

宠物用品行业专题

宠物经济欣欣向荣，产业链迎发展良机

华西证券轻工团队

2022年12月14日

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系人：宋姝旺

本文核心框架和结论

宠物行业景气度	宠物行业指一切围绕“宠物”而产生的产业链，包含食品（40%）、用品（10%）、医疗（20%）及其他各类服务，现阶段宠物食品、用品领域是宠物经济的主要环节，疫情以来宠物行业韧性凸显，受疫情催化和线上消费驱动具备较高弹性机会，目前我国宠物行业已基本已进入成熟稳定期，整体市场规模超过2000亿元；宠物行业各公司也纷纷加快了IPO的步伐，多家食品、用品领域的宠物公司业绩表现亮眼。
宠物用品市场空间	2021年全球宠物用品规模同比增长10.7%至447.6亿美元，根据欧睿数据预计21-27年规模将CAGR7.0%至671.9亿美元；其中美国、西欧为主要消费地区，21年占比分别为47%、20%，预计21-27年将CAGR4.3%、7.6%至275.5、142.4亿美元。20年中国宠物消费品市场规模约370亿元，参考美国、日本等发达国家宠物发展历程，我们认为宠物数量的膨胀、人口结构的变化、及经济快速发展等均驱动行业规模持续扩大，而如今我们的国家正经历类似的过程，预计未来仍将快速增长。
各细分赛道解析	<p>食品赛道：我国宠物食品规模约800亿元，其中线上为主要销售渠道，近几年食品赛道高速发展，但行业缺乏统一标准，市场多被外资品牌占绝，国内品牌价格战明显且多主打中低端粮，未来国产品牌有望凭借性价比、渠道、营销及供应链端优势抢占份额，并通过研发开拓高端产品和收并购国外品牌不断缩小与国际品牌的差距。</p> <p>医疗赛道：我国宠物医疗行业处于高度分散状态，受制于入门门槛高及高客单价等因素制约品牌化进程发展较为缓慢，尚处于早期阶段，其中诊疗市场占比最大约95%、规模超500亿元，且伴随着宠物主健康意识提升，线上诊疗前景广阔。</p> <p>用品赛道：宠物用品赛道尚未被国际品牌占据，且部分国产品牌凭借代工做到细分领域龙头，同时各大企业凭借对海外成熟市场的多年经验积累和消费者洞察反哺国内市场，共同拓展宠物用品市场空间；长远看，行业会不断洗牌，具备自主品牌、研发优势及在质量、研发、渠道和营销下足功夫的企业更易构筑护城河。</p>
用品赛道受益标的	<p>1、依依股份：公司作为国内卫生护理用品龙头，拥有先发优势且具备自主品牌、研发优势、并通过自建上游无纺布生产线打造成成本优势更易构建护城河，有望充分受益宠物经济红利，伴随着自身募投项目落地及新产能陆续投产、自有品牌建设、新客户放量，成长可期。</p> <p>2、源飞宠物：源飞作为国内宠物牵引用具龙头，深耕细分赛道，产品覆盖宠物用具及食品两大板块，公司客户资源优质、研发能力强，且依托供应链比较优势不断扩大自身竞争力。</p> <p>3、天元宠物：天元宠物是国内全品类、大规模的综合型宠物产品供应商，近年来营收、利润持续增长，具备先发优势，客户资源优势，公司预计代理品牌放量及外销稳步增长。</p>
风险提示	原材料成本上涨风险，汇率波动风险，新冠肺炎疫情影响风险，行业竞争加剧风险，新客户开拓不及预期，海运费波动。

目录

1：宠物行业概览

宠物行业概况及现状

2：市场空间多大

宠物行业国内外市场分析

3：宠物行业各细分赛道

宠物食品、医疗及用品行业分析

4：用品赛道推荐关注标的

宠物用品行业重点推荐标的

5：风险提示

风险因素提示



1 宠物行业概览及现状

1.1 宠物行业定义

宠物行业概念：宠物行业是指一切围绕“宠物”而产生的产业链，涉及到宠物食品、宠物医疗、宠物服务、宠物窝笼、宠物用品等围绕宠物消费的商品和服务，也包括宠物的繁育与宠物交易。目前，我国宠物行业逐渐发展出覆盖宠物衣食住行、生老病死的全产业链。

图表：宠物行业定义及范畴

宠物繁殖

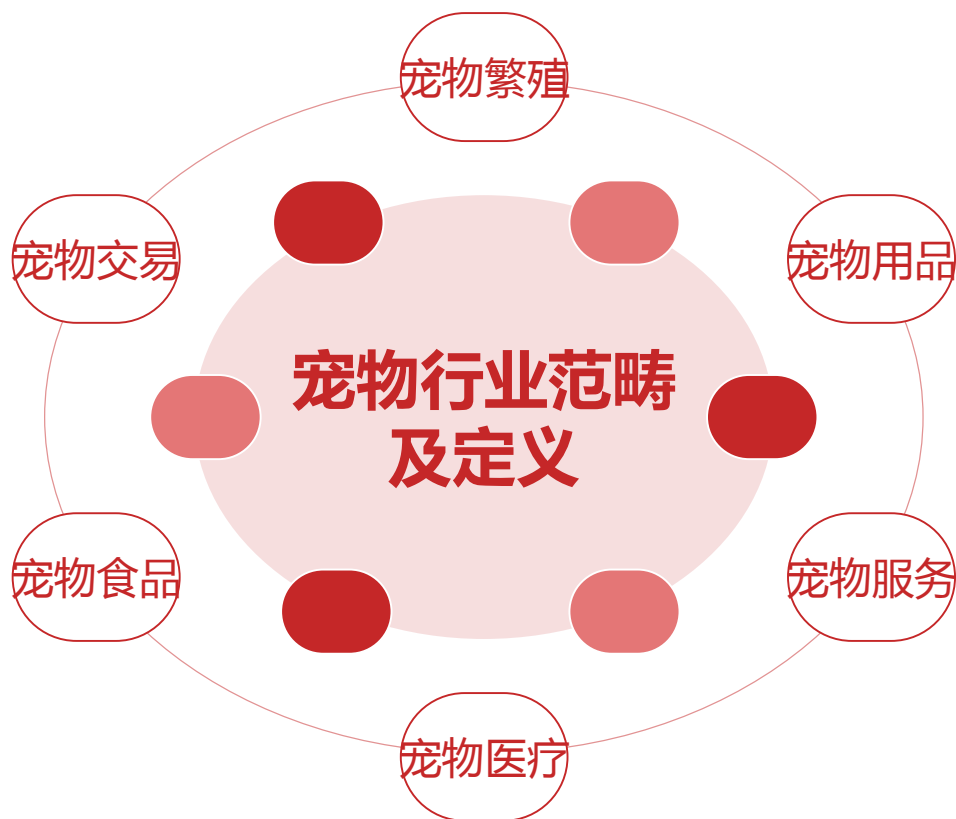
主体主要是宠物养殖商，专注于宠物繁育、养殖，其宠物主要售卖给宠物交易商

宠物交易

主要由宠物交易商将宠物售卖给宠物主

宠物食品

专门为宠物、小动物提供的食品，介于人类食品与传统畜禽饲料之间的高档动物食品，包括主粮、零售等



宠物医疗

主要包括宠物疫苗、宠物诊疗、宠物保健等

宠物用品

直接为宠物购买或制造，供宠物使用的相关产品，包括：宠物日用、洗护美容用品、宠物玩具、宠物服装、外出用品等。

宠物服务

围绕宠物进行、满足特定需求的活动，主要包括宠物寄养、宠物美容、宠物培训、宠物出行、宠物婚丧、宠物摄影等

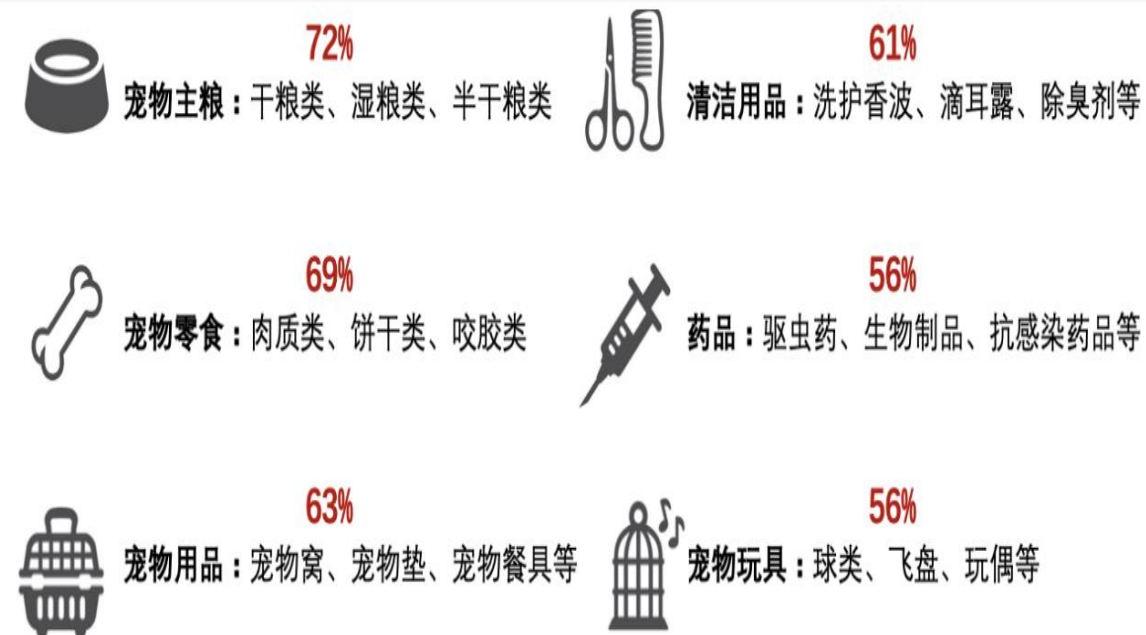
1.2 宠物行业产业结构

宠物食品是消费核心（占比约40%），医疗（占比约20%）、用品（占比10%）及各类型服务日渐增长。宠物食品类目是宠物行业最大的细分市场，随着人们对喂养商品粮的认知提升，市场对宠物食品的需求进一步释放；其次是宠物医疗，主要为宠物医院和个体诊疗服务；宠物用品的细分品类较多，其中智能设备的成交量快速增长；宠物服务的形式日渐丰富，随着居民消费升级和养宠理念、宠物角色的转变，宠物服务行业将稳步增长。宠物消费类目中，食品、用品、药品为宠物刚需支出，宠物主粮消费渗透率最高，超7成；位居第二的位宠物零食，达69%；宠物用品渗透率位列第三，达63%。

图表：宠物行业产业结构



图表：宠物主要消费类目及渗透率



1.3 宠物行业发展历程：已正式进入稳定成熟期

我国宠物行业复盘：回顾我国宠物行业历程，我们分为4个阶段：**1) 启蒙期 (1990-1999)**：92年中国小动物保护协会成立标志宠物行业形成，93年玛氏、雀巢、皇家等品牌相继进入国内市场，随后“宠物陪伴”理念开始兴起；**2) 孕育期 (2000-2010)**：规范饲养成为政策主旋律、养宠观念发生较大转变，宠物生产制造企业及宠物服务平台开始涌现；**3) 快速发展期 (2011-2020)**：宠物数量激增过亿、行业迎来井喷式增长，消费观念升级转向精细化养宠，宠物服务业随之兴起，宠物医疗企业发展壮大；**4) 稳定成熟期 (2021-至今)**：疫情常态化叠加人口结构变化刺激了人们养宠心理，宠物数量保持稳定增长，行业逐渐发展出覆盖全生命服务的产业链，国内企业崛起。

图表：中国宠物行业复盘



1.4 宠物行业产业链解析

产业链基本完善并向更多元化扩展：宠物行业分布广泛，宠物消费市场涵盖了宠物整个生命周期，产业链逐步完善，现阶段宠物食品、用品领域是宠物经济的主要环节。

上游-养殖交易：缺乏规模效应，集中度低，市场参与者众多；中国宠物养殖尚没有大规模的专业机构也不存在规范统一的供给渠道，而活体交易方面相较于宠物其他细分行业是一个较为低频的消费类别。

中游-宠物产品：竞争激烈，其中宠物食品、宠物用品是中游的重点行业，头部公司的市场集中度仍有提升空间。

下游-宠物衍生服务：服务种类多样化，宠物保险、宠物殡葬、宠物摄影等新需求不断涌现，缺乏头部品牌，市场碎片化。

图表：宠物消费市场产业地图

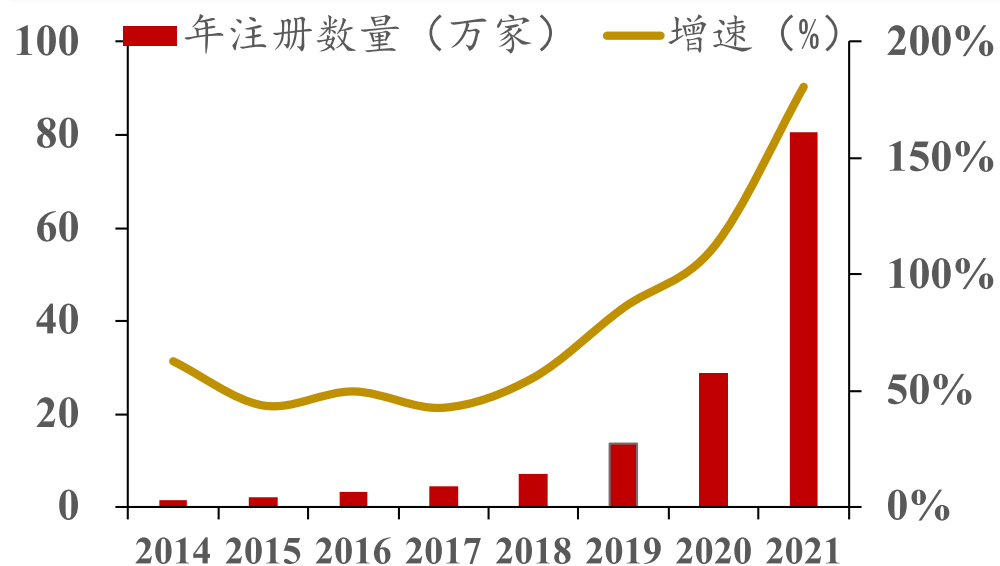


1.5 “宠物消费” 公司掀起上市潮，宠物市场经济快速成长

早在2017年，宠物赛道就发生了第一波上市潮，中宠股份、佩蒂股份相继登陆资本市场，2022年3月路斯股份北交所上市，7月乖宝创业板首发过会，8月源飞宠物深交所上市，11月天元宠物创业板上市，此外还有福贝宠物、中恒宠物、瑞派宠物、悠派宠物、新瑞鹏宠物等都在排队上市，宠物行业各公司纷纷加快了IPO的步伐。

据天眼查数据，2014-2021年国内宠物注册企业呈现快速增长，年复合增长率高达76.39%，行业热度较高；其中2021年新增注册企业80.75万余家，同比+181%，增速为近年来最快；从注册资本来看，近8成宠物相关企业注册资本在100万元以内，注册资本在1000万元以上的其相关企业占比2%；从成立时间看，54.6%的宠物相关企业成立于1-5年，成立于1年以内的相关企业占比38.4%。

图表：历年中国宠物企业注册数量及增速



资料来源：天眼查、华西证券研究所

图表：中国宠物行业上市和拟上市企业

企业	股票代码	所属领域	上市板块	上市情况
中宠股份	002891.SZ	宠物食品	深交所主板	已上市
佩蒂股份	300673.SZ	宠物食品	创业板	已上市
天元宠物	301335.SZ	宠物食品	创业板	已上市
路斯股份	832419.BJ	宠物食品	北交所	已上市
乖宝宠物		宠物食品	创业板	拟上市
福贝宠物		宠物食品	上交所主板	拟上市
禾丰股份	603609.SH	宠物医疗	上交所主板	已上市
瑞普生物	300119.SZ	宠物医疗	创业板	已上市
依依股份	001206.SZ	宠物用品	深交所主板	已上市
源飞宠物	001222.SZ	宠物用品	深交所主板	已上市

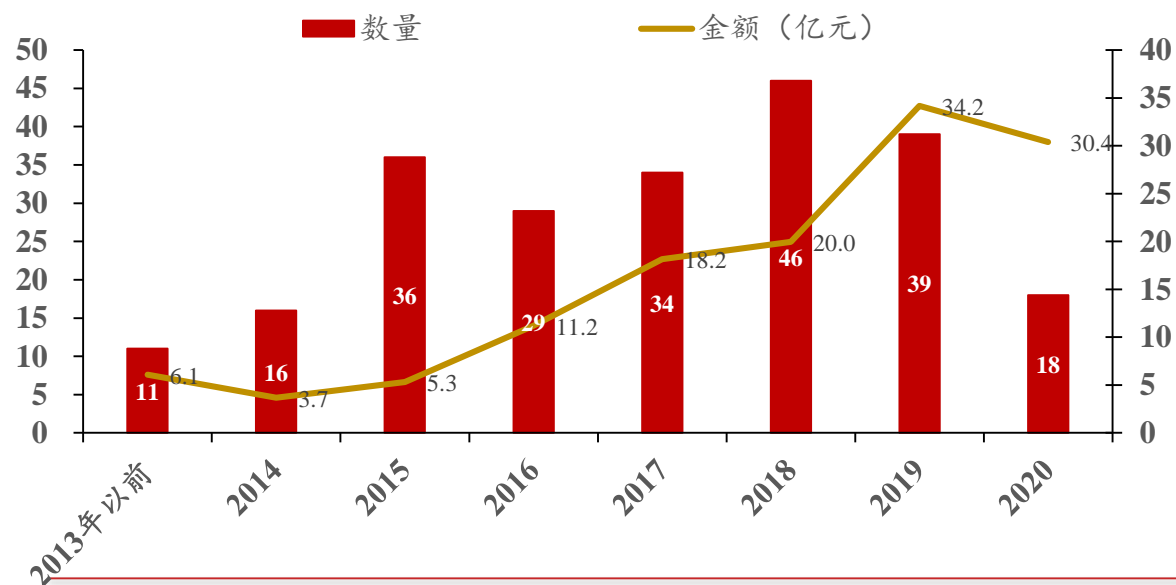
资料来源：wind、华西证券研究所

1.6 宠物经济蓝海，资本纷纷入驻

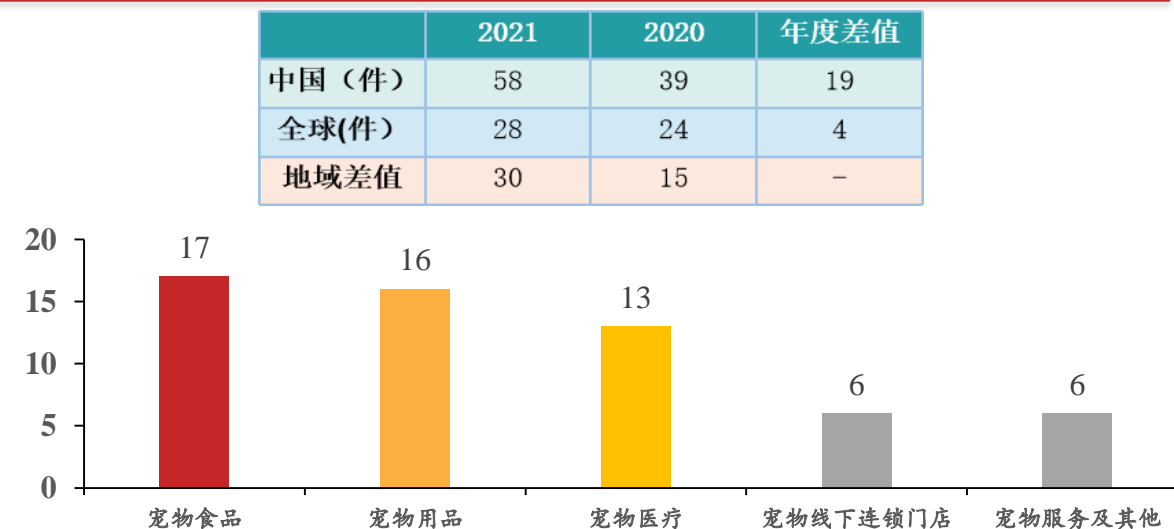
宠物赛道获资本青睐：宠物消费市场的投融资在2013年以后逐渐兴起，2016年头部PE高瓴资本收购德国宠物品牌俊宝Gimborn，开始其在宠物行业的布局，**2018年是宠物产业投融资“井喷”年**，IT桔子数据显示，2018年宠物消费市场共发生46起投资事件，2020年截止至11月25日共计发生18起投资事件，受疫情影响和整体股权投资市场大环境影响投资事件与投资金额出现较明显下滑，**我们认为，在资本市场趋于理性和募资难度提升的环境下，中小企业加速退局，细分领域龙头更易获资本青睐**

2021年中国宠物行业发生融资事件共计58起，为全球2倍；细分赛道在，资本对食品、用品以及医疗青睐有加。细分领域方面，宠物食品领域投资事件17起，依然是资本投资的主流方向，宠物用品16起，宠物医疗13起；58起融资事件总金额超35.58亿元，其中过亿级别的共计15起。

图表：2000-2020中国宠物市场融资事件年份及金额分布



图表：2020-2021年中国及海外宠物市场融资事件领域分布情况



资料来源：IT桔子、华西证券研究所

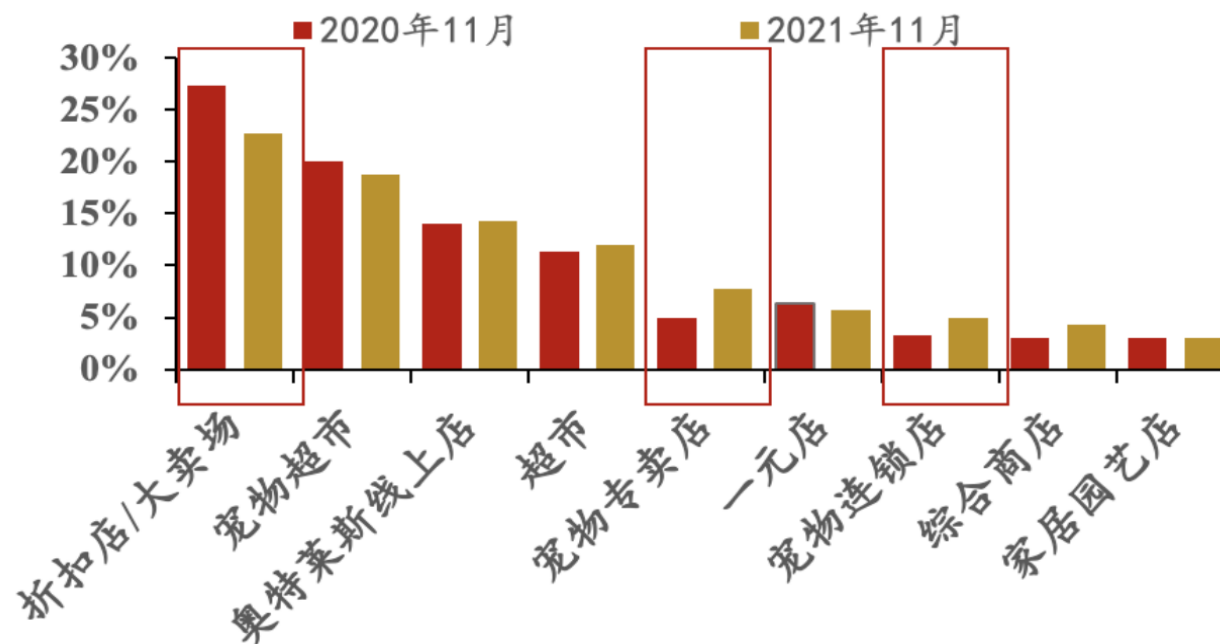
资料来源：IT桔子、华西证券研究所

1.7 疫情难挡“它经济”，背后“猫咪经济学”理论思考

宠物消费韧性凸显：疫情影响下宠物消费线上渗透率持续提升，据美团数据，美团闪购宠物品类成交额快速攀升，滚动年度总CAGR达145%，成交额不降反增、依然强势，宠物行业具备抵抗经济周期下滑甚至逆势增长的能力，故此，宠物赛道自然成为部分投资人资金避险的优质赛道。

背后的“猫咪经济学”核心是追求消费者的情感需求：在2008-10年美国的经济衰退期间，宠物消费就曾呈现出逆势增长，而日本经济界曾针对此现象提出了一个“猫咪经济学”定论，即猫咪等于经济，背后的核心是消费者追求情感需求，而情感需求处于马斯洛需求的第三层，属于高于生理（衣服和食物）和安全（工作和包装）需求之上的高阶需求，这也是宠物行业逆经济周期发展的原因所在。

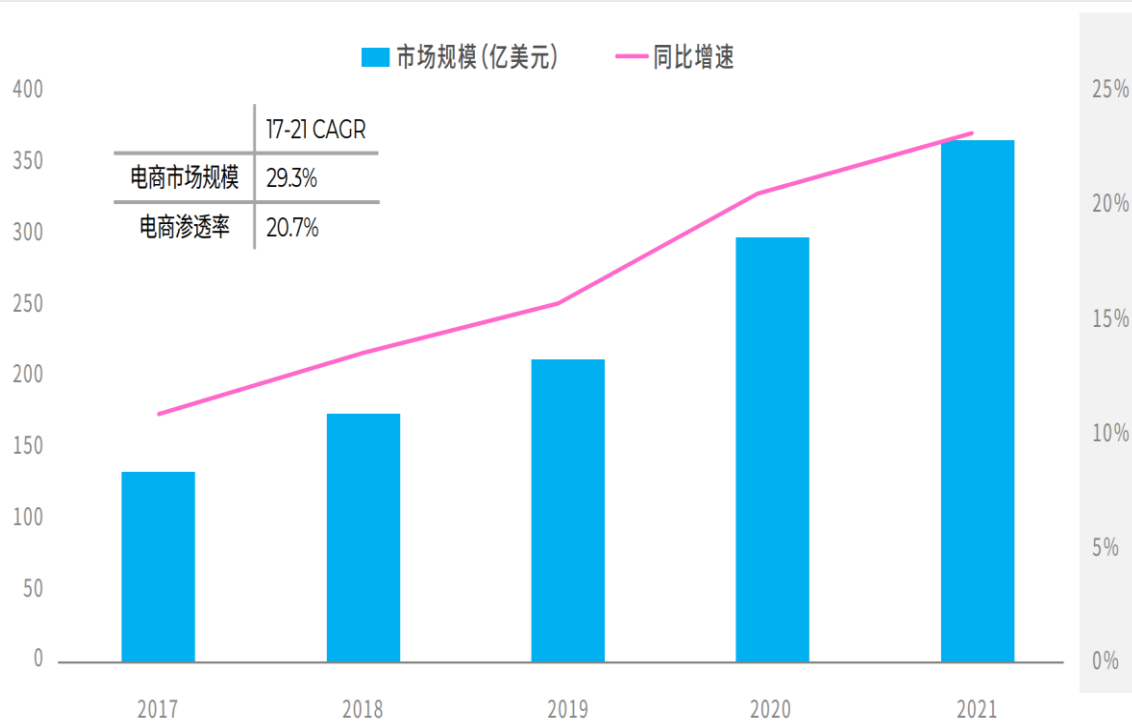
图表：疫情后宠物主的消费逐渐向专卖店倾斜



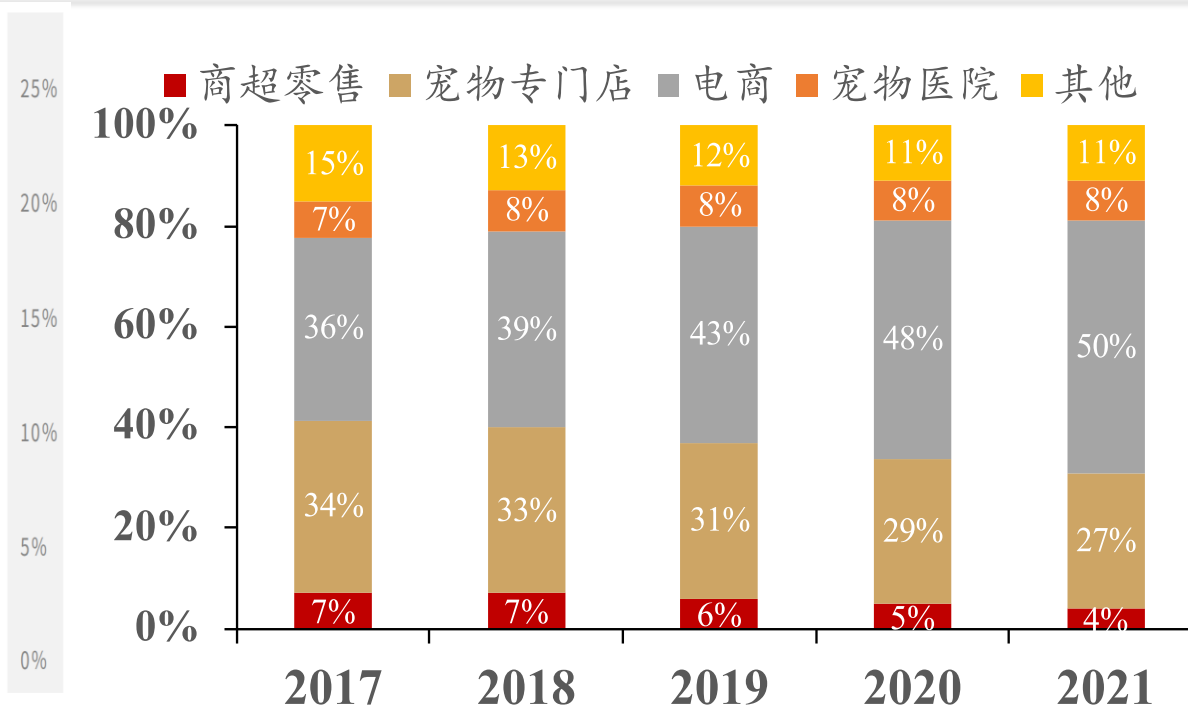
1.8 电商渠道强势增长，线上消费成为市场增长主要驱动力

线上消费习惯养成为全球宠物市场增长提供重要驱动力：据欧睿数据，2017-21年全球电商市场规模复合增速高达29.3%，电商渗透率已经达到20.7%，电商渠道增长依然强势，且随着消费者习惯的养成及消费渠道逐渐向线上迁移，线上渠道渗透率有望进一步提升。国内宠物消费渠道主要聚焦于宠物专卖店和电商平台；与全球电商渠道发展趋势一致，受益于较为便捷的移动支付，国内消费者线上消费习惯逐渐加强，宠物电商渠道发展迅速，逐渐成为宠物消费增长的重要驱动力。

图表：2017-2021年全球宠物市场电商零售市场规模及渗透率



图表：2017-2021年中国宠物渠道下游消费占比



资料来源：2022全球宠物市场白皮书、华西证券研究所
(此处宠物市场包括宠物食品和宠物用品)

资料来源：中商产业研究院、华西证券研究所

1.9 宠物经济代表企业多家公司业绩显著增长

中宠、乖宝营收规模最大，依依和乖宝净利复合增速最高：2022年以来，面对疫情、地缘冲突、经济形式不明朗等多重不确定因素叠加的不利局面，多家宠物经济公司都取得了不错的“成绩”，其营收和净利润实现双增，韧性凸显。从体量上看，食品赛道企业规模大于用品赛道，中宠和乖宝规模领先，其次是用品赛道的天元股份和依依股份，2018-21年依依、源飞、天元、中宠、佩蒂、乖宝营收复合增速分别为13.2%、35.0%、27.9%、26.8%、13.5%、28.2%，归母净利润复合增速分别为47.7%、29.6%、7.1%、27.0%、-24.7%、46.6%，依依和乖宝复合增速最快，源飞利润增速也位于行业前列。

图表：宠物行业内企业营收复合增速对比

企业	所属领域	2021年营收 (亿元)	2021年净利润 (亿元)	2022年Q1-Q3营收 (亿元)	2022年Q1-Q3净利润 (亿元)	2022年Q1-Q3 净利润同比	2022Q3净利润 (亿元)	2022年Q3净利 润同比	2018-2021年营收 年复合增长率	2018-2021年净利 润年复合增长率
中宠股份	宠物食品	28.82	1.16	24.42	1.15	24.99%	0.46	49.19%	26.80%	27.00%
佩蒂股份	宠物食品	12.71	0.60	13.55	1.58	100.68%	0.67	391.48%	13.50%	-24.70%
路斯股份	宠物食品	4.59	0.30	3.70	0.29	30.50%	0.10	46.04%	10.60%	-11.99%
乖宝宠物	宠物食品	25.75	1.40	24.88	2.17	273.95%	0.79	426.14%	28.20%	46.60%
天元宠物	宠物食品	18.54	1.07	15.09	0.95	17.22%	0.47	32.77%	27.90%	7.10%
依依股份	宠物用品	13.10	1.14	11.41	1.27	22.53%	0.61	42.60%	13.20%	47.70%
源飞宠物	宠物用品	10.69	1.37	7.84	1.38	21.11%	0.36	-36.97%	35.00%	29.60%

资料来源：各公司公告，华西证券研究所



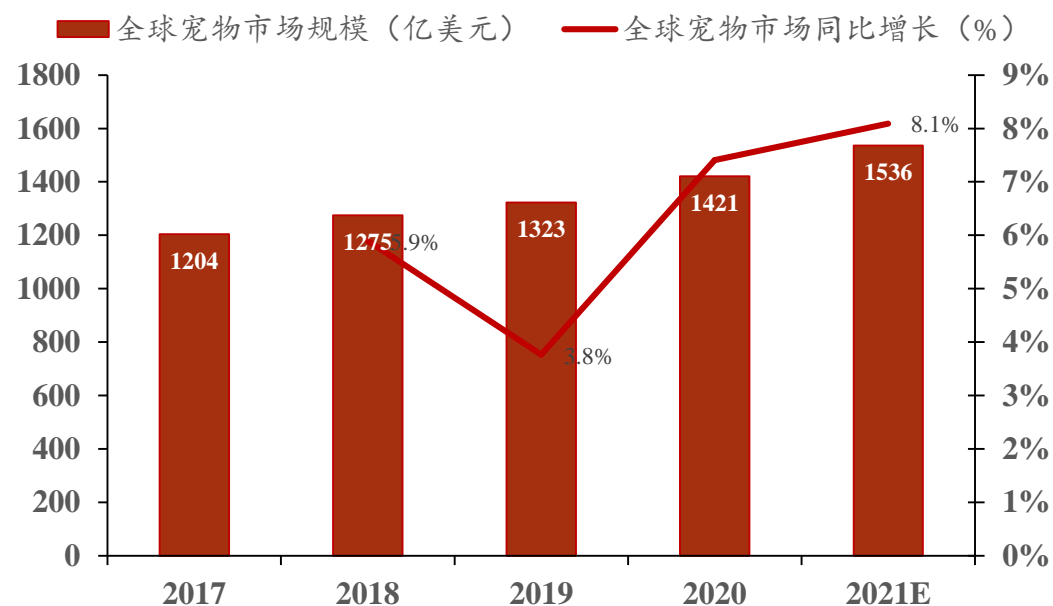
2 宠物行业国内外市场分析

2.1 宠物行业市场规模：规模超1500亿美元，美国是最大市场、中国快速扩张

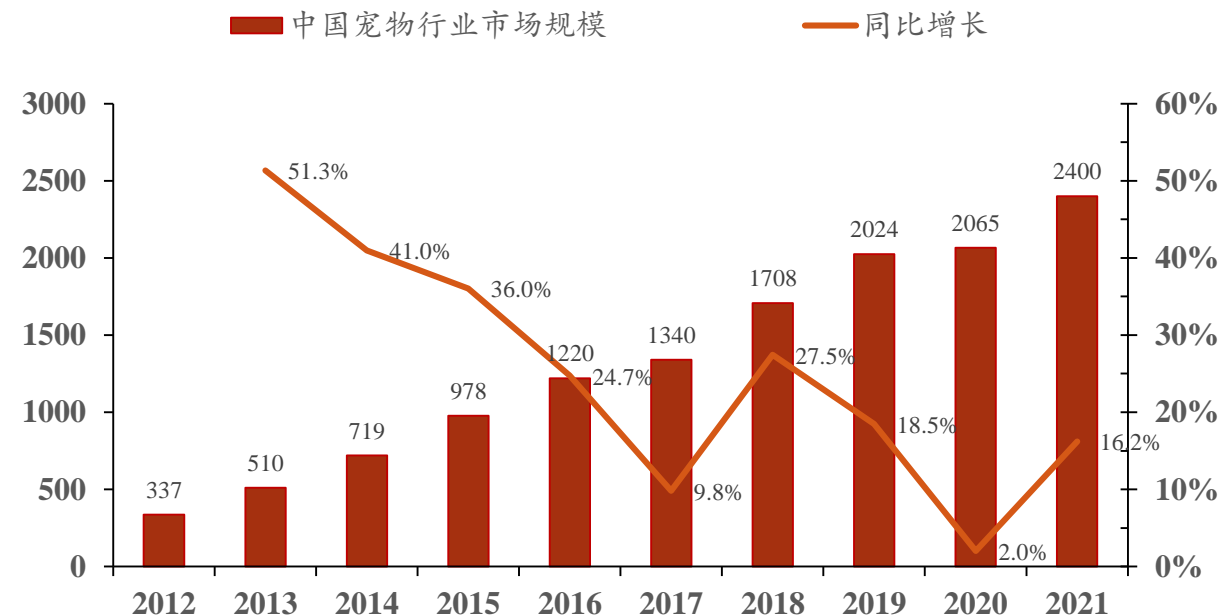
全球宠物行业规模超1500亿美元，美国是最大市场。据欧睿数据显示，2021年全球宠物市场规模预计同比增长8.1%至1536亿美元，2018-20年全球宠物市场增长率分别为5.9%、3.8%、7.4%，全球宠物行业持续增长；其中美国是第一大市场，21年美国宠物行业规模达1236亿美元，是全球最大、最成熟的宠物经济体。

中国行业规模突破2000亿元且持续增长：随着宠物相关的消费类型多元化，宠物行业规模高速扩张，2012-2021年我国宠物行业市场规模复合增长24.4%至2400亿元，同时我国养宠渗透率(20%左右)相较于美国(70%左右)还有较大的提升空间。

图表：全球宠物行业规模及增速



图表：中国宠物行业市场规模及增速



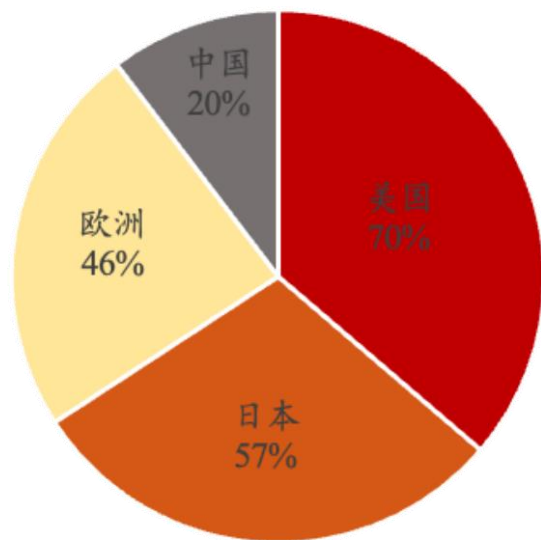
资料来源：欧睿，华西证券研究所

资料来源：乖宝宠物招股书，华西证券研究所

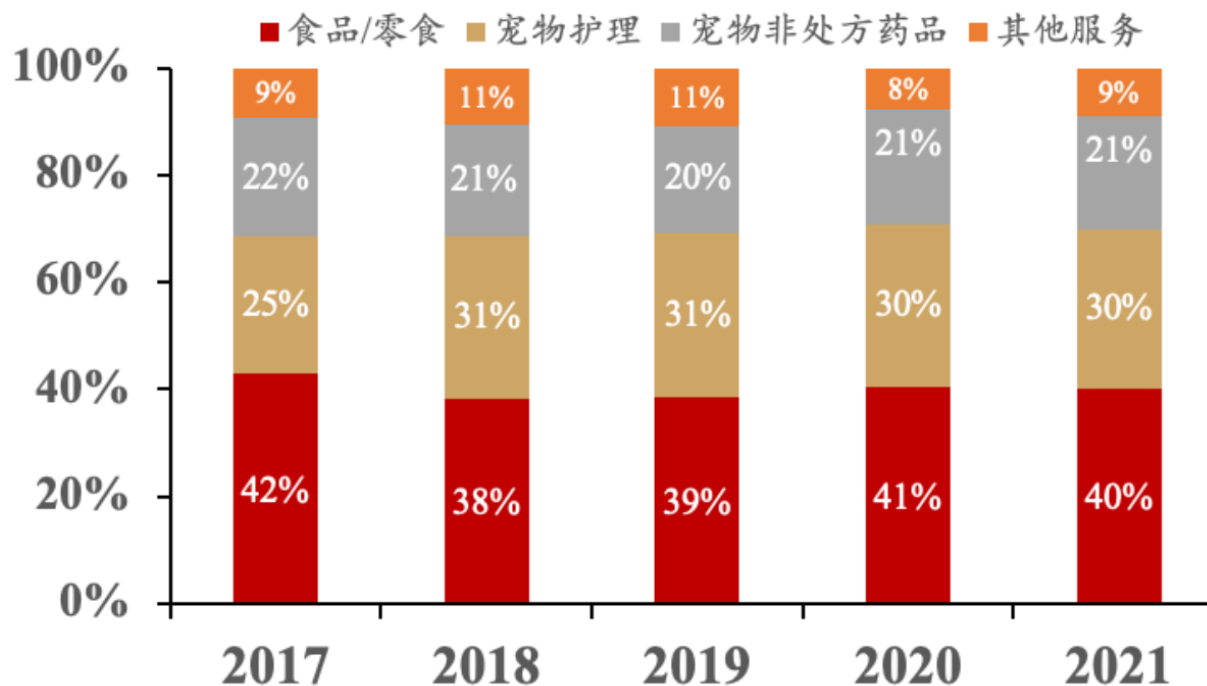
2.2 美国宠物市场：规模领先，宠物食品开支最大、护理与健康赛道关注高企

美国市场规模领先，宠物渗透率全球最高：美国宠物行业历经100余年的发展，日趋成熟，且美国宠物消费受经济周期影响小，行业展现强刚性需求，**美国宠物渗透率全球最高，拥有狗、猫的家庭占比超70%**，养宠热情高，且在高养宠热情下，市场展现强消费韧性，宠物消费支出在疫后超1200亿美元，其中宠物食品作为刚需品始终是养宠最大开支，而在科学和精致养宠理念下，护理及健康赛道同样值得关注。

图表：2021年全球不同国家宠物渗透率



图表：2017-21年美国宠物市场消费结构

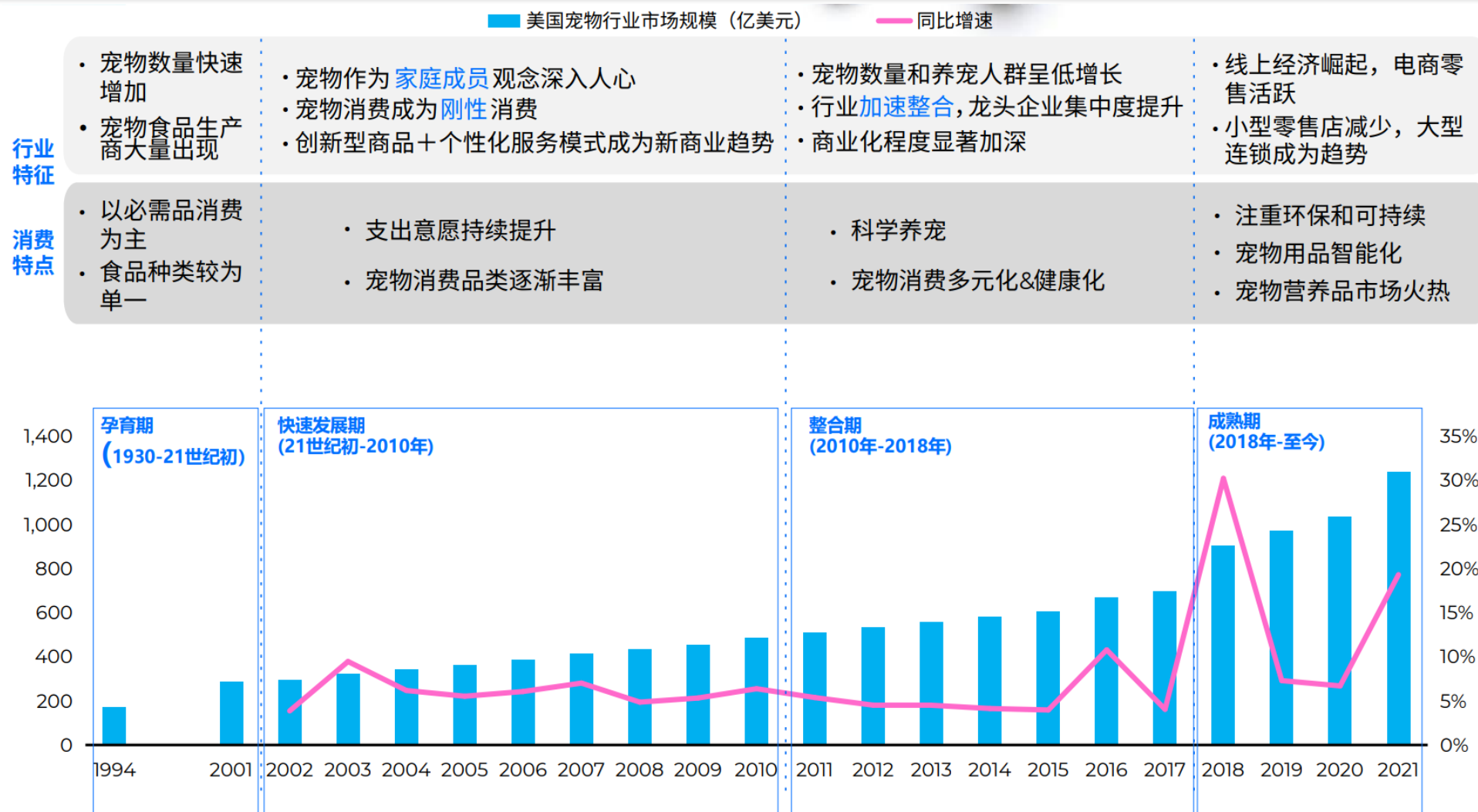


资料来源：欧睿，华西证券研究所

资料来源：APPA，华西证券研究所

2.2.1 美国宠物行业复盘：日趋成熟，养宠向科学、精致升级

图表：美国宠物市场行业复盘



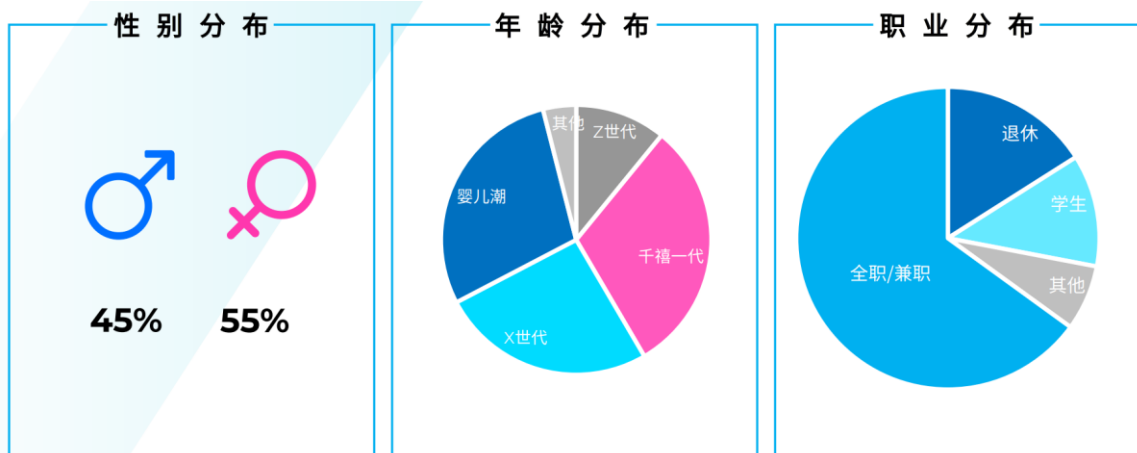
资料来源：APPA，华西证券研究所

2.2.2 美国宠物主画像及养宠动机

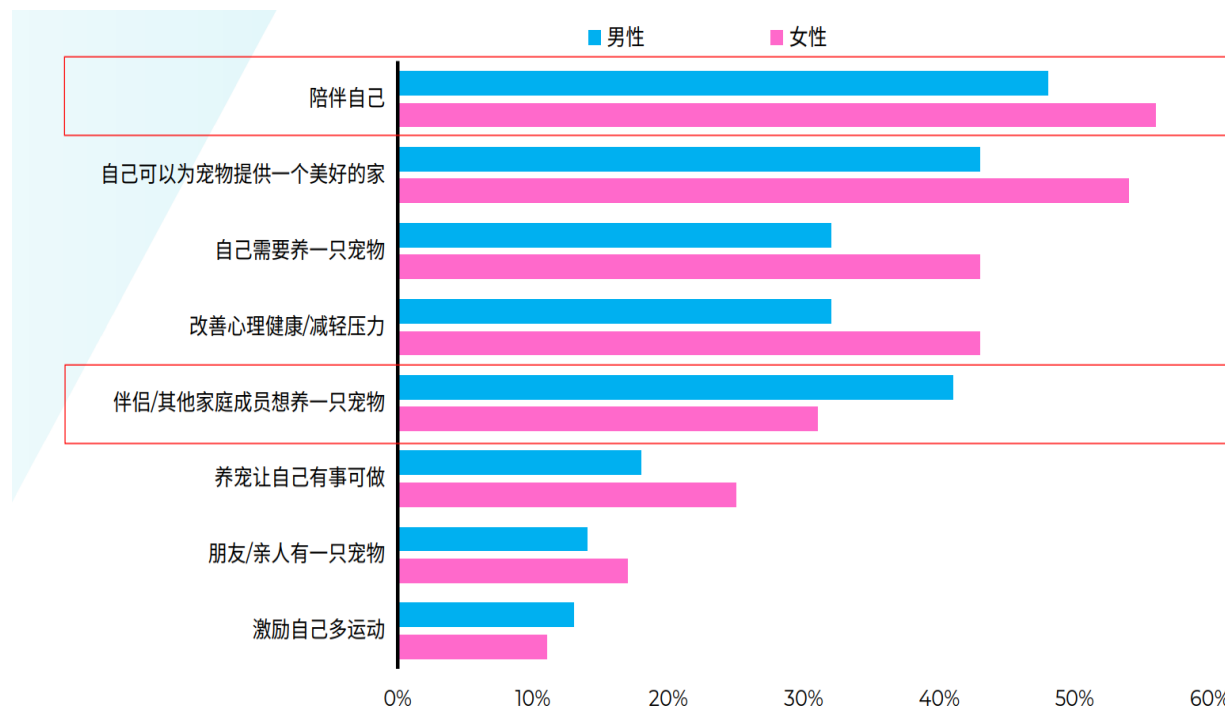
美国养宠主力军为中高年龄、有相对固定工作的群体：养宠人群以女性为主，主力军主要为X世代和千禧一代，而职业多以有稳定工作和已退休的人群为主。

陪伴需求是主要动机，女性为养宠主要决策者、可作为主要触达群体：陪伴需求及认为自己可以为宠物提供一个美好的家为美国养宠主要驱动因素，超4成女性认为自己需要养一只宠物，且男性则更易因伴侣的养宠需求而选择养宠，暗示女性群体是家庭养宠的主要决策者。

图表：美国养宠消费者基础画像



图表：美国消费者养宠动机

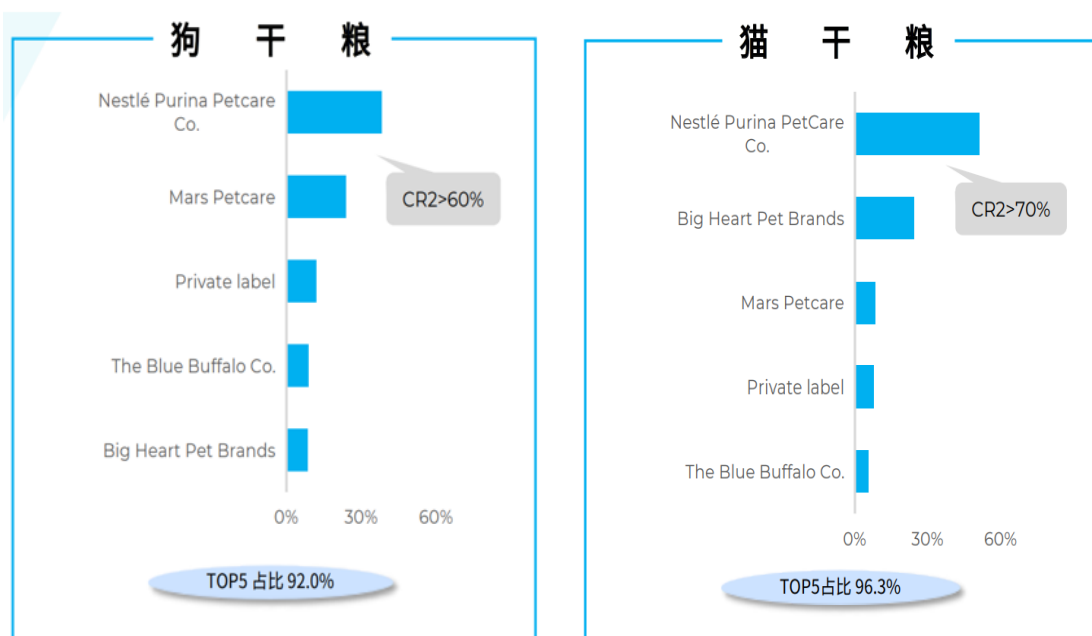


2.2.3 美国宠物食品赛道格局稳定，用品赛道尚未形成垄断、为品牌入局提供良机

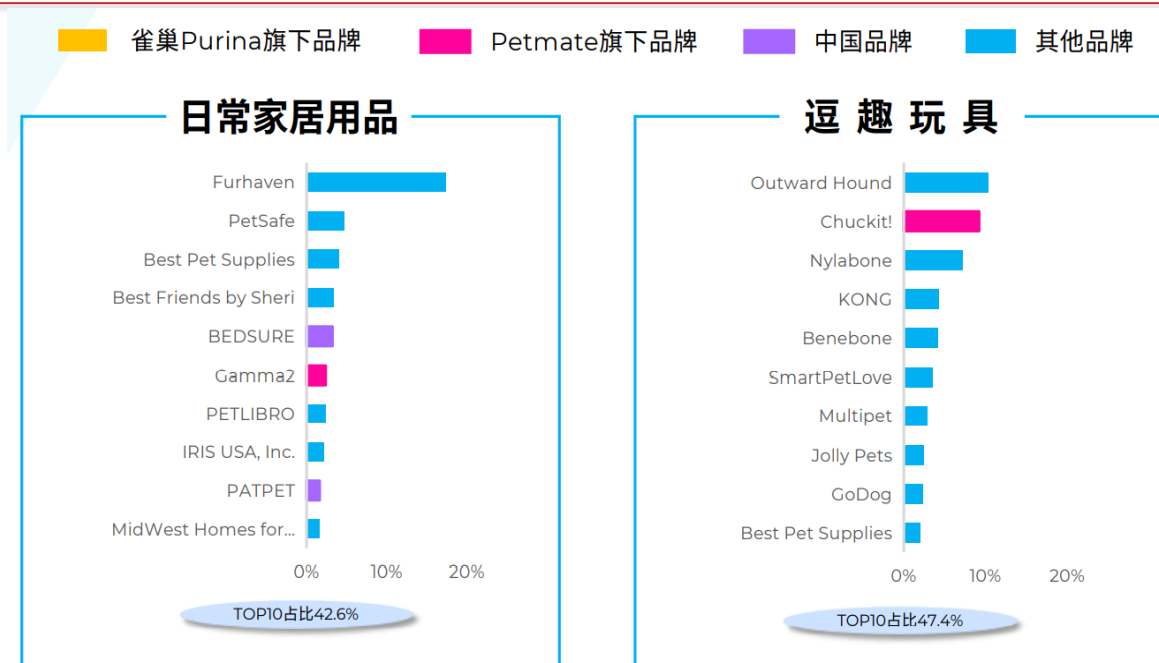
美国食品赛道市场集中度高，小企业突围难度大：美国宠物食品赛道发展起步早，雀巢旗下的Purina，以及Mars等食品生产巨头入场时间早，通过多次外延并购扩展产品线，形成较高市占率，因此对于缺乏能够广泛触达消费者渠道网络的小企业而言，突破龙头品牌的包围、建立自身的竞争优势难度较大。

用品赛道集中度相对较低，为新进入者提供良机：科学、精致养宠趋势刺激宠物用品市场需求释放，行业尚未形成垄断局面，且目前已有部分中国品牌入局部分赛道，我们认为未来新品牌有望通过进一步扩充品类进行多赛道布局提升竞争优势，扩大影响力。

图表：2021年美国TOP 5 宠物狗 / 猫食品品牌



图表：美国不同宠物TOP品牌销售收入

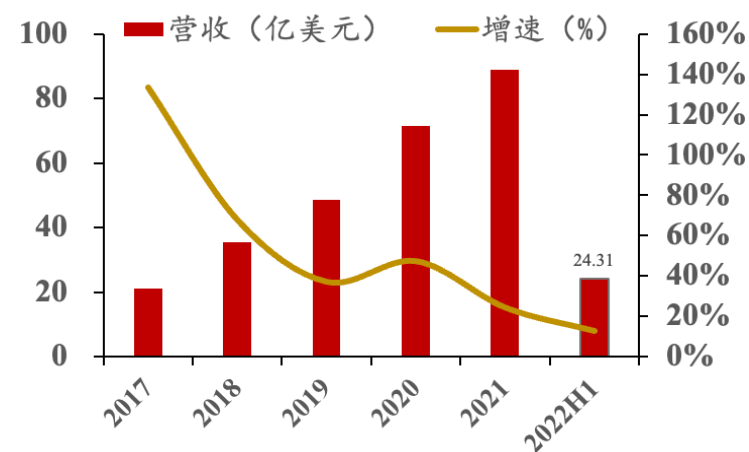


2.2.4 美国宠物电商引领者Chewy

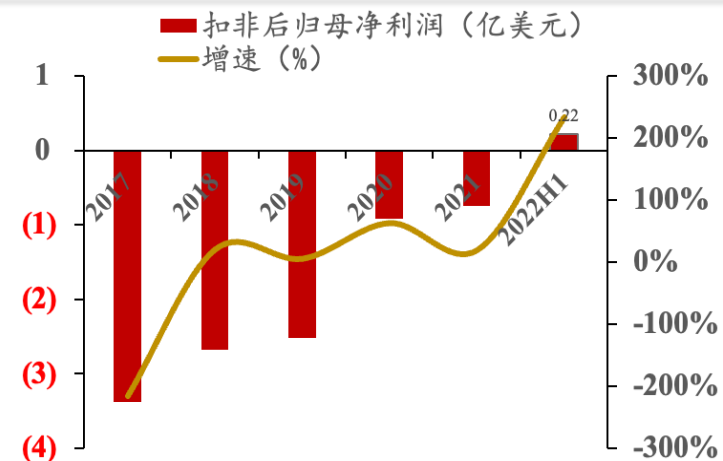
公司介绍：Chewy成立于2011年，总部位于美国佛罗里达州达尼亚比奇，其于2019年在纽约证券交易所上市，是当前美国最大的宠物在线零售商之一；Chewy以成为各地养宠人士最值得信任和最方便的目的地为使命，通过线上为主的销售渠道，提供宠物食品、宠物用品、宠物药品以及其他宠物健康产品和服务，平台能为消费者提供3,000多个品牌产品和超过10万种的优质产品和服务选择。

盈利水平：受到通货膨胀和供应链瓶颈等宏观层面问题影响，公司前几年的扣非归母净利润均为负值；而受益于Autoship订阅的不断增长以及宠物保险和兽医平台业务的不断扩大，为chewy带来营收稳定增长的同时，亏损数值也不断在缩减，2022年上半年，公司扣非归母净利润实现扭亏为盈，**盈利能力迎来质的改善**；同时，随着提价传导顺利以及供应链能力的提高，**公司毛利率也实现了较为稳定的增长**。

图：历年公司营业收入及增速

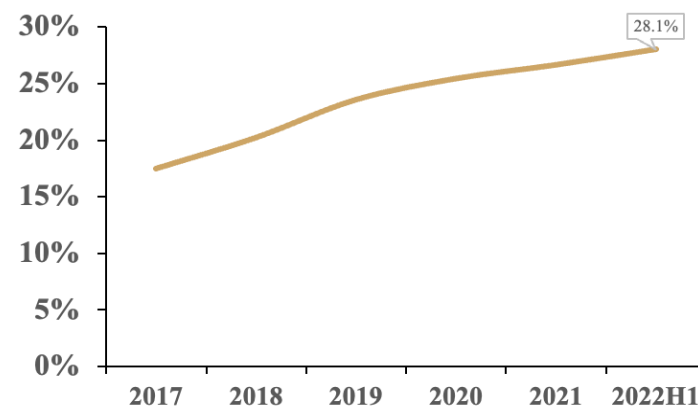


图：历年公司扣非归母净利润及增速

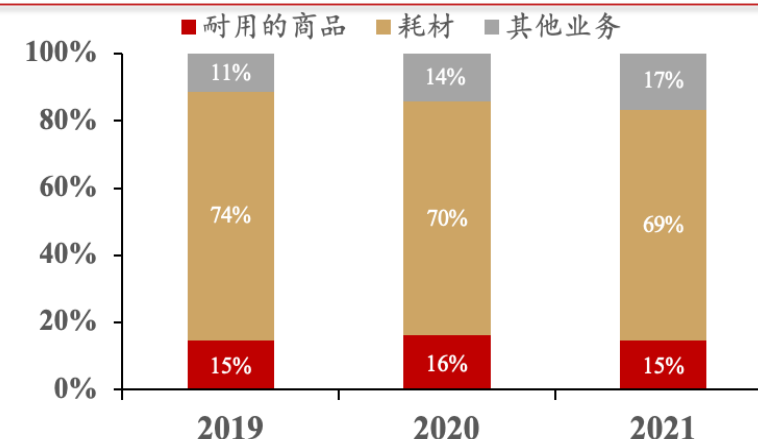


资料来源：wind、公司公告、华西证券研究所

图：历年公司毛利率 (%)



图：历年公司营收结构



资料来源：wind、公司公告、华西证券研究所

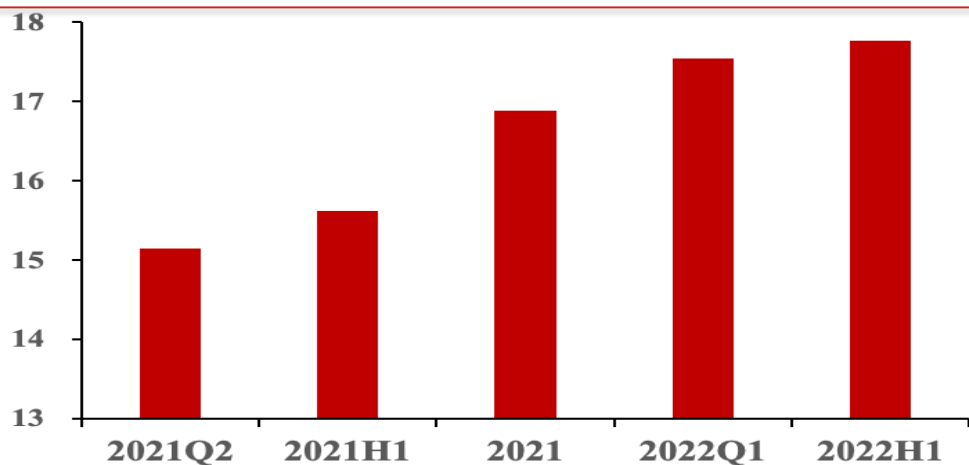
2.2.4 多因素共舞铸就宠物行业佼佼者Chewy

独立物流网络：Chewy自成立以来不断搭建线下业务网点，形成自有的物流网络，截至2020年，公司已在美国本土建有12家业务网点，使得美国境内约80%的订单可以次日送达，**改善公司履约费用率的同时，也极大的提升了送货速度和用户体验度。**

客户粘性强：Autoship是公司推出的订阅制服务，该服务可以为养宠人士提供自动的订货和送货服务，帮助消费者简化交易过程，固定自身消费习惯；从近期公司财报来看，Autoship收入呈现不断上升趋势，根据其2022年半年报披露的数据，其Autoship产生的商品销售收入占总营收73.4%，且较2021年上半年同比+17.3%，**表现出客户复购率高，粘性强，公司拥有成熟的竞争力和用户壁垒。**

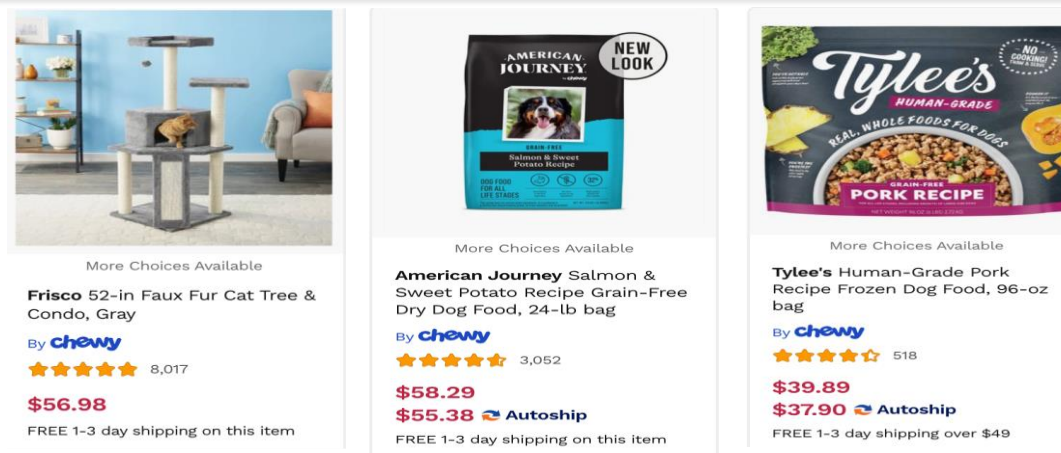
自主品牌和其他业务：公司拥有自主品牌Frisco、American Journey和Tylee's，在过去的几年均受到顾客的长期喜爱，自主品牌端逐渐发力；同时，公司CarePlus宠物保险业务已扩展到覆盖31个州，新业务进展顺利；而于2021年推出的Practice Hub也进一步丰富拓展了公司宠物保健业务，借助公司平台，使得顾客能够享受线上兽医服务，未来成长性较好。**公司努力实现全方位发展，不断寻找新的盈利点，未来有望成为集宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物服务为一体的综合性宠物电商。**

图表：历年公司Autoship营收（亿美元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表：公司自主品牌产品



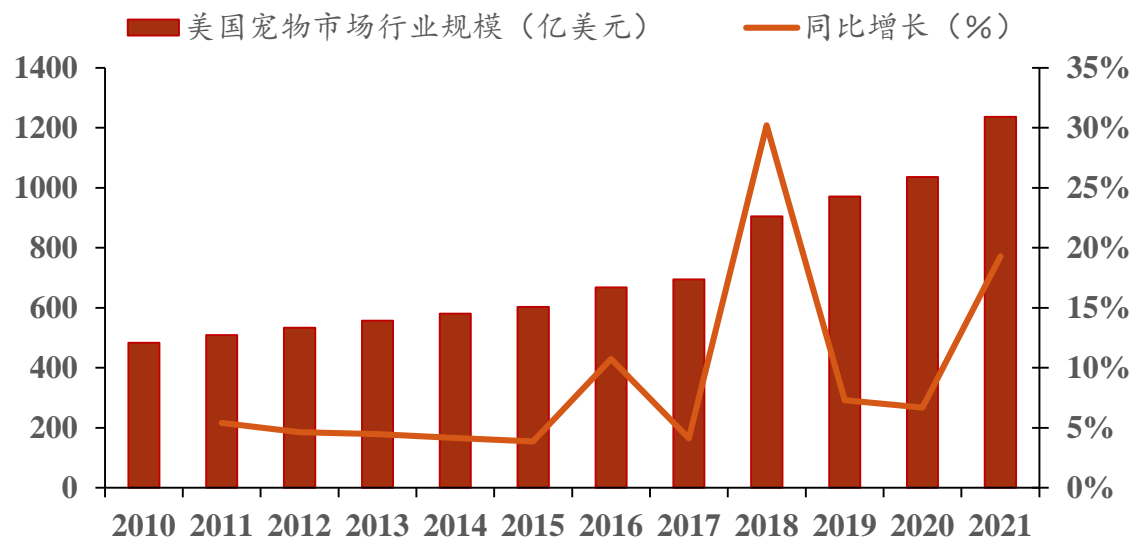
资料来源：公司官网、华西证券研究所

2.3 他山之石 —— 参照美、日等成熟宠物市场得到的启发

参考发达国家宠物行业发展历史，我们发现：

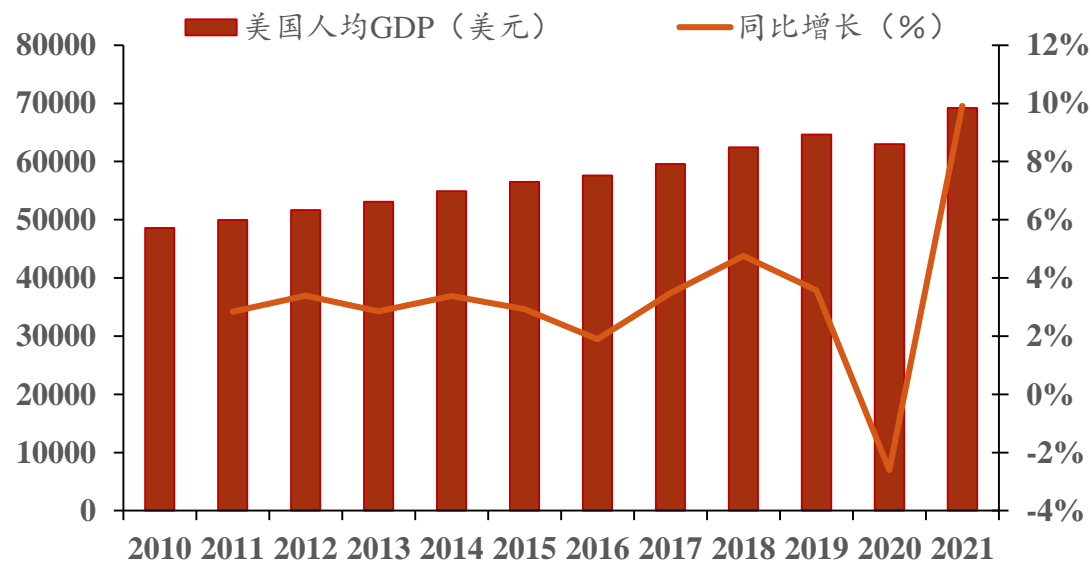
美国人均GDP增长驱动宠物市场规模增长，其经济快速发展带来宠物平均消费增长和养宠人群增加。美国宠物行业拥有较长发展历史，经历了从传统零售店向综合性、规模性、专业性宠物销售平台整合的过程，产业链成熟，宠物数量规模大、家庭渗透率高（70%）、人均宠物消费支出高、宠物需求刚性等特点，是全球最大宠物市场。从数据上看，美国宠物市场规模随人均GDP增长而增长，2010-20年美国宠物行业市场规模复合增长7.9%至1036亿美元，带来了宠物行业各类产品及服务需求的增长，20年疫情下GDP出现10年首次负增长（同比-2.6%），但宠物消费支出同比增长6.7%，疫情下宠物消费彰显韧性。21年美国宠物市场规模同比增长19.3%达1236亿美元，其中包括宠物卫生用品在内的宠物用品&宠物交易的市场规模达到298亿美元，占比24.1%，2018-21年CAGR 17%，是宠物行业增速最快的细分赛道。

图表：美国宠物市场规模及增速



资料来源：美国宠物用品协会（APPA），华西证券研究所

图表：美国人均GDP及增速

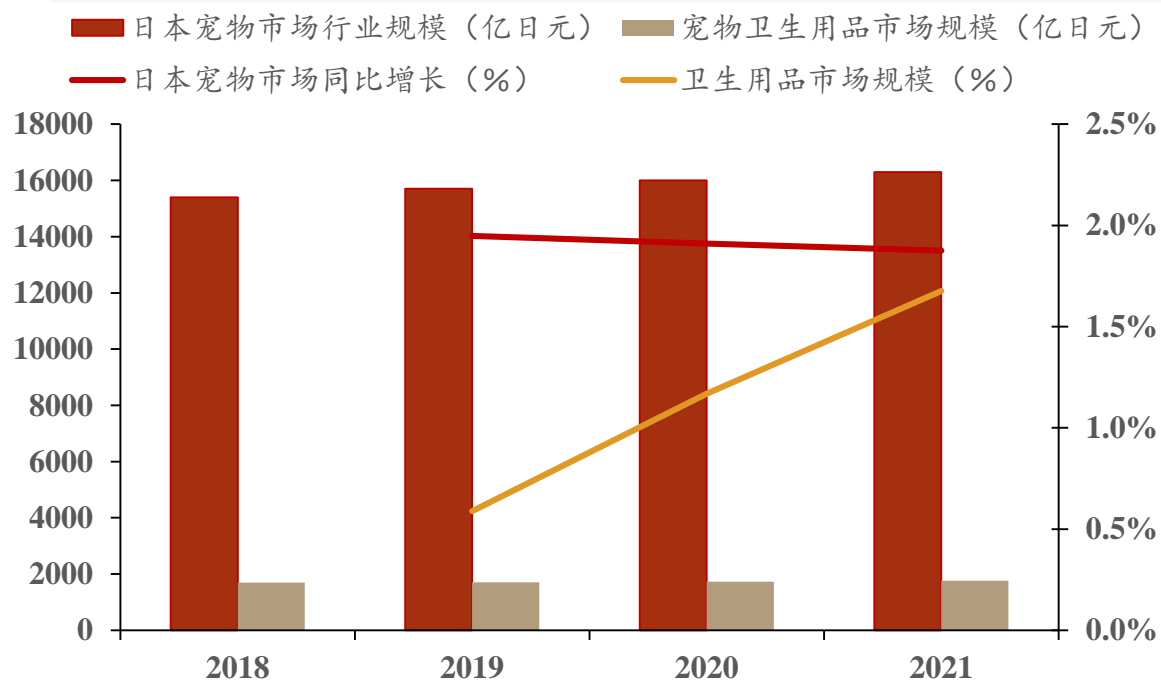


资料来源：京东大数据、华西证券研究所

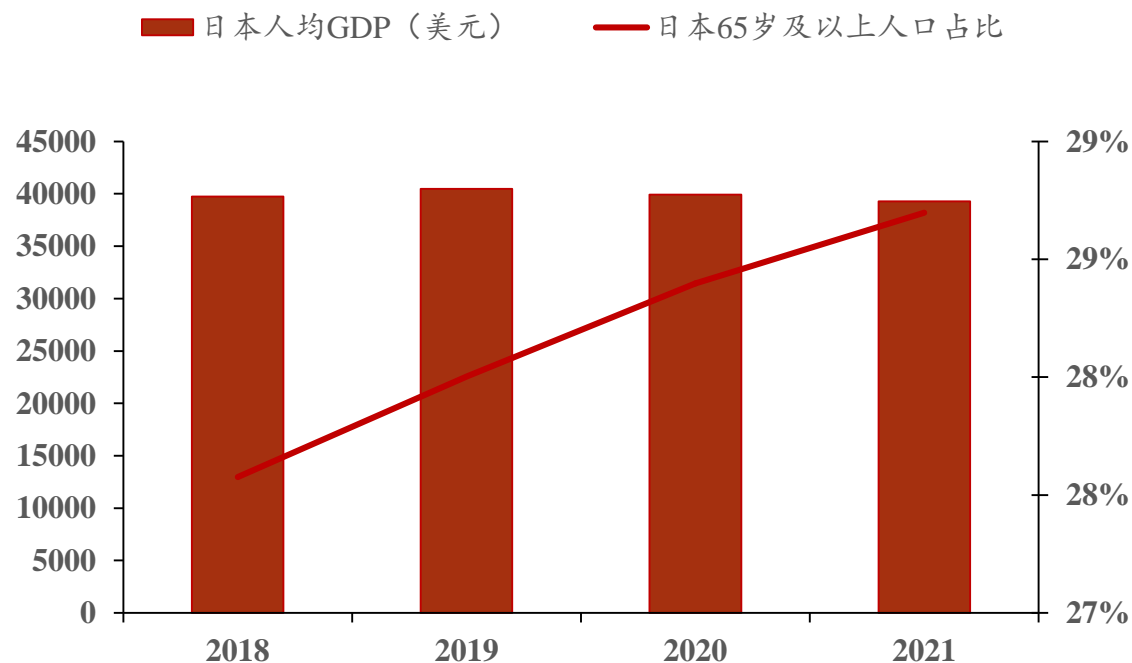
2.3 他山之石 —— 参照美、日等成熟宠物市场得到的启发

日本宠物行业成熟，人口老龄化催生陪伴需求，市场规模稳步增长。 21年日本65岁及以上人口占比28.7%，老龄化问题日益严重，叠加低出生率、少子化趋势并行，宠物成为日本民众的精神慰藉，尽管日本人均GDP在2012年之后有所下降，但宠物行业规模仍稳步增长，14-21年CAGR1.7%至1.63万亿日元，受益于养宠习惯的逐渐养成，日本宠物市场对宠物清洁用品等产品需求相对稳定，宠物用品市场规模也缓步增长，20年达1730亿日元、同比增1.2%、占比约11%，21年增至1759亿日元。

图表：日本宠物市场及宠物用品市场规模及增速



图表：日本人均GDP及人口老龄化情况



资料来源：日本矢野经济研究所，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

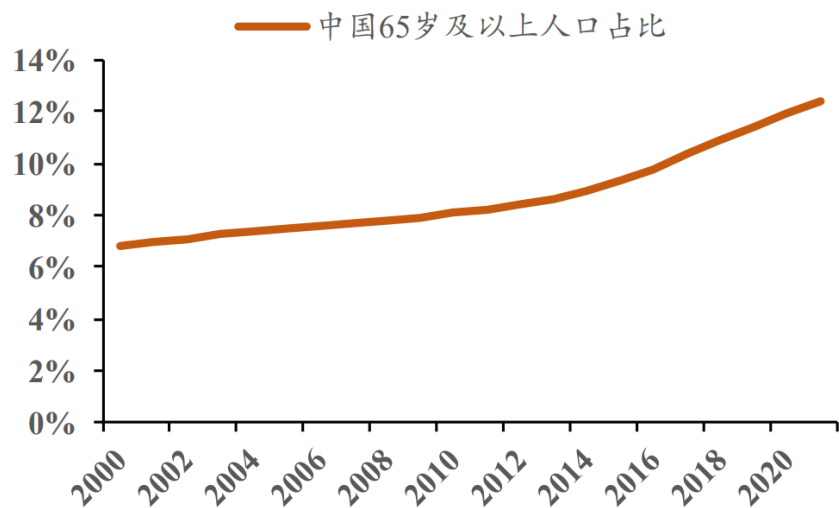
2.4 中国宠物行业高景气背后成长驱动因素

基于我们分析后认为,经济的快速增长、宠物数量的膨胀、人口结构的变化、宠物角色的转变、产业模式的升级、企业整合并购是产业扩张的核心原因,而如今我们的国家正经历类似的过程。**我们用PESTEL模型分析宠物行业成长的驱动:**

1、Policy政策驱动: 农业农村部20号公告出台严格的宠物食品企业监管,提高对外准入门槛,进口趋严利好国内企业健康有序发展;从1980年卫生部下发的禁养通知到近年来各地相继推出养犬管理条例,政策从最初禁养、限养转为规范养宠、科学饲养,持续推动产业的健康、稳定发展。

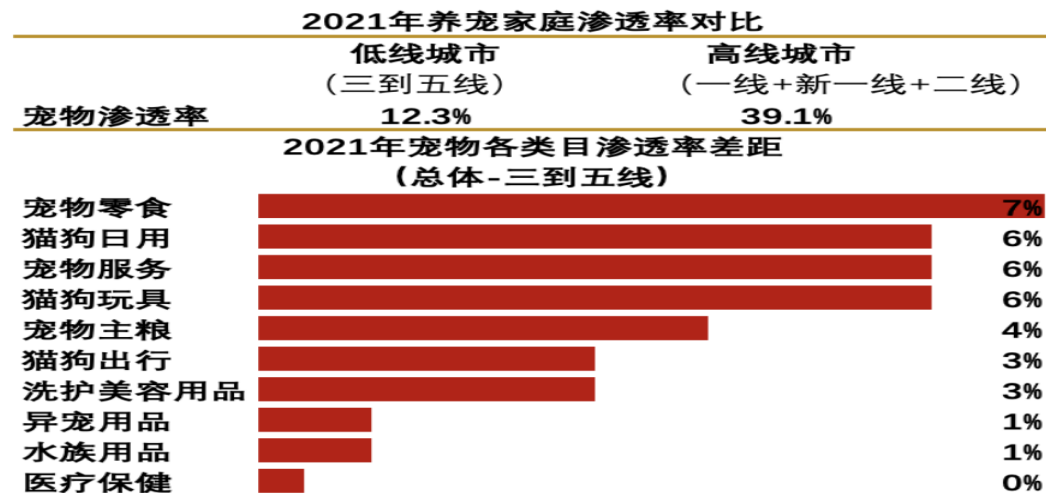
2、Economic经济因素: 收入提升、消费升级驱动行业发展,养宠人群下沉将贡献新增量。2021年美国/日本/中国人均GDP 69221/39285/12556美元,我国人均GDP相较于宠物行业成熟的发达国家仍有较大提升空间,参考艾媒咨询数据,2021年中国低线/高线城市宠物家庭渗透率为12.3%/39.1%,低线城市家庭养宠渗透率和宠物类目消费渗透率均有上升空间,未来随着城镇化率推进、低线居民收入水平和养宠意识的进一步提升,更大基数的低线人群将加入养宠队伍。

图表：中国人口老龄化日益严重



资料来源：国家统计局、华西证券研究所

图表：养宠人群下沉、成为行业增量新机会



资料来源：2021 中国宠物消费趋势白皮书、华西证券研究所

2.4 中国宠物行业高景气背后成长驱动因素

3、Social 社会驱动：新生代已婚家庭进阶养宠主流人群、“空巢青年”、“空巢老年”等人口结构变化驱动行业增长，中国自2000年步入老龄化社会后，老龄化程度持续加深，2021年65岁及以上人口占比达12.4%，老人陪伴需求增多，对标日本宠物市场发展规律，中国宠物消费市场也存在大量机会点。

4、Technology 技术驱动：宠物电商、宠物 O2O、宠物社交app等不同的商业模式，及大数据、人工智能等技术逐渐在宠物各个领域中的应用带来大量商机，据京东数据，2020年宠物智能用品 SKU 翻倍、销售额和用户数同增 40%以上，智能用品备受青睐，跑赢宠物大盘总体；消费者在宠物用品上的消费更倾向于购买国产和只购买国产，二者占比之和相较其他类目高，随着国内企业不断的在材料应用及产品设计等方面发力，国产品牌凭借高性价比、更懂中国宠物主需求等优势受到宠物主的喜爱。

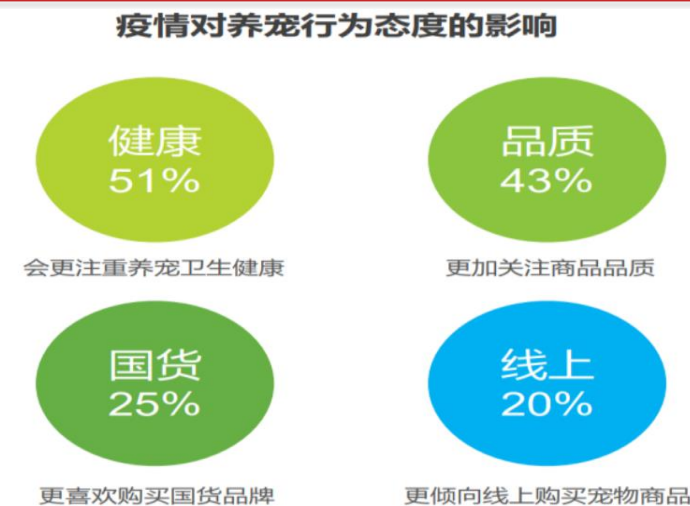
5、Environment 环境驱动：疫情下对宠物陪伴时间增加驱动整体宠物数量增多、消费增长，宠物主对宠物健康关注度提升，猫狗的年均消费金额都出现了 8%-10%的增长幅度，精细化养宠趋势深入。疫情加速了在线“云吸宠”人群的扩张，培养了新的潜在消费者，同时导致宠物消费向线上迁移，据京东数据，20年宠物主粮、零食、服务等品类均实现同比高增，宠物行业主要细分类目销售额增长强劲。此外，环保意识的增强也驱动宠物主愿意为环保用品支付更高的价格。

图表：PESTEL 模型图解



资料来源：华西证券研究所

图表：疫情下宠物消费加速向线上迁移



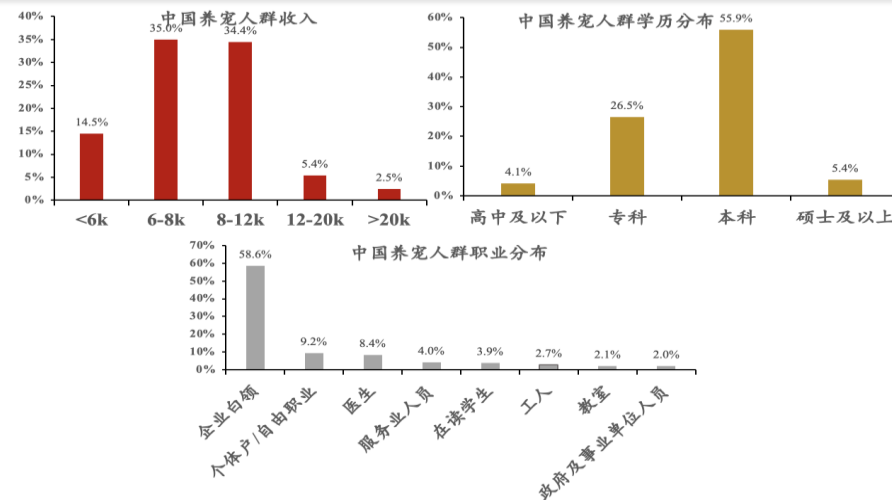
资料来源：2021年中国宠物消费趋势白皮书、华西证券研究所

2.5 中国宠物市场消费者画像：养宠群体以高收入、高学历白领为主，男性比重提高

高收入、高学历的白领为主的宠物人群催生养宠出于情感和功能的复合动机。养宠人群以高收入、高学历的白领为主，宠物更多的被赋予情感角色，陪伴主人，增添情趣。九成宠物主均出于增添情趣、解压、缓解孤独等情感动机养宠物，繁重的工作不断挤压企业白领的生活，宠物能给人们带来更多的快乐，帮助缓解压力、焦虑和孤独感。

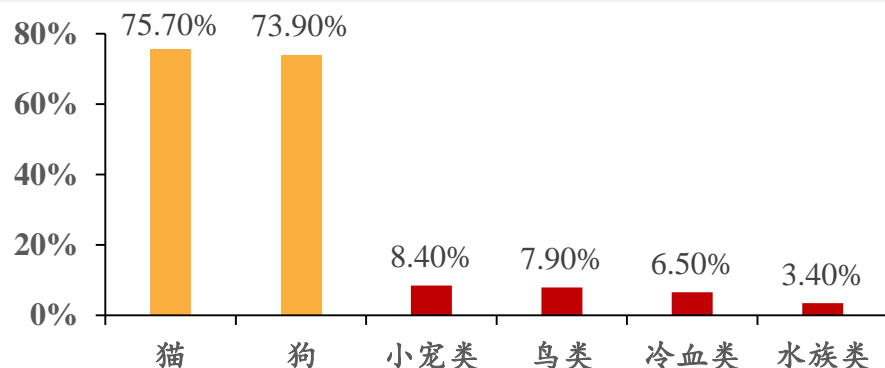
宠物主偏爱猫狗，男性比重提升。猫狗是宠物主最偏爱的品种，饲养猫、狗的比例均超七成，猫的比例略大于狗；男性养宠人群提升明显，但女性仍然是养宠主力。男性占比从21%提升至38%，女性比例超六成。

图表：养宠人群以高收入、高学历的白领为主



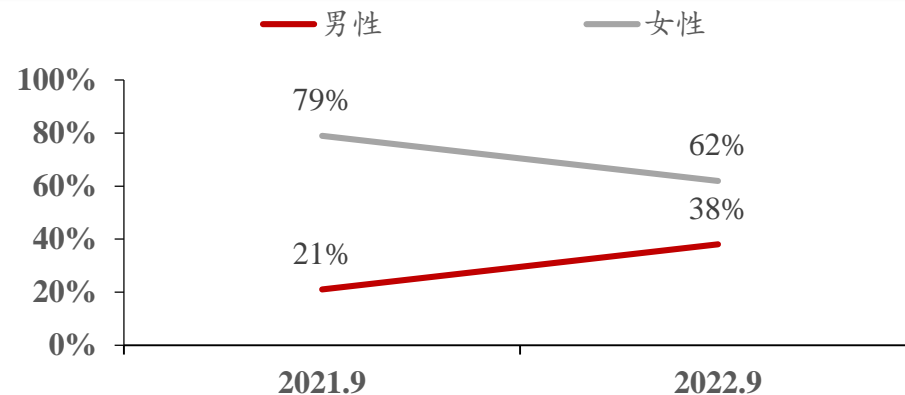
资料来源：2022年中国宠物消费洞察报告，华西证券研究所

图表：目前正在饲养宠物类型



资料来源：2022年中国宠物消费洞察报告、华西证券研究所

图表：2022年宠物主中男性比例提升明显



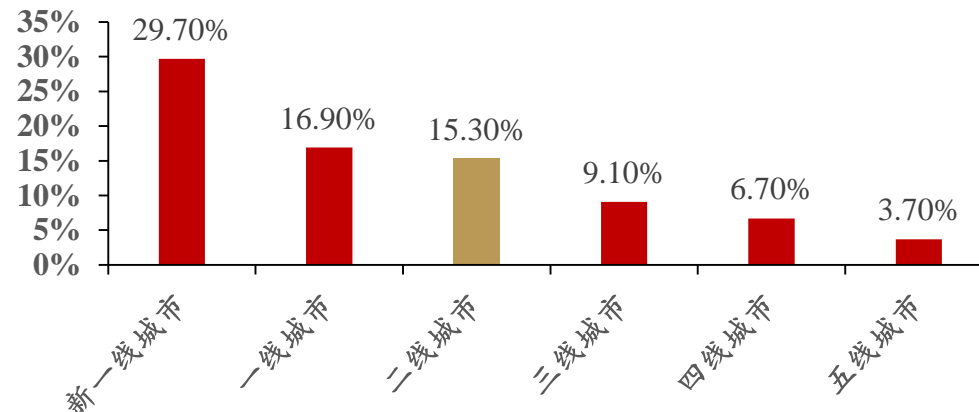
资料来源：2022年中国宠物消费洞察报告、华西证券研究所

2.5 中国宠物市场消费者画像——新一线成宠物主大本营，宠物被赋予更多角色

新一线城市成宠物主大本营。三成养宠人群来自新一线城市，江苏养宠人群占11.4%，江苏成养宠大省。

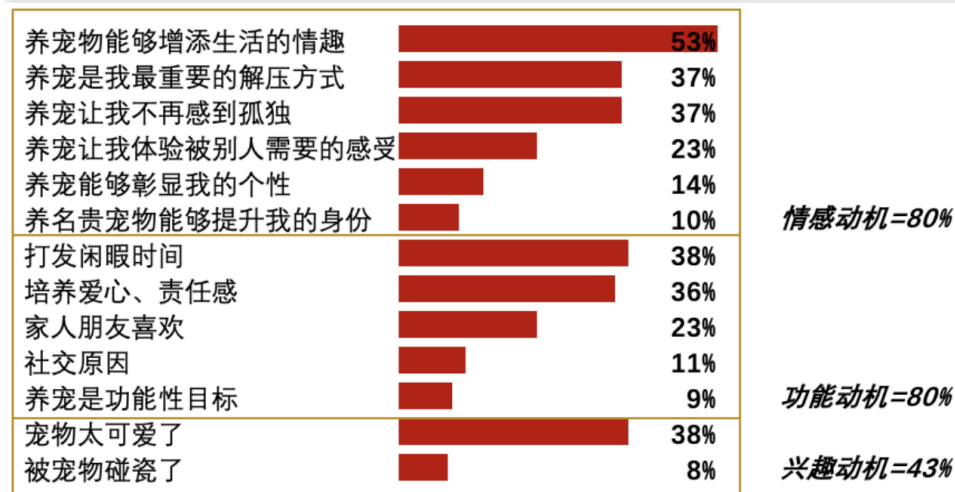
宠物被赋予家人的角色。由于已婚未育人群比例较高，随着丁克家庭的上升，宠物角色多以具有陪伴功能的朋友、家人为主，超过三成宠物主把宠物视作朋友，有两成宠物主把宠物视作孩子，通过类似亲子的抚育关系培养爱心。

图表：2021年宠物主养宠动机



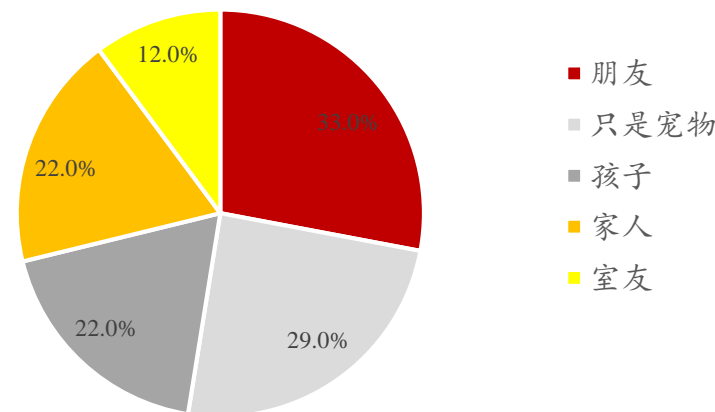
资料来源：2022年中国宠物消费洞察报告，华西证券研究所

图表：养宠人群城市线级分布



资料来源：2022年中国宠物消费洞察报告、华西证券研究所

图表：2021年宠物角色



资料来源：2021年全球宠物行业白皮书、华西证券研究所



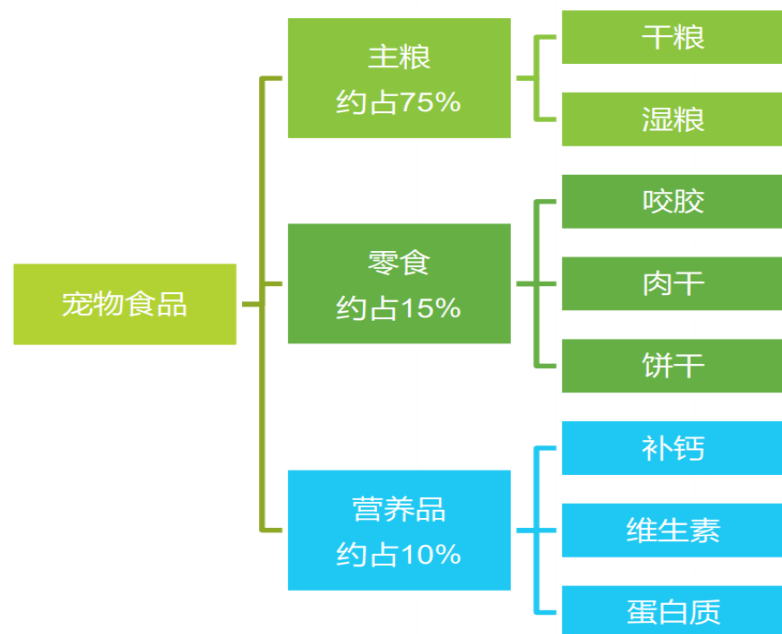
3 我国宠物行业各细分赛道分析

3.1 宠物食品行业特点及产业地图

宠物食品主要可划分为宠物主食、宠物零食、保健品三大类，其中主食需求最为强劲，细分主要包含干粮、半干粮、湿粮几大类，其产业链包括食品研发、食品生产、食品销售等环节，上游食品研发环节以国内代工厂以及品牌自营研发基地为主，中游以宠物食品生产厂商为主，下游以宠物食品分销渠道为主，当前销售渠道主要包括商超、电商平台、便利店等。

宠物食品赛道特点：宠物食品贯穿宠物全生命周期，具备高频次、强刚需特点，其赛道呈现：1) 赛道更成熟、竞争相较于用品及医疗赛道更激烈；2) 精细化养宠推动产品升级，宠物主关注主粮多重功能且对品牌/产地关注也进一步提升；3) 线上为主要消费渠道。

图表：宠物食品的分类



图表：宠物食品市场产业地图



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

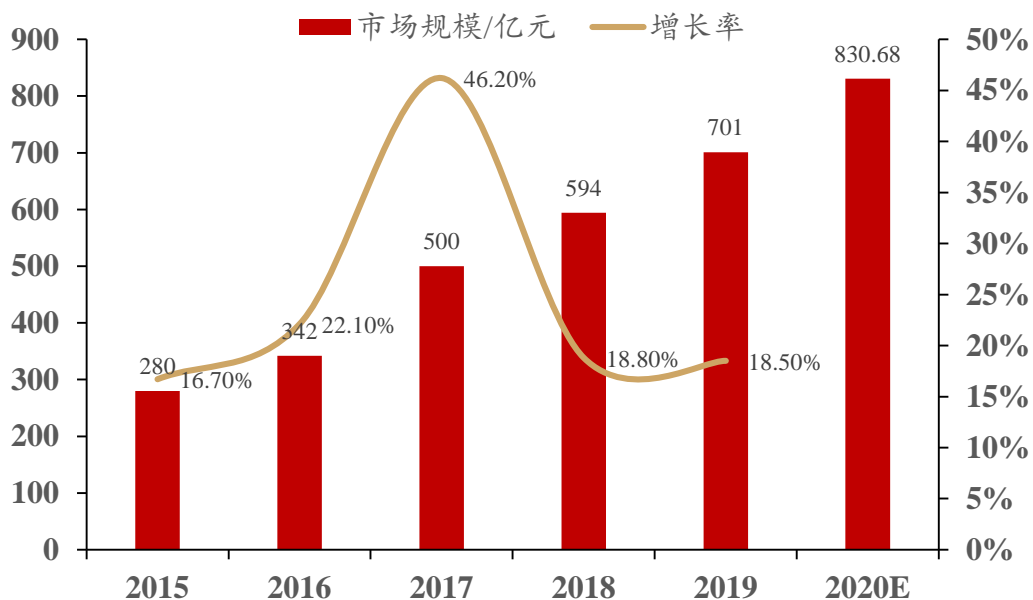
资料来源：IT桔子、华西证券研究所

3.1.1 空间及发展趋势：我国宠物食品规模约800亿元、线上为主要销售渠道

宠物食品作为宠物市场最重要的细分市场，我国宠物食品市场处于高速发展阶段，近几年增速保持在20%左右；**但行业痛点在于**：当前较为发达的国家已经制定了相应关于宠物食品的标准，但是我国宠物食品标准仍然处于空白状态，监管亟需跟上。

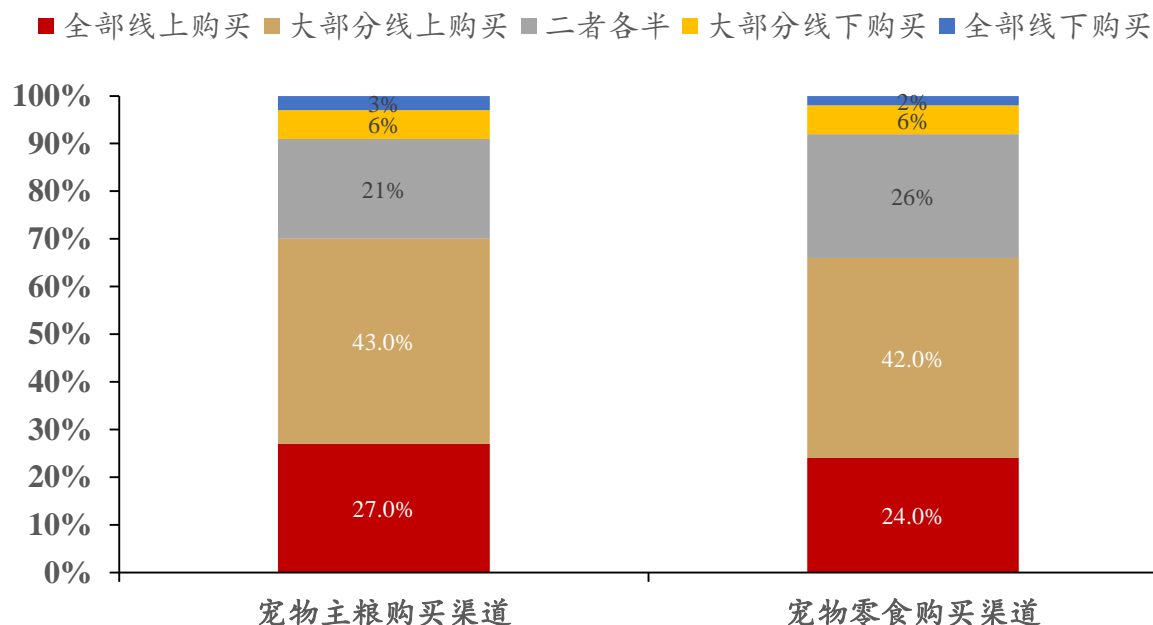
宠物食品的主要消费渠道来自于线上：主粮标品属性强、购买高度线上化、线上渗透率达97%，且宠物主关注品牌/产地、品质安全及性价比等；而宠物零食购买也主要依托于线上，**购买频次也高于主粮**，但宠物主对品牌的关注度弱于主粮，反而更在意营养成分、包装规格及产品的功效等（如调理肠胃、针对磨牙和挑食）。此外，据京东平台数据，2022年双11，宠物主粮冻干成交额同比增长超6倍、老年犬粮成交额同比增长282%，猫湿粮成交额同比增长253%，超500个宠物品牌成交额同比增长超100%，线上趋势明显。

图表：2020年宠物食品规模约830亿元



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图表：2021年宠物食品及宠物零食购买渠道分布

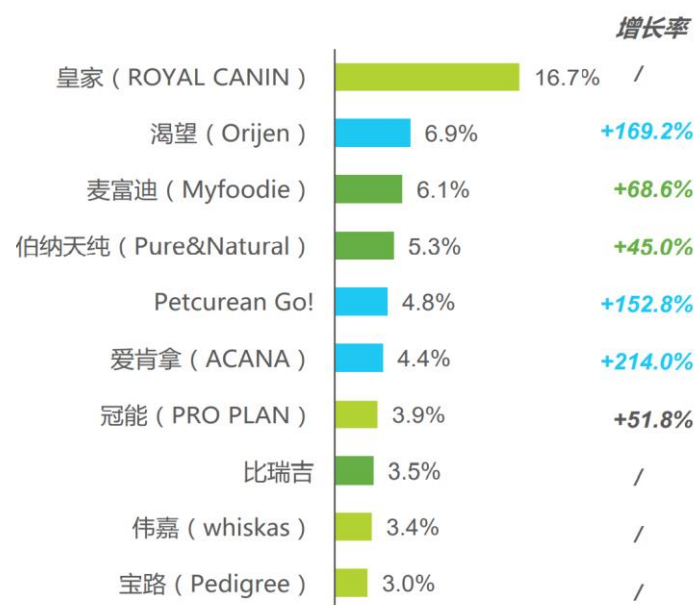


资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

3.1.2 宠物食品竞争格局：国外品牌占主导，国产品牌销量增长迅速

外资品牌占主导，国产品牌崛起：宠物食品市场竞争激烈，2020年京东宠物主粮TOP10品牌份额57.8%，其中国际品牌占42.9%，国产品牌占3个席位；高端纯进口粮增长抢眼，渴望、GO、艾肯拿在京东销售额增长1-2倍；国产品牌麦富迪定位中低端，受到新晋宠物主的喜爱，京东销售额同比增长68.6%，增长亮眼。此外，据2022年双11宠物品牌累计GMV排名，麦富迪、皇家、原始猎食渴望排行TOP3，Top20的品牌中75%的品牌都是国产品牌，这预示着国货品牌发展日新月异，逐渐受到消费者的青睐。

图表：2020年京东宠物主粮TOP10品牌份额



图表：2022年双11宠物品牌累计GMV TOP3及猫狗食品双11成绩单



资料来源：京东大数据、华西证券研究所

资料来源：天猫、华西证券研究所

3.1.3 宠物食品企业破局关键：供应链纵深化发展成国产品牌核心竞争力

新兴国产品牌破局关键：国产宠物食品品牌在目标人群、品牌营销及长远规划方面进行差异化发展，外资品牌多主打高端粮且在中国没有工厂，而国产品牌多主打中低端粮，具备新生与成长的底层基础，有望凭借性价比、渠道、营销及供应链体系优势抢占份额，精细化定位客群，并通过加强研发开拓高端产品线及收并购或代理国外品牌进军高端市场，缩小与国际品牌的差距。

图表：国产宠物食品品牌差异化竞争

麦富迪

主要产品：犬/猫主粮、零食、罐头、猫湿粮、磨牙棒、保健品和猫砂，还有专属定制产品
目标人群及品牌力：面向年轻人群，泛娱乐营销
渠道规划：设立全球研发中心，并打通线上+线下实现全渠道覆盖，并通过全球采购+智能制造，打造高效供应链

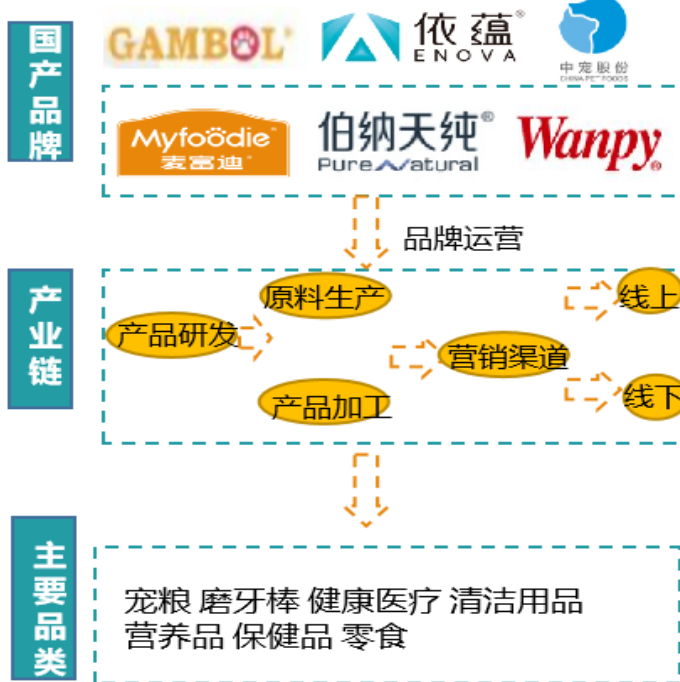
伯纳天纯

主要产品：犬/猫高端天然粮，针对宠物不同需求推出原始狩猎系列、生鲜系列、五谷亲和系列和舒纯系列等系列
目标人群：面向一二线城市高消费宠物主
品牌策略：定位高端市场，只生产天然粮（不使用4D成分及副产品），更加健康，价格也更贵，依靠产品差异化成为新一代高端宠溺型用户的选择

顽皮

主要产品：犬/猫干、湿粮和零食
目标人群及品牌力：年轻消费人群
渠道/品牌规划：拥有完整自有供应链布局，打造覆盖产品研发、生产、品牌运营到营销渠道建设的全产业链；通过与年轻人聚焦的平台、与年轻艺人的代表绑定合作，提升品牌或产品在年轻消费人群中的品牌好感度和认同感

供应链纵深化发展成为国产品牌的核心竞争力



3.2 宠物医疗行业特点及产业地图

宠物医疗赛道特点：1) 入门门槛较食品和用品高：房租、仪器设备、医生等投入成本相对高；2) 客单价较高导致消费者对宠物医院颇为抗拒；3) 宠物医疗赛道的品牌化发展也较为缓慢；4) 健康养宠已成为趋势，叠加疫情和精细化养宠趋势催化宠物主对宠物健康关注度提升；5) 宠物医疗线上化趋势明显。

图表：迎合宠物主健康养宠需求

图表：宠物医疗市场产业地图

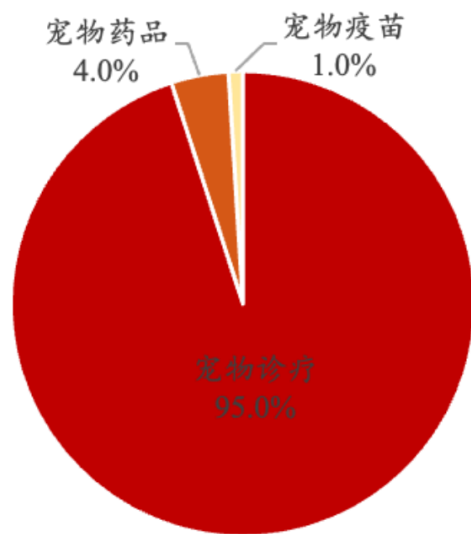


3.2.1 空间及竞争格局：诊疗市场规模或超500亿元，集中度将持续提升

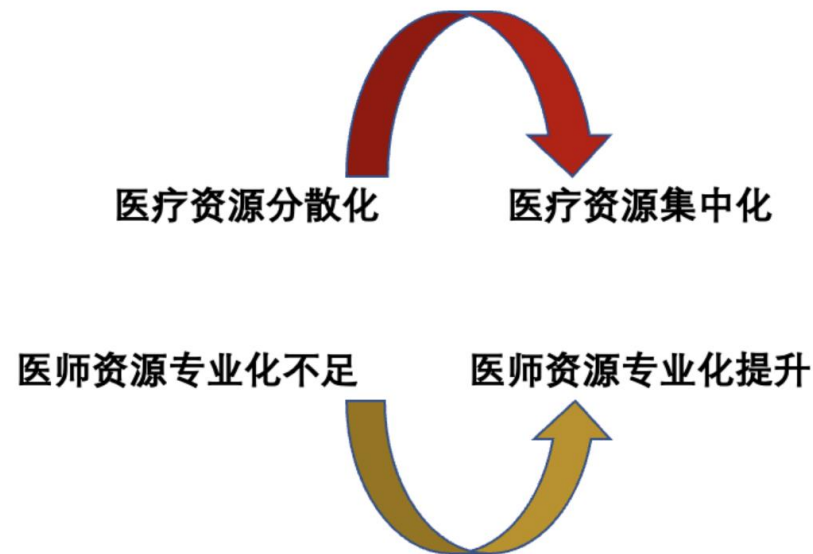
医疗服务市场规模超550亿元，诊疗市场规模或超500亿元。 2020年中国宠物医疗服务市场规模约合559.36亿元，具体分类包括宠物诊疗、宠物医药销售、宠物疫苗，其中宠物诊疗主要包括宠物医院、个体诊所等可以为宠物提供诊疗服务的机构，2020年宠物诊疗市场占比最大、约合528.9亿元、占比约95%，其次是宠物医药市场规模约合22亿元、占比4%，医药市场中宠物疫苗占据主要地位，其消费频次高，规模大概在8.46亿元左右。

竞争格局：宠物医疗行业当前属于高度分散状态，医疗需求主要由宠物诊所满足，但随着大型宠物医疗集团的发展与连锁宠物医院的扩张，宠物医疗将向着专业化、集中化演变。此外，随着宠物数量增多，医疗需求也将随之增长，宠物主对专业化医疗的需求程度将更高，市场对具备专业兽医资格的专业医师资源需求将加大，亦有望促使专业医师资源集中，促使宠物医院进一步发展。

图表：宠物医疗细分市场规模（2020E）



图表：宠物医疗发展趋势

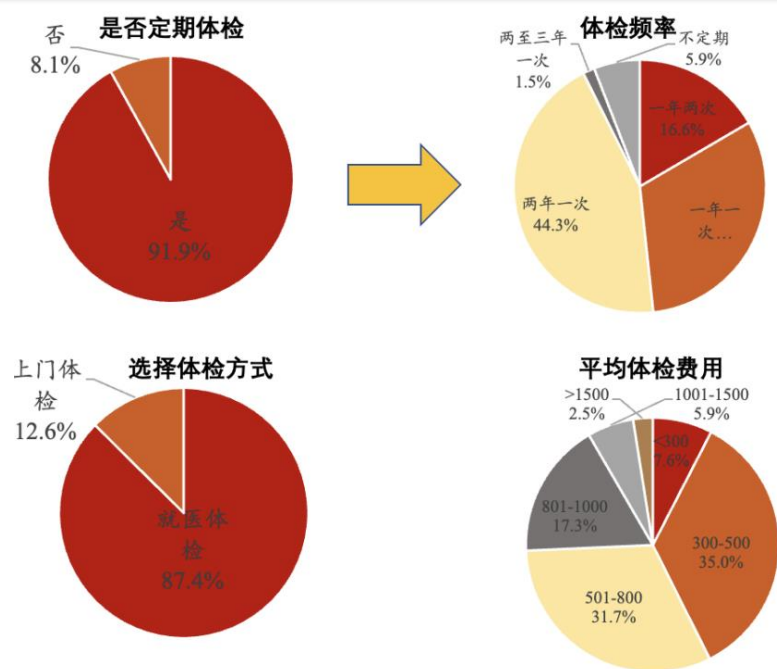


3.2.2 医疗市场发展趋势：宠物体检成共识，线上诊疗前景良好

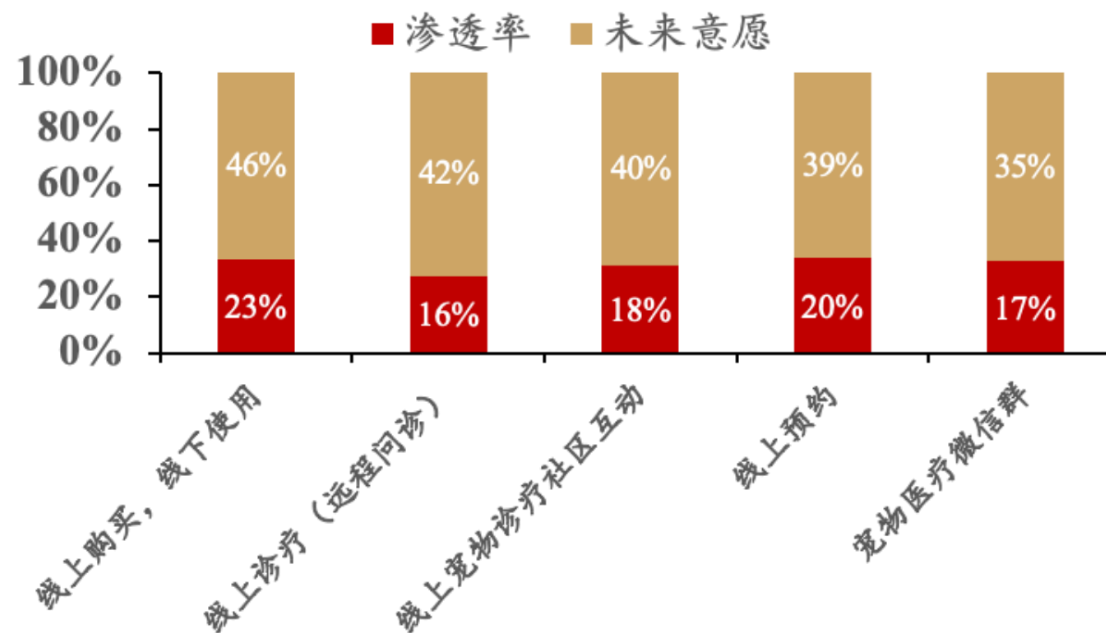
宠物定期体检已成共识：据Mob研究院数据，超过9成的主人会定期给宠物进行体检，体检频率集中在一年一次或一年两次，费用在300-800元居多，同时宠物主也会悉心挑选医疗机构，选择医院的考量标准以口碑及推荐度为优先，更多主人倾向选择常规全身检查。

线上诊疗空间广阔：线上诊疗（远程问诊）目前渗透率较低，但未来的使用意愿排在第二位，随着互联网医疗的逐渐完善，线上诊疗作为线下的一个重要的引流方式，未来将会有很大发展空间。据Mob研究院数据，超6成宠物主都有过为宠物线上问诊的经历，忙碌的工作和生活下，线上问诊的便捷性，可以随时随地满足了上班族们的问诊需求。

图表：宠物体检消费偏好



图表：2021年线上医疗服务渗透率和未来使用意愿



3.3 宠物用品行业特点及产业地图

宠物用品是优质赛道：宠物用品具备刚性、高频消费特点，因其赛道特征呈现：1) 清洁用品和日用品日常消耗大、购买频次高、复购率高、低价格敏感度、需求韧性强，2) 可抗环境风险、具备“穿越周期”的能力，故行业现有格局稳固，高弹性机会多孕育在疫情爆发、消费线上迁移等背景下。

宠物用品市场主要包括**宠物用具**（窝/垫、食具、饮水器等）、**清洁用具**（宠物香波、滴尔露、修毛刀等）、**宠物服饰**（项圈、鞋子、衣服）、**宠物玩具**（球类、磨牙棒、训练玩具）等细分市场。

图表：宠物用品赛道是个好赛道



图表：宠物用品市场产业地图



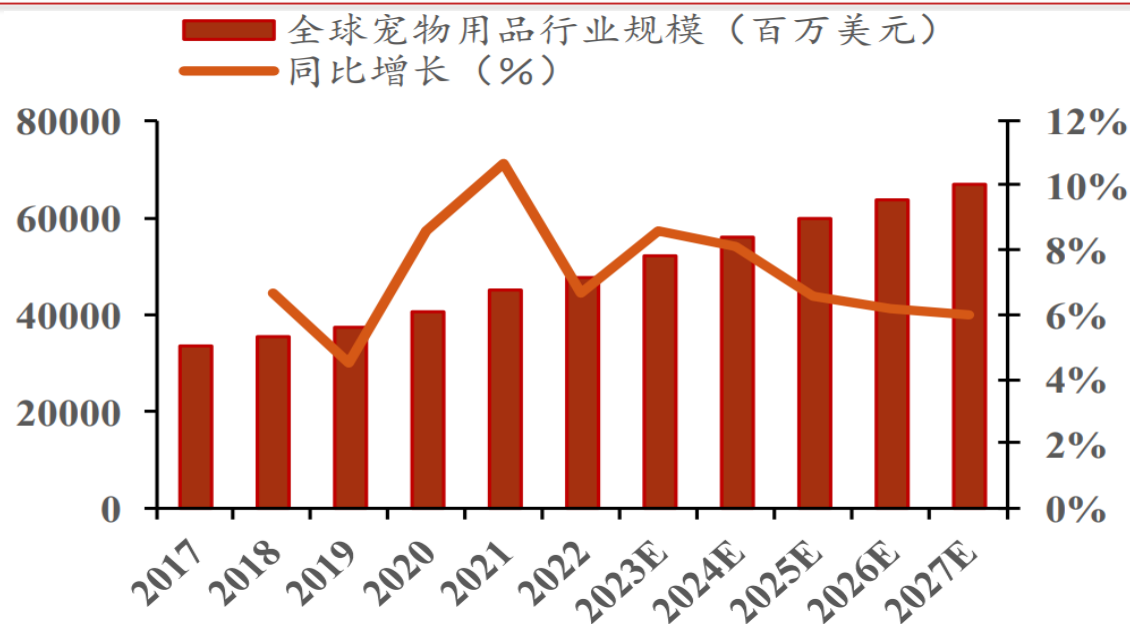
资料来源：华西证券研究所

资料来源：IT桔子、华西证券研究所

3.3.1 空间有多大：全球宠物用品规模约450亿美元，美国、西欧为主要消费地区

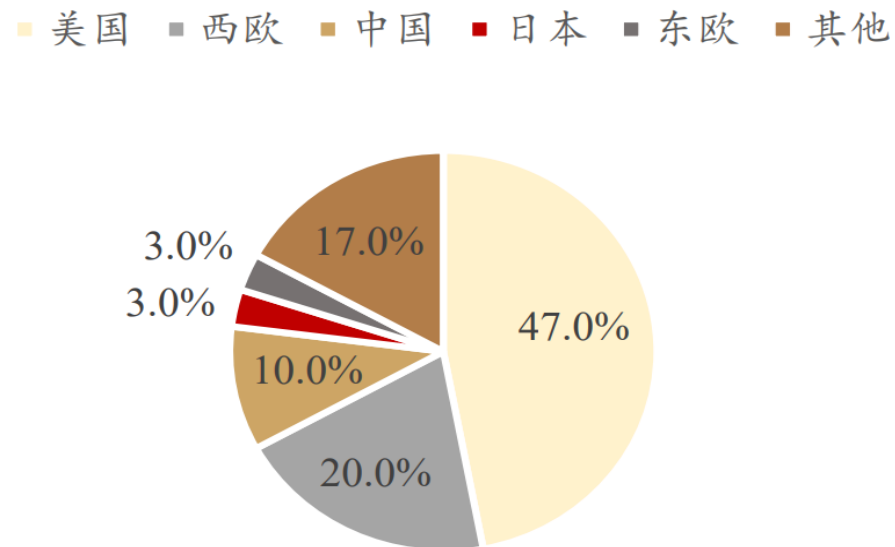
从行业空间看，全球宠物行业规模持续增长，我国宠物行业规模增速远高于全球水平。据欧睿数据显示，2022年全球宠物用品规模同比增长10.7%至447.6亿美元，2019-21年全球宠物用品市场同比增速分别为4.5%、8.5%、10.7%，预计21-27年市场规模将CAGR7.0%至671.9亿元；其中美国、西欧为主要消费地区，21年规模达214.0、91.8亿美元，占比分别为47%、20%，预计21-27年将CAGR4.3%、7.6%至275.5、142.4亿美元。

图表：预计2021-27年全球宠物用品规模将CAGR7.0%至672亿美元



资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

图表：美国、西欧为全球宠物用品主要消费地区（2021）



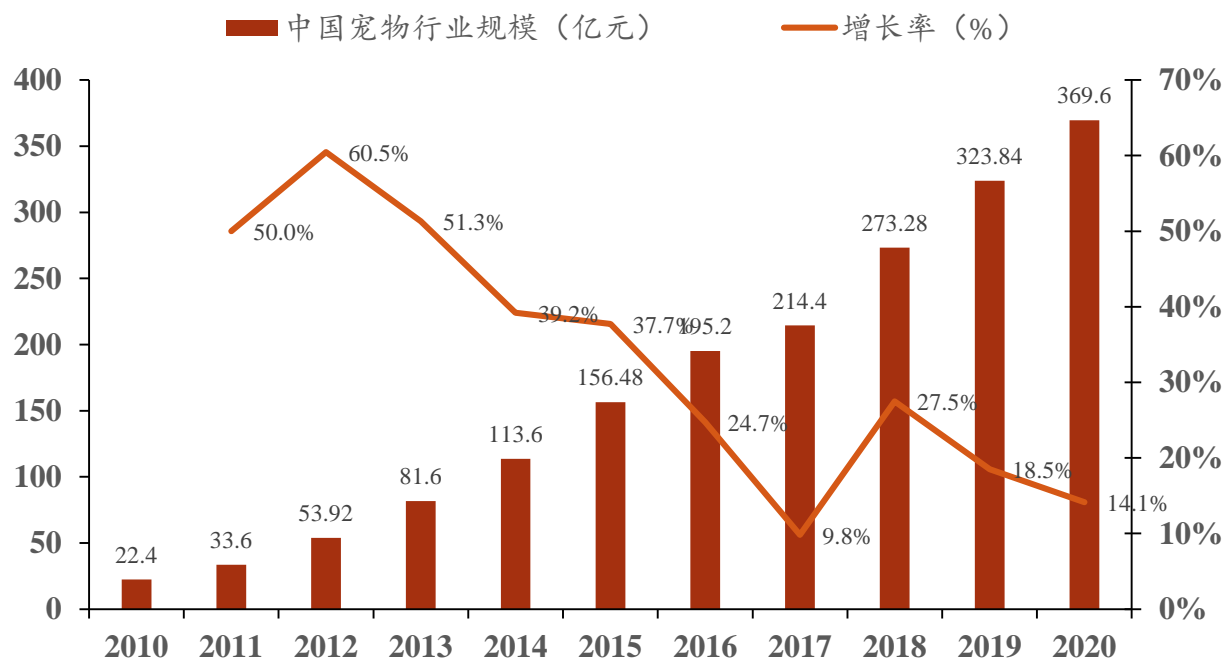
资料来源：Euromonitor、华西证券研究所

3.3.2 空间有多大：中国宠物用品规模超300亿元，清洁及日用品占据主要份额

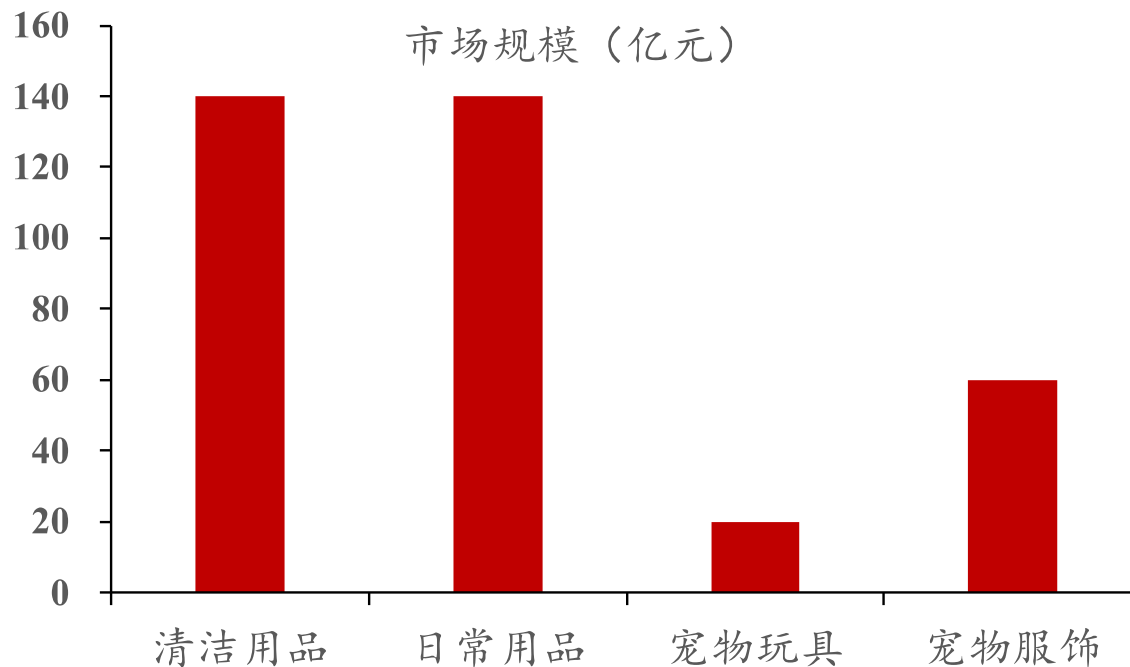
据IT桔子预测数据，2020年我国宠物消费品市场规模约为369.9亿元，其中宠物清洁用品市场和宠物日用品市场规模或将分别超过140亿元，宠物服饰市场规模约61.5亿元，宠物玩具市场规模约合22.5亿元。

而我国宠物用品行业的痛点在于：1) 起步较晚、尚处于发展初期，2) 规模大、生产品质及生产成本有保障的生产商较少，市场格局较为分散，3) 行业厂商多为国外代工厂，企业自主研发能力弱、自主品牌建设投入低、知名度低，中低端产品市场价格竞争激烈。

图表：2020年中国宠物消费品市场规模约为370亿元



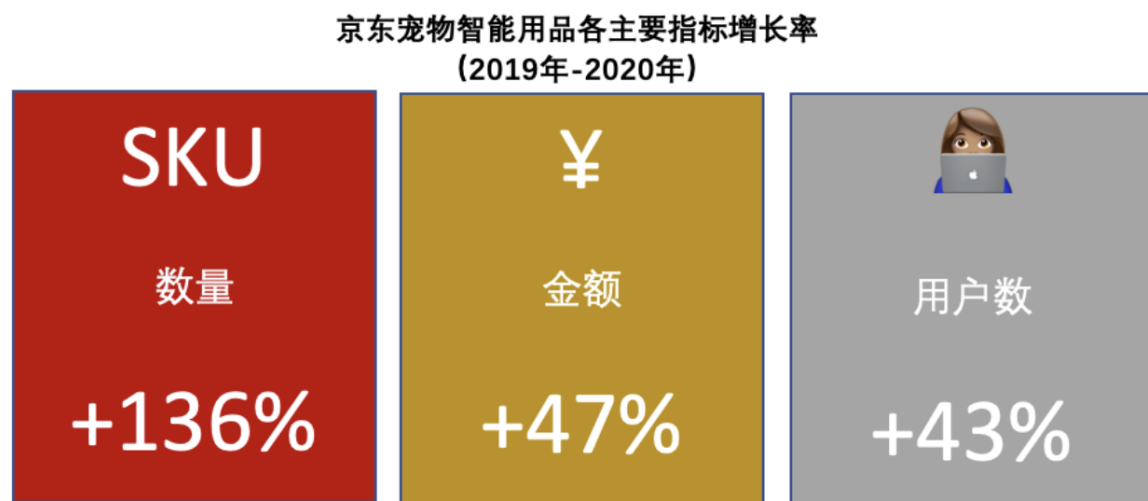
图表：2020年宠物用品细分市场规模



3.3.3 宠物用品行业发展趋势——国产化、智能化

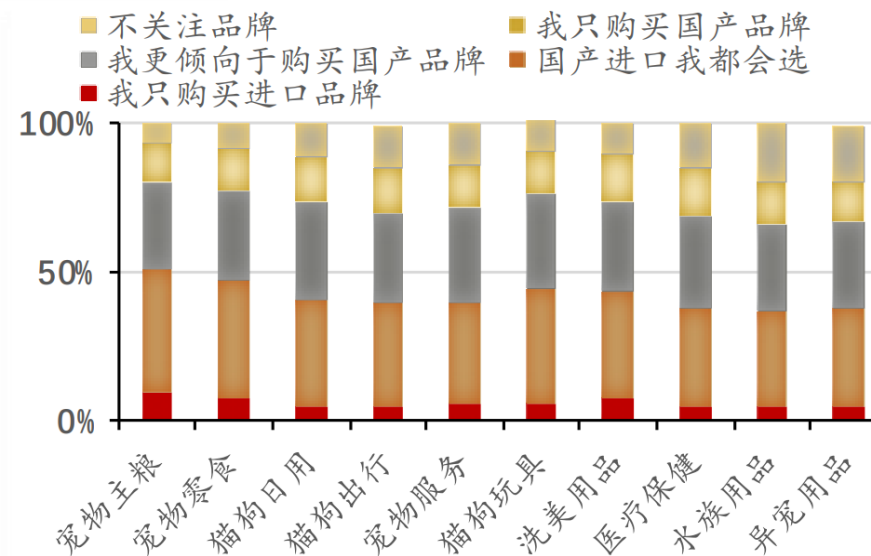
当前宠物消费品市场呈现宠物消费品品牌国产化和宠物消费品智能化2个较为明显的发展趋势。1) **品牌国产化**：中国是宠物附属用品出口国之一，拥有大量技术成熟的宠物用品生产代工工厂，目前随着由电商主导的C2M等模式出现与发展，国内厂家得以借助淘宝、拼多多等电商平台的销售数据反作用于产品生产，同时部分厂家自创品牌意识已觉醒，国产品牌在进一步崛起。据京东数据，消费者在宠物用品上的消费更倾向于购买国产和只购买国产，二者占比之和相较其他类目高，随着国内企业不断的在材料应用及产品设计等方面发力，国产品牌凭借高性价比、更懂中国宠物主需求等优势受到宠物主的喜爱。2) **智能化**：随着技术的发展，宠物日常用品中智能化产品数量持续增加（包括智能猫砂盆、自动喂食器、宠物饮水机等产品），该类目已经成为宠物消费品细分类目中增长最快的类目。据京东数据，2020年宠物智能用品SKU翻倍、销售额和用户数同增40%以上，智能用品备受青睐，跑赢宠物大盘总体。

图表：宠物智能用品数量、销售各用户数快速增长



资料来源：2021 中国宠物消费趋势白皮书、华西证券研究所

图表：宠物用品上更倾向于购买国产和只够买国产



资料来源：2021 中国宠物消费趋势白皮书、华西证券研究所

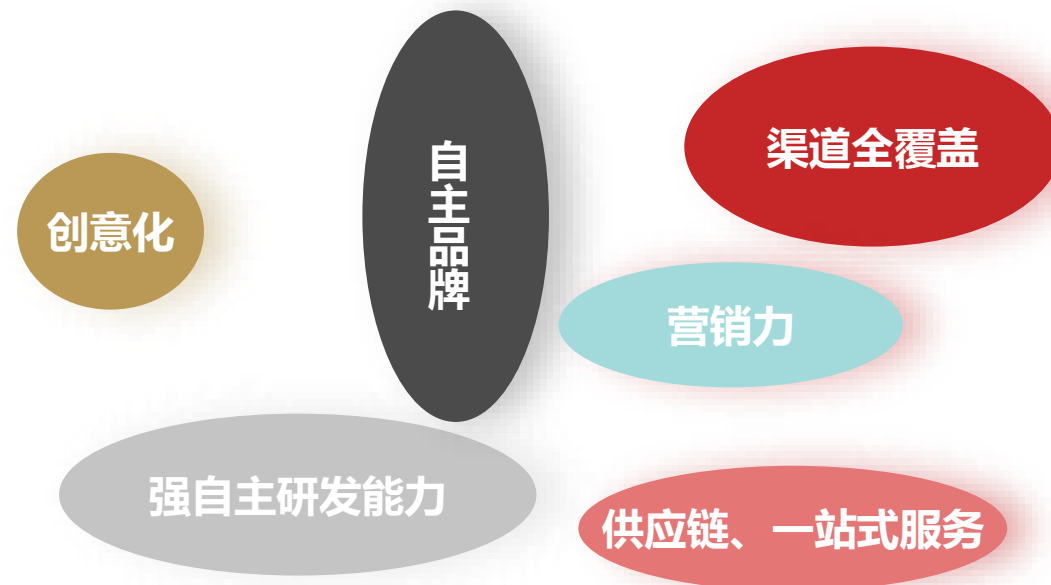
3.3.4 宠物用品行业竞争格局及核心竞争力要素

宠物用品市场高度商品化，品牌对消费者的购买决策影响较小，宠物主更重视产品的功能性和品质。国内市场正面临着传统宠物食品用品、国外知名品牌和新晋品牌的三方竞争局面。早期，很多中国宠物食品、用品企业以OEM/ODM起家，主要为海外品牌代工，但随着近几年中国宠物经济的崛起，这些企业也逐步从出口转销国内市场，同时为了提升盈利能力，他们也逐步开始发展自主品牌。

什么样的企业能够脱颖而出：对于当前成熟度较低的中国宠物用品行业来说，短期看打造具有创意性的产品、智能化产品，及提升品牌力依然是宠物用品行业突围的关键，长远看，宠物行业会不断洗牌，具备自主品牌、研发优势及在质量、研发、渠道和营销下足功夫的企业更易构筑护城河，同时，企业也更需关注宠物智能化，宠物产品的功能实用性、稳定性和安全性等问题。

图表：宠物用品竞争格局

图表：宠物行业竞争力的核心要素



3.3.5 宠物用品行业公司动态跟踪

近日，依依股份、源飞宠物分别发布《关于参与投资产业基金的进展公告》和《关于对外投资暨参与投资产业基金的公告》，与方圆金鼎及其他有限合伙签署了《共青城金鯤股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，目前该合伙企业初始认缴金额为16000万元，依依股份初始认缴8000万元、占初始认缴金额的50%，源飞宠物初始认缴3000万元、占初始认缴金额的18.75%，而天元宠物初始认缴1000万元、占初始认缴金额的6.25%，该基金将重点关注宠物、养老等消费领域，通过借助合作方专业的经验，积极布局相关消费产业链，加速公司外延式发展步伐，提升各公司影响力。

图表：宠物用品企业投资情况

序号	合伙人名称	合伙人类型	初始认缴出资额	出资比例（%）
1	北京方圆金鼎投资管理有限公司	普通合伙人	2200	13.75
2	天津市依依卫生用品股份有限公司	有限合伙人	8000	50.00
3	温州源飞宠物玩具制品股份有限公司	有限合伙人	3000	18.75
4	杭州天元宠物用品股份有限公司	有限合伙人	1000	6.25
5	胡华	有限合伙人	1000	6.25
6	陈孝敏	有限合伙人	300	1.88
7	殷潘飞	有限合伙人	500	3.13
	合计		16000	100

资料来源：各公司公告、华西证券研究所



04 宠物用品行业受益标的：

4.1 宠物护理用品第一股 — 依依股份

4.2 宠物牵引用具第一股 — 源飞股份

4.3 全品类、大规模的综合型宠物产品提供商 — 天元宠物

4.1 现阶段我们为什么更看好宠物用品赛道的投资价值？

- **宠物食品**80%以上市场份额为国际品牌占据，集中度高且行业内也没有一个权威的行业标准，且食品赛道行业壁垒低，“大行业、小公司”特征明显，国产品牌影响力较弱但在研发和制造商具备优势，各国产品牌均投入大量营销费用将主要精力在抢夺市场份额上，行业价格战明显、企业盈利受损；其中宠物零食作为近些年兴起的宠物食品，集中度相比宠物粮食市场低，生产和销售具有小批量、多批次的特点，国内企业生产该产品在出口贸易中具有明显的成本优势，或更值得关注。
- **宠物医疗**作为较大的细分赛道近年来关注度高企，但受制于入门门槛高及高客单价等因素发展缓慢，市场格局高度分散，经营仍以个体经营诊所为主，大型连锁医院较少，仍需时间培育及加强宠物主对宠物健康的关注和教育。

相较于宠物食品和宠物医疗赛道，我们认为宠物用品赛道或更具投资价值：宠物用品赛道格局相较于食品分散、尚未被国际品牌占据，且部分国产品牌凭借代工做到细分领域龙头，同时各大企业为解决国内需求薄弱的问题，纷纷进军海外扩大市场并通过营销造势教育市场，共同拓展宠物用品市场空间。长远看，宠物行业会不断洗牌，具备自主品牌、研发优势及在质量、研发、渠道和营销下足功夫的企业更易构筑护城河。

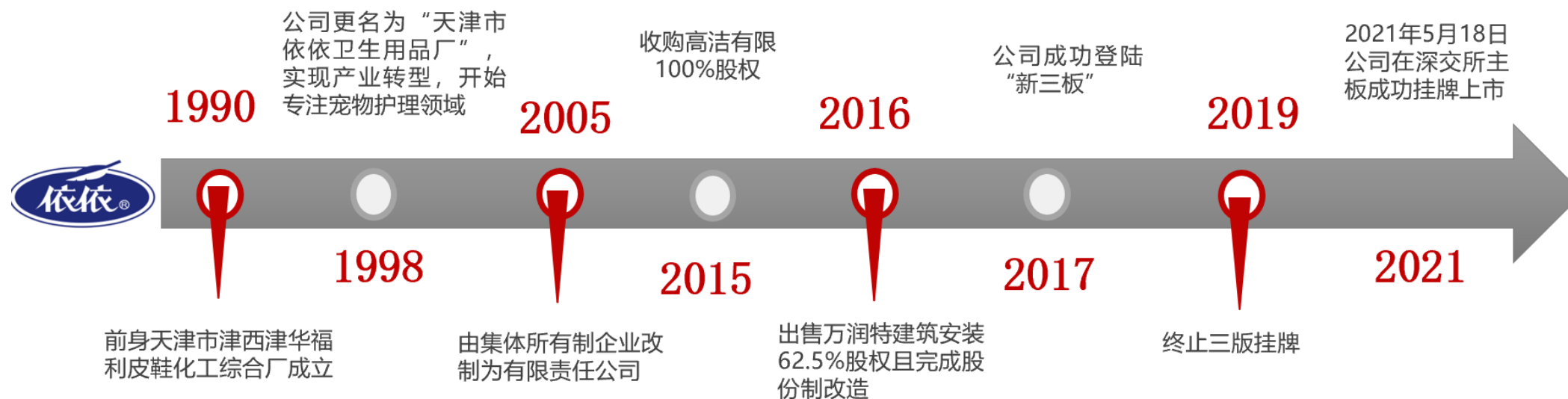
我们看好宠物用品行业内企业的成长逻辑：

1、国内+国外双轮驱动补齐国内市场短板：国内宠物用品企业多以品牌代工起家，且主要营收来自海外市场，各公司依靠在单品类领域的深耕做到细分领域龙头地位，并凭借对海外成熟市场的多年经验积累和消费者洞察反哺国内市场。**2、国内宠物产业处发展初期，空间广阔，各公司开始注重自主研发、加强品牌建设提升产品附加值增厚盈利：**各宠物用品开始发展自有品牌培育第二成长曲线，同时注重研发提升产品附加值进而提高自身盈利能力。**3) 资本涌入有望推动行业早日走向成熟。**

4.2.1 依依股份 – 国内宠物卫生护理用品领域领跑者

依依股份是国内首家A股上市的宠物卫生用品企业，主要从事一次性卫生护理用品及无纺布的研发、生产和销售，其发展历程可分为三个阶段：1) 起步转型：1990年公司前身天津市津西津华福利皮鞋化工厂成立、1998年更名为天津依依卫生用品厂转型生产生活用纸系列产品并探索宠物护理赛道；2) 转制调整：2005年改制、2015年收购高洁向产业链上游无纺布延申、2016年出售万润特建筑安装明确主业；3) 上市扩张：2017年登陆新三板开启资本化进程、2021年于A股深交所挂牌上市。

图表：依依股份发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

4.2.2 依依股份 – 产品覆盖宠物及个人一次性卫生护理用品

公司产品主要覆盖宠物一次性卫生护理用品及个人一次性卫生护理用品领域，成立以来先后创立“乐事宠（HUSHPET）”“一坪花房”等宠物一次性卫生护理用品自主品牌，以及“多帮乐”“爱梦圆”护垫，“依依”“阳光姐妹”卫生巾和护垫等个人一次性卫生护理用品品牌，目前旗下拥有15个自主品牌，现逐步以“乐事宠”为主打造其品牌矩阵。公司逐渐转型到国内和国际双循环并行，目前公司成立了国内销售部专门负责国内市场开发，代工业务已拓展数个知名品牌运营商，自有品牌已上线天猫、京东、拼多多等线上平台。公司自主品牌销售占比较小，20年境内外自主品牌销售占比不足12%，其中宠物垫主要以OEM/ODM模式销售，卫生护理用品和无纺布主要以自主品牌销售。

领域	自主品牌				OEM/ODM
	自有品牌	销售占比 (2020)	毛利率 (2020)	销售方式	ODM/OEM
一次性卫生护理用品	多邦乐、爱圆梦、依依、阳光姐妹	2.8%	44.2%	经销商、天猫、京东	沃尔玛、子初等商超及品牌运营商
宠物垫	乐事宠 (HUSHPET)、一坪花房	88.4%	22.5%	经销商、天猫、京东、微店、抖音、拼多多	华元宠物、宠幸宠物、疯狂小狗
无纺布	均以自有品牌直销	8.9%	52.4%	直接向客户销售自主品牌无纺布	-

图表：产品系列覆盖宠物护理及个人卫生护理用品

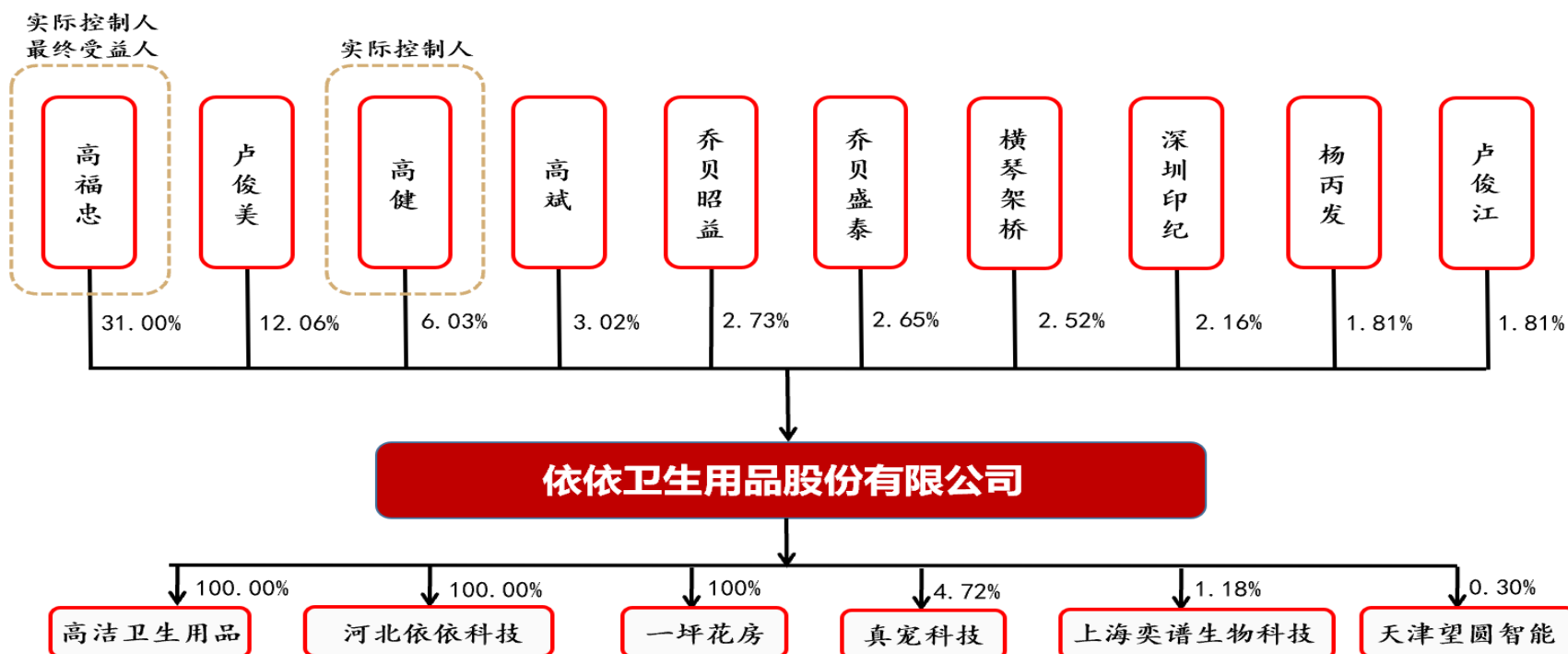
系列	主要产品图示		
 <p>宠物护理系列</p>	<p>手套湿巾</p> 	<p>宠物湿巾</p> 	<p>宠物尿裤</p> 
	<p>清洁袋</p> 	<p>宠物垫</p> 	<p>拾便袋</p> 
 <p>大人&婴儿卫生护理用品系列</p>	<p>依依卫生用品系列</p> 	<p>负离子/亲系列</p>  	<p>多帮乐卫生用品系列</p> 
			<p>氧吧·深呼吸系列</p> 

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2.3 依依股份 – 高氏父子控股，利于经营决策的高效实施

控股股东高福忠持有31.0%的股份，其子高健持有6.0%的股份，父子合计持有公司37.0%的股份。董事高斌（高福忠侄子）和杨丙发先生分别持股3.0%、1.8%，董事卢俊美和公司股东卢俊江系兄妹分别持股12.1%、1.8%；有限合伙乔贝昭益、乔贝盛泰为公司战略投资人，看好公司发展，为未来扩张提供充分的资金保障，其二者构成一致行动人合计持股5.38%。管理层深耕行业多年，管理、产品与技术经验丰富。

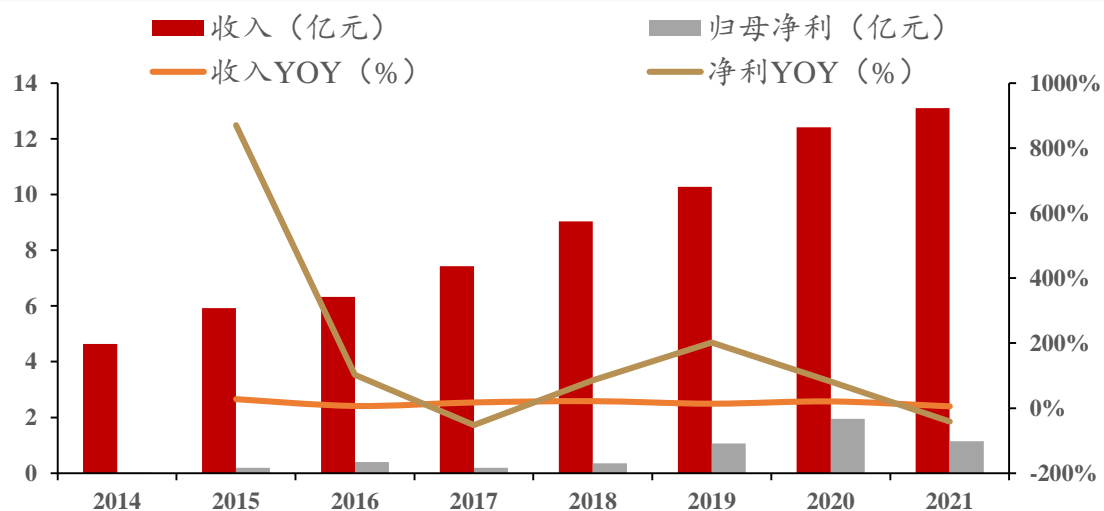
图表：依依股份股权结构



4.2.4 依依股份 – 收入稳定扩张，宠物卫生护理用品是营收主要来源

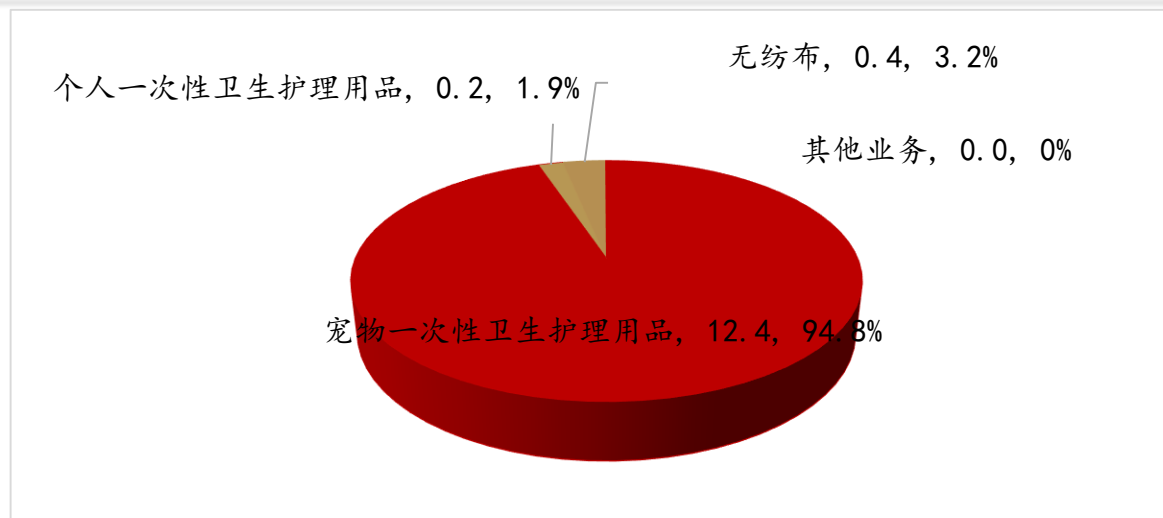
营收稳步扩张、宠物卫生护理用品是公司营业收入主要来源。 2014-21年公司营收/归母净利复合增长16.0%/77.9%，收入整体呈稳定增长态势，20年增速20.8%系疫情初期无纺布需求增多且价格上涨，21年增速回落系无纺布需求量和价格均逐渐回落及口罩业务量下降所致。2021年公司营收/归母净利润为13.1/1.1亿元，同比增5.6%/-41.2%，公司持续拓展海内外业务并充分利用新增产能实现营收增长，利润下滑系公司主要原材料绒毛浆和卫生纸价格上涨、无纺布市场价回落及费用率提升。**22H1公司营收/归母净利润分别为7.3/0.65亿元，同比增长27.6%/8.2%，销售端表现强劲且随着宠物尿垫、宠物尿裤产品产能的释放，公司大力拓展南美洲、欧洲及亚洲市场，利润增长主要来自于投资理财收益及外币衍生品收益较21H1增加贡献。**分业务看，14-21年宠物一次性卫生护理用品/个人一次性卫生护理用品/无纺布15-21年CAGR17.8%/-6.7%/91.2%至12.4/0.3/0.4亿元，21年占比为94.8%/1.9%/3.2%，宠物卫生护理用品是公司营业收入主要来源、占比在90%左右且保持稳定增长态势，无纺布增速最高主要系疫情期间其作为防疫物资原材料量价齐升。

图表：公司历年收入及净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：公司历年收入及净利润



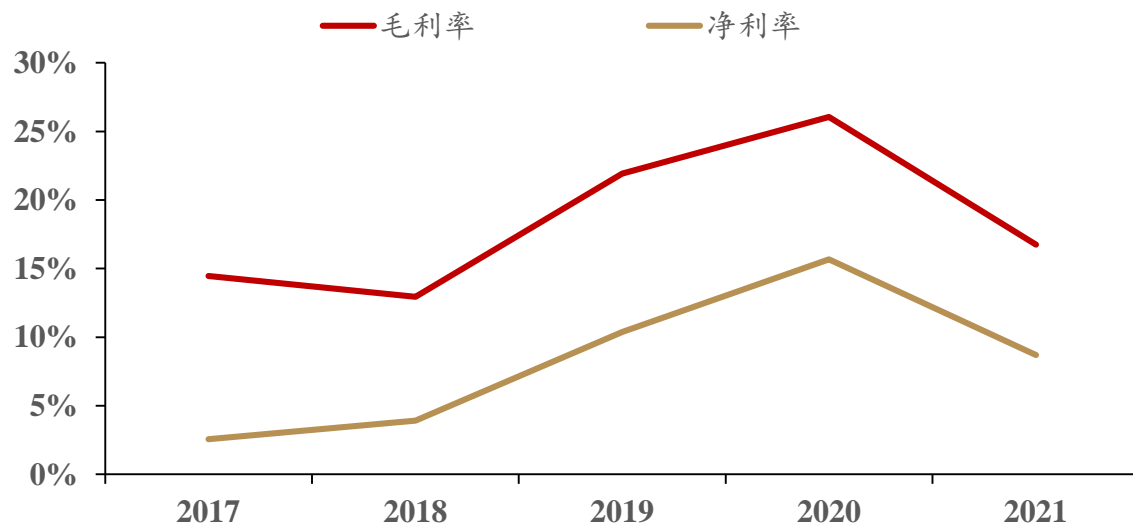
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2.4 依依股份 – 盈利拐点显现，期间费用率有所优化

盈利能力待显现。17-21年公司毛利率提升2.3pct至16.7%，20年毛利率高达26.0%主要系疫情期间无纺布价格暴涨，贡献毛利占比升至17.8%；21年毛利率同比下滑9.3pct系原材料成本高位及国内无纺布产能提升叠加疫情缓解价格大幅下跌。**分业务看**，公司个人一次性卫生护理用品/无纺布常态毛利率35%/9%（常态指17-19年平均），20年疫情期间无纺毛利率反升至50%以上；宠物一次性卫生护理用品17、18年毛利率较低系原材料成本高位，19-21年平均毛利率21%系成本改善及售价逐步提高。

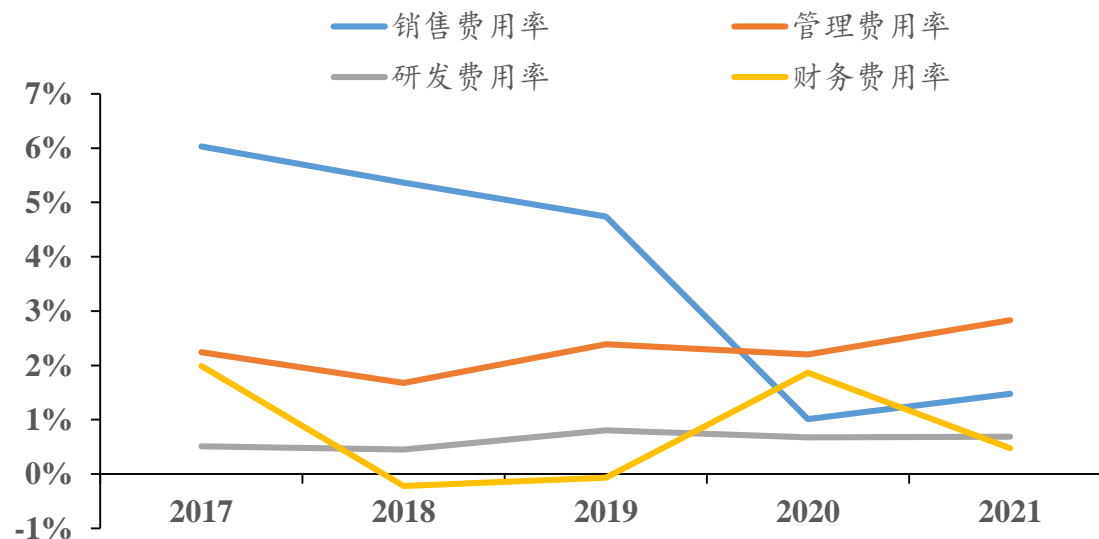
17-21年归母净利提升6.1pct至8.7%，提升幅度高于毛利率系规模效应显现、期间费用率优化，17-21年公司期间费用率下降5.3pct至5.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别-4.6/+0.6/+0.2/+1.5pct至1.5%/2.8%/0.7%/0.5%，销售费用率下降系20年执行新收入准则将销售商品直接相关的运输费用记入营业成本所致。

图表：公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：公司期间费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2.5 依依股份 – 公司优势：先发优势明显，重视研发、产品频更新

- 1) 先发优势：**较早切入宠物赛道，始终专注于“宠物卫生护理”领域，属于宠物经济“中游”目前A股唯一一家，具备稀缺性；
- 2) 产品研发端：**通过研发部与业务部门深度合作，洞悉市场需求、加速产品迭代创新，持续的研发投入亦为公司储备了较为丰富的专利，赋能差异化产品；公司建立了研发部和国际贸易部，研发部与动力技术部共同研发的机制，及时跟踪客户反馈，在此基础上对产品不断迭代创新。开发添加诱导剂的宠物垫以保持养宠者居住环境干净整洁，研发的可降解环保性能宠物垫可满足消费者所在地环保要求，通过3S技术开发具有防啃咬功能的宠物垫有效避免宠物垫被啃咬；公司还推出了具有固定魔术贴、防滑设计、温度显示、快干、消臭、抗菌等多样化功能的宠物垫适配不同消费需求。

图表：公司主要研发项目情况

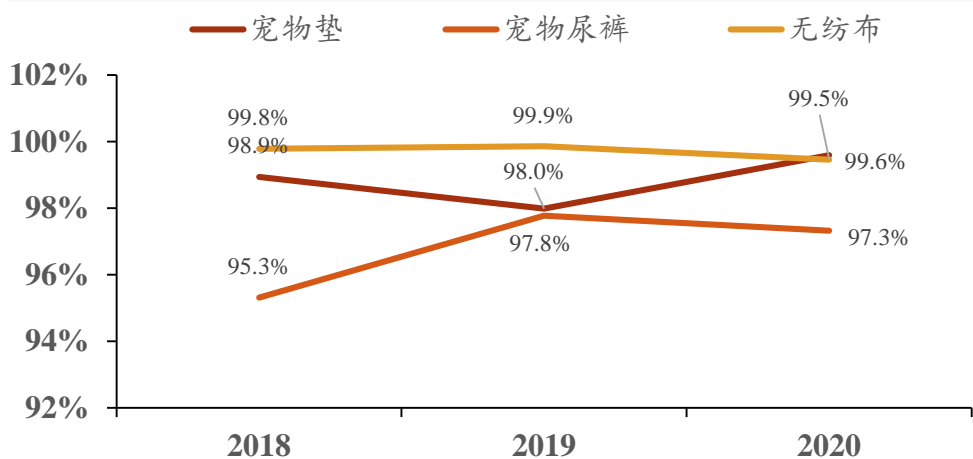
主要研发项目	项目目的	进度	预计对公司未来发展的影响
无纺布制袋设备及无纺布袋产品研发	依据公司生产无纺布材料的优势，推广无纺布材料应用。		丰富产品种类，扩大市场份额，提升盈利能力
宠物尿垫装袋打包装置研究	节省人力，提高包装环节工作效率和使用可靠性。	已完成并应用于生产	提高产线效能，降低人工成本
尿垫计数堆垛装置研究	减少人工操作劳动量，计数时出现偏差情况。		提高生产效率，提升公司盈利能力
带有魔术贴的立体多用型宠物尿垫研究	结合公狗的生理习性和小便习惯，开发具有针对性特点的宠物尿垫。	在研	满足消费者差异化需求，提高市场竞争水平。
抗螨抑菌可降解一次性宠物卫生用品研究	开发对宠物更健康的功能性尿垫。		培育高端一次性宠物卫生用品业务满足消费者差异化需求，提高市场竞争水平。

4.2.5 依依股份 – 公司优势：稳定供给、全渠道销售，成本管控能力优

3) 生产制造端：产销规模化，并向上游无纺布业务延伸进一步夯实成本及品质优势，稳定供给、成本管控能力强。**全渠道销售**：以ODM/OEM销售渠道为主重视市场拓展+自主品牌经销或直销重视品牌推广+线下品牌、线上赢销量的全渠道运营模式助力品牌销售规模扩大。

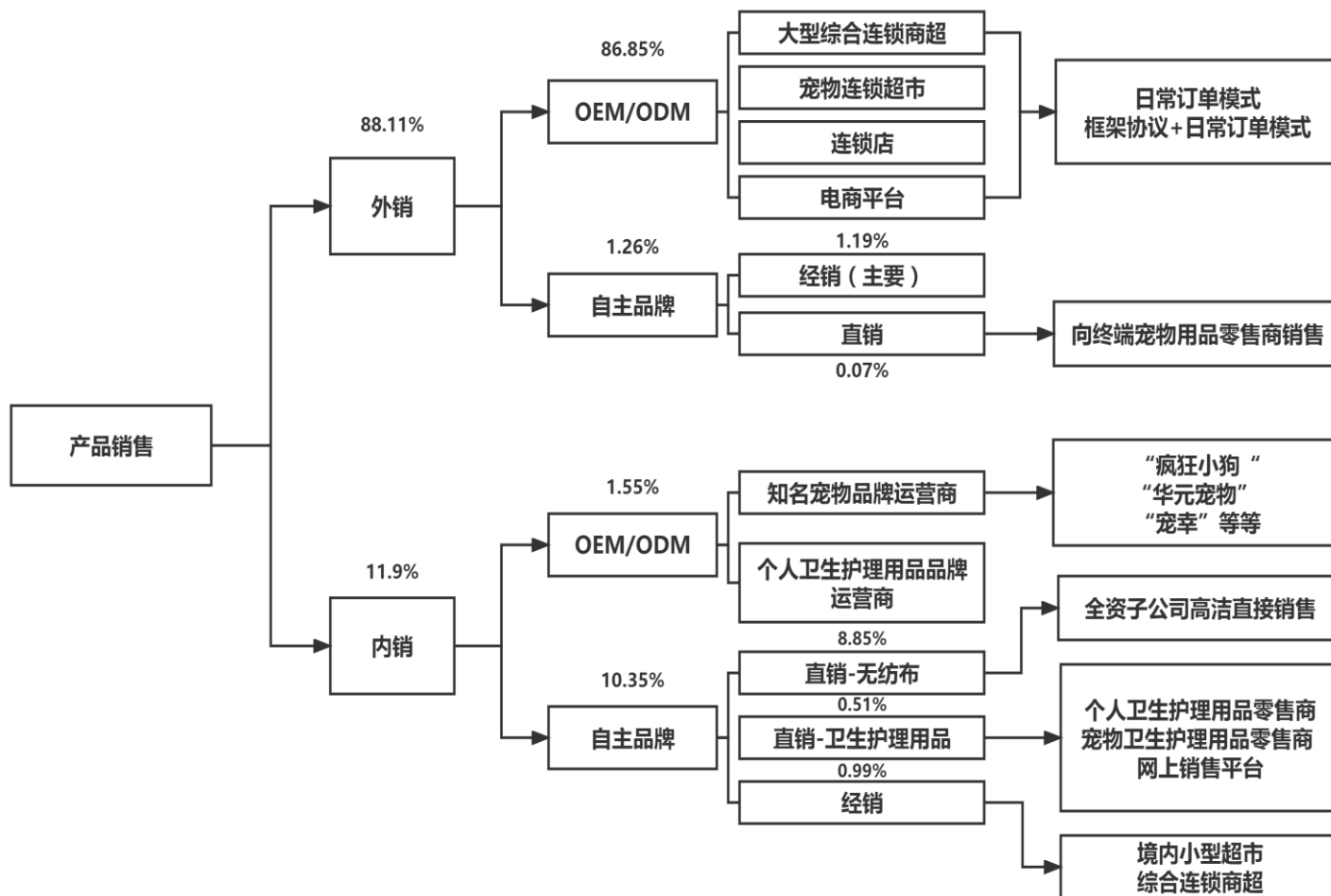
规模化生产、精益化管理和全渠道销售相互配合保证了公司高产能利用率和产销率，18年以来公司宠物尿裤、无纺布产能利用率均逐年提升，根据招股说明书数据，公司宠物垫、无纺布的产销率均在99%以上，宠物尿布维持95%以上。

图表：公司主要产品产销率



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司销售渠道图解

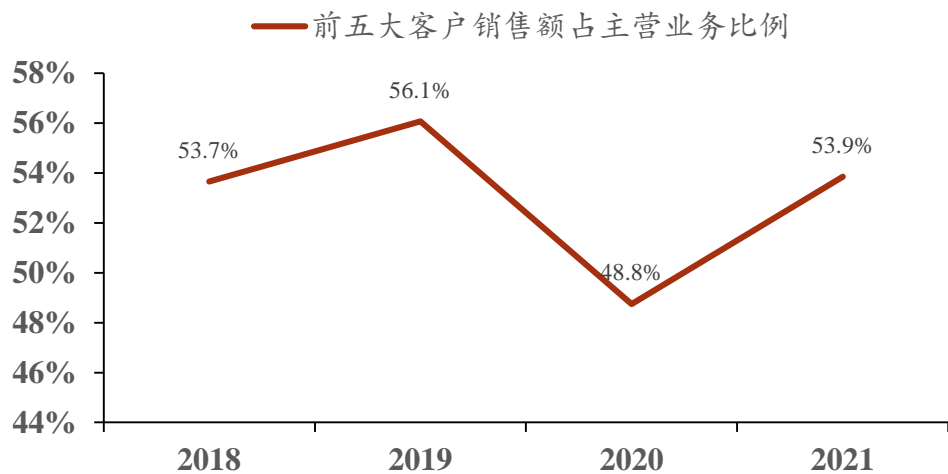


资料来源：招股说明书，华西证券研究所(占比数据均为20年数据)

4.2.5 依依股份 – 公司优势：客户资源优质、大客户占比高

4) 客户端：公司建立起境外境内、线上线下全渠道覆盖的客户网络，前五大客户主要包括美国宠物零售巨头PetSmart、全球化的网络零售商亚马逊、大型零售商超沃尔玛以及日本JAPPELL和日本伊藤公司，2018-21年公司前五名客户销售额占比为53.7%/56.1%/48.8%/53.9%，占比较高，客户黏性较强且订单稳定增长。境内业务方面，公司通过代工业务拓展华元宠物、疯狂小狗等国内宠物品牌运营商，打开国内市场。

图表：前五大客户销售收入占比较高



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司主要客户情况

所属销售渠道	客户名称	客户商标	所在地区	客户简介	2020年营收贡献	合作起始时间
综合连锁商超	Walmart		美国	世界最大的连锁零售商	10.27%	2014.02
	JAPPELL		日本	宠物用品批发商	7.90%	2012.04
	ITO		日本	宠物用品，宠物食品零售商	5.25%	2004.08
	AEON		日本	大型零售公司，经营购物中心、综合零售业(综合百货超市、食品超市)为主	3.56%	2016.01
	TARGET		美国	美国第四大零售商，高级折扣零售店	3.33%	2020.05
宠物连锁超市	PetSmart		美国	美国大型宠物专营店，针对宠物在整个生命周期的不同需求提供服务	14.19%	2015.11
	Pets at home		英国	英国宠物护理行业龙头	2.15%	2012.04
	Yiampanich		泰国	综合电商平台	0.78%	2013.03
	Fetch for Pets		美国	美国宠物产品制造商，从事制造喝自有品牌开发，卡法你夸品牌类的产品线	2.88%	2016.04
综合电商平台	Amazon		美国	全球化网络零售商，提供各类零售产品	9.54%	2015.01
	Yamazen		日本	集贸易、技术服务于一体的机械电子工具类国际化、专业化综合性商社	2.35%	2008.07
宠物电商平台	CHEWY,INC		美国	美国最大的宠物垫子零售商	1.60%	2018.09

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.2.6 依依股份 – 成长看点：募投资项目落地助力业务开拓，持续围绕主业横纵向扩张

募投资项目逐步落地，打开成长天花板。 17-21公司上市所募集资金将新增宠物垫、宠物尿裤、无纺布项目，扩大原有主营业务产品的规模化生产能力，增强产品供给保障能力，预计完全投产后宠物垫/宠物尿布/无纺布将新增22.5亿片/2.2亿片/3.1万吨，达产后产能为48.9亿片/4.1亿片/4.8万吨、约为现有产能的1.9/2.2/2.8倍，贡献年均利润为8000/2700/4000万元，新产能的释放将突破现有产能瓶颈，扩大优势产品的市场占有率，加速培育新的利润增长点，从而持续巩固和强化市场竞争优势。**截至2021年年底，公司一期工程年产7亿片宠物垫项目和年产1.2亿片宠物尿裤项目，部分生产线已具备生产条件并正式进行投产，新投产的生产线累计生产宠物垫1.68亿片、宠物尿裤0.09亿片，产能得到了一定的释放。2021年11月公司河北中捷产业园区的智能化工厂部分产能顺利投产，强势助力公司进一步加大在规模化生产生产层面的优势。**

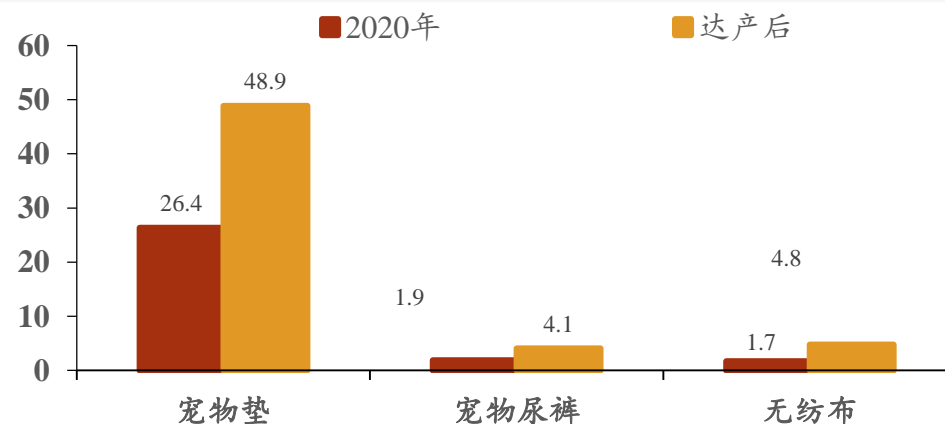
持续围绕主业拓展业务版图。 公司上市后：**1) 横向扩张在于：**公司于2022年6月9日设立了一坪花房（天津）宠物用品有限公司，开始拓展经营宠物食品及用品批发及零售；**2) 纵向扩张在于：**2022年6月15日公告拟与北京方圆金鼎投资有限公司共同发起设立依依股份产业基金，该基金将围绕公司的战略发展方向，聚焦宠物、养老产业等消费赛道，帮助公司打造自身供应链的核心竞争力，逐步实现公司的资本战略。

图表：公司募投资项目概况

项目	项目总投资额 (万元)	建设期	达产后贡献年均收入/净利润
宠物垫	38,611.20	3年	85000万元/8000万元
宠物尿裤	11,413.55	1.5年	12000万元/2700万元
无纺布	25,430.51	2	37000万元/4000万元

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司已有产能和达产后产能情况

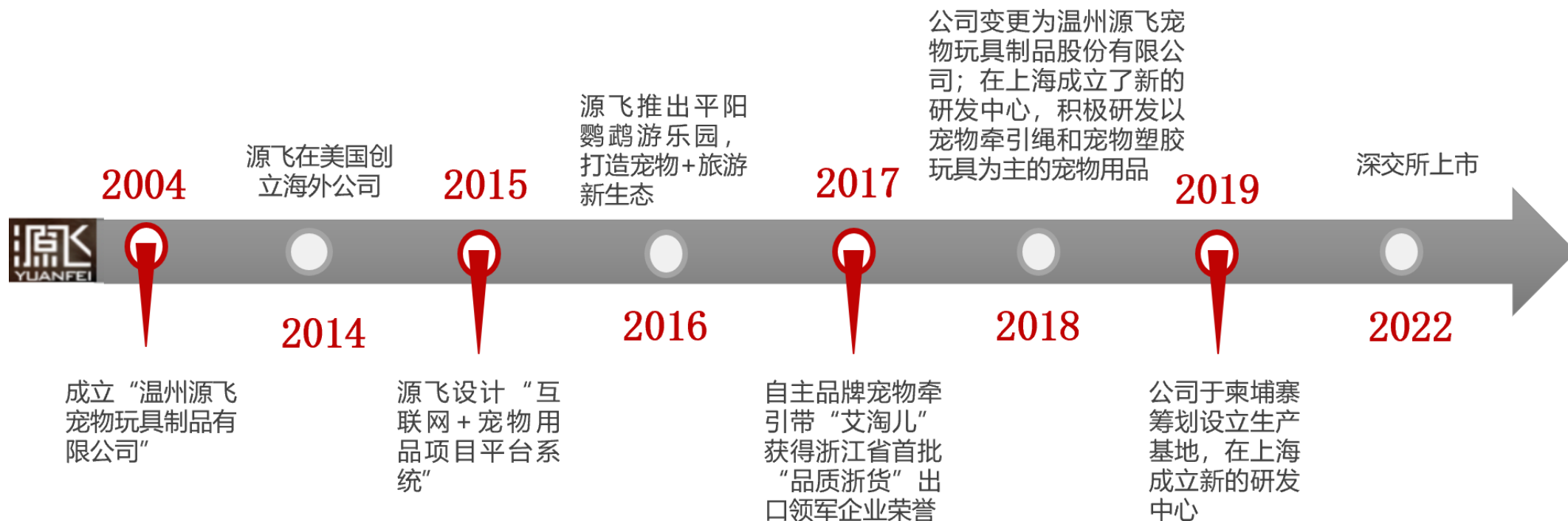


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.3.1 源飞宠物 – 深耕宠物行业近20年的宠物牵引用具龙头，多品类布局

源飞成立于2004年，主要从事狗咬胶、宠物带及宠物配件的研发、设计、生产及销售，14年公司在美国创立海外公司，15年乘互联网大潮的东风设计出一套“互联网+宠物用品项目平台系统”，16年尝试打造宠物+旅游的新生态并推出了平阳鹦鹉游乐园，17年公司年生产总值达3.8亿元，其自主品牌宠物牵引带“艾淘儿”获得浙江省首批“品质浙货”出口领军企业荣誉，18年公司变更为股份有限公司并在上海成立了新的研发中心，积极设计研发以宠物牵引绳和宠物塑胶玩具为主的宠物用品，19年筹划设立柬埔寨生产基地、加大全球化布局，22年8月公司于深交所上市。经过近20年的深耕，目前公司已成为国内规模最大的宠物用品制造商之一，在宠物牵引用具领域具备绝对优势地位，截至22年9月公司拥有44项国际认证、54项专利技术。

图表：源飞宠物发展历程



4.3.2 源飞宠物 - 产品涵盖牵引用具、宠物零食、并延申布局宠物注塑玩具等多品类

图表：宠物牵引用具销售占比最高

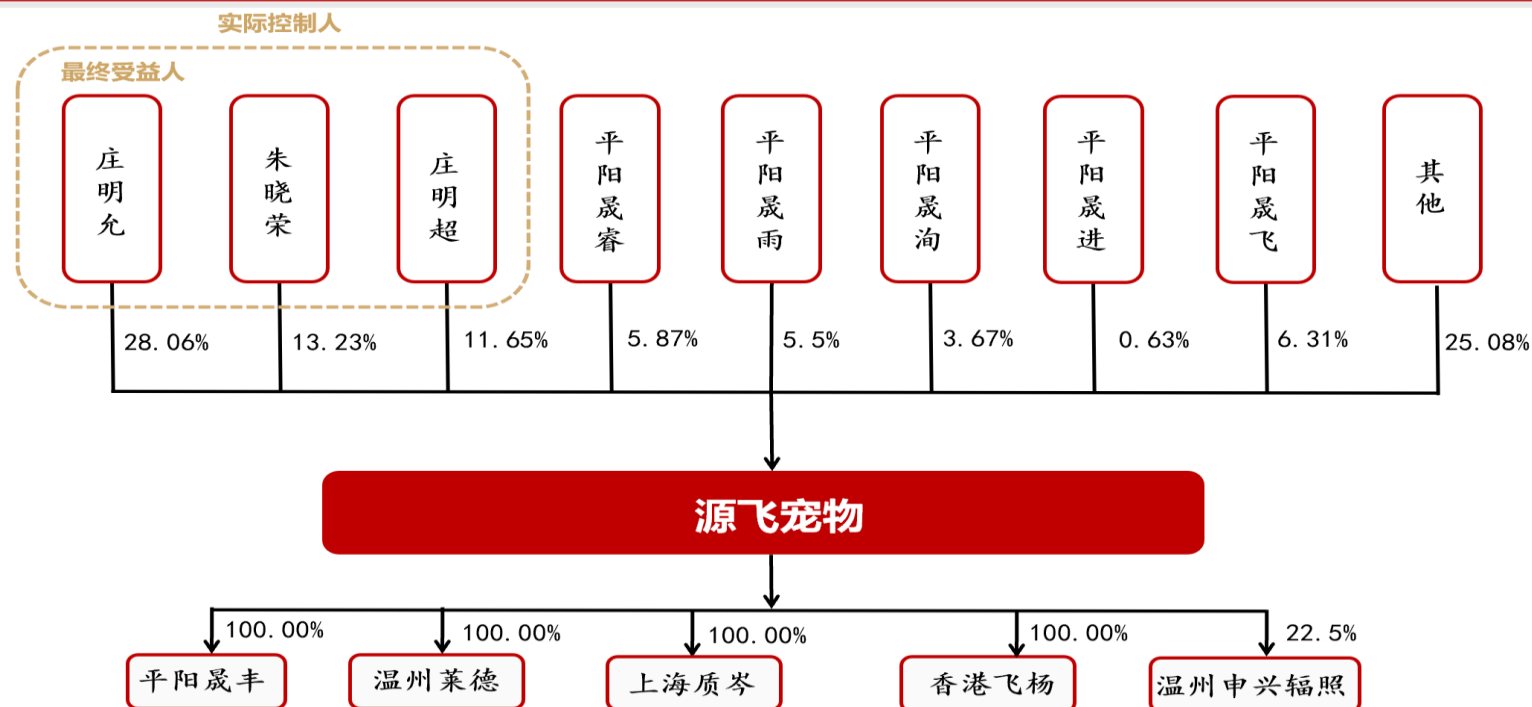
产品	2021年		产品类别	主要产品图示			
	金额 (百万元)	销售占比		牵引绳	项圈	胸背带	
宠物牵引用具	612.71	57.60%	宠物牵引用具 宠物牵引用具主要用于宠物户外出行时的牵引控制，满足宠物的出行需求及户外防护的需求，主要产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等。				
宠物零食	352.58	33.14%	宠物零食 宠物零食包括打结骨、压骨、洁齿骨等，主要材质为天然生皮、漂白生皮、发泡生皮、再生皮、鸡肉和猪皮等。				
宠物注塑玩具	11.01	1.03%	宠物注塑玩具 宠物注塑玩具用于改善宠物生活、提高宠物生活质量并增加爱宠人士与宠物的互动，公司的宠物注塑玩具主要采用环保、耐咬的TPR、TPE和尼龙等材质，外形设计新颖。				
其他宠物产品	87.50	8.23%					

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.3.3 源飞宠物 – 股权结构稳定且集中，员工持股平台深度绑定核心员工利益

截至2022年9月，公司控股股东及最终受益人庄明允先生直接持有公司 28.1% 股权，庄明超女士（庄明允姐姐）和其配偶朱晓荣先生分别直接持有公司 11.7%、13.2% 的股权，二人通过平阳晟睿控制公司 5.87% 的股权，三人合计控制公司 55.7% 的表决权，三人及平阳晟睿（公司实控人家族持股平台）构成一致行动人，家族式持股，**股权结构较为集中，利于经营决策的高效实施**。平阳晟雨、平阳晟洵、平阳晟进为公司员工持股平台，其中平阳晟雨和平阳晟洵为副经理以上级别的核心员工持股平台，平阳晟进则为副主任以上级别的核心员工持股平台，持股平台绑定双方利益，有望充分调动核心员工积极性。

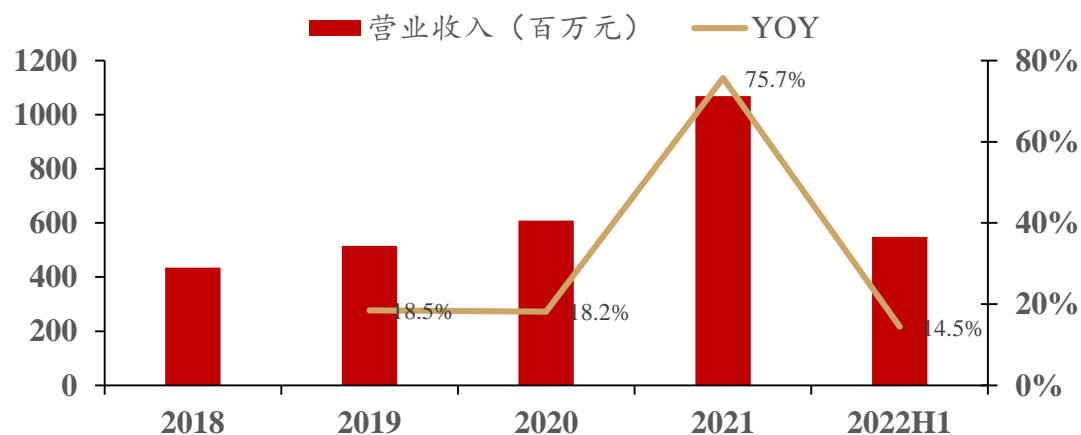
图表：公司股权结构图（截至2022年三季报）



4.3.4 源飞宠物 – 营收稳健增长，牵引用具、宠物零食及宠物服饰是增长主要驱动力

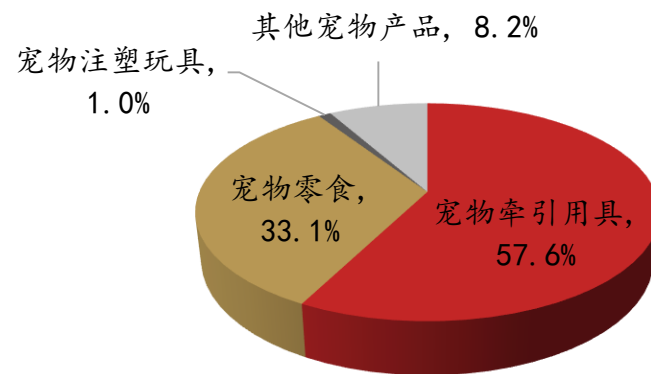
2019-21年公司营收分别为5.2、6.1、10.7亿元，年均复合增长率达44.1%，公司在宠物牵引用具、咬胶类零售细分领域不断推陈出新，并积极开拓宠物注塑玩具、宠物服饰等其他宠物用品领域，持续的研发能力和丰富的产品线赋能内生增长动能，叠加美国、欧洲等主要销售市场规模增长，公司销售收入逐年增长。21年营收同比高增系海外产能充分释放，2022H1公司营收同比增长14.5%至5.5亿元、增长得益于主要客户不断加大对公司的采购规模。分产品看，公司收入主要来源于宠物牵引用具与宠物零食，19-21年两类产品合计占主营收入比例为95.2%、94.8%、90.7%；细分来看，19-21年公司宠物牵引用具、宠物零食、宠物注塑玩具、其他宠物产品分别CAGR36.3%/49.1%/11.2%/134.8%至6.1/3.5/0.1/0.9亿元，**牵引用具**增长较快系原有客户（PetSmart、Petco）采购量逐年增加且高附加值产品占比提升，及加大国内市场开拓（20/21年销量同比+1.7%/48.0%、单价同比+4.9%/17.8%），并通过在柬埔寨设立莱德子公司扩大牵引用具产能、提升了产品交付能力；**宠物零食**受18年美国对中国部分产品加征关税影响，19年同比有所下滑，但随着公司20年柬埔寨爱淘的建成使用20、21年其营收快速增长；**其他宠物用品高速增长**系公司加强了对其他宠物产品的推广并开始自主生产宠物服饰（21年宠物服饰占其他宠物用品70.8%），随着宠物消费市场增长及宠物用品更加丰富化，公司客户采购需求增加所致。

图表：2018-21年公司营收复合增长35.0%至10.7亿元



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：牵引用具和宠物零食贡献主要收入来源（2021）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.3.4 源飞宠物- 贴牌代工为主，境外销售约95%，盈利持续高增

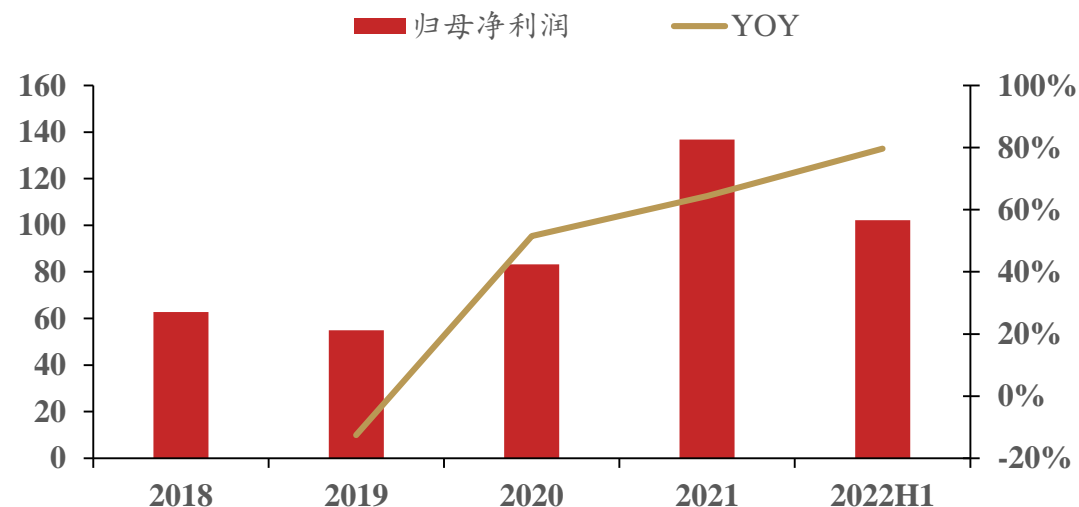
公司产品主要以出口为主，19-21年境外收入占主营业务比例分别为94.9%、95.5%、96.8%，其中北美、欧洲为公司主要销售区域，二者合计占比分别为85.7%、88.2%、90.0%，下半年是公司传统销售旺季，受美洲和欧洲等核心销售区域传统大型节假日如感恩节、圣诞节等促销拉动，Q3、Q4营收规模普遍高于Q1、Q2。**销售模式看**，公司主营业务收入主要来源于贴牌销售（占比99%）以上，其中小部分贸易业务（即外购宠物主粮、宠物服饰等成品后销售给客户）主要为满足客户“一站式”采购需求及扩产全品类宠物产品，另外还有少量自有品牌（OBM）。

盈利能力方面，2018-21年公司归母净利润复合增长29.6%至1.4亿元，20、21年及22H1公司归母净利润分别为0.8、1.4、1.0亿元，同比分别增长51.5%、64.5%、79.6%，公司盈利持续快速增长，21年及22H1业绩高速增长系高盈利的柬埔寨2个生产基地于20年下半年投产并于21年陆续释放产能，及公司主要市场美国宠物行业规模快速增长，叠加产品获认可主要客户加大了对公司产品的采购所致。

图表：公司以贴牌代工为主、自有品牌占比较低

项目	2019年		2020年		2021年		
	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	
自有品牌 (OBM)	135.0	0.3%	323.0	0.5%	420.6	0.4%	
贴牌销售	贸易业务	676.6	1.3%	317.0	0.5%	518.9	0.5%
	ODM	50495.4	98.4%	59990.4	98.9%	105440.5	99.1%
主营业务收入	51306.9	100.0%	60630.5	100.0%	106380.0	100.0%	

图表：2018-21年公司归母净利润复合增长29.6%至1.4亿元

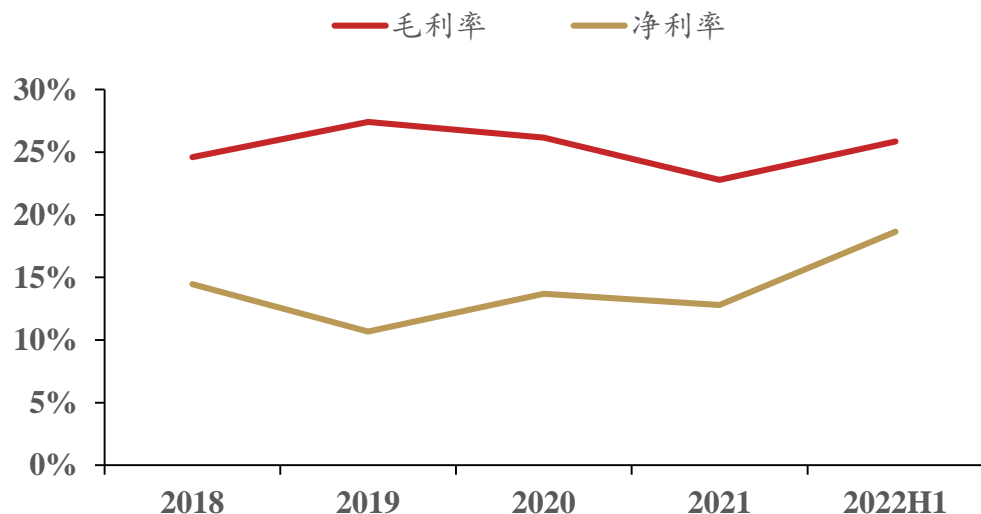


4.3.4 源飞宠物：利润率优异、费控优秀

公司毛利率中枢约为25%（2018-21年平均），2021年公司毛利率为22.8%，同比下降3.37pct，其中牵引用具/宠物零食/宠物玩具/其他宠物用品毛利率分别为27.6%/15.7%/30.3%/19.2%、同比分别-5.5/-0.4/-8.4/+6.1pct，毛利率下滑主要系产品结构变化，五金扣具、织带等原材料价格上涨较多且未充分向下游客户传导、及汇率等因素影响。

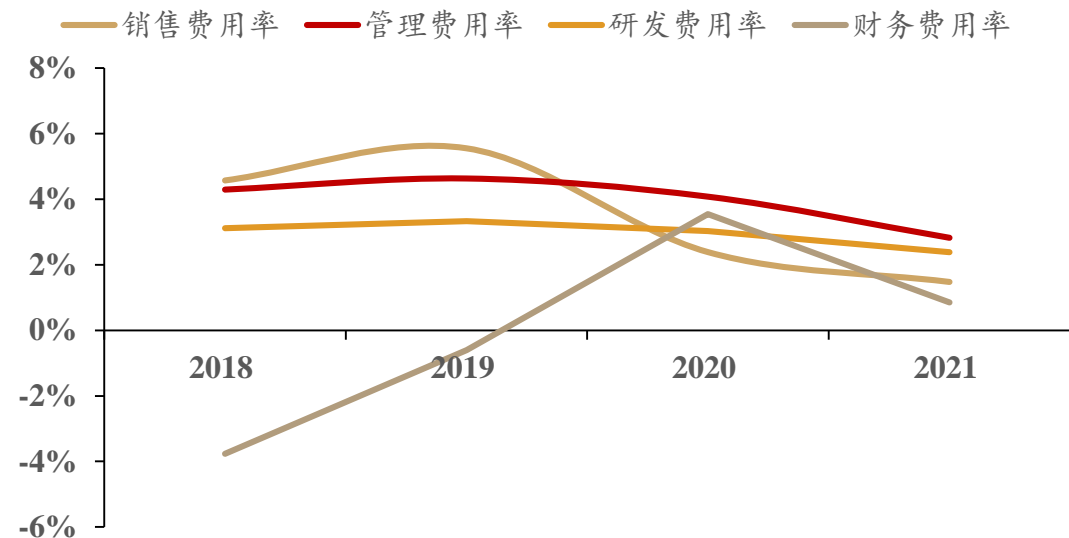
公司净利率水平较优异且期间费用管控良好。2021年公司净利率为14.41%，同比提升0.57pct，主要得益于期间费用率的优化，2018-21年公司销售/管理/研发/财务费用率分别下降3.1/2.2/0.7/+4.62pct至1.5%/2.8%/2.4%/0.9%，销售费用率下降主要系2021年柬埔寨子公司产能释放、销售规模增长较快。

图表：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

4.3.5 公司优势：粘性高、稳定的优质客源助力持续发展

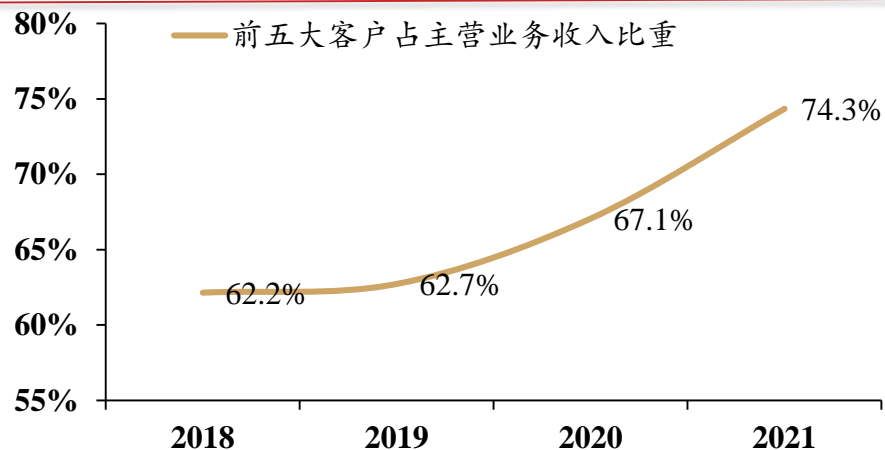
优质客源助力持续发展，大客户稳定且占比持续提升：源飞宠物与国际知名的专业宠物产品连锁店和大型连锁零售商有长期、稳定且连续的合作，如美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物连锁超市 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商 Walmart、Target 等，通过与上述客户合作以及设立柬埔寨莱德、柬埔寨爱淘、美国BA和香港飞杨等子公司的措施，公司积累了优质的客户资源。2018-21公司前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的比例均超过60%，且占比持续提升，客户稳定、粘性高，前五大客户中与四家签订的主要销售合同超5年。

图表：公司主要市场及客户

区域	客户名称
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target、Amazon
亚洲	利丰集团、KOHAN、CAINZ
欧洲	B&M、家乐福、Fressnapf、Pets at Home、LIDL
南美洲	CENCOSUD、Zeedog
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target、Amazon
亚洲	利丰集团、KOHAN、CAINZ

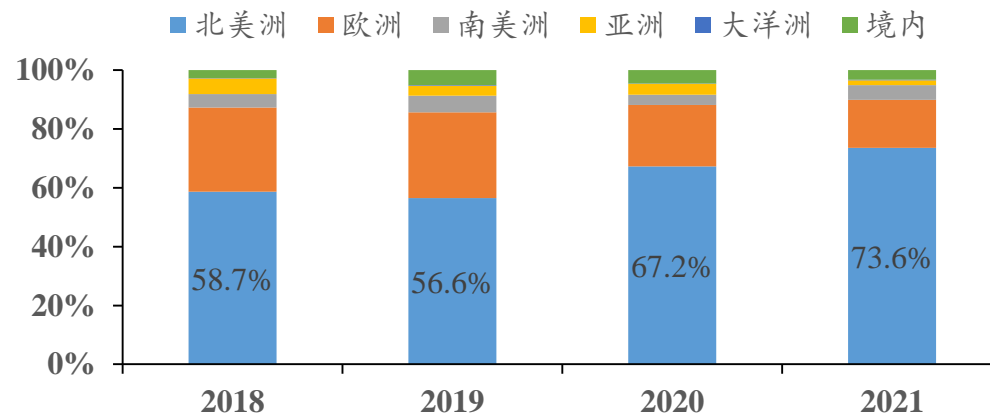
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司前五大客户销售占比持续提升



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司客户分地区销售收入占比



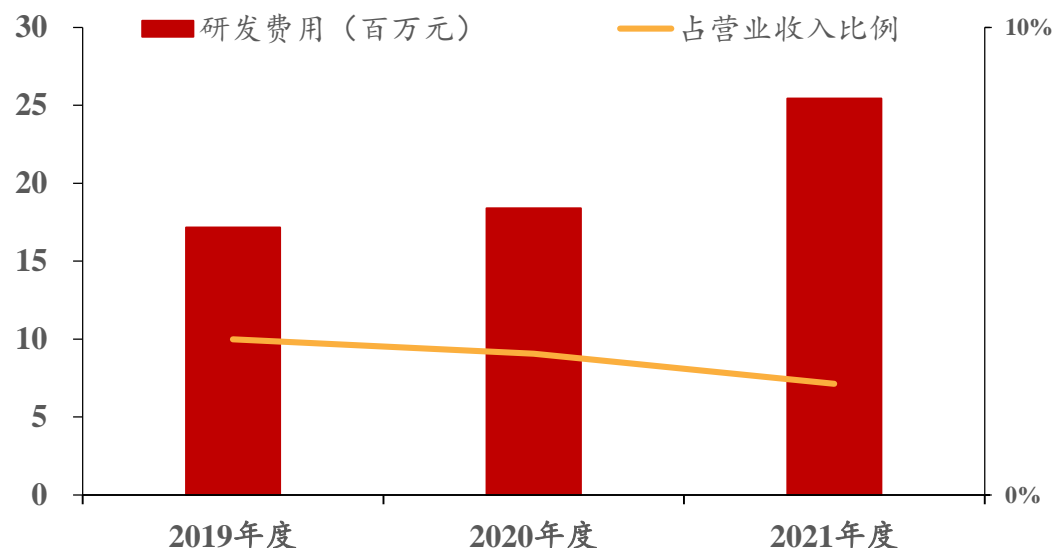
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.3.5 公司优势：强研发支持产品推陈出新，聚焦人宠合一的时尚单品

洞察市场需求，产品研发更新速度快：公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，研发设计团队共有60-70人，经验充足，资历较强，公司能够把握时尚趋势快响应消费需求变化，**目前公司牵引用具SKU2万左右，且每年的更新也在7000-8000左右。**

重视研发投入，多项专利及技术赋能差异化产品：2018-21年公司近年研发投入逐年上涨，2021年达2544.5万元，同比增长38.3%，通过自研提高产品议价能力，持续渗透现有客户并开拓新客户；同时意识到养宠家庭对于宠物亲子概念的需求，公司聚焦研发人宠合一的时尚单品，紧贴时尚趋势，不断扩大自身核心竞争力。截至2021年公司拥有国内外专利技术共计62项，其中发明专利5项，凭借着强研发公司荣获国家高新技术企业、浙江省高新技术研发中心等称号。

图表：19-21年公司研发费用及占营业收入比例



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司主要在研项目及进展

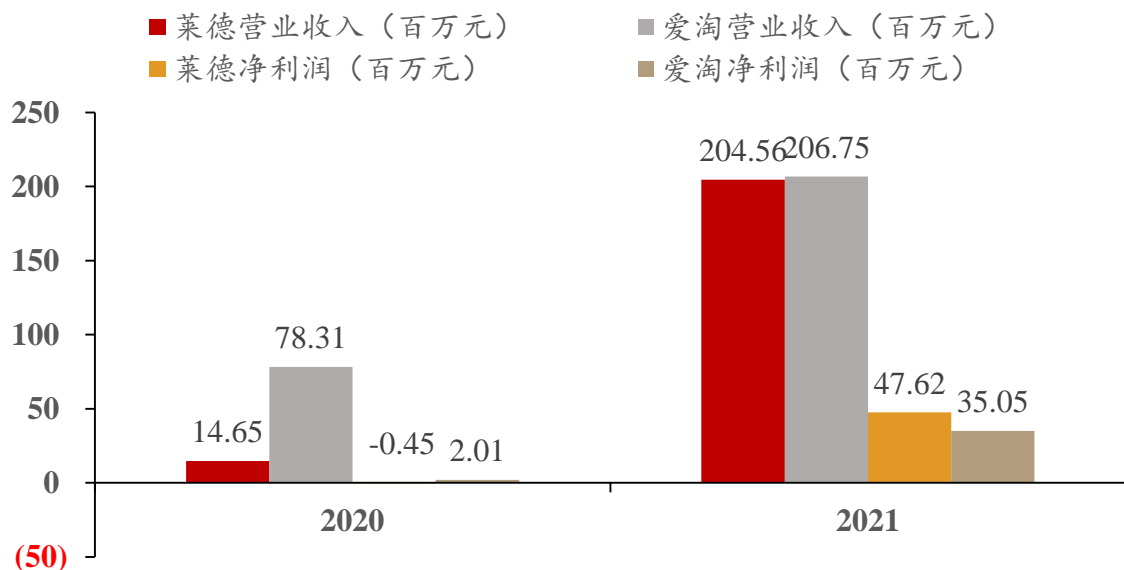
研发项目名称	研发所处阶段	研发方式
基于狗体工程学的宠物狗鞍具研发	开发中	自主研发
抗菌再生聚酯宠物牵引绳的研发	开发中	自主研发
高适口性宠物夹心零食的研发	开发中	自主研发
软质膨化宠物零食的研发	开发中	自主研发
高阻燃性宠物胸背带的研发	开发中	自主研发
透气抗菌宠物服饰的研发	开发中	自主研发

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

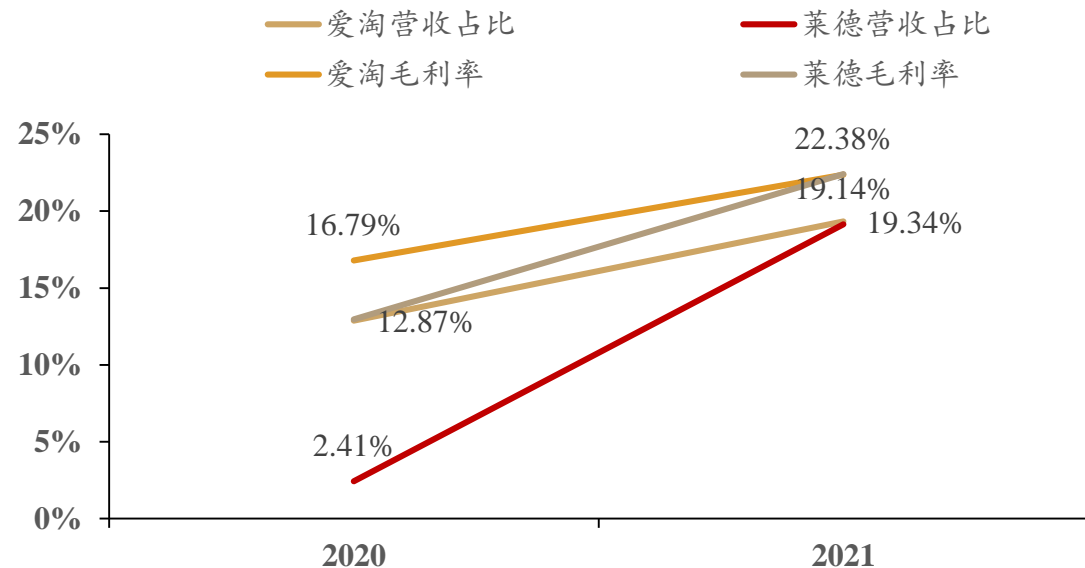
4.3.5 公司优势：布局柬埔寨产能，扩大成本比较优势

搭建浙江平阳县+柬埔寨生产加工基地，打造成本优势：平阳县是我国主要的皮质加工地，皮质类生产原料供应充足且上下游产业链完整，有“中国宠物用品出口基地”之称；而柬埔寨作为“东方十字路口”，柬埔寨布局将扩充产能并有效应对国际贸易摩擦，目前设立的柬埔寨爱淘与莱德两个生产基地均已于2020年下半年开始实现销售收入，柬埔寨莱德用于生产宠物用品，包括宠物牵引用具、宠物服饰等，其已通过Petsmart、Petco等客户认证并取得订单，2021年其实现营收2.05亿元，同增1296.5%，占比19.1%；柬埔寨爱淘用于生产宠物零食，包括混合肉制品、宠物狗咬胶等，其已通过SPECTRUM、MARUKAN、Petco等客户的供应商认证，2021年柬埔寨爱淘实现营收2.07亿元，同增164%，占比19.3%，凭借低人力成本、对美国出口无需加征关税等优势获得了较多订单，营业收入、净利润水平提升较快，已成为公司较为重要的境外生产基地。

图表：柬埔寨莱德和柬埔寨爱淘营收及净利润



图表：柬埔寨分公司营收占主营业务收入比例及毛利率



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.3.6 成长看点：募投项目推进扩大规模优势，智能仓储降本增效

公司本轮IPO募集资金4.09亿元，将分别投入产能扩张项目、技术改造项目、营销网络建设项目及研发中心建设项目，其中**年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目**将为公司新增咬胶产能3000吨和牵引用具产能2500万条，以缓解产能瓶颈扩大生产规模优势；**生产技术及智能仓储技改项目**则助力公司运营的降本增效，同时提高公司仓储容量及货物吞吐能力；**研发中心建设项目**将进一步提升公司研发及自主创新能力，优化现有产品结构提高竞争力；**营销运营中心建设项目**将帮助公司拓展渠道、建立市场认可度；**补充流动资金项目**有利于提高公司资金实力，改善财务状况。随着募投项目陆续产生效益，公司资产规模、产销规模将进一步扩大，营销服务和产品结构将得到进一步优化、技术研发能力有望进一步提升，从而有效提高公司产品市场占有率并最终增强公司的持续盈利能力和整体竞争力。

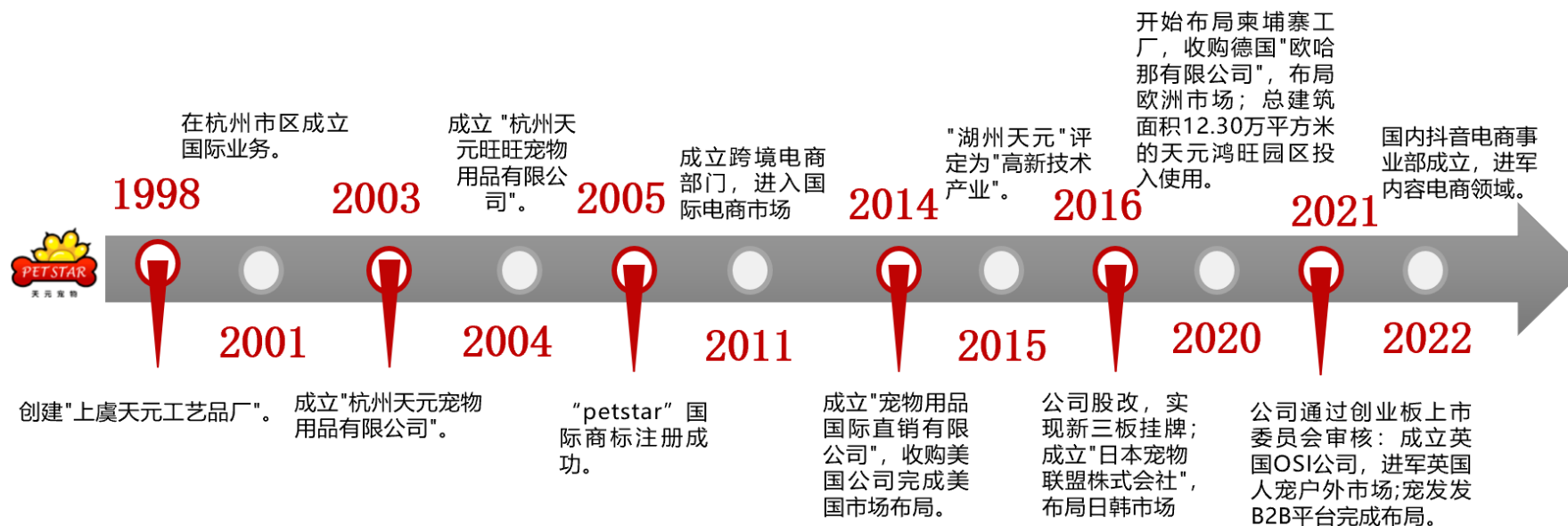
图表：公司主要募投项目情况

项目名称	总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)	建设期
年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目	17127.26	17127.26	24个月
源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目	7402.97	7402.97	12个月
研发中心建设项目	4769.00	4769.00	36个月
营销运营中心建设项目	6571.64	6571.64	24个月
补充流动资金	5000.00	5000.00	-
合计	40870.87	40870.87	

4.4.1 天元宠物 – 多场景、全品类的宠物用品行业先行者

公司成立于2003年，致力于宠物用品的设计研发、生产和销售业务，产品主要包括宠物家居用品、宠物服饰、宠物玩具及宠物生活用具系列，客户包括沃尔玛、Kmart AUS、TRS等大型连锁商超，Amazon、Chewy 等国际知名电商，以及 Fressnapf、Petco 等大型宠物用品连锁企业等，并与之形成长期稳定的合作关系。其发展历程可分为三个阶段：1) 起步阶段（1998-2000年）：1998年公司前身上虞天元工艺品厂成立、2000年参加展会聚焦国际宠物用品市场；2) 业务拓展（2001-2010年）：01年成立国际业务、03年创办天元有限、05年成功注册“petsatr”国际商标、08年第一本自主设计的产品目录手册面市；3) 进军国际（2011-2022年）11年进军国际电商市场，14年成立“宠物用品国际直销有限公司”、收购美国公司布局美国市场，16年完成股改并于新三板挂牌、成立“日本宠物联盟株式会社”布局日韩市场，17年启动IPO，20年布局柬埔寨工厂、欧洲市场，21年进军英国人宠户外市场并完成宠发发B2B平台布局，22年成立国内抖音电商事业部进军内容电商领域，11月登陆深交所创业板开启资本化进程。

图表：天元宠物发展历程



4.4.2 天元宠物 – 产品覆盖宠物用品、食品两大板块

图表：天元宠物产品矩阵（宠物用品合计占主营业务的80%）

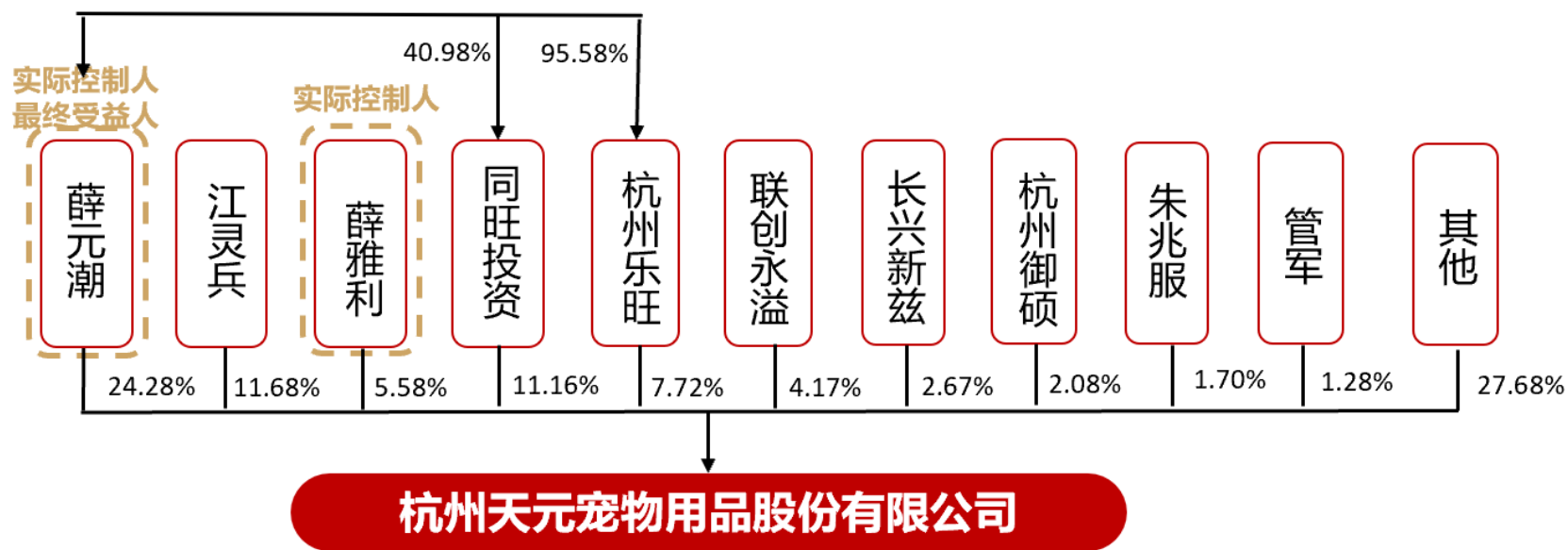
项目	2021年		产品类别	主要产品图示
	金额（百万元）	占比		
宠物窝垫	356.04	19.48%	宠物窝垫 宠物窝垫主要用于宠物的睡眠与休憩，具有保暖、纳凉等功能，并强调健康、舒适、方便清洁与储藏的产品设计。	<p>舒适透气窝垫：内部采用新型空气纤维材料，呈立体网状空间结构，表面搭配透气网格面料，散热均匀，可折叠</p> <p>健康驱虫狗床：原材料上采用新型驱蚊虫助剂，对蚊虫起到驱离效果，对跳蚤、虱等具有良好的驱避作用</p> <p>抗菌材料窝垫：采用新型抗菌针织面料，设置气孔，透气效果好，有助于抑制有害菌种的生成，保护宠物健康</p>
猫爬架	402.13	22.01%	猫爬架 猫爬架又称“猫跳台”，主要用于拓展猫的日常活动空间，满足其磨爪、玩耍、跳跃、休息的生活习性。	<p>可变复式猫爬架：集娱乐、栖息、攀爬于一体，能同时满足4-5只猫咪的玩耍需求，可根据家庭空间组合成不同结构</p> <p>家居风格板式猫爬架：采用环保生态木材料，结实稳固，具有承重力强、使用寿命长的特点，设计风格新颖、简约</p> <p>编织窝猫爬架：针对大型宠物猫设计开发，采用E1级环保板材以及耐抓、耐磨、耐厚实面料，结构稳固、结实</p>
宠物玩具	368.89	20.19%	宠物玩具 宠物玩具主要用于宠物玩耍、锻炼，促进人宠互动，兼具耐咬、耐磨特性	<p>仿真电动老鼠</p> <p>猫抓板游戏转盘</p> <p>猫抓窝玩具</p> <p>宠物觅食IQ垫</p>
宠物食品	332.02	18.17%	宠物食品 公司通过跨境进口等方式销售渴望、爱肯拿、素力高等国际知名宠粮品牌产品，主要产品包括猫粮和狗粮。	<p>渴望猫粮 渴望狗粮 爱肯拿猫粮 爱肯拿狗粮 素力高猫粮 素力高狗粮</p>
其他产品	368.28	20.15%		
合计	1827.37	100.00%		

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.4.3 天元宠物 – 薛氏家族控股，股权集中度高且稳定

薛元潮及其家族成员占绝对控股地位。公司现任董事长、总裁及实控人薛元潮直接持有公司24.28%的股份，并通过杭州乐旺和同旺投资控制公司11.95%的股份，合计持股36.2%；薛雅利（薛元潮之妹）直接持股5.6%，现任公司董事、副总裁，为公司实际控制人之一，二人合计持股41.8%。公司副董事长兼执行总裁江灵兵持股11.7%，与薛元潮和薛雅利的合计持股保持较大差距，对实控人的重大决策和经营管理的重大事项并不构成影响，同旺投资、杭州乐旺二公司均为公司员工持股平台，二者分别持有公司11.2%、7.7%的股权。**此外，公司上市前分别于2011.12、2015.12、2017.5实施了三次股权激励，通过实施股权激励充分调动中层员工人员及骨干员工的工作积极性。**

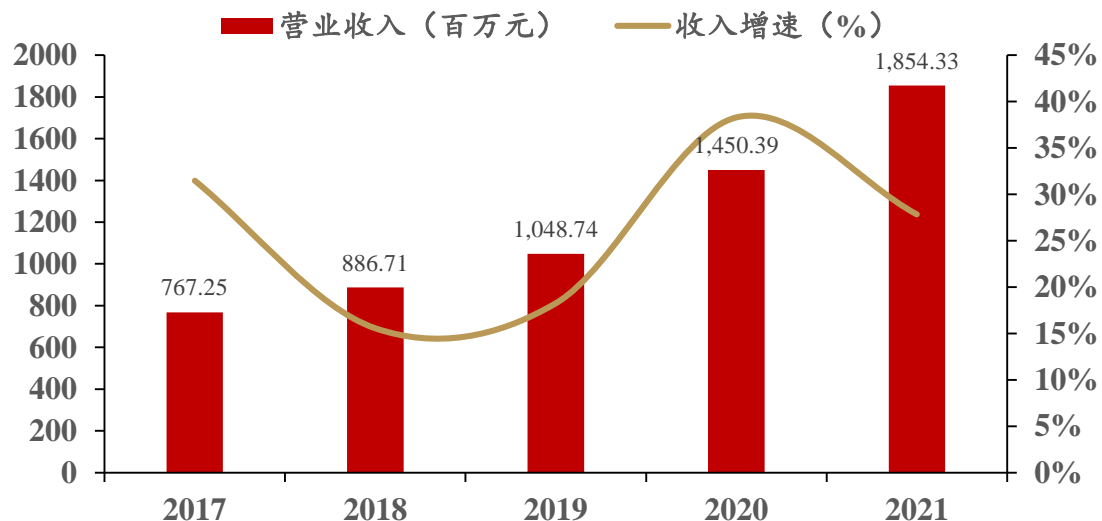
图表：天元宠物股权结构（截至2022年11月）



4.4.4 天元宠物 – 营收规模持续快速扩张，宠物食品高速增长

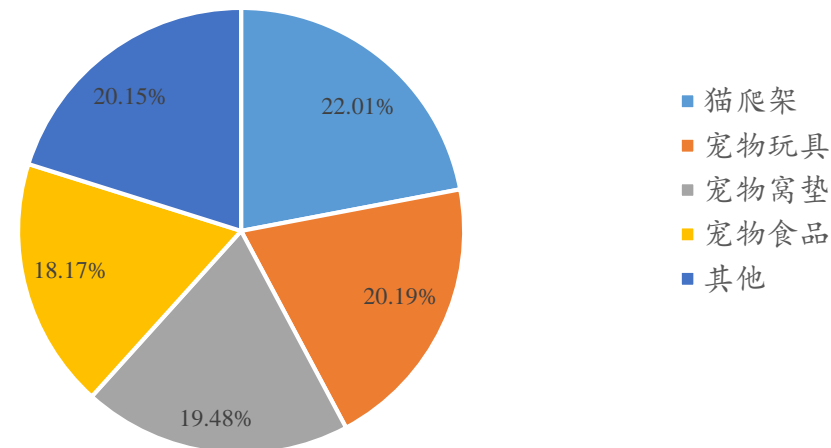
公司营收、净利均保持较快增长。 2017-21年公司营收CAGR24.7%至18.5亿元，归母净利润CAGR16.2%至1.1亿元。2021年公司实现营业收入18.5亿元，同比增长27.9%，22H1公司实现营收8.64亿元、同增5.3%，22年1-9月实现营收15.1亿元、同增13.2%。**分产品看**，2017-21年公司宠物窝垫/猫爬架/宠物玩具/宠物食品/其他产品分别CAGR13.2%/24.0%/16.1%/287.7%/23.1%至3.6/4.0/3.7/3.3/3.7亿元，21年以上业务占比分别为19.5%/22.0%/20.2%/18.2%/20.2%，**各业务占比相对均衡，其中宠物食品增速最快，占主营业务比例由17年的0.2%提升至21年的18.2%，22H1占比进一步升至23.11%。****分销售区域看**，公司销售以境外为主、产品广泛销往美国、澳大利亚、德国、日本等几十个国家和地区，境外销售收入占主营业务收入7成以上、是公司收入与利润的主要来源；其中，公司第一大客户Kmart AUS为澳大利亚客户，17-21年公司对 Kmart AUS的销售收入占各期营业收入的比例分别为9.9%/12.5%/13.7%/10.9%/10.6%。

图表：2017-2021年公司营收复合增长24.7%至18.5亿元



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：2021年主营业务收入分产品情况

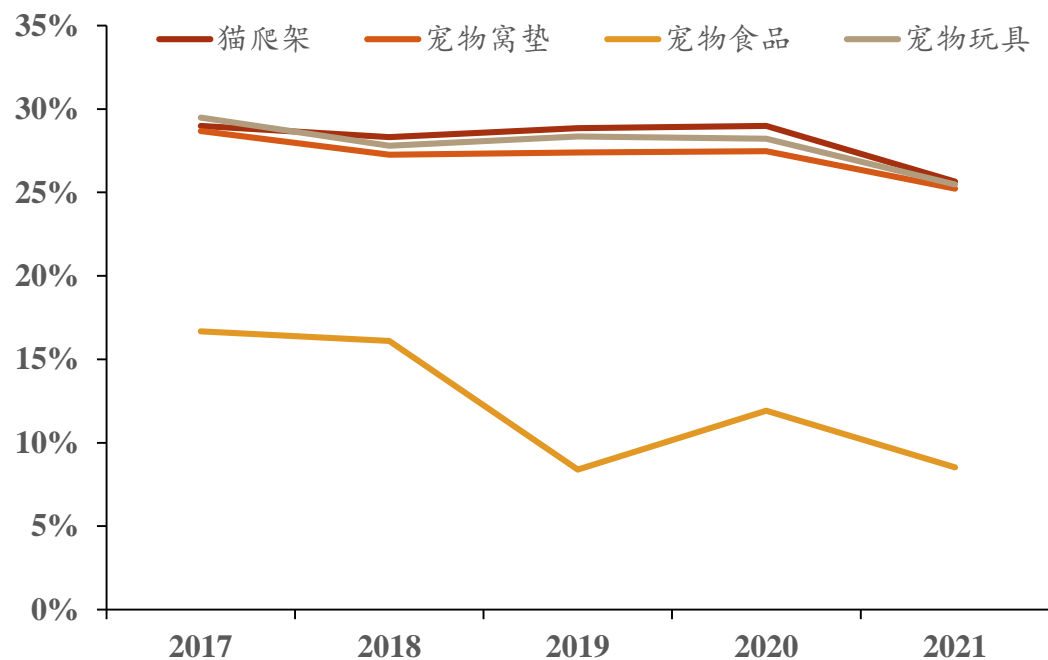


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.4.4 天元宠物 - 宠物食品规模扩大拉低公司整体毛利率

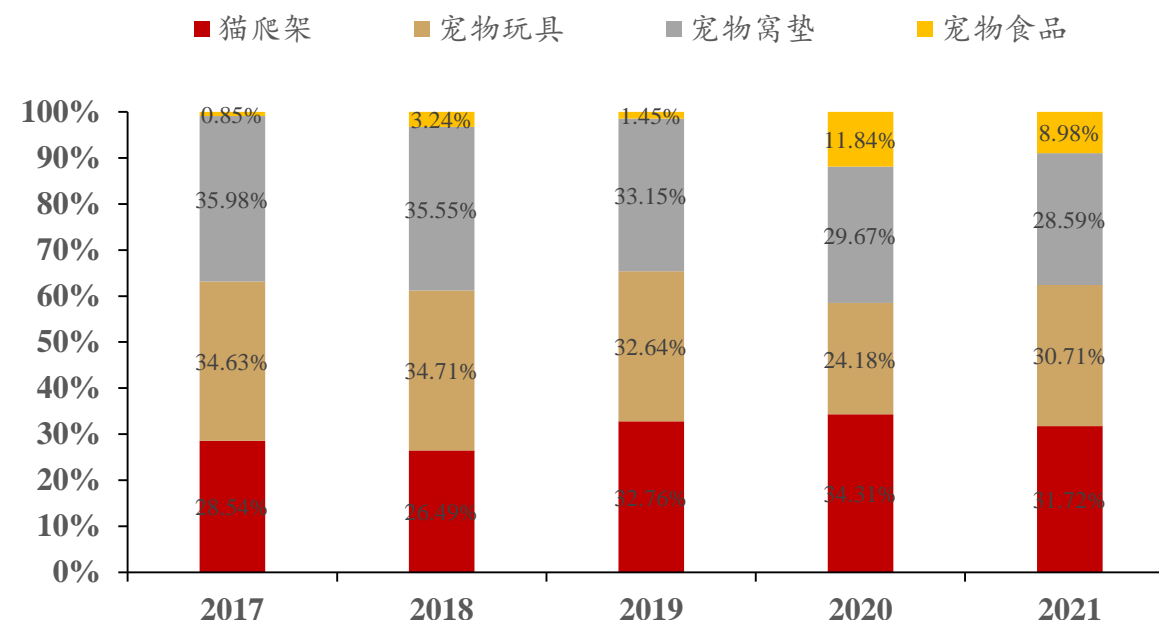
公司整体毛利率下滑系低毛利宠物食品占比提升所致，2019-21年公司剔除运输成本后主营业务综合毛利率分别为27.2%/24.6%/21.5%，20年毛利率下滑系境内低毛利宠物粮食业务规模扩大所致，21年毛利率下滑则系汇率因素叠加原材料成本上涨导致。**分产品看**，2021年猫爬架/宠物玩具/宠物窝垫/宠物食品毛利率分别为25.7%/25.5%/25.2%/8.5%，以上占营收比22.0%/20.2%/19.5%/18.2%，其中毛利率较低的宠物食品营收比由17年的0.2%提升至18.2%，占比提升迅速，公司积极发展渴望、爱肯拿等国际知名品牌的跨境电商业务加速培育境内业务，境内食品业务销售收入实现大幅增长。

图表：公司分产品毛利率走势（2017-21年）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司分产品毛利贡献占比情况

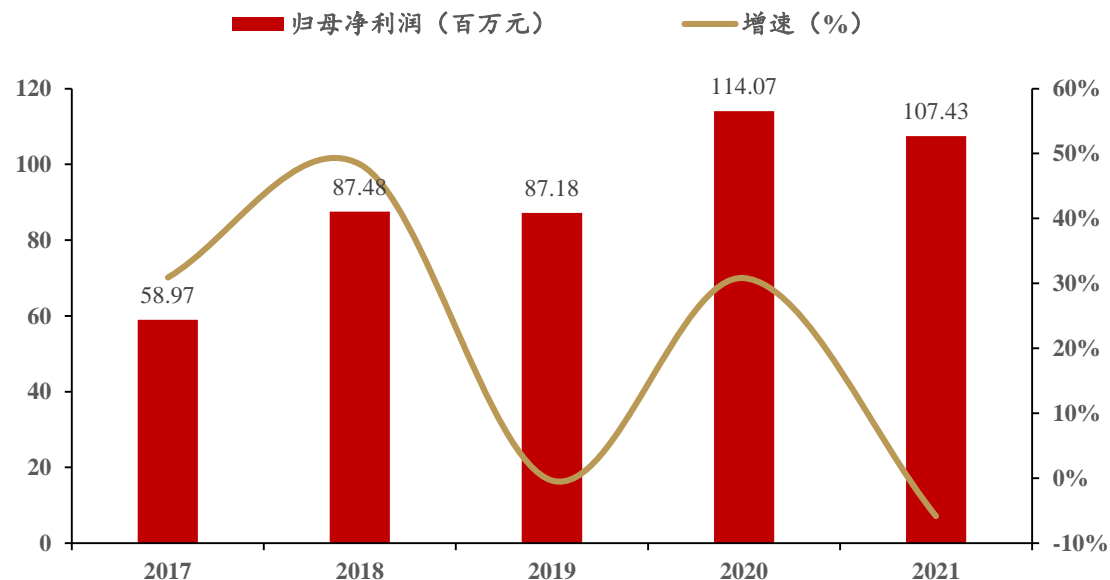


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.4.4 天元宠物 – 利润率拐点向上，期间费用持续优化

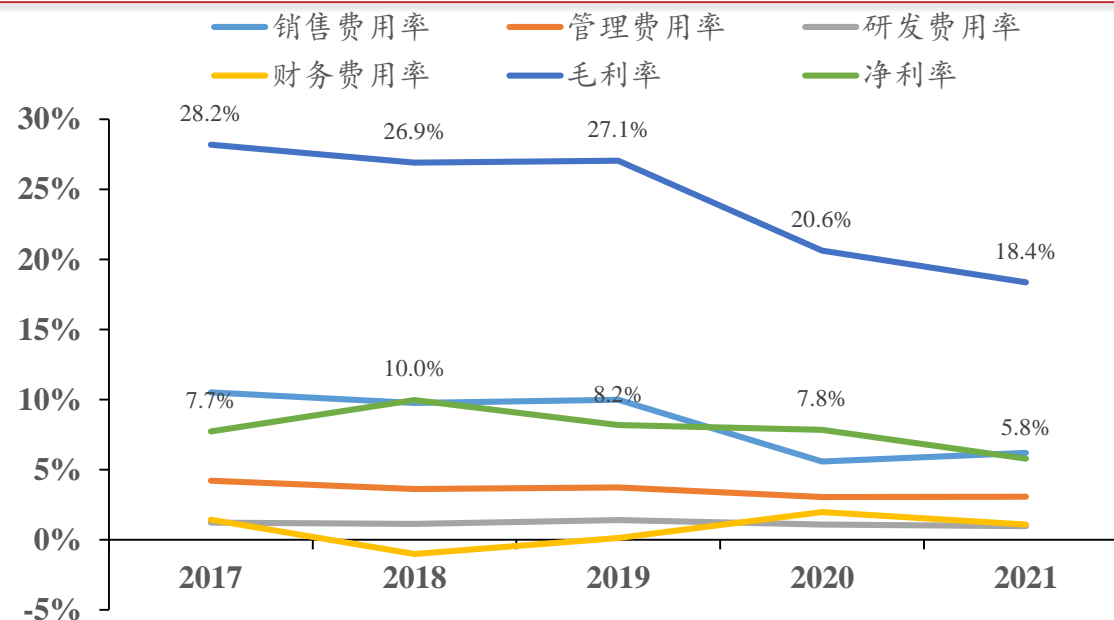
利润率短暂下滑但期间费用持续优化。21年归母净利润1.07亿元，同比下降5.82%，主要系受海运价格持续上升、欧元及美元兑人民币汇率震荡下行等不利因素影响。2017-21年公司归母净利率由7.7%下降至5.8%，下降幅度小于毛利率主要系期间费用优化，17-21年期间费用率下降了6.1pct至11.3%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别下降41.0/27.5/20.5/23.9pct至6.2%/3.1%/1.0%/1.1%，销售费用下降较多系20年起执行新收入准则将运输相关费用计入了营业成本，管理费用率下降得益于宠物粮规模增加而该部分业务不涉及较多管理人员薪酬或其他相关管理费用的支出所致。据招股说明书，22年1-9月公司实现归母净利0.95亿元、同比增长17.22%，扣非后归母净利1.0亿元、同增38.3%，归母净利增速略慢系22年1-9月公司因汇率上升所开展的远期结售汇业务产生非经常性损失所致。

图表：2017-21年公司归母净利润复合增长16.2%至1.1亿元



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：公司毛利率、净利率及期间费用率

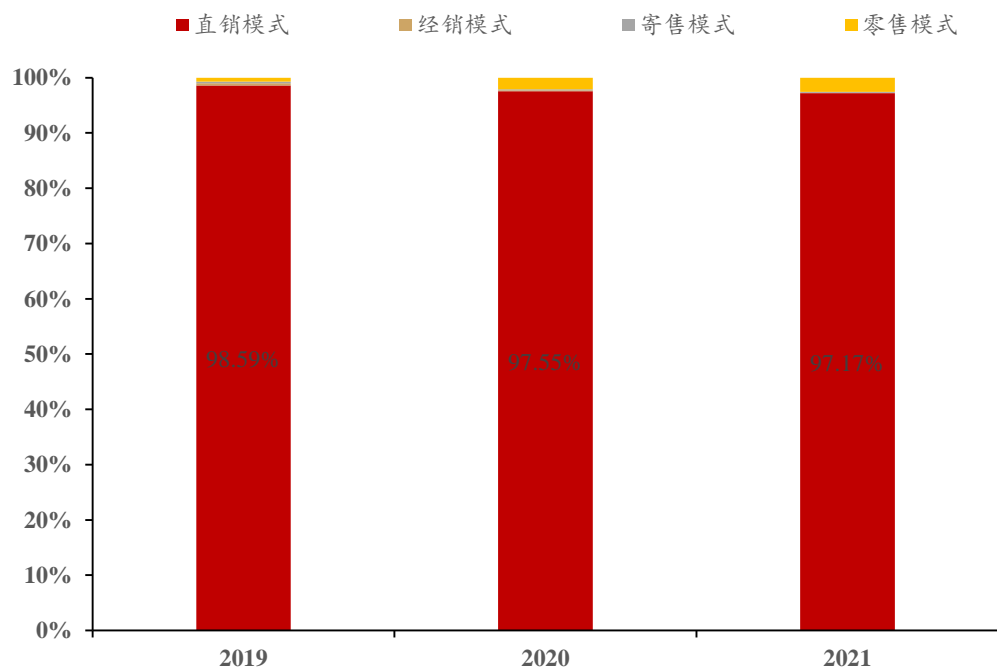


资料来源：公司公告，华西证券研究所

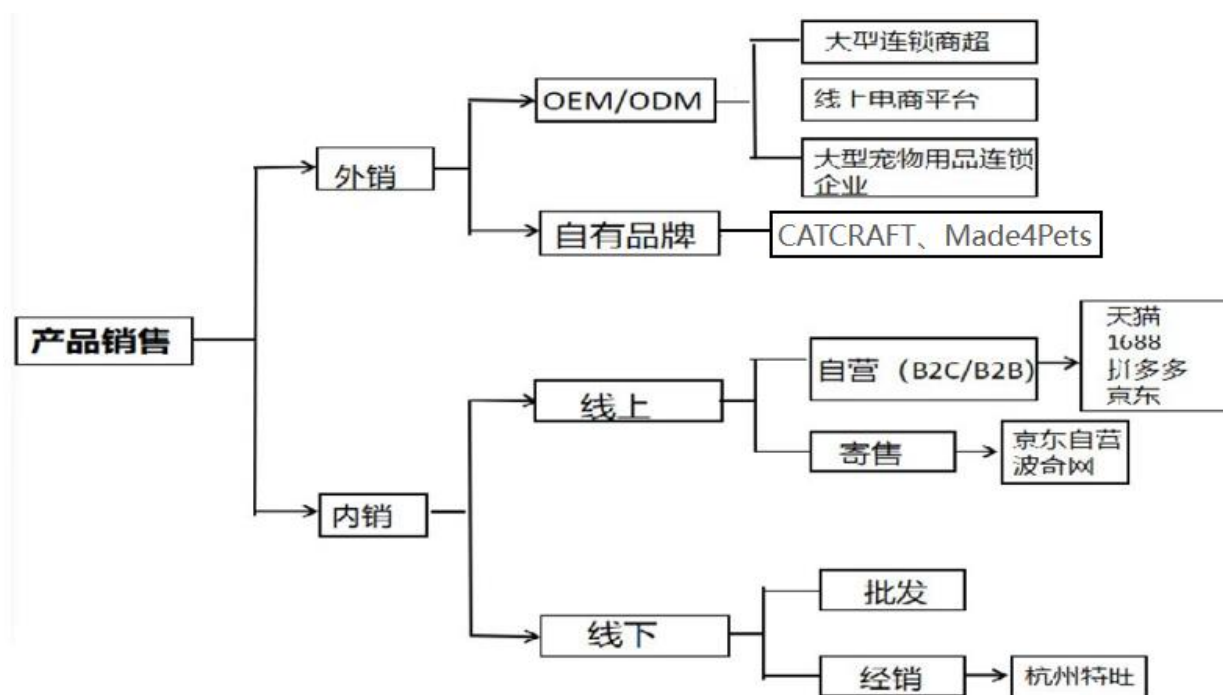
4.4.5 公司优势：内外销并行，线上线下全渠道

公司以直销模式为主，境外销售以美洲、欧洲、澳大利亚和日本等国家和地区为主，并通过网络推广、国内外展会、投放广告以及产品推荐等方式开拓市场，与客户形成了良好、持续的互动合作关系，积累了一批优质的下游客户。国内市场方面，公司线上线下并重，并在原有宠物用品的基础上拓展了宠物食品、宠物药品等全宠物产品的销售，以更好的开拓境内市场、增加客户粘性；近年来随着我国宠物用品线上电商的快速发展，公司将线上与直销渠道作为国内市场重点发展领域，境内线上销售主要分为B2C和B2B两种形式，即通过在第三方平台建立自营品牌旗舰店与专营店，面向企业或消费者客户进行产品销售。此外，公司还存在面向京东自营和宠物用品电商波奇网的寄售模式；线下则主要通过批发、经销等模式进行产品销售。

图表：公司销售模式占比（2019-21年）



图表：公司销售渠道图解



4.4.5 公司优势：依托区位优势，外协为主，聚焦高附加值环节并拓展品类

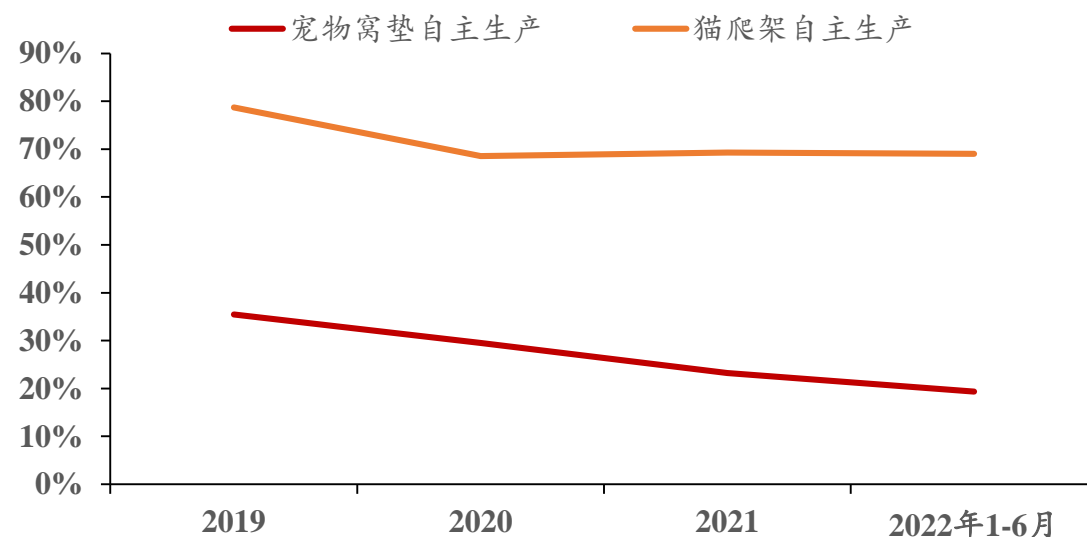
依托区位优势、外协自产配合聚焦高附加值环节打造核心优势：公司所处的浙江地区具备丰富的轻工业小商品加工制造产品配套资源，公司利用产业链分工的比较优势，逐步将经营资源聚焦于产品开发设计、供应链管理及客户开拓维护等高附加值业务环节，并将产品范围逐步扩展至宠物玩具、服饰、牵引用具及日用品等其他品类。

由于境外客户采购具有产品种类多且分散、单类产品采购量小且频繁的特点，同时宠物玩具、服饰、电子用品等涉及多种不同工艺用料差异较大，较难形成标准化、规模化生产，**公司采用“以销定产”的生产模式，并通过外协应对多品类、小批量的产品订单、降低生产成本。公司自产宠物窝垫和猫爬架两类市场需求量较大、价值较高、产品相对标准化的产品，以此保留部分自有产线并持续积累技术工艺经验，了解成本核算便于外协厂的管理，同时以一带多为给客户配套其他宠物用品，有效开拓客户、增强客户粘性。**

图表：公司以贴牌代工、外协生产模式为主

类型	项目	2019	2020	2021	2022H1
自有品牌	自产产品	4.82%	5.88%	7.47%	5.62%
	外协产品	4.83%	3.50%	2.48%	2.06%
	小计	9.65%	9.38%	9.95%	7.68%
非自有品牌	贴牌产品	87.08%	70.60%	70.96%	68.54%
	其中：自产产品	21.91%	16.91%	12.69%	12.69%
	：外协产品	65.17%	53.69%	58.27%	55.85%
	外购产品	3.27%	20.02%	19.09%	23.78%
	小计	90.35%	90.62%	90.05%	92.32%
合计		100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

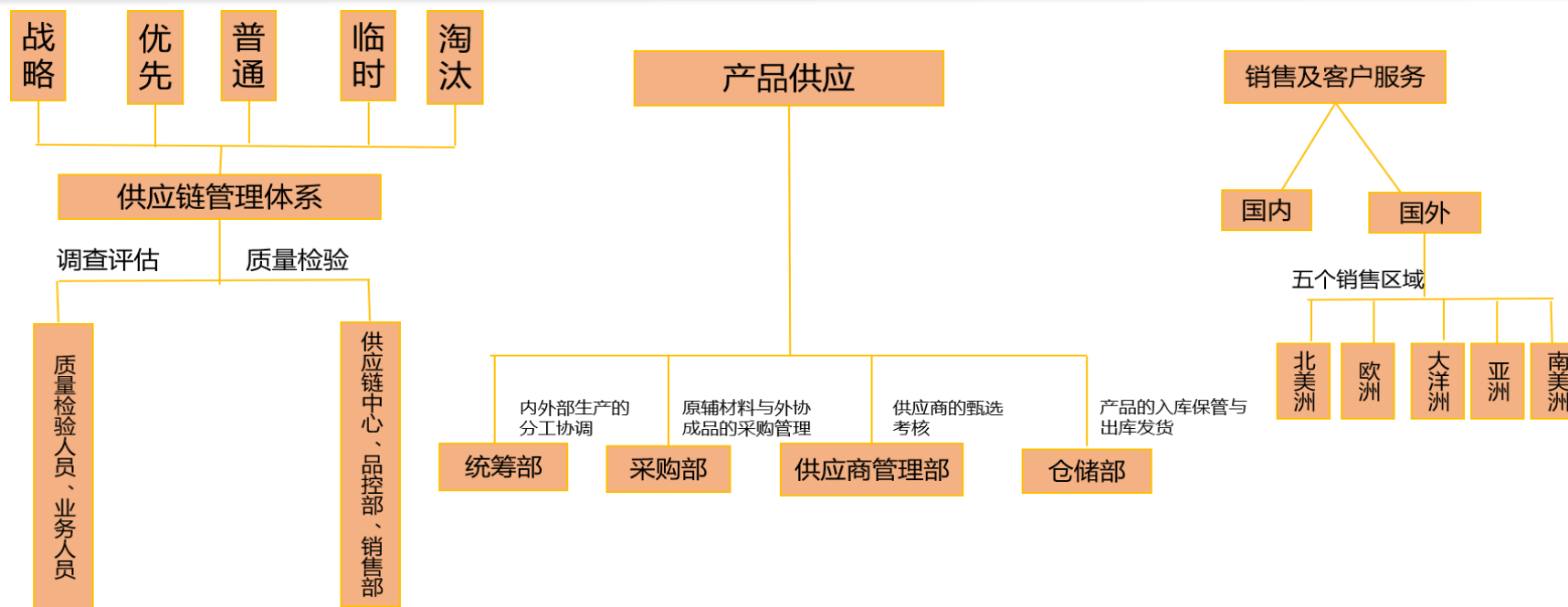
图表：公司宠物窝垫和猫爬架自主生产营收占比情况



4.4.5 公司优势：多品类+高效供应链为客户提供一站式选购

高效、可靠的多品类产品供应链管理体系，满足了客户一站式、多频次的选购需求。公司常年合作的供应商稳定在百余家，形成了较强的供应能力，公司将供应商分为战略、优先、普通、临时及淘汰五大类，通过每年的定期评估考核来确保供应商体系保持健康、持续及竞争力，并建立基于严格遴选、过程检查、持续考核的供应商准入与管理体系，保障了众多品类宠物用品的可靠、稳定、及时供应。在产品供应领域，公司供应链中心下设统筹部、采购部、供应链管理部和仓储部，各部门紧密协作，确保公司供应链体系的高效、顺畅运行。销售及客户服务方面，公司面向国际和国内市场分别建立了国际与国内专业业务团队，境外市场划为五个销售区域，并建立专项区域业务组负责收集、分析与反馈客户需求、跟进客户需求的落地开发与订单执行，同时针对跨境电商业务成立了专门的跨境电商销售子部门；国内团队则重点发展与运营线上电商业务，采取食品协同用品的销售策略。

图表：公司高效供应链及销售图解



4.4.5 公司优势：产品频更新+持续创新筑高护城河

持续、丰富的产品开发能力和高效、可靠的供应链管理体系已成为公司开拓及保持境外客户长期合的重要竞争力：历经10余年，公司逐步建立起一支覆盖品类广、市场响应快的产品开发团队，公司于2007年成立设计部，专门负责产品的设计开发工作，现设计部已升级为产品中心并下设产品企划部、家居玩具产品部、电子智能产品部、平面设计部和打样服务中心五个子部门，公司在开发过程中积极尝试与运用新型面辅材料、推出新型产品形态提升产品的实用性能，产品中心在商品企划、创意设计、功能开发、打样检测等多方面实现了对窝垫、爬架、玩具、服饰、牵引、清洁等九大产品类别的全面覆盖，产品基本目录的规格型号保持在5000余款，每年推出的新品目录达2000余款。

1) **新功能创新**：针对养宠人群对宠物起居、饮食的监控、观察与互动并结合成熟电子技术——**开发远程控制自动喂食器、水质净化电子饮水器**。2) **新主题创新**：结合节日文化、功能需要、流行元素——**开发推出了包括窝垫、玩具、日用品等多种产品在的、采取相同设计风格与元素主题的组合套装与系列产品，例如圣诞节、万圣节等节日套装产品，美食、热带梦幻、“蜕变”等场景主题产品等**。3) **新品类创新**：结合促进人宠互动的现实需求与开发理念——**创造性地开发了人宠小柜、人宠边几、人宠鞋凳等多种人宠结合新产品**。截至22年6月，公司共拥有290项专利技术，其中285项为核心技术，5项系公司外部引入。

图表：产品频更新



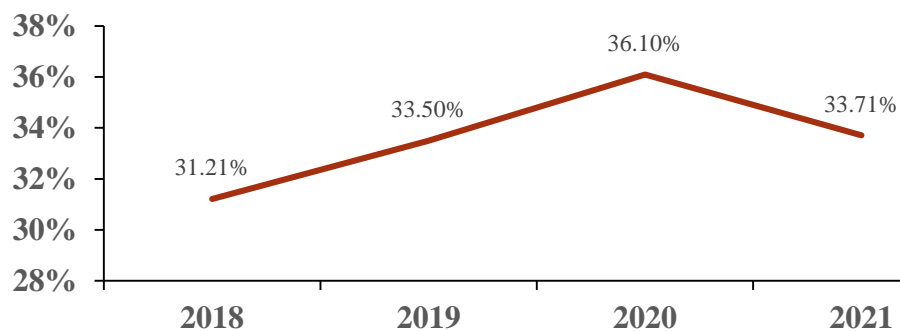
图表：开发企划的创意性

创意性类型	主要研发项目		
新功能	自动喂食器 六格定时喂食器	电子饮水器 宠物饮水机	仿真电动老鼠 仿真电子猫窝
新主题	圣诞节系列 万圣节系列 情人节系列	美食系列 热带梦幻系列 蜕变系列	人宠小柜 人宠边几 人宠鞋凳
新品类	人宠小柜 将商品前木板和原木色贴面搭配，猫咪爬架和人宠相结合，实现整体家居风格	猫用宠物鞋凳 将宠物鞋与猫窝相结合，节省空间的同时给与猫咪更多私密空间	人宠边几 采用天然实木制作的猫窝人宠边几，皮层外覆更耐用的装饰风格，增加猫咪上下爬动的趣味特性

4.4.5 公司优势：优质客户资源、大客户较为稳定

具有行业先发优势及覆盖全球宠物市场的优质客户资源。公司创业团队于1998年即开始从事宠物用品业务，经过长期、广泛的客户开发与合作服务，目前已成为国内全品类、大规模的综合宠物产品供应商，销售市场覆盖了美国、德国、澳大利亚、日本、瑞典、英国、法国等多个发达国家和地区，积累了一批优质的下游客户，如美国沃尔玛、Kmart AUS、TRS、Birgma、KOHANAN 等大型连锁商超，Amazon、Chewy等国际知名电商，以及Fressnapf、Petco 等大型宠物用品连锁企业等，18-21年公司前五大客户销售额占比均在30%以上，总体合作较为稳定，具有持续获取交易订单的能力。

图表：公司前五大客户销售占比维持在30%以上



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图表：公司主要客户情况（大客户合作年限超20年）

市场	客户简称	客户行业地位	合作起始时间	合作产品	21年占比 (%)
北美洲	Chewy	美国最大的宠物电商公司之一	2016	猫爬架、宠物窝垫、宠物玩具、宠物服饰	27.1%
	美国沃尔玛	全球最大的连锁零售企业之一	2007	猫爬架、宠物玩具	
	Amazon	全球商品品种最多的网上零售商之一	2018	猫爬架、宠物窝垫、宠物玩具	
	Petco	美国最大的宠物零售商店之一	2010	猫爬架、宠物玩具	
	PET SUPPLIES PLUS	美国知名的宠物用品连锁商店	2012	宠物玩具、宠物窝垫、宠物服饰、猫爬架	
欧洲	Fressnapf	欧洲知名的专业宠物用品零售商	2010	宠物窝垫、宠物玩具、宠物日用品、猫爬架	19.9%
	Birgma	隶属于欧洲知名连锁综合商业超市 Biltema	2008	宠物窝垫、宠物玩具、宠物牵引用品、宠物日用品	
大洋洲	Kmart AUS	澳大利亚知名的连锁综合商业超市	2011	宠物玩具、宠物窝垫、宠物日用品、猫爬架	15.6%
	TRS	澳大利亚知名的连锁零售商	2003	宠物玩具、宠物窝垫、宠物服饰、宠物牵引用品	
亚洲	KOHANAN	日本著名的大型综合仓储式零售超市	2006	宠物玩具、猫爬架、宠物窝垫、宠物日用品	7.4%
	CAINZ	日本知名的大型家居购物中心	2011	宠物玩具、猫爬架、宠物窝垫、宠物日用品	
南美洲	CENCOSUD	南美洲著名的连锁零售超市	2008	宠物窝垫、宠物玩具、宠物日用品、宠物牵引用品	-

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4.4.6 成长看点：募投项目推进助力未来发展，持续布局海外供应链

公司本次拟向社会公众公开发行新股 2,250 万股，占发行后总股本的比例约为 25%，扣除发行费用后公司本轮IPO募投资金拟投入5个项目，其中，湖州天元技术改造升级项目计划新增 71.5 万套普通猫爬架，杭州鸿旺生产基地建设项目将新增160万套复合材质猫爬架和393万套电子类宠物用品产能，天元物流仓储中心建设将搭建智能化的物流仓储体系以实现从质检、入库、盘点到发货的全自动化运行，公司募投项目均围绕主营业务开展，募投项目的实施将扩充猫爬架和电子类宠物产品的产能，助力公司经营规模和技术水平提升，并进一步扩大市场份额。

持续推进国际供应链布局：目前公司已在柬埔寨设立生产子公司，持续推进在东南亚的供应链布局；未来，公司将在欧洲、美洲等地建立后端加工工厂，以降低产品运输成本，提高产品竞争力，通过上述本地化团队和海外工厂的布局，公司国际市场本地化的设计、生产和销售有望得到强化。

图表：公司主要募投项目情况

项目	项目总投资额 (万元)	建设期 (年)	项目内容
湖州天元技术改造升级项目	5081.9	2	用于公司猫爬架和电子类宠物用品的产能扩张
杭州鸿旺生产基地建设项目	23514.22	2	
天元物流仓储中心建设项目	19035.16	2	用于升级公司的物流仓储体系
产品技术开发中心建设项目	4991.91	2	用于软硬件设备设施的升级改造以及人才队伍的建设
电子商务及信息化建设项目	6335.25	2	用于公司电子商务运营系统的升级以及公司整体信息化水平的提升



05 风险提示

风险提示：

原材料成本上涨风险，汇率波动风险，新冠肺炎疫情影响风险，行业竞争加剧风险，新客户开拓不及预期，海运费波动。

分析师简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS 😊

