中宠股份（002891.SZ）

国内宠物食品领跑者，萌宠黄金时代大发展

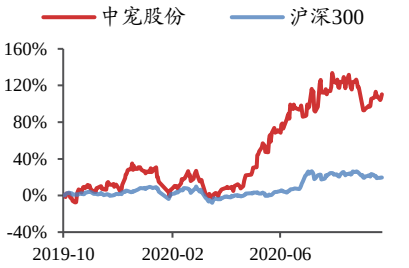
2020 年 10 月 08 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/9/30
当前股价(元)	44.13
一年最高最低(元)	49.99/19.04
总市值(亿元)	78.86
流通市值(亿元)	78.86
总股本(亿股)	1.79
流通股本(亿股)	1.79
近 3 个月换手率(%)	128.02

股价走势图



数据来源：贝格数据

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

● 国内宠物食品领跑者，品类全渠道强，首次覆盖，给予“买入”评级

公司历经 20 年发展，以海外品牌宠物食品代工起家，逐步向自主品牌建设发展，主营业务为宠物零食、罐头及干粮。公司海外业务稳定增长，整体业务受国内市场影响增速较快。2020 年上半年公司实现营业收入 9.88 亿元（+25.58%），实现归母净利润 0.46 亿元（+186.31%）。未来公司继续扩充宠物食品生产能力，在国内宠物行业蓬勃发展趋势下，发力国内市场，打造自主品牌，不断拓宽优化销售渠道，经营规模不断扩大。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.25/1.66/2.27 亿元，EPS 分别为 0.70/0.93/1.27 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 63.2/47.4/34.7 倍。可比公司估值方面，由于公司国外业务稳步增长，国内业务渠道基础好，成长性高，公司 PE 略高于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 宠物食品赛道增速快空间大， 国产品牌替代有望加速

国内经济增长可支配收入增加，养宠需求增长，宠物行业市场规模逐年递增。宠物食品作为刚需产品，占比 34%，据艾媒咨询数据显示，2019 年宠物食品市场规模达 1164 亿元。宠物食品在国内养宠观念转变下，中高端需求增加，国内品牌不断探索中高端产品，发力线上渠道，国产品牌热度提升。

● 公司顺势而为，渠道搭建稳步推进，国内业务成长性凸显

公司拥有良好的生产加工能力，具备扎实的海外合作基础，逐步由国外代工模式向国内自主品牌建设转型。公司产品线全面认可度高，未来干粮产品有望发力。渠道方面，公司销售网络遍布全国，并持有瑞鹏宠物股份，协同性明显，线上渠道基本覆盖主流电商平台，并设有京东、天猫和苏宁直营店。2020 年新募投项目拟设立营销中心及渠道智能化升级，未来公司将通过大数据分析及时了解客户群体的偏好，为公司制定精准营销提供数据支撑，对目标客户进行精准投放。

● 风险提示： 原材料价格波动风险；汇率变动风险；贸易摩擦风险；渠道销售不及预期；品牌建设不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412	1,716	2,052	2,582	3,358
YOY(%)	39.1	21.5	19.6	25.8	30.1
归母净利润(百万元)	56	79	125	166	227
YOY(%)	-23.4	40.0	58.0	33.3	36.4
毛利率(%)	23.3	23.8	22.6	23.6	24.6
净利率(%)	4.0	4.6	6.1	6.4	6.8
ROE(%)	7.4	9.4	12.9	20.6	31.7
EPS(摊薄/元)	0.32	0.44	0.70	0.93	1.27
P/E(倍)	139.7	99.8	63.2	47.4	34.7
P/B(倍)	10.6	10.0	8.7	11.0	13.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 宠物食品赛道领跑者，国内外业务蓬勃发展 4
1.1、 历经行业风雨 20 年，宠物食品邻域佼佼者 4
1.2、 公司营业收入稳步增长，发展期快速成长 6
2、 宠物食品赛道增速快空间大，国产品牌替代有望加速 8
2.1、 宠物行业快速发展，食品赛道优秀空间够大 9
2.2、 “氪金”式养宠，中高端食品需求率先崛起 12
2.3、 线上销售蓬勃发展，国产品牌持续升温 13
3、 乘宠物之风顺势而为，持续打造全品类全渠道销售能力 16
3.1、 国外市场收入稳步增长，国内市场增速较快 16
3.2、 公司产品市场认可度高，干粮产品有望发力 17
3.3、 由线下转向线上发展，渠道优势明显 18
4、 盈利预测与投资建议 20
5、 风险提示 21
附：财务预测摘要 22

图表目录

图 1： 2014 年开始公司进入业务转型期 4
图 2： 公司销售网络遍布全球 5
图 3： 公司第一大股东及实际控制人为郝忠礼先生 5
图 4： 宠物行业可细分为宠物食品、用品、药品、诊疗及服务 6
图 5： 公司狗类宠物食品涵盖零食、罐头及干粮 6
图 6： 公司猫类宠物食品涵盖零食、罐头及干粮 6
图 7： 公司营业收入稳步增长 7
图 8： 归母净利润基本稳定，2018 年利润受成本影响 7
图 9： 公司宠物零食业务占比最大 7
图 10： 2019 年宠物用品业务毛利率最高 7
图 11： 2019 年国外业务占比为 79.84% 8
图 12： 国内业务毛利率高于国外业务 8
图 13： 公司销售费用占比较高 8
图 14： 2018 年开始销售费用率大幅提升 8
图 15： 国内宠物行业经历三个阶段发展 9
图 16： 猫狗饲养人群比例最高 9
图 17： 宠物消费用户以女性为主 9
图 18： 全国居民人均可支配收入逐年增加 10
图 19： 国内宠物市场规模有望不断增长 10
图 20： 80、90 后为养宠主力军 10
图 21： 国内人均/户均宠物数远低于美国 10
图 22： 宠物食品占比最大 11
图 23： 宠物食品行业市场规模逐年增长 11
图 24： 国内宠物食品渗透率低 11
图 25： 宠物零食渗透率高于宠物干粮 11

图 26: 2019 年宠物食品领域资本关注度高 12
图 27: 养宠观念逐步把宠物当成孩子或亲人 12
图 28: 养宠原因多为喜欢和精神寄托 12
图 29: 养宠人群中高消费人群占比超过 20% 13
图 30: 支出月收入 15%以上的人群中高消费概率高 13
图 31: 原材料是主粮购买考虑的第一因素 13
图 32: 是否满足营养需求是零食购买的第一因素 13
图 33: 社会零售总额中线上消费额增长 14
图 34: 国内宠物食品电商销售渠道占比逐步扩大 14
图 35: 国产品牌主粮消费占比逐年提高 15
图 36: 国外品牌主粮并没有占据绝对领先地位 16
图 37: 宠物零食品牌区域偏好不明显 16
图 38: 近 3 年国外市场收入主要来自美国 16
图 39: 2019 年公司海外客户销售收入集中度高 16
图 40: 国内市场收入增速最快 17
图 41: 公司网络口碑较高，评价偏中性及正面 17
图 42: 顽皮品牌进入天猫/淘宝狗类零食前三 18
图 43: 公司宠物零食年产量最大 18
图 44: 公司干粮品种选择性不强 18
图 45: 公司干粮产能利用率较低 18
图 46: 国内销售品牌种类丰富 19
图 47: 国内业务销售网络遍布全国 31 个省 19
图 48: 公司以所持有的美联众合股权对瑞鹏进行增资，增资后持有瑞鹏 1.23%股权 19
图 49: 线上渠道合作方较多 20

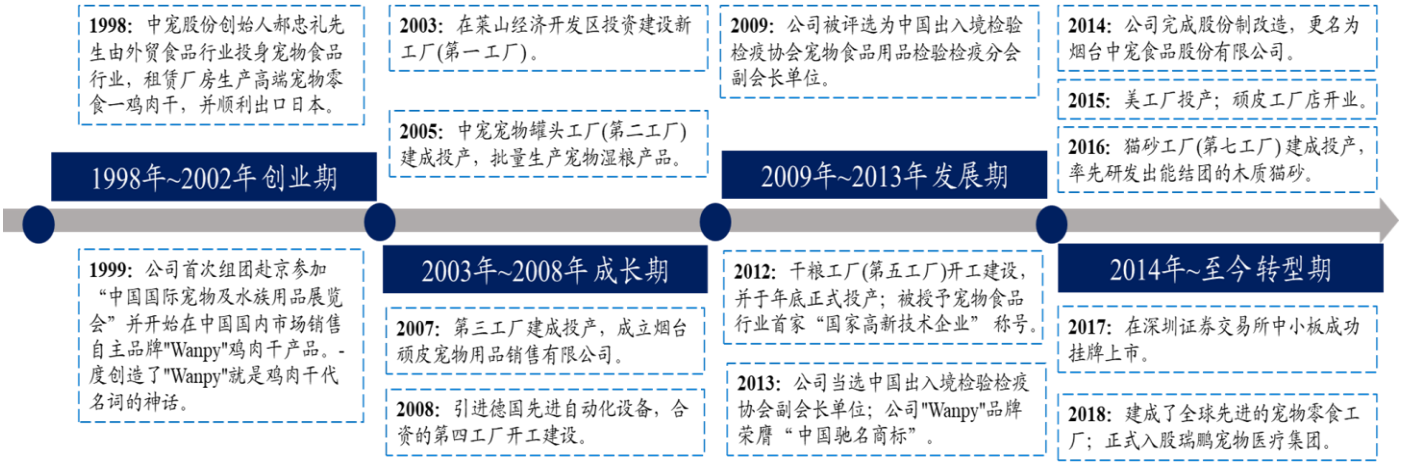
表 1: 进口宠物食品负面新闻累积 14
表 2: 国家政策层面法规趋严 14
表 3: 2020 年新募投项目拟设立营销中心及渠道智能化升级 20
表 4: 可比公司估值：公司国外业务稳步增长，国内业务渠道基础好，成长性高，PE 估值略高于行业平均水平 21

1、 宠物食品赛道领跑者，国内外业务蓬勃发展

1.1、 历经行业风雨 20 年，宠物食品邻域佼佼者

中宠股份成立于 1998 年，由外贸食品行业投身宠物食品行业，先后成立了烟台中礼工贸、烟台爱思克食品、烟台中幸食品等企业。2002 年烟台中幸食品与日本宠物行业资深企业---伊藤公司合资，成立烟台中宠食品有限公司。2014 年烟台中宠食品有限公司整体改制为烟台中宠食品股份有限公司，开始进入业务转型期，逐步从生产制造商向全球品牌运营商转变。2017 年公司在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市，成为中国宠物食品行业中的佼佼者。

图1：2014 年开始公司进入业务转型期



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司是全球宠物食品领域多元化品牌运营商，旗下有"Wanpy"(顽皮)、"ZEAL"、"Dr.Hao"、"Happy 100"、"King Kitty"、"Jerky Time"等自主品牌。凭借规模化、专业化的高端宠物食品生产，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 50 多个国家，出口五大洲。

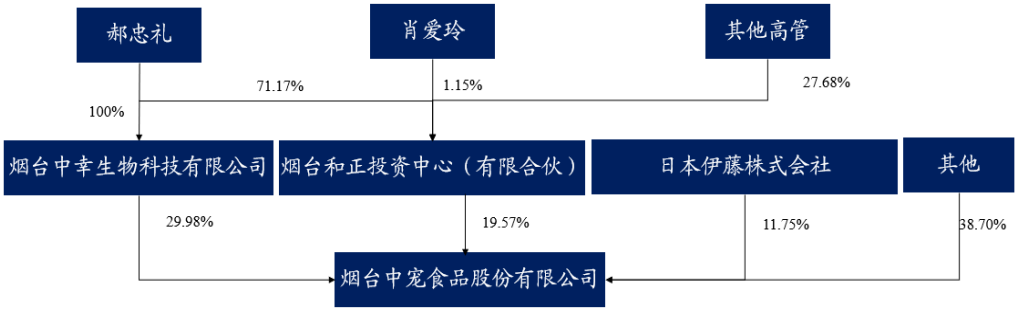
图2：公司销售网络遍布全球



资料来源：公司官网

实际控制人为郝忠礼先生，核心员工实现股权绑定。公司前三大股东为烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心（有限合伙）及日本伊藤株式会社，分别持股 29.98%、19.57%及 11.75%。其中实际控制人及公司董事长郝忠礼先生持有烟台中幸生物科技有限公司 100%股权，郝忠礼及妻子肖爱玲共持有烟台和正投资中心（有限合伙）72.32%股权，剩余股权持有者为公司核心团队成员及业务高管。公司通过股权绑定，使得管理层利益与公司发展形成合力，有利于公司长期稳定成长。

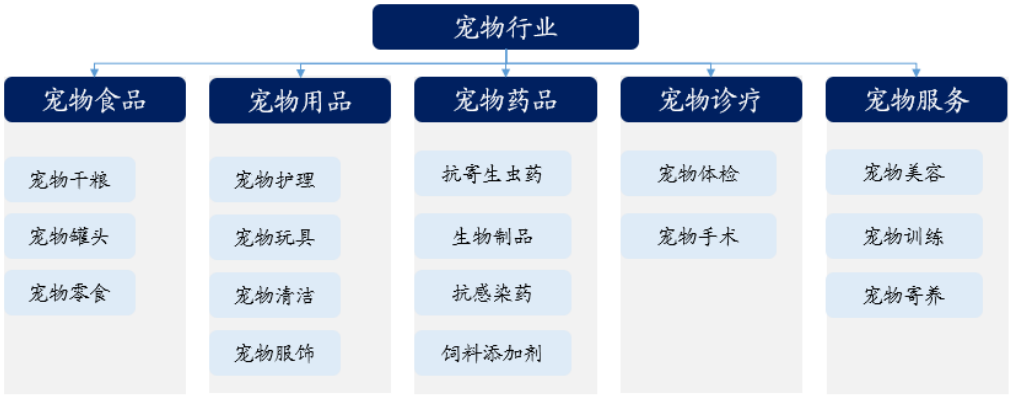
图3：公司第一大股东及实际控制人为郝忠礼先生



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司所处宠物食品领域，产品涵盖犬猫食品全品类。宠物行业主要细分为宠物食品、用品、药品、诊疗及服务。公司所处于宠物行业中最基础也是需求量最大的宠物食品领域。公司主要产品涵盖犬猫宠物食品所有品类，主要包括宠物零食、湿粮（罐头）及干粮。其中公司代表品牌顽皮犬类零食及罐头种类丰富，产品均超 9 种，猫类湿粮产品超 7 种。

图4：宠物行业可细分为宠物食品、用品、药品、诊疗及服务



资料来源：2019 年宠物行业白皮书、开源证券研究所

图5：公司狗类宠物食品涵盖零食、罐头及干粮



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图6：公司猫类宠物食品涵盖零食、罐头及干粮

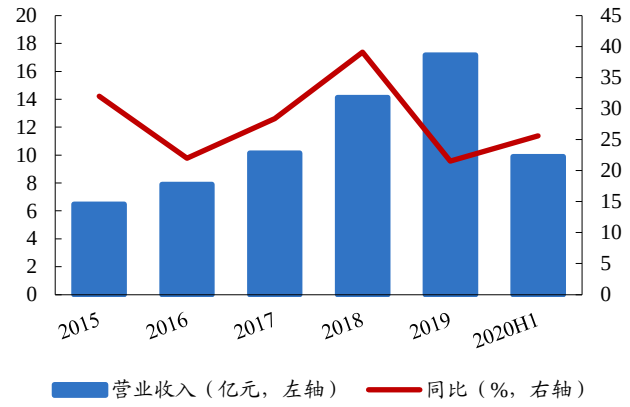


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、 公司营业收入稳步增长，发展期快速成长

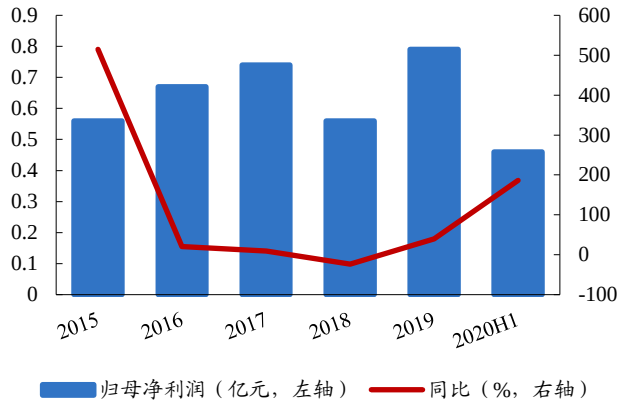
公司经营规模不断扩大，利润水平表现稳定。据 Wind 数据显示，公司 2015 年至 2019 年营业收入由 6.48 亿元逐年增长至 9.88 亿元，总增幅为 52.47%，年复合增速为 11.12%。盈利水平方面，2015 年至 2019 年公司归母净利润均稳定在 5000 万元以上，2018 年受贸易摩擦和原材料鸡肉价格上涨，公司利润出现下滑，2020 年上半年公司不断推进新品上市，国内业务大幅增长，实现营业收入 9.88 亿元，同比增长 25.58%，归母净利润 0.46 亿元，同比增长 186.31%。

图7：公司营业收入稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

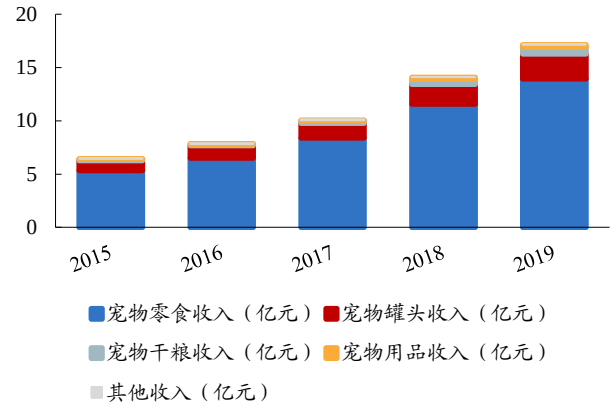
图8：归母净利润基本稳定，2018 年利润受成本影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

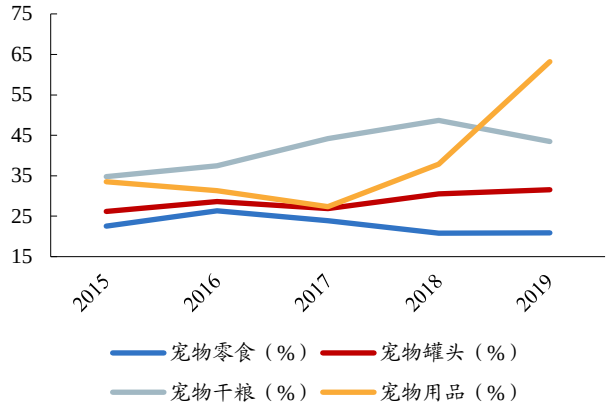
公司业务以宠物零食为主，干粮业务毛利率最高。公司产品以宠物零食为主，2019 年宠物零食业务收入为 13.94 亿元，占整体收入比重为 81.24%。罐头、干粮及宠物用品收入占比不超过 20%。其中罐头业务营业收入不断增加，2019 年罐头业务收入 2.32 亿元，占比为 13.52%。毛利率方面，除 2019 年以外，宠物干粮毛利率最高，2019 年宠物用品业务毛利率大幅提升超过干粮。整体来看，干粮毛利率基本稳定在 40%左右，零食和罐头毛利率接近，基本维持在 20%-30%之间。

图9：公司宠物零食业务占比最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

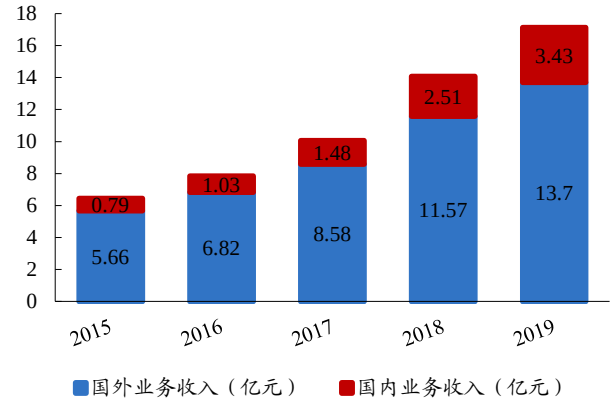
图10：2019 年宠物用品业务毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

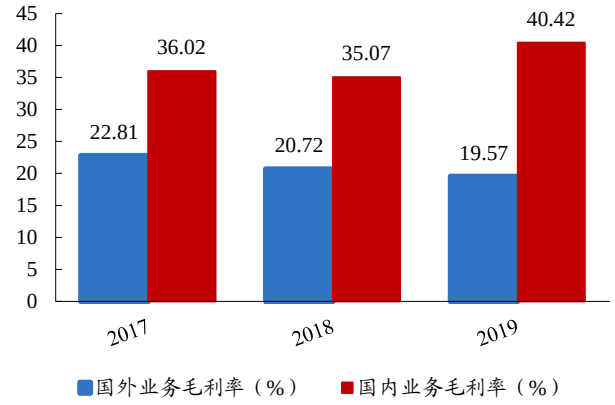
公司国外业务占比较大，国内业务占比逐年增加。公司国外业务主要是按照客户订单生产 OEM/ODM 产品，以 OEM/ODM 贴牌方式进入当地市场，2019 年公司国外业务收入 13.7 亿元，占比为 79.84%，总体看业务占比较大，收入增速较为稳定。近几年公司加大自主品牌在国内市场的推广力度，使得国内市场收入占比不断提升，2015 年国内市场占比仅为 12.19%，2019 年国内市场业务为 3.43 亿元，占比提升至 19.99%。毛利率方面，由于国外业务以生产 OEM/ODM 产品为主，毛利率稳定在 20%左右，国内业务以自主品牌推广为主，毛利率较高。

图11：2019 年国外业务占比为 79.84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

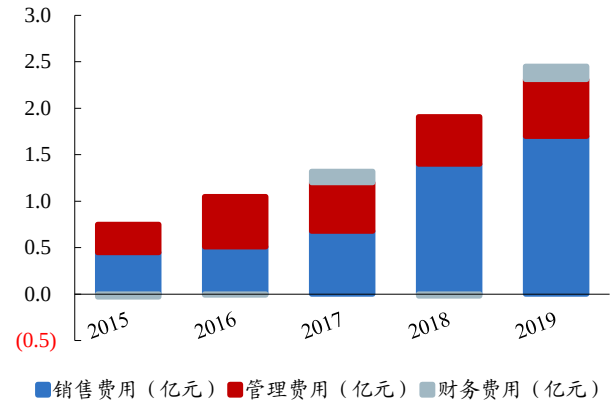
图12：国内业务毛利率高于国外业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

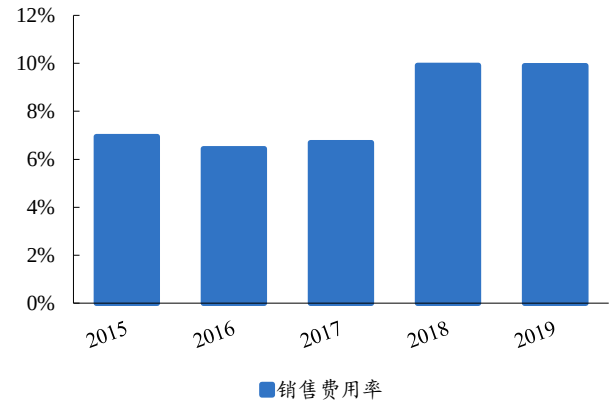
加大自主品牌建设，销售费用率不断增加。公司期间费用中以销售费用为主，由于公司希望逐步从代工走向面向消费者端的自主品牌，品牌推广力度加大，增加了销售费用，2019 年公司销售费用达 1.7 亿元。

图13：公司销售费用占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018 年开始销售费用率大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 宠物食品赛道增速快空间大，国产品牌替代有望加速

国内宠物行业起步较晚，正处消费升级的快速发展期。国内宠物行业起步较晚，1990s 开始进入萌芽阶段，政策层面开始放宽，宠物数量开始提升。期间宠物食品需求增加，以玛氏、皇家为代表的国外品牌进入中国市场，西方以宠物为伴侣的概念开始推广，国内养宠思维开始转变。2000 年以后，国内宠物数量已经接近亿只，国内的宠物产品生产企业开始涌现，宠物也逐步开始充当家庭成员的角色。2010 年至今，国内宠物数量增至接近 3 亿只，线上线下宠物企业及各式宠物服务兴起，宠物消费观念逐步升级。

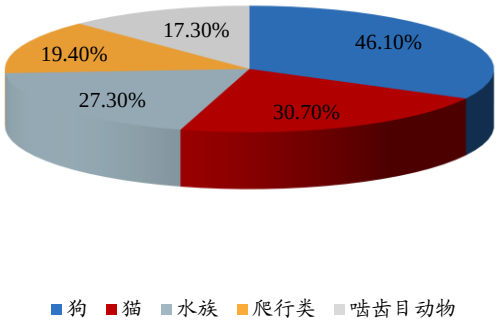
图15：国内宠物行业经历三个阶段发展



资料来源：Mob 研究院、开源证券研究所

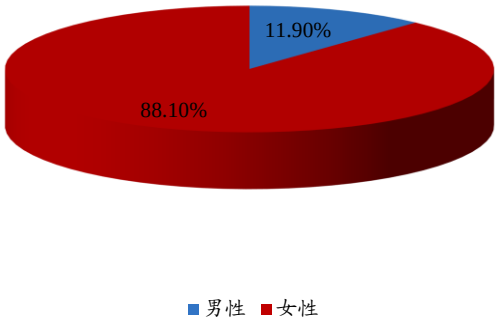
宠物以猫狗为主，女性养宠占比较大。养宠群体中，主要以狗和猫为主，饲养狗的人群占比最大为 46.10%，饲养猫的人群占比为 30.70%，合计超过 75%。饲养人性别主要以女性为主，女性宠物消费占比超过 88%。

