

多品牌全渠道布局国内，宠物食品巨头扬帆

2018年12月7日

投资要点

- ❖ **整装向前，宠物食品龙头踏上新征程。**公司起步于1998年，经过近20年的发展，公司扩产能，提品质，全品类，成为国内领先的宠物零食出口龙头。然而随着海外行业整体增速放缓，叠加出口业务较难转移上游成本涨价，公司业绩渐遇瓶颈，2018年上半年归母净利同比下滑39%。2018年以来，公司开始加大向品牌厂商的转型，预计全年国内收入可达3亿，占比营收上升至22%。随着国内市场拓建提速，公司有望发展成国产宠物食品品牌龙头。
- ❖ **中国宠物食品量价齐升，龙头机会巨大。**美国、日本宠物食品市场的数据均显示，宠物行业具备一定的抗经济周期波动属性，且消费升级下，行业逐渐向高端产品、渠道聚拢。国内宠物食品行业受益于养宠渗透率、宠物转食率的提升目前处于量价齐升阶段，预计未来3年仍有望维持20%-30%行业增速。从市场格局来看，目前仍群雄混战阶段，行业集中度、品牌忠诚度不高（CR2市占率10%，日、美均在30%以上），予国产品牌较大突围机会，目前通过电商渠道、差异化产品和定位，部分国产品牌已经开始实现进口替代。
- ❖ **多品牌、全渠道策略，国内市场百花齐放。**纵观宠物食品巨头玛氏和雀巢，其背后均离不开公司的多品牌全渠道策略。2017年以来，公司加速向品牌商的转变，主要通过两方面：1）品牌端。围绕顽皮品牌进一步丰富，迄今已拥有12个自有品牌和数10个代理品牌，卡位各细分市场。而顽皮品牌亦通过调整产品配方、重新品牌设计、开发新品等进一步加强了品牌影响力。2）渠道端。公司主攻线上，并不断加强专业渠道的覆盖能力。
- ❖ **线上：**2018年以来，公司先后收购了威海好宠、俊慕电子、云宠智能、云吸猫智能、宁波冠纯5个线上团队，运营不同品牌，对接不同线上平台，并与阿里、苏宁建立了深厚的战略合作关系。随着阿里资源向公司的倾斜，目前中宠已拥有行业最多的线上旗舰店（包括一个卖场型旗舰店），粉丝数和销量数增长迅猛，预计阿里、苏宁渠道将为未来国内销售翻番打下坚实基础。
- ❖ **线下：**一方面通过丰富经销商数量，公司线下宠物门店覆盖范围大大加强。另一方面通过参股美联众合，公司产品有望铺入瑞鹏系宠物医院（目前医院渠道占比将近10%），进一步加大专业渠道的渗透。
- ❖ **风险因素：**行业增速放缓、行业竞争加剧、管理难度加大、贸易争端带来出口增速及毛利率下滑。
- ❖ **盈利预测、估值评级。**国内宠物市场迎量价齐升，公司从品牌、渠道端入手全面转型，未来收入放量可期。考虑到海外市场受加征贸易关税影响，而国内利润贡献预计主要在2020年，我们小幅下调19年盈利预测，上调20年盈利预测，现预测18/19/20年EPS为0.62/0.82/1.47元（原预测0.62/0.9/1.4元）。对标海外宠物食品巨头蓝爵的PS，我们给予公司海外业务1倍PS，国内业务3.5倍PS，对应2020年目标市值56亿，对应目标价56元（对应2020年），上调评级至“买入”。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	790.95	1,015.35	1,380.34	1,868.67	2,631.03
营业收入增长率	22.02%	28.37%	35.95%	35.38%	40.80%
净利润(百万元)	67.28	73.60	61.84	81.96	147.42
净利润增长率	20.81%	9.40%	-15.97%	32.52%	79.88%
每股收益EPS(基本)(元)	0.90	0.88	0.62	0.82	1.47
毛利率%	26.89%	24.81%	22.72%	24.58%	27.93%
净资产收益率ROE%	20.75%	10.62%	9.09%	10.79%	16.34%
每股净资产(元)	4.01	7.70	7.62	8.52	10.12
PE	28	28	41	31	17
PB	6	3	3.29	3	2

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年12月6日收盘价



中信证券
CITIC SECURITIES

买入（上调）

当前价：32.83元

目标价：56.00元（2020年）

中信证券研究部

盛夏

电话：010-60838155

邮件：xsheng@citics.com

执业证书编号：S1010516110001

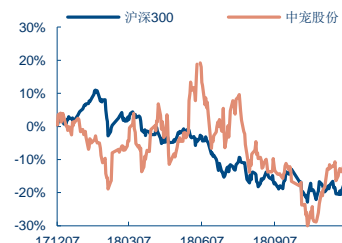
彭家乐

电话：010-60836729

邮件：pengjiale@citics.com

执业证书编号：S1010518080001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	3181.67点
总股本/流通股本	100/53.9百万股
近12个月最高/最低价	42.11元/24.66元
近1月绝对涨幅	17.77%
近6月绝对涨幅	-21.22%
今年以来绝对涨幅	-8.22%
12个月日均成交额	31.93百万元

相关研究

1. 中宠股份（002891）重大事项点评—携手阿里，国内市场或迎爆发
..... (2018-10-24)
2. 中宠股份（002891）2018年三季报点评—业绩环比改善，国内增长提速
..... (2018-10-23)
3. 中宠股份（002891）重大事项点评—牵手苏宁，国内销售爆发加速
..... (2018-09-20)
4. 中宠股份（002891）2018年中报点评—收入增长略超预期，国内布局多点开花
..... (2018-08-08)
5. 中宠股份（002891）重大事项点评—投资云宠智能，布局新零售
..... (2018-07-26)
6. 中宠股份（002891）重大事项点评—投资云吸猫智能，线上再发力
..... (2018-06-11)

目录

整装向前，宠物食品龙头踏上新征程	1
品类品质双优，二十年砥砺筑宠物零食出口龙头	1
加速转型国内市场，业绩有望边际改善	6
中国宠物食品量价齐升，龙头机会大	9
海外经验：消费升级驱动，宠物行业具备一定抗周期特性	9
中国市场：渗透率较低，行业仍处于量价齐升阶段	13
渠道、产品、定位三维度突围，国产品牌有望实现进口替代	15
多品牌、全渠道布局，国内市场百花齐放	17
他山之石：多品牌、全渠道策略成功范例	17
顽皮为主，多品牌卡位细分市场	20
渠道并购亮眼，深度合作电商+专业渠道龙头	21
风险提示	26
盈利预测与估值评级	26
盈利预测	26
估值	27

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2013-2018Q1-3,中宠股份收入及增速	2
图 3: 中宠股份收入规模领先行业	2
图 4: 肉干零食为主, 湿粮、干粮占比加大	3
图 5: 中宠股份近三年海外市场收入	3
图 6: 中宠股份近年来零食产能释放情况	3
图 7: 2013-2017 年, 中宠股份主要客户销售情况	3
表 8: 中宠股份近年来研发投入一览	4
表 9: 中宠股份国际资质认证	6
图 10: 2013-2018Q1-3,中宠股份净利润及增速	6
图 11: 2013-2018Q1-3,中宠股份利率水平变化	6
图 12: 中宠股份成本构成 (2016 年数据)	7
图 13: 2018 年 1-9 月, 鸡胸肉价格同比+9%	7
图 14: 2013-2018Q1-3,中宠股份销售费用率增加	7
图 15: 中宠股份近三年销售费用率领先	7
图 16: 2013-2018Q1-3,中宠股份应收账款周转率情况变化	7
图 17: 2018Q3 中宠股份净现金流占比营收显著减少	7
图 18: 中宠主要客户 (约占公司应收账款余额 64.13%) 实际账期有所拉长	8
图 19: 中宠主要客户 (约占公司应收账款余额 64.13%) 实际账期有所拉长	8
图 20: 中宠分地区收入一览	8
图 21: 中宠国内市场收入增速	9
图 22: 中宠国内市场收入构成	9
图 23: 中宠内销毛利率远高于外销	9
图 24: 美国宠物食品行业与 GDP 关系图	10
图 25: 日本宠物食品行业与 GDP 关系图	10
图 26: 日本宠物数量在 05-08 年见顶后开始小幅下滑	10
图 27: 日本城镇养宠渗透率在 05-08 年见顶	10
图 28: 日本宠物狗数量自高位下滑 32%	11
图 29: 日本主要以小型犬为主	11
图 30: 日本宠物狗支出平均高于宠物猫	11
图 31: 日本公寓占比上升, 平均住房面积缩小	11
图 32: 日本阻碍饲养的主要因素	12
图 33: 日本养猫数量总体增加	12
图 34: 平均每只宠物平均年消费支出	12
图 35: 高端宠物食品占比仍在提升	12
图 36: 高端宠物食品占比仍在提升	13
图 37: 分渠道看, 专业化连锁宠物超市占比上升至将近 15%	13
图 38: 2014 年中国宠物数量位列全球第二	14

图 39: 2014 年中国人均宠物数仅为 6%	14
图 40: 2016 年中国养宠家庭比远低于美国	14
图 41: 2016 年中国只均宠物消费低于美国	14
图 42: 2016 年, 美国宠物食品约为 282 亿美元, 中国约为 457 亿元	15
图 43: 2016 年国内宠物食品出厂规模测算	15
图 44: 主粮市场中, 玛氏系市占率将近 13%	15
图 45: 零食市场中, 国产品牌更具优势	15
图 46: 2015 年美国传统渠道占比约 53%	16
图 47: 近年来美国专业渠道销售增速高于传统渠道	16
图 48: 我国宠物消费线上渠道近年增长迅猛	16
图 49: 一线品牌梯队中, CR4 外资主粮品牌市占率自 14 年开始下降	16
图 50: 比瑞吉旗下四款产品基本覆盖了狗粮中高端大部分价格带	17
图 51: 近年来玛氏宠物业务收入情况	17
图 52: 近年来玛氏宠物业务利润情况	17
图 53: 玛氏宠物食品品牌定位、价格一览	18
图 54: 皇家针对不同品种宠物的产品品类图	19
图 55: 普瑞纳普瑞纳几大产品一览	19
图 56: 普瑞纳宠物食品品牌定位、价格一览	20
图 57: 中宠主要品牌一览 (左图为自有品牌, 右图为代理品牌)	21
图 58: 中宠自有品牌不同定位一览	21
图 59: 中宠股份代理品牌定位一览	21
图 60: 中宠股份境内销售占比 (截止到 2016 年, 电商占比 35.6%)	22
图 61: 截止 2018 年中旬, 中宠线上渠道占比已近 57%	22
图 62: 公司国内、主要渠道一览	22
图 63: 公司已拥有近 10 个营销团队	23
图 64: 南极电商 GMV 情况	24
图 65: 南极人天猫旗舰店数量	24
图 66: 2018 年双 11 宠物食品旗舰店日销售额	25
图 67: 中宠股份近年境内经销商开拓情况	25
图 68: 蓝爵 PS 估值中枢约为 4.4 倍	28
图 69: 蓝爵 PE 估值中枢约为 34 倍	28
图 70: 蓝爵和中宠 2013-2017 年平均盈利情况对比	28

表格目录

表 1：中宠股份产能分布图..... 2

表 2：公司产品线丰富 4

表 3：单只宠物狗年食品消费潜力测算..... 14

表 4：淘宝平台主要宠物产品销售增长情况 16

表 5：玛氏、普瑞纳近年关键运营数据比较 18

表 6：中宠线上运营团队一览 23

表 7 天猫主要店铺介绍 23

表 8：中宠主要旗舰店一览..... 24

表 9：国内主要宠物医院介绍 26

表 10：中宠盈利预测详细 27

表 11：中宠盈利预测表 28

整装向前，宠物食品龙头踏上新征程

品类品质双优，二十年砥砺筑宠物零食出口龙头

中宠股份发展三步曲

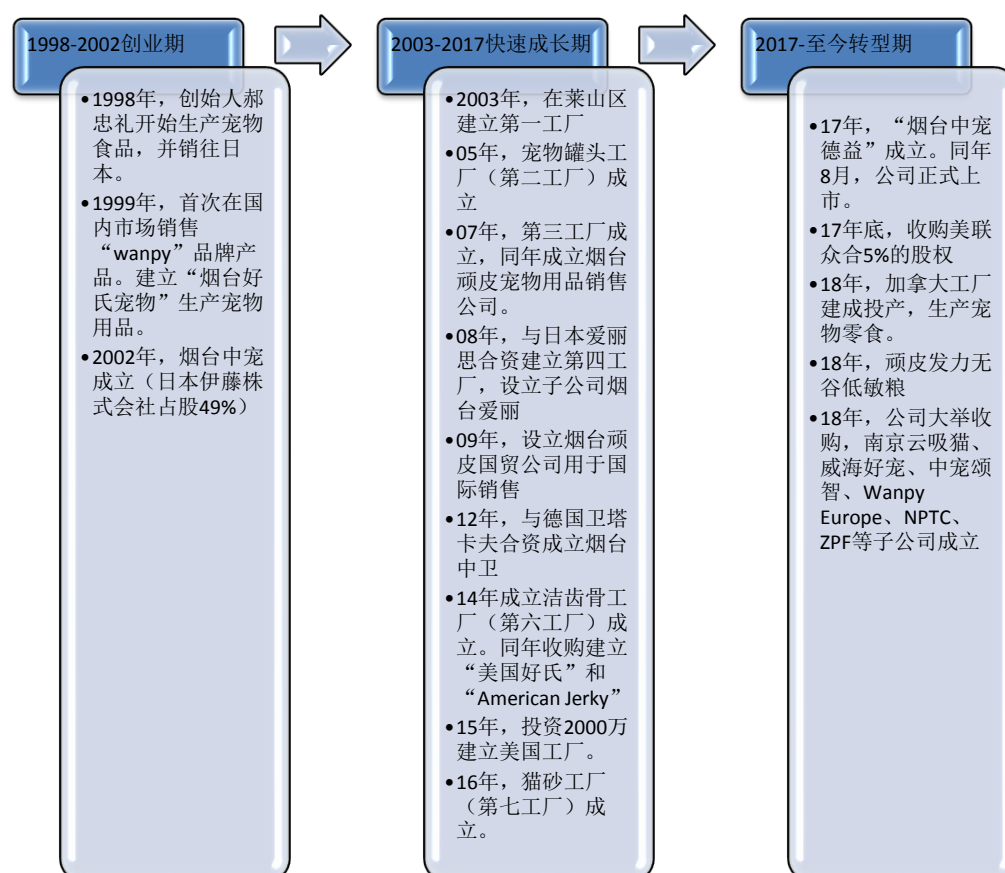
中宠股份起步于 1998 年，迄今在行业已有 20 余年的历史。公司具体发展可分为三个阶段：

