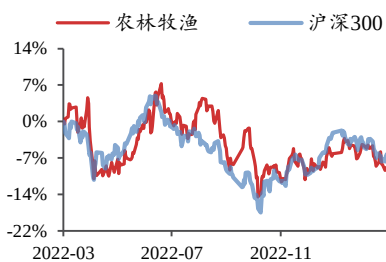


农林牧渔

2023 年 03 月 23 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《白鸡利润可观景气度高，生猪五一消费值得期待——行业周报》-2023.3.19
《USDA 下调 2022/2023 年全球玉米、大豆产量——行业点评报告》-2023.3.14
《供需双驱白羽鸡价上行，全产业链盈利由年初展开——行业周报》-2023.3.12

宠物行业观察系列（一）：人、宠、货、场四维解构国内宠物食品行业

——行业深度报告

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

● 人：宠粮消费完成者，聚焦总量变化及结构变化趋势

人口结构变化上建议关注两大年龄群体，一是消费能力强的 35 岁年龄中枢群体，二是 25 岁中枢的 90 后一主力养宠群体，尤其是 00 后这一收入即将提升的新晋消费群体。人口空间变化建议关注二线城市这一宠物增量市场的消费主力军。养宠人群生活节奏适中，闲暇时间较多的社会背景下，此类地区宠物消费具备增长的客观条件。展望未来，宠物主消费及养宠行为不断迭代，对宠物食品的认知度亦会不断提高，专业化养宠程度提升将为宠物行业扩容提供动力。

● 宠：小型犬猫发展势头良好，采食特点引致细分需求

首先，对比犬猫的体型差异来看，小型犬猫更具养宠经济性，是未来市场发展的一大趋势，但部分大中型犬种也受到养宠人群的偏爱。其次，犬猫采食特点和习惯受到多种因素影响，宠物食品配方研制的差异化、专业化程度提升空间大。基于各类细分需求进行打造设计的专业化犬猫食品市场占有率有待逐渐提升，以满足宠物科学喂养需求。因此，从宠物自身特性总结来看，宠物食品在兼顾配方和功能性的不同前提下，打造差异化产品的空间及方式丰富。

● 货：国货从出海代工转向本土混战，国际品牌份额受挤压

国内市场集中度仍处下降通道，国产替代进程持续推进。虽然国内品牌在兴起和发展过程中挤压了部分国际品牌市场份额，中国市场竞争格局仍然分散，千亿赛道下十亿大单品、百亿营收企业还未出现。中短期内行业将呈现较低集中度主导态势，对比海外成熟宠物市场来看，英美两国 CR2 均已超 40%，中国 CR2/5/10 均不及英/美/日/韩/加等国。从头部品牌价格带分布情况来看，国产品牌占据中高端及以上的个数较少，在中低价格带拥有较大市场份额。且经济型大众产品具备领先的产能水平，众多国产中高端品牌尚在孵化阶段，品牌持久度仍有待考验。

● 场：渠道变革促流量重分配，国内线下业态水平较为初级

线上渠道方面，据欧睿数据电商渠道 2021 年占比已达 61%。开展线上营销是新兴品牌期初起量的重要途径。但随着品牌知名度逐渐提升，全渠道、全流程、多场景、多维度营销将是进一步提升品牌市场知名度的方式。以素人为主的抖音、小红书平台营销效果有别于京东、淘宝一类以大基数旗舰店粉丝数建立起客户留存和复购体系，而是通过分散化寻求 KOL 传播实现产品种草和带货，借助流量私域化、带货个性化及消费体验故事化以实现错位竞争，有利于新兴品牌在早期竞争出圈。线下渠道方面，由于国内宠物店业态较国外尚不成熟，消费体验不及海外成熟市场门店，渠道份额收缩明显。此外，国内养宠文化尚未发展至英美等国成熟程度，专业犬赛、养宠观念的发展程度仍在更迭过程中。

受益标的：中宠股份，佩蒂股份，乖宝宠物（待上市）。

● 风险提示：原材料价格大幅度上涨，产能推进不及预期，产品推广不及预期。

目 录

1、 纵观全球格局，中国等新兴市场产需优势加持加速发展.....	8
1.1、 北美及欧洲市场：关注疫后宠物食品市场复苏及分化进程.....	9
1.2、 亚太市场：渔业及人力资源丰富，湿粮罐头产能优质.....	10
1.3、 南美市场：谷物及渔业资源丰富，生产能力紧随欧美其后.....	12
2、 人：宠粮消费完成者，聚焦总量变化及结构变化趋势.....	14
2.1、 两大年龄群体消费潜力突出，二线城市迎来突围.....	14
2.2、 宠物主养宠行为迭代升级，细分市场有待进一步挖掘.....	16
3、 宠：小型犬猫发展势头良好，采食特点引致细分需求.....	18
4、 货：国货从出海代工转向本土混战，国际品牌份额受挤压.....	20
4.1、 国内市场集中度仍处下降通道，国产替代进程持续推进.....	20
4.2、 主粮：聚焦原料选择、产品创新、设备工艺及品牌建设四大维度.....	24
4.2.1、 海外品牌优先开发细分市场具备先发优势，食材来源地挂钩高品质宠粮标签.....	24
4.2.2、 产品形态更迭引领主粮市场实现增长，主食湿粮快速崛起.....	25
4.2.3、 生产工艺更迭引领主粮产品走向成熟，消费者试新意愿高利于市场快速扩容.....	27
4.3、 零食：产品形态丰富，规模化生产成本压力较大.....	30
4.3.1、 产品形态丰富，罐头、冻干等品类与主粮技术重合存在主食化趋势.....	30
4.3.2、 猫零食中罐头及冻干品类热度上升，狗零食制作工艺成熟以肉干类为主.....	32
5、 场：渠道变革促流量重分配，国内线下业态水平较为初级.....	34
5.1、 渠道变革促进流量重分配，资源导流至线上趋势明朗.....	34
5.2、 线上渠道逐渐去中心化，国内线下渠道成熟度低.....	35
5.3、 国内线下门店业态初级，较欧美线下门店购物体验及氛围存在差距.....	37
6、 头部宠粮企业竞争力对比之货&场掌控度.....	39
6.1、 中宠股份：湿粮产能推进较早，产品矩阵及品牌体系更迭在即.....	41
6.1.1、 货：干粮、湿粮产能放量在即，零食产能贡献稳定现金流量.....	41
6.1.2、 场：深耕线下渠道，线上铺货力度不断加大.....	47
6.2、 佩蒂股份：自有品牌自零食端逐渐发力，干湿粮产能爬坡在即.....	48
6.2.1、 货：新西兰主粮及柬埔寨零食产能即将爬坡，自有品牌势能逐步垒起.....	48
6.2.2、 场：加速线上新媒体投入，线下渠道活动提升用户黏性及品牌友好度.....	51
6.3、 乖宝宠物：主粮龙头引领国货市场，自有品牌成功突围.....	52
6.3.1、 货：销量紧跟产能放量，品牌运作方式成熟.....	52
6.3.2、 场：线上渠道发力较早，自有品牌渠道管理成效显著.....	56
6.4、 福贝宠物：主粮战略一以贯之，自有品牌稳健发展.....	58
6.4.1、 货：做稳主粮基本盘，产能扩张有序推进.....	58
6.4.2、 场：坚定发展自主品牌并布局国内市场，自产经济代工产品渠道稳固维系.....	60
7、 投资建议.....	62
8、 风险提示.....	63

图表目录

图 1： 欧美是目前宠物食品的主要生产区域.....	8
图 2： 北美及西欧市场规模（亿美元）位列全球前列.....	8
图 3： 阿根廷、越南等南美及东南亚国家宠物食品行业市场规模复合增速超 10%.....	8
图 4： 得益于优质的渔业资源，南美及东南亚等国家猫粮产业发展速度居于全球前列.....	8

图 5: 美国宠物市场于 2021 年实现 12% 增长	9
图 6: 西欧及东欧犬猫食品市场规模已超 300 亿美元	9
图 7: 美国宠物市场面临较大通胀压力, 宠物食品 CPI 较 2019 年大幅上升	9
图 8: 2023 年 1 月美国猫狗罐头 PPI 在各品类中同比涨幅最大	9
图 9: 泰国渔业产量接近 250 万吨/年	10
图 10: 泰国渔业产值已超 50 亿美元	10
图 11: 2022 年泰国宠物鱼肉罐头出口量 13.4 万吨 (yoy+9.47%)	10
图 12: 2022 年泰国鱼肉罐头出口产值约 5.2 亿美元	10
图 13: 日本宠物犬数量自 2013 年来呈下降趋势, 但宠物猫数量有所上升	11
图 14: 日本宠物食品国内消费与进口量波动向下	11
图 15: 2021 年我国犬猫宠物食品市场规模超 1200 亿元	12
图 16: 2018 年来我国猫数量 CAGR 超 12%	12
图 17: 我国宠物饲料年产量已超 120 万吨	12
图 18: 我国宠物食品年进口额已超 40 亿元	12
图 19: 2018-2021 巴西犬猫宠物食品市场规模 (亿美元) CAGR 均接近 20%	13
图 20: 巴西犬猫宠物数量分别已超 5800 万只和 2700 万只	13
图 21: 1997 年来巴西禽肉产量不断攀升	13
图 22: 巴西渔业年捕捞及养殖量均已超过 70 万吨	13
图 23: 2020 年我国年龄段占比最高的是 30-34 岁群体	14
图 24: 宠物主年龄分布中“90 后”+“95 后”占比超 55%	14
图 25: 十年人口绝对数变化中东北及西北省份为负	15
图 26: 广东及浙江省十年人口绝对数变化居前	15
图 27: 二线城市人均养宠支出在中低价格带占比更大	15
图 28: 二线及四线城市线上消费金额增速超过一线	15
图 29: 二线城市猫粮消费占比及增速超一线城市	16
图 30: 二线城市狗粮消费占比及增速超一线城市	16
图 31: 快手宠物创作者的规模亦快速增长	16
图 32: 抖音平台宠物内容消费在各线城市比例逐趋均衡	16
图 33: 成分年龄段等因素是宠物主的宠粮购买参考因素	17
图 34: 2021 年美国消费者选择处方粮的比例已达 13%	17
图 35: 2021 年中国养宠渗透率仍落后于欧美发达国家	17
图 36: 近年来我国单只犬猫消费金额不断提升	17
图 37: 2021 年高客单价狗粮消费群体增速更为突出	17
图 38: 2021 年高客单价猫粮消费群体亦增速更加突出	17
图 39: 小型犬的平均寿命更长	18
图 40: 猫的平均寿命较犬类更长	18
图 41: 2021 年小型犬狗主粮消费占比排名第一	18
图 42: 金毛主粮位居大型犬狗主粮排名第一	18
图 43: 皇家在干湿粮体系下针对犬猫体型、品种、健康状况进行产品区隔化设计	20
图 44: 2012 年国内十大宠粮中海外产商市占率达 32%	21
图 45: 2021 年国内十大宠粮中海外产商市占率仅 11%	21
图 46: 国内宠物食品市场集中度呈下降态势	21
图 47: 2021 年英国宠物食品市场 CR2 已超 50%	21
图 48: 国内宠物食品市占率 TOP10 中外资厂商合计占比呈下降态势	22
图 49: 玛氏及雀巢在中国宠物食品市场市占率呈逐渐收缩态势	22

图 50: 2022 年消费者对国产犬主粮品牌偏好度有所下降.....	22
图 51: 2022 年消费者对国产猫主粮品牌偏好度有所上升.....	22
图 52: 中、加、美原料产地位居狗主粮消费热榜前三.....	25
图 53: 泰国、日本两地成为猫主粮食材新晋偏好地.....	25
图 54: 2022 年犬主粮购买品类中膨化粮居首, 冻干超越烘焙居于其次.....	25
图 55: 2022 年猫主粮购买品类中冻干粮超越膨化粮居首.....	25
图 56: 2022 年全球宠物湿粮规模约 215 亿美元.....	26
图 57: 中国较欧美宠物湿粮市场仍有差距.....	26
图 58: 瑞士 Buhler 系统支持 4 小时鲜肉成粮.....	28
图 59: Wenger 设备支持高鲜肉添加.....	28
图 60: 狭义的诱食剂指通过一系列反应制成的猫/犬浆.....	29
图 61: 广义的诱食剂包括多种物质.....	29
图 62: 湿粮及罐头中自身风味物质含量更高.....	29
图 63: 非膨化粮诱食剂添加效果较膨化粮差距较大.....	29
图 64: 2020 中美宠物市场冻干食品线上渗透率已超 3%.....	30
图 65: 中美宠物市场冻干食品线上渗透率排名前列.....	30
图 66: 国内冻干犬主粮是宠物主偏好最高品类.....	30
图 67: 国内冻干猫主粮是宠物主偏好最高品类.....	30
图 68: 2021 年我国宠物零食市场规模在宠物食品消费结构中占比约 8%.....	31
图 69: 国内宠物零食市场规模增速有所放缓.....	31
图 70: 国内宠物零食市场份额分散.....	31
图 71: 宠物零食购买频次较高.....	31
图 72: 湿粮罐头在天猫平台猫零食市场中份额占比上升.....	32
图 73: 冻干食品在线上宠物零食领域营收增速较快.....	32
图 74: 电商成为宠物食品消费占比最高的渠道.....	34
图 75: 2021 年电商渠道占比超 60%.....	34
图 76: 养宠人群信息获取渠道以在抖音及小红书居多.....	36
图 77: 90 后群体对小红书的渠道偏好度高.....	36
图 78: 美国宠物门店数量总体增速较慢.....	37
图 79: 北美宠物店业态成熟, 类似国内大型商超模式.....	37
图 80: 2021 年玛氏糖巧业务美国市场占率分别超 25% /12%.....	37
图 81: 2018-2021 年雀巢美国咖啡业务渠道市占率约 10%左右.....	37
图 82: 诸多国际品牌冠名赞助全球顶尖犬赛 Crufts。.....	38
图 83: 2020 年国内宠物食品投融资金额有所回落.....	40
图 84: 疯狂小狗等部分国产品牌市占率 (%) 下降严重.....	40
图 85: 中宠股份营收结构仍以零食为主.....	41
图 86: 中宠股份宠物罐头毛利率最为稳定.....	41
图 87: 中宠股份零食毛利占比最高.....	42
图 88: 中宠股份罐头产能 2021 年大幅增长.....	42
图 89: 2015 年来中宠股份干粮产能利用率快速上升.....	43
图 90: 2022H1 主粮收入达 1.4 亿元, 毛利率较 2021 年有所上升.....	43
图 91: Wanpy 犬猫冻干双鲜干粮鲜肉添加率高.....	46
图 92: Wanpy 黑金罐、白金罐及主食鲜盒为近年新推主食湿粮.....	46
图 93: Wanpy 品牌形象及定位不断升级.....	47
图 94: Zeal 与爱马仕合作设计师合作推出人宠 CP 餐具及马克杯.....	47

图 95: 2022 年 618 中宠股份线上零食销量排名靠前.....	48
图 96: 2022 年双 11 中宠股份线上零食销量排名靠前.....	48
图 97: 佩蒂股份零食收入(亿元)占比最高,其中畜皮咬胶居首.....	49
图 98: 2021 年四大类产品中植物咬胶毛利(亿元)贡献最大.....	49
图 99: 佩蒂股份产能(吨)以零食和咬胶为主.....	49
图 100: 毛利率(%)水平方面植物咬胶最高.....	49
图 101: 佩蒂股份国内市场收入营收增速快速提升.....	51
图 102: 子公司佩蒂智创 2022H1 收入同比大幅度上涨.....	51
图 103: 佩蒂股份形成一二级分管的线上渠道体系.....	51
图 104: 佩蒂股份通过公域与私域流量构筑品牌势能再进行高效分销.....	51
图 105: 佩蒂与佳雯宠物医院展开合作.....	52
图 106: 佩蒂入股爱派宠物小镇积极布局线下业态.....	52
图 107: 乖宝宠物零食收入占比最大,主粮占比已超 30%.....	53
图 108: 2022H1 主粮毛利占比已超 44%.....	53
图 109: 2020 年来乖宝宠物零食毛利率高于行业均值.....	53
图 110: 2021-2022H1 乖宝宠物主粮毛利率有所抬升.....	53
图 111: 乖宝宠物主粮产能于 2021 年增长 50%.....	53
图 112: 乖宝宠物零食产能利用率自 2019 年来稳步上升.....	53
图 113: 乖宝宠物产销率始终处于大于 90%.....	54
图 114: 乖宝宠物进口委托加工半成品及少量泰国零食罐头.....	54
图 115: 乖宝宠物采取多平台多手段泛营销方式提升品牌知名度.....	55
图 116: 乖宝宠物围绕麦富迪自有品牌后加速开发产品矩阵,多维度提升品牌影响力.....	56
图 117: 2022 年双 11 乖宝宠物在天猫、京东犬主粮产品类目均排第一.....	57
图 118: 2022 年双 11 乖宝宠物在天猫、抖音及拼多多宠物行业排名均为第一.....	57
图 119: 乖宝宠物针对三类销售模式构建不同销售渠道.....	57
图 120: 自有品牌销售渠道中经销模式最多样.....	57
图 121: 小红书平台关于“麦富迪”产品推荐种草和测评、博主探场内容众多.....	58
图 122: 乖宝宠物自有品牌销售收入占比逐渐抬升.....	58
图 123: 乖宝宠物自有品牌毛利率显著高于其他模式.....	58
图 124: 福贝宠物 2018-2021 年营收 CAGR 达 47%.....	59
图 125: 福贝宠物 2020 年来产能利用率始终高于 90%.....	59
图 126: 福贝宠物自主生产模式下对应的自有品牌收入毛利率水平较低.....	59
图 127: 福贝宠物自主生产模式下对应的 ODM/OEM 收入毛利率较外协生产模式更高.....	59
图 128: 福贝宠物 2022H1 外协生产对应收入有较大幅度上涨.....	60
图 129: 福贝宠物 2022H1 自主生产对应收入已超 3.83 亿元.....	60
图 130: 福贝宠物自有品牌及 ODM/OEM 业务所对接的品牌矩阵趋于稳定成熟.....	60
图 131: 福贝宠物 2022H1 自主品牌收入已超 2 亿元.....	61
图 132: 2019 年来福贝宠物及自有品牌市占率均有提升.....	61
图 133: 福贝宠物自主品牌销售渠道以经销为主.....	61
图 134: 经销模式下前五大经销商贡献收入约 20%左右.....	61
表 1: 泰国宠物食品厂商 Perfect Companion 及 Thai Union Group 居于亚太地区宠物食品企业前列.....	11
表 2: 90 后、80 后两大群体有望支撑未来 10-20 年宠物食品行业延续高增.....	14
表 3: 猫的采食特点受味觉、嗅觉和消化能力等因素影响.....	19
表 4: 犬的采食特点受体型、性别、生长周期等因素影响.....	19

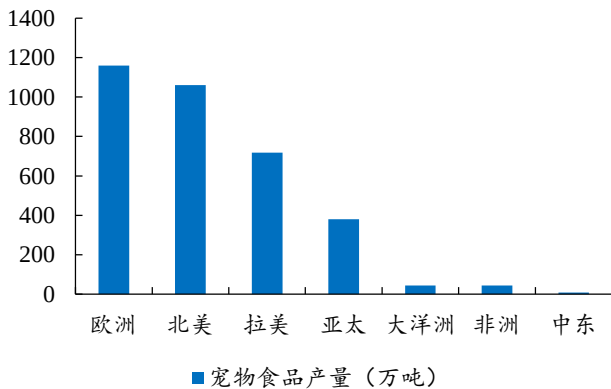
表 5: 犬猫食品的划分方式多样, 细分市场众多.....	19
表 6: 体型、年龄及性别等因素对犬猫消化率存在影响.....	20
表 7: 市场份额靠前的国产品牌平均价格带主要分布于中低端档次.....	22
表 8: 我国针对宠物食品出台的法规较少.....	23
表 9: 猫粮标准方面, 欧标、美标均高于国标.....	24
表 10: 我国现行饲料标准中宠物饲料仍然较少.....	24
表 11: 海外头部宠物食品品牌发展初期通过创设细分需求进行市场教育, 开创领军式产品.....	24
表 12: 新兴国产品牌及海外进口品牌均针对主食罐头开发相关湿粮产品.....	26
表 13: 我国宠物鲜粮主要参与企业起步较晚.....	26
表 14: 生产工艺与产品的营养价值关系密切.....	27
表 15: 以美国 Wenger、瑞士 Buhler 系统为代表的膨化粮加工设备/系统能够实现非肉粉为原料的鲜肉添加方式.....	27
表 16: 双螺杆机型设备价格较高, 在饲料制备领域诸多优势.....	28
表 17: 冻干产品具备低脂肪、高蛋白、加水复鲜等特点, 产品原料及喂食方式多样.....	32
表 18: 狗零食技术类别多样, 产品工艺较为成熟.....	32
表 19: 国产品牌通过全渠道、全流程、多场景维度塑造品牌形象.....	34
表 20: 双 11 天猫及京东宠物行业全品类销售榜 TOP10 国产品牌 (加粗) 占据多个席位.....	35
表 21: 对比各平台粉丝数量来看国产品牌具备较明显的优势.....	35
表 22: 小红书平台上网易严选基于较多产品类目运营成果丰富, 但阿飞巴弟专注猫粮品牌相关笔记体量亦较大; 抖音平台上二者月内直播销售额占比均过半.....	36
表 23: Crufts 犬赛经历百年发展社会知名度高.....	38
表 24: 干湿粮项目是各家宠物食品上市及待上市公司产能推进的重点方向, 新西兰相关湿粮单位产能投资额最高.....	39
表 25: 近年来国内企业在新西兰大力收购宠物生产商部分及全部股权以获得优质产能资源.....	39
表 26: 各大国产非上市犬粮企业产能已达较大规模, 部分大众化宠粮生产企业产能超 20 万吨.....	40
表 27: 国内各大宠物食品国货品牌以寻求代工方式生产.....	41
表 28: 2023-2025 年中宠股份干湿粮产能预计分别为 2.73/4.75/7.78 万吨和 3.85/4.45/6.27 万吨.....	42
表 29: 中宠股份 2023 年干粮产能以原有干粮产能及 2022 年投产的 3 万吨产线为主.....	42
表 30: 鉴于生产线 2 按原计划推后一年, 2023 年中宠股份干粮产能约 2.73 万吨.....	43
表 31: 2023 年湿粮产能约为新西兰 8000 吨及 2019 年募集项目 3 万吨构成合计近 4 万吨.....	43
表 32: 鉴于新西兰年产 2 万吨宠物湿粮项目按原计划推后一年, 2023 年中宠股份湿粮产能估计约为 3.85 万吨.....	44
表 33: 中宠股份湿粮产能涉及产线、产品、客群升级等多方面改变, 且毛利率相比 2022H1 的 25% 有较大提升.....	44
表 34: 中宠股份目前干粮系列产品主要为 Wanpy、Happy、领先品牌主导.....	44
表 35: 中宠股份目前罐头、零食系列产品主要为 Zeal、Happy、Wanpy、领先品牌主导.....	45
表 36: Wanpy 冻干双鲜犬粮原料优质, 性价比高.....	46
表 37: 中宠股份线下渠道具备优势, 在商超和专业渠道方面均有涉猎.....	47
表 38: 中宠股份三大品牌明星产品于天猫平台 2022 年两大购物节点实现热销.....	47
表 39: 佩蒂股份国内外新建干湿粮产线预计 2024 年可贡献超 5 万吨产能.....	49
表 40: 预计 2024 年 6 月投产的 5 万吨新型宠物食品项目落地后三年内产能释放量分别为 1.5/3.5/5 万吨.....	50
表 41: 预计 2023 年 12 月投产的新西兰湿粮项目落地后三年内产能释放量估计分别为 0.9/1.8/3 万吨.....	50
表 42: 好适嘉、Smartbalance、贝佳、ITI、齿能、爵宴、Smarbone 六大品牌构成佩蒂股份主力品牌矩阵.....	50
表 43: 佩蒂股份爵宴品牌在 2022 年 618 及双 11 取得良好的销售表现.....	52
表 44: 项目开工后第 2-4 年预计乖宝宠物主粮产能为 14.2/16.5/18.3 万吨.....	54
表 45: 项目开工后第 2-4 年预计乖宝宠物零食产能为 4.1/4.2/4.3 万吨.....	54
表 46: 乖宝宠物主粮产品错位定价, 猫粮产品中高端区隔显著, 零食产品围绕冻干布局较多.....	55
表 47: 麦富迪品牌在 2022 年天猫双 11 多个 TOP10 榜单中居于前列.....	56
表 48: 福贝宠物经历多年发展积累了一批优质的 OEM/ODM 下游客户.....	61

表 49： 受益标的估值	63
--------------------	----

1、纵观全球格局，中国等新兴市场供需优势加持加速发展

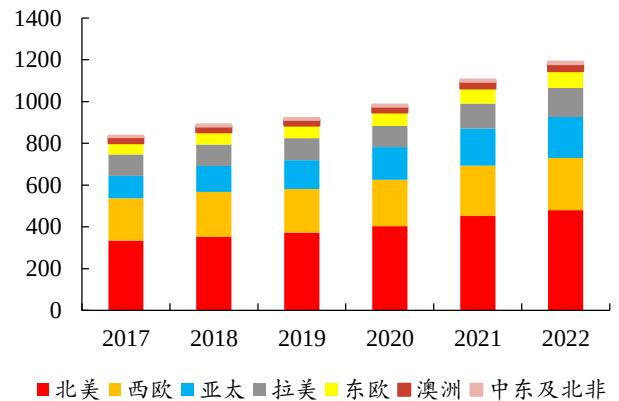
宠物产业在发达国家已拥有超过百年历史，形成了以宠物饲养、宠物食品、宠物用品、宠物训练、宠物医疗等产品与服务组成的成熟产业体系。美国是全球最大的宠物食品市场，2021年美国宠物食品行业收入接近440亿美元，全球大多数领先的宠物食品公司都位于美国，如Mars Petcare Inc.、雀巢Purina PetCare和JM Smucker。欧洲宠物市场规模亦十分可观，欧洲本土领先的宠物食品公司包括西班牙的Agrolimen SA，德国的Deurer和Heristo AG，以及发端于法国后被玛氏食品收购的皇家宠物食品。加拿大作为北美另一成熟的宠物食品生产和消费国，在品牌建设及产能布局方面亦处于全球领先地位，冠军及爱肯拿品牌市占率位居全球前十。

图1：欧美是目前宠物食品的主要生产区域



数据来源：《2022年全球饲料调查》、开源证券研究所

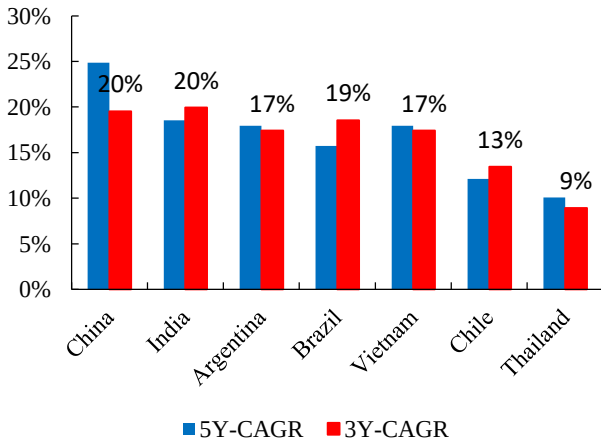
图2：北美及西欧市场规模（亿美元）位列全球前列



数据来源：欧睿、开源证券研究所

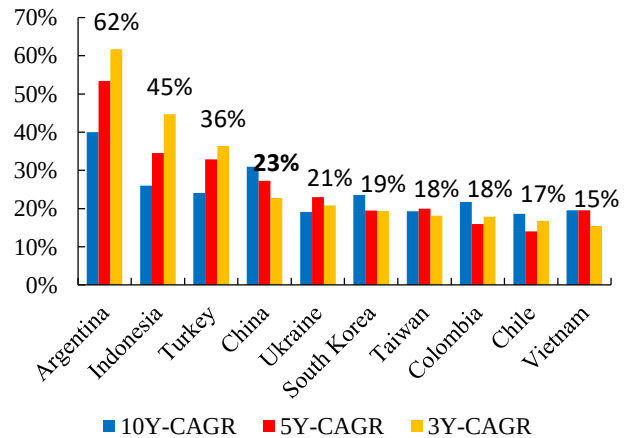
随着全球供应链体系的发展与更迭，部分地区人力成本及原料的差异化优势不断凸显，欧美虽在宠物食品生产销售方面起步较早，东南亚、南美及东亚地区的宠物市场产业亦在近年来蓬勃发展，全球宠物食品生产格局迎来进一步的重构和变革。丰富的渔业资源使得南美及东南亚等国家猫粮产业发展速度居于全球前列，带动其宠物食品行业迅速和蓬勃发展。

图3：阿根廷、越南等南美及东南亚国家宠物食品行业市场规模复合增速超10%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图4：得益于优质的渔业资源，南美及东南亚等国家猫粮产业发展速度居于全球前列



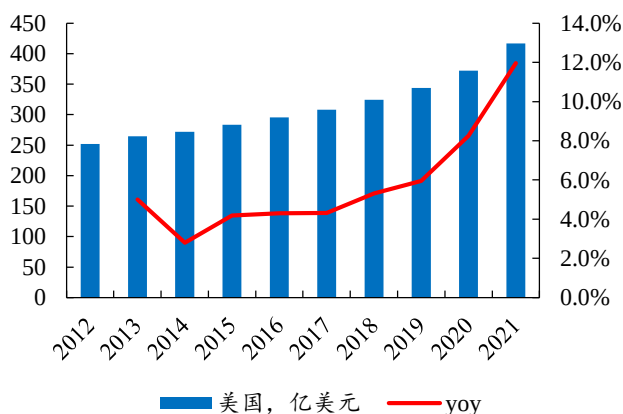
数据来源：欧睿、开源证券研究所

成熟市场方面，美国、欧洲、日本三大成熟宠物食品国家行业集中度高，2021年美国市场龙头雀巢、日本市场龙头玛氏、西欧及东欧市场龙头玛氏市占率分别为28.2%/21.5%/24.7%/33.5%。长期以来，兼并收购是欧美宠物食品龙头企业发展的主线策略，头部企业打入新兴市场方式较为激进，赋予其快速提升市场占有率的和生产能力的客观条件。借力收购兼并打开市场及产能，专注品牌运作及市场认知成为海外成熟宠物食品市场的发展特点，龙头强者恒强逻辑得到巩固。

1.1、北美及欧洲市场：关注疫后宠物食品市场复苏及分化进程

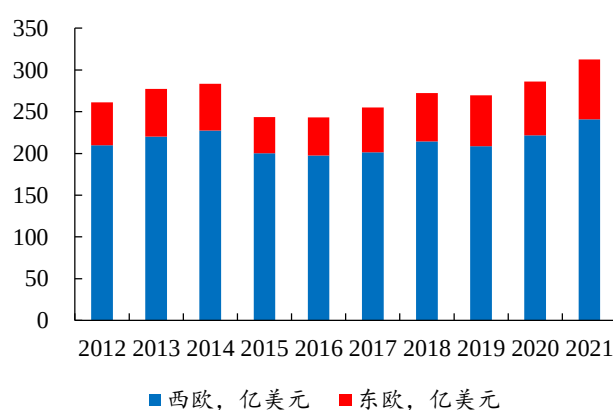
以美国为代表的北美宠物食品行业在2017年至2021年间的市场规模复合增速约为7.8%，2021年美国宠物食品的市场规模约为417亿美元。由于新冠疫情冲击及通货膨胀压力，美国的宠物行业在2019年来面临着较大的成本压力。欧洲市场方面，2021年欧洲犬猫宠物食品市场规模达313亿美元，同比增长9.3%。通胀同样给欧洲宠物食品生产和消费带来压力。

图5：美国宠物市场于2021年实现12%增长



数据来源：欧睿、开源证券研究所

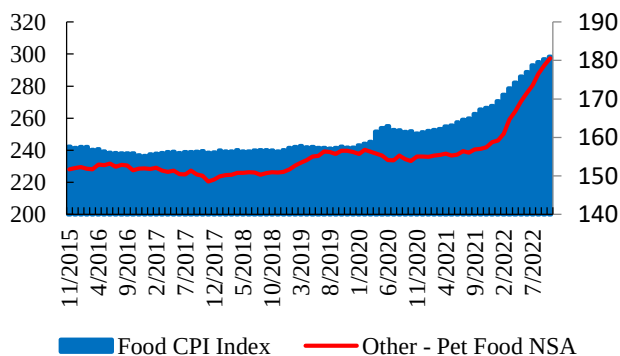
图6：西欧及东欧犬猫食品市场规模已超300亿美元



数据来源：欧睿、开源证券研究所

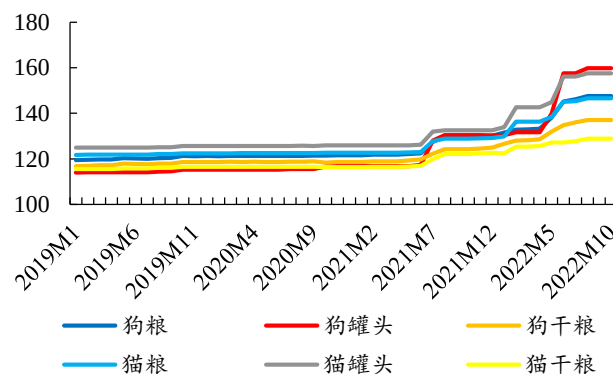
美国劳工统计局的数据显示，2019年1月以来美国宠物食品生产商生产罐装狗粮和猫粮的成本增幅最大。截止2023年1月，美国狗罐头和猫罐头PPI分别同比增长22%和18%。2022年下半年以来增速较为迅猛，美国宠物食品的生产及价格端受到一定压制作用，有待继续跟踪美国本土宠物食品消费走向。

图7：美国宠物市场面临较大通胀压力，宠物食品CPI较2019年大幅上升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图8：2023年1月美国猫狗罐头PPI在各品类中同比涨幅最大

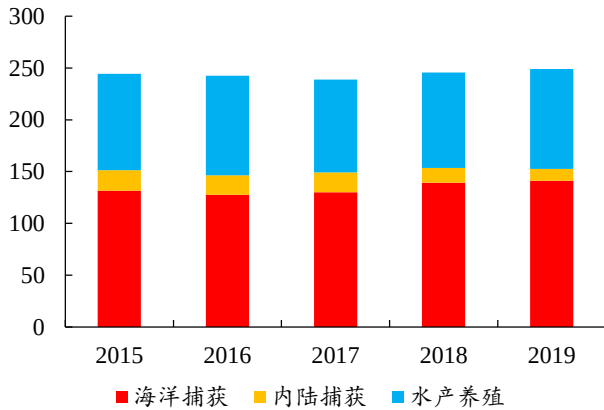


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.2、亚太市场：渔业及人力资源丰富，湿粮罐头产能优质

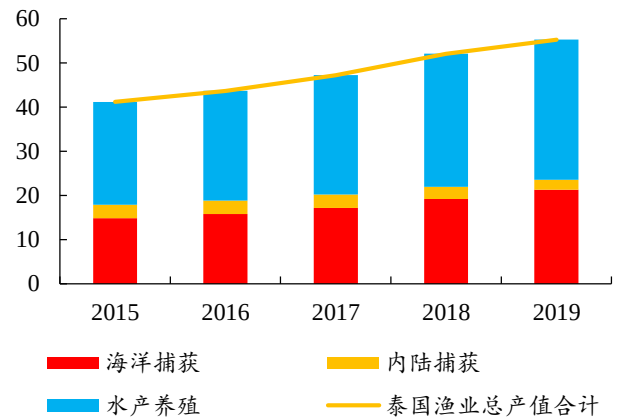
泰国是水产产业发达的渔业大国，据 2019 年东南亚渔业统计公报数据，2019 年泰国在世界捕捞渔业中排名第 15 位，在世界水产养殖产量中排名第 10 位，其宠物食品出口额逐年攀升。拆分泰国渔业产业来看共包括捕捞和养殖两个板块，2019 年二者分别约占总产的 61%/39%。水产品总产量中，约 81% 用于人类消费，其余 19% 加工成动物饲料。丰富的渔业产量为泰国的宠物食品加工行业提供了稳定且经济的原料来源，成为其宠物食品尤其是罐头代工快速发展的重要支持因素。

图9：泰国渔业产量接近 250 万吨/年



数据来源：SEAFDEC、开源证券研究所

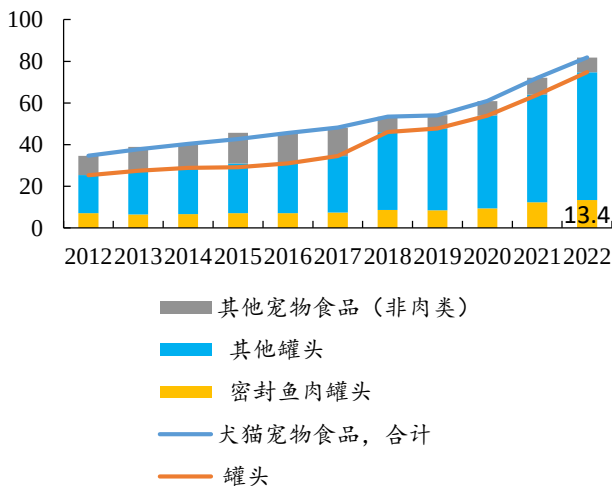
图10：泰国渔业产值已超 50 亿美元



数据来源：SEAFDEC、开源证券研究所

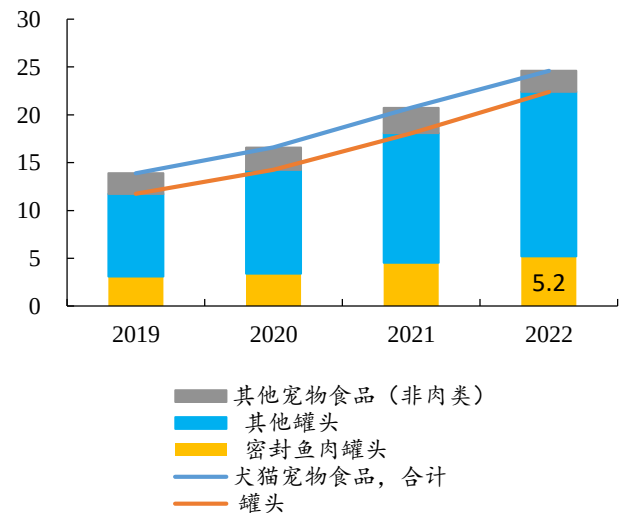
据泰国宠物食品贸易协会 (TPFA) 数据，泰国在 2021 年已经成为仅次于德国和美国的第三大宠物食品出口国，2022 年实现 24.61 亿美元的宠物食品出口额，同比增长达 19%。

图11：2022 年泰国宠物鱼肉罐头出口量 13.4 万吨 (yoy+9.47%)



数据来源：TPFA、开源证券研究所

图12：2022 年泰国鱼肉罐头出口产值约 5.2 亿美元



数据来源：TPFA、开源证券研究所

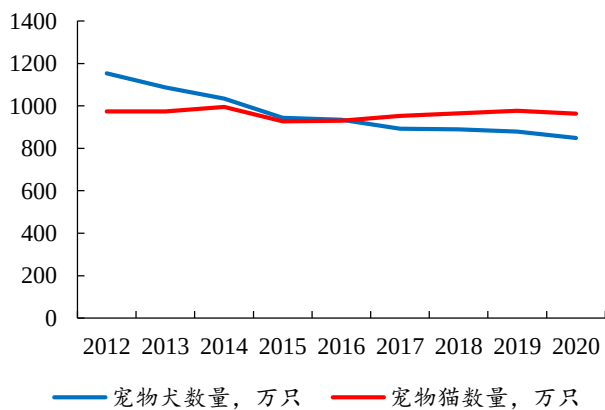
优质的渔业资源孕育了泰国本土数家宠物食品生产商，规模较大的罐装宠物食品生产商营收规模已突破 8 亿美元。除代工业务以外，部分头部企业孵化了数个自有品牌，旗下产品品类齐全，具备干粮、湿粮罐头及零食等不同的产品形态。

表1：泰国宠物食品厂商 Perfect Companion 及 Thai Union Group 居于亚太地区宠物食品企业前列

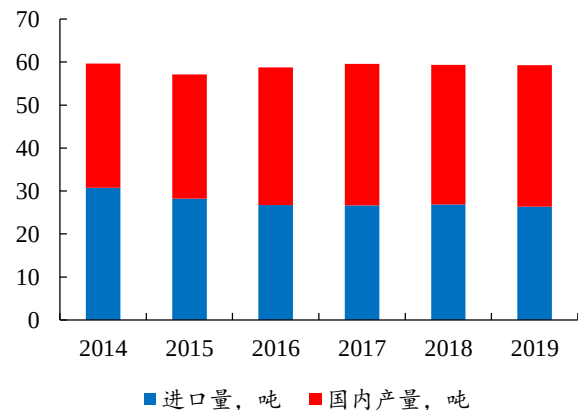
泰国主要宠物食品生产商	简介	主要品牌	2021 年营收，亿美元
Perfect Companion	Charoen Pokphand Group 旗下唯一的宠物食品公司，也是泰国第一家获得 ISO 9002 认证的宠物食品制造商。	SmartHeart、Me-O、LuvCare、Classic Pets、A Pro、	4.28
Thai Union Group Public Company Limited	子公司 Thai Union Manufacturing Co. 生产和出口罐装金枪鱼和宠物食品，子公司 US Pet Nutrition LLC 生产和分销优质宠物食品。	Bellotta、Marvo、Calico Bay、Change Ter	8.02
Asian Pets Care Corporation Company Limited	经营冷冻海鲜业务，金枪鱼，宠物食品以及水产养殖的饲料企业，	Monchou、Hachiko	-
Siam International Food	生产标准金枪鱼罐头及宠物金枪鱼罐头	-	-

资料来源：长城宠物展公众号、Asian Pets Care Corporation Company Limited 官网、开源证券研究所

日本宠物食品市场方面，2012 年来，伴随着日本经济衰退背景宠物犬数量逐渐下降，而饲养成本较低的宠物猫数量波动中略有上升。市场规模方面，据 JPFA 数据，2019 财年（2019 年 4 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日），日本宠物食品国内产量及进口量合计约为 59.3 万吨，对应产值约为 30.42 亿美元，同比相对稳定。受宠物数量下降以及小型宠物数量影响，日本宠物食品进口及自产量波动向下，内需的疲软使得日本宠物市场国内消费及进口规模波动持平略有下降。

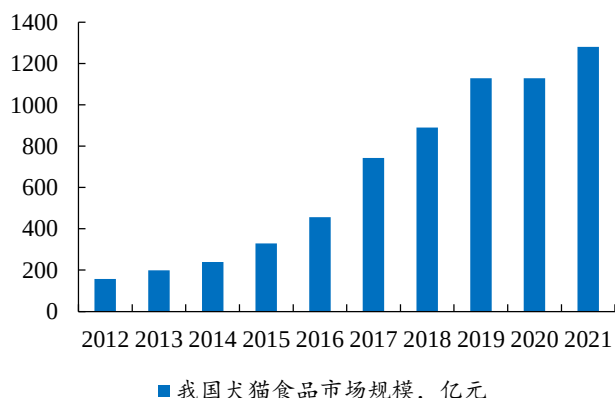
图13：日本宠物犬数量自 2013 年来呈下降趋势，但宠物猫数量有所上升


数据来源：JPFA、开源证券研究所

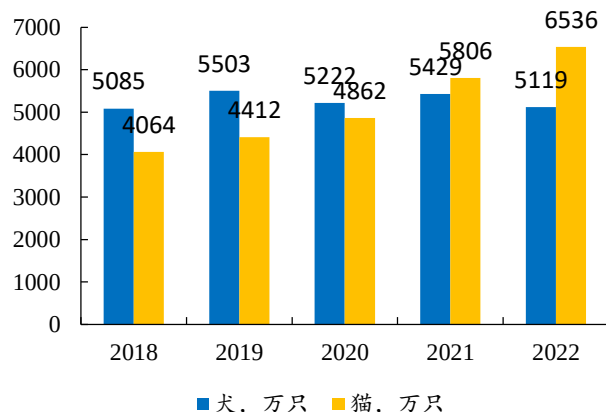
图14：日本宠物食品国内消费与进口量波动向下


数据来源：JPFA、开源证券研究所

我国宠物市场方面，据欧睿数据，2017-2022 年中国宠物食品行业 CAGR 接近 25%。两大平台统计口径差异较大，主要系欧睿国际通过出厂价调研结果计算市场容量，白皮书通过消费端宠物主消费支出估算市场，差异可解释为宠物主对宠物的实际支出高于生产端所产产品，部分饲喂非商品粮（自购自煮牛排等）的费用亦纳入宠物实际消费中。侧面说明宠物主为宠物食品的支出意愿较高，在犬猫群体不断扩容的背景下，单宠支出水平较高将为市场扩容提供强劲发展动力，2022 年宠物白皮书数据显示我国犬猫消费规模已超 2706 亿元。

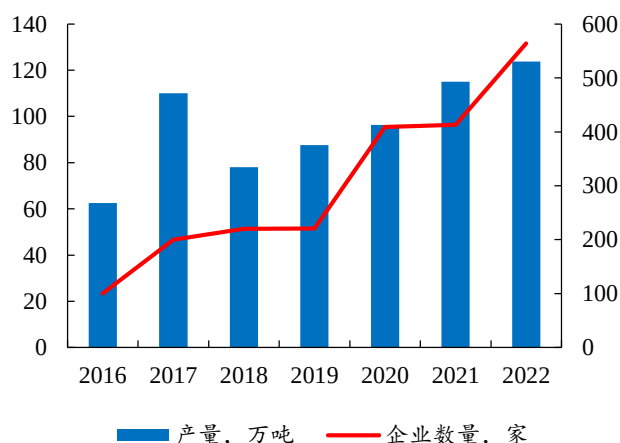
图15：2021 年我国犬猫宠物食品市场规模超 1200 亿元


数据来源：乖宝宠物招股说明书、开源证券研究所

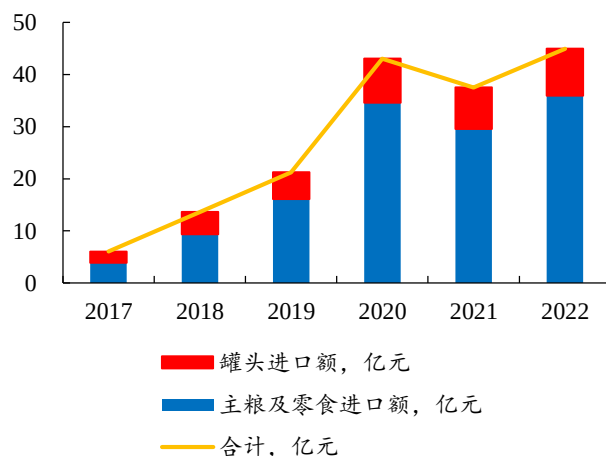
图16：2018 年来我国猫数量 CAGR 超 12%


数据来源：《2022 年中国宠物消费报告》、开源证券研究所

在宠物食品生产规模方面，我国宠物食品行业生产能力亦得到了迅速的发展。据饲料工业协会监测，2022 年我国样本企业宠物饲料年产量已超 120 万吨，实际生产能力远超此等规模。市场需求蓬勃增长，进口宠物食品金额亦呈逐年走高态势，年进口额已突破 40 亿元。2017 年起，随着 2013 年出现至美国宠物食品的“抗生素”事件影响逐渐缓和，中国宠物食品对外出口额开启回升之路。

图17：我国宠物饲料年产量已超 120 万吨


数据来源：饲料工业协会、开源证券研究所

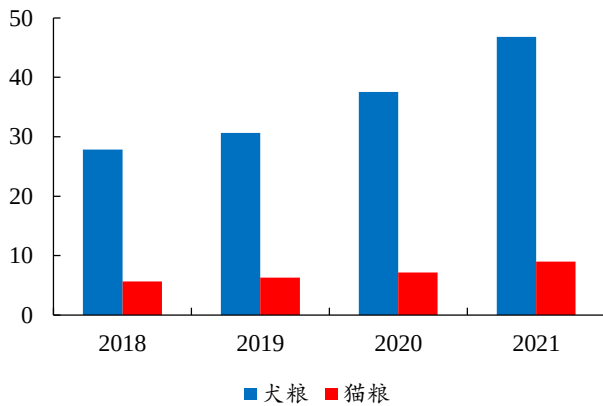
图18：我国宠物食品年进口额已超 40 亿元


数据来源：海关总署、开源证券研究所

1.3、南美市场：谷物及渔业资源丰富，生产能力紧随欧美其后

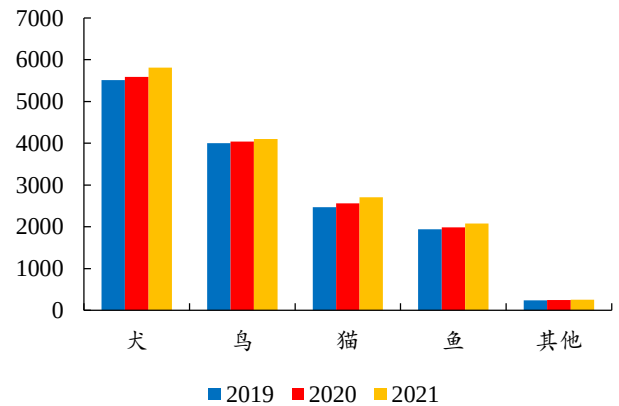
以巴西为代表的南美宠物食品市场近年来保持着接近 20% 的复合增速，欧睿数据显示，巴西 2021 年犬猫食品市场规模约为 56 亿美元。较高的行业增速与可观的市场规模吸引了玛氏和雀巢 2017 年均至巴西建厂，2022 年雀巢继续加大对巴西宠物市场投入，追加投资 2.29 亿雷亚尔用于扩建圣保罗州犬猫饲料厂。

图19：2018-2021 巴西犬猫宠物食品市场规模（亿美元）
CAGR 均接近 20%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图20：巴西犬猫宠物数量分别已超 5800 万只和 2700 万只



数据来源：Statista、开源证券研究所

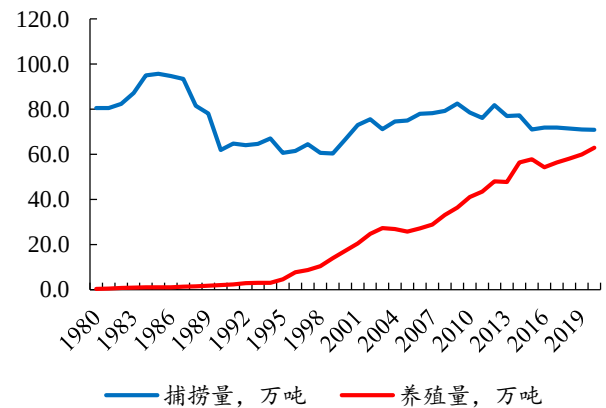
就其资源禀赋而言，巴西拥有丰富的宠物食品生产原料如谷物和肉类，鸡肉蛋白产量近年来飞速增长。据 OAA 预计，2022 年巴西鸡肉产量可达 1472 万吨，将超过中国成为仅次于美国的全球第二大鸡肉生产国。据 FAO 数据，海洋渔业约占巴西渔业总产量一半，且 2019 年巴西本土渔业年捕捞量已超过 60 万吨。巴西本土拥有 BRF（巴西食品）这一全球最大的新鲜和冷冻蛋白质食品生产商之一，目前已经通过收购从家禽养殖延伸至宠物食品生产，并设立了包括多层级品牌体系。

图21：1997 年来巴西禽肉产量不断攀升



资料来源：USDA

图22：巴西渔业年捕捞及养殖量均已超过 70 万吨



数据来源：FAO、开源证券研究所

2、人：宠粮消费完成者，聚焦总量变化及结构变化趋势

2.1、两大年龄群体消费潜力突出，二线城市迎来突围

人是和消费行为直接挂钩的主体，“宠物数量*单宠消费金额”的公式最终需要外化为“养宠人数*人均消费金额”的形式体现在消费终端。回溯我国人口变化进程，在总量方面，全国人口总量向上始终是大趋势，而未来向下压力较大。

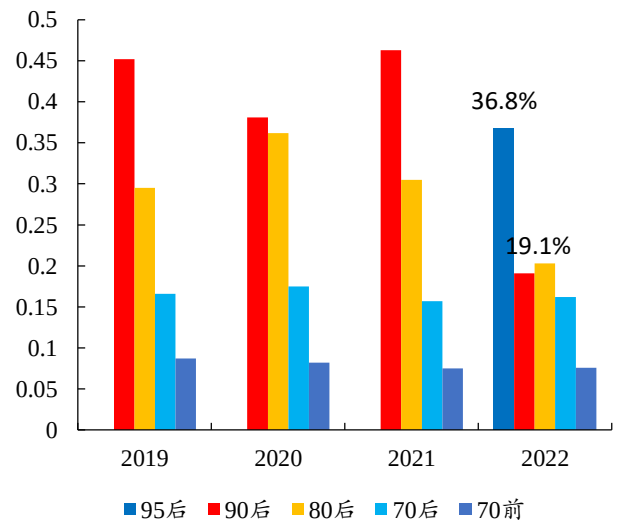
结构方面，2020年两大年龄段群体中枢分别在50岁和30岁。展望未来，未来10年两大群体年龄中枢将分别逐步向60岁和40岁靠拢。居于其次的两大年龄群体年龄中枢则分别在20岁和40岁，结合宠物主年龄结构来看，当前养宠比例最高的人群为90后（约30岁以下）群体，其次为80-90后（约40岁以下）群体，与25岁和35岁年龄中枢的两大群体吻合度高。

图23：2020年我国年龄段占比最高的是30-34岁群体



资料来源：21数读公众号

图24：宠物主年龄分布中“90后”+“95后”占比超55%



数据来源：《2022年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

因此，人口结构变化上建议关注年龄中枢为25岁和35岁的两大群体，前者对应90后这一蓬勃崛起的养宠群体，后者正处于收入高、增速稳的年龄段。而考虑到后者90中的00后群体（对应15-25年龄带）逐渐步入社会，收入和消费能力将迎来进一步增长，以90后为主力的养宠人群将为宠物消费注入更大的活力。另外70后群体（对应50岁年龄带以上的人群）将步入退休，老年养宠群体扩容亦将为行业注入更新的动力。目前的宠物经济两大消费主力的消费意愿和能力有望进一步增长，支撑未来10-20年宠物食品行业延续高增。

表2：90后、80后两大群体有望支撑未来10-20年宠物食品行业延续高增

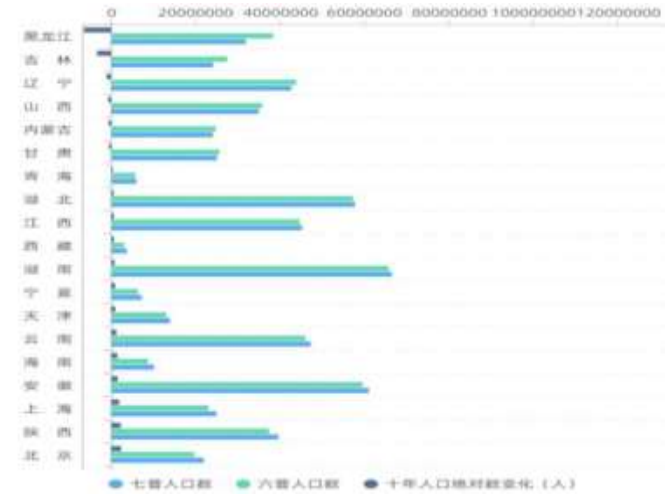
年龄中枢	对应群体	特点
25岁	90后	养宠意愿强，收入增长预期明确，即将步入社会的00后将进一步增加群体消费能力
35岁	80后	收入中枢高，群体基数大，养宠意愿较强。
50岁以上	70前	逐渐步入退休年龄，为老龄养宠群体提供扩容动力

资料来源：开源证券研究所

人口空间变化建议关注二线城市增速，近年来二线城市成为宠物增量市场的消费主力军。首先从全国近10年常住人口净增加趋势来看，北京、上海两大一线城市

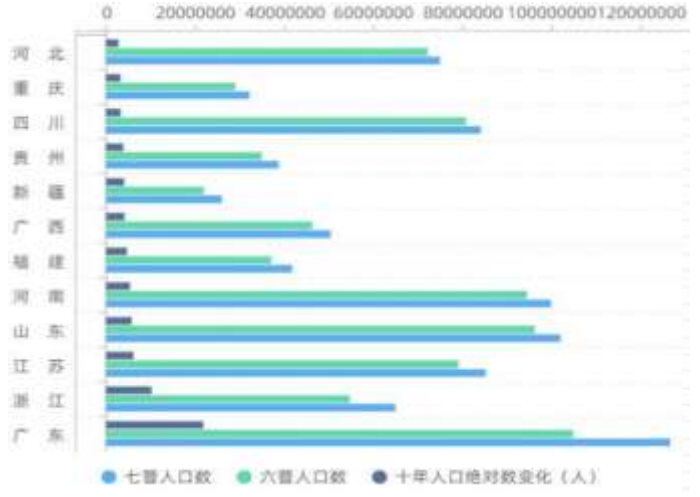
人口净增长处于中位数水平，且近年来人口净增长速度已趋放缓。东北地区虽绝对数变化为负值，但养宠人群生活节奏适中，闲暇时间较多的社会背景下，此类地区宠物消费具备增长的客观条件。

图25：十年人口绝对数变化中东北及西北省份为负



资料来源：城市进化论公众号

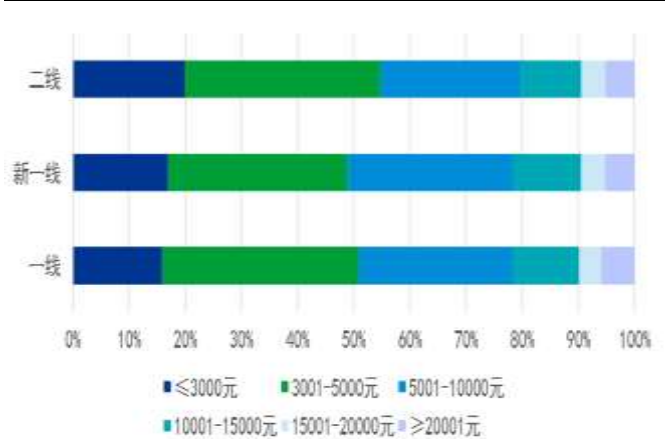
图26：广东及浙江省十年人口绝对数变化居前



资料来源：城市进化论公众号

从消费支出能力的层次来看，年养宠支出大于一万元的高消费人群在各大城市群均未超过 30%，总体符合二八定律的分布特点。此外，二线城市展示出更强的猫粮消费能力和增速水平，狗粮消费能力和增速亦超一线城市。

图27：二线城市人均养宠支出在中低价格带占比更大



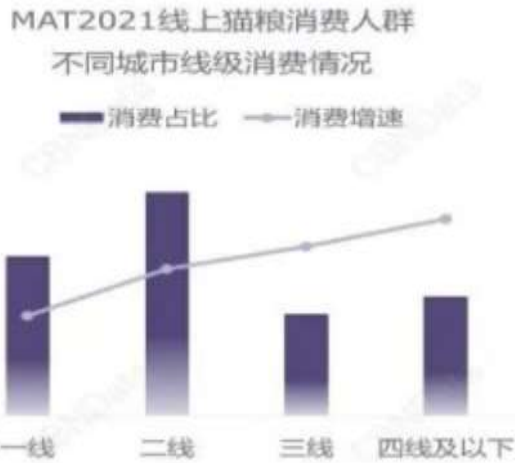
资料来源：亚宠研究院

图28：二线及四线城市线上消费金额增速超过一线



资料来源：《2021 中国宠物精致消费图鉴》

图29：二线城市猫粮消费占比及增速超一线城市



资料来源：《2021 宠物食品行业消费洞察报告》

图30：二线城市狗粮消费占比及增速超一线城市



资料来源：《2021 宠物食品行业消费洞察报告》

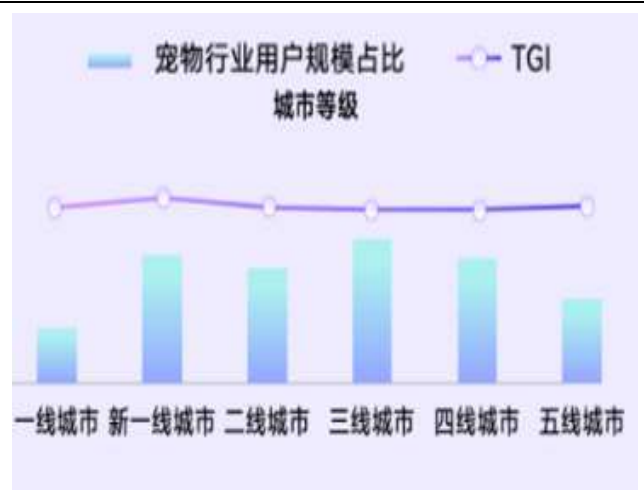
随着快手、抖音等网络的快速渗透，平台宠物创作者的规模快速增长。巨量算数数据显示，2022H1 抖音宠物行业以猫狗为核心的主流宠物食品、用品相关短视频内容占比超 70%，宠物内容消费人群方面，各个城市等级内容消费者占比亦渐趋平稳。此外，2022 年 618 中京东平台四线及以下城市成交额同比增长 395%，意味着养宠精细化、科学化趋势逐渐打开下沉市场，宠物经济受众更广，前景更开阔。

图31：快手宠物创作者的规模亦快速增长



资料来源：《2021 快手宠物生态报告》

图32：抖音平台宠物内容消费在各线城市比例逐趋均衡

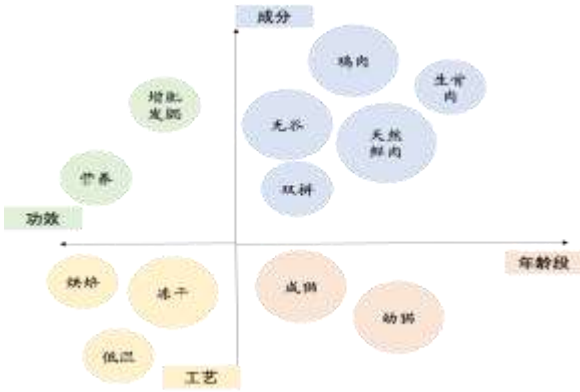


资料来源：《2022 抖音宠物行业年中复盘》

2.2、宠物主养宠行为迭代升级，细分市场有待进一步挖掘

展望未来，宠物主消费习惯及养宠行为不断迭代，对宠物食品的认知度亦会不断提高。类比海外成熟市场消费者对宠粮关注维度来看，细致化及专业化的养宠需求，体现到宠粮购买行为方面，宠物主对天然粮、处方粮需求将会逐渐注重和提高，成分、功效、营养及年龄段的区分方式成为宠物主对宠粮界定的不同参考标准。参考美国成熟市场消费者来看，其对处方粮这一特定功能性粮的选择比例已达到 13%。国内消费者在专业处方粮一类宠物食品方面的选择和购买方面还处于较为初级的阶段。

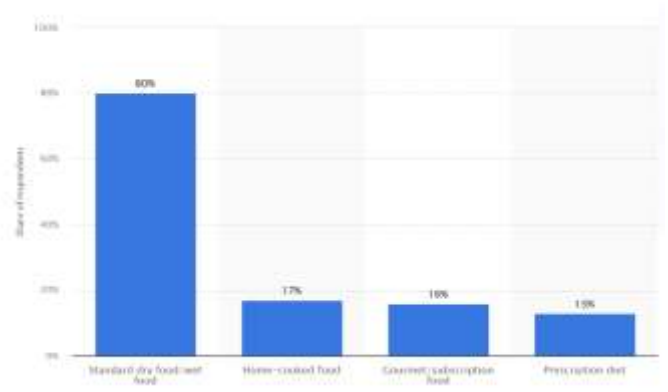
图33：成分年龄段等因素是宠物主的宠粮购买参考因素



资料来源：魔镜市场情报、开源证券研究所

注：圆圈越大表示越主流的参考方式

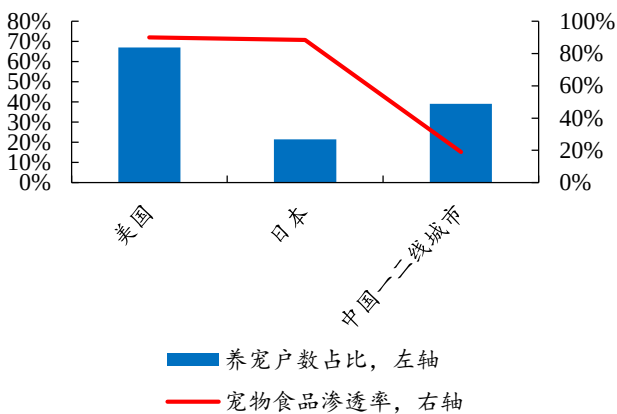
图34：2021 美国消费者选择处方粮的比例已达 13%



资料来源：Statista

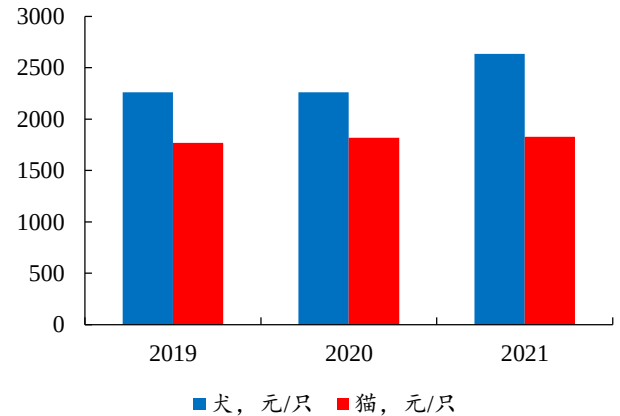
随着宠物主对犬猫的科学饲喂意识不断提升，以及宠物的家庭地位提升，各类细分市场仍然有待继续挖掘。对比美国的养宠渗透率来看，我国仍有较大差距，且宠物食品渗透率亦不如日本；但近年来我国单宠消费金额处于不断提升的态势，高客单价市场值得进一步挖掘。

图35：2021 中国养宠渗透率仍落后于欧美发达国家



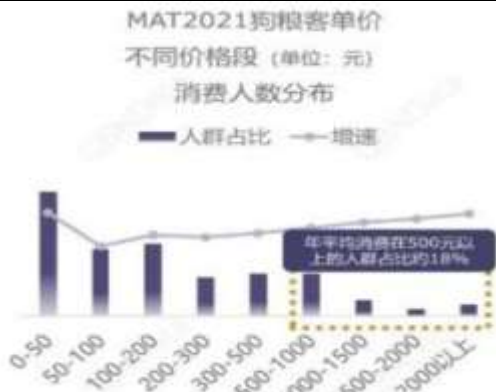
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图36：近年来我国单只犬猫消费金额不断提升



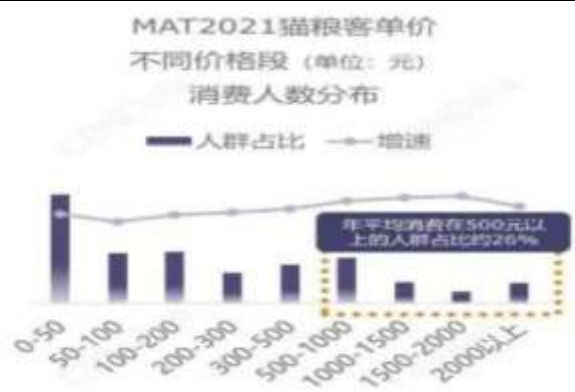
数据来源：《2021 年中国宠物白皮书》、开源证券研究所

图37：2021 年高客单价狗粮消费群体增速更为突出



资料来源：《2021 宠物食品行业消费洞察报告》

图38：2021 年高客单价猫粮消费群体亦增速更加突出

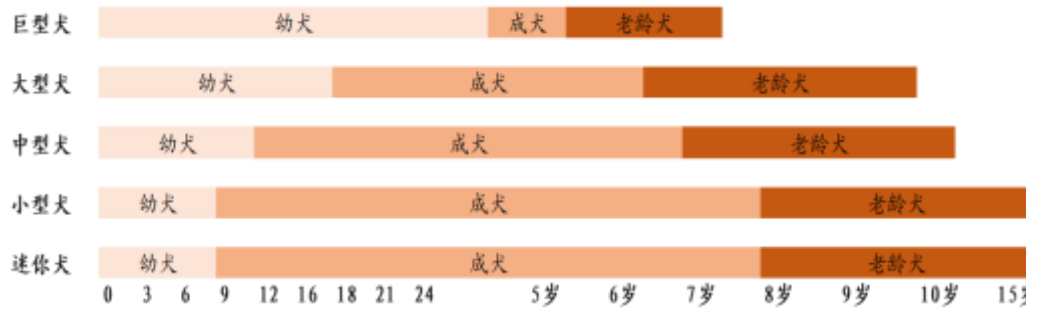


资料来源：《2021 宠物食品行业消费洞察报告》

3、宠：小型犬猫发展势头良好，采食特点引致细分需求

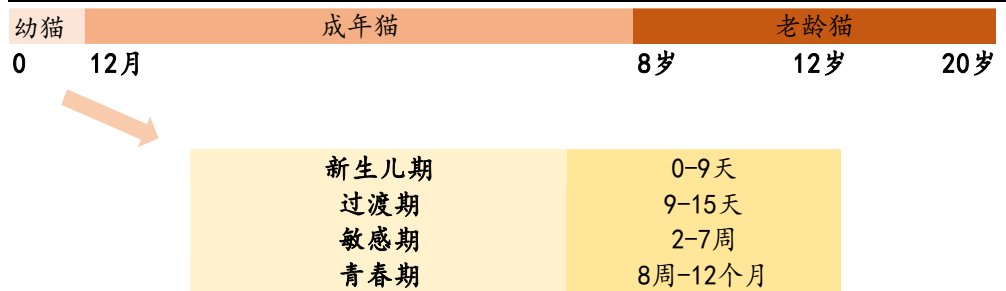
首先，对比犬猫的体型差异来看，小型犬猫更具养宠经济性，是未来市场发展的一大趋势，但部分大中型犬种也受到养宠人群的偏爱。在年龄分布上，小型犬的寿命相对更长，能够给予主人更长久的陪伴；而猫的年龄相对更长，体型整体较小，平均年龄分布较为接近。

图39：小型犬的平均寿命更长



资料来源：《犬猫常识和营养手册》、开源证券研究所

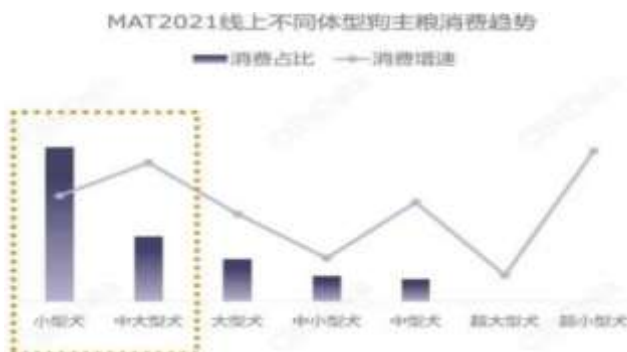
图40：猫的平均寿命较犬类更长



资料来源：《犬猫常识和营养手册》、开源证券研究所

此外，许多城市有针对部分大型犬种颁布禁养政策，除哈士奇、金毛、拉布拉多、萨摩耶几个普及度较高的大型犬外，其他品种由于侵略性及驯化度低等原因存在一定的饲养限制。线上消费数据显示，小型犬和部分受欢迎的大型犬主粮销售额快速增长，针对品种选择主粮是宠物主的一大消费趋势。

图41：2021 年小型犬狗主粮消费占比排名第一



资料来源：《2021 宠物食品行业消费洞察报告》

图42：金毛主粮位居大型犬狗主粮排名第一



资料来源：《2021 宠物食品行业消费洞察报告》

其次，犬猫采食特点受到多种因素影响。性别、味觉、嗅觉等维度都是影响犬猫采食偏好的因素，基于各类细分需求进行打造设计的专业化犬猫食品市场占有率有望逐渐提升，以满足新一代宠物主的科学饲养需求。

表3：猫的采食特点受味觉、嗅觉和消化能力等因素影响

因素	特点
味觉	无法感知甜味
嗅觉	喜欢蛋白质和脂肪气味，会用嗅觉补充味觉
消化能力	消化淀粉能力较差，体内缺乏唾液淀粉酶和葡萄糖激酶，高碳水会导致便臭和加重肝脏负担；，乳糖不耐受
用餐时间	白天夜晚均有采食习惯，采食行为出于捕猎，而非完全出于饥饿
水分摄取	不太主动摄入水分
营养物欠缺	胱氨酸-硫磺酸脱羧酶的活性很低，肝脏合成牛磺酸的量很少，需从外界补充牛磺酸，保证猫视网膜组织的完整 缺乏部分脱氢酶，需从外界补充亚油酸、亚麻酸和花生四烯酸
生长周期	幼猫体质较弱对高品质粮依赖度高，成年猫更偏好适口性强的食品
采食节奏	与猫种类相关，如暹罗猫和缅因猫采食速度快，波斯猫慢，快速采食大颗粒后易形成牙龈斑

资料来源：微宠健康公众号、猫研所公众号、宠物食品联盟公众号、长城宠物展公众号、开源证券研究所

表4：犬的采食特点受体型、性别、生长周期等因素影响

因素	特点
味觉	不太依赖味觉
嗅觉	喜欢蛋白质和脂肪气味，嗅觉对味觉进行补充
消化能力	能够消化淀粉，乳糖不耐受
用餐时间	白天夜晚均有采食习惯
水分摄取	不太主动摄入水分
	哺乳期从母体乳汁中摄取必要的营养素
生长周期	离乳期乳牙出现，出生后 6-8 周从断乳到使用幼犬用食品，但离乳期消化性强，仍需高蛋白、高热量的食品 成长期对以蛋白质、脂肪、钙为首的营养素需求增多

资料来源：宠物食品联盟公众号、开源证券研究所

表5：犬猫食品的划分方式多样，细分市场众多

划分标准	产品类别
水分含量	干型、半干型、软湿型、湿型狗粮
制造工艺	粉态型、挤出颗粒型、单倍膨化颗粒型、双倍膨化颗粒型、油炸型
生理阶段	离乳期、幼犬期、成年期、妊娠期、哺乳期、老年期
功能与用途	维持营养型、生长发育营养型、保健型和处方型 亮毛美毛功效、活力壮骨功效、肠胃健康功效、泌尿健康功效、减肥型
	种用场 种公犬/猫粮、种母犬/猫粮
渠道类别	家庭宠物 小型犬/猫专用、中型犬/猫专用、大型犬/猫专用
	肉用狗场 生长期、育肥期以及停药期粮

资料来源：开源证券研究所

此外，在消化效果方面，AFFCO 以消化率（营养物质单位质量减去粪中营养物质排泄量/营养物质采食量）对日粮的利用度进行了衡量，但不同品种、性别、年龄、活动和生理状态的犬猫存在的差异会使得这一指标的结果造成影响，生理状态和情绪等指标更难以量化。

表6：体型、年龄及性别等因素对犬猫消化率存在影响

消化率	影响因素
体型	小型犬空的肠道重量占体重的 6%~7%，而大型犬则下降到 3%~4%，因此大型犬营养物质消化率较高。
年龄	随着年龄增加消化率有所提升。
犬	初期乳糖酶肠道活性最高，生长发育后逐渐降低接近至成全水平。
猫	胆盐促脂肪酶在猫奶中浓度高断奶后脂肪消化率降低。
性别	雌性消化率更高，但在猫群体中的差异度更大。

资料来源：宠物食品联盟公众号、开源证券研究所

因此,从宠物自身特性总结来看,宠物食品在兼顾配方和功能性的不同前提下,打造差异化产品的空间及方式丰富。借鉴海外头部品牌皇家产品开发特点来看,其在干湿粮一级分类下根据不同生长阶段、不同身体健康程度及不同体型的犬猫类别分别打造差异化产品矩阵。引导消费者快速对号入座,筛选出最为适合的产品类别进行比价及购买。配方方面包括各项原料的营养成分数据和具体指标,以及各项营养物质之间的均衡配比;功能性方面包括宠物品种、年龄、体型等个体化差异。

图43：皇家在干湿粮体系下针对犬猫体型、品种、健康状况进行产品区隔化设计



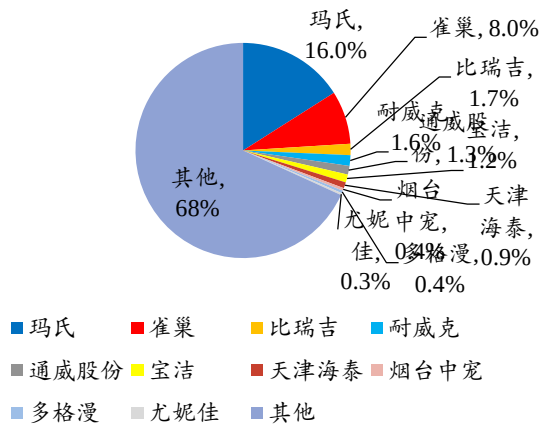
资料来源：皇家爱宠有卡小程序、开源证券研究所

4、货：国货从出海代工转向本土混战，国际品牌份额受挤压

4.1、国内市场集中度仍处下降通道，国产替代进程持续推进

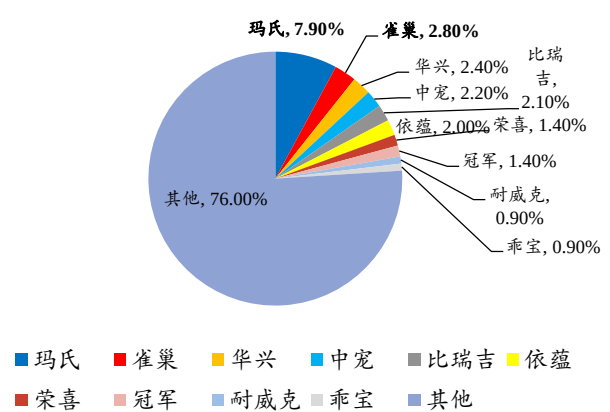
我国的宠物食品行业兴起于上世纪 90 年代，经历了海外品牌对国内宠物食品的市场教育，国内养宠数量迅速增加，但人均养宠支出及户均养宠数均不及欧美日等成熟市场，行业发展空间不断拓展下国产宠粮走上了开疆拓土的快车道，国产宠粮市占率逐渐升高。据饲料工业协会数据，2022 年我国宠物饲料产量达 123.7 万吨，同比增长 9.5%；规模企业达 564 家，同比增长 36.6%，较 2021 年增加 151 家。

图44: 2012 年国内十大宠粮中海外产商市占率达 32%



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

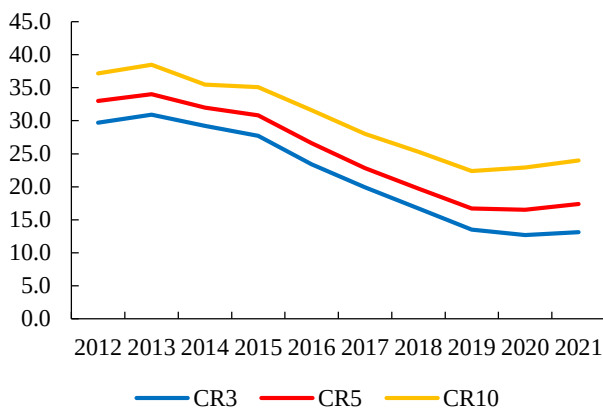
图45: 2021 年国内十大宠粮中海外产商市占率仅 11%



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

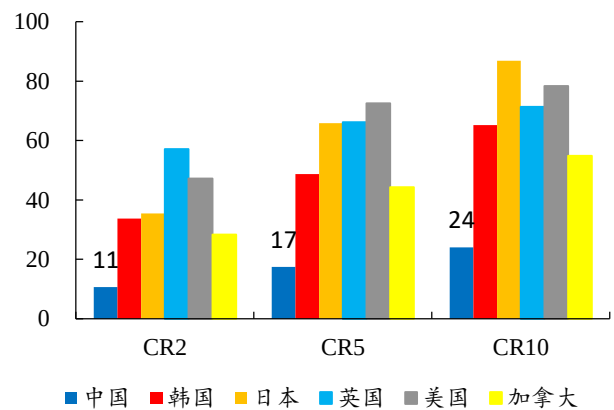
虽然国内品牌在兴起和发展过程中挤压了部分国际品牌市场份额，中国市场竞争格局仍然分散，大单品、百亿营收企业还未出现。36Kr 数据显示，2021 年国内经济宠粮市场整体规模在 200 亿元左右，低价位国内品牌占据 95%左右的国内市场份额。CBNdata 数据显示，我国 2021 年已有超 3.7 万个线上犬猫品牌，较 2019 年新增近 1.4 万个。中短期内行业将呈现较低集中度主导态势，对比海外成熟宠物市场来看，英美两国 CR2 均已超过 40%，其中英国最高为 57%，美国次之为 47%。中国 CR2、CR5、CR10 均不及英美日韩加等国。

图46: 国内宠物食品市场集中度呈下降态势



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

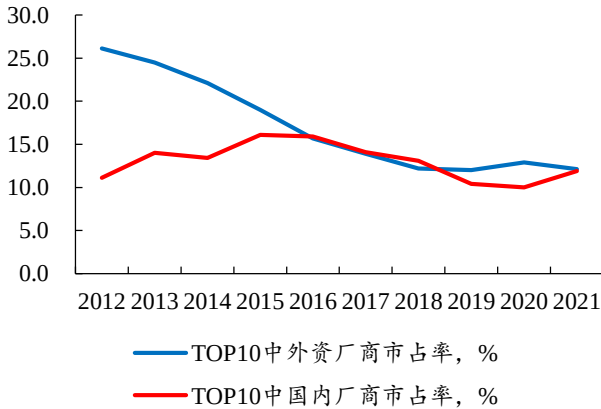
图47: 2021 年英国宠物食品市场 CR2 已超 50%



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

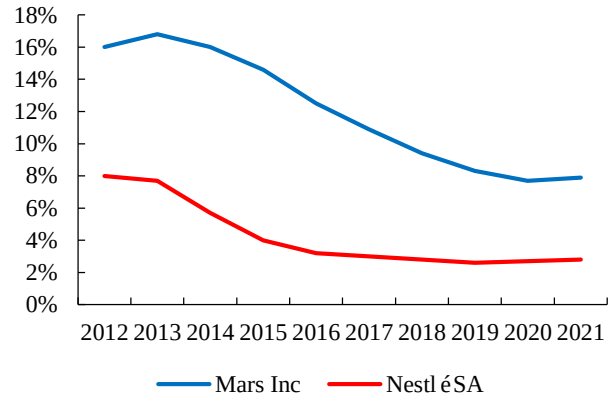
拆分国内宠物食品市场 CR10 来看，国内宠物食品厂商自 2012 年来市场份额位于 10%-15% 区间，而前十名中的国际品牌厂商集中度则呈不断下降态势，2021 年 TOP10 中外资厂商市占率为 12.1%，较 2012 年下降 14pct，同比下降。市场份额占比最大的玛氏食品在 2012 年来在中国市场市占率亦逐年下降，雀巢则更为低迷。

图48：国内宠物食品市占率 TOP10 中外资厂商合计占比呈下降态势



数据来源：欧睿、开源证券研究所

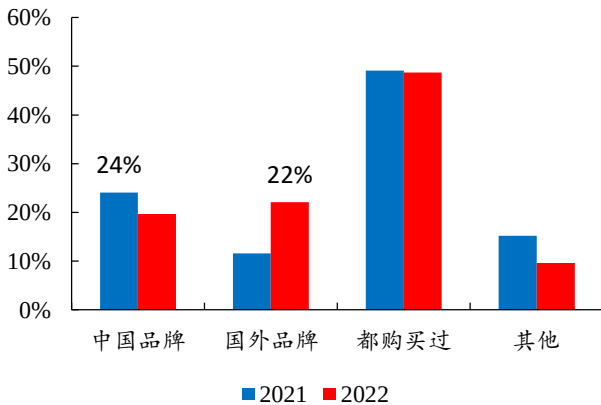
图49：玛氏及雀巢在中国宠物食品市场市占率呈逐渐收缩态势



数据来源：欧睿、开源证券研究所

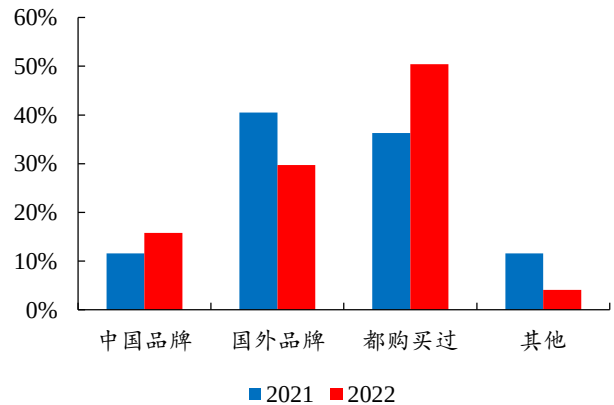
消费者认知及接受度方面，国产宠物食品中尤其是猫主粮品牌的消费者接受度较 2021 年有所提升，宠物主对犬主粮品牌进口品牌偏好度同比上升。国产替代进程在猫主粮品牌中得到更加显著的体现，考虑到猫粮单位价格较狗粮更高，国产高端猫粮产品有望在国产品牌接受度逐渐提升的趋势下实现市场份额提升。

图50：2022 年消费者对国产犬主粮品牌偏好度有所下降



数据来源：《2022 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图51：2022 年消费者对国产猫主粮品牌偏好度有所上升



数据来源：《2022 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

从宠物食品市场头部品牌的价格带分布情况来看，国产品牌占据在中高端及以上个数较少，具备强劲竞争力的国产品牌在中低价格带中占据较大市场份额。且经济型大众产品具备领先的产能水平。

表7：市场份额靠前的国产品牌平均价格带主要分布于中低端档次

猫粮			狗粮		
价格带	品牌	厂家	价格带	品牌	厂家
高端(>100元/kg)	原始猎食渴望	Champion Petfoods LP	高端(>100元/kg)	爱肯拿	Champion Petfoods LP
	冠能	Nestlé SA		原始猎食渴望	Champion Petfoods LP
	爱肯拿	Champion Petfoods LP		纽顿	Elmira
	ZIWI	ZIWILIMITED		珍致	Nestlé SA
	珍致	Nestlé SA		ZEAL	烟台中宠食品股份有限公司

中高端 (20-100 元/kg)	Instinct	Nature's variety	中高端 (20-100 元/kg)	爵宴	佩蒂动物营养科技股份有限公司
	Fancy Feast	Nestlé SA		Fancy Feast	Nestlé SA
	伊纳宝	日本稻叶宠物食品株式会社		ZIWI	ZIWILIMITED
	希宝	Mars Inc		冠能	Nestlé SA
	皇家	Mars Inc		皇家	Mars Inc
	素力高	健合 (H&H) 国际控股有限公司		路斯	山东路斯宠物食品股份有限公司
	万物一口	宁波犀早宠物用品		多格漫	多格漫宠物用品 (上海) 有限公司
	爱立方	宠爱生活 (厦门) 科技有限公司		益和	江苏益和宠物用品有限公司
	朗诺	天津朗诺宠物食品有限公司		伯纳天纯	上海依蕴宠物用品有限公司
	蓝氏	江苏吉家宠物用品有限公司		比瑞吉	上海比瑞吉宠物食品有限公司
	比瑞吉	上海比瑞吉宠物食品有限公司		疯狂小狗	江苏吉家宠物用品有限公司
	富力鲜	Frisian		富力鲜	Frisian
	卫仕	上海宠幸宠物用品有限公司		麦富迪	乖宝宠物食品集团股份有限公司
	麦富迪	乖宝宠物食品集团股份有限公司		比乐	上海福贝宠物用品股份有限公司
	网易严选	网易公司		宝路	Mars Inc
	顽皮	烟台中宠食品股份有限公司		顽皮	烟台中宠食品股份有限公司
大众 产品 (<20 元/kg)	伟嘉	Mars Inc	大众 产品 (<20 元/kg)	凯锐思	山东凯锐思动物营养有限公司
	阿飞和巴弟	天津宠次元宠物用品销售有限公司		耐威克	上海耐威克宠物用品有限公司
	江小傲	浙江绍兴吉宠商贸有限公司		好主人	通威集团有限公司
	好主人	通威集团有限公司		汪爸爸	浙江绍兴吉宠商贸有限公司
大众 产品 (<20 元/kg)	力狼	华兴宠物食品有限公司	大众 产品 (<20 元/kg)	力狼	华兴宠物食品有限公司
	奥丁	华兴宠物食品有限公司		奥丁	华兴宠物食品有限公司

资料来源：淘宝、京东、开源证券研究所

叠加国内关于宠物食品法律法规的建设尚较落后，部分宠物食品生产规范性较差，行业尚未进入发展规范期，我国全价犬猫粮标准分别为 GB/T31216-2014 和 GB/T 31217-2014，发布于 2014 年 9 月 3 日，2015 年 3 月 8 日开始实施，宠物饲料营养成分标签规定标记的营养素种类较少、分类较笼统、缺乏详细的分类标准。

表8：我国针对宠物食品出台的法规较少

日期	法律法规名称	颁发单位	内容概要
2020 年 12 月	《冻干宠物食品规范》 (T/CIQA 15-2020)	中国出入境检验检疫协会	树立冻干宠物食品细分行业标准，规范宠物冻干食品生产经营。
2018 年 4 月	《宠物饲料管理办法》等 六项规定	农业农村部	规范了宠物饲料的定义和分类，扩大了进口需要登记的产品范围； 加强了对宠物饲料销售环节的监管管理。
2016 年 10 月	《全国饲料工业十三五发 展规划》	农业农村部	规划确定了工业饲料总产量达到 2.2 亿吨，其中宠物饲料 120 万吨。
2015 年 7 月	《宠物饲料（宠物食品） 标签》（征求意见稿）	全国饲料工业标准化技术 委员会	规定了宠物饲料（宠物食品）标签标示的基本原则、基本内容、基 本要求和对声称的要求。规定了宠物饲料（宠物食品）中有毒有害 物质及有害微生物的限量及试验方法。
2015 年 3 月	《中华人民共和国国家标 准：全价宠物食品犬粮》	国家质检总局、国家标 准化管理委员会	规定了全价宠物食品犬粮的术语和定义、要求、试验方法、检验规 则、标签以及包装、运输、贮存和保质期。适用于经工业化加工、 制作的全价宠物食品犬粮，但处方犬粮除外。

资料来源：中国出入境检验检疫协会、农业农村部、全国饲料工业标准化技术委员会、国家质检总局、开源证券研究所

欧美等成熟宠物市场针对宠物原料配方、添加剂添加含量以及粗蛋白含量最低

标准等做出了明确规定。以猫粮为例，AAFCO（美国饲料监管员协会）规定幼猫粮的蛋白质含量不低于 30%（国标 28%），成猫粮不低于 26%（国标 25%）。欧标甚至根据不同胖瘦体型的猫规定相关的宠物食品标准。而国内低端宠物食品不符合国际标准的情况较多，成分内容标注不规范或不合理的现象较为普遍。后续随着相关法律体系建设的成熟度提升，专业化、规模化宠物食品生产商有望进一步受益。

表9：猫粮标准方面，欧标、美标均高于国标

类别	成年期		幼年及繁殖期	
国标	25%		28%	
美标	26%		30%	
欧标	偏瘦型(75 kcal/kg ^{0.67})	偏胖型(100 kcal/kg ^{0.67})	幼年	繁殖期
	33.30%	25%	28%	30%

资料来源：AAFCO、FEDIAF、《全价宠物食品（猫粮）》、开源证券研究所

注：100 kcal/kg^{0.67} 和 75 kcal/kg^{0.67} 分别是 NRC 2006 针对偏胖和偏瘦猫体重和每日能量需求关系进行的划分。

表10：我国现行饲料标准中宠物饲料仍然较少

标准类型	国标	行标	合计	是否适用宠物饲料
基础规范类标准	8	1	8	部分适用，《饲料卫生标准》和《饲料标签》不适用
检测方法	145	173	318	大部分适用（3 项宠物饲料检测方法）
评价方法标准	12	2	14	否
饲料原料	13	54	67	大部分适用
饲料添加剂	92	24	116	大部分适用
饲料产品	禽畜	6	6	否
	水产	12	30	否
	宠物	3	0	是

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

4.2、主粮：聚焦原料选择、产品创新、设备工艺及品牌建设四大维度

4.2.1、海外品牌优先开发细分市场具备先发优势，食材来源地挂钩高品质宠粮标签

从头部海外品牌的发展历程来看，发掘细分市场并针对性开展产品创新是使其巩固先发优势两大关键。受益于生产、销售等各方面的先发优势，海外头部宠物食品通过开辟细分市场、创新产品形态等方式进行市场教育和定位高端产品，建立了良好且持续的市场口碑，并在长久以来具备配方研制水平的引领性。国产宠物高端粮亦强调原料质量、工艺先进，但产品定位和宣传效果仍未深入国人内心。

表11：海外头部宠物食品品牌发展初期通过创设细分需求进行市场教育，开创领军式产品

品牌	产品优势
皇家	1980 年 AGR 品牌上市，第一个专门为大型犬幼犬设计的食物。
	1997 年 RCCI SIZE 系列上市，世界上首次基于犬的品种、年龄、生活方式，尤其是体型/体重比来设计犬粮。
	1997 年推出了 RCFI 专用猫粮系列，全球首次专门针对猫的年龄与生理状况而设计的猫粮。
渴望	从原料饲养、捕捞（配料中鱼类由太平洋海水或北温哥华群岛的湖泊永续捕捞）、采购到加工到包装检验与运输无死角监控，生产工艺全程监督。
Purina	第一家创造小狗食品的公司，专门为小狗在生命关键的第一年发育和成长所需的额外蛋白质和营养素配制。
	第一个发明颗粒宠物食品、第一个使用挤压技术生产猫粮狗粮，以及第一个制作软颗粒技术（湿粮）的动物食品公司。

资料来源：各公司官网、行业新闻、开源证券研究所

原料的地域性优势是消费者的一大关注点，亦是生产商进行生产加工的重要考

虑因素。以新西兰为代表的国家，凭借优异食材稀缺的绝对优势孕育了畅销全球的宠物食品品牌，同时也是许多宠物主粮生产商的主要原料采购国。

图52：中、加、美原料产地位居狗主粮消费热榜前三



资料来源：《2022 年中国宠物食品消费报告》

图53：泰国、日本两地成为猫主粮食材新晋偏好地



资料来源：《2022 年中国宠物食品消费报告》

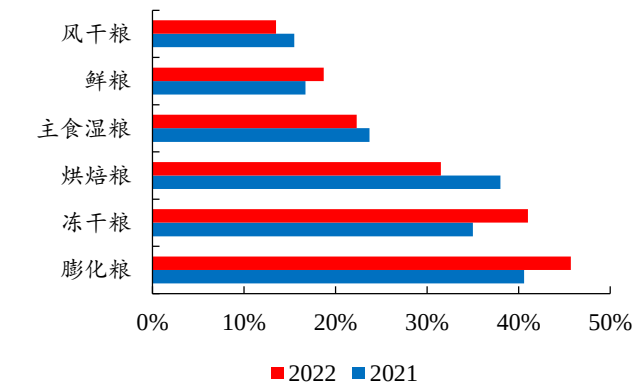
狗主粮方面，由于北美市场的谷物种植及交易程度发达，使其禽畜养殖的规模和水平较高，获取原料的便利性使其宠物主粮生产能力居于全球前列；而中国居民对宠物主粮主要原料鸡胸肉的消费偏好度较低，凭借较低的鸡胸肉成本价格也成为了宠物食品原料进行加工主产地之一。**猫主粮方面**，泰国及日本的渔业资源充足，成为猫粮主要食材的新晋偏好地点。由于原材料渔业资源丰富，人力成本低廉，原料直采率高，近年来部分泰国渔业罐头企业转型或新设宠物罐头业务的例子众多。国内上市公司例如乖宝宠物湿粮原料鱼肉即部分采自或由泰国原装进口。

4.2.2、产品形态更迭引领主粮市场实现增长，主食湿粮快速崛起

从产品形态来看，中国宠物从“剩饭喂养”走向“专食喂养”，且专食喂养中的细分产品进一步迭代升级。长期以来，产品形态更迭是推动宠物食品市场增长的一大动力。目前国内宠物主食干粮产品形态较多且已形成膨化干粮为主的市场格局，主食湿粮虽起步较晚，近年来亦有多种新品在快速抢占市场。

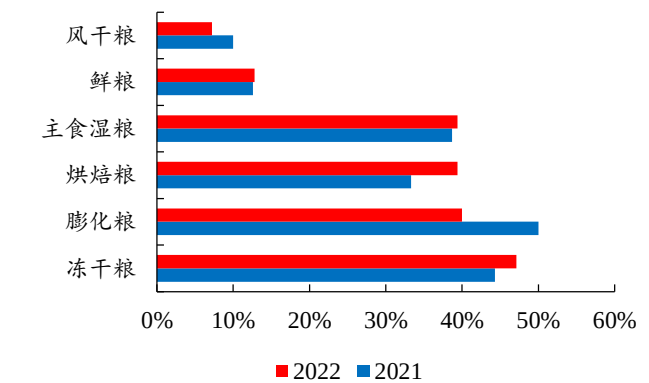
主食干粮方面，我国宠物食品食材的传统膨化主粮部分份额逐渐被冻干食品、湿粮主食、冷冻鲜食替代。膨化粮和冻干粮是目前普及率最高的干粮形态，冻干食品的市场接受度在近年有了较快提升，“冻干生骨肉”等新产品形态逐渐出圈。

图54：2022 年犬主粮购买品类中膨化粮居首，冻干超越烘焙居于其次



数据来源：《2022 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图55：2022 年猫主粮购买品类中冻干粮超越膨化粮居首



数据来源：《2022 宠物行业白皮书》、开源证券研究所

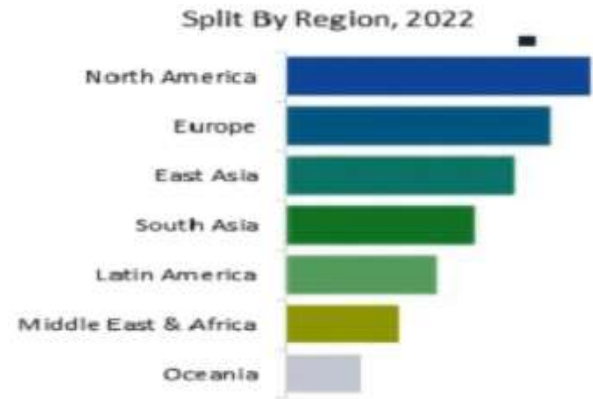
主食湿粮方面，其渗透率在我国有待进一步提升，美国市场宠物湿粮发展起步较早，据 statista 数据，美国 2018 年宠物狗/猫湿粮干粮喂食量占比分别为 40.3%/56.6%，湿粮喂食的占比高。湿粮产品特性方面，具有适口性强的特点，主要类别包括湿粮罐头、湿粮包、鲜食等。

图56：2022 年全球宠物湿粮规模约 215 亿美元



资料来源：Future Market Insights

图57：中国较欧美宠物湿粮市场仍有差距



资料来源：Future Market Insights

虽然我国宠物湿粮对比宠物干粮起步较晚，近年来以猫湿粮为代表的主食湿粮市场快速崛起，**主食罐、主食猫条**等多种新兴产品正在快速抢占宠物主食湿粮市场。产品原材料方面，大多数湿粮产品以鸡肉、鱼肉、牛肉为主，单品规格较小，每罐定价区间在 10-20 元左右，单位定价较低，有利于消费者试新购买。

表12：新兴国产品牌及海外进口品牌均针对主食罐头开发相关湿粮产品

公司	湿粮品牌	主要湿粮产品
中宠食品股份有限公司	Wanpy	Wanpy 鲜盒
	领先 Toptress	全价成猫主食罐
上海比瑞吉宠物用品股份有限公司	开饭乐	汤小方主食汤罐
上海依蕴宠物用品有限公司	伯纳天纯	益纳猫主食罐
上海耐威克宠物用品有限公司	耐威克	猫用全价无谷主食罐
乖宝宠物食品集团股份有限公司	麦富迪	Barf 鲜肉主食罐
天津宠次元宠物用品有限公司	阿飞和巴弟	Ican 全价猫主食罐
佩蒂动物营养科技股份有限公司	好适嘉	98K 猫主食罐
玛氏	皇家 Royal Canin	幼猫主食慕斯奶糕罐头
	Nutro 美士	一分为二餐盒
巅峰	Ziwi	巅峰主食猫罐

资料来源：淘宝、开源证券研究所

此外，主粮中的**宠物鲜粮**这一品类的市场参与主体仍然较少，处于市场教育阶段，主要有传统宠物食品企业和国内新生企业，各个品牌正处起步阶段。对比来看，美国鲜粮普及率较高且在其宠物食品发展行业后周期快速增长，Technavio 预计美国鲜粮宠物食品市场规模在 2020 至 2025 年间将增长 8.64 美元，预测期内复合年增长率为 23.62%。

表13：我国宠物鲜粮主要参与企业起步较晚

品牌	地区	简介
Freshpet	美国	2004 年成立，宠物鲜粮市场的领跑者，2014 年完成上市。旗下品牌包括 Freshpet、Dognition、Dog Joy 等。

品牌	地区	简介
The Farmer's Dog	美国	2015 年成立，目标是为所有的宠物狗提供定制狗粮。公司曾获 810 万美元 A 轮融资，领投方为 Shasta Ventures。
Nom Nom Now	美国	2015 年成立，定位宠物狗新鲜定制、兽医配方食品，公司曾获 1300 万美元的融资，投资方包括 Bullish、Tandem Capital 和 Greycroft 等。
Ollie	美国	2016 年 4 月成立，致力于在美国全国范围内为宠物狗量身定制健康营养餐，曾得 440 万美元融资，由 Primary Ventures 和 Lerer Hippeau Ventures 领投，以及 Canaan Partners 等投资方 1260 万美元的 A 轮融资。
黑记	中国台湾	选用三种以上新鲜动物性肉骨及多种草本蔬果泥为主要食材，模拟国外兽医及动物学专家推行的三十多年生鲜饮食配方为宠物定制主粮。
小鲜粮	中国广州	2014 年成立，通过粉丝参与方式建立新鲜宠物食品中央厨房，预订方式销售套餐。
超能小黑	中国大陆	小黑鲜粮于 2015 年 10 月上线，原名训犬师鲜粮。小黑鲜粮主要为宠物提供鲜肉鲜蔬、零添加剂、保质期 15 天宠物鲜粮。2019 年 2 月完成 2000 万人民币 A 轮融资。
小佩 (PETKIT)	中国上海	是一家设计、制造宠物智能产品的公司；团队于 2013 年 8 月在上海组建。2019 年 3 月在春季新品发布会上宣布开始布局宠物鲜粮产业，推出品牌“食物链 FOODCHAIN”。

资料来源：佩蒂股份公司公告、开源证券研究所

4.2.3、生产工艺更迭引领主粮产品走向成熟，消费者试新意愿高利于市场快速扩容

与产品形态紧密相关的生产工艺方面，随着国内宠粮市场的逐渐成熟，传统的制造工艺和设备也不断升级迭代。传统的膨化粮工艺因高温对食材营养产生影响，导致维生素，氨基酸等受到破坏，高温膨化亦会导致食材水份大量流失，为了使营养达标需增加大量添加剂和副添加剂成份。近年来，冻干及鲜肉粮取代了部分膨化粮的市场份额，烘焙粮也成为消费者选择的新趋势。而烘焙粮也有利于提升食材的营养和新鲜度。总结来看，成熟的生产工艺是将良好的配方和优质食材转化为高品质宠粮的关键环节，否则配方和食材将无法有效发挥作用。

表14：生产工艺与产品的营养价值关系密切

商品粮种类	产品特点
膨化粮	高温加工后细菌少，但是营养成分流失
冻干粮	真空条件下急速冷冻后冻干（-40℃）脱水，后经切块分割，营养成分保留度高，但水分不足食用时需另加水。
风干粮	营养丰富且保留得较好，消化率高；肉质紧实，适口性佳；无谷物、抗生素添加，不易致敏，安全性高；
鲜肉粮	无需经过膨化等传统工序，经过原材料合理搭配最大限度保留食材新鲜度
烘焙粮	可以添加更多的鲜肉，60%鲜肉率是膨化粮两倍以上，也可以加更多的蛋白质，低温烘焙约 90℃

资料来源：宠业家公众号、宠物食品联盟公众号、高爷家公众号、开源证券研究所

从行业生产制作工艺的发展格局来看，当前国内主粮优质代工厂资源稀缺，低端厂商在先货后款模式下议价价低。在产品形态普及率最高的膨化粮方面，鲜肉率是区分其质量优异的重要指标，不额外添加冻干肉制品前提下，膨化干粮鲜肉添加率存在瓶颈。挤压膨化作为宠物饲料加工工艺中的核心部分，而宠物饲料原料以肉品为主，原材料粘性较强，单螺杆挤压机难以进行有效生产。而双螺杆挤压机减少了剪切范围，具备更强的泵送及自擦净作用，适用于生产新鲜肉类和高油脂含量的宠物饲料产品。

表15：以美国 Wenger、瑞士 Buhler 系统为代表的膨化粮加工设备/系统能够实现非肉粉为原料的鲜肉添加方式

加工设备/系统	特点
Wenger 设备	可将鲜肉在 50° 的温度下直接瞬时乳化成糜，以鲜肉替代肉粉。

加工设备/系统

特点

Buhler 系统 通过高产膨化机实现高鲜肉添加率，动物蛋白原料、动物油脂原料、动物天然调味原料一键控制

资料来源：麦富迪宠物食品、中国礼仪休闲用品工业协会公众号、开源证券研究所

我国越来越多的饲料加工企业用挤压膨化机替代传统制粒机生产水产饲料和其它特种饲料，中宠股份和乖宝宠物等头部宠物食品生产企业借助美国 Wenger、瑞士 Buhler 系统专业宠物食品膨化挤压设备以实现高鲜肉添加。我国现有的饲料加工仍以单螺杆挤压膨化机为主，而美国 Wenger、瑞士 Buhler 具备双螺杆挤压膨化工艺，能够对各种原料进行混合，亦能适应任意低粘性物料以及高水分、高油脂配方产品加工。

图58：瑞士 Buhler 系统支持 4 小时鲜肉成粮



资料来源：Wanpy 公众号

图59：Wenger 设备支持高鲜肉添加



资料来源：弗列加特公众号

表16：双螺杆机型设备价格较高，在饲料制备领域诸多优势

项目	单螺杆	双螺杆
结构	简单	复杂
主轴转速	不可调	可调
价格	低	较高
自清洁功能	无	有
工艺操作	困难	简单
加工浮性料	好	好
加工沉性料	差	好
小颗粒	>1.8mm	>0.8mm
混合效果	差	好
熟化均匀度	差	好
油脂含量	<12%	<20%
产量	低	高
产品质量	差	好
产品适应性	差	好
原料适应性	差	好
水分含量	低	高
油脂含量	低	高
纤维含量	低	高

项目	单螺杆	双螺杆
蛋白质含量	低	高
加工可运行范围	窄	宽

数据来源：《单螺杆和双螺杆挤压膨化机的一般比较》、开源证券研究所

除了通过特定工艺提升产品营养价值外，宠物诱食剂等添加剂是改善宠物食品尤其是膨化干粮的一大途径。广义上的诱食剂对于宠物食品的风味及滋味都会产生一定的影响，部分消费者对于宠物口味增强剂存在一定的认知陷阱：认为风味增强剂、宠物食品复合调味剂等不如酵母粉、鸡肝水解粉可靠，但后者与前者属于同一类别的诱食剂。但适口性对于吸引犬猫采食决策未能起到决定性因素，依托于极低成本及较差配方的劣质宠物食品，即使添加优质的诱食剂亦难以达到提高采食率/量的作用，决定产品是否具备吸引力主要取决于原料的品质和加工工艺。

图60：狭义的诱食剂指通过一系列反应制成的猫/犬浆



资料来源：中饲协宠物饲料食品分会公众号

图61：广义的诱食剂包括多种物质



资料来源：中饲协宠物饲料食品分会公众号

图62：湿粮及罐头中自身风味物质含量更高



资料来源：中饲协宠物饲料食品分会公众号

图63：非膨化粮诱食剂添加效果较膨化粮差距较大

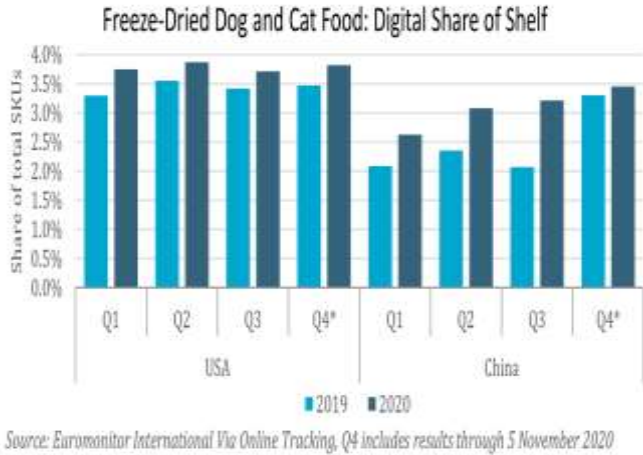
膨化干粮	非膨化食品
配方工艺和适口性差异不大	配方工艺和适口性差异很大
主动性必要性营养消化采食	非必要非营养消化采食
采食时间和采食间歇稳定	采食时间不固定，(数分钟到数小时不固定)
少有人训导和干预	有人的训导和干预
与油脂含量、诱食剂、原料新鲜度有关	奖励性、诱导性、营养补充采食行为
销量大、需求大	适口性差异巨大
	与外形、色泽、配方、加工工艺、抗适口性原料有关

资料来源：中饲协宠物饲料食品分会公众号

中国宠物市场虽然尚处快速扩容阶段，各类新晋产品形态普及率相比欧美成熟宠物市场存在一定差距，但在细分市场方面具备新品的快速渗透潜力。以冻干宠物食品为例，欧睿国际的数据显示，中美两国宠物市场是冻干宠物食品领域的领导者，

线上销售渗透率几乎是所有其他市场的两倍。随着本土品牌的扩张，中国香港、加拿大和墨西哥等邻近市场也从中受益。而冻干宠物食品在中国市场亦受到消费者的青睐，说明国内消费者对新产品的接受度高，旧形态产品面临新品挤压压力较大。

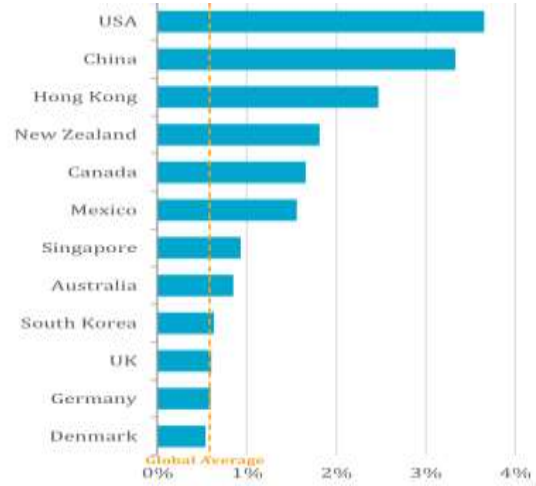
图64：2020 中美宠物市场冻干食品线上渗透率已超 3%



资料来源：欧睿

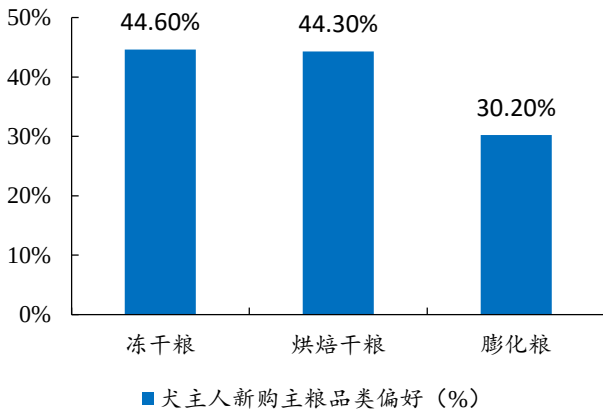
注：调查样本来源于欧睿国际电子商务测量平台跟踪的 40 个市场中 260 个在线零售商

图65：中美宠物市场冻干食品线上渗透率排名前列



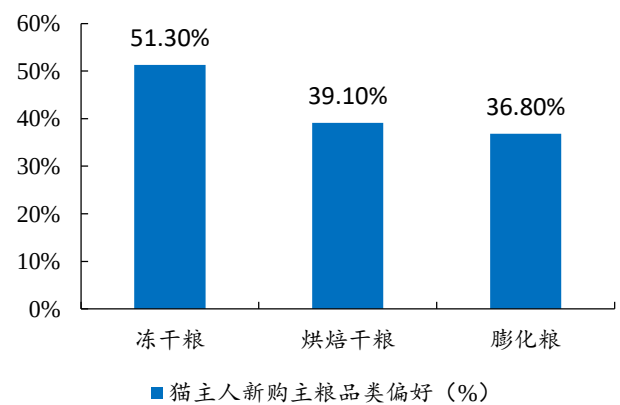
资料来源：欧睿

图66：国内冻干犬主粮是宠物主偏好最高品类



数据来源：Petdata、开源证券研究所

图67：国内冻干猫主粮是宠物主偏好最高品类



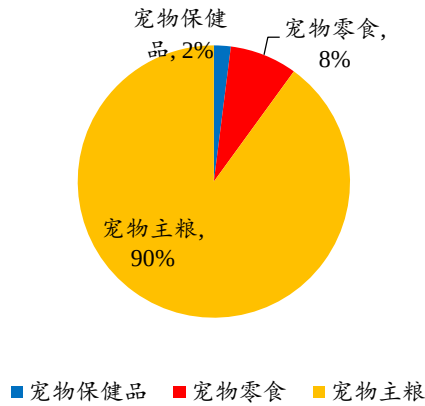
数据来源：Petdata、开源证券研究所

4.3、零食：产品形态丰富，规模化生产成本压力较大

4.3.1、产品形态丰富，罐头、冻干等品类与主粮技术重合存在主食化趋势

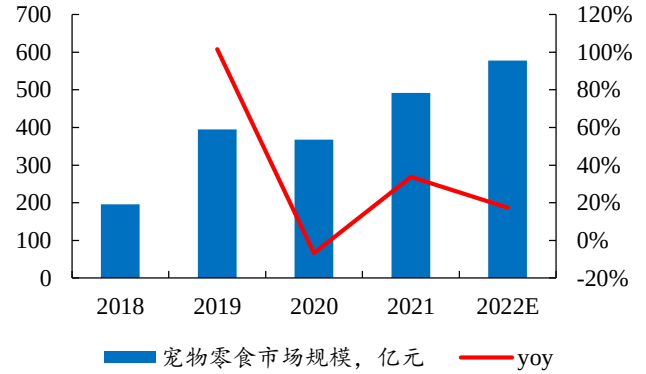
我国宠物零食市场相比主粮市场规模较小，份额也高度分散。根据欧睿数据，2021 年零食占宠物食品消费结构占比约为 8%。产品形态方面，同时囊括风干、冻干、烘干、烘焙、咬胶、洁齿骨、营养膏、湿粮包等小型食品。但由于宠物零食手工的制作比例较高，耗费较高的人力成本，海外品牌对此生产开发力度较小，国内品牌早期出海业务则以零食代工起家为主，也导致了国内宠物零食市场分散度高。

图68：2021年我国宠物零食市场规模在宠物食品消费结构中占比约8%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

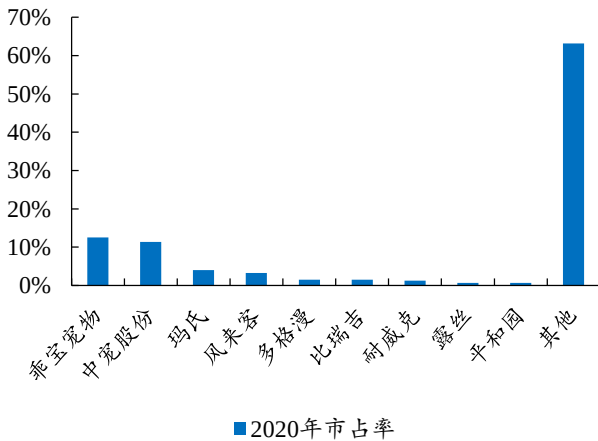
图69：国内宠物零食市场规模增速有所放缓



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

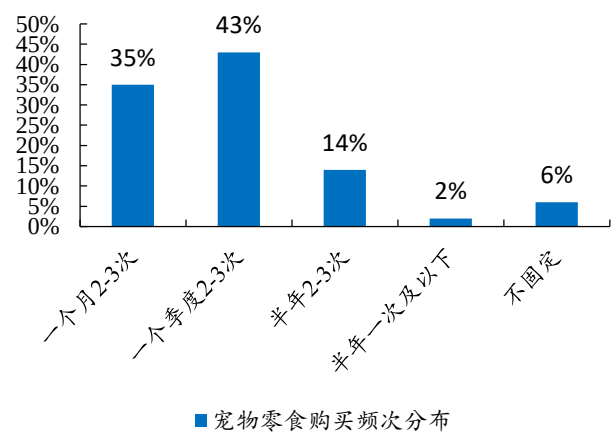
从消费频次来看，宠物零食相比宠物主粮更高，30%以上用户在每月购买多达2-3次，基于低频次的购买强度，多数包装小单位化、单品低价化的模式下，客户忠诚度维护难度较大。提供零食大礼包及合辑方式能够较为有效促进销售转化。

图70：国内宠物零食市场份额分散



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图71：宠物零食购买频次较高



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

工艺技术方面，冻干、罐头一类产品与主食生产技术存在交叠，具备主食化的趋势和更强的功能性。一方面得益于冻干和罐头加工产线的技术较为普及，在其他食品加工行业已得到成熟应用，产线自动化程度较高，相比其他手工作业零食产品更具备大规模生产的经济性；并且借助冻干技术能够迅速提升产品粗蛋白含量，提高产品定价区间。罐头产品则以高肉含量+补水概念使其具备较高的定价基准，能够帮助改善犬猫缺乏水分的进食方式。

表17：冻干产品具备低脂肪、高蛋白、加水复鲜等特点，产品原料及喂食方式多样

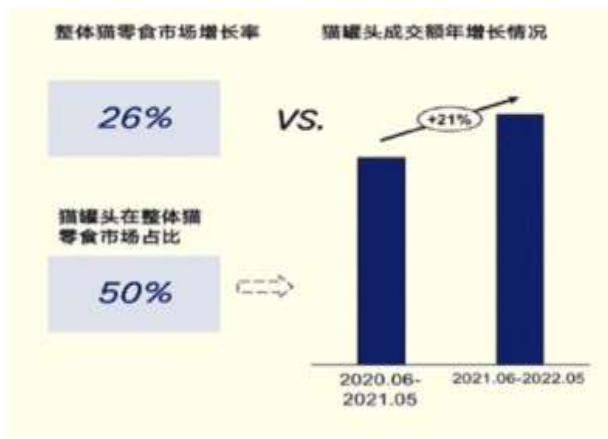
产品类别	喂食方式
冻干鸡肉	直接投喂、拌粮喂食、泡水喂食
冻干蛋黄粒	
冻干鸡肝/牛肝	
冻干生骨肉	

资料来源：淘宝、京东、开源证券研究所

4.3.2、猫零食中罐头及冻干品类热度上升，狗零食制作工艺成熟以肉干类为主

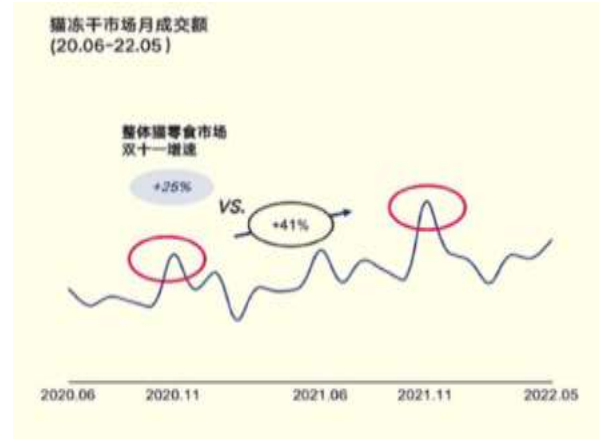
猫零食方面，冻干食品和罐头是两大受到市场欢迎的品类。一方面得益于其中冻干产品具备蛋白含量高，能够有效满足猫对肉类蛋白的采食特点，例如生长发育期间的发腮需求。

图72：湿粮罐头在天猫平台猫零食市场中份额占比上升



资料来源：《2022 天猫零食品类趋势洞察报告》

图73：冻干食品在线上宠物零食领域营收增速较快



资料来源：《2022 天猫零食品类趋势洞察报告》

猫零食罐头得益于主食罐的蓬勃发展，生产自动化水平亦相对较高。且零食罐头对配方的要求相对较低，营养成分与妙鲜包一类湿粮相近，不需具备全价猫粮所要求的营养配比和均衡化标准。研发成本和食材选取门槛相对较低，且定价方面具备较大优势，平均来看相比非罐头类零食具备更高的价格中枢。

狗零食方面，由于清洁牙口以及磨牙引致的需求催生了大量咬胶、洁齿骨、磨牙棒产品发展。对比国外市场来看，虽然我国狗零食的生产工艺成熟度高，但需求侧较国外发达宠物市场仍存在一定差距。咬胶一类单品在国内普及率较低，宠物犬主人为宠物清洁口腔的意识较欧美等宠物市场更弱。未来随着宠物主的养宠专业度不断提升，狗咬胶、洁齿骨一类功能性狗零食将迎来更大的发展空间。目前线上热销的狗零食中传统火腿肠、肉干等品类仍较受欢迎。

表18：狗零食技术类别多样，产品工艺较为成熟

技术	产品类别	产品工艺
热风干燥	以在烘箱或烘干室内吹入热风使空气流动加快的干燥方法制造而成的产品,如肉干、肉条、肉缠绕类等	原料解冻→选杂→调味腌制→成型摆网→热风干燥→下网→挑选→计量→金属探测→封口→装箱→入库
高温杀菌类	经过 121℃ 或以上高温杀菌工艺为主而制成的产品,如软包罐头、马口铁罐头、铝盒罐头、高温肠等;	原料解冻→选杂→调味腌制→灌装成型→高温杀菌→恒温观→挑选→入库
冷冻干燥类	利用真空升华的原理使物料脱水干燥而制成的产品,如冻干禽肉、鱼肉、水果、蔬菜等;	原料解冻→选杂→调味腌制→冷冻→切型→真空冷冻干→挑选→计量装袋→金属探测→封口装箱→入库

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

技术	产品类别	产品工艺
挤出成型类	以挤出成型加工工艺为主制造而成的产品,如咬胶类、肉类、洁齿骨类等;	原料解冻→选杂→调味腌制→挤出成型→热风干燥→挑→计量装袋→金属探测→封口装箱→入库
烘焙加工类	以烘焙工艺为主制造而成的产品,如饼干、面包、月饼等;	和面→醒发→成型→烘焙→冷却→挑选→计量装袋→金属探→封口装箱→入库
酶解反应类	以酶解反应工艺为主制造而成的产品,如营养膏、舔食等;	动、植物原料→加水混合→酶解→酶解液(或喷雾干燥)→计量装袋→金属探测封口装箱→入库
保鲜储存类	以保鲜储存工艺为主,采用保鲜处理措施而制成的保鲜食品,如冷鲜肉类、冷鲜肉类与蔬果混合食品等;	原料解冻→选杂→调味腌制→计量灌装→巴氏杀菌→金属探测→装箱→入保鲜库
冷冻储存类	以冷冻储存工艺为主,采取冷冻处理措施(—18℃以下),如冷冻肉类、冷冻肉类与蔬果混合类等	原料解冻→选杂→调味腌制→计量包装→金属探测→装箱→入冷冻库

资料来源：中农宠业公众号、开源证券研究所

5、场：渠道变革促流量重分配，国内线下业态水平较为初级

5.1、渠道变革促进流量重分配，资源导流至线上趋势明朗

拉长时间周期来看，电商渠道逐渐成为宠物消费的关键途径。2021 年国内宠物食品电商渠道占比已达 61%。线下渠道方面宠物专营店份额占比居于第二位次，而商超渠道受到挤压最为严重，2019 年起商超等传统渠道份额占比被电商渠道所反超，2021 年线下商超份额仅为 5%。

图74：电商成为宠物食品消费占比最高的渠道

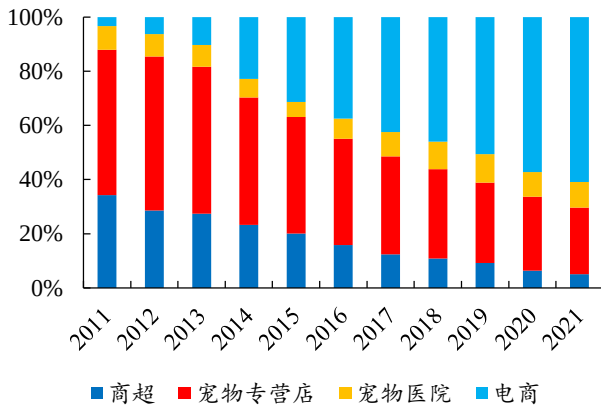
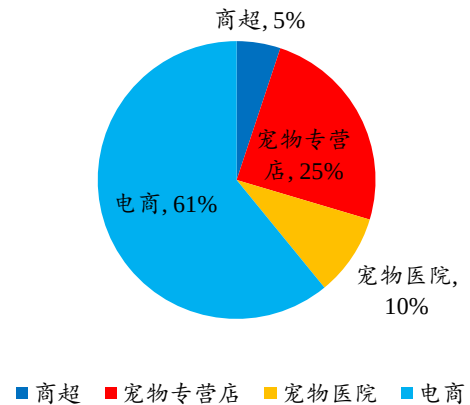


图75：2021 年电商渠道占比超 60%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

数据来源：欧睿、开源证券研究所

开展线上营销是新兴品牌在期初起量，为线上渠道铺垫品牌知名度的重要途径。类似于休闲零食领域的良品铺子及三只松鼠，众多国产品牌如麦富迪、疯狂小狗、卫仕等在前通过在一号店、亚马逊、淘宝、抖音等多不同电商平台进行广告投放。但随着品牌知名度的逐渐提升，全渠道、全流程、多场景、多维度的多渠道营销将是进一步提升品牌市场知名度的方式，众多较为成熟的国产品牌通过线上线下营销活动多维度培养消费者认知。

表19：国产品牌通过全渠道、全流程、多场景维度塑造品牌形象

品牌名称	主要营销活动
麦富迪	注重线上渠道，短视频、社交种草、直播带货、冠名综艺节目、赞助影视作品、签约谢霆锋和尹浩宇。
顽皮	线上线下渠道并重，官宣辣目洋子为产品体验官、傅首尔和冉高鸣为品牌安全官，签约爱马仕设计师打造人宠CP 餐具，产品入驻大量专业宠物门店及宠物医院。
网易严选	注重线上渠道，在抖音平台与头部带货主播“疯狂小杨哥”合作，以直播带货的方式扩大销量、提高知名度；网易严选官方直播，自有直播间补充宣传。在宣传上以品牌建设为主，在小红书平台发布大量评测文章，通过事实数据来打动消费者，从而建立起长期竞争能力。
卫仕	注重线上渠道，邀请胡歌代言，并拍摄宠物主题短片《希望你一直都在》，聚焦人宠关系，输出价值层面内容引发消费者共鸣，获取用户好感的同时建立品牌温情形象。
疯狂小狗	线上渠道稳定增长后开始布局线下，一是以拓展销售渠道为目的，二是增设线下体验店，为宠物主提供倾诉、分享的线下社交平台。线上渠道建设方面在 2021 年春节期间发布系列短视频《有你陪伴才是年》，在社交媒体制造话题引发关于“给宠物过年”的讨论，制造需求，提高自身宠物食品品牌知名度。
未卡	线上线下并重，以“拟人化”为品牌使命做产品设计推广，在营销上从年轻女性感兴趣的影视综艺、都市生活、时尚美妆入手，进行营销事件和话题的打造。利路修为未卡猫空间体验官，鹿晗为品牌全球代言人。开设“未卡猫空间”线下品牌体验店，与 HASHTAG、Miss Candy 等美妆品牌联名。

品牌名称	主要营销活动
阿飞和巴弟	注重线上渠道，开展抖音全民任务话题营销“阿飞 hellokitty 超萌力播”，抖音达人以 KOL 直播为主，如周昱和宠物 18 号好物场，并辅以官方自有直播间带货。
鲜朗	注重线上渠道，抖音直播以达人、KOL 直播为主，包括“养喵的小花”。小红书测评笔记中图文视频均有涉猎，图文以多类猫咪视频推荐，视频则为单独品牌种草，核心种草点为高鲜肉含量。

资料来源：麦富迪宠物食品公众号、星数 BRIGHT DATA、Wanpy 公众号、华映资本公众号、宠物白皮书公众号、未卡 Vetreska 公众号、PIIS 宠物产业创新公众号、开源证券研究所

5.2、线上渠道逐渐去中心化，国内线下渠道成熟度低

从海外品牌发力较晚的线上渠道来看，2020-2022 年双十一、618 期间国内品牌在天猫及京东两大平台上的成交量均取得亮眼成绩。在全品类销售排行榜上国产品牌占据多个席位，且除 pidan 主营猫砂品牌外均为宠物食品品牌。

表20：双 11 天猫及京东宠物行业全品品类销售榜 TOP10 国产品牌（加粗）占据多个席位

天猫 2021	天猫 2022	京东 2021	京东 2022
MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家
ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	MYFOODIE/麦富迪	MYFOODIE/麦富迪
Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	网易严选
ACANA/爱肯拿	网易严选	Pure&Natural/伯纳天纯	ACANA/爱肯拿
Nourse/卫仕	Nourse/卫仕	Nourse/卫仕	Pure&Natural/伯纳天纯
pidan	ACANA/爱肯拿	ACANA/爱肯拿	Orijen/原始猎食渴望
凯锐思	pidan	PRO PLAN/冠能	Nourse/卫仕
ZIWI/滋益巅峰	Instinct	耐威克(Navarch)	素力高
网易严选	ZIWI/滋益巅峰	比瑞吉(Nature Bridge)	pidan
NAVARCH/耐威克	阿飞和巴弟	福来恩(FRONTLINE)	PRO PLAN/冠能

资料来源：宠物食品联盟公众号、中国畜牧业协会宠物产业分会公众号、开源证券研究所

此外，除了在线上京东、淘宝一类传统购物平台设立旗舰店及定期开展优惠活动的营销方式，国产品牌亦在不断提升养宠人群活跃的内容创作平台提升品牌暴露频率，其中以抖音、小红书最具代表性的两大资讯社交网络平台成为国产品牌触达用户的主要方式。以素人为主的抖音、小红书平台具备的吸粉能力有别于京东、淘宝一类以大基数旗舰店粉丝建立客户留存和复购体系，而是以分散化寻求 KOL 传播的方式实现不同类别产品种草和带货，通过流量私域化、带货个性化及消费体验故事化以实现错位竞争。线上渠道运营力度方面，爱肯拿、渴望等进口宠粮品牌在抖音等新电商渠道的品牌账号落后于众多国产宠粮品牌。

表21：对比各平台粉丝数量来看国产品牌具备较明显的优势

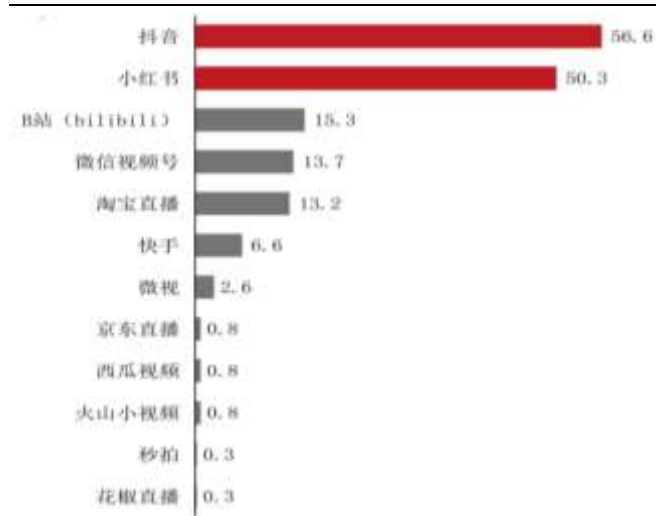
品牌	淘宝	京东	抖音	小红书
网易严选	248.90	345.70	18.50	1.10
麦富迪	224.30	782.00	35.40	0.44
皇家	209.20	644.80	95.50	1.70
卫仕	114.90	503.90	106.60	2.30
pidan	87.10	26.70	1.80	1.60
比瑞吉	78.90	154.50	19.60	0.10
wanpy	61.30	326.10	17.80	1.50
伊纳宝	38.60	2.50	45.20	0.30

品牌	淘宝	京东	抖音	小红书
阿飞和巴弟	37.50	15.80	9.40	1.30
伯纳天纯	26.40	756.70	13.10	0.85
instinct/生鲜本能	16.70	43.60	0.46	0.69
多格漫	9.57	2.40	6.00	0.00
ZIWI	8.80	8.80	3.90	0.13
爱肯拿	6.33	4.40	4.40	0.04
渴望	5.19	2.30	4.60	0.16
素力高	0.50	37.10	7.00	0.52

数据来源：淘宝、京东、抖音、小红书、开源证券研究所

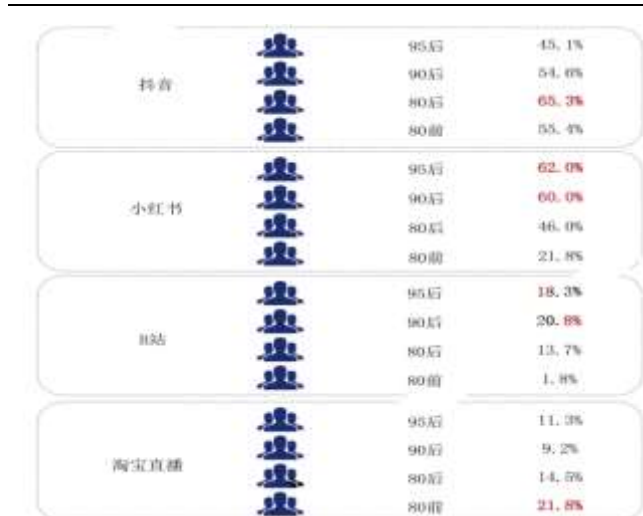
注：网易严选抖音粉丝数为网易严选宠物官方旗舰店+网易严选宠物旗舰店，数据截取至 2022 年 12 月 30 日

图76：养宠人群信息获取渠道以在抖音及小红书居多



资料来源：《2020 年宠物行业白皮书》

图77：90 后群体对小红书的渠道偏好度高



资料来源：《2020 年宠物行业白皮书》

以国产品牌热度最高的网易严选和 2022 年双 11 榜单新星阿飞和巴弟为例，二者在小红书和抖音平台具备较为成熟的运营成果。笔记内容形式上，网易严选发布视频笔记居多，内容输出以“高性价比”为核心；阿飞和巴弟多为图文笔记，其种草内容突出产品人性化的包装设计、更多冻干、小颗粒易咀嚼等卖点。此外，二者还通过笔记控评形式重点突出产品特质、优势，从而加深受众印象，影响购买决策。

表22：小红书平台上网易严选基于较多产品类目运营成果丰富，但阿飞巴弟专注猫粮品牌相关笔记体量亦较大；抖音平台上二者月内直播销售额占比均过半

平台	项目	网易严选	阿飞和巴弟
小红书	品牌笔记数	847	614
	笔记预约阅读量	356.36 万	75.66 万
	笔记互动量	20.06 万	6.13 万
	笔记爆文数	26	6
	笔记点赞总数	16.93 万	3.92 万
	笔记收藏总数	7.88 万	1.53 万
	笔记评论总数	1.2 万	6,837
	笔记分享总数	7 351	1,521
抖音	品牌自播号	11 个	2 个

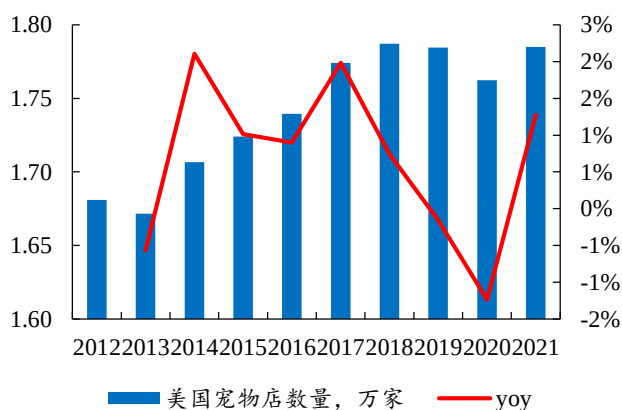
关联品牌小店	8 个	0 个
品牌销售额	7500 万-1 亿	500-750 万
直播销售额占比	62.40%	56.04%
品牌销量	100-250 万	2.5-5 万

数据来源：解数咨询、开源证券研究所

5.3、国内线下门店业态初级，较欧美线下门店购物体验及氛围存在差距

线下方面，我国线下门店业态仍较初级，相比欧美宠物市场线下门店在规模及购物体验方面存在较大差距。对比美国线下宠物渠道来看，其宠物门店数量增速逐渐减缓，主要由于其线下经营业态成熟度高、单店规模及专业度不断提升。消费者的线下消费习惯取得持续的正向反馈，店内设计风格及产品类别丰富多样，不同层次的渠道门店分布交错存在。形成了以客单价高、SKU 丰富的规模化大店模式，以及分布广泛、购买便捷的小店模式并存的线下业态。

图78：美国宠物门店数量总体增速较慢



数据来源：Statista、开源证券研究所

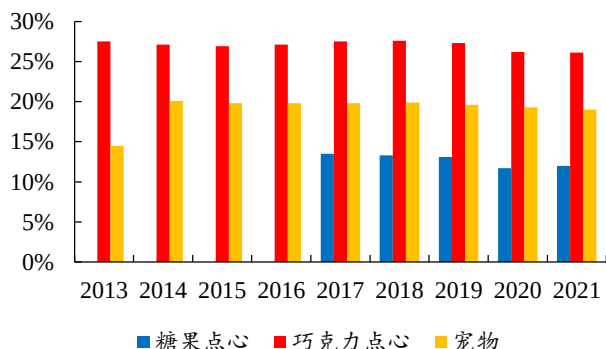
图79：北美宠物店业态成熟，类似国内大型商超模式



资料来源：BlueRidgeNow

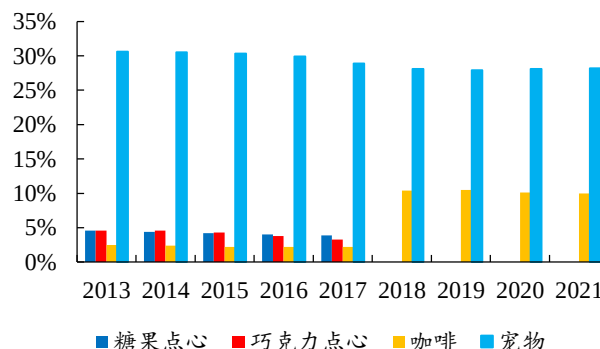
PetSmart 作为美国本土最大宠物连锁商店，在美国宠物百货业的市场占有率为11%-12%。在美国市场以大型商超等模式拓店，具备丰富的线下渠道资源。而雀巢、玛氏一类食品企业糖巧业务具备极强的渠道优势，其宠物食品业务能够在众多大型商超中借力公司传统糖巧渠道资源进行铺货。

图80：2021 年玛氏糖巧业务美国市场占率分别超 25% /12%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图81：2018-2021 年雀巢美国咖啡业务渠道市占率约 10%左右



数据来源：欧睿、开源证券研究所

养宠观宠文化方面，国外流行宠物赛事，公众关注度高。英国科鲁夫兹犬赛、美国西敏寺犬赛等大型赛事定期举办，成为其宠物行业的重要文化符号。雀巢普瑞纳一类头部品牌在线下营销渠道围绕犬赛及专业犬舍俱乐部赞助方式，树立高端品牌定位。

图82：诸多国际品牌冠名赞助全球顶尖犬赛 Crufts。



资料来源：Crufts 官网

表23：Crufts 犬赛经历百年发展社会知名度高

年份	发展节点
1981	第一场 Cruft 展览在伊斯灵顿皇家农业大厅举行，共有 2437 个参赛作品和 36 个参选品种。
1948	84 个品种参赛，约是 1891 年第一届 Crufts 品种数量两倍，现每年大约吸引 200 个品种参赛。
1950	克鲁夫特的第一次电视转播由 BBC 进行。
1961	参赛人数首次突破 15000 人大关
1978	敏捷性比赛在 Crufts 得到展示。
1988	超过 11 万人观赛，Crufts 成为最大的狗类比赛。
2008	犬类越野首次被引入 Crufts
2009	Crufts 首次在线播放，成为英国 YouTube 上收视率最高的频道。
2016	Crufts 成立 125 周年。

资料来源：Crufts 官网、开源证券研究所

此外，英美等国家具备成熟的养宠文化和沉淀已久的爱宠观念。英国女王养犬爱犬故事深入人心，柯基与女王 IP 化故事被制成影视作品。对比来看，国内养宠文化尚未发展至英美等国的成熟度。专业犬赛、养宠观念的发展程度仍需进一步更迭，宠物食品品牌的市场认知亦缺乏相关的文化依托基础，未能实现文化基础的强联系挂钩。

6、头部宠粮企业竞争力对比之货&场掌控度

总体来看，各家上市及待上市宠物食品公司的产能推进方向已从零食转向了大规模的干湿粮产能布局并进形式。原有 OEM 及 ODM 业务成为贡献现金流量的稳定业务，从代工向发展自有品牌的转型过程中，资金成为是否能够快速扩大产能的掣肘因素，各家上市及待上市企业纷纷通过融资自建厂线+外延并购的方式不断提升未来生产能力。尤其在品牌具备一定势能后，若无扩产能力品牌势能无法进一步得到释放，外协生产难以维护品控水平，容易对于前期发展成果造成折损。

自建产线业务布局方面，头部宠物食品公司通过再融资等手段积极推进干湿粮产能建设。单位产能投资金额来看，湿粮单位产能投资额显著高于干粮，且新西兰湿粮项目单位投资成本最高。一方面由于新西兰建设成本高于中国，另一方面新西兰本地制造业不发达，设备需要进口，相关税费及运杂费用较高。

表24：干湿粮项目是各家宠物食品上市及待上市公司产能推进的重点方向，新西兰相关湿粮单位产能投资额最高

公司	融资方式	项目	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	单位产能投资额 (万元/吨)
中宠股份	2018 年度公开发行可转债	年产 3 万吨宠物湿粮项目	2.70	1.94	0.90
	2020 年度非公开发行	年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	2.30	2.30	1.15
		年产 6 万吨宠物干粮项目	2.37	2.37	0.40
		年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	2.84	2.30	0.47
	2022 年度公开发行可转债	年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	3.12	2.26	0.78
福贝宠物 (待上市)	2021 年首次公开发行 (已受理)	年产 3.36 万吨宠物干粮食品扩建项目	2.43	2.43	0.72
乖宝宠物 (待上市)	2022 年首次公开发行 (已受理)	年产 5.85 万吨宠物干粮食品扩建项目	3.67	3.67	0.63
佩蒂股份	2020 年度非公开发行	新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮	1.87	1.61	0.47
	2021 年向不特定对象发行 可转债	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目	2.88	2.37	0.96
		年产 5 万吨新型宠物食品项目	3.47	2.74	0.69
路斯股份	2022 年首次公开发行股票	年产 3 万吨宠物主粮项目	0.54	0.54	0.18

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

外延并购方面，除了收购及参股国内宠物品牌，各大上市及待上市公司亦大力度布局新西兰宠物产业，最大的主粮工厂、最大的宠物罐头代工厂和最大的冻干工厂均被中资渗入。

表25：近年来国内企业在新西兰大力收购宠物生产商部分及全部股权以获得优质产能资源

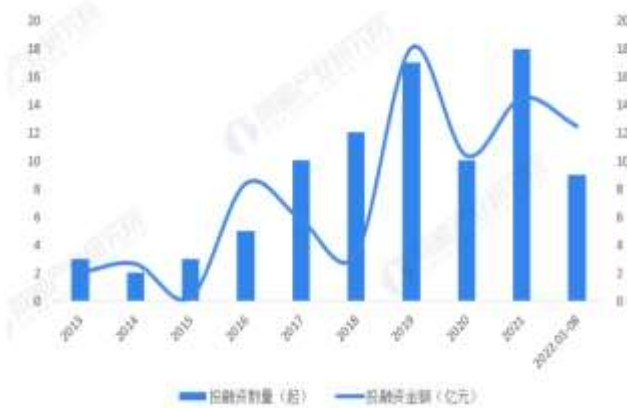
年度	收购方	被收购方主体	对价	备注
新希望集团、厚生投资、新加坡主权				
2017	投资公司淡马锡、中投海外直接投资 有限责任公司、启承资本等	Real Pet Food Company	50 亿元	澳洲公司，其品牌在新西兰市场亦占据头部地位。
2018	佩蒂动物营养科技股份有限公司	BOP Industries Limited	1.04 亿元	专业从事宠物食品的生产、加工和销售的新西兰企业，主产肉质零食产品。
2018	烟台中宠食品股份有限公司	The Natural Pet Treat Company Limited、Zeal Pet Foods New Zealand	6800 万元	新西兰最大的宠物罐头代工厂，其客户包括在中国广受欢迎的高端品牌 Ziwi 巅峰和 K9。
2021	方源资本	ZIWI	-	ZIWI 于 2022 年收购新西兰冻干食品有限公司

年度	收购方	被收购方主体	对价	备注
				(FDF) 及其子公司 Kiwigarden, FDF 目前拥有南半球最大冻干业务, 超 12000 吨冻干产能。

资料来源: 宠物行业观察公众号、开源证券研究所

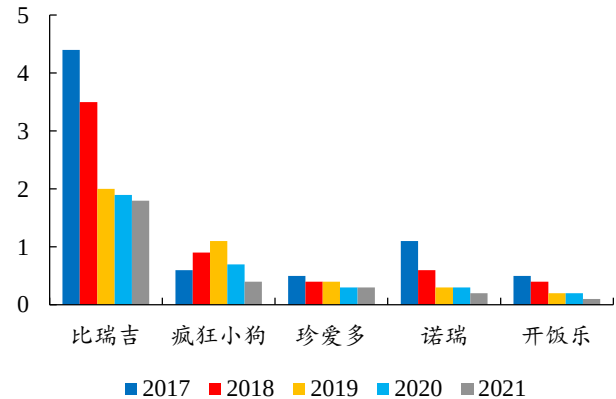
相比上市公司而言, 非上市公司扩产及品牌维护能力更弱。随着一级市场投资热情减弱, 部分非上市宠物食品企业市场缺乏持续及充足的资金支持后市占率逐渐下滑。例如 2020 年疯狂小狗 C 轮融资仅获得 4000 万元, 2019-2021 年品牌市占率分别下滑至 1.1%/0.7%/0.4%。虽然前期进行了积极的产能布局建设, 跻身行业前列水平, 但后续产品品控较差, 品牌市占率下滑严重。

图83: 2020 年国内宠物食品投融资金额有所回落



资料来源: 前瞻产业研究院

图84: 疯狂小狗等部分国产品牌市占率 (%) 下降严重



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

以疯狂小狗为例, 其发展过程中陆续推出了小蓝包、拼派系列、无谷鲜遇等经典主粮产品, 子品牌+新品类的出台有利于差异化竞争, 但前期品牌知名度提升后, 产品品控及品牌生命力是实现长久发展与持续获客的关键。以复杂多样的产品矩阵打开市场有利有弊, 在企业的发展前期存在客群稳定性较差的问题, 细分品牌抢占大赛道的程度有限。类比化妆品行业来看, 当前宠物食品仍未出现突破十亿的国产品牌, 爆品市占率亦存在一定瓶颈。

表26: 各国产非上市犬粮企业产能已达较大规模, 部分大众化宠粮生产企业产能超 20 万吨

公司	产能	配置
华兴宠物	年产能可达 27 万吨	引进瑞士布勒、ABB 及沧州怡和等设备, 旗下设有旗下“奥丁”、“迪尤克”、“力狼”、“朗仕”、“冠邦”、“爵加”等品牌。
比瑞吉	干粮产能合计 12.5 万吨 另有 8000 吨湿粮产能	2 条膨化粮生产线分别建成于 2014 年底和 2016 年底。上海金山拥有干粮生产线和湿粮生产线, 干粮工厂日生产达 200 吨; 山东菏泽开饭乐宠物食品生产基地干粮工厂日生产达 300 吨。
上海依蕴	总产能可达 20 万吨	生产依托于 2012 年成立的广德优维坊宠物食品有限公司和 2018 年成立的江苏伯纳天纯宠物食品有限公司, 总投资预计达 4.5 亿元。
徐州苏宠	年产能可达 5 万吨	一期工厂配套 8000 平米高科技生产车间、12000 平米标准化生产基地及 400 平米产品研发实验中心, 总投资规模约 2 亿元。

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

众多新兴国货品牌仅具备品牌打造能力, 寻求代工的需求旺盛。国内几大代工厂中为各大新兴国货提供了大量的生产能力。寻求代工仅重品牌运营的企业对于生

产环节的把控力弱，若未能获得生产资质，保持优异稳定产品力难度较大，在期初起量成功后面临着品牌知名度折损的风险和品牌势能泯灭。

表27：国内各大宠物食品国货品牌以寻求代工方式生产

代工厂	产成品涉及品牌
浙江科盛宠物食品有限公司	猫生、最宠、猫乐适、猎奇、麦仕、猫爸爸、小青鲨、醇粹。
辽宁海辰宠物有机食品有限公司	诚实一口、奶思、亿欧、怡亲。
山东汉欧生物科技有限公司	蓝氏、坦白、高爷家、猫大圣、阿飞和巴弟、宽福。
福智宠物食品有限公司	Pidan、豆柴
山东德海生物科技有限公司	喵咪颜究社、比宠、小鲜肉、小愿叔叔
山东泰安（泰宠）宠物食品有限公司	宠熙、海洋之星烘焙粮、三只小宠、猫大圣

资料来源：开源证券研究所

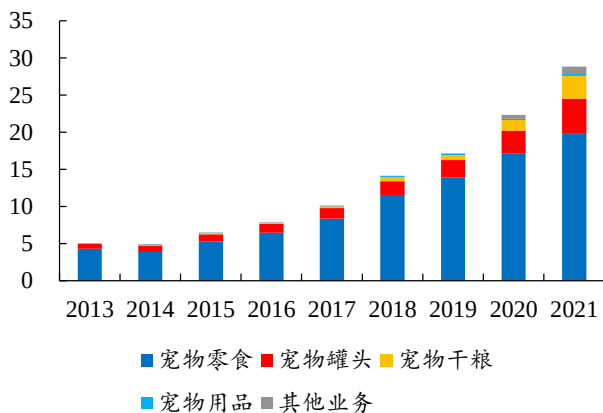
注：代工厂信息由各家产品包装袋标注搜集得。

6.1、中宠股份：湿粮产能推进较早，产品矩阵及品牌体系更迭在即

6.1.1、货：干粮、湿粮产能放量在即，零食产能贡献稳定现金流量

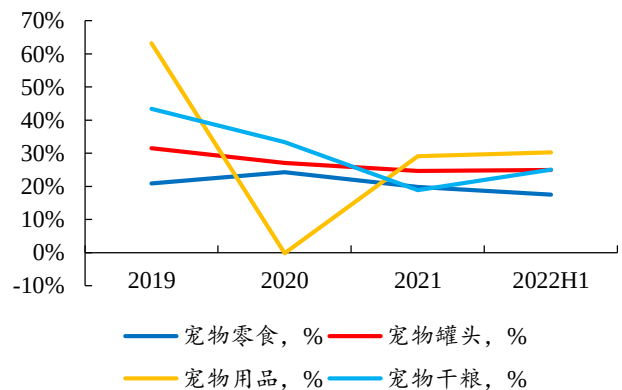
中宠股份较早发力零食产品，形成了宠物零食、宠物罐头与宠物干粮在内的全产业链条，产品销往美国、欧洲、日本等 30 多个国家或地区，当前中宠股份营收结构仍以零食为主，且零食产品毛利占比最高。但湿粮中的宠物罐头毛利率最为稳定，部分年份高于主粮。

图85：中宠股份营收结构仍以零食为主



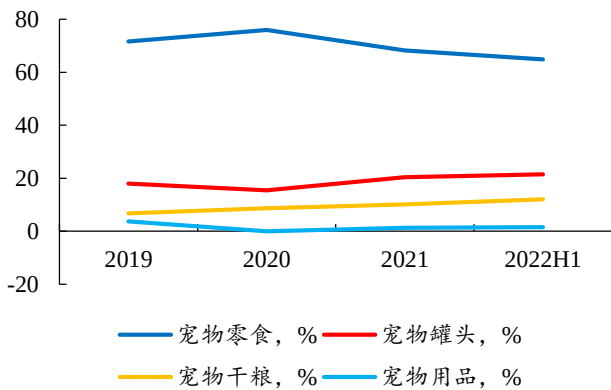
数据来源：Wind、开源证券研究所

图86：中宠股份宠物罐头毛利率最为稳定



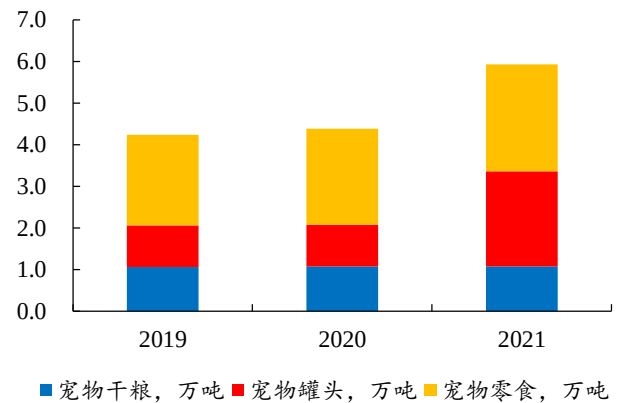
数据来源：Wind、开源证券研究所

图87：中宠股份零食毛利占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图88：中宠股份罐头产能 2021 年大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

产能推进预期方面，中宠股份干湿粮产能放量在即，未来 3-5 年扩产进度较快。销售数据来看，2019-2021 主粮处于快速发展阶段，复合增速约 63%，其中湿粮和干粮销量复合增速分别约 43%/121%，据公司公告未来产能预计如下：

表28：2023-2025 年中宠股份干湿粮产能预计分别为 2.73/4.75/7.78 万吨和 3.85/4.45/6.27 万吨

类别	指标	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
湿粮	产能	3.60	3.85	4.45	6.27	8.20	9.80
	销量	3.00	4.19	5.86	8.18	11.43	15.97
	产销利用率	83%	109%	132%	130%	139%	163%
干粮	产能	1.75	2.73	4.75	7.78	10.68	13.08
	销量	1.81	3.15	5.47	9.52	16.55	2.87
	产销利用率	103%	115%	115%	122%	155%	22%

数据来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

注：产能预测数据来源于可转债募集问询稿并经实际投产进度微调，销量为问询函中公告的预计销量数据。

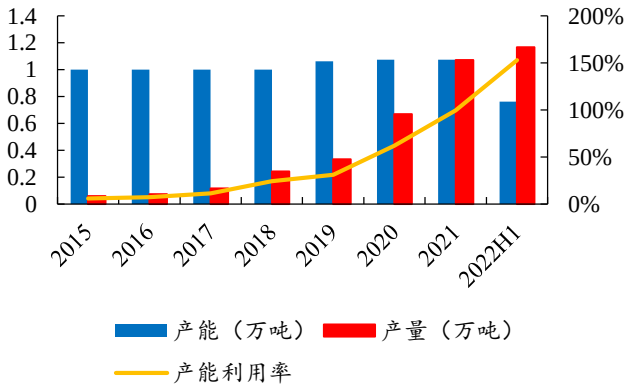
干粮产线方面，中宠股份自 2012 年开始开展干粮业务，后续几年随着产品逐渐铺向市场，干粮产能利用率快速上升。子公司加拿大 Jerky2019 年新建风干粮生产线，当年贡献干粮新产能 630 吨。2022 年 4 月国内 3 万吨干粮产线投入生产，据可转债募集说明书，中宠股份 2022H1 新增干粮产能 2250 吨。

表29：中宠股份 2023 年干粮产能以原有干粮产能及 2022 年投产的 3 万吨产线为主

干粮项目	满产年产能 (吨)	项目状态
截至 2021 年末原有产能	10756	可实现 100%达产率。
年产 6 万吨宠物干粮项生产线 1	30000	已于 2022 年 4 月正式投产运营。
年产 6 万吨宠物干粮项目生产线 2	30000	预计 2023 年 11 月建设完工，原定为 2022 年 11 月建设完工。
年产 6 万吨高品质宠物干粮 项目	60000	预计 2023 年 1 月开始施工建设，建设期两年，2024 年末建设完工，2025 年 1 月投产运营。

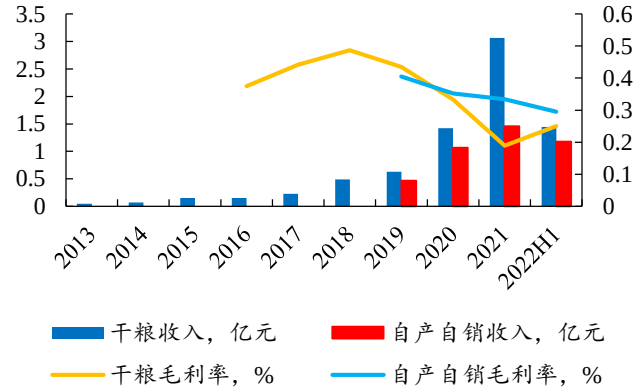
资料来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

图89：2015 年来中宠股份干粮产能利用率快速上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图90：2022H1 主粮收入达 1.4 亿元，毛利率较 2021 年有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

拆分中宠股份干粮产能推进预期来看，鉴于年产 6 万吨宠物干粮项目产线 2 原定 2022 年 11 月投产推迟至 2023 年 11 月投产，考虑产线投产未来三年内达产率分别为 30%/60%/100%，中宠股份 2023 年干粮产能预计贡献增量 1.65 万吨，总产可达 2.73 万吨。此外，干粮产能项目定位逐渐升级。2022 转债项目产品定位较高，主打双拼、无谷、鲜肉粮等高端产品。前期 6 万吨产线定位中端市场，以传统膨化干粮为主。在满足自主品牌需求的前提下，向战略合作伙伴提供代加工业务。

表30：鉴于生产线 2 按原计划推后一年，2023 年中宠股份干粮产能约 2.73 万吨

干粮项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
原有产能，吨	10756	10756	10756	10756	10756	10756
年产 6 万吨宠物干粮项目：						
生产线 1，吨	6750	15750	27000	30000	30000	30000
年产 6 万吨宠物干粮项目：						
生产线 2，吨	-	750	9750	19000	30000	30000
年产 6 万吨高品质宠物干粮项目，吨	-	-	-	18000	36000	60000
合计，万吨	1.75	2.73	4.75	7.78	10.68	13.08

数据来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

湿粮产线方面，中宠股份在国内外湿粮产能布局方面兼具先发优势，包括国内自建以及新西兰收购所得优质产能。2021 年 4 月中宠股份收购 PFNZ 后为 Ziwipeak 贴牌生产宠物罐头，由于罐头贸易及贴牌代工业务毛利水平仅 3-18%，对公司湿粮业务有所拖累。未来随着 NPTC 旗下年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目于 2023 年 12 月投产，有望为中宠股份带来大量优质湿粮产能，以及推广自有品牌、提升湿粮产品毛利率提供动力。

表31：2023 年湿粮产能约为新西兰 8000 吨及 2019 年募集项目 3 万吨构成合计近 4 万吨

湿粮项目	满产年产能（吨）	项目状态
期初原有产能	10000	已于 2021 年 4 月进行拆除，目前已无产能。
年产 3 万吨宠物湿粮项目	30000	已于 2021 年 3 月正式投产。
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	20000	原定 2022 年 11 月建设完工，预计 2023 年 12 月正式投产运营。
收购 PFNZ 产能	8000	可实现 100%达产率。
年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	40000	预计 2023 年 1 月开始施工建设，建设期两年，2024 年末建设完工，

湿粮项目

满产年产能（吨）

项目状态

2025 年 1 月正式投产运营。

数据来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

表32：鉴于新西兰年产 2 万吨宠物湿粮项目按原计划推后一年，2023 年中宠股份湿粮产能估计约为 3.85 万吨

湿粮项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
收购 PFNZ 产能，吨	8000	8000	8000	8000	8000	8000
年产 3 万吨宠物湿粮项目，吨	28000	30000	30000	30000	30000	30000
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目，吨	-	500	6500	12667	20000	20000
年产 4 万吨新型宠物湿粮项目，吨	-	-	-	12000	24000	40000
合计，万吨	3.60	3.85	4.45	6.27	8.20	9.80

数据来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

表33：中宠股份湿粮产能涉及产线、产品、客群升级等多方面改变，且毛利率相比 2022H1 的 25%有较大提升

再融资项目	产线名称	产品类别与实施目的	目标市场	实施地点	毛利率
2020 年度非公开发行	年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	主要选用牛骨肉分离肉、羊骨肉分离肉等原料生产宠物湿粮，项目产品定位相对高端，实施目的除缓解湿粮产品产能不足的压力外，凭借新西兰高品质原料优势拓展高端宠物湿粮市场，进一步扩大公司全球协同战略化布局。主要通过自有国际品牌“ZEAL”销售其产成品，其产品面向国内外高端市场，	面向国内高端宠物食品市场，是对公司现有宠物食品结构的进一步丰富和优化	新西兰	37.93%
2022 年度公开发行可转债	年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	公司将以国内自有品牌进行销售，该项目的产成品同样需要依靠优秀的产品力参与国内市场竞争，以赢得消费者良好的口碑，提高公司品牌认可度及知名度。	本项目生产产品主要面向国内市场	中国	29.52%

资料来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

注：毛利率为募集说明书所披露的项目预测值。

Wanpy 构筑市场认知基础，Zeal 向高端品线靠拢，领先 Toptrees 聚焦国内主食干湿粮市场。品牌运营主体来看，目前主食干粮主要由 Wanpy、Happy 及 2021 年收购的领先担任主力品牌。其中 Wanpy 在近两年推新多款主食干粮产品，Zeal 前期曾有干粮产品上市，后经产品布局调整仍未上新；Happy 定位中低端大众产品。Toptrees 领先品牌干粮线上渠道优势明显，与天猫、淘宝以及京东等平台建立了良好长期的合作关系，业内口碑及品牌力突出，2021 年净利润已实现转正。

表34：中宠股份目前干粮系列产品主要为 Wanpy、Happy、领先品牌主导

品牌	产品名称	定价，元	规格，kg	单价，元/kg	主要原料/添加剂
Wanpy	Wanpy 全价双拼犬粮添加风干牛肉 10kg	599	10	59.9	鸡肉粉（含鸡肉 35.2%）豌豆、玉米小麦牛肉及其制品鸡油、口味增强剂、玉米蛋白粉、玉米淀粉、甜菜粕、海带粉豌豆纤维鱼油(0.3%)白糖麦芽糊精菊根粉(0.2%)纤维素
	Wanpy 鲜肉无谷全价冻干猫粮（深海盛宴）2kg	180	2	90.0	鲜鸡肉 55.5%，冻鸭肉 15.2%，鲜鸡内脏 6.8%，豌豆、甘薯干、鸡油、马铃薯淀粉；甘露寡糖，果寡糖，维生素 A 乙酸酯
	Happy100 醇鲜粮	116	10	11.6	鳕鱼 16%，鸭肉粉 15.5%，玉米、小麦粉、豆粕、豌豆、鸭油、

全价成猫粮含鳀鱼 鸭肉配方 10kg					大米、牛肉粉等；牛磺酸、果寡糖 0.3%，L-赖氨酸，DL-蛋氨酸。
领先	Happy100 全价成猫粮 2kg	49	2	24.5	鲜鸡肉 30.5%，鲜鸭肉 15.3%，鲜鸡内脏 9.5%，鸡肉粉 6.5%，鸭肉粉 5.5%，豌豆，甘薯干，鸡油；果寡糖，牛磺酸，维生素 A 乙酸酯等。
	领先 全价成猫粮 毛球管理	157	2	78.5	鸡肉粉 49%，智利三文鱼粉 8.6%，新西兰牛肉骨粉 8.4%，牛肝丁 3%，鸡油；角蛋白酶 0.04%，DL 蛋氨酸，牛磺酸，氯化钾等。
	领先全价鲜肉猫粮	99	1.5	66.0	鲜鸡肉 19.8%，鸡肉粉 19.3%，三文鱼 10.8%，红薯干，三文鱼粉 5.8%，木薯淀粉，鸡油 5.6%；牛磺酸，氯化胆碱，氯化钾，维生素 A 乙酸酯等。
	领先全价鲜肉犬粮	89	1.5	59.3	鸡肉粉 42%，胡萝卜丁 12.7%，牛肉骨粉 8.3%，豌豆，牛肝丁 5.8%，鸡油，玉米，口味增强剂等。

数据来源：京东、淘宝、开源证券研究所

注：数据取自 2022 年 12 月 31 日

主食湿粮品牌运营方面，湿粮产品目前主要由 Zeal、Happy、Wanpy、领先品牌主导。Zeal 品牌调整期已过，目前已从牛奶、零食等小赛道切换到湿粮产品为主，下一步品牌主要的增长驱动点将是湿粮产品。领先品牌主食湿粮罐市场反馈积极，

表35：中宠股份目前罐头、零食系列产品主要为 Zeal、Happy、Wanpy、领先品牌主导

品牌	产品名称	定价，元	规格，kg	单价，元/kg	主要原料/添加剂
Zeal	0 号罐无谷犬罐头牛肉配方	29	0.17	170.6	牛肉 33%，水，牛肺，牛肾，牛肝，贻贝；氯化钾，牛磺酸等。
	0 号罐无谷猫罐头鸡肉配方	26	0.09	288.9	鸡肉 28%，水，鸡肝，贻贝，鱼油；氯化钾，牛磺酸等。
	犬、猫专用牛奶 380ml	21.7	0.38	57.1	全脂牛奶 99.9%，向日葵籽油；牛磺酸，乳糖酶，维生素 E 等。
	犬用风干小牛肋骨	206	0.5	412.0	牛肋骨 100%
	深海长尾蓝鳕鱼油	168	0.225	746.7	长尾蓝鳕鱼油
Wanpy	宠物零食猫用（活力营养）鲜封包鸡肉+虾仁配方 80g	35.9	0.8	44.9	水，鸡肉 32%，虾仁 11%，鳀鱼；瓜尔胶，低聚异麦芽糖等。
	宠物零食犬用鸡肉卷皮卷 400g	44.9	0.4	112.3	鸡胸肉，牛皮，植物甘油，食用盐。
	宠物零食犬用软鸡肉丝 400g	39.9	0.4	99.8	鸡胸肉 73%，花生蛋白，玉米淀粉，大豆分离蛋白，牛皮粉；丙三醇，山梨糖醇，山梨酸钾。
	宠物零食犬用醇香棒牛肉味 400g	21	0.4	52.5	牛肝，鸡脂肪，鸡肉粉，木薯淀粉，花生蛋白，麦芽糊精，绵白糖。
	宠物零食猫用金针软丝 25g	5.4	0.025	216.0	鸡胸肉 74%，花生蛋白，玉米淀粉，大豆分离蛋白，丙三醇。
领先	宠物零食全期猫罐鸡肉配方	9.5	0.085	111.8	鸡肉 70.5%，水。
	宠物零食 犬用厚切牛肝	28.7	0.12	239.2	牛肝 66.77%，花生蛋白，玉米淀粉。
	宠物零食 FD 系列冻干鸡肉	28.7	0.06	478.3	鸡胸肉

数据来源：京东、淘宝、开源证券研究所

注：数据取自 2022 年 12 月 31 日

中宠股份核心自有品牌 Wanpy 以鸡肉干零食打开宠物食品市场知名度，自 1998

年来经过多年沉淀与创新迭代，建立了干湿粮零食全覆盖的产品品类，其中主食干湿粮中鲜肉无谷冻干系列干粮、鲜食力主食罐等湿粮拳头产品市场占有率持续提升。对比皇家、雀巢两大市占最高的海外品牌来看，Wanpy 主食干粮肉类原料添加度高，较外资品牌具备更高的性价比。

表36: Wanpy 冻干双鲜犬粮原料优质，性价比高

品牌	品名	定价, 元	规格, kg	单价, 元/kg	粗蛋白	主要原料
皇家	皇家 GR26 通用成犬粮 (中大型犬)	610	15	40.7	≥24%	小麦, 鸭肉粉、鸡肉粉、大米、小麦粉、鸡油、牛油, 宠物 a 复合调味料、甜菜粕, 谷朊粉、鱼油、大豆油、啤酒酵母粉、矿物质、葡糖胺盐酸盐。
	皇家 M25 中型犬通用粮	623	15	41.5	≥22.9%	小麦, 鸭肉粉、鸡肉粉、大米、小麦粉、宠物饲料复合调味料、鸡油牛油、甜菜粕、鱼油、啤酒牌母粉、大豆油、矿物质、酿酒酵母细胞壁。
	皇家 PR27 小型犬通用粮	92	2	46.0	≥25%	小麦、鸭肉粉、鸡肉粉、小麦粉、碎米、牛油、鸡油、小麦蛋白粉、宠物饲料复合调味料、甜菜粕、啤酒酵母粉、大豆油、鱼油。
冠能	冠能狗粮成小型犬全价犬粮	208	2.5	83.2	≥30%	冻鸡肉(15%), 鸡肉粉(14%), 大米, 小麦, 鸡油, 小麦蛋白粉, 玉米蛋白粉, 甜菜粕, 宠物饲料复合调味料, 鸡肝水解粉, 鱼油, 矿物质, 菊糖 (0.5%)。
	冠能狗粮中型犬成犬狗粮	909	15	60.6	≥26%	冻鸡肉 (15%), 鸡肉粉 (14%), 大米, 小麦, 燕麦, 鸡油, 小麦蛋白粉, 甜菜粕, 宠物饲料复合调味料, 鸡肝水解粉, 玉米蛋白粉, 鱼油矿物质, 菊糖 (0.5%)。
Wanpy	冻干双鲜小型犬成犬粮	55	1.5	36.7	≥28%	脱水鸡肉 30%、鸡肉粉 15%、豌豆、鸡油、脱水金枪鱼 9%、燕麦、糙米、冻干鸡肉 2.5%、冻干鸭肉 2.5%、甜菜粕 2.5%、鱼油 1.5%、玉米蛋白粉、海带粉、小麦、菊苣根粉 0.1%、丝兰粉 0.01%、乳钙 0.01%、牛油果粉 0.01%、樱桃粉 0.01%
	冻干双鲜中大型犬成犬粮	279	10	27.9		

数据来源: 京东 Wanpy 旗舰店、开源证券研究所

注: 原料排名第一的内容物添加量最高, 皇家小、中、大型犬粮的小麦添加量高于肉粉。注: 数据取自 2022 年 12 月 31 日

图91: Wanpy 犬猫冻干双鲜干粮鲜肉添加率高



资料来源: 京东、淘宝

图92: Wanpy 黑金罐、白金罐及主食鲜盒为近年新推主食湿粮



资料来源: 京东、淘宝

品牌运作方面，公司不断推进核心自有品牌 Wanpy 的形象建设，加速拉近和年轻消费者之间的心理距离，通过聘请明星成为品牌体验官和安全官传达人宠互动的趣味消费理念。此外，公司 2022 年 Zeal 与爱马仕设计师合作推出了人宠共用的餐具，不断巩固产品高端定位。

图93: Wanpy 品牌形象及定位不断升级


资料来源：宠业家公众号、Wanpy 顽皮公众号、开源证券研究所

图94: Zeal 与爱马仕合作设计师合作推出人宠 CP 餐具及马克杯


资料来源：ZEAL 真致公众号

6.1.2、场：深耕线下渠道，线上铺货力度不断加大

线下渠道是中宠股份长期以来的优势渠道，经过多年的布局和耕耘，中宠股份已在二线及中部沿海、省会城市等地通过众多专业门店推广产品，在线下宠物门店完成了主要的市场覆盖。线下品牌建设方面，2022 年以来中宠股份在几个主要一线城市推出以顽皮品牌为主题的喜剧秀。中宠股份三大类渠道占比中专业渠道占比最高。2022 年上半年，中宠股份对国内线下渠道进行组织架构战略调整，成立专渠部整合线下 Wanpy 和 Zeal 品牌，加强协同管理。

表37: 中宠股份线下渠道具备优势，在商超和专业渠道方面均有涉猎

类别	销售方式
电商渠道	天猫、京东、亚马逊、波奇网等电商网站
商超渠道	大润发、欧尚、华润万家等商超，通过经销商采购
专业渠道	宠物店及宠物医院等，通过各地经销商采购，再向专业渠道客户销售

资料来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

线上渠道方面，中宠股份铺货力度逐渐加大。中宠股份自身主要通过抖音、快手、小红书、B 站与明星、萌宠博主合作，通过短视频、直播、图文模式推广产品，Wanpy 天猫旗舰店近年收入步入上升通道，关键购物节点如 618、双 11 中宠股份主推产品表现良好，零食产品常年居于榜单前 10，宠物干粮亦保持高增势头。

表38: 中宠股份三大品牌明星产品于天猫平台 2022 年两大购物节点实现热销

品牌	产品	2022 年双 11	2022 年 618
wanpy	顽皮鲜封包	160 万袋+	150 万袋+
	顽皮冻干双鲜粮	4.7 万袋+	1.2 万袋+
	wanpy 进口白金猫罐	63 万罐+	未披露
	wanpy 吞拿鱼罐头	120 万罐+	75 万罐+
zeal	0 号营养罐头	14 万+罐	10 万+罐
	zeal 猫狗宠物牛奶	4 万瓶+	10 万瓶+
Toptrees 领先	鲜肉犬粮	3 万袋+	热销榜 Top7
	领先主食罐	60 万罐+	未披露
	领先主食猫条	50 万条+	未披露

数据来源：中宠股份公众号、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图95：2022 年 618 中宠股份线上零食销量排名靠前



资料来源：中宠股份公众号

图96：2022 年双 11 中宠股份线上零食销量排名靠前



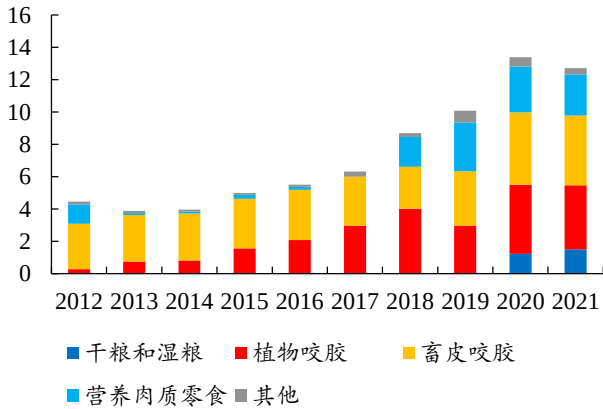
资料来源：中宠股份公众号

6.2、佩蒂股份：自有品牌自零食端逐渐发力，干湿粮产能爬坡在即

6.2.1、货：新西兰主粮及柬埔寨零食产能即将爬坡，自有品牌势能逐步垒起

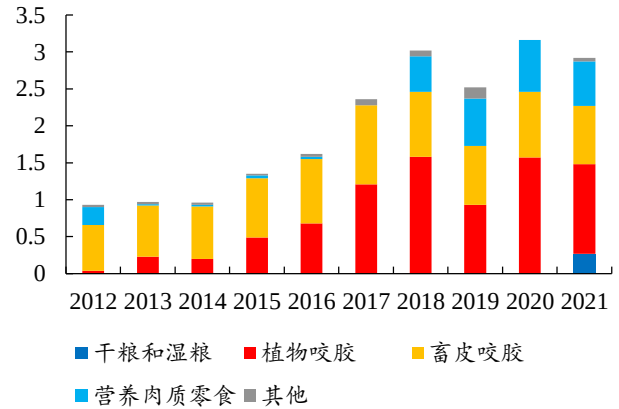
从过往营收结构来看，佩蒂股份咬胶及零食产品占比最高，其中营养肉质零食可和咬胶产品线互换使用，能够灵活应对二者产品的市场需求变化。2021 年及以前公司产能分布以零食和咬胶为主，其中植物咬胶毛利率最高。

图97：佩蒂股份零食收入（亿元）占比最高，其中畜皮咬胶居首



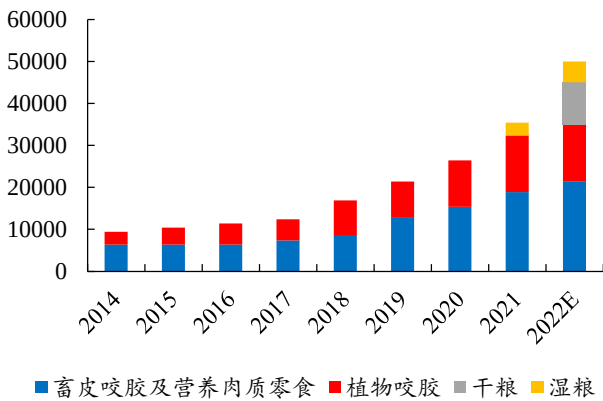
数据来源：Wind、开源证券研究所

图98：2021年四大类产品中植物咬胶毛利（亿元）贡献最大



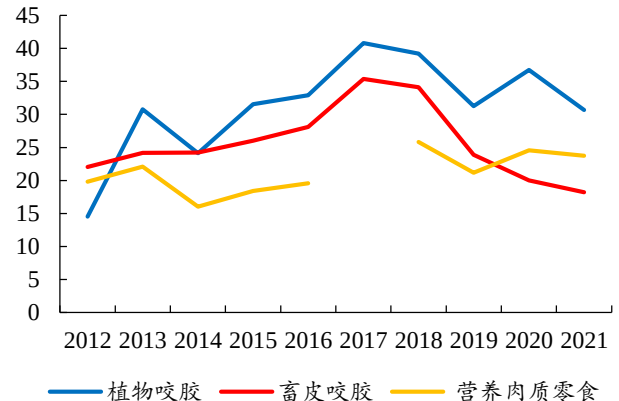
数据来源：Wind、开源证券研究所

图99：佩蒂股份产能（吨）以零食和咬胶为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图100：毛利率（%）水平方面植物咬胶最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

总体产能分布来看，目前佩蒂股份零食产能相对丰富，未来逐渐转向主食干粮及湿粮产品研发。2023年产能释放主要来自于柬埔寨零食及新西兰4万吨干粮项目。其中柬埔寨9200吨零食项目预计2023年有60%左右的产能释放。新西兰4万吨主粮产能预计2023年有30%的产能释放，随着新西兰及柬埔寨的产能持续增加毛利水平进入爬坡期，佩蒂股份收入及利润端均将保持较快增长。

表39：佩蒂股份国内外新建干湿粮产线预计2024年可贡献超5万吨产能

产品类别	项目地及产量	2022E	2023E	2024E	2025E
干粮	新西兰4万吨	1	2.4	4	4
	国内5万吨	0	0.3	0.75	2.5
湿粮	新西兰3万吨	0	0	0.9	1.8
合计	-	1	2.7	5.65	8.3

数据来源：佩蒂股份公司公告、开源证券研究所

注：据可转债跟踪募集说明书及跟踪报告，国内5万吨产线已于2022年初开工建设，建设及试生产总计为30个月，第3-5年分别达到设计能力30%/70%/100%。预计2024年产量为5万吨*30%达产率*6/12=0.75万吨，2025年产量为5万吨*30%达产率*6/12+5万吨*70%达产率*6/12=2.5万吨。其余产线达产率分别按每年30%/60%/100%推进。

干粮新产线方面，新西兰4万吨干粮产线已于2021年完工，根据募集资金说明

书公告的达产率预期，该产线 2022-2024 达产率分别为 30%/60%/100%，对应产能释放量约为 1.2/2.4/4 万吨；国内 5 万吨产线预计于 2024 年年中完工，前 2 年建设期采取边建设边投产模式，完工后三年内达产率分别为 30%/70%/100%，预计 2023 年上半年有部分产品投放市场。

表40：预计 2024 年 6 月投产的 5 万吨新型宠物食品项目落地后三年内产能释放量分别为 1.5/3.5/5 万吨

产品类别	单价，元/吨	产量，万吨			预计收入，亿元		
		第一年	第二年	第三年	第一年	第二年	第三年
干粮							
风干粮	2.10	0.3	0.7	1	0.6	1.5	2.1
冻干粮	1.55	0.24	0.56	0.8	0.4	0.9	1.2
混拼粮	1.65	0.96	2.24	3.2	1.6	3.7	5.3
合计	1.72	1.5	3.5	5	2.6	6.1	8.6

数据来源：佩蒂股份公司公告、开源证券研究所

湿粮产线方面，新西兰 3 万吨湿粮产线计划于 2023 年年末建设完成，完工后三年内达产率分别为 30%/60%/100%，对应产能释放量为 0.9/1.8/3 万吨，猫湿粮产品（主食罐）将是未来的湿粮产品一大重点发展目标。

表41：预计 2023 年 12 月投产的新西兰湿粮项目落地后三年内产能释放量估计分别为 0.9/1.8/3 万吨

项目	定价	产量，万吨			预计收入，亿元		
		第一年	第二年	第三年	第一年	第二年	第三年
年产 3 万吨高品质湿粮	单价，万元/吨						
湿粮	2.0	0.9	1.8	3	1.8	3.6	6

数据来源：佩蒂股份公司公告、开源证券研究所

零食产线方面，柬埔寨工厂是未来两年的主要产能增量。原有 9200 吨产能扩建后总规模可达 1.12 万吨。据募投项目计划公告，该项目于 2021 年 Q3 开启试生产，2022 年释放量 30%产能约 3000 吨，2023 年预计释放比例为 50-60%。公司以零食业务起家，咀嚼食品技术已研发至第五代，第六代正在研发当中，植物咬胶产品易于消化、并能一定程度替代主粮，在老龄犬市场反响良好，未来增长动力强劲。

佩蒂股份自有品牌产品矩阵主要由“齿能”、“爵宴”“好适嘉”、“贝家”、“ITI”、“SMARTBALANCE”六大品牌构成。其中爵宴定位高端品牌，好适嘉绑定健康饮食概念，两大品牌均对标精致养宠人群。2018 年佩蒂股份将加拿大高端自主肉质零食品牌“爵宴 Meatyway”引入国内并大力推广，2019 年营养肉质零食销售收入大幅上涨。2018 年收购 BOP 作为佩蒂股份 OEM 制造厂商，并同时生产销售自有品牌 ITI。贝佳主攻下沉市场，在国内主粮市场中逐步起量。

表42：好适嘉、Smartbalance、贝佳、ITI、齿能、爵宴、Smarbone 六大品牌构成佩蒂股份主力品牌矩阵

品类	品牌	定位	介绍
主粮及零食	好适嘉	营养至上、健康饮食	“禾仕嘉”升级而来，国内首个场景定制功能性宠物食品品牌，推出 98K 主食罐、冰宴系列冻干粮为主打产品
	Smartbalance	新西兰顶级纯天然宠食	食材、配方、生产均源自新西兰，2019 年引入国内
	贝家 Begogo	精选食材，科学配方	包括宠物火腿肠、狗罐头、猫冻干、猫狗主粮等两大类中高端价位产品
主粮	ITI	新西兰高品质肉质食品	巅峰同厂高端主食罐头及风干粮
零食	齿能	首个专业功能性宠物咀嚼食品	打造磨牙棒、健齿环两大明星产品
	爵宴	加拿大高端肉类食品品牌	2018 年由加拿大引入的高端品牌，推出珍禽猛兽、本味精选、甄肉配方三个系列，鸭肉干零食 2022 年线上销售

Smartbone（代理）

新西兰顶级纯天然宠食

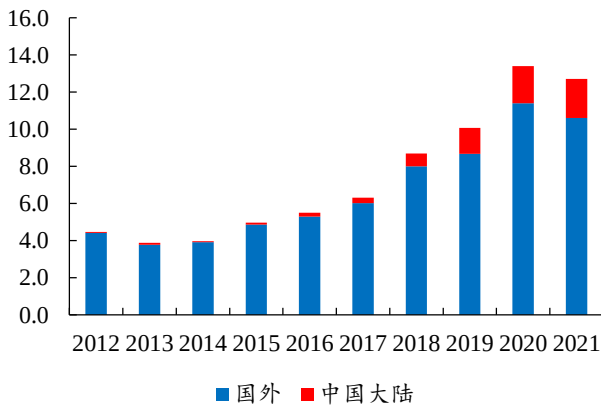
高速增长。

由美国市场引入国内，同步引进英国皇家宠物咀嚼玩具 Tastybone

资料来源：佩蒂股份公司公告、长城宠物展公众号等、开源证券研究所

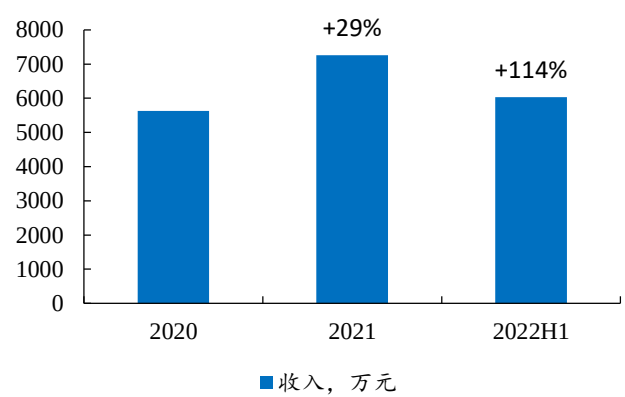
2022 年佩蒂股份重点打造爵宴鸭肉干和好适嘉 98K 湿粮罐等明星单品，并推出了靖鱼干、靖鱼罐、成长罐等新品。2023 年公司计划重点布局主粮品类，包括冻干、风干、低温烘焙等新型主粮，同时新西兰原产高端粮也有望进入中国地区销售。作为公司自有品牌的主要业绩体现，子公司佩蒂智创在 2022 上半年收入大幅度上涨。

图101：佩蒂股份国内市场收入营收增速快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图102：子公司佩蒂智创 2022H1 收入同比大幅度上涨

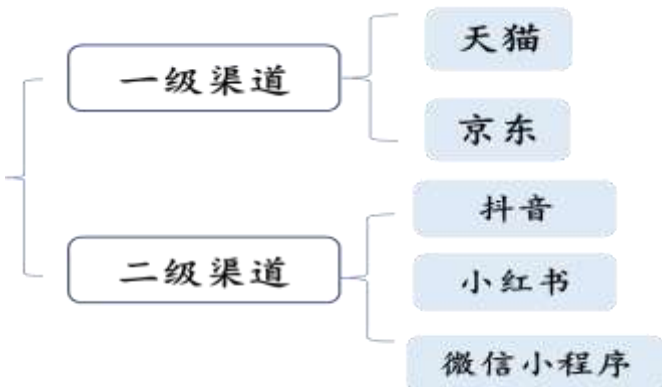


数据来源：佩蒂股份公司公告、开源证券研究所

6.2.2、场：加速线上新媒体投入，线下渠道活动提升用户黏性及品牌友好度

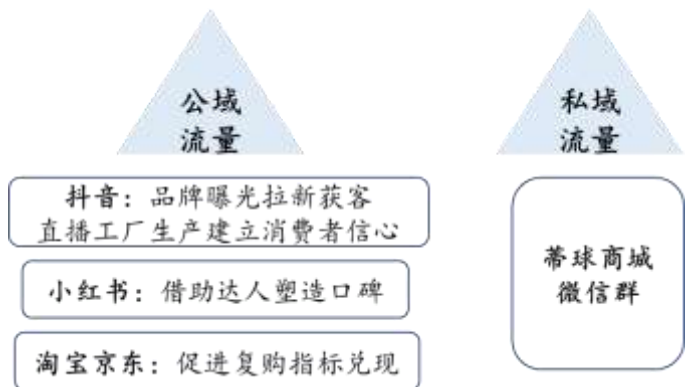
线上渠道方面，佩蒂股份已在天猫、京东、拼多多等电商平台开设线上品牌旗舰店或专营店，与E宠商城等专业电商签订深度合作协议，并积极拥抱营销新模式，通过直播、建立私域流量等方式提高流量转化效率。线上多渠道分类体系下，佩蒂股份形成了以天猫、京东等传统电商平台为主的一级渠道；以及抖音、小红书、微信小程序等内容社交电商平台为主的二级渠道架构体系。

图103：佩蒂股份形成一二级分管的线上渠道体系



资料来源：佩蒂股份公司公告、开源证券研究所

图104：佩蒂股份通过公域与私域流量构筑品牌势能再进行高效分销



资料来源：佩蒂股份公众号、开源证券研究所

线下渠道方面，公司发展代理与经销体系外，近年来公司还通过参股佳雯宠物医院，与爱派宠物小镇合作建立体系完备的宠物一站式综合体验店，等一系列业态请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

建设行动，与众多品牌、宠物专家和达人合作，积极进行线下渠道布局。并在亚宠展、它博会等展会现场开设粉丝沟通打卡活动，提升线下品牌暴露频率。

图105：佩蒂与佳雯宠物医院展开合作



资料来源：佩蒂股份公众号、开源证券研究所

图106：佩蒂入股爱派宠物小镇积极布局线下业态



资料来源：佩蒂股份公众号、开源证券研究所

总结佩蒂股份营销打法和效果来看，2021年起公司重点在线上二级渠道开展新媒体活动。传统平台承载复购、释放势能，抖音平台进行品牌曝光拉新，小红书平台借助达人塑造产品口碑，以需求词搜索提高渗透率，关键购物节点入驻李佳琦、交个朋友等直播间进行爆品推广。线下方面辅以直播探厂等方式降低消费者的决策成本，加强与行业达人合作，促进宠友沟通交流，提高流量转化效率，提升品牌影响力。

表43：佩蒂股份爵宴品牌在2022年618及双11取得良好的销售表现

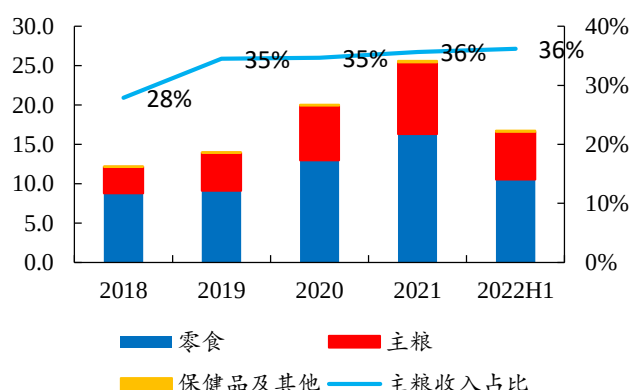
	2022年618	2022年双11
天猫狗零食热卖榜	TOP1	TOP1
天猫狗零食好评榜	TOP2	TOP1
天猫狗零食好评率	99.80%	99.80%
爵宴品牌收入	1500万+	2500万+

资料来源：佩蒂股份公众号、开源证券研究所

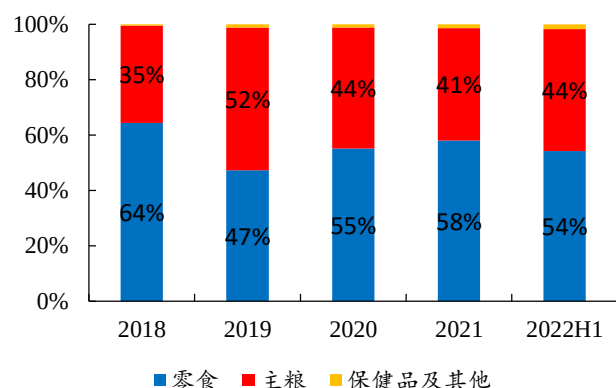
6.3、乖宝宠物：主粮龙头引领国货市场，自有品牌成功突围

6.3.1、货：销量紧跟产能放量，品牌运作方式成熟

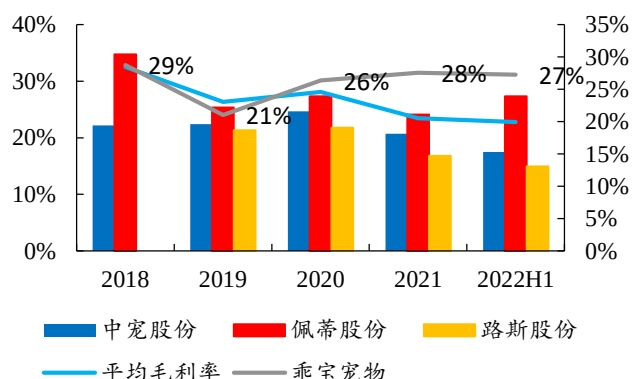
拆分乖宝宠物营收结构来看，零食是乖宝宠物营收占比最大的业务单元，但2020年来乖宝宠物主粮收入占比已超30%。毛利端情况来看，主粮、零食直接成本占比较高。2022H1主粮和零食毛利占比分别为44%和54%，主粮毛利率均在35%以上。且近两年来乖宝宠物主粮及零食业务毛利率均高于行业平均水平。

图107：乖宝宠物零食收入占比最大,主粮占比已超30%


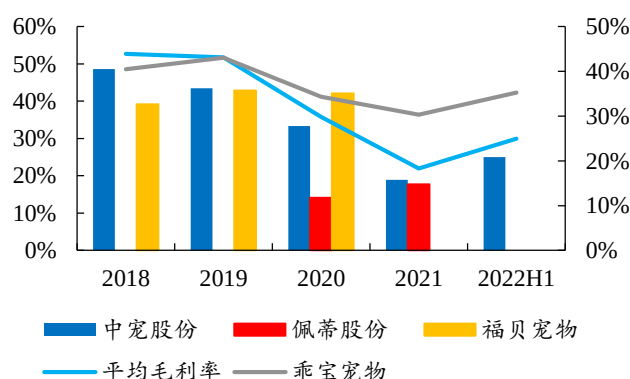
数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

图108：2022H1 主粮毛利占比已超44%


数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

图109：2020 年来乖宝宠物零食毛利率高于行业均值


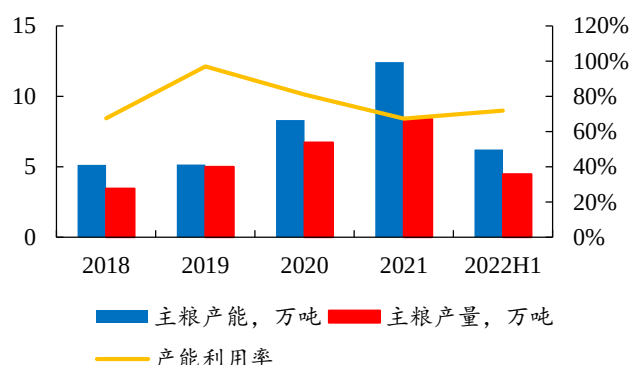
数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

图110：2021-2022H1 乖宝宠物主粮毛利率有所抬升


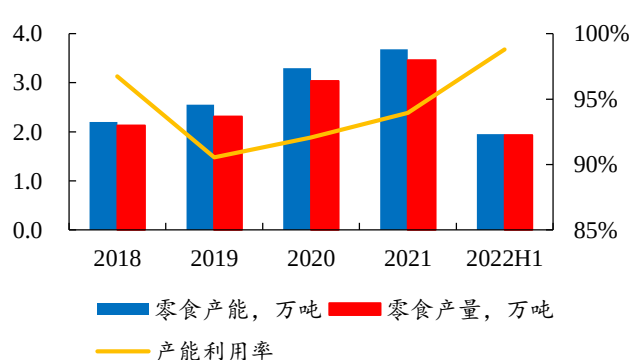
数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

乖宝宠物主粮及零食产能、产量和销量均逐年递增，产量随销量提振有序扩充。

对比来看，乖宝宠物主粮在产能、产量和销量方面占比最大。主粮产线在2018年和2020年产能利用率较低，主要由于乖宝宠物2017年、2020年新建主粮生产线尚未完全释放产能，而在此期间乖宝宠物零食产品产能利用率均超过90%。

图111：乖宝宠物主粮产能于2021年增长50%


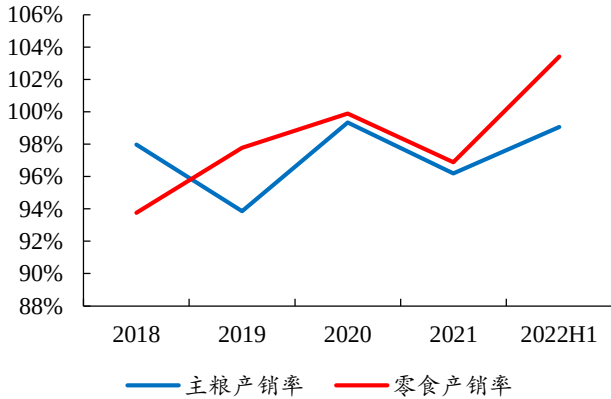
数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

图112：乖宝宠物零食产能利用率自2019年来稳步上升


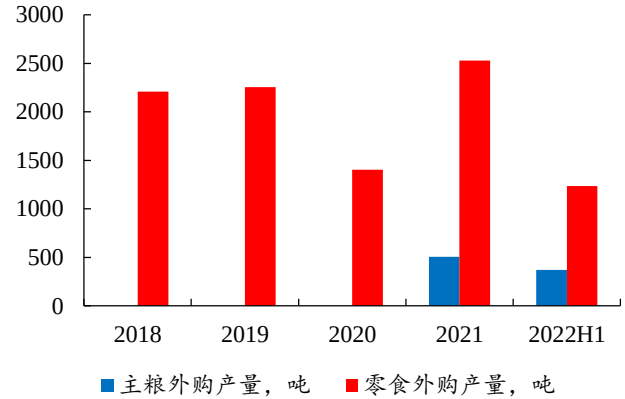
数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

目前，中国及泰国两大生产基地是乖宝宠物产能发力的重点区域。泰国作为全

球最大的鱼类产品供应国之一、亚洲第三大海洋渔业国，鱼类资源丰富，为公司生产提供得天独厚的原料供应优势。乖宝麦富迪泰国工厂投产于2017年，目前乖宝泰国已拥有813吨宠物零食月产能，主要满足公司境外市场需求，带动多种产品从国内销往泰国、再销往美国，每年出口量达6000吨，2022H1实现净利润1821万元。

图113：乖宝宠物产销率始终处于大于90%


数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

图114：乖宝宠物进口委托加工半成品及少量泰国零食罐头


数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

乖宝宠物面对旺盛的市场需求，亟需推动主粮及零食的产能扩张。**产能推进预期方面**，乖宝宠物首发募集资金涉及项目计划建设期为18个月，项目建设完成后将形成年产5.85万吨主粮、3133吨零食以及1230吨高端保健品的制造能力。项目建设期为1.5年，产能爬坡期2.5年（30个月）。

表44：项目开工后第2-4年预计乖宝宠物主粮产能

主粮产能	T+1	T+2	T+3	T+4
新增产能		1.8	4.1	5.9
原有产能	12.4	12.4	12.4	12.4
合计	12.4	14.2	16.5	18.3
yoy		14%	17%	11%

数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

注：T+1期原有主粮产能据2022H末值估算得，未来2-4年产能放量进度据30%/70%/100%估计。

表45：项目开工后第2-4年预计乖宝宠物零食产能

零食产能	T+1	T+2	T+3	T+4
新增产能		0.1	0.2	0.3
原有产能	4.0	4.0	4.0	4.0
合计	4.0	4.1	4.2	4.3
yoy		2%	3%	2%

数据来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

注：T+1期原有零食产能据2022H末值估算得，未来2-4年产能放量进度据30%/70%/100%估计。

品牌运营方面，形成了以麦富迪为核心的自有品牌矩阵，采取泛营销模式重点打造麦富迪单一品牌知名度，并于旗下进行产品分隔定位。2018年推出“麦富迪”高端猫粮“弗列加特”系列，重点发力高端猫用食品，市场反响良好，成功打造猫主粮系列爆品，公司自有品牌2019-2021年销售收入复合增长率高达37.29%。

图115：乖宝宠物采取多平台多手段泛营销方式提升品牌知名度



资料来源：乖宝宠物招股说明书、开源证券研究所

表46：乖宝宠物主粮产品错位定价，猫粮产品中高端区隔显著，零食产品围绕冻干布局较多

类别	名称	定价，元	规格，kg	单价，元/kg	主要原材料
犬主粮	牛肉双拼粮	329	10	32.9	牛肉、鸡肉、鸡肉粉、牛肉骨粉、鸭肉粉、玉米、小麦、玉米蛋白粉、鸡油、鱼油、蛋黄粉、甜菜粕
	益生军团犬粮	129	1.8	71.7	牛肉、鸡肉粉、三文鱼肉、鸡油、玉米、大米、牛油、甜菜粕、三文鱼油、亚麻籽、啤酒酵母粉、纤维素等
猫主粮	弗列加特高肉猫粮	163	2	81.5	鸡肉、马铃薯粉、豌豆、鸡油、三文鱼油、纤维素、亚麻籽、牛油、蛋黄粉、啤酒酵母粉、丝兰粉等
	弗列加特冻干猫粮	219	0.5	438.0	牛肉、金枪鱼、西蓝花、菊苣根粉、牛磺酸、维生素及类维生素、矿物质及其络（螯）合物等
	猫爱鱼猫粮	148	1.8	82.2	三文鱼、鸡肉、鸡肉粉、大米、鸡油、三文鱼油、豆油、玉米、纤维素、磷虾、甜菜粕、啤酒酵母粉、丝兰粉等
	全价全期呵护定食碗	118	1.2	98.3	鸡肉、三文鱼、蔓越莓、豌豆纤维、鱼油、亚麻籽油、裂壶藻粉（含DHA）、低聚木糖、天然叶黄素牛磺酸等
犬零食	鸡肉干	60	0.36	166.7	鸡肉、丙三醇
	香酥冻干	39	0.08	487.5	鸡肉/鸭肉
	清口香	17.9	0.22	81.4	玉米淀粉、马铃薯淀粉、大豆分离蛋白、全脂羊奶粉、丙三醇、果寡糖、三聚磷酸钠
猫零食	麦富迪猫用冻干桶	199	0.42	473.8	鸡肉/鸭肉/鹿肉/鸡心/三文鱼等
	亲嘴鱼猫条	9	0.07	128.6	三文鱼、磷虾、卡拉胶等
	猫洁齿粒	24.9	0.05	498.0	鸡肉、三文鱼、大米、鸡油、牛油、小麦、大豆、纤维素、绿茶粉、马尾藻等
犬零食（咬胶）	大肉骨	52	0.42	123.8	牛皮、鸡肉、丙三醇
	清齿倍健	39	0.52	75.0	大米粉、谷朊粉、鸡肉粉、苹果粉、欧芹叶粉、丙三醇、三聚磷酸钠、卵磷脂、果寡糖、茶多酚、叶绿素铜钠盐、螺旋藻粉
犬保健品	犬用冻干卵磷脂	64	0.06	1066.7	鲜鸡肉、冻鸡肝、冻鸡心、蛋黄粉、亚麻籽油、三文

类别	名称	定价, 元	规格, kg	单价, 元/kg	主要原材料
					鱼油、酿酒酵母提取物、卵磷脂等
猫保健品	猫咪冻干猫草片	66	0.06	1100.0	鲜鸡肉、冻鸡肝、亚麻籽油、三文鱼油、大麦苗粉、车前子、维生素、酿酒酵母提取物等

数据来源：京东、淘宝、开源证券研究所

注：数据取自 2022 年 12 月 30 日

6.3.2、场：线上渠道发力较早，自有品牌渠道管理成效显著

乖宝宠物自 2013 年转型重点发展自有品牌以来，为有效实现错位竞争，避开当时主导市场的外资品牌擅长的线下渠道，大力开拓及深耕线上渠道，类似休闲零食中的良品铺子和三只松鼠，依靠线上营销快速起量。2016 年，乖宝宠物在电商平台的销售额破亿，自有品牌发展初见成效，线上销量霸榜多时。公司 2022 年双 11 全网销售额突破 2.8 亿元，作为天猫平台唯一破亿品牌。

图116：乖宝宠物围绕麦富迪自有品牌后加速开发产品矩阵，多维度提升品牌影响力



资料来源：乖宝宠物官网、聊城经济技术开发区公众号、乖宝宠物招股书、开源证券研究所

表47：麦富迪品牌在 2022 年天猫双 11 多个 TOP10 榜单中居于前列

榜单	2020	2021	2022
天猫宠物行业全品牌销售 TOP10	6	1	1
天猫宠物行业猫主粮品牌销售 TOP10	6	9	-
天猫宠物行业犬主粮品牌销售 TOP10	1	1	1
天猫宠物行业猫零食品牌销售 TOP10	2	3	1
天猫宠物行业犬零食品牌销售 TOP10	1	1	1
天猫宠物行业宠物保健品品牌销售 TOP10	10	9	-

数据来源：中国畜牧业协会宠物产业分会公众号、宠业家公众号、开源证券研究所

图117：2022年双11 乖宝宠物在天猫、京东犬主粮产品类目均排第一



资料来源：乖宝宠物食品集团公众号

图118：2022年双11 乖宝宠物在天猫、抖音及拼多多宠物行业排名均为第一



资料来源：乖宝宠物食品集团公众号

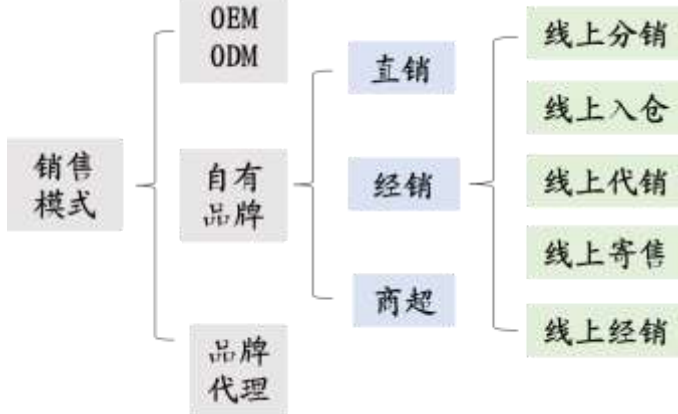
在渠道管理和建设方面，乖宝宠物依据 OEM/ODM、自有品牌、代理品牌三大类业务进行区分管理。其中自有品牌销售渠道主要集中于国内，按直接销售对象是否为终端消费者分为直销和经销模式，经销模式管理渠道类别最为多样。

图119：乖宝宠物针对三类销售模式构建不同销售渠道



资料来源：乖宝宠物招股书

图120：自有品牌销售渠道中经销模式最多样



资料来源：乖宝宠物招股书、开源证券研究所

此外，乖宝宠物形成了一套围绕营销投放、销售反馈、产品生产等环节的成熟销售体系，在抖音、小红书等内容平台深度挖掘素人种草、主播带货等营销模式，结合内容用户对宠物相关内容的偏好与试新心智，进行产品推广。

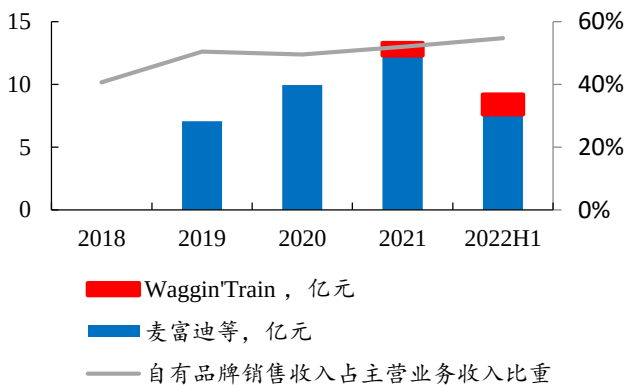
图121: 小红书平台关于“麦富迪”产品推荐种草和测评、博主探场内容众多



资料来源: 小红书、开源证券研究所

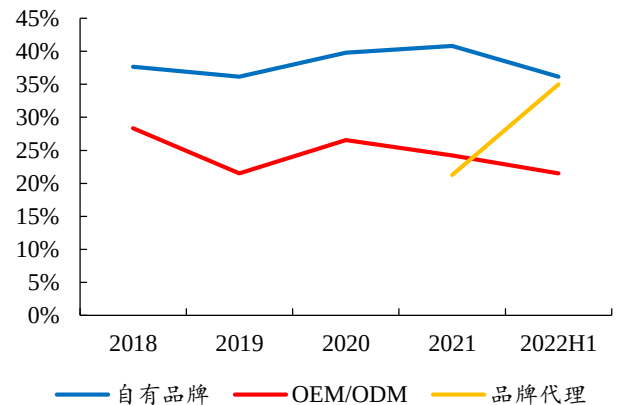
不同渠道运营效果来看, 乖宝宠物自有品牌业务收入增长最为迅速, 2019-2021年销售收入复合增长率高达 37.29%, 毛利水平高于其他两大模式。2022Q1-3 乖宝宠物自有品牌毛利率进一步抬升, 主要得益于产品结构优化, 高毛利产品例如弗列加特系列占比提升, 以及销售渠道结构优化。

图122: 乖宝宠物自有品牌销售收入占比逐渐抬升



数据来源: 乖宝宠物招股书、开源证券研究所

图123: 乖宝宠物自有品牌毛利率显著高于其他模式

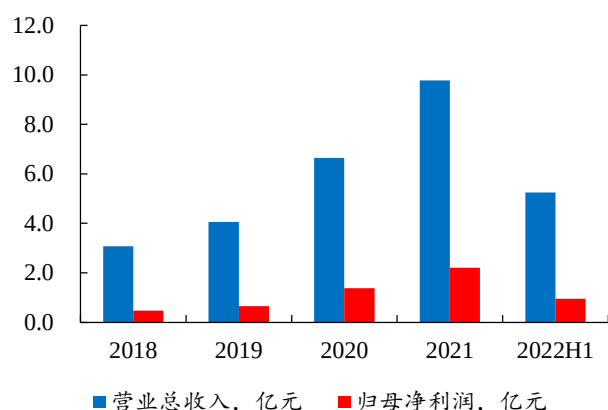


数据来源: 乖宝宠物招股书、开源证券研究所

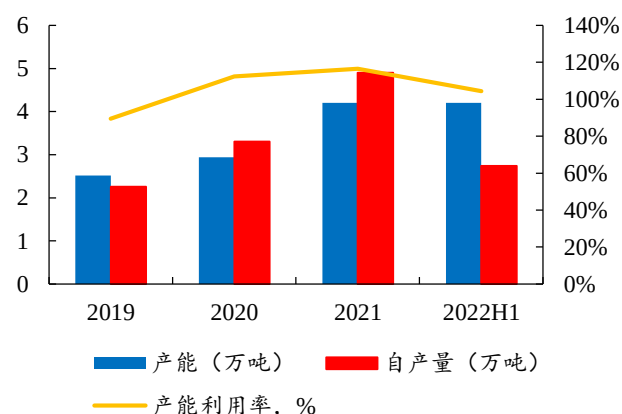
6.4、福贝宠物: 主粮战略一以贯之, 自有品牌稳健发展

6.4.1、货: 做稳主粮基本盘, 产能扩张有序推进

作为深耕宠物干粮领域的龙头企业, 公司宠物主粮年产 (自产+外协) 规模已超 7 万吨, 盈利能力强, 5 年来毛利率均超 35%。2021 年营收突破 9.78 亿元, 且 95% 以上来自主粮产品收入, 具有领先的市场地位。公司下游订单增长稳定, 自有产能相对不足需要外协产商进行补给。根据福贝宠物招股说明书, IPO 募投项目投产落地后, 公司宠物食品年产能预计可在现有 4.2 万吨基础上增加 3.36 万吨至 7.56 万吨, 项目计划建设期为 24 个月。

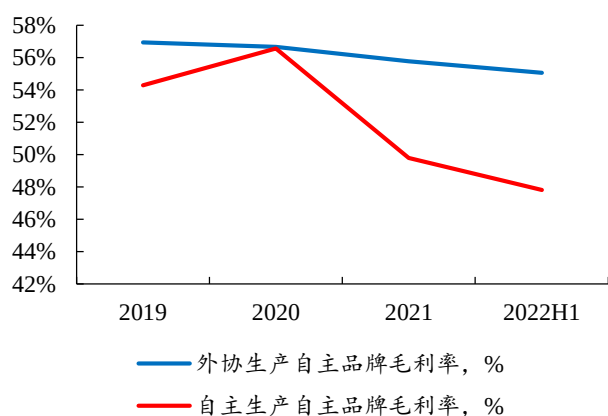
图124：福贝宠物 2018-2021 年营收 CAGR 达 47%


数据来源：Wind、开源证券研究所

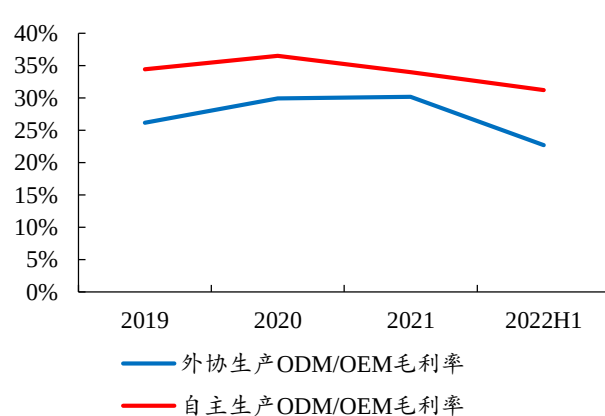
图125：福贝宠物 2020 年来产能利用率始终高于 90%


数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

产品类别方面，福贝宠物狗粮产品收入占比逐渐降低，收入体量亦逐渐被猫粮超越。鉴于网易严选、广州麦和等定位于中高端宠物食品的 ODM 客户对猫粮产品采购规模及占比的上升，及自主品牌中均价较高的“比乐”系列产品销量及占比提升，公司猫粮产品单位价格呈上升趋势，猫粮产量亦增长迅速，2019-2021 年复合增速达 76%，而犬粮复合增速仅为 15%。

图126：福贝宠物自主生产模式下对应的自有品牌收入毛利率水平较低


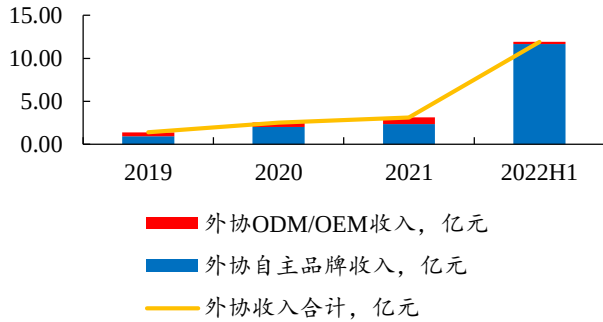
数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

图127：福贝宠物自主生产模式下对应的 ODM/OEM 收入毛利率较外协生产模式更高


数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

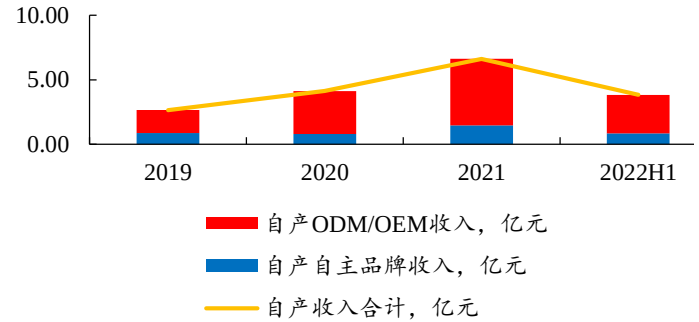
由于福贝宠物自有产能相对不足，部分自有品牌需要借助委托外协生产以满足下游订单需要。从产品结构来看，自有品牌通过外协渠道生产的比例较高，因此外协生产的自有品牌整理毛利率较高，而自主生产的自有品牌货值较少，自主生产整体毛利率较低。

图128：福贝宠物 2022H1 外协生产对应收入有较大幅度上涨



数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

图129：福贝宠物 2022H1 自主生产对应收入已超 3.83 亿元



数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

6.4.2、场：坚定发展自主品牌并布局国内市场，自产经济代工产品渠道稳固维系

“产销分离”发展策略下，2012 年福贝宠物成立销售子公司上海福益负责自主品牌的运营及销售。经过十余年的客群发展及渠道维系，在宠物干粮领域福贝宠物已与国内多家知名宠物食品品牌商如网易严选、豆柴等建立了稳定的合作关系，福贝宠物宠物干粮产品竞争优势得到了市场广泛认可。

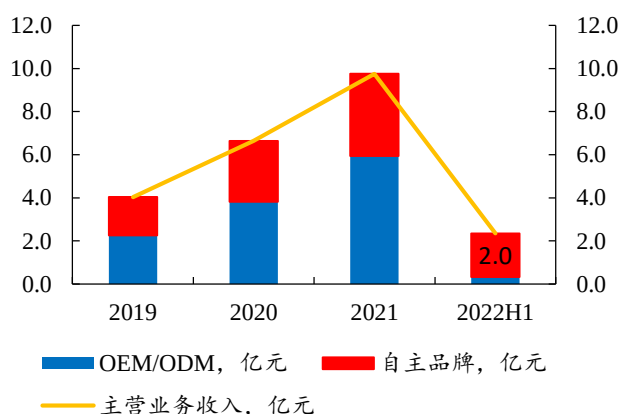
图130：福贝宠物自有品牌及 ODM/OEM 业务所对接的品牌矩阵趋于稳定成熟



资料来源：福贝宠物招股说明书

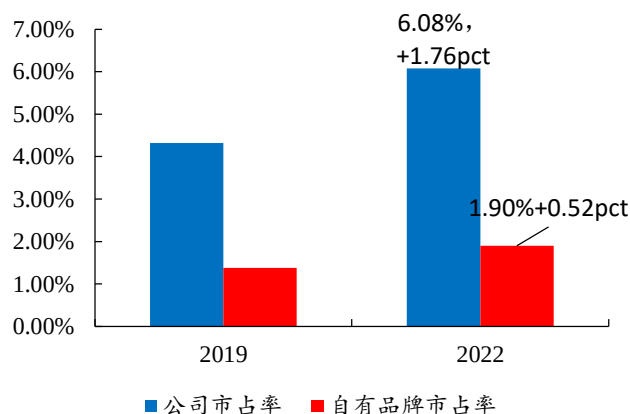
福贝宠物成立之初即规划自主品牌发展策略，2006 年推出自主品牌“比乐”，积极布局国内市场。福贝宠物始终重视自主品牌的发展，旗下“比乐”、“爱倍”和“品卓”等品牌矩阵实现了对不同消费人群、不同产品需求和不同消费场景的全覆盖。

图131：福贝宠物 2022H1 自主品牌收入已超 2 亿元



数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

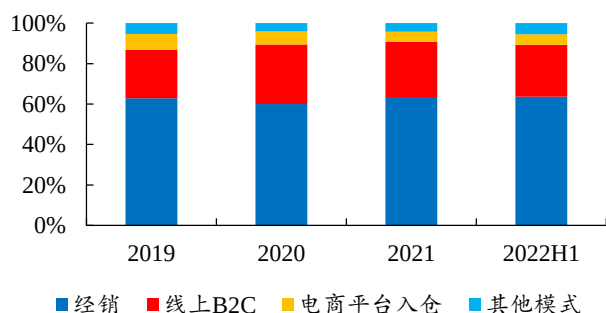
图132：2019 年来福贝宠物及自有品牌市占率均有提升



数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

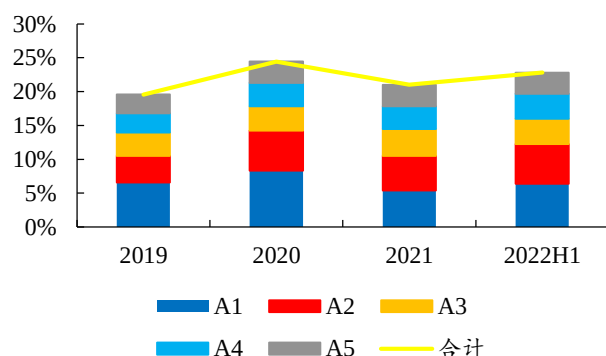
2017 年福贝宠物与网易严选建立合作，成为网易严选宠物食品板块最主要的 OEM/ODM 厂商，标志着福贝宠物国内代工业务迎来关键发展节点。基于稳定的品控能力，经过多年的代工业务经验沉淀，公司在 ODM/OEM 业务方面积累了一批优质的下游客户，多为国内知名的宠物主粮新锐品牌，借助客户迅速增长的订单和品牌认可度，福贝宠物代工业务亦具备稳定的内生增长动力。

图133：福贝宠物自主品牌销售渠道以经销为主



数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

图134：经销模式下前五大经销商贡献收入约 20%左右



数据来源：福贝宠物招股书、开源证券研究所

表48：福贝宠物经历多年发展积累了一批优质的 OEM/ODM 下游客户

代工业务客户	合作关系始于	旗下品牌	品牌及公司介绍
绍兴小淘气宠物用品有限公司	2015	江小傲	互联网周刊 2021 宠物行业分类排行榜单“2021 猫粮品牌 TOP50”
杭州帕特诺尔宠物有限公司	2016	帕特诺尔	第 21 届亚宠展（2018）中荣获“年度黑马 Top5”
上海宠幸宠物用品有限公司	2015	卫仕	凭借“卫仕”品牌的市场知名度，上海宠幸积极开拓宠物主粮板块业务，宠物主粮业务迅速发展。
深圳市豆柴宠物用品有限公司	2015	豆柴	2019 第五届深圳国际宠物用品展跻身“年度十大黑马品牌”第一名
麦和（广州）实业有限公司	2017	LORDE（里兜）	市场知名度较高的猫粮品牌
徐州苏宠宠物用品有限公司	2020	蓝氏	2019 年“蓝氏”被徐州苏宠宠物用品有限公司收购，公司与品牌拥有商徐州苏宠（原为上海莲萌宠物用品有限公司）建立业务联系

资料来源：福贝宠物招股说明书、开源证券研究所

7、投资建议

中宠股份：国内湿粮产品先行者，品牌及产品矩阵更迭在即。

产能方面，未来三年公司干湿粮产量均有放量计划，2019-2021 湿粮和干粮销量复合增速分别约 43%/121%，国内市场增长势头良好。2023 年内 3 万吨干粮产线及 2 万吨新西兰湿粮产能投产在即，产能规模有望不断驱动自有品牌放量增长。

品牌及渠道方面：公司三大核心品牌 Wanpy、Zeal、领先 Toptress 各有侧重。其中 Wanpy 干粮产品逐渐放量，上新迭代进行中；Zeal 品牌调整期已过，犬猫专用牛奶及高端肉干零食爆品化运营成效显著，市场知名度高，高端干粮产品有望在未来贡献更大业绩弹性；Toptress 深耕线上渠道，主食干粮及湿粮产品双管齐下。

佩蒂股份：爆品策略成效显著，咬胶产品前景广阔。

产能方面，柬埔寨零食产能持续爬坡，2023 年有望稳定释放至 70%；国内及新西兰干粮产线前瞻规划，4 万吨新西兰干粮产能已入产品测试阶段，2023 年有望产出新品进口至国内市场；国内 5 万吨新型干粮产能预计于 2024 年年中完工，2023 年上半年有望产出新品投放至国内市场。

品牌及渠道：2022 年成功打造爵宴鸭肉干和好适嘉 98K 湿粮罐等明星单品，并推将鲭鱼干、鲭鱼罐、成长罐等新品推向市场。未来公司有望持续推出冻干、风干、低温烘培等新型、不同品牌区隔的主粮产品。在线上渠道通过和李佳琦等头部主播深入合作，打造新一代高品质爆品。

乖宝宠物（待上市）：自有品牌成功突围，主粮龙头未来可期。

产能方面：国内优先发力主粮产品的龙头企业，主粮产能于 2021 年已同比增长 50%至 12.4 万吨，零食产能亦稳步上升至 2021 年 3.7 万吨水平。未来 IPO 募投项目预计在开工后 4 第年分别提供 18.3/4.3 万吨主粮及零食产能增量，为公司快速增长的产品销量提供更为充沛的产能基础。

品牌及渠道：自有品牌麦富迪 2013 年来稳步起量，运作模式成熟。高端产品切换效果成功，弗列加特销量火爆改善 2022H1 毛利率水平，代理品牌 K9 市场接受度高持续协助获客。羊奶肉包、Barf 生骨肉系列销量火爆，公司自有品牌收入 2021 年全年达 13 亿元，截止 2022H 收入占主营业务比例已超 55%达 9.2 亿元，乖宝宠物多年深耕线上平台，积累了一定的渠道经验及把控力，麦富迪为代表的品牌已在双 11 等线上关键购物节点取得良好的市场反馈。

福贝宠物（待上市）：稳扎稳打贯彻主粮战略，代工及自产模式对接品牌均成熟。

产能方面：作为深耕宠物干粮领域的龙头企业，公司宠物主粮年产（自产+外协）规模已超 7 万吨，盈利能力强，5 年来毛利率均超 35%。2021 年营收突破 9.78 亿元，且 95%以上来自主粮产品收入，具有领先的市场地位。公司下游订单增长稳定，自有产能相对不足需要外协产商进行补给。根据福贝宠物招股说明书，IPO 项目投产落地后，募投公司宠物食品年产能预计可增加 3.36 万吨，项目计划建设期为 24 个月。

品牌及渠道：公司成立之初即规划自主品牌发展策略，2006 年推出自主品牌“比乐”，积极布局国内市场。公司始终重视自主品牌的发展，旗下“比乐”、“爱倍”和“品卓”等品牌矩阵实现了对不同消费人群、不同产品需求和不同消费场景的全覆盖。基于稳定的品控能力，经过多年的代工业务经验沉淀，公司在 ODM/OEM 业务

方面累了一批优质的下游客户，多为国内知名的宠物主粮新锐品牌，借助客户迅速增长的订单和品牌认可度，公司代工业务亦具备稳定的内生增长动力。

表49：受益标的估值

证券代码	证券简称	最新股价	最新市值	EPS			PE(X)		
		(元)	(亿元)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002891.SZ	中宠股份	22.94	67.35	0.53	0.72	1.02	43.3	31.9	22.5
300673.SZ	佩蒂股份	16.97	43.33	0.67	0.83	1.11	25.3	20.4	15.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中宠股份、佩蒂股份 EPS 数据为开源证券研究所预测，最新股价及市值为 2023 年 3 月 23 日数据

8、风险提示

原材料（鸡胸肉、鸭胸肉）价格大幅度上涨，产能推进不及预期，产品推广效果不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn