

多维度深度拆解：如何理解当前时点宠物食品板块投资机会？

基本结论

- **基于消费分层，如何理解不同象限细分的竞争要素与壁垒？**根据国金可选消费研究团队构建的竞争力四象限研究框架，我们认为宠食主要位于一、二象限。其中，1) 高端主粮位于第一象限，对原料来源&配方较为重视、决策谨慎度较高（涉及到健康），关键竞争要素在产品&品牌力；2) 大众主粮位于第二象限，产品购买决策谨慎度偏中性，追求产品性价比，更强调通过强渠道力。根据产品属性，我们对消费者品牌粘性进行赛道排序：主粮（干粮主粮&湿粮主粮）>零食（肉干、冻干等）>用品（猫爬架、抓板、猫砂盆等）。
- **超高端“外资”VS 国内大众品牌的模式差异底层拆分：**以渴望、法米娜为代表的外资宠食品牌基于优质成熟的海外供应链、长期权威测评提供信任背书、以及生动品牌形象故事的演绎，中期高端地位稳固，国产宠粮稳居中高端&大众市场。短期以福贝为代表的代工端的表现观盈利能力表现较下游品牌更为突出，长期角度，伴随国产品牌力确立、中高端价格带形成长期稳定复购后，结合融资降温带来品牌格局优化，看好品牌端盈利弹性释放。
- **产品力拆解：国产品牌新阶段，有望从哪些维度突围？**1) 干粮：成分“鲜”度构建差异化分层，自主产能构建研发领先基础，原材料端产地资源的赋能、高端鲜肉乳化设备、辐照设备等为代表的设备壁垒当前仍存。2) 湿粮：主食罐为重要升级趋势，制造端产能分布更为分散，海外湿粮原料&产能的稀缺性已成为高端差异化竞争的重要变量。
- **如何理解国内品牌企业的后续投资逻辑与机会挖掘？**

产品研发：顺应“鲜肉占比提升”趋势，生产端资源禀赋这一变量重要性提升。①原料端：以山东为代表的禽类&鱼类产业链、泰国的鱼类养殖基地后续有望发挥资源优势，产业链集群效应日渐凸显。②设备端：双螺杆技术、辐照技术等技术引进，投资先发优势构建产能优势，也奠定了后续工艺升级和创新基础。

品类端：紧抓主粮升级大机遇，专业化&细分化是升级主线。产品端的升级离不开产业链端的配方和工艺创新，例如中宠在国内零食领域取得龙头地位后，基于产能前瞻布局，积极引进国际领先干粮、湿粮设备产能，进行“鲜肉粮”、高端主食湿粮罐、主食冻干的研发突破。

高效品牌构建：内资品牌更高效的渠道和品牌沟通体系。国内品牌凭借更高效的消费者沟通，凭借电商渠道运营、抖音等高效的传播媒体构建消费者认知，在产品形态创新升级上更为前沿。例如冻干与主粮的结合、益生菌工艺的添加、羊奶零食的诞生等。

投资建议

- 推荐中宠股份（湿粮强势领先，干粮产能投产、拓品类驱动高成长），重点关注佩蒂股份（海外咬胶领先者，自主品牌“大单品”策略推进顺利）、乖宝宠物（未上市，国内宠物主粮龙头，引领产品中高端升级）、源飞宠物

风险提示

- 汇率波动的风险；原材料价格大幅波动的风险；自主品牌建设不及预期的风险；费用过度投放导致业绩不及预期的风险

尹新悦 分析师 SAC 执业编号：S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

内容目录

1 基于竞争要素视角，如何理解宠物食品消费分层？	4
2 超高端“外资”VS 国内大众品牌的商业模式差异？	5
2.1 格局剖析：外资占据高端，国产稳居中高端&大众市场	6
2.2 高端外资品牌构建的底层要素有哪些？	8
2.3 如何理解大众国产品牌的成长路径和盈利优化空间？	8
3 产品维度分析，国产品牌的关键竞争要素是什么？	11
3.1 干粮：成分“鲜”度构建差异化分层，自主产能构建研发领先基础	12
3.2 湿粮：主食罐为重要升级趋势，海外原料铸就高端差异化竞争	15
4 国内（待）上市企业的挑战与破局之道？	17
4.1 聚焦干粮产能投放，后续同质化竞争值得重视	17
4.2 破局之道：猫粮为主攻方向，研发为擎，中高端致胜	19
5 投资建议	20
中宠股份：湿粮强势领先，干粮产能投产、拓品类驱动高成长	20
佩蒂股份：自主品牌“大单品”策略推进顺利，海外咬胶领先者	21
乖宝宠物（未上市）：国内宠物主粮龙头，引领产品中高端升级	21
源飞宠物：领先的宠物牵引用具、零食产品制造商。	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：21 年国内宠物市场重回高增速	4
图表 2：2017-2021 年中国宠物市场量价拆分	4
图表 3：中美宠物市场消费容量相差 3 倍	4
图表 4：中国及其他国家和地区养宠渗透率比较	4
图表 5：消费品竞争力四象限分析框架	5
图表 6：宠食品牌近十年来呈分散态势	6
图表 7：2011 年至今国内宠物食品品牌市占率变迁历程	7
图表 8：狗粮价格带分布	7
图表 9：猫粮价格带分布	7
图表 10：外资宠食高端品牌故事	8
图表 11：2019-2022 年各品牌大促排名榜单	9
图表 12：中宠自主品牌凭借湿粮罐头先发优势，当前已形成全品类布局	9
图表 13：乖宝率先在切入主粮赛道，实现靓丽成长	10
图表 14：福贝各品类营收曲线	10
图表 15：美国宠物上市公司经营利润率	10
图表 16：国内宠物公司盈利模型	10
图表 17：国内宠物公司销售费用率-营业利润率敏感性分析	11

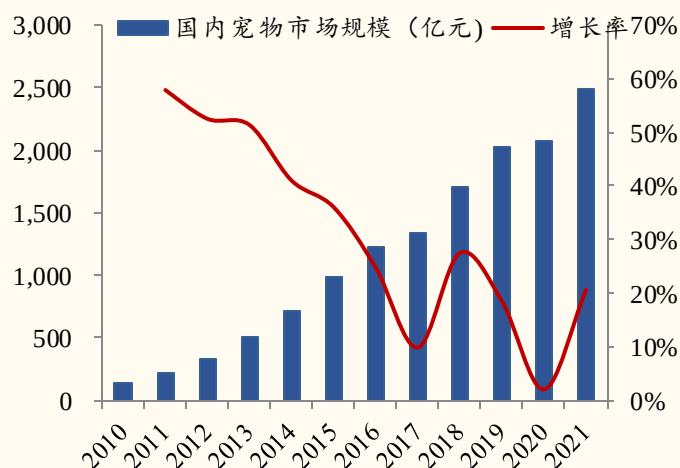
图表 18: 2018-2021 年宠物行业融资规模: 2021 年起, 融资有衰退趋势.....	11
图表 19: 城镇宠物犬食品市场消费结构.....	12
图表 20: 城镇宠物猫食品市场消费结构.....	12
图表 21: 宠物食品各品类对比.....	12
图表 22: 狗干粮主要品牌份额变化.....	13
图表 23: 猫干粮主要品牌份额变化.....	13
图表 24: 犬主人新兴品类知晓度.....	13
图表 25: 猫主人新兴品类知晓度.....	13
图表 26: 犬主粮购买品类偏好度.....	14
图表 27: 猫主粮购买品类偏好度.....	14
图表 28: 它博会新品干粮升级趋势演进.....	14
图表 29: 宠物干粮的工艺路线升级方向.....	15
图表 30: 麦富迪犬主粮产品升级路径.....	15
图表 31: 猫湿粮占比高, 21 年同比+16.1%.....	16
图表 32: 猫湿粮主要品牌份额变化.....	16
图表 33: 狗湿粮主要品牌份额变化.....	16
图表 34: 湿粮升级趋势演进.....	17
图表 35: 国内主要宠物公司申报上市情况.....	17
图表 36: 2021 年后, 主要宠物食品企业的融资与宠物食品产能扩张项目.....	18
图表 37: 重点上市公司品牌矩阵.....	18
图表 38: 国内主要宠物(待)上市公司国内业务处于快速成长通道.....	19
图表 39: 宠物猫数量增速快于宠物狗.....	20

写在前面

伴随近期国内优质宠物公司提交招股书推进资产证券化进程，宠物板块近期颇受关注。低渗透率、消费升级、国产替代当前仍是当前宠物行业成长的重要逻辑。一方面，国内养宠渗透率与日本、美国相比仍有较大的发展差距，中国相较于美国中美宠物市场消费容量相差 3 倍，平均单宠消费金额相差 3.5 倍左右，伴随宠物角色认知改变、精细化科学养宠认知提升，国内宠物行业具备长足的发展空间；另一方面，对比日本，其宠物发展初期，也深受雀巢等外资品牌发展影响，但终局也转变为以本土为主的、高集中度品牌格局（参考报告《以日为鉴，三维度探析国货崛起》）。

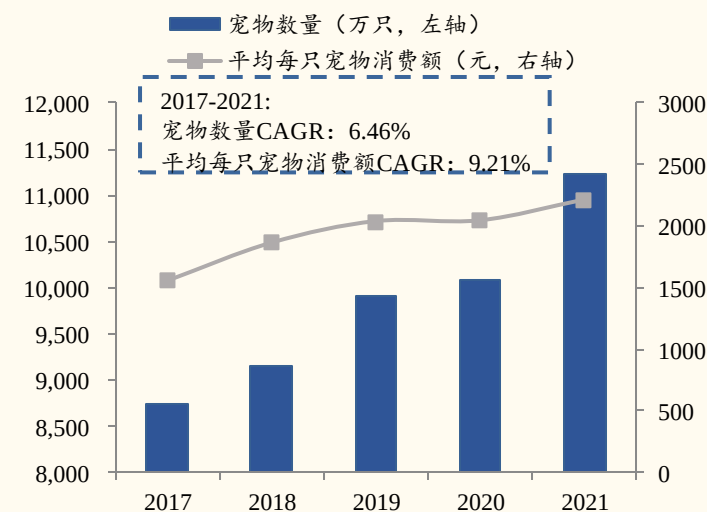
本文基于对宠物食品行业属性的分析，从品牌分层、不同品类成长策略的视角，探究不同品牌、不同宠食品类成长发展的关键竞争要素和典型成长路径。

图表 1：21 年国内宠物市场重回高增速



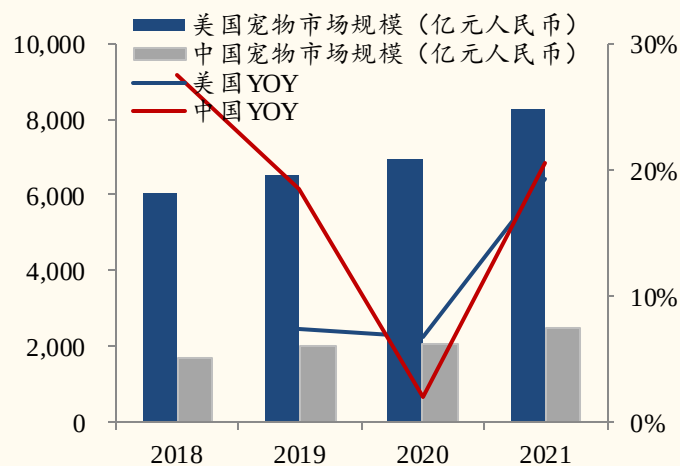
来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

图表 2：2017-2021 年中国宠物市场量价拆分



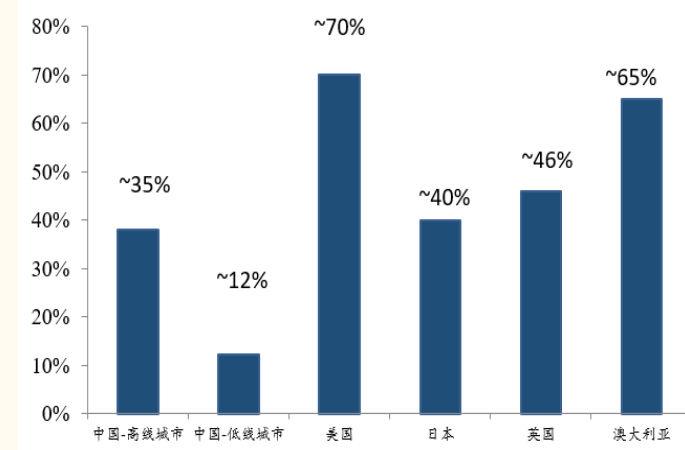
来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

图表 3：中美宠物市场消费容量相差 3 倍



来源：《中国宠物行业白皮书》，APPA, 国金证券研究所

图表 4：中国及其他国家和地区养宠渗透率比较



来源：艾瑞咨询，APPA，国金证券研究所

1 基于消费分层，如何理解不同象限细分的竞争要素与壁垒？

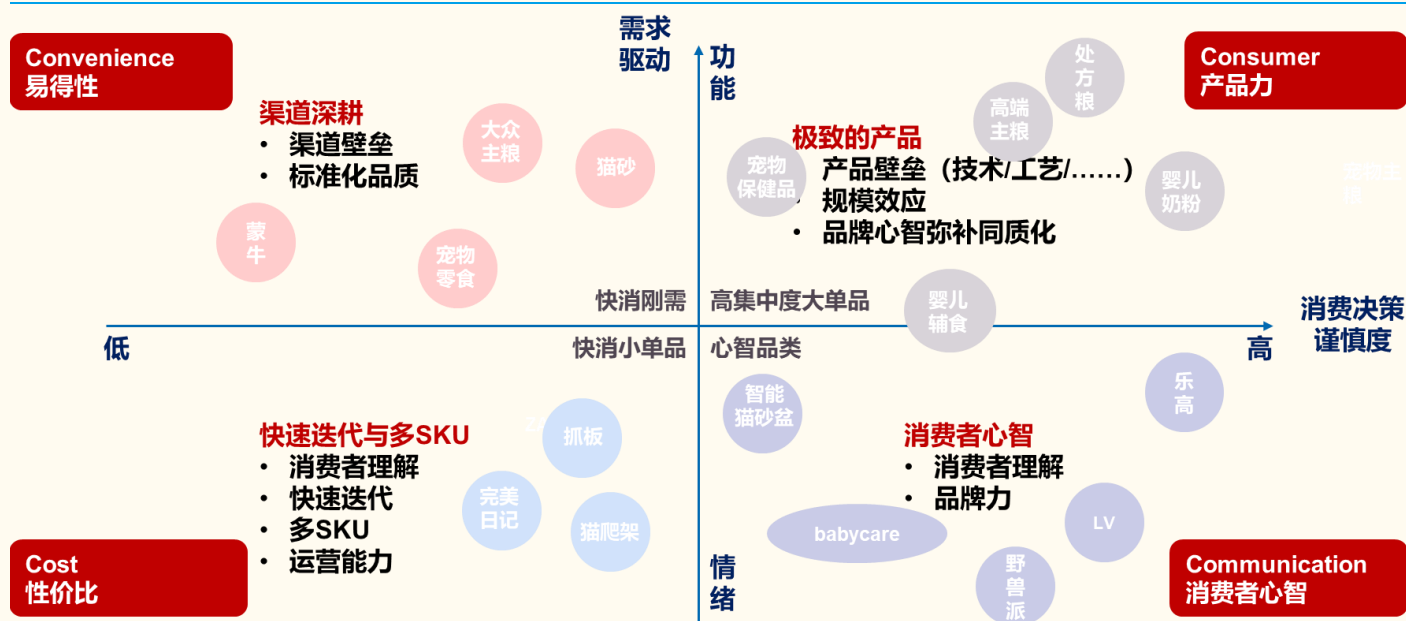
从行业属性角度，基于竞争力四象限研究框架，我们认为宠食食品具备消费层级特征，其中高端宠粮竞争关键在产品力，大众宠粮竞争关键在渠道力带来多维度触达和快周转。

消费分层，高端品关键在产品力，大众品关键在渠道力。根据国金证券可选消费构建的竞争力四象限研究框架（详见报告《营销为王时代：从营销理论更迭看框架思维重构和标的筛选逻辑》），我们认为宠食主要位于一、二象限。其中，按照养宠人群消费力分层，又细分为高端主粮、大众主粮：

1）高端主粮位于第一象限，关键竞争要素在产品&品牌力。高端主粮对应消费主力为一二线年轻养宠群体，此类群体具有较高的科学精细化养宠理念，对原料来源&配方较为重视、决策谨慎度较高（涉及到健康），高端主粮赛道典型品牌如渴望、爱肯拿、希尔斯等，要求更高的产品力竞争壁垒，通过领先性的研发以及工艺配方、稀缺的原料等形成长期稳定大单品，通过优质稳定的产品质量保证食品安全。借鉴海外宠食产品发展思路，处方粮为代表的差异化高壁垒赛道品牌 HILL's（高露洁旗下品牌）凭借处方粮稀缺定位、多年宠物医院渠道建立信任背书，长期保持接近 30% 的经营利润率。

2）大众主粮位于第二象限，关键竞争要素在渠道力。大众主粮对应消费主力为下沉市场养宠群体，相较于高端主粮，产品购买决策谨慎度偏中性，追求产品性价比，更强调通过强渠道力、多触点提升品牌认知度，渠道先发优势较为重要。代表品牌包括皇家、麦富迪、顽皮、比瑞吉等。外资品牌皇家（玛氏旗下）最早于 1995 年进入中国，依靠先发优势构筑深厚的线下渠道壁垒，货架位置突出，资深宠粮品牌形象深入人心。国内头部品牌麦富迪通过赞助综艺、最早邀请代言人等形式进行品牌形象植入，品牌形象积淀深厚。

图表 5：消费品竞争力四象限分析框架



来源：国金证券研究所绘制

宠物零食：主要指肉干、冻干等，位于第二象限，多于训练等互动场景下使用，多 SKU 且更多追求性价比，对于渠道壁垒要求更高，品牌粘性较主粮更低。

根据产品属性，消费者品牌粘性内部排序：高端主粮>大众主粮>零食（肉干、冻干等）>用品（猫爬架、抓板、猫砂盆等）。从品牌力构建难度来看，不同于大众消费品，宠物品牌辐射范围较大众消费品更窄但针对性强，因此对企业来讲，精准营销的重要性提升，当前以抖音、小红书为代表的营销传播方式为消费者品牌心智的建立提供更高效的方式。

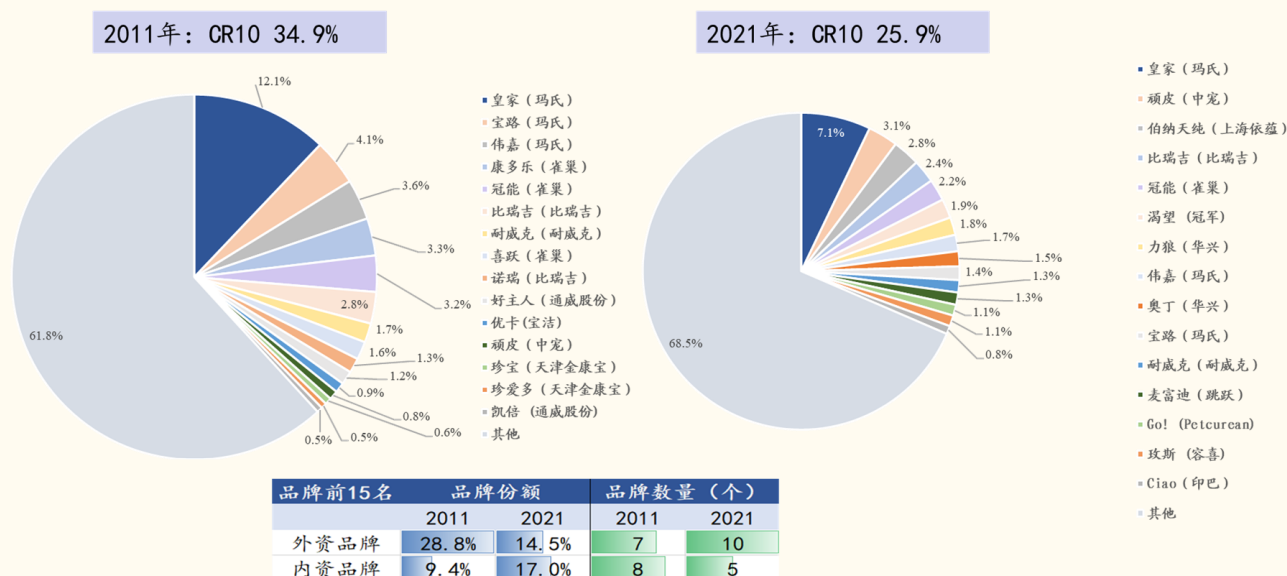
2 超高端“外资”VS 国内大众品牌的模式差异底层拆分

以渴望、法米娜为代表的外资宠食品牌基于优质成熟的海外供应链、长期权威测评提供信任背书、以及生动品牌形象故事的演绎，中期高端地位稳固，国产宠粮稳居中高端&大众市场，短期以福贝为代表的代工端的表现盈利能力表现较下游品牌更为突出，长期角度，伴随国产品牌力确立、中高端价格带形成长期稳定复购后，结合融资降温带来供给端品牌格局优化，我们十分看好品牌端盈利能力的提升。

2.1 格局剖析：外资占据高端，国产稳居中高端&大众市场

品牌格局动态变化：整体分散，国产宠物品牌市场份额不断攀升，外资品牌市场份额表现分化。相较于海外，中国宠物食品格局较为分散，且受渠道变迁等的影响，近 10 年来集中度呈下降趋势。从内外资品牌分布来看，前 15 名的品牌分布中，外资品牌份额由 28.8%下降至 13.9%，且入围个数由 7 个下降至 6 个；内资品牌份额由 13.9%提升至 15.5%，且入围个数由 8 个提升至 9 个。背后主要原因在于行业处于快速成长期，消费者品牌心智尚未成熟，品牌端进入壁垒较低，一级市场资本热钱涌入，且线上渠道的变迁一定程度上削弱了前期构建的线下渠道壁垒，给予新锐品牌更多的参与机会。

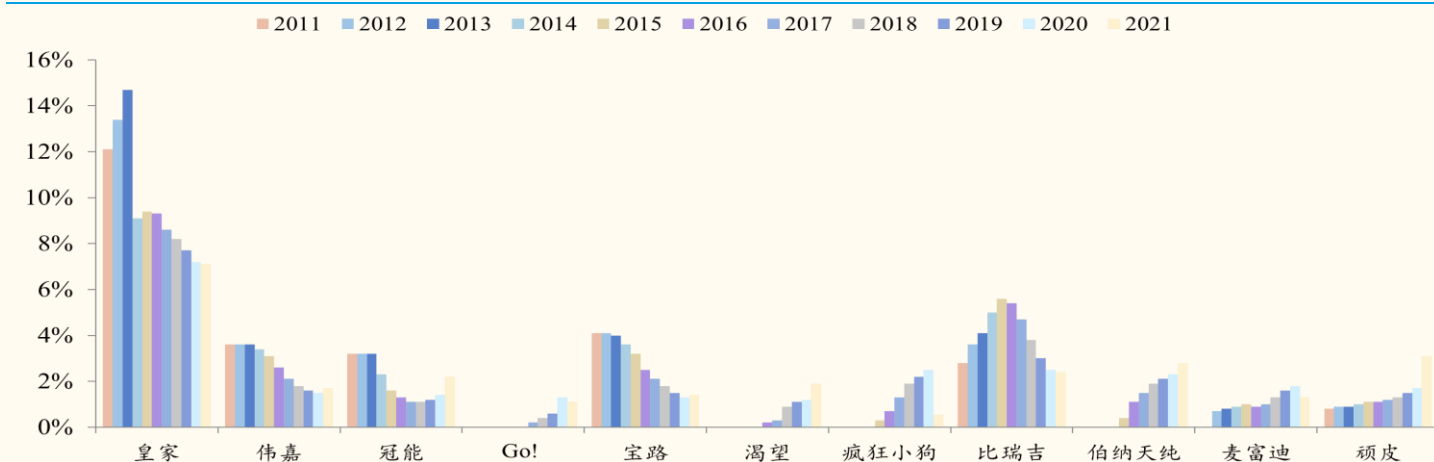
图表 6：宠食品牌近十年来呈分散态势



来源：国金证券研究所

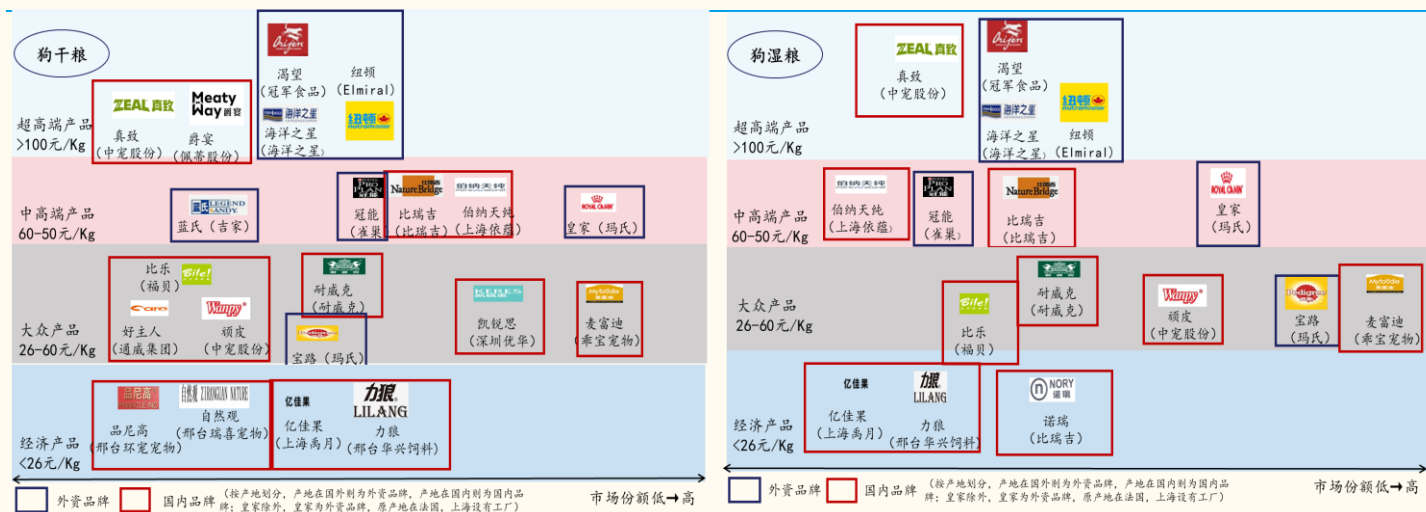
大众定位品牌份额已被国产品牌占据，但超高端品牌外资势能仍高。以麦富迪、乖宝等为代表的内资品牌份额不断攀升，凭借精准的市场定位、不断创新的产品和线上布局的先发优势，麦富迪、伯纳天纯、顽皮等大众定位的本土品牌持续高增。外资玛氏旗下的中低端品牌宝路/伟嘉受国产品牌激烈竞争的影响，2011 年至今市场份额有所回落，而 GO!、渴望等海外高端品牌凭借高端定位、以及借助代理商在线上、线下渠道的布局，市场份额呈快速提升态势。

图表 7：2011 年至今国内宠物食品品牌市占率变迁历程



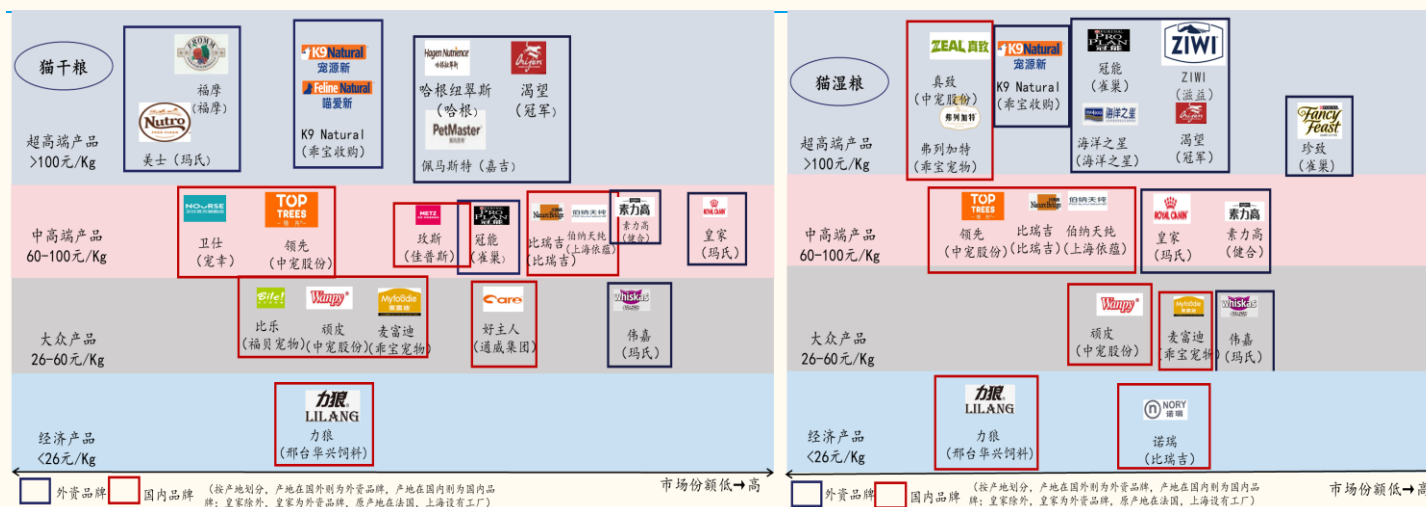
来源：欧睿，国金证券研究所

图表 8：狗粮价格带分布



来源：欧睿，天猫，国金证券研究所整理

图表 9：猫粮价格带分布



来源：欧睿，天猫，国金证券研究所整理

2.2 高端外资品牌构建的底层要素有哪些？

我们认为，高端外资宠食品牌形象的构建，背后具备原料供应链、第三方权威评测背书、悠久而动人的品牌故事等底层构建元素：

1) 供应链：强调原料天然&高品质属性。例如加拿大高端品牌原始猎食渴望 ORIJEN 首创 85%全肉配方、20%新鲜果蔬、0%无谷物，强调新鲜食材原料 24 小时内送达工厂制作生产；意大利高端品牌法米娜强调自身原料仅使用动物鲜肉而非肉粉及其他低品质食材，选用意大利走地鸡、挪威北海野生捕捞的鳕鱼&鲱鱼、草原放牧猪等，从营养属性来源满足高端化定位。从品类策略角度，海外高端外资品牌更多聚焦于少量 SKU、超级大单品的呈现，国内品牌更多在于多 SKU 产品类别，跟随热点快速迭代升级。

2) 第三方专业权威背书提供信任支持。例如，意大利高端品牌法米娜宠物食品长期与那不勒斯费德里克二世大学动物营养学实验室合作，持续在权威杂志发表研究成果，并建立专业的兽医研究团队（FVR）进行研发合作，亦为其后续处方粮系列 Vet Life 的出品奠定坚实基础。此外，公司通过持续多年的外部专业评价为自己提供背书，例如非商业杂志 WDJ 推荐法米娜配方高达 45 个，DFA(专业狗粮测评网站)推荐其 29 个配方并获得五星评分等。

3) 品牌形象塑造：悠久与动人的品牌发展故事演绎。例如加拿大主食品牌渴望强调自身超过 25 年的品牌声誉，意大利高端品牌法米娜所属公司创立超 50 年，经历了代际传承与发展。

图表 10：外资宠食高端品牌故事

品牌	创立时间	品牌故事
渴望	1999	Orijen源自拉丁语“origin”（起源），Orijen充分体现自然生物性特征，新鲜区域原料，从不外包的生物哲学
法米娜	1965	创办人法明娜创立Russo Mangimi动物营养专门公司，后其儿子转向发展宠物食品生产工业，致力于发展以科学研究为根本，对宠物健康最优良的食品
海洋之星	2004	起源于创始人的宠物体质敏感不耐受，海洋之星使用低敏鱼肉为原料，形成精选的鱼类配方，以天然、健康、可持续为原则开发了一系列宠物食品
纽顿	1993	Elmira宠物食品公司1993年创立食品品牌纽顿，经过20多年的科学记录及数据分析后，Elmira公司于2009年研发“Optimum Combinations”天然草本配方，升级纽顿天然粮

来源：百度百科，公司官网，国金证券研究所

国产企业的品牌高端升级之路在哪里？

短期，外资超高端品牌在一、二线消费者心智稳固，但国内宠物公司在资本助力下，仍可通过收购、获取总代理权的方式来实现自身高端化之路，构建自身的品牌矩阵，叠加自身在国内扎实而敏锐的渠道运营能力和反应能力，助力在高端细分领域打开市场空间；例如：方源资本收购 ZIWI，KKR 收购 K9（乖宝国内代理）。中长期视角，自主产能的内资头部宠粮品牌配方创新迭代速度超过普通新锐网红品牌，更容易掌握高端差异化品牌构建的时机。

2.3 如何理解大众国产品牌的成长路径和盈利优化空间？

从结果来看，当前部分国产品牌已经崭露头角。新一轮宠物行业公司上市潮开始，国内头部几家宠物行业企业或在未来几年都将冲击上市，在资本助力下，头部企业与其他国产品牌的综合实力差距或进一步拉大。2020-2022 年网上大促期间排名中，国产品牌麦富迪稳居前三，卫仕后来居上站稳前五，凯锐思、伯纳天纯排名有所下滑，福来恩跌出前十，网易严选、耐威克等崭露头角。

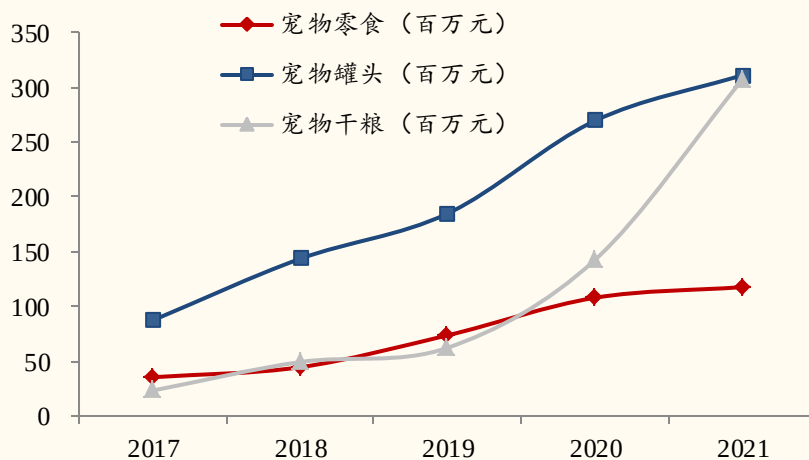
图表 11: 2019-2022 年各品牌大促排名榜单

历年天猫618宠物销售榜单				历年京东双11宠物排行		
排行	2020	2021	2022	2019	2020	2021
1	ROYAL CANIN	麦富迪	麦富迪	ROYAL CANIN	PETCUREAN GO!	麦富迪
2	麦富迪	ROYAL CANIN	ROYAL CANIN	PETCUREAN GO!	ROYAL CANIN	ROYAL CANIN
3	Orijen	Orijen	Orijen	麦富迪	麦富迪	Orijen
4	PETCUREAN GO!	ACANA	卫仕	伯纳天纯	Orijen	ACANA
5	凯锐思	卫仕	网易严选	Orijen	ACANA	卫仕
6	疯狂小狗	凯锐思	ZIWI	比瑞吉	凯锐思	PIDAN
7	ACANA	疯狂小狗	凯锐思	福来恩	耐威克	凯锐思
8	伯纳天纯	福来恩	PIDAN	whiskas	伯纳天纯	ZIWI
9	福来恩	PIDAN	江小傲	Pedigree	卫仕	网易严选
10	森森	耐威克	ACANA	冠能	ZIWI	耐威克

来源: 公司公告, 国金证券研究所

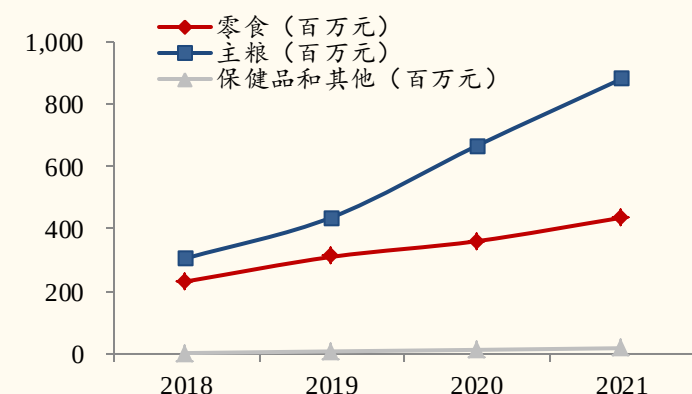
品类发展策略决定品牌起量速度。例如, 中宠以做宠物零食起家, 在国内自主品牌发展策略中, 率先加大湿粮产能投入并保持先发优势, 2019 年发力主粮, 当前已形成全品类布局。佩蒂以肉干零食出发, 2020 年起加快湿粮发力, 开发出大单品 98k 等, 当前已实现湿粮产能的自主布局, 后续将在新西兰、国内完成干粮产能的布局。乖宝是通过创建“麦富迪”率先做干粮积累先发优势和获取品牌知名度, 且当前在干粮的膨化粮基础上延伸了主食冻干品类提升价格带, 同时也向全品类(湿粮和零食保健品)扩张。福贝以犬、猫干粮代工起家, 近年来猫粮增速快于狗粮。

图表 12: 中宠自主品牌凭借湿粮罐头先发优势, 当前已形成全品类布局



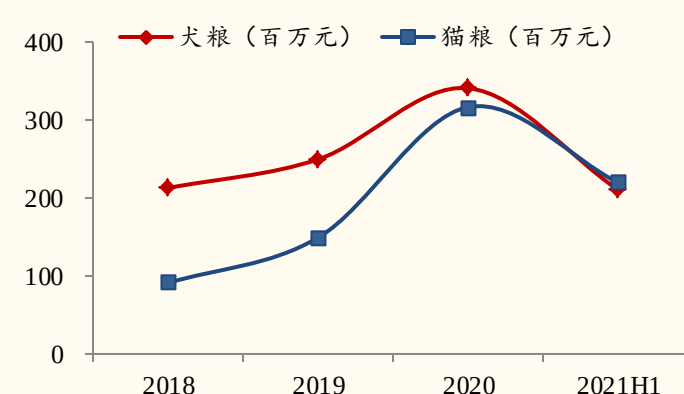
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 乖宝率先在切入主粮赛道, 实现靓丽成长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 福贝各品类营收曲线



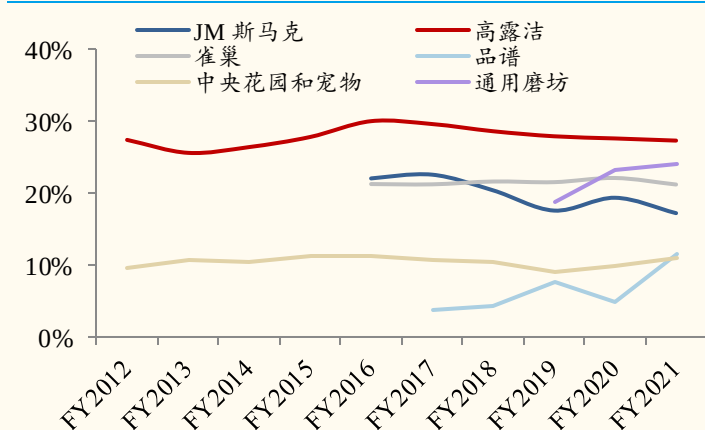
来源: 公司公告, 国金证券研究所

从产业链盈利比较来看, 根据“上游养殖端-中游生产代工端-下游品牌端”产业链条, 短期以福贝为代表的代工端盈利能力表现较下游品牌更为突出。主要原因在于: 中游制造端领域借力下游爆发, 优质产能相对稀缺, 下游品牌多选择代加工。下游品牌进入门槛低, 资本供给过剩, 新锐品牌进入行业时间短, 资源约束下, 前期集中于品牌建设&渠道费用投放; 从产品力角度, 大部分主打中端的国产主粮品牌主打鲜肉成分与冻干添加, 产品的相对同质化也使得中端产品的竞争格局较为激烈。参考海外宠食上市公司进入成熟期后, 雀巢、JM 斯马克、高露洁等均保持 20% 以上的营业利润率, 在消费品中保持中等偏上水平。

长期角度, 我们仍看好品牌端盈利能力的提升, 路径主要来自:

- ① 国产宠食品牌力确立, 通过研发提升整体价格带, 进而优化品牌盈利模型;
- ② 品牌达到一定体量并且构成复购消费后, 销售费用的规模化;
- ③ 融资降温带来供给端格局优化, 根据数据统计, 21 年下半年以来, 一级市场融资已现退潮。

图表 15: 美国宠物上市公司经营利润率



来源: 彭博, 国金证券研究所

图表 16: 国内宠物公司盈利模型

	中宠股份	乖宝宠物	福贝宠物
国内营收 (亿元)	6.9	13.3	2.8
国内营收占比	24%	52%	100%
毛利率	28%~35%	38%~45%	38%~45%
销售费用率	26%~29%	23%~25%	16%~17%
管理费用率	3%~5%	4%~6%	3%~5%
其他费用率	2%~4%	2%~4%	2%~4%
营业利润率	-9%~3%	5%~13%	15%~25%
税后净利率	-5%~2%	4%~10%	10%~17%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 基于数据可得性, 福贝宠物国内营收采用 20 年自主品牌收入数据; 中宠、乖宝国内营收采用 21 年数据

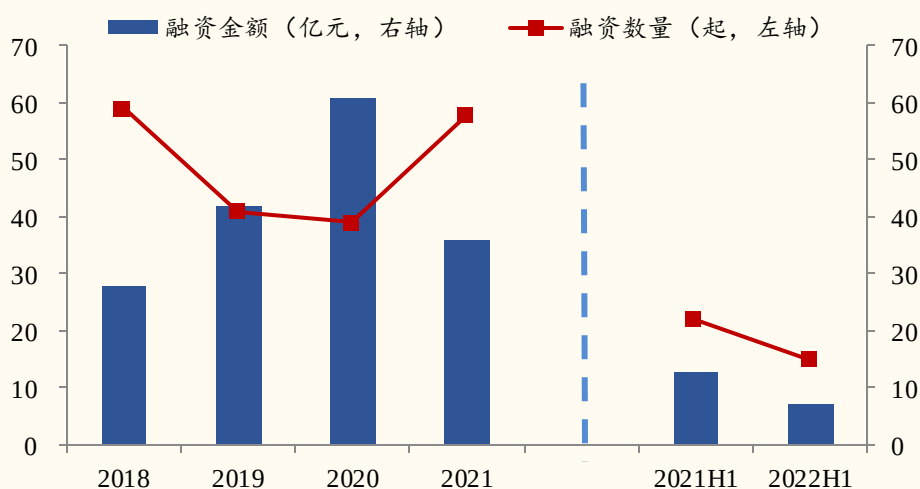
图表 17: 国内宠物公司销售费用率-营业利润率敏感性分析

营业利润率		毛利率								
		34%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
销售费用率	15%	6.8%	8.8%	10.8%	12.8%	14.8%	16.8%	18.8%	20.8%	22.8%
	16%	5.8%	7.8%	9.8%	11.8%	13.8%	15.8%	17.8%	19.8%	21.8%
	17%	4.8%	6.8%	8.8%	10.8%	12.8%	14.8%	16.8%	18.8%	20.8%
	18%	3.8%	5.8%	7.8%	9.8%	11.8%	13.8%	15.8%	17.8%	19.8%
	19%	2.8%	4.8%	6.8%	8.8%	10.8%	12.8%	14.8%	16.8%	18.8%
	20%	1.8%	3.8%	5.8%	7.8%	9.8%	11.8%	13.8%	15.8%	17.8%
	21%	0.8%	2.8%	4.8%	6.8%	8.8%	10.8%	12.8%	14.8%	16.8%
	22%	-0.2%	1.8%	3.8%	5.8%	7.8%	9.8%	11.8%	13.8%	15.8%
	23%	-1.2%	0.8%	2.8%	4.8%	6.8%	8.8%	10.8%	12.8%	14.8%
	24%	-2.2%	-0.2%	1.8%	3.8%	5.8%	7.8%	9.8%	11.8%	13.8%
	25%	-3.2%	-1.2%	0.8%	2.8%	4.8%	6.8%	8.8%	10.8%	12.8%

来源: 国金证券研究所测算

21H2 起一级市场融资出现降温, 关注后续头部集中。一级股权市场对于宠物行业的投资额也有所下滑, 国内宠物行业融资额在 2016 年后迅速增加, 2020 年超过了 60 亿元, 2021 年下滑至 30 亿元左右, 2022 年 H1 相较于 2021 年 H1 融资数量少了 7 起, 行业投资热情有所下降, 未来新生品牌数量或减少。存量品牌角逐市场, 行业或迎来洗牌期。

图表 18: 2018-2021 年宠物行业融资规模: 2021 年起, 融资有衰退趋势

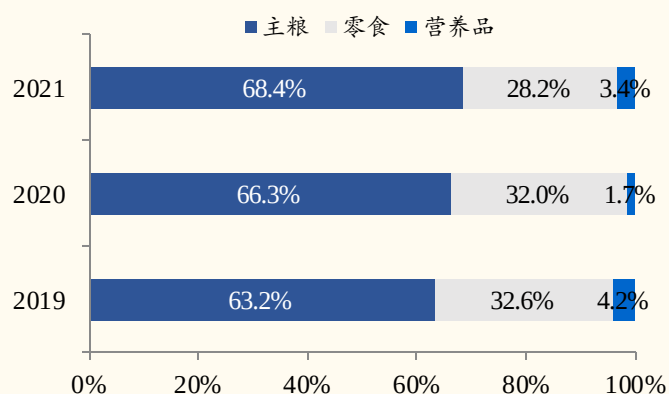


来源: 各公司官网, 宠业家, 国金证券研究所

3 产品力拆解: 国产品牌新阶段, 有望从哪些维度突围?

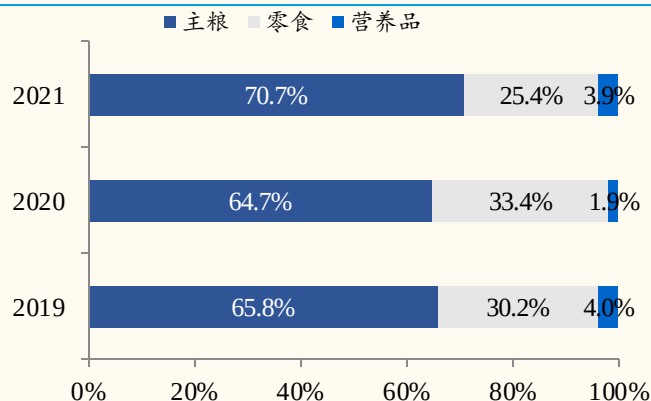
从国产宠粮品牌发展周期角度, 尽管格局仍然呈分散化趋势且仍在动态变化中, 但已经跨过了从 0→1 的阶段, 以中宠、乖宝为代表的头部品牌在产品研发、品牌势能积累、渠道运营力方面已经与中小品牌拉开差距, 并且部分品牌报表端已经开始出现盈利。我们认为后续从 1→N 的过程中, 头部品牌在产品线的纵深与开拓、品牌高效精准传播维度仍具备很大的发展空间。

图表 19：城镇宠物犬食品市场消费结构



来源：《2022 中国宠物食品消费报告》，国金证券研究所

图表 20：城镇宠物猫食品市场消费结构



来源：《2022 中国宠物食品消费报告》，国金证券研究所

图表 21：宠物食品各品类对比

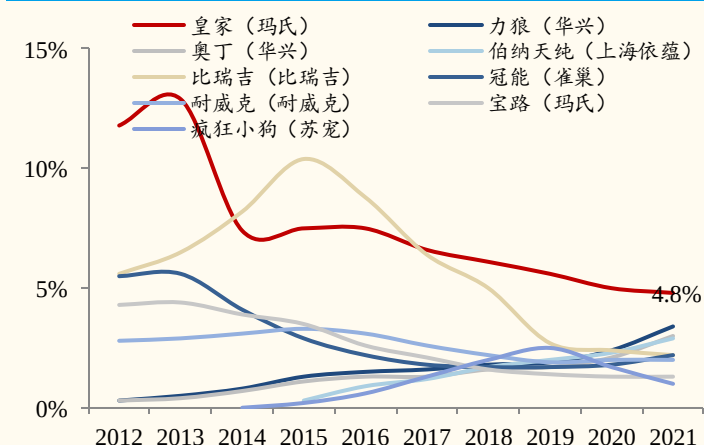
比较维度		干粮	湿粮	零食	处方粮/配方粮
产品特色		主粮，满足宠物的日常能量补充所需	补充营养，介于主粮和零食之间	增加互动趣味性，或训练奖励	针对性解决身体问题，或具有保健效果
外观		颗粒状，表面干燥	糊状	不同产品差别较大	与干粮基本一致
营养成分	水分	含量较低，不易变质	含量较大，保鲜要求高		
	碳水	含量较高，30%-40%	含量很低，一般在5%以下		
	蛋白质	含量偏低	含肉量大，营养价值高		
	脂肪	含量较高	含量较低，易于消化		
口感		制作过程中先将原料打碎，混合，再烘干	原料新鲜，含肉量大，易于咀嚼		
		口感偏硬，对牙齿好，预防牙结石	口感佳		
价格		经济实惠	价格较高	价格较高	价格较高
产品形态		膨化粮、烘干粮、风干粮.....	罐头、鲜切包.....	狗咬胶、洁齿骨、冻干鱼.....	减肥、肠道、心脏病配方.....
品牌竞争		品牌众多，同质性高，竞争激烈	品牌相对略少，产品间差异大	品牌相对略少，但易被自制零食取代	品牌集中度大，准入门槛高

来源：《2022 中国宠物食品消费报告》，国金证券研究所绘制

3.1 干粮：成分“鲜”度构建差异化分层，自主产能构建研发领先基础

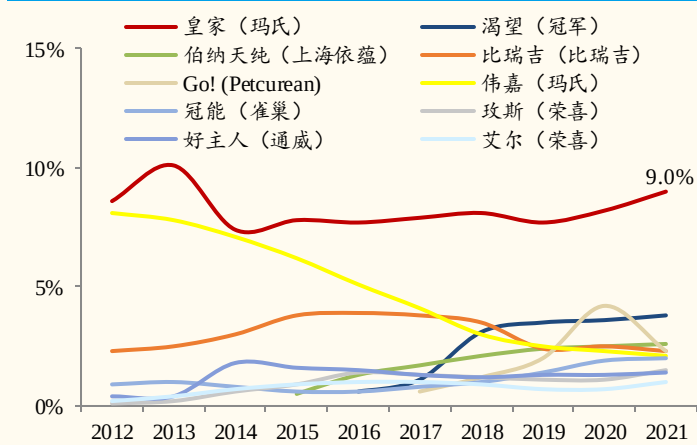
近年来，干粮市场规模持续扩大，猫干粮保持快速增长。品牌份额角度，部分进口品牌占比下降，内资品牌占比上升，格局处于动态变化中。**1) 猫干粮：**21 年主要的前三品牌分别为皇家、渴望、伯纳天纯，市占率分别为 9.0%、3.8% 和 2.6%。皇家保持领跑，渴望、伯纳天纯占比上升，外资性价比品牌伟嘉占比下降。**2) 犬类干粮：**21 年占比前三的主要品牌是皇家/力狼/奥丁，占比为 4.8%/3.4%/3.0%。皇家占比下降，国产品牌力狼、奥丁占比呈上升趋势。

图表 22: 狗干粮主要品牌份额变化



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 23: 猫干粮主要品牌份额变化

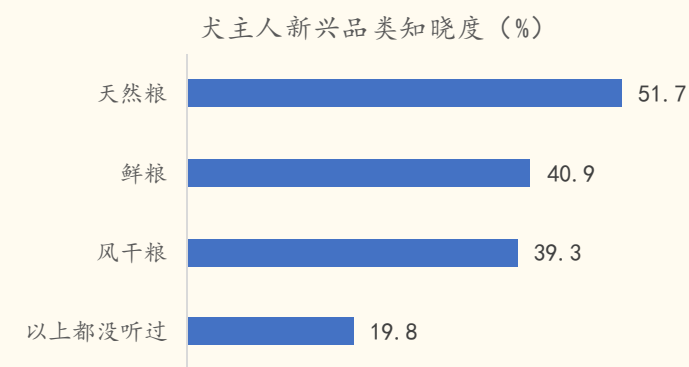


来源: 欧睿, 国金证券研究所

干粮升级产品升级点如下:

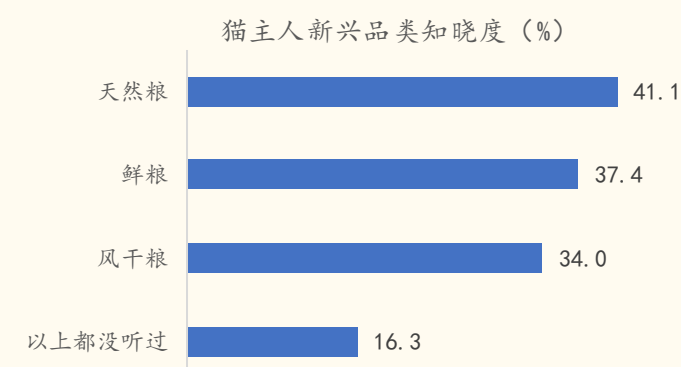
1) 主体原料成分品质的优化: 具体体现为“鲜肉”对肉粉、冻肉原料的替代, 配料表中鲜肉占比的提升; 部分新品系列主打“生骨肉”的概念, 进一步体现了对天然、新鲜品质的升级趋势。这背后需要: ① 原材料端产地资源禀赋的加持: 当前部分辅料 (如鹿肉、牛肉、火鸡等) 已形成全球化产业链供应, 但以鸡肉为代表的鲜主料仍具有时间限制, 因此部分产能制造基地靠近禽类加工厂 (例如山东临沂帅克、山东聊城乖宝等); ② 设备端: 对鲜肉的乳化分解需要依赖高端生产设备, 乖宝引入美国 Wenger 双轴滚揉技术保障鲜肉品质供应, 并通过自己控制辐照技术进行自主杀菌把控; 中宠引入布勒双螺杆膨化系统, 最高可达到 86% 高鲜肉添加。

图表 24: 犬主人新兴品类知晓度



来源: 《2022 中国宠物食品消费报告》, 国金证券研究所

图表 25: 猫主人新兴品类知晓度

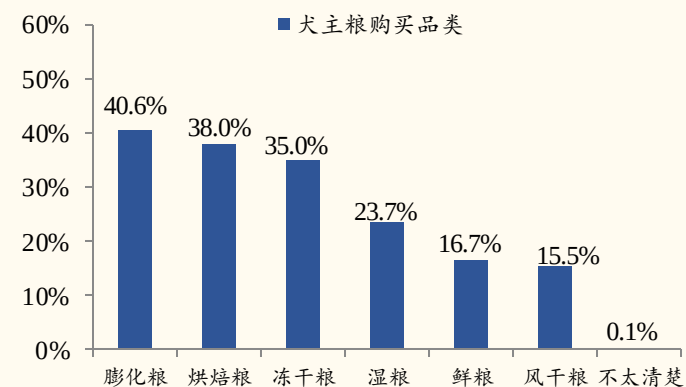


来源: 《2022 中国宠物食品消费报告》, 国金证券研究所

2) 营养成分添加的丰富度提升: 益生菌、蛋黄等营养成分的补充添加, 部分成分的添加需要配合工艺的迭代升级, 具备生产能力的大厂在配方工艺研究、品质保证具备更强的能力, 配方工艺的迭代体系更为成熟。

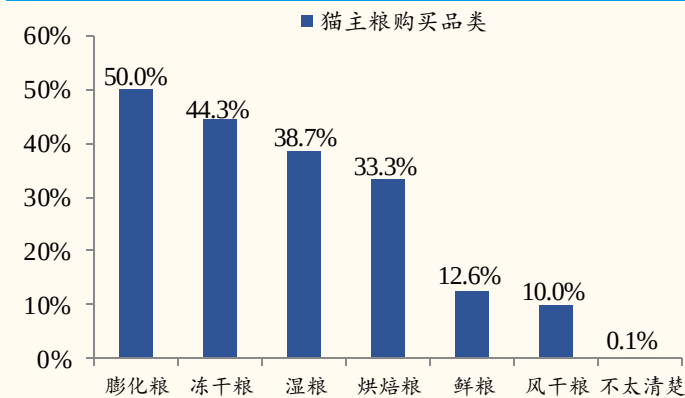
对比当前犬、猫主人对主粮品类的偏好度, 犬主粮方面, 膨化粮、烘焙粮形成第一梯队, 冻干粮、湿粮形成第二梯队; 猫主粮方面, 膨化粮、冻干粮形成第一梯队, 湿粮、烘焙粮形成第二梯队。对比来看, 猫主人对于冻干粮和湿粮的偏好度明显高于犬主人, 分别高 9.3%/15%。

图表 26：犬主粮购买品类偏好度



来源：《2022 中国宠物食品消费报告》，国金证券研究所

图表 27：猫主粮购买品类偏好度



来源：《2022 中国宠物食品消费报告》，国金证券研究所

3) 工艺的补充改进：冻干（主粮）/风干粮与膨化粮的混合，低温烘焙工艺的补充丰富，以提升整体适口性。由于冻干主粮、风干粮定位偏高端，当前大多以与膨化干粮混合的形式进行加工，有效形成升级补充。

4) 制造端产能已现集中趋势，优质供应链投资价值凸显。根据它博会草根调研，国内头部宠食企业自主品牌以自有产能为主（例如乖宝旗下麦富迪，中宠旗下顽皮、topdress，卫仕自有工厂等），大部分国产品牌采用代工的形式，代购厂主要来自山东（如帅克、泰宠、中宠（已上市）等）、大连海辰等禽类加工资源丰富地区。

图表 28：它博会新品干粮升级趋势演进

干粮产品升级趋势



来源：国金证券研究所整理

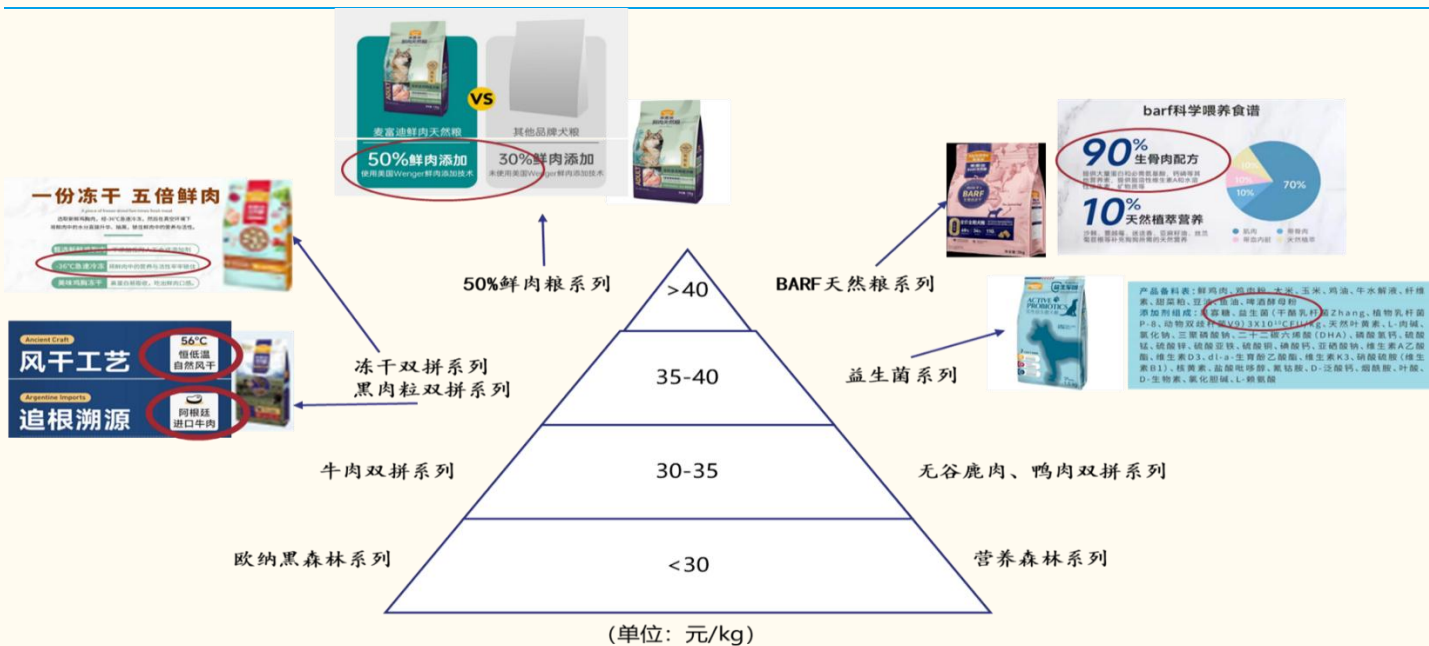
图表 29: 宠物干粮的工艺路线升级方向

	高温膨化粮	低温烘焙	风干粮	冻干粮
温度控制	160-182 摄氏度	80-100 摄氏度	70 摄氏度	零下 40 摄氏度
生产工艺	高压密闭容器突然减压挤压成型	长时间低温烘烤	干燥高风速条件下脱水干燥	真空的条件下使冰升华
添加成分	添加淀粉或粘合剂、油脂、诱食剂	添加淀粉、植物等	添加少量膳食纤维	-
口感	松脆可口	口感更酥脆	口感较硬	口感最接近生肉
优点	工艺成熟、价格低廉和、易于保存，高温膨化可以杀菌	饱腹感更持久，肠胃负担轻，表层干燥不油腻	蛋白质、维生素、生物酶等都能得到完整的保存	保留了食材原始的营养，有益于宠物毛发健康、皮肤和消化
缺点	营养有一定流失	价格偏高 生产工艺不成熟	价格偏高 粗蛋白、脂肪偏高，易长胖	价格偏高 很容易产生肉碎，缺少粗纤维
代表品牌	渴望、爱肯拿	鲜朗，欧恩焙	巅峰 ZIWI、猫宴、K9	迈仕、麦富迪、爱立方

来源：宠业家，国金证券研究所

以麦富迪的犬主粮产品升级路径为例，原料等更加优质以及工艺的改进使得产品系列价格相对较高，产品更有竞争力。比如单价大于 40 元/千克的 50%天然粮系列相较于普通狗粮来说，使用独家 Wenger 技术使得鲜肉添加比例达到 50%；黑肉粒双拼系列相较于牛肉双拼系列使用了风干工艺，对双拼粮系列进行升级补充。

图表 30：麦富迪犬主粮产品升级路径

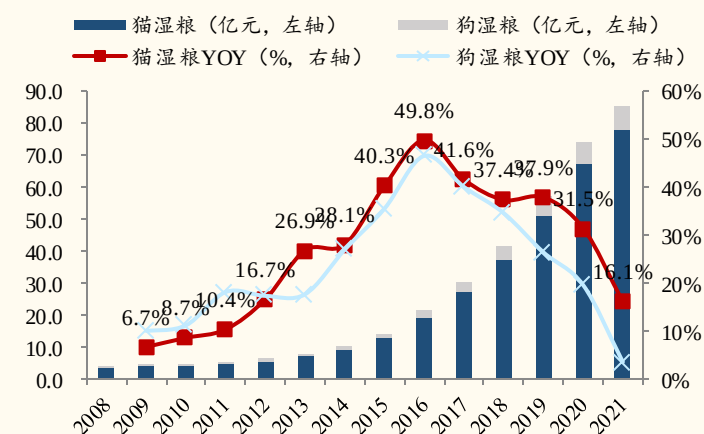


来源：天猫，国金证券研究所整理

3.2 湿粮：主食罐为重要升级趋势，海外原料铸就高端差异化竞争

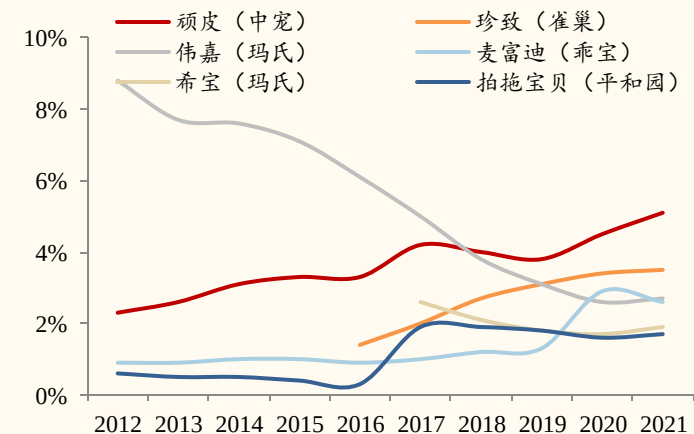
从市场规模角度，猫湿粮远超犬湿粮，猫湿粮持续快速增长。2021 年猫/狗干粮市场规模为 78.06/7.23 亿元，同比增速为 16.1%/3.6%。猫湿粮市场潜力大。本土品牌份额不断提升，大部分品牌份额在 0.2%以下，比较分散。1) 猫：21 年前三名品牌分别为顽皮、珍致、伟嘉，市占率分别为 5.1%、3.5%和 2.7%。顽皮、珍致持续增长，伟嘉占比由 12 年 8.8%下降至 21 年 2.7%。2) 狗：21 年占比前三名湿粮品牌是宝路、麦富迪、顽皮，占比为 15.7%/15.2%/11.2%。宝路占比持续下降，内资品牌麦富迪、顽皮占比呈增长趋势。

图表 31：猫湿粮占比高，21 年同比+16.1%



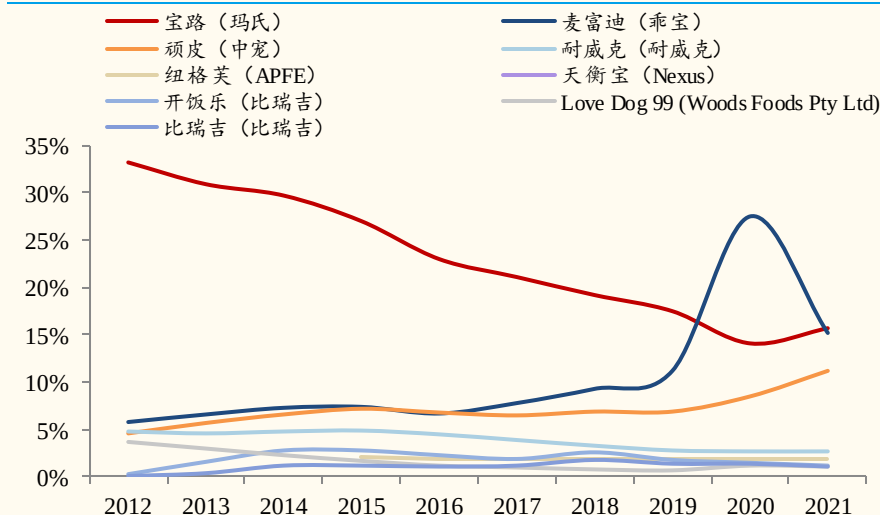
来源：欧睿，国金证券研究所

图表 32：猫湿粮主要品牌份额变化



来源：欧睿，国金证券研究所

图表 33：狗湿粮主要品牌份额变化



来源：欧睿，国金证券研究所

从产品发展趋势来看，

1) 湿粮主食化趋势显著，且湿粮中猫粮占比更高。由于猫咪不爱喝水、肉食属性的进食习惯，主食湿粮罐可以提升猫咪水分摄入量，且湿粮罐中肉比例含量高，相比干粮定价更高，契合消费升级趋势，当前已成为猫粮品牌主流升级路径。中宠股份拥有国内最大宠物湿粮产能，通过鲜封包等丰富产品矩阵的推出，引领湿粮品类升级趋势。

2) 湿粮辅料成分添加不断迭代。作为主食湿粮，其第一个亮点就是可替代干粮，主食湿粮中所含的营养素和能量能够满足宠物每日营养需求，因此，除了肉类添加，湿粮中还逐渐添加丰富的辅料。比如尾巴生活野兽 cup 全价主食餐盒添加兔血来提高宠物免疫力；倔强嘴巴 985 猫主食罐添加牛磺酸来保护猫咪视力。

3) 制造端产能分布更为分散，海外原料稀缺性凸显。根据它博会草根调研，湿粮罐代工大多来自山东、东北、泰国等近海区域，此类区域过去具备丰富的罐头生产及出口资源，构建了成熟优质的供应链体系，但也带来终端产品的同质化引发激烈竞争。我们更看好拥有优质湿粮工厂体系的自主品牌龙头企业，以及拥有海外原料&品牌优势的湿粮品牌，如中宠旗下新西兰品牌 Zeal。

图表 34：湿粮升级趋势演进



来源：欧睿，国金证券研究所整理

4 如何理解国内品牌企业的后续投资逻辑与机会挖掘?

4.1 聚焦干粮产能投放，后续同质化竞争值得重视

宠物公司申报上市数量提升，后续产能投放值得关注，高中端品牌矩阵初见形成。例如，中宠股份（已上市）已形成以新西兰进口品牌 ZEAL 为高端线，顽皮 Wanpy、领先 Toptress 作为大众线进行全品类布局；乖宝宠物（未上市）则以新西兰品牌 K9（代理）为高端布局，麦富迪定位大众线，弗列加特作为猫粮中高端品牌线，已形成较为完善的品牌布局。

图表 35: 国内主要宠物公司申报上市情况

公司名称	主营业务	主要品牌	IPO 上市情况	21 年营收 (亿元)	21 年归母净利润 (亿元)
中宠股份	宠物食品	Wanpy 顽皮、Zeal 真致、 Dr. Hao、脆脆香、Happy100	2017 年在深交所主板上市	28.82	1.16
乖宝宠物	宠物食品	麦富迪、Waggin Train、 K9 (代理)	尚未上市 于 2022 年 6 月更新招股书 (申报稿)	25.75	1.42
佩蒂股份	宠物食品	齿能、爵宴、好适嘉	2017 年在深交所创业板上市	12.71	0.6
依依股份	宠物用品	乐事宠	2021 年在深交所主板上市	13.10	1.14

路斯股份	宠物食品	路斯	2022 年在北交所上市	4.59	0.3
天元宠物	宠物用品	代工品牌为主	未上市 于 2022 年 3 月更新招股书（注册稿）	18.54	1.07
福贝宠物	宠物食品	比乐、爱倍、品卓	未上市 于 2021 年 12 月更新招股书（申报稿）	4.33 (21 年 1-6 月)	1.04 (21 年 1-6 月)
源飞宠物	宠物用品	代工品牌为主	于 2022 年 5 月深主板过会	4.79 (21 年 1-6 月)	0.57 (21 年 1-6 月)

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：2021 年后，主要宠物食品企业的融资与宠物食品产能扩张项目

首次公告时间	公司	融资方式	项目	投资总额	产能扩张
2021.05	佩蒂股份	可转债发行	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目	2.88 亿元	湿粮 3 万吨
			年产 5 万吨新型宠物食品项目	3.47 亿元	风干粮、冻干粮和混拼粮合计 5 万吨
2021.06	福贝宠物	IPO	宣城福贝宠物食品扩建项目	2.43 亿元	干粮 3.36 万吨
2021.12	乖宝宠物	IPO	宠物食品生产基地扩产建设项目	3.67 亿元	主粮 5.85 万吨 零食 0.31 万吨 保健品 0.12 万吨
2022.03	中宠股份	可转债发行	年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	2.84 亿元	干粮 6 万吨
			年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	3.12 亿元	湿粮 4 万吨
			年产 2000 吨冻干宠物食品项目	0.65 亿元	冻干粮 2000 吨

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：重点上市公司品牌矩阵

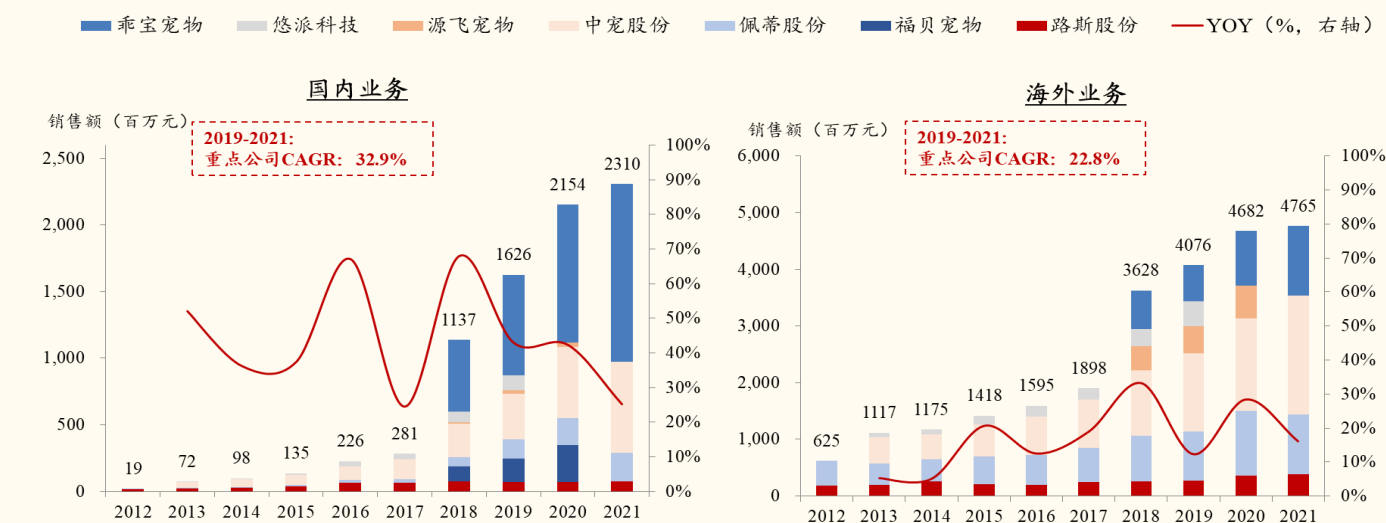
	中宠股份	乖宝宠物	福贝宠物	佩蒂股份	朝云集团
高端	 zeal 真致作为中宠股份旗下的新西兰高端进口品牌，包括犬猫专用牛奶、犬粮、湿粮罐头、零食等	 K9 Natural 与 Feline Natural 是乖宝收购的高端宠物食品品牌，甄选自新西兰的天然优质食材，已在全球 10+ 个国家和地区销售。 弗列加特 弗列加特是乖宝旗下高端天然鲜肉宠物食品领军品牌	 Bile! AIBEI 以高端宠物食品专家为自身定位，逐渐搭建起品牌产品矩阵，旗下拥有众多系列产品。	 Meaty Way 爵宴 爵宴定位高端零食，以高品质、高鲜肉含量为卖点，肉干系列产品在国内市场获得广泛认可。 HEALTH GUARD 好适嘉 佩蒂重点打造的湿粮品牌，全品类定位中高端市场	 朝云集团 倔强尾巴 专业宠物用品品牌，创立于 2019 年，依托朝云集团供应链优势及研发资源，致力于为消费者提供宠物一站式解决方案。
中端	 wanpy 顽皮是中宠股份最早也是最核心的国产自主品牌，包含宠物干粮、湿粮、零食等品类 领先 互联网品牌，致力于打造革新性宠物粮，产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及宠物主粮、湿粮、零食等	 Myfo8die 麦富迪 麦富迪是乖宝集团旗下自主品牌，提供符合年轻养宠者喜好的新一代宠物食品品牌，逐渐在行业内树立起行业标杆。 有福狗粮 就有爱宠物		 CheWenergy 齿能 齿能针对中国宠物犬咀嚼零食研发的口腔护理品牌，以专业领先的产品抢占国内咀嚼类产品市场	 倔强嘴巴 “倔强嘴巴”是中端宠物主粮品牌，产品线涵盖主粮、零食、保健品等多个品类，并一直致力于为养宠家庭提供高品质沉浸式体验的宠物营养膳食解决方案。

来源：公司官网，国金证券研究所整理

根据统计的六家重点宠物公司（已上市或已提交招股书）国内业务情况，过去三年国内宠物业务营收复合增速达 32.9%。国产品牌以“大众性价比”品牌定

位为主，主粮价格带大多定位在 30-50 元/kg，部分品牌通过冻干双拼、“天然粮”概念等差异化定位进军中高端。

图表 38：国内主要宠物（待）上市公司国内业务处于快速成长通道



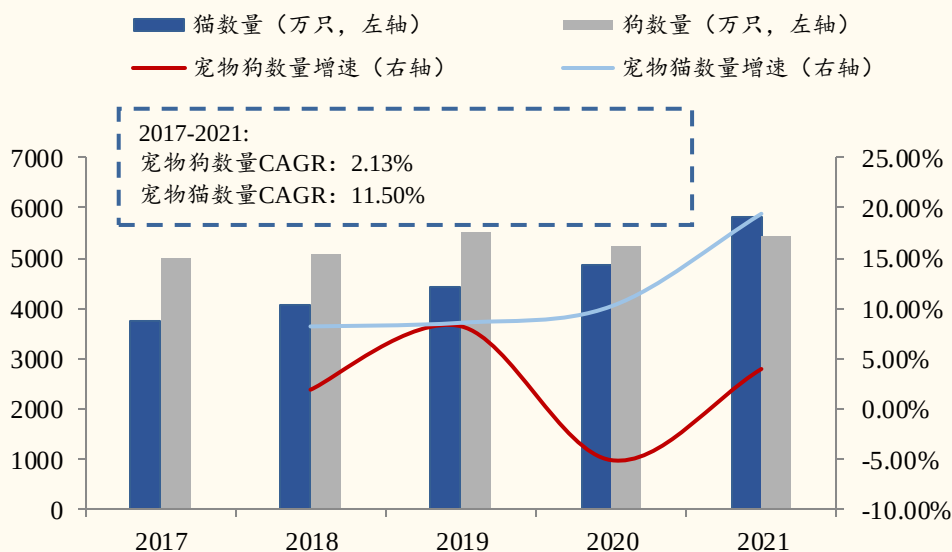
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 破局之道：猫粮为主攻方向，研发为擎，中高端致胜

“精细化”养宠趋势下，专业化&细分化是升级主线，产品端的升级离不开产业链端的配方和工艺创新，例如中宠在国内零食领域取得龙头地位后，基于产能前瞻布局，积极引进国际领先干粮、湿粮设备产能，进行“鲜肉粮”、高端主食湿粮罐的研发突破。从中期视角，我们看好中宠为代表的具备产业链优势公司后续在品牌力提升、品类加速扩容策略下的成长性。国内宠物公司中宠、佩蒂的那个基于供应链优势，将电商作为品牌推广和全国化拓展的“先头兵”，布局逐步成熟，后续有望强化线下宠物店、特渠布局，把握行业发展红利。具体从产品研发、品类策略、品牌力构建表现如下：

猫经济崛起，猫粮为后续主攻方向。根据《中国宠物行业白皮书》数据，养宠量的渗透、宠物消费金额快速提升。伴随养宠理念的转变以及宠物食品品类的不断升级，宠物主更加追求精细化喂养，单宠消费金额持续增长，到 2021 年已达到 2216 元，2017-2021 年单宠消费复合增速为 9.21%，宠物数量复合增速达到 6.46%；分种类来看，伴随“猫经济”崛起，养宠偏好出现分化，宠物猫数量增速加快，2017-2021 年宠物猫数量复合增速为 11.50%，宠物狗数量复合增速为 2.13%，到 2021 年宠物猫数量首次超过宠物狗数量。

图表 39：宠物猫数量增速快于宠物狗



来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

产品研发：顺应“鲜肉占比提升”的行业趋势，生产端资源禀赋这一变量重要性提升。①原料端：以山东为代表的禽类&鱼类产业链、泰国的鱼类养殖基地后续有望发挥资源优势，产业链集群效应日渐凸显。②设备端：双螺杆技术、辐照技术等技术引进，投资先发优势构建产能优势，也奠定了后续工艺升级和创新基础。

高效品牌构建：内资品牌更高效的渠道和品牌沟通体系：国内品牌凭借更高效的消费者沟通，凭借电商渠道运营、抖音等高效的传播媒体构建消费者认知，在产品形态创新升级上更为前沿。例如冻干与主粮的结合、益生菌工艺的添加、羊奶零食的诞生等。

品类端：紧抓主粮升级大机遇，专业化&细分化是升级主线。产品端的升级离不开产业链端的配方和工艺创新，例如中宠在国内零食领域取得龙头地位后，基于产能前瞻布局，积极引进国际领先干粮、湿粮设备产能，进行“鲜肉粮”、高端主食湿粮罐的研发突破。

5 投资建议

重点关注标的：中宠股份、乖宝宠物（未上市），重点关注佩蒂股份、朝云集团、健合集团。

中宠股份：湿粮强势领先，干粮产能投产、拓品类驱动高成长

国内自主品牌：发布可转债预案，跨入主品类赛道，品类开拓驱动成长加速。3月干粮新产能投放，标志着公司在国产湿粮和零食领域取得领先定位后，进一步加速主粮主赛道的布局，成长空间再度打开，下半年起国内自有品牌有望加速。公司前期发布7.7亿元可转债预案，用于国内干粮、湿粮项目的深度布局，凭借供应链前瞻布局，国内各品牌逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合，中期角度我们预计国内自主品牌成长有望加快。

海外：优质产业链优势大客户份额提升，人民币贬值盈利有望修复。基于国内宠物零食强供应链能力，今年以来海外业务表现超预期韧性较强，一方面基于优质品质和成本优势，公司在海外大客户份额进一步提升，另一方面，受美国鸡肉原料成本上涨影响，自1Q21以来公司已进行数轮提价转嫁成本压力。中期角度，中宠凭借成本优势和优质产品品质，有望稳步提升下游大客户份额，保持稳健成长。

投资建议：预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.83/2.6/3.46亿元，当前股价对应PE分别为43/30/23X，维持“买入”评级。

佩蒂股份：自主品牌“大单品”策略推进顺利，海外咬胶领先者

国内自主品牌：聚焦打造自主品牌“好适嘉”、“爵宴”，发力线上推行“大单品”策略，并陆续推出双拼粮、98K 主食湿粮罐等系列产品。2022 年 618 期间，佩蒂旗下品牌销售额同比增长 300%，主打品牌爵宴品牌收入超 1500 万元，天猫狗零食类排行榜中，爵宴总销售额达到前三。爵宴鸭胸肉干在天猫狗零食热卖榜排名第一，狗零食好评榜排名第二。

发布股权激励计划，深度绑定中层核心骨干，高目标彰显公司信心。7 月发布的股权激励业绩考核目标为以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润累计值增长率分别不低于 100%、340%、600%，或累计营收增长不低于 20%、160%、330%，

海外不利因素消除，出口彰显韧性。越南工厂复工顺利，柬埔寨新建厂房产能利用率稳步提升并减亏，业绩稳步恢复。公司深耕咬胶领域多年工艺积淀深厚，且下游深度绑定品谱大客户，有望受益于品牌格局集中保持稳健成长。

乖宝宠物（未上市）：国内宠物主粮龙头，引领产品中高端升级

紧握主粮发展机遇，国产宠粮龙头，“麦富迪”品牌形象深入人心。公司起于宠物零食出口代工，13 年起以自有品牌“麦富迪”开拓国内市场，21 年自有品牌营收体量达 13 亿元，过去三年 CAGR 达到 39%，曾多次获得犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一名。①前瞻布局宠物主粮大赛道，把握主粮研发趋势，21 年干粮占比超 65%，过去三年 CAGR 达到 39%；从大众品定位开始，凭借研发优势向高端定位延伸，鲜肉粮、BARF 生骨肉等系列引领国产中高端定位，1H22 BARF 生骨肉、羊奶冻干等创新系列营收 4656 万元，同比+166%；同步布局罐头、零食、保健品等，品类矩阵不断完善。②犬粮为基本盘，猫粮借助子系列“弗列加特”等高端延伸，有望实现高品质增长。1H22 中高端猫粮弗列加特高肉、冻干系列营收 2615 万元，同比+185%。

各层级品牌矩阵成型，新渠道精细化运营成新亮点。①品牌矩阵完善且成长空间仍充足：麦富迪以大众定位为基础，旗下子系列 BARF、弗列加特等定位中高端，并负责高端知名新西兰品牌 K9 的国内代理。②渠道：把握电商平台与宠物行业快速成长的双重机遇，传统平台先发优势明显，21 年线上占比超 84%，后续全面拓展新兴电商渠道，向新兴电商（抖音等平台）与传统电商相结合进行推广销售的方向转型，抖音平台（直销）同比+1182.67%，拼多多同比+786.44%。

源飞宠物：领先的宠物牵引用具、零食产品制造商。

1H22 营收增速+20.1%~+34.9%。公司在宠物行业深耕十余年，专注于宠物用品和宠物零食的研发、生产和销售，主要产品包括宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品，狗咬胶等宠物零食等。公司与下游专业宠物产品连锁店和大型连锁零售商合作密切且粘性较强，如美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物用品连锁店 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商 Walmart、Target 等。2019/2020/2021 年公司营收 5.1/6.1/10.7 亿元，同比+18.5%/+18.2%/+75.7%，归母净利润+33.7%/+46.4%/+7%。

风险提示

汇率波动的风险：国内宠物行业公司大多以海外出口业务为主，若汇率出现大幅波动，则导致公司产品盈利产生波动。

原材料价格大幅波动的风险：由于宠物食品原材料端以鸡肉、羊肉为主，若原材料价格发生大幅度波动，则会对成本端稳定性造成风险，进而影响盈利的稳定性。

自主品牌建设不及预期的风险：中国宠物食品市场仍处于争夺市场份额阶段，竞争格局尚未完全确立，后续伴随行业新进入者增多，公司可能产品、渠道等方面的竞争加剧，进而导致自主品牌发展成长速度不及预期。

费用过度投放导致业绩不及预期的风险：宠物行业公司在进行自主品牌扩张时若渠道扩展等费用控制不力，会对当年业绩产生不利影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402