

王见鹿 行业分析师

 执业编号: S1500517100001
 联系电话: +86 21 61678591
 邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

 联系电话: +86 2161678587
 邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2019 年 3 月 18 日

◆ **本周行业观点: 宠物食品板块需求端出口政策不明朗, 但国内需求爆发。**

1、出口政策不明朗, 但国内需求爆发。

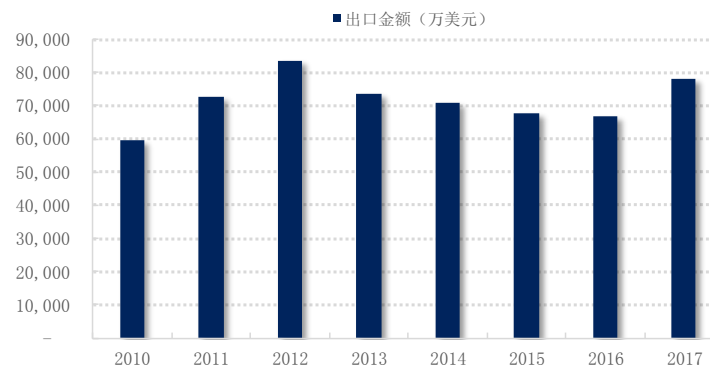
宠物食品的需求主要由内需和净出口组成, 后者是内资企业的主要收入来源。

二十世纪末, 受全球化浪潮的影响, 跨国巨头纷纷将低附加值的生产环节转移或外包至国内, 使我国涌现了不少规模化的加工企业。发展至今, 我国的宠物食品产业链外贸依存度很高, 行业内企业的产品主要以代工贴牌方式销售给海外品牌企业, 并不直接接触及终端消费者, 因此定价能力弱, 收入规模和盈利能力与出口市场景气度息息相关。

但海外市场近年来波动很大, 增速疲软。由下图可见, 2010 至 2012 年间出口规模增长较快, 2013 至 2015 年呈下降趋势, 2016 年至 2017 年企稳回升, 2017 年度实现出口额为 7.8 亿美元 (折合人民币约 55 亿元)。我国宠物食品出口规模自 2013 年开始出现下降主要受美国的宠物食品安全事件和日本宠物食品市场增长乏力的影响所致; 2017 年较 2016 年呈现较大幅度提升主要受益于中国产宠物食品在美国市场认可度回升及欧洲宠物食品市场的持续向好。

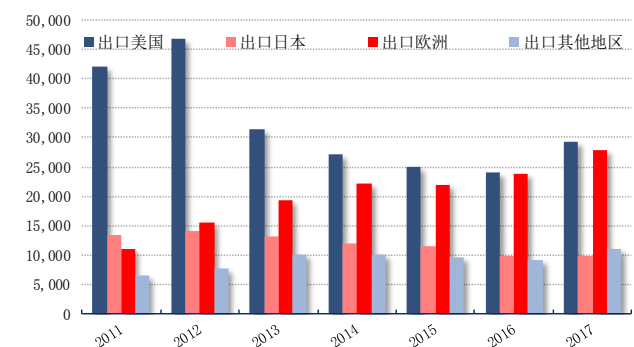
2018-19 年, 由于中美贸易摩擦, 美国于 2018 年 9 月 24 日开始向包含宠物食品在内的 2,000 亿美元中国商品进加征 10% 的关税, 未来根据两国贸易谈判的结果再决定是否将进一步加征关税至 25%。加征关税一方面会削弱内资企业相对其他国外供应商在价格方面的相对优势, 另一方面会影响其最终结算价, 影响毛利空间。

图 1 我国宠物食品出口规模 (万美元)



