

宠物行业

乘萌宠之风，逐时代之巅

分析师：王 乾 S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：钱 浩 S0260517080014



021-60750607



shqianhao@gf.com.cn

核心观点：

- 行业处于蓬勃发展期，近5年复合增速达到27%

宠物行业覆盖宠物从生老病死、衣食住行到学习训练、休闲娱乐等一切生活行为活动。2017年我国宠物行业市场规模约为1340亿元，其中宠物食品、宠物医疗是宠物行业中最大的两个细分领域。在人口老龄化、“空巢青年”、女性自我意识觉醒等因素下，中国宠物市场拥有非常大的需求空间，极度契合当前的消费升级方向。对比美国，我国宠物行业正处于蓬勃发展时期，未来市场空间广阔。

- 宠物食品：最大细分领域，国内品牌发力正当时

伴随国内宠物数量增长、渗透率提升，宠物食品市场拥有较为广阔的潜力空间。宠物食品分为主粮、零食、保健品。主粮市场集中度高，以皇家为代表的外资品牌具有领先优势，但国产品种正在加速赶超。零食方面，市场集中度较低，种类丰富多样，定制化、个性化是未来发展的重要趋势，国产品牌的零食在2016年天猫与淘宝的销售额处于领先地位。

- 宠物医疗：发展动力十足，连锁医院最具潜力

宠物医疗是继宠物食品之后我国宠物行业的第二大细分市场，2016年占整个行业的23%左右，一般包括宠物医院，药品和疫苗。医疗需求刚性，药品、疫苗的壁垒较高，连锁医院最具潜力。宠物医院容易培养客户粘性，可以作为企业进入其他子行业的切入口，而产业链整合将加强企业的市场竞争力，而宠物医院连锁经营将成为我国宠物医疗行业主要发展趋势。

- 行业前景广阔，拥抱高速发展期，建议关注

伴随行业法律法规的不断完善，在消费能力、情感需求以及资本热度的不断提升的推动下，行业处于蓬勃发展期，潜在市场空间广阔，建议关注佩蒂股份、中宠股份、瑞鹏股份（838885.OC，宠物连锁医院）。

- 风险提示

原材料价格波动风险、国内市场竞争加剧的风险、汇兑风险等

相关研究：

农林牧渔行业：水产饲料旺季来临，关注畜禽价格上涨机会

2018-05-20

农林牧渔行业：从“蛛网模型”到“猪周期”：再论本轮周期的演变与异化

2018-05-14

毛鸡供需关系改善，关注水产料旺季

2018-05-13

目录索引

| | |
|----------------------------------|----|
| 市场规模已超千亿，各子领域涵盖广泛..... | 6 |
| 市场规模已超千亿，细分子行业众多..... | 6 |
| 宠物产品：需求逐步多样化，产品种类日渐丰富..... | 7 |
| 宠物服务：囊括“衣食住行”，满足个性化需求..... | 8 |
| 多重因素不断推动，行业步入蓬勃发展期..... | 9 |
| 消费能力与意愿增强，促进行业快速发展..... | 9 |
| 宠物满足情感需求，契合消费升级方向..... | 10 |
| 资本热度不断提高，加快行业前进步伐..... | 12 |
| 行业处于蓬勃发展期，未来成长空间广阔..... | 14 |
| 宠物食品：最大细分子领域，国内品牌发力正当时..... | 15 |
| 宠物食品是最大的细分子领域，渗透率提升空间广阔..... | 15 |
| 国际品牌占据先发优势，线上渠道逐步兴起..... | 18 |
| 主食：市场集中度相对较高，国内品牌逐步发力赶超..... | 21 |
| 零食：板块迎来发展机遇，国产品牌大有可为..... | 22 |
| 保健品：持续增长，未来有望成为新亮点..... | 24 |
| 宠物医疗：发展动力十足，连锁医院最具潜力..... | 25 |
| 宠物医疗需求刚性，行业发展前景可期..... | 25 |
| 药品、疫苗的壁垒较高，连锁医院最具潜力..... | 26 |
| 连锁医院竞争格局分散，期待龙头引领变革..... | 31 |
| 行业前景广阔，拥抱高速发展期，建议关注..... | 33 |
| 佩蒂股份：深耕海外市场的咬胶行业龙头，迎来业绩高增长..... | 34 |
| 中宠股份：宠物零食领军者，加速国内市场开拓步伐..... | 36 |
| 瑞鹏股份：专注宠物医院二十载，新三板第一家宠物医疗企业..... | 41 |
| 风险提示..... | 43 |

图表索引

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 宠物行业下属于行业众多, 主要分为宠物产品和宠物服务两大类 | 6 |
| 图 2: 2016 年宠物食品与宠物医疗为我国宠物行业最大的两个细分市场 | 6 |
| 图 3: 2016 年宠物猫、狗是最主要的宠物类型 | 7 |
| 图 4: 2016 年中国宠物猫、狗单只年均消费少于美国 | 7 |
| 图 5: 中国人均 GDP 维持增长趋势 | 10 |
| 图 6: 我国近 5 年人均可支配收入增长率为 10.72% | 10 |
| 图 7: 我国消费者信心强 | 10 |
| 图 8: 我国宠物行业 76%消费者在 40 岁以下 | 10 |
| 图 9: 宠物消费在国人消费结构中的比重增长迅速 | 10 |
| 图 10: 人与宠物的关系亲密 | 11 |
| 图 11: 一人户的比例逐步上升 | 11 |
| 图 12: 65 岁以上老龄人口比重增加 | 11 |
| 图 13: 空巢青年成为社会现象 | 11 |
| 图 14: 宠物行业女性消费者占比过半 | 12 |
| 图 15: 本科及以上学历的宠物主人占比超过 50% | 12 |
| 图 16: 宠物行业未婚消费者达 20% | 12 |
| 图 17: 国内 41%的宠物主人月消费超过 500 元 | 12 |
| 图 18: 我国宠物行业 2017 年市场规模达到 1340 亿元 | 15 |
| 图 19: 宠物行业渗透率与人均 GDP 成正比 | 15 |
| 图 20: 国内宠物食品企业总收入增长速度较快 | 16 |
| 图 21: 按功能来看, 宠物食品可分为主食、零食、保健品 | 16 |
| 图 22: 2015 年, 宠物主食占宠物食品市场的比例约为 57% | 17 |
| 图 23: 我国宠物食品渗透率提升空间广阔 | 17 |
| 图 24: 宠物食品进口总额持续上升 | 18 |
| 图 25: 2016 年我国宠物食品进口来源 | 18 |
| 图 26: 国内宠物食品平均价格高于美国宠物食品价格 | 18 |
| 图 27: 国际品牌、国内品牌的价格差异比较明显 | 20 |
| 图 28: 宠物食品零售市场稳步增长 | 21 |
| 图 29: 宠物食品零售市场线上销售增长迅速 | 21 |
| 图 30: 犬类主食在宠物食品中占主导地位 | 22 |
| 图 31: 2017 年天猫与淘宝累计犬主食销售额 (万元) | 22 |
| 图 32: 2017 年天猫与淘宝累计猫主食销售额 (万元) | 22 |
| 图 33: 2017 年天猫与淘宝犬零食销售额前 15 名 (万元) | 24 |
| 图 34: 2017 年天猫与淘宝猫零食销售额前 15 名 (万元) | 24 |
| 图 35: 2017 年天猫与淘宝宠物保健品销售额前 15 名 (万元) | 24 |
| 图 36: 2016 年宠物医疗为宠物行业第二大细分市场 | 25 |
| 图 37: 2016 年我国宠物医院占宠物诊疗市场的 46% | 25 |
| 图 38: 宠物主人的求助问题 47.2%与医疗有关 | 25 |
| 图 39: 宠物医疗占美国宠物行业的 45.64% | 25 |

| | |
|--|----|
| 图 40: 宠物犬年龄越大累积用于医疗支出的越多 | 26 |
| 图 41: 农业部批准宠物新药数量增加 | 29 |
| 图 42: 宠物医院是连接上下游行业的关键点 | 31 |
| 图 43: 90%的宠物医院固定资产在 1000 万以下 | 32 |
| 图 44: 宠物医院通过建立品牌效应形成客户粘性 | 33 |
| 图 45: 美国宠物医院体系成熟 | 33 |
| 图 46: 未来宠物医院线上+线下的模式 | 33 |
| 图 47: 佩蒂股份的主要产品分类 | 34 |
| 图 48: 2017 年佩蒂股份咬胶业务收入占比达到 95% | 35 |
| 图 49: 2017 年佩蒂股份咬胶业务毛利占比达到 97% | 35 |
| 图 50: 2017 年度主营业务收入同比增长 14.79% | 36 |
| 图 51: 2017 年度归母净利润同比增长 32.84% | 36 |
| 图 52: 海外市场为佩蒂股份的主要收入来源 | 36 |
| 图 53: 2017 年中宠股份营业收入达 10.15 亿元 | 37 |
| 图 54: 中宠股份历年归母净利润及增速 | 37 |
| 图 55: 中宠股份 82%的收入来自宠物零食 (2017 年) | 38 |
| 图 56: 中宠股份毛利润主要来自宠物零食和宠物罐头 | 38 |
| 图 57: 中宠股份国内业务收入及增速情况 | 40 |
| 图 58: 中宠股份国内销售渠道占比情况 (2016 年) | 41 |
| 图 59: 中宠股份国内电商销售增长迅速 | 41 |
| 图 60: 2014-16 年中宠股份商超渠道增长情况 | 41 |
| 图 61: 2014-16 年中宠股份专业渠道增长情况 | 41 |
| 图 62: 瑞鹏股份 16 年宠物医疗与保健占收入的 65% | 42 |
| 图 63: 瑞鹏股份 17 年营业收入同比增长 56.3% | 42 |
| 图 64: 瑞鹏股份 17 年实现归母净利润约 0.23 亿 | 42 |
| 图 65: 瑞鹏股份 17 年毛利率约 29% | 42 |
| | |
| 表 1: 宠物食品按照功能分类 | 7 |
| 表 2: 宠物用品按用途分类 | 7 |
| 表 3: 宠物服务按行业分类 | 9 |
| 表 4: 养犬管理法律法规逐步完善 | 12 |
| 表 5: 自 2015 年起已有多家企业在新三板挂牌或主板上市 | 13 |
| 表 6: 众多宠物企业获得融资 | 13 |
| 表 7: 宠物食品按功能分类 | 16 |
| 表 8: 家庭制作食品不能完全满足宠物所需营养成分 | 17 |
| 表 9: 国际品牌市占率领先, 且围绕主食领域进行布局 | 19 |
| 表 10: 宠物主食按含有水分量分为干粮、湿粮以及半干粮 | 21 |
| 表 11: 宠物零食按种类可分为肉质零食、咬胶、除臭饼干 | 23 |
| 表 12: 进入资本市场的宠物食品企业均以宠物零食为主要业务 | 24 |
| 表 13: 宠物药品可大致分为生物制品、抗菌药、抗寄生虫药等 | 27 |
| 表 14: 我国获新药证书的企业数量少, 药品品种相对单一 | 27 |
| 表 15: 宠物狗需定期免疫 | 29 |
| 表 16: 在我国获得宠物疫苗注册的外国企业共六家 | 29 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 17: 我国拥有宠物疫苗批准文号的企业数量少、疫苗品种单一 | 30 |
| 表 18: 宠物医院从业资质须具备一定的要求 | 31 |
| 表 19: 我国主要宠物连锁医院分布在一二线城市 | 32 |
| 表 20: 佩蒂股份主要产品产能、产量及产能利用率情况 | 36 |
| 表 21: 中宠股份主要产品情况 | 38 |
| 表 22: 募投项目中, 中宠股份新建两条宠物食品生产线 | 40 |
| 表 23: 中宠股份新建产能投产节奏情况 (单位: 吨) | 40 |

市场规模已超千亿，各子领域涵盖广泛

市场规模已超千亿，细分子行业众多

宠物行业覆盖宠物从生老病死、衣食住行到学习训练、休闲娱乐等一切生活行为活动，一般包括上游的宠物产品和下游的宠物服务。宠物产品涵盖：宠物饲养、宠物食品、宠物用品。宠物服务涵盖：宠物医疗、宠物美容、宠物培训、宠物摄影、宠物保险、宠物婚介、宠物寄养、宠物托运、宠物殡葬等。

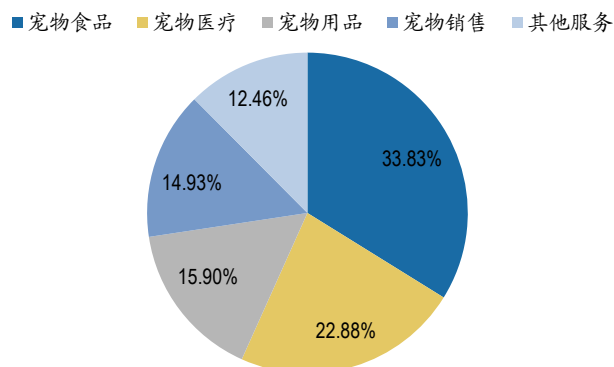
宠物产业的特点为子行业种类众多，但其中一些子行业本身的市场规模相对较小，不容易培养客户粘性。有宠研究院发布的《2017年度中国宠物行业白皮书》显示，目前我国宠物行业市场规模约为1340亿元。同时，根据瑞鹏股份公开转让说明书数据显示，我国宠物食品、宠物医疗是宠物行业中最大的两个细分领域，分别占比达到34%、23%。

图1：宠物行业下属子行业众多，主要分为宠物产品和宠物服务两大类



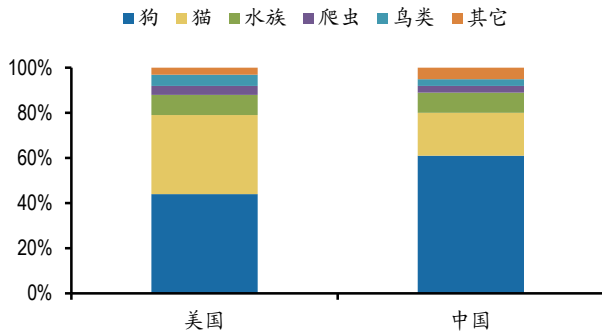
数据来源：广发证券发展研究中心

图2：2016年宠物食品与宠物医疗为我国宠物行业最大的两个细分市场



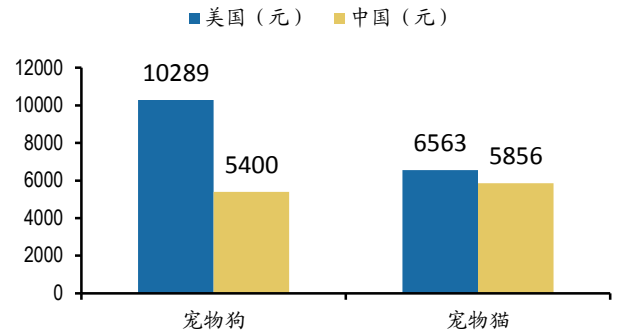
数据来源：瑞鹏股份公开转让说明书、广发证券发展研究中心

图3：2016年宠物猫、狗是最主要的宠物类型



数据来源：APPA, 名宠社, 广发证券发展研究中心

图4：2016年中国宠物猫、狗单只年均消费少于美国



数据来源：APPA, 狗民网, 广发证券发展研究中心

宠物产品：需求逐步多样化，产品种类日渐丰富

宠物产品是指能够供给市场，被宠物使用和消费，并能满足其某种需求的任何事物。人与宠物间的关系日益浓厚，饲养宠物也不仅仅是为了保证宠物的基本生命，产品种类日渐丰富。

- **宠物繁殖**：目前国内宠物繁殖市场相对混乱，繁育养殖的品质和生产效率低，宠物交易的消费体验差，缺乏可信赖的品牌。
- **宠物食品**：宠物食品是专门为宠物提供的介于人类食品与传统畜禽饲料之间的食品，其作用主要是为宠物提供所需的营养物质，具有营养全面、消化吸收率高、配方科学、饲喂方便以及可预防某些疾病等优点。
- **宠物用品**：宠物用品一般定义为仅供宠物使用的直接购买给宠物的相关用品。常见的基本用具包括有宠物用具、清洁用品、宠物服饰、宠物玩具等。

表1：宠物食品按照功能分类

| 宠物食品 | 简介 |
|-------|--|
| 宠物主食 | 按照产品的形态和加工方式不同，可以分为干粮和湿粮两类，主要是用来提供宠物日常维持体能的能量和营养成分 |
| 宠物零食 | 包括肉干、肉条、咬胶、洁齿骨等，宠物零食主要是在宠物休闲的时候主人用来吸引宠物注意力或者是调节宠物口味的食物，主要是帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动。 |
| 宠物保健品 | 根据宠物的生理状况等制作的营养调理品，摄入适当的营养成分有利于宠物的健康发育和成长，同时也可作为辅助治疗用于患病宠物的恢复。 |

数据来源：佩蒂股份招股说明书, 广发证券发展研究中心

表2：宠物用品按用途分类

| 宠物用品 | 简介 |
|------|---|
| 宠物用具 | 常见的用具主要有窝笼、窝垫、爬架、食具、饮水器等主要是为了提高宠物的生活品质。一款好的宠物用品应当具备功能齐全、造型美观、价格实惠等功能。 |

| | |
|------|--|
| 清洁用品 | 宠物香波、宠物滴耳露、修毛刀、梳子、洁牙骨、牙刷、宠物喷雾等 减少宠物疾病的发生机率，防治体内外寄生虫，保持毛色的光泽。 |
| 宠物服饰 | 包括衣帽、鞋子、项圈、牵引绳等除了起到保护皮肤和抵御严寒的作用外，也反应主人的审美品味。兼具实用性和趣味性的服饰更易获得主人的青睐。 |
| 宠物玩具 | 球类玩具、磨牙玩具、发声玩具、训练玩具等可以娱乐宠物、防止宠物对家具、衣物的破坏，增强主人与宠物的互动。玩具种类丰富多样并且应该是结实、耐用、不会被宠物误食的。 |

数据来源：环球宠物网等，广发证券发展研究中心

宠物服务：囊括“衣食住行”，满足个性化需求

宠物服务是向宠物主人和宠物提供满足其日常生活和心理需求的服务。越来越多的宠物主人愿意支付费用为他们的宠物提供如人一样的生活方式，同时催生出更多的个性化服务。随着饲养宠物的数量激增，宠物服务行业潜在的市场容量较大。

- **宠物医疗**：宠物医疗一般包括宠物医院、药品和疫苗。研发宠物药品的投入大、周期长，国产的宠物药品目前面临品类少、质量低的困境。宠物疫苗方面，外资企业的市场份额达到90%以上，国产疫苗在产品效果和消费者习惯上，都缺乏竞争优势。因此短期来看，宠物药品和疫苗将继续依赖进口。宠物医院方面，目前以个体私营为主，服务质量与水平良莠不齐，大型的连锁宠物医院正在兴起。
- **宠物美容**：宠物美容是指为宠物遮掩体型缺失、增添美感，从而达到让宠物和主人身心愉悦的效果。主要包括宠物洗浴、造型、指甲修理、SPA等。除了对宠物的健康大有益处，也是一种时尚潮流的体现。
- **宠物培训**：宠物训练服务的目的在于把宠物的习性调整到最佳程度。一整套的服从训练包括行为矫正、服从指令、拒食、算数等内容，根据不同客户要求的训练内容，收费差异较大。
- **宠物摄影**：由专业的宠物摄影团队为宠物及主人进行写真集、微电影等拍摄，为主人和宠物一起创造和记录美好回忆。宠物摄影的拍摄难度大，同时价格偏高，2000元/套属于中等价位（根据环球宠物网）。
- **宠物保险**：宠物保险主要包括健康医疗保险、责任保险、丢失保险。不仅保障宠物本身，也针对投保人因宠物造成损失进行经济赔偿。目前存在供给主体不足、险种单一、保单限制条款过于严格等问题。
- **宠物婚介**：宠物数量的增加及宠物主人对宠物交配的时间、品种、体型等方面要求严格，催生了宠物婚介行业。单纯依靠婚介收入是难以支撑门店或是网店的，因此婚介店一般提供一些类似婚礼摄影等附加服务。
- **宠物寄养**：由于节假日、出差等原因不能照顾宠物越来越多的人选择宠物寄养。宠物寄养需求具有天然的“潮汐效应”，春节和小假期是明显的寄养高峰期。宠物寄养包括长期寄养、短期寄养、宠物带溜等。目前国内宠物寄养还处于最初级的萌芽阶段，很多的宠物寄养互联网平台兴起，但是平台尚不规范化。低频次与低客单价是制约行业发展的主要因素。

- **宠物殡葬**：火化、灵堂布置、墓地等。宠物殡葬行业在我国还处于初期阶段，有安葬宠物、安慰宠物主人、保护环境的作用。死亡动物的尸体本身就存在着有害病菌和病毒，对土地和水源都有不同程度的污染。据北京青年报，北京一年有22万宠物离世，但只有10%的人选择火化无公害处理。
- **宠物托运**：宠物托运是指按照国家法律规定，对宠物进行远距离、中距离、近距离的护送运输，包括运输、代办检疫证、提供航空箱等业务。国内的宠物托运市场尚无统一标准，运输途中伤亡事故较多。
- **其他行业**：伴随着宠物行业的发展一些新的行业逐渐兴起如宠物媒体、主题活动、宠物文化、影视游戏等。

表3：宠物服务按行业分类

| 宠物服务 | 简介 |
|------|---|
| 宠物医疗 | 宠物医院、药品和疫苗。治疗宠物疾病、提供预防保健。 |
| 宠物美容 | 宠物洗浴、造型、指甲修理、SPA等。既对宠物健康有益又是时尚潮流的体现。 |
| 宠物培训 | 行为矫正、服从指令、拒食、算数等。把宠物的习性调整到最佳程度。 |
| 宠物摄影 | 写真集、微电影等。为主人和宠物一起创造和记录美好回忆。 |
| 宠物保险 | 健康医疗保险、责任保险、丢失保险等。不仅保障宠物本身，也针对投保人因宠物造成损失进行经济赔偿。 |
| 宠物婚介 | 宠物交配。婚介店一般提供类似婚礼摄影等附加服务。 |
| 宠物寄养 | 长期寄养、短期寄养、宠物带溜。满足由于节假日、出差等原因不能照顾宠物产生的需求。 |
| 宠物殡葬 | 火化、灵堂布置、墓地等。安葬宠物、安慰宠物主人、保护环境。 |
| 宠物托运 | 运输、代办检疫证、提供航空箱等。对宠物进行护送运输。 |
| 其他行业 | 宠物媒体、主题活动、宠物文化、影视游戏等。使宠物进一步‘人化’，完善宠物行业产业链。 |

数据来源：环球宠物网等，广发证券发展研究中心

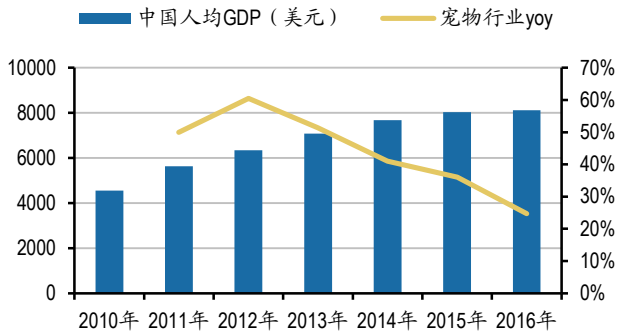
多重因素不断推动，行业步入蓬勃发展期

消费能力与意愿增强，促进行业快速发展

随着经济收入的提高，我国居民将更有能力负担宠物的各种消费。2015年，我国人均GDP达到8123美元，同比增长0.67%；人均可支配收入达到33616元，近五年复合增长率达到9.04%。另外，根据中国农业大学动物医学院的研究显示，当一个国家的人均GDP在3000~8000美元时，宠物产业将快速发展。

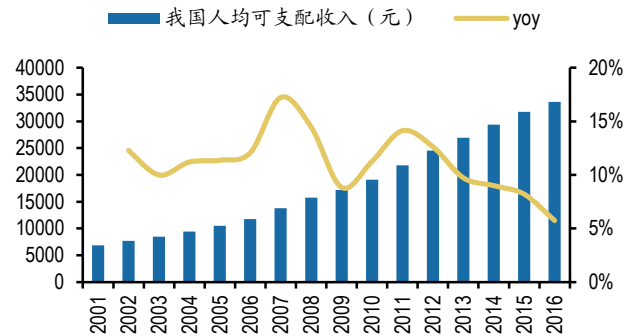
同时，我国居民的宠物消费比重持续提升。尼尔森调查数据显示，近年来中国消费者信心指数持续高于全球平均水平，而作为养宠主体的80、90后的消费意愿更强。2015年中国宠物消费占居民总消费比例达到0.37%，而在2010年该比例仅为0.1%。

图5: 中国人均GDP维持增长趋势



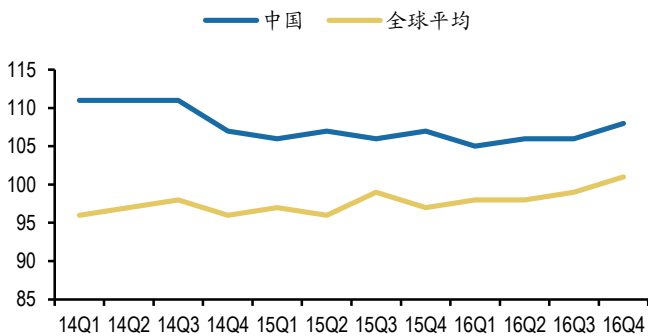
数据来源: 世界银行、有宠网、广发证券发展研究中心

图6: 我国近5年人均可支配收入增长率为10.72%



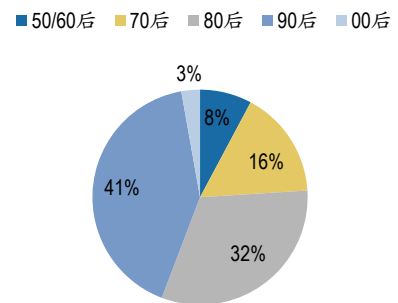
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图7: 我国消费者信心强



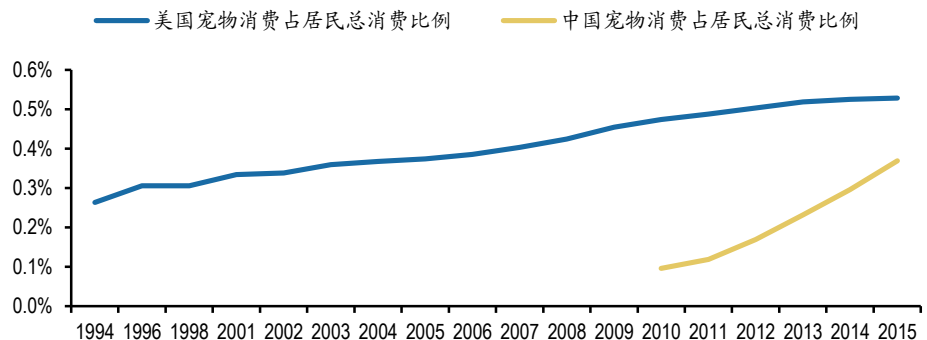
数据来源: 尼尔森 2017 中国消费趋势、广发证券发展研究中心

图8: 我国宠物行业76%消费者在40岁以下



数据来源: 狗民网、广发证券发展研究中心

图9: 宠物消费在国人消费结构中的比重增长迅速



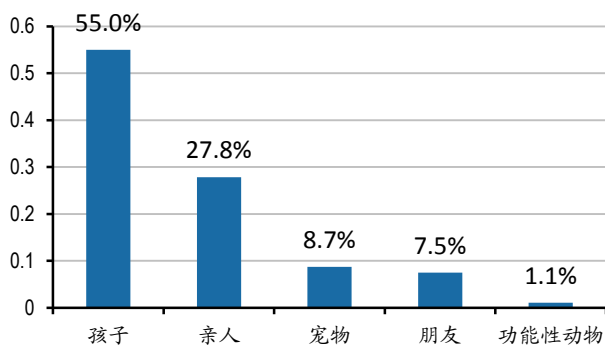
数据来源: 世界银行、国家统计局、广发证券发展研究中心

宠物满足情感需求, 契合消费升级方向

在满足基本生活保障以后，越来越多的人选择宠物的陪伴来获得情感寄托、心灵慰藉，同时政策法规的完善，保障养宠安全。由于人口老龄化、“空巢青年”、女性自我意识等因素，中国宠物市场拥有非常大的需求空间，契合当前的消费升级方向。

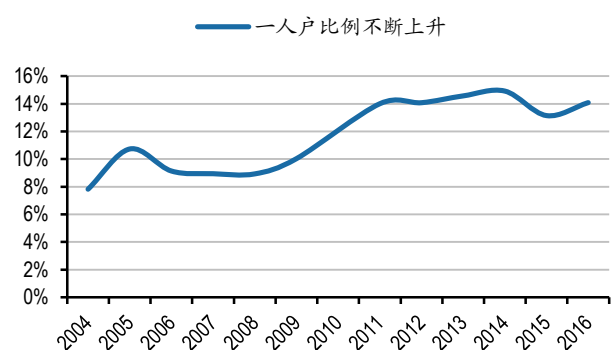
- **人口老龄化**：2017年，我国65岁以上老龄人口已经达到总人口的11.4%，其中超过40%的老人仅与配偶居住。目前我国老年人养宠的比例还很低，而美国65岁以上宠物主人占17%。随着老年人对于宠物的接纳度提高以及老年人口的持续增长，未来老年人养宠的比例有望提高。
- **“空巢青年”**：目前中国20岁-39岁独自在异地学习工作的青年数量超过0.5亿，依照现代职场的岗位设定与工作性质看，未来“空巢青年”数量还会增加，他们也将成为养宠的重要群体。
- **女性自我意识觉醒**：一些高学历，高收入的女性选择主动单身，她们把更多的精力倾注到宠物身上，更乐于在宠物上进行消费。

图10: 人与宠物的关系亲密



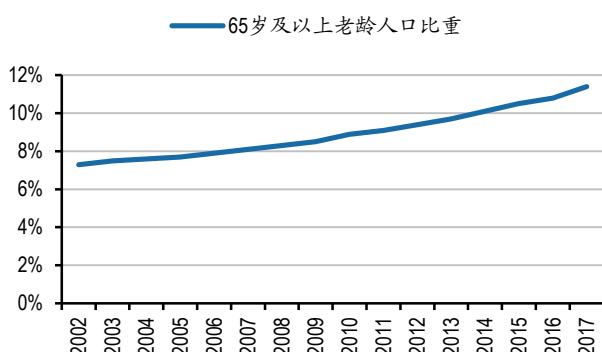
数据来源：狗民网、广发证券发展研究中心

图11: 一人户的比例逐步上升



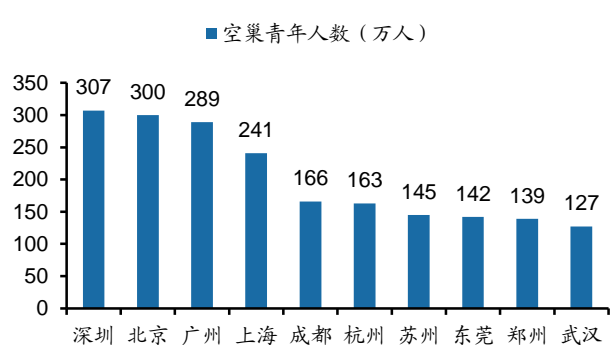
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图12: 65岁以上老龄人口比重增加



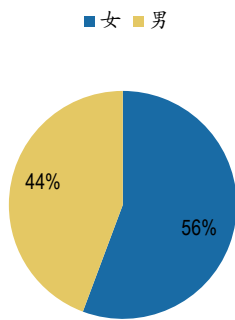
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图13: 空巢青年成为社会现象



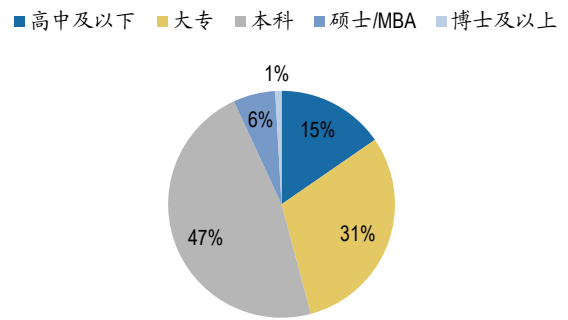
数据来源：《中国空巢青年图鉴》、广发证券发展研究中心

图14: 宠物行业女性消费者占比过半



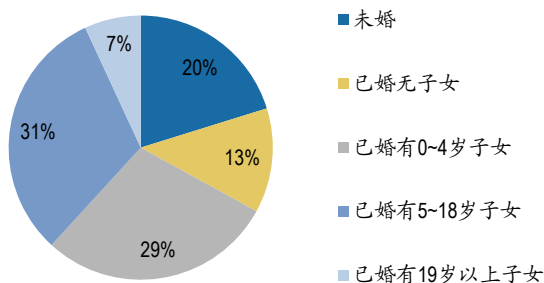
数据来源: 狗民网、广发证券发展研究中心

图15: 本科及以上学历的宠物主人占比超过50%



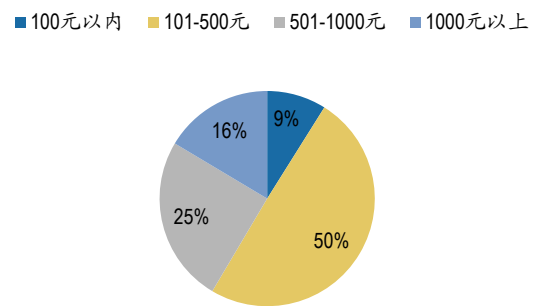
数据来源: 狗民网、广发证券发展研究中心

图16: 宠物行业未婚消费者达20%



数据来源: 狗民网、广发证券发展研究中心

图17: 国内41%的宠物主人月消费超过500元



数据来源: 狗民网、广发证券发展研究中心

表4: 养犬管理法律法规逐步完善

| 禁养阶段 | 限制饲养、严格管理 | 科学饲养、综合治理 |
|--|---|---|
| 1980年11月我国制定的第一部养犬管理法规《家犬管理条例》规定:“县级以上城市及近郊区、新兴工业区禁止养犬。”通过行政手段禁止城市居民养犬,对违反者追究刑事责任,也是针对狂犬病疫情和时代的局限性 | 90年代以后,大中城市开始制定城市养犬管理法规,赋予居民饲养宠物的权利,但是各方面规定都有严格的限制。这种方式体现了社会的进步,但是一味地限制,取得的效果并不理想 | 21世纪以来,养犬管理法规越来越规范化,当前各大中城市根据先后出台相应的养犬管理法律规范,数量近二百余件,覆盖全国31个省、市、自治区。有些城市还对原有养犬管理法规、规章进行修改或重制。进步明显还有上升空间 |

数据来源: 政府网、广发证券发展研究中心

资本热度不断提高, 加快行业前进步伐

近年来宠物行业被资本市场看好,自2015年起已有多家企业在新三板挂牌,包括宠物食品公司、宠物用品公司和宠物医院。此外,据名宠社、速途研究院等数据显示,近年来获得融资的宠物公司在数量和融资规模上成快速增长态势。借助资本的热潮,宠物行业将迎来蓬勃发展期。

表5: 自2015年起已有多家企业在新三板挂牌或主板上市

| 公司 | 细分领域 | 挂牌时间 | 2017年营收(百万元) | 2017年净利润(百万元) |
|-------------|------|----------|--------------|---------------|
| 佩蒂股份(已转A股) | 宠物食品 | 2015年4月 | 631.99 | 106.90 |
| 路斯股份 | 宠物食品 | 2015年5月 | 310.46 | 37.33 |
| 中宠股份(已转A股) | 宠物食品 | 2016年4月 | 1015.35 | 84.80 |
| 明旺橡塑 | 宠物用品 | 2016年4月 | 40.32 | 1.09 |
| 时迈环境 | 宠物服务 | 2016年7月 | 17.90 | -5.90 |
| 华亨股份 | 宠物食品 | 2016年8月 | 104.32 | 8.16 |
| 天元宠物(申请转A股) | 宠物用品 | 2016年8月 | 352.96(三季报) | 25.18(三季报) |
| 瑞鹏股份 | 宠物医院 | 2016年8月 | 297.33 | 22.03 |
| 同泰生物 | 宠物医疗 | 2016年12月 | 40.19 | 11.90 |
| 依依股份(申请转A股) | 宠物用品 | 2017年1月 | 743.28 | 19.08 |
| 庆泉宠物 | 宠物用品 | 2017年6月 | 56.67 | 2.68 |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表6: 众多宠物企业获得融资

| 融资时间 | 公司 | 细分领域 | 轮次 | 融资金额 | 投资方 |
|----------|------|----------|--------|---------|------------------------|
| 2011年3月 | 爱狗网 | 宠物店商 | B轮 | 1500万美元 | 软银中国、阿里巴巴等 |
| 2014年9月 | 狗管家 | 宠物饲养 | 天使轮 | 600万元 | Inno Space 创智空间 |
| 2014年9月 | 宠物说 | 宠物社交 | 天使轮 | 500万元 | 融银资本 |
| 2014年11月 | 爱狗团 | 活体交易 | 天使轮 | 1000万元 | |
| 2014年11月 | 小佩宠物 | 智能设备 | A轮 | 200万美元 | GGV 纪源 |
| 2015年1月 | 好狗狗 | 宠物服务平台 | Pre-A | 800万元 | 梅花天使创投 |
| 2015年1月 | 宠爱约定 | 活体交易 | 天使轮 | 300万元 | 黑马基金 |
| 2015年3月 | 乐宠网 | 宠物服务平台 | D轮 | 2900万美元 | 新希望集团、厚生资本 |
| 2015年4月 | 闻闻窝 | 宠物社交 | A轮 | 600万美元 | 创新工场、弘道资本 |
| 2015年4月 | 暖宠 | 宠物培训 | 天使轮 | 150万元 | |
| 2015年6月 | 人人养宠 | 宠物寄养 | Pre-A轮 | 10000万元 | 线性资本等 |
| 2015年7月 | 八公美宠 | 宠物美容 | Pre-A | 数百万元 | 杨伟庆 |
| 2015年9月 | 小狗在家 | 宠物寄养 | Pre-A | 千万元 | 坚果资本 |
| 2015年11月 | 爪爪 | 上门服务 | Pre-A | 1500万元 | 启赋资本 |
| 2015年11月 | 宠物帮 | 宠物寄养 | Pre-A | 1000万元 | |
| 2016年1月 | 玩小伴 | 宠物旅行 | 天使轮 | 300万 | |
| 2016年2月 | 波奇网 | 综合服务平台 | C轮 | 1.02亿美元 | 招商银行领投 |
| 2016年3月 | 恶霸星球 | 活体交易 | 天使轮 | 1000万元 | 冯涛 |
| 2016年4月 | 小白养宠 | 活体交易 | 天使轮 | 300万元 | 泽厚资本 |
| 2016年5月 | 坚果宠物 | 宠物店 SaaS | Pre-A轮 | 千万元 | 创新工场、众海投资、温青三家合投 |
| 2016年5月 | 溜溜 | 宠物社交 | Pre-A轮 | 1000万元 | 宝茂集团旗下徽瑾创投领投、天使投资方紫辉跟投 |
| 2016年5月 | 一犬一话 | 短视频 | 天使轮 | 数百万元 | 九台创投 |
| 2016年6月 | 霍曼科技 | 智能设备 | Pre-A轮 | 500万 | 亿塞通 |

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

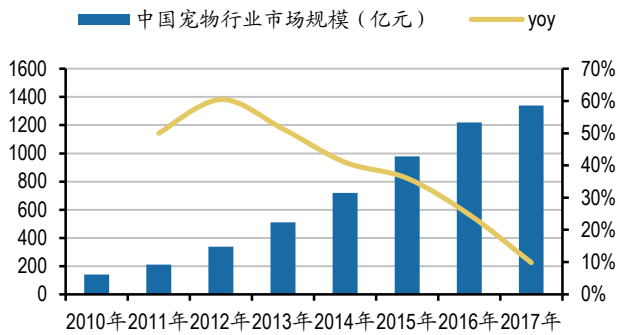
| | | | | | |
|----------|----------|---------|--------|----------|-------------------------|
| 2016年8月 | 大话铲屎 | 公众号 | 天使轮 | 200万 | 高樟资本 |
| 2016年9月 | 智宠家 | 智能设备 | 天使轮 | 数百万人民币 | 水木清华校友基金等投资 |
| 2016年9月 | 狗狗去哪儿 | 宠物旅行 | Pre-A轮 | 数百万 | 盈正基金 |
| 2016年9月 | 亲亲犬业 | 犬舍 | C轮 | 7000万 | |
| 2016年11月 | 狗狗专车 | 宠物物流、导购 | A轮 | 数千万元 | |
| 2017年4月 | 博敏达生物 | 动物疾病检测 | Pre-A轮 | 1000万元 | 重山资本领投、南京景永、上海越银和国华健康跟投 |
| 2017年5月 | 爱立方 | 宠物食品 | 天使轮 | 1000万元以上 | 华洋投资集团领投、创始团队参与跟投 |
| 2017年6月 | 爱宠医生 | 在线医疗 | A轮 | 千万元 | 探针基金领投、中金资本跟投 |
| 2017年7月 | 联宠 | 智能共享平台 | A轮 | 数亿元 | 全国中小企业发展基金和清控银杏基金联合投资 |
| 2017年7月 | 中爱科技 | 宠物电商 | A轮 | 亿元人民币 | 财政部全国中小企业发展基金、清控银杏基金 |
| 2017年7月 | 重庆易宠 | 宠物电商 | B轮 | 5000万美元 | IDG |
| 2017年7月 | 老鬼生物 | 宠物食品 | | 1.6亿元 | 华岭资本、长江证券产业基金 |
| 2017年8月 | 超能小黑 | 宠物食品 | Pre-A轮 | 千万人民币 | 远镜资本 |
| 2017年9月 | pidan | 宠物用品 | A轮 | 数千万人民币 | 清流资本、复兴仲昆 |
| 2017年11月 | 宠舍汇 | 宠物直播 | Pre-A轮 | 1000万元 | 北京疆域资本、星创投基金 |
| 2017年12月 | 未卡 | 宠物食品 | | 千万元 | 伽利略资本领投、和君资本跟投 |
| 2017年12月 | 美联众合动物医院 | 宠物医疗 | | 1亿元 | 阳光融汇资本、中宠股份 |
| 2017年12月 | 小佩宠物 | 宠物用品 | B轮 | 1亿元 | 联新资本、阿特斯列资本 |

数据来源：投资潮等、广发证券发展研究中心

行业处于蓬勃发展期，未来成长空间广阔

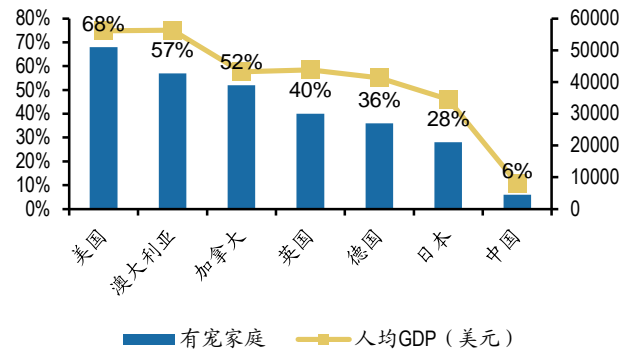
对比美国，我国宠物行业正处于高速发展时期，未来市场空间较为广阔。2017年我国宠物行业市场规模达已经到1340亿元，近六年年均复合增长率达到27%。根据发达国家的过往经验，宠物行业的渗透率与人均GDP成正比，目前我国有宠家庭的比例为6%，然而与美国（68%）、澳大利亚（57%）、加拿大（52%）等发达国家相去甚远，我国宠物渗透率提升空间广阔。

图18: 我国宠物行业2017年市场规模达到1340亿元



数据来源: 有宠研究院、广发证券发展研究中心

图19: 宠物行业渗透率与人均GDP成正比



数据来源: APPA、IBISworld、广发证券发展研究中心

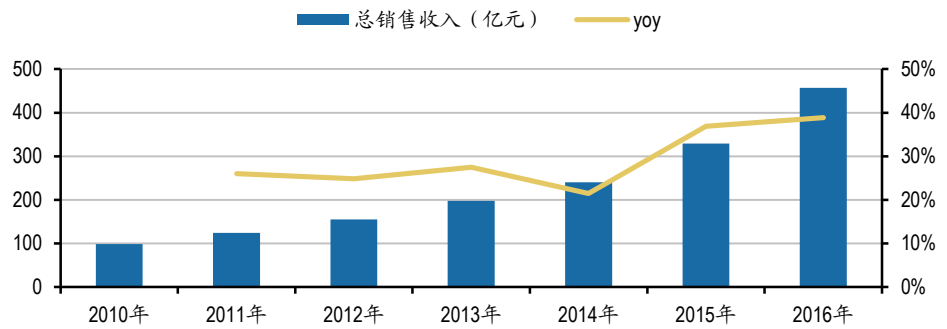
宠物食品：最大细分子领域，国内品牌发力正当时

宠物食品是最大的细分子领域，渗透率提升空间广阔

宠物食品是专门为宠物提供的介于人类食品与传统畜禽饲料之间的食品，其作用主要是为宠物提供所需的营养物质，具有营养全面、消化吸收率高、配方科学、饲喂方便以及可预防某些疾病等优点。根据瑞鹏股份公开转让说明书，宠物食品是我国宠物行业规模最大的细分市场，2016年约占整个行业的34%。按功能来看，宠物食品可分为宠物主食，宠物零食和宠物保健品。

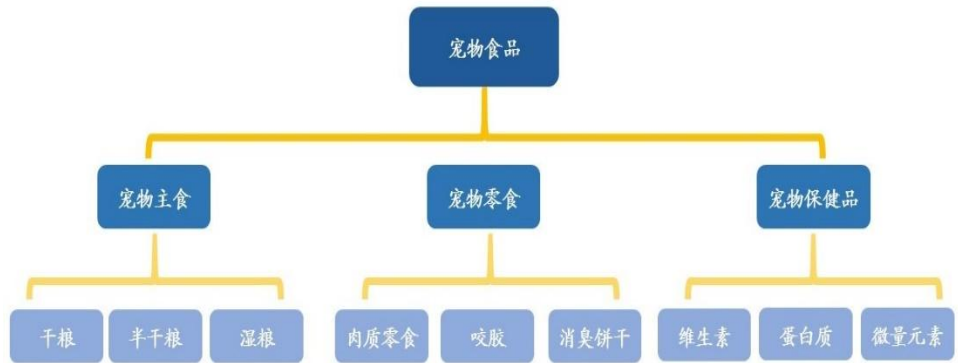
- **宠物主食**：主要指犬猫粮，提供宠物日常所需要的能量和营养，在宠物食品中占主导地位。按照产品的形态和加工方式不同，可以分为干粮和湿粮两类。
- **宠物零食**：是为了满足宠物一定的需求或兴趣而开发的副食。种类繁多且适口性奇特，具有特殊的诉求。包括肉质零食、咬胶、消臭饼干等。随着人们生活水平的提高，宠物零食需求量正逐渐增加。
- **宠物保健品**：为了满足宠物的特殊生理需求而开发出来的具有特定功能的食品，包括宠物维生素、宠物蛋白质、各种微量元素等。

图 20: 国内宠物食品企业总收入增长速度较快



数据来源: 中宠股份招股说明书、有宠研究院、广发证券发展研究中心

图 21: 按功能来看, 宠物食品可分为主食、零食、保健品



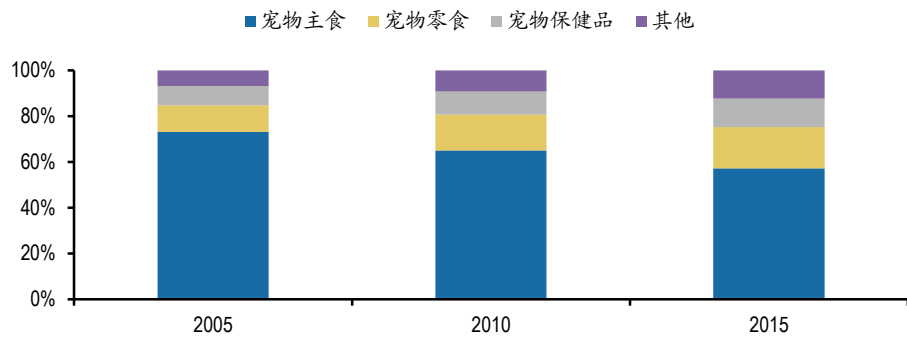
数据来源: 佩蒂股份招股说明书、广发证券发展研究中心

表 7: 宠物食品按功能分类

| 宠物食品 | 简介 |
|-------|---|
| 宠物主食 | 按照产品的形态和加工方式不同, 可以分为干粮和湿粮两类, 主要是用来提供宠物日常维持体能的能量和营养成分。 |
| 宠物零食 | 包括肉干、肉条、咬胶、洁齿骨等, 宠物零食主要是在宠物休闲的 时候主人用来吸引宠物注意力或者是调节宠物口味的食物, 主要是 帮助主人加深与宠物之间的感情, 增强与宠物之间的互动。 |
| 宠物保健品 | 包括宠物维生素、宠物蛋白质、宠物脂肪酸等。根据宠物的生理状况等制作的营养调理品, 摄入适当的营养成分有利于宠物的健康发育和成长, 同时也可作为辅助治疗用于患病宠物的恢复。 |

数据来源: 佩蒂股份招股说明书、广发证券发展研究中心

图22: 2015年, 宠物主食占宠物食品市场的比例约为57%



数据来源: 国家统计局、佩蒂股份招股说明书、广发证券发展研究中心

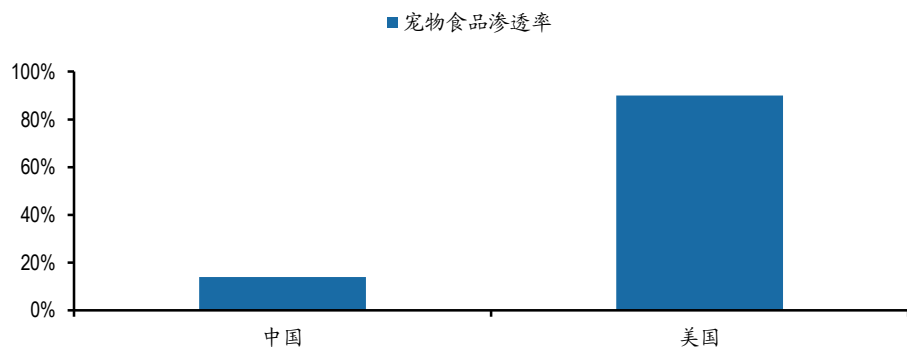
随着宠物主人对科学喂养的关注, 宠物食品的渗透率将会持续提高。相较于家庭制作食品直接喂养, 宠物食品由专业团队研发具有营养全面均衡、针对性强、安全、方便快捷等优势。根据KKR集团数据, 目前我国宠物食品的渗透率为14%, 而美国宠物食品的渗透率高达90%, 国内渗透率提升的空间较为广阔。

表8: 家庭制作食品不能完全满足宠物所需营养成分

| 家庭制作食品 | 宠物狗需求 | 宠物猫需求 |
|----------------------------|---|---|
| 3 份米饭 2 份鸡胸肉 1 份烹饪蔬菜 | 仍需 1.5 倍量锌 仍需 36 倍量维生素 E 仍需 10 倍量维生素 B | 仍需 12 倍量维生素 E |
| 2 份米饭 1 份蒸鱼 | 仍需 2 倍量脂肪 仍需 3 倍量锌 仍需 11 倍量维生素 E 仍需 2 倍维生素 B12 | 仍需 2 倍量脂肪 仍需 2 倍量锌 仍需 2 倍量维生素 E 仍需 2 倍维生素量 B13 |

数据来源: WALTHAM 公司官网、广发证券发展研究中心

图23: 我国宠物食品渗透率提升空间广阔



数据来源: KKR集团公司官网、广发证券发展研究中心

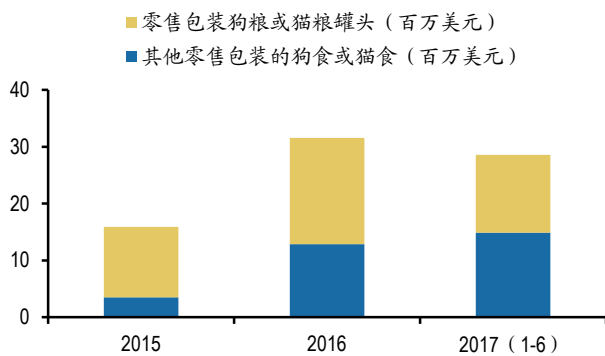
国际品牌占据先发优势，线上渠道逐步兴起

国际品牌占据先发优势，国内企业起步较晚。国际品牌通过代理商进入中国市场，或者以技术、资金的形式进行投资、生产、包装并在国内销售，渠道运营、品牌认知具有先发优势。国产品牌因起步较晚，在融资、品牌等方面处于相对弱势。

中高端市场集中度较高，多品牌策略优势明显。根据英敏特*在《宠物食品，中国2016》中的调查数据，2015年前四大企业的市场占有率超62.5%，而以全球宠物食品巨头玛氏、雀巢等为代表的外资企业占据中高端市场70%以上的市场份额。同时，大多数企业根据市场需求的特点，推出多个子品牌，以满足客户不同的需求。
(*注：英敏特为全球领先的独立市场研究咨询公司)

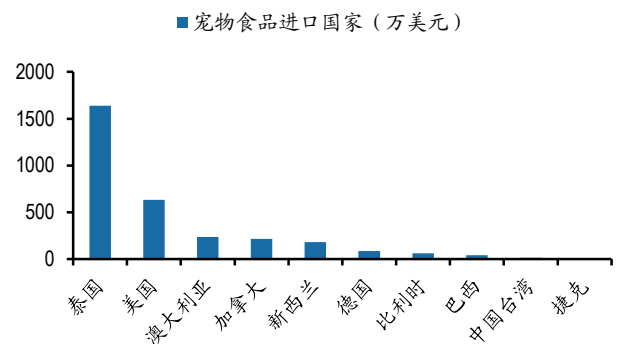
从产品种类的分布来看，国际巨头多围绕宠物主食来进行布局，对于宠物零食和宠物保健品的涉及相对较少。因此，对于国产品牌而言，宠物零食、保健品领域更具开拓空间。

图24: 宠物食品进口总额持续上升



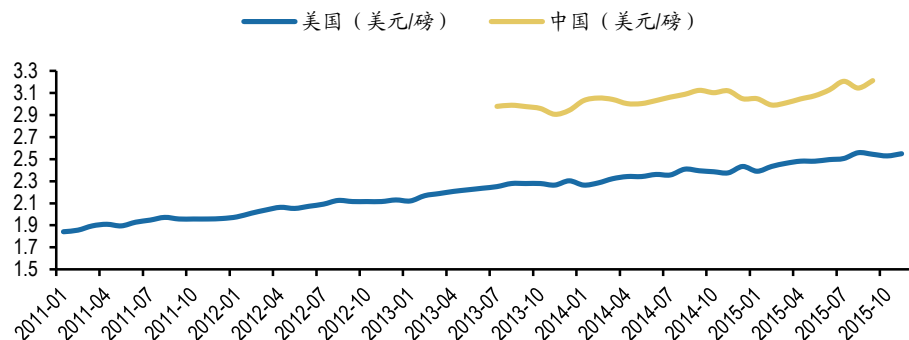
数据来源：中国海关信息网、广发证券发展研究中心

图25: 2016年我国宠物食品进口来源



数据来源：中国海关信息网、广发证券发展研究中心

图26: 国内宠物食品平均价格高于美国宠物食品价格



数据来源：Gfk、广发证券发展研究中心

表9: 国际品牌市占率领先, 且围绕主食领域进行布局

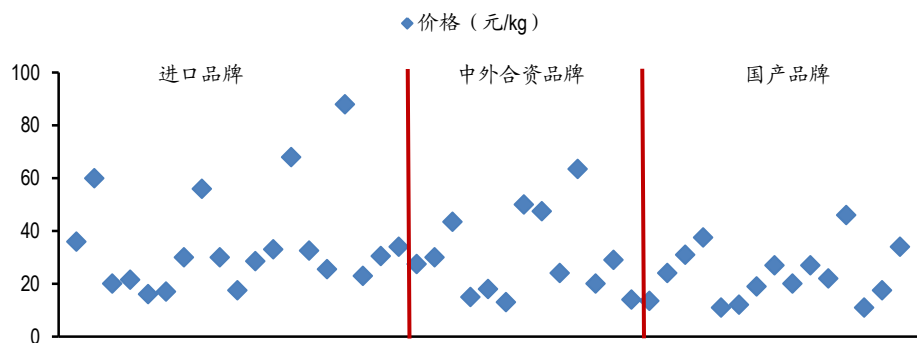
| 公司名称 | 属地 | 市场占有率 2014年 | 市场占有率 2015年 | 品牌 | 狗粮(元 /kg) | 猫粮(元 /kg) | 主食种 类 | 零食种 类 | 保健品 种类 |
|-----------------|----------|----------------|----------------|-----------|--------------|--------------|----------|----------|-----------|
| 玛氏公司 | 美国 | 34.20% | 35.10% | 宝路 | 36 | — | 46 | 7 | 0 |
| | | | | 伟嘉 | — | 30 | 30 | 0 | 0 |
| | | | | 皇家 | 60 | 56 | 169 | 0 | 0 |
| 雀巢公司 | 瑞士 | 19.20% | 16.4% | 冠能 | 68 | 88 | 16 | 0 | 0 |
| | | | | 康多乐 | 32.5 | — | 7 | 0 | 0 |
| | | | | 普瑞纳 | 25.5 | — | 3 | 0 | 0 |
| | | | | 妙多乐 | — | 23 | 2 | 0 | 0 |
| | | | | 喜跃 | — | 30.5 | 12 | 0 | 0 |
| 比瑞吉宠物用品有限公司 | 中外 合资 | 5.80% | 6.00% | 比瑞吉 | 34 | 50 | 143 | 0 | 0 |
| | | | | 开饭乐 | 27.5 | 47.5 | 61 | 0 | 0 |
| | | | | 诺瑞 | 30 | 24 | 57 | 0 | 0 |
| 乖宝宠物食品集团有限责任公司 | 中国 | 5.00% | 5.00% | 麦富迪 | 13.5 | 20 | 79 | 80 | 0 |
| | | | | 湿鼻子 | 24 | 27 | 16 | 13 | 0 |
| | | | | 乖宝 | — | — | 13 | 0 | 0 |
| 雷米高动物营养保健科技有限公司 | 中外 合资 | 2.30% | 2.70% | 活力泰 | — | — | 9 | 0 | 0 |
| | | | | 赛极号 | 43.5 | 63.5 | 35 | 0 | 0 |
| | | | | 澳宝 | 15 | 20 | 23 | 0 | 0 |
| | | | | 馋馋宠 | — | — | 6 | 0 | 0 |
| | | | | E冠 | 18 | 29 | 12 | 0 | 0 |
| | | | | 澳丽得 | 13 | 14 | 8 | 0 | 0 |
| 尤妮佳公司 | 日本 | 2.60% | 2.60% | 佳乐滋 | 28.6 | 33 | 8 | 0 | 0 |
| 珍宝宠物食品有限责任公司 | 中国 | 2.80% | 0.80% | 珍宝 | 31 | 22 | 53 | 0 | 0 |
| | | | | 珍爱多 | 37.5 | 46 | 37 | 0 | 0 |
| | | | | 喜多鱼 | — | 11 | 1 | 0 | 0 |
| | | | | 欢乐骨 | 11 | — | 3 | 0 | 0 |
| | | | | SANPO-ACT | 12 | — | 4 | 0 | 0 |
| 成都好主人宠物食品有限责任公司 | 中国 | 1.40% | 1.50% | 好主人 | 19 | 17.5 | 23 | 1 | 2 |
| 耐威克宠物食品有限责任公司 | 美国 | 0.40% | 0.40% | 耐威克 | 20 | 30 | 36 | 40 | 8 |
| | | | | 善能 | — | — | 4 | 0 | 0 |
| | | | | 嘉士伯 | 21.5 | — | 2 | 0 | 0 |
| | | | | 好迈 | 16 | 17.5 | 2 | 0 | 0 |
| | | | | 酷派 | 17 | — | 2 | 0 | 0 |
| 中宠食品有限公司 | 中国 | 0.20% | 0.30% | Wanpy | 27 | 34 | 43 | 46 | 0 |

| | | | | | | | | |
|----|--------|--------|--------------------|---|---|----|----|---|
| | | | PriBioric LIVE 德国活 | | | | | |
| | | | 性益生菌 | — | — | 4 | 0 | 0 |
| | | | 纯肉本色 | — | — | 8 | 13 | 0 |
| | | | Sea Kingdom | — | — | 5 | 2 | 0 |
| | | | Natural Farm | — | — | — | — | — |
| | | | Dr.Hao | — | — | 5 | 2 | 0 |
| | | | 富力鲜 | — | — | 3 | 0 | 0 |
| | | | Mio9 | — | — | 3 | 0 | 0 |
| | | | 爱宠私厨 | — | — | 11 | 9 | 0 |
| | | | 脆脆香 | — | — | 6 | 0 | 0 |
| 其他 | 25.90% | 29.40% | — | — | — | — | — | — |

数据来源：英敏特、36氪、京东、广发证券发展研究中心

注：主食种类、零食种类、保健品种类为不完全统计

图27：国际品牌、国内品牌的价格差异比较明显



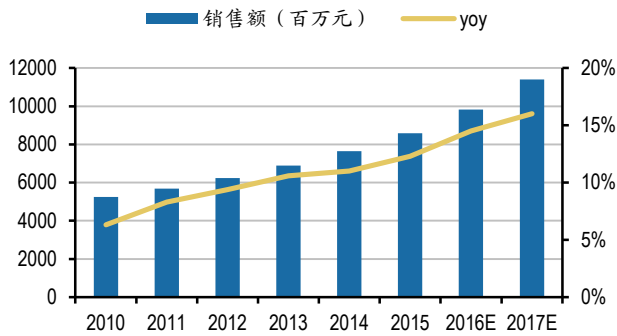
数据来源：京东等、广发证券发展研究中心

国内宠物食品行业进入壁垒较低，企业可选择有利于自己的市场渠道和定价策略，销售主要包括专业渠道、商超渠道、网络渠道。

- **专业渠道**：主要针对消费能力较高的高收入家庭和人群。通过代理商经销在宠物食品专卖店、宠物美容院、宠物医院、花鸟市场、宠物养殖场、宠物用品店等地进行销售。如“皇家”、“普瑞纳”、“爱慕斯”、“希尔斯”等国际知名品牌在进入中国市场时，主要就是通过代理商经销，由于无需支付额外费用，因此利润较高。
- **连锁超市渠道**：连锁超市销售成为一个非常重要的渠道。根据北京汇智联恒咨询统计，2009年我国约60%~70%的宠物食品是通过超市销售的。由于要向超市支付高额的费用，利润率相对较低。最早一批进入中国市场的国外品牌如“宝路”、“伟嘉”就是通过超市渠道，国内品牌“珍宝”、“好主人”、“爱贝”、“艾尔”也主要依赖超市渠道销售。近年来，连锁超市渠道受到网络渠道的冲击比重有所下降，但依旧是非常重要的销售渠道。

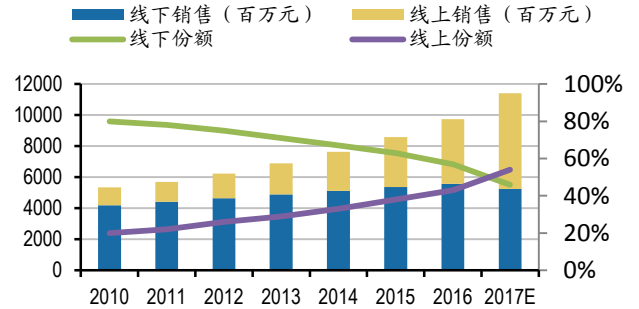
- **网络渠道：**网络渠道近年来发展正盛，预计未来将成为最重要的渠道。国内宠物食品消费者趋于年轻化，有线上购物的习惯，同时网店成本相对较低。据Gfk*《世界宠物食品趋势》数据，2015年宠物食品零售市场的线上占比已达38%。（*注：Gfk为全球五大市场研究公司之一）

图28：宠物食品零售市场稳步增长



数据来源：Gfk、有宠研究院、广发证券发展研究中心

图29：宠物食品零售市场线上销售增长迅速



数据来源：Gfk、有宠研究院、广发证券发展研究中心

主食：市场集中度相对较高，国内品牌逐步发力赶超

宠物主食按含水量可分为干性宠物主食和湿性宠物主食。从使用对象来分，国内宠物主食市场以犬粮为主，据英敏特在《宠物食品，中国2016》中的调查数据，犬粮在我国猫狗类宠物食品零售市场的占比超过80%。

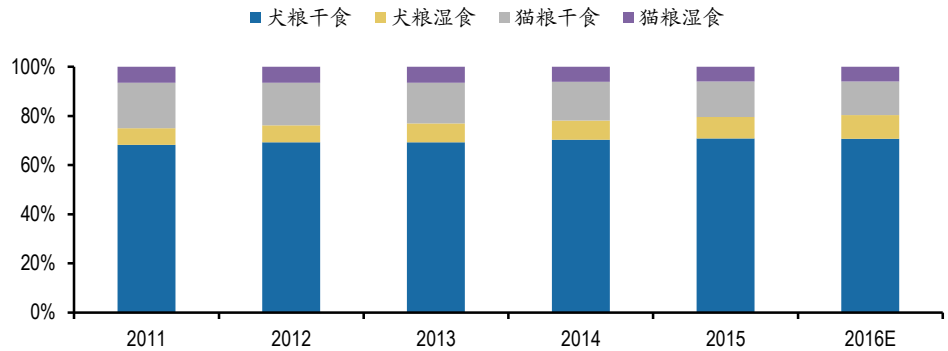
- **干性宠物主食：**含水10%~12%，主要由动物蛋白、小麦、玉米、豆类奶酪、干啤酒酵母以及一定数量的维生素和矿物质等均匀混合、膨化干燥而成。营养全面均衡，食用方便，利于储存。在宠物食品结构中占的比重比较大。
- **湿性宠物主食：**含有65%以上的水分。通常将肉及谷物按照一定比例经烧煮加工而成。营养成分全、适口性好，容易消化吸收，由于储存性差，湿性宠物食品所占比重比较少。

表10：宠物主食按含有水分分为干粮、湿粮以及半干粮

| 品名 | 水分含量 | 包装 | 加工方法 | 特点 |
|-----|------------|-----------|------|--------------------------------|
| 干粮 | 含水 10%~12% | 纸盒、纸包、塑料袋 | 膨化加工 | 营养全面均衡，食用方便。储存期长，适口性视种类而定 |
| 湿粮 | 含水 65%以上 | 罐装或袋装 | 蒸煮熟化 | 营养成分全、适口性好，消化吸收能力强，储存性差 |
| 半干粮 | 间于上述二者之间 | 罐装或袋装 | 蒸煮熟化 | 营养成分全，营养成分全、适口性好，消化吸收能力强，储存期较长 |

数据来源：广发证券发展研究中心

图30: 犬类主食在宠物食品中占主导地位

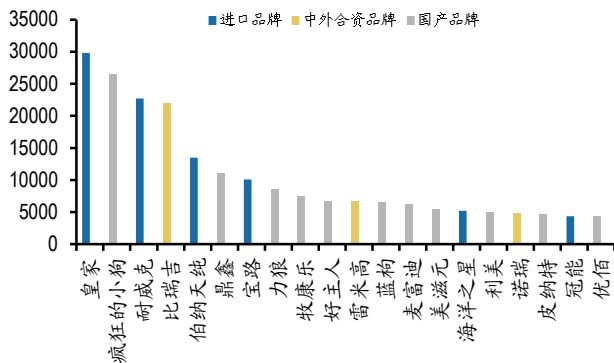


数据来源: 英敏特、广发证券发展研究中心

主食占比逐步下降,但仍占据主导地位。宠物主食进入市场的时间最早,被认为是宠物饲养的必需品,但伴随食品选择的多样性,占比正逐步下滑。据KKR集团数据,2015年我国宠物主食占比为57.2%,较2005年的73.1%有明显下降。

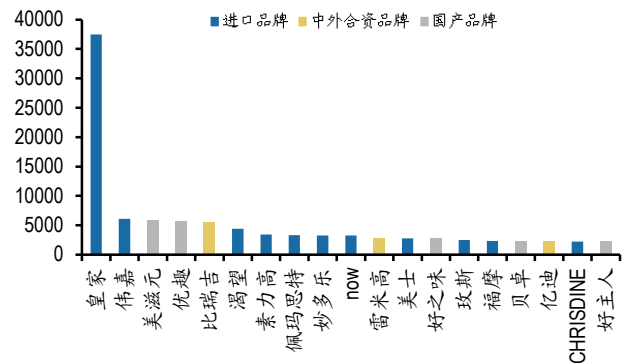
宠物主食行业集中度相对较高,外资企占据市场。国际巨头多围绕宠物主食来进行布局,从天猫、淘宝等销售数据来看,以皇家为代表的外资品牌具有一定的领先优势,但国内品牌正发力赶超。

图31: 2017年天猫与淘宝累计犬主食销售额(万元)



数据来源: 有宠研究院、广发证券发展研究中心

图32: 2017年天猫与淘宝累计猫主食销售额(万元)



数据来源: 有宠研究院、广发证券发展研究中心

零食: 板块迎来发展机遇, 国产品牌大有可为

宠物零食含水量一般在15%~60%,多为罐装、袋装或是盒装。作为副食添加,一般具有某种特性和功能。常见的宠物零食包括肉质零食、咬胶、消臭饼干等。

- **肉质零食:** 最为常见的宠物零食,种类繁多,形态各异,经制作成型、烘烤等工艺制作成适合宠物口味的宠物零食。目前宠物零食市场中占比最高。

- **咬胶**: 常见的一种狗食品, 用于帮助狗清洁口腔卫生, 同时可以锻炼牙齿和咬合能力, 可分为畜皮咬胶和植物咬胶。有很多不同的形状, 如骨头、皮球、圆圈、木棒、鞋子和颗粒等。咬胶还可补充宠物所需的蛋白质、维生素等甚至具有一些其他宠物零食和主食的功能。据新华网, 目前浙江平阳宠物咬胶占全世界咬胶食品市场份额60%以上, 是亚洲最大的宠物咬胶食品生产基地。
- **消臭饼干**: 主要成分为小麦, 主要用途是为了使宠物保持口腔清洁, 啃咬的过程即是对口腔的一次清洁。

表11: 宠物零食按种类可分为肉质零食、咬胶、除臭饼干

| 宠物零食 | | 简介 |
|------|--------|--|
| 肉质零食 | 肉干类 | 以鸡肉干为主, 其次是牛肉的居多, 还有鸭肉。水份含量少的肉干储存时间比较长, 比较硬, 适合年轻力壮牙口好的狗狗;水份含量高的肉干比较软, 闻起来也很香, 但是容易变质。 |
| | 肉类混合零食 | 肉类与其它食材混合制作而成, 这类零食通常都选择水份含量比较高的肉干和其他原料搭配制作, 通过独立包装形势延长储存期, 所以价格偏高。 |
| 咬胶 | 畜皮咬胶 | 以未经鞣制的畜皮、畜禽肉及骨等动物性原料为主要原料, 经前处理、成形、高温杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品, 较为耐咬。 |
| | 植物咬胶 | 利用植物性淀粉为主要原料辅以其它营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘烤等工艺制作而成的咬胶系列产品, 适口性好, 更利于消化, 近年来逐步兴起。 |
| 消臭饼干 | | 主要成分为小麦, 消臭饼干等就相当于宠物的牙刷, 啃咬的过程即是对口腔的一次清洁。 |

数据来源: 佩蒂股份招股说明书、天天宠物网、广发证券发展研究中心

近年来, 伴随国人生活水平提高, 对宠物零食的接纳度逐步提高, 宠物零食市场正在逐步兴起。据KKR集团数据, 零食市场份额由2005年的11.7%上升至2015年的18%。

与主食相比, 国内宠物零食市场集中度低, 同时种类丰富多样。定制化、个性化是未来发展的重要趋势, 这将有利于品牌丰富SKU和形成产品矩阵

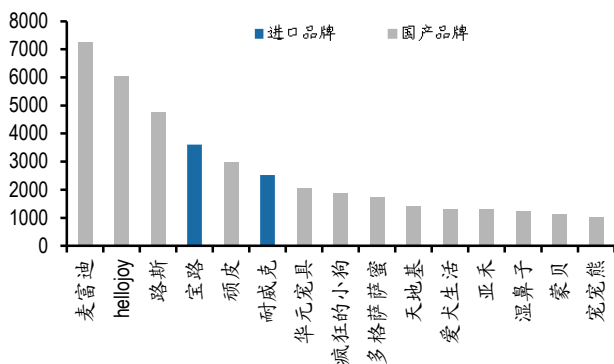
根据宠物行业白皮书的数据统计, 国产品牌在2017年天猫与淘宝的宠物零食累计销售额的占比较高, 尤其是在犬类零食销售额方面, 国产品牌占据前15名中的13个席位。因此, 对于国产品牌而言, 宠物零食市场更具突围机会。

表12: 进入资本市场的宠物食品企业均以宠物零食为主要业务

| 公司名称 | 公司简介 | 上市/挂牌地点 |
|----------------|---|---------|
| 烟台中宠食品股份有限公司 | 产品包括猫犬零食、罐头、饼干、袋装零食等, 拥有“顽皮”等品牌 | 中小板 |
| 佩蒂动物营养科技股份有限公司 | 主要产品为畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可食用小动物玩具、烘焙饼干等, 拥有自主品牌“CPET” | 创业板 |
| 山东路斯宠物食品股份有限公司 | 主要产品为肉干、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨等, 拥有自主品牌“LUSCIOUS” | 新三板 |
| 江西华亨宠物食品股份有限公司 | 主要产品为畜皮咬胶、肉制零食类、动植物营养类、饼干面包等 | 新三板 |

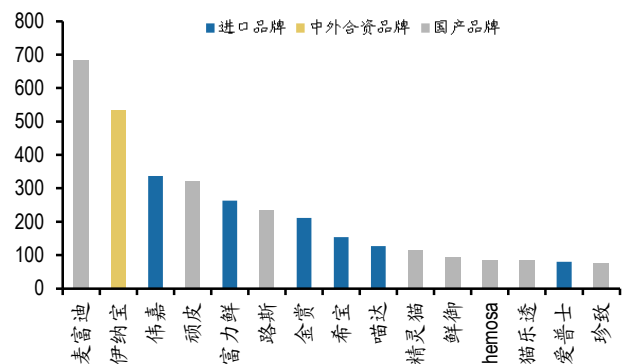
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图33: 2017年天猫与淘宝犬零食销售额前15名(万元)



数据来源: 有宠研究院、广发证券发展研究中心

图34: 2017年天猫与淘宝猫零食销售额前15名(万元)

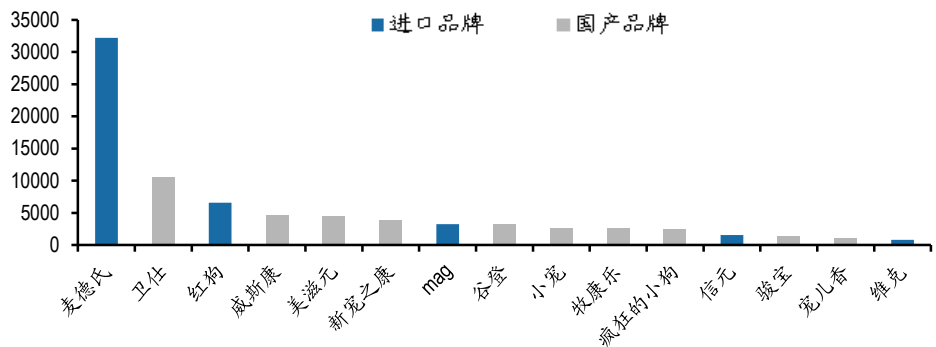


数据来源: 有宠研究院、广发证券发展研究中心

保健品: 持续增长, 未来有望成为新亮点

宠物保健品是为了满足宠物的特殊生理需求而开发出来的具有特定功能的食品, 包括宠物维生素、宠物蛋白质以及宠物所需的各种微量元素等。近年来, 宠物保健品在宠物食品市场中的比重持续上升, 由2005年的8.3%上升至2015年的12.5%, 随着宠物健康喂养意识的提升, 预计未来宠物保健品将进一步增长。

图35: 2017年天猫与淘宝宠物保健品销售额前15名(万元)



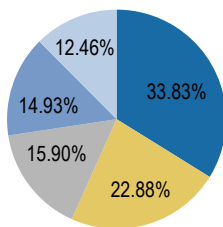
数据来源: 有宠研究院、广发证券发展研究中心

宠物医疗：发展动力十足，连锁医院最具潜力

根据瑞鹏股份公开转让说明书数据显示，宠物医疗是继宠物食品之后我国宠物行业的第二大细分市场，2016年占整个行业的23%左右。一般包括宠物医院，药品和疫苗。宠物药品指专用于各种宠物的药品。宠物疫苗是预防和控制宠物各种疾病的特殊生物制品。宠物医院是专门为宠物提供医疗服务的场所。

图36：2016年宠物医疗为宠物行业第二大细分市场

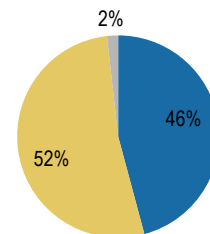
■ 宠物食品 ■ 宠物医疗 ■ 宠物用品



数据来源：瑞鹏股份公开转让说明书，广发证券发展研究中心

图37：2016年我国宠物医院占宠物诊疗市场的46%

■ 宠物医院 ■ 宠物药品 ■ 宠物疫苗



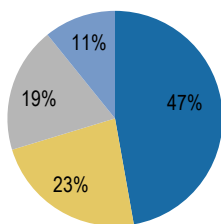
数据来源：有宠研究院，智研咨询，广发证券发展研究中心

宠物医疗需求刚性，行业发展前景可期

宠物医疗的刚性需求是指满足宠物基础救治的医疗保障。随着宠物数量的不断增加，用于宠物医疗的支出也将增长。在美国这种发展成熟的宠物市场，宠物医疗的比重非常高，可以达到45%以上。随着国内宠物主人对于宠物健康问题的重视，未来行业将会快速发展。

图38：宠物主人的求助问题47.2%与医疗有关

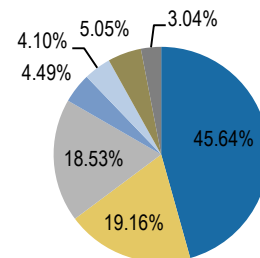
■ 医疗 ■ 养护 ■ 训练 ■ 综合



数据来源：狗民网、广发证券发展研究中心

图39：宠物医疗占美国宠物行业的45.64%

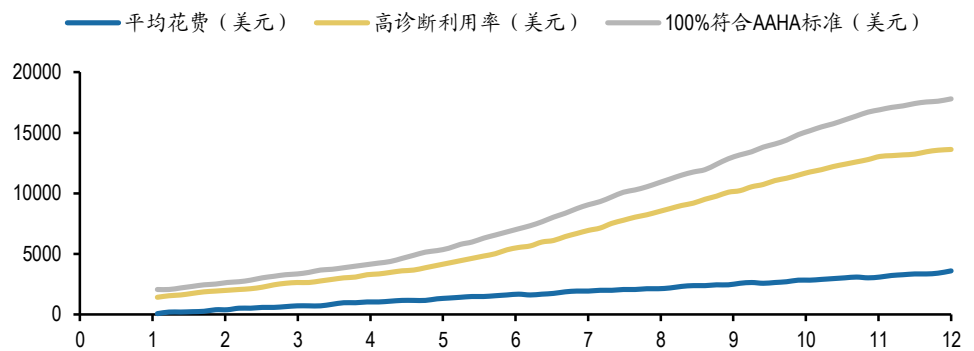
■ 医疗 ■ 寄养 ■ 主粮 ■ 美容 ■ 营养品 ■ 零食 ■ 玩具



数据来源：APPA、广发证券发展研究中心

随着医疗技术陆续从人类行业转移到兽医实践，宠物医疗的手段也更为先进，宠物的寿命因此得到了延长。根据IDEXX的一份数据显示，宠物的生命周期越长用于医疗的支出就越多，美国一条12岁的宠物狗在宠物医疗上累积花费的平均值3600美元，而如果完全符合AAHA（美国动物医院协会）的标准，医疗支出将达到17700美元。老龄化宠物的数量增长将为宠物医疗创造额外市场空间。

图40：宠物犬年龄越大累积用于医疗支出的越多



数据来源：IDEXX，广发证券发展研究中心

药品、疫苗的壁垒较高，连锁医院最具潜力

目前国内宠物药品、疫苗市场由外资企业垄断，国产药品、疫苗则刚刚兴起，品类少、质量低，在产品效果和消费者习惯上，都缺乏竞争优势。研发新品的成本高、时间长、风险大，此外国内专业人才紧缺导致研发能力不足。因此，短期内宠物药品和疫苗势仍须依赖进口。目前我国宠物医疗的集中表现形式为宠物医院。宠物医院以个体私营为主，服务质量与水平良莠不齐，大型的连锁宠物医院正在兴起。

宠物药品：根据有宠研究院数据显示，2016年我国宠物药品市场规模在147亿元。国内以治疗犬猫疾病的药物居多，大体包括大型动物的大剂量药和人用药两种。按照药品的来源和用途宠物药品可大致分为生物制品、抗菌药、抗寄生虫药等，主要用于治疗感冒、肠道疾病、寄生虫病以及各类病毒和抗微生物药物。

目前国内宠物药品市场70%被国外产品垄断，进口药品价格高昂、疗效确切，国产宠物药与之相比成分单一、疗效差距显著。2017年4月，农业部公布了182个宠物可用的药品品种。据汉维生物报道美国可用于犬、猫的药物有400种，包括70种抗微生物药物及约30种抗寄生虫药。中国农业部于2010年批准了第1个宠物新制剂，截至2017年6月，共批准27个宠物类新药。国家鼓励新药研发，给予企业3-5年的上市独占权，并于2016年出台了比对试验要求。国内宠物数量越来越多，宠物药的需求日益增加，随着管理规范违法使用走私药、假药和人药的情况将改善，未来国内宠物药品市场拥有巨大潜力。

表13: 宠物药品可大致分为生物制品、抗菌药、抗寄生虫药等

| 类别 | 主要子类 | 特点 | 用途 | 应用情况 | 代表产品 |
|-------|-------------|---|--|--------------------------|--|
| 生物制品 | - | 刺激机体免疫系统产生免疫物质（如抗体） | 常用于紧急情况下的预防和治疗 | 应用量较大，但效果不确实 | 干扰素、白细胞介素等 |
| 抗菌药 | 头孢菌素类抗生素 | 基本分为四代：第一代趋向淘汰；第二代抗菌谱较第一代广；第三代对多种β-内酰胺酶稳定，与前两代相比抗菌谱更广；第四代近几年才出现，目前我国一般作为三线抗菌药物（特殊使用类）来使用。 | 抗菌，治疗细菌感染、细菌性疾病、多种细菌的混合感染或多重耐药菌感染引起的疾病 | 临床上抗生素主要以头孢菌素类为主，应用广泛 | 头霉素类和酰胺型头孢烯、头孢噻唑（动物专用）、头孢维星（动物专用）、头孢噻肟、头孢曲松和头孢他啶、头孢喹肟等 |
| | 其他抗生素及化学合成药 | 主要有氯霉素类、磺胺类、大环内酯类等 | 作为临床的辅助用药 | 用量不是很多 | - |
| 抗寄生虫药 | 抗体外寄生虫 | 多为体外滴剂和喷剂 | 杀灭跳蚤、蜱虫等多种体外寄生虫，并控制感染 | 临床用量广泛，药量大、利润高，多被外国公司所垄断 | 梅里亚的福来恩、拜耳的拜宠爽、硕腾的大宠爱等 |
| | 抗体内寄生虫 | 多为口服片剂或注射用溶液 | 治疗体内线虫、绦虫和螨虫等多种体内寄生虫感染 | | 口服非班太尔（拜耳的拜虫清）、注射用伊维菌素（梅里亚的害获灭）和多拉菌素（辉瑞的通灭）等 |
| 其他药物 | - | 生厂家很少，目前我国的大多数药厂家不具备生产这类药品的批号和资质 | 宠物临床必须药物 | 临床主要以人用药替代或者进口药品为主流 | 包括抗慢性过敏药、非甾体消炎药、镇静、镇痛、麻醉药、治疗心、肝、肾、胰病药物等 |

数据来源：《宠物市场现状与药品产业趋势研究，朱玉锋》、广发证券发展研究中心

表14: 我国获新药证书的企业数量少，药品品种相对单一

| 企业名称 | 宠物新药品种 |
|------------------|--|
| 上海汉维生物医药科技有限公司 | 非泼罗尼滴剂、非泼罗尼喷雾剂、美洛昔康内服混悬液、美洛昔康内服混悬液（猫用）、头孢氨苄片、阿莫西林克拉维酸钾片、伊曲康唑内服溶液 |
| 浙江海正动物保健品有限公司 | 米尔贝肟片、米尔贝肟吡喹酮片、塞拉菌素滴剂、美洛昔康片 |
| 青岛康地恩药业有限公司 | 复方氯硝柳胺片、复方氟康唑乳膏、美洛昔康注射液 |
| 齐鲁动物保健品有限公司 | 注射用硫酸头孢喹肟、美洛昔康注射液 |
| 上海兽医研究所 | 硝唑沙奈干混悬剂 |
| 敦化市圣达动物药品有限公司 | 盐酸苯噻唑注射液 |
| 丹东市绿丹和华动物药业有限公司 | 吡喹酮硅胶棒 |
| 新疆维吾尔自治区疾病预防控制中心 | 吡喹酮硅胶棒 |
| 北京康牧兽医器械中心制药厂 | 复方达克罗宁滴耳液 |

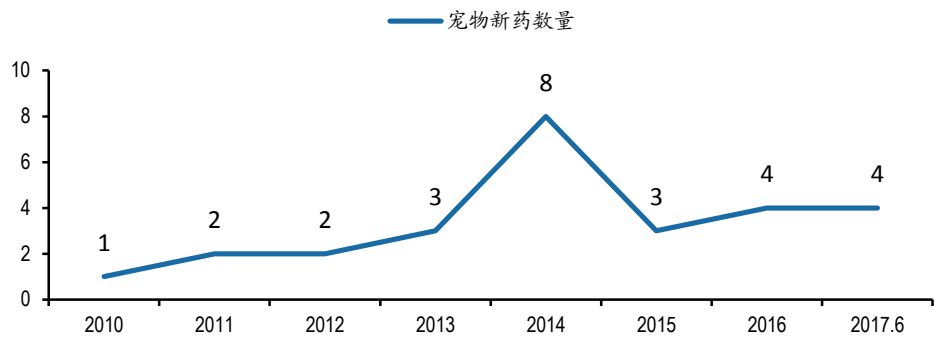
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

| | |
|--------------------|-----------|
| 金坛市凌云动物保健品有限公司 | 非泼罗尼滴剂 |
| 湖北美天生物科技有限公司 | 非泼罗尼滴剂 |
| 青岛六合药业有限公司 | 复方氯硝柳胺片 |
| 潍坊诺达药业有限公司 | 复方氯硝柳胺片 |
| 菏泽普恩药业有限公司 | 复方氯硝柳胺片 |
| 南京金盾动物药业有限责任公司 | 复方氟康唑乳膏 |
| 青岛蔚蓝生物股份有限公司 | 美洛昔康注射液 |
| 保定阳光本草药业有限公司 | 美洛昔康注射液 |
| 山东鲁抗里乐药业有限公司高新区分公司 | 美洛昔康注射液 |
| 青岛农业大学 | 美洛昔康注射液 |
| 浙江国邦药业有限公司 | 注射用马波沙星 |
| 浙江华尔成生物药业股份有限公司 | 注射用马波沙星 |
| 湖北泱盛生物科技有限公司 | 马波沙星片 |
| 天津生机集团股份有限责任公司 | 马波沙星片 |
| 广东海纳川药业股份有限公司 | 马波沙星片 |
| 武汉回盛生物科技有限公司 | 马波沙星片 |
| 长沙施比龙动物药业有限公司 | 马波沙星片 |
| 浙江海正药业有限公司 | 塞拉菌素滴剂 |
| 东北农业大学 | 塞拉菌素滴剂 |
| 兰州畜牧与兽药研究所 | 塞拉菌素滴剂 |
| 北京欧博方医药科技有限公司 | 维他昔布咀嚼片 |
| 新疆畜牧科学院兽医研究所 | 吡喹酮咀嚼片 |
| 北京中农华威制药股份有限公司 | 吡喹酮咀嚼片 |
| 瑞普(天津)生物药业有限公司 | 美洛昔康片 |
| 江西省特邦动物药业有限公司 | 美洛昔康片 |
| 保定冀中药业有限公司 | 美洛昔康片 |
| 天津瑞普生物技术股份有限公司 | 美洛昔康片 |
| 北京生泰尔科技股份有限公司 | 柴胡口服液(中药) |
| 爱迪森(北京)生物科技有限公司 | 柴胡口服液(中药) |

数据来源: 国家兽药基础信息查询系统、汉维生物、广发证券发展研究中心

图41: 农业部批准宠物新药数量增加



数据来源: 农业部、汉维生物、广发证券发展研究中心

宠物疫苗: 宠物需要定期注射疫苗, 以宠物犬免疫为例, 据萌爪医生介绍, 国际上核心疫苗单次注射的保护力为3-5年, 除首免一年后需加强一次外, 建议每三年加强一次。非核心疫苗的保护力为一年一下, 因此需要每年甚至每半年加强一次。而狂犬病毒疫苗的加强时间还应参考当地法律法规。疫苗的终端价格在30元~80元/针, 因此宠物疫苗市场有巨大空间。

目前我国宠物疫苗以进口产品为主体。据秀宠网报道国内宠物疫苗90%以上被6家外国企业的产品垄断, 其中英特威约占40%的市场份额、硕腾约占24%~30%的市场份额。这些企业都是国际领先的动物保健品公司, 具有极强的研发能力, 我国宠物疫苗企业与之相比有明显的差距。

表 15: 宠物狗需定期免疫

| 免疫程序 | 除狂犬之外的核心疫苗 | 狂犬疫苗 | 非核心疫苗 |
|----------|------------|------------|-------|
| 6~8 周龄 | | | |
| 10~12 周龄 | | | |
| 14~16 周龄 | | | |
| 初次免疫后一年 | | | |
| 之后每一年 | | 每三年或遵守当地规定 | |
| 之后每三年 | | | |

数据来源: 萌爪医生、广发证券发展研究中心

表 16: 在我国获得宠物疫苗注册的外国企业共六家

| 企业名称 | 疫苗种类 |
|-----------|----------------------------|
| 英特威国际有限公司 | 犬瘟热、传染性肝炎、细小病毒病、副流感四联活疫苗 |
| | 犬钩端螺旋体(犬型、黄疸出血型)二联灭活疫苗 |
| | 犬、猫灭活疫苗 |
| | 犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗 |
| 硕腾公司 | 犬瘟热、腺病毒 2 型、副流感和细小病毒病四联活疫苗 |

| | |
|-------------|--|
| | 犬瘟热、腺病毒 2 型、副流感和细小病毒病四联活疫苗-犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二联灭活疫苗-犬冠状病毒灭活疫苗 |
| | 犬细小病毒病活疫苗 |
| 梅里亚有限公司 | 犬瘟热、腺病毒病、细小病毒病、副流感病毒 2 型呼吸道感染四联活疫苗-犬钩端螺旋体病、黄疸出血钩端螺旋体病二联灭活疫苗 |
| | 狂犬病灭活疫苗（G52 株） |
| 勃林格殷格翰动物保健 | 狂犬病灭活疫苗（HCP-SAD 株） |
| | 猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白湿细胞减少症三联灭活疫苗 |
| 西班牙海博莱生物大药厂 | 犬瘟热、腺病毒病、细小病毒病、副流感病毒四联活疫苗-犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二联灭活疫苗 |
| 法国维克有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（VP12 株） |

数据来源：国家兽药基础信息查询系统、广发证券发展研究中心

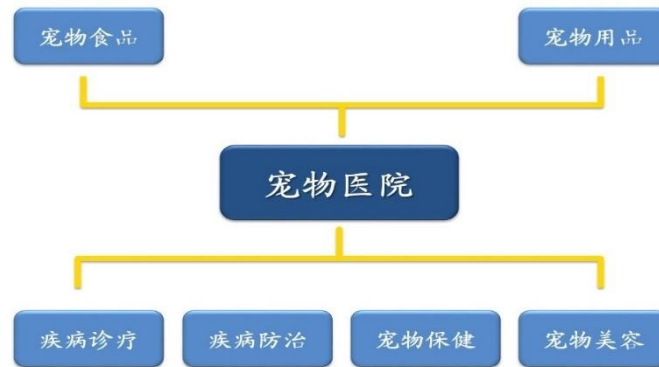
表 17：我国拥有宠物疫苗批准文号的企业数量少、疫苗品种单一

| 拥有批准文号的企业 | 疫苗种类 |
|------------------|--|
| 唐山怡安生物工程有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（CTN-1 株） |
| 吉林和元生物工程股份有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（CVS-11 株） |
| 广州市华南农大生物药品有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（dG 株） |
| 乾元浩生物有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（FluryLEP 株） |
| 瑞普（保定）生物药业有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（FluryLEP 株） |
| 齐鲁动物保健品有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（FluryLEP 株） 犬瘟热活疫苗（CDV-11 株） |
| 辽宁益康生物制品有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（Flury 株） |
| 中牧实业股份有限公司江西生物药厂 | 狂犬病灭活疫苗（Flury 株） 狂犬病、犬瘟热、副流感、腺病毒病、细小病毒病五联灭活疫苗 |
| 辽宁成大动物药业有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（PV2061 株） |
| 武汉科前动物生物制品有限责任公司 | 狂犬病灭活疫苗（SAD 株） |
| 上海海利生物药品有限公司 | 狂犬病灭活疫苗（SAD 株） |
| 福州大北农生物科技有限公司 | 犬瘟热、细小病毒二联活疫苗（BJ/120 株+FJ/58 株） |

数据来源：国家兽药基础信息查询系统、广发证券发展研究中心

宠物医院：容易培养客户粘性，可以作为企业进入其他子行业的切入口，而产业链整合将加强企业的市场竞争力。宠物医院主要的盈利方式就是收取患者医疗与保健的相关服务费用。据第一财经日报报道，一线城市的宠物医院，医疗和美容用品的收入比例为 7: 3，寄养和美容毛利为 60%~80%，诊疗毛利率为 50%~60%，单店流水平均毛利率约 50%，国内最好的宠物医院年收入可以达到 3 万/平。另据宠物行业协会统计，宠物医院行业的平均净利率为 18%~20%。

图42: 宠物医院是连接上下游行业的关键点



数据来源: 广发证券发展研究中心

从事宠物医院行业除了要符合国家一系列规章制度,完善的基础设施、医疗设备外,还需要有专业的从业人员。其中人才储备对于宠物医疗的发展至关重要。宠物医院的所有操作领域都需要大量知识和技能的投入,诊断和治疗需要高水平的手动护理,兽医需要受过良好教育、具有很高的技术水平。

表18: 宠物医院从业资质须具备一定的要求

| 从业要求 | 内容 |
|------|--|
| 法律规章 | 《中华人民共和国动物防疫法》、《执业兽医管理办法》、《动物防疫条件审核管理办法》、《动物诊疗机构管理办法》等 |
| 基础设施 | 候诊室、诊断室、治疗室、药房、化验室、手术室、住院部等 |
| 医疗设备 | 血球分析仪、血液生化仪、血尿离子分析仪、X光机、B超仪、离心机、胃窥镜、结肠镜、关节镜、检眼镜、检耳镜等 |
| 医疗团队 | 具备三名以上注册的执业兽医 |

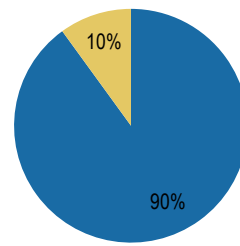
数据来源: 宠物天空, 广发证券发展研究中心

连锁医院竞争格局分散, 期待龙头引领变革

目前我国宠物医疗行业处于初级阶段,我国宠物医院性质以私营和个体商户为主。据智研咨询统计,我国排名前10的宠物连锁医疗机构总收入占市场总收入低于10%,而美国宠物连锁医院可以达到25%。

图43: 90%的宠物医院固定资产在1000万以下

■ 固定资产1000万以下 ■ 固定资产1000万—5000万



数据来源: 智研咨询, 广发证券发展研究中心

表19: 我国主要宠物连锁医院分布在一二线城市

| 名称 | 成立时间 | 分布 |
|-------|------|-----------------------------------|
| 瑞鹏宠物 | 1998 | 上海、广州、深圳、北京、长沙、无锡、苏州、南宁 |
| 瑞派宠物 | 2012 | 北京、天津、上海、苏州、无锡、杭州、沈阳、哈尔滨、大庆、广州、佛山 |
| 芭比堂 | 1999 | 北京、上海、宁波、济南、广州、深圳、西安、武汉 |
| 派美特 | 2015 | 沈阳、哈尔滨、大连、锦州、抚顺、铁岭 |
| 无锡派特 | 1993 | 北京、华东、华北、华南、华西 |
| 艾贝尔 | 2002 | 南京、上海、苏州、南通、杭州、常州 |
| 北京宠福鑫 | 2005 | 北京、沈阳、西安、河北 |
| 思威国际 | 2007 | 北京、上海、广东、深圳 |
| 安安宠物 | 2015 | 上海、宁波、苏州 |

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

宠物医院连锁经营将成为我国宠物医疗行业主要发展趋势。随着行业规范化发展不符合规定的小型宠物医院将被淘汰。大型连锁宠物医院管理规范, 接诊量大, 医生的临床经验丰富, 设备精良, 共享就诊档案, 诊断及时, 治愈率高, 口碑好, 容易形成客户粘性。医院则会借此机会建立品牌效应, 扩大市场份额, 利用规模化经营, 有效发挥采购, 营销和行政成本优势。

图44: 宠物医院通过建立品牌效应形成客户粘性



数据来源: 瑞鹏股份公开转让说明书, 广发证券发展研究中心

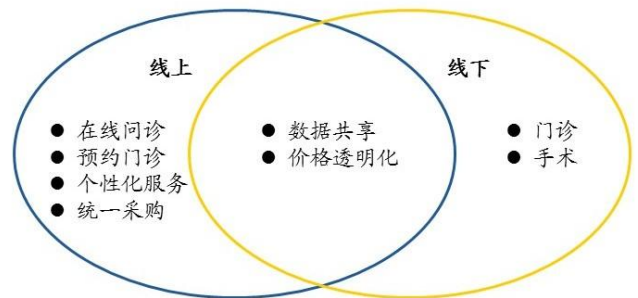
服务精细化、立体化。未来的中国大型宠物医院, 分科更加细致, 医疗设备和技 术也将不断更新、普及, 紧随发达国家脚步, 在宠物的影像、康复、复杂疾 病治疗等领域也将有所收获。未来宠物医院将会形成宠物医疗服务平台与门店相 结合的线上+线下的模式。上线平台可以为顾客提供更加便捷、及时的服务, 根据 需求选择个性化的服务。企业还可以通过上线供货平台, 来升级线下医院的医疗 设备。线上与线下数据共享, 提高效率。同时将实现价格透明化, 消除信息不对 等带给消费者的忧虑。

图45: 美国宠物医院体系成熟



数据来源: 星河研究院, 广发证券发展研究中心

图46: 未来宠物医院线上+线下的模式



数据来源: 易观智库, 广发证券发展研究中心

行业前景广阔, 拥抱高速发展期, 建议关注

伴随行业法律法规的不断完善, 在国人消费能力、情感需求以及资本热度的不 断提升的推动下, 行业步入蓬勃发展期, 潜在市场空间广阔, 建议关注佩蒂股份、 中宠股份、瑞鹏股份(838885.OC, 宠物连锁医院)。

佩蒂股份：深耕海外市场的咬胶行业龙头，迎来业绩高增长

佩蒂股份2002年成立，2017年7月份成功在A股上市，是国内最大的咬胶生产企业，同时也是我国宠物休闲食品领域最具规模和影响力的企业。公司主要从事宠物食品的研发、生产和销售，产品包括畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可食用小动物玩具、烘焙饼干等系列产品。公司的产品主要以ODM形式对外出口，辅以少量国内销售，目前主要出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区，客户以宠物产品品牌商、零售超市、宠物产品专卖店为主。

2017年公司主营业务收入6.32亿元，同比增长14.79%。按产品分类，畜皮咬胶收入占比达到48%，植物咬胶收入占比达到47%；17年实现毛利润2.36亿元，其中畜皮咬胶毛利占比为46%，植物咬胶毛利占比为51%，咬胶业务为公司主要收入来源及利润来源。按地区分类，2014-17年平均海外销售收入占比达到97%，海外市场为公司主要收入来源。17年公司归母净利润1.07亿元，同比增长32.84%，17年度公司实现量利齐增。

图47：佩蒂股份的主要产品分类



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

➤ 高研发投入提高核心竞争力，ODM客户维持稳定增长

公司的核心竞争力就是公司的技术优势及产品质量优势，行业领先的研发投入占比及多年以来的积累有助于巩固公司竞争优势的可持续性，下游客户很难找到合适的替代产能，公司产品需求得到有效保证

销售渠道稳定，供货量稳步上升。深耕多年海外市场，公司已与主要客户 Spectrum Brands、Petmatrix 建立长期合作关系，同时积极开拓沃尔玛、PetSmart

等零售端渠道，长期合作的品牌客户及零售巨头将是公司海外市场高速发展的重要着力点。

➤ 国内市场迎来高景气度，行业龙头乘“东风”

国内宠物市场将迎来高景气度，同时宠物食品行业中宠物零食板块占比不断提升，宠物零食板块的增长率要高于整个宠物食品行业。公司作为国内咬胶行业龙头，国内市场销售额及市占率（约0.04%左右）还处于较低水平，仍有较大增长空间。

另外，公司未来将更多地挖掘国内市场，在保持国际市场取得稳定增长的同时，将市场开发的重点转向国内市场的深度开发，根据公司18年4月11号《关于关于投资设立全资子公司的公告》，公司设立全资子公司佩蒂智创（杭州）宠物科技有限公司以拓展国内市场。依托公司多年来ODM模式积累的产品质量及品牌优势，同时借助线上线下两种销售渠道，我们预计国内市场销售额及市占率将持续提高。

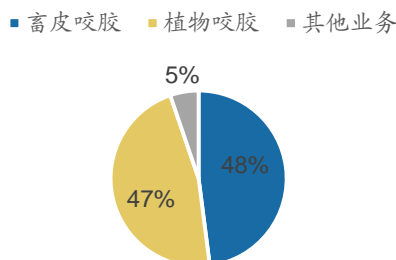
➤ 以销定产，产能扩张下未来销量增长可期

公司采取“以销定产”模式组织生产，客户通常会提前2-3个月向公司发送订单，收到订单后，按照既定的管理程序采购、生产和发货，整个流程通过生产管理系统完成。该生产模式有效地提高了公司的存货周转率，公司存货周转率显著优于同行业其他公司。

公司目前产能基本饱和，随着17年7月份募投项目的建设以及越南两个建设基地产能的释放，公司18、19年畜皮咬胶和植物咬胶的产能将由现阶段的6000吨及5000吨分别提升至11,000吨和12,500吨。公司长期以来产能一直在满负荷运转，在公司以销定产的生产策略下，公司大规模扩充产能体现了市场的需求以及公司对于未来发展的信心，公司产能扩张背景下销量增长值得期待。

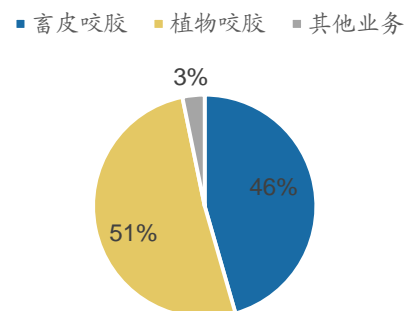
风险提示：汇率风险、食品安全、品牌开拓不及预期等风险

图48：2017年佩蒂股份咬胶业务收入占比达到95%



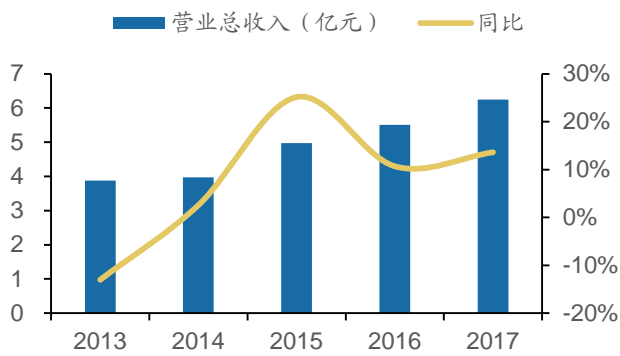
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图49：2017年佩蒂股份咬胶业务毛利占比达到97%



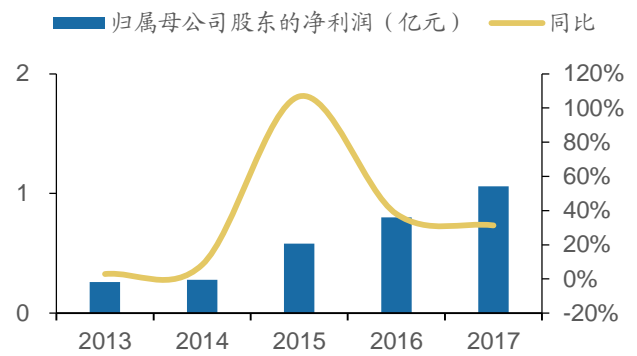
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图50: 2017年度主营业务收入同比增长14.79%



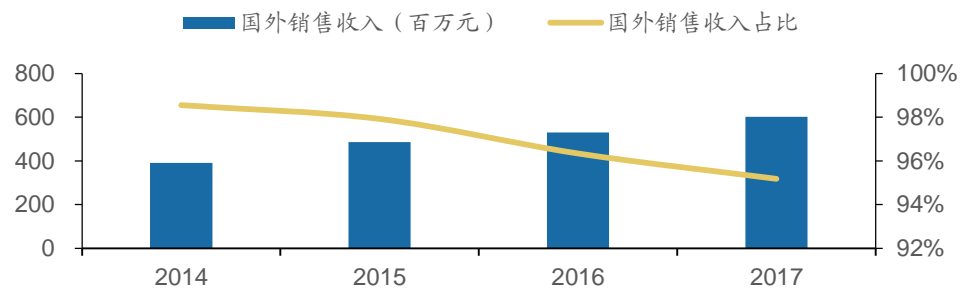
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图51: 2017年度归母净利润同比增长32.84%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图52: 海外市场为佩蒂股份的主要收入来源



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 20: 佩蒂股份主要产品产能、产量及产能利用率情况

| 产品类别 | 期间 | 产能 (吨) | 产量 (吨) | 销量 | 产能利用率 | 产销率 |
|--------|---------|--------|----------|---------|---------|---------|
| 畜皮咬胶 | 2016 年度 | 6000 | 6717.54 | 6795.79 | 111.86% | 101.17% |
| | 2015 年度 | 6000 | 6224.12 | 6209.80 | 103.74% | 99.77% |
| | 2014 年度 | 6000 | 6038.49 | 5976.29 | 100.64% | 98.97% |
| 植物咬胶 | 2016 年度 | 5,000 | 4,678.38 | 4660.83 | 93.57% | 99.62% |
| | 2015 年度 | 4,000 | 3,799.58 | 3790.84 | 94.99% | 99.77% |
| | 2014 年度 | 3,000 | 2,032.23 | 2018.21 | 67.74% | 99.31% |
| 营养肉质零食 | 2016 年度 | 400 | 275.34 | 273.05 | 68.84% | 99.17% |
| | 2015 年度 | 400 | 362.53 | 359.12 | 90.63% | 99.06% |
| | 2014 年度 | 400 | 185.48 | 184.61 | 46.37% | 99.53% |

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

中宠股份: 宠物零食领军者, 加速国内市场开拓步伐

公司主要从事宠物零食的生产和销售, 系列产品共1,000余个品种, 2017年公司实现营收10.15亿元, 其中宠物零食、宠物罐头分别占比82%、14%。销售区域

方面，公司产品以出口为主、以销定产，同时积极开拓国内市场，2017年公司国内业务收入占比提升至15%。

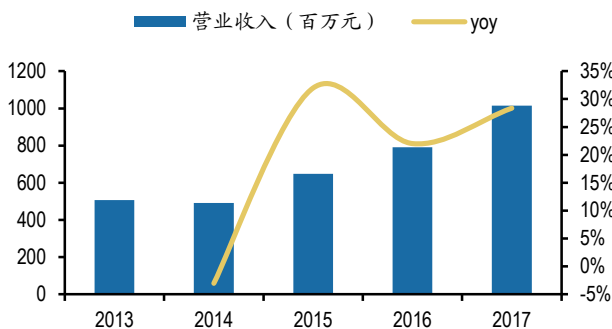
公司现有的宠物零食、宠物罐头产能利用率较高。通过募投项目，公司产能有望实现快速增长；同时，公司亦通过美国子公司American Jerky建设主粮产能。参考海外宠物食品巨头，多品牌策略具有明显优势，公司先后在国内外注册“顽皮”、“Dr.Hao”、“JerkyTime”、“脆脆香”等商标，品牌矩阵、辨识度和认可度正在逐步形成。销售渠道方面，公司覆盖较为全面，有望在专业渠道和线上渠道上持续发力。

渠道方面，公司通过线上线下多种途径建设全面的营销网络，涵盖专业渠道（宠物店和宠物医院）、商超渠道、电商渠道等。特别是专业渠道和线上渠道，公司有望持续发力。

- 专业渠道：公司与宠物店、宠物医院深入合作，优势互补。公司入股北京美联众合资产管理有限公司，持股比例4.85%，该公司下设 40余家直营连锁动物医院，有望进一步加强双方的业务合作；
- 线上渠道：公司与京东、亚马逊、1号店、波奇网等电商网站开展合作，并着力打造“顽皮官方旗舰店”、“顽皮自营品牌店”等直销平台。

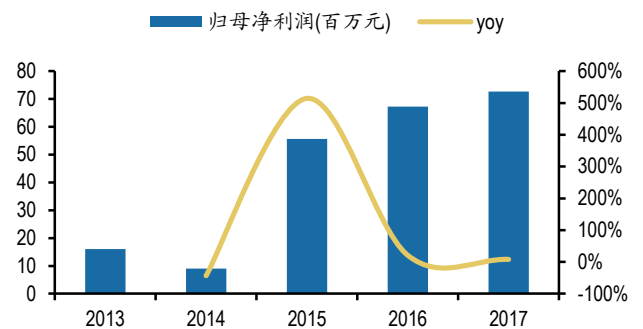
风险提示：汇率风险、食品安全、品牌开拓不及预期等风险

图53：2017年中宠股份营业收入达10.15亿元



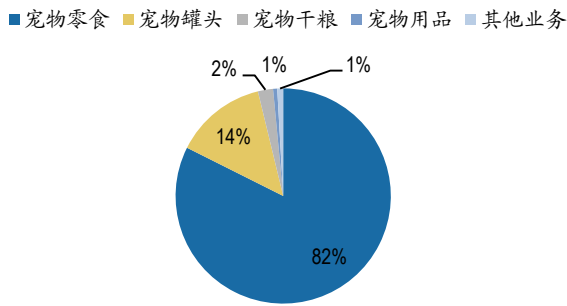
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图54：中宠股份历年归母净利润及增速



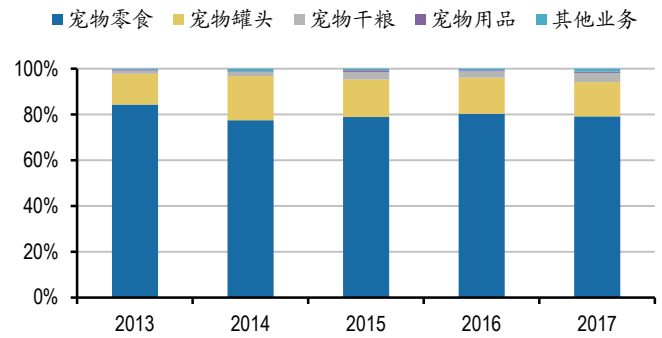
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图55: 中宠股份82%的收入来自宠物零食 (2017年)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图56: 中宠股份毛利润主要来自宠物零食和宠物罐头



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心


表21: 中宠股份主要产品情况

| 序号 | 产品名称 | 产品外观 | 原料组成 |
|-------------|-------|---|--|
| 宠物零食 | | | |
| 1 | 鸡肉片 |  | 鸡胸肉、植物蛋白、淀粉、植物甘油、食用盐。 |
| 2 | 鸭肉钙骨 |  | 鸭胸肉、大豆分离蛋白、淀粉、酪蛋白、小麦粉、食用盐、丙三醇。 |
| 3 | 鸡肉卷鳕鱼 |  | 鸡胸肉、鳕鱼、植物蛋白、淀粉、植物甘油。 |
| 4 | 三明治 |  | 鸡胸肉、鳕鱼、植物蛋白、淀粉、植物油、白砂糖、蒜粉、植物甘油、食用盐、胭脂虫红。 |
| 5 | 鸡肉哑释 |  | 鸡胸肉、牛皮、糯米、植物蛋白、植物甘油、食用盐。 |
| 宠物罐头 | | | |

| | | | |
|---|----------------|---|--|
| 1 | 牛肉罐头 |  | 牛肉（澳洲进口）、鸡肉及其副产品、水、淀粉、卡拉胶、食用盐、碳酸钙、复合维生素（A、B2、B3、B5、D3、E）。 |
| 2 | 角切鸡肉 |  | 鸡肉及其副产品、淀粉、胡萝卜、青豆、玉米、大豆分离蛋白、氨基葡萄糖、水、复合矿物质、复合营养素、复合维生素、氯化胆碱、纤维素、红曲红、焦糖色素。 |
| 3 | 鸡肉+鸡胗 犬用鲜封包 |  | 鸡肉、鸡胗、鸡肝、水、淀粉、食用盐、卡拉胶、碳酸钙、低聚异麦芽糖、茶多酚、复合维生素（A、B2、B3、B5、D3、E）。 |
| 4 | 清香鳕鱼角 切 |  | 金枪鱼、鸡肉及其副产品、水、小麦粉、大豆分离蛋白、瓜尔豆胶、食用盐、酪氨酸钠、牛磺酸、卡拉胶、氧化铁红、红曲红。 |
| 5 | 鸡肉慕斯 |  | 鸡肉、鸡肝、淀粉、水、卡拉胶、瓜尔豆胶。 |

宠物干粮

| | | | |
|---|------------|---|---|
| 1 | 幼猫猫粮 |  | 鸡肉粉、小麦、玉米、谷朊粉、奶粉、鸡油、鱼油、鱼粉、轻质碳酸钙、牛磺酸、甘露寡糖、菊糖等。 |
| 2 | 成猫猫粮 |  | 鸡肉粉、鸡肉骨粉、小麦、玉米蛋白粉、谷朊粉、鸡油、鱼油、鱼粉、轻质碳酸钙、牛磺酸、菊糖、丝兰粉等。 |
| 3 | 小型犬幼犬 粮 |  | 鸡肉粉、大米、小麦、玉米、谷朊粉、鸡油、轻质碳酸钙、鱼油、甘露寡糖、菊糖、丝兰粉等。 |
| 4 | 贵宾犬幼犬 粮 |  | 鸡肉粉、大米、小麦、鸡油、谷朊粉、轻质碳酸钙、鱼油、菊糖、丝兰粉、维生素等。 |

- 5 中大型犬幼犬粮  鸡肉粉、小麦、大米、谷朊粉、鸡油、菊糖、轻质碳酸钙、鱼油、丝兰粉、维生素等。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表22: 募投项目中，中宠股份新建两条宠物食品生产线

| 项目名称 | 项目投资金额（万元） | 建设期 |
|----------------------------|------------|-------|
| 年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目 | 12,200 | 12 个月 |
| 年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目 | 4,500 | 12 个月 |

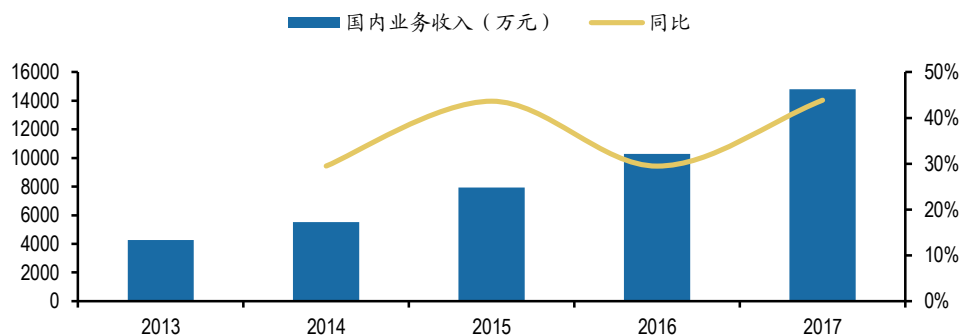
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表23: 中宠股份新建产能投产节奏情况（单位：吨）

| 项目名称 | 建设完成第 1 年 | | 建设完成第 2 年起 | |
|----------------------------|-----------|-------|------------|-------|
| | 产能 | 产量 | 产能 | 产量 |
| 年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目 | 2,280 | 2,280 | 3,000 | 3,000 |
| 年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目 | 3,800 | 3,800 | 5,000 | 5,000 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

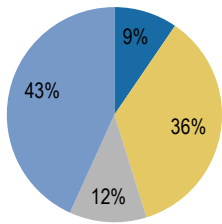
图57: 中宠股份国内业务收入及增速情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图58: 中宠股份国内销售渠道占比情况 (2016年)

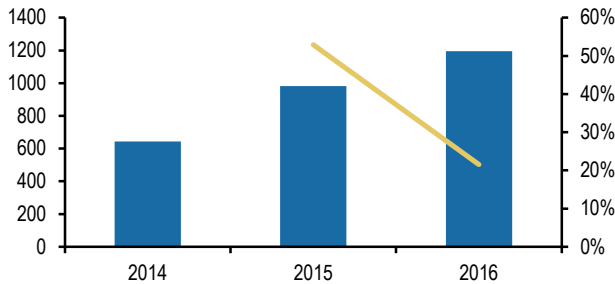
■ 直销 ■ 经销-电商渠道 ■ 经销-商超渠道 ■ 经销-专业渠道



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图60: 2014-16年中宠股份商超渠道增长情况

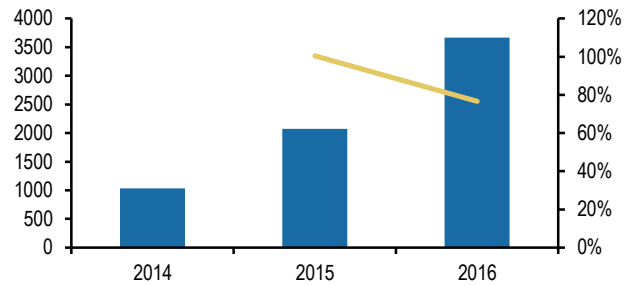
■ 经销-商超渠道的销售额 (万元) ■ 同比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图59: 中宠股份国内电商销售增长迅速

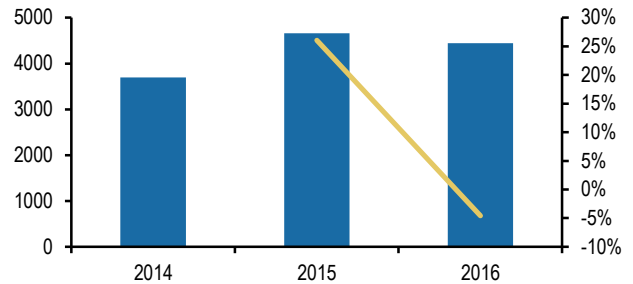
■ 经销-电商渠道的销售额 (万元) ■ 同比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图61: 2014-16年中宠股份专业渠道增长情况

■ 经销-专业渠道的销售额 (万元) ■ 同比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

瑞鹏股份: 专注宠物医院二十载, 新三板第一家宠物医疗企业

公司成立于1998年, 2016年8月在新三板挂牌。公司目前在全国共经营100多家直营连锁宠物医院, 覆盖北京、上海、广州、深圳、苏州、无锡、天津、长沙、南宁等地, 是目前中国乃至亚洲综合实力领先的宠物医疗服务机构。旗下有瑞鹏宠物医院和美联众合动物医院两大连锁品牌。每年为几十万只宠物提供高品质的产品和服务, 年接诊量超过50多万例。2017年营业收入为2.97亿, 同比增长56.3%。

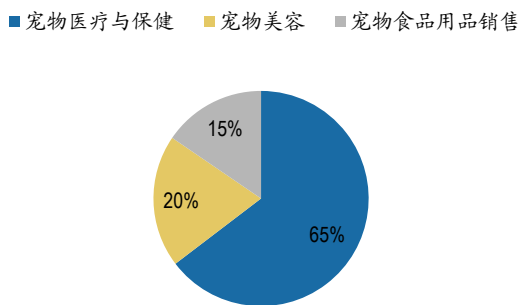
公司战略明确、布局完善。公司有明确的扩张战略, “以一线城市为根基、逐步向二线城市辐射”并将借助资本市场力量, 在未来逐步完成在全部一线城市、主要二线发达城市和有发展潜力的三线城市的布局。整合竞争对手从地域和规模上实现扩张, 迅速占领市场份额。深化发展“1+P+C”模式(即中心医院+专科医院+社区医院), 优化资源配置、节约成本。采用“集中采购”模式, 增强对上游供应商的议价能力。

人才储备行业领先。公司2013年成立的内部培训学院——“瑞鹏学院”, 于2016年升级为深圳市维特临床兽医培训中心有限公司, 进一步汇聚公司在动物诊

疗技能培训方面的优质资源，培养人才；与全国各大高校开展深度合作，现已和南京农业大学、华南农业大学、东北农业大学、四川农业大学、西北农林科技大学、甘肃农业大学等重点高校签订了合作协议旨在每年为公司吸收优秀动物医学人才。通过报酬激励和经营企业文化避免核心人员流失。从而为公司在长期竞争中占得先机。

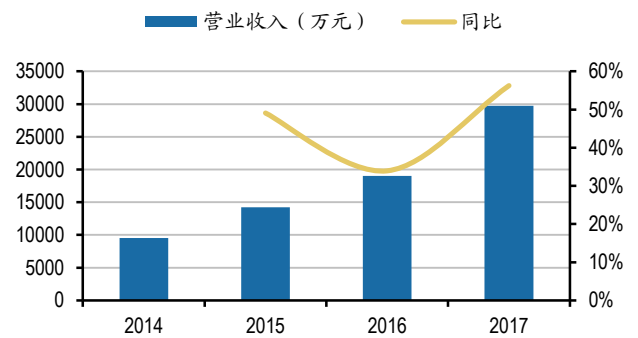
风险提示：行业竞争加剧的风险、人才流失的风险等

图62：瑞鹏股份16年宠物医疗与保健占收入的65%



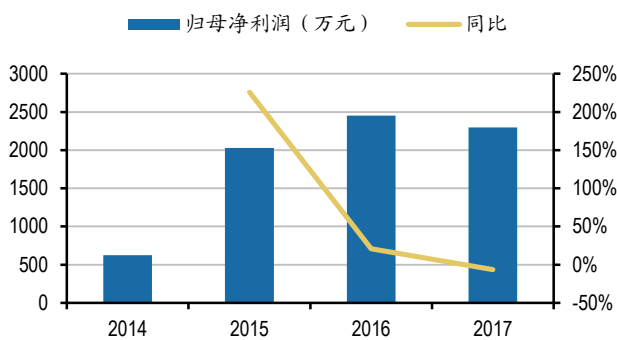
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图63：瑞鹏股份17年营业收入同比增长56.3%



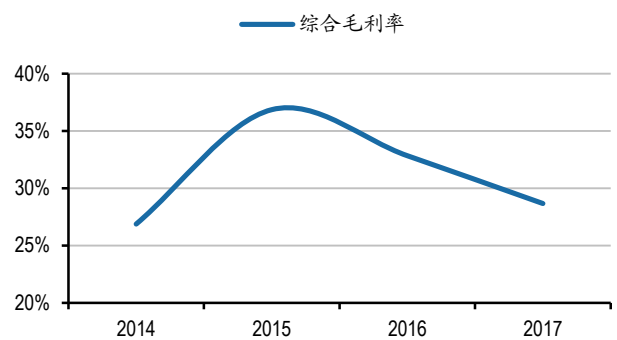
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图64：瑞鹏股份17年实现归母净利润约0.23亿



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图65：瑞鹏股份17年毛利率约29%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

原材料价格波动风险：原材料价格波动直接影响宠物食品公司的营业成本；另一方面，公司通常保留一部分原材料安全库存以维持正常生产，如果原材料价格短期内大幅下降，公司将存在存货出现跌价损失的风险。

国内市场竞争加剧的风险：公司投入较大费用进行开拓国内市场，存在无法完成预期目标的风险。

汇兑风险：出口业务采用美元报价及结算，汇率的异常波动将影响出口业务的毛利率水平，从而影响公司利润。

广发农林牧渔行业研究小组

- 王 乾: 首席分析师, 复旦大学金融学硕士、管理学学士。2017 年新财富农林牧渔行业入围; 2016 年新财富农林牧渔行业第四名, 新财富最具潜力分析师第一名, 金牛奖农林牧渔行业第一名。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩: 资深分析师, 复旦大学理学硕士、学士, 主要覆盖畜禽养殖、农产品加工和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 张斌梅: 资深分析师, 复旦大学管理学硕士, 主要覆盖饲料、种植业和大宗农产品, 2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣: 联系人, 复旦大学金融学学士, 曼彻斯特大学发展金融硕士, 主要覆盖动保、水产板块。2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。