

## 国货宠物食品的线上突破

农林牧渔行业

推荐 (维持评级)

### 核心观点:

- **我国宠物行业的趋势：宠物数量和单宠消费双升** 2020年我国宠物市场规模达2065亿元，同比+2.0%。全国城镇宠物犬猫数量达10084万只，同比+1.7%；其中宠物犬5222万只，同比-5.1%；宠物猫4862万只，同比+10.2%。随着人口老龄化、社会压力加剧和政策逐渐放宽，宠物数量呈上升趋势。此外，随着宠物相关产品的更新迭代和人们经济水平与可支配收入的提高，我们认为宠物主们会更有能力和意愿为宠物消费，单宠消费金额将保持上行趋势。
- **我国宠物行业的机会：宠物零食成为潜在突破口** 2020年我国宠物零食市场规模约为368亿元，近三年复合增速为37%，约占食品细分品类规模的32.5%，且存在提升趋势。虽然在宠物干粮方面，海外品牌的市场份额难以撼动，但其在零食和保健品市场布局力度较小，是我国宠物食品企业的主要突破口。目前我国仅有约15%的宠物零食市场份额被特定公司占据，集中度低。国产宠物品牌可以采取差异化竞争的策略，在进行主粮竞争的同时，实现零食突围。
- **国产品牌突围的方式：线上销售和理性化消费** 宠物食品在电商渠道的销售增速可观，远超宠物医院、商超等渠道，在2019年已达到53%的市场份额。同时，国货潮的崛起和文化自信的增加，使得国产宠物食品凭借高性价比吸引更多没有品牌产地偏好的宠物主，国产品牌有望在未来争取到更多市场份额。
- **上市宠物食品企业现状：加快布局国内业务** 中宠股份与佩蒂股份均以国外市场为主，但近年来均加速开发国内市场。2020年中宠、佩蒂国外业务占比分别为73.51%、85.14%，同比-6.32pct、-0.82pct，均呈现下行趋势，对应的国内市场占比逐步扩大。看国内市场情况，中宠股份2020年销售额24.11亿元，同比+57.08% (+20.5pct)，占比24.11% (+4.41pct)。公司国内市场开拓正在加速进行中，叠加我国电商行业的飞速发展，公司产品线上销售逐季增长，我们估算线上销售约占国内市场收入的60%。从毛利率角度看，2020年中宠国内销售毛利率为34.48%，显著高于国外业务水平。
- **投资建议** 2020年我国宠物市场规模达到2065亿元，其中宠物食品消费作为最大的养宠支出，其规模占比每年稳定在60%左右。我们研究对比宠物干粮与零食的竞争态势，认为宠物零食是国内品牌在竞争中突围的有利方向之一，结合线上渠道、电商平台、国家政策和理性化消费等优势，国内宠物零食企业具备较大的发展潜力。我们建议关注中宠股份(002891)、佩蒂股份(300673)。
- **风险提示** 国内市场开拓的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、劳动力成本上升的风险、出口退税政策变化的风险、海外市场竞争加剧的风险、境外经营风险、贸易摩擦或贸易壁垒引发的风险、新冠肺炎疫情带来的风险等。

分析师

谢芝优

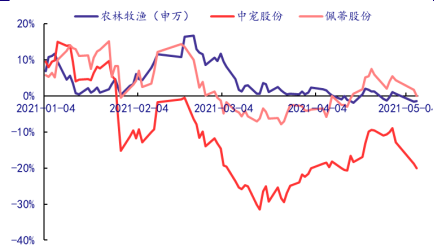
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

行业数据

2021-05-07



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

## 投资概要：

### 研究框架及主要结论：

本报告包含四个层层递进的部分。其一阐述我国宠物行业的趋势，强调宠物数量和单宠消费提升的背后因素。其二通过拆解我国宠物行业机构情况，聚焦到宠物食品在整个行业中的地位，并通过对宠物食品中细分行业的分析，包括宠物干粮、零食的规模增长、占比变化、竞争情况等方面，归结到我国宠物企业的机会在于宠物零食的突破。其三是聚焦到国产宠物品牌通过怎样的方式进行突破，我们认为一方面线上渠道的快速发展，另一方面是宠物主消费的理性化趋势。其四是对现有上市宠物企业的分析，包括中宠股份和佩蒂股份。最后予以总结和推荐。

### 我们与市场不同的观点：

市场认为国内宠物企业依旧处于代加工角色，而缺乏自有品牌的发展。但从现有市场情况来看，部分头部宠物企业已经具备品牌识别度，且借助线上销售、电商平台等模式快速崛起。另外，市场可能更关注宠物干粮（食品中份额最大）的竞争状态，而忽视了份额快速崛起的宠物零食带来的机会。我们认为选好竞争赛道，并在其中紧抓线上销售扩大国内份额的企业将具备显著优势。

### 投资策略：

基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及养宠精细化等消费模式变化，我们看好宠物行业在宠物数量增长以及单宠消费金额提升方面的变化，从而带动整个宠物行业规模的提升。2020年我国宠物市场规模达到2065亿元，其中宠物食品消费作为最大的养宠支出，其规模占比每年稳定在60%左右。我们研究对比宠物干粮与零食的竞争态势，认为宠物零食是国内品牌在竞争中突围的有利方向之一，结合线上渠道、电商平台、国家政策和理性化消费等优势，国内宠物零食企业/品牌具备较大的发展潜力。我们建议关注中宠股份（002891）、佩蒂股份（300673）。

### 行业表现的催化剂

宠物渗透率提升；单宠消费金额提升；电商销售渠道的发展；政策对于行业的监管和消费理性化趋势等。

### 主要风险因素：

国内市场开拓的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、劳动力成本上升的风险、出口退税政策变化的风险、海外市场竞争加剧的风险、境外经营风险、贸易摩擦或贸易壁垒引发的风险、新冠肺炎疫情带来的风险等。

## 目 录

<b>一、我国宠物行业的趋势：宠物数量和单宠消费双升</b> .....	<b>2</b>
(一) 中国宠物行业正处于快速发展时期.....	2
(二) 社会需求变化引导宠物数量增长.....	4
(三) 养宠精细化带动单宠消费金额提升.....	5
<b>二、我国宠物行业的机会：宠物零食成为潜在突破口</b> .....	<b>6</b>
(一) 宠物食品规模占据半壁江山.....	6
(二) 宠物食品渗透率提升空间大.....	7
(三) 宠物干粮以优质国外品牌为主.....	8
(四) 宠物零食成国内品牌突破口.....	10
<b>三、国产品牌突围的方式：线上销售和理性化消费</b> .....	<b>12</b>
(一) 国产品牌借助线上渠道实现快速发展.....	12
(二) 消费理性化加码国产品牌市占率提升.....	13
(三) 宠物食品政策促进产品质量更有保障.....	14
<b>四、上市宠物食品企业现状：加快布局国内业务</b> .....	<b>15</b>
(一) 宠物行业上市公司情况.....	15
(二) 盈利能力与渠道能力情况.....	18
<b>五、投资建议</b> .....	<b>22</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 一、我国宠物行业的趋势：宠物数量和单宠消费双升

### （一）中国宠物行业正处于快速发展时期

中国宠物行业随着 1994 年《北京市严格限制养犬规定》的出台而开始兴起，已历经 20 年的发展路程。期间中国人口结构和社会环境的不断变化拉动着国民对宠物的需求，宠物主对宠物的饲养也开始发生地域、年龄层、功能、饲养方式和品种的转变趋势。宠物数量的攀升刺激着宠物相关产业的飞速发展。宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容行业等基础类宠物消费的渗透率逐年上升。随着国民经济水平的提高，宠物主对宠物生活质量愈发重视，宠物消费不断升级，宠物婚介、宠物殡葬、宠物寄养等新兴行业也开始在市场涌现。

表 1：中国宠物行业发展历程

主要阶段	年份	主要历程
1990 年-1999 年： 政策由禁养到限养 宠物行业逐渐兴起	1992 年	中国小动物保护协会正式成立
	1994 年	由禁养到严格限制养犬
	1995 年	玛氏在中国建立宠物食品厂
	1997 年	政策法规：全国人大发布《中华人民共和国动物防疫法》
2000 年-2009 年： 宠物相关产业逐渐发展	2000 年	宠物店和经销商开始出现
	2002 年	很多以外贸代工为主的宠物食品/用品公司多在 2002 年左右成立
	2003 年	由限养到规范养宠
	2008 年	行业标准：国家质量监督检验检疫总局和国家标准化管理委员会发布《宠物食品 狗咬胶》和《宠物干粮食品辐照杀菌技术规范》
2010 年-至今： 国内市场蓬勃发展 创业高潮兴起 资本不断加码	2009 年	线上渠道：随着电商平台的发展，宠物相关产品线上销售渠道开始发展
	2014 年	行业标准：发布《全价宠物食品-犬粮》和《全价宠物食品-猫粮》两项国家全价宠物食品标准
	2015 年	资本：融资事件数量同比+109%，融资金额同比+89%
	2018 年	人口：庞大的单身人口和老龄人口对情感和陪伴的需求推动宠物经济的发展
	2019 年	资本：宠物食品赛道发生多起数亿元的大额融资事件 社会团体：协会名称中带宠物相关的社会组织共有 103 个

数据来源：《2020 中国宠物行业蓝皮书》，中国银河证券研究院整理

表 2：中国宠物行业主要转变

主要方面	主要历程
地域转变（从农村到城市）	城市化进程的加快使得现代家庭规模逐渐变小，消费能力逐渐提升。工作压力增大，城市人养宠作为陪伴。
年龄层转变（从老龄到青年）	80, 90 后因消费能力、消费意愿和对于宠物的高接受度逐渐成为养宠主力，其中女性养宠人数多于男性。
功能转变（从看门到陪伴）	以前的宠物功能以看家、护院和除害为主，现在以陪伴逗乐，满足现代人类需求为主。
饲养方式转变（从粗养到精养）	由于自身可支配收入的提升，加上宠物品种和价格的原因，宠物主视宠物作家庭成员，注重宠物的营养和健康。针对不同品种宠物的各种食品和营养品层出不穷。
品种转变（从国有到进口）	犬猫的品种已经多达几十上百种，不同品种的特征和生活习惯带动整个宠物产业的迅速发展。

数据来源：中投投资资讯网，中国银河证券研究院

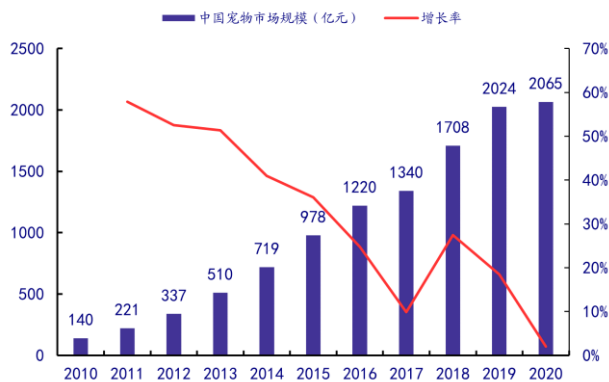
据《2020 中国宠物行业白皮书》统计数据推算，2010-2020 我国宠物市场的年均复合增长率约为 30.88%。2020 年我国宠物市场规模达到 2065 亿元，同比+2.0%。其中犬消费市场规模占比 57.14%，达到 1180 亿元；猫消费市场规模占比 42.81%，达到 884 亿元。

CBNData《2019 宠物消费生态大数据报告》显示：截至 2019 年，中国的养宠家庭数量为 9978 万户，五年内增长 43.9%。但我国 2019 年的宠物渗透率（即拥有宠物的家庭占有所有家庭的比例）仅为 17%，仍显著低于美国的 68%、澳大利亚的 62%和英国的 45%。美国 2019 年的宠物数量已经达到约 3.979 亿只，而中国的宠物数量为 3.021 亿只。考虑到文化习性和居住空间，我国与欧美国家差距较大，对标同为亚洲国家的日本、韩国更为合理。据中商产业研究院的报告，2019 年日本的宠物渗透率为 38%，韩国为 26%，我国依然与之存在较大差距，未来仍有上升空间。

虽然美国宠物市场已相对成熟，增长放缓，但据市场显示，宠物主年轻化和科技发展的进程开始成为美国宠物行业更进一步的推动力。智能宠物产品的兴起，宠物保险的完善，豪华宠物服务的增长等更新的科技和理念在宠物行业不断渗透，美国宠物行业规模在 2019 年增长强劲，未来的发展依然有较大空间。

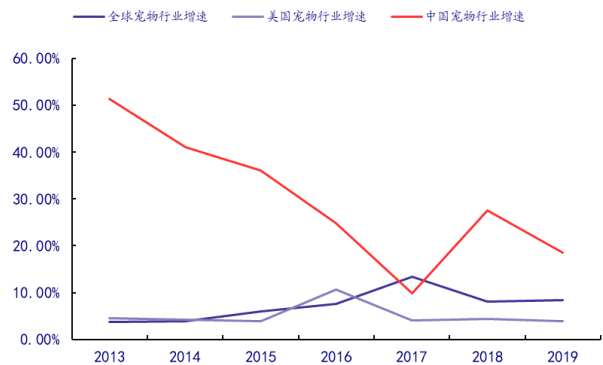
全球整体来看，2019 年中国宠物行业市场规模为全球宠物市场的 1/5，美国宠物市场的 1/3；增长率却是全球水平的两倍。对比发达国家庞大的宠物市场规模，已经放缓的增速和未来依旧强劲的发展趋势，可以发现我国的宠物行业正处于规模小、增速快的快速成长阶段。

图 1：2010-2020 年中国宠物市场规模和增长率变化（右轴）



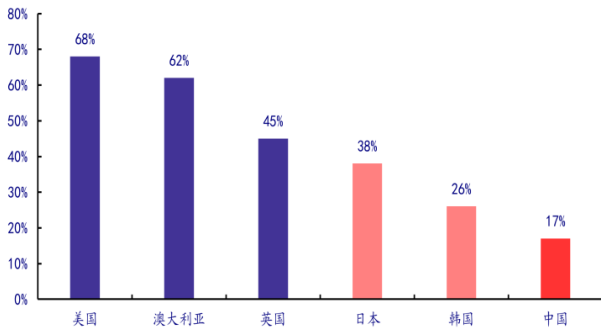
资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 2：对比全球、美国，中国宠物行业规模增长率最高



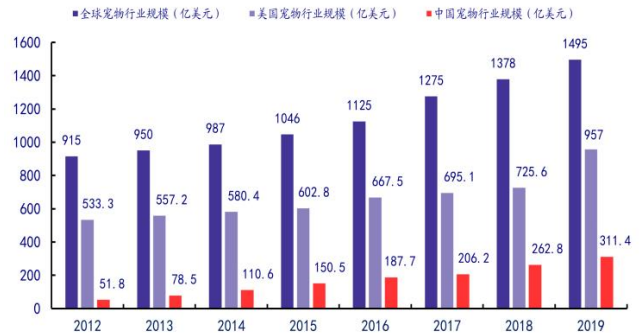
资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院

图 3：2019 年我国宠物渗透率处于较低水平



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 4：中国与全球、美国宠物行业规模对比



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院整理

## (二) 社会需求变化引导宠物数量增长

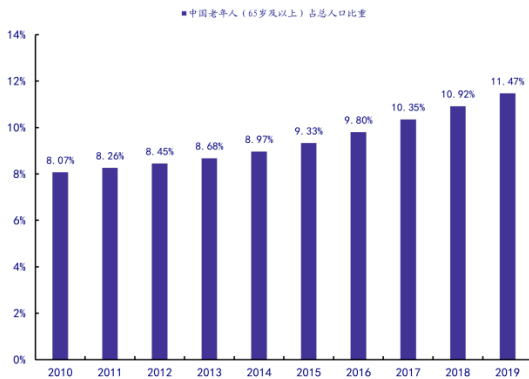
1982 年我国制定并实施的“计划生育”基本国策，对中国的人口和发展问题起到积极作用的同时也带来了不可忽视的人口老龄化问题。2019 年中国老年人数（65 岁及以上）已经达到了人口总数的 11.47%。据全国老龄办目前公布的数据显示，有近一半的老人属于城乡空巢家庭或类空巢家庭，由此延伸出的情感依赖催生出其对宠物的需求。

随着城市化进程的发展，更多的年轻人选择到大城市打拼。工作和生活的压力导致结婚率和生育率逐年下降，2019 年的国家统计局显示的数据分别为 6.6%、10.48%。宠物可以满足单身人群的情感寄托，一定程度上帮助缓解生活和工作的压力。越来越多的单身人士和无孩家庭开始视宠物为他们的家人成员，对宠物的需求有增无减。

此外，政策的放宽也是宠物数量提升的关键因素。20 世纪 80 年代，政策明确规定，禁止养犬。90 年代政策松绑，部分地区开始限养。2000 年以后，政策逐渐放宽，对宠物的饲养做出明晰的规定，养犬证价格大幅下降。

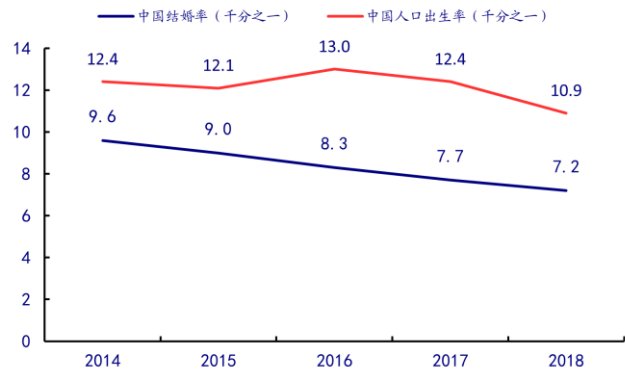
根据《2020 中国宠物行业白皮书》报告，2020 年全国城镇宠物犬猫数量已达到 10084 万只，比 2019 年增长 169 万只，增幅达到 1.7%。其中宠物犬只数为 5222 万只，同比-5.1%；宠物猫只数为 4862 万只，同比+10.2%。老年人渴望排遣孤独，年轻人需要消除寂寞，更多人需要宠物作为生活的伴侣和精神的寄托。随着人口老龄化、社会压力加剧和政策逐渐放宽，我们认为宠物数量仍会持续上升。

图 5：2010-19 年中国老年人口占总人口比例逐年上升



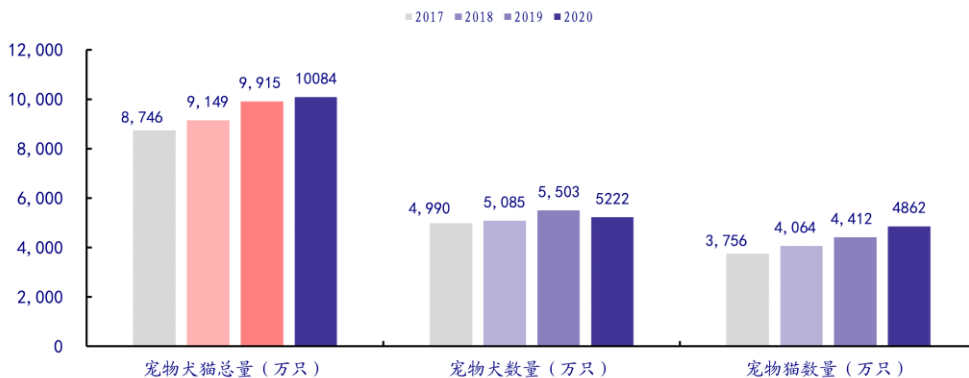
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 6：中国结婚率、人口出生率近年来整体下降



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 7：2017-2019 年城镇宠物犬猫总量呈上行趋势



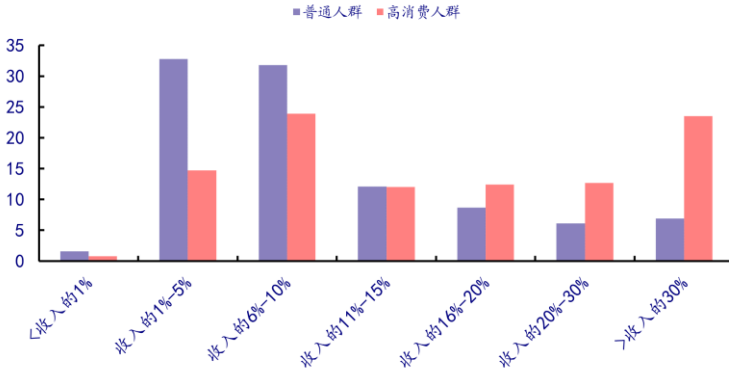
资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

### (三) 养宠精细化带动单宠消费金额提升

随着现阶段中国人思想观念的变化，宠物在中国家庭中的地位不断提高。其中最明显的表现是宠物的生活品质和饮食健康逐渐受到宠物主的重视。与宠物有关的消费开始成为宠物主的一项固定支出，主要包括宠物食品、宠物用品、宠物医疗和宠物美容。《中国宠物行业白皮书》统计显示，2019 年我国城镇人均单只宠物年消费达 5561 元，同比增长 545 元(+10.9%)。2020 年全国居民人均消费支出为 21210 元，同比下降 1.6%，单只宠物年消费随之同比下降-7.0%，为 5172 元。

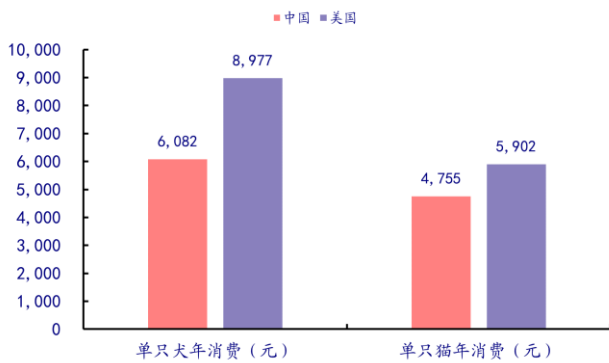
根据《2020 年中国宠物行业白皮书》统计，78.3%的宠物主为普通消费人群，21.7%为高消费人群。2019 年详细数据指出普通消费人群的养宠花费在个人收入的 10% 以内，高消费人群在个人收入的 15% 以上。从单宠消费来看，2019 年中国养狗人年均消费 6082 元/只，养猫人均年消费 5902 元/只，分别约为美国的 68% 和 81%。随着消费升级，宠物主往往愿意付高的价格以追求宠物产品的品质和丰富性。随着宠物相关产品的更新迭代和人们经济水平与可支配收入的提高，我们认为宠物主们会更有能力和意愿为宠物消费，单宠消费金额将保持上行趋势。

图 8：养宠消费占普通和高消费宠物主的收入比例（%）



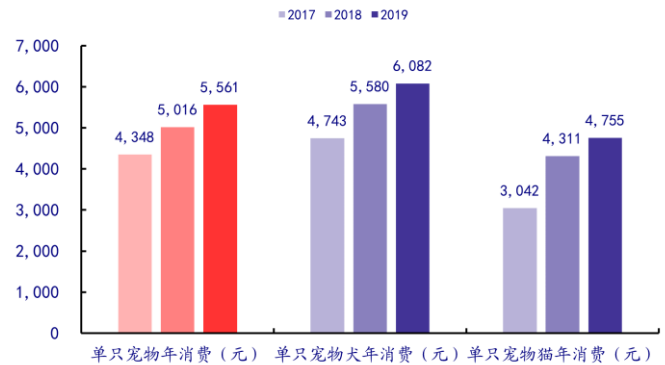
资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 9：2019 中国单只宠物年消费低于美国



资料来源：Investopedia，宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 10：2017-19 中国城镇人均单只宠物年消费金额总体上升



资料来源：宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

## 二、我国宠物行业的机会：宠物零食成为潜在突破口

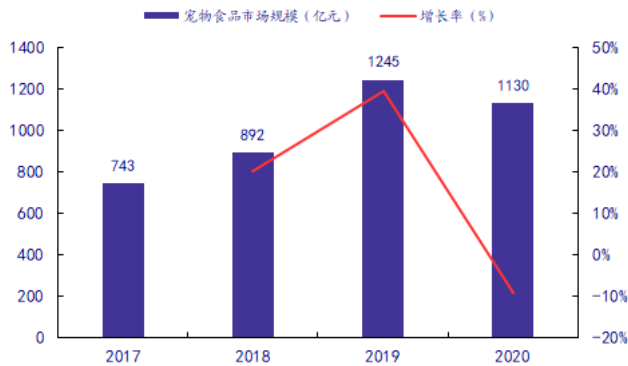
### （一）宠物食品规模占据半壁江山

宠物行业包括宠物食品、宠物用品和宠物服务三大类。《2020 宠物行业白皮书》的报告显示，2020 年宠物食品、用品和服务的规模占比分别为 54.7%、23.2%、22.1%。宠物食品作为刚需，在宠物消费中占比较大。宠物用品也在向智能化、高颜值及品质化升级。宠物服务分为医疗、美容洗护、寄养、培训、摄影婚介、保险、殡葬等多种类型，其中医疗、美容洗护和寄养是目前最为常见的服务类目。

从宠物消费结构看，宠物食品的购买是目前宠物主们最高的养宠支出。根据《中国宠物行业白皮书》的历年统计数据推算，2020 年宠物食品市场的整体规模已达到约 1129.56 亿元，2014 年至 2020 年的复合增长率约为 22.45%；其细分品类中，宠物干粮、宠物零食和宠物保健品 2020 年的支出金额分别为 741.34 亿元、367.57 亿元和 20.56 亿元。

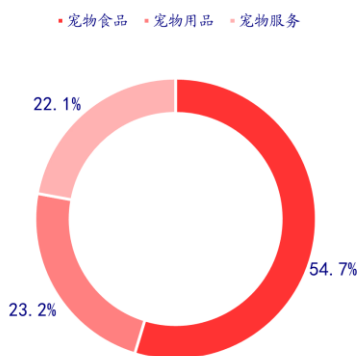


图 11：2017-20 年我国宠物食品规模及增速情况



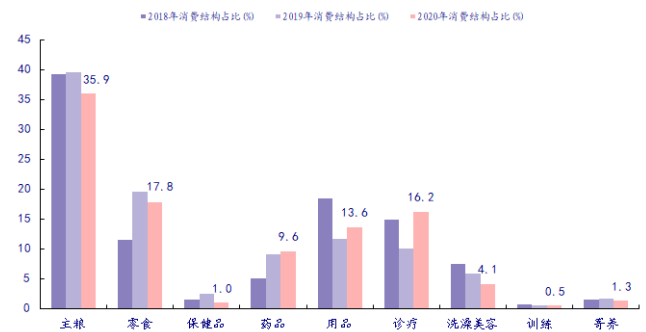
资料来源：宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 12：2020 年三大宠物行业类别中宠物食品占比最大



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 13：2018-2020 年宠物行业细分领域消费结构占比变化



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

## （二）宠物食品渗透率提升空间大

对照马斯洛需求层次理论，宠物的需求也从基本的生理需求，归属需求，尊重需求，到高层的自我实现，需求从基本的生存到发展和享受需求，每个消费层次所对应的产品及服务的要求也随着需求的提升而不断提高。当前我国的宠物行业正处于初步发展的增量市场阶段，与基本需求下相对应的宠物食品消费率先得到发展。

宠物食品包括宠物干粮、零食和保健品。最初的宠物食品—狗粮于 1860 年左右在英国诞生；20 世纪 30 年代，罐头猫粮与干的肉制狗粮被引入市场；20 世纪 50 年代，干制膨化型宠物食品快速发展；20 世纪 60 年代宠物食品种类开始不断增加，宠物食品市场以经营多样化作为显著特征。中国宠物食品行业兴起于 20 世纪 90 年代，1993 年玛氏公司旗下著名狗粮品牌“宝路”和猫粮品牌“伟嘉”进入中国，开启了中国专业宠物食品市场。我国宠物食品制造行业已经基本形成三足鼎立之势，主要集中在长三角经济圈、环渤海经济圈、西南地区。

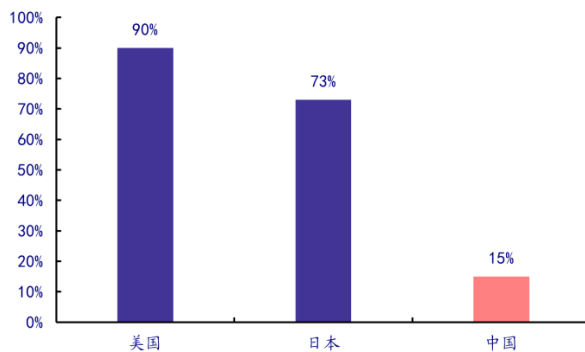
从宠物的生命周期和消费类目来看，宠物食品消费贯穿宠物整个生命周期，高频刚需，赛道优势显著。2018年我国的宠物食品渗透率仅为15%，而美国高达90%，日本也为73%。随着生活水平的提高，给宠物饲喂经加工食品这种意识也逐渐被宠物主接受。我们认为这一渗透率会随着我国宠物主科学饲养习惯的形成而逐渐提升。消费观念一旦完全转变，潜在的消费者很快就转变为现实消费者，市场增量因消费者的增加将会有明显的增长。

**表 3：宠物食品细分种类的介绍**

细分种类	基本介绍
宠物干粮	宠物干粮的开发和制造由营养师针对宠物的营养需求展开，含有宠物必需的各种营养成分，针对性强，营养全面均衡，有助于增强宠物的抵抗力，延长寿命。人宠愈加亲密的关系和科学宠理念的渗透促进了宠物主喂养方式的不断优化，宠物主从传统地投喂宠物剩饭以满足基本温饱，到投喂高品质商品粮以满足宠物对食品健康的多元需求，宠物干粮的渗透率达到54%。
宠物零食	宠物零食作为宠物的辅食，在宠物训练、改善宠物挑食和促进人宠的互动交流方面起到重要作用。我国的宠物零食的渗透率达到了79%，且一半左右的宠物主在宠物3-7个月的时候已经为其添加零食。
宠物保健品	宠物保健品通常是用来补充宠物粮中含量不足，日常食物中摄入量不够的营养元素成分。同时可以预防或改善一些宠物常见的小型疾病，提升宠物身体的免疫能力。超过70%的90后宠物主在宠物一岁前已经开始为宠物添加保健品，我国的宠物保健品渗透率为29.4%。

资料来源：狗扑网，中国银河证券研究院整理

**图 14：2019 年中国宠物食品渗透率远低于美国和日本**



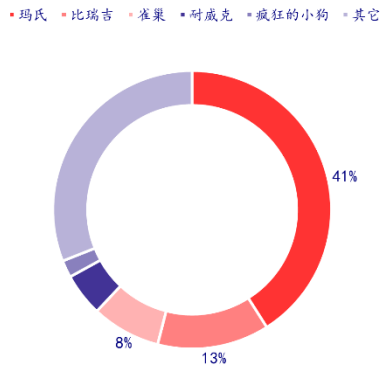
资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

### （三）宠物干粮以优质国外品牌为主

宠物产业在发达国家已有一百多年历史，其中宠物食品市场已步入成熟阶段，整体格局较为稳定。玛氏、雀巢普纳瑞等企业在长期的市场竞争中，积累了品牌信任度和忠诚度。这些企业最先进入中国宠物食品市场，其宠物干粮产品尤其受消费者信赖，仅玛氏和雀巢普纳瑞在

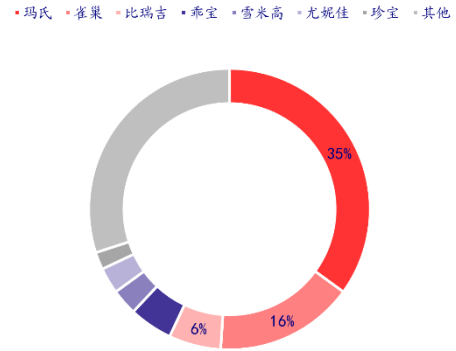
2019 年就占领中国宠物干粮市场份额的 49%。

图 15：2019 年近半中国宠物干粮市场被国外品牌占领



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

图 16：2019 年中国宠物食品品牌市占率



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

以玛氏公司为例，它是全球最大的食品生产商之一，是全球巧克力、宠物护理、糖果等行业的领导者，拥有众多世界知名品牌。在这些品牌中，价值超过十亿美元的品牌包括德芙、M&M'S、士力架、宝路、皇家、伟嘉等。公司年收入逾 300 亿美元，产品行销 100 多个国家。玛氏公司从 1935 年开始生产宠物食品，是全球第一家生产专业宠物食品的企业。截至 1991 年，无论从数量还是价值，玛氏控制了全球 60% 的宠物食品市场。玛氏公司于 1993 年进入中国，是最早进入中国市场的宠物食品生产商。如今，玛氏公司拥有类别和品种最为丰富和全面的宠食产品，在我国市场销售的宠物食品品牌包括宝路狗粮、伟嘉猫粮、西莎狗粮、佳贝狗粮、喵趣猫粮和怡威狗粮，产品类型包括干粮，湿粮（妙鲜包和罐头）和零食。

据中国产业信息网报告，2019 年本土生产的国际品牌产品占据国内宠物食品市场的大部份，仅玛氏就已占领其中的 35%。我国一半的宠物干粮市场份额被国外企业占据，其中包括近全部的高端宠粮市场和大半中端宠粮市场。

表 4：宠物干粮市场主要竞争公司的产品和价格

公司名称	旗下品牌	产品	犬食平均单价 (元/kg)	猫食平均单价 (元/kg)	类别
玛氏	皇家	犬粮	60	-	高端
	宝路	猫粮	36	30	中端
	伟嘉	犬粮	-	30	中端
雀巢	冠能	犬粮、猫粮	68	88	高端
	康多乐	犬粮	32.5	-	中端
	普瑞纳	犬粮	25.5	-	中端
	妙多乐	猫粮	-	23	中端
	喜跃	猫粮	-	30.5	中端
比瑞吉	比瑞吉	犬粮、猫粮	34	50	高端
	开饭乐	犬粮、猫粮	27.5	47.5	中端
	诺瑞	犬粮	30	-	中端
乖宝	麦富迪	犬粮	13.5	-	低端
	湿鼻子	犬粮	24	-	中端

耐威克	耐威克	犬粮、猫粮	20	30	中端
	嘉士伯	犬粮	21.5	-	中端
珍宝	珍宝	犬粮、猫粮	31	22	中端
	珍爱多	犬粮、猫粮	37.5	46	中端
中宠	Wanpy	犬粮、猫粮	27	34	中端
路斯	路斯	犬粮、猫粮	30	40	中端
疯狂的小狗	疯狂的小狗	犬粮、猫粮	15	17.3	低端

数据来源：各公司官方网站，淘宝网，中国银河证券研究院整理

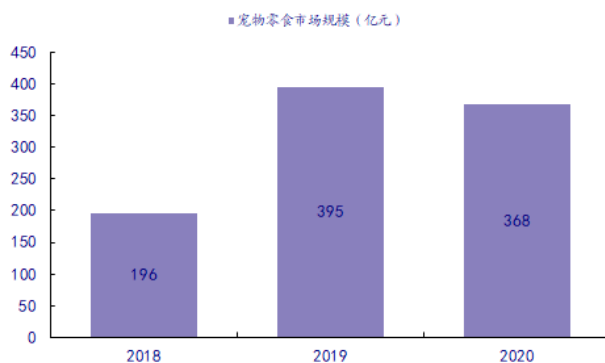
#### (四) 宠物零食成国内品牌突破口

根据测算，2020 年我国宠物零食市场规模约为 368 亿元，近三年复合增速为 37%，约占食品细分品类规模的 32.5%，且存在提升趋势。我们认为宠物零食是国内宠物品牌突围的一个主要窗口。

**渗透率高。**据 2019 年宠物行业白皮书描述，2019 年宠物零食的消费渗透率达到 79%，这说明每五名宠物主中有四人会给自己的爱宠购买宠物零食，渗透率甚至超过了每只宠物都会用的驱虫药（78.2%）。这说明在宠物主心中，宠物零食越来越成为不可替代的宠物消费之一。高渗透率对应着产品刚需、高消费力，这也从进一步印证了宠物零食市场的快速上涨趋势。

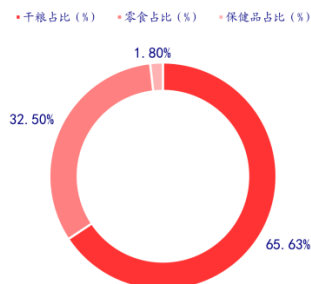
**集中度低。**虽然国外企业宠物干粮产品线数量多、覆盖面广，但其在宠物零食和宠物保健品领域的产品分布严重不足，我国仅有约 15% 的宠物零食市场份额被特定公司占据，其中只有玛氏一家国外公司。虽然在宠物干粮方面，海外品牌的市场份额难以撼动，但其在**零食和保健品市场布局力度较小，竞争不充分，是我国宠物食品企业的主要突破口，国产品牌可以采取差异化竞争的策略，在进行主粮竞争的同时，实现零食突围。**

图 17：2018-2020 年我国宠物零食市场规模情况



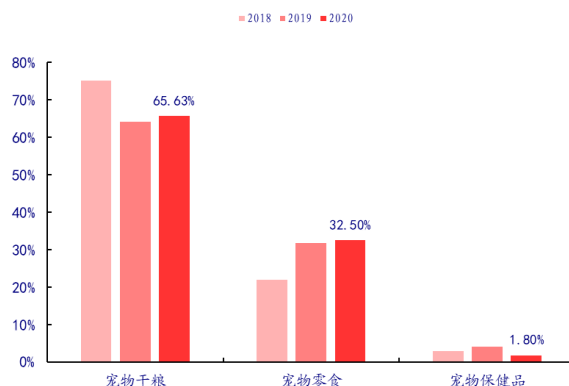
资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 18: 2020 年宠物食品细分品类的占比



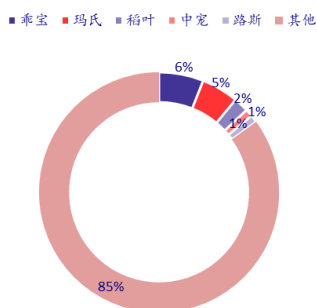
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 19: 2018-2020 宠物食品细分品类的占比变化



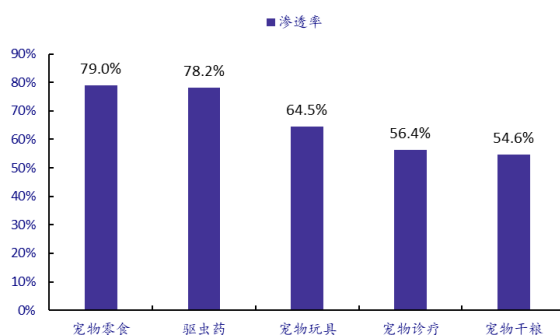
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 20: 2019 年中国宠物零食市场集中度低



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

图 21: 2019 年中国宠物零食市场渗透率高



资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

表 5: 市场主要品牌旗下的产品种类及数量

公司名称	公司属地	宠物干粮产品数量	宠物零食产品数量	宠物保健品产品数量
玛氏	美国	245	7	-
雀巢	瑞士	40	-	-
比瑞吉	中外合资	251	-	-
乖宝	中国	108	93	-
耐威克	美国	48	40	8
珍宝	中国	98	-	-
中宠	中国	88	72	-
佩蒂	中国	4	14	11
路斯	中国	4	23	-
疯狂的小狗	中国	4	3	5

数据来源: 各公司官方网站, 中国银河证券研究院整理

**表 6：宠物零食市场主要品牌情况**

公司名称	公司情况
乖宝	乖宝旗下的王牌宠物零食品牌——麦富迪，近年来刮起了一股“国产风暴”，并取得了宠物零食市场占有率第一的宝座，其产品在淘宝、天猫旗舰店销量表现十分强劲。
玛氏	老牌外国宠物食品企业，拥有皇家、宝路、伟嘉等品牌，在中国宠物食品市场上表现强劲。
稻叶	日本宠物食品公司，旗下高级猫食品品牌 CIAO 以及狗食品品牌 INABA 无论在日本还是全球其他国家地区都有着强势的销售表现。
中宠	国产宠物食品品牌，近年来宠物零食销量表现强劲，有望成为市场上的一匹黑马。
路斯	公司旗下的 LUSCIOUS 系列宠物零食在北京、上海、深圳、成都等城市拥有一定市占率。

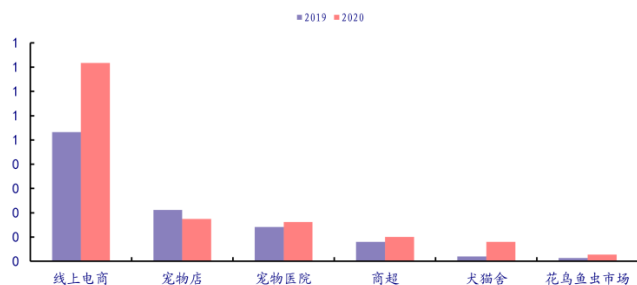
数据来源：各公司官方网站，中国银河证券研究院整理

### 三、国产品牌突围的方式：线上销售和理性化消费

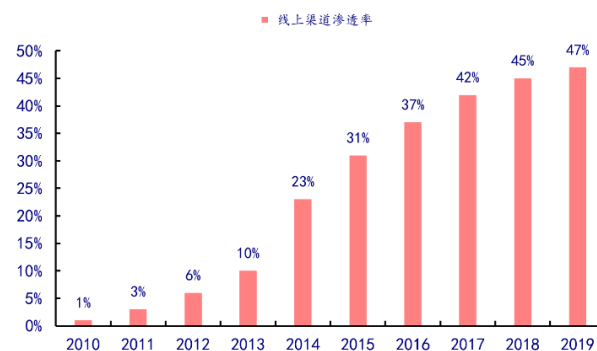
#### （一）国产品牌借助线上渠道实现快速发展

中国宠物行业的规模虽尚不足以支持大型线下门店的发展，但得益于中国近年来电商平台的飞速发展，线上渠道不仅为企业带来低成本、高效率的销售优势，还把高分散、小规模国产宠物产品集结起来，推到消费者面前。宠物食品在电商渠道的销售增速可观，远超宠物医院、商超等渠道，在 2019 年已达到 53% 的市场份额。

线上渠道的市场竞争非常激烈，根据阿里系电商平台宠物行业销售报告显示：2020 宠物行业电商销售前四的品牌分别为皇家、麦富迪、凯锐思和疯狂的小狗。其中于 2014 年成立的公司——疯狂的小狗正是借助这电商销售突围的典型。1) 公司的产品定位为养宠新手，通过产品的高性价比实现突围；2) 通过线上粉丝社群的运营，聚焦年轻宠物主，打造品牌的网红形象，从而进一步提升品牌的知名度和影响力；3) 依托互联网技术，利用 B2C 平台线上销售，提供优质网购体验。公司的官方微博在 2019 年发文，“疯狂的小狗”2019 年销售额 12 亿元，同比+94%，近五年复合增速为+140%。

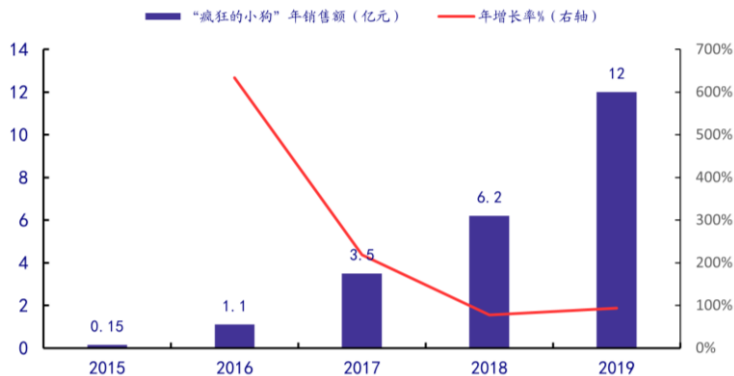
**图 22：2019-2020 年宠物食品购买渠道偏好变化**


资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

**图 23：宠物食品行业电商渠道快速发展**


资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 24：2019 年“疯狂的小狗”年销售额 12 亿元，同比+94%，近五年复合增速为+140%



资料来源：疯狂的小狗官网，疯狂的小狗官方微博，中国银河证券研究院

表 7：疯狂的小狗品牌产品

产品类型	具体产品
主粮系列	肉松系列、冻干系列、双拼系列、鲜肉软粮等
零食系列	训犬零食、肉汤包、骨货
营养保健	营养膏、羊奶粉、益生菌、钙片、微量元素片
日用清洁	沐浴露、牵引绳、狗碗狗窝、电推剪等

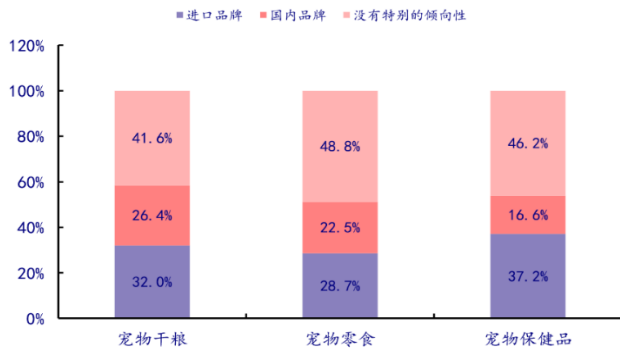
数据来源：疯狂的小狗官方网站，中国银河证券研究院整理

## （二）消费理性化加码国产品牌市占率提升

宠物干粮的选择上，41.6%的宠物主偏好进口品牌，尤其是来自一线城市的宠物主和 90 后宠物主。宠物主对干粮的品牌忠诚相对较高，一般固定 2 至 3 个宠粮品牌，只有 14% 左右的 90 后宠物主愿意在不同品牌间进行尝试。虽然进口品牌干粮相对更受欢迎，但并不存在绝对优势。

据《2019 中国宠物行业白皮书》统计，宠物主对宠物零食和保健品的品牌产地没有明显偏好，也没有固定的品牌依赖，超过一半的宠物主会在打折时进行零食囤货。调查显示，中国养宠人群一大部分是年轻的高学历群体，其中 67% 宠物主具备大学以上文凭，更高的受教育程度使得其更加理性，他们更容易尝试并接受有质量、高性价比的国产品牌。国货潮的崛起和文化自信的增加，使得国产宠物食品凭借高性价比吸引了更多没有品牌产地偏好的宠物主的目光，国产品牌有望在未来争取到更多市场份额。

图 25：2019 年宠物主对于宠物食品品牌产地的偏好情况



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

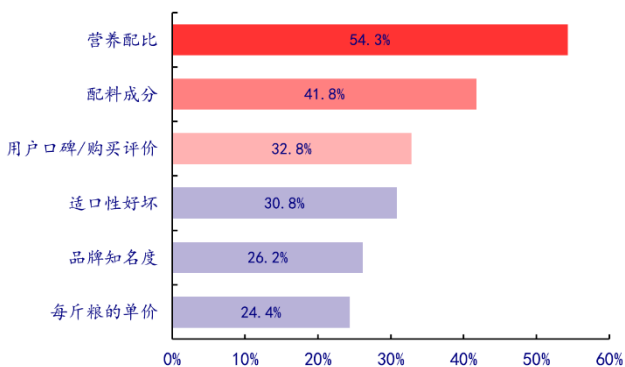
### （三）宠物食品政策促进产品质量更有保障

据《2019 中国宠物行业白皮书》调查显示，宠物主对于宠物干粮、零食和保健品的主要消费决定因素依次是：营养配比、原料和效果。可见产品的质量和效用是赢得消费者青睐的关键。但国内宠物食品行业鱼龙混杂，不良企业产品事故的曝光使消费者对国产宠物食品的信任大打折扣，成为国产企业的销售痛点。

2018 年由农业农村部颁布的《中华人民共和国农业农村部公告》第 20 号中明确提到，“为进一步加强宠物饲料管理，规范宠物饲料市场，促进宠物饲料行业发展，我部在全面梳理《饲料和饲料添加剂管理条例》（以下简称《条例》）及其配套规章适用规定、充分考虑宠物饲料特殊性和管理需要的基础上，制定了《宠物饲料管理办法》《宠物饲料生产企业许可条件》《宠物饲料标签规定》《宠物饲料卫生规定》《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》《宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求》等 6 大规范性文件”。

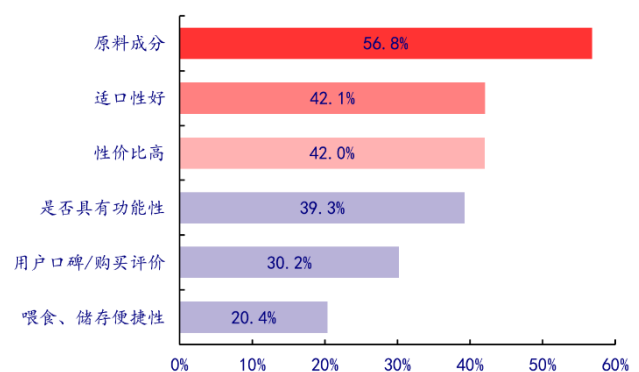
随着国家宠物食品相关的规定政策的推出，质量监管的升级，行业向着正确的方向快速发展。国内企业的产品质量逐渐提高，为消费者提供更好的保障。

图 26：宠物主消费宠物干粮的决策因素



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

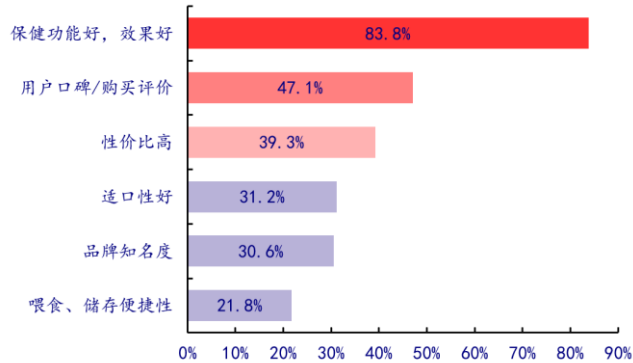
图 27：宠物主消费宠物零食的决策因素



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院



图 28：宠物主消费保健品的决策因素



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国银河证券研究院整理

## 四、上市宠物食品企业现状：加快布局国内业务

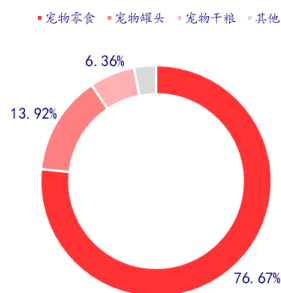
### （一）宠物行业上市公司情况

#### 1. 中宠股份（002891.SZ）：国内业务持续发力中

烟台中宠食品股份有限公司由烟台中幸食品与日本宠物行业资深企业-伊藤公司于 2002 年合资成立，是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商，旗下有“Wanpy”“ZEAL”“Happy100”等自主品牌，产品涵盖犬用、猫用两大类。中宠股份致力于打造从产品研发、生产到营销渠道建设全产业链企业。2020 年，公司营收为 22.33 亿元，同比+30.1%；归母净利润 1.35 亿元，同比+70.72%。

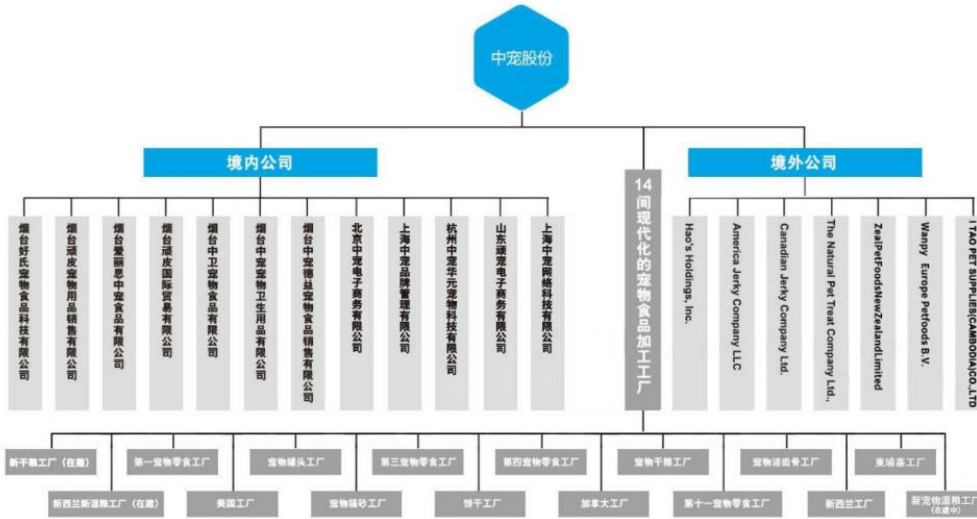
公司产品结构较为稳定，2020 年宠物零食、罐头、干粮占比分别为 76.67%、13.92%、6.36%。这两类产品在近五年的销售占比略有增长趋势。从毛利率看，中宠产品整体毛利率水平稳定，2020 年宠物干粮毛利率最高，为 33.31%；宠物罐头和零食次之，分别为 27.1%和 24.24%。

图 29：2020 年中宠股份产品结构



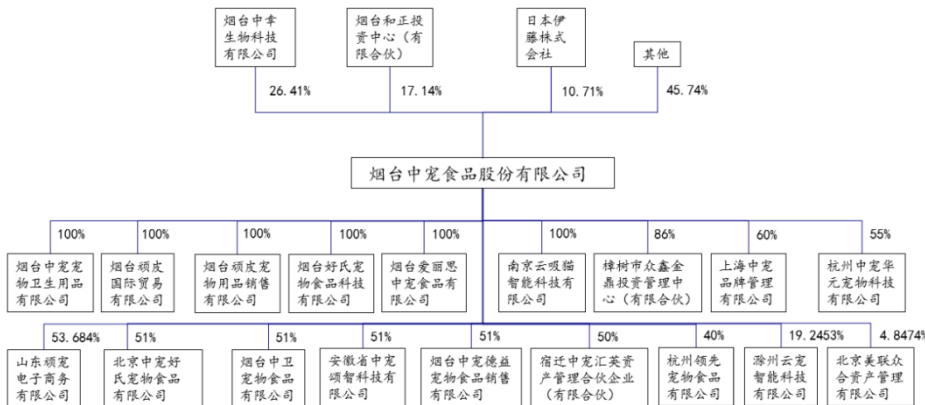
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 30：中宠股份旗下公司及工厂一览



资料来源：中宠股份官方网站，中国银河证券研究院

图 31：中宠股份股权结构



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 8：中宠股份主要发展历程

年份	主要经历
1998	创始人郝忠礼先生投身宠物食品行业，生产高端宠物零食并出口日本
2003	在莱山经济开发区投资建设新工厂，通过美国 FDA 注册
2014	完成股份制改造，更名为烟台中宠食品股份有限公司

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

2015	➢ 投资 2000 万美元的美国洛杉矶地区工厂建成投产
2017	➢ 烟台中宠食品股份有限公司在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市
2018	➢ 正式与苏宁易购、天猫平台签订战略合作协议，实现宠物食品与电商平台的联合
	➢ 收购拥有新西兰真致 Zeal 品牌的宠物食品公司—The Natural Pet Treat Company Limited 的 100% 股权
2019	➢ 正式入股新瑞鹏宠物医疗集团，实现宠物食品产业与高端的宠物医疗产业的联合
	➢ 以可转债募集资金 1.9 亿元投资的新湿粮工厂开工建设
2020	➢ 在柬埔寨投资建厂建设宠物零食工厂，主要生产宠物肉类产品、可食用咬胶产品，同时提供辐照杀菌服务
	➢ 正式与京东平台签订战略合作协议，实现宠物食品与电商平台的联合
2020	➢ 中宠股份与北京方圆金鼎投资管理有限公司及其他有限合伙人共同出资设立产业基金，重点投资方向为宠物食品、用品、宠物连锁零售等相关行业
	➢ 以非公开发行 A 股股票募集资金 2.3 亿元投资的干粮工厂开工建设，是全球超高端 5.0 智·慧宠物干粮工厂。

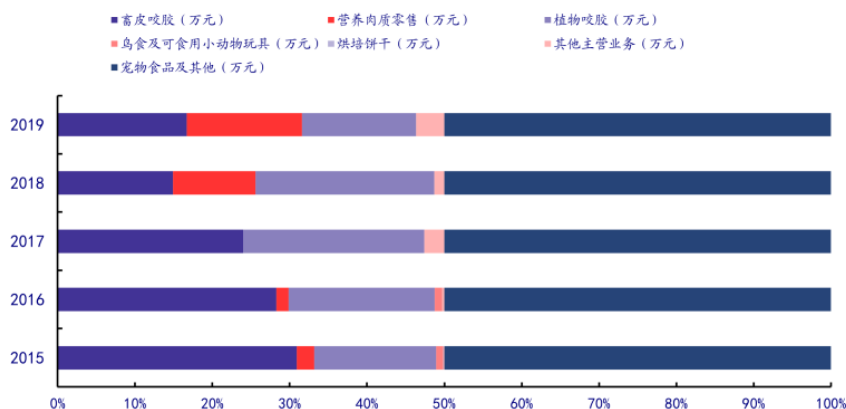
数据来源：中宠股份官方网站，中国银河证券研究院整理

## 2. 佩蒂股份（300673.SZ）：海外业务毛利率优势

温州佩蒂宠物用品有限公司在 2002 年注册成立，主要产品为畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可食用小动物玩具、烘焙饼干等系列宠物食品。佩蒂股份是中国检验检疫协会宠物分会副会长单位，国家标准《宠物食品-狗咬胶》的主持制定单位。2020 年，公司实现营收 13.4 亿元，同比+32.88%，归母净利润 1.15 亿元，同比+129.14%。

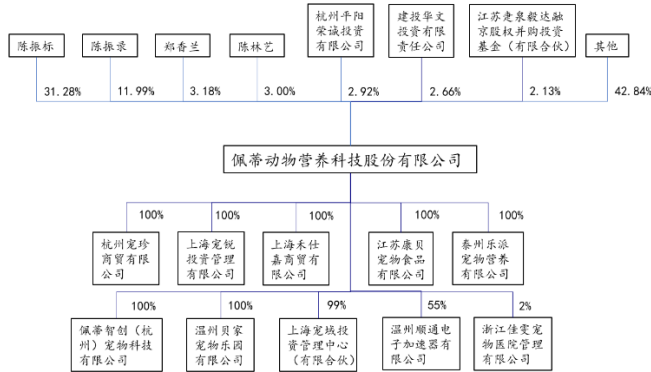
佩蒂产品在 2017 年之前以畜皮、植物咬胶为主，合计占营收比 90% 以上。自 2018 年开始，公司加强营养肉质零食产品的生产销售，2019 年其收入占比已达 30%，同期畜皮、植物咬胶占比降至 62.84%。2020 年公司产品综合毛利率约为 25.51%，处于历史正常水平。

图 32：2015-19 年佩蒂股份业务结构变化情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 33：佩蒂股份股权结构



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 9：佩蒂股份主要发展历程

年份	主要经历
2002	温州佩蒂宠物用品有限公司注册成立
2003	江苏泰州 100 亩生产基地投产，成立江苏佩蒂宠物食品有限公司
2005	温州佩蒂首次通过 ISO9001、HACCP 双体系认证 宠物狗的韧性营养咀嚼咬胶的生产方法，取得发明专利授权
2006	温州佩蒂首次通过 BRC 体系认证
2008	温州佩蒂首次通过 GSV 认证 温州佩蒂主持制定《宠物食品-狗咬胶》国家标准 (GB/T23185-2008)
2009	温州佩蒂代表中国宠物食品企业接受欧盟“FVO”官员检查，并取得官方的认可
2013	成立越南好嚼有限公司 温州佩蒂通过 ISO14001、ISO18001 双体系认证
2015	佩蒂股份在新三板挂牌上市，股票代码“832362”
2017	成立越南巴啦啦食品有限公司 佩蒂首次公开发行 A 股上市

数据来源：佩蒂股份官方网站，中国银河证券研究院整理

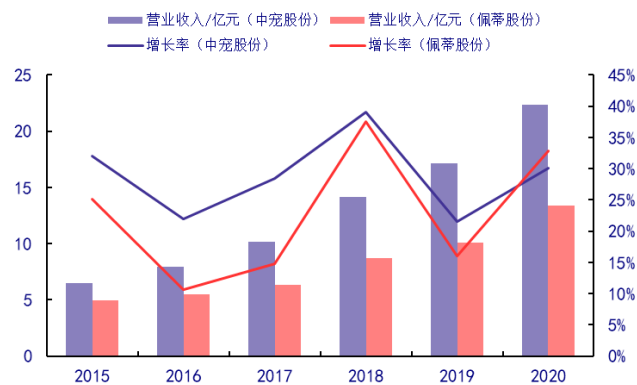
## (二) 盈利能力与渠道能力情况

### 1. 盈利能力：ROE 呈现恢复性增长态势

2019、2020 年中宠股份营收分别为 17.16、22.33 亿元，同比+21.52%、+30.1%；归母净利润 0.79、1.35 亿元，同比+39.97%、+70.72%，实现量利双增状态。而公司归母净利润在 2018 年处于洼地，部分原因是公司不断拓展国内市场，先后与阿里巴巴、苏宁大成战略合作，并组建多个电商团队，建设线上渠道及新零售模式，销售费用同比+107%；另外公司加大研发力度，加强技术和专业人才的引进和培育，研发费用近 4100 万元。随着 2019-20 年公司净利率的提升，中宠 ROE 也呈现回升态势。

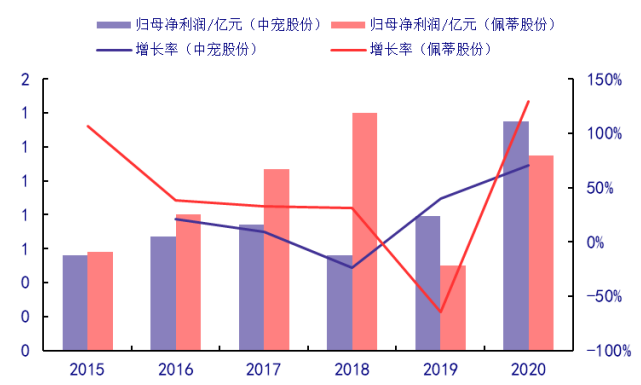
2020年佩蒂股份营收为13.4亿元(同比+32.88%),归母净利润为1.15亿元(同比+129.62%),实现恢复性增长。回溯历史,公司归母净利润在2018年达到峰值(1.4亿元);而2019年由于中美贸易摩擦导致关税上升、部分原材料价格显著上涨、国内市场开拓投入增加等因素的影响,其归母净利润同比-62.98%。受益于销售净利率高位的优势,公司ROE处于相对高位,走过2019年的低洼时期,2020年开始或将重新抬头。

图 34: 中宠和佩蒂的营业收入及增长率对比



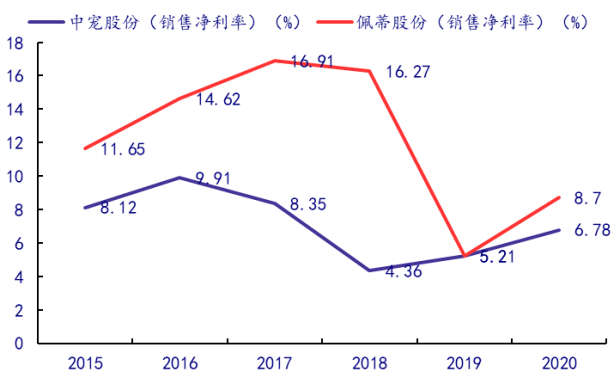
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35: 中宠和佩蒂的归母净利润及增长率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36: 中宠、佩蒂股份的销售净利率变化



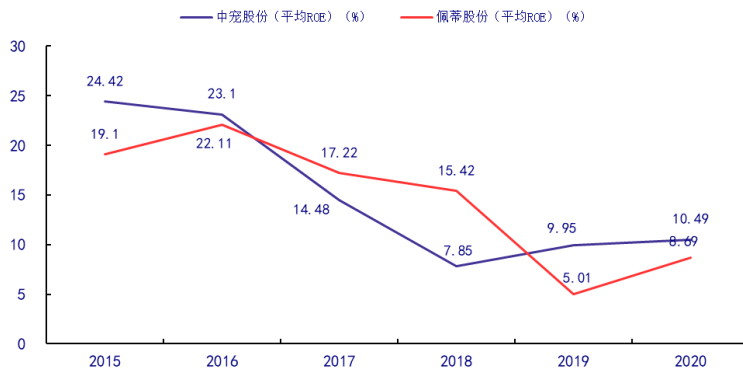
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37: 中宠、佩蒂股份的资产周转率变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 38：2015-20 年中宠和佩蒂股份的平均 ROE 变化及对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

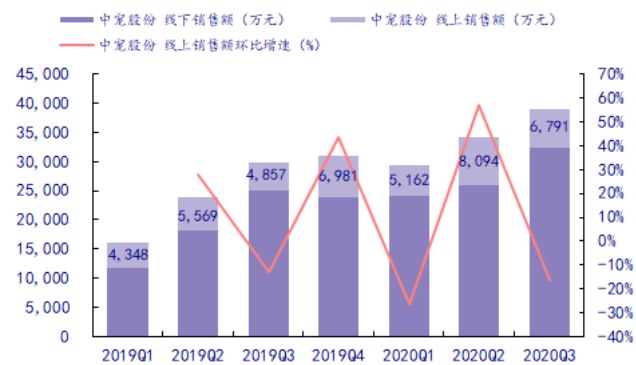
## 2. 渠道能力：国内业务占比持续提升

中宠股份与佩蒂股份均以国外市场为主，但近年来均加速开发国内市场。2020 年中宠、佩蒂国外业务占比分别为 73.51%、85.14%，同比-6.32pct、-0.82pct，均呈现下行趋势，对应的国内市场占比逐步扩大。

看国内市场情况，中宠股份 2020 年销售额为 24.11 亿元，同比+57.08% (+20.5pct)，占比 24.11% (+4.41pct)。公司国内市场开拓正在加速进行中，叠加我国电商行业的飞速发展，公司产品线上销售逐季增长，我们估算线上销售约占国内市场收入的 60%。从毛利率角度看，2020 年中宠国内销售毛利率为 34.48%，显著高于国外业务水平。

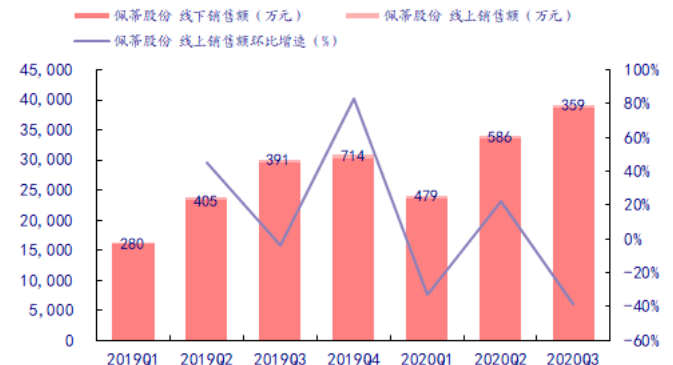
佩蒂股份国内业务体量较小，2020 年约为 1.99 亿元，占营收比约 14.86%；国内毛利率约为 15.72%，同比+2.71pct。其产品销售额绝大部分来自线下，我们根据 wind 数据推算 2019 年其线上销售额约为 1790 万元，约占国内收入的 12.6%。

图 39：中宠股份线上、线下销售额及线上销售环比增速

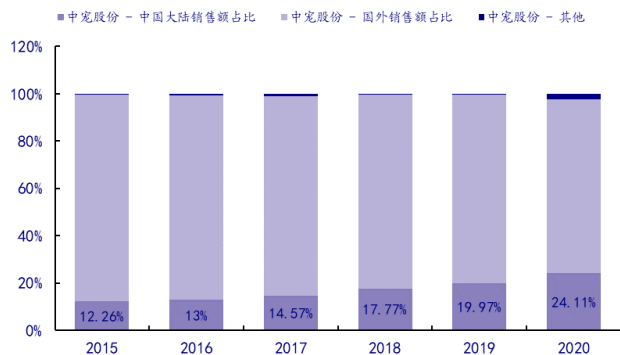


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

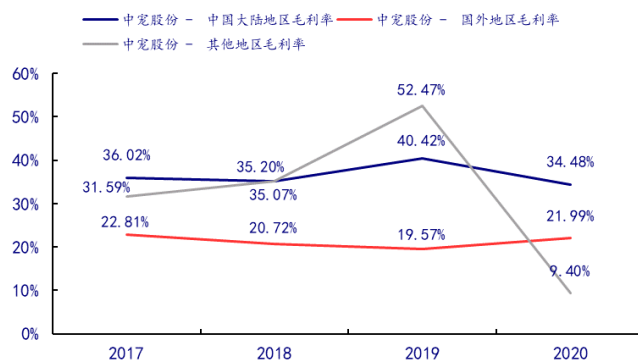
图 40：佩蒂股份线上、线下销售额及线上销售环比增速



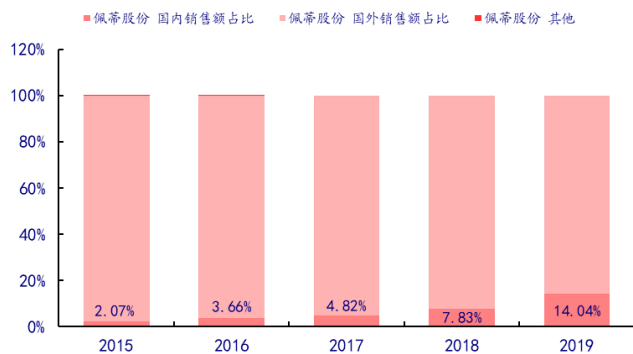
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图 41: 中宠股份 - 海内外及其他地区销售额占比情况**


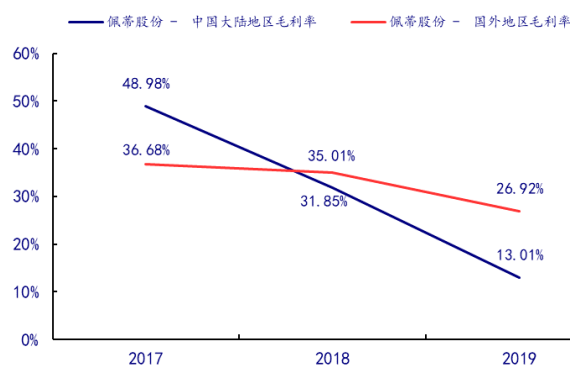
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 42: 中宠股份 - 海内外及其他地区销售毛利率情况**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 43: 佩蒂股份 - 海内外及其他地区销售额占比情况**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 44: 佩蒂股份 - 海内外及其他地区销售毛利率情况**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**表 10: 中宠股份的竞争优势**

优势	详细介绍
销售渠道优势	公司产品销往美国、欧洲、日本等 50 多个国家或地区, 积累了一批优质的品牌客户, 并形成了长期、良好的合作关系, 如美国品谱、英国 Armitages 等, 通过与这些优质客户的合作、在美国、加拿大、新西兰设厂等措施, 公司建立了稳定的销售渠道, 形成了覆盖全球的销售网络。
	国内市场方面, 公司在京东、天猫开设了网络直营店及烟台工厂店, 与京东、亚马逊、1 号店、波奇网等电商平台、大润发、欧尚、华润万家等连锁商超建立了长期的业务联系, 并建立了面向各地宠物专门店、宠物医院的线下销售渠道。长期积累的优质客户资源为公司的健康、稳定发展提供了重要保障。
技术研发优势	公司于 2007 年设立了技术研发中心, 专注于公司新项目研发、技术引进与改造等工作, 拥有研发技术人员 68 名, 其中半数以上为拥有 10 年及以上工作经验的食品及相关领域的专业人才, 积累了包含 14 项发明专利在内的 120 项国家专利。2013 年, 公司技术研发中心被烟台市科学技术局认定为市级工程技术研究中心, 其实验室于 2014 年 12 月 19 日被中国合格评定国家认可委员会授予《实验室认可证书》, 2015 年 12 月 10 日, 公司通过复审、取得了换发的高新技术企业证书。

产品质量优势	<p>➢ 公司与下属子公司已先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、HACCP 危害分析及关键控制点体系验证、GMP 良好操作规范体系验证、BRC 食品安全全球标准认证等认证和美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册、加拿大宠物食品官方注册等多个国家的注册，是目前国内取得国内外权威认证较多的企业之一。取得诸多权威产品质量认证不仅是对公司质量控制能力和产品质量稳定性的高度认可，更为公司顺利开拓国内外市场奠定了坚实的质量基础和认证基础。</p>
品牌形象优势	<p>➢ 公司以优质的产品质量和良好的商业信誉树立了较好的品牌形象，先后在日本、美国、欧洲、澳大利亚等国家陆续推出了“wanpy”、“Jerky time”、“Dr.Hao”等自主品牌的宠物零食产品，其中“Wanpy 顽皮”品牌先后被评为“山东省著名商标”、“最受欢迎宠物品牌”、“山东国际知名品牌”、“金品牌奖”，2014 年被评为“中国驰名商标”。</p>

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 116：佩蒂股份的竞争优势

优势	详细介绍
销售渠道优势	<p>➢ 目前，宠物食品的消费市场主要集中在美国、欧洲等发达国家和地区，这些地区的市场被玛氏公司、雀巢普瑞纳、Spectrum Brands、Petmatrix 等知名宠物产品品牌商所垄断。经过多年发展，公司已与 Spectrum Brands、Petmatrix 建立了良好的合作关系，签有长期供货协议。在与宠物产品品牌商保持良好合作关系的同时，公司与沃尔玛、PetSmart 等零售终端建立了良好的合作关系，供货量逐年上升。</p>
技术研发优势	<p>➢ 公司于 2003 年成立了企业技术中心，负责新技术、新产品、新工艺的研发、推广、改进及技术创新管理，为企业当前的经营及未来发展服务，为各部门及公司的发展提供战略指导及技术支撑。该中心于 2013 年被认定为“浙江省省级高新技术企业研究开发中心”。公司还通过完善和优化科技重新制度、提供适宜的制度和安排和创新环境、积极引进人才等途径，成功建立了企业技术研发重新体系。公司已获得 30 项专利，其中发明专利 9 项；主持制定了《宠物食品-狗咬胶》国家标准；“烘焙宠物食品产业化开发”、“韧性营养宠物食品”、“宠物口气清新片”、“低焦油烟熏宠物食品”等多项产品通过了浙江省省级新产品认定。</p>
产品质量优势	<p>➢ 公司历来重视产品质量管理，严格按照 ISO9001、ISO4001、ISO22000、OHSAS18001、BRC 等管理体系的要求，按照相关国家标准，进口国标准或客户的特定要求组织生产。公司建有独立的实验室，配备雄厚的技术力量和良好的检测设备。公司的产品经过公司内部检测合格后，再委托第三方的实验室进行检测，经检验合格后方可发货。</p>
海外生产基地与原材料供应优势	<p>➢ 公司是较早响应国家“一带一路”战略并成功走出去的企业，一直在与“一带一路”国家保持贸易往来，像乌兹别克斯坦的供应商采购畜皮咬胶半成品。乌兹别克斯坦畜牧业发达，生牛皮资源丰富，通过“一带一路”走出去，公司可以采购到更多物美价廉的原材料，降低生产成本，提升利润和发展空间。同时，公司在越南投资建设的越南好爵有限公司，目前已成为公司重要的生产基地。</p>

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及养宠精细化等消费模式变化，我们看好宠物行业在宠物数量增长以及单宠消费金额提升方面的变化，从而带动整个宠物行业规模的提升。2020 年我国宠物市场规模达到 2065 亿元，其中宠物食品消费作为最大的养宠支出，其规模占比每年稳定在 60% 左右。我们研究对比宠物干粮与零食的竞争态势，认为宠物零食是国内品牌在竞争中突围的有利方向之一，结合线上渠道、电商平台、国家政策和理性化消费等优势，国内宠物零食企业/品牌具备较大的发展潜力。我们建议关注中宠股份（002891）、佩蒂股份（300673）。



## 六、风险提示

**国内市场开拓的风险：**由于国内宠物食品行业进入门槛较低，近年来我国新增许多宠物食品加工企业；国外著名宠物食品厂商也不断进入国内市场。随着国内企业生产规模的逐渐扩大和国外资金、先进技术的不断转移，公司面临的市场竞争将进一步加剧。市场竞争的加剧将造成品牌推广、活动促销等销售费用的增长，并可能对行业毛利率水平造成一定不利影响，公司存在国内市场开拓的风险。

**原材料价格波动风险：**原材料价格波动直接影响公司营业成本，如果原材料价格上涨，公司与客户的调价一般存在滞后性，会导致短期内公司毛利率水平下降；公司通常保留一部分原材料安全库存以维持公司正常生产。如果原材料价格短期内大幅下降，公司将存在存货出现跌价损失的风险。

**汇率波动风险：**人民币汇率的波动会影响公司出口产品价格，对公司产品的国际竞争力产生影响，同时会产生汇兑损益，进而对公司经营业绩产生一定影响，因此公司将面临一定的汇率波动风险。

**劳动力成本上升的风险：**随着我国工业化、城镇化进程的持续推进和劳动力素质的不断提高，员工薪酬水平的持续增长成为社会发展的必然趋势，劳动力成本上升已成为我国经济发展的普遍现象和众多企业面临的共性问题。如果劳动力成本快速上升，可能会推动公司出口产品价格的提高，从而可能对公司产品在国际市场中的竞争带来一定不利影响。

**出口退税政策变化的风险：**未来不排除公司产品的出口退税率可能进一步下调甚至取消，出口退税率的下调或取消将影响公司产品在国际市场上的价格竞争力，对公司经营业绩产生一定影响，因而公司面临出口退税政策变化导致利润下降的风险。

**海外市场竞争加剧的风险：**随着全球经济一体化进程的推进，泰国、越南等新兴经济体也逐渐加入到国际市场竞争中，尽管目前上述国家内宠物零食生产企业数量较少，但由于其人工成本低廉，未来将可能在国际市场上对中国产宠物食品形成一定冲击，公司产品出口面临海外市场竞争加剧的风险。

**贸易摩擦或贸易壁垒引发的风险：**未来如果中美贸易摩擦持续进行并升级，公司美国客户顺应其国家政策，减少甚至停止从国外进口，转而向美国国内供应商采购，将会导致公司对美国的出口销量下降，对公司的出口收入、主营业务盈利以及前次募集资金投资项目的产能消化及效益实现等会带来一定不利影响。

**境外经营风险：**由于其他国家在法律环境、经济政策、市场形势以及文化、语言、习俗等方面与中国存在一定的差异，公司的经营决策、组织管理和风险控制会因此受到一定的难度和风险。同时，如其经济形势及相关经济政策发生变动，或公司境外子公司因信息获取渠道未能通畅有效，可能对其经营情况产生一定的影响，公司存在一定的境外经营风险。

**新冠肺炎疫情带来的风险：**尽管我国新冠肺炎疫情局势持续向好，公司生产经营活动已全面恢复正常，但是全球新冠肺炎疫情及防控情况尚存较大不确定性，若国内疫情出现反复，或国外疫情无法得到控制，可能会对公司业绩造成较大不利影响。

## 插图目录

图 1: 2010-2020 年中国宠物市场规模和增长率变化 (右轴)	3
图 2: 对比全球、美国, 中国宠物行业规模增长率最高	3
图 3: 2019 年我国宠物渗透率处于较低水平	4
图 4: 中国与全球、美国宠物行业规模对比	4
图 5: 2010-19 年中国老年人口占总人口比例逐年上升	5
图 6: 中国结婚率、人口出生率近年来整体下降	5
图 7: 2017-2019 年城镇宠物犬猫总量呈上行趋势	5
图 8: 养宠消费占普通和高消费宠物主的收入比例 (%)	6
图 9: 2019 中国单只宠物年消费低于美国	6
图 10: 2017-19 中国城镇人均单只宠物年消费金额总体上升	6
图 11: 2017-20 年我国宠物食品规模及增速情况	7
图 12: 2020 年三大宠物行业类别中宠物食品占比最大	7
图 13: 2018-2020 年宠物行业细分领域消费结构占比变化	7
图 14: 2019 年中国宠物食品渗透率远低于美国和日本	8
图 15: 2019 年近半中国宠物干粮市场被国外品牌占领	9
图 16: 2019 年中国宠物食品品牌市占率	9
图 17: 2018-2020 年我国宠物零食市场规模情况	10
图 18: 2020 年宠物食品细分品类的占比	11
图 19: 2018-2020 宠物食品细分品类的占比变化	11
图 20: 2019 年中国宠物零食市场集中度低	11
图 21: 2019 年中国宠物零食市场渗透率高	11
图 22: 2019-2020 年宠物食品购买渠道偏好变化	12
图 23: 宠物食品行业电商渠道快速发展	12
图 24: 2019 年“疯狂的小狗”年销售额 12 亿元, 同比+94%, 近五年复合增速为+140%	13
图 25: 2019 年宠物主对于宠物食品品牌产地的偏好情况	14
图 26: 宠物主消费宠物干粮的决策因素	14
图 27: 宠物主消费宠物零食的决策因素	14
图 28: 宠物主消费保健品的决策因素	15
图 29: 2020 年中宠股份产品结构	15
图 30: 中宠股份旗下公司及工厂一览	16
图 31: 中宠股份股权结构	16
图 32: 2015-19 年佩蒂股份业务结构变化情况	17
图 33: 佩蒂股份股权结构	18
图 34: 中宠和佩蒂的营业收入及增长率对比	19
图 35: 中宠和佩蒂的归母净利润及增长率对比	19
图 36: 中宠、佩蒂股份的销售净利率变化	19
图 37: 中宠、佩蒂股份的资产周转率变化	19
图 38: 2015-20 年中宠和佩蒂股份的平均 ROE 变化及对比	20
图 39: 中宠股份线上、线下销售额及线上销售环比增速	20

图 40: 佩蒂股份线上、线下销售额及线上销售环比增速 .....	20
图 41: 中宠股份 - 海内外及其他地区销售额占比情况 .....	21
图 42: 中宠股份 - 海内外及其他地区销售毛利率情况 .....	21
图 43: 佩蒂股份 - 海内外及其他地区销售额占比情况 .....	21
图 44: 佩蒂股份 - 海内外及其他地区销售毛利率情况 .....	21

## 表格目录

表 1: 中国宠物行业发展历程.....	2
表 2: 中国宠物行业主要转变.....	2
表 3: 宠物食品细分种类的介绍.....	8
表 4: 宠物干粮市场主要竞争公司的产品和价格.....	9
表 5: 市场主要品牌旗下的产品种类及数量.....	11
表 6: 宠物零食市场主要品牌情况.....	12
表 7: 疯狂的小狗品牌产品.....	13
表 8: 中宠股份主要发展历程.....	16
表 9: 佩蒂股份主要发展历程.....	18
表 10: 中宠股份的竞争优势.....	21
表 11: 佩蒂股份的竞争优势.....	22

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)