

新三板

2017-2-17

新三板行业观察系列： 宠物专题之“萌发”的蓝海市场

新三板 | 深度报告

报告要点

■ 行业简况：空间大、增速高

我国宠物行业经过近三十年的发展，2016 年国内宠物产业规模达到 1220 亿元，近六年复合增速为 43.45%，正处于快速发展期。据不完全统计目前我国宠物数量已经超过 1 亿只，但人均宠物拥有率和宠物消费额仍与美国等发达国家（成熟市场）存在显著差异。

■ 增长动力：人口基数保障成长、消费升级助力腾飞

我们认为 1) 我国庞大的人口基数是宠物数量增长的基础；2) 人均消费能力和消费意愿的提升将带动人均消费额的进一步增长；3) 对宠物接受度更高的年轻人已经成为养宠人群主力，加上人口老龄化和单身率提升，我国宠物行业发展有望进一步提速。

■ 细分领域聚焦：关注大空间细分市场 & 全产业链整合

宠物产业链主要由宠物用品和宠物服务两大部分组成，宠物用品是整个宠物产业最大的细分市场，需求直接和庞大的宠物数量挂钩，具备品牌和渠道优势的宠物食品、用品企业有望抢占更多市场并率先实现部分进口替代。宠物服务部分以宠物医疗目前规模最大，门槛也相对较高。医疗服务的刚性需求可作为入口撬动全产业链，整合配套的宠物药品销售、食品用品和宠物美容等业务。其连锁经营模式更易获得规范化和品牌化效应，是最具成长潜力的子行业。此外近年来兴起的互联网宠物服务则有望将社区（论坛）、电商和 O2O 三种模式整合并实现流量变现，打造“线上+线下”的全产业链模式，值得持续关注。

■ 相关标的概览

细分子行业方面我们看好 1) 入口价值明确和服务粘性更强的宠物医院；2) 需求直接挂钩庞大宠物基数，并仍在高速增长的宠物食品和用品行业；我们分别精选瑞鹏股份，路斯股份和依依股份进行深度剖析。

瑞鹏股份：具有先发优势、领先技术和高级人才贮备的优质品牌宠物连锁医院；
路斯股份：全面覆盖宠物食品领域，海外市场稳定增长，国内渠道不断完善；
依依股份：拥有多年经验积累的宠物清洁用品行业龙头。

分析师 蒲东君
 (8621) 68751192

 pudj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511090002

分析师 严轩
 (8627) 65799811

 yanxuan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514010001

联系人 黄亚元
 (8621) 68751192

 huangyy10@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《市场跟踪之一：从业绩预告寻找投资机会》
 2017-2-14
 《运动自行车门槛高，共享单车前景广》
 2017-1-24
 《赛事需长期培育，持续看好政策推进》
 2017-1-24

风险提示：

1. 行业发展速度低于预期；
2. 宠物安全相关事件有可能引发的政策风险。

目录

宠物产业链：数量众多，品种丰富	5
产业链构成：覆盖从生到死，从物质到精神	6
宠物用品：满足基本需求，食品是主要组成部分	6
宠物服务：满足高端需求，向人类看齐	6
宠物行业发展趋势呈现多个特征	7
宠物行业发展：增速高，空间大	7
行业发展：成长空间广阔，增速维持高点	7
宠物行业处于快速发展期	7
产业规模达千亿级别，提升空间依然存在	8
未来趋势：消费升级等因素影响下，行业增速有望延续	10
消费能力及消费观念的提升为产业增长的源动力	10
独居人数增长催生宠物需求	11
政策简析：首次放闸助力成长，二次推进聚焦规范	12
养犬政策的放开催生宠物产业蓬勃发展	12
配套政策的跟进关乎产业根基	13
细分子行业看点	13
宠物用品——具备品牌和渠道优势的企业有望突围	13
宠物医疗——入口为王，服务先行	14
互联网宠物服务——具备全产业链整合能力	15
产业链相关标的概览	16
瑞鹏股份——大型集团化、直营连锁宠物医院	16
路斯股份——内外兼销的宠物食品生产商	18
依依股份——十年磨一剑的宠物用品专家	19

图表目录

图 1：我国宠物种类分布（2015）	5
图 2：宠物品类越来越多	5
图 3：宠物产业链概况	6
图 4：中国宠物行业发展历程	8
图 5：全球宠物产业产值分布	9
图 6：2016 年国内宠物产业规模约 1220 亿元	9
图 7：2016 年美国宠物市场规模约 627 亿美元	9
图 8：猫和狗在宠物中的占比较大	9
图 9：各国人均宠物拥有率对比	9
图 10：中美人均宠物消费额对比（元）	9
图 11：中国宠物产业细分市场规模占比	10
图 12：美国宠物产业细分市场规模占比	10
图 13：消费能力为宠物产业发展的基础	10
图 14：国内居民人均可支配收入稳步增加	10
图 15：国内 80/90 后宠物主的宠物消费支出更高	11
图 16：美国 45-65 岁宠物主的宠物消费支出更高	11
图 17：国内老龄人口占比持续提升	11
图 18：国内独居人数占比逐步攀升	11
图 19：国内宠物主年龄分布	11
图 20：国内宠物主婚姻状况	11
图 21：国内宠物主年龄分布	13
图 22：中国互联网宠物服务市场产业地图	15
图 23：A 股和新三板市场中产业链相关公司	16
图 24：瑞鹏股份股权结构	16
图 25：宠物医疗保健为主，宠物美容、宠物用品有机补充	16
图 26：2016 上半年营收增长 24.65%、净利润下滑 18.35%	17
图 27：2016 上半年盈利能力有所提高	17
图 28：公司资产负债率降低至 13.70%	17
图 29：2016 上半年三项费用率增至 19.07%	17
图 30：路斯股份股权结构	18
图 31：公司收入主要来源于肉干产品	18
图 32：2016 上半年营收下滑 7.73%、净利润增长 83.03%	18
图 33：2016 上半年盈利能力提升	18
图 34：公司资产负债率保持在较高水平	19
图 35：2016 上半年三项费用率增至 22.72%	19
图 36：依依股份股权结构	20
图 37：公司收入来源于宠物垫销售	20
图 38：2015 年净利润同比增长 583.19%	20
图 39：公司毛利率持续提升	20
图 40：负债额减少使公司总资产负债率降低	20

图 41：期间费用率维持在 13%左右	20
表 1：宠物用品品类繁多	6
表 2：宠物服务项目丰富，拟人化需求提升	7
表 3：不同婚姻状况宠物主对于宠物社交的参与度及宠物开销情况	12
表 4：全国部分城市养犬制度简介	12
表 5：国内宠物食品市场格局	14
表 6：国内部分连锁宠物医院简况	14
表 7：部分新三板、A 股宠物标的简况（亿元）	21

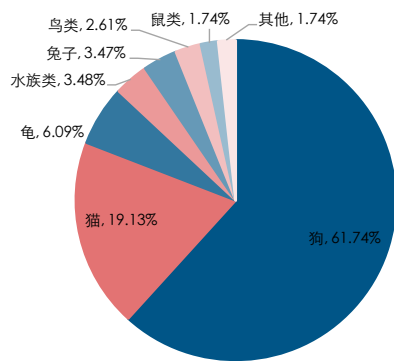
宠物产业链：数量众多，品种丰富

人类驯养宠物的历史可以追溯到石器时代，当时人类驯化并圈养牲畜、野兽，用于生产、生活和打猎等，后来功能逐步演变，如民间开始养狗看门，养猫捕鼠除害，是作为家畜圈养，而皇室则饲养仙鹤、梅花鹿等主要用于观赏。现代人养宠则主要是为了娱乐。

随着人们物质生活条件的提升，人们对于精神层面的需求更为丰富，近年来养宠人群和宠物数量均大幅提升，据不完全统计目前我国宠物的数量已经超过一亿只，并仍在持续快速增加中。

据有宠网 2015 年的调研，所有宠物种类中，犬类占比最大，猫其次，狗和猫占据了绝大部分比例（~80%）。主要原因是这两类动物驯化历史较长、与人类相处比较容易，也因其特有的温顺、可爱的特性和较强的繁殖、生存能力被广大养宠爱好者当作养宠首选，因而饲养量远高于其他种类宠物。除猫和狗，龟类和观赏类水族以其较好的寓意、较高的观赏性和装饰性也得到很多养宠爱好者的喜爱。

图 1：我国宠物种类分布（2015）



资料来源：有宠网，长江证券研究所

除这些常规或一般意义上的宠物外，由于猎奇心理，近年来很多人将各种小型哺乳动物、昆虫和一些稀有罕见的众多动植物，包括爬行类、两栖类、水族类、昆虫类、节肢类、禽类、啮齿类和植物类，形态从小到大，从水里到陆地再到天上，只要饲养条件允许，都列入到宠物的范畴。

图 2：宠物品类越来越多



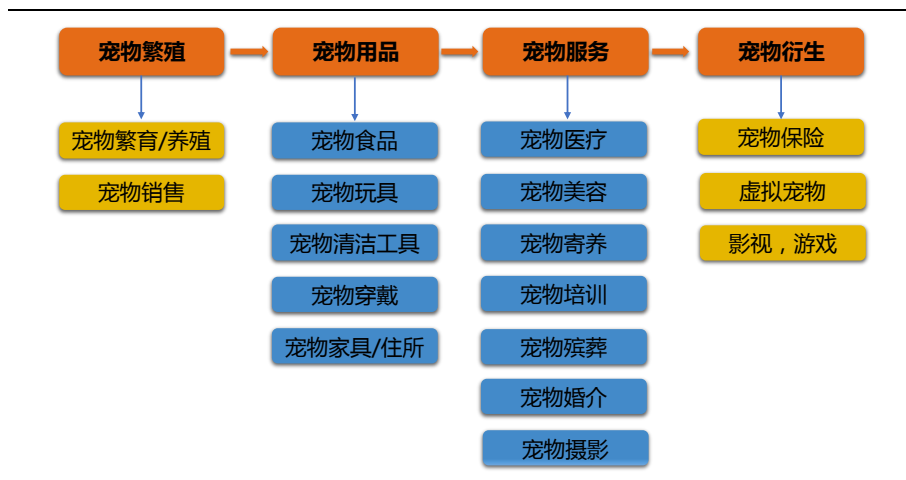
资料来源：长江证券研究所

产业链构成：覆盖从生到死，从物质到精神

现在社会人们生活水平的提高让人们对待宠物的方式都发生了巨大的改变，宠物地位日渐提升，饲养者人数越来越多，同时也更愿意花费金钱、时间、精力来饲养宠物，巨大的需求带动宠物产业链的全面发展。

目前宠物产业链覆盖了宠物的从出生到死亡，从基础的衣食住行到高端的宠物美容娱乐等，基本向着人类日常生活消费看齐。从供给和需求来看，我们认为主要分为宠物用品和宠物服务，再加上繁殖，销售和一些衍生服务等。目前我国主要还是以用品和服务两大块为主。

图 3：宠物产业链概况



资料来源：长江证券研究所

宠物用品：满足基本需求，食品是主要组成部分

宠物用品行业，主要覆盖宠物基本的衣食住行等需求，主要包括宠物食品，清洁工具和用品，宠物家具，宠物穿戴，宠物玩具等。其中宠物食品是刚性需求也是消耗量最大的，在宠物用品市场中占到 70% 以上。

表 1：宠物用品品类繁多

类型	具体
宠物食品	干粮、湿粮、零食、罐头、营养品、洁牙骨饲料
清洁工具	毛发梳、洗浴用品、宠物垫、尿裤、垃圾袋、厕盆、便纸、猫砂等
宠物家具	宠物窝笼、窝垫、爬架、餐具、床柜
宠物穿戴	服饰、帽子、鞋子、牵引绳、项圈
宠物玩具	磨牙、益智、互动、咬胶，等

资料来源：长江证券研究所

宠物服务：满足高端需求，向人类看齐

宠物服务行业，主要满足宠物自身和人类对宠物的更高层级需求，主要包括宠物医疗，宠物美容，培训，寄养（宾馆），摄影，殡葬，婚介（交配）服务等。宠物服务的发展向人类同等需求看齐。

表 2：宠物服务项目丰富，拟人化需求提升

类型	具体
宠物医疗	各种疫苗，皮肤药，维生素，各类药品和手术治疗等
宠物美容	洗澡，剪毛，造型，染毛色等
宠物寄养	长短期寄养、宠物专业运输等
宠物培训	行为矫正，服从，游戏，护卫等专项培训
宠物殡葬	殡葬全套服务，包括墓地等
宠物婚介	以配种为主
宠物摄影	平面摄影，微电影拍摄等

资料来源：长江证券研究所

除此之外，再加上前端的宠物繁殖和销售，以及后续衍生出来的宠物保险等虚拟服务，加上宠物文化辐射到影视，游戏，文创类等宠物周边产业，一起构成了宠物产业整条庞大的产业链。

宠物行业发展趋势呈现多个特征

地域转变：从农村到城市：从前的猫和狗存在地区主要在农村，现在已经转移到城市，主要原因是城市化进程加快，现代家庭规模变小，消费能力提升和工作压力增大，城市人越来越愿意养一个宠物作为陪伴。

功能转变：从看门到陪伴：之前的宠物功能或者说养宠目的以看家护院，除害（如抓老鼠）为主，现在则以陪伴逗乐，满足现代人类的精神需求为主。

年龄层转变：从老龄到青年：以前养宠人群主要是老年人为主，现在年轻人数量急剧提升，80，90 后因其消费能力、消费意愿和对于宠物的高接受度成为养宠主力，其中女性养宠人数多于男性。

饲养方式转变：从粗养到精养：之前的宠物饲养方式都是粗养为主，如剩菜剩饭等，而现在由于自身可支配收入的提升，加上宠物品种和价格的原因，很多养宠人士把宠物当作家庭成员，一个真正的伴侣来看待，也开始注重宠物的营养和健康，针对不同品种宠物的各种食品 and 营养品层出不穷。

品种转变：从猫和狗到多品类：以猫狗为例，宠物品类也开始变得丰富起来。从前的中华田园犬和中国特有品种开始延伸到全世界的品种（进口）。猫狗的品种多达几十上百种，不同的品种特征和生活习性也带动产业的迅速发展。

行业发展整体趋势可以归纳为宠物消费已经发展到情感消费的阶段，宠物和人之间的差异越来越小，宠物越来越像人，人享受的基本服务，宠物都会逐渐享受到。

宠物行业发展：增速高，空间大

行业发展：成长空间广阔，增速维持高点

宠物行业处于快速发展期

养犬政策及消费水平等因素影响下，国内宠物行业于 20 世纪 90 年代初才开始起步，随着养犬政策的放宽及居民消费水平的提升，以食品用品为代表的宠物产品率先发力，马氏、皇家等国际品牌进入中国市场。而消费观念的改善及资本的介入使宠物服务业逐步兴起。总体上，可以将中国宠物行业发展分为 4 个阶段：

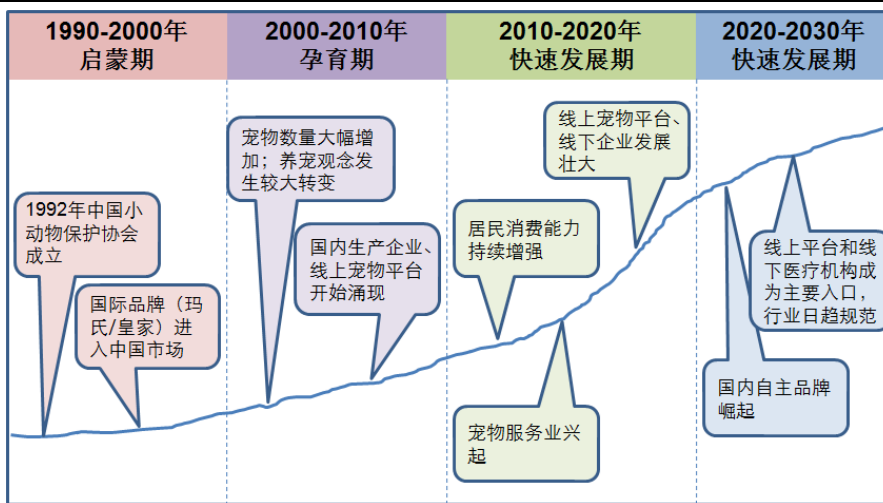
启蒙期（1990-2000 年）：养犬政策由“禁养”转变为“限养”，各地区相继出台《限制养犬规定》以规范居民养犬行为，宠物基数得到初步积累，“把宠物作为伴侣”的理念开始得到广泛宣传。宠物数量的提升率先催生上游产品需求，以马氏、皇家为代表的宠物产品国际品牌开始布局中国市场；

孕育期（2000-2010 年）：规范饲养成为政策主旋律，养宠不再是少数人的专利，更多普通群众开始饲养宠物，养宠观念发生较大转变，宠物开始充当家庭成员的角色，相应的，宠物产品生产制造企业及线上宠物服务平台开始涌现；

快速发展期（2010-2020 年）：居民宠物消费观念进一步改善，加之资本的持续布局，具有全产业链整合基因的在线宠物平台爆发式增长，宠物服务业随之兴起，宠物医疗企业发展壮大；

成熟期（2020-2030 年）：国内自主产品开始崛起，线上平台及线下医疗美容机构成为主要入口，未来规范性要求的提升及行业增速的放缓或将加速行业整合，而强者有望突围。

图 4：中国宠物行业发展历程



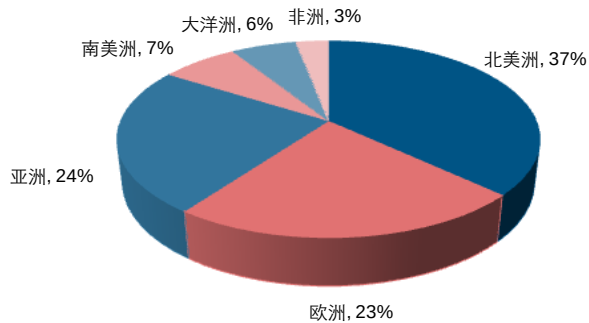
资料来源：狗民网，长江证券研究所

产业规模达千亿级别，提升空间依然存在

2016 年国内宠物产业规模达 1220 亿元，近 6 年复合增速为 43.45%。从全球宠物产业产值分布上来看，北美仍是第一大宠物市场，占总产值的 37%，欧洲和亚洲地区比重均在 23%左右。消费升级和养宠限制放宽等因素作用下，国内宠物产业快速发展，2016 年产业规模达 1220 亿元，近 6 年复合增速为 43.45%，对比来看，美国宠物市场已步入成熟期，产业规模较大（2015 年 602.8 亿美元）但增速放缓（近 10 年复合增速为 5.77%）。

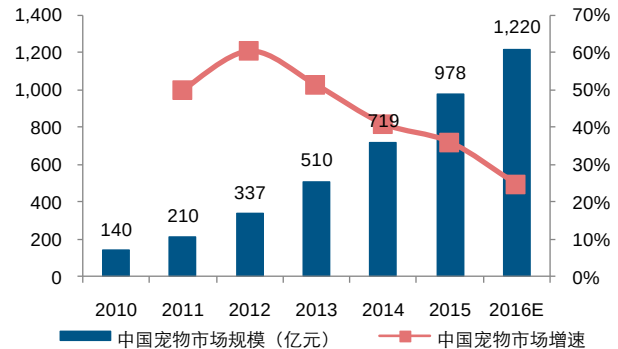
宠物拥有率和人均宠物消费额存在差距,发展潜力巨大。由于宠物类型以猫和狗为主(美国 52%, 中国 74%), 同时宠物主对于猫和狗的消费意愿更强, 因此我们将从猫和狗的维度分析国内外宠物拥有率和人均宠物消费额情况。2014 年我国人均宠物拥有量仅 0.06 只, 与美国、巴西等国家相比存在显著差距, 鉴于国内较高的人口基数, 未来增加空间巨大, 同时国内养狗、养猫用户的年均宠物消费额分别为 5400 和 5856 元, 仅为美国用户的 48%和 76%, 差距同样明显。

图 5: 全球宠物产业产值分布



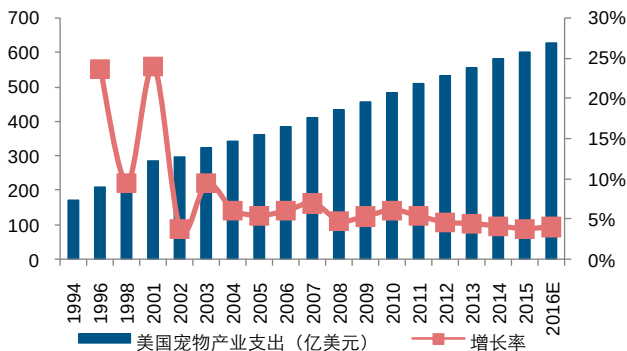
资料来源: Europe Economics, 长江证券研究所

图 6: 2016 年国内宠物产业规模约 1220 亿元



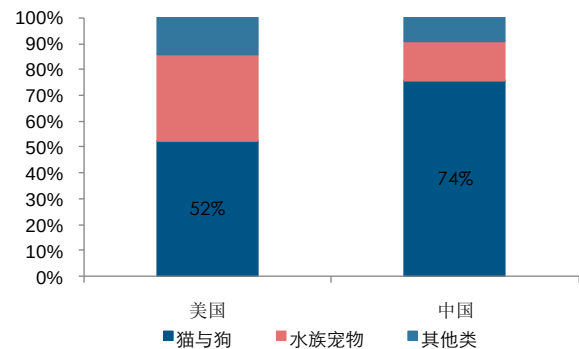
资料来源: 有宠研究院 长江证券研究所

图 7: 2016 年美国宠物市场规模约 627 亿美元



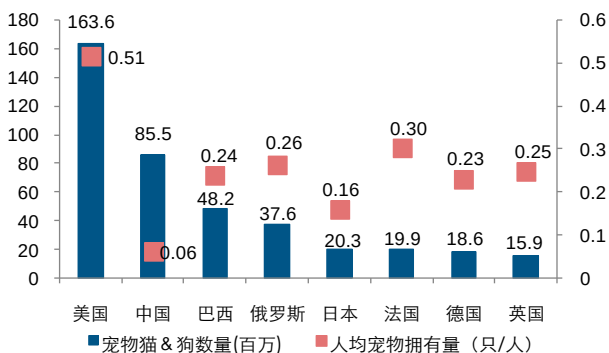
资料来源: 有宠研究院, 长江证券研究所

图 8: 猫和狗在宠物中的占比较大



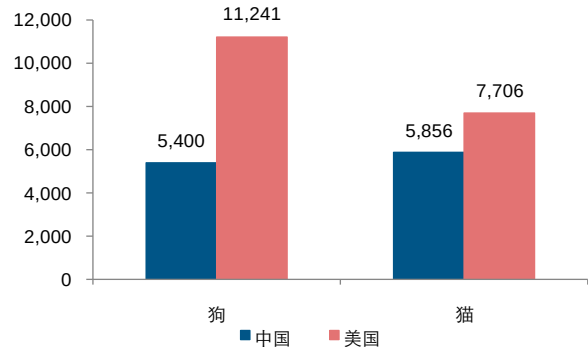
资料来源: APPA, 《宠物世界》, 长江证券研究所

图 9: 各国人均宠物拥有率对比



资料来源: 中国产业信息网, 世界银行, 国家统计局, 长江证券研究所

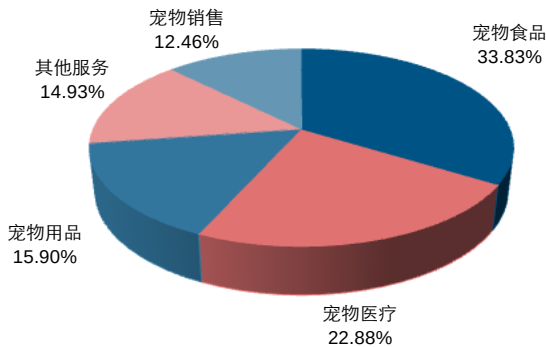
图 10: 中美人均宠物消费额对比 (元)



资料来源: APPA, 狗民网, 长江证券研究所

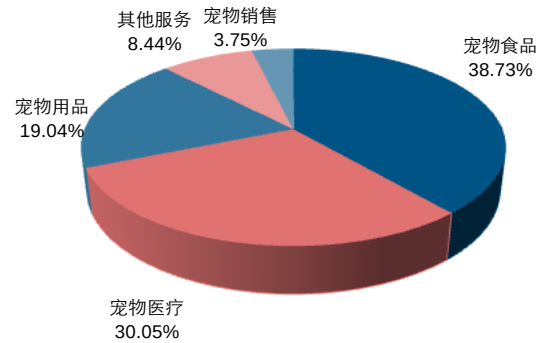
结构上，宠物食品及医疗产业规模差距尤为明显。从细分产业结构看，宠物食品、用品及医疗在中美市场均占据主导，但国内 72.61% 的份额仍低于美国的 87.82%，绝对规模上，宠物食品和宠物医疗的差距约为 1200 亿元和 1000 亿元，提升空间更大。特别的，由于美国宠物主更倾向于领养宠物，其宠物销售市场规模仅为 3.75%。

图 11：中国宠物产业细分市场规模占比



资料来源：APPA，长江证券研究所

图 12：美国宠物产业细分市场规模占比



资料来源：APPA，长江证券研究所

未来趋势：消费升级等因素影响下，行业增速有望延续

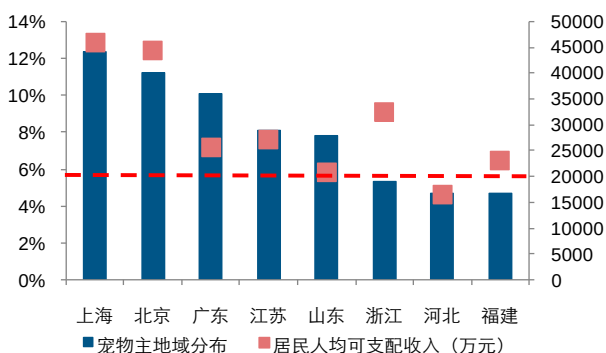
消费能力及消费观念持续提升、单身率增长、人口老龄化/少子化趋势下，宠物行业增速有望维持在较高水平。

消费能力及消费观念的提升为产业增长的源动力

消费能力为宠物产业发展的必要条件，2014 年上海、北京、广东、江苏等地居民的人均可支配收入均超过 20000 万元的全国水平，相应的，以上地区的宠物主数量位居前列，随着中国经济持续发展，人均可支配收入有望持续增加，潜在消费人群将继续扩充；

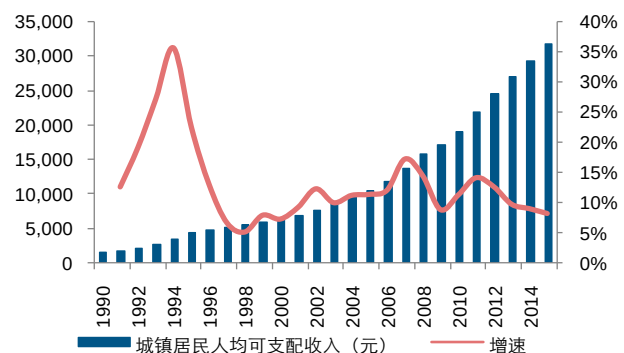
消费观念是潜在人群转化的重要因素，与 80/90 后相比，目前国内 50/60 后的消费支出较低，而美国市场 45-64 岁宠物主的消费支出反而最高，综合考虑经济实力、闲暇时间及身体状况，我们认为美国地区的各年龄段消费结构更为成熟，因此未来国内老少更替带来的边际消费增量将十分突出。

图 13：消费能力为宠物产业发展的基础



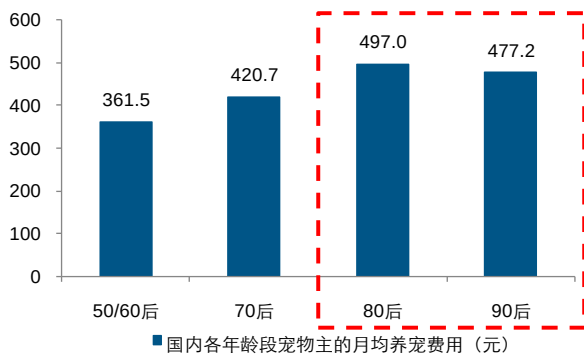
资料来源：狗民网，国家统计局，长江证券研究所

图 14：国内居民人均可支配收入稳步增加



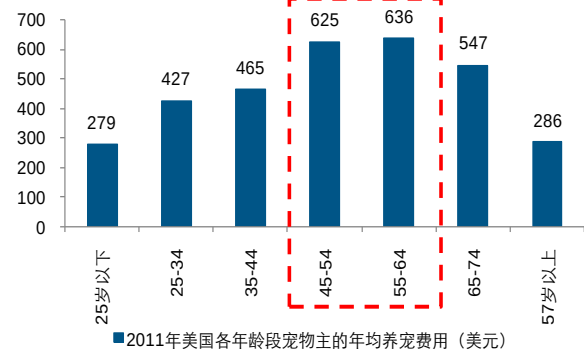
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 15: 国内 80/90 后宠物主的宠物消费支出更高



资料来源: 狗民网, 长江证券研究所

图 16: 美国 45-65 岁宠物主的宠物消费支出更高

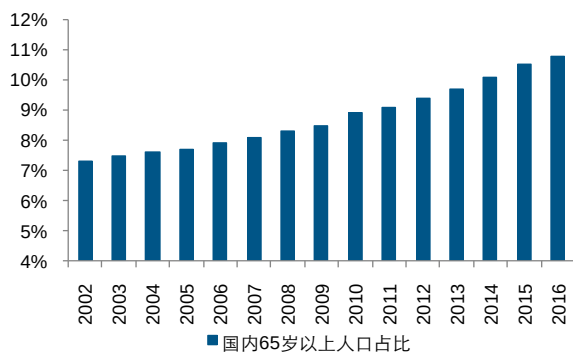


资料来源: U.S. Bureau of Labor Statistic, 长江证券研究所

独居人数增长催生宠物需求

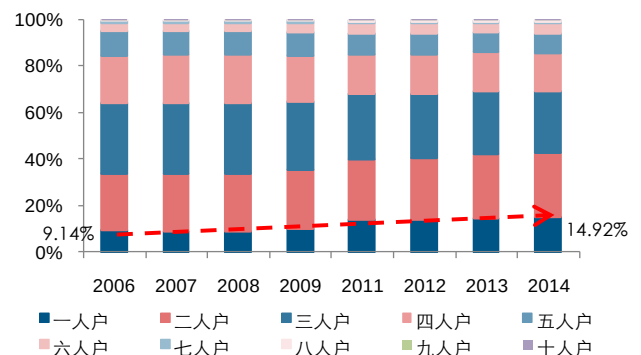
单身率提升、人口老龄化及少子化等因素造成独居人数持续增加, 据统计, 国内一人户占比已由 2006 年的 9.14% 提升至 2014 年的 14.92%, 而饲养宠物能有效排解独居人士的孤独感。从年龄分布看, 46 岁及以上的宠物主占比仅 8.2%, 提升空间较大; 从婚姻分布看, 国内 41.4% 的宠物主处于未婚状态, 由于单身人士有更多的时间和金钱留给宠物, 并且交友意愿更强, 因此其人均宠物消费相对更高, 而国内第四次单身潮的出现有望推动宠物产业进一步发展。

图 17: 国内老龄人口占比持续提升



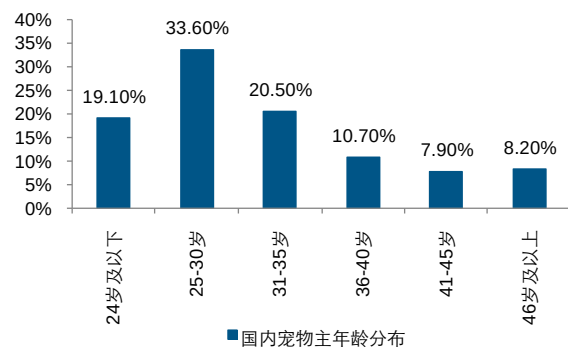
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 18: 国内独居人数占比逐步攀升



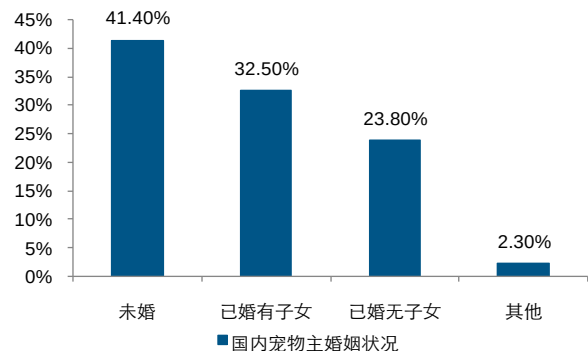
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 19: 国内宠物主年龄分布



资料来源: 狗民网, 长江证券研究所

图 20: 国内宠物主婚姻状况



资料来源: 狗民网, 长江证券研究所

表 3：不同婚姻状况宠物主对于宠物社交的参与度及宠物开销情况

分类	项目	单身	已婚无子女	已婚有子女
宠物社交	分享 & 交流：分享及交流养宠故事，心情等	60.30%	58.20%	53.90%
	医疗 & 咨询：急救常识、医疗知识咨询及宠物日常照顾、护理	77.50%	77.40%	72.50%
	社交：认识宠友	24.40%	23.60%	20.10%
宠物开销	100元以下	9.30%	7.10%	9.70%
	101-500元	46.30%	49.30%	56.50%
	501-1000元	25.70%	28.60%	20.10%
	1000元以上	18.60%	14.60%	13.50%

资料来源：有宠研究院，长江证券研究所

政策简析：首次放闸助力成长，二次推进聚焦规范

养犬政策的放开催生宠物产业蓬勃发展

宠物中我们以数量最多的犬类为例：我国养犬政策主要经历了从禁养→限养→规范饲养的三个阶段：

禁养——1980 年左右，由于狂犬病疫情，卫生部发布了《卫生部关于控制和消灭狂犬病的通知》和《家犬管理条例》，明确指出“县级以上城市及近郊区、新兴工业区禁止养犬”。

限养——1990 年左右，随着狂犬病疫情趋缓及民众养宠需求的提升，部分地区开始转为实行“限养”政策，即允许居民饲养宠物，但对饲养宠物的区域、数量、品种及疾病进行了限制。

规范饲养——2010 年左右，“限养”政策高门槛及宠物数爆发式增长的情况下，地区普遍存在宠物登记率低的情况，为此地方政府开始以“限管结合，规范饲养”为方针推出《养犬管理规定》，同时从深圳、成都等地宠物服务管理费的变化中可以看出，规范饲养宠物的门槛正逐步降低。

表 4：全国部分城市养犬制度简介

地区	发布时间	个人饲养条件	登记	管理服务费	特殊管理区划分
北京	2003.09.05	1.有合法身份证明； 2.有完全民事行为能力； 3.有固定住所且独居； 4.住所不在禁止养犬区域以外	未经登记和年检，任何单位、个人不得养犬。	重点管理区内首年为1000元/只，以后每年500元/只； 一般管理区收费标准由区、县人民政府视情况确定	重点管理区：本市东城区、西城区、海淀区、丰台区、石景山区、朝阳区为重点管理区，其他区、县为一般管理区。
上海	2011.02.23	1.应当具有完全民事行为能力； 2.在本市有固定居住场所	饲养犬龄满三个月的犬只，养犬人应当办理养犬登记	内环以内区域：每年500元/只； 内环以外区域：每年300元/只； 农村地区：每年100元/只	——
广州	2009.02.21	1.有完全民事行为能力； 2.有独立的居所。	犬龄满三月应当申请养犬登记	严格管理区内首年500元/只，以后每年300元/只； 饲养绝育犬只的，从犬只绝育的下年起免缴两年养犬管理费	行政街辖区为养犬严格管理区；镇辖区为养犬一般管理区；具体划分可经区、县级市人民政府决定

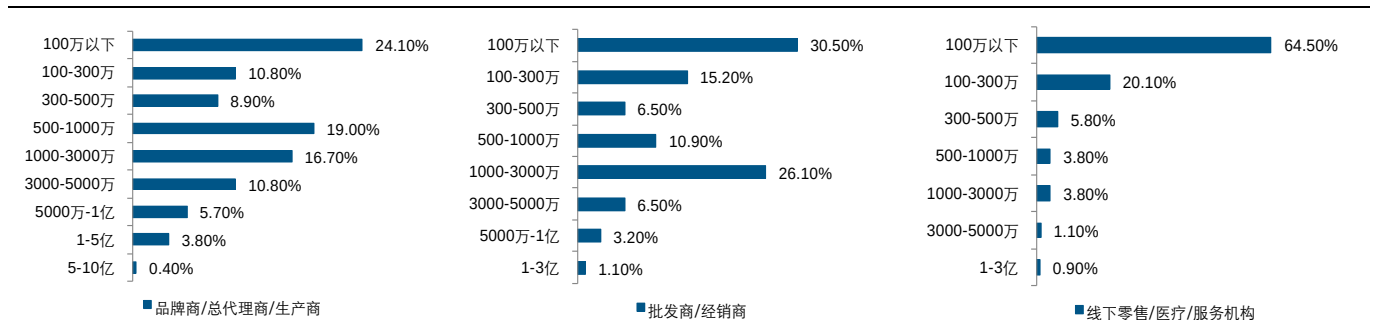
深圳	2006.04.18	1.有完全民事行为能力 2.有固定住所，且独户居住	养犬人应当到住所所在地的区主管部门申请养犬登记。	2014.3起取消300元的养犬管理费	——
成都	2009.11.27	1.具有本市常住户口或者暂住本市的合法证明； 2.具有完全民事行为能力； 3.有独立固定的住所； 4.符合养犬的其他规定。	限养区内养犬，养犬人必须携犬只免疫证明，在30日内到饲养地的公安派出所登记、办证。	不收取管理费	限养区指本市中心城区及其他区（市）县人民政府划定的限养区域。非限养区指未被划定为限养区的区域。
杭州	2004年7月修正	1.有本市常住或暂住户口 2.独户居室 3.具有民事行为能力	购犬后，应携犬到农业部门接受验审、进行免疫接种，并领取《犬类免疫证》，《养犬许可证》，每年注册1次。	重点限养区首年1000元/只，以后每年500元/只； 一般限制区内首年600元/只，以后每年300元/只	市区的城区为重点限养区，市区的农村为一般限养区。重点限养区与一般限养区的具体划分，由市人民政府确定。
沈阳	2011.3	无直接规定	未经许可和年检，任何单位和个人不得养犬。	重点管理区首年500元/只；以后若每年连续缴费，每年200元/只；若未能连续，则按第一年收费标准执行。	本市三环绕城公路以内的地区为养犬重点管理区；本市三环绕城公路以外的地区为养犬一般管理区。

资料来源：各城市养犬管理条例，长江证券研究所

配套政策的跟进关乎产业根基

截至目前国家层面尚未制订宠物管理相关的法律法规，脱离法律约束+行业高成长使得产业偏向野蛮式发展，由此引发的诸如食品安全和安全、宠物医院设立标准及从业人员资格等问题在一定程度上制约了产业的健康发展。目前国内宠物相关企业呈现小体量、高分散、质量良莠不齐的特征，其中医疗、美容等服务领域尤为突出。

图 21：国内宠物主年龄分布



资料来源：狗民网，长江证券研究所

细分子行业看点

宠物用品——具备品牌和渠道优势的企业有望突围

宠物食品是宠物产业最主要的细分市场，规模占比在 40%左右，约合 450 亿元，但国内仅有不到 5%的宠物主喂食经加工的宠物食品，提升空间巨大，随着宠物消费意识的增强，宠物食品的占比将逐步提升。从竞争格局来看，宝路、伟嘉等进口品牌占据了国

内近 70% 的宠物食品市场，而诺瑞、珍宝、好主人、河北荣喜为代表的国内品牌仅占 30%。**品牌影响力和营销渠道为国内企业发展的主要掣肘**，品牌影响力较弱的原因在于：1) 质量参差不齐，2) 产品品类单一，3) 后发劣势，4) 品牌意识较弱，品牌运作经验不足；渠道方面，与宠物美容店、宠物医院等专业性市场的合作需更加深入，因此，率先建立起品牌影响力和渠道优势的企业将可能脱颖而出。

和宠物食品一样，宠物玩具、清洁工具等宠物用品的需求也与宠物数量直接挂钩，未来将直接受益于宠物基数的增长；竞争格局方面，目前宠物用品种类繁多，品牌鱼龙混杂，而精细化饲养的要求下，宠物主倾向于为爱宠配备各细分领域的优等品牌，因此深耕细分领域、具备拳头产品、渠道完备的企业更易建立品牌效应，实现进口替代。

表 5：国内宠物食品市场格局

公司	品牌	市场份额
玛氏	宝路/伟嘉	25%
法国皇家（玛氏）	皇家/A3CC	21%
雀巢	冠能/康多乐/喜跃	21%
诺瑞	开饭乐/好之味	6%
河北荣喜	艾乐/靓贝	6%
珍宝	珍宝	5%
好主人	好主人	4%
宝洁	爱慕思/希尔思	3%
其他	——	10%

资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

注：加粗部分为国外品牌

宠物医疗——入口为王，服务先行

宠物医疗是宠物产业第二大细分市场，国内规模占比在 20% 左右，约合 270 亿元。**兽药方面**，国内企业与国际动保巨头仍存在明显差距，原因在于：1) 国际动保巨头产品线丰富且质量较高，占据绝对市场份额；2) 进口药物品牌黏性较强，而自主品牌塑造并非一朝一夕；3) 兽药研发成本较高，而国内企业在人员配置和技术积累上存在较大差距，因此从产品端来看，宠物医药企业尚需培育。而**宠物医院**能利用医疗服务的刚性需求来撬动全产业链，为配套的宠物医药销售、宠物食品用品、宠物美容等业务提供入口资源，其中连锁经营模式更易获得规范化和品牌化效益，具备成长为行业龙头的潜质。目前我国代表性的宠物连锁亿元包括瑞鹏、瑞派、芭比堂、美联众合等。

表 6：国内部分连锁宠物医院简况

名称	成立时间	医院数量	布局地区	营收/年接诊量	医院介绍
瑞鹏	1998	>79	深圳、广州、上海、长沙、江苏	2016H1 营收 8389.6 万元，净利润 1022 万元，2015 年完成接诊病例 25.2 万里，同比增长 50.7%	定位中高端宠物医疗市场，以“1+P+C”即“中心医院+专科医院+社区医院”的模式提供宠物医疗保健、宠物美容和宠物食品用品在内的三类服务，截至 2015 年底拥有宠物医生及助理 376 人，其中执业兽医 216 人
瑞派	2012	>80	华东（无锡、苏州、杭州、	2016H1 营收 5585 万元，净	总部设在天津，目前有华东、北京、东北、华南、天

			上海、镇江)；东北(沈阳、 大庆、长春、大连、哈尔滨)； 华南(深圳、厦门、广州、 东莞)；北京、天津	利润267.8万元	津五大管理公司，旗下现有无锡派特、苏州曹浪峰、 北京关忠、东北我宠我爱、深圳皇家、天津长江、深 圳康德、协和、澳洲、福华、上海天使、厦门康宝； 爱侣、广州至诚、光景等宠物医院品牌，业务范围涉 及宠物医疗、美容和食品用品等；执业兽医近300人
芭比堂	1999	>50	北京、上海、广州、宁波等	——	形成了以眼科中心、猫科中心、微创中心和心脏中心 为核心的综合性全科动物医疗体系，执业兽医师188 人
艾贝尔	2002	>35	南京、上海、江苏、南通、 杭州、常州	年产值5000多万元，每年 以50%的速度增长	公司业务主要分布在长三角地区，服务项目包括宠物 诊疗、美容、寄养、用品销售等
贝克和史东国 际动物医院	2007	>17	北京、上海、广州、深圳、 苏州、南京、香港、新加坡	——	全外资公司Doctors Beck & Stone Ltd.基于北京思威 动物医院的基础上，在国内设立了11家分店
美联众合	2006	18	北京、天津、大同、南京等	——	跨区域的医疗技术联盟，医疗技术实力较强。
北京宠福鑫	2005	14	北京、沈阳、西安、河北	——	集宠物诊疗、防疫、美容、寄养、及用品超市为一体 的综合性宠物服务机构，现有医护人员190人
我宠我爱	2006	>24	沈阳、大庆、哈尔滨	——	公司为东北地区“较具影响力的动物医院连锁品牌， 涵盖宠物保健、诊疗、康复、美容等服务

资料来源：公司官网、公司公告，长江证券研究所

互联网宠物服务——具备全产业链整合能力

中国互联网宠物服务市场主要包括社区、电商和 O2O 三种模式，社区能为宠物主搭建分享和交流平台，有效聚拢用户并获取客户流量，再通过电商或 O2O 的模式实现流量变现，从而形成用户、流量和内容的良性循环。该运行机制能有效整合线下宠物店，打造“线上+线下”的全产业链模式。2013 年起资本大规模涌入、初创企业迅速增加，行业壁垒相对较低、竞争激烈，企业产品/服务趋于同质化的情况下，产业面临整合。

图 22: 中国互联网宠物服务市场产业地图

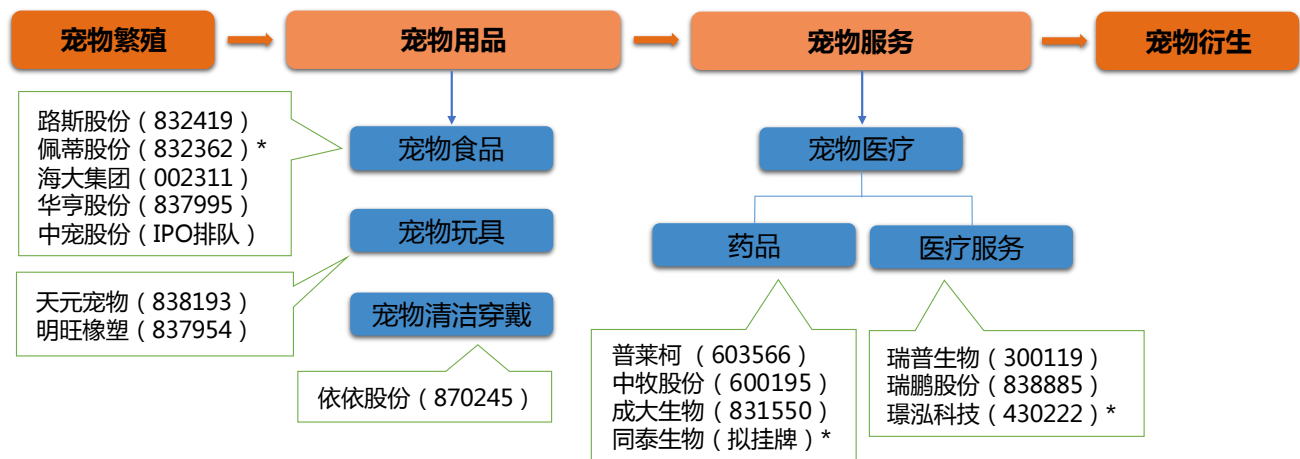


资料来源：易观智库，长江证券研究所

产业链相关标的概览

宠物行业属于新兴行业，在相对传统的 A 股标的的并不多，新三板挂牌公司数量占优，整体看来重要集中在宠物食品和宠物医疗两个领域。细分子行业方面我们看好 1) 入口价值明确和服务粘性更强的宠物医院；2) 需求直接挂钩庞大宠物基数，并仍在高速增长的宠物食品和用品行业；我们分别精选瑞鹏股份，路斯股份和依依股份进行深度剖析。

图 23：A 股和新三板市场中产业链相关公司



资料来源：易观智库，长江证券研究所

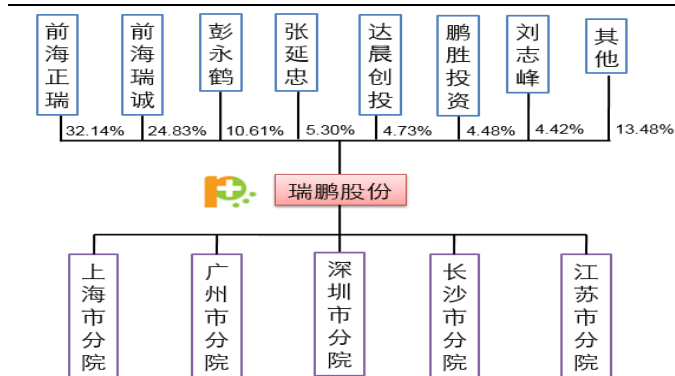
注*：佩蒂股份：IPO 已经受理；同泰生物：常州同泰生物科技股份有限公司；璟泓科技：涉及宠物医疗诊断设备生产和销售

瑞鹏股份——大型集团化、直营连锁宠物医院

瑞鹏股份成立于 1998 年，是集团化管理、直营连锁经营的大型宠物医院，致力于向终端消费者提供包括宠物医疗与保健、宠物美容、宠物食品用品销售在内的三大类服务。2016 年 8 月 10 日挂牌新三板，主办券商为中金公司。

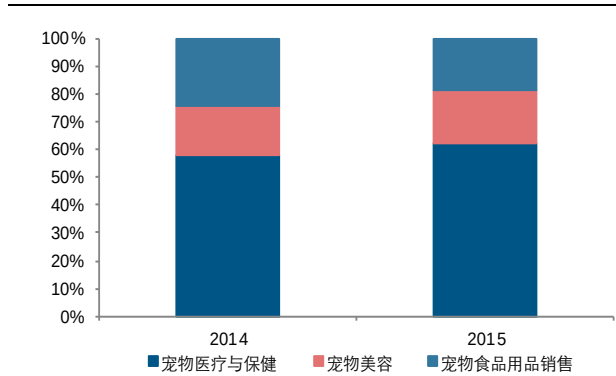
彭永鹤、张延忠为公司的创始人及实际控制人，控股股东前海正瑞投资持股 32.14%。公司以宠物医疗与保健为主、宠物美容为有机补充，同时兼售宠物食品用品，三大业务协同发展。

图 24：瑞鹏股份股权结构



资料来源：wind，长江证券研究所

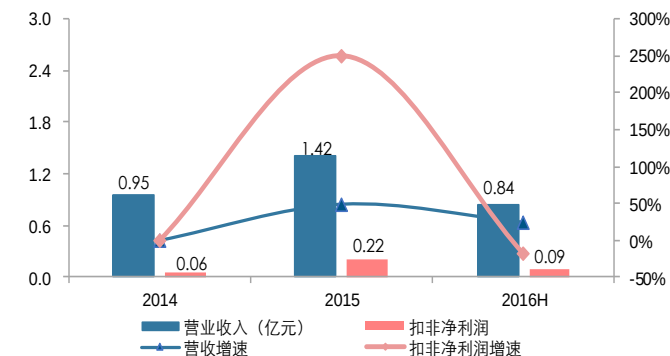
图 25：宠物医疗保健为主，宠物美容、宠物用品有机补充



资料来源：wind，长江证券研究所

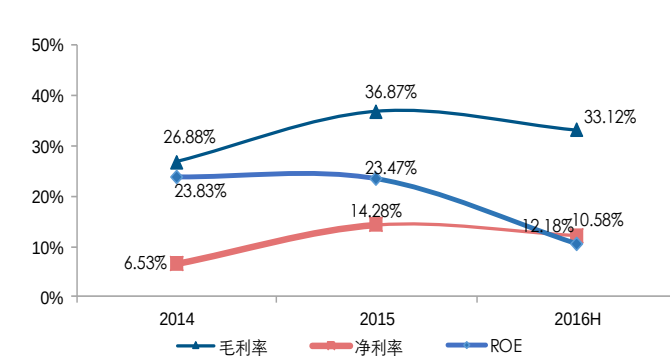
2016 上半年公司实现营业收入 0.84 亿元，同比增长 24.65%，净利润 0.09 亿元，下滑 18.35%，毛利率下滑 4.31pct 至 32.15%，主要原因是公司新开业 9 家分院、对部分老店新进了设备更新和店面翻修、增加员工薪资，加大人员储备，成本费用有较大提升。

图 26：2016 上半年营收增长 24.65%、净利润下滑 18.35%



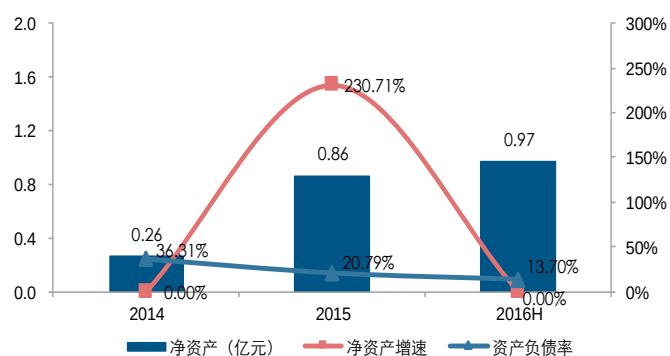
资料来源：wind，长江证券研究所

图 27：2016 上半年盈利能力有所提高



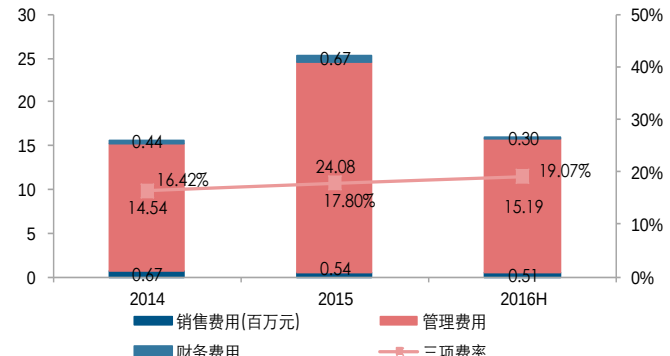
资料来源：wind，长江证券研究所

图 28：公司资产负债率降低至 13.70%



资料来源：wind，长江证券研究所

图 29：2016 上半年三项费用率增至 19.07%



资料来源：wind，长江证券研究所

整合行业资源，内生外延实现区域扩张。公司依照“以一线城市为根基、辐射二线城市”的战略规划，预计 2016、2017、2018 年拟分别新增门店数量 31、60、85 个，逐步完成在一线城市、主要二线发达城市和有发展潜力三线城市的布局。2016 年 10 月出资 570 万元收购北京瑞美所持的北京美联 20% 股权，11 月再次增资 3000 万元后持股 33.60%。北京瑞美汇聚多位宠物医疗行业的高端技术人才，且其控制的多家宠物医院在北京市场有较大的影响力和知名度，强强联合有望进一步开拓北方市场。2016 年 10 月向南宁市瑞鹏宠物医院出资 720 万元持股 60%，拓展西部市场。

深化“1+P+C”布局模式，继续扩大规模优势。公司已在深圳、广州、上海、长沙四个城市开设 70 家直营连锁宠物医院，整体布局已相对完善，规模上处于国内领先地位。公司丰富的新店选址经验，形成特有的拓展模型——“1+P+C”模式，将服务渠道下沉至社区，使得公司在最优化资源配置、节约成本的基础上，全方位满足不同层次客户的需求。同时公司正积极构建互联网 O2O 行销模式、宠物医疗强势专科建设等创新模式，并逐步完善线上、线下营销模式。

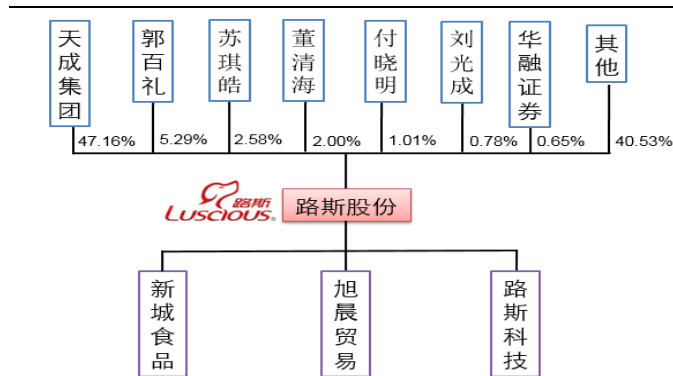
公司 2017 年 1 月完成股票发行认购，拟以 20 元/股（对应 2016 年 PE 约 52 倍）募资不超过 5600 万元，募集资金将用于收购同行业宠物医院股权、运营瑞鹏大学以及补充流动资金，由达晨创投、中金公司在内的 7 名机构投资者参与认购。

路斯股份——内外兼销的宠物食品生产商

路斯股份是一家产品种类丰富、全面覆盖宠物食品领域的宠物食品生产商。2015 年 5 月 19 日挂牌新三板，主办券商为华融证券，2015 年 7 月 31 日开启做市转让，目前拥有 5 家做市商。

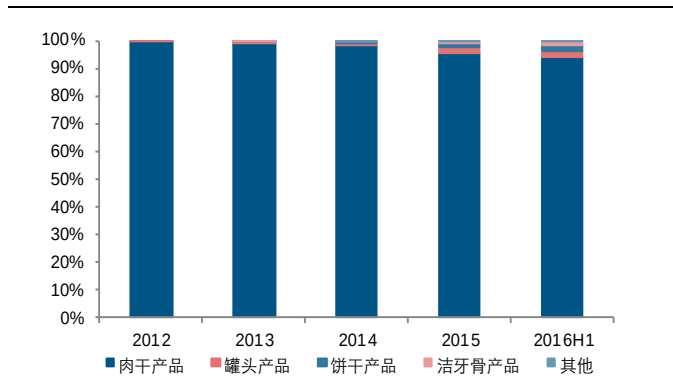
山东天成集团持股 47.16%，为公司控股股东，公司董事长、实际控制人郭洪谦通过天成集团间接控制路斯股份。公司产品主要包括肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨饲料四大类，每个大类下还有多个品种。公司收入主要来源于肉干产品，2012-2016 年上半年肉干产品营收占比均在 90% 以上。

图 30：路斯股份股权结构



资料来源：wind，长江证券研究所

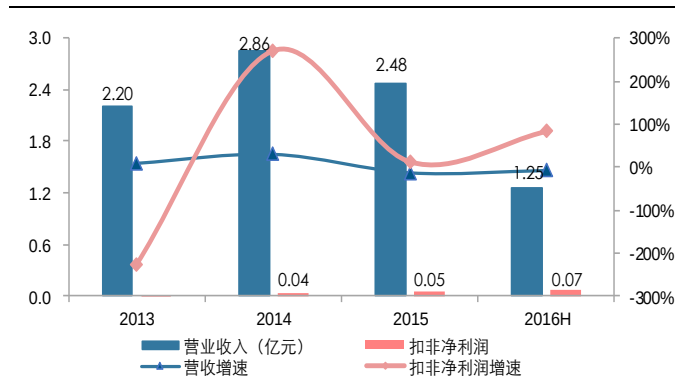
图 31：公司收入主要来源于肉干产品



资料来源：wind，长江证券研究所

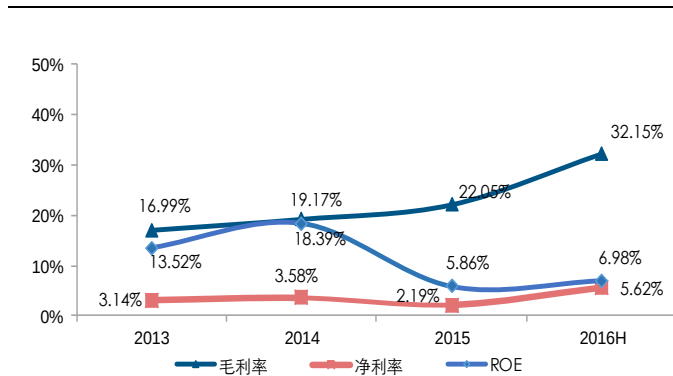
2016 上半年公司实现营业收入 1.25 亿元，同比下滑 7.73%，净利润 0.07 亿元，同比增长 83.03%。因公司 2015 年大量购入价格较低的原材料鸡肉、鸭肉等肉类产品，使公司毛利率增长 13.33pct 至 32.15%。

图 32：2016 上半年营收下滑 7.73%、净利润增长 83.03%



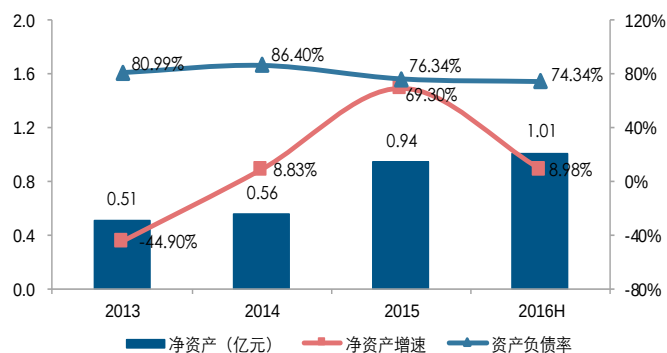
资料来源：wind，长江证券研究所

图 33：2016 上半年盈利能力提升



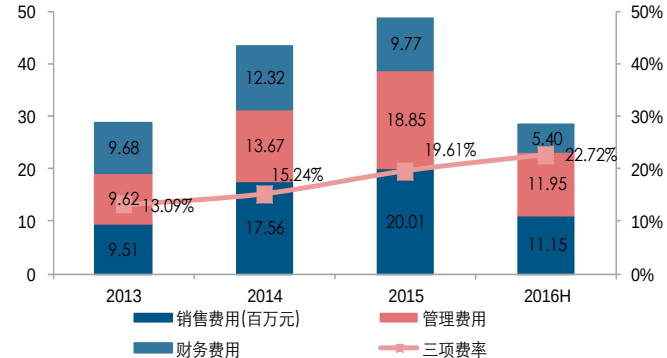
资料来源：wind，长江证券研究所

图 34：公司资产负债率保持在较高水平



资料来源：wind，长江证券研究所

图 35：2016 上半年三项费用率增至 22.72%



资料来源：wind，长江证券研究所

多区域渠道布局，内外兼销增长强劲。公司外销宠物食品主要采用 OEM 贴牌生产模式，2014 年、2015 年、2016 年上半年外销占比分别为 89.98%、85.57%、80.01%，公司重点公关欧、美、日、韩等发达市场主体，同时积极开拓俄罗斯、印度、东南亚、拉美等新兴经济体市场，多区域并举确保公司海外市场份额。内销方面紧抓国内宠物行业兴起的机遇，逐步培育自有品牌，目前基本完成产品的全国布局，尤其是北京、上海、广州、深圳等国内一线城市的大型商超等销售渠道及网络销售渠道。

紧跟市场走向，扩大产能及产品覆盖领域。2014 年公司新增宠物用品销售，重点发展宠物食品生产、销售，同时重视宠物用品的推广。2015 年新设子公司路斯科技，建设年产 6000 吨宠物食品项目，该项目将进一步提升公司宠物食品的研发和生产能力。

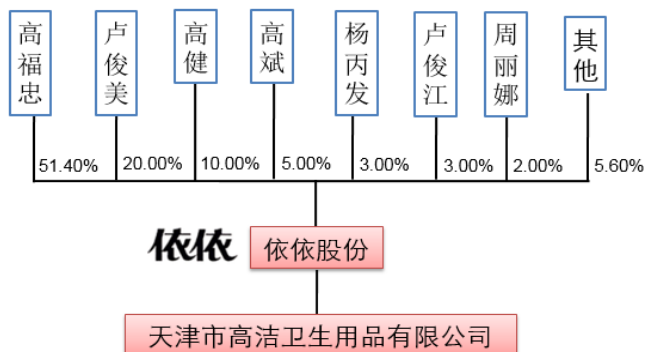
2017 年 1 月公布定增预案拟以 1.9 元/股募资 1102 万元，扣除发行费用后将全部用于偿还银行贷款，降低公司财务费用，提高公司资金使用效率，由潍坊浚源股权投资中心全额认购。

依依股份——十年磨一剑的宠物用品专家

依依股份成立于 1998 年，于 2004 年将业务由成人卫生及护理用品转换为宠物用品为主、成人护理用品为辅的模式，而宠物用品方面，公司专注生产宠物垫和宠物纸尿裤等，相关产品的营收占比持续保持在 80% 以上，上游为木浆、纸等原材料生产商，下游为境内外经销商、代理商、大型商超等。公司于 2017 年 1 月 5 日挂牌新三板，主办券商为华融证券。

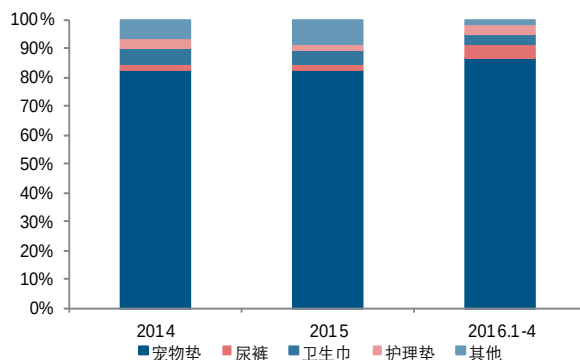
公司由高福忠、卢俊美等 12 名自然人股东构成，控股股东高福忠持股 51.4%，现任公司董事长、总经理，与一致行动人高健合计持股 61.4%，为公司实际控制人。依依股份主营产品主要为宠物护理系列（宠物垫、尿裤等）、成人护理系列（卫生巾、护理垫、清洁袋等）两类，其中宠物垫收入占比超过 80%。

图 36: 依依股份股权结构



资料来源: wind, 长江证券研究所

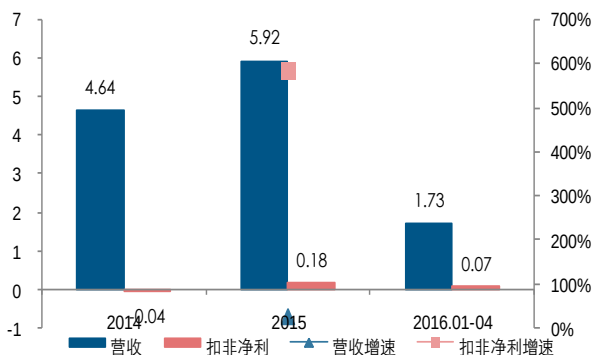
图 37: 公司收入来源于宠物垫销售



资料来源: wind, 长江证券研究所

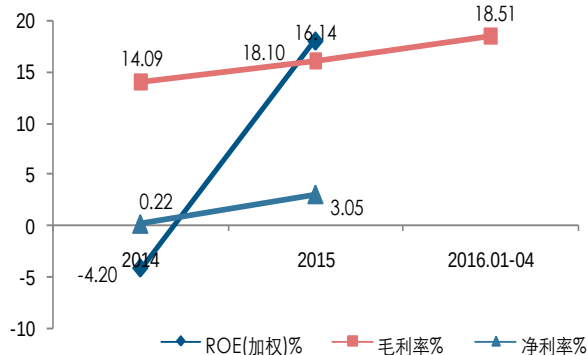
2015 年公司实现营收 4.64 亿元, 同比增长 27.77%, 2016 年前四月实现营收 1.73 亿元, 2015 年公司扭亏为盈, 实现净利润 1811.8 万元, 同比增长 583.19%, 2016 年前四月实现净利润 656.4 万元。业绩变化的原因在于 2013 年底公司发生火灾, 导致 2014 年整体业绩体量及毛利率出现下滑, 但订单的增加及原材料价格下滑使公司营收规模及盈利能力快速反弹。特别地, 公司采用贴牌生产模式 (OEM), 大部分产品外销海外进行销售, 因此超过 80% 以上的营收来自海外。

图 38: 2015 年净利润同比增长 583.19%



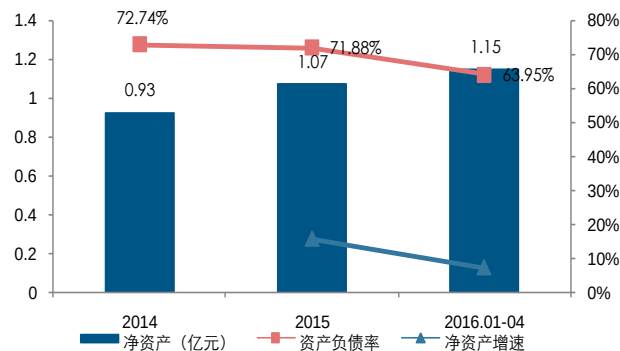
资料来源: wind, 长江证券研究所

图 39: 公司毛利率持续提升



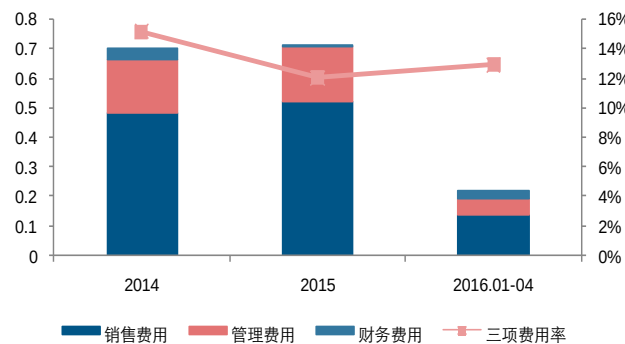
资料来源: wind, 长江证券研究所

图 40: 负债额减少使公司总资产负债率降低



资料来源: wind, 长江证券研究所

图 41: 期间费用率维持在 13% 左右



资料来源: wind, 长江证券研究所

技术底蕴深厚，产量仍具提升空间。经过 10 年以上的技术积累，公司已具备传统及新型功能性产品的大规模生产能力，核心技术包括防撕咬技术、宠物垫包边技术、SAP 检验控制技术和 PH 显示功能等。目前公司具备 34 条生产线，合计产值可达 7.3 亿元以上，不存在明显的产能瓶颈。

收购高洁寻求外延拓展，产业链延伸助力降本增效。2015 年 10 月公司以 350 万元收购高洁有限 100% 股权，该公司主营纸类产品的生产销售，此次有够有助保障原材料供应，对冲原材料价格波动风险，同时提高产业链纵深，有效控制成本、提升盈利能力。

深耕多年，销售渠道完备。公司已与 PetSmart、沃尔玛、日本伊藤等全球领先的零售店及大型商超形成长期、稳定的深度合作，三者约占公司近 40% 的销售收入。立足为国际知名企业提供 OEM 生产的同时，公司积极开发迎合国民需求的产品，并努力打造自主品牌，以期打开国内市场，获取品牌溢价。

表 7：部分新三板、A 股宠物标的简况（亿元）

证券代码	证券简称	细分行业	营业收入		营收增速		归母净利润		净利润同比		市值	PE (TTM)
			2015	2016 H	2015	2016 H	2015	2016 H	2015	2016 H		
838885	瑞鹏股份	连锁宠物医院	1.42	0.84	49.08%	24.65%	0.20	0.10	225.70%	-15.49%	10.52	47.8
832362	佩蒂股份	宠物食品（咬胶）	4.97	2.57	25.15%	27.21%	0.58	0.32	106.79%	64.94%	7.8	13.7
832419	路斯股份	宠物食品（肉干等）	2.48	1.25	-13.19%	-7.73%	0.06	0.07	-46.07%	72.75%	1.4	16.5
838193	天元宠物	宠物用品	5.22	2.39	6.80%	2.49%	0.32	0.21	9.77%	25.37%	1.63	33.1
837995	华亨股份	宠物零食（咬胶等）	0.86	0.45	120.14%	-6.28%	0.04	0.03	321.36%	-19.65%	9.72	22.68
870245	依依股份	宠物用品（宠物垫）	5.92	0.00	27.77%	——	0.20	0.00	870.01%	——	——	——
837954	明旺橡塑	宠物玩具制造	0.35	0.25	-6.05%	——	0.00	0.01	24.66%	——	——	——
A16080	中宠股份	宠物零食、宠物罐头	6.48	0.00	31.99%	——	0.56	0.00	379.12%	——	——	——
300119	瑞普生物	兽药、连锁宠物医院	7.93	4.50	35.48%	34.38%	1.10	0.51	306.62%	7.40%	65.65	50.4

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：协议转让企业市值与估值参考自最近一次定向增发，其中佩蒂股份 IPO 申请已获受理，天元宠物已进行 IPO

辅导，股价基准日为 2017.2.10

风险提示：宠物行业增长不达预期；相关政策推进不达预期

合规提示：

1、我公司担任【430222 璟泓科技】在全国中小企业股份转让系统的推荐挂牌商，按照相关规定，特此披露。

2、我公司担任【430222 璟泓科技】在全国中小企业股份转让系统的做市商，按照相关规定，特此披露。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司的自营部门以及其他投资或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业务决策，上述业务决策是其经独立研究分析的行为，而非依据本研究报告做出，也不表示我公司对该证券的观点或对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。