

2020 年 11 月 16 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

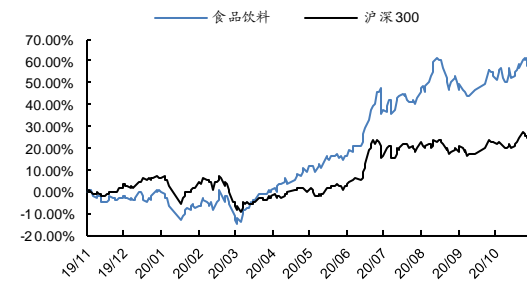
研究所

证券分析师: 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人: 赵宁宁 S0350120070040
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

市场保持高速增长，国产品牌蓄势待发

——宠物食品行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	2.3	10.3	58.1
沪深 300	1.2	3.2	25.3

相关报告

《食品饮料行业周报: 建议关注中高档白酒消费复苏》——2020-11-15

《食品饮料行业周报: 建议关注估值低位且受益生猪后周期的肉制品板块》——2020-11-08

《食品饮料行业周报: 建议关注高端酒以及预计具有业绩改善空间的次高端和地产酒》——2020-11-01

《调味品行业深度报告: 消费升级和餐饮发展促进酱油行业成长》——2020-10-30

《食品饮料淘数据 9 月份点评: 多品类量价齐升, 品牌集中度进一步提高》——2020-10-26

投资要点:

- **宠物、宠食行业市场规模逐年提升, 增长迅速。** 2010-2019 十年间我国城镇宠物行业市场规模逐年提升, 年复合增速达到 34.55%, 至 2019 年市场规模达到 2024 亿元。2019 年宠物食品市场规模达到 701 亿元, 2010-2019 十年间我国宠物食品行业市场规模年复合增速达 24.16%。
- **宠物及宠食渗透率较低, 行业发展空间未到顶点。** 2018 年我国城镇家庭养宠率仅为 23%, 远低于世界其他国家, 发展空间广阔。当前我国宠物食品渗透率 (宠物一生所摄入的能量中, 由专业宠物食品所提供的部分) 较低, 2018 年仅为 22%。综合两项指标, 对比与我国社会结构较为相似的日本市场, 我国宠食市场当前至少仍存在 2 倍的增长空间。
- **行业集中度低, 看好头部公司未来受益于行业集中度提高。** 2019 年我国宠物食品行业 CR10 仅达到 31.10%, 龙头玛氏在国内终端市场份额仅占 11.40%, 尚未形成垄断格局, 行业内的其他公司均有机会进行追赶。对比于其他国家均超过 60% 的 CR10, 表明当前我国宠物食品企业数量过多、市场占有率较低。
- **国产宠食品牌将受益于宠食消费的理性化和养宠群体的下沉。** 一方面, 随着消费者认知的深入, 宠食消费趋向于理性化, 国产宠食品牌性价比优势显现; 另一方面, 随着我国经济的快速发展, 二、三线城市养宠人群数量有望随着经济基础的改善而进一步扩大。随着城市线的不断下沉, 宠物主对进口宠食品牌的偏好逐渐减弱, 国产宠食品牌有望因此而收益, 市场份额持续提升。
- **行业评级和投资策略** 基于宠物食品行业受宠物数量和宠食渗透率提升的双重推动, 以及宠物食品消费升级带来的产品结构优化, 行业增长动力较强。品牌企业则受益于行业集中度提升, 业绩增速高于行业增速, 给予宠物食品行业推荐评级, 重点推荐中宠股份, 佩蒂股份。
- **风险提示:** 宏观经济下行; 行业政策调整; 食品安全事件。中国与美国、日本宠物市场并不具有完全可比性, 美国和日本市场的相关

数据，仅供参考；重点关注公司未来业绩的不确定性。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-11-16 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002891.SZ	中宠股份	53.8	0.46	0.67	0.99	116.96	80.3	54.34	买入
300673.SZ	佩蒂股份	36.05	0.34	0.71	1.01	106.03	50.77	35.69	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 空间大、增速快，宠食市场大有可为	6
1.1、 起步较晚，宠物行业仍处快速发展期	6
1.2、 宠物食品主体地位“屹立不倒”，未来走向精细化、细分化	7
2、 成熟市场特征显著，竞争格局保持稳定	8
2.1、 美国——世界最大宠物经济体，市场稳定增长	8
2.2、 日本——犬猫总量维持稳定，单宠消费提升支撑行业增长	11
3、 规模与格局均向好，品牌企业前景可期	14
3.1、 我国宠物及宠食渗透率双低，市场仍有 2 倍空间	14
3.2、 宠食消费升级化、趣味化、健康化	15
3.3、 集中度存在提升空间，全渠道运营大势所趋	18
4、 国产品牌受益于消费理性和市场下沉，正蓄势待发	20
4.1、 养宠理性化，国产品牌拥有性价比优势	21
4.2、 随着市场下沉，国产品牌市场份额将逐步提升	21
5、 行业评级和重点公司推荐	22
5.1、 中宠股份——多品牌、全渠道助推高速发展	23
5.2、 佩蒂股份——国际国内市场双轮驱动，齐头并进	26
重点关注公司及盈利预测	29
6、 风险提示	30

图表目录

图 1: 中国宠物行业发展历程.....	6
图 2: 中国城镇宠物（犬猫）行业市场规模及同比增速.....	6
图 3: 中国城镇宠物（犬猫）数量.....	6
图 4: 中国宠物食品行业市场规模及同比增速.....	7
图 5: 中国城镇宠物（犬猫）消费结构.....	8
图 6: 2019 城镇宠物（犬猫）食品消费结构.....	8
图 7: 美国家庭养宠率.....	9
图 8: 美国各类养宠家庭数（百万户）.....	9
图 9: 美国犬猫数量.....	9
图 10: 2017 年美国家庭各类宠物数量（百万只）.....	9
图 11: 美国宠物行业市场规模.....	10
图 12: 美国宠物食品行业市场规模.....	10
图 13: 2019 美国宠物食品分类销售情况.....	10
图 14: 美国狗粮、猫粮市场规模（亿美元）.....	10
图 15: 2019 美国宠物食品各渠道销售情况.....	11
图 16: 2019 美国宠物食品市占率情况.....	11
图 17: 日本犬猫数量.....	12
图 18: 日本宠物行业市场规模.....	12
图 19: 日本宠物食品行业市场规模.....	12
图 20: 2019 日本宠物食品分类.....	13
图 21: 日本猫粮、狗粮市场规模（亿日元）.....	13
图 22: 2019 日本宠物食品各渠道销售情况.....	13
图 23: 2019 日本宠物食品市占率情况.....	13
图 24: 2018 年各国人均拥有宠物数量（只）.....	14
图 25: 2019 年各国家庭养宠率.....	14
图 26: 2018 年各国宠物食品渗透率.....	15
图 27: 2019 年宠物主粮消费决策因素.....	16
图 28: 2019 年宠物零食消费决策因素.....	16
图 29: 2018 年各级别狗粮销售额同比增幅.....	16
图 30: 2018 年各级别猫粮销售额同比增幅.....	16
图 31: 2019 线上猫零食细分种类销量结构.....	16
图 32: 2019 线上猫零食销量增速 Top5 细分种类.....	16
图 33: 各类宠物零食产品.....	17
图 34: 2019 年中国宠物食品市场占有率.....	19
图 35: 2019 年各国宠物食品行业 CR10.....	19
图 36: 中国宠物食品市场份额变化趋势.....	19
图 37: 中国线上渠道渗透率变化趋势.....	19
图 38: 2019 年宠粮品牌忠诚度调查.....	20
图 39: 中国宠物主消费观念 Top5.....	21
图 40: 养宠花费在个人收入的占比.....	21
图 41: 中国人均 GDP 及宠物市场规模.....	22
图 42: 2019 年中国养宠城市 Top10.....	22
图 43: 不同城市线宠物主对宠物干粮品牌偏好情况.....	22
图 44: 不同城市线宠物主对进口宠物保健品偏好情况.....	22

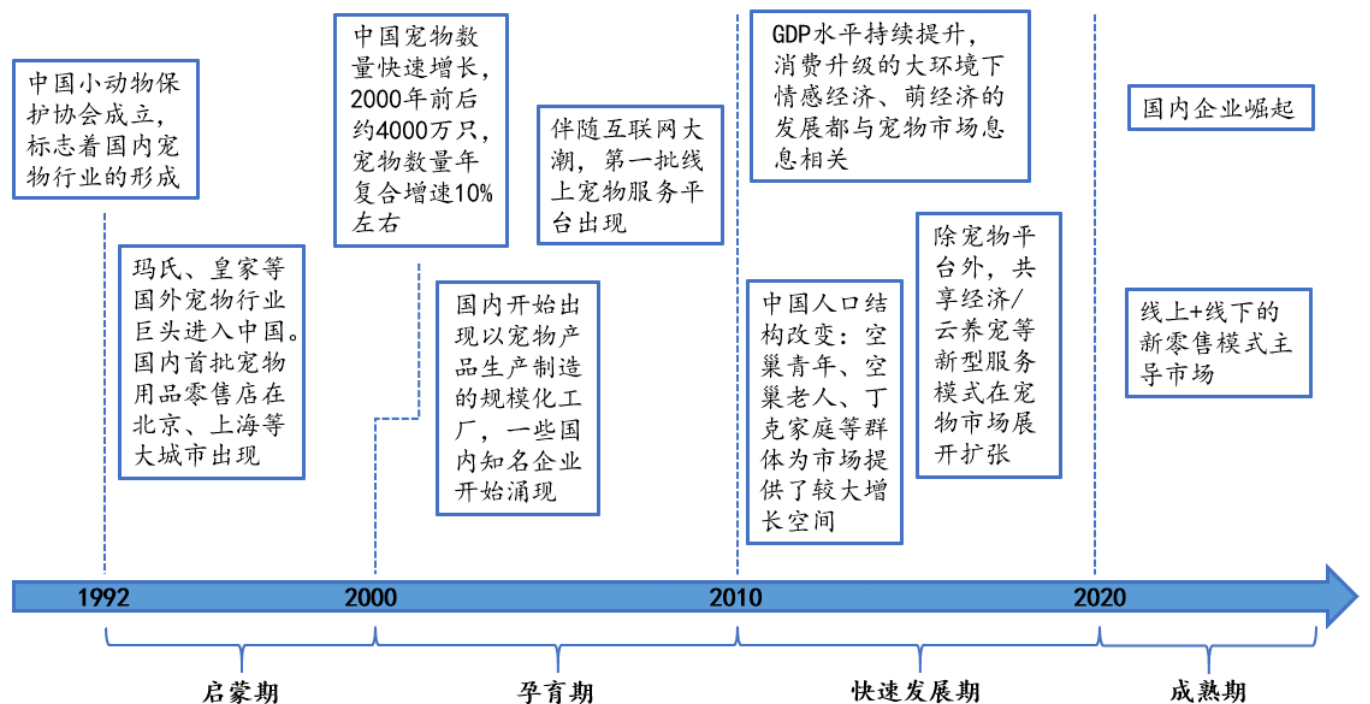
图 45: 中宠股份发展历程	23
图 46: 中宠股份主要产品	23
图 47: 中宠股份营业总收入情况及增速	24
图 48: 中宠股份归母扣非净利润情况及增速	24
图 49: 中宠股份各类业务营收细分情况	25
图 50: 中宠股份国内外营收细分情况	25
图 51: 佩蒂股份发展历程	26
图 52: 佩蒂股份主要产品	26
图 53: 佩蒂股份国内外营收细分情况	27
图 54: 佩蒂股份归母扣非净利润情况及增速	27

1、空间大、增速快，宠食市场大有可为

1.1、起步较晚，宠物行业仍处快速发展期

我国宠物行业起步较晚，距今仅有不到 30 年发展历史。相对于美国、日本等发达国家超过五十年的宠物产业发展历史，我国宠物行业起步较晚。根据《2017 年宠物行业白皮书》报告，自 1992 年中国小动物保护协会在北京正式成立，宣传以宠物作为人类生活伴侣的理念后，我国宠物行业才逐渐起步。上世纪九十年代至本世纪初，我国宠物数量实现快速增长，年复合增速接近 10%，玛氏、皇家等国外宠物行业巨头纷纷进入中国，并且凭借成熟的品牌形象吸引了大部分消费者，在我国宠物食品行业中占据主导地位。2010 年后，依托于互联网的逐步兴盛，疯狂的小狗、伯纳天纯、麦富迪等国产品牌凭借线上电商渠道开始发力，市场份额连年提升，开始挤压国际品牌市场份额。

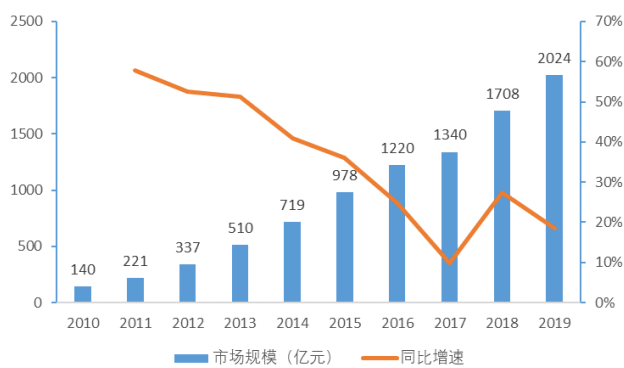
图 1：中国宠物行业发展历程



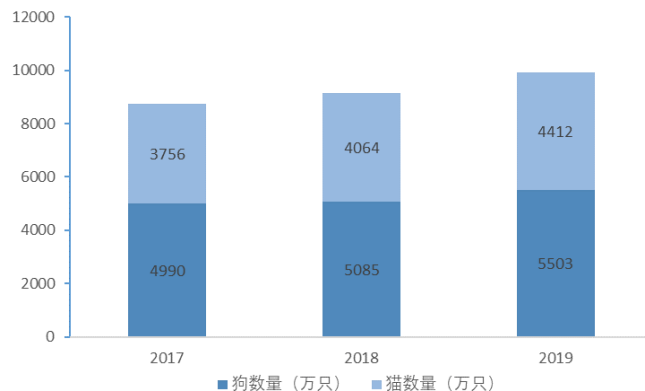
资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

宠物行业市场规模逐年提升，增长迅速 宠物行业涵盖宠物食品、宠物医疗、宠物服装、宠物美容、宠物训练、宠物窝笼、宠物用品等与宠物相关的行业。根据《宠物行业白皮书》系列报告，2010-2019 年间我国城镇宠物行业市场规模逐年提升，年复合增速达到 34.55%，至 2019 年市场规模达到 2024 亿元。其中犬消费市场规模占比 61.46%，达到 1244 亿元；猫消费市场规模占比 38.54%，达到 780 亿元。中国城镇犬猫数量也由 2017 年的 8746 万只扩大到 2019 年的 9915 万只，平均每年以 6.50% 的增速增长。

图 2：中国城镇宠物（犬猫）行业市场规模及同比增速 图 3：中国城镇宠物（犬猫）数量



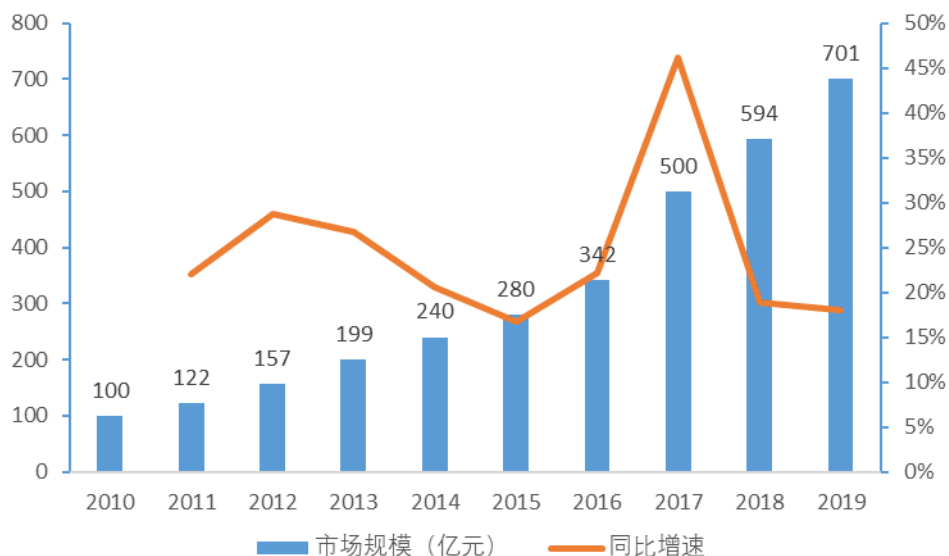
资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所



资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

得益于我国宠物行业与宠物经济的快速发展，我国宠物食品行业的市场潜力也得到了快速的释放。根据前瞻产业研究院的报告，2010 年我国宠物食品行业市场规模刚过百亿，随后市场规模不断稳定增长，至 2019 年市场规模达到 701 亿元，2010-2019 十年间我国宠物食品行业市场规模年复合增速达 24.16%。

图 4：中国宠物食品行业市场规模及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

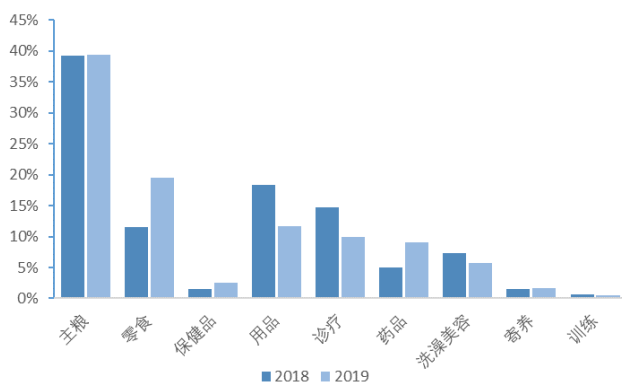
1.2、宠物食品主体地位“屹立不倒”，未来走向精细化、细分化

主粮消费占据主体地位，零食消费增长较快 宠物食品（主粮、零食及保健品）消费需求较为刚性，因此在整个宠物消费结构中占据主体地位。根据《2019 中国宠物行业白皮书》报告，2019 年我国宠物食品消费占比总计高达 61.4%，其

中宠物主粮消费、宠物零食消费、宠物保健品消费分别占到宠物整体消费的39.4%、19.5%、2.5%，相较2018年分别提高0.2、8.0、1.0个百分点。在宠物整体消费同比增长的情况下，宠物主粮消费占比稳定、增长稳健，而宠物零食消费占比增长最为显著，宠物零食市场迅速扩大。

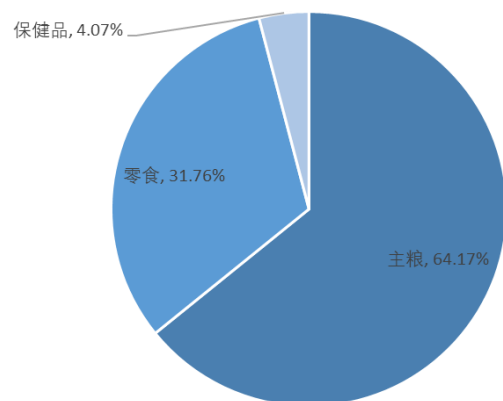
在宠物食品细分市场中，宠物主粮、宠物零食消费和宠物保健品消费分别占到整体的64.17%、31.76%和4.07%。尽管主粮消费仍占据宠物食品消费的主体地位，近年来其占比却在不断的降低。宠物主为了给宠物获得更均衡的营养，开始关注并尝试宠物零食与宠物保健品，宠物食品开始走向精细化与细分化。

图 5：中国城镇宠物（犬猫）消费结构



资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

图 6：2019 城镇宠物（犬猫）食品消费结构



资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

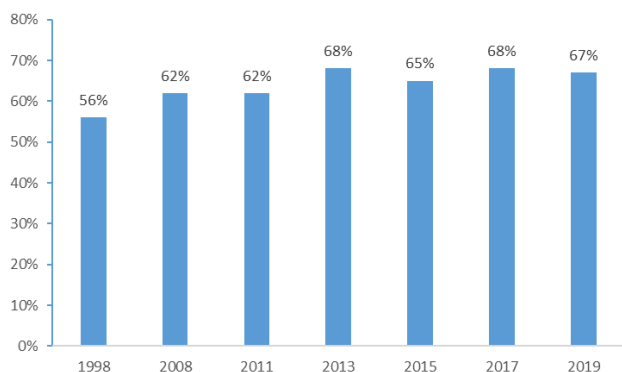
2、成熟市场特征显著，竞争格局保持稳定

2.1、美国——世界最大宠物经济体，市场稳定增长

发展历史悠久，当前行业进入成熟期 根据 Pet business 的报道，美国宠物行业起步于 20 世纪 50 年代，发展历程总体可以划分为 4 个发展阶段：1) 20 世纪 50 年代前，为孕育期。1922 年，宠物食品罐头在美国实现工业化生产，美国人逐渐接触到宠物食品。2) 20 世纪 50 年代至 2000 年，为快速发展期。1958 年，美国宠物产品协会（APPA）成立。20 世纪 60 年代，美国第一家全国性的宠物店特许经营店开张。这一时期美国家庭养宠率快速提升，宠物行业发展迅速，涌现出了许多后来的宠物行业巨头公司。3) 2000 年-2013 年，为结构发展期。这一时期宠物数量增速放缓，但宠物在家庭中的重要性快速提升，造成了中高端宠物产品及服务需求的增长，带动宠物相关产品结构化的升级。4) 2013 年往后，为成熟期。这一时期美国家庭养宠率保持稳定，行业增长动力主要来源于单宠消费的增加。

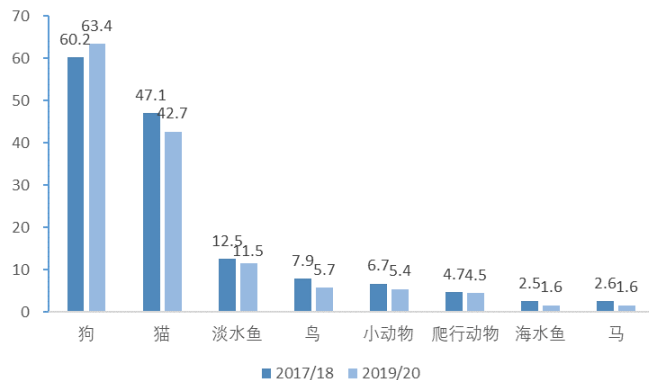
根据美国宠物产品协会的数据, 1998-2013 年间美国家庭养宠率自 56% 稳步提升至 68%, 然而从 2013 年开始, 美国家庭养宠率不再增长, 而是在 65%-68% 的区间内上下波动, 表明美国宠物行业整体已经进入了成熟阶段。从养宠家庭结构来看, 最近两年间美国除了养狗家庭的数量有所增加, 其他各类养宠家庭的数量均在收窄, 2019 年美国养宠家庭数量已达到 8460 万户, 其中养狗家庭占比 74.94%, 养猫家庭占比 50.47%。

图 7: 美国家庭养宠率



资料来源: APPA, 国海证券研究所

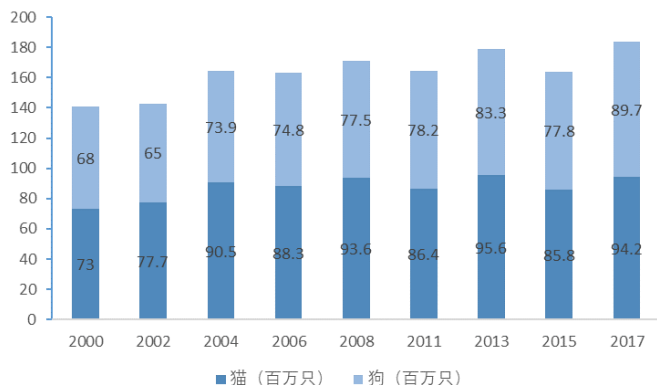
图 8: 美国各类养宠家庭数 (百万户)



资料来源: APPA, 国海证券研究所

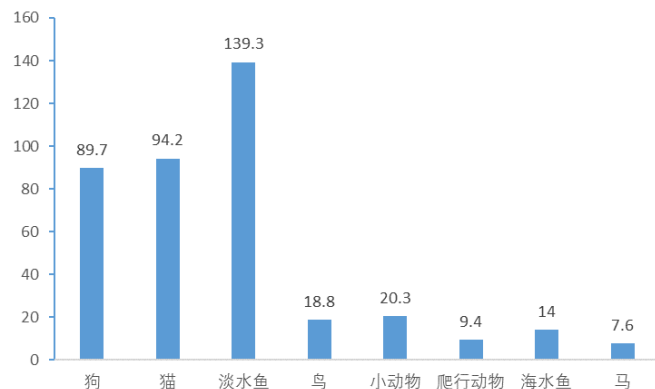
犬猫数量增长缓慢, 犬猫总量逐渐接近 根据美国宠物产品协会的数据, 2000 年至 2017 年美国犬猫数量由 1.41 亿只增加至 1.84 亿只, 年复合增速为 1.58%, 增长较缓。在宠物数量上, 虽然养猫家庭数量较养狗家庭数量较少, 但他们在户均养宠量存在明显优势。2017 年, 6020 万美国家庭饲养了 8970 万只宠物狗, 而 4710 万美国家庭饲养了 9420 万只宠物猫。此外, 近十年来宠物狗数量明显上升, 犬猫总量差距逐渐缩小。

图 9: 美国犬猫数量



资料来源: APPA, 国海证券研究所

图 10: 2017 年美国家庭各类宠物数量 (百万只)

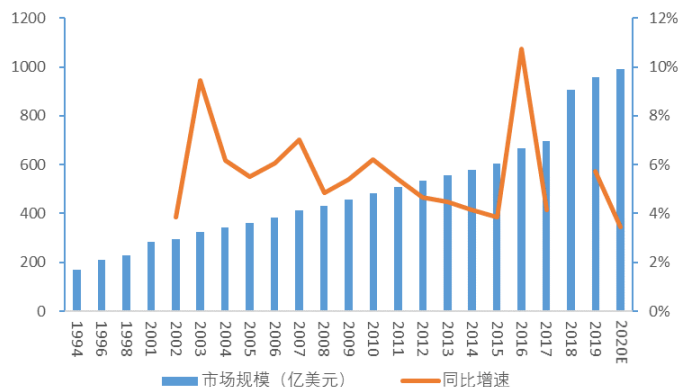


资料来源: APPA, 国海证券研究所

市场规模稳健增长, 即将突破千亿美元 根据美国宠物产品协会的数据, 2019

年美国宠物行业市场规模达到 957 亿美元，同比增加 5.75%，预计 2020 年市场规模可达到 990 亿美元。根据 Euromonitor 的数据，2019 年美国宠物食品行业市场规模为 343 亿美元，同比增长 5.54%，2010-2019 十年间年复合增速为 4.39%。

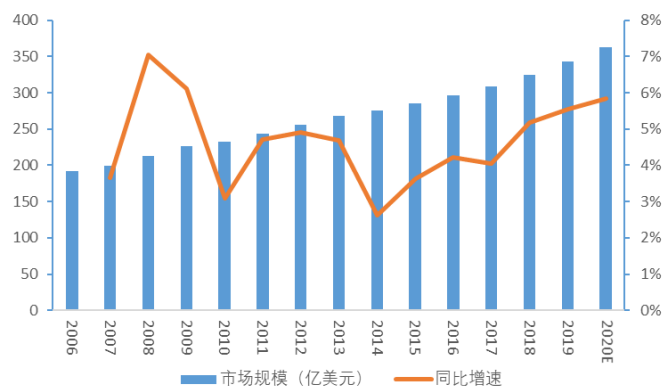
图 11：美国宠物行业市场规模



资料来源：APPA，国海证券研究所

注：2018 年开始 APPA 调整了统计方式

图 12：美国宠物食品行业市场规模



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

狗粮猫粮占据绝对主导地位，两者增长速度相近 根据 Euromonitor 的数据，2019 年美国狗粮、猫粮和其他宠物食品的销售额分别为 235.64 亿美元、98.15 亿美元和 9.67 亿美元，分别占比 68.61%、28.58% 和 2.81%。虽然美国宠物猫数量大于宠物狗数量，但由于单只宠物狗的平均食量远大于单只宠物猫的平均食量，导致美国狗粮销售量远超猫粮销售量。

根据 Euromonitor 的预测，2020 年美国狗粮消费将达到 247.98 亿美元，同比增长 5.24%，至 2025 年美国狗粮消费可达到 292.41 亿美元；2020 年美国猫粮消费将达到 104.90 亿美元，同比增长 6.88%，至 2025 年美国猫粮消费可达到 125.78 亿美元。尽管两者之间体量差异较大，但两者的增长速度保持相近。

图 13：2019 美国宠物食品分类销售情况

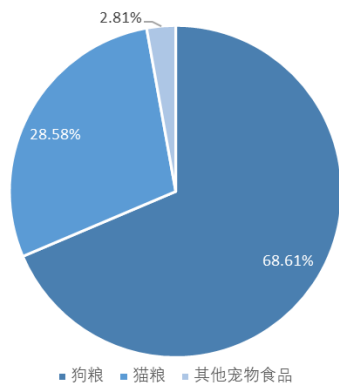
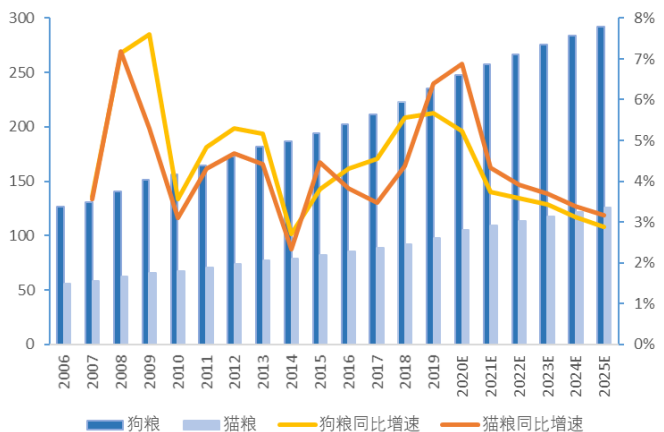


图 14：美国狗粮、猫粮市场规模（亿美元）



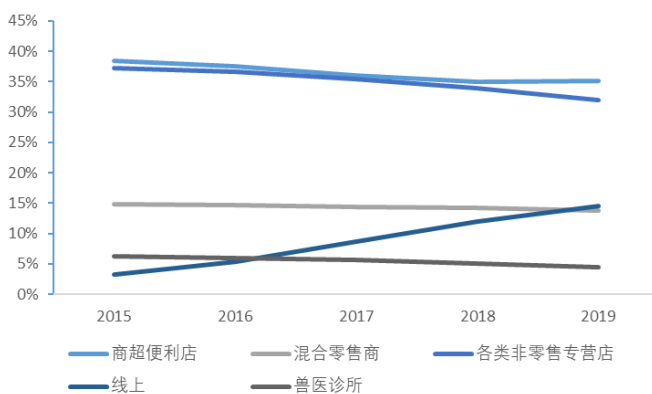
资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

商超便利店渠道始终排名第一，线上渠道迅速发力 根据 Euromonitor 的数据，2019 年商超便利店渠道仍是美国第一大的宠物食品销售渠道，渠道占比 35.2%。2015-2019 年间，混合零售商、各类非零售专营店（宠物超市等）和兽医诊所渠道占比均有所下滑，2019 年这三个渠道的占比分别为 13.8%、31.9%和 4.5%。同一时期，得益于电子商务的发展，线上渠道的占比迅速提升，由 2015 年的 3.3% 升高至 2019 年的 14.5%。

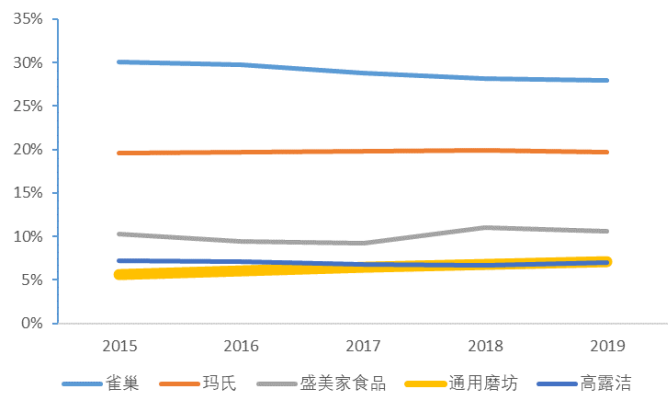
竞争格局基本稳定，前五大品牌瓜分市场 根据 Euromonitor 的数据，2019 年雀巢、玛氏、盛美家食品、通用磨坊和高露洁五家公司分别以 27.9%、19.7%、10.6%、7.1%和 7.0%的市占率位列美国宠物食品行业前五大巨头。近五年来，除了通用磨坊在 2018 年收购美国老牌宠物食品行业巨头蓝爵外，各家公司市占率基本没有显著的变化，行业竞争格局基本稳定。

