，“顽皮”品牌建设取得佳绩。公司现已形成了以“顽皮”、“ZEAL”、“领先”为主的品牌矩阵。其中顽皮始于 1998 年，为公司自主孵化品牌，产品涵盖犬猫主粮、零食等全品类。ZEAL 始于 1999 年，为新西兰天然宠物食品公司（NPTC）注册品牌，于 2018 年被中宠股份收购。现如今产品涵盖湿粮、零食品类，品牌定位高端。领先于 2021 年被中宠股份收购，定位年轻化群体，产品覆盖主粮、零食等全品类。中宠凭借丰富的品牌矩阵、定位不同客群，打造出了品牌及产品的差异化。据欧睿数据，2022 年顽皮以 2.4% 的市占率位列中国宠物食品品牌第二名，自主品牌建设卓有成效。

图表85：中宠股份国内品牌矩阵


资料来源：公司官网，华泰研究

图表86：自 2017 年起顽皮市占率逐步提升


资料来源：欧睿，华泰研究

生产端优势突出，全球供应链布局及充足产能储备为公司业务扩张提供后续动能。1) 中宠股份位于山东，在生产端同样具备区位优势。首先在原材料采购方面能够保证原材料的次日达、隔日达，新鲜度得以保证，其次对上游具备一定议价能力。2) 公司瞄准主粮高频刚需赛道，加速产能布局用以抢占主粮市场。干粮方面，公司预计于今年 10 月份将再投 3 万吨干粮产能、基本都投放在国内市场。2025 年将有 6 万吨产能投产。湿粮方面，今年 2023 年 11 月是 2 万吨新西兰湿粮投产，预计 2025 年将再投 4 万吨湿粮。零食方面，考虑到美国市场旺盛的产品需求以及美国消费者愿意对本土生产的订单支付更高溢价，公司筹备在 24 年底、25 年初再投资设立 1.2 万吨的零食工厂（美国第二工厂）。

图表87：中宠股份现有产能梳理

项目名称	所在地区	总投资额（万元）	已投资额（万元）
年产6万吨宠物干粮项目	中国	23700	20933
年产2万吨宠物湿粮新西兰项目	新西兰	27861	23243
年产6万吨高品质宠物干粮项目	中国	28425	2564
年产4万吨新型宠物湿粮项目	中国	31196	
年产2000吨冻干宠物食品项目	中国	6479	4349

资料来源：公司公告，华泰研究

多品牌矩阵奏效，产业思维来做资源整合，有望成为国内宠物食品市场龙头。从国内市场建设的角度来看，中宠股份和乖宝宠物发展路径有所不同。中宠股份为多品牌齐头并进，且不同品牌各自的定位明确。“ZEAL”品牌具备新西兰产地基因，定位高端；“顽皮”则为大众品牌；“领先”定位年轻品牌、基本为线上渠道。三品牌齐头并进，现已取得优异成绩。在今年618大促期间，公司旗下“顽皮”、“ZEAL”、“领先”品牌天猫旗舰店销售额分别录得53%、43%、56%的同比高增速。此外，中宠股份与金鼎资本合资成立宠物行业相关产业基金，现已先后投资了9家宠物品牌，涵盖豆柴、帕特、山东汉欧、pidan、高爷家、Red Dog 红狗等品牌。而乖宝宠物则为麦富迪品牌独大，虽然麦富迪单品牌内部也会按照不同价格带、品类进行细分，但用户心中品牌心智仍为麦富迪。但二者发展并不冲突。1）多品牌矩阵与中宠股份产业集团化思维一致。类比国际头部企业玛氏等发展路径。不断进行并购丰富自身品牌矩阵，持续进行产业资源整合最后容易诞生行业龙头；2）麦富迪的成功证明了乖宝宠物的强运营能力，未来或可通过品牌力复用进行品牌矩阵扩充。

投资建议：我们预计公司2023/24/25年归母净利润分别为2.0/2.6/3.3亿元，对应EPS分别为0.68/0.89/1.11元。参考公司上市以来61.9倍PE中位数，考虑到海外业务正稳步恢复、国内品牌表现突出，我们给予2023年估值50XPE，对应目标价34元，维持“买入”评级。

风险提示：国内养宠渗透不及预期，国内市场竞争加剧，自主品牌建设不及预期，海外去库恢复不及预期，原材料价格波动。

佩蒂股份（300673 CH，买入，目标价21.6元）

佩蒂股份：我国宠物食品赛道翘楚。佩蒂成立于2002年，集宠物食品的研发、制造、销售和宠物产品品牌运营于一体。主要产品有畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼类食品，宠物营养肉质零食，宠物干粮、湿粮及新型主粮产品，宠物保健食品以及其他宠物食品，主要供犬猫等宠物食用等。公司以ODM/OEM业务起家，在2017年上市之后开始发力国内市场。2018年在杭州设立品牌营销中心，开始走自主品牌之路。公司未来将持续坚持一体两翼战：1）稳定ODM业务，注重大客户群维护及山姆公司等优质渠道商拓展，加快新西兰产线商业化运营等。2）发展OBM业务，重点发力爵宴、好适嘉、齿能三品牌，同时进行相应品类扩张、线上线下全渠道开拓。

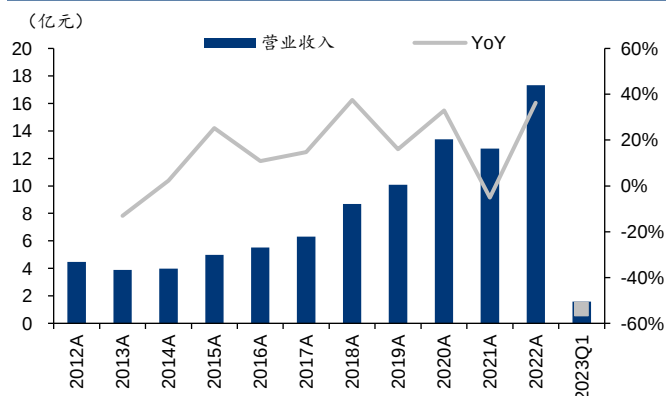
图表88：佩蒂股份发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

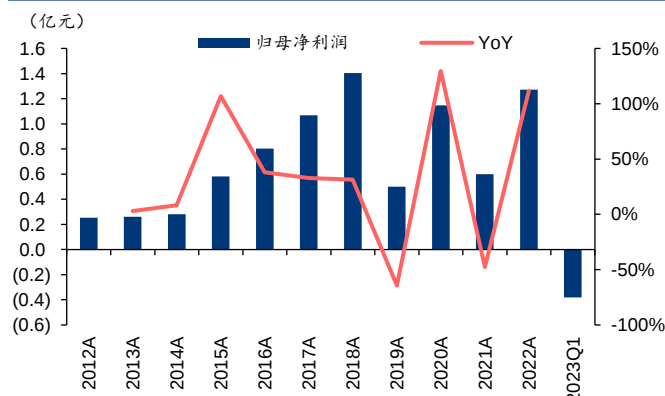
受制于海外客户库存压力，23Q1 业绩有所承压。公司 23Q1 实现营业收入 1.59 亿元，同比下滑 54%；实现归母净利润-0.38 亿元，同比下滑 233%。结合 23Q2 海外总署宠物食品出口数据回暖及公司客户结构内品牌商占比较高分析，我们预计公司出口订单或于 23Q3 同比基本持平、23Q4 实现同比增长，预计公司 23Q2 业绩或震荡修复。

图表89：23Q1 营业收入 YoY -54%



资料来源：公司公告，华泰研究

图表90：佩蒂股份 23Q1 归母净利润 0.38 亿元



资料来源：公司公告，华泰研究

爵宴品牌建设崭露头角，品牌矩阵逐渐配齐。佩蒂股份稳扎稳打，老牌宠物食品公司历久弥新。现阶段在国内品牌建设上也取得了一定成绩。公司目前拥有爵宴、好适嘉、齿能三品牌。其中爵宴主要为犬猫零食品类。好适嘉包括犬猫零食、犬猫主粮等，品类较为丰富。齿能则主要围绕咬胶这一零食品类展开。公司以走大单品的思路来打造品牌，爵宴已取得明显成绩。在今年 618 活动中爵宴品牌全网销售额突破 1500 万元，其鸭肉干产品现已位列天猫狗零食单品榜 TOP 1。

图表91：佩蒂股份旗下品牌分布



资料来源：公司官网，华泰研究

投资建议：我们预计 2023/24/25 年归母净利润分别为 1.6/1.8/2.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.72/0.78 元，参考公司上市以来 43 倍 PE 中位数，考虑到公司产能利用率仍需爬坡时间，我们给予 2024 年 30 倍 PE，目标价 21.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：国内养宠渗透不及预期，国内市场竞争加剧，自主品牌建设不及预期，海外去库恢复不及预期，原材料价格波动。

图表92：报告提及公司一览表

公司	上市信息	公司	上市信息	公司	上市信息	公司	上市信息
中宠股份	002891 CH	佩蒂股份	300673 CH	雀巢	NSRGY OO	网易	NTES O
乖宝宠物	301498 CH	上海依蕴	未上市	吉家集团	未上市	上海简谟生物	未上市
山东凯锐思	未上市	杭州帕特诺尔	未上市	天津宠次元	未上市	浙江吉宠商贸	未上市
哆吉生物技术	未上市						

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表93：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
乖宝宠物	301498 CH	买入	42.36	48.60	16,946	0.67	0.80	0.97	1.24	63.50	52.68	43.54	34.03
中宠股份	002891 CH	买入	23.24	34.00	6,835	0.36	0.68	0.89	1.11	64.56	34.18	26.11	20.94
佩蒂股份	300673 CH	买入	12.30	21.60	3,117	0.50	0.63	0.72	0.78	24.60	19.52	17.08	15.77

注：数据截至 2023 年 08 月 25 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

国内养宠渗透不及预期。若国内养宠渗透率发展缓慢，则国内宠物市场整体规模发展将受限。宠物食品作为宠物的刚需赛道，或将首先受到不利冲击。

国内市场竞争加剧。目前国内宠物市场呈现百花齐放的蓬勃增长状态，仍有大量资本涌入，新兴品牌方兴未艾。若市场热度持续上升，则容易导致国内市场竞争加剧形势，将对宠物食品企业产生一定影响。

自主品牌建设不及预期。我国目前宠物食品赛道竞争激烈，自主品牌建设尚需一定时间。若自主品牌建设推进不及预期，则会对宠食公司国内市场拓展产生不利影响。

海外去库恢复不及预期。我国现有宠物食品公司内海外代工业务均占营业收入的较大比重，若海外客户去库进度不及预期，则会对企业盈利能力产生一定冲击。

原材料价格波动。宠物食品的主要成分为农产品及其副产品，若农产品价格持续大幅波动，宠食行业将面临原材料波动风险。

国内宠食领军企业,自主品牌蓄力发展

华泰研究

2023 年 8 月 28 日 | 中国内地

首次覆盖

饲料

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

48.60

研究员

熊承慧, PhD

SAC No. S0570522120004

xiongchenghui@htsc.com

SFC No. BPK020

+(86) 10 6321 1166

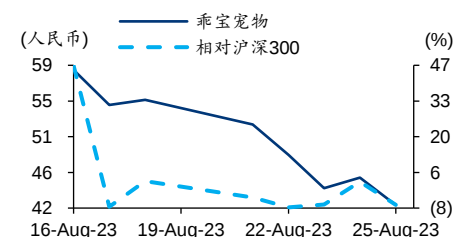
华泰证券研究所分析师名录



基本数据

目标价(人民币)	48.60
收盘价(人民币 截至 8 月 25 日)	42.36
市值(人民币百万)	16,946
6 个月平均日成交额(人民币百万)	780.31
52 周价格范围(人民币)	42.36-58.45
BVPS(人民币)	4.92

股价走势图



资料来源:

国内宠食市场领军企业,自主品牌麦富迪一骑绝尘

乖宝宠物作为国内宠物食品领军企业,其子品牌麦富迪现为国产宠食品牌榜首。结合公司在产品、渠道及营销端的相对优势,我们预计公司 2023/24/25 年营业收入分别为 41.6/49.5/60.8 亿元,归母净利润 3.2/3.9/5.0 亿元。考虑到中宠股份与公司基本面更为接近,我们以中宠股份作为可比公司,参考其 24 年估值 29X PE,结合公司现有的国内宠食市场领先地位,给予公司 24 年盈利 50X PE,对应目标价 48.6 元。首次覆盖给予“买入”评级。

产品端:差异化结合灵活产品线,供应链及研发占优

麦富迪具备较强的创新思维及灵敏的市场嗅觉善于迎合消费者喜好进行产品创新:陆续打造出“冻干双拼粮”、“羊奶肉粒包”等系列爆品。相较于中宠股份及佩蒂股份,公司产品线灵活、SKU 众多,方便根据市场潮流进行灵活调整。供应链层面,公司地处山东,山东农副产品丰富。公司在原材料采购方面具备一定区位优势。研发层面,公司共有专职研发人员 74 人。研发紧跟形势,通过销售数据洞察客户需求、推陈出新。截至 2021 年 6 月 30 日,公司已获境内授权专利 247 项。

渠道端:早期布局赢得渠道红利,线上运营能力突出

公司于 2016 年便开始自建电商运营团队,在渠道端具备一定先发优势。经多年积累,公司现已具备成熟的电商运营能力。公司通过独立的数据中台进行精准营销,且高效的运营能力优势被淘系、京东的搜索机制的流量分配机制放大。公司以淘系、京东作为基本盘,并在抖音渠道持续铺量。据魔镜数据,麦富迪品牌在淘宝平台内 GMV 遥遥领先,京东平台内则与皇家分庭抗礼。据蝉妈妈数据,麦富迪在抖音渠道内关联达人、关联小店、关联直播关联视频数均遥遥领先。相比之下,中宠股份及佩蒂股份的线上渠道建设则稍慢一步;后期伴随互联网流量红利逐渐消退,线上渠道开城有一定挑战。

营销端:多元营销方式快速吸睛,消费者心智逐步培育

公司通过多元营销方式持续进行市场开拓 培育消费者付费心智。麦富迪营销方式以品牌设计吸睛,泛娱乐化品牌营销,多元线上平台推广等为主。公司曾选取谢霆锋作为代言人,并赞助《向往的生活》等综艺,且在天猫、京东等电商平台内不断优化运营策略,在抖音、小红书等地进行内容营销。较高营销费用投入为公司成长蓄力,2013 年至 2022 年公司市占率稳步提升,现为国内宠食行业龙头企业。

风险提示:国内养宠渗透不及预期,国内市场竞争加剧,自主品牌建设不及预期,海外去库恢复不及预期,原材料价格波动。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	2,575	3,398	4,160	4,954	6,080
+/-%	27.92	31.93	22.44	19.08	22.74
归属母公司净利润(人民币百万)	140.27	266.88	321.68	389.17	497.97
+/-%	25.82	90.25	20.53	20.98	27.96
EPS(人民币,最新摊薄)	0.35	0.67	0.80	0.97	1.24
ROE(%)	9.95	16.54	16.78	17.13	18.34
PE(倍)	120.81	63.50	52.68	43.54	34.03
PB(倍)	11.51	9.65	8.16	6.87	5.72
EV/EBITDA(倍)	57.92	38.42	36.53	31.17	24.17

资料来源:公司公告、华泰研究预测

报告核心要点

核心逻辑

我们从产品、渠道、营销三个层面出发，对乖宝宠物何以成为国内宠食市场领军企业进行梳理。我们认为这与麦富迪品牌崛起路径不谋而合。麦富迪品牌以大众品牌定位切入国内宠物食品市场；早期布局互联网渠道赢得先发优势，且在每次新型流量平台兴起时总能踩对时机，除淘系、京东平台外，抖音或为下一增量渠道；在营销端大力投入抢占用户心智。以上路径帮助麦富迪品牌强势崛起，与此同时公司具备较强供应链及研发实力，此优势帮助麦富迪摆脱“增收不增利”魔咒，品牌更有溢价空间。

区别于市场上的观点

市场普遍对乖宝宠物高额营销费用投放产生一定质疑。我们认为高额营销费用为品牌培育前期产品力、渠道力塑造所必需。中国宠物食品行业尚处发育早期，格局仍在持续变化演绎中，宠物食品尤其是主粮产品更像是快消品，前期需要一定营销费用支持来助力品牌打造。与零食不同的是，宠物更易对主粮产生粘性，一旦消费者养成品牌付费心智，未来增量空间可期。

公司简介：国内宠物食品市场领军企业

深耕宠物食品赛道，由单一的 ODM/OEM 业务向与自有品牌协同发展成功转型。公司前身为成立于 2006 年的山东聊城伊戈尔食品有限公司，于 2020 年更名为乖宝宠物。公司成立伊始以境外宠物食品代工业务为主，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及宠物品牌运营商。2013 年受中美贸易摩擦影响，公司宠物零食出口受限，随即转型内销，同年创建自有品牌麦富迪。2017 年起，公司实现由单一的 ODM/OEM 向与自有品牌协同发展的宠物食品企业的成功转型，迈入快速发展期。2018 年公司推出麦富迪旗下“弗列加特”高端猫粮系列。2019 年公司国内业务营收首次超过国外。2021 年公司收购美国知名宠物品牌 Waggin' Train，并成为新西兰品牌 K9 Natural 和 Feline Natural 的代理商。

