

证券研究报告|行业深度研究

农林牧渔行业

行业评级 强于大市（首次评级）

2023年6月15日



# 宠物赛道长坡厚雪，龙头涌现还看今朝

## ——从宠物食用医细分领域看优质标的

证券分析师：

刘畅 执业证书编号：S0210523050001

高兴 执业证书编号：S0210522110002

请务必阅读报告末页的重要声明

- ▶ **宠物食品重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围。** 中国宠物食品行业市场规模从2012年的157亿元增长至2021年的1282亿元，年复合增长率为26.28%，预计宠食市场规模有望进一步扩大。冻干粮/冻干成宠主最偏爱主粮/零食产品，消费趋势为价格与营养程度齐增。消费端忠诚度低+生产端持续发力，国产品牌大有可为。
- ▶ **宠物用品渠道线上化+产品智能化趋势明显。** 从行业空间看，我国宠物用品市场规模从2015年的128.8亿元增长至2021年的325.7亿元，复合增长率约为16.72%。需要关注宠物用品市场在发展过程中呈现的两个明显趋势：1) 渠道线上化；2) 产品智能化。
- ▶ **宠物医疗关注人才资源带来的龙头集中度提升。** 国内宠物医疗行业现处于快速发展阶段，存在市场渗透率低、行业规范性低、市场集中度低和人员流动性大四项特点。目前优质医生资源稀缺，市场供不应求，拥有人才资源的企业将享受行业红利。
- ▶ **投资建议：** 建议关注宠物食品：中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物；宠物用品：天元宠物、依依股份、源飞宠物；宠物医疗：新瑞鹏。
- ▶ **风险提示：** 政策风险、宏观经济风险、市场竞争风险、汇率波动风险。

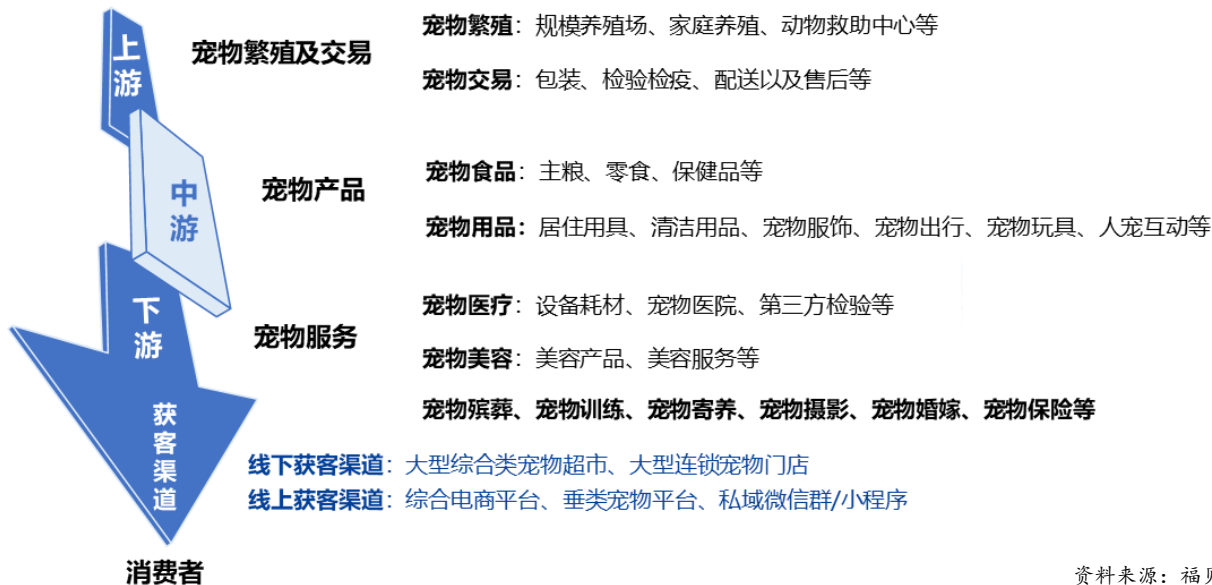
- 宠物行业概述：供给端长坡厚雪，需求端量价齐升
- 宠物食品：重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围
- 宠物用品：渠道线上化+产品智能化趋势明显
- 宠物医疗：人才资源将加速龙头企业进一步提高集中度
- 投资建议
- 风险提示

# 1.1 从宠物行业产业链看行业结构

## 产业链基本完善，横向精细化趋势明显。

宠物行业产业链基本覆盖宠物生命周期，中下游宠物产品及服务下设多个二级类目，且三级子目繁多，横向赛道逐渐精细化以满足新兴消费者的多元化需求。1) 上游：宠物繁殖及交易，中国尚未出现专业的规模机构，也未开设统一供给渠道，赛道玩家多为较为分散的个体工商户或个人；2) 中游：宠物产品主要指食品与用品，起步相对较早，行业规范化程度高，但赛道竞争激烈；3) 下游：宠物服务：主要包括宠物医疗、美容、殡葬、训练等非刚需项目，特点为客单价高且除医疗外均未出现头部品牌，利润空间较为广阔。

图：宠物行业产业链图谱



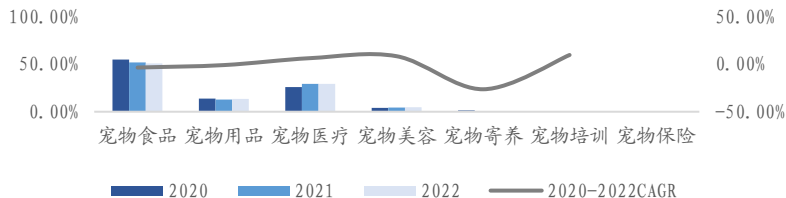
资料来源：福贝招股说明书、中领智库、华福证券研究所

# 1.1 从宠物行业产业链看行业结构

**食品、用品及医疗贯穿宠物全生命周期，赛道景气占比高，成为未来产业增长支柱。**

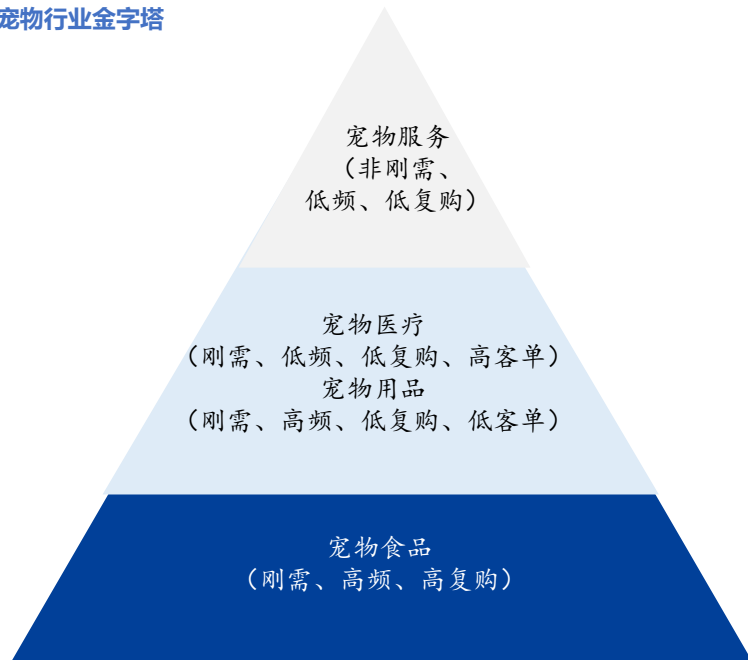
2022年宠物食品、宠物医疗与宠物用品在产业链中占比分列前三，分别为50.7%/29.1%/13.3%，主要系食品、用品及医疗覆盖宠物生长周期阶段远长于其他细分领域，蕴含更多显在和潜在的消费机会；不同的行业特征也极大影响赛道占比，作为具备刚需高频特征的宠物食品与宠物用品以及拥有高客单价特点的宠物医疗份额远高于其余宠物服务。

图：2020-2022年宠物产业链各细分行业占比情况

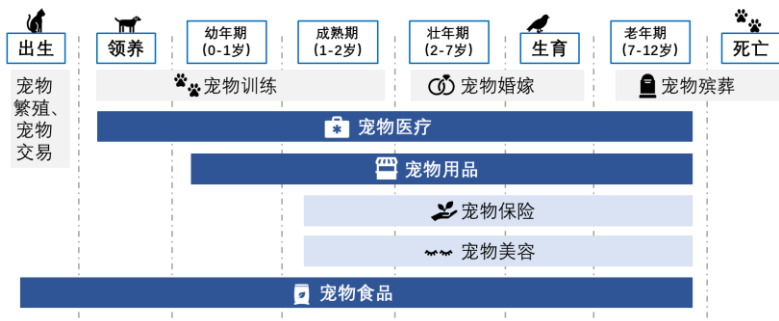


数据来源：2021-2022中国宠物行业白皮书、华福证券研究所

图：宠物行业金字塔



图：宠物产业链各细分行业覆盖宠物生长周期情况



资料来源：福贝宠物招股说明书、华福证券研究所

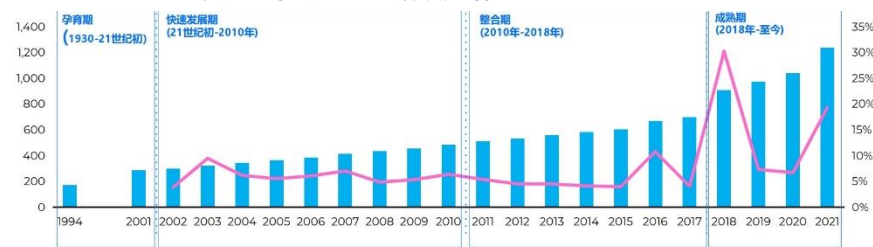
资料来源：中领智库、华福证券研究所

## 1.2 行业发展历程

### 2015年以来国内宠物行业驶入快车道，未来发展路线或可参照美国整合期与成熟期。

我国宠物行业起步晚、发展快，自2015年以来进入发展期，市场规模增速远高于美国快速发展期，但近年来受经济下行压力与疫情反复影响增速有所放缓；预计随着疫情结束与消费信心提振，需求放量+增速回升，宠物行业将进入优质成长阶段，发展路线可部分参考美国整合期与成熟期的特征。

图：1994-2021年美国宠物行业市场规模及增速



数据来源：APPA、Meet Intelligence（转引自飞书深诺）、华福证券研究所

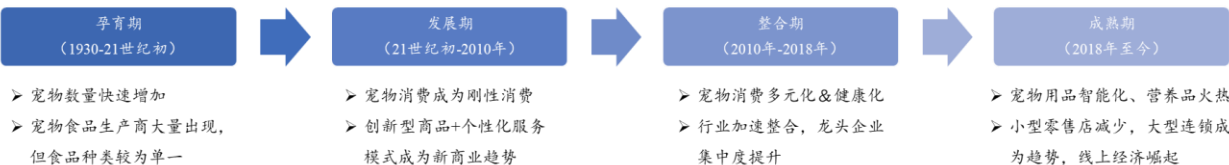
备注：根据美国宠物产品协会官网显示，从2019年度开始美国宠物产品协会采用了新的研究方法，优化了宠物产品和服务统计的口径，同时按同口径重述了2018年的数据，因此2017-2018变化较大。

图：中美宠物行业发展历程对比

中国

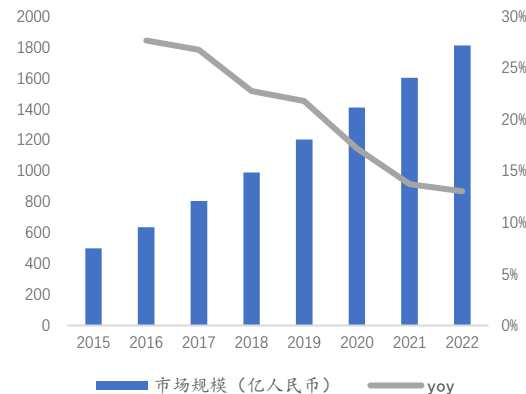


美国



资料来源：乖宝宠物招股书、飞书深诺、华福证券研究所

图：2017-2022年中国宠物行业市场规模及增速



数据来源：欧睿、华福证券研究所

## 1.3.1 政策端：政策宽松与规范管理为行业长远发展奠基

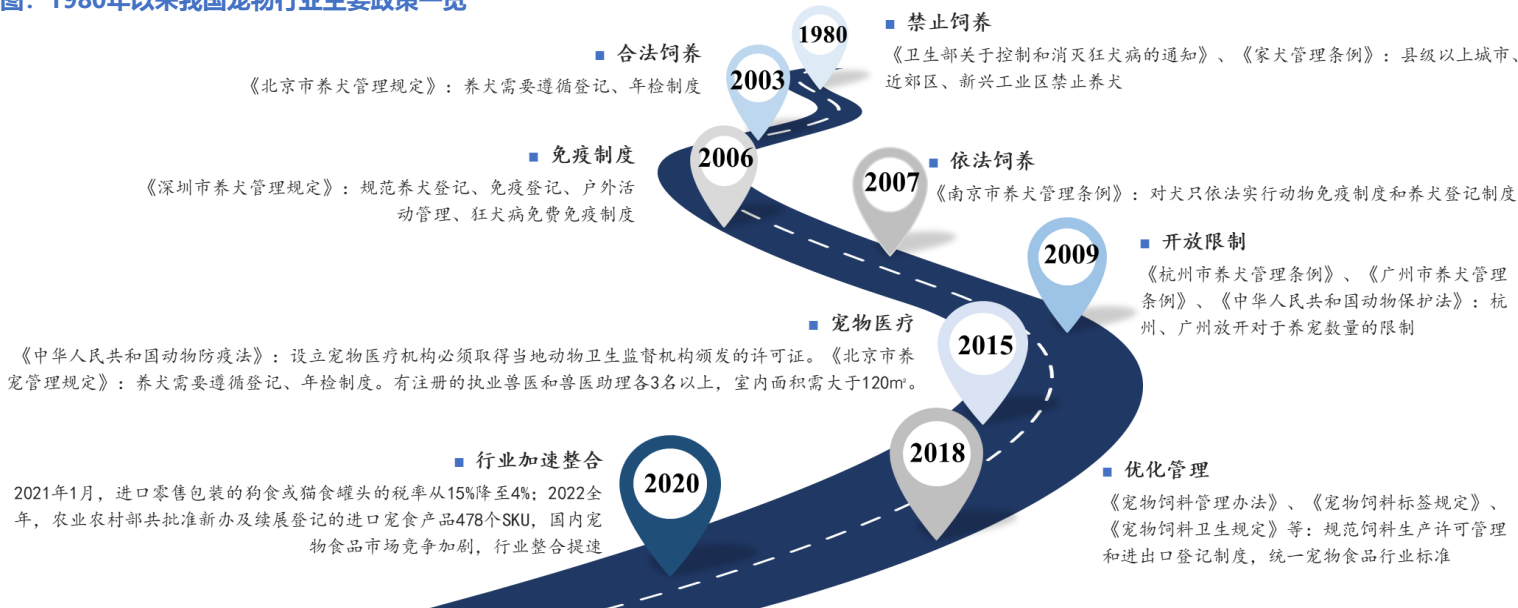
### 饲养政策宽松化：宠物基数得到积累。

从1980年的禁止饲养政策放宽至21世纪的依法饲养、开放养宠数量限制政策等，宠物基数得以积累，为后续行业需求爆发奠定基础。

### 行业管理规范化的：防止宠物行业野蛮生长，加速行业整合。

宠物行业作为新兴行业，初期在监管缺失背景下野蛮生长，部分门店无证经营、医生无证上岗、价格不透明等问题频发；1980年以来国家在宠物食品、宠物医疗等方面出台了一系列的法律法规，剪废枝去废叶加强监管和规范，2021年降低关税引入进口宠食，行业整合提速，有利于升级供给侧产品与服务品质，实现产销两旺，促进行业长远良性发展。

图：1980年以来我国宠物行业主要政策一览

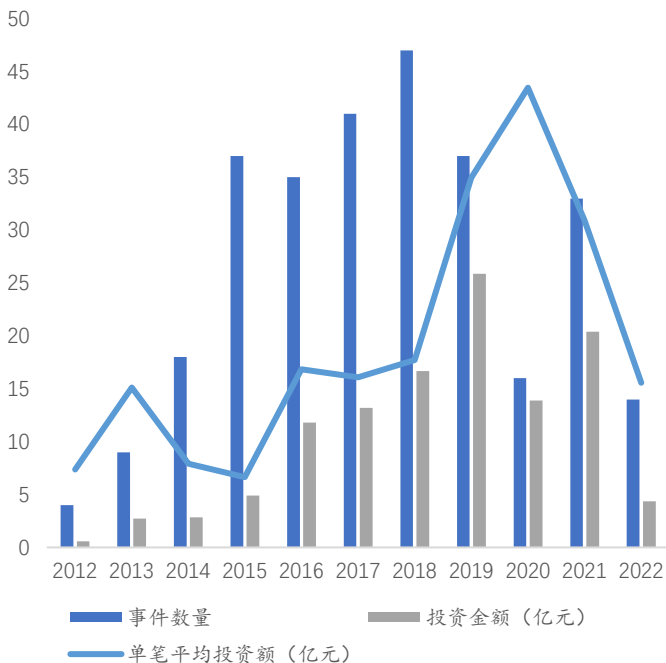


## 1.3.2 资本端：资本入局，锚定蓝海，提速宠物行业整合

### 一级市场趋于理性，资本寒冬加速市场出清。

2015年以来宠物行业一级市场较为火热，2018年发生最多47件融资事件数，2020年单笔平均投资额8694万元；但疫情以来，受影响于投资方募资难和优质标的稀缺，投资事件与投资金额出现较明显下滑，大额投融资事件多发生于宠物医疗及食品行业的龙头企业，中小企业退局提速，VC/PE投资人更加冷静审慎评估标的，**宠物市场正经历从量到质的结构转型与优化。**

图：2022年一级市场投融资发生事件数及投资额情况



数据来源：亿欧智库、华福证券研究所

图：2018年以来大额投融资事件

年份	公司	金额	投资方	赛道	轮次
2018	瑞派宠物医院	5亿	越秀产业基金	宠物医疗	B
	新瑞鹏	未披露	高瓴资本	宠物医疗	战略融资
	疯狂小狗	1亿	AB Capital、锐盛投资、天图投资	宠物食品	天使轮
2019	宠丰宠物	8000万	锐盛、水木资产	宠物用品	A+
	新西兰BOP	1.04亿	佩蒂股份	宠物食品	被并购
	疯狂小狗	3亿	复星资本、光点资本	宠物食品	B
2020	宠爱国际	1亿+	双湖资本、弘晖资本等	宠物医疗	B、B+
	福贝宠物	近3亿	凯珩资本、中比海富资本、深创投等	宠物食品	B
	乖宝	5亿	君联资本、兴业银行集团	宠物食品	B
2021	依依股份	1.43亿	光点资本等	宠物用品	B
	瑞派宠物	14亿	玛氏	宠物医疗	C
	派摩科技	过亿	新希望集团	宠物服务	战略融资
2022	新瑞鹏	42亿	腾讯、碧桂园等	宠物医疗	战略融资
	伟杰信生物	过亿	国投创业等	宠物医疗	B
	宠丰宠物	2亿	国泰财富基金等	宠物食品、用品	B
2022	小佩宠物	5000万美元	sofina、鼎晖百孚等	宠物智能用品	D
	红狗	2亿	金顶资本、光点资本	宠物食品	天使轮
	帕特	过亿	挑战者资本、经纬创投等	宠物食品	A、A+
2022	宠丰宠物	6亿	腾讯、凯辉、详峰等	宠物食品	B+
	宠物家	过亿	挑战者资本、博信资本等	宠物医疗	B、B+
	捍宇医疗	5亿	云峰基金等	宠物医疗	D+
2022	山东帅克	5亿	百联挚高资本等	宠物食品	Pre-IPO
	鼎特生物	数亿	本草资本等	宠物医疗	B

资料来源：宠业家、华福证券研究所 8



## 1.3.2 资本端：资本入局，锚定蓝海，提速宠物行业整合

**2017年以来，我国二级市场掀起上市潮，行业热度较高。**

2017年以来，宠物赛道迎来第一波上市潮，中宠股份、佩蒂股份相继登陆深交所主板及创业板；2021-2022年宠物行业掀起第二波上市潮，2022年3月路斯股份于北交所上市，7月乖宝创业板首发过会，8月源飞宠物深交所上市，11月天元宠物创业板上市，还有福贝宠物、瑞派宠物、新瑞鹏宠物等都在排队登陆资本市场，宠物行业IPO的步伐提速。相较于国外宠物行业上市公司大多集中于医疗领域，我国资本市场上宠物板块多为宠物食品及用品赛道的龙头企业，未来有望推动宠物行业整合并购形成新头部企业，进一步拓宽资本市场上宠物细分行业选择范围。

图：中国宠物行业部分上市公司基本情况

公司	股票代码	赛道	上市板块	上市情况	上市时间	毛利率(2022)
中宠股份	002891	宠物食品	深交所主板	已上市	2017.8	19.48%
佩蒂股份	300673	宠物食品	创业板	已上市	2017.7	22.10%
依依股份	001206	宠物用品	深交所主板	已上市	2021.5	13.11%
天元宠物	301335	宠物用品	创业板	已上市	2022.11	19.69%
源飞宠物	001222	宠物用品	深交所主板	已上市	2022.8	23.94%
路斯股份	832419	宠物食品	北交所	已上市	2022.3	14.85%
福贝宠物	-	宠物食品	上交所主板	拟上市	-	-
乖宝宠物	-	宠物食品	创业板	拟上市	-	-

资料来源：wind、华福证券研究所

图：外国宠物行业部分上市公司基本情况

公司	赛道	上市时间	毛利率(2022)
硕腾	宠物医疗（制药）	2013.2	69.63%
chewy	宠物垂类电商	2019.6.14	28.03%
freshpet	宠物食品	2014.11.7	31.25%
pets at home	宠物门店	2014.3.12	49.12%
Petco Health	宠物医疗（护理）	2021.1.14	41.79%

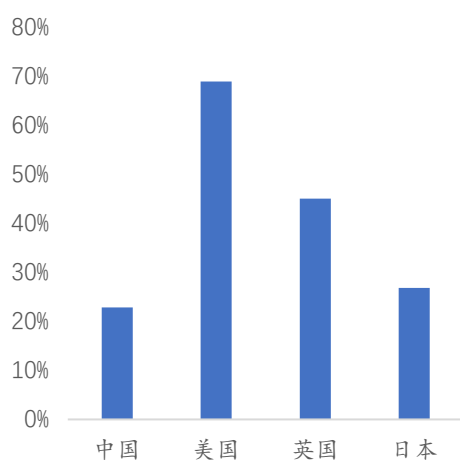
资料来源：wind、华福证券研究所

### 1.3.3 市场端：低渗透率/低集中度助推市场潜力释放，韧性凸显

**2019年我国渗透率仅22.8%，除食品、用品及医疗外渗透率均较低，市场提升空间广阔。**

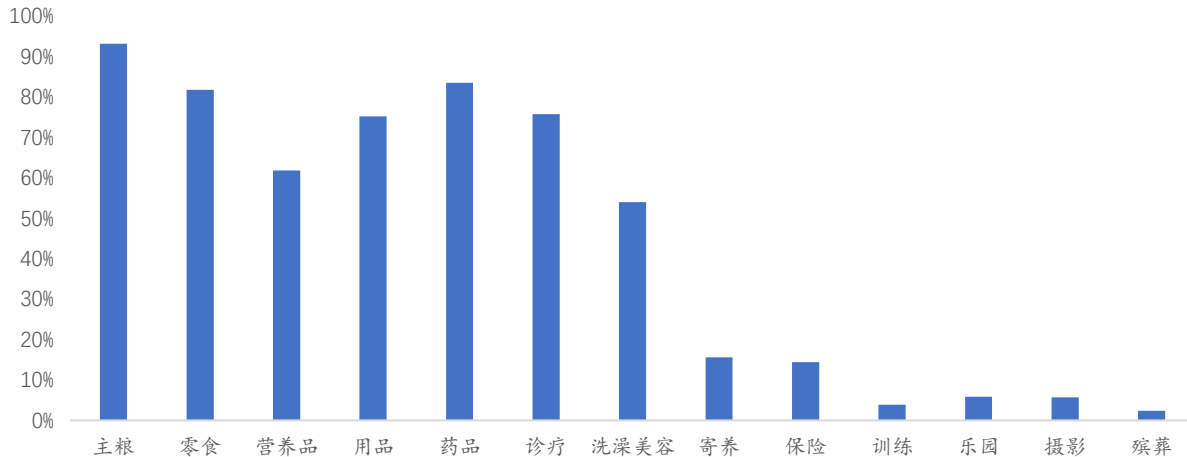
对标海外，英美宠物行业起步早，养宠渗透率分别为68.9%/45.0%，高出我国46.1pp/22.2pp；即使相比起成熟市场日本，我国养宠渗透率也有4pp的劣势，总体行业渗透率提升空间较大。从细分行业角度看，2021年我国宠物食品中的主粮/零食、用品与医疗渗透率可高达75%-95%，刚需属性与韧性突出，为未来市场规模稳健增长提供确定性的底部支撑位；而宠物食品中的营养品与宠物服务中的洗澡美容渗透率区间在约50%-65%之间，作为强需求有一定的消费刺激空间，利于助推市场潜力释放；除洗澡美容外的宠物服务渗透率普遍落在2%-20%，提升空间最大，或将进入成长阶段。

图：2019年中美日英四国养宠渗透率对比



数据来源：头豹研究院、华福证券研究所

图：2021年中国宠物细分行业渗透率情况



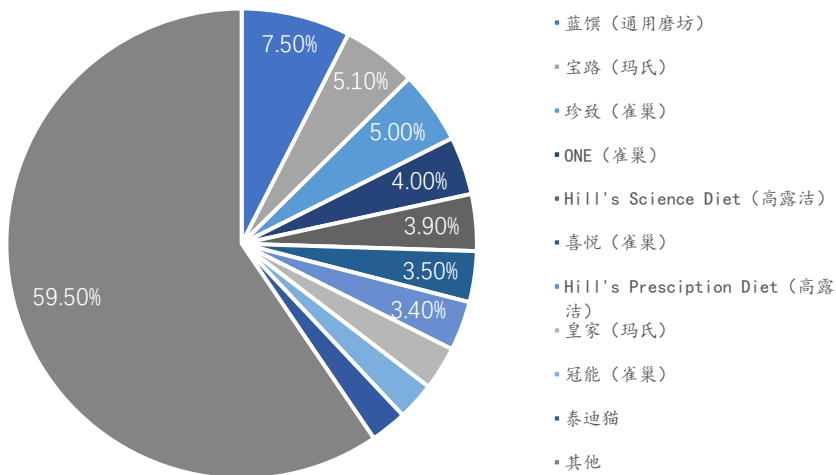
数据来源：2021中国宠物行业白皮书、华福证券研究所

### 1.3.3 市场端：低渗透率/低集中度助推市场潜力释放，韧性凸显

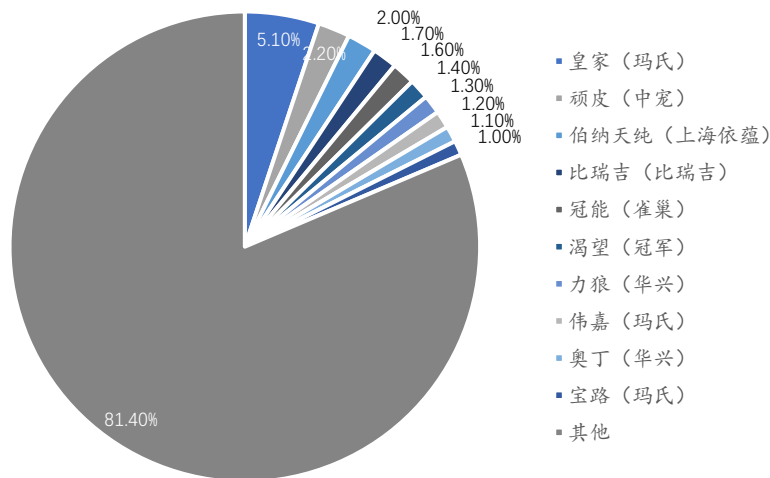
**2021年美国CR10为40.5%，我国仅为18.6%，行业集中度低。**

以发展较为成熟的宠物食品行业为例来探讨集中度，2021年我国宠物食品前十品牌市占率为18.6%，行业格局较为分散，竞争者众多；而同期美国宠物食品前十品牌市占率达40.5%，头部效应明显。虽然雀巢、玛氏两大国外宠食巨头进入中国市场较早，但集中度并未达到如美国一般的预期，随着国内供给与需求双边发力，2021年我国宠物食品前十品牌中国品牌占据半壁江山，国产替代趋势明显。

图：2021年美国宠物食品前十品牌市占率



图：2021年中国宠物食品前十品牌市占率



数据来源：头豹研究院、华福证券研究所

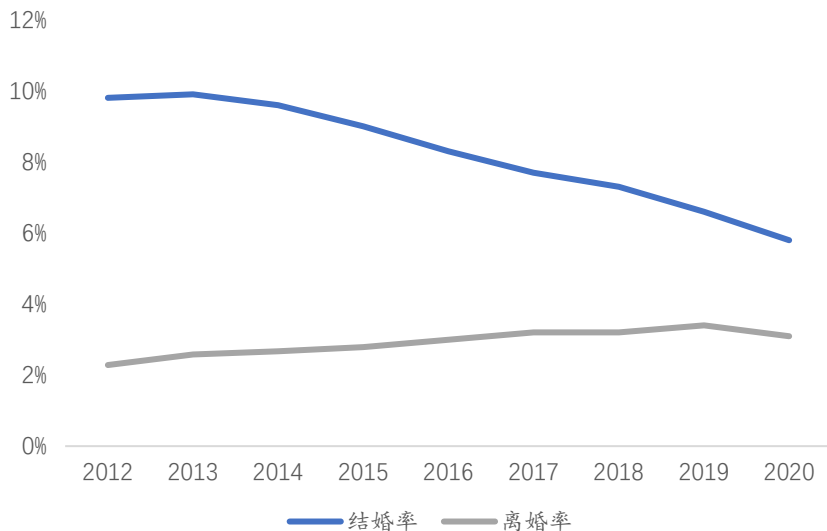
数据来源：头豹研究院、华福证券研究所

## 1.3.4 社会端：人口结构变化与消费升级催生情绪价值需求

### 人口结构变化催生宠物量增。

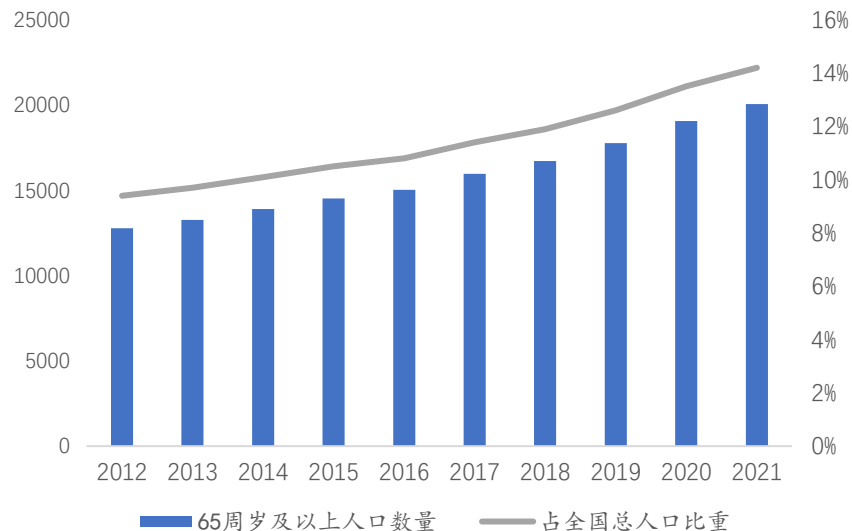
伴随着我国人口结构变化与社会转型，2012-2020年我国结婚率从9.8%下降4pp至5.8%，离婚率从2.3%上升至3.1%，独身人口占总人口比例显著增加，独身意愿更为强烈，推动单身经济发展；2021-2021年我国65周岁及以上人口数量占全国总人口比重从9.4%上升至14.2%，老年人口不断增加，老龄化程度进一步加深，银发经济兴起。

图：2012-2020年中国结婚率与离婚率走势情况



数据来源：中国婚姻家庭报告2022版、华福证券研究所

图：2012-2021年中国65周岁及以上人口数及占比



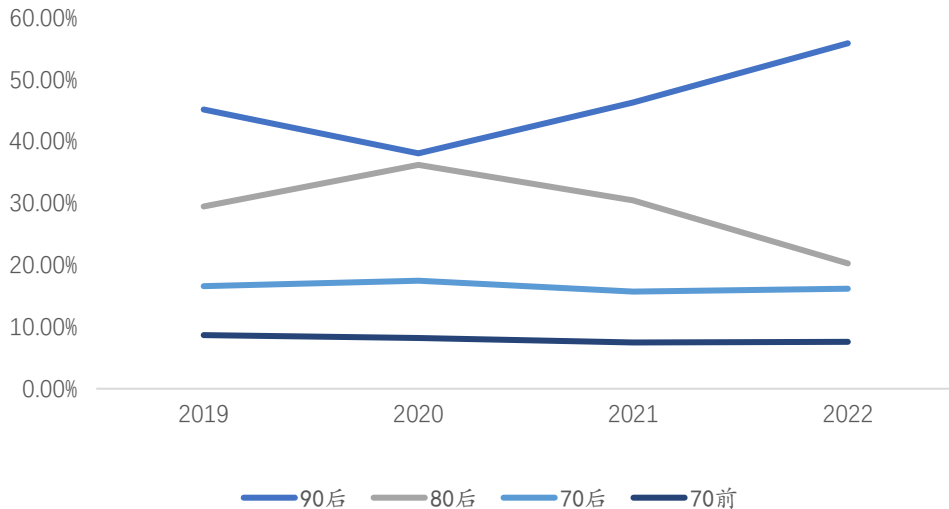
数据来源：中国统计年鉴、华福证券研究所

## 1.3.4 社会端：人口结构变化与消费升级催生情绪价值需求

### 人口结构变化催生宠物量增。

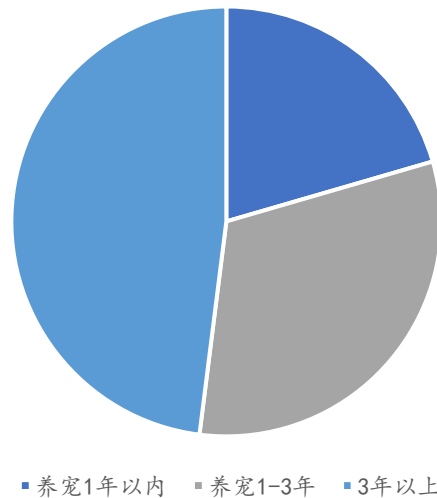
从2019-2022年中国宠物主年龄段占比中可以看出，90后宠主领跑并于2022年占比过半，80前宠主占比稳中有升，养宠人数年龄“两极化”趋势明显，新增宠主多为年轻人与老年人；2022年我国宠主宠龄3年以上仅仅占比48%，意味着近三年来新增宠主占比过半，增长动能强劲。单身青年与老年人的绝对数量与相对占比的增加，在养宠数量维度上奠定了稳定的宠物总基数与持续的行业驱动力。

图：2019-2022年中国养宠年龄段占比



数据来源：2022中国宠物消费白皮书、华福证券研究所

图：2022年中国宠主宠龄占比



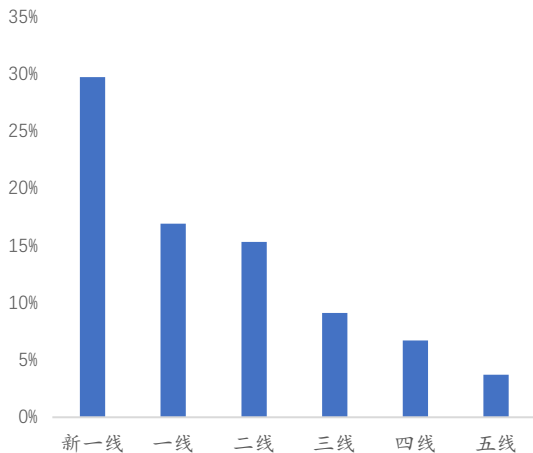
数据来源：2022中国宠物消费白皮书、华福证券研究所

## 1.3.5 需求端：人口结构变化与消费升级催生情绪价值需求

### 消费升级催生宠物消费价增。

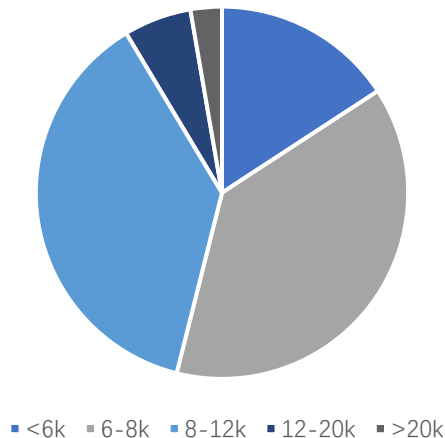
2022年我国养宠人群学历本科及以上占比61.3%，高知化趋势明显，由此也带来了人均收入水平的提升，2022年每月收入水平低于6000元的宠主仅占14.5%，消费能力较强；且宠物消费人群多位于二线以上城市（61.9%），本身城市消费水平与消费质量较高，更有倾向培养为宠物消费的习惯。

图：2022年中国宠物消费人群城市线级分布



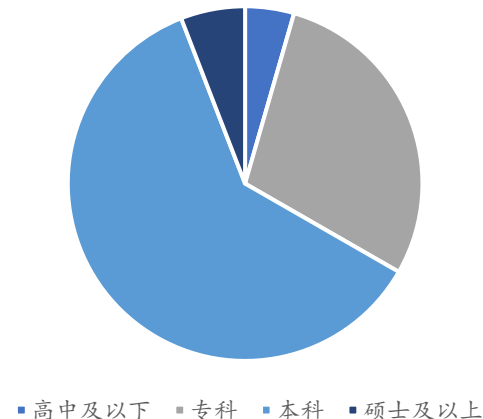
数据来源：Mob研究院、华福证券研究所

图：2022年中国养宠人群人均收入水平



数据来源：Mob研究院、华福证券研究所

图：2022年中国养宠人群学历分布



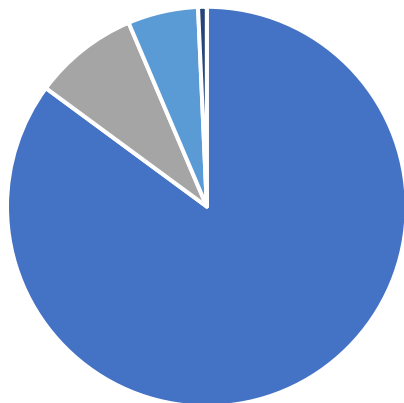
数据来源：Mob研究院、华福证券研究所

## 1.3.5 需求端：人口结构变化与消费升级催生情绪价值需求

### 消费升级催生宠物消费价增。

宠主往往将宠物视为家人与朋友角色（93.6%）而非单纯将其定义为“宠物”（5.7%），背后蕴含着“孤独患者”需要陪伴的情感需求与当下白领生活压力的发泄需求；2017-2021年中国单只宠物宠物消费稳健增长，单只犬的平均消费金额从2017年的1619元提升至2021年的2634元，单只猫的平均消费金额从2017年的1416元提升至2021年的1826元。

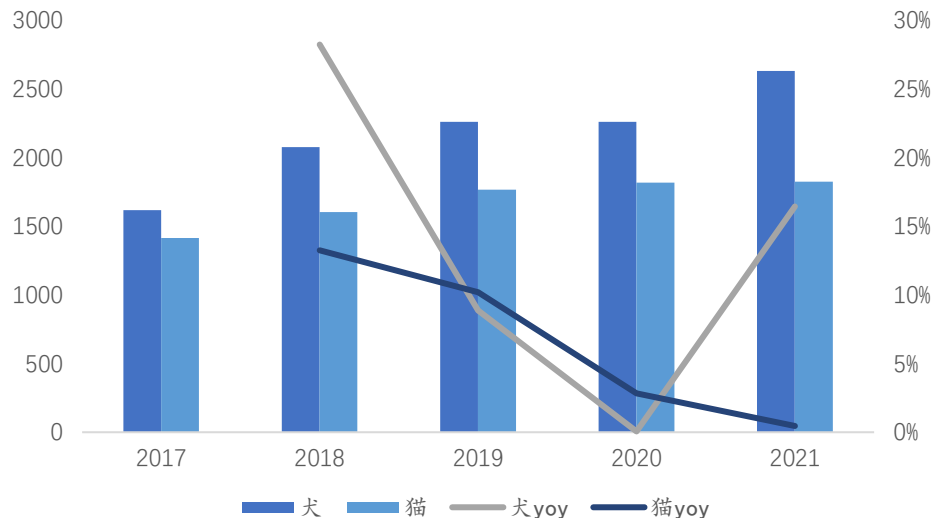
图：宠物在宠主生活中扮演的角色



■ 家人 ■ 朋友 ■ 只是宠物 ■ 以上都不是

数据来源：2021中国宠物行业白皮书、华福证券研究所

图：2017-2021年中国单只宠物（以犬猫为例）平均消费金额（元）



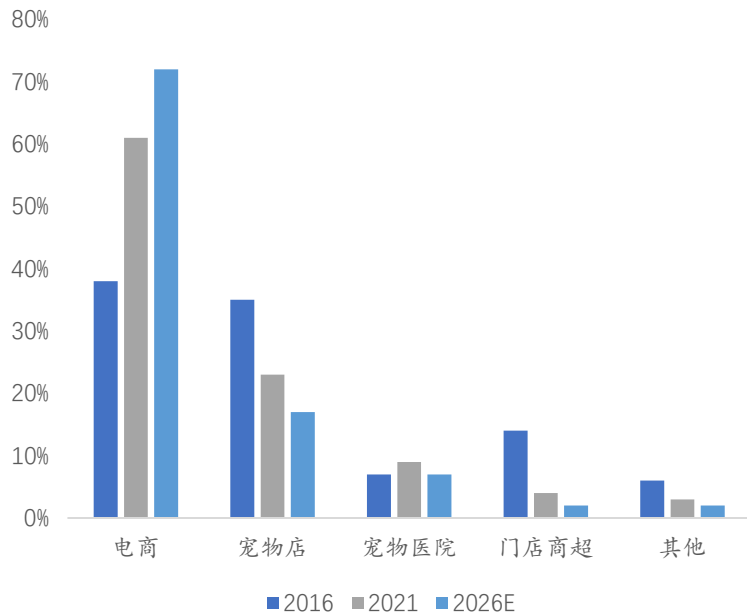
数据来源：狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院、华福证券研究所

## 1.3.6 技术端：电商渠道打通，线上经济兴起

### 线上渠道打破交易半径限制，宠物食品电商渠道发展蓬勃。

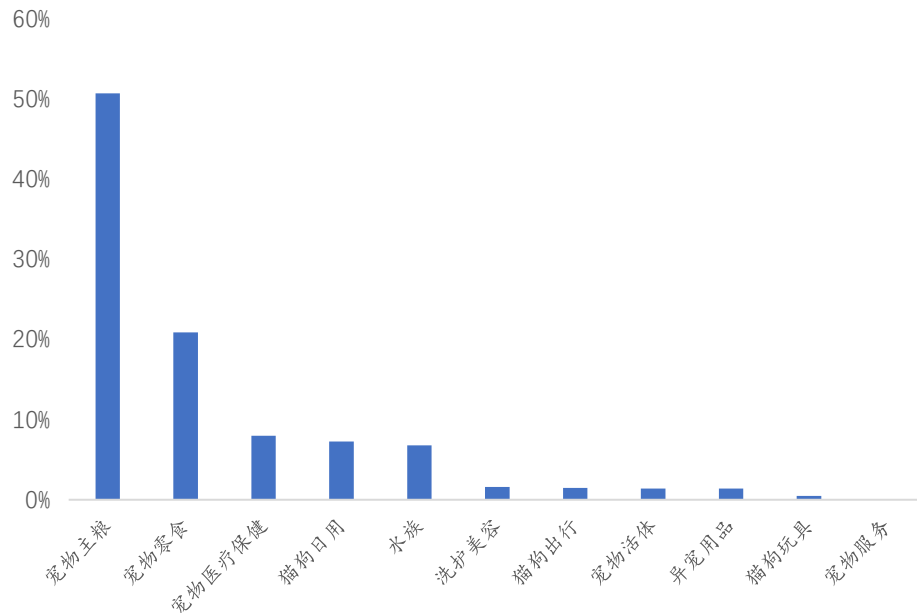
2021年我国宠物行业消费渠道主要为电商（61%）和宠物店（23%），且据德勤预测，2021-2026E电商渠道占比将保持稳健增长，渠道变革趋势明显；2022年上半年京东销量数据显示，宠物食品为电商渠道主要产品，占比71.6%，线上经济蓬勃兴起。

图：2016-2026E中国宠物分渠道市场规模占比



数据来源：德勤、华福证券研究所

图：2022年上半年京东渠道宠物细分类目销售额占比



数据来源：浙江省电子商务促进会、华福证券研究所



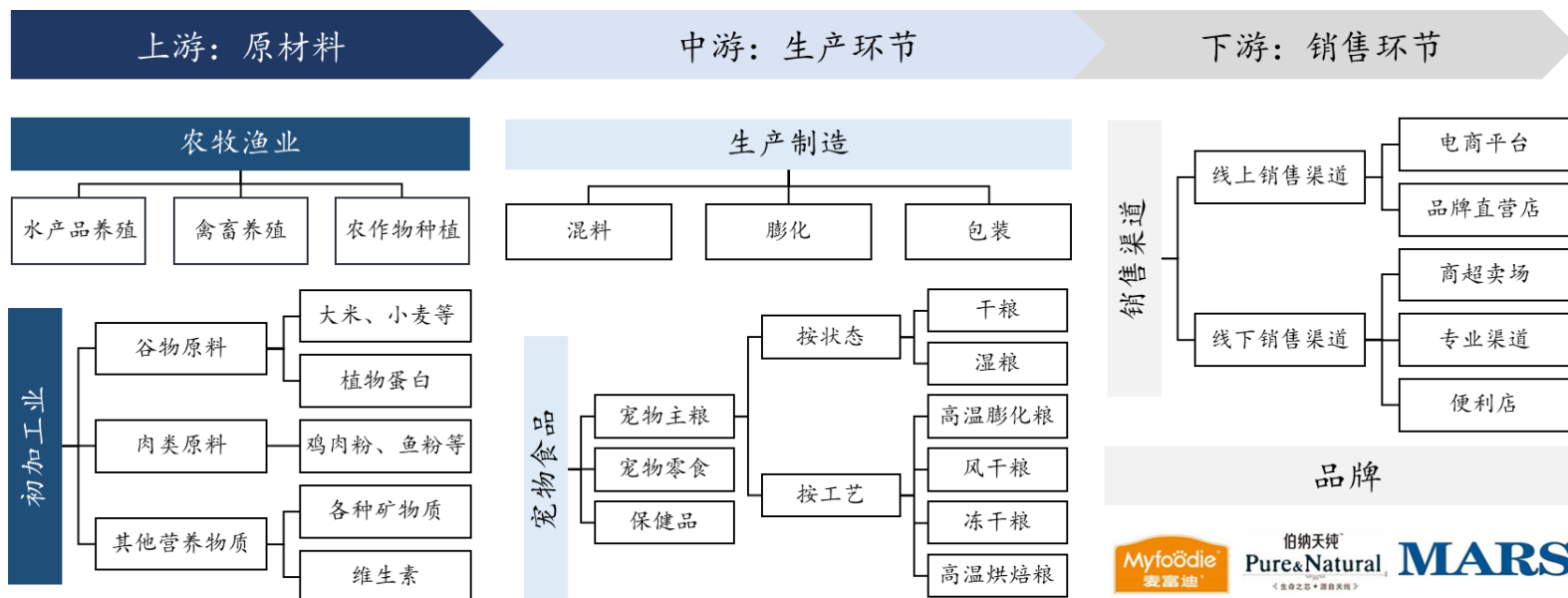
- 宠物行业概述：供给端长坡厚雪，需求端量价齐升
- 宠物食品：重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围
- 宠物用品：渠道线上化+产品智能化趋势明显
- 宠物医疗：人才资源将加速龙头企业进一步提高集中度
- 投资建议
- 风险提示

## 2.1.1 宠物食品：产业链及行业特点

### 特点：上游周期性强，中游竞争激烈，下游渠道变革。

上游原材料主要包括农牧渔业及初加工生产企业，规模较大且占中游成本比重高，因此议价能力较强；中游企业主要生产宠物主粮与宠物食品，其中宠物主粮分为干粮/湿粮或者高温膨化粮/高温烘焙粮/风干粮/冻干粮，干粮和高温膨化粮行业竞争激烈，行业玩家较为分散；下游销售环节主要关注渠道与品牌，从渠道方面看，电商推波助澜线下渠道兴起，疫情结束后线下消费也将持续回暖，从品牌来看，国际品牌不再具备垄断地位，国产品牌逆势突围，打通线上线下销售渠道并塑造强品牌号召力将成为下游企业的核心竞争力。

图：宠物食品行业产业链图谱



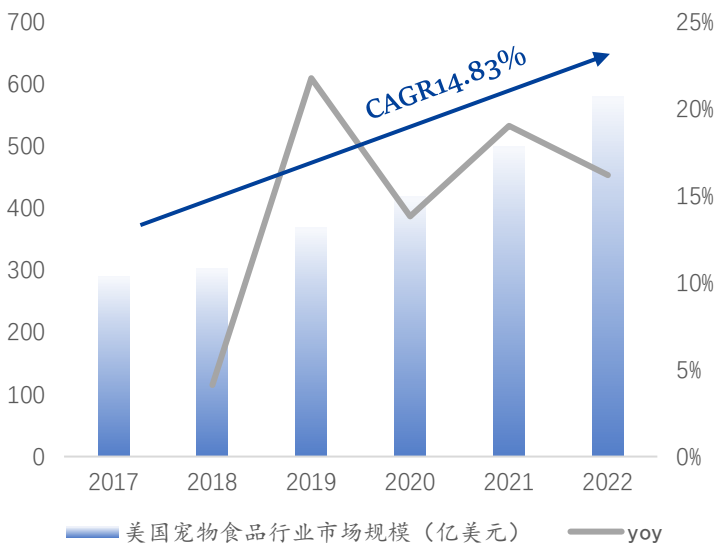
资料来源：中领智库、品牌官网、华福证券研究所

## 2.1.2 宠物食品：市场规模中美对比

### 中国宠物食品市场规模增速高于美国，发展空间广阔。

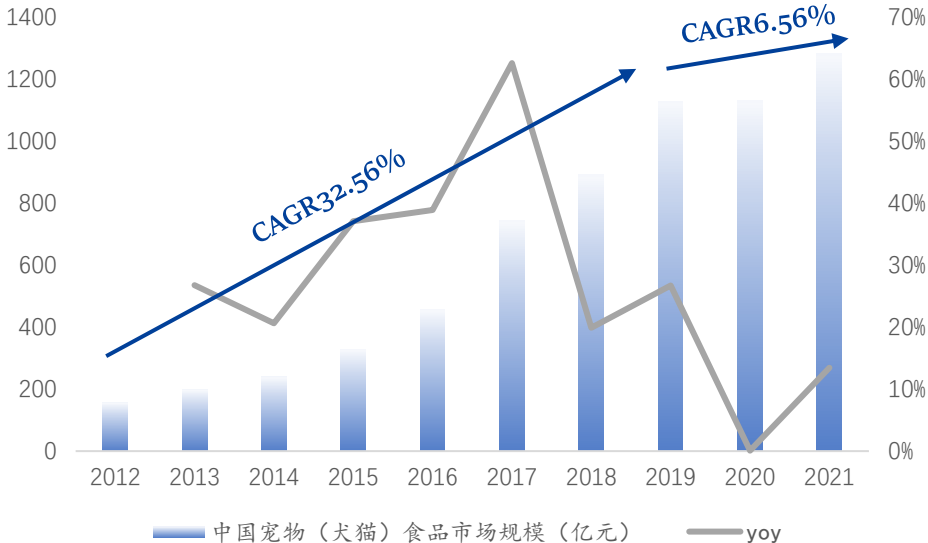
美国起步早+渗透率高推动宠物食品行业高速发展，美国宠物食品市场规模以14.83%的年复合增长率从2017年的291亿美元增长至2022年的581亿美元；中国宠物食品行业起步虽晚，但受益于人均可支配收入的提高与宠物行业本身的蓬勃发展，2012年-2019年年复合增长率达32.56%，远高于美国年复合增长率，2019年后中国宠物食品市场虽受疫情影响，但仍以6.56%的年复合增长率充分体现了行业韧性，整体来看，中国宠物食品行业市场从2012年的157亿元增长至2021年的1282亿元，年复合增长率为26.28%。预计未来随着疫情影响消退及消费信心提振，宠食市场规模将进一步扩大。

图：2017-2022年美国宠物食品行业市场规模（亿美元）及增速



数据来源：APPA、头豹研究院、华福证券研究所

图：2012-2021年中国宠物（犬猫）食品行业市场规模（亿元）及增速



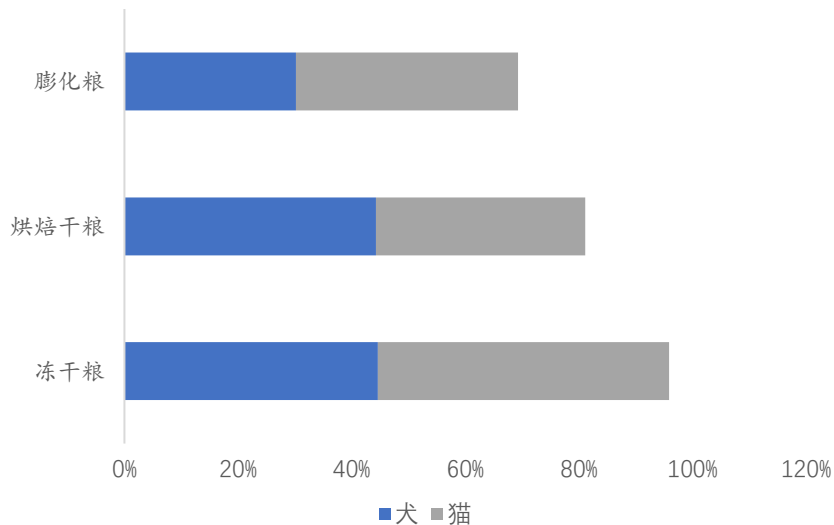
数据来源：中国宠物行业白皮书、头豹研究院、华福证券研究所

## 2.1.3 宠物食品：高端化趋势明显

### 冻干粮/冻干成宠主最偏爱主粮/零食产品，消费趋势为价格与营养程度齐增。

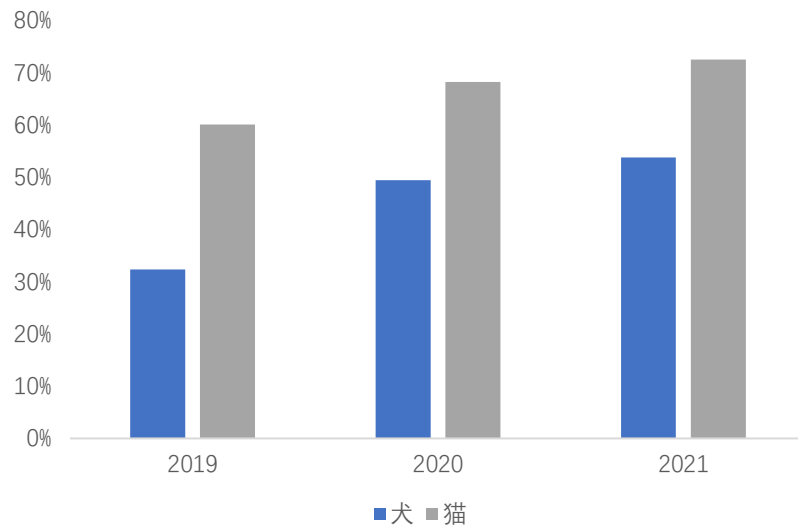
膨化粮多由淀粉做成，肉类含量较低，且高温高压的工艺易导致营养流失；相比之下冻干粮蛋白质含量高。以往市占率较高的通常是价格低廉的膨化粮，但近年来宠物主表现出对价格高昂但新鲜高肉的冻干粮明显的偏好，消费趋势逐渐为品质导向与价格导向，高端化趋势明显。具体而言，主粮方面，猫宠主对冻干粮的偏好度为51.3%，远超膨化粮（39.10%）与烘焙干粮（36.80%），犬宠主对冻干粮的偏好度也高于膨化粮与烘焙干粮；零食方面，猫宠主对冻干的偏好度从60.10%上升至72.5%，狗宠主虽对冻干偏好度相对较低但也展现出了三年增长20pp的强劲趋势。

图：宠物（犬猫）主新购主粮偏好度（%）



数据来源：2022年中国宠物食品消费报告、华福证券研究所

图：宠物（犬猫）对零食冻干的偏好度（%）



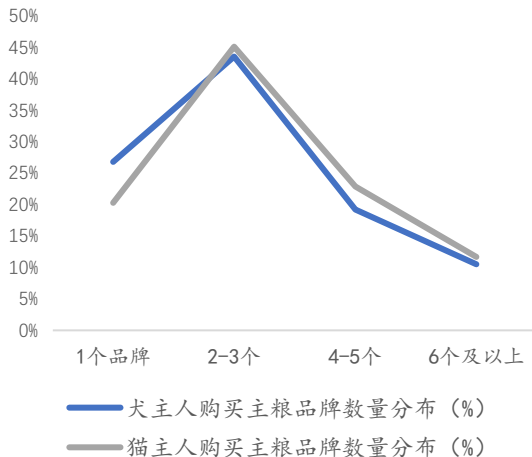
数据来源：2022年中国宠物食品消费报告、华福证券研究所

## 2.1.4 宠物食品：我国高端差异化市场谁主沉浮

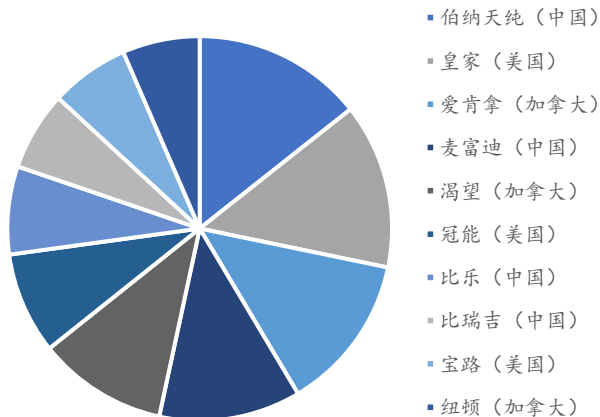
### 消费端忠诚度低+生产端持续发力，国产品牌大有可为。

虽然国外品牌对中高端市场入局早、布局广，但从消费端看，猫宠主和犬宠主在选择购买主粮品牌时往往“不把鸡蛋放在同一个篮子中”，青睐主粮品牌≥2的宠主占比均在70%以上，品牌忠诚度较低，即市场壁垒并不高，这提供了国产新兴品牌进场突围之机；从生产端看，随着国内产能、渠道和研发的持续布局并发力，2021年犬主粮与零食使用率前10的品牌中排名第一的分别为国产品牌伯纳天纯（22.5%）和麦富迪（35.2%），主粮使用率前十品牌中本土品牌占据四席，零食使用率前十品牌中国产占据六席，国产品牌对本土化线上平台适应性更强，中高端市场不再由国外品牌垄断。

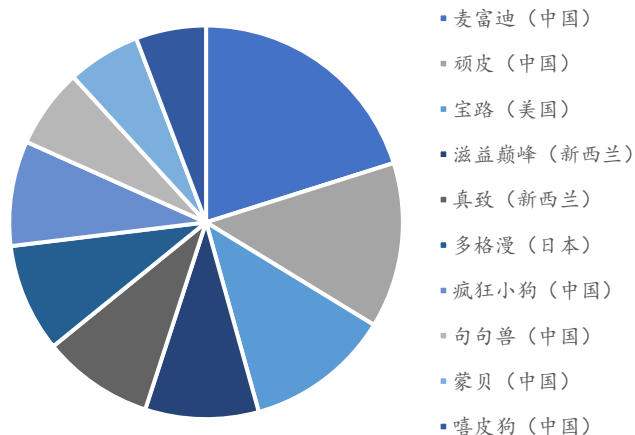
图：2022年犬和猫宠主购买主粮品牌数量分布情况



图：2021年犬主粮使用率前10的品牌



图：2021年犬零食使用率前10的品牌



数据来源：2022年中国宠物食品消费报告、华福证券研究所

数据来源：2022年中国宠物食品消费报告、华福证券研究所

## 2.1.5 宠物食品公司：破局关键为品牌/技术/供应链

### 品牌：乖宝自有品牌系列全覆盖+多元化营销矩阵引领自有品牌建设。

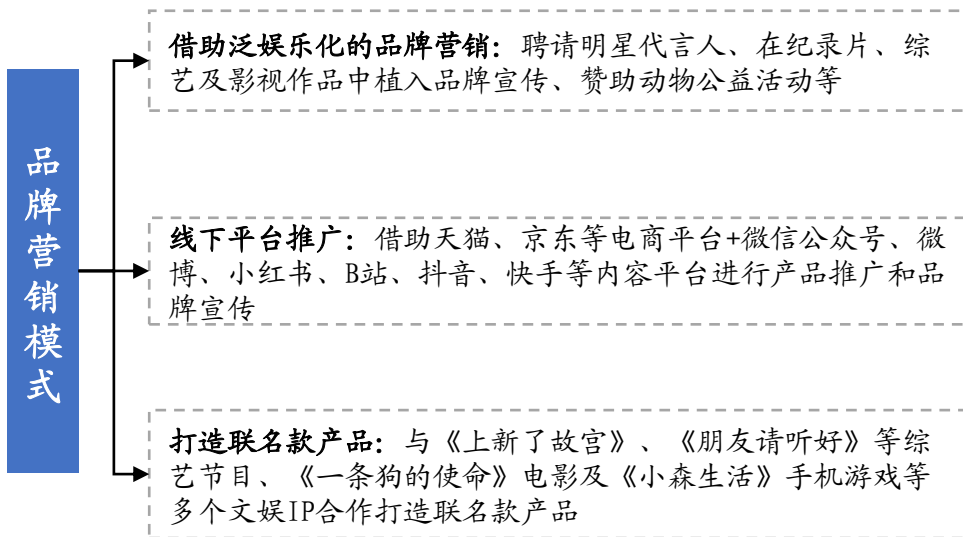
乖宝企业于2013年创建自有品牌“麦富迪”，此后根据用户需求的变化升级，相继开发出双拼粮系列、营养森林系列、天然鱼油系列等中端产品线，2021年，公司收购美国知名宠物食品品牌Waggin ' Train，以及成为新西兰知名宠物食品品牌K9 Natural和Feline Natural的代理商，持续布局高端宠物食品市场。至此麦富迪品牌覆盖所有中高档品类，给予消费者充分选择余地。除此之外麦富迪知名度在大众消费者中持续提升还因为其探索出了一套相对有效的营销推广模式，借助泛娱乐化的品牌营销、多样化的线上平台推广和打造联名款产品等多元化年轻化营销方式，有效抓住年轻宠主的眼球，品牌培育成效显著。

图：乖宝旗下麦富迪品牌产品系列

	产品
犬主粮	Barf霸弗天然粮、鲜肉软犬粮系列、肉粒粮全价成犬粮系列、理想配方犬粮系列、高端肉粒粮犬系列、牛肉双拼粮、黑肉粒双拼粮系列、鹿肉双拼粮、其他双拼粮、乖宝乐、佰萃粮、欢虎仔101真鲜系列、营养系列、五谷双拼粮、卡莉犬粮、鲜肉天然犬粮
猫主粮	Barf霸弗天然粮、全价Barf霸弗生骨肉冻干、弗列加特全价冻干、弗列加特、弗列加特高肉粮、50%鲜肉天然粮、猫爱鱼全价冻干鱼块猫粮系列、优能猫粮、冻干双拼、天然粮猫粮系列、天然猫粮、佰萃猫粮、卡莉猫粮、Barf霸弗鲜肉主食罐
犬零食	犬/牛烘烘罐装产品系列、犬/火腿肠系列、洁齿骨、北美原野系列、犬零食
猫零食	羊奶肉包、羊奶肉酱猫条、冻干羊奶棒、元气肉泥系列、猫/亲嘴鱼猫条20支装系列、犬/猫通用鲜肉冻干零食、猫零食、麦富迪冻干生肉饼、鲜炖小蓝罐
营养保健	猫保健品、狗保健品、小橙帽

资料来源：麦富迪官网、华福证券研究所

图：乖宝品牌营销模式



资料来源：乖宝宠物招股书、华福证券研究所

## 2.1.5 宠物食品公司：破局关键为品牌/技术/供应链

### 技术：乖宝、中宠着力研发，建立技术护城河。

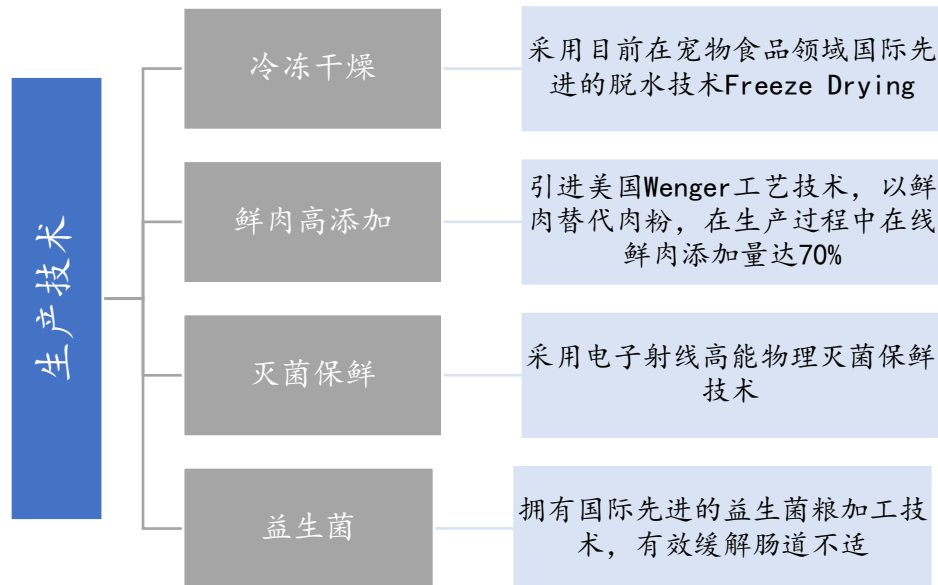
截至2022年末，乖宝已获境内授权专利288项，其中发明专利10项、实用新型专利28项、外观设计专利250项，并取得计算机软件著作权5项。同期中宠共获得国家专利授权186项，其中发明专利15项、实用新型专利7项、外观专利164项，共申请了18项软件著作权，完善公司知识产权保护体系。由此国内龙头企业兼具一流的专业技术人才优势和累积丰富的研发技术成果，有望在技术上追赶上发达国家。

图：中宠股份核心技术及优势情况

核心技术	技术来源	应用产品	技术优势
挤压膨化制 备宠物休闲 食品技术	自主研发	膨化产品	由该技术制备的产品或柔软,或酥脆,均凭借独特的口感,满足了宠物的饮食趣味性需求
宠物用药膳 肉干制备技 术	自主研发	药膳肉干	通过该技术制备的药膳肉干产品营养均衡,适口性好,且具有保健作用,满足了客户需求
肉类破碎重 组加工技术	自主研发	肉类产品	不同的组合可以形成产品不同的感官状态,或透亮,或密实,满足各类宠物的喂食需求

资料来源：中宠股份招股书、华福证券研究所

图：乖宝宠物生产技术手段及优势



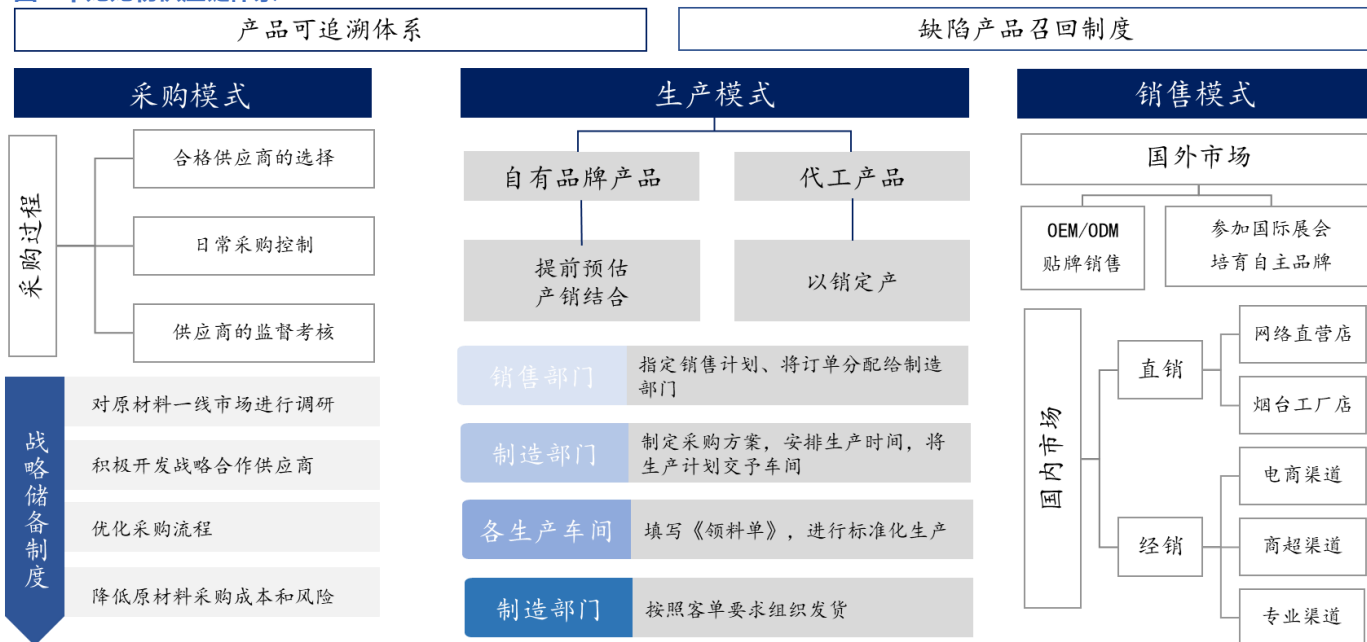
资料来源：乖宝宠物官网、华福证券研究所

## 2.1.5 宠物食品公司：破局关键为品牌/技术/供应链

### 供应链：中宠打造规范的供应链体系与品控流程。

**采购模式：**外部环境而言，中宠坐落于国内农牧渔行业总产值全国第一的山东省，地理区位优势突出；内部管理而言，公司建立了完备的原材料供应体系和战略储备制度，有效节省了保鲜、运输及管理成本。**生产模式：**自有品牌采取提前预估、产销结合的生产模式，代工产品采取以销定产的生产模式，减少库存并最大程度释放产能，标准化输出高质量产品。**销售模式：**国内市场以直销经销渠道为主，积极拓展线上模式；采取与知名厂商进行合作，以OEM/ODM贴牌方式进入国外市场，在努力扩大OEM/ODM产品市场规模的同时，公司通过参加国际展会等方式逐步加强自主品牌在国外的推广力度，报告期内，公司自主品牌产品已销往欧洲、日本、澳大利亚等几十个国家和地区。同时，自2014年起，公司陆续在美国、加拿大、新西兰自建和收购工厂，引领了中国宠物行业到发达国家建厂的先河，有效规避国际政治、经济因素对企业OEM/ODM业务带来的影响。

图：中宠宠物供应链体系





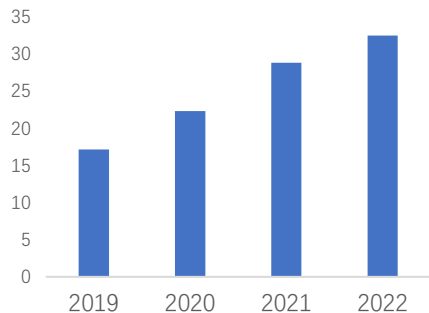
## 2.1.6 宠物食品：相关标的梳理

### 中宠股份

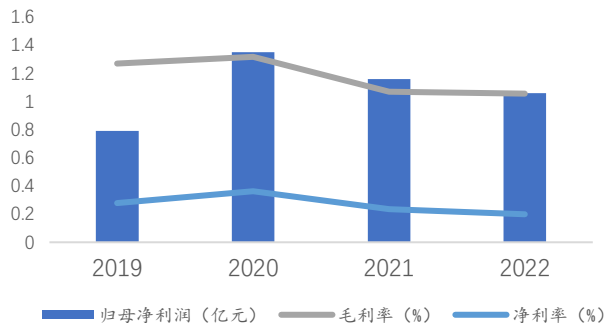
**财务状况：**营收稳步增长，2019-2022年营业收入从17.16亿元增长至32.48亿元；毛利率净利率小幅波动，主要系人民币升值及疫情冲击；费用率小幅下降，销售费用率2021年较2019年下降1.48pp，2022年上升至9.33%主要系海外去库存影响，研发费用率保持稳定。

**驱动因素拆分：**从品类方面看，中宠主营业务以零食（65.91%）为主，近期持续布局主粮湿粮赛道，未来有望提高主粮占比释放产能；从地域和销售模式角度看，中宠主要业务来源于境外代工，营收境外占比72.24%，OEM占比58.08%，但随着收购新西兰品牌zeal及打造自主品牌wanpy的动作落实，预计未来代工占比将持续降低，完成转型。

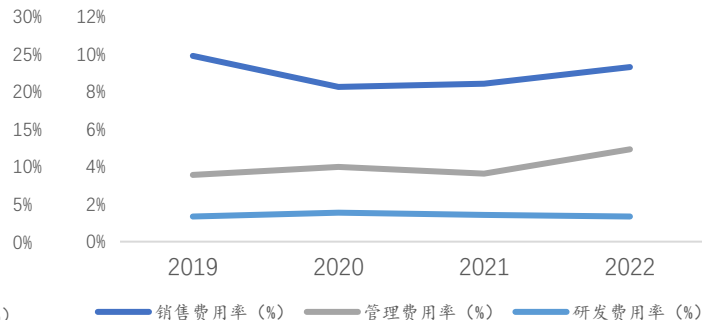
图：2019-2022中宠营业收入（亿元）



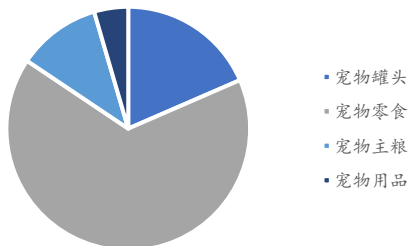
图：2019-2022中宠盈利情况



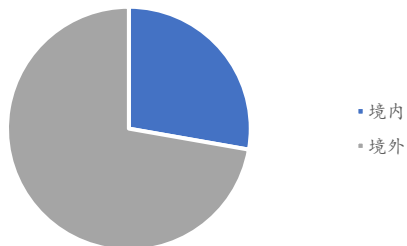
图：2019-2022中宠费用率情况



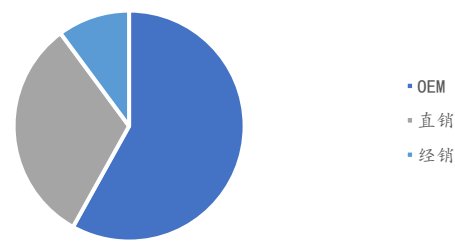
图：2022年中宠营收按品类拆分占比



图：2022年中宠营收按地域拆分占比



图：2022年中宠营收按销售模式拆分占比



数据来源：wind、中宠股份年报、华福证券研究所

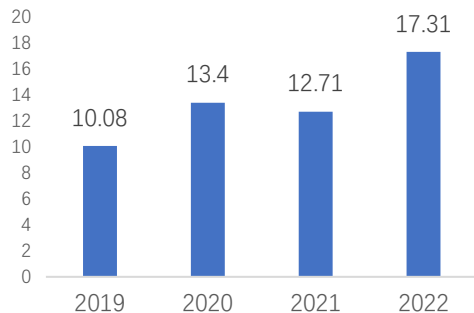
## 2.1.6 宠物食品：相关标的梳理

### 佩蒂股份

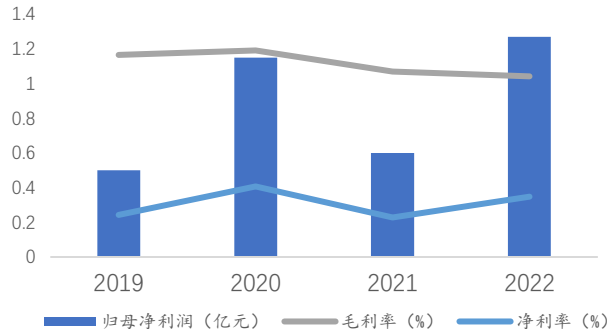
**财务状况：** 营收回弹态势良好，2022年营收（17.32亿）同比增长36.27%，主要由于越南、柬埔寨工厂产能释放及自主品牌发力；费用结构优化，2022年管理费用、销售费用较2019年下降幅度较大，研发费用有所上升，由此带来净利率的显著增长；销售费用2021-2022年有所增加主要系积极开拓内销市场广宣费提升所致，2022年净利率达到7.47%，较2021年增长2.59pp。

**驱动因素拆分：** 从品类方面看，佩蒂业务以咬胶（68.87%）为主；从地域和销售模式角度看，中宠营收境外占比84.10%，以ODM及经销为主要销售渠道，占比达92.30%。

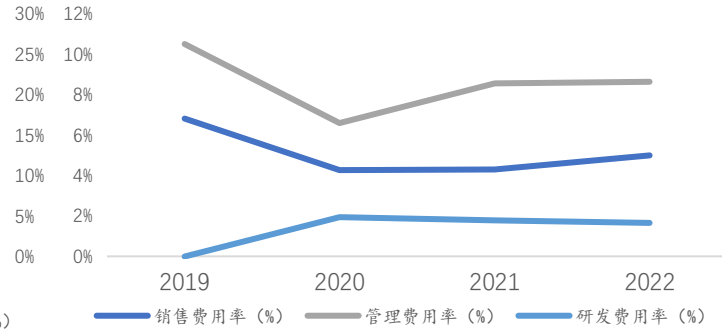
图：2019-2022佩蒂营业收入（亿元）



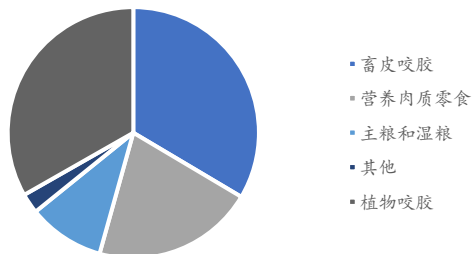
图：2019-2022佩蒂盈利情况



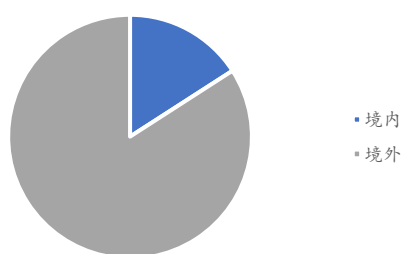
图：2019-2022佩蒂费用率情况



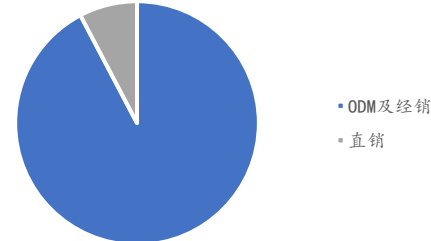
图：2022年佩蒂营收按品类拆分占比



图：2022年佩蒂营收按地域拆分占比



图：2022年佩蒂营收按销售模式拆分占比



数据来源：wind、佩蒂股份年报、华福证券研究所

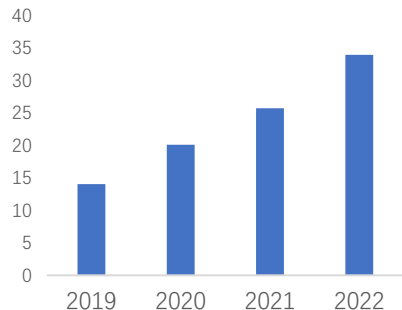
## 2.1.6 宠物食品：相关标的梳理

### 乖宝宠物

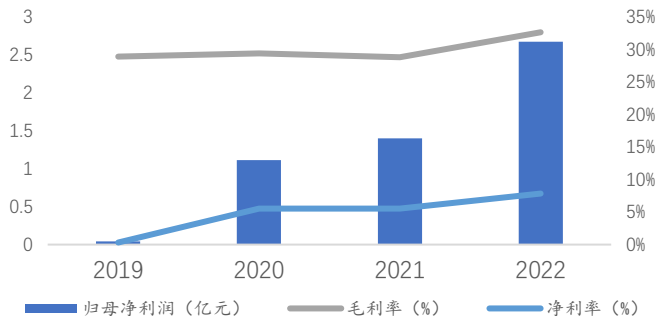
**财务状况：** 营收从2019年14.03亿元增长至2022年33.98亿元，复合增速达24.75%，实现高速增长；毛利稳定在28%以上，高于同期可比公司，主要是由于高毛利的自有品牌产品占比提高；2019年净利率降至最低（0.3%）主要受到美国关税调整（10%→25%）冲击OEM/ODM业务以及原材料价格上涨的影响，2022年随着产能释放与自有品牌培育，净利率修复至7.82%；乖宝大力推广宣传旗下品牌矩阵，销售费用率显著高于同期可比公司，预计随着品牌影响力与知名度的提高，销售费用率将会得以控制。

**驱动因素拆分：** 从品类方面看，零食营收占比57.83%，主粮占比41.09%；从地域和销售模式角度看，自有品牌占比（60.55%）高于OEM/ODM业务（35.22%）占比，随着乖宝在泰国工厂产能释放，将实现自有品牌与代工业务的协同发展。

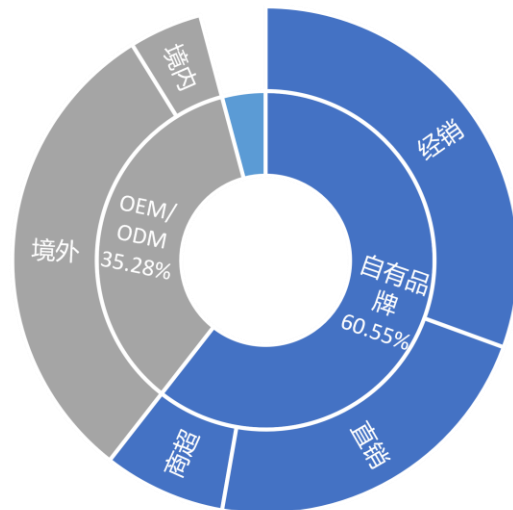
图：2019-2022乖宝营业收入（亿元）



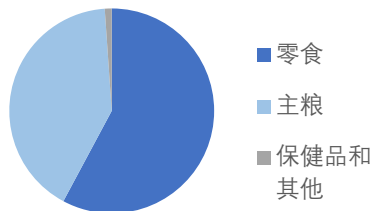
图：2019-2022乖宝盈利情况



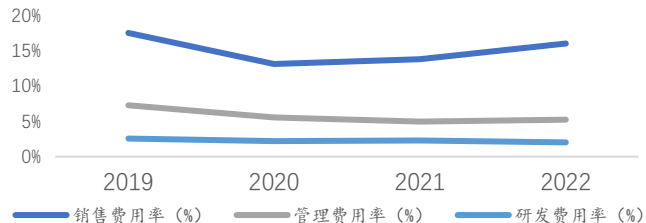
图：2022年乖宝营收按销售模式和渠道拆分



图：2022年乖宝营收按品类拆分



图：2019-2022乖宝费用率情况



数据来源：wind、乖宝宠物招股书、华福证券研究所

- 宠物行业概述：供给端长坡厚雪，需求端量价齐升
- 宠物食品：重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围
- 宠物用品：渠道线上化+产品智能化趋势明显
- 宠物医疗：人才资源将加速龙头企业进一步提高集中度
- 投资建议
- 风险提示

## 4.2.1 宠物用品：产业图谱及品类

### 宠物用品分类：宠物发展需求全覆盖，刚需特征明显

宠物用品指直接为宠物购买或制造，供宠物使用的相关产品，主要包括生活用品（宠物窝/垫、食具、饮水器）、清洁用品、宠物玩具（球类、磨牙类训练玩具）、宠物服饰（项圈、鞋子、衣服）等大类，涵盖宠物不可或缺的穿住用行环节，日常消耗大，消费者对其价格敏感度低，具备刚需特点。其中清洁用品具备快速消耗的特点，市场需求量较大且复购率高；生活用品中食具和水具智能化趋势明显，智能宠物产品受到年轻人的青睐；随着年轻宠主对宠物情绪的愈发照顾及关注，宠物玩具发展方向未来将更加强调人宠互动；宠物服饰将朝着高端化定制化方向发展。

图：宠物用品分类图谱

**生活用品**  
**举例：**宠物窝/垫、食具、饮水器  
**用处：**提高宠物生活品质



#### 宠物玩具

**举例：**球类、磨牙类训练玩具  
**用处：**提供娱乐、消耗宠物精力、增强与主人互动

**宠物服饰**  
**举例：**项圈、鞋子、衣服  
**用处：**御寒、美观、卫生



#### 清洁用品

**举例：**宠物香波、滴耳露、修毛刀  
**用处：**减少疾病、防治寄生虫

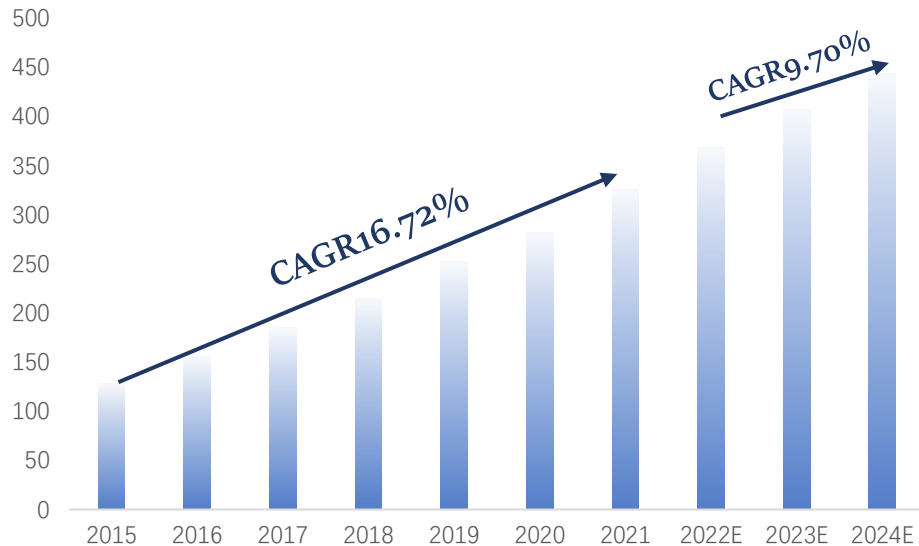
资料来源：天元宠物招股书、华福证券研究所

## 4.2.2 宠物用品：市场规模仍有提升空间

### 宠物用品市场规模持续增长，宠物用品渗透率仍待提升

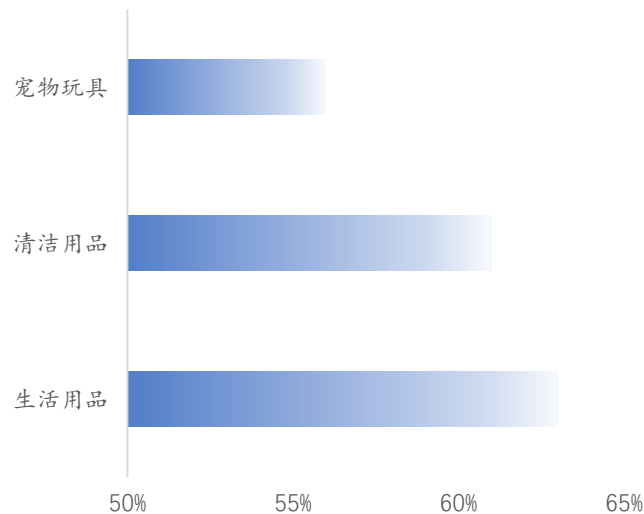
从行业空间看，我国宠物用品市场规模从2015年的128.8亿元增长至2021年的325.7亿元，复合增长率约为16.72%，据共研网预测，2022E-2024E复合增长率可达9.70%；从宠物用品细分赛道来看，生活用品/清洁用品/宠物玩具渗透率为63%/61%/56%。

图：2015-2024E中国宠物用品市场规模走势（亿元）



数据来源：共研网、华福证券研究所

图：2021年中国各类宠物用品渗透率（%）



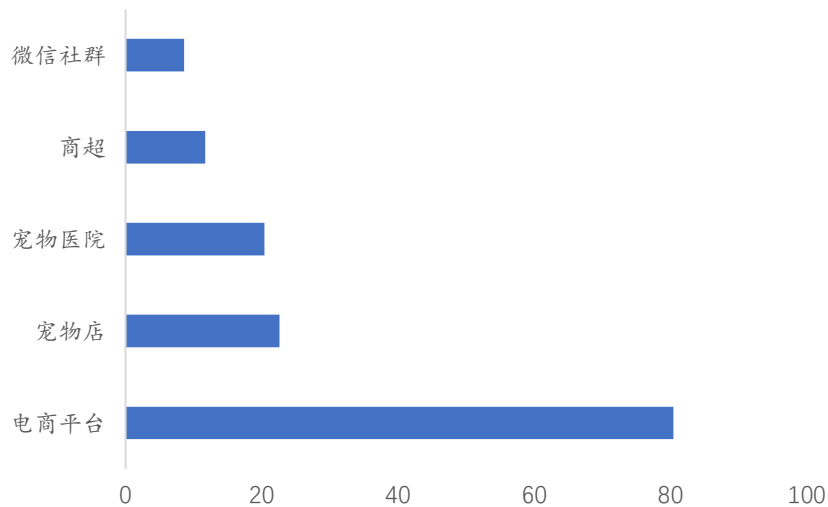
数据来源：观研天下、华福证券研究所

## 4.2.3 宠物用品市场趋势：渠道线上化

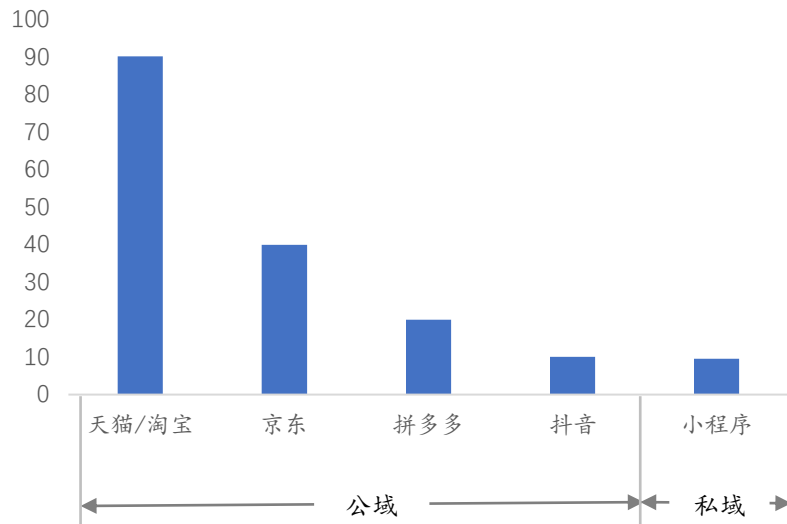
### 线上渠道中公域电商平台成为主要销售渠道，私域流量还未发力。

宠物用品市场在发展过程中呈现两个明显趋势：1) 渠道线上化。据头豹研究院数据，2021年消费者在选择购买宠物用品渠道时，线上电商平台偏好度(80.4%)远超线下渠道，宠物店/宠物医院/商超渠道偏好度仅为22.6%/20.4%/11.7%，其中电商平台中尤以淘宝/天猫为主要宠物用品销售阵地，偏好度高达90.1%，京东/拼多多/抖音偏好度为39.9%/19.9%/10.0%；私域流量渠道如小程序、微信社群等并未如预期一般在销售过程中占据稳健的一席之地，消费者对微信社群/小程序偏好度仅为8.6%/9.5%。

图：2021年消费者购买宠物用品渠道偏好 (%)



图：2021年消费者线上购买宠物用品渠道偏好 (%)



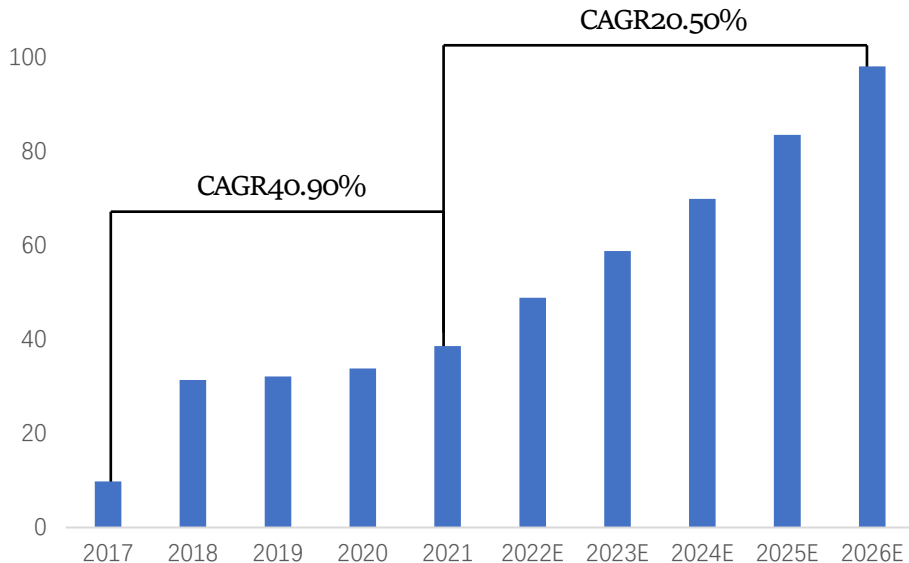
数据来源：狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、淘宝网、京东、头豹研究院、华福证券研究所 数据来源：狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、淘宝网、京东、头豹研究院、华福证券研究所

## 4.2.4 宠物用品市场趋势：产品智能化

### 宠物智能用品成为宠物消费品细分品类中增长最快的类目。

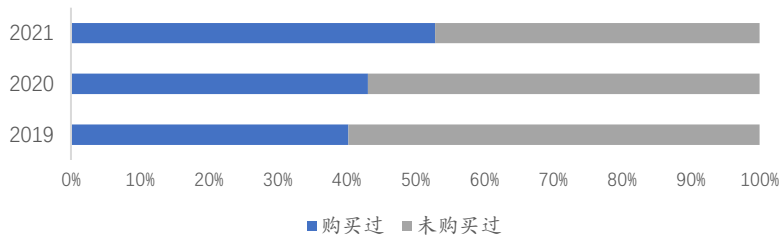
宠物用品市场在发展过程中呈现两个明显趋势：2) 产品智能化。据头豹研究院，2017-2021年中国宠物智能用品CAGR达40.9%，跑赢同期宠物用品大盘总体（15.1%），预测2026年中国宠物智能用品市场规模将近百亿；从渗透率来看，购买过宠物智能用品的消费者占比从2019年到2021年提升12.6pp，大众尤其是年轻消费者对宠物智能用品认知度及接受度不断提高，其中智能饮水机/智能摄像头/智能喂食器成为2021年中国消费者最偏爱的宠物智能用品。

图：2017-2026E中国宠物智能用品行业市场规模（亿元）（按销售收入计）

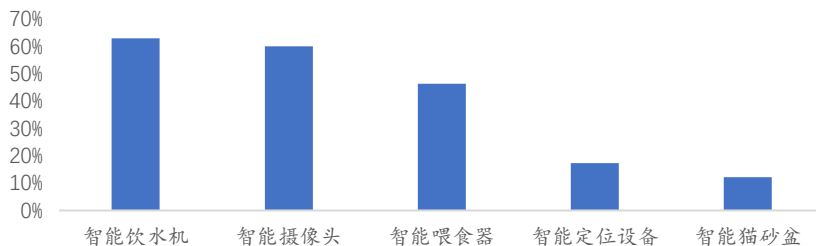


数据来源：狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、沙利文、专家访谈、头豹研究院、华福证券研究所

图：2019-2021年中国宠物智能用品渗透率（%）



图：2021年中国消费者主要宠物智能用品品类偏好（%）



数据来源：狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院、华福证券研究所



## 4.2.5 宠物用品：宠物智能用品产业链图谱

### 宠物智能用品产业链分析

1) 上游原材料：以芯片为核心，其余原材料根据具体宠物智能用品来分类，如智能饮水机原材料包括过滤网、金属及塑料，智能厕所原材料包括ABS材料、硅胶等。2) 中游品牌商：主要分为三类，第一类为传统宠物用品品牌商，从传统用品向宠物智能用品转型；第二类为宠物智能用品品牌商，精耕宠物智能用品细分赛道；第三类为家电品牌商，依托企业智能产品技术及资源，切入宠物智能用品赛道进行布局。中游赛道玩家较多，竞争激烈。3) 下游消费者：消费渠道较多，线上渠道公域与私域销售并重，线下渠道注重打造宠物智能用品应用场景与环境。

图：宠物智能用品行业产业链图谱



资料来源：各企业官网、狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院、华福证券研究所

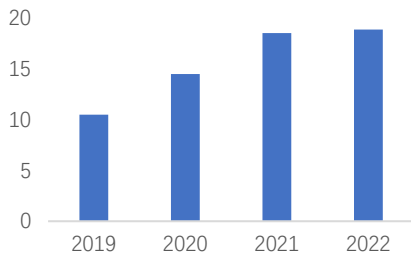
## 4.2.6 宠物用品：相关标的梳理

### 天元宠物

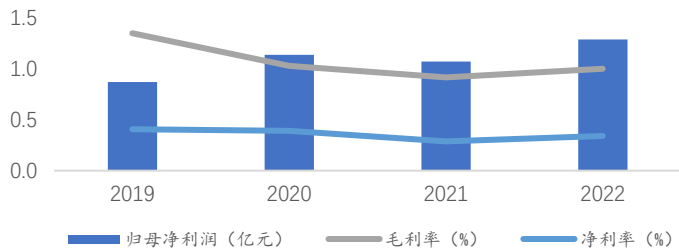
**财务状况：**2019-2022年营业收入从10.49亿增长至18.87亿元，复合增长率为21.6%；期间归母净利润波动上升，2020年毛利率有所下降（27.05%→20.63%）系低毛利的宠物食品营收比重增加所致，2021年毛利率下滑则系汇率因素叠加原材料成本上涨导致，净利率保持稳定，2022年净利率为6.85%；期间费用率持续优化，销售费用率从2019年的9.98%下降至2022年的7.21%。

**驱动因素拆分：**从地域看，2019-2022年天元境内营收占比分别为9.06%/25.92%/27.69%/37.06%；从品类看，宠物食品/宠物玩具/宠物窝垫/猫爬架占比27.49%/16.51%/14.68%/20.31%，主要系公司积极发展渴望、爱肯拿等国际知名品牌的跨境电商业务，境内食品业务销售收入及占比实现大幅增长。

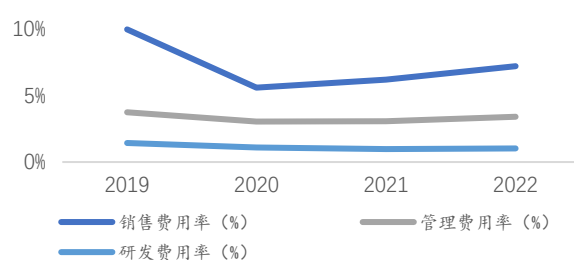
图：2019-2022年天元营业收入（亿元）



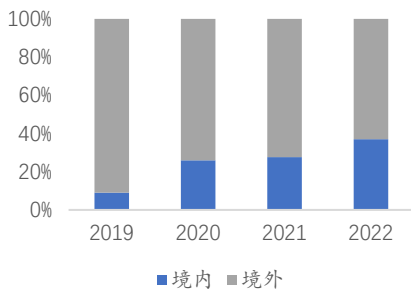
图：2019-2022年天元归母净利润（亿元）及毛利率/净利率（%）



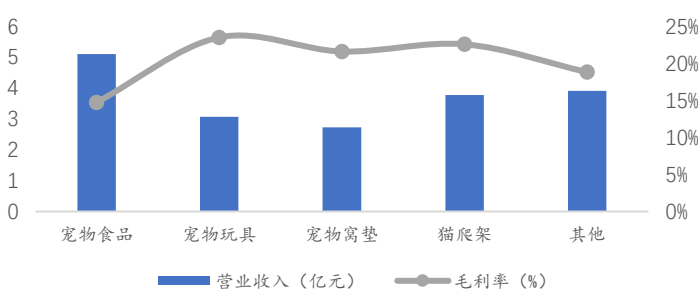
图：2019-2022年天元费用率（%）



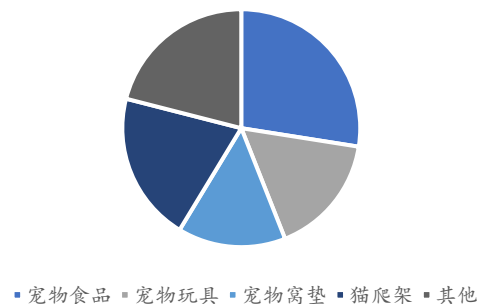
图：2019-2022年天元收入按地域拆分（%）



图：2022年天元各品类收入（亿元）及毛利率（%）



图：2022年天元收入按照品类拆分（%）



数据来源：wind、华福证券研究所

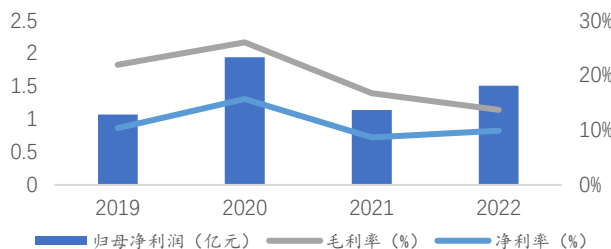
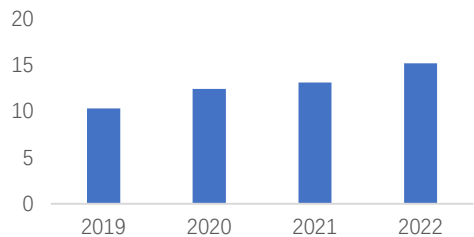
## 4.2.6 宠物用品：相关标的梳理

### 依依股份

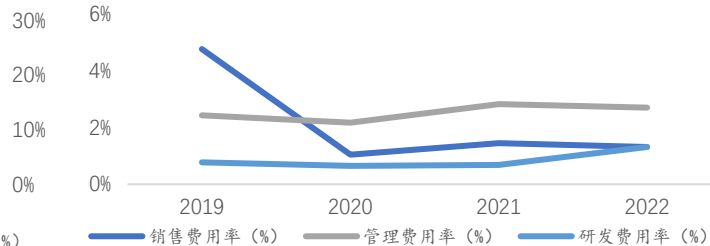
**财务状况：** 营收稳步扩张，2019-2022年营收分别为10.28/12.41/13.10/15.16亿元；归母净利2020年增长较快主要系疫情初期无纺布量价激增所致，2021年回落主要系无纺布供需逐渐平衡，2021年毛利率净利率下滑主要系原材料价格高位；2020年销售费用率大幅下降主要为2020年起执行新收入准则将运输相关费用计入营业成本。

**驱动因素拆分：** 从地域来看，2020年境内占比提升主要系国内疫情爆发无纺布营收带动境内营收，2021年境外占比提升主要由于公司大力拓展南美洲、欧洲及亚洲市场；从品类看，宠物一次性卫生护理用品是公司营业收入主要来源（95.29%），作为防疫物资原材料的无纺布营收占比不断下降；按销售渠道拆分，OEM/ODM收入占比94.93%，自有品牌建设效应仍待显现。

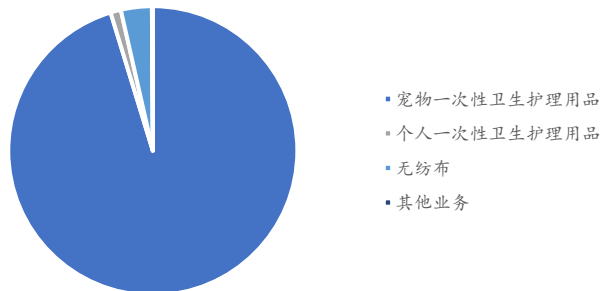
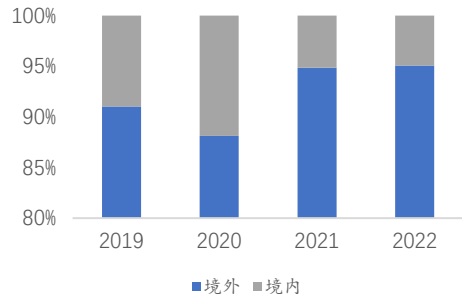
图：2019-2022年依依股份营业收入（亿元） 图：2019-2022年依依股份盈利指标



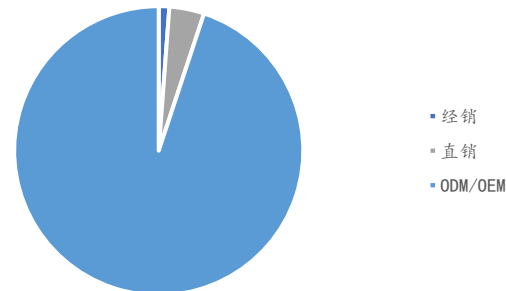
图：2019-2022年依依股份费用率 (%)



图：2019-2022年依依股份收入按地域拆分 (%) 图：2022年依依股份收入按品类拆分 (%)



图：2022年依依收入按照销售渠道拆分 (%)



数据来源：wind、依依股份年报、华福证券研究所

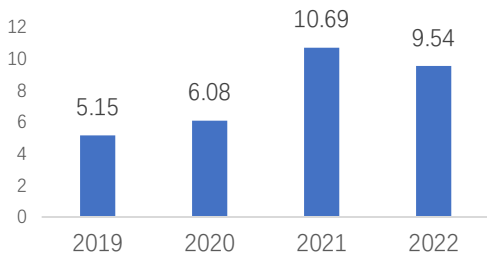
## 4.2.6 宠物用品：相关标的梳理

### 源飞宠物

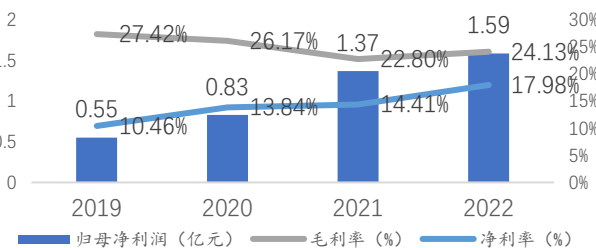
**财务状况：**源飞2022年营收有所下降（10.69→9.54）主要系经济周期性调整导致的消费降级和需求疲软，致使主要客户的库存积压问题一直未能得到有效缓解；净利率从2019年的10.46%上升至2022年的17.98%表现亮眼，主要系期间费用率的优化，其中销售费用率受益于柬埔寨子公司产能释放于2019-2022年间下降了3pp。

**驱动因素：**按地域和销售渠道拆分，源飞宠物绝大部分收入（96.11%）来源于境外贴牌销售，境内销售多以线下为主，占比达3.65%，而线上销售仅占0.24%；按品类拆分，源飞以牵引用具及宠物零食为主要收入支撑位，占比近90%。

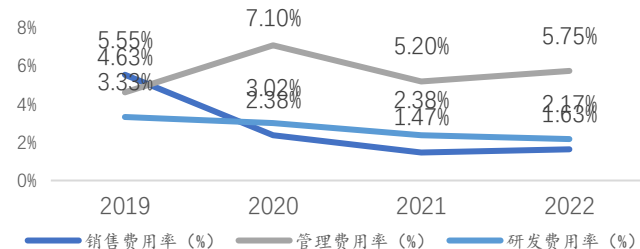
图：2019-2022年源飞宠物营业收入（亿元）



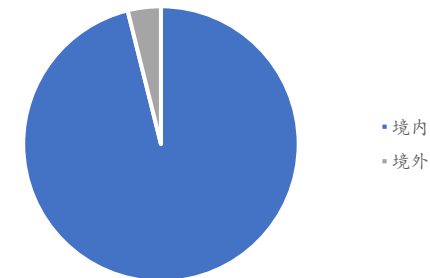
图：2019-2022年源飞宠物盈利指标



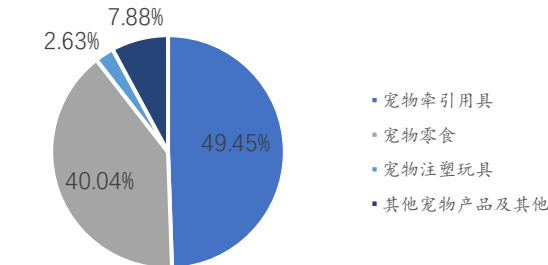
图：2019-2022年源飞宠物费用率



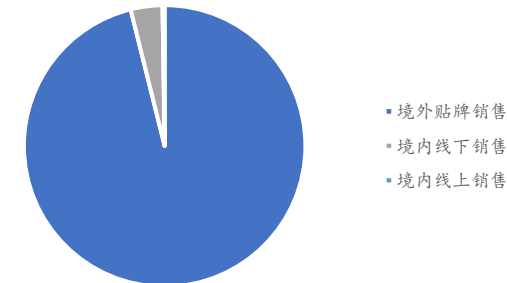
图：2022年源飞宠物收入按地域拆分 (%)



图：2022年源飞宠物收入按品类拆分 (%)



图：2022年源飞宠物收入按照销售渠道拆分 (%)



数据来源：wind、源飞宠物年报、华福证券研究所

# 目 录

- 宠物行业概述：供给端长坡厚雪，需求端量价齐升
- 宠物食品：重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围
- 宠物用品：渠道线上化+产品智能化趋势明显
- 宠物医疗：人才资源将加速龙头企业进一步提高集中度
- 投资建议
- 风险提示

## 4.3.1 宠物医疗：行业分类及特点

### 宠物医疗品类众多，行业特征明显。

宠物医疗指对宠物的疾病进行预防、诊断和治疗，为解决宠物病痛所进行的活动。具体来说，宠物医疗主要分为宠物疫苗、宠物体检、宠物绝育、疾病诊疗及宠物护理五大类。随着精细化养宠和健康养宠观念的盛行，宠物医疗领域近年来备受关注。

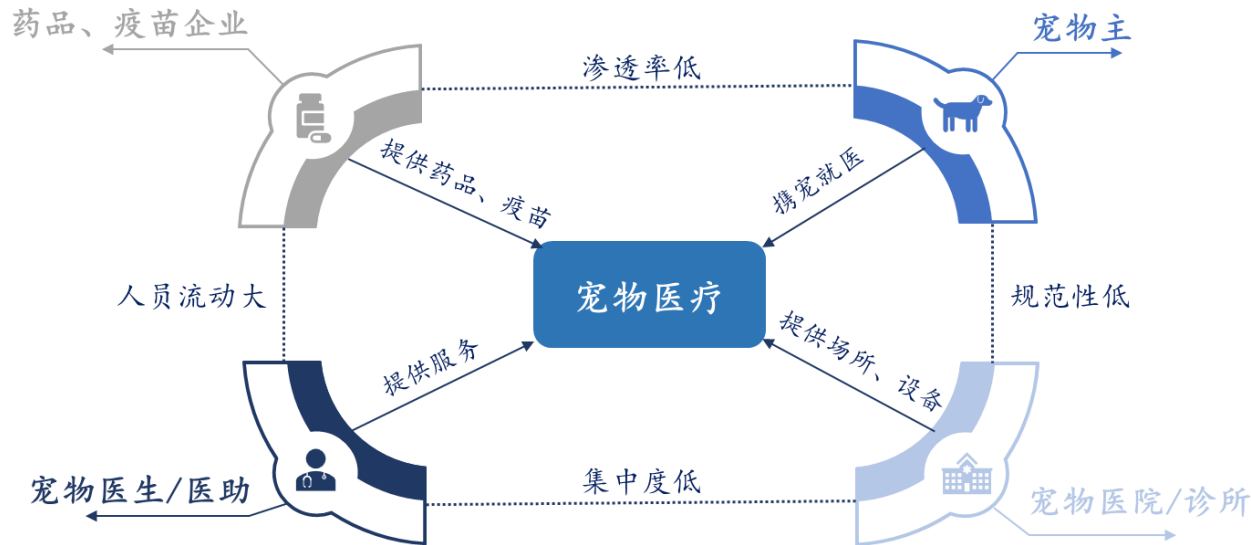
宠物医疗涉及宠物主、药品和疫苗生产企业、宠物医生和医助及宠物医院和诊所等参与主体，其中宠物医院/诊所是宠物医疗的核心。国内宠物医疗行业现处于快速发展阶段，存在市场渗透率低、行业规范性低、市场集中度低和人员流动性大四项特点。

表：宠物医疗主要分类

一级类目	二级类目
宠物疫苗	犬免疫疫苗
	猫免疫疫苗
宠物体检	常规体检
	血液检查
	传染病筛查
	影像检查
	皮肤检查
	粪便常规检查
宠物绝育	术前预检
	麻醉
	绝育手术
	术后护理
疾病诊疗	皮肤病
	传染病
	内科
	外科
	骨科肿瘤
宠物护理	营养管理
	激光镭射理疗
	高压氧舱治疗

资料来源：头豹研究院、华福证券研究所

图：宠物医疗行业主体及行业特点



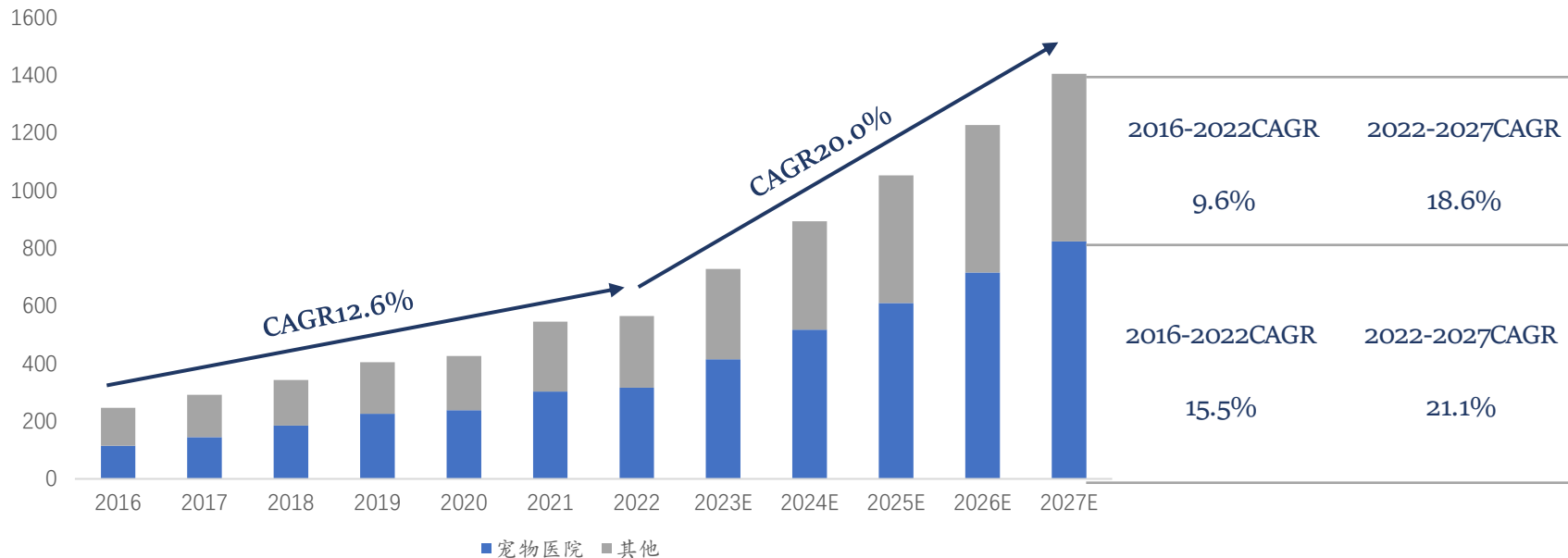
资料来源：瑞鹏股份招股书、华福证券研究所

## 4.3.2 宠物医疗：市场总规模及细分市场规模

### 市场总规模厚积薄发，宠物医院市场规模或迎来高增。

据弗洛斯特沙利文，宠物医疗市场可以细分为宠物医院和其他（包括畜牧兽医站、有资质的宠物店以及其他可以提供宠物护理的机构和店铺）。其中2021年宠物医院规模达到316亿元，2027年市场规模预计达到823亿元，2016-2022年复合年增长率为15.5%，2022-2027年复合年增长率为21.1%，均高于同期宠物医疗整体市场规模增长速度（12.6%/20.0%），宠物医院市场规模潜力巨大。

图：2016-2027E中国宠物医疗市场规模



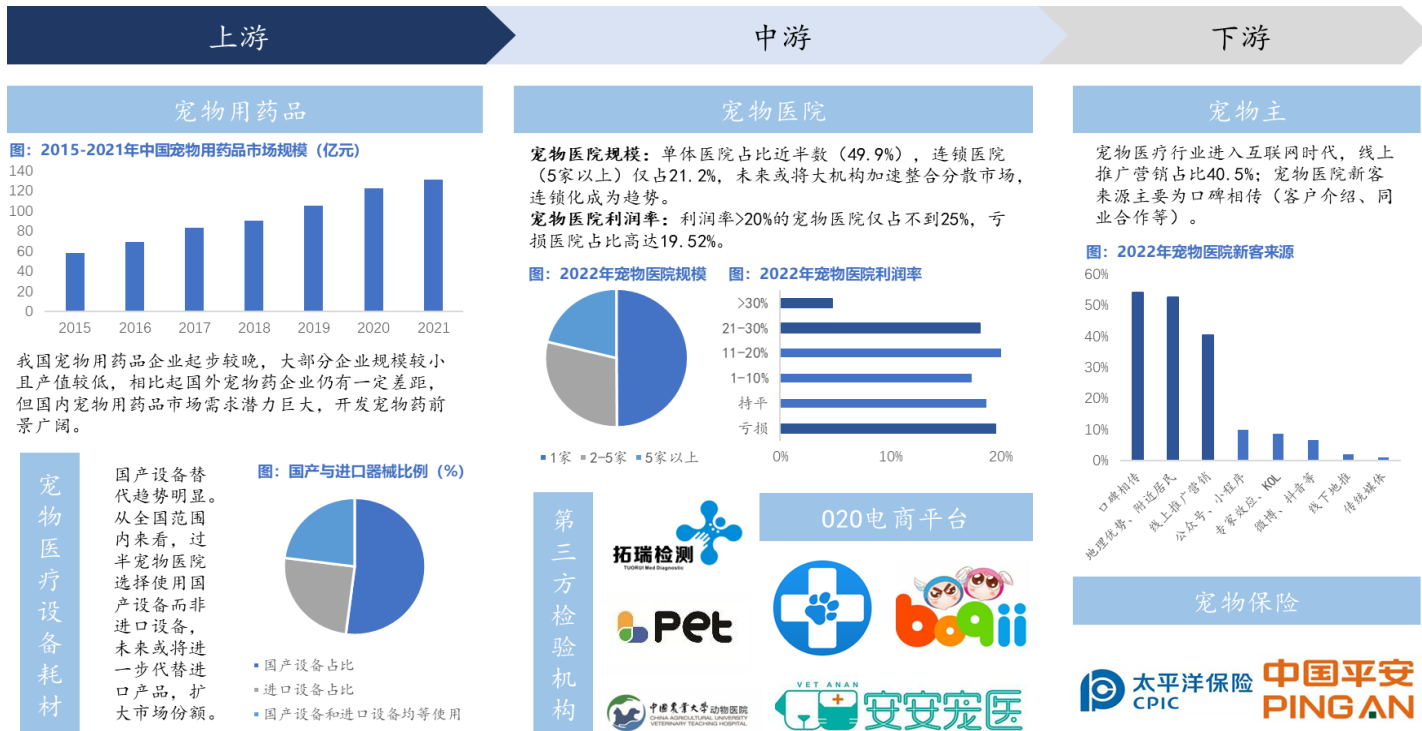
数据来源：新瑞鹏招股书、弗洛斯特沙利文、华福证券研究所

## 4.3.3 宠物医疗：产业链图谱

### 宠物医疗行业产业链的上中下游构成。

宠物医疗上游主要为宠物用药品企业及宠物医疗设备、耗材制造商；中游主要为宠物医院、第三方检验机构及O2O电商平台；下游主要为宠物消费者，包括宠物主及宠物保险。

图：宠物医疗行业产业链图谱





## 4.3.4 宠物医疗：竞争格局分析

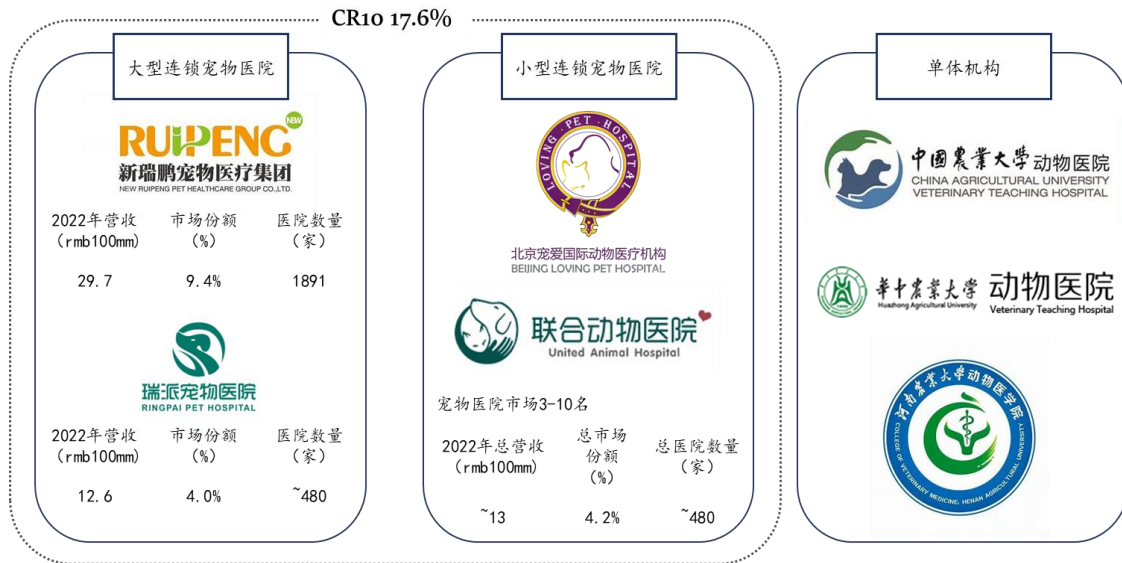
### CR10不到 20%，新瑞鹏等第一梯队龙头企业集中度有望不断提升。

中国宠物医院主要分为大型连锁宠物医院、小型连锁宠物医院及单体机构，由于新开宠物医院的准入门槛相对较低，2022年，中国约有24100家宠物诊所和医院，仅有15至20家连锁宠物医院经营超过10家医院。且市场集中度较低，按收入计算，中国前十名参与者的宠物护理市场份额17.6%（新瑞鹏占比9.4%，瑞派占比4.0%）。相比之下，美国最大的市场参与者在2022年占据了20%的市场份额，前十名参与者约占市场份额的三分之一。

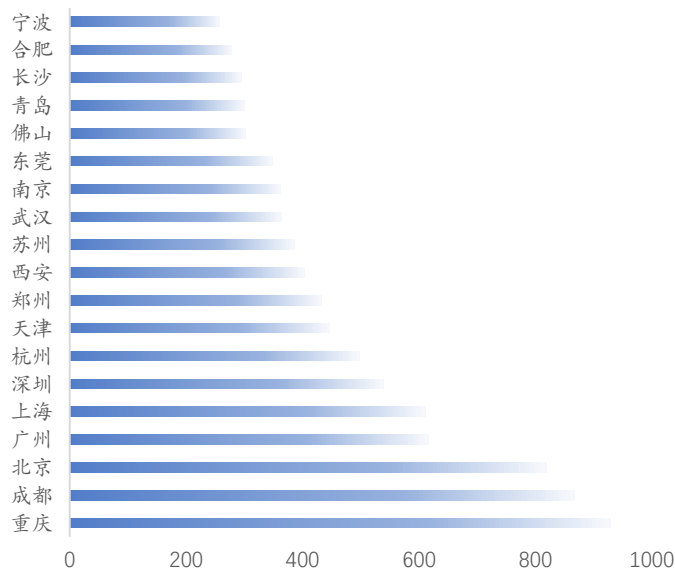
### 一线城市竞争激烈，随着市场出清加速，竞争格局将进一步清晰。

重庆、成都及北上广均已超过500家门店，未来市场竞争将更加注重提质增效，大型连锁宠物医院将放缓并购步伐，关停无法盈利的门店，其他经营不善的小型连锁医院及单体机构将出局，大型连锁企业市场地位和竞争优势将进一步巩固，市场集中度有望提升，市场格局将逐渐清晰。

图：中国宠物医院类别及市场竞争格局



图：截至2022年8月中国一线及新一线城市宠物医院数量



资料来源：新瑞鹏招股书、华福证券研究所

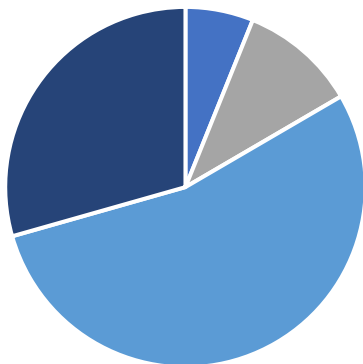
数据来源：大众点评网、华福证券研究所

## 4.3.5 宠物医疗：竞争要素人才分析

### 优质医生资源稀缺，市场供不应求，拥有人才资源的企业将享受行业红利。

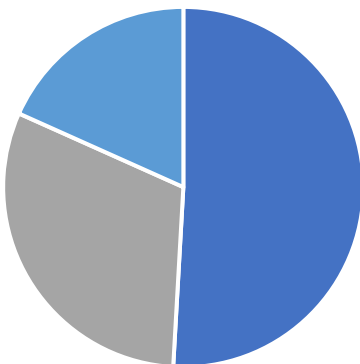
人才资源是宠物医疗行业发展的关键，然而我国优质兽医资源极其稀缺，主要体现在两方面。从兽医数量上看，2022年我国每家拥有5人及以下的执业兽医的医院占比高达83.4%，即现有愿意从事兽医行业的专业医疗人才人数较少且分布较为分散，习惯单打独斗且尚未形成合力，在中小机构加速出局的趋势下将处于不利竞争地位，进一步打击人才从业积极性；从兽医质量上看，宠物医院员工学历在专科及以下的比例过半（50.9%），本科以上学历员工仅占18.3%，从业时间<5年的宠物医院员工占比56%，目前该行员工普遍学历较低且从业时间较短，行业流动性大，缺乏资历较深、专业水平较高的专业型人才来引领行业学科建设、建立行业规范。因此，我们预测未来拥有完整人才培养体系及人才储备的公司将享受行业红利，拥有更高的市场竞争力。

图：2022年中国每家医院执业兽医的数量占比（%）



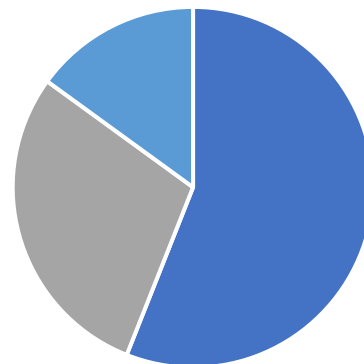
■ >10人 ■ 6-10人 ■ 3-5人 ■ 1-2人

图：2022年中国宠物医院员工学历构成（%）



■ 专科及以下 ■ 本科 ■ 本科以上

图：2022年中国宠物医院员工从业时间（%）



■ <5年 ■ 5-10年 ■ >10年

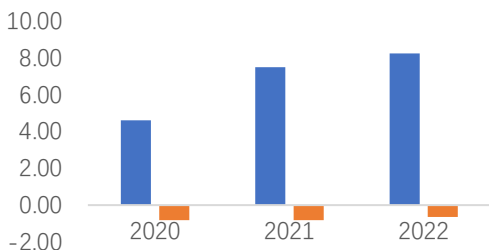
数据来源：2022年中国宠物医疗行业白皮书、华福证券研究所

## 4.3.6 宠物医疗：相关标的梳理

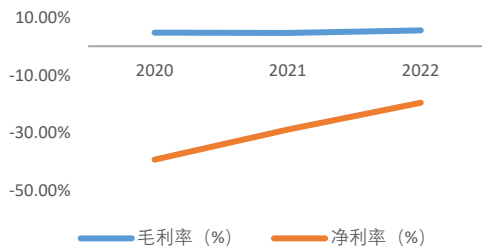
### 新瑞鹏

随着内部有机增长+外部收购扩大宠物医院网络，新瑞鹏2020-2022年营收年复合增长率达33.70%；大量并购投资宠物医疗标的及其所带来的人力资本激增使得管理费用居高持续20%以上，这也导致归母净利润与净利润持续为负，但随着供应链服务营收占比从2020年的19.7%上升至38.0%叠加规模效应，管理费用有所下降（29.8%→21.0%）。

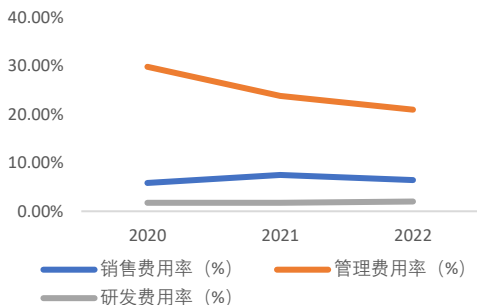
图：2020-2022新瑞鹏营业收入及归母净利润（亿美元）



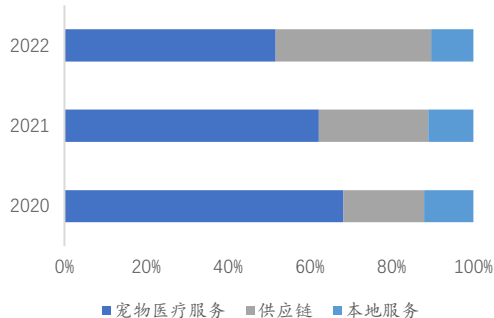
图：2020-2022新瑞鹏毛利率和净利率



图：2020-2022新瑞鹏费用率 (%)



图：2020-2022新瑞鹏营业收入按业务拆分 (%)



图：新瑞鹏品牌矩阵



数据来源：wind、新瑞鹏招股书、华福证券研究所

- 宠物行业概述：供给端长坡厚雪，需求端量价齐升
- 宠物食品：重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围
- 宠物用品：渠道线上化+产品智能化趋势明显
- 宠物医疗：人才资源将加速龙头企业进一步提高集中度
- 投资建议
- 风险提示

## 宠物食品关注标的

- **中宠股份**：海外代工龙头企业，稳步推进“聚焦国内市场、聚焦品牌、聚焦主粮”战略，自主品牌打造能力及供应链管理得到初步市场验证。
- **佩蒂股份**：在宠物咀嚼产品方面表现突出，受海外去库存影响业绩短暂承压，或将触底回暖重拾增长势头。
- **乖宝宠物**：技术研发+品牌矩阵铸造双重护城河，助力摆脱代工企业标签完成转型，有望在国外品牌主导的中高端宠物食品领域占据一席之地。

## 宠物用品关注标的

- **天元宠物**：全品类宠物用品行业领军者，以食品带用品发展境内线上多渠道销售，大力打造自主品牌，境外积极打造供应链体系维护客户关系。
- **依依股份**：宠物清洁用品行业龙头，控费趋势明显，境外代工业务为主，国内自主品牌效应蓄势待发。
- **源飞宠物**：宠物牵引用品行业龙头，产品以高端时尚单品为主。净利率表现亮眼，且柬埔寨子公司的布局使得供应链与成本优势明显，自有品牌的销售推广处于早期阶段未来可期。

## 宠物医疗关注标的

- **新瑞鹏**：宠物医疗平台，借力内部有机增长+外部并购标的积极拓展宠物医院网络，强大管理团队+资深兽医培养体系将享受行业红利，未来随着中小机构出清，宠物医疗行业领军者集中度将进一步上升。

# 目 录

- 宠物行业概述：供给端长坡厚雪，需求端量价齐升
- 宠物食品：重点关注品牌/技术/供应链，国产品牌有望突围
- 宠物用品：渠道线上化+产品智能化趋势明显
- 宠物医疗：人才资源将加速龙头企业进一步提高集中度
- 投资建议
- 风险提示

## ➤ 政策风险。

- 国家政策管控收紧，市场准入门槛提高。

## ➤ 宏观经济风险。

- 经济下行承压，人均消费水平及边际消费倾向降低，宠物消费意愿走弱。

## ➤ 市场竞争风险。

- 外资品牌利润空间较大，可以通过降价/促销等手段对国内品牌公司业绩造成冲击。

## ➤ 汇率波动风险。

- 业务以境外代工为主，结算货币对人民币汇率随着各国经济状况及货币政策而实时调整，可能使得行业面临汇率波动风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。



## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

