

海外取经：国产宠物食品产品、品牌、渠道建设去向何方？

2018年8月15日

投资要点

- ❖ **海外宠物食品：两超多强格局已定，宠物食品渐拟人化。**经过近百年发展，全球宠物食品市场规模达到 783 亿美元，其中美国是最为成熟的市场，市场占比达到 30%，其发展历程与现状对新兴市场有较大借鉴意义。就美国市场结构来看，以玛氏、普瑞纳为代表的两超多强和以希尔斯、斯味可、蓝爵、帝文为代表的多强格局已定，CR2 市占率 50% 以上；从发展趋势来看，宠物食品渐拟人化、精细化、健康化，天然粮、无谷粮、冻干粮等概念风盛行。
- ❖ **多品牌全市场策略，玛氏、普瑞纳市占率高企。**玛氏、普瑞纳全球市占率 38%，高市占率得益于三方面：1) 借助并购迅速扩充品牌。2) 产品线宽广，多品牌满足市场需求。二者均采用多层次品牌全面覆盖市场策略，玛氏拥有 55 个独立运作的品牌，其中以皇家、宝路、伟嘉最富影响力；普瑞纳拥有 67 个品牌，所有品牌都打上普瑞纳烙印，以冠能、喜悦、康多乐最为闻名。3) 大型食饮集团固有的商超渠道优势，加之基于客户需求的研发和大力度的品牌建设，渠道美誉度高。
- ❖ **单品牌专业突围，蓝爵、希尔斯成细分领域龙头。**尽管玛氏、普瑞纳城墙高筑，但仍有品牌凭其专业性得以突围：1) 起步于 20 世纪 30 年代的希尔斯，成立之初便主攻处方粮，覆盖了从 A-Z 26 种宠物疾病；渠道端主攻兽医渠道，量身定做服务和产品，成为处方粮领域绝对龙头。此外，除了经典处方粮产品，公司还拥有科学饮食等在内的其他 3 个传统产品系列。2) 较之希尔斯，起步于 21 世纪初的蓝爵更加强调的是概念创新，以“生命颗粒+无添加”来引领天然食品潮流，通过对产品进行不断升级，迄今已拥有 5 大产品系列，而通过发起宠物侦探、癌症预防等系列活动，公司在宠物门店处得以快速上量。
- ❖ **国内企业产品、品牌、渠道如何突围？**较之美国，我国宠物食品处于典型的大行业、小龙头阶段，予国产厂商巨大成长机会，我们认为在突围玛氏、普瑞纳等外资品牌商重围中，三点至关重要。1) 差异化产品提供。主要体现在概念差异化、产品差异化、品类的深度开发上。2) 适度品牌扩张。单品牌、多品牌各有优劣，关键在于找准价格带，主打 2-3 个核心品牌去覆盖。3) 线下专业宠物门店和线上渠道互补。线上渠道近两年增长迅猛但红利也逐渐在收窄，由于其便利性仍不失为放量的途径；线下专业宠物门店兼具忠诚度培育、新客吸引、消费者体验提升等特征，为打造品牌影响力的重要途径。
- ❖ **风险因素：**消费需求放缓，行业竞争加剧，新产品上市不及预期
- ❖ **投资策略。**国内宠物行业正处于大行业、小龙头阶段，品牌力、渠道力成为关键角逐重点。我们从差异化产品、适度扩张的品牌策略、线上和宠物门店渠道匹配三条主线来筛选投资标的，推荐佩蒂股份（研发能力强，产品差异化程度高）、中宠股份（顽皮品牌小有影响力，渠道建设发力频频）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价		EPS (RMB 元)					PE		PB		ROE (%)		评级
	(元)	17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E	18E	18E	18E	18E	
佩蒂股份	47.15	1.56	1.23	1.52	2.04	30	44	33	25	7	16	16	16	增持
中宠股份	32.74	0.88	0.62	0.90	1.41	37	54	38	24	4	11	11	11	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 8 月 14 日收盘价



强于大市（维持）

中信证券研究部

盛夏

电话：010-60838155

邮件：xsheng@citics.com

执业证书编号：S1010516110001

彭家乐

电话：010-60836729

邮件：pengjiale@citics.com

执业证书编号：S1010518080001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

相关研究

1. 佩蒂股份（300673）深度跟踪报告——内外兼修，宠物零食巨头初显峥嵘（2018-6-1）
2. 宠物行业专题研究报告：行业风口正起，龙头突围有望（2018-4-19）
3. 中宠股份（002891）2017 年年报点评——加大自主品牌拓建，宠物零食巨头起航（2018-3-21）
- 4.
- 5.
- 6.

目录

海外宠物食品：两超多强格局已定，产品渐拟人化	1
宠物食品稳定增长，渐趋成熟	1
竞争格局：两超多强态势已定	1
宠物食品拟人化：精细化、天然粮、无谷粮等成趋势	3
多品牌全市场策略，玛氏、普瑞纳市占率高企	4
依托并购不断壮大	4
产品线宽且广，多品牌满足多市场需求	6
基于客户需求的研发和大力度的品牌建设，渠道力深厚	9
单品牌专业突围，蓝爵、希尔斯成细分市场引领者	12
希尔斯：研发为基，专业产品、兽医渠道铸就壁垒	13
蓝爵：细分产品升级，主攻宠物门店渠道，天然食品概念引领者	17
国内企业产品、品牌、渠道如何突围	20
中国宠物行业仍处大行业、小龙头阶段	20
高、中 或者低端，差异化产品至关重要	20
聚焦或者分散，品牌扩张需有道	23
线上 OR 线下，电商、专业门店渠道均不可缺	24
风险因素	27
投资策略与估值	28
投资策略	28
估值分析	28
重点公司分析	28
佩蒂股份：咬胶出口业务高增长，国内市场蓄势	28
中宠股份：渠道、产品端已发力，国内市场多点开花	29

插图目录

图 1: 北美、西欧为宠物食品最大消费区域（亿美元）	1
图 2: 美国市场占比全球宠物食品市场 30%.....	1
图 3: 宠物食品发展历史	2
图 4: 宠物食品前 7 大巨头一览（百万美元）	2
图 5: 全球宠物食品市占率一览（2015 年）	2
图 6: 2015 年玛氏、普瑞纳在主要地区市占率	2
图 7: 蓝爵在天然食品市占率高达 33%.....	3
图 8: 希尔斯在处方粮市场市占率高达 60%.....	3
图 9: 天然食品占比逐年增大	4
图 10: 天然食品增速高于传统食品	4
图 11: 06-16 年，北美市场上豆类蛋白（Pulse ingredient）添加的产品数量	4
图 12: 含豆类蛋白产品主打概念.....	4
图 13: 玛氏宠物业务通过并购不断扩大规模、进入宠物领域各个市场.....	5
图 14: 普瑞纳宠物业务通过并购不断扩大规模、进入宠物领域各个市场	5
图 15: 近年来玛氏宠物业务收入情况	5
图 16: 近年来普瑞纳宠物业务收入情况	5
图 17: 玛氏宠物食品品牌定位、价格一览	6
图 18: 皇家宠物食品发展历程.....	7
图 19: 皇家针对不同品种宠物的产品品类图	7
图 20: 普瑞纳普瑞纳几大产品一览	8
图 21: 普瑞纳宠物食品品牌定位、价格一览.....	9
图 22: 美国区以喜悦、珍致、康多乐等四大品牌为主	9
图 23: 英国区喜悦、冠能等五大核心品牌占比超 80%	9
图 24: 威豪研发中心的成就	10
图 25: 创新为欧洲普瑞纳每年带来不菲的增量收入（百万瑞士法郎）	10
图 26: 普瑞纳唯一（One）&普瑞纳冠能处方粮（Pro Plan Veterinary Diet）产品升级....	11
图 27: 普瑞纳 just right 的定制方式	11
图 28: 玛氏在线宠物护理学院.....	12
图 29: 蓝爵近年来收入、净利快速增长（亿美元）	13
图 30: 希尔斯近年来收入、利润基本稳定	13
图 31: 平均而言，蓝爵、希尔斯营业利润率较普瑞纳更高	13
图 32: 希尔斯四大产品系列.....	14
图 33: 美国宠物主人中拥有患有老龄化疾病宠物的占比	14
图 34: 美国超过一半的猫狗有肥胖症状.....	14
图 35: 处方粮产品丰富，针对不同症状.....	15
图 36: 公司各产品系列狗粮分布（产品个数）	15
图 37: 公司各产品系列猫粮分布（产品个数）	15
图 38: 建立专门面对兽医群体的网站，提供在线教育、专业级别产品介绍	16
图 39: 希尔斯宠物瘦身大赛广告	17

图 40: 生命精华颗粒	17
图 41: 蓝爵主要产品升级时间一览	18
图 42: 蓝爵在防癌症方面系列活动	19
图 43: 蓝爵销售管理费用、广告费用占比	19
图 44: 国内宠物主粮市占率一览	20
图 45: 国内宠物零食市占率一览	20
图 46: Freshpet 冰箱	21
图 47: Big heart 牛奶棒的创新发展	21
图 48: 蓝爵新产品（湿粮和零食，新产品系列）较之老产品均有一定溢价	22
图 49: 蓝爵产品优惠组合、价格对收入各有一定正贡献	22
图 50: 希尔斯近年来营收变动和价格变动图	22
图 51: 比瑞吉旗下四款产品基本覆盖了狗粮中高端大部分价格带（元/公斤）	24
图 52: 2015 年美国电商渠道占比仅为 3%	24
图 53: 专业渠道销售增速高于传统渠道	24
图 54: 我国宠物消费线上渠道近年增长迅猛（%）	25
图 55: 过去一年淘系平台上品牌、店铺和单品变化情况	25
图 56: 线上渠道中，消费者最常选择天猫淘宝渠道	26
图 57: 线上渠道最为看重便利性和货源多	26
图 58: 品牌商选择各广告平台主要关注因素	26
图 59: 线下渠道中，消费者最常选择宠物医院和门店	27
图 60: 线下渠道中消费者最为注重服务体验	27
图 61: 渠道商选择品牌商主要看重因素	27
图 62: 渠道商希望从品牌商处得到的支持	27
图 63: 蓝爵自上市以来估值变化图	28

表格目录

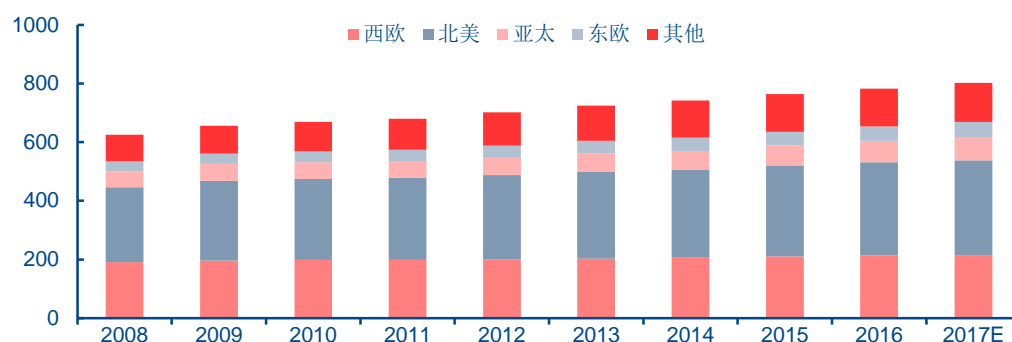
表 1: 宠物食品主打概念	3
表 2: 玛氏、普瑞纳近年关键运营数据比较	5
表 3: 玛氏、普瑞纳近年关键运营数据比较	6
表 4: 蓝爵主要产品系列推出的时间、收入占比情况	18
表 5: 博纳天纯主打产品概念	22
表 6: 玛氏、普瑞纳的品牌退出案例	23
表 7: 几大宠物巨头品牌个数和收入一览	23
表 8: 比瑞吉主要产品系列及定价	24
表 9: 佩蒂股份盈利预测	29
表 10: 中宠股份盈利预测	30

海外宠物食品：两超多强格局已定，产品渐拟人化

宠物食品稳定增长，渐趋成熟

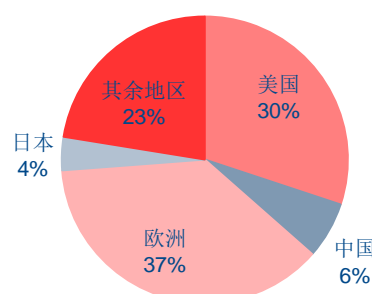
全球宠物市场经过数百年的发展，已渐趋稳定。2016 年全球宠物食品约 783 亿美元，近 5 年复合增长率约为 2.85%，其中欧洲、美国为最大的市场，分别占比全球市场 37%、30%。