图表 94：公司于 2013 年创立自有品牌麦富迪、转型内销，现已迈入快速发展期

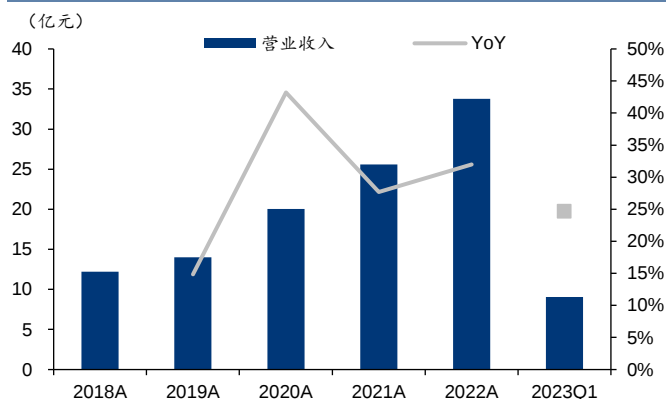
创业期（2006年-2012年）	转型期（2013年-2016年）	发展期（2017年-今）
2006年，乖宝宠物前身山东聊城伊戈尔食品有限公司成立； 2007年，创建乖宝宠物食品研发中心；	2013年，创建自有品牌麦富迪； 2015年，在泰国投资建设宠物食品生产线； 2016年，创立自有品牌欧力优（专注于主粮品类） 2016年，组建自有电商运营团队；	2017年，开始加码双十一活动、泰国工厂投产、完成由KKR投资的4亿元A轮融资； 2018年，推出麦富迪旗下“弗列加特”猫粮系列； 2019年，完成5亿元B轮融资，由君联资本和兴业银行集团投资； 2020年，聘请谢霆锋作为品牌代言人； 2021年，收购美国知名宠物品牌 Waggin' Train，并成为新西兰品牌 K9 Natural 和 Feline Natural 的代理商； 2021年底，乖宝首次申报IPO。

资料来源：公司官网、招股书，华泰研究

公司营收快速增长。分品类来看，主粮表现亮眼，占比逐年提升。2022 年公司实现营业收入 33.8 亿元，同比增长 32%。2019 年至 2022 年营业收入 CAGR 高达 29%，领先中宠股份增速 6.8pct。分品类来看，2022 年公司零食、主粮、保健品及其他分别实现营业收入 19.5 亿元、13.9 亿元、0.37 亿元，同比增长 19.9%、52.2%、102.3%。其中主粮表现亮眼，2022 年公司主粮营收占比高达 40.9%，领先中宠股份、佩蒂股份 29.8pct、29.1pct。2018 年至 2022 年公司主粮营收占比持续提升，零食占比则逐年下降。以上趋势与我国宠食市场国产替代进程基本相符。零食加工为劳动力密集型产业，研发技术门槛偏低，而主粮多为自动化生产、对配方等要求较高。因此，在早期，我国宠企多为国外知名零售商或品牌商的零食代工厂。而考虑到国内宠物食品市场的蓬勃发展、宠主对主粮的粘性更高、主粮的毛利率更高，所以国内宠企在转型内销的过程中，纷纷把主粮作为发力重点。2022 年公司境内业务营收中有 67.3% 来自主粮销售；境外业务内则有高达 98.9% 的营收来自零食销售，其中绝大部分为代工业务。

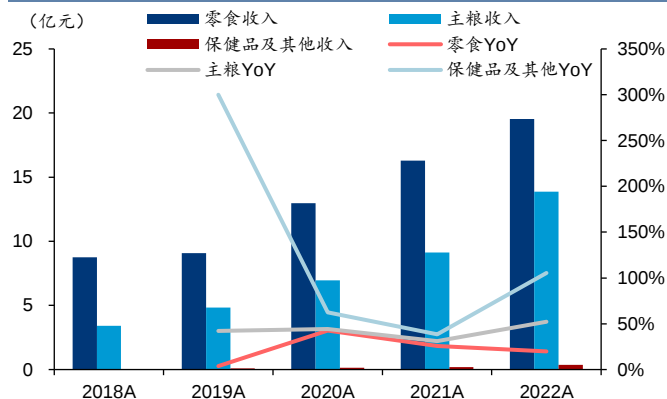
分业务模式来看，公司自主品牌与 OEM/ODM 业务协同发展。2022 年公司自主品牌、OEM/ODM、品牌代理分别实现营业收入 20.5 亿元、11.9 亿元、1.4 亿元，同比增长 53.8%、0.5%、221%。其中自主品牌业务主要以国内麦富迪品牌及境外收购的美国宠物品牌 Waggin' Train 销售为主，麦富迪品牌为主力。公司自主品牌建设稳步推进，现已成为营收增长主要动能，2022 年占比高达 60.6%。OEM/ODM 业务主要面向境外市场，产品销售至北美、日韩、欧洲等地，2022 年代工业务内的境外收入占比高达 86.7%。

图表95: 乖宝宠物营收快速增长, 2019年-2022年 CAGR 29%



资料来源: , 华泰研究

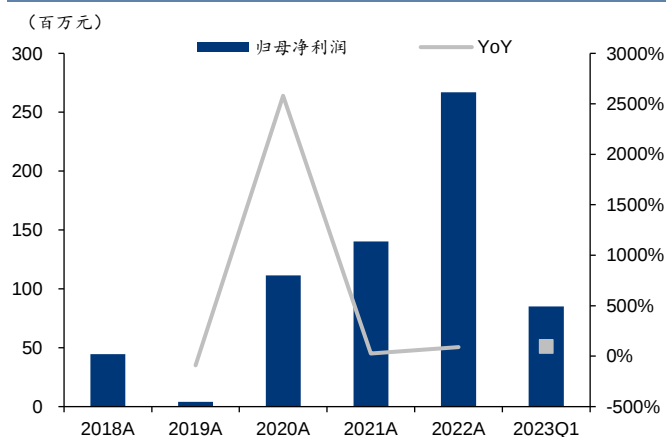
图表96: 2022年乖宝宠物主粮收入 YoY +52.2%



资料来源: , 华泰研究

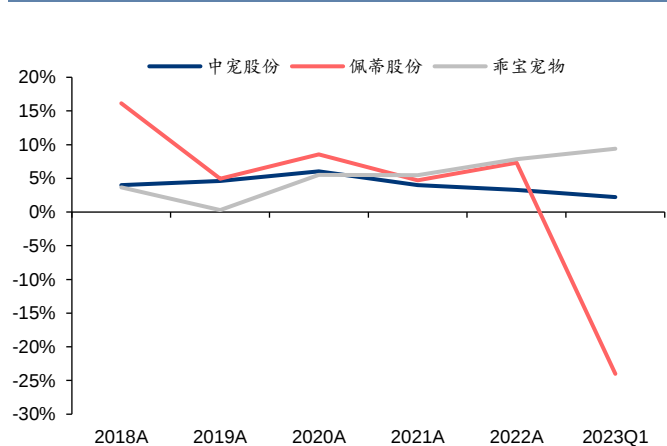
2022年盈利能力大幅提升, 23Q1归母净利润率领先同行。2022年公司共实现归母净利润2.67亿元, 同比增长90.3%。主要原因系公司自有品牌销售规模持续扩大, 该部分业务销售占比持续提升进而带来的毛利率大幅提升。中宠股份及佩蒂股份海外业务占比较高, 且受累于2022Q4至今的海外客户库存压力, 两公司2023Q1盈利能力表现欠佳。乖宝宠物海外业务占比较低, 23Q1归母净利润率维持高位, 为9.4%。

图表97: 2022年归母净利润 YoY 90.3%



资料来源: , 华泰研究

图表98: 乖宝宠物 23Q1 归母净利润率领先同行



资料来源: , 华泰研究

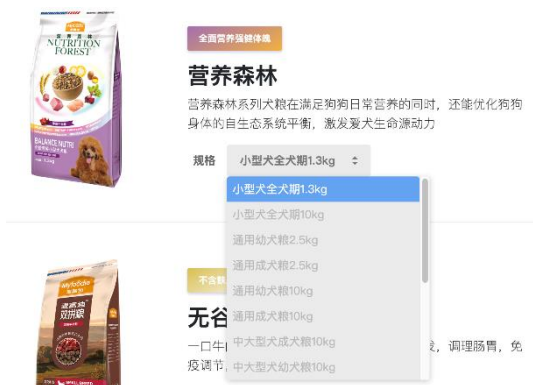
麦富迪品牌强势崛起，产品、研发、渠道占优

麦富迪品牌一骑绝尘，为乖宝宠物国内市场主要创收来源。2022 年乖宝宠物自主品牌实现营收 20.5 亿元，同比增长 53.8%，占比高达 60.6%，基本都由麦富迪贡献。公司经多年运营，现已将麦富迪打造成为国内宠物食品市场龙头品牌。据欧睿数据，国内品牌中麦富迪市占率位居榜首，在国内市场中仅次于法国皇家品牌，且与皇家的差距在不断缩小。

