

# 佩蒂股份 (300673)

## 宠物休闲食品出口领军企业，产能扩张助力业绩增长

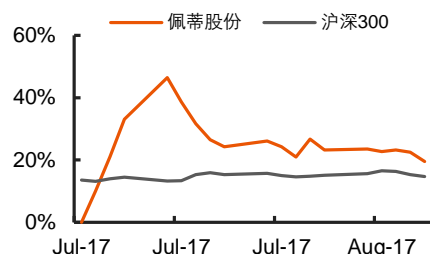
### 推荐 (首次)

现价: 38.45 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.peidibrand.com
大股东/持股	陈振标/36.88%
实际控制人/持股	陈振标/36.88%
总股本(百万股)	80
流通 A 股(百万股)	20
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	30.76
流通 A 股市值(亿元)	7.69
每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	28.90

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**励雅敏** 投资咨询资格编号  
S1060513010002  
021-38635563  
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**王海亮** 一般从业资格编号  
S1060117060077  
WANGHAILIANG278@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- 宠物休闲食品出口领军企业：**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。公司近 3 年营收不断增长，2016 年营收 5.5 亿元，同比增长 10.8%。公司畜皮咬胶、植物咬胶产品贡献公司营收 90%以上，产品主要以 ODM 方式出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区，外销收入占营收总体的 95%以上。公司股权集中，实际控制人为董事长陈振标与副总经理郑香兰，合计持有公司股份的 44.07%。
- 全球宠物产业规模稳定增长，国内方兴未艾：**全球宠物产业市场规模近年保持了 4%-5%的稳定增长，2015 年全球市场规模达 1050 亿美元。中国宠物行业近年来增速维持在 35%以上，增速显著高于全球。中国宠物产业规模占全球比例由 2009 年 1.67%提升至 2015 年 14.35%，成为全球宠物产业的重要组成部分。未来随经济增长、老龄化加剧以及新生代人群较强养宠意愿，中国将成为全球宠物行业新的增长引擎。
- 产品、渠道优质，产能扩张，业绩预计快速增长：**公司合作客户为国际知名宠物产品品牌商与零售终端，销售渠道优势明显。公司产品研发能力强，产品质量具有优势，自主品牌广受消费者认可，植物咬胶产品近两年销量显著增长，竞争力强。公司 IPO 募集资金用于扩展产能、建设研发中心与营销网络，增强公司核心竞争力，未来公司将继续开拓国内市场，分享国内宠物市场高速发展的红利。
- 盈利预测：**公司上市募集资金用于畜皮咬胶和植物咬胶生产线的产能扩张及生产自动化水平的提升。未来随各项建设逐步完成，公司营收及毛利率预计逐步提升。我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 1.03 亿元、1.41 亿元、1.82 亿元，对应 EPS 为 1.29 元、1.76 元、2.27 元，对应 PE 为 29.8、21.8、16.9 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**(1)公司国外产品销售不及预期的风险;(2)汇率波动风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	497	551	656	800	937
YoY(%)	25.2	10.7	19.1	22.0	17.2
净利润(百万元)	58	80	103	141	182
YoY(%)	106.8	38.0	28.5	36.6	28.9
毛利率(%)	27.4	29.5	31.9	32.9	34.5
净利率(%)	11.7	14.6	15.8	17.6	19.4
ROE(%)	17.0	20.5	10.9	13.0	14.3
EPS(摊薄/元)	0.73	1.00	1.29	1.76	2.27
P/E(倍)	52.8	38.3	29.8	21.8	16.9
P/B(倍)	9.1	7.9	3.3	2.8	2.4

# 正文目录

<b>一、宠物休闲食品出口领军企业</b>	5
1.1 宠物零食为公司主要产品	5
1.2 公司产品以出口为主，咬胶产品贡献主要营收	5
1.3 公司持股结构集中	7
<b>二、全球宠物产业规模稳定增长、国内方兴未艾</b>	7
2.1 全球宠物产业市场规模稳定增长	7
2.2 发达国家宠物产业增速日趋稳定、中国市场方兴未艾	8
2.3 全球宠物食品行业发展迅速	12
2.4 中国将成为全球宠物行业新增长引擎	13
<b>三、产品、渠道优质，产能扩张，业绩预计快速增长</b>	15
3.1 绑定国际知名宠物产品品牌商与零售终端，销售渠道优势明显	15
3.2 重视产品及技术研发，质量优势明显，自主品牌广受认可	16
3.3 植物咬胶产品竞争力强	16
3.4 IPO 募集资金用于扩产、建设研发中心与营销网络，增强核心竞争力	17
3.5 线上线下同时发力，未来拟开拓国内市场	18
<b>四、盈利预测</b>	20
<b>五、风险提示</b>	21

## 图表目录

图表 1	公司主要产品介绍	5
图表 2	公司历年营收及增长率(亿元)	6
图表 3	公司历年净利润及增长率(万元)	6
图表 4	公司分产品营收贡献	6
图表 5	公司分产品毛利贡献	6
图表 6	公司营业收入国内外比例	6
图表 7	公司外销收入自主品牌与 ODM 比例	6
图表 8	公司主要客户、ODM 品牌及销售区域情况	7
图表 9	公司持股结构	7
图表 10	宠物行业产业链	8
图表 11	全球宠物产业市场规模逐年增长(亿美元)	8
图表 12	美国宠物市场增速趋于稳定(亿美元)	9
图表 13	2015 年美国拥有不同宠物的家庭占比情况	9
图表 14	美国宠物产业市场规模约占全球 60%	9
图表 15	中国宠物行业已处于快速发展阶段	9
图表 16	中国宠物数量快速增长(亿只)	10
图表 17	中国宠物产业市场规模快速增长(亿元)	10
图表 18	品牌商\总代商\生产商未来将重点开拓电子商务渠道	10
图表 19	养宠用户以年轻人为主	11
图表 20	养宠用户以女性为主	11
图表 21	2017 年中国饲养宠物品种占比	11
图表 22	2016 年养宠用户地区分布 TOP10	11
图表 23	养狗月均花费分布	11
图表 24	养猫月均花费分布	11
图表 25	中国宠物食品行业总产值快速增长(亿元)	12
图表 26	我国宠物零食市场规模逐年增长(亿元)	13
图表 27	宠物零食占宠物食品规模比重逐年提高	13
图表 28	中国宠物产业增速显著高于全球	13
图表 29	中国宠物产业占全球比例逐年提高	13
图表 30	我国人均 GDP 及城镇居民人均可支配收入逐年提升(元)	14
图表 31	中国人口老龄化率逐年增加(亿人)	14
图表 32	80 后、90 后成为养宠主流群体	15
图表 33	80 后、90 后养宠消费力更强	15
图表 34	2016 年公司前 5 大客户销售状况	15
图表 35	公司主要客户均为世界知名宠物品牌	15
图表 36	公司研发投入在同类企业中最高(万元)	16

图表 37	公司研发投入占比在同类企业中最高 .....	16
图表 38	公司植物咬胶销售收入增速较快(亿元).....	17
图表 39	植物咬胶营收占比逐步提升 .....	17
图表 40	公司植物咬胶产能迅速扩张(吨) .....	17
图表 41	公开发行募资项目概况 .....	18
图表 42	公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况 .....	18
图表 43	公司近三年国内销售收入逐步提升(万元).....	19
图表 44	公司近三年国内业务营收占比提升.....	19
图表 45	公司天猫专营店.....	19
图表 46	公司盈利预测(万元).....	20
图表 47	公司主要财务数据 .....	21

## 一、 宠物休闲食品出口领军企业

### 1.1 宠物零食为公司主要产品

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。公司主要产品为宠物零食，包括畜皮咬胶、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。公司自 2002 年创立以来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，是国内领先的宠物食品供应商。

图表1 公司主要产品介绍

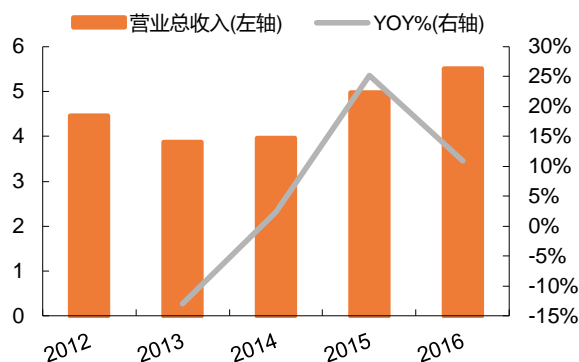
主要产品	功能与用途
畜皮咬胶	 <p>以未经鞣制的畜皮、畜禽肉及骨等动物性原料为主要原料，经前处理、成形、高温杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品。</p>
植物咬胶	 <p>利用植物性淀粉为主要原料辅以其它营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘烤等工艺制作而成的咬胶系列产品。</p>
营养肉质零食	 <p>以鸡肉为主要原料，将新鲜冷冻鸡肉通过解冻、绞碎或开片、混合搅拌后，再与地瓜、水果制品等组合，经制作成型、烘烤等工艺制作成适合宠物口味的宠物零食。</p>
鸟食及可食用小动物玩具	 <p>利用谷物、木屑或其他植物纤维、淀粉为主要原料经配料混合、置模成型、烘烤、脱模等工序制作而成，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

### 1.2 公司产品以出口为主，咬胶产品贡献主要营收

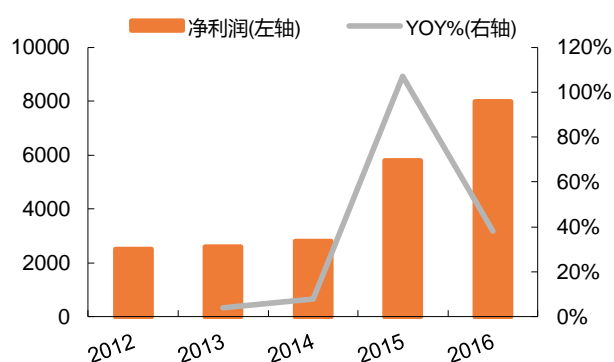
公司近 3 年营业收入及净利润不断增长，2016 年公司营业收入为 5.51 亿元，同比增长 10.8%，净利润 8000 万元，同比增长 37.9%。公司营业收入及毛利主要由畜皮咬胶及植物咬胶贡献，畜皮咬胶及植物咬胶营收和毛利分别占总体营收和毛利的 90%以上。

图表2 公司历年营收及增长率(亿元)



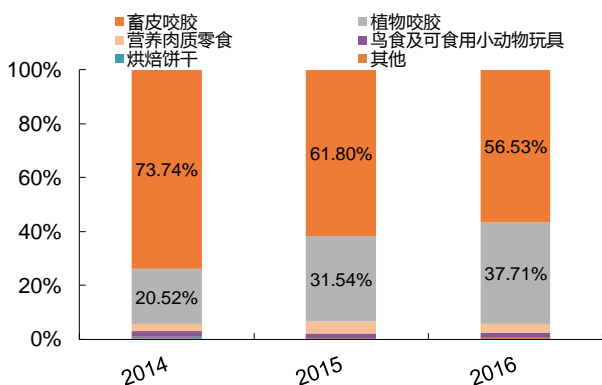
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表3 公司历年净利润及增长率(万元)



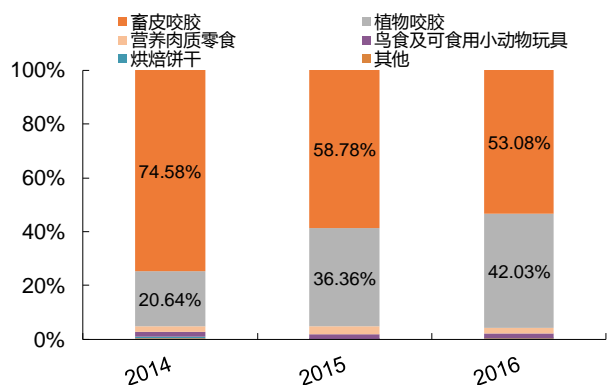
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表4 公司分产品营收贡献



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

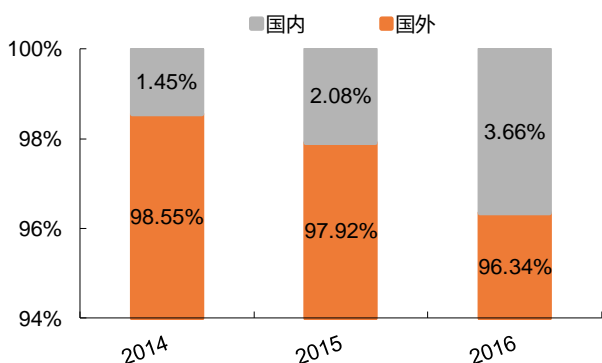
图表5 公司分产品毛利贡献



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

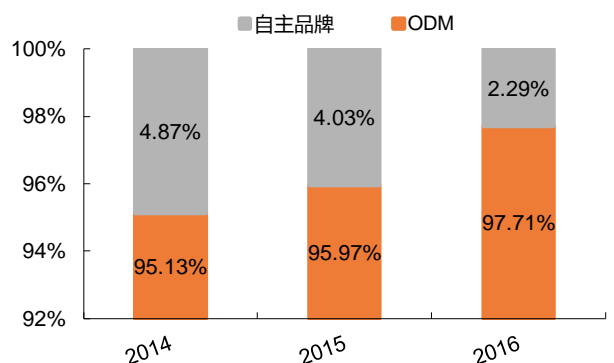
公司产品销售以出口为主，内销为辅。公司产品主要出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区，出口国外收入占营收总体的95%以上。外销收入中，公司产品以ODM产品为主，ODM收入占外销收入比例大于95%且逐年上升。

图表6 公司营业收入国内外比例



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表7 公司外销收入自主品牌与ODM比例



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表8 公司主要客户、ODM 品牌及销售区域情况

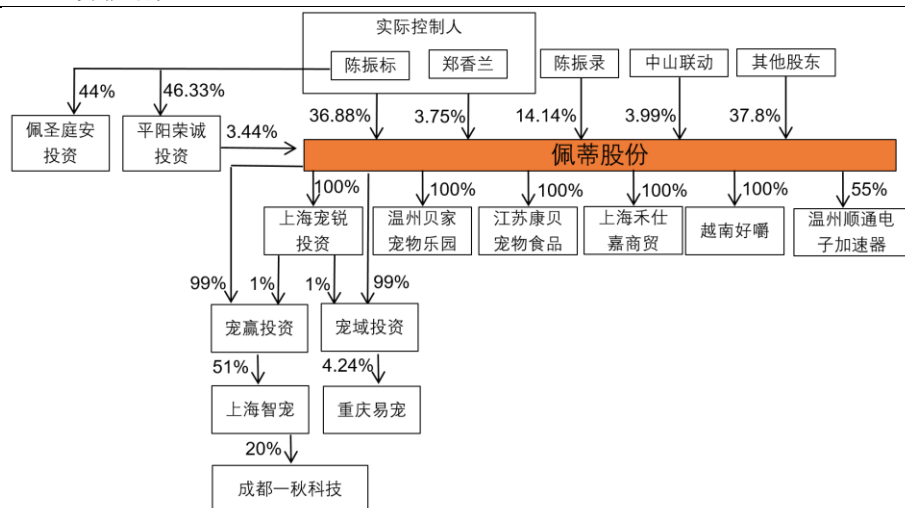
客户名称	主要 ODM 品牌	ODM 品牌主要销售区
SPECTRUM BRANDS	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMartix LLC	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
WAL-MART STORES INC.	EXERHIDE、HOLIDAY TIME	美国
PetSmart INC	Dentley's	美国
PETS AT HOME LTD.	PETS AT HOME	英国
ARMITAGES PET PRODUCTS LTD	GOODBOY	英国

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

### 1.3 公司持股结构集中

公司持股结构集中：公司控股股东及实际控制人为董事长陈振标先生与副总经理郑香兰女士，二人合计直接持有公司股份的 40.63%，此外陈振标通过控股荣诚投资间接持有公司股份的 3.44%，二人通过直接和间接持股合计持有公司股份的 44.07%。