图 1：北美、西欧为宠物食品最大消费区域（亿美元）



资料来源：Euromonitor（含估算数据），中信证券研究部

图 2：美国市场占比全球宠物食品市场 30%

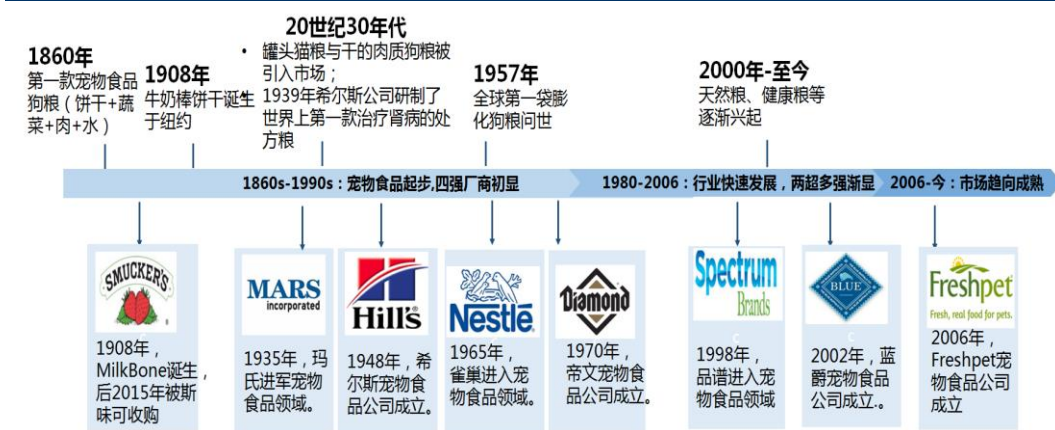


资料来源：Euromonitor，株式会社富士经济，有宠研究院，中信证券研究部 注：2015 年数据

竞争格局：两超多强态势已定

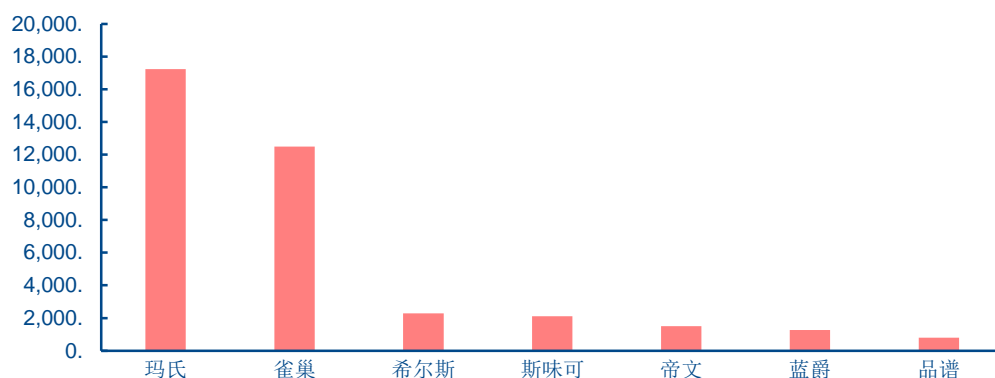
美国宠物食品发展最早可追溯到 1918 年第一款狗粮引入美国，随后宠物食品逐渐普及并丰富起来。20 世纪 90 年代以前，行业由玛氏、普瑞纳、希尔斯、big heart（现在的斯味可）四强主导，通过大量的市场教育，也推进了行业的迅速发展。21 世纪开始，玛氏、普瑞纳通过大举并购不断壮大，细分龙头蓝爵、品谱瞄准高端市场突围，成为天然粮领域、宠物零食佼佼者。再往后的市场突围则更为艰难，如 2006 年成立的 freshpet，通过全新概念升级，打造定制化的冰箱，营销投入力度甚大，但目前成效尚不明显。

图 3：宠物食品发展历史



资料来源：中信证券研究部

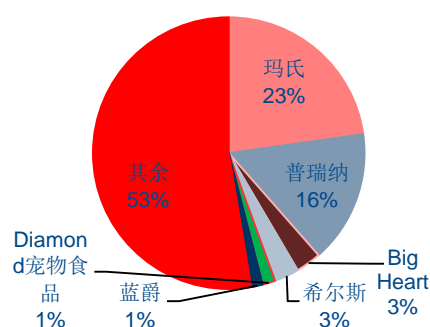
图 4：宠物食品前 7 大巨头一览（百万美元）



资料来源：Euromonitor, petfood industry, 中信证券研究部 注：2017 年数据

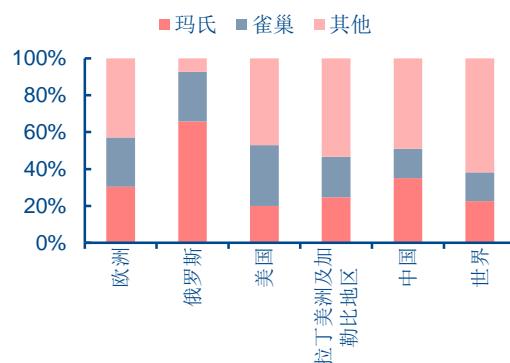
两超多强格局已定。宠物食品行业集中度较高，2015 年数据显示，以玛氏、普瑞纳为代表的两大国际巨头在全球市占率高达 38.1%，在俄罗斯市占率高达 92.8%，在美国、欧洲市占率也过半。具体来说，宠物市场参与者主要有 3 类：1）玛氏、普瑞纳为代表综合性品牌，几乎覆盖了所有细分市场。2）蓝爵、希尔斯、斯味可、freshpet 为代表的本土型品牌，主要是聚焦在某一细分领域突围成功。3）沃尔玛等商超自有品牌。

图 5：全球宠物食品市占率一览（2015 年）



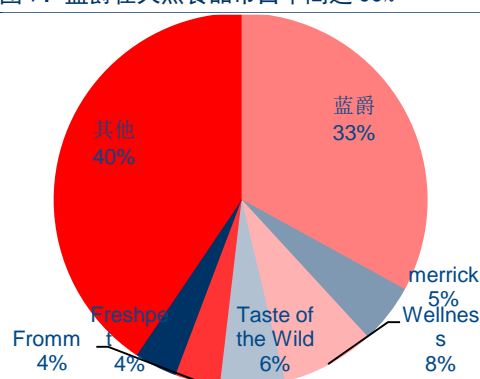
资料来源：尼尔森数据，Euromonitor，中信证券研究部

图 6：2015 年玛氏、普瑞纳在主要地区市占率



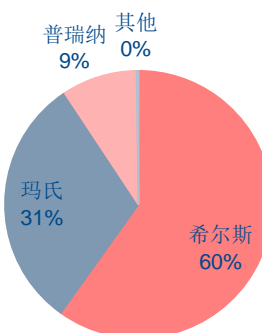
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 7：蓝爵在天然食品市占率高达 33%



资料来源：蓝爵招股说明书，中信证券研究部

图 8：希尔斯在处方粮市场市占率高达 60%



资料来源：蓝爵招股说明书，中信证券研究部

宠物食品拟人化：精细化、天然粮、无谷粮等成趋势

经过近百年发展，宠物食品行业出现明显的拟人化趋势，体现在两方面：1）宠物食品渐趋精细化。我们总结各大品牌近年来新品可以发现，宠物食品已经从最开始简单的全价狗粮发展到了满足各种细分需求的宠物食品，各种功能、概念应运而生。如“美毛”“明目”“体重管理”等。

表 1：宠物食品主打概念

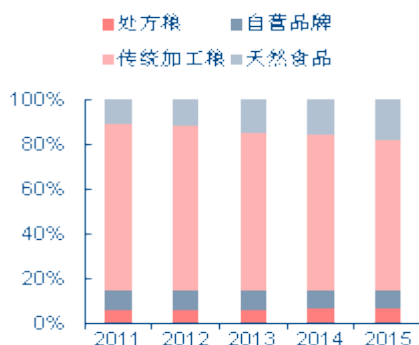
宠物食品主打概念	实现途径
美毛	由 2 点决定：1）蛋白质好，促进毛发生产。一般而言，动物蛋白由于植物蛋白。2）血液循环通畅。常见的诸如软磷脂（通过乳化作用使得血液循环流动通畅）和鱼油（去除血液里面的杂质）、Omega-3&6 不饱和脂肪酸均能有效解决
去泪痕	其实多是低盐、少油狗粮，狗狗如果口味太重容易产生泪痕
**宠物专用粮	不同宠物在不同生长阶段对营养需求的确不一样
WDJ 狗粮	WDJ 其实要求不算高，但是会要求追溯到原材料和厂商
无谷&无麸狗粮	狗狗没有淀粉酶，只能靠胰脏分泌来消化，诱发糖尿病等，加之肠道果断，消化不了的淀粉残留在肠胃引起过敏，诞生了无谷狗粮（把一些常规的狗粮谷物原料「玉米、小麦、大米等」去除，取而代之的是一些蔬菜，比如苹果、南瓜等，突出的是低敏碳水化合物。）
天然狗粮	不含副产品（如内脏维生素 A 含量过高，不溶于水不易吸收），合成添加剂（抗生素、生长激素、诱导剂、合成色素、甜味剂、粪便凝固剂、合成防腐剂），原料天然
生命颗粒狗粮	多是由矿物质和维生素合成，添加以保证均衡营养
冻干工艺狗粮	冻干较之热加工，更能保存营养成分
新鲜	
Pulse ingredient	豆类、豆类纤维和蛋白等，可解决纯肉蛋白中钙镁磷含量过高问题（易造成尿结石），合理搭配营养，迎合无谷粮趋势

资料来源：各宠物食品品牌官网，中信证券研究部整理

2）宠物食品渐趋健康化，天然狗粮、无谷狗粮等趋势渐起。所谓天然狗粮，是指在生产过程中不采用副产品（如内脏、皮毛、肉粉等）、不使用添加剂（如诱食剂、防腐剂、色素、香精等）加工成的宠物食品，主打“高蛋白”，一般而言价格更贵，但更有益于宠物身体健康。2011 -2015 年，天然食品生产商市场份额由 11%提升至 18%。

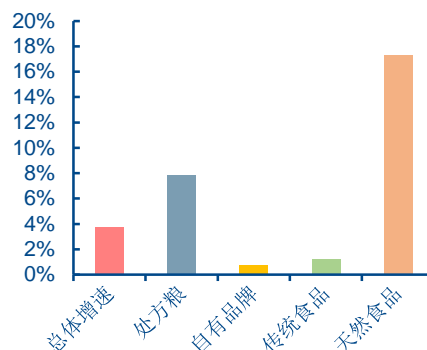
所谓无谷粮，是指在宠物食品中用蔬菜水果或豆类（Pulse ingredient）来替代谷物蛋白的食品，主要针对谷物蛋白可能诱发宠物过敏、胃肠疾病等问题。由于豆类兼顾低成本、易成型，故称为无谷粮中谷物首选替代品。2013 年伴随着无谷粮的兴起，含豆类的无谷宠物食品也逐渐增加，06-16 年市场上豆类添加的新产品 1581 个。

图 9：天然食品占比逐年增大



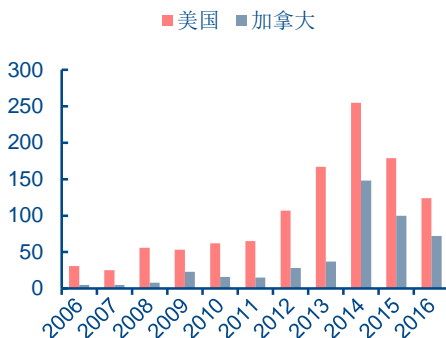
资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 10：天然食品增速高于传统食品



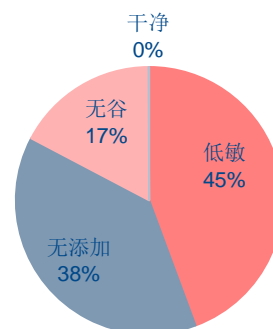
资料来源：蓝爵招股书，中信证券研究部整理

图 11：06-16 年，北美市场上豆类蛋白（Pulse ingredient）添加的产品数量



资料来源：Agriculture and Agri-Food Canada, Mintel, 中信证券研究部

图 12：含豆类蛋白产品主打概念



资料来源：蓝爵招股书，中信证券研究部整理

多品牌全市场策略，玛氏、普瑞纳市占率高企

依托并购不断壮大

玛氏、普瑞纳宠物业务起步于 20 世纪，通过并购不断壮大。1935 年玛氏通过收购英国 Chappel Brothers.,Ltd 旗下的 Chappie 罐头狗粮、1965 年普瑞纳通过收购 Friskies（以下简称喜悦）宠物食品品牌进入宠物食品行业。随后，二者通过并购不断壮大。迄今，玛氏宠物业务拥有多达 50 个品牌，其业务已经在全球 55 个国家运营，拥有超过 7 万名员工。2015 年公司宠物食品业务实现营收 172.2 亿美元，全球市场份额达 24%。普瑞纳宠物食品 2017 年营业收入高达 125 亿美元，拥有 67 个品牌，美国市占率领先，全球市占率仅次于玛氏。