1) 1998-2002 年，创业期。1998 年创始人郝忠礼先生开始从事宠物食品行业，于 1999 年开发了国内首款鸡肉干零食，顽皮品牌也开始销往市场。2002 年与日本伊藤合资正式成立烟台中宠。

2) 2003-2017 年，快速发展期。这一阶段，公司先后建立了 8 大工厂、17 个子公司，涵盖肉干零食、湿粮、干粮、洁齿骨和饼干、猫砂等多种产品的研发、生产和销售，产品远销全球 30 多个国家，成为领先的国际零食出口厂商。

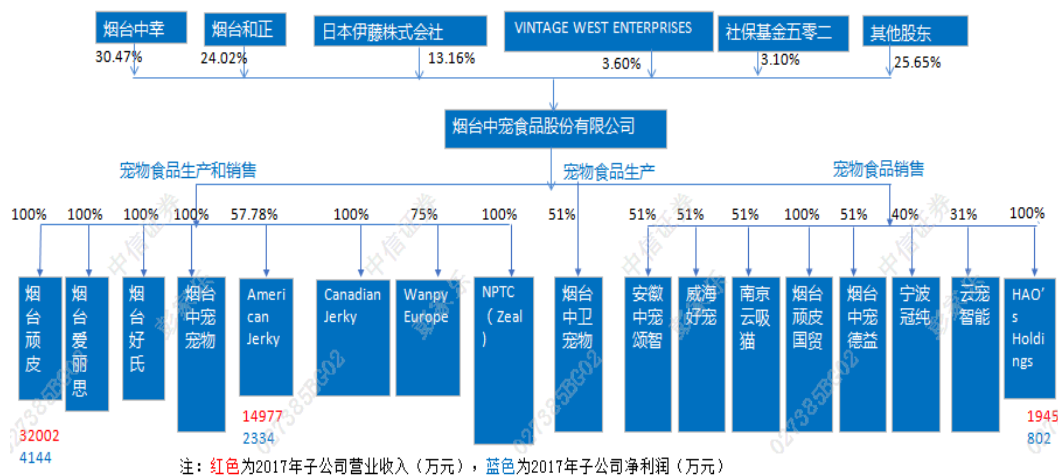
3) 2018 年迄今，转型国内期。近年来，公司通过从品牌端、渠道端扩充，加速由 OEM 向品牌厂商转变。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司组织架构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

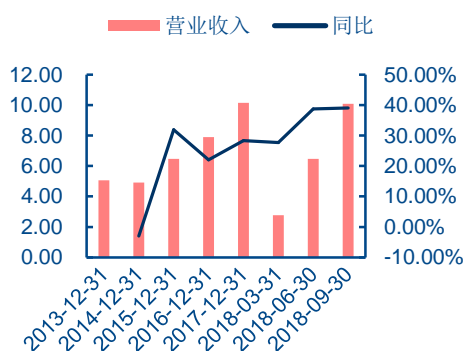
表 1：中宠股份产能分布图

	工厂名称	投产时间	产品名称	满产产能（吨）
零食	烘干制造部第一加工工厂	2003 年 2 月	宠物零食	2000
	烘干制造部第三加工工厂	2006 年 10 月	宠物零食	8000
	烘干制造部第四加工工厂	2009 年 8 月	宠物零食	4000
	美国工厂一期	2015 年 4 月	宠物零食	2400
	美国工厂二期	2016 年 2 月	宠物零食	1600
	加拿大工厂	2018 年 5 月	宠物零食	1000-2000 吨
	饼干工厂、洁齿骨工厂	2018 年 2 月	宠物零食	3800 吨
	年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目	2018 年 10 月	宠物零食	5000 吨
罐头	罐头制造工厂（第二工厂）	2012 年 10 月	宠物罐头	10000
	烟台市莱山区宠物湿粮工厂	2020 年初	宠物罐头	30000
干粮	干粮工厂	2013 年 5 月	干粮	15000
用品	猫砂工厂	2016 年 8 月	猫砂	10000

资料来源：公司官网，中信证券研究部

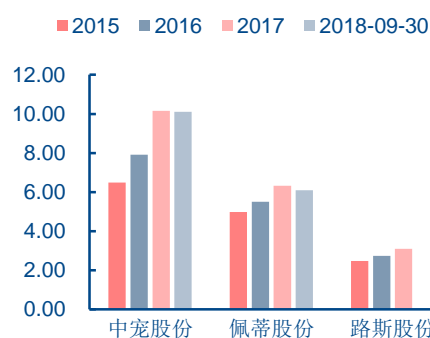
截止到 2017 年底，公司实现营收 10.15 亿，近 4 年 CAGR 为 18.95%；2018 年增长更是提速，前三季度收入 10.10 亿元，同比增加 39.07%（18 年半年报 38.76%，Q1 为 27.75%），收入规模稳居国内上市公司前列。

图 2：2013-2018Q1-3,中宠股份收入及增速（亿元）



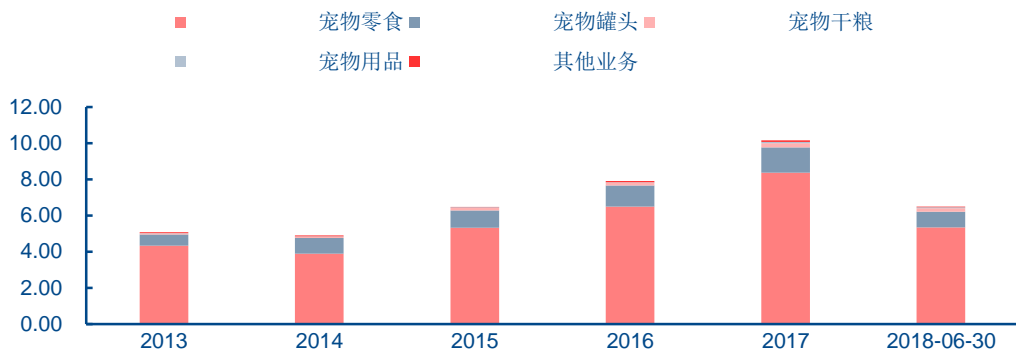
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：中宠股份收入规模领先行业（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

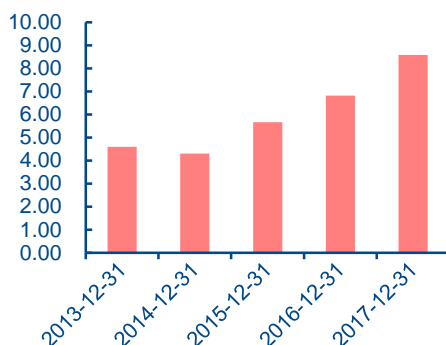
图 4：肉干零食为主，湿粮、干粮占比加大（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

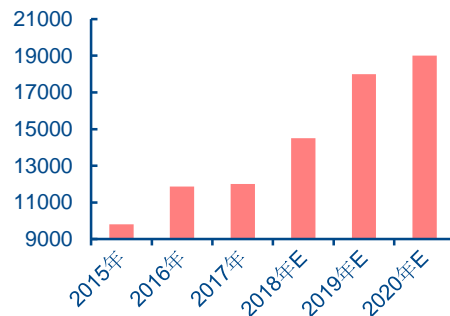
产能释放，海外市场快速增长。中宠股份 2017 年海外市场实现收入 8.58 亿元，近 4 年来海外市场复合增长率约为 17%，远高于行业平均增长。海外市场增长主要来自：1）产能释放。2015-2016 年，公司美国工厂一期、二期分别投产，2018-2019 年，新增 IPO 募投项目以及加拿大工厂产能。2）随客户壮大而增长。伴随着近年品谱的不断收购公司对大客户的销售也增加。2017 年，对品谱销售更是同比+47%。

图 5：中宠股份近三年海外市场收入（亿元）



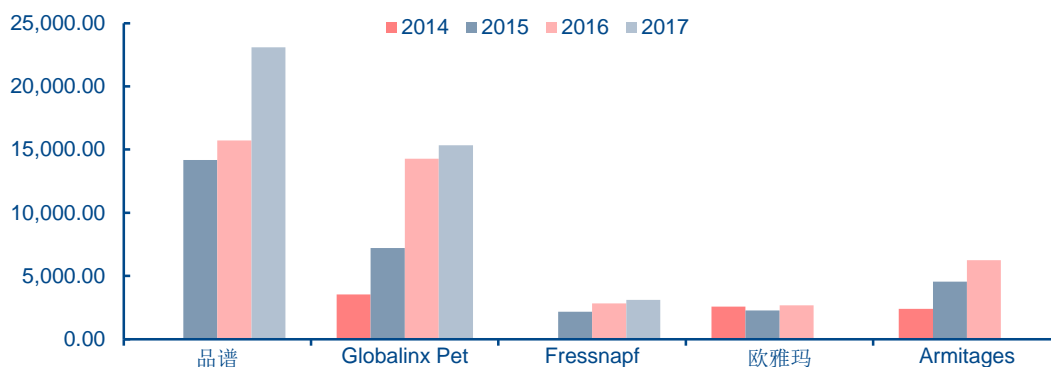
资料来源：wind，中信证券研究部。

图 6：中宠股份近年来零食产能释放情况（吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 7：2013-2017 年，中宠股份主要客户销售情况（万元）

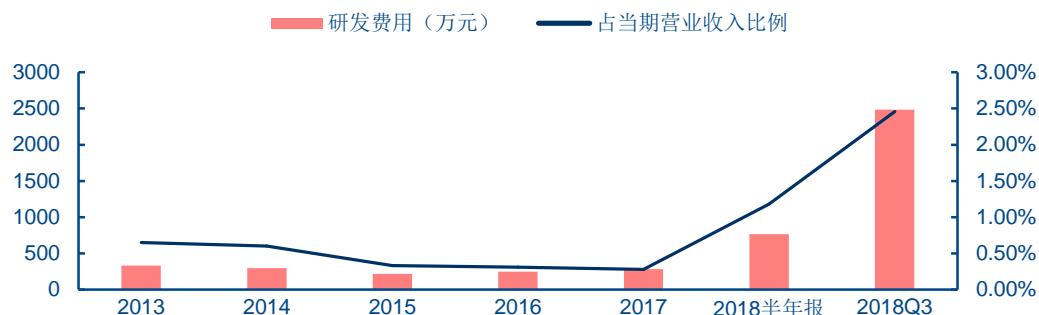


资料来源：wind，中信证券研究部

多元产品和领先品质持续铸造海外市场竞争力：1）公司不断投入进行新品研发。早在 2007 年公司便设立了技术研发中心，专注于新项目研发、技术引进与改造等工作。截至 2017

年底，公司共拥有含 13 项发明专利在内的 87 项国家专利。公司研发投入力度还在不断加大，18 年前三季度投入 2484.38 万元，占比 2.46%，前三季度累计研发投入超过去年三年。

表 8：中宠股份近年来研发投入一览








资料来源：公司公告，中信证券研究部

高研发投入有效支撑了公司多产品业务线，公司出口产品品类上千种，涵盖猫用和犬用宠物零食、湿粮、干粮等全线宠物食品和猫砂等宠物用品。

表 2：公司产品线丰富

宠物零食		
鸡肉片		鸡胸肉、植物蛋白、淀粉、植物甘油、食用盐
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
鸡肉卷鳕鱼		鸡胸肉、鳕鱼、植物蛋白、淀粉、植物甘油
三明治		鸡胸肉、鳕鱼、植物蛋白、淀粉、植物油、白砂糖、蛋白粉、植物甘油、食用盐、胭脂虫红
鸡肉哑铃		鸡胸肉、牛皮、糯米、植物蛋白、植物甘油、食用盐
宠物罐头		
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）
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、氨基酸、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。

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）
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。
鸡肉慕斯		鸡肉、鸡肝、淀粉、水、卡拉胶、瓜尔豆胶。
宠物干粮 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。
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。
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。
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。
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。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

2) 领先品质。公司建立了产品可追溯体系（从原料进厂-生产过程-成品出厂）和缺陷产品召回制度，实现产业链全程监控，从根本上确保产品质量安全。公司亦拥有行业最全的海外品质审核认证，如美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册，全球最大的第三方认证机构 SGS 进行的食物安全审核等。

表 9：中宠股份国际资质认证

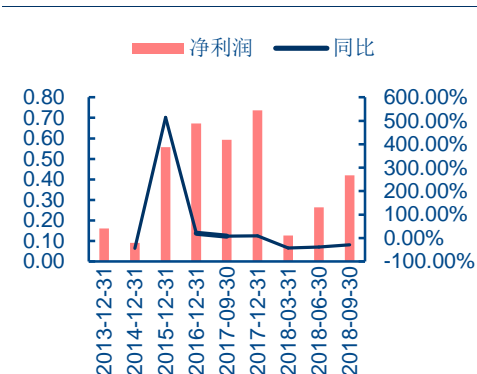


资料来源：公司官网，中信证券研究部

加速转型国内市场，业绩有望边际改善

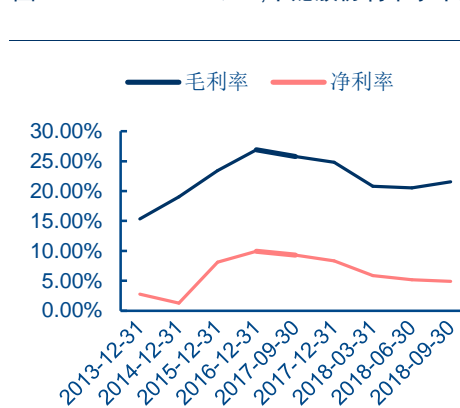
原料价格上涨，18 年业绩料将承压。2018 年前三季度尽管公司收入同比增加 39.07%，但净利润仅为 0.42 亿元，同比降低 29.27%（18 年半年报为-38.63%，Q1 为-42.98%）。

图 10：2013-2018Q1-3,中宠股份净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

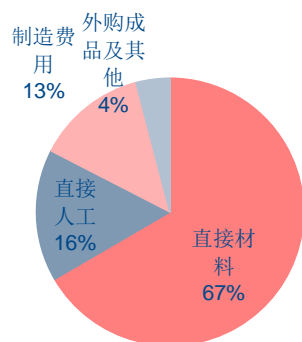
图 11：2013-2018Q1-3,中宠股份利率水平变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

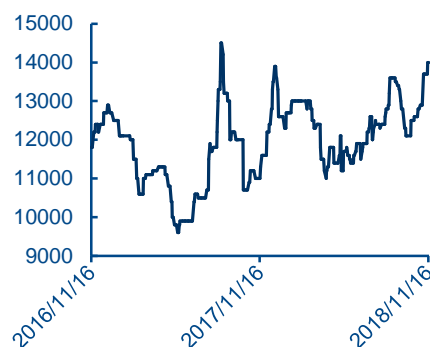
具体来看，毛利率下滑，销售费用率上升是主要原因：1）18 年前三季度，公司毛利率为 21.57%，同比下滑 4.21pcts，主要系鸡肉价格上涨所致。公司主要产品为肉干零食，原材料占比 67%，原材料中又主要为鸡肉产品。2018 年以来，鸡胸肉价格稳步上涨（18 年 Q1 鸡胸肉价格同比涨 2.7%，18 年 1-6 月同比+10.75%，18 年 1-9 月同比+8.9%），带动公司毛利率逐渐下滑（2017 年全年 24.81%，2018 年 Q1 为 20.81%，2018 年 1-6 月为 20.53%，2018 年 1-9 月为 21.57%）。

图 12：中宠股份成本构成（2016 年数据）



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

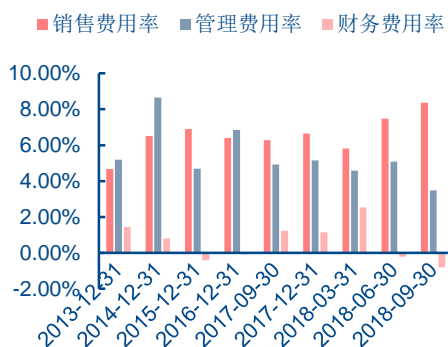
图 13：2018 年 1-9 月，鸡胸肉价格同比+9%（元/吨）



资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

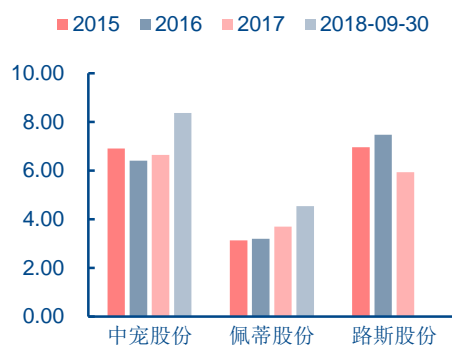
2) 18 年前三季度，公司销售费用率 8.37%，同比上升 2.1pcts，主要系国内投入加大所致。

图 14：2013-2018Q1-3,中宠股份销售费用率增加



资料来源：wind，中信证券研究部

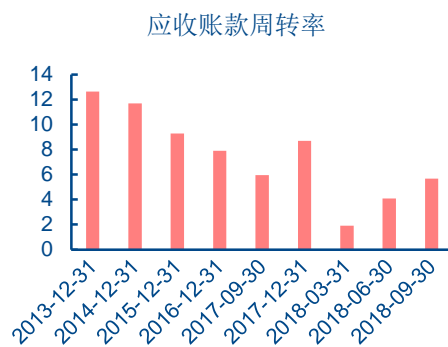
图 15：中宠股份近三年销售费用率领先（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

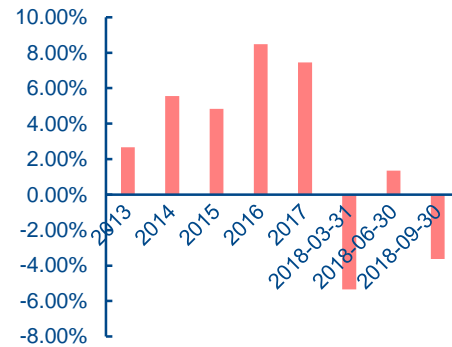
此外，公司应收账款占比有所加大，现金流状况下降主要系大客户账期加强所致。2015 年开始，Armitage\品谱等对中宠的账期都有不同幅度的提升。

图 16：2013-2018Q1-3,中宠股份营收账款周转率情况变化



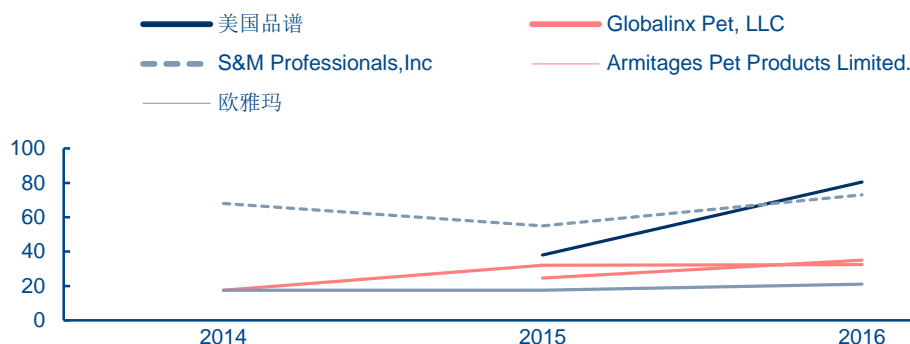
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：2018Q3 中宠股份净现金流占比营收显著减少



资料来源：Wind，中信证券研究部

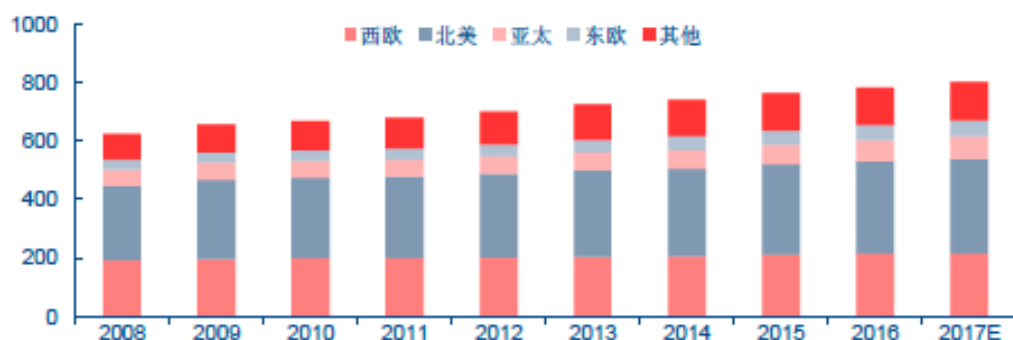
图 18：中宠主要客户（约占公司应收账款余额 64.13%）实际账期有所拉长



资料来源：wind，中信证券研究部

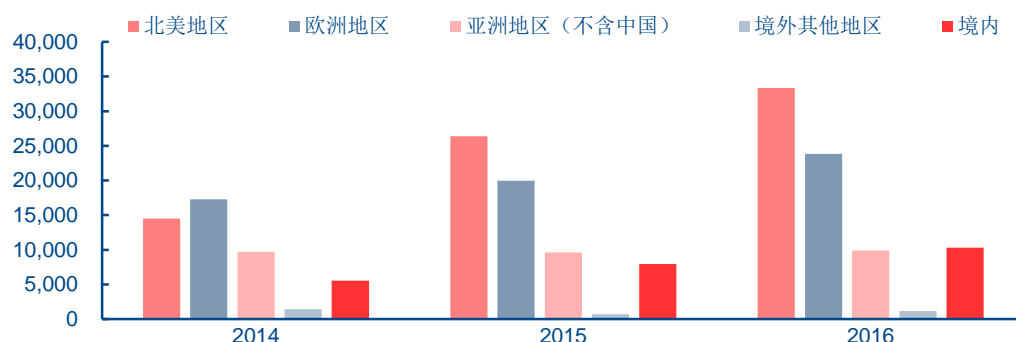
海外增速放缓，加速转型国内。分地区来看，2016 年公司北美业务占比 43%，欧洲占比 30%，亚洲占比 13%。而海外市场近年增速放缓（全球宠物食品 783 亿，近 9 年 CAGR 2.85%），单靠海外后续增长乏力。公司国内市场建设由来已久，早年主要是以肉干零食为主。14 年以来，迎合国内主粮发展之风，公司由零食切入湿粮市场，国内销售收入快速增长。18 年以来更是从品牌、渠道端加大国内市场建设，预计全年收入可达 3 亿，占营收比 23%，后续增长将加快。

图 19：全球宠物市场规模一览（亿美元）



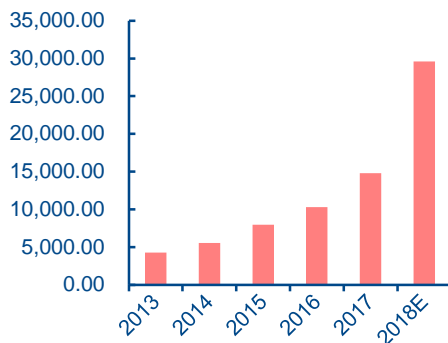
资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

图 20：中宠分地区收入一览（万元）



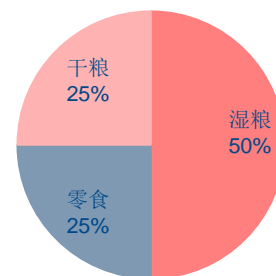
资料来源：wind，中信证券研究部

图 21：中宠国内市场收入增速（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部测算

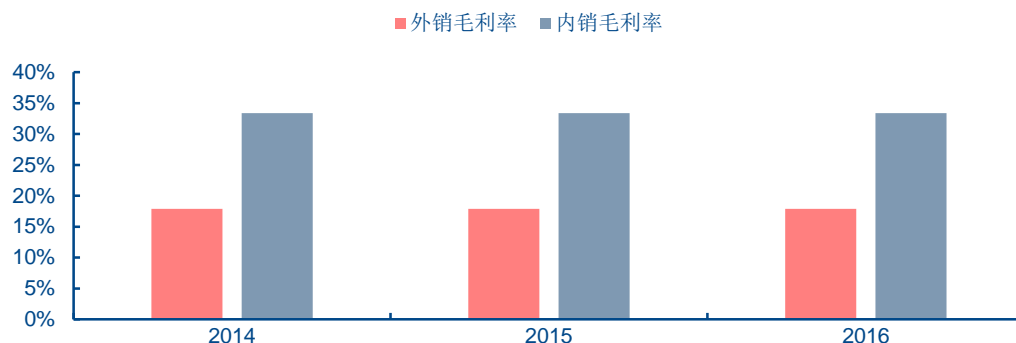
图 22：中宠国内市场收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部，

业绩有望边际改善。尽管 19 年原材料鸡肉价格预计仍维持高位，贸易争端加征关税仍有一定不确定性，我们整体判断 2019 年业绩有望改善，主要基于：1）美、加、欧多国布局有效降低出口美国业务占比。17 年底数据显示中宠将近 30% 业务将受贸易争端的影响，而 2018 年以来，公司加拿大工厂已建成投产、欧洲公司也拟建立，预计将有效对冲贸易争端可能的风险。2）通过调整产品结构、原料配方以及与客户协商，鸡胸肉涨价对成本上涨的传导作用将缩小。3）国内市场毛利率显著高于海外，随着国内上量的提速，预计 19 年将逐步贡献利润。

图 23：中宠内销毛利率远高于外销



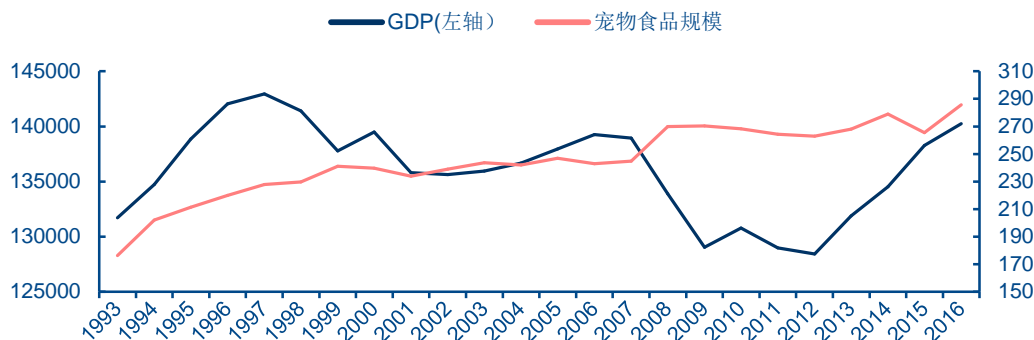
资料来源：招股说明书，中信证券研究部

中国宠物食品量价齐升，龙头机会大

海外经验：消费升级驱动，宠物行业具备一定抗周期特性

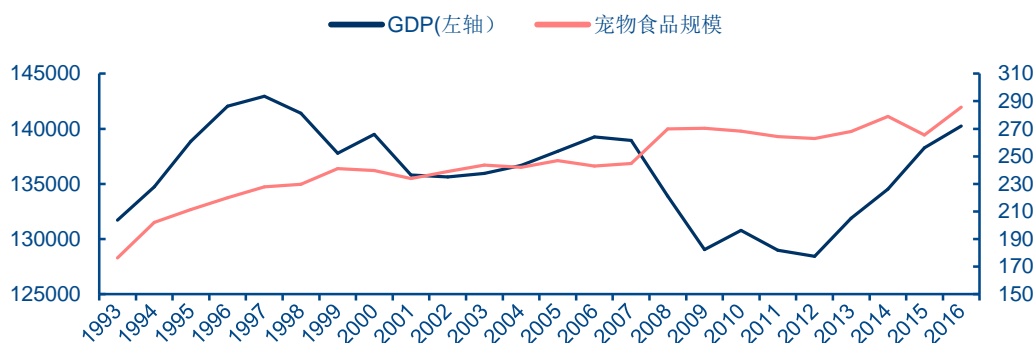
宠物食品行业具备一定抗周期能力。复盘美国、日本宠物食品行业与 GDP 增长关系可见，宠物食品行业增速远高于 GDP 增速。1993-2016 年，美国 GDP 增长 63%，宠物食品市场规模同增 77%，且在金融危机的 08-09 年仍保持稳定增长。日本市场数据稍有变化，1993-2016 年，日本宠物食品市场规模+72%，GDP 增速仅为 7%。由于经济常年低迷，部分年份如 2004 年、2006 年、2010-2012 年宠物食品市场出现小幅下滑。

图 24：美国宠物食品行业与 GDP 关系图（亿美元）



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

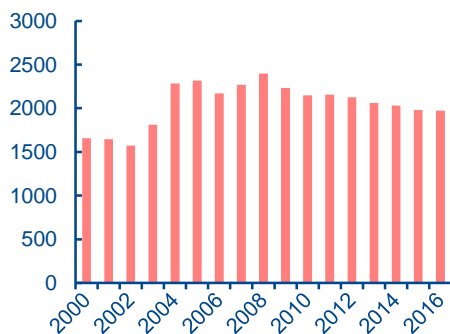
图 25：日本宠物食品行业与 GDP 关系图（十亿日元）



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

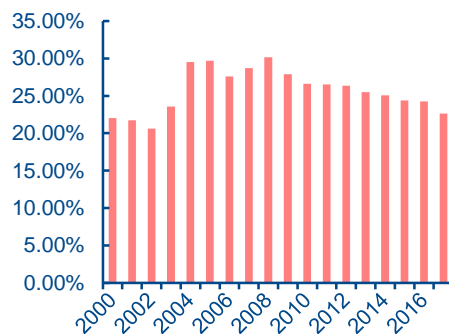
经济低迷主要影响养宠渗透率和结构，**喵经济逐渐崛起**。日本宠物数量、养宠渗透率在 2005-2008 年见顶，2016 年日本宠物数约为 1845 万只，城镇（100 万人口以上的城市）养宠渗透率 22.62%。由于宠物狗（尤其是大型犬）平均花费更多、平均住宅面积下降（公寓住户增加对养宠限制更严格）难以满足宠物狗的需要遛狗以及居住的需求，宠物狗数量在 08 年高位后下滑 32% 至 892 万只，大型犬下滑更剧。截止到 2014 年，日本中小型犬（25Kg 以下）已成为主流，占比高达 32%。而喵经济也顺势崛起，2000-2017 年，养猫数量增长 46%（同期狗下降 11%）。

图 26：日本宠物数量在 05-08 年见顶后开始大幅下滑（万只）



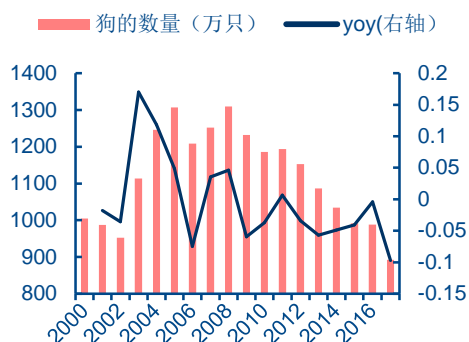
资料来源：日本家庭宠物白皮书（anicom 动物保险公司），中信证券研究部

图 27：日本城镇养宠渗透率在 05-08 年见顶



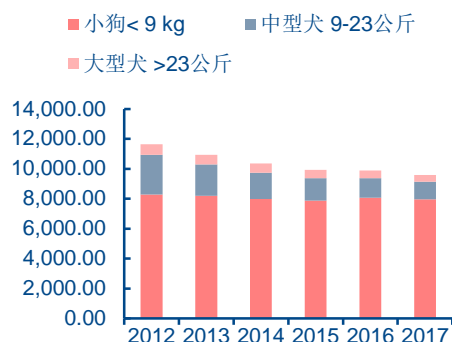
资料来源：日本家庭宠物白皮书（anicom 动物保险公司），中信证券研究部

图 28：日本宠物狗数量自高位下滑 32%



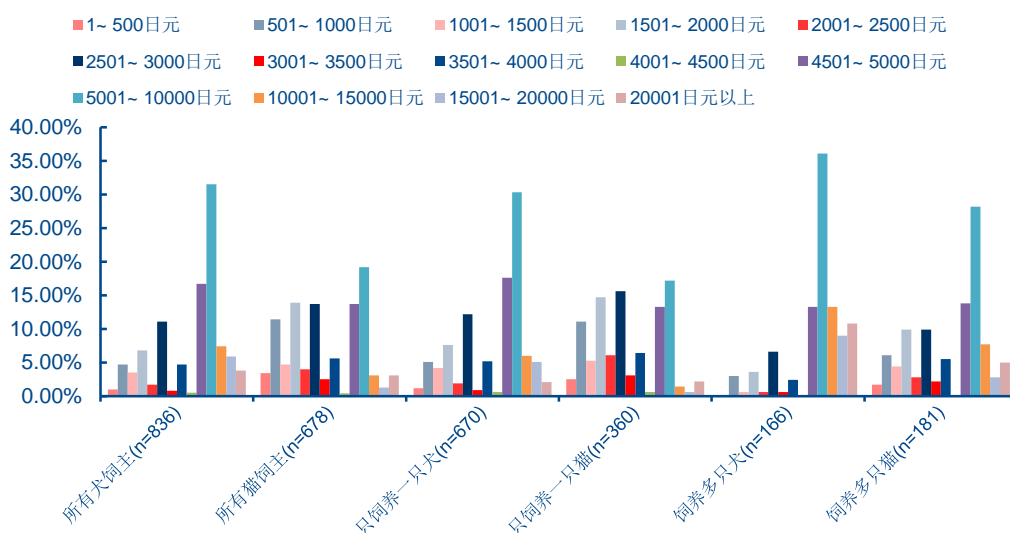
资料来源：日本家庭宠物白皮书（anicom 动物保险公司），
中信证券研究部

图 29：日本主要以小型犬为主（千头）



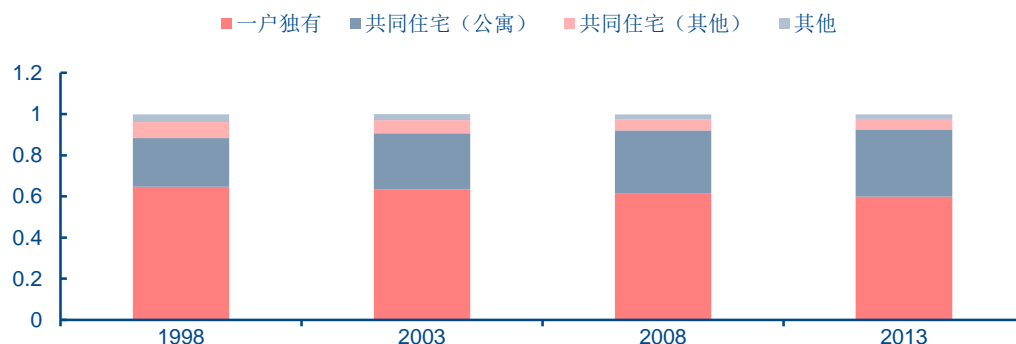
资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

图 30：日本宠物狗支出平均高于宠物猫



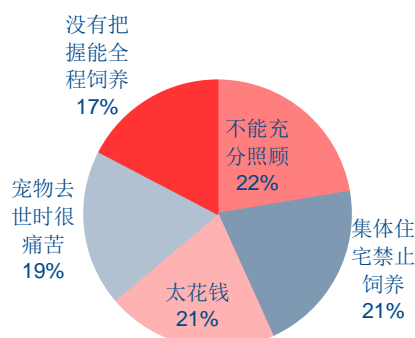
资料来源：日本宠物食品协会，中信证券研究部

图 31：日本公寓占比上升，平均住房面积缩小



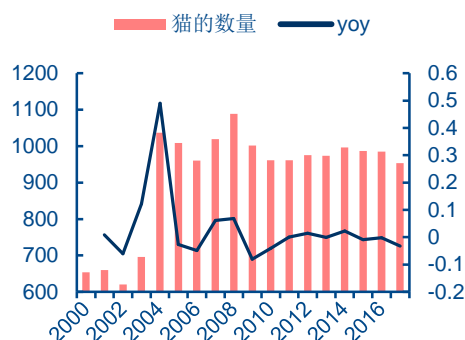
资料来源：日本宠物食品协会，中信证券研究部

图 32：日本阻碍饲养的主要因素



资料来源：日本宠物食品协会，中信证券研究部

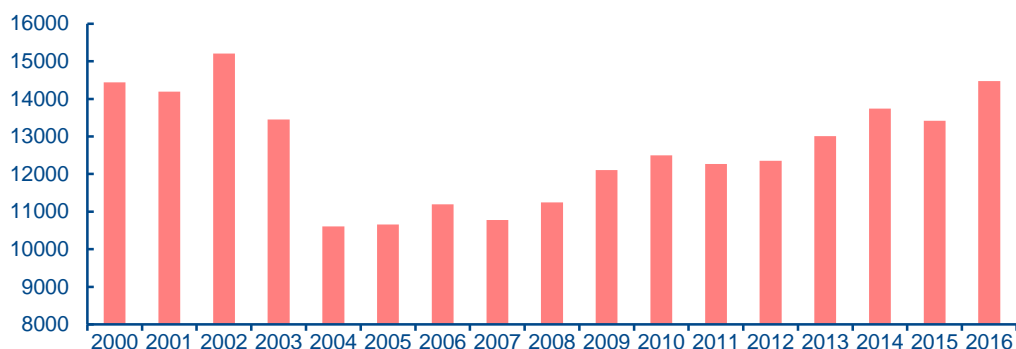
图 33：日本养猫数量总体增加（万只）



资料来源：日本家庭宠物白皮书 (anicom 动物保险公司)，中信证券研究部

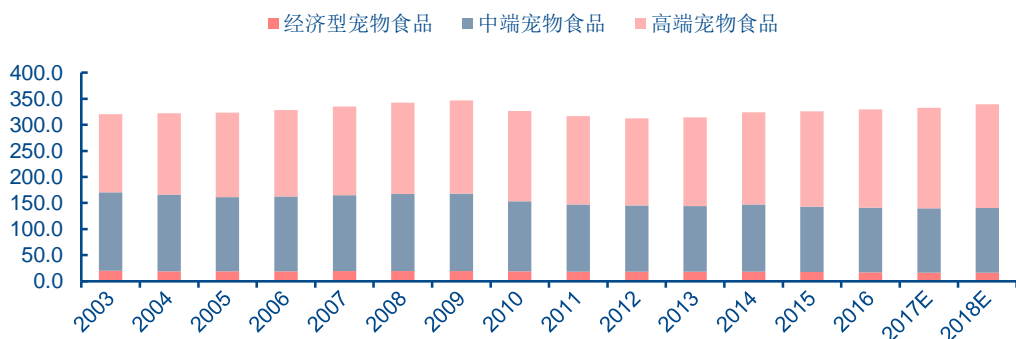
消费升级仍为主驱动力，高端宠物食品规模持续提升。根据宠物数量计算平均年消费支出可发现，单只宠物支出在 04 年见底后逐年上升，2016 年约为 14476 日元（折合人民币 900 元）。而按价格带划分的宠物食品分布来看，高端宠物食品市场规模逐年提升，占比由 2003 年的 47% 上升到 2018 年的 59%。渠道端也反映了同样的趋势，高端连锁宠物超市占比逐渐上升，由 2000 年 8.1% 上升至 2017 年 15.3%，而中低端消费为主的家居和园艺消费渠道占比由 35.5% 下降至 24.3%。

图 34：平均每只宠物平均年消费支出（日元）



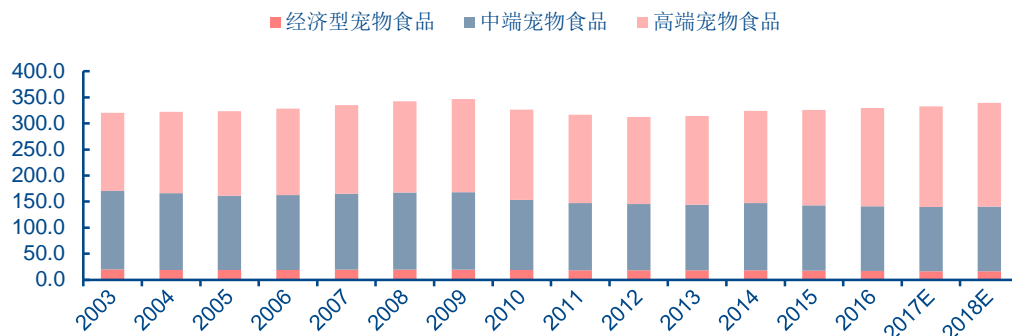
资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

图 35：高端宠物食品占比仍在提升（亿日元）



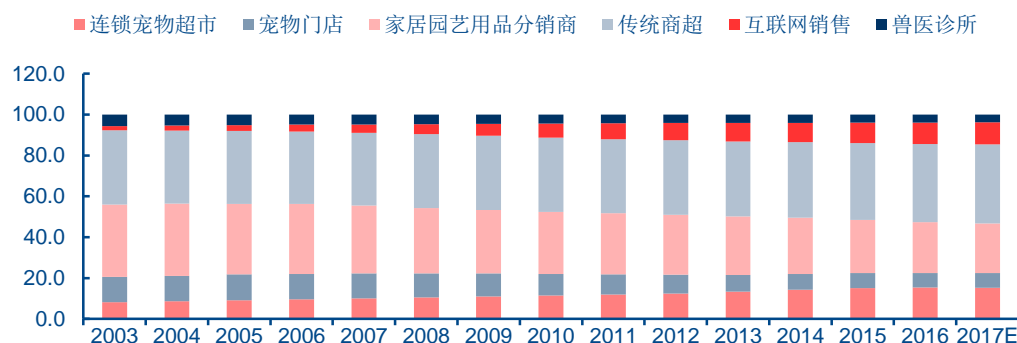
资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部 注：按终端零售价

图 36：高端宠物食品占比仍在提升（亿日元）



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部 注：按终端零售价

图 37：分渠道看，专业化连锁宠物超市占比上升至将近 15%



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部 注：按终端零售价

中国市场：渗透率较低，行业仍处于量价齐升阶段

养宠渗透率、转食率提升为宠物食品增长核心驱动因素

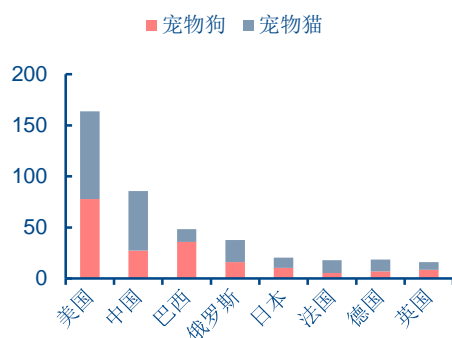
宠物市场发展大体可分为两大阶段：1）第一阶段：市场快速发展。此阶段养宠新手不断增多，消费者缺乏品牌忠诚度，多数品牌均能取得行业一致的增长。2）第二阶段：增速放缓、格局优化阶段。这一阶段消费者形成一定品牌忠诚度，而行业经过优胜劣汰后格局愈加清晰，强者恒强。比如当今的日本、美国，CR2 市占率至少 30%以上。

中国市场当前仍处于第一阶段，2016 年宠物食品行业终端消费额大约 457 亿，出厂规模约为 229 亿，占比产业链 37%。预计行业未来增长驱动力仍将来自两方面。

1）养宠渗透率仍有较大提升空间。2014 年中国人均宠物数仅为 6%，远低于发达国家的 30%和美国的 51%；从养宠家庭比来看，中国养宠家庭比仅为 13%（2016 年狗民网统计约为 5912 户），美国在 1988 年养宠家庭比已达到 56%，2016 年为 68%（约 8460 万户）。随着我国空巢青年、单身女性、一户制家庭的增加，预计未来宠物数量将快速增长。

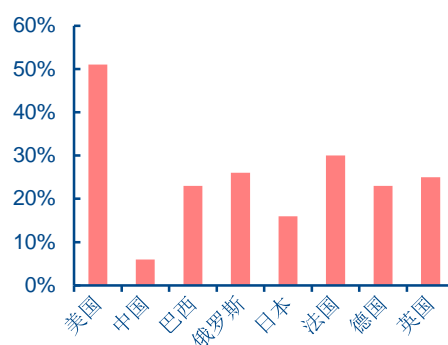
2）宠物转食率仍有较大提升。较之人用食品，包装的宠物食品营养更为均衡、更能满足宠物增加食欲、健康保健、毛发靓丽等多样性需求，渐成刚需。据行业资深专家介绍，目前中国宠物使用包装宠物食品概率约为 25%，而欧美发达国家可达 80%左右。从目前数据来看，国内平均每只宠物食品消费不足 500 元，但是其在食品上消费潜力可达 3000 元，有较大提升空间。

图 38：2014 年中国宠物数量位列全球第二（单位：百万只）



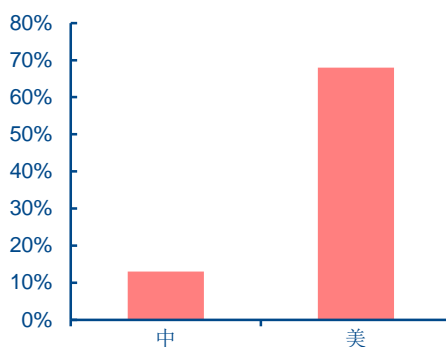
资料来源：APPA，中信证券研究部

图 39：2014 年中国人均宠物数仅为 6%



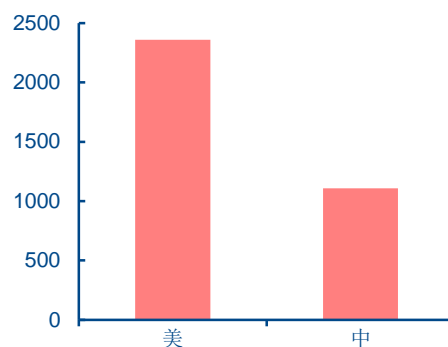
资料来源：APPA，中信证券研究部 注：以城镇人口测算的人均养宠率为 10.43%

图 40：2016 年中国养宠家庭远低于美国



资料来源：APPA，中信证券研究部测算

图 41：2016 年中国只均宠物消费低于美国（元）



资料来源：APPA，中信证券研究部 注：2016 年中国宠物数约为 1.1 亿，美国约为 1.84 亿

表 3：单只宠物狗年食品消费潜力测算

		单价	频率	年最低金额（元）	年最高金额（元）
宠物食品	主粮（以皇家为例）	48.8 元/千克	每日 150g-250g，取决于体重	2671	4453
	零食咬胶（以禾仕嘉为例）	0.49 元/只	每日 1-6 只	178	1073
	肉干零食	16.8 元/包，一包 400g	一个月 1-5 包	201.6	1209
宠物食品年消费合计				3052.25	6735.7

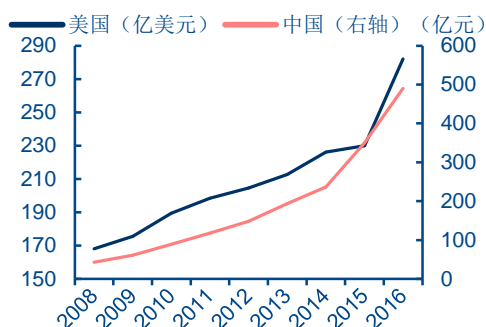
资料来源：APPA，中信证券研究部测算

主粮消费仍为主赛道，市场较为分散

详细分拆 229 亿元的出厂规模，主粮约为 163 亿，零食 39 亿，处方粮 22 亿。进一步细分，干粮 117 亿（占比 51%），湿粮 46 亿（占比 20%），肉干 27 亿（占比 12%），咬胶 9 亿（占比 4%），其余零食 3.4 亿（占比 1.5%），处方粮 27 亿（占比 12%）。从消费属性来看，主粮具备较强的刚需性，而中国市场仍处于普及主粮阶段，故预计未来 2-3 年仍将为宠物食品的主赛道。

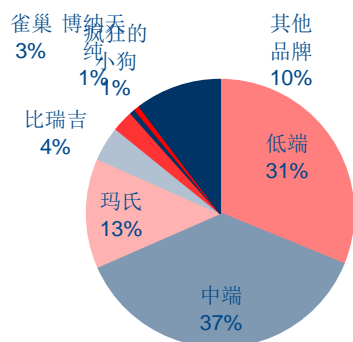
从市场集中度来看，主粮和零食集中度均不高。宠物主粮领域知名品牌厂商如皇家、宝路、伟嘉、比瑞吉等合计市占率仅为 30%；宠物零食市场品牌厂商如麦富迪、宝路、中宠等市占率仅 15%。其中，最大的皇家市占率仅 6%，国产龙头比瑞吉仅 3%，较之日本国产龙头尤妮佳 12.4% 的市占率，中国品牌龙头集中度仍有较大上升空间。

图 42: 2016 年, 美国宠物食品约为 282 亿美元, 中国约为 457 亿元



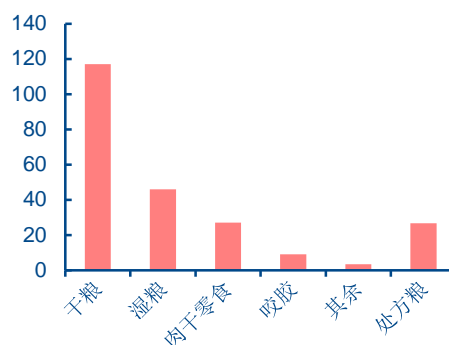
资料来源: APPA, 产业信息网, 中信证券研究部

图 44: 主粮市场中, 玛氏系市占率将近 13%



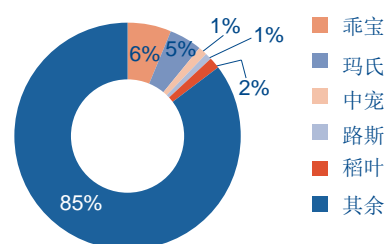
资料来源: 专家访谈, 中信证券研究部测算。注: 以上测算的是主粮第一梯队市占率

图 43: 2016 年国内宠物食品出厂规模测算 (亿元)



资料来源: 中信证券研究部测算

图 45: 零食市场中, 国产品牌更具优势

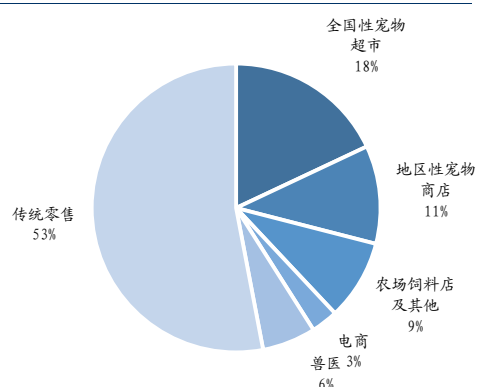


资料来源: 专家访谈, 中信证券研究部测算

渠道、产品、定位三维度突围, 国产品牌有望实现进口替代

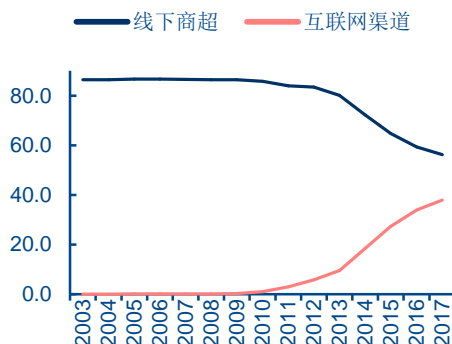
借助线上+专业渠道, 主粮已逐步开始进口替代。2011 年开始, 因电商红利+外资厂商对电商渠道的相对忽视, 国产厂商借助线上渠道迅速上量, 2017 年仅在淘宝天猫平台宠物行业销售额 121 亿元, 同比增长 71%。以疯狂的小狗、耐威克为代表的国产品牌迅速崛起, 与之相对应的进口品牌市占率有所下滑。此外, 由于专业渠道能提供较好的客户体验, 以比瑞为代表的公司也深耕宠物门店等, 目前在专业渠道覆盖率已将近 50%。

图 46：2015 年美国传统渠道占比约 53%



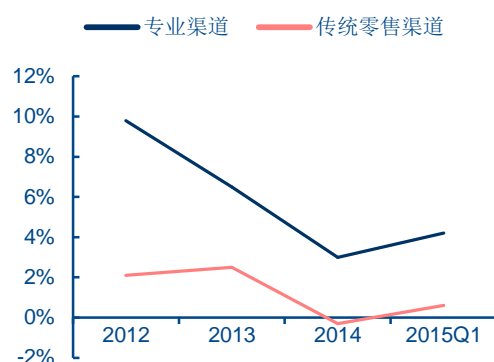
资料来源：蓝爵招股说明书，中信证券研究部

图 48：我国宠物消费线上渠道近年增长迅猛（%）



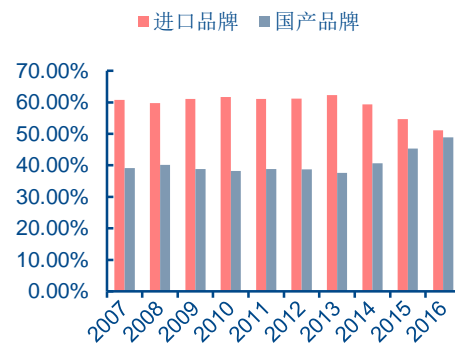
资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

图 47：近年来美国专业渠道销售增速高于传统渠道



资料来源：蓝爵招股说明书，中信证券研究部

图 49：一线品牌梯队中，CR4 外资主粮品牌市占率自 14 年开始下降



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

表 4：淘宝平台主要宠物产品销售增长情况（单位：亿元）

	食品及用品	食品合计	犬主粮	猫主粮	犬零食	猫零食	散装粮
2017 年 4-9 月	102.05	36.71	18.21	9.93	4.48	3.97	0.11
2018 年 4-9 月	103.10	40.19	18.00	11.93	4.73	5.45	0.09
4-7 月 yoy	0.67%	10.48%	0.11%	19.81%	8.58%	38.38%	-34%
4-9 月 yoy	1.03%	9.50%	-1.14%	20.11%	5.56%	37.13%	-23.37%
2017 年全年 yoy	40%	71%	74%	67%	65%	75%	-

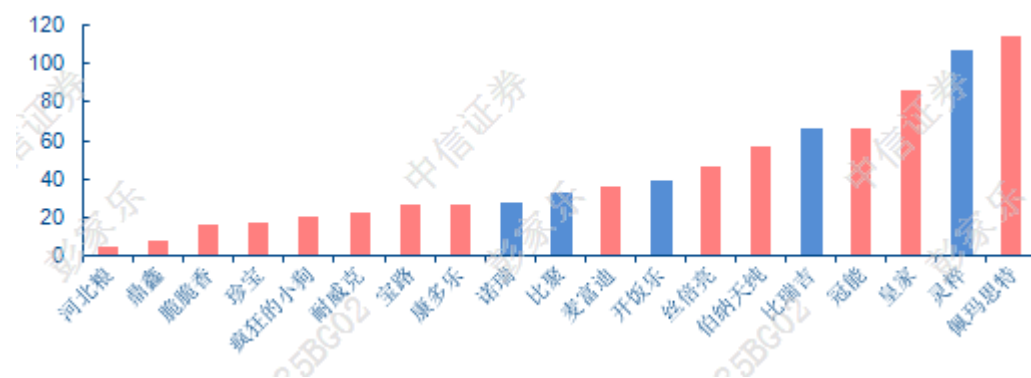
资料来源：淘宝数据，中信证券研究部

借开发细分需求、产品升级、海外布局来实现产品差异化。我们认为，国内宠物食品公司的产品差异化主要可通过三个途径实现：1）开发细分市场的需求。目前海外市场以皇家、蓝爵和希尔斯为代表，已将传统日用粮产品、天然食品、处方粮食品的细分需求开发得淋漓尽致，而国内目前竞争重点仍在传统日用粮领域，同质化程度较高，且缺乏足够的品类深度开发，对天然食品、处方粮食品领域开发尚不足。2）产品不断升级。咬胶龙头佩蒂股份围绕宠物咬胶延伸产品线，通过开发咬胶 1.0 产品（纯畜皮产品）-2.0 产品（畜皮+肉产品）-3.0 产品（植物咬胶产品）-4.0 产品（畜植物混合咬胶），在满足宠物咀嚼性功能同时提升营养性，不断推进产品的更新换代，毛利率亦稳步攀升（从 2016 年 29.5% 到 2017 年 36.5%）。而国产品牌比瑞吉亦是开发了均衡系列、新鲜系列，草本调理、精选、无谷系列，以更好迎合目前无谷天然健康风。3）海外布局实现原料差异化。如佩蒂在越南设立工厂、从乌兹别克斯坦采购牛皮半成品、中宠在美国设立工厂旨在提供更多国家的产品以应对海外客户需求，

而佩蒂在新西兰设立主粮工厂，更是迎合了国内消费者对进口品牌更为信赖的潮流，打造公司高端品牌形象。

差异化定位，适当实行多品牌策略。一方面，中国宠物行业仍处于起步阶段，单独一个品牌做某个细分市场覆盖不够。仅做低端市场，产品形象难以往高端拓展；仅做高端客户，存量市场仍然较小（预测我国中高端市场体量仅为 30%）。另一方面，多个品牌也将使得企业在经营过程中发生品牌与渠道、品牌之间的内耗和冲突。因此合适的品牌数量、合理的定位至关重要。以国内品牌建设做得较好的比瑞吉来看，核心品牌比瑞吉、灵粹占比收入 80% 以上，围绕核心品牌还有开饭乐、比聚、诺瑞 3 个大众化品牌，主要覆盖 20-40 元/kg 的狗粮产品。

图 50：比瑞吉旗下四款产品基本覆盖了狗粮中高端大部分价格带（元/公斤）



资料来源：淘宝网站，中信证券研究部 注：标蓝的为比瑞吉旗下的品牌

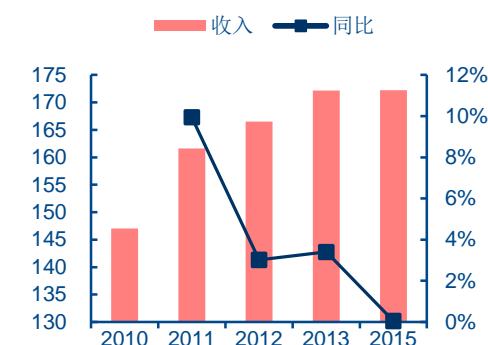
多品牌、全渠道布局，国内市场百花齐放

他山之石：多品牌、全渠道策略成功范例

玛氏：皇家、宝路、伟嘉品牌为核心，全线市场渗透

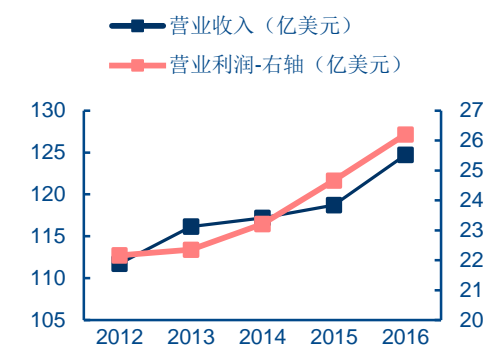
产品定位清晰，品类覆盖全。玛氏宠物食品拥有众多品牌，但核心品牌主要为 Pedigree（以下简称宝路，玛氏最大的狗粮品牌）、Whiskas（以下简称伟嘉，玛氏最大猫粮品牌）、Royal Canin（以下简称皇家，玛氏旗下最大的中高端产品）。其中，宝路伟嘉定位中低端，主铺大卖场商超渠道，而皇家等中高端产品主要铺向专业门店渠道。

图 51：近年来玛氏宠物业务收入情况（亿美元）



资料来源：Petfood Industry 中信证券研究部

图 52：近年来玛氏宠物业务利润情况



资料来源：IBIS World 中信证券研究部

图 53：玛氏宠物食品品牌定位、价格一览

定位	品牌	平均单价		狗主粮	狗零食	狗天然粮	狗处方粮	猫主粮	猫零食	猫天然粮	猫处方粮
		产品	价格								
高端定位	Nutro(美世)	天然鸡肉糙米口味干猫粮	54.71		✓	✓				✓	
	Sheba(希宝)	希宝湿猫粮	75.07					✓	✓		
	Cesar(西莎)	西莎经典款湿狗粮	47.39	✓	✓						
中端定位	ROYAL CANIN(皇家)	皇家中等犬成年犬狗粮	25.07	✓			✓	✓			✓
	IAMS(爱慕斯)	爱慕斯鸡肉味狗粮	34.19	✓			✓	✓			✓
	Eukanuba(优卡)	优卡品种特定成年犬干狗粮	39.19	✓							
中低端	Whiskas(伟嘉)	伟嘉肉类精选干猫粮	20.36					✓	✓		
	Pedigree(宝路)	宝路完全营养成年犬干狗粮	8.59	✓	✓						
纯零食	Dremies	鸡肉味猫零食	631.87						✓		
	Temptations	经典款猫零食	119.00						✓		

资料来源：公司官网、亚马逊、中信证券研究部

中低端市场：主推宝路、伟嘉，全产品覆盖的中低端狗粮品牌。宝路、伟嘉主打中低端市场，产品类别多，覆盖干粮、湿粮、肉干、咬胶等细分领域，且针对宠物年龄、体型进行划分。自 19 世纪 50 年代推出至今，以其合理的价格和一流的质量获得广大消费者的信赖，在多个国家市场份额均处于领先地位。

表 5：宝路、伟嘉主要市占率

	英国	加拿大
宝路（狗粮领域）	市占率第二（年销售 2.01 亿英镑，市占率 13.23%）	市占率第一
伟嘉（猫粮领域）	市占率第三（年销售 1.96 亿英镑，市占率 12.87%）	市占率第二

资料来源：IRS，中信证券研究部

高端市场：皇家为核心品牌，更为定制化。皇家是由法国兽医 Jean Cathary 于 1968 年创立而成，1972 年公司为全球宠物行业引入犬的年龄、体型概念后在精准化营养方案提供上深耕，2001 年被玛氏收购。皇家最重要的特点为“科学、精准”，由于宠物品种不同，其对营养方案、咀嚼颗粒大小和质地等要求不一，皇家便针对宠物品种、生活形态、年龄等进行分类研发，甚至可以定制，充分满足宠物的不同需求。2003 年，皇家推出处方粮产品，经过近 15 年发展，已经成为美国市场份额第二的处方粮产品。

图 54：皇家针对不同品种宠物的产品品类图



资料来源：公司官网，中信证券研究部

由于皇家主打高端干粮、处方粮品牌，针对近年兴起的天然食品、湿粮等品类，玛氏通过收购进一步布局。2007 年，玛氏收购 Nutro 之后正式进入天然宠物食品市场。2014 年玛氏从宝洁旗下收购爱慕斯和优卡（爱慕斯旗下）欧洲区域以外的业务，爱慕斯拥有近 70 年历史，是首个采用动物蛋白作为蛋白质来源的狗粮，横贯多个品类，在美国传统宠物食品市场份额排名第五，在处方粮市场排名第四。此外，公司还收购希宝、西莎等两个中高端湿粮品牌，产品原料采用营养丰富的新鲜食材如野生海鲜、农场鸡肉等，为宠物带来奢华美食享受。

雀巢：普瑞纳为核心的品牌策略

普瑞纳旗下一共拥有 67 品牌，区别于玛氏的去公司品牌化管理，普瑞纳下的宠物品牌均打上了普瑞纳的烙印。

图 55：普瑞纳普瑞纳几大产品一览



资料来源：公司官网，中信证券研究部

从产品系列来看，围绕普瑞纳，公司旗下的 JUST RIGHT 和冠能处方粮、喜悦、muse、Merrick（2015 年，Merrick 已占据天然市场 5.2% 份额，排名第四）等属于公司中高端品牌，主打定制狗粮、处方粮、猫粮、天然粮等市场，而冠能、珍致为代表的 8 个品牌为公司中端

定位品牌，康多乐和妙多乐系列定位中低端狗粮、猫粮市场，主要和宝路、伟嘉等形成竞争关系，主铺商超渠道。

分国别市场来看，美国区作为普瑞纳市占率最高的地区，销量最好的品牌为喜悦（中高端猫粮）、康多乐（中低端狗粮）、珍致（中端猫粮）、BENEFUL，而英国市场喜悦、冠能、普瑞纳唯一、FELIX、gourmet 五大品牌占据 80%以上。

图 56: 普瑞纳宠物食品品牌定位、价格一览

		平均单价	产品	价格（元）	狗主粮	狗零食	狗天然粮	狗处方粮	猫主粮	猫零食	猫天然粮	猫处方粮
高端定位	Purina ProPlan Veterinary Diets	超重管理成犬粮	74.22					✓				✓
	Bella	成年小型犬鸡肉和牛肉主粮	52.93			✓						
中端定位	FRISKIES（喜悦）	多肉包装猫食	40.84						✓	✓		
	Muse	三文鱼味成年猫粮	39.68								✓	
	Beyond	无谷物成犬粮	31.50			✓					✓	
	Fancy Feast（珍致）	鸡肉味猫干粮	28.70						✓	✓		
中低端定位	Kit&Kaboodle	原味猫粮	21.21						✓			
	Purina Pro Plan（冠能）	鸡肉米饭混合成犬粮	19.52	✓	✓				✓	✓		
	Purina ONE	土耳其和鹿肉成犬粮	16.96	✓					✓			
	Moist&Meaty	汉堡配切达干酪风味狗粮	15.37	✓								
	Alpo	罐装湿粮烤鸡风味	14.98	✓	✓							
	Beneful	牛肉味成年犬干粮	12.51	✓	✓							
	Purina Chow（康/妙多乐）	鸡肉味成犬粮	7.10	✓					✓			
	Whisker Lickin's	三文鱼味猫零食	362.88							✓		
	Waggin' Train	鸡肉味狗零食	238.81		✓							
	Beggin	条状厚切烟熏味猪	92.47		✓							
纯零食	Busy	Pedigree Compli	71.23		✓							
	Frosty Paws	花生黄油味狗零食	64.88		✓							
	Mighty Dog	鸡肉味罐装湿狗粮	35.94		✓							

资料来源：公司官网、亚马逊、中信证券研究部

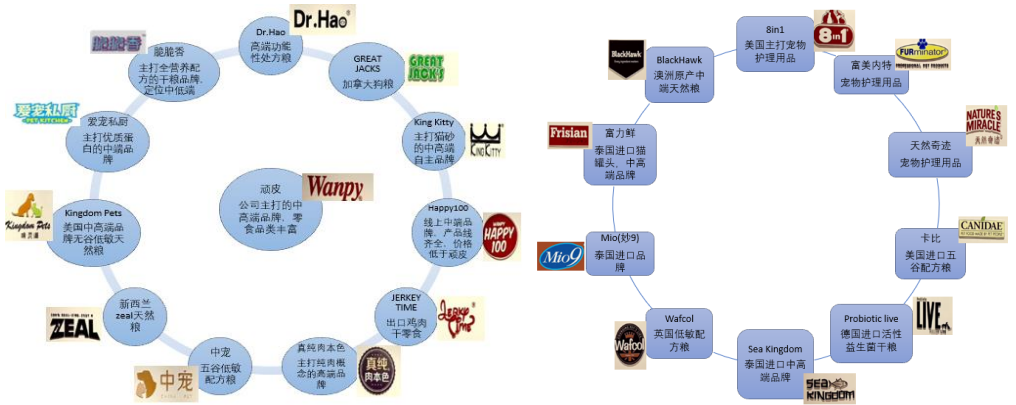
顽皮为主，多品牌卡位细分市场

顽皮为核心，品牌不断丰富。公司的“Wanpy”品牌首创于 1999 年，主要在国内外销售鸡肉干零食。随后，公司围绕顽皮品牌扩充，迄今拥有“Wanpy”、“Natural Farm”、“Dr.Hao”、“Jerky Time”、“Wappy Happy 100”“中宠”“Kingdom”等 12 大自主品牌和 8in1、Sea Kingdom、富力鲜、Probiotic live 等 10 大代理品牌，覆盖高端、中端、低端等各个价格带以及主粮、零食等各个细分领域。

尤其是顽皮品牌，早年主要以鸡肉干零食为主，14-16 年，迎合国内主粮市场快速发展之风，公司实现顽皮品牌从肉干零食向湿粮的扩张。而 18 年，公司调整工艺配方，对于粮升级，5 月新上了顽皮五谷低敏粮，产品销售大增，上市 2 个季度已实现去年全年销量。除了品类扩充外，公司还从外观设计上升级品牌形象。公司重金聘请美国著名广告公司 Moxie Sozo 的知名插画师，为 Wanpy 品牌进行历时 1 年多的量身设计。通过萌宠形象、简洁版式、亮丽色调打造具有视觉冲击力的全新包装，迎合了中产阶级与 90 后消费群体新时期的消费需求，提升用户体验，满足了消费者对审美情趣与品质生活的追求。

此外，公司 18 年以 6800 万人民币收购新西兰 ZEAL 品牌，进一步夯实公司在天然食品领域影响力。

图 57：中宠主要品牌一览（左图为自有品牌，右图为代理品牌）



资料来源：公司官网，天猫旗舰店，中信证券研究部

图 58：中宠自有品牌不同定位一览

类别	定位	自主品牌	平均单价		狗主粮	狗零食	狗天然粮	狗处方粮	猫主粮	猫零食	猫天然粮	猫处方粮
			产品	元/kg								
主粮	高端定位	Great Jacks	加拿大狗粮	236.5	√							
		Zeal	新西兰进口天然粮	83.33	√		√		√		√	
	中高端定位	Wanpy (顽皮)	鸡肉味无谷低敏犬主粮	54.67	√				√			
		Kingdom Pets	美国低敏配方狗粮	53.2	√				√			
	中低端	Dr.Hao	处方粮					√				√
		Happy100	Happy100幼犬狗粮	24.8	√				√			
		爱宠私厨	顽皮狗湿粮罐头	21.8	√							
		脆脆香	脆脆香全营养狗粮	20	√				√			
零食	高端定位	中宠	鸡肉蛋白五谷低敏配方粮	19.8	√				√			
		Jerky Time	犬用连体挤条狗零食	330		√				√		
		KingKitty	猫湿粮营养鱼籽酱罐头零食	153.33						√		
		Zeal	牛肋排新西兰狗零食	150		√						
	中高端定位	真纯肉本色	真纯大型犬类罐头零食	76.8		√						
		Wanpy (顽皮)	软鸡肉丝狗零食	43.63		√				√		
	中低端	Happy100	三文鱼妙鲜肉猫零食	14.82		√				√		

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，中信证券研究部

图 59：中宠股份代理品牌定位一览

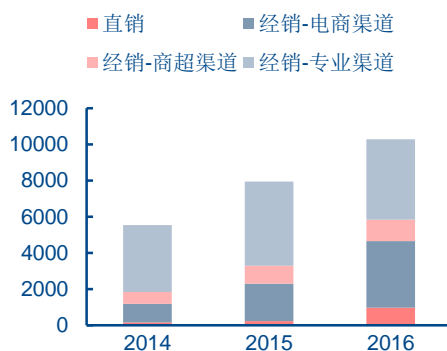
类别	定位	代理品牌	平均单价		狗主粮	狗零食	猫主粮	猫零食
			产品	(元/kg)				
宠物护理用品		Furminator (富美内特)	美国进口犬用沐浴露	235.8				
		Natures Miracle (天然奇迹)	猫生活用品	139				
		8in1	美国猫咪沐浴露	138				
主粮	高端定位	Blackhawk (黑鹰)	澳大利亚五谷鸡肉配方猫粮	132	√		√	
		Probiotic live	德国进口活性益生菌猫粮	130	√		√	
	中端定位	Sea Kingdom (海鲜王国)	泰国进口猫天然粮	65.44			√	
	中低端	Wafcol	英国低敏配方狗粮	26.23	√			
零食	高端定位	8in1	inl Fillets Pro 狗零食	424.41		√		
		CANIDAE (卡比)	天然猫粮零食罐头	171.42		√		√
		Sea Kingdom (海鲜王国)	小鱼干猫零食	110				√
	中端定位	Frisian (富力鲜)	泰国进口猫罐头	71.38				√
	中低端	Mio9 (妙9)	泰国进口猫零食罐头	45				√

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，中信证券研究部

渠道并购亮眼，深度合作电商+专业渠道龙头

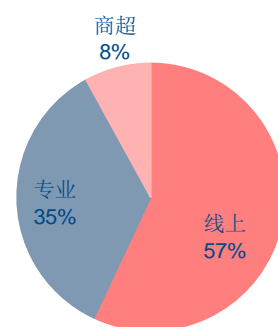
电商渠道频发力，重点开拓阿里、苏宁和京东渠道。过往公司销售主要以线下为主，2014年，公司线下销售占比 64%。近年来，迎合国内线上电商快速发展，公司加大线上布局。除了将产品广泛铺入天猫、京东、亚马逊、E 宠、波奇网等主流电商平台外，公司重点开拓阿里、苏宁和京东渠道。

图 60：中宠股份境内销售占比（截止到 2016 年，电商占比 35.6%）（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 61：截至 2018 年中旬，中宠线上渠道占比已近 57%



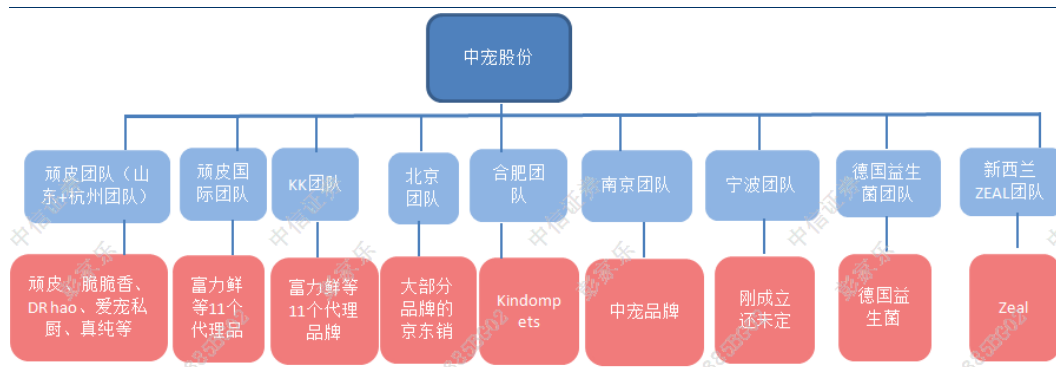
资料来源：公司调研，中信证券研究部

图 62：公司国内、主要渠道一览



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 63：公司已拥有近 10 个营销团队



资料来源：公司官网，中信证券研究部

1) 阿里渠道：多品牌多店铺销售策略。公司的老品牌主要由顽皮团队、顽皮国际、中宠德益、KK 等的线上渠道团队运做。18 年 4 月、6 月和 10 月，公司分别成立合肥团队（中宠颂智）、南京团队（云宠智能和云吸猫智能）、宁波团队（宁波冠纯），对接阿里平台。其中，合肥团队已上新品牌啃贝滋（Kindom pets），南京团队已上新品牌中宠，并运作公司首个卖场型旗舰店（中宠宠物用品旗舰店）。

表 6：中宠线上运营团队一览

子公司简介	持股比例	时间	合作方	对接平台	对接品牌
威海好宠（威海粉橙）	51%，投资 255 万	18 年 5 月 29 日	北京万峰	京东平台	全品牌
中宠颂智（俊慕电子）	51%，投资 400 万	18 年 4 月 26 日	安徽颂智	阿里平台	Kindom pets
宁波冠纯	51%，200 万元	18 年 10 月 11 日	杭州青梅	阿里平台	还在探索
云宠智能	3100 万元，持股 31.5%	18 年 6 月 12 日	孙斌（苏宁分管电商业务）、滁州宠屋营销	苏宁、阿里等	极宠客
云吸猫智能	投资 400 万，51% 股权	18 年 6 月 11 日	孙斌、滁州逗宠	苏宁、阿里等	中宠品牌（定位比 happy 100 高端点）
顽皮					绝大部分品牌
中宠德益	51%				德国益生菌

资料来源：公司公告，中信证券研究部

10 月公司与阿里签订重磅战略合作框架，计划未来三年公司产品全面铺入阿里渠道（包括但不限于天猫官方旗舰店、专营店、专卖店、天猫超市、天猫国际、农村淘宝），在阿里平台三年目标累计销售额约为 17.5 亿元。我们认为公司未来在阿里渠道销售将快速上量，竞争优势愈加凸显：a) 通过多年的合作，阿里和公司建立了深厚的战略关系，这点可从批准中宠卖场型旗舰店（卖场型旗舰店资质较高，目前行业仅 4 家公司有，其余 3 家均为平台型厂商）、达成战略合作框架协议等看出），未来资源有望向中宠倾斜。

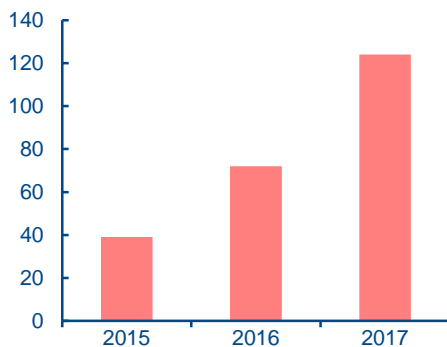
表 7 天猫主要店铺介绍

	旗舰店	卖场型旗舰店	专卖店	专营店
定义	商家用自有品牌或授权人出具的独占授权开设的店铺	指以服务类型商标开设且经营多个品牌的旗舰店。	商家持他人品牌授权在天猫开设的店铺	商家持他人品牌授权或自有品牌在天猫开设的店铺
品牌数量	1 个	多个	1 个	多个
备注	一般为品牌所有者	1) 开店公司需为 35 类服务类型商标的商标权利人或其关联公司，需包含 3503 类似群 2) 一般为天猫邀请入驻	一般为品牌加盟商，但店只能卖这一品牌	一般为品牌代理商

资料来源：天猫商城，中信证券研究部

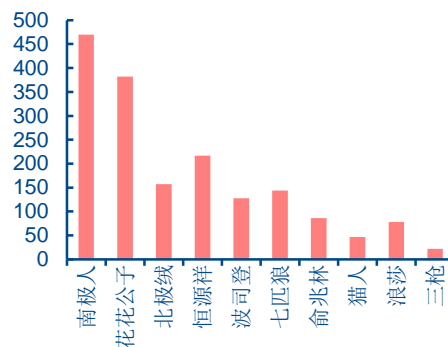
b) 拥有行业最多的线上旗舰店数量。电商运营得流量者得天下，流量的获得依仗多方因素，其中店铺数和粉丝数至关重要。以电商运营龙头公司南极电商的成长案例可发现，其GMV的快速增长离不开行业最多的店铺数量支撑。

图 64：南极电商 GMV 情况（亿元）



资料来源：公司公告 中信证券研究部

图 65：南极人天猫旗舰店数量（个）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

随着天猫的招商和续签政策趋严（对品牌资质、店铺经营情况等进行考核），加之流量成本的昂贵，优质的店铺资源更加稀缺。目前公司已在阿里平台拥有 12 个旗舰店和专营店，成为行业拥有天猫店铺最多的公司。电商领域得客户者得天下，目前公司顽皮用品旗舰店粉丝数已居于行业中上游，拥有近 17.9 万粉丝数（近 2 月以来粉丝数同比增速居于行业前列），约为疯狂的小狗的 1/2，日销售额平均 16 万，仅为疯狂的小狗的 1/4，未来有较大提升空间。

表 8：中宠主要旗舰店一览

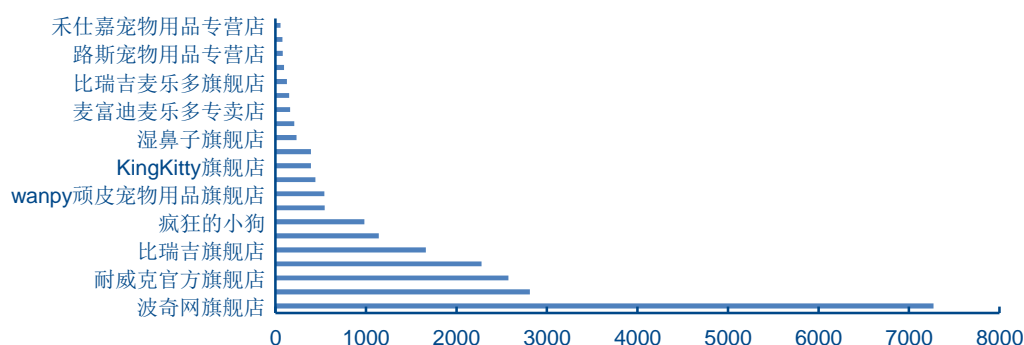
所属公司	旗舰店名称	宝贝数	粉丝数	日销量	日销售额/客单价	粉丝同比	成立时间
中宠	顽皮宠物用品专营店	140	4.5 万	222	1.11 万/49.78	4.65%	2011-09-01
	Wanpy 顽皮宠物用品旗舰店	279	17.9 万	5321	16.39 万/30.8	18.42%	2015-08-06
	Wanpyhappy100 旗舰店	32	1489	8	305/36.77	279.90%	2018-06-04
	King Kitty 旗舰店	53	4383	6	132/22	250.00%	2018-05-29
	中宠宠物用品店（卖场型旗舰店）	311	4.5 万	859	2.77 万/32.28	246.15%	2018-02-05
	Kingdompets 旗舰店	20	5353	7	400/57.14	-0.54%	2018-08-23
	probioticlive 旗舰店	29	496	15	5191/346.07	83.03%	2018-07-27
	canidae 卡比旗舰店	32	1650	8	825/103.13	10.13%	2018-05-16
	8in1 旗舰店	57	2628	78	4297.8/55.1	0.72%	2018-06-21
	furminator 富美内特旗舰店	15	3736	4	891.4/222.85	2.11%	2018-06-06
	seakingdom 旗舰店	27	5403	71	3343/47.08	26.25%	2017-08-14
	Zeal 海外旗舰店	17	1244	42	1.83 万/434.91	342.70%	2018-09-04
比瑞吉	比瑞吉旗舰店	149	34.4 万	1726	18.81 万/108.98	5.83%	2014-02-20
	比瑞吉宠物用品专营店	69	5697	10	1505/150.5	3.49%	2016-01-21
	比瑞吉麦乐多专卖店	133	2.2 万	50	7633/152.66	10.00%	2016-09-09
	比瑞吉俱乐部旗舰店	66	4.3 万	182	1.61 万/88.34	1.90%	2015-01-12
	kitchenflavour 旗舰店	67	3.2 万	45	3531/78.47	3.23%	2015-08-25
乖宝	麦富迪旗舰店	182	53.4 万	7407	40.73 万/55	6.59%	2013-01-10
	麦富迪麦乐多专卖店	80	4.4 万	393	1.36 万/38.54	0.00%	2017-08-22
	湿鼻子旗舰店	76	7.8 万	721	2.35 万/32.65	1.30%	2014-10-23
疯狂的小狗	疯狂的小狗旗舰店	159	36.3 万	14973	61.90 万/41.34	10.57%	2013-12-23
玛氏	玛氏宠物食品官方旗舰店	145	73.9 万	3593	27.37 万/76.17	-0.81%	2012-08-02
	皇家宠物食品旗舰店	173	104.6 万	1346	25.67 万/190.7	2.55%	2013-06-27
波奇	波奇网旗舰店	2251	115.2 万	31894	142.61 万/44.71	5.87%	2011-09-07
E 宠	E 宠商城旗舰店	1135	21.8 万	5058	37.83 万/74.80	10.61%	2013-05-20
金多乐	金多乐旗舰店	1314	58 万	15831	76.46 万/48.30	3.94%	2010-09-01
路斯	路斯宠物用品专营店	104	4.5 万	226	6488/30.28	0.00%	2011-12-31
佩蒂	禾仕嘉宠物用品专营店	129	1.9 万	160	8216/51.35	5.56%	2013-04-27

所属公司	旗舰店名称	宝贝数	粉丝数	日销量	日销售额/客单价	粉丝同比	成立时间
	smartbones 旗舰店	48	1.7 万	133	6180/46.47	13.33%	2016-09-21

资料来源：淘数据，中信证券研究部 注：粉丝同比源于 10-12 近两月的数据，Kingdompets 旗舰店、furninator 富美内特旗舰店、8in1 旗舰店、probioticlive 旗舰店数据源于 18 年 11 月 30 日，canidae 卡比旗舰店数据源于 18 年 12 月 01 日，其他数据源于 18 年 11 月 27 日。

从 2018 年双 11 反馈来看，Wanpy 顽皮宠物用品旗舰店销售额 539.85 万元，同比+40% 以上。此外，在猫罐头（前 10 产品中出现 2）、鲜封包（前 10 出现 7 次）等关键词检索中，中宠的产品已经能占据流量席的前 10，随着国内养猫群体的壮大，猫粮销售预计仍将快速增长。

图 66：2018 年双 11 宠物食品旗舰店日销售额（万元）



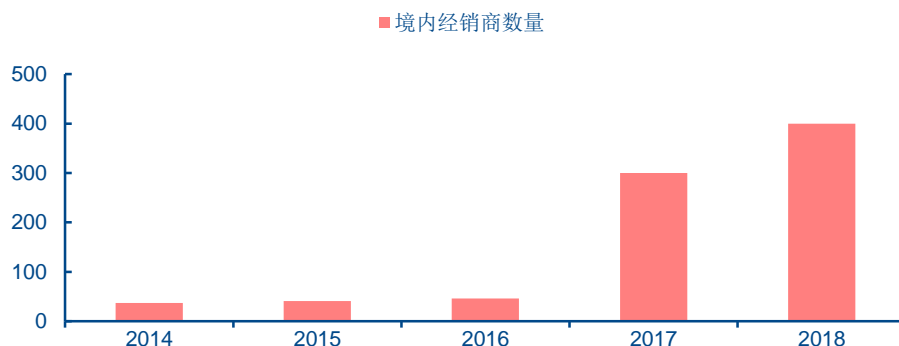
资料来源：淘数据，中信证券研究部

2) 苏宁渠道。公司的苏宁平台主要由南京团队运营，18 年 6 月公司先后成立云宠智能和云吸猫团队，两大团队实际运营负责人为孙斌先生。孙斌先生先前于苏宁等公司任职，有着 14 年的电商运营经验。18 年 8 月，公司与苏宁易购签署战略合作备忘录，未来计划在苏宁平台上（包括但不限于苏宁易购平台、苏宁易购苏宁官方旗舰店、苏宁小店、苏鲜生等）三年累计销售 5 亿元。目前苏宁在全国拥有近 7000 家门店，涵盖各线城市便利店、精品超市、乡镇店、购物中心等多种业态，随着公司加速门店扩张，预计至 2020 年公司门店数量将达 20000 多家，也将为中宠宠物食品带来一定的增量。

3) 京东团队。公司的京东平台运营主要由北京团队（威海好宠）运营。

投资美联众合，进一步夯实线下专业渠道。公司线下渠道涵盖商超、专业宠物店、宠物医院等渠道。近年来，公司线下渠道重点主要分为两块：1) 加大经销商开拓，以覆盖更多专业宠物门店。截至 2018 年三季度，公司拥有近 400 家经销商，覆盖终端近万家宠物门店。

图 67：中宠股份近年境内经销商开拓情况（家）



资料来源：公司调研，中信证券研究部

2) 进军宠物医院渠道。2017 年 12 月，公司以 2,700 万元参股美联众合 4.8% 的股权。目前美联众合在全国约有近百家宠物医院，其股东瑞鹏集团拥有近千家宠物医院，已然成为中国宠物医院连锁龙头。目前宠物食品收入约占宠物医院收入的 10%，宠物医院渠道约占整体食品渠道的 10%。由于宠物医院医生具备极强的专业性，在食品挑选上能很好地起到市场教育作用，未来对食品渠道贡献或将加大。公司此番持股，将加大产品在瑞鹏体系的宠物医院的渗透。

表 9：国内主要宠物医院介绍

		简介	预计 2017 年宠物医院家数
瑞派	瑞派宠物	2012 年成立，通过部分股权收购方式快速成长，年接诊 36 万例	260 家
高瓴&瑞鹏	瑞鹏股份	1998 年成立，广东地区较有影响力，年接诊 50 万例	260
	美联众合	2006 年成立，北方地区为主	80
	凯特喵喵		5-10 家
高瓴	芭比堂	1999 年成立，北京为主	100+
	安安宠物	2015 年成立，江浙沪为主	超过 200 家
	策行、纳吉亚、爱诺、宠福鑫		近 300 家
其余	艾贝尔	2002 年成立，江浙沪、长三角地区	
	禾丰牧业	2015 年成立，东北连锁宠物医院	

资料来源：波奇网，草根调研，中信证券研究部估算

依托云宠智能，试水新零售。迎合时代之风，公司与苏宁、阿里的合作也提出了新零售概念。与苏宁的合作中，将加强多平台的协同。未来苏宁超市、苏鲜生将依托智慧零售，主要在宠物的交易、食品、用品等方面提供服务；苏宁广场将致力于宠物的销售、美容、培训等内容；苏宁小店可提供宠物托管；苏宁物流致力于宠物托运服务；而苏宁金融的宠物保险服务将为宠物的生命保驾护航。而阿里近年也在频繁布局线下渠道，双方将进一步加大新零售领域的合作和探讨。

目前公司新零售团队主要由南京团队，即云宠智能运行。12 月云宠智能再获瑞鹏集团 PRE-A 轮融资，目前估值已近亿元。公司在线上品牌极宠家日前已在天猫上市，线下门店也在紧锣密鼓布局中，预计有望明年面世。极宠家力图打造宠物第二陪伴空间，集活体交易、食品用品销售、医疗保健、休闲娱乐为一体的综合业态平台。

风险提示

行业风险：行业增速放缓，行业竞争过度毛利率下滑。

公司风险：

- 1) 多品牌多渠道使得管理风险加大，并购整合不佳风险；
- 2) 贸易争端带来出口增速下滑风险。

盈利预测与估值评级

盈利预测

收入端：海外增长趋缓，国内市场进入爆发期。18 年由于海外产能释放，叠加下游客户壮大，海外市场收入增速预计约为 25%，考虑到贸易争端等风险，我们预期公司 19/20

年海外收入增速下降至 20%/18%；国内市场收入将维持高速增长，18 年前三季度增长将近 90%，全年有望翻番，考虑到 18 年新增渠道陆续有望在 19、20 年上量，预计公司 19/20 年有望维持 105%、95%以上的增长。

毛利率：海外增速下降，国内市场 20 年有望上量。考虑到鸡肉价格上涨仍在持续（预计将上涨至 2019 年底），叠加贸易争端加收关税预期（19 年中宠约有 30%的业务受此影响），我们预期海外市场毛利率将有所下滑，预计 18/19/20 年约为 18%、16.49%、16.49%；国内市场毛利率较高，并随着规模上量有提升的趋势，预计 18/19/20 年约为 40%、40.5%、41%，综合毛利率约为 22.72%、24.13%、27.15%。

费率：比照海外公司以及行业的经验，我们认为国内公司做品牌建设的销售费率平均在 20%-25%，海外出口业务平均费率约为 5%左右。随着国内市场销售逐渐上量，预计 18/19/20 年销售费率有望逐年上升，约为 10.07%、10.46%、12.09%。

表 10：中宠详细盈利预测（万元）

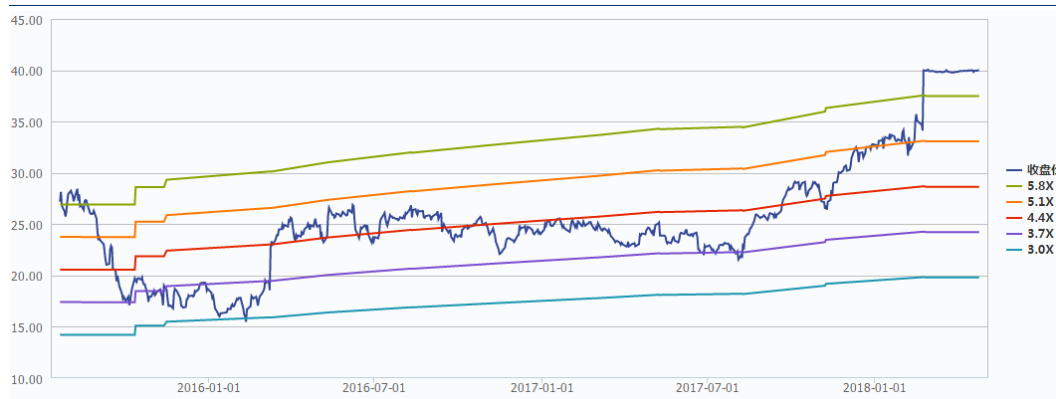
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
国内销售	4,270.66	5,530.30	7,944.07	10,285.70	14,790.84	29,581.67	60,506.67	116,361.67
yoy		29.50%	43.65%	29.48%	43.80%	100.00%	104.54%	92.31%
国外销售	46,382.46	43,582.48	56,877.92	68,808.94	86,723.80	129,495.62	152,141.77	172,685.96
yoy		-6.04%	30.51%	20.98%	26.04%	19.46%	17.49%	13.50%
国内销售占比	8.43%	11.26%	12.26%	13.00%	14.57%	21.44%	32.68%	44.80%
国外销售毛利率	17.87%	21.65%	25.69%	24.00%	18.00%	16.49%	16.49%	16.49%
国内销售毛利率	33.36%	42.57%	42.21%	43.20%	36.00%	38.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率测算	19.61%	24.21%	27.84%	26.80%	22.72%	24.13%	27.15%	27.15%
国内费率						25.00%	20.00%	20.00%
国外费率						5.00%	5.00%	5.00%
销售费用率						10.07%	10.46%	12.09%
收入合计	50,653.12	49,112.78	64,821.99	79,094.64	101,514.63	137,986.42	185,172.13	259,726.95
成本合计	42,826.34	39,596.59	49,512.51	57,714.33	76,324.33	107,824.16	142,233.12	190,243.84

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

估值

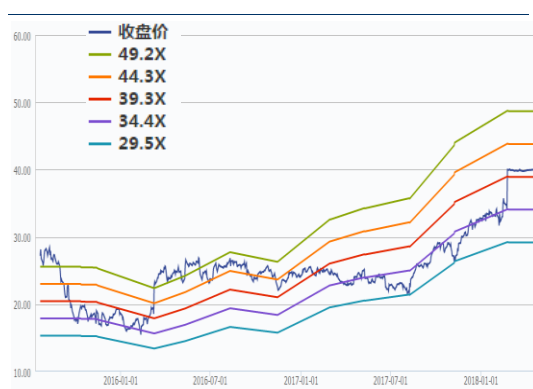
由于公司仍处国内市场拓建期，国内市场投入过大短期利润仍承压，我们认为，PS 比 PE 估值更为合适。我们提取了海外宠物食品巨头蓝爵的 PE 和 PS 图，上市以来公司平均 PS 在 3-6 倍间，16-17 年平均在 4.4 倍左右。结合公司盈利水平和成长性考虑，我们给予公司海外业务 1 倍 PS，国内业务 3.5 倍 PS，对应 2020 年目标市值 56 亿，对应目标价 56 元（对应 2020 年），上调评级至“买入”。

图 68：蓝爵 PS 估值中枢约为 4.4 倍



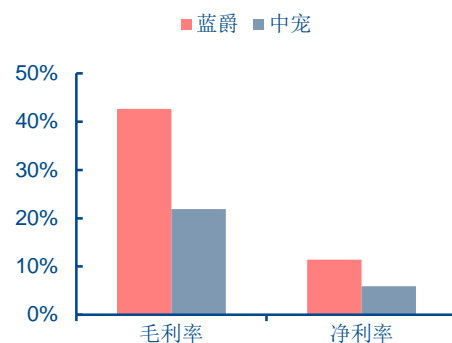
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 69：蓝爵 PE 估值中枢约为 34 倍



资料来源：wind 中信证券研究部

图 70：蓝爵和中宠 2013-2017 年平均盈利情况对比



资料来源：wind，中信证券研究部

表 11：中宠盈利预测表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	790.95	1,015.35	1,380.34	1,868.67	2,631.03
营业收入增长率 YoY	22.02%	28.37%	35.95%	35.38%	40.80%
净利润(百万元)	67.28	73.60	61.84	81.96	147.42
净利润增长率 YoY	20.81%	9.40%	-15.97%	32.52%	79.88%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	0.88	0.62	0.82	1.47
毛利率	26.89%	24.81%	22.72%	24.58%	27.93%
净资产收益率 ROE	20.75%	10.62%	9.09%	10.79%	16.34%
每股净资产 (元)	4.01	7.70	7.62	8.52	10.12
PE	28	28	41	31	17
PB	6	3	3.29	3	2

资料来源：wind, 中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 12 月 6 日收盘价

利润表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	791	1,015	1,380	1,869	2,631
营业成本	578	763	1,067	1,409	1,896
毛利率	26.89%	24.81%	22.72%	24.58%	27.93%
营业税金及附加	6	6	8	12	15
销售费用	51	68	139	195	318
营业费用率	6.41%	6.65%	10.07%	10.46%	12.09%
管理费用	54	52	83	114	163
管理费用率	6.85%	5.16%	6.00%	6.10%	6.20%
财务费用	(1)	12	(7)	14	18
财务费用率	-0.08%	1.15%	-0.49%	0.76%	0.69%
投资收益	(2)	0	(0)	(1)	(0)
营业利润	102	113	90	123	220
营业利润率	12.84%	11.11%	6.52%	6.60%	8.36%
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	0	2	1	1	2
利润总额	105	111	90	123	219
所得税	26	26	23	31	54
所得税率	25.03%	23.56%	25.95%	24.85%	24.79%
少数股东损益	11	11	5	11	18
归属于母公司股东 的净利润	67	74	62	82	147
净利率	8.51%	7.25%	4.48%	4.39%	5.60%

现金流量表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	105	111	90	123	219
所得税支出	-26	-26	-23	-31	-54
折旧和摊销	25	28	18	36	37
营运资金的变化	-11	-2	-92	-98	-116
其他经营现金流	-25	-36	-6	14	18
经营现金流合计	67	76	-13	44	104
资本支出	-47	-137	-250	-184	-13
投资收益	-2	0	0	-1	0
其他投资现金流	0	-39	0	0	0
投资现金流合计	-48	-176	-250	-184	-13
发行股票	0	322	0	0	0
负债变化	312	307	196	249	71
股息支出	0	-10	-10	-3	-5
其他融资现金流	-297	-366	7	-14	-18
融资现金流合计	15	253	193	232	48
现金及现金等价物 净增加额	34	152	-71	92	139

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	52	202	131	224	362
存货	159	202	283	379	505
应收账款	104	129	187	246	345
其他流动资产	25	46	44	52	61
流动资产	341	579	646	900	1,274
固定资产	151	172	169	488	464
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	25	28	28	28	28
其他长期资产	95	227	397	226	226
非流动资产	272	427	594	742	718
资产总计	613	1,005	1,239	1,641	1,992
短期借款	88	52	248	497	568
应付账款	65	125	151	196	281
其他流动负债	51	50	71	88	123
流动负债	204	227	469	782	972
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7	7
非流动性负债	7	7	7	7	7
负债合计	212	235	477	789	980
股本	75	100	100	100	100
资本公积	108	405	341	341	341
归属于母公司所有 者权益合计	324	693	681	760	902
少数股东权益	77	77	82	92	110
股东权益合计	401	770	762	852	1,012
货币资金	52	202	131	224	362
负债及所有者权益 合计	613	1,005	1,239	1,641	1,992

主要财务指标

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	22.02%	28.37%	35.95%	35.38%	40.80%
营业利润增长率	43.51%	11.08%	-20.22%	37.15%	78.13%
净利润增长率	20.81%	9.40%	-15.97%	32.52%	79.88%
毛利率	26.89%	24.81%	22.72%	24.58%	27.93%
EBITDA Margin	35.92%	7.01%	-32.61%	68.68%	57.95%
净利率	8.51%	7.25%	4.48%	4.39%	5.60%
净资产收益率	20.75%	10.62%	9.09%	10.79%	16.34%
总资产收益率	10.98%	7.32%	4.99%	4.99%	7.40%
资产负债率	34.55%	23.36%	38.48%	48.08%	49.18%
所得税率	25.03%	23.56%	25.95%	24.85%	24.79%
股利支付率	0.00%	13.59%	4.53%	6.04%	8.05%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级	报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。