

2017年07月11日

佩蒂股份 (300673)

——宠物食品第一股，欲乘行业春风蓄势待发

发行上市资料:

发行价格(元)	22.3
发行股数(万股)	2000
发行日期	2017-06-30
发行方式	上网定价
主承销商	安信证券股份有限公司
上市日期	2017-07-11

*首日上市股数 2000 万股

基础数据(发行前):2017年03月31日

每股净资产(元)	6.73
总股本/流通A股(百万)	80/20
流通B股/H股(百万)	-/-

证券分析师

马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com

联系人

张滔
(8621)23297818×7403
zhangtao@swsresearch.com

投资要点:

- **公司为宠物食品第一股，已建立较强的海外渠道优势、上下游议价力和研发体系，上市后必将借助资本市场加快发展，做大做强，巩固行业龙头地位。**2016年公司实现营业收入5.51亿元，同比增长10.69%；归母净利润8037万元，同比增长38%。宠物咬胶产品销售额为5.18亿元，占总营收的94%。其中，植物咬胶占比从2012年的6%持续增长至2016年的37.7%；畜皮咬胶占比56.45%，为营收占比最多的产品。毛利较高的植物咬胶占比提升，提升盈利能力。从地区分布来看，海外市场占总营收96.2%。
- **欧美市场成熟，国内市场蓄势待发。**全球宠物市场规模2015年达到1050亿美元，均保持了4%-5%的同比增速，稳定增长的引擎则主要来源于新兴市场的高速成长。美国为第一大宠物消费国。美国约65%的家庭至少拥有一只宠物，其宠物产业消费规模达到602.8亿美元，占到全球的60%以上。国内市场起步较晚，处于快速发展期。2010年至2015年，我国宠物行业市场规模复合增长率超过50%，2015年达978亿元人民币，预测到2020年期间，保持年均32.8%的高速发展，成为全球第三大宠物市场。中国宠物行业进入快速发展期，消费者的品牌意识逐渐增强，宠物行业即将迎来“井喷时代”。
- **宠物食品是最大的子领域，宠物医疗次之，且中国企业在宠物零食领域拥有较强话语权。**美国宠物市场中，宠物食品和医疗为两大重要细分领域，分别占据38%和26%份额。2015年美国宠物食品行业收入达到240亿美元。宠物食品又分为宠物主食、零食和保健品。在海外三者均衡发展，合在国内则以宠物主食为主，零食和保健品尚无形成消费习惯。行业格局导致，宠物主食多以国外主流品牌为主，而中国宠物零食公司多以OEM/ODM为主。公司就是其中的典型代表。而宠物产业链的其他子领域更是高度分散，尚待建立标准和整合运营。
- **募投项目分析：**公司拟公开发行不超过2000万股，募集资金将用于“年产3000吨畜皮咬胶生产线技改项目”、“年产2500吨植物咬胶、500吨营养肉糜零食生产线项目”、“研发中心升级改造项目”、“营销与服务网络建设项目”及“补充流动资金项目”。以上项目将帮助公司提升产能，更多的获取国外市场份额，同时为国内发展奠定基础；同时也将产生固定资产和折旧费用。
- **风险提示：**核心客户收入占比较大的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险等。
- **盈利预测和估值：从可比公司角度，A股瑞普生物(申万农业覆盖)2017年为32X；美股公司SPB的TTM为24X。次新股和稀缺性可给予一定估值溢价。从次新股板块横向比较角度，市值30亿以下的次新股绝大多数为净利润5000万以下且无稀缺性的公司。公司的净利润处在万亿级别的行业，同时处于大行业具备稀缺性，市值均在50亿上下。公司2016年利润为8037万，2017年预计利润1亿，合理市值为50亿**
- **特别提示：**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	551	107	639	759	915
同比增长率(%)	10.7	4.2	16.0	18.9	20.5
净利润(百万元)	80	14	106	128	159
同比增长率(%)	38.05	9.05	31.5	21.1	23.9
每股收益(元/股)	1.34	0.23	1.76	2.13	2.64
毛利率(%)	29.5	31.8	30.6	31.1	31.5
ROE(%)	20.6	3.4	21.4	20.6	20.3
市盈率	17		13	11	8

财务指标

	2014	2015	2016
流动比率	1.8	2.1	2.3
资产负债率	27.5	28.6	29.6
应收账款周转率	7.3	7.2	5.5
存货周转率	6.9	7.7	7.5



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 宠物食品行业第一股，盈利快速增长.....	5
2. 公司已建立“渠道力+研发力+议价力”三维先发优势....	9
2.1 全球渠道优势明显，趁势建立自有品牌	9
2.2 多年专注产品开发，掌握核心优势技术	10
2.3 供应商管理出色，原材料价格利好	11
2.4 “以销定产”强化存货管理	12
3. 海外市场风头正劲，国内市场蓄势待发.....	13
3.1 美国为最大的宠物消费国，新兴市场发展迅速	14
3.2 国内市场起步晚，乘时代春风蓄势待发	15
3.3 宠物食品为最大的细分子领域，宠物零食份额不断提升	17
3. 募投项目分析.....	19
4. 风险分析.....	21
4.1 核心客户收入占比较大的风险	21
4.2 原材料价格波动风险	21
4.3 汇率波动风险	21
4.4 出口退税政策变化导致利润波动风险	21
4.5 核心人员流失风险	21
5. 盈利预测	22

图表目录

图 1: 公司股权及公司结构	6
图 2: 公司营业收入规模不断扩大	7
图 3: 近两年公司归母净利润高速增长	7
图 4: 植物咬胶占比进一步提升	7
图 5: 公司主要营收来自海外市场	7
图 6: 咬胶业务毛利率 5 年间显著增长	8
图 7: 公司盈利能力持续改善	8
图 8: 公司财务费率不断下降	8
图 9: 财务费率带动期间费用率下降	8
图 10: 公司营收绝大部分来自主要合作伙伴	9
图 11: 公司主要原材料价格稳步下降	11
图 12: 公司存货周转天数显著低于国内竞争对手	12
图 13: 全球宠物市场规模稳定增产, 突破千亿美元	13
图 14: 美国市场已经非常成熟, 保持平稳增长	14
图 15: 国内宠物市场起步晚, 近几年高速增长	15
图 16: 公司毛利率高于国内同行企业, 具有竞争优势	15
图 17: 国内生产企业内销比例不断上升, 市场可期	15
图 18: 我国人均可支配收入快速增加, 消费升级带动宠物市场增长	16
图 19: 我国老龄化加速, 人口结构调整促进宠物消费升级	17
图 20: 宠物产业细分领域多达十余个	17
图 21: 宠物食品和医疗为美国宠物产业两大子领域	18
图 22: 我国宠物食品规模高速增长	18
图 23: 宠物零食占比不断上升	18
图 24: 宠物零食市场规模高速增长	18
图 25: 募投项目支持公司战略	20
表 1: 公司专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售	5

表 2: 公司主要合作伙伴为发达国家知名企业	9
表 3: 公司已掌握多项核心专利技术	10
表 4: 公司供货商分散, 议价能力较强.....	11
表 6: 宠物食品分为主食、零食、保健品	13
表 7: 募投项目分析.....	19

1. 宠物食品行业第一股，盈利快速增长

公司是专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、可食用鸟食及小动物玩具、烘焙饼干等。公司以“研制、提供营养均衡的宠物食品和富有情趣的宠物用品，促进人与宠物间的情感交流、和谐相处”为经营宗旨，专注于创意产品和创新研发以推动企业发展。

表 1：公司专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售

主要产品	功能与用途
<p>畜皮咬胶</p> 	<p>以未经鞣制的畜皮、畜禽肉及骨等动物性原料为主要原料，经前处理、成形、高温杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品。</p>
<p>植物咬胶</p> 	<p>利用植物性淀粉、鸡肉等为主要原料辅以其它营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘烤等工艺制作而成的咬胶系列产品。</p>
<p>肉质零食</p> 	<p>以鸡肉为主要原料，将新鲜冷冻鸡肉通过解冻、绞碎或开片、混合搅拌后，再与地瓜、水果制品等组合，经制作成型、烘烤等工艺制作成适合宠物口味的宠物零食。</p>
<p>鸟食、可食用小动物玩具</p> 	<p>利用谷物、木屑或其他植物纤维、淀粉为主要原料经配料混合、置模成型、烘烤、脱模等工序制作而成，供鸟类及啮齿类动物磨牙及食用。</p>
<p>烘焙饼干</p> 	<p>以优质小麦粉及各种营养粗粮为原料，经配料混合、发酵、成型、烘烤、冷却、包装等工艺制作而成的宠物食品。</p>

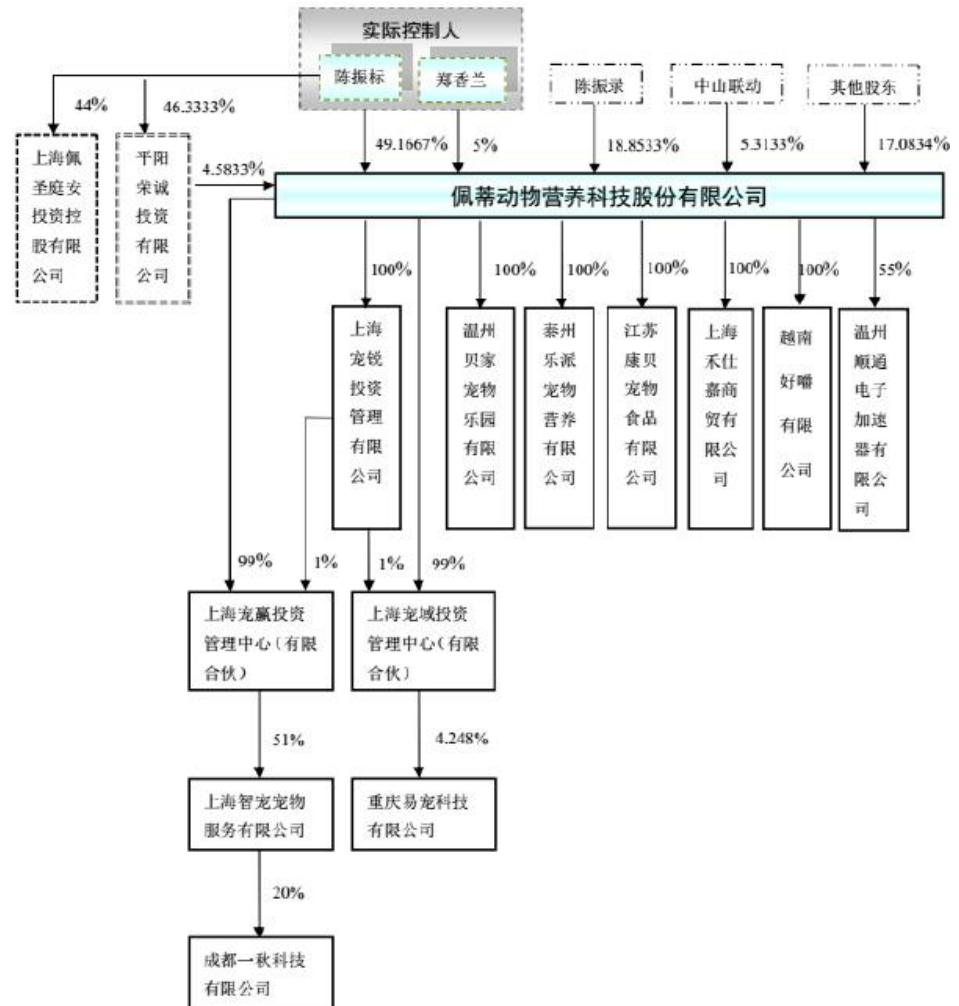
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

咬胶隶属于宠物食品中的宠物零食，区别于主食。以狗咬胶为例，一种高蛋白肉食营养佳品，为犬专门设计的具有调节食欲、健康牙齿、预防口臭、防止过度肥胖的功效的零食。宠物零食的发展一般要在宠物产业具备一定成熟度以后，宠物饲养进入精细化阶段以后，以上条件在西方发达国家已经具备，而在中国尚在需求建立阶段。所以公司主要以 ODM 以出口为主，内销甚少。

公司控股股东为陈振标，直接持有公司 49.17% 股份。陈振标之妻郑香兰直接持有公司 5.00% 股份，陈振标与郑香兰合计直接持有公司 54.17% 股份；除直接持有公司股份外，陈振标持有公司股东荣诚投资 46.83% 股权，荣诚投资持有公司 4.58% 股份，陈振标通过荣诚投资间接控制公司 4.58% 股份；陈振标与郑香兰直接和间接合计控制公司 58.75% 股份，为公司实际控制人。

在发展过程中，公司不断通过设立子公司和分公司开拓新的地区业务。发行人拥有江苏康贝、越南好嚼、上海禾仕嘉、温州贝家、泰州乐派、上海宠锐六家全资子公司及一家控股子公司温州顺通。通过子公司上海宠锐控制上海宠域、上海宠赢两家合伙企业，通过上海宠赢控制上海智宠。公司通过上海宠域参股重庆易宠，通过上海智宠参股成都一秋。另外，公司在平阳县南雁镇设有一家分公司佩蒂动物营养科技股份有限公司南雁分公司。公司在越南投资建设的越南好嚼有限公司，目前已成为公司重要的生产基地。

图 1：公司股权及公司结构

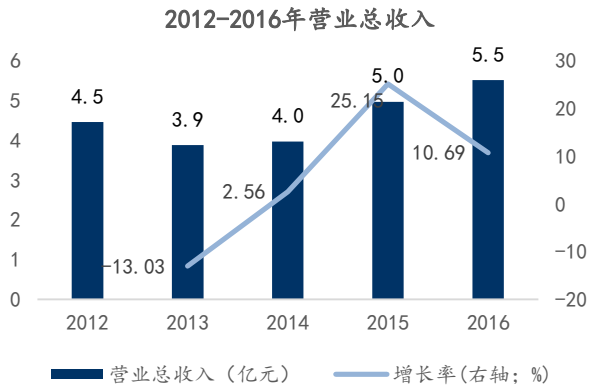


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司近年来营收规模不断扩大，归母净利润快速增长。2016 年，公司实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 10.69%；归母净利润 8037 万元，同比增长 38%，增速较高。其中，宠物咬

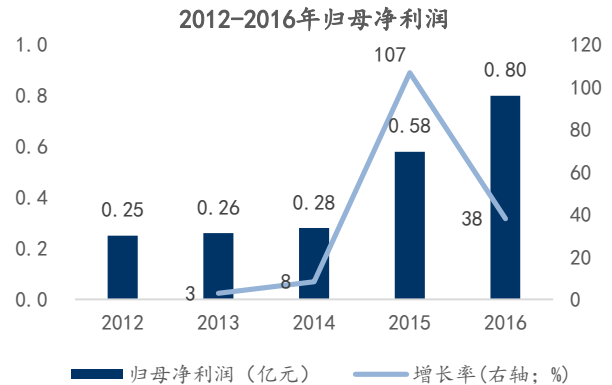
胶产品销售额为 5.18 亿元，占总营收的 94%，在全国宠物咬胶生产企业中处领先地位，具有很强的竞争优势。

图 2：公司营业收入规模不断扩大



资料来源：Wind，申万宏源研究

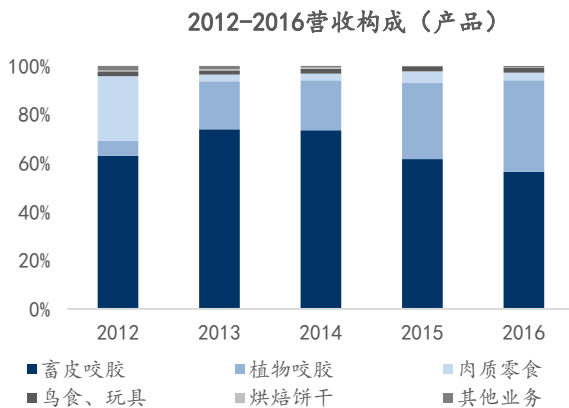
图 3：近两年公司归母净利润高速增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

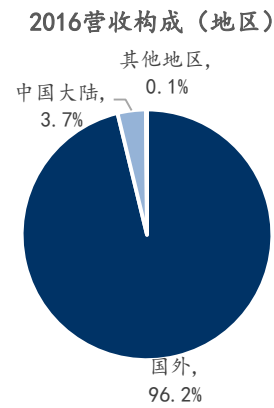
从营业收入的构成来看，咬胶产品占比不断增加，公司主要营收来源为海外地区。2016 年公司咬胶产品为第一大业务，其中，植物咬胶占比从 2012 年的 6% 持续增长至 2016 年的 37.7%，增速迅猛；畜皮咬胶占比 56.45%，为营收占比最多的产品。从地区分布来看，海外市场是公司的主要营收来源，占公司总营收 96.2%；国内市场目前规模较小，但从 2012 年 0.9% 稳定增长至 2016 年的 3.7%，具有良好的成长性。

图 4：植物咬胶占比进一步提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司主要营收来自海外市场

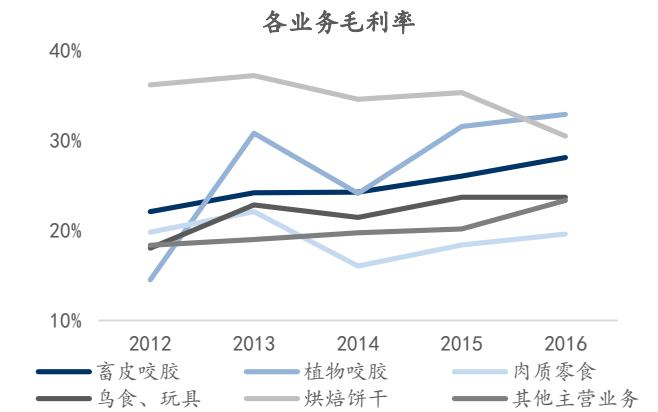


资料来源：Wind，申万宏源研究

主营业务毛利率持续改善，公司毛利率和净利率不断上升，盈利能力增强。作为公司的主要业务，畜皮咬胶和植物咬胶加起来占总营收的 94%，从 2012 年至 2016 年，植物咬胶业务毛利率从 15% 增长至 33%，畜皮咬胶业务毛利率从 22% 增长至 28%。受益于主营业务毛利率增长，公司毛利率增长 1.5 倍，从 6.3% 增长至 16%，净利率从 5.6% 持续增长至 14.1%，公司盈利能力显著增强。公司下游大客户和上游原材料均保持稳定，基于研发优势不断推出精品提升毛利率，同时精细化管理控制三费，至公司净利润水平增幅远高于收入增幅。

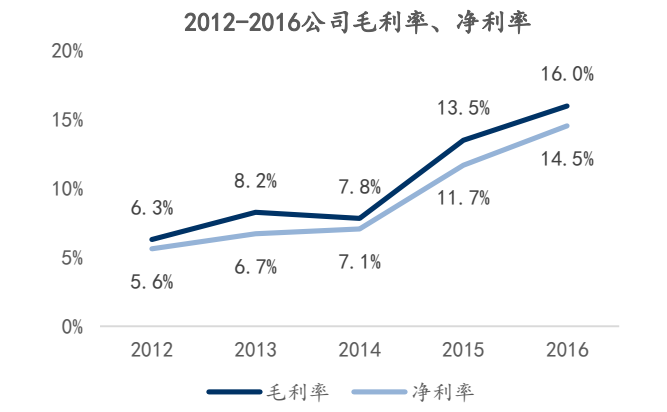
较高毛利的植物咬胶占比提升，为盈利能力提升的主要原因之一。植物咬胶因其适口性较好，深受宠物喜爱，市场需求释放，客户订单大幅增加。子公司越南好嚼植物咬胶生产线全面达产，植物咬胶产销量大幅增加。此外人民币对美元贬值、产品结构更加丰富，植物咬胶销售单价有所提高。公司植物咬胶16年销售量达到4660.83吨。植物咬胶毛利率达32.9%，高于畜皮咬胶28.1%的毛利率，占比提升有助于提升公司盈利能力。

图 6：咬胶业务毛利率 5 年间显著增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

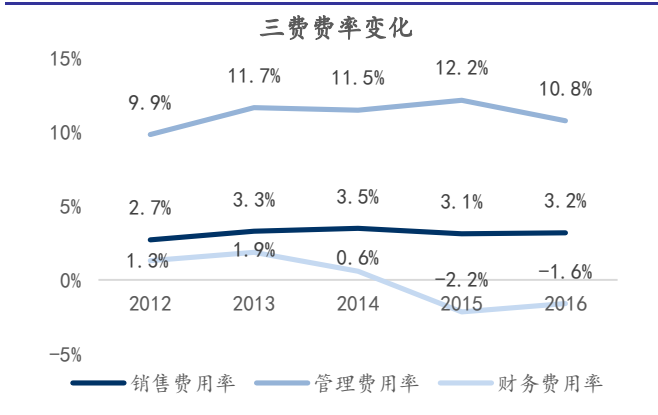
图 7：公司盈利能力持续改善



资料来源：Wind，申万宏源研究

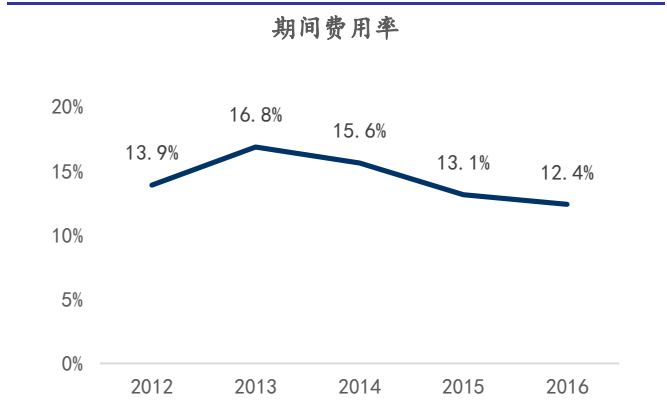
受益于汇兑损益，财务费用率不断下降，公司期间费用率近几年显著降低。2012 至 2016 年，公司管理费率和销售费率分别稳定维持在 11%和 3%左右，而财务费率则显著下降，从最高 1.9%降至-1.6%，主要原因为公司营收主要来自海外，汇率变化导致公司具有汇兑收益，从而带动期间费用率下降。总体来看，公司费率较为稳定，发展比较成熟。

图 8：公司财务费率不断下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：财务费率带动期间费用率下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 公司已建立“渠道力+研发力+议价力”三维先发优势

2.1 全球渠道优势明显，趁势建立自有品牌

公司与多家全球知名企业合作稳定，在海外市场具有显著的渠道优势。2016年，公司海外市场占比达到96.34%，产品主要出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区。国外市场销售主要采用ODM模式，客户大部分为国际知名宠物产品品牌商，如Spectrum Brands、Petmatrix等；除品牌商外，公司与沃尔玛等大型零售超市亦建立了良好的合作关系，通过沃尔玛的供应商体系审核，直接对美国沃尔玛和加拿大沃尔玛供货；此外，公司还与宠物产品专卖店PetSmart建立了良好的合作关系。公司与下游渠道和深入合作关系已经建立十年以上，牢不可破，同时公司在产业链上建立了较强的议价力和支付条款，保证公司的毛利率和现金流。

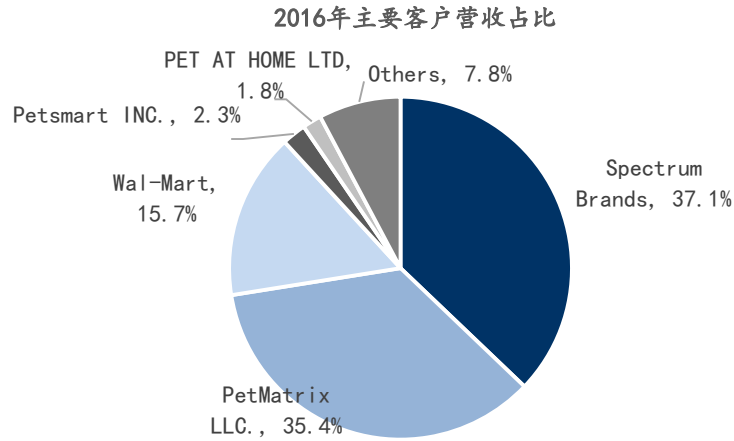
表 2：公司主要合作伙伴为发达国家知名企业

客户名称	主要 ODM 品牌	ODM 品牌主要销售区域
SPECTRUM BRANDS	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMatrix LLC	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
WAL-MART STORES INC.	EXERHIDE、HOLIDAY TIME	美国
PetSmart INC.	Dentley's	美国
PETS AT HOME LTD.	PETS AT HOME	英国
ARMITAGES PET PRODUCTS LTD	GOODBOY	英国

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

稳定的海外销售渠道帮助公司建立壁垒优势。欧美等发达国家是主要的宠物食品消费市场，目前我国的宠物食品主要销往欧美发达国家，这些地区的终端市场被一些国际大品牌所控制。要想进入当地市场，产品就必须获得该类企业的认可，这就需要长期的探索过程。而公司在多年开拓之后已经拥有了良好稳定的销售渠道，在未来的竞争中可以获得销售渠道壁垒带来的红利。

图 10：公司营收绝大部分来自主要合作伙伴



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司非常重视自主品牌的开拓，目前公司的自主品牌产品已在加拿大沃尔玛等零售超市销售，使用“PEIDI”、“MEATYWAY”等品牌。

2.2 多年专注产品开发，掌握核心优势技术

公司产品研发起步早，多项举措保障研发活动。早在 2003 年公司就成立了企业技术中心，属于公司的一级部门，负责新技术、新产品、新工艺的研发、推广、改进及技术创新管理。截至 2016 年，公司共有研发人员 107 人，占总人数的 5.94%，公司研发费用为 1672.5 万元，占总营收 3.04%，可以保证企业研发活动及相关业务稳定有效运行。

掌握多项核心专利技术，贡献公司绝大部分营业收入。公司已获得 30 项专利，其中发明专利 9 项；主持制定了《宠物食品-狗咬胶》国家标准；现有产品的核心技术主要为自主研发的成熟技术，技术水平较为先进，已用于产品的批量化生产，2016 年核心技术产品收入 5.47 亿元，占总营收 99.46%。

表 3：公司目前已掌握多项核心专利技术

核心技术名称	对应的专利或非专利技术
畜皮咬胶清洁化生产工艺集成技术	3 个非专利技术
胶原纤维复合制备技术	一种胶原纤维再生皮及其制备方法 一种胶原皮狗咬胶宠物食品
新型宠物食品液熏技术	一种烟熏宠物食品的制作工艺
动植物蛋白混合制备宠物食品技术	一种植物提取蛋白和动物蛋白混合制备幼犬零食的方法
成犬洁牙骨无氨脱灰制备技术	1 个非专利技术
植物蛋白复合制备幼犬洁牙片技术	1 个非专利技术
宠物食品压纹制备技术	一种压纹技术胶原皮狗咬胶宠物食品及其加工工艺
边角鸡肉交联制备薄片产品技术	1 个非专利技术
豆渣综合利用制备宠物食品技术	1 个非专利技术
幼犬零食的冷冻干燥生产技术	2 个非专利技术

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.3 供应商管理出色，原材料价格利好

公司上游供货商分散，具有较强议价能力。产品主要原材料为生牛皮、鸡肉、淀粉等，此类货物国内供货商众多。目前，公司与主要供应商均建立了良好的合作关系，供应渠道稳定，数量充足、质量可靠，第一大供应商为平阳县奋盛皮业有限公司，仅占总采购额 12.34%，前五位供应商总和占总采购额 36.34%，不存在严重依赖于少数供应商的情形，议价能力强。

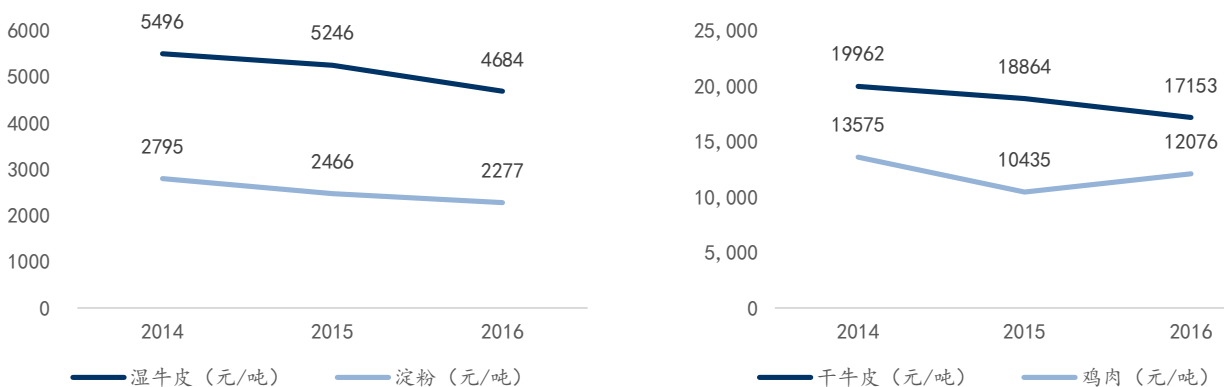
表 4：公司供货商分散，议价能力较强

2016 年公司前五大供应商		
供应商名称	采购金额 (万元)	占采购总额的比例 (%)
平阳县奋盛皮业有限公司	3,774.47	12.34
平阳县诚利皮业有限公司	3,340.37	10.92
越南 RNH 责任有限公司	1,478.53	4.83
PENG SHENG FEED	1,358.46	4.44
越南坚王责任有限公司	1,167.50	3.82
合计	11,119.32	36.34

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

积极拓展货源，主要原材料价格稳中有降，公司盈利空间增大。目前主营产品为兽皮咬胶、植物咬胶及营养肉质零食等，其主要原材料为干湿牛皮、鸡肉和淀粉。公司是较早响应国家“一带一路”战略并成功走出去的企业，向乌兹别克斯坦的供应商采购畜皮咬胶半成品，利用其丰富的生牛皮资源，公司不仅可以采购到更多物美价廉的原材料，还可以增强与其他供应商的议价能力，降低生产成本，提升利润和发展空间。近 3 年来，淀粉和干湿牛皮价格逐步下降；鸡肉价格有所波动，但仍有小幅下降。受益于原材料价格的稳步下降，公司的成本降低，盈利空间增大。

图 11：公司主要原材料价格稳步下降

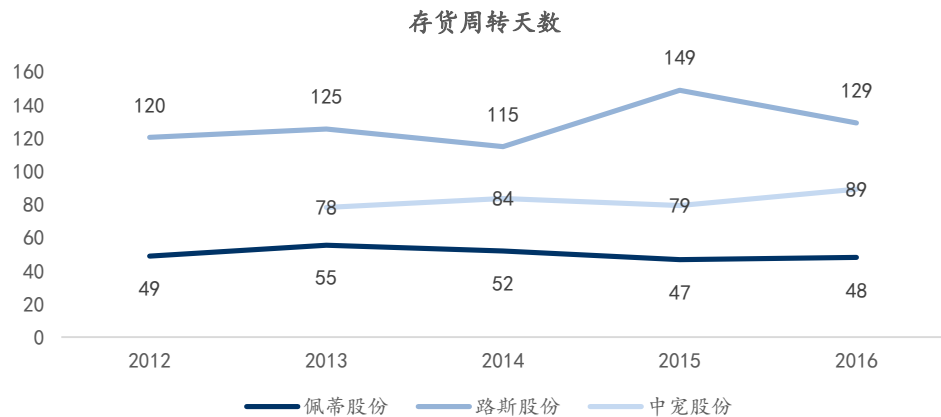


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 “以销定产”强化存货管理

公司采用“以销定产”的模式来组织生产，有效降低存货周转天数。市场销售部取得订单后，业务计划部会同采购部、生产制造部、品质管理部，按照客户订单制定生产计划，其中采购部按照客户订单采购原辅料和包装材料，生产制造部按照产品质量控制的标准进行生产制作和包装，产品完工后，经品质管理部完成过程检验和最终检验后入库，后续业务计划部、仓储部按照客户的要求组织发货和产品交付。基于“以销定产”的生产模式，公司的存货周转率显著优于国内同行业企业。

图 12：公司存货周转天数显著低于国内竞争对手



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司以产定销内部管控良好，咬胶的产能利用率和产销率均达 100% 上下。各类产品销售均价稳中有升。另外公司的现有产能基本饱和，上市融资募投项目将扩大产能，满足不断提升的下游订单需求。

表 5：产能利用率、产销率保持较高水平，销售均价稳中有升

产品类别	期间	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产能利用率 (%)	产销率 (%)	销售均价 (万元/吨)
畜皮咬胶	2016 年度	6,000.00	6,717.54	6,795.97	111.96	101.17	4.57
	2015 年度	6,000.00	6,224.12	6,209.80	103.74	99.77	4.94
	2014 年度	6,000.00	6,038.49	5,976.29	100.64	98.97	4.89
植物咬胶	2016 年度	5,000.00	4,678.38	4,660.83	93.57	99.62	4.45
	2015 年度	4,000.00	3,799.58	3,790.84	94.99	99.77	4.13
	2014 年度	3,000.00	2,032.23	2,018.21	67.74	99.31	4.03
营养肉质零食	2016 年度	400.00	275.34	273.05	68.84	99.17	6.49
	2015 年度	400.00	362.53	359.12	90.63	99.06	6.31
	2014 年度	400.00	185.48	184.61	46.37	99.53	6.16

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.海外市场风头正劲，国内市场蓄势待发

宠物产业是指所有与宠物相关的产业，宠物产业链包括宠物饲养、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物培训、宠物保险以及宠物善终。**宠物食品**是专门为宠物提供的食品，介于人类食品与传统畜禽饲料之间，其作用主要是为各种宠物提供最基础的生命保证、生长发育和健康所需的营养物质。按照功能来划分，宠物食品主要可分为：宠物主食、宠物零食和宠物保健品等。**宠物咬胶属于宠物零食的一种细分产品**，主要成分是牛皮、鸡肉和其他犬粮等，随着经济社会的不断发展和进步，国内外市场对狗咬胶的需求日益增加。宠物主食以国外公司为主，而宠物零食市场中国公司占有较强话语权。

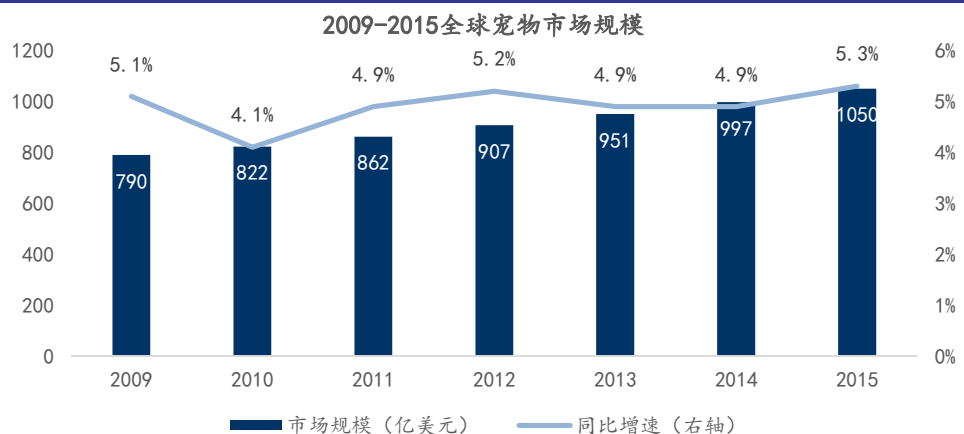
表 6：宠物食品分为主食、零食、保健品

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

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

发达国家宠物市场发展成熟，新兴市场带来增长动力。宠物产业在发达国家已形成了宠物饲养、宠物食品、宠物用品、宠物训练、宠物医疗等产品与服务组成的产业体系。目前，国际宠物市场已经逐步成熟，并逐步规范化、标准化、国际化，宠物市场日趋完善。**2014 年全球宠物市场规模达到 997.41 亿美元，2015 年达到 1050 亿美元。**近几年，全球宠物市场均保持了 4%-5% 的同比增速，稳定增长的引擎则主要来源于新兴市场的高速成长。

图 13：全球宠物市场规模稳定增产，突破千亿美元



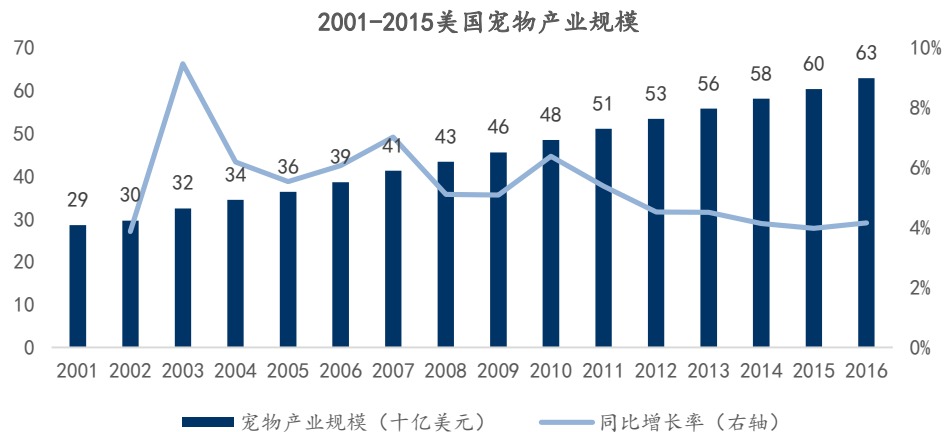
资料来源：Euromonitor International，招股说明书，申万宏源研究

3.1 美国为最大的宠物消费国，新兴市场发展迅速

发达国家宠物市场发展成熟，品牌众多，寡头垄断加剧。美国是全球第一宠物大国，形成了一批在全球具有影响力的企业。以宠物食品为例，美国玛氏公司是全球最大的食品企业之一；美国品谱控股公司是专业宠物用品的领先供应商；雀巢普瑞纳是美国最大的宠物食品制造公司。2014年初，世界排名前5位的宠物食品生产企业分别为玛氏、雀巢、高露洁、宝洁和德尔蒙食品公司，合计所占市场份额超过50%。随着宝洁全面退出宠物护理业务，未来，企业间进一步并购重组将形成更集中的寡头垄断。

发达国家市场规模庞大，仍保持平稳增长。根据美国宠物用品协会（APPA）2015-2016年的调查数据，美国约65%的家庭至少拥有一只宠物。1994年，美国宠物产业消费规模仅为170亿美元；2015年，美国宠物产业消费规模达到602.8亿美元。美国宠物经济发展的爆发期从21世纪初期开始，到2003-2005年发展最快，年复合增长率达到7.5%以上。随后进入平稳增长期，但仍保持着超过4%的增长速度。欧洲宠物食品市场全球排名第二，2015年上升到200亿美元，加拿大增长30亿美元。

图 14：美国市场已经非常成熟，保持平稳增长



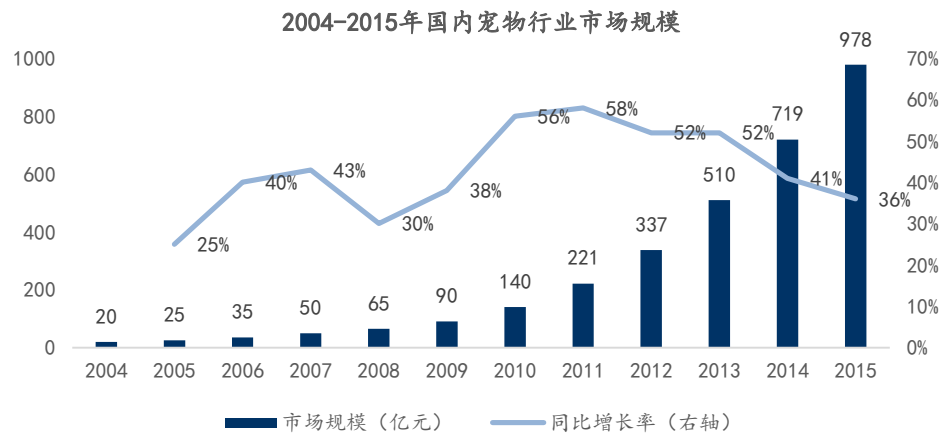
资料来源：美国宠物用品协会（APPA），招股说明书，申万宏源研究

新兴市场宠物产业发展迅速。2015年巴西市场增长到50亿美元，南非市场达到3亿美元，印度市场2亿美元。未来北美、西欧在国际宠物市场所占有的市场份额将逐渐降低，而亚太地区和拉丁美洲的市场会迅速增长，亚太和拉美地区的宠物用品产业在今后的10年里将以非常快的速度增长。随着中国、巴西、印度等新兴国家的崛起，全球宠物食品生产和消费将逐渐向这些国家和地区转移。

3.2 国内市场起步晚，乘时代春风蓄势待发

国内市场起步较晚，处于快速发展期。相比于国际宠物市场，国内宠物市场起步较晚，但发展速度较快，近年的市场规模增速在年均 30% 以上。中国市场的发展大致分为三个阶段，第一个阶段：种子萌芽期（1990-2000 年）；第二个阶段：发展启动期（2000-2008 年）；第三个阶段：快速发展期（2008 年至今）。2010 年至 2013 年，我国宠物行业市场规模每年增长率均超过 50%，2015 年中国宠物行业市场规模约达 978 亿元人民币，预测到 2020 年期间，保持年均 32.8% 的高速发展，成为全球第三大宠物市场。中国宠物行业进入快速发展期，消费者的品牌意识逐渐增强，宠物行业即将迎来“井喷时代”。

图 15：国内宠物市场起步晚，近几年高速增长

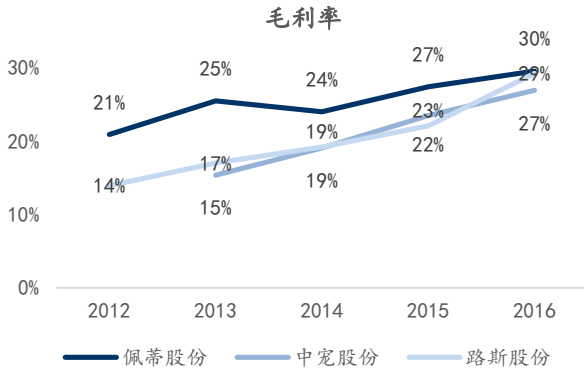


资料来源：2016 年中国宠物行业白皮书，招股说明书，申万宏源研究

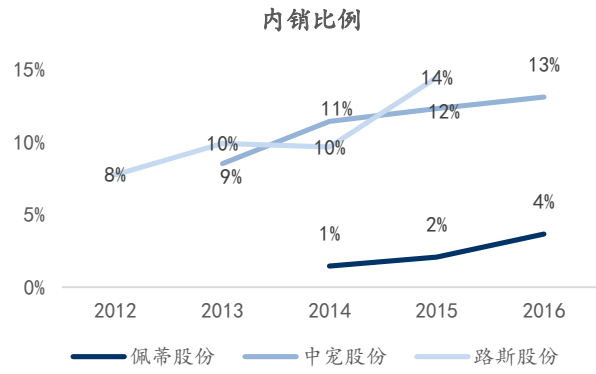
国内市场外资品牌进入较早，竞争格局初步形成，公司具有竞争优势。目前在中国市场上宠物食品主要分为两种：一种是进口产品，这些产品通过代理商进入中国市场；另一种是在中国生产并销售宠物食品。另外，现在有许多中国本土的生产厂家也开始研发生产宠物食品，但中国本土企业因起步较晚，在融资、品牌等方面与欧美同行业公司相比，具有一定的差距。与公司产生直接竞争关系的主要为国内宠物零食生产企业，主要有正在排队 IPO 的中宠股份，市场占有率 12% 左右；积极布局国内市场的新三板企业路斯股份；以及锦恒控股集团。

图 16：公司毛利率高于国内同行企业，具有竞争优势

图 17：国内生产企业内销比例不断上升，市场可期



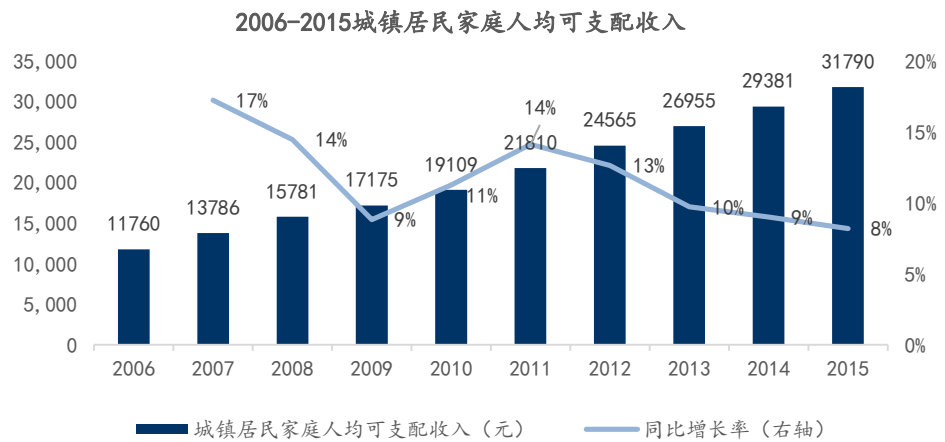
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我国宠物保有量较低，市场远未饱和，未来将快速增加，带动宠物食品市场需求。根据前瞻产业研究院发布的《2015-2020年宠物用品及服务行业市场调研与投资预测分析报告》，美国有4亿只宠物，是美国人口的1.3倍，远高于我国；从城市拥有犬只的家庭占比来看，北京为7.5%、上海为4.5%，全国仅为1.7%，而美国70%的家庭拥有宠物。随着经济水平的提高，未来十年，我国饲养宠物人数将持续增长，宠物数量将会快速增加。此外，城市居民养的猫和狗中不到5%是饲喂经加工的宠物食品，随着宠物数量的增加及宠物消费的普及，宠物食品需求将持续增加。

图 18：我国人均可支配收入快速增加，消费升级带动宠物市场增长

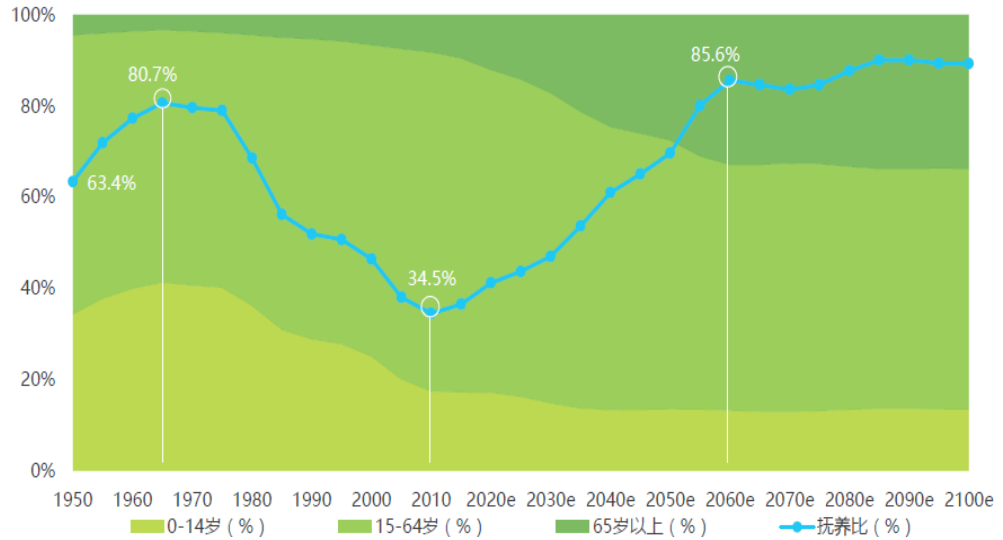


资料来源：Wind，申万宏源研究

国内宠物情感消费特征凸显，居民宠物消费意愿增强。根据狗民网于2015年11月发布的调查报告，国内有54.5%的养宠人士会将宠物当作自己的孩子，33.4%的人将宠物当作自己的亲人。养宠人士每月在宠物身上消费金额在101-500元区间的占50%，消费501-1000元的占25%，高于1000元的占16%，低于100元的仅占9%。宠物消费支出已逐步成为饲养宠物家庭的正常消费支出的一部分，人们在宠物身上消费的意愿日渐提高，对宠物产品价格的敏感度逐渐降低。

老龄化加速、人口结构调整、生活方式改变促进宠物消费升级。目前，中国已经成为世界上老年人口最多的国家，也是人口老龄化发展速度最快的国家之一。截至 2015 年底，全国 60 岁及以上老年人口 2.22 亿人，占总人口的比例达到 16.1%，预计 2020 年我国六十岁以上的老人将达到 2.5 亿，每百人中将有 17 个老人，饲养宠物成为老年人情感寄托的重要方式。此外，随着城市化进程和生活节奏的加快、家庭结构的变化，如丁克家庭、空巢家庭的增多，宠物的角色变得越来越重要，人们把宠物作为生活伴侣的需求增强，促进宠物消费升级和宠物食品行业快速发展。

图 19：我国老龄化加速，人口结构调整促进宠物消费升级

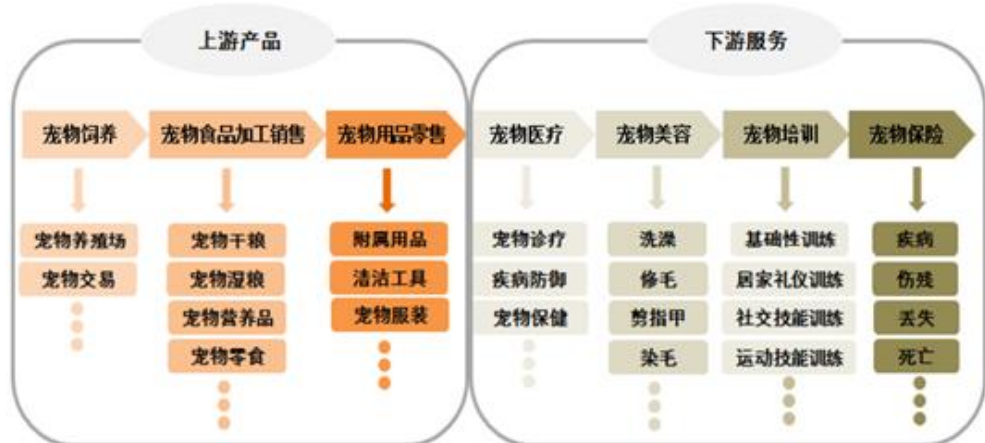


资料来源：联合国经济和社会部，艾瑞咨询，申万宏源研究

3.3 宠物食品为最大的细分领域，宠物零食份额不断提升

宠物产业细分领域众多。宠物产业是指所有与宠物相关的行业，其产业链包括宠物饲养、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物培训、宠物保险以及宠物善终等。目前，我国已形成了初步的宠物行业产业链，该产业链将随着产业的逐渐成熟完善不断丰富和延伸。

图 20：宠物产业细分领域多达十余个



资料来源：智研咨询，中国产业信息，申万宏源研究

美国宠物市场中，宠物食品和医疗为两大重要细分领域，分别占据 38% 和 26% 份额。其次宠物用品/非处方药占比 24%。2015 年美国宠物食品行业收入达到 240 亿美元，而欧洲宠物食品实现 200 亿美元收入，位居第二。

宠物食品是指介于人类食品与传统畜牧饲料之间的产品，主要为各种宠物提供生命保证、生长发育和健康所需要的营养物质，按照具体的功能可划分为宠物主食、宠物零食、宠物保健品。受益于国内宠物消费的快速增长，我国宠物食品市场近年来高速增长，增速保持在 20% 以上，2015 年我国宠物食品行业产值达到 297 亿元。

图 21：宠物食品和医疗为美国宠物产业两大子领域

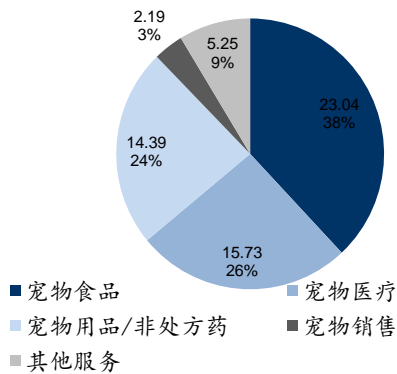
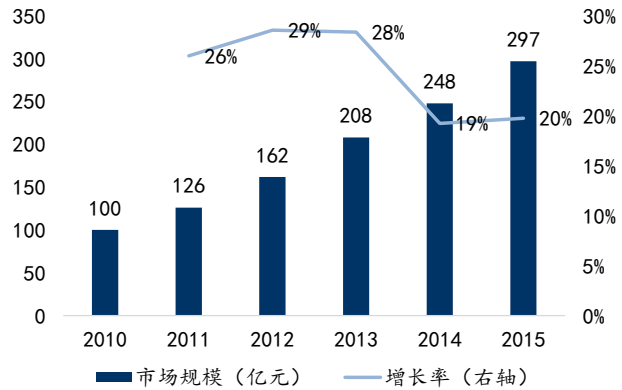


图 22：我国宠物食品规模高速增长

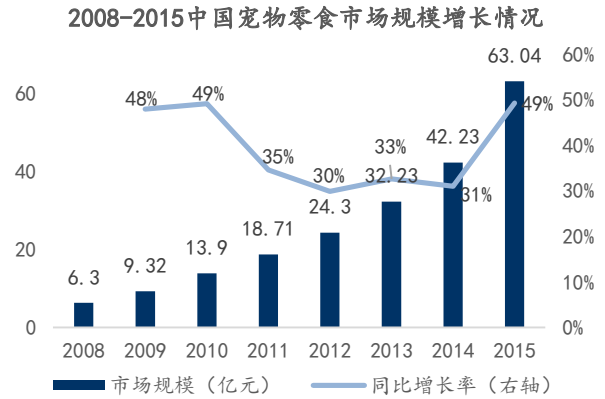
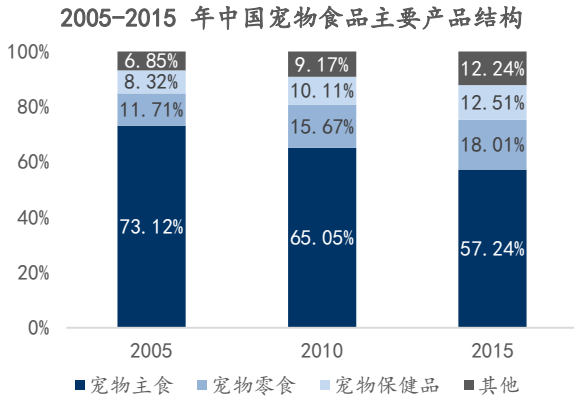


资料来源：美国宠物用品协会 (APPA)，申万宏源研究资料来源：智研数据中心，申万宏源研究

宠物零食占比提升，公司迎来发展机遇。从市场发展角度来看，宠物主食出现时间较长，市场接受度较高，而宠物零食市场近些年开始繁荣，正逐渐发展成为较大规模的独立市场，相对宠物主食市场，宠物零食市场集中度较低，市场进入空间更大。目前，我国市场上以主食为主，比重在 60% 左右，但比例呈逐渐下降的趋势，宠物零食和宠物保健品的比重持续快速上升。2015 年我国宠物零食规模达到 63.04 亿元，同比增长 49.28%，2008 至 2015 年，我国宠物零食的规模增长了 10 倍。公司宠物咬胶、营养肉质零食等主要产品均属于宠物食品行业下的宠物零食行业，是宠物零食的主要品类。

图 23：宠物零食占比不断上升

图 24：宠物零食市场规模高速增长



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，申万宏源研究

宠物主粮以国外品牌为主，中国公司在宠物零食多以代工为主且在全球拥有较强话语权。宠物主粮方面，玛氏成立中外合资企业爱芬食品生产的宝路、伟嘉，皇家和雀巢旗下的冠能、康乐多等国外品牌的市场占比应该超过50%以上市场占有率。宠物零食，国内厂商多以OEM、ODM代工为主，比如佩蒂股份、烟台中宠、路斯股份；而国内的几个知名领先品牌比瑞吉、好主人、中宠食品等没有一家市场占有率能超过10%。

主粮以国外品牌为主的原因有：1) 国外以牛肉为代表的肉制品原材料质量好、价格低；2) 生产自动化程度高，规避了国外较高的人力成本；3) 食品安全更值得信赖。

零食OEM\ODM在中国发展壮大，也与产业特点相适应。1) 虽然中国的肉质原材上普遍不具备价格优势，但在宠物零食选取的鸡肉、猪肉、牛皮、淀粉以及人类食品加工的边角料为主，在局部区域有相对优势。例如温州是亚洲最大的皮质狗咬胶基地，养鸡大省山东也有庞大的宠物食品产业集群，均与当地原材料供给相关。2) 生产人工化程度高，人力成本较欧美国低。中国工厂目前已掌握研发端，工厂有向人工更便宜的东南亚转移的趋势。

3. 募投项目分析

公司拟公开发行不超过2000万股，募集资金将用于“年产3000吨畜皮咬胶生产线技改项目”、“年产2500吨植物咬胶、500吨营养肉质零食生产线项目”、“研发中心升级改造项目”、“营销与服务网络建设项目”及“补充流动资金项目”。

表7：募投项目分析

项目名称	实施主体	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
年产3000吨畜皮咬胶生产线技改项目	发行人	13,078.00	13,078.00
年产2500吨植物咬胶、500吨营养肉质零食生产线项目	江苏康贝	10,164.94	10,164.94
研发中心升级改造项目	发行人	3,964.00	3,964.00
营销与服务网络建设项目	发行人	4,617.48	4,617.48

补充流动资金项目	发行人	8,000.00	8,000.00
合计		39,824.42	39,824.42

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

生产线项目扩大产能、提升生产效率，满足公司业务发展的需求。目前公司的畜皮咬咬和植物咬咬产品的产能分别是 6000 吨和 5000 吨，此次募投项目预计增加 3000 吨畜皮咬咬和 2500 吨植物咬咬，将进一步巩固公司的行业龙头地位，提升市占率。面对已经比较成熟的海外市场，公司要面对国际大型宠物食品生产商的压力，而面对具有较大发展潜力的国内市场，公司又要与众多新的竞争对手抢占市场份额。因此，公司必须形成规模化的生产能力，提升公司在市场上的供货能力和议价能力，为公司顺利开拓新的市场提供动力。

研发中心升级改造项目建立专业技术平台，完善公司的研发体系，增强核心技术优势。本次募投项目设检测部、产品部和工艺部三个部门，分设九个专业实验室，同时购置先进的实验研究设备，改善公司研发硬件环境，引进高级技术人员，为公司储备科技人才。。一方面能够在现有产品与技术的基础上发掘具有潜力的研究方向为公司提供技术储备，另一方面通过对相关核心技术的研发投入，形成从核心技术到产品行业应用技术相结合的研究开发体系。

营销与服务网络建设项目助力市场开拓，提升公司知名度，创造新的赢利增长点。本项目主要用于宠物食品营销体验旗舰店和内销仓库的场地租赁和装修；整个公司的信息化及官方电子商务平台的建设；项目所需硬件设备及软件购置；举办各种宣传讲座以及参加各类国际、国内宠物展会和宠物大赛等所需的营销推广费用。项目完成后将提高公司的业务拓展能力，为公司创造新的赢利增长点，进一步提升公司在国内的品牌知名度。

图 25：募投项目支持公司战略

		公司战略发展方向	
		健康性宠物食品 的深度开发	差异性宠物食品 开发
市场	国际市场	市场渗透 现有国际市场 ODM 到自主品牌	产品开发 国内市场 自主品牌
	国内市场	市场开发 国内市场 自主品牌	不选择

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 风险分析

4.1 核心客户收入占比较大的风险

公司专注于为全球知名宠物产品品牌商和零售商提供自主研发的宠物食品，与核心客户如 Spectrum Brands、Petmatrix、Wal-Mart 等均已经形成长期、稳定的业务关系，具有较强的客户资源壁垒。但是如果核心客户出现较大经营风险导致核心客户减少向公司采购或公司未来不能持续进入核心客户的供应商体系，将对公司的销售收入产生较大影响，短期内公司将面临销售收入减少的风险。

4.2 原材料价格波动风险

公司主要产品生产所使用的原材料为生牛皮、鸡肉、淀粉等，以上原材料的价格波动对公司的经营业绩存在较大影响。未来受市场需求变动等多方面因素影响，如果原材料价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和生产成本的控制带来不确定性，公司在生产经营过程中必须面对原材料价格大幅波动引致的风险。

4.3 汇率波动风险

公司产品以出口为主，其占主营业务收入的比例 2016 年达到 96.34%。公司出口业务主要使用美元作为结算货币，近年来人民币对美元的汇率波动幅度较大，对公司出口产品的盈利能力产生不确定性影响，后续存在汇率大幅波动对公司经营业绩产生影响的风险。

4.4 出口退税政策变化导致利润波动风险

我国对符合要求的出口产品实行退税政策，公司享受国家对于生产企业的出口货物实行“免、抵、退”税的优惠政策。公司报告期内主要产品的出口退税率为 13%，未来可能面临出口退税率下降至 11% 或者更低退税率的风险，这将会增加公司营业成本，并最终影响公司经营业绩，公司面临出口退税政策变化导致利润下降的风险。

4.5 核心人员流失风险

公司主要产品的研发、营销、生产等业务链环节需要优秀核心人员的决策和执行，因此拥有稳定、高素质的专业人才对公司的持续发展壮大至关重要。目前企业之间专业人才的争夺十分激烈，如果公司研发投入不足或者未能建立具有竞争力的薪酬体系、营造良好工作环境，可能导致核心人员流失，从而对公司的生产经营造成不利影响。

5. 盈利预测

核心假设:

- 1) 公司产品因不断创新升级, 平均售价以每年 2% 的速度递增。原材料和下游客户保持稳定, 故毛利率随新品推出稳定提升。
- 2) 原材料均无大幅波动, 汇兑损益可控;
- 3) 募投项目的产能在 17-19 年匀速投产, 且达到满产满销。

公司为宠物食品第一股, 已建立较强的海外渠道优势、上下游议价力和研发体系, 上市后将借助资本市场加快发展, 做大做强, 巩固行业龙头地位。2016 年公司实现营业收入 5.51 亿元, 同比增长 10.69%; 归母净利润 8037 万元, 同比增长 38%。宠物咬胶产品销售额为 5.18 亿元, 占总营收的 94%。其中, 植物咬胶占比从 2012 年的 6% 持续增长至 2016 年的 37.7%; 畜皮咬胶占比 56.45%, 为营收占比最多的产品。毛利较高的植物咬胶占比提升, 提升盈利能力。从地区分布来看, 海外市场占总营收 96.2%。

欧美市场成熟, 国内市场蓄势待发。全球宠物市场规模。2015 年达到 1050 亿美元, 均保持了 4%-5% 的同比增速, 稳定增长的引擎则主要来源于新兴市场的高速成长。美国为第一大宠物消费国。美国约 65% 的家庭至少拥有一只宠物, 其宠物产业消费规模达到 602.8 亿美元, 占到全球的 60% 以上。国内市场起步较晚, 处于快速发展期。2010 年至 2015 年, 我国宠物行业市场规模复合增长率超过 50%, 2015 年达 978 亿元人民币, 预测到 2020 年期间, 保持年均 32.8% 的高速发展, 成为全球第三大宠物市场。中国宠物行业进入快速发展期, 消费者的品牌意识逐渐增强, 宠物行业即将迎来“井喷时代”。

宠物食品是最大的子领域, 宠物医疗次之, 且中国企业在宠物零食领域拥有较强话语权。美国宠物市场中, 宠物食品和医疗为两大重要细分领域, 分别占据 38% 和 26% 份额。2015 年美国宠物食品行业收入达到 240 亿美元。宠物食品又分为宠物主食、零食和保健品。在海外三者均衡发展, 合在国内则以宠物主食为主, 零食和保健品尚无形成消费习惯。行业格局导致, 宠物主食多以国外主流品牌为主, 而中国宠物零食公司多以 OEM/ODM 为主。公司就是其中的典型代表。而宠物产业链的其他子领域更是高度分散, 尚待建立标准和整合运营。

募投项目分析:公司拟公开发行不超过 2000 万股, 募集资金将用于“年产 3000 吨畜皮咬胶生产线技改项目”、“年产 2500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目”、“研发中心升级改造项目”、“营销与服务网络建设项目”及“补充流动资金项目”。以上项目将帮助公司提升产能, 更多的获取国外市场份额, 同时为国内发展奠定基础; 同时也将产生固定资产和折旧费用。

风险提示:核心客户收入占比较大的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险等。

盈利预测和估值:A 股瑞普生物(申万农业覆盖)2017 年为 32X; 美股公司 SPB 的 TTM 为 24X。次新股和稀缺性可给予一定估值溢价。从次新股板块横向比较角度, 市值 30 亿以下的次新股绝大多数为净利润 5000 万以下且无稀缺性的公司。公司的净利润处在万亿级别的行业, 同时处于大行业具备稀缺性, 市值均在 50 亿上下。公司 2016 年利润为 8037 万, 2017 年预计利润 1 亿, 合理市值为 50 亿。

表 8：对标公司估值表

	市值	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
		EPS			PE		
瑞普生物 (人民币)	58 亿	0.45	0.61	0.8	32	23	18
		EPS (TTM)			PE(TTM)		
Spectrum Brands Holdings, Inc. (美元)	73 亿	5.29			24		

资料来源：申万宏源研究, yahoo finance

表 9：盈利预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	497	551	639	759	915
营业总成本	431	463	537	626	747
营业成本	361	388	443	523	626
营业税金及附加	3	4	4	6	7
销售费用	16	18	21	24	29
管理费用	61	59	67	76	91
财务费用	(11)	(9)	1	(5)	(9)
资产减值损失	1	2	1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	10	4	4
营业利润	67	88	111	137	172
营业外收支	1	3	9	9	9
利润总额	68	91	120	146	181
所得税	10	10	15	19	23
净利润	58	80	105	128	158
少数股东损益	(0)	0	(1)	(0)	(0)
归属于母公司所有者的净利润	58	80	106	128	159

资料来源：wind,申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。