表 2：玛氏、普瑞纳近年关键运营数据比较

	全球市占率	品牌数	覆盖国家数	员工数	收入体量	工厂数	其余
玛氏	23%	50	55	75000	172 亿 (2017 年)		西欧排名第二
普瑞纳	16%	67	30	11990	125 亿 (2017 年)	27 个工厂 (美国 20 个, 加拿大 1 个, 拉美 6 个)	西欧排名第二, 东欧第三, 拉美第二, 中东、亚洲、非洲等地排名前三

资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 13：玛氏宠物业务通过并购不断扩大规模、进入宠物领域各个市场



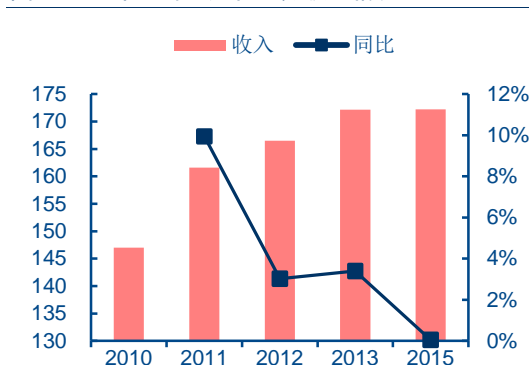
资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 14：普瑞纳宠物业务通过并购不断扩大规模、进入宠物领域各个市场



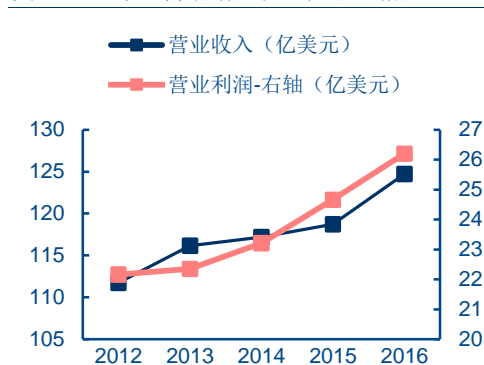
资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 15：近年来玛氏宠物业务收入情况



资料来源：Petfood Industry 中信证券研究部

图 16：近年来普瑞纳宠物业务收入情况



资料来源：IBIS World 中信证券研究部

产品线宽且广，多品牌满足多市场需求

玛氏：皇家、宝路、伟嘉品牌为核心

产品定位清晰，品类覆盖全。玛氏宠物食品拥有众多品牌，但核心品牌主要为 Pedigree（以下简称宝路，玛氏最大的狗粮品牌）、Whiskas（以下简称伟嘉，玛氏最大猫粮品牌）、Royal Canin（以下简称皇家，玛氏旗下最大的中高端产品）。其中，宝路伟嘉定位中低端，主铺大卖场商超渠道，而皇家等中高端产品主要铺向专业门店渠道。

图 17：玛氏宠物食品品牌定位、价格一览

定位	品牌	平均单价		狗主粮	狗零食	狗天然粮	狗处方粮	猫主粮	猫零食	猫天然粮	猫处方粮
		产品	价格								
高端定位	Nutro(美世)	天然鸡肉糙米口味干猫粮	54.71		✓	✓				✓	
	Sheba(希宝)	希宝湿猫粮	75.07					✓	✓		
	Cesar(西莎)	西莎经典款湿狗粮	47.39	✓	✓						
中端定位	ROYAL CANIN(皇家)	皇家中等犬成年犬狗粮	25.07	✓			✓	✓			✓
	IAMS(爱慕斯)	爱慕斯鸡肉味狗粮	34.19	✓			✓	✓			✓
	Eukanuba(优卡)	优卡品种特定成年犬干狗粮	39.19	✓							
中低端	Whiskas(伟嘉)	伟嘉肉类精选干猫粮	20.36					✓	✓		
	Pedigree(宝路)	宝路完全营养成年犬干狗粮	8.59	✓	✓						
纯零食	Dremies	鸡肉味猫零食	631.87						✓		
	Temptations	经典款猫零食	119.00						✓		

资料来源：公司官网、亚马逊、中信证券研究部整理

中低端市场：主推宝路、伟嘉，全产品覆盖的中低端狗粮品牌。宝路、伟嘉主打中低端市场，产品类别多，覆盖干粮、湿粮、肉干、咬胶等细分领域，且针对宠物年龄、体型进行划分。自 19 世纪 50 年代推出至今，以其合理的价格和一流的质量获得广大消费者的信赖，在多个国家市场份额均处于领先地位。

表 3：玛氏、普瑞纳近年关键运营数据比较

	英国	加拿大
宝路（狗粮领域）	市占率第二（年销售 2.01 亿英镑，市占率 13.23%）	市占率第一
伟嘉（猫粮领域）	市占率第三（年销售 1.96 亿英镑，市占率 12.87%）	市占率第二

资料来源：IRS, 中信证券研究部

高端市场：皇家为核心品牌，更为定制化。皇家是由法国兽医 Jean Cathary 于 1968 年创立而成，1972 年公司为全球宠物行业引入犬的年龄、体型概念后在精准化营养方案提供上深耕，2001 年被玛氏收购。皇家最重要的特点为“科学、精准”，由于宠物品种不同，其对营养方案、咀嚼颗粒大小和质地等要求不一，皇家便针对宠物品种、生活形态、年龄等进行分类研发，甚至还可以定制，充分满足宠物的不同需求。2003 年，皇家推出处方粮产品，经过近 15 年发展，已经成为美国市场份额第二的处方粮产品。

图 18：皇家宠物食品发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 19：皇家针对不同品种宠物的产品品类图



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

由于皇家主打高端干粮、处方粮品牌，针对近年兴起的天然食品、湿粮等品类，玛氏通过收购进一步布局。2007年玛氏收购Nutro之后正式进入天然宠物食品市场。2014年玛氏从宝洁旗下收购爱慕斯和优卡（爱慕斯旗下）欧洲区域以外的业务，爱慕斯拥有近70年历史，是首个采用动物蛋白作为蛋白质来源的狗粮，横贯多个品类，在美国传统宠物食品市场份额排名第五，在处方粮市场排名第四。此外，公司还收购希宝、西莎等两个中高端湿粮品牌，产品原料采用营养丰富的新鲜食材如野生海鲜、农场鸡肉等，为宠物带来奢华美食享受。

普瑞纳：普瑞纳为核心的品牌策略，覆盖全细分市场

普瑞纳旗下一共拥有 67 品牌，区别于玛氏的去公司品牌化管理，普瑞纳下的宠物品牌均打上了普瑞纳的烙印。

图 20：普瑞纳普瑞纳几大产品一览



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

从产品系列来看，围绕普瑞纳，公司旗下的 JUST RIGHT 和冠能处方粮、喜悦、muse、Merrick（2015 年，Merrick 已占据天然市场 5.2% 份额，排名第四）等属于公司中高端品牌，主打定制狗粮、处方粮、猫粮、天然粮等市场，而冠能、珍致为代表的 8 个品牌为公司中端定位品牌，康多乐和妙多乐系列定位中低端狗粮、猫粮市场，主要和宝路、伟嘉等形成竞争关系，主铺商超渠道。

分国别市场来看，美国区作为普瑞纳市占率最高的地区，销量最好的品牌为喜悦（中高端猫粮）、康多乐（中低端狗粮）、珍致（中端猫粮）、BENEFUL，而英国市场喜悦、冠能、普瑞纳唯一、FELIX、gourmet 五大品牌占据 80% 以上。

图 21: 普瑞纳宠物食品品牌定位、价格一览

	产品	平均单价 价格(元)	狗主粮	狗零食	狗天然粮	狗处方粮	猫主粮	猫零食	猫天然粮	猫处方粮
高端定位	Purina ProPlan Veterinary Diets	超重管理成犬粮	74.22				✓			✓
中端定位	Bella	成年小型犬鸡肉和牛肉主粮	52.93		✓					
	FRISKIES (喜悦)	多肉包装猫食	40.84				✓	✓		
	Muse	三文鱼味成年猫粮	39.68						✓	
	Beyond	无谷物成犬粮	31.50		✓				✓	
中低端定位	Fancy Feast (珍致)	鸡肉味猫干粮	28.70				✓	✓		
	Kit&Kaboodle	原味猫粮	21.21				✓			
	Purina Pro Plan (冠能)	鸡肉米饭混合成犬粮	19.52	✓	✓		✓	✓		
	Purina ONE	土耳其和鹿肉成犬粮	16.96	✓			✓			
	Moist&Meaty	汉堡配切达干酪风味狗粮	15.37	✓						
	Alpo	罐装湿粮烤鸡风味	14.98	✓	✓					
	Beneful	牛肉味成年犬干粮	12.51	✓	✓					
	Purina Chow (康/妙多乐)	鸡肉味成犬粮	7.10	✓			✓			
纯零食	Whisker Lickin's	三文鱼味猫零食	362.88					✓		
	Waggin' Train	鸡肉味狗零食	238.81		✓					
	Beggin	条状厚切烟熏味猪	92.47		✓					
	Busy	Pedigree Compl	71.23		✓					
	Frosty Paws	花生黄油味狗零食	64.88		✓					
	Mighty Dog	鸡肉味罐装湿狗粮	35.94		✓					

资料来源: 公司官网、亚马逊、中信证券研究部整理

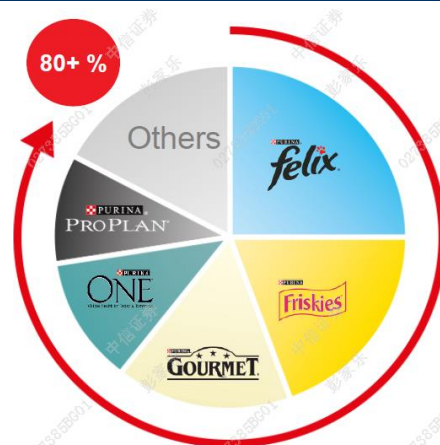
图 22: 美国区以喜悦、珍致、康多乐等四大品牌为主

2014年美国零售规模



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 23: 英国区喜悦、冠能等五大核心品牌占比超 80%



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

基于客户需求的研发和大力度的品牌建设，渠道力深厚

我们认为，玛氏、普瑞纳深厚的渠道力背后有两方面因素。1）借助集团传统食品在商超渠道资源和经验，其宠物食品业务也在商超渠道快速上量。草根调研了解到，玛氏旗下宝路、伟嘉、普瑞纳下的康多乐、妙多乐在商超渠道市占率高企。2）得益于基于市场需求开发的产品以及多年的市场教育和品牌建设，专业渠道也较为认可其产品。

玛氏和普瑞纳宽广的产品线背后离不开其研发中心支撑

威豪（Waltham）宠物营养研究中心作为玛氏宠物的科研后盾，自成立 50 年来专注研究宠物营养健康，硕果累累。近年来，威豪宠物中心亦逐渐贴近消费者，如在英国精选 50 名宠物主和威豪近 200 人的研发团队成立在线交流社群（MARS Consumer & Me），通过

各种有趣的比赛、活动，针对养宠过程中的各种问题进行互动进而发现潜在的消费需求，仅 3 周时间就反馈了近 1600 条帖子。

图 24：威豪研发中心的成就

- 1973 ● 威豪宠物营养中心正式诞生
- 1973 ● 出版第一期Pedigree Digest，威豪名下的第一本为兽医和饲养员打造的季刊
- 1982 ● 确定了牛磺酸的需求水平——牛磺酸是猫咪所需的一种重要营养物质，在干湿猫粮中都必须存在
- 1987 ● 在德国汉诺威举办了第一个开放型的国际研讨会
- 1990 ● 建成经过环境增强设计的全新猫舍和犬舍
- 1991 ● 发布第一期WALTHAM Focus——一本为兽医打造的国际期刊
- 1994 ● 《威豪犬猫临床营养学》(WALTHAM Book of Clinical Nutrition of the Dog and Cat) 出版
- 1995 ● 威豪科学家研发出第一种帮助控制猫咪膀胱结石（鸟粪石、草酸钙结石）形成的专业宠物食品
- 1997 ● 确立了受专利保护的影响犬类皮毛状况的锌和亚油酸标准
- 1999 ● 为猫咪生产出第一种低磷、低蛋白质食品，并且被证实能够使被诊断患有慢性肾脏疾病的猫咪的预期寿命翻倍
- 2000 ● 研究人员证明了膳食抗氧化物对幼猫和幼犬免疫系统健康的益处
- 2003 ● 为猫咪喜爱的食物制定了常量营养元素图谱
- 2005 ● 测定猫咪没有功能性的感受器
- 2005 ● 全新的人与宠物研究中心开幕
- 2008 ● 与尤尼斯肯尼迪施莱佛国立儿童健康与人类发展协会建立了合作关系，共同致力于人与动物交流领域的研究
- 2009 ● 与欧洲宠物食品工业协会以及顶级研究所合作，为幼犬早期成长中维生素A的摄取量设立了锌的安全上限

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

普瑞纳在全球设有六大研发中心（美国 3 个，瑞士、法国、中国各 1 个），拥有超过 500 位营养学家、兽医、动物行为专家和食品科学家关注宠物营养与护理。专家团队通过对包括宠物年龄、性别、身体状况、大小、活动水平、环境等各种生活方式因素的研究不断推出覆盖宠物全生命阶段和周期的宠物食品与宠物用品。普瑞纳在宠物营养领域拥有 10 项专利与 5 个营养平台（老龄健康，消化与微生物，口腔健康，新陈代谢，早期发展），不断进行产品创新和升级。以欧洲市场为例，一般经过 5 年，来自创新产品的收入可占到一半以上。

图 25：创新为欧洲普瑞纳每年带来不菲的增量收入（百万瑞士法郎）



资料来源：公司官网，

图 26：普瑞纳唯一（One）&普瑞纳冠能处方粮（Pro Plan Veterinary Diet）产品升级



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

借助大数据，深入挖掘客户需求

玛氏：产业链并购获取海量数据。除了传统宠物食品外，公司还涉足宠物诊断、宠物医院和宠物用品领域。如玛氏收购 BANFIELD\bluepearl 后，在 2017 年斥巨资收购 VCA，将全美最大的几大宠物医院收至囊中，一方面加强了其宠物医院渠道能力，另一方面获取了海量的宠物健康监测数据。而在 16 年玛氏收购智能犬项圈公司 Whistle，该用品可以准确记录狗狗的休息时间、玩耍时间、饮食量以及反常行为等信息。大量消费者数据的获取给予玛氏开发新产品的灵感并助其形成个性化的推荐。

普瑞纳：个性化宠物网站+和数字化咨询公司合作。1) 开发了个性化的宠物食品销售网上平台：Purina Just Right。顾客通过在网完善宠物资料及营养需求等，公司将提供有针对性的宠物定制喂养方案，并定时将产品送到顾客家中，此后公司还会通过邮件进行产品后续跟踪和生成推荐。2) 和 Sysomos、SocialChorus、Socialbakers、eWave 等 11 家数字化咨询公司合作，通过合作，普瑞纳能更加准确的了解宠物食品行业的趋势等。以 Sysomos 为例，Sysomos 在社交平台上跟踪，通过分析和评估超过 800 万个社交档案，为公司提供战略建议，同时也能通过线上品牌传播和数字互动的形式，促进公司和消费者的互动。此外，为更好根据消费者偏好进行营销，公司还投资 SR Virtual Store Design 技术，旨在通过虚拟商店测试消费者对商店布局的反应以提升真实的消费者体验。

图 27：普瑞纳 just right 的定制方式



资料来源：公司官网，中信证券研究部

大举投入市场教育和品牌建设。除了常规营销外，两大巨头还大量投入消费者教育。玛氏在全球开设在线教育平台“宠物护理学院”，除了提供来自其研发中心威豪的宠物喂养知识外，还邀请专家、专业兽医等开设讲座，以更好帮助消费者了解科学养宠的知识。普瑞纳每年约投入 3000 多万美金用于人宠互动相关活动，以更好建立宠物主和宠物间的情感纽带。为进一步提高品牌知名度，两大巨头加强在宠物救助、宠物基金会等方面的投入。玛氏创建 Pedigree 基金会与 Banfield 基金会，致力于贡献宠物救助及宠物慈善事业。普瑞纳通过投资 Petfinder.com/赞助 AdoptAPet.com.（全美第一第二大宠物在线救助网站）来帮助更好实现收养，并与 cat protection\dspca, rescue bank, shelte arts foundation 等世界知名动物福利机构,以及北美地区近 12000 家宠物慈善机构、行业协会建立长久合作关系。

图 28：玛氏在线宠物护理学院



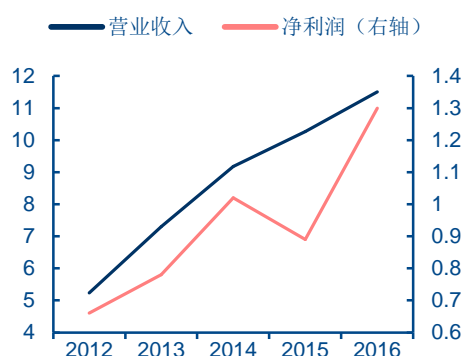
资料来源：公司官网

单品牌专业突围，蓝爵、希尔斯成细分市场引领者

尽管玛氏、普瑞纳品牌影响深入人心，仍有几个品牌另辟蹊径，瞄准其尚不成熟的领域突围成功，典型代表如希尔斯（处方粮领域绝对龙头，起步于 20 世纪 30 年代）、蓝爵（成立于 2002 年，天然食品绝对龙头）、BIG HEART（宠物零食龙头，起步于 20 世纪初）。

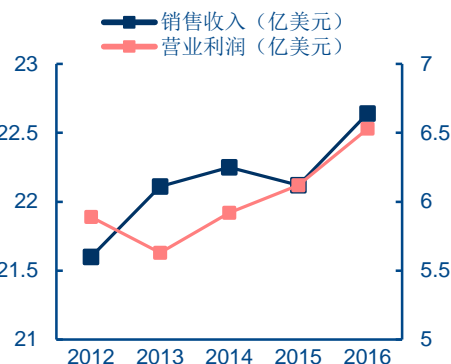
聚焦更为高端的市场，品牌盈利能力更好。以希尔斯为例，旗下科学饮食和处方饮食产品平均比一般商超宠物食品溢价 50%，高者可达 200% 左右，相对高的产品溢价能力也带来了其较高的利润率。2016 年，希尔斯营业利润率高达 29%，蓝爵约为 23%，普瑞纳约为 20%。

图 29: 蓝爵近年来收入、净利快速增长(亿美元)



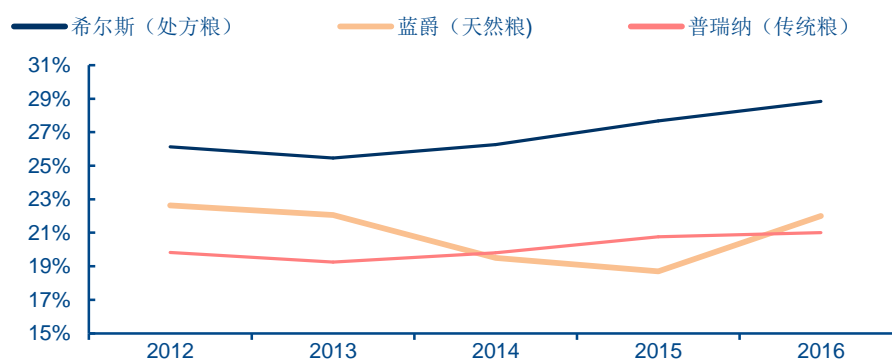
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 30: 希尔斯近年来收入、利润基本稳定



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 31: 平均而言, 蓝爵、希尔斯营业利润率较普瑞纳更高

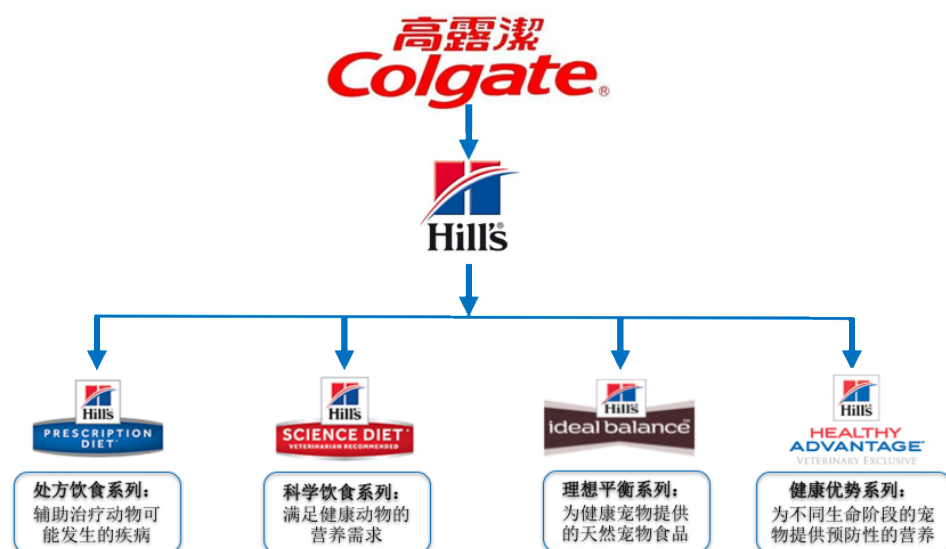


资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

希尔斯: 研发为基, 专业产品、兽医渠道铸就壁垒

希尔斯公司的处方粮前身为 Mark Morris 博士 1939 年研制的 Canine k/d 狗粮, 这也是世界上第一款治疗肾病的处方粮。1948 年, 公司正式成立, 1951 年, 成立专门的研发中心, 1976 年公司被高露洁收之麾下。经过近 80 年的发展, 公司产品系列也逐渐由最初的处方饮食系列 (1948) 扩充到科学饮食系列 (1968)、理想平衡系列 (2013 年)、健康饮食系列 (2010 年), 目前一共覆盖了 277 种产品。其中处方饮食系列、科学饮食系列合计将近 94%, 处方饮食系列占处方粮的市场份额超过 60%, 科学饮食系列在加工粮市场排名第 10。

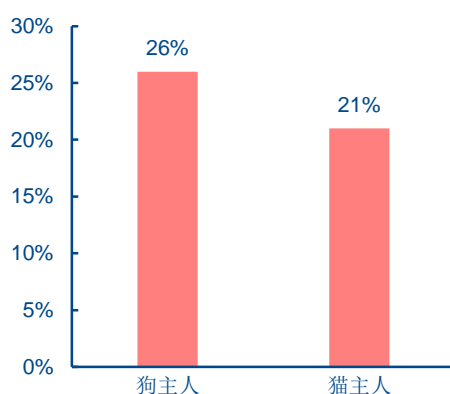
图 32：希尔斯四大产品系列



资料来源：公司公告，中信证券研究部

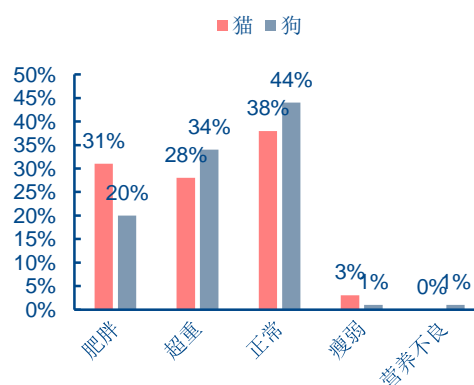
基于市场需求不断研发创新，巩固处方粮产品优势。由于处方粮兼具食品和药品的属性，需要在食品安全性和适口性等特性的基础上，保证产品的治疗效果，这对宠物食品公司研发能力要求极高。目前公司在全球研发中心拥有超过 220 名兽医及营养学博士，每年撰写超过 50 篇研究论文，为公司持续的技术创新带来动力。同时，公司还是第一家将临床数据应用于宠物食品开发的公司，所有公司产品都会通过兽医盲试，使用随机分组，评估记录不同组别宠物的健康状况，以进一步完善公司产品。目前公司拥有 4-500 种产品，以公司最具影响力的处方饮食产品为例，目前已涵盖 26 种疾病，包括上百种产品，其中，尤以辅助肠胃病和肥胖症治疗的产品最多，这也是近年美国宠物高发病症，据统计，美国宠物中患有老龄化疾病宠物的占比超过 20%，同时，超过一半的猫狗有肥胖症状。

图 33：美国宠物主人中拥有患有老龄化疾病宠物的占比






































































资料来源：Petfood Industry, Packaged Facts, 中信证券研究部

图 34：美国超过一半的猫狗有肥胖症状



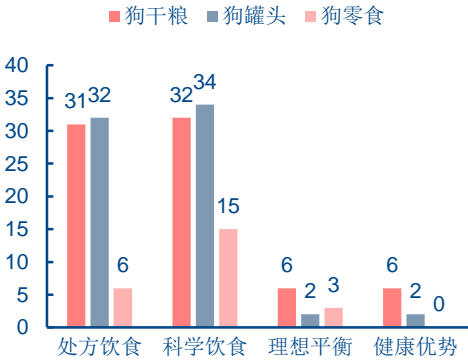
资料来源：APOP，中信证券研究部

图 35：处方粮产品丰富，针对不同症状

		
		
食物过敏及炎症性皮肤病	 	 
关节炎/行动不便		
大脑衰老及相关行为变化		
癌症及肿瘤		
心血管疾病/冠心病	  	 
糖尿病	 	  
猫下泌尿道疾病		  
肠胃疾病	    	    
肝脏疾病		
高血脂	  	 
甲亢		
肥胖	  	   
口腔健康		
康复问题	  	
肾脏疾病	  	 
尿结石	   	  

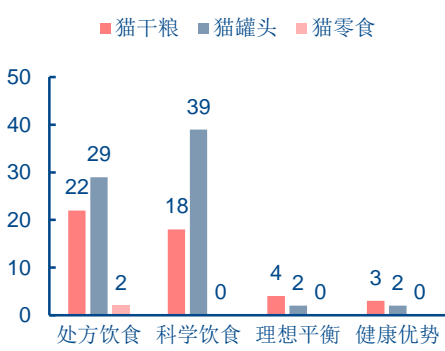
资料来源：希尔斯官网，中信证券研究部 注：A/D-Z/D 代表公司不同产品，a/d 康复阶段处方粮 b/d brain diet 脑部疾病处方粮 c/d crystal diet 尿结石处方粮 d/d dermatology diet 皮肤疾病处方粮 g/d geriatric diet 肾脏疾病处方粮 h/d heart diet 心脏疾病处方粮 i/d intestinal diet 肠道疾病处方粮 j/d joint diet 关节疾病处方粮 k/d kidney diet 肾脏疾病处方粮 l/d liver diet 肝脏疾病处方粮 m/d 肥胖疾病处方粮 n/d neoplasia diet 肿瘤疾病处方粮 r/d 高血脂疾病处方粮 s/d stone-dissolving diet 尿结石处方粮 t/d tooth diet 牙齿疾病处方粮 u/d urinary diet 尿类疾病处方粮 w/d weight-control diet 体重控制处方粮 y/d 甲亢疾病 z/d hydrolyzate diet 肠胃疾病处方粮

图 36：公司各产品系列狗粮分布（产品个数）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 37：公司各产品系列猫粮分布（产品个数）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

专攻兽医渠道，产品的兽医推荐率是其余公司的两倍以上

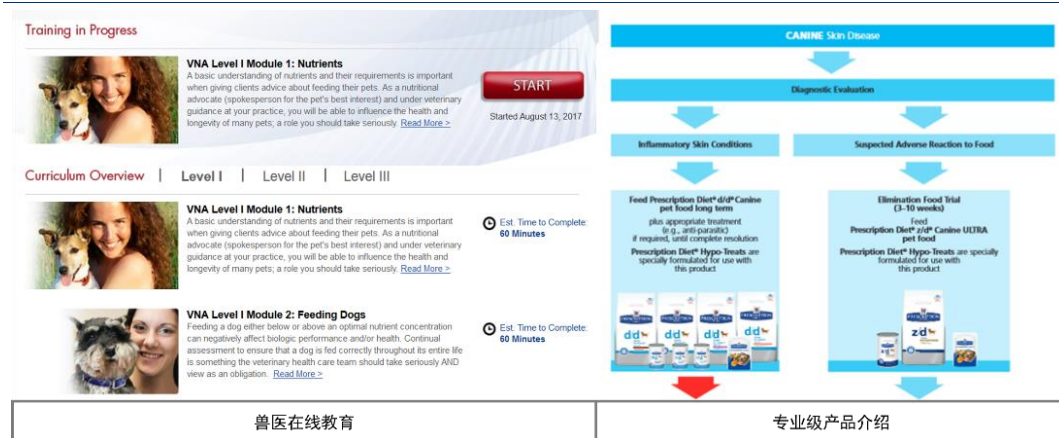
公司拥有超过 1200 名销售人员（2012 年），覆盖诊所、专业渠道，超过 21000 名兽医。

针对公司主打产品的诊所渠道，公司主要通过如下措施来巩固渠道：1）专业化的产品。早年公司提出差异化产品战略定位高端市场，开发符合兽医偏好的产品（强调饮食的科学性、包装设计简单）来鼓励兽医渠道独家代理。随后，公司不断对方粮产品进行更新。

2）并购渠道加以壮大，合理维系各渠道利益。1980 年，希尔斯销售规模达到 1.1 亿美元，早年的起步主要依赖于经销商，为了防止竞争对手对经销商的渗透，希尔斯在 1987 年收购了美国西部一个分销商集团 VCA。20 世纪 90 年代，大型宠物商超兴起，部分甚至还设有兽医以低于诊所的价格出售商品，为维系诊所渠道的利益，希尔斯重新对产品进行分渠道划分。其中，处方粮产品主要通过诊所渠道销售，而其余产品主要通过专业渠道进行销售。

3）与时俱进的专业化服务。20 世纪 90 年代，电话营销潮流正起。公司为了更好地为兽医和其他客户提供服务，专门聘请外部机构 FDS 定期联系其 1,400 个客户，向兽医提供有关特别优惠和现场技术问题的信息。公司每六周联系一次兽医，以确定兽医对培训、产品后续支持等需求。进入 21 世纪迎合互联网发展潮流，公司建立了专门面对兽医群体的网站 Hill's Vet，除了提供专业级别的处方粮产品介绍及宠物疾病护理知识介绍外，还提出兽医营养主张（Veterinary Nutritional AdvocateSM）项目——对兽医提供免费的线上教育，为兽医们提供线上学术图书馆，图书馆中包含各种出版物和研讨会论文，同时，也为兽医们组织在线网络研讨会，帮助其更好的理解和实践宠物营养相关的知识。

图 38：建立专门面对兽医群体的网站，提供在线教育、专业级产品介绍



资料来源：希尔斯官网

4）系列活动提升公司在渠道端美誉度。公司全力推进 Hill's Food, Shelter&Love 公益计划，通过此计划，公司每天为超过 800 个无家可归的宠物提供食物和住所。自 2002 年以来，总计提供了超过 2.8 亿美元的食物。除此之外，公司协助大学研究和知名兽医举办世界讲座之旅，并为此捐赠超过 25 万美元，撰写了在动物临床营养学领域最广泛使用的教科书。

公司通过举办宠物活动来进行市场教育并增加公司产品的曝光度。例如，公司每年举办宠物饮食比赛“希尔斯宠物瘦身大赛”，并通过活动宣传宠物过度肥胖为不良症状的营养学知识，借此带动公司产品销售。

图 39：希尔斯宠物瘦身大赛广告

寵物就好像人一樣，肥胖會引起各種健康問題，快帶肥胖的貓狗到各大獸醫診所參加希爾思瘦身獎勵比賽！

比賽共設 10 個獎項，貓、狗各設 5 個名額。
 凡完成計劃，而未得獎者，均可獲得安慰獎 \$200 現金券*。
 報名截止日期：2015 年 10 月 31 日
 我們將於 2016 年 2 月公佈獲獎名單。
 活動詳情請瀏覽 www.hillspet.com.hk
 或向您的獸醫診所查詢。

 **世界獸醫推薦**
 RECOMMENDED
 BY VETERINARIANS
 WORLDWIDE

特別鳴謝： Animal Industries Resource Centre

獎項#	狗 隻	貓 隻
第一名	\$5,000	\$5,000
第二名	\$4,000	\$4,000
第三名	\$3,000	\$3,000
第四名	\$2,000	\$2,000
第五名	\$1,000	\$1,000

#所有獎項為相等價值的希爾思食品現金券

總代理：利農有限公司
 電話：2562 9405
www.hillspet.hk

资料来源：APOP，中信证券研究部

蓝爵：细分产品升级，主攻宠物门店渠道，天然食品概念引领者

主打“天然健康，内含生命精华颗粒”概念。蓝爵起步于 2002 年，当时美国市场传统日用粮领域已进入充分竞争阶段，但天然食品市场尚无领军品牌。公司自成立起采用专一化发展战略，主攻天然食品市场。所有食品均是不添加防腐剂、色素、不含副产品，并且均添加公司自主研发的生命精华颗粒，这是一种由兽医和营养学家共同研发的，富含维生素、矿物质、抗氧化剂的黑色颗粒，与各款干粮混合，采取冻干制造法，有效防止营养成分的流失。

图 40：生命精华颗粒



资料来源：公司官网

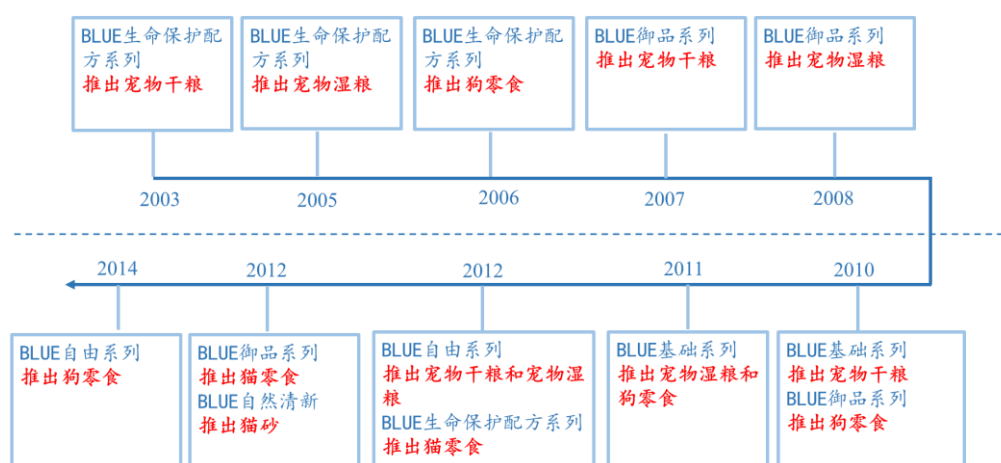
单品牌多系列策略，产品不断升级。蓝爵目前主要采取单品牌策略，围绕蓝爵品牌公司开发了五大系列，蓝色生命保护配方系列、蓝色御品系列、蓝色基础、蓝色自由、蓝色地球精华系列，每个系列下又从干粮扩充至湿粮、零食。其中，蓝色生命保护配方、蓝色御品占收入 85% 以上。每一系列的产品分别主打不同概念，如 03 年经典款的蓝色生命配方，主打“天然、均衡营养”概念，07 年蓝色御品系列强调仿照原始动物食性，主打“高蛋白”概念，10 年蓝色基础针对容易食物过敏的宠物，配方进行了一定修改，12 年蓝色自由系列则是主打“无谷”概念，17 年公司又开发了蓝色地球精华，主打“新鲜”概念。此外，公司 15 年还进入处方粮领域，12 年通过猫砂产品进入用品领域。

表 4：蓝爵主要产品系列推出的时间、收入占比情况

系列名称	推出时间	收入占比	特点
蓝色生命保护配方系列	2003	53%	第一大产品线，基础品牌，适用于所有品种和成长阶段的宠物，以鸡肉、鱼肉和羊肉味主要蛋白质来源，富含谷物、蔬菜和水果。
蓝色御品	2007	30%	第二大产品线，由脱骨鸡肉制成的“高肉，高蛋白，无谷物”的产品系列，同时富含蔬菜、水果保证产品健康，深受食肉动物喜爱
蓝色基础	2010	8%	健康全面的限量配料饮食，旨在降低可能会引起宠物不适的食品配方，不含玉米、小麦、乳制品、大豆或鸡蛋
蓝色自由	2012	9%	不含麸质，避免引起宠物不适，适用于肠胃敏感的宠物
蓝色地球精华	2017	——	强调从农场到餐桌的新鲜

资料来源：公司官网，公司招股说明书，中信证券研究部

图 41：蓝爵主要产品升级时间一览

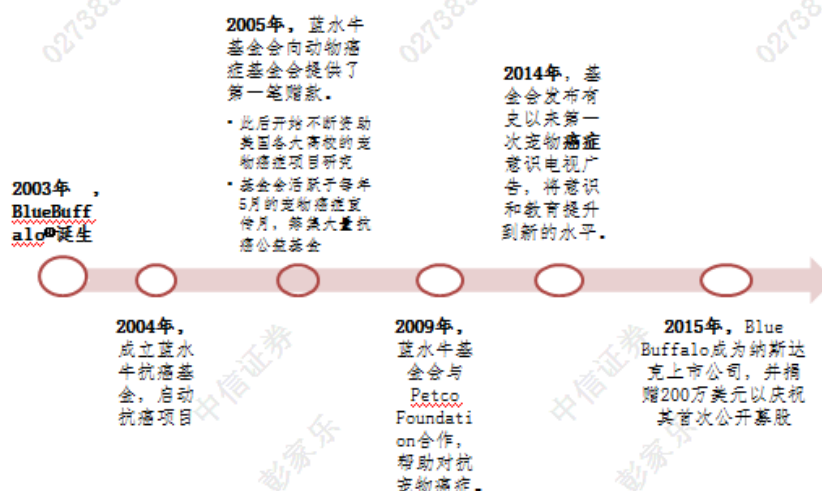


资料来源：公司招股说明书，JP Morgan，中信证券研究部

“宠物侦探”“癌症预防”等系列活动深化品牌形象

品牌故事、公益活动强化公司品牌形象。蓝爵品牌名字中的 blue 源于创始人的小狗名字，不幸的是 blue 晚期患了癌症，这也激发了创始人开始从事宠物营养搭配、宠物健康的研发，BLUE 公司诞生先天带有浓郁的情感色彩，天然健康主题呼之即出。蓝爵成立后，公司在宠物癌症方面的研究从未停止，公司联合 Petco 设立专门基金会，至 2016 年，累计投入 1100 万美元用于动物癌症的临床试验。而从 2009 年开始公司亦将每年 5 月设立为宠物癌症宣传月，帮助宠物主及早识别癌症的征兆。此外，公司对流浪猫狗关注也未停止。2014 年，公司赞助了“全国猫日”10 周年庆典活动，活动致力于鼓励人们收养流浪猫，此次活动当时在推特上热搜全球第一。3）其余宠物相关活动。公司是 DockDogs 的官方赞助商，DockDog 是针对狗狗的竞争性码头跳跃表演活动，将在公司品牌平台上参加全国 75 个潜水展。

图 42：蓝爵在防癌症方面系列活动

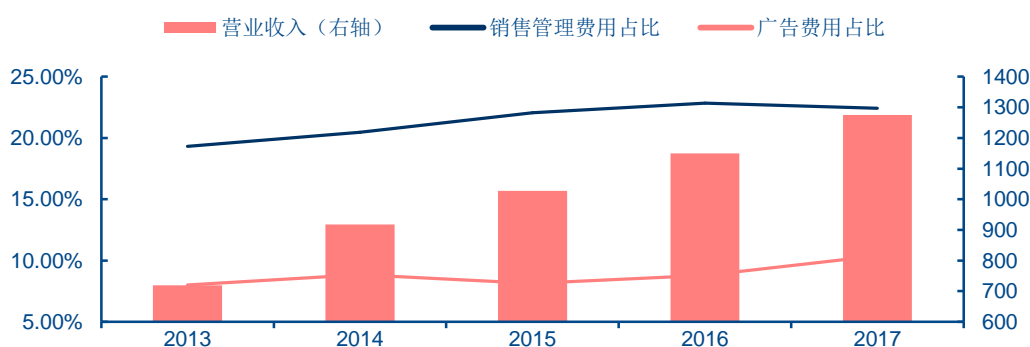


资料来源：公司官网，中信证券研究部

宠物侦探主攻专业渠道，加强和消费者情感联系。03 年公司首次在 petsmart240 家门店试销产品，04 年首次尝试引入宠物侦探项目——向社会爱宠人士招聘兼职的“宠物侦探”，主要在周末去宠物商店，通过分享自己与爱宠的故事、普及宠物营养相关知识等来侧面宣传、推广自己的产品。宠物侦探项目引入后，公司销售大大提升，06 年 petsmart 所有店面全线引入蓝爵产品，而后蓝爵产品在专业渠道快速上量，截止到 2017 年，公司专业渠道占比已近 47%。

大量的活动宣传使得公司销售费用维持较高水平，近年来公司在营销管理相关费用投入平均在 2 亿左右，占比营收 22%，其中广告费占比 10%，17 年投入更是高达 1.3 亿。

图 43：蓝爵销售管理费用、广告费用占比



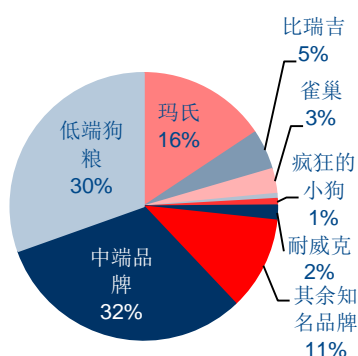
资料来源：公司年报，中信证券研究部

国内企业产品、品牌、渠道如何突围

中国宠物行业仍处大行业、小龙头阶段

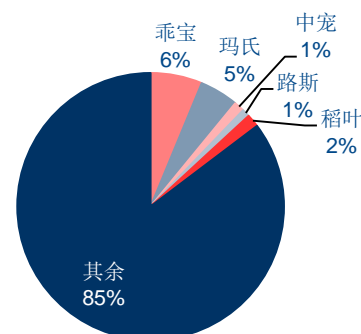
目前中国宠物食品行业规模约 200 亿（主粮约 160 亿，零食约 30 亿，处方粮约 10 亿），伴随着养宠渗透率、宠物转食率的提升平均以 20% 以上的行业增速在快速增长，然而行业龙头皇家（玛氏旗下）销售仅 12 亿，市占率不足 10%，宠物零食领域的集中度更低，龙头麦富迪市占率仅 5%。

图 44：国内宠物主粮市占率一览



资料来源：专家访谈，中信证券研究部

图 45：国内宠物零食市占率一览



资料来源：专家访谈，中信证券研究部

从海外公司的发展经验来看，离不开三点——优秀的产品，正确的品牌战略与渠道策略：

高、中 或者低端，差异化产品至关重要

纵观海外知名品牌宝路、伟嘉、喜悦、皇家、蓝爵、希尔斯的成功，离不开差异化定位和产品不断升级。体现在以下几个方面：1）概念差异化。如蓝爵食品，主打天然无添加，并不断将概念升级到高肉、无谷、低敏等领域。如宝路、伟嘉、康多乐的主打标签就是“极致性价比”。如近年来新秀“freshpet”主打冰鲜概念，60%取材来自方圆 200 公里的区域且保证当日送达厨房，自建冷链和冰箱（合作冰箱厂商，高度可视化 Freshpet 冰箱展柜，更好突出冰鲜概念，迄今，freshpet 冰箱已成为其标志之一，自 06 年成立至今铺入 16000+ 个终端）。

图 46: Freshpet 冰箱



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

2) 产品差异化。如希尔斯推出 A-Z 系列处方粮，覆盖绝大部分疾病。如 BIG heart 的牛奶棒，以其独具特色的骨头状饼干，风靡美国市场数百年（且公司随着时间而对形状进行升级，如增加表面纹理及凸点以迎合市场对磨牙棒的需求）。如品谱的 dingo（畜皮咬胶）、smartbone（植物咬胶）主打能消化的磨牙棒市场，近年也增长迅速。

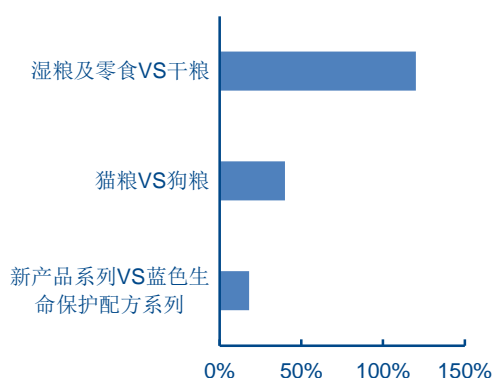
图 47: Big heart 牛奶棒的创新发展



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

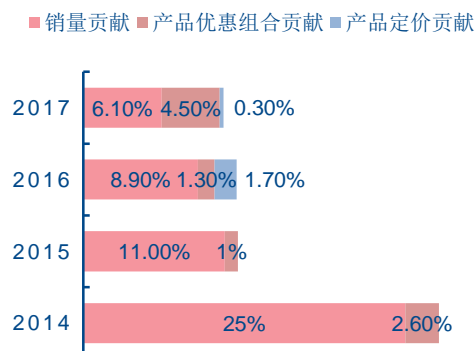
3) 产品、品类深度开发。如皇家开发出针对不同品种宠物的食品，如蓝爵、希尔斯不断升级产品，从干粮扩充到了湿粮、零食领域，每年营业收入中相当一部分来自提价贡献/产品组合贡献。

图 48: 蓝爵新产品(湿粮和零食, 新产品系列)较之老产品均有一定溢价



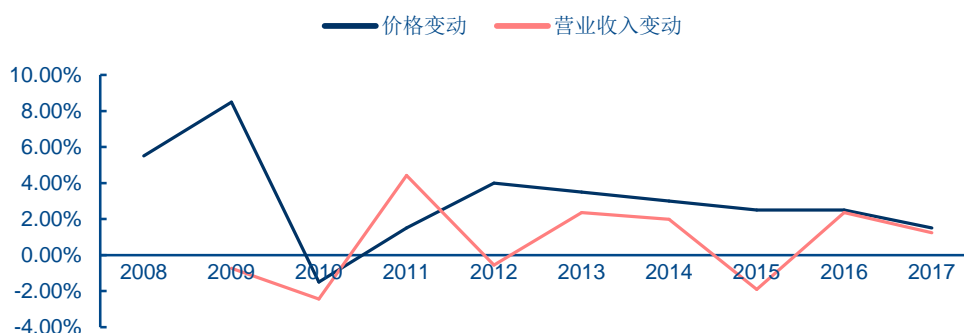
资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

图 49: 蓝爵产品优惠组合、价格对收入各有一定正贡献



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

图 50: 希尔斯近年来营收变动和价格变动图



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部整理

产品开发和升级离不开研发团队的支撑。玛氏的威豪营养研发中心, 普瑞纳、希尔斯的研发中心聚集了大量的营养学专家, 蓝爵每年亦投入近千万美金用于食品研发。

而从国内近年比较知名的几大品牌来看, 定位也各有差别。如比瑞吉定位高档狗粮, 麦富迪主要以零食为主, 但也扩展到了中高端狗粮领域, 疯狂的小狗更是瞄准中低端市场, 锁定 10-15 元/公斤的价格带, 通过线上渠道快速放量; 伯纳天纯作为国内少有的成立之初便主打无谷天然的企业, 产品线更是铺得深且广, 俨然国内的小蓝爵。

表 5: 博纳天纯主打产品概念

产品概念	生命颗粒	亮毛颗粒	离乳优化颗粒	亮毛去泪痕颗粒	全新生鲜系列犬粮	维斯康系列
	益生菌、矿物质、维生素、果蔬营养、多不饱和脂肪酸等	亮毛	幼犬脱乳期是免疫力最弱的时候, 容易产生应激反应, 出现拉稀等症状。	Omega3&6, 蛋白微量元素和果蔬萃取物组成的亮毛优化组合	产品新鲜	各种营养膏

资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

聚焦或者分散，品牌扩张需有道

从美国龙头宠物食品品牌战略来看，单品牌和多品牌两大战略似乎各显千秋。

玛氏、普瑞纳多品牌战略优劣。从玛氏普瑞纳的发展历程来看，多品牌无不成为了巨头们的策略，究其原因有几点：1）可有效覆盖更多细分市场。如在没有优势的天然粮市场，二者均通过收购进入。2）国际化进程中，收购海外品牌可更快速占领当地市场。3）多品牌可在研发、渠道端产生规模效应。如渠道推广过程中，多品牌、多营销组合可增强公司对渠道的溢价能力。然而近年来，二者多品牌之殇渐显，巨头已走向加法和减法并行阶段。如普瑞纳出售 SPILLER 品牌，停产 Chef Michael's 以更好的集中资源覆盖核心品牌，而通过大刀阔斧的改革，普瑞纳全球库存单位（SKU）由 2002 年 12000 个降至 2015 年 5500 个。玛氏亦在 16、17、18 年分别停产了旗下 Innova（露华系列）、EVO 和 California Natural、爱慕斯处方粮产品。

表 6：玛氏、普瑞纳的品牌退出案例

	品牌退出案例	其余退出案例
普瑞纳	SPILLER, 1998 年收购, 2000 年宣布停止;	08 年决定终止贴牌生产
	Chef Michael's 自 2001 被收购以来也宣布停产, 网站链接直接指向了旗下 BENEFUL.	13 年关闭 21 家高效率工厂
玛氏	14 年从宝洁旗下收购凌采产品, 2016 年, 凌采旗下露华系列停产, 17 年 EVO 和 California Natural 停产, 辅之转为推荐其美世 (NUTRO) 和 Crave 产品。	16 年出售南非普瑞纳给 Martin
	13 年从宝洁旗下购买的爱慕斯, 爱慕斯下面的处方粮产品在 2018 年停产	

资料来源：公司官网，中信证券研究部

蓝爵、希尔斯的单品牌战略优劣。玛氏、普瑞纳以及斯味可之所以选择多品牌，离不开其集团禀赋，而对多数公司而言，先天优势似乎没这么明显。以突围成功的蓝爵和希尔斯为例，都是依靠单品牌多系列定位高端市场来运作。我们认为，在企业发展的前期，公司通过将核心资源聚焦在单品牌上有助于快速提升影响力，但到一定阶段也会面临发展瓶颈，比如蓝爵最终在 17 年被通用磨坊收购，而希尔斯收入体量在 22 亿左右也开始停滞不前。

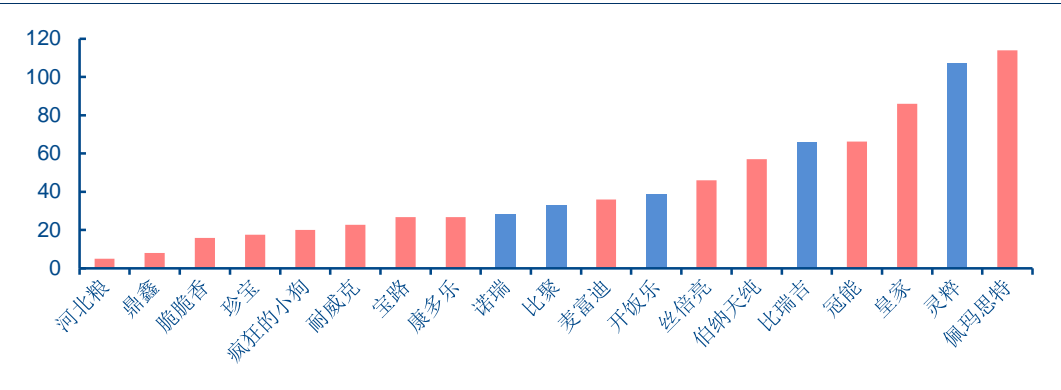
表 7：几大宠物巨头品牌个数和收入一览

公司名称	宠物食品收入体量（百万美元）	品牌个数	平均品牌收入（百万美元）
玛氏	17224	50	344
普瑞纳	12500	67	187
斯味可	2100	13	162
希尔斯	2272	1	2272
蓝爵	1275	1	1275

资料来源：公司官网，中信证券研究部

对国内厂商而言，可针对各价格带做 2-3 个品牌深度开发。一方面，中国宠物行业仍处于初步阶段，单独一个品牌做某个细分市场覆盖不够。仅做低端市场，产品形象难以往高端拓展；仅做高端客户，存量市场仍然较小（预测我国中高端市场体量仅为 30%）。另一方面，多个品牌也将使得企业在经营过程中发生品牌与渠道、品牌之间的内耗和冲突。因此合适的品牌数量、合理的定位至关重要。以国内品牌建设做得较好的比瑞吉来看，核心品牌比瑞吉、灵粹占比收入 80% 以上，围绕核心品牌还有开饭乐、比聚、诺瑞 3 个大众化品牌，主要覆盖 20-40 元/kg 的狗粮产品。而针对核心品牌比瑞吉，公司又开发了均衡系列、新鲜系列、草本调理、精选、无谷系列，以更好迎合目前无谷天然健康风。

图 51：比瑞吉旗下四款产品基本覆盖了狗粮中高端大部分价格带（元/公斤）



资料来源：淘宝网站，中信证券研究部 注：标蓝的为比瑞吉旗下的品牌

表 8：比瑞吉主要产品系列及定价

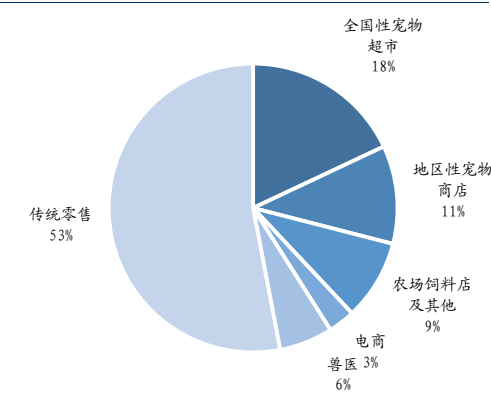
	草本调理系列	精选系列	均衡系列	新鲜系列	无谷系列
价格	165（2kg）	195（1.5kg）	139（2kg）	149（2kg）	219（2kg）
图示					

资料来源：天猫旗舰店，中信证券研究部

线上 OR 线下，电商、专业门店渠道均不可缺

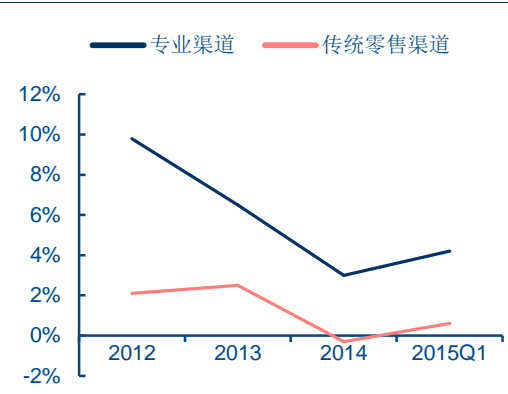
美国以线下渠道为主，专业化渠道近年增长较快。由于美国零售领域拥有如沃尔玛一样的强势渠道商，加之 petsmart\petco 为代表的大型宠物连锁商店已经崛起，宠物消费仍以线下消费为主。其中传统商超占比 53%，专业化渠道占比 45%（其中连锁宠物超市占 18%，地区占 11%，医院占比 6%，农场饲料店占比 9%），且近年来专业渠道增速远高于传统渠道。

图 52：2015 年美国电商渠道占比仅为 3%



资料来源：蓝爵招股说明书，中信证券研究部

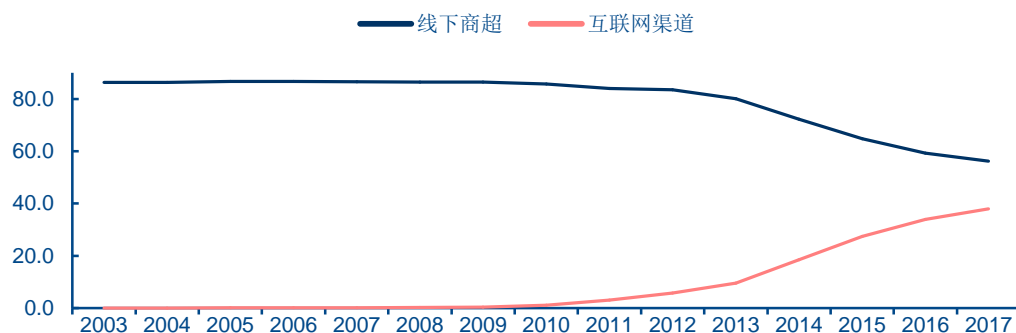
图 53：专业渠道销售增速高于传统渠道



资料来源：蓝爵招股说明书，中信证券研究部

红利虽缩窄，线上仍可走量。伴随着淘宝、天猫平台的崛起，国内宠物食品线上渠道占比逐渐增加，2017年已升至38%。加之外资品牌重心在商超领域，予国产品牌巨大突围机会，以疯狂的小狗为代表，仅4年时间，销售近3亿，快速上量。

图 54：我国宠物消费线上渠道近年增长迅猛（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

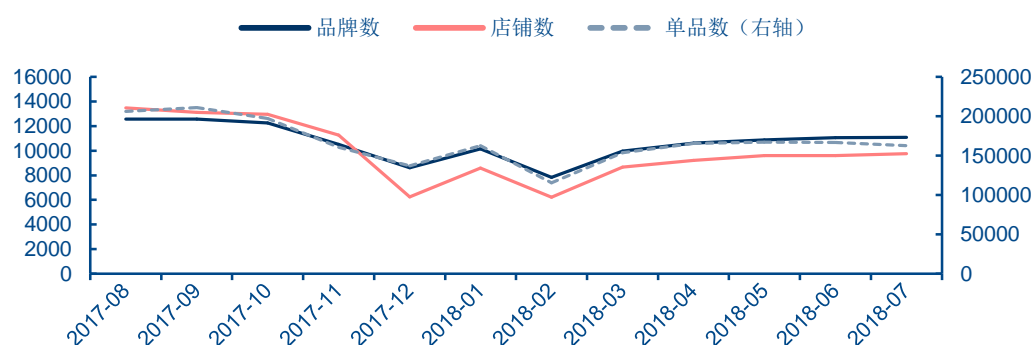
然而进入 2017-2018 年后，随着新秀陆续进入，互联网渠道竞争更为激烈，动辄数百万的活动费用让电商渠道运营更为艰难（据狗民网统计，宠物食品公司 60% 费用投入到了线上平台、线上活动推广和社群营销），线上红利增速正在放缓。淘系平台跟踪的数据来看，17 年全年宠物食品线上同比+71%，18 年 4-7 月同比仅+10%。而从监督的品牌数、单品数和店铺数来看，总体有 10%-20% 左右下滑。

表 8：淘宝平台主要宠物产品销售增长情况（单位：亿元）

	食品及用品	食品合计	犬主粮	猫主粮	犬零食	猫零食
2017 年 4-7 月	¥66.85	¥23.50	¥11.86	¥6.29	¥2.85	¥2.50
2018 年 4-7 月	¥67.30	¥25.96	¥11.87	¥7.53	¥3.10	¥3.45
4-7 月 yoy	0.67%	10.48%	0.11%	19.81%	8.58%	38.38%
2017 年全年 yoy	40%	71%	74%	67%	65%	75%

资料来源：淘宝数据，中信证券研究部

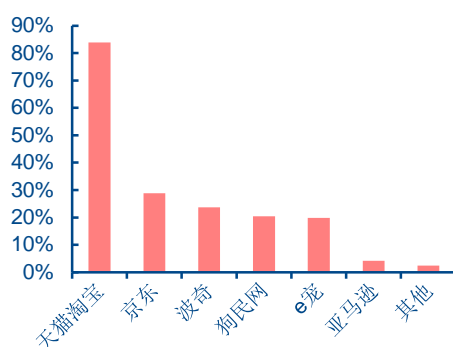
图 55：过去一年淘系平台上品牌、店铺和单品变化情况



资料来源：淘宝数据，中信证券研究部 注意：品牌数和店铺数为（猫/狗）主粮、零食的四大品类的线性加总，存在一定重叠性。

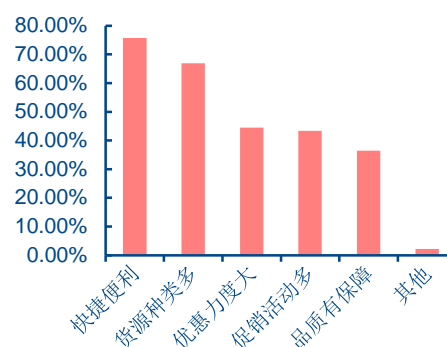
审视当下，我们认为，线上渠道货源多、便利性强优势仍在，且在行业红利缩窄下优胜劣汰将加剧，于龙头厂商更为有利（草根调研了解到，龙头厂商上半年电商渠道增幅超行业）。合适的平台运营商至关重要，如流量大、知名度高、消费者匹配度高的波奇、E 宠、狗民网等。

图 56：线上渠道中，消费者最常选择天猫淘宝渠道



资料来源：狗民网，中信证券研究部

图 57：线上渠道最为看重便利性和货源多



资料来源：狗民网，中信证券研究部

图 58：品牌商选择各广告平台主要关注因素

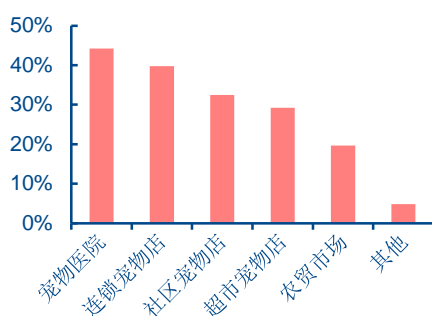


资料来源：狗民网，中信证券研究部

专业门店渠道培养品牌黏性，应适当加大促销支持、服务支持等。较之线上渠道，线下渠道因其更能吸引新客、提高消费者体验（试吃等）、培养消费者黏性而逐渐成为新的关注点，甚至不少消费者已养成了线下做首次体验线上做复购的消费习惯。而国内线下渠道中，主要以宠物店为主，草根调研了解到，线下渠道中商超占比不到 10%，专业门店占比近 70%，医院占比不到 20%。

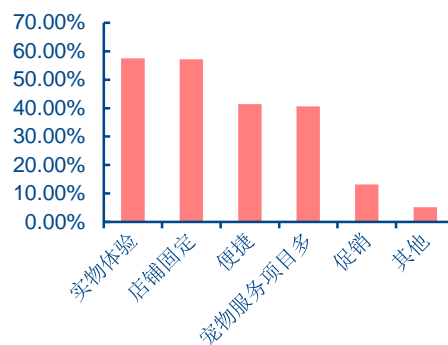
目前国内专业渠道搭建较好的主要是比瑞吉、伯纳天纯和乖宝，据了解，比瑞吉、博纳天纯已覆盖了 50% 以上的线下专业门店，乖宝覆盖了将近 25% 的专业门店。即便专注线上的疯狂的小狗，在 2018 年也开始向线下发力，试水宠物新零售。

图 59：线下渠道中，消费者最常选择宠物医院和门店



资料来源：狗民网，中信证券研究部

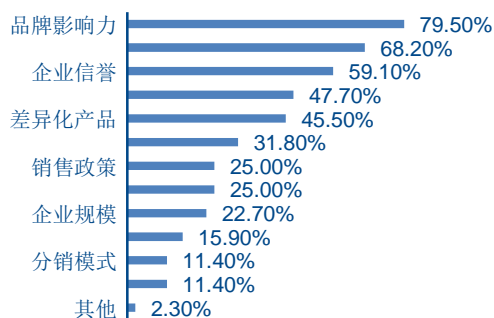
图 60：线下渠道中消费者最为注重服务体验



资料来源：狗民网，中信证券研究部

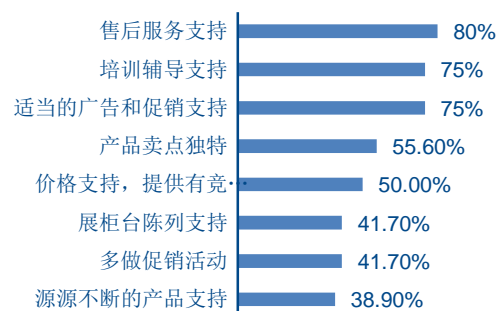
海外巨头亦十分注重专业渠道的投入，玛氏和普瑞纳主要是在市场教育上，希尔斯和蓝爵分别主攻兽医渠道和宠物门店渠道。此外，这些巨头都会通过成立基金会、关爱流浪宠物、协助宠物健康项目研发等系列公益活动来提升自己品牌形象。而这些国内厂商目前相对不足，从渠道商的反馈来看，其在选择合作品牌时主要看重的是企业品牌、产品品质、企业信誉、渠道利润、差异化产品，而在其希望从品牌商得到的支持处，售后服务支持、广告促销支持、培训辅导支持、产品卖点支持又排在前面。

图 61：渠道商选择品牌商主要看重因素



资料来源：狗民网，中信证券研究部

图 62：渠道商希望从品牌商处得到的支持



资料来源：狗民网，中信证券研究部

风险因素

消费需求放缓，行业竞争加剧，新产品上市不及预期

投资策略与估值

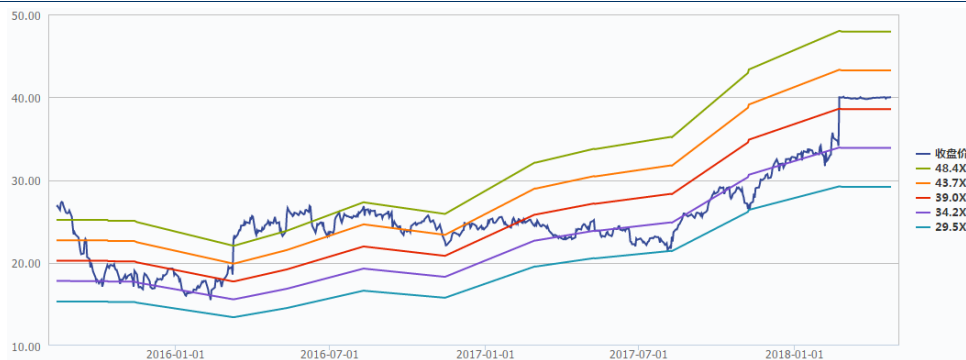
投资策略

国内宠物行业正处于大行业、小龙头阶段，品牌力、渠道力成为关键角逐重点。我们从差异化产品、适度扩张的品牌策略、线上和宠物门店渠道匹配三条主线来筛选投资标的，推荐佩蒂股份（研发能力强，产品差异化程度高）、中宠股份（顽皮品牌小有影响力，渠道建设发力频频），建议关注非上市公司比瑞吉、伯纳天纯、乖宝集团。

估值分析

以海外宠物食品蓝爵的估值来看，基本稳定在 40 倍左右。国内两家上市公司由于次新股属性，目前估值相对偏高。随着国内市场快速扩建上量，考虑到标的稀缺性，我们认为可给予 40-50X 的估值。

图 63：蓝爵自上市以来估值变化图



资料来源：wind，中信证券研究部

重点公司分析

佩蒂股份：咬胶出口业务高增长，国内市场蓄势

订单高增长，业绩略超预期。2018H1，受新产品动植物咬胶在新客户处持续上量、大客户合并效应推动植物咬胶快速增长所致，公司上半年订单持续高增长，预计 H1 收入端增长 40%-50%，其中畜皮咬胶约增长 15%-25%，植物咬胶约增长 50%-70%。此外，二季度人民币持续贬值也贡献增量汇兑收益，预计半年报财务费用项目有望减少（Q1 财务费用约为 700 万）。

咬胶龙头地位稳居，海外市场稳定增长。公司研发投入、研发团队领先行业，通过外观设计、配方、概念等途径持续对产品升级，咬胶产品已实现从 1.0 版本到 4.0 版本的更新，产品系列更是从常规款升级到节日款。丰富的产品设计能力保证了公司产品的溢价和 ODM 渠道的稳固性，公司在主要客户处销售稳步增长。而通过海外布局越南、乌兹别克斯坦生产基地，公司成本控制能力和多元化产品提供能力逐渐增强。

BOP 收购完成，国内布局稳步推进。公司在巩固 meatway\禾仕嘉品牌同时，在产品和渠道端对国内市场深化布局。1) 产品端。在新西兰成立北岛小镇公司，产品梯队进一步健全。一方面通过北岛小镇收购 BOP 零食，进军牛肉高端零食市场，BOP 公司收购于 7 月 5 号已完成。另一方面，借助新西兰高质原材料生产高端主粮打入国内高端市场，预计产品有

望四季度面市。2) 渠道端。内销组织结构进行较大调整, 杭州佩蒂智创团队核心人员已搭建完成, 基本确定了“以线下渠道为主, 推进 2000 家形象店建设”的渠道策略以及以“高端自有品牌为主, 中低端品牌全线推进”的品牌策略, 销售端布局进一步清晰完善。预计 18 年全年国内市场有望翻倍, 未来三年高增长依旧。

拟实施股权激励, 中期业绩确定性强。公司于 7 月 9 日发布公告, 拟向公司销售总监、研发总监等在内的高管、核心骨干人员, 合计 99 人授予限制性股票 250 万股(占股本 2.08%), 授予价格 21.65 元/股, 解除限售条件为: 1) 18/19/20 年净利润较 17 年+30%、50%、70%。2) 个人绩效考核达标。我们认为此次股权激励: 1) 覆盖了核心员工, 有利于充分调动公司员工积极性。2) 业绩承诺不低, 未来三年内生增长至少在 20%以上, 在国内市场大力开拓需费用投入下也彰显了公司对未来发展的信心, 公司中期业绩确定性较强。

风险因素。1.行业增速放缓; 2.汇率波动风险; 3.自主品牌建设不及预期;

盈利预测及估值。全球宠物食品行业稳定增长, 中国市场更是进入爆发期, 公司巩固咬胶出口龙头优势的同时, 加大国内自主品牌建设。维持公司 18/19/20 年 EPS 预测为 1.23/1.52/2.04 元, 给予 19 年 40 倍估值(国外宠物食品巨头蓝爵估值约为 40 倍), 维持目标价至 60.8 元, 维持“增持”评级。

表 9: 佩蒂股份盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	550.57	632.00	845.02	1,151.23	1,442.54
营业收入增长率	10.69%	14.79%	33.71%	36.24%	25.30%
净利润(百万元)	80.37	106.32	142.00	186.78	253.66
净利润增长率	38.05%	32.30%	33.56%	31.53%	35.81%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.34	1.56	1.18	1.56	2.11
毛利率%	29.52%	37.27%	37.05%	35.92%	37.78%
净资产收益率 ROE%	20.60%	12.51%	15.10%	17.68%	20.82%
每股净资产(元)	3.28	7.11	7.87	8.84	10.19
PE	39	33	44	33	25
PB	16	7	7	6	5

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

中宠股份: 渠道、产品端已发力, 国内市场多点开花

2018H1 收入增长 39%, 略超预期。报告期内, 公司收入增长 39%, 单独 Q2 收入同比+48.30%(Q1 同比+27.75%)。其中境外增速 34%, 境内增速高达 64%, 环比趋势均较一季报更好, 主要原因在于: 1) 海外市场老客户放量, 新客户稳步开拓。此外, 公司拟与 M.H.M. 共同出资在荷兰设立子公司, 预计欧洲市场销售会进一步加大。2) 国内市场销售渐入佳境。分品类来看, 零食增长 39%, 湿粮增长 31%, 干粮增长翻番(主要系 4 月新品顽皮无谷低敏主粮带动所致)。

成本上涨, 费率上升拖累业绩, 汇率贡献正收益。报告期内, 公司利润下滑主要系毛利率下降和费率上升所致。1) 报告期内, 公司实现毛利率 20.57%, 同比下降 6.69pct, 主要系鸡肉成本上涨。2018 年 1-6 月, 山东大胸鸡肉价格 12117 元/吨, 同比+10.8%, 环比下跌 4.3%(Q1 鸡肉价格同比+9.8%), 公司与客户结算价格调整有一定滞后期, 直接影响毛利率的下滑。2) 报告期内, 公司费用率综合有所上升。其中, 国内市场开拓力度加大, 销售费用率 7.48%(Q1 为 5.82%), 管理费用率 5.08%(Q1 为 4.59%), 主要系研发费用投入增加所致(同比增长 456.77%以上)。值得关注的是, 人民币自二季度以来持续升值, 体现在公司财报段, 财务费用在半年报也显著减少, 上半年财务费用率-0.21%(Q1 为 2.54%)

渠道并购发力, 互联网、线下专业渠道布局亮眼。18 年上半年, 公司先后投资了俊慕电子、威海粉橙、云吸猫智能等线上代运营团队, 7 月, 公司再度投资云宠智能, 区别于前

者主要是电商团队的扩充，云宠智能未来旨在践行新零售，打通线上线下，提高消费者体验。而在 17 年 12 月，公司曾增资美联众合宠物医院，进入宠物医院渠道。公司系列渠道布局，凸显了未来线上、专业渠道两大着力重点，预计公司上半年线上渠道增长将近 75%，线下宠物医院、门店等渠道也在逐渐放量。随着渠道端的蓄力，预计公司国内市场销售将更为顺畅（Q2 国内市场增幅已超 Q1，预计趋势将持续）。

意向收购新西兰 ZEAL，品类进一步健全。公司已形成了宠物肉质零食为主，覆盖干粮、湿粮、天然食品、处方粮等不同的品牌系列，主打中高端市场的顽皮、高端处方粮市场的 DR.hao 等品牌已具备一定的影响力。18 年 7 月，公司意向以 1500 万新西兰元收购新西兰 Zeal 品牌，作为新西兰成立已有近 20 年高端天然量品牌，Zeal 产品已进入中国，远销新西兰、欧美等地，具一定影响力。如若收购成功，公司产品梯队、海外渠道可进一步得到补充。随着国内市场品类、渠道健全，预计未来三年迎快速发展期。

风险因素。1.行业增速放缓；2.品牌建设不及预期；3.原材料价格波动风险；4、贸易战风险加剧。

盈利预测及估值。中国宠物行业快速发展，正迎“大行业、小龙头”阶段，公司在巩固宠物零食出口龙头优势的同时，加大国内自主品牌建设，目前在渠道端、产品端皆有不少布局。考虑到成本持续上行压力和公司在国内市场投入的持续加大，我们维持公司 18/19/20 年 EPS 预测为 0.62/0.9/1.41 元，维持“增持”评级。

表 10：中宠股份盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	790.95	1,015.35	1,372.23	1,753.59	2,183.19
营业收入增长率	22.02%	28.37%	35.15%	27.79%	24.50%
净利润(百万元)	67.28	73.60	61.95	89.74	141.43
净利润增长率	20.81%	9.40%	-15.82%	44.85%	57.60%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	0.88	0.62	0.90	1.41
毛利率%	26.89%	24.81%	19.31%	21.74%	23.58%
净资产收益率 ROE%	20.75%	10.62%	9.10%	11.69%	15.65%
每股净资产(元)	4.01	7.70	7.63	8.61	10.14
PE	37	38	54	38	24
PB	8	4	4	4	3

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。