图16：猫狗饲养人群比例最高



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图17：宠物消费用户以女性为主

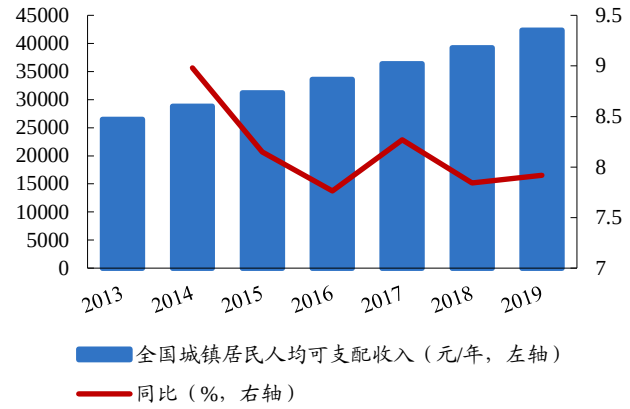


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

2.1、 宠物行业快速发展，食品赛道优秀空间够大

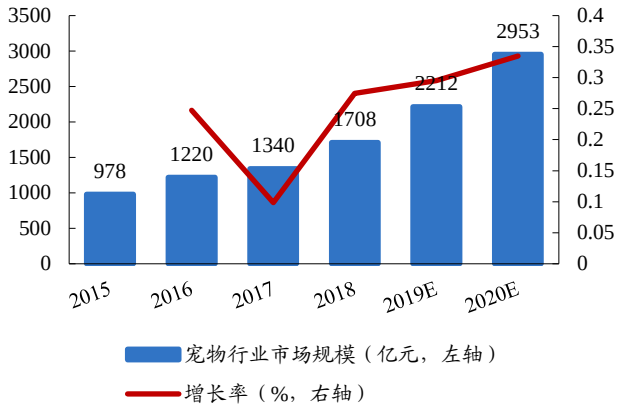
经济增长可支配收入增加，宠物行业规模不断扩大。宏观经济层面，据 Wind 数据显示，2019 年我国城镇居民人均可支配收入超过 4 万元/年，相比 2013 年的 2.65 万元，增长了 60.04%，年复合增长率超 8%，侧面反应我国城镇居民经济实力增加，消费水平稳步提升。在此大背景下，养宠需求增长，国内宠物行业市场规模逐年递增，据艾媒咨询数据显示，预计 2020 年国内宠物行业市场规模有望达 2953 亿元。

图18：全国居民人均可支配收入逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

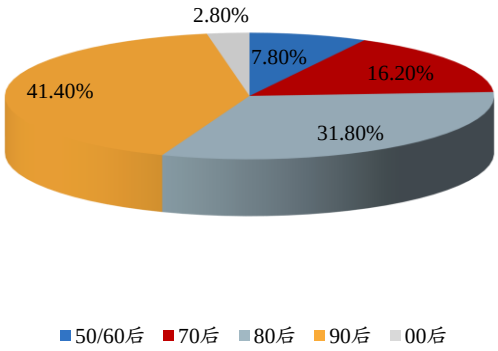
图19：国内宠物市场规模有望不断增长



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

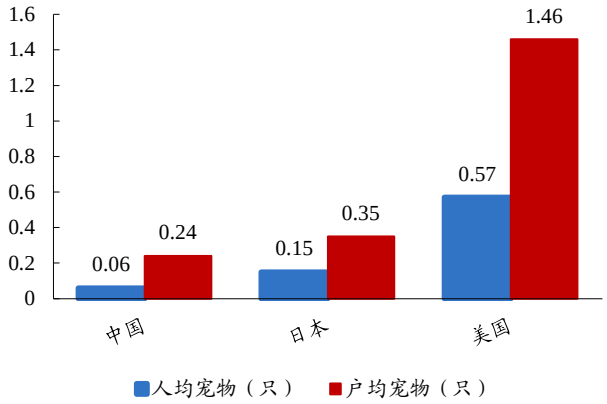
当前市场以年轻人为主，人口老龄化趋势下户均养宠数有望增加。据中国产业信息网数据显示，2018年国内养宠主力军为80、90后，其中90后占比最高为41.40%，80后宠物主占比为31.80%。未来随着国内结婚率、生育率降低及老龄化出现，对宠物的陪伴需求有望进一步增长。相比美国而言，国内人均/户均养宠数均有较大提升空间，未来宠物行业市场规模增量可观。

图20：80、90后为养宠主力军



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

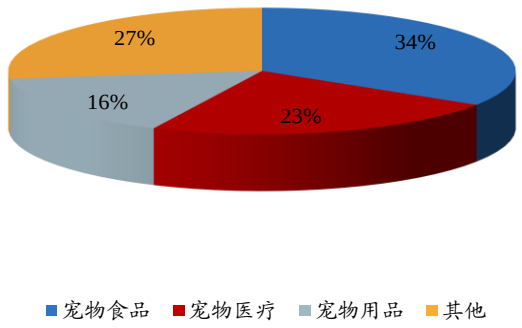
图21：国内人均/户均宠物数远低于美国



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

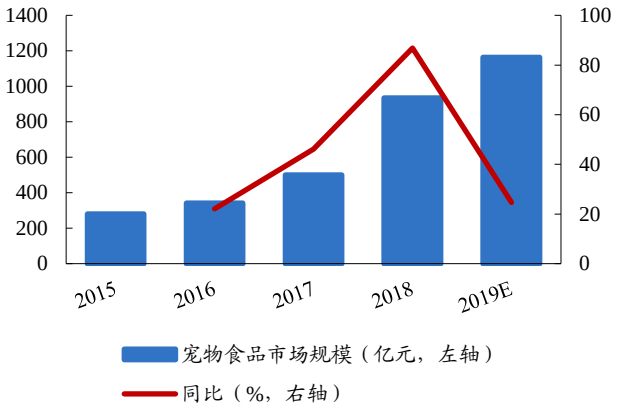
宠物食品消费占比最大，市场规模不断增长。宠物行业的细分结构来看，宠物食品作为刚需产品，占比最大为34%，其次为专业性较高的宠物医疗行业，占比为23%。宠物食品作为宠物行业的基础，市场规模逐年扩大，据艾媒咨询数据显示，2019年宠物食品市场规模达1164亿元。

图22：宠物食品占比最大



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

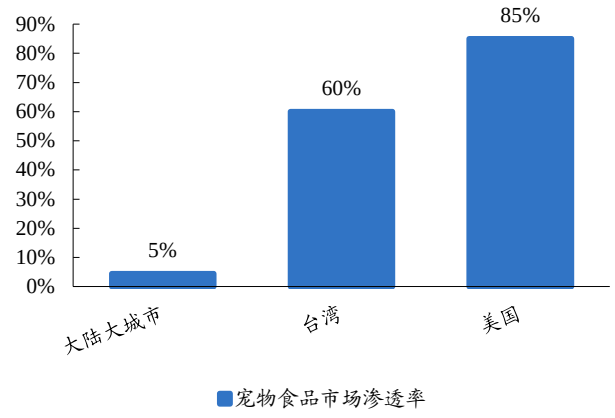
图23：宠物食品行业市场规模逐年增长



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

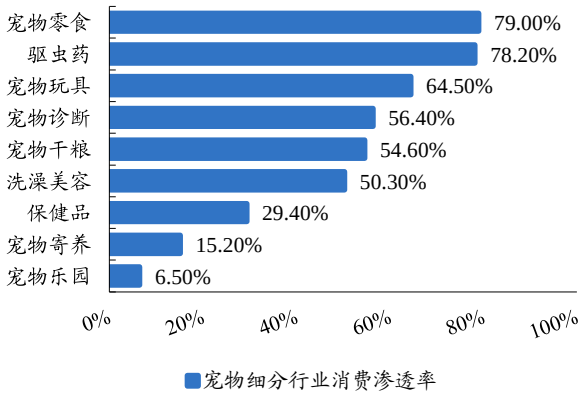
宠物食品渗透率较低，干粮渗透率提升空间大。整体来看，国内宠物食品渗透率较低，由于宠物零食在与宠物互动这个功能上具有一定的不可替代性，因此宠物零食的渗透率较高。部分城市及地区还以剩饭剩菜饲养宠物，干粮渗透率较低。未来国内宠物食品整体的渗透率有望进一步提升，干粮渗透率的提升空间较大。

图24：国内宠物食品渗透率低



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

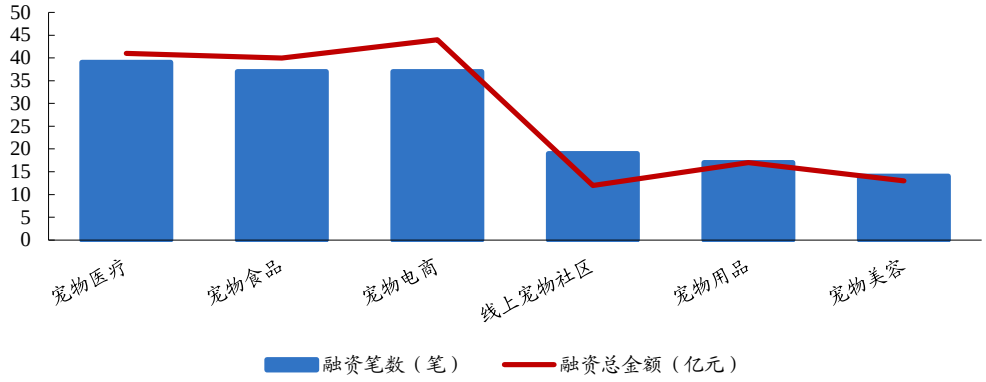
图25：宠物零食渗透率高于宠物干粮



数据来源：2019 宠物行业白皮书、开源证券研究所

宠物食品领域资本关注度高，未来发展潜力大。据 Mob 研究院数据显示，2019 年宠物食品共融资 37 次，融资总金额达 40 亿元。资本对宠物食品领域关注度较高，对未来国内宠物食品产业链的完善和发展具有正面作用，行业潜力无限。

