



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业深度
宠物食品

行业评级：优于大市（首次）
2024年8月13日

对标研究美妆赛道， 探究宠物食品竞争格局 ——宠物食品系列一



证券分析师

姓名：易丁依

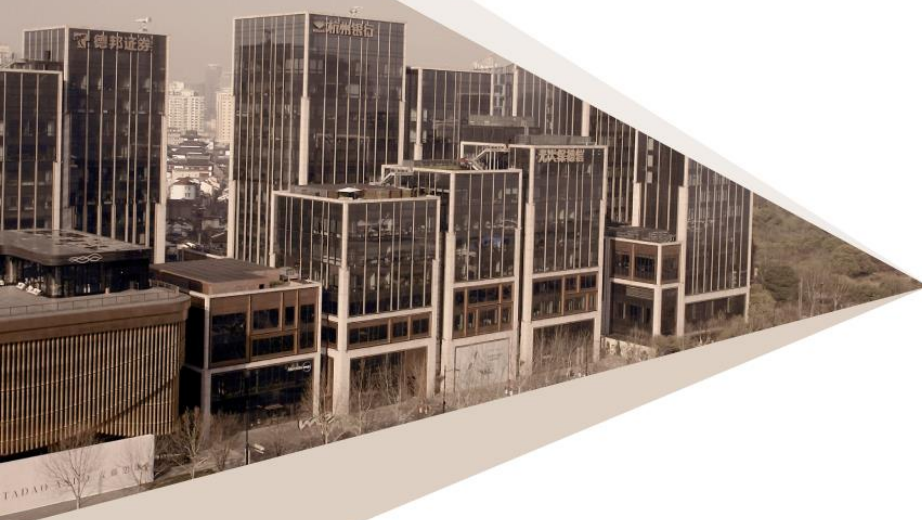
资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

核心观点

- **报告导读：**1) 引入海外宠物食品复盘，短期依赖于渠道能力，中期靠产品力穿越周期，长期通过多品牌矩阵布局，夯实市场龙头地位；2) 进行跨行业对比，以更为成熟、竞争更激烈的美妆赛道对比，结合美妆赛道产品及渠道变革情况，我们认为当前宠物食品仍处于电商化率迅速提升及大单品塑造阶段，国货龙头凭借更优性价比及运营能力抢占海外品牌份额，重点推荐国货龙头乖宝宠物，关注中宠股份/佩蒂股份/依依股份/天元股份。
- **精神需求&消费水平双重驱动，测算宠食远期市场空间140%+。**拆分量价，我们认为宠食市场远期市场空间为173-214亿美元，在2023年市场规模基础上有141.43%-219.47%的增长空间：**1) 量：**户均宠量指标的背后是城镇化率、单身率及老年率等核心指标，我们认为居民的精神需求为核心驱动；**2) 价：**消费水平为核心因素，2022年我国年均宠食消费仅为美国的0.12，基于当前人均收入与2035年远期指引，预计远期年均消费有望提升至英美2022年平均水平的2/5。
- **海外复盘：格局固化、易守难攻。****(1) 横向对比：**分地区看，成熟市场美国和韩国CR10位于35%-45%区间，而在新兴市场国家的激烈竞争下，全球CR10则稳定在30%上下；分品类看，美妆赛道更具参考意义，美妆难守易攻、而宠食易守难攻，背后在于宠食重研发投入、工厂及供应链资本开支、及消费者信任度更高，带来宠食整体上相比于美妆更集中的市场格局及更强的盈利能力。**(2) 复盘海外：**美国市场雀巢、玛氏双寡头市占近50%，收并购+全供应链布局+单一品牌卡位单一细分赛道，格局固化，而中国市场在面临互联网品牌及电商新渠道仍处于激烈竞争状态。
- **展望国内：电商化率初期+转型大单品策略，国货性价比替代。****(1) 品牌视角：**国内宠食品牌三足鼎立，海外品牌稳占高端、细分功效地位，国货龙头凭借研发及工厂背书、主打性价比，新锐互联网品牌通过代工主打轻资产运行、且通过电商渠道高增长实现品牌爆发，国内市场仍处于激烈竞争阶段。**(2) 产品视角：**美妆公司从渠道驱动逐步转为产品驱动，业绩持续性=大单品塑造能力+新产品矩阵，龙头公司珀莱雅凭借大单品战略成功转型，背后在于消费者洞察能力及组织架构搭建，当前宠食赛道产品较为分散，随着宠食工艺/设备进步，产品形态/功能有所升级，品牌竞争从零食逐步转向门槛更高的主粮。以龙头乖宝为例，以爆款大单品策略打响市场知名度，再以子系列/多品牌形式壮大产品矩阵，实现高端化布局。**(3) 渠道角度：**类比美妆行业，经历了“爆发成长-快速扩张-增长放缓”3大阶段，受益于线上渠道的直播红利在20年后迎来新一轮的增长。我们认为当前宠食处于电商化高速发展阶段，国货品牌在线上运营更灵活，渠道变革加速国货替代过程，与此同时也萌芽出大量白牌；但以宠物医院为代表的专业化渠道可替代性较弱。
- **投资建议：**赛道有望保持高增长，国货公司凭借供应链能力转化，同时电商新渠道的加持，深化大单品战略级多品牌战略，未来有望凭借产品性价比持续抢占海外市场份额，重点推荐国货龙头乖宝宠物，关注中宠股份/佩蒂股份/依依股份/天元股份。
- **风险提示：**宠物行业竞争加剧、品牌发展不及预期、外贸摩擦加剧、汇率大幅波动、原料价格大幅波动等。

目录 CONTENTS



- 01 精神需求&消费水平双重驱动
- 02 海外复盘：格局固化、易守难攻
- 03 国内市场：解构国产品牌竞争力
- 04 投资建议
- 05 风险提示

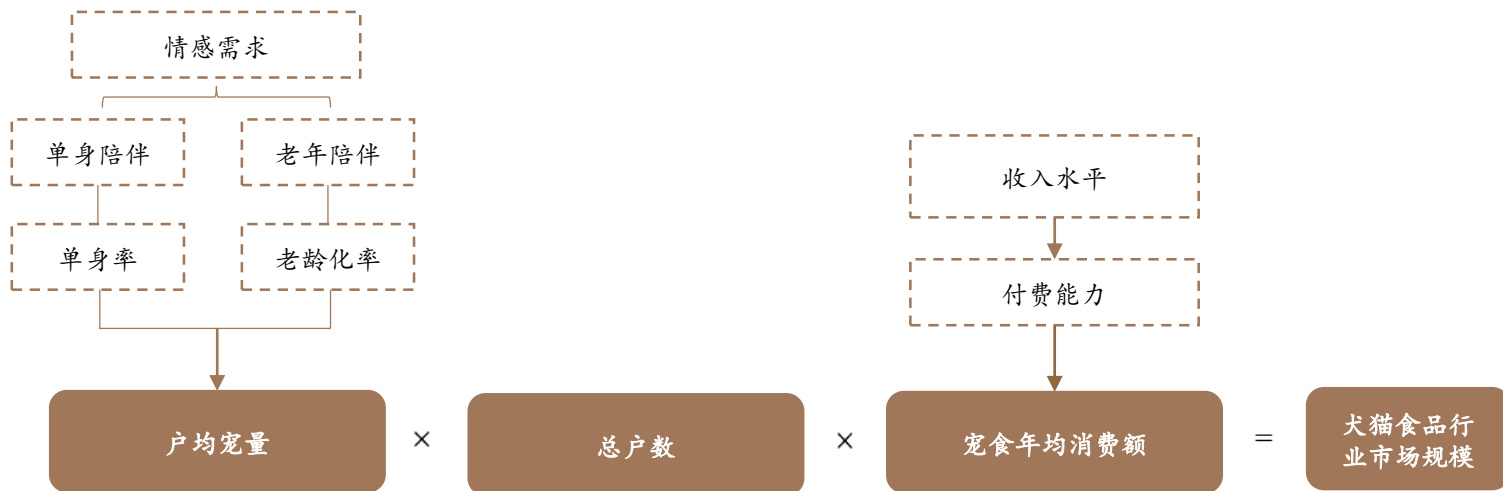
01

精神需求&消费水平双重驱动

1.1. 宠物食品根本驱动力：精神需求与消费水平

- 我们将宠物食品市场规模主要拆分为养宠渗透率、户均宠量和宠物单价，市场规模=养宠家庭数×平均每个家庭养宠数×年均消费额。
- 户均宠量：用于测算所有家庭平均每户保有宠物数量，该指标（1）与目标人群保有意愿正相关；（2）与目标人群总数正相关，这一变量与单身率、老龄化率、城镇化率等诸多宏观经济变量相关；
- 年均消费额：与人均收入水平正相关，同时也受到养宠理念影响，例如对狗的喂养从剩菜剩饭转为专业配方的狗粮。

图：宠物食品市场规模拆分



1.2.对标成熟市场，我国宠食市场远期预计有140%+空间

- **对标美、英等成熟市场，我国在户均宠物数、养宠消费单价上还有较大的增长空间。**（1）**户均宠物数**：目标人群总数限制，当前，我们在老龄化程度、单身人群比例、城镇化率均不及海外发达国家，目标人群不足，因此当前户均养宠数较低；（2）**宠物食品年均消费单价**：我国人均收入与海外发达国家差距较大，2023年我国人均可支配收入为39817元人民币，美国为60276美元，较大的收入差距一定程度导致我国宠物年消费额较低。
- 基于审慎原则，我们进行如下假设：
 - （1）在户均宠物数方面，我们参考城镇化率、单身率与老龄化率，取发达国家平均值的0.35倍0.27只；
 - （2）在宠物单价方面，我们基于当前人均收入与2035年的远期指引，取宠物单价为英美2022年均值的0.4倍，为每年146美元；
 - （3）总户数方面，我国人口增速放缓，我们预计稳定在48000万户左右。
- 基于以上假设，我们测算得远期市场空间为192.65亿美元，远大于2023年509.78亿人民币。

表：中国宠物食品远期市场空间测算

	美国（2022年，美元）	英国（2022年，美元）	中国（测算值，美元）	中国（2022年，人民币）
宠物食品销售额（亿）	499.89	51.96	192.65	486.27
猫饲养数量（万只）	3700	1100		6536
狗饲养数量（万只）	6200	1200		5119
猫狗饲养数量（万只）	9900	2300	13180	11654
宠物食品年均单价	505	226	146	417
户均猫狗数	0.75	0.82	0.27	0.25
总户数（万户）	13140	2820	48000	46573

1.2.对标成熟市场，我国宠食市场远期预计有140%+空间

- **敏感性测试：我国猫狗食品远期市场空间在173-214亿美元之间**，如前所述，我们测算户均宠物数0.27只以及年均消费额146美元，在该预测值渗透率上下波动0.02只，宠单价上下波动5美元的范围，户均宠物0.25-0.29只叠加年消费额141-151美元，对应我国宠物食品远期市场空间为173-214亿美元，在2023年市场规模基础上还有141.43%-219.47%的增长空间。

表：宠物食品市场弹性测算（亿美元）

单宠食品价 (美元) 户均猫狗 (只)	126	131	136	141	146	151	156	161	166
0.17	106	110	114	118	122	127	131	135	139
0.19	118	123	127	132	137	141	146	151	155
0.21	130	135	140	145	151	156	161	166	171
0.23	142	148	153	159	165	170	176	181	187
0.25	154	160	166	173	179	185	191	197	203
0.27	166	173	179	186	193	199	206	212	219
0.29	178	185	193	200	207	214	221	228	235
0.31	191	198	206	213	221	228	236	243	251
0.33	203	211	219	227	235	243	251	259	267
0.35	215	223	232	240	249	257	266	274	283
0.37	227	236	245	254	263	272	281	290	299
0.39	239	248	258	267	277	286	296	305	315

资料来源：Wind，美国宠物协会，英国宠物协会，英国统计局，美国经济分析局，国家统计局等，德邦研究所；注，英国 市场规模和收入使用2022年英镑/美元平均汇率换算

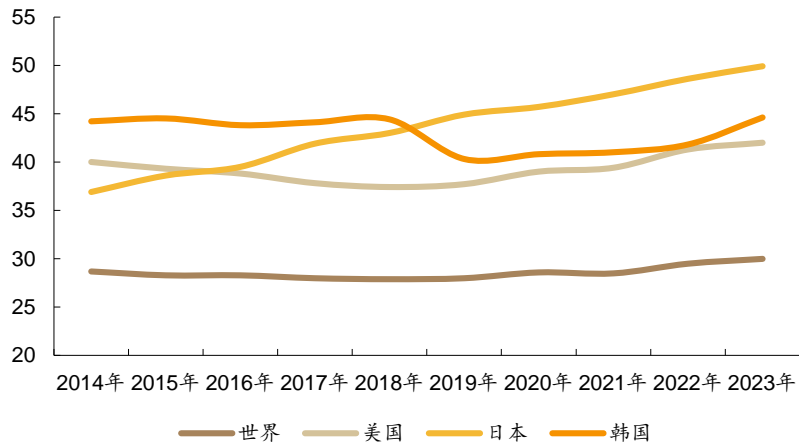
02

海外复盘：格局固化、易守难攻

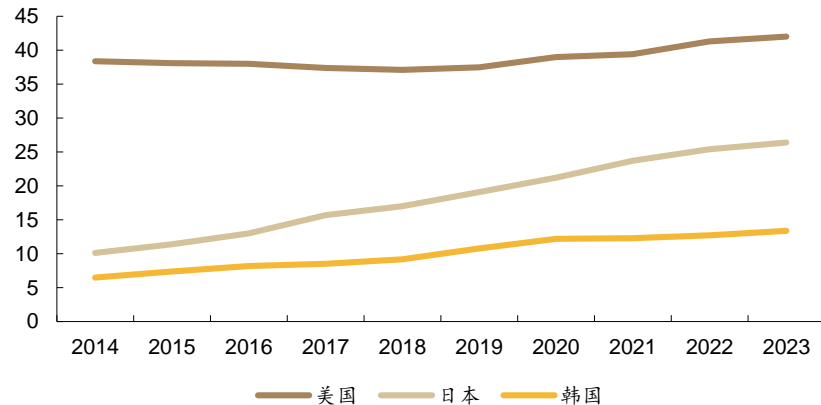
2.1. 横向地域对比：龙头高市占率、本土化程度较高

- **横向来看，成熟市场集中度较高**：过去十年，全球CR10稳定在30%上下，美国、韩国CR10位于35%-45%区间，我们认为成熟市场的竞争格局相对固化，但新兴市场（例如中国）仍处于激烈竞争状态，大量中小品牌涌现但目前对龙头撼动有限，故而带来全球市场集中度略低于发达国家。
- **市场成熟度提升带来本土品牌进入，本土化程度逐步提高**：美国市场发展成熟、充分竞争，本土品牌已经充分发展，CR10均为本土品牌；日韩仍处于高速本土化时期，如日本伊纳宝旗下的Ciao于1990年进入市场并逐步抢占份额，我们认为本土品牌高占有率的背后，在于当地消费者的高度信任感。

图：分地区市场CR10市场份额（%）



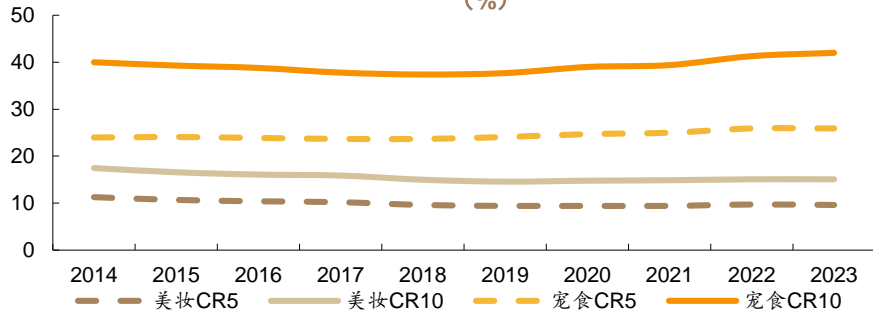
图：海外分地区CR10中本土品牌市占份额（%）



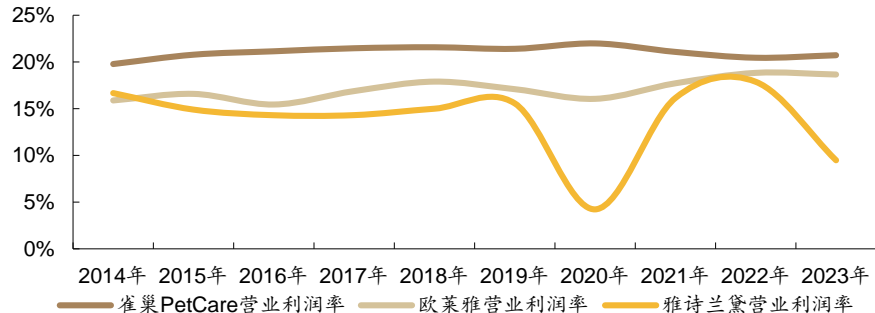
2.1. 横向品类对比：美妆难守易攻，宠食易守难攻

- 美国宠食及美妆市场发展成熟，宠食CR10为40%上下、远高于美妆的15%-20%，且雀巢PetCare业务op margin稳定20%左右，优于欧莱雅品牌，我们认为宠食易守难攻，而美妆赛道难守易攻，从研发、消费者需求多元等维度导致差异：
 - **（1）研发及生产环节：食品资质认证+供应链重资产投入，形成天然高壁垒：**宠食行业资质认证难度高，行业内多为自主研发、自建工厂，初始投资大，准入门槛高，如行业龙头玛氏于1965年建立了宠物研发中心，以全面研究宠物的需求与偏好，定向开发产品，其工厂也遍布英国、美国、澳大利亚等国家；相比于美妆的“轻资产”模式运营，多企业选择委托科丝美诗、科玛等代工厂加工，且更重营销和渠道，行业难守易攻。分品类看，我们认为“主粮≈护肤”，背后为大单品策略、更需深厚研发支撑，而“零食≈彩妆”，上新品类及节奏较为重要，背后为企业的消费者洞察能力。
 - **（2）消费者信任度→高复购率→品牌力强化：**海外宠食市场发展几十年，穿越周期沉淀雀巢、玛氏两大集团，同时推出单一品牌主打细分功能，类属于美妆赛道中的护肤、彩妆、洗护等不同赛道。但宠食市场需求较为单一，主因频繁更换食物或会导致犬猫身体吸收问题，且海外品牌供给有限，重主粮轻零食，进而沉淀消费者对产品信任度，及超强品牌力。

图：2014-2023美国宠食、美妆CR5与CR10集中度 (%)



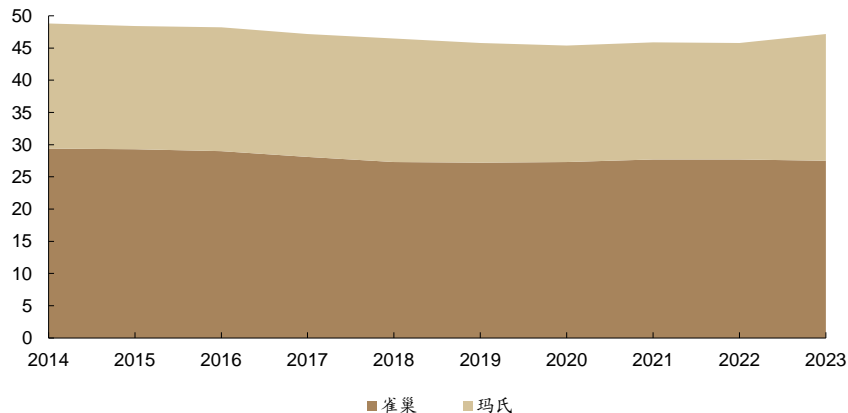
表：宠食龙头与美妆龙头营业利润率对比



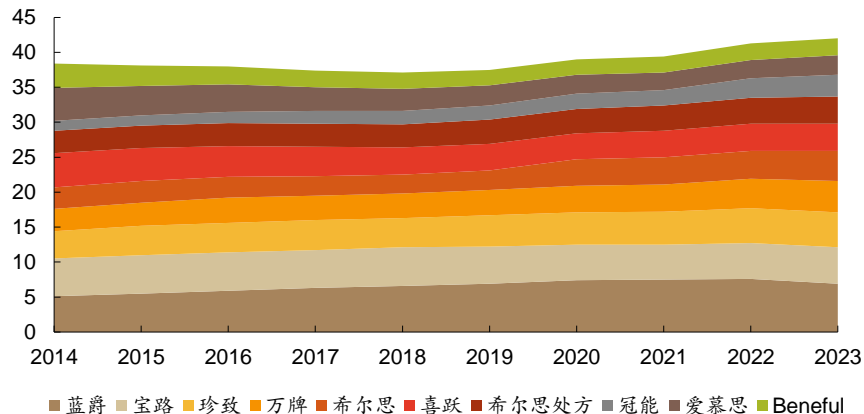
2.2.复盘美国：雀巢+玛氏独占近50%，格局固化

- 复盘美国宠食市场，雀巢及玛氏两大公司市占率在45%-50%之间，CR10略有提升，本土品牌格局稳定，成熟市场中格局基本固化。
- 分公司来看，收并购+全供应链布局，双寡头份额高企。雀巢公司与玛氏公司具备齐全的产品矩阵，并通过收并购、新设工厂等方式进一步扩大市场份额，进行全供应链布局，美国龙头公司占据接近一半的市场份额。
- 分品牌来看，赛道逐步细分，各品牌之间市场份额取代较少。2023年美国品牌CR10中有7席来自雀巢、玛氏两家龙头公司，其余来自通用磨坊和高露洁-棕榄，由于美国宠食逐渐趋于赛道细分，各品牌均保持了在自身优势赛道的优势份额，相互取代不明显，新品牌较难进入。

图：美国宠食市场龙头公司市占率（%）



图：美国宠食市场头部品牌市占率（%）



2.2.原因一：龙头积极收并购，运用供应链优势快速整合

- **高壁垒+规模效应，龙头公司通过收并购快速进入市场并完成全价格带布局**：雀巢及玛氏通过收并购并在被收购子公司/品牌内丰富产品矩阵来开拓市场，而通过收购传统低价优质的品牌，则可以较快地与公司形成规模效应，抢占市场份额，中小品牌的市场份额在收并购后向龙头集中。1) **本地化**：收购标的来自于美国、法国、加拿大等国家，我们认为来自于消费者对本土品牌的信任度，更易拓展本地市场；2) **价格分层**：两大公司布局了从大众、中端、高端不同价格带产品；3) **专宠专用**：例如犬猫分开、细分品牌销售单一品类等，背后原因在于成熟市场较少通过单一品牌辐射全部需求。

表：玛氏、雀巢宠物食品领域部分收并购及市场份额（2023年）

公司	收购时间	收购标的	收购标的国家	品牌（部分）	定位	世界市场份额（%）	美国市场份额（%）
玛氏	1968	Kal Kan Foods	美国	宝路	大众	5.4	5.2
				伟嘉	大众	2.7	0.1
	2000	皇家	法国	皇家	中端	2.9	1.4
				皇家处方	高端	1.3	1.7
	2007	美士	美国	Nutro	中端	0.7	1.4
	2014	爱慕斯全球	美国	爱慕思	中端	1.3	2.8
	2022	冠军宠物	加拿大	爱肯拿	高端	0.5	0.4
原始猎食渴望				高端	0.4	0.7	
雀巢	1985	三花	美国	珍致	大众	3.1	5
				喜跃	大众	2.7	3.9
	2001	普瑞纳	美国	万牌	中端	2.9	4.5
				冠能	中端	2.3	3.1
				冠能处方	高端	0.3	0.4
				Dog Chow	大众	1.6	2.2
Cat Chow	中端	1.0	1.5				

2.2.原因二：产品赛道细分，差异优势凸显

- 宠物食品行业逐渐走向赛道细分化，龙头公司布局早、产品差异化功效强、地位稳固。当前，消费者需求已经逐渐偏向于在基础宠食（如干/湿粮）的基础上进行特异化成分添加的产品，如雀巢的Pro Plan推出了针对宠物的肠胃问题和焦虑问题添加了补充剂的产品。
- 细分赛道优势广泛存在于非龙头公司，用户黏性较高，长期主营干湿宠粮的I and love and you品牌也宣布提升了狗粮44%的复购率和猫粮35%的复购率，消费者黏性同样较高。我们认为，高复购粘性在行业发展期有利于龙头份额集中，但随着产品赛道的细分化，深耕细分品类的中小品牌的用户粘性或同样趋于明显，或为过去多年来市场份额进一步集中的原因。

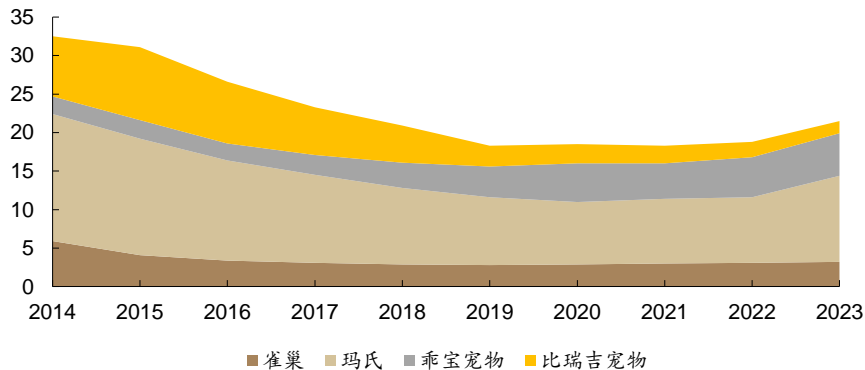
表：部分宠食产品功效及价格

公司	品牌	产品	价格	主要功效
雀巢	冠能	Veterinary Supplements	\$0.97/oz	提供猫狗肠胃营养添加
		Ocean Whitefish & Salmon Entrée Classic Grain Free Wet Cat Food	\$0.60/oz	无谷物鳕鱼湿猫粮，高蛋白，DHA添加
通用磨坊	蓝爵	Hairball Control	\$6.00/lb	添加纤维素，减少毛球
		Life Protection Formula Chicken and Brown Rice Recipe	\$2.40/lb	根据幼犬提供高蛋白、水果添加
玛氏	爱肯拿	Light & Fit Recipe	\$4.89/lb	蔬菜、水果添加，帮助犬类减重
	皇家	Mother & Babycat Ultra Soft Mousse in Sauce	\$0.76/oz	针对孕猫和幼猫特定添加的软粮
	皇家处方粮	Canine Urinary S0®	\$5.56/lb	提供犬类泌尿保健和膀胱健康支持
I and love and you	I and love and you	NAKED ESSENTIALS	\$5.00/lb	无谷物红肉狗粮，添加OMEGA3&6脂肪酸和益生菌

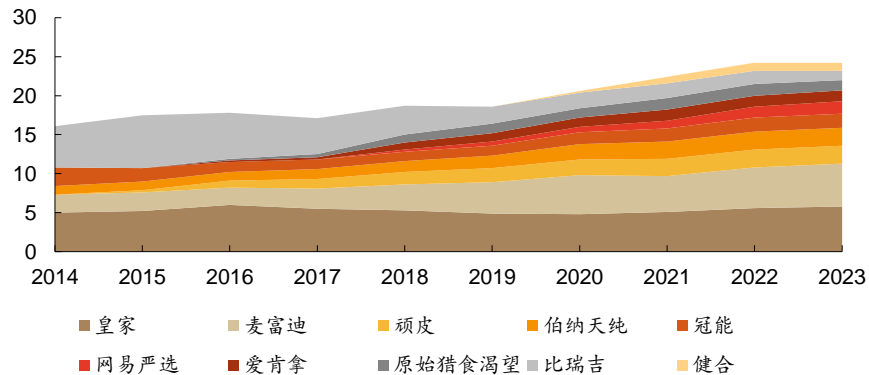
2.2.映射中国：市场分散，激烈竞争

- 中国市场从15年开始被新锐品牌抢占份额后，雀巢、玛氏及比瑞吉份额明显下降，公司角度CR4从19-23年趋稳，但品牌层面激烈竞争：
- （1）供给端，新玩家相继进入，竞争格局激烈：2010年后，多个新兴品牌进入宠食市场，布局大众赛道和中高端差异化赛道，如乖宝宠物2013年推出麦富迪品牌，由代工模式向自有品牌转型，此类新品牌的进入使得竞争格局更加分散；
- （2）渠道端，线上竞争激烈，龙头格局洗牌：线上渠道在推新、营销等方面竞争激烈，前国货龙头比瑞吉线上渠道表现不佳，麦富迪品牌通过线上化运营跃居第二；
- （3）需求端，消费转型升级，低端表现不佳：国内处于宠物粮需求高端化转型阶段，健康、高质的消费教育叠加居民人均收入的上升，以比瑞吉为代表的面向低端市场的品牌被中高端粮大幅度取代，导致龙头竞争格局的变化。

图：中国宠食市场龙头公司市占率（%）



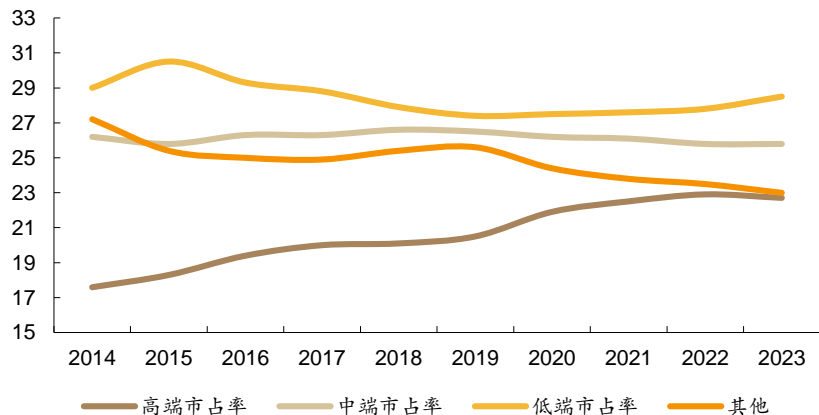
图：中国宠食市场龙头品牌市占率（%）



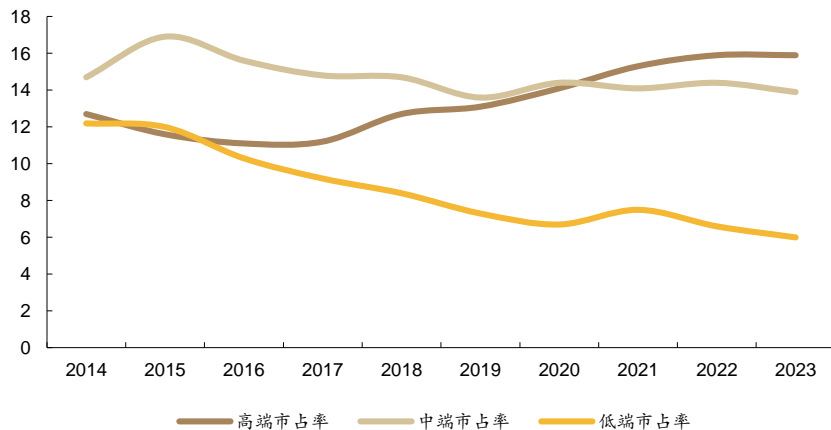
2.2.复盘研究：细分格局改变，价格梯队调整

- **细分赛道高端化，美国高端市占率持续提高。**当前美国市场的高端爬坡主要来源于处方粮及其他细分赛道，蓝爵、冠能、皇家等品牌均在原有产品矩阵的基础上在猫狗肠胃、脱毛保护、特定营养补充等赛道推出新品，推动了美国市场的进一步高端化。
- **中国市场消费升级，但高端化较为粗放。**当前中国宠食市场高端替代主要来源于消费升级，（1）**供给端：中国本土企业高端化不足：**当前中国高端份额基本由国际大牌，如冠能、皇家、原始猎食渴望等占据，仅有弗列加特等品牌进入天猫618榜单前十；（2）**需求端：收入提升驱动，细分赛道需求有限：**当前我国高端份额的提升主要由收入驱动，宠物主对细分赛道关注有限。

图：美国分价格带市占率情况（%）



图：中国宠食市场分价格带市占率（%）

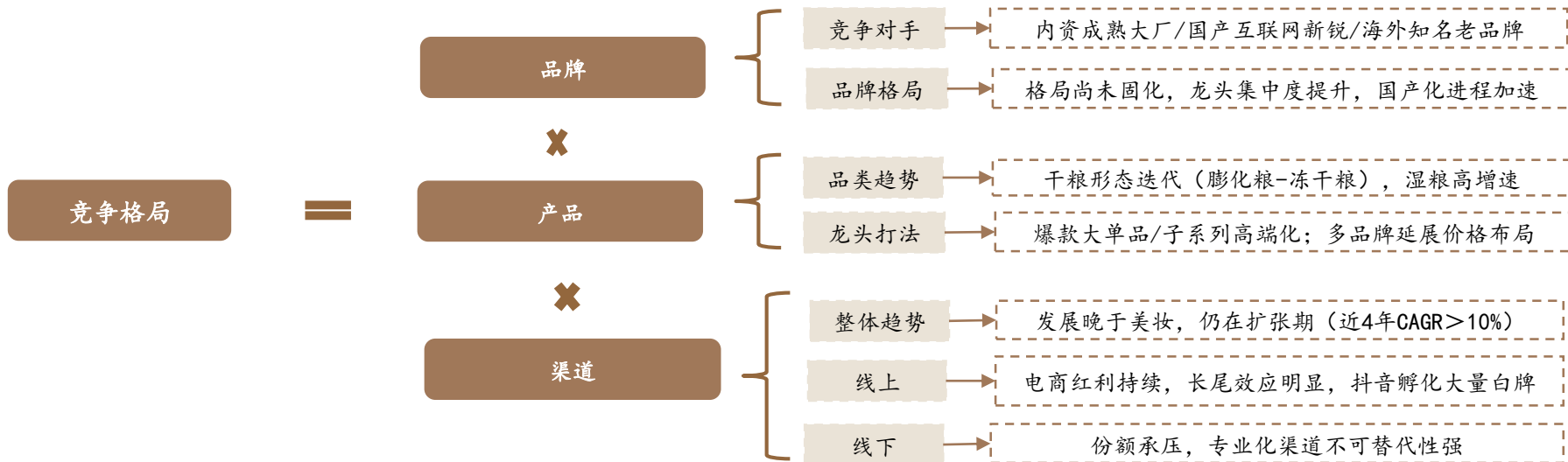


03

国内市场：发力电商+大单品策略，国货性价比替代

3.1. 宠食行业竞争格局框架图

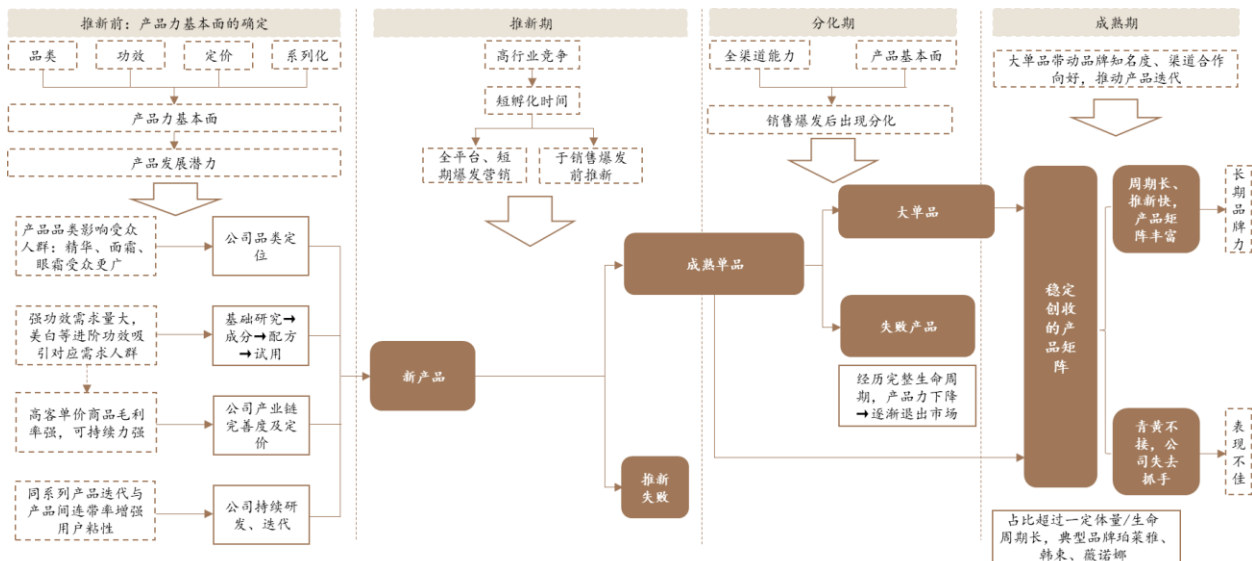
从品牌、产品和渠道3大维度拆解宠物食品行业的竞争格局。（1）**品牌视角**：国内宠食品牌呈现三足鼎立局面，内资大厂、互联网新锐以及海外知名品牌都在抢占份额，目前看国内格局尚未固化，龙头集中度持续提升，国产化进程持续加速。（2）**产品视角**：随着宠食工艺/设备进步，产品形态/功能都有所升级，品牌竞争焦点从零食逐步转向门槛更高的主粮领域。以龙头企业乖宝为例，以爆款大单品策略打响市场知名度，再以子系列/多品牌形式壮大产品矩阵，逐步实现高端化布局。（3）**渠道角度**：宠物食品渠道成熟度低于美妆，行业仍在扩张期。电商化助力国产品牌份额提升，同时也造就了行业品牌突出的长尾效应，新兴平台（抖音等）的快速发展孵化了大量白牌。线下渠道份额承压，但宠物医院等专业化渠道仍具有较强的不可替代性。



3.2.对比美妆：新品决定爆发性，矩阵影响持续性

- 从美妆的可比视角来看，产品矩阵是公司业绩的持续来源。根据我们的研究经验，我们认为美妆行业新品推介周期主要取决于公司的全渠道能力和产品本身的基本面情况，之后通常会出现持续经营大单品和生命周期结束的成熟单品，因此，产品矩阵的丰富度主要取决于成熟产品和大单品的数量，完善的产品矩阵在助力公司业绩增长的同时也为公司形成长期品牌力夯实基础。

图：美妆产品生命周期与产品矩阵



3.2.品牌：中国宠物食品市场三类核心玩家

当下国内宠物食品品牌分为3类：

- ✓**海外-国际知名大牌**：海外纯进口品牌，价格定位高端，如渴望、巅峰Ziwi等；外资内地设厂品牌，供应链稳定，如玛氏（皇家、美士）。
- ✓**国产-成熟大厂品牌**：从代工业务转型做自有品牌，成立时间较长，拥有从研发、采购、生产到销售的完整组织架构，如乖宝（麦富迪、弗列加特）、中宠（顽皮）、佩蒂（爵宴、好适嘉）等。
- ✓**国产-互联网品牌**：擅长用互联网思维经营品牌，关注产品的差异化市场定位，利用用户数据反向推新营销，产能整体非常依赖外部代工厂，如网易严选、高爷家、阿飞和巴弟等。

	海外-国际知名大牌	国产-成熟大厂	国产-互联网品牌
代表品牌			
特征	①纯进口品牌，国外生产国内进口，②外资品牌、国内设厂，具备稳定供应链	①较早从代工业务转型自有品牌； ②内部研发/生产/营销组织架构完善，具备全产业链能力	①互联网逻辑经营； ②供应链能力偏弱，依赖外部代工厂； ③开始往生产和采购端深入
价格定位	中高端+高端定价	中低端+中端定价	中低端+中端定价，部分中高端

3.2.品牌：集中度持续下滑，国产抢占龙头份额

■ 拉取2014年以来的国内宠物食品行业CR10数据，市场集中度趋势性下滑，竞争格局更偏分散，但Top10品牌中国产品牌市场份额逐步提升。

表：宠物食品市场规模与Top10市场占比

序列	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
市场规模(亿元)		79.1	104.7	152.1	208.7	268.8	337.0	401.8	453.0	487.2	509.8
yoy		25.8%	32.4%	45.3%	37.2%	28.8%	25.4%	19.3%	12.7%	7.5%	4.6%
CR10		30.0%	29.3%	26.1%	22.9%	22.1%	21.1%	22.3%	23.3%	24.2%	24.2%
Top10中国品牌市占率		7.6%	10.8%	10.6%	9.7%	11.3%	11.1%	11.0%	12.3%	12.9%	12.9%
复盘2023年Top10品牌市占率变化											
1	皇家(玛氏)	5.0%	5.2%	6.0%	5.5%	5.3%	4.9%	4.8%	5.1%	5.6%	5.8%
2	麦富迪	2.3%	2.4%	2.2%	2.6%	3.3%	4.0%	5.0%	4.6%	5.2%	5.5%
3	顽皮	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%
4	伯纳天纯	-	0.3%	0.9%	1.2%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%
5	冠能(雀巢)	2.4%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%
6	网易严选	-	-	-	-	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%	1.4%	1.6%
7	爱肯拿(玛氏)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4%
8	渴望(玛氏)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.3%
9	比瑞吉	5.3%	6.8%	5.9%	4.6%	3.7%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.2%
10	素力高	-	-	-	-	-	-	0.2%	0.8%	1.0%	1.0%

3.2.品牌：格局尚未固化，国产新锐突围出圈

- **宠食品牌格局尚未固化，国产新锐突围出圈。**国内线上渠道超50%的占比构成了国内独特的宠物渠道特征，赋予了国产品牌弯道超车机会。对比天猫和抖音平台6月品牌排名数据，可以明显看到：国产品牌排名席位占比持续提升，且抖音平台国产替代现象更明显。

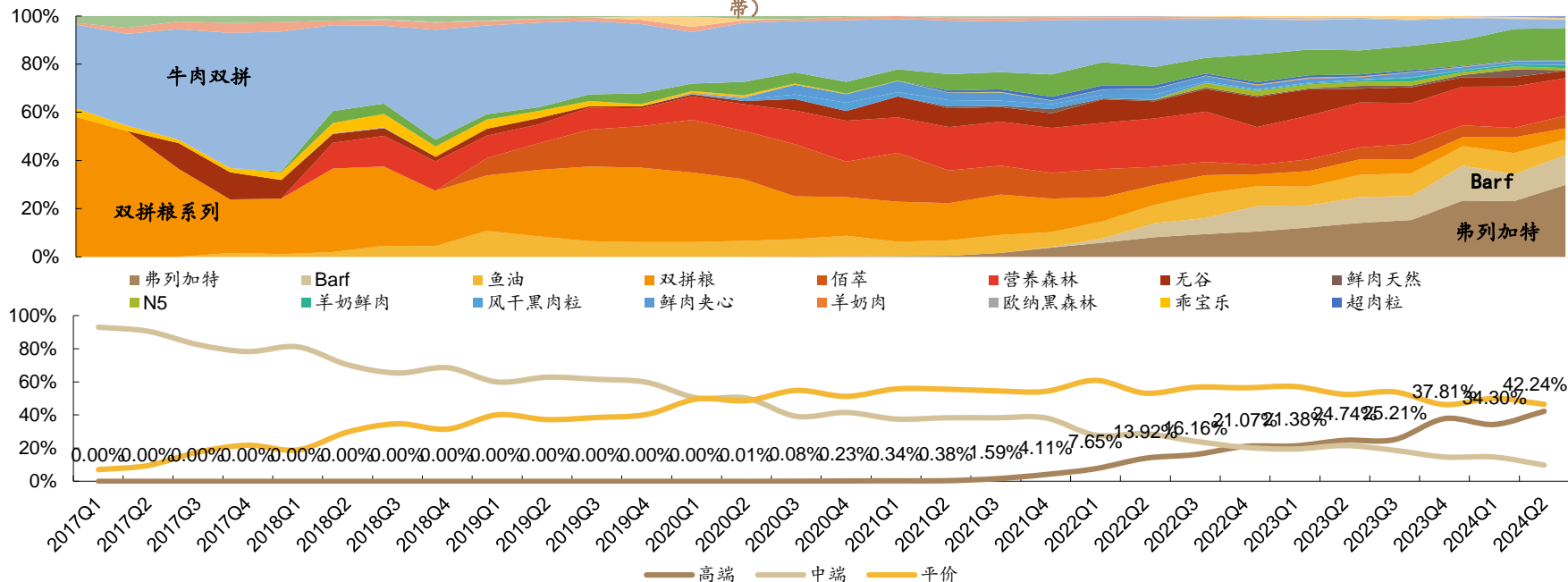
图：天猫/抖音渠道top10榜单数据变化

排名	天猫平台						抖音平台					
	猫主粮			狗主粮			猫主粮			狗主粮		
	23年6月	24年6月	位次变化	23年6月	24年6月	位次变化	23年6月	24年6月	位次变化	23年6月	24年6月	位次变化
1	皇家	皇家	-	麦富迪	麦富迪	-	喵梵思	麦富迪	+1	伯纳天纯	麦富迪	+1
2	网易严选	诚实一口	+1	伯纳天纯	皇家	+1	麦富迪	弗列加特	首次上榜	麦富迪	明亮与狗	首次上榜
3	诚实一口	鲜朗	首次上榜	皇家	伯纳天纯	-1	诚实一口	喵梵思	-2	赛狼	伯纳天纯	首次上榜
4	麦肯拿	网易严选	-2	疯狂小狗	疯狂小狗	-	蓝氏	诚实一口	-1	它的心意	犹它部落	+2
5	爱肯拿	蓝氏	+5	凯锐思	凯锐思	-	网易严选	蓝氏	-1	它护味	鲜粮说	+4
6	渴望	麦富迪	-2	比乐	爱肯拿	+1	醇粹	宽福	首次上榜	犹它部落	赛狼	-3
7	instinct	弗列加特	首次上榜	爱肯拿	网易严选	首次上榜	卫仕	网易严选	-2	鼎趣	疯狂小狗	首次上榜
8	ZIWI	渴望	-2	诚实一口	比乐	-2	阿飞和巴弟	鲜朗	首次上榜	果丽多	比乐	首次上榜
9	素力高	Instinct	-2	渴望	渴望	-	皇家	金故	首次上榜	鲜粮说	必选择	首次上榜
10	蓝氏	爱肯拿	-5	力狼	冠能	首次上榜	曜曜	皇家	-1	卫仕	诚实一口	首次上榜
国产品牌占比	40%	60%	20%	70%	60%	-10%	90%	90%	0%	100%	100%	0%
排名	猫零食						狗零食					
	23年6月	24年6月	位次变化	23年6月	24年6月	位次变化	23年6月	24年6月	位次变化	23年6月	24年6月	位次变化
1	麦富迪	麦富迪	-	麦富迪	麦富迪	-	麦富迪	麦富迪	-	红狗	卫仕	+3
2	希宝	瓜洲牧	+1	爵宴	疯狂小狗	+1	猫大力	金故	+7	猫大力	派迪诺	+1
3	瓜洲牧	网易严选	+1	疯狂小狗	爵宴	-1	关谷庄	小壳	+3	派迪诺	红狗	-2
4	网易严选	希宝	-2	顽皮	嬉皮狗	+1	莓小萌	笑宠	首次上榜	卫仕	麦德氏	+2
5	顽皮	顽皮	-	嬉皮狗	顽皮	-1	喵梵思	农夫牧场	首次上榜	普安特	MAG	+5
6	珍致	倬获	首次上榜	ZEAL	ZEAL	-	小壳	猫大力	-4	麦德氏	猫大力	-4
7	伊纳宝	阿飞和巴弟	+1	瓜洲牧	雅礼颂	首次上榜	地狱厨房	慕熙	首次上榜	麦仕邦	贝多宠	首次上榜
8	阿飞和巴弟	多特思	首次上榜	益和	益和	-	西西来了	诚实一口	首次上榜	美鸥	唯特适	首次上榜
9	宽福	蓝氏	首次上榜	宝路	凡可奇	首次上榜	金故	莓小萌	-5	网易严选	添赐力	首次上榜
10	凯锐思	凯锐思	-	凯锐思	皇恒赛级	首次上榜	喵柒柒	宽福	首次上榜	MAG	网易严选	-1
国产品牌占比	70%	90%	20%	90%	100%	10%	90%	100%	10%	80%	80%	0%

3.3.产品：龙头顺应品类趋势，乖宝大单品/高端化打法

■ 龙头快速成长部分得益于产品结构调整，大单品、高端化趋势显现。拆解乖宝线上渠道产品结构：乖宝是典型大单品-单一品牌-多品牌矩阵的布局思路。17-19年的单品牛肉双拼粮以及双拼粮系列；18年Q2推出营养森林系列；20年Q2弗列加特系列上市（主打猫系）；21年Q4推出霸弗Barf高端系列。爆款大单品持续迭代接力，高端系列占比逐步提升，23年以来价格带高端化趋势明显。

图：2017Q1-2024Q2 天猫平台数据 乖宝主粮产品销售额结构变化（分系列/分价格带）

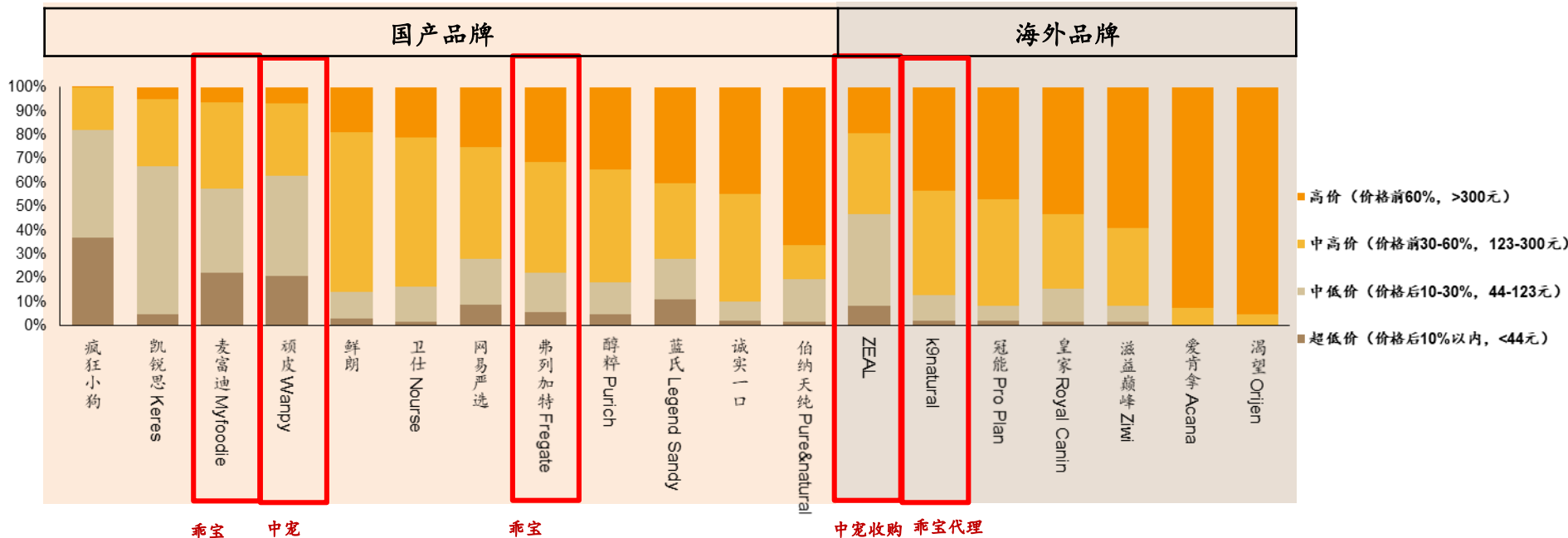




3.3.产品：国产主流定价偏中端，龙头多品牌延展价格布局

- 海外品牌价格带分布高端化突出，国产品牌价格定位以中端为主（不是纯粹的低价竞争），国内宠食龙头通过多品牌延展价格布局。国内宠物食品上市龙头乖宝、中宠通过多品牌矩阵布局，实现多价格带布局。乖宝主品牌麦富迪（中高价格带以上产品销售额占比40%+）、子系列弗列加特（75%+）、代理品牌 K9natural（85%+）；中宠股份主品牌顽皮（35%+）、收购海外品牌Zeal（50%+）。

图：国产/海外宠食品牌天猫平台按价格带拆分的销售额占比

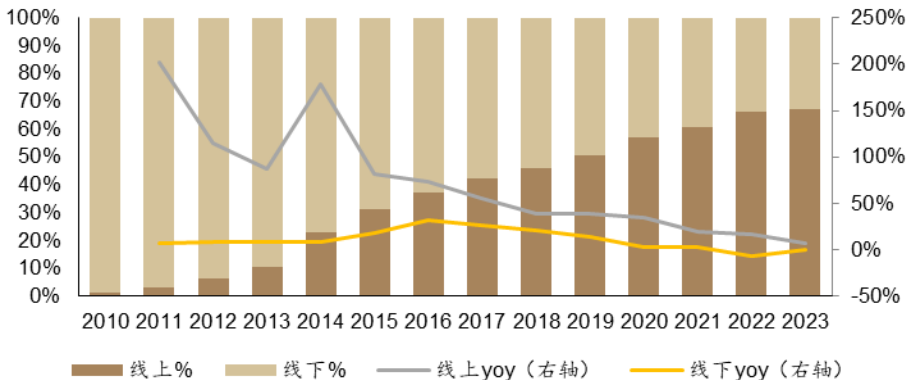


3.4.渠道：对比美妆，渠道仍在扩张阶段，电商红利持续

■ **渠道仍在扩张阶段，电商红利持续。VS美妆个护：**美妆行业在过去10多年间经历了【爆发成长】-【快速扩张】-【增长放缓】3大阶段，整体行业发展集中受益于线上渠道红利。对比之下，宠物食品行业线上渠道依赖度更高，近几年行业增速有所放缓，但相比美护仍处于稳步扩张阶段，当前宠食行业可类比20年前后的美护行业。线下渠道方面，相较美妆线下市场规模萎缩，宠物食品行业仍有小幅增长，但流量流失也比较严重。

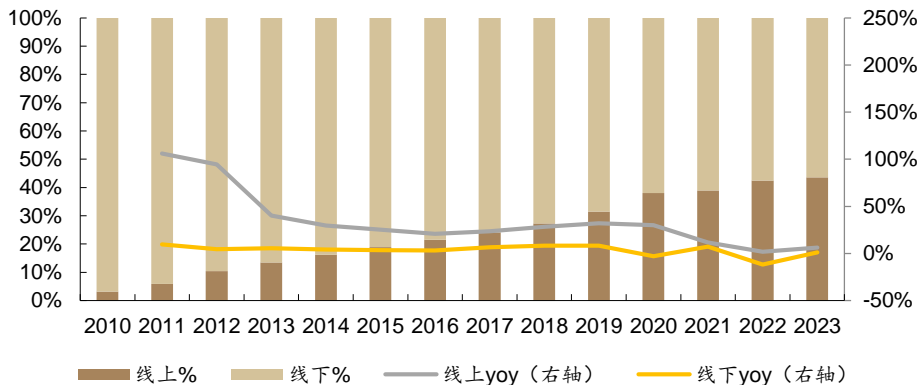
图：宠物食品行业渠道发展历程

阶段	发展初期	爆发成长	稳步扩张
CAGR	2010-2013年	2014-2019年	2020-2023年 (至今)
线上	130.04%	56.67%	19.05%
线下	8.16%	22.20%	0.09%
整体	11.71%	33.62%	10.91%



图：美妆个护行业渠道发展历程

阶段	爆发成长	快速扩张	增长平缓
CAGR	2010-2014年	2015-2020年	2021-2023年 (至今)
线上	64.28%	26.56%	6.42%
线下	5.94%	4.38%	-1.48%
整体	9.81%	9.76%	1.67%



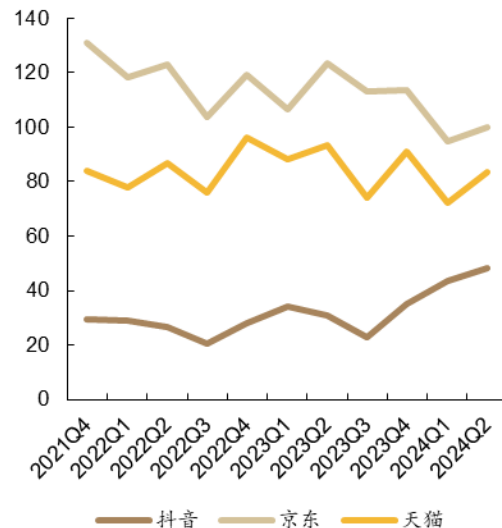
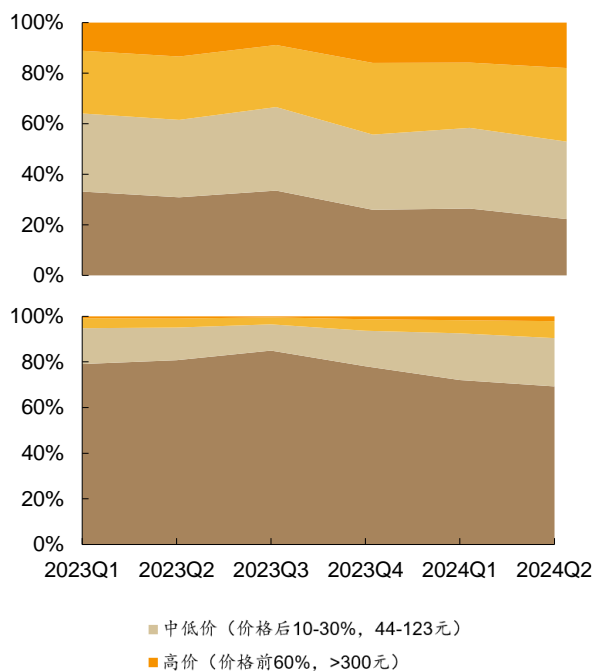
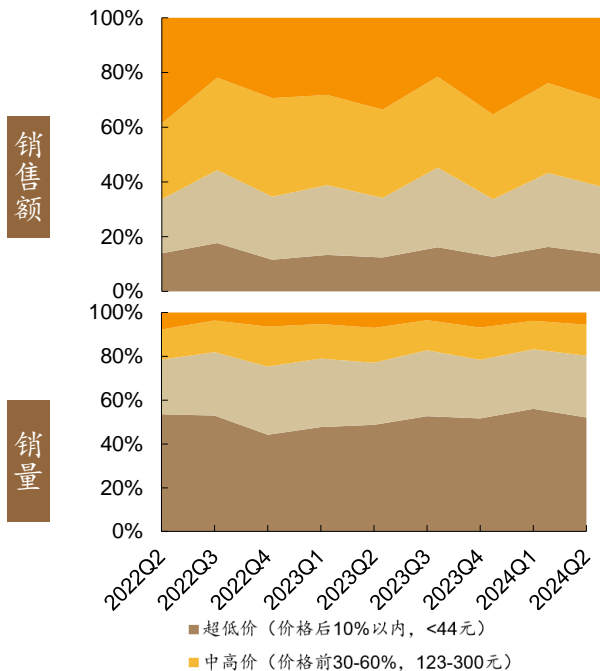
3.4.渠道：线上长尾效应明显，新平台孵化大量白牌

■ **行业长尾效应明显，抖音孵化大量白牌。**抖音渠道孵化出大量宠物食品的白牌商品（销售额占比大盘低，但销量占比高），天猫平台品牌调性更集中在中高端品牌。从趋势看，抖音平台白牌产品或在逐渐出清，偏中高端的产品占比明显增加，22年以来抖音平台均价整体呈现提升趋势。

图：宠物食品天猫渠道价盘

图：宠物食品抖音渠道价盘

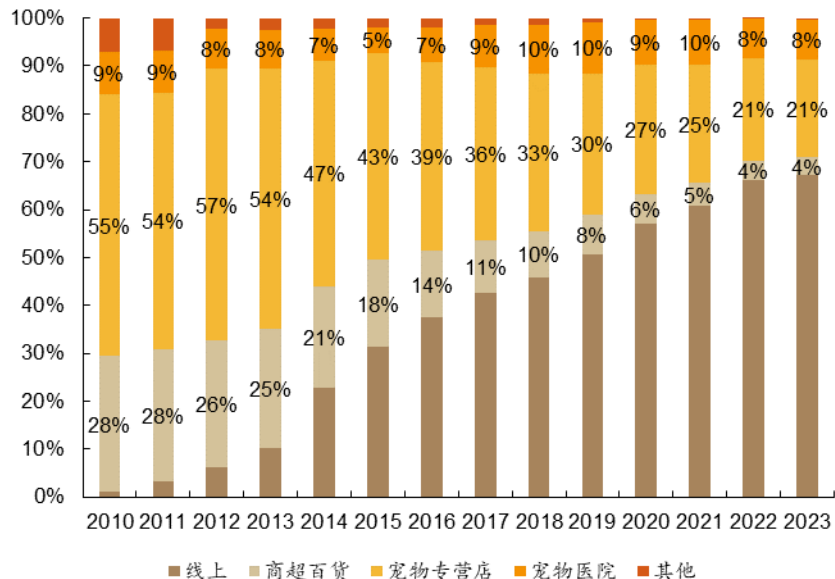
图：宠物食品线上渠道客单价趋势
(单位：元)



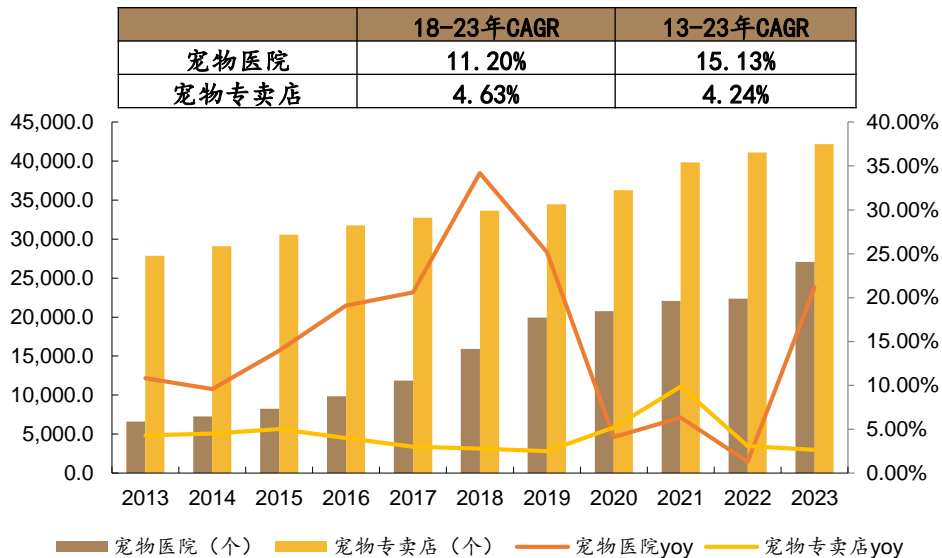
3.4.渠道：宠物医院不可替代性强，或为线下新增长点

- **专业性渠道不可替代性强，宠物医院有望成为线下渠道新增长点。**在整体线下渠道份额持续挤压的情况下，宠物医院占比相对稳定，商超百货和宠物专营店渠道占比下滑严重。宠物医院作为高粘性消费场所，对消费品牌选择和更换决策影响较大。根据欧睿数据，截至2024年7月，2024年中国宠物医院大约2.97万家，18-23年5年复合增速11.20%，目前我国宠物医院整体格局分散（2022年CR10<20%，top1新瑞鹏占比9.4%）。未来随着科学养宠意识增强，宠物医院有望成为线下渠道新增长点。

图：宠物食品渠道结构变化



图：宠物医院和宠物专卖店数量



04

投资建议

4.1 乖宝宠物：短看线上化+品类创新，长看优秀的组织能力

- **618大促：双品牌全网高增长，持续取代国际份额。**根据公司战报显示，两品牌总计全网销售超4.7亿/+40%，（1）麦富迪一骑绝尘，继续全平台领跑，618品牌战报显示，麦富迪2021-2024年持续获得天猫宠物品牌综合排名、抖音宠物品牌综合排名第1名，本次位列拼多多平台品牌综合榜第1、京东平台第2，其中barf系列全网GMV超4430万、同增126%，双拼粮/羊奶肉GMV超3200万/1930万；（2）弗列加特增长强劲，高端赛道持续取代，今年618榜单弗列加特位居天猫平台品牌综合排名第8名，相比于23年双十一前进11名；抖音平台排名第五，前进两名，全网销售额超1亿/+230%，其中，天猫超6900万/+320%，抖音超2500万/+143%。
- **高端国产替代未来可期，全产品矩阵快速增长。**
- **（1）品类创新：**2023年以来，公司重点发力Barf、羊奶为代表的高端大单品，且在24年618中均取得较好表现，带动公司盈利能力提升，同时公司具备大单品打造能力，对消费者洞察的精准把握；
- **（2）品牌升级：**我们认为持续推新品的背后，在于麦富迪品牌定位升级及客群拓展，通过更优性价比持续抢占份额；另外2019年推出高端猫粮品牌弗列加特、24年6月推出高端狗粮汪臻醇，进军高端市场完善品牌矩阵建设；
- **（3）组织架构及人才强绑定，效率持续提升为精神内核：**在公司享受电商渠道红利以及大单品创新的背后，更是公司的组织架构的充分体现，以及对优秀人才的绑定，2024年7月6日，乖宝宠物公布激励机制，股权激励绑定杜士芳在内的9名中高层，同时发布超额业务激励，若当年超额达成收入及利润目标，则以不超过归母净利润的15%作为激励奖金总额。
- **投资建议：**我们认为，参考前文所述，美妆市场已经率先演绎了线上化率和大单品战略的逻辑，龙头公司珀莱雅已经凭借优异的组织架构率先做出全行业表率；而宠物市场的竞争仍处于较为初期阶段，乖宝宠物的稳定组织架构以及管理层对于核心业务人员的激励决心为支撑公司长远发展的根本，看好公司三年激励计划的超额达成。我们预计24-26年营收为53.13/64.48/77.44亿，同增22.8%/21.4%/20.1%（激励目标为+19%/19%/18%），归母净利润为5.59/7.00/8.75亿，同增30.3%/25.3%/25.0%（激励目标为+21%/15%/14%），对应PE分别为30.61X/24.43X/19.54X，维持“买入”评级。

4.2中宠股份：品牌调整成果释放，海外持续修复

- **核心品牌持续调整当中，618大促逐渐展现成效。**公司核心品牌wanpy顽皮仍处在调整阶段，积极推进渠道控件，同时减少sku数量，进而调整产品品类，当前调整效果明显，主粮业务的占比和毛利率提升进而带动品牌毛利率提升，同时公司增加多维度营销活动投放，在天猫24年618开门红战报中，顽皮在猫零食位列top7、提升3位，在狗零食位列top5、同比持平；在京东24年618全周期战报中，顽皮在猫湿粮&零食品类位列top4、提升1位，在狗零食位列top5。
- **海外进入补库存阶段，外销代工产能利用率高位，产能释放支撑未来增长。**我国上半年宠物食品出口额同比增长24.59%，23年随着下游客户去库存结束，宠物出口订单恢复正常，中宠在23年4月订单持平、5-6月达到正增长，当前市场仍处于补库存阶段、叠加同期低基数，短期出海延续较高景气度。远期视角，中国代工企业以产品性价比取胜，公司“年产6万吨宠物干粮项目”全部生产线已经投入运营，缓解了公司干粮产品的产能缺口；“年产2万吨宠物湿粮新西兰项目”在持续建设中，后期将为公司在高端宠物湿粮市场的开拓提供坚实的产能支持；美国第一工厂23年实现营收7.13亿、净利润1.50亿，净利率高达20.99%，公司正计划建设第二工厂，项目建成达产后将实现12000吨的产能，公司海外业务竞争力及整体的盈利能力将进一步增强。
- **投资建议：**根据wind一致预期，预计24-26年营业收入为44.14亿/51.31亿/58.75亿，归母净利润为2.88亿/3.52亿/4.25亿，同比增速为23.5%/22.1%/20.9%，8月12日收盘价对应PE为19.40X/15.00X/13.11X，建议关注。

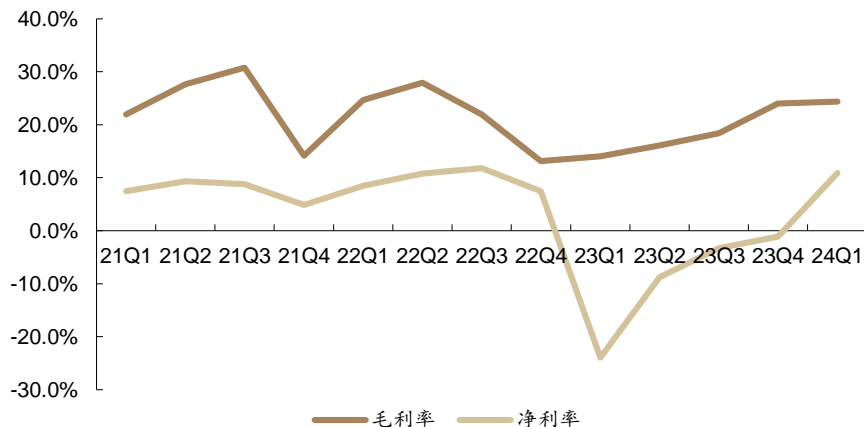
4.3 佩蒂股份：盈利拐点已至，看好去库后新产能释放

- 自主品牌积极拓展，爆品模式拉动国内市场增长。** 爵宴、好适嘉等核心自主品牌拓展顺利，通过爆款单品模式拉动国内市场增长，2023年国内销售额同增27.0%至3.5亿元。2024年以来需求向好与盈利修复下，公司预告上半年实现归母净利润0.9-1.1亿元，其中自主品牌已打通多渠道布局，已完成阶段性目标，收入规模延续高增。618期间爵宴旗下鸭肉干、狗罐头等多款产品位列畅销榜单，全网成交额超2500万元，全平台累计支付金额同增67%，天猫占线上收入比超50%。
- 海外补库背景下，看好新西兰工厂等新产能陆续释放。** 至2023Q4海外市场已进入主动补库阶段，需求向好复苏，至今年上半年ODM出货量大幅增长，越南基地保持满负荷运转状态，柬埔寨生产基地产能持续爬坡。当前自建年产4万吨高品质干粮的新西兰主粮工厂于2024年3月正式投产，同时温州工厂部分产线将于年底前使用，后续新产能释放有望拉动收入稳健增长，参考Iifind一致预期，预计公司24-26年实现收入19.1/23.4/28.3亿元，净利润1.36/1.79/2.23亿元，同比增长1323%/32%/25%。

图：佩蒂股份盈利水平环比有所修复

图：佩蒂股份产能规划与利用率情况

投资项目	募资金额（亿元）	投资进度	预计投产期
新西兰年产4万吨高品质干粮项目	1.38	97.4%	21年12月
柬埔寨年产9200吨休闲食品新建项目	1.38	94.3%	21年12月
柬埔寨年产2000吨休闲食品扩建项目	0.65	106.7%	23年12月
新西兰年产3万吨高品质湿粮项目	2.37	28.0%	25年12月
年产5万吨新型宠物食品项目	2.65	14.4%	24年6月



05

风险提示

风险提示

- 宠物行业竞争加剧
- 品牌发展不及预期
- 外贸摩擦加剧
- 汇率大幅波动
- 原料价格大幅波动

免责声明

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128