2023/01/31

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

宠物行业覆盖报告：子赛道爆发在即，把握自主品牌崛起机遇

证券分析师：陈天蛟
电话：021-61376584
执业证号：S1190517110002
联系人：刘洁冰
电话：liujb@tpyzq.com

- **我国宠物行业起步较晚，长期以来受国际大牌主导，经过近十年的快速发展期，自主品牌开始崛起：**1）2000以前萌芽期：本土行业初步产生，国外大牌先发占领市场；2）2000-2010成长期：政策驱动规范养宠，国际品牌如冠能、爱慕思、顶尖等快速涌入，比瑞吉、佩蒂、乖宝、烟台硕皮等本土代表企业进入规模化生产；3）2011-2020爆发期，人口结构、生活方式、新式场景驱动行业规模进一步提升，宠物医疗&平台服务等行业配套随之爆发；4）2021至今深化期，疫后自主品牌崛起，进一步规范下行业加速整合。
- **目前我国宠物行业规模约3500亿元，仅有美国的1/5，成长空间巨大：**一方面，陪伴需求提升带来宠物相关消费的“量”增。另一方面，养宠观念逐渐改变，从原来的粗放饲养转变为更多购买宠物专业化产品，宠物主对于相关食品、用品的高端化、专业化、趣味性追求也在不断提升，宠物消费品质化提升了均“价”，同时反向驱动本土厂商加码研发和设计、提升品质。目前我国的各子赛道中，宠食相对更加成熟，占比超过4成；宠用目前占比约为1成，但品质化、娱乐性消费需求下受益最为明显；此外，疫后养宠健康意识提升，经过2015-2018年大量的宠物医院投融资事件，两大宠物医院体系臻于完整，医院作为综合服务平台的优势将逐步显现，对标美国有望实现较大的占比提升。
- **我们预计未来有望保持良好的增长态势：**借鉴美国养宠渗透率，考虑人均收入、居住面积、生活习惯等因素，我们预计我国在长期能达到美国渗透率的八成左右，即猫犬宠物数量约1.4\1.2亿只，渗透率为34.5%\29.2%；未来5年，我国宠物行业讲整体保持10%~20%增速，城镇猫犬宠物保有量达到11,145/8,395万只，户均养宠渗透为29.88%和22.51%，驱动宠食行业规模突破7000亿元，宠食：宠医：宠用三大子赛道规模依次为2356\1967\1042亿元，占比分别为40%\27%\14%。
- **推荐关注“主粮、自主品牌、竞争稀缺”三大投资逻辑：**重点布局1）业务均衡加码主粮，自主品牌建设较好的***乖宝宠物***；2）聚焦主粮业务，规模化生产下盈利能力领跑行业的***福贝宠物***；3）专注咬胶，技术领先优势的零食龙头***佩蒂股份***；4）牵引绳和宠物护理细分赛道龙头，代工资源深厚的***源飞宠物、依依股份***；5）老牌宠食龙头***中宠股份***和全品类发展、放量在即的***天元股份***。

投资要件

1. 本篇报告梳理了宠物行业的基本情况，分析了主要趋势和增长动因，并对本土主流参与者进行对比。
2. 我们介绍了宠物行业整体规模和结构，进而拆分到宠食、宠用、宠医三大主要子赛道，提炼出各自的特点并作简单分析。
3. 由于我国宠物行业起步较晚，本篇报告也从各个角度对全球主要成熟市场作出对标和借鉴，尤其详细的探究了美日宠物行业发展历程，认为就阶段而言，我国市场正经历日本第二到第三阶段的转变，而市场体量和发展潜力则更类似于美国；基于此，我们将美国的宠食市场拆解到“量”“价”两个因素进行分析，看到美国近5年来的再次增长提速，得益于陪伴需求下渗透率的提升，以及养宠精细化带来的溢价。
4. 我们论证了中国也正迎来类似于美国的情况，具备类似的驱动因素，进而测算出我国在中长期的行业空间，以及行业结构上可能的变化趋势。
5. 本篇报告对当前市场环境下，行业主要的趋势做了甄别，筛选出三大主要的发展方向，作为投资推荐的依据，并根据三大趋势，对市场上主要的上市/拟上市龙头进行分析对比。

目录

1 行业：我国宠物行业进入快车道，本土品牌崛起、整合加速

1.1 规模：本土受疫情刺激逼近3500亿，美国占据全球市场的40%

1.2 结构：宠食渗透超七成，中游宠食&宠用厂商品牌意识觉醒

1.3 宠食：千亿市场发展空间大、集中度低，主粮有望成为风口赛道

1.4 宠用：“高覆盖、高渗透、低集中”特性，观念转变提升消费品质

1.5 宠医：宠物医院作为线下服务综合体，重要性日益提升

2 借鉴美日成熟市场，我国宠物行业将在未来十年进入快速发展期

2.1 借鉴日本，我国宠物行业将在未来十年进入快速发展期

2.2 美国量价分析：渗透提升和养宠精细化构成近年来的新增动力

2.3 借鉴美国，测算中国未来的行业发展空间

3 自主品牌崛起，厂商纷纷布局主粮兼差异化竞争

3.1 本土市场逐渐成熟，“国货”潮下自主品牌崛起

3.2 宠食厂商纷纷布局主粮业务，抢占市场

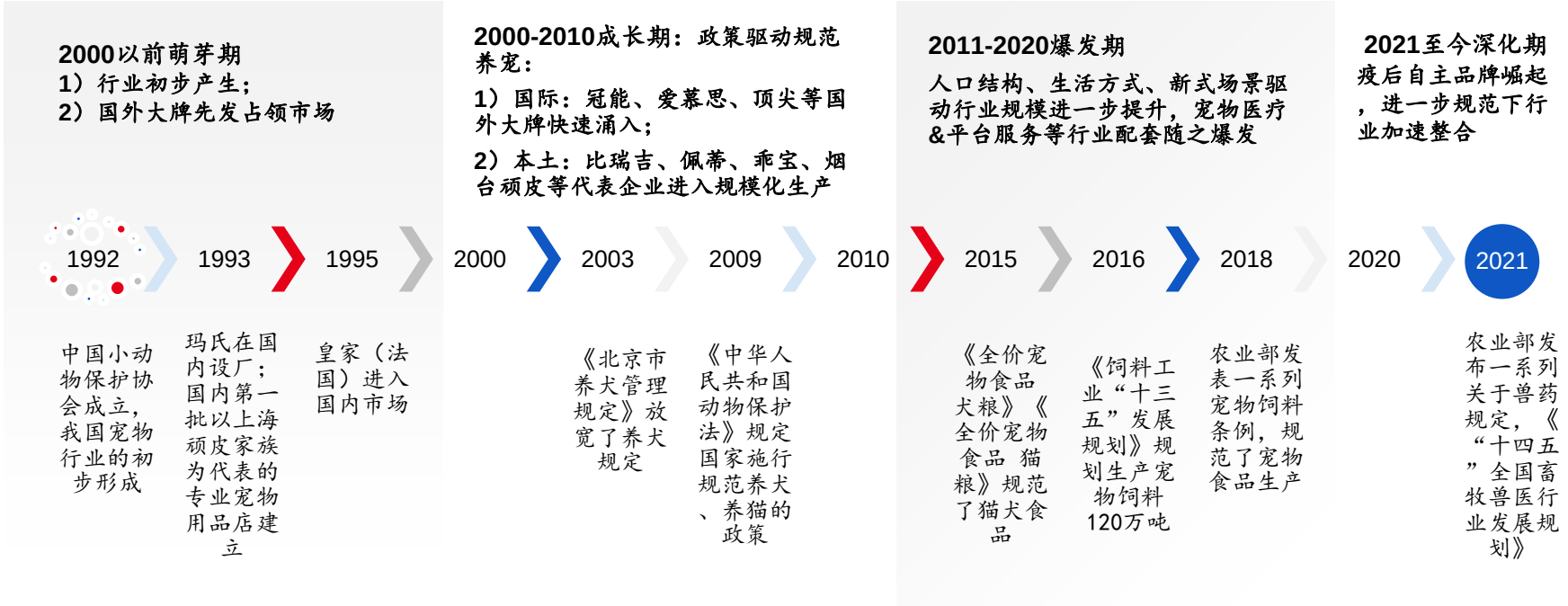
3.3 行业涵盖范围广、品类分散，厂商呈现差异化竞争

4 估值及投资建议

5 风险提示

中国宠物行业已进入快车道，行业面临两大趋势：1）本土品牌崛起；2）规范从严、整合加速

图1：中国宠物行业发展及驱动因素

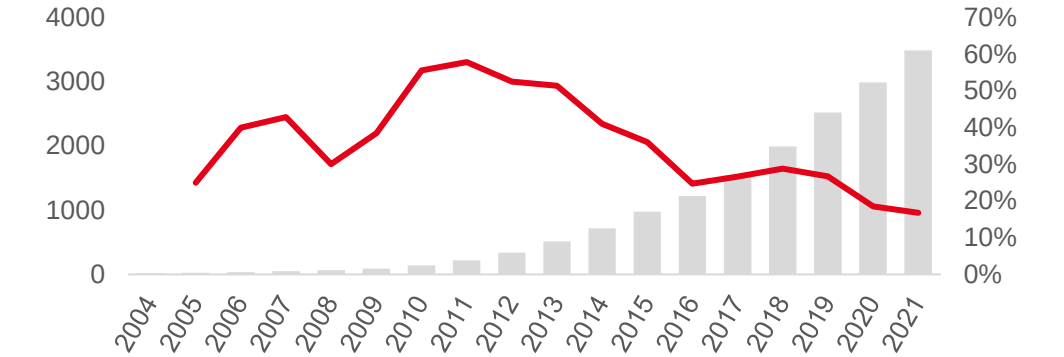


资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

本土：疫情刺激养宠需求增长并长足改变了养宠消费习惯

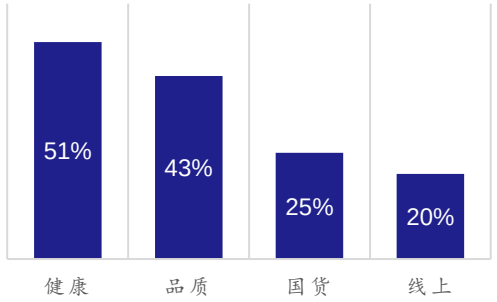
- 一方面，居家隔离使原有宠物主花费更多的时间陪伴宠物，产生更多购买需求，提升单客购买。
- 另一方面，社交的减少，新增了养宠的陪伴性需求，扩大养宠人群。艾瑞咨询专家访谈表明，疫情期间更多人通过短视频等方式“云吸宠”，成为新的潜在消费者，宠物行业规模有望在疫情后快速恢复增长。
- **消费快速向线上倾斜，品质健康消费及“国货”更受关注。**根据艾瑞咨询调研结果，20%的人认为疫情将消费行为转移至线上，且更关注养宠健康、品质和国货品牌。
- 我们认为，即使疫情放开，对养宠生活方式的改变仍具有长期影响，行业将继续保持增长。

图2：2004-2021年中国宠物市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：统计口径随行业发展有所切换，2017年以前参考发布《2016中国宠物行业发展现状分析（中国产业信息网）》和《2017年中国宠物行业白皮书》，2017年及以后参艾瑞咨询数据，太平洋证券研究院

图3：调研_疫情以来养宠态度和行为的变化



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

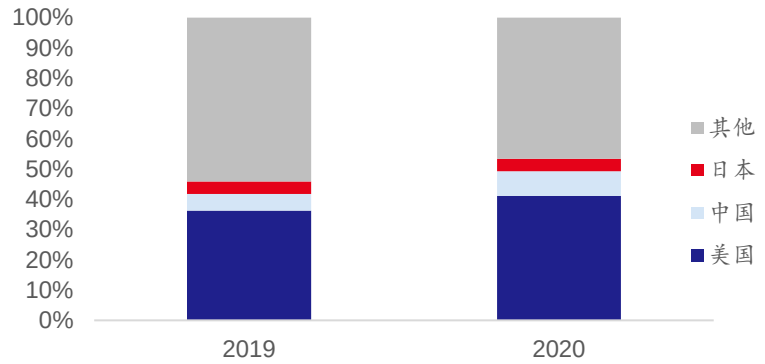
注：2021.03线上调研，N=3412

美国：占据全球市场的40%且保持活跃增长

- *美国是全球最大的宠物市场，占全球超40%份额。*
- *得益于庞大的市场体量和经济稳定性，美国宠物市场受经济周期影响较小，规模仍保持较快增速，表现出较强的消费韧性。*

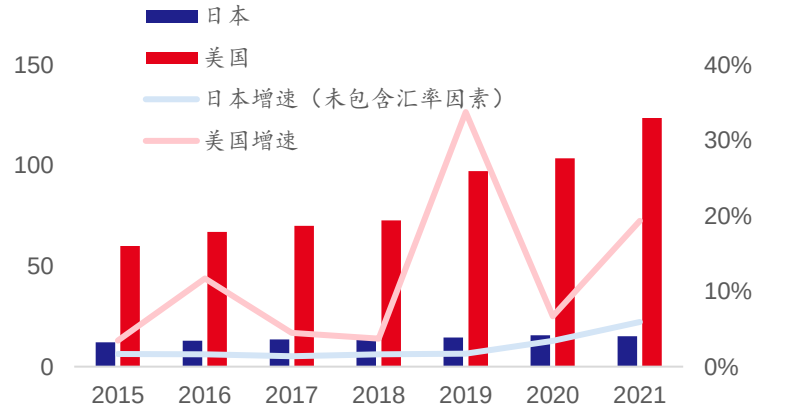
- *日本是亚洲除中国外最大的宠物市场。*
- *日本宠物市场发展较为成熟，增速较低。*

图4：2019vs. 2020年全球宠物消费市场区域分布情况



资料来源：Euromonitor，艾媒数据中心，太平洋证券研究院

图5：2015-2021美日两国宠物市场规模（十亿美元）对比

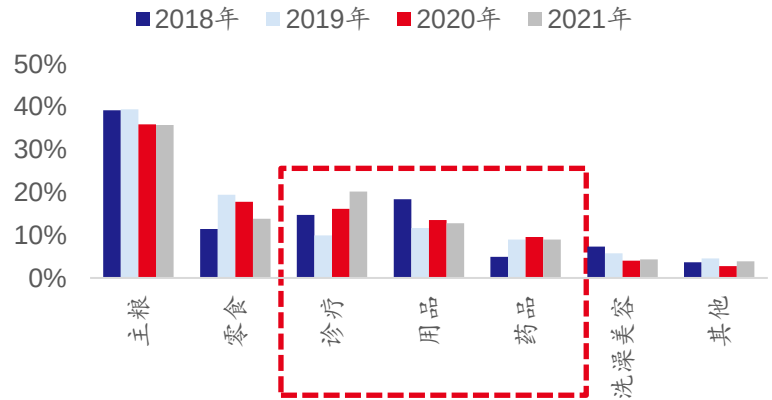


资料来源：APPA、矢野经济研究所，太平洋证券研究院

品类结构：宠食渗透率已超七成，疫情后宠医消费比重提升

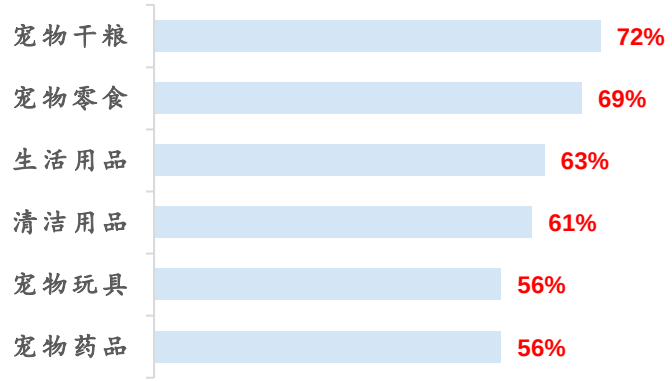
- 目前我国养宠行为已从早年的粗放式渐渐向精细、品质转型，各类主要宠物消费品的渗透率均超过一半。
  1. 宠物食品渗透率最高，其中干粮和零食分别为72%、69%；
  2. 其次是宠物用品大类，其中渗透率从高到低依次为生活用品（寝食基本用具）、清洁用品（shampoo、除臭等）、宠物玩具（飞盘、玩偶、爬架等）；
  3. 最低的宠物药品渗透率也已超过50%。

图6：2018-2021年中国宠物消费品类结构(%)



资料来源：中国宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

图7：2021年各类宠物消费品渗透率（%）

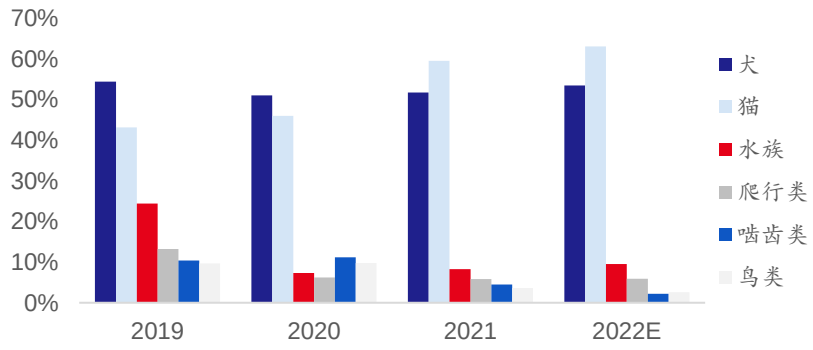


资料来源：Mob研究院，太平洋证券研究院

养宠结构：猫犬是中美主流养宠类型，中国猫宠增长趋势更为明显

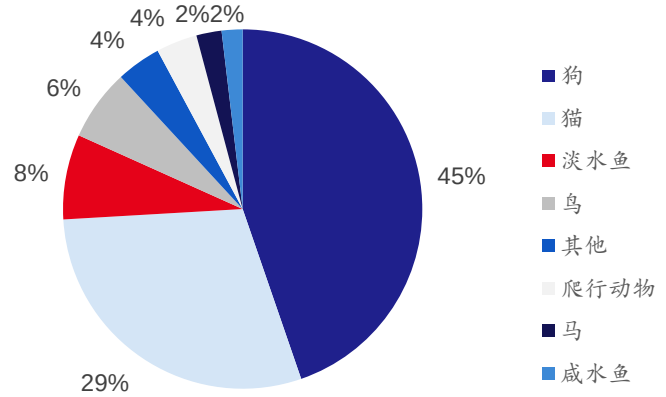
- *猫狗在中美均属主流养宠类型，由于生活方式、人均居住面积等差异，猫狗的趋势有所不同。*
- *2021年，国内猫、狗养宠占比约59.5%和51.7%，值得注意的是猫的养宠比例在过去三年成长最多，较2019年的43.1%增加了16.4pct，受限于犬类的饲养难度更高，狗的比例下降了2.7pct。*
- *美国的犬类养宠比例占据绝对优势，为45%，接近一半；第二大品类的猫则占近三成（29%）；水族的饲养比例和我国接近，约8%。*

图8：2019年-2022年中国养宠类型占比



资料来源：中国宠物行业白皮书，亿欧智库，太平洋证券研究院

图9：2021年美国不同宠物类型的数量（百万）占比



资料来源：APPA，太平洋证券研究院

产业链结构：中游宠食&宠用厂商品牌意识觉醒，下游专业化渠道处于发展

上游：原材料
发展短、规模小、议价差

中游：生产商/品牌商
国外品牌盘踞，本土品牌大量涌现

下游：经销商/医药终端
线下连锁少、品牌力低，线上平台专业化程度不及国外

肉类/谷物

九联 CAREPET sunner 圣农 春雪食品 SPRINGSNOW

其他轻工原材料

本土

食品

中宠 CPET GAMBOL 福贝宠食 路斯 LUSCIOUS

用品

PETSTAR 天元宠物 源飞 YUANFEI 依依

国际

食品

MARS Nestlé 优质食品，美好生活 高露洁 Colgate ROYAL CANIN NatureBridge

用品

FURminator PROFESSIONAL PET PRODUCTS Petio IRIS 爱丽思 DoggyMan

国内

线上

京东 淘 波奇宠物

线下

瑞鹏宠物医院 RUIPENG PET HOSPITAL 瑞派宠物医院 RINGPAI PET HOSPITAL

国外

线上

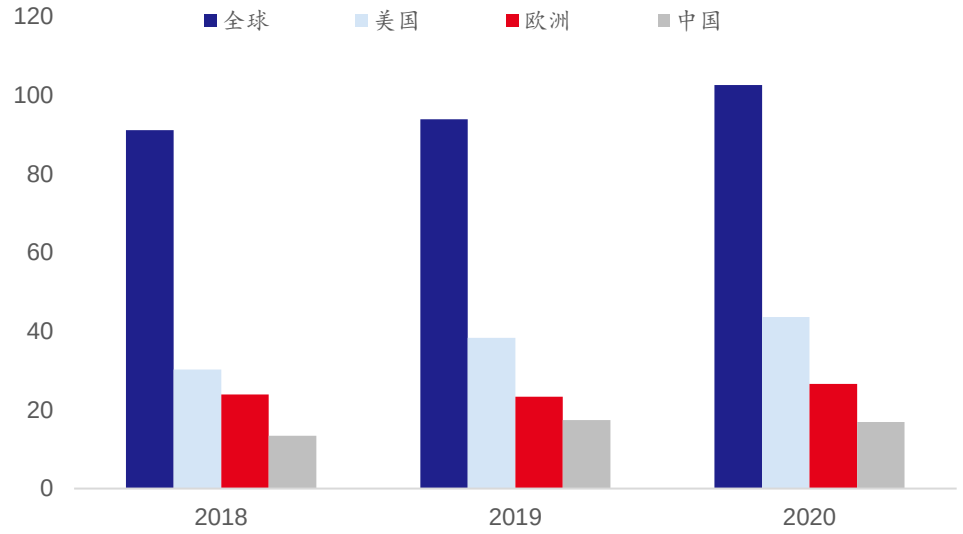
Spectrum Brands 品谱 PETSMART unicharm ユニ・チャーム 尤妮佳

线下

chewy petco HealthyPets

对标欧美成熟市场，中国潜在发展空间巨大

图10：2018-2020年中美欧宠物食品规模（十亿美元）对比



增速	2019	2020
全球	3.07%	9.27%
美国	26.40%	13.84%
欧洲	-2.63%	14.10%
中国	30.09%	-2.61%

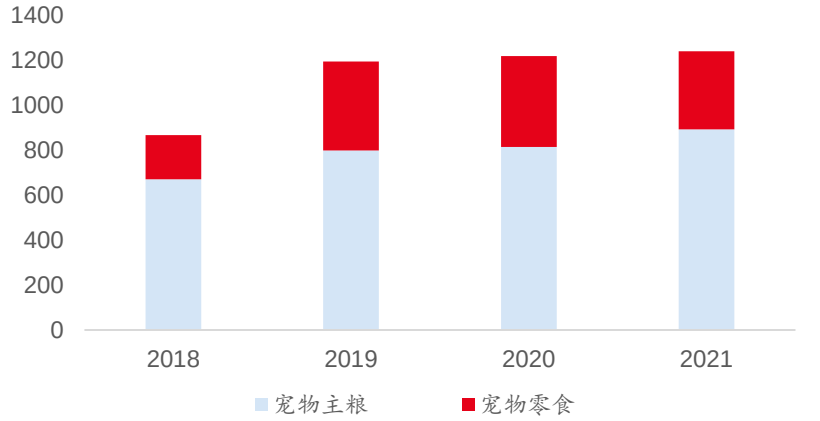
- 全球市场加速增长，美国虽增势放缓但仍保持两位数增长，贡献全球收入的四成，是最为重要的市场；
- 欧洲宠物食品市场较为成熟，规模较稳定；
- 相比欧美成熟市场体量，中国尚存较大成长空间。

资料来源：Euromonitor、APPA、FEDIAF、中国宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

本土规模超千亿，占据七成的宠物主粮消费也更具刚性

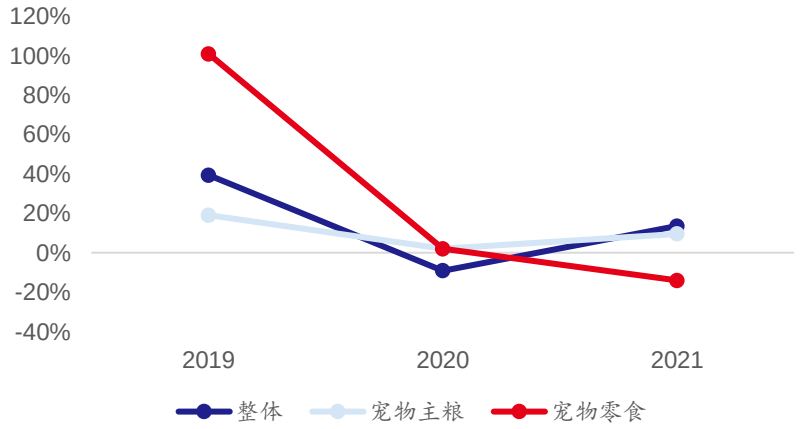
- *本土宠食规模约1200亿元，疫情后快速恢复正增长；*
- *宠物食品中，宠物主粮的比重在七成左右，2019-2021年分别为64%、72%、70%。*
- *疫情后总体恢复的态势下，细分赛道中，宠物零食的可选消费属性更强，受疫情的影响较大；宠物主粮属基本需求，销售更具刚性。*

图11：2018-2021年中国宠物食品行业规模（亿元）



资料来源：中宠年报，太平洋证券研究院

图12：2018-2021年我国宠物食品行业增速（%）

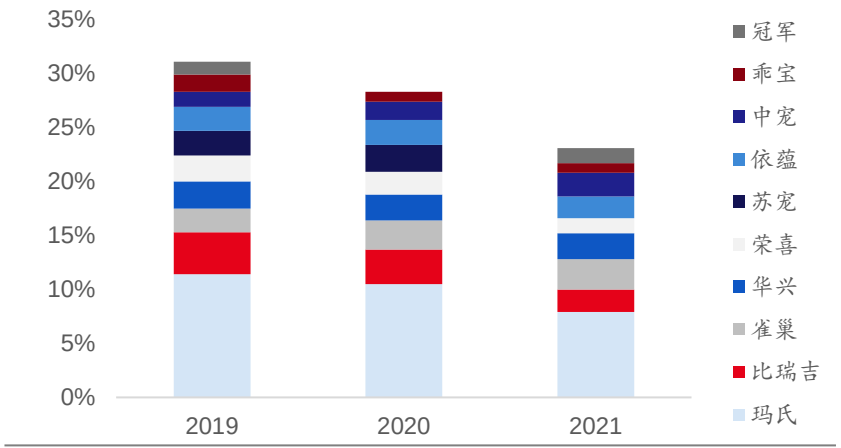


资料来源：中宠年报，太平洋证券研究院

相较美国，中国宠食市场集中度低且持续分散化。

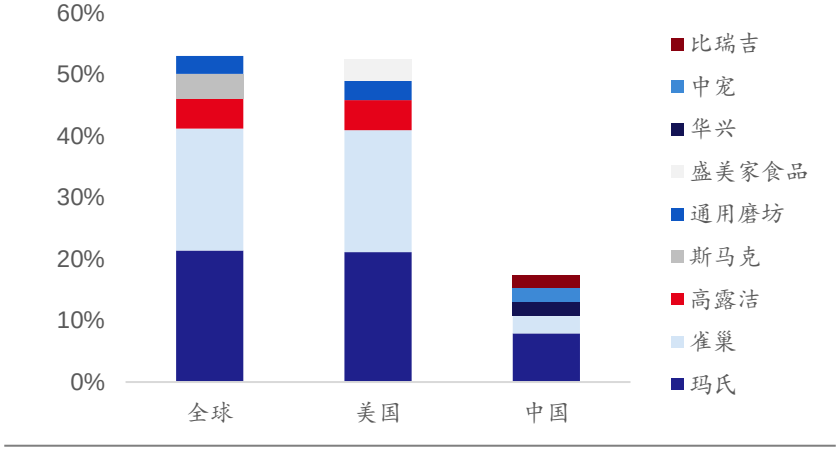
- *我国宠食行业集中度较低，且近三年持续分散化。CR10从2019年的31.1%降至2021年23.1%；*
- *玛氏龙头优势削减，厂商间的份额差异缩小。玛氏的份额从2019的11.4%减少至2021年的7.9%；此外，其他厂商份额并未出现明显的递减，而是趋于均衡。*
- *全球宠物食品行业竞争格局和美国相似，其龙头企业为玛氏、雀巢、高露洁、通用磨坊等，市场格局较为成熟。*
- *于此相对，中国市场集中度低，市场处于激烈竞争中，未来发展机遇较大。*

图13：2019-2021年我国宠物食品市场CR10



资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

图14：2021年全球以及中美宠物食品市场头部

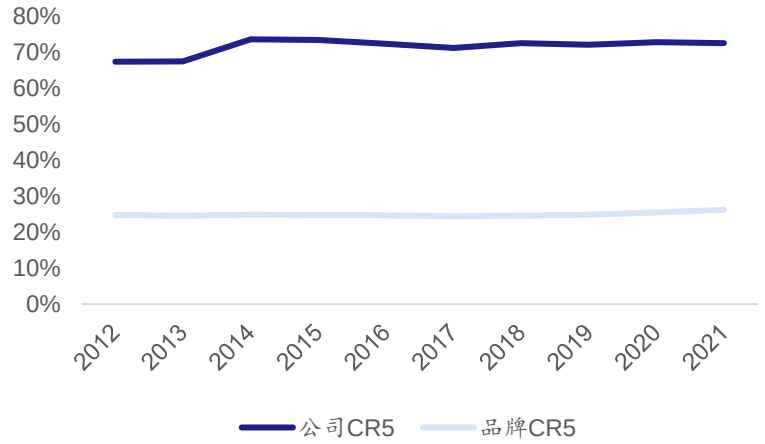


资料来源： Euromonitor，华经产业研究院，太平洋证券研究院

美国市场具有“厂商集中、品牌分散”的特点

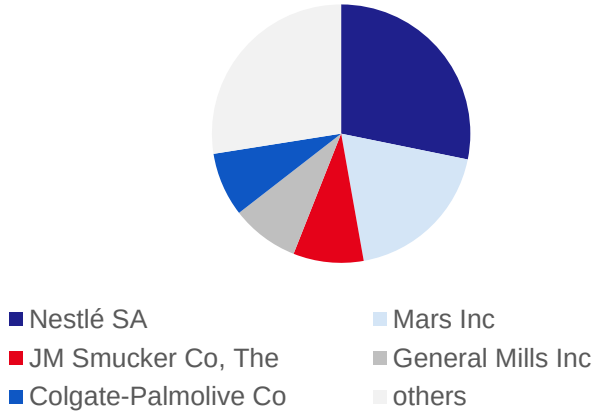
- **集中度维持稳定，公司高&品牌低：**美国宠物食品市场经历长期兼并发展已经高度成熟，公司集中度CR5常年维持75%左右，2021年第一大企业雀巢占比28.2%，第二大企业玛氏占比19%，二者相加接近50%。品牌集中度由于宠粮细分品类多，其品牌相对分散，CR5近年维持再25%左右。

图15：美国犬猫粮公司/品牌CR5



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图16：2021美国犬猫粮公司格局

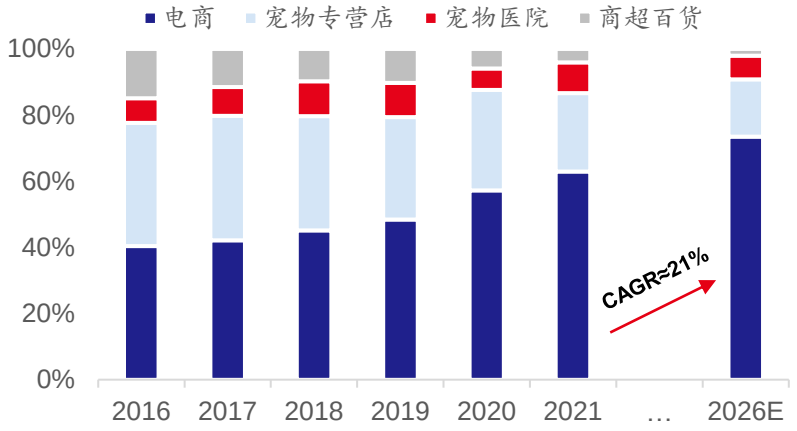


资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

我国电商渠道贡献超过一半，远超欧美日成熟市场

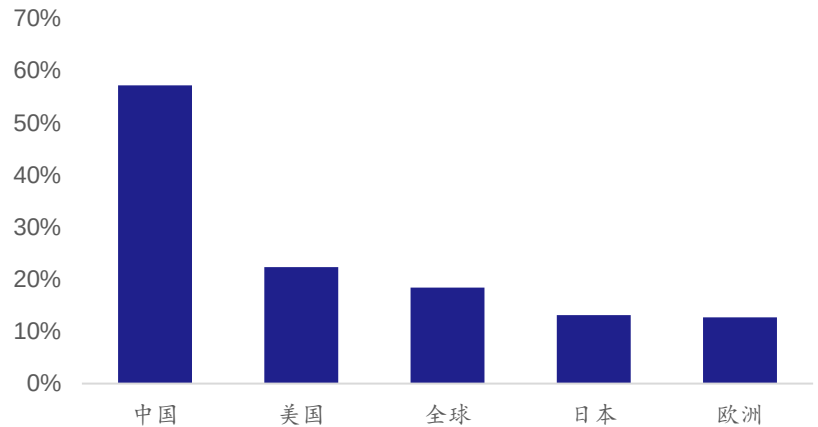
- *电商渠道占比已从2017年的42%逐年提升至2020年的57%，成为我国宠物食品行业最重要的渠道；*
- *宠物专营店的渠道占比约3成左右，是第二大消费途径；*
- *行业专业化加深，宠物医院和普通商超的渠道分量降低。*
- *国外大型连锁商超较为成熟，沃尔玛、PetSmart等都是消费者较为青睐的渠道。*
- *相比中国过半的电商占比，全球、日本和欧洲的电商渠道占比低于20%，美国电商占比也仅仅是20%左右。*

图17：我国宠物食品市场渠道结构



资料来源：Euromonitor，艾媒数据中心，德勤，太平洋证券研究院

图18：2020年各国电商渠道占比（%）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

综合电商渗透广、品类全，成为我国最有效的线上渠道

图19：我国宠物食品各类渠道特点（从上到下，成长潜力依次递减）

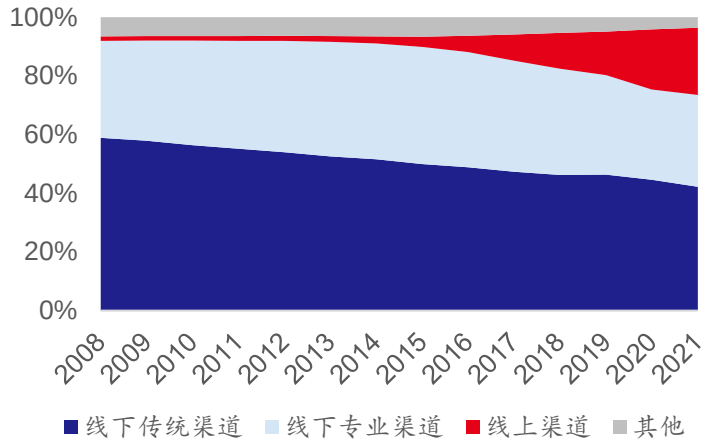
渠道名称		渠道特点
电商	其中：	电商渠道整体发展强劲、渗透率迅速增长。电商平台数字化营销触达较广，同时平台上图片视频等可视 化营销内容刺激在线消费。
	综合电商	平台品类丰富且具备规模化的管理体系，同时面向所有消费者，具备公域流量优势， 但转化效率较低
	社交电商	通过KOL直播、短视频、图文种草等形式吸引流量，并最终通过电商板块变现。流量分发机制下，品牌可直接触达目标消费者，流量转化效率高，但同时维护KOL、购买流量等产生的转化费用也较高
	垂直电商	专门售卖宠物食品和日用品的电商平台，品类集中且专业性强，用户可通过平台快速了解养宠信息并购买相关产品，通常具备完善的会员机制和管理体系
宠物专营店		宠物门店数量稳步增长，品牌化宠物店提供标准化的服务质量，大力提升消费者信赖度，将吸引更多的 客流量，促进单店消费增长。
宠物医院		伴随着医院门店数的持续增加，消费者科学养宠意识提高，单店客流量和单店消费同步增长。由于受到 消费者信赖，兽医推荐的产品品牌购买转化率较高。
商超百货		门店商超的品牌渗透率较低，产品多样性有限，因而不是养宠人群的主要消费渠道。随着O2O业务的发展，在门店商超的宠物食品消费将略有增长趋势。

资料来源：德勤，太平洋证券研究院

美国市场也在向线上渠道转移，但更注重平台专业化

- **电商渠道兴起：**美国宠物食品销售渠道主要分为线下传统渠道（大型商超/传统零售）、专业渠道（宠物医院、宠物店、宠物超市）、线上平台三类。2011年宠物线上专业销售平台chewy成立，美国宠物食品市场线上渠道开始快速兴起，2011-2021，其市场占比从1.6%增长21.3pct至22.9%。线下渠道中，2011-2021，专业渠道占比下滑5.4pct至31.3%，传统渠道下滑13pct至42.2%。

图20：美国宠物食品渠道销售占比



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图21：专业&线上渠道代表平台



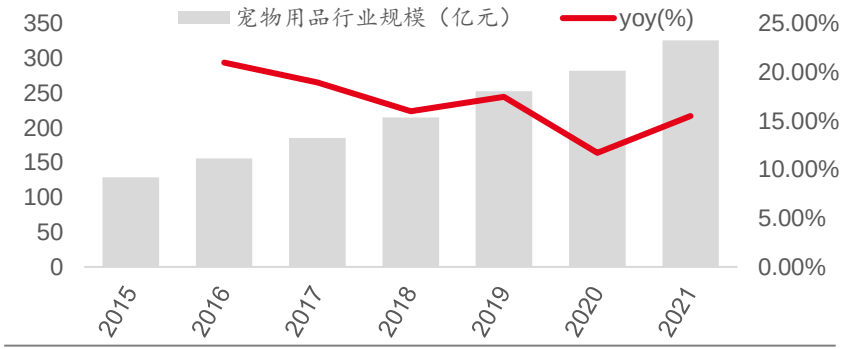
线上　　专业

资料来源：Google，太平洋证券研究院

宠用规模持续增长，品类日常而分散，导致行业容易呈现“高渗透、低集中”特点。

- **宠物用品市场持续增长，2021年规模已超300亿元。**根据艾媒数据，我国宠物用品市场规模在2021年约为328亿元；过去5年间，除2020年受疫情影响，其他年同比增速在15%-20%水平。
- 宠物用品品类十分分散，细分赛道众多，竞争差异化大。根据天元宠物招股书，宠用行业涵盖宠物基本生活方方面面，**行业容易呈现高渗透、低集中的特点。**

图22：中国宠物用品行业规模及增速



资料来源：艾媒咨询，太平洋证券研究院

图23：宠物用品主要种类-按用途分

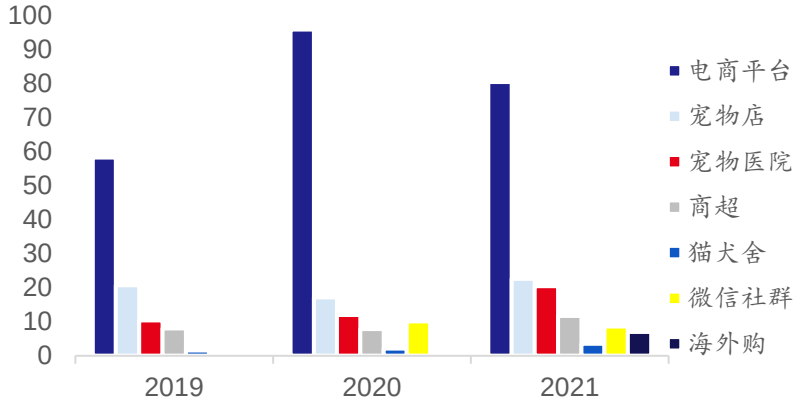
宠物用品	出行用品		牵引用具、出行箱包等
	清洁用品		宠物刷、除毛器、拾便器、浴液、毛巾等
	宠物服饰		需兼具保暖美观、耐摩擦和撕咬特性
	居住用品		猫爬架、窝垫、猫砂、厕所、食饮器具等
	宠物玩具		猫抓板、磨牙玩具、球类等

资料来源：天元宠物招股书，京东商城，太平洋证券研究院

随着养宠观念升级，宠用消费频次和品质追求得到提升

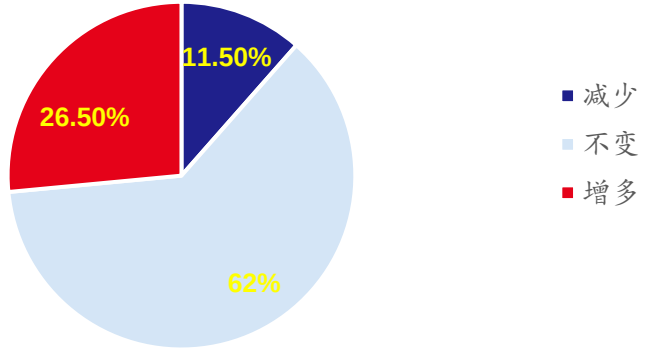
- **宠物用品的购买渠道越来越丰富，追求专业化、高端化。**除电商平台、宠物店医院、宠物医院、商超和猫犬舍这几个传统渠道的偏好进一步提升以外，微信社群和海外购之类的新兴渠道于近两年兴起，反映了大家对宠物用品专业化、精致高端化的追求。
- **宠物用品购买频次增加，有望提高整体消费规模。**根据艾媒数据，2022年我国宠物用品消费者中，除大约六成不改变购买频次以外，有26.5%表示增加了购买的频次，超过“减少频次”人群比例（11.5%）的两倍。

图24：2019-2021年中国宠物用品购买渠道偏好（%）



资料来源：宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

图25：2022年中国宠物用品消费者购买次数的变化

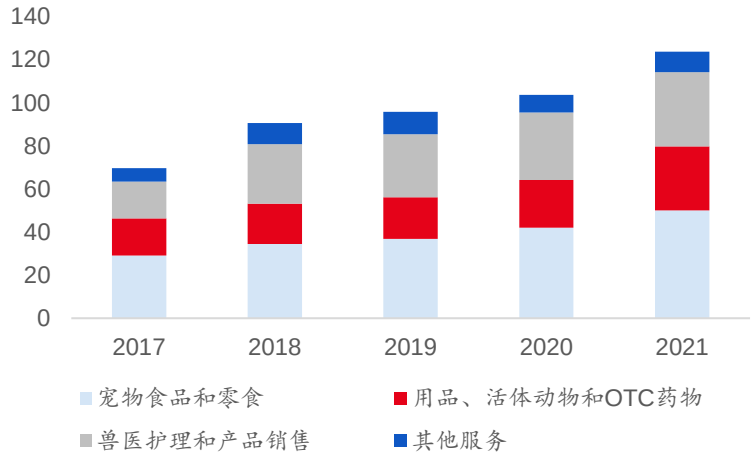


资料来源：艾媒咨询，太平洋证券研究院

美国宠物行业规模主要集中于宠物食品和宠物医疗。相较而言，我国宠物医疗市场和宠物服务市场还有很大的成长空间。

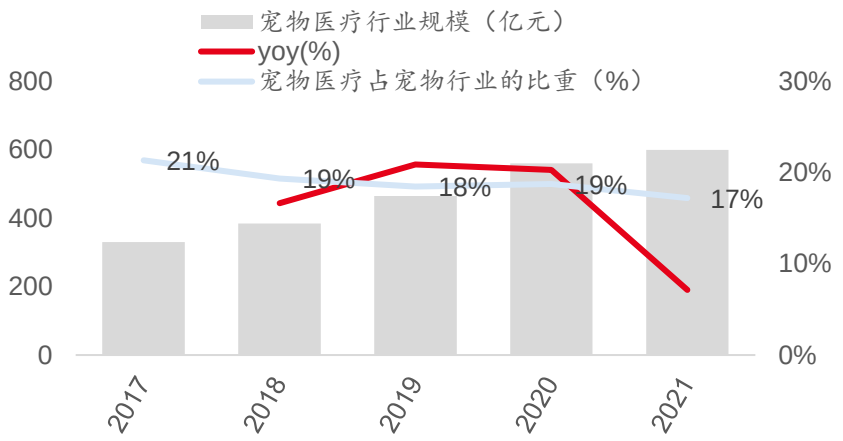
- 美国宠物食品消费约占整体的四成，非医药用品不超过两成，医药及相关服务约占三成。
- 相较美国，我国的宠物医疗行业规模接近两成，尚存在一定的发展空间。

图26：2017-2021年美国宠物消费规模（十亿美元）



资料来源： APPA、太平洋证券研究院

图27：2017-2021年中国宠物医疗行业规模及增速



资料来源：华经产业研究院，太平洋证券研究院

医院作为重要的线下综合载体，有望在未来5-10年进入快速成长期。

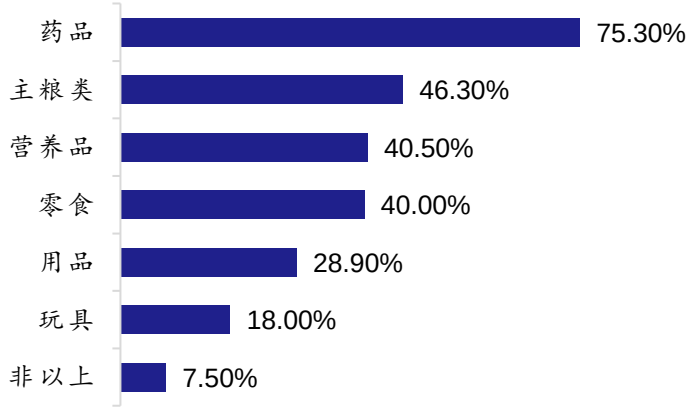
- 医院作为医疗服务和宠物药品售出的主要载体，还在食品用品的销售推广中发挥着重要作用，是未来的重要发展方向。根据Petdata发布的宠物行业白皮书，宠物主在医院消费的首先是药品，占比超过75%，食品相关大类也基本都有40%及以上的占比，用品消费占比则接近30%。
- 一方面，经历了2015-2018的投资活跃期，我国两大宠物医院集团已基本成型；另一方面，医院的成熟周期较长，预计5-10年（2023-2028）进入快速发展期。

图28：2017-2021年美国宠物消费结构



资料来源：亿欧智库、太平洋证券研究院

图29：宠物主在宠物医院消费的类型（2021）



资料来源：宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

2.1 借鉴日本，我国宠物行业将在未来十年进入快速发展期。 *日本养宠观念觉醒更早、行业更快步入成熟期；我国正处于日本第二阶段到第三阶段迈进的情形，有望在未来十年内快速发展，市场体量则决定我们的发展格局更类似美国。*

美国

- 1860年美国电气工程师James Spratt发明世界上最早的宠物食品

1860-1980年 启蒙期

- 传统宠物零售店兴起
- 1987年成立PetSmart,目前已经成为全球最大的综合性宠物用品零售和服务连锁商店
- 人口老龄化和年轻人口比重减少增加了宠物的需求
- 1988年56%美国家庭拥有一只宠物

1980-2000年 孕育期

宠物是家庭成员的观念形成

- 宠物个性化服务开始出现

2000-2010年 快速发展

- 一体化、大型连锁成为趋势
- 2014年，PetSmart收购宠物用品网络零售企业Pet360
- 2017年PetSmart收购宠物用品电商平台Chewy
- 2017年，亚马逊推出宠物主页功能
- 2021年，70%美国家庭拥有宠物

2010年至今 加速整合

日本

1960-1980年 启蒙期

- 宠物规模快速增长，**角色从看家转变为陪伴**
- 1960年，日本第一款自有品牌狗粮Vita-one面市
- 1969年，日本宠物狗食品协会成立；
- 1970年，外资宠物企业普瑞纳与日本大洋渔业公司成立合资公司
- 1973年，《动物保护与管理法》颁布，首次明确禁止虐待和遗弃动物

1980-2000年 快速发展

- 宠物商店购买宠物成为主流，内资大型企业跨界进入宠物领域
- 1986年，日本个护企业尤妮佳进入宠物领域
- 1987年，日本家居用品企业IRIS进入宠物领域
- 1990s，宠物店铺成为商超吸引顾客的重要手段
- 1999年，《动物保护和管理法》更名《动物爱护和保管法》

2000-2010年 稳步发展期

- 从以规模增长为驱动转为单只宠物消费金额增长为驱动
- 宠物连锁扩大规模，线上消费不断完善
- 2008年，日本颁布《宠物食品安全法》，对宠物食品进行规定和限制