资料来源: 中国海关信息网, 信达证券研发中心

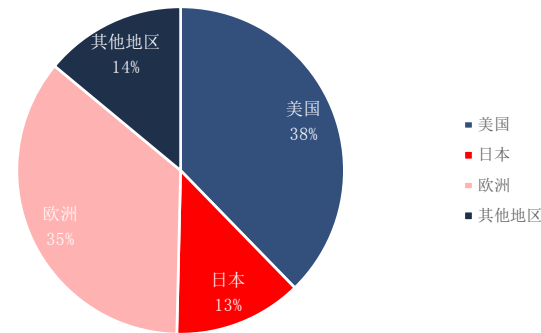
图 2 宠物食品出口各国对比 (万美元)



资料来源: 中国海关信息网, 信达证券研发中心

2011年至今，美国一直是我国宠物食品的最大出口国，但其国内相关政策变化频繁，倒逼内资企业持续发掘其他地区市场。同时，随着我国宠物消费意识的觉醒，内需市场近年来增速势不可挡，为内资企业出口转内销奠定了良好的市场基础。

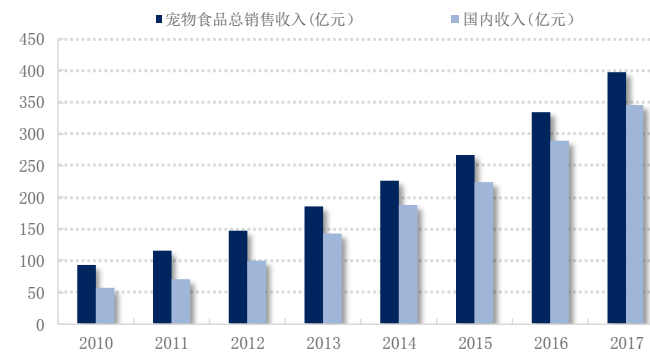
图 3 2017 年我国宠物食品出口区域分布情况 (%)



资料来源：中国海关信息网，信达证券研发中心

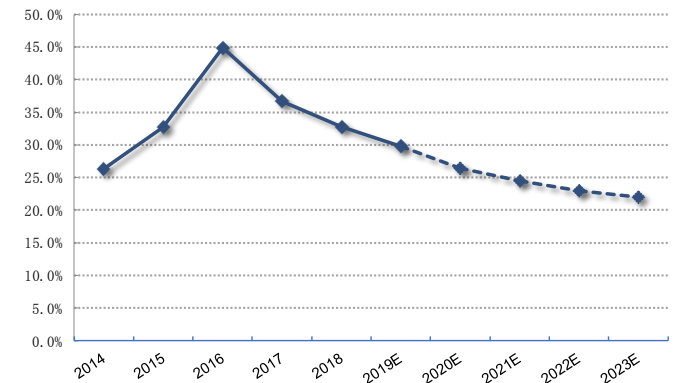
根据国家统计局，我国规模以上宠物食品企业的销售收入由 2010 年的约 100 亿元上升至 2017 年的 398 亿元，年均增速 22.3%；其中境内销售收入 345 亿元，年均增速高达 29.1%，体现了极其强劲的发展势头。欧睿统计的样本数据也显示，2017-19E，宠物食品板块的增速分别为 37%、33%和 30%，且后续各年仍将保持快速增长。

图 4 2010-17 年我国规模以上宠物食品行业销售收入 (亿元)

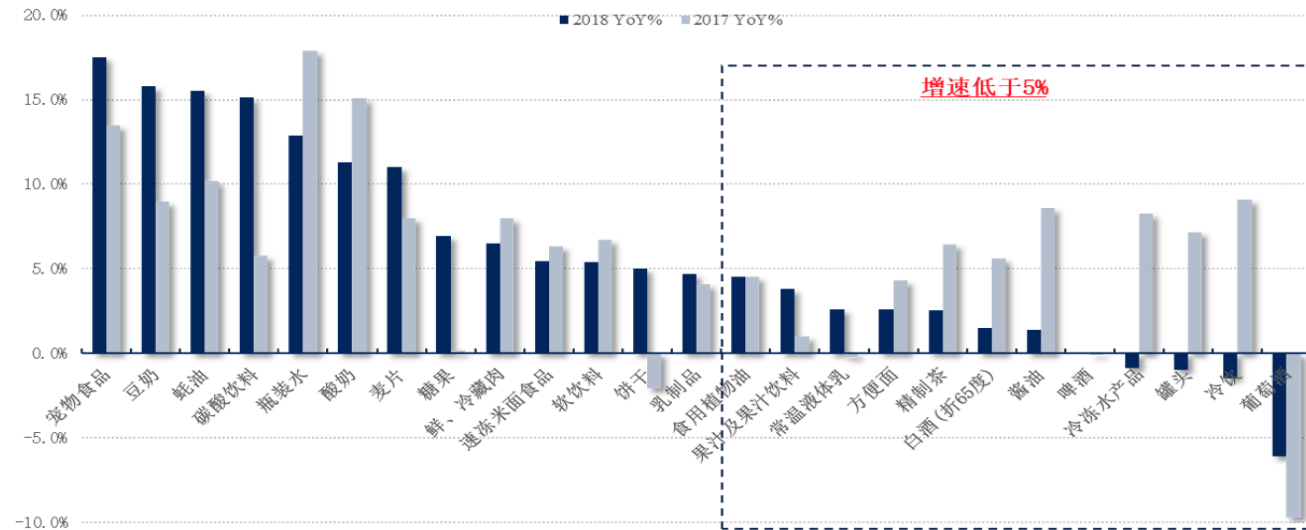


资料来源：国家统计局，中国海关信息网，信达证券研发中心

图 5 2014-23E 我国宠物食品板块规模增速 (%)



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 6 中国食品饮料板块 25 个子品类的销量增速变化 (%)


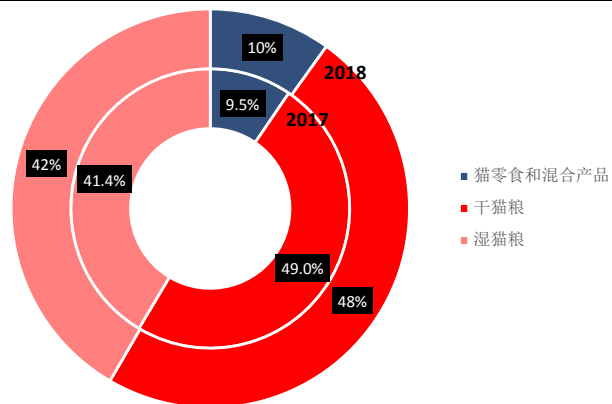
资料来源：国家统计局，KantarWorldPanel，Bain，信达证券研发中心整理

2、湿粮增速快、干粮市场大，高端增速高于中低端。

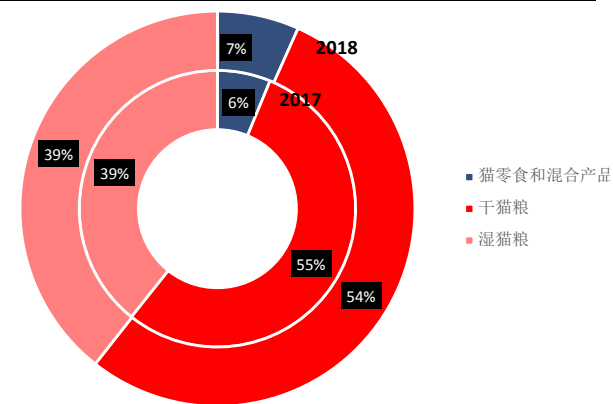
宠物食品根据用途可分为干粮、湿粮和零食及混合产品三种类型。但是由于过去用户缺乏正确喂养宠物的认知，宠物食品中消费量最大的还是干粮，因而宠物食品电商或线下宠物店并没有进行细分，而是采取混合销售的模式。

随着将现代家庭将宠物作为“家人”的需求愈发强烈，越来越多消费者开始注重宠物的营养健康，体现在宠物食品板块的细分和升级。

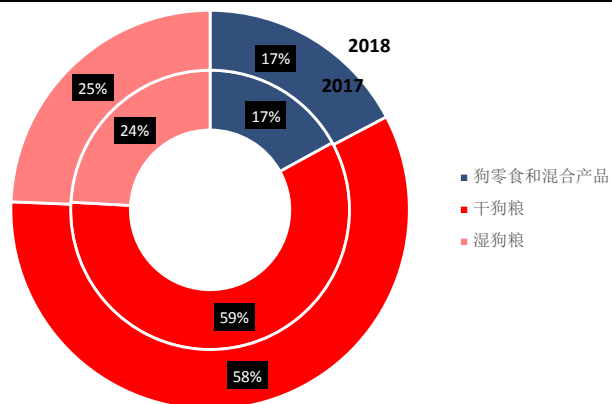
我们根据欧睿数据对中、美、日宠物食品结构进行了横向对比。

图 7 美国猫粮结构 (%)


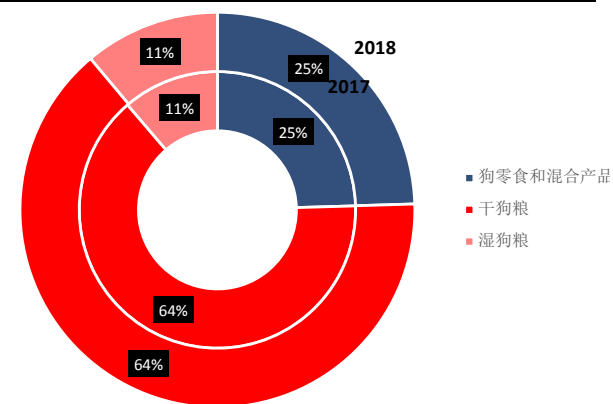
资料来源：国家统计局，中国海关信息网，信达证券研发中心

图 8 日本猫粮结构 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

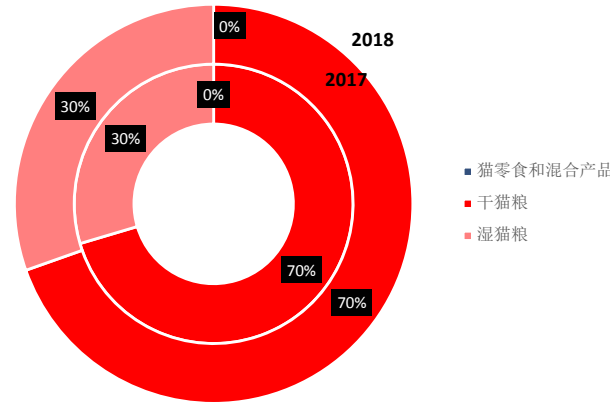
图 9 美国狗粮结构 (%)


资料来源：国家统计局，中国海关信息网，信达证券研发中心

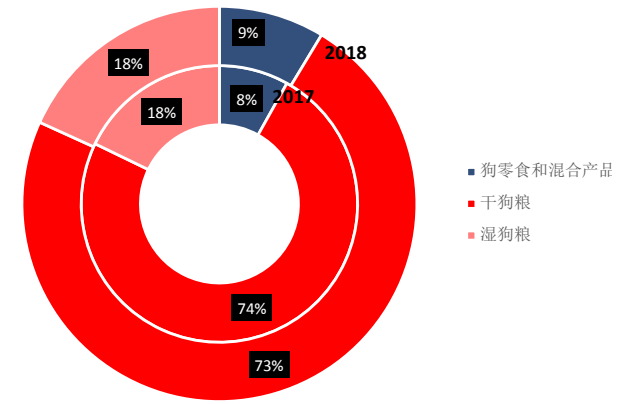
图 10 日本狗粮结构 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 11 中国猫粮结构 (%)
图 12 中国狗粮结构 (%)



资料来源：国家统计局，中国海关信息网，信达证券研发中心

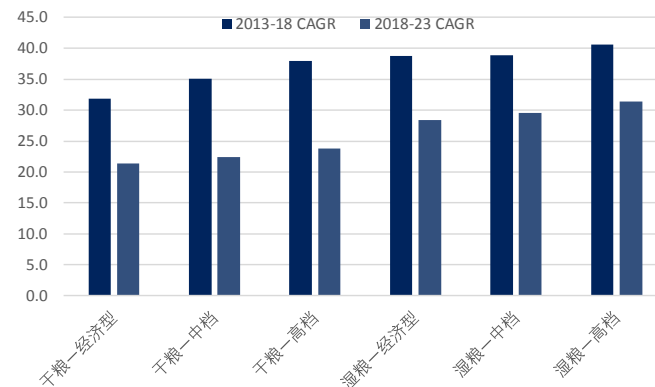


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

截止 2018 年，我国猫和狗零食分别仅占总收入规模的 0%和 9%，零食板块规模很小，而美国和日本都有更高比例。湿粮方面，由于猫和狗的饮食习惯差异，猫湿粮占比往往高于狗湿粮。目前，我国猫湿粮占比 30%，仍低于美国和日本的 42% 和 39%；狗湿粮占比 18%，介于日本和美国之间。因此，我们认为猫、狗宠物零食和猫湿粮将是我国未来增速更高的宠物食品子板块；而干粮板块由于市场容量最大，新进品牌有望很快获得一定规模效应。

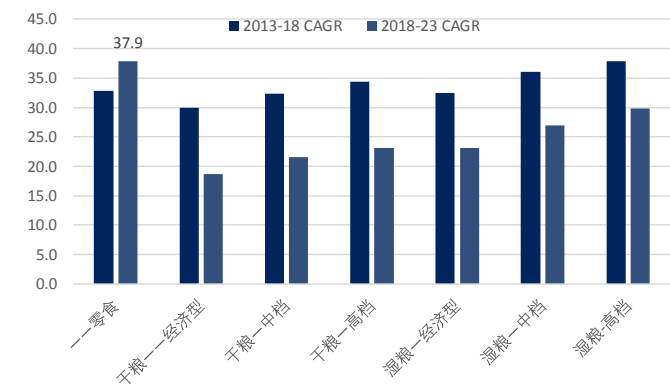
2013-18 年间，我国猫粮总体增速略高于狗粮。纵向比较各产品价格带，可以很明显的看到我国宠物食品正经历消费升级的趋势：不论是猫粮还是狗粮，高档产品 CAGR 增速明显快于经济型和中档产品。值得注意的是宠物零食，2018-23 年的预期 CAGR 增速仍高于前 5 年，体现了极强的增速。

图 13 中国猫粮产品价格带增速 (%)



资料来源：国家统计局，中国海关信息网，信达证券研发中心

图 14 中国狗粮产品价格带增速 (%)



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

表 1 猫粮和狗粮的价格区间（元/kg）

| 猫粮分类 | 价格区间（元/kg） | 狗粮分类 | 价格区间（元/kg） |
|------|------------|-------|------------|
| 湿粮 | 高档 | >52 | 高档 >100 |
| | 中档 | 31-52 | 中档 15-100 |
| | 经济型 | < 30 | 经济型 < 23 |
| 干粮 | 高档 | >60 | 高档 >60 |
| | 中档 | 17-60 | 中档 15-60 |
| | 经济型 | <16 | 经济型 <15 |

资料来源：欧睿

3、风险提示： 宠物行业食品安全问题；细分需求判断失误的风险；宏观经济下行的风险；汇兑损益。

❖ **本期【卓越推】：** 暂无推荐。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。