

中宠股份 (002891.SZ) / 宠物

顺势而为，期待业绩释放

评级：买入（首次）

市场价格：22.38

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qlzq.com.cn

研究助理：唐翌

Email: tangyi@r.qlzq.com.cn

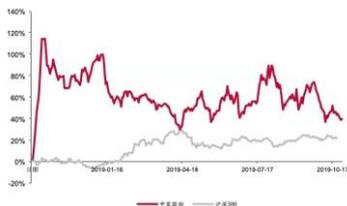
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,015	1,412	1,730	2,061	2,437
增长率 yoy%	28.37%	39.09%	22.53%	19.12%	18.25%
净利润(百万元)	74	56	64	101	288
增长率 yoy%	9.51%	-23.39%	12.67%	58.85%	185.43%
每股收益(元)	0.43	0.33	0.37	0.59	1.70
每股现金流量	0.44	0.16	0.67	0.87	2.31
净资产收益率	10.63%	7.59%	6.79%	9.03%	21.13%
P/E	51.64	67.40	59.82	37.66	13.19
PEG	5.04	0.92	-21.88	3.68	0.18
P/B	5.49	5.11	4.06	3.40	2.79

备注：根据 2019 年 10 月 29 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	170
流通股本(百万股)	92
市价(元)	21.45
市值(百万元)	3647
流通市值(百万元)	1964

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 宠物食品行业深度报告：黄金时代，渠道致胜

投资要点

- 顺势而为，聚焦国内市场。**公司近三年业务进一步聚焦国内市场，逐渐完成从出口代工到自主品牌销售的转变，未来 5 年内国内业务占比有望超过 50%。我们认为在当前国内市场需求快速提升、监管政策持续完善的背景下，优质国产品牌将迎来黄金发展期，公司聚焦国内市场，打造自主品牌是顺应行业趋势的正确选择。
- 产品+渠道+品牌策略共同打造平台型企业雏形。**在当前实际养宠人群增加驱动行业发展的阶段，判断平台型企业有望脱颖而出。公司**产品结构方面**，在保证零食和罐头稳定发展的同时，大力发展高毛利品类——宠物干粮，打造零食+罐头+主粮的全品类产品结构；**渠道方面**，有效识别当前渠道为王的竞争态势，在过去两年大力铺设线上销售渠道，多元化销售渠道基本形成；**品牌方面**，积极打造以“顽皮”为主，高、中、低全覆盖的多品牌矩阵，有效覆盖多元化的养宠人群需求。综合判断，目前公司平台型企业雏形基本形成，后续在渠道、品牌方面持续提升自身竞争力是业绩释放的关键。
- 当前阶段，受成本大幅上涨和费用持续提升两方面因素影响，公司短期业绩承压。但是我们认为未来 3 年内，随着原材料价格回落，公司生产成本有望下行，而品牌议价能力的提升有望推动产品价格进一步上涨，综合判断我们认为未来 3 年内公司毛利率有望企稳回升。**费用方面**，当前品牌和渠道建设是费用端的主要投向，我们认为在目前对的发展阶段中，大力进行品牌和渠道建设是提高公司竞争力，保障未来业绩释放的关键，因此无需过分担忧。
- 投资建议：**我们预测公司 2019-2021 年境内业务收入分别达到 3.7/5/7.2 亿元，营业收入分别达到 17.3/20.6/24.4 亿元，公司净利润分别达到 0.64/1.01/2.88 亿元，对应当前 PE 分别为 59.9/37.7/13.21 倍，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：**行业增速不达预期，食品安全问题等。

内容目录

把握行业趋势，聚焦国内市场	- 5 -
战略：从出口代工到自主内销，聚焦国内宠物食品市场	- 5 -
行业趋势：国内市场方兴未艾，国产品牌崛起正当时	- 6 -
平台型龙头雏形显现，营销策略匹配得当	- 8 -
行业发展初期，实际养宠人群增加催生平台型龙头诞生	- 8 -
发力主粮赛道，完善产品结构	- 10 -
有效识别行业竞争核心，率先实现线上渠道布局	- 12 -
一主多辅，品牌矩阵蔚然成形	- 13 -
成本上涨致毛利承压，费用提高影响业绩释放	- 18 -
原材料涨价推动成本上行，毛利率承压仍旧坚挺	- 18 -
渠道铺设+品牌推广致费用提升显著，业绩释放短期承压	- 20 -
投资建议	- 21 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 公司及行业发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司境内外业务占比.....	- 6 -
图表 3: 中国市场在世界市场中的地位 (宠物食品零售销售额, 百万美元)	- 6 -
图表 4: 国内宠物行业增速 (%)	- 6 -
图表 5: 宠物只均消费 (2017 年)	- 6 -
图表 6: 国内宠物行业发展阶段.....	- 7 -
图表 7: 国内宠物行业规范逐步提升.....	- 8 -
图表 8: 14 年后国外品牌市占率逐步下滑.....	- 8 -
图表 9: 主要品牌国内市场市占率 (2018 年)	- 8 -
图表 10: 企业类型划分.....	- 9 -
图表 11: 中国宠物食品消费规模增加的驱动因素.....	- 9 -
图表 12: 营销策略差异.....	- 9 -
图表 13: 成熟市场平台型企业发展阶段.....	- 9 -
图表 14: 国内宠物食品行业发展阶段推演.....	- 10 -
图表 15: 宠物商品品类购买金额占比 (2017)	- 10 -
图表 16: 中宠产品结构占比.....	- 10 -
图表 17: 公司不同品类毛利水平.....	- 11 -
图表 18: 公司干粮持续推新.....	- 11 -
图表 19: 宠物干粮产品线.....	- 11 -
图表 20: 渠道差异比较.....	- 12 -
图表 21: 不同渠道购买比例.....	- 12 -
图表 22: 渠道铺设费用大幅提升.....	- 13 -
图表 23: 公司销售渠道占比.....	- 13 -
图表 24: 渠道铺设进程.....	- 13 -
图表 25: 养宠人群画像 (2018 年)	- 14 -
图表 26: 宠物食品网购群体划分.....	- 14 -
图表 27: 不同群体消费额增速.....	- 14 -
图表 28: 国内市场知名品牌一览表.....	- 15 -
图表 29: 公司品牌矩阵.....	- 17 -
图表 30: 公司品牌矩阵.....	- 17 -
图表 31: 原材料占成本比重.....	- 18 -
图表 32: 鸡胸肉采购成本与毛鸡价格波动一致.....	- 18 -
图表 33: 肉鸡价格和销售毛利率.....	- 18 -

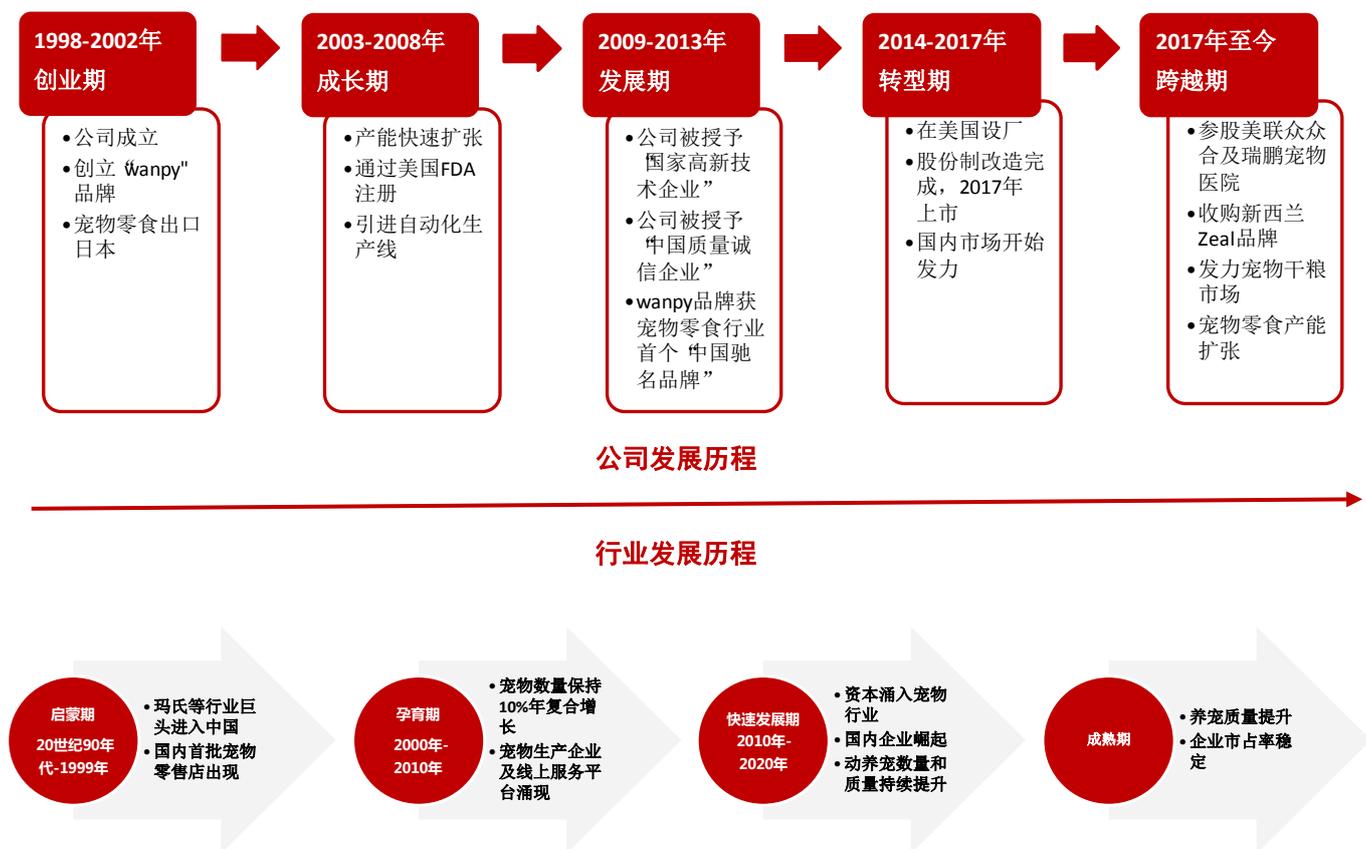
图表 34: 产品成本构成.....	- 19 -
图表 35: 宠物罐头不同渠道销售占比.....	- 19 -
图表 36: 境内销售价格走势 (元/kg)	- 19 -
图表 37: 境内外销售毛利率对比.....	- 19 -
图表 38: 费用提升影响净利率.....	- 20 -
图表 39: 销售费用提升显著.....	- 20 -
图表 40: 中宠股份三大报表预测.....	- 22 -

把握行业趋势，聚焦国内市场

战略：从出口代工到自主内销，聚焦国内宠物食品市场

- 90年代国内宠物行业从无到有，并在过去的20年里实现了快速发展。公司是国内最早的一批宠物食品生产企业，在过去的20余年中经历了4个发展阶段：**(1) 创立期**：公司及品牌从无到有，并开始从事宠物零食生产和出口代工业务；**(2) 成长期**：在这个阶段，公司产能实现了快速的扩张，完成了4个生产工厂的建设；**(3) 发展期**：公司的产品质量、品牌影响力及研发水平受到认可，基本确定了国内宠物零食龙头企业的地位**(4) 转型期**：2007-2013年，国内宠物食品生产厂商最大的出口国——美国，接连通过立法、消费者投诉调查等各方面的原由限制中国生产的宠物食品进入美国市场，**2013年起，中国对美国的出口额开始下滑**。在此背景下，中宠一方面通过在美国设厂的方式避免出口审查难度，另一方面开始逐步聚焦国内宠物食品市场；**(5) 跨越期**：从2017年上市至今，公司重点发展国内市场，同时凭借良好的资本优势实现公司产能、产品类别（发力宠物干粮市场）及品牌（多品牌策略）的快速扩张。

图表 1：公司及行业发展历程

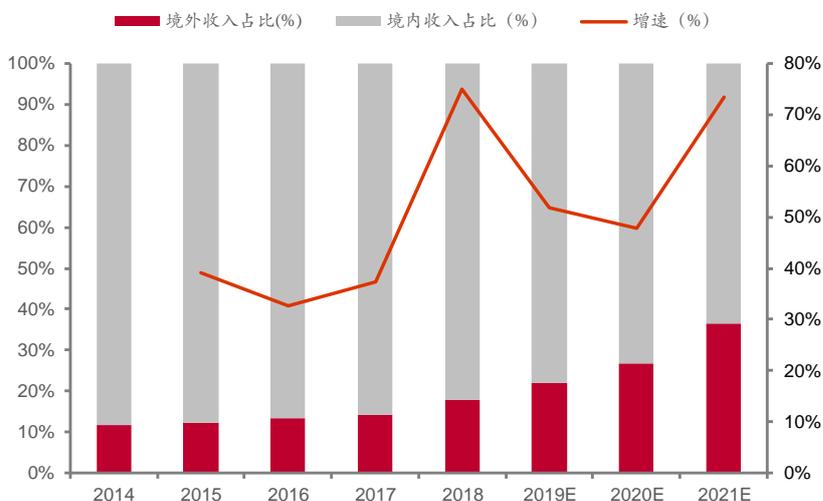


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 近年，在国外业务稳步发展的同时，公司国内业务步入快速增长期（5

年)。2018年,公司最新五年规划开局之年,将国内市场作为未来5年的发展重心,我们预测未来五年内公司国内业务占比有望达到50%。

图表2: 公司境内外业务占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

行业趋势: 国内市场方兴未艾, 国产品牌崛起正当时

- 在经历启蒙和孕育期后,当前国内宠物行业进入快速发展阶段,其中,宠物食品行业首当其冲,2017年国内宠物食品行业销售量占比超过2%,成为全球宠物市场的重要组成部分。2013-2017年销售复合增速35%,稳居全球主要市场第1名。中国宠物食品行业毋庸置疑已经成为全球增长速度最快,潜力最大的市场。高增速市场为优质企业的发展创造了良好的环境。
- 与市场规模高增速相对应的较低的人均养宠数量和消费水平,虽然目前市场规模在大幅提升,但是国内宠物只均消费金额、人均养宠数量仍旧远低于全球主要市场平均水平,行业整体的提升空间仍旧巨大。

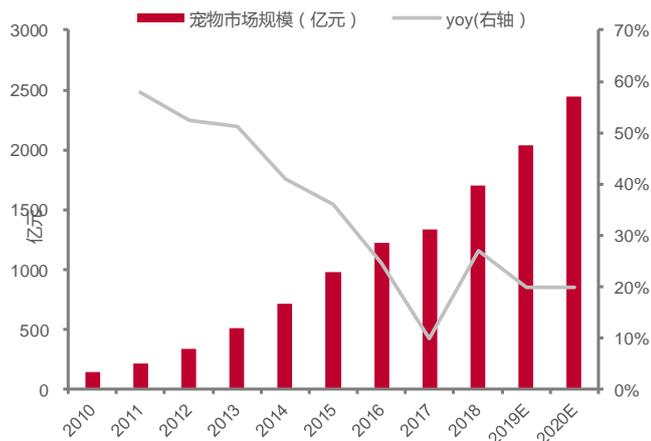
图表3: 中国市场在世界市场中的地位 (宠物食品零售销售额, 百万美元)

国家	2013	2017	2013-2017 CAGR (%)	2017市场份额 (%)	2018-2022 CAGR (预测值, %)
中国	502.3	1668.4	35.0	2.0	28.9
阿根廷	403.2	946.2	23.8	1.1	17.9
印度	109	239.2	21.8	0.3	15.3
哥伦布	494.8	952.7	17.8	1.1	14.7
南韩	432.4	795.8	16.5	0.9	6.6
智利	527.8	917.3	14.8	1.1	12.4
俄罗斯	1752.1	2941.5	13.8	3.5	7.9
乌克兰	155.8	248.2	12.3	0.3	8.6
泰国	552.2	858.5	11.7	1.0	11.5
罗马尼亚	291.7	452.8	11.6	0.5	13.0

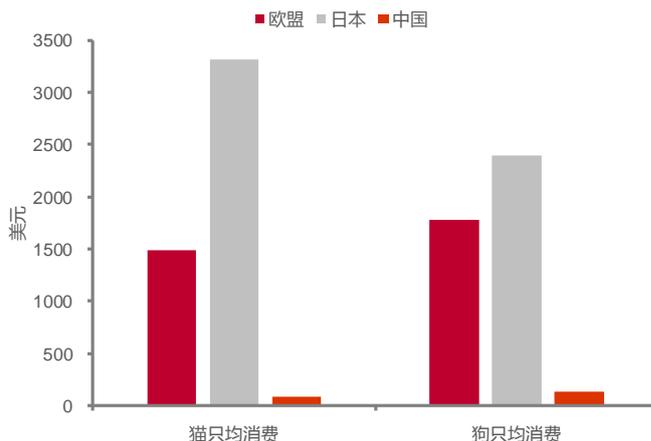
来源: 欧睿咨询, 中泰证券研究所

图表4: 国内宠物行业增速 (%)

图表5: 宠物只均消费 (2017年)

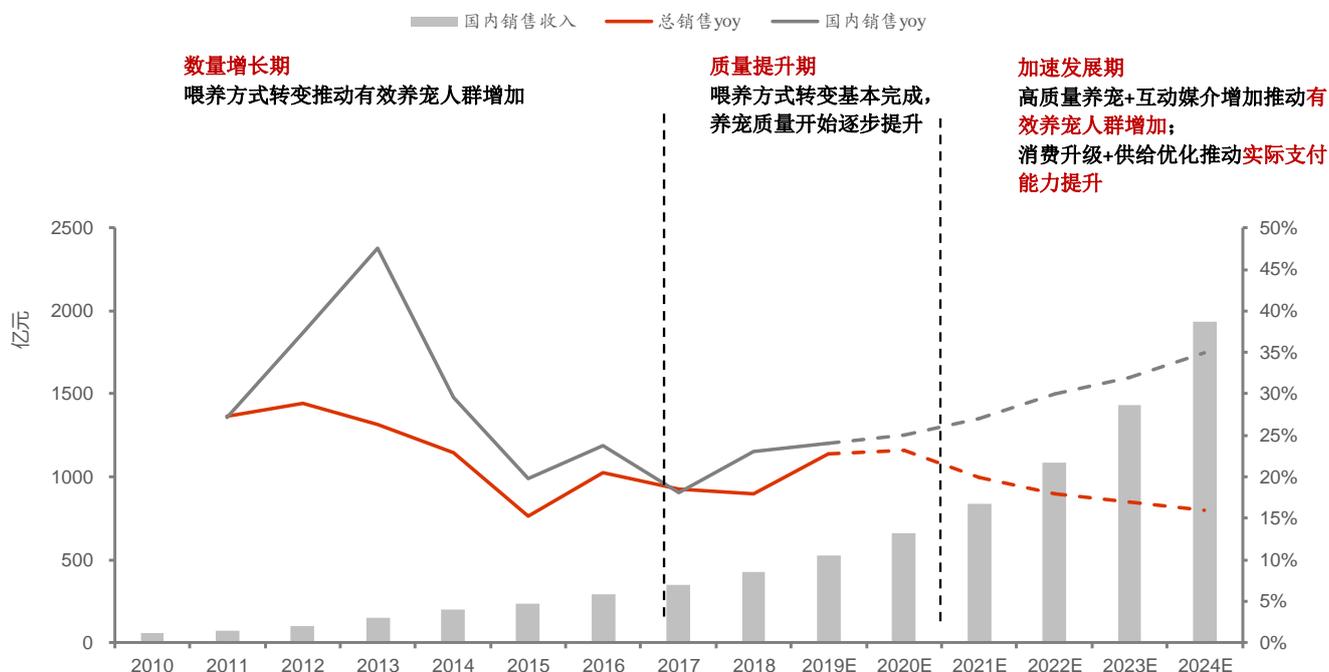


来源：宠物行业白皮书，中泰证券研究所



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- 实际养宠人群增加（即购买宠物食品喂养的人群）和有效支付能力提升（即实际为宠物支付的金额）是宠物食品行业发展的两大核心驱动力。**我们认为在过去较长的时间内，国内宠物行业都处于数量增长阶段，喂养方式转变推动有效养宠人群增加，进而推动行业规模快速提升。随着喂养方式转变的逐步完成和高质量养宠人群比例的提升，国内宠物行业进入质量提升期，养宠人群结构进一步优化，高质量养宠人群占比提升。随后，我们判断行业将迎来新的加速发展期，有效养宠人群和实际支付能力两个核心驱动力将双双发力，推动行业加速发展。

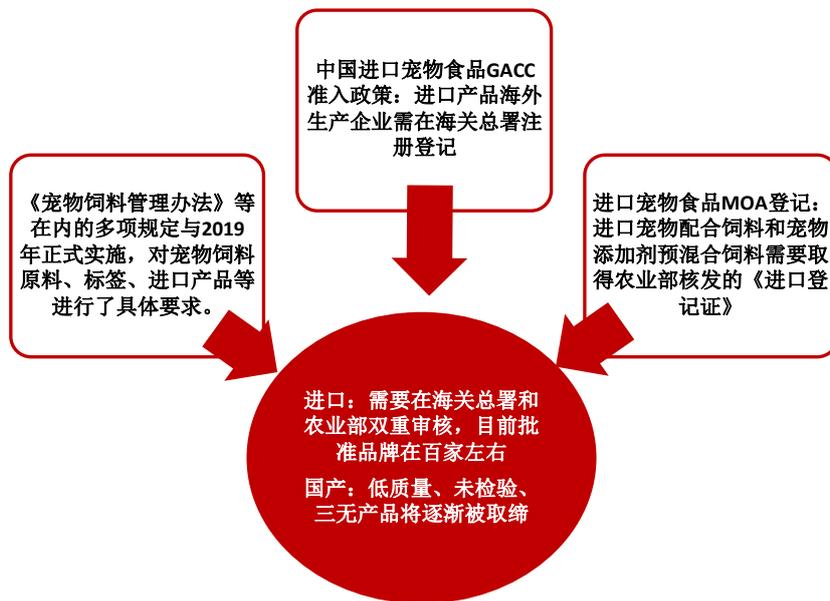
图表 6：国内宠物行业发展阶段


来源：宠物行业白皮书，中泰证券研究所

- 政策方面，2018-2019年包括《宠物饲料管理办法》在内的多项法规正式出台并实施，对于宠物食品的进口流程进一步规范，同时对国内销售的宠物食品生产、包装、进口等多方面进行了详细的规范。随着行业规**

范程度提升，我们判断在未来几年内，市场上的低质粮、走私粮将被逐步取缔，优质国产企业的发展空间进一步扩大。

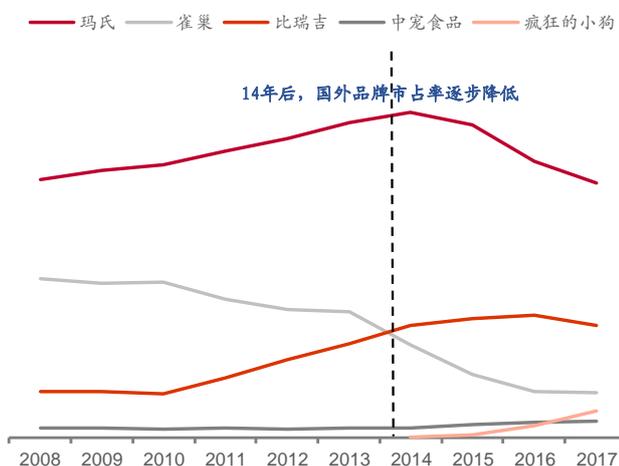
图表 7：国内宠物行业规范逐步提升



来源：农业农村部，中泰证券研究所

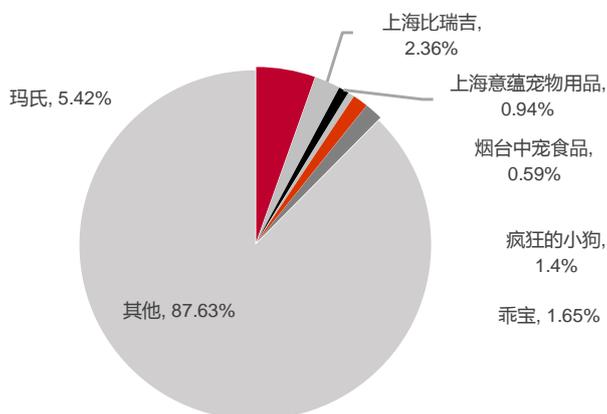
- 综合判断，我们认为国内宠物食品行业步入黄金发展期，高质量的增长速度+规范的行业标准为优质企业的发展提供了良好的环境。公司在当前阶段聚焦国内市场有望充分受益行业发展红利，实现加速发展的目标。

图表 8：14 年后国外品牌市占率逐步下滑



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 9：主要品牌国内市场市占率（2018 年）



来源：公司公告，中泰证券研究所

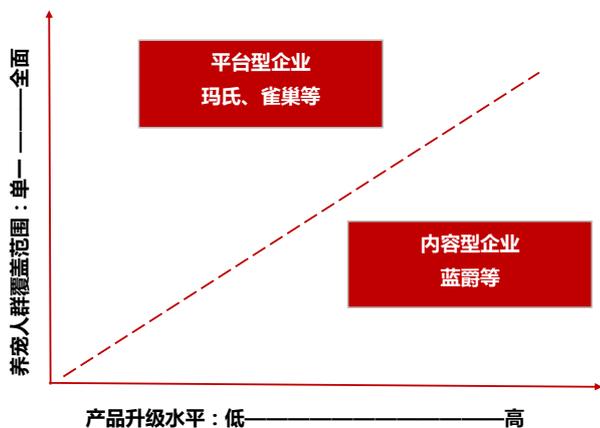
平台型龙头雏形显现，营销策略匹配得当

行业发展初期，实际养宠人群增加催生平台型龙头诞生

- 回溯成熟市场发展路径我们发现，在行业发展的不同阶段，实际养宠人群增加和有效支付能力提升两大核心驱动因素引导优质企业战略分化。养宠人群提升引导产品覆盖范围全面的平台型企业快速发展（玛氏、雀

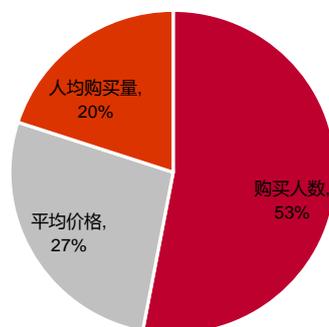
巢等)；有效支付能力提升催生专注高端产品的内容型企业(蓝爵)。

图表 10：企业类型划分



来源：中泰证券研究所

图表 11：中国宠物食品消费规模增加的驱动因素



来源：天猫数据，中泰证券研究所

- 相对于专注单一市场的内容型企业而言，平台型企业具有更加丰富的产品结构、全面的销售渠道及多元品牌策略。因此在行业比拼产品和渠道的发展阶段，平台型企业能够最大化的满足不同类别消费者需求，快速发展壮大形成品牌壁垒。

图表 12：营销策略差异

	产品	渠道	品牌
平台型企业	产品线丰富、覆盖范围广泛	全面覆盖	多品牌策略
内容型企业	专注高端市场	专注高端渠道	单品牌策略

来源：中泰证券研究所

- 对标国内市场发展阶段，我们认为当前国内宠物消费规模提升的核心驱动因素仍旧是养宠人数的增加，行业处于从无品牌发展到多品牌厮杀过渡阶段，渠道和产品力是当前阶段竞争的核心。平台型企业凭借丰富的产品线、销售渠道及品牌优势，在当前发展阶段能够最大化的覆盖不同层次消费群体。作为后发展中市场，不同发展阶段的迭代更加迅速，平台型企业和内容型企业的崛起将更加迅速。

图表 13：成熟市场平台型企业发展阶段

	发展阶段	企业情况	核心竞争力
1980前	无品牌时期	无品牌	渠道
1980-2000	多品牌混战	多品牌竞争，产品力过硬的平台型企业胜出	渠道+产品
2000-2010	平台型巨头领先	龙头市占率稳定，内容型企业萌芽	
2014-至今	内容型巨头崛起	内容型企业市占率快速提升	产品+品牌

来源：中泰证券研究所

图表 14：国内宠物食品行业发展阶段推演

无品牌发展阶段

消费群体特征：低质量养宠人群占比高，消费者教育不充分

行业特征：数量增长期，行业规范缺失，各类企业混杂且无品牌效应

企业竞争核心：渠道

多品牌厮杀阶段

消费群体特征：养宠人群养宠质量提升

行业特征：质量提升期，行业监管规范，不规范企业逐步退出市场，大量品牌商竞争

企业竞争核心：产品

大品牌竞争阶段

消费群体特征：高质量养宠人群占比高

行业特征：优质平台型企业和内容型企业市占率领先

企业竞争核心：品牌

当前发展阶段

未来发展趋势

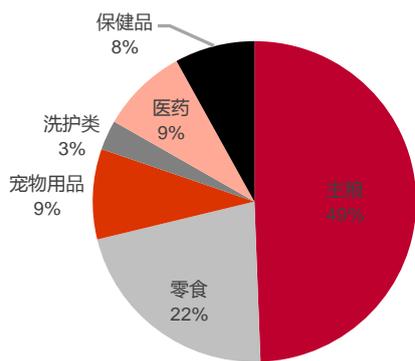
来源：中泰证券研究所

发力主粮赛道，完善产品结构

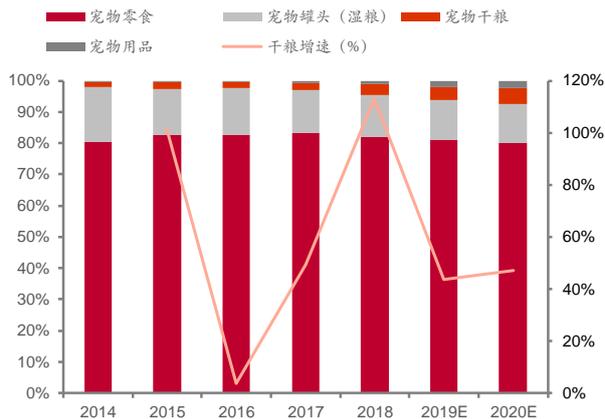
- 宠物食品包括主粮、零食、营养品三个类别（按照《宠物饲料管理办法》分类），公司长期以宠物零食及湿粮出口业务为主，在宠物食品的主赛道——干粮领域基础薄弱。但是主粮作为宠物的必需品，市场规模远高于其他品类。国内市场当前处于发展初期，主粮市场空间巨大且集中度较低，因此发展主粮业务是提升公司在国内宠物食品市场竞争力的关键。
- 在保证原有优势品类稳定发展的同时，公司近三年快速切入主粮赛道，2018年凭借无谷低敏粮的推出，干粮营收增速达到113%，在原材料成本上涨的情况下，毛利率仍旧增长至接近50%；2019年下半年持续推出包括双拼粮在内的多个新品类，预计未来2-3年干粮仍将维持高于行业平均增速。

图表 15：宠物商品品类购买金额占比（2017）

图表 16：中宠产品结构占比

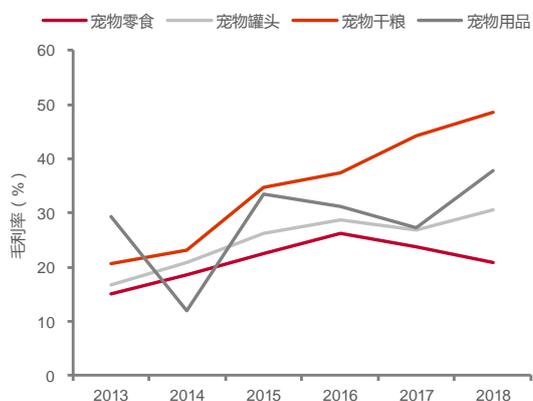


来源：宠物白皮书，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：公司不同品类毛利水平



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：公司于粮持续推新



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 除了通过自主发展主粮业务外，中宠也尝试通过收购、战略合作等方法不断拓宽主粮产品线和产能。目前旗下6大主粮品牌基本涵盖了不同消费等级的所有主粮品类，全品类的主粮产品线初步形成。

图表 19：宠物干粮产品线

LOGO	品牌	主打产品	定位
	啃贝滋	无谷低敏粮	高端
	LIVE	活菌粮	高端
	中宠	专宠专用粮	中高端
	Wanpy	无谷低敏粮/双拼粮	中高端
	HAPPY 100	全价粮	中低端
	脆脆香	通用粮	中低端

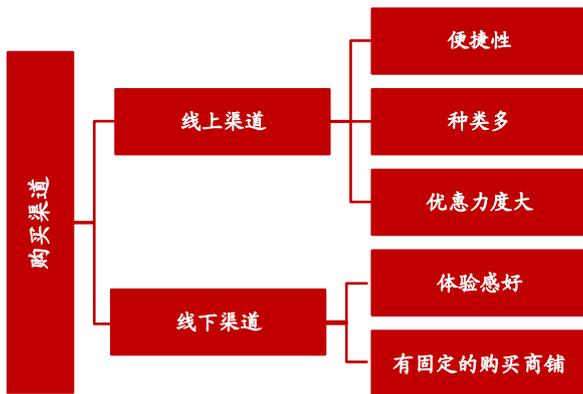
来源：中泰证券研究所

有效识别行业竞争核心，率先实现线上渠道布局

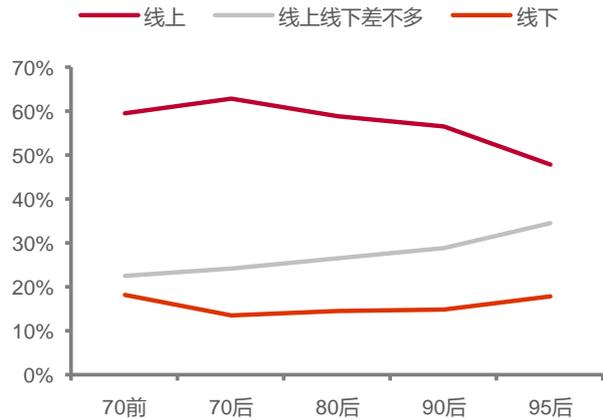
- 在当前行业市占率低，品牌壁垒薄弱的竞争阶段，渠道是致胜关键。其中，线上渠道的优势在于便捷、品类全，目前消费群体的首要购买途径（约 60%），也是渠道铺设的关键。而线下和专业渠道对于提升品牌知名度和消费者粘性具有重要意义。
- 公司线下渠道铺设较为成熟，对线下经销商的议价能力较强，在线下渠道稳定发展的基础上，公司近两年投入大量的费用用以拓展线上渠道和专业渠道。2018-2019 年公司先后与苏宁、天猫、京东签署战略合作协议，并通过入股主流宠物连锁医院的模式增强在专业渠道的铺货能力。目前公司线上：专业：超商销售渠道的销售占比约 5:3:2，多元化销售网络基本形成。

图表 20：渠道差异比较

图表 21：不同渠道购买比例

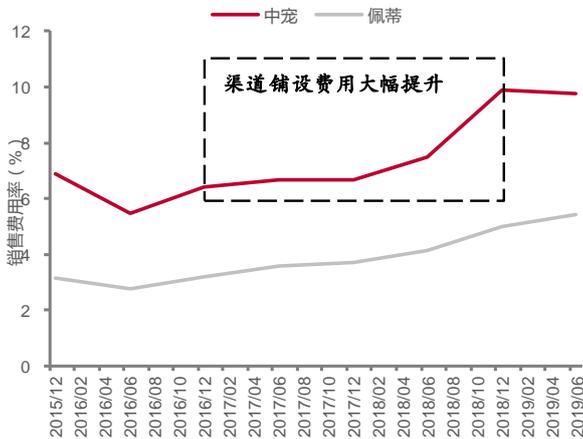


来源：中泰证券研究所



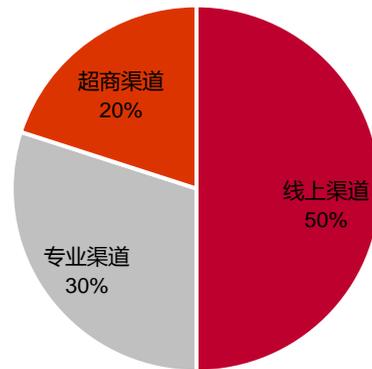
来源：宠物白皮书，中泰证券研究所

图表 22：渠道铺设费用大幅提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：公司销售渠道占比



来源：调研数据，中泰证券研究所

图表 24：渠道铺设进程

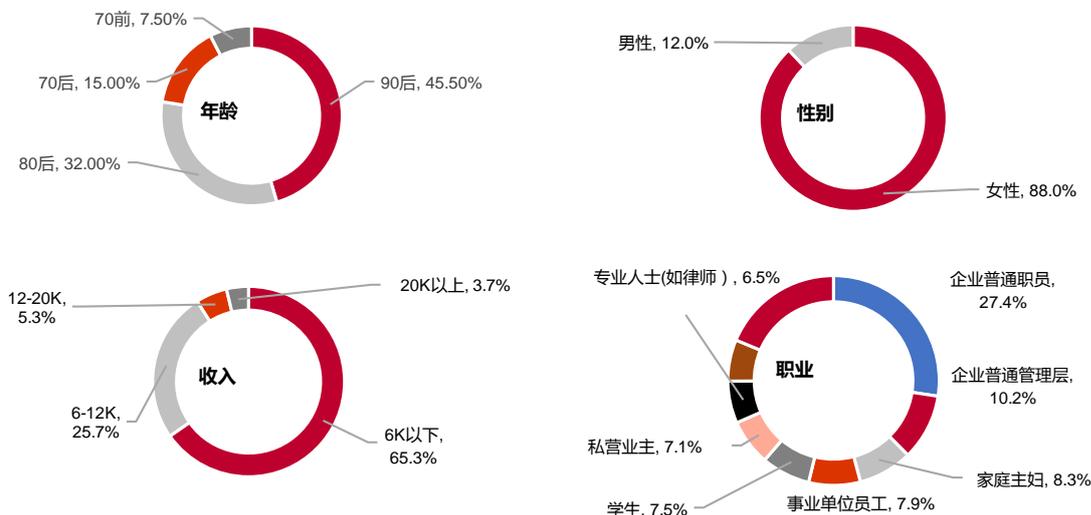
时间	平台	内容	对应渠道
2019.04	与京东达成战略合作	打造新零售业态	线上
2018.12	增资瑞鹏宠物医疗集团股份有限公司	通过非货币性资产交换的方式换取瑞鹏股份454万股 (占总股本1.3%)	专业
2018.10	与天猫达成战略合作	未来3年销售计划17.5亿	线上
2018.09	与苏宁易购达成战略合作	未来3年销售计划5亿	线上
2018.07	对云宠智能投资3100万	打造新零售平台	线上线下融合

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

一主多辅，品牌矩阵蔚然成形

- 从消费需求看，国内养宠人群整体呈现出年轻化、普及化、多元化的特征。30岁以下的年轻消费群体迅速崛起，同时受收入、居住地、年龄等

因素影响，不同群体间存在较大的消费差异。照此将消费群体划分为8类，其中新锐白领、资深中产、精致妈妈已经成为当前消费主力，小镇青年、Gen Z 无论是人数还是消费频次增速都远超行业平均水平，成为最具潜力的消费群体，而老年养宠人群和都市蓝领则有较大的开发空间。

图表 25：养宠人群画像（2018 年）


来源：宠物白皮书，中泰证券研究所

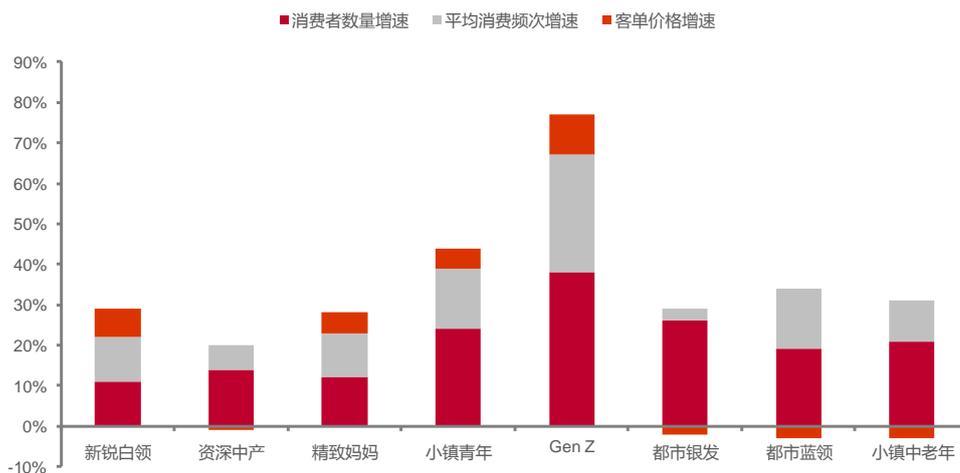
图表 26：宠物食品网购群体划分

	中坚力量			新势力		蓝海		
	新锐白领	资深中产	精致妈妈	小镇青年	Gen Z	都市银发	都市蓝领	小镇中老年
年龄	35岁以下	45岁以下	孕期-小孩12岁以内	20-30岁	25岁以下	50岁以上	25-45岁	35岁以上
居住地	高线城市	高线城市	高线城市	低线城市	高线城市	高线城市	高线城市	低线城市
消费水平	中高	中高	中高	中低	快速成长	中高	低	中低
消费偏好	宠物消费支出高，并持续升级	品牌忠诚度高	偏爱线上，持续升级	注重性价比	喜欢尝试新品牌，消费快速成长升级	易受营销推荐影响，偏好折扣	消费降级趋势明显	注重性价比，偏好折扣商品

来源：贝恩咨询，天猫数据，中泰证券研究所

- 从不同群里的消费额增速驱动因素看，消费人数的增加仍旧是推动市场规模提升的核心驱动力，客单价格增速则呈现分化趋势，白领、小镇青年及 Gen Z 增速突出，中产及蓝海市场人群则呈现消费降级的情况。因此判断，当前的发展阶段最大化满足多元消费群体需求是实现市占率快速提升的关键。

图表 27：不同群体消费额增速



来源：贝恩咨询，天猫数据，中泰证券研究所

- 供给方面，当前国内宠物零食高端市场的市场份额主要由进口品牌占据，相对于国外优质品牌而言，国内产品在品质及品牌知名度等方面仍有较大差距，短期内国内品牌在高端市场的竞争力有限。而在中端和低端市场，国内品牌能够凭借强大的渠道和高性价比的产品实现市占率的快速提升；因此在当前阶段，我们不难看出国内知名品牌主要集中在中端和低端市场，先凭借自身优势实现营业收入的大幅提升，再通过提价或者创立新品牌的方式向高端延伸。

图表 28：国内市场知名品牌一览表

品牌	国别	类别	主打	定位
巅峰	新西兰	全品类	风干粮	高端
渴望	加拿大	主粮	无谷粮	高端
Now	加拿大	主粮	无谷+多种肉	高端
Go	加拿大	主粮	无谷+多种肉	高端
纽顿	加拿大	主粮	无谷低敏	高端
蓝爵	美国	主粮	生命颗粒	高端
福摩	美国	主粮	无谷天然	高端
爱肯拿	加拿大	主粮	新鲜原料(区域系列)	高端
荒野盛宴	美国	主粮	无谷+多元蛋白	次高端
海洋之星	英国(中国生产)	主粮+罐头	深海鱼全价粮	次高端
伯纳天纯	中国	主粮	无谷低敏天然粮	次高端
比瑞吉	中国	全品类	全价粮、主打天然	次高端
豆柴	中国	全品类	天然主粮	中高端
皇家	法国(中国生产)	全品类	专犬专用	中高端
冠能	美国	全品类	全价粮	中高端
比乐	中国	全品类	原味粮	中高端
网易严选	中国	转品类		中高端
顽皮	中国	全品类	零食、全价粮	中端
legend Sandy	英国	全品类	天然无谷	中端
中宠	中国	全品类	专犬专用	中端
妙多乐	美国	猫主粮	全价粮	中端
麦富迪	中国	全品类	零食、全价粮	中端
路斯	中国	全品类	零食	中低端
凯瑞斯	中国	全品类	专犬专用	中低端
宝路(狗粮)	法国(中国生产)	狗全品类	全价粮	中低端
伟嘉(猫粮)	法国(中国生产)	猫全品类	全价粮	中低端
耐威克	中国	全品类	性价比	中低端
疯狂小狗	中国	全品类	性价比	中低端
Happy100	中国	全品类	性价比	中低端
力狼	中国	全品类	全价粮	中低端
鼎鑫	中国	主粮	全价粮	低端
威克多	中国	主粮	全价粮	低端
牧康乐	中国	全品类	全价粮	低端

来源：公开数据，中泰证券研究所

- 公司采用多品牌策略，以知名度最高的“顽皮”作为主品牌，中宠、HAPPY100等9个自主品牌作为副品牌，另外通过代理模式经营10余个品牌以补充自有品牌未覆盖到的细分领域。公司目前自有品牌已经覆盖了零食、主粮、罐头等所有品类的高、中、低端市场，初步形成了全品类、多层次的品牌矩阵。
- 当前公司选择打中端市场、兼顾低端和高端市场的发展。主品牌“顽皮”“中宠”等定位中端市场；ZEAL、真纯肉本色等品牌聚焦高端市场，经营品类以公司优势品类零食、罐头为主；Happy100则主要覆盖低端市场，主打高性价比。整体看，我们认为公司品牌划分和定位能够有效享受到行业发展红利，同时与公司产品定位匹配。后续有效提升主品牌的市场认可度是提升公司竞争力的关键。

图表 29：公司品牌矩阵



来源：公开数据，中泰证券研究所

图表 30：公司品牌矩阵

品牌	细分领域	生产国家	定位
真纯肉本色	零食	中国	高端
	罐头	中国	高端
Dr.Hao	罐头	中国	高端
ZEAL	零食	新西兰	高端
Jerkytime	零食	中国	高端
Great Jack's	零食	中国	高端
King Kitty (猫市场)	猫砂	中国	中高端
	零食	中国	中高端
Wanpy (主品牌)	零食 (主打)	中国	中端
	主粮	中国	中端
	罐头	中国	中端
中宠	主打主粮 (少量零食)	中国	中端
Kingdom Pets	主粮	中国	中端
Happy100	零食	中国	中低端
	主粮	中国	中低端
	罐头	中国	中低端

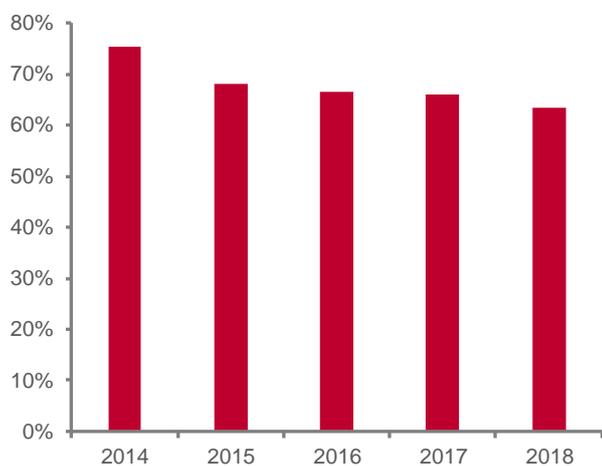
来源：公开数据，中泰证券研究所

成本上涨致毛利承压，费用提高影响业绩释放

原材料涨价推动成本上行，毛利率承压仍旧坚挺

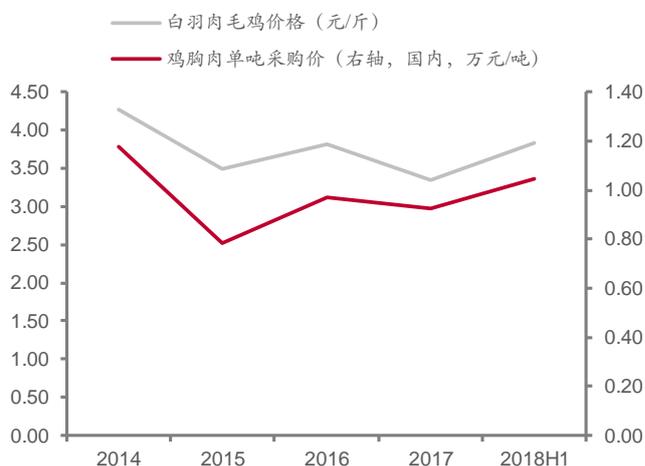
- 直接原材料是产品成本的主要构成部分，在零食、罐头、干粮成本构成中占比分别达到 69%、50%、58%。其中直接原材料主要包括鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷，鸡胸肉在直接原材料中占比超过 40%，是影响成本的关键因素。2017 年至今，受鸡肉价格上涨影响，单位原材料成本持续上涨，受此影响公司毛利率小幅下滑。由于我国鸡肉生产和加工产业集中度较高，因此公司对于上游议价能力有限，判断短期内公司原材料采购成本仍旧与市场价格变化一致。

图表 31：原材料占成本比重



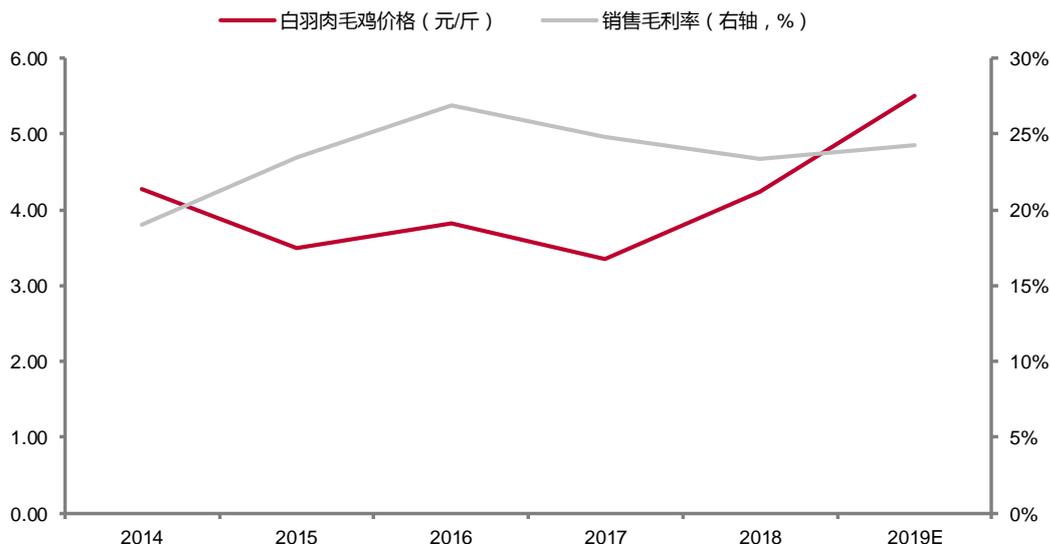
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 32：鸡胸肉采购成本与毛鸡价格波动一致



来源：公司公告，中泰证券研究所

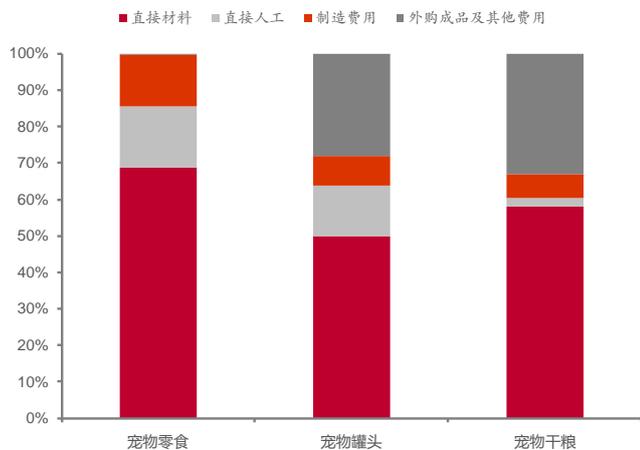
图表 33：肉鸡价格和销售毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

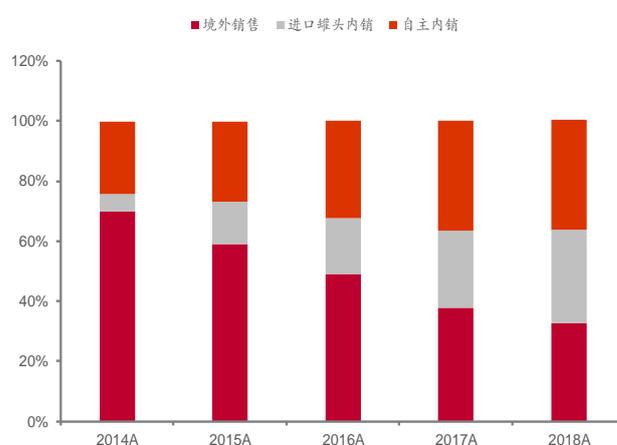
- 但是从变化幅度看，毛利率下滑幅度远低于原材料上涨幅度。我们认为原因主要在于：(1)公司产品结构改善导致直接原材料耗用减少，主粮占比的提升和外购罐头成品的增加使得对原材料的依赖度降低。公司主要生产品类中，零食和罐头（自产）成本构成中约70%都是原材料，对原材料的依赖度较高，而主粮中原材料的构成只有50%，主粮占比的提升能够有效降低原材料价格波动对成本的影响。其次，近年公司进口罐头销量占比不断提升（进口罐头占比约30%，富力鲜等子品牌生产地位于国外，主要原材料为鱼肉）大幅降低罐头成本中原材料占比。(2)国内业务占比提升，毛利率增加显著。公司境外业务主要以代加工为主，毛利率相对稳定，议价能力有限；而国内业务主要以自主品牌销售为主。随着品牌知名度的提升，自主品牌的议价能力提升显著，过去2年公司在保持高于行业平均增速的基础上，各品类销售单价稳步提升。

图表 34：产品成本构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

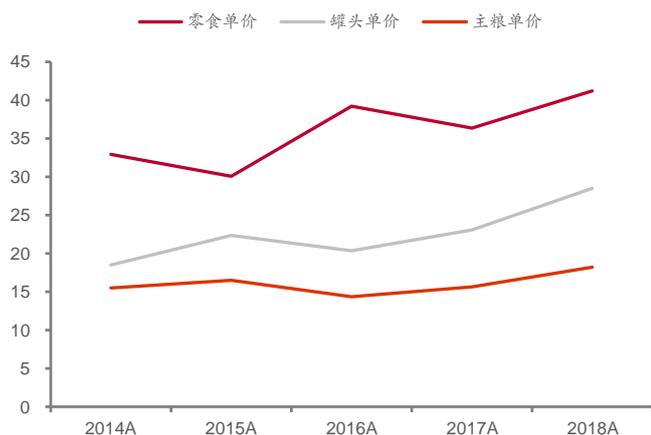
图表 35：宠物罐头不同渠道销售占比



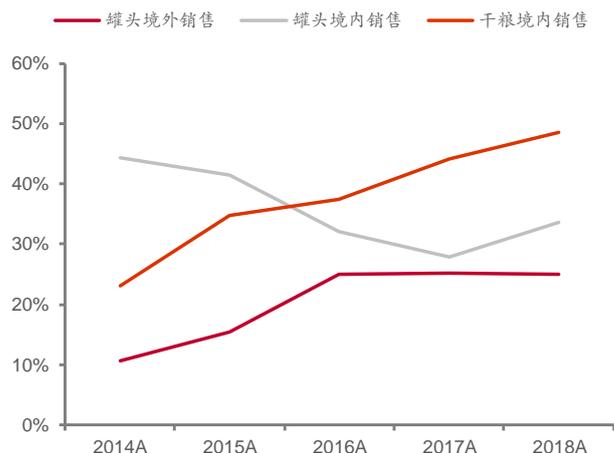
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 36：境内销售价格走势 (元/kg)

图表 37：境内外销售毛利率对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

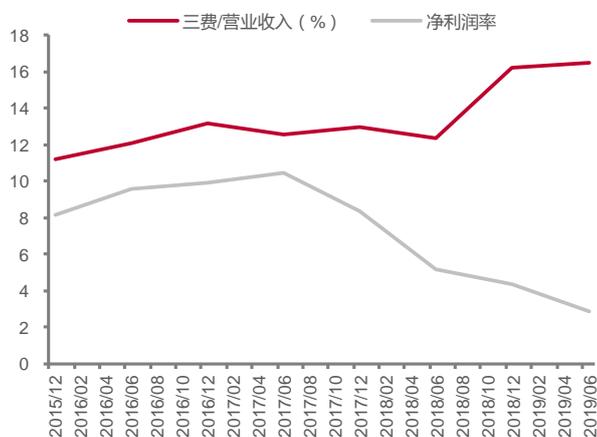


来源：公司公告，中泰证券研究所

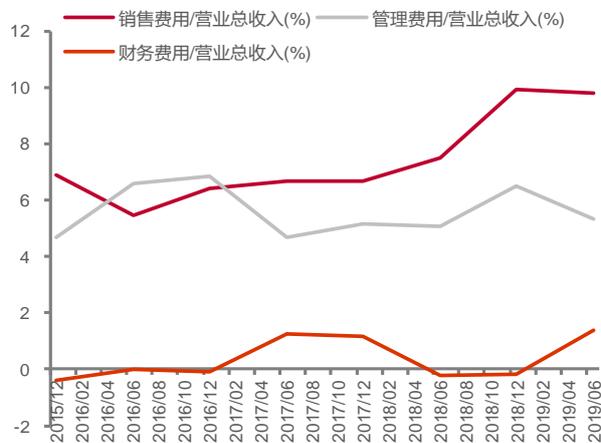
- 受消费替代影响,当前鸡肉价格处于历史高位,但是随着猪价持续上涨,鸡肉消费替代的增量空间也在逐步降低,叠加自身产能供应的增加,我们认为未来2年内鸡肉价格趋势上涨的空间不大,因此公司成本端的压力有望逐步缓解。随着品牌知名度的提升,我们认为产品的议价能力将持续增强,综合判断我们认为公司毛利率未来大概率持续走强。

渠道铺设+品牌推广致费用提升显著,业绩释放短期承压

- 公司净利润率从17年开始持续下滑,除了毛利率小幅下滑影响之外,核心原因在于销售费用大幅提升。17-18年公司销售费用主要用于渠道铺设和促销等方面,2019年开始公司渠道铺设基本完成,费用投放的重点转向品牌建设,我们认为短时间内公司销售费用率仍将维持当前水平,下滑空间有限。
- 从长期看,公司当前大力发展渠道和品牌建设对于销量增长及市占率提升具有重要意义。行业发展初期,渠道铺设能力是致胜的关键,而随着行业的进一步发展,品牌影响力成为竞争的关键,因此我们认为虽然当前销售费用投放提升显著,但是公司能够抓住关键驱动力,持续做正确的事情,业绩释放是必然结果。

图表 38: 费用提升影响净利润率


来源：wind，中泰证券研究所

图表 39: 销售费用提升显著


来源：wind,中泰证券研究所

投资建议

- 公司战略重点聚焦国内市场，顺应当前国内宠物食品行业快速发展的趋势，未来 5 年内有望实现国内业务占比 50% 的目标，成为国产宠物食品龙头企业之一。
- 在实际养宠人群增加驱动行业发展的阶段，公司平台型企业雏形初显。产品结构方面，在零食和罐头稳定发展的同时，大力发展高毛利品类——宠物干粮；渠道方面，多元化销售渠道基本形成，线上渠道发展迅猛；品牌方面，高、中、低全覆盖的多品牌矩阵基本形成，有效覆盖多元化的养宠人群需求。
- 未来 3 年内，随着原材料价格回落，公司生产成本有望下行，而品牌议价能力的提升有望推动产品价格进一步上涨，综合判断我们认为未来 3 年内公司毛利率有望企稳回升。我们预测公司 2019-2021 年境内业务收入分别达到 3.7/5/7.2 亿元，营业收入分别达到 17.3/20.6/24.4 亿元，公司净利润分别达到 0.64/1.01/2.88 亿元，对应当前 PE 分别为 59.9/37.7/13.21 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 行业增速不达预期。如果行业受政策、经济环境变化等重大变化影响，行业增速出现大幅下滑，公司业绩短期可能存在不达预期的风险。
- 重大食品安全问题。如果行业出现重大食品安全事故，公司业绩短期存在不达预期的风险。

图表 40：中宠股份三大报表预测

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,015	1,412	1,730	2,061	2,437
增长率	28.4%	39.1%	22.5%	19.1%	18.2%
营业成本	-763	-1,083	-1,311	-1,549	-1,646
% 销售收入	75.2%	76.7%	75.8%	75.1%	67.5%
毛利	252	329	419	513	792
% 销售收入	24.8%	23.3%	24.2%	24.9%	32.5%
营业税金及附加	-6	-6	-14	-16	-19
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-68	-140	-199	-227	-244
% 销售收入	6.7%	9.9%	11.5%	11.0%	10.0%
管理费用	-52	-51	-69	-82	-90
% 销售收入	5.2%	3.6%	4.0%	4.0%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	126	132	137	187	438
% 销售收入	12.4%	9.4%	7.9%	9.1%	18.0%
财务费用	-12	2	-22	-24	-14
% 销售收入	1.1%	-0.2%	1.3%	1.2%	0.6%
资产减值损失	2	24	23	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-6	-2	-4	-4
% 税前利润	0.1%	—	—	—	—
营业利润	117	153	136	182	444
营业利润率	11.5%	10.8%	7.9%	8.8%	18.2%
营业外收支	-2	2	6	6	5
税前利润	115	155	142	188	449
利润率	11.4%	11.0%	8.2%	9.1%	18.4%
所得税	-26	-6	-24	-28	-80
所得税率	22.7%	4.1%	16.9%	15.1%	17.9%
净利润	85	62	72	114	322
少数股东损益	11	5	9	13	34
归属于母公司的净利润	74	56	64	101	288
净利率	7.3%	4.0%	3.7%	4.9%	11.8%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	202	103	61	72	85
应收款项	132	188	196	273	277
存货	202	274	302	378	345
其他流动资产	43	72	75	68	73
流动资产	579	636	634	791	780
% 总资产	57.6%	45.2%	38.6%	40.0%	36.7%
长期投资	0	59	59	50	56
固定资产	172	431	646	796	929
% 总资产	17.1%	30.6%	39.4%	40.2%	43.7%
无形资产	28	46	62	77	92
非流动资产	427	771	1,008	1,186	1,344
% 总资产	42.4%	54.8%	61.4%	60.0%	63.3%
资产总计	1,005	1,407	1,641	1,977	2,124
短期借款	52	255	295	345	313
应付款项	134	217	202	293	237
其他流动负债	41	57	62	62	61
流动负债	227	529	559	700	611
长期贷款	0	42	42	42	0
其他长期负债	7	3	6	5	5
负债	235	574	607	747	616
普通股股东权益	693	744	936	1,119	1,365
少数股东权益	77	90	98	111	144
负债股东权益合计	1,005	1,407	1,641	1,977	2,124

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.43	0.33	0.37	0.59	1.70
每股净资产 (元)	4.08	4.38	5.51	6.58	8.03
每股经营现金净流 (元)	0.44	0.16	0.67	0.87	2.31
每股股利 (元)	0.06	0.06	0.06	0.10	0.29
回报率					
净资产收益率	10.63%	7.59%	6.79%	9.03%	21.13%
总资产收益率	8.44%	4.37%	4.40%	5.75%	15.15%
投入资本收益率	26.65%	11.22%	9.98%	11.11%	23.46%
增长率					
营业总收入增长率	28.37%	39.09%	22.53%	19.12%	18.25%
EBIT增长率	23.37%	-17.79%	9.89%	42.35%	157.07%
净利润增长率	9.51%	-23.39%	12.67%	58.85%	185.43%
总资产增长率	64.03%	40.02%	16.62%	20.49%	7.43%
资产管理能力					
应收账款周转天数	42.2	40.8	40.0	41.0	40.6
存货周转天数	64.1	60.7	59.9	59.4	53.4
应付账款周转天数	44.9	53.6	53.0	53.0	53.2
固定资产周转天数	57.3	76.8	112.1	125.9	127.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-6.60%	28.52%	25.82%	24.72%	14.10%
EBIT利息保障倍数	10.7	-41.6	5.1	6.7	29.7
资产负债率	23.36%	40.76%	36.99%	37.80%	28.97%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	85	62	72	114	322
加: 折旧和摊销	28	38	37	53	70
资产减值准备	2	24	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	4	-3	22	24	14
投资收益	0	6	5	5	5
少数股东损益	11	5	9	13	34
营运资金的变动	-94	-102	-22	-49	-17
经营活动现金净流	76	27	114	147	393
固定资本投资	-119	-158	-280	-230	-220
投资活动现金净流	-176	-368	-303	-244	-249
股利分配	-10	-10	-11	-17	-49
其他	263	238	158	126	-82
筹资活动现金净流	253	228	147	108	-131
现金净流量	152	-113	-42	12	13

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。