

轻工组

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）
yinxinyue@gjzq.com.cn zhangyanghuan@gjzq.com.cn

宠物深度洞察系列（一）：品牌&产品视角：国产宠食替代路在何方？

投资逻辑

本篇报告作为宠物深度洞察系列报告的第一篇，力图从品牌和产品力升级迭代视角，对比外资、国产品牌产品打法、品牌力打造路径、产品形态升级等的差异点，总结国产宠粮品牌崛起背后产品、品牌竞争策略。

宠物赛道逆势成长的来源？主要来自三大驱动：①行业生命周期带来的渗透率自然提升（量增）；②养宠认知提升带来的品类丰富化（单宠消费提升）；③用户画像角度，首次养宠人群占比超 20%且 90 后占比超 96%，年轻化趋势显著，大大提升了国产宠物品牌对细分新品类、新产品渗透效率。

行业竞争激烈的原因？——乐观的行业成长预期+国内供应链成熟。1) 行业成长性带动的乐观情绪导致产业吸引力提升；2) 叠加国内宠物食品执行标准较低降低进入门槛，新进入者仍处于提升通道；3) 行业供应链生产端：处于快速成长期且伴随规模扩大，生产效率、成本优势不断提升，和外资品牌本地工厂相比处于差距缩短状态，为下游品牌提供更强的生产赋能。

三大维度剖析国产品牌突围之路：产品卖点、品牌表达、产品形态迭代创新。紧握渠道变迁红利+产品综合推新能力表现更优，助力国产品牌份额提升。麦富迪市场份额从 17 年的 2.6%提升至 22 年的 4.8%，顽皮/伯纳天纯从 17 年的 1.3%/1.2%提升至 22 年的 2.4%/2.3%。

1) 产品卖点：抓住竞品盲点主打“鲜”差异化概念，且正在经历由单纯追求“营养指标优先”逐步转变为先进“喂养理念”强产品力体系打造的过程。对比外资品牌皇家、希尔斯等品牌力的构建来自配方积淀深厚、兽医专渠绑定、学术营销等塑造专业形象，国货从产品营养学配方、品牌形象塑造上仍具备较强成长&发力空间。

2) 品牌表达：“喂养理念”升级逐步构建品牌专业度，例如乖宝旗下麦富迪引用澳洲兽医 Drian 提出的 barf 喂养理念；头部国产品牌强化品牌广告露出，顽皮对鲜肉粮大单品与分众传媒合作进行一二线城市集中曝光，看好中期品牌势能提升。

3) 产品形态创新升级：外资品牌深耕传统品类，国产品牌烘焙粮、冻干、湿粮等形式多样。乖宝率先打造双拼粮以及主食冻干系列且不断创新升级，SKU 丰富深度挖掘单客价值。

投资建议

国产品牌&产品力相对优势仍在快速提升通道，长坡厚雪成长性充足。基于健康营养更专业前瞻、细分的产品体系布局、更高效持续的品牌表达有望成为国产品牌之间拉开差距的必要条件。头部国产品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。

乖宝宠物：主品牌麦富迪品牌势能提升期，高端副牌弗列加特快速推新成长。

中宠股份：国内新高管上任优化运营思路，有望开启高质量成长。

佩蒂股份：自主品牌“爆品”策略领先，海外咬胶领先者，3Q 海外订单有望现同比拐点。

风险提示

原材料价格大幅波动的风险；自主品牌建设不及预期的风险；费用过度投放导致业绩不及预期的风险；食品安全风险。

内容目录

前言	4
1 宠物赛道逆势成长的来源?	4
2 产品升级与价格战并存, 品牌力表达&产品力升级是关键	7
2.1 竞争表现激烈的原因? ——乐观的行业成长预期+国内供应链成熟	8
2.2 品牌&产品视角: 激流中求变, 国产品牌何以突围?	10
2.2.1 三大维度剖析国产品牌突围之路: 产品卖点、品牌表达、产品迭代	10
2.2.2 他山之石: 海外成功案例复盘——希尔斯&皇家	16
3 重点标的推荐	20
3.1 乖宝宠物: 主品牌麦富迪品牌势能提升期, 高端副牌弗列加特快速推新成长	20
3.2 中宠股份: 国内新高管上任优化运营思路, 有望开启高质量成长	21
3.3 佩蒂股份: 自主品牌“爆品”策略领先, 海外咬胶领先者	22
风险提示	22

图表目录

图表 1: 宠物市场规模持续提升, 19-22 复合增速 10.2%	4
图表 2: 宠物食品销售增速逆势上升, 618 销额超 50 亿元	4
图表 3: 19-23 年宠物品牌天猫双 11 +618 大促排名变动	4
图表 4: 宠物渗透率持续上升, 较发达国家仍有提升空间	5
图表 5: 养宠偏好分化, 猫数量增长迅猛	5
图表 6: 猫湿粮占比约 20%, 零食占比不断提升	5
图表 7: 狗食品品类分布较为稳定	5
图表 8: 宠物各细分行业占比变化	6
图表 9: 首次养宠人群占比超 20%, 猫主人新增养宠占比超过犬主人	6
图表 10: 养宠人群年轻化, 90 后 95 后成为主流, 22 年养宠人群 90/95 后占比 55.9%	7
图表 11: 618 国产宠食品品牌重点品类 22 年(上) 23 年(下) 价格带对比	8
图表 12: 宠物相关企业注册量及增速	8
图表 13: 当前重点网红品牌猫粮代工厂分布	9
图表 14: 国内外行业标准差异	9
图表 15: 主粮品类里, 大众+中高端价格带(40~100 元/kg) 是内外资品牌重点竞争布局之地	10
图表 16: 2013-2022 年国内宠物食品品牌市占率变迁历程	11
图表 17: 重点企业国内(自主品牌)业务营收体量(亿元)成长曲线	11
图表 18: 国产品牌整体价格带(元/件)稳中有升	12
图表 19: 外资重点宠食品品牌产品卖点、品牌打法、产品形态梳理	13

图表 20: 国产重点宠食品牌产品卖点、品牌打法、产品形态梳理.....	14
图表 21: 乖宝冻干品类 SKU 布局领先.....	15
图表 22: 国产品牌引领高端生骨肉主食冻干价格下移.....	15
图表 23: 国产品牌新品推出频率高于海外品牌, 且品类更加丰富.....	15
图表 24: 宠物干粮的工艺路线升级方向.....	16
图表 25: 海外成熟宠物公司营收体量 (亿美元)	16
图表 26: 海外成熟宠物公司营业利润率水平.....	16
图表 27: 希尔思提供免费养宠指南, 培养宠物主科学养宠意识.....	17
图表 28: 全球爱心助粮活动为动物收容所提供食品支持.....	17
图表 29: 希尔思救灾网络救助世界各地受灾动物.....	17
图表 30: 巩固科学性、专业性定位, 产品迭代升级强化处方粮领域领导地位.....	18
图表 31: 皇家产品发展历程梳理.....	19
图表 32: 皇家宠物已构建起专业高端品牌形象.....	20
图表 33: 乖宝宠物品类和品牌矩阵分布.....	21
图表 34: 中宠国内、海外业务及增速.....	21
图表 35: 中宠干粮/罐头品类收入及增速.....	21

前言

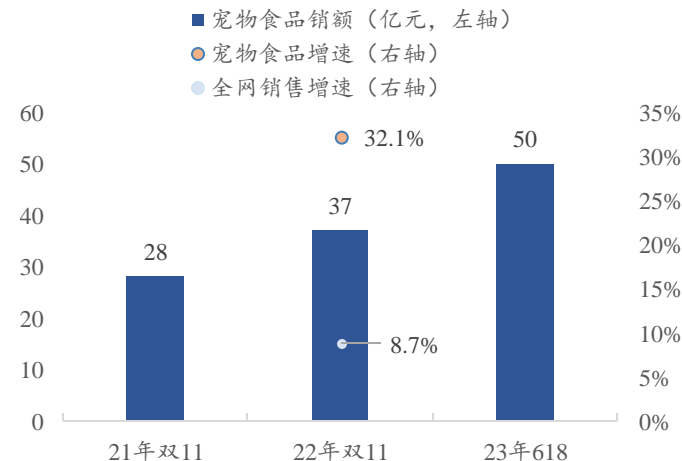
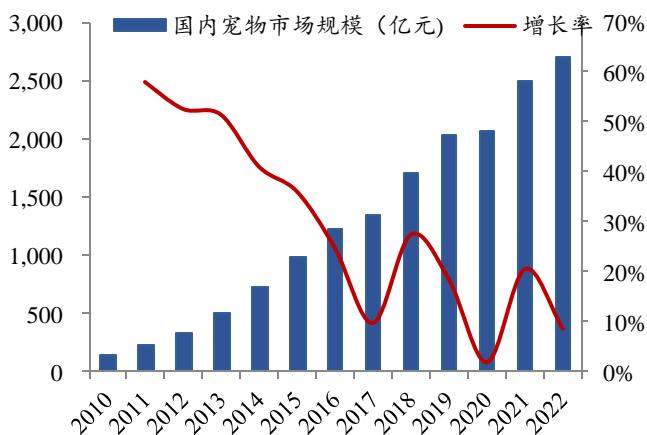
伴随 23 年 618 落幕，我们观察到宠物赛道高成长性依旧、在消费赛道中整体表现亮眼，且国产品牌势能的显著上升。主要体现在两个方面：

- ① 从总量来看，根据星图数据，23 年 618 全网宠物食品销额超 50 亿元取得高双位数增长，22 年双 11 全网宠物食品销额 37 亿元，同比+32%，超过全网全品类销额增速 8.7%，验证成长红利延续。
- ② 从品牌格局角度，通过复盘 19-23 年线上大促宠物品牌天猫前十名榜单变化，我们看到从 22 年以来宠物品牌前十名格局渐趋稳定，且在大众+中高端价格带，国产品牌已基本实现对外资品牌的完全替代。

本篇报告作为宠物深度洞察系列报告的第一篇，力图透过现象看本质，从品牌和产品力升级迭代视角，对比外资、国产品牌产品打法、品牌力打造路径、产品形态升级等的差异点，总结国产宠粮品牌崛起背后产品、竞争策略，并通过梳理海外经典成功宠食品牌皇家、希尔斯品牌与产品力构建之路，对国产品牌中期发展提出相应发展建议，结合 A 股（待）上市标的进行梳理。重点推荐关注标的乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

图表1：宠物市场规模持续提升，19-22 复合增速 10.2%

图表2：宠物食品销售增速逆势上升，618 销额超 50 亿元



来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

来源：星图数据，国金证券研究所

图表3：19-23 年宠物品牌天猫双 11 +618 大促排名变动

19-23年宠物品牌天猫双11+618大促排名变动							
名次	23年618	22年双11	22年618	21年双11	21年618	20年双11	19年双11
1	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	PETCUREAN GO!	ROYAL CANIN/皇家
2	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	PETCUREAN GO!
3	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Nourse/卫仕	ACANA/爱肯拿	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪
4	网易严选	Nourse/卫仕	Nourse/卫仕	凯锐思	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Pure&Natural/伯纳天纯
5	Instinct/本能	ACANA/爱肯拿	凯锐思	Orijen/原始猎食渴望	凯锐思	ACANA/爱肯拿	Orijen/原始猎食渴望
6	诚实一口	网易严选	ZIWI	PIDAN	Nourse/卫仕	凯锐思	比瑞吉
7	LEGEND SANDY	PIDAN	网易严选	ACANA/爱肯拿	福来恩	耐威克	福来恩
8	ACANA/爱肯拿	LORDE	PIDAN	网易严选	大宠爱	Pure&Natural/伯纳天纯	伟嘉
9	ZIWI	ZIWI	Pure&Natural/伯纳天纯	大宠爱	PIDAN	Nourse/卫仕	Pedigree
10	Nourse/卫仕	Instinct/本能	福来恩	Pro Plan/冠能	Pro Plan/冠能	ZIWI	Pro Plan/冠能

来源：天猫官方战报，国金证券研究所整理

1 宠物赛道逆势成长的来源?

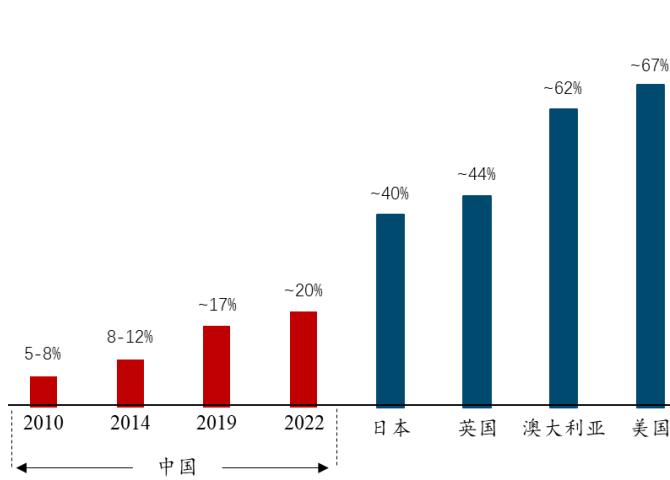
我们认为当前宠物赛道的成长性主要来自三大驱动：行业生命周期带来的渗透率自然提升（量增）、养宠认知提升带来的品类丰富化（单宠消费提升）、用户画像角度首次养宠人群占比较高。

- 1) 行业生命周期角度：渗透率仍处于提升阶段，企业仍享受行业成长红利，根据宠物行

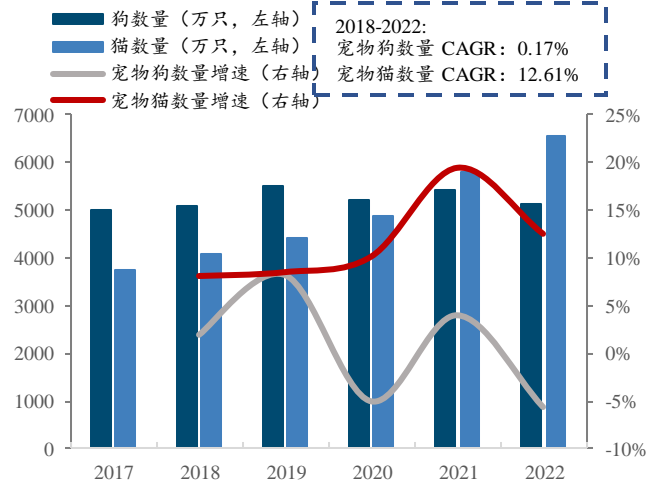
业蓝皮书、普华永道统计数据，当前国内养宠渗透率不足 20%，相较日本、美国仍有较大空间。从养宠种类来看，养宠偏好分化，宠物猫饲养率增速快于宠物狗，且 21 年起宠物猫数量超过狗，2018-2022 年，宠物狗/猫饲养数量 CAGR 分别为 0.17%/12.61%。

图表4: 宠物渗透率持续上升, 较发达国家仍有提升空间

图表5: 养宠偏好分化, 猫数量增长迅猛



来源: APPA, 欧睿国际, 普华永道, 国金证券研究所

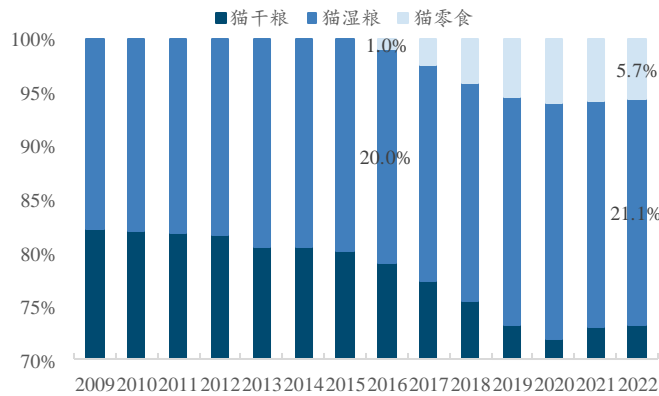


来源: 《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

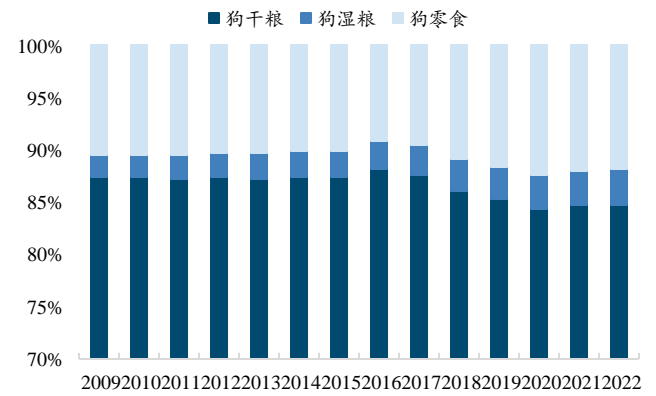
2) 养宠认知提升带来的品类丰富化(单宠消费提升)。①从消费品类角度, 2016 年以来湿粮/零食品类在横向拓展下不断丰富, 根据欧睿数据, 伴随精细化喂养习惯和教育的普及, 宠物猫湿粮/零食占比由 20%/1%提升至 2022 年的 21.1%/5.7%。②从宠物各细分行业容量占比来看, 各细分行业不断完善, 以智能用品为代表的宠物用品、宠物诊疗体检等细分领域占比呈提升趋势。

图表6: 猫湿粮占比约 20%, 零食占比不断提升

图表7: 狗食品品类分布较为稳定

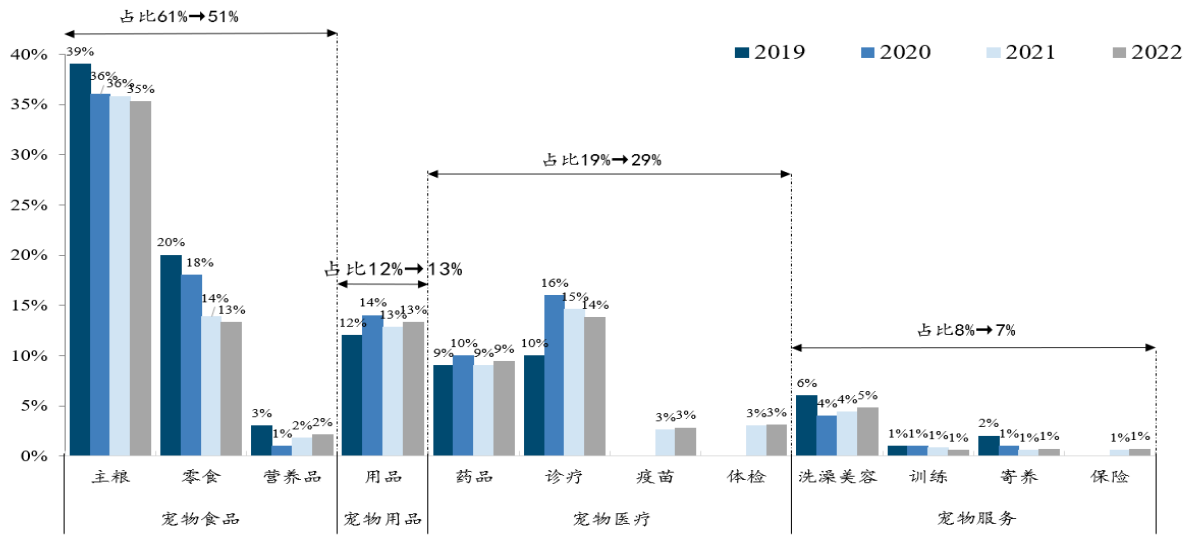


来源: 欧睿国际, 国金证券研究所



来源: 欧睿国际, 国金证券研究所

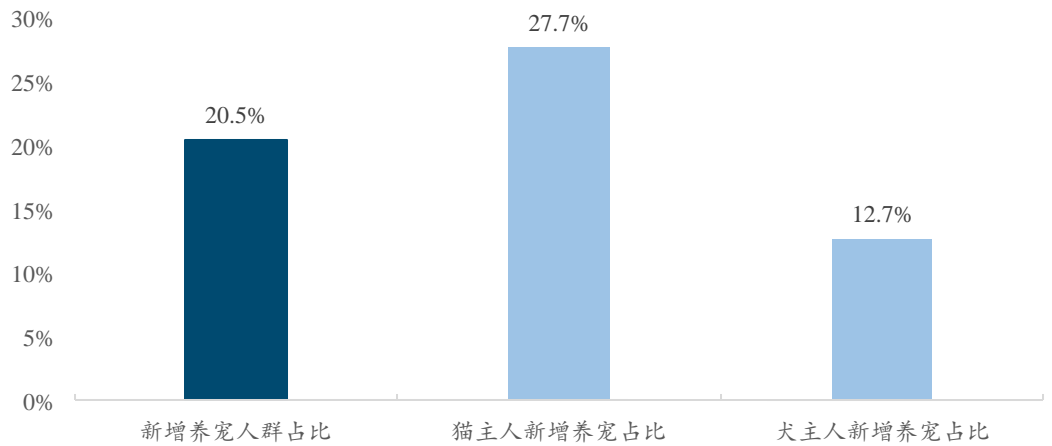
图表8: 宠物各细分行业占比变化



来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

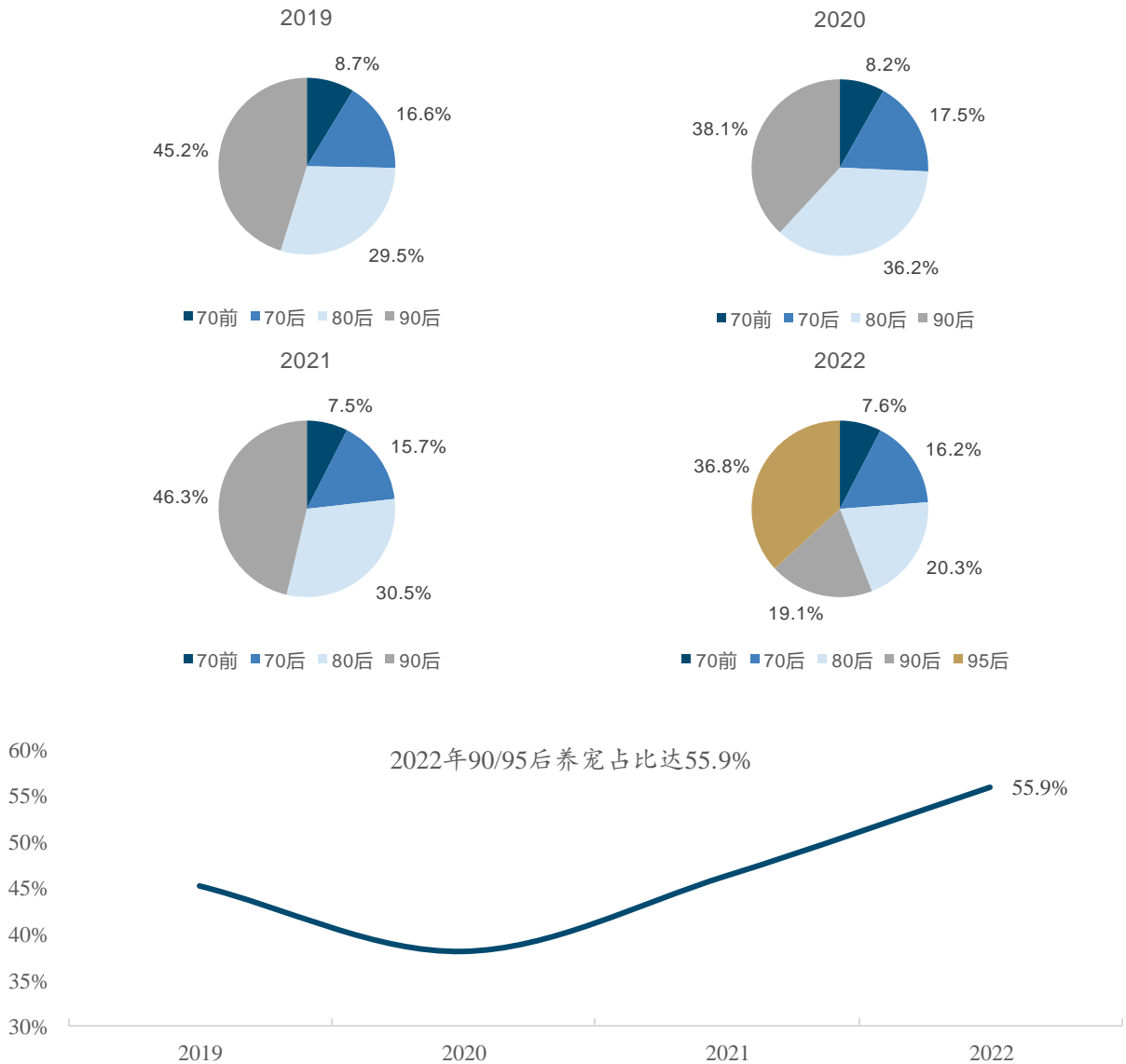
3) 用户画像角度: 首次养宠人群占比超 20%且 90 后占比超 96%。一方面, 根据宠物行业白皮书, 2022 年首次养宠人群占比超 20%, 猫主人新增养宠占比达到 27.7%, 超过新增犬主人占比 12.7%。另一方面, 19 年以来养宠人群年轻化趋势显著, 90 后 95 后成为主流, 22 年养宠人群 90/95 后占比达到 55.9%。这类人群的特征是: 信息获取渠道集中度社交媒体小红书/抖音等、拥抱变化、成分党、偏爱性价比, 我们认为这大大提升了国产宠物品牌对细分新品类、新产品渗透效率, 有助于行业总量的成长, 也为国产品牌的弯道超车提供发展机遇。

图表9: 首次养宠人群占比超 20%, 猫主人新增养宠占比超过犬主人



来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表10: 养宠人群年轻化, 90后 95后成为主流, 22年养宠人群90/95后占比55.9%

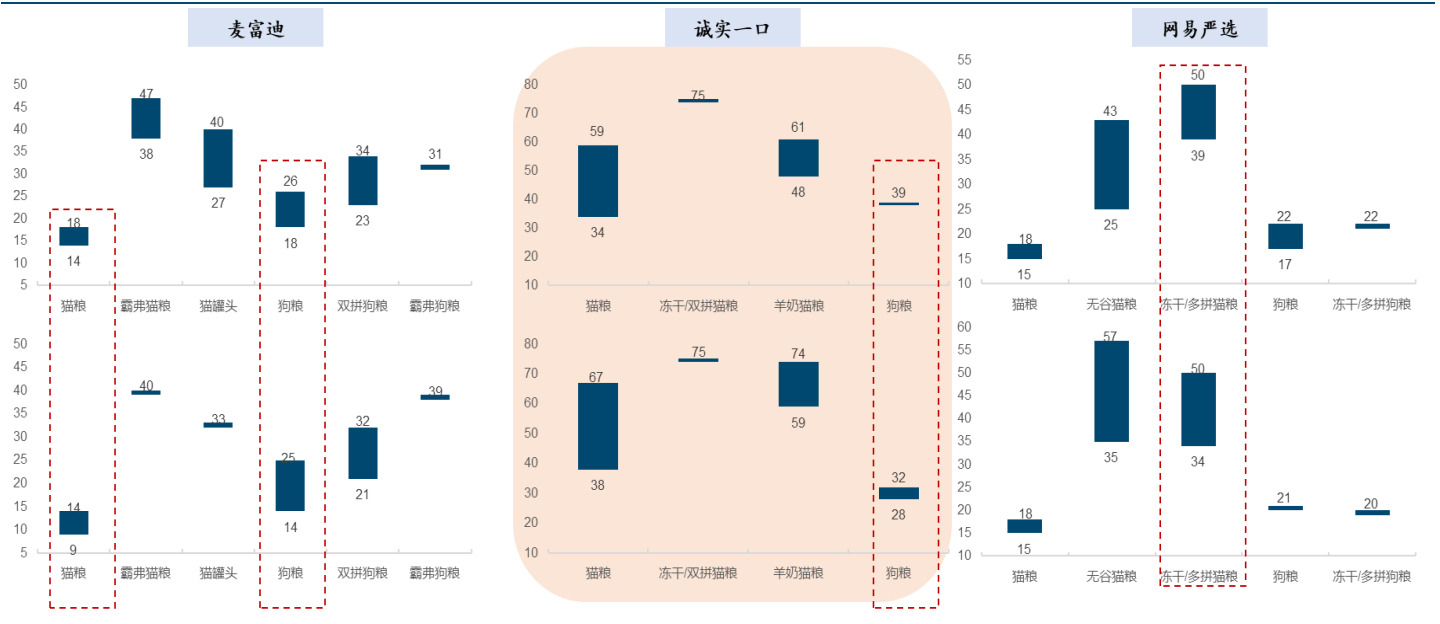


来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

2 产品升级与价格战并存, 品牌力表达&产品力升级是关键

从竞争角度, 近年来品牌加速采取抢市场份额策略, 在各价格带的竞争较为激烈, 但亦呈现产品迭代升级趋势。例如, 我们选取 618 重点品牌进行价格带分析, 根据商指针数据, 国产品牌诚实一口基础款狗粮价格带有所下调, 但凭借更高价格带的升级系列高鲜肉猫粮对价格带实现整体的升级; 国产品牌网易严选猫粮通过无谷系列品类升级提升价格带区间, 冻干/多拼粮单价较 22 年有所下调。从上市公司报表端表现来看, 中宠、佩蒂国内自主品牌当前均处于市场投入期还未实现盈利, 乖宝亦处于盈利能力提升阶段。

图表11: 618 国产宠食品牌重点品类 22年(上) 23年(下) 价格带对比

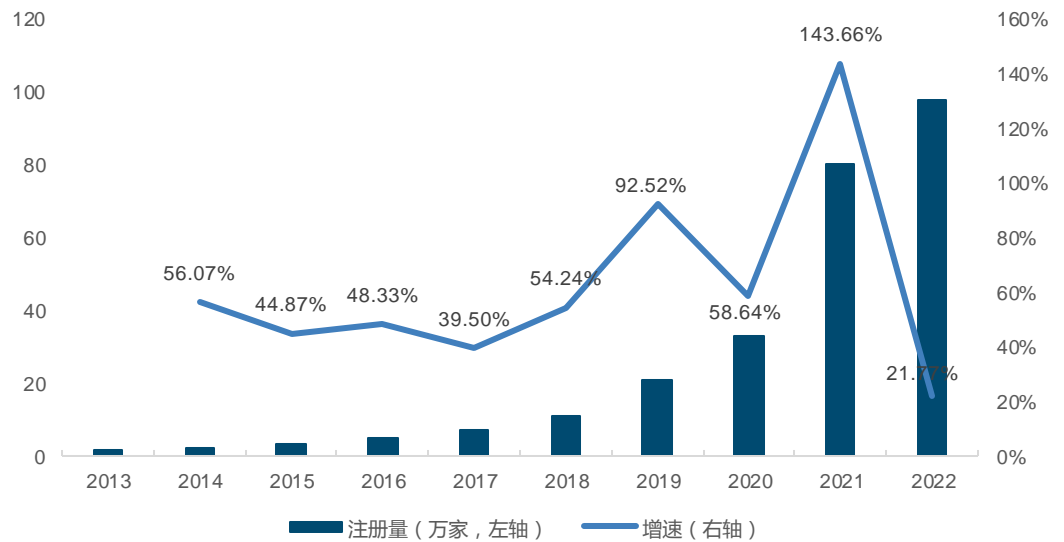


来源: 商指针, 国金证券研究所; 注: 数据源于各品牌天猫销量前 20 商品

2.1 竞争表现激烈的原因? ——乐观的行业成长预期+国内供应链成熟

行业成长性带动的乐观情绪导致产业吸引力提升。根据企查查数据, 在行业快速成长的乐观预期下, 过去 3 年宠物相关注册企业数目保持了 40% 以上的高速复合增长态势, 2021 年增幅高达 143.66%; 22 年受消费力降速影响节奏有所放缓, 但仍保持在较高水平。

图表12: 宠物相关企业注册量及增速



来源: 企查查, 国金证券研究所 (更新于 2023.06.09, 仅统计企业名称、品牌产品、经营范围含宠物 宠物用品的企业)

行业供应链生产端快速成熟, 赋能下游新兴品牌。从产品生产工艺角度讲, 大部分主打中端的国产主粮品牌主打鲜肉成分与冻干添加, 产品配方的相对同质化, 使得中端产品的竞争较为激烈。当前宠物食品供应链处于快速成长期且伴随规模扩大, 设备、生产效率、成本优势不断提升, 和外资品牌本地工厂/海外大牌成熟工厂相比处于差距缩短状态, 为下游品牌提供更强生产赋能, 当前产业链后端已积累了福贝、山东汉欧、山东泰宠等大批优质供应商。

图表13: 当前重点网红品牌猫粮代工厂分布

品牌名称	代表性单品	代工厂
网易严选	成猫全价冻干双拼猫粮	山东汉欧
	全价鸡肉六拼冻干猫粮	
	增肥营养全价无谷鲜肉猫粮	福贝宠物
喔喔 (WoWo)	冻干三鲜全价猫粮	佛山雷米高
	源乳配方全价幼猫粮	
	鲜肉生骨肉冻干全价猫粮	泰安泰宠
诚实一口	K01 PLUS 配方猫粮	辽宁海辰
	P40 全阶段全价猫粮	
海洋之星	鲜肉全价烘焙猫粮	泰安泰宠
	三文鱼全价猫粮	山东海创
高爷家	全价益生菌猫粮	山东汉欧
	麦肯鸡系列鸡肉全价猫粮	
	全价烘焙猫粮	沂南东赐
阿飞和巴弟	E76 全价猫粮	山东汉欧
	E76 KIDS 幼猫猫粮	
蓝氏	高肉全价烘焙猫粮	泰安泰宠
	多重倍护全价冻干幼猫猫粮	山东菲亚宠物
力狼	鱼猫通用猫粮	华兴宠物
	e 族全价猫粮	
鲜朗	烘焙全期全价鸡肉猫粮	辽宁鲜宠

来源: 天猫, 各品牌官网, 国金证券研究所整理

国内现有的行业标准要求较国外来看仍旧较为宽松, 降低品牌进入门槛。以宠物犬猫粮为例, 美国饲料管理协会 (AAFCO) 要犬粮含有营养素 37 种, 猫粮 46 种, 欧洲宠物食品工业协会 (FEDIAF) 要求犬猫粮含有营养素各 40 余种两家协会都明确要求了部分营养素的最高和最低要求。对比我国现行国家标准《全价宠物食品 犬粮》(GBT31216-2014) 和《全价宠物食品猫粮》(GB/T 31217-2014) 仅对犬粮和猫粮有 8 项营养素指标且粮和猫粮的主要营养素指标相同。

图表14: 国内外行业标准差异

地区	猫粮标准	营养素指标要求
中国	GB/T31217-2014 全价宠物食品 猫粮	含粗蛋白、粗脂肪、粗灰分、粗纤维、钙、总磷、水溶性氯化物(以 Cl 计)、牛磺酸共 8 种营养素要求。
美国	AAFCO 猫粮食品标准(基于干物质)	含粗蛋白、精氨酸、组氨酸、异亮氨酸等 18 种营养物质指标推荐; 钙、磷、钾、钠、镁、铝、铁等 13 种矿物质推荐及维生素 A、D、E、K 等 15 种维生素指标推荐, 并依据宠物成长期、成年期不同, 推荐最大及最小指标值。
欧洲	FEDIAF 猫粮食品标准(基于干物质)	含精氨酸、组氨酸、异亮氨酸、苯丙氨酸、牛磺酸(干湿粮)等 13 种氨基酸指标推荐; 亚油酸、花生四烯酸、亚麻酸等 4 种脂肪指标推荐; 钙、磷、钾、钠等 6 种矿物质指标推荐; 铜、碘、铁等 6 种微量元素指标推荐, 以及维生素 A、D、E, 烟酸, 叶酸等 13 种维生素指标推荐, 并依据宠物成年期、幼年期和繁育期的成长阶段不同, 推荐最大及最小指标值。

来源: 《中国宠物行业蓝皮书》, 国金证券研究所

进一步从品牌竞争角度, 尽管当前新消费融资有所放缓, 但前期资本投入企业仍保持较高的 GMV 增长的诉求, 部分延缓了行业格局改善的节奏; 大众+中高端价格带(40~100 元/kg)

是内外资品牌重点竞争布局之地，网易严选、弗列加特、顽皮、麦富迪 BARF 系列等国产品牌或重点推广系列聚集于此。未来差异化产品力体系、强有力的品牌构建有望成为未来品牌成长分化的关键能力所在。

图表15：主粮品类里，大众+中高端价格带（40~100元/kg）是内外资品牌重点竞争布局之地



来源：天猫，国金证券研究所整理；注：从左到右市场占有率依次降低；外资品牌字体为蓝色

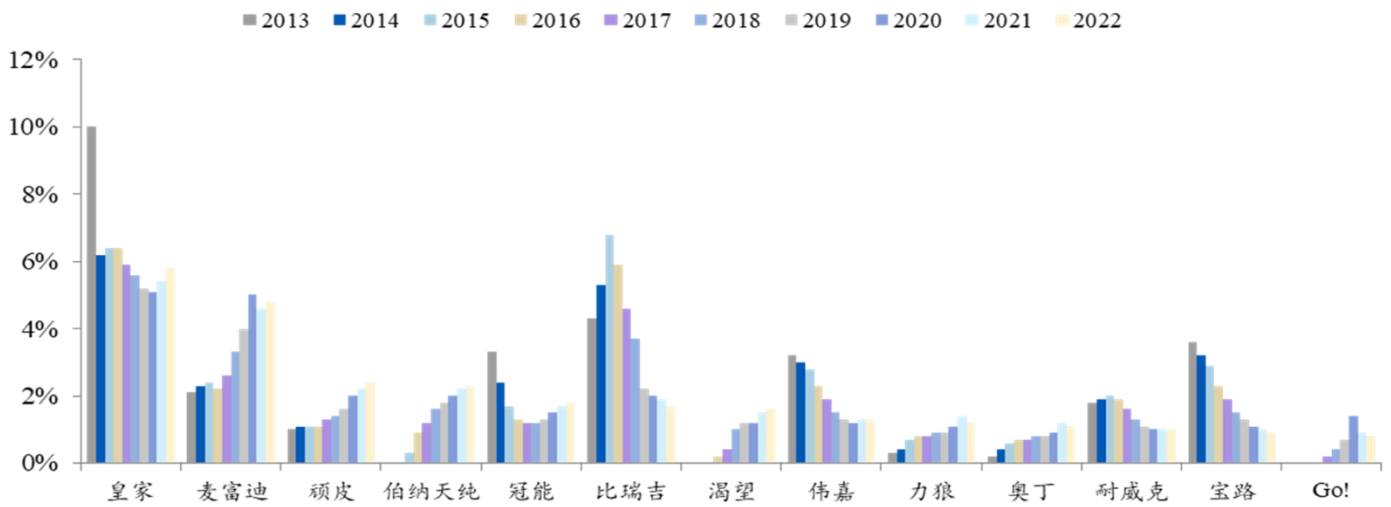
2.2 品牌&产品视角：激流中求变，国产品牌何以突围？

2.2.1 三大维度剖析国产品牌突围之路：产品卖点、品牌表达、产品迭代

紧握渠道变迁红利+产品综合推新能力表现更优，助力国产品牌份额提升。复盘国内宠物食品品牌市占率变化以及天猫品牌榜单变化等，我们已清晰看到，国产品牌借助渠道优势（天猫、抖音）、产品力层面差异化表现实现规模上的弯道加速，根据欧睿数据，麦富迪市场份额从17年的2.6%提升至22年的4.8%，顽皮/伯纳天纯从17年的1.3%/1.2%提升至22年的2.4%/2.3%。从价格带角度，根据久谦数据，我们看到国产品牌整体价格带整体保持稳中有升趋势。

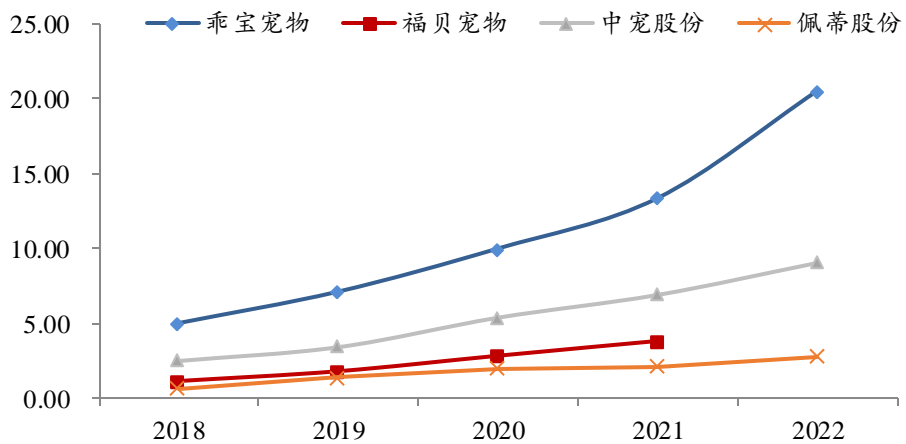
本章将从产品卖点、品牌表达、产品迭代升级三大维度，进一步对比外资与国产品牌运营差异，总结剖析国产品牌的竞争优势。从整体结论来看，头部品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达方面充分灵活运用各种工具强化品牌形象曝光，产品力方面则抓住竞品盲点主打“鲜”差异化概念，且正在经历由单纯追求“营养指标优先”逐步转变为先进“喂养理念”强产品力体系打造的成长过程，中期角度从产品营养学配方、品牌形象塑造上仍具备较强成长&发力空间。

图表16: 2013-2022 年国内宠物食品品牌市占率变迁历程



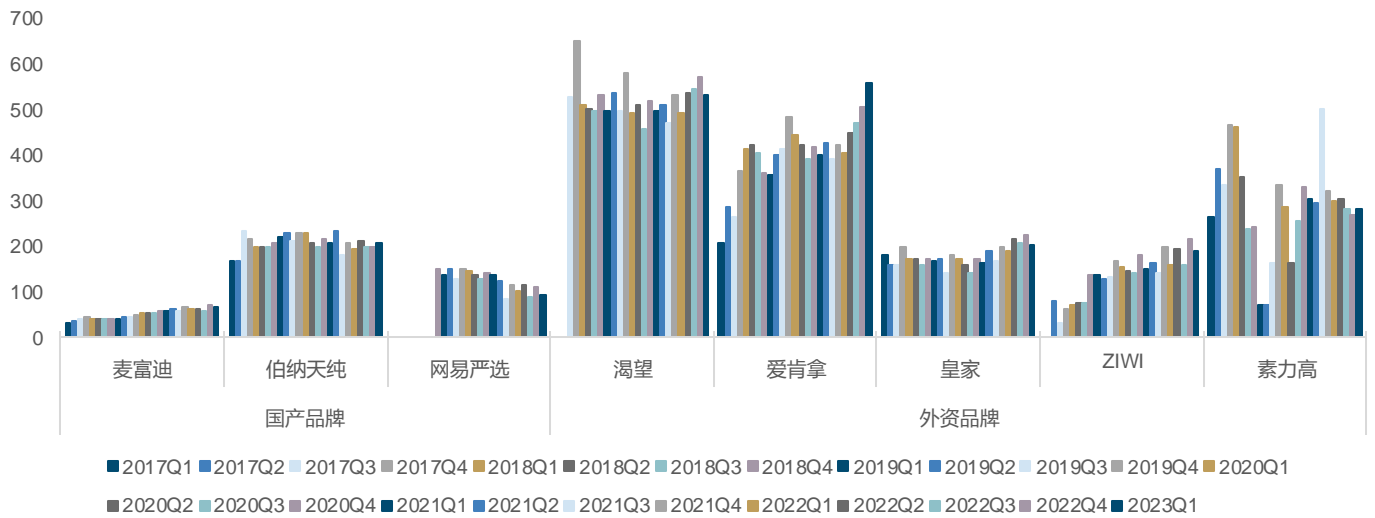
来源: 欧睿国际, 国金证券研究所

图表17: 重点企业国内(自主品牌)业务营收体量(亿元)成长曲线



来源: 乖宝、中宠、福贝佩蒂各公司公告, 国金证券研究所

图表18: 国产品牌整体价格带 (元/件) 稳中有升



来源: 久谦, 国金证券研究所

产品卖点: 国产品牌精准利用食材“鲜度”寻求差异化, 头部品牌产品推新能力优。好产品是讲好品牌故事、实现高附加值的基础。外资品牌产品卖点呈现有所分化, 例如玛氏旗下皇家强调配方科学专业性、细分化, 弱化食材来源; 渴望、法米娜等则强调食材全球化、高蛋白营养等。

国产品牌: 1) 找到海外品牌对“鲜”的产品盲点, 利用较近的鲜肉食材来源主打“鲜度”, 同时强调粗蛋白、高肉配方等。2) 消费者洞察能力更优带动产品推新能力远强于外资品牌。一方面, 国产品牌通过“高鲜肉”不断进行纵向推新升级, 另一方面国产品牌凭借近年以来电商渠道的积极拥抱, 强化消费趋势洞察能力, 赋能产品研发创新。例如, 麦富迪借助其较强的线上用户数据运营优势, 在强供应链支撑下率先推出羊奶肉包&冻干系列, 衔接幼猫母乳营养, 同时解决猫咪乳糖不耐受痛点。

图表19: 外资重点宠食品牌产品卖点、品牌打法、产品形态梳理

外资	皇家	渴望	法米娜	生鲜本能
配方	功效型配方: 针对消化、泌尿、皮肤、绝育后要求, 调整产品配方。(以消化型配方为例, 其添加了膳食纤维、益生元, 使用高能原料, 减小进食负担。)	科学配比: 高品质动物85%+新鲜蔬果15%, 不含诱使剂和防腐剂。	高蛋白配方: “高蛋白+蔬果”96%为优质肉蛋白, 添加微量元素。	配方: 添加益生菌、维生素等。 产品技术: 100%鲜肉涂层, 生骨肉冻干使用HPP超高压灭菌技术。
产品卖点		新鲜当地食材, 使用急速冷冻技术-不添加任何防腐剂。	精选全球优质食材: 精选草原猪、走地鸡、挪威鲱鱼、太平洋鳕鱼、地中海鲈鱼、大西洋鲑鱼、北欧鲜虾、湖产鳟鱼等。	优质原料: 首位原料为不含防腐剂和激素抗生素的“无笼散养鸡”。
食材来源				
品牌历史	1968年创自于法国南部, 50年发展历史	1999年成立于加拿大。	1965年始建于意大利。	美国本土品牌, 2001年建立。
品牌打法	国际背书	标准: 满足Q&FS、ISO、美国HACCP标准等	团队: 组建专家团队, 从事配方研究。	标准: SQF、CFIA、FDA等多项认证, 最高级别安全认证。 团队: 与赫尔辛基大学开展10年合作; 对16000只宠物开展了观察研究。
生产工厂	全球13个生产基地, 6700名员工。	自建高标准工厂, 非代工生产。		美国自建工厂。
广告	品牌广告: TOPS猫繁育高峰论坛			
干粮	干粮: 产品线共五大系列, 干粮包括幼宠粮、营养粮、功能粮、品种粮	干粮: 分口味全价粮(鸡肉、鱼肉)和分年龄段。	干粮: 多口味全价粮(石榴、鹌鹑等)	干粮: 高蛋白、经典无谷、原食生鲜、低敏
产品形态	湿粮: 湿粮系列(处方粮)	湿粮: 分口味主食增肥罐头		湿粮: 分年龄段罐头
主食冻干				主食冻干: 分口味纯冻干、冻干双拼干粮(经典无谷)
零食冻干		零食冻干: 分口味纯冻干		

来源: 天猫, 各品牌官方公众号, 国金证券研究所

图表20: 国产重点宠食品牌产品卖点、品牌打法、产品形态梳理

	麦富迪	顽皮	网易严选	高爷家
内资				
配方	科学配方: 科学搭配各食材比例; 添加益生菌、天然保健成分、高蛋白等7大先鋒要素。 粗蛋白: 易消化。	易消化配方: 添加膳食纤维、益生菌等, 消化率达97%。	高肉配方: 添加高鲜肉 (91%鸡鸭鱼蛋奶)、益生菌及16种营养素。 产品技术: 鲜肉酶解技术	高肉配方: 含肉量90%, 添加益生菌。 粗蛋白: 易消化。 工艺: 真空三层喷涂工艺。
产品卖点	食材 品质新鲜食材: 现宰5天鲜鸡肉, 原料鲜度品质保证。南极磷虾、新西兰牛肉、俄罗斯鳕鱼和三文鱼、智利火鸡等优质食材。	精选食材: 山东、新疆布局优质鸡肉养殖场, 保障食材品质。 新鲜供应: 制定鲜距离、鲜速度等5鲜标准。	食材取自供应商: 如鸡胸肉来自临沂超和、鲜鸭肉来自山东六合, 鸡油来自山东汉欧生物。 新鲜制作: 整个制作过程时长仅8小时。	食材构成: 多数来自供应商 (如鲜鸡肉来自山东太合、沃森氏 (威海) 等); 部分自主生产 (如山东沂南承包鸡肉养殖基地供应山林鸡系列)。
研发	中国、泰国和美国分别设立宠物食品研发中心; 配方具有研究文献支撑	团队有80余位兽医和宠物营养师。	与中国农业大学合作研究配方。	研制专利益生菌 (枯草芽孢杆菌 B10)。
消费者细分洞察	羊奶肉包&冻干系列: 衔接幼猫母乳营养, 同时解决猫咪乳糖不耐受痛点	“0谷物”, 防腐剂0添加。	干粮多拼系列: 满足宠物多维营养等	“0谷物”, 低致敏。
品牌打法	喂养理念 barf科学喂养: 营养均衡、原料优选、配方健康。	品牌理念: “宠物既是人类的朋友, 也是我们的家人, 我们相信, 健康宠物才顽皮”		
供应链	原料供应: 全球九大天然食材产地直供。 生产: wenger产线、德国零食生产线、意大利湿粮生产线和日本自动化包装生产线。	原料供应: 人类食品级鲜肉食材, 0-4℃冰鲜冷藏车运输, 2小时运抵工厂。 生产: 布勒双螺杆产线, 26道锁鲜工艺, 4小时鲜肉成粮。	原料供应: 选自国内供应商。 生产: 代工厂生产, 生产过程把控能力有限。	原料供应: 选自国内供应商。 生产: 代工厂生产, 生产过程把控能力有限。
广告	品牌广告: 与谢霆锋、萧敬腾合作, 冠名《你好生活》、《向往的生活》等。 效果广告: 与蛋黄小姐、周昱等抖音小红书垂类KOL合作	品牌广告: 销往全球多国, 24年零召回, 与分众传媒合作布局梯媒。	效果广告: 《我吃肉怎么了》广告片; 李佳琦等主播直播间带货。	品牌广告: 2.0版产品包装升级。 效果广告: 流浪猫的1095天加餐日历强墙 (数英奖-公益广告)。
其他	标准: 美英加等多国及权威机构认证 (IFS、FDA、BSCI等)。	标准: 符合美日欧澳加等5大发达国家标准。 消费反馈: 有200+宠物博主推荐。	标准: 达到美欧中标准, 具有ISO认证, 多项荣誉背书。	标准: 符合美中标准。 消费反馈: 猫咪体验馆项目。
产品形态	干粮 干粮: 天性饮食、专业营养 (羊奶、益生菌等)、均衡营养、冻干双拼粮	干粮: 鲜选 (62%和55%鲜肉粮) 及冻干多拼粮	干粮: 分口味全价粮 (鸡肉、8种鱼肉等)、羊奶粉幼猫粮	干粮: 全价烘焙干粮 分口味益生菌系列
湿粮	湿粮: barf生骨肉 (分阶段)、羊奶鲜肉罐头等	湿粮: 鲜封包、罐头等		湿粮: 主食罐和主食餐盒
主食冻干	主食冻干: 主要分为生骨肉冻干、羊奶鲜肉冻干	主食冻干: 主要为多拼干粮 (冻干四拼和冻干双鲜系列)	主食冻干: 双拼、6拼冻干粮	主食冻干: 纯生骨肉冻干、全价主食冻干
零食冻干	零食冻干: 羊奶肉冻干、生骨肉冻干、磨牙冻干等	零食: 营养冻干和肉干等	零食: 冻干 (多春鱼、鹌鹑)、罐头、猫条、饼干等	零食冻干: 纯肉冻干、慕斯冻干、磨牙冻干等

来源: 天猫, 各品牌官方公众号, 国金证券研究所

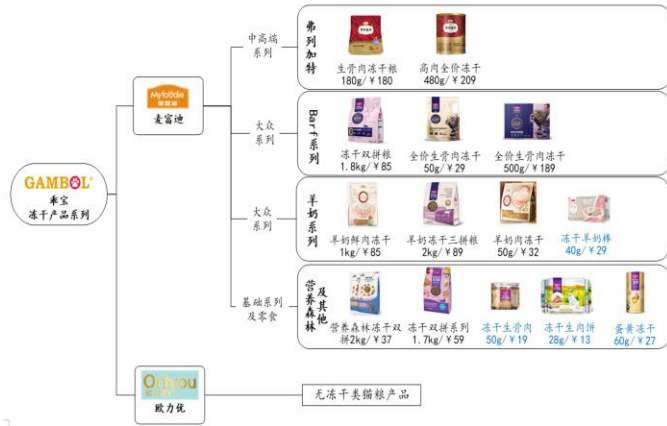
品牌表达: “喂养理念”升级逐步构建品牌专业度, 头部国产品牌强化品牌广告露出, 看好品牌势能提升。外资品牌故事的构建具备天然基础, 主要原因如下: 1) 成立时间较早, 具有长时间的品牌积淀, 例如皇家成立于1968年, 法米娜始建于1968年; 2) 研发积淀和投入较优, 部分企业具备动物医学专业背景构建较强的信任背书, 如希尔斯等; 3) 生产具备全球化特征。

我们看到头部国产品牌近年来在品牌塑造上实现了较大提升: 1) 提出先进的喂养理念, 例如乖宝旗下麦富迪 BARF 系列率先引用澳洲兽医 Drian 提出的 barf 喂养理念, 通过合理搭配肉/骨/内脏/天然食材比例, 模仿野生环境猎物饮食。2) 供应链的升级: 强调设备先进性、原料新鲜 (4 小时鲜肉成粮) 等; 3) 强化品牌广告露出: 伴随规模扩大, 乖宝、中宠等头部宠物公司加大明星、梯媒、贴片广告等宣传形式, 例如麦富迪邀请谢霆锋作为代言人、加强和头部垂类宠物 KOL 合作, 顽皮对鲜肉粮大单品与分众传媒合作进行一二线城市集中曝光等。

产品形态创新升级: 外资品牌深耕传统品类, 国产品牌烘焙粮、冻干、湿粮等形式多样。外资品牌在干粮细分市场深耕, 如皇家处方粮、渴望分口味全价粮等, 而国产品牌在生骨肉冻干、羊奶粉冻干、低温烘焙猫粮等新兴品类上发展迅速, 产品形态创新更为丰富, 例

如乖宝率先打造双拼粮以及主食冻干，从品类形态、营养角度进行升级，根据麦富迪天猫旗舰店统计，其冻干系列产品 SKU 达到 95 个，其中主食冻干 SKU 达到 49 个，深度挖掘单客价值。

图表21: 乖宝冻干品类 SKU 布局领先



图表22: 国产品牌引领高端生骨肉主食冻干价格下移



来源: 天猫, 国金证券研究所

来源: 天猫, 国金证券研究所; 注: 外资品牌名字体为蓝色

图表23: 国产品牌新品推出频率高于海外品牌, 且品类更加丰富



来源: 天猫, 各品牌官方公众号, 国金证券研究所

图表24: 宠物干粮的工艺路线升级方向

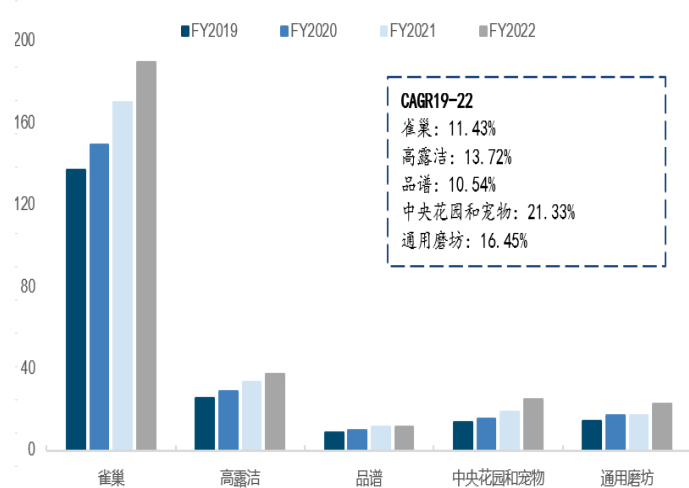
	高温膨化粮	低温烘焙	风干粮	冻干粮
温度控制	160-182 摄氏度	80-100 摄氏度	70 摄氏度	零下 40 摄氏度
生产工艺	高压密闭容器突然减压挤压成型	长时间低温烘烤	干燥高风速条件下脱水干燥	真空的条件下使冰升华
添加成分	添加淀粉或粘合剂、油脂、诱食剂	添加淀粉、植物等	添加少量膳食纤维	-
口感	松脆可口	口感更酥脆	口感较硬	口感最接近生肉
优点	工艺成熟、价格低廉和、易于保存，高温膨化可以杀菌	饱腹感更持久，肠胃负担轻，表层干燥不油腻	蛋白质、维生素、生物酶等都能得到完整的保存	保留了食材原始的营养，有益于宠物毛发健康、皮肤和消化
缺点	营养有一定流失	价格偏高 生产工艺不成熟	价格偏高 粗蛋白、脂肪偏高，易长胖	价格偏高 很容易产生肉碎，缺少粗纤维
代表品牌	渴望、爱肯拿	鲜朗，欧恩焙	巅峰 ZIWI、猫宴、K9	迈仕、麦富迪、爱立方

来源：宠业家，国金证券研究所整理

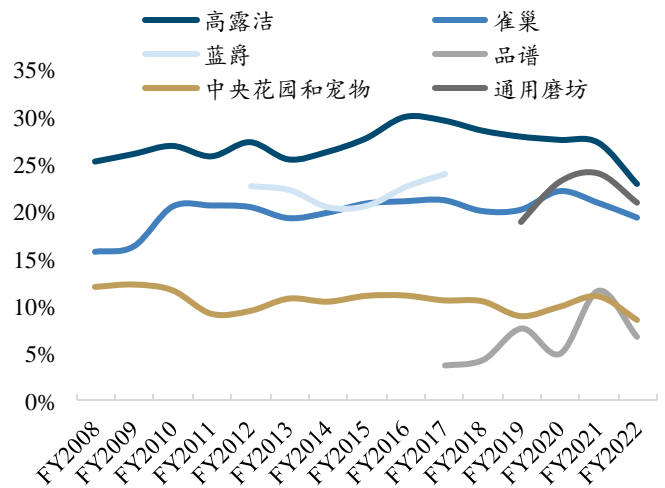
2.2.2 他山之石：海外成功案例复盘——希尔斯&皇家

参考海外宠食上市公司，凭全球化扩张、品牌矩阵扩张等，近年来营收保持双位数成长，且从盈利模型来看，进入成熟期后，雀巢、高露洁、蓝爵（后被通用磨坊收购）等均保持20%以上的营业利润率，在消费品中保持中等偏上水平。我们认为玛氏旗下皇家、高露洁旗下希尔斯品牌和产品力构建较为典型且成功。

图表25: 海外成熟宠物公司营收体量 (亿美元)



图表26: 海外成熟宠物公司营业利润率水平



来源：雀巢、高露洁、品谱、中央花园和宠物、通用磨坊公司公告，国金证券研究所

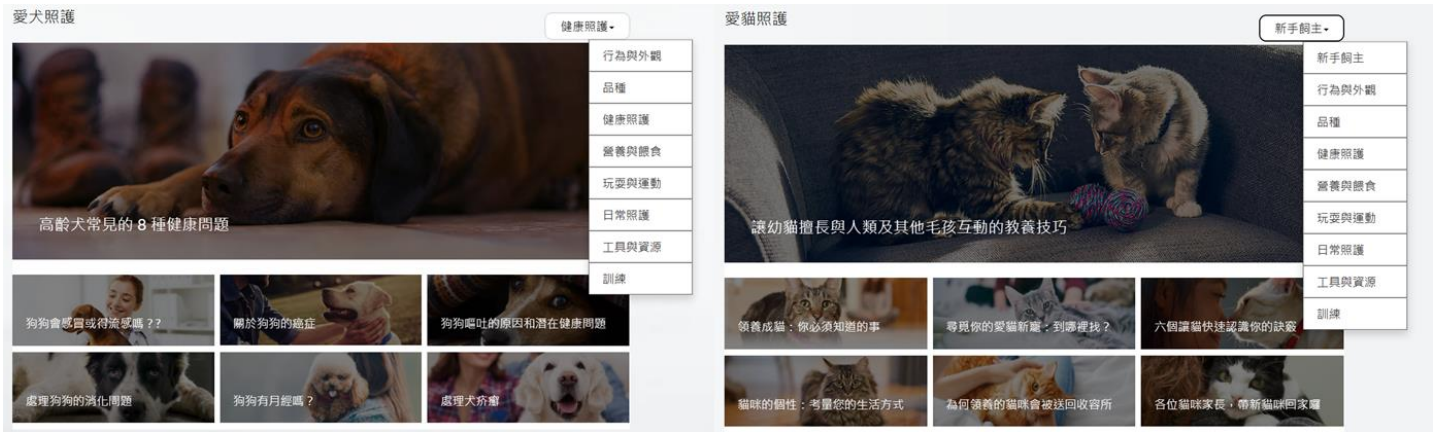
来源：雀巢、高露洁、品谱、中央花园和宠物、通用磨坊公司公告，国金证券研究所

希尔斯：配方积淀深厚&品牌矩阵完善，兽医专渠绑定塑造高端处方粮形象

高端处方粮领军者，通过知识分享、兽医推荐方式塑造专业品牌形象。希尔斯利用多年经验积累，编制《宠物饲主指南》并提供养宠人群丰富的免费养宠指导，涵盖宠物行为、训练方式、营养与喂食等内容，培养宠主营养学意识和科学喂养习惯，对宠主持续心智教育。品牌在品牌构建中，积极通过兽医教育推进宠主教育，发布电子刊物帮助兽医活用营养学，与美国动物医院协会 AAHA 合作发布《营养——第五项不可或缺的评估》《AAHA 犬猫营养评估指南》，与“宠物预防保健伙伴”合作为兽医提供预防性医疗保健工具和资源。同时

注重与科研院校和医院合作，在“希尔思兽医学院”网站为兽医提供营养学知识分享，并定期举行研讨会；作为国际兽医协会赞助商提供学生兽医协会 SAVMA 研讨会奖学金，专业性突出。希尔思在长期科学研究方面也受到兽医称赞，已形成科学专业、实证验证、兽医推荐的品牌形象。

图表27: 希尔思提供免费养宠指南，培养宠物主科学养宠意识



来源：希尔思官网，国金证券研究所

致力慈善事业提高品牌声誉。希尔思相信可以通过正确的营养改变宠物，投身公益为收容所动物提供营养支持。自2002年以来，品牌通过全球爱心助粮活动 (Food, Shelter & Love) 与北美 1000 多家动物收容所合作，提供了超过 3.05 亿美元的宠物食品，并帮助 1300 多万只收容所宠物得到收养。2013 年建立的希尔思救灾网络 (Hill's Disaster Relief Network) 旨在为受自然灾害影响的收容所提供营养支持，曾在澳大利亚、海地、墨西哥多地救助受灾动物。希尔思还与 Greater Good Charities 等机构合作支持世界各地动物福利，在公益事业的大力投入得到关注和好评。

图表28: 全球爱心助粮活动为动物收容所提供食品支持

图表29: 希尔思救灾网络救助世界各地受灾动物



来源：希尔思官网，国金证券研究所

来源：希尔思官网，国金证券研究所

以科学研究引领方向，处方粮产品矩阵完善+技术升级提升产品力。

创始阶段：品牌创始人莫里斯博士兽医出身，关注宠物肾病的饮食治疗，从而开创了针对宠物疾病治疗护理的处方食品 k/d、c/d 和针对疾病预防的宠物食品，并确立了科学、专业的理念。1976 年高露洁棕榄收购后延续了希尔思的科学传统，大力投入研究。1992 年推出急重症处方食品，易消化、易喂食流质以及高含量优质蛋白充分满足虚弱状态宠物的能量需求。

科研升级、品类丰富阶段：希尔思坚守长期科研承诺，目前已有超过 220 名兽医师、营养学博士等研发人员，拥有感官中心、宠物基因组学实验室、宠物营养中心和 351 项注册专利，根据犬猫健康需求不断创新、突破原有宠食配方。2000 年开始，使用抗氧化剂组合强化宠物食品提升宠物免疫力，优化急重症处方食品配方。2012 年创新推出甲状腺护理处方食品，2013 年针对宠物健康管理提出新的营养方案。自 2004 年起开始宠物基因组学研究，通过营养改变宠物基因表达方式，并于 2017 年推出更加适合高龄宠物的营养配方。2018 年研发“益菌纤活+”益生菌宠物食品，技术升级提高消化系统护理/血糖管理系列产品力。2021 年开启小型犬研究，扩大市场细分品类覆盖范围，并在防环境过敏配方上取得新突破。品牌通过不断迭代推新填补品类空缺，逐步建立起涵盖口腔/消化系统/肾脏病/

心脏/血糖/关节护理等超过 11 个系列的处方粮产品矩阵，兼顾多种疾病护理和预防，深受兽医和宠主信赖。

图表30：巩固科学性、专业性定位，产品迭代升级强化处方粮领域领导地位



来源：希尔斯官网，国金证券研究所

皇家宠物食品：引领宠物营养学发展，学术营销塑造高端形象

从产品角度力迭代角度梳理来看，主要分为几大阶段：

创始阶段：产品创立初心为改善宠物健康。皇家创始人 Jean Cathary 为兽医出身，认为食物会影响动物的健康，与 1968 年用烤面包、碎面包干和肉碎等原料为犬类创造了独家秘方——黄汤，也奠定了品牌数十年优质营养配方的路线。1972 年，皇家被 Guyomarc'h 集团收购，引进了精确营养和饮食配方的专业知识并招募动物专家，开始研究治疗犬类骨头疾病的配方，延续配方发展路线。

产品升级阶段：持续营养配方研发，推出各类品种专属配方。皇家重视发展宠物健康营养领域的研究，1980 年皇家推出针对大型犬幼犬而设计的产品——A. GR，并大获成功，进一步奠定皇家产品营养健康定位。在 1990-2000 年代，皇家根据猫犬品种的不同及年龄等生理特征的差异陆续推出特定的宠物粮。如在 1999 年推出首个品种专属配方：针对波斯猫的下颌结构和饮食习惯特别设计的杏仁状粗粒食物，并在食物中加入高消化性蛋白质等营养物质，有助波斯猫泌尿系统和消化系统的健康。

图表31：皇家产品发展历程梳理

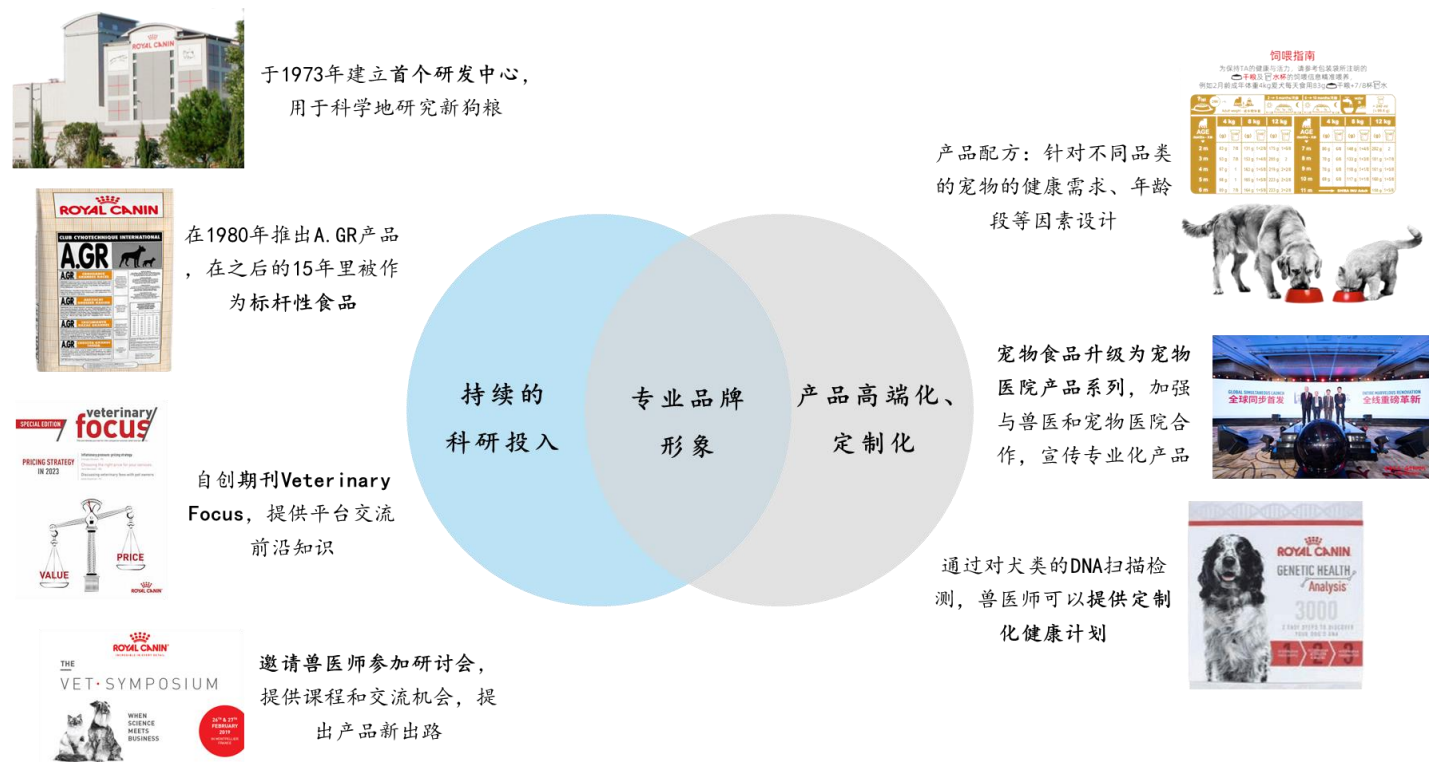


来源：皇家宠物官网，国金证券研究所

科研升级、品类丰富阶段：开拓宠物新赛道，巩固产品健康营养定位。皇家在被玛氏收购后，持续向更多品类发展。2003年与Waltham宠物营养中心合作，推出VDiet兽医专用系列处方粮，进入处方粮赛道；2009年推出Feline Health Nutrition湿粮产品，进军湿粮市场。皇家在拓宽品类后仍坚守发展优质营养配方的科研路线，自2019年起，皇家宠物食品升级为宠物医院产品系列，更易于兽医推荐和使用。在处方粮领域，皇家围绕犬猫核心健康需求（皮肤、泌尿道、健康管理、提升活力、胃肠道和体重管理）提供相应产品，如针对有过敏和炎症性肠病的猫犬，推出水解蛋白配方粮，促进宠物改善消化系统。

从品牌塑造角度，皇家致力于科研，学术营销化塑造品牌专业形象。皇家自创立至今一直重视科研投入与塑造宠物营养专业化的品牌形象，早在1973年便建立了第一座科研中心；在1980年推出A. GR产品，在之后的15年里一直被作为行业内的标杆性食品；在1997年出版《皇家犬/猫百科全书》，为大众提供猫犬营养解决方案。皇家更自创期刊Veterinary Focus并在上面发表研究、举办兽医研讨会来不断输出皇家优质营养配方的研究成果以提升自身的专业程度。随着数十年专业宠物食品定位的宣传，消费者已将皇家与宠物领域权威挂钩，深度强化品牌信任。

图表32：皇家宠物已构建起专业高端品牌形象



来源：皇家宠物官网，国金证券研究所

综上所述，外资品牌皇家、希尔斯等品牌力的构建来自配方积淀深厚、兽医专渠绑定、学术营销等塑造专业形象，产品矩阵构建由点及面，配方更加注重动物学营养均衡。国产品牌在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，且在宠物产品营养学、配方专业性升级角度仍具备较大的发力空间，当前部分品牌已经在加大研发投入，如麦富迪已建立犬猫生理学研究中心、适口性和营养测试中心，犬猫营养学研究中心等，拥有技术人员 396 人，包含各类研究开发人员 74 人。卫仕于 2021 年建立了国内首个宠物营养研究院，累计投资八千万，专注于宠物营养生理学的研究，发掘犬猫营养吸收与利用的科学机理。

3 重点标的推荐

国产品牌&产品力相对优势仍在快速提升通道，长坡厚雪成长性充足。伴随国产宠食品牌借助渠道优势（天猫、抖音）、产品力层面差异化表现，已在部分价格带实现对外资品牌阶段性的弯道超越。中期角度，基于健康营养更专业前瞻、细分的产品体系布局、更高效持续的品牌表达有望成为国产品牌之间拉开差距的必要条件。头部国产品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。重点推荐标的：乖宝宠物（未上市）、中宠股份、佩蒂股份。

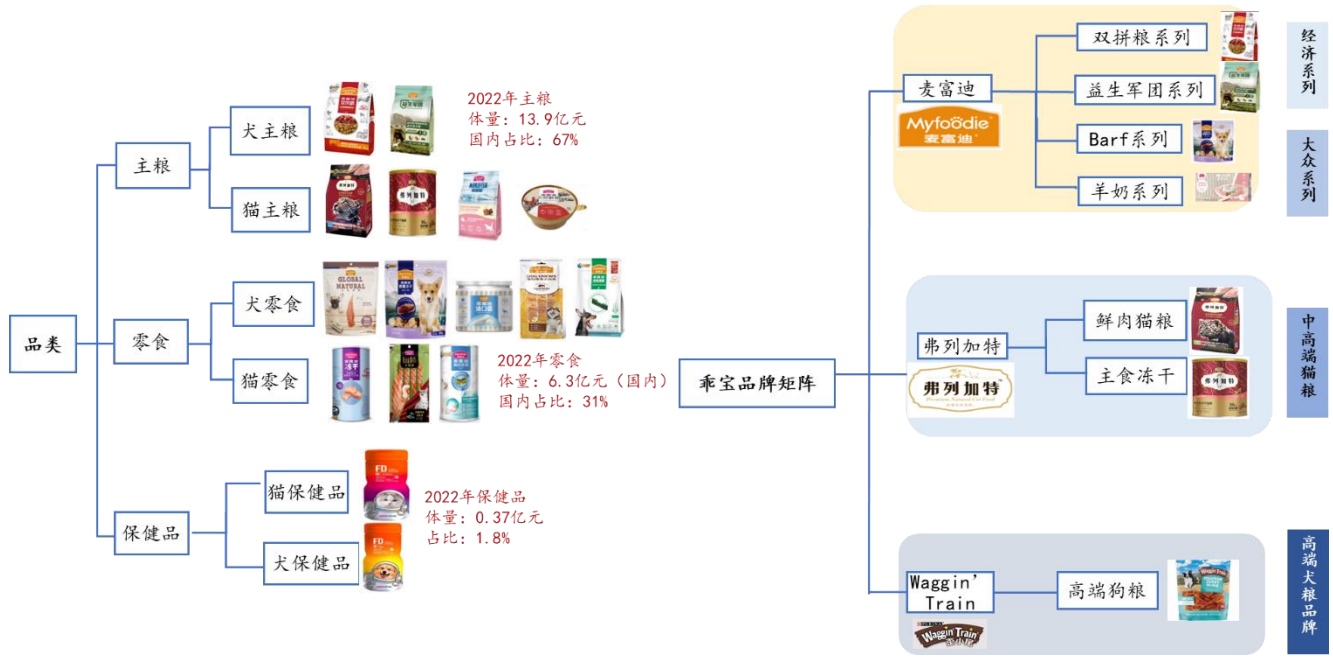
3.1 乖宝宠物：主品牌麦富迪品牌势能提升期，高端副牌弗列加特快速推新成长

国产宠食品牌龙头，乖宝以海外宠物零食代工起家，后积极转型国内自主品牌，形成以“麦富迪”为核心的宠粮自有品牌，实现了以宠物主粮为基础，零食、保健品全品类覆盖。2018 年至 2022 年，乖宝营收分别为 12.2、14.0、20.1、25.8、34.0 亿元，过去 4 年营收 CAGR 为 29.15%，国内营收（自有品牌为主）从 5.4 亿元增长至 20.4 亿元，营收 CAGR 为 39.4%；归母净利润从 0.44 亿元增长至 2.67 亿元，伴随国内自主品牌盈利模型优化，净利率从 3.65%提升至 7.82%。

产品创新前瞻领先，品牌结构优化、看好上市后品牌势能加速提升。产品创新角度，主品牌麦富迪早期定位经济价格带区间规模快速扩张，率先打造双拼粮以及主食冻干引领行业创新，根据麦富迪天猫旗舰店统计，其冻干系列产品 SKU 达到 95 个，其中主食冻干 SKU 达到 49 个，深度挖掘单客价值。从品牌升级角度，三大升级策略指引后续高质成长：1) 主品牌麦富迪借助 barf、羊奶系列价格带升级，强需求洞察强化产品升级；2) 高端副牌

弗列加特以大单品为突破口，主打品质差异化，凭借供应链优势、先进生产线以及强大产品力，走出国产品牌高端化道路。3) 收购美国品牌歪小尾 waggin' train 布局高端犬类鲜粮。

图表33: 乖宝宠物品类和品牌矩阵分布



来源: 乖宝宠物官网, 国金证券研究所

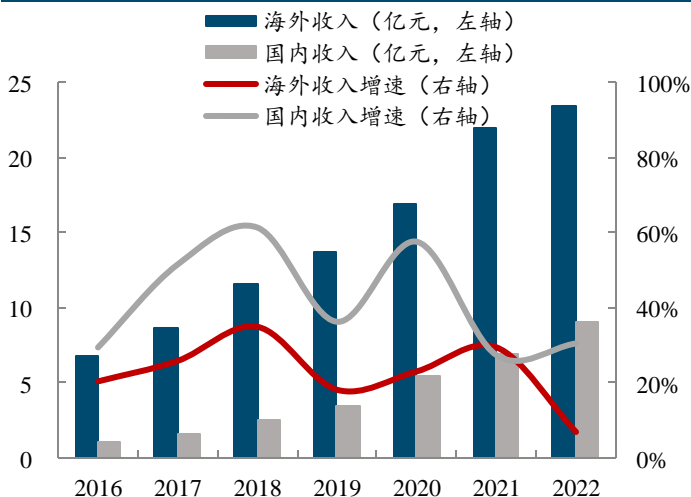
3.2 中宠股份: 国内新高管上任优化运营思路, 有望开启高质量成长

内销: 产品运营思路升级趋势下看好中宠内销资源投放效率提升, 盈利模型优化效果可期。分品牌来看, ①顽皮保持 30%+ 成长, 加速发力高毛利高端主粮, 与分众传媒合作强化品牌形象曝光, 后续品牌势能提升效果值得期待; ②Zeal 高端形象稀缺性凸显, 0 号主食罐在零食罐 1Q 去库存结束、进入山姆渠道, 进入快速推广期; ③领先 Toptress 主打大单品策略, 99 主食罐、新品烘焙粮等差异化竞争, 保持三位数快速增长趋势。

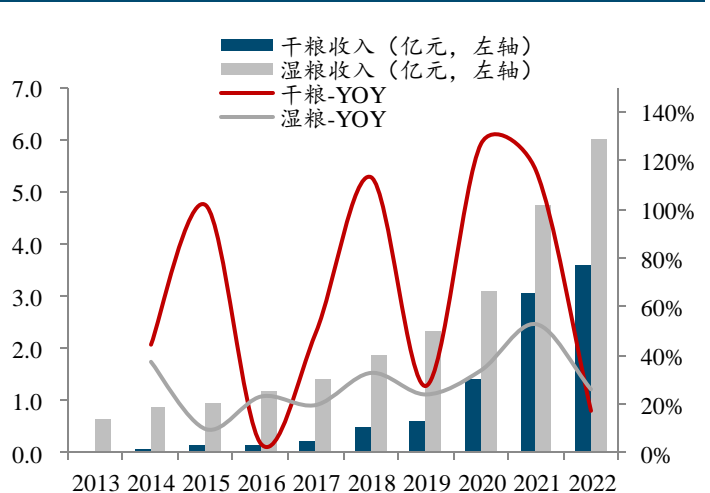
外销: 伴随下游客户库存清理完毕, 预计 2Q 起订单逐步转暖, 且恢复节奏快于预期; 基于下游客户结构分散度、美国产能韧性, 预计从节奏上, 中宠在宠物板块各品类/中宠中外销订单修复领跑。我们预计 4 月份整体海外业务或恢复至高单个位数/低双位数增长, 5 月延续好转趋势。

盈利预测及评级: 我们预计中宠 2023-2025 年归母净利润分别为 1.5/2.0/2.7 亿元, 同比 +42%/+33%/+35%, 当前股价对应 PE 估值分别为 46/33/26X, 维持“买入”评级。

图表34: 中宠国内、海外业务及增速



图表35: 中宠干粮/罐头品类收入及增速



来源：中宠股份公告，国金证券研究所

来源：中宠股份公告，国金证券研究所

3.3 佩蒂股份：自主品牌“爆品”策略领先，海外咬胶领先者

自主品牌“爆品”策略领先，海外咬胶领先者，3Q 海外订单有望现同比拐点。1) 内销：爵宴大单品策略成功实现品类开拓。2022 年实现爵宴超级单品到爆产品系列的目标，鸭肉干单品销额超 4000 万元，品牌复购率达到 40%，23 年发布新品宠食罐成功实现品类开拓，预计全年保持高双位数成长。2) 外销：短期受下游客户去库影响订单仍处于调整期，预计 2Q 已呈现环比修复趋势，预计 3Q 起同比转正，中期加快海外优质渠道型客户开拓，有望进一步打开成长空间。3) 产能布局充足：柬埔寨年产 9200 吨宠物休闲食品项目 2022 年开始生产，伴随 23 年产能利用率爬坡，盈利能力有望改善。新西兰 4 万吨高品质宠物干粮项目工厂有望于 2023 年 3-4Q 投产。

风险提示

原材料价格大幅波动的风险：由于宠物食品原材料端以鸡肉、羊肉为主，若原材料价格发生大幅度波动，则会对成本端稳定性造成风险，进而影响盈利的稳定性。

自主品牌建设不及预期的风险：中国宠物食品市场仍处于争夺市场份额阶段，竞争格局尚未完全确立，后续伴随行业新进入者增多，上市公司在产品、渠道等方面的竞争加剧，进而导致自主品牌发展成长速度不及预期。

费用过度投放导致业绩不及预期的风险：宠物行业公司在进行自主品牌扩张时若渠道扩展等费用控制不力，会对当年业绩产生不利影响。

食品安全风险：如果宠物公司旗下宠物食品出现食品安全问题，比如添加成分不合格等引发安全事故，则会对该品牌销售、品牌资产产生较大不利影响，进而影响公司收入额利润表现。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806