产品端：具备高性价比、创新力强，供应链及研发优势明显

产品有卖点、爆品策略奏效；产品线灵活、便于跟随市场潮流进行灵活调整。宠物食品的特点之一在于购买者与使用者的分离，在此天然属性下，宠物产品概念打造尤为重要。能够率先做出产品差异化、大单品的公司有望实现市占率快速攀升。乖宝宠物顺应市场潮流，在产品力打造方面领先同行。1) 公司善于迎合消费者喜好进行产品创新，在主粮方面推出“冻干双拼粮”等系列产品引爆市场，零食方面推出“羊奶肉粒包”等创新型产品，产品有卖点；2) 公司产品线灵活、SKU 众多，方便根据市场潮流进行灵活调整。麦富迪品牌涵盖犬猫主粮、零食全品类产品。麦富迪在个别产品内还会按照犬猫品种（小型犬、中大型犬、通用型等）、犬猫年龄（幼犬、成犬等）、原料类型（三文鱼、羊肉、牛肉、鹿肉、鳕鱼肉）等进行细分，公司官网显示麦富迪品牌旗下犬猫主粮 SKU 数高达 79 个。而中宠股份旗下顽皮、ZEAL、领先三大品牌综合下来犬猫主粮 SKU 数也仅为 31 个（官网数据）。佩蒂股份主粮则尚处起步阶段，SKU 数仅为个位数（官网数据）。

图表99：麦富迪在单个产品下根据小型犬、中大型犬等进行细分



资料来源：公司官网，华泰研究

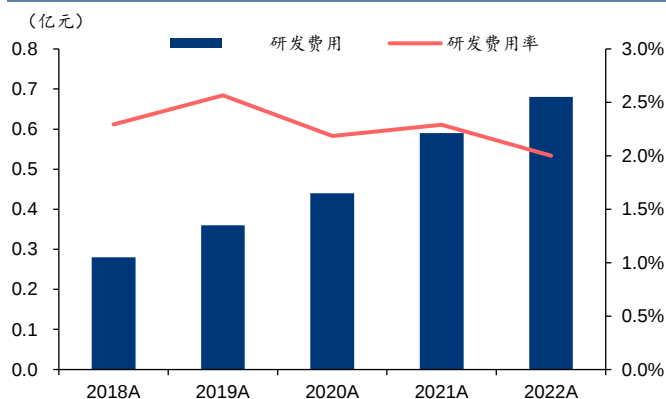
图表100：麦富迪根据鲜鸡肉、三文鱼、牛肉等原材料进行细分



资料来源：公司官网，华泰研究

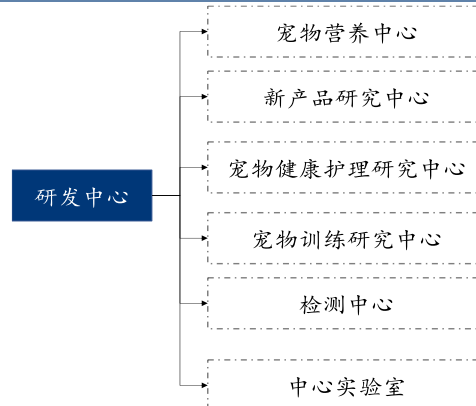
供应链层面具备上游议价能力，研发优势突出。供应链层面，公司具备一定上游议价能力，公司以入股上游养殖场的方式与供应商绑定，进而获得成本优势。乖宝宠物地处山东，山东为种粮大省，且养鸡场、养鸭场众多，农副产品供应链丰富。公司在原材料采购方面具备一定区位优势。研发层面，公司共有专职研发人员 74 人，其中核心技术人员 3 人，十年以上工作经验的专业人士 23 人。研发紧跟形势，通过销售数据洞察客户需求，推陈出新，截至 2021 年 6 月 30 日，公司已获境内授权专利 247 项。

图表101: 研发费用持续高升, 研发费用率维持在 2.0%左右



资料来源: , 华泰研究

图表102: 公司现有研发中心

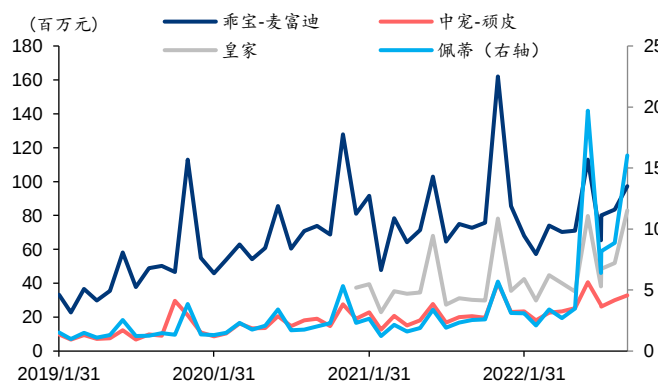


资料来源: 乖宝宠物招股书, 华泰研究

渠道端: 早期布局具备先发优势, 抖音渠道增量可期

早期组建自有电商运营团队, 互联网流量运营优势凸显。1) 公司布局互联网渠道较早, 赢得一定渠道红利。乖宝宠物于2016年便开始自建自有电商运营团队, 在渠道端具备一定先发优势。2) 公司经多年积累, 现已具备成熟的电商运营能力。公司通过独立的数据中台进行精准营销, 且高效的运营能力优势被淘系、京东的搜索机制的流量分配机制(高点击率宝贝被分发更多流量)放大。据魔镜数据, 淘宝平台内麦富迪品牌遥遥领先, 京东平台内则与皇家分庭抗礼。

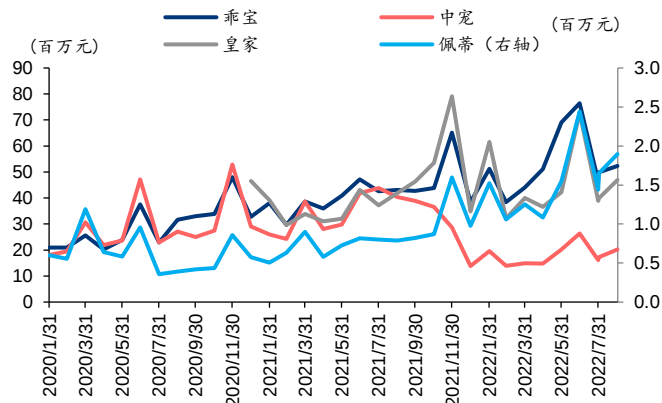
图表103: 淘宝平台内乖宝宠物 GMV 持续领先



注: 时间维度为 2019 年 1 月至 2022 年 10 月

资料来源: 魔镜, 华泰研究

图表104: 京东: 乖宝和皇家 GMV 分庭抗礼

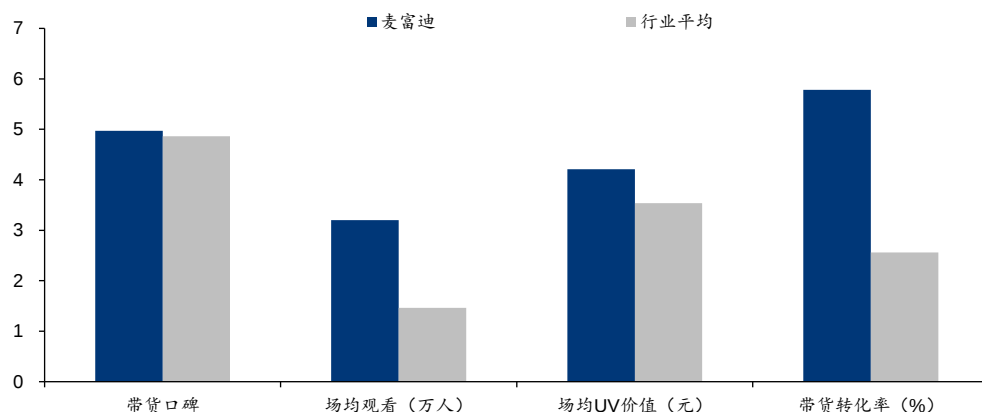


注: 时间维度为 2020 年 1 月至 2022 年 10 月

资料来源: 久谦中台, 华泰研究

抖音渠道增长可期, 公司具备先发优势。1) 从铺设的广度和运营能力的纬度来看, 麦富迪在抖音渠道关联达人、关联小店、关联直播 关联视频数均一骑绝尘。据蝉妈妈数据, 2022年7月至12月期间, 麦富迪关联达人数高达3015位、关联小店数为22家, 关联直播、关联视频数高达24000个、11000个。较高投入带来较高转化。据品牌官方战报, 麦富迪在今年618活动中位列抖音宠物食品销售额排行榜首位。除京东、淘宝外, 麦富迪在抖音渠道也做出了相应成绩。2) 为方便渠道建设, 乖宝宠物将总部搬至上海。并在杭州设立分公司、成立内容部门, 用以增强公司营销能力建设。

图表105：麦富迪在抖音直播上的运营能力领先



注：时间维度为 2022 年 7 月至 2022 年 12 月

资料来源：蝉妈妈，华泰研究

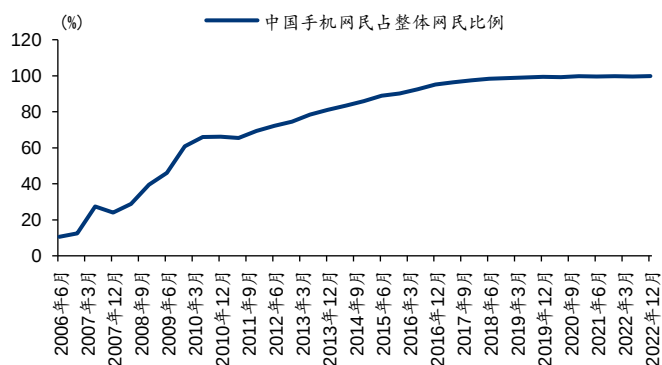
相比之下，中宠股份及佩蒂股份的线上渠道建设则稍慢一步；后期伴随互联网流量红利逐渐消退，线上市场开城有一定挑战。1) 中宠股份自 2018 年才开始通过电商代运营的方式布局线上渠道。佩蒂股份则于 2018 年 7 月才在杭州成立品牌营销中心，于 2019 年正式全面开启国内市场。而乖宝宠物则早在 2015 年便已着手布局（电商代运营方式）。2) 相较于中宠股份、佩蒂股份，乖宝宠物抓住了电商的部分红利。从智能手机渗透率的角度分析，我国移动互联网在 2016 年之前为快速发展期，中国手机网民渗透率从 2006 年的 12.4% 提升至 2015 年的 90.1%。2016 年至 2019 年则为稳定发展期，渗透率继续提升 9.2pct 至 99.3%。而自进入 2019 年后，移动端网民渗透率维持在 99% 以上，线上红利逐渐消退。等到中宠及佩蒂再准备于 2018 年、2019 年左右着重发力线上时，互联网红利已经逐渐消退，线上渠道开城有一定挑战。3) 2016 年至 2018 年间内诸多新锐品牌创立，其大多依赖线上渠道经营。即 2019 年及之后线上赛道竞争加剧。乖宝宠物提前布局巩固自身优势。中宠股份、佩蒂股份则晚入局，错失部分先机。

图表106：中宠股份自 2018 年开始着力布局线上渠道

时间	事件
2017/12/1	以 2700 万元参股美联众合（占比 4.85%）
2018/6/1	以 400 万元收购安徽省硕智科技有限公司，持股 51%
2018/6/7	以 255 万元收购威海好宠电子商务有限公司，持股 51%
2018/6/12	以 400 万元收购南京云吸猫智能科技有限公司，100%持股

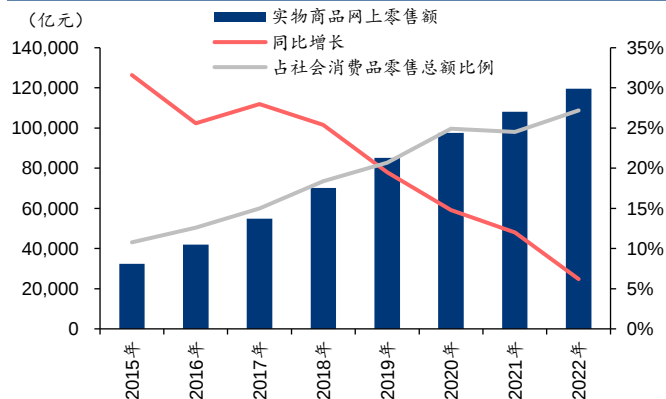
资料来源：公司公告，华泰研究

图表107：2019 年以后移动端网民渗透率逐步趋于饱和



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰研究

图表108：2019 年实物线上零售额同比增长不到 20%，线上红利渐退



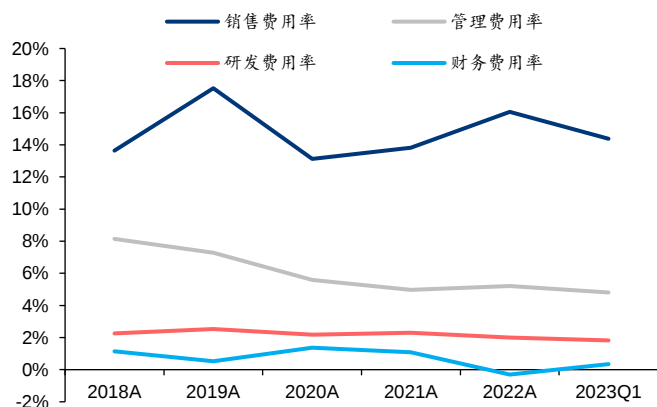
注：2013、2014 年数据口径为全国网上零售额，并未区分实物商品、虚拟商品和服务类商品

资料来源：国家统计局，华泰研究

营销端：多元营销方式持续吸睛，品牌力塑造领先同行

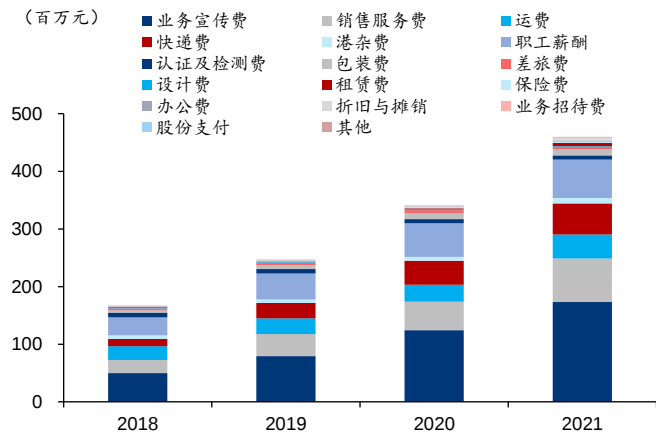
多元营销方式助力消费者付费心智养成，品牌运作期间营销费用率高企。乖宝宠物在麦富迪品牌打造期间营销费率较高，其中业务宣传费用占比高企。麦富迪通过跨维度营销等掌握流量密码。麦富迪营销以品牌设计吸睛，泛娱乐化品牌营销，多元线上平台推广等为主。公司曾选取谢霆锋作为代言人，并赞助《向往的生活》等综艺，且在天猫、京东、微信公众号、小红书等不断优化运营策略，进行内容营销。

图表109：乖宝宠物 2018 年至 2023Q1 销售费用率高企



资料来源：，华泰研究

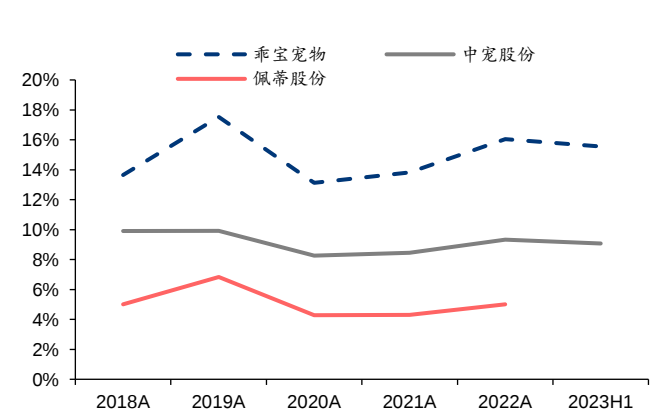
图表110：公司业务宣传费用占比较高



资料来源：，华泰研究

公司经营思路明确，2018 年至 2023H1 营销费用率遥遥领先。乖宝宠物在品牌塑造方面具备成熟的方法论。公司拥有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；形成了品牌外观设计、泛娱乐化品牌营销、线上平台推广（抖音、小红书等）等多元营销方式。相较于同行业其他公司（中宠股份、佩蒂股份等），公司更为注重国内市场自主品牌的品牌力塑造，2018 年至 2023H1 营销费用率遥遥领先。高额营销费用为品牌带来更多溢价空间，2022 年公司毛利率、归母净利率均为行业榜首。

