深度研究
公司研究
证券研究报告

推荐 （维持）

风险评级：中风险

萌宠当道，爱宠同行

中宠股份（002891）深度报告

2021 年 2 月 1 日

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱： whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩
SAC 执业证书编号：
S0340119070037
电话：0769-23320072
邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据	2021 年 1 月 29 日
收盘价(元)	48.72
总市值（亿元）	95.53
总股本(百万股)	196.08
流通股本(百万股)	178.70
ROE（TTM）	7.58%
12 月最高价(元)	67.36
12 月最低价(元)	19.53

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

宠物行业专题报告：萌宠时代，结宠同行

投资要点：

- **公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商。**公司旗下有“Wanpy”、“Natural Farm”、“Dr.Hao”、“爱宠私厨”、“脆脆香”、“Happy100”等自主品牌，主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售，具体产品涵盖零食和主粮两大类。公司先后建立了14间现代化的宠物食品加工工厂，产品包括零食、罐头、干粮、洁齿棒、饼干、猫砂、湿粮等，基本覆盖常用宠物食品种类。

- **宠物行业在快速增长，未来几年复合年均增速有望高于20%。**根据中国宠物行业白皮书，中国宠物（犬猫）消费市场规模从2010年的140亿元增长到了2019年的2024亿元，CAGR为34.55%。根据弗若斯特沙利文的预测，在领养率提升和消费升级的推动下，至2023年中国宠物市场规模有望达到4723亿元，未来几年增速有望维持20%以上。

- **营收和净利润长期维持较快增长。**公司整体业绩增长较快，从2013年至2019年，营收从5.07亿元上升至17.16亿元，CAGR为22.53%；归母净利润从0.16亿元上升至0.79亿元，CAGR为30.49%。受益于新冠疫情影响致海外份额提升和国内线上渠道搭建顺利，公司2020年前三季度业绩同比大增，分别实现营收和归母净利润16.20亿元和0.96亿元，分别同比+33.33%和+108.27%。

- **公司境内占比和增速明显高于境外。**国内宠物市场正经历高速增长期，公司乘势而上，从2016年至2019年，境内业务收入CAGR为46.68%，境外业务收入CAGR为26.27%，境内增速显著高于境外，凸显国内市场的庞大消费需求。截至2020年上半年，公司境内收入占比为23.88%，为历年最高水平。另外，境内业务毛利率显著高于境外，2020年上半年境内业务毛利率为36.51%，境外业务毛利率为21.04%。凭借境内业务更高的毛利率，境内占比上升有望更快速地带动整体业绩上行。

- **投资建议：**预计公司2021、2022年每股收益分别为0.93元和1.20元，对应估值分别为52.38倍和40.71倍。公司是宠物食品龙头，领养率和消费升级双重因素刺激下，国内宠物行业景气度极高，公司快速加大产能建设和渠道建设，未来增长可期。维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**汇率风险、原材料价格风险、市场竞争加剧、品牌建设不及预期、产能扩张不及预期、渠道拓展缓慢、新产品销量风险、食品安全问题、行业景气度下降等。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1、宠物食品多元化品牌运营商 4
1.1 公司简介 4
1.2 公司历史 4
1.3 股权架构和公司架构 5
2、宠物黄金赛道，人宠数量同升叠加消费升级下行业共振上行 6
2.1 宠物行业处于快速发展期 6
2.2 未来数年行业规模增速有望高于 20% 7
2.3 宠物数量维持稳定增长趋势，国内饲养率低仍有巨大上升空间 9
2.4 养宠人数持续增长 10
2.5 老龄化与单身经济下养宠需求提升 11
2.6 宠物消费金额持续上升 12
2.7 宠物食品行业增长最为迅猛，市场占有率最高 13
2.8 线上消费活跃 14
3、产品线持续丰富，代工转型自主品牌模式下营收增长迅速 15
3.1 业绩长期维持较快增长 15
3.2 销售网络遍布全球，多品牌共建满足全方位宠物消费需求 17
3.3 宠物食品产品线丰富 18
3.4 高消费人群成为宠物市场重要力量，公司开始布局高端市场 21
3.5 从 OEM 到 OBM 转型，国内收入占比快速提升下利润有望持续走高 23
3.6 宠物食品市场需求不断增加，产能持续扩大以应对市场需求 24
4、投资建议 25

插图目录

图 1 ：中宠股份公司历史图 4
图 2 ：中宠股份公司架构图 6
图 3 ：中国宠物行业发展历程 7
图 4 ：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模 8
图 5 ：2013-2023E 中国宠物行业市场规模 8
图 6 ：全国城镇犬猫数量一览 9
图 7 ：2019 年城镇宠物猫狗占比 9
图 8 ：2019 年城镇宠物类型占比 9
图 9 ：2019 宠物饲养率（家庭数量%） 10
图 10 ：中美两国家庭消费中宠物支出占比对比 10
图 11 ：养宠（犬猫）人群数量 10
图 12 ：养宠人群对待宠物的态度 11
图 13 ：已婚与单身群体对待宠物态度的区别 11
图 14 ：宠物主婚姻状态 11
图 15 ：结婚率呈下降趋势 11
图 16 ：中国老龄化呈加速趋势 12
图 17 ：中国老年人占比已超过世界平均水平 12
图 18 ：人均宠物年消费金额持续上升（元） 12

图 19 ：宠物消费占居民消费比例提升 12
图 20 ：2019 年宠物细分市场份额 13
图 21 ：2019 年养宠消费结构 13
图 22 ：线上消费渗透率高 14
图 23 ：2019 线上不同城市级别宠物产品消费占比 14
图 24 ：宠物信息获取渠道 TOP5 14
图 25 ：宠物主人关注内容 TOP5 14
图 26 ：宠物食品购买渠道偏好 15
图 27 ：2019 年宠物食品线上购买渠道 TOP8 15
图 28 ：宠物用品购买渠道偏好 15
图 29 ：2019 年宠物用品线上购买渠道 TOP5 15
图 30 ：公司营收情况 16
图 31 ：公司归母净利润情况 16
图 32 ：公司毛利率和净利率情况 16
图 33 ：公司 ROE 和 ROA 情况 16
图 34 ：公司三费情况 16
图 35 ：公司研发费用情况 16
图 36 ：鸡肉价格回落 17
图 37 ：鸡价回落致成本下降 17
图 38 ：公司遍布全球的销售网络 18
图 39 ：公司品牌 Wanpy 18
图 40 ：公司品牌 Happy100 18
图 41 ：公司品牌 sea kingdom 18
图 42 ：公司品牌 zeal 真致 18
图 43 ：公司分产品营收（亿元） 20
图 44 ：公司分产品营收同比 20
图 45 ：公司分产品毛利（亿元） 20
图 46 ：公司分产品毛利率 20
图 47 ：高消费人群占比 21
图 48 ：高消费人群年龄分布 21
图 49 ：宠物零食消费决策因素 21
图 50 ：零食品牌偏好 21
图 51 ：公司境内外营收持续提升 23
图 52 ：境内营收增速高于境外 23
图 53 ：境内营收占比持续攀升 24
图 54 ：境内业务毛利率显著高于境外 24
图 55 ：公司产能情况 24

表格目录

表 1 ：中宠股份股权架构（2020/8/31） 5
表 2 ：公司主要产品示例 19
表 3 ：公司冻干粮产品详情 22
表 4 ：公司盈利预测简表 25

1、宠物食品多元化品牌运营商

1.1 公司简介

公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商。公司旗下有“Wanpy”、“Natural Farm”、“Dr.Hao”、“Jerky Time”、“爱宠私厨”、“脆脆香”、“Happy100”等自主品牌，主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售，具体产品涵盖零食和主粮两大类。产品销往日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、俄罗斯、韩国等全球 30 多个国家和地区。公司先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证，ISO22000 食品安全管理体系认证、HACCP 食品安全体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、英国零售商协会 BRC 食品安全全球标准认证、全球最大的第三方认证机构 SGS 进行的食品安全审核、MSC 水产品产销监管链认证、美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册、加拿大宠物食品官方注册、日本农林水产省禽肉热加工注册、BSCI 商业社会责任准则审核。

1.2 公司历史

专注宠物食品行业，多方向发展成国产宠物食品龙头。1998 年中宠股份创始人郝忠礼先生由外贸食品行业投身宠物食品行业，租赁厂房生产高端宠物零食鸡肉干，并顺利出口日本。随着销售规模扩大，公司先后建立食品、零食、罐头、干粮、洁齿骨、猫砂等多家工厂，产能持续提升，生产质量持续完善。目前，公司拥有国内生产工厂和多家海外代工工厂共 14 间，产能领先行业。2013 年，公司当选中国出入境检验检疫协会副会长单位，这是中国宠物食品行业为数不多获此殊荣的企业。公司“Wanpy”品牌荣膺中国宠物零食行业为数不多的“中国驰名商标”。2017 年，烟台中宠食品股份有限公司在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市，成为中国宠物行业发展过程中质的飞跃。2018 年，中宠股份正式与苏宁易购、天猫平台签订战略合作协议，2019 年与京东签订战略合作协议，实现了中国优质的宠物食品与电商平台的强强联合。并购方面，2018 年 11 月，中宠股份收购拥有新西兰真挚 Zeal 品牌的宠物食品公司——The Natural Pet Treat Company Limited 的 100%股权，全球化布局进入快车道；12 月，中宠股份正式入股新瑞鹏宠物医疗集团，实现了中国优质宠物食品产业与高端的宠物医疗产业的强强联合。2020 年，为促进公司长远发展，持续完善公司宠物行业的投资布局，中宠股份与北京方圆金鼎投资管理有限公司及其他有限合伙人共同出资设立产业基金。该基金重点投资方向为宠物食品、用品、宠物连锁零售等相关行业，积极布局宠物消费产业链。截至目前，公司产品涵盖了犬用、猫用两大类别，涉及宠物零食、湿粮、干粮等全线产品，公司也是目前国内宠物食品产品线较长、较全的公司。未来，中宠股份愿携手全球爱宠人士共同为宠物的健康生活贡献一份力量。

