

行业深度

饲料

宠物食品长期赛道优质，国产品牌加速崛起

2021年03月22日

评级 领先大市

评级变动： 首次

行业涨跌幅比较



| % | 1M | 3M | 12M |
|-------|--------|------|-------|
| 饲料 | -15.90 | 1.62 | 10.68 |
| 沪深300 | -10.55 | 0.85 | 37.06 |

杨甫 分析师
执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com
0731-84403345

吴号 研究助理
wuhao2@cfzq.com

相关报告

| 重点股票 | 2019A | | 2020E | | 2021E | | 评级 |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|----|
| | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | |
| 中宠股份 | 0.44 | 92.36 | 0.83 | 48.96 | 1.28 | 31.75 | 推荐 |
| 佩蒂股份 | 0.29 | 101.17 | 0.66 | 44.45 | 1.07 | 27.42 | 推荐 |

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **宠物食品空间大、增长快、确定性强，长期赛道优质。**情感需求为养宠主因，80后、90后群体为养宠主要人群，收入水平提高、人口空巢化、城镇化驱动宠物行业快速增长。受疫情影响，2020年我国宠物市场增长放缓，但对标日美等成熟市场，未来我国宠物食品市场规模可由当前的千亿级别成长到四千亿级，具备十分强劲的增长潜力。
- **我国宠物食品市场分散，国产品牌加速崛起。**2019年我国宠物食品市场CR5为22.50%，相比于美国市场的72.30%、日本市场的54.20%，我国宠物食品市场集中度较低。但我们应注意到，国内宠物食品企业的市场份额在稳步提高，国外企业的市场份额在逐渐下降。以皇家、麦富迪、顽皮为例，2015-2019年，皇家品牌在淘宝渠道中的份额由8.60%下降至7.60%，麦富迪的份额由2.30%提升至4.40%，中宠股份的份额由0.70%提升至1.00%。展望未来，受益于性价比高、线上渠道发力、市场下沉、宠物主年轻化等，国产品牌有望加速崛起。
- **国产品牌如何崛起：并购整合、差异化经验可借鉴。**玛氏通过“并购整合+自主创立”的方式逐步成长为多品牌、全品类的宠物食品巨头；蓝爵则采取差异化、单品牌的发展策略，深耕天然健康宠物食品，专注产品研发、品质把控，在成熟市场中成功突围。
- **中宠 VS 佩蒂：中宠股份有望成为国产品牌代表。**从国外市场业务来看，两家公司均以“贴牌生产”为主，产品主要销往北美、欧洲；从国内市场业务来看，两家公司均采取多品牌、全品类的发展策略，但比较而言，中宠股份的产品力、品牌力、渠道力更强，具体表现在：一是产品品类更加齐全，拥有“Wanpy鲜封包”和“Zeal犬猫专用牛奶”两款爆款产品；二是品牌宣传力度更大，“Wanpy”和“Zeal”品牌在国内宠物零食销量排名中处于领先地位；三是线上经销网络广，入股线上渠道商以及连锁宠物医疗机构。从财务数据来看，佩蒂股份产品毛利率更高，中宠股份的收入结构更加多元，国内市场收入占比更高。
- **投资建议：首次覆盖宠物食品行业，给予“领先大市”评级，推荐关注宠物食品龙头中宠股份（002891）和佩蒂股份（300673）。**
- **风险提示：原材料价格上涨风险；汇率变动风险；食品安全风险；行业竞争加剧风险。**

内容目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1 宠物食品空间大、增长快、确定性强，长期赛道优质 | 5 |
| 1.1 我国宠物行业起步晚，尚处于快速发展期 | 5 |
| 1.2 新冠疫情+养宠结构变化，2020年宠物行业规模增速放缓 | 6 |
| 1.3 收入增长+人口空巢化+城镇化，驱动宠物行业快速增长 | 8 |
| 1.4 情感需求为养宠主因，宠物主呈年轻化、高学历化、高收入化 | 9 |
| 1.5 营养均衡、天然健康、品牌知名为消费新趋势 | 11 |
| 1.6 对标日本，我国宠物食品市场空间可达4320亿元 | 13 |
| 2 竞争格局：我国宠物食品市场分散，国产品牌加速崛起 | 14 |
| 2.1 我国宠物食品市场分散，国外品牌市场份额高 | 14 |
| 2.2 性价比高+线上发力+市场下沉+宠物主年轻化，助力国产品牌崛起 | 16 |
| 2.2.1 价格是重要的消费决策因素，国内品牌性价比高 | 16 |
| 2.2.2 销售渠道以电商平台为主，利于国内品牌“弯道超车” | 17 |
| 2.2.3 市场下沉+宠物主年轻化，国外品牌偏好减弱 | 18 |
| 3 国产品牌如何崛起：并购整合、差异化经验可借鉴 | 20 |
| 3.1 玛氏：并购整合+自主创立，成为多品牌、全品类的宠物食品巨头 | 20 |
| 3.2 蓝爵：采取差异化的竞争策略，专注于天然健康宠物食品 | 21 |
| 3.3 麦富迪：强产品+重宣传，成就国货领军品牌 | 22 |
| 4 中宠 VS 佩蒂：中宠股份有望成为国产品牌代表 | 25 |
| 4.1 国外市场对比：产品以贴牌生产为主，主要销往北美、欧洲 | 25 |
| 4.2 国内市场对比：中宠股份的产品丰富、品牌力强、渠道广深 | 26 |
| 4.2.1 产品比较：中宠股份产品矩阵更加多样，佩蒂股份新品陆续推出 | 26 |
| 4.2.2 品牌对比：两者均实行多品牌策略，中宠股份的品牌力更强 | 28 |
| 4.2.3 渠道对比：中宠股份线上经销网络广，佩蒂股份线上渠道待加强 | 29 |
| 4.3 财务数据对比：中宠股份收入结构多元，佩蒂股份产品毛利率更高 | 31 |
| 5 行业投资建议 | 34 |
| 6 风险提示 | 34 |

图表目录

| | |
|--------------------------|---|
| 图 1：我国宠物行业发展历程 | 5 |
| 图 2：我国主要宠物食品公司成立时间线 | 6 |
| 图 3：全国城镇犬猫数量（万只） | 7 |
| 图 4：全国城镇养宠（犬猫）人群数量（万人） | 7 |
| 图 5：全国宠物市场规模及同比增速 | 7 |
| 图 6：全国宠物消费结构 | 7 |
| 图 7：全国宠物食品市场规模及同比增速 | 8 |
| 图 8：犬猫主粮、零食、保健品的市场规模（亿元） | 8 |
| 图 9：人均单只宠物年消费金额（元） | 8 |
| 图 10：宠物犬和宠物猫的单只消费金额比较 | 8 |
| 图 11：我国宠物行业市场规模和人均可支配收入 | 9 |
| 图 12：我国 65 岁人口数量及同比增速 | 9 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 13: 养宠人群占比 TOP10..... | 9 |
| 图 14: 我国宠物主城市线分布情况..... | 9 |
| 图 15: 我国宠物行业市场规模和城镇化率..... | 9 |
| 图 16: 我国宠物行业市场规模和城镇人口..... | 9 |
| 图 17: 宠物角色认知情况..... | 10 |
| 图 18: 我国狗主人养宠原因..... | 10 |
| 图 19: 我国猫主人养宠原因..... | 10 |
| 图 20: 宠物主年龄分布..... | 10 |
| 图 21: 宠物主性别分布情况..... | 11 |
| 图 22: 宠物主学历情况分布..... | 11 |
| 图 23: 宠物主收入情况..... | 11 |
| 图 24: 宠物主城市线分布情况..... | 11 |
| 图 25: 宠物干粮消费决策因素..... | 12 |
| 图 26: 宠物干粮包装关注因素..... | 12 |
| 图 27: 不同城市线宠物干粮消费决策差异..... | 12 |
| 图 28: 不同年龄段宠主干粮消费决策因素..... | 12 |
| 图 29: 宠物食品消费升级路径图..... | 12 |
| 图 30: 美国、日本、中国人均宠物数量 (只)..... | 13 |
| 图 31: 2019 年美国、日本、中国宠物市场规模 (亿元)..... | 13 |
| 图 32: 中国、美国、日本的人均 GDP (美元)..... | 14 |
| 图 33: 65 岁及以上人口占总人口的比重 (%)..... | 14 |
| 图 34: 美国宠物行业市场规模及同比增速..... | 14 |
| 图 35: 美国宠物食品市场规模及同比增速..... | 14 |
| 图 36: 日本宠物行业市场规模及同比增速..... | 14 |
| 图 37: 日本宠物食品市场规模及同比增速..... | 14 |
| 图 38: 2019 年我国宠物食品公司市场份额..... | 15 |
| 图 39: 2019 年美国宠物食品公司市场份额..... | 15 |
| 图 40: 2019 年日本宠物食品公司市场份额..... | 15 |
| 图 41: 2019 年美国、日本、中国宠物市场 CR5 对比..... | 15 |
| 图 42: 各宠物食品企业淘宝渠道的销售份额..... | 16 |
| 图 43: 皇家、顽皮、麦富迪淘宝渠道份额变化..... | 16 |
| 图 44: 排名前 6 的宠物干粮消费决策因素..... | 16 |
| 图 45: 排名前 6 的宠物零食消费决策因素..... | 16 |
| 图 46: 2019 年宠物主购买宠物食品的渠道偏好..... | 18 |
| 图 47: 2019 年美国各渠道销售份额占比..... | 18 |
| 图 48: 宠物主选择线上购买宠物食品的原因..... | 18 |
| 图 49: 宠物主选择线下购买宠物食品的原因..... | 18 |
| 图 50: 宠物主购买宠物食品的线上渠道..... | 18 |
| 图 51: 宠物主购买宠物食品的线下渠道..... | 18 |
| 图 52: 2019-2020 年宠物干粮品牌偏好..... | 19 |
| 图 53: 2019-2020 年宠物犬零食品牌偏好..... | 19 |
| 图 54: 2019-2020 年不同城市线宠物主干粮品牌偏好..... | 19 |
| 图 55: 2019-2020 年不同年龄段宠物主干粮品牌偏好..... | 19 |
| 图 56: 麦富迪精选全球 9 大天然优质食材..... | 24 |
| 图 57: 麦富迪签约谢霆锋为品牌形象代言人..... | 24 |

| | |
|---|----|
| 图 58: 麦富迪联合故宫博物院出品宫标产品“弗列加特” | 24 |
| 图 59: 中宠和佩蒂股份的国外营收 (亿元) 及同比增速 | 26 |
| 图 60: 中宠和佩蒂股份的国外市场毛利率 | 26 |
| 图 61: 2018 年中宠股份前 5 大客户销售情况 | 26 |
| 图 62: 2015-2019 年中宠股份前 5 大客户销售占比 | 26 |
| 图 63: 中宠股份和佩蒂股份的销售费用对比 | 29 |
| 图 64: 中宠股份和佩蒂股份的广告及业务宣传费对比 | 29 |
| 图 65: 中宠股份和佩蒂股份营业收入 (亿元) | 31 |
| 图 66: 中宠股份和佩蒂股份营收增速 | 31 |
| 图 67: 2020H1 中宠股份和佩蒂股份产品收入结构 | 32 |
| 图 68: 中宠股份和佩蒂股份国外收入占比 | 32 |
| 图 69: 中宠股份和佩蒂股份归母净利润 (亿元) | 32 |
| 图 70: 中宠股份和佩蒂股份归母净利润增速 | 32 |
| 图 71: 中宠股份和佩蒂股份的毛利率 | 33 |
| 图 72: 中宠股份和佩蒂股份的期间费用率 | 33 |
| 图 73: 中宠股份和佩蒂股份的销售费用率 | 33 |
| 图 74: 中宠股份和佩蒂股份的管理费用率 | 33 |
| 图 75: 中宠股份和佩蒂股份 ROE | 33 |
| 图 76: 中宠股份和佩蒂股份的净利率 | 33 |
| 图 77: 中宠股份和佩蒂股份的总资产周转率 | 34 |
| 图 78: 中宠股份和佩蒂股份的总资产负债率 | 34 |
| | |
| 表 1: 商品粮、天然粮、处方粮、功能粮的定义、特点及代表企业 | 6 |
| 表 2: 不同品牌小型犬成犬全价干粮单价、营养成分及原材料对比 | 17 |
| 表 3: 宠物食品巨头——玛氏的并购成长历程 | 20 |
| 表 4: 玛氏宠物食品品牌、定位及产品品类 | 21 |
| 表 5: 蓝爵公司成长历程和产品线拓展情况 | 22 |
| 表 6: 麦富迪官方旗舰店销量排名前五的产品情况 | 23 |
| 表 7: 通用型成犬牛肉双拼粮比较 | 23 |
| 表 8: 2018-2020 年麦富迪赞助或冠名的部分综艺、电影 | 25 |
| 表 9: 佩蒂股份主要国外客户、ODM 品牌及其销售区域情况 | 26 |
| 表 10: 中宠股份的自主品牌及其产品矩阵 | 27 |
| 表 11: 佩蒂股份的自主品牌及其产品矩阵 | 28 |
| 表 12: 2020 年国内宠物零食品牌 Top5 | 29 |
| 表 13: 2020 年双 11 销量排名 TOP10 的宠物零食品牌 | 29 |
| 表 14: 中宠股份和佩蒂股份的旗舰店开设情况 (截止 2021 年 2 月) | 30 |
| 表 15: 2020 年天猫宠物食品、用品热销店铺 | 30 |
| 表 16: 中宠股份和佩蒂股份在宠物电商及天猫 TOP 店铺在售产品数量对比 | 31 |

1 宠物食品空间大、增长快、确定性强，长期赛道优质

1.1 我国宠物行业起步晚，尚处于快速发展期

我国宠物行业起步晚，尚处于快速发展期。1992年，我国小动物保护协会成立，标志着国内宠物行业的形成。而美国、日本动物爱护协会分别成立于1866年、1948年，与之相比，我国宠物行业发展起步较晚、养宠理念有待提升。2000-2010年，我国宠物行业发展进入孕育期。在这一时期，我国宠物数量快速增长，宠物角色逐步转向“孩子”等情感性角色，国内开始出现一些宠物食品生产企业，诸如比瑞吉、佩蒂股份、乖宝宠物、耐威克、上海依蕴等。2010年以后，伴随着我国经济水平的提高、人口结构的改变以及社会资本的流入，我国宠物迎来快速发展时期，代表性事件包括全球著名投资机构KKP投资乖宝宠物食品集团以及“疯狂的小狗”成立。

图 1：我国宠物行业发展历程



资料来源：《宠物行业发展白皮书》，财信证券

图 2：我国主要宠物食品公司成立时间线



资料来源：公司官网，财信证券

宠物食品产业地位突出，最先受益。宠物食品解决的是“宠物吃什么”的问题，是宠物产业中最先受益子版块，占据着最重要的产业地位。宠物食品包括干粮、湿粮、零食，宠物干粮的主要生产原料为谷物等粮食作物，宠物湿粮和宠物零食的生产原料一般以肉类（包括禽类肉、牛羊肉等）为主。根据原材料构成、产品功能等不同，宠物主粮可进一步细分为商品粮、天然粮、功能粮、处方粮等。宠物食品产业的上游主要为谷物、禽肉、牛羊肉、鱼肉等原材料供应商，下游客户主要包括电商平台、宠物店、宠物医疗机构、商超中的宠物主。

表 1：商品粮、天然粮、处方粮、功能粮的定义、特点及代表企业

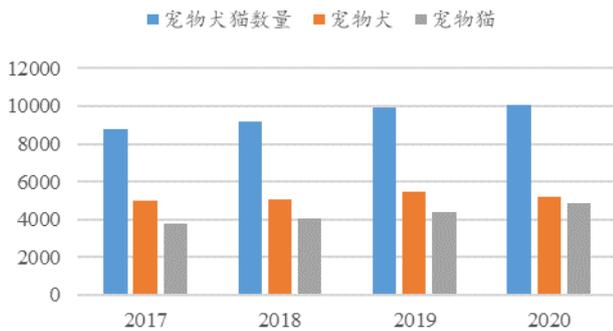
| 类别 | 商品粮 | 天然粮 | 无谷天然粮 | 处方粮 | 功能粮 |
|------|---------------------------------|---|-----------------------------------|--|---|
| 定义 | 可能含有动物副产品、“4D”原料、人工化学合成添加剂的宠物食品 | 原材料来自天然的健康动物（不含内脏等）及植物，且不添加任何人工化学合成剂的宠物食品 | 不含谷物的天然粮，用苹果、马铃薯、紫薯等低敏食材代替谷物等易敏食材 | 宠物医生或动物营养师根据宠物的疾病或营养状况，所搭配的、能帮助恢复健康的宠物食品 | 针对宠物消化、肠胃呵护、改善毛发、关节保护、体重控制、皮肤敏感和绝育护理等开发的宠物粮 |
| 特点 | 原材料质量较差，价格便宜 | 天然有机，不含添加剂 | 不含谷物等易敏食材，解决宠物皮肤及肠道过敏问题 | 将治疗与食物相结合，解决宠物疾病和营养状况 | 促进健康、提高免疫力 |
| 代表企业 | - | 蓝爵 | 伯纳天纯 | 希尔斯 | 玛氏、雀巢 |

资料来源：宠物世界，财信证券

1.2 新冠疫情+养宠结构变化，2020 年宠物行业规模增速放缓

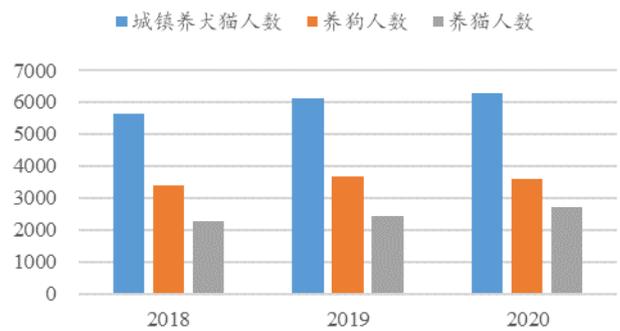
2020年宠物犬数量有所减少，宠物猫数量大幅增加。根据《2020年中国宠物行业白皮书》统计数据显示，2020年，全国城镇犬猫数量为10084万只，同比增长1.70%；其中，宠物犬只数为5222万只，同比减少5.10%；宠物猫只数为4862万只，同比增长10.20%。全国城镇养宠（犬猫）人数为6294万人，同比增长2.80%；其中，养犬人数为3593万人，同比下降2.10%；养猫人数为2701万人，同比增长10.20%。

图3：全国城镇犬猫数量（万只）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

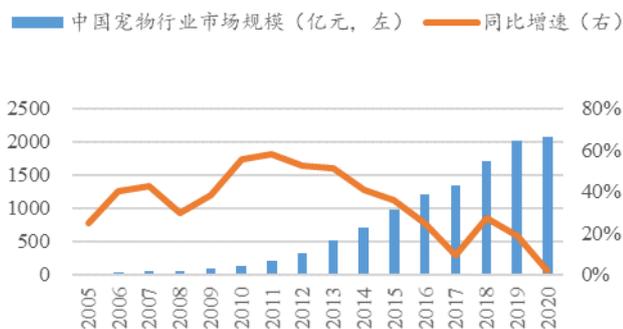
图4：全国城镇养宠（犬猫）人群数量（万人）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

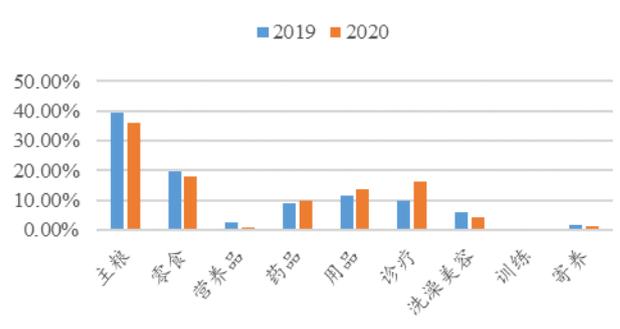
新冠疫情+养宠结构变化，导致宠物行业规模增速放缓。2020年全国城镇（宠物）消费市场规模达2065亿元，同比增长2%；其中，宠物犬消费市场规模为1180亿元，同比下降5.10%；宠物猫消费市场规模为884亿元，同比增长13.30%。从宠物消费结构来看，宠物食品消费（主粮、零食、保健品）在整个养宠消费结构中占比最高，达到55.70%；宠物诊疗支出占比提升6.2pct至16.20%，为宠物消费增速最快的品类。根据宠物市场规模和结构可计算出，2020年宠物食品市场规模约为1128.69亿元，同比下降8.62%；其中，犬猫主粮市场规模约为740.08亿元，犬猫零食市场规模约为368.26亿元，犬猫保健品市场规模约为20.34亿元。从单只宠物年消费金额来看，2020年单只宠物消费金额为5172元，同比下降7.00%；宠物犬单只年消费金额高于宠物猫。2020年宠物行业规模增速放缓主要因为：一是受新冠疫情影响，我国居民收入增长放缓，居民消费支出减少；二是宠物猫数量增加，宠物犬数量减少，养宠结构发生变化，而单只宠物猫消费金额低于宠物犬，导致2020年单只宠物消费金额同比减少。展望未来，随着新冠疫情影响逐步减弱，宠物行业有望重回快速增长轨道。

图5：全国宠物市场规模及同比增速



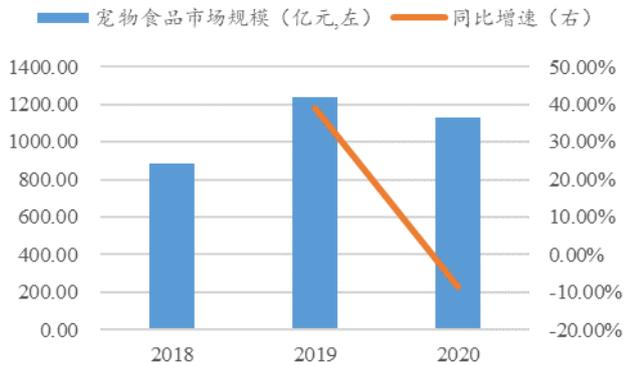
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图6：全国宠物消费结构



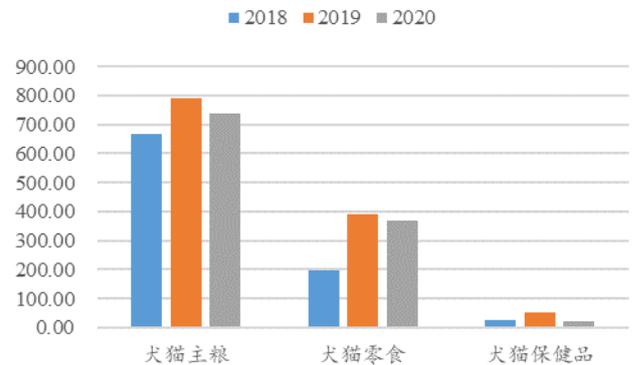
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 7：全国宠物食品市场规模及同比增速



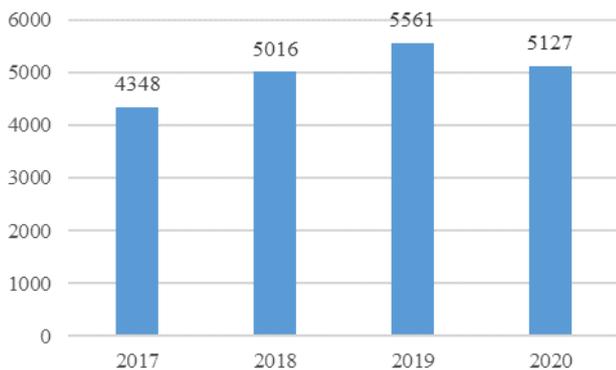
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 8：犬猫主粮、零食、保健品的市场规模（亿元）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 9：人均单只宠物年消费金额（元）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 10：宠物犬和宠物猫的单只消费金额比较

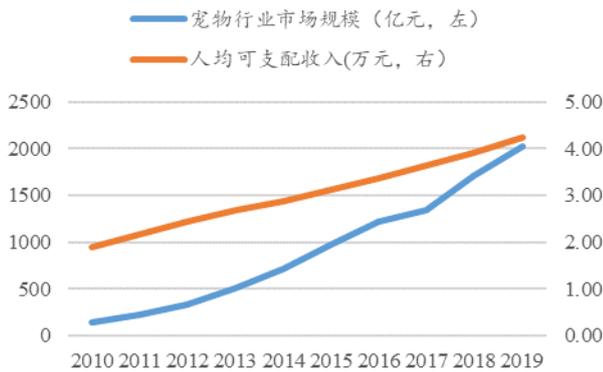


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

1.3 收入增长+人口空巢化+城镇化，驱动宠物行业快速增长

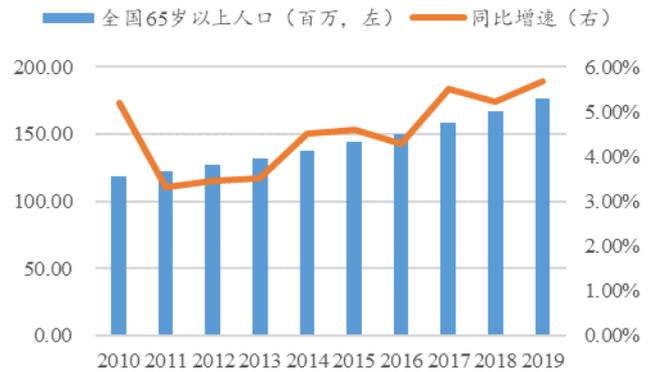
收入增长+空巢化+城镇化，驱动宠物行业快速增长。（1）经济因素。2010-2019 年，我国人均可支配收入由 1.91 万元增长至 4.24 万元，增幅达 121.67%。人均可支配收入的增长为宠物行业的增长奠定了物质基础；（2）人口因素。2019 年，我国 65 岁以上人口数量达 1.76 亿人，同比增长 5.67%，人口老龄化速度加快。同时，我国空巢老人、空巢年轻人增多，宠物陪伴需求增多。（3）城镇化因素。据《中国宠物行业白皮书 2019》统计数据，2019 年，我国宠物主分布在一线城市、二线城市、三线城市的比例分别为 38.80%、26.80%、34.40%；上海、北京、广州市为主要的养宠城市，三者占比分别为 19.80%、11.00%、6.50%。可见，越发达的地区，养宠意愿越高。2010-2019 年，我国城镇人口由 6.70 亿增加至 8.48 亿，城镇化率由 49.95% 提高至 60.60%。未来，随着城镇人口的增加、城镇化率的提升，宠物数量、渗透率有望进一步增长。总体而言，上述经济、人口、城镇化等因素，将推动我国宠物数量、单只宠物消费金额稳步增长。

图 11: 我国宠物行业市场规模和人均可支配收入



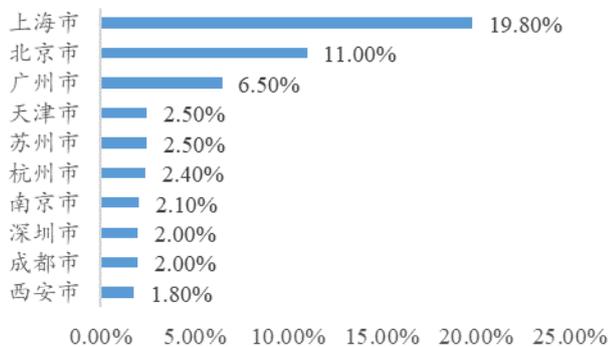
资料来源:《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

图 12: 我国 65 岁人口数量及同比增速



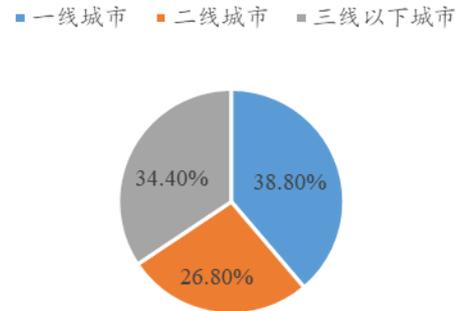
资料来源:《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

图 13: 养宠人群占比 TOP10



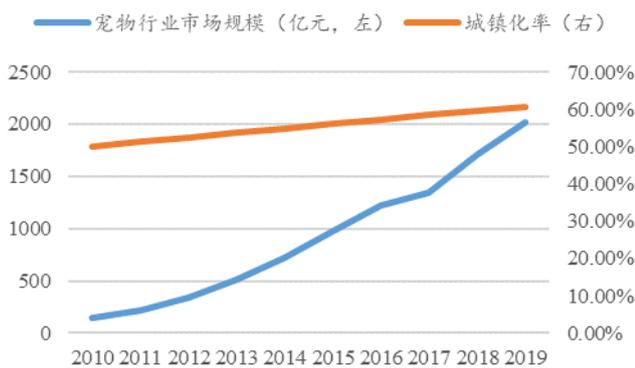
资料来源:《中国宠物行业白皮书 2019》, 财信证券

图 14: 我国宠物主城市线分布情况



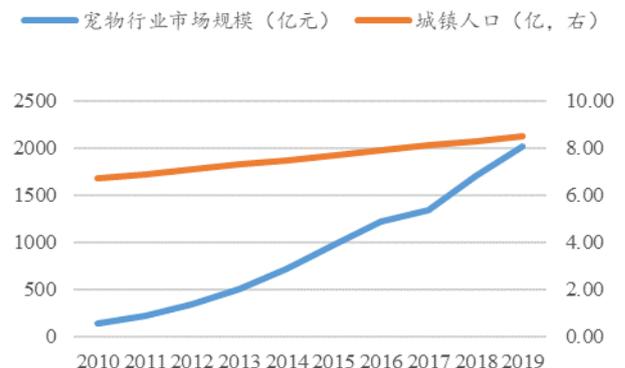
资料来源:《中国宠物行业白皮书 2019》, 财信证券

图 15: 我国宠物行业市场规模和城镇化率



资料来源:《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

图 16: 我国宠物行业市场规模和城镇人口



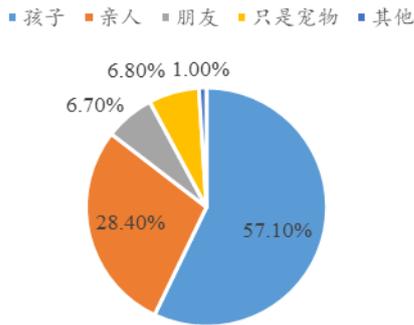
资料来源:《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

1.4 情感需求为养宠主因, 宠物主呈年轻化、高学历化、高收入化

宠物角色认知多为“孩子、亲人”, 养宠主因为满足自身情感需求。据《2020 年中国宠物行业白皮书》统计数据显示, 分别有 57.10%、28.40%、6.70%的宠物主将宠物视

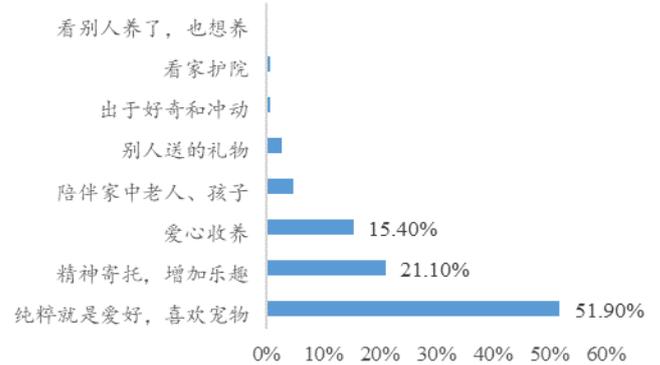
为孩子、亲人、朋友。从养宠原因看,《中国宠物行业白皮书 2018》调查数据显示,2018年,我国宠物主饲养犬、猫排名前三的原因是:(1)纯粹就是爱好,喜欢宠物。51.90%的狗主人、45.70%的猫主人出于该原因养宠;(2)精神寄托,增加乐趣。21.10%的狗主人、18.60%的猫主人出于该原因养宠;(3)爱心收养。15.40%的狗主人、28.50%猫主人出于该原因养宠。此外,部分宠物主养宠是出于陪伴家人、收受礼物、好奇和冲动等原因。总的来看,宠物主养宠更多的是满足自身情感需求,包括喜爱、陪伴、怜悯等情感。

图 17: 宠物角色认知情况



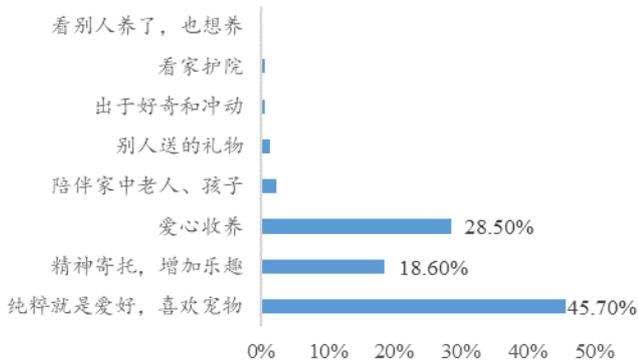
资料来源:《2020 年中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 18: 我国狗主人养宠原因



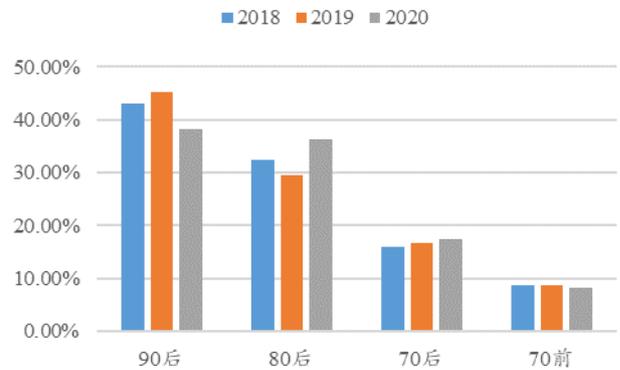
资料来源:《2018 中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 19: 我国猫主人养宠原因



资料来源:《2018 中国宠物行业白皮书》,财信证券

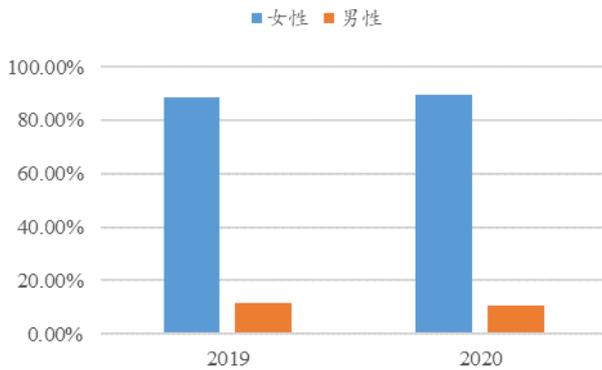
图 20: 宠物主年龄分布



资料来源:《中国宠物行业白皮书》,财信证券

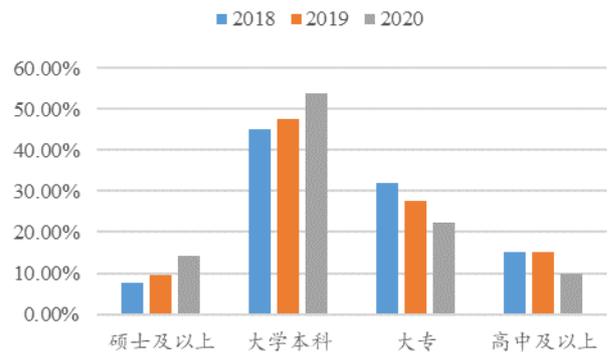
80 后、90 后是养宠主力军,宠物主呈现高学历、高收入化,二线城市宠物主增长较快。养宠人群以女性为主,2020 年女性宠物主占比高达 89.50%;80 后、90 后是养宠主力军,两者占比分别为 38.10%、36.20%。从养宠人群的学历分布情况看,硕士及以上学历的宠物主占比连续三年提高,分别较 2019 年提升 6.2pct、4.5pct 至 14.10%、53.90%。养宠人群的月均收入主要在 4000-9999 元水平,占比高达 47.80%,较 2019 年提升 21.40pct。从养宠主的城市线分布情况来看,2020 年一线城市、二线城市、三线及以下城市的宠物主占比分别为 37.80%、41.80%、20.40%,较 2019 年分别变动-1pct、15pct、-14pct,二线城市宠物主增长较快。

图 21：宠物主性别分布情况



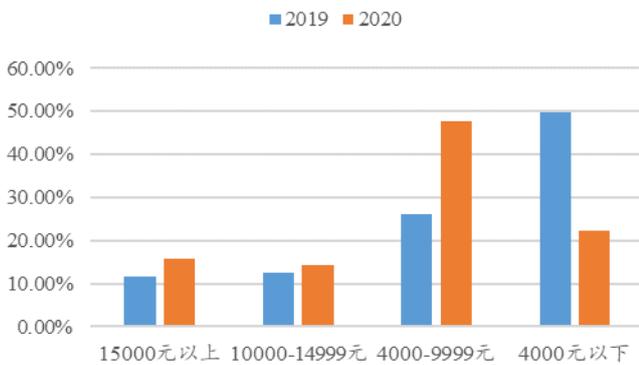
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 22：宠物主学历情况分布



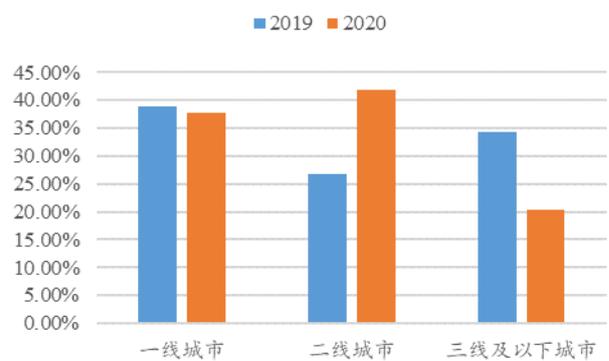
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 23：宠物主收入情况



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 24：宠物主城市线分布情况

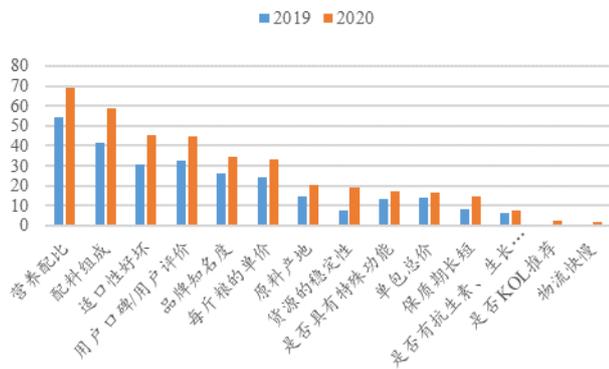


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

1.5 营养均衡、天然健康、品牌知名为消费新趋势

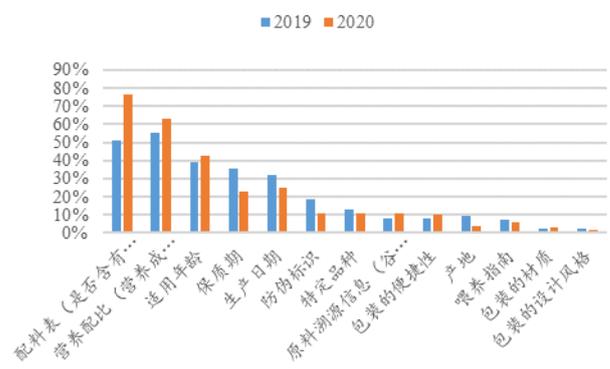
营养均衡、天然健康、品牌知名的宠物食品将成为消费新趋势。《2020 年中国宠物行业白皮书》的调查显示，越来越多的宠物主将营养配比、配料组成、适口性、用户口碑、品牌知名度作为购买干粮的主要决策因素；越来越多的宠物主关注干粮包装上的配料表和营养配比。分城市线和年龄段来看，一线城市宠物主关注原料产地、品牌知名度的占比更高，95 后关注营养配比、用户口碑的占比更高。伴随着收入水平的提高、科学养宠理念的深化以及年轻一代成为养宠主力，营养均衡、天然健康、品牌知名的宠物食品将成为消费新趋势。美国宠物食品也曾经经历“消费升级”的过程，在美国宠物食品进入成熟发展阶段后，主打“天然粮”的蓝爵、主打“鲜粮”的 Freshpet 快速崛起，推动宠物食品向“天然有机、食材新鲜”升级。参考美国宠物食品发展历程，我国宠物产品也将由家庭粮、商品粮不断升级为双拼粮、天然粮、鲜粮、定制粮等，拥有较强产品力、品牌力的公司有望获得更高的市场份额。

图 25: 宠物干粮消费决策因素



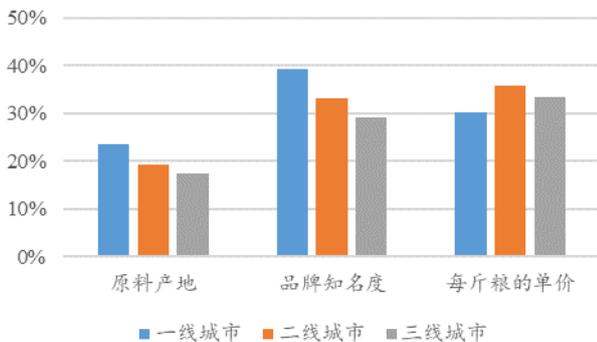
资料来源:《2020年中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 26: 宠物干粮包装关注因素



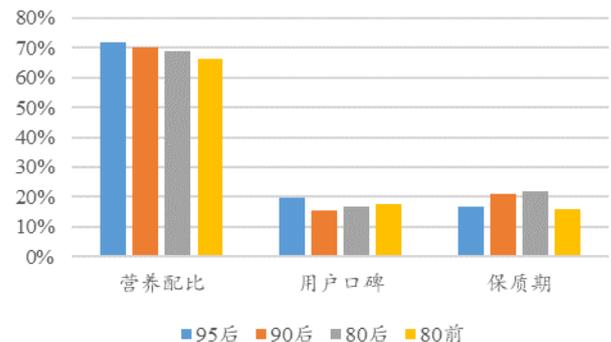
资料来源:《2020年中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 27: 不同城市线宠物干粮消费决策差异



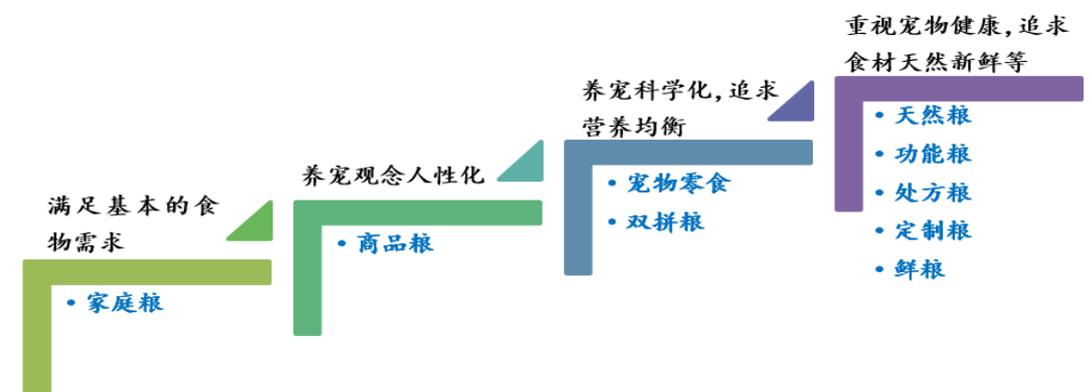
资料来源:《2020年中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 28: 不同年龄段宠主干粮消费决策因素



资料来源:《2020年中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 29: 宠物食品消费升级路径图

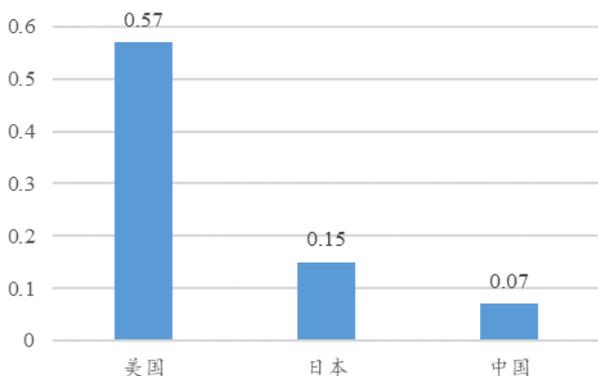


资料来源: 天猫美家, 财信证券

1.6 对标日本，我国宠物食品市场空间可达 4320 亿元

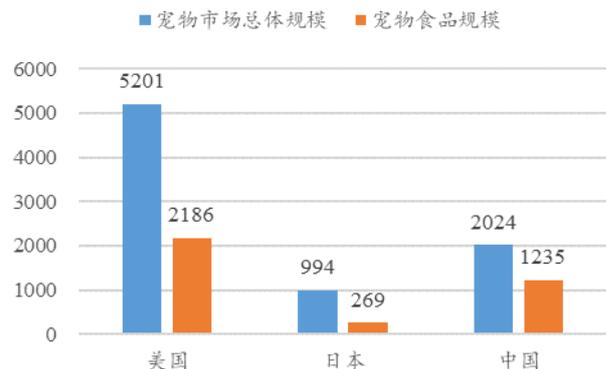
对标日本，我国宠物食品市场规模可达 4320 亿元。2017 年，日本全国宠物数量为 1946.80 万只，人均宠物数量为 0.15 只；宠物行业市场规模为 920 亿元，单只宠物消费金额为 4725.70 元。2020 年，我国宠物犬猫数量为 10084 万只，人均宠物数量为 0.07 只；宠物行业市场规模为 2065 亿元，单只宠物消费金额为 2047.80 元。若假定我国未来人口总数为 14.50 亿，人均宠物数量、单只宠物消费金额达到日本平均水平，则我国宠物市场的理论规模约为 10278.41 亿元。2019 年，美国宠物市场规模约为 753.80 亿美元，宠物食品规模为 316.80 亿美元，占比为 42.03%。若参考美国宠物市场的结构，我国宠物食品的理论规模约为 4320 亿元，较 2020 年的 1129 亿元仍有 2.83 倍的提升空间。测算过程补充说明：《2019 年中国宠物白皮书》统计数据显示，2019 年我国人均单只宠物年消费金额约为 5561 元，与我们的计算结果 2041.35 元相差较大，主要因为计算方法、口径不同。宠物白皮书中采用的计算方法为“人均单只宠物消费金额=市场规模/养宠户数/户均养宠只数”，其中，养宠户数=养宠人数/养宠家庭户均人数 2.69，户均养宠只数=人均养宠只数。而我们在计算时采用“单只宠物消费金额=市场规模/宠物数量”。

图 30：美国、日本、中国人均宠物数量（只）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，APPA，财信证券

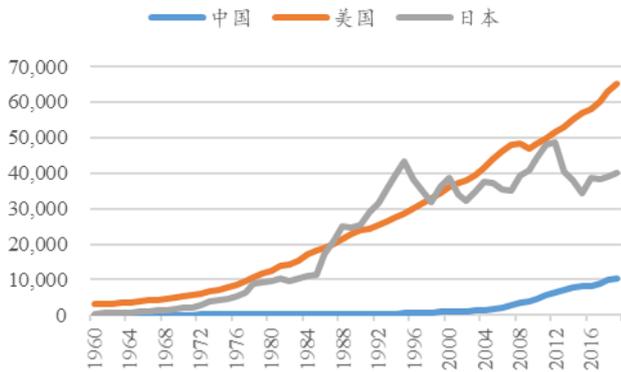
图 31：2019 年美国、日本、中国宠物市场规模（亿元）



资料来源：APPA，JPFA，《中国宠物行业白皮书》，财信证券

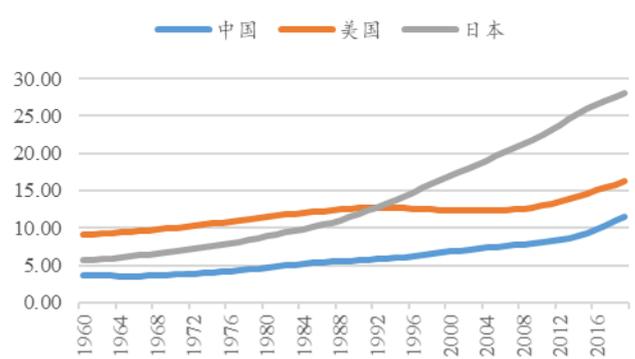
参照国外成熟市场发展历程，我国宠物食品行业有望继续保持高速增长。根据世界银行的统计数据，2019 年，中国、美国、日本的人均 GDP 分别为 10261.68、65297.52、40246.88 美元，我国人均 GDP 大致相当于美国 1978 年、日本 1983 年的水平；中国、美国、日本 65 岁及以上人口占总人口的比重分别为 11.47%、16.21%、28.00%，我国人口老龄化率大致相当于美国 1980 年、日本 1986 年的水平。在 1978-1992 年期间，日本宠物食品市场规模由 360 亿日元增长至 2800 亿日元，复合增速为 15.77%。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》的统计数据，2020 年我国宠物食品行业规模约为 1128 亿元，若假定未来 5 年宠物食品行业保持 15% 的增速，则到 2025 年，宠物食品行业规模可达 2269 亿元，较理论空间（4320 亿元）仍有 90% 的提升空间。总的来看，参照日本可比阶段的宠物食品行业复合增速，结合我国宠物食品行业的发展现状以及未来增长空间，我们认为：未来 5 年，随着我国人口老龄化、空巢化程度、居民收入和城镇化水平提高，宠物食品行业有望继续保持高速增长。

图 32: 中国、美国、日本的人均 GDP (美元)



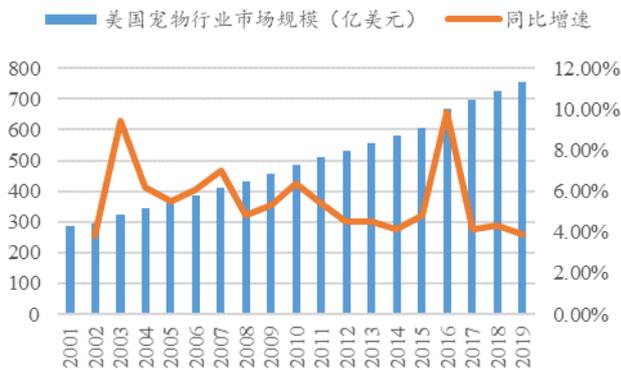
资料来源: 世界银行, 财信证券

图 33: 65 岁及以上人口占总人口的比重 (%)



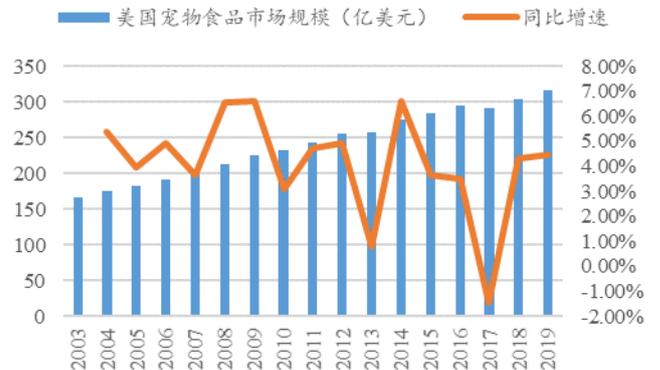
资料来源: 世界银行, 财信证券

图 34: 美国宠物行业市场规模及同比增速



资料来源: APPA, 财信证券

图 35: 美国宠物食品市场规模及同比增速



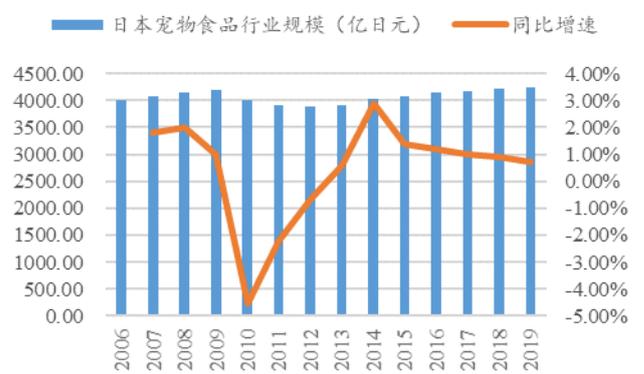
资料来源: APPA, 财信证券

图 36: 日本宠物行业市场规模及同比增速



资料来源: 矢野经济研究院, 财信证券

图 37: 日本宠物食品市场规模及同比增速



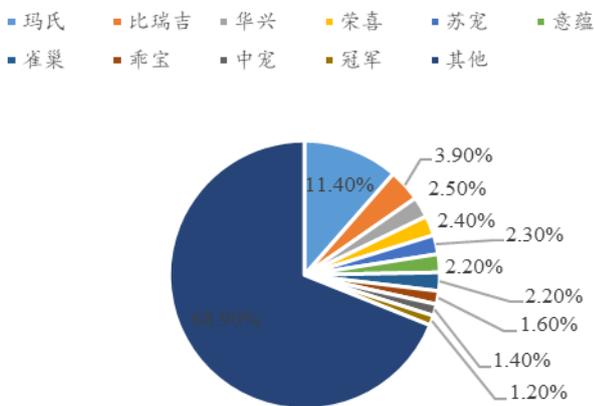
资料来源: 欧睿国际, 财信证券

2 竞争格局: 我国宠物食品市场分散, 国产品牌加速崛起

2.1 我国宠物食品市场分散, 国外品牌市场份额高

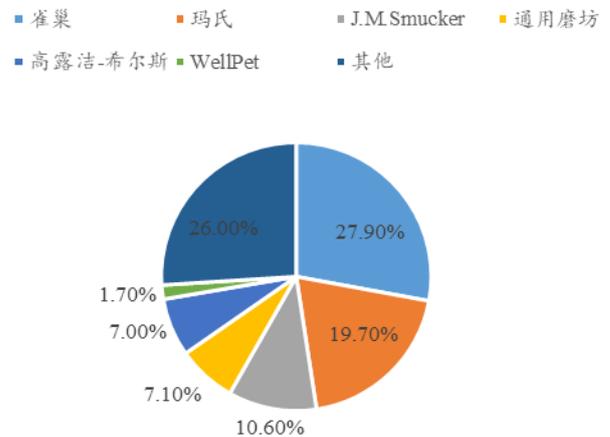
国内宠物食品市场集中度有待提升，国产品牌加速崛起。根据欧睿国际的统计数据
显示，2019年我国宠物食品市场CR5为22.50%，相比于美国市场的72.30%、日本市场
的54.20%，我国宠物食品市场集中度较低。淘宝渠道的销售数据也佐证这一结论，我国
淘宝渠道销售排名前5的宠物食品企业市场份额仅为19.60%。目前，国外品牌在我国宠
物食品行业中占据着主导地位，玛氏占据着我国宠物食品行业约11.40%的市场份
额；皇家品牌在淘宝渠道中的销售份额高达7.60%，远高于第二名企业的市场份额。这主要是
因为国内宠物食品产业起步较晚，成熟的国外宠物食品企业早在行业发展初期就进入国
内市场，具有先发优势。但我们应看到，随着国内宠物食品产业的快速发展，国内宠物
食品企业的市场份额在稳步提高，国外企业的市场份额在逐渐下降。以皇家、麦富迪、
顽皮为例，2015-2019年，皇家品牌在淘宝渠道中的份额由8.60%下降至7.60%，麦富迪
的份额由2.30%提升至4.40%，中宠股份的份额由0.70%提升至1.00%。

图 38：2019 年我国宠物食品公司市场份额



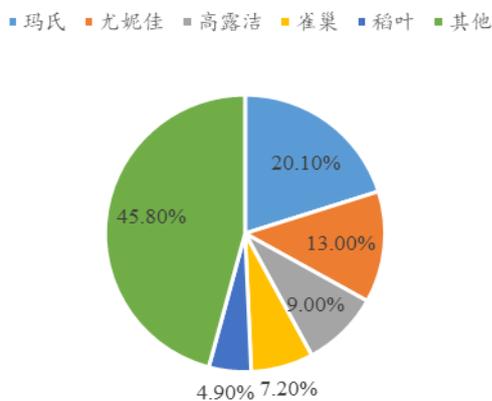
资料来源：欧睿国际，财信证券

图 39：2019 年美国宠物食品公司市场份额



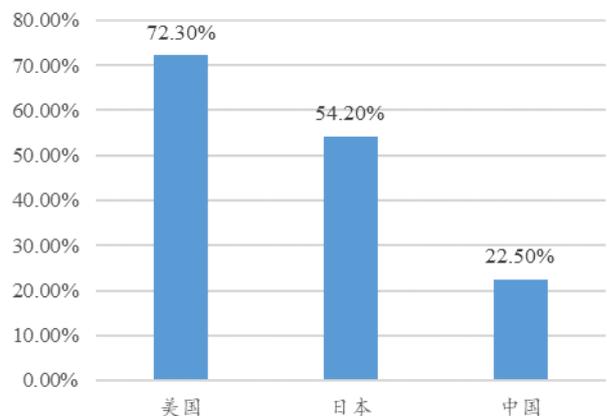
资料来源：欧睿国际，财信证券

图 40：2019 年日本宠物食品公司市场份额



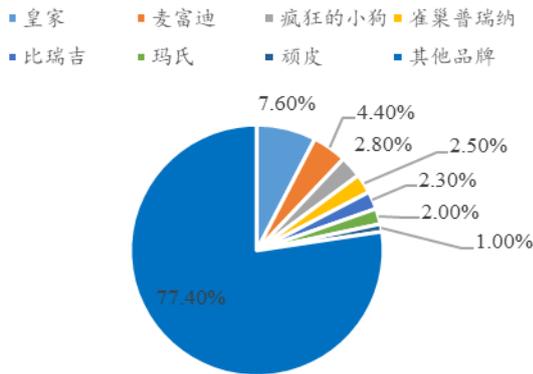
资料来源：欧睿国际，财信证券

图 41：2019 年美国、日本、中国宠物市场 CR5 对比



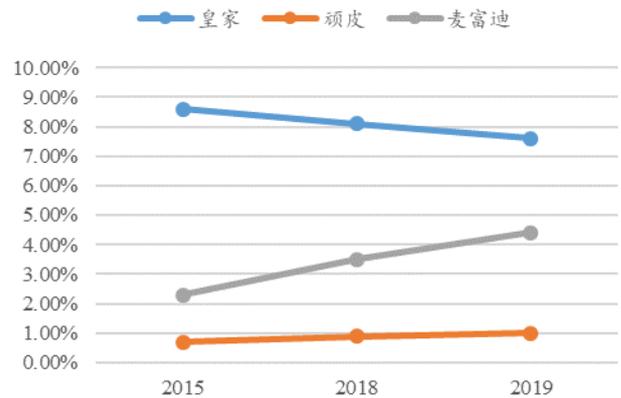
资料来源：欧睿国际，财信证券

图 42：各宠物食品企业淘宝渠道的销售份额



资料来源：淘数据，财信证券

图 43：皇家、顽皮、麦富迪淘宝渠道份额变化



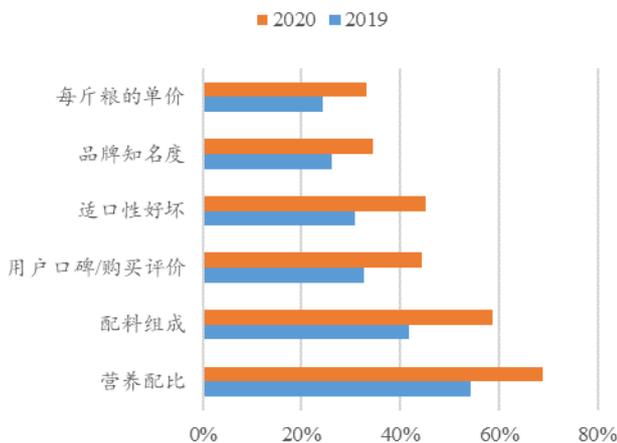
资料来源：淘数据，财信证券

2.2 性价比高+线上发力+市场下沉+宠物主年轻化，助力国产品牌崛起

2.2.1 价格是重要的消费决策因素，国内品牌性价比高

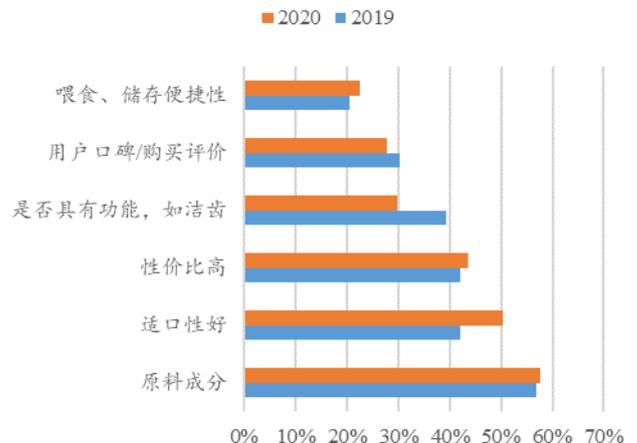
根据宠物行业白皮书的统计数据，每斤粮的单价、性价比高是宠物主消费决策的重要因素，分别位居第 6 位、第 3 位。其中，约有 24.40% 的宠物主在购买宠物干粮时会考虑每斤粮的单价，约有 42% 的宠物主在购买宠物零食会考虑性价比。当前我国人均 GDP 大致相当于美国 1978 年、日本 1983 年的水平，处于相对较低的水平，且年轻一代在面临较大住房压力的背景下，我们认为性价比仍是未来一段时期内我国宠物主消费决策的重要决策因素。相比于国外品牌，国内品牌性价比更高。例如，我们选取不同品牌销量领先的小型犬成犬全价干粮比较发现，在重要营养成分、原材料构成相近的情况下，国产品牌的价格整体低于国外品牌的价格；甚至出现部分国内品牌营养成分高、原材料好而价格更低的情况。

图 44：排名前 6 的宠物干粮消费决策因素



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 45：排名前 6 的宠物零食消费决策因素



资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，财信证券

表 2：不同品牌小型犬成犬全价干粮单价、营养成分及原材料对比

| 品牌 | 国外品牌 | | | | | 国产品牌 | | | | | |
|----------|--|--|---|--|-------------------------------------|---|---|--|--|--|---|
| | 渴望 | 爱肯拿 | 冠能 | 皇家 | 宝路 | 伯纳天纯 | 比瑞吉 | 耐威克 | 疯狂的小狗 | 麦富迪 | Wanpy |
| 单价(元/Kg) | 140 | 115 | 70.83 | 57.25 | 22.4 | 65.33 | 53.5 | 33.27 | 29.50 | 21.90 | 15.97 |
| 粗蛋白质 | ≥38% | ≥31% | ≥29.0% | ≥25.0% | ≥23.0% | ≥26.0% | ≥24.0% | ≥26.0% | ≥25.5% | ≥22.0% | ≥25.0% |
| 粗灰分 | ≤8.0% | ≤7.0% | ≤10.0% | ≤7.5% | ≤10.0% | ≤8.0% | ≤10.0% | ≤10.0% | ≤10.0% | ≤10.0% | ≤10.0% |
| 粗脂肪 | ≥18.0% | ≥17.0% | ≥17.0% | ≥14.0% | ≥11.0% | ≥14.0% | ≥13.0% | ≥13.0% | ≥12.0% | ≥12.0% | ≥14.50% |
| 水分 | ≤12.00% | ≤12.00% | ≤12.00% | ≤11.00% | ≤10.00% | ≤10.00% | ≤10.00% | ≤10.00% | ≤10.00% | ≤10.00% | ≤10.00% |
| 赖氨酸 | - | - | ≥1.2% | ≥0.83% | ≥0.70% | ≥1.0% | ≥0.80% | ≥0.90% | ≥0.77% | ≥0.80% | ≥0.77% |
| 粗纤维 | ≤5.0% | ≤5.0% | ≤3.0% | ≤4.4% | ≤5.0% | ≤4.0% | ≤5.0% | ≤5.0% | ≤5.0% | ≤5.0% | ≤9.0% |
| 钙 | ≥1.4% | ≥1.4% | ≥0.90% | ≥0.74% | ≥0.80% | ≥1.0% | ≥0.80% | ≥0.80% | ≥1.0% | ≥1.0% | ≥1.0% |
| 总磷 | ≥1.1% | ≥1.1% | ≥0.80% | ≥0.62% | ≥0.50% | ≥0.80% | ≥0.60% | ≥0.80% | ≥0.84% | ≥0.80% | ≥0.80% |
| 水溶氯化物 | - | - | ≥0.60% | ≥0.47% | ≥0.20% | ≥0.09% | ≥0.09% | - | ≥0.45% | ≥0.45% | ≥0.45% |
| 原料成份 | 新鲜鸡肉、新鲜火鸡肉、新鲜全蛋、新鲜鸡肝、新鲜完整鲑鱼、新鲜火鸡肝、新鲜鸡脖子、新鲜鸡心 | 新鲜鸡肉、脱水鸡肉、脱水水鸡肉、新鲜鸡脂肪、新鲜鸡软骨（肝脏、肾脏）、脱水水鲑鱼、新鲜全蛋、新鲜鸡心 | 鸡肉粉、小麦、鸡肉粉、油、玉米、口味增强剂、大豆粕、大米、小麦蛋白粉、玉米蛋白粉、燕麦粉、鱼油 | 小麦、鸭肉粉、鸡肉粉、小肉粉、大米、牛油、鸡油、宠物饲料复合调味料、甜菜粕、大豆油、鱼油 | 谷物及其制品、肉类及其制品、豆制品、矿物质、甜菜粕、豌豆、葡萄糖、木糖 | 鸡肉粉、鱼粉、大米、鸡油、糙米、冻米、鸡肉、蛋黄粉、南瓜粉、胡萝卜粉、西红柿粉、宠物饲料复合调味料、亚麻籽油、鱼油 | 鸡肉粉、大米、鸭肉粉、豌豆、鸭油、甜菜粕、骨粉、大米、玉米、复合调味料、大米、甜菜粕、鱼粉、胡鱼粉、胡鱼粉、海藻粒、枸杞子 | 鸡肉粉、鸭肉粉、鸡肉骨粉、鸭肉粉、大骨粉、大米、玉米、复合调味料、大米、甜菜粕、鱼粉、胡鱼粉、亚麻籽、鸡油、牛油 | 鸡肉粉、玉米、牛肉粉、鸡肉粉、油、小麦、宠物饲料、大米、复合调味料、大米、甜菜粕、鱼油、肉粉、冷冻鸡胸肉、豌豆、白糖、苹果、西蓝花、番茄 | 牛肉、牛肉骨粉、鸡肉粉、玉米、小麦、鸭油、剂、豌豆、玉米蛋白粉、蛋黄粉、甜菜粕、菠菜粉、胡萝卜粉、苹果、奶油、蓝莓粉 | 鸡肉粉、玉米、小麦、鸡油、口味增强剂、豌豆、玉米蛋白粉、甜菜粕、啤酒酵母粉、鱼油、西蓝花粉、樱桃粉、蓝莓粉 |

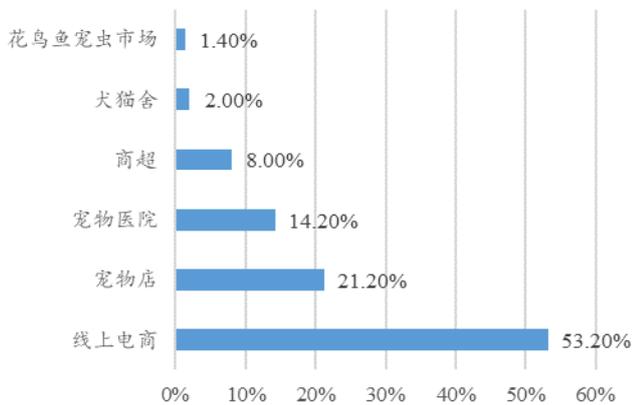
资料来源：天猫旗舰店，财信证券

2.2.2 销售渠道以电商平台为主，利于国内品牌“弯道超车”

电商平台、宠物店是我国宠物食品主要的销售渠道。据宠物行业白皮书数据显示，我国偏好线上电商、宠物店购买宠物食品的宠物主占比分别为 53.20%、21.20%。快捷便利和货源种类多是宠物主选择线上渠道购买的主要原因，选择线下渠道主要是出于体验好和有固定购买店铺的考虑。其中，线上渠道主要为综合电商和垂直电商平台，两者的占比分别为 89.90%、36.60%；线下渠道主要为宠物店和宠物医院，两者的占比分别为 55.90%、19.20%。区别于我国，美国宠物食品的销售渠道以传统零售超市和大型宠物超市为主，两者的渠道份额分别为 35.20%、31.90%，而电商渠道的份额占比仅为 14.50%。我国以电商为主的销售渠道，在一定程度上弱化了线下渠道的壁垒优势，更有利于国内品牌通过线上渠道“弯道超车”，抢占更多的市场份额。例如，疯狂的小狗围绕“多样化”

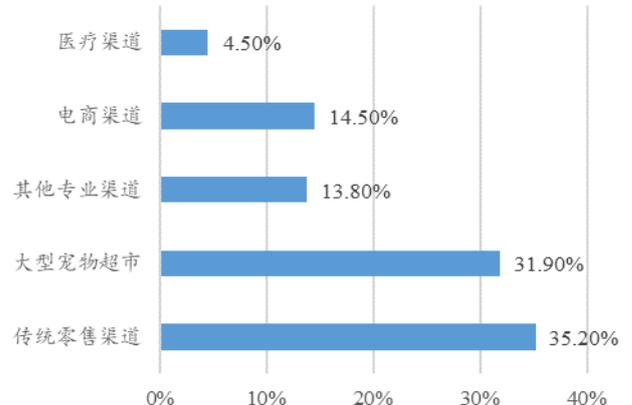
和“个性化”构筑线上渠道优势，实现快速发展。

图 46：2019 年宠物主购买宠物食品的渠道偏好



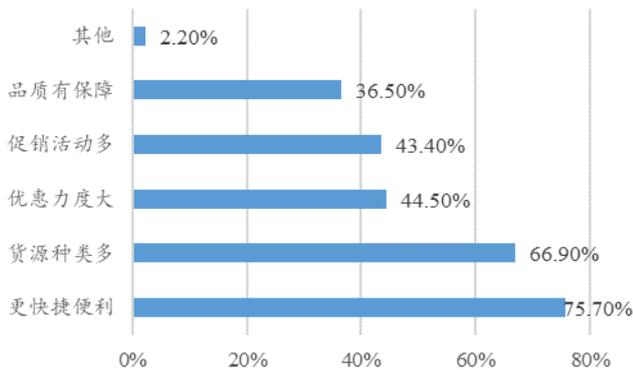
资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 47：2019 年美国各渠道销售份额占比



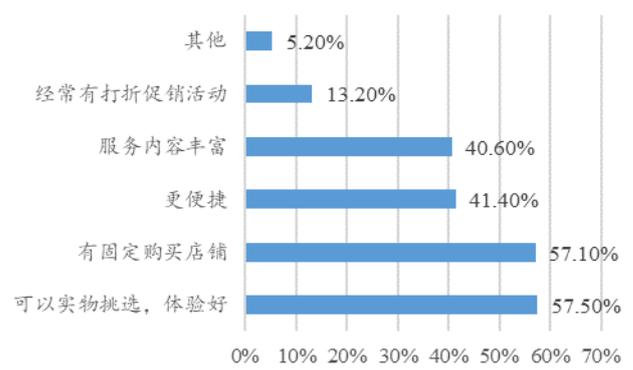
资料来源：欧睿国际，财信证券

图 48：宠物主选择线上购买宠物食品的原因



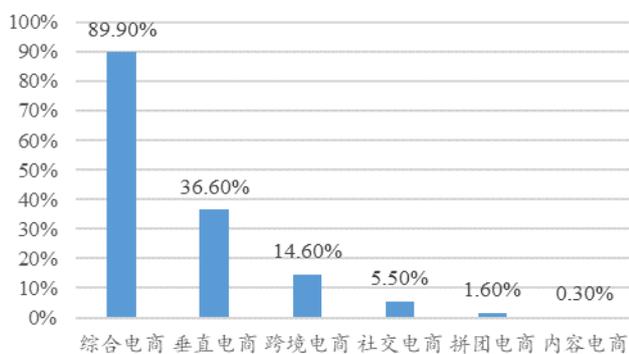
资料来源：《2017 中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 49：宠物主选择线下购买宠物食品的原因



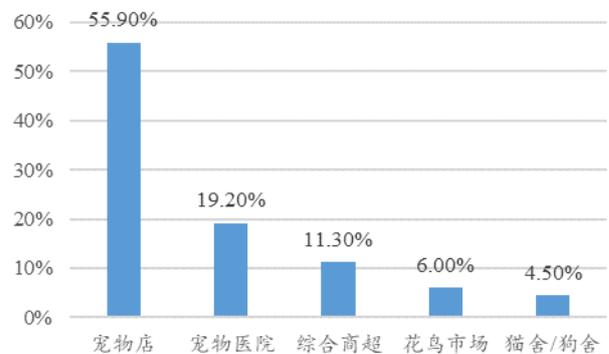
资料来源：《2017 中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 50：宠物主购买宠物食品的线上渠道



资料来源：《2018 中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 51：宠物主购买宠物食品的线下渠道

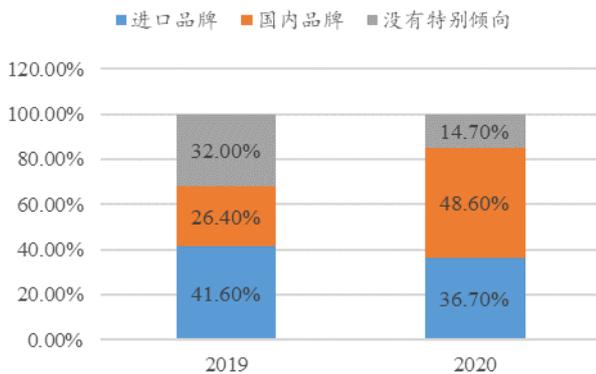


资料来源：《2018 中国宠物行业白皮书》，财信证券

2.2.3 市场下沉+宠物主年轻化，国外品牌偏好减弱

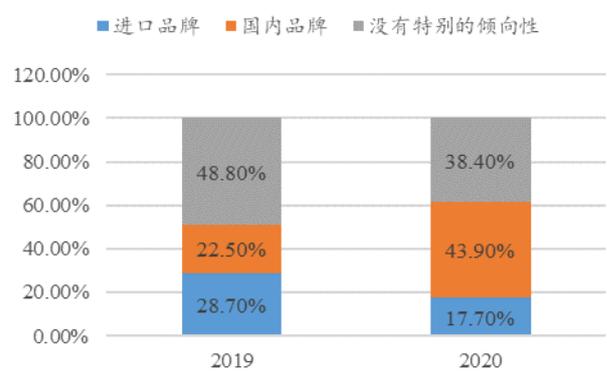
根据宠物行业白皮书统计数据，2020年，我国宠物主偏好进口干粮、进口犬零食的比重为36.70%、17.70%，较上年下降4.9pct、10pct；我国宠物主偏好国内品牌干粮、犬零食的比重为48.60%、44.90%，较上年提升22.20pct、21.40pct。国产品牌的偏好程度大幅提升，国外品牌的偏好优势在减弱。**分城市线看**，2020年，我国一线城市、二线城市、三线城市宠物主偏好进口品牌的占比分别为48.00%、35.20%、24.30%，较上年下降4.60pct、2.00pct、7.10pct；偏好国产品牌的占比分别为36.30%、48.40%、55.80%，较上年提升16.80pct、20.50pct、22.10pct。**一线城市**的宠物主更加偏好进口品牌，但其占比在下降；**二线城市、三线城市**的宠物主更加偏好国产品牌，且其占比在提升。**分年龄段看**，2020年，95后、90后、80后、80前宠物主偏好进口品牌的占比分别为38.20%、34.90%、40.40%、32.60%，较上年下降3.10pct、12.70pct、4.40pct、-1.50pct；偏好国产品牌的占比分别为37.70%、43.90%、43.00%、58.30%，较上年提升17.70pct、23.00pct、20.40pct、17.10pct。**95后**更加偏好进口品牌，但其与国产品牌的偏好差距在缩小，占比在下降；**没有特定品牌倾向的95后**宠物主在减少，倾向于选择国产品牌；**90后、80后、80前**的宠物主更加偏好国产品牌，且其占比在提升。总的来看，随着宠物市场向二线、三线城市下沉，以及95后等年轻一代成为养宠主力军，进口品牌的偏好优势在减弱，有利于国产品牌的崛起。

图 52：2019-2020 年宠物干粮品牌偏好



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 53：2019-2020 年宠物犬零食品牌偏好



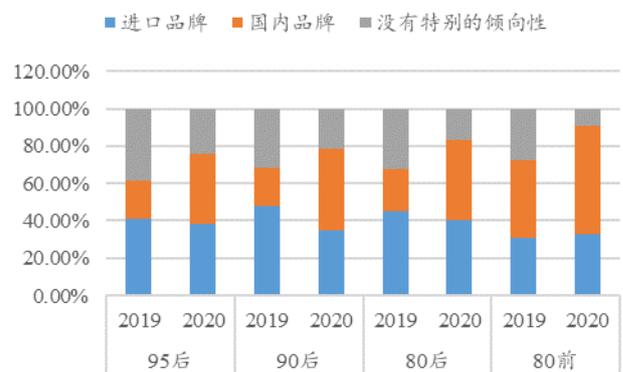
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 54：2019-2020 年不同城市线宠物主干粮品牌偏好



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 55：2019-2020 年不同年龄段宠物主干粮品牌偏好



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

3 国产品牌如何崛起：并购整合、差异化经验可借鉴

3.1 玛氏：并购整合+自主创立，成为多品牌、全品类的宠物食品巨头

1935年，玛氏通过“外部收购+自主创立”的方式切入到宠物食品领域，并结合当时经济发展水平和宠物行业处于初期发展阶段的情况，将“Chappi（佳贝）”和“Kitekat（喵趣）”品牌定位于低端市场。之后，玛氏采取多品牌策略，陆续推出和收购多个宠物食品品牌，并将收购的品牌“Kal Kan Foods”整合为狗粮品牌“Pedigree（宝路）”和猫粮品牌“Whiskas（伟嘉）”，以完善中低端品牌布局。2002年，玛氏收购法国宠物食品品牌“Royal Canin（皇家）”，丰富宠物干粮品类以及中端品牌。2007年，玛氏收购美国天然猫粮品牌“Nutro（美士）”，顺应宠物食品消费升级趋势，加大高端品牌布局。2014年，玛氏收购宝洁三个宠物食品品牌“IAMS（爱慕思）”、“Eukanuba（优卡）”、“Natura（凌采）”，进一步丰富中高端品牌布局。

历经多年的并购、整合，玛氏已形成多品牌、全品类的产品矩阵。玛氏既有专注于猫粮或狗粮的独立品牌（如宝路、伟嘉），又有猫粮和狗粮共用的品牌（如皇家、美士）；产品定位覆盖高中低端市场，满足不同消费群体的需求；产品品类包含犬猫干粮、湿粮、零食，品类齐全而又重点突出，重点发展宠物干粮。通过梳理玛氏发展历程，我们不难发现，玛氏顺应宠物行业发展规律，通过“并购整合为主、自主创立为辅”的方式，适时推出符合宠物市场发展阶段的品牌及产品，从而助推公司宠物食品业务稳步增长。2019年，玛氏宠物食品业务实现营收超180亿美元，位居全球宠物食品企业第一名。

表 3：宠物食品巨头——玛氏的并购成长历程

| 时间 | 事件 |
|-------|--|
| 1935年 | 玛氏收购英国狗粮 Chappell Brothers，创立猫粮品牌 Kitekat（喵趣），通过 Chappi（佳贝）狗粮和 Kitekat（喵趣）猫粮切入宠物食品领域，品牌定位低端市场； |
| 1954年 | 玛氏推出狗粮品牌 MEET，后更名为 PAL； |
| 1960年 | 玛氏推出狗粮品牌 CHUM； |
| 1968年 | 玛氏收购宠物食品品牌 Kal Kan Foods，成为 Petfoods Ltd 的子公司； |
| 1972年 | Petfoods Ltd 更名为 Pedigree Petfoods Ltd（宝路宠物食品公司）； |
| 1988年 | Kal Kan Foods 将其狗粮改名为 Pedigree（宝路），在国际上统一以 Pedigree 品牌进行狗粮销售； |
| 1989年 | Kal Kan Foods 将其猫粮统一以 Whiskas（伟嘉）品牌销售，Whiskas（伟嘉）由 Kal Kan Foods 于 1958 年推出； |
| 2002年 | 玛氏收购主打精准营养的法国宠物食品品牌 Royal Canin（皇家），将宠物干粮纳入公司产品矩阵； |
| 2006年 | 玛氏收购宠物食品品牌 Greenies 和 Doane； |
| 2007年 | 玛氏收购美国天然猫粮品牌美士 Nutro，丰富中高端产品； |
| 2014年 | 玛氏以 29 亿美元收购宝洁三个宠物食品品牌——IAMS、Eukanuba、Natura； |

资料来源：玛氏公司官网，财信证券

表 4：玛氏宠物食品品牌、定位及产品品类

| 定位 | 品牌及产品品类 | | |
|-----|--|--|---|
| 低端 |  犬干粮 |  猫干粮 | |
| 中低端 |  犬干粮、犬湿粮、犬零食 |  猫干粮、猫湿粮、猫零食 | |
| 中端 |  犬干粮 |  犬干粮、犬湿粮 猫干粮、猫湿粮 |  犬干粮 猫干粮 |
| 高端 |  犬湿粮、犬零食 |  犬干粮 猫干粮 |  猫湿粮 |

资料来源：玛氏天猫旗舰店，财信证券

3.2 蓝爵：采取差异化的竞争策略，专注于天然健康宠物食品

蓝爵创立之初，美国宠物市场已进入成熟发展阶段，且主要市场份额由玛氏、雀巢占领。在此背景下，蓝爵采用差异化的竞争策略，成功突围，占据美国宠物食品 6% 左右的市场份额。

蓝爵宠物食品发展历程主要包括三个阶段：**(1) 2002-2010 年：专注天然健康宠物食品，树立公司品牌形象。**在 2002 年以前，美国宠物食品原料多为禽类副产品、玉米、大豆等，而公司抓住“宠物人性化（注重食材、健康）”趋势，采取差异化的竞争策略，致力于打造以肉类、水果和蔬菜为原材料的天然宠物食品。同时，公司积极宣传“Love them like family, feed them like family”的养宠理念，推出“宠物侦探”活动，组织志愿者团队普及宠物护理知识，引领宠物主的消费习惯，树立公司天然粮品牌形象。**(2) 2010-2015 年：加强产能建设，拓展产品线。**公司转变生产制造模式，由“合约制造商”模式转向“自建工厂+第三方联合制造”模式，并依靠规模优势直接与原材料供应商谈判，加强“合约制造商”原材料供应管理，在保证产品质量的前提下最大限度降低成本。同时，公司推出低敏系列、天然无谷系列、处方系列宠物食品，以及由核桃壳制成的、有效除臭、吸水性强的高端猫砂产品系列“Blue Natural Fresh”，丰富公司产品线。在产能释放、成

本降低以及产品线丰富的推动下，公司业绩步入快车道，营收由 2010 年的 1.9 亿美元增长至 10.27 亿美元，净利润由 0.23 亿美元增长至 0.89 亿美元。**(3) 2015 年-至今：借助资本入局处方粮市场，拓宽营销渠道。**2015 年上市后，公司借助资本优势布局增长速度快、技术壁垒高的处方粮市场，将单一的“专业渠道”模式升级为“专业渠道+大众分销渠道+线上渠道”多元模式，拓宽产品品类和销售渠道。**通过梳理蓝爵的发展历程，我们其有以下经验可供国内宠物食品企业借鉴：(1) 采用差异化策略，集中资源，专注于产品研发、品质把控，深耕天然健康宠物食品，精耕美国市场；(2) 紧抓宠物市场发展趋势，努力推广先进的养宠理念，积极引导消费者习惯，加固公司品牌形象。**

表 5：蓝爵公司成长历程和产品线拓展情况

| 重大事件 | 时间轴 | 产品拓展 |
|--|--------|--|
| Bill Bishop 及其两个儿子创立 Blue Buffalo (蓝爵) | 2002 年 | |
| PetSmart 在其 240 家门店中试售蓝爵公司产品 | 2003 年 | 推出“Blue 生命保护配方系列”产品 |
| PetSmart 在所有商店销售 Blue Buffalo 产品；纽约私人投资公司 INVUS 投资蓝爵 | 2006 年 | |
| 在 INVUS 资金支持下，公司加大研发投入、营销宣传和品牌建设，步入发展快车道 | 2007 年 | 推出高肉、高蛋白、不含谷物“Bule 荒野系列”产品； |
| Bishop 家族和 INVUS 继续进行重大股权投资，加大对天然宠物食品的投入 | 2009 年 | |
| 业绩扭亏为盈，营收 1.9 亿美元，净利润 2300 万美元 | 2010 年 | 推出专门针对部分食物敏感的“Blue 基础系列”产品，主打“低敏” |
| | 2012 年 | 推出“Blue 自由系列”产品，主打“天然无谷” |
| 7 月 22 日，公司在纳斯达克证券交易所挂牌上市 | 2015 年 | 推出仅在宠物医院销售的治疗型宠物食品“Blue 天然兽食系列”，主打“处方治疗” |
| | 2017 年 | 推出高端优质宠物食品“Blue 地球精华系列” |
| 2 月，通用磨坊公司以每股 40 美元、约 80 亿美元现金收购蓝爵 | 2018 年 | |

资料来源：公司招股说明书，搜狐网，财信证券

3.3 麦富迪：强产品+重宣传，成就国货领军品牌

麦富迪 (Myfoodie) 是乖宝宠物食品集团旗下的自主品牌。乖宝宠物食品集团成立于 2006 年，是集宠物食品的研发、生产、销售于一体的综合性企业，先后于 2016、2019 年获得著名投资机构 KKP、君联资本的投资，旗下拥有麦富迪、乖宝、湿鼻子等自主品牌。其中，麦富迪品牌销量领先，已成为宠物食品国产领军品牌。据阿里统计数据显示，2020 年 1-12 月，麦富迪品牌销量位居第二名，仅次于皇家品牌。麦富迪如何成为宠物食品国货领军品牌，探寻其成功经验，对国货品牌崛起具有重要意义。

麦富迪采取多品类、高性价比、高品质的产品策略。麦富迪是产品矩阵最丰富的国产品牌之一，旗下产品涵盖宠物干粮、湿粮和零食。宠物干粮主要有“犬优能营养系列”、“犬牛肉双拼粮系列”、“益生军团系列”等；湿粮主要有“全营养主食罐头系列”；零食主要有“北美原野系列”、“冻干零食系列”等。此外，公司还生产经营处方粮、护理粮、

鲜肉粮等高级宠物食品，在中国、泰国和美国分别设立宠物食品研发中心，与英国宠物食品专家 David 合作进行犬猫宠物食品的开发，不断推出新产品。麦富迪不仅产品种类丰富，而且各类宠物食品发展相对均衡。以公司天猫旗舰店销售情况为例，销量排名前五的产品包括零食、干粮、湿粮，而没有局限于单一品类。麦富迪产品定价处于中等水平，主粮产品单价集中在 20-40 元/Kg 的区间，产品定位于追求高性价比和高品质的养宠群体。以常见的“通用型牛肉双拼粮”为例，公司单价处于同类产品中间水平，但公司产品原料成分为牛肉、鸡肉等，牛肉粒含量为 20%，赖氨酸含量较高，而同类产品排在前列的原料成为为鸡肉粉、玉米等，赖氨酸含量仅为麦富迪的 50%。此外，公司与法国戴安娜宠物食品公司、帝斯曼集团、维泽慕集团等国际知名宠物食品原料供应商有着长期的合作，精选中国鸡肉、阿根廷牛肉、新西兰牛肉等全球 9 大天然优质食材，保障产品品质。

表 6：麦富迪官方旗舰店销量排名前五的产品情况

| 种类 | 零食 | 干粮 | 湿粮 | 干粮 | 零食 |
|-----|------------------|--------------------|---------------------|----------------------|------------------|
| 产品 | 北美原野系列 通用型鸡肉干 | 营养森林系列 通用全价小型犬粮 | 全营养主食罐头系列 通用型肉粒包 | 犬牛肉双拼粮系列 通用型牛肉双拼粮 | 北美原野系列 通用型鸭肉干 |
| 单价 | 80.56 元/Kg | 27.62 元/Kg | 21.93 元/Kg | 36 元/Kg | 80.56 元/Kg |
| 图示 | | | | | |
| 总销量 | 1187013 | 587160 | 580548 | 547073 | 529377 |
| 月销量 | 1 万+ | 1 万+ | 1000+ | 1000+ | 1 万+ |

资料来源：天猫旗舰店，财信证券

表 7：通用型成犬牛肉双拼粮比较

| 种类 | 单价(元/Kg) | 原料成分 | 粗蛋白质 | 粗脂肪 | 粗纤维 | 粗灰分 | 赖氨酸 | 水分 |
|------|----------|---|---------|---------|-------|---------|--------|--------|
| 麦富迪 | 36.00 | 牛肉、鸡肉、鸡肉粉、鸭肉粉、牛肉骨粉、玉米、小麦、玉米蛋白粉、鸡油、蛋黄粉 | ≥24.00% | ≥10.00% | ≤5.0% | ≤10.00% | ≥1.50% | ≤10.0% |
| 同类 A | 26.30 | 鸡肉粉、猪肉粉、玉米、小麦、鸭油、玉米蛋白粉、大米、冻牛肉(1.0%)、百合、山药 | ≥25.60% | ≥13.0% | ≤5.0% | ≤10.00% | ≥0.80% | ≤10.0% |
| 同类 B | 41.33 | 鸡肉粉、豌豆、玉米、小麦、牛肉及其制品、鸡油、口味增强剂、玉米蛋白粉、玉米淀粉 | ≥23% | ≥14.0% | ≤5.0% | ≤10.00% | ≥0.77% | ≤10.0% |

资料来源：天猫旗舰店，财信证券

图 56：麦富迪精选全球 9 大天然优质食材



资料来源：天猫旗舰店，财信证券

注重营销宣传，打造“活力+年轻”的品牌形象。2018 年以来，公司先后赞助或冠名《向往的生活》《战斗吧萌宠》《我们的乐队》等网红综艺、电影，积极通过微博等平台围绕节目内容、明星嘉宾等创造话题，灌输“有猫有狗，就有麦富迪”的宣传口号，树立有活力、年轻化的品牌形象，提升公司品牌认知度。2020 年，公司签约谢霆锋为品牌形象代言人，联合故宫博物院出品宫标产品“弗列加特”，结合故宫“御猫”文化打造新时代的“萌宠文化”。在多措并举的宣传推广，麦富迪先后收获了“2019 年度中国质造大奖 TOP10”、“2019 年度最佳营销大奖”、“2019 年天猫最受消费者欢迎品牌”等多项大奖。

图 57：麦富迪签约谢霆锋为品牌形象代言人



资料来源：公司官网，财信证券

图 58：麦富迪联合故宫博物院出品宫标产品“弗列加特”



资料来源：公司官网，财信证券

表 8：2018-2020 年麦富迪赞助或冠名的部分综艺、电影

| 时间 | 赞助或冠名的综艺、电影 | | |
|------|---|---|--|
| 2020 |  《向往的生活第4季》 |  《我们的乐队》 |  《朋友请听好》 |
| 2019 |  向往的生活第3季 |  《忘不了餐厅》 |  《我想开个店》 |
| 2018 |  《向往的生活第2季》 |  《战斗吧萌犬》 |  《天气预爆》 |

资料来源：公司官网，公司官方微博，财信证券

我们认为，麦富迪成长为宠物食品国货领军品牌的成功经验在于：公司以年轻一代的宠物主为目标客户，采取“多品类+高性价比+高品质”的产品策略，借助网红综艺等树立年轻、活力的品牌形象，扩大品牌认知度。

4 中宠 VS 佩蒂：中宠股份有望成为国产品牌代表

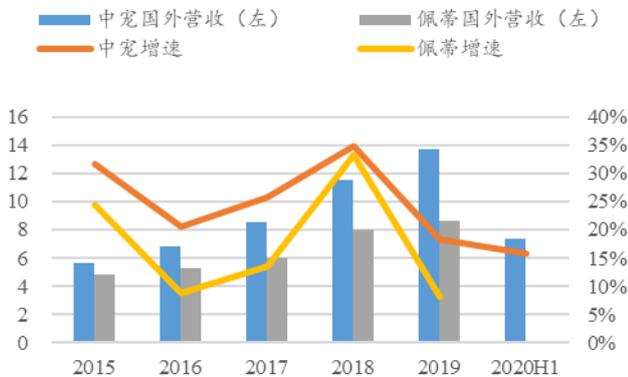
在沪深交易所公开上市的宠物食品公司有中宠股份、佩蒂股份，本部分将对两家公司进行深入比较，探究谁更有可能成长为国产品牌代表，主要分为国外市场对比、国内市场对比和财务数据对比。

4.1 国外市场对比：产品以贴牌生产为主，主要销往北美、欧洲

在国外市场中，中宠股份（OEM/ODM）和佩蒂股份（ODM）均采用贴牌的方式，向国外知名的品牌商、综合性或专业性的商超、宠物产品连锁店等供货，自主品牌产品销售占比较小。从国外市场营业收入及同比增速来看，自 2015 年以来，受益于国外宠物市场的稳步增长以及新客户的拓展，中宠股份、佩蒂股份国外营业收入分别保持 15%、8% 以上的增速，中宠股份处于领先地位；从国外市场毛利率来看，佩蒂股份明显高于中宠股份，但在 2019 年，受中美贸易摩擦和鸡肉价格上涨影响，佩蒂股份国外市场毛利率下降 8.09pct，中宠股份国外市场毛利率仅下降 1.15pct，表现得更加稳定，主要因为中宠股份海外收入来源区域更广等。从国外市场客户和销售区域来看，中宠股份和佩蒂股份

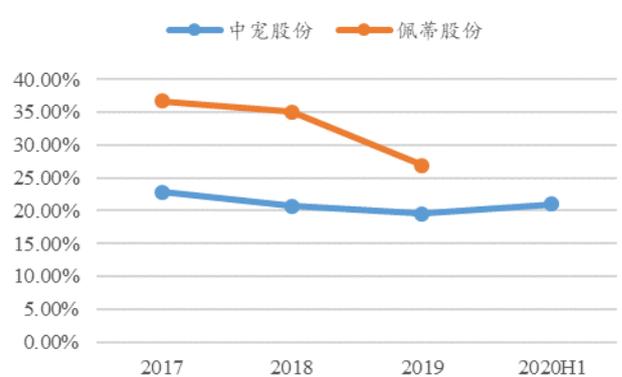
存在一定的相似性：两者的主要客户包括美国品谱和英国 Armitages，产品主要销往北美和欧洲等发达国家。

图 59：中宠和佩蒂股份的国外营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

图 60：中宠和佩蒂股份的国外市场毛利率



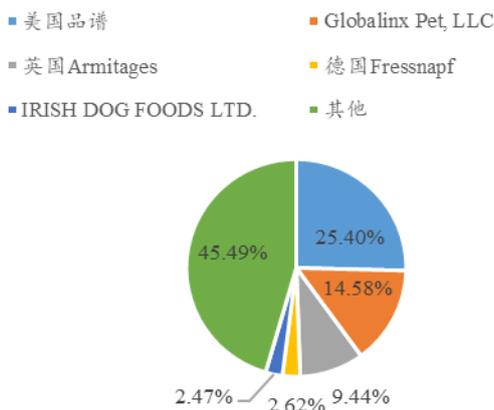
资料来源：Wind，财信证券

表 9：佩蒂股份主要国外客户、ODM 品牌及其销售区域情况

| 客户名称 | 主要 ODM 品牌 | ODM 品牌主要销售区域 |
|----------------------------|-----------------------|--------------|
| SPECTRUM BRANDS (美国品谱) | Dingo | 美国、加拿大、德国 |
| PetMatrix LLC | SmartBones、DreamBone | 美国、英国、德国 |
| WAL-MARTSTORES INC (沃尔玛) | EXERHIDE、HOLIDAY TIME | 美国 |
| PetSmart INC. | Dentley's | 美国 |
| PEIS AT HOME LTD. | PEIS AT HOME | 英国 |
| ARMITAGES PET PRODUCTS LTD | GOODBOY | 英国 |

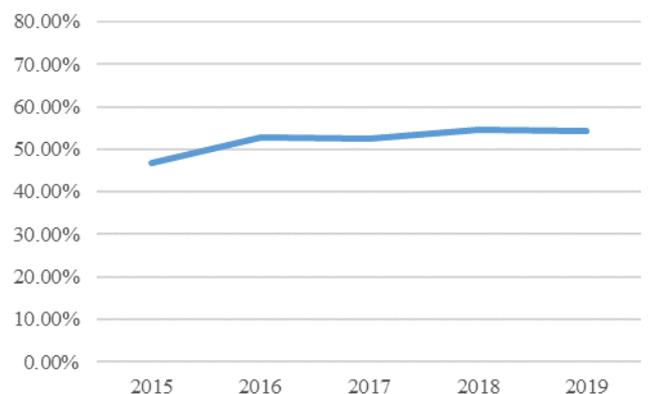
资料来源：公司公告，财信证券

图 61：2018 年中宠股份前 5 大客户销售情况



资料来源：Wind，财信证券

图 62：2015-2019 年中宠股份前 5 大客户销售占比



资料来源：Wind，财信证券

4.2 国内市场对比：中宠股份的产品丰富、品牌力强、渠道广深

4.2.1 产品比较：中宠股份产品矩阵更加多样，佩蒂股份新品陆续推出

中宠股份产品品类更加多样，且拥有“Wanpy 鲜封包”和“Zeal 犬猫专用牛奶”爆款产品。中宠股份的宠物零食种类包括犬猫专用牛奶、肉质零食、洁牙饼干、磨牙棒等，宠物湿粮主要为鲜封系列（鲜封包、鲜封罐、鲜肉羹、鲜盒）；宠物干粮包括全价粮、牛肉或冻干双拼粮、无谷低敏粮。其中，2020 年天猫双 11 期间，“Wanpy 鲜封包”热销 110 万袋，“Zeal 犬猫专用牛奶”销量超 10 万瓶，成为爆款产品。

佩蒂股份产品以宠物零食为主，产品矩阵日益完善。2020 年以前，佩蒂股份的产品以宠物咬胶和肉质零食为主；2020 年，佩蒂股份在“第 23 届亚宠展”推出好适嘉 98K 无谷 0 胶主食罐、冰宴系列、它饮系列等新品，产品矩阵逐步覆盖宠物零食、湿粮、干粮，日益完善。其中，宠物零食包括鸡鸭肉干、咬胶、饮料；宠物湿粮主要为 98K 全价无谷主食罐、白肉浓汤猫罐、贝佳美食罐；宠物干粮种类有全价无谷双拼粮、冻干粮、低敏粮。

对比中宠股份和佩蒂股份的产品矩阵，我们发现：（1）中宠股份的产品布局更加完善，尤其是宠物湿粮、宠物干粮的种类多于佩蒂股份，产品形式更加灵活多样；（2）中宠股份拥有“Wanpy 鲜封包”和“Zeal 犬猫专用牛奶”两款爆款产品；（3）从产品价格分布来看，佩蒂股份的产品价格整体高于中宠股份。

表 10：中宠股份的自主品牌及其产品矩阵

| 自主品牌 | Wanpy | ZEAL | Happy 100 | 中宠 Dr. Hao | SEA KINGDOM Toptrees | 脆脆香 JEERK TIME | KING KITTY |
|------|--|---|--|---|--|--|------------|
| 宠物零食 |  Happy 100 猫条 70.95 元/Kg |  Happy 100 洁牙饼干 73.43 元/Kg |  Zeal 犬猫专用牛奶 22.50 元/380ml |  Zeal 风干牛肋骨 342 元/Kg |  Wanpy 冻干(肉干) 416.67 元/Kg |  Wanpy 鸡胸肉干 99.75 元/Kg | |
| 宠物湿粮 |  Wanpy 鲜封包 44.87 元/Kg |  Wanpy 鲜封罐 15.96 元/Kg |  Wanpy 猫用鲜肉羹 91.67 元/Kg |  Wanpy 鲜盒 103.92 元/Kg |  Happy 100 主食罐 19.12 元/Kg |  Happy 100 鲜封包 28.45 元/Kg | |
| 宠物干粮 |  Happy 100 全价中小型成犬粮 27.6 元/Kg |  Happy 100 全价成猫粮 26 元/Kg |  Happy 100 全价犬期牛肉双拼粮 19.80 元/Kg |  Happy 100 全价全期冻干双拼猫粮 21.80 元/Kg |  Wanpy 无谷低敏全价小型犬幼犬粮 45.9 元/Kg |  Wanpy 无谷低敏全价成猫粮 68.13 元/Kg | |

资料来源：中宠股份天猫旗舰店，财信证券

表 11：佩蒂股份的自主品牌及其产品矩阵

| 自主品牌 |  |  |  |  |
|------|--|--|---|---|
| 肉质零食 |  好适嘉鸡肉干 76.86 元/Kg |  好适嘉烟熏牛肉粒 110.55 元/Kg |  爵宴 100%鸭胸肉干 350 元/Kg | |
| 宠物咬胶 |  好适嘉猫咪磨牙棒 210 元/Kg |  好适嘉蔬菜清口棒 80 元/Kg | |  齿能洁齿骨 149.75 元/Kg |
| | | | |  齿能 2号 214.29 元/Kg |
| 湿粮 |  98K 全价无谷主食罐 100 元/Kg |  白肉浓汤猫罐 66.67 元/Kg |  贝佳美食罐 22.08 元/Kg | |
| 干粮 |  全价无谷双拼犬粮 78.67 元/Kg |  全价无谷冻干猫粮 460 元/Kg |  冻干低敏双拼粮 296.67 元/Kg | |
| 宠物饮料 |  好适嘉它饮纯羊奶 9.9 元/200ml | | | |

资料来源：佩蒂股份天猫旗舰店，财信证券

4.2.2 品牌对比：两者均实行多品牌策略，中宠股份的品牌力更强

中宠股份和佩蒂股份在国内市场均实行多品牌策略，均具有“中低端品牌”和“高端品牌”。中宠股份拥有“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真挚”、“Happy100”等 11 个自主品牌，其中，“Zeal 真挚”为公司 2018 年收购的、定位高端市场的新西兰品牌；“Wanpy 顽皮”面向中端市场客户；“Happy100”面向低端市场。佩蒂股份拥有“好适嘉”、“贝家”、“爵宴”和“齿能”等自主品牌。其中，“爵宴”和“齿能”品牌主要用于肉干、咬胶产品，定位高端市场；“好适嘉”品牌用于全品类产品（零食、干粮、湿粮、宠物饮品），主要面向中端市场。从品牌影响力来看，中宠股份的“Wanpy 顽皮”和“Zeal 真挚”品牌影响力较高。据《2020 年中国宠物行业白皮书》统计数据显示，“Zeal 真挚”分别位居进

口犬零食、猫零食品牌排名的第1名、第5名；“Wanpy 顽皮”分别位居国产犬零食、猫零食品牌排名的第3名、第3名；在“2020年双11”活动中，上述两个品牌位居天猫、京东平台宠物零食品类销量排名前10。从品牌推广来看，中宠股份更加注重品牌宣传。2020Q1-Q3，中宠股份的销售费用为1.57亿元，佩蒂股份的销售费用仅为0.62亿元。其中，2020H1，中宠股份的广告及业务宣传费用为0.46亿元，佩蒂股份的广告及业务宣传费用仅为0.12亿元。

表 12：2020 年国内宠物零食品牌 Top5

| 进口犬零食 | 进口猫零食 | 国产犬零食 | 国产猫零食 |
|----------------|----------------|-----------|-----------|
| 真致 ZEAL | 希宝 sheba | 麦富迪 | 伊纳宝 |
| 滋益巅峰 ZIWI | 珍致 Fancy Feast | 宝路 | 麦富迪 |
| Smartbones | 滋益巅峰 ZIWI | 顽皮 | 顽皮 |
| 宠源新 K9 Natural | 富力鲜 frisian | 疯狂的小狗 | 伟嘉 |
| 日和优宠 HIYORI | 真致 ZEAL | 耐威克 | 朗诺 |

资料来源：《2020 年中国宠物行业白皮书》，财信证券

表 13：2020 年双 11 销量排名 TOP10 的宠物零食品牌

| 天猫狗零食 | 京东狗零食 | 天猫猫零食 | 京东猫零食 |
|-------------|-------------|-----------------|-----------------|
| 麦富迪 | 顽皮 | ZIWI/滋益巅峰 | 顽皮 |
| 顽皮 | 麦富迪 | 麦富迪 | 富力鲜 |
| 疯狂的小狗 | 宝路 | 伊纳宝 | 最宠 (Paddy Time) |
| ZIWI/滋益巅峰 | 耐威克 | 希宝 (Sheba) | 珍致 (FancyFeast) |
| 宝路 | 萌氏 | 珍致 (FancyFeast) | 伟嘉 |
| ZEAL | 疯狂的小狗 | 顽皮 | 希宝 (Sheba) |
| 路斯 | 句句兽 | 凯锐思 | 麦富迪 |
| 凯锐思 | 蒙贝 | 瓜洲牧 | Iorde/里兜 |
| 耐威克 | ZEAL | 富力鲜 | ZIWI/滋益巅峰 |
| smartbones | 多格萨萨蜜 | K9nature | 憨憨宠 |

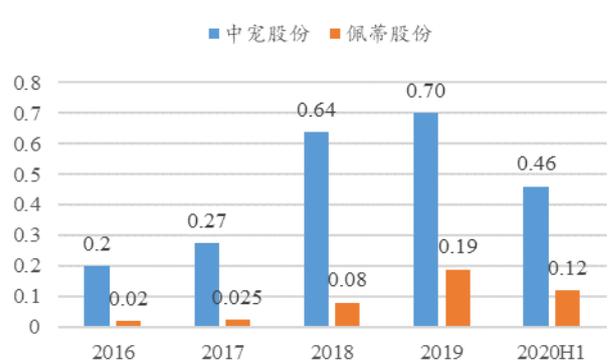
资料来源：天猫平台，京东平台，财信证券

图 63：中宠股份和佩蒂股份的销售费用对比



资料来源：Wind，财信证券

图 64：中宠股份和佩蒂股份的广告及业务宣传费对比



资料来源：Wind，财信证券

4.2.3 渠道对比：中宠股份线上经销网络广，佩蒂股份线上渠道待加强

线上直营渠道方面，中宠股份和佩蒂股份均在天猫、京东等主要电商平台开立旗舰店，其中中宠股份旗舰店的关注人数高于佩蒂股份；**线上经销渠道方面**，中宠股份在宠物垂直电商平台波奇网、E 宠以及天猫宠物食品热销店铺（如华元宠物、金多乐等）中均有产品销售。佩蒂股份虽然在波奇网、E 宠平台也有布局，但在售产品数较少，且在天猫宠物食品热销店铺鲜有产品在售。此外，为了加强线上经销网络建设，中宠股份先后投资威海好宠、领先宠物、华元德贝等聚焦线上渠道的销售公司，并于 2020 年增资威海好宠、华元德贝。**线下渠道方面**，中宠股份与沃尔玛、大润发、欧尚、华润万家等传统商超渠道合作稳定，通过入股宠物医院新瑞鹏集团布局专业渠道；佩蒂股份也积极布局宠物店、宠物医院和商超。总的来看，中宠股份渠道建设的广度和深度好于佩蒂股份，主要体现在：一是线上经销网络广；二是入股线上渠道商以及连锁宠物医疗机构。

表 14：中宠股份和佩蒂股份的旗舰店开设情况（截止 2021 年 2 月）

| 公司 | 中宠股份 | | 佩蒂股份 | |
|----|------|--------------|--------------|---------|
| | 平台 | 店铺 | 店铺 | 关注数 |
| 天猫 | | 中宠宠物用品旗舰店 | 佩蒂天猫旗舰店 | 1.99 万人 |
| | | zeal 宠物用品旗舰店 | | |
| 京东 | | 顽皮京东自营旗舰店 | 禾仕嘉旗舰店 | 1.4 万 |
| | | 顽皮宠物旗舰店 | 好适嘉京东直营店 | 2.1 万 |
| | | ZEAL 京东自营旗舰店 | CPET 宠物生活旗舰店 | 2.4 万 |
| | | ZEAL 宠物官方旗舰店 | | |
| 苏宁 | | 中宠苏宁自营旗舰店 | 0.64 万 | |

资料来源：天猫平台，京东平台，苏宁平台，财信证券

表 15：2020 年天猫宠物食品、用品热销店铺

| 天猫 2020 年 1-12 月销进入 TOP10 的店铺 | 2020 年双 11 天猫宠物全品类店铺 TOP10 |
|-------------------------------|----------------------------|
| 凯锐思旗舰店 | 波奇网旗舰店 |
| 耐威克官网旗舰店 | 乐乐猫宠物用品旗舰店 |
| 迈仕宠物用品专营店 | 华元宠物用品专营店 |
| 疯狂小狗旗舰店 | proplan 冠能官方旗舰店 |
| 华元宠物用品专营店 | 麦富迪旗舰店 |
| 好主人旗舰店 | 皇家宠物食品旗舰店 |
| 金多乐旗舰店 | 皇家宠物食品旗舰店 |
| 波奇网旗舰店 | 金多乐旗舰店 |
| sunsun 森森旗舰店 | 凯锐思旗舰店 |
| 乐乐猫宠物用品旗舰店 | 耐威克官网旗舰店 |
| nourse 卫仕旗舰店 | 八公叔叔宠物用品旗舰店 |
| 八公叔叔宠物用品旗舰店 | |
| 麦富迪旗舰店 | |

资料来源：阿里数据，财信证券

备注：蓝色标记店铺销售非自有品牌产品，非蓝色标记店铺销售自有品牌产品

表 16：中宠股份和佩蒂股份在宠物电商及天猫 TOP 店铺在售产品数量对比

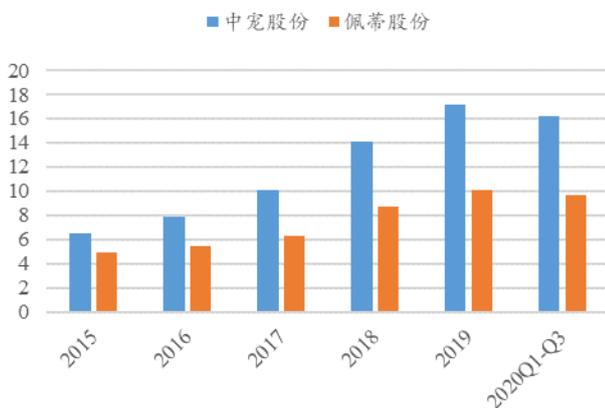
| 公司 | 品牌 | 中宠股份 | | 佩蒂股份 | | | |
|--------------------|-------------|------|---------|------|----|-----|----------|
| | | 顽皮 | 真致 Zeal | 齿能 | 贝家 | 好适嘉 | Meaty 爵宴 |
| 宠物电 | 波奇网 | 267 | 25 | | | 7 | |
| 商平台 | E 宠 | 113 | 35 | 4 | | 14 | |
| 天猫 TOP10 的店铺 | 华元宠物用品专营店 | 49 | 8 | | | | |
| | 迈仕宠物用品专营店 | 15 | 1 | | | | |
| | 金多乐旗舰店 | 53 | 2 | | | 1 | |
| | 波奇网旗舰店 | 78 | 8 | | | | |
| | 乐乐猫宠物用品旗舰店 | 21 | 2 | | | | |
| | 八公叔叔宠物用品旗舰店 | - | 1 | | | | |

资料来源：波奇网，E 宠，天猫平台，财信证券

4.3 财务数据对比：中宠股份收入结构多元，佩蒂股份产品毛利率更高

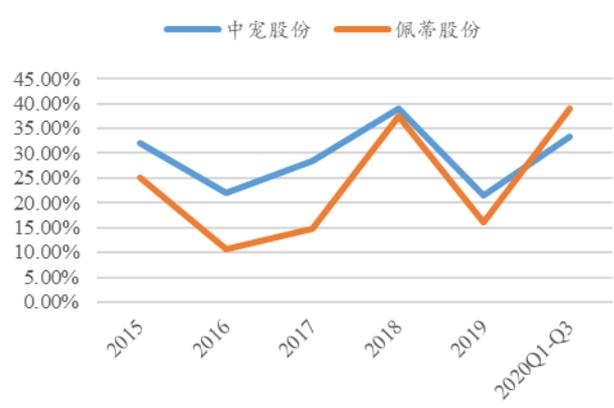
中宠股份的收入结构更加多元，国内收入占比更高。2020Q1-Q3，中宠股份实现营业收入 16.20 亿元，同比增长 33.33%；佩蒂股份实现营业收入 9.72 亿元，同比增长 38.97%。从营收规模和增速来看，自 2015 年以来，中宠股份的营收规模及增速高于佩蒂股份，主要因为中宠股份的国外市场收入增速更高、快速增长的国内收入占比更高；从产品收入结构和区域分布来看，2020H1，中宠股份宠物零食、湿粮、干粮的收入占比分别为 78.13%、14.07%、5.05%，2019 年国外收入占比为 79.83%；佩蒂股份的收入主要来自宠物零食，占比高达 94.05%，2019 年国外收入占比为 85.96%；对比而言，中宠股份的产品收入结构更加多元，国内收入占比更高。

图 65：中宠股份和佩蒂股份营业收入（亿元）



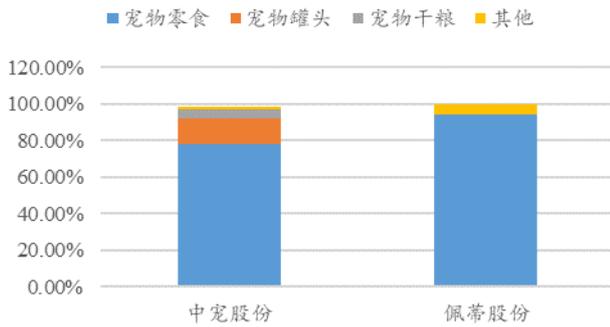
资料来源：Wind，财信证券

图 66：中宠股份和佩蒂股份营收增速



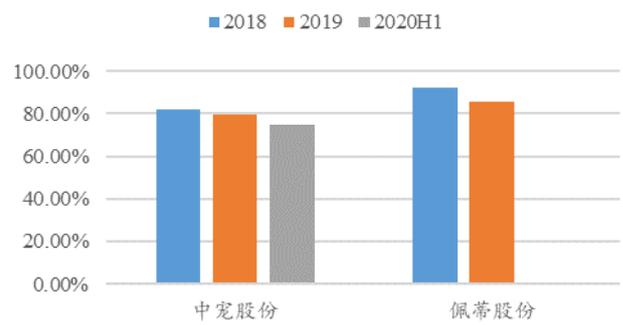
资料来源：Wind，财信证券

图 67：2020H1 中宠股份和佩蒂股份产品收入结构



资料来源：Wind，财信证券

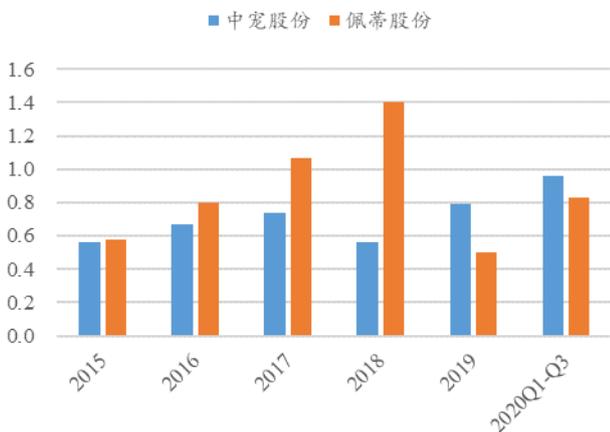
图 68：中宠股份和佩蒂股份国外收入占比



资料来源：Wind，财信证券

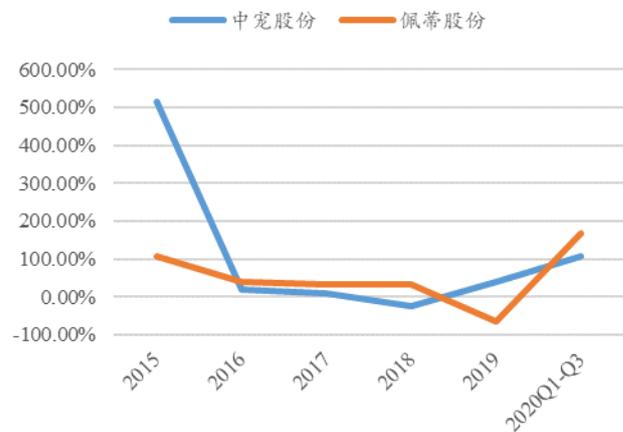
佩蒂股份产品毛利率更高，中宠股份销售费用率较高。2020Q1-Q3，中宠股份实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 108.27%；佩蒂股份实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 166.76%，佩蒂股份归母净利润增速更快，主要因为前期基数更低。佩蒂股份与中宠股份的归母净利润差距明显小于营收差距，主要因为：受产品结构等因素影响，佩蒂股份的毛利率高于中宠股份。2020Q1-Q3，佩蒂股份的毛利率为 27.24%，较中宠股份的 25.56% 高 1.68pct。期间费用率方面，受管理费用等因素影响，佩蒂股份的期间费用率高于中宠股份。具体来看，2020Q1-Q3，中宠股份的期间费用率、销售费用率、管理费用率分别为 16.02%、9.66%、4.78%，佩蒂股份的期间费用、销售费用、管理费用分别为 16.55%、6.41%、8.29%，中宠股份的销售费用率更高，但管理费用率更低。

图 69：中宠股份和佩蒂股份归母净利润（亿元）



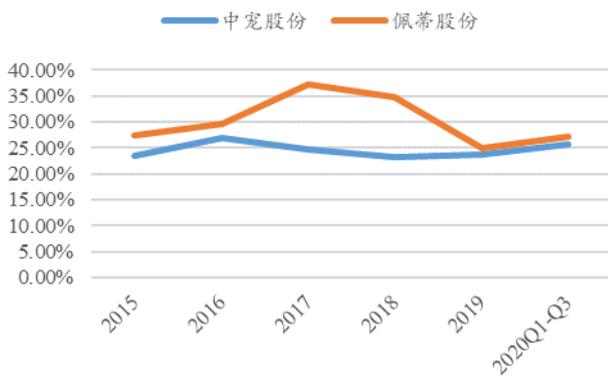
资料来源：Wind，财信证券

图 70：中宠股份和佩蒂股份归母净利润增速



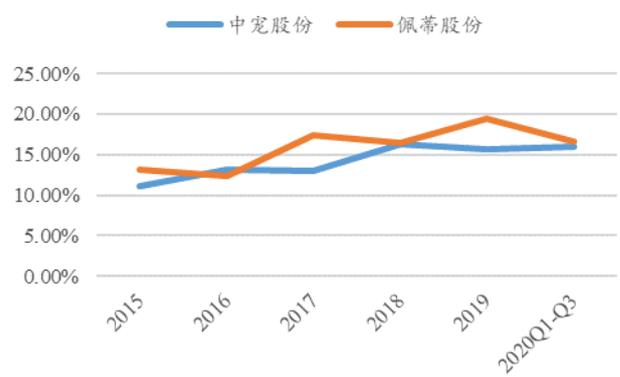
资料来源：Wind，财信证券

图 71：中宠股份和佩蒂股份的毛利率



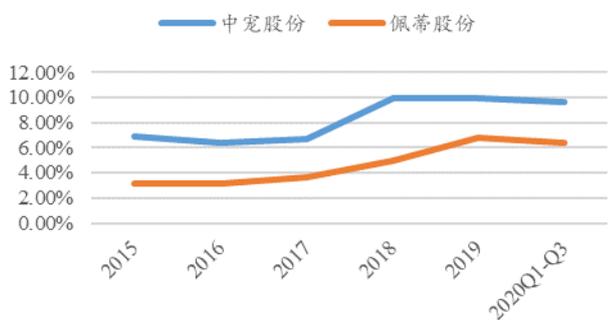
资料来源：Wind，财信证券

图 72：中宠股份和佩蒂股份的期间费用率



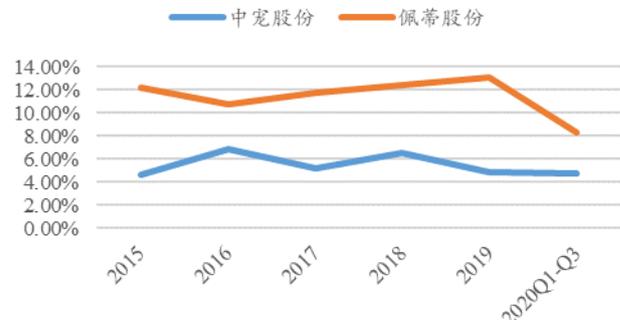
资料来源：Wind，财信证券

图 73：中宠股份和佩蒂股份的销售费用率



资料来源：Wind，财信证券

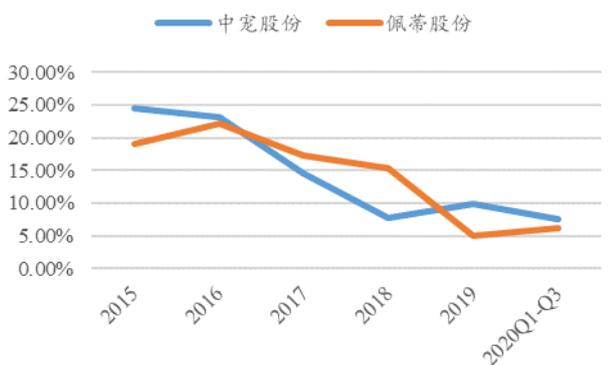
图 74：中宠股份和佩蒂股份的管理费用率



资料来源：Wind，财信证券

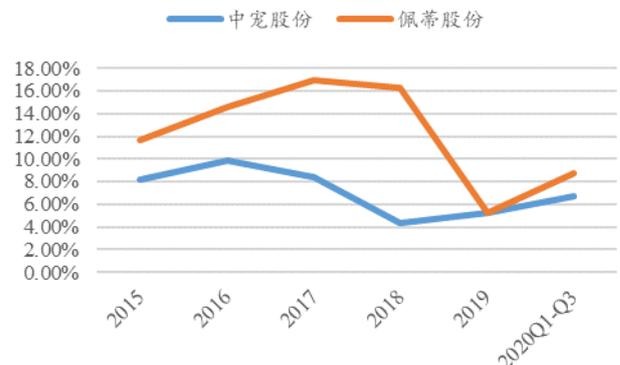
中宠股份的资产周转速度、经营杠杆较高，ROE 高于佩蒂股份。受净利率和总资产周转率下降影响，中宠股份和佩蒂股份的 ROE 呈下降趋势。2015-2019 年，佩蒂股份 ROE 高于中宠股份，主要因为佩蒂股份的净利率明显高于中宠股份；而自 2019 年以来，由于佩蒂股份与中宠股份的净利率差距缩小，中宠股份的总资产周转率、总资产负债率高于佩蒂股份，中宠股份的 ROE 高于佩蒂股份。比较而言，中宠股份的资产周转速度、经营杠杆高于佩蒂股份。

图 75：中宠股份和佩蒂股份 ROE



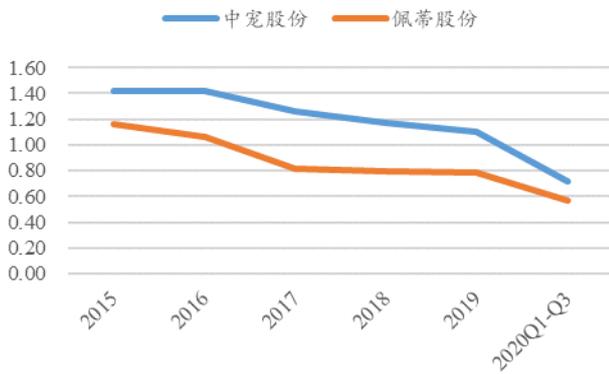
资料来源：Wind，财信证券

图 76：中宠股份和佩蒂股份的净利率



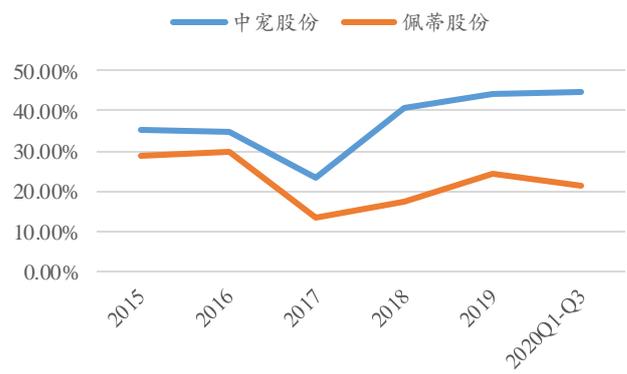
资料来源：Wind，财信证券

图 77：中宠股份和佩蒂股份的总资产周转率



资料来源：Wind，财信证券

图 78：中宠股份和佩蒂股份的总资产负债率



资料来源：Wind，财信证券

总结：中宠股份有望成为国产品牌代表。从国外市场业务来看，两家公司均以“贴牌生产”为主，产品主要销往北美、欧洲；从国内市场业务来看，两家公司均采取多品牌、全品类的发展策略，但比较而言，中宠股份的产品力、品牌力、渠道力更强，具体表现在：一是产品品类更加齐全，拥有“Wanpy 鲜封包”和“Zeal 犬猫专用牛奶”两款爆款产品；二是品牌宣传力度更大，“Wanpy”和“Zeal”品牌在国内宠物零食销量排名中处于领先地位；三是线上经销网络广，入股线上渠道商以及连锁宠物医疗机构。从财务数据来看，佩蒂股份产品毛利率更高，中宠股份的收入结构更加多元，国内市场收入占比更高。

5 行业投资建议

我国宠物食品行业处于快速发展阶段，但同欧美、日本等发达国家相比，我国宠物数量、宠物食品渗透率、单只消费金额仍具有较大增长空间。随着居民收入水平、人口老龄化、空巢化以及城镇化水平的提高，宠物食品行业有望继续保持高速增长。同时我国宠物食品市场集中度低，国产品牌加速崛起，行业竞争格局有望重塑。首次覆盖宠物食品行业，给予“领先大市”评级，推荐关注宠物食品龙头中宠股份（002891）和佩蒂股份（300673）。

6 风险提示

原材料价格上涨风险；汇率变动风险；食品安全风险；行业竞争加剧风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 中性 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5% |
| | 回避 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438