图表111：乖宝宠物 2018 年至 2023H1 销售费用率领先同行



资料来源：，华泰研究

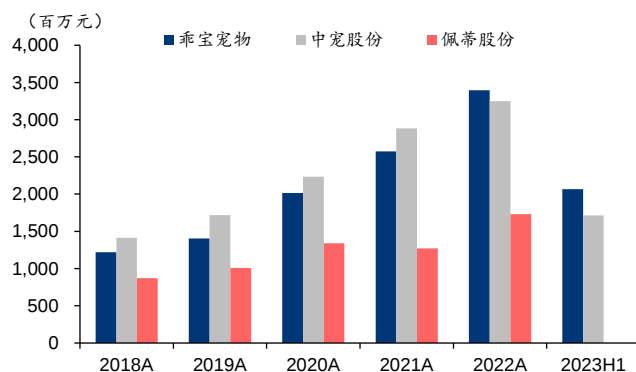
图表112：麦富迪品牌部分综艺、影视作品植入



资料来源：乖宝宠物招股书，华泰研究

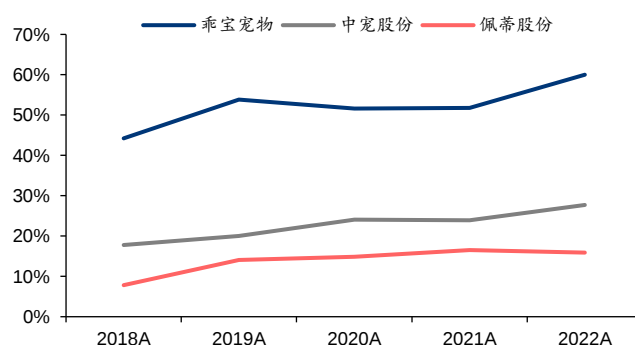
产品/渠道/营销占优，公司营收高速增长，毛利率水平领先同行。公司在 2013 年后便重点发力国内市场建设。凭借产品、渠道、营销端优势实现国内市场收入的持续增长。2019 年至 2022 年公司国内市场收入 CAGR 高达 39.4%，进而带动公司整体营收从 2018 年的 12.2 亿元增长至 2022 年的 34.0 亿元。经多年运营积累，2022 年公司整体营收规模首次超过中宠股份，现为国内宠食企业榜首。公司顺应国产替代进程，重点发力主粮等高毛利产品生产，自 2018 年起公司主粮营收便遥遥领先。2022 年公司主粮产品营收占比高达 40.9%，而中宠股份、佩蒂股份仅为 11.1%、9.2%。营收结构优化使得公司毛利率水平处高位，2023H1 公司毛利率为 34.2%，高于中宠股份 9.2pct。

图表113：2022年起乖宝宠物整体营业收入便领先同行



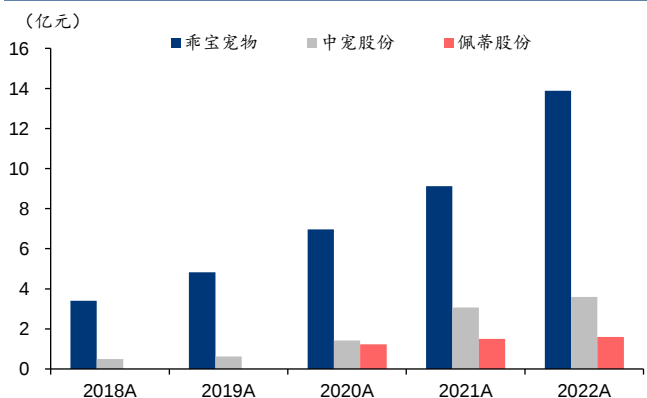
资料来源：，华泰研究

图表114：2018年起乖宝宠物国内收入占比便为领先地位



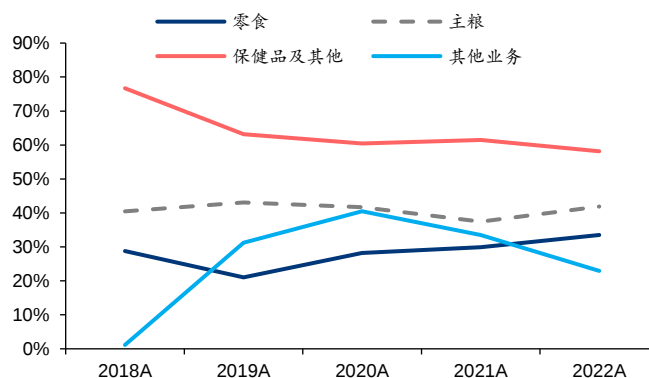
资料来源：，华泰研究

图表115：2018年至2022年乖宝宠物主粮收入领先同行



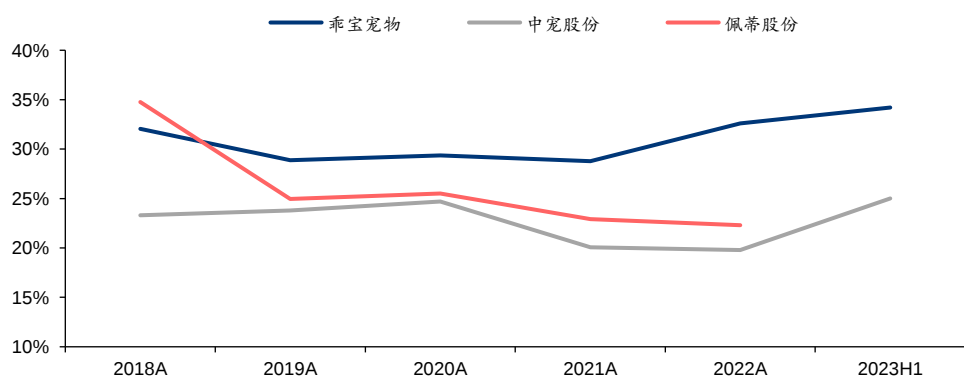
资料来源：，华泰研究

图表116：2018年至2022年公司主粮毛利率在40%左右



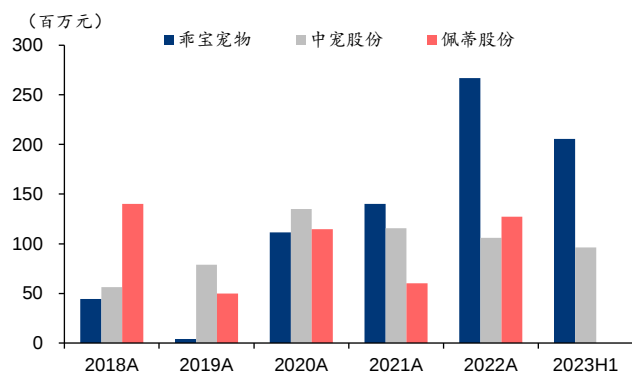
资料来源：，华泰研究

图表117：乖宝宠物2019年至2023H1整体毛利率处领先地位

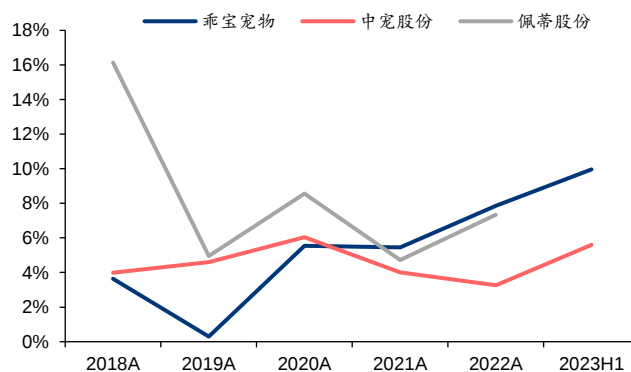


资料来源：，华泰研究

公司归母净利率处行业领先地位，无惧国产宠牌“增收不增利”问题。市场普遍忧虑乖宝宠物的营销费用居高不下，从而导致公司在增加收入的同时无法增加利润等问题。但结合公司近几年归母净利率表现，我们认为公司经营思路明晰、无惧“增收不增利”等问题。公司在营销端持续投入、助力自主品牌打造，进而获得更多溢价空间。2019年至今公司归母净利率整体呈上升趋势，2019年受美国对我国宠物食品加征关税、原材料价格上涨及营销费用增加影响，利润率有所下滑。伴随2020年原材料价格回落、公司泰国工厂产能利用率提升，2020年归母净利率持续恢复。自2021年起公司归母净利润、归母净利率水平便领先同行。2022年公司归母净利润高达2.67亿元、同比增长90.3%。

图表118：2022年公司归母净利润高达2.67亿元，YoY +90.3%


资料来源：，华泰研究

图表119：自2019年起乖宝宠物归母净利率便呈上涨趋势


资料来源：，华泰研究

盈利预测及估值

乖宝宠物作为国内宠物食品领军企业，其子品牌麦富迪表现突出。麦富迪现为宠物食品国内品牌榜首。结合公司在产品、渠道及营销端的相对优势，我们预计公司 2023/24/25 年营业收入分别为 41.6/49.5/60.8 亿元，归母净利润 3.2/3.9/5.0 亿元。我们采用可比公司估值法对乖宝宠物进行估值，现阶段国内宠物食品板块内共有中宠股份、佩蒂股份、路斯股份三家上市公司。其中路斯股份于北交所上市，公司现有体量较小，22 年营业收入仅为 5.5 亿元，其与乖宝宠物 22 年 34 亿的营业收入有较大差距；佩蒂股份宠物食品国内业务尚处逐步发育阶段，从公司基本面情况考虑，我们认为中宠股份更为可比。综上，我们参考中宠股份 24 年估值 29 倍 PE，考虑到乖宝宠物旗下麦富迪为国产品牌龙头，产品力、渠道力、营销力占优，我们给予公司 2024 年盈利 50 倍 PE，对应目标价 48.6 元。首次覆盖给予“买入”评级。

1) 宠物零食：考虑到公司宠物零食内出口业务占比较高，而海外客户需求增速或放缓，我们预计 23/24/25 年公司宠物零食销量稳中略增，为 4.1/4.2/4.4 万吨。单价层面，考虑到公司于 2021 年收购美国高端宠食品牌“Waggin'Train”，根据 Nielsen POS 数据，我们得知“Waggin'Train”为美国大众渠道和会员店渠道等日常渠道中销售排名前列的大用零食品牌。因此，我们预计伴随公司宠物零食板块高端产品线扩充及海外订单结构优化，宠物零食单价有望提升，预计公司 23/24/25 年宠物零食单价为 54.3/60.0/65.2 元/公斤。我们预计该部分业务 23/24/25 年可实现营业收入 22.1/25.1/28.5 亿元。毛利率层面，考虑到 22 年、23 年宠物食品行业景气度较为平稳，我们预计零食业务 23 年毛利率或将继续维持在 30.8% 水平。考虑到后续海外竞争或加剧，我们对 24/25 年零食业务毛利率进行保守估计，预计 24/25 年毛利率为 30% 左右。

2) 宠物主粮：主粮业务销售主要面向国内市场，为公司重点发力对象。我们预计该业务有望伴随公司高端主粮产能持续释放而实现量价齐增，我们预计公司 23/24/25 年主粮销量为 10.9/12.2/13.7 万吨。单价有望伴随“barf”系列等高端主粮持续放量而实现结构性优化，我们预计公司 23/24/25 年主粮单价为 17.1/19.1/22.2 元/公斤。我们预计该部分业务 23/24/25 年可实现营业收入 18.7/23.4/30.3 亿元，考虑到未来高端主粮产品的占比提升，我们预计 23/24/25 年毛利率有望保持高位运行。考虑到国内宠食市场的竞争态势，我们保守预计 24 年公司为提高销量或有一定让利。结合产能投放节奏，我们预计高端主粮产能或于 25 年大幅抬升，25 年公司主粮毛利率或有一定改善。综上，我们预计 23/24/25 年毛利率为 34.7%/34.5%/35%。

3) 宠物保健品及其他收入：考虑到国内市场中科学化养宠、精细化养宠趋势兴起，我们预计该部分业务收入有望持续高增。我们预计 23/24/25 年该业务将实现营业收入 0.55/0.83/1.65 亿元。考虑到该部分业务产品结构趋稳，我们预计该部分业务毛利率或将保持稳定，预计 23/24/25 年对应毛利率稳定在 55% 左右。

4) 其他业务收入主要为销售材料收入和利用辐照设备对外开展辐照灭菌服务所获得的收入等，我们预计未来该部分业务或将伴随公司产能提升，客户订单相应有所增加，进而带动营业收入增长，我们预计其他业务 23/24/25 年将实现收入 0.22/0.26/0.32 亿元。考虑到 2018 年至 2021 年该部分业务产品结构尚在逐步形成期，毛利率存在一定波动。而在 2022 年及以后伴随公司产品结构趋稳，预计该部分对应毛利率或将稳定在 20% 左右。

费用率层面，我们预计公司 23 年至 25 年仍处于市场开拓阶段，销售费用率将依旧保持高位、且较现在或有一定提升。我们预计 23/24/25 年公司销售费用率分别 16.1%/16.2%/16.3%。伴随公司管理效率优化及营业收入规模提升，我们预计公司 23/24/25 年管理费用率或有一定下行趋势，分别为 4.9%/4.8%/4.8%。考虑到过往研发费用率较为稳定，基本都在 2% 附近波动，我们预计 23/24/25 年研发费用率基本稳定在 2.0% 左右，考虑到公司未来宠物食品生产基地扩产建设等投资项目的逐步实施，我们预计 23/24/25 年财务费用率分别为 0.11/0.13/0.15 亿元，对应财务费用率分别为 0.3%/0.3%/0.2%。我们预计 23/24/25 年公司可实现归母净利润为 3.2/3.9/5.0 亿元。

图表120：乖宝宠物盈利拆分及预测

		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023-E	2024-E	2025-E
营业收入	百万元	1221	1403	2013	2575	3398	4160	4954	6080
YOY	%		15%	43%	28%	32%	22%	19%	23%
营业成本	百万元	830	998	1422	1834	2290	2795	3345	4066
毛利润	百万元	391	405	591	741	1107	1365	1609	2014
毛利率	%	32%	29%	29%	29%	33%	33%	32%	33%
销售费用率	%	13.6%	17.5%	13.1%	13.8%	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%
管理费用率	%	8.1%	7.3%	5.6%	5.0%	5.2%	4.9%	4.8%	4.8%
研发费用率	%	2.3%	2.5%	2.2%	2.3%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%
财务费用率	%	1.1%	0.5%	1.4%	1.1%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
归母净利润	百万元	45	4	111	140	267	322	389	498
宠物零食业务									
宠物零食收入	百万元	876	909	1296	1630	1954	2212	2509	2851
YOY	%		4%	43%	26%	20%	13%	13%	14%
宠物零食销量	万吨	2.2	2.5	3.2	3.6	3.9	4.1	4.2	4.4
宠物零食单价	元/公斤	39.8	36.7	40.9	45.3	49.9	54.3	60.0	65.2
宠物零食成本	百万元	624	718	954	1181	1353	1531	1756	1995
宠物零食毛利	百万元	252	191	342	449	601	681	753	855
宠物零食毛利率	%	28.7%	21.0%	26.4%	27.6%	30.8%	30.8%	30.0%	30.0%
宠物主粮业务									
宠物主粮收入	百万元	340	483	696	912	1388	1871	2336	3033
YOY	%		42%	44%	31%	52%	35%	25%	30%
宠物主粮销量	万吨	3.4	4.7	6.7	8.1	9.7	10.9	12.2	13.7
宠物主粮单价	元/公斤	10.0	10.3	10.4	11.3	14.3	17.1	19.1	22.2
宠物主粮成本	百万元	202	275	457	635	906	1221	1530	1971
宠物主粮毛利	百万元	138	208	239	277	482	649	806	1061
宠物主粮毛利率	%	40.5%	43.1%	34.3%	30.3%	34.7%	34.7%	34.5%	35.0%
宠物保健品和其他主营业务									
宠物保健品和其他主营业务收入	百万元	2.1	7.6	12.9	18.1	36.7	55.0	82.6	165.1
宠物保健品和其他主营业务成本	百万元	0.5	2.8	5.1	7.0	16.4	24.8	37.2	74.3
宠物保健品和其他主营业务毛利	百万元	1.6	4.8	7.8	11.2	20.3	30.3	45.4	90.8
宠物保健品和其他主营业务毛利率	%	77%	63%	60%	62%	55%	55%	55%	55%
其他业务									
其他业务收入	百万元	2.6	3.1	8.4	15.1	18.4	22.1	26.5	31.8
其他业务成本	百万元	2.6	2.1	5.8	10.7	14.7	17.6	21.2	25.4
其他业务毛利	百万元	0.0	1.0	2.6	4.4	3.7	4.4	5.3	6.4
其他业务毛利率	%	1%	31%	31%	29%	20%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