图表9 公司持股结构



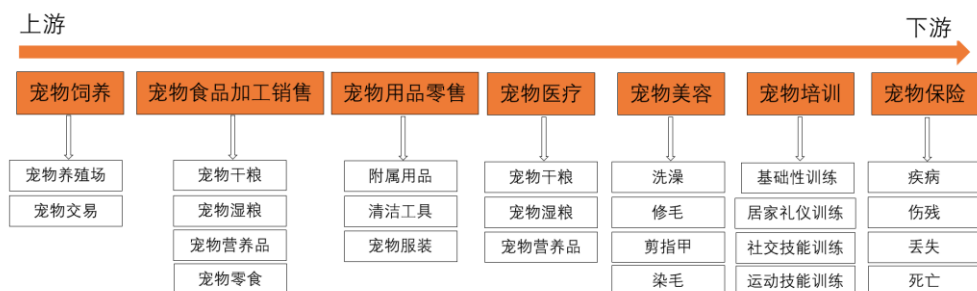
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

## 二、全球宠物产业规模稳定增长、国内方兴未艾

### 2.1 全球宠物产业市场规模稳定增长

随着社会的发展，人们越来越注重培养生活情趣和追求个性化体验，同时传统家庭结构的改变和工作节奏的加快，压力增大，使越来越多的人将感情投注于宠物身上，宠物产业由此逐渐发展起来。宠物产业是指所有与宠物相关的行业，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产品与服务组成的产业体系。

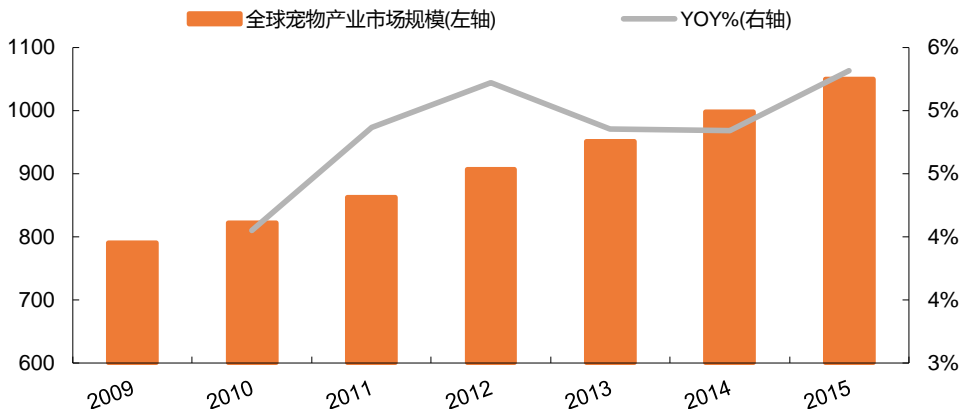
图表10 宠物行业产业链



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理。

随着全世界人类生活水平的提高，在全球宠物数量不断增加的同时，对宠物的生存质量也有了更高的要求。宠物主对除宠物食品之外的附加产品，如宠物服装、附属用品，医疗、美容、驯养等产品及服务的需求逐步增长，全球宠物产业市场规模逐年增加。根据 Euromonitor International 的数据，近五年全球宠物市场均保持了 4%-5% 的同比增速，2015 年全球宠物产业市场规模达到 1050 亿美元。

图表11 全球宠物产业市场规模逐年增长(亿美元)



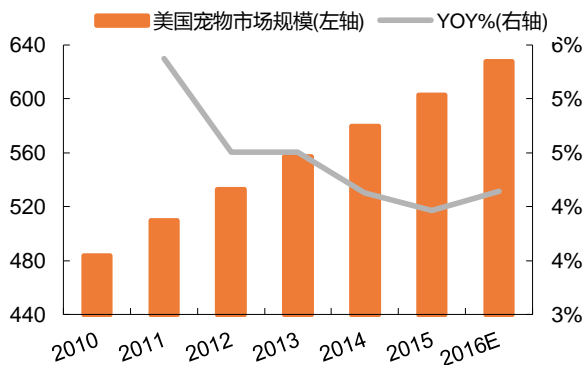
资料来源：Euromonitor International、平安证券研究所整理。

## 2.2 发达国家宠物产业增速日趋稳定、中国市场方兴未艾

**发达国家宠物产业增速趋于稳定：**以美国为例，作为全球第一宠物大国，美国宠物产业市场规模约占全球宠物产业规模总量的 60%，养宠物是美国人生活方式的重要组成部分，狗、猫、淡水鱼及鸟类是美国最主要的宠物品种。美国作为全球最大以及最成熟的宠物消费市场，进入 21 世纪以后宠物行业增长趋于平稳，2015 年美国宠物市场规模为 603 亿美元，2010 至 2015 年美国宠物行业复合增长率为 4.49%，预计未来几年仍将保持 4% 左右的增长速度，整体进入平稳增长期。

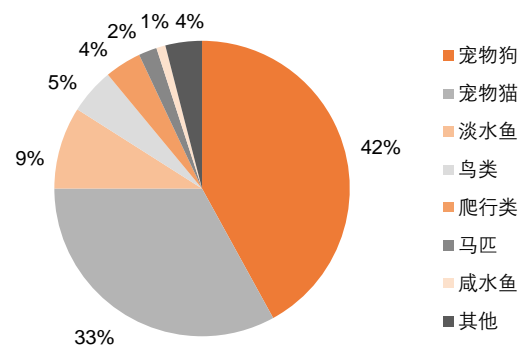


图表12 美国宠物市场增速趋于稳定(亿美元)



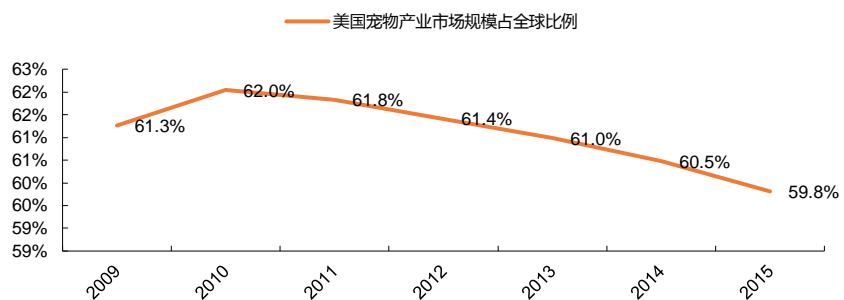
资料来源: 中国产业信息网、平安证券研究所整理。

图表13 2015年美国拥有不同宠物的家庭占比情况



资料来源: 公司公告、平安证券研究所整理。

图表14 美国宠物产业市场规模约占全球 60%



资料来源: Euromonitor International、中国产业信息网、平安证券研究所整理

中国宠物行业步入快速发展阶段。相对欧美等发达国家而言，中国宠物产业起步较晚，自 20 世纪 90 年代起中国宠物产业才开始逐步发展，经过二十多年的发展我国宠物产业已迈入了高速发展的快车道。

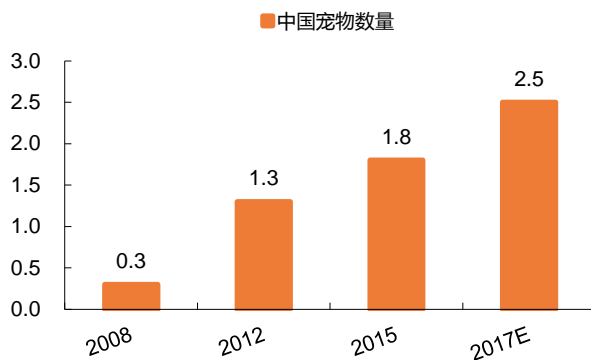
图表15 中国宠物行业已处于快速发展阶段



资料来源: 狗民网、平安证券研究所整理

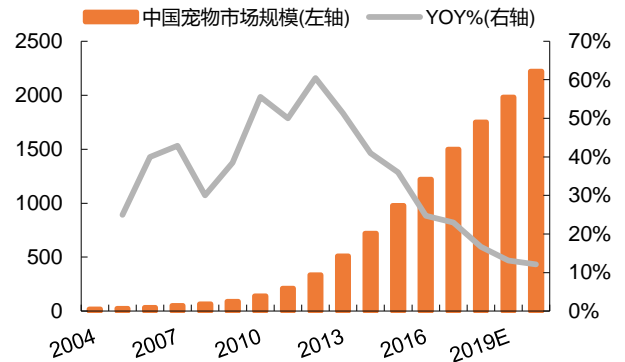
**我国宠物数量快速增长，宠物行业市场规模逐年提升：**宠物数量方面，根据中产商业研究院数据，2008 年我国宠物数量仅为 0.3 亿只，至 2015 年数量已快速增长至 1.8 亿只，预计到 2017 年可达 2.5 亿只左右。市场规模方面，我国宠物产业市场规模由 2004 年 20 亿元增长至 2016 年 1220 亿元，年均复合增长率为 40.85%。《2016 年中国宠物行业白皮书》预计到 2020 年我国宠物产业市场规模有望突破 2000 亿元，2010-2020 年的年均复合增长率预计可达 32.8%。

