

2018年08月09日

农林牧渔

蓝爵深度：宠物天然粮龙头是如何突围崛起的？

■公司介绍：一家专注于高端天然粮的年轻宠物食品公司。

蓝爵宠物用品公司（Blue Buffalo Pet Products, Inc.）是目前美国成长速度最快的宠物食品公司，主要经营优质天然配方的猫狗食品，是美国宠物食品市场分类中健康天然细分领域的第一品牌。在市场份额方面，公司在狗粮领域位列第四，在猫粮领域位列第七，在宠物食品行业综合排名第五。对于这家成立于2002年，至今历史不到20年的新兴公司来说，可谓非常成功。公司于2015年7月顺利登陆纳斯达克上市，2018年公司以约80亿美元的价格被通用磨坊（General Mills）收购，归入与哈根达斯同一个产品组合中。

■公司经营概况：历经八年品牌铺垫期后公司业绩开始快速增长。

公司自2002年成立之初就面对雀巢、玛氏等巨头环绕的市场竞争格局，花费近8年时间进行渠道铺垫及品牌宣传，意在提高市场知名度和客户认可度，因此前8年公司的营业收入增幅不大，到2009年总营收也仅达到0.94亿美元。但在2010年后，其渠道建设和品牌宣传效应开始显现，营收出现大幅增长。截止2017年，公司总营收达到12.75亿美元，年复合增长率达38.5%，市场份额位列宠物食品行业第五。

从区域来看，蓝爵2017年96%的营业收入来自美国，另外公司在加拿大、墨西哥和日本也开展经营活动，但是规模不大。随着公司国际化布局战略的深入和母公司通用磨坊的资金和团队支持，在今后几年公司有望在海外市场找到新的销售增长点。

蓝爵公司净利润情况随着营收的高速发展而呈现逐年增加的趋势，净利润增长率普遍维持在30%-50%的高水平，2017年达到最高净利润1.94亿美元，同比增长49%。

■公司发展历程：四大标志性阶段解读蓝爵发展历程。

蓝爵从成立之初起仅用不到20年的时间成功从巨头环绕的宠物食品市场中脱颖而出，占据市场份额第五的位置，并成为天然粮细分市场的绝对龙头。纵观其发展历史，大致可以分为四大标志性阶段：

第一阶段（2002-2005）：成立之初，提出天然粮理念，依靠自有资金运营；

第二阶段（2006-2009）：引入INVUS战投，公司开始大规模营销和品牌建设；

第三阶段（2010-2017）：扭亏为盈，业绩高速增长，成功登陆NASDAQ；

第四阶段（2018至今）：被通用磨坊高价收购，协同效应带来新机遇。

■蓝爵成功之道：外部机遇与公司战略共同促成蓝爵奇迹。

纵观蓝爵发展历程，我们认为，蓝爵能够达到今天的成就，主要

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.82	11.28	10.70
绝对收益	4.64	-3.10	-0.47

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

沙戈惠

报告联系人

shayh@essence.com.cn

相关报告

第30周周报：猪价反弹，鸡价持续高位！
2018-08-05

第30周周报：鸡价持续高位！
2018-07-29

第28周周报：白羽肉鸡价格稳步上涨，
继续推荐禽板块！ 2018-07-22

医食为主，创新迭出！——美国宠物行业
深度 2018-07-16

第27周周报：白羽鸡迎接旺季，价格有
望持续高位！ 2018-07-15

有以下几个方面的原因：

- 1) 经济复苏的同时千禧一代成为消费主流，消费者的购买力和购买意识助力蓝爵成功；
- 2) 巨头企业大而不精，公司敏锐发现细分市场空白；
- 3) 坚定差异化战略，以细分市场为切入口，追求稳健发展；
- 4) 充分利用差异化战略，品类求精不求多，全力打造高端天然粮；
- 5) 专注专业渠道，呼应高端品牌定位；
- 6) 大力投入营销和品牌建设。

■**投资建议：**重点关注国内宠物食品龙头，佩蒂股份、中宠股份等。

■**风险提示：**企业发展不达预期。

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 行业现状及竞争格局	7
2. 公司发展历程	9
2.1. 第一阶段 (2002-2005): 成立之初, 提出天然粮理念, 依靠自有资金运营	10
2.1.1. 宠物市场现状: 巨头公司占据大部分市场	10
2.1.2. 依靠自有资金运营	10
2.1.3. 产品线单一	11
2.1.4. 通过建立宠物侦探开始推广公司产品	11
2.1.5. 成功进入 PetSmart 宠物超市渠道, 收入获得稳定增长	11
2.2. 第二阶段 (2006-2009): 引入 INVUS 战投, 开始大规模营销和品牌建设	11
2.2.1. 经营理念获肯, 成功引入 INVUS 战投	11
2.2.2. 在外部资金支持下加大营销和品牌建设力度	12
2.3. 第三阶段 (2010-2017): 扭亏为盈, 业绩高速增长, 成功登陆 NASDAQ	13
2.3.1. 利润扭亏为盈, 业绩高速增长	13
2.3.2. 继续扩大营销广度和深度	14
2.3.3. 成功登陆纳斯达克上市, 继续扩张巩固高端天然粮第一品牌	14
2.3.4. 进入处方粮细分市场, 加速推出新品牌	14
2.4. 第四阶段 (2018-至今): 被通用磨坊高价收购, 协同效应带来新机遇	16
2.4.1. 看好宠物食品市场及蓝爵细分市场龙头地位, 通用磨坊收购蓝爵	16
2.4.2. 协同效应带来新机遇, 渠道及海外市场销量增长可期	16
3. 探索“蓝爵奇迹”的原因	17
3.1. 宏观层面: 经济复苏的同时千禧一代成为消费主流	17
3.2. 行业层面: 巨头企业大而不精, 公司敏锐察觉细分市场空白	18
3.3. 公司层面:	19
3.3.1. 战略: 坚定差异化战略, 以细分市场为切入口, 追求稳健发展	19
3.3.2. 品牌: 充分利用差异化战略, 品类求精不求多, 全力打造高端天然粮	19
3.3.3. 渠道: 专注专业渠道, 呼应高端品牌定位	20
3.3.4. 营销: 大力投入营销和品牌建设	21
4. 国内宠物食品公司有望再现蓝爵奇迹	22

图表目录

图 1: 公司历年营收情况	6
图 2: 2017 年公司营业收入区域分布情况	6
图 3: 公司毛利率及净利润情况	6
图 4: 公司净利润情况	7
图 5: 美国宠物食品市场规模变化情况	7
图 6: 2017 年美国宠物市场细分	8
图 7: 2016 年美国狗粮、猫粮市场规模变化情况	8
图 8: 2016 年美国宠物食品市场份额分布	8
图 9: 2016 年美国宠物食品品牌份额分布	8
图 10: 宠物食品各细分市场品牌份额情况	9

图 11: 蓝爵发展历程.....	10
图 12: 2001 年美国宠物食品市场份额分布	10
图 13: 2002 年美国宠物食品渠道分布情况	10
图 14: 蓝色生命保护配方系列产品.....	11
图 15: 线下兽医团队.....	12
图 16: 公司招聘了大量宠物侦探.....	12
图 17: 蓝爵不同产品线统一的包装.....	12
图 18: 蓝爵电视广告.....	13
图 19: 蓝爵广告宣传板.....	13
图 20: 公司利润增长情况.....	13
图 21: 2015 年 7 月蓝爵在 NASDAQ 上市	14
图 22: 蓝色天然处方粮系列.....	15
图 23: Amazon 天然粮产品评分对比	15
图 24: 蓝色地球元素系列.....	16
图 25: 通用磨坊旗下品牌.....	17
图 26: 美国居民可支配收入增长情况.....	18
图 27: 2017 年宠物主年龄分布情况.....	18
图 28: 千禧一代和婴儿潮一代对高端粮的购买意愿.....	18
图 29: 美国宠物食品主要公司产品分布情况.....	19
图 30: 2016 年美国宠物食品渠道分布情况	20
图 31: 传统渠道及专业渠道增长情况.....	20
图 32: 蓝爵渠道布局路径.....	21
图 33: 公司销售费用及其营收占比.....	21
表 1: 公司主要产品系列.....	5

1. 公司概况

1.1. 公司简介

主营高端天然粮宠物食品。蓝爵宠物用品公司（Blue Buffalo Pet Products, Inc.）是目前美国成长速度最快的宠物食品公司，主要经营优质天然配方的猫狗食品。相比于雀巢、玛氏等具有悠久历史且规模巨大的公司而言，2002 年才成立的蓝爵宠物用品公司显得非常年轻。蓝爵创始人 Bill Bishop 最初成立公司的目的是为了纪念因患癌症而去世的爱犬 Blue。怀着改善全天下犬猫的营养均衡状况，延长宠物寿命的信念，蓝爵公司成立了。在公司成立之初他就将公司品牌定位于高端天然粮倡导者，至今公司先后推出了蓝色生命保护配方、蓝色荒野、蓝色基础、蓝色自由、蓝色天然处方粮和蓝色地球元素共六个系列的产品，每款产品都主打健康天然特性。

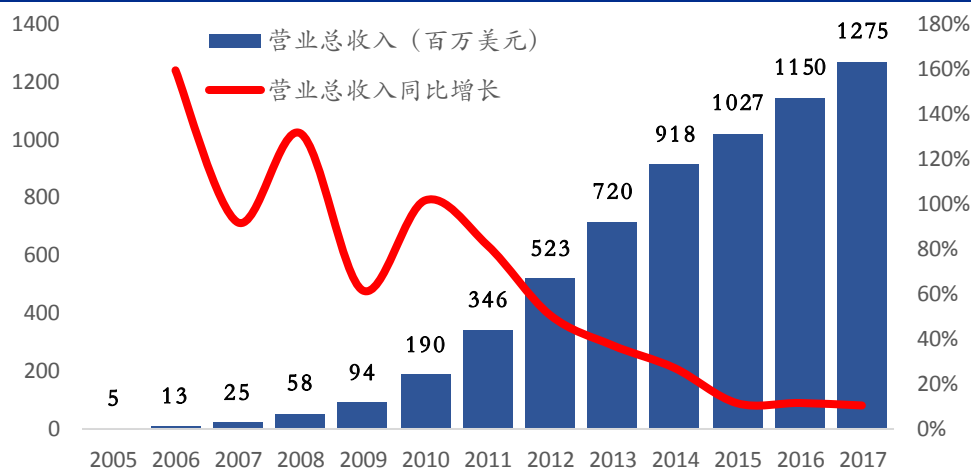
表 1：公司主要产品系列

推出时间	产品	特点
2002	蓝色生命保护配方	第一大产品线，口味、功能、品种多样化
2007	蓝色荒野	第二大产品线，富含高肉、高蛋白、无谷物祖先饲料物
2010	蓝色基础	限量配方饮食产品线，适用于食品敏感性宠物
2012	蓝色自由	无谷物产品线，是生命保护配方系列的兄弟产品线
2015	蓝色天然处方粮	宠物食疗产品线，仅通过兽医渠道供货
2017	蓝色地球元素	意在使犬类享受到“从农场到餐桌”的烹饪菜肴

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

历经八年品牌铺垫期后公司业绩开始快速增长。公司自 2002 年成立起面对雀巢、玛氏等巨头环绕的市场竞争格局，花费近 8 年时间进行渠道铺垫及品牌宣传，通过宠物侦探和线下教育等方式来提高市场知名度和客户信赖度，同时从美国大型公司聘请有经验的高管来对公司进行管理。由于品牌建立期耗时较长且各种措施都需要大量资金投入，因此前 8 年公司的营业收入和利润增幅不大，到 2009 总营收也仅达到 0.94 亿美元。但在 2010 年后，公司渠道建设和品牌宣传效应开始显现，营收出现大幅增长。根据 2017 年年报数据，公司总营收达 12.75 亿美元，同比增长 10.87%，公司净利润达 1.94 亿美元，同比增长 49.23%，公司市场份额位列宠物食品行业第五。

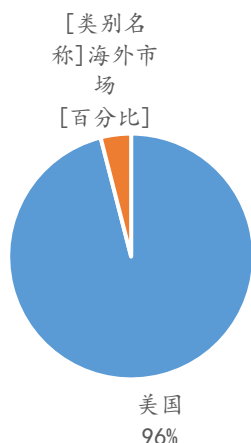
图 1：公司历年营收情况



资料来源：招股说明书，Wind，安信证券研究中心

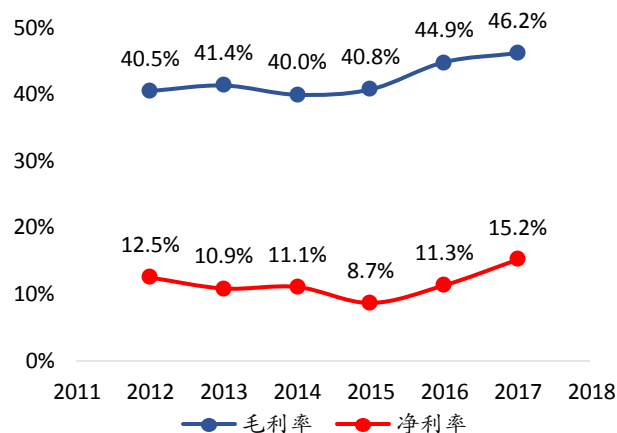
营收主要来自美国国内，海外市场未来可期。从区域来看，蓝爵 2017 年 96% 的营业收入来自美国，另外公司在加拿大、墨西哥和日本等海外市场也积极扩展经营活动，但目前规模不大。随着公司国际化布局战略的深入和母公司通用磨坊的资金和团队支持，在今后几年公司有望在海外市场找到新的销售增长点。

图 2：2017 年公司营业收入区域分布情况



资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

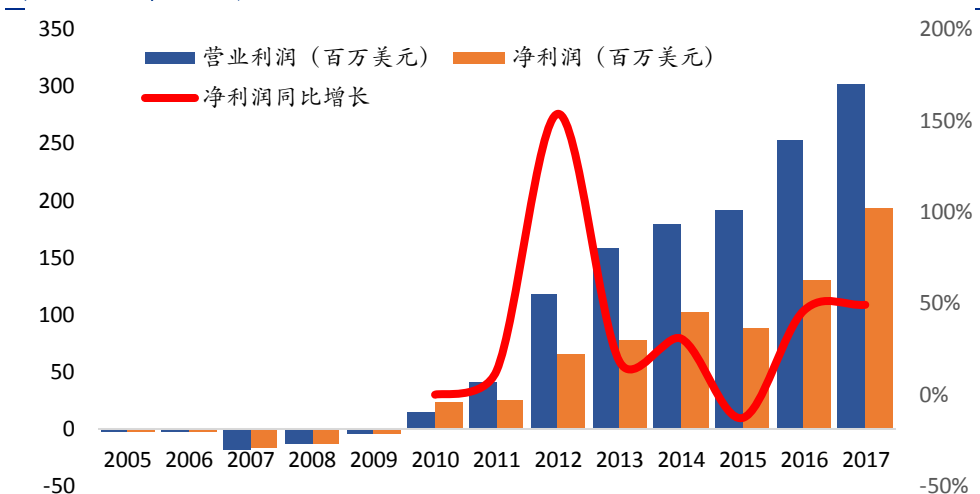
图 3：公司毛利率及净利润情况



资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

公司净利润持续增长。蓝爵公司净利润随着营收的高速发展也呈现逐年增长的趋势，近八年净利润增长率普遍维持在 30%-50% 的高水平，2017 年时达到最高净利润 1.94 亿美元，同比增长 49%。

图 4：公司净利润情况



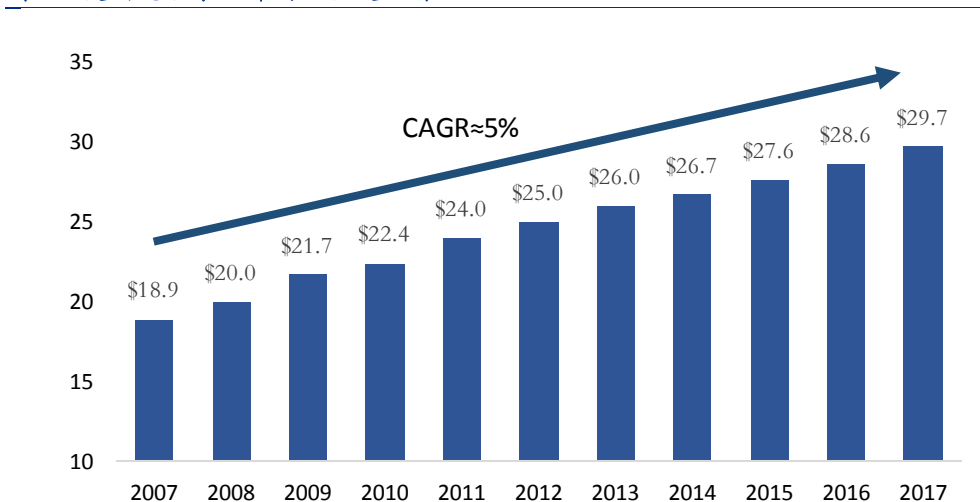
资料来源：招股说明书，Wind，安信证券研究中心

15 年于纳斯达克上市，18 年被通用磨坊收购。公司于 2015 年 7 月顺利登陆纳斯达克上市，2018 年公司以约 80 亿美元的价格被通用磨坊（General Mills）收购，归入与哈根达斯同一个产品组合中。截至 2018 年 4 月 24 日公司因被收购而退市前，公司市值达 78 亿美元。

1.2. 行业现状及竞争格局

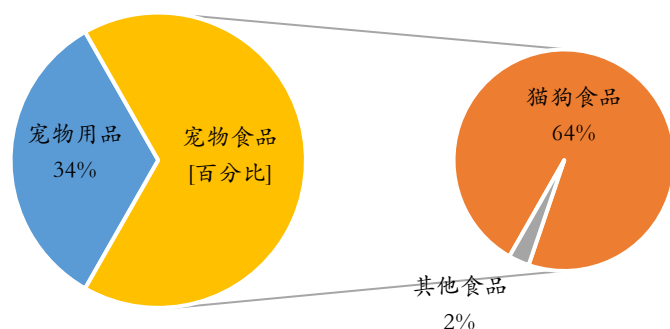
宠物食品行业近十年高速增长。宠物食品行业作为美国消费品行业中的最大子类之一，近十年呈现高速增长的趋势，市场总规模由 2007 年的 189 亿美元增长到 2017 年的 297 亿美元，复合增长率接近 5%。2017 年总规模为 297 亿美元的宠物食品市场主要由狗粮、猫粮两大板块构成，共占整个宠物食品市场的 97%。

图 5：美国宠物食品市场规模变化情况



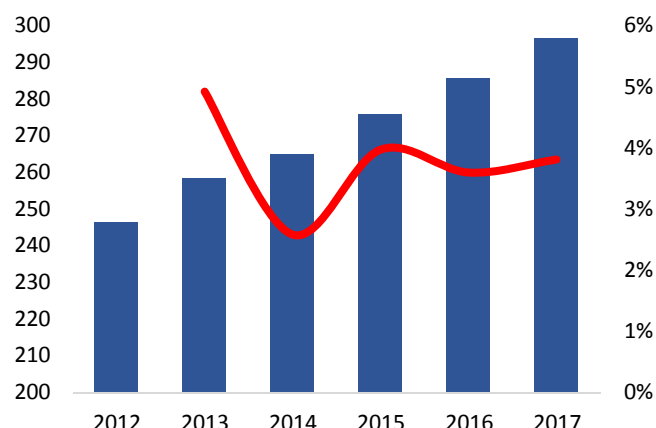
资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

图 6：2017 年美国宠物市场细分



资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

图 7：2016 年美国狗粮、猫粮市场规模变化情况

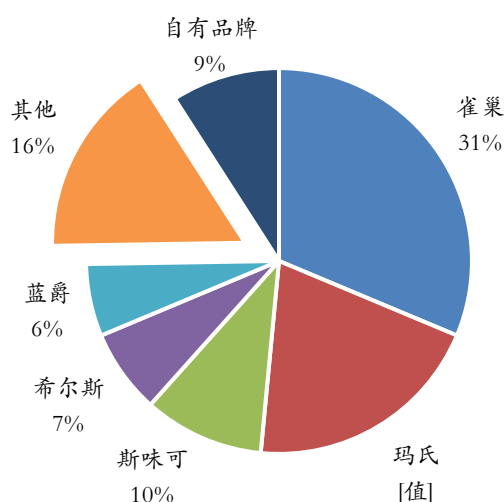


资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

蓝爵历经二十年发展成为天然粮第一品牌。目前蓝爵宠物用品公司是美国宠物食品市场分类中健康天然细分领域的第一品牌。在市场份额方面，根据 Euromonitor International 的数据，公司在狗粮领域位列第四，在猫粮领域位列第七，在宠物食品行业综合排名第五。这对于这家成立于 2002 年，至今历史不到 20 年的新兴公司来说，可谓非常成功。

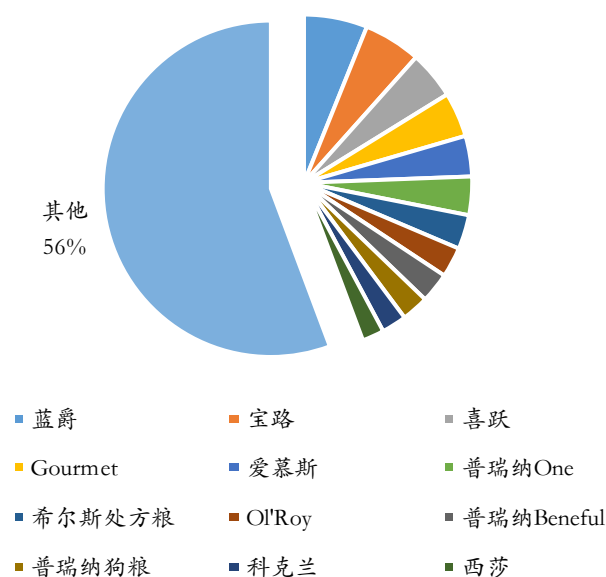
宠物食品行业呈现五大公司主导格局。截止 2016 年，美国宠物食品行业呈现由五大公司主导市场的格局，这五大公司分别为雀巢、玛氏、斯味可、希尔斯和蓝爵。其中雀巢占 31% 的市场份额，玛氏占 20%，斯味可占 10%，希尔斯占 7%，蓝爵占 6%，合计达 75%，此外沃尔玛等商超渠道的自有品牌也占 9% 的份额。尽管宠物食品行业呈现巨头公司主导的局面，但各公司品牌分散，在宠物食品行业中品牌份额最高的为蓝爵宠物用品公司旗下的蓝爵品牌，但在 2017 年也仅占到整个宠物食品行业的 6%，雀巢集团旗下拥有喜跃、Gourmet、普瑞纳等多个品牌，玛氏集团旗下分设宝路、西莎等 40 多个不同的宠物食品品牌，可见各公司多采用多品牌策略来抢占市场份额。

图 8：2016 年美国宠物食品市场份额分布



资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

图 9：2016 年美国宠物食品品牌份额分布

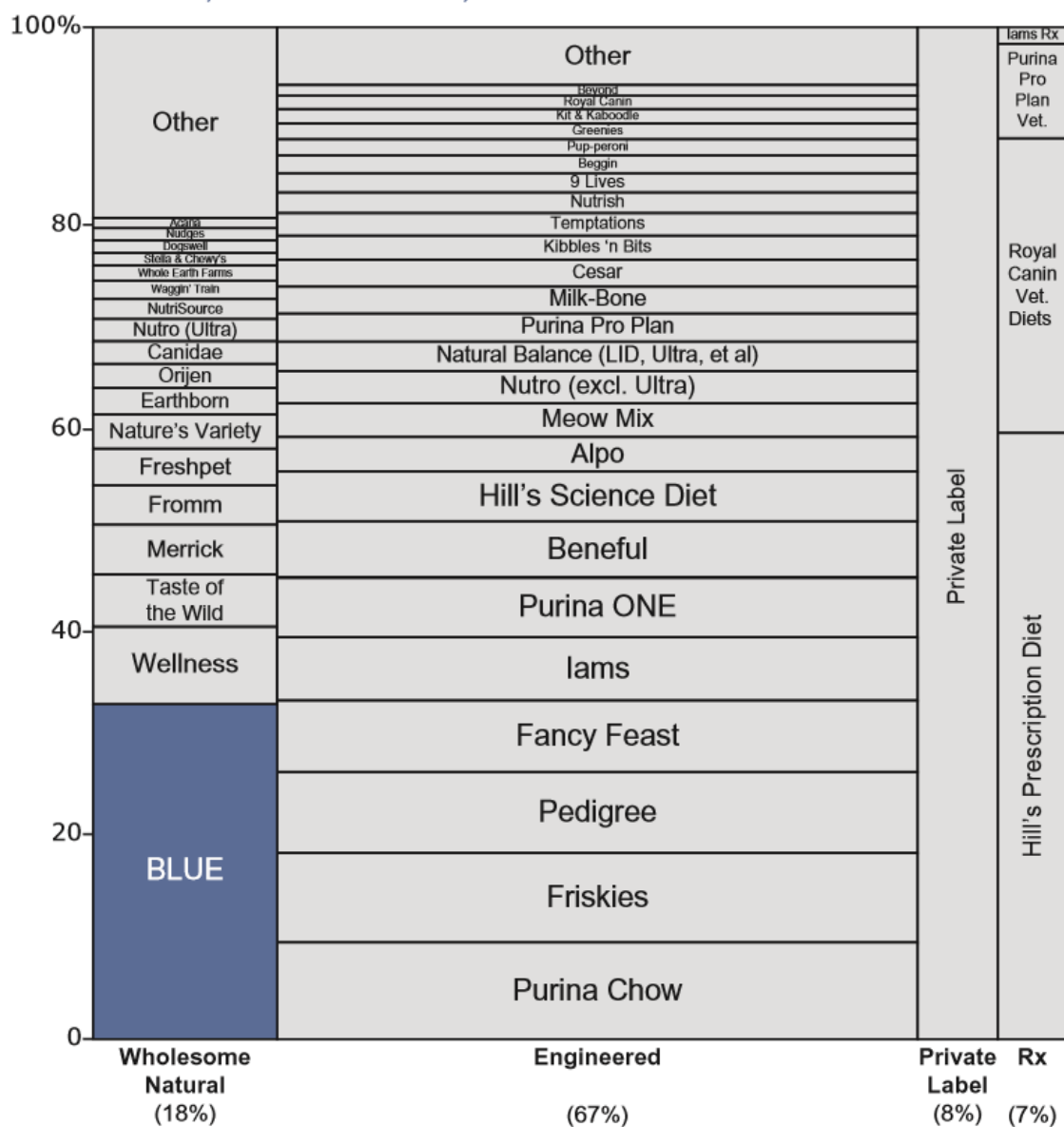


资料来源：Euromonitor International，安信证券研究中心

2. 公司发展历程

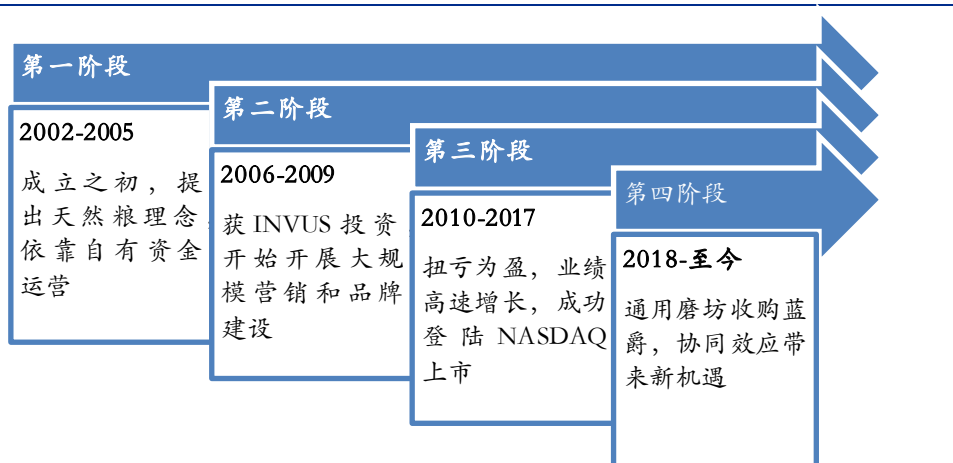
蓝爵从成立之初起仅用不到 20 年的时间就成功从巨头环绕的宠物食品市场中脱颖而出，牢牢占据市场份额第五的位置，通过坚持天然高端粮的战略，成为目前天然粮细分市场的绝对龙头。公司招股说明书显示，2015 年时公司在天然粮细分市场份额就已超过 30%，是第二名的四倍多，同时公司也获得了一大批忠实客户的喜爱。纵观公司发展历史，大致可以分为四大标志性阶段：

图 10：宠物食品各细分市场品牌份额情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 11：蓝爵发展历程



资料来源：安信证券研究中心

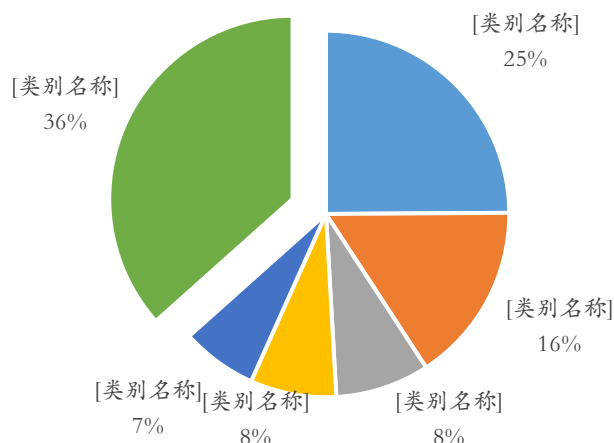
2.1. 第一阶段（2002-2005）：成立之初，提出天然粮理念，依靠自有资金运营

Blue Buffalo 公司成立于 2002 年，成立的机缘是源于 Blue Buffalo 公司创始人 Bill Bishop 先生的爱犬“Blue”患上了癌症。在治疗的过程中，Blue Buffalo 公司的创始人遵从兽医的配方为 Blue 研制出了一份食谱，希望能改善其营养状况，并且确实产生了一定疗效，延缓了疾病的恶化。不过不幸的是，爱犬 Blue 最终还是因病去世。创始人决心，把这份食谱量化生产，并以 Blue 的名字命名，希望能改善全天下犬猫的营养均衡状况，延长宠物寿命。就这样，Blue Buffalo 的品牌诞生了。

2.1.1. 宠物市场现状：巨头公司占据大部分市场

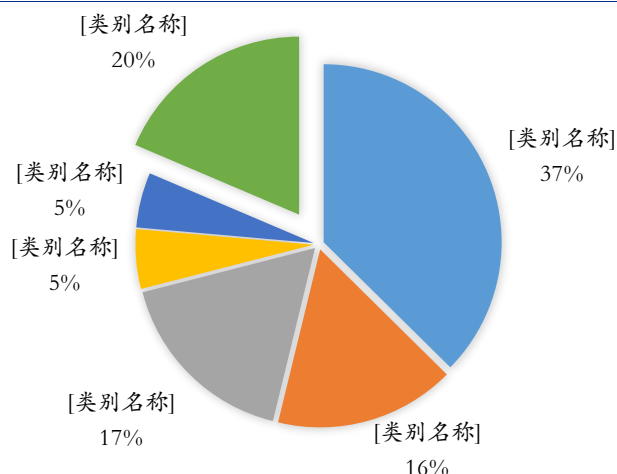
美国宠物文化兴起较早，在公司 2002 年成立之初时，美国宠物食品行业就已有 100 多个品牌相互竞争，但其中雀巢、玛氏、亨氏、沃尔玛旗下的 Ol'Roy 和希尔斯五家公司占据 2/3 的市场份额，这五家公司无论是在消费者中的口碑和信赖度，还是对传统商超等渠道的货架数量等方面都享有绝对的优势，行业已经形成一定壁垒。

图 12：2001 年美国宠物食品市场份额分布



资料来源：Mintel，安信证券研究中心

图 13：2002 年美国宠物食品渠道分布情况



资料来源：Mintel，安信证券研究中心

2.1.2. 依靠自有资金运营

公司第一个办公室成立于美国康涅狄格州威尔顿的一间谷仓里。在 2003 年，PetSmart 同意在其 240 家门店销售公司产品，公司于同年 8 月开始向 PetSmart 供货。在初创阶段，由于公司未来增长潜力尚不明显，公司运营的资金主要来自于创始人 Bishop 家族以及少数几位他们的朋友。

2.1.3. 产品线单一

在公司成立之初，公司的产品线较为单一。这一阶段公司仅推出了一款蓝色生命保护配方系列的宠物食品，主打品味、功能和品种的多样化，并且分干粮和湿粮两次推出。公司在 2003 年首先推出干粮系列，在 2005 年又推出了湿粮系列，可见公司在起步阶段注重平稳发展，而这条产品线在日后也成为蓝爵第一大产品线。

图 14：蓝色生命保护配方系列产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.1.4. 通过建立宠物侦探开始推广公司产品

从公司建立之初起，公司就积极与宠物主建立联系，以便获得宠物主的信赖。通过发展宠物侦探——一批对宠物具有极大热情的兼职人员，他们会与宠物主分享养宠感受，普及宠物营养方面的认识，并潜移默化地推广蓝爵的产品，逐步在消费者心中建立起了“天然”“营养”“专业”的品牌形象。

2.1.5. 成功进入 PetSmart 宠物超市渠道，收入获得稳定增长

在 2003 年，公司成功与美国大型宠物超市 PetSmart 展开合作，PetSmart 同意首先在其旗下 240 个门店销售蓝爵的产品，同年 8 月，公司开始向 PetSmart 提供货源。得益于当时公司产品定位的新颖和宠物侦探与宠物主的密切联系，蓝爵品牌知名度在 2004 年后开始迅速提高，公司也通过 PetSmart 宠物超市渠道获得了稳定的收入增长。

2.2. 第二阶段（2006-2009）：引入 INVUS 战投，开始大规模营销和品牌建设

在经历了四年左右的自有资金运营后，管理层认为公司的增长潜力已经明朗，决定与位于纽约的一家私人投资公司 INVUS 合作。管理层看重 INVUS 拥有与自身相似的愿景，同时又拥有公司所需要的雄厚的资金实力。

2.2.1. 经营理念获肯，成功引入 INVUS 战投

INVUS 是一家由某欧洲家族提供资金来源的位于美国纽约的私募股权基金，2006 年 INVUS 看到美国宠物市场作为规模最大的消费品子类之一，尽管竞争已经十分激烈，但是天然粮细分市场仍存在空白。蓝爵与 INVUS 有着高度相似的愿景和规划，对天然粮产品的开发有着独到的研究和开发，且从公司成立之初便着眼于这一细分市场，具有先发优势，在未来有望成为细分市场龙头，因此决定投资蓝爵。

2.2.2. 在外部资金支持下加大营销和品牌建设力度

公司创始人 Bishop 在成立之初就坚信公司会成功建立起一个突破性的品牌和创造性的商业模式，出于在公司建立之初消费者并未对高质量、纯天然的宠物食品有很大了解和需求的考虑，在获得 INVUS 的支持后，公司开始投入远超公司当时销售规模的资金，来为营销和品牌建设打下基础。

从 2007 年开始，公司确立了成为天然粮细分市场的第一品牌的目标。为了达到这一目标，公司借助 INVUS 和自有资金从美国大型公司聘请有经验的高管来对公司进行管理并且在广告和线下教育方面投入了大量资金以获得宠物主的信赖。

图 15：线下兽医团队



资料来源：US Groove，安信证券研究中心

图 16：公司招聘了大量宠物侦探



资料来源：US Groove，安信证券研究中心

此外，蓝爵在这一阶段就为其今后的产品包装定下了的主基调。尽管随后公司又推出了不同功能、种类的产品，但其包装均具有高度统一性，相较于其他品牌各式的包装，蓝爵品牌因包装统一而获得了高辨识度的优势。

图 17：蓝爵不同产品线统一的包装



资料来源：US Groove，安信证券研究中心

得益于以上种种手段和方法，公司品牌的知名度在 2006 年后开始迅速提升，并且在 2006 年的夏天开始，PetSmart 开始在其所有门店销售蓝爵的产品。此后，随着蓝爵品牌知名度的日益提升，公司开始与更多的零售商合作。但是另一方面，领先销售规模的投资也导致了公司在创立之初的 8 年左右时间始终处于亏损的状态。

图 18：蓝爵电视广告



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 19：蓝爵广告宣传板



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

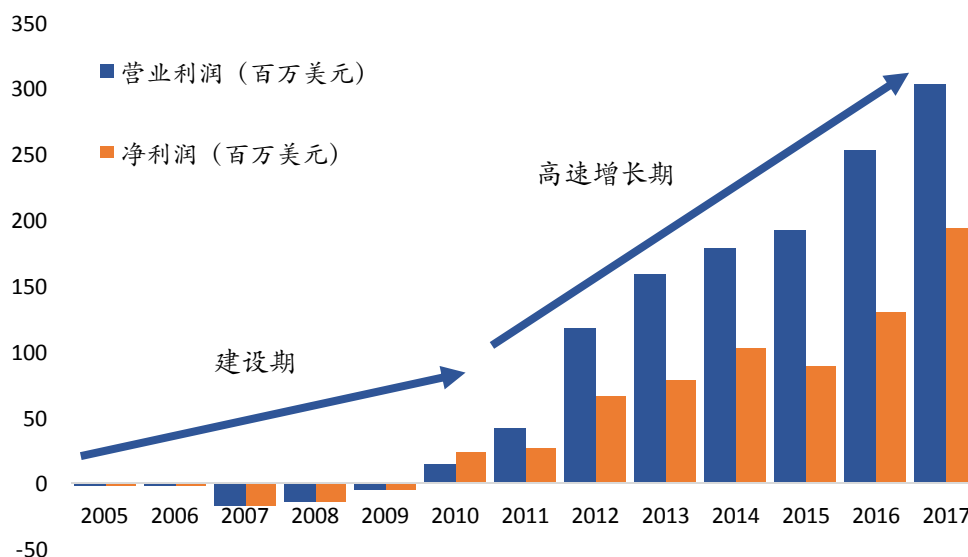
2.3. 第三阶段（2010-2017）：扭亏为盈，业绩高速增长，成功登陆 NASDAQ

2010 年对于蓝爵来说是一个具有里程碑意义的年份：公司净利润首次扭亏为盈。这意味着公司之前所做的铺垫获得了阶段性的成果，更重要的是，这也意味着公司所倡导的健康天然粮的经营理念得到越来越多消费者的认可和支持。2010 年之后，公司业绩进入高速增长期，在 2012 年公司的市场份额突破 2%，INVUS 也于同年追加投资 4 亿美元，表示对蓝爵未来发展的看好和支持，并帮助公司在 2015 成功于纳斯达克上市。

2.3.1. 利润扭亏为盈，业绩高速增长

经过长达 8 年的品牌建设和营销铺垫期，公司在 2010 年首次实现利润净收益，当年营业收入 1.9 亿美元，营业利润 0.15 亿美元，净利润 0.23 亿美元，净利润率达到 12%。此后公司业绩驶入快车道，业绩高速增长，由 10 年的 1.9 亿美元增长到 14 年的 9.2 亿美元，净利润由 0.23 亿美元增长到 1.02 亿美元，复合增长率分别为 48%和 45%。

图 20：公司利润增长情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3.2. 继续扩大营销广度和深度

在公司业绩取得高速增长的同时,为了进一步打开市场,公司继续扩大营销广度和深度。2010年,公司通过投放电视广告来宣传旗下产品;2012年,公司进一步扩张宠物店渠道及专业宠物零售店;2014年,因看好互联网平台的巨大潜力,公司开始布局零售平台。截止2017年,在宠物专业零售渠道中,蓝爵已是美国第一的品牌。

2.3.3. 成功登陆纳斯达克上市, 继续扩张巩固高端天然粮第一品牌

2015年7月,蓝爵成功登陆纳斯达克上市,股票代码“BUFF”,以每股22美元的价格公开行1500万股,摩根大通和花旗集团为公司联合承销。在上市后,公司品牌知名度及影响力有了进一步提升,随后两年营业利润同比增长32%,20%,净利润同比增长46%,49%。

图 21: 2015 年 7 月蓝爵在 NASDAQ 上市



资料来源: Meat & Poultry, 安信证券研究中心

在产品生产和研发方面,2015年在公司品牌和销量高速增长的同时,公司的生产能力开始出现隐患。公司于2014年起进行主要生产的密苏里州乔普林工厂由于时常受到龙卷风和其他恶劣天气的影响,产品产量容易出现波动。为了解决生产能力不足的问题,公司开始在里士满新建新的生产基地。同时,因高端天然粮的品牌定位,公司在上市后投入了更多的资金和人力于产品和技术的研发中,这也帮助蓝爵在2015年成功进入了处方粮这一细分蓝海市场。

在销售渠道方面,公司也在这一阶段推动产品线进驻 Target、Kroger、Meijer、Publix 等综合性连锁超市。由于蓝爵已具备足够的知名度与销量,因此可以在这些传统渠道中获得足够的货架数量,收入增长有了进一步的保证。

2.3.4. 进入处方粮细分市场, 加速推出新品牌




截止 2015 年，蓝爵的竞争者雀巢、玛氏、希尔斯等公司均已完成对宠物处方粮领域的布局，玛氏集团旗下的皇家品牌早在 2003 年就与威豪营养研究中心合作并推出犬猫处方粮系列产品，以达到帮助兽医、起到辅助治疗的作用。意识到处方粮的潜在市场，并且上市后公司有充足的资金投入到处方粮市场的研究和开发中，蓝爵于 2015 年推出公司首款处方粮产品——蓝色天然处方粮。与公司的理念和其他产品风格一致，这款产品同样主打纯天然特性，富含高蛋白质和纯天然的水果蔬菜，且不含防腐剂和色素。同时，蓝色天然处方粮旗下分为肠胃健康、肾脏健康、泌尿健康、增强运动能力等多个产品，且每个产品又分为干粮和湿粮出售。相比于雀巢、皇家等竞争对手的处方粮产品，蓝爵以更细分化的产品来充分满足消费者多元化的需求。在美国 Amazon 平台上，蓝色天然处方粮下的多个子类产品因高销售和高质量被评为 Amazon 精选产品，可见新产品同样获得消费者的青睐。

图 22：蓝色天然处方粮系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 23：Amazon 天然粮产品评分对比

Amazon's Choice	
	<p>Blue Buffalo Blue Natural Veterinary Diet HF Hydrolyzed for Food Intolerance Dry Dog Food 6 lb by Blue Buffalo</p> <p>\$40²⁷</p> <p>prime</p> <p>FREE Shipping on eligible orders</p> <p>Only 2 left in stock - order soon.</p> <p>More options available: \$30.92 Other Sellers</p> <p>Sponsored ⓘ</p>
	<p>Purina Veterinary Diets DM Dietetic Management Feline Formula Dry Cat Food... by Purina Veterinary Diets</p> <p>\$46⁶³</p> <p>★★★★☆ 66</p>
	<p>Hill's Prescription Diet i/d Gastrointestinal Health Dry Cat Food 8.5lb by Hill's Pet Nutrition</p> <p>\$66⁶⁸</p> <p>prime</p> <p>FREE Shipping on eligible orders</p> <p>Only 2 left in stock - order soon.</p> <p>More options available: \$60.00 Other Sellers</p> <p>Product Description ... Hill's Prescription Diet i/d, Feline Gastrointestinal Health Dry Formula ...</p>

资料来源：Amazon，安信证券研究中心

同时，得益于上市后研发资金的支持，公司加快了新产品的推出，于 2017 年推出名为蓝色地球元素的新产品。这款产品意在使犬类享受到“从农场到餐桌”的烹饪菜肴，上市后同样深受消费者的喜爱。

图 24：蓝色地球元素系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.4. 第四阶段（2018-至今）：被通用磨坊高价收购，协同效应带来新机遇

2.4.1. 看好宠物食品市场及蓝爵细分市场龙头地位，通用磨坊收购蓝爵

2018 年 2 月，通用磨坊拟以每股 40 美元，溢价 23%，共 80 亿美元的价格收购蓝爵，并将其并入与集团旗下哈根达斯同一个产品组合中，该项交易已经通过了公司董事会的批准。通用磨坊看中宠物食品行业未来的发展潜力和蓝爵在天然粮细分领域的绝对龙头地位。通用磨坊估计这一收购将带来巨大的收入和成本协同效应。

2.4.2. 协同效应带来新机遇，渠道及海外市场销量增长可期

对于蓝爵来说，除了以 23% 溢价被收购将为股东带来额外收益以外，并入通用磨坊集团对于公司经营主要有两大助力：

1) 传统商超等 FDM 渠道目前仍由公司的竞争对手雀巢、玛氏等公司占据优势地位。而母公司通用磨坊作为世界第六大食品公司，旗下有哈根达斯、绿巨人、湾仔码头等多款食品品牌，凭借规模大、产品品类广等优势，在传统商超渠道享有很强的话语权。根据通用磨坊 18 财年年报披露，集团有 21% 的销售通过大型商超 Walmart 实现，且与多家商超建立了战略合作伙伴关系。在 2017 年时，蓝爵管理层意识到进入 FDM 渠道的重要性并已进行初步布局，并入

通用磨坊后，蓝爵有望借助集团的渠道优势加速抢占 FDM 等渠道，帮助公司销售渠道进一步多样化。

图 25：通用磨坊旗下品牌



资料来源：通用磨坊官网，安信证券研究中心

2) 目前公司的主要经营区域仍集中在美国国内，在加拿大、墨西哥和日本等海外市场的销售额近几年一直维持在 4%左右的水平。而通用磨坊作为一家大型跨国公司，业务遍布全球 100 多个国家和地区，年销售额超过 140 亿美元，在美国、欧洲、亚洲等地区都享有盛誉，拥有丰富的海外营销经验。且蓝爵可利用集团在国际上的优势布局海外宠物行业新兴市场，寻找新的销售增长点，而这一点也与公司最新的经营战略相吻合。

3. 探索“蓝爵奇迹”的原因

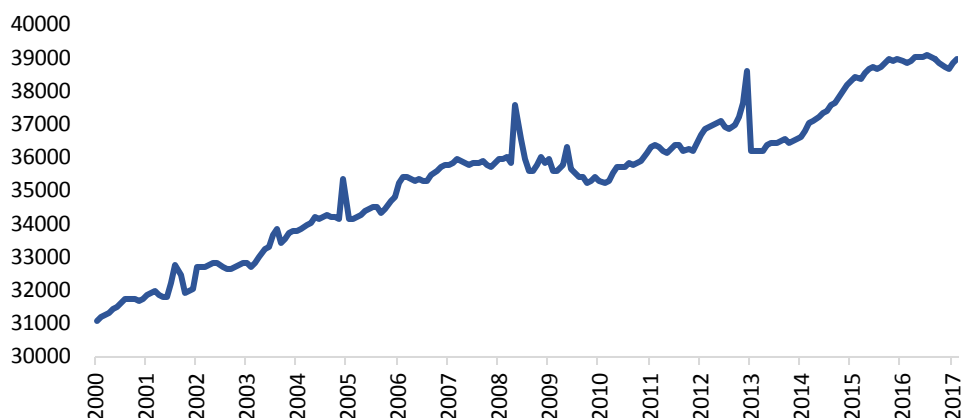
纵观蓝爵发展历程，我们认为，蓝爵能够达到今天的成就主要可以从宏观、行业以及公司三个层面的原因进行分析，具体有以下几个方面：

- 1) 经济复苏的同时千禧一代成为消费主流，消费者的购买力和购买意识助力蓝爵成功
- 2) 巨头企业大而不精，公司敏锐发现细分市场空白
- 3) 坚定差异化战略，以细分市场为切入口，追求稳健发展
- 4) 充分利用差异化战略，品类求精不求多，全力打造高端天然粮
- 5) 专注专业渠道，呼应高端品牌定位
- 6) 大力投入营销和品牌建设

3.1. 宏观层面：经济复苏的同时千禧一代成为消费主流

公司在 2002 年至 2010 年时将重心放在营销和品牌建设上，总营收增长缓慢，截止 2009 年也仅达到 0.94 亿美元，尽管 2008 年全球发生了严重的经济危机，相比于同行业其他企业，公司损失较少。等到 2010 年前后公司相关营销铺垫基本准备就绪时，全球经济也逐渐摆脱经济危机的阴影，开始回暖，美国人均可支配收入的增长也确保消费者有充裕的资金投入到犬猫宠物上，有能力购买蓝爵所主营的高端天然宠物食品。

图 26：美国居民可支配收入增长情况（单位：美元）

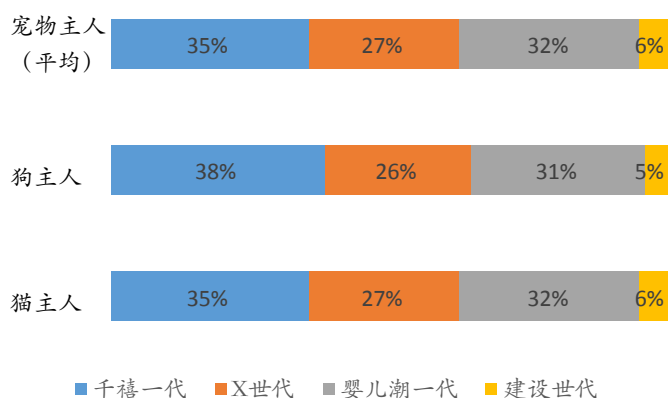


资料来源：Tradingeconomics，安信证券研究中心

另一方面，宠物主的年龄结构逐渐发生变化，原先美国婴儿潮一代（出生于 1946-1964 年）为宠物主的主要人群，也即宠物食品的主要购买者。近年来，千禧一代（出生于 1982-2000 年）消费者数量逐渐增加，根据美国 APPA 协会的调查，2017 年千禧一代宠物主数量首次超越婴儿潮一代，成为宠物消费的主力军。相较于婴儿潮一代，千禧一代对宠物健康和安全性更加关注，更愿意花费较高的价格购买优质宠物食品。APPA 的调查显示，相比于婴儿潮一代的宠物主，86% 的千禧一代消费者认为有必要为宠物购买天然粮，77% 认为有必要购买额外谷物粮。

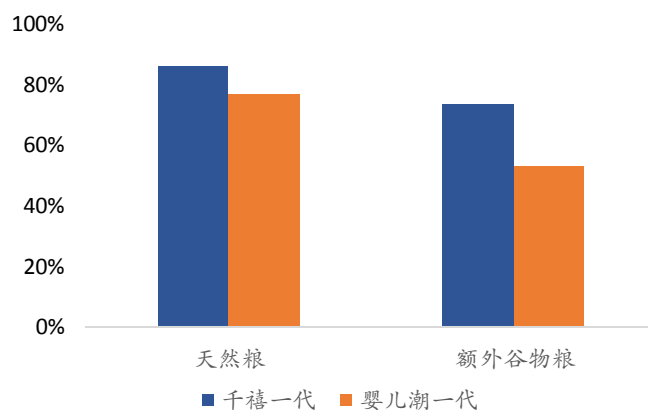
消费者购买能力的增强以及购买意识的转变对于主营高端天然粮的蓝爵来说无疑是一个成功的关键因素。

图 27：2017 年宠物主年龄分布情况



资料来源：APPA，安信证券研究中心

图 28：千禧一代和婴儿潮一代对高端粮的购买意愿



资料来源：APPA，安信证券研究中心

3.2. 行业层面：巨头企业大而不精，公司敏锐察觉细分市场空白

尽管在公司成立之初，宠物食品行业就已经呈现明显的巨头垄断格局，雀巢和玛氏占据近 50% 的市场份额。但正是因为公司规模过于庞大，且公司的产品线重心又放在合成粮领域，无法在健康天然粮领域做强做精。2002 年前后，宠物食品市场中大约有 100 余个公司和品牌，竞争非常激烈，但是绝大部分企业都将产品线重心放在了合成粮领域，最终由于受到雀巢、玛氏等公司的压力而宣告失败。只有蓝爵敏锐发现了市场空白领域，且随着宠物主近年愈发

注重食品的质量和食品安全问题，细分市场的空白给蓝爵带来了巨大的发展机会。

图 29：美国宠物食品主要公司产品分布情况

Market Segment	Blue Buffalo	Nestlé Purina	Mars	Smucker-Big Heart	Colgate-Hill's
Wholesome Natural	<ul style="list-style-type: none"> BLUE (Life Protection Formula, Wilderness, Basics, Freedom) 	<ul style="list-style-type: none"> Merrick Waggin' Train Whole Earth Farms Zuke's 	<ul style="list-style-type: none"> Nutro (Ultra) Evo California Natural 	<ul style="list-style-type: none"> Natural Balance (Wild Pursuit, et al) 	
Engineered		<ul style="list-style-type: none"> Purina Chow (Dog Chow, Cat Chow, et al) Friskies Fancy Feast Purina ONE Beneful Alpo Pro Plan Beggin' Kit & Kaboodle Beyond Busy Mighty Dog Whisker Lickins 	<ul style="list-style-type: none"> Pedigree Iams Nutro (excl. Ultra) Cesar Temptations Greenies Royal Canin Eukanuba Whiskas Sheba Kal Kan 	<ul style="list-style-type: none"> Meow Mix Natural Balance (LID, Ultra, et al) Milk-Bone Kibbles 'n Bits 9 Lives Pup-Peroni Canine Carryout Nature's Recipe (main line) Gravy Train Milo's Kitchen Sausages 	<ul style="list-style-type: none"> Hill's Science Diet Hill's Ideal Balance Hill's Healthy Advantage
Therapeutic (Rx)	<ul style="list-style-type: none"> BLUE (Natural Veterinary Diet) 	<ul style="list-style-type: none"> Purina Pro Plan Veterinary Diets 	<ul style="list-style-type: none"> Royal Canin Veterinary Diets Iams Veterinary Formula 		<ul style="list-style-type: none"> Hill's Prescription Diet

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 公司层面：

- 1) 战略：坚定差异化战略，以细分市场为切入口，追求稳健发展
- 2) 品牌：充分利用差异化战略，品类求精不求多，全力打造高端天然粮
- 3) 渠道：专注专业渠道，呼应高端品牌定位
- 4) 营销：大力投入营销和品牌建设

在审视自身优劣势并与外部的机会与威胁后，公司以差异化战略为核心，从品牌定位、渠道选择、营销推广等价值链的不同阶段对核心战略采取了行之有效的具体方法，帮助公司有效抓住市场空白的机遇，实现了业绩的高速增长和企业价值的持续提高。

3.3.1. 战略：坚定差异化战略，以细分市场为切入口，追求稳健发展

公司根据自身优势及外部市场的机会，结合创始之初的经营理念，选择了差异化经营战略，从高端天然粮这一蓝海细分市场为切入口，通过提高自身产品研发能力，推出了高质量的差异化产品，成功获得了消费者的青睐。同时，公司的经营战略稳中求进，在创始之初花费将近 8 年时间来研发新产品并进行营销和品牌建设，没有盲目追求快速收益回报。

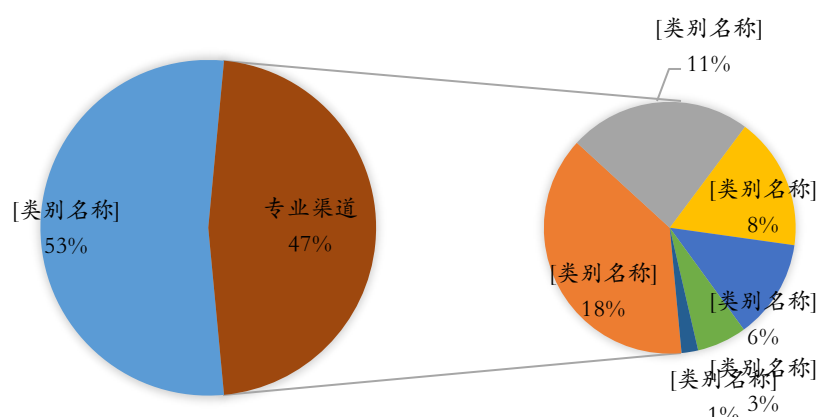
3.3.2. 品牌：充分利用差异化战略，品类求精不求多，全力打造高端天然粮

在差异化战略的指导下，公司重点发展高端天然粮产品，其拥有美国最广泛的天然宠物食品品牌组合。主品牌为 BLUE，旗下拥有六大产品线，涵盖了狗粮、猫粮、干粮、湿粮等不同产品类型，并且每个产品线中都有针对不同生命期、口味和功能的细分产品，足以满足宠物主的差异化需求，最大程度满足宠物的个性化需求。

尽管公司专注于高端天然粮这一细分领域，但是公司推出新产品的频率并不快，平均 3-4 年才会推出一个新的产品线。公司等多地选择在每一个产品线中根据不同宠物的生命期和口味和偏好来细分产品线，来更好满足客户的个性化需求。精简产品线既产生了区分度又不至于使产品变得杂乱无特色。这一策略往往需要更高的成本投入和更慢的收益回报，但是也确实为公司赢得了众多的消费者。根据公司的公告，2017 年蓝爵在天然宠物食品市场细分排名第一，且销售额是第二名的 4 倍。拥有忠实客户群基础的收益已逐渐显现，未来公司的竞争力将进一步增强。

3.3.3. 渠道：专注专业渠道，呼应高端品牌定位

图 30：2016 年美国宠物食品渠道分布情况

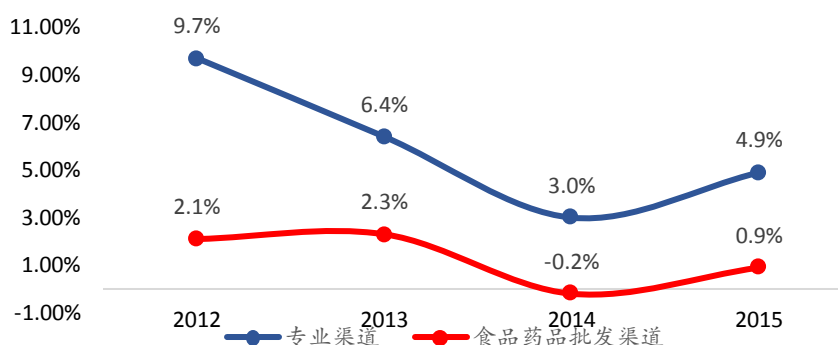


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

蓝爵作为一家年轻公司，在选择渠道策略时将重心放在了专业渠道上。传统食物食品巨头雀巢、玛氏等作为跨国公司，对于商超等渠道拥有绝对话语权，无论是在价格还是在货柜的摆放等方面都处于有利地位，新兴公司蓝爵自然无力与之抗衡。而专业渠道享有“定位准，客户粘性大”的优势，提供了一个可以与消费者进行直接互动和教育的环境，营销属性更强。公司也设立了专门的营销运营团队，协助各渠道销售终端进行规划、实施、销售、市场分析 & 维护客户关系的工作。更加个性化的渠道选择，也让公司更好地了解客户真实需求，以便及时对市场做出反应，也呼应了公司的高端品牌定位。

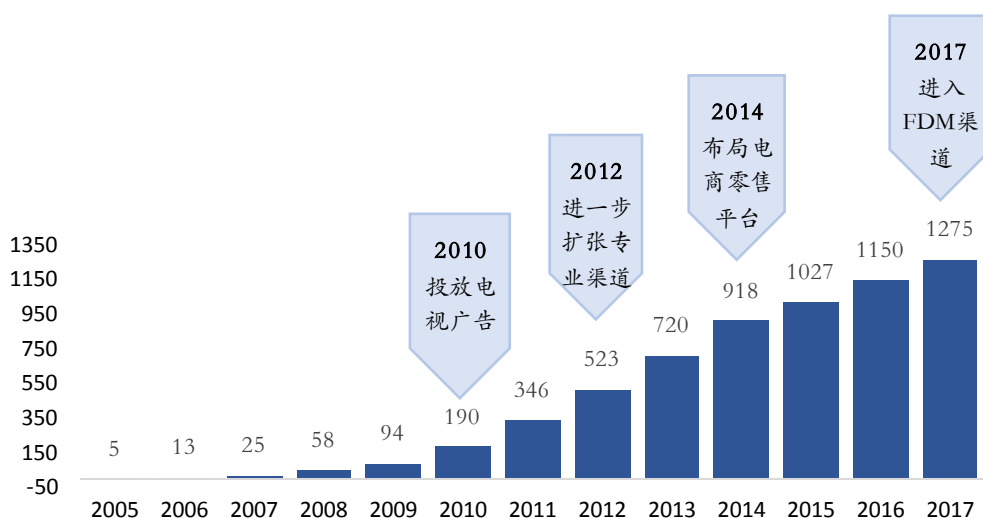
截至 2017 年，蓝爵在专业渠道中已是美国排名第一的品牌，为第二名销量的 2 倍，优势非常明显。而且近 5 年来，专业渠道的增速均要高于传统渠道，且随着消费者对宠物食品的个性化要求越来越高，专业渠道的重要性和优越性将日益显现，公司通过差异化渠道策略占得先发优势。此外，由于公司目前也已具备足够的知名度和销量，在传统商超等渠道也享有一定话语权，并获得足够多的货架数量。可以说，专注于专业渠道的策略对于帮助公司开拓市场有着重要的影响。

图 31：传统渠道及专业渠道增长情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

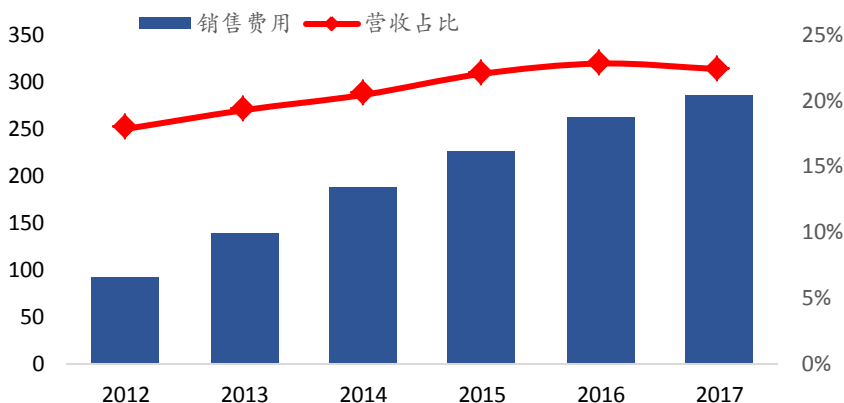
图 32：蓝爵渠道布局路径（营业收入，单位：百万美元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3.3.4. 营销：大力投入营销和品牌建设

图 33：公司销售费用（单位：百万美元）及其营收占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

越是激烈的竞争环境，越需要有效的营销策略来帮助公司赢得顾客信任、抢占市场份额。2012年以来，公司在销售费用上的投入逐年增加，2017年公司销售费用支出2.9亿美元，同比增长9%，在营收中的占比高达22%，这一指标远高于同行业其他公司。

公司在创立之初就提出“Love them like family. Feed them like family”的经营理念，围绕健康天然粮，突出宣传产品抗癌特性，并且通过专门的营销运营团队，协助各渠道销售终端进行规划、实施、销售、市场分析及维护客户关系的工作。

除此之外，面对宠物主，蓝爵发展了“宠物侦探”。这是一批对宠物具有极大热情的兼职人员，他们会与宠物主分享养宠感受，普及宠物营养方面的认识，并潜移默化地推广蓝爵的产品，逐步在消费者心中建立起了“天然”“营养”“专业”的品牌形象。蓝爵将宠物侦探计划作为一个客户教育营销平台，配合产品主打健康自然、防止癌症的理念，树立公司形象，增加了客户粘性。

4. 国内宠物食品公司有望再现蓝爵奇迹

随着中国中产阶级体量的不断壮大，城市化进程的大力推进及其他人口统计方面的变化，例如老龄人口数量、晚婚晚育人群数量的增加，中国已成为一个不仅拥有大量宠物，而且还随时准备在宠物身上花大把钱的社会。如今在中国豢养宠物却蔚然成风，宠物不仅成了人们的伙伴也是主人独立地位的象征。

在面对国内宠物市场蓬勃发展的同时，如何有效抓住机遇是国内宠物食品公司需要考虑的问题。长远来看，模仿蓝爵的经营之道不失为一个好的选择。目前我国的市场环境与蓝爵发展过程中所面临的环境十分相似，随着国内居民消费水平的不断提高和对宠物的重视度的提高，国内企业有望通过布局高端天然粮市场来获得成功。在具体的经营层面，公司可通过加大品牌营销和专业渠道建设的力度等方式来打开市场，获得消费者的喜爱与信任，同时，国内公司可借助本土优势，对宠物及宠物主的需求和偏好有更深入的研究，打造个性化产品来抢占更大的市场份额。

5. 投资建议

重点关注国内宠物食品龙头，佩蒂股份、中宠股份等。

6. 风险提示

企业发展不达预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李佳丰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034