

行业名称 宠物食品

黄金时代，渠道致胜 -宠物食品行业深度报告

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qlzq.com.cn

分析师：刁凯峰

执业证书编号：S0740517080005

电话：021-20315125

Email: diaokf@r.qlzq.com.cn

研究助理：唐翌

电话：021-20315125

Email: tangyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	2
行业总市值(百万元)	6782
行业流通市值(百万元)	2810

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
中宠股份	17.9	0.88	0.56	0.47	0.65	48.7	58.62				
疯狂小狗											
上海依蕴											

备注

投资要点

- 实际养宠人群增加和有效支付能力提升是宠物食品行业发展的核心驱动力，对标成熟市场，我们认为当前国内人均养宠量和平均消费水平仍有较大空间。根据核心驱动力作用程度的差异可将行业发展分为三个阶段：数量增长期、质量提升期和加速发展期。我们认为宠物行业下一个增长爆发期来自于实际养宠人群+有效支付能力双重驱动的加速发展期。
- 回溯成熟市场看出，不同发展阶段的核心驱动力引导优质企业形成相应战略。其中，实际养宠人群增加加速产品丰富的平台型企业成为龙头；而有效支付能力提升推动专注高端产品的内容型企业崛起。在行业发展过程中，市场依次经历无品牌竞争阶段→多品牌竞争阶段→平台型企业成为龙头→内容型企业崛起四个阶段，渠道、产品和品牌是分别是无品牌阶段、多品牌阶段及大品牌竞争阶段的核心竞争力。
- 对标成熟市场，目前国内企业特征初步显现，不规范企业、多品牌战略企业、渠道建设型及内容型企业混杂。从发展阶段看，目前国内市场处于无品牌竞争阶段，渠道能力是当前阶段企业致胜的关键。未来进入多品牌厮杀和大品牌竞争阶段后，产品力过硬的企业有望实现长足发展。
- 重点推动渠道端发力的企业：中宠股份、疯狂小狗、上海依蕴（伯纳天纯）。
- 风险提示事件：行业增速不达预期、行业标准改变

内容目录

行业发展三阶段论：实际养宠人群增加+有效支付能力提升是核心.....	- 5 -
行业核心驱动因素：实际养宠人群增加+有效支付能力提升.....	- 5 -
下一个爆发期：从驱动因素推演未来行业发展趋势.....	- 8 -
成熟市场回溯：行业核心驱动因素引导优质企业成长.....	- 11 -
实际养宠人群增加提升产品范围，有效支付能力提升推动产品升级.....	- 11 -
成熟市场动态路径回溯：无品牌→多品牌→平台巨头→内容巨头.....	- 14 -
当前国内企业核心竞争力推演：渠道是关键.....	- 16 -
类型划分：发展初期，企业特征初步显现.....	- 16 -
国内企业动态发展推演：渠道是当前发展的关键.....	- 17 -
推荐建议：短期看好渠道端发力的企业，中长期看好专注内容型企业.....	- 19 -
中宠股份：国内销售渠道快速构建.....	- 19 -
疯狂小狗：高性价比爆款+强大线上销售渠道.....	- 19 -
上海依蕴（伯纳天纯）：专注高端市场，国内天然粮第一品牌.....	- 20 -
风险提示.....	- 21 -
投资评级说明：.....	- 22 -

图表目录

图表1: 宠物食品行业企业销售收入维持高增速.....	- 5 -
图表2: 养宠人群稳步提升.....	- 5 -
图表3: 人均宠物数量远落后成熟市场.....	- 5 -
图表4: 宠物只均消费金额加速增长.....	- 6 -
图表5: 有效支付能力较成熟市场差距较大.....	- 6 -
图表6: 宠物人群增加的路径推演.....	- 6 -
图表7: 人宠关系的增进是养宠质量提升的关键.....	- 7 -
图表8: 消费升级过程.....	- 7 -
图表9: 行业规范建立和进口标准提升.....	- 8 -
图表10: 高端粮数量提升显著.....	- 8 -
图表11: 高端产品品类增加.....	- 8 -
图表12: 行业发展三阶段论.....	- 9 -
图表13: 养宠质量提升对实际养宠人群增加的推动作用.....	- 10 -
图表14: 平台型企业 VS 内容型企业.....	- 11 -
图表15: 营销策略差异.....	- 11 -
图表16: 企业产品分布.....	- 12 -
图表17: 玛氏在区域市场市占率分布.....	- 12 -
图表18: 玛氏多品牌矩阵.....	- 12 -
图表19: 国际巨头市占率变化.....	- 13 -
图表20: 皇家及蓝爵销售收入及增速.....	- 13 -
图表21: 商品粮与天然粮产品对比.....	- 13 -
图表22: 服务策略对比.....	- 14 -
图表23: 美国宠物行业发展路径回溯.....	- 15 -
图表24: 14年后国外品牌市占率逐步下滑.....	- 16 -
图表25: 国内市场市占率.....	- 16 -
图表26: 国内企业分类.....	- 17 -
图表27: 行业发展的不同阶段.....	- 17 -
图表28: 中宠国内销售收入增长提速.....	- 19 -
图表29: 国内业务占比提升.....	- 19 -
图表30: 渠道拓展和平台假设.....	- 19 -
图表31: 疯狂小狗销售收入高速增长.....	- 20 -
图表32: 主打线上销售+新零售门店.....	- 20 -
图表33: 伯纳天纯产品线.....	- 21 -

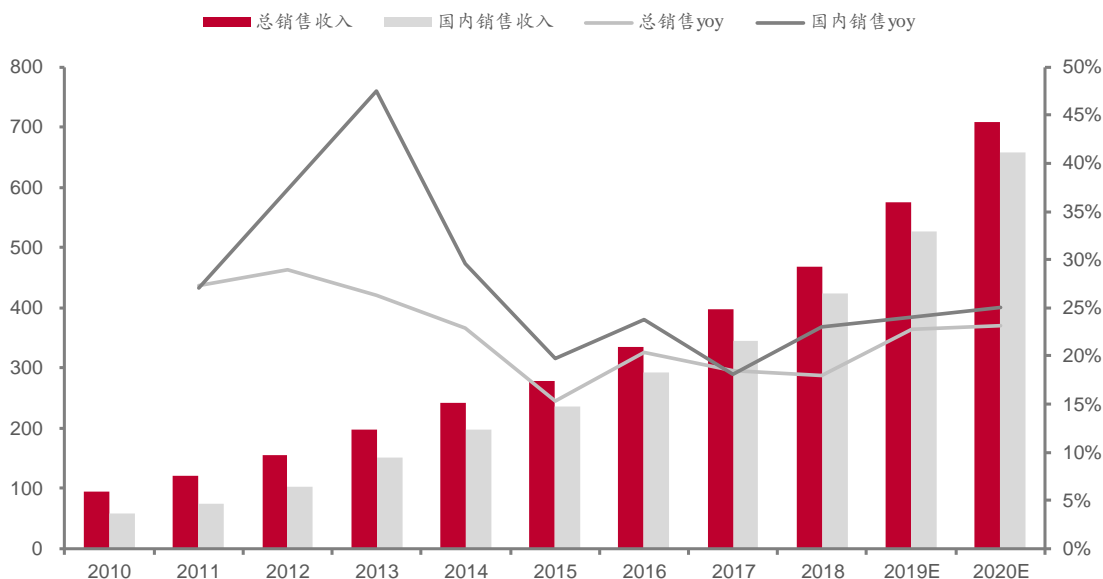
图表 34：产品价格远高于其他国内品牌..... - 21 -

行业发展三阶段论：实际养宠人群增加+有效支付能力提升是核心

行业核心驱动因素：实际养宠人群增加+有效支付能力提升

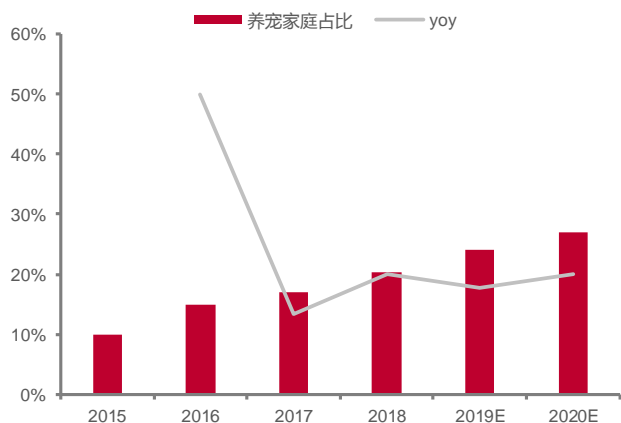
- 国内宠物食品行业近 10 年实现快速发展（CAGR 20%+）。我们将行业核心驱动因素拆分为**实际养宠人群增加**（即购买宠物食品喂养的人群）和**有效支付能力提升**（即实际为宠物支付的金额）。对标成熟市场可以看出，目前国内人均养宠量和消费额仍有较大空间。