图 1：中宠股份公司历史图



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 股权架构和公司架构

公司实际控制人为郝忠礼先生，具有丰富的行业经验。公司前三大股东分别为烟台中幸生物科技、烟台和正投资中心(有限合伙)、日本伊藤株式会社，截至 2020 年 8 月末占总股份比例分别为 28.98%、19.57%、11.75%。第一大股东为烟台中幸生物科技有限公司，实际控制人为公司创始人郝忠礼先生，控股中幸生物 100%。郝忠礼先生 1998 年创立中宠股份，为中国宠物零食的先驱人物，先后兼任 apa 亚宠会首届会长、中国小动物保护协会副会长、中国出入境检验检疫协会宠物产业工作委员会副会长。

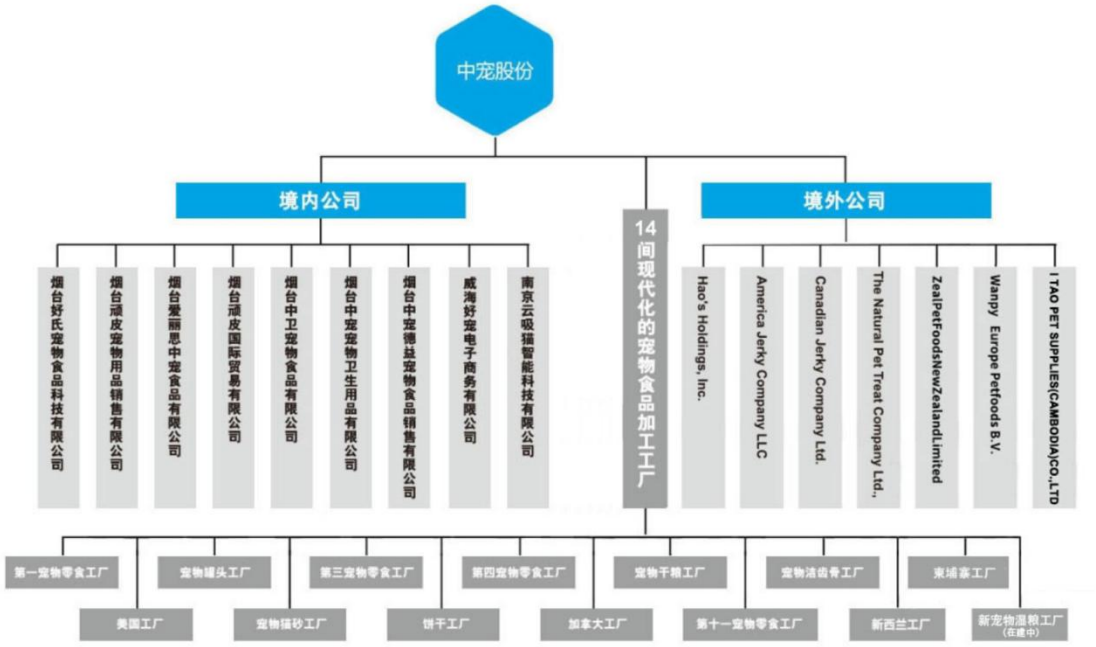
14 间现代化的宠物食品加工工厂。经过多年发展，公司先后建立了 14 间现代化的宠物食品加工工厂和多家境内外子公司，在境外主要经营宠物食品代工业务，国内主要经营自主品牌业务。工厂生产的产品包括零食、罐头、干粮、洁齿棒、饼干、猫砂、湿粮等，基本覆盖常用宠物食品种类。

表 1：中宠股份股权架构（2020/8/31）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	烟台中幸生物科技有限公司	28.98
2	烟台和正投资中心(有限合伙)	19.57
3	日本伊藤株式会社	11.75
4	中国邮政储蓄银行股份有限公司-中欧中小盘股票型证券投资基金(LOF)	1.38
5	中国建设银行股份有限公司-融通转型三动力灵活配置混合型证券投资基金	1.25
6	阿布达比投资局	1.03
7	铭基国际投资公司-MATTHEWS ASIA FUNDS(US)	0.95
8	尤国平	0.79
9	中国工商银行-融通蓝筹成长证券投资基金	0.77
10	中国工商银行股份有限公司-中欧创新成长灵活配置混合型证券投资基金	0.76
	合计	67.23

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：中宠股份公司架构图



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

2、宠物黄金赛道，人宠数量同升叠加消费升级下行业共振上行

2.1 宠物行业处于快速发展期

中国宠物行业处于快速发展期。中国现代意义上的宠物行业始于 20 世纪 90 年代。1992 年，中国小动物保护协会成立，向整个社会宣导了保护动物、爱护动物、动物是人类的朋友等象征社会文明的理念。在重新为宠物定义的同时，将养宠物的生活方式提高到一个以教育文化为基础的概念之上，让大家对“宠物” 形成了初步的认知。小动物保护协会的成立标志着国内宠物行业的形成。随后玛氏、皇家等国外宠物行业巨头纷纷进入

中国。进入 21 世纪，中国宠物数量快速增长，同时，宠物角色开始转变，宠物在家庭中从“看家护院”的功能性角色向着“孩子、亲人”的情感性角色转变。国内开始出现以宠物产品生产制造的规模化工厂，一些国内知名企业开始涌现；伴随互联网大潮，第一批线上宠物服务平台出现。2010 年以后，中国宠物行业进入快速发展期，行业的增长不仅仅源于宠物数量的持续高速增长，更加有消费升级的带动。由于 GDP 的提升，人均可支配收入增加，老龄化社会提升了孤独感，人均对宠物的支出迅速增加。除宠物平台外，共享经济/云养宠等新型服务模式也在宠物市场展开扩张，线上经济蓬勃发展则为行业覆盖提供了巨大的便利。

图 3：中国宠物行业发展历程



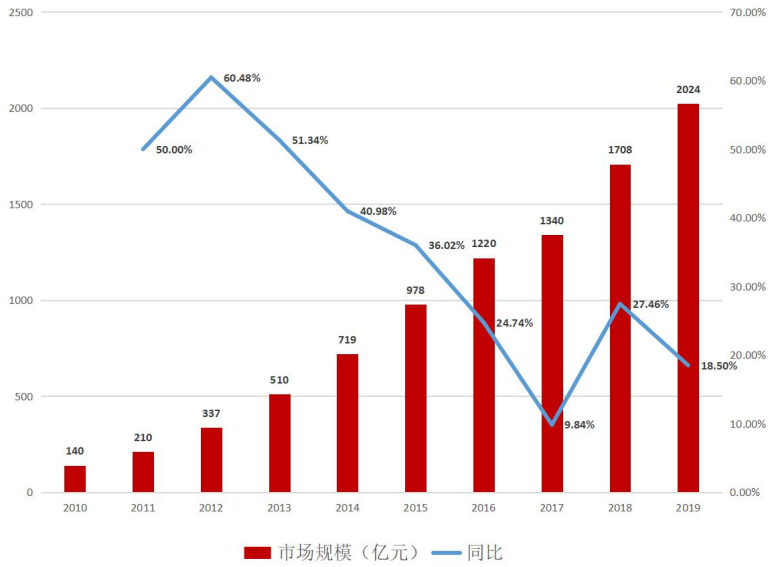
资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

2.2 未来数年行业规模增速有望高于 20%

行业仍在快速增长，未来几年复合年均增速有望高于 20%。2010 年以后中国宠物行业进入了高速发展期，宠物数量的增长叠加消费升级是行业增长的主要因素，带动市场规模开始快速攀升。根据中国宠物行业白皮书（以下简称白皮书），中国宠物（犬猫）消费市场规模从 2010 年的 140 亿元增长到了 2019 年的 2024 亿元，CAGR 为 34.55%。近几年增速有所下滑，维持在 20%左右，仍属于快速发展行业。往后展望，商业化程度的加速

及消费升级催生了新的行业增长点，预计未来几年会经历更高速的增长，根据弗若斯特沙利文的预测，至 2023 年中国宠物市场规模有望达到 4723 亿元，未来几年增速有望维持 20%以上。根据普华永道的预测，从 2019 年开始，在领养率提升和消费升级的推动下，预计未来五年宠物市场规模延续高速增长，年增长率将随之攀升至 24%到 28%之间。

图 4：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

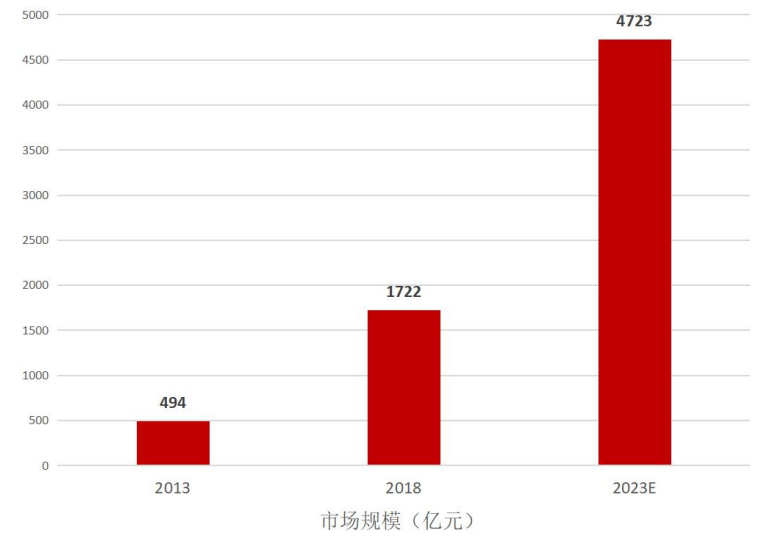
备注：宠物市场规模=狗市场规模+猫市场规模

猫市场规模=（养猫人数/养宠家庭户均人数）*猫各品类渗透率*猫各品类人均消费金额之和

狗市场规模=（养狗人数/养宠家庭户均人数）*狗各品类渗透率*狗各品类人均消费金额之和

【此处的市场规模包括食品、用品、药品、医疗、洗澡美容、寄养、训练消费，不包含活体、保险】

图 5：2013-2023E 中国宠物行业市场规模

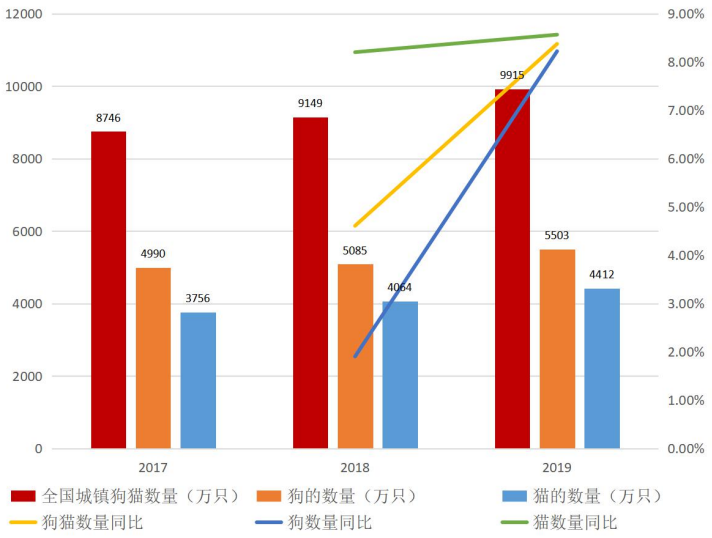


资料来源：弗若斯特沙利文《2018 年中国宠物行业报告》，东莞证券研究所

2.3 宠物数量维持稳定增长趋势，国内饲养率低仍有巨大上升空间

宠物数量稳定维持个位数增长。从宠物数量看，中国犬猫数量维持较为稳定的增长速度，从 2010 年至今整体维持约 7%以上的年均增速。根据白皮书，2019 年中国城镇犬猫数量达到了 9915 万只，比 2018 年增长 8.37%；其中狗 5503 万只，同比+8.22%；猫 4412 万只，同比+8.56%。从宠物类型看，2019 年城镇犬猫占全类型宠物的 97.50%，饲养犬猫是绝对的主流，相应的服务市场也较为完善。从犬猫数量分布看，2019 年狗数量占比 55.50%，猫数量占比 44.50%，狗的数量领先猫，但猫数量增速略高。与中国庞大的人口基数与家庭数量相比，宠物数量仍然偏低，领养率更是远低于发达国家水平，未来宠物数量仍然有很大的上升空间。

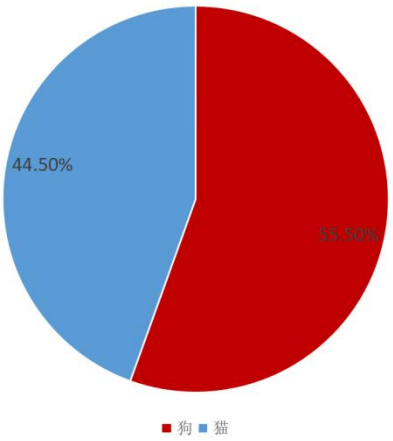
图 6：全国城镇犬猫数量一览



资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

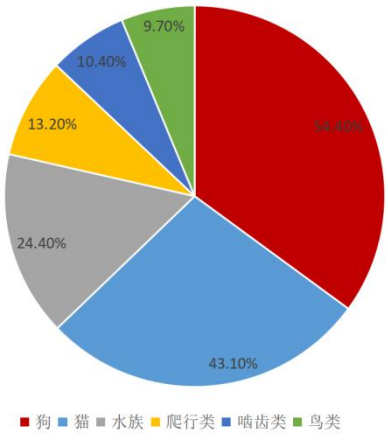
备注：所指的全国城镇为一二三四线城市的城镇常住人口，不含农村人口，所有数据均基于此范围

图 7：2019 年城镇宠物猫狗占比



资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 8：2019 年城镇宠物类型占比

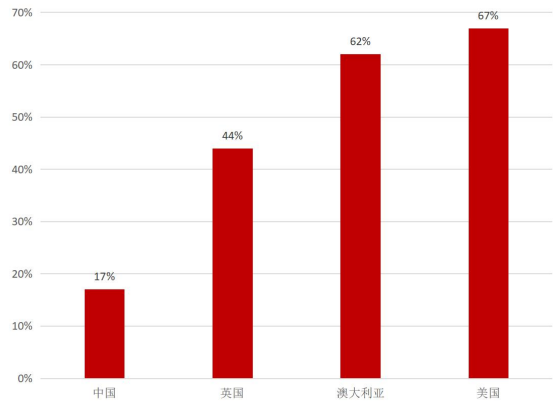


资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

饲养率仍有巨大提升空间。根据普华永道，以家庭饲养率计，2019 年中国家庭宠物饲养率仅约 17%，远低于英国的 44%和美国的 67%。中国饲养率远低于发达国家水平，若要追

上平均水平则有数倍的提升空间。中国社会人口结构的变化，以及生活水平提升和领养率的提高，将有力推动宠物饲养率的增长。对比中美两国家庭消费中宠物支出可以发现，从 2014 年至 2019 年，美国家庭宠物支出占比仅从 0.49%提升至 0.52%，而中国占比则从 0.16%提升至 0.29%，反映了消费者对宠物消费的强大意愿，尤其是在经济相对发达的地区。而从家庭支出占比看，中国家庭对宠物支出占比仍然偏低，同样有较大的上升空间。

图 9：2019 宠物饲养率（家庭数量%）

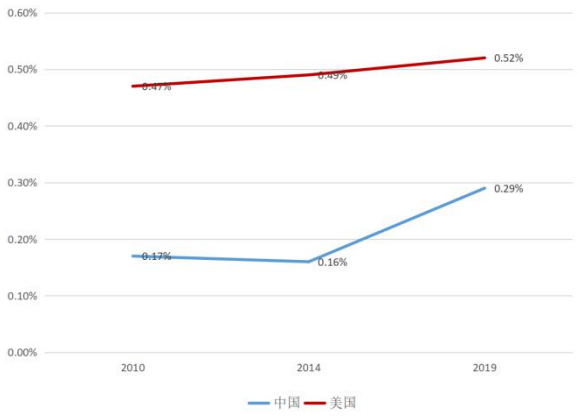


资料来源：美国宠物用品协会(APPA)， Euromonitor,Fitch资料来源：APPA,国家统计局,经济合作与发展组织,BMI 研究，Solutions(惠誉解决方案)，专家访谈，普华永道分析，东莞普华永道分析，东莞证券研究所

证券研究所

备注：根据城市家庭人口测算

图 10：中美两国家庭消费中宠物支出占比对比

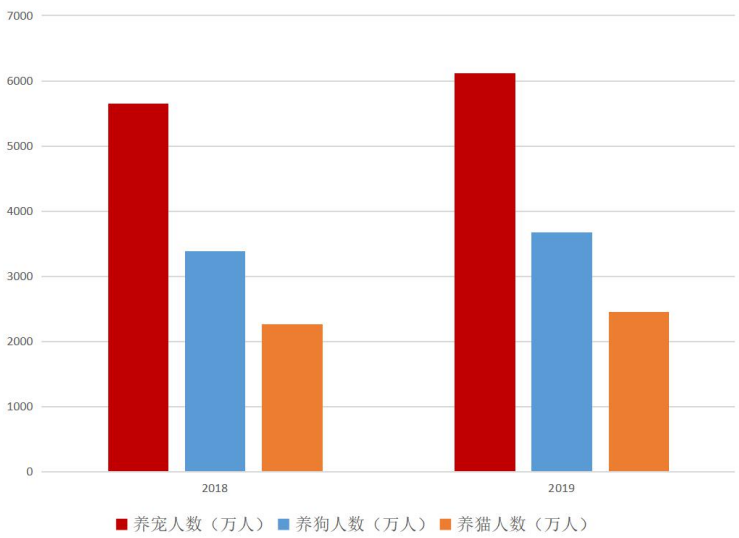


备注：宠物支出包括食品、用品及服务

2.4 养宠人数持续增长

2019 年养宠人数首次突破 6000 万人。根据白皮书，2019 年全国城镇养宠主人首次突破了 6000 万人，达到 6120 万人，比 2018 年新增 472 万人，同比增长 8.36%。在养宠主人中，同时饲养狗和猫的人数占比约为 17%，城镇养宠家庭渗透率为 23%，比 2018 年增长 4%，但仍远低于发达国家水平，提升空间较大。

图 11：养宠（犬猫）人群数量



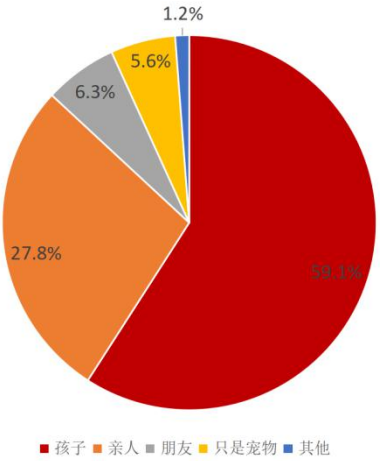
资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

备注：养宠(犬猫)人数不包含 18 岁以下人群，计算中涉及到城区常住人口，该数据来源于《中国城市建设统计年鉴-2018》

2.5 老龄化与单身经济下养宠需求提升

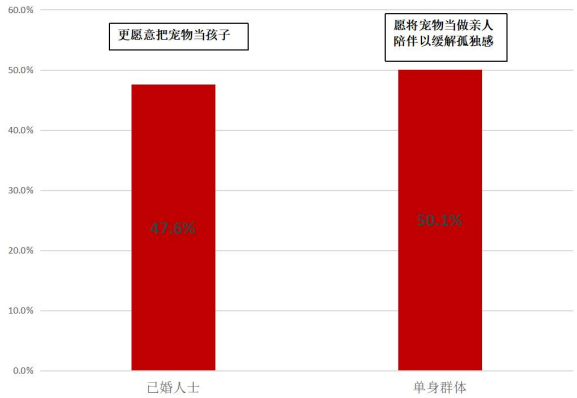
孤独感驱使下养宠需求提升。网络带来高度便利的同时，降低了人与人的社交数量，单身经济蓬勃发展，孤独感日渐增加。从养宠人群对待宠物的态度看，仅有 5.6%的人群把宠物当作宠物看，而有 93.2%的人把宠物当作朋友或亲人看待。有 50.1%的单身群体把宠物当作亲人，养宠的态度表现为陪伴需求以缓解孤独感，而 47.6%的已婚人士把宠物当作孩子。从宠物主婚姻状态看，单身人士占比最高达 32.5%，对宠物的陪伴需求最高；未婚人士和已婚人士占比则分别达 50.1%和 49.9%。根据民政部，我国近年来结婚率呈下降趋势，粗结婚率从 2013 年的 9.92%下降至 2018 年的 7.30%。网络发展与生活压力的增加加剧了中国社会的孤独感，为缓解精神需求，在单身经济下的养宠需求有巨大的增长空间。

图 12：养宠人群对待宠物的态度



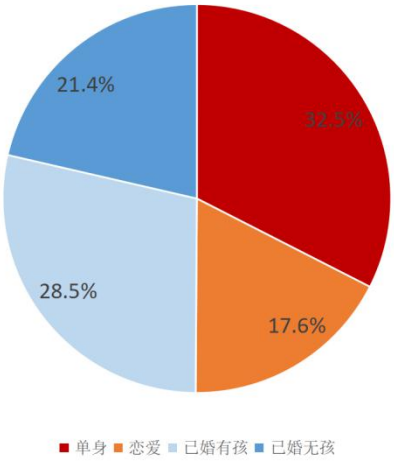
资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 13：已婚与单身群体对待宠物态度的区别



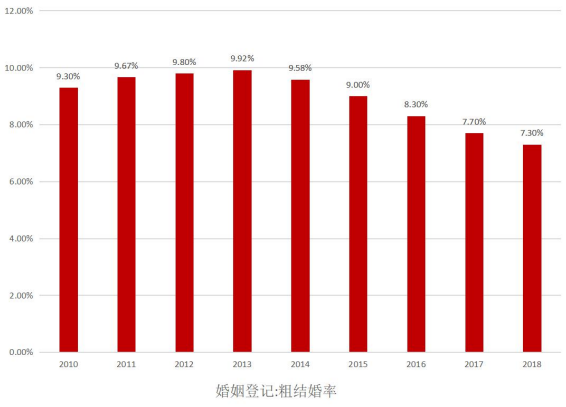
资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 14：宠物主婚姻状态



资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

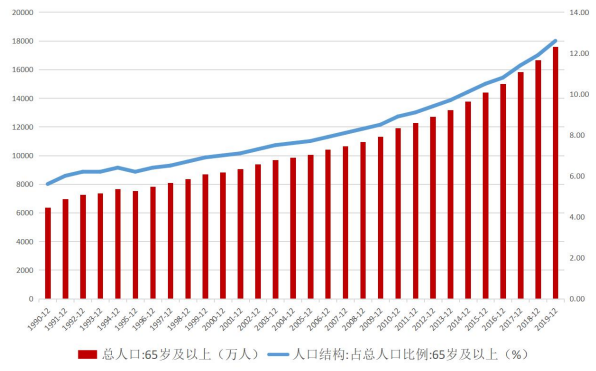
图 15：结婚率呈下降趋势



资料来源：民政部，东莞证券研究所

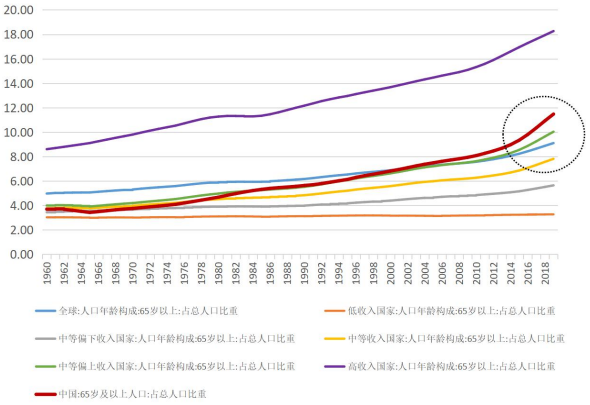
中国老年人占比超过中等偏上收入国家水平。网络带来高孤独感不仅来自未婚人士，老年人特别是无子女或与成年子女分居的老年人同样有较强烈的孤独感。根据国家统计局，2019 年我国 65 岁及以上老年人口达 1.76 亿人，占比 12.60%，为首年突破 12%。与其他国家对比，中国 65 岁及以上老年人占比已超过中等偏上收入国家的水平，但低于发达国家水平。一方面，老龄化社会带来对医药的巨大需求；另一方面，无子女或与成年子女分居的老年人同样面临较为强烈的孤独感，在陪伴需求的驱使下提升养宠倾向。

图 16：中国老龄化呈加速趋势



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 17：中国老年人占比已超过世界平均水平

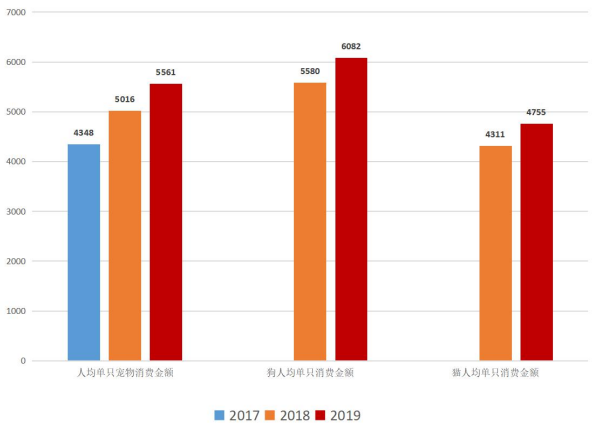


资料来源：世界银行，东莞证券研究所

2.6 宠物消费金额持续上升

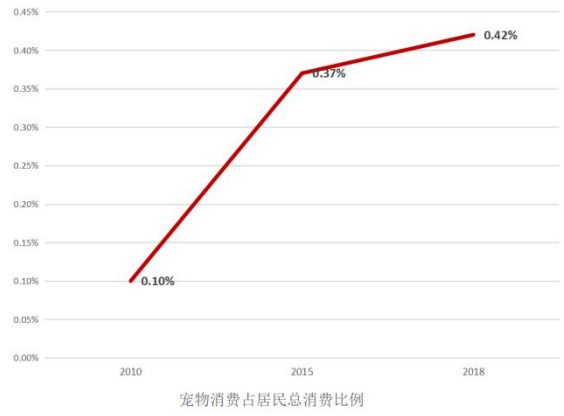
人均宠物支出逐年上涨。从消费端看，从 2017 年至 2019 年，人均单只宠物消费金额从 4348 元上升至 5561 元。2019 年人均单只宠物消费 5561 元，同比+10.87%；其中狗主人单只消费 6082 元，同比+9.00%；猫主人单只消费 4755 元，同比+10.30%。大、中、小型犬的年消费金额差异较大，2019 年小型犬年均消费金额 5093 元，中型犬 5919 元，大型犬 7489 元,远超小型犬的年消费。根据尼尔森，居民对宠物消费意愿持续上升，宠物消费占居民消费的比例从 2010 年的 0.10%上升至 2018 年的 0.42%。

图 18：人均宠物年消费金额持续上升（元）



资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 19：宠物消费占居民消费比例提升



资料来源：尼尔森，东莞证券研究所

2.7 宠物食品行业增长最为迅猛，市场占有率最高

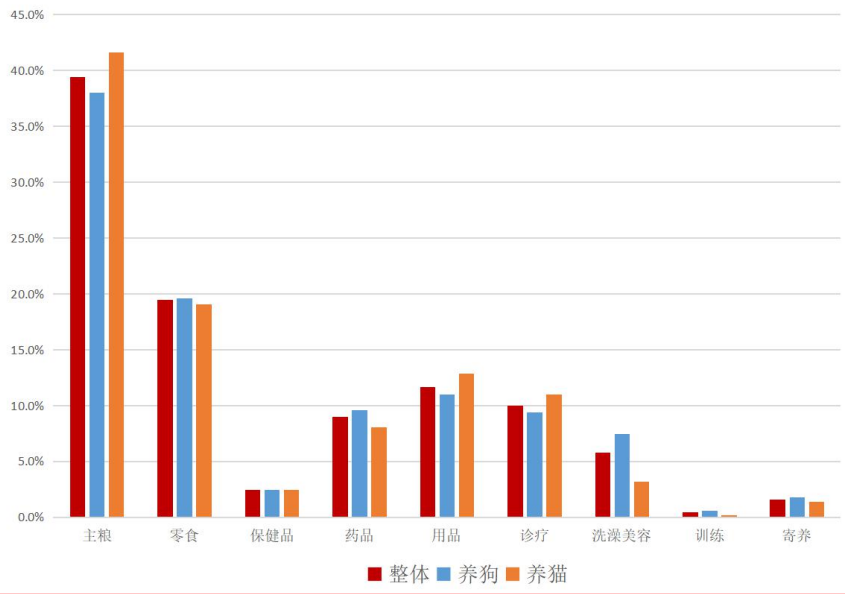
宠物食品行业增长最为迅猛，市场占有率最高。宠物细分市场可分为食品、服务、用品三大种类。根据普华永道分析，2019 年宠物食品、服务、用品行业市占率分别约为 55%、25%、20%；2014 年至 2019 年的年均复合增长率分别约为 30%、18%、14%。食品行业是市占率最高的行业，且增速最高，进入门槛较低，投资吸引力强。根据白皮书，2019 年宠物消费结构中，食品占据消费主要部分，主粮和零食占比分别达 39.4%和 19.5%，分别同比增长 0.2 和 8.0 个百分点，零食增长更为显著。养狗和养猫对食品消费占比比较接近，狗主粮和猫主粮消费占比分别为 38.0%和 41.6%，零食占比分别为 19.6%和 19.1%。服务行业和用品行业进入门槛较高，市场成熟度较低，但仍维持快速增长。在宠物相关行业中，食品板块增长最快，快速增长的原因从以前的纯粹宠物数量增加，逐渐演变成近年来的食品渗透率提升、产品升级、人购买力上升等。

图 20：2019 年宠物细分市场份额



资料来源：Euromonitor，普华永道分析，东莞证券研究所

图 21：2019 年养宠消费结构



资料来源：中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

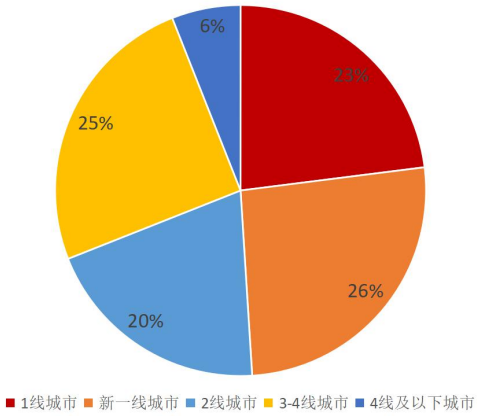
2.8 线上消费活跃

线上宠物消费渗透率高，大城市线上消费意愿更强。根据弗若斯特沙利文《2018 年中国宠物行业报告》，线上销售为中国宠物主搭建了便捷的宠物消费渠道，2018 年有 89%的宠物主人表示曾在网上购买宠物用品，表明线上消费渗透率高。大城市宠物主更倾向于在网上购买宠物产品，2019 年一线和新一线城市网上宠物产品消费占比分别达 23%和 26%，合计 49%；二线城市消费占比则达 20%，3-4 线及以下城市占比 31%。线上宠物用品销售正迸发出蓬勃的活力，将会成为商家销售渠道的必争之地。

图 22：线上消费渗透率高



图 23：2019 线上不同城市级别宠物产品消费占比

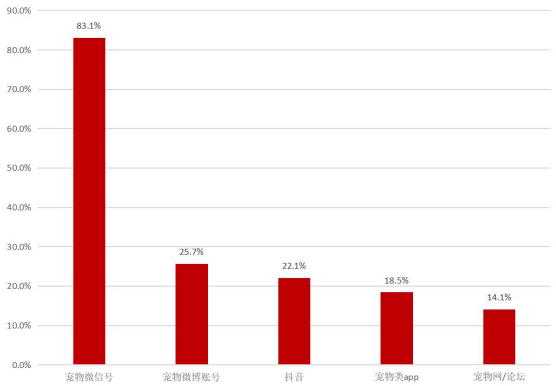


资料来源：弗若斯特沙利文《2018 年中国宠物行业报告》，第资料来源：CBNData 消费大数据，东莞证券研究所

一财经商业数据中心，百度图片，东莞证券研究所

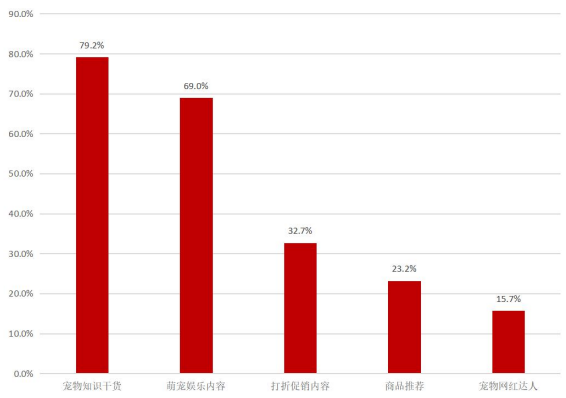
网络途径是主要宠物信息获取渠道。根据 2019 白皮书，绝大部分宠物主会通过网络渠道获取宠物信息，间接刺激线上宠物消费，其中 83.1%的宠物主会浏览宠物微信号，25.7%浏览宠物微博账号，22.1%浏览抖音，双微一抖占比靠前，另外宠物类 APP 和宠物网也是重要的信息来源。在宠物咨询关注内容方面，宠物主最关心宠物知识干货，占比达 79.2%，同时也是主要的消费指南。69.0%的宠物主关注宠物娱乐内容，而分别有 32.7%和 23.2%的人关注打折促销内容和商品推荐内容，这两部分同样对指导宠物消费有推动作用。

图 24：宠物信息获取渠道 TOP5



资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

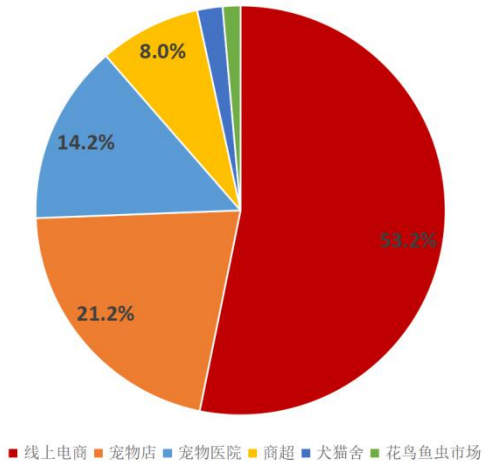
图 25：宠物主人关注内容 TOP5



资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

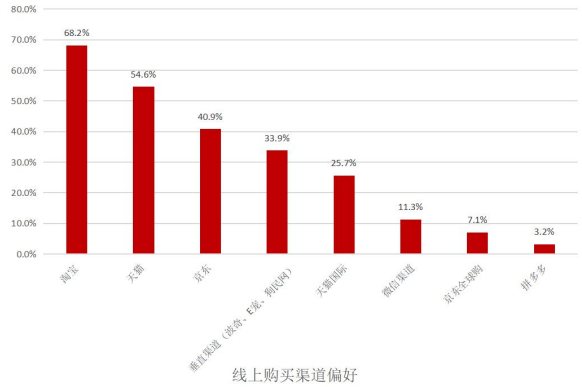
网络途径是宠物信息主要获取渠道。根据 2019 白皮书，超过半数的消费者通过线上电商购买宠物食品，线下渠道则主要集中在宠物店、宠物医院和商超，占比分别为 21.2%、14.2%和 8.0%。在占比为 53.2%的线上电商渠道中，淘宝、天猫、京东三大渠道占比分别为 68.2%、54.6%和 40.9%；如波奇、E 宠、狗民网等垂直渠道仅次于主要电商平台，另外天猫国际和京东全球购等为进口品牌食品提供的便捷的购买渠道。在宠物用品领域，与食品领域类似，线上仍然是最重要的渠道，占比高达 58.2%。线上渠道利用咨询优势和物流优势，渠道占比有望继续提升，成为了企业渠道扩张的低成本必争之地。

图 26：宠物食品购买渠道偏好



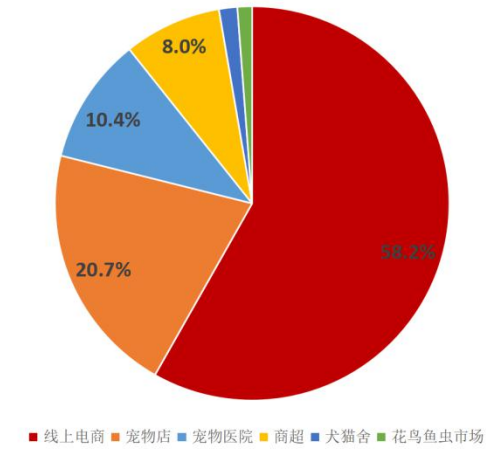
资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 27：2019 年宠物食品线上购买渠道 TOP8



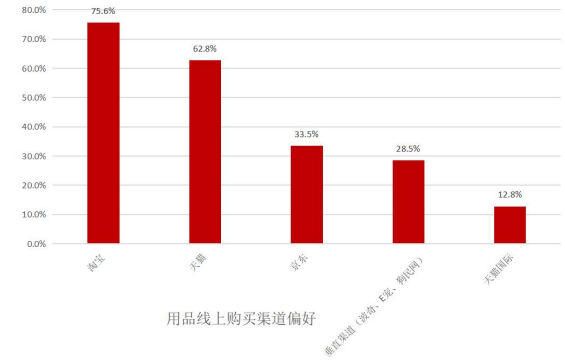
资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 28：宠物用品购买渠道偏好



资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 29：2019 年宠物用品线上购买渠道 TOP5



资料来源：2019 中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

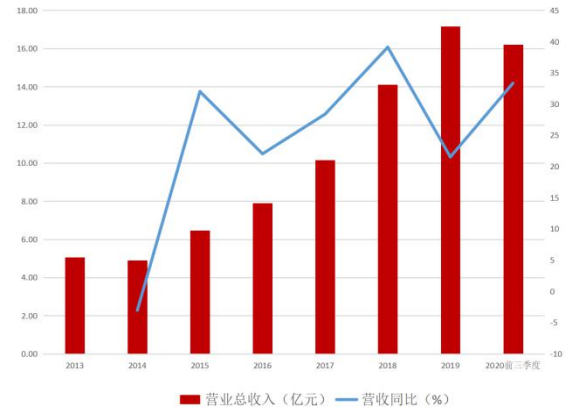
3、产品线持续丰富，代工转型自主品牌模式下营收增长迅速

3.1 业绩长期维持较快增长

营收和净利润长期维持较快增长。公司整体业绩增长较快，从 2013 年至 2019 年，营收从 5.07 亿元上升至 17.16 亿元，CAGR 为 22.53%；归母净利润从 0.16 亿元上升至 0.79 亿元，CAGR 为 30.49%。受益于新冠疫情影响致海外份额提升和国内线上渠道搭建顺利，

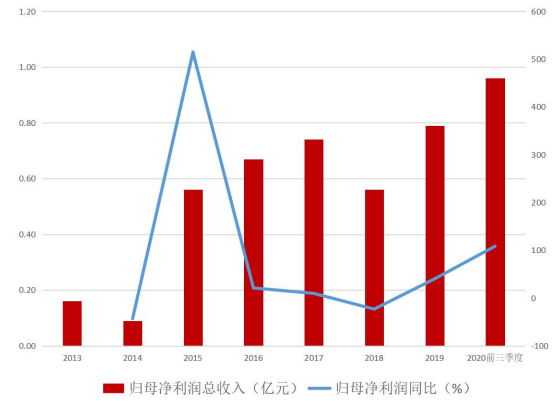
公司 2020 年前三季度业绩同比大增，分别实现营收和归母净利润 16.20 亿元和 0.96 亿元，分别同比+33.33%和+108.27%。

图 30：公司营收情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

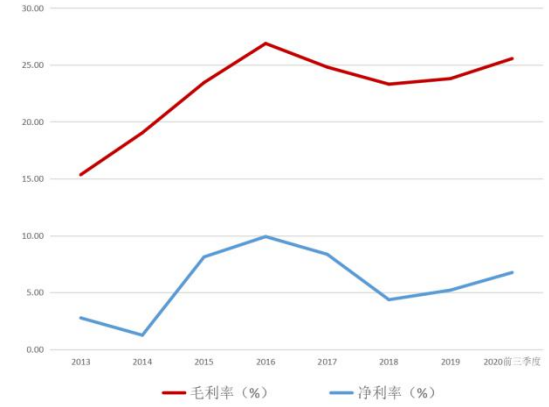
图 31：公司归母净利润情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

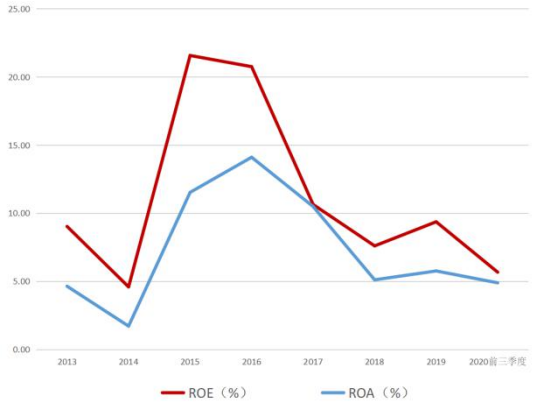
毛利率和净利率回归向上趋势。近两年公司毛利率和净利率呈上升趋势，主要是汇率影响和原材料价格影响。2020 年前三季度，公司实现毛利率 25.56%，同比上升 2.12 个百分点；实现净利率 6.75%，同比上升 2.11 个百分点；盈利能力回归至较高水平，未来有望随肉价下行，毛利率延续上升趋势。公司近年来 ROE 和 ROA 呈下行趋势，2020 年前三季度 ROE 和 ROA 分别为 5.66%和 4.88%，收益率有待修复。

图 32：公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 33：公司 ROE 和 ROA 情况

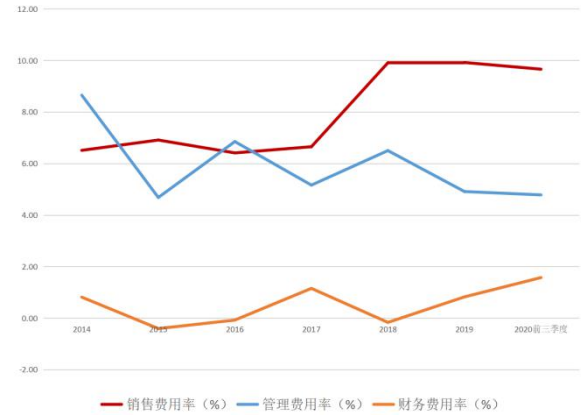


资料来源：wind，东莞证券研究所

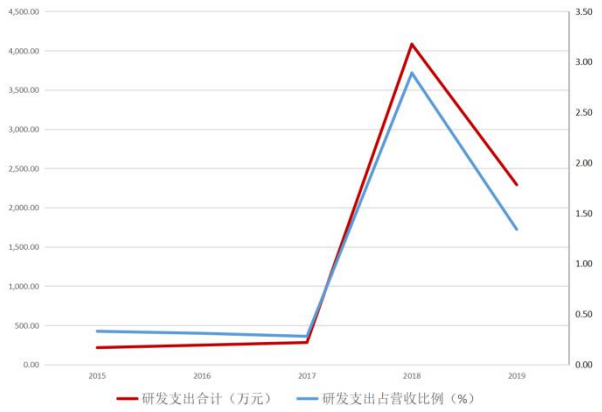
布局线上渠道，销售费用率提升。公司近年来大力加强线上布局，与淘宝、京东、苏宁等电商合作持续加强，线上销量提升显著，同时带来销售费用率上升，2020 年前三季度销售费用率为 9.66%，管理费用率有所下降，三费整体占比为 16.02%，维持近几年平均水平。公司发力国内宠物食品市场，大力加强自主品牌建设，研发费用上升显著，2018 年和 2019 年研发支出合计分别为 4082 和 2291 万元，分别占营收 2.89%和 1.34%。

图 34：公司三费情况

图 35：公司研发费用情况



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

肉价下行致生产成本下滑趋势有望延续。鸡肉是重要的宠物食品原料，由于非洲猪瘟后生猪供应恢复，行业产能维持高位，鸡肉价格快速回落。根据国家发改委和农业部，36个城市鸡肉平均零售价从2019年底高位的超15元/斤，目前回落至不足13元/斤；白条鸡平均批发价从接近22元/公斤回落至16元/公斤附近。鸡价跌幅明显，带动公司生产成本下降，公司毛利率从2019年前三季度的23.44%上升至2020年前三季度的25.56%，同比上升2.12个百分点。展望2021年和2022年，生猪供应大概率维持上升趋势，市场肉类供应持续修复，对肉价造成压制，公司生产成本有望延续下行趋势。

图 36：鸡肉价格回落



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 37：鸡价回落致成本下降



资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 销售网络遍布全球，多品牌共建满足全方位宠物消费需求

销售网络广，多样化品牌满足消费者不同需求。中宠股份是中国具有规模化、专业化的高端宠物食品生产企业，出口产品主要销往日本、美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、爱尔兰、比利时、荷兰、捷克、丹麦、瑞典、芬兰、波兰、瑞士、西班牙、葡萄牙、圣马力诺、希腊、澳大利亚、新西兰、俄罗斯、韩国、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾、印度、印尼、中东、巴西、香港、澳门、台湾等全球50多个国家和地区，出

口五大洲，年销数亿袋。公司产品在上述国家和地区享有较高的知名度和市场占有率，并且保持持续稳定增长。公司旗下现已形成了以自有品牌"Wanpy 顽皮"、" Zeal 真致"为核心的多品牌矩阵，实现销售层级全面覆盖的同时，满足各细分市场的多样化与差异化需求。

图 38：公司遍布全球的销售网络



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 39：公司品牌 Wanpy



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 40：公司品牌 Happy100



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 41：公司品牌 sea kingdom



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 42：公司品牌 zeal 真致



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3.3 宠物食品产品线丰富

产品线丰富。公司产品涵盖犬用、猫用两大类别，涉及宠物干粮、宠物湿粮、宠物零食、宠物饼干、宠物洁齿骨等十一大类，总计 1,000 余个品种。食品产品线丰富，基本满足宠物喂养需求，但个别类型产品可选品种较少，仍有待丰富产品线。目前公司产品基本属于宠物食品，宠物用品领域产品缺少，仅有猫砂为主打宠物用品，未来用品领域有待

开发。

表 2：公司主要产品示例

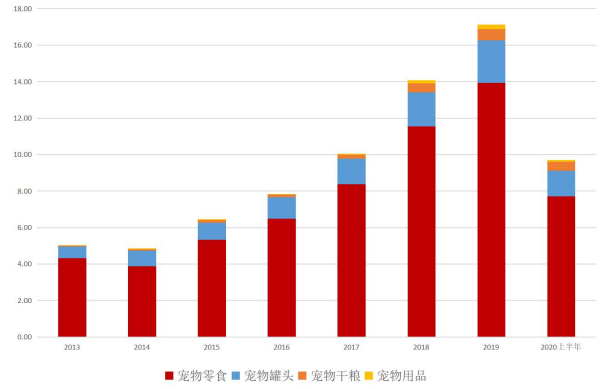
产品种类				
犬用零食				
	鸡肉饼干卷	鱼香扎鸡块	牛肉能量圈	鸡肉优优肠
犬用湿粮				
	鸡肉鲜肉羹	鸭肉鲜肉羹	羊肉佐鲜蔬	鸡肉三文鱼封鲜包
犬用干粮				
	小型犬成犬粮	全价成犬粮	全价中大型犬成犬粮	全价犬粮鸡肉配方
猫用零食				
	猫寿司	金枪鱼小段	金针软丝	幼猫鲜肉羹
猫用湿粮				
	金枪鱼鲜肉羹	猫用双鲜包	三文鱼鲜肉羹	筋肉慕斯猫粮

猫用干粮				
	成猫粮	全价短毛幼猫粮	全价猫粮	全价幼猫粮

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

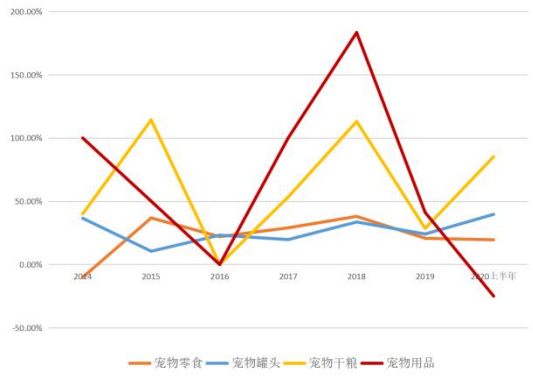
产品以零食和罐头为主，各产品业绩增长趋势良好。宠物零食、罐头、干粮、用品四大类型 2020 年上半年分别实现营收 7.72、1.39、0.50、0.09 亿元，分别同比+19.50%、+39.62%、+85.16%、-25.00%；占整体营收的比例分别为 78.14%、14.07%、5.06%、0.91%，零食和罐头是主要的产品类型。分产品类型看，公司各类型产品业绩长期向上，从 2013 年至 2019 年，零食、罐头、干粮、用品营收 CAGR 分别为 21.51%、24.27%、52.54%、69.84%。从利润端看，零食、罐头、干粮、用品 2019 年毛利率分别为 20.88%、31.56%、43.45%、63.19%；2020 年上半年零食和罐头毛利率分别为 23.34%和 28.11%，零食毛利率有所提高。

图 43：公司分产品营收（亿元）



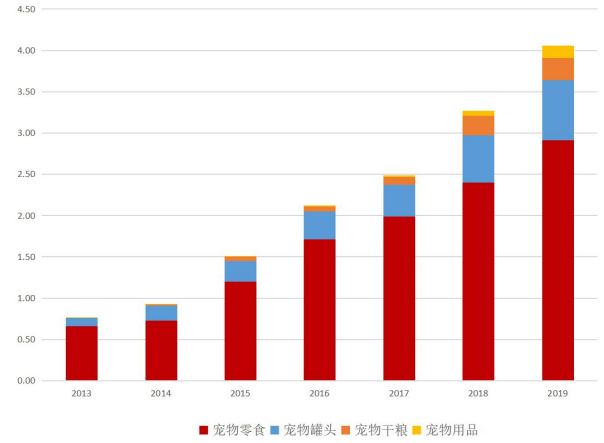
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 44：公司分产品营收同比



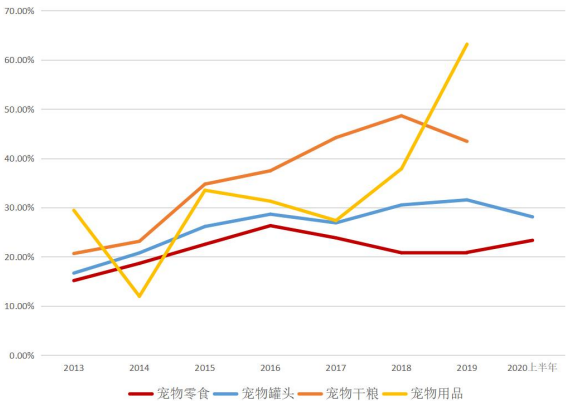
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 45：公司分产品毛利（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 46：公司分产品毛利率

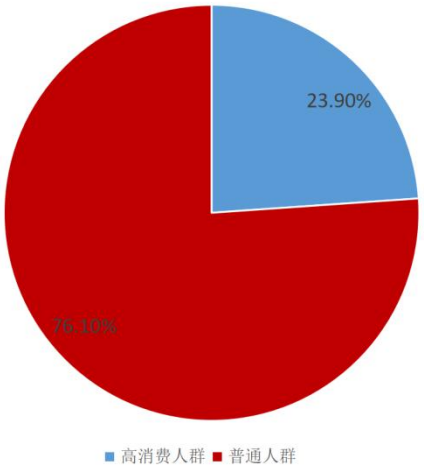


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.4 高消费人群成为宠物市场重要力量，公司开始布局高端市场

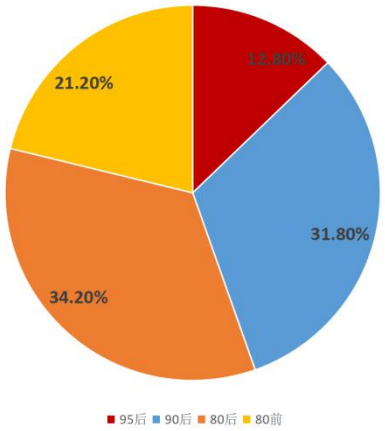
高消费人群成为宠物市场重要力量。根据白皮书，养宠高消费人群（主粮月花费 500 元以上）数量逐年提高，2019 年该人群占比已达 23.9%，成为宠物消费的重要人群。高消费人群主要为 80 后和 90 后，占比分别为 34.20%和 31.80%，且普遍具有学历较高、收入较高、大城市占比较高等特征。

图 47：高消费人群占比



资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

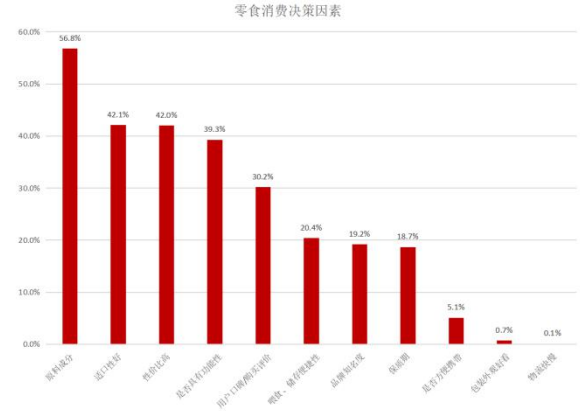
图 48：高消费人群年龄分布



资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

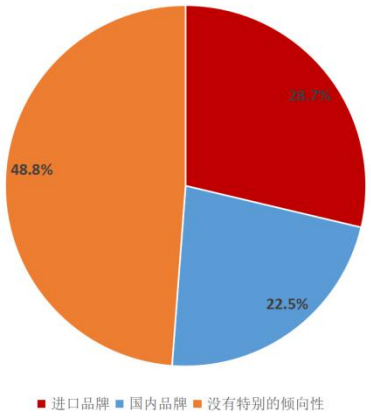
原料成分是消费者最关注因素。根据白皮书，消费者在选择宠物零食时，最重要的决策因素是原料成分，占比 56.8%；其次适口性好、性价比高、是否具有功能性在决策中的占比分别为 42.1%、42.0%、39.3%。养宠高消费人群数量持续增多，该人群对宠物食品的质量要求高于普通消费人群。针对零食品牌偏好调查中，偏好进口品牌的占比 28.7%，略高于偏好国内品牌的 22.5%，没有特别倾向性的占比最高达到 48.8%，进口品牌没有凸显出特别高的品牌壁垒，国产品牌质量提高后有望进攻高端市场。

图 49：宠物零食消费决策因素



资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

图 50：零食品牌偏好



资料来源：2019 年中国宠物行业白皮书，东莞证券研究所

新上冻干粮，初尝高端宠物食品领域。冻干粮一般采取低温真空冷冻干燥的方法，比较

能最大限度的保留原材料的营养元素，同时适口性佳，但加工成本比较昂贵，所以导致价格贵，属于高端宠物食品。公司近期新上冻干粮，开始尝试进攻高端食品市场。以新产品农场盛宴为例，主要原料为新鲜鸡肉，另外添加红薯干、木薯淀粉、甜菜粕、冻干鸡肉 2%、火鸡肉 1%、菊苣根粉、丝兰粉、樱桃粉、蓝莓粉等，含有丰富的磷酸氢钙、氯化钾、氯化胆碱、维生素 、dl-a-生育酚乙酸酯、L-抗坏血酸-2-磷酸酯、D-生物素、烟酸、D-泛酸钙、叶酸等，以更好的适口性赋予宠物更高的营养价值。以冻干粮为切入口，有望逐步打开高端食品市场。

表 3：公司冻干粮产品详情

产品种类	产品图片	产品名称	原料组成	价格
冻干狗粮		狂野盛宴	牛肉及加工制品（牛肉 8%、牛肺 5%、牛肉骨粉 3%、牛油 1.5%、牛肝 1%)鲜鸡肉 9%、脱水鸡肉 9%、豌豆、鸡油 8%、羊肉 5%、红薯干、木薯淀粉、甜菜粕、冻干鸡肉 2%、鹿肉 1%、菊苣根粉、丝兰粉、西芹粉、蓝莓粉	52.25 元/斤（2KG 包装）
		农场盛宴	鲜鸡肉 34%、脱水鸡肉 9%、豌豆、脱水鸭肉 8%、鸡油 8%、红薯干、木薯淀粉、甜菜粕、冻干鸡肉 2%、火鸡肉 1%、菊苣根粉、丝兰粉、樱桃粉、蓝莓粉	
		深海盛宴	三文鱼 18%、鲜鸡肉 9%、脱水鸡肉 9%、豌豆、鸡油 8%、脱水金枪鱼 5%、脱水雪鱼 5%、红薯干、木薯淀粉、甜菜粕、冻干三文鱼 2%、菊苣根粉、丝兰粉、樱桃粉、蓝莓粉	
冻干猫粮		狂野盛宴	牛肉及加工制品（牛肉 9%、牛肺 5%、牛肉骨粉 3%、牛油 1.5%、牛肝 1%）鲜鸡肉 10%、脱水鸡肉 10%、豌豆、鸡油 8%、羊肉 5%、红薯干、木薯淀粉、甜菜粕、冻干鸡肉 2%、鹿肉 1%、菊苣根粉、丝兰粉、西芹粉、蓝莓粉	52.25 元/斤（2KG 包装）
		农场盛宴	鲜鸡肉 35%、脱水鸡肉 10%、脱水鸭肉 10%、豌豆、鸡油 8%、红薯干、木薯淀粉、甜菜粕、冻干鸡肉 2%、鱼油 1.5%、火鸡肉 1%、菊苣根粉、丝兰粉、蔓越莓粉、蓝莓粉	
		深海盛宴	三文鱼 19%、鲜鸡肉 10%、脱水鸡肉 10%、豌豆、鸡油 8%、红薯干、木薯淀粉、脱水金枪鱼 4%、脱水鱼 4%、脱水鸭肉 4%、甜菜粕、冻干三文鱼 2%、鱼油 1.5%、菊苣根粉、丝兰粉、蔓越莓粉、蓝莓粉	

资料来源：顽皮天猫旗舰店，东莞证券研究所

3.5 从 OEM 到 OBM 转型，国内收入占比快速提升下利润有望持续走高

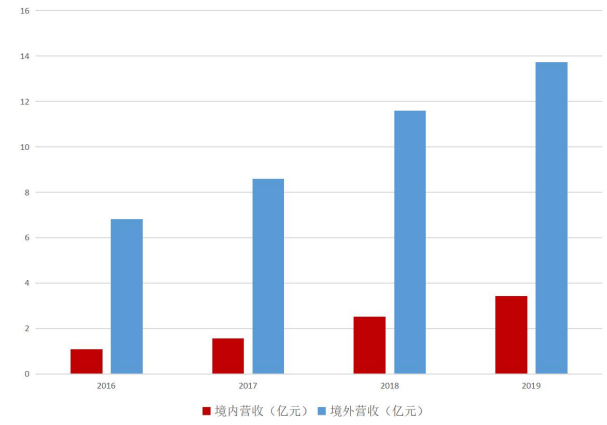
海外市场以代工生产模式为主。在国外市场中，公司主要是按照客户订单生产 OEM/ODM 产品，自主品牌销量相对较小。在欧美等发达国家和地区，宠物食品市场发展已较为成熟，一些大型品牌商已树立了牢固的品牌形象，并占据了大部分市场销售渠道，新进品牌的营销成本和风险相对较高。因此，公司采取与当地的知名厂商进行合作，以 OEM/ODM 贴牌方式进入当地市场。在努力扩大 OEM/ODM 产品市场规模的同时，公司通过参加国际展会、在专业杂志投放广告等方式逐步加强自主品牌在国外市场的推广力度，积极培育自主品牌市场。国际营销中心专设自主品牌运营部，专门负责自主品牌的推广与销售，自主品牌产品已销往欧洲、日本、澳大利亚等几十个国家与地区。

境内市场以自主品牌直面消费者。公司境内销售中，将直接对终端消费者的销售界定为直销，将不直接面对终端消费者的销售界定为经销。公司直销的主要销售渠道是公司在京东、天猫以及苏宁等平台开设的网络直营店及烟台工厂店；经销的主要销售渠道包括：电商渠道（如京东、亚马逊、1 号店、波奇网等电商网站，或在淘宝等电商平台开设店铺销售产品的客户如金多乐等，其采购公司产品后通过网络销售产品给终端消费者）、商超渠道（如大润发、欧尚、华润万家等连锁商超，其采购公司产品后直接销售给终端消费者）、专业渠道（指面向各地宠物专门店、宠物医院的销售渠道，各地宠物食品用品经销商向公司采购产品，然后向所在地宠物专门店、宠物医院销售）。

从代工模式（OEM）转向自主品牌模式（OBM）倾向明显。宠物行业发展前期，国内宠物消费市场主要由跨国企业占据，如玛氏、雀巢，国内企业普遍采取代工厂模式赚取较低利润。宠物行业进入高速发展期后，国内企业纷纷认识到宠物市场的蓝海，开始探索并建立自主品牌，向传统的跨国企业发起挑战，从代工厂模式向自主品牌模式的转型产生了一批颇具规模的自主品牌，如乖宝宝、顽皮、佩蒂等。从产品端看，国内企业开始了自下而上品牌发展路线，产品从低端细分市场开始，目前已部分涉及中高端市场。展望未来，高端和超高端市场大部分仍然将被跨国品牌占据，但随着国产品牌认可度的提升和生产技术的完善，有望向该市场发起冲击。国内宠物市场的发展潜力巨大，龙头市占率仍然偏低，本土企业有望在激烈的品牌竞争逐步站稳。同时，线上渠道的普及让国产品牌能以更低的成本扩张品牌知名度，企业纷纷成立起天猫、京东自营等网络渠道，以吸引年轻一代特别是 90 后的宠物主消费热情。

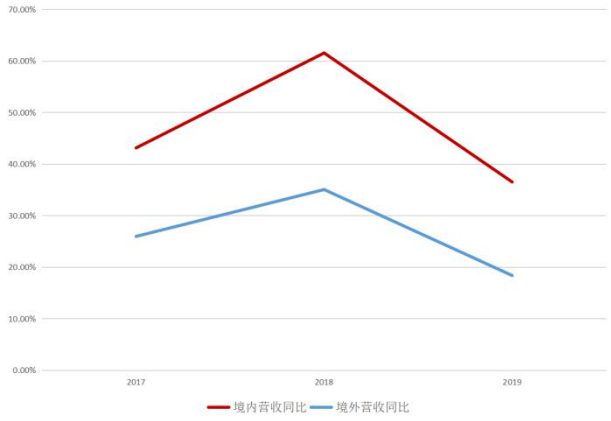
境内占比和增速明显高于境外。国内宠物市场正经历高速增长期，公司乘势而上，境内业务收入从 2016 年的 1.09 亿元上升至 2019 年的 3.44 亿元，CAGR 为 46.68%，境外业务收入从 2016 年的 6.82 亿元上升至 2019 年的 13.73 亿元，CAGR 为 26.27%，境内增速显著高于境外，凸显国内市场的庞大消费需求。截至 2020 年上半年，公司境内收入占比为 23.88%，为历年最高水平。另外，境内业务毛利率显著高于境外，2020 年上半年境内业务毛利率为 36.51%，境外业务毛利率为 21.04%。随着国内行业景气度高涨和公司产能拓展，境内营收有望维持上升趋势，凭借境内业务（自主品牌为主）更高的毛利率，境内占比上升有望更快速地带动整体业绩上行。

图 51：公司境内外营收持续提升　　图 52：境内营收增速高于境外



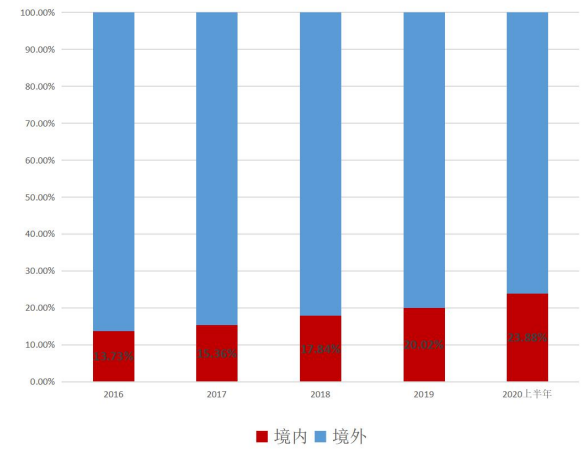
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 53：境内营收占比持续攀升

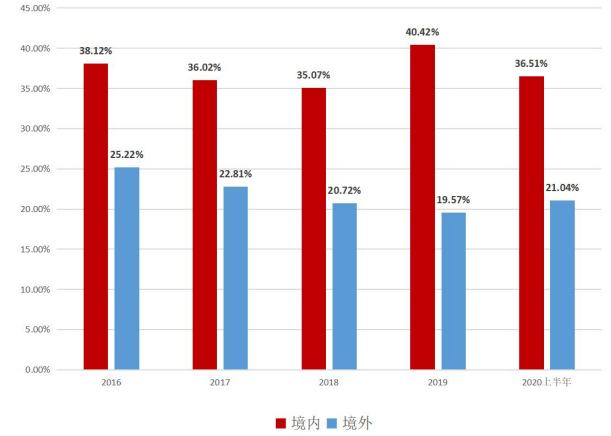


资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 54：境内业务毛利率显著高于境外



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

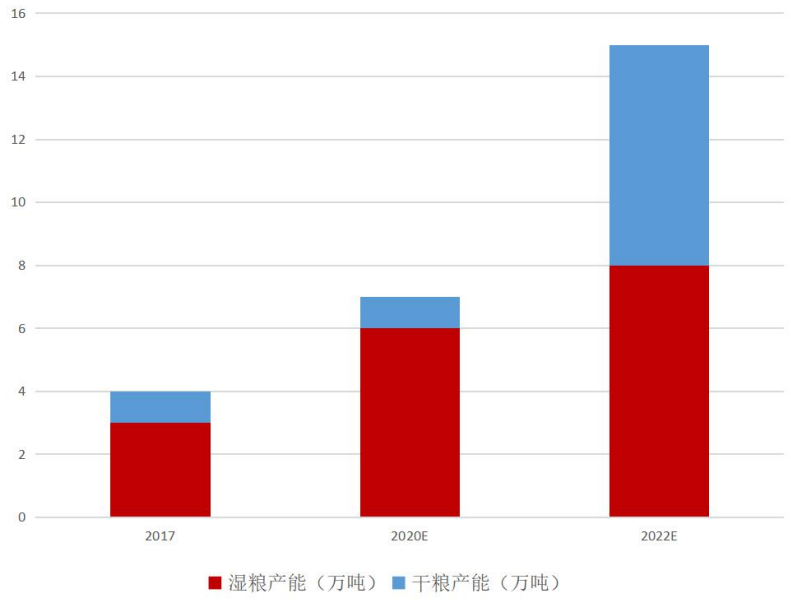


资料来源：公司年报，东莞证券研究所

3.6 宠物食品市场需求不断增加，产能持续扩大以应对市场需求

宠物食品市场前景良好，公司持续扩大产能。2017 年上市之初，公司通过对生产设备进行技术改造以及募集资金投资项目的实施，实现宠物零食超过 2 万吨，宠物罐头 1 万吨，宠物干粮 1 万吨的生产能力，合计产能约 4 万吨。2019 年公司基于国内外宠物食品市场良好的发展前景和自身产能现状，通过发行可转债扩大产能，拟使用募集资金投资建设“年产 3 万吨宠物湿粮项目”，项目建设期为 1 年，预测当前时点已建设完成，合计产能上升至 7 万吨。2020 年 3 月，基于宠物食品市场需求不断增加，市场空间巨大的考虑，公司拟通过非公开发行股票，拟募资不超过 6.51 亿元再次扩大产能，主要为“年产 6 万吨宠物干粮项目和年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目”，目前已获得监管批准，建设期约 2 年，预计 2022 年完成建设，项目完成后合计产能预估上升至 15 万吨。

图 55：公司产能情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4、投资建议

预计公司 2021、2022 年每股收益分别为 0.93 元和 1.20 元，对应估值分别为 52.38 倍和 40.71 倍。公司是宠物食品龙头企业，领养率和消费升级双重因素刺激下，国内宠物行业景气度极高，公司快速加大产能建设和渠道建设，未来增长可期。维持对公司的“推荐”评级。

表 4：公司盈利预测简表

科目（百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,716**	**2320**	**2,854**	**3314**
营业总成本	**1,582**	**2135**	**2,587**	**2969**
营业成本	1,308	1,740	2,112	2,435
营业税金及附加	5	9	11	13
销售费用	170	230	274	315
管理费用	61	83	100	116
财务费用	14	33	42	33
研发费用	23	39	49	56
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(20)	5	6	7
营业利润	**110**	**189**	**271**	**349**
加：营业外收入	9	4	4	4
减：营业外支出	1	1	1	1
利润总额	**118**	**192**	**274**	**352**
减：所得税	29	47	67	86
净利润	**89**	**145**	**207**	**266**
减： 少数股东损益	10	17	24	31
归母公司所有者的净利润	**79**	**128**	**182**	**235**
摊薄每股收益(元)	**0.40**	**0.65**	**0.93**	**1.20**
PE（倍）	**120.91**	**74.86**	**52.38**	**40.71**

资料来源：wind，东莞证券研究所

5、风险提示

汇率风险、原材料价格风险、市场竞争加剧、品牌建设不及预期、产能扩张不及预期、渠道拓展缓慢、新产品销量风险、食品安全问题、行业景气度下降等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn