2020 年 11 月 12 日

“萌宠经济”大潮流，本土宠物食品商踏浪前行

——中小盘主题

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● **单宠消费提升是宠物食品行业增长主要动力，电商与专业渠道价值凸显**

2019 年中国宠物食品行业规模 355.9 亿元，过去五年 CAGR 达 34.3%，是全球第二大也是增长最快的市场。国内“萌宠经济”持续升温，宠物食品市场处于量价齐升的阶段，但科学养宠意识和宠物定位提升推动的单宠消费额的提高是行业长期增长的主要动力。2019 年我国户均养狗和养猫数量同比分别增长 3.7%和 7.8%，而单只宠物狗和宠物猫消费额分别增长 14.6%和 21.6%。渠道方面，电商凭借方便快捷、品类丰富以及价格优势等实现快速渗透，2019 年渠道份额已达 42.9%。专业渠道中，传统宠物店由夫妻小店向综合化过渡有望激发渠道活力，而宠物医院的高权威性使其在消费者教育等方面的渠道价值日益凸显。

● **我国宠物行业仍处初级阶段，新兴品牌迎发展良机**

虽然国内“萌宠经济”快速兴起，但从多个维度看宠物行业仍处于初级阶段：（1）横向对比成熟市场，国内养宠渗透率尤其单宠消费水平差距明显；（2）国内养宠群体割裂，一线城市在养宠渗透率和消费力等方面大幅领先低线级城市；（3）即使是消费能力最强的养宠群体，也尚未形成成熟的养宠理念。在这一初级阶段下，国内宠物食品行业竞争格局远未固化，2019 年 CR10 仅为 19.2%，显著低于日本市场的 51.1%和美国市场的 56.4%。这为新兴品牌的发展创造了广阔的发展空间。2019 年我国宠物食品行业前 10 大公司中有 7 个为本土公司，合计市占率从 2015 年的 7.2%提升至 10.0%，而同期国际宠物食品巨头玛氏和雀巢的市占率则从 10.3%下降至 8.3%。可见，本土宠物食品品牌正加速崛起。

● **“产品+渠道”精准定位，本土品牌走出差异化崛起路径**

宠物行业仍处于初级阶段的背景下：（1）一线城市高学历年轻宠物主主导行业需求，这一群体消费能力强但对宠物食品品质尤为看重；（2）三线及以下城市广大下沉市场商品粮渗透率低且宠物主消费能力较低，但蕴含较大潜力；（3）宠物主养宠心智尚不成熟，能够直接触达宠物主的终端渠道对于俘获消费者心智至关重要，其中宠物医院等专业渠道具有更高的权威性，对于消费者教育的价值日益凸显。对此，众多本土品牌采取不同的产品与渠道销售策略，走出了差异化崛起路径。例如面向一二线城市高消费宠物主的伯纳天纯，通过专业渠道塑造高端化品牌形象，同时以高品质多样化产品维护消费者粘性。而主打下沉市场与养宠小白的疯狂小狗，则依靠高性价比产品打开市场，同时利用电商渠道实现快速渗透。

● **受益公司：佩蒂股份、中宠股份**

佩蒂股份作为功能性宠物零食龙头，产品研发和制造能力优秀，在国内市场主打高端化品牌策略。2021 年海外主粮产能逐步释放后，佩蒂股份国内业务有望加速扩张。**中宠股份**采取中高端品牌定位，拥有丰富的宠物食品品类，同时较早实现了国内宠物市场全渠道布局。未来中宠股份将在宠物零食的优势基础上重点开拓主粮市场，目前其国内业务正处于快速发展期。

● **风险提示：**养宠政策变动、市场竞争加剧等

相关研究报告

《业绩符合预期,看好国内业务加速扩张》-2020.10.21

《盈利能力持续改善,Q3 业绩超预期》-2020.10.12

《盈利拐点继续,国内业务快速扩张》-2020.8.26

《功能性宠物食品龙头,国内业务扩张步入快车道》-2020.8.7

目　录

1、 “萌宠经济”时代，单宠消费提升是宠物食品行业增长主要动力，电商与专业渠道价值凸显 5
1.1、 国内“萌宠经济”兴起，宠物食品是最大细分行业 5
1.2、 宠物食品市场量价齐升，单宠消费提升是行业增长主要动力 6
1.2.1、 单宠消费额提升是主要增长动力，养猫潮流胜于养狗 6
1.2.2、 量增：养宠渗透率提升扩大宠物消费基数，科学喂养意识提高推升单宠宠物食品消费量 8
1.2.3、 价升：人性化宠物定位下，宠物消费升级趋势明显 9
1.3、 电商渠道高渗透，专业渠道高潜力 11
2、 国内宠物行业仍处于初级阶段，为本土品牌发展提供良机 14
2.1、 商品粮渗透率低，单宠消费额远远落后于成熟市场 15
2.2、 一线城市引领养宠潮流，不同线级城市宠物行业割裂 16
2.3、 国内宠物主养宠观念整体尚未成熟，宠物主教育处于初级阶段 17
2.3.1、 宠物主获取养宠信息的渠道参差不齐，缺乏消费主见 17
2.3.2、 宠物高消费缺乏高收入支撑，消费行为不够理性 18
2.3.3、 宠物潮流迭代快，跟风养宠带来流浪犬猫后遗症 19
2.4、 初级阶段下竞争格局未固化，“萌宠经济”时代本土宠物食品商崛起 20
3、 “产品+渠道”精准定位，本土品牌走出差异化崛起路径 21
3.1、 专业渠道+高品质，主打一二线城市高消费宠物主 22
3.2、 电商渠道+高性价比，快速渗透养宠小白和下沉市场 23
4、 受益公司：佩蒂股份、中宠股份 24
4.1、 佩蒂股份：专注中高端发展战略，产能释放将加速国内业务扩张 24
4.2、 中宠股份：全品类+全渠道覆盖的本土宠物食品龙头 27
5、 风险提示 28

图表目录

图 1： 全球宠物食品及用品市场规模加速扩张 5
图 2： 中国宠物食品及用品市场增速显著高于成熟市场 5
图 3： 中国宠物行业处于快速发展期 6
图 4： 宠物食品是最主要的细分市场（2019 年） 6
图 5： 中国市场宠物食品增速始终高于宠物用品 6
图 6： 中国宠物食品行业规模增长驱动因素拆分 7
图 7： 中国宠物猫数量增幅高于宠物狗（千只） 7
图 8： 日本宠物猫数量已赶超宠物狗 7
图 9： 我国小型犬数量增长远高于大型犬 8
图 10： 我国小型犬数量占宠物狗的一半以上 8
图 11： 中国户均养狗数量持续增长（只/户） 8
图 12： 中国户均养猫数量快速增长（只/户） 8
图 13： 我国宠物狗商品粮渗透率持续提高 9
图 14： 我国宠物猫商品粮渗透率持续提高 9
图 15： 中国单只宠物消费额快速增长 9
图 16： 中国宠物食品单价持续提升 9
图 17： 狗干粮中高档占比持续提升 10
图 18： 猫干粮中高档占比持续提升 10

图 19：近八成用户视宠物为孩子和亲人 10
图 20：狗粮销售额中零食比重不断提升 11
图 21：猫粮销售额中湿粮比重不断提升 11
图 22：我国宠物食品和用品行业电商渠道占主导 11
图 23：电商渠道销售额持续高速增长 11
图 24：淘系平台最受宠物主欢迎 12
图 25：便捷是宠物主偏好线上渠道的主因 12
图 26：宠物店渠道占比持续下降 12
图 27：我国宠物店以小型店为主 12
图 28：宠物用品在宠物店渠道销售占比最高 13
图 29：宠物店渠道具有独特优势 13
图 30：2015 年以来宠物店渠道重新焕发活力 13
图 31：我国宠物医院/诊所数高速增长 14
图 32：医疗渠道占宠物食品销售比例持续提升 14
图 33：中国宠物行业历史沿革 15
图 34：我国单宠宠物食品消费量与成熟市场差距大 15
图 35：我国单宠宠物食品消费额与成熟市场差距大 15
图 36：宠物主和常住人口分布对比鲜明 16
图 37：年轻群体主要分布在一线城市 16
图 38：一线城市养宠人群结构最年轻化 16
图 39：养宠高消费人群主要分布在一线城市 16
图 40：TOP20 城市养宠人群占比高达 65.5% 17
图 41：宠物主缺乏高质量宠物信息来源 18
图 42：宠物干粮最大消费痛点是不知如何挑选产品 18
图 43：宠物主会尝试较多的主粮品牌 18
图 44：宠物零食品牌忠诚度低 18
图 45：高消费人群中养宠支出占收入比重偏高 19
图 46：宠物犬偏好变化快 20
图 47：宠物猫偏好变化快 20
图 48：我国宠物犬平均年龄偏低 20
图 49：我国宠物猫平均年龄偏低 20
图 50：中国宠物行业集中度低（公司口径） 21
图 51：中国宠物行业集中度低（单品牌口径） 21
图 52：宠物食品 TOP20 品牌中本土品牌份额提升 21
图 53：宠物食品 TOP20 品牌中本土品牌数占比达 60% 21
图 54：伯纳天纯销售额超高速增长 22
图 55：伯纳天纯品牌份额快速提升 22
图 56：伯纳天纯十大犬粮系列均价高 23
图 57：疯狂小狗销售额高速增长 24
图 58：疯狂小狗品牌份额持续提升 24
图 59：疯狂小狗采用低价策略 24
图 60：疯狂小狗充分抓住了电商渠道发展红利 24
图 61：佩蒂股份毛利率高于同行 25
图 62：佩蒂股份净利率高于同行 25
图 63：国内宠物行业中电商和医疗渠道占比提升 26

图 64: 佩蒂股份国内业务收入占比逐年提升 26
图 65: 中宠股份主要收入来自国外（亿元） 27
图 66: 宠物零食是中宠股份最主要收入来源（亿元） 27
图 67: 中宠股份旗下顽皮品牌在狗类零食中受欢迎 27
图 68: 中宠股份主粮业务处于快速扩张期 27

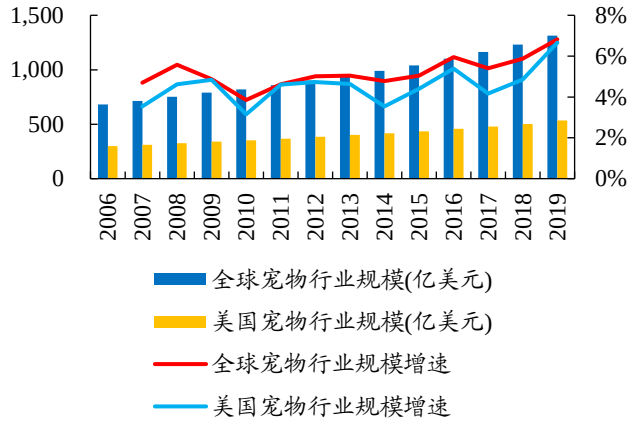
表 1: 2019 年中国主要宠物医疗品牌门店数 14
表 2: 佩蒂股份构建了以高端为主的多品牌矩阵 26
表 3: 佩蒂股份海外新建产能将陆续释放 26
表 4: 受益公司盈利预测及估值 28

1、 “萌宠经济”时代，单宠消费提升是宠物食品行业增长主要动力，电商与专业渠道价值凸显

1.1、 国内“萌宠经济”兴起，宠物食品是最大细分行业

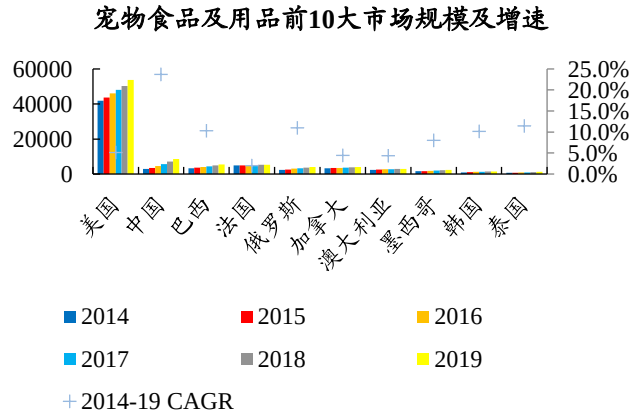
国内“萌宠经济”持续升温，宠物食品及用品规模已居全球第二，且增速显著领先于成熟市场。欧睿国际数据显示，2019 年全球宠物食品及用品行业市场规模达到 1314 亿美元，同比增加 6.9%，且增速持续提高。其中，美国是全球最大的市场，2019 年规模达到 534 亿美元，同比增加 6.7%，多年来始终占据 40%以上的全球份额。同期中国宠物食品及用品规模达 86.3 亿美元，2014-2019 年 CAGR 接近 25%，是全球第二大且增速最快的市场。

图1：全球宠物食品及用品市场规模加速扩张



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

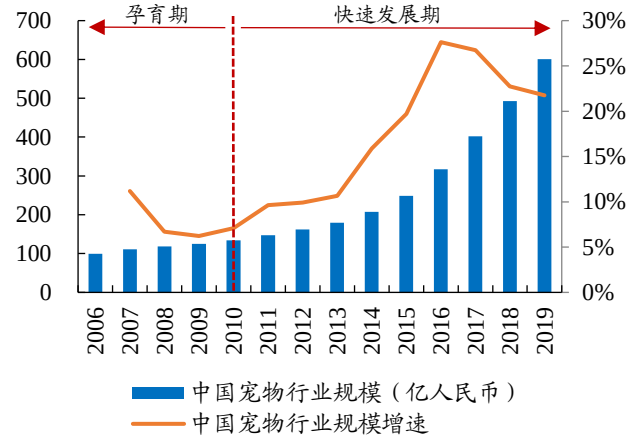
图2：中国宠物食品及用品市场增速显著高于成熟市场



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

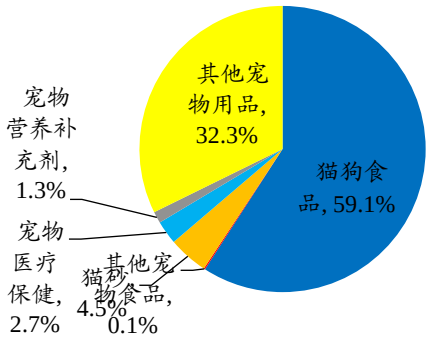
宠物食品增速远高于宠物用品，是最大细分市场。根据欧睿国际测算数据，2019 年中国宠物食品及用品市场规模已达 600.4 亿人民币，同比增长 21.8%，连续 4 年增速维持在 20%以上。根据欧睿国际预测，未来五年（2020-2025 年），中国宠物食品及用品行业市场增量将达到 841.6 亿人民币，在 2023 年成为千亿级市场。细分来看，宠物食品销售额及增速始终高于宠物用品，2019 年两者销售额分别为 355.9、244.5 亿元，2015-2019 年 CAGR 分别为 34.3%、15.2%。

图3：中国宠物行业处于快速发展期



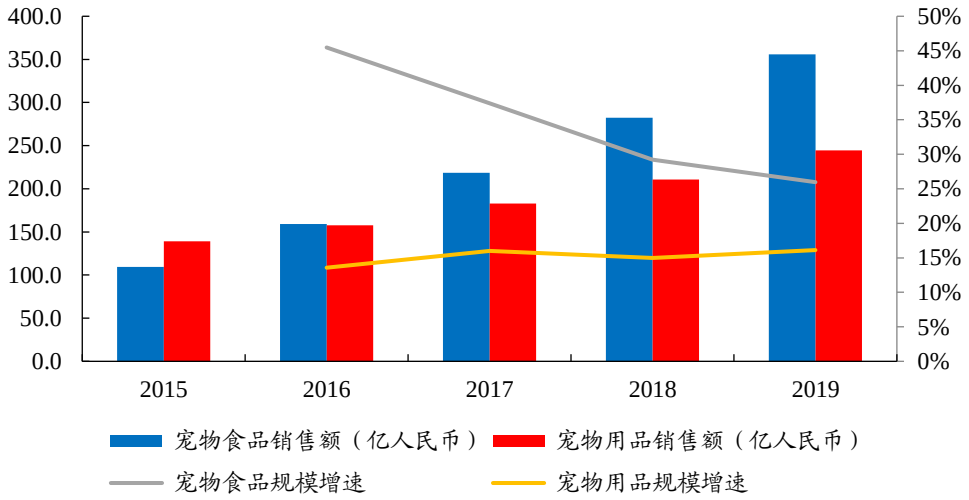
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图4：宠物食品是最主要的细分市场（2019 年）



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图5：中国市场宠物食品增速始终高于宠物用品



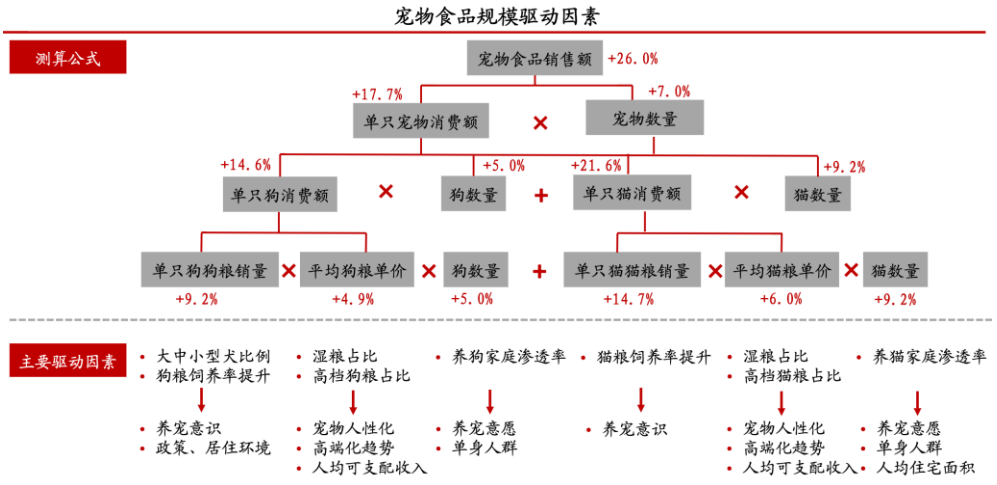
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

1.2、 宠物食品市场量价齐升，单宠消费提升是行业增长主要动力

1.2.1、 单宠消费额提升是主要增长动力，养猫潮流胜于养狗

养宠渗透率提升推动宠物数量持续增长，科学养宠意识提升和宠物消费升级推动单宠消费额快速提高。根据欧睿国际的数据，2019 年我国宠物食品市场规模达 355.9 亿元，同比增长 26%。细分来看，2019 年我国宠物数量为 1.8 亿只，同比增长 7.0%，单只宠物消费额为 193.8 元，同比增长 17.7%。可见，我国宠物食品市场量价齐升，但单宠消费额的提升是主要动力。而单宠消费提升可进一步分解为单宠食品消耗量的增加（宠物食品饲养率提高）和宠物食品单价的提高（消费升级）。通过下文的分析，我们认为宠物食品行业量价齐升的趋势仍将持续，但长期看发展的主要动力在于单宠消费的提升。

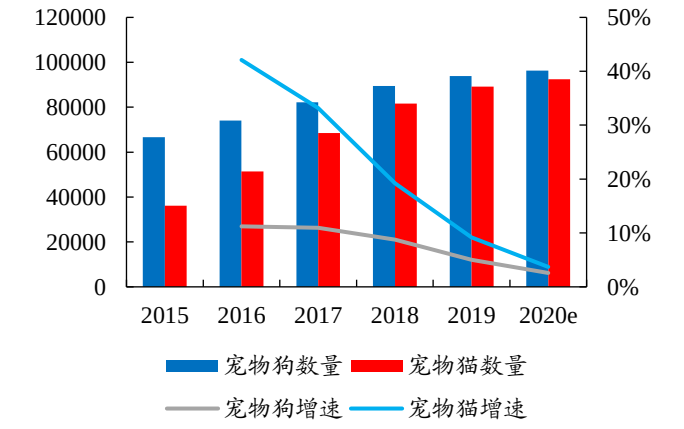
图6：中国宠物食品行业规模增长驱动因素拆分



资料来源：欧睿国际、开源证券研究所

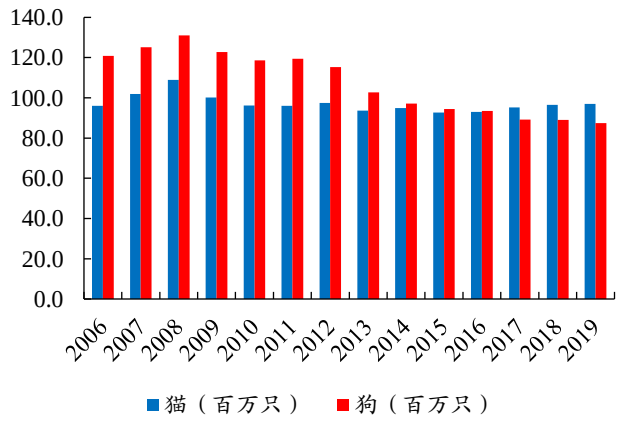
宠物猫数量和单宠消费额增速均高于宠物狗，养猫潮流更甚。我们对宠物食品销售额进一步拆分后，发现近几年在单宠消费量、食品单价和宠物数量等方面，猫的增速都要显著高于狗。2019 年单只猫的猫粮销量为 5.7kg（同比增长 14.7%），猫粮平均单价为 33.2 元/kg（同比增长 6.0%），猫数量为 8920 万只（同比增长 9.2%）；单只狗的狗粮销量为 6.1kg（同比增长 9.2%）、狗粮平均单价为 32.2 元/kg（同比增长 4.9%）、狗数量为 9390 万只（同比增长 5.0%）。由于养猫所需的空间、精力和日常开支更少，且对周围居民生活影响小，因此受欢迎程度（尤其在年轻人养宠人群中）持续上升，近年来宠物猫绝对数量增幅均高于宠物狗，且单只猫消费额增长同样快于宠物狗，预计未来养猫潮流将延续。事实上，在与我国文化和社会结构相似的日本市场，宠物猫的数量已在 2017 年超过宠物狗，且差距持续拉大。而在宠物狗内部，中小型犬的数量增长同样高于大型犬，2019 年我国小型犬数量 4779 万只，占比 50.9%，同比增加 236.2 万只；大型犬数量 1549 万只，占比 17.1%，同比增加 19.9 万只。

图7：中国宠物猫数量增幅高于宠物狗（千只）



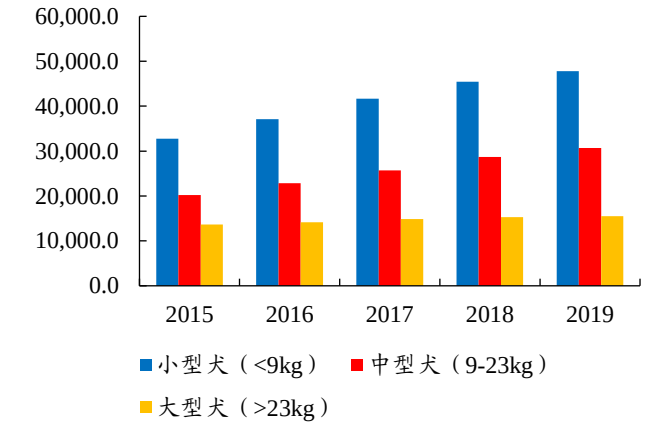
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图8：日本宠物猫数量已赶超宠物狗



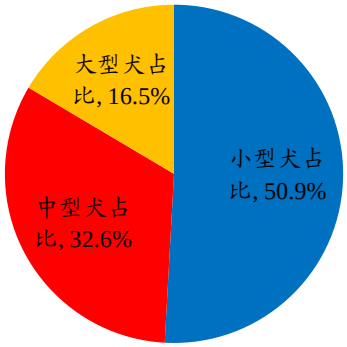
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图9：我国小型犬数量增长远高于大型犬



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图10：我国小型犬数量占宠物狗的一半以上

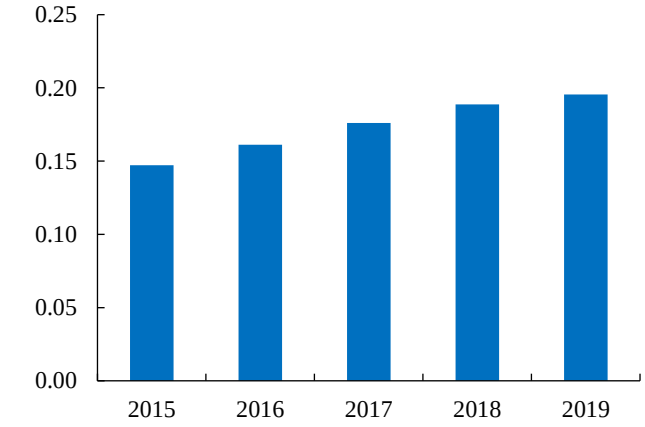


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

1.2.2、 量增：养宠渗透率提升扩大宠物消费基数，科学喂养意识提高推升单宠宠物食品消费量

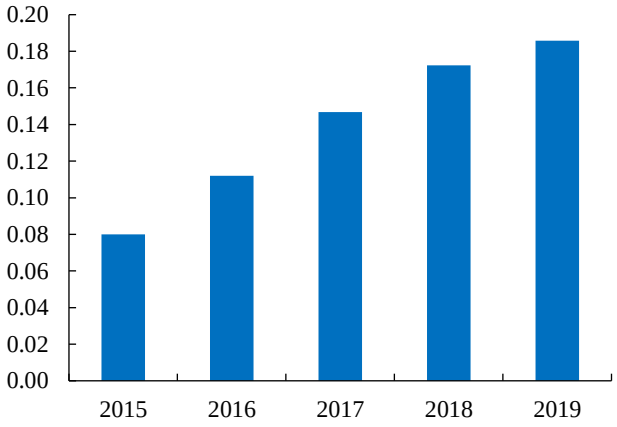
中国户均养宠量尤其是养猫数量持续增长，促进宠物行业消费基数扩大。2019 年，中国家庭户均养狗数量达 0.2 只，相比 2015 年的 0.15 只/户有明显的提升，同期中国户均养猫数量为 0.19 只，相比 2015 年的 0.08 只提升更为显著。户均养宠数量的增长是过去以及未来相当长时间内我国宠物行业快速扩张的重要动力之一。