图表1：宠物食品行业企业销售收入维持高增速



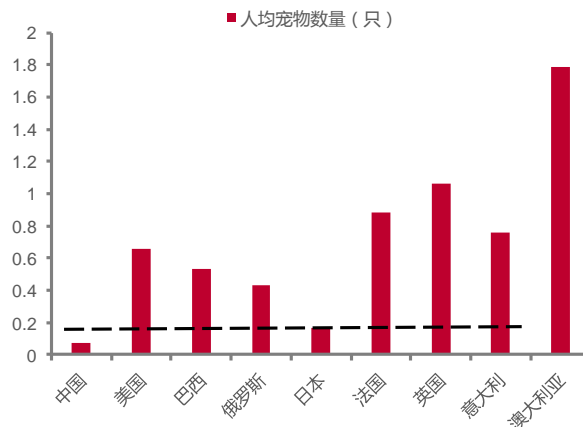
来源：中宠招股说明书，中泰证券研究所

图表2：养宠人群稳步提升



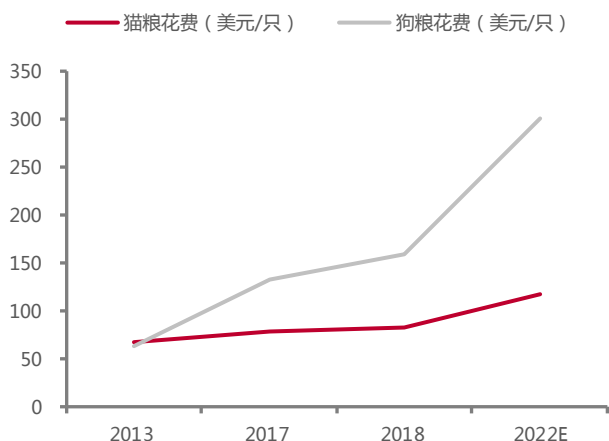
来源：宠物行业白皮书，中泰证券研究所

图表3：人均宠物数量远落后成熟市场



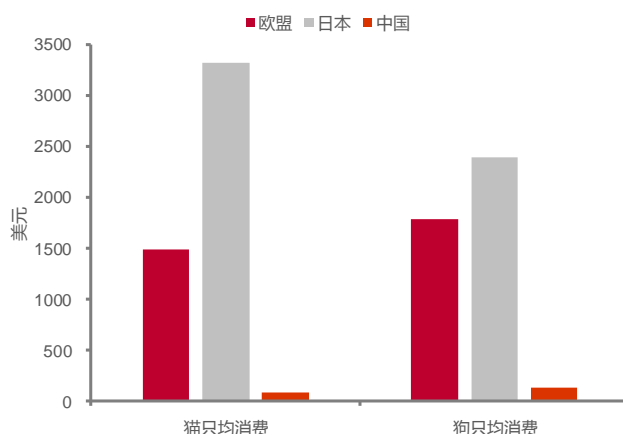
来源：宠物行业白皮书，中泰证券研究所

图表4：宠物只均消费金额加速增长



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

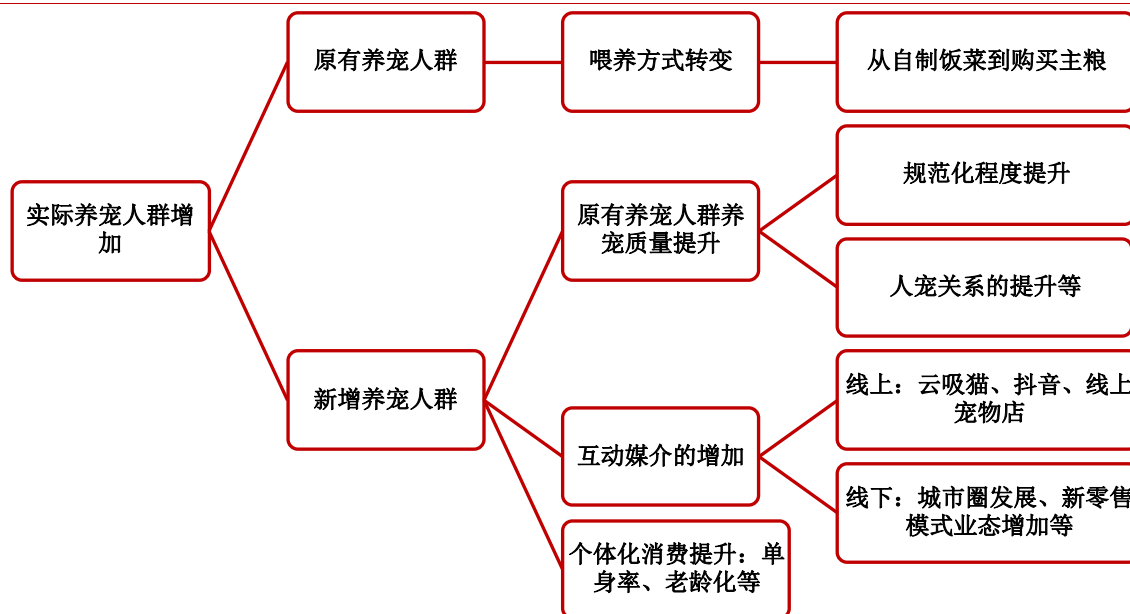
图表5：有效支付能力较成熟市场差距较大



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

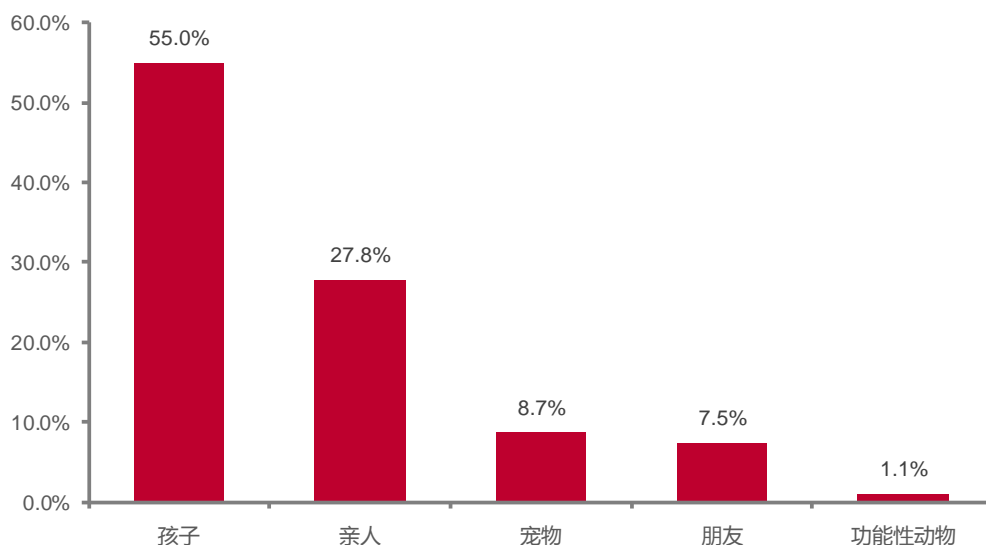
- 实际养宠人群增长是驱动规模提升的核心因素之一。实际养宠人群的增加涵盖两个部分：(1) 从无效到有效。即喂养方式从自制饭菜到购买商品粮的转变，这部分增量来自于商品粮在原有实际养宠人群中渗透率的提升 (2) 新增实际养宠人群，即从不养宠物到养宠物，并购买商品粮喂养。我们认为第二部分新增实际养宠人群是未来 5 年内行业推动行业发展的关键。
- 其中，养宠质量的提升、互动媒介的完善以及个体化消费提升是实际养宠人群增长的充分条件，而老龄化人口增长、单身比例增加等只是必要条件。

图表6：宠物人群增加的路径推演



来源：中泰证券研究所

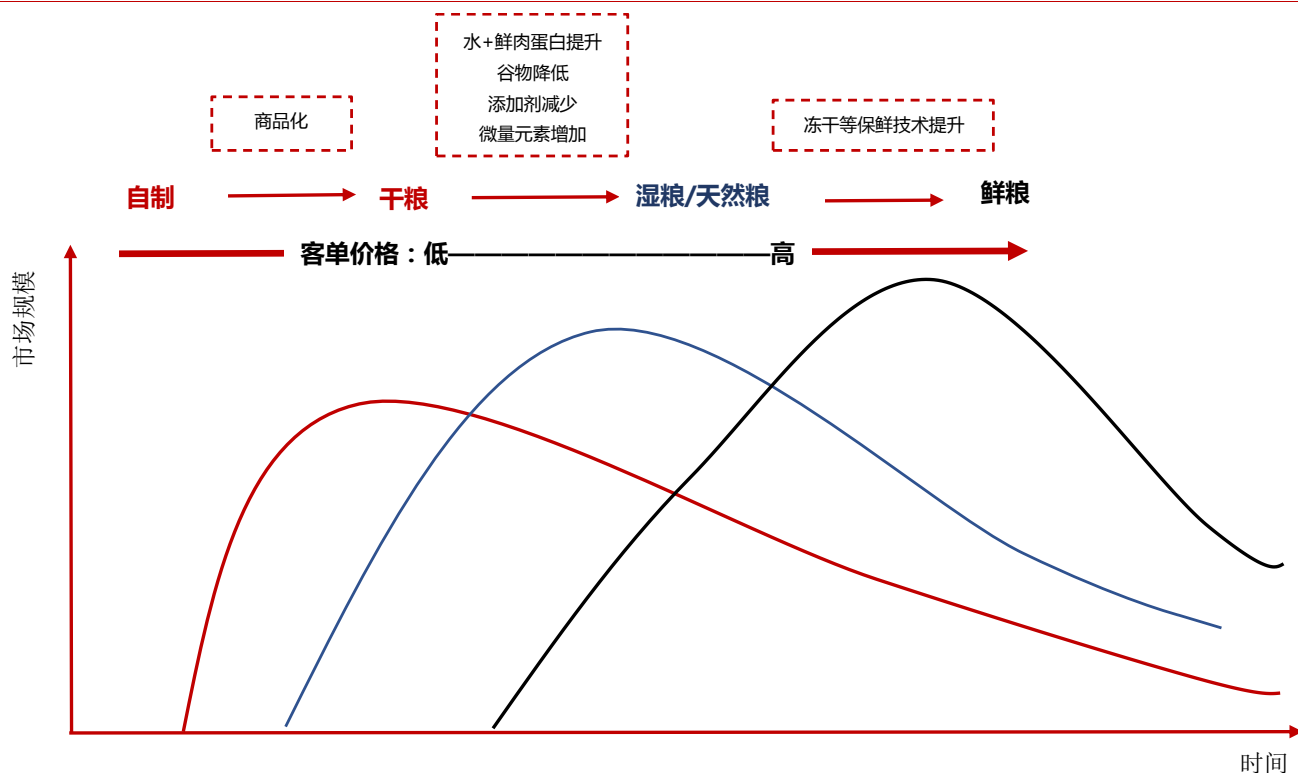
图表7：人宠关系的增进是养宠质量提升的关键



来源：宠物行业白皮书，中泰证券研究所

- 有效支付能力提升是驱动规模增长的另一关键因素。其中有效支付能力的提升受需求和供给两方面影响。
- 需求方面，养宠质量的提升推动消费需求不断升级。从成熟市场的发展历程看，宠物食品消费经历了从最初的自制饭菜到干粮再到湿粮、天然粮的发展过程，消费需求提升的核心原因在于宠物喂养质量的提升和优化。

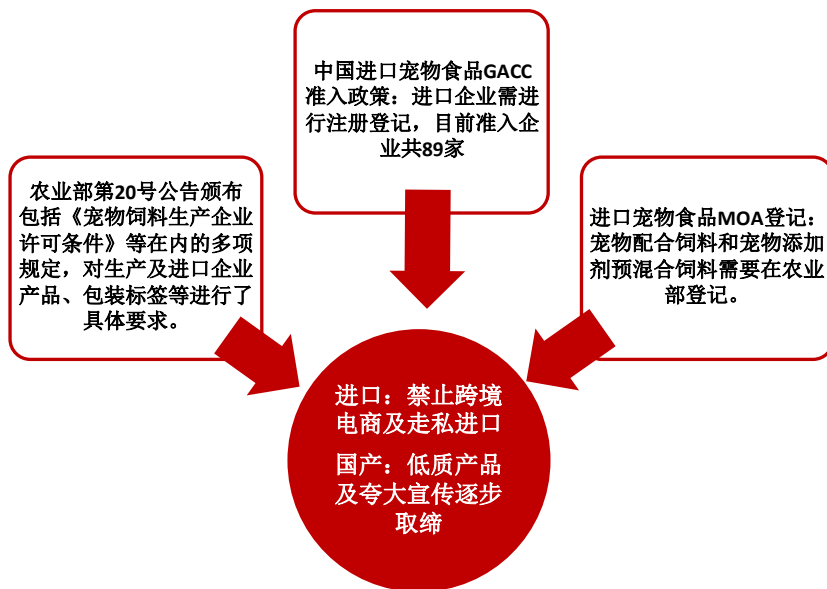
图表8：消费升级过程



来源：中泰证券研究所

- 供给方面，行业规范的建立推动消费升级。2018年5月农业部颁布一系列行业规范文件，用以规范宠物饲料行业的生产厂商和进口企业。从2019年9月1日起，只有在农业部及海关总署登记并持有批文的企业才能够进口或者在华生产产品，此前通过跨境电商等方式流入国内的产品一律禁止，大量的走私粮进口和国内不合格的低质量产品将被取缔。

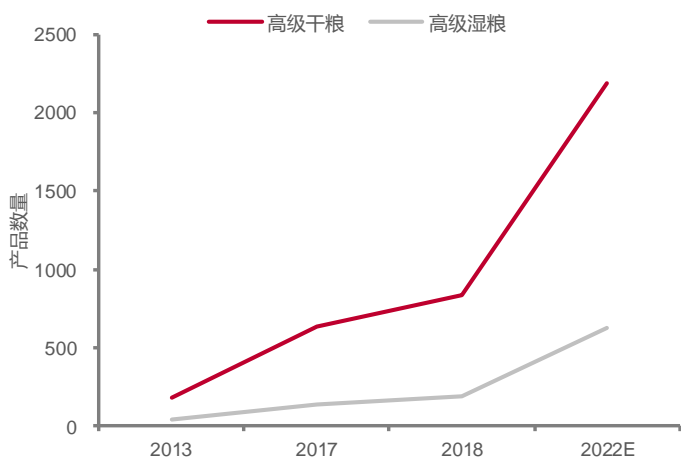
图表9：行业规范建立和进口标准提升



来源：农业农村部，中泰证券研究所

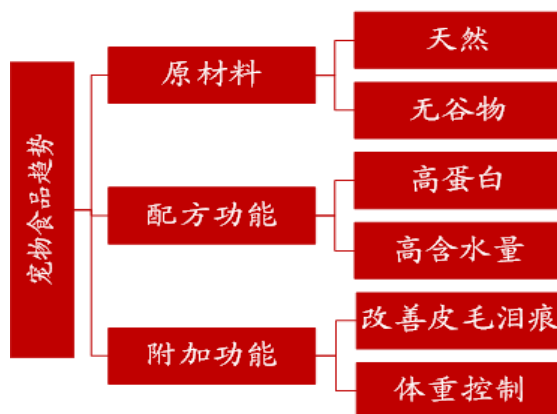
- 除了行业规范，企业供应能力提升也是推动支付能力提升的关键。湿粮、天然粮等高端产品数量的增加使得消费者逐步了解更加科学的喂养方式，进而增加宠物食品的消费支出。

图表10：高端粮数量提升显著



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

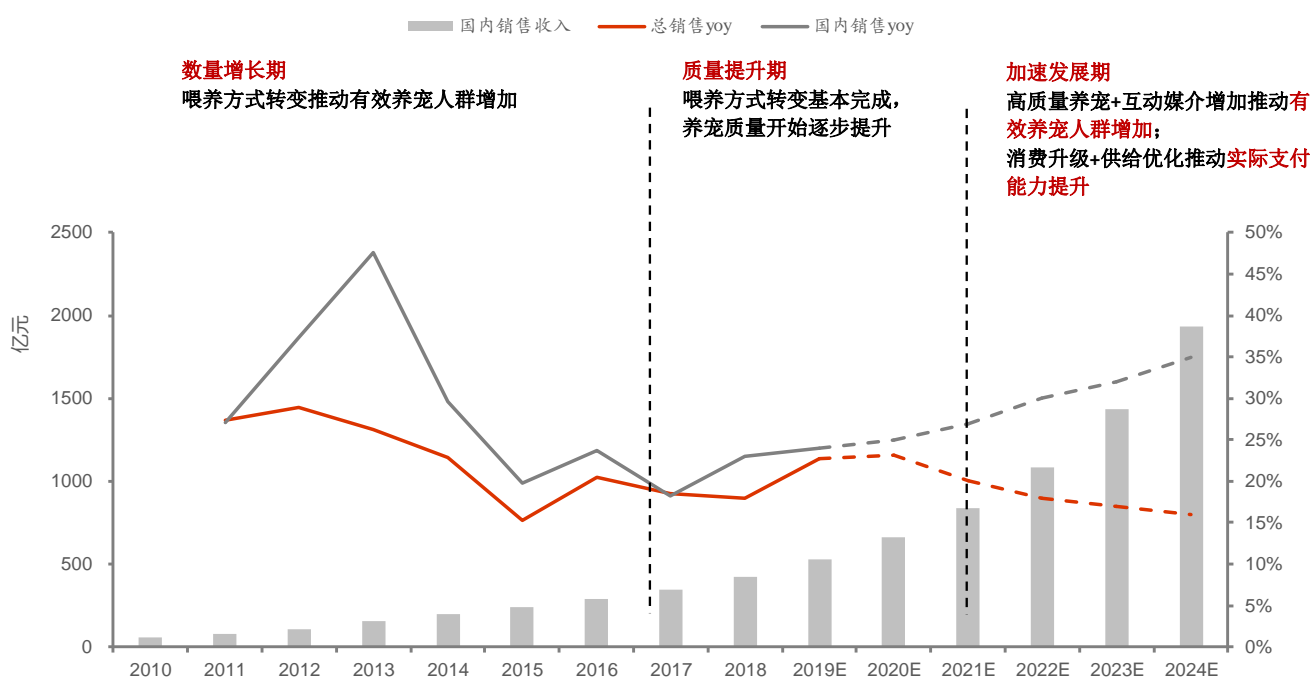
图表11：高端产品品类增加



来源：中泰证券研究所

下一个爆发期：从驱动因素推演未来行业发展趋势

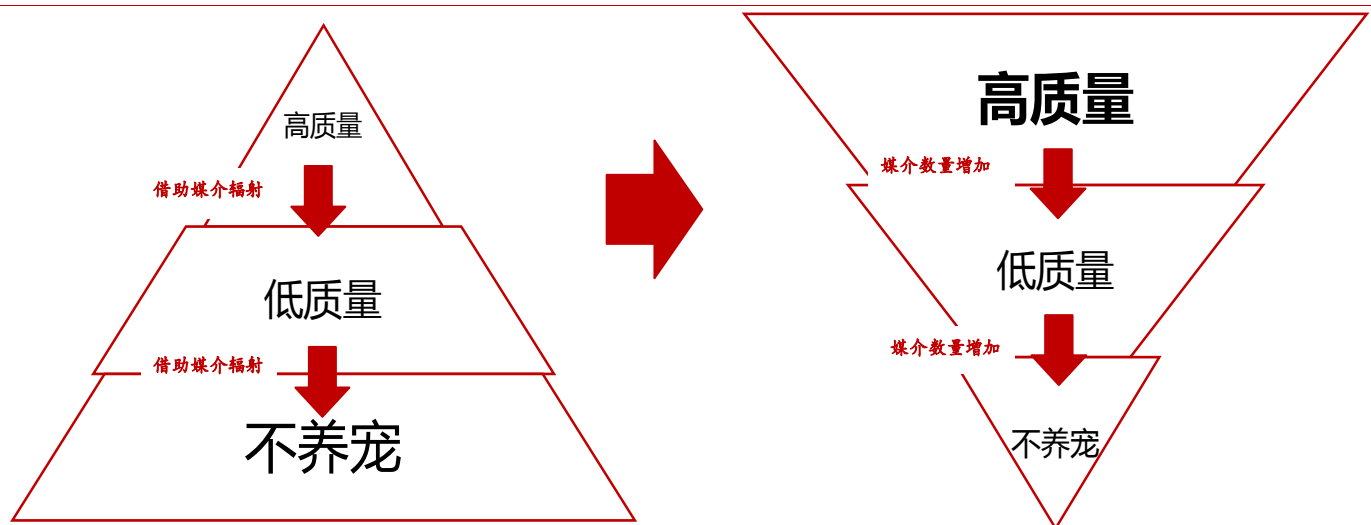
- 实际养宠人群增加和有效支付能力的提升作用强度的差异，据此可将国内宠物食品行业发展分成三个阶段。
- **第一个阶段是数量增长期，核心驱动因素在于喂养方式的转变推动实际养宠人群增加。**在行业发展的初期，原有养宠人群的喂养模式主要使用自制饭菜/剩饭剩菜，商品粮在这部分人群中渗透率的提升推动了宠物行业的快速发展，到 2017 年左右，通过购买商品粮喂养宠物的方式普及率已经达到 90% 水平（2017 年宠物白皮书），标志着喂养方式转变推动行业发展的阶段已接近尾声。

图表 12：行业发展三阶段论


来源：宠物白皮书，中泰证券研究所

- **此时行业过渡至第二个阶段——质量提升期。**在质量提升初期，新增宠物数量并不会出现大幅增加，核心的原因在于大家对于养宠的认知和了解不足，同时低质量的养宠人群占比高导致示范引导效果差。但是随着养宠质量的提升和互动媒介的完善，高质量实际养宠人群不断提升，并开始吸引更多未实际养宠人群对宠物产生兴趣。
- 其中养宠质量的提升表现在养宠规的规范性提升、宠物与养宠人群关系的增进等各个方面，养宠质量的提升除了能够影响更多人养宠之外，也同样能带动有效支付能力的提升。因此，我们认为养宠质量的提升对于后续行业的发展具有重要的意义。

图表 13：养宠质量提升对实际养宠人群增加的推动作用



来源：中泰证券研究所

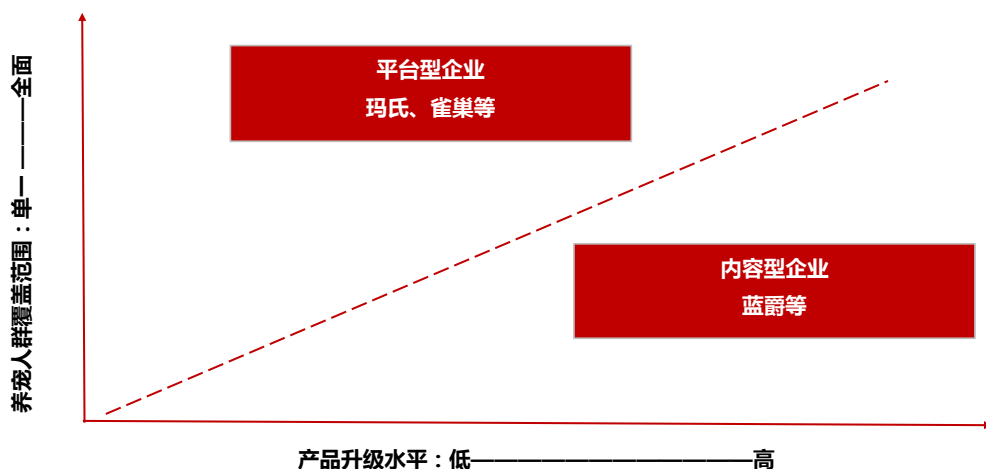
- 质量提升期末，实际养宠人群的饲养质量和辐射能力显著提升，带动新增实际养宠人群和有效支付能力共同提升，宠物行业会开始新一轮加速发展。在第三阶段——加速发展期，新增养宠数量+有效支付能力提升共同发力，推动规模加速提升。

成熟市场回溯：行业核心驱动因素引导优质企业成长

实际养宠人群增加提升产品范围，有效支付能力提升推动产品升级

- 在行业发展过程中，实际养宠人群的提升和有效支付能力提升两大核心驱动因素引导行业规模快速增长。回溯成熟市场发展路径不难看出，在行业发展的不同阶段，不同的核心驱动因素引导优质企业发展战略分化。养宠人群提升引导产品覆盖范围全面的平台型企业快速发展；有效支付能力提升催生专注高端产品的内容型企业。

图表 14：平台型企业 VS 内容型企业



来源：中泰证券研究所

- 平台型企业通常具有丰富的产品线能够满足多元化的消费需求和不同市场的消费人群，通过多品牌策略提升产品辨识度，销售渠道广泛。内容型企业产品专注高端市场，通过单品牌策略强化品牌定位，同时专注高端渠道的铺设。

图表 15：营销策略差异

	产品	渠道	品牌
平台型企业	产品线丰富、覆盖范围广泛	全面覆盖	多品牌策略
内容型企业	专注高端市场	专注高端渠道	单品牌策略

来源：中泰证券研究所

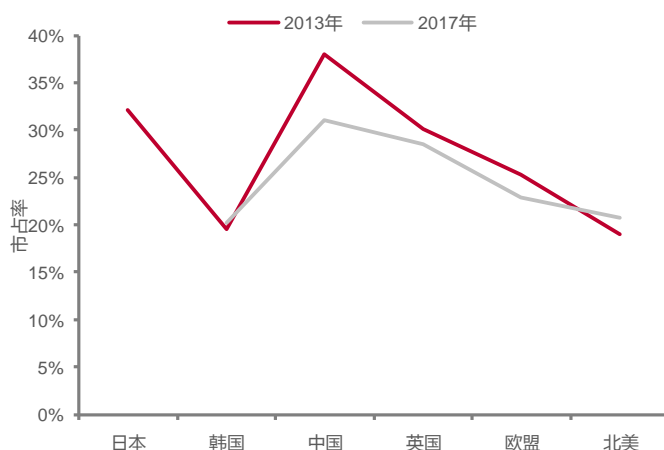
- 行业巨头玛氏是典型的平台型企业，其核心的战略在于满足实际养宠人群多样化的产品需求，核心的优势在于丰富的产品线和渠道拓展能力。产品品类方面，玛氏的主要产品集中在中端商品粮部分，同时兼顾高端；产品品类几乎涉及各个品种。在渠道拓展方面，全球各个国家基本均有布局且市占率几乎都能够达到 15% 以上的水平，特别在新兴市场的产品市占率非常高。

图表16：企业产品分布

细分市场	蓝爵	雀巢	玛氏	SJM
天然粮	BLUE	Zuke's	Nutro(Ultra)	Natural Balance
商品粮		Purina Chow(Dog Chow, Cat Chow, et al.Friskies, Beneful, Fancy Feast, Purina ONE, Alpo, Purina Pro Plan, Beggin, Kit & Kaboodle, Busy, Mighty Dog, Be Happy, Whisker Lickins, Chef Michael's, T. Bonz, Deli Cat	Pedigree, Nutro(NaturalChoice & Max), Cesar, Temptations, Greenies, Royal Canin, Whiskas, Sheba, Goodlife	Meow Mix, Natural Balance(LID, Ultra, et al), Kibbles'n Bits, Mik-Bone, 9 Lives, Pup-Peroni, Gravy Train, Canine Carryout, Nature's Recipe(main line), Milo's Kitchen, Snausages, Meaty Bone, Alley Cat
功能粮		Purina Veterinary Diets	Royal Canin Veeterinary Diets	

来源：蓝爵招股说明书，中泰证券研究所

图表17：玛氏在区域市场市占率分布



来源：加拿大农业部，中泰证券研究所

- 在品牌策略上，平台型公司通常采取多品牌战略去对应丰富的产品品类。以玛氏为例，公司宠物板块拥有几十个品牌，用于标识不同领域和类别的产品，提升辨识度。皇家、宝路等在相应细分市场的市占率都占据领先地位。

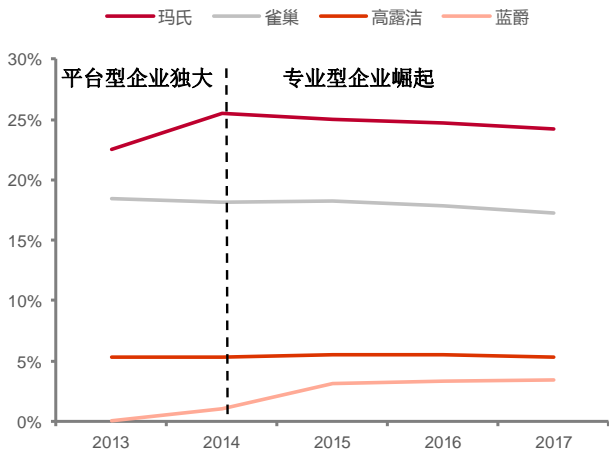
图表18：玛氏多品牌矩阵

多品牌矩阵					
	全球宠物食品第一品牌		独特配方的猫粮		帮助时刻狗处在最佳状态
	全球第一大狗粮品牌		营养专家研制的狗粮		国内市占率最高的猫砂品牌
	40年制造经验的猫粮品牌		营养专家研制的猫粮		罐装湿狗粮和零食

来源：玛氏官网，中泰证券研究所

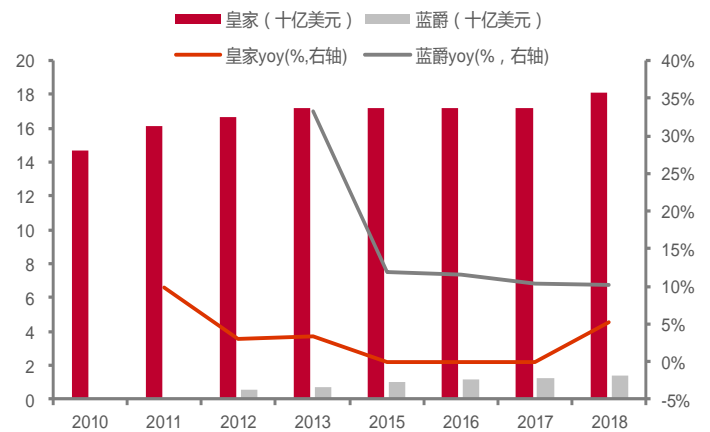
- 内容型企业的发展主要由消费升级推动。与平台型企业不同，内容型企业核心竞争力在于产品品质。内容型企业的产品只满足有效支付能力提升过程中高端市场的消费需求。以天然粮行业龙头蓝爵为例，14年至今受益于欧美成熟市场有效支付能力提升，高端天然粮需求快速提升，蓝爵在4-5年的时间里实现市占率的快速提升，一跃成为全球第5大宠物食品企业。

图表19：国际巨头市占率变化



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表20：皇家及蓝爵销售收入及增速



来源：petfood industry，中泰证券研究所

*2014 年数据缺失

图表21：商品粮与天然粮产品对比

产品类型	代表企业	产品	原料对比	配比
商品粮	玛氏、雀巢等	Royal Canin皇家狗粮——原料成分分析 (以皇家贵宾犬成犬专用狗粮为例) 	肉蛋白：4D原料； 谷物：小麦为主（致敏、高碳水）； 含有山梨酸钾（保鲜剂）	肉蛋白含量偏低； 含谷物及保鲜剂
天然粮	蓝爵、渴望等	超增活力配方 无谷鸡肉 	肉蛋白不含4D原料（天然）； 豌豆、木薯粉等替代谷物（无致敏、吸收率高）； 辅料含水果+益生菌+维生素（助消化+免疫提升）；	鲜肉占比高+辅料营养

来源：中泰证券研究所

- 与平台型企业品牌策略不同。内容型企业专注于高端市场，产品品类相对单一。品牌策略方面，更多的是采用单品牌策略提高产品的知名度，不断强化品牌定位；渠道方面，渠道铺设集中在大城市高端商超、专业化宠物医院等；此外在服务方面，内容型企业的服务重点在于持续进行消费者教育，以提升消费者的养宠质量和有效支付能力。

图表 22：服务策略对比



来源：中泰证券研究所

成熟市场动态路径回溯：无品牌→多品牌→平台巨头→内容巨头

- 回溯美国宠物食品行业发展历程看，过去 50 年美国宠物行业经历了 4 个阶段的发展过程。
- **无品牌阶段：**1980s 前，宠物食品开始商品化生产和销售，在这个阶段，消费者没有品牌意识，同时由于缺乏行业标准和规范，这个阶段的产品质量参差不齐，判断导入期内，企业核心竞争力在于渠道能力。
- **多品牌混战：**1980 年之后，商品化喂养方式的转换逐步完成，同时对宠物行业的法律规范同步形成，产品质量差的生产厂商逐渐被淘汰，同时玛氏、雀巢等平台型企业市占率逐步提升，成为行业龙头，这个阶段的竞争的核心逐步从渠道转移至产品。
- **平台型巨头领先：**进入 20 世纪，行业开始整固，增速放缓，年增长率在 5% 上下波动。企业市占率已经基本稳定，以玛氏等为代表的平台型企业占据了主要的市场份额。但是在这个阶段，养宠质量提升显著，对应产品消费升级趋势显现，从干粮到湿粮的转移逐步完成，天然粮需求开始提升。整固期末端，以蓝爵为代表的高端粮生产企业开始发展，但是销售增速和市占率尚低。
- **内容型巨头崛起：**14 年左右，以天然粮为代表的高端产品消费需求大幅增加，消费升级带动行业增速提升。蓝爵在整固期建立的品牌优势和产品优势使得其市占率快速提升。我们认为在这个阶段和后面很长的时间里，产品和品牌的优势是竞争的关键。

图表 23：美国宠物行业发展路径回溯

	发展阶段	企业情况	核心竞争力
1980 前	无品牌时期	无品牌	渠道
1980-2000	多品牌混战	多品牌竞争，产品力过硬的平台型企业胜出	渠道+产品
2000-2010	平台型巨头领先	龙头市占率稳定，内容型企业萌芽	
2014-至今	内容型巨头崛起	内容型企业市占率快速提升	产品+品牌

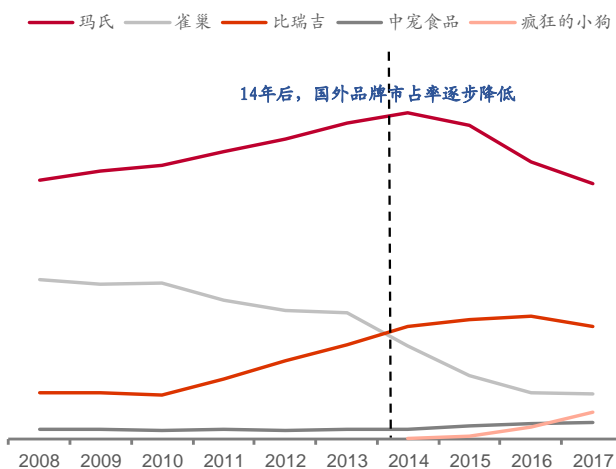
来源：中泰证券研究所

当前国内企业核心竞争力推演：渠道是关键

类型划分：发展初期，企业特征初步显现

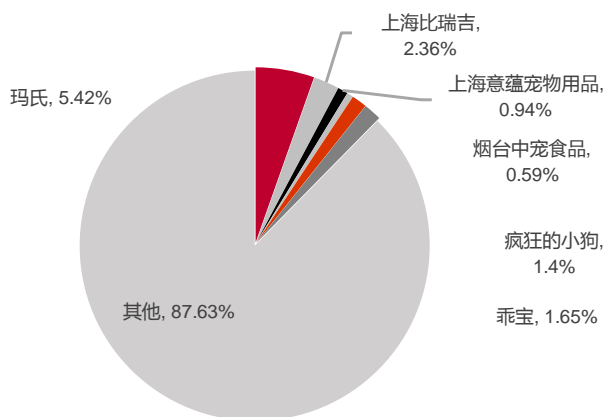
- 国内宠物行业从 20 世纪 90 年代开始起步，国外品牌率先进入国内商品粮市场并占据重要地位。2010 年左右，国内宠物食品品牌大幅增加，国际品牌的市占率从 14 年开始持续下滑，到 2017 年，以比瑞吉、乖宝、疯狂小狗等为代表的国产品牌市占率持续提升，国产品牌替代国际品牌成为国内宠物食品市场的主流。

图表 24：14 年后国外品牌市占率逐步下滑



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

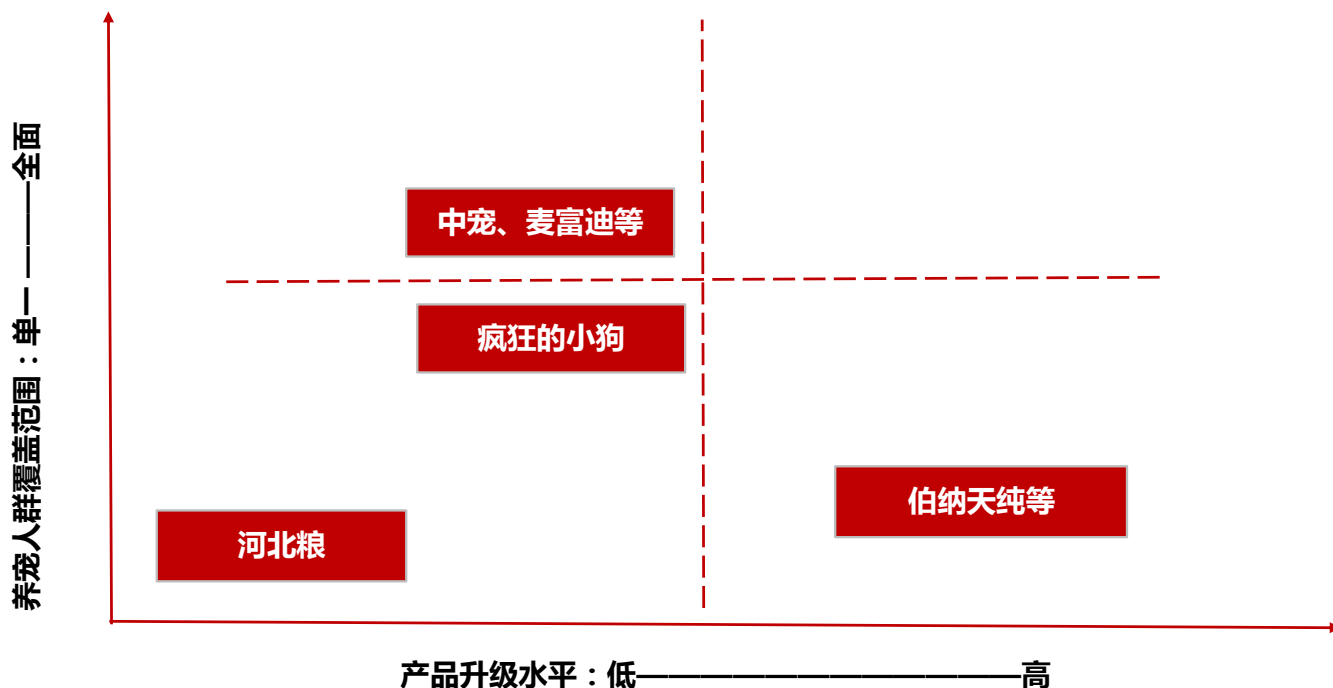
图表 25：国内市场市占率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 根据目前国内企业显现的初步特征，大致可将企业（品牌）分为四类：
 - 不规范企业：**这类企业是行业早期发展起来的一批公司，团队管理非常混乱，最初凭借低价优势在低端市场快速拓展，但是由于质量的问题，这部分会逐步被取缔。
 - 尝试多品牌企业：**以中宠、乖宝、疯狂小狗为代表。公司高、中、低端市场各个品类均有涉及，在产品和渠道建设方面没有明确的侧重点
 - 专注内容型企业：**以伯纳天纯为代表的天然粮生产企业，这类公司产品定位高端，只做天然粮一个品类，增长来自于消费升级过程中，高端产品渗透率的提升。
 - 渠道建设型企业：**疯狂小狗主要做低端市场，凭借优秀的渠道能力和高性价比的产品实现销量快速提升。
- 从目前企业的分类不难看出，目前国内宠物食品行业发展水平较低，企业呈现的战略普遍不够聚焦和清晰。

图表 26：国内企业分类



来源：中泰证券研究所

国内企业动态发展推演：渠道是当前发展的关键

- 参照成熟市场发展路径，我们认为国内市场目前仍旧以低质量养宠人群为主，行业生产厂商混杂，同时行业规范仍未形成，因此目前企业仍旧处于无品牌发展阶段。
- 这一阶段行业内混杂了大量不规范企业产品、走私产品，由于养宠人群养宠质量较低，因此品牌和产品壁垒不强，在这个阶段渠道的铺设是实现公司销售提升的关键。
- 随着行业标准的建立和养宠质量的提升，不规范企业未来 3 年有望被逐步取缔，产品质量过硬的企业将进入厮杀阶段。在这个阶段，优质平台型企业和内容型企业分别凭借高性价比产品和高端产品脱颖而出，进入大品牌竞争阶段。
- 相对于成熟市场不同阶段依次过渡的发展过程，我们认为国内市场不同阶段的迭代速度将更快，同时平台型和内容型企业有望并行崛起。

图表 27：行业发展的不同阶段

无品牌发展阶段

消费群体特征：低质量养宠人群占比高，消费者教育不充分

行业特征：数量增长期，行业规范缺失，各类企业混杂且无品牌效应

企业竞争核心：渠道

多品牌厮杀阶段

消费群体特征：养宠人群养宠质量提升

行业特征：质量提升期，行业监管规范，不规范企业逐步退出市场，大量品牌商竞争

企业竞争核心：产品

大品牌竞争阶段

消费群体特征：高质量养宠人群占比高

行业特征：优质平台型企业和内容型企业市占率领先

企业竞争核心：品牌

企业发展阶段

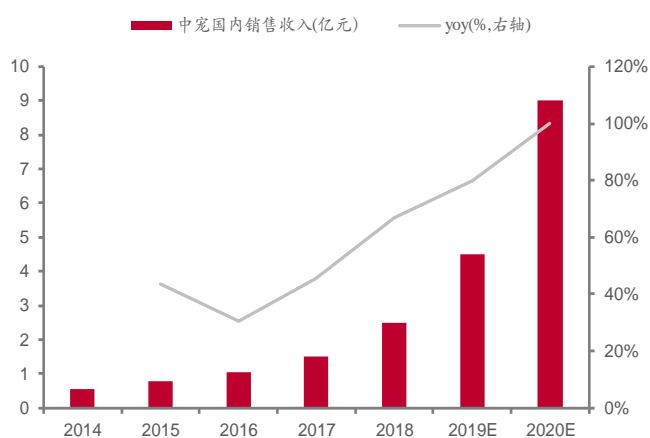
来源：中泰证券研究所

推荐建议：短期看好渠道端发力的企业——中宠股份、疯狂的小狗，中长期看好专注内容型企业——上海意蕴（伯纳天纯）

中宠股份：国内销售渠道快速构建

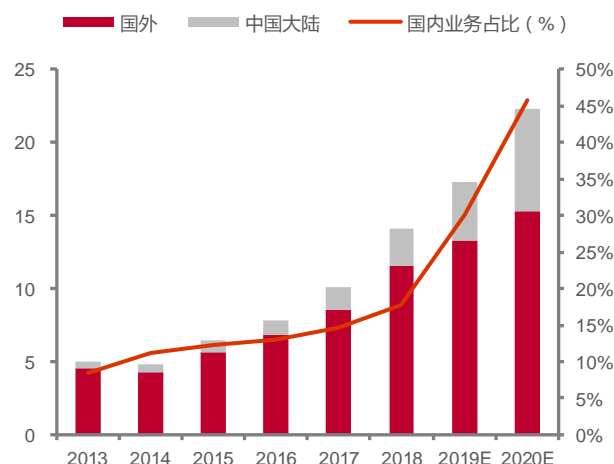
- 中宠目前生产产品以宠物零食和罐头为主，近两年开始发展宠物主粮业务。2012 年左右，公司开始在国内市场发力，自主品牌销售占比逐年提升，18 年国内销售占比达到 18%，预计未来 3-5 年国内市场销售收入占比有望突破 50%。

图表 28：中宠国内销售收入增长提速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29：国内业务占比提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在发展国内市场的过程中，公司大力开拓线上销售渠道和新零售平台。目前与天猫、京东、苏宁等主要网络销售平台达到战略合作；同时投资打造新零售平台，实现线上线下良好互动。我们认为凭借良好的产品优势，叠加销售渠道的全力拓展，中宠有望在未来 1-3 年实现国内业务销售收入的大幅提升，给予推荐。

图表 30：渠道拓展和平台假设

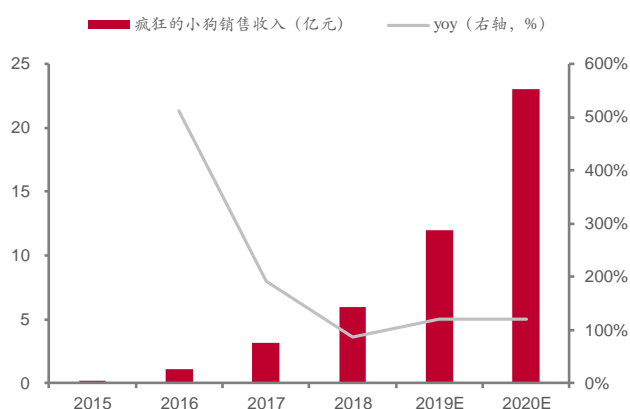
时间	平台	内容
2019.04	与京东达成战略合作	打造新零售业态
2018.12	增资瑞鹏宠物医疗集团股份有限公司	通过非货币性资产交换的方式换取瑞鹏股份454万股（占总股本1.3%）
2018.10	与天猫达成战略合作	未来3年销售计划17.5亿
2018.09	与苏宁易购达成战略合作	未来3年销售计划5亿
2018.07	对云宠智能投资3100万	打造新零售平台
2018.05	成立云吸猫	打造新零售平台

来源：上市公司公告，中泰证券研究所

疯狂小狗：高性价比爆款+强大线上销售渠道

- 疯狂小狗 14 年成立，产品定位中低端市场，主打高性价比。前期全部产品通过网络渠道销售（后续配套新零售门店，但仍旧以网络销售为主）。客户群体定位“30 岁以下、女性养宠小白”，18 年销售收入突破 6 亿，年复合增长率 220%。疯狂小狗之所以能够在短时间内实现快速扩张，核心在于其定位清晰，产品、价格、服务与目标客户高度匹配。
- **产品方面**，公司的品类不多，核心产品是养宠人群高频刚需的干粮，产品质量领先同等价位其他产品，月内复购率能够达到 40% 以上。**价格方面**，类似于小米的定价策略，薄利多销。与目标客户群价格敏感性高的特质相匹配。**服务方面**，相对于传统品牌，网络销售渠道和社群网络拉近与消费者距离，通过频繁的互动增加客户群体的粘性，**渠道方面**，公司在网络销售渠道方面优势非常显著，同时配套了仓储物流体系和信息平台，效率优势凸显。

图表 31：疯狂小狗销售收入高速增长



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 32：主打线上销售+新零售门店



来源：公司官网，中泰证券研究所

上海依蕴（伯纳天纯）：专注高端市场，国内天然粮第一品牌

- 依蕴旗下的伯纳天纯品牌定位高端市场，只生产天然粮。相对于商品粮而言，天然粮不适用 4D 成分及副产品（Dead 已死、Diseased 有病、Dying 垂死和 Disabled 残废，副产品是指它们的内脏、皮毛等），因此被认为更加健康，价格也更贵。目前伯纳天纯主粮价格（10kg）在 450 元以上，远高于其他同类国产产品价格。
- 类似于国外蓝爵的崛起，依靠产品的差异化，公司在国外品牌林立的高端市场快速崛起，成为国内宠物食品行业领先品牌。

图表33：伯纳天纯产品线

产品系列	原料	10公斤主粮价格
Simple	减少原料种类添加（主打两种原料）	800元左右
原始狩猎犬粮	鱼类及畜禽肉为主，含肉量70%以上	600元左右
经典犬粮	2-3种高端原料添加	450-550元之间
无谷低敏犬粮	糙米替代玉米小麦等	450-550元之间
生鲜系列	冻干肉、冻果蔬	500+
益生草本系列	添加益生元、草本	——

来源：中泰证券研究所

图表34：产品价格远高于其他国内品牌

宠物主粮热销品牌排名	0-35元	35-105元	105-215元	215-430元	430-660元	660元以上
1	疯狂的小狗	疯狂的小狗	皇家	皇家	皇家	渴望
2	蓝狗	鼎鑫	耐威克	比瑞吉	冠能	福摩
3	威克多	比瑞吉	疯狂的小狗	伯纳天纯	伯纳天纯	荒野
4	美洛帝（食品）	耐威克	鼎鑫	力狼	海洋之星	爱肯拿
5	牧康乐	臻宠	比瑞吉	Legend Sandy	比瑞吉	海洋之星

来源：宠物行业白皮书，中泰证券研究所

风险提示

- 行业增速及产品渠道拓展速度不达预期，政策、行业不可控事件导致增速不达预期。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。