

中小市值

宠物产业深度研究系列之四：日韩宠物产业发展史给我们带来哪些启示？

证券研究报告

2019 年 01 月 04 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517010002

wuli1@tfzq.com

王聪

联系人

wccong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中小市值-行业投资策略:2019 年度策略:掘金长线牛股, 乘风新兴产业!》 2019-01-03
- 2 《中小市值-行业点评:新型烟草研究跟踪系列:奥驰亚收购 JUUL 股权, 强化在美新型烟草市场地位》 2018-12-21
- 3 《中小市值-行业深度研究:糖尿病患者率持续提升, 创新药物或将变革药物市场!》 2018-12-12

日本：宠物主人均支出的增长成为近 10 年行业发展驱动力

1) 2017 年日本宠物数量约为 1946 万只, 近 10 年日本宠物数量呈缓慢下滑趋势, 其中宠物犬的跌幅最为明显。2) 宠物主消费意愿强, 单只宠物的平均消费增长成为了宠物行业增长的驱动力, 2017 年日本宠物行业市场规模约 945 亿人民币。从细分市场结构来看, 宠物食品占比 32%, 宠物用品占比 17%, 宠物服务(医疗、美容等)占比约 51%。3) 2017 年日本宠物食品市场终端口径的规模约为 256 亿人民币, 过去 5 年复合增速仅为 0.2%。增长停滞的最主要原因是宠物数量特别是宠物犬的减少, 导致了宠物食品消费量的下滑。自从 2000 年以来日本国产粮的消费量占比一直在稳步提升, 目前占比约为 55%; 而在排名前十厂商中, 玛氏、高露洁以及希尔斯合计占比 35.6%, 其余七个均为日本本土公司合计占比 31.4%。

韩国：家庭养宠率近 30%，市场规模持续增长

1) 2017 年韩国共有宠物 651.7 万只, 其中宠物犬 441.1 万只, 宠物猫 210.6 万只。养猫热潮同样席卷了韩国, 2017 年宠物猫的增长速度高达 25.0%, 猫的总数已经达到 2007 年的十倍, 而宠物犬的增速仅为 5.1%。2) 韩国宠物主消费水平较高, 平均每月在宠物上花费约人民币 900 元。2017 年韩国宠物市场规模约 143 亿人民币, 预计未来仍保持 10%以上的增速, 到 2027 年市场规模将接近 400 亿人民币。3) 2017 年宠物食品市场规模约 56 亿人民币, 韩国宠物数量的增长推动了宠物食品行业的快速发展, 过去 5 年的复合增长率约 15.4%。

从日韩看中国：未来 10 年我国宠物食品规模有望超 1300 亿元

结合干粮产量推测, 我们认为 2017 年我国“有效宠物”的数量约 3100 万只, 其中狗 2000 万只, 猫 1100 万只, 宠物食品市场规模约为 300 亿元。随着年轻人收入的增长以及住房条件的改善, 养宠的意愿将转化为实际的养宠行为, 使得宠物数量不断增长, 叠加食品渗透率及支出水平的提升, 我们预计未来 10 年, 宠物食品市场规模将超过 1300 亿元。我们认为我国宠物食品公司可以借鉴日本公司的发展策略, 凭借大力投入研发、针对性满足市场需求, 通过多品牌策略细化市场, 最终脱颖而出。

重点推荐宠物双骄，中宠股份+佩蒂股份

我国宠物产业仍处于蓬勃发展期, 潜力大、增速快、竞争格局分散。我们看好国内龙头公司通过加大投入、布局线上线下、抢占市场份额并最终脱颖而出。重点推荐中宠股份(国内市场品牌+渠道布局已见成效; 海外毛利率回升+国内持续高增速, 19 年业绩有望迎来拐点); 佩蒂股份(咬胶产能充足、市场拓展顺利, 业绩有望高速增长; 新西兰主粮+零食, 进一步打开增长空间)。

风险提示：行业发展不及预期；市场竞争加剧；食品安全问题

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-01-03	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002891.SZ	中宠股份	32.80	买入	0.74	0.62	1.29	2.16	44.32	52.90	25.43	15.19
300673.SZ	佩蒂股份	39.30	买入	0.88	1.18	1.66	2.30	44.66	33.31	23.67	17.09

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 日本：平均消费的增长成为近十年行业驱动力	5
1.1. 宠物数量：宠物猫和小型犬更受欢迎	5
1.2. 市场规模：宠物主消费意愿强，每年花费 1.5 万亿日元	6
1.3. 发展历史：宠物文化源远流长，二战后宠物消费崛起	8
1.3.1. 起步期：行业协会相继成立，立法规范保障养宠者和宠物	8
1.3.2. 发展期：宠物数量快速增长，推动相关行业快速增长	9
1.3.3. 成熟期：消费的增长抵消宠物数量下滑的影响，增长趋于稳定	9
1.4. 宠物食品：国产品牌竞争力强	10
1.4.1. 规模与增速：终端超 37 亿美元，但增长近乎停滞	10
1.4.2. 渠道与格局：线下渠道为主，进口与国产分庭抗礼	11
1.4.3. 尤妮佳：宠物食品份额仅次于玛氏	12
2. 韩国：近 30%的家庭养宠，市场规模持续增长	16
2.1. 宠物数量：养宠比例仍在提升中	16
2.2. 市场规模：保守估计 2027 年超过 6 万亿韩元	17
2.3. 宠物食品：过去五年复合增速超 15%	18
3. 从日韩看中国：寻找几个基本问题的答案	21
3.1. 问题一：我国到底有多少宠物？	21
3.2. 问题二：老龄化是不是养宠的驱动力？	22
3.3. 问题三：我国宠物食品行业潜在的市场规模及未来增速？	24
3.4. 问题四：未来宠物食品的竞争格局？	25
3.5. 总结：伴随一代又一代年轻人的行业	27
4. 投资建议及推荐标的	29
4.1. 中宠股份	29
4.2. 佩蒂股份	29

图表目录

图 1：日本宠物犬数量持续下滑	5
图 2：日本宠物猫数量保持稳定	5
图 3：日本养宠家庭占比	5
图 4：日本户均宠物数量（只/户）	5
图 5：2008-2017 年日本小型犬比例持续提升	6
图 6：日本宠物的寿命越来越长	6
图 7：日本宠物市场规模已趋于稳定	7
图 8：过去十年单只宠物消费的增长成为行业驱动力	7
图 9：总体上来看养狗的开销要大于养猫（日元）	7
图 10：细分市场格局稳定，宠物商品与服务各占一半	8
图 11：协会与政府相互配合，不断规范早期日本的宠物管控体系	8
图 12：日本宠物食品行业	9

图 13: 2004 年后日本宠物数量 “由涨转跌”	9
图 14: 2012-2017 年日本宠物食品复合增速仅为 0.2%.....	10
图 15: 狗粮消费量持续下滑	10
图 16: 猫粮消费量保持稳定	10
图 17: 干粮是最主要的消费类型（按金额）	11
图 18: 干粮是最主要的消费类型（按消费量）	11
图 19: 日本宠物食品渠道以线下为主	11
图 20: 日本宠物食品行业的集中度一直在稳步提升	11
图 21: 品牌格局分散	12
图 22: 公司份额集中	12
图 23: 日本的国产宠物粮消费量更高	12
图 24: 前十厂商中进口三家、国产七家	12
图 25: 尤妮佳致力于为所有家庭成员提供舒适干净的生活	13
图 26: 公司营收主要来自亚洲	13
图 27: 公司以个人护理业务为主	13
图 28: 公司宠物业务发展较快	14
图 29: 尤妮佳宠物食品品牌及产品线	14
图 30: 尤妮佳每年在投入宠物业务收入的 1%左右用于研发	15
图 31: 韩国宠物犬稳步增长	16
图 32: 韩国宠物猫爆发增长	16
图 33: 韩国养宠家庭比例	16
图 34: 韩国户均宠物数量（只/户）	16
图 35: 预计 2027 年韩国宠物数量饱和（万只）	17
图 36: 韩国宠物行业市场规模	17
图 37: 韩国宠物主月均花费 14.5 万韩元	18
图 38: 2017 年韩国宠物食品规模约 8.1 亿美元	18
图 39: 2018 年上半年韩国宠物食品价格占比及增速	19
图 40: 韩国宠物食品线上渠道快速增长	19
图 41: 韩国宠物食品市场的集中度有所下降	19
图 42: 韩国宠物品牌 CR10 占比 43.3%	20
图 43: 韩国宠物公司 CR10 占比 62.3%	20
图 44: 在日本很少有宠物主喂宠物吃剩菜剩饭	21
图 45: 日本宠物猫平均消费量保持稳定，而宠物犬持续下滑（吨/千只）	22
图 46: 我国当前宠物渗透率还很低（只/户）	22
图 47: 2013-2017 年日本各年龄段养猫意愿基本持平	23
图 48: 2013-2017 年日本各年龄段养狗意愿持续降低	23
图 49: 与老年人相比，韩国年轻人更愿意养宠物	23
图 50: 2017 年日本 “不能养宠物的原因” 调查结果	23
图 51: 老龄化与宠物渗透率之间的关系	24
图 52: 日本人口结构变化	24
图 53: 中国人口结构变化	24

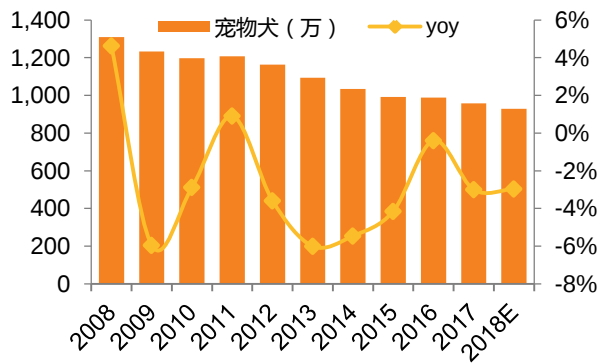
图 54：预计 2037 年我国宠物渗透率趋于饱和（只/户）	25
图 55：中美日三国宠物食品渠道存在明显差异	26
图 56：商超渠道、专业渠道、线上渠道的对比	26
图 57：美国宠物食品市场集中度要高于日韩	26
图 58：面对玛氏的竞争，尤妮佳市场份额稳步提升	27
图 59：我国养宠人群年龄组成	27
图 60：我国养宠人群婚姻状况	27
表 1：公司宠物业务产品发展	15
表 2：公司宠物业务相关的兼并收购及重要事件及时间	15
表 3：不同情况下我国未来十年宠物食品市场规模测算	25

1. 日本：平均消费的增长成为近十年行业驱动力

1.1. 宠物数量：宠物猫和小型犬更受欢迎

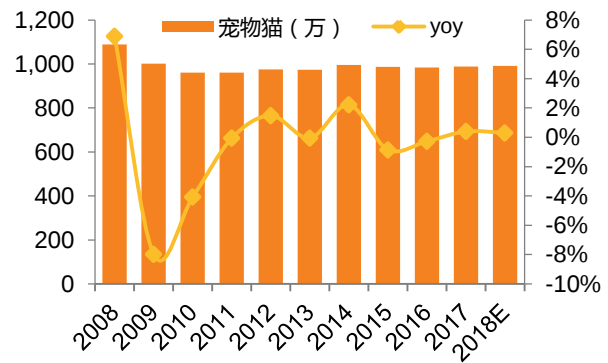
宠物数量持续下滑，宠物猫的数量超过宠物犬。2017 年日本宠物数量约为 1946.8 万只，其中宠物猫的数量约为 988.6 万只，宠物犬约为 958.2 万只，宠物猫的数量首次超过了宠物犬。总的来看近十年间，日本宠物数量呈持续下滑的趋势，其中宠物犬的跌幅最为明显，与 2008 年相比 2017 年宠物犬下滑 26.9%，而同期宠物猫下滑 9.2%。

图 1：日本宠物犬数量持续下滑



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

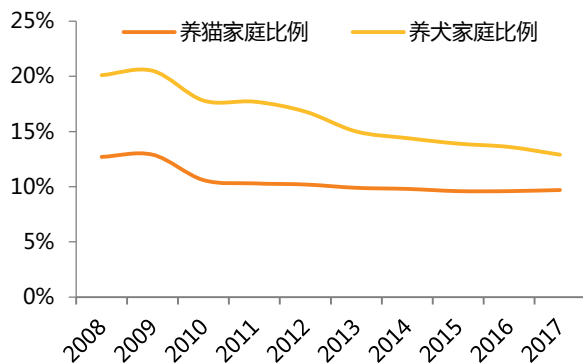
图 2：日本宠物猫数量保持稳定



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

从养宠家庭占比（养宠家庭比例=至少养了一只宠物犬或猫的家庭数量/家庭总数量）来看，2017 年日本养猫家庭比例 9.7%，养犬家庭比例 12.9%，对比最高点分别下降 2.3 和 5.9 个百分点；从户均宠物数量（户均宠物数量=宠物数量/家庭数量）来看，2017 年户均拥有宠物猫 0.183 只，宠物犬 0.178 只，对比最高点分别减少 0.03 和 0.08 只。

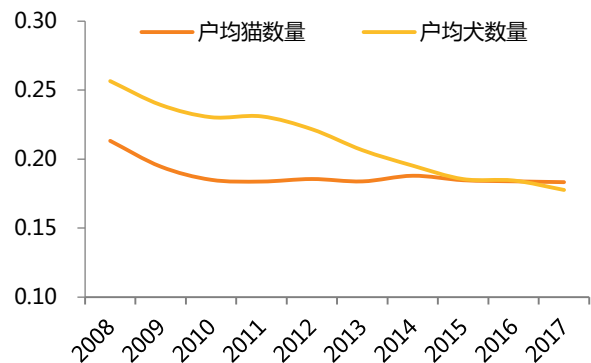
图 3：日本养宠家庭占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：养宠家庭占比=至少养了一只猫或狗的家庭数量/家庭总户数

图 4：日本户均宠物数量（只/户）

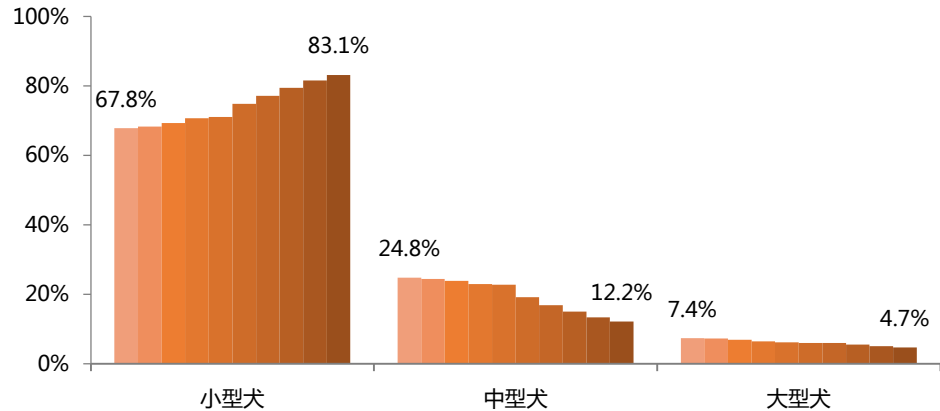


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：户均宠物数量=宠物总数/家庭总户数

除了猫越来越受欢迎以外，越来越多的爱狗群体选择饲养小型犬。从 1990 年代后期开始，日本兴起过一股饲养小型犬热。2008 年小型犬在宠物犬中的占比约为 67.8%，到了 2017 年该比例达到 83.1%，提升了 15.3 个百分点，同期中型犬和大型犬分别下降 12.6 和 2.7 个百分点。随着日本经济衰退、老龄化加深，中大型犬食量更大、医疗成本更高、耗费精力更多的特点制约了日本宠物主的养宠意愿。

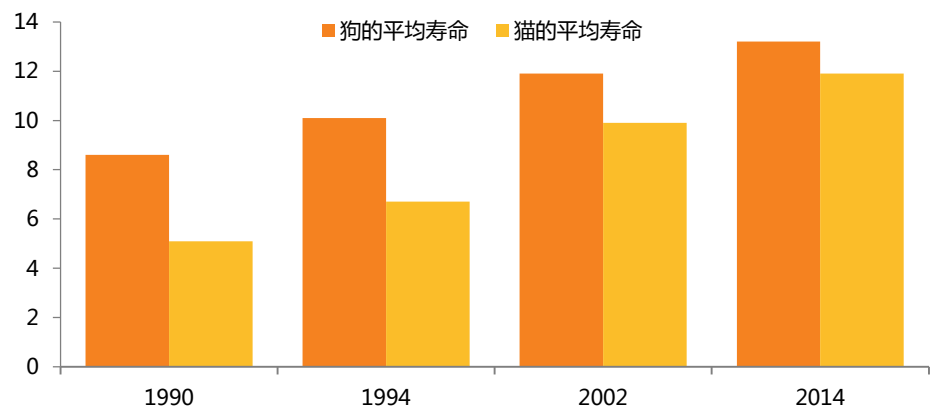
图 5：2008-2017 年日本小型犬比例持续提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

得益于健康的宠物食品、科学的饲养方式、完备的兽医服务，日本宠物的平均寿命越来越长。由东京农工大学和日本小动物兽医学会发布的大规模调查报告显示，2014 年作为宠物饲养的狗和猫的平均寿命分别达到了 13.2 岁和 11.9 岁，相比 1990 年分别延长了 1.5 倍和 2.3 倍。宠物的老龄化也催生了老年宠物护理、宠物养老院等新兴行业。

图 6：日本宠物的寿命越来越长

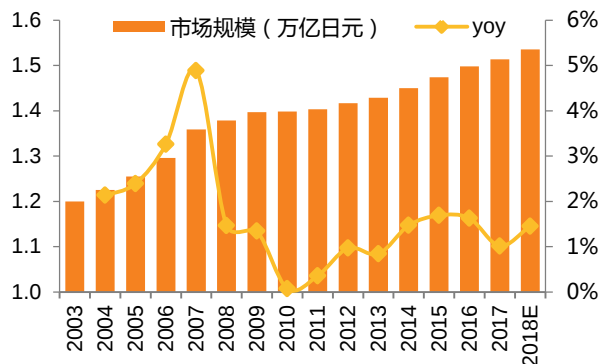


资料来源：东京农工大等调查，天风证券研究所

1.2. 市场规模：宠物主消费意愿强，每年花费 1.5 万亿日元

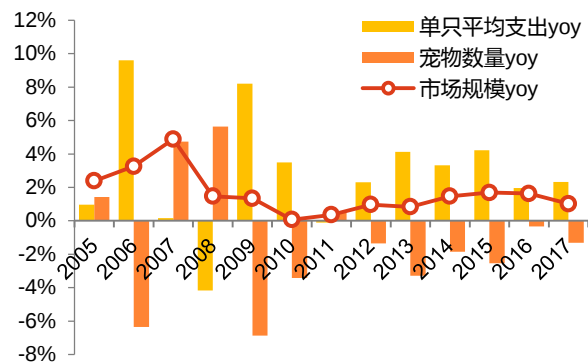
日本宠物市场规模已趋于稳定，单只宠物的平均消费增长成为了近十年行业增长的驱动力。2017 年日本宠物行业市场规模约 15135 亿日元（约合人民币 920 亿元），同比增长仅 1%。2003-2007 年日本宠物市场规模复合增速约为 3.2%，但是随着 2008 年之后宠物数量的逐渐减少，市场增速出现了下滑，过去十年间复合增速仅为 1.1%。

图 7：日本宠物市场规模已趋于稳定



资料来源：Yano Research，天风证券研究所

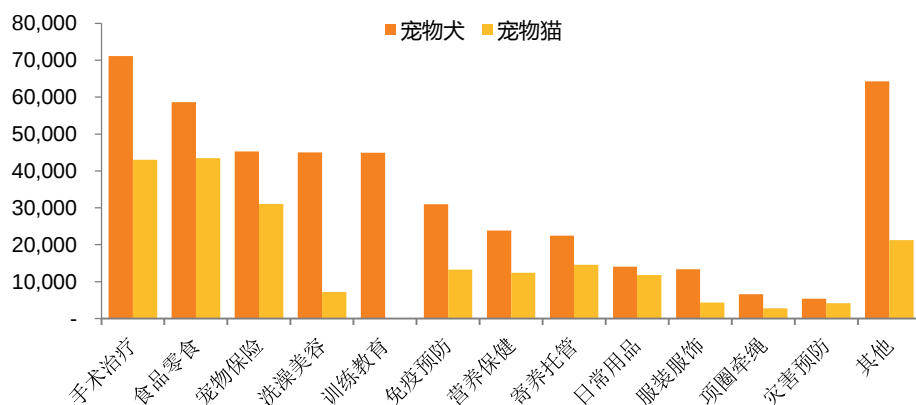
图 8：过去十年单只宠物消费的增长成为行业驱动力



资料来源：Yano Research，欧睿国际，天风证券研究所

宠物主愿意为宠物消费，整体消费水平高。从 Anicom 对日本宠物主过去一年宠物相关消费的调查来看，宠物犬合计约 45 万日元（约合人民币 2.7 万元），宠物猫合计约 21 万日元（约合人民币 1.3 万元），宠物犬的消费金额约为宠物猫的两倍，其中医疗、服务的差别最为明显。

图 9：总体上来看养狗的开销要大于养猫（日元）

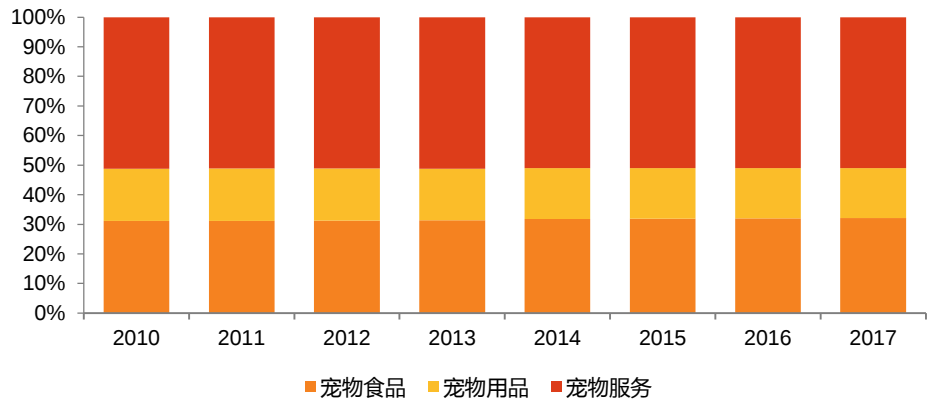


资料来源：Anicom《日本宠物白皮书（2018）》，天风证券研究所

注：有效调查问卷的数量狗主人 1523 份、猫主人 346 份

商品服务各占一半，新兴产品和服务层出不穷。从细分市场结构来看，多年以来整体格局变动不大，宠物商品占比约 49%，其中宠物食品占比 32%，宠物用品占比 17%，包含医疗、美容等的宠物服务占比约 51%。日本宠物周边产品和服务非常丰富，例如针对老年或残疾宠物的宠物纸尿裤、辅具，针对走失宠物的宠物侦探服务以及宠物跟踪器，针对死亡宠物的丧葬服务，以及提高宠物生活品质的宠物专用电热毯、葡萄酒、香水、牙膏等。

图 10：细分市场格局稳定，宠物商品与服务各占一半



资料来源：Yano Research，天风证券研究所

1.3. 发展历史：宠物文化源远流长，二战后宠物消费崛起

日本宠物起步较早，随着养宠人数增多，行业立法逐步出台，行业规范逐步完善，宠物相关产品和服务丰富度极大提高。我们将二战后日本宠物行业的发展划分为三个时期：起步（20 世纪 70、80 年代以前），成长期（20 世纪 70、80 年代至 21 世纪）和成熟期（21 世纪至今）。

1.3.1. 起步期：行业协会相继成立，立法规范保障养宠者和宠物

日本宠物文化起源深远。日本猫的起源与中国相关，唐朝时期（公元 6 世纪左右）猫最早经日本商人和僧侣带入日本；8 世纪到 12 世纪期间，由于外来物种的稀缺性，猫成为权贵阶级的宠物，日本宇多天皇是早期的“猫奴”代表。20 世纪 80 年代开始，猫咪在日本动漫、影视和文学作品大量出现“hello kitty”、机器猫、龙猫等卡通形象成为日本文化的代表。狗在日本文化中早期更多充当人类奴仆的角色，打猎辅助、看家、看守官府等。随着养宠意识的形成，狗忠诚、可爱的特点吸引更多人选择养狗，狗成为日本宠物市场最主要的选择之一，养狗人数和宠物狗数量持续上升。

具有法人资格的宠物行业协会和法律法规成为宠物行业发展和管理的基础。1948 年日本首先成立了日本动物爱护协会，随后又陆续成立了其他三个相关协会。这些协会对行业的规范和发展起到了积极作用，行业协会的工作和成果也为随后政府的宠物治理和管控提供了辅助。1973 年日本制定《动物保护及管理相关法》，该法律是日本保护、管理非野生动物的法律。此后，又依据该法对猫犬、展示动物、试验动物、产业动物等制定了诸多饲养、保护和管理标准。协会与政府相互配合，不断规范早期日本的宠物管控体系，让养宠过程有保障，保护了养宠者、未养宠物者、宠物以及流浪宠物等的合法权益。

图 11：协会与政府相互配合，不断规范早期日本的宠物管控体系



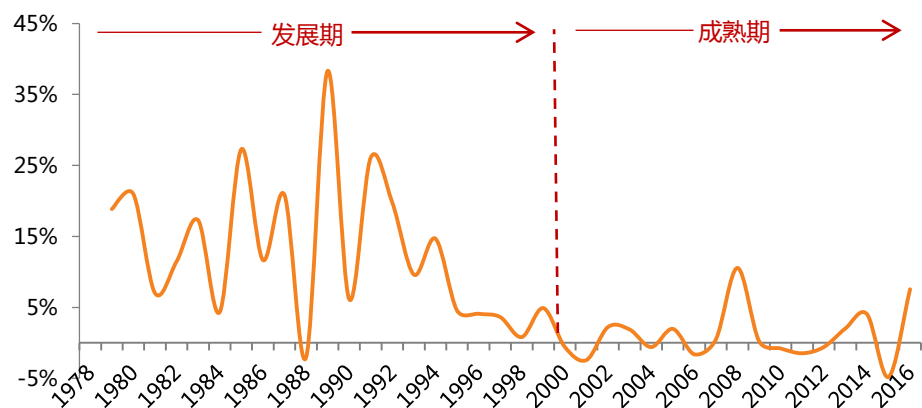
资料来源：各协会官网，天风证券研究所

1.3.2. 发展期：宠物数量快速增长，推动相关行业快速增长

法律的完善促使人与宠物间的关系更进一步深化，人们对待犬猫不再视之为“宠物”，而是将其视为家庭的一份子。1999 年《动物保护及管理相关法》修订更名为《动物爱护管理法》，此法从爱护动物的精神出发，更进一步强化对动物所有者的责任，也强化地方行政机关的任务及权限，并开始对宠物相关从业者制定规范。2005 年为进一步推动爱护动物，又再次修订《动物爱护管理法》。

作为养宠刚需的宠物食品行业迎来了近四十年的快速增长期。宠物数量的增长以及因养宠观念进步所带来的宠物食品渗透率的提升，使得宠物食品行业高速成长。1960 年 Kyodo Shiryō 推出了日本第一款宠物食品，并于 1972 年投资兴建了日本第一家专业宠物食品工厂。1978 年，根据日本宠物食品工业协会的统计，日本宠物食品终端规模已经达到 360 亿日元，1992 年突破 2800 亿日元，行业复合增速达到 15.8%，而同期日本 GDP 复合增速约为 6.3%。

图 12：日本宠物食品行业



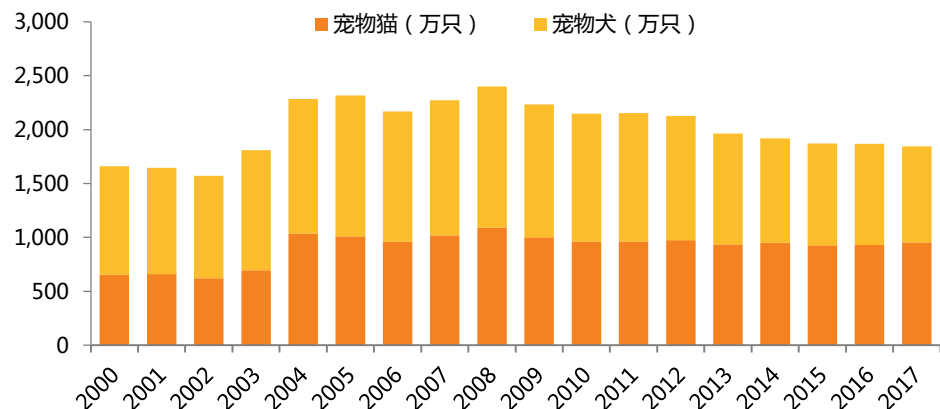
资料来源：JPFA，天风证券研究所

注：1992 年以前统计终端口径，1992 年之后调整为出厂口径，因此仅参考两个时期的同比增速

1.3.3. 成熟期：消费的增长抵消宠物数量下滑的影响，增长趋于稳定

越来越少的狗和越来越火的猫。由于经济衰退以及老龄化的加深，宠物犬的数量不断减少，相比较之下猫不仅受到的影响较小，而且“猫咪经济学”也越来越火热。“猫咪经济学”是指不管经济多么困难，大众对猫及其相关产品热情永远高涨，只要商家用对猫咪，就能吸引关注从中获益。日本关西大学名誉教授宫本胜浩推测，2015 年养猫人买猫粮、带猫看病等的支出约为 1.1 万亿日元，算上其他与猫相关的支出，猫咪总共为日本 GDP 贡献约 2.3 万亿日元。

图 13：2004 年后日本宠物数量“由涨转跌”



资料来源：Anicom《日本宠物白皮书（2018）》，天风证券研究所

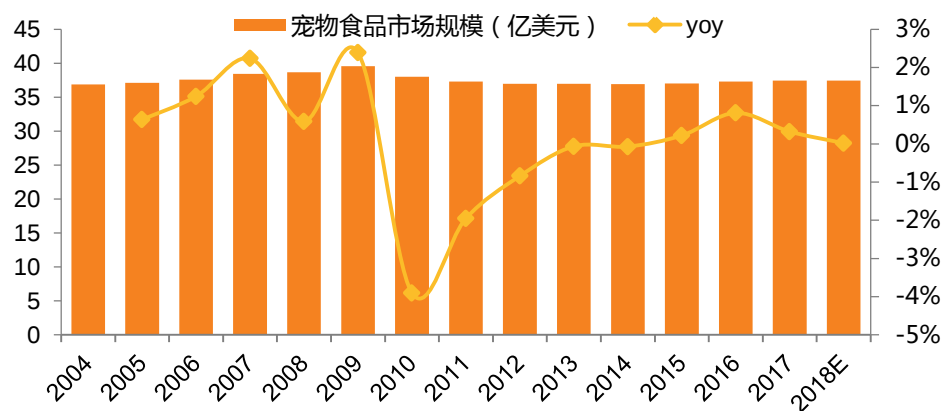
宠物相关服务日渐多样化，增强了宠物爱好者的养宠体验。2004 年起，日本境内陆续出现猫咖啡店、狗水疗中心和宠物餐厅等服务；宠物保险于 2006 年正式获得官方认可，截止 2011 年日本已有 10 家保险机构提供宠物保险业务，其中 90% 的保险对象是宠物狗；宠物养老院的发展也进入加速道，从 2013 年的 20 家增长到 2017 年的 188 家，老年人更愿意把自己年老的宠物送去专业机构，宠物养老院未来需求较大。此外，2017 年多家公司将宠物相关服务纳入员工关怀事项，宠物在日本社会中的地位 and 重要性不断稳固和提高。

1.4. 宠物食品：国产品牌竞争力强

1.4.1. 规模与增速：终端超 37 亿美元，但增长近乎停滞

宠物食品消费量下滑，导致市场增长近乎停滞。根据欧睿国际的数据统计，2017 年日本宠物食品市场终端口径的规模约为 37.4 亿美元(约合人民币 254 亿元)，同比增长约为 0.3%，过去 5 年复合增速仅为 0.2%。增长停滞的最主要原因是宠物数量特别是宠物犬的减少，导致了宠物食品消费量的下滑。

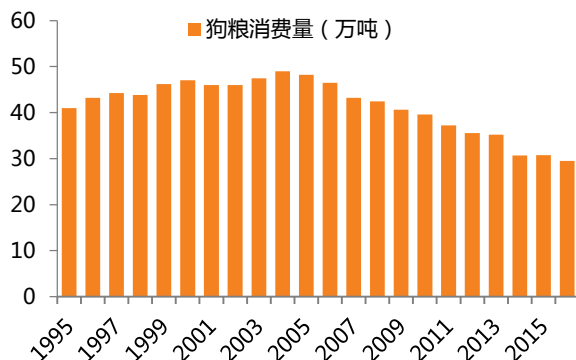
图 14：2012-2017 年日本宠物食品复合增速仅为 0.2%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

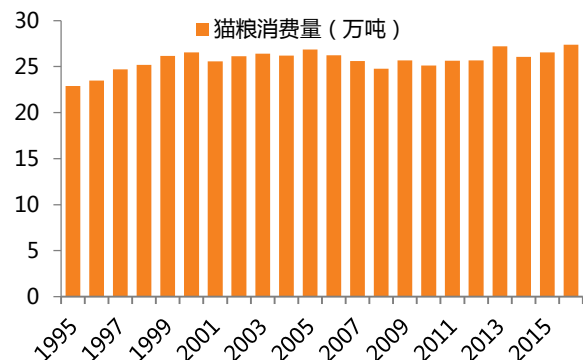
根据日本宠物食品协会的数据，2016 年日本宠物粮消费量约为 56.9 万吨，同比下降 0.7%，其中狗粮 29.5 万吨，同比下降 4.0%，猫粮 27.4 万吨，同比增长 3.1%。过去二十多年里，日本猫粮消费量稳中有升，但由于宠物犬越养越少、越养越小，日本狗粮的消费量大幅下滑，导致了宠物食品消费量的下降。

图 15：狗粮消费量持续下滑



资料来源：JPFA，天风证券研究所

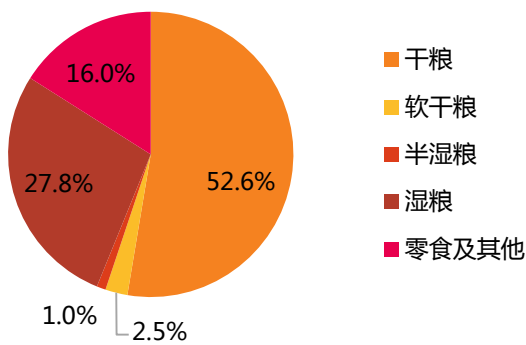
图 16：猫粮消费量保持稳定



资料来源：JPFA，天风证券研究所

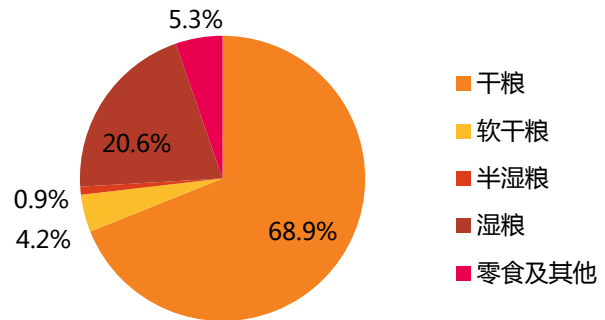
无论从消费金额还是消费量来看，干粮都是最主要的宠物食品类型。在日本，宠物主粮主要有四种类型：干粮、软干粮、半湿粮、湿粮，不同形态的最大差别是含水量的不同。软干粮、半湿粮作为较晚出现的类型，占比较小，整体上仍以干粮、湿粮和零食为主。

图 17：干粮是最主要的消费类型（按金额）



资料来源：JPFA，天风证券研究所

图 18：干粮是最主要的消费类型（按消费量）

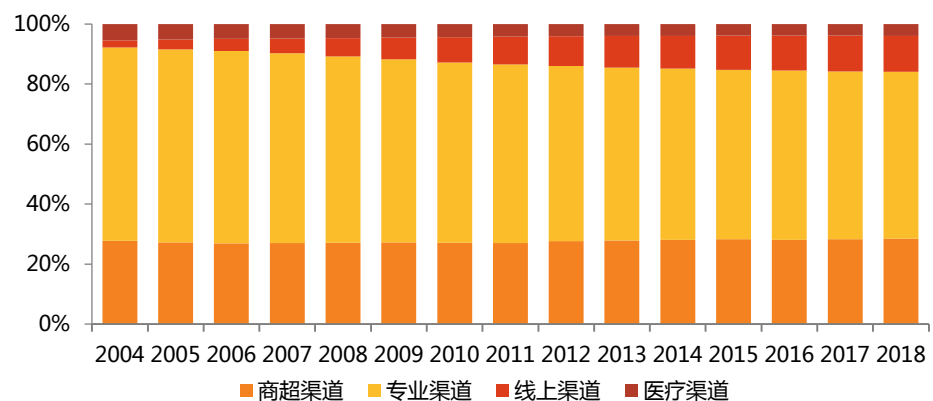


资料来源：JPFA，日本天风证券研究所

1.4.2. 渠道与格局：线下渠道为主，进口与国产分庭抗礼

尽管过去几年线上渠道增长明显，但是线下渠道仍为日本宠物食品销售的主要渠道。在线下各种渠道中，专业渠道是份额第一的渠道。2018 年线上渠道占比 12%，线下渠道占比 88%，其中商超渠道占比 28.6%，专业渠道占比 55.5%，医疗渠道占比 3.9%。

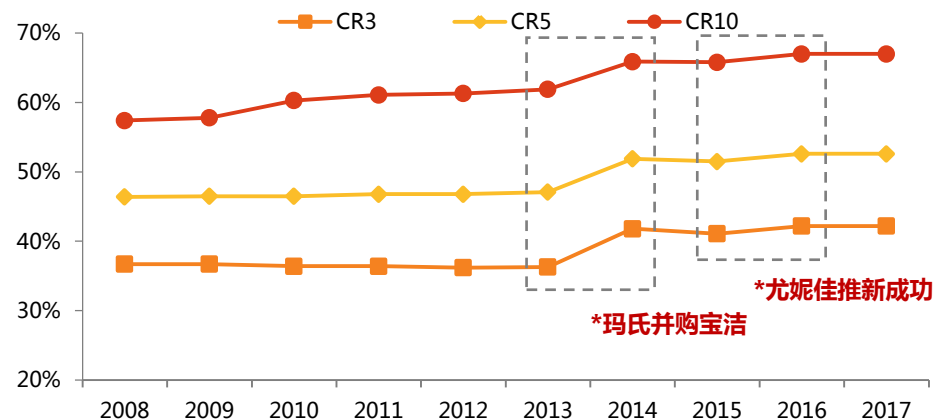
图 19：日本宠物食品渠道以线下为主



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

巨头并购及推新使集中度稳步提升。2017 年 CR3/CR5/CR10 分别达到 42.2%/52.6%/67.0%，其中，2014 年 4 月玛氏收购宝洁在欧洲以外的宠物食品业务，提升了玛氏在日本市场的市占率；而 2015 年以来尤妮佳凭借着 Best Balance 新系列产品以及 Grand Deli 高端产品的成功（2015-2017 年，两个品牌市占率合计提升 2%），也使得市占率有所提升。

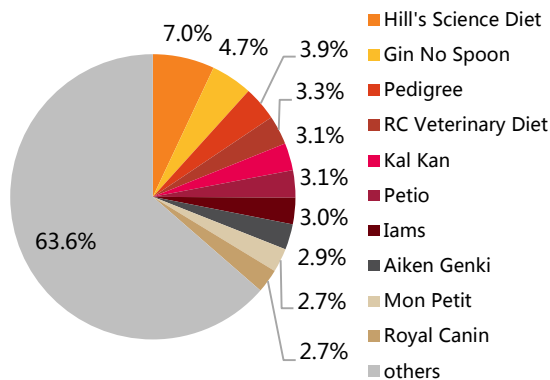
图 20：日本宠物食品行业的集中度一直在稳步提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

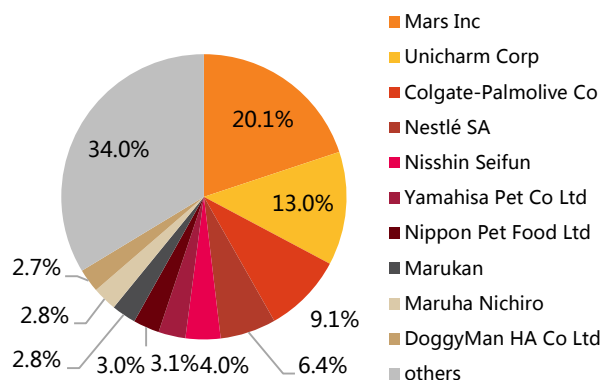
品牌格局分散，公司份额集中。与美国宠物食品行业类似，日本宠物食品市场也呈现出“品牌分散、公司集中”的格局，大多数公司都选择了多品牌策略，其中品牌 CR10 为 36.4%，而公司 CR10 为 67.0%。从具体公司来看，玛氏份额领先占比达到 20.1%，日本本土公司尤妮佳紧随其后，占比 13.0%，而高露洁凭借希尔斯（日本第一品牌占比 7.0%）在日本的热捧，以 9.1%的份额排名第三。

图 21：品牌格局分散



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

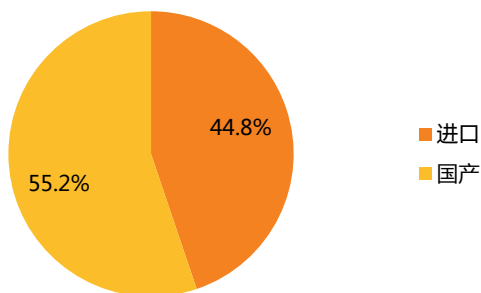
图 22：公司份额集中



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

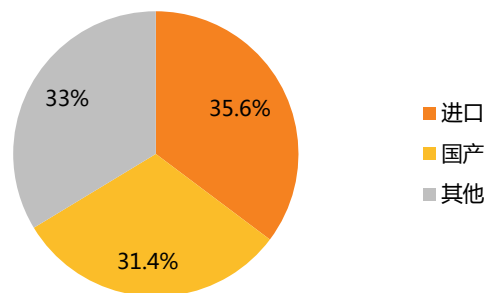
国产进口分庭抗礼。从消费量来看，自从 2000 年以来日本国产粮的消费量占比一直在稳步提升，目前国产粮占比约为 55%，进口粮约为 45%。另一方面，在排名前十的厂商中，玛氏、高露洁以及希尔斯三家海外公司合计占比 35.6%，其余七个均为日本本土公司合计占比 31.4%。

图 23：日本的国产宠物粮消费量更高



资料来源：JPFA，天风证券研究所

图 24：前十厂商中进口三家、国产七家



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

1.4.3. 尤妮佳：宠物食品份额仅次于玛氏

以舒适宗旨，致力于成为全球日用品行业领导者。尤妮佳（Unicharm）是一家总部位于日本的日用品生产、销售企业，以“舒适”为产品特色，以婴儿和女性护理产品为主，辅以成人和清洁等个人护理产品以及宠物护理用品。公司成立于 1961 年，从 1984 年开始拓展海外业务，目前已有 21 个海外子公司，并在世界 80 多个国家提供纸尿裤和生理用品。

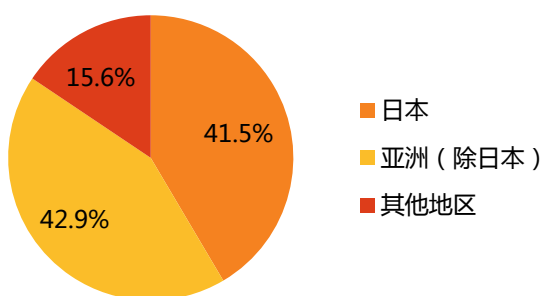
图 25：尤妮佳致力于为所有家庭成员提供舒适干净的生活

	Infants	Young Adults	Middle-aged	Elderly	Pets
Personal Care Business					
Baby Care	●				
Feminine Care		●	●		
Clean & Fresh	●	●	●	●	
Health Care			●	●	
Pet Care Business					●

资料来源：公司官网，天风证券研究所

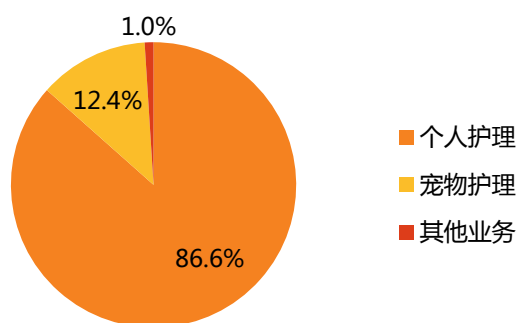
2017 财年公司主营业务收入总额达 57.2 亿美元，净利润达到 4.7 亿美元。在营收构成中，个人护理业务占比最高，占比 86.6%，是公司的主要收入来源；宠物护理业务稳健发展，营收占总收入的 12.44%。

图 26：公司营收主要来自亚洲



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 27：公司以个人护理业务为主



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

公司宠物业务发展快。随着日本社会出生率下降和老年化的加重，宠物在日常生活中的重要性日益提高，人们越来越把宠物当作一名不可或缺的家庭成员。公司自 1986 年起切入宠物行业，致力于为客户提供更舒适的产品和体验，让宠物生活的更健康、更卫生、更舒适成为公司宠物业务发展的初衷。宠物业务近十年在营业收入占比稳定在 11%以上，市场份额上，宠物食品在日本本土市场份额排名第二，宠物清洁用品在日本和美国市场占据领先地位。

图 28：公司宠物业务发展较快



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

多品牌布局，产品线丰富。以宠物食品为例，公司将宠物食品业务细分为猫粮、狗粮两类，再根据年龄区分，结合市场特殊要求，如口味、体型、营养物质、高端化等进行进一步改良。不同的原料和制作工艺制造满足不同需求的宠物食品，加快产品更新的速度，适应多变的市场需求。

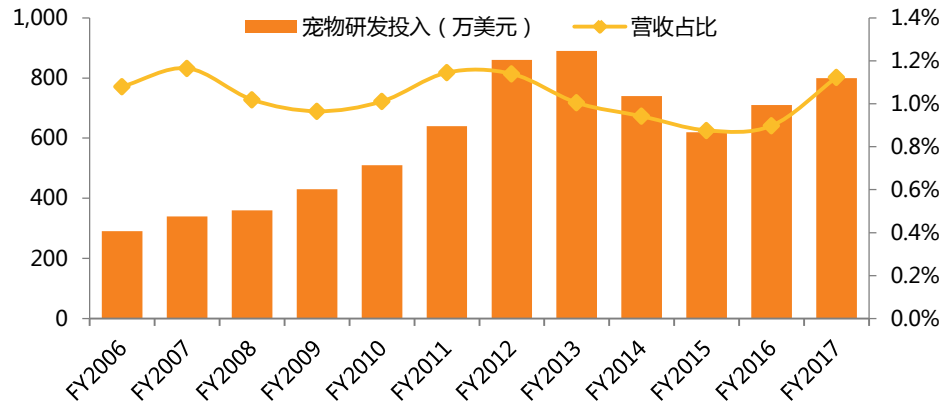
图 29：尤妮佳宠物食品品牌及产品线



资料来源：公司官网，天风证券研究所

注重技术与研发，不断推出新产品，拓展市场份额。尤妮佳每年投入宠物业务收入的 1% 左右用于产品研发，针对市场需求不断创新。例如，针对宠物肥胖问题，公司推出了低脂低卡路里的宠物食品；针对简单加工的需求，公司推出了全球第一款可以微波炉加热的宠物狗食品；针对宠物老龄化的需要，推出了老年宠物护理产品线。

图 30：尤妮佳每年在投入宠物业务收入的 1%左右用于研发



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

表 1：公司宠物业务产品发展

年份	产品发展
1986	启动宠物业务；推出针对小狗和所有年龄段狗的"Freshy Aiken Genki"食物产品
1987	推出针对猫的干类食品"Freshy Neko Genki"；推出针对狗的"Deodrant Sheet"床单
1999	推出纸质猫砂产品"Neko Genki Deosand"
2001	推出“宠物尿布”
2002	推出针对猫的干类食品"Neko Genki Hairball Care"
2003	推出猫用厕所
2004	推出针对猫的干类食品"Neko Genki Gin no Spoon"
2005	推出针对狗的干类食品"Aiken Genki Gin no Sara"
2006	推出针对猫的湿类食品罐头"Neko Genki Silver Spoon Can"
2007	推出针对狗的床单"Zero-one"
2011	推出针对狗的失禁护理产品、针对公狗的纸尿裤
2014	推出一款全新的失禁护理产品“Manner Wear”
2017	推出减轻宠物身体压力的 Karada-omoi-labo 宠物床、针对肥胖猫的低脂干类食品

资料来源：公司官网，天风证券研究所

通过收购，开拓海外市场。2011 年公司收购美国宠物产品企业 The Harts Mountain 公司 (Harts)，Harts 是美国最大的宠物护理用品供应商，通过 Harts 的品牌影响和营销能力迅速扩张北美市场，2017 年公司宠物卫生用品在美国市场份额排名第一。

表 2：公司宠物业务相关的兼并收购及重要事件及时间

年份	兼并收购事件
1998	将宠物业务转到 Uni-Taisei 公司，收购味之素公司的宠物用品业务，拥有 Gaines 佳乐滋品牌
1999	Uni-Taisei Corp 改名 Uni heartous Corp
2002	Uni Heartous Corp 更名为 Unicharm Petcare Corp
2004	Unicharm Petcare Corp 在 TSE 市场二部上市
2005	Unicharm Petcare Corp 在 TSE 市场一部上市
2010	与 Unicharm Petcare Corp 合并，推出针对狗的食物“Genki Best Life”
2011	收购美国 The Harts Mountain 公司 51%的股份
2012	收购宠物的排泄物处理材料供应商“Peparlet Company Limited”的流通股

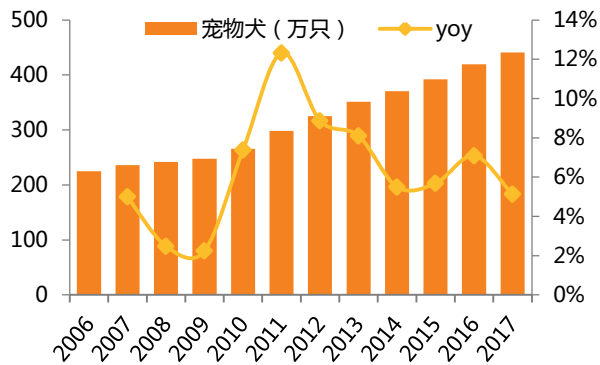
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 韩国：近 30% 的家庭养宠，市场规模持续增长

2.1. 宠物数量：养宠比例仍在提升中

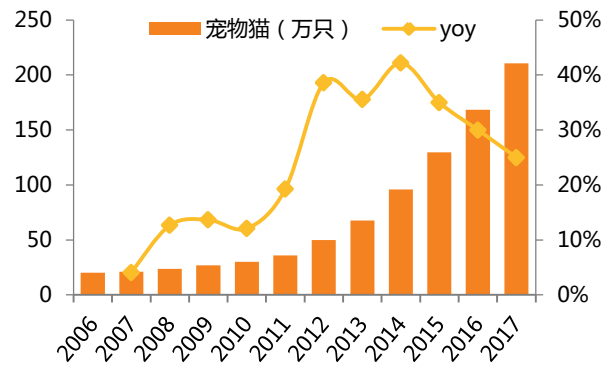
韩国宠物犬占比近七成，近几年宠物猫的数量快速增长。根据欧睿国际的数据，2017 年韩国共有宠物 651.7 万只，其中宠物犬 441.1 万只，宠物猫 210.6 万只。养猫热潮同样席卷了韩国，2017 年宠物猫的增长速度高达 25.0%，猫的总数已经达到 2007 年的十倍，而宠物犬的增速仅为 5.1%。

图 31：韩国宠物犬稳步增长



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

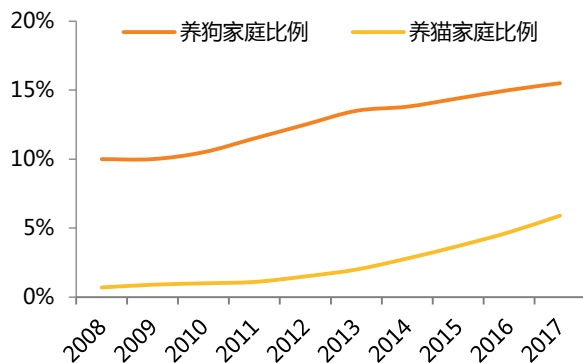
图 32：韩国宠物猫爆发增长



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

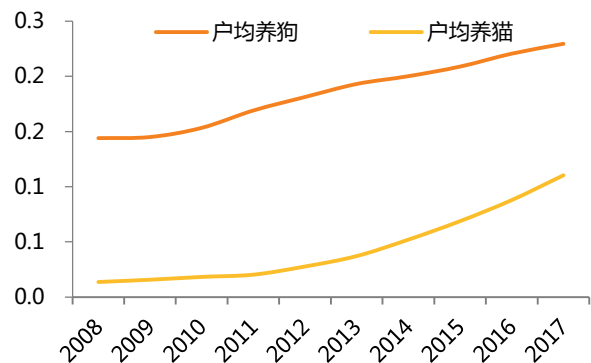
养宠家庭比例持续提升。韩国农林畜产检疫本部公布的一份调查结果显示，在韩国饲养宠物的家庭占整体家庭比重达 28.1%。根据欧睿国际的数据，2017 年韩国养宠家庭的占比约为 21.4%，其中养狗家庭比例为 15.5%，养猫家庭比例为 5.9%；从户均宠物数量来看，2017 年户均拥有宠物 0.34 只，其中狗 0.23 只，猫 0.11 只。

图 33：韩国养宠家庭比例



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

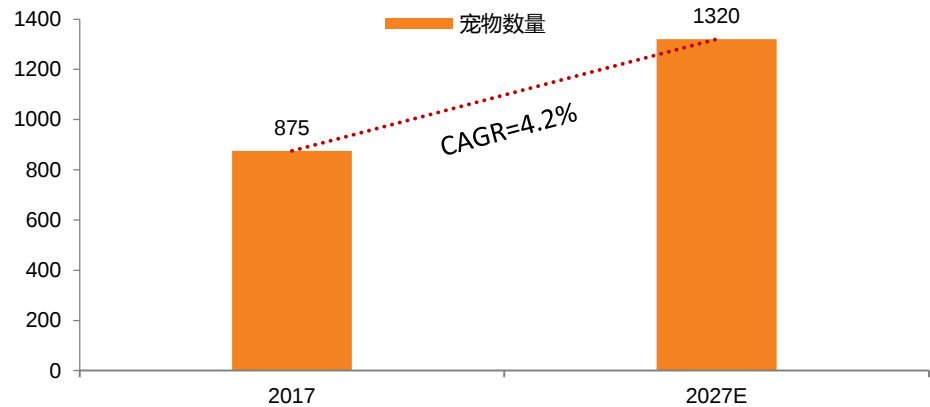
图 34：韩国户均宠物数量（只/户）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

随着家庭成员人数的减少，越来越多的人养宠物，以减轻生活的孤独感。据韩国统计厅调查数据显示，1990 年韩国单身家庭比例不到 9%，到 2015 该比例达到 26.5%，预计到 2020 年，韩国单人家庭的比将达到 29.6%，成为最普遍的家庭形态。随着未来养宠物的人口将继续增加，宠物数量仍将保持增长。根据韩国农村经济研究所的数据，2017 年约有 875 万只宠物，预计到 2027 年宠物数量达到饱和，届时将有宠物 1320 万只。

图 35：预计 2027 年韩国宠物数量饱和（万只）



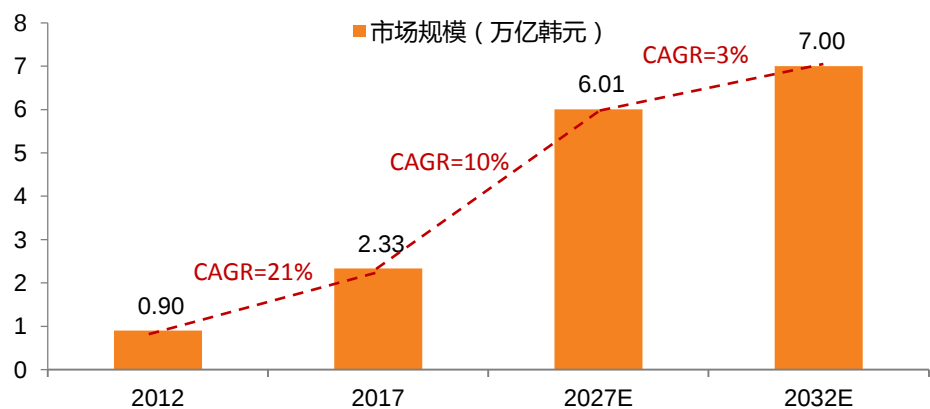
资料来源：韩国农村经济研究所，天风证券研究所

注：宠物数量统计与欧睿国际存在差异

2.2. 市场规模：保守估计 2027 年超过 6 万亿韩元

2017 年韩国宠物市场规模约 2.33 万亿韩元。根据韩国农村经济研究所的预测，随着 2027 年宠物数量稳步增加至 1320 万只，韩国宠物相关产业的规模预计将从 2017 年的 2.33 万亿韩元（约合人民币 143 亿元）增长到 2027 年的 6 万亿韩元（约合人民币 368 亿元），在 2032 年达到 7 万亿韩元（约合人民币 430 亿元）。

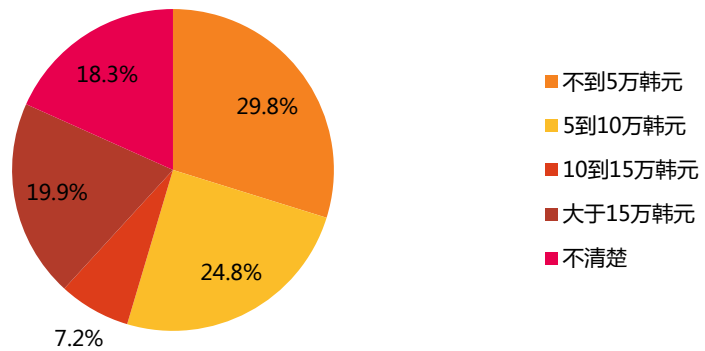
图 36：韩国宠物行业市场规模



资料来源：韩国农村经济研究所，天风证券研究所

宠物主消费能力较强，月均支出 14.5 万韩元。韩国宠物主总体的消费水平较高，根据韩国宠物食品协会的调研数据，韩国宠物主为宠物月均花费 14.5 万韩元（约合人民币 900 元），其中月均 5 万韩元（约合人民币 310 元）占比最高，达 29.8%，而超过 15 万韩元（约合人民币 920 元）的占比 19.9%。

图 37：韩国宠物主月均花费 14.5 万韩元

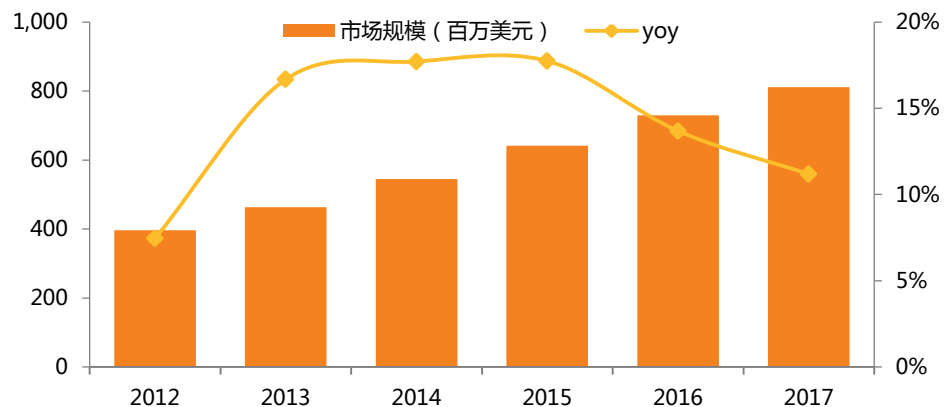


资料来源：KPFA，天风证券研究所

2.3. 宠物食品：过去五年复合增速超 15%

宠物食品行业快速增长。根据欧睿国际的数据，2017 年韩国宠物食品市场规模约 8.1 亿美元（约合人民币 56 亿元），同比增长 11.2%。过去几年韩国宠物数量的增长，推动了宠物食品行业的发展，过去 5 年的复合增长率约 15.4%。

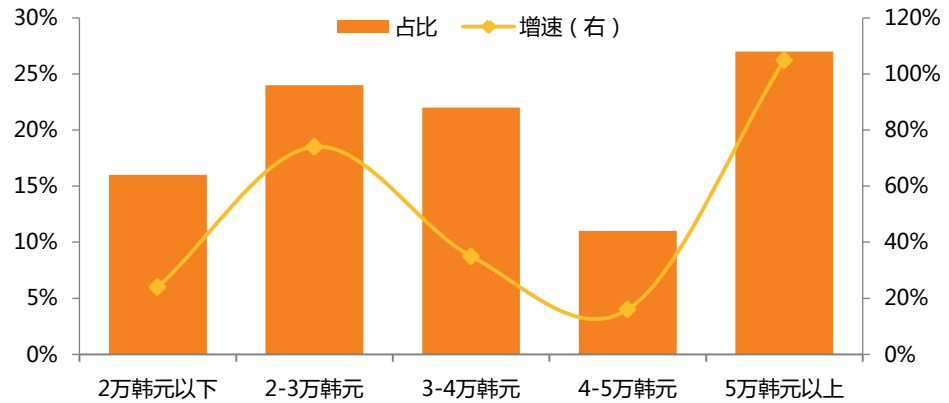
图 38：2017 年韩国宠物食品规模约 8.1 亿美元



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

高端化趋势显现。宠物人性化趋势下，宠物已经被当作家庭一员，宠物主倾向于购买优质的宠物食品，带来了宠物食品的高端化趋势。2018 年上半年，售价超过 5 万韩元（约合人民币 310 元）的高端粮同比增长 105%，在总销售额中的占比也上升到 27%。另一方面，售价低于 2 万韩元（约合人民币 120 元）的增速只有 24%，占比 16%。

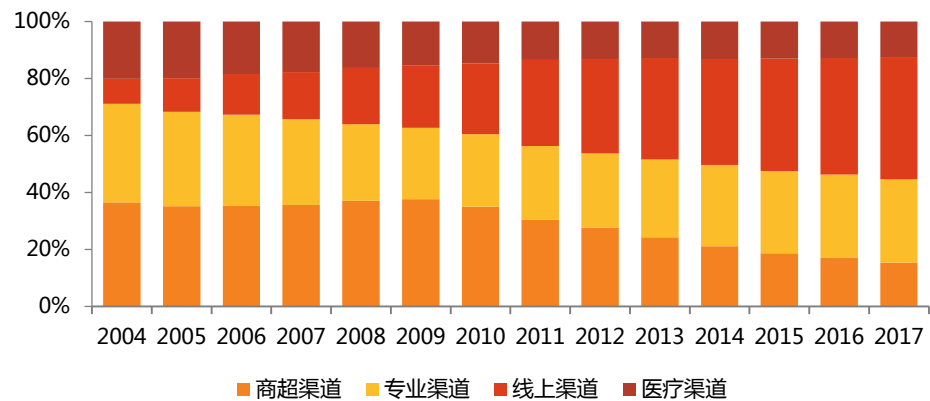
图 39：2018 年上半年韩国宠物食品价格占比及增速



资料来源：The Hankyoreh，天风证券研究所

线上渠道发展迅速，已成为占比最大的渠道。2004 年商超和专业渠道是韩国宠物行业的主要渠道，但是随着电商的快速发展，2017 年线上渠道占比已经达到 42.9%，而线下渠道占比 57.1%，其中专业/商超/医疗渠道占比分别为 29.2%/15.4%/12.5%。

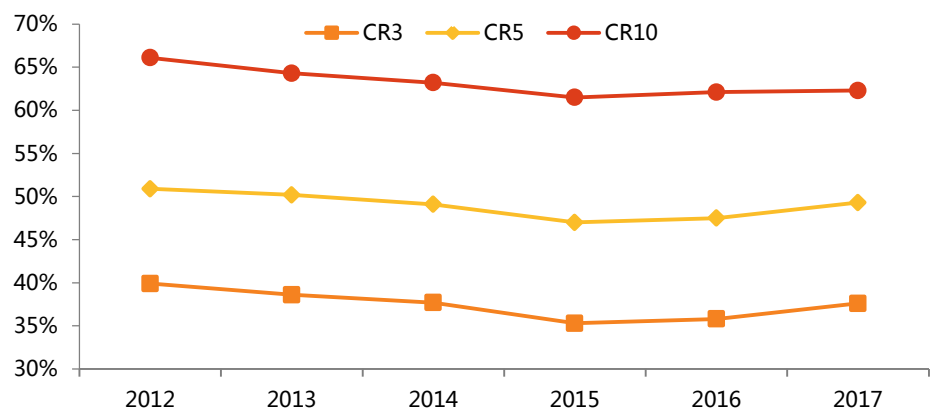
图 40：韩国宠物食品线上渠道快速增长



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

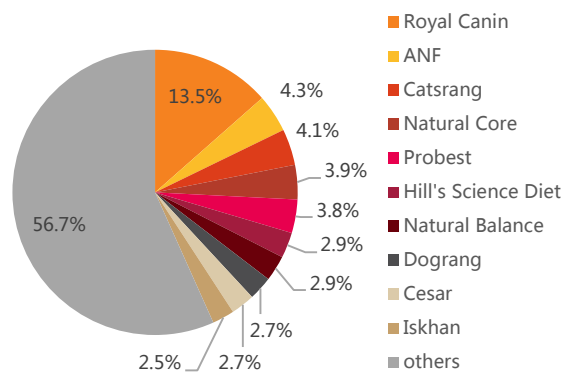
虽然有所下滑，但市场集中度仍然较高。2017 年韩国宠物食品 CR3/CR5/CR10 的占比分别为 37.6%/49.3%/62.3%，市场较集中。玛氏占比 20.2%，市场份额第一，第二第三的公司均为韩国本土公司。随着越来越多的公司进入，宠物食品行业的集中度于 2012 年相比出现了一定程度的下滑。

图 41：韩国宠物食品市场的集中度有所下降



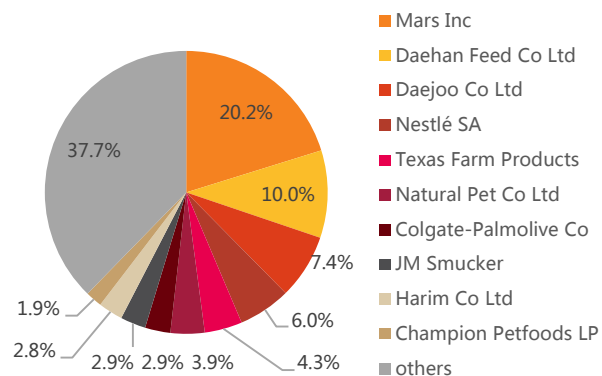
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 42：韩国宠物品牌 CR10 占比 43.3%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 43：韩国宠物公司 CR10 占比 62.3%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

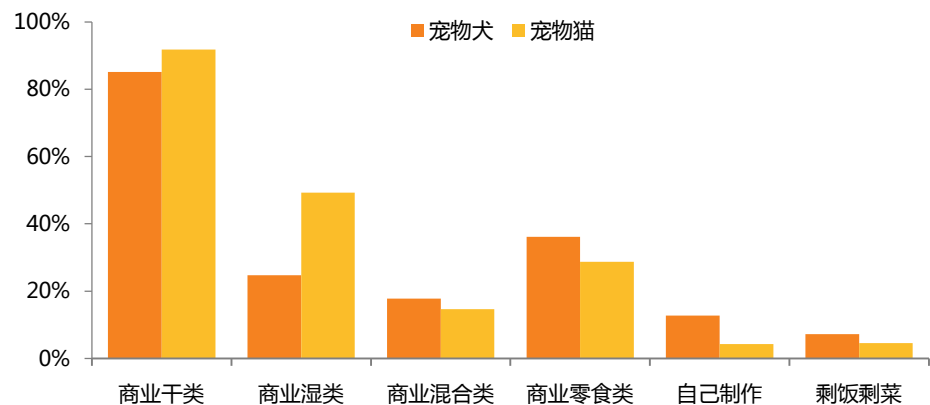
3. 从日韩看中国：寻找几个基本问题的答案

3.1. 问题一：我国到底有多少宠物？

根据《中国宠物白皮书》的数据，2017 年我国宠物数量约为 8746 万；而根据欧睿国际的数据，我国宠物数量达到了 1.53 亿只，现有的数据存在明显的差异。另一方面，即使以 9000 万计算，假设这些宠物都吃专业的宠物食品，那么市场规模远不是当前的数量级，这从一个侧面说明目前我国宠物食品渗透率低。基于此，我们认为当前阶段相比宠物总数，真正吃主粮的宠物数量更重要，因此我们尝试通过宠物食品消费量反推宠物数量。

宠物粮使用比例是衡量宠物行业发展程度的重要标志之一。经过半个多世纪的发展，日本宠物行业已经进入了成熟阶段，科学养宠理念深入人心，几乎所有的宠物都吃专业的宠物食品，吃剩菜剩饭的比例极少。据统计，目前在日本 85.1% 的宠物犬和 91.8% 的宠物猫使用干粮，而喂剩菜剩饭的比例分别为 7.2% 和 4.5%。相比较而言，目前我国宠物行业整体上还处于从剩菜剩饭向宠物食品过渡的阶段。

图 44：在日本很少有宠物主喂宠物吃剩菜剩饭

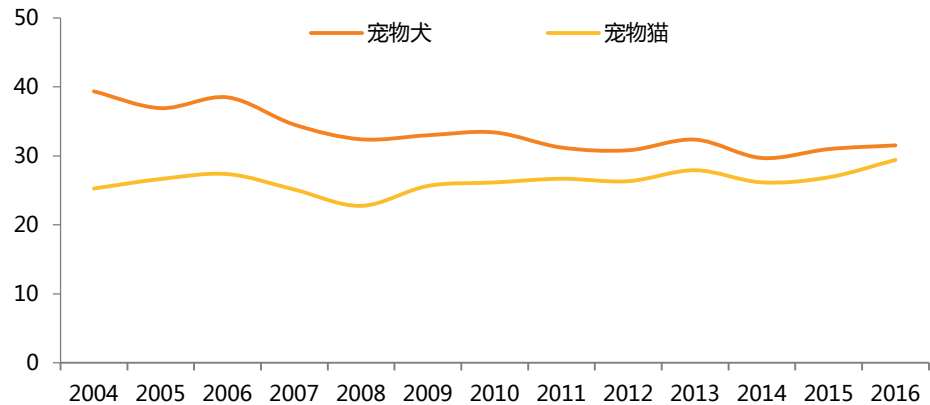


资料来源：JPFA，天风证券研究所

从宠物食品消费量入手，推测我国的宠物数量。2017 年农业农村部统计规模以上宠物饲料产量 120 万吨，其中狗粮 90 万吨，猫粮 30 万吨。由于主粮出口和进口比例小，我们假定上述数据即为国内宠物消费量。至于宠物的平均消费量，我们则参考日本的数据进行推测。

- **猫的食量：**由于猫的食量差异较小，我们选择日本过去 5 年宠物猫消费量的平均值作为我国宠物猫的消费量，约为 27 吨/千只。
- **狗的食量：**与猫不同，不同体型的狗食量差别较大。参考欧睿国际的数据，2017 年我国大中小型犬的比例约为 50：30：20，日本约为 83：12：5，参考日本历史上狗粮消费量，基于两国宠物犬构成差异，计算出我国宠物犬消费量约为 45 吨/千只。

图 45：日本宠物猫平均消费量保持稳定，而宠物犬持续下滑（吨/千只）

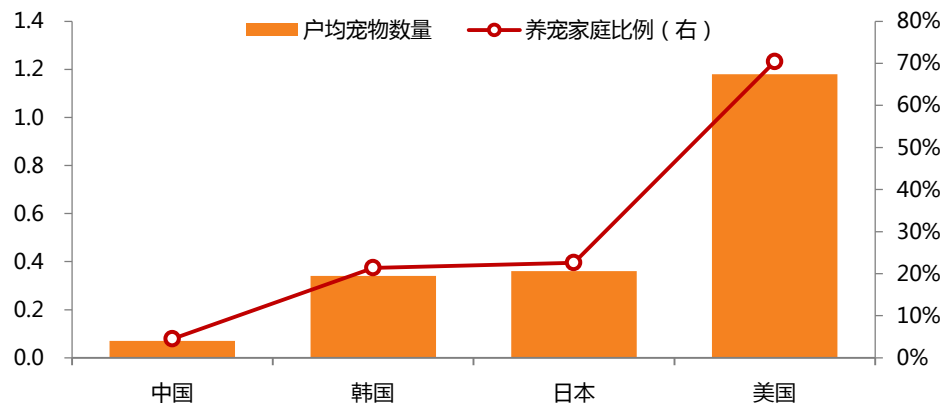


资料来源：JPFA，欧睿国际，天风证券研究所

基于以上数据，推测 2017 年我国“真正吃宠物主粮的宠物”约 3100 万只，其中狗 2000 万只，猫 1100 万只。这一数字与很多机构统计的数字差别较大，主要原因是关于“宠物”界定的差异。我们认为只有喂养宠物粮的猫狗才能称之为“宠物”，看家护院、吃剩菜剩饭的不在我们考虑的范围内。因此，“3100 万”所代表的就是完全吃宠物粮的宠物数量。基于此我们定义“有效宠物数量=猫狗数量×主粮渗透率”，“有效宠物数量”的增长来自两方面，即猫狗数量的实际增长和主粮渗透率的提升。

户均宠物数量 0.07 只，宠物渗透率低。目前我国家庭总数约为 4.6 亿户，以有效宠物数量 3100 万计算，户均养宠数量约为 0.07 只，考虑到很多养宠家庭不单只养一只宠物，我国当前的养宠家庭占比约为 4-5%，与美国日本等成熟国家存在很大的差距。

图 46：我国当前宠物渗透率还很低（只/户）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

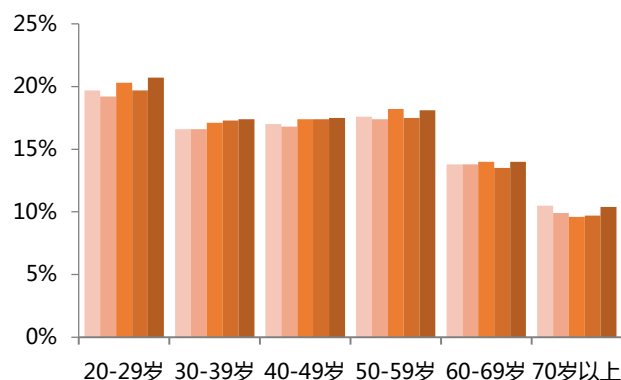
注：中国的数据来自我们的计算，美国、日本、韩国的数据来源于欧睿国际

3.2. 问题二：老龄化是不是养宠的驱动力？

市场普遍认为，老龄化是驱动宠物行业增长的因素，但是结合日本宠物的发展历史可以看出，老龄化驱动宠物行业增长是个伪命题：近几年日本老龄化加深，但宠物数量反而下降。

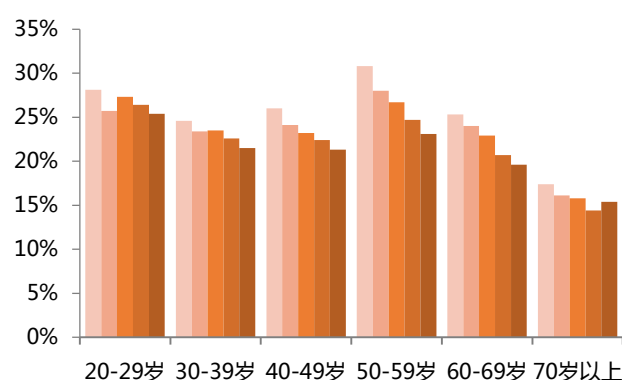
我们认为，宠物数量是宠物行业的核心因素，宠物数量能否增长在于养宠意愿能否转化为养宠行为。根据日本养宠意愿调查的结果，2013-2017 年日本养猫意愿变动不大，而养狗的意愿持续降低，这也与日本猫狗数量的实际变化相匹配。具体到年龄层来看，20-29 岁是养宠意愿最强的年龄段，30-59 岁水平接近，60 岁以上养宠意愿明显降低。由此可以推断，老龄化的持续加深会使日本平均养宠意愿下降，从而导致宠物数量进一步下降。

图 47：2013-2017 年日本各年龄段养猫意愿基本持平



资料来源：JPFA，天风证券研究所

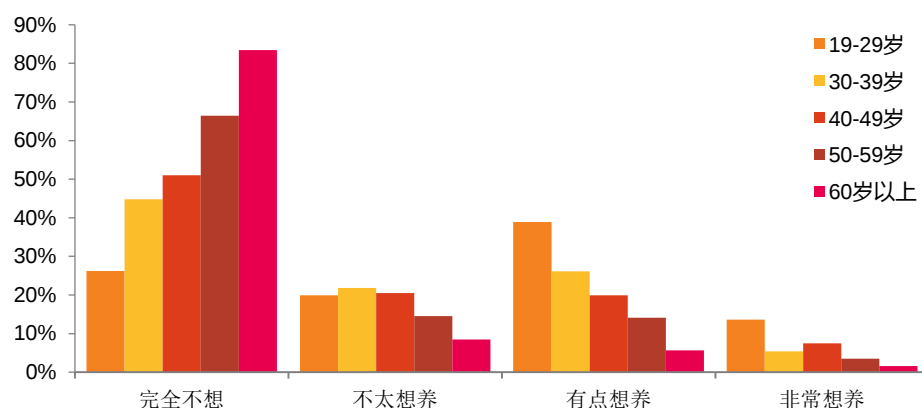
图 48：2013-2017 年日本各年龄段养狗意愿持续降低



资料来源：JPFA，天风证券研究所

根据韩国宠物食品协会的调查，韩国年轻人的养宠意愿最强，“非常想养”和“有点想养”的占比合计达到 52.5%，而随着年龄的增长，“完全不想养宠物”的比例也随之上升。

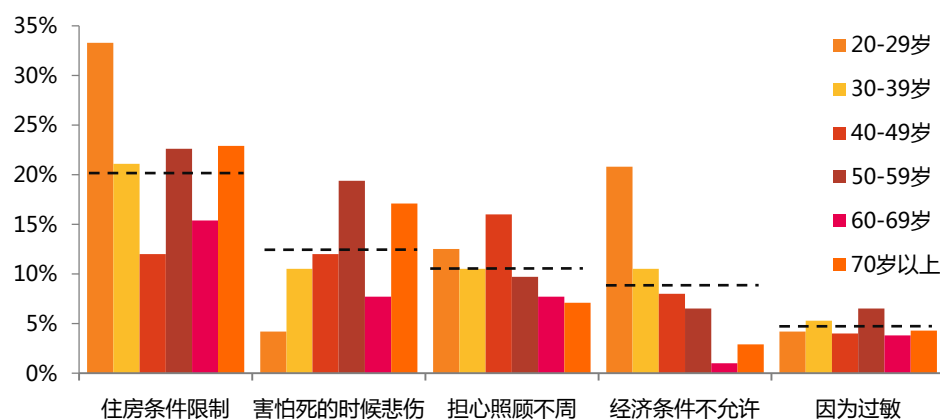
图 49：与老年人相比，韩国年轻人更愿意养宠物



资料来源：KPFA，天风证券研究所

那么为什么不愿意养宠呢？在 JPFA 的“不能养宠物的原因”调查中，20.5%的受访者选择“住房条件限制养宠”，“害怕死的时候悲伤”和“担心照顾不周”分别为 13.0%和 10.5%，7.1%的人选择“经济条件不允许”，“对宠物过敏”占到 4.6%。总体上养宠的制约条件可以分为三类：物质条件（住房、收入）、情感因素（怕悲伤、担心照顾不周）、身体状况（过敏）。分年龄层来看，20-29 岁的年轻人最容易受到物质条件的制约，由此我们可以推断，随着年轻人收入的增长以及住房条件的改善，这部分养宠的意愿将转化为实际的养宠行为。

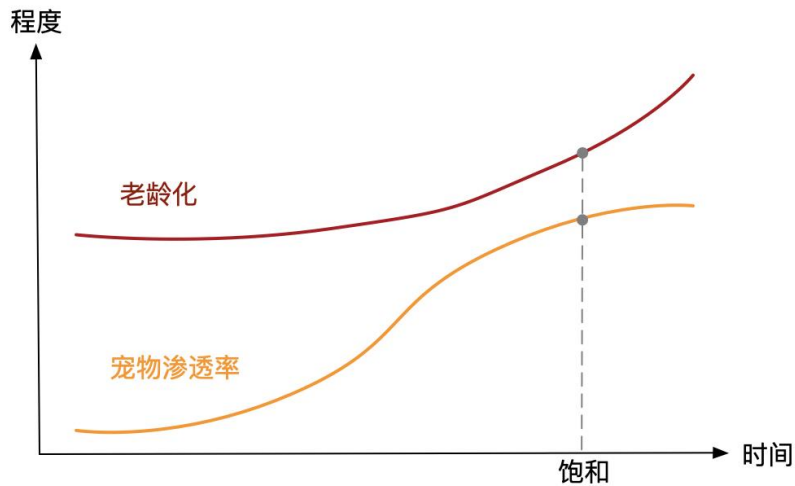
图 50：2017 年日本“不能养宠物的原因”调查结果



资料来源：JPFA，天风证券研究所

老龄化与宠物渗透率的关系。在老龄化程度低时，随着经济的不断发展，人均收入水平提升，养宠意愿可以不断转化成养宠行为；而随着老龄化程度的加深，负影响开始显现，叠加经济放缓的影响，宠物渗透率缓慢增长并达到饱和。若此时出现衰退，如日本，那么宠物渗透率还会出现下滑。

图 51：老龄化与宠物渗透率之间的关系



资料来源：天风证券研究所

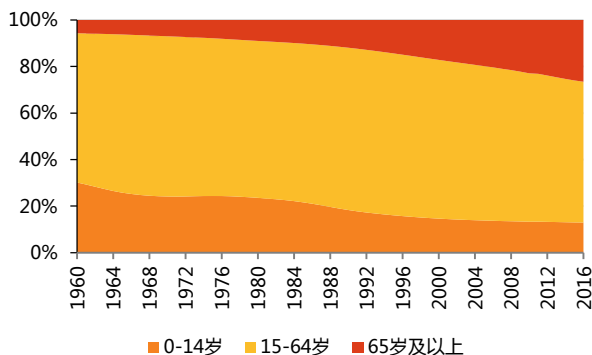
3.3. 问题三：我国宠物食品行业潜在的市场规模及未来增速？

宠物食品行业规模=宠物数量*宠物食品渗透率*单只宠物消费金额=有效宠物数量*单只宠物消费金额。在发达国家，由于宠物食品渗透率高，有效宠物数量近似于宠物总数。从“有效宠物数量”的角度入手，要判断我国宠物行业的潜在规模及未来增速，最重要的就是判断我国宠物饱和时的水平。

基于上文的分析可以看出，虽然老龄化并不是宠物行业的推动因素，但是老龄化程度可以成为用来预测养宠饱和的指标。以日本为参考对象，极限情况下，随着人均收入的提升以及住房条件的改善，所有养宠需求都能得到满足，此时宠物渗透率达到巅峰。之后随着老龄化的深入，宠物渗透率将持续下降。

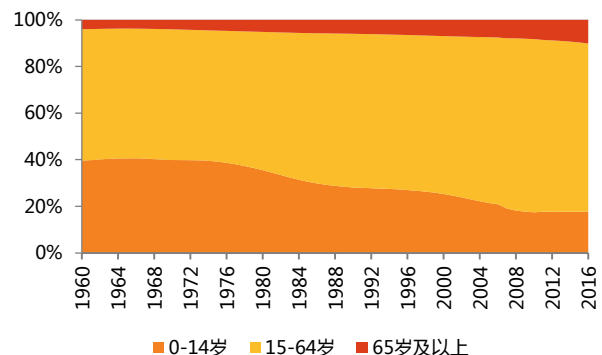
中国目前的人口结构变化和 20 世纪 80-90 年代的日本有相同之处。1994 年中国生育率降至 2 以下，在 2008 年左右一度逼近 1.5，随着二孩政策的放开略有回升，但是依旧较低。2016 年中国老年人口比例超过 10%，且有不断扩大的趋势。

图 52：日本人口结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

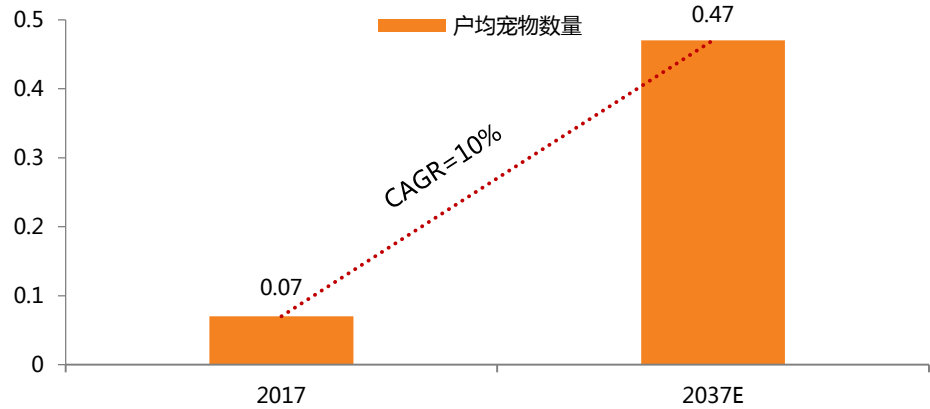
图 53：中国人口结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

以“户均宠物数量”代表“宠物渗透率”，以“65 岁以上人口比例”衡量“老龄化”程度。2004-2008 年间日本户均宠物数量达到顶峰，期间日本 65 岁以上人口占比平均约为 20%。2017 年我国 65 岁以上人口比例达到 11.4%，假设该比例平均每年增长 0.6%，到 2032 年我国 65 岁以上人口占比将超过 20%。参考日本，预计 2030 年后我国宠物数量将逐渐趋于饱和，假设到 2037 年我国宠物渗透率达到日本的饱和水平，即 0.47 只，那么我国户均宠物数量的复合增速可以达到 10%。

图 54：预计 2037 年我国宠物渗透率趋于饱和（只/户）



资料来源：天风证券研究所

未来十年我国宠物食品行业规模将超 1300 亿元。2017 年规模以上宠物饲料产量约 120 万吨，以每吨 1 万元的出厂价格以及平均 1 倍的加价率进行计算，干粮市场规模约 240 亿元。假设干粮在当前宠物食品中的份额为 80%，那么我国宠物食品市场规模约 300 亿元。假设不同情境下，有效宠物数量的 CAGR 为 10%/12%/14%（预计 2017-2037 复合增长率 10%），单只宠物平均支出的 CAGR 为 3%/3.5%/4%（过去十年日本单只宠物平均消费支出的复合增长率约为 3%），那么到 2027 年我国宠物食品市场规模将达到千亿级。

表 3：不同情况下我国未来十年宠物食品市场规模测算

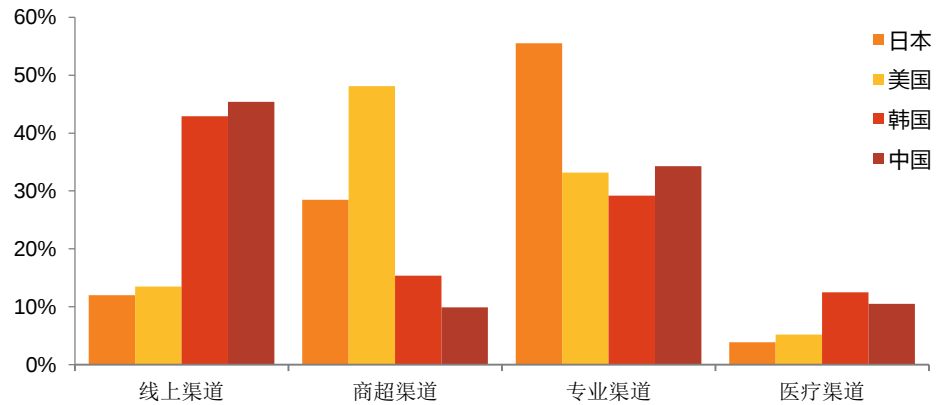
2017 年市场规模（亿元）	有效宠物数量 CAGR	平均支出 CAGR	合计 CAGR	2027 年市场规模（亿元）	2029 年市场规模（亿元）
300	10%	3.0%	13.0%	1018	1300
	12%	3.5%	15.5%	1267	1691
	14%	4.0%	18.0%	1570	2186

资料来源：天风证券研究所

3.4. 问题四：未来宠物食品的竞争格局？

宠物食品作为一种消费品，渠道对格局的塑造有很重要的作用。在宠物食品渠道方面，中美日韩都呈现出“二八格局”，但是存在明显的差异，具体表现在：日本“专业+商超”占比 84%，美国“商超+专业”占比 81%，韩国“线上+专业”占比 72%，而中国与韩国类似，也是“线上+专业”的结构，但占比更高，达到 80%。

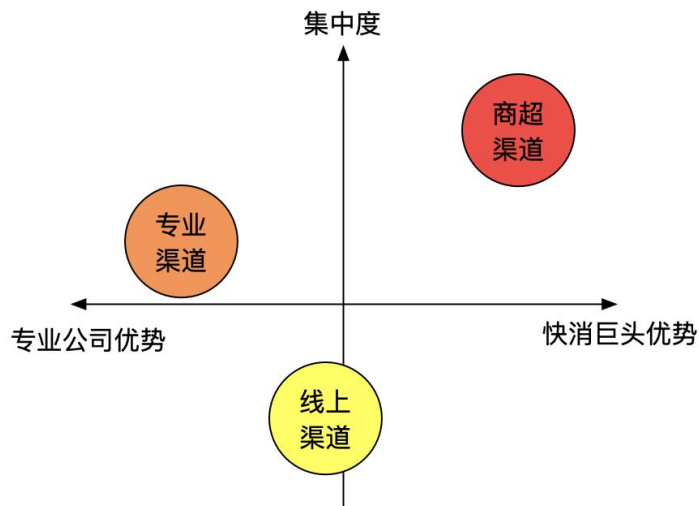
图 55：中美日三国宠物食品渠道存在明显差异



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

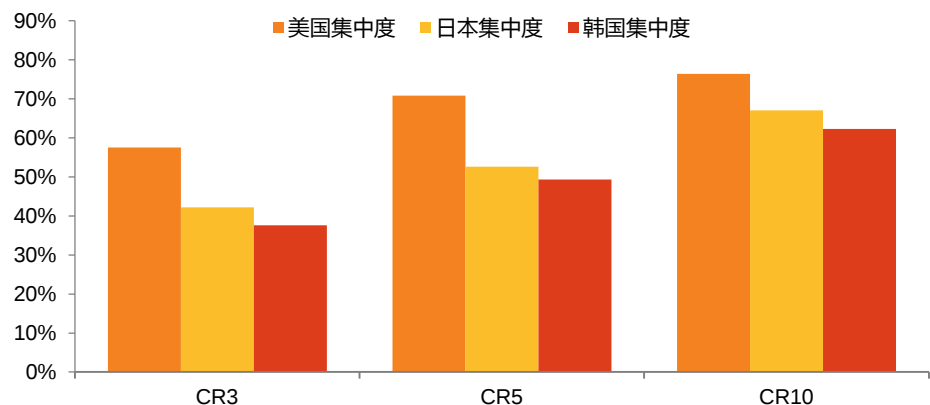
渠道的差异导致了市场集中度的不同。从宠物食品行业的参与者来看，主要可以分为两类，即快消品巨头和专业宠物食品公司。在商超渠道中，快消品巨头具有很强的渠道优势，但是这一优势在专业渠道中并不明显，因此导致了日本宠物食品集中度要低于美国。而在线上渠道中，无论哪一种参与者都没有绝对明显的优势，市场集中度低。基于我国宠物行业“线上+专业”的渠道格局，我们认为未来宠物食品行业的集中度应低于日本当前的水平。

图 56：商超渠道、专业渠道、线上渠道的对比



资料来源：天风证券研究所

图 57：美国宠物食品市场集中度要高于日韩

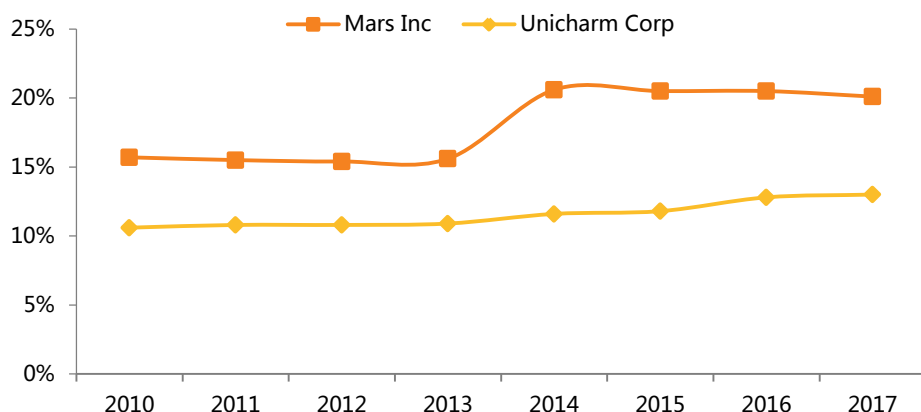


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

无论在美国还是日本，宠物食品行业都是“品牌格局分散，公司份额集中”，多品牌策略是龙头公司共同的选择。在我国尽管玛氏份额领先，但市场格局十分分散，市场集中度有很大的提升空间。那么本土公司应如何突围？

我们认为答案是“以研发创新为核心，针对性满足市场需求，多品牌策略细化市场”。在日本宠物食品市场中，由于国产品牌性价比更高、更贴近本国市场且推陈出新频率快，使得在与进口品牌的竞争中未落下风。代表公司尤妮佳，每年投入 1% 用于研发，针对市场需求不断推出新产品，使得市场份额稳步上升。

图 58：面对玛氏的竞争，尤妮佳市场份额稳步提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：2014 年玛氏并购宝洁的宠物业务，使得市占率提升

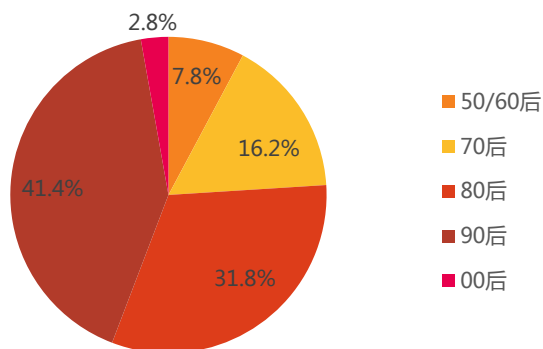
3.5. 总结：伴随一代又一代年轻人的行业

中国宠物经济还处于初级阶段，市场潜力巨大，作为目前养宠主力的 8090 后将成为推动行业发展的持久动力：

1) 愿意养——宠物角色转变，宠物消费意识树立

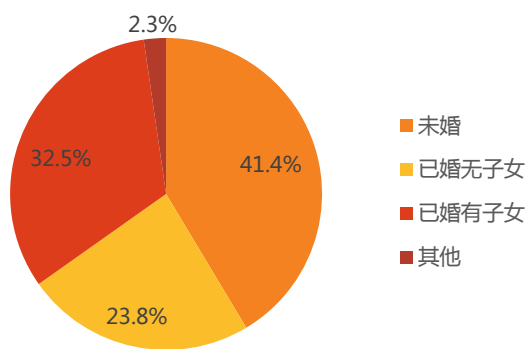
我国的养宠主力是 80、90 后的年轻人，2018 年 80、90 及 00 后宠物主占比达 75% 以上；2017 年的养宠人群中，未婚及已婚无子女合计占比 65.2%。晚婚化、少子化、家庭小型化的趋势下，年轻人更容易产生孤独情绪，而宠物能够提供陪伴和慰藉功能，宠物从功能性动物转变为陪伴性动物。另一方面，年轻群体的受教育程度普遍更高，养宠理念更先进科学，宠物消费意愿更强。

图 59：我国养宠人群年龄组成



资料来源：《2017 年中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

图 60：我国养宠人群婚姻状况



资料来源：《2017 年宠物主人画像报告》，天风证券研究所

2) 能够养——财力、空间条件允许

随着热爱养宠的 80、90 后的年轻人收入水平提升，其养育宠物的能力将有所提升。而城市化带来的人口迁移，首次独立租房和首次购房的年轻人拥有养宠的空间条件。目前我国的城镇居民人均住房面积 36 平方米，美国为 67 平方米，日本约为 22 平方米。从居住条件来看，可以预计我国宠物市场将更接近日本的情况。

在收入增加、居住条件改善的情况下，一方面年轻人的养宠意愿能够转换为养宠行为，另一方面年轻的宠物主也有能力增加养宠支出，从而推动宠物产业的持久发展。

3) 持续养——年轻一代步入老龄阶段之后

目前我国的老年人宠物消费意识薄弱，宠物消费水平较低。未来随着 8090 后步入中老年阶段，其宠物消费水平有望超过当前的老年人群体，从而带动行业的增长。

目前我国约有宠物 3100 万只，宠物食品市场规模约为 300 亿元。随着收入的增长以及住房条件的改善，养宠的意愿将转化为实际的养宠行为，随着宠物数量和食品渗透率的提升未来行业将保持较高速增长，未来十年仅宠物食品的市场规模将超千亿元，市场潜力巨大。面对这一市场，本土公司有望凭借“以研发创新为核心，针对性满足市场需求，多品牌策略细化市场”脱颖而出。

4. 投资建议及推荐标的

我国宠物产业仍处于蓬勃发展期，潜力大、增速快。从细分市场来看，宠物食品作为养宠刚需最先受益。尽管海外品牌有先发优势，但是市场格局仍然分散，国产品牌借助电商等新渠道红利有望脱颖而出。我们看好国内龙头公司通过加大投入抢占市场份额并最终脱颖而出。重点推荐中宠股份+佩蒂股份。

4.1. 中宠股份

线上渠道布局领先，电商销售目标明确。除了对宠物医院、宠物店等线下渠道实现全覆盖以外，公司今年以来组建多个电商团队，加大了对线上渠道的投入力度。同时，公司相继与苏宁、阿里签署合作协议，定下未来 3 年 5+17.5 亿元的目标。公司与苏宁和阿里的深度合作将会极大增强公司在线上渠道的销售实力，借助各个团队在线上运营的经验，有望快速抢占市场份额。

营收持续高速增长，利润拐点值得期待。公司的看点在于国内市场的拓展，我们预计 18 年公司国内营收有望达到 3 亿元，同比翻倍。我们认为 19 年公司业绩有望迎来拐点：一方面，受益于人民币贬值，海外业务毛利率有望改善，另一方面，随着国内收入体量的持续快速增长，国内市场有望贡献利润。

预计公司 2018/19/20 年实现营收 14.29/19.77/25.77 亿元，同比增长 40.78%/38.29%/30.37%；归母净利润 0.62/1.29/2.16 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国内市场拓展不及预期；市场需求不足；汇率风险

4.2. 佩蒂股份

海外业务持续增长，国内布局不断深入。凭借强大的产品力和独特的 ODM 模式，公司与众多海外客户实现深度绑定。产能陆续投放、市场拓展顺利，高毛利新品进入红利期，公司海外业务有望持续高增长。国内方面，公司对国内市场开发团队进行整合，对国内市场进行深度开发，全面展开国内市场营销网络建设，入股国内知名宠物电商、设立杭州子公司，加强国内产品、渠道和营销布局。随着公司对国内市场的不断投入，国内销售有望实现高速增长。

新西兰主粮+零食定位高端，有望成为新的增长点。除了收购新西兰零食公司之外，公司还在新西兰投资设立主粮工厂，利用当地兼具价格和品质优势的肉类原料生产高端宠物主粮。新西兰零食+主粮的推出不仅丰富了公司的产品线，更可以满足国内市场的高端需求、迎合消费升级，提升公司业绩。目前，新西兰工厂进展顺利，明年有望大规模进入国内市场销售。我们认为，凭借原料差异化优势，公司的零食+主粮产品有望脱颖而出，打开公司国内收入的增长空间。

我们预计 2018/2019/2020 年，公司归母净利润 1.44/2.03/2.81 亿元，同比增长 34.73%/41.02%/38.28%，维持“买入”评级。

风险提示：核心客户占比大；新品推广不及预期；汇率风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com