图表16 中国宠物数量快速增长(亿只)



资料来源：中产商业研究院、平安证券研究所

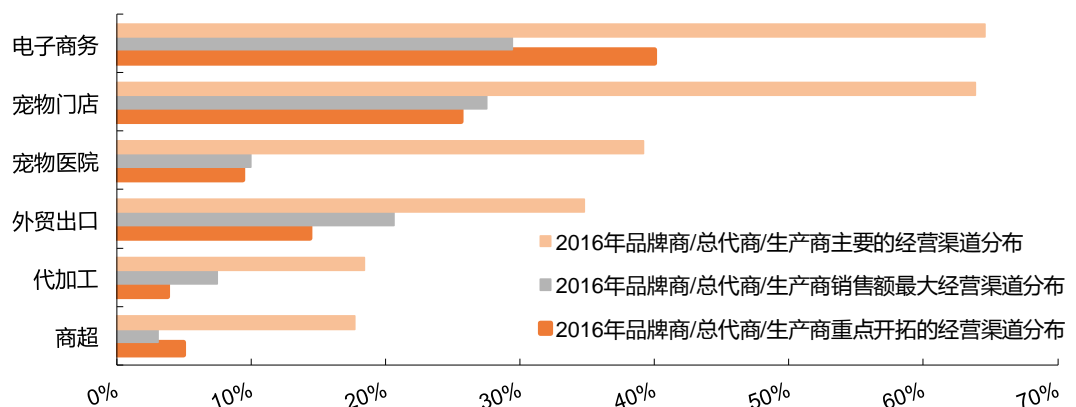
图表17 中国宠物产业市场规模快速增长(亿元)



资料来源：2016 中国宠物行业白皮书、平安证券研究所

**电子商务渠道将成为我国宠物产品的主要销售渠道：**狗民网发布的《2016 中国宠物行业产业及消费者行为调查报告》显示，6 成以上的宠物产品品牌商/总代商/生产商的主要经营渠道为电子商务及宠物门店，电子商务及宠物门店同时也是近三成品牌商/总代商/生产商销售额最大的两个渠道。调查显示 7 成左右的品牌商/总代商/生产商将对电子商务渠道增加投入，预计未来电子商务渠道将成为我国宠物产品的主要销售渠道。

图表18 品牌商\总代商\生产商未来将重点开拓电子商务渠道

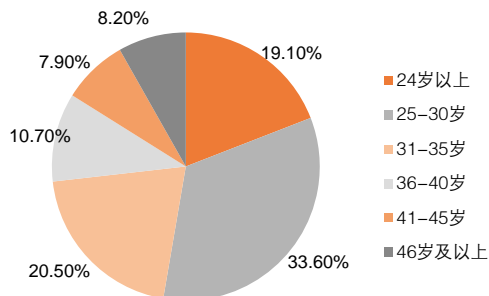


资料来源：狗民网、平安证券研究所整理

我国养宠人群主要为 35 岁以下 80 后、90 后群体及女性消费群体，宠物养户主要分布在以上海、北京、广东为代表的沿海及经济发达地区。饲养结构方面，中国与美国类似，偏好饲养宠物狗与宠物猫，猫狗养户合计占到养户总体的一半以上。养宠费用方面，狗民网调查报告显示，2016 年养一只

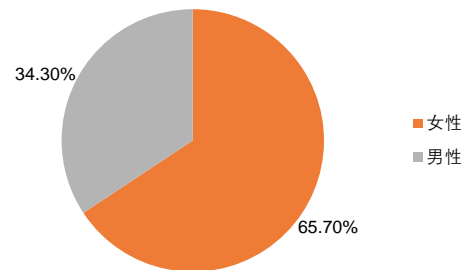
狗月均花费为 450 元，养一只猫月均花费为 488 元，略高于养狗费用，月花费在 100-500 元的人群占总人群的 60%以上。

图表19 养宠用户以年轻人为主



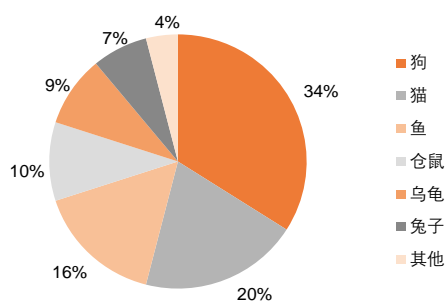
资料来源：狗民网、平安证券研究所

图表20 养宠用户以女性为主



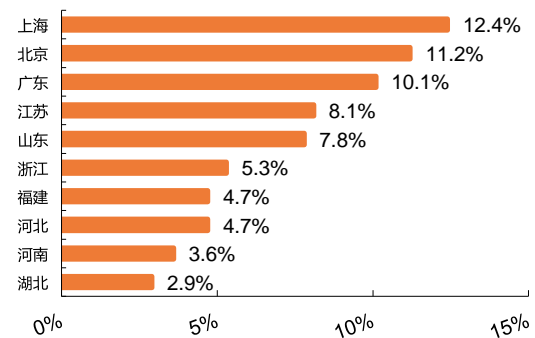
资料来源：狗民网、平安证券研究所

图表21 2017 年中国饲养宠物品种占比



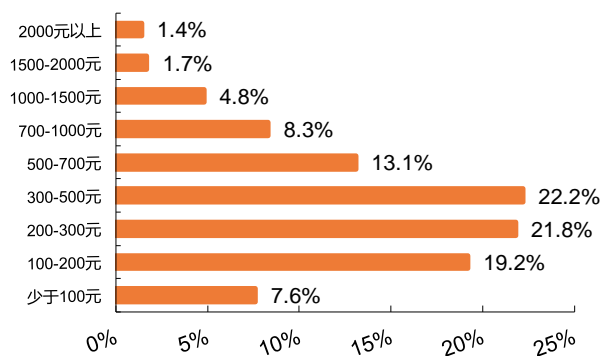
资料来源：速途研究院、平安证券研究所

图表22 2016 年养宠用户地区分布 TOP10



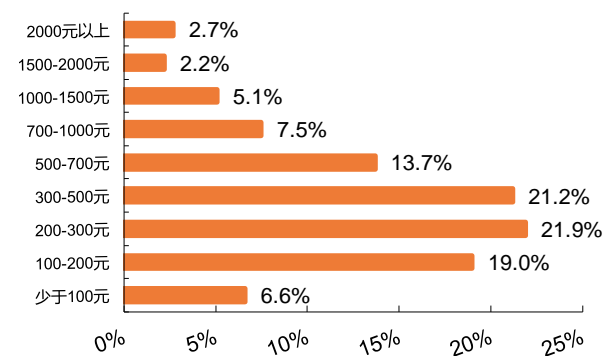
资料来源：狗民网、平安证券研究所

图表23 养狗月均花费分布



资料来源：狗民网、平安证券研究所

图表24 养猫月均花费分布



资料来源：狗民网、平安证券研究所

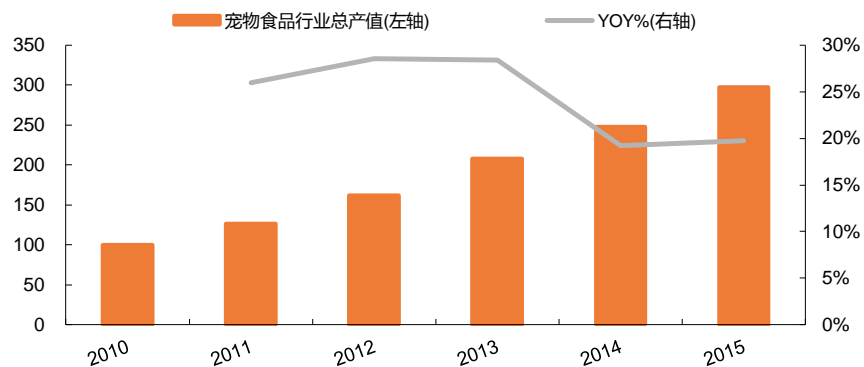
## 2.3 全球宠物食品行业发展迅速

宠物食品具体可分为：宠物主食、宠物零食和宠物保健品三类。

- **宠物主食：**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。

**我国宠物食品行业快速发展：**根据全球五大市场研究公司之一的 GFK 集团统计，2015 年全球宠物食品零售市场总额约 700 亿美元，同比增长 4%。我国宠物食品行业随宠物产业的发展而快速增长，2015 年宠物食品行业产值达 297 亿元，2010-2015 年复合增长率为 24.32%。目前我国使用宠物食品喂养宠物的比例较低，中国饲料工业协会统计数据显示，宠物狗使用宠物食品喂养的比例仅 4.3%，宠物猫为 7.9%，随着宠物养主对宠物喂养观念和意识的逐步成熟，使用宠物食品进行喂养的比例会逐步增长，带来宠物食品行业规模的快速提升。

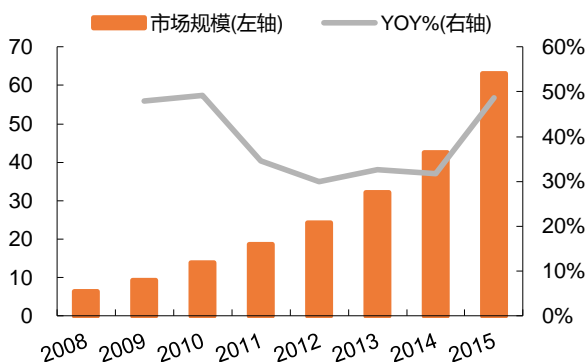
图表25 中国宠物食品行业总产值快速增长(亿元)



资料来源：智研数据中心、平安证券研究所整理

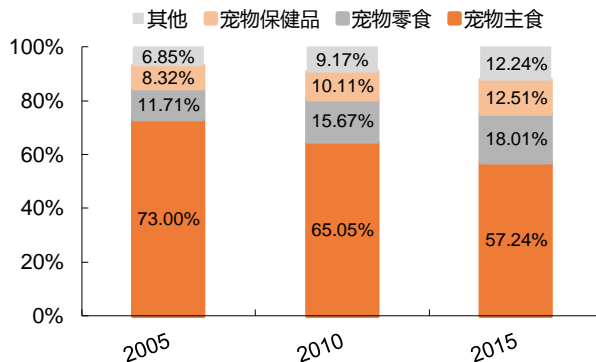
**宠物零食未来发展空间较大：**宠物零食是近年来兴起的宠物食品品类，目前我国宠物零食业处在初步发展的阶段，宠物零食市场规模由 2008 年 6.3 亿元增长至 2015 年 63 亿元，年均增长率 38.96%，宠物零食占宠物食品市场规模由 2005 年的 11.71% 增长至 2015 年的 18.01%。未来随着宠物养户对宠物喂养健康理念的逐步提高，宠物零食业将有较大的发展空间。

图表26 我国宠物零食市场规模逐年增长(亿元)



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所整理。

图表27 宠物零食占宠物食品规模比重逐年提高

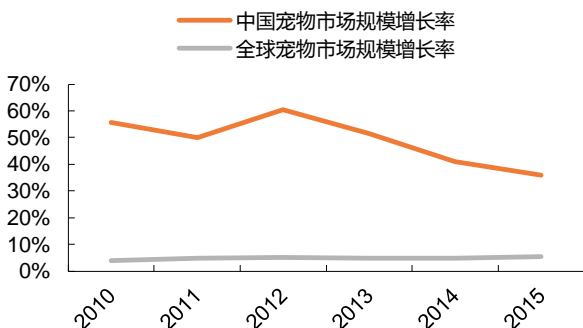


资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所整理。

## 2.4 中国将成为全球宠物行业新增长引擎

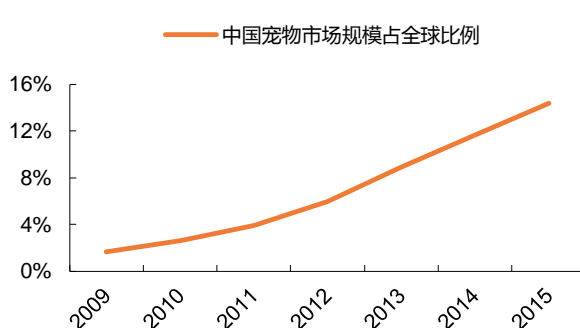
我国宠物行业增速高于全球平均水平，市场规模占全球比例逐年提升。中国宠物行业近年来增速始终维持在 35%以上，同时间段全球宠物行业市场规模在 4%-5%左右，我国宠物行业增速显著高于全球。从占比上来看，中国宠物产业市场规模占全球宠物产业市场规模的比例由 2009 年 1.67%提升至 2015 年 14.35%，中国已成为全球宠物产业的重要组成部分。

图表28 中国宠物产业增速显著高于全球



资料来源：中国宠物行业白皮书、Euromonitor International、平安证券研究所整理。

图表29 中国宠物产业占全球比例逐年提高



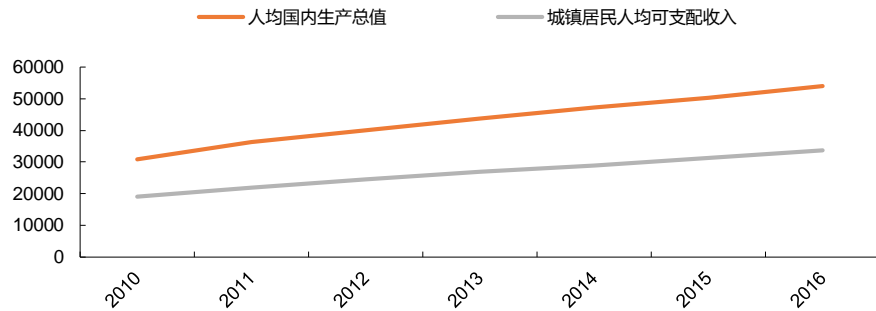
资料来源：中国宠物行业白皮书、Euromonitor International、平安证券研究所整理。

预计未来中国将成为全球宠物行业新的增长引擎：

- 我国经济发展为宠物市场快速发展提供了经济条件

国民收入水平与宠物市场的发展紧密相关，国际经验表明当一个国家人均 GDP 达到 3000-5000 美元时，将带动该国宠物经济进入高速发展时期。我国经济自改革开放以来，国民收入水平与居民可支配收入均实现了较快增长，至 2016 年我国人均 GDP 为 53974 元，按 2016 年末汇率折合美元为 7822 美元，远高于国际经验 3000-5000 美元的水准。我国人均 GDP 及城镇居民人均可支配收入的快速增长为宠物市场的发展提供了经济条件。

图表30 我国人均 GDP 及城镇居民人均可支配收入逐年提升(元)

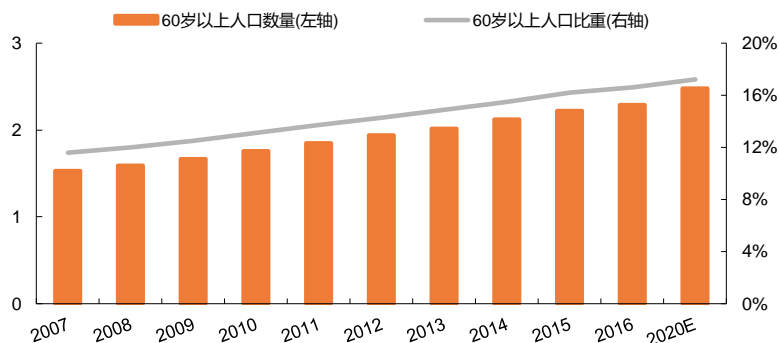


资料来源：统计局、平安证券研究所整理

■ 老龄化、少子化及晚婚晚育现象促进宠物陪伴需求增加，带来宠物行业消费升级

目前中国面临老龄化加剧的严峻形势,2015年60岁及以上人口达到2.22亿人,占总人口的16.15%。预计到2020年,老年人口将达到2.48亿,老龄化水平达到17.17%。在老龄化不断加剧的背景下,老年人将宠物作为生活陪伴和精神寄托的需求不断增加。此外随着独生子女逐步进入工作岗位,“空巢青年”、少子化、晚婚晚育的现象的不断出现将提升现有人群对宠物的需求,带动宠物行业的快速发展。

图表31 中国人口老龄化率逐年增加(亿人)

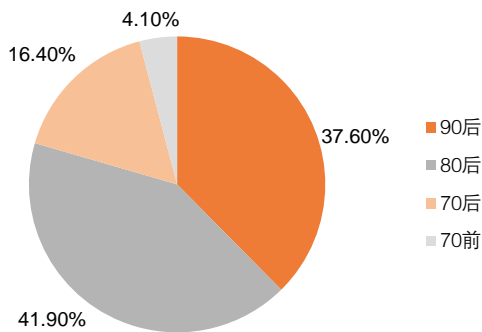


资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所整理

■ 新生代消费群体养宠意愿强、宠物消费意愿高

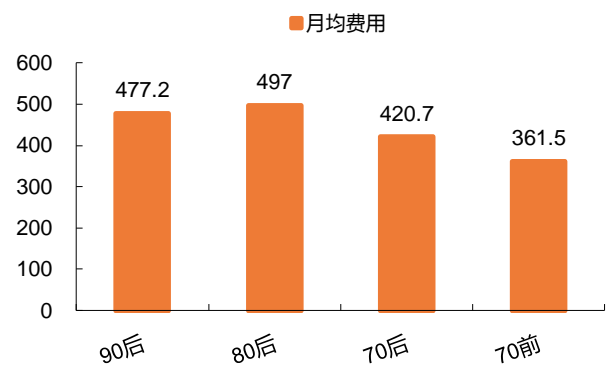
狗民网《2015中国宠物主人消费行为调查报告》显示,80后和90后成为养宠主流人群,合计占养宠人群的79.5%。且80后、90后养宠月均费用显著高于70后及70前的人群,显示出新生代消费群体在养宠方面强大的消费力,未来随着90后群体年龄和收入的不断提高,养宠消费潜力巨大。

图表32 80后、90后成为养宠主流群体



资料来源：狗民网、平安证券研究所整理。

图表33 80后、90后养宠消费力更强



资料来源：狗民网、平安证券研究所整理。

### 三、产品、渠道优质，产能扩张，业绩预计快速增长

#### 3.1 绑定国际知名宠物产品品牌商与零售终端，销售渠道优势明显

**公司渠道优势明显：**在国外发达地区，宠物食品消费市场被国际知名宠物产品品牌商所垄断，如玛氏、雀巢普瑞纳、Spectrum Brands、Petmatrix 等等。公司通过 ODM 方式与 Spectrum Brands、Petmatrix 建立了良好合作关系并签有长期供货协议，同时与沃尔玛、PetSmart 等知名零售终端建有良好合作关系，供货量逐年上升。通过绑定下游知名宠物产品品牌商与零售终端，公司销售渠道具有较强优势。

图表34 2016年公司前5大客户销售状况

序号	客户名称	销售金额(万元)	占营业收入比例(%)
1	Spectrum Brands	20443.65	37.13
2	PetMatrix LLC.	19460.25	35.35
3	Wal-Mart	8635.86	15.69
4	Petsmart INC.	1255.92	2.28
5	PET AT HOME LTD	986.79	1.79
	合计	50782.48	92.24

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理。

图表35 公司主要客户均为世界知名宠物品牌

客户名称	客户简介
Spectrum Brands	美国品谱控股公司、全球性消费品公司、专业宠物食品、用品领先供应商。产品由全球 25 大零售商进行销售，网络覆盖全球 120 多个国家/地区的超过一百万家商店，年收入超 30 亿美元
Petmatrix LLC.	于 2009 年在纽约注册成立，致力于给宠物狗提供美味、易消化的植物性咬胶、旗下两大品牌 SmartBones、DreamBone 产品畅销全球多个国家和地区
沃尔玛	世界最大连锁零售商

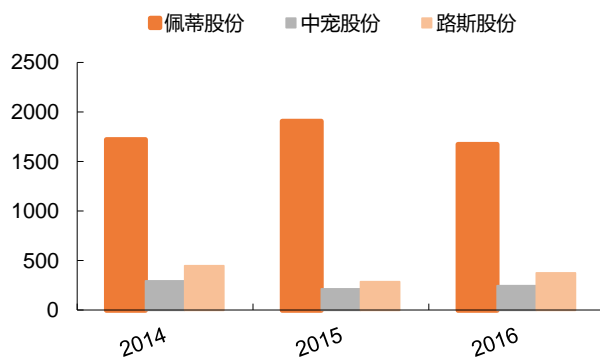
客户名称	客户简介
Pet Smartmart	美国最大的为宠物整个生命周期提供服务和解决方案的宠物专业零售商，在美国、加拿大地区有一千多家宠物商店，提供多种宠物食品、用品，并提供犬只训练、宠物美容、宠物急速和店内日托服务、手痒服务。
Salix Animal Health LLC	美国知名宠物食品品牌商，提供以牛皮、鸡肉、牛肉味原料的宠物食品，2015 年被 Spectrum Brands 收购
Armitages Pet Products Limited	英国知名宠物食品和用供应商，拥有 200 多年的历史，拥有许多宠物产品主导品牌。

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所整理。

### 3.2 重视产品及技术研发，质量优势明显，自主品牌广受认可

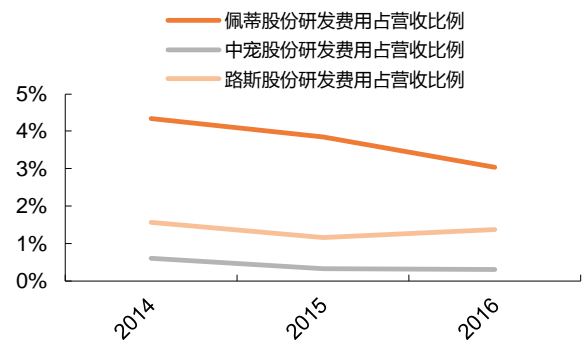
- **重视产品及技术研发：**公司研发能力强，企业技术中心于 2013 年被认定为“浙江省省级高新技术企业研究开发中心”。公司已获得 29 项专利，其中发明专利 9 项；主持制定了《宠物食品-狗咬胶》国家标准；“焙烤宠物食品产业化开发”、“韧性营养宠物食品加工产业化”项目获国家科技部星火计划项目立项；“韧性营养宠物食品”、“宠物口气清新片”、“低焦油烟熏宠物食品”等多项产品通过了浙江省省级新产品认定。公司重视产品及技术研发，研发费用及研发费用占营业收入比例在同类公司中处于最高位。
- **质量优势明显：**质量方面，公司产品通过 ISO9001、ISO22000、GSV、BRC 等国际标准化体系认证，质量可靠有保障。
- **自有品牌广受认可：**公司拥有 CPET、禾仕嘉、贝家、问号系列等品牌，其 CPET 和 Meaty Way 等自有品牌进入美国沃尔玛超市，“CPET”在业内已经取得较高的知名度和良好口碑，获得下游客户的广泛认可，相继被认定为“浙江著名商标”、“浙江省名牌产品”、“浙江区域名牌产品”，2013 年 1 月被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。

图表36 公司研发投入在同类企业中最高(万元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表37 公司研发投入占比在同类企业中最高



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

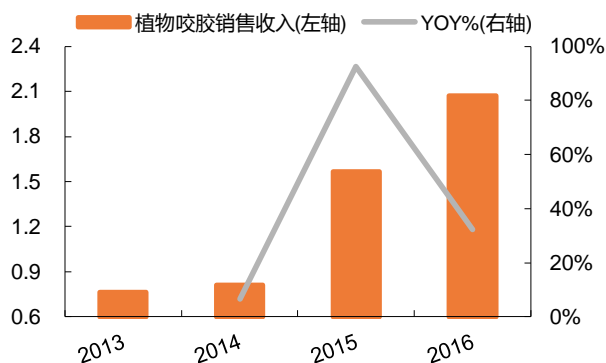
### 3.3 植物咬胶产品竞争力强

植物咬胶产品适口性好，深受宠物喜爱，市场需求不断增加。公司植物咬胶产品近两年营收快速增长，占营收总体比例由 2014 年 20.52%提高至 2016 年 37.71%。子公司越南好嚼植物咬胶生产线全



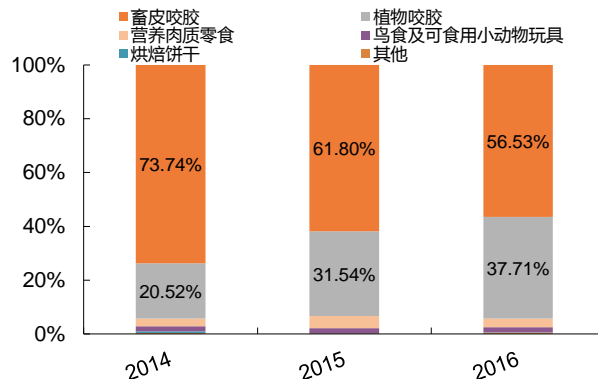
面达产以及 2015、2016 年人民币对美元贬值使公司产品销售单价提高使得公司植物咬胶产品近两年营收大幅增长。

图表38 公司植物咬胶销售收入增速较快(亿元)



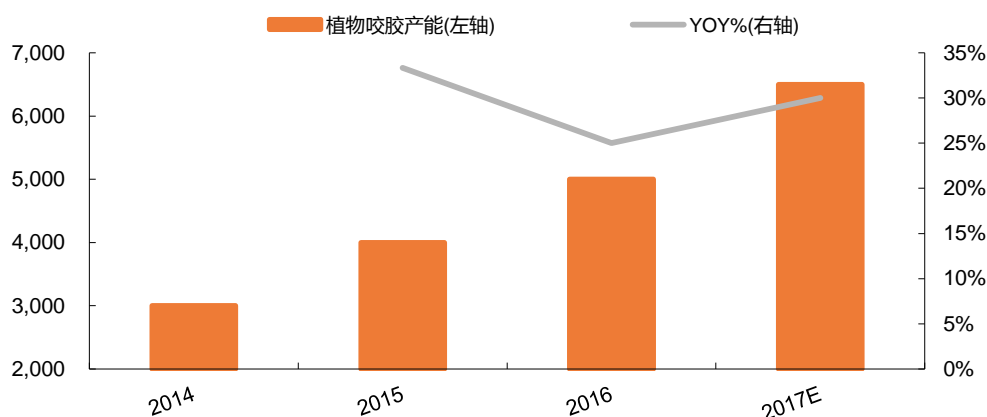
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表39 植物咬胶营收占比逐步提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表40 公司植物咬胶产能迅速扩张(吨)



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

### 3.4 IPO 募集资金用于扩产、建设研发中心与营销网络，增强核心竞争力

公司 IPO 募集资金净额 3.98 亿元，募集资金将用于提升畜皮咬胶、植物咬胶及肉质零食产品的产能及生产自动化水平，投产完成后公司畜皮咬胶产能将由 6000 吨提升至 9000 吨，植物咬胶产能将由 4000 吨提升至 6500 吨，营养肉质零食产能将由 400 吨提升至 900 吨，从而有效缓解公司的产能瓶颈，提高公司市场占有率。自动化流水线生产和产能扩大带来的规模效应预计将显著降低公司产品生产成本。公司 IPO 募集资金还将用于研发中心的升级改造，建设营销与服务网络以及补充流动资金，从而促进公司整体产业升级，提升公司品牌形象，增强核心竞争力。

图表41 公开发行募资项目概况

项目名称	总投资(万元)	项目建设期	项目具体内容
年产 3000 吨畜皮咬胶生产线技改项目	13078	18 个月	对原有生产基地进行技术改造,通过制作机器人替代现有手工制作过程,实现畜皮咬胶自动化流水线生产
年产 2500 吨植物咬胶、500 吨 营养肉质零食生产线项目	10164.94	18 个月	对全资子公司江苏康贝的植物咬胶与营养肉质零食生产基地进行升级改造,对生产设备进行更新换代,对一些生产工艺自动化要求较高的环节采用定制化的机器人设备,提高整个生产流程的自动化水平。
研发中心升级改造项目	3964	12 个月	建立研究范围覆盖整个宠物食品行业产业链的研发中心。研发中心将设检测部、产品部和工艺部三个部门,分设九个专业实验室,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。
营销与服务网络建设项目	4617.48	24 个月	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。
补充流动资金项目	8000		
合计	39824.42		

资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所整理。

图表42 公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况

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	6000	6717.54	6795.97	111.96	101.17	4.57
	2015	6000	6224.12	6209.8	103.74	99.77	4.94
	2014	6000	6038.49	5976.29	100.64	98.97	4.89
植物咬胶	2016	5000	4678.38	4660.83	93.57	99.62	4.45
	2015	4000	3799.58	3790.84	94.99	99.77	4.13
	2014	3000	2032.23	2018.21	67.74	99.31	4.03
营养肉质零食	2016	400	275.34	273.05	68.84	99.17	6.49
	2015	400	362.53	359.12	90.63	99.06	6.31
	2014	400	185.48	184.61	46.37	99.53	6.16

资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所整理。

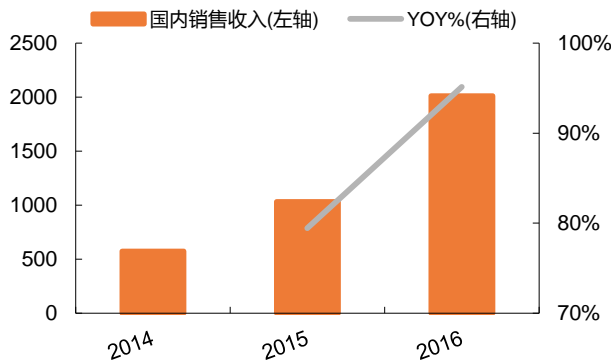
### 3.5 线上线下同发力，未来拟开拓国内市场

公司重视国内市场的开拓，国内营收由 2014 年的 574.72 万元增长至 2016 年的 2012.37 万元，营收占比由 2014 年的 1.45%提升至 2016 年的 3.66%。在国内市场，公司产品销售主要通过电商平台、宠物实体店开展，销售自主品牌产品及经授权的外国品牌产品。

在线上，公司自有品牌禾仕嘉已在天猫开设直营网络店面，未来将在京东、1 号店、亚马逊等电商平台设立直营网络店面进行产品销售。

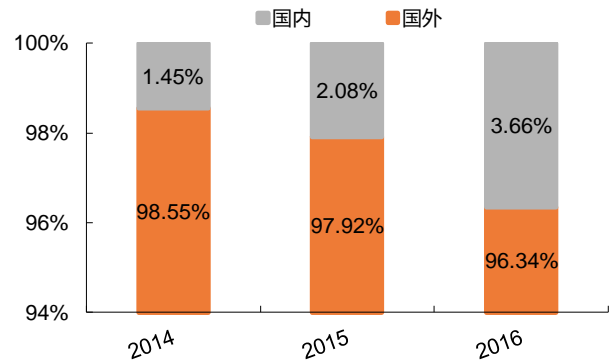
在线下，公司未来将在上海、北京与广州三个全国重点城市建设集宠物食品市场营销、宠物饲养辅导培训、企业展示宣传等功能于一体的营销体验旗舰店，利用北京、上海与广州三个重点城市的中心辐射作用进行产品营销和公司品牌推广，为目标客户提供产品介绍、兴趣交流、辅导培训、综合咨询等多元化的专业服务，从而提高公司的知名度和影响力，带动公司国内业务的逐步增长，分享中国宠物行业高速增长红利。

图表43 公司近三年国内销售收入逐步提升(万元)



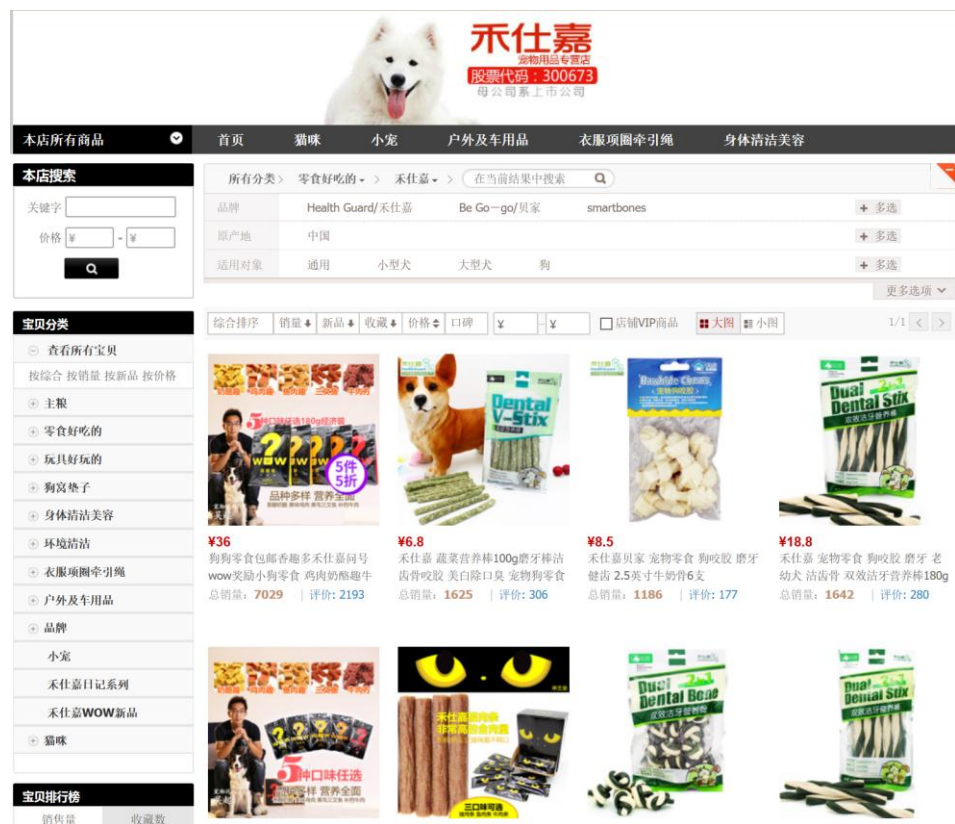
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表44 公司近三年国内业务营收占比提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表45 公司天猫专营店



资料来源：淘宝网、平安证券研究所整理

## 四、盈利预测

公司上市募集资金将用于畜皮咬胶和植物咬胶生产线的产能扩张及生产自动化水平的提升，以及设立研发中心与建设营销网络。未来随各项建设逐步完成公司营收及毛利率预计将逐步提升。我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 1.03 亿元、1.41 亿元、1.82 亿元，对应 EPS 为 1.29 元、1.76 元、2.27 元，对应 PE 为 29.8、21.8、16.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表46 公司盈利预测(万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	49739.55	55057.24	65566.04	79984.25	93703.16
YOY%	25.15%	10.69%	19.09%	21.99%	17.15%
毛利率	27.37%	29.52%	31.92%	32.90%	33.18%
畜皮咬胶	30706.08	31081.61	34387.61	38686.06	42554.67
YOY%	5.02%	1.22%	10.64%	12.50%	10.00%
产能	6000	6000	7500	9000	9000
销量	6209.80	6795.97	7815.37	8792.29	9671.51
销售均价	4.94	4.57	4.4	4.4	4.4
毛利率	26.03%	28.10%	31.00%	32.00%	32.00%
植物咬胶	15670.44	20735.75	26454.87	34391.33	42989.17
YOY%	92.61%	32.32%	27.58%	30.00%	25.00%
产能	4000	5000	6500	8000	9500
销量	3790.84	4660.83	6152.30	7997.98	9997.48
销售均价	4.13	4.45	4.3	4.3	4.3
毛利率	31.55%	32.90%	35.00%	36.00%	36.00%
营养肉质零食	2266.07	1772.41	2866.5	4536	5103
YOY%	99.29%	-21.78%	61.73%	58.24%	12.50%
产能	400	400	650	900	900
销量	359.12	273.05	455	720	810
销售均价	6.31	6.49	6.3	6.3	6.3
毛利率	18.39%	19.57%	20.00%	22.00%	25.00%
鸟食及可食用小动物玩具	902.25	1078.82	1294.58	1553.50	1864.20
YOY%	18.30%	19.57%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	23.69%	23.67%	23.00%	23.00%	23.00%
烘焙饼干	19.11	23.81	29.76	37.20	46.50
YOY%	-91.64%	24.59%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	35.32%	30.49%	30.00%	30.00%	30.00%
其他主营业务	119.64	292.06	438.09	657.14	985.70
YOY%	-18.73%	144.12%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	20.15%	23.33%	23.00%	23.00%	23.00%
其他业务	39.9	50.45	65.29	84.88	110.34
YOY%	-39.46%	30.08%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	28.70%	30.69%	31.00%	31.00%	31.00%

资料来源：平安证券研究所整理。

图表47 公司主要财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	497	551	656	800	937
YoY(%)	25.2	10.7	19.1	22.0	17.2
净利润(百万元)	58.2	80	103	141	182
YoY(%)	106.8	38.0	28.5	36.6	28.9
毛利率(%)	27.4	29.5	31.9	32.9	34.5
净利率(%)	11.7	14.6	15.8	17.6	19.4
ROE(%)	17.0	20.5	10.9	13.0	14.3
EPS(摊薄/元)	0.73	1.00	1.29	1.76	2.27
P/E(倍)	52.84	38.3	29.8	21.8	16.9
P/B(倍)	9.13	7.9	3.3	2.8	2.4

资料来源：平安证券研究所整理。

## 五、 风险提示

- (1)公司国外产品销售不及预期的风险；
- (2)汇率波动风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	372	898	1055	1209
现金	187	701	789	938
应收账款	116	112	166	159
其他应收款	5	7	8	9
预付账款	6	13	10	17
存货	56	63	80	84
其他流动资产	3	3	3	3
<b>非流动资产</b>	186	216	247	271
长期投资	0	-0	-0	-0
固定资产	128	151	182	206
无形资产	39	46	47	47
其他非流动资产	19	19	19	19
<b>资产总计</b>	559	1114	1302	1480
<b>流动负债</b>	165	170	219	216
短期借款	20	20	20	20
应付账款	128	132	181	177
其他流动负债	17	19	17	19
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	165	170	219	216
少数股东权益	3	3	2	2
股本	60	80	80	80
资本公积	206	633	633	633
留存收益	121	224	365	546
<b>归属母公司股东权益</b>	390	940	1081	1263
<b>负债和股东权益</b>	559	1114	1302	1480

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	77	97	114	164
净利润	80	103	140	181
折旧摊销	15	13	16	20
财务费用	-9	-12	-22	-29
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-21	-7	-21	-8
其他经营现金流	12	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	55	-42	-48	-43
资本支出	12	30	32	24
长期投资	64	0	0	0
其他投资现金流	131	-13	-16	-20
<b>筹资活动现金流</b>	-31	458	22	29
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	20	0	0
资本公积增加	0	427	0	0
其他筹资现金流	-31	12	22	29
<b>现金净增加额</b>	107	514	88	149

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	551	656	800	937
营业成本	388	446	537	613
营业税金及附加	4	4	5	7
营业费用	18	22	26	30
管理费用	59	76	92	108
财务费用	-9	-12	-22	-29
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	88	120	161	208
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	91	121	163	210
所得税	10	18	23	29
<b>净利润</b>	80	103	140	181
少数股东损益	0	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	80	103	141	182
EBITDA	101	122	158	205
EPS (元)	1.00	1.29	1.76	2.27

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	10.7	19.1	22.0	17.2
营业利润(%)	31.8	36.2	35.0	29.0
归属于母公司净利润(%)	38.0	28.5	36.6	28.9
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	29.5	31.9	32.9	34.5
净利率(%)	14.6	15.8	17.6	19.4
ROE(%)	20.5	10.9	13.0	14.3
ROIC(%)	18.7	9.7	11.1	12.5
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	29.6	15.3	16.8	14.6
净负债比率(%)	-42.5	-72.2	-70.9	-72.6
流动比率	2.3	5.3	4.8	5.6
速动比率	1.9	4.9	4.5	5.2
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.29	1.76	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	1.22	1.42	2.05
每股净资产(最新摊薄)	4.88	11.75	13.52	15.79
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	38.3	29.8	21.8	16.9
P/B	7.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	28.8	19.7	14.6	10.5

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033