

饲料

报告日期：2023年07月31日

宠食海外对标（一）：日、美行业&龙头发展复盘

——行业专题报告

投资要点

□ 日本：猫经济成主流，品类升级带来突围机遇

行业端：（1）日本宠物食品市场自2005年后进入成熟期，犬数量逐年下降、猫数量保持稳定、宠物食品消费量逐年减少，但在宠物食品高端化趋势下，宠食市场仍保持稳健增长。其中，狗粮高端化主要为价格升级，品类格局相对稳定，犬干粮/湿粮/零食市场规模近5年CAGR分别为0.77%/0.52%/2.27%；猫粮高端化以品类升级为主，零食为主要方向，猫干粮/湿粮/零食市场规模近5年CAGR分别为3.7%/2.0%/26.9%。（2）**渠道方面**，日本宠物食品市场以线下渠道为核心，随着基础设施完善，线上渠道逐步兴起，发展模式主要为专业线下渠道线上化，线下渠道仍是品牌发展关键。（3）**品牌与公司方面**，由于多品牌策略以及收并购开展，公司层面集中度高，品牌集中度相对较低，2021年日本宠食行业品牌CR10约50%，公司CR10约84%。

伊纳宝：通过绑定快速成长零食赛道，叠加强研发&强营销策略，伊纳宝确立了在日本猫食领域的龙头地位。伊纳宝创新能力突出，采用单品牌多系列策略强化线下渠道占领，目前高端猫粮品牌CIAO系列数接近40个，猫粮SKU数达600+种，其中CIAO CHURU系列产品SKU数多达149种。渠道方面，伊纳宝在成长期从宠物专卖店打开高端猫粮市场，并在成熟期通过多SKU策略进行线下渠道把控、促进拳头产品打造，并持续深度绑定零食赛道，驱动公司确立猫食领域龙头地位。

□ 美国：紧抓增量需求，新兴品牌借力破局

行业端：（1）美国作为全球宠食规模最大的市场，养宠渗透率&宠食渗透率高企，但2013-2021年，受益经济复苏以及疫情下的陪伴需求增加，养宠渗透率再次迎来上升带来新增量，2013-2021年美国宠物犬数量增长1500万只，CAGR达2.28%，宠物猫数量增长1300万只，CAGR达2.10%。与日本市场发展类似，美国宠食市场同样在高端化趋势下迎来增长。其中，狗粮品类格局稳定，消费升级主要以价格增长为主；猫粮以品类升级为主要方向，干粮-湿粮转化顺畅。（2）**渠道方面**，Chewy等线上平台加速线上渠道发展，专业渠道韧性较强，商超/零售渠道占比下滑但仍占据主要市场。根据欧睿数据，2011-2021年，宠食领域线上销售渠道占比从1.6%增至22.3%，专业渠道销售占比从34.7%将至29.3%；FDM渠道销售占比从63.8%下滑至48.40%。（3）**品牌与公司方面**，公司集中度高，品牌相对分散，2021年猫粮/狗粮公司层面CR10为86.80%/75.50%，品牌层面CR10为65.10%/43.30%。

蓝爵：差异化定位高增赛道，通过产品、渠道、营销三端发力，深度绑定高成长天然宠物粮赛道，形成强品牌形象定位壁垒。蓝爵产品聚焦天然粮细分赛道，打造高端产品线，并在高端天然粮基础上凭借产品形象优势向稳健成长的处方粮市场拓展，同时公司通过集中品牌&产品组合多SKU方式实现天然粮全品类覆盖，20年发展成为美国第一宠物食品品牌。

□ 投资建议：爆款&研发为核心，持续看好国产品牌突围

本篇报告作为宠食行业专题研究系列报告第一篇，复盘了日本及美国宠物食品市场发展及伊纳宝、蓝爵成长路径，结合中国宠物食品市场特点，我们认为：爆款打法+深度绑定快速成长型赛道将是国产品牌突围的关键。由于宠物食品行业品牌众多，品牌集中度相对较低，清晰的品牌形象与定位能够快速进入用户视野，深入用户心智，高效实现品牌打造与传播。通过深度绑定快速成长型赛道，能帮助企业迅速打造强品牌形象，实现新用户转化；而基于国内线上渠道高占比特点，精准定位的爆款打法将利于企业实现吸引流量、推动品牌快速增长。当前上

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

研究助理：曾伟
zengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《宠食海内外共驱成长，自主品牌建设成果初显》 2022.10.13

市龙头遵循爆款化思路已展现强 α ，持续推荐中宠股份、佩蒂股份，关注已过会龙头乖宝宠物。

□ 风险提示

自主品牌拓展不及预期，原材料价格波动，汇率波动。

正文目录

1 日本：猫经济成主流，品类升级带来突围机遇	6
1.1 市场复盘：量价驱动转化顺畅，行业成长具韧性	6
1.2 伊纳宝：强研发&强营销成就零食品类 70%市占率领军品牌	13
2 美国：紧抓增量需求，新兴品牌借力破局	19
2.1 市场复盘：收并购&差异化竞争为主旋律，成熟期市场再成长	19
2.2 蓝爵：差异化定位快速成长赛道，强渠道力成就美国第一品牌	25
3 投资建议：爆款&研发为核心，持续看好国产品牌突围	32
4 风险提示	33

图表目录

图 1: 日本犬猫数量 (1994 年-2021 年)	6
图 2: 日本宠物食品流通量 (1993 年-2020 年)	7
图 3: 日本宠物食品出货额 (1993 年-2020 年)	7
图 4: 日本宠物食品国产、进口占比变化情况-流通量	8
图 5: 日本宠物食品国产、进口占比变化情况-出货额	8
图 6: 日本犬猫食品市场规模-零售额 (2008-2021 年)	8
图 7: 日本犬猫食品消费量 (2008-2021 年)	8
图 8: 日本宠物犬小型化趋势明显	9
图 9: 日本宠物犬寿命延长趋势明显	9
图 10: 日本猫零食市场规模-零售额 (2008-2021 年)	10
图 11: 日本猫零食消费量 (2008-2021 年)	10
图 12: 日本宠物食品渠道结构 (成熟期)	11
图 13: 日本百年宠物连锁品牌店 KOJIMA 线上渠道	11
图 14: 皇家产品线持续精细化专业化	13
图 15: Fancy Feast 产品矩阵	13
图 16: 伊纳宝集团营收和利润快速成长	15
图 17: COZY LIFE/FOR AIM/功能性产品	16
图 18: 伊纳宝猫/犬食品矩阵 (按包装)	17
图 19: CIAO CHURU 社交宣传广告持续强化对宠物零食与“人宠互动”场景的绑定	19
图 20: 美国宠物食品发展历程	20
图 21: 2021 年美国宠物市场规模	21
图 22: 美国宠物食品市场规模	21
图 23: 美国养宠渗透率	21
图 24: 美国犬猫数量与增速	21
图 25: 单只宠物宠食消费量	22
图 26: 犬猫食品均价	22
图 27: 美国宠物食品渠道拆分	23
图 28: 2018-2021 年 Chewy 营业收入	23
图 29: 21 年美国猫粮 TOP10 品牌	24
图 30: 21 年美国犬粮 TOP10 品牌	24
图 31: 蓝爵市场份额	26
图 32: 美国天然粮市场快速发展	26
图 33: 蓝爵绑定天然概念	27
图 34: 产品宣传定位天然	27
图 35: Purina One Beyond 重点营销“绿色”概念	28
图 36: Nutro 被收购后营销内容重点为人宠互动	28
图 37: 蓝爵天然粮市场份额	28
图 38: 产品定位同希尔斯处方粮为高端线 (美元/kg)	29
图 39: 蓝爵与其他宠物食品公司宠物业务毛利率对比	29
图 40: Blue Buffalo 2017 主要渠道收入	30
图 41: 美国非 FDM 渠道收入份额保持增长	30
图 42: 蓝爵“宠物侦探”模式	31

图 43: 广告强调蓝爵天然粮是像家人喂养宠物的选择	32
图 44: 通过配方对比彰显天然粮定位	32
图 45: 中国宠食市场渠道结构	33
图 46: 韩国宠食市场渠道结构	33
图 47: Catsrang 产品	33
表 1: 日本宠物食品主要销售渠道 (萌芽期/成长期/成熟期)	7
表 2: 犬各品类消费量占比结构	9
表 3: 犬主粮高端化趋势明显	9
表 4: 猫各品类消费量占比结构	10
表 5: 猫主粮高端化趋势明显	10
表 6: 日本宠物食品市场企业与品牌 CR10	11
表 7: 日本优秀本土企业排名/市占率变化情况 (2012 年-2021 年)	12
表 8: 日本宠物食品市场企业与品牌 CR10	12
表 9: 伊纳宝集团发展历程	14
表 10: 猫食是伊纳宝宠物食品增长核心	15
表 11: 伊纳宝、雀巢普瑞纳、玛氏猫食品牌价格带对比	15
表 12: 功能性/COZY LIFE 系列产品具体情况	16
表 13: 日本猫食市场 TOP 20 部分品牌猫粮 SKU 数量	18
表 14: 跨国企业兼并购潮	20
表 15: 美国犬各品类消费量占比 (%)	22
表 16: 美国犬主粮持续高端化 (%)	22
表 17: 美国猫各品类消费量占比 (%)	23
表 18: 湿粮经济型消费占比提升, 干粮高端化不明显 (%)	23
表 19: 美国犬猫粮品牌 CR10	24
表 20: 美国犬猫粮公司 CR10	24
表 21: 蓝爵财务数据与估值一览	25
表 22: 公司产品线围绕天然/治疗领域	29
表 23: 蓝爵产品线更新迭代	30
表 24: 日美韩头部猫品牌 SKU 对比	33

对比我国与日美等海外宠物市场，目前我国市场仍处于发展的早期，海外成熟市场&企业&品牌的成长路径具有较强的参考意义，本文作为系列对标报告的第一篇复盘美日市场发展历程与两个市场中分别在猫、狗赛道成功突围的头部企业伊纳宝、蓝爵，探究我国宠物市场特点下，龙头如何进行突围。

1 日本：猫经济成主流，品类升级带来突围机遇

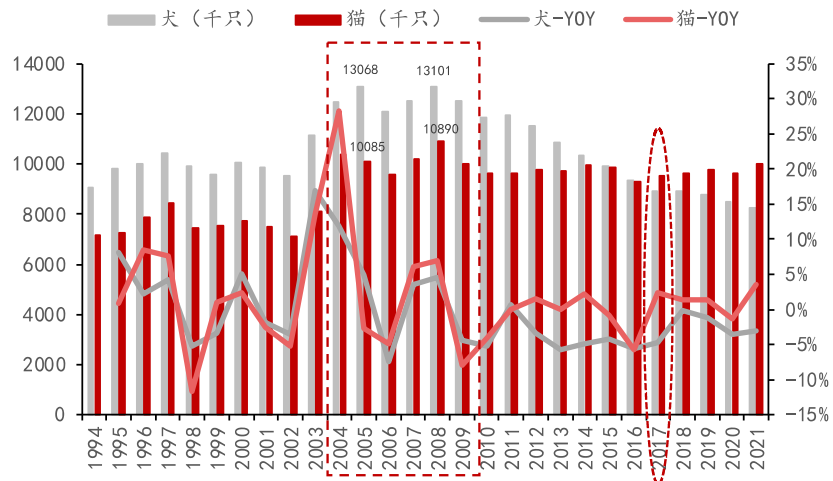
1.1 市场复盘：量价驱动转化顺畅，行业成长具韧性

第一阶段（萌芽期：二战-1970年）：国产犬商业粮诞生，宠物店与米店为主要销售渠道。宠物犬和犬商业粮在二战期间由美军引入日本。1960年第一款国产犬商业粮诞生，进口犬粮和国产犬粮的主要销售渠道包括个体宠物店和米店。这个阶段犬以放养为主，饲养犬的主要目的是“看家护院”，犬粮以剩菜剩饭为主，犬商业粮被视为奢侈品。

第二阶段（成长期：1970年-2005年）：渗透率提升驱动宠食市场成长，销售渠道随日常消费习惯变化逐步向家居中心等日常购物场景转移

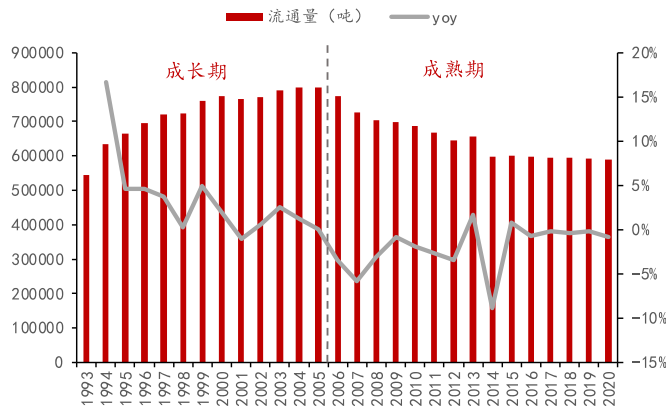
渗透率提升驱动宠食市场成长。1) 伴随个人财富增加&老龄化&少子化，宠物陪伴需求驱动养宠渗透率提升，根据 JPFA 数据，日本犬数量从 1994 年的 907 万只增加到 2005 年的 1307 万只 (CAGR3.38%)，猫数量从 718 万只增加到 2005 年 1009 万只 (CAGR3.14%); 2) 宠物数量逐步见顶的同时，宠物食品消费量逐步见顶，2005 年日本宠物食品出货量 (国产&进口) 达 80 万吨 (1993 年 1.4 倍) 达到顶峰；而宠物食品市场规模 (出货额) 同期达 2468.3 亿日元，增长幅度与宠物食品出货量一致，市场增长主要由宠物渗透率提升对应宠物食品消费量增长驱动。

图1：日本犬猫数量（1994年-2021年）



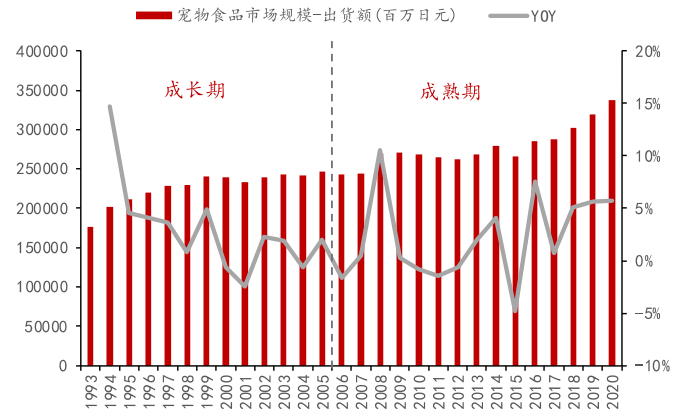
资料来源：JPFA，浙商证券研究所

图2: 日本宠物食品流通量 (1993年-2020年)



资料来源: 日本农林水产省, 浙商证券研究所

图3: 日本宠物食品出货额 (1993年-2020年)



资料来源: 日本农林水产省, 浙商证券研究所

消费场景随日常消费习惯变化逐步向家居中心等日常购物场景转移, 宠物店等专业渠道凭借差异化服务仍占据一席之地。70年代后半期, 伴随日本零售业发展, 宠物食品相继在超市(量贩店)和家居中心进行铺货, 其中超市货架以小袋和罐装食品为主, 家居中心(郊区)由于店铺面积较大, 可供陈列大袋食品和宠物用品, 并且品类齐全, 充分吸引顾客逐步成为主要消费场景, 此外超市和零售渠道为实现份额扩张经常提供折扣, 亦吸引顾客集中购买; 进入90年代, 宠物店等专业渠道开始提供美容、护理等差异化服务应对宠物食品零售的高竞争压力, 在零售市场保证了一定份额。

表1: 日本宠物食品主要销售渠道 (萌芽期/成长期/成熟期)

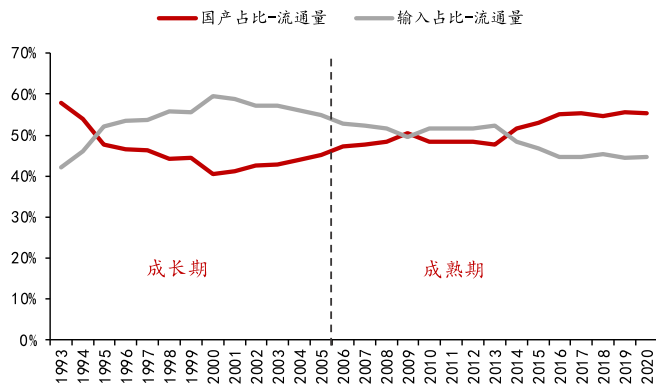
渠道	萌芽期	成长期		成熟期	渠道	成熟期	
	1971年	1985年	1991年	2010年		2021年	2010年
宠物店	40.0%	25.9%	17.0%	16.5%	宠物店	8.3%	9.4%
超市		50.6%	31.0%	17.6%	超市	16.0%	14.4%
家居中心	20.0%	9.9%	34.0%	43.2%	家居中心	30.7%	41.7%
便利店		1.2%	-	1.0%	便利店	1.2%	0.8%
药店	-	-	-	8.2%	药店	11.6%	8.9%
百货商店	20.0%	1.2%	2.0%	-	宠物医院	6.3%	9.0%
邮购	-	-	-	5.3%	邮购	19.6%	8.3%
普通食品商店、米店、杂货店			1.0%	-	大型采购商	4.6%	5.0%
其他	20.0%	11.2%	15.0%	8.2%	其他	1.7%	2.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	合计	100.0%	100.0%

资料来源: 《ドッグフード市場における細分化過程: ドッグフード流通を事例に》, 欧睿, 浙商证券研究所

注: 最右2列数据来自欧睿

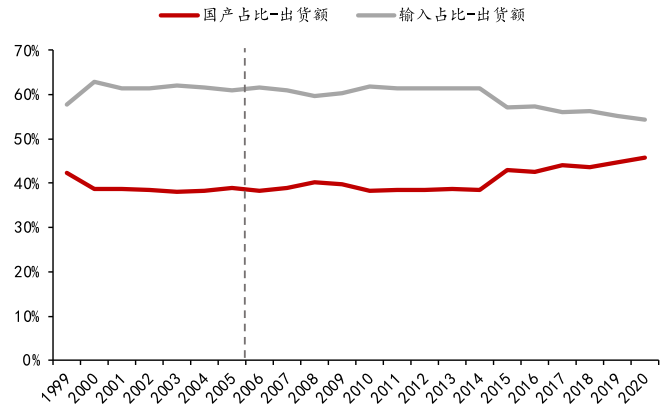
成长期伴随关税逐步放松, 外资企业主导日本宠物食品市场。1989年日本取消了从1969年以来20%的关税, 叠加日元升值, 外资企业开始涌入日本宠物食品市场。外资凭借自身雄厚的资金实力、产品研发优势迅速占据超过一半的市场份额。根据日本农林水产省数据, 进口宠物食品流通量占比从1993年42%上升到2005年55%, 出货额占比在2000-2005年维持在60%水平。

图4: 日本宠物食品国产、进口占比变化情况-流通量



资料来源: 日本农林水产省, 浙商证券研究所

图5: 日本宠物食品国产、进口占比变化情况-出货额



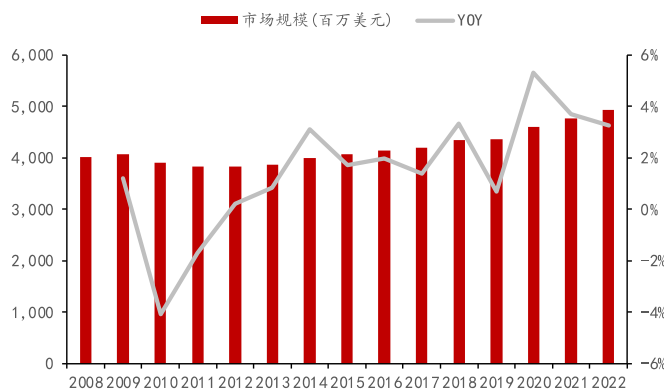
资料来源: 日本农林水产省, 浙商证券研究所

产品端: 前期产品同质化, 后期差异化实现产品附加值提升。行业发展早期为商业粮普及期, 产品主打“简便、营养、经济实惠”, 产品同质化, 以替代非工业粮为主; 2000 年左右, 宠物食品厂商通过产品差异化(味道、口感、不同年龄、不同犬/猫种)提高产品附加值, 强化用户粘性, 同时针对犬猫老龄、肥胖等健康呵护的功能性产品开始进入市场。

第三阶段(成熟期: 2005 年-今): 猫经济成主流, 量转价趋势明显, 零食代替湿粮成为升级方向

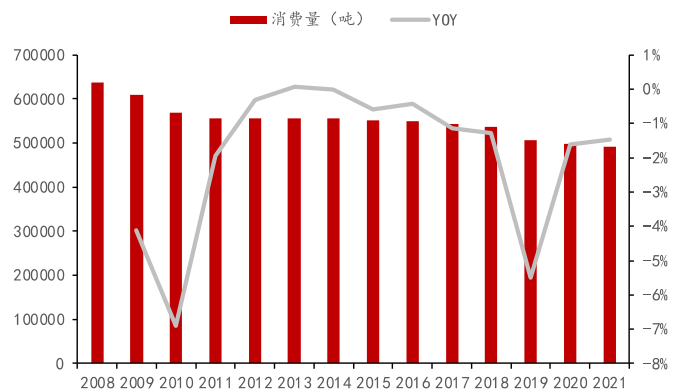
量转价趋势明显, 宠食高端化维持宠物食品增长韧性。根据欧睿数据, 日本犬猫食品市场规模从 2008 年 40.17 亿美元增加到 2021 年 47.76 亿美元, 在犬数量逐年下降、猫数量保持稳定、消费量逐年下降的情况下宠物食品高端化趋势驱动宠物食品市场保持稳健增长。

图6: 日本犬猫食品市场规模-零售额 (2008-2021 年)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图7: 日本犬猫食品消费量 (2008-2021 年)



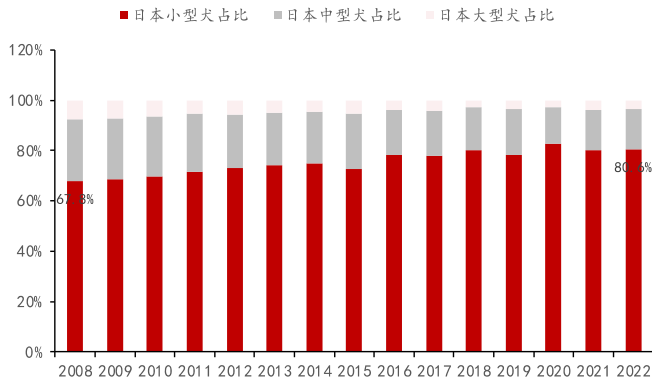
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

犬: 宠物数呈下降趋势, 高端化驱动市场规模保持韧性

双职工&单身家庭占比提升、城市化趋势下养犬意愿下降, 我国或复制该趋势。根据 JPFA 数据, 进入成熟期后, 日本犬数量在 2008 年达到顶峰 (1310 万只), 此后逐年下降到 2021 年的 824 万只, 同时犬小型化和寿命延长趋势明显, 主要系日本人口老龄化严重, 双

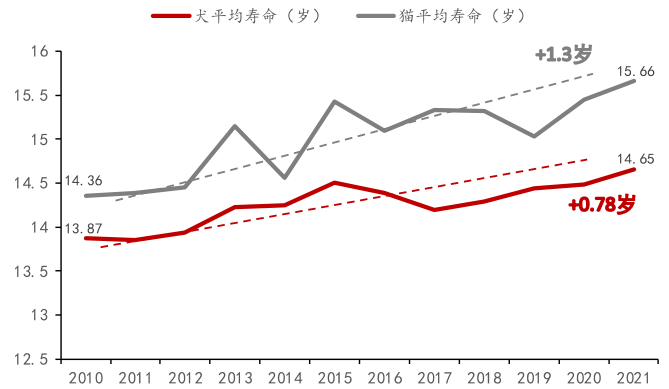
职工家庭和单身家庭占比提升，城市化趋势中人均房屋面积减小，叠加养宠物狗需要投入更多家庭空间、时间和精力，宠物主养犬的意愿下降。

图8：日本宠物犬小型化趋势明显



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图9：日本宠物犬寿命延长趋势明显



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

宠物家庭成员定位带来天然消费升级趋势，市场规模保持韧性。随着宠物功能性定位逐步转向家庭成员定位，宠物消费天然具有消费升级趋势，在消费量稳步下行的情况下，单价提升驱动狗粮市场规模保持稳定。按照产品价格带拆分为经济型、中端和高端，2008年到2021年犬干粮/湿粮高端产品消费量占比分别增加了18.2%/12.6pct至48.8%/45.7%。

犬类特点决定高端化趋势主要体现为单价提升，干粮长期占据行业75%份额。不同于猫具有补水需求带来低单价干粮向高单价湿粮/零食品类转化推动的单价提升，犬类大食量+自主饮水+杂食特性决定干粮长期为行业核心品类，宠物主消费升级主要方向为价格升级，品类格局相对稳定，2021年犬干粮/湿粮/零食占比分别为74.3%/12.2%/13.5%。犬干粮/湿粮/零食市场规模近5年CAGR 0.77%/0.52%/2.27%，消费量CAGR分别为-5.5%/-4.9%/-0.4%，单价增长为核心驱动力。

表2：犬各品类消费量占比结构

狗各品类消费量占比			
零食	湿粮	干粮	年份
8.78%	15.60%	75.62%	2008
9.52%	15.13%	75.36%	2009
10.28%	13.09%	76.63%	2010
10.85%	12.46%	76.70%	2011
11.29%	12.63%	76.08%	2012
11.29%	12.82%	75.88%	2013
11.19%	12.98%	75.83%	2014
11.20%	12.25%	76.56%	2015
11.28%	11.78%	76.94%	2016
11.38%	11.87%	76.75%	2017
11.66%	12.40%	75.94%	2018
12.03%	12.29%	75.68%	2019
12.78%	12.38%	74.84%	2020
13.52%	12.20%	74.28%	2021

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

表3：犬主粮高端化趋势明显

狗湿粮分价格带消费量占比				狗干粮分价格带消费量占比			
经济型	中端	高端	年份	经济型	中端	高端	年份
44.69%	22.19%	33.12%	2008	46.83%	22.58%	30.59%	2008
44.19%	21.94%	33.87%	2009	46.16%	22.00%	31.84%	2009
43.54%	21.61%	34.85%	2010	45.50%	21.44%	33.06%	2010
43.02%	21.35%	35.63%	2011	44.92%	20.92%	34.17%	2011
42.57%	21.13%	36.30%	2012	44.31%	20.38%	35.31%	2012
42.12%	20.90%	36.98%	2013	43.69%	19.84%	36.47%	2013
41.67%	20.68%	37.64%	2014	43.10%	19.32%	37.58%	2014
41.09%	20.39%	38.52%	2015	42.48%	18.79%	38.73%	2015
40.49%	20.09%	39.42%	2016	41.80%	18.23%	39.97%	2016
39.97%	19.83%	40.20%	2017	41.10%	17.66%	41.23%	2017
39.50%	19.60%	40.91%	2018	40.34%	17.07%	42.59%	2018
38.81%	19.26%	41.93%	2019	39.41%	16.42%	44.17%	2019
38.23%	18.96%	42.81%	2020	38.58%	15.81%	45.61%	2020
34.57%	19.74%	45.68%	2021	35.72%	15.45%	48.83%	2021

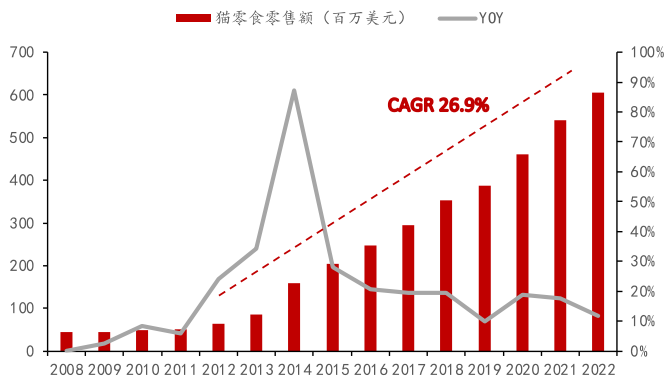
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

猫：零食品类成为升级方向叠加产品高端化，共同驱动市场成长

宠物猫数量维持稳定，猫经济成为市场核心增长来源。根据 JPFA 数据，进入成熟期后，日本猫数量在 2008 年达到顶峰（10890 千只），2021 年猫数量为 9991 千只，相比于犬而言维持稳定，猫寿命则从 2010 年 14.36 岁增加到了 2021 年 15.66 岁（+1.3 岁）。宠物猫养育意愿较强。

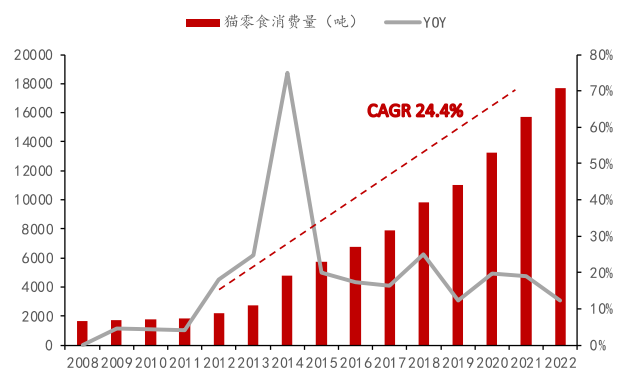
品类升级趋势明显，零食为主要方向。由于猫具有食品中补水需求，随着消费能力升级，天然具有从低单价干粮-高单价湿粮/零食转换需求。而日本市场不同于其他市场之处在于日本在头部企业伊纳宝的引领下，形成了从干粮向零食品类升级方向，“确立了宠物零食作为人类与宠物之间交流工具的发展方向”。对应 2012 年到 2021 年，零食品类消费占比增加了 5.01pct 到 5.96%，猫干粮/湿粮分别下降了 -4/-1pct 至 66%/28%。零食品类市场规模（零售额）12-21 年 CAGR 达 26.9%，主要由消费量（需求）增长驱动；干粮/湿粮近 5 年 CAGR 分别为 3.7%/2.0%，消费量由于宠物数稳定亦保持相对稳定，增长主要依靠单价提升。

图10：日本猫零食市场规模-零售额（2008-2021 年）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图11：日本猫零食消费量（2008-2021 年）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

消费升级，中高端占比快速提升。伴随宠物人性化趋势日益明显，宠物主一方面希望通过零食与宠物进行交流互动；另一方面，叠加日本宠物老龄化趋势，宠物主更加关注宠物健康、开始关注产品成分，并且愿意为宠物购买高附加值优质产品，机能性产品、纯天然产品（比如不含防腐剂）需求增加。按照产品价格带拆分为经济型、中端和高端，2008 年到 2021 年猫干粮/湿粮高端产品消费量占比分别增加了 8.9/14.3pct 至 51.4%/38.2%。

表4：猫各品类消费量占比结构

猫各品类消费量占比			年份
零食	湿粮	干粮	
0.67%	35.55%	63.78%	2008
0.70%	33.03%	66.27%	2009
0.78%	30.59%	68.63%	2010
0.81%	29.92%	69.27%	2011
0.94%	29.00%	70.06%	2012
1.14%	29.33%	69.53%	2013
1.94%	29.32%	68.74%	2014
2.29%	29.84%	67.87%	2015
2.63%	30.22%	67.16%	2016
2.98%	30.38%	66.64%	2017
3.67%	29.83%	66.50%	2018
4.27%	29.17%	66.56%	2019
5.08%	29.17%	65.75%	2020
5.96%	28.04%	66.01%	2021

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

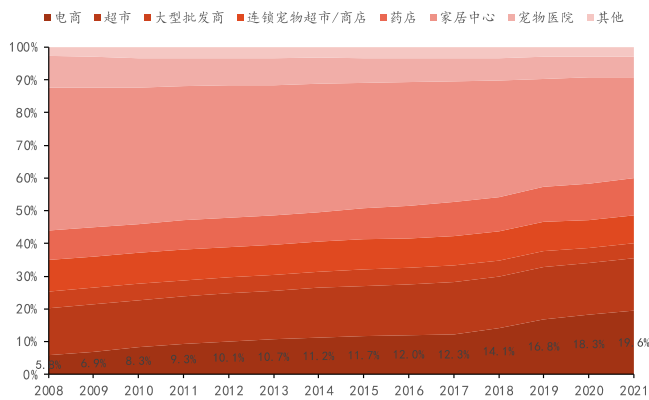
表5：猫主粮高端化趋势明显

猫湿粮分价格带消费量占比				猫干粮分价格带消费量占比			
经济型	中端	高端	年份	经济型	中端	高端	年份
28.08%	48.05%	23.87%	2008	41.05%	16.39%	42.56%	2008
27.76%	47.52%	24.73%	2009	40.77%	16.20%	43.03%	2009
27.42%	46.95%	25.63%	2010	40.39%	15.97%	43.63%	2010
27.10%	46.42%	26.47%	2011	40.05%	15.76%	44.18%	2011
26.79%	45.90%	27.31%	2012	39.78%	15.58%	44.64%	2012
26.49%	45.41%	28.10%	2013	39.47%	15.38%	45.15%	2013
26.19%	44.91%	28.89%	2014	39.19%	15.19%	45.63%	2014
25.89%	44.41%	29.70%	2015	38.82%	14.97%	46.21%	2015
25.58%	43.89%	30.52%	2016	38.43%	14.73%	46.84%	2016
25.28%	43.38%	31.34%	2017	38.07%	14.52%	47.41%	2017
24.97%	42.86%	32.17%	2018	37.74%	15.53%	46.73%	2018
24.63%	42.30%	33.06%	2019	37.29%	15.00%	47.71%	2019
24.32%	41.78%	33.90%	2020	36.95%	14.78%	48.27%	2020
26.37%	35.44%	38.19%	2021	36.25%	12.33%	51.42%	2021

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

线下渠道保持核心地位，电商渠道兴起。消费习惯差异下成熟期中日本仍保持较高的线下消费占比，但随着基础设施完善，线上渠道亦逐步兴起。不同于国内线上渠道为核心阵地，日本线上渠道发展核心驱动力主要为专业线下渠道线上化，专业线下渠道通过直接触达消费者打造品牌形象，在获得客户粘性、形成规模体量后再引流到线上实现份额扩张。例如，日本百年宠物连锁品牌店 KOJIMA 开设网上商城，提供宠物用品/宠物医院等线上服务；日本宠物连锁店 Aeon Pet 推出了 PETEMO 网上商城（提供各种商品，包括宠物食品和宠物产品）以及 PETEMO 动物医院网上商城（专门提供优质治疗猫粮和狗粮）。在专业线下渠道线上化为线上渠道发展核心驱动力下，对于线下渠道把控仍是品牌发展的关键。

图12: 日本宠物食品渠道结构（成熟期）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图13: 日本百年宠物连锁品牌店 KOJIMA 线上渠道



资料来源：KOJIMA 官网，浙商证券研究所

品牌&公司：伊纳宝引领市场集中，关注宠物需求特点带来集中度&产品策略差异

需求细分，多品牌&收并购驱动企业高集中，品牌集中度相对较低。随着行业发展，宠食行业需求逐步细分，分品类&分宠物都逐步有龙头走出，对应龙头企业通过多品牌策略覆盖差异化定位与需求。此外行业发展过程中，龙头企业亦有通过兼并收购方式快速完成对新赛道&新细分市场的拓展过程。由此，宠食行业品牌集中度相对较低（21年 CR10 约 50%），而公司集中度较高，21年 CR10 约 84%，行业格局仍在持续集中，且猫犬头部品牌差异较大，多为不同品牌。

表6: 日本宠物食品市场企业与品牌 CR10

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR10本土企业占比	27.3%	30.5%	31.8%	32.6%	34.1%	34.4%	35.2%	36.8%	38.8%	41.4%
CR10海外企业占比	39.7%	37.5%	40.5%	40.9%	41.1%	42.2%	42.5%	42.5%	44.5%	43.0%
CR10合计	67.0%	68.0%	72.3%	73.5%	75.2%	76.6%	77.7%	79.3%	83.3%	84.4%
CR10本土企业/CR10合计	40.7%	44.9%	44.0%	44.4%	45.3%	44.9%	45.3%	46.4%	46.6%	49.1%

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CR10本土品牌	12.6%	11.0%	12.8%	16.5%	16.5%	18.1%	16.8%	18.1%	21.6%	21.6%
CR10海外品牌	23.3%	26.0%	26.5%	24.4%	25.4%	26.0%	28.4%	29.0%	26.3%	28.2%
CR10合计	35.9%	37.0%	39.3%	40.9%	41.9%	44.1%	45.2%	47.1%	47.9%	49.8%
CR10本土品牌/CR10合计	35.1%	29.7%	32.6%	40.3%	39.4%	41.0%	37.2%	38.4%	45.1%	43.4%

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

优质本土企业突围，伊纳宝引领份额提升。日本宠物食品市场品牌集中度亦呈现持续提升趋势，2012-2021年CR10提升13.9pct，拆分看集中度提升主要由伊纳宝与尤妮佳贡献，其中伊纳宝贡献核心增量，旗下品牌CIAO市场份额12-21年提升8.7pct（公司份额提升10.5pct），尤妮佳旗下品牌银勺提升3.4pct（公司份额提升3.1pct），我们将在下文详细复盘伊纳宝成长路径。

表7：日本优秀本土企业排名/市占率变化情况（2012年-2021年）

优秀本土企业/品牌排名变化-宠物食品	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inaba Pet Food Co Ltd	11	9	6	6	5	4	4	4	3	2
Ciao (Inaba Pet Food Co Ltd)	8	5	3	3	3	2	2	2	1	1
Inaba (Inaba Pet Food Co Ltd)	41	42	40	38	39	38	36	22	16	11
Unicharm Corp	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3
Gin No Spoon (Unicharm Corp)	11	9	7	4	4	4	4	4	4	4
Grand Deli (Unicharm Corp)	-	-	-	-	40	15	15	11	9	9

优秀本土企业/品牌市占率变化-宠物食品	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inaba Pet Food Co Ltd	3.0%	3.5%	4.8%	5.6%	6.4%	7.2%	8.4%	10.0%	11.5%	13.5%
Ciao (Inaba Pet Food Co Ltd)	2.6%	3.1%	4.3%	5.2%	5.9%	6.7%	7.8%	8.7%	9.8%	11.3%
Unicharm Corp	9.0%	9.0%	9.5%	9.8%	10.7%	10.6%	10.7%	11.1%	11.6%	12.1%
Gin No Spoon (Unicharm Corp)	2.2%	2.4%	3.1%	3.5%	3.8%	4.2%	4.3%	4.7%	5.1%	5.6%

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

注：括号内名称为企业名

猫犬特点决定宠食粘性差异，猫粮高粘性带来高品牌集中度。犬由于杂食性，消化能力更强等特点，换粮难度相对较低，且目前主流观点认为每3-4个月需更换一次犬粮，以保证营养均匀获取，因此犬粮产品粘性相对较低。而宠物猫由于肠胃脆弱，切换主粮往往需要遵从“七日换粮法”，此外宠物猫对于食品更为挑剔，主粮切换也更易面临产品适口性问题，由此猫食品实际更具粘性。对应拆分市场份额看，犬粮品牌CR10约54.4%，近五年集中度仅提升2.3pct，而猫粮品牌CR10约74.3%，近五年集中度提升6.2pct。

龙头品牌份额天花板亦有明显差距。22年日本狗粮第一品牌为皇家，市场份额约11.5%，近5年份额仅提升1.5pct，而日本猫粮第一品牌为伊纳宝CIAO，市场份额约23.1%，近5年份额提升8.6pct。

表8：日本宠物食品市场企业与品牌CR10

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
品牌CR10-宠物食品	35.9%	37.0%	39.3%	40.9%	41.9%	44.1%	45.2%	47.1%	47.9%	49.8%
品牌CR10-犬粮	46.20%	46.80%	47.10%	49.20%	48.60%	52.10%	52.40%	53.10%	53.10%	54.40%
品牌CR10-猫粮	60.50%	61.10%	64.30%	65.40%	66.70%	68.10%	69.00%	71.40%	72.30%	74.30%

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

宠食粘性差异决定产品策略差异，狗粮精细化&专业化提升附加粘性，猫粮持续提升适口性与产品配方拟人化。在产品自身粘性差异下，宠物企业在各自赛道形成了不同的产品竞争策略。犬粮由于产品本身与犬粮特点难以形成高粘性，企业通过加强研发驱动产品精细化并推出处方粮增强品牌专业化、差异化定位，满足宠物主对于宠物食品的差异化需求，提升

产品&品牌的附加粘性，驱动份额提升。以皇家为例，自成立以来即持续精细化产品定位，而国内品牌建设领先的麦富迪亦有产线生产定制粮并进行处方粮研发。

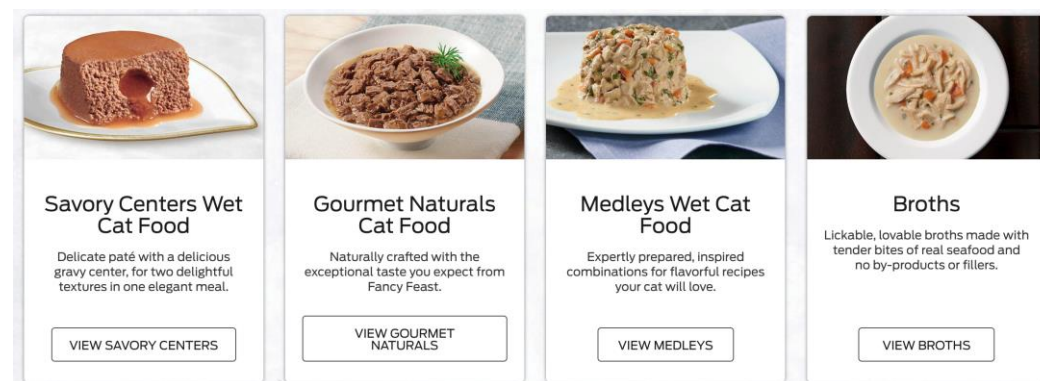
图14: 皇家产品线持续精细化专业化



资料来源: 皇家官网, 浙商证券研究所

猫粮高粘性，产品研发方向提升适口性同时满足宠物主宠食拟人化需求。由于猫粮天然具有高粘性，在满足宠物营养需求与适口性需要下，往往不会更换。因此猫粮在宠物需求端研发方向主要在于提升产品适口性（营养需求更易满足）。而为了满足宠物主选购的心理需求，猫粮企业在产品配方与宣传方向上更拟人化，以日本第一品牌伊纳宝为例，产品升级迭代方向主要在于不同肉类添加、“肉汤”等处理方式、天然等原料来源上。美国第一品牌 Fancy Feast（2022年市占率16.6%，主要产品湿粮/零食），产品矩阵也遵从该特点。

图15: Fancy Feast 产品矩阵



资料来源: Fancy Feast 官网, 浙商证券研究所

1.2 伊纳宝：强研发&强营销成就零食品类 70%市占率领军品牌

伊纳宝宠物食品：绑定快速成长零食赛道，强研发&强营销驱动确立猫食领域龙头地位。INABA 宠物食品业务从 1958 年开始，为国内外企业提供 OEM 业务，对外先后销往美国和意大利。在日元大幅升值&日本宠物市场高速发展的背景下，伊纳宝宠物食品业务转向国内市场，1989 年宠物食品事业部成立，同年高端猫粮自主品牌 CIAO 诞生，次年研发出 CIAO 第一个系列产品“怀蒂”系列并推向市场；1993 年通过狗粮自主品牌 INABA 进入狗粮市场；基于 CIAO 采用产品差异化策略&优秀的渠道把控力，CIAO“怀蒂”系列顺利打开日本高端猫湿粮市场并获得市场好评；为了进一步扩大宠物食品市场份额，1997 年宠物食品业务部

独立为“宠物食品株式会社”；进入2000年后，定位高端猫粮的自主品牌CIAO充分享受宠物行业成熟市场红利&猫零食市场成长期红利。根据欧睿数据，伊纳宝在日本猫粮市场市占率从2012年的6.7%提升到2021年的22.4%，在猫粮市场中零售额市占率第一，2021年CIAO CHURU系列零售额在猫零食市场占比超过70%。

表9: 伊纳宝集团发展历程

	时间	事件	
创业期	1805	鲣鱼干生产开始，面向国内市场销售	
	明治初期	产品开始出口海外	
	1936	建设罐头工厂，开始生产罐头（以金枪鱼为首的水产品）	
	1948	稻叶食品株式会社成立 2款金枪鱼罐头荣获在农林省举办展览会上荣获“大臣奖”	
出口全盛期	1955左右	海外出口扩大，金枪鱼罐头出口表现优异，生产机械化	
	1958	宠物食品业务开始，主要销往美国和意大利	
国内销售转换期	1964	泡菜业务开始	
	1965左右	强化国内销售	
	1971	“Inaba Light Tuna”发售	
	1973	泡菜事业部关闭	
	1975左右	在全国建设销售网络，完全转向国内销售	
	1981	“Inaba Light Tuna 3片罐”罐头开始销售	
	1982	Light Tuna电视广告开始播放	
	1985左右	研发、销售将康导向产品（使用橄榄油、含DHA）	
	1989	宠物食品事业部成立，国产猫粮品牌“CIAO”诞生	
	1990	“CIAO”首系列“怀蒂系列”发售	
	1990	“Inaba Light Tuna超级无油”发售	
	1991	“Inaba Light Tuna添加DHA”发售	
	1992	更名为伊纳宝食品株式会社	
	1993	宠物食品电视广告开始播放 推出狗粮品牌“INABA”，进入狗粮市场	
	1995	“Inaba Light Tuna”销量达10亿份	
	1997	宠物事业部剥离，设立伊纳宝宠物食品株式会社 成立伊纳宝健康食品株式会社	
	2000	CIAO“烤鲣鱼干”零食发售 “第一工厂”竣工	
	海外制造初创期	2004	海外·中国山东青岛“稻进食品有限公司”设立（100%独资） 伊纳宝健康食品株式会社更名为伊纳宝德里卡株式会社
		2006	海外·InabaFoods Thailand Company Limited.设立
		2009	海外·InabaPet Thailand Company Limited.设立
2012		CIAO CHURU系列发售	
2013		泰国制造的“泰国咖喱系列”大受欢迎，荣获日本食品新闻社颁发的第32届杰出奖	
2016		海外·INABA FOODS (USA) Inc. 与 INABA-FOODS (EUROPE) GmbH设立 海外·Inaba Foods UK Ltd. 与 INABA FOODS (MALAYSIA) SDN. BHD. 设立 伊纳宝集团销售收入突破300亿日元	
2018		WAN CHURU系列发售 伊纳宝集团营业收入突破500亿日元 “CIAO”品牌荣获World Branding Awards“年度品牌” 收购株式会社スマック，收购公司从事冷冻制造&OEM生产	
2019		海外·中国第二工厂开始运作 海外·INABA Foods Korea Co., Ltd设立 日本宠物食品销售额第一	
2020		海外·泰国第二工厂开始运作 集团营业收入突破700亿日元	
2021		海外·INABA FOODS INDIA PRIVATE LIMITED设立 集团营业收入突破900亿日元	

伊纳宝集团包括：伊纳宝食品（株）、伊纳宝宠物食品（株）、伊纳宝德里卡（株）、以及海外分公司

资料来源：伊纳宝官网，浙商证券研究所

猫食业务是伊纳宝宠物食品增长核心，宠物食品优异表现驱动伊纳宝集团业绩持续攀升。根据欧睿数据，2012年-2021年，猫食零售额在伊纳宝宠物食品占比保持80%以上，猫食品品牌CIAO在日本零售额从2012年107亿日元增加到2021年581亿日元（CAGR 20.68%），驱动伊纳宝宠物食品零售额实现高增，9年CAGR 20.91%。在宠物食品业务高速发展驱动

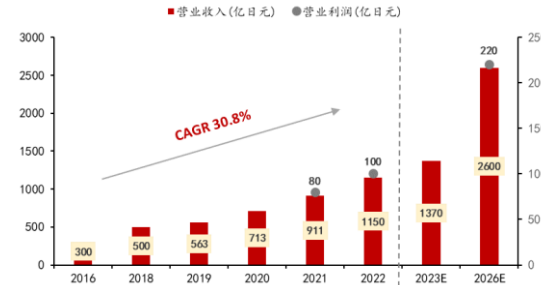
下，伊纳宝集团收入从 2016 年 300 亿日元持续增加到 2022 年 1150 亿日元，CAGR 高达 25.10%。

表10: 猫食是伊纳宝宠物食品增长核心

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
狗粮 (INABA) 占比	15.08%	12.84%	9.18%	8.43%	7.67%	6.97%	7.38%	12.34%	14.76%	16.52%
猫粮 (CIAO) 占比	84.92%	87.16%	90.82%	91.57%	92.33%	93.03%	92.62%	87.66%	85.24%	83.48%
伊纳宝宠物食品零售额 (10亿日元)	12.6	14.8	20.7	24.9	28.7	33.0	39.3	47.0	56.9	69.6

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图16: 伊纳宝集团营收和利润快速增长



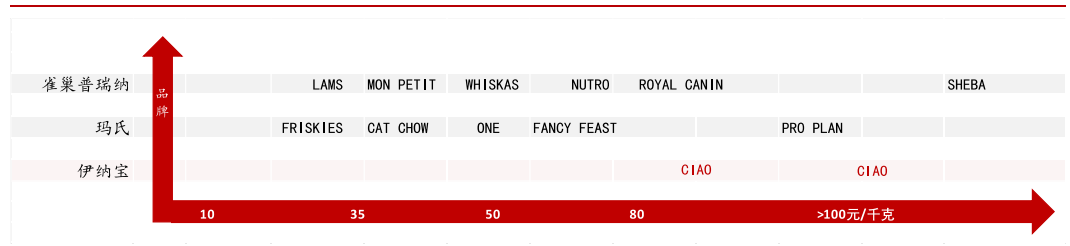
资料来源: 伊纳宝食品官网, 浙商证券研究所

复盘我们认为: 对宠物零食这一成长赛道的充分绑定是公司突围的关键, 公司在 12 年推出 Churu 系列率先引领这一市场后, 依托产品研发&营销&渠道的多维度把控, 推动公司绑定零食这一成长赛道并从此进入快速成长期。

1) 产品研发: 创新能力突出, 多系列多 SKU 强化线下渠道占领

CIAO 专注非主食猫湿粮品类, 定位优质高端猫粮。由于伊纳宝集团早年在金枪鱼罐头制作领域积淀深厚, 伊纳宝宠物食品以非主食猫湿粮产品研发制作为主, 猫粮品牌 CIAO 成立第二年首推的“怀蒂系列”即为罐头产品。本土猫粮品牌 CIAO 自创立来主打“健康、天然、纯正”概念, 使用 100% 人类级食材, 含有绿茶除臭成分, 制作过程不添加谷物、色素或防腐剂, 同时追求低热量、高蛋白, 伊纳宝宠物食品对产品原材料来源和品质的严格把控决定其猫粮产品定位高端, 首推的“怀蒂系列”猫罐头价格均超过 85 元/千克。

表11: 伊纳宝、雀巢普瑞纳、玛氏猫食品牌价格带对比



资料来源: 伊纳宝、雀巢普瑞纳、玛氏官网, 浙商证券研究所

研发力突出, 年更新 SKU200+。强化线下渠道占领。公司下设宠物食品研发部和设计开发部, 宠物食品研发部本着“健康、自然、纯正”的宗旨进行产品研发, 设计开发部则针对商品包装进行设计, 除了进行容器设计, 另外研究如何将商品特征简单直接传递给消费者。公司产品研发部每年需要进行两次新品发布, 每次发布 sku 数量多达 100+, 日本线下渠道占比 60% 以上, 公司通过强研发更迭能力, 完成对于展示面积的占领。

猫粮采用单品牌多系列策略, 顺应宠物特性打造丰富 SKU。猫粮自主品牌 CIAO 采用单品牌多系列策略进行全品类布局, 考虑到猫容易厌倦的性格, 伊纳宝针对口味、产品形态

(液态、膏状、软果冻、固体颗粒等)、包装(罐头、袋、管、碗)进行更新迭代;另外,由于近年来日本宠物猫年龄延长与肥胖趋势明显,叠加宠物家庭地位提升,宠物健康得到宠物主重视,伊纳宝围绕功能性(毛发、关节、口腔健康、视力、水分补充等)/低脂/肾脏健康(for aim系列)/除臭(cozy life系列)等进行产品研发。根据伊纳宝宠物食品官网“商品情报”统计结果,目前高端猫粮品牌CIAO系列数接近40个,猫粮SKU数达600+种,其中CIAO CHURU系列产品SKU数多达149种。

图17: COZY LIFE/FOR AIM/功能性产品



资料来源:伊纳宝宠物食品官网,浙商证券研究所

表12: 功能性/COZY LIFE系列产品具体情况

机能性食品							
品牌	商品名	图例	主要原材料	单价(元/千克)	上架时间	功能	添加成分
ciao	猫用零食 MEGA Churu		金枪鱼、金枪鱼提取物、糖类(低聚糖等)、蛋白水解物	190	2021年	1、毛发护理;2、肠胃健康;3、照顾关节;4、呵护皮肤	壳聚糖、乳酸菌、软骨素、葡萄糖胺、胶原蛋白
ciao	猫用零食 咪嗜 含乳酸菌		金枪鱼、扇贝提取物、鲣鱼提取物、杀菌乳酸菌	157	1999年12月	呵护肠胃	乳酸菌
ciao	猫用零食 考虑到维持肾脏健康		金枪鱼、鸡油、扇贝提取物、鲣鱼提取物	220	1999年12月	考虑肾脏健康	搭配维生素E、DHA、EPA&调整磷、钠
ciao	猫用零食 下部尿路考虑		金枪鱼、鸡油、金枪鱼提取物、鲣鱼提取物	143	2017年9月	尿路护理	调整镁、钙,配合柠檬酸钾
ciao	猫用零食 毛球考虑		金枪鱼、金枪鱼提取物、蛋白水解物、糖类	153	2014年1月	毛发护理	壳聚糖、纤维素
ciao	猫用零食 补充水分(矿物质平衡)		金枪鱼、果糖葡萄糖液糖、扇贝提取物、鲣鱼提取物	257	2019年9月	调整接近猫的体液的矿物质平衡	矿物质
疾病专用、配合药物投喂							
ciao	猫用零食 乳酸菌		鸡肉、鸡油、鸡肉提取物、扇贝提取物	314	-	呵护肠胃&抗疲劳	乳酸菌、抗疲劳成分
COZY LIFE系列-除臭(干粮和不同包装的湿粮产品)							
ciao	cozy life塑料杯-软果冻型		鸡肉(鲑鱼)、扇贝柱、扇贝提取物、糖类(低聚糖等)、杀菌乳酸菌	125	2022年3月	减轻排泄物异味	乳酸菌、加倍绿茶成分、食物纤维、壳聚糖
ciao	cozy life袋装湿粮		鸡肉(鲑鱼)、金枪鱼、扇贝提取物	147	2021年9月	减轻排泄物异味	乳酸菌、加倍绿茶成分、食物纤维、壳聚糖

资料来源:伊纳宝宠物食品官网,日本亚马逊伊纳宝官网,浙商证券研究所

重视食品包装设计创新,CHURU系列改变人宠互动方式,引领宠物零食成长。宠物食品包装设计以保障食品安全为基础,同时需要起到吸引顾客注意、为顾客提供便利的作用。伊纳宝集团下设设计开发部,基于宠物食品购买者和使用者分离的特点进行包装设计开发。自主品牌CIAO于成立第2年推出业界首款优质猫湿粮罐头“怀蒂系列”,该系列产品在业界首次使用2片罐(当时传统罐头使用3片罐),基于2片罐密封故障更少&支持顶部印刷的优点,公司把内容物图片印于罐顶,同时首次将内容物作为名称印刷于产品包装,叠加不同sku采用不同颜色包装,颠覆了传统宠物罐头包装,为宠物主提供便利。2012年CIAO CHURU系列推出,是业界首款猫用液体棒状零食,成功解决了给宠物喂零食脏手的问题,推动了人宠互动性提升与零食市场成长。

图18: 伊纳宝猫/犬食品矩阵 (按包装)



资料来源: 伊纳宝宠物食品官网, 浙商证券研究所

2) 渠道

成长期从宠物专卖店打开高端猫粮市场, 成熟期多 SKU 进行线下渠道把控、促进拳头产品打造。1) 1990 年 CIAO 推出“怀蒂”系列, 定位为高端猫湿粮, 由于当时日本宠物食品市场正处于快速发展&低价竞争阶段, 高端猫湿粮市场尚处空白, 为了与产品价值相匹配, 考虑到宠物专卖店的产品阵容和客户群体明显区别于家居中心、超市、折扣店等渠道, 具备接受高品质、高性能、高价格的产品基础, 公司首先专注渠道规模最小的宠物专卖店。之后, 伴随专卖店产品销售取得成效, 凭借金枪鱼罐头制造商建立的优秀口碑, 公司得以在超市渠道进行铺货。2) 基于日本宠物食品以线下渠道为主的特点, 丰富的 SKU 对企业来说尤为重要, 一方面可以充实流通渠道品类, 覆盖市场, 另外一方面也方便及时替换一些购买者反应平淡的产品, 减少试错时间, 促使企业以更快速度打造更多拳头产品。进入成熟期后, 日本宠物食品高端化趋势明显, 购买者对宠物食品价格的敏感度下降, 对优质高端产品的接受度提高, 伊纳宝多 SKU 策略优势得以凸显。伊纳宝集团下设食品研发部, 每半年需要推出 100+ 种新品进行市场验证, 目前猫粮产品 SKU 数量达 800+ 种, 多 SKU 与日本线下渠道为主的特征相契合, 打造出了“烤”系列 (2000 年推出) 和 CHURU 系列 (2012 年推出) 等畅销系列产品。

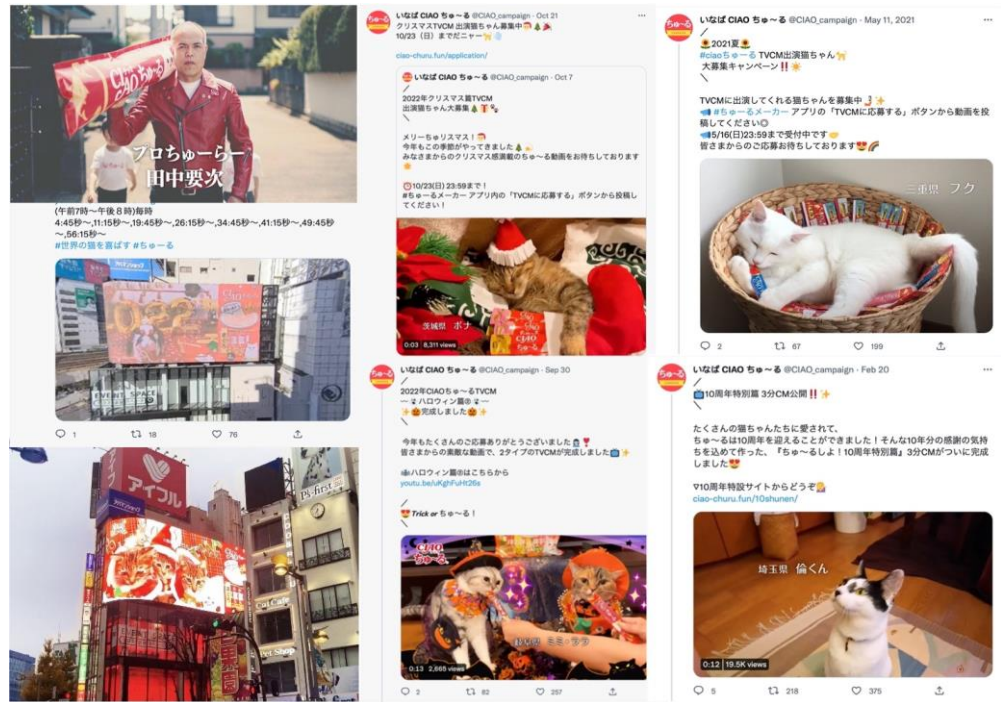
表13: 日本猫食市场 TOP 20 部分品牌猫粮 SKU 数量

2021年排名	猫食sku	品牌
1	600+	Ciao (Inaba Pet Food Co Ltd)
2	尤妮佳猫食合计300+	Gin No Spoon (Unicharm Corp)
3	106	Royal Canin (Mars Inc)
4	143	Mon Petit (Nestlé SA)
5	14	Kal Kan (Mars Inc) (Whiskas)
6	30	ONE (Nestlé SA)
7	28	Sheba (Mars Inc)
8	pet line corp猫食合计 158	Canet (Pet Line Corp)
9	85	Combo (Nippon Pet Food Ltd)
10	80	Hill's Science Diet (Colgate-Palmolive Co)
11	26	Neko Genki (Unicharm Corp)
13	53	Hill's Prescription Diet (Colgate-Palmolive Co)
14	-	Carat (Pet Line Corp)
15	21	Felix (Nestlé SA)
16	-	Kaiseiki (Pet Line Corp)
18	41	AllWell (Unicharm Corp)
19	23	Beauty PRO (Nippon Pet Food Ltd)

资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

营销端: 以“宠物主与猫相处”主题为核心, 独特&持续曝光的场景营销帮助拳头产品持续绑定宠物零食赛道。 CIAO 的品牌理念为“让世界的猫开心”, 意思是宠物被视为一起生活的家庭成员, 为宠物的幸福而努力。以此为核心, CIAO CHURU 系列产品确立了“人与猫相处”的营销主题。2015 年开始公司采用独特的营销方法, 每年进行多次(一年四季&万圣节&圣诞节&猫日等)猫食用 CHURU 与宠物主相处的短视频征集, 每次可以通过社交平台收到 1 万+件作品, 最后通过评选制成长达 3 分钟的广告在社交平台、YouTube、东京街景等进行循环播放。在广告制成之前, 宠物主投稿需要通过社交平台 @伊纳宝 CIAO_CHURU 官方账号进行评选活动参与, 每次广告更新征集收到超过 1 万件作品, **意味着猫在不同场景下食用 CHURU 和宠物主相处的视频可以频繁在社交平台进行曝光;**另外, 长达 3 分钟的视频广告每次只进行图片更新, 音频采用同一首旋律轻快的广告歌循环“CHURU CHURU CIAO CHURU~”。在 2017 年, 公司选取了 9 个用 CHURU 产品和猫相处的场景, 邀请人气演员&爱猫人士田中要次进行 CHURU 广告视频拍摄。在日本宠物食品市场进入成熟期后, 在宠物人性化持续升温&宠物零食市场迅速崛起的背景下, 这样独具辨识的营销方法让“宠物主和猫相处用 CHURU”的定位成功抢占用户心智, 促使拳头产品 CHURU 系列表现优异成功绑定零食与“人宠互动”场景, 根据欧睿报告, 2022 年 CHURU 系列零售额占猫零食市场超过 70%。

图19: CIAO CHURU 社交宣传广告持续强化对宠物零食与“人宠互动”场景的绑定



资料来源: INS CIAO 官方账号, 浙商证券研究所

2 美国: 紧抓增量需求, 新兴品牌借力破局

美国宠物食品市场发展历经 100 余年, 最早引入宠物食品概念, 引领宠物食品产品换代发展, 当下市场规模全球最大, 养宠家庭/宠物食品渗透率高, 品牌/公司格局稳定, 产品精致化&渠道多元化的新时代变量下, 依然存在企业从零起步, 实现品牌布局, 复盘美国市场对于中国企业当下品牌战略存参考意义。

2.1 市场复盘: 收并购&差异化竞争为主旋律, 成熟期市场再成长

第一阶段 (开拓期: 19 世纪到 21 世纪): 1850s-1950s, 渗透率提升, 产品迭代至主流干粮食品。 宠物食品起源于美国 1860 年代, 初期产品定位精英人群, 通过大规模广告宣传进行消费者教育, 提升宠物食品渗透率。宠物食品产品初期以肉类纤维饼干为主, 20 世纪初期灌装食品受到追捧, 产品以马肉为原料, 一度占据 90% 市场份额。1960 年代, 新技术应用以及耐储存的需求引领下, 宠物干粮诞生, 1964 年在宠物食品协会的消费者教育下, 商业用宠物干粮成为宠物食品的主流选择。

图20: 美国宠物食品发展历程



资料来源: Jugdog, 浙商证券研究所

1960s-1970s, 品类差异化竞争, 细分领域龙头形成。1970 年代犬猫食品中, 湿粮/干粮不同品类市场销售基础形成, 各品类间较独立, 竞争策略集中于做强做大占优品类, 放弃不占优品类, 各细分领域龙头形成。代表性企业有 Carnation (猫干粮领域代表企业), Alpo (狗湿粮领域代表企业), Ralston Purina (干粮领军企业), HJ Heinz (猫湿粮领域代表企业), Kalkan (湿粮领域代表企业), 品类差异化明显。

1980s-2000s, 收并购驱动行业企业格局走向集中。1980-2000 年宠物市场掀起大型跨国企业收并购潮, 一些特定品类中的优秀公司或品牌被大型公司收购。收并购策略下品牌与跨国公司追求强强联合策略, 强调优势品牌, 剥离弱势品牌, 这一过程中形成了五大宠食跨国企业巨头, 宠物市场高度集中。

表14: 跨国企业兼并收购潮

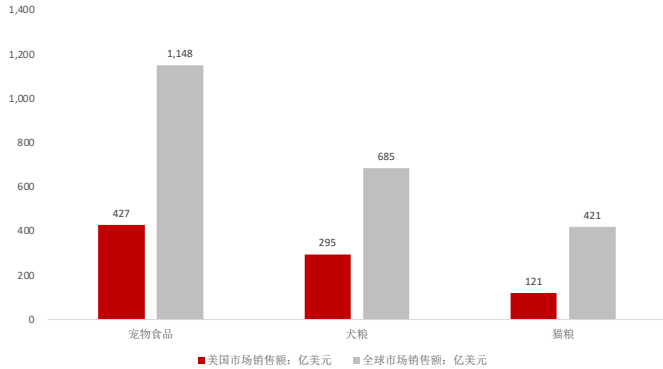
时间	事件
1985	雀巢收购美国食品巨头康乃馨, 康乃馨是猫罐头食品的市场领导者, 同时在干粮领域占有很大的市场份额。
1988	雀巢收购宠物食品制造商 Matzinger。
1995	Windy Hill Pet Food Co 收购 Martha White (拥有品牌: Bonkers, Field Formula, Roses); 亨氏以 7.25 亿美元收购桂格燕麦; 雀巢以 5.1 亿美元的价格收购了 Alpo (狗粮罐头市场领导者); Purina 收购美国和加拿大猫砂制造商金猫公司。
1996	亨氏收购 Earth Elements; Windy Hill Pet Food 收购 Kozy Kitten (干猫粮制造商) 和 Tuffy (干狗粮制造商)。
1997	雀巢普瑞纳 1.8 亿美元收购爱德华贝克宠物食品。Windy Hill Pet Foods 1.5 亿美元收购了 Hubbard Milling。雀巢普瑞纳 15 亿美元的价格将其大豆宠食产品出售给杜邦。
1998	Doane Pet Care Company 和 Windy Hill Pet Food Company 决定合并; 在德国, 雀巢从 Dalgety 收购了 Spillers (Friskies), 从而成为欧洲领先的品牌之一。
1999	宝洁以 20.5 亿美元的价格收购 IAMS。
2000	Doane Pet Care Company 继续向欧洲市场扩张以 1.49 亿美元收购 Arovit 宠物食品; Purina 收购 Bonnie Pet Foods; 雀巢以 103 亿美元的价格收购了 Ralston Purina 并将其作为子公司运营。
2002	Del Monte 以 23 亿美元收购 Heinz, 获得品牌 9Lives、Gravy Train 等。
2003	在获得欧盟当局的批准后, 玛氏有条件收购法国高品质狗粮制造商皇家的 56% 股权。
2006	Del Monte 重新收购 Meow Mix 品牌。

资料来源: 公司公告, 洛杉矶时报, 纽约时报, 浙商证券研究所整理

第二阶段 (成熟期: 21 世纪-至今): 渗透率提升放缓&高端化贡献主要增量

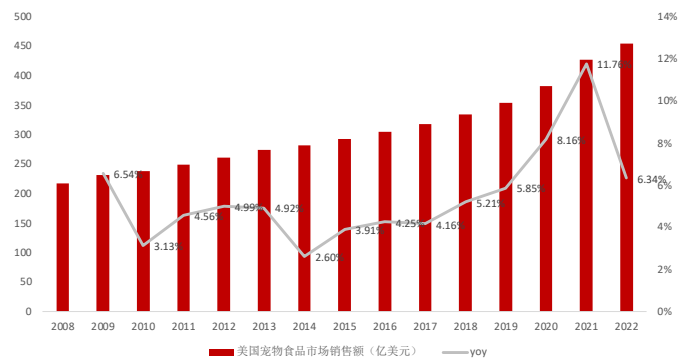
全球最大宠物市场，犬为主要品类。美国宠物食品市场是全球规模最大的市场，2021 年美国宠物食品市场规模达到 427 亿美元，占全球宠物市场 37.2%。犬粮是美国宠物食品市场首要销售品类，市场规模为 295 亿美元，占全球宠物市场 43.11%，猫粮市场规模 121 亿美元，占全球市场规模 28.86%。

图21: 2021 年美国宠物市场规模



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

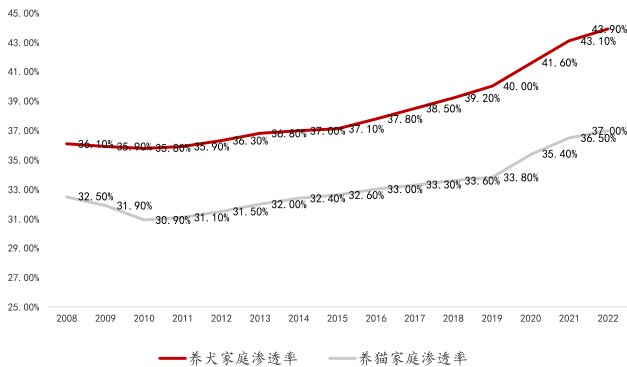
图22: 美国宠物食品市场规模



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

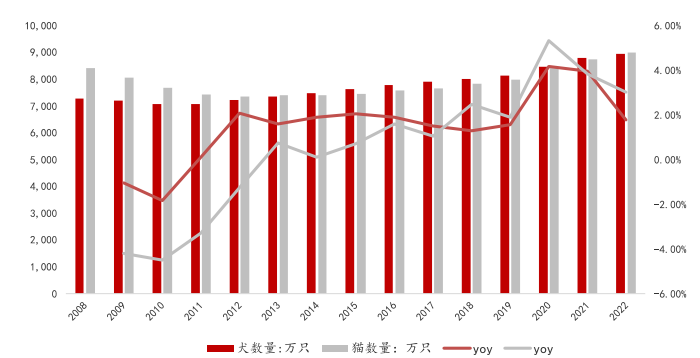
养宠&宠食高渗透率，疫情下陪伴需求扩张成长提速。美国宠物食品市场经历百年发展已经实现大众普及，养宠渗透率&宠食渗透率稳定处于较高水平。2021 年美国 43.1% 家庭养宠物犬，36.56% 的家庭养宠物猫，犬食渗透率在 75.5%，猫食渗透率在 89.8%，基本实现养宠家庭全覆盖。养宠渗透率提升贡献市场新增量。2008-2012 年，经济危机后养宠渗透率维持稳定，宠物数量无明显变动。2013-2021 年，受益经济复苏及陪伴需求增加，养宠渗透率再次迎来提升，其中宠物犬数量由 7300 万只增长至 8800 万只，CAGR 为 2.28%。宠物猫数量由 7400 万只增长至 8700 万只，CAGR 为 2.10%。疫情下居家场景增多，陪伴需求陡增，2020 年宠物犬数量同比增长 4.17%，宠物猫数量同比增长 5.31%。

图23: 美国养宠渗透率



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

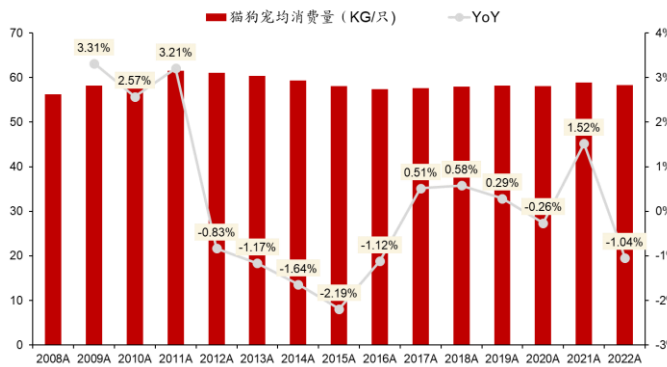
图24: 美国犬猫数量与增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

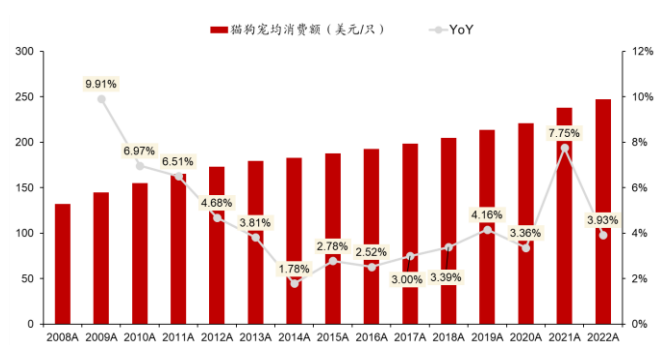
价增为增长核心驱动力，价格带提升趋势显著。美国宠物市场在大规模、高渗透率的基础上仍然表现出突出的成长性。其成长性主要来源于人性化诉求下持续的产品价格带增长。2008-2022年，单只宠物消费额从132美元增长87.36%至247美元，而单只宠物宠物食品年消费量在58kg左右保持稳定，对应犬猫食品均价保持稳定高速增长。

图25: 单只宠物宠食消费量



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图26: 犬猫食品均价



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

犬: 品类格局稳定, 主粮持续高端化。美国市场分品类发展趋势与日本相近, 干粮为主要品类, 21年干粮/湿粮/零食消费量占比分别为79.7%/13.3%/7.0%, 近十年以来分品类消费格局没有产生明显变化, 这与犬类自身特点与饮食习惯较符合。品类升级趋势不明显的情况下, 宠物主消费能力提升带来的宠物养育支出提升主要体现在主粮品类核心消费价格段的上移, 对应干粮品类高端价格段消费占比从08年28.8%提升至39.5%, 湿粮高端价格段产品消费占比从08年36.1%提升至47.0%。

表15: 美国犬各品类消费量占比 (%)

犬各食品品类消费量占比			年份
零食	湿粮	干粮	
5.44%	13.23%	81.33%	2008
5.41%	12.34%	82.25%	2009
5.75%	12.53%	81.72%	2010
5.64%	12.53%	81.83%	2011
5.77%	12.43%	81.80%	2012
5.84%	12.48%	81.68%	2013
5.97%	12.74%	81.29%	2014
6.21%	13.21%	80.58%	2015
6.38%	13.27%	80.35%	2016
6.32%	12.94%	80.74%	2017
6.38%	12.60%	81.01%	2018
6.73%	12.76%	80.51%	2019
6.97%	12.83%	80.21%	2020
7.03%	13.26%	79.71%	2021

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

表16: 美国犬主粮持续高端化 (%)

犬干粮分价格带消费量占比				犬湿粮分价格带消费量占比			
经济型	中端	高端	年份	经济型	中端	高端	年份
46.1%	25.1%	28.8%	2008	53.8%	10.1%	36.1%	2008
44.2%	26.3%	29.5%	2009	52.7%	11.4%	35.9%	2009
45.6%	24.9%	29.4%	2010	51.8%	11.7%	36.6%	2010
47.0%	24.5%	28.5%	2011	50.1%	12.0%	38.0%	2011
46.1%	25.1%	28.9%	2012	49.9%	12.0%	38.1%	2012
46.2%	24.6%	29.2%	2013	50.1%	12.2%	37.8%	2013
45.8%	24.3%	29.9%	2014	51.0%	12.3%	36.7%	2014
45.0%	23.7%	31.3%	2015	51.3%	11.5%	37.2%	2015
43.5%	24.1%	32.4%	2016	49.9%	11.6%	38.5%	2016
41.5%	23.4%	35.1%	2017	48.4%	12.2%	39.4%	2017
40.3%	22.7%	37.0%	2018	46.1%	12.5%	41.4%	2018
40.0%	22.4%	37.6%	2019	44.3%	12.6%	43.1%	2019
39.1%	22.2%	38.7%	2020	42.5%	12.7%	44.7%	2020
38.2%	22.2%	39.5%	2021	40.3%	12.7%	47.0%	2021

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

猫: 品类升级为主要方向, 干粮-湿粮转化顺畅。不同于日本形成了零食补充营养、水分与宠物互动的习惯与市场方向(我们认为与伊纳宝定义并引领该品类相关), 美国市场与其他发达市场相近在猫粮领域形成了干粮向湿粮消费升级的路径, 而在干粮内部消费升级

并不明显。对应湿粮消费占比 08-21 年从 29% 提升至 34%，而升级主要由干粮转化而来，因此在湿粮内部消费升级趋势不明显，经济型消费占比提升。

表17: 美国猫各品类消费量占比 (%)

猫各品类消费量占比			
零食	湿粮	干粮	年份
0.88%	29.00%	70.11%	2008
1.11%	29.44%	69.45%	2009
1.32%	29.98%	68.70%	2010
1.41%	30.85%	67.74%	2011
1.44%	31.32%	67.24%	2012
1.52%	31.69%	66.78%	2013
1.65%	31.97%	66.38%	2014
1.81%	32.46%	65.73%	2015
2.09%	32.47%	65.44%	2016
2.27%	32.31%	65.42%	2017
2.45%	32.51%	65.04%	2018
2.57%	33.31%	64.11%	2019
2.70%	34.07%	63.23%	2020
2.80%	34.39%	62.81%	2021

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

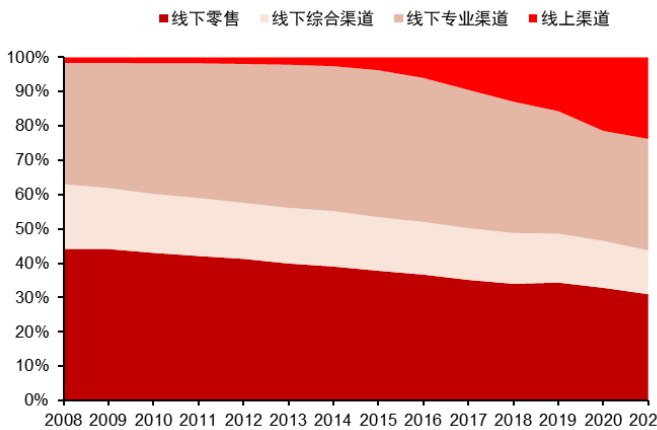
表18: 湿粮经济型消费占比提升, 干粮高端化不明显 (%)

猫干粮分价格带消费量占比				猫湿粮分价格带消费量占比			
经济型	中端	高端	年份	经济型	中端	高端	年份
56.5%	18.2%	25.4%	2008	33.3%	7.5%	59.2%	2008
58.8%	17.9%	23.3%	2009	34.5%	6.9%	58.6%	2009
58.7%	17.7%	23.6%	2010	36.6%	6.6%	56.8%	2010
58.6%	18.9%	22.5%	2011	41.8%	6.2%	52.0%	2011
58.4%	18.1%	23.5%	2012	46.4%	5.7%	48.0%	2012
59.8%	16.8%	23.5%	2013	47.0%	4.9%	48.1%	2013
62.1%	15.2%	22.7%	2014	45.1%	4.8%	50.1%	2014
60.7%	15.6%	23.7%	2015	43.6%	4.7%	51.7%	2015
58.0%	16.4%	25.6%	2016	44.9%	4.5%	50.6%	2016
56.7%	17.5%	25.8%	2017	43.5%	4.3%	52.2%	2017
56.0%	17.8%	26.2%	2018	42.1%	4.3%	53.6%	2018
55.6%	18.0%	26.4%	2019	40.8%	4.2%	55.0%	2019
54.3%	17.9%	27.8%	2020	38.9%	4.1%	57.0%	2020
53.1%	18.0%	28.9%	2021	37.7%	3.9%	58.4%	2021

资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

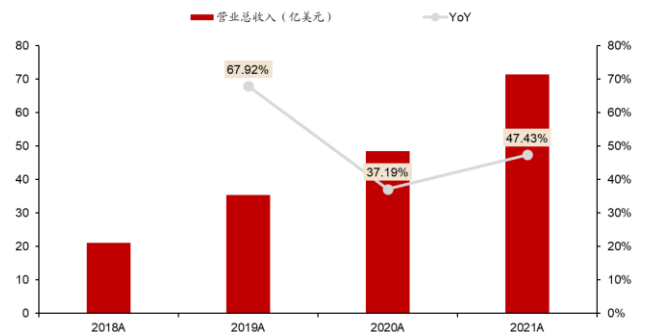
Chewy 等线上平台加速线上渠道发展, 专业渠道韧性强, 商超/零售仍然占据主要市场。美国宠物市场销售渠道主要由 FDM (大型商超/线下零售), 专业渠道 (宠物超市/宠物医院), 线上渠道构成。2011 年 Chewy 线上宠物用品一站式采购平台成立并取得快速发展, 2017 年 Amazon 推出 Pet Profile 宠物主页功能进一步引领年轻消费群体参与线上消费, 美国宠物领域线上销售快速崛起。2021 年宠物经济线上渠道销售占比达到 42.3%, 其中宠物食品领域线上渗透率较低, 线上销售占比为 22.3%, 但依然保持了较快速的发展势头。2011-2021 年, 宠物食品领域线上销售渠道销售额占比从 1.6% 增长至 22.3%, CAGR 为 30.5%。专业渠道中寄养/医疗存刚性需求, 宠物超市交互性强, 主要消费场景为大型连锁宠物超市 Petco 和 Petsmart, 渠道韧性较强。2011-2021 年, 宠物食品领域专业销售渠道销售占比从 34.7% 下降至 29.3%, 相对较稳定。FDM 渠道为美国传统线下大宗销售渠道, 主要消费场景为大型商超以及便利店, 渠道占比下滑幅度较大。2011-2021 年, 宠物食品 FDM 渠道销售占比从 63.8% 下滑至 48.40%, CAGR 为 -2.72%, 依然占据美国宠物食品市场当前主流消费场景。

图27: 美国宠物食品渠道拆分



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图28: 2018-2021 年 Chewy 营业收入



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

企业&品牌：公司集中度高，品牌相对分散，且具有持续分散趋势。美国宠物食品发展历程中始终以大企业合并，大规模广告宣传作为主流发展方式。进入成熟期，美国宠食市场已经形成了具有领先行业的代表性宠食企业，2021年玛氏/雀巢占据美国犬猫市场28.2%/19.1%市场份额。犬猫粮市场公司层面集中度较高，由于宠食细分品类向多元化发展，领军企业多采用全品类多sku覆盖式策略，品牌集中度相对分散。2012-2021年犬猫粮公司/品牌层面CR10分别从74.7%/41.4%增长3.7/0.3pct至78.4%/41.7%。公司层面存一定集中化趋势，品牌层面集中化效益不显著，存发散效应。其中猫粮公司/品牌集中度高于犬粮，2021年猫粮/犬粮公司层面CR10为86.8%/75.5%，品牌层面CR10为65.1%/43.3%。

表19: 美国犬猫粮品牌 CR10

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
犬猫粮 CR10	41.40%	41.30%	41.60%	40.70%	40.30%	39.60%	39.60%	40.00%	41.00%	41.70%
犬粮 CR10	43.90%	44.20%	44.10%	43.10%	42.80%	41.40%	41.10%	41.50%	42.80%	43.30%
猫粮 CR10	69.70%	68.00%	67.10%	66.70%	66.10%	65.70%	65.00%	65.10%	65.30%	65.10%

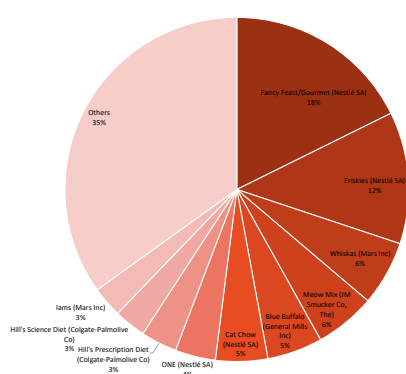
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

表20: 美国犬猫粮公司 CR10

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
犬猫粮 CR10	74.70%	75.20%	78.00%	78.50%	78.00%	77.80%	78.00%	77.80%	78.50%	78.40%
犬粮 CR10	69.90%	70.40%	74.00%	74.80%	74.50%	74.20%	74.70%	74.50%	75.60%	75.50%
猫粮 CR10	86.80%	87.30%	88.10%	87.70%	87.70%	87.90%	87.40%	87.40%	87.50%	86.80%

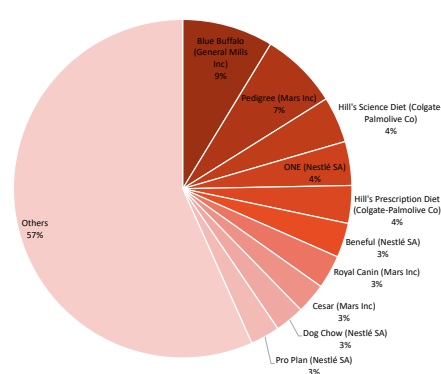
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图29: 21年美国猫粮 TOP10 品牌



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图30: 21年美国犬粮 TOP10 品牌



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

品类差异向养宠精细化下需求分化延申，品牌格局趋于分散。经历了1970-2000年的收并购潮流，宠物市场品类间的差异已经减弱，细分品类龙头格局形成。进入21世纪，宠物食品市场在消费升级引领下再次迎来养宠精细化下的需求分化比如（添加矿物质/无谷物/治疗/原始/植物基/生食等），各细分需求存新一轮差异化特征，其中纯天然/治疗市场在各

个细分需求中取得了较好的发展势头，代表企业有 Blue Buffalo。为了提高各细分需求市场的竞争力，领军企业也纷纷推出相关代表品牌比如雀巢 Purina 纯天然领域的 Merrick/Waggins' Train, Mars 纯天然领域的 Nutro/Evo，需求细分下，品牌相较上世纪末趋于分散。

2.2 蓝爵：差异化定位快速成长赛道，强渠道力成就美国第一品牌

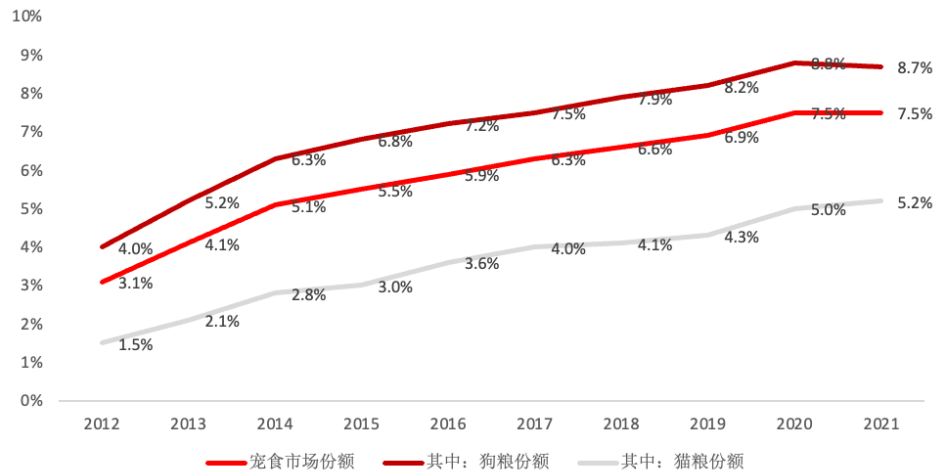
差异化定位并绑定高成长天然宠物粮赛道，20 年发展成为美国第一宠物食品品牌。蓝爵成立于 2002 年，当时美国宠物食品市场品牌数量已经超 100 个，领军企业如雀巢/玛氏/亨氏/OI'ROY/希尔斯共占据行业 2/3 的市场份额。蓝爵主打高品质健康概念，在天然食品领域投入资金进行品牌建设与产品营销。2006 年获得 INVUS 私募股权投资，2010 年首次实现正收益，扭亏为盈，2015 年 7 月在纳斯达克上市，发行价 22 美元/股，2018 年 3 月被食品巨头通用磨坊以 40 美元/股，23%溢价收购。同时期，宠物食品巨头宝洁宠物食品部门以 30 亿美元成交售于玛氏，蓝爵成功以初创品牌的身份击败了行业的领军品牌企业。根据欧睿数据统计，2012 年-2021 年蓝爵宠物领域销售收入从 8.28 亿增长至 32.84 亿，CAGR 为 16.5%，远远高于行业竞争者。2012 年 Blue Buffalo 市场份额 3.1%，2021 年市场份额 7.5%，位于宠物食品市场份额中品牌占比第一，公司占比第五，2002 年创建到 2021 年仅 20 年发展历程，登顶美国宠物食品市场品牌份额榜单，成功实现品牌破局。

表21：蓝爵财务数据与估值一览

(美元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入/百万	523.00	719.51	917.76	1027.45	1149.78	1274.59
yoy		37.57%	27.55%	11.95%	11.91%	10.86%
毛利率	40.53%	41.36%	39.97%	40.76%	44.85%	46.22%
yoy		2.07%	-3.36%	1.98%	10.02%	3.05%
销售及一般行政管理费用率	17.89%	19.16%	19.65%	20.26%	22.27%	22.28%
归母净利润	65.50	89.04	106.60	122.53	154.66	195.19
yoy		35.94%	19.73%	14.94%	26.22%	26.20%
归母净利率	12.52%	12.37%	11.62%	11.93%	13.45%	15.31%
总资产		254.80	383.17	512.55	650.35	848.59
净资产		-191.09	-87.30	9.28	146.34	299.14
有息负债		441.03	451.23	488.98	478.00	528.89
资产负债率		174.99%	122.78%	98.19%	77.50%	64.75%
应收账款		37.24	54.65	66.65	110.87	139.17
经营性现金流量	64.36	69.00	90.14	138.22	127.24	193.86
投资性现金流量	-22.79	-63.30	-33.30	-9.56	-56.64	-170.97
资本性支出	-22.79	-63.51	-32.95	-9.56	-56.35	-170.97
自由现金流量	41.57	5.50	57.19	128.66	70.90	22.89
EPS	0.33	0.46	0.54	0.62	0.77	0.98
ROE		-46.60%	-122.12%	1320.28%	105.69%	65.25%
总市值				3671.21	4724.44	6479.80
PE				30.31	31.12	33.52
PS				3.57	4.11	5.08

资料来源：彭博，浙商证券研究所

图31: 蓝爵市场份额



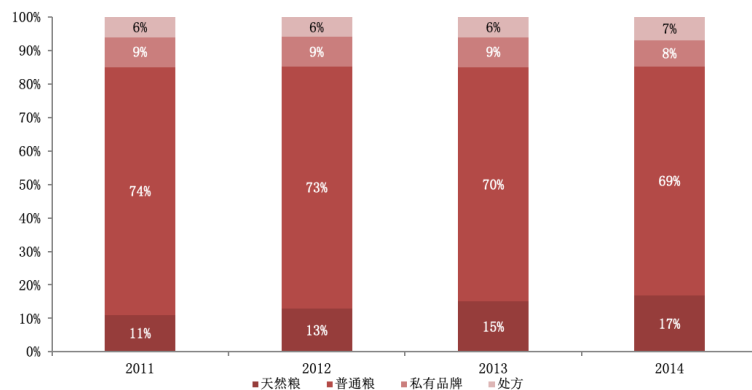
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

蓝爵崛起的核心动能：差异化定位高增赛道为核心，产品、渠道、营销三端发力。美国宠物市场成熟，大型企业市场份额极高，在产品研发、线下渠道把控等方面具有显著优势。蓝爵成功突围的核心驱动力与伊纳宝相近，本质均为率先将品牌绑定高速增长的分需求，在赛道内通过产品、渠道、营销持续发力强化品牌与赛道绑定，形成强品牌形象定位壁垒。

定位：差异化定位高增天然粮赛道

人性化趋势下，健康诉求受市场追捧，天然粮市场迅速成长。2007年3月由于宠物食品加工原料安全问题，宠物食品行业进行历史最大规模的产品召回，超过5000条生产线受到影响。随后美国宠物食品市场出现大量因肾衰竭而死亡的新闻报导，工业化宠物食品生产制造商受到冲击。宠物食品安全关注度快速上升，高端优质宠粮需求释放，市场掀起了天然/生食的中小企业高端化产品迭代热潮。对应美国天然宠物食品市场开始快速成长，14年在宠物食品市场份额达17%。

图32: 美国天然粮市场快速发展



资料来源：蓝爵招股说明书，浙商证券研究所

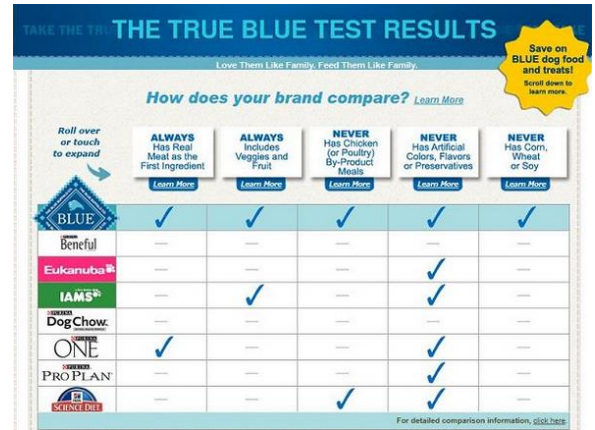
品牌形象契合产品定位，构筑强先发壁垒。 蓝爵品牌的诞生源于创始人的宠物犬因癌症离世后，创始人开始研究宠物饮食和宠物健康之间的关系，并推崇天然宠物食品，更以宠物犬 Blue 的名字为自己研发的产品命名。蓝爵从创立的背景、企业的文化、产品布局均与“天然粮”充分绑定，形成了强先发壁垒。

图33: 蓝爵绑定天然概念



资料来源：蓝爵官网，浙商证券研究所

图34: 产品宣传定位天然



资料来源：蓝爵官网，浙商证券研究所

传统强势品牌囿于固化品牌形象，难以在天然粮市场跟进竞争。 美国宠食市场三大巨头在研发、渠道等方面具有显著优势，在蓝爵天然粮崛起的过程中，亦通过推出新系列、新品牌等方式切入赛道，但最终都未对蓝爵产生较大影响，我们复盘看蓝爵的先发优势与传统优势品牌形象、营销方式固化是阻碍传统品牌成功切入的重要原因，也促成了蓝爵以行业新人身份成为行业龙头。

IAMS: 工业化生产品牌形象与天然粮定位具有差异。 保洁通过 IAMS 品牌推出 IAMS Healthy Naturals 系列尝试切入市场，但 IAMS 在宠物食品市场近 40 年以来都以工业科学狗粮为主要宣传方向，品牌形象与天然粮产品定位差异较大，影响该系列市场突破，此后公司亦推出了 Iams Naturals，并采用肉为主要原材料，但仍未取得预期成果。

Purina: 营销方向与品牌形象定位出现差异。 雀巢普瑞纳也通过推出 Purina One Beyond 系列（2011 年）尝试与蓝爵竞争。但一方面 Purina 与 One 系列均为发展 40 年以上的工业科学品牌名称，实际与天然粮产品相冲突，另一方面公司在营销重点上将 Beyond 系列打造成“绿色”（保护环境）狗粮，消费者并未接受该概念。

Nutro: 被收购后营销方向出现偏差。 2007 年玛氏收购蓝爵的竞争者 Nutro 与蓝爵竞争，但收购后为了避免对自身旗下核心品牌 Pedigree 产生冲击，玛氏并未着重宣传天然粮最核心的原材料，而是以人宠互动为主要内容，品牌定位并不清晰，最终 Nutro 也未对蓝爵产生明显冲击。

图35: Purina One Beyond 重点营销“绿色”概念



资料来源: YouTube, 浙商证券研究所

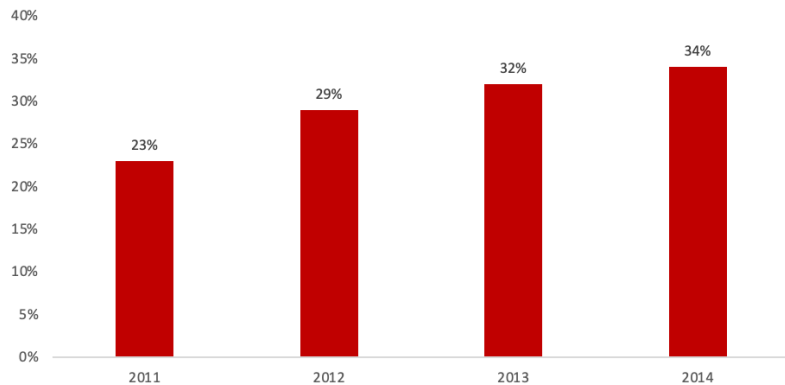
图36: Nutro 被收购后营销内容重点为人宠互动



资料来源: YouTube, 浙商证券研究所

围绕品牌定位，蓝爵在产品、渠道、营销三方面共同发力实现对天然粮市场绑定。14年公司在天然粮细分市场达 34%，为“天然宠食”领域的领导者，市场份额是第二名 4 倍以上。

图37: 蓝爵天然粮市场份额



资料来源: 蓝爵招股说明书, 浙商证券研究所

1) 产品: 围绕“天然”打造高端产品线，狗粮-猫粮拓展顺畅

专注“天然”，拓展处方粮。蓝爵定位天然粮细分赛道，产品线角度保持克制，并未参与到传统龙头深度参与的普通粮市场，一方面系公司在普通粮领域相比其他头部厂商并没有竞争优势，另一方面在于避免普通粮产品对于公司高端品牌形象定位产生影响。另一方面公司在高端天然粮基础上凭借产品形象优势向稳健成长的处方粮市场拓展。

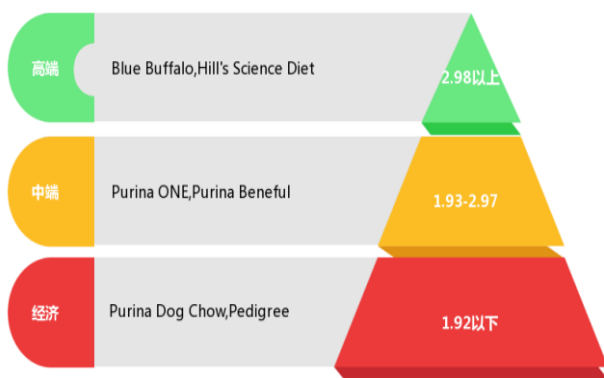
表22: 公司产品线围绕天然/治疗领域

市场	蓝爵	雀巢普瑞纳	玛氏	斯马克	希尔斯
天然粮	·BLUE	·Merrck ·Waggin Train ·Whole Earth Farms ·Zuke's	·Nutro (Ultra) ·Evo ·California Natural	·Natural Balance	
普通粮		·Purina Chow ·Friskies ·Fancy Feast ·Purina ONE ·Beneful ·Alpo ·Pro Plan ·Beggin ·Kit & Kaboode ·Beyond ·Busy ·Mighty Dog ·Whisker Lickins	·Pedigree ·Iams ·Nutro ·Cesar ·Temptations ·Greenies ·Royal Canin ·Eukanuba ·Whiskas ·Sheba ·Kal Kan	·Meow Mox ·Natural Balance ·Mikx-Bone ·Kibbles 'n Bits ·9 Uves ·Pup-Peroni ·Canine Carryout ·Nature's Recipe ·Gravy Train ·Mio's Kitchen ·Sausages	·Hirs Science Diet ·Hirs Ideal Balance ·Hif's Healthy Advantage
处方粮	·BLUE(Natural Veterinary Diet)	·Purina Pro Plan Veterinary Diets	·Royal CanNin Veterinary Diets ·Iams Veterinary Formula		·Hir's Prescription Diet

资料来源: 蓝爵招股说明书, 浙商证券研究所

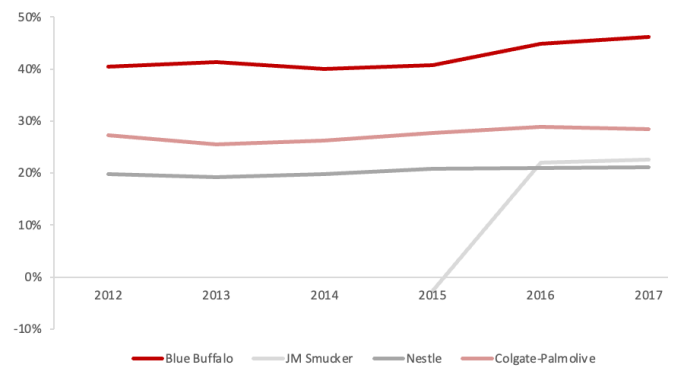
产品定位高端, 原材料及配方优势为产品核心优势点。公司定位高端市场, 产品上与主流工业企业进行了成分与产品线的区分, 充分受益高端溢价。根据欧睿数据, 公司犬粮湿粮产品均价高于 5.58 美元/kg, 干粮产品高于 2.98 美元/kg, 均处于高端价格带, 其中经济型产品湿粮/干粮均价分别为 3.16 美元/kg 以下和 1.96 美元/kg 以下, 高端溢价明显。从公司毛利率看纯高端定位使得毛利率领先同行。

图38: 产品定位同希尔斯处方粮为高端线 (美元/kg)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图39: 蓝爵与其他宠物食品公司宠物业务毛利率对比



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

持续更新迭代, 在天然粮基础定位上实现全品类覆盖, 狗粮精细化并向猫粮持续拓展。美国宠物市场多采取品牌组合的方式向全品类覆盖, 蓝爵采用集中品牌&产品组合多SKU的方式来构建自己的天然食品品类覆盖。狗粮领域公司通过持续更新迭代推进产品精

细化涵盖不同产品类型/饮食类型/狗的品种大小/生命阶段/口味/产品功能以及湿粮质地。随着公司在狗粮领域竞争力与市场份额不断提升，公司逐步向猫粮市场拓展。

表23: 蓝爵产品线更新迭代

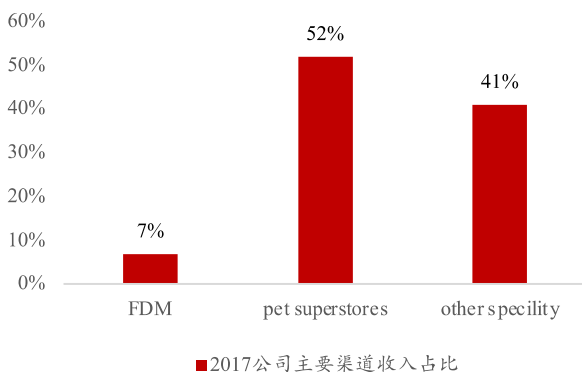
产品线	发布时间	产品特点
BLUE LPF	2003	最大的原创产品线，具有天然食品配方的广泛风味/功能性品种
BLUE Wilderness	2007	属高肉/高蛋白/祖先溯源类产品线
BLUE Basics	2010	食物敏感宠物的限量减肥产品系列
BLUE Freedom	2012	无谷物系列产品线
BLUE Natural Veterinary Diet	2015	治疗性处方粮系列，由兽医销售
BABY BLUE	2020	小型犬猫专用干粮系列
BABY True Solution,	2020	功能性干湿食品，特定类别健康呵护系列
BABY Tasteful	2020	猫湿粮，健康元素及适口性折中系列

资料来源：蓝爵官网，浙商证券研究所

2) 渠道：把握高端定位，宠物侦探模式强化专业渠道流量入口占领

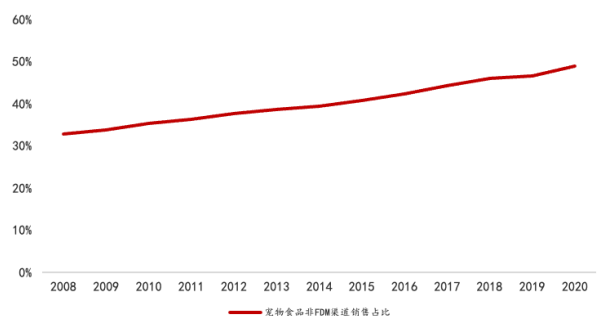
渠道亦遵循差异化竞争，专注专业渠道强化高端品牌定位。蓝爵成长过程中，美国宠物食品市场已经形成了以玛氏、雀巢、保洁等传统日化、生活食品企业为核心参与者的市场格局，龙头企业凭借在消费领域的基础布局，在大型商超及传统分销渠道已形成强渠道力。蓝爵作为后起之秀，在大型商超等零售渠道竞争力较弱，公司差异化竞争专注专业渠道（宠物连锁店店等），此外仅在专业渠道销售的渠道策略亦强化了品牌高端定位。根据公司招股书，2015年专业渠道占美国宠物食品销售额的47%，而其他大众分销（FDM）渠道占比53%。专业渠道包括2万多家商店（包括全国宠物超市连锁店、地区宠物连锁店、邻里宠物店、电子商务零售商等）和2.5万家兽医诊所。截至2017年，公司在包括线上的非FDM渠道占比超93%，其中宠物连锁店的销售占比达52%。

图40: Blue Buffalo 2017 主要渠道收入



资料来源：蓝爵公告，浙商证券研究所

图41: 美国非 FDM 渠道收入份额保持增长



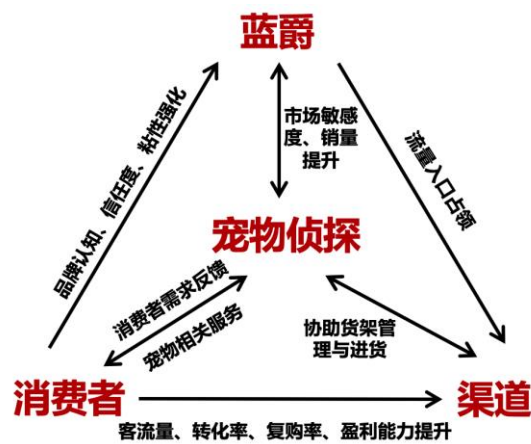
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

宠物侦探模式强化专业渠道流量入口占领。公司自成立以来持续在美国专业渠道推广宠物侦探模式。截至2012年，公司在全美拥有200名全职与1500名兼职宠物侦探。宠物侦探是经过蓝爵培训并长期/周末（兼职）在专业宠物渠道中为消费者提供服务的专业人士

员。其具体职责包括：1) 与宠物主沟通，解决宠物相关问题，传播养宠经验并推荐适合宠物的蓝爵产品；2) 收集宠物主对产品的反馈意见与需求变化，即时向区域经理汇报；3) 收集竞争者信息，并向区域经理汇报；4) 协助宠物店主货架摆放与进货。

我们认为宠物侦探模式是公司重要的渠道拓展策略创新，三方充分受益：1) 宠物主：在专业渠道中免费获得相对专业的宠物服务；2) 渠道：专业人员在门店进行宠物知识宣传与养宠问题解决将有效提升门店的进店客流与复购率，另一方面蓝爵作为高端品牌毛利空间较高允许给予渠道更多利润，宠物侦探进店推广蓝爵产品有效提升渠道利润水平。3) 蓝爵：渠道把控能力、市场敏感度有效提升，强化品牌高端化定位，充分占据专业渠道流量入口，从而在渠道进一步推进产品结构优化与新品类拓展。

图42：蓝爵“宠物侦探”模式



资料来源：浙商证券研究所绘图

积极参与宠物食品渠道线上化进程，受益线上渠道高速增长。根据欧睿数据，2010年以后美国线上渠道快速增长，2016年美国宠食电子商务渠道销售占比6.6%，2022年该渠道销售占比升至31.6%。蓝爵积极参与线上渠道这一快速成长但尚未被头部企业占领的渠道，在宠物侦探模式打通专业渠道后，积极参与线上渠道竞争。到2018年中，公司线上化销售占比即达25%，超越行业平均水平，公司充分受益电商渠道的快速成长。

3) 营销：绑定天然概念，强化配方与营养价值宣传

紧紧围绕“天然粮”要素进行品牌营销。蓝爵始终以纯天然宠物食品的领导者这一形象塑造品牌，在进行广告宣传策划时，通过突出养宠人性化关怀从而引申出纯天然食品的概念，强调与其他传统宠食企业在原材料、产品配方和功效上的差异化。其广告宣传通常在显眼处伴有“love them like family, Feed them like family”的文字突出养宠人性化诉求下纯天然概念的价值即：把宠物当家人对待需要具有营养价值且安全的天然宠物食品。其次广告中也多通过与竞争者产品配方对比的形式彰显品牌差异化和其产品的营养成分与健康功效。

图43：广告强调蓝爵天然粮是像家人喂养宠物的选择



资料来源：YouTube，浙商证券研究所

图44：通过配方对比彰显天然粮定位



资料来源：YouTube，浙商证券研究所

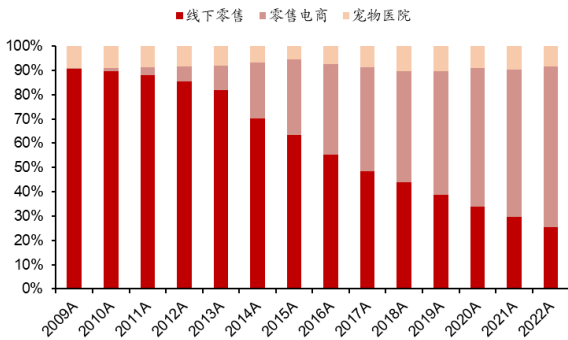
3 投资建议：爆款&研发为核心，持续看好国产品牌突围

本篇报告作为宠食行业专题系列报告第一篇，复盘了日本及美国宠物食品市场发展与伊纳宝、蓝爵成长路径，结合中国宠物食品市场特点，我们得到结论：爆款打法+深度绑定快速成长型赛道将是国产品牌突围的关键。

宠物食品行业品牌众多，品牌集中度相对较低，清晰的品牌形象与定位能够快速进入用户视野，深入用户心智，高效实现品牌打造与传播。通过深度绑定快速成长型赛道，结合产品、营销端持续发力，企业能够迅速打造强品牌形象，通过差异化、专业化属性实现新用户转化，同时提升客户粘性，助力品牌实现突围。如伊纳宝通过绑定快速成长零食赛道，在强研发&强营销基础上迅速确立了日本猫食领域龙头地位，公司推出的 CIAO CHURU 系列零售额于 2021 年在日本猫零食市场占比超过 70%；而美国品牌蓝爵亦通过差异化定位与绑定高成长天然宠物粮赛道，20 年就发展成为为了美国第一宠物食品品牌。

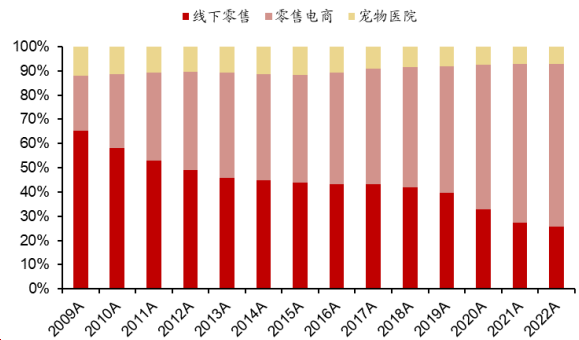
国内线上渠道高占比，参考海外精准定位&爆款打法更易破圈。从渠道结构来看，2022 年中国猫狗宠食在电商渠道销售占比达 66.1%，相较 2009 年+65.8pct，线下渠道中除宠物医院占比维持在 9%左右外，其余渠道占比均有不同程度缩减。行业渠道线上化、流量分散化趋势显著，精准定位的爆款打法将利于企业实现吸引流量、转化新增用户。参考韩国宠食市场（2022 年渠道线上化率达 67.3%），市场头部品牌均经历了宠食渠道线上化，在产品结构与布局亦根据线上化要求进行了调整，头部品牌更多以精准定位与爆品思路进行线上市场布局，对应头部 SKU 数量远少于美国、日本，其中 Catsrang 仅有五款 SKU 即成为猫粮市占率第二。

图45: 中国宠食市场渠道结构



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图46: 韩国宠食市场渠道结构



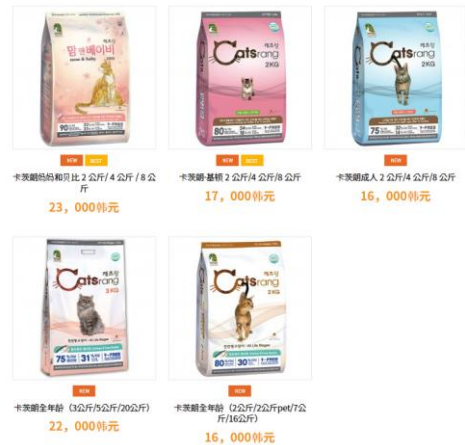
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

表24: 日美韩头部猫品牌 SKU 对比

	韩国	日本	美国
皇家	76款	伊纳宝Ciao 600+款	Fancy Feast 170款
Catsrang	5款	尤妮佳 300+款	Friskies 130款
伊纳宝Ciao	263款	皇家 106款	Whiskas 100款
Nutriplan	37款	Mon Petit 143款	Meow Mix 66款
Probest	10款	Kal Kan 14款	蓝爵 125款

资料来源: 各品牌官网, 浙商证券研究所

图47: Catsrang 产品



资料来源: Catsrang 官网, 浙商证券研究所

我们认为国产品牌中, 中宠股份、佩蒂股份以及待上市龙头乖宝宠物契合爆款打法+深度绑定快速成长型赛道思路, 未来有望迎来高速增长。其中, 中宠股份主推顽皮、真致 (Zeal)、领先 (Toptrees) 三大品牌, 分别定位鲜肉粮、牛奶及风干零食等赛道, 通过推出“双鲜系列”、“鲜选系列”、“ZEAL 0 号罐”等爆品, 2023 年 618 期间业绩实现大幅增长; 佩蒂股份爵宴品牌主打狗零食赛道, 618 期间全网销售额达 1500 万元, 鸭肉干产品成为天猫狗零食榜单第一; 乖宝宠物主推麦富迪、弗列加特等品牌, 2023 年 618 期间麦富迪全网销售额突破 2.73 亿元, 弗列加特全网成交额达 2800+ 万元, 品牌矩阵建设成果初显。

4 风险提示

自主品牌拓展不及预期: 目前国内宠物食品公司均着力发展自有品牌, 且国内市场宠物食品产品竞争激烈, 如果各公司自主品牌发展不及预期, 将对公司盈利预期与估值产生较大影响。

原材料价格波动: 各公司宠物食品产品原材料以鸡鸭肉及谷物为主, 近两年原材料价格波动较大, 对各公司毛利率均曾产生阶段性影响。如果原材料价格大幅上升时无法将价格压力转嫁给下游市场主体, 业绩将受到较大冲击。

汇率波动: 目前宠食出口企业各家公司, 营业收入中外销占比普遍较大, 海外收入所对应的订单结算币种主要为美元及其他外汇, 汇率波动产生的汇兑损失将对各公司经营业绩造成影响。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>