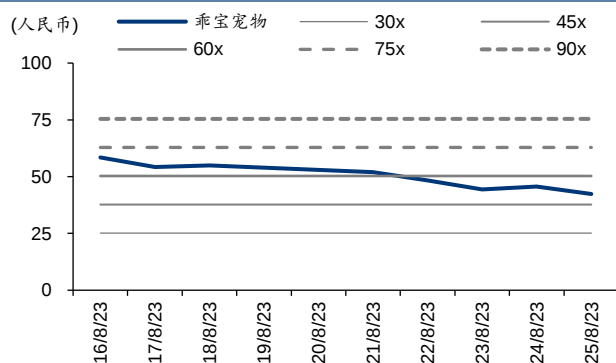
图表121：可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002891 CH	中宠股份	23.24	6,835	0.62	0.80	1.04	37.69	28.95	22.38
300673 CH	佩蒂股份	12.30	3,117	0.53	0.71	0.85	23.38	17.26	14.47
832419 CH	路斯股份	7.61	7.87	0.73	0.90	1.16	10.34	8.46	6.53

注：数据截至 2023 年 8 月 25 日

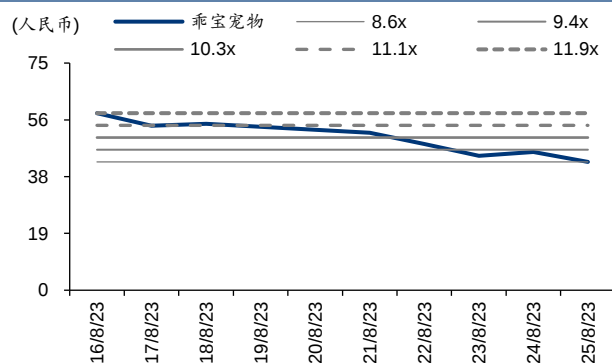
资料来源：，华泰研究

图表122: 乖宝宠物 PE-Bands



资料来源: 、华泰研究

图表123: 乖宝宠物 PB-Bands



资料来源: 、华泰研究

风险提示

国内养宠渗透不及预期。若国内养宠渗透率发展缓慢,则国内宠物市场整体规模发展将受限。宠物食品作为宠物的刚需赛道,或将首先受到不利冲击。

国内市场竞争加剧。目前国内宠物市场呈现百花齐放的蓬勃增长状态,仍有大量资本涌入,新兴品牌方兴未艾。若市场热度持续上升,则容易导致国内市场竞争加剧形势,将对宠物食品企业产生一定影响。

自主品牌建设不及预期。我国目前宠物食品赛道竞争激烈,自主品牌建设尚需一定时间。若自主品牌建设推进不及预期,则会对宠食公司国内市场拓展产生不利影响。

海外去库恢复不及预期。我国现有宠物食品公司内海外代工业务均占营业收入的较大比重,若海外客户去库进度不及预期,则会对企业盈利能力产生一定冲击。

原材料价格波动。宠物食品的主要成分为农产品及其副产品,若农产品价格持续大幅波动,宠食行业将面临原材料波动风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,215	1,165	1,495	1,676	2,170
现金	357.17	197.99	242.42	288.68	354.31
应收账款	180.82	132.41	251.11	205.59	354.96
其他应收账款	13.27	23.43	21.50	32.00	33.67
预付账款	52.55	42.96	73.99	65.28	105.65
存货	583.22	735.79	873.74	1,052	1,289
其他流动资产	27.57	32.02	32.02	32.02	32.02
非流动资产	1,089	1,118	1,358	1,579	1,880
长期投资	0.72	0.64	0.38	0.17	0.05
固定投资	889.98	920.99	1,084	1,256	1,529
无形资产	115.20	111.79	130.02	128.85	128.93
其他非流动资产	82.84	84.93	144.50	193.38	221.96
资产总计	2,303	2,283	2,853	3,255	4,050
流动负债	701.41	418.92	659.56	665.51	959.91
短期借款	381.69	164.57	261.49	298.38	417.10
应付账款	203.12	141.85	279.10	224.64	387.81
其他流动负债	116.60	112.50	118.97	142.49	154.99
非流动负债	125.85	105.04	112.33	117.69	119.47
长期借款	50.25	27.96	35.25	40.61	42.39
其他非流动负债	75.60	77.09	77.09	77.09	77.09
负债合计	827.26	523.96	771.90	783.20	1,079
少数股东权益	4.06	3.10	3.77	4.58	5.61
股本	360.04	360.04	400.04	400.04	400.04
资本公积	671.04	672.69	632.68	632.68	632.68
留存公积	455.45	722.33	1,045	1,435	1,934
归属母公司股东权益	1,472	1,756	2,078	2,467	2,965
负债和股东权益	2,303	2,283	2,853	3,255	4,050

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	93.93	306.46	256.86	319.20	366.15
净利润	141.81	265.65	322.35	389.98	499.01
折旧摊销	98.10	114.35	70.68	85.99	110.04
财务费用	27.69	(10.35)	11.41	13.76	14.66
投资损失	0.02	0.08	0.09	0.09	(0.02)
营运资金变动	(144.51)	(116.64)	(145.26)	(167.99)	(254.62)
其他经营现金	(29.17)	53.36	(2.40)	(2.62)	(2.94)
投资活动现金	(130.22)	(179.52)	(309.63)	(304.98)	(409.88)
资本支出	(98.34)	(179.86)	(310.51)	(305.72)	(410.49)
长期投资	0.00	0.00	0.26	0.22	0.12
其他投资现金	(31.88)	0.33	0.63	0.52	0.50
筹资活动现金	153.29	(265.22)	0.27	(4.85)	(9.35)
短期借款	219.40	(217.13)	96.93	36.89	118.72
长期借款	(27.82)	(22.29)	7.29	5.36	1.78
普通股增加	0.00	0.00	40.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.16	1.65	(40.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(42.46)	(27.45)	(103.94)	(47.10)	(129.85)
现金净增加额	116.54	(125.56)	(52.49)	9.37	(53.08)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,575	3,398	4,160	4,954	6,080
营业成本	1,834	2,290	2,795	3,345	4,066
营业税金及附加	10.89	15.21	20.80	14.86	18.24
营业费用	355.83	545.17	669.76	800.49	989.25
管理费用	128.09	176.82	203.84	237.78	291.85
财务费用	27.69	(10.35)	11.41	13.76	14.66
资产减值损失	(1.05)	(4.09)	(4.10)	(4.88)	(5.99)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.02)	(0.08)	(0.09)	(0.09)	0.02
营业利润	162.93	319.05	383.79	445.75	579.33
营业外收入	17.70	0.46	6.22	6.22	6.22
营业外支出	1.99	1.60	1.65	1.65	1.65
利润总额	178.65	317.91	388.37	450.32	583.91
所得税	36.84	52.26	66.02	60.34	84.90
净利润	141.81	265.65	322.35	389.98	499.01
少数股东损益	1.54	(1.22)	0.67	0.81	1.04
归属母公司净利润	140.27	266.88	321.68	389.17	497.97
EBITDA	295.14	442.16	466.79	547.09	708.00
EPS (人民币, 基本)	0.39	0.74	0.80	0.97	1.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	27.92	31.93	22.44	19.08	22.74
营业利润	19.48	95.82	20.29	16.14	29.97
归属母公司净利润	25.82	90.25	20.53	20.98	27.96
获利能力 (%)					
毛利率	28.78	32.59	32.82	32.48	33.12
净利率	5.51	7.82	7.75	7.87	8.21
ROE	9.95	16.54	16.78	17.13	18.34
ROIC	9.69	15.43	15.22	15.66	16.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.92	22.95	27.05	24.07	26.65
净负债比率 (%)	9.79	2.10	4.86	4.07	5.36
流动比率	1.73	2.78	2.27	2.52	2.26
速动比率	0.79	0.84	0.78	0.79	0.77
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.48	1.62	1.62	1.66
应收账款周转率	18.13	21.69	21.69	21.69	21.69
应付账款周转率	10.66	13.28	13.28	13.28	13.28
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.67	0.80	0.97	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.77	0.64	0.80	0.92
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.39	5.19	6.17	7.41
估值比率					
PE (倍)	120.81	63.50	52.68	43.54	34.03
PB (倍)	11.51	9.65	8.16	6.87	5.72
EV EBITDA (倍)	57.92	38.42	36.53	31.17	24.17

免责声明

分析师声明

本人，熊承慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所载信息保持在最新状态。华泰对本报告所载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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师熊承慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司