图 15：2019 美国宠物食品各渠道销售情况



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 16：2019 美国宠物食品市占率情况



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

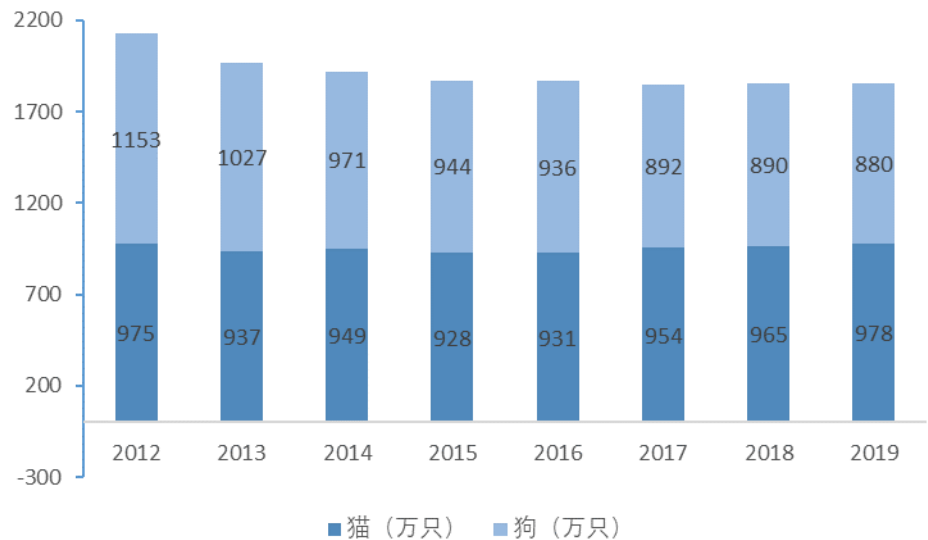
2.2、日本——犬猫总量维持稳定，单宠消费提升支撑行业增长

根据日本宠物食品协会的记载，日本的第一份狗粮生产于 1960 年，随后日本宠物食品行业和市场在上世纪 60 年代渐渐形成。1969 年 10 月，日本宠物食品协会的前身日本宠物狗食品协会成立。之后日本宠物食品行业在协会的领导下快速发展。

犬猫总量相对稳定，宠物猫更受宠物主青睐 根据日本宠物食品协会的数据，日本犬猫总数自 2011 年达到峰值 2150 万只后连续 4 年下滑，至 2015 年回落至 1872 万只，之后维持相对稳定，总数在 1850 万只附近浮动。2019 年，日本宠物猫数量为 978 万只，宠物狗数量为 880 万只，共计 1858 万只。

近年来，日本宠物狗数量呈现明显下降趋势，2017 年日本宠物猫数量首次超过宠物狗数量。造成这一现象的主要因素是饲养宠物猫所需的消费比宠物狗低，一只狗的一生大约要花费 160 万日元（约 9.27 万元），而一只猫一生花费仅需 109 万日元（约 6.31 万元）。尤其是日本老龄化程度相当严重，2019 年日本老龄化率达到 27%，居全球第一。而老年人的经济能力较差，较难去承担养犬开支，以及部分年纪偏大的老年人也很难有足够的体力去养狗遛狗。

图 17：日本犬猫数量



资料来源：日本宠物食品协会，国海证券研究所

单宠消费提升支撑行业增长 根据日本矢野经济研究所的数据，2019 年日本宠物行业市场规模达到 15700 亿日元，同比增长 1.67%，预计 2020 年市场规模可达到 15978 亿日元。根据 Euromonitor 的数据，2019 年日本宠物食品行业市场规模为 4250 亿日元，同比增长 0.71%，约占比 27.07%。2010-2019 十年间日本宠物食品行业年复合增速为 0.64%。

图 18：日本宠物行业市场规模

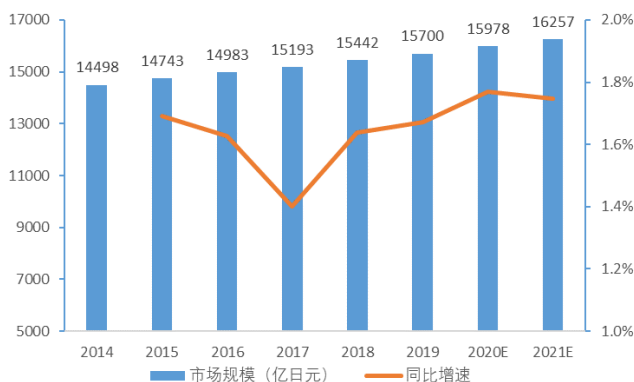
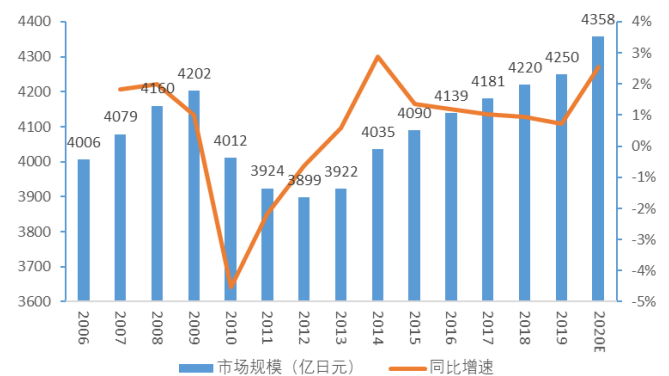


图 19：日本宠物食品行业市场规模



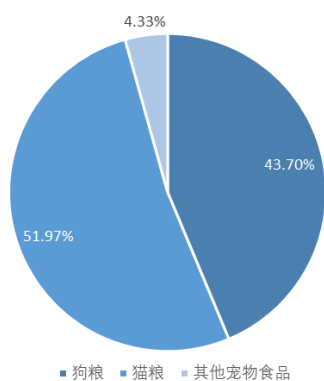
资料来源：矢野经济研究所，国海证券研究所

资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

单宠消费金额接近，宠食市场规模与宠物数量直接挂钩 根据 Euromonitor 的数据，2019 年日本猫粮、狗粮和其他宠物食品的销售额分别为 2211 亿日元、1859 亿日元和 184 亿日元，分别占比 51.97%、43.70%和 4.33%。2019 年，日本平均一只宠物猫在宠物食品上的消费为 22612 日元，一只宠物狗在宠物食品上的消费为 21132 日元。相对于美国人而言，日本人更倾向于饲养小型犬，导致宠物狗的平均食品消费相对较少。

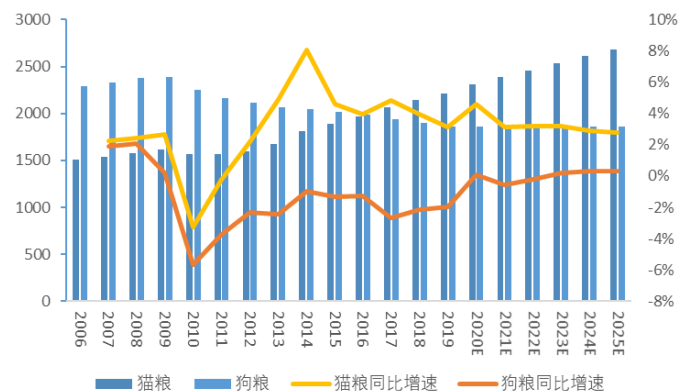
根据 Euromonitor 的预测，2020 年日本猫粮消费将达到 2313 亿日元，同比增长 4.61%，至 2025 年日本猫粮消费可达到 2685 亿日元；2020 年日本狗粮消费将达到 1860 亿日元，同比增长 0.05%，至 2025 年日本狗粮消费维持在 1862 亿日元。猫粮狗粮消费规模和同比增速与实际宠物数量变动密切相关。

图 20：2019 日本宠物食品分类



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 21：日本猫粮、狗粮市场规模（亿日元）



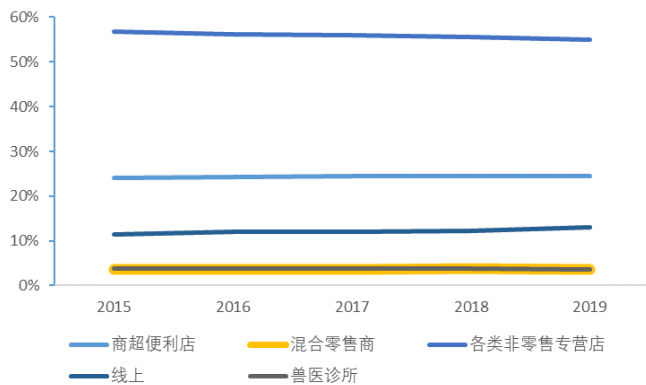
资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

非零售专营店渠道占比过半，各渠道占比相对稳定 根据 Euromonitor 的数据，2019 年各类非零售专营店（宠物超市等）为日本第一大的宠物食品销售渠道，渠道占比 55.0%。2015-2019 年间，商超便利店、混合零售商和兽医诊所渠道占比均相对稳定，2019 年这三个渠道的占比分别为 24.4%、3.8%和 3.7%。同一时期，得益于电子商务的发展，线上渠道的占比略有提升，由 2015 年的 11.5% 升高至 2019 年的 13.1%。

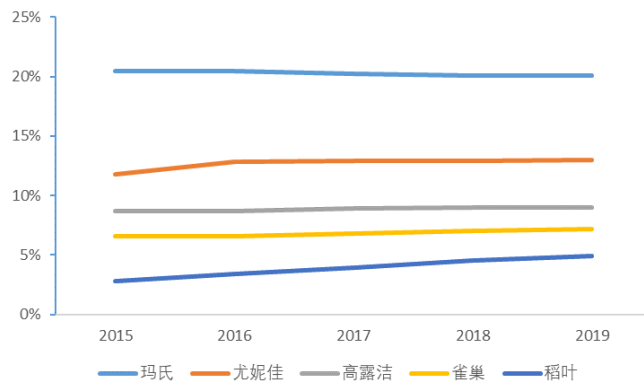
国产品牌占比持续提升 根据 Euromonitor 的数据，2019 年玛氏、尤妮佳、高露洁、雀巢和稻叶五家公司分别以 20.1%、13.0%、9.0%、7.2%和 4.9%的市占率位列日本宠物食品行业前五大巨头。近五年来，日本国产品牌尤妮佳和稻叶的市占率逐年上升，分别提升 1.2 个百分点和 2.1 个百分点。

图 22：2019 日本宠物食品各渠道销售情况

图 23：2019 日本宠物食品市占率情况



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

3、规模与格局均向好，品牌企业前景可期

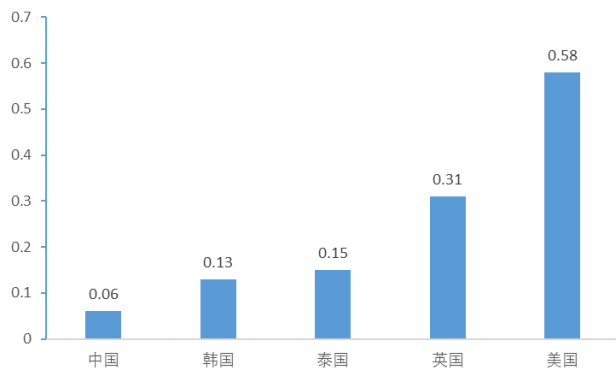
3.1、我国宠物及宠食渗透率双低，市场仍有 2 倍空间

宠物及宠食渗透率较低，行业发展空间未到顶点 尽管近年来我国宠物行业市场规 模已经快速扩张，但从未来的发展空间来看，我国宠物行业以及宠物食品行业仍有相当大的发展潜力。根据中国产业信息网的数据，2018 年我国人均拥有宠物数量仅为 0.06 只，不及韩国人均拥有宠物数量的二分之一，仅约为美国人均拥有宠物数量的十分之一。根据《2019 中国宠物行业白皮书》报告，2019 年我国家庭城镇养宠率仅为 23%，日本 2018 年家庭养宠率为 38%，对标日本，我国城镇家庭养宠率具有较大的渗透空间。

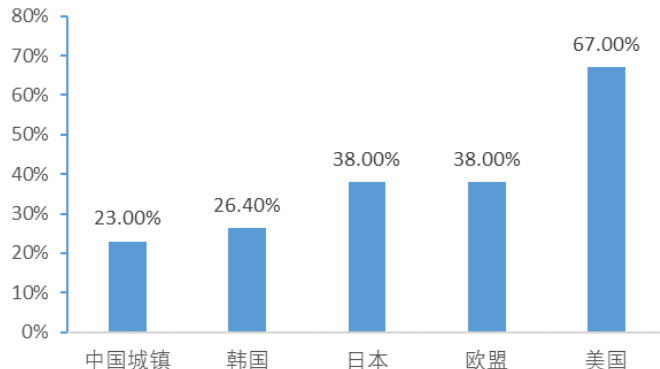
另一方面，宠物食品行业这一细分市场还将享受宠物食品渗透率提升所带来双重增长潜力。根据中国产业信息网的数据，当前我国宠物食品渗透率（宠物一生所摄入的能量中，由专业宠物食品所提供的部分）较低，2018 年仅为 22%。相比之下，该指标在泰国已达到 50%-60%，在英国达到 90%，在美国超过 95%。未来随着我国人均可支配收入的提高和宠物主科学养宠观念的提升，我国宠物饲养将逐渐从使用家中的剩菜剩饭进一步转向使用专业宠物食品。随着宠物食品渗透率的提升，我国宠物食品行业的市场规模也会随之扩大。

图 24: 2018 年各国人均拥有宠物数量（只）

图 25: 2019 年各国家庭养宠率

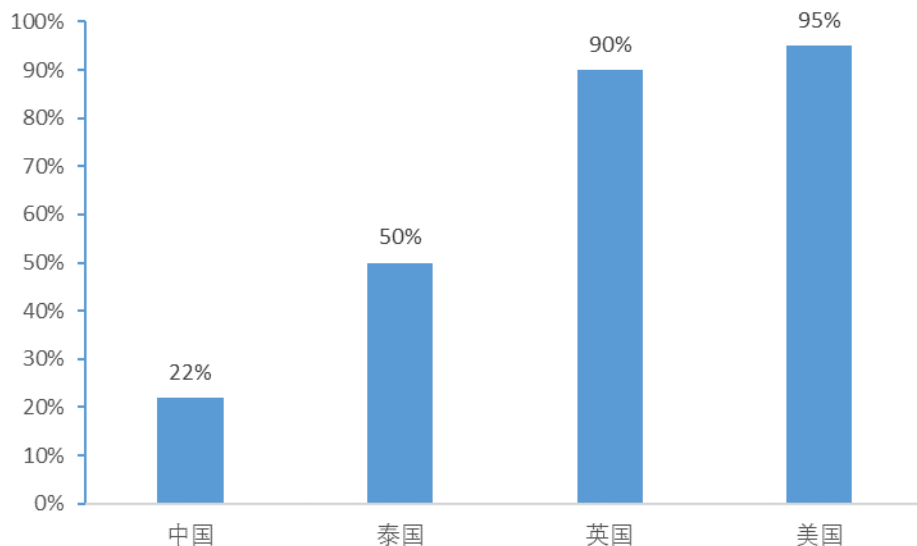


资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所



资料来源：中国产业信息网，宠物行业白皮书，FEDIAF，APPA，国海证券研究所

图 26：2018 年各国宠物食品渗透率



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

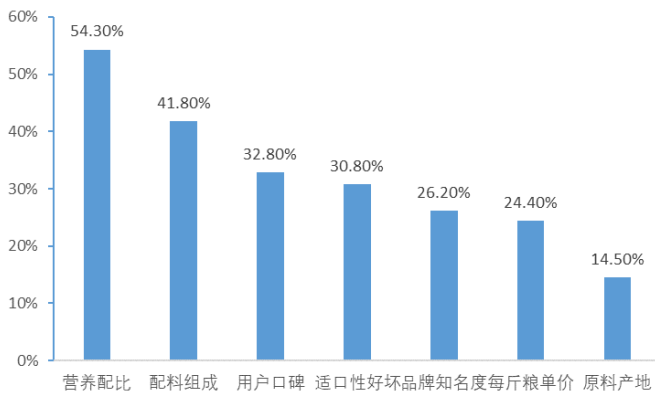
由于日本同样也处于宠食消费的成熟期，保守估计假设其渗透率略大于泰国，为 55%-60%。宠食渗透率上，对比日本我国宠食市场就有接近 1.5 倍的增长空间。综合前面提到的家庭养宠率指标，对比日本，我国宠食市场目前仍有 2-3 倍的增长空间。

3.2、宠食消费升级化、趣味化、健康化

宠食消费升级化，宠物主更钟爱高品质宠食 由于越来越多的宠物主将宠物看作是自己的孩子或者亲人，为了将“家人”照顾得更好，宠物主会在各方面为宠物进行更高质量消费，宠物食品行业必将因此而收益。根据《2019 中国宠物行业白皮书》报告，无论是宠物主粮还是宠物零食，超过 50% 的宠物主优先关注的都是宠食本身的构成和品质。而根据京东大数据研究院的报告，2018 年狗

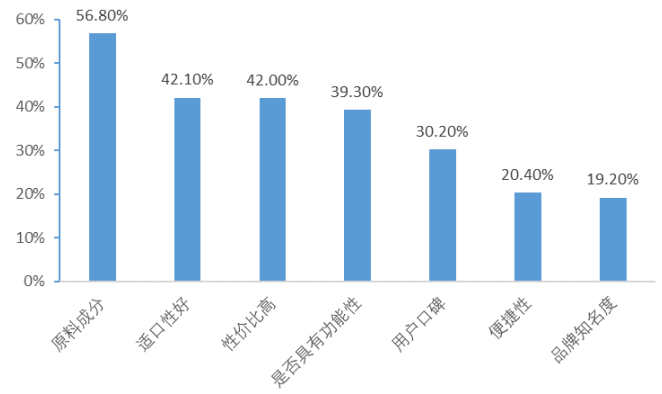
粮销售额同比增幅最大的中高端和高端狗粮，销售额分别同比增加 100.69%和 99.96%。猫粮中增量最明显的同样也是中端、中高端和高端猫粮，销售额分别同比增加 133.82%、136.54%和 109.22%。

图 27：2019 年宠物主粮消费决策因素



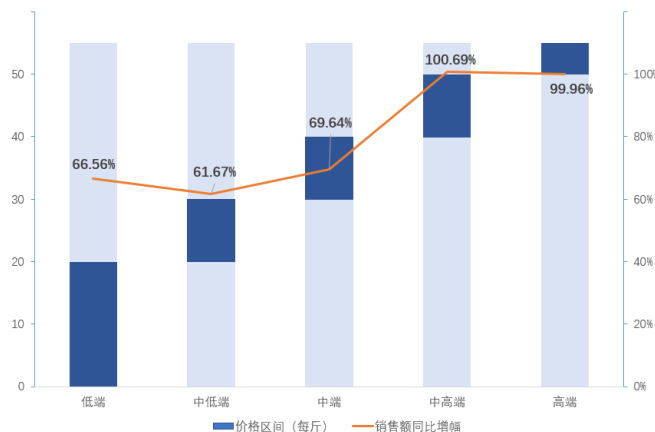
资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

图 28：2019 年宠物零食消费决策因素



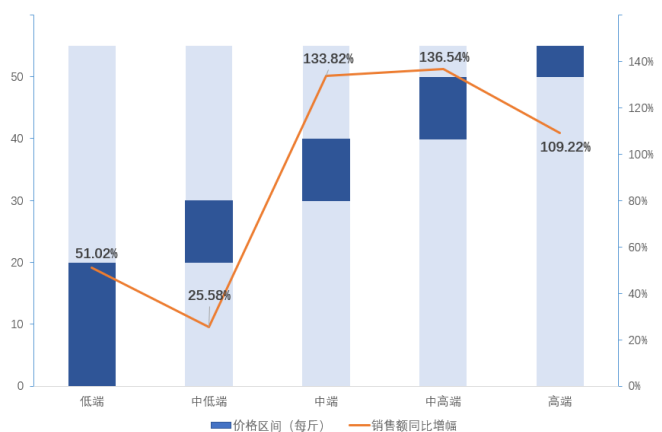
资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

图 29：2018 年各级别狗粮销售额同比增幅



资料来源：京东大数据研究院，国海证券研究所

图 30：2018 年各级别猫粮销售额同比增幅

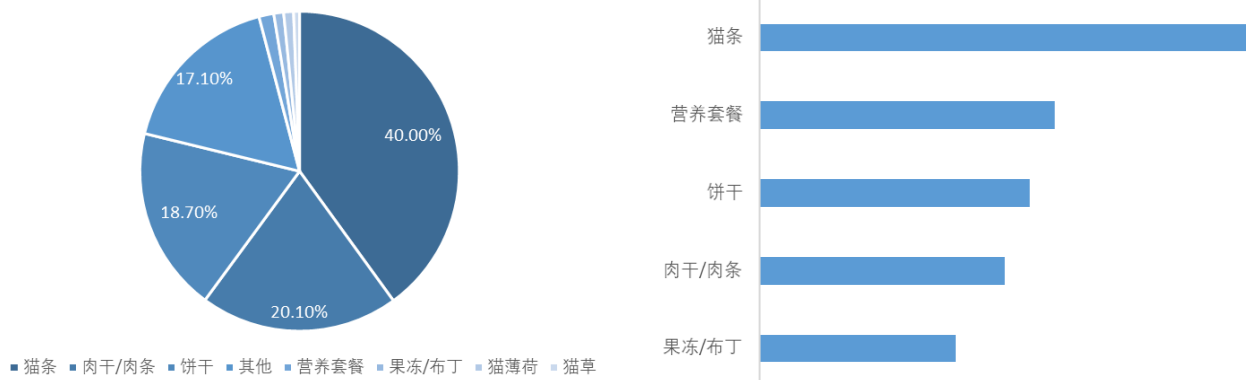


资料来源：京东大数据研究院，国海证券研究所

宠物形象拟人化带来宠食消费趣味化 由于宠物主将人格化角色赋予自己的宠物，宠物主在购买宠食时会考虑一些较为趣味化和强交互性的宠物零食用来增进自身与宠物之间的感情。以宠物猫为例，根据京东大数据研究院的数据，猫零食种类日益丰富，主要包括猫条、肉干/肉条、饼干、营养套餐、果冻/布丁等零食。在考虑趣味性的同时，宠物主仍关注产品的功能性，如营养物质比较容易被吸收的营养套餐和可以用来补充水分的果冻/布丁销量增速较快。

图 31：2019 线上猫零食细分种类销量结构

图 32：2019 线上猫零食销量增速 Top5 细分种类



资料来源：京东大数据研究院，国海证券研究所

资料来源：京东大数据研究院，国海证券研究所

图 33: 各类宠物零食产品



资料来源：京东大数据研究院，国海证券研究所

宠食消费健康化、科学化 随着宠物食品渗透率的提升和大批线上宠物服务平台的涌现，宠物主对宠物健康和宠物真正需求的理解逐渐加深，开始为宠物追求健康、科学的饮食。如今，许多宠物主按照他们的饮食选择：天然、有机、高蛋白和营养均衡，为他们的狗和猫寻求同类型的食物。根据《2019 宠物食品行业趋势报告》，近两年来无谷粮、全价湿粮、定制粮、功能粮和小型犬专用粮的线上销售金额都接近增长了两倍。

表 1: 不同宠粮种类及其代表品牌、产品特征

宠粮种类	代表品牌	产品特征
无谷粮	滋益	不含猫犬无法消化的碳水化合物；低温风干，锁住食材营养成分；96%肉含量+2%卵磷脂维生素、矿物质；

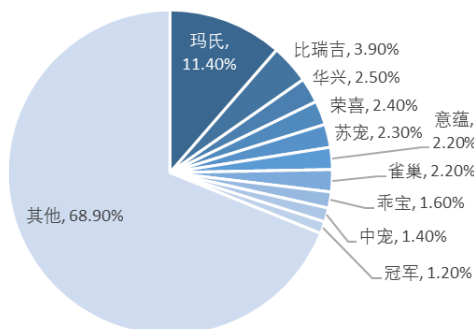
		食材标准达到人食级别
全价湿粮	比瑞吉	高肉含量（去汤固形物），满足宠物食肉天性；富含水分，降低宠物泌尿患病风险；营养全面，满足宠物成长各阶段营养需求；无谷配方，呵护宠物肠胃；利乐佳环保包装
定制粮	皇家	根据不同宠物品种生理特点量身定制；根据成长阶段精准定制营养方案，满足宠物在不同阶段各项营养需求；精心定制全球 200 多种营养配方以精确满足各种要求
功能粮	冠能	重视原料及营养素，严格挑选适合宠物的动物蛋白及各种营养素；功能全面，针对消化、肠胃呵护、改善毛发、关节保护、体重控制、皮肤敏感和绝育护理提供专业宠粮
小型犬专用粮	宝路	添加“Zn-Blin”健康皮毛因子，呵护狗狗皮毛健康；松脆颗粒，摩擦牙齿减少牙垢积累；小颗粒设计，更适合小型犬下颚，易摄食

资料来源：《宠物食品行业趋势报告》，国海证券研究所

3.3、集中度存在提升空间，全渠道运营大势所趋

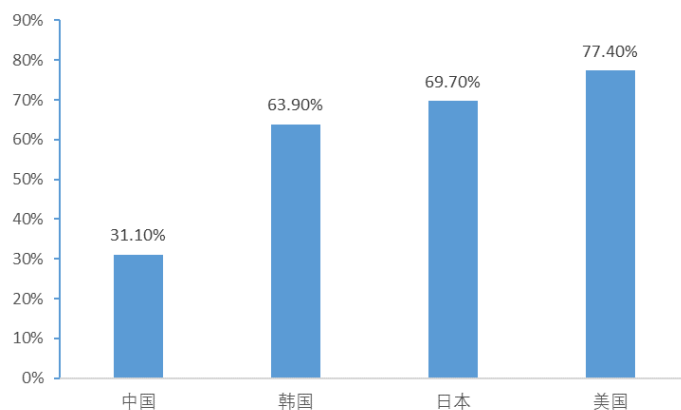
行业集中度低，看好头部公司未来受益于行业集中度提升 根据 Euromonitor 的数据，2019 年我国宠物食品行业集中度仍相对较低，CR10 仅达到 31.10%，龙头玛氏在国内终端市场份额仅占 11.40%，尚未形成垄断格局，行业内的其他公司均有机会进行追赶。对比于其他国家均超过 60%的 CR10，我国宠物食品行业 CR10 水平存在超过 1 倍的增长空间，这也同时表明当前我国市场宠物食品企业数量过多、单一企业市场占有率较低。未来看好宠物食品行业进一步整合，行业集中度逐渐提升，头部公司市场份额逐步扩大。

图 34: 2019 年中国宠物食品市场占有率



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

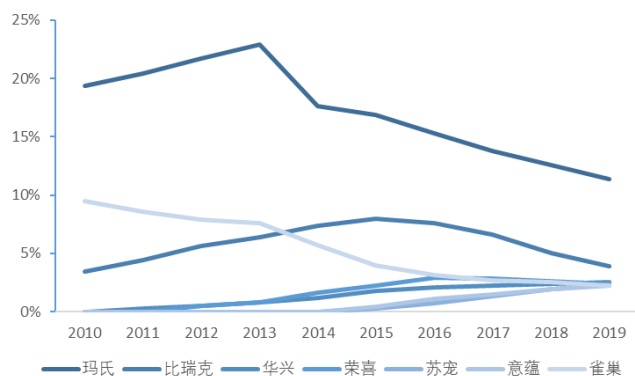
图 35: 2019 年各国宠物食品行业 CR10



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

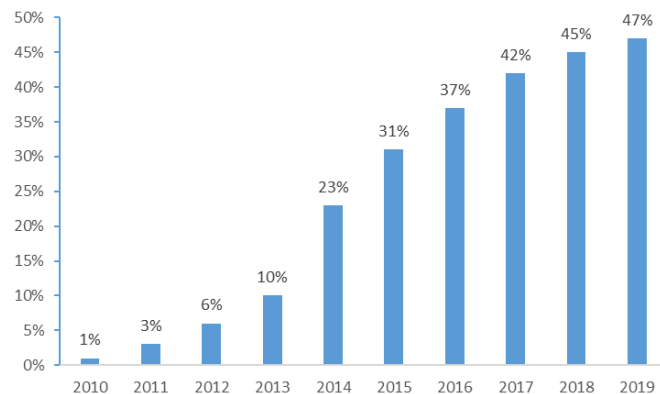
宠物食品市场竞争激烈，国产品牌受益于电商渠道的快速发展。根据 Euromonitor 的数据，凭借着抢先进入国内市场的先发优势、成熟的品牌影响力和线下专业的商超渠道，玛氏和雀巢等国际巨头公司在我国宠物食品行业起步早期占据较高的市场份额。然而随着我国宠物食品行业的发展和线上渠道的渗透率的提升，我国国产品牌纷纷开始发力，华兴、荣喜、云宠和意蕴等宠物公司市场份额均逐年提升。

图 36: 中国宠物食品市场份额变化趋势



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

图 37: 中国线上渠道渗透率变化趋势



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

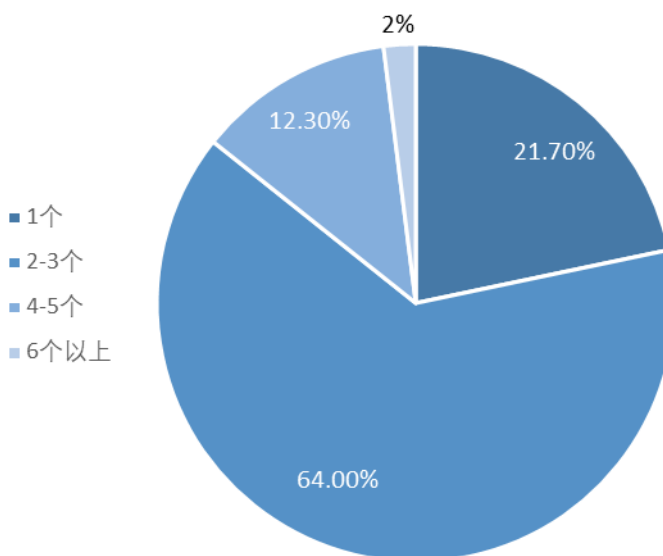
过去几年中,相当一部分的国产宠物食品企业享受到我国互联网电商所带来的流量红利,通过线上渠道绕开了经销商和零售商,跨越营销层级直接面对消费主体,拓宽了自身的销售半径,获得了销售额的快速增长。以疯狂的小狗为例,2014 年公司刚刚成立,凭借公司精准的产品定位和优秀的社交媒体营销运营,2016 年公司销售额就达到 1.1 亿元,2017 年销售额再次实现突破达到 3.2 亿元,2018 年销售额达到 6.2 亿元,2019 年销售额接近 12 亿元,实现了跨越式的发展。

行业竞争进入下半场,流量红利减弱之下公司应紧抓品牌形象。随着电商平台的

发展成熟，推荐算法不再是提供千人一面的推荐，取而代之的是千人千面的个性化推荐。产品流量被从算法层面进行切割，导致电商平台主流产品流量只能维持相对均衡。同时，当前宠物食品品牌数量众多，并且市场上每年都会涌现很多新的宠物食品品牌，使得线上渠道的竞争日益激烈。根据中国产业信息网的数据，从2015年到2019年淘宝系渠道前五大品牌的市场份额从21.7%降低到19.6%，领军品牌受到新品牌的明显冲击。

根据《2019 中国宠物行业白皮书》报告，85.70%的城镇宠物主宠物干粮消费不超过3个宠物食品品牌，可以看出宠食消费品牌忠诚度高，具备高黏性、高复购性。

图 38： 2019 年宠粮品牌忠诚度调查



资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

未来宠食品牌最好能够做到线上线下全渠道运营。宠物食品行业理想的渠道模式是“线下做内容，电商做收割”。线下渠道是宠物食品打造品牌效应的基础，通过门店进行消费者教育，从而建立良好的品牌形象，之后再通过线上渠道放大自身的营收规模。而线上渠道可以实现跨越营销层次，让宠物产品直接面对消费者，但是需要大量的流量营销费用进行支撑。综合来看，品牌效应较强的公司可以借助线上渠道迅速实现产品销量的快速提升，从而提高产品的盈利能力。

4、国产品牌受益于消费理性和市场下沉，正蓄势待发

根据美国和日本两个成熟市场的经验，宠物食品行业在进入成熟期之后，国产品牌更利于做消费者教育和品牌形象塑造的优势逐渐显现，国产品牌的市场占有率稳步提升。虽然我国宠物食品行业目前仍处在快速发展阶段，尚未达到成熟期，但结合近五年市场发展情况来看，一旦脱离了行业的起步时期，品牌形象的不断

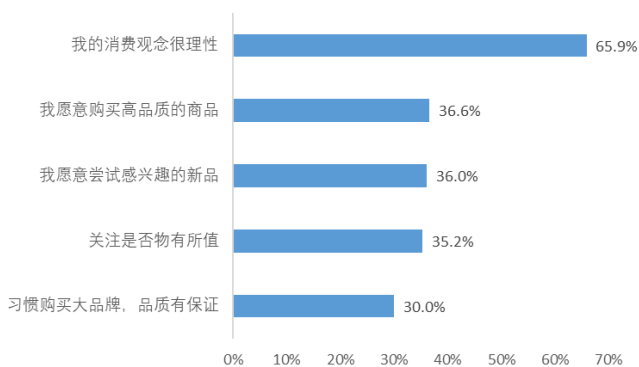
塑造和消费者认知的不断加深及转变,都能使得国产宠物食品品牌拉近与国外领先品牌之间的差距。因此,未来我国国产品牌在宠物食品市场中的占比提升是大势所趋。

4.1、养宠理性化,国产品牌拥有性价比优势

根据《2019 中国宠物行业白皮书》报告,有 65.9%的宠物主认为自己的消费观念很理性,不会在宠物消费中没有节制或盲目购买高档宠物产品,各有超过三分之一的宠物主关注高品质商品和性价比商品。在养宠花费上,60.2%的宠物主能够将养宠消费控制在自身收入的 10%以下。

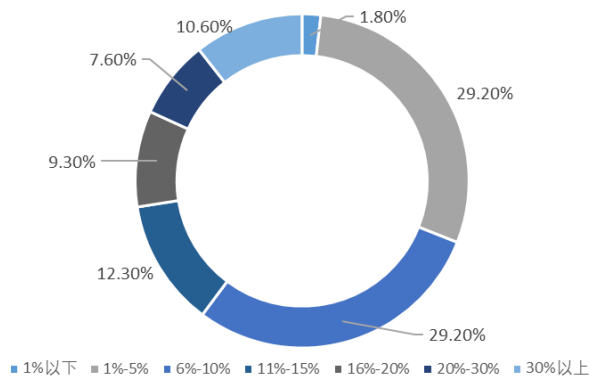
通常而言,理性养宠人群比较关注宠食品牌的价格和性价比,并且对品牌是否属于进口品牌没有特殊偏好。国产宠食品牌往往能通过自身较高的性价比和良好的质量收获理性养宠人群的好感与市场份额。未来随着消费者教育的不断进行,养宠群体的整体理性程度能够得到加深,国产宠食品牌将迎来潜在机会。

图 39: 中国宠物主消费观念 Top5



资料来源: 宠物行业白皮书, 国海证券研究所

图 40: 养宠花费在个人收入的占比

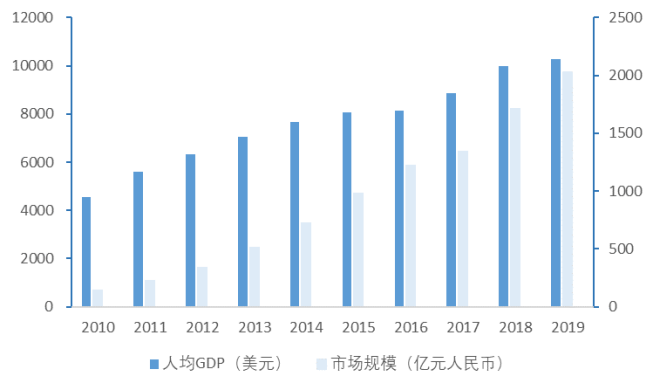


资料来源: 宠物行业白皮书, 国海证券研究所

4.2、随着市场下沉,国产品牌市场份额将逐步提升

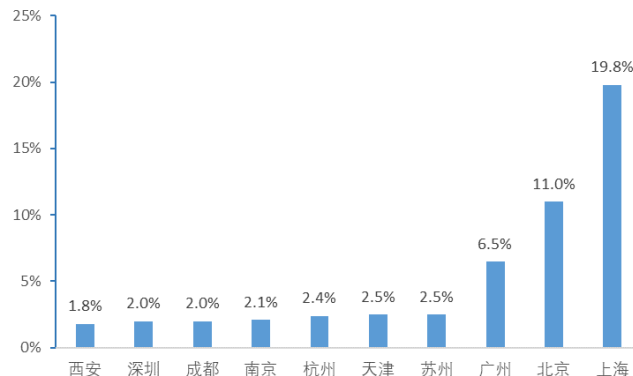
经济发展情况是宠物经济发展的基石 随着经济的不断发展,人们生活水平不断提升。人们只有在满足了自身的物质需求之后,才能开始有更多的精力和金钱消费在宠物身上,宠物经济将在这一时期快速增长。根据欧美等发达国家的发展经验,人均 GDP 达到 8000 美元是宠物经济快速发展的重要节点。2015 年中国人均 GDP 达到 8067 美元,而部分一、二线城市人均 GDP 早在多年前就已经达到了这一水平。经济水平的提升使得人们养宠物的比例也相应提升。根据《2019 中国宠物行业白皮书》报告,上海、北京、广州是养宠主要城市,分别占到总养宠人数的 19.8%、11.0%和 6.5%,在它们之后都是一些经济比较发达的省会城市。这反映了养宠人群规模正随着经济发展势头不断扩大,养宠人群占比与经济发展水平相挂钩。

图 41：中国人均 GDP 及宠物市场规模



资料来源：Wind，宠物行业白皮书，国海证券研究所

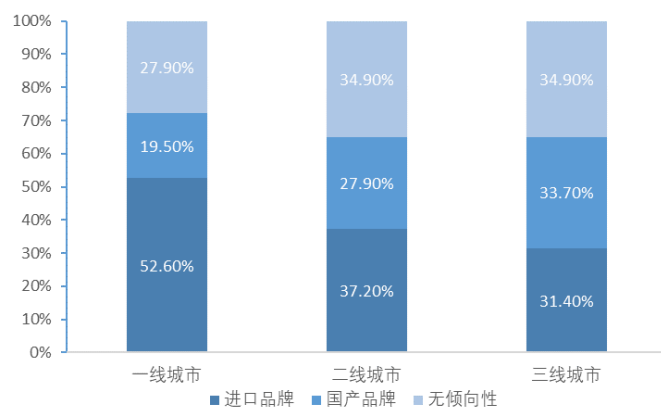
图 42：2019 年中国养宠城市 Top10



资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

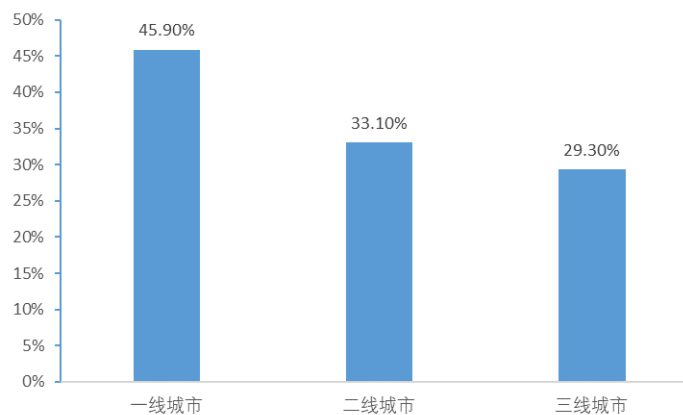
国产宠食品牌将受益于养宠群体的下沉 随着我国经济的快速发展，未来二、三线城市人均 GDP 和人均可支配收入水平将追赶当前一线城市水平，二、三线城市养宠人群数量有望随着经济基础的改善而进一步扩大。结合《2019 中国宠物行业白皮书》报告，随着城市线的不断下沉，宠物主对进口宠食品牌的偏好逐渐减弱，国产宠食品牌有望因此而收益，市场份额持续提升。

图 43：不同城市线宠物主对宠物干粮品牌偏好情况



资料来源：宠物行业白皮书，国海证券研究所

图 44：不同城市线宠物主对进口宠物保健品偏好情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

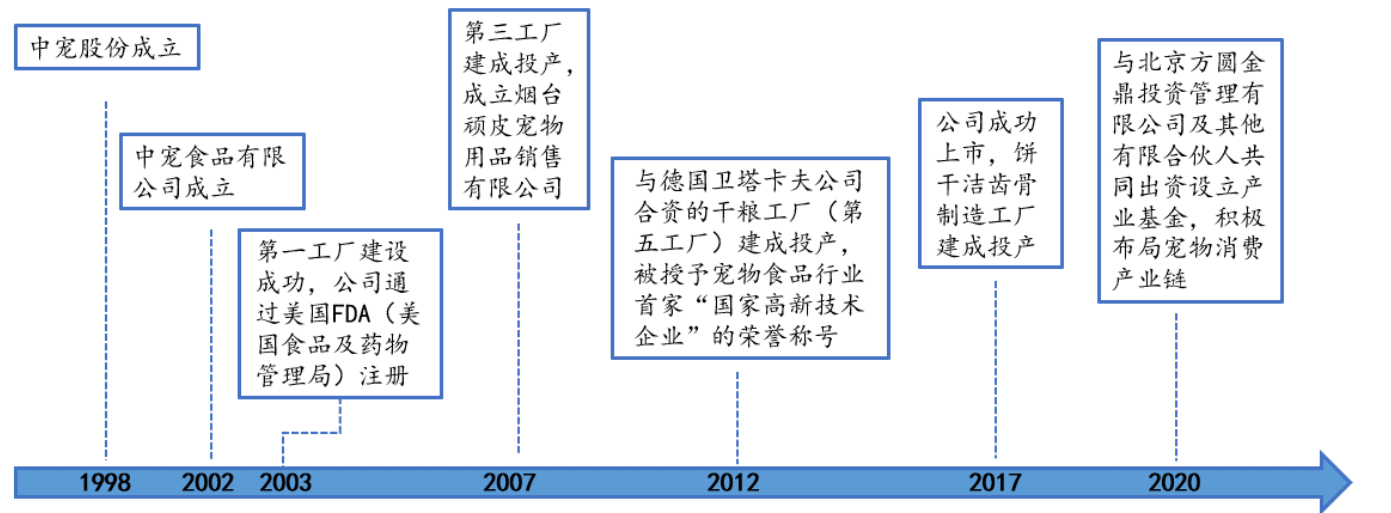
5、行业评级和重点公司推荐

基于宠物食品行业受宠物数量和宠食渗透率提升的双重推动，以及宠物食品消费升级带来的产品结构优化，行业增长动力较强。品牌企业则受益于行业集中度提升，业绩增速高于行业增速，给予宠物食品行业推荐评级，重点推荐中宠股份，佩蒂股份。

5.1、中宠股份——多品牌、全渠道助推高速发展

打造自主品牌，产品远销 50 多个国家 中宠股份成立于 1998 年，距今已有 22 年的发展历程。公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商，旗下有 "Wanpy 顽皮"、"Zeal 真挚"、"King Kitty"、"Happy100"、"Sea Kingdom"、"Dr.Hao"、"Jerky Time"以及"脆脆香"等 11 大自主品牌。公司主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售业务，产品涵盖干粮、湿粮、肉干零食、洁齿骨、饼干、猫砂等品类，远销日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、俄罗斯、韩国等 50 多个国家和地区，覆盖五大洲。

图 45：中宠股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

图 46：中宠股份主要产品



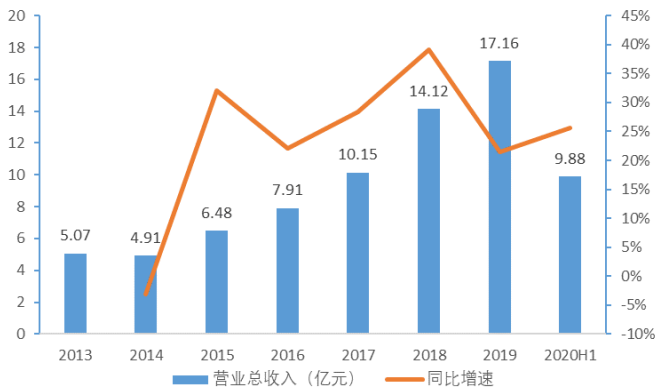
资料来源：天猫旗舰店，国海证券研究所

不惧冲击，营业收入持续高速增长 近年来，公司以优质的产品和服务为基础，以客户需求为导向，深耕渠道，持续进行技术创新，积极拓展国内外市场，营业总收入持续保持高速增长，六年来复合年均增长率达到 22.53%。2020 年公司在受到新冠肺炎疫情冲击的情况下，仍能保持同比 25.88% 的增长，足以证明公司良好的渠道把控能力。

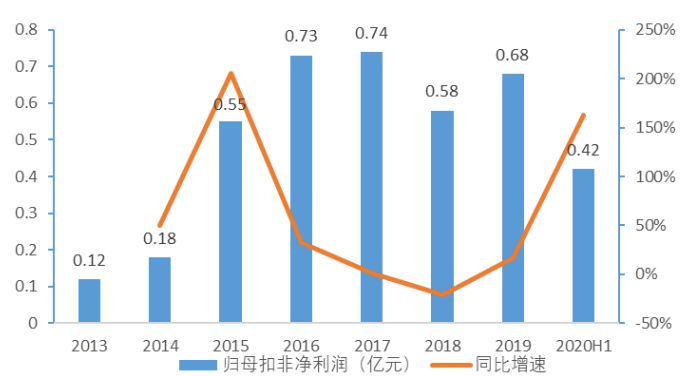
原材料价格拐点已过，未来净利率有望提升 虽然 2018、2019 年公司净利率较前期有所下滑，但主要是受到原材料价格处在上行周期的影响。公司原材料成本占主营业务成本比例超过 60%，其最主要原材料鸡肉的价格从 2017 年初至 2019 年末持续上升到达顶点。未来看好鸡肉价格下行或维持在较低成本区间，公司净利率有望得到提高。2020 年上半年，公司归母扣非净利润达到 4200 万元，同比增长 162.42%。

图 47：中宠股份营业总收入情况及增速

图 48：中宠股份归母扣非净利润情况及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所



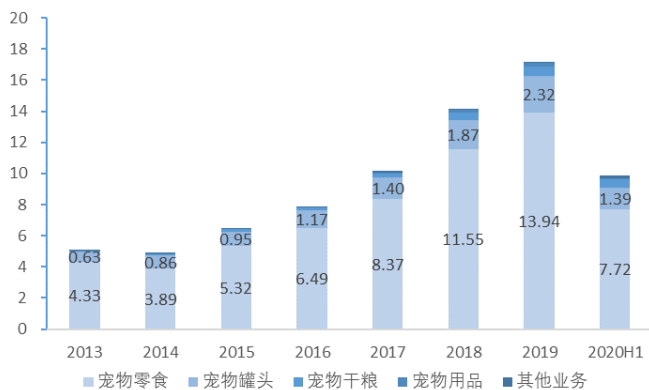
资料来源: Wind, 国海证券研究所

积极布局主粮市场，持续贯彻多品牌战略 公司最开始专注于宠物零食领域，近年来不断拓展宠食品类，积极研制各类宠物湿粮、干粮，对宠物主粮市场进行布局，争取成为全品类宠物食品制造商，逐渐扩展品牌数量，覆盖更广泛的消费人群。未来公司一方面将受益于新品牌在宠物主粮广阔市场中的渗透、开拓，另一方面会受益于宠物零食细分市场占比的提升。

OEM 模式稳固海外收入，深耕渠道拓展国内市场份额 由于欧美等发达国家和地区宠物行业发展历史悠久，宠食品牌培育已相当成熟，新锐品牌很难打破品牌壁垒获得市场认可。所以公司在海外主要采取 OEM 模式与国外的知名企业进行合作进入当地市场。2019 年，公司有接近 80% 的营业收入来自于海外市场，海外市场仍是公司业绩支撑。

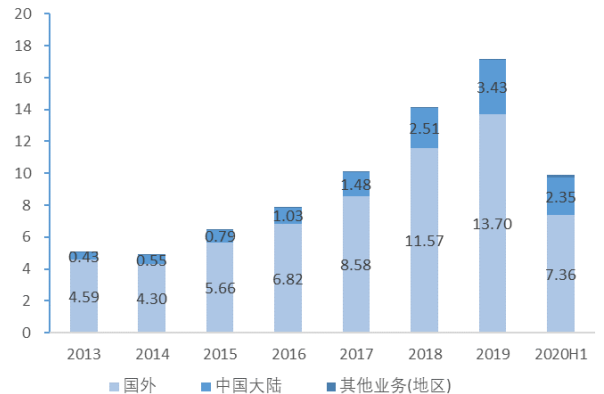
同时公司看到国内宠物食品行业的发展机会，高度重视国内市场的市场拓展和渠道建设。公司通过投资云宠智能、云吸猫智能等一些电商团队，和苏宁易购开启新零售合作，同天猫、京东深度合作设立直营店，布局线下专业门店和宠物医院渠道等方式达成全渠道覆盖，继而实现产品的品牌教育和销售。

图 49: 中宠股份各类业务营收细分情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 50: 中宠股份国内外营收细分情况

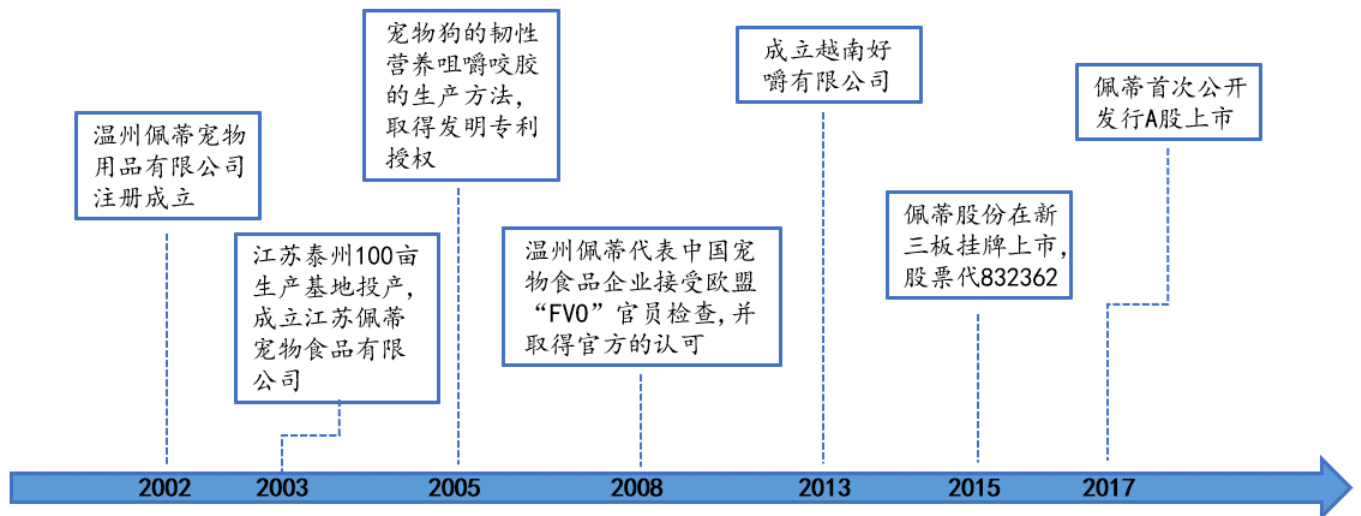


资料来源: Wind, 国海证券研究所

5.2、佩蒂股份——国际国内市场双轮驱动，齐头并进

立足宠物功能食品，培育高端主粮产品 公司最早是专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、可食用鸟食及小动物玩具、烘焙饼干等。经过多年的发展后，公司将业务范围扩展至宠物食品的研发、生产和销售，经营范围覆盖营养保健型、功能型宠物食品、主粮和宠物营养保健品等。

图 51：佩蒂股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

图 52：佩蒂股份主要产品



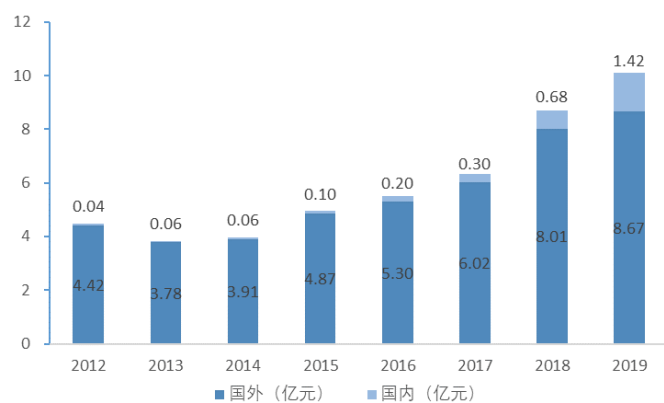
资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

国际国内市场双轮驱动 考虑到国外市场的品牌壁垒与运营风险，公司在海外市场主要采用 ODM 模式。并且在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司非常重视自主品牌在海外市场的培育，目前已在加拿大沃尔玛等零售超市销售自主品牌产品“PEIDI”、“MEATYWAY”等。而在在国内市场，公司主要通过自建市场渠道销售自有品牌产品，在线上和线下同步进行全渠道布局，同时还代理了部分国际知名宠物品牌进入国内市场，形成了覆盖全面、主次清晰的业务内容。2019 年，公司国外市场营收占比仍超过 85%，但国内市场营收增长迅速，连续两年同比增长超过 100%，有望成为业绩新增长点。

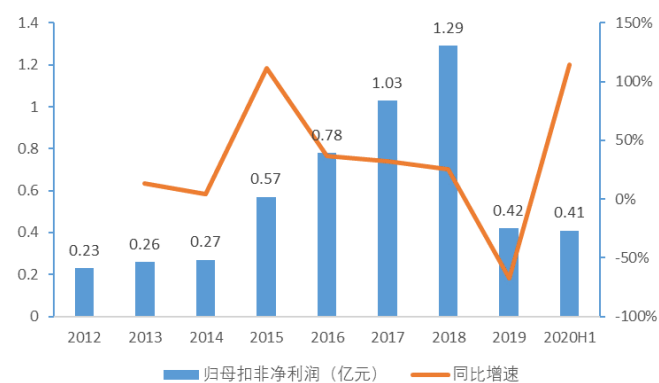
未雨绸缪设立海外生产基地，抗风险能力大大提高 公司是国内宠物行业较早实施“走出去”的企业，最早于 2013 年在越南设立第一家海外生产基地，并又陆续建设了越南巴啦啦和越南德信两个生产基地。这些海外生产基地在缓冲中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情等外部冲击的过程中发挥了重要作用，对公司业绩起到了明显的支撑作用。目前，公司主要在建的海外基地有“新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目”和“柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目”，并计划以非公开发行股票方式募集资金实施上述项目。

图 53：佩蒂股份国内外营收细分情况

图 54：佩蒂股份归母扣非净利润情况及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所



资料来源: Wind, 国海证券研究所

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-11-16 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002891.SZ	中宠股份	53.8	0.46	0.67	0.99	116.96	80.3	54.34	买入
300673.SZ	佩蒂股份	36.05	0.34	0.71	1.01	106.03	50.77	35.69	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 宏观经济下行;
- 2) 行业政策调整;
- 3) 食品安全事件;
- 4) 中国与美国、日本宠物市场并不具有完全可比性, 美国和日本市场的相关数据, 仅供参考;
- 5) 重点关注公司未来业绩的不确定性。

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。