图26：2019 年宠物食品领域资本关注度高

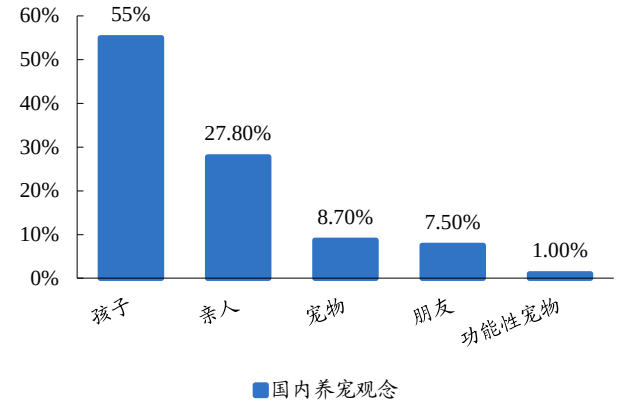


数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

2.2、 “氪金”式养宠，中高端食品需求率先崛起

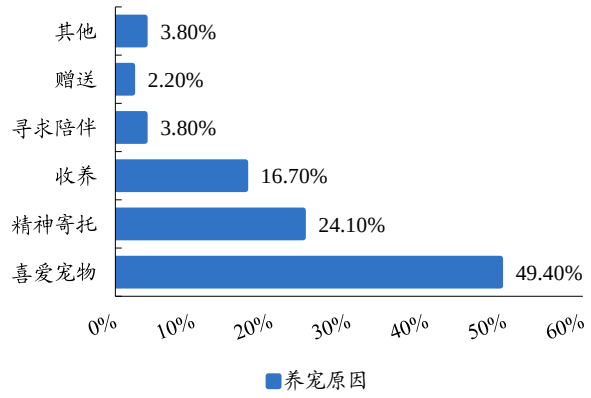
国内养宠观念转变，宠物角色向家人转变。随着社会及物质层面的丰富，宠物具有越来越多的家庭属性，超过 55%的养宠人士将宠物视为孩子，27.80%的人将宠物视为亲人，宠物在现代人家庭生活的地位越来越重要，养宠标准也随之提高，对宠物食品种类的需求愈发丰富、品质要求更高。

图27：养宠观念逐步把宠物当成孩子或亲人



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

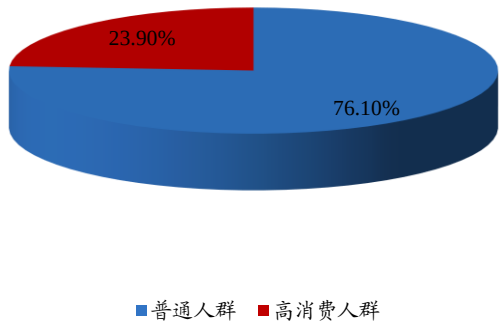
图28：养宠原因多为喜欢和精神寄托



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

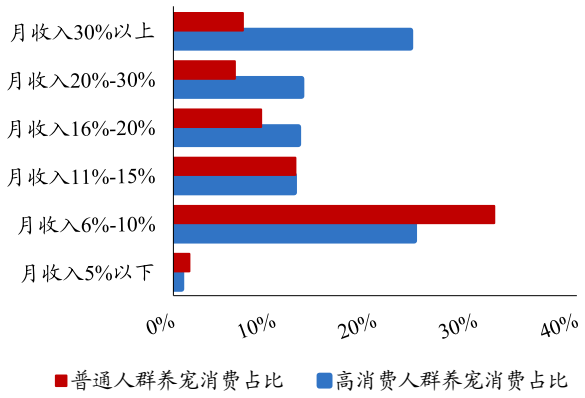
高消费人群占比超 20%，对高品质产品购买意愿强。目前主流的养宠人群集中在具有一定消费能力的公司白领，据 2019 年宠物行业白皮书数据显示，养宠人群中 23.90%的人属于高消费人群（即主粮月花费 500 元以上），普通消费人群占比约 76.10%。高消费人群中大部分人宠物支出占收入比重超过 15%。高消费人群愿意为高品质的宠物生活买单。

图29：养宠人群中高消费人群占比超过 20%



数据来源：2019 年宠物白皮书、开源证券研究所

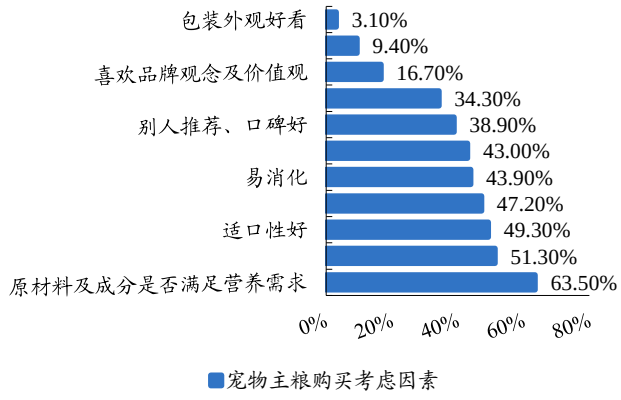
图30：支出月收入 15%以上的人群中高消费概率高



数据来源：2019 年宠物白皮书、开源证券研究所

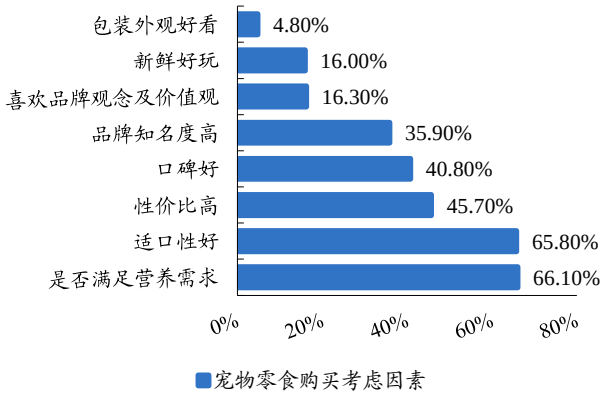
对原材料及成分要求高，催生中高端产品需求。消费者在购买宠物食品时，对宠物食品最看重的因素均与原材料是否可以满足营养需求有关，在宠物主粮及零食的购买意愿调查中该因素均排名第一，选择比例均超过 60%。宠物食品的中高端产品与低端产品的主要区别于就在于原材料配比，高标准的营养诉求使得中高端产品需求迅速崛起。

图31：原材料是主粮购买考虑的第一因素



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图32：是否满足营养需求是零食购买的第一因素

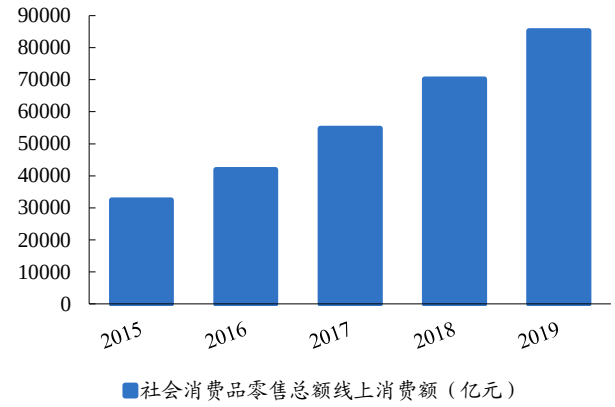


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

2.3、 线上销售蓬勃发展，国产品牌持续升温

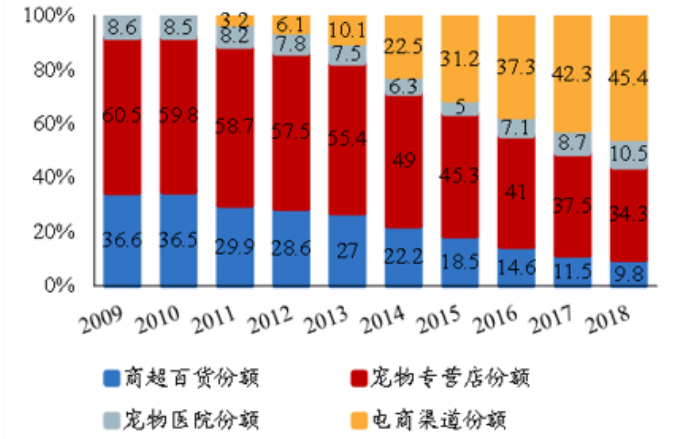
国内线上消费发展迅速，宠物食品电商渠道占比扩大至 45.4%。近 5 年国内线上销售额逐年增长，2019 年线上社会消费品零售总额增长至 8 万亿元以上，国内消费品销售结构呈现线下向线上转变的趋势。宠物食品领域销售渠道变化更为明显，2011 年宠物食品电商渠道份额占比仅为 3.2%，2018 年电商渠道份额快速增长至 45.4%，宠物店及商超百货渠道份额大幅下降。未来国内宠物食品销售渠道应关注线上渠道发展，线上渠道拓展能力成为企业核心竞争力指标之一。

图33：社会零售总额中线上消费额增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：国内宠物食品电商销售渠道占比逐步扩大



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

进口宠物食品负面新闻累积，进口法规趋严。近几年受国内宠物食品市场快速发展影响，国外品牌大举进军国内，同时也出现了很多原料不合格、走私进口宠物主粮的恶性事件，对国外进口品牌形象造成一定的负面影响。为了规范宠物食品原材料检测及进口情况，农业农村部及国务院多次出台政策法规，对进口宠物食品监管力度增加，在一定程度上削弱了进口品牌的影响及推广速度。

表1：进口宠物食品负面新闻累积

日期	来源	新闻内容
2020/8/22	新浪网	**进口宠物食品成分中，严重误导消费者对“新鲜鸡肉”解析。**“新鲜鸡肉”确实有助于改善狗粮的口感和口味，但从营养的角度讲，这个“新鲜鸡肉”对营养没有什么帮助。
2020/7/1	秀宠网	**深圳海关查获 17 吨不合格宠物食品无检疫证明。**据悉，2020 年 7 月 1 日 17 吨瞒报入境且无有效检疫证书的猫粮、狗粮、兔粮等宠物食品被深圳海关所属文锦渡海关在进口货运渠道查获。
2017/2/9	央广网	**天津检验检疫退运一批不合格进口宠物食品。**近日，天津检验检疫局新港办事处截获了一批进口猫配合饲料和犬配合饲料，经取样送检，天津检验检疫局动植物与食品检测中心技术人员在样品中检出禽（鸡）源性成分。检验检疫人员遂依法判定该批货物不合格，并进行退运处理。
2014/12/27	法制日报	**海关揭秘进口宠物食品走私利益链条。**10 月 24 日江门、深圳、南宁三地抓捕小组打掉了一个购买-运输-销售特大走私进口动物饲料团伙。2012 年以来，该团伙走私进口动物饲料货值达 1.7 亿元人民币。

资料来源：新浪网、秀宠网、央广网、法制日报、开源证券研究所

表2：国家政策层面法规趋严

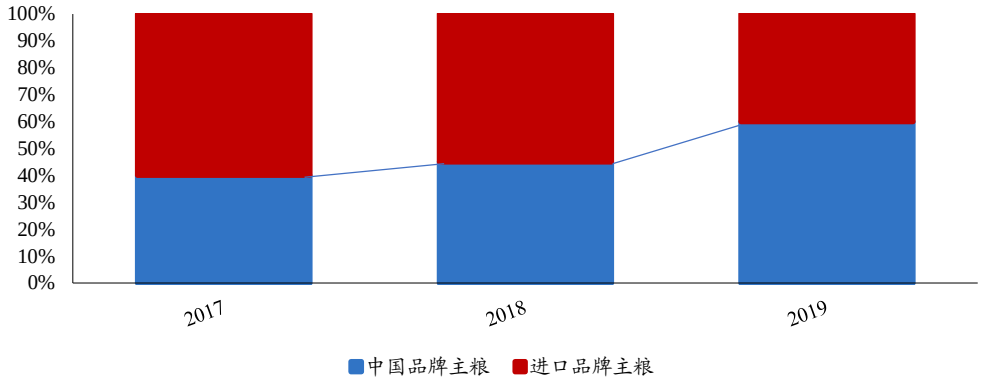
法规政策	机构	日期	主要内容
宠物饲料管理办法	农业农村部	2018/4/27	加强宠物饲料管理，保障宠物饲料产品质量安全，促进宠物饲料行业发展
宠物饲料生产企业许可条件	农业农村部	2018/4/27	加强宠物饲料生产许可管理，保障宠物饲料质量安全，申请从事宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料生产的企业，应当符合本条件
宠物饲料标签规定	农业农村部	2018/4/27	加强宠物饲料管理,规范宠物饲料标签标示内容
宠物饲料卫生规定	农业农村部	2018/4/27	加强宠物饲料管理,保障宠物饲料产品质量安全和宠物健康
宠物配合饲料生产许可	农业农村部	2018/4/27	企业应当按照《宠物配合饲料生产许可申报材料一览表》的要求提供相关材

法规政策	机构	日期	主要内容
申报材料要求			料
宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求	农业农村部	2018/4/27	企业应当按照《宠物添加利预混合饲料生产许可中报材料一览表》的要求提供相关材料
饲料和饲料添加剂管理条例	国务院	2017/3/1	加强对饲料、饲料添加剂的管理，提高饲料、饲料添加剂的质量，保障动物产品质量安全，维护公众健康
进口饲料和饲料添加剂登记管理办法	农业部	2014/1/13	加强进口饲料、饲料添加剂监督管理，保障动物产品质量安全，根据《饲料和饲料添加剂管理条例》，制定本办法

资料来源：农业农村部、国务院、开源证券研究所

国产主粮占比不断提升，国产品牌持续升温。国内品牌抓住国内消费者的中高端需求，在进口法规趋严的政策大背景下，品牌热度持续升温，从 2017 年消费占比不足 40%开始，到 2019 年消费占比接近 60%，国产品牌消费热度在 2019 年已经超过国外品牌，大批国产品牌凭借自身优秀的产品力及渠道推广能力占领市场。

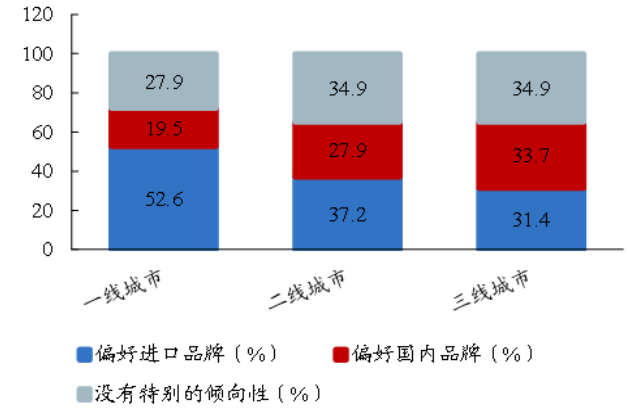
图35：国产品牌主粮消费占比逐年提高



数据来源：CBNDate、开源证券研究所

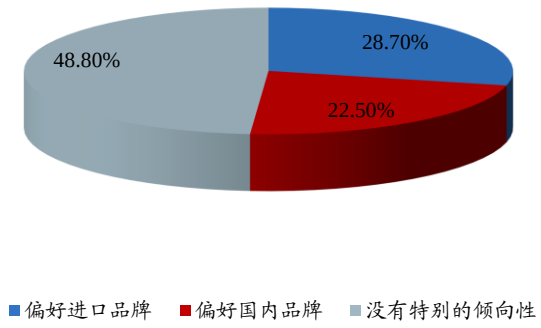
国外品牌未形成绝对优势，整体品牌依赖度仍低。据 2019 年宠物行业白皮书数据显示，宠物主粮方面，不同城市的消费者对品牌的认知能力有较大的差异，一线城市超过 50%的消费者偏向购买进口品牌，剩余二、三线城市消费者对国外品牌偏好较低。整体来看，主粮方面国外品牌未形成绝对优势，大部分消费者仍对品牌没有过多的倾向性。零食方面，国内及国外品牌区别不大，48.80%的消费者对宠物零食的品牌没有特别倾向。国内宠物食品在主粮和零食品牌上均有一定塑造空间。

图36：国外品牌主粮并没有占据绝对领先地位



数据来源：2019 年宠物行业白皮书、开源证券研究所

图37：宠物零食品牌区域偏好不明显



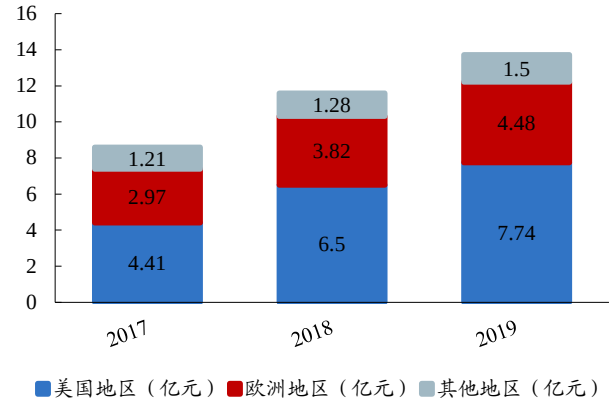
数据来源：2019 年宠物行业白皮书、开源证券研究所

3、 乘宠物之风顺势而为，持续打造全品类全渠道销售能力

3.1、 国外市场收入稳步增长，国内市场增速较快

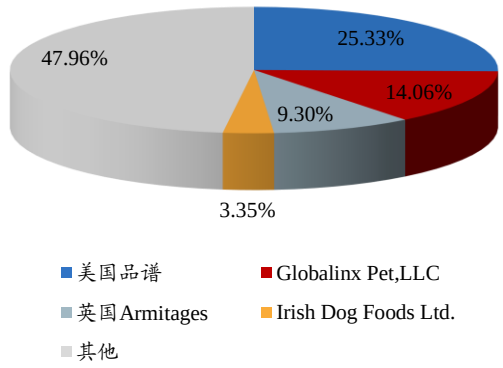
国外市场收入来源集中，保持稳定增长。公司海外业务收入逐年增长，且主要来源于美国，2019 年该地区业务收入为 7.74 亿元，占海外业务比重为 56.41%。同时，海外业务主要集中在知名品牌的产品代工上，其中来自美国品谱及 Globalinx Pet 公司的业务收入占比超过总收入的 39%。公司海外业务主要依托于海外品牌稳步扩张，业务增速稳定。

图38：近 3 年国外市场收入主要来自美国



数据来源：公司公告、开源证券研究所

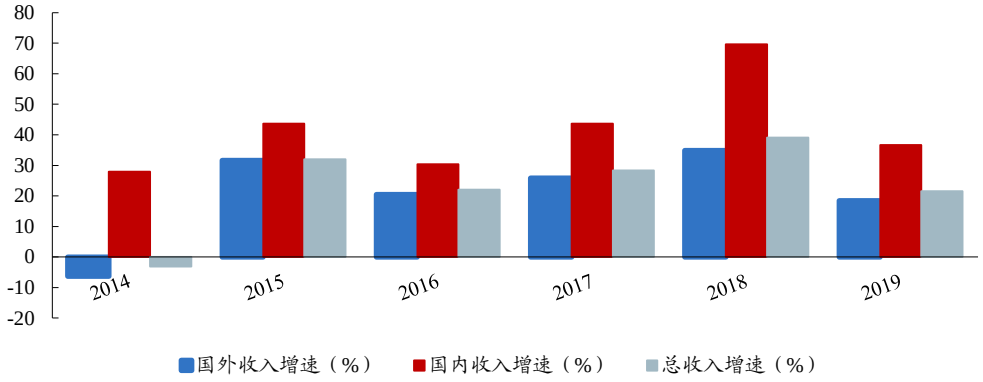
图39：2019 年公司海外客户销售收入集中度高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入逐步向国内转变，未来关注国内业务高增速。公司拥有良好的生产加工能力，具备扎实的海外合作基础，逐步由国外代工模式向国内自主品牌建设转型。国内业务增速连续保持高位，基本维持在 30%以上，2018 年更是高达 69.59%，带动公司整体营收规模增长 39.11%。未来在巩固国外市场的基础上，公司将充分挖掘自主品牌优势，不断拓展国内市场。

图40：国内市场收入增速最快

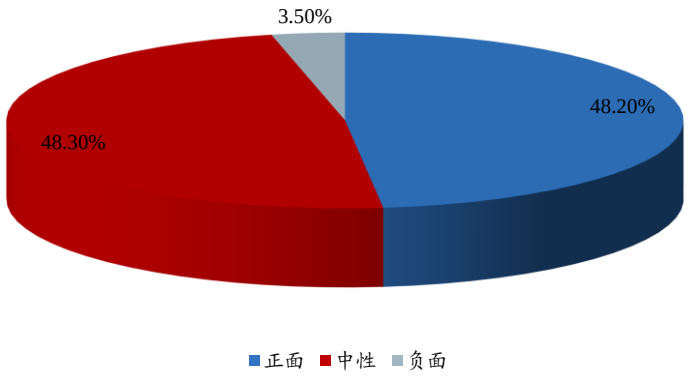


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、公司产品市场认可度高，干粮产品有望发力

网络口碑偏中性及正面，公司产品消费者较认可。据艾媒咨询数据显示，公司网络评价中正面评价及中性评价相近，分别为 48.2%、48.3%，负面评价占比仅为 3.50%。整体来看，公司产品受到消费者广泛认可，口碑呈现中性偏正面的趋势。

图41：公司网络口碑较高，评价偏中性及正面



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

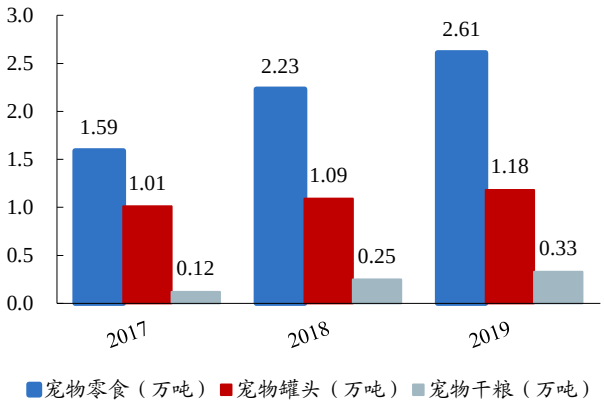
产品品类丰富，零食品类优势明显。公司以做宠物零食起家，零食产量最大，2019 年宠物零食产量 2.61 万吨，罐头产量 1.18 万吨，宠物干粮产量 0.33 万吨。此外，公司主打中端顽皮品牌，其狗类零食在天猫/淘宝狗类零食排名中位居第三。

图42：顽皮品牌进入天猫/淘宝狗类零食前三



资料来源：艾媒咨询

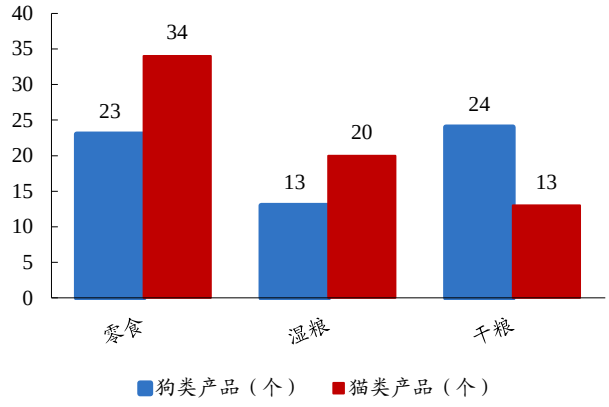
图43：公司宠物零食年产量最大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

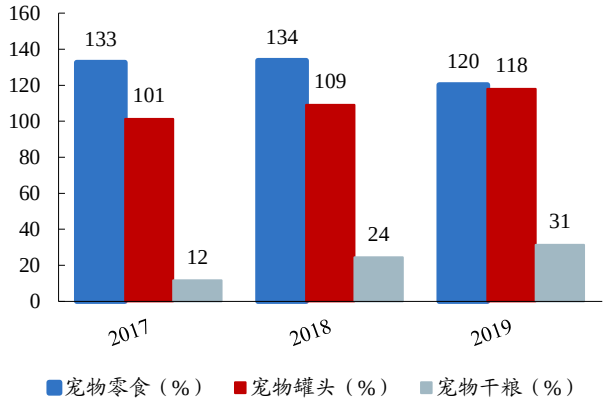
干粮品类仍较少，未来发展潜力巨大。干粮作为宠物食品消费中占比最大的品类，市场空间较大。根据公司官网在售产品统计，狗类干粮产品 24 种，猫类干粮产品 13 种。整体来看，干粮作为最大品类，公司产品种类选择性不强。未来公司将进一步扩充干粮品类，逐步将产品生产及渠道优势向干粮转移，干粮产能利用率有望提高。

图44：公司干粮品种选择性不强



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图45：公司干粮产能利用率较低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、 由线下转向线上发展，渠道优势明显

国内销售品牌以中高端为主，销售网络遍布全国。公司将顽皮品牌定位为中端品牌，Zeal 品牌定位为高端品牌。目前公司国内销售品牌以自主的顽皮品牌为主，已在 110 多个城市建立了销售网络，在中国宠物医院和宠物专门店的铺货率达 80%，产品已进入全国沃尔玛、家乐福、大润发、易初莲花、乐购、物美、伊藤洋华堂、吉之岛、华普、百佳、世纪联华等众多大型连锁超市。顽皮 WANPY 品牌已成为国内宠物零食行业领跑品牌。

图46：国内销售品牌种类丰富



资料来源：公司官网

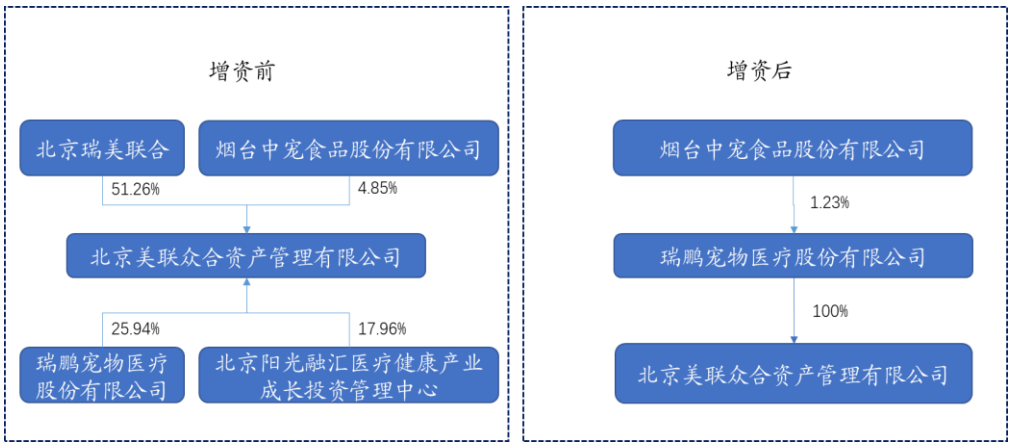
图47：国内业务销售网络遍布全国 31 个省



资料来源：公司官网

公司线下渠道成熟，持有国内龙头宠物医院股权。公司线下渠道主要有商超、宠物医院及宠物店。商超渠道方面，由于商超准入门槛高，大部分企业没有足够的产品和经济实力进入该渠道，公司凭借多年对产品的打磨，成为国内品牌中为数不多进入商超渠道的公司。宠物医院渠道方面，公司 2018 年将所持有的美联众合股权对瑞鹏进行增资，增资后持有瑞鹏 1.23%股权，与国内龙头宠物医院达成战略合作，对公司宠物食品的销售形成协同效应。

图48：公司以所持有的美联众合股权对瑞鹏进行增资，增资后持有瑞鹏 1.23%股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

线上渠道丰富，主要分为直销和经销模式。公司线上渠道基本覆盖主流电商平台，相比线下渠道种类较丰富。目前公司将销售模式以是否直接面向消费者为依据，分为直销和经销。公司线上主要有三个直销渠道，分别为京东直营店、天猫直营店及苏宁直营店，线上的经销渠道包括淘宝、一号店、亚马逊、波奇网等。

图49：线上渠道合作方较多



资料来源：公司公告、开源证券研究所

未来大力拓展品牌建设，搭建渠道销售结构。2020 年 3 月公司发布公告称拟非公开发行数量合计不超过 5100.25 万股(含本数)，募集资金总额不超过 6.52 亿元(含本数)，其中 1.14 亿元用于搭建国内营销中心建设及渠道智能化升级项目。公司营销中心搭建主要计划在杭州、上海、北京三个城市投资建设市场营销中心展厅，并分别在以上三个城市聘请电商直播团队，在天猫、京东、苏宁等电商平台，通过网络直播的形式，为消费者挑选、推荐展厅中的商品。营销渠道智能化升级包括信息化咨询、围绕企业资源管理系统（ERP）搭建信息化营销管理平台、企业 IDC 级独立机房、搭建大数据分析的客户画像分析系统及客户关系管理体系、开发移动端的应用和建设快速供应链体系共六部分。未来公司将通过大数据分析及时了解客户群体的偏好，为公司制定精准营销提供数据支撑，对目标客户进行精准投放。

表3：2020 年新募投项目拟设立营销中心及渠道智能化升级

项目名称	拟投入额（亿元）	项目基本情况
年产 6 万吨宠物干粮项目	2.37	计划在烟台市莱山区新兴生态产业园新建年产 6 万吨宠物干粮项目，由发行人实施
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	2.30	计划在新西兰纳皮尔租赁地块建设年产 2 万吨高端湿粮项目，由发行人子公司 NPTC 实施
营销中心建设及渠道智能化升级项目	1.14	主要由国内市场营销中心建设和营销渠道智能化升级两部分组成
补充流动资金	0.70	-
合计	6.52	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

1）**宠物零食业务：**考虑公司国内零食业务优势明显，增速较快，我们假设 2020-2022 年公司宠物零食销量分别为 3.22、3.99、5.11 万吨，毛利率受原材料价格下降小幅增加，分别为 20%、21%、22%。

2）**宠物罐头业务：**考虑公司未来罐头业务销量不断增加，我们假设 2020-2022 年公司宠物罐头销量分别为 1.50、1.72、1.97 万吨，毛利率受原材料价格下

降小幅增加，分别为 30%、31%、31.5%。

3）**宠物干粮业务：**考虑公司不断扩充宠物干粮品类，拓展国内市场，我们假设 2020-2022 年公司宠物干粮销量分别为 0.59、0.92、1.46 万吨，毛利率分别为 43%、43%、43%。

未来公司继续扩充宠物食品生产能力，在国内宠物行业蓬勃发展趋势下，不断拓宽优化销售渠道，经营规模不断扩大。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.25/1.66/2.27 亿元，EPS 分别为 0.70/0.93/1.27 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 63.2/47.4/34.7 倍。可比公司估值方面，由于公司国外业务稳步增长，国内业务渠道基础好，成长性高，公司 PE 略高于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值：公司国外业务稳步增长，国内业务渠道基础好，成长性高，PE 估值略高于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价（元）	最新市值（亿元）	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300673.SZ	佩蒂股份	38.03	64.56	0.34	0.74	1.04	1.41	111.9	51.4	36.6	27.0
	平均值							**105.8**	**57.3**	**42.0**	**30.9**
002891.SZ	**中宠股份**	**44.13**	**78.86**	**0.44**	**0.70**	**0.93**	**1.27**	**99.8**	**63.2**	**47.4**	**34.7**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中宠股份、佩蒂股份数据为开源证券研究所预测，其他公司 EPS 均来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 9 月 30 日数据

5、 风险提示

原材料价格波动风险；汇率变动风险；贸易摩擦风险；渠道销售不及预期；品牌建设不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	636	764	1518	1384	1800
现金	103	167	791	479	622
应收票据及应收账款	183	234	265	363	453
其他应收款	5	12	8	18	16
预付账款	10	12	14	19	24
存货	274	295	396	462	640
其他流动资产	62	44	44	44	44
非流动资产	771	936	1416	1746	2263
长期投资	32	68	118	128	138
固定资产	431	428	654	997	1484
无形资产	46	46	45	44	43
其他非流动资产	262	394	598	577	598
资产总计	1407	1700	2934	3130	4063
流动负债	529	575	1713	2175	3192
短期借款	255	270	1200	1588	2536
应付票据及应付账款	197	210	285	330	459
其他流动负债	77	95	228	256	198
非流动负债	45	178	138	42	61
长期借款	42	169	128	32	51
其他非流动负债	3	10	10	10	10
负债合计	574	754	1850	2217	3253
少数股东权益	90	102	117	137	164
股本	100	170	179	179	179
资本公积	405	326	326	326	326
留存收益	231	279	398	557	775
归属母公司股东权益	744	844	967	776	646
负债和股东权益	1407	1700	2934	3130	4063

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27	97	183	180	333
净利润	62	89	139	187	254
折旧摊销	38	66	72	104	152
财务费用	-2	14	19	34	59
投资损失	6	5	-7	-9	-8
营运资金变动	-82	-102	-42	-137	-124
其他经营现金流	5	24	3	0	0
投资活动现金流	-368	-199	-547	-425	-662
资本支出	251	152	166	320	507
长期投资	-17	-48	-50	-10	-10
其他投资现金流	-134	-96	-432	-116	-164
筹资活动现金流	228	164	988	-455	-474
短期借款	203	15	930	0	0
长期借款	42	127	-41	-96	19
普通股增加	0	70	9	0	0
资本公积增加	0	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-18	31	90	-359	-493
现金净增加额	-101	62	624	-701	-803

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1412	1716	2052	2582	3358
营业成本	1083	1308	1589	1973	2533
营业税金及附加	6	5	6	8	10
营业费用	140	170	176	227	301
管理费用	51	61	91	111	139
研发费用	41	23	6	8	10
财务费用	-2	14	19	34	59
资产减值损失	24	-20	3	3	3
其他收益	2	3	2	3	3
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	-6	-5	7	9	8
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	66	110	171	230	313
营业外收入	3	9	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	68	118	175	234	317
所得税	6	29	36	47	63
净利润	62	89	139	187	254
少数股东损益	5	10	14	20	27
归母净利润	56	79	125	166	227
EBITDA	114	196	264	369	524
EPS(元)	0.32	0.44	0.70	0.93	1.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	39.1	21.5	19.6	25.8	30.1
营业利润(%)	-42.0	67.7	56.0	33.9	36.3
归属于母公司净利润(%)	-23.4	40.0	58.0	33.3	36.4
获利能力					
毛利率(%)	23.3	23.8	22.6	23.6	24.6
净利率(%)	4.0	4.6	6.1	6.4	6.8
ROE(%)	7.4	9.4	12.9	20.6	31.7
ROIC(%)	6.5	7.6	6.3	8.3	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	44.3	63.1	70.8	80.1
净负债比率(%)	23.8	30.2	62.3	144.5	256.2
流动比率	1.2	1.3	0.9	0.6	0.6
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	9.1	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	6.7	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.44	0.70	0.93	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.54	1.03	1.01	1.86
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.42	5.06	4.00	3.27
估值比率					
P/E	139.7	99.8	63.2	47.4	34.7
P/B	10.6	10.0	8.7	11.0	13.5
EV/EBITDA	71.9	42.2	32.9	25.3	19.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn