

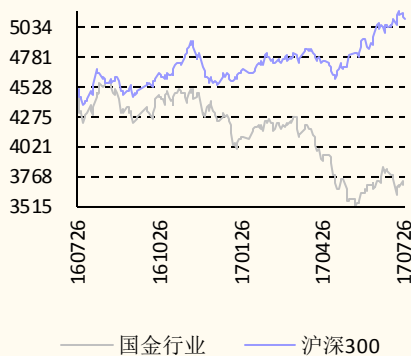
上市定价 (人民币): 22.34-22.34 元

目标价格 (人民币): 42.70-42.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

发行价(元)	22.34
发行 A 股数量(百万股)	20.00
总股本(百万股)	80.00
国金饲料指数	3690.45
沪深 300 指数	3705.39



相关报告

1. 《定向“红包”来袭，关注禾丰牧业》，2017.2.6

宠物零食出口领先企业，行业发展市场广阔

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.970	1.339	1.095	1.424	1.609
每股净资产(元)	5.62	6.50	7.96	9.86	12.01
每股经营性现金流(元)	1.85	1.29	1.72	2.21	2.67
市盈率(倍)	N/A	N/A	40.73	31.32	27.72
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	106.79%	38.05%	9.01%	30.03%	13.00%
净资产收益率(%)	17.28%	20.60%	18.34%	19.26%	17.87%
总股本(百万股)	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **宠物零食出口领先企业:** 佩蒂股份是专业从事营养保健型、功能型宠物零食的公司，主要产品为畜皮咬胶和植物咬胶，收入占比>90%，销售渠道以 ODM 出口为主、目前主要出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区，国外销售占比超 96%。公司 2014-2016 年分别录得收入 3.97 亿/4.97 亿/5.51 亿元，同比+2.56%/25.2%/10.7%，近三年净利率分别为 7.1%/11.7%/14.6%。
- **发达国家宠物食品行业较为成熟，国内刚起步:** 2016 年全球宠物市场规模达 764 亿美元，近 5 年保持低个位数增长。国内宠物市场虽起步较晚但发展速度较快，2016 年国内宠物行业市场规模达到 1,220 亿元，其中宠物食品市场规模约 350 亿元，同比+41.2%，过去 10 年 CAGR 近 40%。预计未来几年我国宠物食品行业仍将保持年均 30%左右的增速，动力主要来源于宠物数目的增加、加工类宠物食品喂养比例上升以及宠物消费意识的增强。
- **公司已积累较强客户渠道资源，海外布局增强原料成本优势:** 渠道方面经过多年发展，公司已与知名宠物产品品牌商 (Spectrum, PetMatrix、Petsmart 等) 建立了良好的合作关系。另外，公司在沃尔玛等大型零售超市、宠物专卖店等零售终端渠道也在进一步拓展当中。**原材料方面**，公司通过“一带一路”由乌兹别克斯坦供应商采购畜皮咬胶半成品，其生牛皮资源丰富，较好的降低了生产成本，同时公司在越南投资的好嚼有限公司已成为公司重要生产基地，为公司进一步扩大生产降低成本打好基础。
- **募集增加产能，加强营销:** 公司公开发行 2,000 万股，发行价格为 22.34 元/股，募集资金将用于“年产 3,000 吨畜皮咬胶生产线技改项目”、“年产 2,500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目”以及“研发中心升级改造项目和“营销与服务网络建设项目”。项目能够帮助公司打破产能瓶颈，提升市场份额，同时为打开国内市场提供支持。

投资建议

- 我们预计 2017-2019 年收入分别为 5.87 亿元/7.29 亿元/8.04 亿元，分别同比+6.6%/24.2%/10.2%，净利润分别为 8,761 万元/1.14 亿元/1.29 亿元，对应 EPS 为 1.095 元/1.424 元/1.609 元。公司股票发行价格 22.34 元/股，对应 17/18 年 PE 分别为 20X/16X。考虑到宠物食品行业更大的成长空间，我们给予公司对应 18 年 PE 30X 的估值水平，目标价格 42.7 元。

风险

- 销售不达预期/汇率大幅波动等

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

内容目录

一、专注宠物食品行业，盈利快速增长.....	4
二、宠物食品行业发展迅速，挑战与机遇并存.....	7
2.1 发达国家宠物食品市场已经成熟，美国市场全球最大.....	7
2.2 国内宠物行业作为新兴市场，潜力巨大.....	10
2.3 国内主要企业比较.....	13
三、畜皮咬胶产品为主、植物咬胶产品成为新的增长点.....	16
3.1 公司主营集中、外销占比较高.....	16
3.2 毛利率持续增长、高于同业均值.....	17
3.3 重视研发推动产品创新.....	18
四、以出口 ODM 为主，内销市场增长迅速.....	19
4.1 外销产品以 ODM 为主，辅以少量自主品牌销售.....	19
4.2 内销市场增长迅速、以线下销售为主.....	19
五、募投项目扩大产能、重视营销.....	20
六、盈利预测.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司主要产品及用途.....	4
图表 2：收入、净利润不断提升（百万元）.....	5
图表 3：咬胶收入超九成.....	5
图表 4：产品外销为主（百万元）.....	5
图表 5：前五大客户业收入占比超过 90%.....	5
图表 6：发行前后股权比较.....	5
图表 7：公司股权结构图.....	6
图表 8：全球宠物市场规模逐步提升（亿美元）.....	7
图表 9：宠物产业体系.....	7
图表 10：美国宠物行业市场规模稳步提升（亿美元）.....	8
图表 11：美国 2016 年食物销售占比超过四成.....	8
图表 12：美国宠物的家庭渗透率猫狗最高.....	8
图表 13：美国宠物数量中猫、狗占比近半数.....	8
图表 14：美国宠物猫狗花费占比：医疗、食品占比大.....	9
图表 15：西欧宠物食品行业规模（百万美元）.....	9
图表 16：日本宠物食品行业规模（十亿日元）.....	9
图表 17：印度宠物食品行业规模（百万卢比）.....	9
图表 18：巴西宠物食品行业规模（百万雷亚尔）.....	9
图表 19：中国宠物行业市场规模快速增长（亿元）.....	10
图表 20：中国宠物食品销售额保持高增长（亿元）.....	10

图表 21: 宠物食品分类.....	11
图表 22: 国内宠物主食为主, 零食增长快.....	11
图表 23: 国内宠物主食规模 (百万元)	11
图表 24: 国内宠物零食规模 (百万元)	11
图表 25: 中国拥有宠物家庭数占比还有较大提升空间.....	12
图表 26: 国内宠物食品使用比例低.....	12
图表 27: 国内宠物主人学历多为大专及以上.....	12
图表 28: 国内宠物主人以自由职业者、企业白领及事业单位雇员居多.....	12
图表 29: 国内宠物品类主人人数占比 (部分不止养一种)	13
图表 30: 国内宠物月消费额集中于 101-500 元.....	13
图表 31: 国内宠物行业相关法律法规.....	13
图表 32: 国内主要企业产品比较.....	13
图表 33: 路斯股份产品结构.....	14
图表 34: 中宠股份产品结构.....	14
图表 35: 国内宠物干粮食品份额占比.....	14
图表 36: 国内宠物零食份额占比.....	14
图表 37: 行业内公司前五大客户占比.....	14
图表 38: 收入中宠领先, 佩蒂稳定 (人民币百万)	15
图表 39: 佩蒂毛利率较高.....	15
图表 40: 贴牌生产销售费用率低.....	15
图表 41: 佩蒂净利率最高.....	15
图表 42: 咬胶收入占比约 94%.....	16
图表 43: 植物咬胶收入增速快.....	16
图表 44: 产品咬胶销量及增速 (吨)	16
图表 45: 产品单价基本稳定 (万元/吨)	16
图表 46: 公司主要客户 ODM 品牌.....	17
图表 47: 公司各产品毛利率.....	17
图表 48: 公司采购成本稳中有降 (元/吨)	18
图表 49: 15-16 年人民币持续贬值.....	18
图表 50: 公司研发费用占比高于同行业公司 (万元)	18
图表 51: 产品多销售国外.....	19
图表 52: 外销产品以 ODM 为主.....	19
图表 53: 佩蒂内销市场增长迅速, 以线下为主 (万元)	19
图表 54: 中宠股份内销上升迅速.....	19
图表 55: 募投项目概况 (万元)	20
图表 56: 目前产能及利用率 (吨)	20
图表 57: 销售量预测.....	21
图表 58: 单价走势预测 (万元/吨)	21
图表 59: 毛利率预测.....	22

图表 60: 销售费用率基本稳定.....22

一、专注宠物食品行业，盈利快速增长

主要业务：佩蒂股份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，主要产品为畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可食用小动物玩具、烘焙饼干等系列产品。公司已与全球范围内多家宠物产品品牌商、零售超市、宠物产品专卖店建立了长期合作关系，产品畅销全球多个国家和地区，已逐步成为国内具有影响力的综合性宠物休闲食品生产企业。

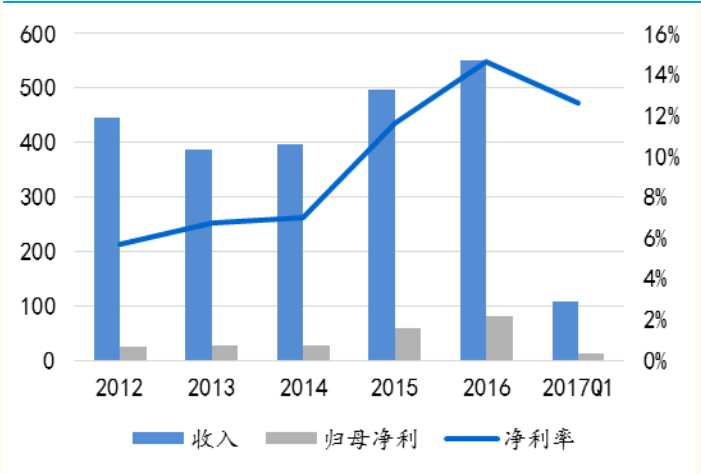
图表 1: 公司主要产品及用途

	主要产品	功能与用途
畜皮咬胶		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。
植物咬胶		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。
营养肉质零食		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。
鸟食及可食用小动物玩具		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。
烘焙饼干		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。

来源：招股说明书，国金证券研究所

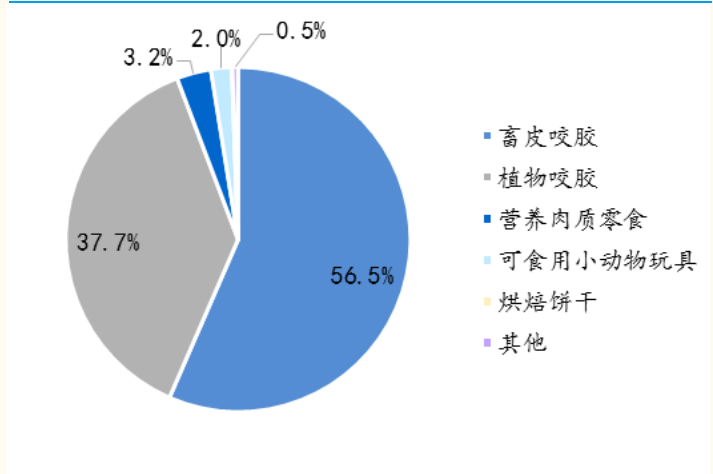
收入规模：公司 2016 年度实现营业总收入 5.51 亿元，同比增长 10.69%，实现归母净利 8,036 万元，近三年来收入、净利润都不断提升，2016 年的净利率达到 14.62%，呈现出良好的发展态势。从收入结构来看，公司主营产品突出，结构稳定，近三年超过 90%的收入都来源于咬胶（畜皮咬胶和植物咬胶）。

图表 2：收入、净利润不断提升（百万元）



来源：招股说明书，Wind，国金证券研究所

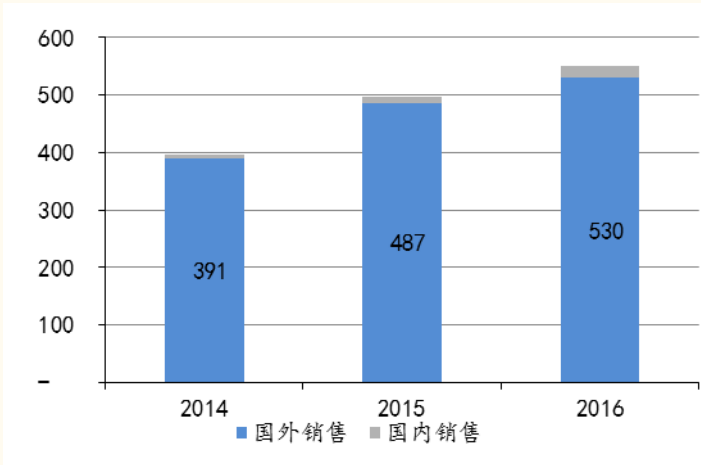
图表 3：咬胶收入超九成



来源：招股说明书，国金证券研究所

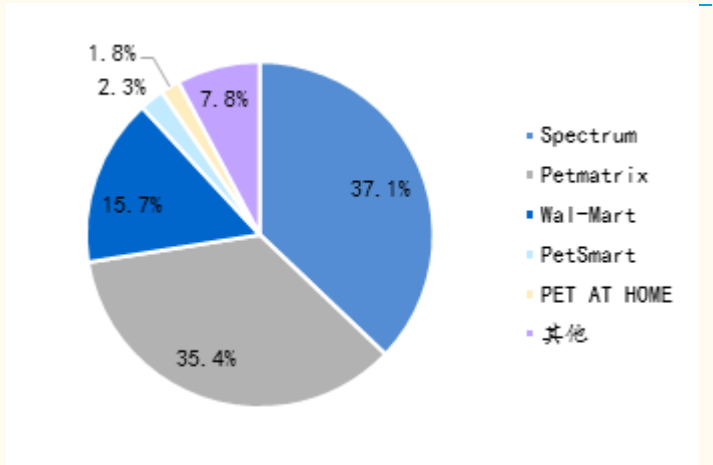
主要市场：公司目前的主要市场为海外市场，2016 年产品外销比例达 96.3%。同时公司不断对国内宠物产品市场进行布局，内销比例总体呈小幅上升趋势。由于下游行业内知名的宠物食品采购商相对集中，且均有较为严格的供应商认定体系，公司客户的集中度较高，前五大客户合计销售额占营业收入比例超过 90%。

图表 4：产品外销为主（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：前五大客户收入占比超过 90%



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司股权结构：本次发行前，公司总股本为 6,000 万股，本次向社会公开发行股份 2,000 万股。本次发行完成后，公司的总股本为 8,000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25%。

图表 6：发行前后股权比较

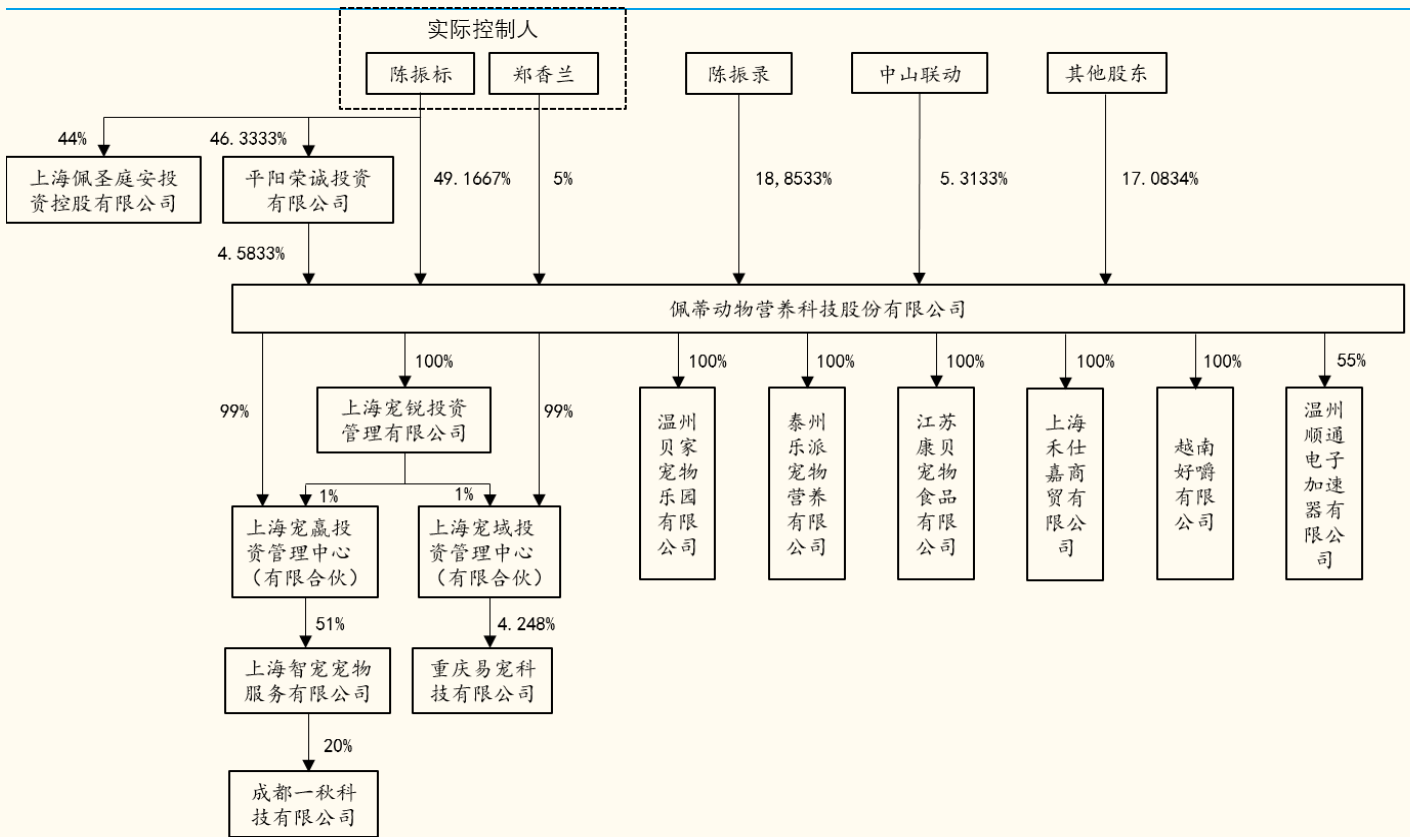
	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)
陈振标	29.5	49.17%	29.5	36.88%
陈振录	11.3	18.85%	11.3	14.14%
中山联动	3.2	5.31%	3.2	3.99%

郑香兰	3.0	5.00%	3.0	3.75%
陈林艺	2.9	4.83%	2.9	3.63%
荣诚投资	2.8	4.58%	2.8	3.44%
陈宝琳	2.4	4.00%	2.4	3.00%
林明霞	2.2	3.58%	2.2	2.69%
北京泓石	2.0	3.33%	2.0	2.50%
张菁	0.3	0.5%	0.3	0.38%
社会公众股	-	-	20.0	25.0%
合计	59.5	99.17%	79.5	99.38%

来源：招股说明书，国金证券研究所

控股股东陈振标先生直接持有公司 49.17%股份，陈振标先生与郑香兰女士合计直接持有公司 54.17%股份；除外，陈振标持有荣诚投资 46.83%股权，系荣诚投资实际控制人，荣诚投资持有公司 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。

图表 7：公司股权结构图



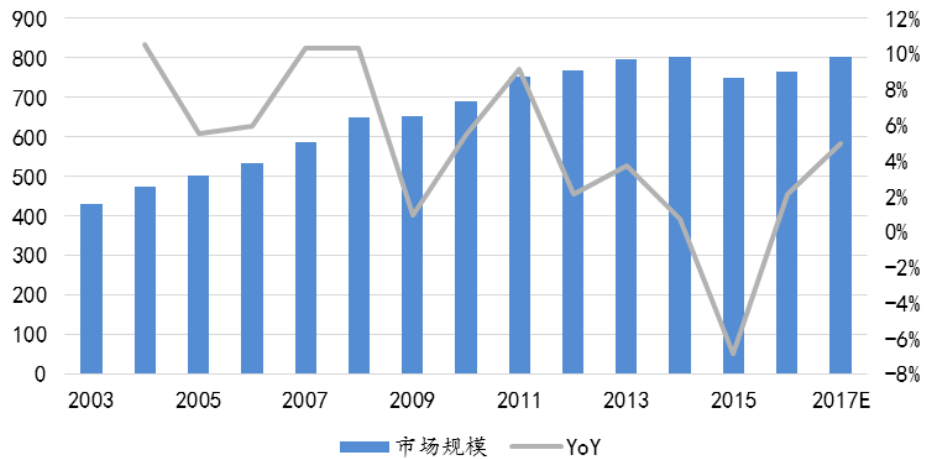
来源：招股说明书，国金证券研究所

二、宠物食品行业发展迅速，挑战与机遇并存

2.1 发达国家宠物食品市场已经成熟，美国市场全球最大

宠物产业在发达国家已有 100 多年的历史，目前国际宠物市场已经逐步成熟，养宠物已经成为社会发达的一种标志。根据欧睿的数据，2016 年全球宠物市场规模达到 764 亿美元，同比增长 2.1%，近 5 年都保持低个位数增长。

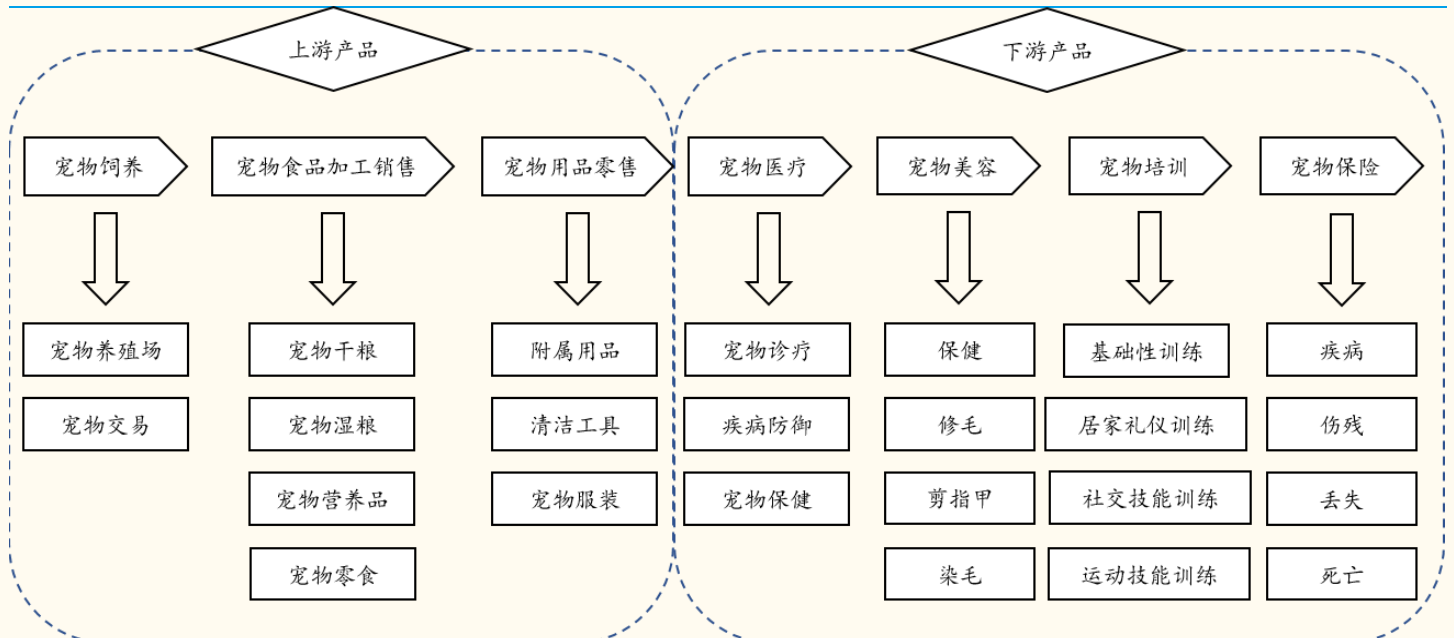
图表 8：全球宠物市场规模逐步提升（亿美元）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

经过多年的发展，发达国家的宠物行业形成了宠物饲养、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。整个产业运行系统化、规范化，宠物市场日趋完善。

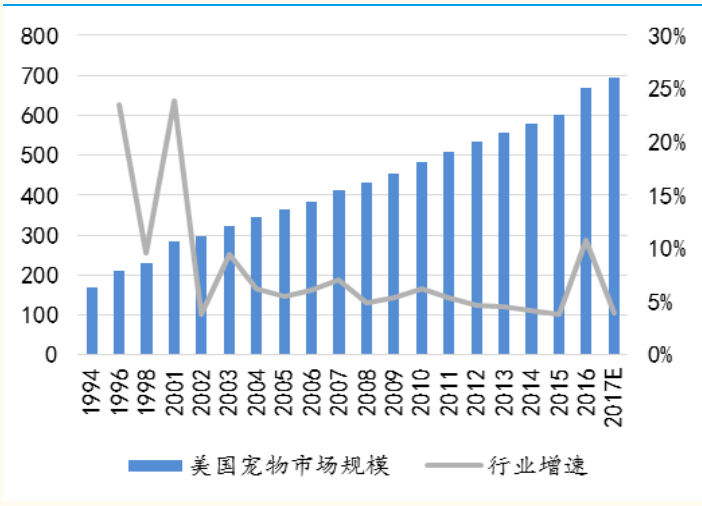
图表 9：宠物产业体系



来源：招股说明书，国金证券研究所

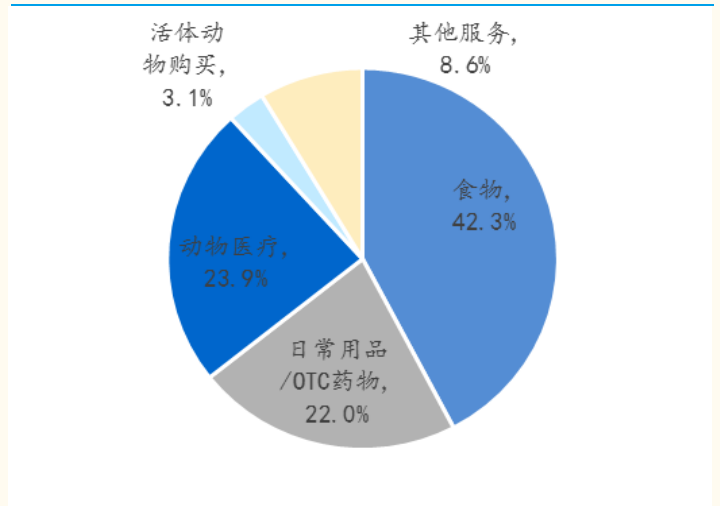
美国是全球最大的宠物饲养和消费国家，饲养宠物有着广泛的家庭基础，自 2004 年至今，饲养宠物的家庭比例始终保持在 60% 以上，2016 年 68% 的美国家庭，即大约 8,469 万户家庭，至少拥有一只宠物，饲养宠物已成为稳定的社会需求。

图表 10: 美国宠物行业市场规模稳步提升 (亿美元)



来源: APPA, 国金证券研究所

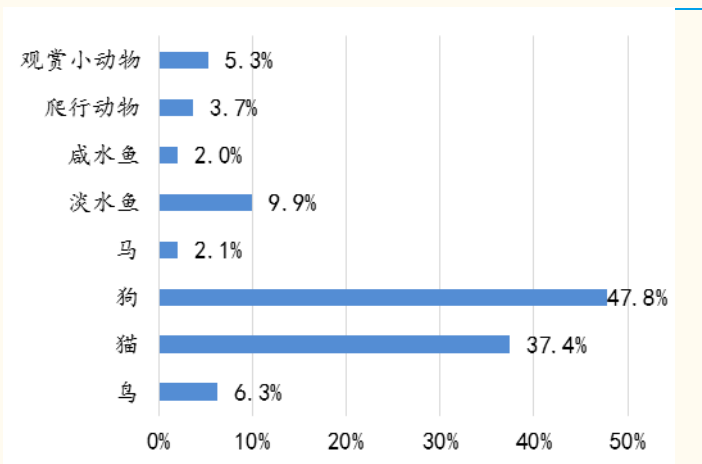
图表 11: 美国 2016 年食物销售占比超过四成



来源: APPA, 国金证券研究所

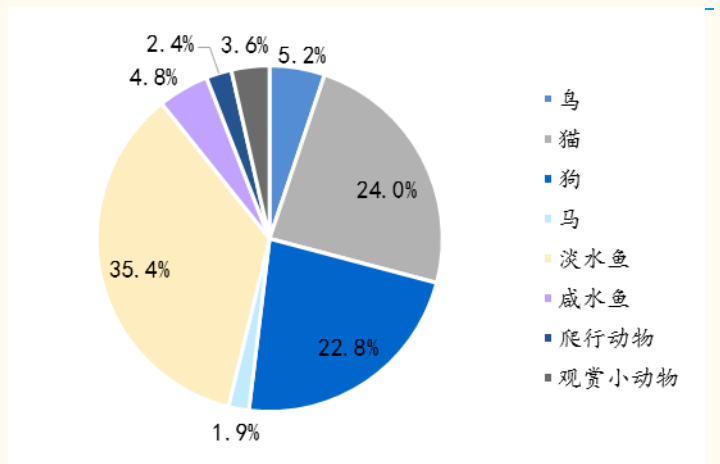
美国宠物行业市场在上世纪九十年代经历过快速发展期, 2004 年之后市场规模稳步增长, 增速基本维持在 4%-6%。2016 年行业增速再次超过 10%, 主要源于宠物食品需求的快速增长, 在 2016 年销售额中食物占比超过四成 (42.3%), 之后依次是动物医疗 (23.9%)、日常药品/OTC 药物 (22.0%)、其他服务 (8.6%)、活体动物购买 (3.1%)。

图表 12: 美国宠物的家庭渗透率猫狗最高



来源: APPA, 国金证券研究所

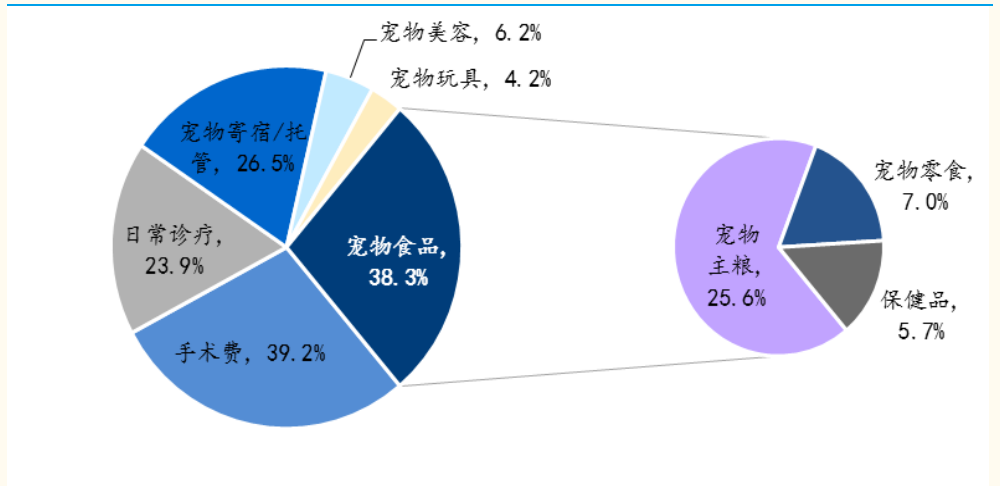
图表 13: 美国宠物数量中猫、狗占比近半数



来源: APPA, 国金证券研究所

在宠物猫狗的花费中, 医疗相关支出占比最大, 包括手术费 (39.2%) 和日常诊疗 (23.9%), 另一大支出就是宠物食品 (38.3%), 包括宠物主粮 (25.6%)、宠物零食 (7.0%) 和保健品 (5.7%)。

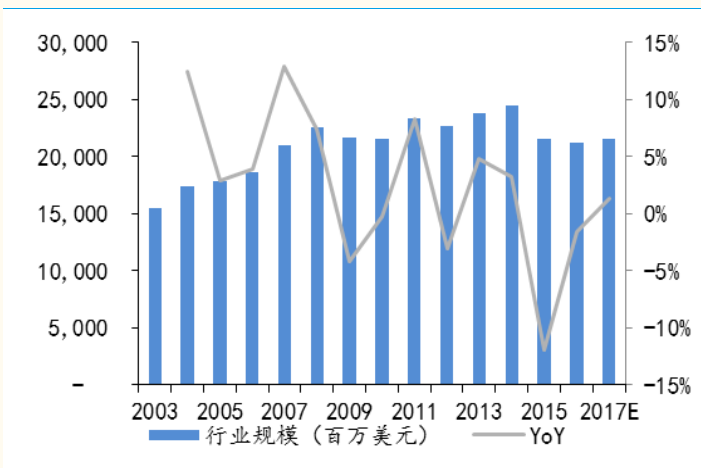
图表 14: 美国宠物猫狗花费占比: 医疗、食品占比大



来源: APPA, 国金证券研究所

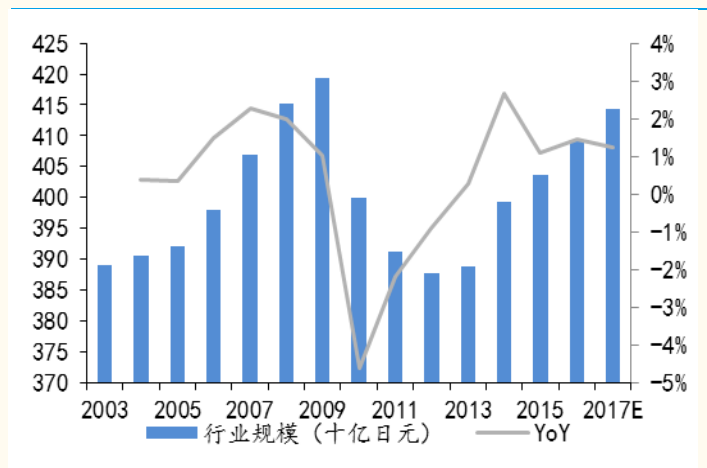
根据公司招股说明书显示, 2015 年全球宠物食品(干粮)产量达到 2,259 万吨, 相比 2014 年增长了 4%。在北美, 美国宠物食品市场份额已经达到 240 亿美元, 加拿大增长到 30 亿美元; 欧洲宠物食品市场全球排名第二, 2015 年上升到 200 亿美元, 巴西市场增长到 50 亿美元; 一些新兴的市场发展迅速, 比如南非市场达到 3 亿美元, 印度市场 2 亿美元。

图表 15: 西欧宠物食品行业规模(百万美元)



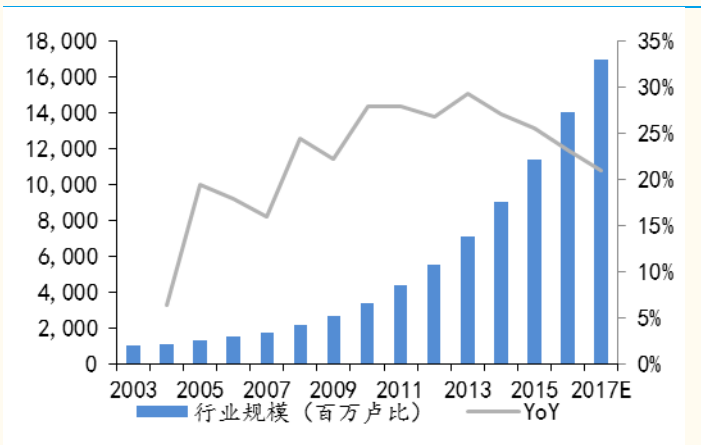
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 16: 日本宠物食品行业规模(十亿日元)



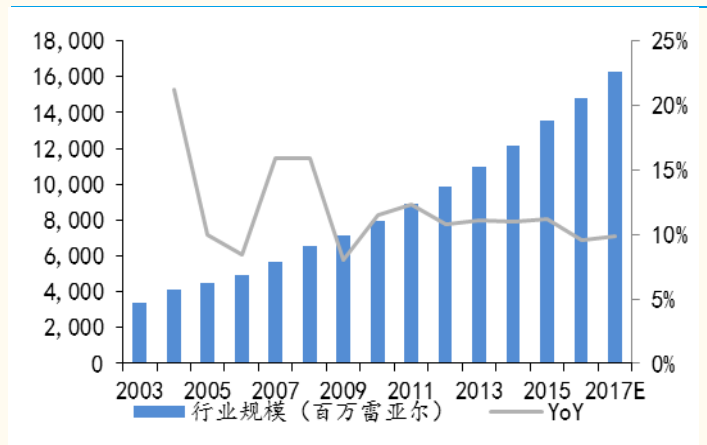
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 17: 印度宠物食品行业规模(百万卢比)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 18: 巴西宠物食品行业规模(百万雷亚尔)

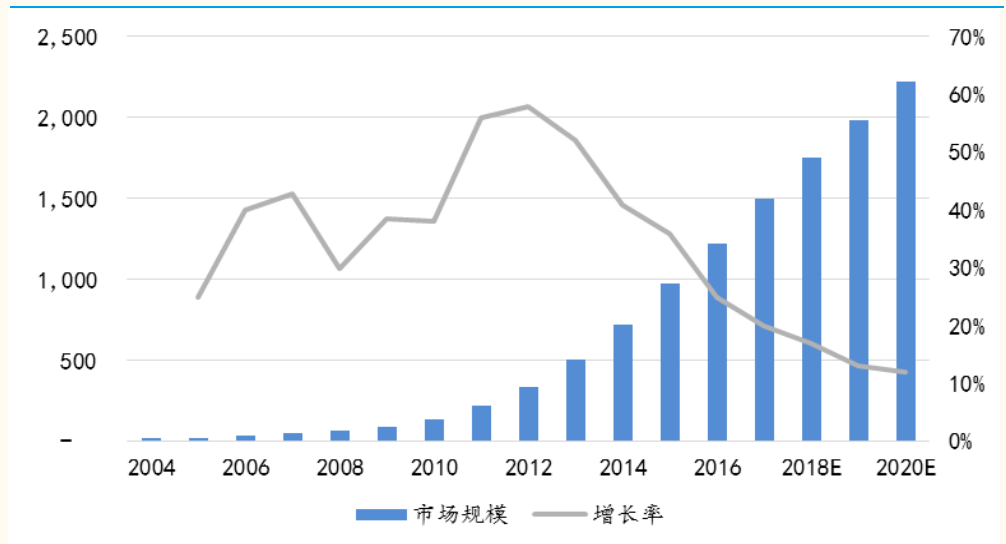


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

2.2 国内宠物行业作为新兴市场，潜力巨大

随着社会的发展，在物质生活极大丰富的同时，人们对于精神生活的追求也到了一定的高度。一方面，人们越来越注重培养生活情趣和追求个性化体验，另一方面，传统家庭结构的改变和工作压力的增大，使越来越多的人将感情投注于宠物身上，宠物行业由此逐渐发展起来。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，从整体宠物行业(包括宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物培训等)来看，近年的市场规模增速在年均 30%以上。2016 年国内宠物行业市场规模达到 1,220 亿元，同比+25%。

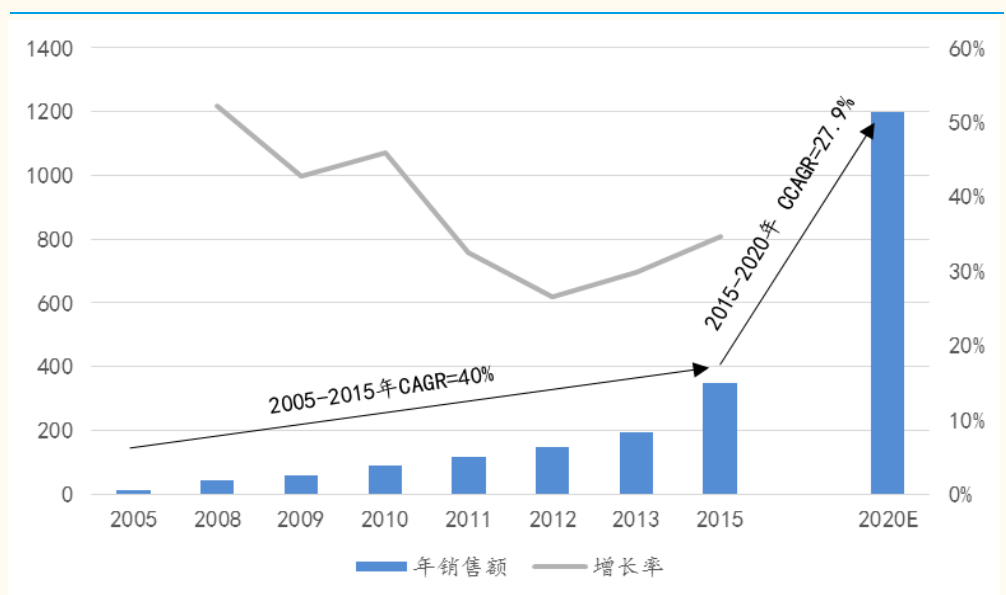
图表 19：中国宠物行业市场规模快速增长（亿元）



来源：2016 年度中国宠物行业白皮书，国金证券研究所

宠物食品未来增速可达 30%：近年来，宠物行业发展和居民饲养宠物数量快速增长，带动了宠物食品需求大幅增加。根据前瞻产业研究院的研究报告，2005-2015 的十年间，我国宠物食品市场规模复合增长率接近 40%，是全球增长最快的地区之一。截至 2015 年底，我国宠物食品市场规模达到 350 亿元，同比增长 41.2%，占当年整体宠物行业总体规模的 35.9%。预计未来几年内我国宠物食品市场规模仍将保持 30%左右的复合增速，到 2020 年规模或达 1,200 亿元，成为全球第三大宠物食品市场。

图表 20：中国宠物食品销售额保持高增长（亿元）

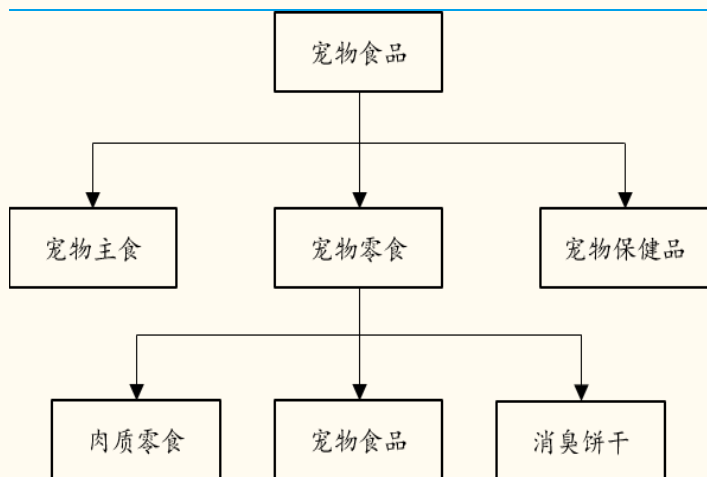


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

目前，我国市场上的宠物食品按照功能来划分，常见的有宠物主食、宠物零食、宠物保健品等；其中以主食为主，比重在五成以上，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上升，尤其是宠物零食上升速度较快。

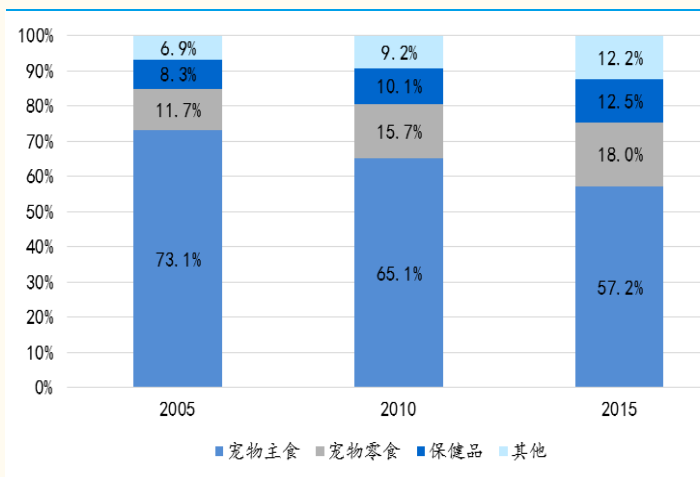
宠物零食品类逐渐崛起：近年来宠物食品的产品类型越来越多，不仅包括解决宠物温饱的主食，越来越多的供给宠物休闲、增加营养的零食产品被生产出来。从市场发展角度来看，宠物主食出现时间较长，市场接受度较高，而宠物零食市场近些年开始繁荣，消费者接受度逐步提高，宠物零食市场正逐渐发展成为较大规模的独立市场，相对宠物主食市场，宠物零食市场集中度较低，市场进入空间更大。

图表 21：宠物食品分类



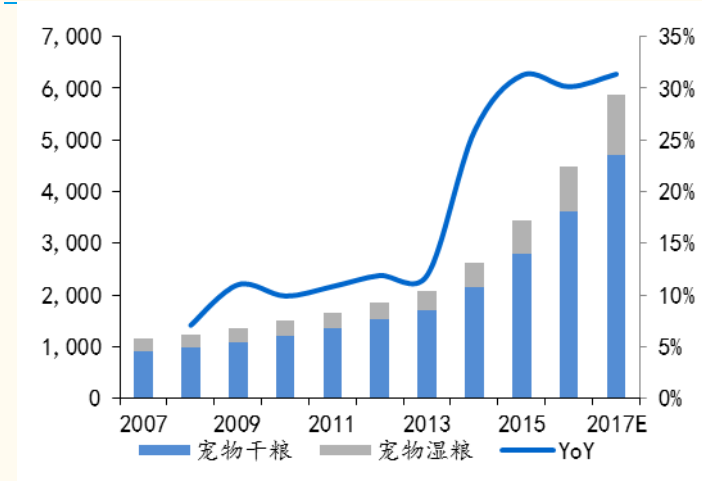
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 22：国内宠物主食为主，零食增长快



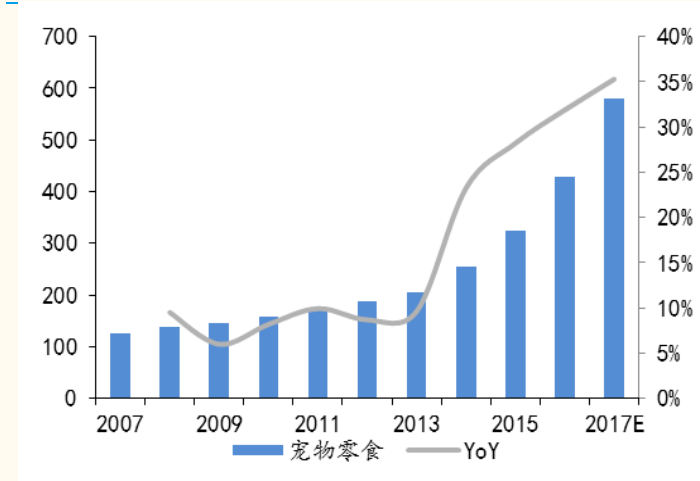
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 23：国内宠物主食规模（百万元）



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

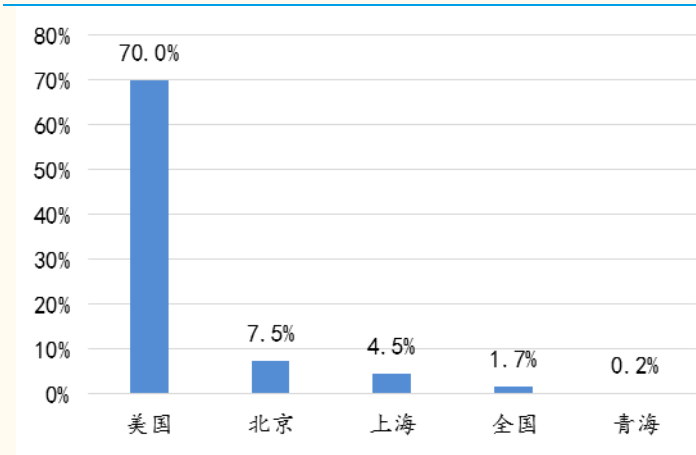
图表 24：国内宠物零食规模（百万元）



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

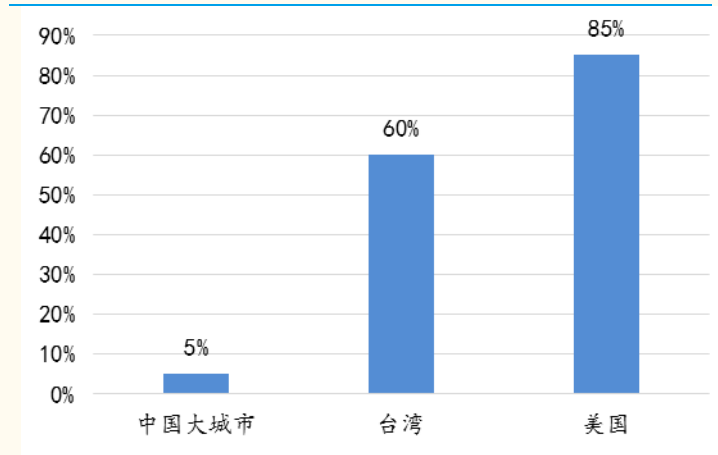
宠物数量增加和宠物消费的普及拉动行业增长：与国外相比，中国的宠物数量远未饱和，根据前瞻产业报告显示，美国有 4 亿只宠物，是美国人口的 1.3 倍；而国内从城市拥有犬只的家庭占比来看，北京为 7.5%、上海为 4.5%，全国仅为 1.7%，而美国 70% 的家庭拥有宠物。此外，宠物食品在中国还未广泛使用，城市居民养的猫和狗中不到 5% 是饲喂经加工的宠物食品，未来随着宠物主人为宠物消费的意识变强，使用宠物食品比例有望快速增长。

图表 25：中国拥有宠物家庭数占比还有较大提升空间



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

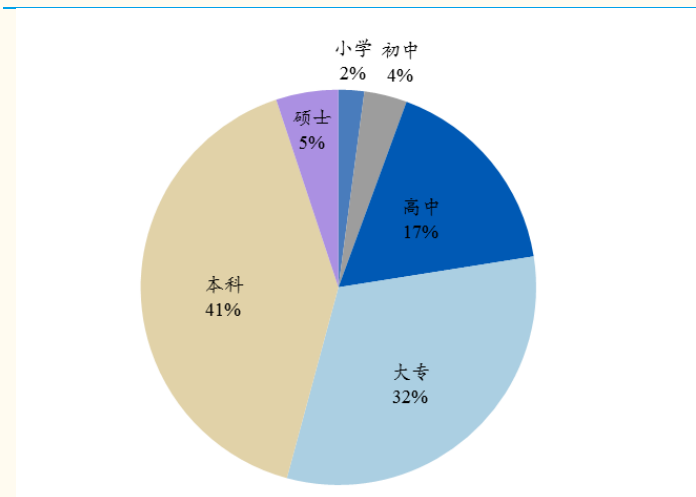
图表 26：国内宠物食品使用比例低



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

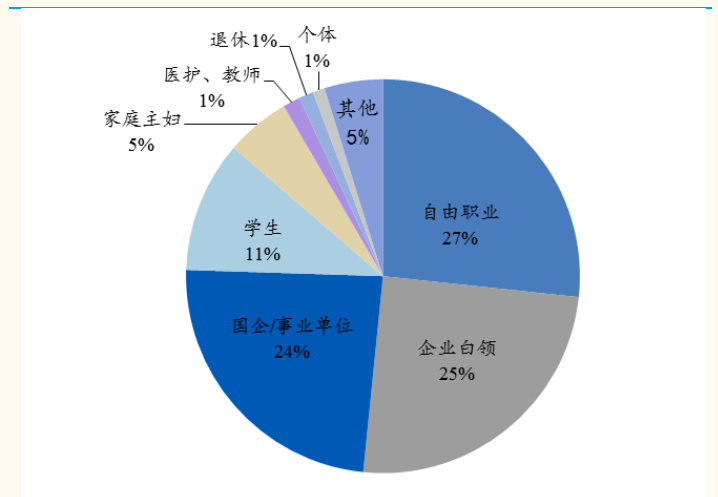
随着社会发展水平的提高、城市化进程和生活节奏的加快、老龄化及家庭结构的变化如丁克家庭、空巢家庭的增多、国民教育水平的提升，宠物的角色变得越来越重要，人们把宠物作为生活伴侣的需求增强，促进宠物消费升级和宠物食品行业快速发展。

图表 27：国内宠物主人学历多为大专及以上



来源：狗民网，国金证券研究所

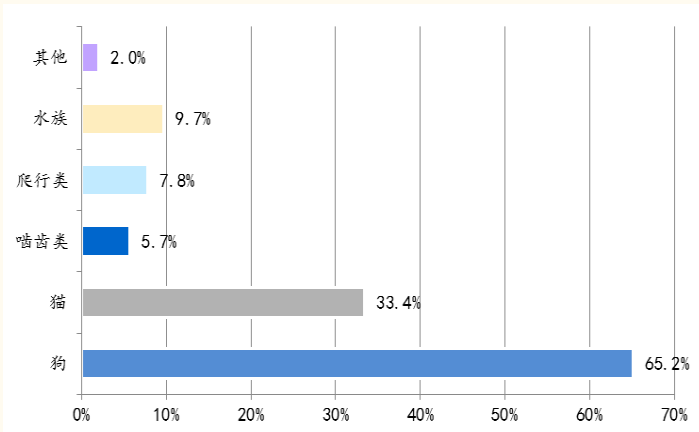
图表 28：国内宠物主人以自由职业者、企业白领及事业单位雇员居多



来源：狗民网，国金证券研究所

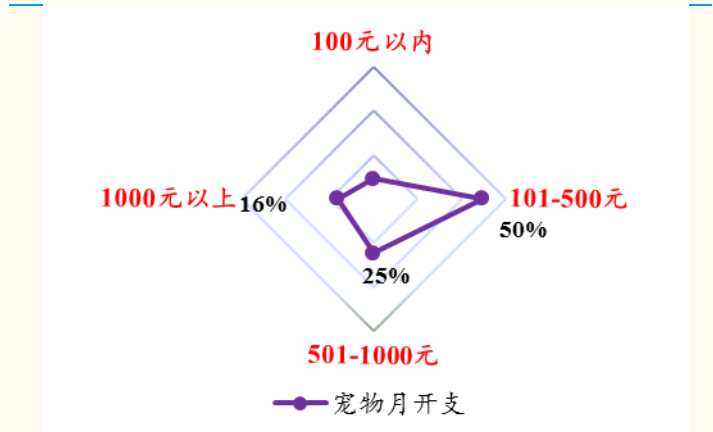
宠物月消费额有提升的空间：与美国一样，国内城市人群宠物喜好榜上宠物狗与宠物猫毫无疑问地占据前两位。根据狗民网于 2015 年 11 月发布的调查报告，养宠人士每月在宠物身上消费金额在 101-500 元区间的占 50%，消费 501-1,000 元的占 25%，高于 1,000 元的占 16%，低于 100 元的仅占 9%。宠物消费支出已逐步成为饲养宠物家庭的正常消费支出的一部分，人们在宠物身上消费的意愿日渐提高，对宠物产品价格的敏感度逐渐降低，而对产品质量的要求逐步提升。

图表 29: 国内宠物品类主人人数占比 (部分不止养一种)



来源: 狗民网, 国金证券研究所

图表 30: 国内宠物月消费额集中于 101-500 元



来源: 狗民网, 国金证券研究所

国内宠物食品行业逐步规范化: 近几年, 随着宠物食品行业的快速发展, 国家也相继出台相关政策来规范行业的发展, 为行业的良性、规范化、可持续发展提供政策支持。

图表 31: 国内宠物行业相关法律法规

法律法规名称	颁布单位	实施/修订时间
《宠物饲料(宠物食品)标签》(征求意见稿)	全国饲料工业标准化技术委员会	2015年7月
《宠物饲料(宠物食品)卫生标准》(征求意见稿)	全国饲料工业标准化技术委员会	2015年7月
《中华人民共和国动物防疫法(2015年修正)》	全国人民代表大会	2015年4月
《中华人民共和国国家标准: 全价宠物食品犬粮(GB/T 31216-2014)》	国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会	2015年3月
《中华人民共和国国家标准: 全价宠物食品猫粮(GB/T 31217-2014)》	国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会	2015年3月
《饲料原料目录》	农业部	2014年1月
《进出口饲料和饲料添加剂检验检疫监督管理办法》	国家质量监督检验检疫总局	2009年9月
《中华人民共和国动物保护法》	全国人民代表大会	2009年9月
《中华人民共和国国家标准: 宠物食品 狗咬胶(GB/T 23185-2008)》	国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会	2009年5月

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2.3 国内主要企业比较

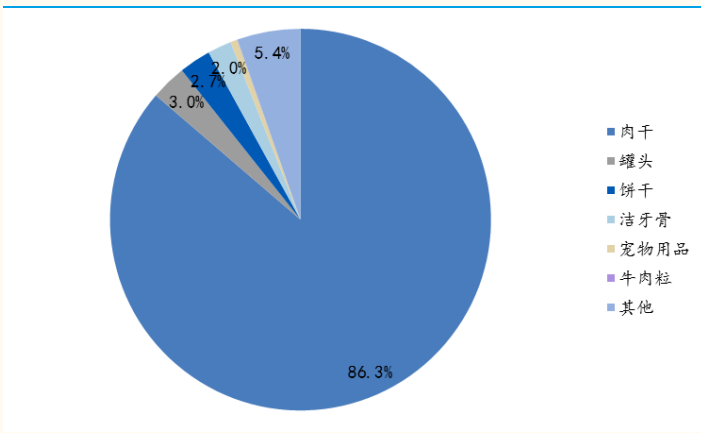
产品差别: 目前佩蒂股份的主要竞争对手是中宠股份与路斯股份。与同行业相比, 佩蒂股份更聚焦于宠物零食的细分市场, 主要产品咬胶类占比突出。

图表 32: 国内主要企业产品比较

公司	主要产品
佩蒂股份	主要产品包括畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可食用玩具、烘焙饼干等。
中宠股份	产品涵盖零食和主粮两大类, 其中, 主粮包括湿粮(罐头)和干粮两类产品。包括 11 个大系列产品, 共 1,000 余个品种。
路斯股份	产品主要包括肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨饲料等大类。

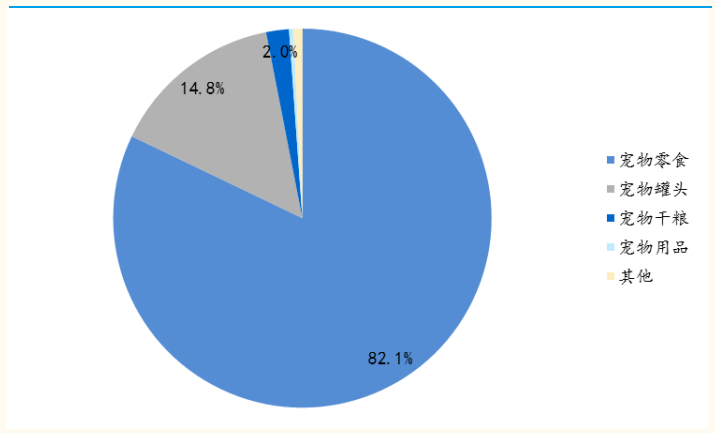
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 33: 路斯股份产品结构



来源: Wind, 国金证券研究所

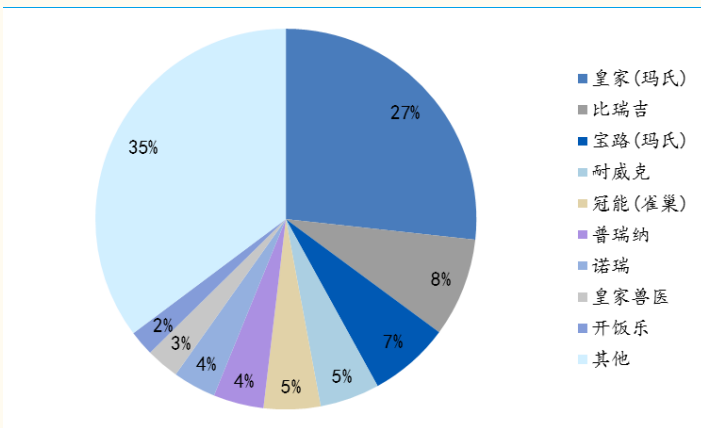
图表 34: 中宠股份产品结构



来源: Wind, 国金证券研究所

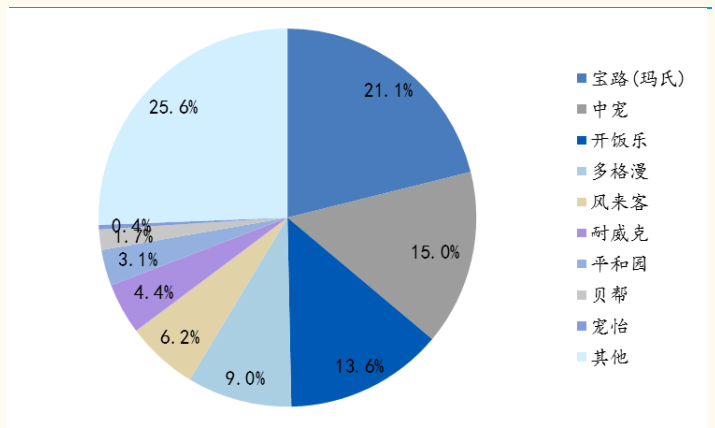
渠道差别: 宠物主粮由于产量大、工艺流程相似度高、出现时间较长, 经过多年的经营积累和市场优胜劣汰, 产品的市场集中度比较高, 市场份额主要被大的国际品牌商所占据。我国宠物食品企业大多不具备品牌优势, 处于弱势地位。**宠物零食**是近些年兴起的宠物食品, 产品种类繁多, 生产和销售具有小批量多批次的特点, 国内企业生产该类产品在出口贸易中具有明显的成本优势, 多以代加工出口为主。

图表 35: 国内宠物干粮食品份额占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 36: 国内宠物零食份额占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- **佩蒂**以 ODM 出口为主、自主品牌销售为辅, 目前主要出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区, 国外销售占比超 96%, 客户以宠物产品品牌商、零售超市、宠物专卖店为主; 而在国内市场, 产品销售主要通过宠物实体店、电商平台开展, 销售自主品牌产品及经授权的外国品牌产品。
- **路斯**也以出口销售为主, 国外销售占比超 85%, 主要采取 OEM 生产模式, 客户主要为拥有品牌的宠物食品经销商为主; 而国内销售主要为公司自有路斯品牌产品。
- **中宠**境外销售业务占比>85%, 公司主要是按照客户订单生产 OEM 产品, 自主品牌销量较小。

图表 37: 行业内公司前五大客户占比

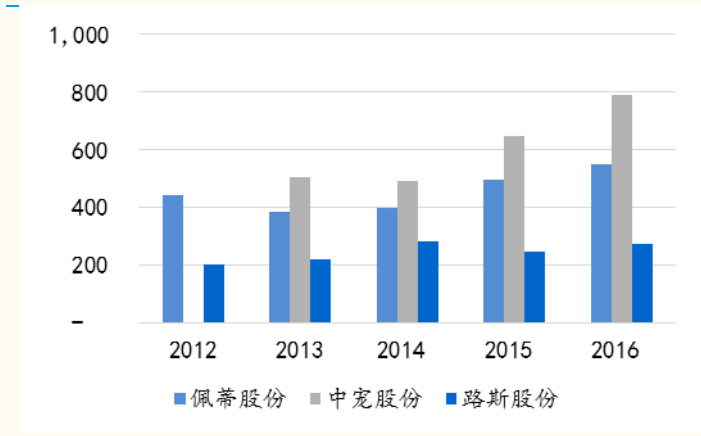
佩蒂股份		中宠股份		路斯股份	
Spectrum (品谱)	37.1%	Spectrum (品谱)	19.9%	丹尼斯(俄罗斯)	10.2%
Petmatrix	35.4%	GlobalinxPet	18.1%	飞达(德国)	9.9%
沃尔玛	15.7%	Armitages	7.9%	福润斯(德国)	6.8%
PetSmart (宠灵)	2.3%	Fressnapf	3.6%	陆凯(捷克)	5.3%

Pet At Home	1.8%	欧雅玛	3.4%	皮特(芬兰)	5.2%
合计	92.2%	合计	52.8%	合计	37.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

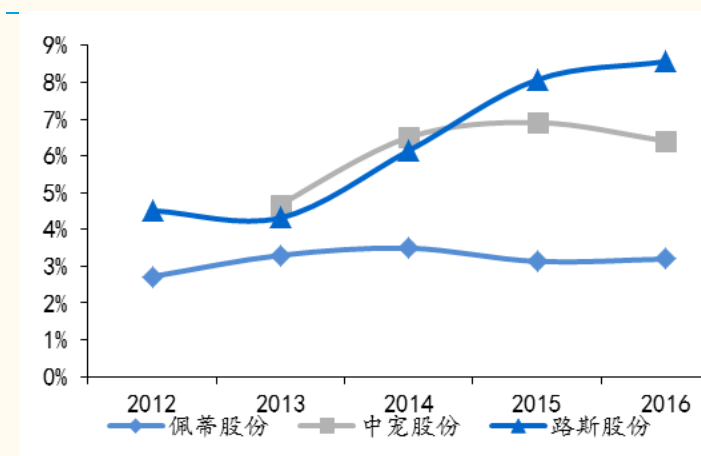
盈利比较：三家公司中，佩蒂的收入规模处于中等水平，但由于并未大力开发自有品牌，销售费用控制得当，近年来利润率从2014年的7%增长到2016年的14.6%，明显领先与竞争对手。

图表 38：收入中宠领先，佩蒂稳定（人民币百万）



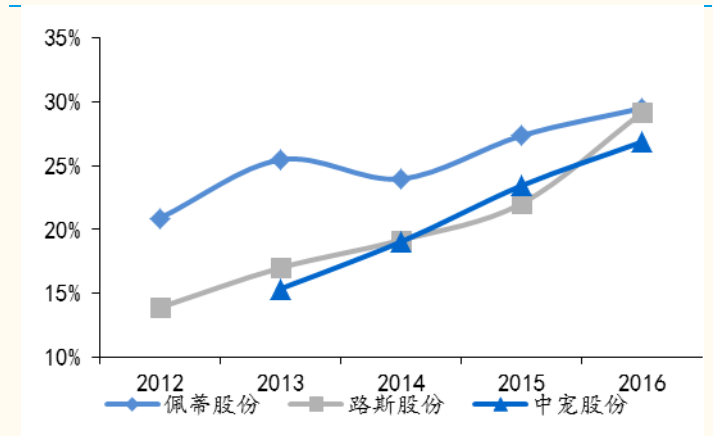
来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：贴牌生产销售费用率低



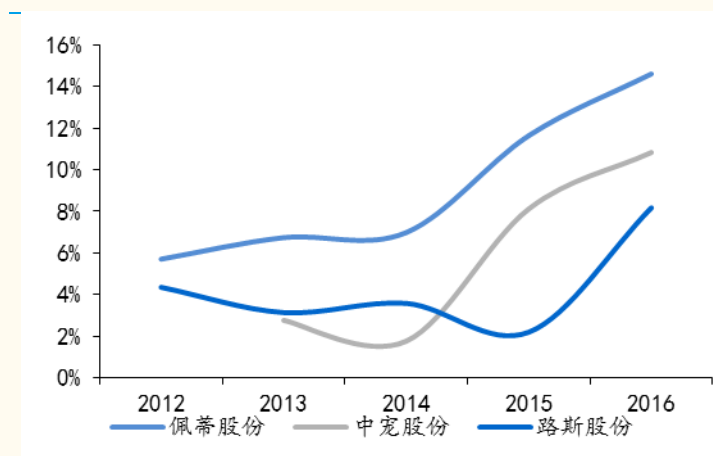
来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：佩蒂毛利率较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：佩蒂净利率最高



来源：Wind，国金证券研究所

三、畜皮咬胶产品为主、植物咬胶产品成为新的增长点

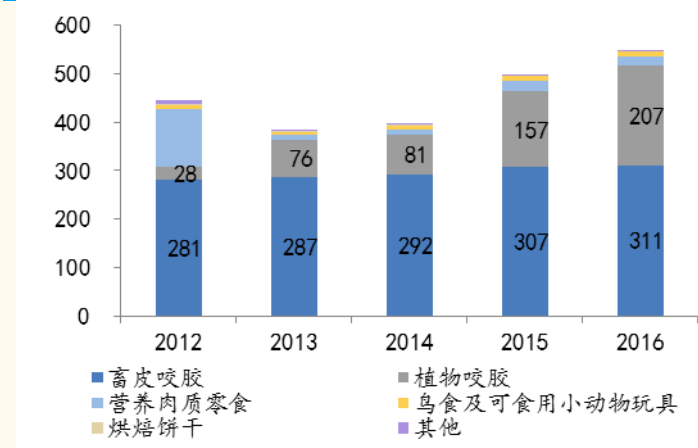
3.1 公司主营集中、外销占比较高

佩蒂主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可使用小动物玩具、烘焙饼干等系列产品。

■ 销量激增助推植物咬胶营收高速增长

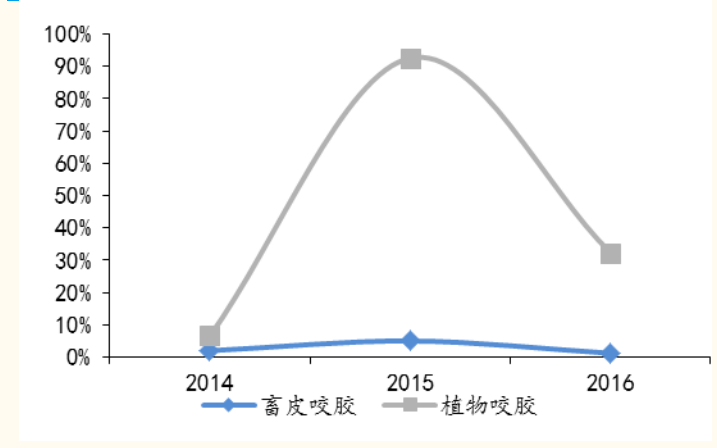
公司 2016 年录得收入 5.51 亿元，同比增长 10.7%，其中畜皮咬胶和植物咬胶占比约 94%。（咬胶属于宠物零食，区别于宠物主食。以狗咬胶为例，产品中富含蛋白质、脂肪、钙和水分等成分，是为犬专门设计清洁口腔的咀嚼物。）

图表 42：咬胶收入占比约 94%



来源：Wind, 国金证券研究所

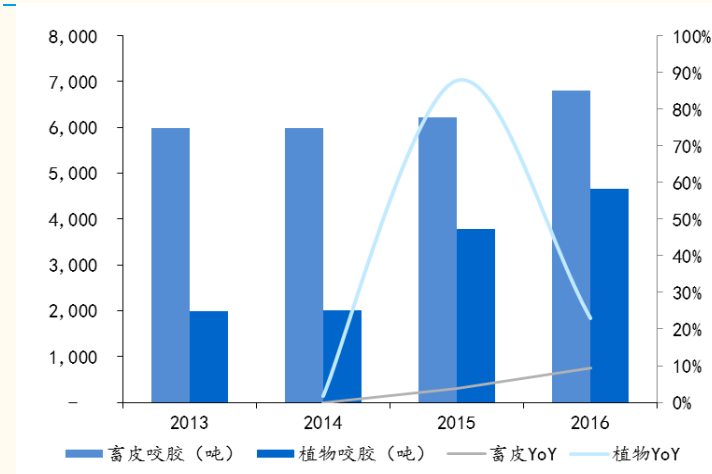
图表 43：植物咬胶收入增速快



来源：Wind, 国金证券研究所

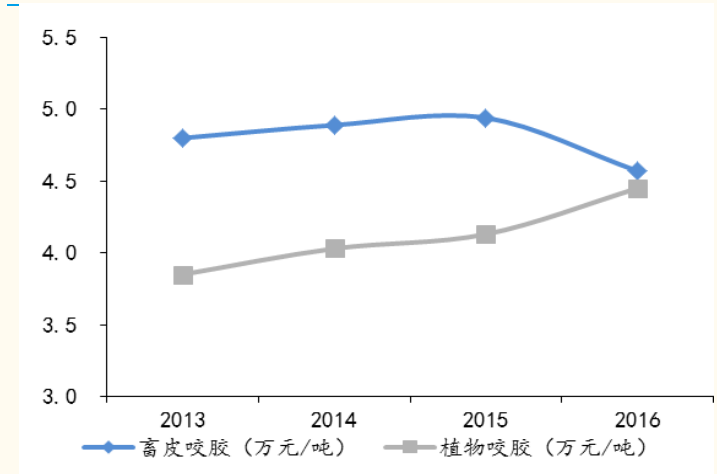
公司 2015-2016 年收入录得较快增长，主要得益于（1）人民币贬值，公司出口产品竞争力增强；（2）植物咬胶产品销量的提升；（3）子公司越南植物咬胶生产线全面达产，解决了产能瓶颈。

图表 44：产品咬胶销量及增速（吨）



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 45：产品单价基本稳定（万元/吨）



来源：公司公告, 国金证券研究所

■ 公司以出口为主，内销增长迅速

公司以出口为主，近些年公司对国内市场也进行了积极布局，在国内市场公司产品销售通过宠物实体店、电商平台开展，销售自主品牌产品及经授权的外国品牌产品。佩蒂已与天猫、京东、1 号店、亚马逊等电商签订合作协议，设立直营网络店面。同时在努力扩大 ODM 产品市占率的同时，公司亦非常重视自主品牌的开拓，目前公司自主品牌产品已经在加拿大沃尔玛等超市销售，自有品牌主要包括“PEIDI”、“MEATWAY”等。

图表 46: 公司主要客户 ODM 品牌

客户	ODM 品牌	销售地
Spectrum (品谱)	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMatrix	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
Walmart	Exerhide、HolidayTime	美国
PetSmart	Dentley's	美国
Pets At Home	Pets At Home	英国
Armitages Pet Products	GoodBoy	英国

来源: 公司公告, 国金证券研究所

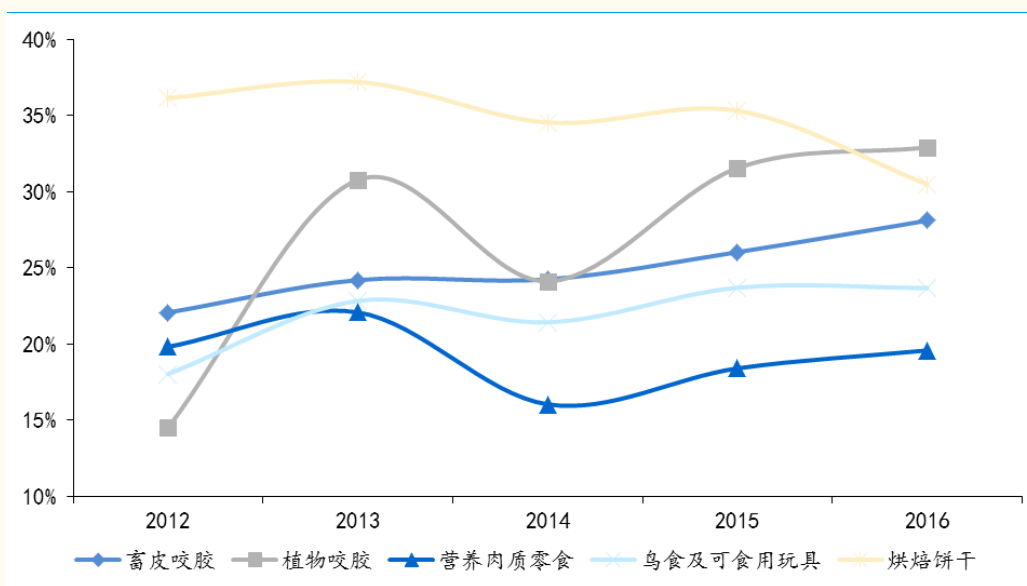
3.2 毛利率持续增长、高于同业均值

公司毛利率从 2012 年的 20.9% 上升至 2016 年 29.5%。毛利率增长主要得益于人民币贬值影响、原材料价格下降、以及毛利率较高的植物咬胶收入比重升高影响。

■ 植物咬胶毛利率增长迅速

公司毛利率略高于同行 (2016 年佩蒂毛利率高出中宠 2.6ppt), 主要原因是公司产品主要外销海外, 产品品质要求更高、技术含量及产品附加值也相应较高。从各产品毛利率分析来看, 公司植物咬胶产品毛利率提升更快, 从 2012 年 14.5% 提升至 2016 年 32.9%。随着植物咬胶产品收入比重逐渐增大, 推动了综合毛利率快速提升。

图表 47: 公司各产品毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

植物咬胶毛利率提升的主要原因在于: (1) 植物咬胶由于其原料以植物淀粉为主, 相对材料价格稳定、成本较畜皮咬胶更低, 且随着产销量增大规模效应显现, 进一步降低单位成本; (2) 销售单价上, 随着植物咬胶日渐受欢迎, 与畜皮咬胶单价逐渐趋同, 约为 4.5 万元/吨; (3) 加之人民币贬值影响, 植物咬胶毛利率实现快速提升。

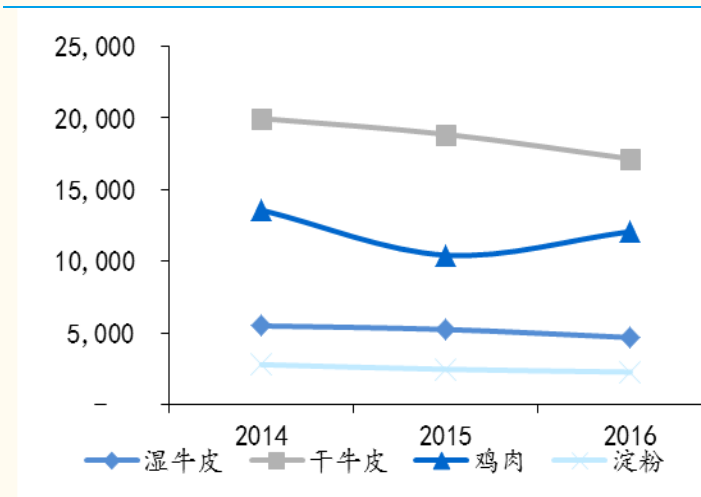
■ 成本稳中有降助力毛利率提升

公司主要产品原材料为生牛皮、鸡肉、淀粉等, 过去两年公司采购成本比较稳定。公司通过“一带一路”向乌兹别克斯坦供应商采购畜皮咬胶半成品, 其生牛皮资源丰富, 较好的降低了生产成本, 同时公司在越南投资的好嚼有限公司已成为公司重要生产基地, 为公司进一步扩大生产降低成本打好基础。

■ 人民币贬值提升产品单价

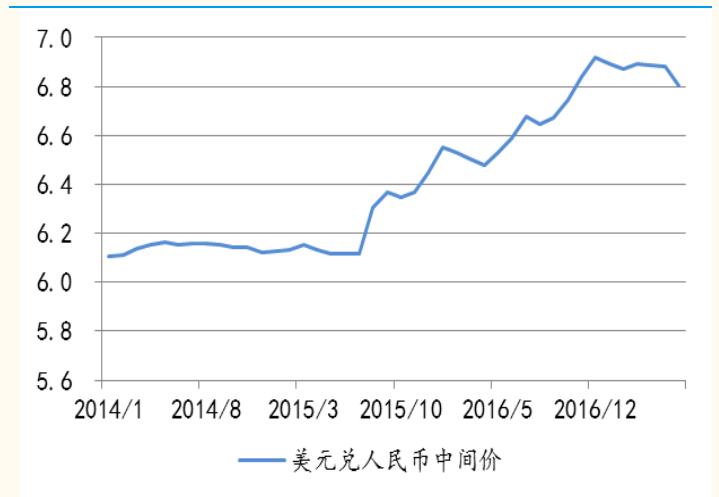
2015年-2016年，人民币兑美元呈现贬值趋势，这给以出口外销为主的本公司，带来了相应的汇兑收益，同时提升了单位产品人民币价格，使公司毛利率得到提升。

图表 48：公司采购成本稳中有降（元/吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 49：15-16 年人民币持续贬值

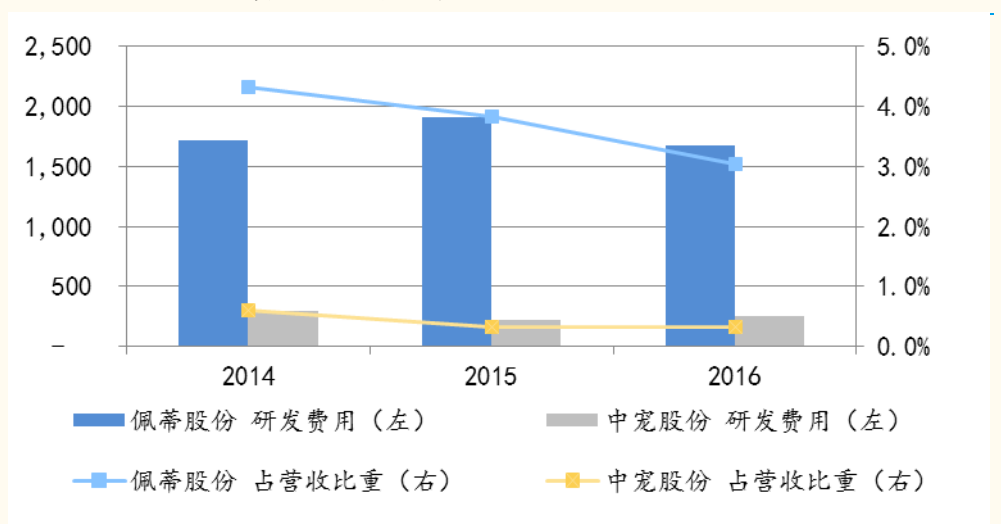


来源：Wind, 国金证券研究所

3.3 重视研发推动产品创新

公司一直高度重视产品与应用的研究工作，截至 2016 年，公司共有研发人员 107 人，占总人数的 5.94%。本次募投项目中，公司拟投入 3,964 万元，进行研发中心升级改造，引进高级技术人员，不断提升公司技术研发能力。除了自主研发外，公司积极与外部高校等科研机构合作，形成了以企业为主体、以科研院所为依托的技术创新机制。

图表 50：公司研发费用占比高于同业公司（万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

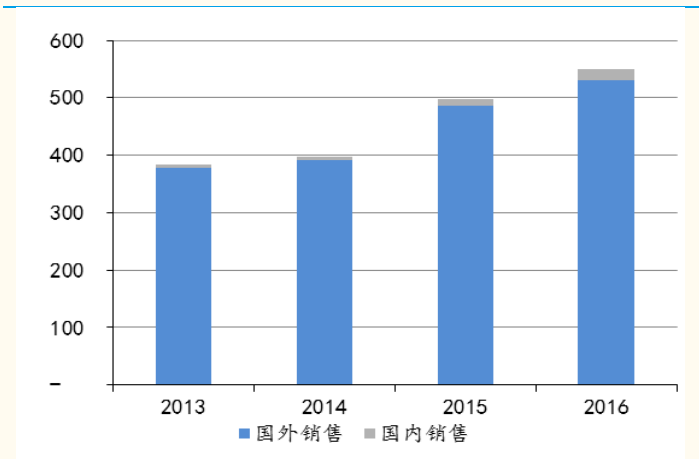
四、以出口 ODM 为主，内销市场增长迅速

公司目前主要销售市场集中在海外美国、欧盟、加拿大等国家和地区，以出口为主，辅以国内销售，外销产品收入占公司总收入 96%以上。公司客户主要为产品品牌商、零售超市、宠物产品专卖店等。

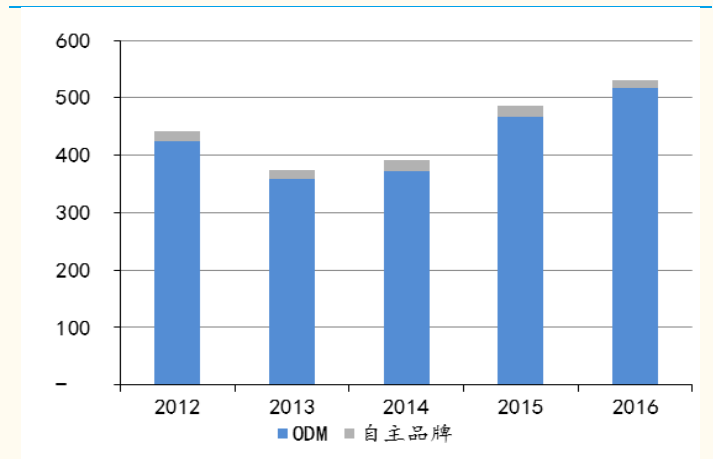
4.1 外销产品以 ODM 为主，辅以少量自主品牌销售

欧美发达国家和地区宠物食品市场发展较为成熟，一些大型品牌商已树立了牢固的品牌形象，因此在海外市场，公司产品出口以 ODM 为主，辅以部分自主品牌销售。在努力扩大 ODM 产品市场率的同时，公司亦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。

图表 51：产品多销售国外



图表 52：外销产品以 ODM 为主



来源：招股说明书，国金证券研究所

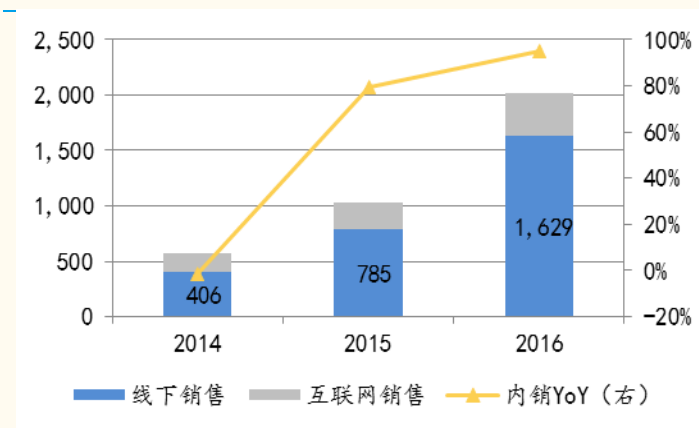
来源：招股说明书，国金证券研究所

公司客户主要为知名宠物产品品牌商，产品直接销售给品牌商，再由品牌商通过零售超市、宠物产品专卖店等渠道向终端消费者出售。另外，公司与沃尔玛等大型零售超市、宠物专卖店等建立了良好合作关系。

4.2 内销市场增长迅速、以线下销售为主

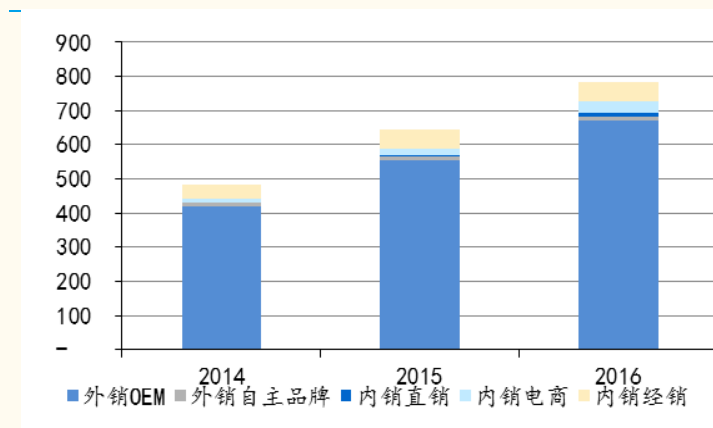
佩蒂国内市场公司销售主要通过宠物实体店、电商平台开展，销售自主产品及经授权的外国品牌产品。公司已经与天猫、京东、1 号店、亚马逊等电商签订合作协议，设立直营网络店面。

图表 53：佩蒂内销市场增长迅速，以线下为主 (万元)



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 54：中宠股份内销上升迅速



来源：招股说明书，国金证券研究所

对比以 OEM 模式为主的中宠股份，国外市场部分，其外销收入占营收比重 87%左右，低于佩蒂 96%的外销占比；国内市场部分，中宠股份经销模式占比较高，电商模式发展迅速，2016 年电商平台占内销收入比重上升至 35.7%，远高于佩蒂股份电商渠道占比。

五、募投项目扩大产能、重视营销

公司本次公开发行人 2,000 万股 A 股，发行价格为 22.34 元/股，募集资金将用于“年产 3,000 吨畜皮咬胶生产线技改项目”、“年产 2,500 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”：

图表 55：募投项目概况（万元）

项目名称	总投资	拟以募集资金投入金额	项目建设期
年产 3,000 吨畜皮咬胶生产线技改项目	13,078	13,078	18 个月
年产 2,500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目	10,164	10,164	18 个月
研发中心升级改造项目	3,964	3,964	12 个月
营销与服务网络建设项目	4,617	4,617	24 个月
补充流动资金项目	8,000	8,000	
合计	39,824	39,824	

来源：招股说明书，国金证券研究所

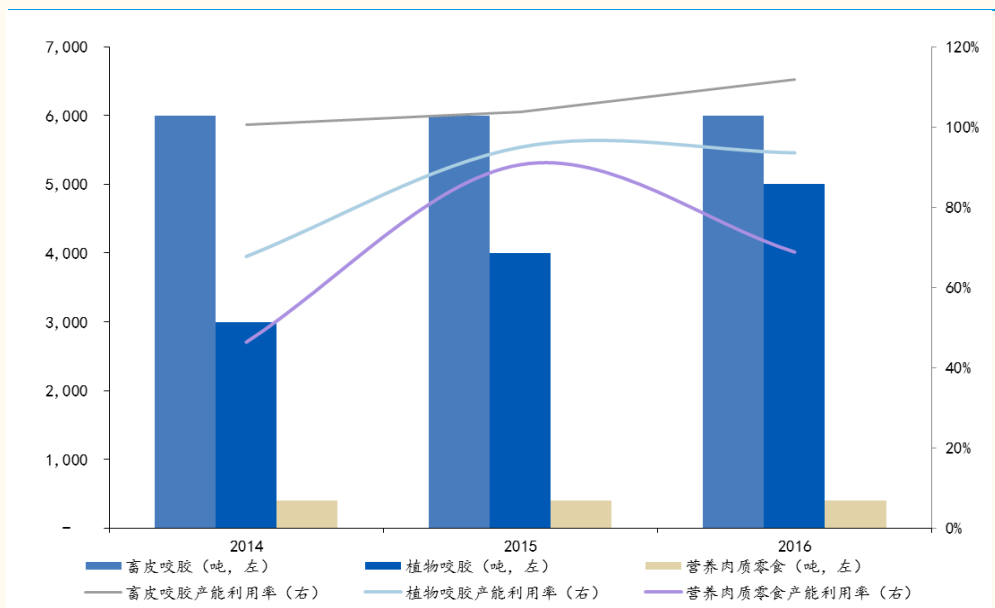
■ 扩大畜皮咬胶产能，提升生产效率

项目建成后，公司畜皮咬胶产能将新增 3,000 吨，显著缓解公司产能瓶颈，降低单位生产成本，提高生产效率与产品交付能力，提升公司供货及议价能力，巩固公司行业地位。通过实现畜皮咬胶自动化流水线生产，公司能够提升定制化能力及品质、扩大销售规模和市占率，推动公司持续发展。

■ 提升植物咬胶、营养肉质零食产能，改善产品结构

通过生产基地的升级改造，提升自动化水平，积极响应市场需求的变化，将植物咬胶和营养肉质零食发展为公司主要利润来源之一。项目达产后，植物咬胶产能由原来 5,000 吨/年，提升至 7,500 吨/年；营养肉质零食产能由 400 吨/年提升至 900 吨/年。

图表 56：目前产能及利用率（吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 研发中心改造升级、重视营销服务网络建设

公司将建立功能更加明确、范围覆盖整个宠物食品行业产业链的研发中心，改善研发环境、引进高级技术人员，形成公司的竞争优势，为公司长期发展奠基。

在营销网络建设方面，公司将主要进行宠物食品营销体验旗舰店和内销仓库场地的建设，以及公司信息化、电商化建设。公司将抓住国内市场发展的巨大机遇，不断扩大外销市场的同时，提升国内市场影响力，创造新的利润增长点，实现国际、国内市场协调发展。

六、盈利预测

我们假设 2017/2018 畜皮咬胶年分别新增产能 1,000 吨/2,000 吨，植物咬胶分别新增产能 1,000 吨/1,500 吨，营养肉质零食新增产能 200 吨/300 吨，2017-2019 年新增产能利用率分别为 20%/50%/70%。

图表 57：销售量预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售量 (吨)							
- 畜皮咬胶	5,976	5,976	6,210	6,796	6,996	8,296	8,896
YoY		0.0%	3.9%	9.4%	2.9%	18.6%	7.2%
- 植物咬胶	1,984	2,018	3,791	4,661	4,861	5,911	6,411
YoY		1.7%	87.8%	22.9%	4.3%	21.6%	8.5%
- 营养肉质零食	187	185	359	273	313	523	623
YoY		-1.2%	94.5%	-24.0%	14.6%	67.1%	19.1%
产能 (吨)							
- 畜皮咬胶		6,000	6,000	6,000	7,000	9,000	9,000
+/-		-	-	-	1,000	2,000	-
- 植物咬胶		3,000	4,000	5,000	6,000	7,500	7,500
+/-			1,000	1,000	1,000	1,500	
- 营养肉质零食		400	400	400	600	900	900
+/-			0	0	200	300	
产能利用率 (产销率 100%)							
- 畜皮咬胶		99.6%	103.5%	113.3%			
新增产能利用率					20%	50%	70%
- 植物咬胶		67.3%	94.8%	93.2%			
新增产能利用率					20%	50%	70%
- 营养肉质零食		46.2%	89.8%	68.3%			
新增产能利用率					20%	50%	70%

来源：招股说明书，国金证券研究所

我们预计 2017-2019 年收入分别为 5.87 亿元/7.29 亿元/8.04 亿元，分别同比 +6.6%/24.2%/10.2%，净利润分别为 8,761 万元/1.14 亿元/1.29 亿元，对应 EPS 为 1.095 元/1.424 元/1.609 元。公司股票发行价格 22.34 元/股，对应 17/18 年 PE 分别为 20X/16X。考虑到宠物食品行业更大的成长空间，我们给予公司对应 18 年 PE 30X 的估值水平，目标价格 42.7 元。

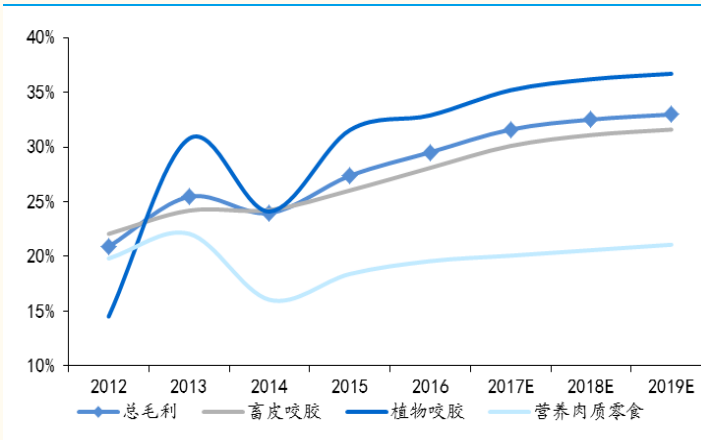
图表 58：单价走势预测 (万元/吨)

单价 (万元/吨)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
- 畜皮咬胶	4.8	4.89	4.94	4.57	4.57	4.62	4.71
YoY		1.9%	1.0%	-7.5%	0%	1%	2%
- 植物咬胶	3.9	4.03	4.13	4.45	4.76	5.00	5.10
YoY		4.7%	2.5%	7.7%	7%	5%	2%
- 营养肉质零食	5.85	6.16	6.31	6.49	6.62	6.69	6.69

单价 (万元/吨)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
YoY		5.3%	2.4%	2.9%	2%	1%	0%

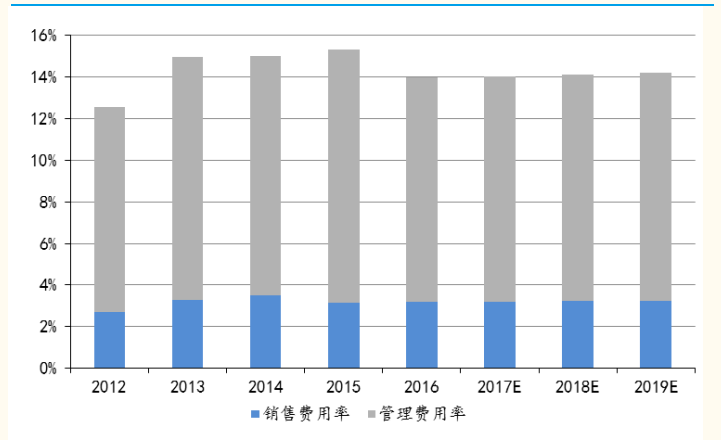
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 59：毛利率预测



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 60：销售费用率基本稳定



来源：招股说明书，国金证券研究所

风险提示

销售不达预期//汇率大幅波动等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	397	497	551	587	729	804	货币资金	71	80	187	133	158	263
增长率		25.2%	10.7%	6.6%	24.2%	10.2%	应收账款	63	80	121	125	155	171
主营业务成本	-302	-361	-388	-402	-492	-539	存货	46	48	56	61	74	81
%销售收入	76.0%	72.6%	70.5%	68.4%	67.5%	67.0%	其他流动资产	13	77	8	10	11	12
毛利	95	136	163	186	237	265	流动资产	193	285	372	328	399	527
%销售收入	24.0%	27.4%	29.5%	31.6%	32.5%	33.0%	%总资产	50.6%	59.9%	66.6%	51.8%	51.0%	56.7%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-6	-6	长期投资	0	19	16	16	16	16
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	148	136	128	238	306	317
营业费用	-14	-16	-18	-19	-23	-26	%总资产	38.9%	28.6%	22.9%	37.5%	39.1%	34.1%
%销售收入	3.5%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	无形资产	38	35	40	49	58	67
管理费用	-46	-61	-59	-63	-79	-88	非流动资产	188	191	186	306	383	403
%销售收入	11.5%	12.2%	10.8%	10.8%	10.9%	11.0%	%总资产	49.4%	40.1%	33.4%	48.2%	49.0%	43.3%
息税前利润 (EBIT)	33	57	81	99	128	144	资产总计	381	476	559	634	783	930
%销售收入	8.4%	11.4%	14.8%	16.8%	17.6%	17.9%	短期借款	46	20	20	0	0	0
财务费用	-2	11	9	3	3	4	应付款项	47	100	129	133	163	178
%销售收入	0.6%	-2.2%	-1.6%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	12	17	16	20	25	27
资产减值损失	0	-1	-2	-1	0	0	流动负债	105	136	165	153	187	205
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	负债	105	136	165	153	187	206
营业利润	31	67	88	100	131	149	普通股股东权益	273	337	390	478	592	720
营业利润率	7.9%	13.4%	15.9%	17.1%	18.0%	18.5%	少数股东权益	3	3	3	3	4	4
营业外收支	1	1	3	3	3	3	负债股东权益合计	381	476	559	634	783	930
税前利润	33	68	91	103	134	152	比率分析						
利润率	8.2%	13.7%	16.5%	17.6%	18.4%	18.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-5	-10	-10	-15	-20	-23	每股指标						
所得税率	15.1%	14.7%	11.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.485	0.970	1.339	1.095	1.424	1.609
净利润	28	58	80	88	114	129	每股净资产	4.705	5.615	6.501	7.961	9.860	12.005
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.144	1.854	1.286	1.719	2.208	2.670
归属于母公司的净利润	28	58	80	87.61	114	129	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	7.1%	11.7%	14.6%	14.9%	15.6%	16.0%	回报率						
							净资产收益率	10.32%	17.28%	20.60%	18.34%	19.26%	17.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.39%	12.22%	14.38%	13.82%	14.56%	13.84%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	8.76%	13.40%	17.43%	17.41%	18.32%	16.91%
净利润	28	58	80	88	114	129	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	2.56%	25.15%	10.69%	6.63%	24.19%	10.22%
非现金支出	15	17	17	22	33	41	EBIT增长率	-13.42%	69.71%	43.65%	21.36%	30.11%	12.45%
非经营收益	2	2	0	-3	-3	-3	净利润增长率	8.31%	106.79%	38.05%	9.01%	30.03%	13.00%
营运资金变动	-37	34	-21	-4	-11	-6	总资产增长率	3.10%	24.96%	17.31%	13.47%	23.43%	18.86%
经营活动现金净流	8	111	77	103	132	160	资产管理能力						
资本开支	-7	-6	-12	-137	-107	-57	应收账款周转天数	47.0	48.1	63.4	75.0	75.0	75.0
投资	5	-79	64	0	0	0	存货周转天数	52.6	47.4	48.7	55.0	55.0	55.0
其他	0	0	3	0	0	0	应付账款周转天数	67.4	72.0	106.4	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-1	-85	55	-137	-107	-57	固定资产周转天数	135.3	100.0	84.7	147.9	153.3	143.9
股权募资	0	26	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	13	-26	0	-20	0	1	净负债/股东权益	-8.89%	-17.76%	-42.48%	-27.60%	-26.62%	-36.16%
其他	-7	-17	-25	-1	0	0	EBIT利息保障倍数	14.0	-5.2	-9.2	-37.1	-42.5	-33.3
筹资活动现金净流	6	-17	-25	-21	0	1	资产负债率	27.50%	28.59%	29.59%	24.12%	23.96%	22.18%
现金净流量	13	10	107	-54	26	104							

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 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,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,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。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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自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。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

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 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD