

中宠股份 (002891)

如何看待公司国内市场的长期成长性?

中宠股份：深耕行业二十载，发力国内市场，打开成长空间

公司创立于1998年，始终从事宠物食品的研发、生产和销售，在国际产品远销美国、英国、日本等海外50多个国家，出口五大洲。近几年公司持续加大国内市场的开拓力度，不断丰富品牌矩阵，建立起以Wanpy和Zeal为核心的多品牌矩阵，实现了全品类覆盖，同时在线上发力电商渠道、线下布局宠物医院和宠物店等渠道，在保持湿粮和零食领域龙头地位的同时，不断向主粮市场渗透，国内收入持续快速增长，2019年国内收入达到3.4亿，占总收入的20%。

宠物行业：我国宠物食品行业高速增长，长期发展空间广阔

2019年国内宠物食品行业市场规模约401亿元，同比增长28%，对标成熟市场，预计我国市场潜在空间有望达到3600亿元以上。宠物数量的增长、食品渗透率的提升以及高端化趋势将推动宠物食品市场持续快速增长。尽管当前玛氏在国内市场领跑，但是CR10仅为37.8%，市场集中度低。未来在宠物人性化的趋势下，消费者对于宠物食品的要求越来越高，宠物食品功能升级和需求细分逐渐成为产品研发的主流趋势。国内公司有望借助渠道红利、通过品类创新，成长为行业龙头，预计未来本土龙头公司份额有望达到15%左右。

国内业务：2020年发展迎来全新阶段，长期成长值得期待

我们认为2020年公司国内市场的发展将开启全新的阶段，看好公司通过持续的品类创新、精准的营销投入、完善的渠道布局逐步成长为国内宠物行业龙头：**1) 新产品**：聚焦差异化战略，在加大对干粮市场投入力度的同时，立足优势领域、借助湿粮和零食主食化的趋势，实现品类的跨越，抢占主食市场份额；**2) 新营销**：销售费用将更多转向以品牌建设为重点，塑造品牌力，同时营销方式全方位升级，利用新媒体手段更精准的传播对年轻群体的影响力；**3) 新渠道**：以电商渠道为重点，实现线上线下全渠道的覆盖，同时积极拥抱新零售。

盈利预测与投资建议

预计公司2020-2022年营收21.4/26.2/32.1亿元，同比24%/23%/22%，净利润1.2/1.8/2.6亿元，同比52%/47%/46%，EPS分别为0.71/1.04/1.51元。公司自成立以来聚焦宠物食品业务，形成了深厚的研发和技术积淀，拥有国际化的产品标准，具备前沿的产品创新洞察，我们看好公司逐步成长为国内宠物行业龙头。基于分部估值法，公司2020年目标市值约70亿元，对应目标价约41元，维持“买入”评级。

风险提示：贸易、关税等政策对出口业务的影响；原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412.26	1,716.24	2,135.84	2,621.78	3,211.41
增长率(%)	39.09	21.52	24.45	22.75	22.49
EBITDA(百万元)	129.31	233.70	246.67	346.32	490.89
净利润(百万元)	56.44	79.01	119.93	176.60	257.53
增长率(%)	(23.39)	39.97	51.80	47.25	45.83
EPS(元/股)	0.33	0.46	0.71	1.04	1.51
市盈率(P/E)	93.13	66.54	43.83	29.77	20.41
市净率(P/B)	7.07	6.23	5.95	5.04	4.13
市销率(P/S)	3.72	3.06	2.46	2.01	1.64
EV/EBITDA	26.37	20.89	22.35	15.22	10.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	30.92元
目标价格	41元

基本数据

A股总股本(百万股)	170.02
流通A股股本(百万股)	91.57
A股总市值(百万元)	5,256.95
流通A股市值(百万元)	2,831.39
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	48.91
一年内最高/最低(元)	34.52/16.00

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
王聪	分析师
SAC执业证书编号：S1110519080001	
wcong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中宠股份-季报点评:一季度国内收入增速超预期，海外收入略有下滑》2020-04-22
- 《中宠股份-年报点评报告:国内市场布局持续深入，20年业绩有望持续增长》2020-04-08
- 《中宠股份-公司点评:19年困境中仍保持增长，预计20年业绩将大幅提升》2020-02-29



内容目录

1. 中宠股份：深耕行业二十载，发力国内市场，打开成长空间	4
1.1. 二十载深耕成就业内领先地位.....	4
1.2. 专注宠物食品，加快开拓国内市场.....	5
1.3. 营收持续高速增长，盈利能力逐步提升.....	5
2. 宠物行业：我国宠物食品行业高速成长，长期发展空间广阔	7
2.1. 市场规模：对标成熟市场，潜在空间 3600 亿元以上.....	7
2.1.1. 宠物食品是养宠刚需，是最大的细分市场.....	7
2.1.2. “宠物数量增长+渗透率提升+高端化”推动市场持续增长.....	8
2.2. 渠道构成：电商迅速崛起，国产品牌趁势发展.....	9
2.3. 竞争格局：市场集中度低，国内企业大有可为.....	10
2.4. 发展趋势：宠物人性化驱动产品创新与消费升级.....	11
3. 国内业务：2020 年迎来新阶段，长期成长值得期待	13
3.1. 新产品：把握品类创新机会，聚焦差异化战略.....	13
3.1.1. 湿粮主食化：顽皮鲜盒引领趋势.....	14
3.1.2. 零食主食化：双拼粮+风干粮差异化布局.....	15
3.1.3. 干粮高端化：卡位烘焙粮细分赛道.....	15
3.1.4. 总结：源于研发和技术优势的积淀以及对产品创新的前沿洞察.....	16
3.2. 新营销：营销方式全方位升级，聚焦新产品打造品牌影响力.....	17
3.3. 新渠道：全渠道布局持续深入，积极拥抱新零售.....	18
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 国内外收入持续增长，毛利率有望逐步改善.....	20
4.2. 参考美股市场，宠物公司享受高估值.....	20
4.2.1. 成长性受市场青睐是高估值的来源.....	20
4.2.2. 基于分部估值，公司目标市值约 70 亿元.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

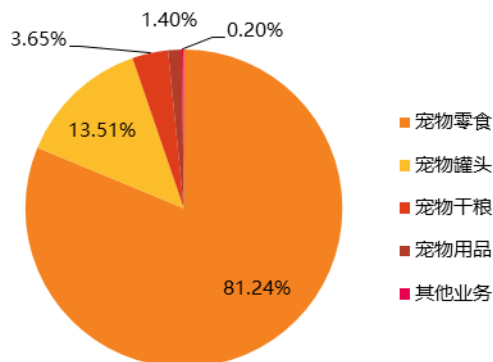
图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构图（2019）.....	4
图 3：公司营收结构（2019）.....	5
图 4：公司毛利结构（2019）.....	5
图 5：公司主业国内外收入占比.....	5
图 6：公司主业国内外毛利占比.....	5
图 7：近年来公司营收情况.....	6
图 8：近年来公司净利润情况.....	6
图 9：近年来公司毛利率及净利率情况.....	6
图 10：近年来公司费用率情况.....	6

图 11: 国内宠物食品市场规模	7
图 12: 国内宠物食品市场仍以狗食品为主	7
图 13: 国内宠物食品市场以干粮为主	7
图 14: 平均年消费金额对比	8
图 15: 户均宠物数量对比	8
图 16: 日本各类宠物食品使用比例	8
图 17: 京东各区间狗粮增速 (元/斤)	9
图 18: 京东各区间猫粮增速 (元/斤)	9
图 19: 国内宠物食品渠道结构	9
图 20: 国内宠物市场电商渠道快速增长	10
图 21: 玛氏主要品牌在国内市场份额变化 (%)	10
图 22: 各国宠物食品格局对比 (CR10)	11
图 23: 宠物食品品类的融合创新	11
图 24: 宠物食品细分结构的对比	12
图 25: 干粮市场更大, 湿粮和零食成长性更强	12
图 26: 公司国内市场多品牌矩阵	13
图 27: 公司国内收入持续快速增长	13
图 28: 公司宠物主粮领域产品布局不断深入	14
图 29: 主要主食罐头横向对比 (按各品牌鸡肉配方的最小规格)	14
图 30: 主要风干/冻干主粮产品对比 (按鸡肉配方)	15
图 31: wanpy 烘焙系列产品	15
图 32: 公司主品牌产品矩阵覆盖多个主粮细分品类及价格段	16
图 33: 每日平均喂养成本 (以猫粮为例)	16
图 34: 历年新产品及获得订单的新品数量	17
图 35: 公司研发投入情况	17
图 36: 公司销售费用持续快速增长	17
图 37: 公司通过多种新媒体营销方式推广顽皮鲜盒	18
图 38: 皇家/麦富迪/顽皮淘系店铺数量 (家)	18
图 39: 新瑞鹏宠物集团在全国的布局	19
图 40: 极宠家融资历史	19
图 41: 极宠家首个 4200 平米旗舰店落户南京	19
图 42: 公司主营业务收入拆分及预测	20
图 43: BUFF 退市前估值区间 4-6 倍 PS	20
图 44: FRPT 过去三年估值区间 4-12 倍	21
图 45: 预计公司归母净利润持续高速增长	22
图 46: 预计公司国内收入持续高速增长	22
表 1: 美股主要宠物食品公司估值	21

1.2. 专注宠物食品，加快开拓国内市场

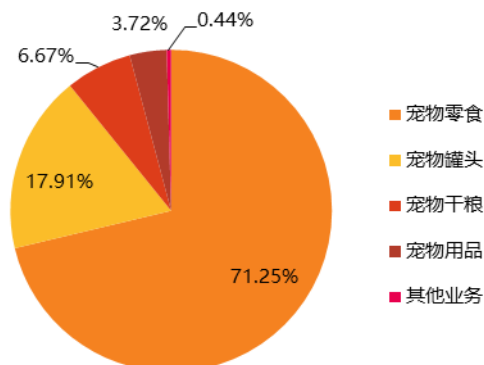
公司主要从事犬用和猫用宠物食品的研发、生产和销售。公司产品涵盖宠物零食、湿粮、干粮以及用品，用品占比较小，收入主要来自宠物食品，其中宠物零食占比最高，为81.24%，宠物罐头占比13.51%，宠物干粮占比3.65%；毛利方面，宠物零食占比71.25%，宠物罐头占比17.91%，宠物干粮占比6.67%。

图 3：公司营收结构（2019）



资料来源：Wind，天风证券研究所

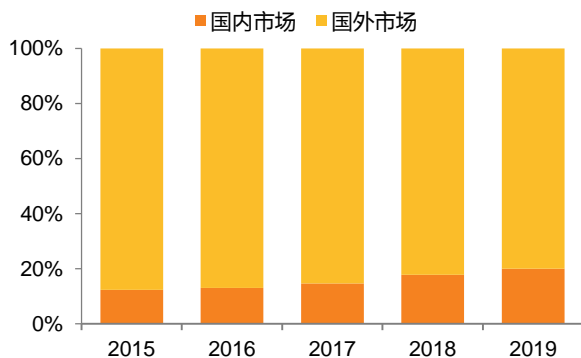
图 4：公司毛利结构（2019）



资料来源：Wind，天风证券研究所

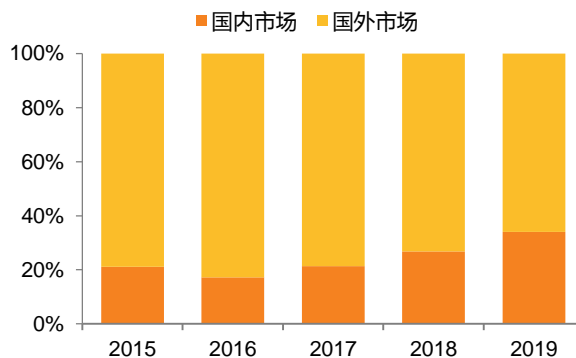
公司海外收入仍占主导，国内市场开拓步伐加快。公司海外收入占比持续在75%以上，但从近年来看，呈下降趋势，对应国内收入占比逐年上升，公司在国内市场的开拓步伐加快，带来新的增长点。

图 5：公司主业国内外收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司主业国内外毛利占比

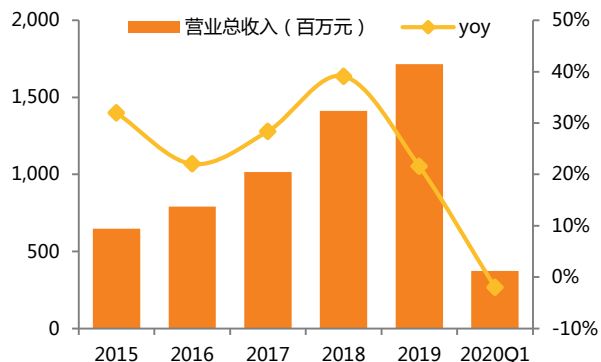


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 营收持续高速增长，盈利能力逐步提升

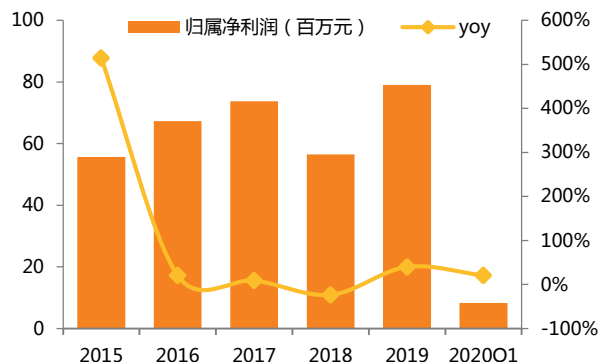
国内收入高速增长，订单交期延迟影响海外收入。分地区来看，海外市场方面，一季度受到新冠疫情的影响，公司国内工厂复工时间推迟并且初期开工率较低，预计影响海外订单交期。目前公司已实现完全复工，外贸订单正常，我们预计全年海外收入仍将实现10%以上的增长。国内市场方面，收入同比增长约50%。尽管一季度国内受到新冠疫情影响，但公司加强线上渠道拓展、加大新品推广力度，同时与饿了么、美团携手支撑线下门店，在疫情背景下公司国内收入增长提速。

图 7：近年来公司营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

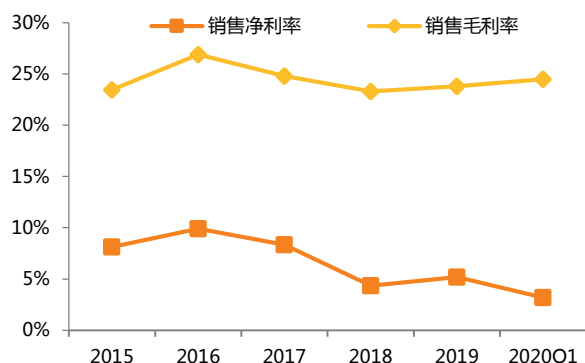
图 8：近年来公司净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

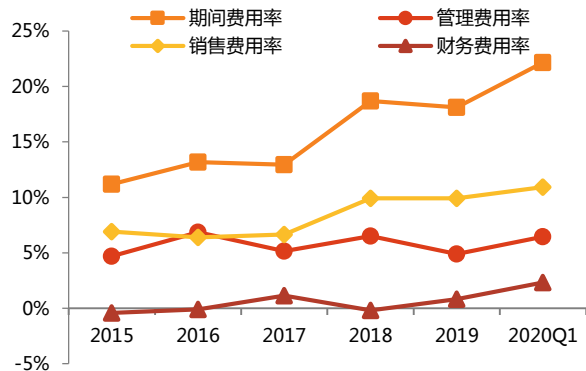
整体毛利率持续改善，销售及管理费用持续增加。从毛利率来看，公司毛利率持续改善，一季度公司整体毛利率 24.5%，同比提升 3.8 个百分点，一方面是由于国内毛利率更高且收入占比持续提升，20Q1 国内收入占比约 24%，同比提升 8.4 个百分点；另一方面，鸡胸肉等原材料价格同比下滑，成本端压力有所缓解。费用率方面，公司持续加大国内市场投入，销售费用同比增长 26.5%，销售费用率 10.9%，同比提升 2.5 个百分点；管理费用同比增长 26.2%，管理费用率 5.0%，同比提升 1.1 个百分点；研发费用率 1.4%，财务费用率 2.3%，与去年同期相比保持相对稳定。

图 9：近年来公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：近年来公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

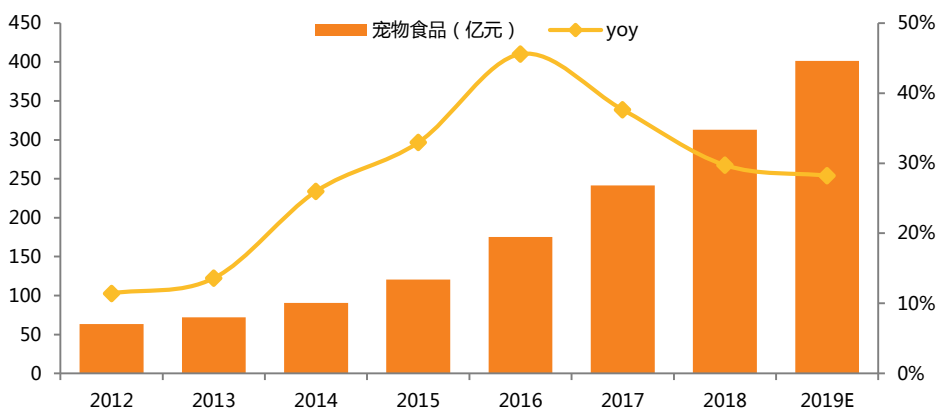
2. 宠物行业：我国宠物食品行业高速成长，长期发展空间广阔

2.1. 市场规模：对标成熟市场，潜在空间 3600 亿元以上

2.1.1. 宠物食品是养宠刚需，是最大的细分市场

宠物食品作为饲养宠物的刚性需求，在宠物行业中占据重要位置，是最大的细分市场。2019 年国内宠物食品行业市场规模约 401 亿元，同比增长 28%。宠物数量的增长、渗透率的提升以及高端化趋势将推动我国宠物食品市场持续快速增长。

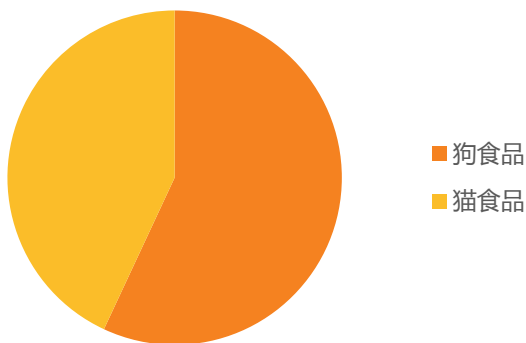
图 11：国内宠物食品市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

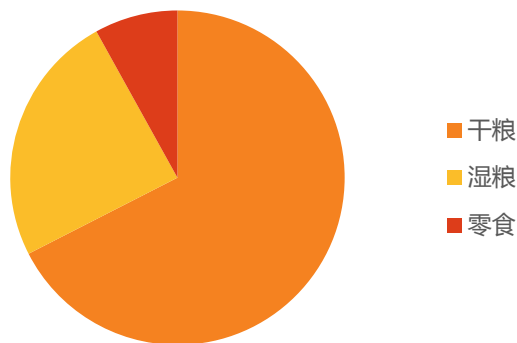
分产品来看，干粮是最大的品类，狗食品占比更高。目前国内宠物市场中，狗食品仍然占据一半以上的市场份额，而从产品形态来看，目前干粮仍然占据接近 70% 的市场份额，其次是湿粮，零食的份额较小。

图 12：国内宠物食品市场仍以狗食品为主



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

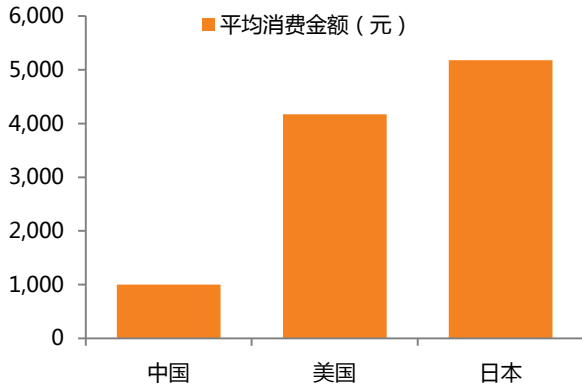
图 13：国内宠物食品市场以干粮为主



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

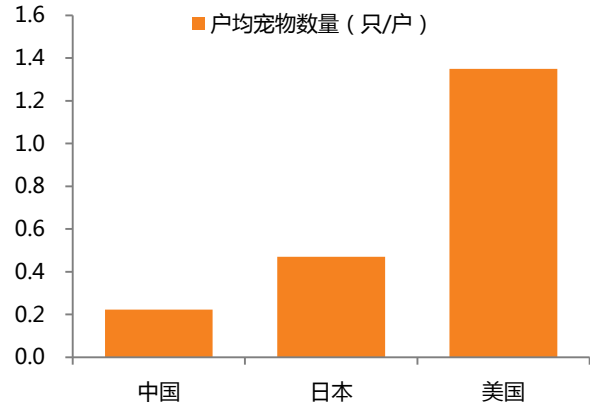
对标美国和日本，我国宠物食品市场潜在空间 3600 亿元以上。2018 年我国宠物行业市场规模 1000 亿元，宠物数量 1 亿只。若以平均消费对标美国，户均宠物数量对标日本，那么我国宠物市场潜在规模约为 9000 亿元。参考美国和日本的宠物市场结构，假设我国宠物食品占 40%，那么宠物食品的潜在空间在 3600 亿元以上。

图 14：平均年消费金额对比



资料来源：APPA、JPFA、Yano、欧睿国际，天风证券研究所

图 15：户均宠物数量对比



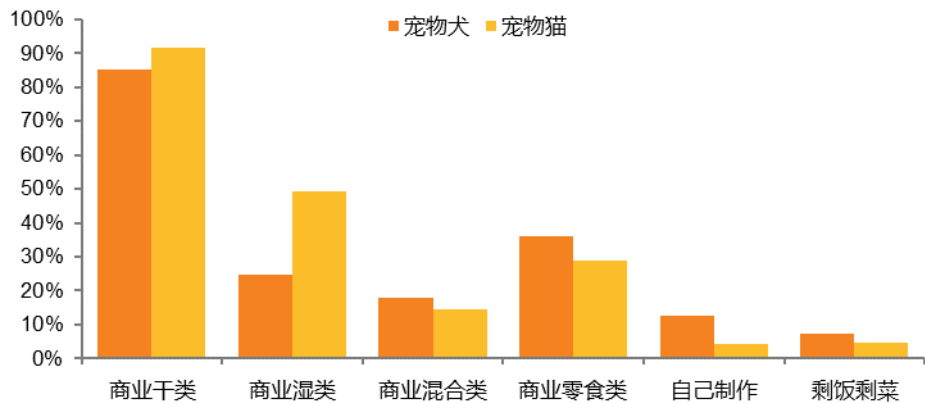
资料来源：APPA、JPFA、Yano、欧睿国际，天风证券研究所

2.1.2. “宠物数量增长+渗透率提升+高端化”推动市场持续增长

宠物数量的增长、渗透率的提升以及高端化趋势将推动我国宠物食品市场持续快速增长：

- **驱动因素之一：宠物数量快速增长，仍未饱和。**当前我国户均宠物数量约为 0.2 只，相比之下日本约为 0.5 只，美国约有 1.4 只，若以日本的养宠水平作为参照，那么我国宠物数量仍有 2 倍以上的增长空间。
- **驱动因素之二：宠物食品渗透率仍在提升。**宠物粮使用比例是衡量宠物行业发展程度的重要标志之一。经过半个多世纪的发展，日本宠物行业已经进入了成熟阶段，目前在 85.1%的宠物犬和 91.8%的宠物猫使用干粮，而喂剩菜剩饭的比例分别为 7.2%和 4.5%。相比较而言，目前我国宠物行业整体上还处在从剩菜剩饭向宠物食品过渡的阶段。

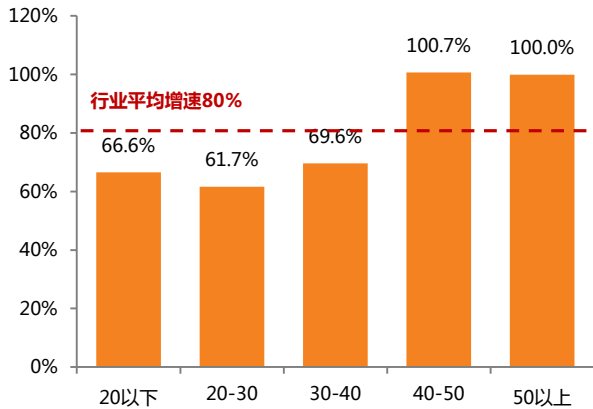
图 16：日本各类宠物食品使用比例



资料来源：JPFA，天风证券研究所

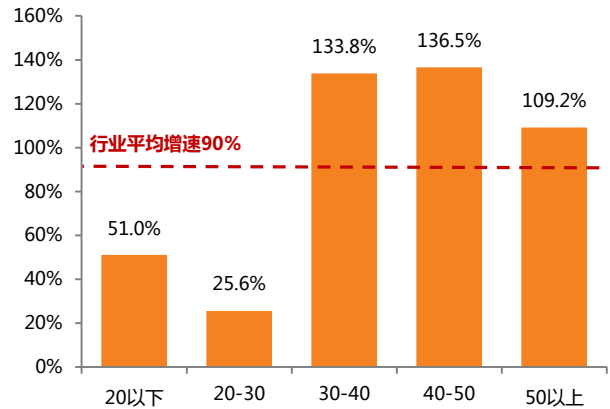
- **驱动因素之三：高端化趋势。**发达国家进入成熟期后，高端化成为最主要驱动力，背后反映的是在宠物人性化趋势下，宠物主更愿意为宠物的健康买单，因此需要更优质的产品。而这一趋势在当前国内市场同样存在。以京东平台为例，狗粮及猫粮的平均增速为 79.70%/90.14%，而中高端产品的平均增速均超过平均水平。

图 17: 京东各区间狗粮增速 (元/斤)



资料来源: 京东宠物, 天风证券研究所

图 18: 京东各区间猫粮增速 (元/斤)

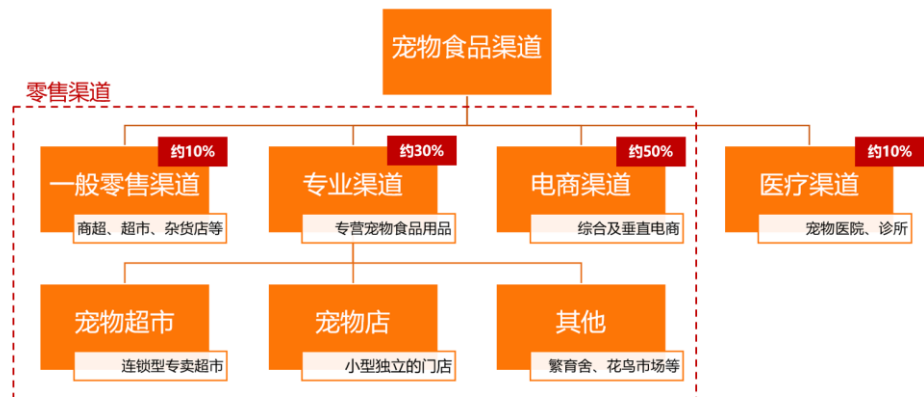


资料来源: 京东宠物, 天风证券研究所

2.2. 渠道构成: 电商迅速崛起, 国产品牌趁势发展

随着我国电商的崛起与发展, 电商渠道逐渐成为我国宠物食品的最主要渠道。当前我国宠物食品渠道中, 电商渠道占比接近 50%, 宠物店渠道占比约 30%, 商超和医疗渠道约为 10%。伴随着我国电商的迅猛发展, 近几年电商渠道一跃成为我国宠物食品销售的最主要渠道。近五年来, 电商渠道复合增速达到 58%, 相比之下专业渠道和商超渠道的增速只有 23%和 12%。

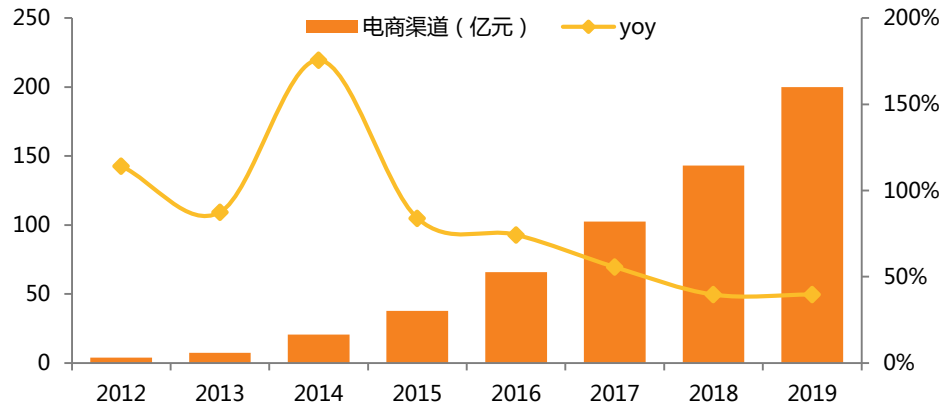
图 19: 国内宠物食品渠道结构



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

凭借电商渠道的红利, 国产品牌趁势崛起。早在上世纪 90 年代, 以玛氏为代表的国外品牌就已进入中国市场, 先于本土企业建立了品牌、渠道的优势, 占据较高的市场份额, 例如宝路/伟嘉占据商超渠道, 皇家占据专业渠道和医疗渠道。但是随着国内电商的快速发展, 国产品牌借助这一渠道迅速发展。

图 20：国内宠物市场电商渠道快速增长

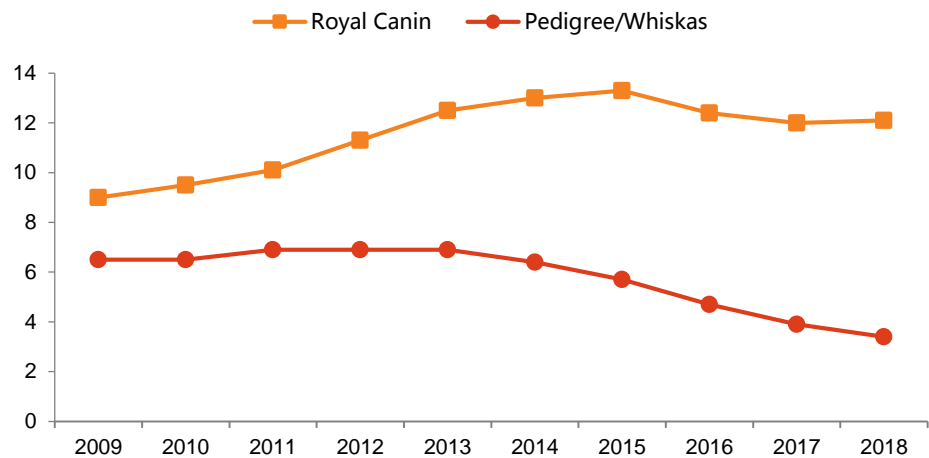


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.3. 竞争格局：市场集中度低，国内企业大有可为

尽管玛氏仍在国内市场领跑，但是随着国产品牌的崛起，其市场份额逐步降低。“皇家+宝路/伟嘉+其他”的组合是玛氏全球化扩张的品牌策略。从皇家和宝路/伟嘉的市占率来看，其中，1) 皇家：定位高端，以专业渠道作为主要渠道，而处方粮系列则以医疗渠道为主，目前市场份额稳定在 12%；2) 宝路/伟嘉：定位中端，以商超作为主要渠道，2013 年之前市场份额约接近 7%，到 2018 年份额下降到 3.4%。

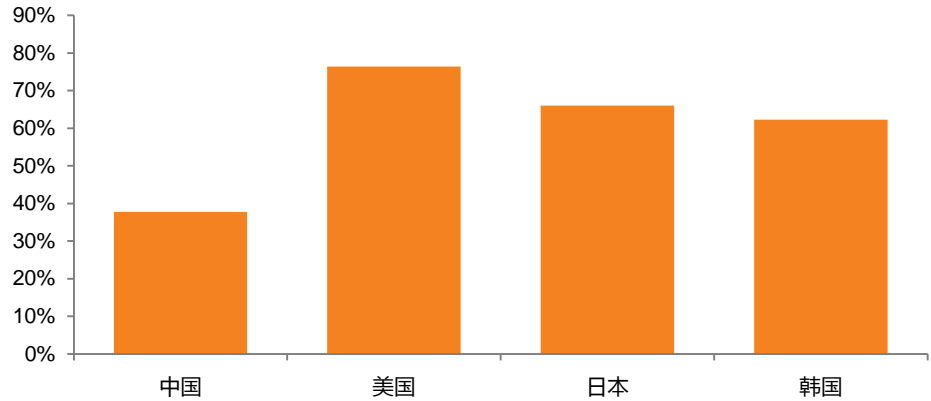
图 21：玛氏主要品牌在国内市场份额变化 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

当前阶段国内公司的体量普遍较小，市场份额也较低，仍有很大的提升空间。在日韩市场中，玛氏均以 20% 的市场份额占据第一的位置，且地位稳固。但是本土公司往往能够占据第二名的位置，如日本的尤妮佳和韩国的大韩饲料。根据欧睿的统计，2018 年玛氏在国内的终端市场份额约 17%，位居第一，而雀巢的市场份额仅为 2.3%。在国内份额前十的公司中，除了玛氏和雀巢以外均为国内公司，整个宠物食品行业 CR10 仅为 37.8%，集中度低。预计未来我国宠物食品行业的集中度有望持续提升，格局或将与日韩类似，本土龙头公司份额有望达到 15% 左右。

图 22：各国宠物食品格局对比（CR10）

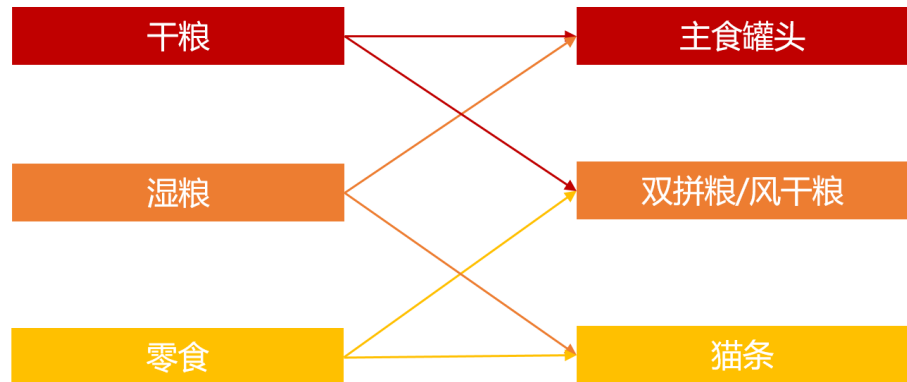


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.4. 发展趋势：宠物人性化驱动产品创新与消费升级

品类创新是宠物食品行业发展的永恒主题。比如伟嘉的妙鲜包、希尔斯的处方粮、皇家的奶糕粮、蓝爵的天然粮等，均是通过品类的创新开辟新的市场并最终沉淀为品牌。在宠物人性化的趋势下，消费者对于宠物食品的要求越来越高，宠物食品功能升级和需求细分逐渐成为产品研发的主流趋势。这一趋势下，宠物食品之间的边界不断被打破，产生新的融合，由此诞生了越来越多的新品类。

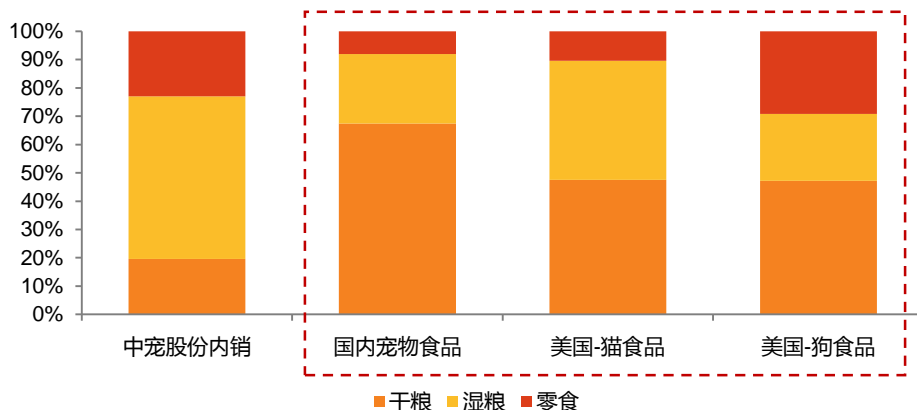
图 23：宠物食品品类的融合创新



资料来源：天风证券研究所

国内宠物食品行业仍处于发展阶段，从产品结构来看，目前国内宠物市场仍以干粮为主。与干粮相比，湿粮及零食是消费升级的产物，而当前国内宠物食品的普及仍在进行中，因此干粮仍然占据绝对主导的份额，占比接近 70%。但在消费升级的趋势下，湿粮以及零食的份额会逐步提升。

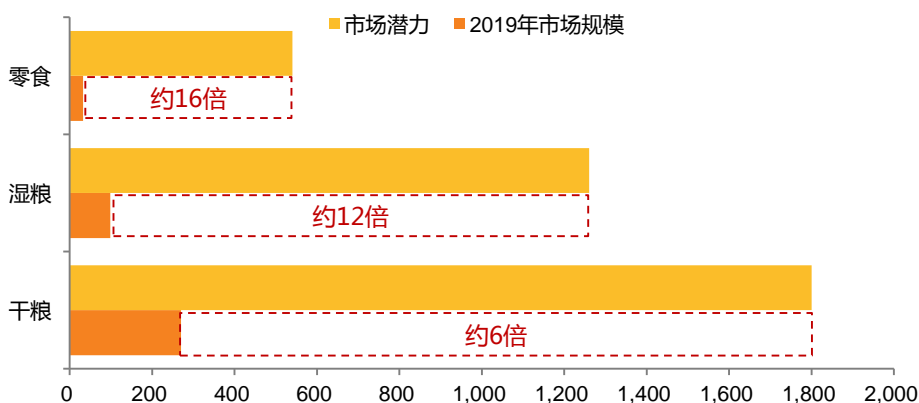
图 24：宠物食品细分结构的对比



资料来源：公司公告、欧睿国际，天风证券研究所

考虑到未来国内市场“猫经济”的发展潜力，未来国内宠物行业中，猫食品的占比将逐步提升，从而带动湿粮占比的提升，预计未来国内宠物食品行业中，干粮/湿粮/零食占比分别为 50%/35%/15%。

图 25：干粮市场更大，湿粮和零食成长性更强



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 国内业务：2020 年迎来新阶段，长期成长值得期待

公司作为宠物零食领域的龙头，近几年不断丰富品牌矩阵，建立起以 Wanpy 和 Zeal 为核心的多品牌矩阵，产品线实现了全品类覆盖，同时在线上发力电商渠道、线下布局宠物医院和宠物店等渠道，在保持零食领域龙头地位的同时，不断向主粮市场渗透，国内收入持续快速增长。

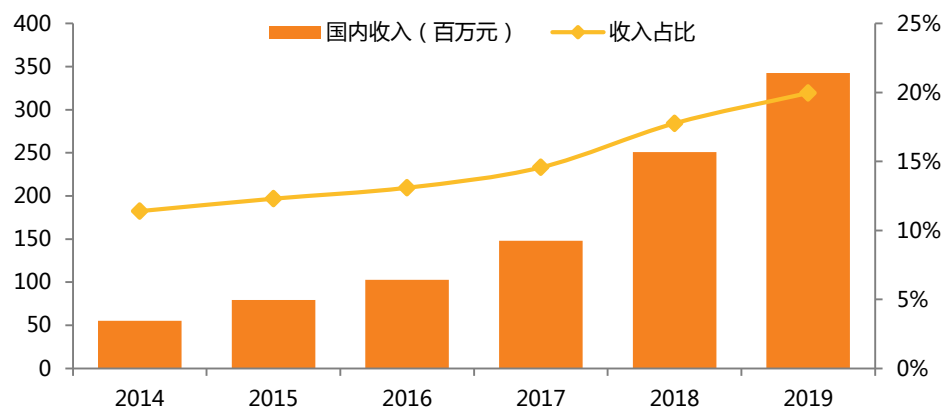
图 26：公司国内市场多品牌矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们认为，一直以来公司最大的看点都在于国内市场的开拓。站在当前时点，我们认为公司的发展已经进入了全新的阶段，成长路径逐渐清晰，国内市场竞争能力逐步增强，我们看好公司通过持续的品类创新、精准的营销投入、完善的渠道布局逐步成长为国内宠物行业龙头公司。

图 27：公司国内收入持续快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 新产品：把握品类创新机会，聚焦差异化战略

公司成立之初，专注于宠物零食和湿粮的研发与生产，目前持续加大主粮市场开拓力度。在国内市场竞争中，公司凭借出口级别的产品品质以及先发优势，建立起在湿粮和零食领域的领先地位。近两年以来，除了继续保持在原有业务的领先地位之外，公司聚焦主粮市场：一方面加大对干粮市场的投入力度，另一方面更通过优势领域，借助湿粮和零食主食化的趋势，实现品类的跨越，抢占主食市场份额。

图 28：公司宠物主粮领域产品布局不断深入



资料来源：天猫商城，天风证券研究所

3.1.1. 湿粮主食化：顽皮鲜盒引领趋势

湿粮的产品形态主要以罐头、妙鲜包、猫条等为主，由于肉含量较高，因此单价也往往高于干粮。过去在消费者的认知中，更多把湿粮视为零食，用于补充营养、提供水分、增强互动等。近年来，在宠物食品高端化的趋势下，主食湿粮凭借着可以满足宠物日常营养需求、有利于宠物补充水分、适口性更好等优势逐渐被国内宠物主，特别是猫主人所接受。

在湿粮主食化的趋势下，2020 年公司重磅推出的具有创新性和差异化的主食湿粮新品——**顽皮鲜盒**。该产品是继顽皮旗下鲜封包，鲜肉羹后“鲜”系列产品的又一主力新品。顽皮鲜盒是符合美国 AAFCO 全营养标准的主食湿粮，可代替宠物干粮长期食用。作为国内首创产品，与进口同类竞品相比，该产品具有几大特点：1) 高肉高蛋白含量；2) 性价比极高；3) 先进的蒸煮工艺；4) 特殊的罐体不仅使得外观更独特，而且保鲜持久。

我们认为，该系列产品是公司在湿粮领域多年以来研发和技术优势的积淀，不仅有助于保持公司在湿粮领域的优势地位，更重要的是借助“湿粮主食化”的趋势开拓更广阔的主食市场，抢占干粮市场份额。

图 29：主要主食罐头横向对比（按各品牌鸡肉配方的最小规格）

品牌	产地	规格	均价	粗蛋白质	粗脂肪	粗纤维	水分	蛋白含量(干物质)	优点	不足
Ziwi Peak/巅峰	新西兰	85g	25	9.0%	5.5%	1.0%	78.0%	40.9%	高肉含量；无谷	价格高昂
K9	新西兰	85g	22	9.6%	5.0%	0.3%	82.5%	54.9%	高肉含量；无谷	价格高昂
Instinct/百利本能	美国	85g	15	11.0%	7.5%	3.0%	78.0%	50.0%	高肉含量；无谷	植物原料多；含有蒙脱土
Natural Balance/天衡宝	美国	85g	13	9.0%	6.0%	1.5%	78.0%	40.9%	价格较低	含有谷物；含有卡拉胶
Leonardo	德国	200g	20	10.0%	5.0%	0.3%	80.0%	50.0%	高肉含量；无谷；性价比较高	罐体易损坏
Wanpy/顽皮	中国	85g	9.8	13.0%	1.5%	1.0%	83.0%	76.5%	高肉高蛋白；无谷；性价比突出	脂肪含量偏低

资料来源：天猫商城，天风证券研究所

3.1.2. 零食主食化：双拼粮+风干粮差异化布局

随着工艺不断发展，从烘干、风干、冻干，肉质零食不断升级。在宠物食品高端化趋势下，厂商将零食的生产工艺应用到干粮的生产，风干粮、冻干粮逐渐兴起。这其中以巅峰为代表的风干主粮和以 K9 为代表的冻干主粮，凭借天然的食材、超高的含肉量等优点被国内宠物主所熟知，正逐渐成为国内宠物市场中最受欢迎的高端粮品类。但同时，由于价格过于高昂因此只能局限于小众高端人群。

双拼粮+风干粮的产品布局，为宠物主消费升级提供了更多选项。今年以来，公司在 Wanpy 及 Happy 100 品牌中扩充了双拼系列产品，即在常规干粮的基础上添加肉干或冻干。一方面增加了产品的肉含量、极大提高了适口性，另一方面也将价格带下沉到中端及低端，充分满足更广大宠物主消费升级的需求。同时对标进口品牌，推出更高端的纯肉风干主粮，满足高端宠物主的需求，树立品牌的形象。

图 30：主要风干/冻干主粮产品对比（按鸡肉配方）

品牌	产地	工艺	规格	均价	粗蛋白	粗脂肪	粗纤维
Ziwi Peak/巅峰	新西兰	风干	400g	195	38.0%	30.0%	2.0%
k9	新西兰	冻干	320g	318	48.0%	31.0%	1.0%
Wanpy/顽皮	中国	风干	400g	119	38.0%	30.0%	3.5%

资料来源：天猫商城，天风证券研究所

3.1.3. 干粮高端化：卡位烘焙粮细分赛道

干粮市场过去的升级路线中主要集中在产品原料层面的创新，由此诞生了天然粮、无谷粮、鲜肉粮等细分品类，并逐渐被消费者所接受。着眼于未来，我们认为干粮市场的下一步突破，更多将发生在工艺层面。除了前文提到的风干粮、冻干粮以外，烘焙粮凭借有别于膨化工艺的优势，逐渐进入宠物主的视野。

除了借助公司优势品类实现品类跨越继而抢占干粮市场份额以外，公司在干粮品类中也在持续发力。继无谷系列产品之后，推出低温烘焙系列。与无谷系列相比，除了同样采用不含谷物的配方以外，该产品采用欧美传统烘焙工艺，与膨化工艺相比既可以保持营养不流失，也留住了天然味道。我们认为，该产品体现了公司对于行业未来发展的洞察，具备战略意义，有望通过卡位细分成长赛道，支撑长期成长。

图 31：wanpy 烘焙系列产品

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

3.1.4. 总结：源于研发和技术优势的积淀以及对产品创新的前沿洞察

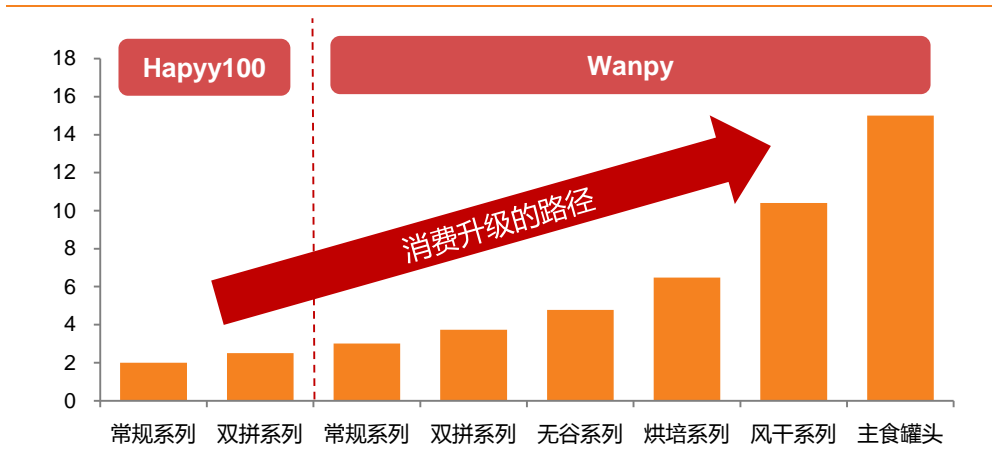
通过不断推陈出新，公司在宠物主食市场中实现了产品矩阵的不断丰富，覆盖多个细分品类及价格段，充分满足不同消费者的差异化需求。更重要的是为宠物主提供了平滑的消费升级路径，从而实现通过低端产品获客、凭借产品品质实现复购、继而通过消费者教育引导消费升级，最终支撑品牌的长期持续成长。

图 32：公司主品牌产品矩阵覆盖多个主粮细分品类及价格段

品牌	产品系列	主要卖点	产品形态	规格	价格	单价 (元/kg)	定位	每日喂食量	日开销
HAPPY 100	常规系列	全价猫粮	干粮	2kg	59	30	低端	75g	2
	双拼系列	额外添加三文鱼或鸡肉冻干	干粮+零食	1.5kg	59	46	中端	75g	3
Wanpy 全球共享 同一品质	常规系列	全价猫粮	干粮	2kg	89.9	45	中端	75g	3.5
	双拼系列	额外添加鸡肉冻干，适口性更好	干粮+零食	1.5kg	79.9	53	中端	75g	4
	无谷系列	不含有谷物，额外添加益生菌	干粮	1.6kg	109	68	中端	75g	5
	烘培系列	低温烘培，不含谷物，不油腻	干粮	1.5kg	139	93	高端	75g	7
	风干系列	低温风干，96%肉含量，碳水基本为零	干粮	0.4kg	119	298	高端	35g	10
	主食罐头	全价营养，不含谷物，便于补水	湿粮	85g*6	59	115	高端	1-2罐	15

资料来源：天猫商城，天风证券研究所

图 33：每日平均喂养成本（以猫粮为例）

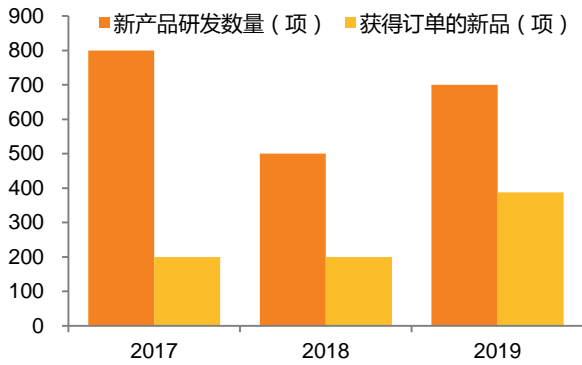


资料来源：天猫商城，天风证券研究所

注：按普通成年猫食量计算，产品均价按照最小包装计算

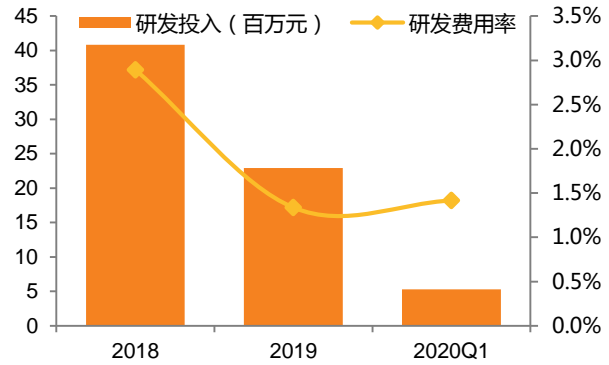
而这正是公司核心竞争力的体现：公司自成立以来聚焦宠物食品的研发与生产，有着深厚的研发和技术积淀，而全球出口业务不仅为公司建立了国际化标准，也带来了产品创新的前沿洞察。公司一直积极培育在新产品开发及生产工艺改进等方面的研发能力，随着相关组织机构和规章制度的逐步完善、研发团队的不间断培育和日益壮大，公司研发水平不断提高，支撑公司产品的不断创新，从而实现长期成长。

图 34：历年新产品及获得订单的新品数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：公司研发投入情况

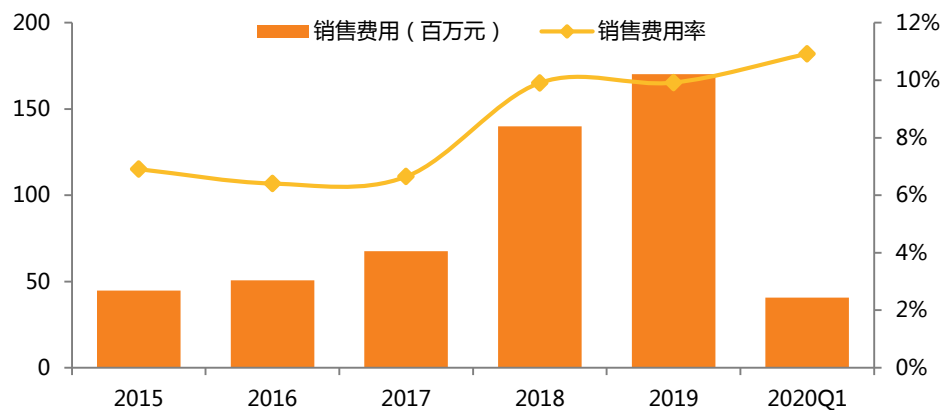


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 新营销：营销方式全方位升级，聚焦新产品打造品牌影响力

加大国内市场投入力度，销售费用持续高速增长。自公司开始大力拓展国内市场以来，公司销售费用持续快速增长，特别是 2018-19 年销售费用水平实现了大幅度的跨越。过去几年国内市场销售费用主要投向渠道端，帮助公司巩固并进一步强化渠道优势。而在此基础上，我们认为，公司未来销售费用将更多转向以品牌建设为重点，塑造品牌力。

图 36：公司销售费用持续快速增长

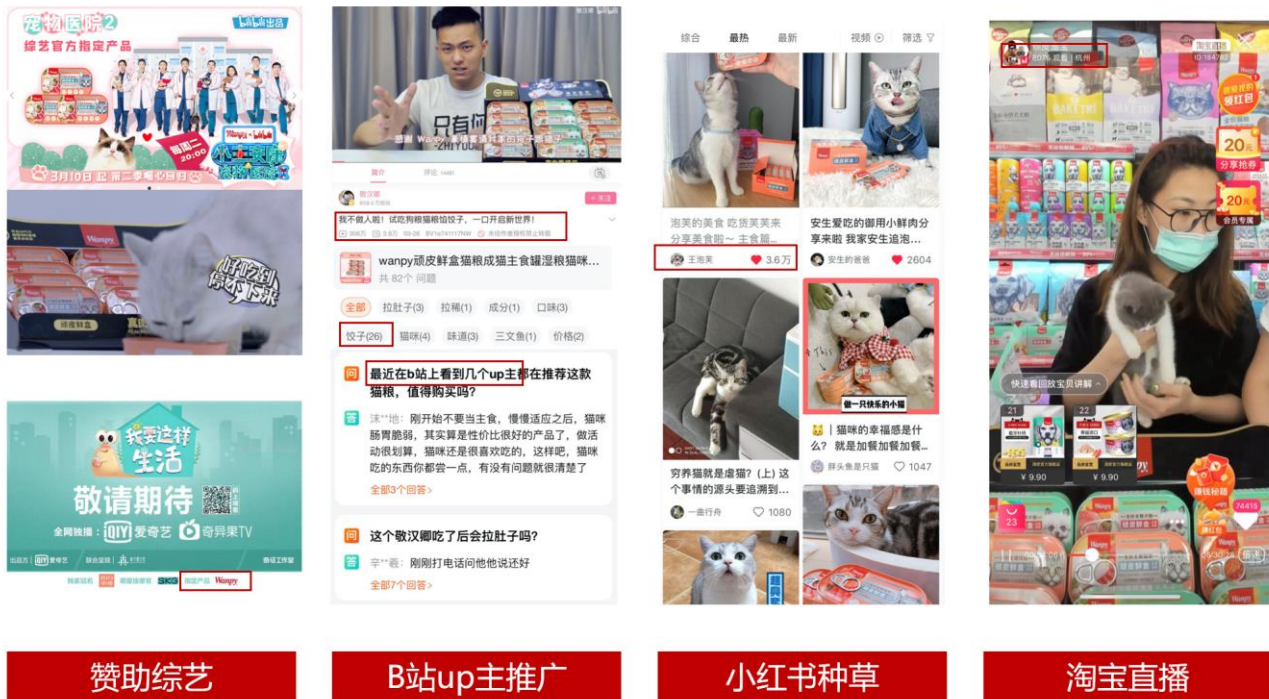


资料来源：Wind，天风证券研究所

营销方式全方位升级，聚焦新产品带动品牌影响力。自“顽皮鲜盒”问世以来，公司加大对新产品的营销投入力度，除了传统的地面户外广告以外，特别注重新媒体营销方式，重视更精准的传播对年轻群体的影响力。以 B 站 UP 主“敬汉卿”的推广视频为例，敬汉卿作为 B 站头部 Up 主，拥有粉丝数量近 900 万粉丝，他在 B 站的顽皮鲜盒推广食品的播放量超过 300 万次，并且引爆了“狗粮包饺子”的话题，迅速建立起新产品的知名度。

我们认为，从产品层面，顽皮鲜盒顺应“湿粮主食化”趋势，与竞品相比具有多种优势，在公司全方位营销的助力下，我们看好公司将其打造成为又一款主力新品。未来随着公司新产品的持续推出，公司的营销经验有望实现不断复制和升级，助力公司品牌力的持续提升。

图 37：公司通过多种新媒体营销方式推广顽皮鲜盒



赞助综艺

B站up主推广

小红书种草

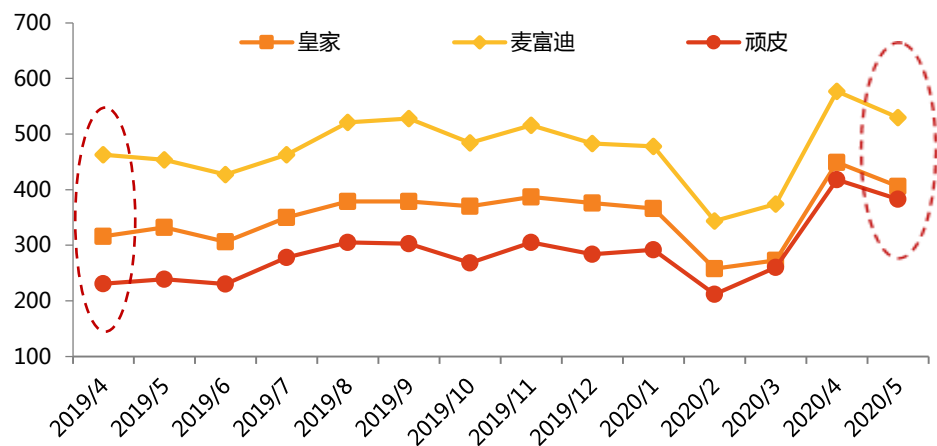
淘宝直播

资料来源：B 站、小红书等，天风证券研究所

3.3. 新渠道：全渠道布局持续深入，积极拥抱新零售

电商渠道是公司布局的重点渠道。公司与阿里巴巴、京东、苏宁等电商平台均达成了战略合作，为公司未来的发展打下了坚实的基础。公司电商团队结构成熟，电商业务中心分别位于杭州以及北京，而公司投资的威海好宠、领先宠物等电商团队重点聚焦线上渠道的拓展。可以看到，近年来随着对电商渠道的持续投入，公司与领先品牌在线上店铺数量方面的差距逐渐缩小。

图 38：皇家/麦富迪/顽皮淘系店铺数量（家）



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

在线下，公司经过多年的发展，已实现全渠道布局。目前已经在全国 110 多个城市建立了销售网络，通过经销商辐射全国宠物门店，此外产品也已进入家乐福、沃尔玛等商超渠道。而在医疗渠道方面，公司参股新瑞鹏集团并达成战略合作。新瑞鹏目前拥有 1300 家宠物医院，是国内最大的宠物连锁医院。近年来，宠物医疗领域发展迅速，新瑞鹏在此领域具有领先的技术优势和品牌优势，公司与瑞鹏可以在产业协同方面优势互补，同时增强公司在线下特别是宠物医院渠道的布局，有利于树立品牌形象、提升公司的整体竞争力。

图 39：新瑞鹏宠物集团在全国的布局



资料来源：新瑞鹏官网，天风证券研究所

与瑞鹏共同投资云宠智能，布局新零售。云宠智能是公司在宠物新零售领域的重要布局，旗下新零售品牌“极宠家”的首个旗舰店落户南京。我们认为，未来的宠物消费业态将集中在线上消费线下体验，根据用户消费习惯的改变、线上线下消费场景的变化，整合线上和线下渠道，宠物新零售大有可为。而宠物医疗是宠物线下消费的重要场景，作为深耕宠物医疗多年的龙头，瑞鹏的入股将有助于公司在宠物新零售领域的拓展。

图 40：极宠家融资历史

日期	融资轮次	金额	投资方
2019年8月	战略投资	5亿元	新瑞鹏集团
2018年12月	Pre-A轮	未知	瑞鹏集团
2018年7月	天使轮	3100万元	中宠股份

资料来源：36kr，天风证券研究所

图 41：极宠家首个 4200 平米旗舰店落户南京



资料来源：宠业家，天风证券研究所

疫情危机酝酿新机遇，公司加大线下门店的覆盖力度。疫情对国内宠物线下零售市场造成了不小的冲击，不少宠物店、宠物医院被迫关门停业，洗护、医疗等服务受到较大的冲击。在这一背景下，公司携手饿了么、美团外卖的平台共同响应宠物行业在非常时期的新零售布局，帮助门店扩大本地化服务触达范围，保障疫情期间的无接触配送。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 国内外收入持续增长，毛利率有望逐步改善

我们预计，随着公司海外订单持续增长以及国内市场布局深入，公司收入有望持续增长。同时，随着成本压力的缓解以及国内自有品牌业务增长，公司毛利率有望持续改善。销售费用率随着国内市场收入占比的提升而增长。预计公司 2020-2022 年营收 21.4/26.2/32.1 亿元，同比 24%/23%/22%，净利润 1.2/1.8/2.6 亿元，同比 52%/47%/46%。

图 42：公司主营业务收入拆分及预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
零食	1,155.4	1,394.2	1,629.0	1,859.5	2,108.4
毛利率	20.8%	20.9%	22.6%	23.8%	24.9%
湿粮	186.7	231.8	342.7	461.0	585.1
毛利率	30.5%	31.6%	33.6%	38.4%	38.7%
干粮	49.1	62.7	125.4	250.8	451.5
毛利率	48.7%	43.5%	45.0%	48.0%	50.0%
用品	17.1	342.7	563.6	851.6	1,234.8
毛利率	37.9%	63.2%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 参考美股市场，宠物公司享受高估值

4.2.1. 成长性受市场青睐是高估值的来源

■ Blue Buffalo (BUFF)：80 亿美元的宠物食品新贵

Blue Buffalo 是美国成长速度最快的宠物食品公司之一，主要经营优质天然配方的猫狗食品。公司创立于 2002 年 8 月，于 2015 年 7 月登陆纳斯达克上市。2018 年公司以约 80 亿美元的价格被通用磨坊集团收购。在退市前，公司估值水平区间为 4-6 倍 PS。17 年上半年公司整体估值水平约为 4 倍 PS。随着公司渠道扩张策略的收效，17 年下半年收入增速回升，公司估值也随之提升，从 4 倍一直提升到 6 倍。

图 43：BUFF 退市前估值区间 4-6 倍 PS



资料来源：Wind，天风证券研究所

■ Freshpet (FRPT)：16 年至今涨幅近 10 倍

Freshpet 是一家美国宠物食品公司，主打宠物鲜粮。公司深受资本市场青睐，其估值一直保持较高的水平。过去三年伴随着公司收入的增长，其估值水平也显著提升。17 年平均估

值水平约 4 倍 PS。18 年公司收入同比增长 23.5%，较 17 年 17.5% 的增速显著提升，公司估值也从 4 倍 PS 提升到 8 倍 PS；19 年公司收入增速进一步提升，前三季度同比增长 27.2%，估值也一路攀升到 12 倍 PS。

图 44：FRPT 过去三年估值区间 4-12 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

从美股市场可以看到，宠物食品行业是可以诞生大公司的赛道。尽管 BUFF 和 FRPT 仍处于不同的成长阶段，但是共同点是资本市场都给予了很高的估值。而在公司收入增速明显加快后，估值也随之提升。

表 1：美股主要宠物食品公司估值

PS 估值法	区间下限	区间上限	区间均值
BUFF	4	6	5
FRPT	4	12	7
平均	4	9	6

资料来源：Wind，天风证券研究所

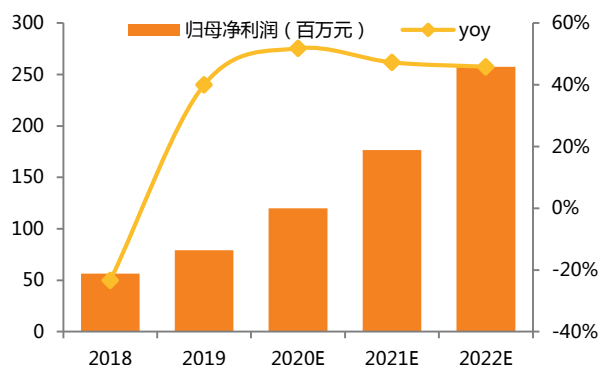
4.2.2. 基于分部估值，公司目标市值约 70 亿元

回到 A 股市场，与美国宠物食品公司不同，公司以海外代工业务起家，近几年大力投入国内市场自有品牌业务，形成了“国内+国外”双轮驱动的业务模式：**国内业务高速增长但尚未盈利，利润由国外业务贡献**。因此，我们认为合理的估值方法是国内业务按照 PS 估值，而海外业务按照 PE 估值。

- 公司海外业务稳步增长，随着原料价格压力缓解以及海外产能释放，公司利润有望保持高速增长，复合增速 40% 以上。基于此，我们给与 2020 年 30 倍 PE，对应市值约 36 亿元。
- 公司大力拓展国内市场，预计未来三年国内收入持续高速增长且领先美国公司增速。参考美股估值水平，我们给与 2020 年国内收入 6 倍 PS，对应市值约 34 亿元。

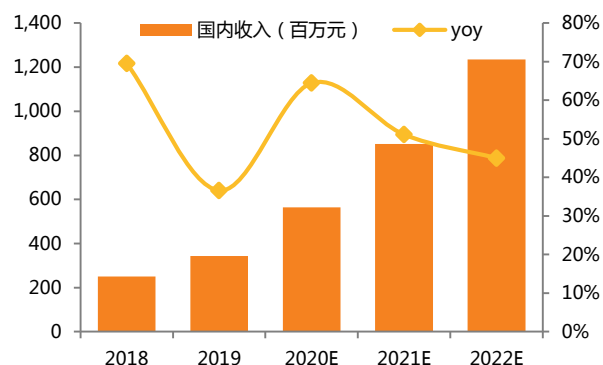
综合上述，公司 2020 年目标市值约 70 亿元，对应目标价约 41 元。

图 45：预计公司归母净利润持续高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：预计公司国内收入持续高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

贸易、关税等政策对出口业务的影响：公司的产品销售以出口为主，占营业收入的比重较高。目前产品主要出口到美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占据份额最高。自2018年以来，中美贸易摩擦导致中国工厂出口至美国市场的产品被征收25%的关税，对公司业绩造成较大压力。

原材料价格波动风险：公司生产所使用的鸡肉等，其价格波动对公司的经营业绩存在一定影响。

市场竞争加剧的风险：公司作为国内宠物行业具有较强影响力的企业，尽管在渠道网络、研发能力、供应链、生产规模、核心团队等方面确立了较大竞争优势，但随着公司规模扩大，投入增加，如果在研发、成本控制、销售策略选择等方面不能及时适应市场变化，公司将面临一定的市场竞争风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	102.58	166.77	213.58	262.18	160.57	营业收入	1,412.26	1,716.24	2,135.84	2,621.78	3,211.41
应收票据及应收账款	183.13	233.96	259.88	201.95	363.74	营业成本	1,083.06	1,307.76	1,577.17	1,866.06	2,200.69
预付账款	9.78	12.20	19.63	16.18	25.03	营业税金及附加	5.89	5.25	9.11	10.05	11.94
存货	273.94	294.60	414.20	409.26	576.18	营业费用	139.95	170.21	244.85	346.38	457.48
其他	66.88	56.43	47.48	67.99	55.16	管理费用	50.99	61.30	70.24	78.72	86.95
流动资产合计	636.31	763.96	954.77	957.56	1,180.70	研发费用	40.82	22.92	27.77	31.46	35.33
长期股权投资	32.30	68.15	68.15	68.15	68.15	财务费用	(2.46)	14.07	15.00	18.00	25.00
固定资产	431.15	427.74	462.77	495.04	520.94	资产减值损失	23.88	(19.96)	5.00	5.00	5.00
在建工程	6.79	153.64	86.82	93.41	96.71	公允价值变动收益	(0.27)	0.15	0.09	(0.01)	(0.02)
无形资产	45.77	46.27	45.19	44.12	43.04	投资净收益	(5.91)	(4.80)	(8.00)	0.00	5.00
其他	255.03	240.44	208.71	191.81	176.16	其他	10.78	49.44	15.83	0.02	(9.96)
非流动资产合计	771.03	936.25	871.64	892.53	904.99	营业利润	65.52	109.90	178.79	266.10	394.00
资产总计	1,407.35	1,700.21	1,826.41	1,850.09	2,085.68	营业外收入	3.09	8.95	4.19	5.41	6.18
短期借款	255.00	270.03	330.15	97.13	21.18	营业外支出	0.71	0.61	1.27	0.86	0.91
应付票据及应付账款	196.97	210.50	241.01	316.05	341.50	利润总额	67.90	118.23	181.72	270.65	399.27
其他	77.05	94.74	86.93	88.54	104.71	所得税	6.36	28.93	45.43	67.66	99.82
流动负债合计	529.01	575.27	658.09	501.72	467.39	净利润	61.54	89.31	136.29	202.99	299.45
长期借款	42.00	29.40	20.00	15.00	10.00	少数股东损益	5.09	10.30	16.35	26.39	41.92
应付债券	0.00	139.37	139.37	139.37	139.37	归属于母公司净利润	56.44	79.01	119.93	176.60	257.53
其他	2.69	9.72	6.63	6.35	7.56	每股收益(元)	0.33	0.46	0.71	1.04	1.51
非流动负债合计	44.69	178.48	166.00	160.71	156.93						
负债合计	573.70	753.75	824.08	662.43	624.33	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	89.56	102.47	118.83	145.21	187.14	成长能力					
股本	100.00	170.01	170.02	170.02	170.02	营业收入	39.09%	21.52%	24.45%	22.75%	22.49%
资本公积	405.38	326.26	326.26	326.26	326.26	营业利润	-41.95%	67.74%	62.69%	48.83%	48.06%
留存收益	636.22	605.54	713.48	872.43	1,104.20	归属于母公司净利润	-23.39%	39.97%	51.80%	47.25%	45.83%
其他	(397.52)	(257.83)	(326.26)	(326.26)	(326.26)	获利能力					
股东权益合计	833.64	946.45	1,002.33	1,187.66	1,461.36	毛利率	23.31%	23.80%	26.16%	28.82%	31.47%
负债和股东权益总计	1,407.35	1,700.21	1,826.41	1,850.09	2,085.68	净利率	4.00%	4.60%	5.62%	6.74%	8.02%
						ROE	7.59%	9.36%	13.57%	16.94%	20.21%
						ROIC	11.22%	11.09%	13.79%	18.69%	29.74%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	40.76%	44.33%	45.12%	35.81%	29.93%
净利润	61.54	89.31	119.93	176.60	257.53	净负债率	23.48%	29.64%	27.85%	-0.53%	1.05%
折旧摊销	38.28	65.87	52.87	62.22	71.89	流动比率	1.20	1.33	1.45	1.91	2.53
财务费用	(2.81)	14.17	15.00	18.00	25.00	速动比率	0.69	0.82	0.82	1.09	1.29
投资损失	5.91	4.80	8.00	0.00	(5.00)	营运能力					
营运资金变动	(101.86)	(79.45)	(87.45)	137.94	(267.23)	应收账款周转率	9.05	8.23	8.65	11.35	11.35
其它	26.11	2.17	16.44	26.38	41.90	存货周转率	5.93	6.04	6.03	6.37	6.52
经营活动现金流	27.16	96.87	124.80	421.14	124.08	总资产周转率	1.17	1.10	1.21	1.43	1.63
资本支出	302.26	216.52	23.08	100.29	98.78	每股指标(元)					
长期投资	32.30	35.86	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.33	0.46	0.71	1.04	1.51
其他	(702.53)	(451.78)	(51.16)	(200.23)	(193.79)	每股经营现金流	0.16	0.57	0.73	2.48	0.73
投资活动现金流	(367.98)	(199.40)	(28.08)	(99.94)	(95.01)	每股净资产	4.38	4.96	5.20	6.13	7.49
债权融资	298.29	447.27	492.77	255.83	175.91	估值比率					
股权融资	6.77	37.38	(83.42)	(18.00)	(25.00)	市盈率	93.13	66.54	43.83	29.77	20.41
其他	(77.45)	(320.84)	(459.26)	(510.43)	(281.59)	市净率	7.07	6.23	5.95	5.04	4.13
筹资活动现金流	227.61	163.80	(49.91)	(272.60)	(130.68)	EV/EBITDA	26.37	20.89	22.35	15.22	10.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	33.32	26.10	28.45	18.55	12.77
现金净增加额	(113.21)	61.27	46.81	48.59	(101.61)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com