



耐用消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

tangzhijing@gjzq.com.cn

宠物医疗系列之一：黄金增长期叠加连锁化率提升，宠物医院板块机会在即

投资逻辑：

宠物医院市场规模现状及扩容动因：24 年市场规模达约 473 亿，宠物数量增长、保健理念提升、宠物老龄化化和家人化趋势和高质量医疗服务供给增加等因素推动市场扩容，预计未来 3 年复合增速可达 7%。（1）市场规模：根据《宠物行业白皮书》，截至 2024 年，宠物诊疗与体检合计行业规模达约 473 亿元。在宠物数量增长、宠物到院就诊率和就诊频次提升，以及宠均医疗消费支出金额增加等因素的共同驱动下，2027 年宠物医疗（不含药苗）市场规模有望达到约 580 亿元，未来 3 年复合增速达约 7%。（2）扩容动因：①宠物数量增长：对比美欧成熟市场，国内家庭养宠渗透率仍有充足提升空间；多宠化趋势正在兴起，宠物数量的增长趋势具备韧性。②保健理念提升增加就诊频次：相比成熟市场，中国宠物体检渗透率、宠物到院就诊率和到院频次均有较大提升空间；在宠物家人化、宠主年轻化、高学历化等趋势下，未来有望提升。③老龄化推升客单价：美日宠物医疗行业均经历了从“量在价先”到“量稳价增”的发展过程，伴随宠物猫的“婴儿潮”一代逐渐老龄化，宠物单病例消费金额有望迎来突变式增长。④宠物家人化趋势增强宠主支付意愿：根据美国宠物主消费行为调研数据，具有拟人化养宠行为特征的宠主年度养宠消费支出是随性养育型人群的约 2 倍，在宠物医疗方面的支出更是达到随性养育型人群的 3 倍有余。伴随宠物家人化、养宠拟人化趋势的持续演进，新一代宠主对宠物医疗消费的支出倾向有望进一步提升。⑤宠物专科化建设增加高质量供给：中老年宠物复杂疾病的发病率上升，宠主对精确诊断的需求增加。我国兽医专科化建设开展时间较短，丰富宠物优质医疗资源供给。

宠物医院行业竞争格局现状：资本助力龙头扩张，新瑞鹏、瑞派领跑，瑞辰位列第三。对比成熟市场，我国宠物医院行业连锁化程度偏低、竞争格局分散。我国连锁宠物诊疗机构占比约 21.8%，对比美国约 36%仍有充足提升空间。按收入计，2024 年中国宠物医院行业 CR2 约 13.0%、CR5 约 15.5%。按数量计，2024 年中国宠物医疗行业 CR5 约 6.5%；而美国宠物医疗行业 CR5 达约 25%，行业集中度亦具备较大提升空间。以新瑞鹏前身瑞鹏股份挂牌新三板为标志，2016 年我国宠物医院行业进入资本整合期，行业龙头新瑞鹏和瑞派旗下宠物医院门店数量均快速增长。在高瓴资本投资瑞鹏前，瑞鹏和瑞派在门店数量上基本齐头并进。2019 年高瓴系 693 家和瑞鹏系 388 家宠物医院资产整合后，新瑞鹏与瑞派的规模差距逐渐拉开。新瑞鹏 2024 年撤回美股 IPO 申请后战略性收缩，旗下门店数量从高峰期的近 2000 家收缩至约 1400 家，瑞派宠物门店数量在 2023-2025 年间维持在约 600 家水平。2019 年起，连锁宠物医院行业一级市场融资开始向头部聚集。其中，2021 年成立的瑞辰已完成 B 轮融资，目前拥有 200+家宠物医院，市占率位列第三。

中国连锁宠物医院经营有哪些痛点？（1）专业技术人才稀缺：中国宠物兽医人才不仅存在数量硬缺口，也存在从业者学历结构偏低的问题。一方面，平均每位宠物兽医服务的宠物数量显著高于成熟市场另外，约 59.71%的兽医专业学生来自大专院校，全日制本科及以上学历院校的培养比例不足 30%。针对兽医人才不足的问题，我们认为连锁宠物医院依托集团内部完整的分级诊疗体系赋能人才梯队建设，有望筑高人才壁垒。（2）连而不锁盈利承压：当前市场对于宠物医院行业未来的发展主要存在两点疑虑：①宠物医院连锁化率能否继续提升？②连锁宠物医院的利润率能否提升？通过对比分析美国宠物医院行业数量上的龙头 VIP Petcare 和收入上的龙头 VCA，我们认为专科宠物医院连锁化率和利润率的提升空间均大于社区医院及宠物诊所。当前中国宠物医院经营承压，主因：①规模快速扩张导致处在培育期的新店占比大幅提升；②技术门槛低、同质化竞争的社区医院门店数量占比较高；③集团数据资产赋能运营效率提升仍有空间。未来通过关闭低效门店、聚焦核心大店医疗、强化数据资产运用提升单店运营效率，有望得到改善。

风险提示

宏观经济增长不及预期、市场竞争加剧、无法持续获得融资的风险、连锁化经营效率提升有限。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



内容目录

一、宠物医疗产业链全景.....	5
二、宠物医院行业市场规模.....	7
2.1 2024 年宠物医疗市场规模 473 亿，未来 3 年复合增速有望达 7%.....	7
2.2 参考成熟市场，宠物医疗行业扩容有哪些动因？.....	8
2.2.1 需求侧①：宠物数量增长趋势具备韧性.....	8
2.2.2 需求侧②：宠物保健理念升级增加就诊频次.....	9
2.2.3 需求侧③：宠物老龄化推升单次就诊消费金额.....	10
2.2.4 需求侧④：宠物家人化趋势增强宠主支付意愿.....	12
2.2.5 供给侧①：宠物专科化建设增加高质量供给.....	13
三、竞争格局：资本助力龙头扩张，融资能力拉开规模差距.....	14
四、中国连锁宠物医院经营有哪些痛点？.....	17
4.1 专业技术人才稀缺：宠物医院集团赋能人才梯队建设，有望形成壁垒.....	17
4.2 连而不锁盈利承压：结构化的连锁、追求收入的份额而非数量的份额.....	18
五、相关标的.....	22
5.1 新瑞鹏.....	22
5.2 瑞派宠物.....	22
5.3 瑞普生物.....	24
六、风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 宠物医疗服务内容主要分为预防医学、临床诊断、疾病治疗、康复护理四大类.....	5
图表 2： 宠物医疗产业链.....	6
图表 3： 中国宠物医院行业发展经历萌芽期、孕育期、爆发期、资本整合期和转型挑战期五阶段.....	6
图表 4： 2024 年，宠物诊疗+体检市场规模约 474 亿元，到 2027 年有望增长至 580 亿元.....	7
图表 5： 2019-2021 年，城镇犬猫数量快速增长.....	8
图表 6： 2023 年，中国养宠的家庭户数渗透率提升至 22%，相较欧洲和美国仍有明显差距.....	8
图表 7： 美国养宠家庭户均犬、猫数量均大于 1.....	8
图表 8： 中国近 6 成养宠人养过 2 种及以上宠物.....	8
图表 9： 养宠家庭户数渗透率提升+多宠化趋势推动宠物数量增长.....	8
图表 10： 64%的美国宠物到院就诊原因是疫苗接种和常规体检.....	9
图表 11： 疫苗接种、常规体检和诊断治疗是英国宠物到院就诊的主要原因.....	9
图表 12： 截至 2024 年，诊疗和免疫仍是中国宠物到院就诊的主要原因，体检需求占比不足 10%.....	9
图表 13： 2024 年，免疫成为宠物猫到院就诊的首要原因.....	9



图表 14:	英国约 67%的受访者上一次带宠物到院就诊在不到 6 个月前	10
图表 15:	英国犬/猫免疫率分别达约 80%/65%	10
图表 16:	2024 年中国近 1 年到院就诊的犬、猫平均免疫率分别约为 50.1%和 48.6%	10
图表 17:	2022 年, 约 82%和 70%的中国宠物健康消费人群认可定期驱虫和定期接种疫苗的重要性	10
图表 18:	相较于犬, 猫年龄结构高度年轻化	11
图表 19:	2024 年犬单病例医疗消费金额同比增速高于猫	11
图表 20:	1996-2006 年美国犬/猫数量 CAGR 分别达约 3.1%/3.3%; 2006-2016 年则呈下降趋势	11
图表 21:	1997-2006 年美国宠均医疗支出 CAGR 为 1.6%; 2006-2016 年则提升至 6.7%	11
图表 22:	1995-2005 年, 日本犬/猫数量 CAGR 分别达约 2.9%/3.4%, 但 2005-2010 年总体下降	12
图表 23:	1997-2005 年日本宠均医疗支出 CAGR 为 4.2%, 2005-2010 年 CAGR 升至约 8.7%	12
图表 24:	美国养宠人群可分为宠溺型、热情家庭型、低调无娃型、工作忙碌型和随性养育型 5 类	12
图表 25:	美国宠溺型宠主年均宠物医疗支出达随性养育型宠主的 3 倍以上	13
图表 26:	美国宠溺型宠主为宠物庆祝生日的比例显著高于其他类型的宠主	13
图表 27:	人宠关系不断升级, 中国超 80%的宠主将宠物视为亲密关系成员	13
图表 28:	拟人化养宠趋势渐起, 约 11.9%曾为宠物举办生日派对	13
图表 29:	宠主将诊疗水平视为首要决策因素	14
图表 30:	我国宠物诊疗机构连锁化率约 21.8%	14
图表 31:	按数量计, 美国宠物医院连锁化率达约 36%	14
图表 32:	新瑞鹏宠物医院门店数量扩张及资本运作历史	15
图表 33:	瑞派宠物医院门店数量扩张及资本运作历史	16
图表 34:	2019 年起, 连锁宠物医院行业一级融资开始向头部企业聚拢	16
图表 35:	2018 年香港、英国、新加坡、美国每位宠物兽医服务犬猫数量分别达约 410、2374、2543、3072 只	17
图表 36:	中国 60%以上的宠物医院从业者为专科生及以下学历	17
图表 37:	美国专科兽医年收入中位数明显高于非专科兽医 (美元)	18
图表 38:	瑞派宠物设立了社区医院、区域中心医院、城市中心医院三级医院体系	18
图表 39:	2016 年, VCA 旗下宠物医院平均单店收入约 263 万美元	19
图表 40:	2018 年, VIP Petcare 旗下宠物诊所和健康中心平均单店收入约 2.31 万美元	19
图表 41:	2018 年的 VIP Petcare 宠物医院门店数量远高于 2016 年的 VCA	19
图表 42:	美国专科宠物医院连锁化率远高于社区宠物医院	19
图表 43:	VCA 宠物医院业务毛利率大体保持在 15%~20%	20
图表 44:	2018~2019 年, VIP Petcare 毛利率达 20%以上	20
图表 45:	2024 年, 利润率超 10%的宠物诊疗机构占比不足 3 成	20
图表 46:	2023 年瑞派宠物新增门店总数较多, 且其中自建门店占比较高, 其诊疗服务业务毛利率下滑	20
图表 47:	VIP Petcare 非同店调整项从 2018 年时的约 776 万美元扩张至 2021 年高峰期时的 2316 万美元	21



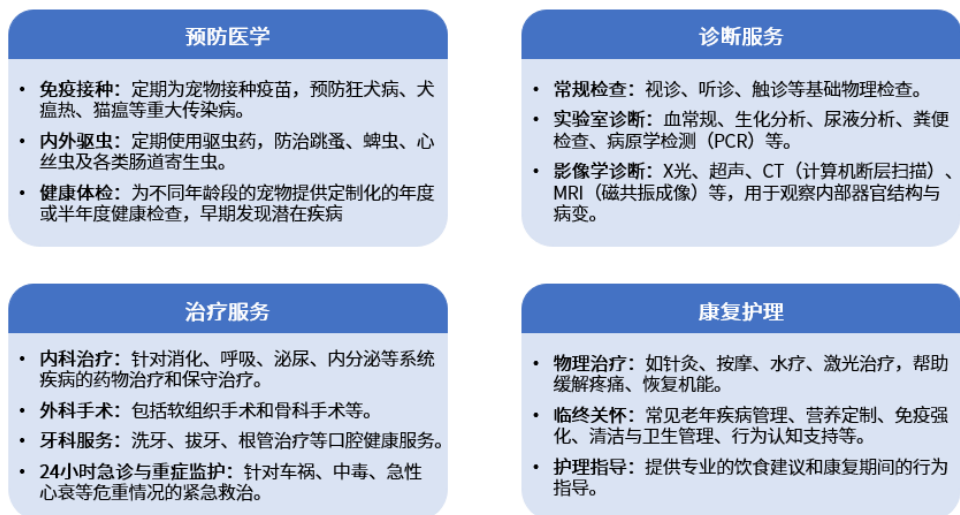
图表 48: 宠物医院行业成本结构中, 员工薪酬、租金、折旧与摊销等固定成本占比高达 60%~70%	21
图表 49: 瑞派宠物旗下城市中心医院坪效可达社区医院坪效的约 3 倍	21
图表 50: 2022-1H25, 瑞派宠物三级宠物医院净新增门店数量	21
图表 51: 美国 VCA 与瑞派宠物三级宠物医院门店面积、营业额及人员配置对比	21
图表 52: 润合供应链集团合作宠物医院数量 1 万+家, 合作宠物店数量 5 万+家	22
图表 53: 瑞派宠物销售和管理费用率较高挤压净利空间	22
图表 54: 公司在营宠物医院门店数量于 23 年增至 580 家后回落, 但门店店型结构持续优化	23
图表 55: 2022-1H25 公司收入持续增长, 主要由门店数量增长和结构优化驱动	23
图表 56: 2024 年公司接诊宠物病例量达约 430 万例	23
图表 57: 2023 年以来公司宠物单次就诊消费额持续提升	23
图表 58: 2022-2024 年瑞派宠物持续经营业务连续亏损, 1H25 扭亏为盈	24
图表 59: 瑞派宠物诊疗服务业务毛利率维持在 20%左右	24
图表 60: 2022-2024 年公司持续亏损, 还受赎回负债的账面值变动和其他收益及亏损净额的影响	24
图表 61: 2023 年公司亏损主受金融资产公允价值变动损益影响	24
图表 62: 瑞普生物营业收入结构 (左轴: 亿元、右轴: %)	25
图表 63: 瑞普生物直接和间接持有瑞派宠物约 11.8%股权	25



一、宠物医疗产业链全景

宠物医疗指专门针对伴侣动物的疾病进行预防、诊断、治疗及康复护理，为解决宠物病痛的专业医疗服务体系，具体可分为预防医学、临床诊断、疾病治疗、康复护理四大类。

图表1：宠物医疗服务内容主要分为预防医学、临床诊断、疾病治疗、康复护理四大类



来源：嘉世咨询、国金证券研究所

宠物医疗产业包括上游的药品和医疗设备及耗材供应商、中游的医疗服务机构，以及下游的宠物主、线上诊疗平台和宠物医疗保险与金融服务。

在上游领域中，宠物药品行业长期由硕腾、默沙东、勃林格殷格翰、拜耳、礼蓝等外资品牌主导。随着中国宠物行业规模增长，以瑞普生物、普莱柯、科前生物、生物股份等为代表的传统兽药企业，和以爱宠生物、海正动保为代表的人用药企跨界纷纷开始布局宠物药品和疫苗产品，国产化率逐步提升，但市场份额与外资品牌相比差距仍然明显。

在宠物医疗器械设备领域，高端市场由外资品牌主导，国产品牌迅速崛起。影像设备方面，CT、MRI 等高端设备基本被 GE、西门子、飞利浦等巨头垄断；DR（数字 X 光机）和 B 超领域，国产品牌如迈瑞动物医疗、蓝影、谛宝诚、康众医疗等，正在快速实现国产替代。检验设备方面，血液分析仪、生化分析仪、血气分析仪等，美国 IDEXX（爱德士）是全球宠物诊断市场的领导者，万孚生物全资子公司万德康等国产品牌积极追赶。手术设备国产品牌已占据相当一部分市场份额；高端治疗设备如放疗设备、内窥镜、激光治疗仪等，仍以进口品牌为主。

中游宠物医疗服务行业市场集中度较低，新瑞鹏、瑞派、瑞辰等是其中的典型代表。第三方检测服务则主要由拓瑞检测、联宠检测中心等机构提供。

下游线上诊疗与健康服务平台汇聚了安安宠医、波奇宠物、爱宠 iCHONG、京东宠物健康等参与者；而在宠物医疗保险领域，蚂蚁保、太平洋保险、中国人保、平安保险等构成市场主力。



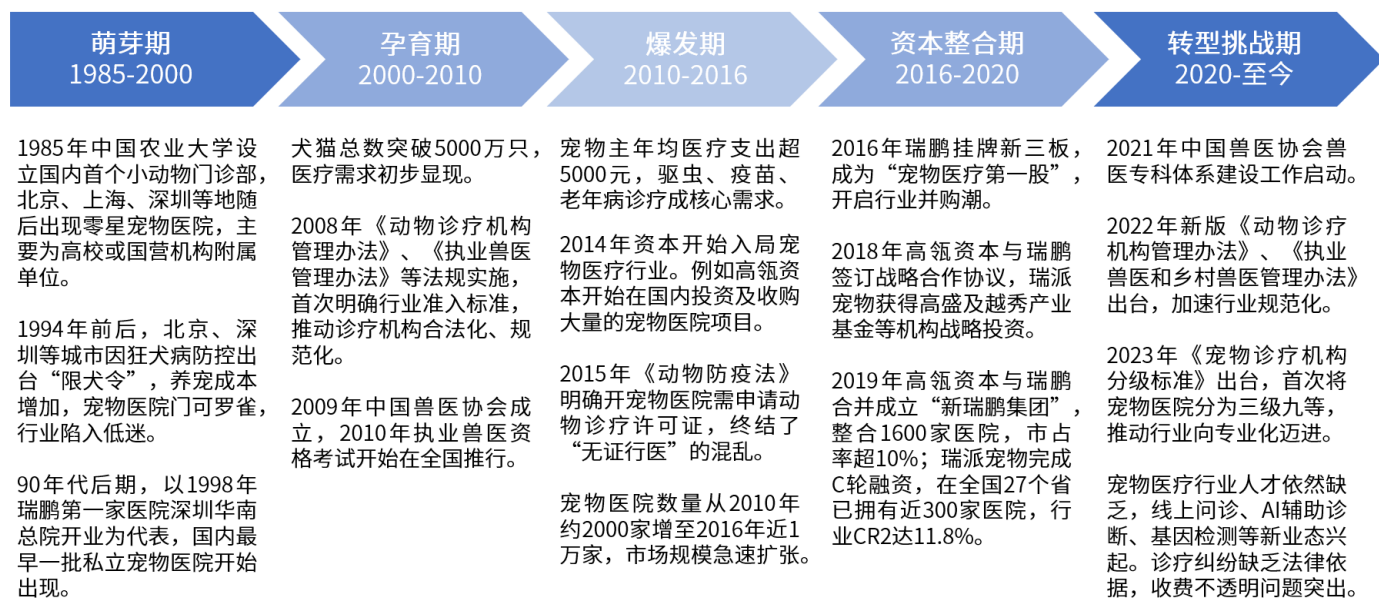
图表2：宠物医疗产业链



来源：嘉世咨询、前瞻产业研究、国金证券研究所等

中国宠物医院行业自1980年代以来，经历了萌芽、孕育、爆发、整合及转型五个发展阶段：

图表3：中国宠物医院行业发展经历萌芽期、孕育期、爆发期、资本整合期和转型挑战期五阶段



来源：嘉世咨询、新瑞鹏官网、《北美兽医专科制度建设简介》、国金证券研究所等

萌芽期 (1985-2000 年): 80 年代宠物饲养以严控为主基调，宠物医院面对有限的宠物医疗需求开始萌芽。1980 年《卫生部关于控制和消灭狂犬病的通知》和《家犬管理条例》为代表，确立了在县级以上城市和工业区实施严格养犬限制的基本框架。此阶段宠物饲养处于灰色地带、属于“个别”现象。1990 年后，各大省市陆续出台《限制养犬规定》，宠物饲养从“全面禁止”到“有限放开”，宠物数量缓步增长，但养宠人对宠物医疗的认知仍然有限。1985 年，中国农业大学动物医学院开设小动物门诊部，拉开了中国宠物医院行业发展的序幕。90 年代，农大兽医专业的老师开始在北京开设宠物医院，随后上海、深圳等地也零散出现了宠物医院。90 年代后期，最早一批私立宠物医院开始出现，行业在有限的市场需求下逐渐启航。



孕育期（2000-2010 年）：宠物数量增长带动下医疗需求显现，从业人员和营业场所规范条例与法规陆续出台。2003 年，《北京市养犬管理规定》首推“登记+年检”制度，养宠转向“规范管理”。2007 年，杭州、广州相继出台《养犬管理条例》，放宽对于养宠数量限制。

居民生活水平提高+宠物饲养“有法可依”，城镇犬猫数量快速增长，宠物医疗需求初步显现。然而不少尚未取得相关资质的人员进入行业，管理混乱、水平低劣致使医死医坏宠物的事件时有发生。2008 年，《动物诊疗机构管理办法》、《执业兽医管理办法》等法规实施，首次明确从事动物颅腔、胸腔和腹腔手术的宠物医院需要配备至少 3 名执业兽医+手术台、X 光机或者 B 超等器械设备，推动诊疗机构合法化、规范化。2009 年，行业自律组织中国兽医协会成立；2010 年，执业兽医资格考试开始在全国推行。

爆发期（2010-2016 年）：行业合法化、规范化吸引资本进场，宠物医院门店数量快速增长。行业合法化、规范化抬高宠物医疗行业的进入门槛，吸引金融资本入局，例如高瓴资本自 2014 年起在国内投资及收购大量宠物医院项目，包括宠颐生、芭比堂、安安宠物、顽皮家族、爱诺等。资本入局后，一方面具备执业资格、拿到合法牌照的兽医加速开店，希望获得资本青睐；另外，资本进场帮助宠物医院打造可复制的单店模型，驱动内生式扩张。内生+外延共同驱动下，2010-2016 年国内宠物医院数量由约 2000 家急剧增长至近 10000 家。

资本整合期（2016-2020 年）：资本整合助力龙头跨越式发展。2016 年瑞鹏挂牌新三板，借金融资本之力开启行业并购潮。2019 年，高瓴资本与瑞鹏合并成立“新瑞鹏集团”，整合医院数量 1600 余家；瑞派宠物自 2015 年起陆续引入瑞普生物、高盛、越秀产业基金、玛氏等投资方，于 1H25 扩张至 548 家位列第二。

转型挑战期（2020 年-）：宠物医院走向专科化、专业化。公共卫生事件期间宠物数量快速增长，宠物医疗市场规模快速扩容，新一代养宠人对专业化、专科化的宠物医疗服务需求提升。然而我国兽医人才稀缺、兽医专科化体系建设起步较晚，加之行业标准及规范缺失、监管机制落后，造成市面上高质量宠物医疗服务供给不足。2021 年，中国兽医协会牵头兽医专科体系建设工作正式启动；2023 年出台《宠物诊疗机构分级标准》，参考人医体系将宠物医院分为三级九等，推动行业向专业化迈进。

二、宠物医院行业市场规模

2.1 2024 年宠物医疗市场规模 473 亿，未来 3 年复合增速有望达 7%

宠物数量增长、宠均医疗消费支出增加，推动宠物诊疗市场规模扩张。根据《宠物行业白皮书》，2019-2024 年中国宠物行业市场规模由 2024 亿增长至 3002 亿，其中诊疗消费份额从约 10.0%提升至约 12.6%，对应市场规模从 2019 年的约 203 亿增长至 2024 年的约 378 亿，期间复合增长率约 13.3%；宠物体检消费份额自 2021 年起统计，3 年间由 3.0%提升至 3.2%，对应市场规模从约 76 亿提升至 94 亿，期间复合增长率约为 7.4%。综前所述，2024 年宠物诊疗与体检合计行业规模达约 473 亿元。在宠物数量增长、宠物到院就诊率和就诊频次提升，以及宠均医疗消费支出金额增加等因素的共同驱动下，到 2027 年宠物医疗（不含药苗）市场规模有望达到约 580 亿元，未来 3 年复合增速达约 7.0%。

简要假设：1）考虑到公共卫生事件影响消退后，宠物犬增速呈上行趋势，而宠物猫增速放缓，假设 25-27 年宠物犬猫数量年增速均为 2.0%；2）宠物老龄化是推动宠均医疗消费金额提升的关键因素之一，详细分析见章节 2.2.3。伴随我国宠物猫的“婴儿潮”一代逐渐老龄化，猫均医疗消费金额有望迎来突变式增长；我国宠物犬年龄结构相对均衡，2024 年已经可以看到老龄化导致的犬均医疗消费支出增速加快的趋势。基于此，假设 25-27 年猫均医疗消费金额增速分别为 3.5%/3.5%/5.0%，犬均医疗消费金额增速分别为 5.5%/5.5%/6.0%。

图表4：2024 年，宠物诊疗+体检市场规模约 474 亿元，到 2027 年有望增长至 580 亿元

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
犬数量（万只）	5429	5119	5175	5258	5363	5470	5580
yoy	4.0%	-5.7%	1.1%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
猫数量（万只）	5806	6536	6980	7153	7296	7442	7591
yoy	19.4%	12.6%	6.8%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
猫均医疗支出总额（元）	351.63	325.64	356.19	353.21	365.57	378.36	397.28
yoy	12.4%	0.6%	0.6%	-0.8%	3.5%	3.5%	5.0%
犬均医疗支出总额（元）	450.70	481.86	391.87	421.87	445.07	469.55	497.72
yoy	28.6%	-6.8%	-6.8%	7.7%	5.5%	5.5%	6.0%
宠物医疗市场规模（亿元）	440.26	457.31	447.71	472.52	505.42	538.44	579.29
yoy		3.9%	-2.1%	5.5%	7.0%	6.5%	7.6%

来源：派读大数据、国金证券研究所。注：标黄单元格为假设值。

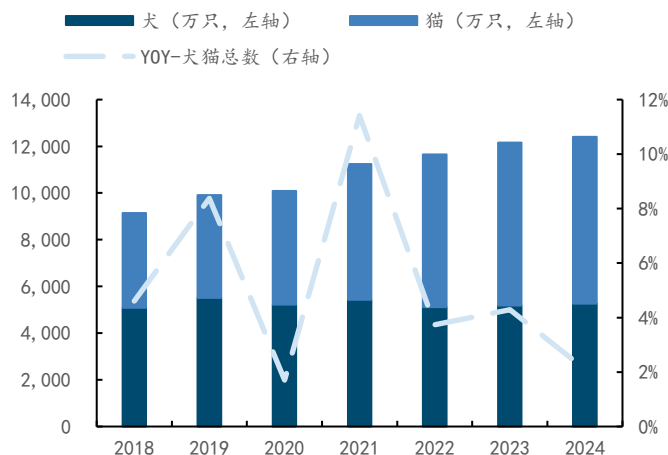


2.2 参考成熟市场，宠物医疗行业扩容有哪些动因？

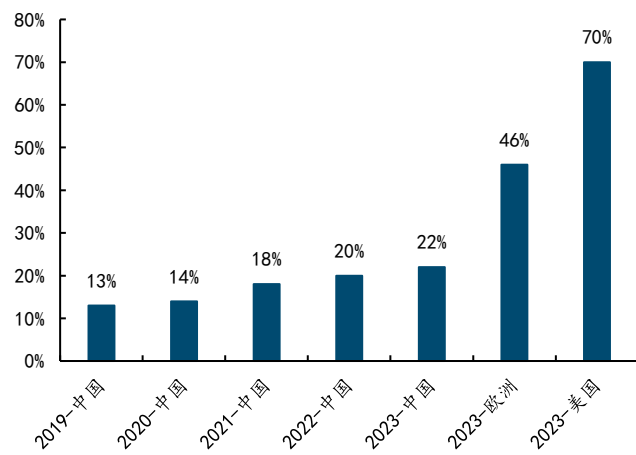
2.2.1 需求侧①：宠物数量增长趋势具备韧性

对比美欧成熟市场，国内家庭养宠渗透率仍有充足提升空间。2019~2023 年，我国城镇犬猫数量从约 9915 万只快速增长至约 1.2 亿只；推动中国养宠的家庭户数渗透率从 13% 提升至 22%，但相较欧洲（46%）和美国（约 70%）仍存在显著差距。根据 2023 年养宠家庭户数渗透率和总户数推算中国养宠家庭户均宠物数量约为 1.18 只。假设户均宠物数量保持不变，若中国养宠家庭户数渗透率从 22% 渗透至 40%/50%/60%，分别对应中国宠物数量有望增长至 2.21/2.76/3.32 亿只。

图表5：2019-2021 年，城镇犬猫数量快速增长



图表6：2023 年，中国养宠的家庭户数渗透率提升至 22%，相较欧洲和美国仍有明显差距

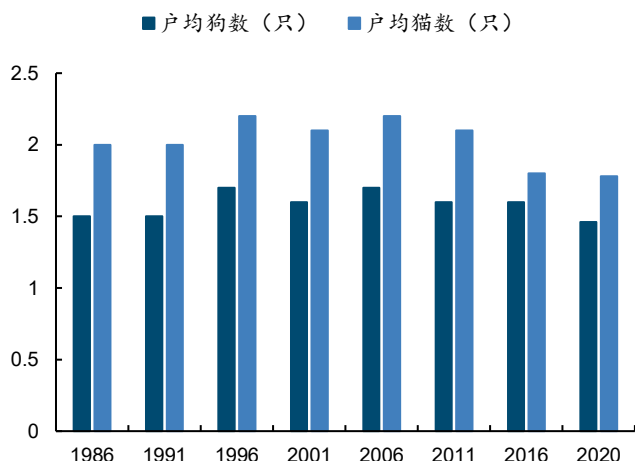


来源：派读大数据《宠物行业白皮书》、国金证券研究所

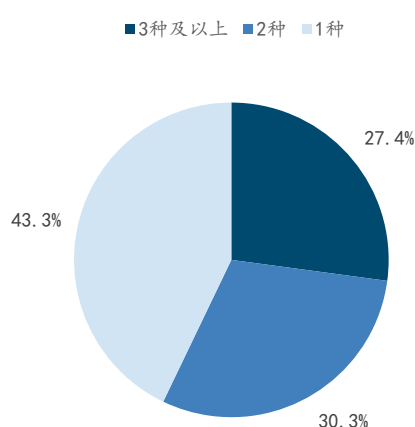
来源：艾媒咨询、国金证券研究所

多宠化趋势正在兴起，宠物数量的增长趋势具备韧性。根据 AVMA 数据，美国养宠家庭户均犬、猫数量自 1980 年代以来一直维持在 1 以上；并且约 35.2% 的养狗家庭为多狗家庭，约 44.3% 的养猫家庭为多猫家庭。根据京东《2025 宠物行业消费趋势报告》，中国近 6 成养宠人养过 2 种及以上宠物，养宠家庭的多宠化趋势逐渐兴起。维持中国养宠家庭户数渗透率提升至 40% 的假设，若户均宠物数量由 1.18 只分别提升至 1.3/1.4/1.5 只，对应中国宠物数量有望进一步增长至 2.43/2.62/2.81 亿只。综上，预计中国宠物数量将维持增长趋势。

图表7：美国养宠家庭户均犬、猫数量均大于 1



图表8：中国近 6 成养宠人养过 2 种及以上宠物



来源：AVMA、国金证券研究所

来源：京东《2025 宠物行业消费趋势报告》、国金证券研究所

图表9：养宠家庭户数渗透率提升+多宠化趋势推动宠物数量增长

	2023 年	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
总户数 (万户)	46,770.44	46,770.44					
养宠家庭户数渗透率 (%)	22%	40%	50%	60%	40%	50%	60%



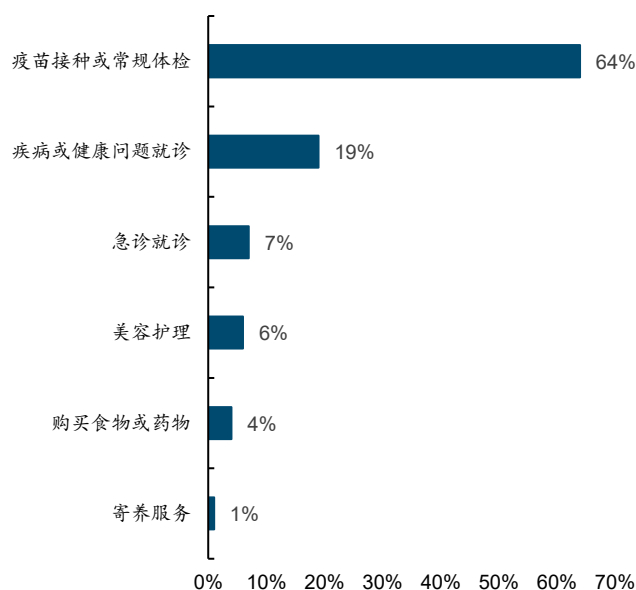
	2023 年	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
户均宠物数量（只）	1.18	1.3	1.4	1.5		1.18	
中国宠物犬猫数量（万只）	12,155	24,321	26,191	28,062	22,100	27,625	33,150

来源：iFind、艾媒咨询、《2025 年宠物行业白皮书》、国金证券研究所

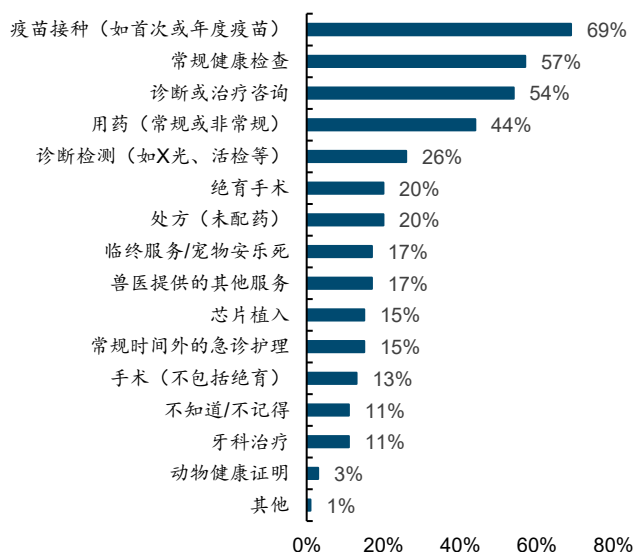
2.2.2 需求侧②：宠物保健理念升级增加就诊频次

相比成熟市场，中国宠物体检渗透率仍有较大提升空间。根据 AVMA 调查数据，美国宠物主近一年到宠物医院就诊的最常见原因为常规疫苗接种或体检、占比高达 64%，仅有 19% 主诉为生病就诊。英国竞争与市场管理局（CMA）委托开展的一项宠物医院市场调查结果显示，英国宠物到院就诊的常见原因包括疫苗接种（69%）、常规体检（57%）和诊断治疗（54%）。而中国宠物到院就诊的主要原因仍然是诊疗（41.2%）和免疫（37.6%），体检需求占比不足 10%，显著低于英美成熟市场的约 60%。未来伴随体检渗透率提升，宠物到店就诊频次有望增加。

图表10：64%的美国宠物到院就诊原因是疫苗接种和常规体检



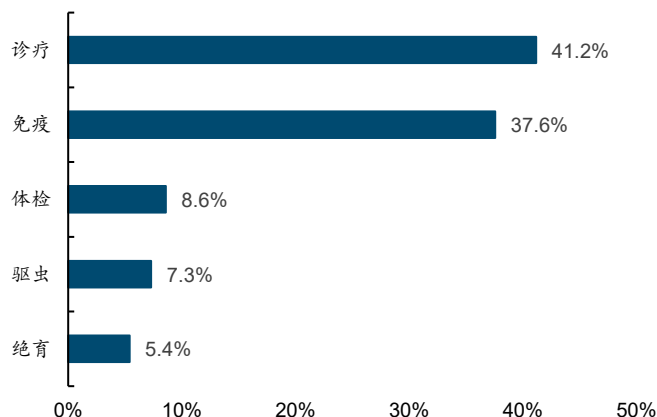
图表11：疫苗接种、常规体检和诊断治疗是英国宠物到院就诊的主要原因



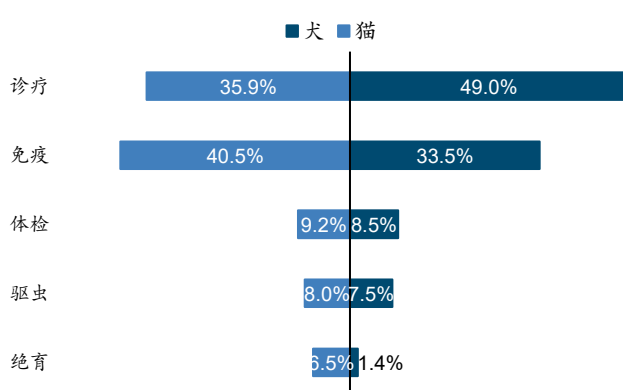
来源：AVMA、国金证券研究所

来源：Accent Vet Users Survey、国金证券研究所

图表12：截至 2024 年，诊疗和免疫仍是中国宠物到院就诊的主要原因，体检需求占比不足 10%



图表13：2024 年，免疫成为宠物猫到院就诊的首要原因



来源：派读大数据《2025 中国宠物医疗白皮书》、国金证券研究所

来源：派读大数据《2025 中国宠物医疗白皮书》、国金证券研究所

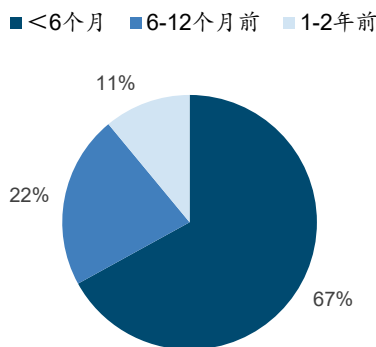
中国宠物到院就诊率和到院频次均显著低于成熟市场。考虑到免疫在各国宠物到院就诊原因中均排名前列，我们认为宠物平均免疫率对宠物的平均到院就诊率具备借鉴意义。英国 CMA 委托调查数据显示，约 89% 的宠物主在过去一年内



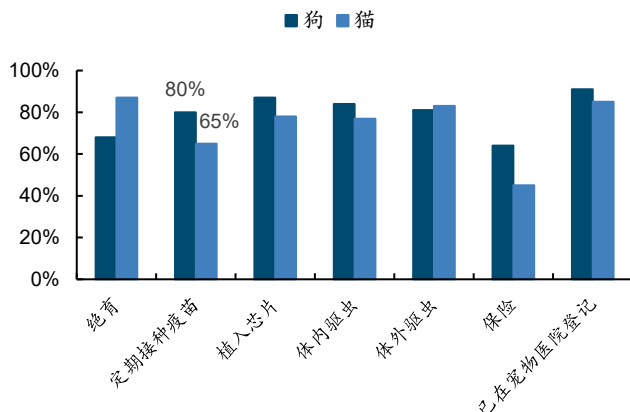
曾到访宠物医院，过去 2 年宠物犬、猫平均到院频次分别为 5.9 和 4.7 次（年均约 3.0/2.4 次）；另根据 UK PAWS Charity 数据，英国约 80%的犬和 65%的猫定期接种疫苗加强针。而根据央视网，2020 年我国犬、猫平均免疫率仅达约 28.84%和 17.25%；另根据《2025 中国宠物医疗白皮书》，2024 年中国宠物犬、猫预防保健年均到院频次分别为 1.6 和 1.7 次，近 1 年到院就诊的犬、猫平均免疫率分别约为 50.1%和 48.6%，就诊率和到院频次均与成熟市场差距明显。

在宠物家人化、宠主年轻化、高学历化等趋势下，健康、科学养宠的理念逐渐普及，宠物到院就诊率有望提升。根据《2022 年中国宠物健康消费白皮书》，宠物健康消费人群主要为二线及以上城市的 21-30 岁年轻群体，呈现高学历（大学本科及以上学历）、高收入（家庭月收入 8,000-12,000 元）等特征。此部分群体主流养宠时间在 1~2 年间，宠物健康信息获取主要来自宠物医院专业医生、身边养宠好友、萌宠博主、宠物内容垂类网站社区等渠道。伴随消费理念升级，以及专业宠物医生和宠物博主对宠物保健知识的持续科普，叠加社交媒体的扩散，健康养宠的理念逐渐在新一代养宠人群中成为主流，宠物主对定期驱虫、接种疫苗等预防性保健措施的认知态度有所提升，宠物健康消费的诉求亦从单纯的疾病医治转向全生命周期健康管理，驱动宠物医疗行业持续发展。

图表14：英国约 67%的受访者上一次带宠物到院就诊在不到 6 个月前



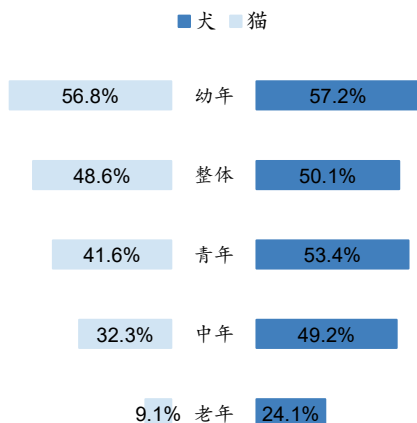
图表15：英国犬/猫免疫率分别达约 80%/65%



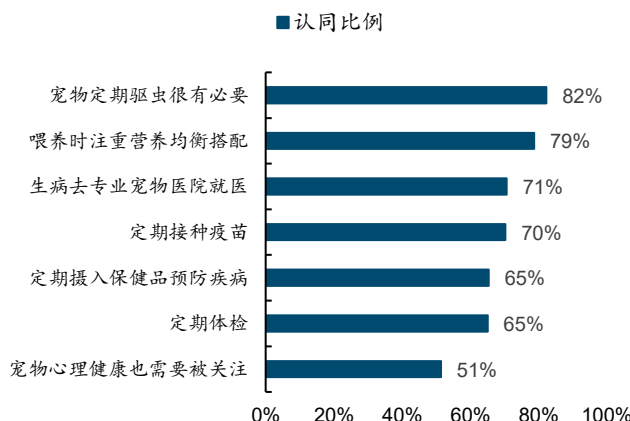
来源：Accent Vet Users Survey、国金证券研究所

来源：UK PAWS Charity、国金证券研究所

图表16：2024 年中国近 1 年到院就诊的犬、猫平均免疫率分别约为 50.1%和 48.6%



图表17：2022 年，约 82%和 70%的中国宠物健康消费人群认可定期驱虫和定期接种疫苗的重要性



来源：派读大数据《2025 中国宠物医疗白皮书》、国金证券研究所

来源：艾瑞 X 京东《2022 年中国宠物健康消费白皮书》、国金证券研究所

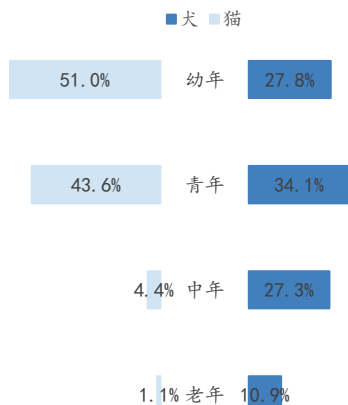
2.2.3 需求侧③：宠物老龄化推升单次就诊消费金额

宠物猫的“婴儿潮”一代逐渐老龄化，行业有望迎来突变式增长。截至 2024 年，中老犬、猫数量占比分别为 38.2%和 5.5%。中老年犬比例远高于中老年猫，或因犬作为伴侣动物的饲养在中国有更悠久的历史；而猫经济是近几年兴起的新趋势，尤其 2019~2022 年宠物猫数量复合增速超 10%，因此幼年猫占比显著偏高。根据 AAHA(美国动物医院协会)数据，6 岁以上宠物的年均医疗支出是 6 岁以下的 2.6 倍。

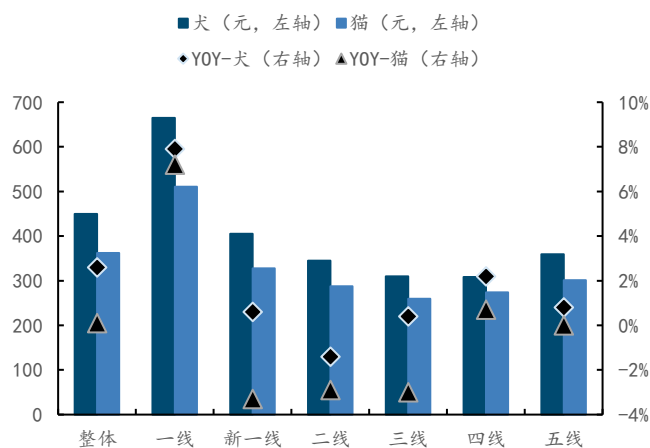


2024 年，宠物犬单病例医疗消费金额增速高于宠物猫，或已反映出老龄化对单宠医疗消费支出的影响。2024 年，一线至五线的所有城市，犬单病例医疗消费金额同比增速均高于猫，或因犬类平均寿命较短且 2019~2022 年期间数量总体稳定，因此老龄化程度高于猫。近 2 年，宠物猫数量增幅逐渐回归稳态，而 2019~2022 年期间新增的宠物猫将于 2025~2027 年期间逐渐进入中年（>6 岁、≤10 岁）。伴随宠物猫的“婴儿潮”一代老龄化，宠物医疗行业有望迎来“量”和“价”的突变式增长。

图表18：相较于犬，猫年龄结构高度年轻化



图表19：2024 年犬单病例医疗消费金额同比增速高于猫

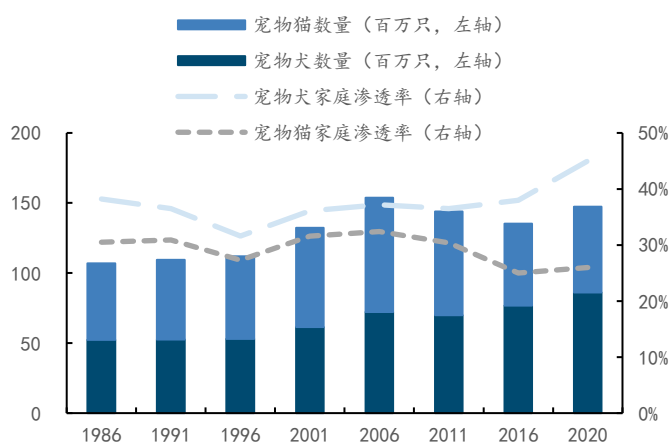


来源：派读大数据《2025 中国宠物医疗白皮书》、国金证券研究所。注：（1）幼年：≤1 岁的猫&≤9 个月的犬；（2）青年：1~6 岁的猫&9M~4 岁的犬；（3）中年：6~10 岁的猫&4~9 岁的犬；（4）老年：>10 岁的猫&>9 岁的犬。

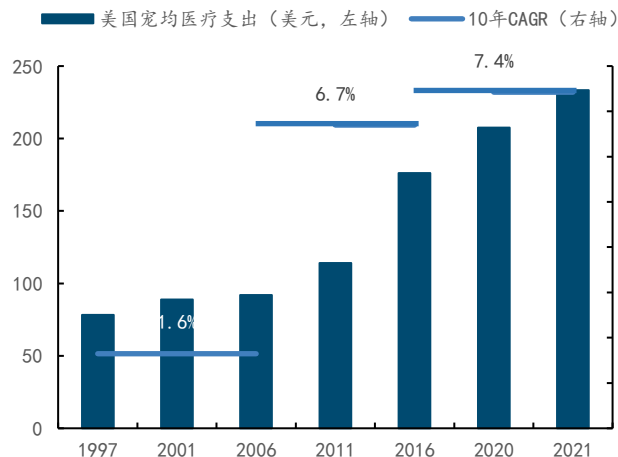
来源：派读大数据《2025 中国宠物医疗白皮书》、国金证券研究所

美日宠物医疗行业均经历了从“量在价先”到“量稳价增”的发展过程。1996-2006 年，美国犬/猫数量 CAGR 分别达约 3.1%/3.3%，而宠均医疗支出 CAGR 仅为 1.6%；2006-2016 年，上一轮养宠高峰期新增的宠物逐渐老去，美国犬猫数量呈下降趋势，但老龄化驱动宠均医疗支出 10 年 CAGR 从 1.3%提升至 6.7%。1995-2005 年是日本宠物数量的高速成长期，犬/猫数量 CAGR 分别达约 2.9%/3.4%，而 1997-2005 年宠均医疗支出 CAGR 达约 4.2%；2005-2010 年，日本宠物数量总体下行，但宠均医疗支出复合增速达约 8.7%，同样由老龄化驱动。

图表20：1996-2006 年美国犬/猫数量 CAGR 分别达约 3.1%/3.3%；2006-2016 年则呈下降趋势



图表21：1997-2006 年美国宠均医疗支出 CAGR 为 1.6%；2006-2016 年则提升至 6.7%

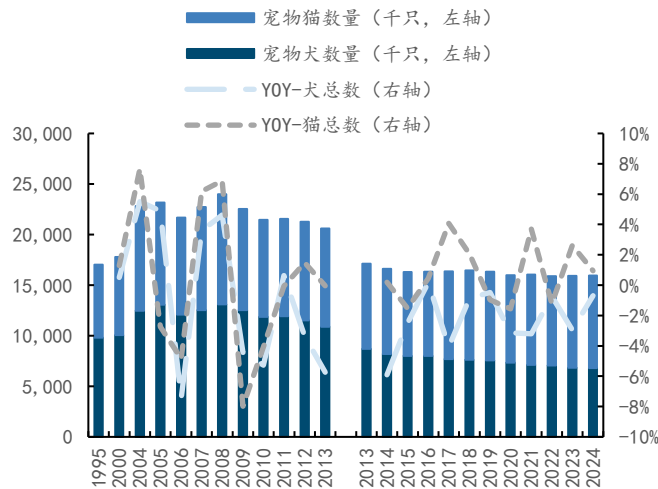


来源：WellBeing International、AVMA、国金证券研究所

来源：Euromonitor、AVMA、国金证券研究所。注：（1）宠均医疗消费支出=医疗行业市场规模/宠物数量；（2）1997 宠物数量由 1996-2001 年复合增速估算得出

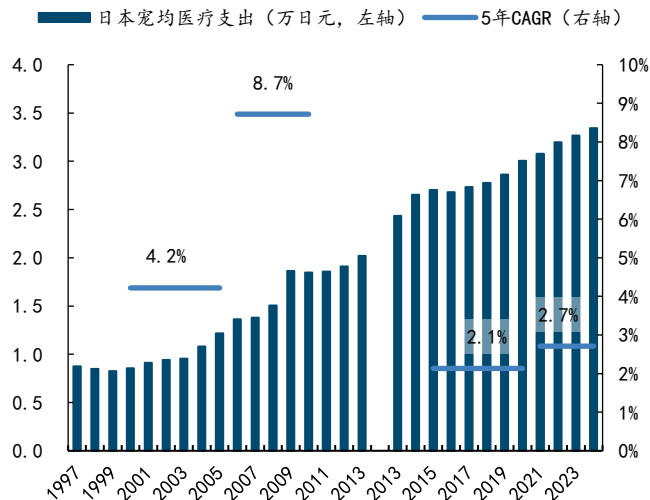


图表22：1995-2005年，日本犬/猫数量CAGR分别达约2.9%/3.4%，但2005-2010年总体下降



来源：JPFA、国金证券研究所。注：2013年前后数据统计口径变更，但数据来源一致

图表23：1997-2005年日本宠物医疗支出CAGR为4.2%，2005-2010年CAGR升至约8.7%



来源：Euromonitor、JPFA、国金证券研究所。注：（1）宠物医疗消费支出=医疗行业市场规模/宠物数量；（2）1997-1999、2001-2003宠物数量由期间复合增速估算得出；（3）宠物数量数据2013年前后统计口径变更，但数据来源一致

2.2.4 需求侧④：宠物家人化趋势增强宠主支付意愿

宠物家人化趋势下，宠主对医疗消费支出的支付意愿增强。伴随宠物的家庭角色从过去功能性的“看家护院、猫抓老鼠”，转变为更强亲密平等的“家人、朋友”，与宠物的情感联结增强使得宠物主的边际消费倾向也随之提升。AVMA发布的宠物数量和所有者统计报告将养宠人群分为5类：宠溺型、热情家庭型、低调无娃型、工作忙碌型和随性养育型。宠溺型宠主的核心特征是“拟人化”的养育方式，例如为宠物庆祝生日和节日，每天与宠物说话，以及给宠物穿搭时尚服饰/配饰，尤其是为宠物庆祝生日的比例显著高于其他类型的宠主。基于对宠物的高度情感投入，宠溺型宠主的年度养宠消费是随性养育型人群的约2倍，在宠物医疗方面的支出更是达到随性养育型人群的3倍有余。

根据京东《2025宠物行业消费趋势报告》，超80%的宠主将宠物视为亲密关系成员（家人、朋友等）。拟人化养宠趋势渐起，约25.6%的养宠人为宠物拍摄写真/挑穿搭，约11.9%曾为宠物举办生日派对。伴随宠物家人化、养宠拟人化趋势的持续演进，新一代宠主对宠物医疗消费的支出倾向有望进一步提升。

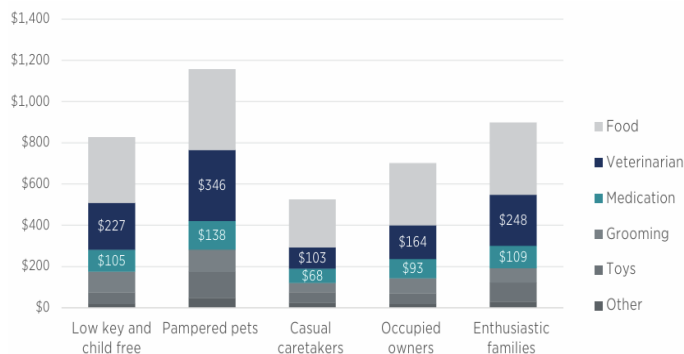
图表24：美国养宠人群可分为宠溺型、热情家庭型、低调无娃型、工作忙碌型和随性养育型5类

宠物主细分群体	核心特征	年龄	婚姻/子女	收入	养宠类型
Pampered pets 宠溺型	“我的宠物就是我的世界”，愿意为高品质服务买单	<35/45-54	单身、无娃	<\$25k 或 ≥\$200k	养猫概率较低
Enthusiastic families 热情家庭型	生活忙碌所以位置/时间方便很重要，但整体性价比最重要	25-54	大概率有娃	\$50k-\$200k	猫狗双全
Low key & child free 低调无娃型	宠物是我亲密的家庭成员，追求合适价位的服务	≥55	无娃	\$25k-\$50k	养猫概率较低
Occupied owners 忙碌主人型	可能不会每年带宠物去看兽医，但去时希望获得由专业员工提供的品质服务	幼子家长(<45)/ 银发无娃(65+)	已婚/离异	<\$150k	更可能养狗
Casual caretakers 随性养育型	多宠家庭，价格敏感，追求性价比服务	25-44	已婚有娃， 自有住房	\$75k-\$200k	猫狗双全

来源：AVMA、国金证券研究所

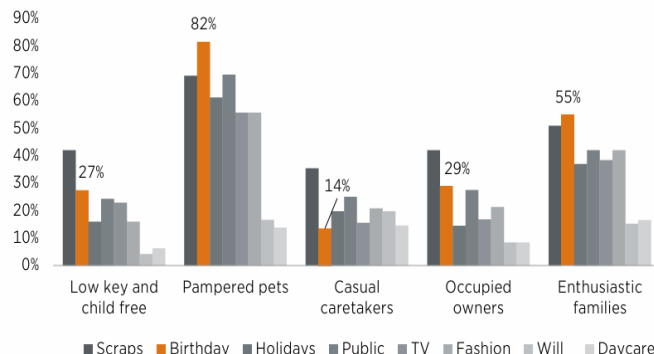


图表25：美国宠溺型宠主年均宠物医疗支出达随性养宠型宠主的3倍以上



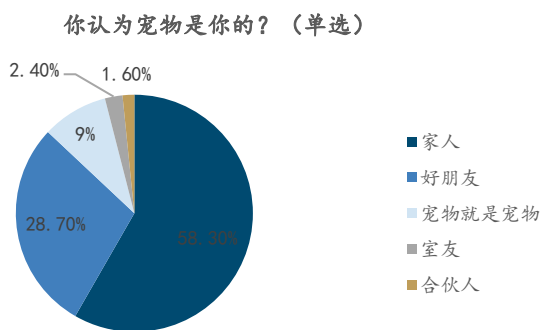
来源：AVMA、国金证券研究所

图表26：美国宠溺型宠主为宠物庆祝生日的比例显著高于其他类型的宠主



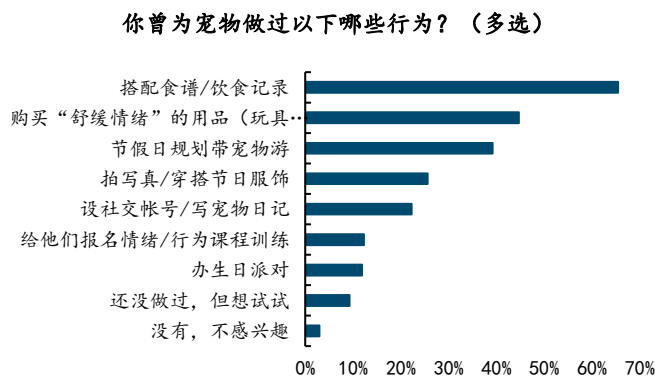
来源：AVMA、国金证券研究所。注：Holidays：逢节假日会特别跟宠物一起庆祝，Public：带宠物去公园、商场、咖啡馆等公共场所，TV：离家时会给宠物开电视，Will：已在遗嘱里给宠物做了安排

图表27：人宠关系不断升级，中国超80%的宠主将宠物视为亲密关系成员



来源：京东《2025 宠物行业消费趋势报告》、国金证券研究所

图表28：拟人化养宠趋势渐起，约11.9%曾为宠物举办生日派对



来源：京东《2025 宠物行业消费趋势报告》、国金证券研究所

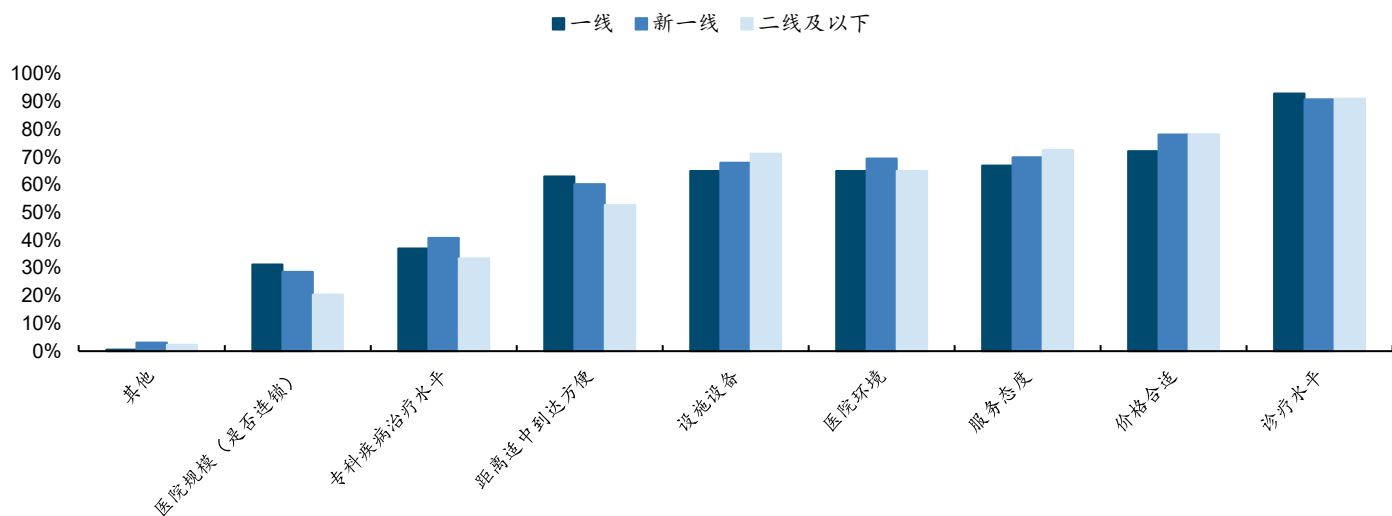
2.2.5 供给侧①：宠物专科化建设增加高质量供给

中老年宠物复杂疾病的发病率上升，对精确诊断的需求增加。宠物老龄化带来生理机能和免疫力下降，复杂疾病发病率上升，宠主将诊疗水平视为选择宠物医院的首要决策因素。宠物诊疗的难点往往不在治疗而在诊断，越是复杂疾病越需要层层排查、精确诊断。但数量上占比较高的社区医院存在局限：1）核磁共振、彩超、X光等专科诊疗设备单价较高，社区医院启动资金有限且接触疑难杂症病例的概率较小，往往配备不全。2）社区医院主要提供免疫、驱虫、绝育等预防性保健服务，并处理肠胃炎等常见疾病，对专科知识和专业技能要求较低，或不具备独立处理能力。

我国兽医专科化建设开展时间较短，高质量供给增加有望激发宠主消费潜力。中国兽医协会兽医专科体系建设工作自2021年4月启动，截至2024年6月底，已正式组建20个专科委员会，评定专科培养机构53家，颁发兽医专科医师证书263人次。考虑到专科医师培养一般需3-4年，各专科委员会要力争在正式成立3年内，完成社会上具备专科工作基础的资深临床人才成为专科医师的申报评定；根据专科医师培养技能要求开发出专用教材；专科培养机构在一、二线城市普遍布局，规范协调各专科培养机构的培养方案，获得评定的专科培养机构70%以上能够招收学员，专科医师人数达到2000人。随着专业化专科兽医人才认证和培养体系的逐步完善，宠物医院专科化建设有望加速，丰富宠物优质医疗资源供给，进而激发宠主消费潜力。



图表29：宠主将诊疗水平视为首要决策因素

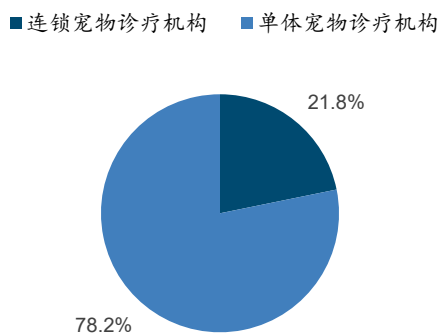


来源：《2022 中国宠物医疗行业白皮书》、国金证券研究所

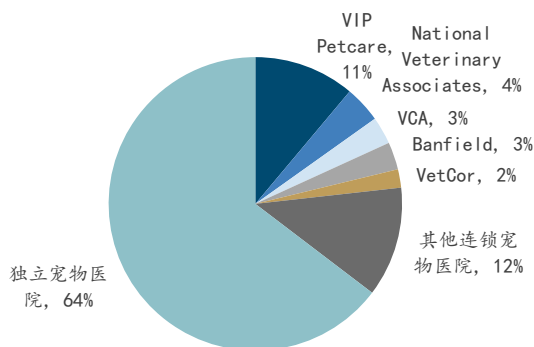
三、竞争格局：资本助力龙头扩张，融资能力拉开规模差距

对比成熟市场，我国宠物医院行业连锁化程度偏低、竞争格局分散。根据瑞派宠物披露信息，我国连锁宠物诊疗机构占比约 21.8%；根据 Mansfield Advisors，美国宠物医院连锁化率达约 36%，我国宠物医院连锁化率仍有充足提升空间。根据瑞派宠物披露信息，2024 年以收入计，中国宠物医院行业 CR2 约 13.0%、CR5 约 15.5%。按数量计，2024 年中国宠物医疗行业 CR5 约 6.5%；而美国宠物医疗行业 CR5 达约 25%，行业集中度仍有较大提升空间。

图表30：我国宠物诊疗机构连锁化率约 21.8%



图表31：按数量计，美国宠物医院连锁化率达约 36%



来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所。注：≥5 家为连锁宠物诊疗机构

来源：Mansfield Advisors、国金证券研究所

新瑞鹏的前身是瑞鹏宠物医院，1998 年在深圳罗湖区成立第一家医院深圳华南总院。2012-2013 年，瑞鹏走出深圳进驻广州。2014-2015 年，瑞鹏先后在长沙和上海设立宠物医院类子公司，北上扩张，直营连锁宠物医院门店数量从 2013 年的 22 家快速增长至 2015 年的 59 家。此阶段，瑞鹏旗下宠物医院以直营连锁经营模式为主，2013 年 12 月至 2014 年 5 月期间，以对实际控制人原有资产的收购整合为主要扩张手段；之后，在继续完成少量整合的同时，新设了多家子公司及分公司，完成深圳、广州、上海及长沙地区的布局加密。

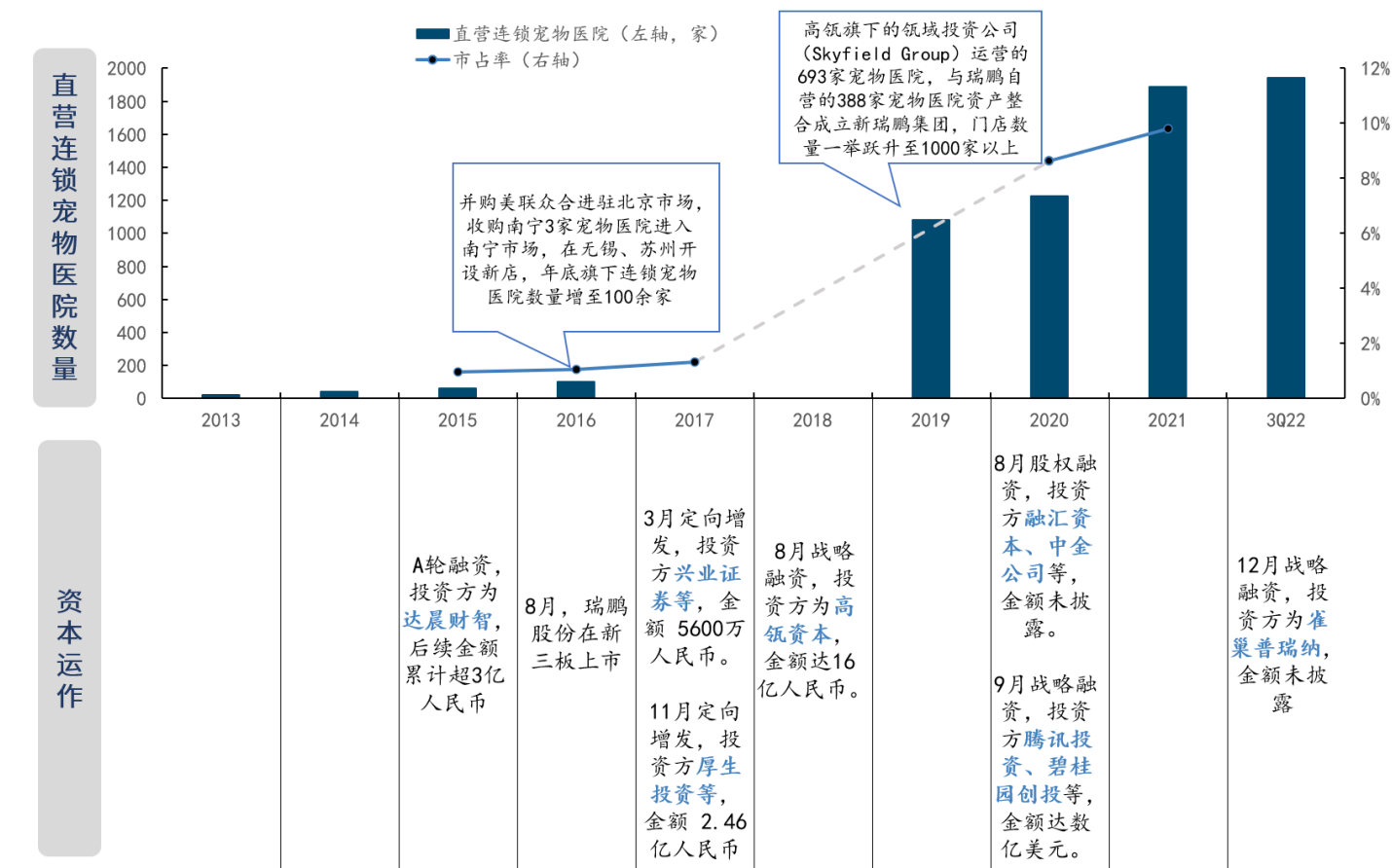
2016 年 8 月在新三板上市，进入借力资本扩张的新阶段。同年 10 月并购美联众合进驻北京市场，完成在全部一线城市的布局；收购南宁 3 家宠物医院进入南宁市场，在无锡、苏州开设新店，门店布局向主要二线发达城市和有发展潜力的三线城市延伸。到 2016 年底，瑞鹏旗下连锁宠物医院数量增至 100 余家。通过持续收购、新设宠物医院扩张规模，到 2018 年底收购贝克和史东动物医院时，瑞鹏集团旗下运营和拥有的连锁宠物医院数量已接近 500 家。

2018 年获得高瓴资本的战略投资，成为集团大规模扩张的关键转折点。2019 年，收购高瓴旗下的瓴域投资公司（Skyfield Group）运营的 693 家宠物医院，与瑞鹏自营的 388 家宠物医院资产整合成立新瑞鹏集团，门店数量一举跃升至 1000 家以上。2020-2022 年，新瑞鹏陆续获得中金公司、腾讯投资、雪湖资本、碧桂园创投、雀巢普瑞纳等机构的战略投资，融资金额达数亿美元。到 3Q22，新瑞鹏门店数量增至 1942 家。2023 年 1 月，新瑞鹏向纳斯达克递交 IPO 申请。



短期快速扩张带来经营压力，美股上市失败后战略性收缩。2020-2022 年，新瑞鹏集团累计亏损 37.28 亿元。基于市场环境和公司整体发展战略的综合考量，新瑞鹏于 2024 年 6 月申请撤回美国首次公开发行（IPO）计划。同年，集团战略重心转向精细化运营，通过关闭低效门店、聚焦核心医疗、提升单店效率，于 2024 年 3 月实现医疗业务的扭亏为盈。目前门店数量收缩至约 1400 家，但院均收入和院均医疗收入显著跃升，1H25 核心经营指标显著提升，半年度 EBITDA 已几乎完成全年预算。

图表32：新瑞鹏宠物医院门店数量扩张及资本运作历史



来源：瑞鹏股份历年年报、新瑞鹏招股说明书、国金证券研究所等

瑞派宠物医院成立于 2012 年，以北京及环京区域作为战略起点，逐步确立股东、运营管理层、医院三级管理的股权架构。2013 年，入驻北京、保定、廊坊、三河，成立瑞派京华管理公司；2014 年，进入宠物医疗业态成熟的华东区域，成立瑞派东华管理公司；2015 年，入驻中国宠物繁育基地东北区域，成立瑞派东贝管理公司。

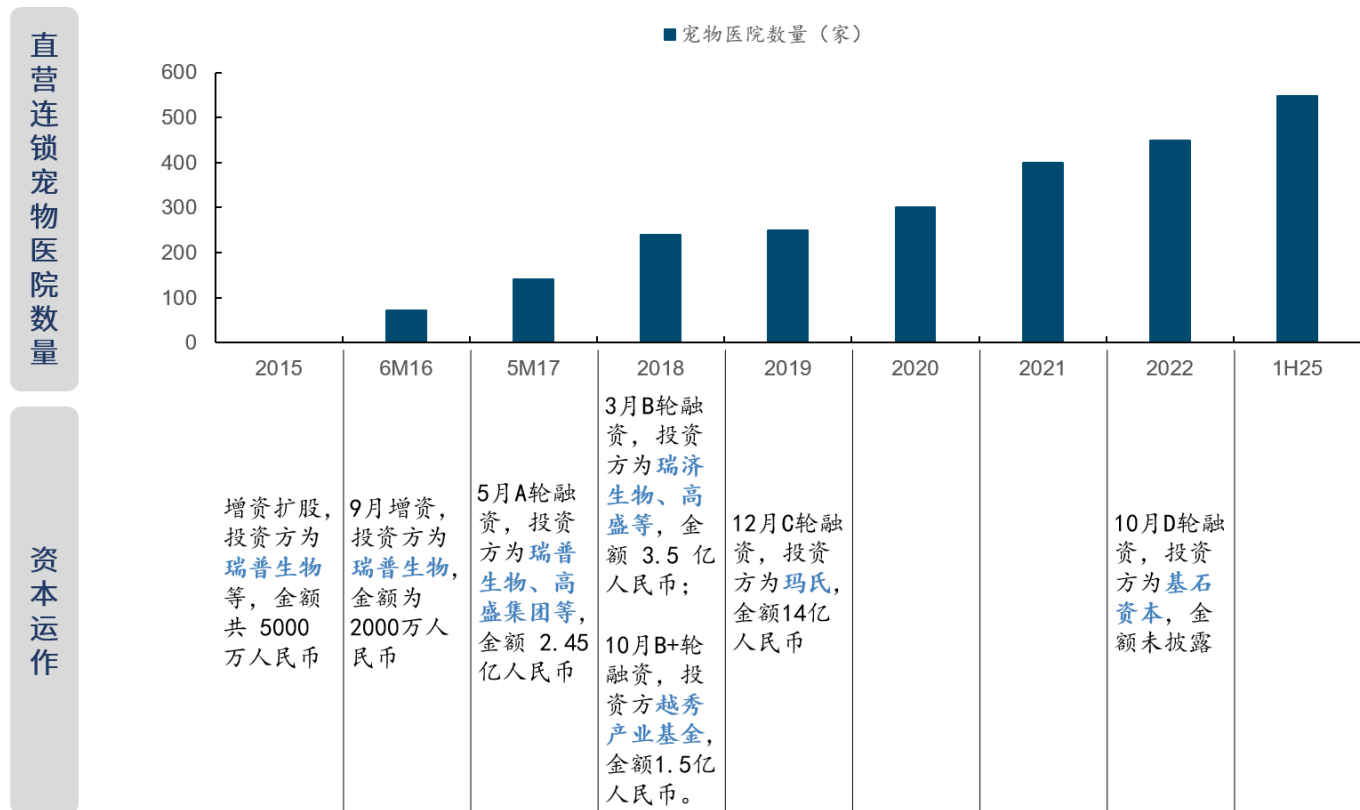
2015 年起，进入资本牵引收并购的快速扩张期，2015 年，同一实控人控股的上市公司瑞普生物公告，拟与天津天创资产管理合伙企业（有限合伙）、天津天创保鑫创业投资合伙企业（有限合伙）通过增资扩股的方式投资瑞派宠物 5000 万元。资本助力下，瑞派宠物开启宠物医院品牌收并购计划，主要目标为一二线城市排行前三前五的宠物医院。截至 2016 年 6 月底，旗下已拥有包括北京关忠、东北我宠我爱、天津长江、无锡派特、苏州曹浪峰等多个医院品牌，实际管理门店数已达到 71 家。2017 年，获得瑞普生物、高盛集团等机构 2.45 亿人民币的战略投资。同年 5 月，旗下宠物医院门店数量超 140 家；同年年底，瑞派宠物门店数量达约 200 家。2018 年，瑞派宠物连获两轮融资：3 月获得来自瑞济生物、高盛集团、南京瑞联等机构 3.5 亿人民币的 B 轮融资；10 月获得越秀产业基金 1.5 亿人民币 B+轮融资。当年年底，瑞派宠物在营门店数量约 240 家。

在高瓴资本投资瑞鹏前，瑞鹏和瑞派在门店数量上基本齐头并进。2019 年高瓴系和瑞鹏系宠物医院资产整合后，新瑞鹏与瑞派的规模差距逐渐拉开。

2019-2022 年，瑞派宠物医院门店数量再翻倍，2023 年以后保持平稳。2019 年 12 月，瑞派宠物引入玛氏；2022 年，全年并购、新建门店 100 余家。到 2023 年，瑞派宠物医院门店总量接近 600 家，设有 16 个特色学科，分布在全国 70 多个城市，主要集中在二线以上。根据瑞派宠物披露信息，截至 1H25 公司在营宠物医院数量达 548 家。



图表33：瑞派宠物医院门店数量扩张及资本运作历史



来源：瑞普生物公告、国金证券研究所等

2019 年起，连锁宠物医院行业一级市场融资开始向头部聚集。2018 年，宠物医院行业有 7 家企业完成融资。但到了 2019 年，除瑞派宠物外，只有 2 家宠物医院企业完成了融资。到 2020 年，则进一步收窄到仅有新瑞鹏获得战略投资。2021 年市场环境有所回暖，但仍仅有宠爱国际和萌兽医馆完成融资。2022 年，新瑞鹏和瑞辰宠物分别完成 1 次和 2 次融资；2023 年以来，仅瑞派宠物 1 家完成 D+轮融资。

瑞辰宠物医院集团成立于 2021 年 5 月 19 日，业务范围包括宠物医疗保健、实验室诊断、宠物美容造型、宠物商品贸易、宠物文化传播等领域。2022 年，瑞辰获得晨壹投资、KKR 以及爱尔眼科三家机构共同投资，彼时旗下已有超 130 家宠物医院；截至 2025 年已完成 B 轮融资，目前在全国超 50 个大中城市拥有 200+家宠物医院。

萌兽医馆成立于 2018 年，截至目前旗下拥有超 100 家宠物医院，分布在北京、天津、上海、杭州、南宁、成都等一线、准一线城市。宠爱国际于 2013 年 12 月成立，以北京市场为基础，逐步完成向外多个城市的拓展。发展初期通过服务多位明星客户迅速打开品牌声量，定位高端市场。截至 2023 年，宠爱国际在全国 6 个城市共计经营 66 家门店。

图表34：2019 年起，连锁宠物医院行业一级融资开始向头部企业聚拢

公司	成立时间	融资时间	融资轮次	融资金额	投资机构
新瑞鹏	1998 年	2020 年 9 月	战略投资	数亿美元	腾讯投资、奥博资本、Aspex Management、雪湖资本、碧桂园创投、清池资本、勃林格殷格翰
		2022 年 12 月	战略投资	—	雀巢
瑞派宠物	2012 年	2023 年 1 月	D+轮	—	蒙牛
瑞辰宠物	2021 年	2022 年 5 月	战略投资	—	爱尔眼科、晨壹投资
		2022 年 9 月	A 轮	—	KKR、晨壹基金
宠爱国际	2014 年	2021 年 9 月	战略投资	1 亿人民币	英睿资本
		2021 年 12 月	C 轮	数亿人民币	—
萌兽医馆	2018 年	2021 年 2 月	B 轮	数千万人民币	—
		2021 年 10 月	B+轮	数亿人民币	经纬创投、58 同城、沂景资本

来源：IT 桔子、国金证券研究所等



四、中国连锁宠物医院经营有哪些痛点？

4.1 专业技术人才稀缺：宠物医院集团赋能人才梯队建设，有望形成壁垒

中国宠物兽医人才不仅存在数量硬缺口，也存在从业者学历结构偏低的问题。

(1) 量的方面：2024 年，我国执业兽医合计约 17 万人，其中约 4 万人为宠物执业兽医，平均每位宠物兽医师服务的宠物数量高达 3100 余只，远高于其他成熟市场。根据香港卫生福利及食物局数据，2018 年，香港、英国、新加坡、美国每位宠物兽医师服务的宠物犬猫数量分别达约 410、2374、2543、3072 只；截至 2022 年，估算美国有约 8.7 万执业兽医师专职从事伴侣动物诊疗，对应每位宠物兽医师服务的宠物犬猫数量约 1795 只。

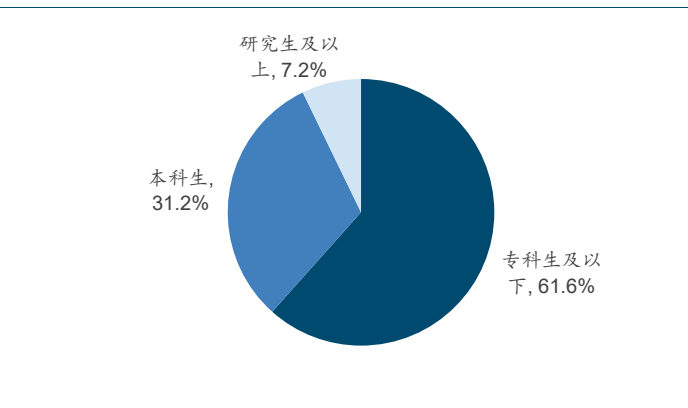
(2) 学历结构方面：在美国，成为一名执业兽医需要在本科阶段完成包括动物科学、生物化学、生物学等专业课在内的“兽医预科”课程，再申请 AVMA 认证的兽医学院，完成 4 年的兽医博士课程并通过北美兽医执照考试 (NAVLE)、获得兽医博士学位 (DVM) 后，满足所在州关于能力和行为的要求即可开始执业。然而在中国，60% 以上的宠物医院从业者为专科生及以下学历。大专课程主要侧重于基础操作，而对动物疾病诊断、影像学等核心技能缺乏培育，学历结构偏低致使行业长期深陷“技能基础薄弱”的困境，宠物主对兽医专业性的质疑难以消解。

图表35：2018 年香港、英国、新加坡、美国每位宠物兽医服务犬猫数量分别达约 410、2374、2543、3072 只

图表36：中国 60% 以上的宠物医院从业者为专科生及以下学历

地区/国家	2018 年每位宠物兽医师服务的宠物犬猫数量 (只)
中国香港	410
英国	2374
新加坡	2543
美国	3072

来源：香港政府一站通、国金证券研究所



来源：澎湃、国金证券研究所

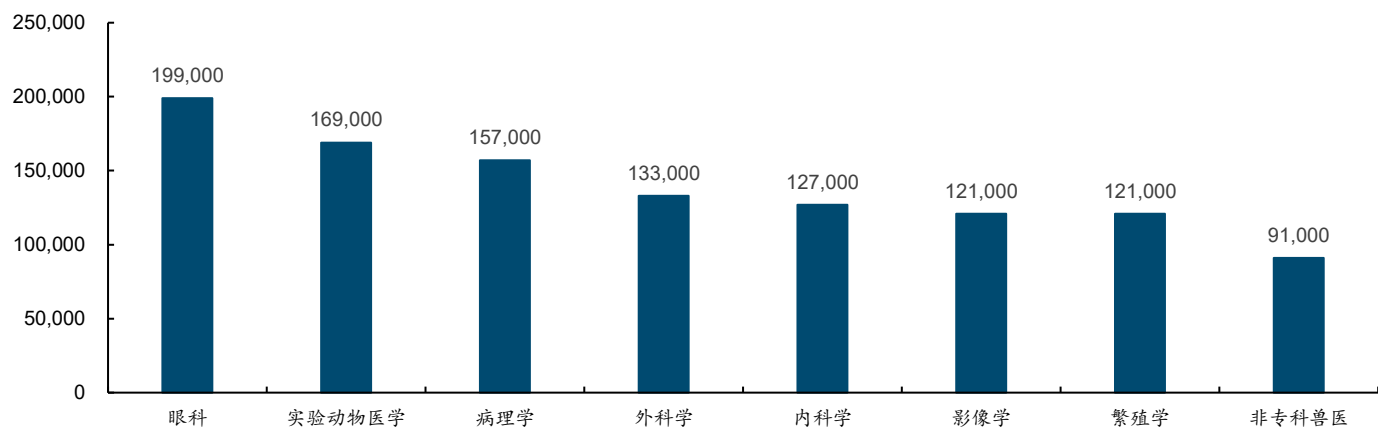
开设宠物相关专业的学校逐年增多，兽医人才的供应缺口有望得到缓解。跟据中国青年报，截至 2024 年，开设动物医学、动物营养与饲料、动物防疫与检疫等专业的高职院校有 168 所，2025 年增加到 181 所；开设宠物医疗技术、宠物养护与驯导专业的高职院校，2024 年有 137 所，2025 年增加到 155 所。招生人数也呈递增趋势，江苏农牧科技职业学院宠物科技学院 2024 级比 2023 级扩招 217 人，广东科贸职业学院动物科技学院 2024 年招生报录比由 3:1 变为 5:1。本科院校方面，大体呈现在“动物医学”类专业目录内稳增、方向细化的趋势。例如南京农业大学、浙江农林大学先后增设兽医公共卫生专业，河南农业大学新增中兽医学专业；另外，广东海洋大学动物医学专业于 2025 年获批准新增学士学位授予权。长期看，兽医人才缺口有望伴随前端职业教育的扩张而得到缓解。

兽医行业还面临认证体系碎片化和执业晋升体系不完善等问题，导致人才留存率偏低。一方面，当前兽医行业存在 12 种资格证书，却没有专科能力认证，行业标准化进程缓慢；另外，还存在职业晋升路径的不明确。虽然存在“助理→主治→副主任→主任”的职称序列，但从业者平均学历偏低和职业晋升体系不完善共同造成约 90% 的从业者长期停留在“执业兽医”阶段，45% 的从业者在 5 年内选择转行，其中 68% 的人将“缺乏成长空间”列为首要原因。

然而在美国，成为专科兽医师需要在获得 DVM 的基础上再完成 1 年实习和在专科兽医指导下的 2-3 年住院医师培训，并通过 AVMA 认可的兽医专科组织 (RVS0) 制定的资格认证考试。根据 2011 年 AVMA 的兽医薪资调查报告，收入中位数最高的专科为眼科 (\$199,000)、实验动物医学 (\$169,000)、病理学 (\$157,000)、外科学 (\$133,000)、内科学 (\$127,000)、影像学 (\$121,000) 和繁殖学 (\$121,000)，而非专科兽医的年收入中位数仅达约 \$91,000。



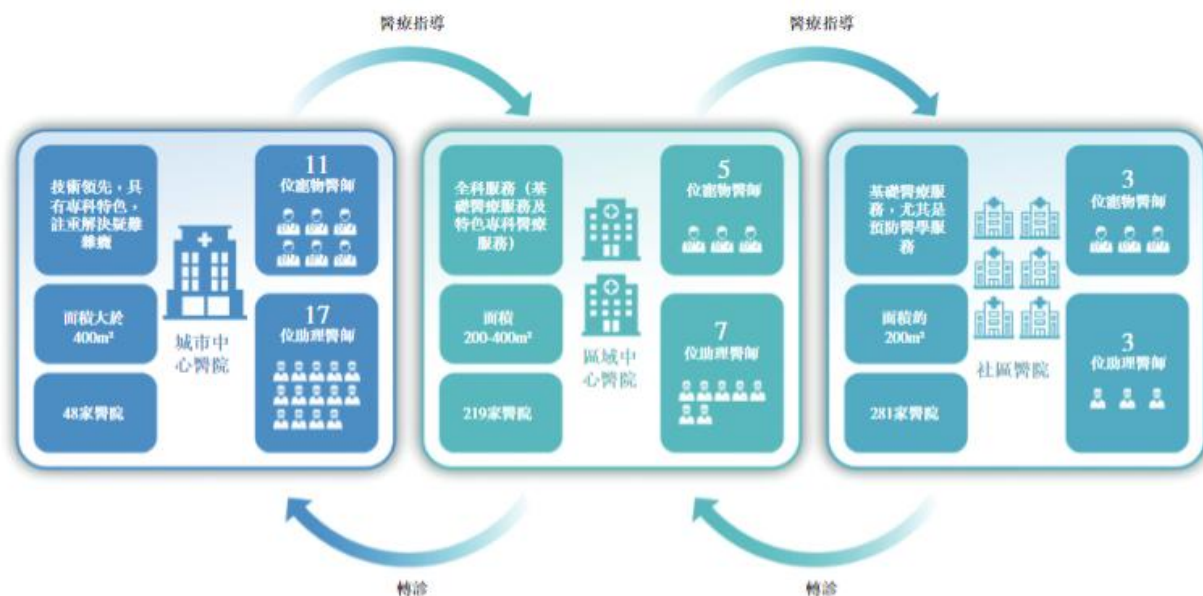
图表37：美国专科兽医年收入中位数明显高于非专科兽医（美元）



来源：AVMA、国金证券研究所

连锁宠物医院龙头旗下完整的分级诊疗体系有望赋能内部人才培育体系，筑高人才壁垒。截至目前，中国没有由官方认证组织牵头发布转诊指引，因此分级诊疗系统主要由连锁宠物医院在集团内部建设。例如新瑞鹏开发了“1+P+C”（即中心医院+专科医院+社区医院）的结构化诊疗体系，瑞派则参考人医体系构建了三级六等的分级管理制度。基于完整的分级诊疗体系，头部连锁宠物医院得以拥有更全面的培训体系、更充分的临床病例积累和锻炼机会，以及更具吸引力的薪酬激励体系，同时在院校阶段开展校企合作提前锁定优质人才资源，有望在兽医存较大缺口背景下占据行业人才高地，形成专业人才的自造血能力。

图表38：瑞派宠物设立了社区医院、区域中心医院、城市中心医院三级医院体系



来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所。注：1、上述各层级宠物医院所示的宠物医师及助理医师人数，代表该层级余元医疗人员的一般配置。实际上，该等世纪人数可能有所变化。2、上述各层级宠物医院的数量统计截至2025年6月30日。

4.2 连而不锁盈利承压：结构化的连锁、追求收入的份额而非数量的份额

市场对于宠物医院行业未来的发展主要存在两点疑虑：1）宠物医院连锁化率能否继续提升？2）连锁宠物医院的利润率能否提升？本小节将通过对比美国宠物医院行业的两家龙头公司VIP Petcare和VCA来尝试解答。

参考美国经验，我们认为专业化的专科宠物医院连锁化率提升空间大于社区医院及宠物诊所。从数量上看，2018年时拥有3400多家社区宠物诊所（临时驻点）和健康中心（固定驻点）的VIP Petcare在美国宠物医院行业中市占率第一，但其诊疗服务+服务现场销售的产品收入合计仅达约7839万美元；而VCA退市之前的2016年，旗下宠物医院门店数量仅达795家，但其宠物医院业务营收已达约20.9亿美元，2016年VCA宠物医院的平均单店收入达2018年VIP Petcare的25倍以上。

单店同店收入上的差距主因VIP Petcare和VCA采取了不同的商业模式：

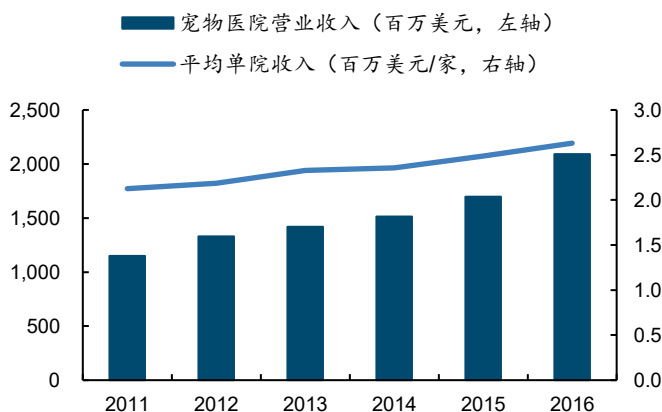


(1) VIP Petcare 的社区诊所采用“Pop-up”的轻资产运营模式，在宠物零售店内开设“临时”宠物诊所，为宠物提供高性价比且便捷的医疗保健服务，主要涉及诊断检测、疫苗接种、处方药物、芯片植入、美容洗护及健康检查等高频次、低单价、低门槛的业务。其规模扩张主要依靠与零售渠道商合作，规模化复制开设新店。

(2) VCA 则是专注于单店规模更大、店均配备兽医人数更多的宠物医院业务，并且在通用外科/内科基础上，提供肿瘤、神经、内分泌、眼科、皮肤科、心脏科等专科服务。其规模扩张主要依靠收并购，目标集中于年收入规模 6500-9500 万美元、与存量资产经营质量相似的单体宠物医院，通过统一采购、中央管理系统和品牌赋能提升盈利能力。

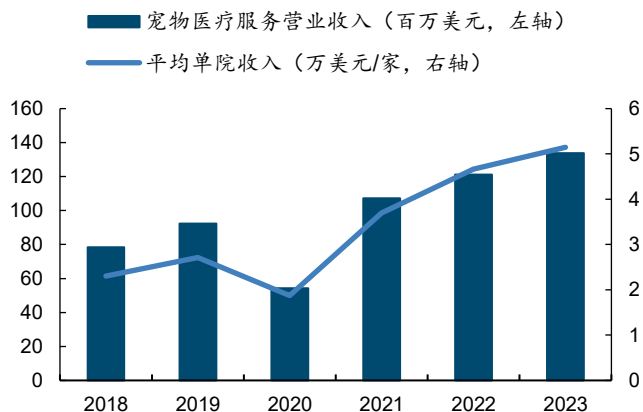
根据 Mansfield Advisors，美国专科医院按体量计算整合度估算已接近 75%，而社区医院整合度则仍然维持在较低水平。获得资本支持的整合者倾向于收购大型诊所，约 1500 家的专科医院最受追捧、收并购竞争最激烈。若按营业额计，连锁宠物医院集团实际市场份额可能已超 40%。

图表39：2016 年，VCA 旗下宠物医院平均单店收入约 263 万美元



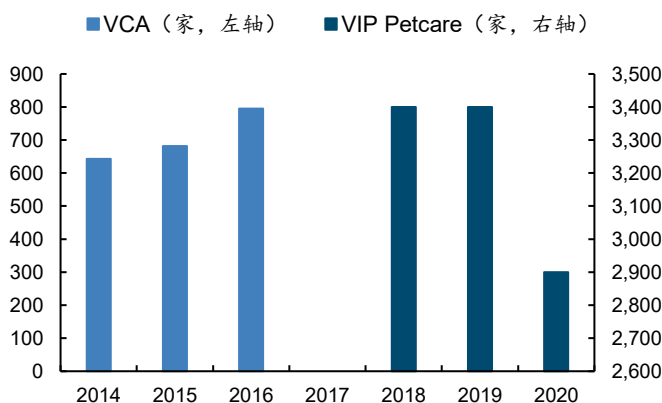
来源：VCA 历年年报、国金证券研究所。注：VCA 于 2017 年被玛氏收购并私有化退市。

图表40：2018 年，VIP Petcare 旗下宠物诊所和健康中心平均单店收入约 2.31 万美元



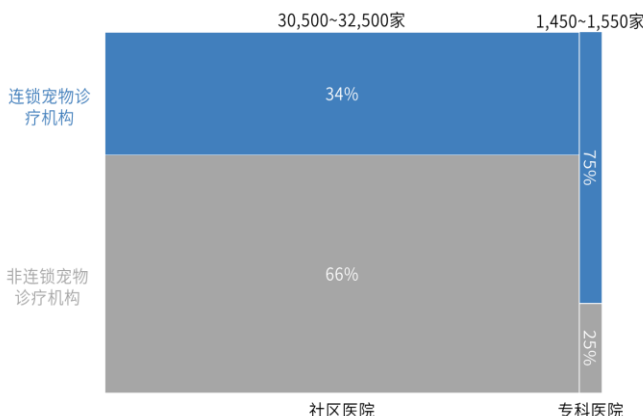
来源：PetIQ 历年年报、国金证券研究所。注：PetIQ 是一家宠物药品公司，于 2018 年收购 VIP Petcare，2024 年私有化退市。

图表41：2018 年的 VIP Petcare 宠物医院门店数量远高于 2016 年的 VCA



来源：VCA 历年年报、PetIQ 历年年报、国金证券研究所

图表42：美国专科宠物医院连锁化率远高于社区宠物医院

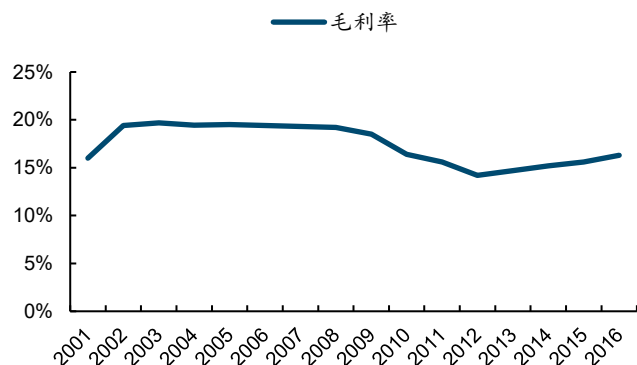


来源：Mansfield Advisors、国金证券研究所。注：连锁化率均为估计值

中国宠物医院经营普遍承压。在海外，宠物诊疗机构因具备良好的现金流和较高的利润空间而受到私募股权投资机构的青睐。VCA 自 2001 年第二次上市以来到退市之前，宠物医院业务毛利率大体保持在 15%-20% 区间；2020 年以前，VIP Petcare 的毛利率亦可达 20% 以上。而根据东西部兽医平台发布的《宠物医疗行业白皮书》，截至 2024 年，中国利润率超 10% 的宠物诊疗机构占比不足 3 成。

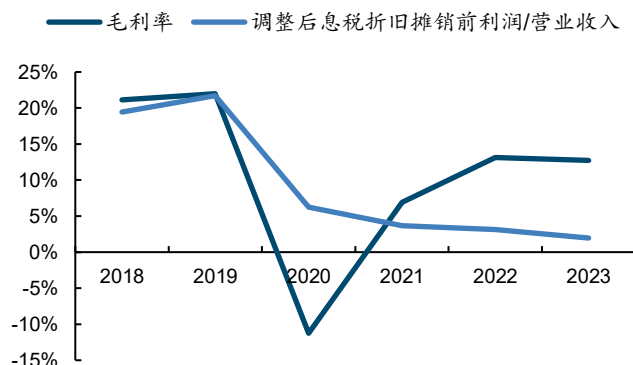


图表43: VCA 宠物医院业务毛利率大体保持在 15%~20%



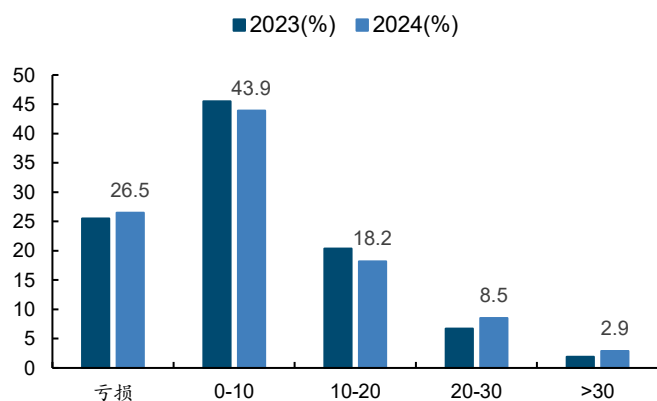
来源: VCA 历年年报、国金证券研究所

图表44: 2018~2019 年, VIP Petcare 毛利率达 20%以上



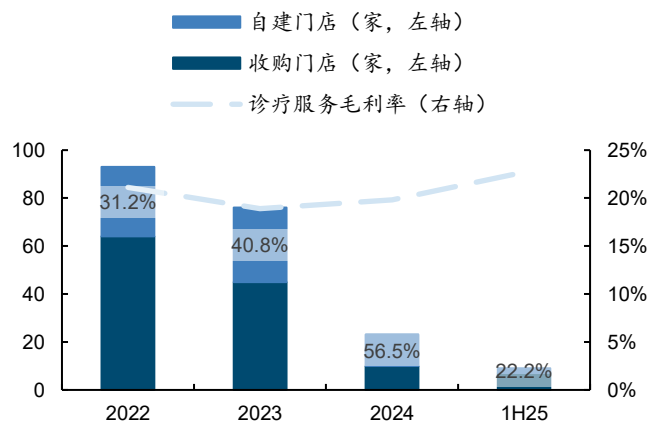
来源: PetIQ 历年年报、国金证券研究所

图表45: 2024 年, 利润率超 10%的宠物诊疗机构占比不足 3 成



来源: 东西部兽医平台、国金证券研究所

图表46: 2023 年瑞派宠物新增门店总数较多, 且其中自建门店占比较高, 其诊疗服务业务毛利率下滑



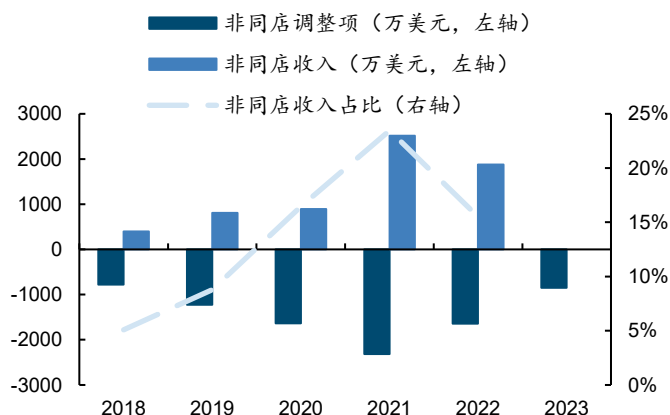
来源: 瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所。注: 百分比标签为自建门店占比

当前中国宠物医院经营承压, 主要有 3 方面原因: 1) 规模快速扩张导致处在培育期的新店占比大幅提升; 2) 技术门槛低、同质化竞争的社区医院门店数量占比较高; 3) 集团数据资产赋能运营效率提升仍有空间。

以瑞派宠物为例, 公司 2023 年诊疗服务业务毛利率下滑, 主因处于培育期的新店占比提升。根据瑞派宠物披露信息, 2023 年公司收购宠物门店 45 家, 新增自建门店 31 家。虽然新增门店总数环比 2022 年有所回落, 但自建门店占比有所提升。参考海外同业可比公司, PetIQ 披露的调整后息税折旧摊销前利润中将非同店收入与成本及其他费用单列, 而该非同店调整项从 2018 年时的约 776 万美元扩张至 2021 年高峰期时的 2316 万美元, 又逐步收窄至 2023 年的 848 万美元。PetIQ 对非同店的定义为未连续运行满 6 个季度的门店, 主因新店通常市场费用较高, 且租金和员工薪酬等固定成本刚性增长, 而病例尚处在培育期, 造成亏损。



图表47: VIP Petcare 非同店调整项从 2018 年时的约 776 万美元扩张至 2021 年高峰期时的 2316 万美元



来源: PetIQ 历年年报、国金证券研究所。注: (1) 非同店为运行未满足 6 个季度的门店, (2) 非同店收入=服务板块总收入-同店收入, 2023 年末披露同店收入。

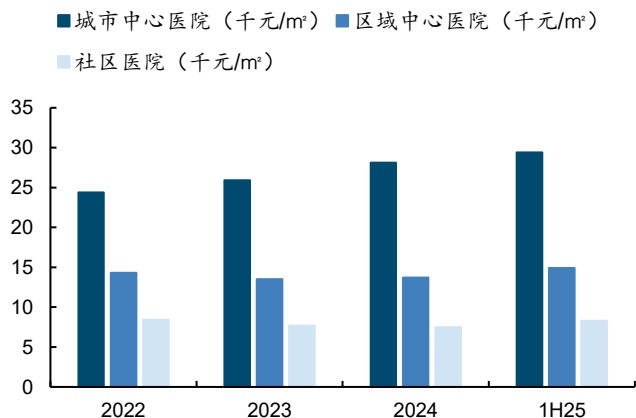
图表48: 宠物医院行业成本结构中, 员工薪酬、租金、折旧与摊销等固定成本占比高达 60%~70%

	VCA		新瑞鹏	
	2016A 收入 (百万\$)	占比 (%)	2021A 收入 (百万¥)	占比 (%)
员工薪酬	\$189.1	59.41%	1552.0	54.02%
采购成本	\$50.0	15.71%	532.1	18.52%
租金	\$14.0	4.40%	463.3	16.13%
折旧与摊销	\$18.6	5.84%	280.0	9.75%
其他	\$46.6	14.64%	45.5	1.59%

来源: VCA 2016 年年报、新瑞鹏招股说明书、国金证券研究所。注: PetIQ 未披露分板块营业成本具体值, 瑞派宠物成本拆分与 VCA 和新瑞鹏有所差异, 故采用 VCA 和新瑞鹏数据作为对比

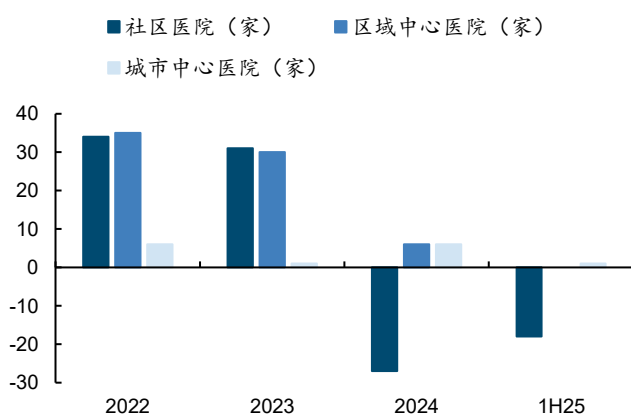
中国宠物医院经营承压还因技术门槛低、同质化竞争的社区医院门店数量占比较高。行业层面看, 2024 年月营业额在 10 万元以内的宠物诊疗机构占比约 54.7%。公司层面看, 对比 VCA 典型门店和瑞派宠物三级医院的经营数据, 可见 VCA 典型门店面积和兽医人数基本相当于瑞派宠物的城市中心医院, 年营业额转化为人民币后, 规模与城市中心医院相当, 呈现出以专科医院为主的门店结构。竞争激烈、经营效率较低的社区医院数量占比较高, 拖累宠物医院行业平均毛利率。根据瑞派宠物披露信息, 公司城市中心医院坪效可达社区医院坪效的 3 倍左右。2024 年起, 瑞派宠物旗下宠物医院门店结构持续优化, 2024/1H25 社区医院门店数量分别减少 27/18 家, 带动公司经营效率提升。

图表49: 瑞派宠物旗下城市中心医院坪效可达社区医院坪效的约 3 倍



来源: 瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表50: 2022-1H25, 瑞派宠物三级宠物医院净新增门店数量



来源: 瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表51: 美国 VCA 与瑞派宠物三级宠物医院门店面积、营业额及人员配置对比

	VCA	瑞派宠物		
		社区医院	区域中心医院	城市中心医院
门店面积	4000~6000 平方英尺 (约合 370~560 平方米)	~200 平方米	200~400 平方米	>400 平方米
年营业额	100~300 万美元	~150 万人民币	300~400 万人民币	>1000 万人民币
兽医人数	3~5 名	3 名	5 名	11 名
全职员工人数 (含兽医)	20~30 名	6 名	12 名	28 名
运营时间	>10 年			



来源：VCA 2016 年年报、瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所。注：年营业额采用 1H25 店均营业收入年化计算。

从 VCA 和 PetIQ 的年报描述来看，连锁化对门店盈利能力的赋能主要体现在：（1）集中采购压降成本，（2）采用统一信息系统提升经营效率。中国宠物医疗行业在这两方面起步较晚，但龙头公司均已布局。新瑞鹏和瑞派于 2019 年先后成立润合供应链集团和中瑞供应链管理公司。其中，新瑞鹏体系的润合供应链集团合作宠物医院数量超 1 万家、宠物店数量超 5 万家，覆盖 100 余主要城市；瑞派体系的中瑞供应链覆盖全国 7000 家宠物医院、3400 家宠物店，全国范围内持续扩大供应链布局。此外，瑞辰也于 2024 年成立了供应链服务公司，定位一站式宠物专业供应链服务平台。

除集中采购降本之外，我们认为连锁宠物医院集团的壁垒体现为大量的宠物病例数据资产。一方面，统一信息系统有助于集团层面的服务流程和收费标准化；另外，也可通过该系统汇集集团范围内的宠物病例和宠物主交易历史数据资产，基于数据库形成对宠物及宠物主行为的洞察，帮助公司更好地理解客户需求、改善客户体验、提供个性化产品和服务，进而反哺门店运营提质增效。新瑞鹏于 2016 年自主开发了 ERP，瑞派宠物从 2017 年开始数字化转型。

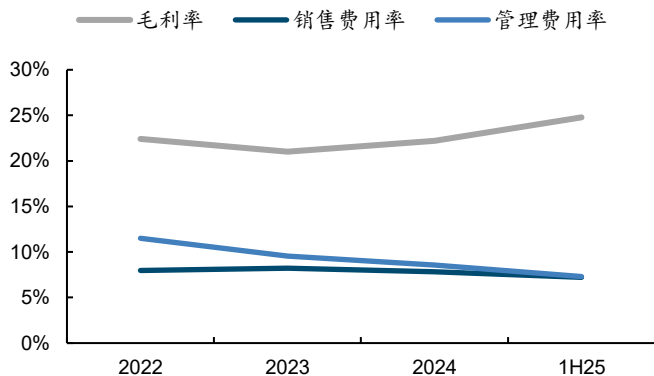
现阶段国内连锁宠物医院对数据资产的利用程度仍有提升空间。2022-2024 年，瑞派宠物整体毛利率分别为 22.4%/21.0%/22.2%，而 2022 年公司管理和销售费用率合计达约 19.5%，挤压净利润空间。公司依托经营及诊疗流程的数字化实现降本增效，推动管理费用率逐年下行，到 1H25 已降至 7.3%。

图表52：润合供应链集团合作宠物医院数量 1 万+家，合作宠物店数量 5 万+家

图表53：瑞派宠物销售和管理费用率较高挤压净利空间



来源：新瑞鹏官网、国金证券研究所



来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

五、相关标的

5.1 新瑞鹏

新瑞鹏宠物医疗集团作为国内宠物医疗行业领军企业，致力于构建覆盖宠物全生命周期的综合数字生态平台。公司以宠物医疗和供应链服务为两大核心支柱，业务延展至第三方诊断、本地生活以及行业级企业服务等多个领域，形成覆盖上游药械、中游诊疗及下游服务的全产业链布局。经过二十余年深耕，新瑞鹏已在全国设立超千家宠物医院，旗下拥有美联众合、芭比堂、瑞鹏、安安宠医、爱诺等二十多个品牌，覆盖北京、上海、广州、深圳等百余城市。公司在行业内率先提出“分级诊疗+专科化”发展路径，构建起涵盖综合医院、专科与社区医院的多层级诊疗网络，持续推动宠物医疗服务的专业化和标准化进程。

自 2015 年完成 A 轮融资以来，新瑞鹏又先后获高瓴资本、腾讯投资、碧桂园创投、勃林格殷格翰中国及雀巢普瑞纳等知名机构投资，为其业务扩张提供了坚实的资金与资源支持。通过资本并购整合，公司在品牌矩阵、医院网络和专科建设方面实现协同发展，形成以规模为基础、生态为支撑的竞争优势。

数字化与组织化诊疗体系并行，驱动效率与服务体验双提升。凭借“1+P+C”三级诊疗体系（综合医院+专科医院+社区医院）引领着国内宠物医疗向专科化方向发展，集结行业内知名专科带头人团队，共建专科认证体系，重点打造 15 大宠物专科。以专科人才培养和医疗数字化建设为引擎，积极推进精准诊断及深度医疗，构建宠物智慧医疗生态。

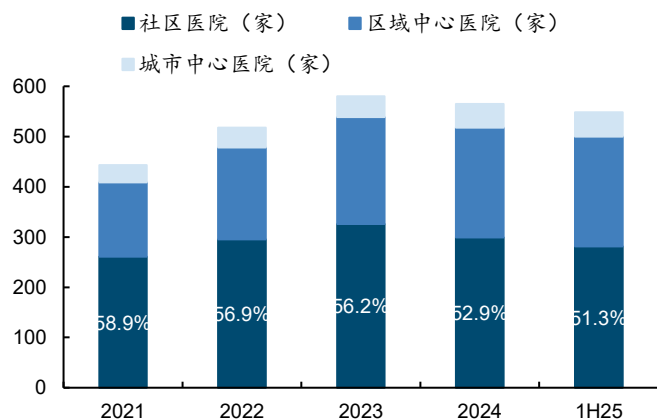
5.2 瑞派宠物

瑞派宠物医院管理股份有限公司成立于 2012 年，总部位于天津，是一家专注于宠物连锁医院投资、运营与管理的大型机构。截至最后报告期，公司全国在营门店 538 家，年接诊量超过 400 万例。公司有 2137 名持执业兽医资格证书的宠物医师；143 名经内部认证的专科医师，25 位获中国兽医认证的专科医师；截至 1H25，与南京农业大学、湖南农业大学及华南农业大学等 125 所高校建立校企合作关系，与内蒙古农业大学、福建农林大学等 5 所高校合作共建教学动物医院，持续赋能人才培养。公司旗下 22 家医院已获得中国兽医协会的“五星级认证”，占全国所有此类医院的 25%。公司运营模式以并购为主，通过不断整合区域连锁医院快速扩张。首创兽医发展伙伴“VDP”模式，在收购中通常获取约 60% 的股权、原团队保留 40%，实现了较高的人才留存效率，公司近一半宠物医师从业经验 5 年以上。



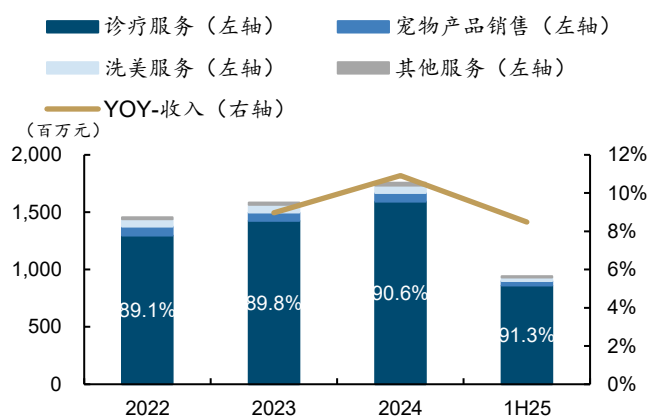
并购与自建并举扩大宠物医院布局，探索海内外并购和加盟两种模式。2022-2024 年，公司在营宠物医院门店数量分别同比+16.9%/+12.0%/-2.6%；截至 1H25，公司在营宠物医院 548 家，其中 120 家为自建医院、428 家为收购医院。公司未来规模扩张聚焦三类目标：1) 具备整合潜力的小型连锁体系；2) 补充核心城市圈的服务网络；3) 进入新的空白城市区域，并借助 VDP 模式和精英创业计划提升新增医院的管理与运营效率。公司还将继续拓展国际化发展路径，已在香港运营，并开始在澳门拓展业务，未来进一步扩大在东盟等宠物经济增长潜力较大区域的布局；探索加盟合作模式，对外输出瑞派品牌和运营标准。

图表54：公司在营宠物医院门店数量于 23 年增至 580 家后回落，但门店店型结构持续优化



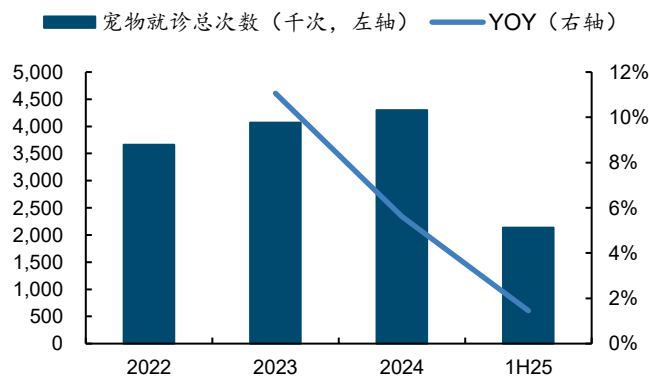
来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表55：2022-1H25 公司收入持续增长，主要由门店数量增长和结构优化驱动



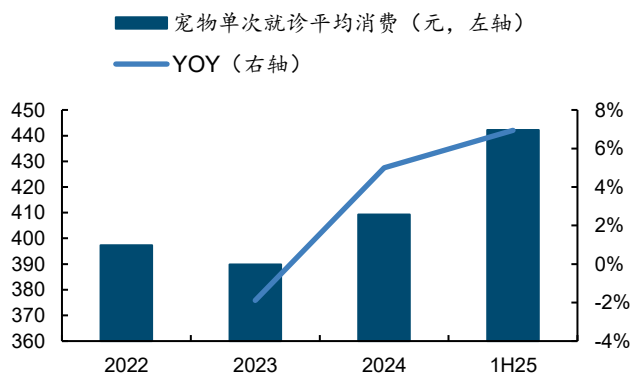
来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表56：2024 年公司接诊宠物病例量达约 430 万例



来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表57：2023 年以来公司宠物单次就诊消费额持续提升



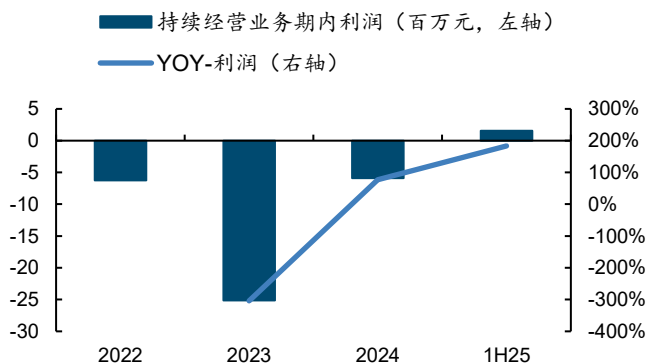
来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

公司诊疗服务业务毛利率保持在 20% 上下，过去 3 年亏损主受非经营性因素影响。公司以诊疗服务为主营业务，收入占比高达约 90%，该业务毛利率近年来维持在 20% 左右，与海外宠物医疗龙头毛利率水平基本相当。然而 2022-2024 年持续经营业务连续亏损，除了章节 4.2 中所提到的管理费用率和销售费用率较高挤压净利空间之外，还受赎回负债的账面值变动和其他收益及亏损净额影响。其中，赎回负债的账面值变动主要源于根据与享有赎回权及清算优先权的投资者订立的相关协议所计提的预定年度回报，而投资者的赎回权于公司向香港联交所提交上市申请时自动终止，因此公司认为赎回负债的账面值变动与日常业务过程无关，亦无法反映持续的核心经营表现。若将赎回负债的账面值变动加回，公司 2022-2024 年经调整净利润分别为 55.4/-121.4/70.1 百万元。

公司 2023 年亏损主因金融资产公允价值变动损益。2023 年录得其他亏损净额 1.4 亿元人民币，主要由于公司购买的若干信托产品发行人出现违约而导致摊销亏损 1.6 亿元人民币。2023 年 8 月发现信托产品出现赎回问题后，公司针对该金融机构提起了民事诉讼及申请了相应的财产保全，修订了内部政策、引入了专门的委托理财管理制度，并优化了利用闲置资金进行理财的审批机制。截至 1H25，公司以公允价值计量的金融资产账面余额约为 3.7 亿元。

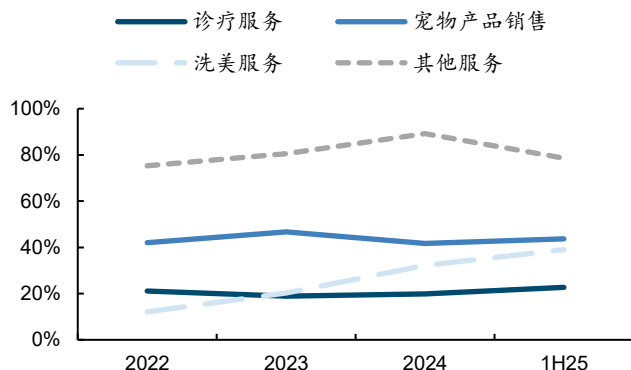


图表58：2022-2024 年瑞派宠物持续经营业务连续亏损，1H25 扭亏为盈



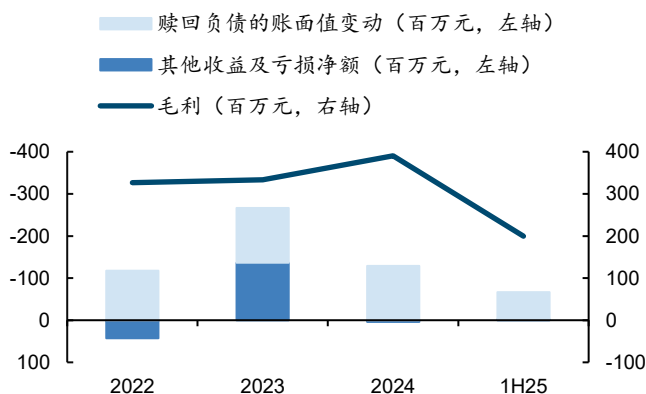
来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表59：瑞派宠物诊疗服务业务毛利率维持在 20%左右



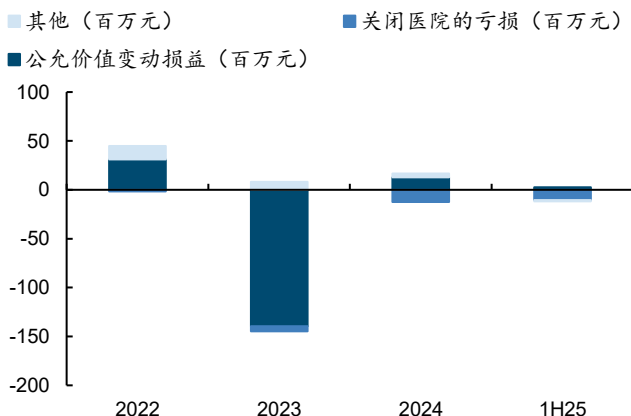
来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表60：2022-2024 年公司持续亏损，还受赎回负债的账面值变动和其他收益及亏损净额的影响



来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

图表61：2023 年公司亏损主受金融资产公允价值变动损益影响



来源：瑞派宠物上市申请表、国金证券研究所

5.3 瑞普生物

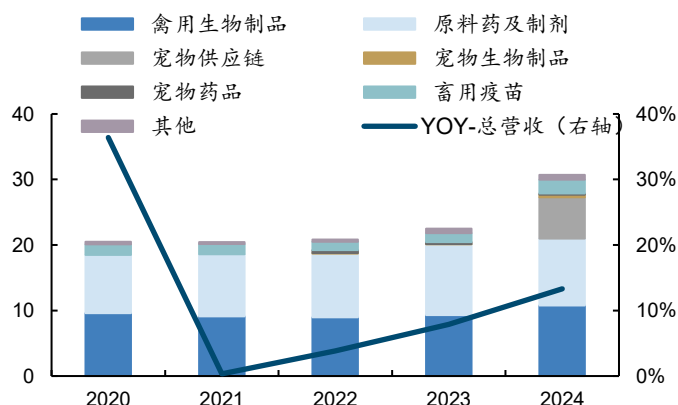
瑞普生物技术股份有限公司成立于 1998 年，总部位于天津，是国内领先的动物保健品及疫病防控解决方案提供商。公司于 2010 年在深圳证券交易所上市，截至最新报告期，公司旗下拥有 20 多家分（子）公司、12 个规模化生产基地、100 条生产线及 500 余个产品批号，是中国规模最大、产品种类最全的兽药企业之一，也是国家重大动物疫病防控疫苗生产企业。

营收高质量增长，经济动物与伴侣动物两大业务线均贡献显著增量。公司主要业务领域为兽用生物制品、兽用药物制剂、兽用原料药及功能性添加剂的研发、生产与销售，为经济动物和伴侣动物提供全生命周期的疫病防控产品及综合服务。25H1 公司实现营业收入 17.08 亿元，同比增长 20.53%。其中，经济动物动保板块，禽用生物制品/制剂及原料药业务营收分别为 6.11/5.18/1.36 亿元，同比+24.71%/+7.89%；伴侣动保板块，宠物供应链已在全国布局 13 家区域公司，覆盖 1.3 万个客户，宠物供应链及生物制品和药品收入 4.15 亿，同比+17.94%。

宠物业务生态布局日趋完善。截至目前，瑞普生物持有瑞派宠物医院 11.77% 的股权，是其重要战略投资方。双方在宠物药品与疫苗研发、渠道推广、宠物诊疗服务体系建设等方面紧密联动。公司表示，将以“三瑞齐发”战略重构产业生态，通过瑞普生物、瑞派宠物医院、中瑞供应链三大核心板块的深度协同，打造从研发、验证、流通到服务的完整价值链。在该体系中，瑞普生物依托创新产品构筑技术壁垒；中瑞供应链作为全球化渠道核心，打通从生产到消费的全链路环节；瑞派宠物医院则以专业服务实现产品价值转化。三者共同形成“产品力+服务力+渠道力”的三维驱动格局，有望引领中国宠物健康产业本土品牌的新篇章。

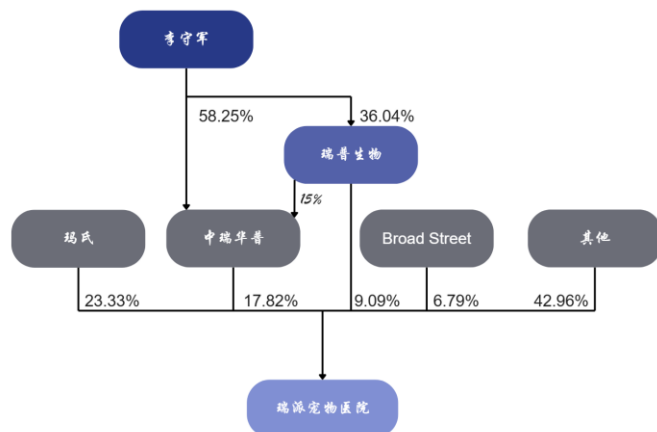


图表62：瑞普生物营业收入结构（左轴：亿元、右轴：%）



来源：iFind、国金证券研究所

图表63：瑞普生物直接和间接持有瑞派宠物约 11.8% 股权



来源：iFind、国金证券研究所

六、风险提示

宏观经济增长不及预期。宏观经济疲软或导致新增宠物数量不及预期、宠物主消费意愿下降，宠物免疫、体检、驱虫等可选保健服务需求增速放缓，对宠物医院病例量和客单价造成影响。

市场竞争加剧。伴随宠物诊疗机构数量增长，或造成兽医薪资和人员流动性提升，新开设宠物诊疗机构市场推广费用增加，宠物诊疗和洗美服务陷入价格战等，挤压企业利润空间。

无法持续获得融资的风险。宠物医院行业龙头规模扩张主要依赖收并购，2016 年以来资本大量入局，宠物医院资产一级市场估值水涨船高，若无法持续获得融资，或对企业规模扩张造成影响。

连锁化经营效率提升有限。连锁化对宠物医院经营效率的提升主要体现在集中采购压降成本、统一信息系统规范服务流程和收费标准，以及数据资产赋能运营效率提升。但连锁宠物医院分布范围较广、执行监管成本较高，或存在终端门店执行不到位，导致运营效率提升成效不及预期等情况。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究