

长坡厚雪，国产崛起

——中国宠物食品行业研究框架

证券分析师：盛瀚 A0230522080006 赵金厚 A0230511040007

研究支持：胡静航 A0230122090003

2024.03.27



- **中国宠物食品行业：市场规模位居全球第三，2023年达533亿元，近十年CAGR22%，全球第一。**从产业链视角看，宠物食品上游原料价格波动大，鸡肉、谷物等直接材料成本占比超50%；中游参与者众多、集中度低，2022年中国宠物食品品牌CR10为24.0%，相比美国（47.4%）、日本（50.4%）仍有较大差距；下游电商渠道占比高，2023年电商渠道销售额占比达65.9%。
- **中国宠物食品行业集中度提升，头部品牌地位趋于稳固。**2022年中国宠物食品品牌、公司CR10分别为24.0%和29.8%，集中度明显低于海外成熟市场。2019年以来中国宠物食品行业品牌集中度由21.4%上升至24%，同时头部品牌领先优势逐步拉大，CR3和CR10市占率差距逐步拉大，由9.8%（2018年）上升至11.0%（2022年）。且2019年以来“双十一”“618”等购物节榜单中，前两名品牌基本为皇家、麦富迪，连续上榜品牌数亦逐步增加。
- **国产品牌“破圈突围”，头部玩家品牌力初显。**优势国产品牌凭借性价比及产品差异化优势抢占部分国外中低端品牌市场份额，据欧睿数据，2022年中国宠物食品销售额Top20品牌中，国产品牌合计市占率为17.2%，国外品牌为13.4%。2013-2022年，玛氏和雀巢主要低端品牌合计市占率由11.0%下降至2.5%，而麦富迪、伯纳天纯、顽皮等国产品牌市占率持续上行，2013-2015年，市占率前五名的宠物食品品牌中，国产品牌仅有比瑞吉，2021年在中国市占率前五名的宠物食品品牌中，国产品牌已占据四席。

- **投资分析意见：（1）规模：中期有韧性，长期有支撑。**中国宠物食品行业已由高速增长阶段过渡至稳步增长阶段，预计未来3-5年中国宠物食品行业市场规模维持10%左右的增速，单宠消费金额提升为市场规模增长之核心驱动力。2012-2017年中国宠物食品行业市场规模CAGR为30.4%，2018-2023年CAGR为14.7%，从量价拆分来看，已由数量增长驱动转变为单宠消费金额增长驱动。**我们认为，未来中国犬猫数量增长或进一步放缓。**2018-2023年，中国犬猫数量增速均大幅趋缓，猫数量增速低于5%，2020年起犬数量出现负增长。中日户均养宠数量已较为接近（2023年中国为0.8只，日本为1只），参考海外经验，在人均居住面积的限制下，中国犬猫数量或难以明显提升。**单宠消费金额有较大提升空间：①专业宠粮渗透率提升空间巨大：**据欧睿，2023年中国专业犬粮、猫粮渗透率分别为22.2%、38.9%，而美国为78.1%、89.4%。**②消费结构升级趋势：零食/保健品消费占比提高。**据中国宠物行业白皮书数据，2023年中国宠物消费中零食、保健品占比均有提高，分别+0.3pct、+1.3pct，零食/保健品销售单价远高于主粮。
- **（2）格局：集中度仍将继续提升，竞争格局逐步优化。**头部品牌市场份额尚存较大提升空间，参考美、日等海外成熟市场，单一宠物食品品牌市占率天花板在10%左右，3-10名品牌市占率在2.5%-5%之间，中国龙头宠物食品品牌市占率仍有约一倍的提升空间（2022年皇家市占率5.8%，麦富迪4.8%）。**公司集中度层面，复盘美国宠物食品龙头发展历程，收购多个品牌构建品牌矩阵来提高公司市占率为共性方向，**玛氏、JM Smucker、通用磨坊等宠物食品企业均通过收购品牌显著提升公司市占率，2022年公司市占率分别为21.4%、3.5%、3.4%。

- **国内部分企业（如中宠股份、乖宝宠物）选择收购国外品牌扩充自身品牌矩阵，但国内品牌间收购当前仍较少发生。**主要系国内品牌差异化程度较低，大部分品牌未形成消费者黏性，品牌价值偏低，且培育和孵化新品牌成本较低，通过集中高频的广告投放，可以较快获得短期市占率的提升。**随着宠物食品企业融资端趋冷，部分中小品牌逐步失去资金支持退出市场，行业竞争格局将逐步优化。**拥有自有产能的优质国产宠物食品龙头有望发挥自身产品优质、供应链稳定的优势，通过海外代工业务提供利润支撑，“反哺”自有品牌持续进行营销费用投放，进一步提升公司市占率。
- **(3) 盈利：头部企业自有品牌盈利能力仍有较大提升空间。**A股三家宠物食品上市企业，海外代工业务毛利率17%-27%，自有品牌毛利率25%-45%，综合净利率低于10%。乖宝宠物目前自有品牌已实现盈利，2023年公司综合净利率预计达10%。2020-2023年乖宝宠物盈利能力快速提升，毛利率由29%提升至36%，净利率由5.5%提升至10%。主要系：自有品牌营收占比提升（23年预计达65%）、高端系列营收占比提升（23年弗列加特营收预计实现翻倍增长）。**对标美、日，头部宠物食品企业净利率均高于10%，雀巢、通用磨坊宠物食品板块净利率基本稳定在20%以上。我们认为，中国龙头企业自有品牌盈利能力提升空间主要来自：**①竞争格局优化，中小品牌退出市场，营销压力减弱；②早期凭借性价比优势抢占市场，后续开发高端系列，产品价格带具备上拓空间；③用户粘性积累，品牌力逐步提升。
- **风险提示：**汇率波动风险；原材料价格波动风险；国内宠物食品企业自主品牌开拓不及预期。

主要内容

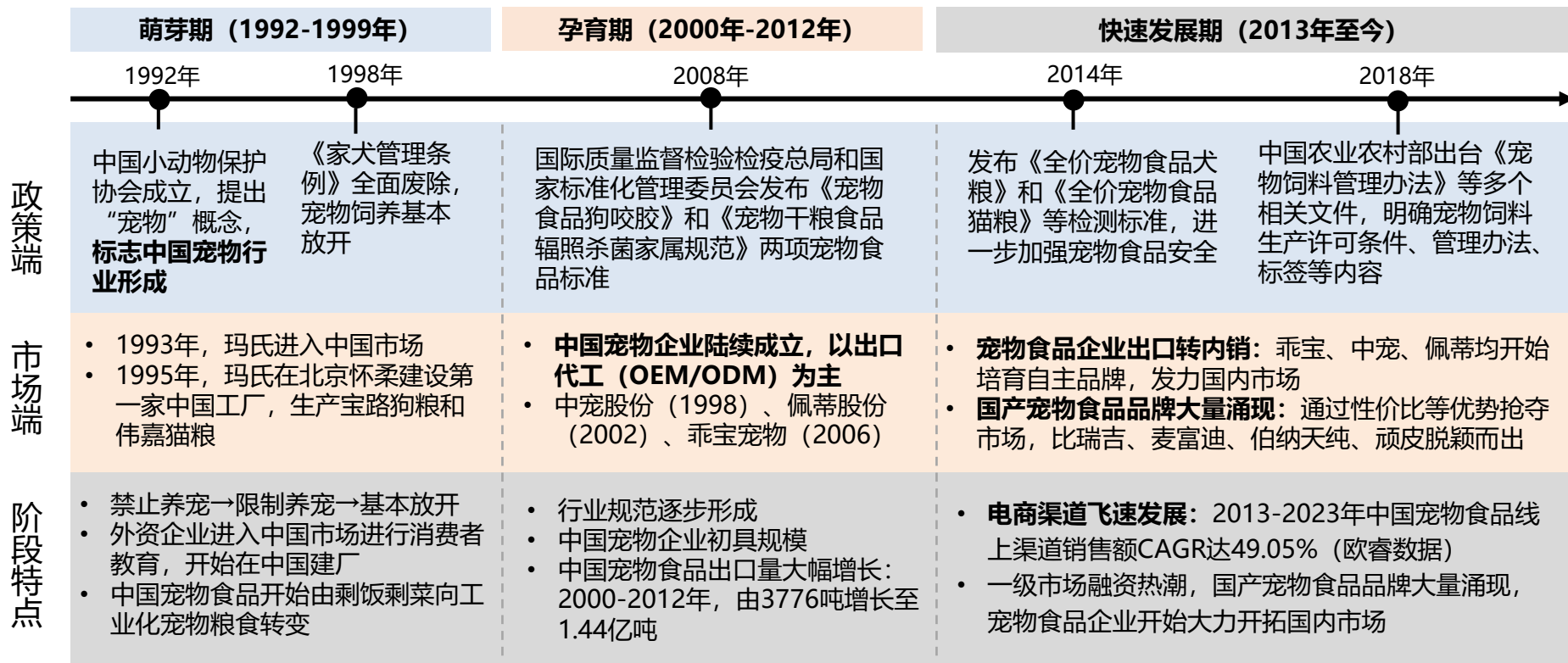
1. 概览：500亿规模，增速全球领先
2. 现状：国货崛起，品牌力初显
3. 趋势：增长韧性、格局优化、盈利提升
4. A股宠物食品上市企业简述
5. 风险提示

1.1 发展历程：从宠物禁养到“它经济”

➤ 自1992年小动物协会成立以来，中国宠物食品行业主要经历了三个阶段：

- (1) 萌芽期 (1992年-1999年)：禁养政策放松，外资企业进入中国市场
- (2) 孕育期 (2000年-2012年)：行业规范逐步形成，内资宠物企业陆续成立，宠物食品出口量大幅增长
- (3) 快速发展期 (2013年至今)：内资企业出口转内销开拓国内市场，打造自有品牌

图1：中国宠物食品行业发展历程



1.2 中国宠物食品行业市场规模超500亿元，位居全球第三

- **中国宠物食品行业市场规模位居全球第三。** 2023年全球宠物食品市场规模为1340.3亿美元，其中美国宠物食品市场规模居全球第一，为532.3亿美元，占比40%，中国宠物食品行业市场规模为76.4亿美元（532.9亿元），占比6%。
- **近十年中国宠物食品行业市场规模增速远超全球。** 2013-2023年中国宠物食品市场规模CAGR为22.4%，远超全球（4.9%），且远高于市场规模排名前20的国家。

图2：全球宠物食品市场规模



图3：2023年各国宠物食品市场规模占比

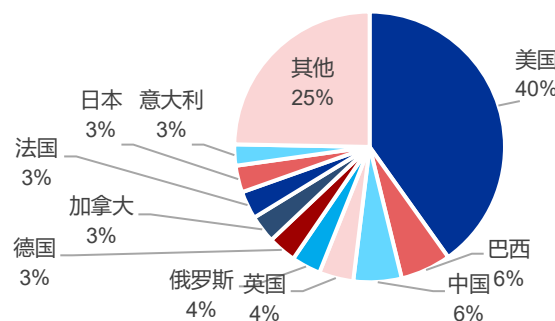


图4：中国宠物食品行业市场规模

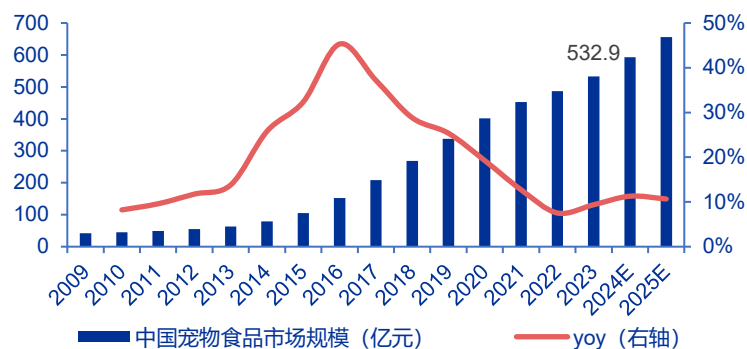
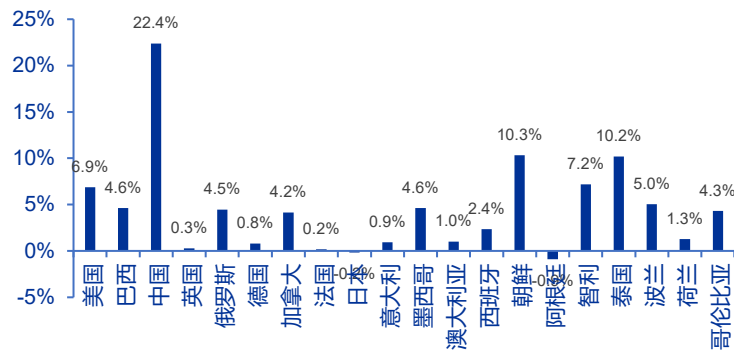


图5：2013-2023年各国宠物食品市场规模CAGR



1.3 中国宠物猫食品市场规模已反超犬

➤ **中国宠物猫食品市场规模已反超犬。** 2021年，猫数量首次反超犬，猫食品市场规模亦反超犬食品。2023年中国犬、猫数量分别为1.03、0.87亿只，同比+4.6%、+0.7%，市场规模分别为306.43亿元、225.52亿元，同比+14.2%、3.5%。

图6：中国宠物猫、犬数量

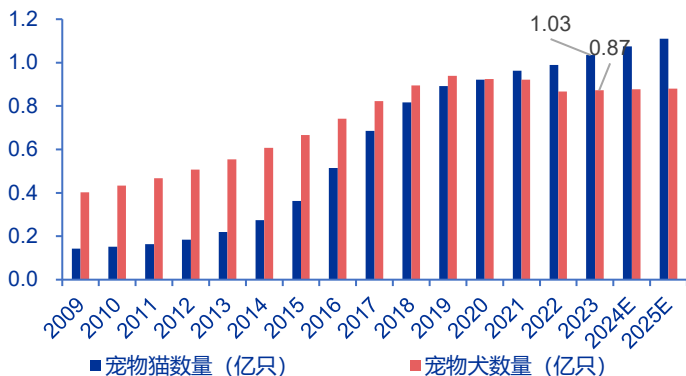


图7：中国宠物猫、犬数量增速

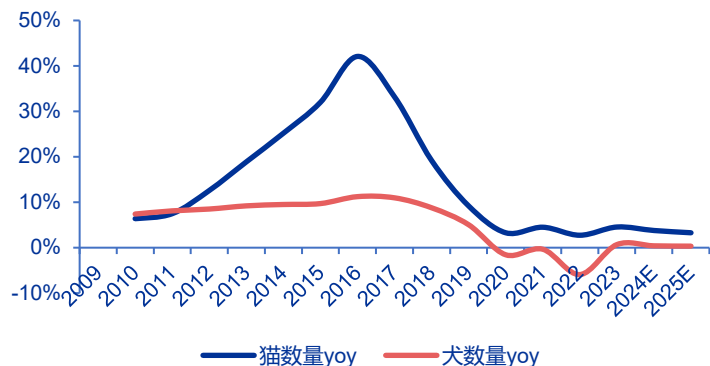


图8：中国单宠年消费金额

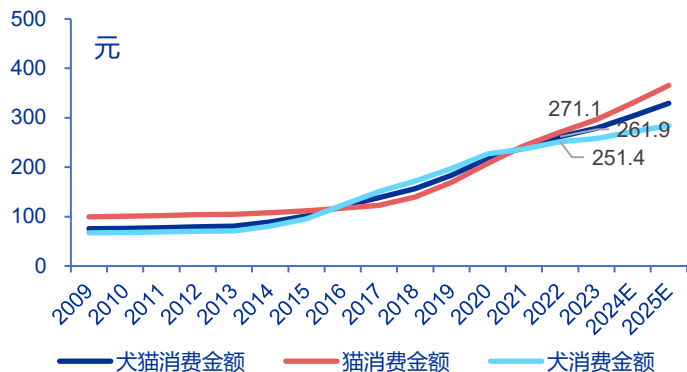
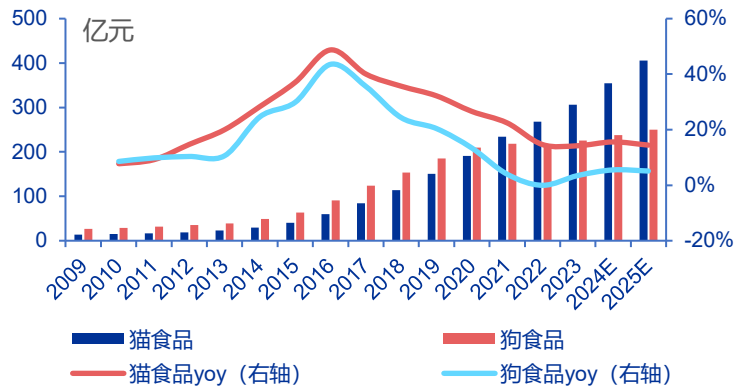


图9：中国猫食品市场规模增速高于犬



主要内容

1. 概览：500亿规模，增速全球领先
2. 现状：国货崛起，品牌力初显
3. 趋势：增长韧性、格局优化、盈利提升
4. A股宠物食品上市企业简述
5. 风险提示

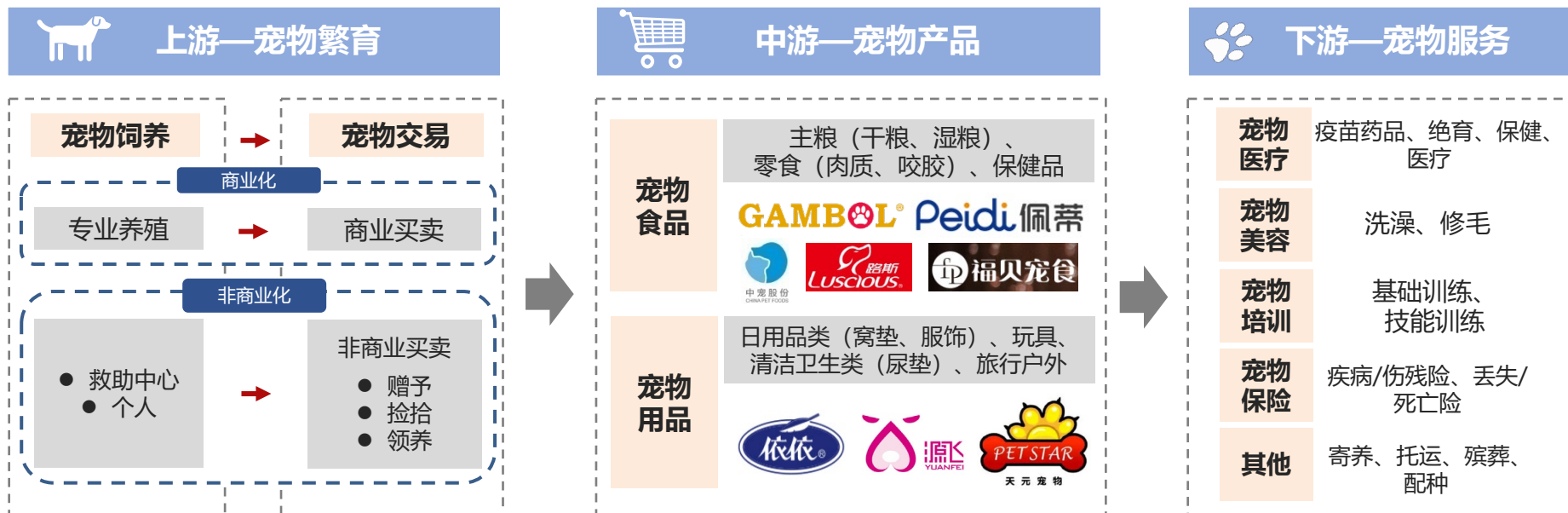
2.1.1 宠物食品位于宠物产业链中间环节，市场规模最大

(1) **上游**：宠物繁育。规范化程度比较低，较为分散。

(2) **中游**：宠物食品、宠物用品。**宠物行业上市公司主要集中的环节。宠物食品**：宠物消费的刚需，消费频次高且贯穿宠物整个生长周期，**宠物行业市场规模最大的子行业（欧睿数据：2023年532.9亿）**。

(3) **下游**：宠物服务。包括宠物医疗、美容、培训等。宠物诊疗机构呈现连锁化趋势，国内主要宠物医疗企业为新瑞鹏和瑞派集团等。

图10：宠物行业产业链



宠物食品：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份（北交所）

宠物用品：天元宠物、源飞宠物、依依股份

2.1.2 产业链：上游原料成本占比高，中游集中度低，下游线上为王

(1) **上游：原材料成本占比高，价格波动大。**中宠、乖宝、佩蒂宠物零食直接材料成本占比均超过50%。

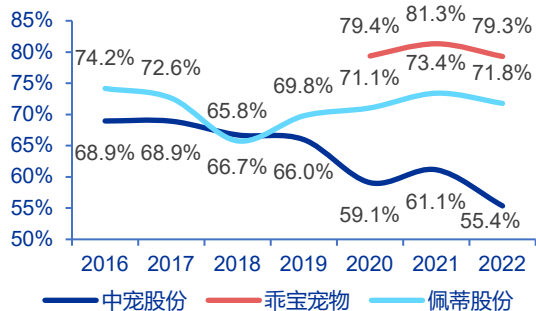
(2) **中游：参与者多，集中度低，国产崛起正当时。**①**国内代工企业：**福贝宠物等。②**品牌商：**网易严选；无自有产能，主要与国内代工厂合作。③**全产业链企业：**内资企业、外资企业；自有产能、自有品牌。

(3) **下游：“线上为王”，电商渠道销售额占比超60%。**2013-2023年宠物食品线上渠道销售额由6.5亿元增长至351亿元，CAGR达49%，占比由10.3%上升至65.9%。**头部企业线上销售占比高于行业：**乖宝（78%：22%）。**未来趋势：**电商平台仍是发力重点，新兴电商渠道（抖音、小红书等）增速加快。

上游：原材料



图11：宠物零食直接材料成本占比



中游：宠物食品生产商/品牌商

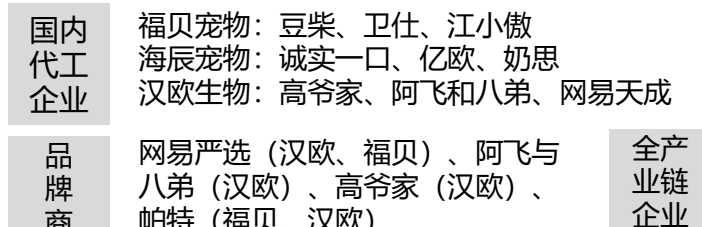
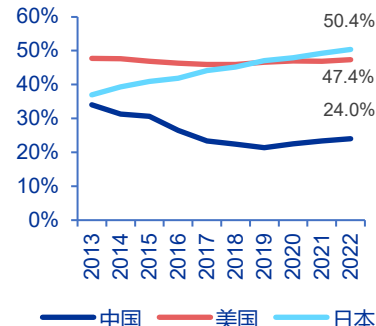
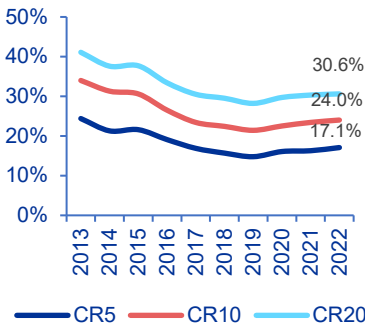


图12：中国宠物食品品牌集中度 图13：中日美宠物食品品牌CR10



下游：终端销售

图14：中国宠物食品行业各渠道销售额占比

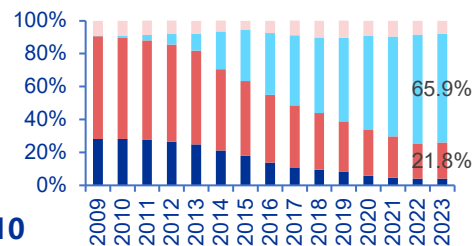
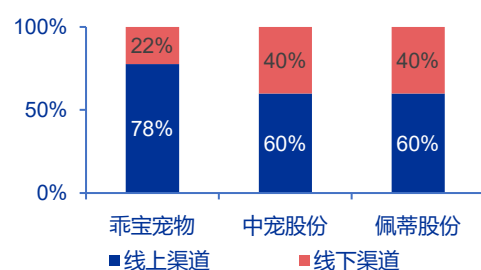


图15：宠物食品企业渠道销售额占比



2.2 中国宠物食品市场三类核心玩家

(1) **国内代工厂**：享受行业快速增长期红利，无自有产能的新品牌多；优质代工厂代工价格高、供不应求；

➤ **福贝宠物**：2019-2022H1毛利率保持在36%以上，净利率达15%以上。

(2) **品牌商**：为什么会有品牌商？①行业快速发展，新进入者多，建立品牌比建工厂更容易；②2015-2019年宠物食品行业一级市场投资热潮，众多品牌获得融资。**特点**：大品牌少，中小品牌居多，品牌价值较难建立，进出行业较快；优质代工厂少，产品质量不完全可控，存在安全风险。**趋势**：发展较好的品牌开始自建工厂（卫仕、帕特、阿飞与八弟、疯狂小狗等）。

➤ **网易严选**：品牌价值突出、产品质量保证（与优质代工厂稳定合作：福贝、汉欧）、建立宠物食品品牌网易天成。据久谦咨询不完全统计，2023年网易严选+网易天成天猫淘宝、京东、抖音渠道累计销售额达9.38亿元，同比+45.5%。

图16：福贝宠物毛利率及净利率

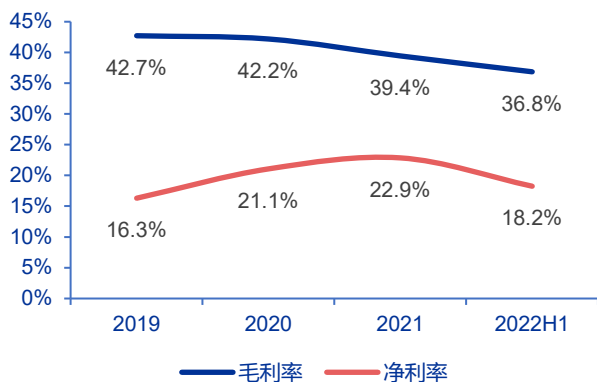


图17：福贝宠物分业务毛利率

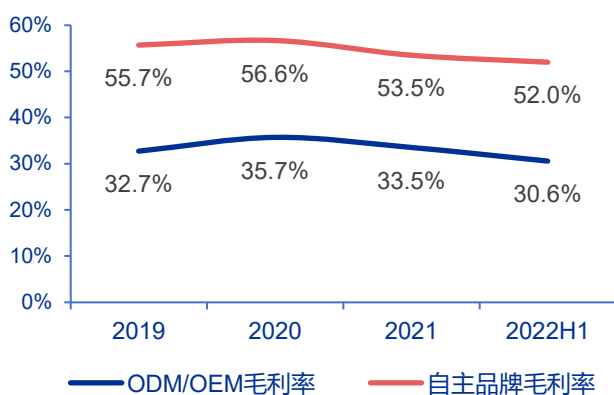


图18：宠物行业一级市场融资数量及金额



2.2 中国宠物食品市场三类核心玩家

(3) 全产业链企业:

- **内资:** 乖宝 (麦富迪)、中宠 (顽皮、领先)、佩蒂 (爵宴)、上海依蕴 (伯纳天纯)。价格起初主要定位中端/中低端 (20-60元/kg), 在产品安全性有保障的前提下, 凭借性价比优势+电商渠道弯道超车, 抢占部分国外中低端品牌的市场份额。
- **外资:** ①**海外进口品牌:** 渴望、爱肯拿、巅峰、K9等, 在国外生产进口至国内, 价格定位高端/超高端 (>100元/kg); ②**外资品牌、在华设厂:** 皇家、冠能等。价格定位中端/中高端 (60-100元/kg), 供应链稳定性更高。

图19: 中国宠物食品品牌分类



2.3.1 中国宠物食品行业集中度较低

(1) 市场集中度低：多元化参与者、品牌和生产端分离、电商渠道占比高

- **市场集中度先下降再回升：**2019-2022年品牌CR10由21.4%上升至24%，公司CR10由27.2%上升至29.8%。
- **品牌集中度 < 公司集中度：**多品牌战略，中宠股份（顽皮、领先、Zeal），佩蒂股份（爵宴、好适嘉、齿能），乖宝宠物（麦富迪、弗列加特）。**分品类：**2022年犬猫品牌CR10分别为27%、28%，猫食品品牌头部化趋势明显（CR2为13%）。
- **与美、日对比，公司集中度差距 > 品牌集中度：**中国宠物食品品牌CR10为24%，美国、日本分别为47.4%和50.4%。中国宠物食品公司CR10为29.8%，美国、日本分别为95.9%和84.6%。

图20：中国宠物食品品牌品牌集中度

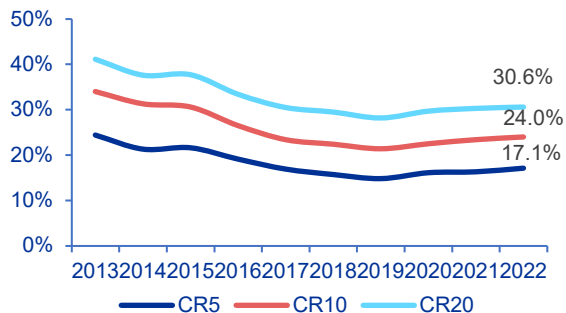


图21：中、日、美宠物食品品牌CR10对比

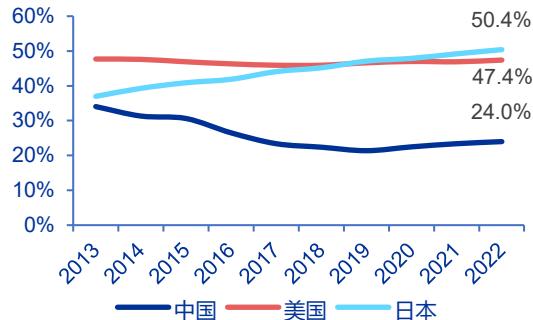


图22：2022年中国宠物犬食品品牌市占率

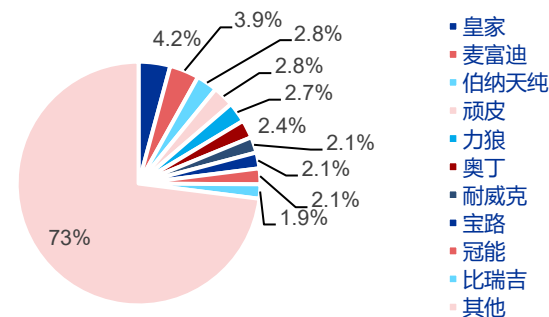


图23：中国宠物食品公司集中度

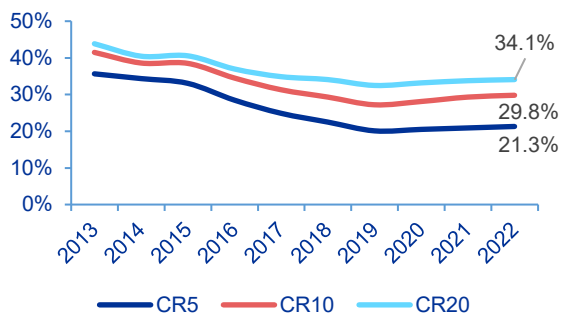


图24：中、日、美宠物食品企业CR10对比

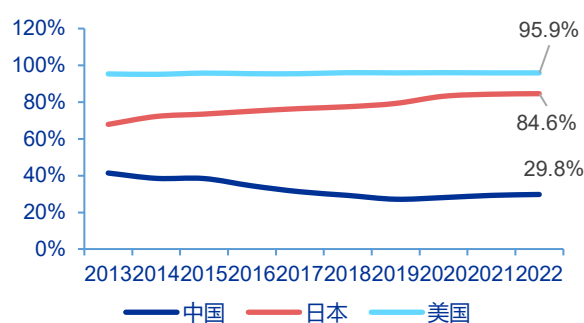
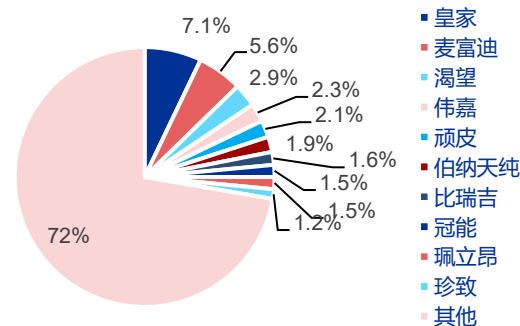


图25：2022年中国宠物猫食品品牌市占率



2.3.2 头部品牌集中化趋势逐渐凸显

(2) 头部品牌集中化趋势逐渐凸显：CR3和CR10的市占率差距开始拉大，由2018年的9.8%上升至2022年的11.0%。双十一、“618”等购物节榜单中，连续上榜品牌数增加，前两名基本为皇家、麦富迪。国产品牌已占据半数以上榜单。

图26：中国宠物食品品牌CR3和CR10差距逐步拉大

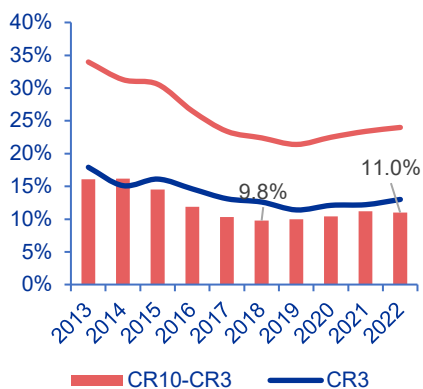


表1：2019-2023年天猫、京东“618”宠物品牌榜单

		2019	2020	2021	2022	2023				
京东	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	麦富迪	麦富迪	麦富迪
	伯纳天纯	Petcurean go!	麦富迪	麦富迪	网易严选	麦富迪	麦富迪	皇家	皇家	皇家
	麦富迪	伯纳天纯	爱肯拿	渴望	麦富迪	渴望	渴望	渴望	渴望	网易严选
	福来恩	麦富迪	宝路	伯纳天纯	伯纳天纯	Petcurean go!	爱肯拿	卫仕	渴望	渴望
	耐威克	渴望	冠能	卫仕	渴望	凯锐思	卫仕	网易严选	鲜朗	鲜朗
	宝路	冠能	伯纳天纯	冠能	冠能	疯狂小狗	凯锐思	ZIWI	诚实一口	诚实一口
	比瑞吉	伟嘉	福来恩	网易严选	卫仕	爱肯拿	疯狂小狗	凯锐思	爱肯拿	爱肯拿
	Petcurean go!	宝路	卫仕	pidan	爱肯拿	伯纳天纯	福来恩	pidan	instinct	instinct
	伟嘉	爱肯拿	洁客	素力高	素力高	福来恩	pidan	江小傲	蓝氏	蓝氏
	lorde	比瑞吉	里兜	福来恩	ZIWI	森森	耐威克	爱肯拿	卫仕	卫仕

表2：2019-2023年天猫、京东“双十一”宠物品牌榜单

		2019	2020	2021	2022	2023					
京东	伯纳天纯	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	Petcurean go!	麦富迪	麦富迪	麦富迪
	皇家	渴望	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	皇家	皇家	皇家
	麦富迪	Petcurean go!	渴望	网易严选	网易严选	网易严选	Petcurean go!	皇家	渴望	渴望	蓝氏
	比瑞吉	福来恩	伯纳天纯	爱肯拿	渴望	渴望	凯锐思	渴望	爱肯拿	网易严选	网易严选
	耐威克	伟嘉	卫仕	伯纳天纯	伯纳天纯	伯纳天纯	耐威克	爱肯拿	卫仕	爱肯拿	诚实一口
	宝路	伯纳天纯	爱肯拿	渴望	爱肯拿	爱肯拿	渴望	凯锐思	pidan	instinct	鲜朗
	冠能	比瑞吉	冠能	卫仕	pidan	pidan	比瑞吉	耐威克	凯锐思	ZIWI	instinct
	疯狂小狗	冠能	耐威克	素力高	素力高	素力高	伯纳天纯	伯纳天纯	ZIWI	阿飞和巴弟	渴望
	海洋之星	麦富迪	比瑞吉	pidan	冠能	冠能	冠能	卫仕	网易严选	卫仕	伯纳天纯
	蓝氏	爱肯拿	福来恩	冠能	instinct	instinct	疯狂的小狗	ZIWI	耐威克	蓝氏	卫仕

2.3.3 国产品牌“破圈突围”，头部玩家品牌力初显

(3.1) 优势国产品牌已凭借性价比及产品差异化优势抢占部分国外中低端品牌市场份额。根据欧睿数据，2013-2022年，玛氏和雀巢主要中低端品牌合计市占率由11.0%下降至2.5%，2022年中国宠物食品销售额Top20品牌中，国产品牌合计市占率已反超国外品牌，达17.2%。

(3.2) 头部国产品牌已初具品牌力及客户黏性。2013-2015年，市占率前五名的宠物食品品牌中，国产品牌仅有比瑞吉，2016年以来，麦富迪、伯纳天纯、顽皮市占率持续上行，2021年在中国市占率前五名的宠物食品品牌中，国产品牌已占据四席。

图27：2022年中国宠物食品销售额top20品牌市占率 图28：玛氏和雀巢中高端及低端品牌合计市占率 图29：部分国外宠物食品品牌市占率变化

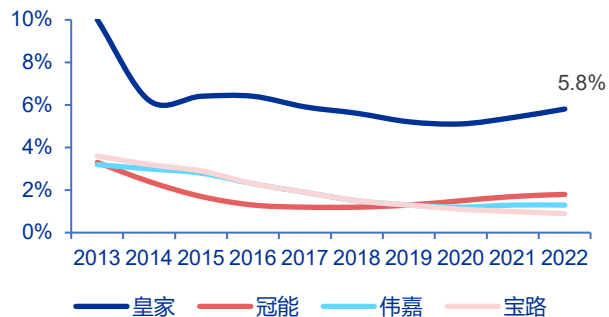
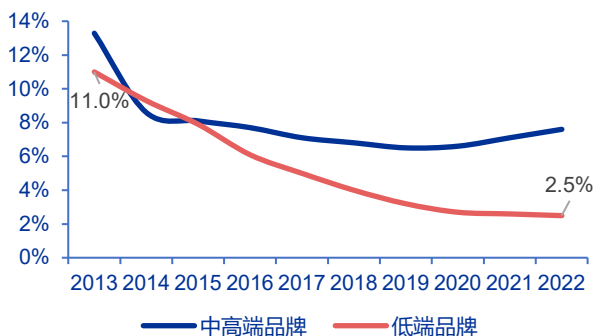
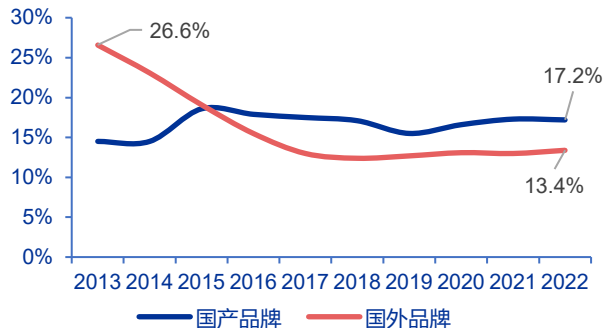
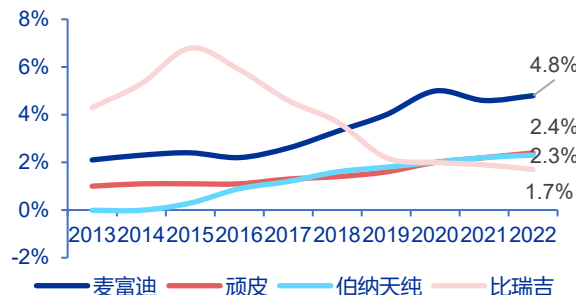


表3：2013-2022年中国宠物食品品牌市占率排名

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	皇家	皇家	比瑞吉	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家	皇家
2	比瑞吉	比瑞吉	皇家	比瑞吉	比瑞吉	比瑞吉	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪
3	宝路	优卡	宝路	宝路	麦富迪	麦富迪	比瑞吉	比瑞吉	伯纳天纯	顽皮
4	冠能	宝路	伟嘉	伟嘉	宝路	伯纳天纯	伯纳天纯	伯纳天纯	顽皮	伯纳天纯
5	伟嘉	伟嘉	优卡	麦富迪	伟嘉	宝路	顽皮	顽皮	比瑞吉	冠能

图30：国内主要宠物食品品牌市占率变化



主要内容

1. 概览：500亿规模，增速全球领先
2. 现状：国货崛起，品牌力初显
3. 趋势：增长韧性、格局优化、盈利提升
4. A股宠物食品上市企业简述
5. 风险提示

3.1.1 中国宠物食品行业进入稳步增长阶段

(1) 未来3-5年中国宠物食品行业市场规模增速预计为10%-15%。中国宠物食品行业已从高速增长阶段（2012-2017年CAGR30.4%）逐步进入稳步增长阶段（2018-2023年CAGR14.7%），从数量增长驱动转变为单宠消费金额增长驱动。对标美日等成熟市场，近10年宠物食品行业市场规模增长主要由单宠消费金额增长驱动。

(2) 宠物数量：犬猫数量提升空间有限。犬猫数量增速趋缓，猫增速<5%，2020年起犬出现负增长。中、日对比：户均宠物数量（2023年：0.8只:1只），人均居住面积（2018年：39m²（城镇）：22.78m²）。

图31：中国宠物食品市场规模



图32：中国宠物食品行业量价拆分

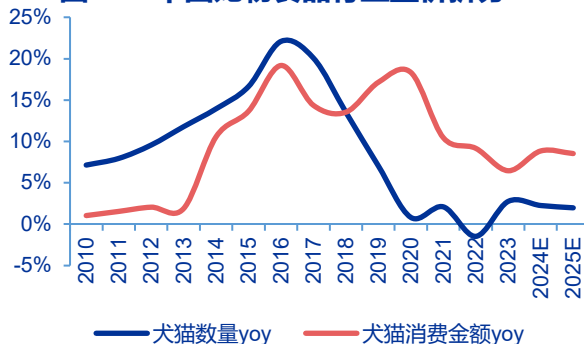


表4：中国宠物食品市场规模增速拆分

CAGR	宠物食品	数量		单宠年消费金额	
	市场规模	猫	犬	猫	犬
2012-2017	30.4%	30.0%	10.1%	3.4%	16.5%
2018-2023	14.7%	4.8%	-0.5%	16.2%	8.5%

图33：美国宠物食品行业量价拆分

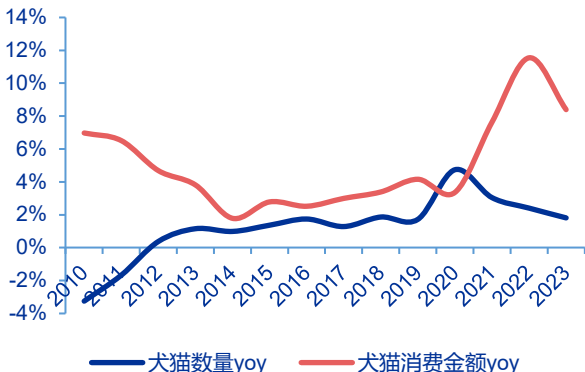


图34：日本宠物食品行业量价拆分

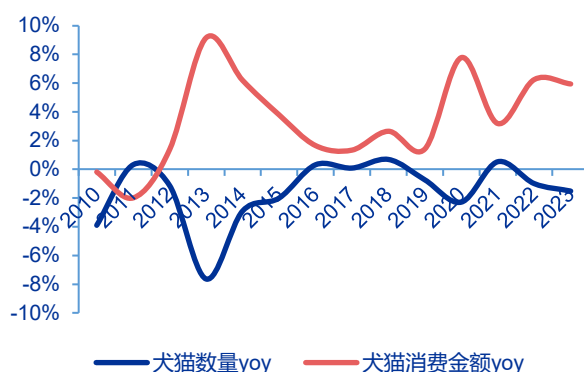
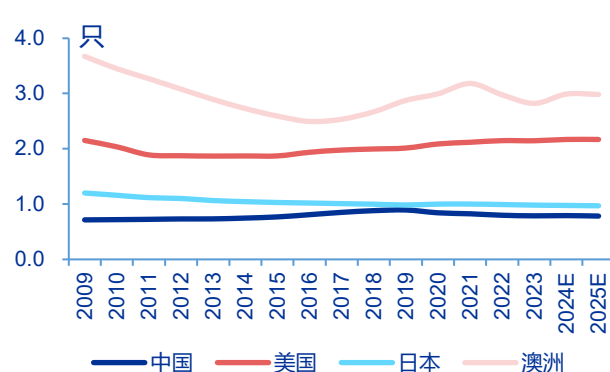


图35：中、美、日、澳户均宠物数量对比



3.1.2 单宠消费金额提升为核心驱动力

(3) 单宠消费金额：支撑市场规模增长的核心驱动力是单宠消费金额的提升

- **专业宠粮渗透率提升空间巨大。**据欧睿数据，2023年中国专业犬粮、猫粮渗透率分别为22.2%、38.9%，而美国则分别为78.1%、89.4%；中国城镇单宠消费金额远高于平均单宠消费金额。
- **消费结构变化，零食/保健品消费占比提高。**零食/保健品单价高于主粮，零食单价为40-50元/kg，主粮单价10-30元/kg。
- **中国宠物食品价格增速长期跑赢通胀率。**

图36：中、美专业犬粮渗透率

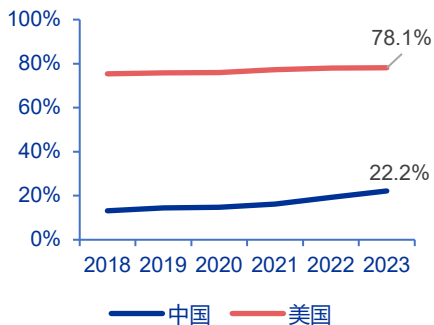


图37：中、美专业猫粮渗透率

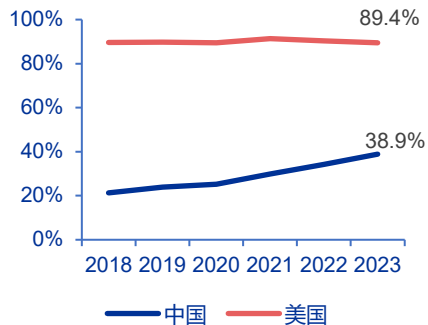


图38：中国单宠年消费金额

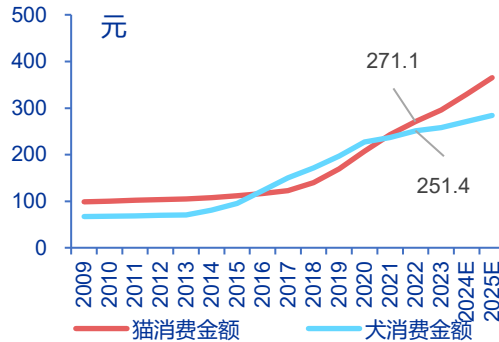


图39：中国城镇宠物单宠年消费金额

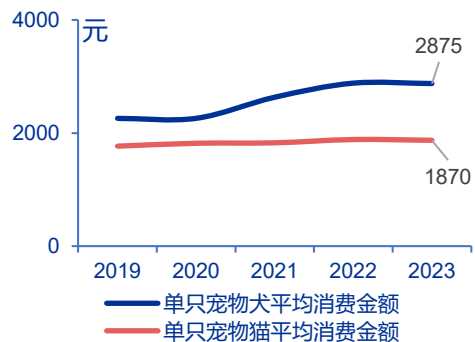


图40：中国宠物（犬猫）消费结构：零食及保健品消费规模占比提高

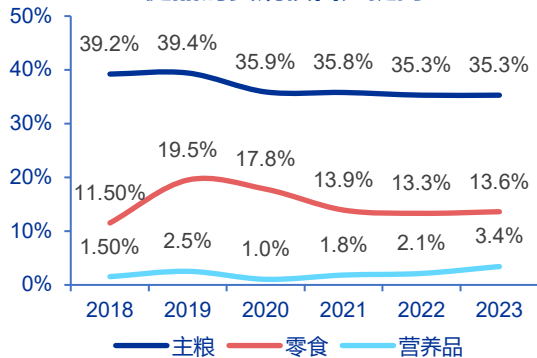


图41：宠物零食销售单价高于主粮

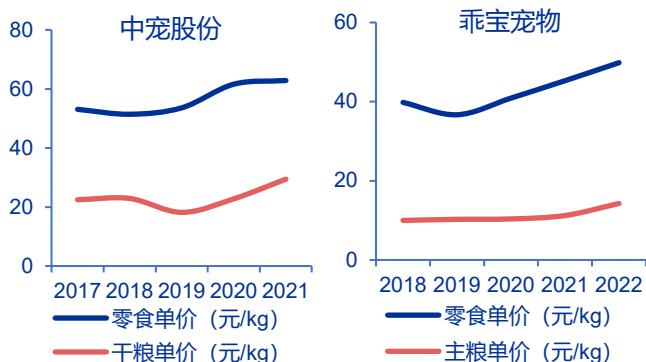
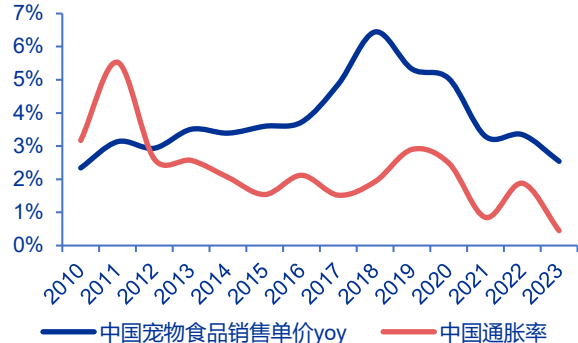


图42：中国宠物食品单价增速高于通胀率



3.1.3 复盘美日，宠物食品行业增长具备韧性

- **复盘美日：宠物食品行业在经济下行期呈现较强韧性。**
2020年美、日GDP增速均出现明显下滑，但宠物食品行业增速仍保持较高速增长。
- **宠物食品为刚需产品，购买者和使用者分离，经济下行期，宠物主通常不会大幅减少宠物消费支出。**据APPA报告，2020-2022年（疫情以来）有46%的宠物主未减少宠物支出，有39%的宠物主增加了宠物支出。

图43：中国宠物食品行业及GDP增速

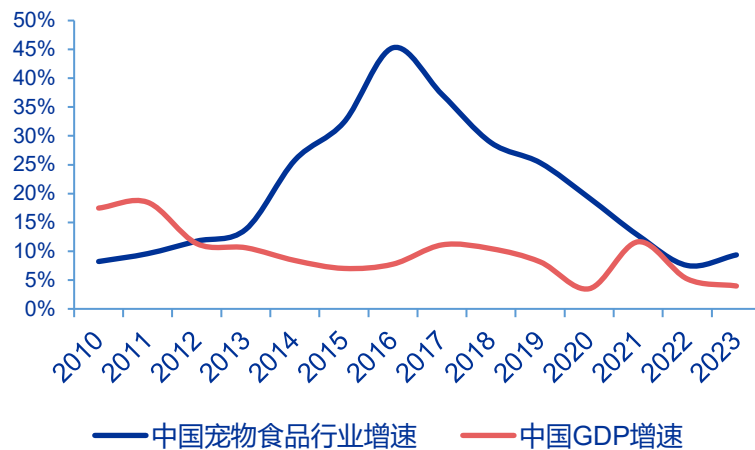


图44：美国宠物食品行业及GDP增速

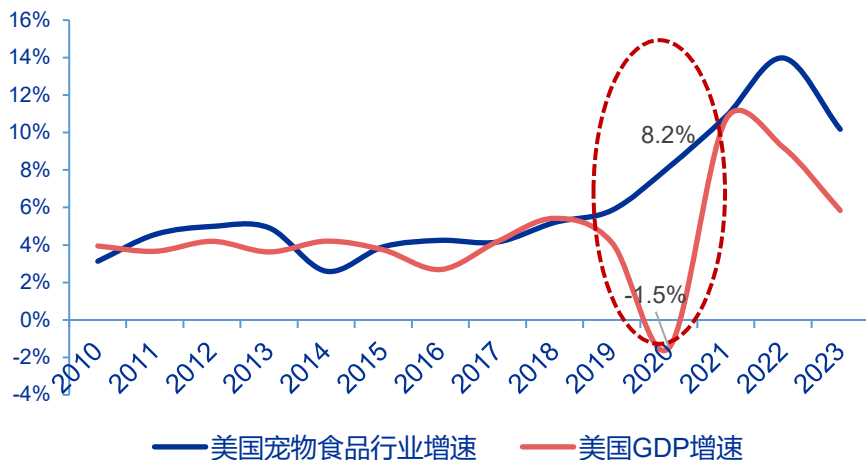
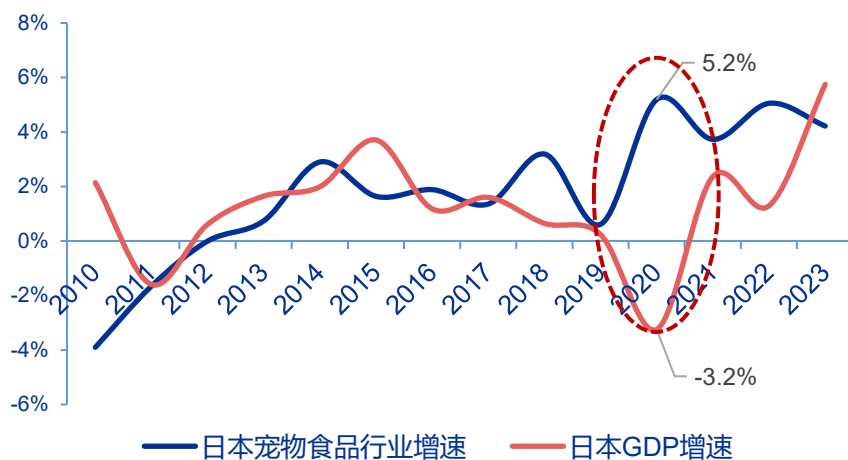


图45：日本宠物食品行业及GDP增速



3.2 竞争格局逐步优化，行业集中度仍有提升空间

(1) 头部品牌市场份额仍有较大提升空间。参考海外成熟市场，单一宠物食品品牌市占率天花板在10%左右，3-10名品牌市占率在2.5%-5%之间。对标国内，龙头品牌仍有1倍左右空间（皇家5.8%、麦富迪4.8%）。

(2) 复盘美国宠物食品龙头发展历程，收购多个品牌提高公司市占率为共性方向。中国现状：大部分公司主要自己培养和孵化自有品牌，品牌收购较少（品牌差异化程度低、消费者黏性弱、品牌价值偏低），未来通过收并购提高公司市占率仍是大势所趋。

图46：中国前十名宠物食品品牌市占率

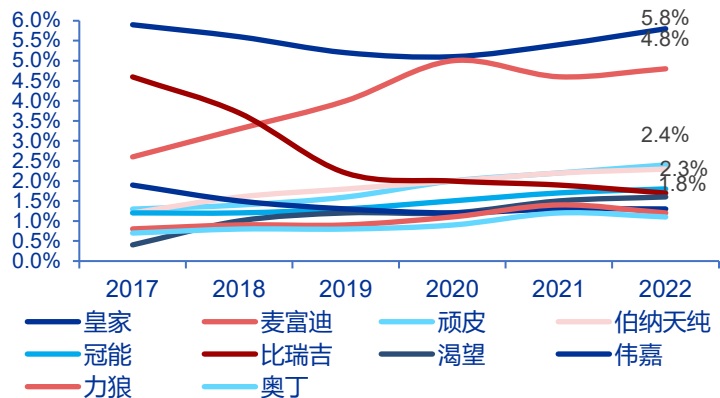


图47：2022年日本宠物食品品牌市占率

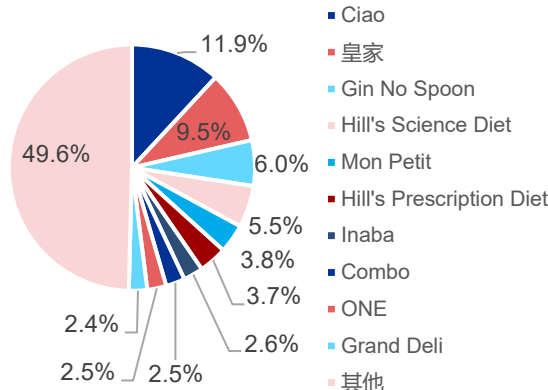


图48：2022年美国宠物食品品牌市占率

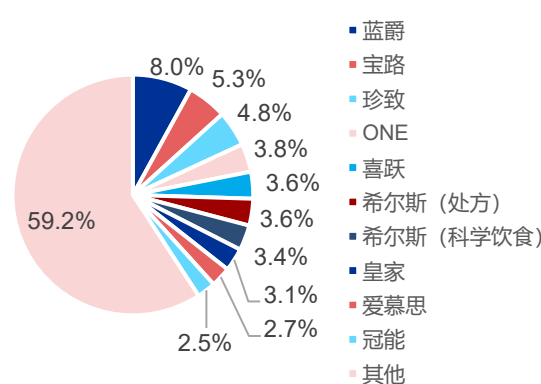


图49：玛氏、JM Smucker和通用磨坊通过收购显著提升市占率

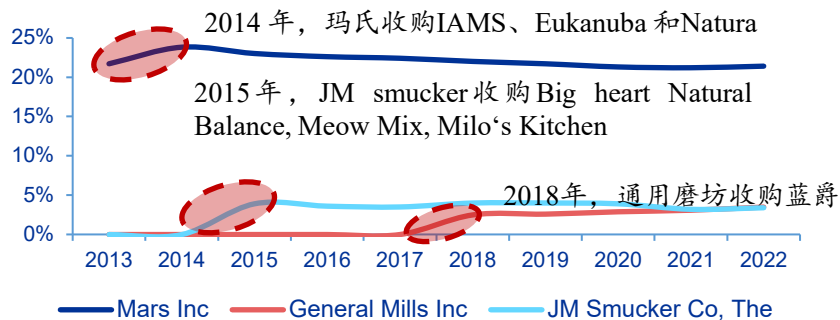


表5：中国宠物食品企业收购品牌情况

时间	企业	获得品牌
2017年	佩蒂股份	收购新西兰宠物零食公司 PetpalNZ
2018年	中宠股份	收购新西兰The Natural Pet Treat Company Limited及Zeal Pet Foods New Zealand Limited 100%股权，获得ZEAL品牌
2021年	中宠股份	收购杭州领先宠物食品有限公司50%股权，获得Toptrees领先品牌
2021年	乖宝集团	全球顶级投资机构KKR收购新西兰天然宠物食品集团，并将新“K9Natural”和“Feline Natural”品牌授权给控股公司乖宝集团
2021年	乖宝集团	美国子公司控股收购雀巢普瑞纳旗下美国著名高端犬用宠物食品品牌 Waggin' Train

3.3.1 中国头部宠物食品企业盈利能力仍有提升空间

(1) A股三家宠物食品上市企业：海外代工业务毛利率相对稳定，自有品牌毛利率高，但营销费用率高。海外代工业务毛利率17%-27%，自有品牌毛利率25%-45%，综合净利率低于10%。中宠、佩蒂主要依赖国外ODM代工利润反哺国内，支撑国内自有品牌营销费用投放及产能扩张，乖宝宠物目前自有品牌已实现盈利，预计2023年综合净利率达10%。

(2) 国内：乖宝宠物：2020-2023年盈利能力快速提升，毛利率由29%提升至36%，净利率由5.5%提升至10%。主要系：自有品牌营收占比提升（23年预计达65%）、高端系列营收占比提升（23年弗列加特营收预计实现翻倍增长）、品牌力凸显，消费者黏性提高。

图50：三家宠物食品国外业务毛利率

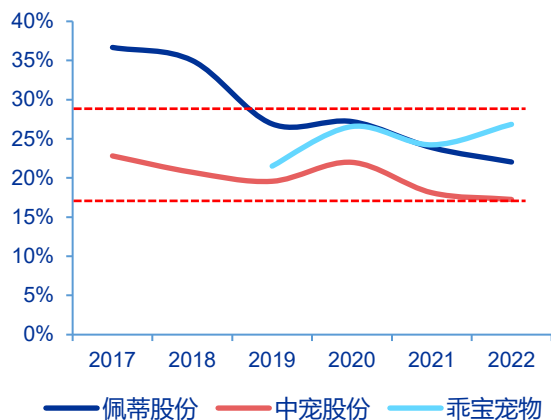


图51：三家宠物食品国内业务毛利率

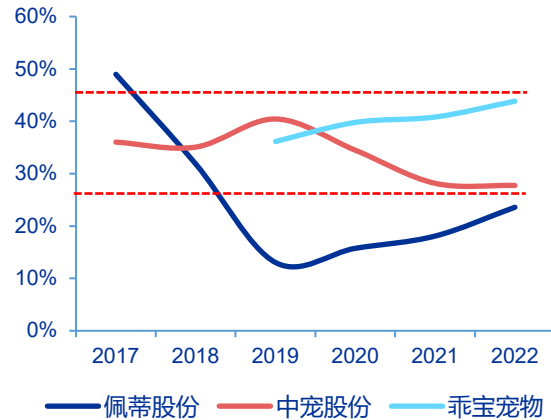
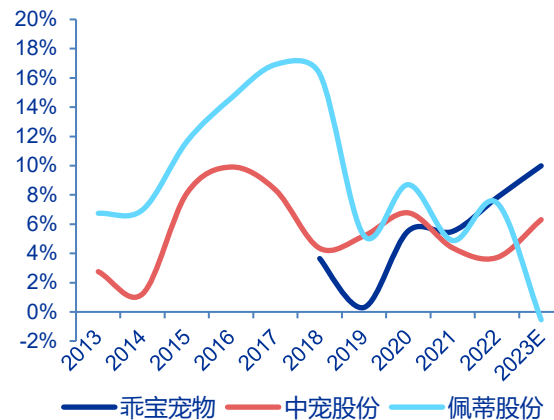


图52：三家宠物食品企业综合净利率



注：乖宝宠物为代工业务毛利率及自有品牌毛利率

3.3.2 参考海外，头部宠食企业盈利能力仍有提升空间

(3) 美国、日本：头部宠物食品企业净利率均高于10%，雀巢、通用磨坊宠物食品板块净利率基本稳定在20%以上。

(4) 中国宠物食品企业盈利能力提升空间来自哪里？① 竞争格局优化，中小品牌退出市场，营销压力减弱；② 高费用投入已有5年+，积累用户基础，品牌力将逐步凸显；③ 早期凭借性价比优势抢占市场，后续提价空间较大；④ 开发高端系列，产品升级：弗列加特。

图53：部分美国、日本、中国宠物食品企业2022年净利率对比

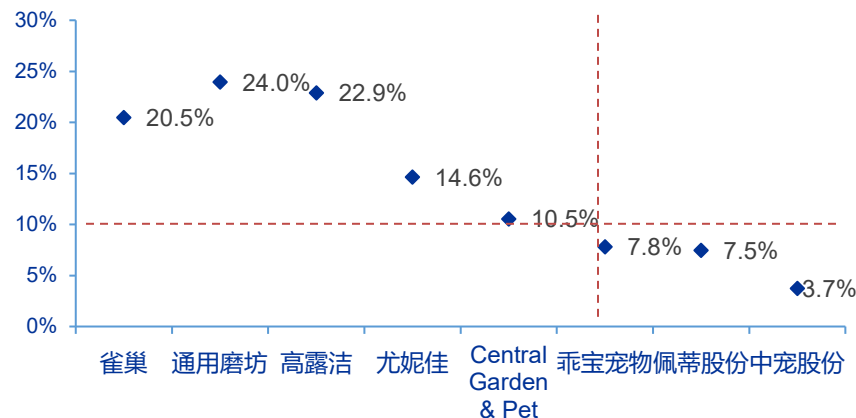


图54：通用磨坊宠物食品板块历年营收及净利率

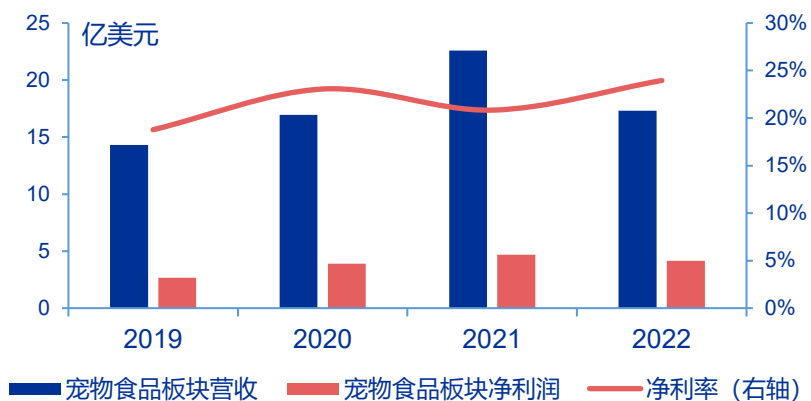
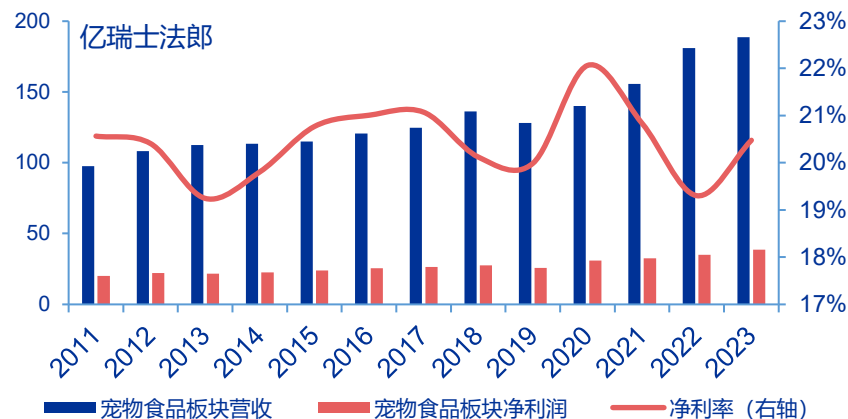


图55：雀巢宠物食品板块 (Pet Care) 历年营收及净利率



主要内容

1. 概览：500亿规模，增速全球领先
2. 现状：国货崛起，品牌力初显
3. 趋势：增长韧性、格局优化、盈利提升
4. A股宠物食品上市企业简述
5. 风险提示

4.1.1 乖宝宠物：快速成长的国产宠物食品龙头

- **国产宠物食品龙头**：2013-2022年麦富迪品牌市占率由2.1%提升至4.8%，自2019年以来即位居国产品牌第一名。
- **自有品牌营收高速增长并实现盈利**：2018-2022年由4.95亿增长至20.46亿，CAGR达42.6%，2022年自有品牌营收占比达60.2%。
- **聚焦核心大品牌麦富迪**：麦富迪占自有品牌营收的80%+，23年营收预计超20亿元，全品类布局。

图56：2013-2022年头部国产宠物食品品牌市占率

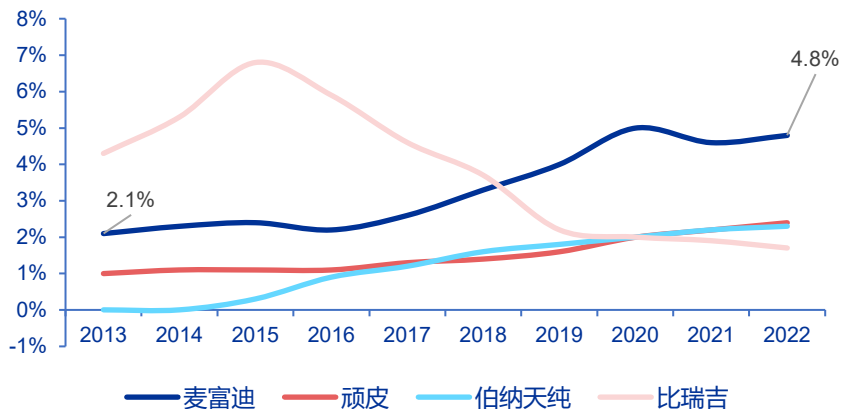


图57：2018-2022年自有品牌营收CAGR为42.6%



图58：乖宝宠物自有品牌矩阵



4.1.2 乖宝宠物：盈利能力持续提升

- **盈利能力持续增强**：2020-2023H1毛利率由29.4%提升至34.2%，净利率由5.5%提升至10%。
- **(1) 自有品牌营收占比提升**：2018-2022年，由40.6%提升至60.2%，自有品牌毛利率高于代工业务。
- **(2) 高端系列营收占比提升，产品价格带持续上拓**：据久谦咨询数据，弗列加特系列营收占比由约5%（2022年）提升至10%以上（2023年）。23年预计实现营收2亿+，实现翻倍增长。

图59：乖宝宠物盈利能力持续增强

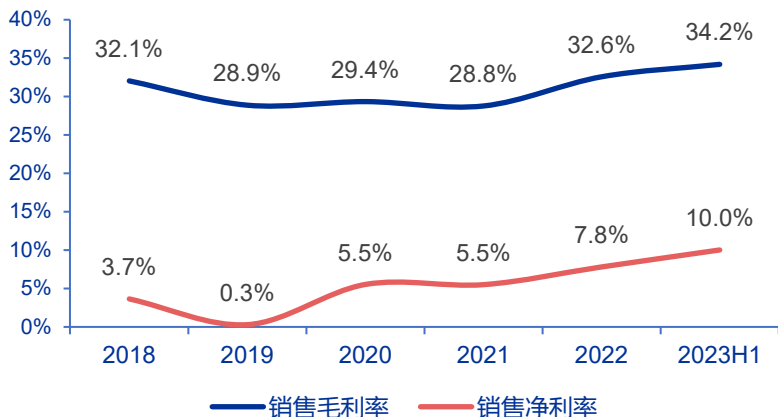


图60：乖宝宠物自有品牌、ODM/OEM毛利率

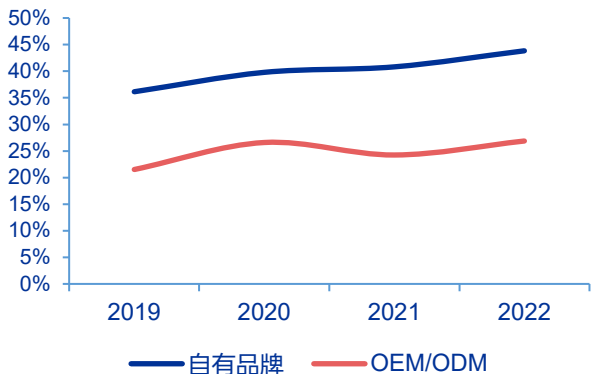


图61：弗列加特营收占比

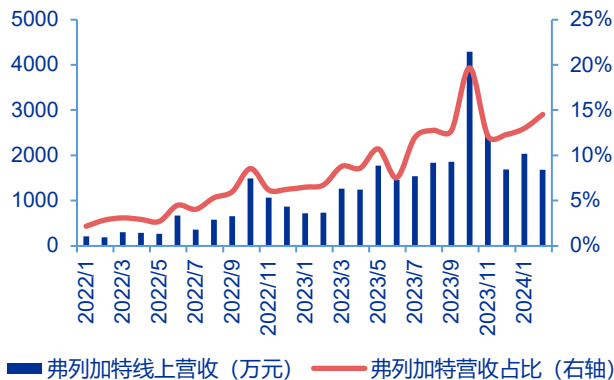
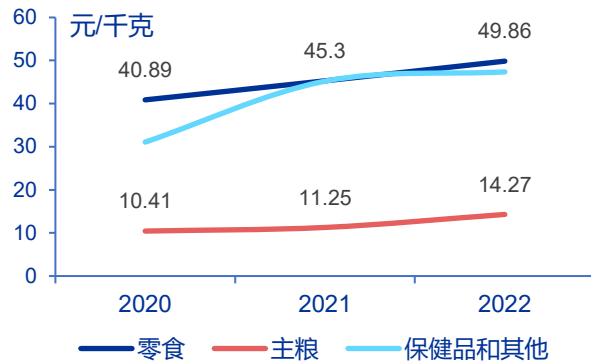


图62：乖宝宠物各类产品销售均价



注：线上数据为久谦咨询不完全统计

4.2 中宠股份：自有品牌收入增速有望进一步提升

- **代工业务逐季改善，境外业务盈利水平达历史高位：**（1）ODM代工：逐季改善，23Q3起恢复同比正增长；（2）境外工厂：23H1美国工厂净利率达20%，2017-2022均值净利率为13.8%。
- **境内业务收入保持高速增长：**23年境内业务预计实现营收11.7亿元，同比+30%。顽皮精简SKU，Zeal加强价格管控，领先推出强势新品，支撑境内业务收入高速增长。**营销：**23年销售费用预计为3.5亿元+，同比增长约20%，销售费用/境内营收约为30%+，境内预计实现盈亏平衡。

图63：中宠股份境外业务营收及净利率

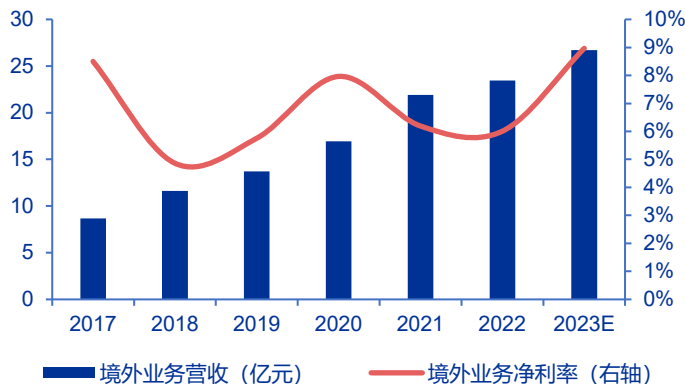


图65：中宠股份境内/境外业务毛利率

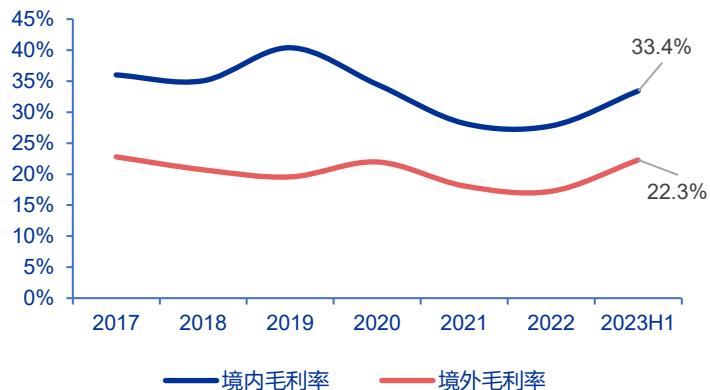


图64：中宠股份境内业务营业收入



图66：中宠股份销售费用

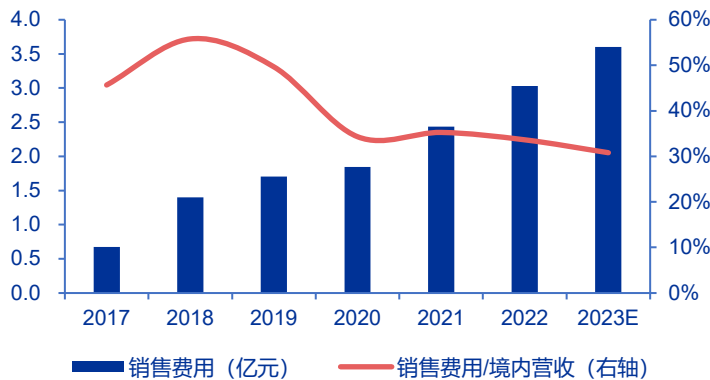


图67：自有品牌矩阵

Wanpy

23年营收：7.5-8亿

定位：中端

渠道：线上/线下

品类：零食/湿粮/干粮

ZEAL

23年营收：1亿+

定位：高端/超高端

渠道：线下为主

品类：零食为主

TOPTREES 领先

23年营收：1.2亿

定位：中高端

渠道：纯互联网品牌

品类：湿粮/干粮

4.3 佩蒂股份：海外代工业务盈利改善，自有品牌高速增长

- 海外代工业务盈利改善，新西兰4万吨主粮产能正式投产贡献营收增量。** 2023年受海外客户去库存影响，公司境外业务营收预计同比下滑25%-30%，23年预计实现归母净利润-1000万元~-500万元。分季度看，随着海外客户库存逐步回归正常，23年公司境外业务营收及利润逐季改善。**展望24年：（1）海外客户去库进程已经结束，24年下单节奏恢复正常，低基数下，预计24Q1境外营业营收同比大幅增长。**据海关总署数据，24年1-2月中国宠物食品累计出口金额为14.12亿元，同比+33.9%，累计出口量为4.51万吨，同比+34.8%。**（2）新西兰4万吨主粮产能正式大规模投产，柬埔寨工厂产能继续爬坡，贡献营收增量。**据公司公告，24年3月佩蒂新西兰4万吨高品质主粮产线正式投产，进入大规模生产和商业化运营阶段，按24年产能利用率达30%，单吨主粮产生1亿元营收测算，24年佩蒂新西兰主粮工厂预计新增营收约1亿元。
- 国内自有品牌维持高速增长，“爵宴”品牌新增主粮产品完善品类布局。** 2023年公司国内业务营收预计约为3.5亿元，同比增长约30%，其中爵宴品牌、好适嘉等自有品牌营收维持高速增长。2024年公司将在爵宴旗下新增主粮、冻干粮等新品类，完善国内市场品类布局。

图68：佩蒂股份境外业务营收

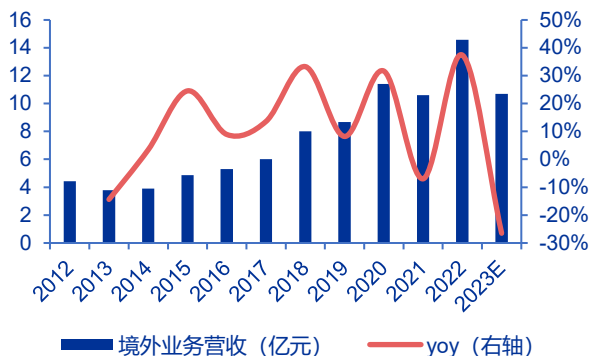


图69：佩蒂股份分季度营收及利润

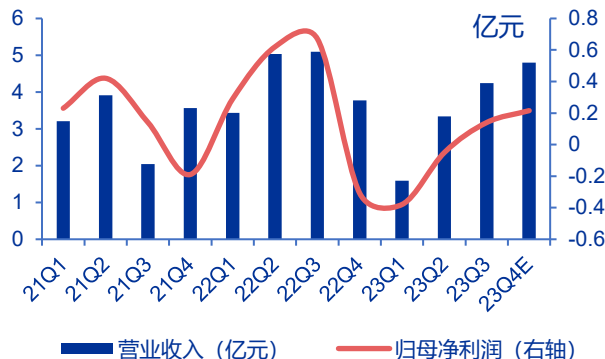


图70：自有品牌及核心产品

爵宴鸭肉干 好适嘉98K低脂罐



主要内容

1. 概览：500亿规模，增速全球领先
2. 现状：国货崛起，品牌力初显
3. 趋势：增长韧性、格局优化、盈利提升
4. A股宠物食品上市企业简述
5. 风险提示

5. 风险提示

■ 原材料价格波动风险

- 宠物食品主要原料为鸡胸肉、鸭胸肉、玉米、小麦等农产品，且原材料成本占比较高，原材料价格波动会对宠物食品企业生产成本产生较大影响。

■ 汇率波动风险

- 目前A股三家宠物食品企业均有出口代工业务，且中宠股份、佩蒂股份出口代工业务营收及利润占比均较高，出口业务结算主要以美元、欧元为主，外汇结算周期通常为10-90天，期间汇率波动将产生汇兑损益，对公司业绩产生一定影响。

■ 国内宠物食品企业自主品牌开拓不及预期

- 目前中国宠物食品行业市场集中度较低，市场参与者众多，竞争较为激烈，宠物食品企业需通过积极进行品牌营销、不断推出新品、保证产品高品质等方式来留存和开拓用户，若品牌营销推广效果或新品市场反馈不及预期，将影响公司自有品牌市占率提升。

表6：重点公司估值表

证券代码	证券简称	2024/3/26		申万预测EPS			PE		
		收盘价(元)	总市值(亿元)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
生猪养殖									
002714	牧原股份	42.15	2304	2.42	(0.78)	1.94	17	/	22
300498	温氏股份	19.00	1264	0.81	0.19	1.80	23	100	11
603477	巨星农牧	35.01	178	0.31	(1.18)	0.61	113	/	57
600975	新五丰	9.63	121	(0.09)	(0.74)	0.13	/	/	74
禽养殖									
002299	圣农发展	16.19	201	0.33	0.86	1.94	49	19	8
002746	仙坛股份	6.42	55	0.15	0.41	0.68	43	16	9
002458	益生股份	10.63	118	(0.37)	0.71	1.15	/	15	9
002982	湘佳股份	17.29	25	(0.32)	0.86	1.33	/	20	13
300761	立华股份	20.70	171	1.94	0.28	1.72	11	74	12
饲料业									
002311	海大集团	44.15	735	1.78	2.51	3.31	25	18	13
宠物食品									
301498	乖宝宠物	41.28	165	0.74	1.04	1.26	56	40	33
002891	中宠股份	22.93	67	0.36	0.80	0.90	64	29	25
300673	佩蒂股份	11.07	28	0.50	0.17	0.50	22	65	22
动物保健									
600201	生物股份	8.72	98	0.19	0.33	0.42	46	26	21
688526	科前生物	17.10	80	0.88	1.28	1.59	19	13	11
种业									
002385	大北农	5.08	209	0.01	0.10	0.42	508	51	12
000998	隆平高科	12.91	170	0.21	0.33	0.56	61	39	23
002041	登海种业	10.23	90	0.29	0.24	0.40	35	43	26
农产品加工									
300999	金龙鱼	30.53	1655	0.56	1.06	1.23	55	29	25
300511	雪榕生物	4.04	20	(0.57)	0.65	0.77	/	6	5

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东B组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

赵金厚
zhaojh@swsresearch.com