

# 宠物蓝海，方兴未艾

## ——宠物行业主题研究

### 报告要点:

#### ● 中国宠物市场发展迅速

- 宠物数量与消费增长效应叠加，国内宠物市场快速扩张。2018年养宠人数增长24%，宠猫狗数量同比增长4.6%，人均单只宠物年消费同比增幅为15%；数量和消费双重增长效应下，我国宠物市场规模达1708亿。
- 宠物市场发展呈现阶段性特点，宠物消费主体画像发生改变。(1)我国宠物市场特点有：家庭渗透率偏低，城镇人口是养宠主力，宠物类型趋于多样化，撸猫热潮带动“猫咪经济”，线上电商成主要渠道。(2)宠物消费主体画像变化：90后成为消费主力；宠物主以女性为主，男女宠物消费偏好有所不同；高学历白领养宠比例高，家庭养宠陪孩子一起成长。
- 我国宠物行业进入高速发展，2020年后开始成熟。线上线下新零售模式有望开启，行业龙头初现。

#### ● 中国宠物产业链

- 上游：宠物繁殖与交易尚未形成规范市场。缺少标准化平台，经营分散。
- 中游：国牌宠食借助电商平台持续发力；科学养宠观念蔚然成风。(1)我国宠食规模2013年开始高速增长。进口品牌占半数以上份额，但总体下滑，国牌依托电商平台迅速发展。(2)宠主对智能用品需求提升，市场中多数是中小企业，以OEM/ODM模式为主，在代工领域深耕多年的企业如小佩宠物开始谋求技术转型，积极提升研发能力和营销推广。
- 下游：医疗市场利润空间大，连锁规模化将带动行业进一步升级。医疗作为第二大细分市场，规模已突破300亿。由于资金、技术壁垒，多以小型店为主，连锁率仅为8%-15%，地区发展差异大，疫苗、药品几乎为外资品牌垄断。亟待加速行业整合提高连锁化形成规模效应。

#### ● 宠物衍生文化演绎另类精彩：云养宠成为新消费增长点。

#### ● 宠物行业发展三大驱动因素：消费能力、消费意愿与消费观念

- 消费能力：居民消费能力增强。更多人有能力选择养宠或是更好地养宠；
- 消费意愿：人口老龄化、家庭小型化以及宠物家人化提升宠物消费意愿；
- 消费观念：消费升级、养宠科学化使宠主愿意购买高端、非必需性商品。

#### ● 中国宠物市场空间大，发展前景广阔

2020年我国宠物市场预计超过2500亿，未来5年市场空间可期。产业链将逐步完善，细分行业龙头有望出现。

- 宠物食品：产品、渠道双管齐下，助力宠食市场百花齐放
- 宠物医疗：提升连锁化率，打造品牌效应

#### ● 相关上市公司梳理

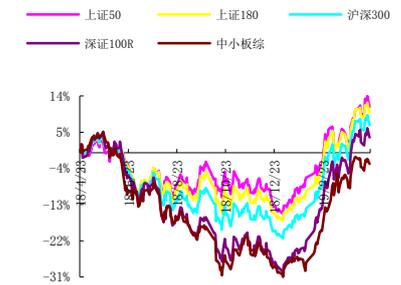
细分行业龙头在整合上下游资源和全产业链布局上具有资本优势，容易成长为行业巨头。建议关注佩蒂股份、中宠股份、路斯股份、依依股份等。宠物医疗则通过专业服务作为核心要素增强客户粘性便于切入进入门槛低的上下游业务，打造全产业链闭环，长期来看具备成为宠物服务商巨头的潜力，相关公司建议关注瑞普生物。

风险提示：行业发展不及预期；竞争加剧；法规政策管制趋严；汇率风险等。

### 主要数据:

上证综指:	3215.04
深圳成指:	10224.31
沪深300:	4025.61
中小盘指:	3779.18
创业板指:	1697.51

### 主要市场走势图



资料来源: Wind

### 报告作者

分析师	郑旻
执业证书编号	S0020514050001
邮箱	zhengmin@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1823
联系人	虞珂
邮箱	yuke@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1935
联系人	路璐
邮箱	lulu@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-2174
联系人	房倩倩
邮箱	fangqianqian@gyzq.com.cn
电话	021-51097188-1892

## 内容目录

1. 中国宠物市场发展迅速 .....	6
1.1 宠物数量与消费增长效应叠加，国内宠物市场快速扩张 .....	6
1.2 我国宠物市场发展呈现阶段性特点，宠物消费主体画像发生改变 .....	7
1.3 我国宠物行业进入高速发展阶段，2020 年后将开始成熟 .....	13
2. 中国宠物产业链 .....	14
2.1 上游：宠物繁殖与交易尚未形成规范市场 .....	15
2.2 中游：宠物商品 .....	16
2.2.1 宠物食品：最大细分市场，国牌日渐崛起 .....	16
2.2.2 宠物用品：科学养宠盛行，研发仍待提高 .....	19
2.3 下游：宠物服务 .....	20
2.3.1 宠物医疗：刚性需求市场，机遇挑战并存 .....	21
2.3.2 其他宠物服务 .....	23
2.4 宠物衍生文化演绎另类精彩 .....	23
3. 宠物行业发展三大驱动因素：消费能力、意愿与观念 .....	25
3.1 消费能力提升支撑宠物行业发展 .....	25
3.2 社会发展以及宠物地位变化提升宠物消费意愿 .....	27
3.3 宠物消费同样受益于消费升级 .....	30
4. 中国宠物市场空间大，发展前景广阔 .....	32
4.1 2020 年我国宠物市场预计超过 2500 亿，未来 5 年市场空间可期 .....	32
4.2 宠物产业链将逐步完善，各细分行业龙头有望出现 .....	33
4.2.1 宠物食品：产品、渠道双管齐下，助力宠食市场百花齐放 .....	34
4.2.2 宠物医疗：提升连锁化率，打造品牌效应 .....	35

## 图表目录

图 1: 中国宠物行业市场规模高速增长, 2018 年达到 1708 亿元 .....	6
图 2: 我国宠物细分行业市场规模中宠物食品和医疗占比最大 .....	6
图 3: 我国养宠人数加速增长, 2018 年超 7000 万 .....	7
图 4: 2018 年宠物人均单只消费增长 15% .....	7
图 5: 宠物狗的消费要大于宠物猫 .....	7
图 6: 我国城镇家庭宠物渗透率大大低于发达国家 .....	8
图 7: 一二线城市养宠人群在宠物食品上月平均花费更高 .....	8
图 8: 养宠繁荣度前十大城市均为一二线城市 .....	8
图 10: 18 年双 11 波奇网和天猫国际猫狗产品销量对比 .....	10
图 11: 猫咪经济 (猫咪表情和星巴克猫爪杯) .....	10
图 12: 我国消费者倾向于在线上电商购买宠物商品 .....	10
图 13: 我国电商领先于国际, 渗透率高于美日 .....	10
图 14: 线上渠道消费增速远超线下门店 .....	11
图 15: 17 年宠物及其周边商品线上渠道销售额增加 33% .....	11
图 16: 2016 年~2018 年宠物消费主体年龄分布变化 .....	11
图 17: 养宠人群的收入水平也与年轻化相匹配 .....	11
图 18: 2017 年~2018 年我国养宠人群性别分布变化 .....	12
图 19: 我国不同性别养宠人群消费商品类型 .....	12
图 20: 养宠用户以高学历人群居多 .....	12
图 21: 普通白领是养宠主力 .....	12
图 22: 宠物陪伴孩子一起长大 .....	13
图 23: 我国宠物行业已进入高速发展阶段 .....	14
图 24: 宠物产业链 .....	14
图 25: 狗活体获取方式以购买为主 .....	15
图 26: 猫活体获取方式以捡拾为主 .....	15
图 27: 狗交易品种多样, 贵宾占比最高 .....	15
图 28: 猫交易品种更为集中, 中华田园猫比重过半 .....	15
图 29: 活体交易以线下专业渠道为主 (狗) .....	16
图 30: 活体交易以线下专业渠道为主 (猫) .....	16

图 31: 中国宠物食品规模近年增速提高.....	17
图 32: 2017 年全球部分国家宠物食品市场份额占比.....	17
图 33: 狗食品消费结构以干粮为主, 零食为辅.....	17
图 34: 猫食品消费结构中主粮比例更高.....	17
图 35: 中国宠物食品销售渠道占比, 六成为线上.....	18
图 36: 线上及线下食品消费渠道.....	18
图 37: 中国宠物食品市场品牌格局变化.....	18
图 38: 中国宠物食品市场占有率前五的品牌 (2016) .....	19
图 39: 京东平台上宠物食品销售品牌排行 (2018) .....	19
图 40: 小佩宠物多样化产品布局.....	20
图 41: 小佩宠物与漫威达成“技术+IP”合作.....	20
图 42: 狗用品中服装、玩具项圈品牌渗透率相对较低.....	20
图 43: 猫用品中猫砂、项圈品牌渗透率较低 .....	20
图 44: 宠物服务类购买比例 (2017) .....	21
图 45: 宠物服务类消费额占比 (2017) .....	21
图 46: 宠物医疗行业细分市场占比 .....	21
图 47: 故宫淘宝的猫咪文创产品.....	24
图 48: 宠物相关游戏及影视作品.....	24
图 49: 网红宠物微博超级话题讨论度 .....	24
图 50: 猫咖啡厅等新型餐饮形式受到追捧 .....	24
图 51: 美食博主“日食记”的宣传宠物“酥饼大人” .....	25
图 52: “吾皇”系列卡通形象与美妆品牌进行联名合作.....	25
图 53: 宠物行业渗透率与人均 GDP 有正相关关系.....	26
图 54: 中国人均 GDP 超过 8000 美元.....	26
图 55: 人均可支配收入持续增长.....	26
图 56: 各省市 (未含港澳台) 人均 GDP 均超 3000 美元, 13 个省市超 8000 美元.....	27
图 57: 养宠繁荣度较高的城市人均收入较高 .....	27
图 58: 美国除单身家庭外, 人口数少的家庭宠物支出更多.....	28
图 59: 我国老龄化加速深化.....	28
图 60: 世界主要老龄化国家对比.....	28

图 61: 中国“空巢青年”所面临的困境.....	29
图 62: 二人户比例上升.....	29
图 63: 三人户比例下降.....	29
图 64: 人类对宠物角色认识的变化.....	30
图 65: 养宠物的原因.....	30
图 66: 人与宠物的关系比朋友更亲密.....	30
图 67: 中高端狗粮消费增速大, 中高端猫粮销售增速超 100%.....	31
图 68: 人们对非必需宠物商品的消费意愿上升.....	31
图 69: 有超过 60%的宠物主有科学养宠的意识.....	32
图 70: 38.5%的宠物主会学习科学喂养方法.....	32
图 71: 琳琅满目的宠物商品.....	33
图 72: 宠食消费五大趋势.....	34
图 73: 宠物商店中分类精细的各式宠食.....	34
图 74: 主粮消费决定因素.....	35
图 75: 宠物食品口碑传播渠道.....	35
图 76: 宠物医院的客户粘性分析.....	36
图 77: 宠物主人最期待的宠物医院服务.....	36
表 1: 宠物食品分类.....	16
表 2: 国内部分连锁宠物医院开设情况.....	22
表 3: 国内获批宠物疫苗注册的外资品牌.....	22
表 4: 养一只中型犬每年消费金额.....	25
表 5: 我国宠物市场未来增长空间测算.....	33
表 6: 2017 年在 A 股和美股上市的中国宠物公司.....	34
表 7: 宠物行业相关上市公司.....	37

## 1. 中国宠物市场发展迅速

### 1.1 宠物数量与消费增长效应叠加，国内宠物市场快速扩张

国内宠物行业市场快速发展壮大，五年规模翻 1.5 倍。《2018 年中国宠物行业白皮书》数据显示，我国宠物行业市场规模已经达到 1708 亿元，同比增长约 27.5%。其中宠物狗市场规模约为 1056 亿元，宠物猫市场 652 亿元。2014 年~2018 年五年内市场规模翻了 1.5 倍多，年复合增速 24.1%

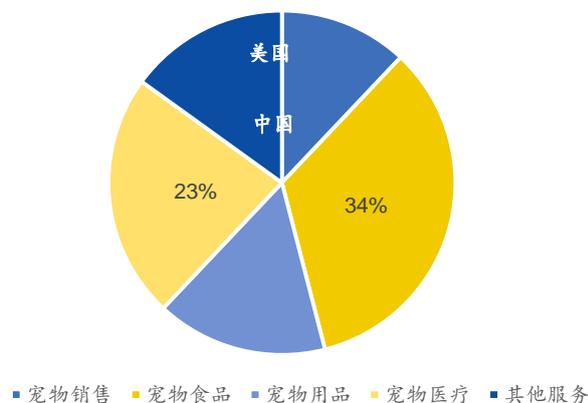
图 1：中国宠物行业市场规模高速增长，2018 年达到 1708 亿元



资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

宠物食品和医疗是规模占比最大的两个细分行业。随着国内宠物行业的发展，宠物产业链在逐步完善，各细分行业因为产品或服务的必需性不同市场规模也有明显差距。从细分行业结构来看，宠物食品和宠物医疗规模占比最大，分别为 34.8% 和 23.0%。对标美国的情况，预计这两个细分行业规模占比未来还将继续增加。

图 2：我国宠物细分行业市场规模中宠物食品和医疗占比最大



资料来源：狗民网，APPA，国元证券研究中心

宠物数量和宠物消费增长效应叠加导致市场规模的高速增长。2014 年以来，我国养宠人数持续增长，五年复合增速 16%，年增速不断加快。2018 年中国城镇养宠

人数 7355 万人，同比增幅超 24%。其中城镇养猫狗人数达 5648 万人，占比 77%；宠物猫狗数量也由 2017 年的 8746 万只增长到 9149 万只，同比增长 4.6%。

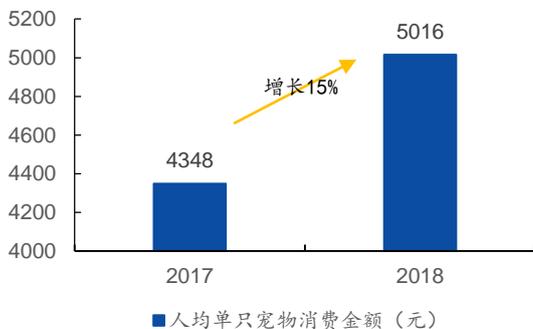
图 3：我国养宠人数加速增长，2018 年超 7000 万



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

人们越来越重视宠物，也更加愿意为宠物花钱。2018 年人均单只宠物年消费为 5016 元，同比增长 15%。分宠物种类看，狗的消费要大于猫，人均单只狗年消费金额 5580 元，而单只猫消费金额为 4311 元；分类型看，宠物主粮、宠物用品、宠物医疗、宠物零食是宠物市场消费的前 4 名。

图 4：2018 年宠物人均单只消费增长 15%



资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

图 5：宠物狗的消费要大于宠物猫



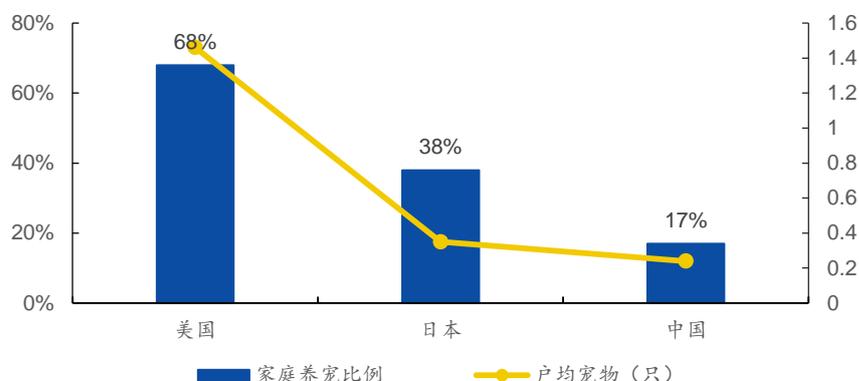
资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

## 1.2 我国宠物市场发展呈现阶段性特点，宠物消费主体画像发生改变

### 我国整体宠物的家庭渗透率低，城镇人口是养宠主力

国内家庭宠物拥有率仅有约 4%-5%，户均养宠数为 0.24。2017 年，美国家庭的宠物拥有率为 68%，户均宠物数量 1.46 只；日本家庭宠物拥有率为 38%，户均宠物数量 0.35 只，都远远高于我国。在发达国家，很多家庭养宠物的数量甚至超过了孩子的数量。城镇人口是我国养宠的主要人群，近三年城镇养宠比例由 10% 上升至 17%，但同美日等宠物行业发展成熟的国家相比还是非常低的。

图 6：我国城镇家庭宠物渗透率大大低于发达国家

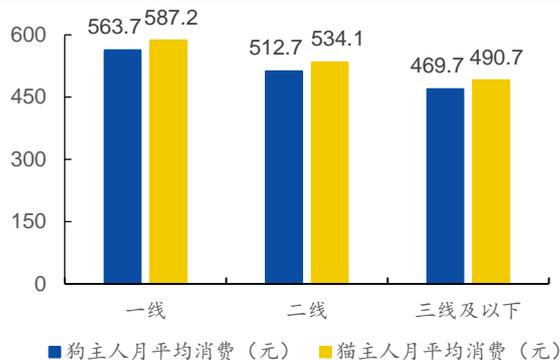


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

### 一二线城市是宠物消费主战场，养宠风潮在向低线城市蔓延

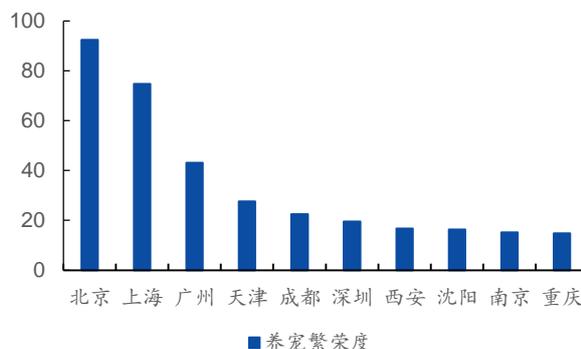
一二线城市仍然是宠物消费的主力战场，但低线城市宠物消费潜力巨大。宠物行业白皮书数据显示，一二线城市宠物主在宠物食品、用品消费明显高于三线及以下城市。CBNData《报告》也显示，线上宠粮消费者以新一线城市用户为主，但同时三线及以下城市用户的人数增速更高，可见新一线城市人正引领撸猫遛狗风潮，向低线城市蔓延。随着低线城市经济水平和人均可支配收入的提升，加上各大电商巨头渠道下沉，三四线城市宠物经济发展可期。

图 7：一二线城市养宠人群在宠物食品上月平均花费更高



资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

图 8：养宠繁荣度前十大城市均为一二线城市

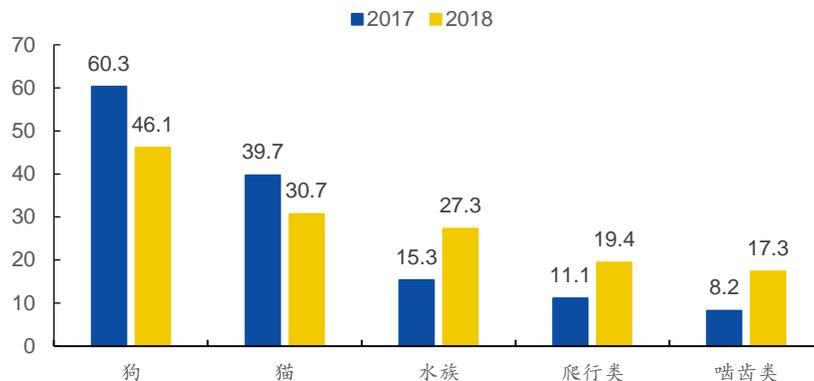


资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

### 养宠仍以猫狗为主，但宠物类型呈现多样化

2018 年，在我国养宠人群中，养猫狗依然占据主流地位，分别有 46.1% 的人养狗和 30.7% 的人养猫，但比例较 2017 年有所降低。而其他宠物类型如水族、爬行类、啮齿类等小型宠物的比例则明显提高，分别有 27.3% 和 19.4% 的宠物主拥有水族和爬行类宠物。由此可见，在养宠人群增多的同时，新增养宠人群的宠物选择和偏好更加多样化

图 9：2017 年~2018 年我国养宠类型占比变化 (%)



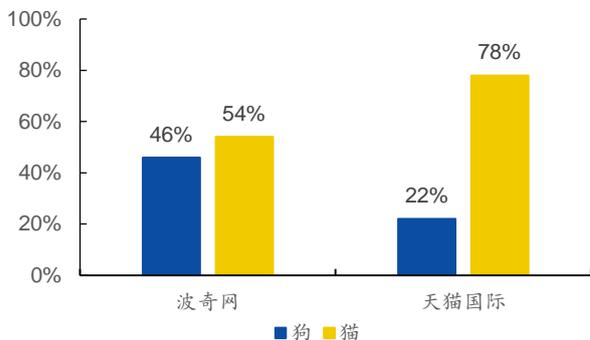
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

### “猫咪经济”开始凸显

撸猫热潮兴起，越来越多人将猫咪作为他们的养宠选择。2018 年，全国城镇养狗的数量为 5085 只，同比增长 1.90%；养猫的数量为 4064 只，同比增长 8.20%，猫的数量增长更快。养猫人群中 90 后更多，占比 47.5%，比例高于养狗人群。波奇网披露的 2018 年双十一数据中，宠物猫订单数量占比(54%)高于宠物狗(46%)。淘数据也显示，2018 年 11 月天猫国际宠物相关销售额中，猫的市场份额 (78%) 大于狗 (22%)。相对于狗主人，猫主人看起来更愿意花高价购买高端进口品牌的商品。今年 11 月猫主粮同比增长约 60%，而犬主粮同比增长约 35%，这背后反映出了养猫人群的不断壮大。同时猫主人也更舍得掏钱。天猫国际 11 月宠物相关消费金额环比增长 5 倍多，但是从消费类别来看，猫主粮占比约 55%，而犬主粮占比约 15%，在占比 20%的美容清洁用品中，猫砂产品占到了 90% 以上。从整体来看，与猫相关的消费占比接近 80%。

猫更契合当代年轻人的生活方式，“猫咪经济”兴起。猫不像狗需要每天溜，独立不粘人，宠物主的饲养负担更小，更适合进入社会不久的年轻养宠人群。人们对猫咪关注度的提升也带动了国内的“猫咪经济”。“猫咪经济”是 2015 年日本经济学家发明的一个词汇，表示不管经济多么困难，大众对猫及其产品的热情始终高涨，只要商家用对猫咪就能吸引关注从中获益。猫咪相关话题在我国互联网上越来越受关注，多次占据微博热搜；猫咪表情包、视频和图片的评论转发量和讨论度居高不下，猫咪照片和视频的社交账号粉丝最高可达几千万。许多自身条件无法养猫的年轻人选择关注养猫博主“云养猫”，众多网红养猫博主有巨大的广告营销盈利。随之猫咪周边产品和服务也越来越受到年轻人的追捧，如猫舍、猫粮、猫医疗、猫美容、猫咪咖啡馆等。前段时间大热的星巴克猫爪杯就是这一趋势的体现。

图 10: 18 年双 11 波奇网和天猫国际猫狗产品销量对比



资料来源:《2018 年中国宠物行业白皮书》, 国元证券研究中心

图 11: 猫咪经济 (猫咪表情和星巴克猫爪杯)

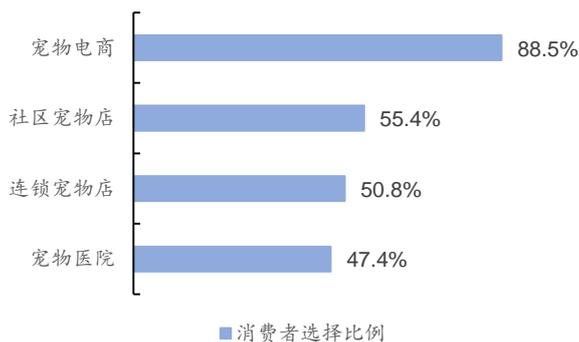


资料来源: 网络资料, 国元证券研究中心

### 线上电商发展迅速已成主要渠道, 线下零售渠道分散、集中度低

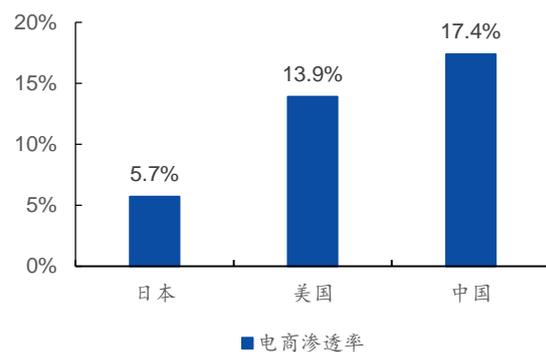
不同于欧美发达国家宠物商品销售以商超为主的渠道, 消费者更倾向于在宠物专营店和电商渠道购买宠物商品。据 Frost & Sullivan (简称“沙利文公司”) 调查报告显示, 88.5% 的宠物主选择在线上购买宠物商品, 55.4%、50.8%、47.4% 的人会选择社区宠物店、连锁宠物店、宠物医院等线下宠物专营店进行消费。这主要是因为我国宠物市场发展历史短, 线下零售渠道还未成熟, 存在布局分散、市场集中度低等问题。而我国电商发展领先于国际、电商渗透率高, 广大消费者已接受并习惯于网上购物。沙利文报告同时指出, 养宠人群选择电商主要是考虑品质有保障、货源种类多、优惠力度大、促销活动多、快捷便利等因素, 而选择线下门店则是因为可以挑选实物、以及线下服务内容丰富, 比如可以寄养, 美容, 整型等。

图 12: 我国消费者倾向于在线上电商购买宠物商品



资料来源: Frost & Sullivan 《2018 年中国宠物行业报告》, 国元证券研究中心

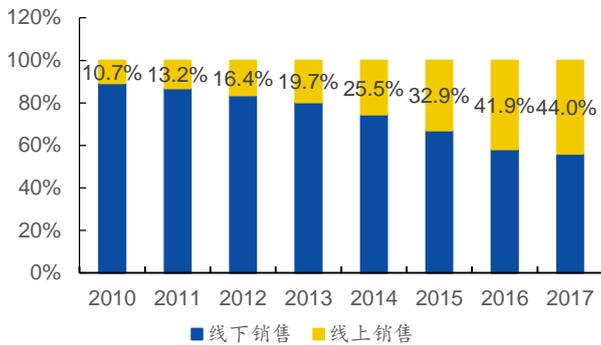
图 13: 我国电商领先于国际, 渗透率高于美日



资料来源: Euromonitor, 国元证券研究中心

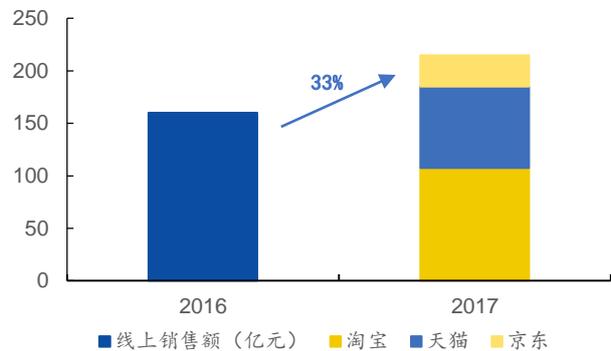
从 2010 年到 2017 年线上渠道销售额增速迅猛, CAGR 约 26%, 而线下销售额增长缓慢。国内电商数据网站魔镜统计, 2017 年宠物及其周边商品在线上的销售额为 215 亿, 比 2016 年增长 33%, 其中淘宝占比 50%, 天猫 35%, 京东 14%。

图 14：线上渠道消费增速远超线下门店



资料来源：狗民网，国元证券研究中心

图 15：17 年宠物及其周边商品线上渠道销售额增加 33%



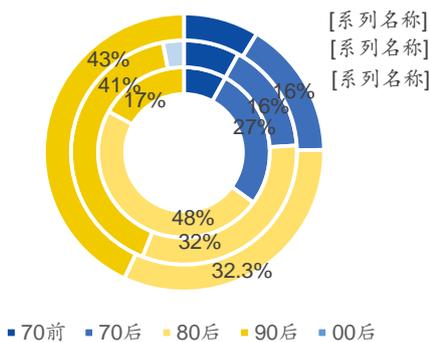
资料来源：魔镜网，国元证券研究中心

### 宠物消费群体：你不知道的“铲屎官”

#### 宠物消费主体趋于年轻化，90 后成为消费主力军

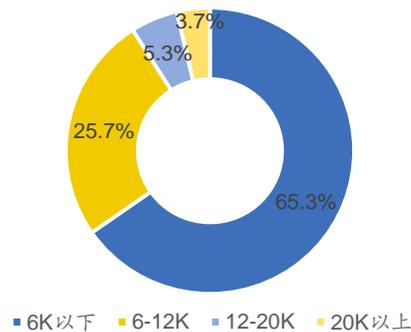
从消费群体的年龄看，以 80、90 后为代表的年轻人宠物消费占比逐年攀升，宠物消费的主力军由 80 后向 90 后过渡。从近三年的《中国宠物行业白皮书》报告数据可以发现，80、90 后消费群体的占比在整个宠物行业中始终处于上升状态，由 2016 年的 65% 上升至 2018 年的 77%。其中 90 后的占比在 2017 年大幅增加至 41%，超过 80 后成为市场主导。2018 年最后一批 90 后也已成年，90 后成为消费主力的趋势依然延续。2019 年，第一批 00 后也将成年并逐步加入到宠物消费市场中。新一代的年轻人比他们的长辈更加接受养宠爱宠的生活方式。

图 16：2016 年~2018 年宠物消费主体年龄分布变化



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

图 17：养宠人群的收入水平也与年轻化相匹配



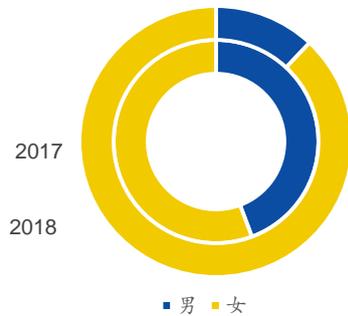
资料来源：狗民网，国元证券研究中心

#### 猫狗宠物主以女性消费者为主，男性女性宠物消费偏好有所不同

宠物白皮书数据显示，猫狗宠物主中女性人数占比为 88%，显著高于男性。而 2017 年女性宠物主占比为 55.7%，仅略高于男性。可见女性养宠数量正在迅速增长。此外，相对于男性，女性消费者对于宠物的照料也更加细心，更关注宠物的饮食、娱乐和健康，且偏好于“颜值消费”。无论是打造自己的爱宠，还是可爱的宠物用品，她们都无法抗拒。而男性消费者更注重实用性，且比女性更偏爱容易照料的水族宠

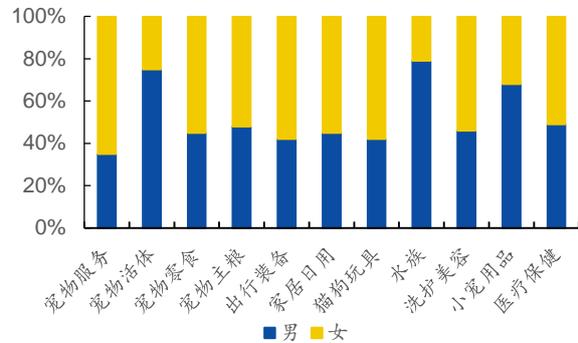
物，因此在水族和小宠用品方面的消费占据主导地位。

图 18：2017 年~2018 年我国养宠人群性别分布变化



资料来源：狗民网，国元证券研究中心

图 19：我国不同性别养宠人群消费商品类型

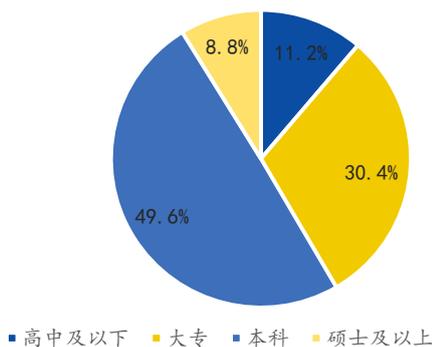


资料来源：《2018 宠物消费趋势报告》，国元证券研究中心

### 高学历白领养宠比例高，家庭养宠陪孩子一起成长

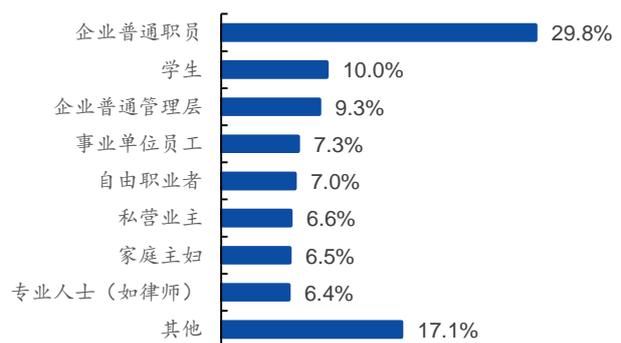
从学历上看，养宠人群本科及以上的比例达到 58.4%，大专及以上的比例 88.4%，养宠以高学历人群居多；在养宠人群的职业分布中，企业普通职员占比最大，为 29.8%，年轻白领成为养宠主力；普通白领往往更加年轻，有一定的经济能力和时间，独居的比例更高，对养宠更有热情。从养宠用户的婚姻情况看，已婚占比要大于未婚，且已婚有小孩的家庭占比更高。未婚人群养宠可能会受到住房、经济等因素的影响无法养宠，而有小孩的家庭的养宠观念逐渐改变，宠物的情感性角色凸显，宠物可以成为孩子成长过程中很好的玩伴，特别是独生子女家庭，让宠物和孩子一起成长对孩子的身心健康都有很大益处。

图 20：养宠用户以高学历人群居多

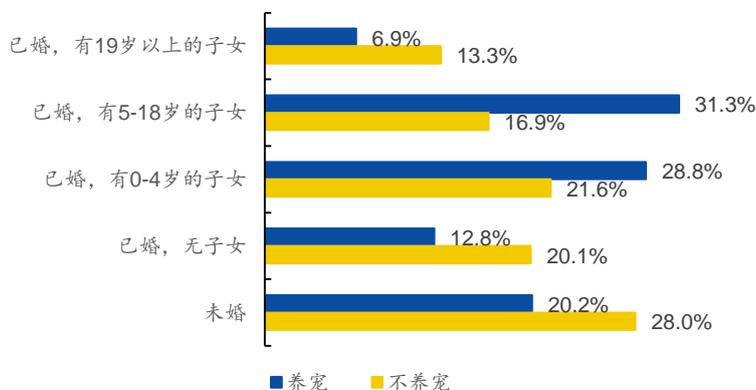


资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

图 21：普通白领是养宠主力



资料来源：《2018 年中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

**图 22：宠物陪伴孩子一起长大**


资料来源：狗民网，国元证券研究中心

### 1.3 我国宠物行业进入高速发展阶段，2020年后将开始成熟

#### (1) 萌芽阶段：20 世纪 90 年代——国际品牌进驻，宠物消费氛围开启

1992 年，中国保护小动物协会成立。“保护、爱护动物”、“动物是人类朋友”等社会文明观念开始在社会上宣传，国内开始接触西方国家宠物作为“生活伴侣”的观念，宠物在中国被重新定义。1993 年，玛氏公司在国内设厂；2 年后，法国皇家等一批国际化品牌也陆续进入中国。国内宠物市场拉开序幕，宠物经济理念正式开始引进。同时，随着改革开放的浪潮，大量“海归”将国外新鲜的宠物概念带入一线经济发达城市，大批社会上层人群被养宠物所吸引。

1993 年，以四川华西、北京博爱、上海顽皮家族、北京怡亚等为代表的国内第一批专业宠物用品销售及医疗服务店建立，代表着国际宠物经济概念在国内开始付诸实践，开启了国内宠物消费的环境和氛围。

#### (2) 起步阶段：21 世纪前十年——宠物数量快速增加，宠物角色有所转变

这一阶段市场初具规模，我国宠物数量由不足 4000 万只增加到超过 1.5 亿只。宠物角色慢慢由传统的“看家护院”转变为伴侣动物、家庭成员，人们对宠物注入了更多情感因素。与此同时，国内开始出现规模化工厂，生产对外出口的宠物产品，包括烟台中宠股份、温州佩蒂、杭州天元、上海多格漫等。这批宠物产品制造商在拉动国际市场的迅速发展的同时推动了国内宠物市场发展。

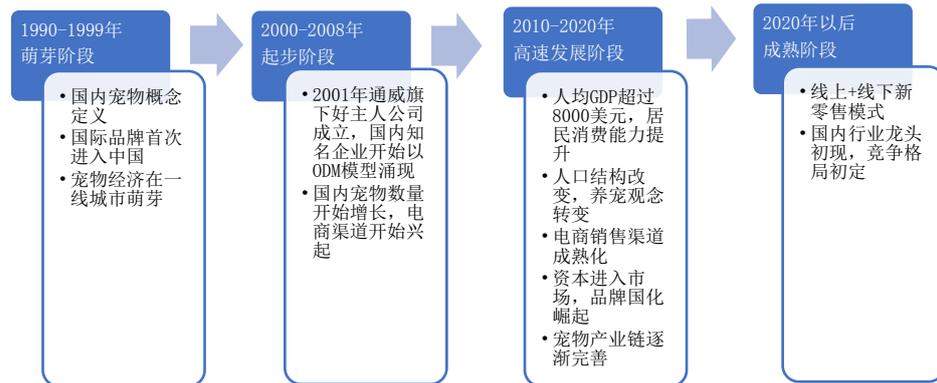
#### (3) 高速发展阶段：2010 年至 2020 年，我国宠物产业正蓬勃发展

强大的经济增长带来了国内宠物市场的空前繁荣。宠物产业不再局限于通过宠物买卖、配种、繁殖、出租等活动赚钱，各种与宠物生活相关的市场，包括制造业、服务业都蕴含着无限商机。近几年除了宠物商品的生产销售企业外，宠物门店包括宠物医院、宠物零售店、宠物养殖场纷纷在上海、北京等经济发达城市悄然兴起，并向欠发达城市蔓延。宠物门店提供的服务也越来越多样化，部分已经形成了包括商品销售、宠物美容、宠物寄养和宠物售卖等在内的宠物服务一条龙。

(4) 成熟阶段：2020 年以后

宠物市场增速放缓，预计线上线下的新零售模式正式开启，成为新的竞争和布局方向。消费者需求提升，形成一定的品牌忠诚度，行业龙头雏形显现，竞争格局初定。

图 23：我国宠物行业已进入高速发展阶段

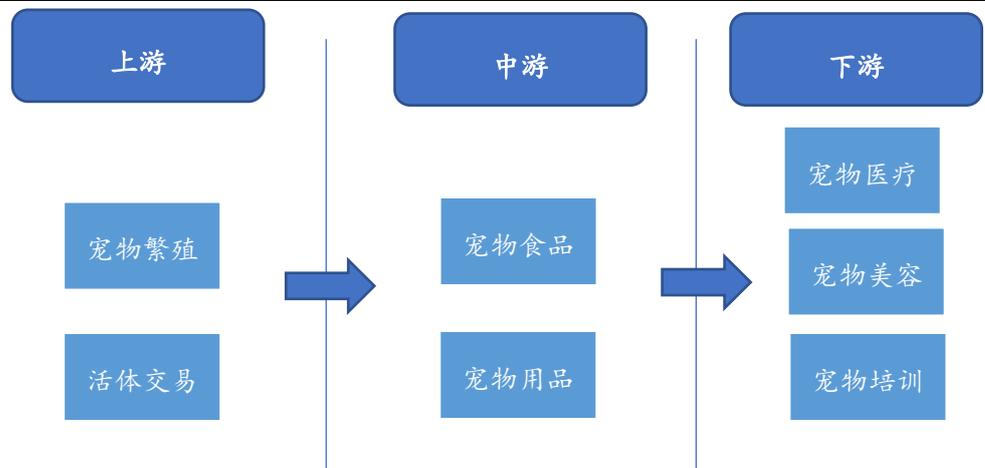


资料来源：网络资料整理，国元证券研究中心

## 2. 中国宠物产业链

作为当代人精神寄托的重要载体之一，宠物的地位正在悄然发生变化。宠物饲养已经从原先的简单粗放逐渐向品质化、精细化转变，并由此衍生出一条完整的宠物产业链，基本包含了宠物从出生到死亡过程中的各个环节。其中，上游包括宠物繁殖及交易；中游主要为宠物商品，包括食品、日常用品；下游为宠物服务，包括宠物医疗、宠物美容以及宠物培训等。

图 24：宠物产业链



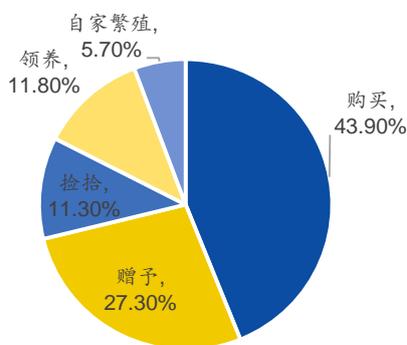
资料来源：国元证券研究中心

## 2.1 上游：宠物繁殖与交易尚未形成规范市场

上游环节主要涉及宠物繁殖以及宠物交易。目前中国尚无进行规模化宠物繁殖培育的专业机构，宠物繁殖的途径主要有三条：养殖场、家庭养殖以及动物救助中心。宠物交易环节则更为复杂，包括包装、检验检疫、配送以及售后等一系列流程，多为宠物养殖方在售卖前后自主完成。因而国内现有宠物上游市场既缺少大型标准的统一供应商，也缺少专门的销售配送渠道，多数仍然以个体门店的方式相对分散经营，存在宠物品质差、存活率低以及售后不到位等诸多问题。

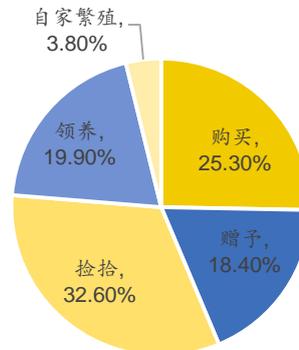
从交易结构来看，狗活体获取方式购买占比最高，猫活体暂时没有表现出明显的市场交易属性。购买是养狗人士的首选，占比为 43.9%，赠予以 27.3% 位列第二。猫获取方式中捡拾的比例最高，为 32.6%，购买和领养则分别占 25.3% 以及 19.5%。

图 25：狗活体获取方式以购买为主



资料来源：2018 年中国宠物行业白皮书，国元证券研究中心

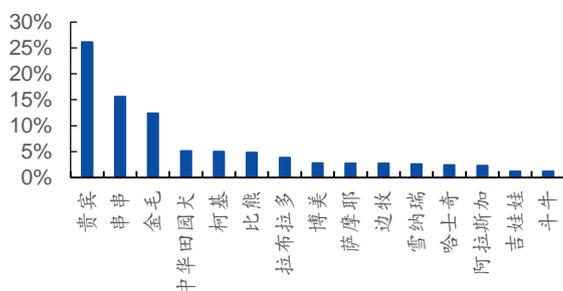
图 26：猫活体获取方式以捡拾为主



资料来源：2018 年中国宠物行业白皮书，国元证券研究中心

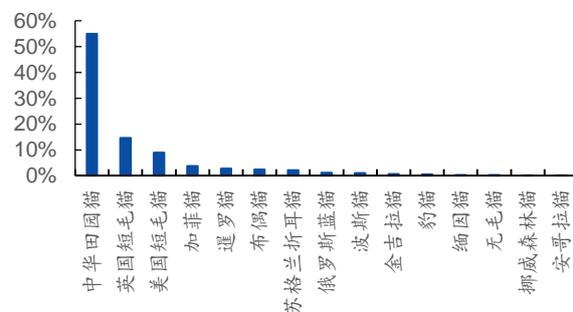
狗活体品种多样，贵宾、串串、金毛占比前三。与狗主人养的犬种多样化不同，猫主人养猫品种比较集中，中华田园猫独占鳌头，过半数猫主人养中华田园猫。

图 27：狗交易品种多样，贵宾占比最高



资料来源：2018 年中国宠物行业白皮书，国元证券研究中心

图 28：猫交易品种更为集中，中华田园猫比重过半

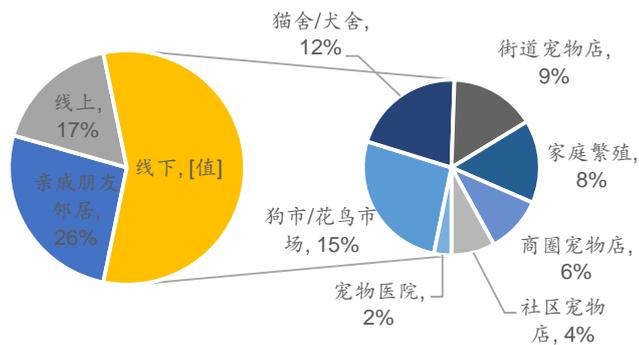


资料来源：2018 年中国宠物行业白皮书，国元证券研究中心

活体交易以线下专业渠道为主。根据狗民网数据统计，2018 年宠物交易渠道中，线下渠道在狗、猫的交易方式中占比分别为 57% 和 53.5%，线上渠道占比仅为 17.1%

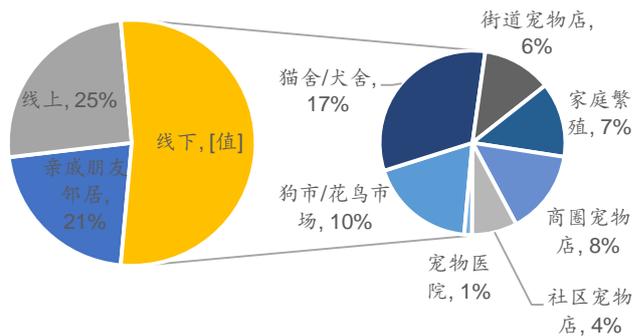
和 25.1%。其中，狗活体交易线上以微博、微信、贴吧论坛等信息获取渠道为主，线下则是狗市、犬舍等专业渠道占比高。而猫活体交易渠道中，线上信息获取渠道和综合电商优势明显，线下同样以专业渠道为主。

图 29：活体交易以线下专业渠道为主（狗）



资料来源：狗民网，国元证券研究中心

图 30：活体交易以线下专业渠道为主（猫）



资料来源：狗民网，国元证券研究中心

## 2.2 中游：宠物商品

### 2.2.1 宠物食品：最大细分市场，国牌日渐崛起

宠物食品是经过工业化加工制作的用以喂养宠物的食品，按食品功能的不同可划分为主粮、零食以及营养保健品三大类。食品是宠物日常生活的刚需产品，具有消费频次高且持续时间长的特点，是目前宠物产业中竞争最为激烈的赛道之一。

表 1：宠物食品分类

食品分类	简介
主食	按照产品形态和加工方式不同，可以分为干粮、湿粮两类，主要是用来提供宠物日常维持体能的能量和营养成分
零食	包括肉干、肉条、咬胶、洁齿骨等，宠物零食主要是在宠物休闲的时候主人用来吸引宠物注意力或者是调节宠物口味的食物，主要是帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动
保健品	根据宠物的生理状况等制作的营养调理品，摄入适当的营养成分有利于宠物的健康发育和成长，同时也可作为辅助治疗用于患病宠物的恢复。

资料来源：佩蒂招股说明书，国元证券研究中心

中国宠物食品市场规模近年处于高速增长期，相较成熟市场差距仍存，发展空间未来可期。2013 年开始，我国宠物食品市场规模呈现出爆发式增长。根据 Euromonitor 数据统计，2013 年之前年均增长率约在 10% 左右，2013 年至 2017 年增速不断提升，年均复合增长率达到 24.08%，以商品完税价格口径计算，2017 年市场规模超过 100 亿美元，较 2016 年增长 33%。从全球宠物食品市场规模来看，2017 年达 802 亿美元。其中，美国市场份额占比最大，占比为 38.15%；其次是英国和德国，

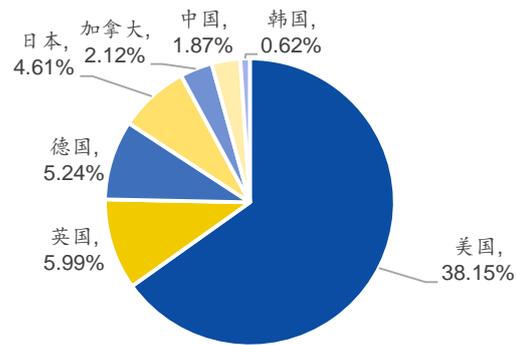
市场份额占比在 5%以上；中国目前的市场份额占比较小，仅为 1.87%，较国外发达国家还有较大的发展差距。但随着养宠人数和宠物食品渗透率的提升，未来中国宠物食品市场还存在极大的发展潜力。

图 31：中国宠物食品规模近年增速提高



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

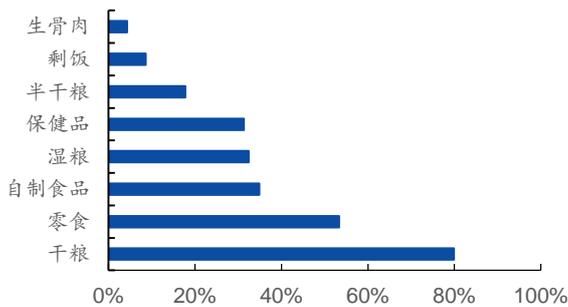
图 32：2017 年全球部分国家宠物食品市场份额占比



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

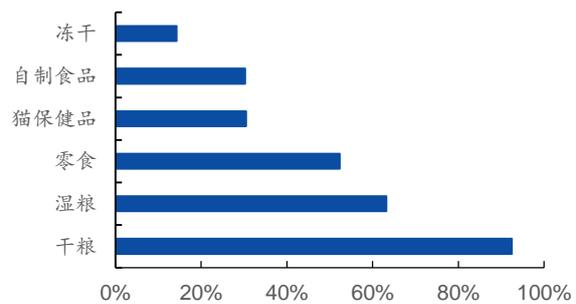
从食品消费结构上看，消费品种集中，干粮占比最高。根据狗民网数据显示，宠物食品消费结构中干粮的比重高，约在九成左右。其中狗食品消费结构中的零食消费比例更高，达到 53.3%，排名第二。而猫食品消费中排名第二位的是湿粮，比例为 63.2%。保健品部分购买比例两者相当，分别为 31.3%和 30.5%。

图 33：狗食品消费结构以干粮为主，零食为辅



资料来源：狗民网, 国元证券研究中心

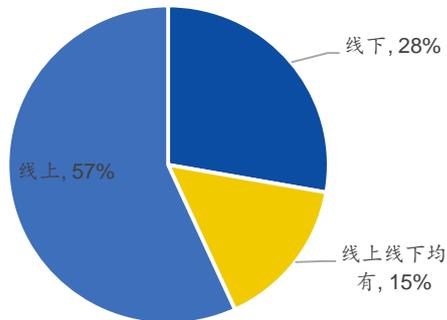
图 34：猫食品消费结构中主粮比例更高



资料来源：狗民网, 国元证券研究中心

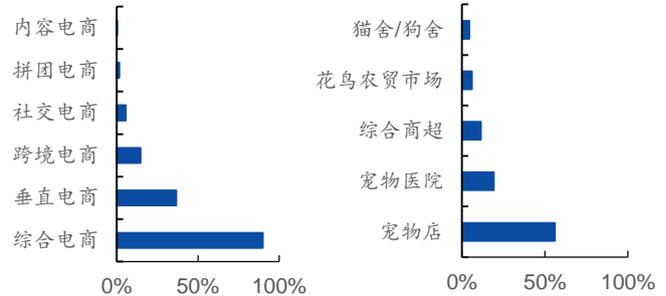
宠物食品消费渠道以线上为主，综合电商优势明显。根据狗民网统计，近六成的宠物主人选择线上购买食品，线下购买人数占 28%。其中，线上方式里又以综合电商的比例最高，达到 90%，而线下则以宠物店购买为主，比例为 56%，其次是宠物医院，超过综合商超。但随着新零售的兴起，线下体验以及支付系统的完善，线上线下的差异正在逐渐缩小，部分 90、95 后年轻宠主正在向线下回流。

图 35：中国宠物食品销售渠道占比，六成为线上



资料来源：狗民网，国元证券研究中心

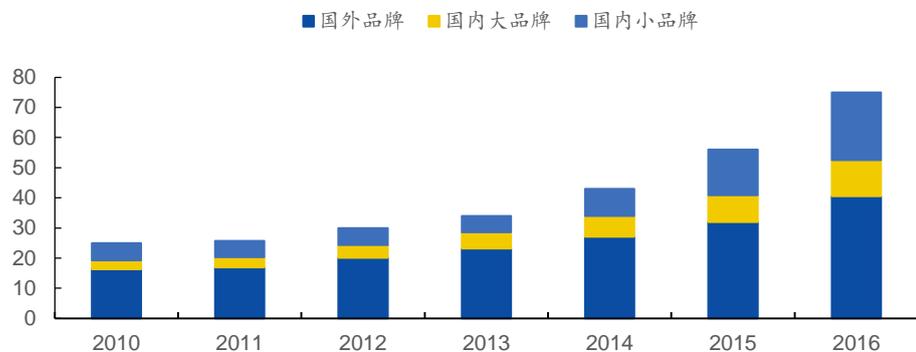
图 36：线上及线下食品消费渠道



资料来源：狗民网，国元证券研究中心

**进口食品仍占主流，国牌日渐崛起。**根据 Euromonitor 数据统计，国内宠物食品消费市场中进口品牌一直占据半数以上的主要份额。但同时近几年国牌尤其是各种小品牌的比重也在持续增长。2013 年开始国外品牌的比重开始下滑，从 68% 降至 2016 年的 54%，国内大品牌基本维持不变，稳定在 16%，而国内小品牌则从 16% 迅速增长至 30%，几乎翻倍。

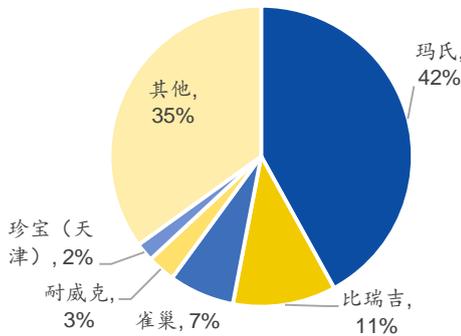
图 37：中国宠物食品市场品牌格局变化



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

**电商平台的兴起催动竞争格局变动。**据 Euromonitor 统计显示，我国宠物食品行业 CR3/CR5 从 2013 年开始由增长转为下滑，从 70%/74% 下降到 2016 年 60%/65%。从 2016 年市占率前五的品牌来看，玛氏（旗下包括宝路、皇家、伟嘉等品牌）和雀巢等外资品牌占据 42% 和 7% 的份额，国牌如比瑞吉、耐威克也占据一席之地。同样，对比京东 2018 年销售数据，排名以及同比增速最快的前五位中国牌身影涌现。

图 38：中国宠物食品市场占有率前五的品牌（2016）



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 39：京东平台上宠物食品销售品牌排行（2018）



资料来源：京东, 国元证券研究中心

### 2.2.2 宠物用品：科学养宠盛行，研发仍待提高

宠物用品主要是为改善宠物生活质量的一系列用具，包括日用品、清洁用品、宠物玩具以及宠物服饰等。该领域我国目前尚未出现具有影响力的品牌，多数以中小企业为主，并且大部分生产制造企业的客户面向国外市场。

**国内宠物用品市场规模已突破 300 亿元。**根据 2018 年宠物白皮书统计，我国目前宠物用品市场规模达到 314.52 亿元，占宠物市场整体规模的 18%，相对于宠物食品和宠物医疗市场虽然占比较小，但相较 2016 年 196 亿的市场规模约增长 60%，增幅较大。

**自主研发能力相对欠缺，国内企业多以 OEM/ODM 模式为主。**国内宠物产业由于发展时间较短，在产品品牌和销售渠道上尚存短板，多以小规模出口代工型企业为主，但个别具有自主品牌和知识产权的企业已经完成由 OEM 模式向 ODM 模式转变，并同时兼顾自有品牌的发展。

国内具有自主研发水平，能够生产智能宠物产品的企业较少，目前行业内具有代表性的企业是小佩宠物。公司成立于 2013 年 8 月成立，产品由最初智能穿戴设备到现在多线布局，涉及宠物的饮食、出行及清洁各个方面。天猫旗舰店显示小佩宠物智能饮水机的销量已超过了 15 万台。在今年 3 月的新品发布会上，小佩宣布与漫威达成深度合作，推出了不同英雄版牵引绳。借助爆款 IP 为新产品推广造势，符合公司聚焦于年轻的消费群体的定位。

图 40: 小佩宠物多样化产品布局



资料来源: 小佩宠物官网, 国元证券研究中心

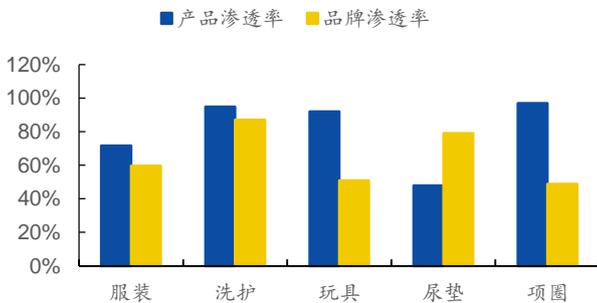
图 41: 小佩宠物与漫威达成“技术+IP”合作



资料来源: 小佩宠物官网, 国元证券研究中心

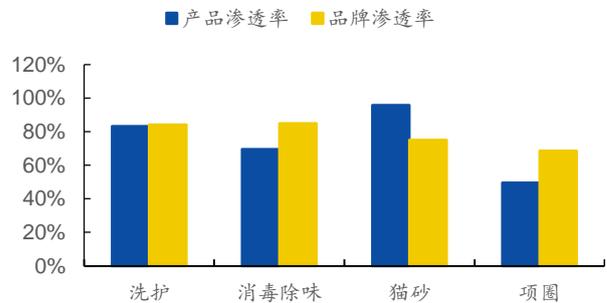
产品渗透率高, 但品牌渗透率低, 存在竞争空间。根据 2018 年宠物白皮书统计, 狗用品年人均消费为 1826.7 元, 其中项圈、洗护和玩具是渗透率前三的产品, 均达到 90%以上。猫用品年人均消费为 1721.2 元, 其中猫砂产品渗透率最高, 超过 95%。以上产品基本属于刚需品, 但对应的品牌渗透率却相对较低。可以看出饲主对于宠物用品的品牌敏感度相对不高, 更为关注的是产品的实用价值, 为国牌发展提供了空间。

图 42: 狗用品中服装、玩具项圈品牌渗透率相对较低



资料来源: 2018 年中国宠物行业白皮书, 国元证券研究中心

图 43: 猫用品中猫砂、项圈品牌渗透率较低



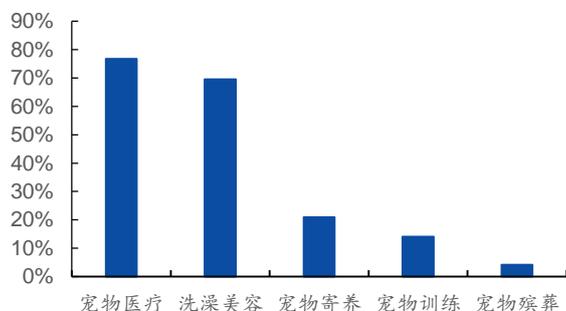
资料来源: 2018 年中国宠物行业白皮书, 国元证券研究中心

智能用品需求度提升, “科学养宠”蔚然成风。智能用品主要是指宠物的自动化产品, 通过远程操纵、智能控制等技术实现饲主对于宠物饮食起居的时刻关注。根据 2018 年宠物白皮书调查, 有 87.6%的宠物主人表示对智能用品感兴趣。其中, 74%的狗主人和 55%的猫主人最为期待智能用品是防丢项圈。除此之外, 39%的狗主人期待“住”相关的智能用品, 49.6%的猫主人更专注“吃”相关智能用品。

### 2.3 下游: 宠物服务

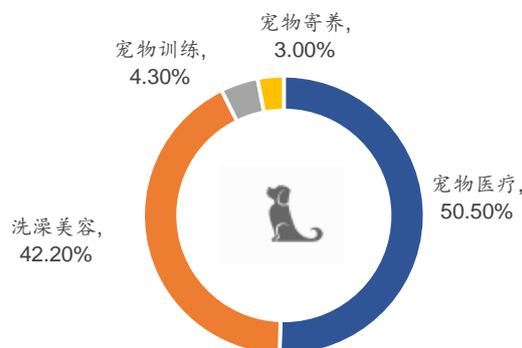
宠物服务是向宠物主人和宠物提供满足其日常生活和心理需求的服务, 主要包括宠物医疗、美容、寄养、社交、训练等。越来越多的宠物主人愿意支付费用为他们的宠物提供如人一样的生活方式, 同时催生出更多的个性化服务。随着饲养宠物的数量激增, 宠物服务行业潜在的市场容量较大。其中宠物医疗和宠物美容是消费比例最高的服务类行业。

图 44：宠物服务类购买比例（2017）



资料来源：有宠研究院，国元证券研究中心

图 45：宠物服务类消费额占比（2017）



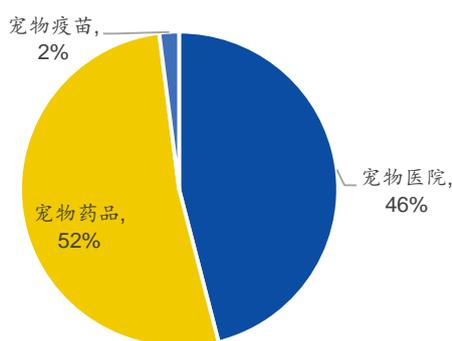
资料来源：有宠研究院，国元证券研究中心

### 2.3.1 宠物医疗：刚性需求市场，机遇挑战并存

宠物生病和医疗花费多在生命周期的后期，具有消费分布频率低、单次金额高的特点。宠物医疗地区发展差异较大，一、二线城市的医疗分布相对密集，三、四线城市增长空间较大。根据 2018 年宠物行业白皮书统计，我国宠物医疗市场规模约为 338 亿元，占比为 20%，饲主年平均花费在 1500 元左右。其中高瓴资本、瑞鹏系占据医疗半壁江山。

宠物医疗主要包括医院、药品以及疫苗三部分，根据 2016 年中国宠白皮书统计，宠物医院占比约为 46%，而宠物药品占比约为 52%，宠物疫苗占比为 2%。

图 46：宠物医疗行业细分市场占比



资料来源：有宠研究院，国元证券研究中心

宠物医院格局分散，连锁化程度约在 8%-15%。根据宠业家 2018 年最新统计，中国拥有超过 17000 家宠物医院，其中高瓴资本通过控股或参股拥有宠物医院超过 700 家，原新三板公司瑞鹏旗下运营医院 400 余家，瑞派旗下宠物医院超过 320 家，占比超过 8%。根据前瞻研究院统计，宠物医院多以中小型为主，资产规模低于 1000 万，占比约在 85%。中小型宠物店由于资金、设备以及兽医的短缺，单店经营的功能和服务范围有限。

**表 2：国内部分连锁宠物医院开设情况**

医院名称	开设数量
瑞鹏宠物医院	近 400 家
芭比堂宠物医院	130 余家
艾贝尔宠物医院	约 80 家
美联众合宠物医院	约 65 家
贝克和史东国际动物医院	20 余家
北京宠福鑫宠物医院	16 家
我宠我爱动物医院	11 家
中国农业大学动物医院	1 家
南京农业大学动物医院	1 家
浙江大学动物医院	1 家

资料来源：医院官网，国元证券研究中心

**宠物医院行业准入壁垒高。**通常来说经营一家的宠物医院一般需要具备完善的医疗设备和具备全科诊疗知识的专业兽医，资金与技术壁垒较高。尤其是兽医短缺问题在我国依然存在，目前全国动物医学专业本科毕业生每年不足 3000 人，其中近半数选择考研或出国深造，一部分就业到非专业岗位，流入国内市场的人才仅千余人。根据瑞派宠物医院统计，目前宠物医疗市场供需比例为 1: 8.33，兽医行业人数缺口高达 9 万多人。

**疫苗、药品多为外资品牌。**宠物药品及疫苗的占比在宠物医疗市场中的占比超过一半，其中疫苗是医院购买率最高的服务。根据 2016 年宠物行业白皮书统计，宠物药品销售额为 147 亿元。其中，药品市场中外资约占 70%，而疫苗 90% 以上份额被 7 家外企垄断。相比于进口药来说，国产药种类单一、治疗效果有限，不同于食品宠主更考虑宠物安全性而非性价比，因此国产药的价格优势并不足以成为与外资品牌的竞争点。

**表 3：国内获批宠物疫苗注册的外资品牌**

企业	获批疫苗
英特威国际有限公司	犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗； 犬、猫灭活疫苗；犬瘟热、传染性肝炎、细小病毒病、副流感四联活疫苗； 犬钩端螺旋体（犬型、黄疸出血型）二联灭活疫苗；
硕腾公司	犬瘟热、腺病毒 2 型、副流感和细小病毒病四联活疫苗； 犬瘟热、腺病毒 2 型、副流感和细小病毒病四联活疫苗-犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二价灭活疫苗-犬冠状病毒灭活疫苗； 犬细小病毒病活疫苗
梅里亚有限公司	狂犬病灭活疫苗（G52 株）； 犬瘟热、腺病毒病、细小病毒病、副流感病毒 2 型呼吸道感染四联活疫苗-犬钩端螺旋体病、黄疸出血钩端螺旋体病二联灭活疫苗

西班牙海博莱生物大药厂	犬瘟热、腺病毒病、细小病毒病、副流感四联活疫苗-犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二价灭活疫苗
勃林格殷格翰动物保健有限公司	狂犬病灭活疫苗（HCP-SAD 株）； 猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白湿细胞减少症三联灭活疫苗
美国礼来公司	狂犬病灭活疫苗（HCP-SAD 株）； 猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白湿细胞减少症三联灭活疫苗
法国维克有限公司	狂犬病灭活疫苗（VP12 株）

资料来源：国家兽药基础数据库，国元证券研究中心

### 2.3.2 其他宠物服务

**宠物美容：**宠物美容是指通过美容用品和修剪技术以及染色等为宠物遮掩体型缺失、增添美感，从而达到让宠物和主人身心愉悦的效果。主要包括清洗、修剪、造型、染色等，需求占比较高。

**宠物训练：**主要是对于宠物生活习惯的培养，包括行为矫正、服从命令以及更进阶的一些习性的训练，主要依据宠物主人的需求。

**宠物摄影：**由专业的宠物摄影团队为宠物及主人进行写真集以及影像作品等拍摄。

**宠物保险：**主要包括健康医疗保险、责任保险、丢失保险是我那个。除了对宠物本身安全健康的保障以外，还有针对投保人因宠物而发生的经济损失进行赔偿。但是宠物保险市场目前存在产品单一、理赔条件较为严苛等问题。

**宠物寄养：**对于日常或是临时不能照顾宠物的宠主提供的代为看管照料宠物的服务。具有明显的时间性，节假日和工作日是需求高峰期。一般为宠物店提供的附加服务。

**宠物婚介：**为宠物匹配合适的品种、时间进行配种。也多作为宠物店附加服务。

**宠物社交：**例如猫咖啡厅、宠物线下体验馆等借助宠物作为社交媒介的养宠或爱宠人士交流沟通的活动。

**宠物殡葬：**包括宠物火化、灵堂布置、墓地等，起到安葬宠物、安慰宠主、保护环境的作用。但是殡葬行业目前也缺乏规范化管理，仅有少数宠主选择火化无公害处理。

**宠物托运：**宠物托运是指按照国家法律规定，对宠物进行远距离、中距离、近距离的护送运输，包括运输、代办检疫证、提供航空箱等业务。国内的宠物托运市场尚无统一标准，运输途中伤亡事故较多。

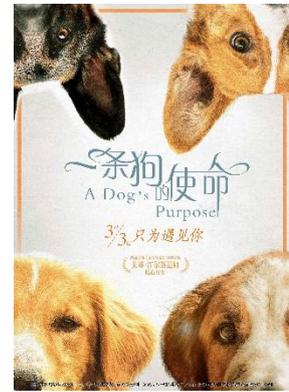
## 2.4 宠物衍生文化演绎另类精彩

网络传播渠道的多样化带动了宠物衍生文化的兴起，各类“网红”猫狗借助短视频、表情包的形式进入大众视野，各种以宠物为原型的周边、电影、直播、游戏等，掀

起了一场文化领域的“萌宠”风潮。在“情感消费”、“悦己型消费”理念大行其道的当下，云养宠正在成为宠物行业新的消费增长点。

图 47：故宫淘宝的猫咪文创产品

图 48：宠物相关游戏及影视作品



资料来源：淘宝，国元证券研究中心

资料来源：网络，国元证券研究中心

衍生文化受众广泛，讨论度高，流量变现。宠物衍生文化的最主要特点在于除了养宠人士以外，还可以引流“云养宠”人群（喜爱宠物但客观养宠条件受限，通过社交平台关注宠物，从而获得情感满足），间接享受到撸猫撸狗的乐趣。即便是原先对于宠物实体关注较少的群体，对于艺术加工过后的可爱宠物形象也展现出极大的兴趣。例如国内目前热度很高的宠物博主“回忆专用小马甲”，妞妞（萨摩耶）和端午（折耳猫）使他拥有接近 4 千万粉丝，甚至超过了许多流量明星，足可见人们对萌宠的热情。

图 49：网红宠物微博超级话题讨论度

图 50：猫咖啡厅等新型餐饮形式受到追捧



资料来源：微博，国元证券研究中心

资料来源：网络，国元证券研究中心

高关注度随之带来的是高商业价值。例如网红“愤怒猫”的主人在两年内仅凭借博文、晒照以及广告等吸金 6400 万美元，折合人民币 4.2 亿元。而国内一些知名的自媒体通过对宠物形象的商业运作，形成自己独具特色的宣传标志。通过可爱的宠物形象获取流量，经过商业化的运作包装，带动起各种周边的兴起。或是通过卡通形象走 IP 联名路线，吸引各路赞助商。

图 51：美食博主“日食记”的宣传宠物“酥饼大人”



资料来源：网络，国元证券研究中心

图 52：“吾皇”系列卡通形象与美妆品牌进行联名合作



资料来源：网络，国元证券研究中心

### 3. 宠物行业发展三大驱动因素：消费能力、意愿与观念

#### 3.1 消费能力提升支撑宠物行业发展

养宠物属于高于人们基本物质需求的情感需求，经济收入水平影响养宠选择。在马斯洛需求层次理论中，养宠物属于高于生理需求和安全需求的爱与归属感的需求，只有在基本的物质需求得到满足的情况下人们才会考虑养宠物的事。养宠物需要一定的经济能力支持的，一只宠物的花费并不低。以中小型宠物狗为例，按照宠物消费的主要分项进行简单的估算。假设一只中小型宠物狗每年所必需的花费为食品、医疗（包括疫苗）、美容洗澡。在合理情况和目前的市场价格水平下，预计每年花费5000~10000元，月均450~850元。因此，人们选择是否养宠物必然是受到自身收入水平影响的。

表 4：养一只中型犬每年消费金额

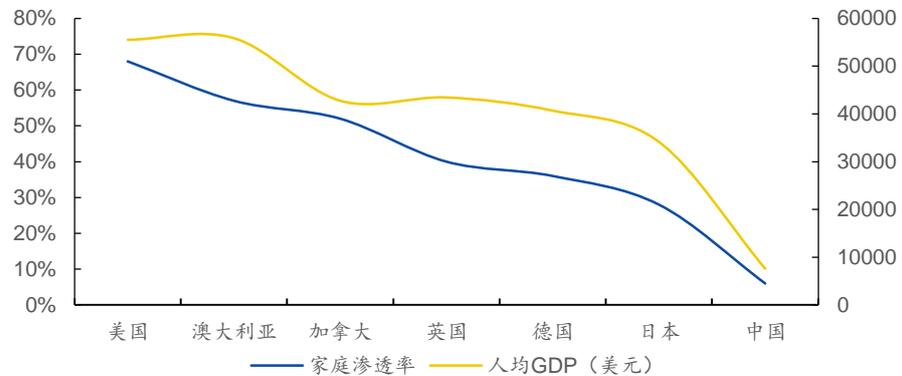
养一只中型犬	年消费金额（元）
狗粮	4800
保健品（美毛、钙片、微量元素）	1200
疾病、绝育和医疗费用	3000
宠物美容	1000
合计	10000

资料来源：网络资料，国元证券研究中心

而扩大到整个宠物行业发展，自然也离不开经济基础的支撑。根据中国农业大学动物医学院的资料显示，当一个国家的人均 GDP 在 3000~8000 美元，宠物产业就会快速发展。人均 GDP 和可支配收入的提高，意味着居民消费能力的增强。越来越多人更有能力负担养宠物所需的费用，从而选择养宠或者是更好地养宠。根据发达国家宠物行业发展经验，各国宠物行业渗透率与人均 GDP 呈现出正相关关系，

宠物渗透率高的国家人均 GDP 也更高。

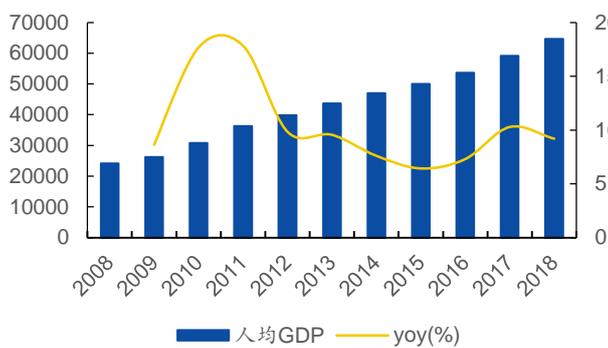
图 53：宠物行业渗透率与人均 GDP 有正相关关系



资料来源：APPA, IBISworld, 国元证券研究中心

我国已经进入宠物行业快速发展阶段，经济因素的支撑将持续。我国人均 GDP 于 2008 年首次超过 3000 美元，2015 年超过 8000 美元。2018 年人均 GDP 已经达到 64,644 元 (9648 美元)，比上年增长 9.19%；人均可支配收入为 39,251 元，比上年增长 7.84%。分各省市来看，已有 21 个省市的人均 GDP 位于 3000~8000 美元之间。在北京、上海、广州、深圳等人均收入高的经济发达城市，相应的宠物保有量也较多。

图 54：中国人均 GDP 超过 8000 美元



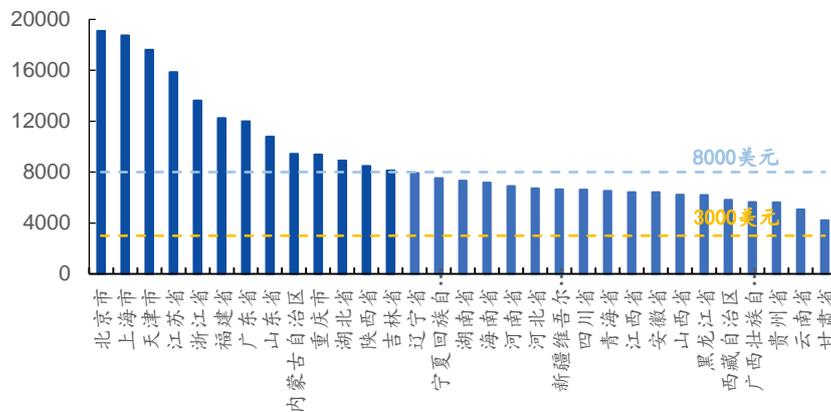
资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 55：人均可支配收入持续增长



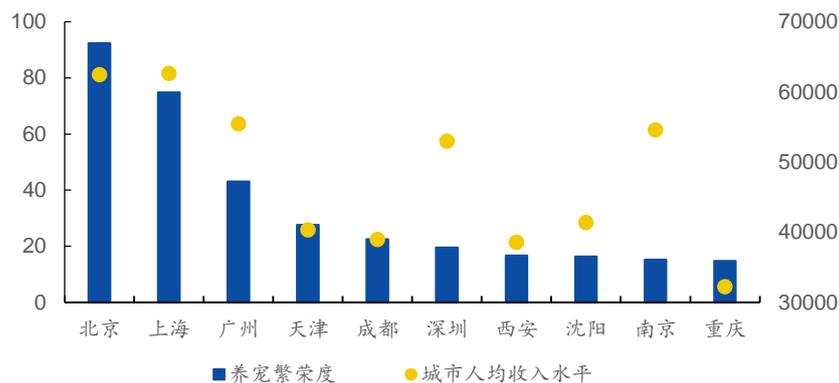
资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 56：各省市（未含港澳台）人均 GDP 均超 3000 美元，13 个省市超 8000 美元



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

图 57：养宠繁荣度较高的城市人均收入较高

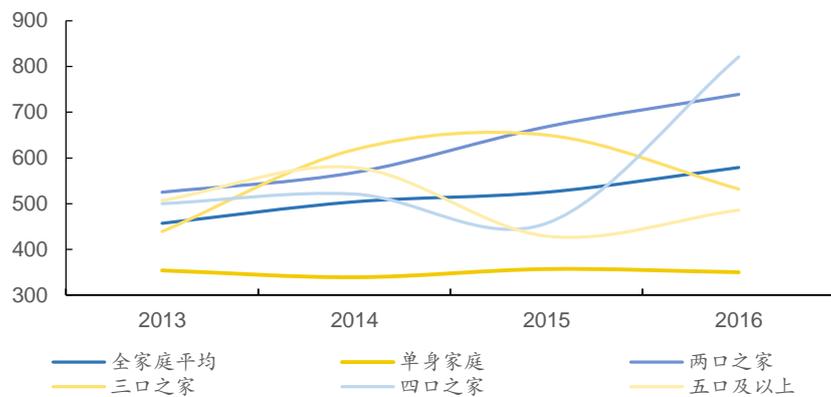


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国家统计局，国元证券研究中心

### 3.2 社会发展以及宠物地位变化提升宠物消费意愿

**社会发展带来宠物需求。**从发达国家的经验来看，老龄化、少子化和晚婚晚育等人口和家庭的结构变化似乎是经济发展和社会进步中的必经之路，越来越多的空巢老人、空巢青年、丁克家庭等出现。但与此同时人们也面临着孤独感加深和被需要、安全感缺失等情感问题，宠物的陪伴互动、对宠物主的忠诚依赖使得宠物与宠物主之间形成一种亲密关系，一定程度上满足宠物主的情感需求。美国家庭宠物消费数据显示，家庭人口数量与相应的宠物费用支出有一定的负相关关系，家庭人口多的宠物支出相对较少。很显然当家庭人口数量较多时，家庭成员之间的陪伴降低了人们对宠物陪伴的需求。饲养宠物的数量下降，随之对宠物支出费用也会下降。

图 58：美国除单身家庭外，人口数少的家庭宠物支出更多

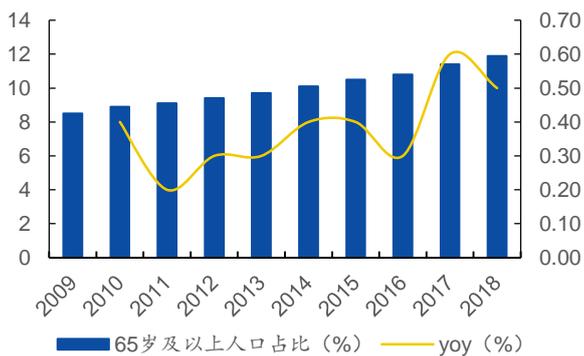


资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

人口和家庭结构的变化是我国宠物行业未来发展的巨大动力

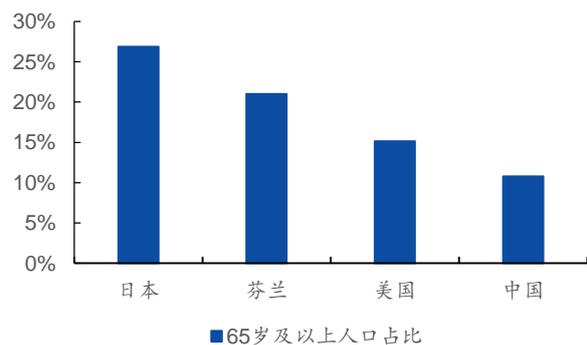
1) “空巢老人”。我国老龄化程度不断加深，目前已经进入严重老龄化阶段。2018年，我国 60 周岁及以上人口 2.4949 亿，占到总人口的 17.9%；65 周岁及以上人口 1.6658 亿，占总人口的 11.9%。其中有超过 40%（《中国空巢老人现状报告》）的空巢老人（没有子女照顾、单居或夫妻双居的老人）。在城镇化进程加快的影响下，大量年轻人选择从农村涌向城市，从中小型城市涌向一二线城市，空巢老人数量在过去 15 年里增长了近一倍。随着 90 后独生子女一代的父母步入老年，2030 年“空巢老人”数量或将超过 2 亿。宠物的陪伴能够很好地帮助空巢老人排解孤单。目前我国老年人养宠比例相较于美国日本还处于较低水平，但随着老龄化的继续深入以及老年人对新鲜事物接受度的提高，老年人养宠比例有望提升。

图 59：我国老龄化加速深化



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 60：世界主要老龄化国家对比

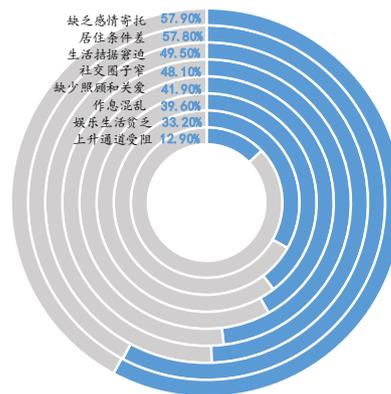


资料来源：WIND，国元证券研究中心

2) “空巢青年”。与“空巢老人”相对应，城市化进程也带来了“空巢青年”，通常指年龄在 20 岁-39 岁之间，与父母及亲人分居、单身且独自租房的年轻人。在这个强调个性、自由、自我选择的社会，年轻人纷纷涌入大城市独自学习工作。城市的繁华和高物价、高房价的叠加效应，使他们感到生存压力大。同时，强大的互联网世界和高的社交成本，让一部分“空巢青年”缺乏社交，“宅”、孤独寂寞、缺乏归属和安全感成了他们主要的生活和情感状态。中国青年报社会调查数据显示，缺乏感情寄

托是“空巢青年”面临的首要困境。而养宠物让“空巢青年”在经济能够负担的范围内找到情感的寄托。从我国养宠人群的年龄分布也可以看出，“空巢青年”是宠物消费的主要人群之一。阿里统计数据显示，我国现在有约 5000 万的空巢青年，在我国城市化加深的背景下，可以预见“空巢青年”的数量还将进一步壮大。

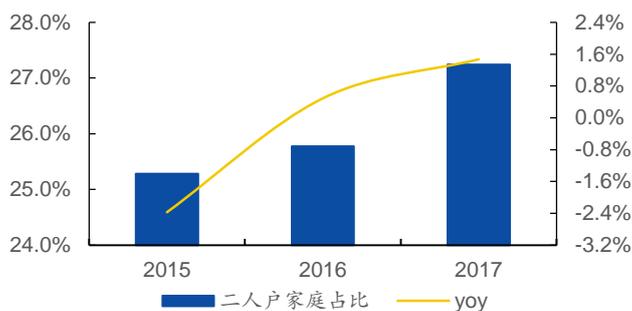
图 61：中国“空巢青年”所面临的困境



资料来源：中国青年报社社会调查中心，国元证券研究中心

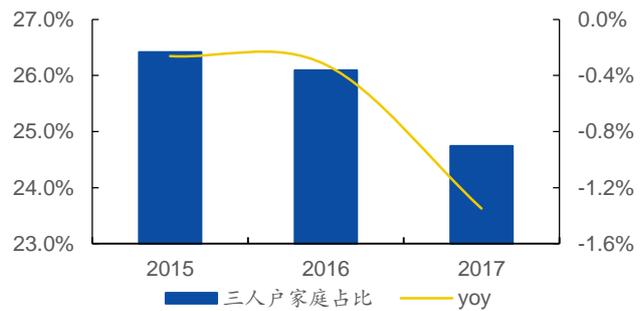
3) 家庭小型化。家庭小型化趋势是我国计划生育政策、女性自我意识觉醒以及生育成本高等因素综合作用的结果。独生子女政策下出生的 8090 后女性更加独立自主，更多女性主动选择单身或是在事业和家庭之间选择事业，晚婚晚育已成为普遍现象。高昂的生育成本使很多年轻夫妻在二胎全面开放的背景下也选择只要一个孩子甚至是不生孩子。2018 年我国生育率为 10.94%，低于 2017 年的 12.43%，再创新低，在北京、上海等一线城市生育率更是不到 9%。国家卫计委的数据显示，我国家庭户均人口由 1990 年时的 3.96 人，下降为 2015 年的 3.01 人，是世界上平均家庭规模最小的国家之一。国家统计局的人口抽样调查数据也验证了家庭小型化的趋势，我国二人户家庭占比由 2002 年的 18.4% 上升为 2016 年的 25.7%；三人户家庭占比则从 2002 年的 31.6% 下降到 2016 年的 26%，四个老人、两夫妻加一个子女的“421”式家庭模式已是普遍现象。美国的经验表明小型家庭的宠物消费往往更多，因为养宠数量和可消费因此我国家庭结构的小型化有利于宠物消费的扩张。

图 62：二人户比例上升



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

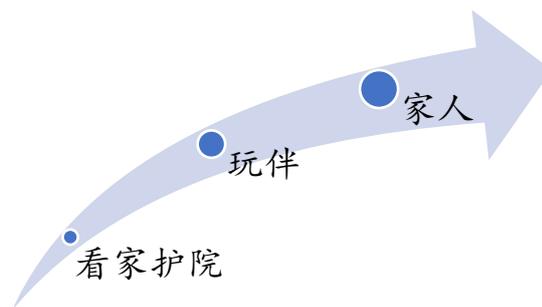
图 63：三人户比例下降



资料来源：WIND，国元证券研究中心

**宠物地位的变化提升宠物主的消费意愿。**随着人和宠物亲密关系的加深，宠物主渐渐给宠物被赋予了“人”的属性，“宠物人性化”的趋势出现。宠物的地位也发生了很大的变化，由最初的“看家护院”到玩伴，再转变为家庭成员的一部分，甚至超过了人与朋友的亲密度。基于宠物地位的提升，宠物主为宠物消费的意愿也大大提升，在自身追求健康快乐生活的同时也希望他们的宠物也过得更好，带动整体宠物行业消费的增长。在宠物文化成熟的美国，宠物消费已被视为生活中的必需品消费。

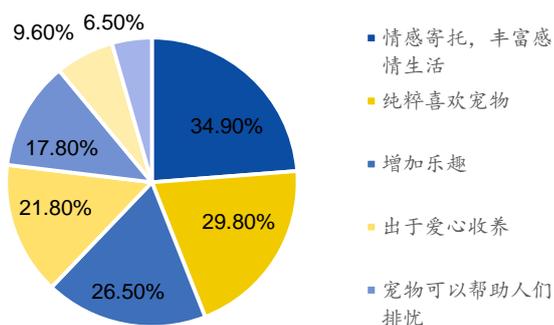
图 64：人类对宠物角色认识的变化



资料来源：国元证券研究中心

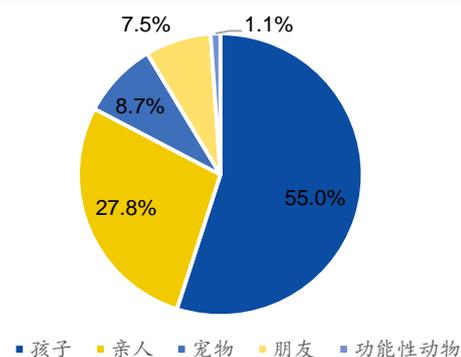
**越来越多国内养宠人士认同宠物的“家人”地位。**根据 2017 年宠物白皮书的数据显示，将宠物视为孩子、亲人的养宠人群比例高达 55%、27.8%，8.7%把宠物作为朋友，而仅 9.8%将宠物当成“宠物或功能性动物”对待。宠物消费作为一种情感消费，宠物主更有可能追求高品质的产品和服务，也愿意为此而支付较高的价格。

图 65：养宠物的原因



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 66：人与宠物的关系比朋友更亲密



资料来源：WIND，国元证券研究中心

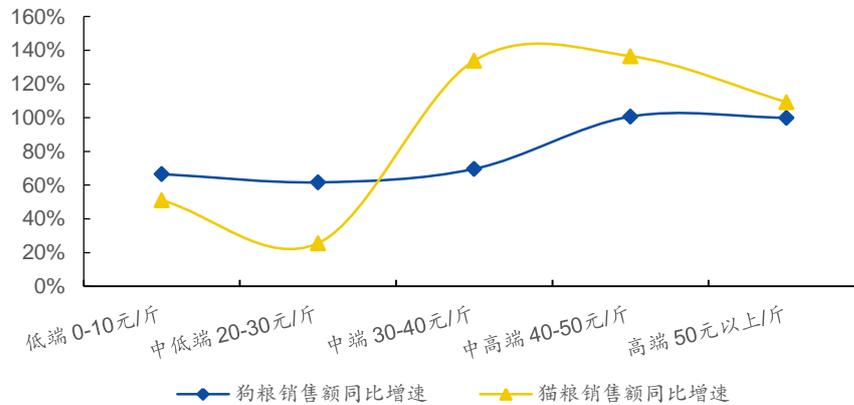
### 3.3 宠物消费同样受益于消费升级

**消费观念的变化带来消费升级，宠物消费需求多样化。**经济发展产生的消费升级意味着消费者的消费行为更精明和成熟，更愿意为产品品质支付溢价，并且非生活必需品的消费占比越来越大。消费升级在宠物消费上的体现有：

1) 人们愿意支付更高的价格购买高质量、安全、更有营养的宠物食品。相较于高

昂的宠物医疗费用,购买高品质的宠物食品以保障宠物的生命健康显然性价比更高。

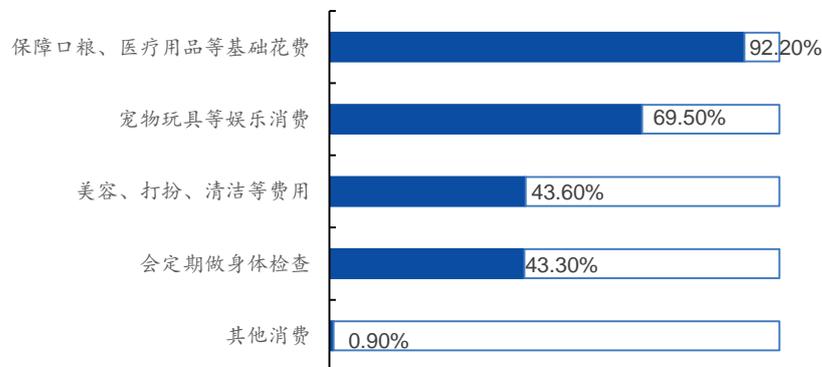
图 67: 中高端狗粮消费增速大, 中高端猫粮销售增速超 100%



资料来源:《2018年宠物消费趋势报告》, 国元证券研究中心

2) 除了宠物口粮、医疗等基础性的消费外,越来越多的养宠人群愿意为宠物购买零食、保健品、玩具等非必需品,尝试新开发的智能化宠物设备,体验专业的宠物服务,丰富宠物的生活,提高宠物的生活质量,同时改善自己的养宠体验。

图 68: 人们对非必需宠物商品的消费意愿上升

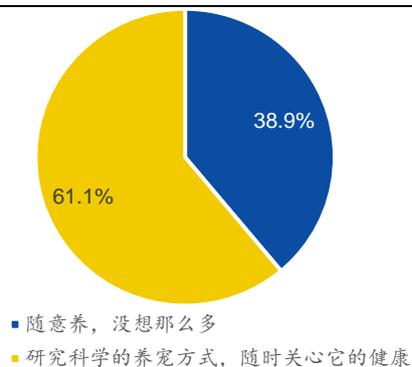


资料来源:《2018年宠物消费趋势报告》, 国元证券研究中心

3) 养宠科学化。有 60%以上的宠物主认为要关注宠物的身心健康,科学养宠。最基础的是通过各种渠道学习科学的喂养和训练方法,做好疫苗的接种,以便更好地与宠物相处。更加细心和有耐心的宠物主会定期带宠物体检,关注宠物的身体和情绪变化。在购买宠物商品和服务时,建立在对宠物了解的基础上,仔细研究各项产品和服务,挑选适合自己宠物的,注重宠物的体验。

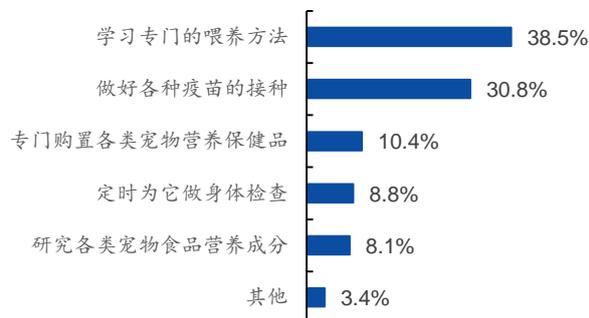
从 2018 年波奇网双十一消费数据也能看出宠物主科学养宠意识正在增强。宠物消费仍以主粮为主,主粮占比约为 63.21%,其次就是医药保健品的消费,占比约 12.7%,高于零食占比。可见宠物主不仅要宠物吃的饱、吃的好,更要它们吃的健康。

图 69：有超过 60%的宠物主有科学养宠的意识



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 70：38.5%的宠物主会学习科学喂养方法



资料来源：WIND，国元证券研究中心

## 4. 中国宠物市场空间大，发展前景广阔

### 4.1 2020 年我国宠物市场预计超过 2500 亿，未来 5 年市场空间可期

根据美日等发达国家的发展经验和谨慎估计的原则，我们进行了如下假设：

1) 家庭数量。根据国家统计局数据显示，我国 2017 年家庭数为 4.46 亿户。2011 至 2016 年，全国家庭户数变动幅度很小，与 2010 年第六次全国人口普查结果基本持平。虽然二胎政策全面放开，但我国人口自然增长率持续下滑，2017 年人口自然增长率仅为 5.32%，2018 年大幅下滑至 3.81%。秉持谨慎估计的原则，我们假设我国家庭户数未来五年维持不变。

2) 家庭渗透率。我国的宠物家庭渗透率与发达国家相比还有很大的差距，未来随着人口和家庭结构的调整有望继续增加。根据 2018 年中国宠物行业白皮书，我国宠物市场规模为 1708 亿元，养宠家庭户均消费宠物只数为 1.48 只，户均单只宠物年消费金额为 5016 元，由此推断我国养宠家庭约有 0.23 亿户，宠物家庭渗透率约为 5%。假设未来 5 年，我国宠物家庭渗透率以 0.5% 的速率上升。

3) 每户宠物消费。中国宠物白皮书显示，2017 年户均宠物消费为 6436 元，而 2018 年为 7427 元，增加约 15%。目前我国宠物行业还处于高速增长阶段，因此我们假设未来两年户均宠物消费会继续保持 15% 的增速水平，两年后下降至 10%。

**表 5：我国宠物市场未来增长空间测算**

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
家庭户数	4.46	4.46	4.46	4.46	4.46	4.46
宠物家庭渗透率	5.15%	5.65%	6.15%	6.65%	7.15%	7.65%
养宠家庭户数	0.23	0.25	0.27	0.30	0.32	0.34
养宠家庭每户年宠物消费	7427	8541	9822	10804	11885	13073
yoy		15%	15%	10%	10%	10%
市场规模	1706	2152	2694	3204	3790	4460
yoy		26%	25%	19%	18%	18%

资料来源：国元证券研究中心

## 4.2 宠物产业链将逐步完善，各细分行业龙头有望出现

**宠物商品细分化，宠物服务逐步完善。**宠物用品的种类也日益丰富，宠物主越来越重视为朝夕相处的宠物和自己营造舒适的生活环境。仅就宠物洗浴美容来说，就有针对不同品种、年龄和体型宠物细分的洗浴和美容用品。为了迎合年轻一代养宠人群的生活消费习惯，时尚、舒适和智能成为宠物用品主流趋势，各种兼具设计感、“颜值”和实用性、功能性的产品层出不穷。未来宠物用品将覆盖宠物的所有生活场景，同时提高宠物和宠物主的生活质量。

**图 71：琳琅满目的宠物商品**


资料来源：网络资料，国元证券研究中心

宠物“人性化”使得越来越多的宠物主愿意支付费用为其宠物提供似人的生活方式，宠物服务需求不再局限于宠物医疗、美容等，更多的个性化服务将受到宠物主的欢迎。目前，我国宠物服务就只有宠物医疗和美容发展较为成熟，其他服务还处于起步阶段。未来随着宠物数量的增多和宠物“家庭成员”地位的深化，覆盖宠物一生的各种服务都将相继发展起来，整个宠物产业链会逐步完善。

**行业龙头企业优势扩大。**随着科学养宠知识的普及，宠物主的专业化，对宠物产品的营养、质量、安全要求都会提高。因此，质量好、有口碑的产品将获得更大市场，而达不到要求的产品将被淘汰。同时，宠物市场的火热也带来资本的关注，目前资本已经进入宠物食品、宠物医疗、宠物托运、宠物新零售等领域。资本的进入会加

速行业的整合，未来客户、资金及各类资源都将集中到头部企业，宠物行业小且散局面将得到改变，各细分行业龙头企业优势进一步扩大。

表 6：2017 年在 A 股和美股上市的中国宠物公司

证券简称	上市日期	上市地点	主要产品	融资金额
中宠股份	2017.08.21	深交所中小板	宠物食品，有“Wanpy”、“Natural Farm”、“Dr. Hao”等多个品牌	3.22 亿人民币
佩蒂股份	2017.07.11	深交所创业板	宠物食品，包括咬胶及可食用动物玩具、烘焙饼干等	3.98 亿人民币
多尼斯	2017.12.20	纳斯达克主板	宠物牵引产品，包括项圈、牵引绳等	0.55 亿美元
天地荟	2017.09.21	纳斯达克主板	宠物食品，包括咬胶、干燥肉类、湿类罐头、洁齿类、饼干类等	0.06 亿美元

资料来源：国元证券研究中心

#### 4.2.1 宠物食品：产品、渠道双管齐下，助力宠食市场百花齐放

##### ➢ 产品端：另辟蹊径，功能性趋势凸显，打造差异化优势

宠物粮食目前主推“功能性”概念，尤其是在主粮和保健品领域。在产品日趋同质化的市场中，功能性概念可以树立起品牌差异化，拉开与同类产品的距离，也是国产品牌发力的焦点。

随着宠物数量的增加、收入的增长以及科学养宠观念的增强，宠物消费需求更加多元化，宠物商品也趋于专业化、细分化。在购买宠物食品时，人们不再满足于让宠物吃饱，还会考虑到营养的均衡、是否适合于自己的宠物体质等因素。例如，国产新品牌 WoWo，在其刚刚推出的猫系列产品中，将人类保健品中常见的螺旋藻融入到营养膏中。将虾青素与羊奶粉相结合，与其它产品的差异化在于着眼老龄宠物的健康问题。

根据 CBNDData《宠物食品行业趋势报告》显示，无谷粮、全价湿粮、定制粮、功能粮、小型犬专用粮是宠粮消费的五大趋势，能够满足不同成长阶段、品种、体型和健康需求的细分宠粮销售份额快速增长，各大宠物食品企业也不断开发新的宠粮类型以占据市场份额。

图 72：宠食消费五大趋势



资料来源：《2018 年宠物食品行业报告》，国元证券研究中心

图 73：宠物商店中分类精细的各式宠食



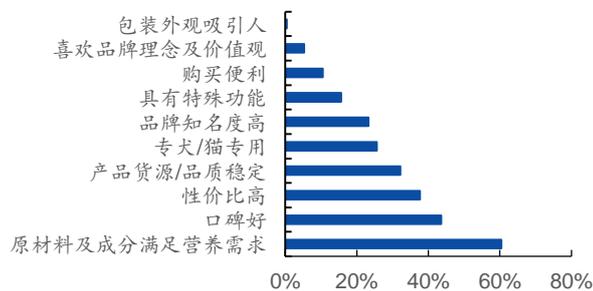
资料来源：国元证券研究中心

➤ 渠道端：电商繁荣重塑行业竞争格局

线上渠道成为宠食消费主流，为品牌竞争提供平台。根据狗民网统计表明，目前我国有近六成的宠物主人选择在线上平台购买宠物食品。线上方式中以综合电商比例最高，达到 90%，垂直电商排在第二位，占比为 37%。在国外线下宠物店的通常是宠主的消费首选渠道，美国宠物服务巨头 PetSmart 就采取了线下连锁店+线上电商的模式。但是在中国宠物线下零售业与服务业尚未发展完全时电商平台已迅猛崛起，并迅速分流了大部分客户群体。电商平台削弱了线下连锁经营店自身的品牌优势，拓展了用户的选择范围。对于原有主导品牌需要借助互联网进一步提升宠物主人对品牌认知度，而新品牌可以通过线上渠道的营销快速抢占市场。

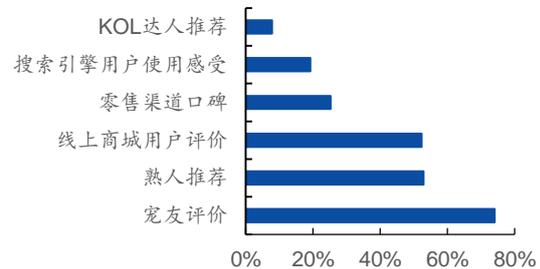
垂直电商优势或将进一步扩大。根据 2018 年宠物行业白皮书统计，宠主选择主粮最看重的因素是营养需求、口碑以及性价比，对于品牌的敏感度相对不高。而口碑传播的主要渠道主要来自宠友评价，使得电商渠道具备天然优势，尤其对于搭载了社区功能的垂直电商来说，能够最为直观的满足宠主信息交流需求。作为垂直电商的代表——波奇网，从宠物论坛社区到切入电商领域，以自身作为平台依托，通过与线下已有的宠物商店、宠物医院合作，让线下宠物店进驻来服务用户，基本达到宠物全生命周期业务覆盖。2018 年双十一期间，波奇网全平台营收达到 1.6 亿元。

图 74：主粮消费决定因素



资料来源：《2018 年宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

图 75：宠物食品口碑传播渠道



资料来源：《2018 年宠物行业白皮书》，国元证券研究中心

4.2.2 宠物医疗：提升连锁化率，打造品牌效应

连锁化率提升是必然趋势。大型连锁化医院凭借其资金实力具有管理规范、兽医专业度高、设备先进等多方面优势并可以通过技术、设备、人才上的资源共享，建立有效的医疗网络系统，有效解决宠物的需求痛点，提升客户粘性。从而在客户认知范围内凭借专业性和便利性树立品牌效应，逐步扩大市场份额形成规模化经营，有效降低运营成本。

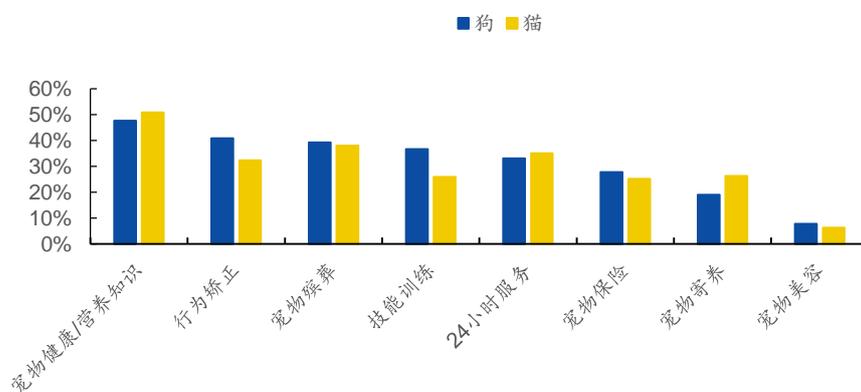
图 76: 宠物医院的客户粘性分析



资料来源：2018 年中国宠物行业白皮书，国元证券研究中心

**宠物医疗服务划分更为精细。**目前一线城市的宠物医院分科相对细化，医疗设备齐全，服务专业性更高。未来随着连锁医院的下沉和普及，二三线城市的宠物医疗服务也会从综合全科逐渐向精细化、专业化过渡，例如专门做异宠诊疗科室、宠物骨科、宠物老年病专科等，更有利于提高治疗效果。

图 77: 宠物主人最期待的宠物医院服务



资料来源：2018 年中国宠物行业白皮书，国元证券研究中心

**逐步打造全产业链运营模式。**全产业链的优势在于可以通过最小的成本投入获取最大收益。宠物医院可以通过兽医的专业服务增强客户粘性，而宠物商品零售、宠物美容等上下游子行业技术要求相对不高、进入门槛低，便于开展和切入，作为宠物医院的附加业务比原先单独开设时能更好的弥补客户粘性低的不足，同时还可以搭配宠物食品以及宠物保健品的销售，打造全产业链的闭环。宠主在享受到一站式服务的便利性和集成性后，反复消费的意愿和频率也会相应提高。因此发展全产业链经营模式是未来宠物医院的升级方向之一。

## 5. 宠物行业相关上市公司梳理

我们对目前已上市的宠物行业相关公司进行梳理如下：

表 7：宠物行业相关上市公司

股票代码	公司名称	上市板	上市时间	主营产品	公司介绍
300673.SZ	佩蒂股份	创业板	2017-07-11	植物咬胶、畜皮咬胶、营养肉制零食	宠物咬胶行业龙头，从事宠物零食的研发、生产与销售，其中咬胶业务收入占比达到 90% 以上，主业集中。产品销售以 ODM 为主，自主品牌为辅，主要出口到美国、欧盟和加拿大等国家，主要客户有 Spectrum Brands、沃尔玛、PetSmart 等全球知名宠物品牌商和零食商。2018 年实现营收 8.69 亿，同比增长 38%；归母净利润 1.07 亿，同比增长 31%。
002891.SZ	中宠股份	中小企业板	2017-08-21	宠物零食、宠物罐头、宠物干粮、宠物用品	宠物零食龙头企业，境外销售以 OEM 为主，少量为自主品牌，主要销往日本、美国、加拿大、德国等 50 多个国家。境内分为直销和经销，覆盖电商、商超、宠物门店及医院等。2018 年实现营收 14.12 亿元，同比增长 39%；归母净利润 0.56 亿元，同比下降 23%。参股宠物医疗机构瑞鹏股份，目前瑞鹏拥有 140 余家直营连锁宠物医院。
832419.OC	路斯股份	三板	2015-05-19	肉干、饼干、罐头、洁牙骨	公司主要从事宠物食品的生产与销售，品类丰富，产品以 ODM 模式为主。2018 年实现营收 3.39 亿，同比增长 9%；归母净利润 0.44 亿，同比增长 17%。
837995.OC	华亨股份	三板	2016-08-01	畜皮咬胶、肉制零食、饼干面包、动植物营养类	公司主营业务是以畜皮咬胶为主，产品全部出口海外，客户包括美国 SCOTT PET PRODUCTS、瑞士 AB DOGMAN。2018 年实现营收 1.14 亿，同比增长 9%；归母净利润 0.06 亿，同比下降 26%。
870245.OC	依依股份	三板	2017-01-05	宠物垫、清洁袋等	公司是目前国内最大的宠物垫生产企业，2004 年至今确定了以宠物用品为主、成人护理用品为辅的业务方向。产品主要供货给国外商超，客户有沃尔玛、日本伊藤、PetSmart 等。2017 年实现营收 7.43 亿元，同比增长 17%；归母净利润 0.19 亿元，同比下降 52%。
871608.OC	庆泉宠物	三板	2017-06-16	猫爬架、猫用包、猫用窝	主要从事宠物用品研发与销售，猫爬架是公司的核心产品。产品面向国内市场和国际市场，国际市场占比较大。在国际市场，公司产品主要出口美国、欧洲、日本等地区，与 OHYAMA CO., LTD、PADOGS WARENHANDELSGMBH、LIDL HONGKONG LIMITED、GO PET CLUB LLC 等宠物用品经销商、宠物用品进口商、大型商超等有合作关系。国内销售平台主要为线上以及经销商。2017 年实现营收 0.57 亿元，同比增长 10%；归母净利润 0.03 亿元，同比增长 184%。
833977.OC	悠派科技	三板	2015-10-26	一次性宠物垫、宠物尿片、猫砂等	公司以生产一次性卫生护理用品为主，其中宠物尿片生产规模处于国内领先地位，除在国内销售外还销往美国、日本、加拿大、东南亚等多国。目前主要合作伙伴有日本尤妮佳、

300119.SZ	瑞普生物	创业板	2010-09-17	兽用生物制品、兽用制剂	狮王、大王以及美国 TSC、PETSMART 等公司。2017 年实现营收 2.31 亿元，同比增长 1%；归母净利润 0.06 亿元，同比下降 57%。 公司主营业务为畜用和禽用疫苗产品。公司于 2015 年 8 月投资连锁宠物医院瑞派宠物，目前公司持有瑞派宠物医院 16% 的股份。截止 2017 年底瑞派目前已经拥有超过 300 家门店。2018 年实现营收 11.9 亿，同比增长 14%；归母净利润 1.19 亿，同比增长 13%。
-----------	------	-----	------------	-------------	--

资料来源：wind，公司官网，国元证券研究中心

## 6. 风险提示

宠物行业发展不及预期；市场竞争加剧；相关法规政策管制趋严；海外市场汇率风险等。

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188