

行业研究/深度研究

2018年11月14日

行业评级:

农林牧渔

增持 (维持)

许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

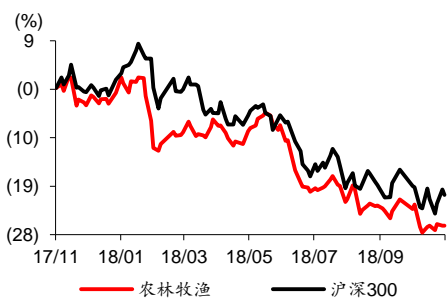
张晋溢 010-56793951
联系人 zhangjinyi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1 《中牧股份(600195,买入): 业绩符合预期, 高端口苗高增长》2018.10
- 2 《天邦股份(002124,买入): 产能扩张仍在途, 周期大概率回升将彰显高弹性》2018.10
- 3 《佩蒂股份(300673,增持): 高增长持续, 业绩符合预期》2018.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

行业潜力大, 国产品牌逐鹿新蓝海

宠物食品行业报告

宠物市场规模快速增长, 2010-2017 年复合增长率达 30%

我国宠物市场规模从 2010 年到 2017 年, 年复合增长率达到 30%。根据《2017 年宠物行业白皮书》预测, 2020 年宠物市场规模可达 1885 亿元。快速增长的行业规模带动了业内企业营收快速增长, 国内宠物行业龙头企业中宠股份 2018 年前三季度营收达到 10.1 亿元, 同比增加 39.07%。我们看好宠物食品行业未来前景, 认为中宠股份等国内龙头标的正积极布局国内电商渠道、增强品牌差异化、积极抢占国内市场份额, 有望受益于行业规模增长。

宠物市场具备较大发展潜力, 我国人均宠物数量与发达国家差距明显

我国人均宠物数量仍处于较低水平, 增长潜力较大。2017 年我国养宠家庭总共 5912 万户, 占比 17%, 日本、澳大利亚和美国养宠家庭比例分别为 38%, 57% 和 68%。截至 2017 年我国宠物市场规模达到 1340 亿元, 但若国内家庭养宠数量达到日本水平, 则养宠家庭数量能够增至 1.32 亿户, 用现在的户均消费水平计算, 行业规模或达到 2995 亿元; 若能够达到美国水平, 则养宠家庭可达 2.36 亿户, 行业规模将突破 5000 亿元。

预计宠物食品市场规模到 2020 年可达千亿元

作为宠物市场的刚性需求, 宠物食品市场也有着增长快、潜力大的特点。2016 年, 我国宠物食品规模占到整个宠物产业的 34%。根据前瞻产业研究院报告, 截至 2015 年底, 我国宠物食品市场规模达到 350 亿元, 预计 2018 年至 2020 年仍保持 20% 的复合增速, 到 2020 年规模可达千亿元, 成为全球第三大宠物食品市场。

国际品牌占据主粮市场, 国内厂商抓住零食机会

在主粮市场的竞争中, 玛氏雀巢等国际品牌主打中高端市场, 树立专业形象, 建立品牌优势。国外知名品牌在品牌调性、品牌建设、品牌战略上与国内品牌差异较大, 海外品牌在中高端主粮领域优势明显。零食市场的快速崛起则为国内品牌提供了机遇。由于主粮的生产线较为单一, 而零食的生产相对多样, 零食生产规模优势没有主粮强, 国产品牌可以快速进入零食市场占据份额。

国内宠物食品龙头中宠股份积极布局国内市场, 收入快速增长

中宠股份以 OEM 代工出口为主, 产品主要销往美国、欧洲和日本。自成立以来公司形成了宠物零食、宠物罐头与宠物干粮在内的全产业链条, 作为国内品牌里市占率最高的龙头企业, 其营业收入增长迅速。2018 年前三季度公司营业收入已达 10.1 亿元, 比上年同期增长 39.07%。2018 年中宠与苏宁易购、阿里巴巴签署战略合作协议, 力图通过线上新零售拓展经销渠道, 打造自己的“顽皮官方旗舰店”等直销平台。伴随着行业规模增长, 销售渠道拓张, 我们认为其国内市场有望为公司持续贡献业绩增长。

风险提示: 行业增速不如预期, 品牌建设不及预期, 汇率波动风险。

正文目录

国内宠物市场——起步晚，前景广	4
宠物行业市场规模增长迅速	4
收入水平增加推动宠物市场规模扩大	4
我国宠物数量仍有较大上涨空间	5
宠物地位增加以及社会陪伴需求增加	6
宠物食品随宠物行业规模水涨船高	7
宠物食品市场渗透率低，可持续开拓	7
成熟主粮市场群雄割据，新兴零食市场鹿死谁手	9
主粮市场——海外品牌经营时间长，市场相对成熟	9
国外品牌先入优势较明显，占据较大市场份额	9
国际品牌全面布局市场，消费人群覆盖面广	10
国际厂商传统销售渠道成熟，同时新零售渠道成为标杆	11
零食市场——增速较快，竞争较小，为国内品牌提供进入空间	12
主粮市场比重下降，零食保健强势崛起	12
抓住新零售崛起机遇，布局全渠道销售	13
零食生产规模优势没有主粮强，海外厂商成本优势不明显	13
OEM/ODM 代工转型，国内厂商内销利润空间大——中宠股份为例	14
加大研发与销售投入，打造差异化产品以及建设自主品牌——中宠股份为例	16
重点关注：中宠股份，佩蒂股份	18
中宠股份——厚积薄发，国内销量快速增长	18
佩蒂股份——稳步推进，海外国内齐头并进	18
风险提示	19
行业增速不如预期	19
品牌建设不及预期	19
汇率波动风险	19

图表目录

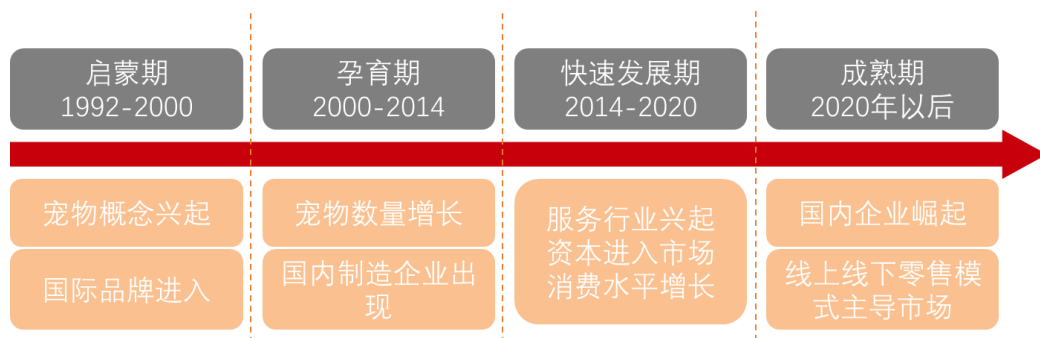
图表 1： 中国宠物行业发展历程	4
图表 2： 2010 年-2020 年宠物行业市场规模（亿元）	4
图表 3： 2016 年国内养宠数量前十省份	5
图表 4： 2017 年国内养宠数量前十省份	5
图表 5： 2010 年-2017 年人均 GDP 与宠物行业市场规模	5
图表 6： 2015 年-2017 年我国养宠家庭占比	6
图表 7： 2017 年中国与发达国家养宠家庭占比对比	6
图表 8： 2017 年中国、日本、美国人均以及户均宠物（只）	6
图表 9： 2017 年宠物在消费者家庭中担当角色的问卷结果	6
图表 10： 2017 年我国宠物饲养人群年龄构成	6

图表 11: 2017 年不同年龄层宠物网购概况	7
图表 12: 2016 年宠物行业消费支出结构	7
图表 13: 2015 年-2020 年宠物食品市场规模与增长趋势 (亿元)	7
图表 14: 2017 年宠物食品市场渗透率	8
图表 15: 2017 年主粮市场各厂商市场份额	9
图表 16: 2017 年零食市场各厂商市场份额	9
图表 17: 宠物食品公司中国市场食品业务发展历程	10
图表 18: 玛氏与雀巢旗下具体品牌简介	10
图表 19: 2017 年全球玛氏集团犬用食品产品定位	11
图表 20: 2017 年全球玛氏集团猫用食品产品定位	11
图表 21: 中宠股份部分代理及自主品牌产品概况	11
图表 22: 玛氏旗下皇家天猫官方旗舰店	12
图表 23: 玛氏旗下宝路伟嘉天猫官方旗舰店	12
图表 24: 2005 年-2015 年宠物食品消费结构	12
图表 25: 中宠旗下顽皮苏宁官方旗舰店	13
图表 26: 中宠旗下顽皮天猫官方旗舰店	13
图表 27: 2015-2018 年半年报中宠股份营业收入构成 (万元)	13
图表 28: 国内三大宠物食品厂商经营特点	14
图表 29: 2017 年国内三大宠物厂商经营情况 (万元)	14
图表 30: 2017 年公司全球销售网络	14
图表 31: 2014-2016 年中宠股份营业收入按地区分类	15
图表 32: 2014-2018H1 年中宠股份营业收入按产品分类	15
图表 33: 中宠股份部分境外客户简介	15
图表 34: 2014 年-2017 年宠物零食内销毛利率与外销毛利率	16
图表 35: 2017 年宠物主粮购买考虑因素 (%)	16
图表 36: 2017 年宠物零食购买考虑因素 (%)	16
图表 37: 2014-2018 年上半年公司研发投入与同比增长 (万元)	17
图表 38: 2017 年中宠部分自有以及代理品牌	17
图表 39: 2015 年-2018 年第三季度营业收入增长与销售费用增长	17
图表 40: 2014 年-2018 年 H1 公司营业收入结构 (按境内境外分类)	18
图表 41: 2014 年-2017 年公司国内营业收入总额以及增长率	18
图表 42: 2013 年-2017 年佩蒂股份分地区收入 (万元)	18
图表 43: 2014 年-2017 年佩蒂股份分地区收入增长	18

国内宠物市场——起步晚，前景广

相比发达国家接近百年的宠物行业历史，我国宠物行业起步较晚。业界普遍认为，中国宠物行业的发展开始于 20 世纪 90 年代初。1992 年 9 月，中国小动物保护协会在北京成立，宠物作为人类伴侣这一理念开始宣传，宠物的概念在中国开始兴起。宠物行业也逐渐进入大众的视野。目前，我国宠物行业服务业开始兴起，资本开始进入宠物市场，消费水平增长迅速，我国宠物行业进入快速发展阶段。

图表1：中国宠物行业发展历程

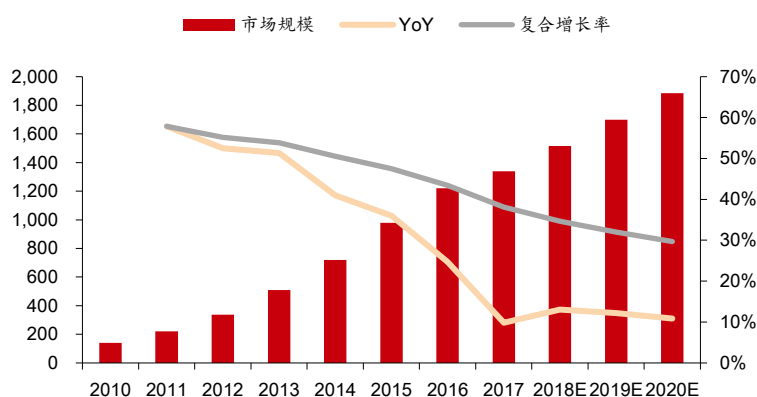


资料来源：《2017 宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

宠物行业市场规模增长迅速

我国宠物行业市场规模增长迅速。根据《2017 年宠物行业白皮书》报告，我国宠物市场包括宠物商品和宠物服务两大类，宠物商品包含了宠物食品、宠物用品和宠物销售，宠物服务包含了宠物医疗服务以及其他服务。宠物市场规模至 2017 年已达到 1340 亿元，2010 年到 2017 年复合年增速达到 30%，白皮书预计将在 2020 年达到 1885 亿元。其中狗类宠物市场规模占比 60.3%，猫类宠物市场规模占比 39.7%。今年 9 月，狗民网携手亚洲宠物展览会发布的《2018 年宠物行业白皮书》显示，2018 年我国猫犬类宠物市场规模将达到 1708 亿元，远超 2017 年白皮书预期，其中猫类消费规模 652 亿元，犬类消费规模 1056 亿元。

图表2：2010 年-2020 年宠物行业市场规模（亿元）



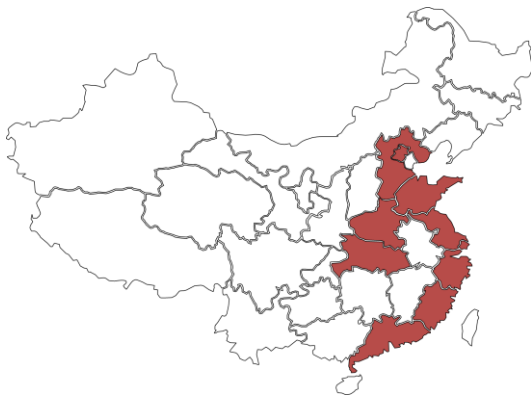
资料来源：《2017 宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

收入水平增加推动宠物市场规模扩大

国民收入水平与宠物市场规模高度相关。中国农业大学医学院研究表明，当国家人均 GDP 达到 3000 美元-8000 美元时，宠物经济将进入高速发展时期。随着人们收入的增长，饲养主会将更多的购买力投入在爱宠身上，并且许多未饲养宠物的人群也有能力来负担宠物的饲养成本。国家统计局数据显示，我国 2017 年人均 GDP 已达 59660 元，按年末汇率折合美元 8826，说明我国收入水平完全具备了宠物市场快速发展的消费基础，为宠物市

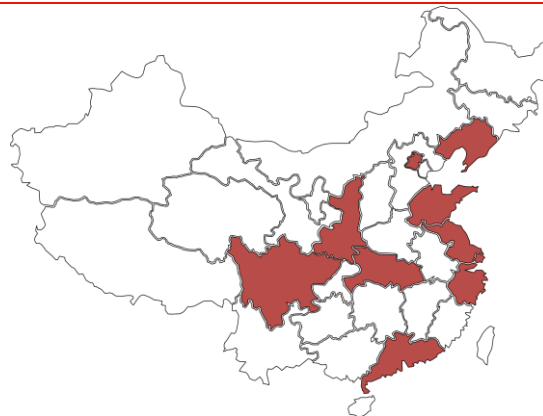
场的成长提供了动力。根据中国产业网调查表明，我国东部沿海省份是我国养宠人数最多的地区，一定程度契合了经济发展水平越高，养宠人群也越多的规律。因此，随着内陆省份的人均收入的增长，目前养宠风暴已经向内陆蔓延，我们预计到 2020 年会更加深入内陆地区。根据《2018 宠物行业白皮书》，我国年度人均单只宠物消费达到 5016 元，较 2017 年 4348 元上涨了 15.36%。

图表3： 2016 年国内养宠数量前十省份



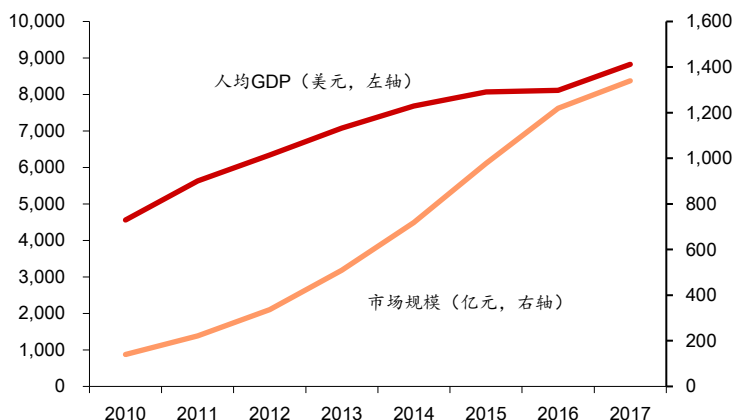
资料来源：中国产业网，华泰证券研究所

图表4： 2017 年国内养宠数量前十省份



资料来源：中国产业网，华泰证券研究所

图表5： 2010 年-2017 年人均 GDP 与宠物行业市场规模

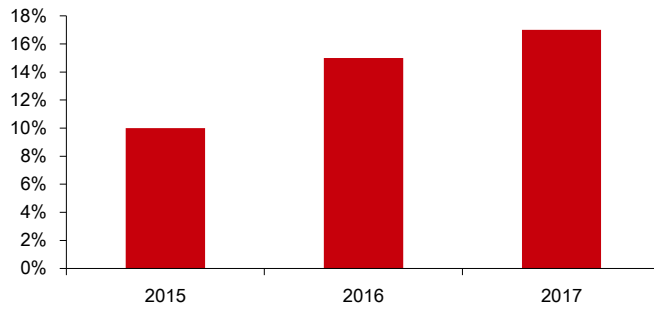


资料来源：国家统计局，《2017 宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

我国宠物数量仍有较大上涨空间

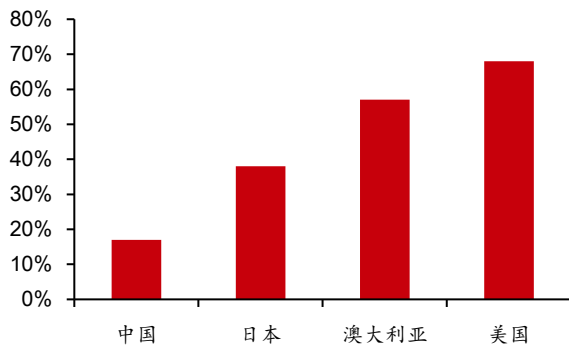
我国市场虽然发展快规模大，但相对发达国家市场规模仍有很大的提升空间。根据 2017 年白皮书显示，2017 年我国养宠家庭总共 5912 万户，占比 17%，相较 2016 年 15% 上涨了 2 个百分点，然而根据美国职业宠物协会显示，2017 年日本、澳大利亚和美国养宠家庭比例分别为 38%，57% 和 68%。如若国内家庭养宠数量达到日本水平，则养宠家庭数量能够增至 1.32 亿户，用现在的户均消费水平计算，行业规模或达到 2995 亿元；若能够达到美国水平，则养宠家庭可达 2.36 亿户，行业规模将突破 5000 亿元。根据 2018 年行业白皮书显示，我国现有宠物猫狗 9149 万只，相比 2017 年 8746 万只增长了 4.6%，与美国仍有一亿只的差距。由于我国人口基数较大，人均宠物数量差距更加明显，美国人均宠物数量是我国的 10 倍，户均宠物数量为 6 倍，即使是日本，两者也有较大的差距。

图表6： 2015年-2017年我国养宠家庭占比



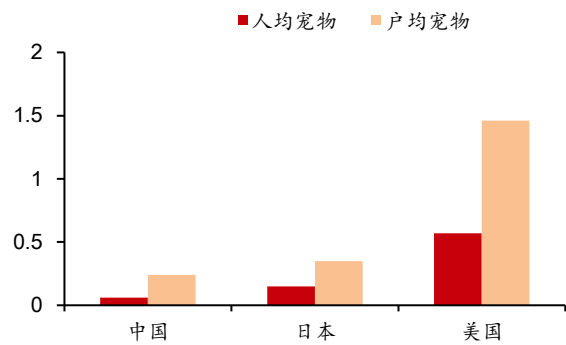
资料来源：《2017年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

图表7： 2017年中国与发达国家养宠家庭占比对比



资料来源：《2017年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

图表8： 2017年中国、日本、美国人均以及户均宠物（只）

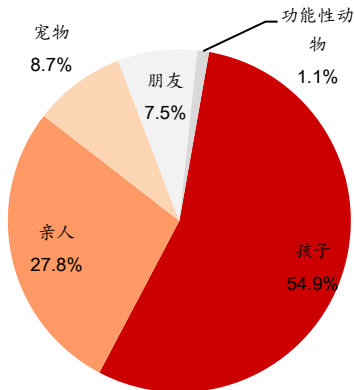


资料来源：《2017年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

宠物地位增加以及社会陪伴需求增加

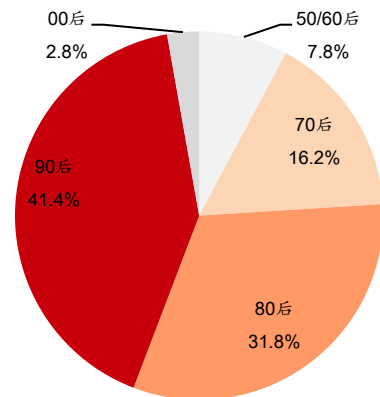
随着宠物行业的发展，宠物从最初吃剩菜剩饭到现在食用商业干粮，其家庭地位不断地在提升。对于许多人来说，宠物已经不再是家中的功能性角色，从“看家护院”变成了人们的“孩子”、“亲人”。《2017年宠物行业白皮书》显示 55%的宠物饲养者认为宠物是自己的“孩子”，而 27.8%的饲养者将宠物当作是亲人对待。

图表9： 2017年宠物在消费者家庭中担当角色的问卷结果



资料来源：《2017年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

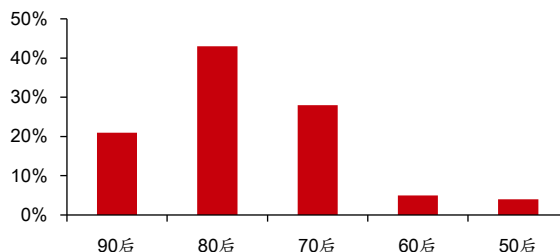
图表10： 2017年我国宠物饲养人群年龄构成



资料来源：中国产业网，华泰证券研究所

与美国全民养宠，老年人宠物支出更多的情况不同，我国老龄化与少子化现象的出现，以及社会陪伴需求增加的现状，出现了许多“空巢青年”，他们与“空巢老人”一起，构成了我国主要的饲养人群。据统计，我国养宠人群中80后人群占到31.8%，90后人群占到41.4%，我国年轻人养宠文化和养宠观念已经成型，他们普遍更加关注宠物的健康和生活品质，根据21·京东BD研究院研究表明，2017年80后养宠人群占总体宠物网上消费的43%，90后人群消费占比21%。随着80后、90后人群的职级提升、收入提升，我们预计宠物行业规模有潜力继续增长。

图表11： 2017年不同年龄层宠物网购概况

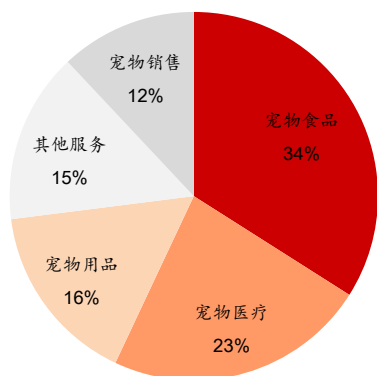


资料来源：21·京东BD研究院，华泰证券研究所

宠物食品随宠物行业规模水涨船高

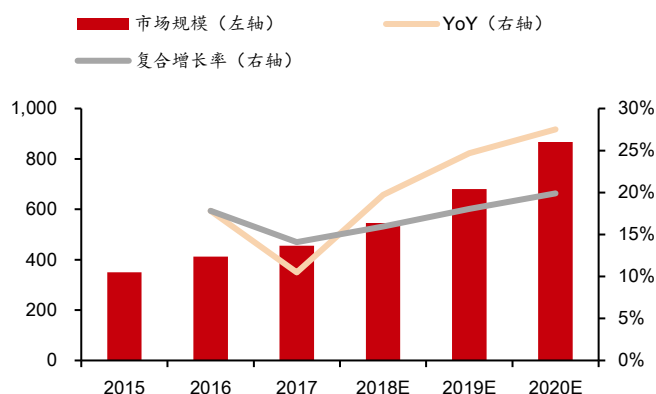
宠物食品是饲养宠物的刚性需求，在长期内仍然占据行业最大份额。2016年，我国宠物食品规模占到整个宠物产业的34%。虽然我国食品占市场规模约三成，但与美国日本等成熟市场相比，仍有增长潜力，2017年美国宠物食品占比42%，日本占比36%。近年来我国居民饲养宠物数量快速增长，宠物食品需求大幅增加。根据前瞻产业研究院的报告，2008-2015年期间，我国宠物食品市场规模成长率超过30%，截至2015年底，市场规模达到350亿元，预计2018年到2020年仍保持20%的复合增速，到2020年规模可达千亿元，成为全球第三大宠物市场。

图表12： 2016年宠物行业消费支出结构



资料来源：《2017年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

图表13： 2015年-2020年宠物食品市场规模与增长趋势 (亿元)

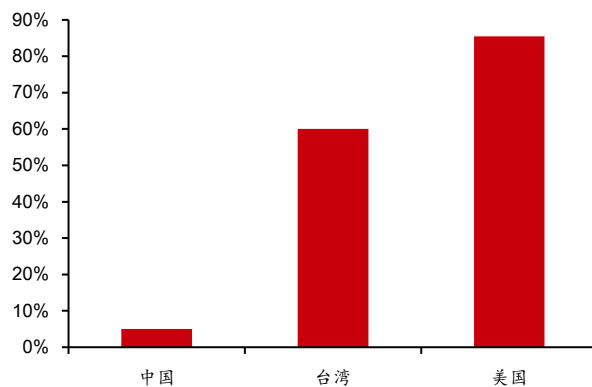


资料来源：中国产业网，华泰证券研究所

宠物食品市场渗透率低，可持续开拓

虽然，我国宠物食品市场规模可观，但是我国的专业宠物食品市场普及率仍比较低。根据中国产业网显示，即使是宠物产业发展靠前的城市，2017年专业宠物食品的渗透率尚不足5%，不足美国市场渗透率的10%。但是随着科学养宠的观念深入，宠物食品作为宠物消费刚需产品的属性会更加明显。

图表14： 2017 年宠物食品市场渗透率



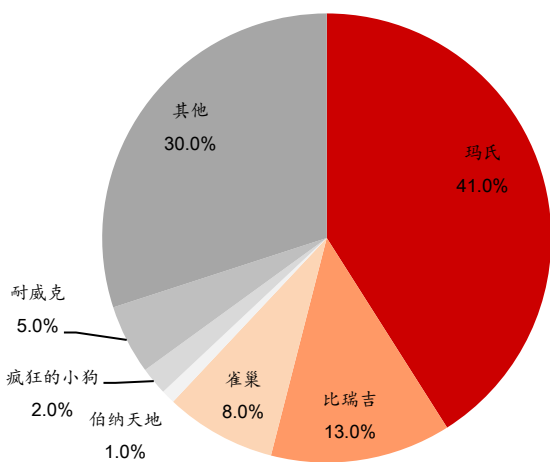
资料来源：中国产业网，华泰证券研究所

成熟主粮市场群雄割据，新兴零食市场鹿死谁手

国内主粮市场与零食市场竞争态势不一，主粮市场集中度高，竞争激烈；零食市场集中度低、增长迅速，进入市场的成本相对较低。国内宠物主粮市场集中度相对较高，根据 Euromonitor 统计，2017 年国内主粮市场 CR3 达到 62%，其中玛氏份额最高，占到 41%。国外品牌在主粮市场布局较早，市场份额较大，其主要优势体现在：1) 国外食品行业起步较早，早在上世纪 90 年代，以玛氏为代表的国外品牌就已进入中国市场，先于本土企业建立了多种品牌；2) 主打中高端市场，树立专业形象，建立品牌优势，国外知名品牌在品牌调性、品牌建设、品牌战略上与国内品牌差异较大；3) 线下渠道建设成熟，拥有专业的上下游供应链管理以及稳定销售渠道，同时积极布局线上渠道与多家电商达成合作。

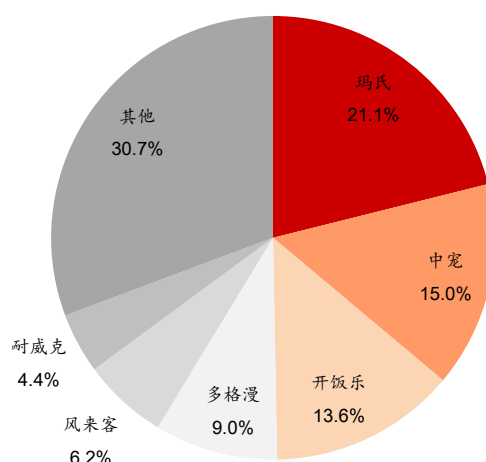
与主粮市场相比，零食市场竞争相对缓和，一方面因为零食市场增速较快，高于宠物食品整体的增长速度，市场仍有空间，另一方面因为国际品牌对于零食市场的布局力度不如主粮市场。根据 Euromonitor 统计，2017 年零食市场的 CR3 为 49.7%，其中国内厂商就有 28.6%。因此零食市场的特点为国内品牌进入宠物食品市场提供了机遇。主要机遇表现在：1) 零食市场规模增长速度快，市场空间较大；2) 新零售渠道崛起，新渠道成本低，人群覆盖面较广；3) 零食生产规模优势不明显，零食市场壁垒较低；4) OEM/ODM 代工积累优质客户和生产技术，建立自主品牌，品牌溢价提升毛利率；5) 消费升级，打造差异化产品顺应市场需求。

图表15： 2017 年主粮市场各厂商市场份额



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表16： 2017 年零食市场各厂商市场份额



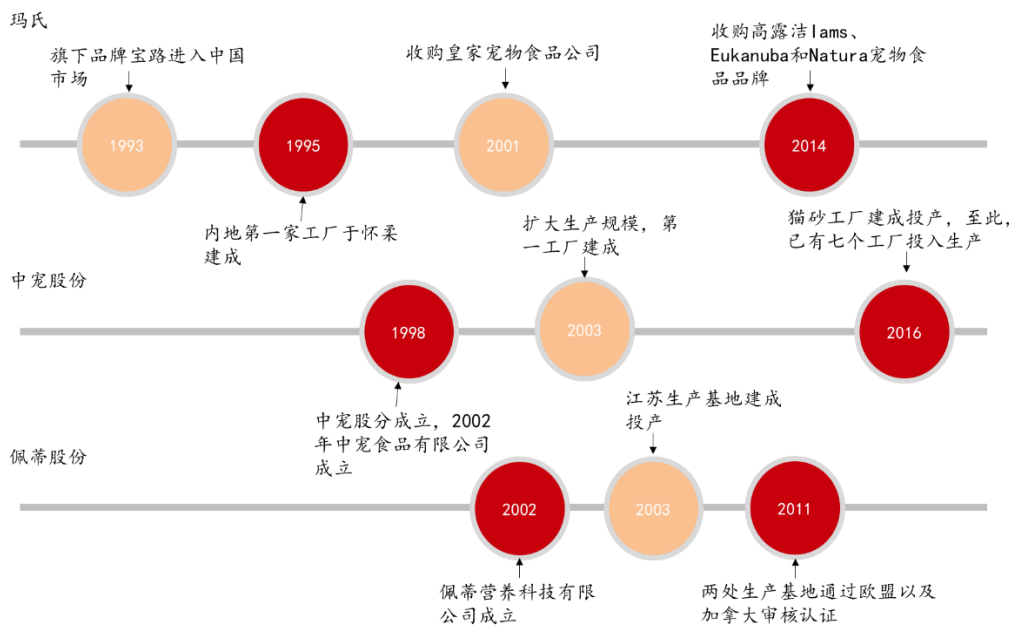
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

主粮市场——海外品牌经营时间长，市场相对成熟

国外品牌先入优势较明显，占据较大市场份额

国内主粮市场上国际巨头占据先机，国际品牌市场份额大。国内宠物主粮市场集中度相对较高，由国际巨头玛氏等国外品牌垄断，根据 Euromonitor 统计，玛氏在 2017 年市占率达到 41%。这主要是因为欧美宠物食品行业起步较早，早在上世纪 90 年代，以玛氏为代表的国外品牌就已进入中国市场，先于本土企业建立了多种品牌，拥有线下专业的渠道优势，占据较高的市场份额，成为最早进入中国的外资食品品牌之一。而国内较为知名的宠物食品厂商中宠股份与佩蒂股份则分别成立于 1998 年和 2002 年，工厂建成投产时间均在 2003 年前后，与玛氏相差将近十年。相比之下，我国自主品牌发展较晚，早期发展定位也多为行业跟随者，缺乏研发能力和质量保障，产品更多布局中低端市场寻求同质化基础下的低成本，向上则不具备冲击中高端市场并实施差异化定价的能力。

图表17： 宠物食品公司中国市场食品业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

国际品牌全面布局市场，消费人群覆盖面广

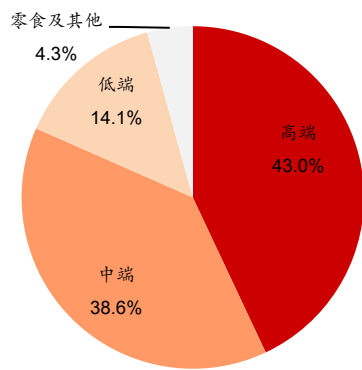
国内市场上的国外品牌仍占据较大的市场份额，主打中高端市场，树立专业形象，建立品牌优势。国外知名品牌在品牌调性、品牌建设、品牌战略上与国内品牌差异较大，海外品牌在中高端主粮领域优势明显。行业龙头玛氏集团以及知名厂商雀巢食品旗下拥有多个品牌，分别定位低中高端市场，产品曝光率高，树立了专业品牌形象，利用线下专业商超渠道以及多元品牌组合获取市场份额。以玛氏集团为例，其旗下知名品牌包括高端食品品牌皇家，以及以亲民路线为本的宝路和伟嘉，分别专注犬类食品以及猫类食品。如此市场布局的优势在于公司产品能够针对几乎所有消费者人群，覆盖面广泛，能够获取较多市场份额。

图表18： 玛氏与雀巢旗下具体品牌简介

厂商	品牌	种类	产品定位
玛氏	宝路 (Pedigree)	狗类主粮+零食	中低端
	伟嘉 (Whiskas)	猫类主粮+零食	
	希宝 (Sheba)	猫零食、猫罐头	
	喵趣 (Kitekat)	配方猫粮	中端
	佳贝 (Chappi)	配方狗粮	
	皇家 (Royal Canin)	主粮+零食	高端
雀巢	冠能 (Pro Plan)	主粮+零食	中低端
	康乐多 (Dog Chow)	狗粮	中端
	妙乐多 (Cat Chow)	猫粮	
	喜跃 (Friskies)	猫零食	
	珍致 (Fancy Feast)	猫零食	高端
	丝倍亮 (Supercoat)	配方狗粮	
	普瑞纳专业配方犬粮 (Hipro)	配方狗粮	

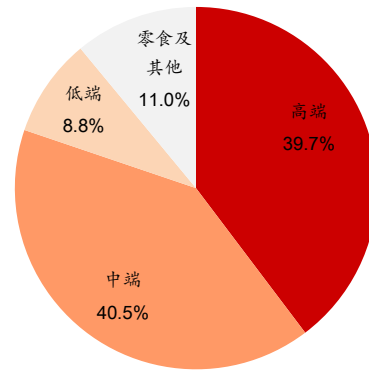
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 2017年全球玛氏集团犬用食品产品定位



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表20： 2017年全球玛氏集团猫用食品产品定位



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

相较玛氏集团和雀巢食品多品牌多产品的市场布局，国内厂商的品牌建设经验较短，品牌建设基础较薄弱，品牌多样性不足，消费人群覆盖面较小，主要产品更多布局中低端市场。国内厂商龙头中宠股份大部分产品为贴牌代工出售，主打自主产品“Wanpy”和“Happy100”分别定位中端猫犬食品，选择性较少，品牌溢价仍不如国际品牌。

图表21： 中宠股份部分代理及自主品牌产品概况

品牌名称	产品分类	价格区间	包装图例
Wanpy 顽皮	猫犬主粮+猫犬零食	49.8-86 元/KG	
Happy100	猫犬零食	25 -49.1 元/100g	
Sea Kingdom 海鲜王国	猫零食	18 元/100g	

资料来源：公司官网，天猫，华泰证券研究所

国际厂商传统销售渠道成熟，同时新零售渠道成为标杆

国际厂商较早进入市场，线下渠道建设成熟，拥有专业的上下游供应链管理以及稳定销售渠道。线下渠道包括商超渠道以及专业渠道，通常通过经销商经销商或者代理商下放至终端销售。玛氏旗下的皇家、宝路等品牌早期进入中国市场已开拓相对成熟的专业渠道。除了线下渠道，玛氏集团也积极寻求线上电商销售渠道的开拓。玛氏于2016年6月29日与阿里巴巴达成战略合作，全线产品登录阿里巴巴旗下平台，包括天猫、淘宝等。2017年2月，玛氏与京东超市达成合作协议，在产品、营销、大数据挖掘等多个领域实现了突破和进展。

图表22: 玛氏旗下皇家天猫官方旗舰店



资料来源: 天猫, 华泰证券研究所

图表23: 玛氏旗下宝路伟嘉天猫官方旗舰店

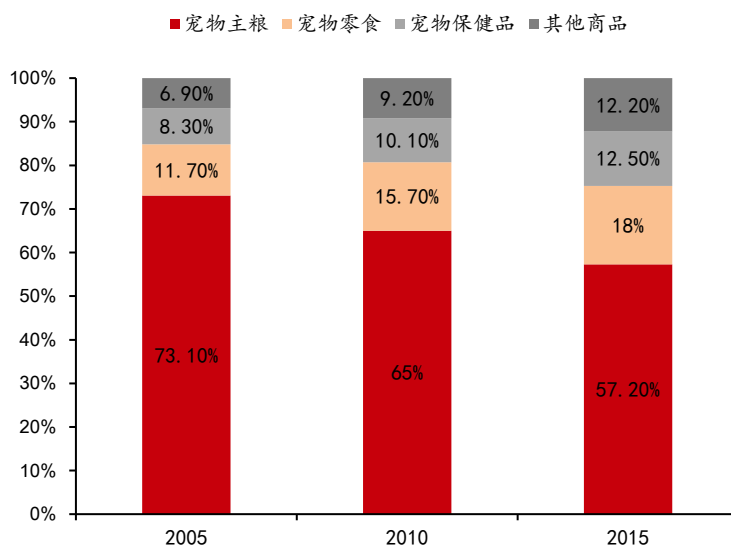


资料来源: 天猫, 华泰证券研究所

零食市场——增速较快，竞争较小，为国内品牌提供进入空间 主粮市场比重下降，零食保健强势崛起

由于国内宠物食品公司发展较晚，在供应链管理、营销渠道以及品牌影响力上均与国外品牌有较大差距，但是零食市场的快速崛起为国内品牌提供了机遇。宠物零食在宠物食品市场规模中比重增加，增速较快，同时主粮市场比重下降。宠物食品市场按照功能分类可分为四个细分市场：宠物主粮、宠物零食、宠物保健品和其他食品。2005年，宠物主粮占比高达为73%，尽管占比一直下滑，但是截止到2015年底，仍占有57.2%的份额。与此同时，宠物零食、保健品等的占比在逐步提升，挤占主粮市场的份额：宠物零食从2005年的11.7%提升到2015年的18.0%，宠物保健品从2005年的8.3%提升到2015年的12.5%。我们预计宠物零食消费占比会继续增加，而增加的零食市场规模，为国内品牌提供了消费基础。

图表24: 2005年-2015年宠物食品消费结构



资料来源: 中国产业网, 华泰证券研究所

抓住新零售崛起机遇，布局全渠道销售

海外品牌传统销售渠道较为成熟，成本较高；新零售线上渠道增速快，成本低，为国内品牌提供平台。境内电商渠道收入增长较快，国内厂商纷纷布局电商渠道。2018 年以来，中宠积极布局电商渠道，与苏宁易购与阿里巴巴分别签署《战略合作备忘录》。2018 年 9 月 19 日，公司与苏宁易购签署《战略合作备忘录》，通过合作，双方将实现资源最大程度共享，发挥自身优势，在品牌建设、渠道管理、营销创新、产品创新等领域开展合作，公司预期 2018 到 2020 年在苏宁易购平台销售额累计人民币五亿元。根据 2018 年半年报披露，苏宁购物线下门店数超过 5000 家，直营店 2392 家，坪效增长 33.51%，品牌价值位居零售业首位。2017 年 11 月，苏宁投资“线上+线下”消费平台，共享线上线下供应链以及渠道，打造线上线下融合的新零售。2018 年 10 月 23 日，中宠宣布与阿里巴巴签署《战略合作备忘录》，计划 2018 到 2020 年在阿里平台的销售额累计 17.5 亿元，年均实现销售额 5.83 亿元，使中宠国内营业收入翻倍。

图表25：中宠旗下顽皮苏宁官方旗舰店



资料来源：苏宁易购，华泰证券研究所

图表26：中宠旗下顽皮天猫官方旗舰店



资料来源：天猫，华泰证券研究所

中宠与杭州青梅网络科技有限公司设立协议，向宁波冠纯投资 200 万元，持股 40%。宁波冠纯网络科技有限公司成立于 2018 年 8 月 29 日，主要经营范围为宠物用品、宠物饲料以及宠物玩具的线上批发和网上销售，另外也提供宠物用品技术研发、技术咨询和技术服务等业务。中宠积极布局电商渠道，营收持续增加，基本面相好，期待利润拐点。上下游的资源，形成协同效应。随着市场布局完善，我们预计中宠股份营收有上涨的趋势。

图表27：2015-2018 年半年报中宠股份营业收入构成（万元）

	2018 年年中	比例	2017 年	比例	2016 年	比例	2015 年	比例
宠物零食	53420.66	82.53%	83,659.49	82.39%	64,943.09	82.11%	53,220.99	82.10%
宠物罐头	8561.57	13.22%	14,039.08	13.83%	11,713.56	14.81%	9,498.58	14.65%
宠物干粮	1957.17	3.03%	2,307.08	2.27%	1,542.43	1.95%	1,484.20	2.29%
宠物用品	533.37	0.83%	626.10	0.62%	304.23	0.38%	339.22	0.52%
其他业务	254.29	0.39%	903.42	0.89%	591.33	0.75%	279.00	0.43%
合计	64747.05	100%	101,535.17	100%	79,094.64	100%	64,821.99	100%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

零食生产规模优势没有主粮强，海外厂商成本优势不明显

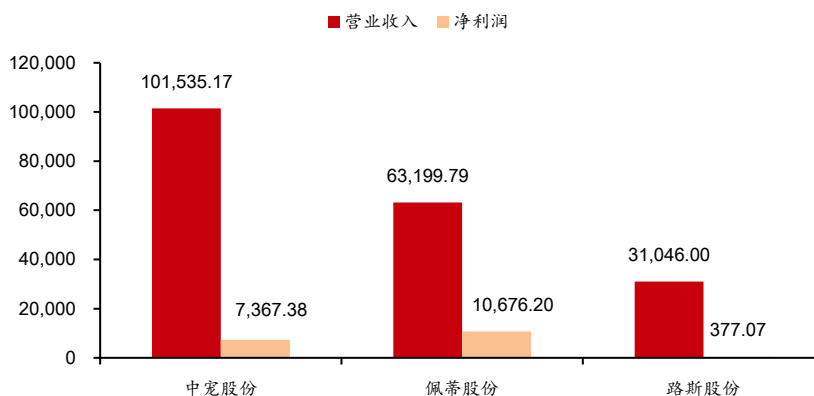
主粮的生产线较为单一，而零食的生产相对多样，零食生产规模优势没有主粮强，因此国内厂商可以抓住宠物零食生产的特点布局国内零食市场。宠物零食是近些年兴起的宠物食品，产品种类繁多，工艺流程不一且需要较多的人工操作环节，生产和销售具有小批量多批次的特点，因此与发达国家相比，国内企业生产该类产品的成本劣势。事实上，国内较为知名的两家生产厂商中宠股份和佩蒂股份也均是由宠物零食起家进而开始全产业链布局。根据 2017 年公司年报，路斯股份旗下 60 款宠物食品产品中，有 55 款为零食，占比约 91.5%。目前国内有三家较大的宠物食品制造商，分别在 A 股以及新三板上市。随着宠物行业规模的不断扩大，更多的国内品牌将持续进场。

图表28：国内三大宠物食品厂商经营特点

企业名称	经营业务
中宠股份	公司产品以OEM贴牌方式为主，大部分收入来自国外市场，主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售，具体产品涵盖零食和主粮两大类。
路斯股份	路斯股份面向国内市场主要产品有配合饲料（宠物饲料），畜禽肉骨宠物饲料，配合饲料（宠物饲料）等。
佩蒂股份	佩蒂股份主要从事宠物食品的研发、生产和销售业务，其中宠物零食狗咬胶为核心产品。

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表29：2017年国内三大宠物厂商经营情况（万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

OEM/ODM 代工转型，国内厂商内销利润空间大——中宠股份为例

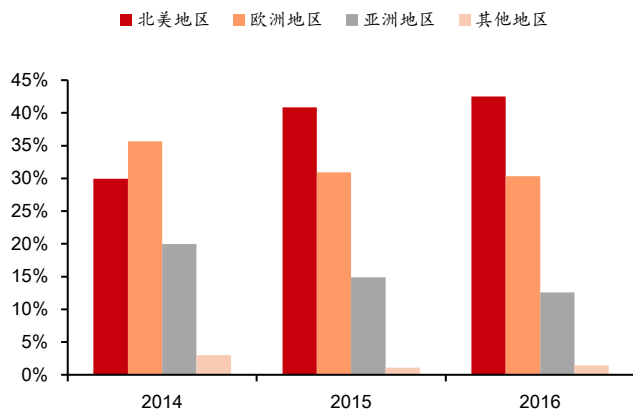
中宠股份以OEM代工出口为主，产品主要销往美国、欧洲和日本。根据中宠股份2017年年报，2017年宠物零食的销售占总营收的82.39%。除此之外，公司当前主要营收来自于OEM代工出口。2017年公司境外销售占营收84.64%，主要销往美国、欧洲和日本。中宠股份在海外OEM代工市场耕耘多年，累积了如美国品谱、尤妮佳、欧雅玛等优质客户，凭借丰富的经验和资源，公司有能力迅速拓展和抢占国内市场。并且在美国、加拿大设立分公司，外销收入稳定，收入稳定增长，其主营业务收入自2014年至2017年一直保持20%以上的增速。

图表30：2017年公司全球销售网络



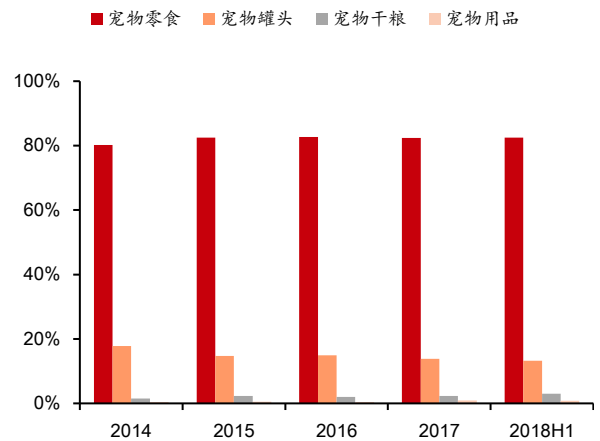
资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表31: 2014-2016年中宠股份营业收入按地区分类



资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

图表32: 2014-2018H1年中宠股份营业收入按产品分类



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 华泰证券研究所

中宠股份的经营模式虽然以代工产品, 贴牌出口为主, 自成立以来也形成了宠物零食、宠物罐头与宠物干粮在内的全产业链条。公司主要产品销往美国、日本和欧洲, 与当地市场著名品牌建立合作关系, 包括美国品谱, 英国 Armitages, 日本尤妮佳和欧雅玛等。在国外推出了“Wanpy”、“Jerky Time”、“Dr. Hao”等自主品牌, 同时在国内市场也打响了“Wanpy 顽皮”宠物食品品牌形象, 定位中高端宠物零食市场, 发挥自身的代工科技优势。其中“顽皮”荣获“中国驰名商标”, 是宠物零食行业首个获此殊荣的品牌, 知名度高。

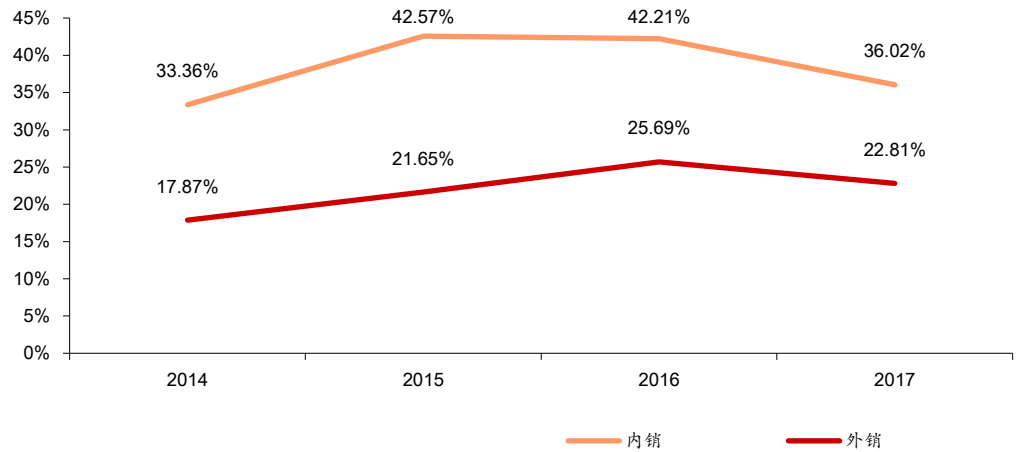
图表33: 中宠股份部分境外客户简介

客户名称	客户基本资料
Spectrum Brands Holdings, Lnc (美国品谱, SPB)	总部位于美国威斯康星州, 为虐月证券交易所上市公司之一, 同时也是美国罗素 2000 指数企业, 旗下有剃须和美容产品、个人护理产品、专业宠物用品、草坪及花园和家庭害虫控制产品、个人驱虫剂和便携式照明等多项业务。
Armitages Pet Products Limited (英国 Armitages)	是一家拥有 200 多年经营历史的英国公司, 同时也是欧洲最大的宠物用品供应商
UNICHARM CORPORATION (尤妮佳)	总部位于日本东京, 成立于 1961 年, 为全球知名的护理卫生用品和宠物用品生产公司, 其宠物用品与宠物食品连续多年位于日本市场第一的位置。
OHYAMA CO., LTD (欧雅玛)	位于日本宫城县, 成立于 1971 年, 主要生产 LED 照明、家用电器、家居用品、宠物用品、园艺等产品, 并以家具仓储连锁店为主进行销售, 集设计、制造、销售于一体。

资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

由于外销产品大部分为贴牌代工, 公司在价值链中处于较上游位置, 毛利中不包含自身的品牌溢价, 而内销产品的毛利中, 包括中宠自身的品牌溢价, 因此内销毛利率普遍高于外销毛利率近二十个百分点。因此对中宠来说, 内销毛利率较高, 增强内销能够产生更多的边际利润, 并且有更多营销和研发的空间, 拓宽国内市场能够让中宠的利润增长更加稳定。

图表34： 2014 年-2017 年宠物零食内销毛利率与外销毛利率

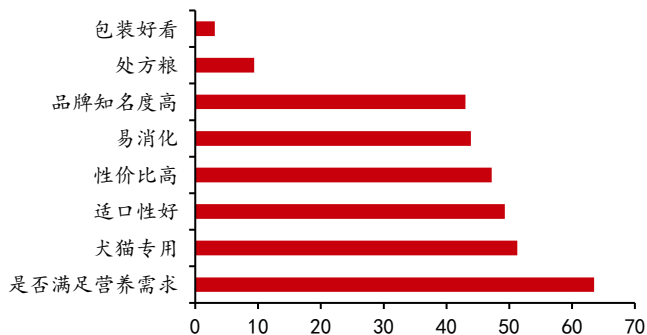


资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

加大研发与销售投入，打造差异化产品以及建设自主品牌——中宠股份为例

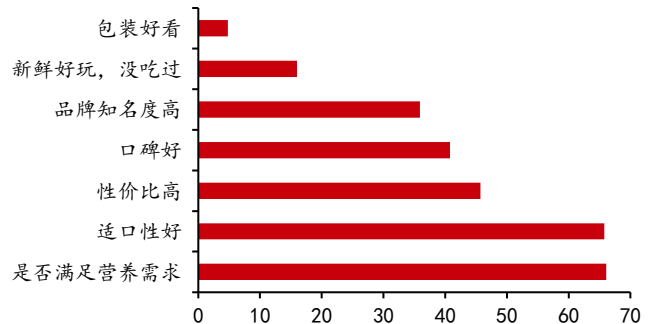
由于消费升级，用户消费的关注点从产品价格转移至产品质量。根据《2017 年宠物行业白皮书》介绍，用户消费主粮和零食的关注点主要集中在：安全、专业和营养等层面，而性价比、品牌知名度等因素的重要性正在下降。关注度排在首位的是“能否满足营养需求”这考虑部分人占到了 63.5%，同时根据白皮书 37.3%的人“分不清品牌优劣”，19.1%的人“找不到很好的产品喂养”。消费升级的趋势使得消费者更倾向中高端的差异化产品，中宠积极投入销售费用以及研发费用打造差异化品牌。

图表35： 2017 年宠物主粮购买考虑因素 (%)



资料来源：《2017 年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

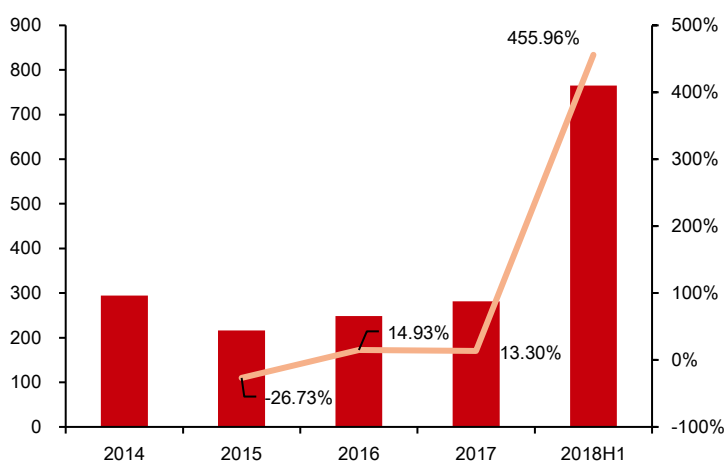
图表36： 2017 年宠物零食购买考虑因素 (%)



资料来源：《2017 年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

研发投入打造质量差异化产品，公司研发力度不断加大。根据中宠股份招股书，中宠股份于 2007 年投资建立了技术研究中心。该中心于 2013 年被认定为烟台市级工程技术研究中心。截止 2016 年，公司累计取得 69 项国家专利，其中发明专利 13 项，实用新型专利 7 项，外观设计专利 49 项，另有十余项专利处于申请阶段。2017 年，公司拥有国家专利 87 项，其中发明专利保持不变，外观设计专利达 67 项。同时 2018 年中期报告中披露，中宠股份 2018 年上半年研发费用共计支出 765 万元，同比增长 456.77%。同时，截至 2017 年年末，研发人员达到 68 人，较 2016 年增加 11.48%。

图表37: 2014-2018年上半年公司研发投入与同比增长(万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

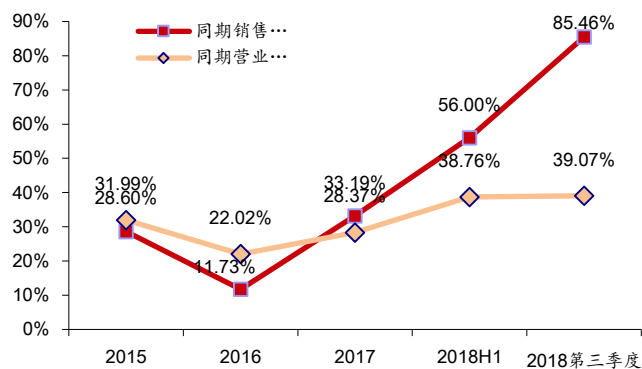
销售费用增加打造差异化品牌。中宠积极打造自主品牌, 销售费用不断增加。为了开拓国内市场, 中宠2018年第三季度报告显示, 该季度销售费用较去年同期增加85.46%, 2018年中期报告表示, 2018年上半年销售费用较去年同期增加56%。增长率远大于营业收入的38%增长, 销售费用的大量增长目的在于打造自主品牌, 增加了市场投入以及销售宣传。中宠在国内拥有众多知名品牌, 其中“Wanpy 顽皮”知名度高, 于2017年获得网购宠物食品Top10榜投票第九名。

图表38: 2017年中宠部分自有以及代理品牌



资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

图表39: 2015年-2018年第三季度营业收入增长与销售费用增长



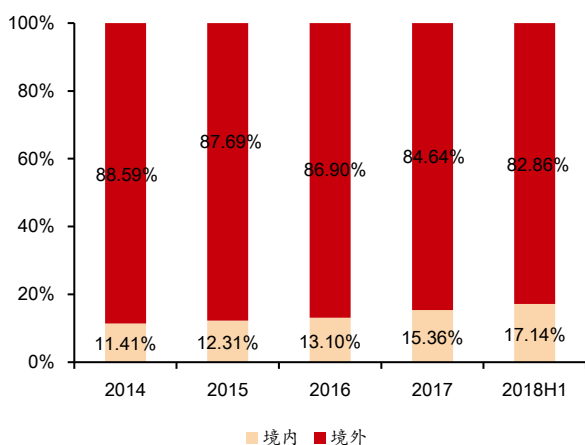
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

重点关注：中宠股份，佩蒂股份

中宠股份——厚积薄发，国内销量快速增长

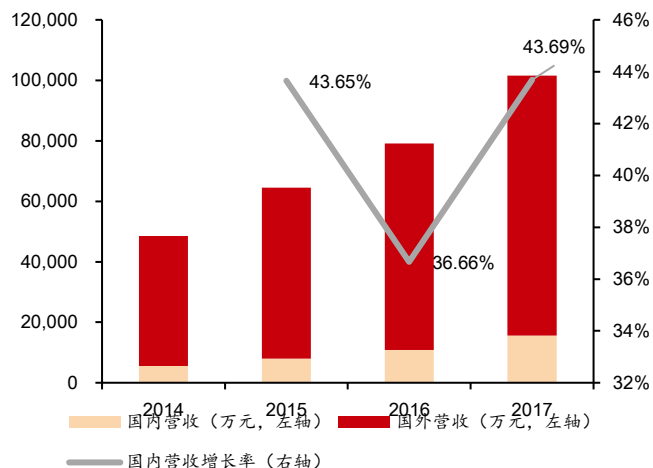
中宠股份营业收入增长迅速，国内市场营收占比逐渐增加。2017年公司实现营业收入10.15亿元同比增长28.37%，其中境内营业收入达到1.55亿元，占2017年营业收入15.36%，比2016年境内营业收入增长43.69%。2018年前三季度营业收入已达10.10亿元，比上年同期增长39.07%。公司先后增设控股子公司威海好宠、中宠颂智以及云吸猫智能负责宠物食品等品类的线上销售，并与苏宁易购达成战略合作，多团队优势协同，主打国内淘系、京东等线上平台，借此实现公司国内产品销售的流量导入、品牌培育。此外，公司也积极进行线下专业店的推广，比如参股美联众合等。

图表40：2014年-2018年H1公司营业收入结构（按境内境外分类）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41：2014年-2017年公司国内营业收入总额以及增长率

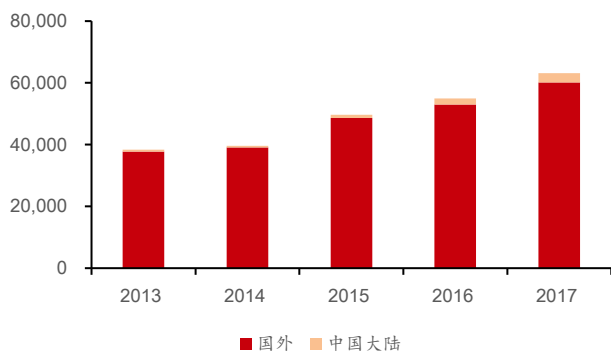


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

佩蒂股份——稳步推进，海外国内齐头并进

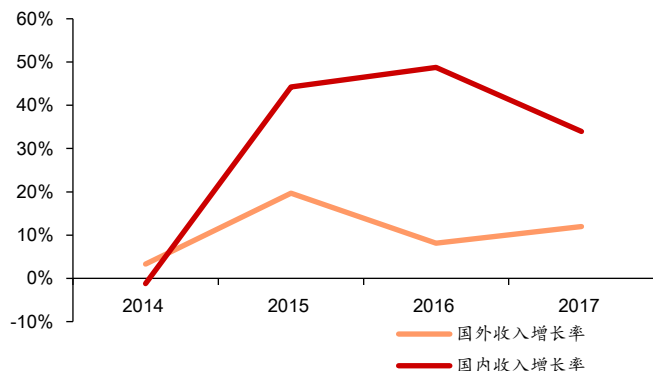
佩蒂股份在宠物咬胶市场占据绝对优势，其产品、研发优势突出。根据佩蒂股份年度报告披露，公司的产能充足，工艺较同业先进，随着新产能陆续投放，新产品增长进入红利期，公司发布2018年第三季度报告，佩蒂股份盈利达到6.1亿元，同比增长51.81%。在国内市场迅速扩张的同时，佩蒂股份也积极布局海外市场。2018年10月25日，公司公告，全资子公司越南好嚼拟收购越南德信100%股权，两者业务高度互补，进一步扩大海外产能。另一方面，公司大力开拓国内市场：（1）线上线下同发力。公司已与天猫、京东、E宠商城等电商合作，并通过区域代理或批发商辐射各线下终端门店；（2）品牌拓展见成效，公司旗下禾仕嘉、MEATYWAY等品牌影响力增强，此外，公司成功收购BOP，新西兰品牌SmartBalance返销国内；（3）团队建设初成型，公司预计在今明两年内组建约50人左右的专门负责国内市场业务的团队。

图表42：2013年-2017年佩蒂股份分地区收入（万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43：2014年-2017年佩蒂股份分地区收入增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

行业增速不如预期

宠物行业规模增速放缓，行业总体营收增速降低，资本投入无法达到预期收益。

品牌建设不及预期

国产品牌建设成果不如预期，市场份额不会达到预期效果。

汇率波动风险

主要营业收入大部分以美元结算，营业收入本币金额与汇率息息相关，人民币与美元的汇变动将引起营收变动和成本变动，以及资本和负债的变动。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com