

强烈推荐-A (维持)

佩蒂股份 300673.SZ

当前股价: 42.75 元

2017年09月03日

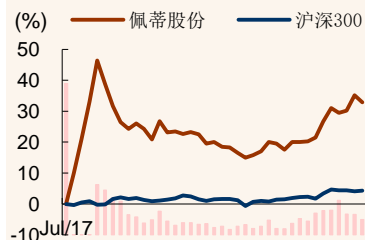
宠物咬胶龙头登陆A股，产业链布局打造萌宠经济生态圈

基础数据

上证综指	3367
总股本(万股)	8000
已上市流通股(万股)	2000
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	22.7
资产负债率	30.9%
主要股东	陈振标
主要股东持股比例	36.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	91	91
相对表现	6	81	75



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《佩蒂股份(300673)——中报业绩稳健增长，宠物咬胶龙头成长可期》2017-08-29

董瑞斌

021-68407847  
dongruibin@cmschina.com.cn  
S1090516030002

陈曦

chenxi12@cmschina.com.cn  
S1090517070009

研究助理

雷轶

075583218146  
leiyi@cmschina.com.cn

佩蒂股份是 A 股首家宠物食品行业的上市公司。

- **海外映射：中国宠物经济正处于爆发前夕。**回顾发达国家宠物经济发展历史，我们发现：1) 当人均 GDP 达到 8,000 美元，宠物产业就会进入高速发展阶段(资料来源：中国农业大学动物医学院)；2) 宠物产业的发展与该国的老龄化水平呈较强的正相关关系。由此看中国所处的阶段：1) 人均 GDP 达到 53,980 元；2) 人口老龄化率超过 10%并将持续提升。我们判断，中国很有可能正站在宠物经济爆发前夜。
- **好行业、大空间、真成长：产业爆发前夜，探究成长来源。**当前我国宠物市场仍处于保有量低、相关产品及服务渗透率低、客单价低的状态。在这轮产业爆发的过程中，这三大主要驱动力有望共同增长，从而拉动行业的整体快速增长。我们预计 2020 年中国宠物行业有望突破 4,000 亿元，CAGR 近 33%。此外行业资产证券化正式开启，助力产业进一步规范化运营并加速整合。
- **佩蒂股份：首家宠物食品行业上市公司，宠物零食专业生产商。**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。2016 年实现营业收入 5.5 亿元，在宠物零食咬胶生产企业中处于领先地位。**基于现状展望未来：**
  - **1) 短期：外销持续强劲，保持稳定增长。**目前公司业务仍以 ODM 为主，短期来看增长一方面来源于在现有客户中份额的持续提升，另一方面依靠继续拓展新客户。
  - **2) 中期：加强自主品牌建设，内销接力增长。**上市前公司将重心主要放在海外市场，内销业务鲜有贡献。如今公司成功上市，又赶上中国宠物经济高速发展的黄金时期，将投入更多精力在内销市场开拓和自主品牌建设上。
  - **3) 长期：沿产业链布局，打造宠物经济生态圈。**参考美国最大的综合性宠物服务商 PetSmart 的发展路径，我们认为，公司有望以宠物食品商为发展起点，充分利用品牌和资本优势，横向拓展产品品类，纵向延长产业链，打造宠物经济生态圈。公司作为国内首家上市宠物食品企业，有望先一步开启产业链整合，形成集群化竞争优势，增强盈利能力，受益行业转型。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测，公司 2017、2018、2019 分别实现营业收入 6.07 亿、7.14 亿、8.46 亿，同比增长 10.1%、17.6%、18.5%；实现净利润 1.02 亿、1.21 亿、1.44 亿，同比增长 27.5%、19.8%、19.0%；EPS 分别为 1.28、1.52、1.80；对应 PE 为 33.5、28.2、23.8。考虑到行业的高速增长、公司的龙头地位以及产业链布局的前景，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动带来毛利率的波动；内销市场的拓展带来费用率的提升；汇率波动。

## 正文目录

一、海外映射——中国宠物经济正处于爆发前夕 .....	5
1、全球宠物经济发展成熟，新兴市场开始爆发 .....	5
2、全球最大宠物经济国的成长 .....	6
3、海外映射——中国宠物经济正处于爆发前夕 .....	7
二、好行业、大空间、真成长——产业爆发前夜，探究成长来源 .....	9
1、宠物数量的提升 .....	9
2、宠物消费渗透率的提升 .....	10
3、客单价的提升 .....	10
4、资本加速布局，促进行业发展 .....	11
5、预计 2020 年市场规模突破 4,000 亿元，CAGR 超过 30% .....	14
三、佩蒂股份——A 股首家宠物食品行业上市公司 .....	14
四、发展战略——内销接力增长，产业链布局打造宠物经济生态圈 .....	16
1、短期：外销持续强劲，保持稳定增长 .....	16
2、中期：加强自主品牌建设，内销接力增长 .....	18
3、长期：沿产业链布局，打造宠物经济生态圈 .....	19
4、来自于 PetSmart 的启示——美国最大的综合性宠物服务商发展路径。 .....	20
五、盈利预测与投资评级 .....	21
1、基本假设 .....	21
2、盈利预测&投资评级 .....	22
六、风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1 全球宠物市场稳定增长，CAGR 约为 6.1% .....	5
图 2 美国宠物市场规模 628 亿美元 .....	5
图 3 日本宠物市场规模 132 亿美元 .....	5
图 4 欧洲宠物市场规模 219 亿美元 .....	5
图 5 新兴市场宠物行业规模近百亿美元 .....	6
图 6 美国宠物市场以宠物医疗占比最高 .....	6
图 7 美国宠物行业发展历史 .....	7
图 8 人均 GDP 越高的国家人均宠物保有量越多 .....	8

图 9 美国宠物市场与人均 GDP 和可支配收入正相关 .....	8
图 10 中国宠物市场与人均 GDP 和可支配收入正相关 .....	8
图 11 美国宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系 .....	8
图 12 欧洲宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系 .....	8
图 13 日本宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系 .....	9
图 14 中国宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系 .....	9
图 15 我国有宠家庭占比仅 6%，远低于发达国家 .....	9
图 16 中国宠物消费以宠物食品为主，占比 40%.....	10
图 17 中国宠物消费在各个领域的渗透率都很低.....	10
图 18 宠物行业融资项目数量 .....	12
图 19 宠物行业融资项目金额（单位：万元） .....	12
图 20 预计我国宠物市场规模到 2020 年突破 4,000 亿.....	14
图 21 佩蒂股份发展历程 .....	15
图 22 佩蒂股份营业收入构成 .....	15
图 23 公司营业收入及归母净利润.....	16
图 24 公司毛利率、净利率情况 .....	16
图 25 Spectrum 宠物行业收入 .....	17
图 26 公司销售费用率较低，每年不到 3.5% .....	18
图 27 宠物食品分类.....	19
图 28 宠物产业链环节构成.....	20
图 29 PetSmart 收入和净利润情况 .....	20
图 30 PetSmart 发展历史.....	21
表 1：宠物狗每日喂食量与体重参照表.....	10
表 2：宠物狗年消费潜力测算 .....	10
表 3：宠物行业公司挂牌情况 .....	12
表 4：宠物行业部分融资情况 .....	12
表 5：公司产品介绍.....	15
表 6：2014-2016 公司前五大客户及销售金额（万元） .....	17
表 7：公司主要客户简介.....	17
表 8：公司海外收入拆分情况 .....	18

表 9: 公司主要商标情况.....	19
表 10: 公司产能假设.....	22
表 11: 产能利用率假设 .....	22
表 12: 产销率假设 .....	22
表 13: 销售均价假设.....	22
表 14: 公司产量预计.....	22
表 15: 公司销量预计.....	23
表 16: 产品销售均价预计.....	23
表 17: 公司主营业务收入预计 .....	23
表 18: 公司主营收入占比预计 .....	23
表 19: 公司分产品收入增速预计.....	23
附: 财务预测表 .....	25

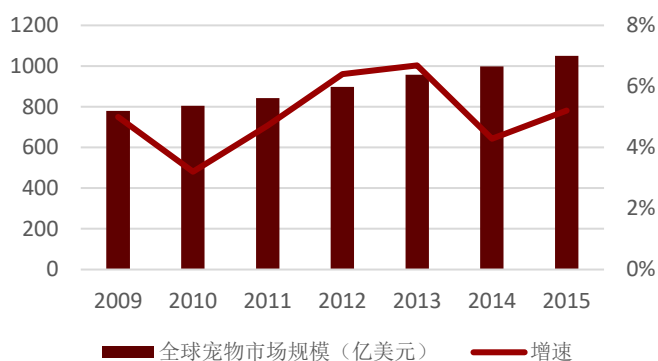
## 一、海外映射——中国宠物经济正处于爆发前夕

### 1、全球宠物经济发展成熟，新兴市场开始爆发

根据 Euromonitor International 的数据，2015 年全球宠物市场规模首次突破 1,000 亿美元，同比增长 5.21%，较 2010 年增长 30.4%。在过去五年中，全球宠物市场保持稳定增长，CAGR 约为 6.1%。

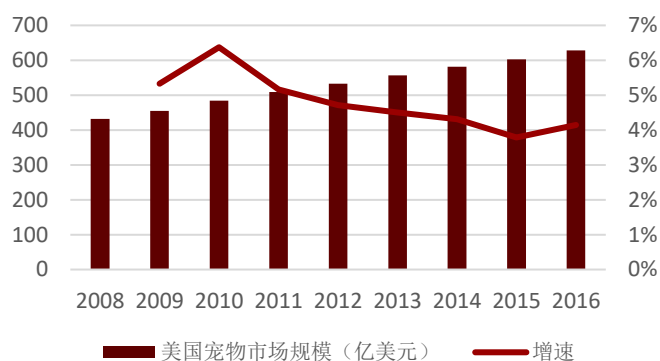
**发达国家稳步发展，新兴市场开始爆发。**目前全球主要的宠物经济大国为美国、欧洲和日本。由于宠物经济起步较早，这些地区已经相继步入稳定增长阶段。而全球市场的增长目前主要来源于新兴市场的爆发。据统计，2014 年新兴市场宠物行业规模达到 90.7 亿美元，较 2010 年增长 730.3%，CAGR 将近 70%。

图 1 全球宠物市场稳定增长，CAGR 约为 6.1%



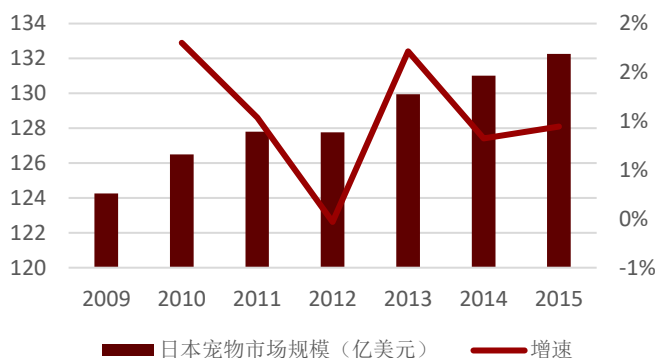
资料来源：招股说明书，招商证券

图 2 美国宠物市场规模 628 亿美元



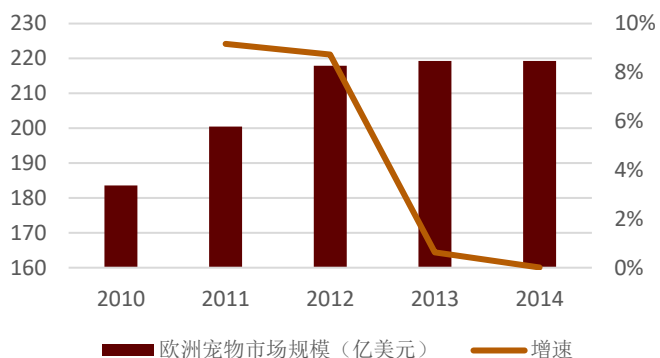
资料来源：APPA，招股说明书，招商证券

图 3 日本宠物市场规模 132 亿美元



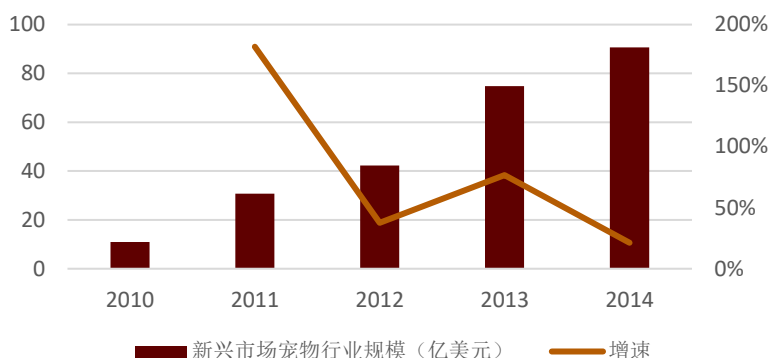
资料来源：中国产业信息网，招商证券

图 4 欧洲宠物市场规模 219 亿美元



资料来源：中国产业信息网，招商证券

图 5 新兴市场宠物行业规模近百亿美元

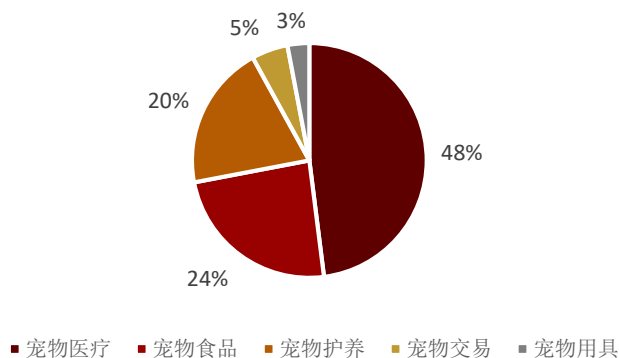


资料来源：Wind，招商证券

## 2、全球最大宠物经济国的成长

美国是目前全球最大的宠物经济市场。2016 年美国宠物行业市场规模达到 668 亿美元，占全球市场的 64%。其中，宠物医疗成为最主要的细分领域，占到近一半市场份额。宠物食品和宠物护养紧随其后，分别占比 24%、20%。

图 6 美国宠物市场以宠物医疗占比最高



资料来源：APPA，招商证券

美国宠物行业已有上百年的发展历史，为全球历史最悠久、发展最成熟的市场。美国宠物行业发展较早，萌芽于 100 多年前，在 1980 年前后进入发展轨道。整体来看，美国宠物行业的发展分为三个阶段：

- (1) **产业孕育期：宠物必需品的消费。**1980 年至 21 世纪初是产业孕育期。宠物零售商店开始增多，宠物数量的平稳增长带来食品、医疗、养护等必需品的消费，在此期间，宠物产业开始进入发展轨道，其中最具有代表性的是成立于 1987 年的 PetSmart。
- (2) **快速发展期：宠物角色的转变。**21 世纪初至 2010 年是美国宠物行业的快速发展期。随着老龄化人口的增长和消费升级，宠物的情感消费粘着力逐渐形成，宠物商品和服务开始崛起，宠物产业不断完善，宠物美容等个性化项目也开始出现。金融危机时期宠物行业的逆势增长也侧面佐证了这一趋势，即由于宠物的角色定位更加情感化，宠物主人更倾向于削减个人支出来维持宠物消费。
- (3) **加速整合期：渠道的革新。**2010 年至今，由于宠物行业产业链的完备，宠物主

迫切的需要一体化、综合性的宠物店或解决方案来满足宠物的需求，因此，行业进入高速整合期。整合的目的在于提供一体化解决方案、降低渠道成本。

图 7 美国宠物行业发展历史

1980-2000	2000-2010	2010至今
<p><b>产业孕育期——宠物观念开始普及</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 有宠家庭比例增长</li> <li>- 宠物刚需带来食品、医疗的需求</li> <li>- 宠物产业开始出现</li> <li>- 1986年VCA成立</li> <li>- 1987年PetSmart成立</li> </ul>	<p><b>快速发展期——宠物角色的转变</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 宠物地位不断提高</li> <li>- 产业链不断完善，出现了宠物美容等个性化项目</li> <li>- 金融危机时期，宠物消费依旧稳定增长</li> </ul>	<p><b>加速整合期——渠道的革新</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2014年BC Partners私有化PetSmart</li> <li>- 2017年玛氏收购VCA</li> <li>- 线下宠物零售商面临线上和大渠道的整合压力</li> </ul>

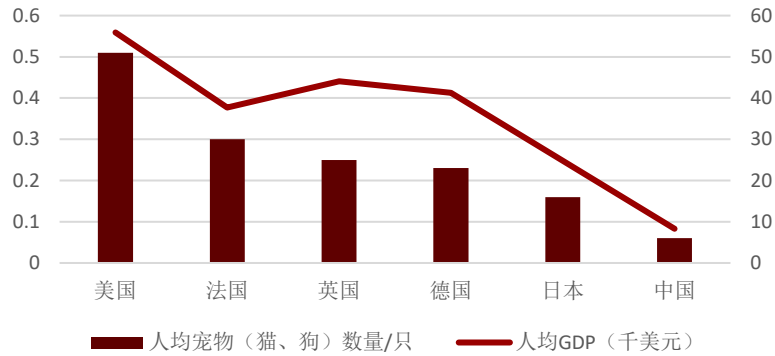
资料来源：中国产业信息网，招商证券

“量的增长”+“质的提升”推动美国宠物行业走向成熟。纵观美国宠物行业的发展历史，我们认为，产业孕育期的核心驱动力为人们对宠物的需求，这主要源于老龄化人口的增多、人均可支配收入和人均 GDP 的提高，性质上属于“量的提升”；快速发展期的驱动力则在于宠物角色的转变和宠物消费粘性的提高所带来的消费升级的渗透，属于“质的提升”，代表了宠物的“亲人化”。宠物数量的增长到品质的提升，最终推动美国宠物行业走向成熟。

### 3、海外映射——中国宠物经济正处于爆发前夕

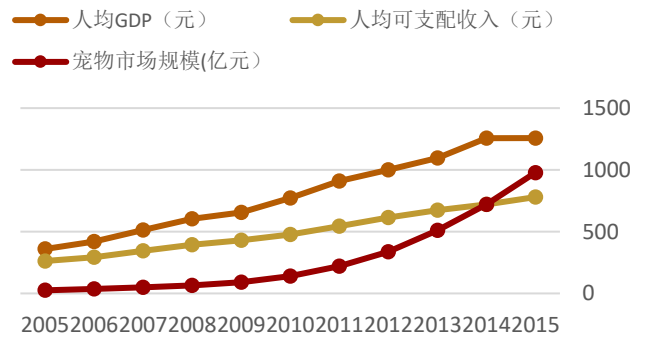
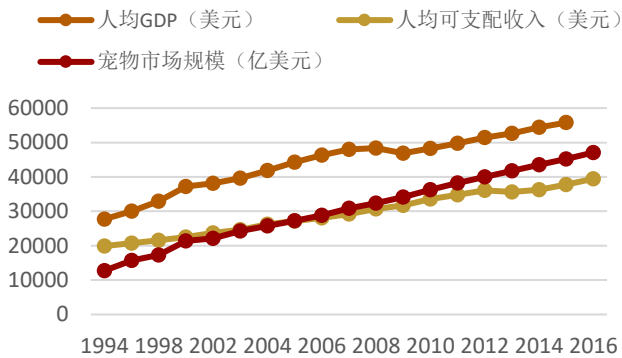
人均 GDP 达到 8,000 美元是行业快速发展的重要节点。中国农业大学动物医学院的资料显示，当一个国家的人均 GDP 达到 3,000 美元，宠物产业就会开始发展起来；而当人均 GDP 达到 8,000 美元，宠物产业就会进入高速发展阶段。根据国家统计局数据显示，2016 年我国人均 GDP 为 53980 元。若以 2000 年汇率不变价为基准，我国在 2009 人均 GDP 超过 3,000 美元，达到 3,168 美元。截止 2016 年，我国人均 GDP 约为 53,980 元，刚刚步入 8,000 美元的行列。而从各国人均 GDP 与人均宠物保有量的统计关系中我们也可以看到，人均 GDP 越高的国家，人均宠物保有量也越多。

图 8 人均 GDP 越高的国家人均宠物保有量越多



资料来源：前瞻网，招商证券

图 9 美国宠物市场与人均 GDP 和可支配收入正相关 图 10 中国宠物市场与人均 GDP 和可支配收入正相关

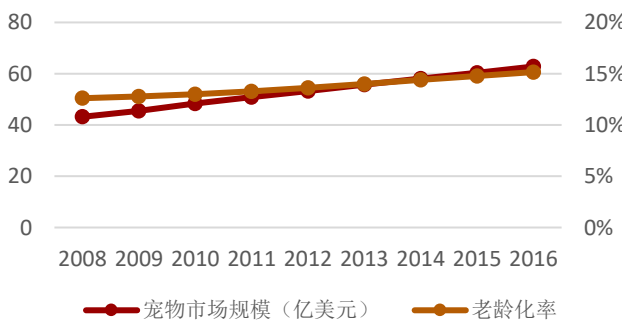


资料来源：Wind，招商证券

资料来源：Wind，招商证券

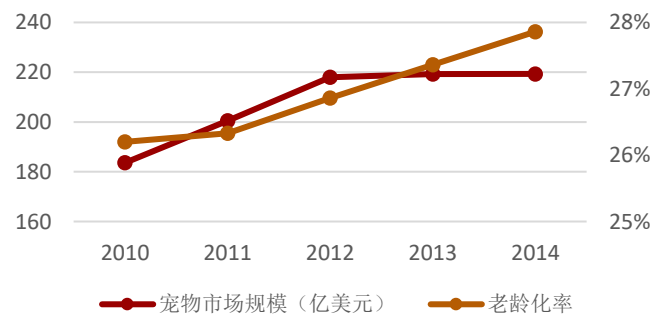
宠物产业的发展与一国老龄化水平呈较强的正相关关系。老年人口不仅对宠物拥有较强的感情寄托需求，而且往往具有较高的消费能力。通过研究美国、欧洲和日本的宠物市场规模与老龄化人口的关系，我们发现两者之间普遍呈现了较强的正相关关系，即随着人口老龄化率的提升，宠物市场规模随之增长。我国的人口结构正在呈现老龄化不断上升的趋势。2002 年，我国 65 岁及以上人口共有 9,377 万人，老龄化人口占总人口比率约为 7.3%，而到 2016 年，老龄人口增长至 1.5 亿人，老龄化率上升至 10.8%。未来我国老龄化水平还将持续上升，预计到 2020 年将达到 14.5%，老龄人口将突破 2 亿人，2050 年老龄化水平预计增长至 21.8%，老龄人口突破 3 亿人。我国宠物市场将会长期受益于人口老龄化这一趋势。

图 11 美国宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系



资料来源：Wind，招商证券

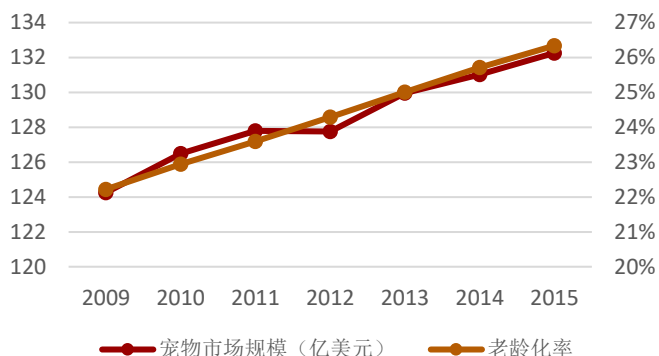
图 12 欧洲宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系



资料来源：Wind，招商证券

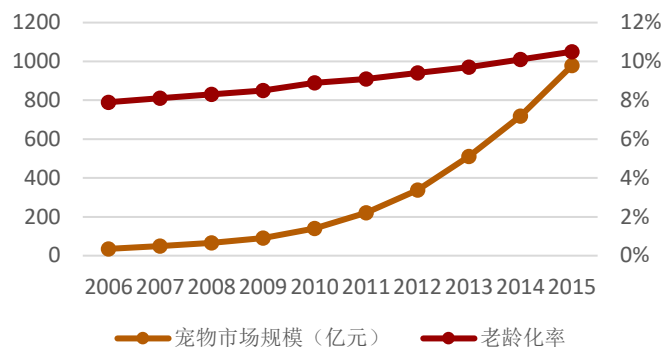


图 13 日本宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系



资料来源: Wind, 招商证券

图 14 中国宠物市场规模与老龄化率呈正相关关系



资料来源: Wind, 招商证券

综上所述, 我们判断中国很有可能正站在宠物经济爆发的前夜。

## 二、好行业、大空间、真成长——产业爆发前夜, 探究成长来源

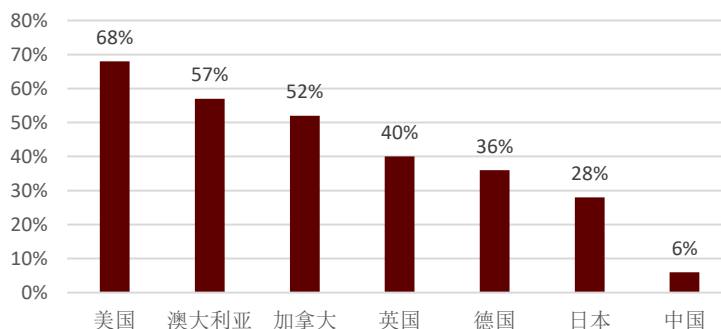
2015 年我国宠物行业市场规模约为 978 亿元, 同比增长 36%。而当前我国宠物市场仍处于保有量低、相关产品及服务渗透率低、客单价低的状态。在这轮产业爆发的过程中, 这三大主要驱动力有望共同增长, 从而拉动行业的整体快速增长。

### 1、宠物数量的提升

我国人均宠物保有量低。据不完全统计, 目前我国宠物数量超过 9,600 万只, 对应人均宠物数量约为 0.07 只/人。而美国人均宠物数量达到 0.66 只/人, 日本为 0.17 只/人。如前文所述, 随着人民生活水平的提升和老龄化程度的提高, 人们饲养宠物的意愿将越来越强, 我国人均宠物数量仍有很大的提升空间。

从有宠家庭的占比来看, 我国也远远落后于发达国家。根据统计, 我国 2016 年家庭数量为 4.35 亿, 其中有宠家庭的比例约为 6%。而美国有宠家庭比例达到 68%, 位居全球第一, 其次是澳大利亚 57%, 加拿大、英国、德国、日本分列三、四、五、六位, 有宠家庭的比例分别为 52%、40%、36%、28%。由此可见, 我国有宠家庭占比远远低于欧美发达国家, 存在着很大的提升空间。

图 15 我国有宠家庭占比仅 6%, 远低于发达国家



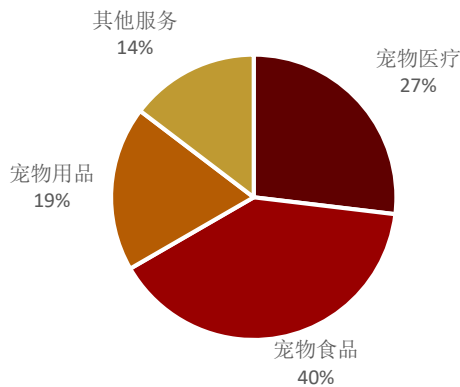
资料来源: APPA, 招商证券

假设我们按照每个保有宠物的家庭平均保有 1 只宠物计算，家养宠物存量大约为 2600 万，则未登记在册、散落的宠物数约为 7000 万只。相对应来看，美国宠物数量应为 2.13 亿只，日本宠物数量为 2160 万只。随着这些散落的宠物被一部分家庭收养、我国饲养宠物的正规性提高等因素，我们预计到 2020 年我国有宠家庭的比例将提升至 9%，人均宠物数量提升至 0.1 只/人。

## 2、宠物消费渗透率的提升

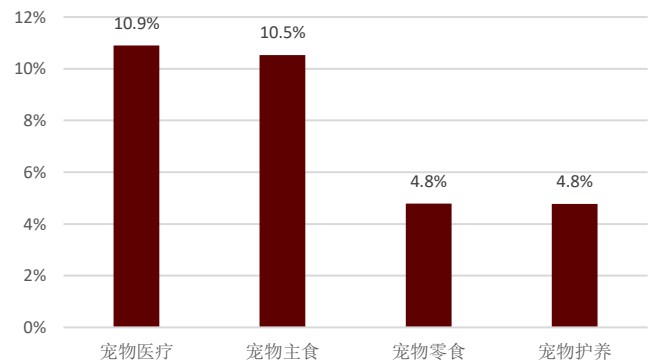
在我国，围绕宠物相关的产品和服务仍处于一个渗透率较低的环境中。当前宠物相关的消费主要集中在宠物食品、宠物医疗、宠物用品和其他服务四大领域，其中以宠物食品占比最高，达到 39.8%。根据我们粗略测算，当前，食用专业宠物粮食的宠物占比约为 10.9%，为渗透率最高的细分领域；宠物医疗的渗透率位居第二，约 10.5% 宠物零食和宠物护养的渗透率均不到 5%。整体看来，各细分领域都还具备相当大的发展潜力。根据我们粗略统计和估算，2015 年我国宠物行业的相关消费及服务的平均渗透率仅为 7%，到 2020 年预计提升到 10%。

图 16 中国宠物消费以宠物食品为主，占比 40%



资料来源：招股说明书，招商证券

图 17 中国宠物消费在各个领域的渗透率都很低



资料来源：狗民网、波奇网、招商证券

## 3、客单价的提升

我们先来计算一下平均每只狗的正常年消费。宠物的消费与其体型呈绝对的正相关关系，具体如下：

表 1：宠物狗每日喂食量与体重参照表

宠物体重区间	狗粮	咬胶	磨牙零食	肉质零食	洗澡美容 (元/次)
1-5kg	126g	1-2 根	10g	—	50
6-10kg	126-188g	2-4 根	10-20g	10-20g	100
11-23kg	188-329g	4-6 根	20-40g	20-40g	140-200
24-40g	329-512g	6-10 根	40-60g	40-60g	200-300

资料来源：波奇商城，招商证券

我们以一只 15kg 的成犬为例，列示其消费项目及金额如下：

表 2：宠物狗年消费潜力测算

花销品类	花销项目	测算逻辑	样品单价	测算结果 (元)
宠物主食	狗粮	全狗粮喂食，平均取每	30 元/kg	2738

敬请阅读末页的重要说明

		只狗每日 250g 狗粮， 狗粮依据宝路成犬狗 粮价格		
宠物零食	肉质零食	肉质零食每日喂食量 取 30g，价格依据 Wanpy 犬用肉丝测算	165 元/kg	1806
	磨牙零食	磨牙零食每日喂食量 取 30g，按照它它零食 价格测算		415
	咬胶	咬胶每日食量为 3 根， 价格依据多格漫狗咬 胶测算	38 元/kg	2316
<b>合计</b>				<b>4537</b>
宠物护养	洗澡，美容等	按照平均 2 周一次的 频率	150 元/次	3900
宠物医疗	疫苗、看病	接种进口核心疫苗和 狂犬疫苗；接种程序： 第一针为二联，第二针 为四联，第三针为六联 和狂犬疫苗，一年后加 强一针，每年注射狂犬 疫苗	二、四、六联疫苗分 别取 40、60、80 元 /针，狂犬疫苗取 50 元/针；年花费取幼 犬前三年平均值； 狗平均每年生病两 次，每次花销 1500 元计算；	3137
宠物用具	宠物用具	包括狗链、狗窝、狗食 盆、狗衣物、狗玩具， 年花费均摊到 3 年取 平均值		150
<b>总合计</b>				<b>14462</b>

资料来源：互联网，招商证券

当前每只宠物平均年消费远低于正常饲养消费标准。2015 年我国宠物市场总规模为 978 亿元，拥有宠物数量 9,600 万只，粗略计算，平均每只宠物消费约为 1,019 元/只/年。假设仅计算家庭宠物，按照我国 2,600 万只家庭宠物狗数量，平均每只消费约为 3,762 元/只/年。而以上测算显示，按照正常规范性饲养宠物，一年的消费要达到 14,462 元/只，远高于我国当前平均每只宠物的消费水平。

我们认为当前客单价低的主要原因是：1) 宠物消费仍然围绕着主粮、养护等偏刚需的领域，而零食、玩具、保健品等升级类产品和服务的渗透率仍然很低；2) 人们饲养宠物的规范性意识较差，对一些基础的消费（如，疫苗、驱虫等）不够重视；3) 过去人们对于宠物的喜爱程度和重视程度并不够高。未来，随着人们对宠物重视程度的不断提升，饲养意识逐步规范化，将花费更多的钱在品类拓展上，从而实现客单价的持续提升。我们预计未来五年平均每只宠物消费将以年化 15% 的速度不断提升。

#### 4、资本加速布局，促进行业发展

资本对于我国宠物行业的布局近两年来明显加速。我国宠物行业一直以来呈现出非常分散、规范性较弱的发展状态，亦鲜少有资本介入。而近两年来，行业逐渐开始吸引资本市场的目光，一方面证券化进程开启，另一方面资本投入力度加大。

(1) 行业资产证券化进程开启：2015 年以来，多家宠物行业公司挂牌新三板，其中

佩蒂股份于今年7月份正式转登A股市场，成为首家宠物食品行业的主板上市公司。中宠股份紧随其后，也于8月份成功上市，成为第二家宠物食品行业的主板上市公司。此外，新三板市场也陆续迎来宠物行业的数家公司挂牌。由此可见，行业资产证券化进程已然开启。

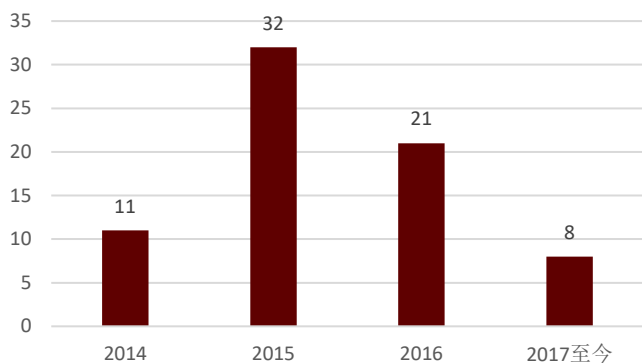
表 3：宠物行业公司挂牌情况

公司代码	公司	上市场所	行业	上市时间	2016 收入 (万元)	净利润 (万元)
300673	佩蒂股份	A 股	宠物食品	2017 年 7 月	55057	8047
002891	中宠股份	A 股	宠物食品	2017 年 8 月	79095	7458
832419	路斯股份	新三板	宠物食品	2015 年 5 月	27307	2233
837995	华亨股份	新三板	宠物食品	2016 年 8 月	8842	854
838193	天元宠物	新三板	宠物用品	2016 年 8 月	58354	4498
838885	瑞鹏股份	新三板	宠物医院	2016 年 8 月	19028	2453

资料来源：Wind，招商证券

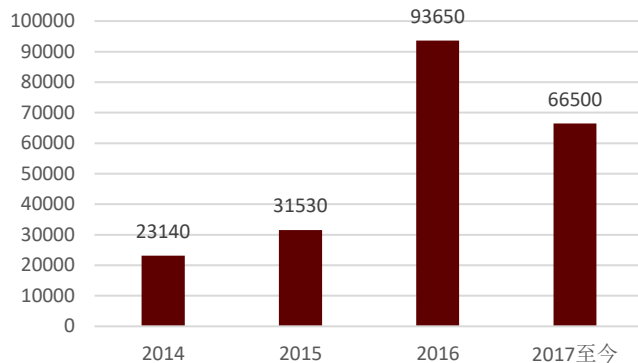
(2) 资本投入力度加大，众多宠物企业获得融资：2014 年以来，我们观测到的行业融资数量和金额也得到了快速增长，总融资金额不断增加。据不完全统计，2016 年我国宠物行业融资总金额达到 9.4 亿元，是 2015 年的三倍左右。

图 18 宠物行业融资项目数量



资料来源：IT 桔子，招商证券

图 19 宠物行业融资项目金额 (单位：万元)



资料来源：IT 桔子，招商证券

表 4：宠物行业部分融资情况

获投年份	项目名称	融资金额
2017	E 宠商城	5000 万美元
2017	掌上宠吧	—
2017	联宠	数亿人民币
2017	爱宠医生	数千万人民币
2017	宠物家	数千万人民币
2017	汪仔饭	500 万
2017	爱立方	1000 万
2017	萌爪医生	数千万人民币
2016	天外莱客	400 万
2016	狗狗生态	数千万人民币
2016	安安宠医	数千万人民币
2016	小狗在家	—
2016	C81 宠物	1500 万
2016	狗狗去哪儿	1000 万
2016	宠物家	—
2016	芭比堂宠物医院	数百万人民币

获投年份	项目名称	融资金额
2016	动物直播	150 万
2016	E 宠商城	数千万人民币
2016	Dropet 新旦科技	200 万美元
2016	坚果宠物	数千万人民币
2016	宠信	数百万人民币
2016	一犬一话	200 万人民币
2016	遛遛宠物	数千万人民币
2016	萌窝宠物医生	数百万人民币
2016	爱宠医生	1000 万
2016	恶霸星球	1000 万
2016	波奇网	1.02 亿美元
2016	萌爪医生	数百万人民币
2015	萌管家	200 万
2015	狗民网	——
2015	COMING 宠物管家	300 万
2015	好狗狗	数千万人民币
2015	爪爪科技	1500 万
2015	宠物帮	1000 万
2015	天外菜客	300 万
2015	宠物圈	——
2015	小狗在家	数千万人民币
2015	一犬一话	150 万
2015	乖乖碗	300 万
2015	感叹号网络	200 万
2015	坚果宠物	数百万人民币
2015	萌星人	200 万
2015	八公美宠	数百万人民币
2015	爱宠医生	数百万人民币
2015	人人养宠	1000 万
2015	宠物帮	数百万人民币
2015	宠知道	数百万人民币
2015	闻闻窝	600 万美元
2015	暖窝	150 万
2015	小狗在家	130 万
2015	宠物秀	数百万人民币
2015	人人养宠	200 万
2015	好狗狗	1000 万
2015	乐宠网	2900 万美元
2015	E 宠商城	数百万美元
2015	摸摸哒	500 万
2015	美宠	数百万人民币
2015	DOG PC	500 万
2015	宠爱约定网	100 万
2015	狗狗去哪儿	数百万人民币
2015	好狗狗	数百万人民币
2014	看到网	40 万
2014	小鲜粮	数百万人民币
2014	骨头邦	3000 万
2014	爱狗团	1000 万
2014	遛遛宠物	数百万人民币
2014	宠物圈	1000 万
2014	宠物说	1000 万

获投年份	项目名称	融资金额
2014	狗管家	—
2014	美喵网络	100 万
2014	闻闻窝	1000 万
2014	波奇网	2500 万美元

资料来源：IT 桔子，招商证券

## 5、预计 2020 年市场规模突破 4,000 亿元，CAGR 超过 30%

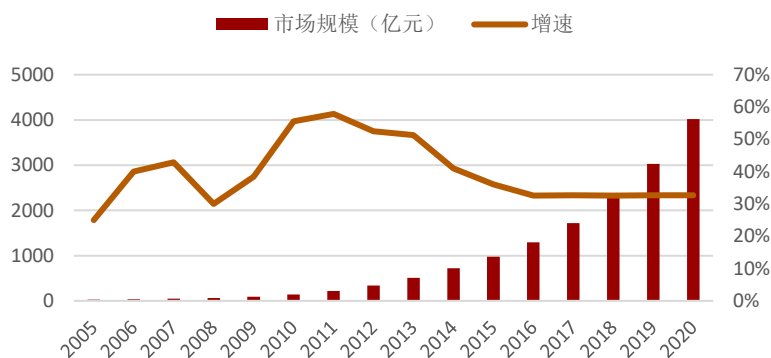
根据以上分析，我们对未来五年我国宠物行业市场规模进行如下预测：

### 基本假设：

- 1) **宠物数量**：2015 年我国人均宠物保有量为 0.07 只/人，有宠家庭占比约为 6%。我们预计到 2020 年人均宠物保有量增长至 0.1 只/人，有宠家庭占比达到 9%，CAGR 分别为 7.39%和 7.21%。鉴于家庭数量容易存在更大的统计偏差，所以我们选取人均宠物保有量作为宠物数量的预测基础。
- 2) **平均消费渗透率**：2015 年我们测算我国宠物产品及相关服务的平均渗透率约为 7%，预计到 2020 年，提升到 10%，CAGR 约为 7.39%。
- 3) **客单价**：2015 年我国平均每只宠物消费金额为 1,018 元，我们预计未来五年平均每年有 15%的增长，即到 2020 年，平均每只宠物的消费金额将提升至 2,048 元。

2015 年我国宠物市场规模为 978 亿元，基于以上假设，我们预计到 2020 年行业规模将达到 4,015 亿元，年复合增长率约为 32.64%。

图 20 预计我国宠物市场规模到 2020 年突破 4,000 亿



资料来源：招商证券

## 三、佩蒂股份——A 股首家宠物食品行业上市公司

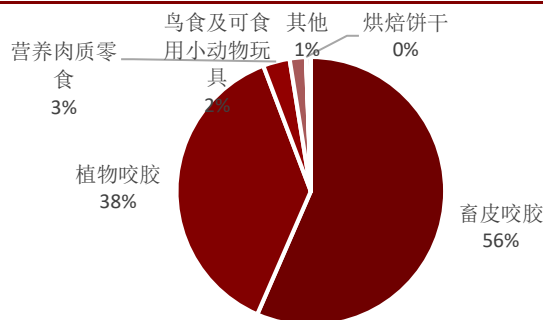
佩蒂股份成立于 2002 年，是专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、可食用鸟食及小动物玩具、烘焙饼干等。其中，咬胶是公司的主要产品，畜皮咬胶和植物咬胶两大品类合计占比达到 94%。

图 21 佩蒂股份发展历程



资料来源：公司官网，招商证券


图 22 佩蒂股份营业收入构成



资料来源：Wind，招商证券

表 5：公司产品介绍

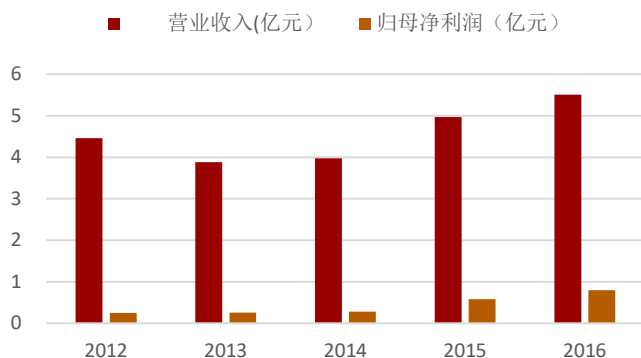
主要产品	功能与用途	产品图片
畜皮咬胶	以未经鞣制的畜皮、畜禽肉及骨等动物性原料为主要原料，经前处理、成形、高温杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品。	
植物咬胶	利用植物性淀粉、鸡肉等为主要原料辅以其它营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘烤等工艺制作而成的咬胶系列产品	
营养肉质零食	以鸡肉为主要原料，将新鲜冷冻鸡肉通过解冻、绞碎或开片、混合搅拌后，再与地瓜、水果制品等组合，经制作成型、烘烤等工艺制作成适合宠物口味的宠物零食。	
鸟食及可食用小动物玩具	利用谷物、木屑或其他植物纤维、淀粉为主要原料经配料混合、置模成型、烘烤、脱模等工序制作而成，供鸟类及啮齿类动物磨牙及食用。	

主要产品	功能与用途	产品图片
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	

资料来源：公司公告，招商证券

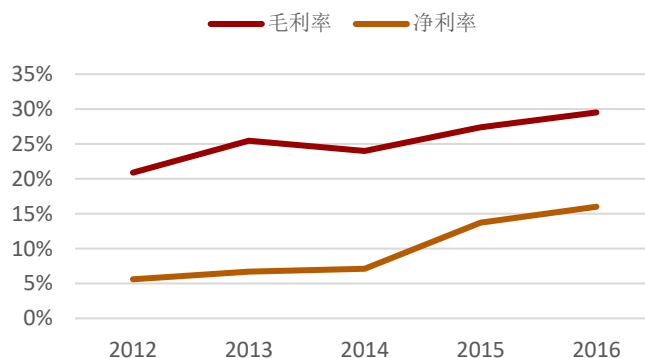
业绩持续稳定增长，盈利能力不断改善。2016 年公司实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 10.7%，归属母公司净利润 8,037 万元，同比增长 38.1%。2012-2016 年，公司收入 CAGR 约为 5.4%，而归属母公司净利润 CAGR 达到 33.6%。由此可见，公司收入稳定增长的同时，盈利能力在不断提升，毛利率由 2012 年的 20.9% 增长至 2016 年的 29.5%，提升了近九个百分点，净利率也从 5.7% 一路提升至 14.6%。利润率的提升一方面来源于产品结构的改善、规模效应带来的费用率的下降；另一方面来源于原材料价格下跌带来的影响。

图 23 公司营业收入及归母净利润



资料来源：Wind，招商证券

图 24 公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，招商证券

目前仍以 ODM 为主，海外业务收入占比超过 95%。公司自成立以来，主要以出口和 ODM 业务为主，2016 年实现外销收入 5.3 亿元，占主营业务收入比例达到 96.3%。经过多年发展，公司积累了优质的 ODM 客户群，已与多家全球知名宠物产品品牌商或零售终端渠道（如，Spectrum Brands、Petmatrix、沃尔玛、PetSmart 等）建立了良好的合作关系，供货量逐年上升。相比于外销，公司内销规模很小，但近年来占比也在逐步提升，从 2012 年的 9% 提升至 2016 年的近 4%。

## 四、发展战略——内销接力增长，产业链布局打造宠物经济生态圈

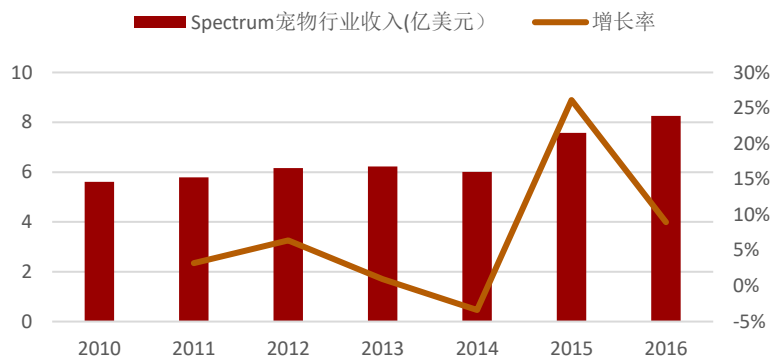
### 1、 短期：外销持续强劲，保持稳定增长

对现有客户供应额的持续提升。公司下游客户较为集中，过去三年前五大客户合计占比为 93.3%、93.0%、92.2%，但由于公司当前收入体量不大，所以为每个客户供货的量还相对较小。我们认为，佩蒂在现有客户中的销售额还将持续提升，原因在于：1) 随着美国宠物行业的进一步整合，龙头公司的收入将继续提高，而佩蒂当前的下游客户都是行业排名第一梯队的宠物产品或渠道商；2) 佩蒂在这些客户中目前的供应比例非常低，未来提升空间相当大。以公司第一大客户 Spectrum Brands 为例，Spectrum 的宠



物用品业务在 2016 年收入达到 8.26 亿美元，而佩蒂出口到 Spectrum 的商品额仅为 2.04 亿元，占比不到 5%；以美国宠物服务行业龙头 PetSmart 为例，2015 年 PetSmart 宠物行业收入约为 410 亿人民币，其中，销售宠物用品约占 80%，而采购自佩蒂股份的商品额仅为 1214 万元。

图 25 Spectrum 宠物行业收入



资料来源：Wind，招商证券

**国际竞争地位稳固，继续开拓新客户。**从前五大客户的变化来看，公司每年都会开拓新的大客户。2015 年 PetSmart 进入公司前五大客户，2016 年 PET AT HOME LTD 进入前五大。当前欧美市场已进入相对成熟的发展周期，ODM 订单呈现向头部供应商集中的趋势。我们认为，随着佩蒂海外业务竞争优势的不断提升，再加上上市后平台背书的增强，有望进一步拓展海外市场，切入更多客户渠道。

表 6：2014-2016 公司前五大客户及销售金额（万元）

2014 年度		2015 年度		2016 年度	
Spectrum Brands	17,002	Spectrum Brands	18,699	Spectrum Brands	20,444
Wal-Mart	9,554	Petmatrix LLC	18,699	Petmatrix LLC	19,460
Petmatrix LLC	8,136	Wal-Mart	9,568	Wal-Mart	8,636
Salix Animal Health LLC	2,001	PetSmart	1,214	PetSmart	1,256
Armitages Pet Products Limited	383	Salix Animal Health LLC	467	PET AT HOME	987
<b>合计金额</b>	<b>37,076</b>	<b>合计金额</b>	<b>46,237</b>	<b>合计金额</b>	<b>50,783</b>
<b>合计占比</b>	<b>93.28</b>	<b>合计占比</b>	<b>92.95</b>	<b>合计占比</b>	<b>92.24</b>

资料来源：招股说明书，招商证券

表 7：公司主要客户简介

客户名称	客户简介
Spectrum Brands	<p>美国品谱控股公司，纽约证券交易所上市公司，代码 SPB，总部位于美国威斯康辛州麦迪逊市，是一家全球性消费品公司，是专业宠物食品、用品的领先供应商。</p> <p>在全球消费品行业中，品谱是一个规模庞大、实力雄厚、业务多元化的竞争品牌。品谱的产品由全球 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，每年的收入超过 30 亿美元。</p> <p>品谱公司旗下宠物产品品牌众多，包括 8in1、Dingo（顶哥）、Tetra 等。</p>
Petmatrix LLC.	<p>Petmatrix 公司于 2009 年在美国纽约州注册成立，致力于给宠物狗提供美味、易消化的植物性咬胶，其旗下两大品牌 SmartBones、DreamBone 产品畅销全球多个国家和地区。</p>

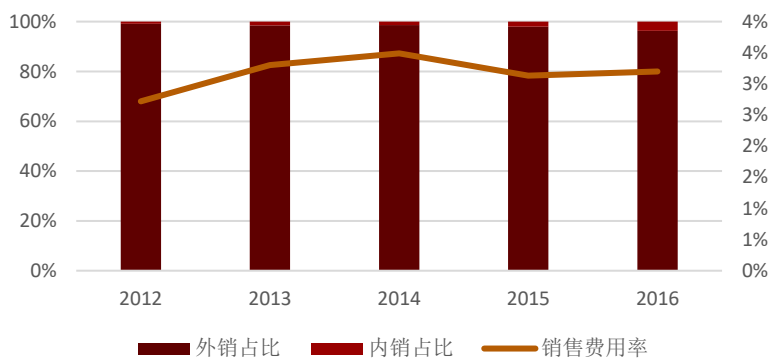
客户名称	客户简介
Wal-Mart PetSmart	<p>纽约证券交易所上市公司，证券代码 WMT，世界最大的连锁零售商 美国最大的为宠物整个生命周期提供服务和解决方案的宠物专业零 售商，曾在纳斯达克上市公司，代码：PETM。PetSmart 现有五万 多名员工，在美国、加拿大等地区有一千多家宠物商店，提供多种 宠物食品、用品，并提供犬只训练、宠物美容、宠物寄宿和店内的 日托服务、收养服务。</p>
Salix Animal Health LLC	<p>2014 年末被 BC Partners Ltd 所领导的私募股权财团收购并已退市 美国知名宠物食品品牌商，提供以牛皮、鸡肉、牛肉等为原料的宠 物食品，2015 年被 Spectrum Brands 收购</p>
Armitages Pet Products Limited	<p>英国知名宠物食品和用品供应商，拥有 200 多年的历史，拥有许多 宠物产品主导品牌</p>
Pets At Home Ltd.	<p>英国知名宠物产品供应商，既经营宠物买卖业务，也销售宠物食品、 用品，同时还为宠物提供医疗服务，在英国拥有超过 400 家门店</p>

资料来源：公司公告，招商证券

## 2、 中期：加强自主品牌建设，内销接力增长

在中国宠物经济快速发展的黄金时期，佩蒂作为行业龙头有望获得较高的市场份额。公司目前拥有自主品牌 PEIDI、Meatyway、禾仕嘉、贝家、爱康等。上市前公司将重心主要放在海外市场，并以 ODM 业务为主，因此内销业务鲜有贡献，自主品牌建设也并未投入过多，我们从公司每年不到 3.5% 销售费用也可看出一二。2016 年公司内销实现收入 2,012 万元，同比增长 95%。如今公司成功登陆 A 股，成为本土首家宠物食品行业上市公司，又赶上中国宠物经济高速发展的黄金时期，将投入更多精力在内销市场的开拓以及自主品牌的建设上。

图 26 公司销售费用率较低，每年不到 3.5%



资料来源：Wind，招商证券

公司产品具有很高的质量水准，本土竞争优势明显。公司通过多年 ODM 供货，形成了成熟的产品线，产品质量也达到国际一流水准。我们认为，海外品牌的宠物食品与国内龙头生产的产品在品质上没有太大的差别，国外品牌的优势主要来自于较早的进入中国市场和长期培养的品牌认知。而国内自主品牌在本土销售渠道、原材料、人力等方面所具备的明显的竞争优势，为国产自主品牌的发展奠定了坚实的基础。

表 8：公司海外收入拆分情况

	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	销售收入 (万元)	占比	销售收入 (万元)	占比	销售收入 (万元)	占比
ODM	51761	97.7%	46691	95.6%	37174	95.1%
自有品牌	1211	2.3%	1962	4.4%	1902	4.9%

敬请阅读末页的重要说明

	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
合计	52972	100%	48653	100%	39076	100%

资料来源：公司公告，招商证券

表 9：公司主要商标情况

商标名称	核定商品
佩蒂	狗食用饼干；动物食品；宠物食品；动物可食用咀嚼物；动物用鱼粉；动物食用蛋白；动物栖息用品
Meatyway	动物食用谷类；狗食用饼干；鸟食；动物食品；动物可食用咀嚼物；饲料；宠物饮料；动物食用鱼粉；宠物食品；宠物用香沙
禾仕嘉	动物食品；狗食用饼干；鸟食；饲料；果渣；动物食用蛋白；宠物用食品；动物可食用咀嚼物；宠物饮料；动物用鱼粉 家具,玩具箱,动物标本,羽兽毛工艺品,食品用塑料装饰品,饲料架,宠物靠垫,家养宠物栖息箱,家养宠物窝,家养宠物用床 动物用梳,牙刷,牙线,化妆用具,清洁用垫,沐浴海绵,动物饲料槽,家养宠物用笼子,宠物排泄用盒(盘),捕虫器 游戏器具,家养宠物玩具,玩具,动物棋,体育活动用球,锻炼身体器械,圣诞树用装饰品(照明用物品和糖果除外),钓鱼用具
贝家	动物食品；狗食用饼干；鸟食；饲料；果渣；动物食用蛋白；宠物用食品；动物可食用咀嚼物；宠物饮料；动物用鱼粉
爱康	动物用化妆品；宠物用香波
PEIDI	狗食用饼干；动物食品；宠物食品；动物可食用咀嚼物；动物用鱼粉；动物食用蛋白；动物栖息用品

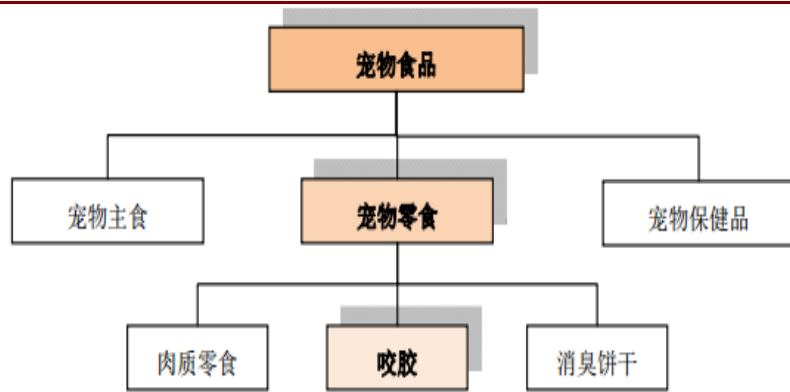
资料来源：公司公告，招商证券

因此，从中期发展上我们认为公司作为本土首家宠物食品上市公司，有望在行业快速发展的过程中优先受益，获得较高的市场份额，并提升品牌知名度。

### 3、 长期：沿产业链布局，打造宠物经济生态圈

**横向品类拓展。**公司自成立以来，一直深耕宠物零食尤其是咬胶这个细分领域。而整个宠物食品领域产品品类较为丰富，主要包括了宠物主食、宠物零食和宠物保健品三大块。宠物零食中除了咬胶以外，还有肉质零食、消臭饼干等其他品类。而咬胶这一品类中也包含畜皮咬胶、植物咬胶等诸多品种。基于公司多年的行业经验，对于下游客户需求的判断、产品研发的创新、客户渠道的成熟，为今后在品类扩充上奠定了扎实的基础。

图 27 宠物食品分类

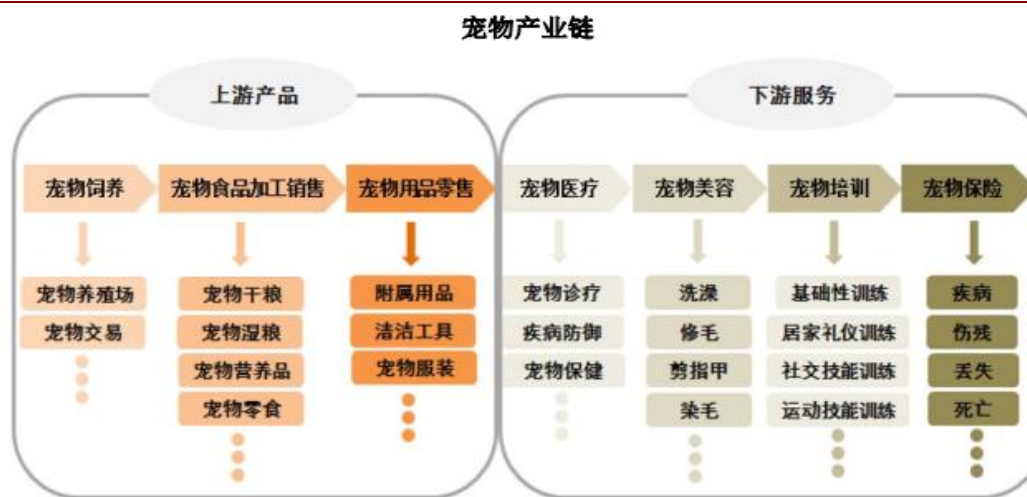


资料来源：招股说明书，招商证券

纵向产业链布局，构建宠物生态。宠物食品作为宠物的生存需求，是最先爆发的宠物产

业。相较于美国，我国的宠物行业结构尚处于早期阶段，仍以食品等满足基本生理需求的产品为主，而美国宠物医疗服务占比近一半，宠物护理等服务类业务也有 20% 的市场份额。我们认为，随着我国宠物行业的发展，宠物医疗、宠物护养等服务型业务的重要性将会逐渐凸显。而从整个宠物产业链来看，宠物培训、宠物保险、宠物善终等都还处于空白状态。佩蒂作为行业内第一家宠物食品上市企业，有望先一步开启产业链整合，形成集群化竞争优势，提升附加值，从而进一步增强品牌价值。

图 28 宠物产业链环节构成

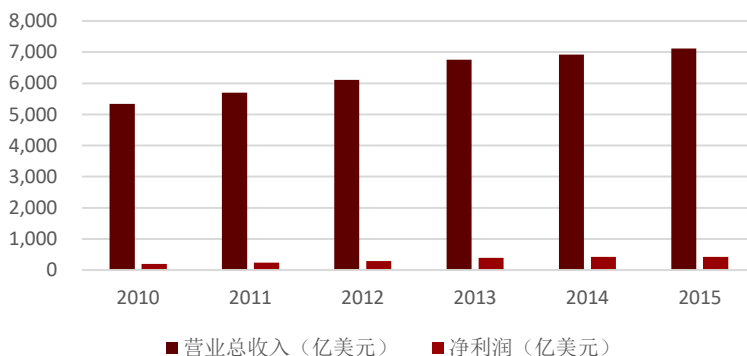


资料来源：招股说明书，招商证券

#### 4、来自于 PetSmart 的启示——美国最大的综合性宠物服务商发展路径。

PetSmart 是北美最大的宠物零售商和连锁服务商，线下有超过 1500 家连锁店，2014 年营业收入 71 亿美元。公司主要提供包括美容，寄养，训练，活体购买，宠物酒店，宠物医院、线上电商平台等全方位宠物服务的。1986 年成立，1993 年在 NASDAQ 上市，2014 年 12 月，公司接受以 BC Partners 为首的财团私有化要约，从纳斯达克退市。

图 29 PetSmart 收入和净利润情况

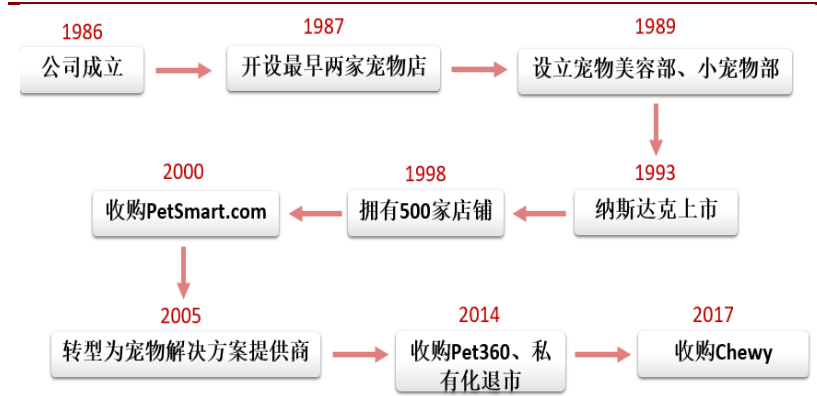


资料来源：彭博，招商证券

- 1) 1989 年-1993 年: PetSmart 以宠物食品店起家，最早开设了两家名为 PetFood、Warehouse 的宠物食品店，作为上游批发商提供宠物商品，将模式扩展到全国，并于 1993 年于纳斯达克上市。

- 2) 1994 年-1998 年：公司借助上市资本迅速扩张，涉足宠物医疗业务，继续增加门店数量。
- 3) 1999 年-2013 年：从宠物食品商转型为综合型宠物服务商，在店内提供差异化宠物服务，包括美容、医疗、培训、寄宿等。公司宠物食品销售占比从 1994 年的 96% 下降到 2013 年的 88.3%。
- 4) 2014 年-至今：公司切入线上，开展 O2O 模式应对愈加激烈的竞争，于 2014、2017 年分别收购美国第一个线上宠物零售商 Pet360 和快速成长的宠物用品网站 Chewy。

图 30 PetSmart 发展历史



资料来源：公司公告，招商证券

纵观 PetSmart 的发展历程，我们认为，PetSmart 取得成功的重要原因：

- 1) 踏上美国宠物行业高速发展的历史风口：1980 年前后，美国人均 GDP 刚刚突破 10,000 美元，处在 8,000 美元后的发展红利期，PetSmart 的快速发展，离不开整个行业向上的趋势。
- 2) 顺应产业发展需求，不断调整战略布局：宠物食品作为宠物消费的刚需，是宠物产业链最先爆发的环节，PetSmart 以宠物食品店起家，快速铺开市场；公司顺应宠物的消费升级，转型宠物服务商，提高盈利能力，增加用户粘性；顺应互联网趋势，布局线上渠道。

**带给中国宠物行业发展的启示：**由于国内宠物行业发展较晚，国内企业目前以 ODM/OEM 代工为主。国内代工企业已经稳定的为国外宠物用品龙头公司供货，表明国内企业已经拥有成熟的产品线和优秀的品控能力，提供的产品已经进入国际一线水平。我国宠物行业正处在美国上世纪 80 年代的阶段，在行业高速发展的背景下，国内宠物行业企业有望效仿 PetSmart 的成功经验，将产品优势转化为品牌和渠道优势，在国产替代的趋势下占领国内市场份额；随着国内宠物行业的消费升级，国内企业龙头拥有地缘和渠道优势，必将在宠物服务行业抢占先机。

## 五、盈利预测与投资评级

### 1、基本假设

#### 1) 产能：

根据本次募投项目的规划，我们预计未来三年公司产能情况如下：

表 10: 公司产能假设

产能 (吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	6,000.00	6,000.00	6,000.00	6,000.00	9,000.00	9,000.00
植物咬胶	3,000.00	4,000.00	5,000.00	5,000.00	7,500.00	7,500.00
营养肉质零食	400.00	400.00	400.00	400.00	900.00	900.00

资料来源: 招股说明书, 招商证券

2) 产能利用率:

假设畜皮咬胶新增产线 2018 年投产 20%, 2019 年投产 50%; 植物咬胶新增产线 2018 年投产 25%, 2019 年投产 55%; 营养肉质零食新增产线 2018 年投产 5%, 2019 年投产 10%, 则未来三年产能利用率情况如下:

表 11: 产能利用率假设

产能利用率	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	100.64%	103.74%	111.96%	115.00%	83.33%	93.33%
植物咬胶	67.74%	94.99%	93.57%	98.00%	73.67%	83.67%
营养肉质零食	46.37%	90.63%	68.84%	68.84%	33.37%	36.15%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

3) 产销率:

我们假设未来三年产销率基本与过去持平:

表 12: 产销率假设

产销率	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	98.97%	99.77%	101.17%	101.50%	102.00%	102.50%
植物咬胶	99.31%	99.77%	99.62%	99.57%	99.65%	99.62%
营养肉质零食	99.53%	99.06%	99.17%	99.25%	99.16%	99.19%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

4) 销售均价:

考虑到未来三年公司产品技术、原材料成本等影响, 我们预计未来三年产品销售均价变化如下:

表 13: 销售均价假设

销售均价增速	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	--	1.02%	-7.49%	4%	3%	3%
植物咬胶	--	2.48%	7.75%	4%	3%	3%
营养肉质零食	--	2.44%	2.85%	4%	3%	3%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

## 2、 盈利预测&投资评级

1) 产量&销量:

根据上述产能利用率和产销率的假设, 我们计算出未来三年公司各个产品的产量和销量情况如下:

表 14: 公司产量预计

产量 (吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
--------	------	------	------	-------	-------	-------

敬请阅读末页的重要说明

产量 (吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	6,038.49	6,224.12	6,717.54	6,900.00	7,500.00	8,400.00
植物咬胶	2,032.23	3,799.58	4,678.38	4,900.00	5,525.00	6,275.00
营养肉质零食	185.48	362.53	275.34	275.34	300.34	325.34

资料来源：招股说明书，招商证券

表 15：公司销量预计

销量 (吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	5,976.29	6,209.80	6,795.97	7,003.50	7,650.00	8,610.00
植物咬胶	2,018.21	3,790.84	4,660.83	4,878.85	5,505.90	6,250.90
营养肉质零食	184.61	359.12	273.05	273.28	297.82	322.72

资料来源：招股说明书，招商证券

## 2) 销售均价：

按照上述销售均价增速的假设，我们计算出未来三年公司各个产品的售价分别为：

表 16：产品销售均价预计

销售均价 (万元/吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	4.89	4.94	4.57	4.75	4.90	5.04
植物咬胶	4.03	4.13	4.45	4.63	4.77	4.91
营养肉质零食	6.16	6.31	6.49	6.75	6.95	7.16

资料来源：招股说明书，招商证券

## 3) 主营业务收入：

表 17：公司主营业务收入预计

销售收入 (万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	29,239.03	30,706.08	31,081.61	33,286.23	37,449.69	43,413.73
植物咬胶	8,136.05	15,670.44	20,735.75	22,579.31	26,245.77	30,690.93
营养肉质零食	1,137.06	2,266.07	1,772.41	1,844.55	2,070.45	2,310.86
鸟食及可食用小动物玩具	762.66	902.25	1,078.82	1,186.70	1,305.37	1,435.91
烘焙饼干	228.69	19.11	23.81	28.57	32.86	36.14
其他	147.21	119.64	292.06	321.27	353.39	388.73
合计	39,650.70	49,683.59	54,984.46	59,246.63	67,457.53	78,276.31

资料来源：招股说明书，招商证券

表 18：公司主营收入占比预计

主营业务收入占比	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	73.74%	61.80%	56.53%	56.18%	55.52%	55.46%
植物咬胶	20.52%	31.54%	37.71%	38.11%	38.91%	39.21%
营养肉质零食	2.87%	4.56%	3.22%	3.11%	3.07%	2.95%
鸟食及可食用小动物玩具	1.92%	1.82%	1.96%	2.00%	1.94%	1.83%
烘焙饼干	0.58%	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%
其他	0.37%	0.24%	0.53%	0.54%	0.52%	0.50%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：招股说明书，招商证券

表 19：公司分产品收入增速预计

增速	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
畜皮咬胶	--	5.02%	1.22%	7.09%	12.51%	15.93%
植物咬胶	--	92.61%	32.32%	8.89%	16.24%	16.94%
营养肉质零食	--	99.29%	-21.78%	4.07%	12.25%	11.61%

增速	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
鸟食及可食用小动物玩具	--	18.30%	19.57%	10.00%	10.00%	10.00%
烘焙饼干	--	-91.64%	24.59%	20.00%	15.00%	10.00%
其他	--	-18.73%	144.12%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	--	25.30%	10.67%	7.75%	13.86%	16.04%

资料来源：招股说明书，招商证券

我们预测，公司 2017、2018、2019 分别实现营业收入 6.07 亿、7.14 亿、8.46 亿，同比增长 10.1%、17.6%、18.5%；实现净利润 1.02 亿、1.21 亿、1.44 亿，同比增长 27.5%、19.8%、19.0%，EPS 分别为 1.28、1.52、1.80，对应 PE 为 33.5、28.2、23.8。考虑到行业的高速增长、公司的龙头地位以及产业链布局的前景，维持“强烈推荐-A”评级。

## 六、风险提示

**原材料价格波动带来毛利率的波动：**从以往收入变动来看，原材料价格波动对公司业务影响较大，上游原材料价格的波动可能会带来毛利率的波动。

**内销市场的拓展带来费用率的提升：**公司目前尚在打开内销市场的过程中，公司打开内销市场的投入可能会带来销售费用率的提升。

**汇率波动：**公司海外收入占比较高，若汇率出现大幅波动，可能会影响到海外 ODM 收入。



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	285	372	462	586	732
现金	80	187	287	381	489
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	75	116	109	128	152
其它应收款	5	5	6	7	8
存货	48	56	51	60	71
其他	77	8	9	11	13
<b>非流动资产</b>	191	186	175	165	156
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	136	128	121	114	108
无形资产	34	39	36	32	29
其他	20	19	19	19	19
<b>资产总计</b>	<b>476</b>	<b>559</b>	<b>637</b>	<b>752</b>	<b>888</b>
<b>流动负债</b>	136	165	151	175	204
短期借款	20	20	0	0	0
应付账款	98	128	135	158	187
预收账款	2	0	0	0	0
其他	17	17	17	17	17
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>136</b>	<b>165</b>	<b>151</b>	<b>175</b>	<b>204</b>
股本	60	60	80	80	80
资本公积金	206	209	209	209	209
留存收益	71	121	193	284	392
少数股东权益	3	3	3	4	4
归属于母公司所有者权益	337	390	482	573	680
<b>负债及权益合计</b>	<b>476</b>	<b>559</b>	<b>637</b>	<b>752</b>	<b>888</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	111	77	134	127	146
净利润	58	80	102	121	144
折旧摊销	16	15	17	16	15
财务费用	1	1	(1)	(3)	(3)
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	36	(18)	18	(12)	(14)
其它	0	0	(3)	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(85)	55	(5)	(5)	(5)
资本支出	(6)	(12)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(78)	67	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(22)	(31)	(29)	(28)	(33)
借款变动	(30)	(12)	(20)	0	0
普通股增加	2	0	20	0	0
资本公积增加	24	3	0	0	0
股利分配	(29)	(30)	(30)	(31)	(36)
其他	11	9	1	3	3
<b>现金净增加额</b>	<b>5</b>	<b>102</b>	<b>100</b>	<b>94</b>	<b>108</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	497	551	607	714	846
营业成本	361	388	407	478	565
营业税金及附加	3	4	5	6	7
营业费用	16	18	19	23	27
管理费用	61	59	65	77	91
财务费用	(11)	(9)	(1)	(3)	(3)
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	67	88	112	134	160
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	68	91	115	137	163
所得税	10	10	13	15	18
<b>净利润</b>	58	80	102	121	144
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	58	80	102	121	144
<b>EPS (元)</b>	0.97	1.34	1.28	1.52	1.80

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	25%	11%	10%	18%	18%
营业利润	111%	32%	28%	19%	19%
净利润	107%	38%	27%	19%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.4%	29.5%	33.0%	33.1%	33.2%
净利率	11.7%	14.6%	16.8%	17.0%	17.0%
ROE	17.3%	20.6%	21.2%	21.2%	21.2%
ROIC	13.2%	16.9%	20.3%	20.2%	20.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.6%	29.6%	23.8%	23.3%	23.0%
净负债比率	4.2%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	2.3	3.0	3.3	3.6
速动比率	1.7	1.9	2.7	3.0	3.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	7.7	7.5	7.6	8.6	8.6
应收帐款周转率	7.6	5.8	5.4	6.0	6.0
应付帐款周转率	5.1	3.4	3.1	3.3	3.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.97	1.34	1.28	1.52	1.80
每股经营现金	1.85	1.29	1.67	1.58	1.82
每股净资产	5.62	6.50	6.03	7.16	8.50
每股股利	0.50	0.50	0.38	0.45	0.54
<b>估值比率</b>					
PE	44.1	31.9	33.5	28.2	23.8
PB	7.6	6.6	7.1	6.0	5.0
EV/EBITDA	45.9	35.0	25.3	22.0	18.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董瑞斌**，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

**陈曦**，杜克大学经济学硕士。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

**雷轶**，中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。