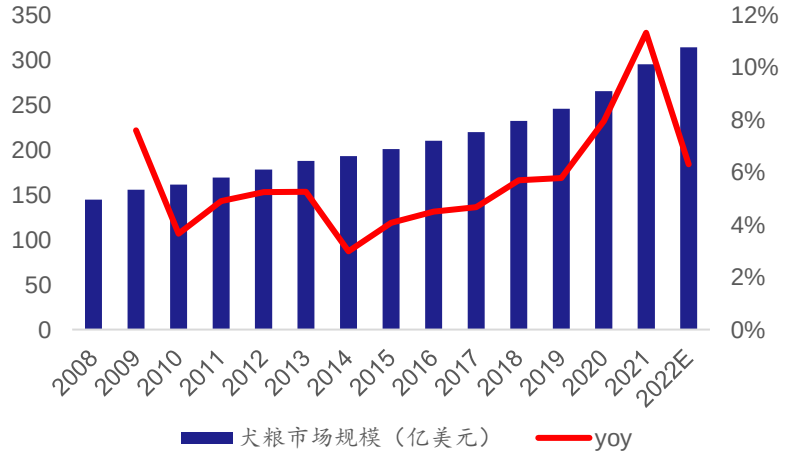
2010年至今 成熟期

- 产业结构化升级，宠物行业保持低速稳健成长
- 宠物产品多样化

美国宠食市场规模在已持续增长数年的情况下，2016年再次迎来加速

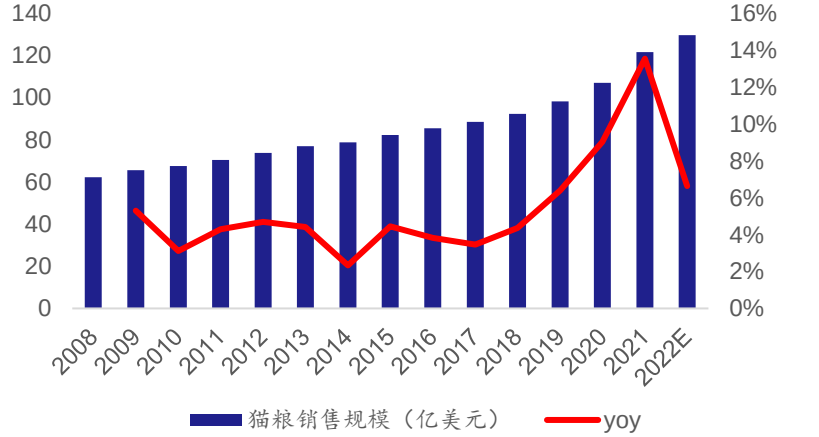
- **市场规模增长：**2008-2021，美国犬粮市场规模从144亿美元增长至295亿美元，CAGR为5.64%。猫粮市场规模从62亿美元增长至121亿美元，CAGR为5.29%。
- **近五年进一步提速，2020/2021疫情下超增：**2016-2021，犬粮CAGR7.06%，猫粮CAGR7.30%，增速提升明显。其中，2020年犬猫粮同比增长7.95%/9.02%，2021年犬猫粮同比增长11.32%/13.53%，存超额增长。

图30：美国犬粮市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图31：美国猫粮市场规模（亿美元）

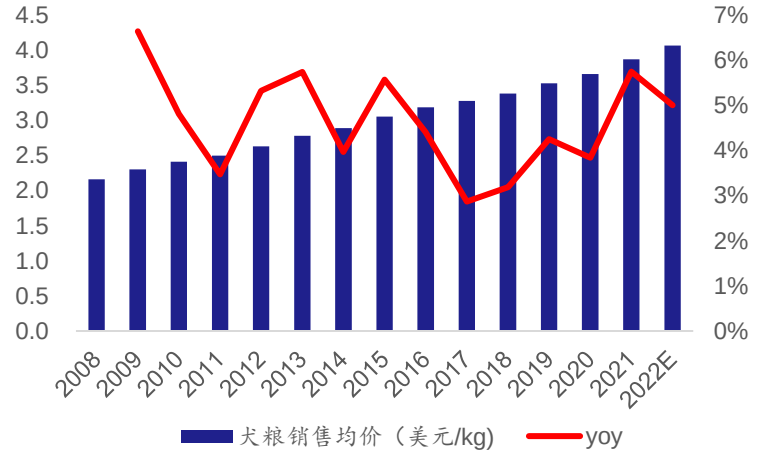


资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

价格增长持续扩张市场规模天花板，2016年左右增势再受提振

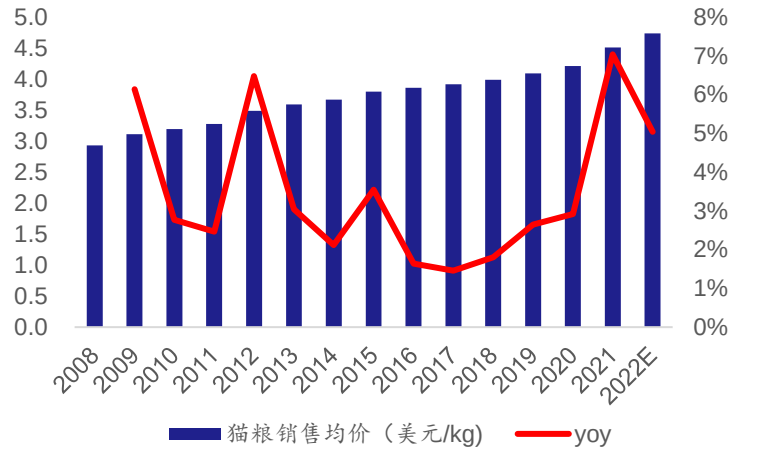
- **销售均价持续提升：**2008-2021，美国犬粮销售均价从2.15美元/kg增长至3.87美元/kg，CAGR为4.59%。美国猫粮市场销售均价从2.93美元/kg增长至4.51美元/kg，CAGR为3.37%。销售均价持续保持正增速，贡献市场主要增量。
- 2016年左右，价格增速有所滑落，但随即再次持续性加速增长。

图32：美国犬粮销售均价（美元/kg）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图33：美国猫粮销售均价（美元/kg）

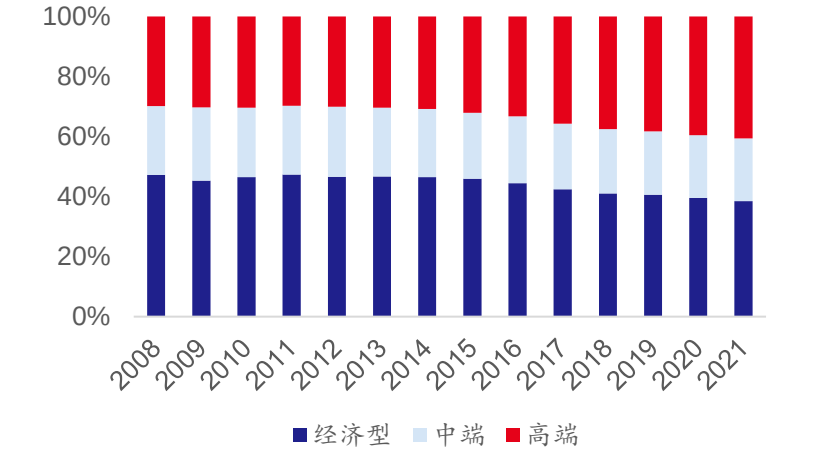


资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

主粮高端化，高端产品销量占比近40%

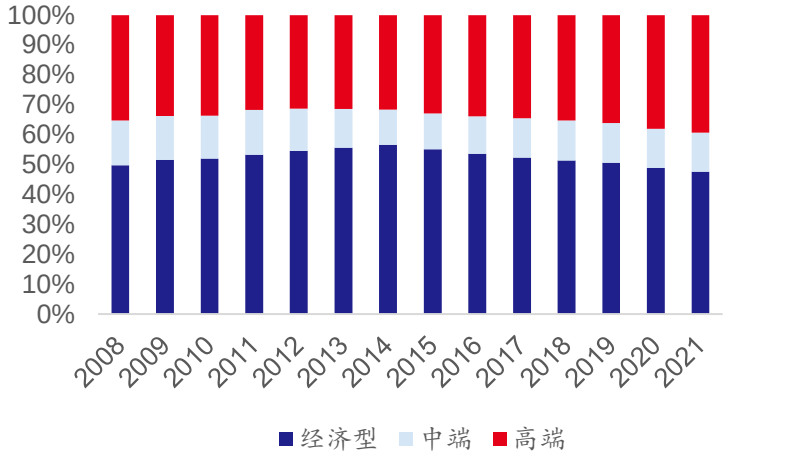
- **主粮高端化：**美国犬猫食品市场高端化趋势明显，2008-2021犬主粮高端产品销量占比增长10.76pct至40.60%，2008-2021猫主粮高端产品销量占比增长4.09pct至39.33%。截至2021，犬猫主粮高端产品销量占比近40%，精细养宠需求明显。

图34：美国犬粮主粮价格带销量分布



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图35：美国猫粮主粮价格带销量分布

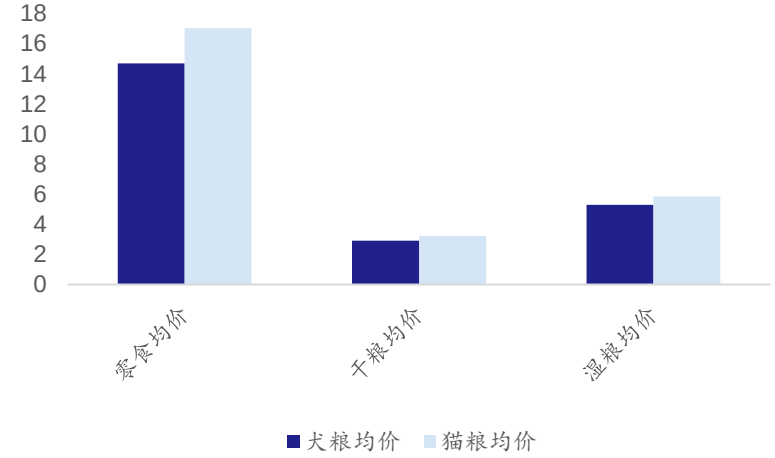


资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

价格更高的零食品类快速发展，零食销量占比提高抬升均价

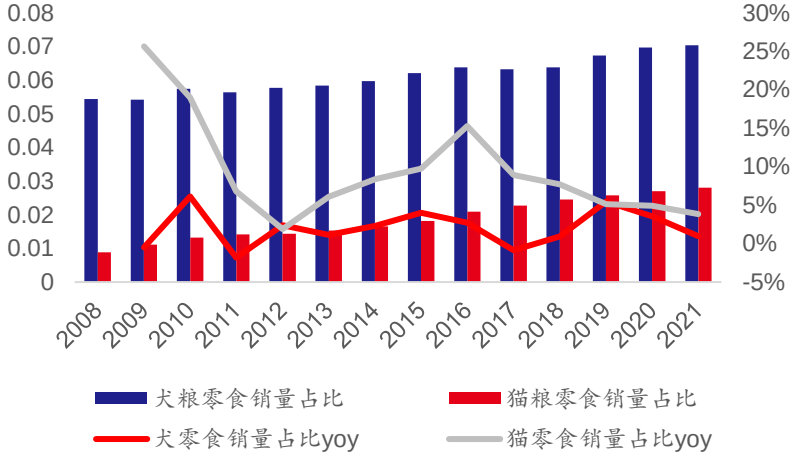
- **零食销量占比提升：**宠物食品品类中零食均价远高于主粮产品（干粮/湿粮）。2008-2021年美国宠物食品市场零食销量占比持续攀升，养宠精细化趋势下，宠物主对于宠物的喂养需求更加细分，零食的渗透率提升趋势明显，犬零食销量占比增长1.59pct至7.03%，猫零食销量占比增长1.92pct至1.92%。

图36：美国犬猫粮市场产品均价（美元/kg）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图37：美国犬猫粮市场零食品类占比（%）及趋势

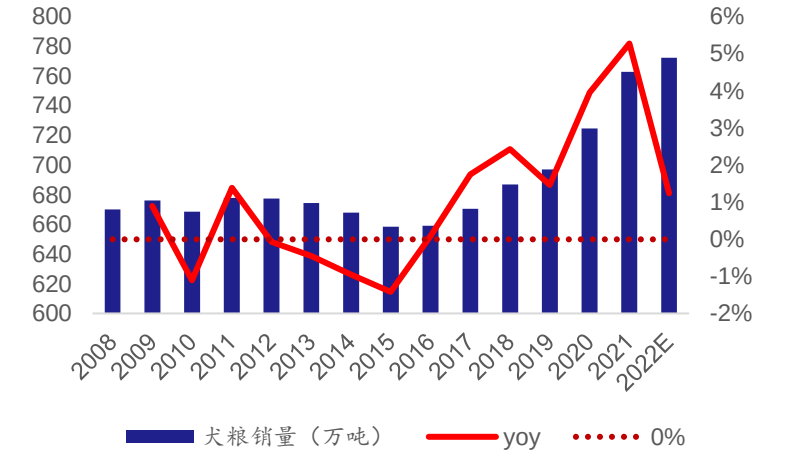


资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

美国宠食销量一度进入负增长，2016年以来销量再次爆发

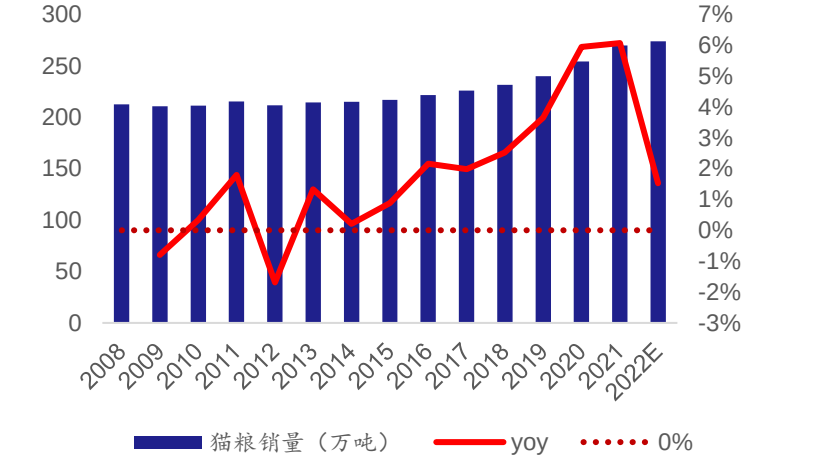
- **近5年销量加速增长：**美国犬猫市场属成熟期市场，2008-2016阶段销量维持稳定。2016-2021，迎来新一波宠物市场热潮，销量提升明显。2016-2021犬粮销量从659万吨增长至763万吨，CAGR为2.96%。2016-2021猫粮销量从221万吨增长至270万吨，CAGR为4.02%。疫后2020/2021增量提升明显，2021犬/猫粮销量同比增速达5%/6%，2022年预计增速有所下滑。

图38：美国犬粮销量（万吨）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图39：美国猫粮销量（万吨）



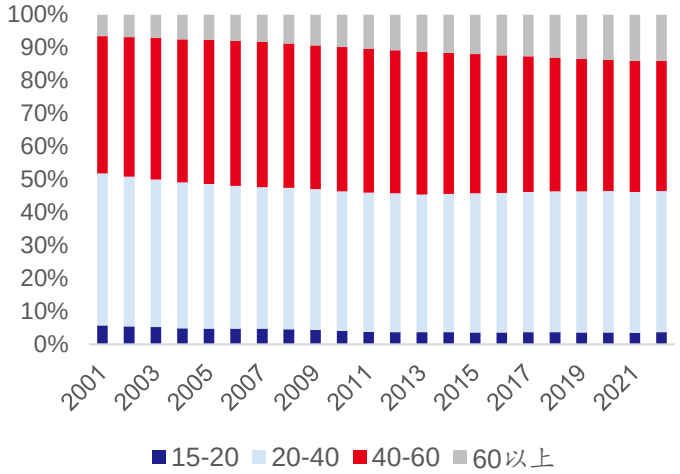
资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

主要系受到人口结构转变，及养宠的陪伴需求大幅增加的驱动

- **家庭结构比例变动：**战后婴儿潮人口老化，美国社会60岁以上人口占比增加，2001-2021 60岁以上经济活跃人口占比增加7.42pct至14.02%。社会家庭结构变动下，少子/退休/未婚/65-75岁家庭占比提升，养宠需求增加。

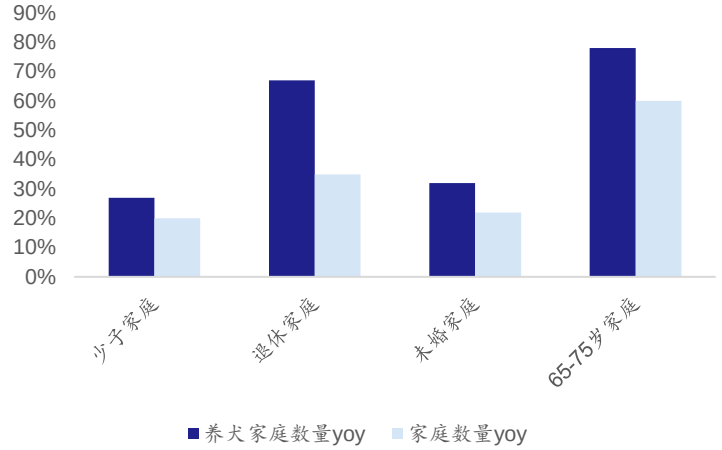
- **超额增量：**伴随家庭动态结构变化，陪伴需求下养宠家庭存超额增量，2011-2021十年间，少子/退休/未婚/65-75岁家庭养犬数量同比增速皆高于相对应家庭数量增速。

图40：美国1.6亿经济活跃人口年龄结构统计（%）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图41：2011-2021四类家庭数量及养犬数量yoy（%）

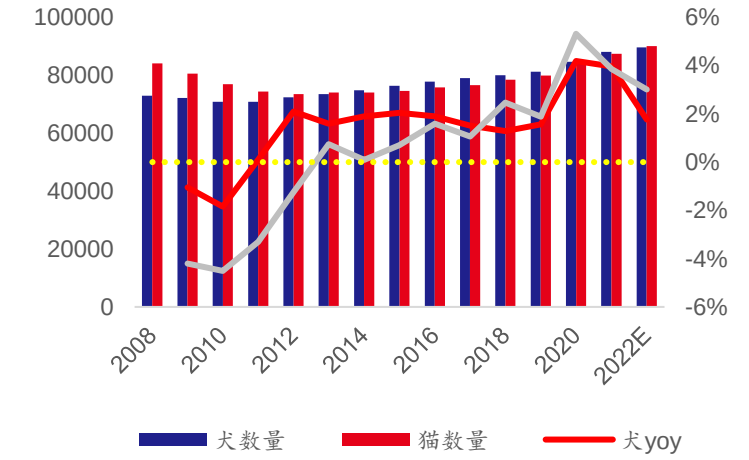


资料来源：Petfood，太平洋证券研究院

表现为宠物保有量增长，养宠渗透率不断提升

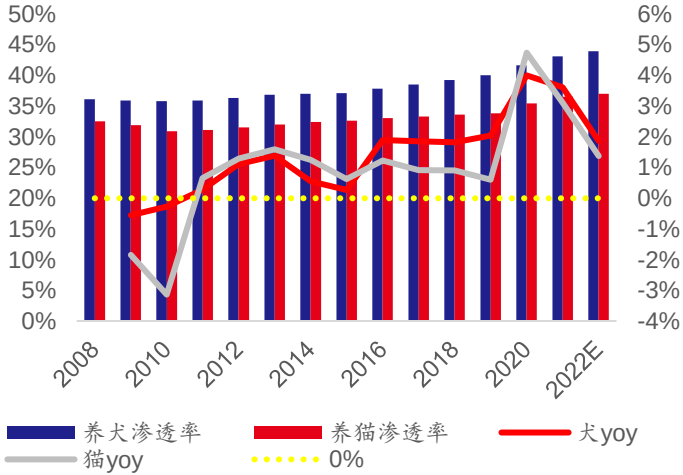
- **养宠渗透率提升：**美国宠物市场属成熟市场，2011年起养宠渗透率迎来新一轮提升。2016-2021年犬/猫渗透率分别增长5.3pct/3.5pct至43.1%/36.5%。
- **宠物数量提升：**渗透率增长推动下，美国犬猫数量近十年保持持续增长，增速整体呈增长态势，2016-2021犬数量从7774万增长至8792万只，CAGR为2.49%，猫数量从7569万只增长至8732万只，CAGR为2.90%。

图42：美国犬猫数量（千只）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图43：美国家庭犬猫渗透率（%）



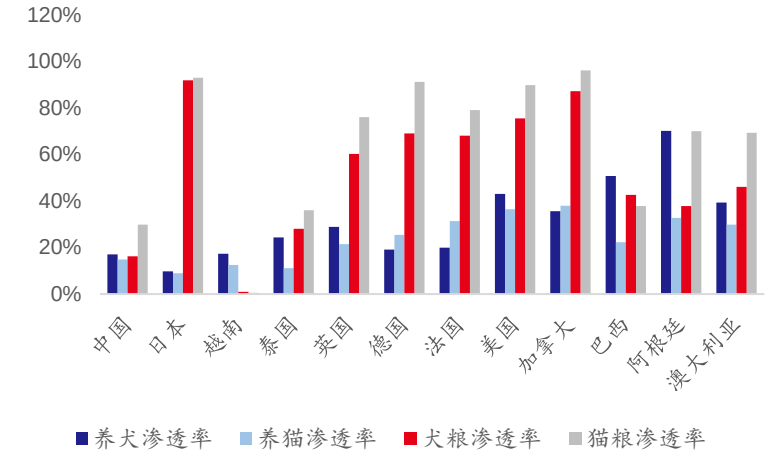
资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

美国不仅养宠渗透率处于高位，宠食喂养的渗透率也居于世界前列，进一步扩增宠食市场容量

- **美洲高养宠渗透率&发达国家高宠食渗透率：**2021美国宠物食品市场犬猫渗透率43.1%/36.5%，犬猫粮渗透率75.5%/89.8%。同世界其余国家渗透率相比，美洲市场养宠渗透率居高，发达国家宠食渗透率居高。

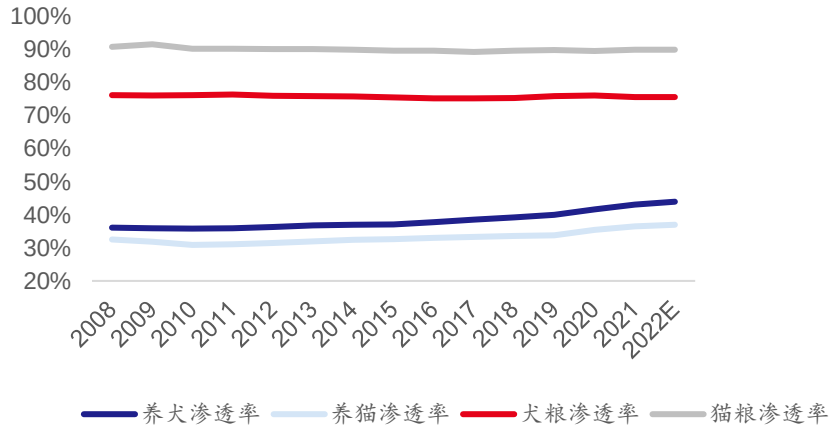
- **宠食渗透率稳定&养宠渗透率再成长：**美国犬猫养宠渗透率近年呈现抬升趋势，宠粮渗透率维持高位稳定水平。

图44：2021年全球养宠渗透率&宠粮渗透率（%）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

图45：美国犬猫市场渗透率（%）

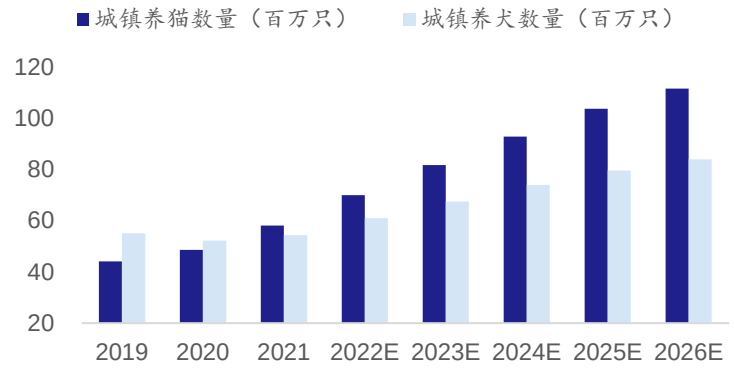


资料来源：Euromonitor，太平洋证券研究院

我国家庭养宠渗透率预计5年达到美国的6-7成，长期中猫犬养宠渗透率达到35%、30%左右，约美国的八成

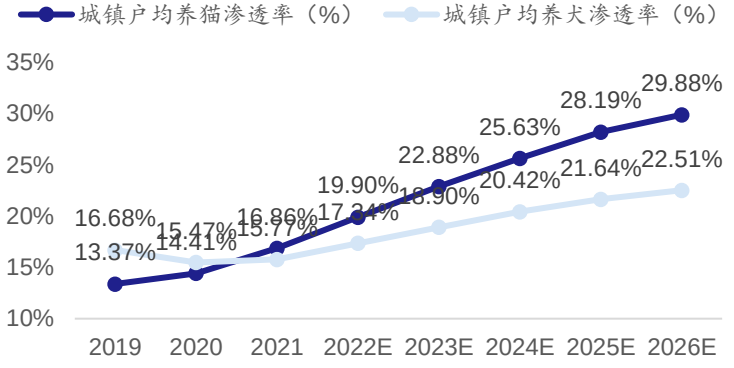
- 根据中国宠物行业白皮书，2021年我国的城镇猫犬宠物数量分别为5,806/5,429万只，对应城镇户均养宠渗透率为16.86%和15.77%；
- 借鉴美国家庭养宠（猫犬）渗透率，考虑：1）我国的城镇化进程和猫犬宠物结构变化趋势，2）中美人均收入和居住面积的实际差异，预计我国2026年城镇猫犬宠物保有量将达到11,145/8,395万只，2022-2026年均复合增速分别为12.4%、8.3%，2026年预计户均养宠渗透为29.88%和22.51%。长期中，猫犬宠物数量约达1.4\1.2亿只，渗透率为34.5%\29.2%

图46：2019-2026E我国城镇猫犬宠物数量估算



资料来源：中国宠物行业白皮书，统计局，太平洋证券研究院估测

图47：2021年各类宠物消费品渗透率（%）估算

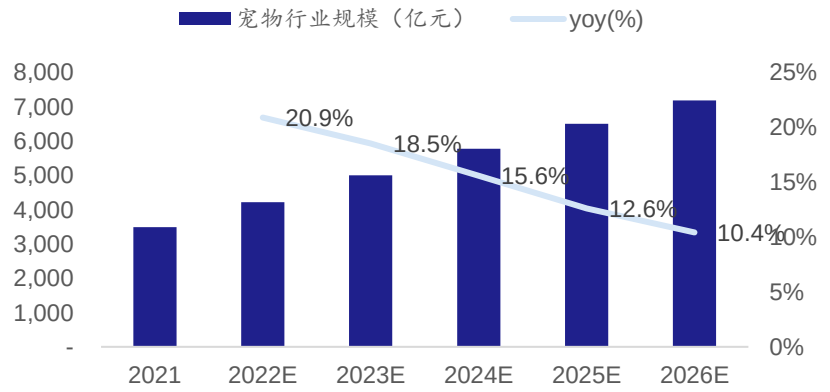


资料来源：宠物行业白皮书，统计局，太平洋证券研究院估测

未来五年，宠物行业整体保持10%~20%增速，子板块结构长期中将向美国靠拢。

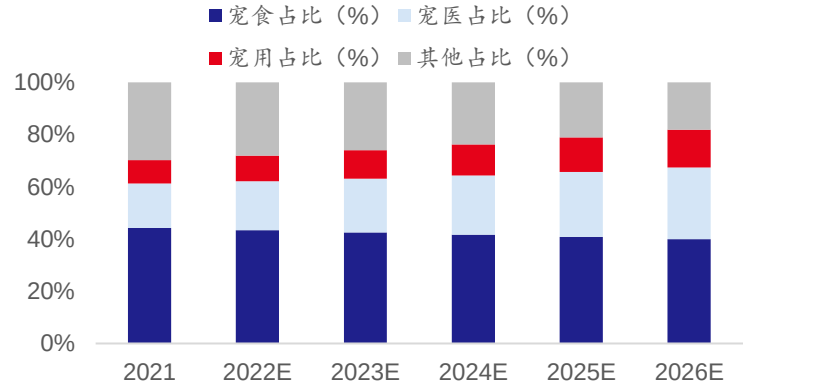
- 根据中国宠物行业白皮书，2021年猫犬单宠消费额分别为1826元、2634元，猫、犬宠食消费占比各自为53.9%和50%，结合中国目前的养宠结构，我们估算出宠食整体行业规模于2022年达到4200亿元，及至2026年有望突破7000亿元。
- 借鉴前文美国市场各子赛道的规模结构，我们预计中国未来的宠食：宠医：宠用将接近4：3：1.5；估计至2026年，三大子赛道规模依次为2356\1967\1042亿元，占比分别为40%\27%\14%。

图48：2021-2026E年中国宠物行业整体规模及增速预测



资料来源：中国宠物行业白皮书，统计局，太平洋证券研究院测算

图49：2021-2026E年中国宠物行业各子赛道规模结构占比



资料来源：中国宠物行业白皮书，统计局，太平洋证券研究院测算

国外龙头早年占据行业主导，近年来本土厂商崛起，自主品牌占据更多市场

表：市场上主流宠物食品厂家及品牌、业务分布

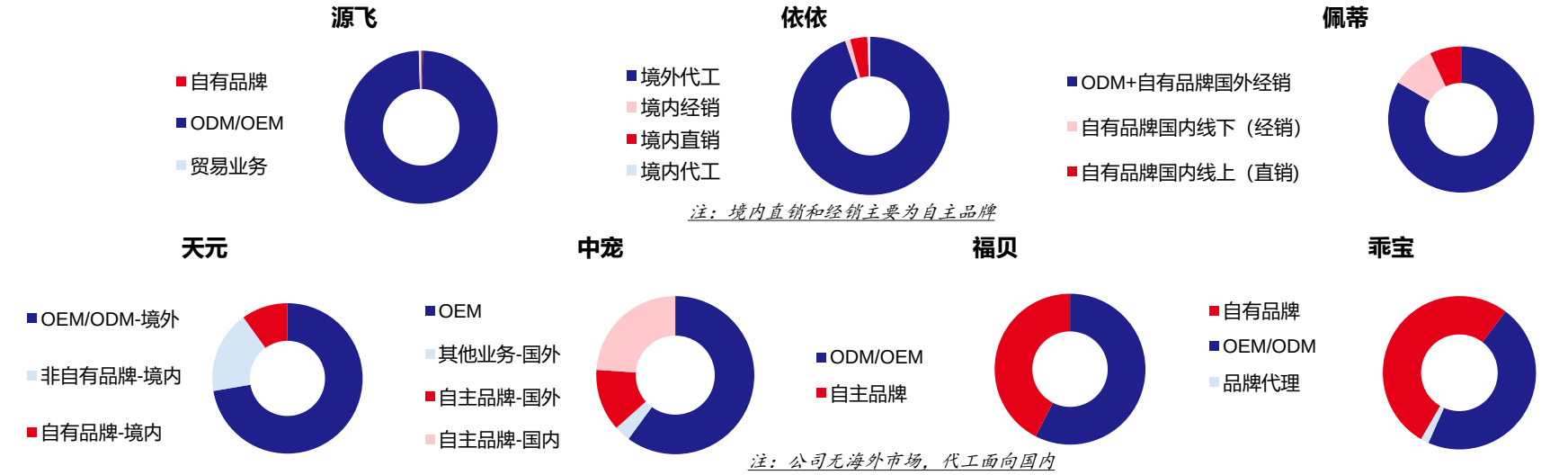
厂商	成立时间	旗下品牌	重点区域布局	宠食业务占比 (%)
中宠股份	2002/10/21	顽皮Wanpy、中宠、ZEAL、脆脆香、Dr.Hao、Toptre领先、Sea Kingdom、富力鲜	出口为主(欧洲、日本、澳大利亚等)	99%
佩蒂股份	2002/1/18	齿能、爵宴、Smart Balance、好适嘉	外销为主（欧洲、加拿大等）	100%
路斯股份	2011/8/10	卡曼兹、nice结骨	出口为主(德国、俄罗斯、美国等)	100%
华亨股份	2011/5/19	华亨	出口为主(亚洲、欧洲、北美洲等)	76%
青岛天地荟	2002/4/22	多格萨萨蜜	出口为主(东南亚、欧美、非洲等)	100%
乖宝宠物	2006/6/26	麦富迪、Waggin'Train	中国、日本、欧洲等	100%
福贝宠物	2005/4/28	比乐、爱倍、宠宣	瞄准本土	100%
华兴宠物	2016/12/23	奥丁、力狼、迪尤克、朗仕	/	/
荣喜宠物	2002/7/1	靓贝、艾尔	中国、南亚、北非等	/
上海比瑞吉	2002/5/28	比瑞吉、开饭乐、灵萃	国内41个省区	/
耐威克	2007/11/29	耐威克	/	/
上海依蕴	2009/6/16	伯纳天纯、味臻纯、维斯康	/	/
玛氏集团	1905/3/25	宝路、皇家、伟嘉、希宝、西莎、爱慕思	全球区域	/
雀巢	1866年	宠优、冠能	全球区域	/
加拿大冠军	1985年	渴望、爱肯拿	全球近100个国家	/
高露洁	1806年	希尔斯	全球区域,未在华布局	19%
通用磨坊	1866年	蓝爵	全球区域,未在华布局	12%

资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院（注：宠食业务占比取报告期最新值）

本土厂商大多代工起家，随着国内行业发展和成熟，厂商开始发力本土业务

- 由于海外宠物行业发展早、市场成熟，本土厂商大多由早年代工起家，除乖宝的自主品牌占比过半意外，代工业务仍然贡献厂商收入的大多数。
- 自主品牌的发展跟赛道成熟程度正相关，源飞、依依、天元等以宠用为主的厂商代工占比更高，佩蒂、中宠、福贝和乖宝等宠食厂商自主品牌发展较好。

图50：行业主要龙头厂商收入按商业模式细分（代工比重由大到小）



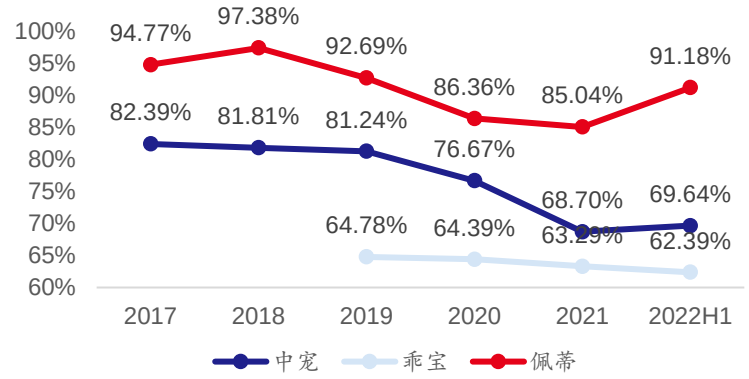
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：除福贝最新数据截至2020年，其他均为2021年数据。

零食占三大本土宠食龙头收入的一半以上，行业正常毛利率位于20%~40%间。

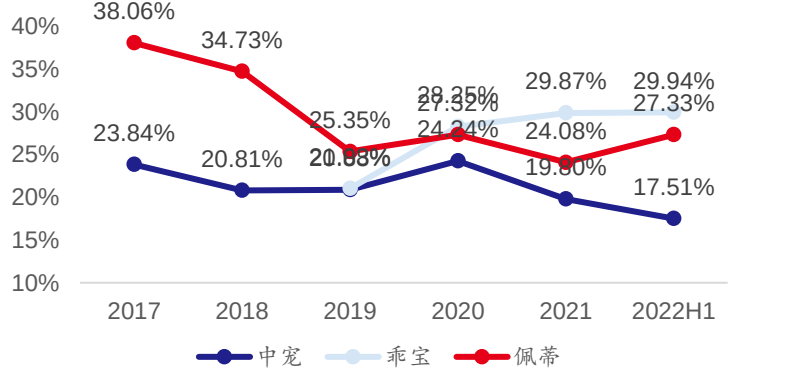
- 收入端，本土的四大主要宠物食品公司中，中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物三家均大量布局零食领域，其中：
  ① 佩蒂较为专注于主粮业务，尽管近几年也有少量布局主粮业务，但零食业务仍贡献收入的近九成；
  ② 中宠的零食业务占比于近三年大幅下滑，从2019的81.24%降至2021的68.70%，仍以近七成的比例占据主要地位；
  ③ 乖宝超六成收入源于零食，但比重在近三年平缓滑落。
- 毛利端，行业正常毛利率在20%~40%之间，乖宝毛利水平在疫情以来稳步上升，已经超过佩蒂。

图51：三大宠食厂商零食业务的收入占比（%）变化趋势



资料来源：同花顺，公司招股书，太平洋证券研究院

图52：三大宠食厂商零食业务的毛利率（%）变化趋势



资料来源：同花顺，公司招股书，太平洋证券研究院

本土品牌在数量和竞争力上优势明显，已赶超进口

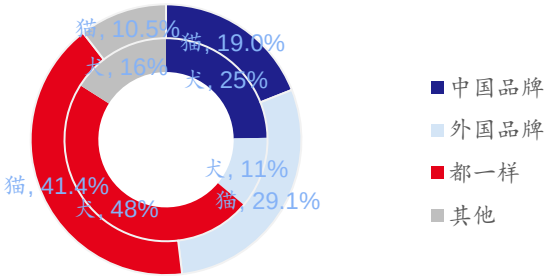
◆ **在零食领域，本土品牌占据市场：**

I. 就数量而言，猫犬零食TOP20品牌中本土:国外均为3:2，数量占优；

II. 就品牌竞争力来说，犬零食TOP3中前2位均为本土品牌，第3位是国产化生产的外国品牌，猫零食第1位和第4位均为本土品牌，且第2位属于国产化的外国品牌，国产优势十分明确。

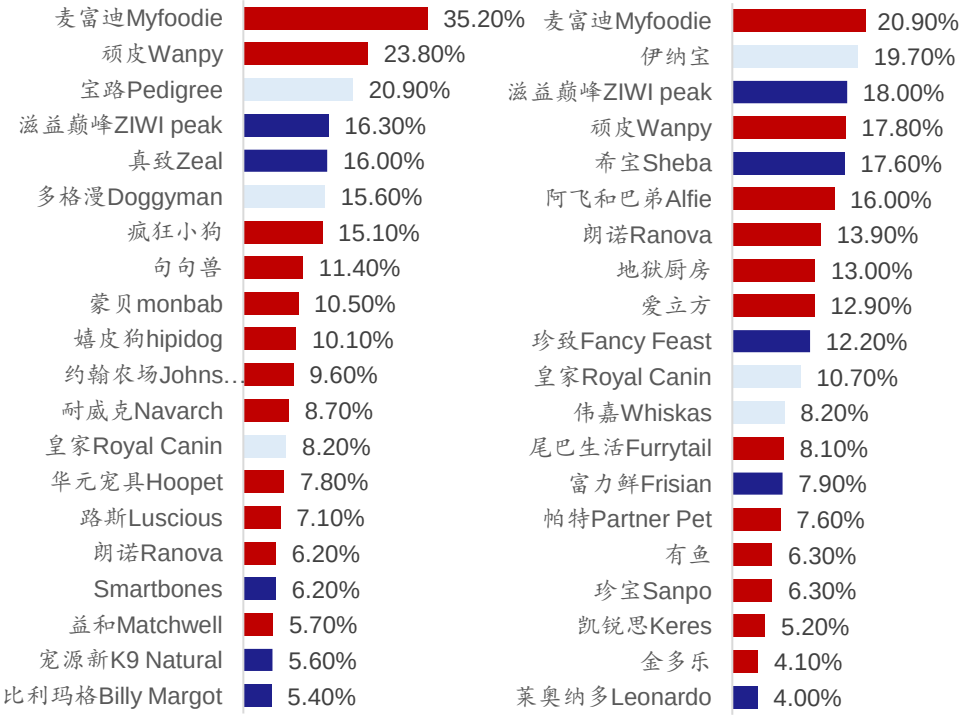
III. 品牌偏好来说，四成铲屎官对国内外品牌没有明显偏好，两成左右更倾向于中国品牌。

图53：2021年猫犬主人对宠物零食的品牌偏好（%）



资料来源：宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

图54：2021年零食TOP20品牌（左犬右猫）



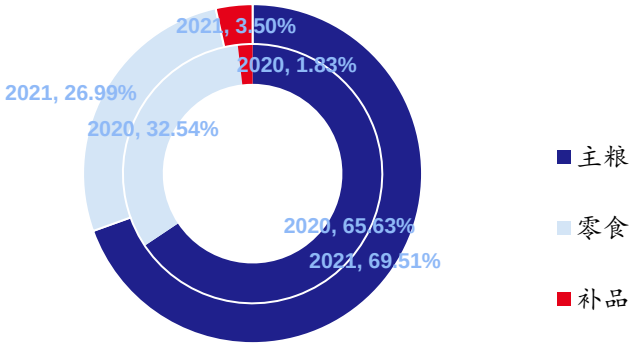
资料来源：宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

注：深蓝为纯进口品牌，浅蓝为国产化外国品牌，红色为本土品牌。

主粮市场不仅占据宠食行业近7成的份额，还具有很高的消费频次，成为主流厂商的重点竞争领域

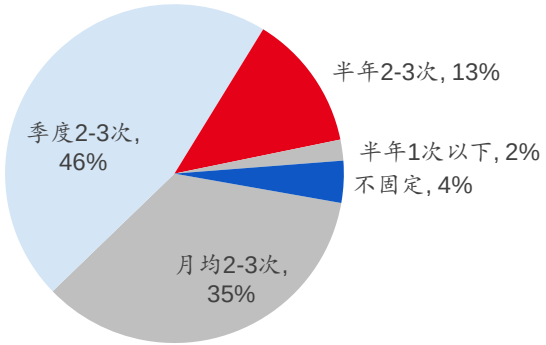
- 在三大宠物食品品类中，主粮份额最大、提升最多：
  - ① 主粮2021年份额逼近七成，从2020年的65.63%提升3.88pct至69.51%，提升幅度最多；
  - ② 其次是补品得益于健康品质的需求提升，2021年份额占比提高1.67pct至3.5%，整体市场仍然尚小；
  - ③ 零食份额已下滑5.55pct至26.99%，不足宠食整体行业的三成。
- 超过八成消费者购买宠物主粮的频率高于2次/季度。

图55：三大类宠物食品的消费结构及主粮的购买频次



资料来源：宠物行业白皮书，中宠年报，太平洋证券研究院

图56：三大类宠物食品的消费结构及主粮的购买频次



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

注：2021.03线上调研，N=2840

主流厂商争相布局主粮业务，行业正常毛利率在25%-45%之间。

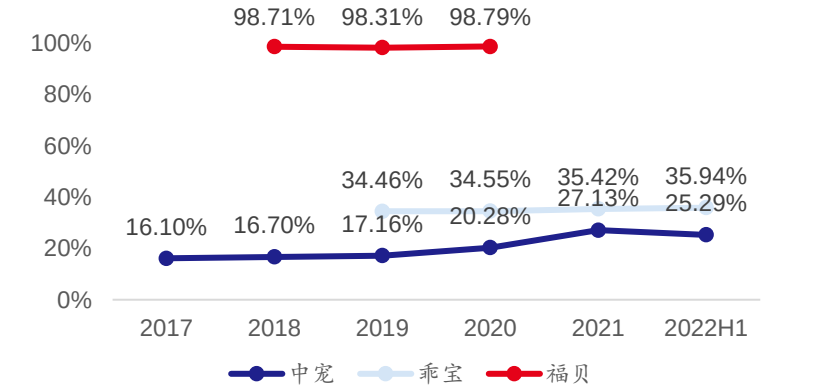
◆ 当前，本土的四大主要宠物食品公司中，中宠股份、福贝宠物、乖宝宠物三家均在主粮领域发力，其中：

① 福贝专注于主粮业务，几乎全部的收入源于主粮；

② 乖宝三成以上的收入源于主粮业务，且近三年来其比重持续增加；

③ 中宠近年来也不断加码主粮业务，其收入比例从2017年的16.10%增至2021年的27.13%，“年产6万吨宠物干粮项目”和“年产2万吨宠物湿粮新西兰项目”于2022年底达到可用状态，进一步增强主粮供应能力。

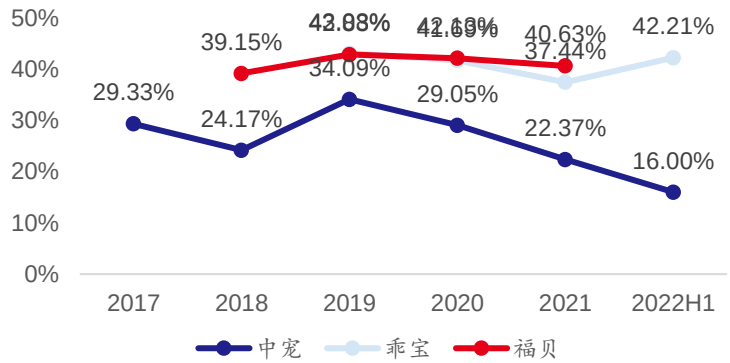
图57：三大宠食厂商主粮业务的收入占比变化趋势



资料来源：同花顺，公司招股书，太平洋证券研究院

注：中宠的罐头全部作为湿粮计入主粮，罐头里的部分湿粮不包含在内；福贝暂未上市，招股书的最新年度数据截至2020年。

图58：三大宠食厂商主粮业务的毛利率变化趋势



资料来源：同花顺，公司招股书，太平洋证券研究院

注：新会计准则调整后，运费计入成本导致毛利率有所降低

本土品牌赶超优势日益显现

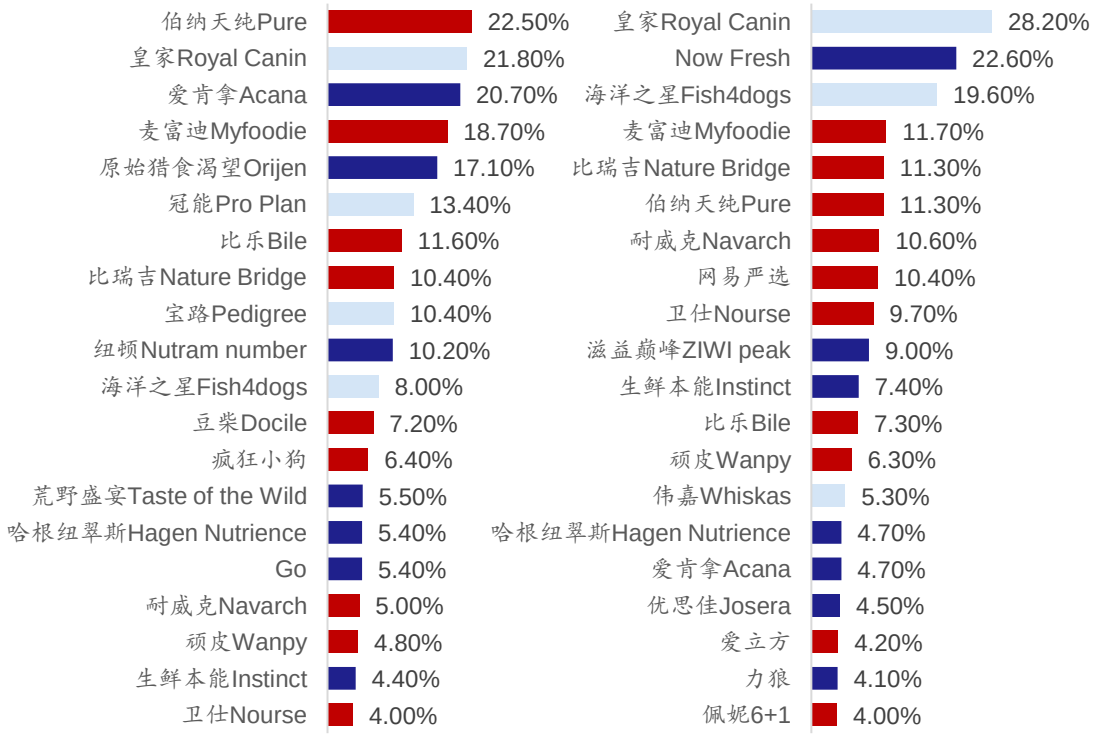
◆ **在主粮领域，国外品牌仍然占据较大优势，国产化趋势渐渐明朗：**

I. 犬主粮：国外品牌数量和竞争力均占优势。在TOP20品牌里，品牌数量上本土：国外=9：11，差距已经不大；而竞争力来看，国外品牌在TOP5和TOP10中均占3/5，整体竞争实力较强；

II. 猫主粮：单就数量而言本土品牌已经赶超外国品牌，但外国品牌占据TOP5的3/5，主导市场的实力深厚；

III. 优质的外国品牌出现国产化趋势，本土生产和销售的优势日益明显。

图59：2021年主粮TOP20品牌（左犬粮，右猫粮）



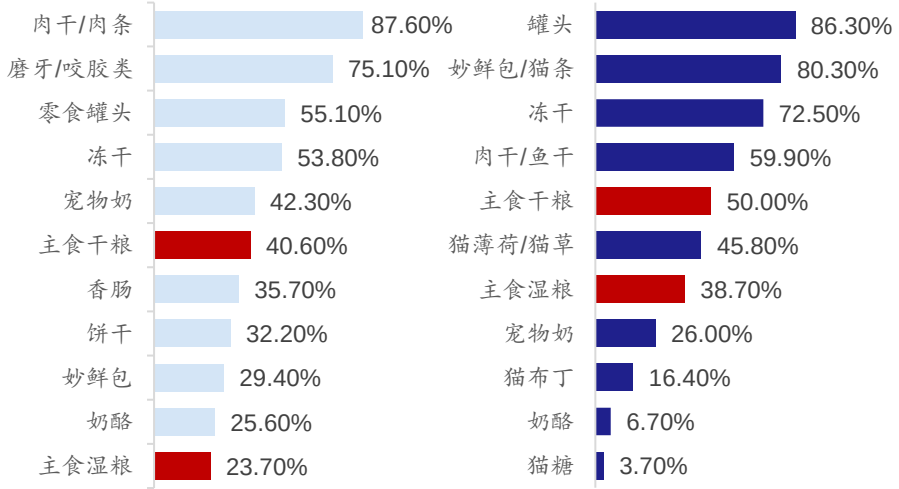
资料来源：宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

注：深蓝为纯进口品牌，浅蓝为国产化外国品牌，红色为本土品牌。

宠食品类各有侧重，行业空间较为充足。

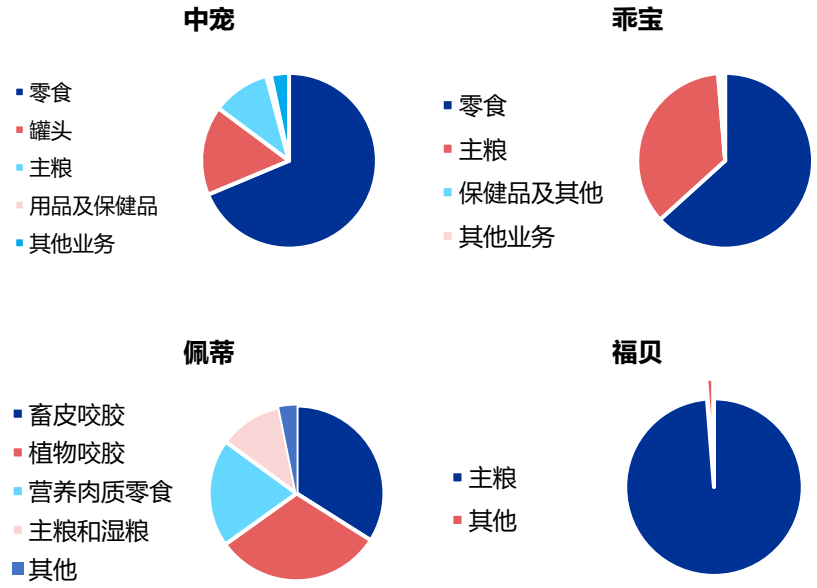
- 猫犬的主食渗透率均未超过50%，零食品类渗透率较高，肉类、咬胶、罐头在零食品类中受欢迎程度较高。
- 除乖宝和中宠品类重合度较高外，佩蒂和福贝各自瞄准零食和主粮子赛道进行深耕，行业空间充足。

图60：2021年零食TOP20品牌（左犬右猫）



资料来源：宠物行业白皮书，太平洋证券研究院

图61：主要龙头厂商产品收入细分



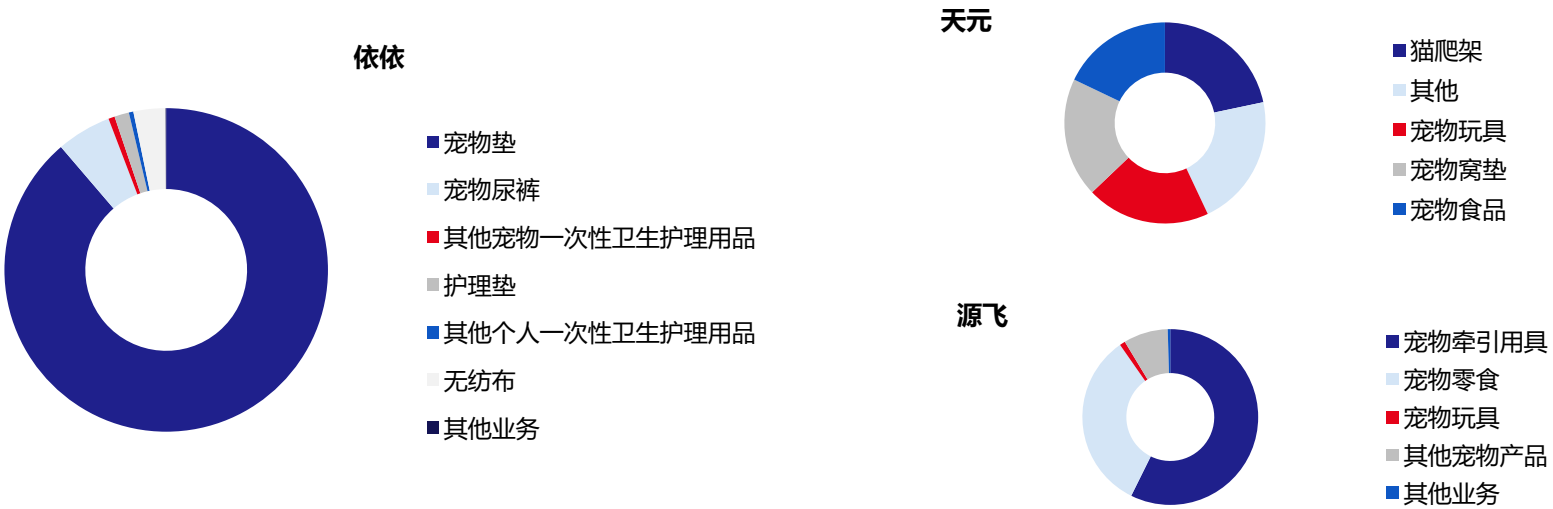
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：除福贝最新数据截至2020年，其他均为2021年数据。

宠用领域品类分散程度高，标准化程度低，易获取竞争稀缺性

- 天元：品类较为均衡全面
- 源飞：零食起家，侧重牵引器具
- 依依：主打宠物护理，竞争稀缺

图62：2021年宠物用品本土主流厂商业务收入结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

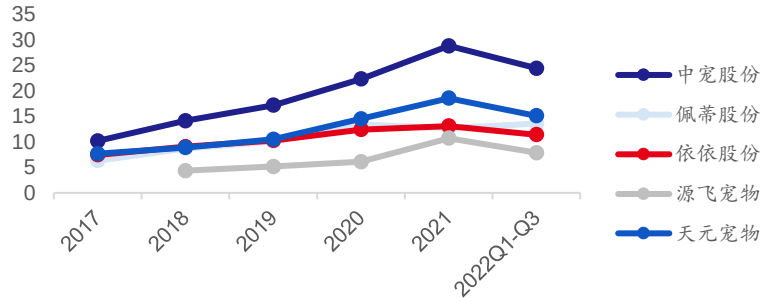
主要龙头的品牌战略存在差异化，面向价格段和专业性的不同细分市场

中宠：借助核心品牌矩阵，多品牌全覆盖 • **Wanpy：** 主打品牌，零食到主粮全品类覆盖，整体价格带偏大众市场。 • **Zeal：** 新西兰天然宠物食品品牌，2018年公司100%收购，主打高端零食。 • **Toptress:** 2021年收购的互联网品牌，主打中高端主粮，线上平台运营。	ZEAL 高端　TOPTREES 中高端　Wanpy 大众　HAPPY 100 性价比
乖宝：集中品牌全品类覆盖 **自主品牌麦富迪：** 核心品牌，麦富迪系列产品实现零食到主粮全品类/全价格带覆盖，整体价格带偏大众市场。 **麦富迪弗列加特系列：** 麦富迪子品牌，产品为高端鲜肉猫粮，主攻高端市场。 **Waggins:** 2021年收购的原雀巢旗下的宠物天然食品品牌，主攻海外高端零食	Myfoodie 麦富迪 全品类/全价格带　弗列加特 高端猫主粮　Naggin' Trail 海外进口
佩蒂：覆盖中高端及特色市场 **爵宴：** 核心品牌，差异化定位，主打高端肉质零食，核心优势特色产品为鸭肉干，定位高端市场。 **好适嘉：** 核心品牌，布局终端及以上全品类宠物食品市场，发力猫湿粮（主食罐），主打营养/互动，整体偏中高端。	齿能 口腔护理品牌　Meaty Way 爵宴 高端肉质零食　HEALTH GUARD 好适嘉 全品类
福贝：产销分离，自有品牌由海福益旗下运营，多品牌差异化战略 **比乐：** 核心品牌，定位中高端市场，主打鲜粮系列 **爱倍：** 核心品牌，定位中高端市场，产品包括爱倍“胃系列”产品，部分产品分犬种，差异化定位，主打营养护理。 **品卓：** 定位大众市场，产品包括“猫儿欢”“犬儿欢”通用型系列大众宠粮。	Bile! 比乐原味粮 中高端　爱倍 AIBEI 营养护理　品卓 大众

收入盈利对比：近几年行业收入规模整体向好

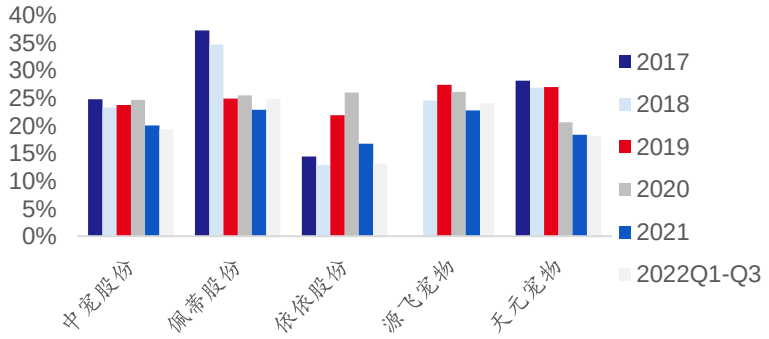
- **收入端，**过去三年，中宠、天元的增长态势明显，2021年收入规模分别达到28.82亿元、18.54亿元。
- **盈利端，**依依和天元在疫情后毛利率滑落较多，行业整体正常毛利率水平在15%~25%之间；源飞、依依、天元控费能力更强，净利率水平反而更高，宠食为主业的中宠和佩蒂在2021年净利率水平不足5%。

图63：行业收入规模（亿元）对比



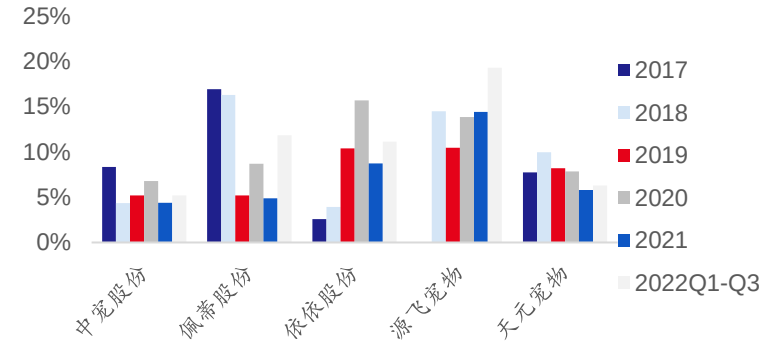
资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

图64：行业公司整体毛利率（%）对比



资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

图65：行业公司整体净利率（%）对比

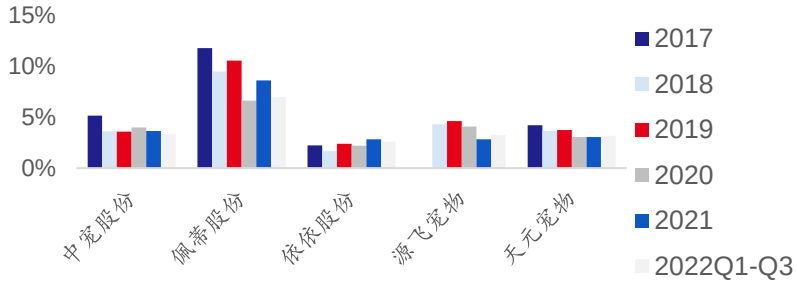


资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

期间费率与公司主营业务及商业模式相关度高

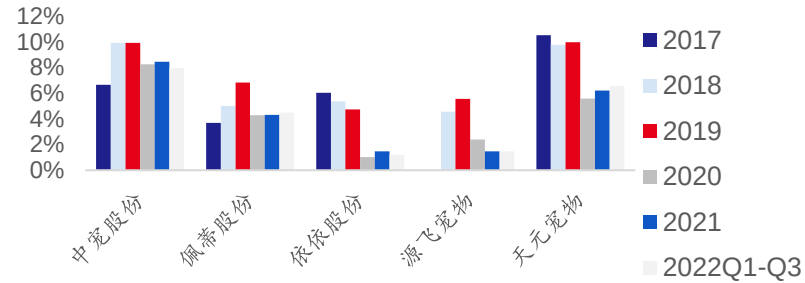
- **管理费率：**佩蒂较高为8.57%，2022前三季度有所改善，降至6.98%；
- **销售费率：**天元在疫情前领先行业，疫情后大量缩减，2022前三季度缓慢恢复至6.56%，中宠的营销投入在2021年达到8.44%，行业居前。
- **研发费率：**源飞持续投入，2021及2022Q1-Q3研发费率2.38%\2.12%；
- 总体来看，依依的品类竞争较小，生产的标准化和规模化程度高，三大期间费用在行业间相对最低。

图66：行业管理费用率（%）对比



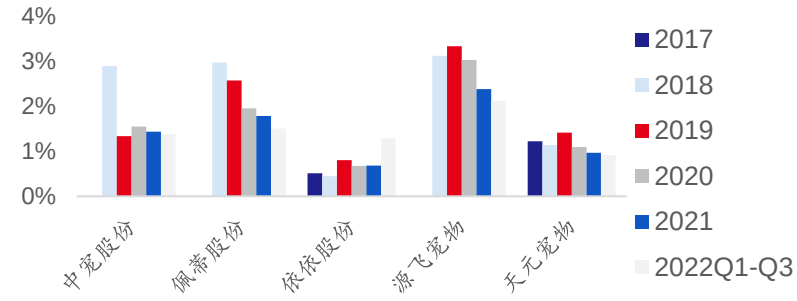
资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

图67：行业销售费用率（%）对比



资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

图68：行业研发费用率（%）对比



资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

推荐逻辑：双轮驱动基础深厚，产能扩建后发力主粮有望增厚业绩

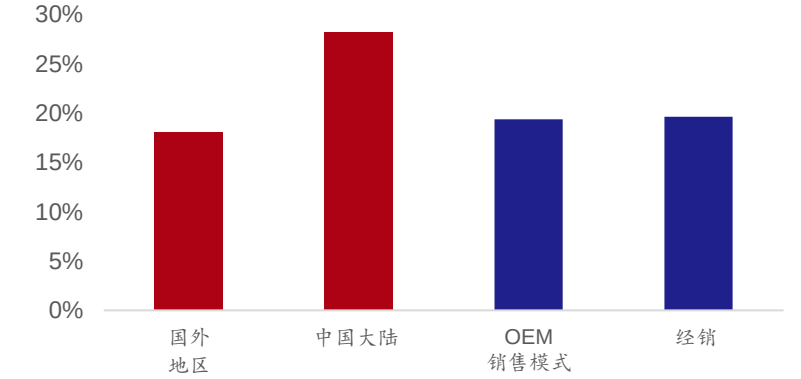
- **市场端，海内外双轮驱动，国际化和深耕本土双线延伸。**公司2014年起陆续在美国、新西兰等地建立了20间现代化高端生产基地，奠定双轮驱动的生产基础，2018年提出“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”。及至2021年，公司60%收入源自海外OEM，自主品牌在本土和出海也均取得成绩，收入占比分别为24%、13%。2021年境内毛利28%，高于海外的18%，双轮驱动战略帮助公司稳固业务基础的同时提升了盈利空间。
- **产品端，通过收购快速完成主粮布局，推出大单品紧抓行业发展的风口。**2018年收购新西兰高端品牌Zeal，推出宠物湿粮爆款大单品“零号罐”；2021年收购Toptrees进一步完善主粮布局。罐头产品毛利率较高，2021年达24%，超过干粮的19%，经过产能扩建阶段的短期承压，公司有望实现收入盈利的双增厚。
- **估值分析：**我们预计公司2022-2024三年收入增速为23.7%\24.2%\22.9%，对应毛利率20.7%\21.7%\22.4%，每股收益（摊薄）分别为0.51\0.74\1.04元，根据当前股价计算的市盈率为46.42\32.12\22.73倍。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,882	3,563	4,427	5,442
（+/-%）	29.1%	23.7%	24.2%	22.9%
毛利率（%）	20.0%	20.7%	21.7%	22.4%
净利率（%）	4.0%	4.2%	4.9%	5.6%
净利润(百万元）	126	167	240	339
（+/-%）	-16.5%	31.8%	44.2%	41.2%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.51	0.74	1.04
市盈率(PE)	57.21	46.42	32.12	22.73

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图69：中宠2021年毛利率水平



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

推荐逻辑：咬胶龙头兼具技术领先壁垒，自主品牌在国内外全面成长

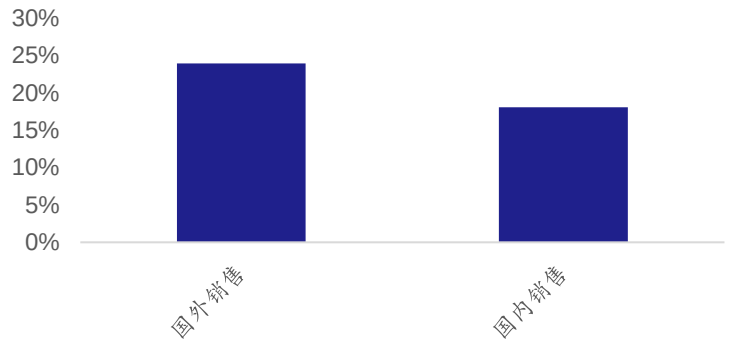
- **产品端：代工起家的咬胶龙头，全球合作资源深厚，兼具技术领先壁垒。**2021年，公司零食收入占比85%，其中畜皮咬胶34%，植物咬胶31%，咬胶类合计65%，余下20%为营养肉质。自主品牌从本土线上切入，系列大单品取得良好的成绩。公司近20年专注咬胶代工，在全球范围内积累了深厚的商业资源，出口至全球50多个国家和地区，是品谱、沃尔玛的核心供应商，海外代工业务稳固的同时，自主品牌也顺利通过经销方式出海，2021年公司境外收入占比83%（含部分自主品牌经销）。
- **生产端：**。一方面，多年深耕投入研发，公司的第五代咬胶全球领先，支撑打开盈利空间，2021年，公司国外销售毛利24%，优于国内市场毛利18%。另一方面，2021年，公司咬胶类产品中植物咬胶毛利高达31%，高于其他产品，随着越南工厂全面复产产能利用率大幅提升，植物咬胶毛利率有望进一步回升，此外柬埔寨9200吨咀嚼零食产能已开始逐步释放，新西兰4万吨主粮项目于今年Q1投产，预计将驱动公司业绩快速增长。
- **估值分析：**我们预计公司2022-2024三年收入增速为33.8%\25.3%22.7%，对应毛利率25.2%\26.5%\27.0%，每股收益（摊薄）分别为0.69\0.92\1.15元，根据当前股价计算的市盈率为26.05\19.59\15.58倍。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,271	1,701	2,132	2,615
（+/-%）	-5.1%	33.8%	25.3%	22.7%
毛利率（%）	22.9%	25.2%	26.5%	27.0%
净利率（%）	4.7%	10.3%	10.9%	11.2%
净利润(百万元）	62	180	239	301
（+/-%）	-46.8%	190.4%	32.8%	26.0%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.69	0.92	1.15
市盈率(PE)	63.04	26.05	19.59	15.58

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图70：佩蒂2021年毛利率水平

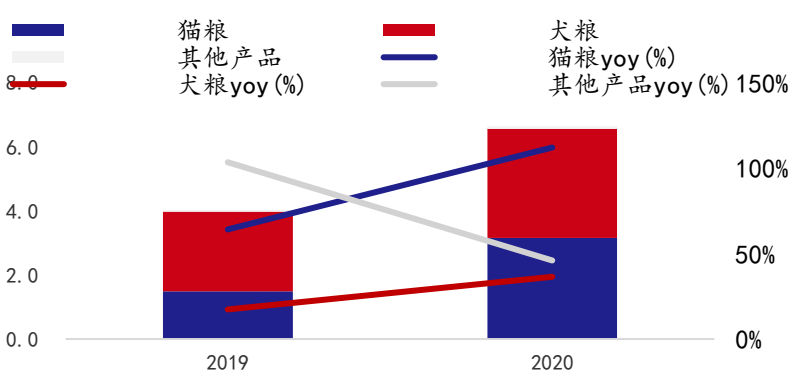


资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

推荐逻辑：主攻国内主粮市场，品类集中、打造高端兼大力发展自主品牌，毛利空间领跑行业。

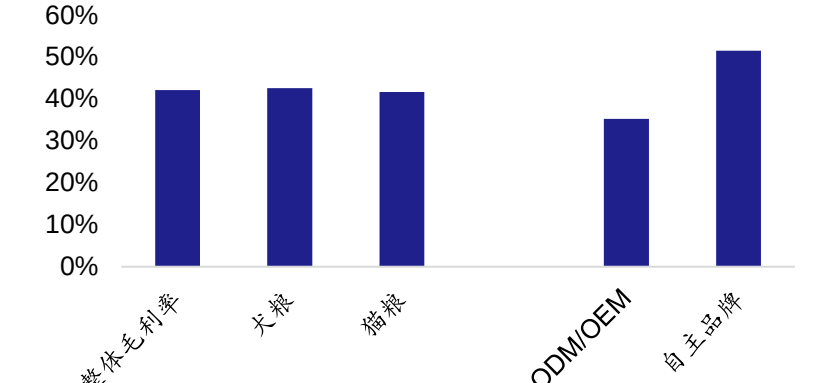
- **产品端：主攻国内主粮市场。**主粮占公司收入的98%，产品品类集中度很高；公司无海外市场，ODM服务主要面向国内品牌如网易严选，宠幸（卫仕），豆柴等，2020年ODM/OEM收入占比58%；重视发展自主品牌，2020年公司自主品牌毛利率为51%，远高于ODM/OEM的35%，自主品牌的打造将有助于公司进一步增厚盈利。
- **盈利端：基于标准化、规模化生产兼市场集中，毛利率行业领先。**由于主粮标准化大规模生产有利于压低平均成本、提高产能利用水平，兼之及专注供应国内市场避免大量的国际贸易相关成本，公司产品毛利率水平在行业间居高，为42%，几乎是中宠的两倍，且在疫情期间也未因海运阻滞而受到明显影响。

图71：福贝2021年各细分业务收入规模（亿元）



资料来源：同花顺，太平洋证券研究院

图72：福贝2021年各细分业务毛利率（%）



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

推荐逻辑：大力建设自主品牌，高端和主粮业务提升盈利

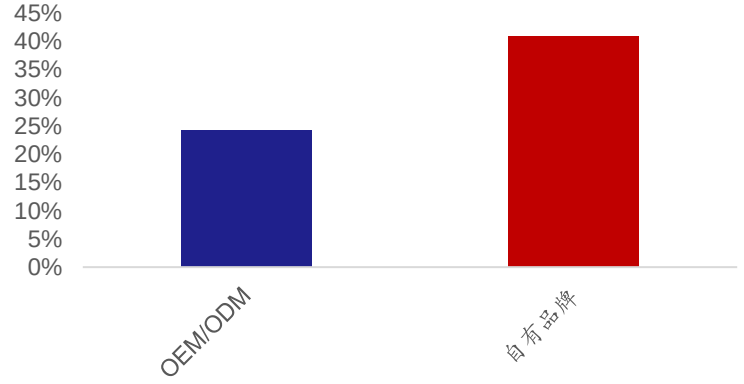
- **持续加大自有品牌建设力度，取得良好成绩：**2013年自创品牌“麦富迪”，实现宠物主粮、零食及保健品在内的全品类覆盖，目前在国内市场份额居前；2021年收购美国Waggin‘Train加码高端宠食赛道，成为新西兰知名品牌K9Natural和FelineNatural的代理商；基于两大自主品牌发力，公司收入持续高增，2018-2021年分别为14\20\26亿元，其中，2021年自有品牌占比51%，已高于ODM业务的46%。
- **通过布局高端和加码高毛利的主粮业务提高盈利空间：**一方面，2021年，公司主粮产品毛利率42%，远高于零食的30%，尽管收入占比来看，零食以63%高于主粮的35%，但主粮占比在近三年持续增加，不断提升公司平均盈利水平；另一方面， 通过收购高端Waggin‘Train品牌和不断开发高端单品如2018年的高端猫粮弗列加特系列，获取更高的产品溢价能力。目前公司在中泰均有生产基地，宠食总产能超16万吨，另有“年产5.85万吨主粮、3133吨零食以及1230吨高端保健品”的募投项目，在行业快速空间上行的背景下，投产后有望大幅增厚公司业绩。
- **估值分析：**我们预计公司2022-2024三年收入增速为22.1%\18.1%\13.8%，对应毛利率29.1%\29.1%\29.4%，每股收益（摊薄）分别为0.54\0.66\0.80元。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2575	3143	3713	4227
（+/-%）	27.9%	22.1%	18.1%	13.8%
毛利率（%）	28.8%	29.1%	29.1%	29.4%
净利率（%）	5.5%	6.3%	6.5%	6.9%
净利润(百万元）	140	195	238	287
（+/-%）	27.2%	39.1%	22.0%	20.3%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.54	0.66	0.80

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图73：乖宝2021年毛利率水平



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

推荐逻辑：打造行业全品类覆盖，聚焦高附加值环节和品类，募投主推产品放量

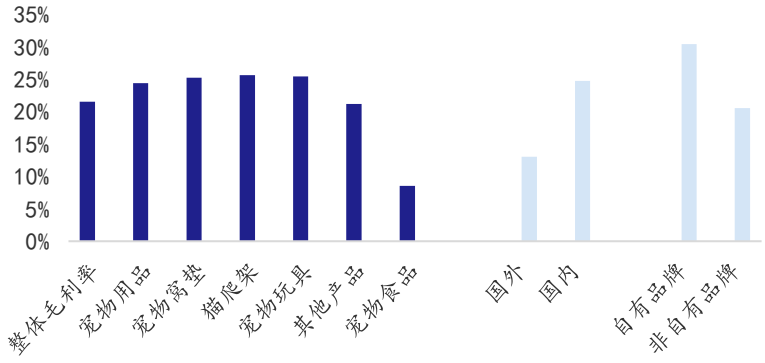
- **业务扩张阶段，品类均衡发展。**公司主要出口海外，2021年国内外毛利率分别为25%\13%，其中境外收入占比71%，且近年来保持稳健增长。核心窝垫&猫爬架产品收入占比19%和22%，宠物玩具、其他用品占比20%、21%，服务于用品推广的外购宠食业务占比18%。借外购国际品牌渴望/爱肯拿从线上切入本土市场，取得良好的收入表现。
- **产能聚焦核心高毛利品类，5大募投在建项目有望助力产品逐步放量。**公司生产结构来看，外协/自产/外购的收入占比约为60%/20%/19%。核心宠物窝垫&玩具具有较高附加值，2021年猫爬架/宠物玩具/宠物窝垫毛利率分别为25.7%/25.5%/25.2%，远高于宠食的8.5%，公司通过产能聚焦，保障在产能不足的情况下，全品类覆盖兼备较强盈利能力。此外，目前5大募投项目，有望在未来两年内新增产能71.5万套普通猫爬架、160万套复合材质猫爬架和393万套电子类宠物用品，帮助公司提升整体收入。
- **估值分析：**我们预计公司2022-2024三年收入增速为10.8%\30.4%\31.1%，对应毛利率19.5%\20.5%\21.5%，每股收益（摊薄）分别为1.35\1.70\2.16元，根据当前股价计算的市盈率为27.74\22.10\17.35倍。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,854	2,054	2,678	3,510
（+/-%）	27.9%	10.8%	30.4%	31.1%
毛利率（%）	18.4%	19.5%	20.5%	21.5%
净利率（%）	5.8%	5.9%	5.7%	5.5%
净利润(百万元)	107	121	152	193
（+/-%）	-5.8%	12.8%	25.7%	27.3%
摊薄每股收益(元)	1.59	1.35	1.70	2.16
市盈率(PE)	22.29	27.74	22.10	17.35

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图74：天元2021年细分产品的毛利率（%）水平



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

推荐逻辑：聚焦成熟市场和较高毛利的牵引业务，细分龙头研发领先

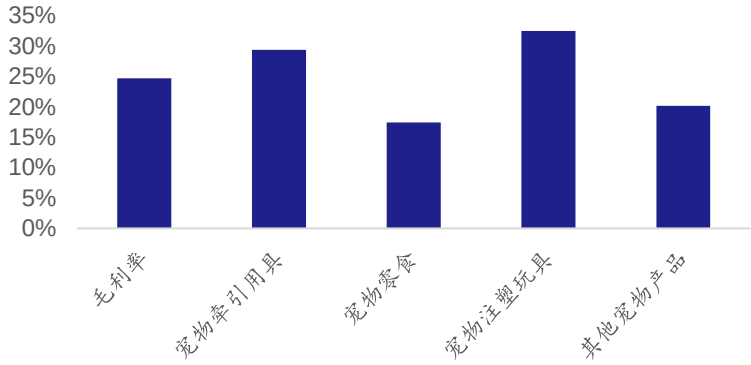
- **多年深耕聚焦养宠发达市场，牵引龙头合作稳固：**公司2021年牵引用具收入6.13亿元/+74.2%，约占58%，毛利率29%，以咬胶为主的宠物零食3.53亿元/+58.2%，约占33%，毛利率17%；主要对海外贴牌代工，客户遍布宠物市场较为发达的美、欧、日等国家地区，凭借多年深耕与牵引龙头地位，与美国宠物用品零售巨头Petco和PetSmart、欧洲知名的宠物用品连锁店Pets at Home以及国际大型连锁零售商Walmart、Target等形成长期稳定的合作，业务基础牢固，收入也随着行业的发展快速增长。
- **生产端，重视研发投入，和中宠协作增厚供应优势：**1）重视打造研发能力，2019-2021年研发费率分别为3.33%\3.02%\2.38%，领先同行业可比公司；2）在柬埔寨拥有爱淘、莱德两大生产基地，2019年同中宠基于爱淘基地展开合作，供应和渠道能力再度加强。
- **估值分析：**我们预计公司2022-2024三年收入增速为9.8%\13.0%\28.6%，对应毛利率23.2%\24.1%\25.3%，每股收益（摊薄）分别为1.35\1.50\2.01元，根据当前股价计算的市盈率为19.55\17.62\13.10倍。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,069	1,174	1,326	1,706
（+/-%）	75.7%	9.8%	13.0%	28.6%
毛利率（%）	22.8%	23.2%	24.1%	25.3%
净利率（%）	12.8%	15.7%	15.4%	16.1%
净利润(百万元）	154	195	219	295
（+/-%）	82.9%	26.6%	12.3%	35.0%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.35	1.50	2.01
市盈率(PE)	18.52	19.55	17.62	13.10

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图75：源飞2021年细分产品的毛利率（%）水平



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

推荐逻辑：精耕宠护代工，看好业绩修复

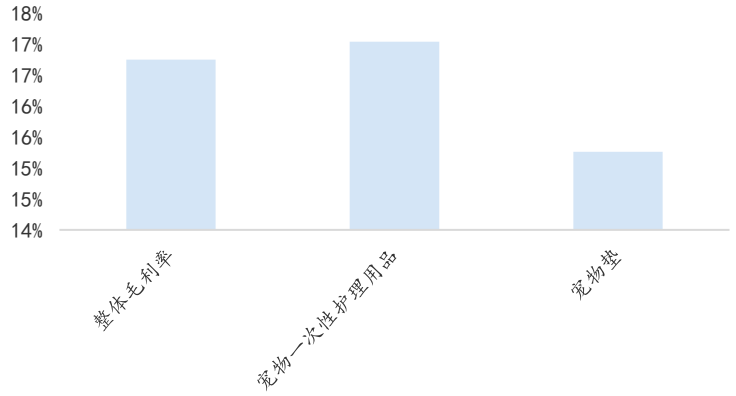
- **宠护基础业务根基深厚竞争稀缺，发力尿垫业务增强成长动力：**宠护用品占比超过公司收入的9成，其中宠物垫是核心产品2021年收入占比88%，占5%的宠物尿裤近年来得益于较高的用户粘性成长迅速。公司以境外代工为主，收入占比95%，海外宠物市场相对成熟，尿垫渗透率较高，兼之公司重点市场美日欧的宠物一次性卫生护理用品市场规模庞大，未来尿垫业务发展空间较大。
- **产能扩建完成，原材料成本及库存压力基本释放，业绩有望大幅改善：**收入端，一方面，公司在2020年产能利用率及产销接近饱和，上市后3大募投项目中，截至2022H1，宠垫、尿裤、卫护材料项目进度分别达67%、90%、24%，未来产能逐渐释放将助力提升公司收入；另一方面，公司海外业务为主，此前受疫情影响较大，随着疫情放开，目前去库存基本完成，今年收入增速有望提振。盈利端，公司主要原材料为绒毛浆和卫生纸，此前受制于上游纸浆高价毛利短期承压，目前原材料价格已有所回落，盈利空间预计有所修复。
- **估值分析：**我们预计公司2022-2024三年收入增速为10.4%\10.5%\10.5%，对应毛利率18.1%\19.3%\20.7%，每股收益（摊薄）分别为1.13\1.32\1.58元，根据当前股价计算的市盈率为22.84\19.52\16.30倍。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,310	1,446	1,597	1,765
（+/-%）	5.6%	10.4%	10.5%	10.5%
毛利率（%）	16.7%	18.1%	19.3%	20.7%
净利率（%）	8.7%	10.3%	10.9%	11.8%
净利润(百万元)	114	149	174	208
（+/-%）	-41.3%	30.4%	17.0%	19.8%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.13	1.32	1.58
市盈率(PE)	18.01	22.84	19.52	16.30

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图76：依依2021年细分产品的毛利率（%）水平



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

风险提示

1、疫情反复；

2、国内外品牌竞争加剧；

3、上游原材料波动超预期，包括上游农产品受政策、禽畜流行病影响而产生的价格及供应量波动，以及用品上游化工原材料的价格波动；

4、汇率及海运费用大幅波动；

5、市场渗透速度不理想等。

对口销售团队

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。