图11：中国户均养狗数量持续增长（只/户）



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

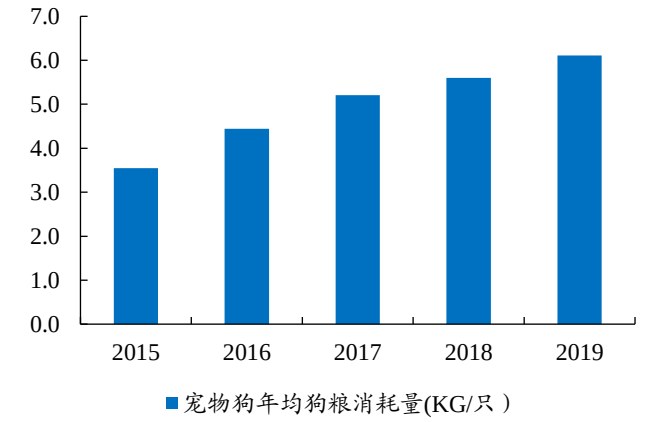
图12：中国户均养猫数量快速增长（只/户）



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

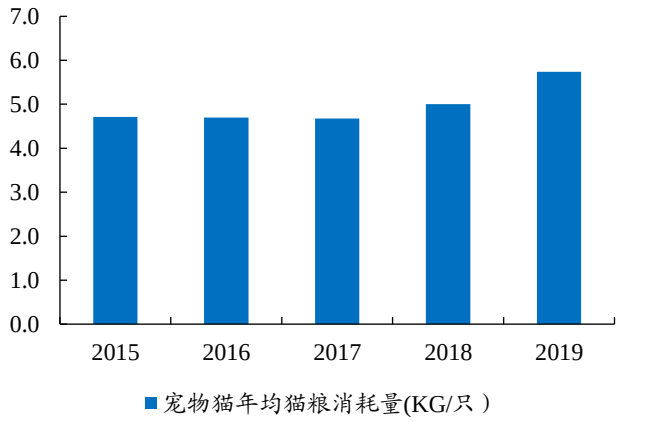
科学养宠意识加强，推动宠物商品粮渗透率提高。科学的养宠方法能够提升宠物的生理和精神状态、延长宠物寿命，因此近年来被越来越多的宠物主所接受，自然而然地推动了宠物商品粮渗透率的提高，即从剩饭剩菜向宠物主粮转变。根据欧睿国际的数据，2019 年国内宠物狗年均狗粮（含主粮、零食和湿粮，下同）消耗量为 6.1 千克/只，宠物猫为 5.7 千克/只，而 2015 年分别为 3.5 千克/只和 4.7 千克/只，5 年来均有明显的提升。2019 年单只狗的狗粮消费量同比增长 9.2%，单只猫猫粮消费量同比增长 14.7%，单宠商品粮消费量的增加已成为宠物食品行业规模最大的增长来源。

图13：我国宠物狗商品粮渗透率持续提高



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图14：我国宠物猫商品粮渗透率持续提高

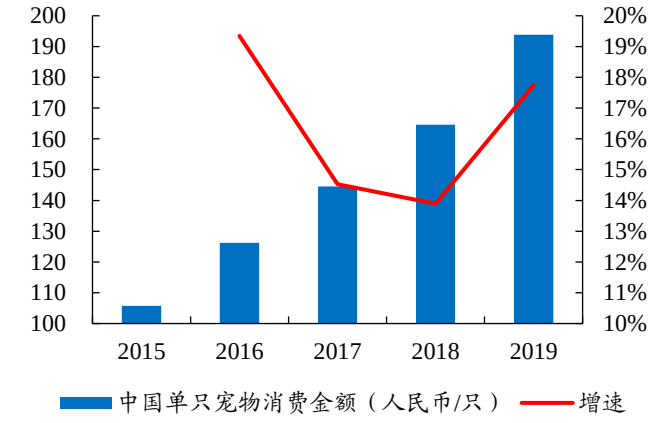


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

1.2.3、 价升：人性化宠物定位下，宠物消费升级趋势明显

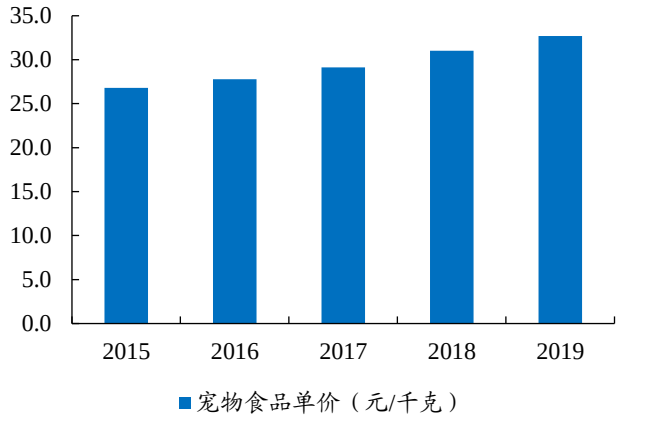
宠物定位人性化驱动宠物消费升级，宠物食品单价提升成行业增长又一大动力。我国单只宠物消费金额从 2015 年 105.8 元上升到 2019 年的 193.8 元，CAGR 高达 16.4%。单宠消费额的增长除了前文所述单宠商品粮消费量的提高外，还得益于单价提升即高端化趋势。2019 年我国宠物食品终端消费单价为 32.7 元/千克，相比 2015 年的 26.8 元/千克提高了 22%。我们认为，宠物食品单价的提升主要源于人性化定位下，宠物对于主人而言地位更加重要，宠物主更愿意增加养宠开支。艾媒咨询调查数据显示，近九成宠物主将宠物视为孩子、家人或朋友，宠物扮演着玩伴或精神伴侣等角色，成为不可或缺的家庭成员。欧睿国际数据显示，2019 年国内狗干粮和猫干粮高档产品占比分别为 36.8%和 29.0%，较 2015 年分别提高 1.4 和 2.1 个百分点，与此同时低档和中档干粮占比均有所下降。这表明宠物主在宠物上的消费意愿在提高。

图15：中国单只宠物消费额快速增长



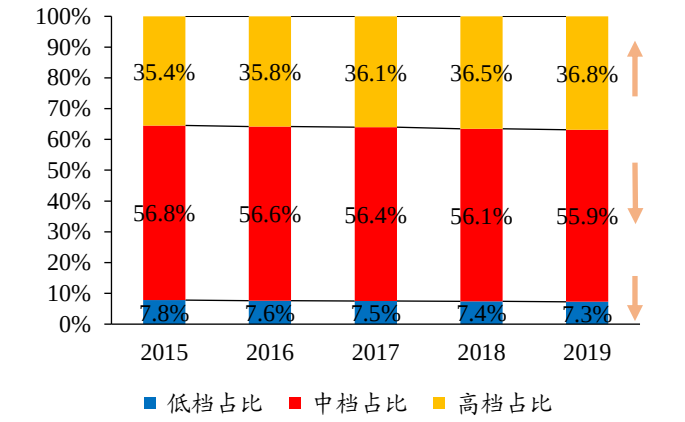
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图16：中国宠物食品单价持续提升



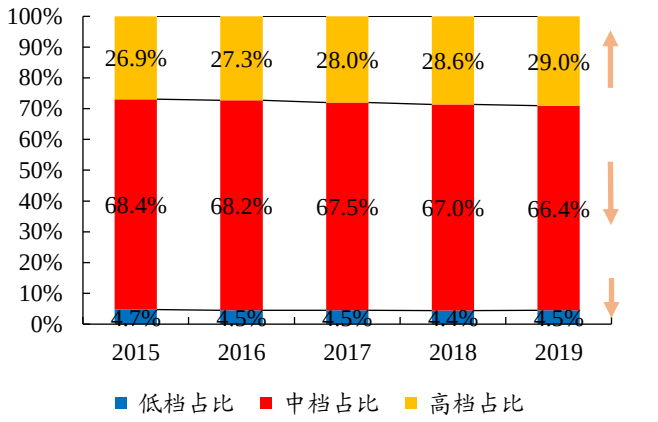
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图17：狗干粮中高档占比持续提升



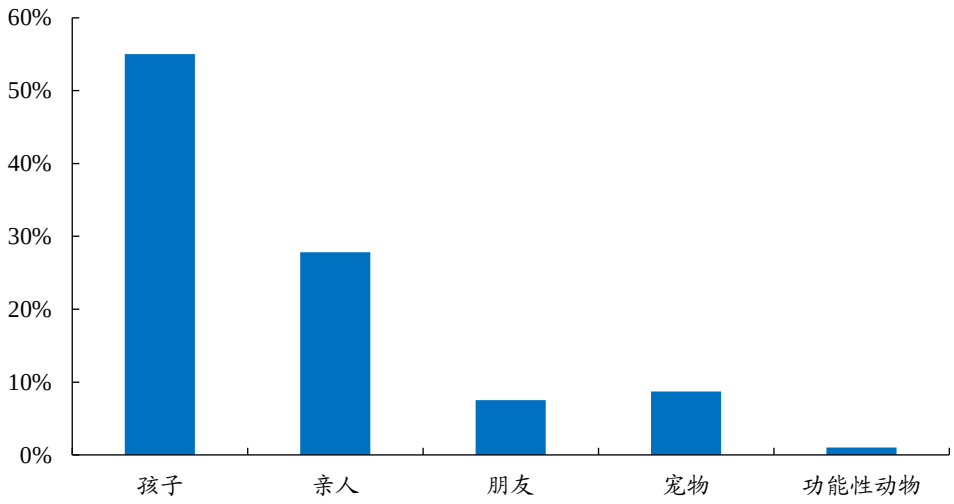
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图18：猫干粮中高档占比持续提升



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

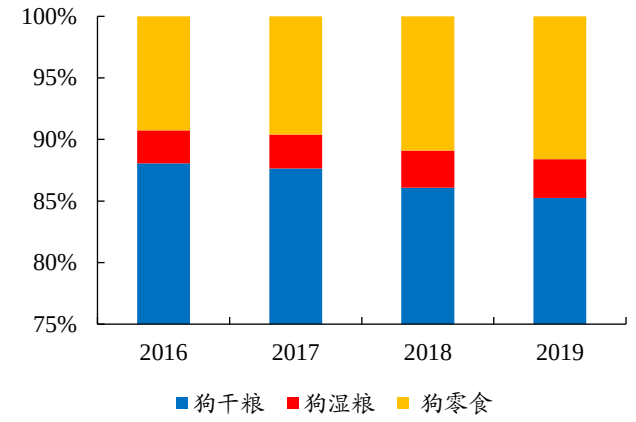
图19：近八成用户视宠物为孩子和亲人



数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

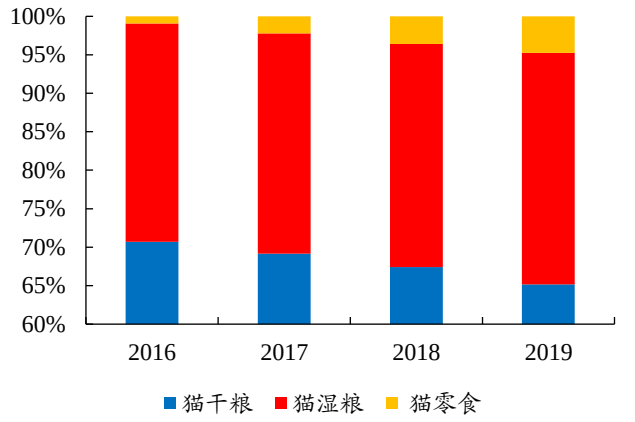
宠物食品消费单价的提高不仅归因于干粮内部的高端化，还受益于食品消费结构的变化。2019 年我国狗粮销售额中，干粮、湿粮和零食占比分别为 85.2%、3.2%和 11.6%，湿粮和零食的比例相较 2016 年提高了 2.8 个百分点。猫粮销售额中这一比例分别为 65.2%、30.1%和 4.8%，湿粮和零食的比例相较 2016 年提高了 5.6 个百分点。湿粮和零食作为主粮的有益补充，单价普遍高于主粮，其销售占比的提高也证明了宠物消费的高端化趋势。

图20：狗粮销售额中零食比重不断提升



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图21：猫粮销售额中湿粮比重不断提升

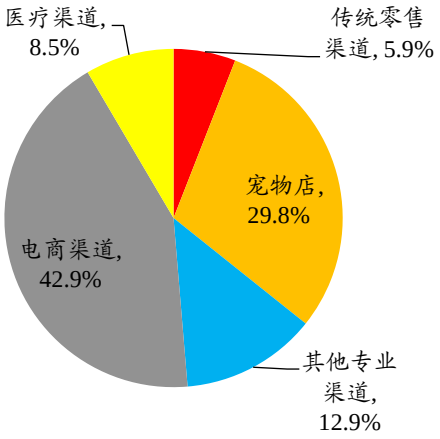


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

1.3、 电商渠道高渗透，专业渠道高潜力

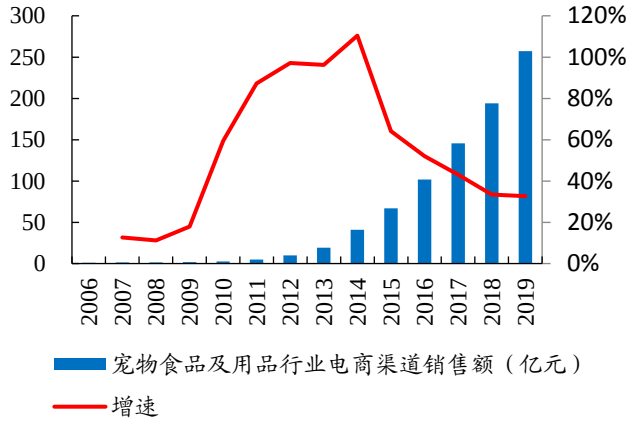
得益于方便快捷、品类丰富以及价格优势等，电商渠道在我国宠物食品及用品行业持续渗透，目前已成为第一大销售渠道。根据欧睿国际的数据，我国电商渠道的宠物食品及用品销售额从 2016 年的 1.1 亿元持续增长至 2019 年的 257.3 亿元，是行业最大的销售渠道，占比高达 42.9%。其中，淘系平台最受欢迎，分别有 68.2%和 54.6%的宠物主偏好淘宝和天猫平台购买宠物食品，而选择拼多多的比例最低，仅有 3.2%。电商渠道的快速崛起主要得益于其方便快捷的购买体验、丰富的产品品类以及较高的性价比。根据《2017 年宠物行业白皮书》，宠物主偏好线上渠道的第一大原因为更快捷便利，其次是货源种类多以及优惠力度大。

图22：我国宠物食品和用品行业电商渠道占主导



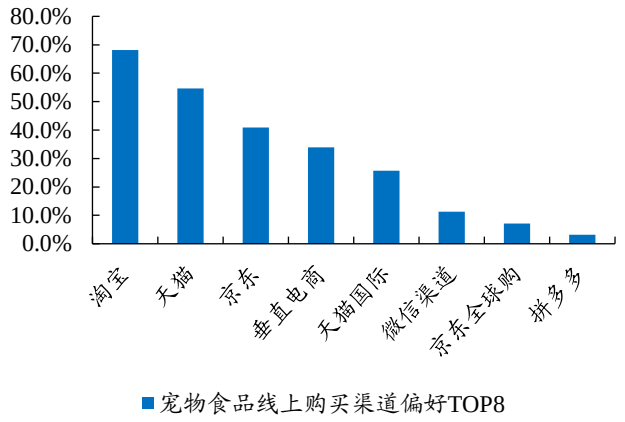
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图23：电商渠道销售额持续高速增长



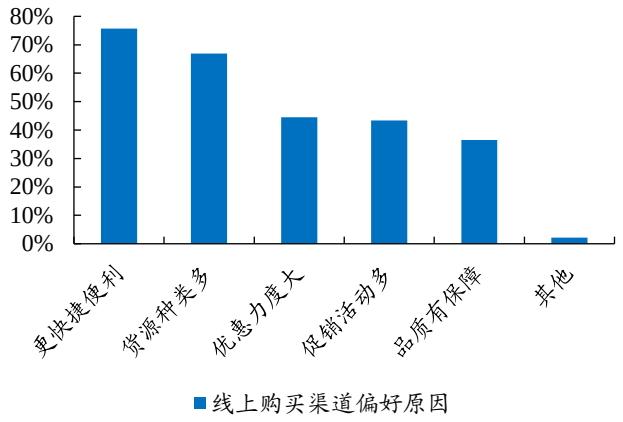
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图24：淘系平台最受宠物主欢迎



数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

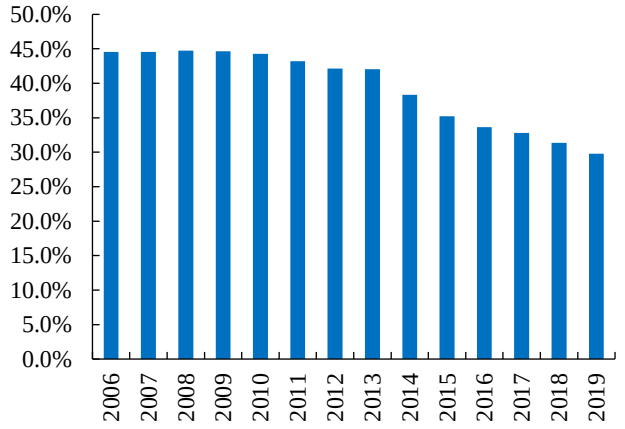
图25：便捷是宠物主偏好线上渠道的主因



数据来源：《2017 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

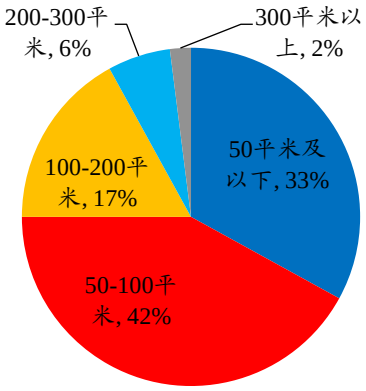
宠物店渠道仍较原始，现代化升级改造后有望释放活力。宠物店曾是我国宠物食品和用品行业最大的渠道，2006 年占比 44.5%。但是近年来，宠物店渠道占比持续下降，截至 2019 年仅占 29.8%。发生这一趋势的原因，主要在于国内宠物店行业发展缓慢，目前仍以夫妻店为主，缺乏为宠物提供多元化服务的能力，从而在与电商等渠道的竞争中处于弱势。根据 2018 年中国宠物店《行业数据调研报告》，国内宠物店面积大多在 100 平米以下，其中 50-100 平米占比最多（42%），其次是 50 平米及以下（33%），而 200 平米及以上仅占 8%。但是，宠物店相较其它渠道仍有独特的优势，例如宠物活体交易、宠物寄养、宠物用品试用等。2019 年宠物用品销售在宠物店的占比达 32.4%，高于第二名电商渠道的 32.1%。而根据《2017 年宠物行业白皮书》的调查，57.5%的宠物主会因可以实物挑选而选择宠物店消费。随着宠物店连锁化的推进，更为现代化的综合性宠物店将能为宠物提供更完备优质的服务，其蕴含的潜力值得重视。事实上，2015 年以来，我国宠物店渠道重新焕发活力，销售额从 87.5 亿元持续增长至 2019 年的 178.8 亿元，复合增速高达 19.6%。

图26：宠物店渠道占比持续下降



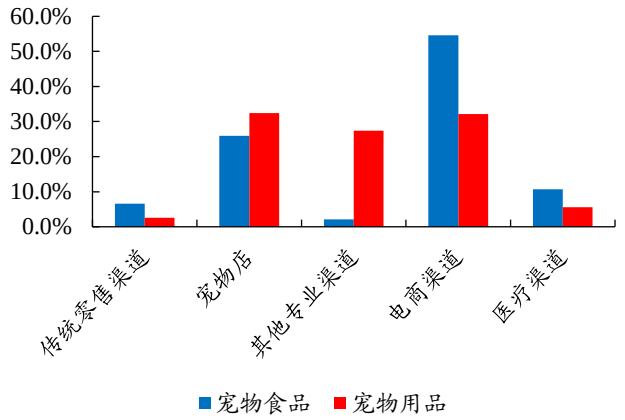
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图27：我国宠物店以小型店为主



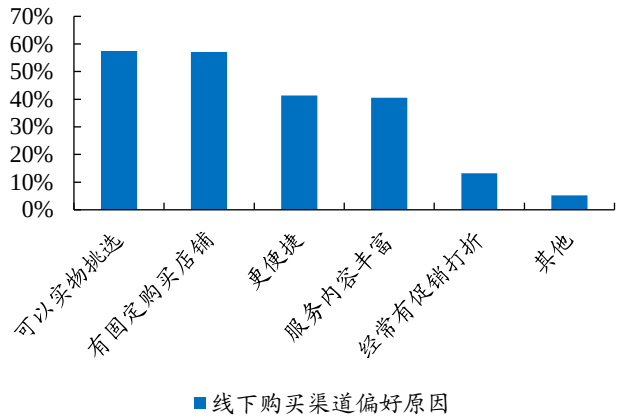
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图28：宠物用品在宠物店渠道销售占比最高



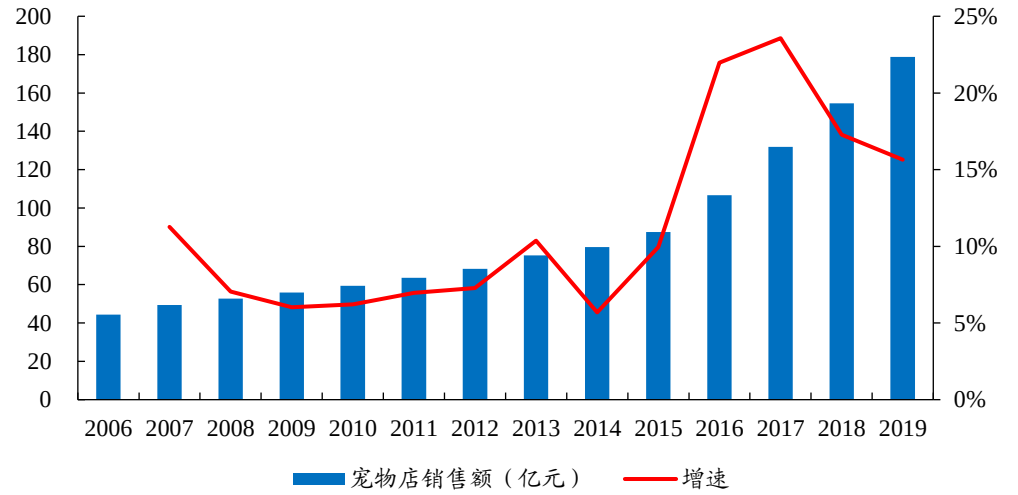
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图29：宠物店渠道具有独特优势



数据来源：《2017 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

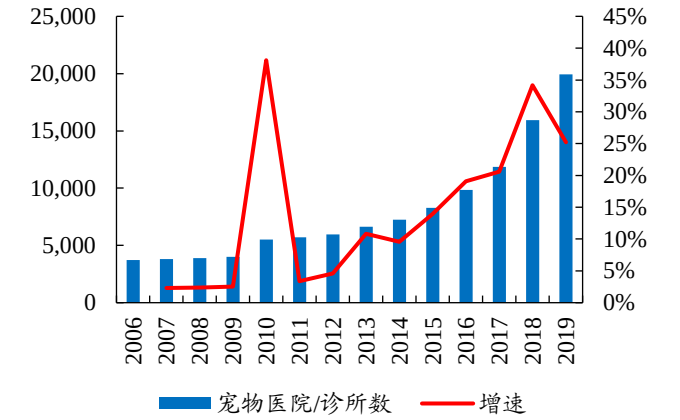
图30：2015 年以来宠物店渠道重新焕发活力



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

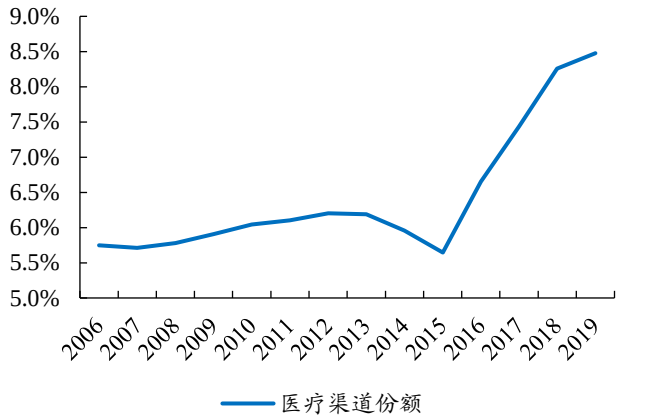
宠物医院专业性强，渠道价值日益彰显。随着宠物数量的持续增长以及宠物地位的提升，国内宠物医疗和保健需求强劲。根据前瞻产业研究院的数据，2019 年我国宠物医疗市场规模达到 405 亿元，同比增长 18.4%。与此同时，宠物医院/诊所数量持续增加，2019 年已近 20000 家，与 2015 年的 8267 家相比，复合增速达 24.7%。我国宠物医院除了具有提供医疗保健服务的职能，其专业性优势在引导宠物主养宠习惯方面具有较强的影响力。因此，对于宠物食品品牌商来说，利用宠物医院完成对宠物主的产品教育和品牌宣传引流是一个绝佳的方式。2019 年，医疗渠道在我国宠物食品销售中的比例达到 8.5%，相比 2015 年的 5.6%快速提升了 2.9 个百分点。

图31：我国宠物医院/诊所数高速增长



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图32：医疗渠道占宠物食品销售比例持续提升



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

表1：2019 年中国主要宠物医疗品牌门店数

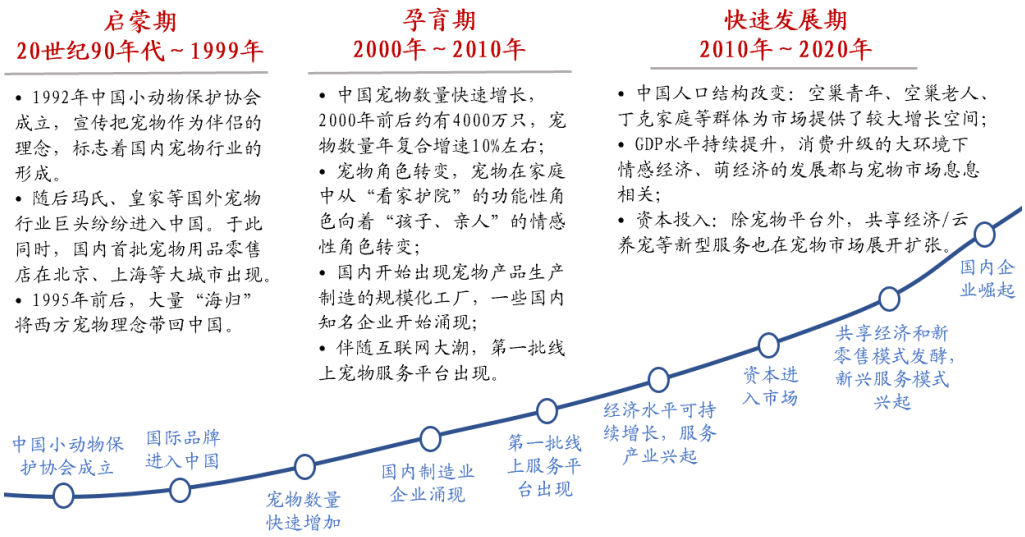
梯队	公司	成立时间	门店数	医生数
第一梯队	瑞鹏股份	1998	400+	执业兽医师 1200 多名
	瑞派股份	1999	320+	兽医专业人员 1000 多名
第二梯队	安安宠物医院	2015	260+	医生 800 多名
	芭比堂	2006	130+	执业兽医师 215 人
第三梯队	艾贝尔	2002	35	-

资料来源：各公司官网、艾媒咨询、开源证券研究所

2、 国内宠物行业仍处于初级阶段，为本土品牌发展提供良机

我国宠物行业起步较晚，目前已经历三个阶段：启蒙期（20 世纪 90 年代-1999 年）、孕育期（2000 年-2010 年）、快速发展期（2010-2020 年）。虽然近年来国内“萌宠经济”快速兴起，但是从多维度看，宠物行业仍处于初级阶段：（1）与美日韩等成熟市场相比，国内养宠渗透率以及单宠消费水平差距仍然明显；（2）国内养宠群体割裂，一线城市宠物主在养宠意识、消费力等方面大幅领先于三线及以下城市；（3）即使是消费能力最强的养宠群体，也尚未形成成熟的养宠理念。对于新兴品牌来说，这意味着仍具有抢占消费者心智的行业机遇，而事实上近年来本土品牌正在加速崛起，我们认为这种趋势仍将持续。

图33：中国宠物行业历史沿革

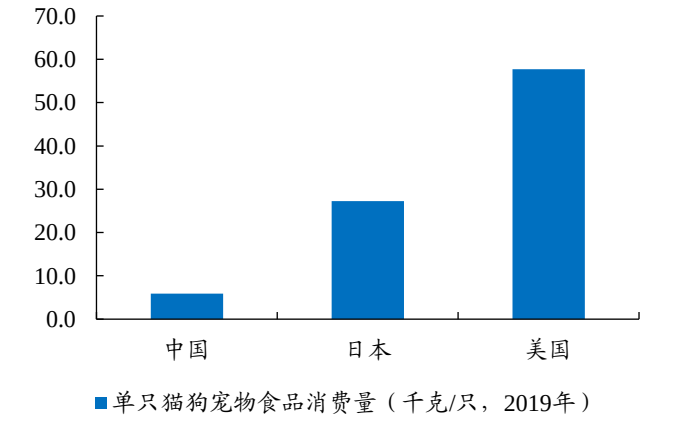


资料来源：《2017 年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

2.1、 商品粮渗透率低，单宠消费额远远落后于成熟市场

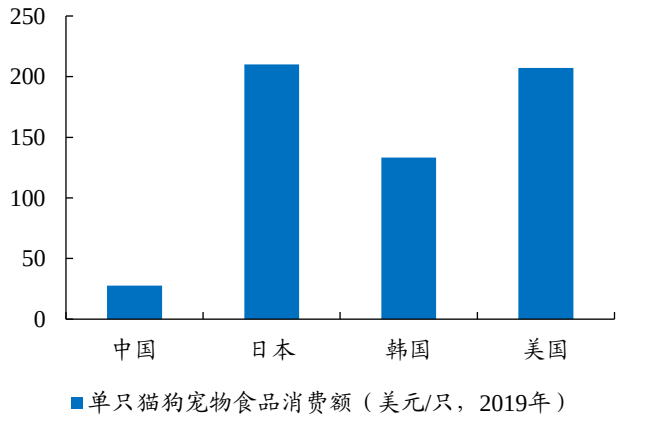
目前国内宠物猫狗仍以剩饭剩菜喂养为主，单宠消费额远远落后于成熟市场。我们综合各猫粮品牌的喂养建议，假设一只猫每天需进食约 70g 的猫粮，则一年需要消耗大约 25.5kg 的猫粮。而根据欧睿咨询的数据，2019 年我国宠物猫数量为 8919.8 万只，猫粮消费量为 51.2 万吨，即平均每只猫年消费猫粮仅 5.7 千克，意味着更多的宠物猫仍然以剩饭剩菜喂养为主。即使按照《2019 宠物行业白皮书》中估算的 4412 只宠物猫进行测算，单只猫年消费猫粮也仅 11.6 千克，远低于同期日本和美国的 26.4 千克/只和 30.0 千克/只。商品粮渗透率低导致单宠消费额的落后，2019 年中国单只宠物消费金额仅 27.7 美元，而日本、韩国和美国的单宠消费分别为 210.1、133.1 和 207.3 美元，单宠消费额的提升将成为我国宠物行业长期增长的最重要动力。

图34：我国单宠宠物食品消费量与成熟市场差距大



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图35：我国单宠宠物食品消费额与成熟市场差距大

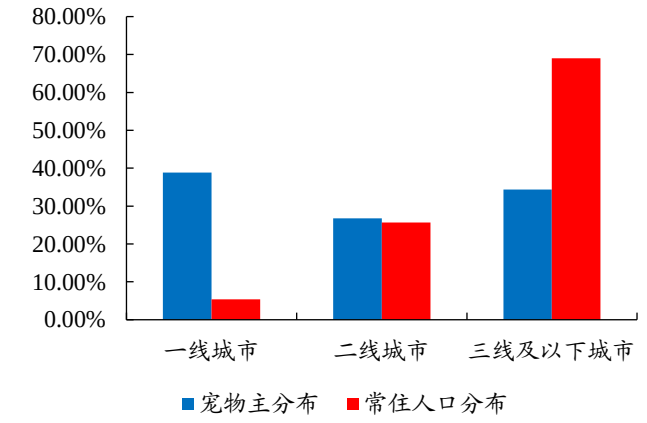


数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

2.2、 一线城市引领养宠潮流，不同线级城市宠物行业割裂

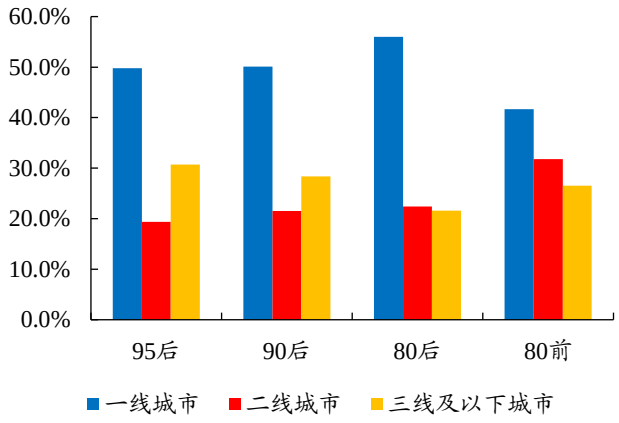
一线城市养宠人群最多且消费水平更高，与低线级城市割裂。根据《2019 宠物行业白皮书》披露的数据，2019 年一线城市宠物主数量占比为 38.8%，二线城市为 26.8%，三线及以下城市占比为 34.4%，即一线城市养宠群体最为庞大。但与此形成鲜明对比的，是一线城市人口仅占总人口的 5.4%，二线人口占比 25.6%，而三线及以下城市人口占比高达 69.0%，即一线城市养宠人群渗透率是三线及以下城市的 14.5 倍。年龄结构方面，80 后到 95 后的群体中，均有近 50%的比例分布在一线城市，而 80 前的群体只有 41.7%的比例在一线城市。从另一个角度看年龄结构，一线城市养宠人群中 8090 后的占比为 78.8%，二线城市为 66.5%，三线及以下城市则为 74.5%，即一线城市的养宠群体更年轻化。从消费力看，45.3%的高消费人群（指主粮月花费在 500 元以上）分布在一线城市，仅有 29.8%分布在三线及以下城市。可见，一线城市聚集了国内规模最庞大且最年轻化的养宠群体。而这些宠物主往往更有尝鲜精神且消费能力较强，引领着我国宠物行业潮流。而与此同时，三线及以下城市养宠渗透率还很低，与一线城市相比处于割裂状态。

图36：宠物主和常住人口分布对比鲜明



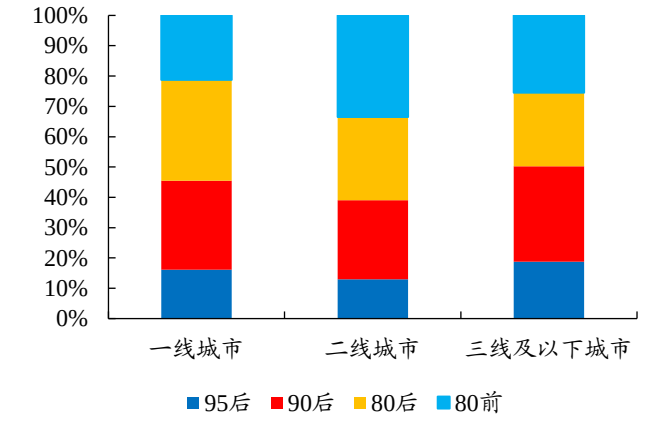
数据来源：Wind、《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图37：年轻群体主要分布在一线城市



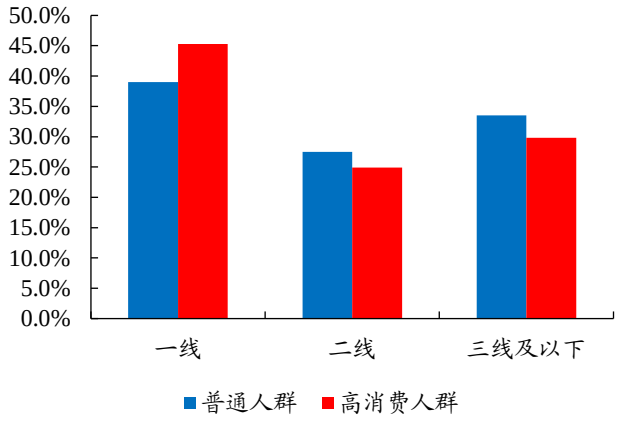
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图38：一线城市养宠人群结构最年轻化



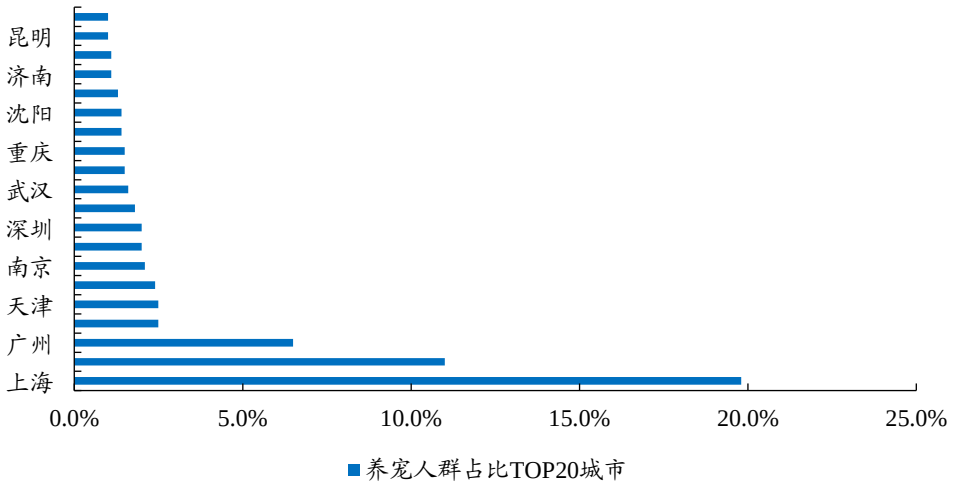
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图39：养宠高消费人群主要分布在一线城市



数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图40：TOP20 城市养宠人群占比高达 65.5%



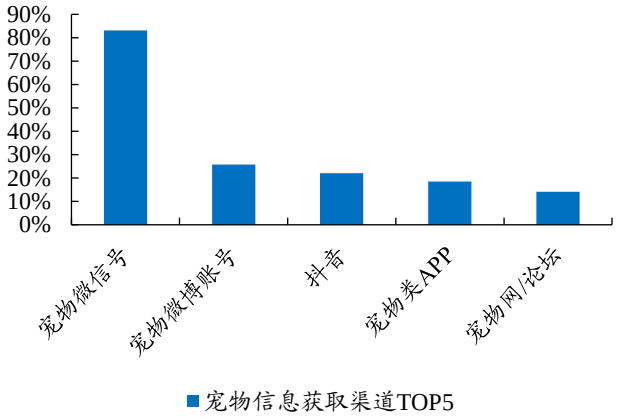
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

2.3、 国内宠物主养宠观念整体尚未成熟，宠物主教育处于初级阶段

2.3.1、 宠物主获取养宠信息的渠道参差不齐，缺乏消费主见

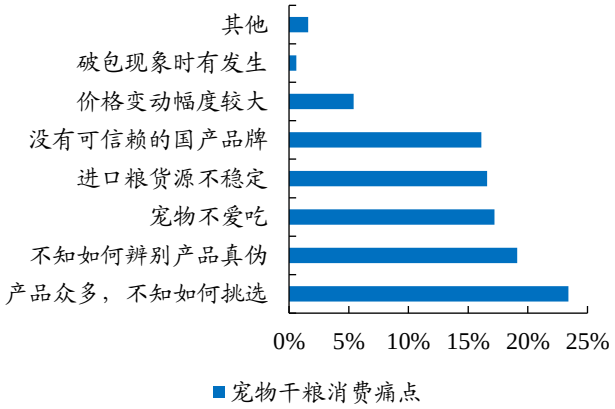
我国宠物主获取养宠相关信息的前 5 大渠道均为互联网渠道，其中宠物微信号占比 83.1%居首位，其次是微博账号和抖音，占比分别为 25.7%和 22.1%。而从宠物垂直社区例如宠物类 APP 和宠物网/论坛获取养宠信息的比例分别只有 18.5%和 14.1%。根据国内最大的宠物社区波奇网的招股书，截至 2019 年底，其在线注册用户数为 2300 万，2019 年 H2 平均 MAU 仅 350 万。可见，当前国内尚未形成规模足够大且活跃度高的宠物社区，宠物主主要的信息来源均为单向分享平台，其特点是充斥海量的信息但是质量参差不齐，用户基本只是信息的接受者。因此，宠物主难以形成系统化和高一致性的养宠知识体系，导致缺乏消费主见。根据《2019 宠物行业白皮书》的统计，宠物干粮消费最大的痛点便是“产品众多，不知如何挑选”。另外，品牌忠诚度方面，只有 21.7%的宠物主愿意一直使用同一个干粮品牌，而 64.0%的宠物主会尝试 2-3 个品牌，14.3%的宠物主则会更换 4 个及以上的品牌。宠物主对零食品牌的忠诚度更低，64.3%的宠物主没有固定品牌的零食偏好。

图41：宠物主缺乏高质量宠物信息来源



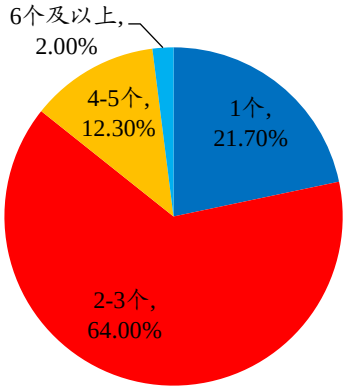
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图42：宠物干粮最大消费痛点是不知如何挑选产品



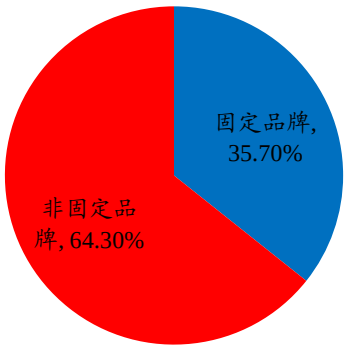
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图43：宠物主会尝试较多的主粮品牌



数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图44：宠物零食品牌忠诚度低

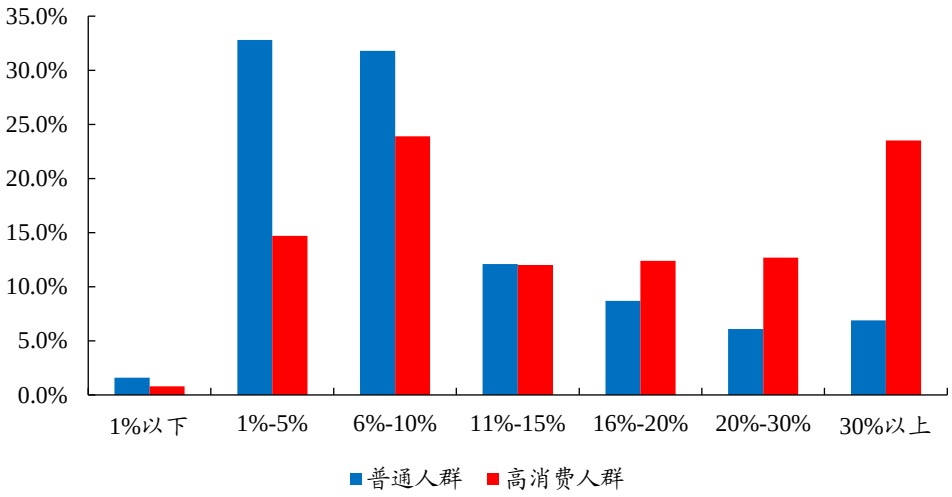


数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

2.3.2、 宠物高消费缺乏高收入支撑，消费行为不够理性

养宠高消费人群中宠物消费占收入比重偏高，高消费缺乏高收入的支撑，消费行为存不理性因素。整体看，69%的宠物主养宠花费占个人收入比例低于 10%，属于比较合理的区间。但是，在养宠高消费人群中，仅有 39.4%的宠物主养宠消费占收入比例低于 10%，另有 36.2%的宠物主养宠消费占收入比例高于 20%。可见，宠物高消费可能缺乏高收入的支撑，而是在当前养宠圈内攀比之风下，宠物主非理性消费，使养宠开支超出了合理承受区间。

图45：高消费人群中养宠支出占收入比重偏高

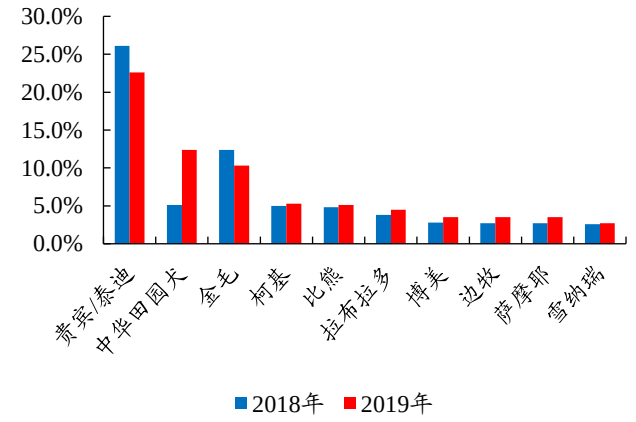


数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

2.3.3、 宠物潮流迭代快，跟风养宠带来流浪犬猫后遗症

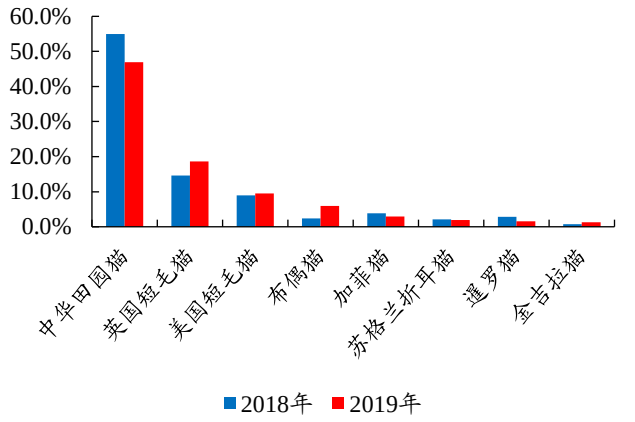
国内宠物行业处于初级阶段的另一大特征，是养宠潮流兴起时间短，宠物主养宠心智仍不够成熟，跟风养宠者不在少数，导致被遗弃宠物数量居高不下。2019 年，我国宠物犬平均年龄为 4.4 岁，61.1%的宠物犬年龄在 5 岁以下；宠物猫的平均年龄为 3.4 岁，86.8%的宠物猫年龄在 6 岁以下。而东京农工大学和日本小动物兽医师会的大规模调查显示，2014 年日本宠物狗和宠物猫的平均寿命已分别达到 13.2 岁和 11.9 岁。可见，与成熟市场相比，我国养宠潮流兴起时间较晚。这导致国内宠物主整体养宠心智仍不够成熟，跟风养宠者不在少数，宠物“潮流”更迭快。《2019 年宠物行业白皮书》的调查数据显示，仅在 2018 至 2019 年这一年的时间内，最受欢迎的犬猫品种均发生了显著的变化。例如，2019 年贵宾/泰迪的受欢迎程度相比 2018 年下降了 3.5 个点，而中华田园犬受欢迎程度大幅提高 7.3 个点，成为第二大受欢迎品种。宠物猫方面，2019 年第一大偏好品种中华田园猫受欢迎程度也较 2018 年大幅下降 8.1 个点，第二偏好品种英国短毛猫受欢迎程度则提高 4 个点。短期内宠物“审美”的大幅变动很大程度上归因于宠物主养宠心智尚未成熟，容易受周边环境以及商家的宣传造势影响。这带来的严重后遗症是跟风的宠物主对宠物很可能有始无终，导致宠物被弃养的概率大大增加。据世界卫生组织统计，目前全球约有 2 亿条流浪狗，其中中国就高达 4 千万，占了全球流浪狗总数的 20%。

图46：宠物犬偏好变化快



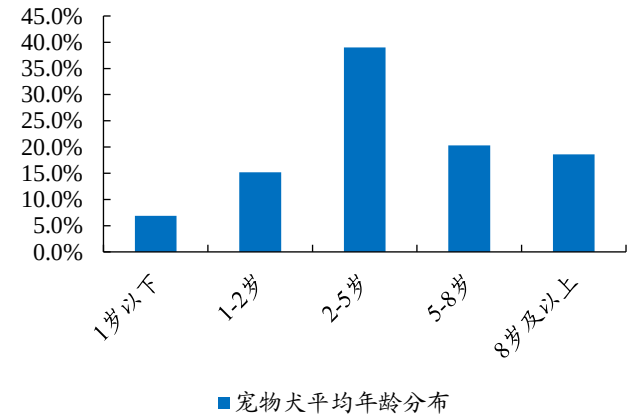
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图47：宠物猫偏好变化快



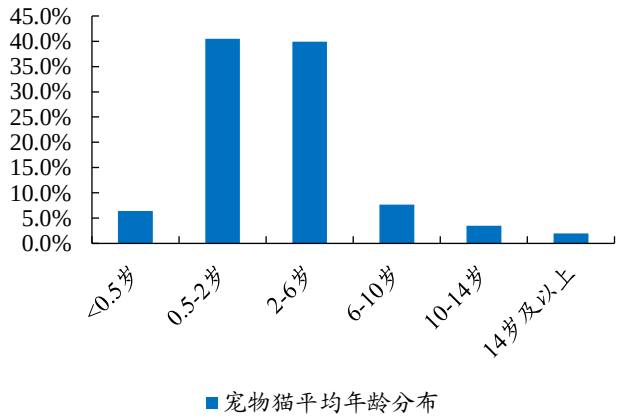
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图48：我国宠物犬平均年龄偏低



数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图49：我国宠物猫平均年龄偏低



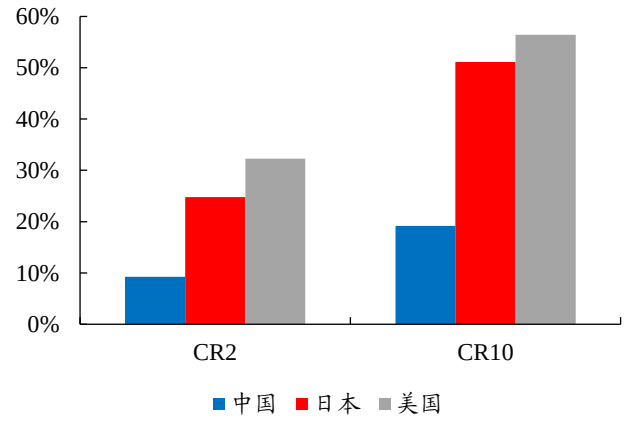
数据来源：《2019 年宠物行业白皮书》、开源证券研究所

2.4、 初级阶段下竞争格局未固化，“萌宠经济”时代本土宠物食品商崛起

由于国内“萌宠经济”兴起时间不久，目前国内宠物行业集中度远低于成熟市场，竞争格局尚未稳定，本土品牌凭借对市场需求的更快响应、对渠道变革的更好把握以及差异化的产品策略而实现异军突起。2019 年中国宠物市场 CR10（按公司口径）仅为 19.2%，显著低于日本市场的 51.1%和美国市场的 56.4%。其中国内市占率最高的玛氏市场份额为 7.0%，市占率第二的比瑞吉则只有 2.3%，可见行业竞争格局分散，绝对龙头尚未出现。虽然目前外资企业在品牌、口碑、市占率等方面仍然占据优势，但远未形成绝对主导地位。而本土品牌则在下述诸多方面具有较为明显的比较优势：（1）本土公司规模较小也意味着决策更灵活，在国内多变的养宠潮流下可以更迅速地响应宠物主的多样化需求；（2）近年来国内宠物食品行业渠道结构发生了重大变革，低成本、扁平化的电商渠道的崛起有利于新兴品牌的普及。另外，低线级城市的众多小型宠物店未获得高端国际品牌的重视，但为中低端国产品牌的渗透提供了便利；（3）国内养宠群体割裂，宠物食品行业消费分层较为明显，高端市场重视产品品质和多样性，低端市场注重性价比。而国际宠物食品巨头多以高端策略为主，为本土品牌通过差异化崛起提供了空间。近年来，众多本土品牌通过利用上述优势实现了

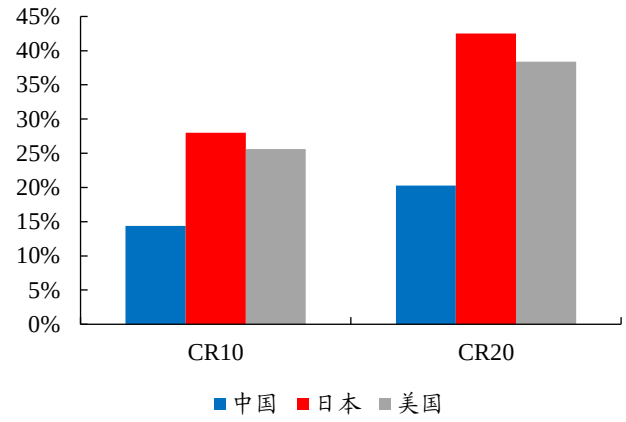
快速的崛起。2019 年国内宠物市场份额排名前 20 的品牌中，有 60%为本土品牌，其合计市场份额从 2018 年的 10.9%上涨到 11.3%。若按照公司的口径，2019 年我国宠物食品行业前 10 大公司中，有 7 个为本土公司，其合计市占率为 10.0%，相比 2015 年的 7.2%提升明显。本土品牌崛起的同时，则伴随着外资品牌份额的下降。2019 年，国际宠物食品巨头玛氏和雀巢在我国宠物市场占有率合计为 8.3%，相比 2010 年的 10.3%下降了 2 个百分点。可见，在国内宠物行业仍处于初级阶段的背景下，新兴品牌大有可为，本土品牌崛起的趋势仍将持续。

图50：中国宠物行业集中度低（公司口径）



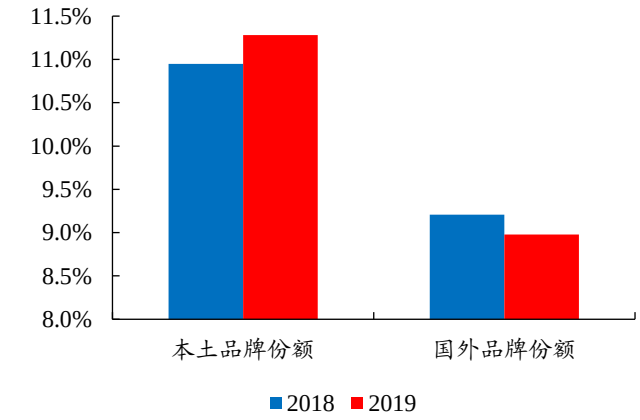
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图51：中国宠物行业集中度低（单品牌口径）



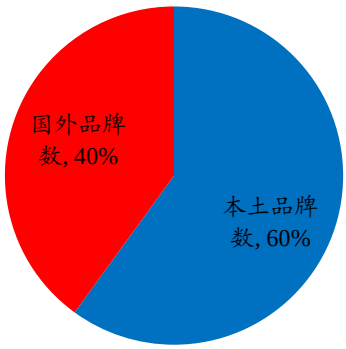
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图52：宠物食品 TOP20 品牌中本土品牌份额提升



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图53：宠物食品 TOP20 品牌中本土品牌数占比达 60%



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

3、“产品+渠道”精准定位，本土品牌走出差异化崛起路径

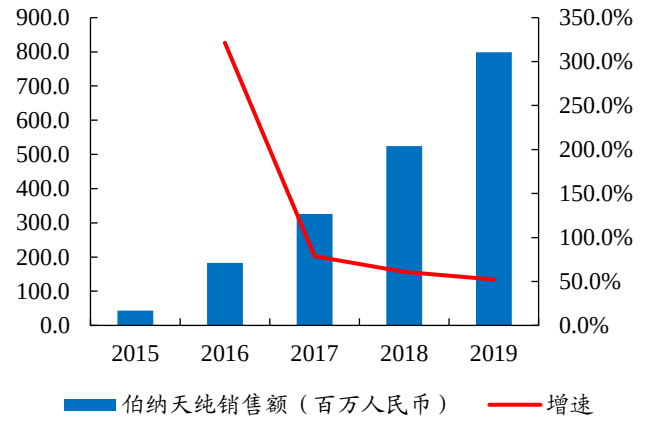
我国宠物行业仍处于初级阶段的背景下：（1）一线城市高学历年轻宠物主主导行业需求，这一群体消费能力强但对宠物食品品质尤为看重；（2）三线及以下城市广大下沉市场商品粮渗透率低且宠物主消费能力较低，但蕴含较大潜力；（3）宠物主养宠心智尚不成熟，能够直接触达宠物主的终端渠道对于俘获消费者心智至关重要，其中宠物医院等专业渠道具有更高的权威性，对于消费者教育的价值日益凸显。针对上述特点，众多本土新兴品牌采取不同的产品与渠道销售策略，走出了差异化崛起路径。其中最具代表性、对比最鲜明的是疯狂小狗和伯纳天纯，前者主打极致性价比，

后者坚持超高端路线，两者均在几年内实现了飞速发展，截至 2019 年底市占率分别为 1.34%和 1.33%，已是国内第三和第四大宠物食品品牌。

3.1、 专业渠道+高品质，主打一二线城市高消费宠物主

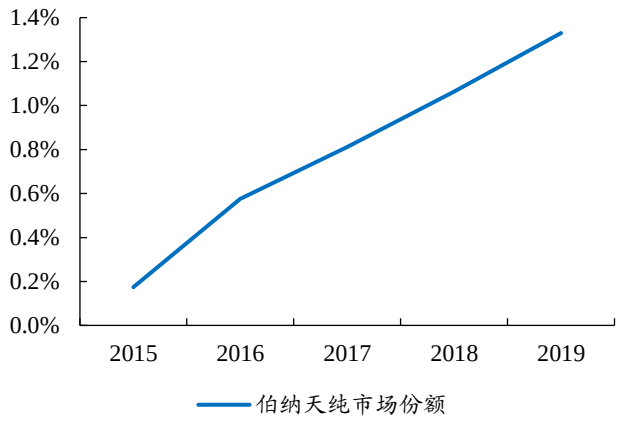
针对当前主导宠物食品行业消费的一二线城市高学历年轻宠物主，一方面需要借助宠物店和宠物医院等专业渠道进行消费者教育以塑造高端化品牌形象，另一方面需要保证产品的高品质和多样化以维护消费者粘性。此种模式的本土品牌成功代表为伯纳天纯。伯纳天纯自成立起，便专注于生产超高端的天然粮，目前已形成了十大犬猫粮产品系列。天然粮与普通商品粮相比，不含各种人工添加剂，更有助力于宠物吸收营养，延长宠物寿命。除了保证产品本身的优质，早期伯纳天纯为了使消费者接受高价的本土新兴品牌，集中资源投放到线下宠物店等专业渠道，以更好地进行消费者教育。根据海马云大数据，目前伯纳天纯均价在淘宝、天猫、京东和拼多多四大主流电商平台中都最高，且与第二名皇家拉开了较大的差距。可见，伯纳天纯超高端的品牌形象已被目标受众接受，因而享有较高的品牌溢价。伯纳天纯品牌虽然在 2013 年才成立，但凭借专业渠道+高品质的发展策略实现了快速成长，其销售额从 2015 年的 0.4 亿元增长到 2019 年的 8.0 亿元，CAGR 高达 107.3%，目前在国内宠物食品市场市占率第四，仅次于疯狂小狗。

图54：伯纳天纯销售额超高速增长



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图55：伯纳天纯品牌份额快速提升



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图56：伯纳天纯十大犬粮系列均价高

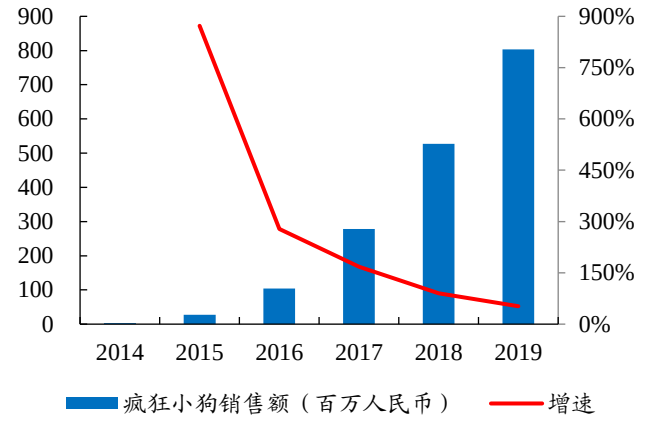


资料来源：公司官网、天猫旗舰店、开源证券研究所

3.2、 电商渠道+高性价比，快速渗透养宠小白和下沉市场

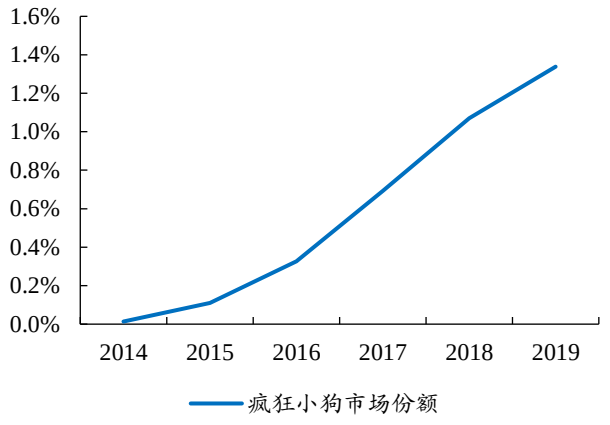
在行业处于初级阶段但保持高速增长的背景下，除了一二线城市的高消费群体，下沉市场以及养宠小白群体的渗透空间广阔，且这部分群体在未来消费升级的潜力大。对此，一方面需要依靠高性价比的产品使消费者更易于接受，另一方面需要依靠渗透最广的电商渠道实现快速覆盖。此种模式的本土品牌成功代表为疯狂小狗。疯狂小狗主要受众群体定位在 80、90 后新一代养宠人群，针对年轻养宠人群尤其是新养宠者消费能力相对较低但习惯网上购物的特点，疯狂小狗采取极致性价比的产品策略，并大力发展线上渠道。在线上渠道销售额 TOP6 品牌（皇家、麦富迪、疯狂小狗、伯纳天纯、比瑞吉、宝路）中，疯狂小狗在淘宝、天猫、京东三个平台的均价都是最低的，在拼多多平台上则仅高于麦富迪。此外，疯狂小狗在天猫和拼多多平台的宠物销售额 TOP100 单品中表现“疯狂”，其商品数分别占天猫和拼多多的宠物销售额 TOP00 单品的 45%和 29%，销售额分别占比 50%和 49%。依靠电商渠道+高性价比产品，疯狂小狗实现了快速扩张。自 2014 年成立以来，疯狂小狗销售额从 0.03 亿元增长到 2019 年的 8.0 亿元，CAGR 高达 310.9%，在国内宠物食品市场份额从 0.0%增长到 1.3%，目前已排名第三。

图57：疯狂小狗销售额高速增长



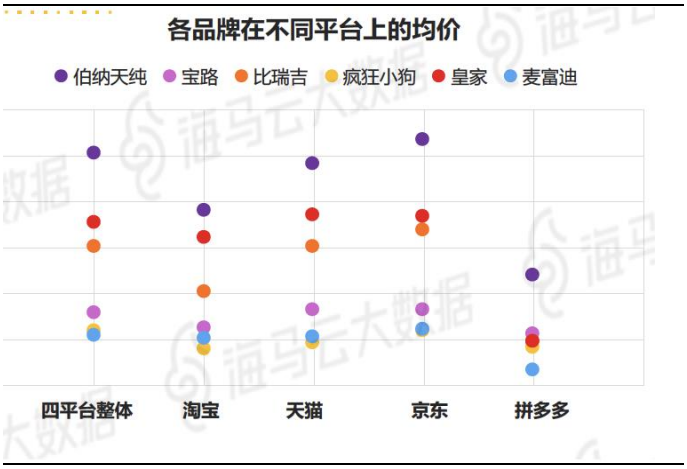
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图58：疯狂小狗品牌份额持续提升



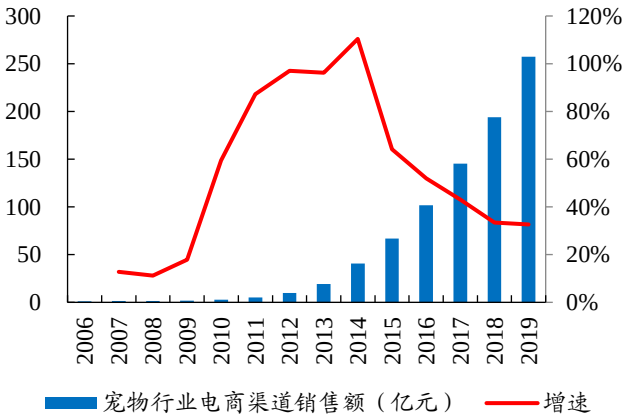
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图59：疯狂小狗采用低价策略



资料来源：海马云大数据

图60：疯狂小狗充分抓住了电商渠道发展红利



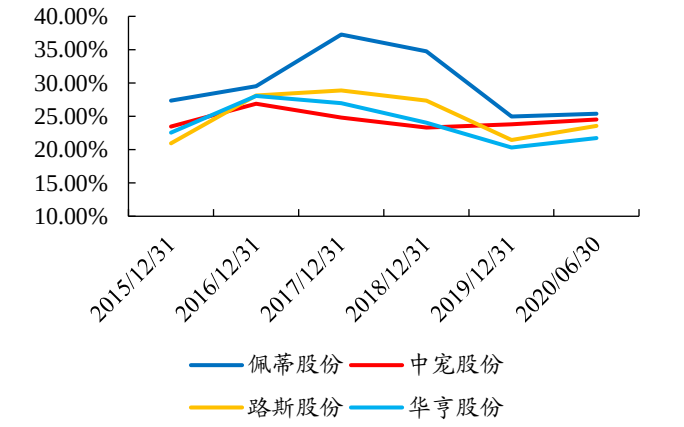
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

4、 受益公司：佩蒂股份、中宠股份

4.1、 佩蒂股份：专注中高端发展战略，产能释放将加速国内业务扩张

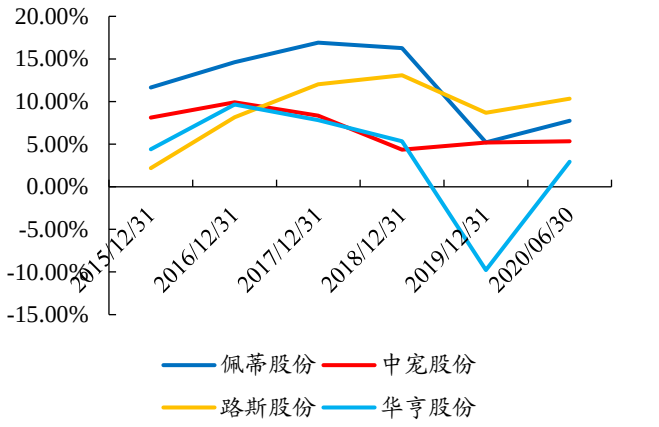
功能性宠物食品 ODM 龙头，产品研发和制造能力优秀。佩蒂股份主要从事咬胶等功能性宠物食品的生产，凭借强大的产品研发、成本控制以及供应链管理能力，公司以 ODM 模式与众多海外知名宠物食品龙头形成了长期稳定的合作关系。公司 70%以上收入来自前 5 大客户，2019 年海外市场为公司贡献了 86%的收入，且客户粘性高。海外市场稳定的需求且较高的盈利能力构成了佩蒂股份利润基本盘。横向对比其他同行，佩蒂股份的盈利水平长期更优。

图61：佩蒂股份毛利率高于同行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：佩蒂股份净利率高于同行

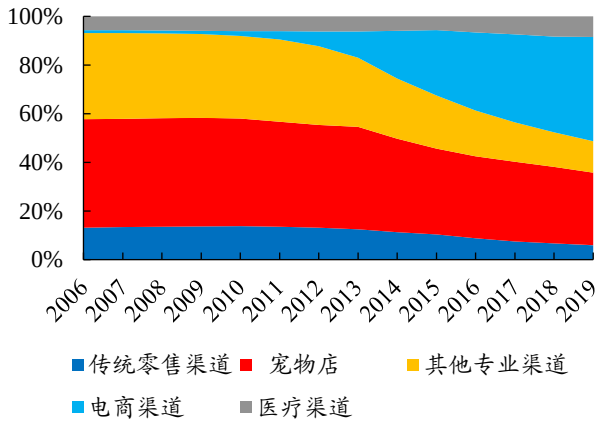


数据来源：Wind、开源证券研究所

多重因素共振，利润率持续提升。公司 2020Q3 销售毛利率为 30.01%，同比 2019Q3 的 21.96%以及环比 2020Q1/2020Q2 的 20.24%/29.01%均出现大幅改善，并带动净利率进一步提升至 10.23%，主要得益于：（1）占原材料成本约 25%的鸡肉价格下行；（2）产能转移，中美贸易摩擦对公司的边际影响减小；（3）产品结构改善，毛利率更高的植物咬胶等产品占比提升。展望未来，随着鸡肉价格的趋势性下跌（2020Q3 白羽鸡市场均价环比 Q2 下降 10.9%且 10 月以来仍然处于下行通道）以及国内业务规模效应的逐渐显现，预计公司盈利能力将进一步提高。

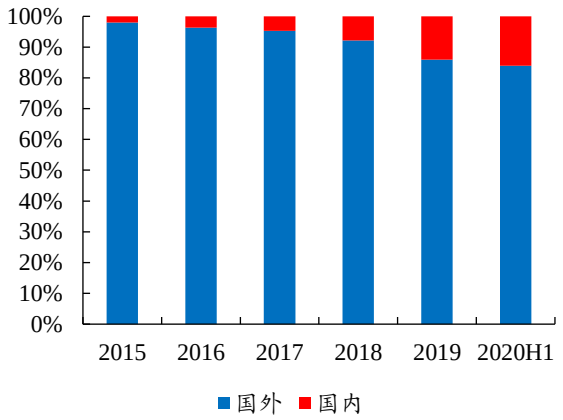
多品牌+多渠道布局，战略开拓国内中高端宠物食品市场。由于国内宠物市场发展潜力更大且竞争格局尚未固化，佩蒂股份未来将把战略重心转向国内市场。**品牌定位上**，目前国内宠物行业的主导客群为一线城市学历较高的年轻人，这一群体消费能力较强且更注重产品品质，因此佩蒂股份主打高端化发展战略，并针对不同场景构建了多品牌矩阵。**渠道方面，**目前国内宠物行业终端销售以电商和专业渠道为主，专业渠道中宠物医院占比提升最快。对此，佩蒂股份大力开拓线上渠道，已在天猫、京东、E 宠商城、网易严选、拼多多、苏宁等电商平台开设 16 家自营店铺，同时积极尝试直播等新型营销方式。另外，公司已与佳雯和瑞鹏等宠物医院达成全品牌、全供应链合作，采用定制专销模式推广，同时帮助终端门店做消费者教育和产品教育。在多品牌和多渠道共同发力下，佩蒂股份国内业务收入占比逐年提升，2020H1 国内业务营收占比达 16%，同比增长 67.84%，近五年复合增速达 92.5%。

图63：国内宠物行业中电商和医疗渠道占比提升



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图64：佩蒂股份国内业务收入占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：佩蒂股份构建了以高端为主的多品牌矩阵

品牌	产品	定位
齿能	咬胶	中高端，按宠物年龄、体型定制的专业宠物咀嚼食品
爵宴	零食	高端，加拿大进口营养肉质零食
好适嘉	零食	中端，满足消费者对品质和潮流的追求，以人宠互动为场景
ITI	零食、湿粮	高端，完全由新西兰制造并引入到中国市场的小型宠物零食品牌
SmartBalance	干粮	高端，新西兰顶级天然粮

资料来源：公司公告、开源证券研究所

海外在建项目顺利推进，产能释放后有望加速推动国内业务扩张。公司现有产能主要为传统咬胶以及少量的营养肉质零食，产能瓶颈限制了公司在国内业务的扩张。不过，目前公司在新西兰的 4 万吨主粮工厂和柬埔寨的 9200 吨宠物休闲食品项目均顺利推进，预计 2020Q4 按计划试生产，并于 2021 年陆续投产。海外产能的释放将推动公司在国内主粮等市场的渗透，国内业务有望加速扩张。

表3：佩蒂股份海外新建产能将陆续释放

生产基地	现有产能	未来产能
浙江温州	9000 吨畜皮咬胶	
江苏泰州	3000 吨植物咬胶	
越南好嚼	2000 吨畜皮咬胶	
	3000 吨植物咬胶	
越南巴拉啦	5000 吨植物咬胶	
越南德信	2000 吨咬胶与营养肉质零食	2020 年 Q3 投入 3000 吨咬胶+营养肉质零食产能
新西兰	1500 吨营养肉质零食	2020 年 9 月完成 40000 吨主粮工厂建设，Q4 试生产，2021 年陆续投产
柬埔寨		9200 吨宠物休闲食品（其中 3000 吨宠物咀嚼食品、6000 吨湿粮及 200 吨营养保健

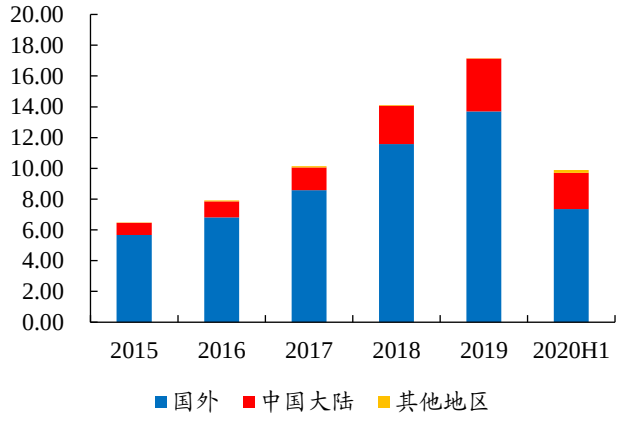
生产基地	现有产能	未来产能
		品），预计 2021 年建设完毕并陆续投产

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 中宠股份：全品类+全渠道覆盖的本土宠物食品龙头

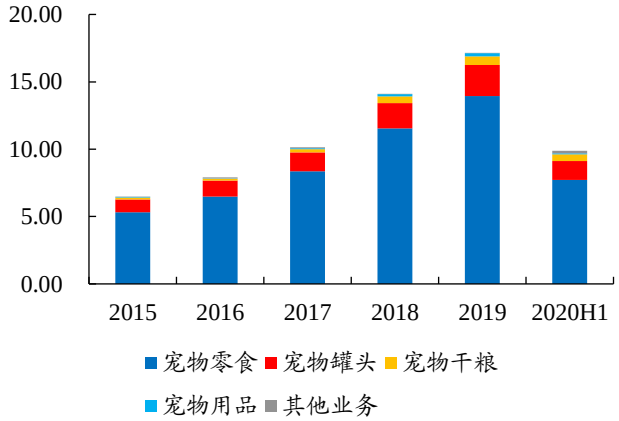
宠物食品全品类覆盖，主粮业务快速扩张。中宠股份同样以为海外客户代工宠物食品起家，截止 2020H1，公司来自海外的收入仍占 74.4%。目前，中宠股份已成为本土宠物食品龙头企业之一，旗下顽皮和 ZEAL 两大主品牌覆盖了宠物犬猫的绝大部分食品品类，其中丰富多样的零食品类很好地满足了宠物主喜欢尝鲜的特点。截止 2020H1，公司来自宠物零食、罐头、主粮的收入占比分别为 78.1%、14.1%和 5.1%。在凭借宠物零食树立品牌知名度的同时，中宠股份将国内市场发展的下一阶段重心放在市场空间更大的宠物主粮业务。2019 年公司主粮收入达 6300 万元，虽然绝对体量仍不大，但处于持续快速扩张期，过去 5 年 CAGR 高达 43.2%，未来成长空间广阔。

图65：中宠股份主要收入来自国外（亿元）



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图66：宠物零食是中宠股份最主要收入来源（亿元）



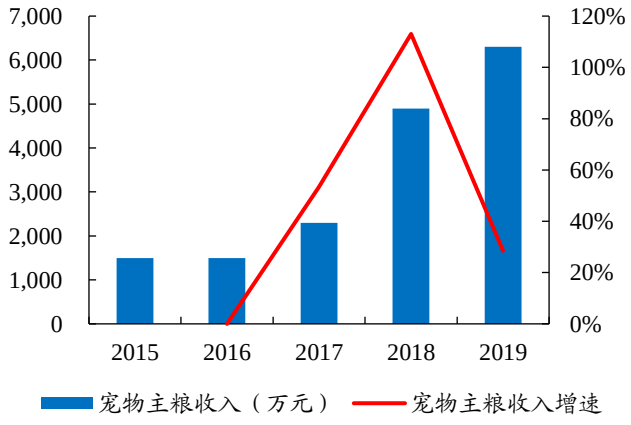
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：中宠股份旗下顽皮品牌在狗类零食中受欢迎



资料来源：艾媒咨询

图68：中宠股份主粮业务处于快速扩张期



数据来源：Wind、开源证券研究所

全渠道先发优势明显，深耕电商和宠物医院渠道。经过多年的布局，中宠股份在国内市场基本实现了全渠道覆盖。传统渠道方面，公司线下核心经销商由 2014 年的 37

个持续增长至 2019 年的 110 个，经销网络已覆盖全国大部分重点区域，产品已进入家乐福等大型连锁商超。专业渠道方面，公司产品已在 110 多个城市建立了销售网络，产品在宠物医院和宠物店的铺货率达 80%，同时入股瑞鹏医院并达成战略合作，有望充分受益于宠物医院扩张。线上渠道方面，公司自上市以来积极布局线上渠道，先后投资了威海好宠、领先宠物等聚焦线上渠道的销售公司，并与苏宁易购、阿里巴巴以及京东达成了战略合作。

表4：受益公司盈利预测及估值

公司名称	评级	现价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
佩蒂股份	买入	36.60	0.74	1.04	1.41	49.46	35.19	25.96
中宠股份	买入	55.80	0.79	0.94	1.29	70.63	59.36	43.26

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：现价为 2020 年 11 月 11 日收盘价，中宠股份盈利预测引用开源证券研究所农业组预测数据）

5、 风险提示

养宠政策变动、市场竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn