

2020年06月05日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元) 40

公司基本資訊

產業別	农林牧渔		
A 股价(2020/6/4)	35.57		
深证成指(2020/6/4)	11139.26		
股價 12 個月高/低	37.2/15.97		
總發行股數(百萬)	170.02		
A 股數(百萬)	91.57		
A 市值(億元)	32.57		
主要股東	烟台中幸生物科技有限公司 (30.46%)		
每股淨值(元)	4.63		
股價/賬面淨值	7.69		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	35.0	45.1	77.5

近期評等

出刊日期 前日收盤 評等

產品組合

宠物零食	81.2%
宠物罐頭	13.5%
宠物干粮	3.7%
宠物用品	1.4%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	3.8%
一般法人	35.7%

股價相對大盤走勢



中寵股份(002891.SZ)

BUY 買入

乘行业东风，享发展契机

結論與建議：

中宠股份深耕宠物食品行业，目前拥有 1000 多个宠物食品品种，在国内宠物行业欣欣向荣之际，公司有望享行业红利，迎来发展契机。预计 2020-2021 年将分别实现净利润 1.01 亿和 1.43 亿，分别同比增 28%和 41%，EPS 分别为 0.60 元和 0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 60 倍和 42 倍，首次覆盖，予以买入投资建议。

- 自主品牌声名渐起，国内业务发展迅速。目前，公司 OEM/ODM 出口业务收入占比约 80%，随着国内宠物消费崛起，公司以自有品牌加码内需市场，境内年均收入增速超 40%。目前，自有品牌“Wanpy”已具有一定知名度。2020Q1 疫情影响下，出口订单延迟交付，国内收入占比达 25%，同比增长近五成。对照出口、内需两方面，国内业务享自有品牌溢价，毛利率显著高于出口。伴随自有品牌影响力逐渐提升，公司国内业务前景广阔。
- 产能不断扩充，干湿粮有望双轮驱动。目前，公司 95%收入源于宠物零食及宠物罐頭，但宠物主粮类收入增长迅速，产能利用率达六成左右。依据公司上市以来产能布局和规划，以及养宠群体年轻化趋势，我们认为将逐渐形成“干粮+湿粮”双轮驱动的收入结构，产能不断扩充亦将进一步强化竞争力。
- 从渠道看，公司产品外销至 50 多个国家和地区。对内，产品已进入多个大型商超，销售区域覆盖 31 个省级行政区，并与多家电商达成战略合作，在专业渠道上，通过入股新瑞鹏医疗集团加深产品在专业领域推广。公司渠道布局完善，有利于加强品牌形象，提升市场份额。
- 原材料成本影响有望减弱，品牌培育影响费用。拆分生产成本来看，原材料成本占约 60%，因此原材料价格波动对公司成本端影响较大，但随着品牌溢价提升以及高毛利率的产品占比上升，原材料价格影响将有所减弱。另一方面，2020 年以来，鸡肉价格已有所下降，成本压力减轻。费用上，品牌培育阶段销售费用增长在所难免，预计一两年内费用投放效果将有体现。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨，出口订单低于预期，境内业务增长不及预期

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	74	56	79	101	143
同比增減	%	9.51	-23.39	39.97	28.30	40.80
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.88	0.56	0.46	0.60	0.84
同比增減	%	-2.22	-36.36	-17.86	29.61	40.80
A 股市盈率(P/E)	X	40.42	63.52	77.33	59.66	42.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.06	0.08	0.13
股息率 (Yield)	%	0.28	0.28	0.17	0.22	0.35

營運分析

养宠观念变化，宠物食品行业方兴未艾

需求端：情感转移驱动，青年人养宠比例上升

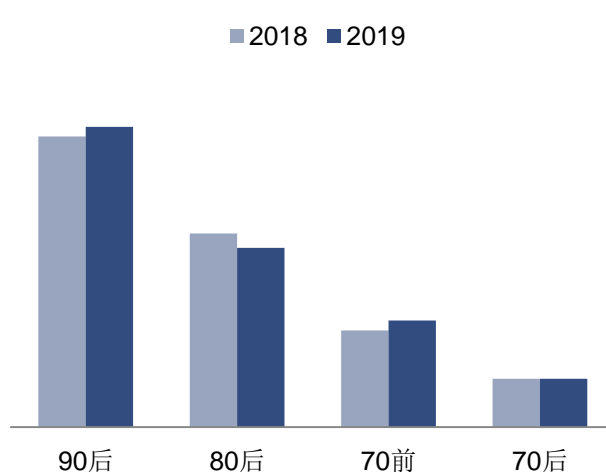
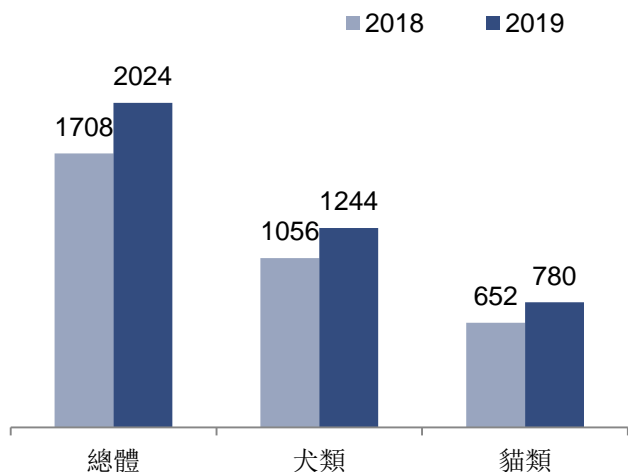
宠物市场规模已超 2000 亿

随着社会物质文化水平提升，国内宠物行业亦随之蓬勃发展。至 2019 年，根据《2019 年中国宠物行业白皮书》（以下简称《白皮书》）数据，2019 年城镇宠物犬猫消费市场规模已达 2024 亿，同比增 18.5%。

受城市生活方式以及情感转移驱动，90 后、80 后逐渐成为养宠主体。根据蛋壳公寓和知乎联合发布的《2019 租房青年生活调查报告》，90 后、95 后成租房市场主力军，占比达 87%，一线及新一线城市中，青年独居占比超 51%，学历、收入越高，越愿意独居。另一方面，近年来出生率走低，生育意愿下降、晚婚晚育成为普遍现象。

图 1：2019 年城镇犬猫市场消费规模 单位：亿

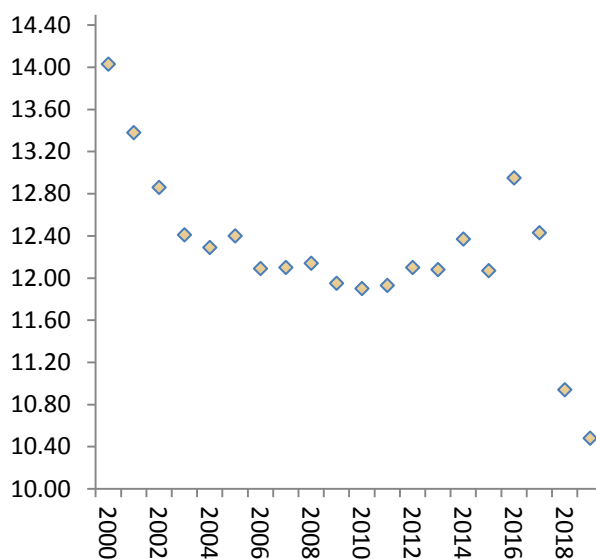
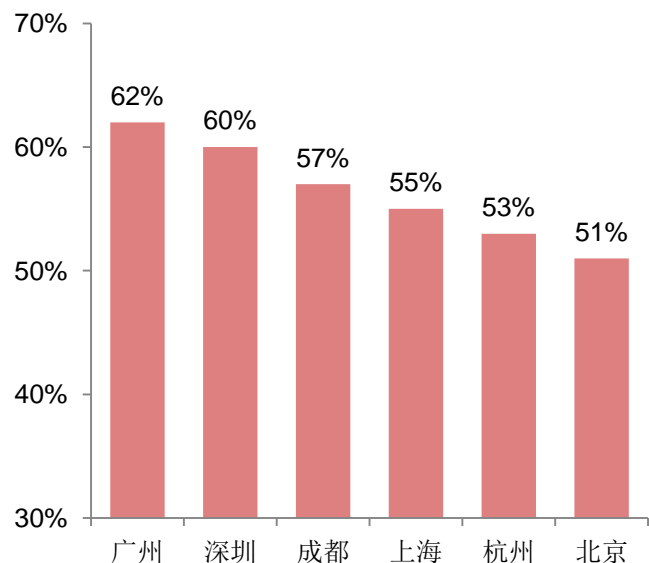
图 2：宠物主年龄分布



资料来源：《2019 年中国宠物行业白皮书》

图 3：一线及新一线城市青年租客中独居占比

图 4：历年出生率 单位：%

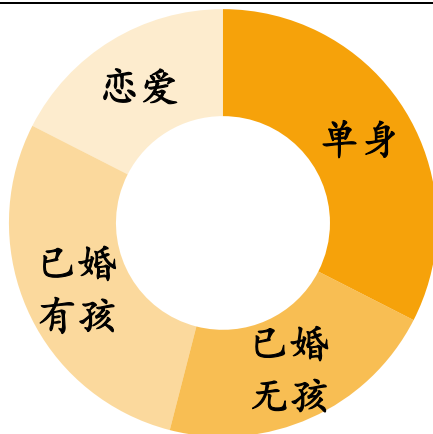


资料来源：《2019 租房青年生活调查报告》

资料来源：国家统计局，群益金鼎證券

与之相对应，宠物的伴侣属性不断凸显，其功能性需求（捕鼠、看家护院等）有所下降。根据《白皮书》调查，47.6%的已婚人士更愿意把宠物当孩子，单身群体则愿将宠物当作亲人陪伴。

图 5：宠物主婚恋情况

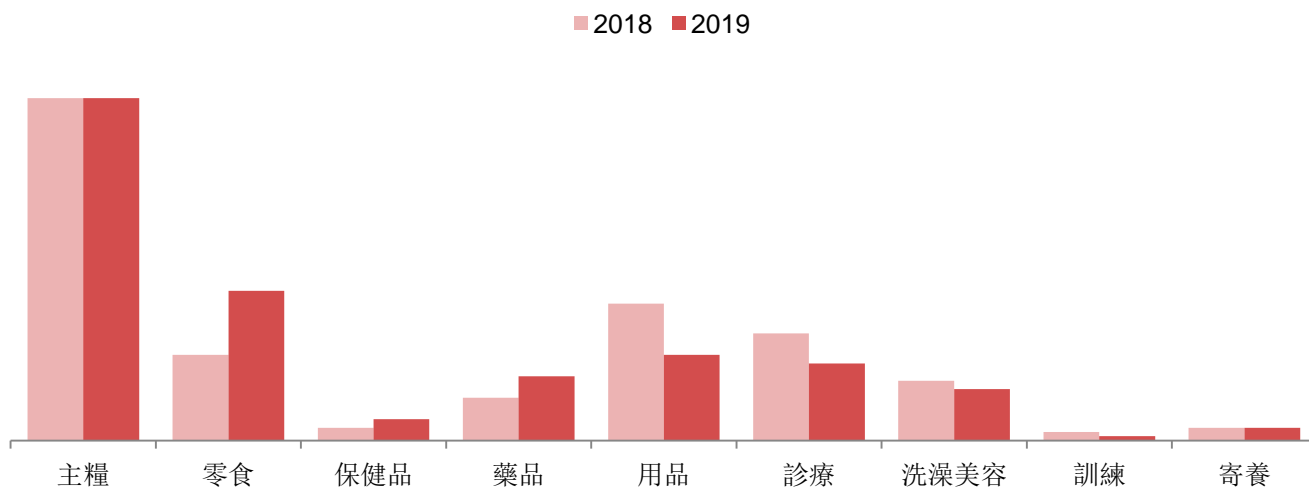


资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》

宠物食品占据消费主体，零食消费增长迅速

从分类上来看，宠物相关消费包含食品、药品、用品、医疗、美容等各方面，宠物食品（主粮、零食及保健品）受需求刚性所致，在整个消费结构中占据主体地位，依据《白皮书》数据，2019 年宠物食品消费占比超 60%。随着年轻人养宠增加，宠物食品消费结构亦出现变化，零食、保健品支出增速快于主粮，2019 年宠物食品消费支出同比增长 9.2%，其中零食支出增长 8%。另一方面，依托早年进入中国市场的国际宠物品牌（玛氏于 1993 年正式进入中国市场）的消费者培育，伴随宠物“家庭地位”变化，科学喂养概念在 MCN 推广下逐渐普及。主体市场+需求刚性+科学喂养概念推广，造就国内宠物食品行业发展机会。

图 6：2019 年宠物消费结构



资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》

供给端：准入门槛有待提高，外资品牌市场份额高

从产业链整体来看，目前国内尚未形成统一、全面的行业发展相关法律法规。于宠物食品而言，相关政策法规更多立足于饲料和肉类工业。监管相对匮乏亦造成行业发展初期一些乱象，导致市场对国产宠物食品信任降低。然而随着宠物行业迅速发展，相关监管亦不断落实。2018年4月27日，农业农村部颁布《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料卫生规定》、《宠物饲料标签规定》、《宠物饲料生产企业许可条件》、《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》及《宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求》6个规范性文件。以上文件对于生产资质、包装标识、进口资质等做出要求，表明政府对行业监管力度加强，有利于行业规范整顿以及国产品牌的成长。

目前，外资品牌占据主要市场份额。以往国内宠物食品整体而言是出口导向型行业，生产厂商以宠物零食 OEM 为主，由于主粮机械化率较高，国产主粮品牌的成本优势不显著，运营亦不完善。相对比而言，国际巨头先发优势显著，如前述，玛氏旗下“宝路”和“伟嘉”于1993年已进入中国市场，成为常见的开架宠物食品，抢先树立起消费者的品牌认知。及至今日，公开资料显示国外品牌（本土生产）仍占据70%左右的宠物主粮市场，此外，在跨境购等的帮助下，外资品牌是中高端主粮市场主要供应商，即便是同价位主粮，外资品牌也更受青睐，国产品牌更多集中在中低端价位，以及宠物零食方面。

表 1：常见中高端宠物主粮品牌不完全统计

<p>高端 (单价≥40元/磅)</p>	<p>进口品牌： 新西兰：巅峰 ziwi 加拿大：渴望、Now、Go、纽顿、爱肯拿 美国：蓝爵、福摩</p>
<p>次高端 (单价≥30元/磅)</p>	<p>进口品牌： 美国：荒野盛宴 英国：海洋之星（国产） 中国品牌：伯纳天纯、比瑞吉、豆柴</p>
<p>中高端 (单价≥20元/磅)</p>	<p>进口品牌： 法国：皇家（国产） 美国：冠能 中国品牌：比乐</p>
<p>中端 (单价≥10元/磅)</p>	<p>进口品牌： 英国：legend Sandy 美国：妙多乐 中国品牌：顽皮、中宠、麦富迪</p>

资料来源：群益金鼎證券根据公开资料整理

国产品牌知名度提升

随着国内生产厂商逐渐加码内需市场，并加大自有品牌运营力度，依托电商渠道崛起，目前已有部分国产品牌具有一定市场知名度，艾媒发布的《2020Q1 中国宠物食品品牌排行榜 TOP15》中，中国品牌占据8个席。伴随品牌培育和品控趋严，优质国产品牌的崛起有望与外资品牌抗衡。

表 2：《2020Q1 中国宠物食品品牌排行榜 TOP15》

排名	品牌名称	国别
1	皇家（玛氏旗下）	法国

2	麦富迪	中国
3	比瑞吉	中国
4	玛氏（宝路、伟嘉等品牌）	美国
5	伯纳天纯	中国
6	Orijen	加拿大
7	普瑞纳 （冠能、妙多乐等品牌，雀巢旗下）	美国
8	顽皮	中国
9	珍宝	中国
10	耐威克	中国
11	蓝氏	英国
12	海洋之星	英国
13	疯狂的小狗	中国
14	雷米高	中澳合资
15	好主人	中国

资料来源：艾媒咨询，群益金鼎證券

电商成最重要渠道

另一方面，电商渠道崛起为本土品牌发展带来机遇。此前我们已经提及，外资品牌得益于先发优势，在传统渠道优势显著，而电商崛起和较为年轻的用户群体为国产品牌发展带来机会。根据尼尔森与京东联合发布的《2019 中国宠物消费趋势报告》，85/90 后为线上宠物消费主力，至 2018 年线上渠道份额已接近 50%。

图 7：宠物电商消费群体年龄构成

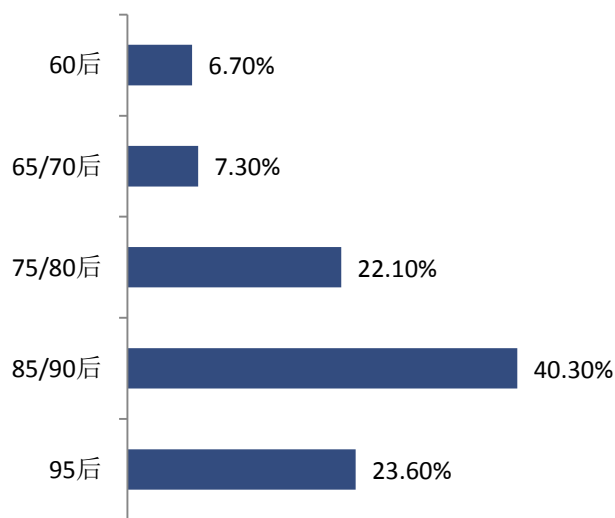
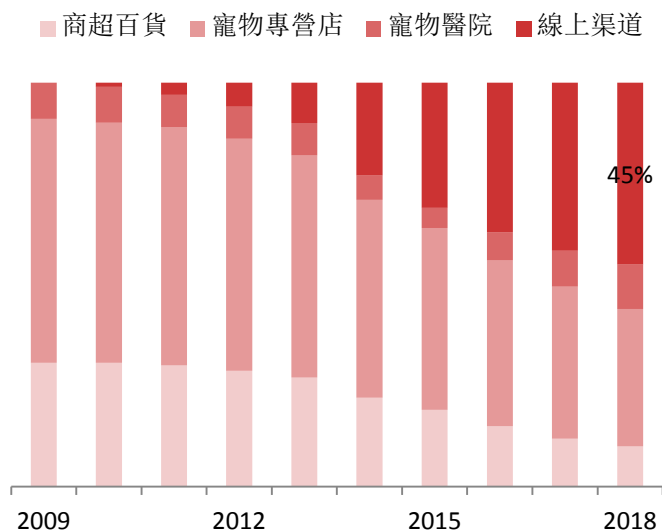


图 8：各渠道市场份额



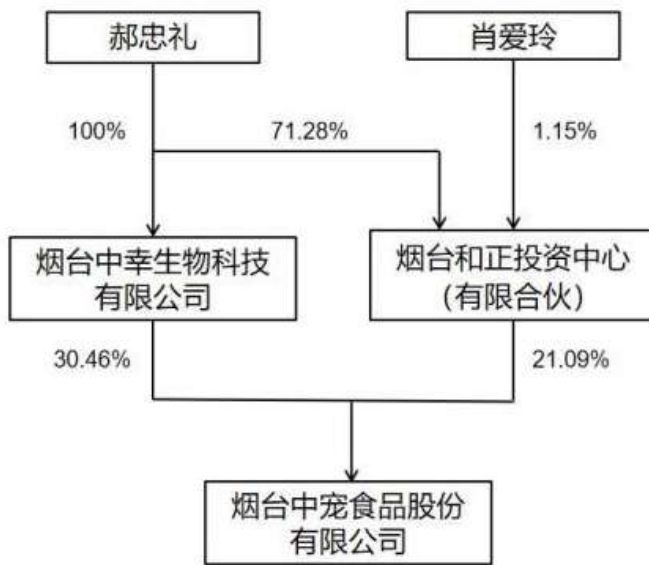
资料来源：《2019 中国宠物消费趋势报告》

国内市场布局深入，产品矩阵不断丰富，成长空间广阔

公司成立于 2002 年，主要从事犬猫食物用品的研发、生产和销售。2017 年 8 月于深圳中小板上市，实际控制人为郝忠礼、肖爱玲，合计持股 51.55%。

2019 年公司实现收入 17.2 亿，同比增 21.5%，净利润 0.79 亿，同比增 40%。2020Q1 实现收入 3.73 亿，同比下降 2%，净利润 827 万，同比增 20.85%。

图 9：公司实际控制人持股情况



资料来源：公司公告

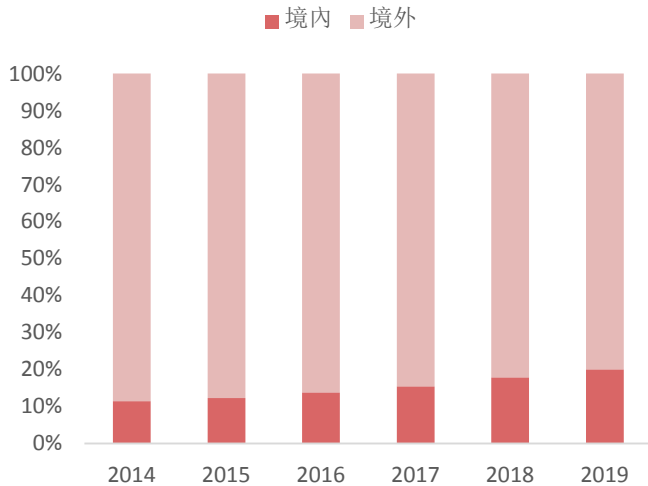
国内收入占比提升，自有品牌享品牌溢价

2014-2019 年，公司收入年均复合增速为 28.4%，增长迅速。其中，80%收入来源于境外市场（2014-2019 年境外收入复合增速为 26%），主要为 OEM、ODM 收入，客户为欧美、日本等国家和地区知名的宠物食品经销商，多年合作使公司与客户之间供应关系较为稳定。受境外市场对中国宠物食品的贸易壁垒增加（如 2011 年美国颁布《FDA 食品安全现代化法》、2013 年抗生素事件后对中国宠物食品检疫要求趋严、2019 年中美贸易摩擦等），出口成本和风险具有不确定性。

当前公司拥有“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真挚”（2018 年收购的新西兰品牌，主打高端市场）、“KingKitty”、“Happy100”、“SeaKingdom”、“Dr.Hao”、“JerkyTime”及“脆脆香”等自主品牌，“Wanpy”在国内市场已具有一定市场知名度。随着境内宠物市场日渐活跃，公司通过自有品牌不断加码国内市场，目前境内收入约占 20%，2014-2019 年年均增速达 44%。由于 2020 年一季度受疫情影响，海外订单延迟交付，根据公司披露，国内市场收入占比提升至 25%，同比增近 5 成。

比照境内外业务毛利率，2019 年境外毛利率在 20%左右，境内毛利率约 40%，境内业务毛利率明显更高，主要原因在于 OEM/ODM 业务议价能力有限，而境内自主品牌则享有品牌溢价，应对生产成本变动能力较出口业务更强。

图 10：境内外收入占比



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 11：2014-2019 年境内收入规模 单位：百万元

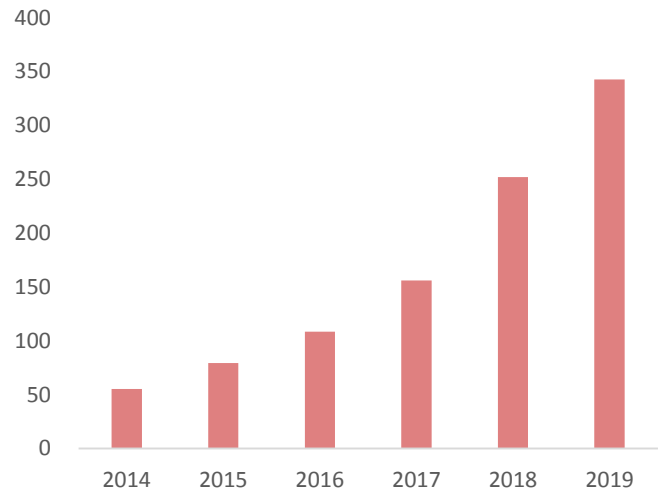
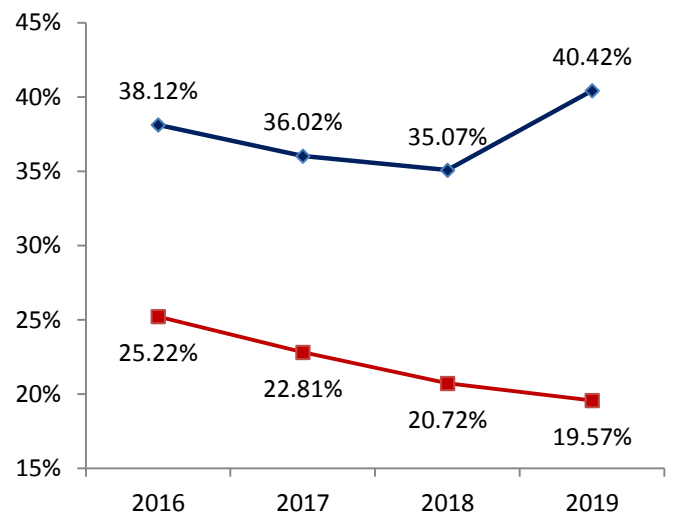


图 12：公司自有品牌一览



资料来源：公司官网

图 13：境内外毛利率对比 单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎證券

干湿粮双轮驱动，产能扩张提升竞争力

宠物零食及宠物罐头是公司收入主要来源，占收入比重约 95%左右（零食占 81%，罐头占 13.5%左右），2014-2019 年宠物零食及宠物罐头收入年均增速分别为 29.1%、21.8%。早先由于品牌优势不显著，公司宠物干粮产能利用率低（<10%）、收入规模小，但随着自有品牌运营日渐成熟，宠物干粮业务增长迅速，产能利用率已超 60%，2014-2019 年年均收入增速为 53.5%。

图 14：公司分项业务收入 单位：百万元

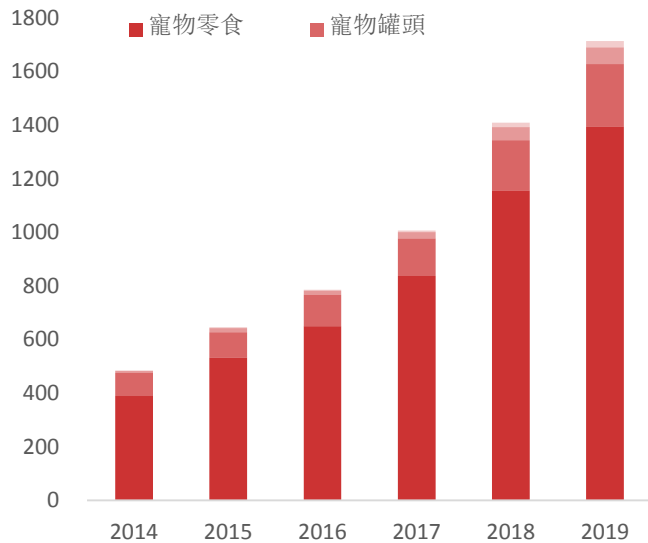
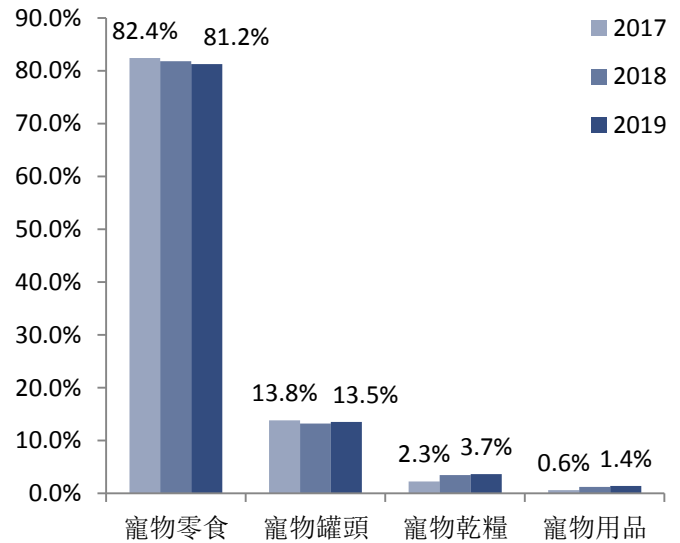


图 15：2017-2019 年分项业务收入比重变动



资料来源：公司公告，群益金鼎證券

注：宠物用品业务为代理业务

除去市场和品牌因素以外，产能扩充为公司业绩增长提供助力。公司目前现有产能约 4 万多吨（零食 2 万多吨，干粮、湿粮各 1 万多吨），通过可转债、定增、参股等方式，公司上市后持续扩充。随着产能扩张，公司产品矩阵不断完善，当下在干粮、湿粮、零食三大类下拥有十余个产品系列，总计 1000 多个品种。

表 3：公司上市以来募资及产能扩充情况

时间	性质	项目	产能（吨）	投资额（人民币 万元）
IPO 前		宠物零食	11867	-
		宠物罐头	10000	-
		宠物干粮	10000	-
2017.8	IPO	烘干宠物食品生产线扩建项目	5000	12,200
		饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目	3800	4,500
2018.11	对外投资	新西兰 Zeal 品牌	1000	1500 万新西兰元
2019.2	可转债	宠物湿粮项目	30000（年内建成）	27,000（可转债募资 1.9 亿）
2019.5	对外投资	受让爱淘宠物（柬埔寨）49%股权	6000（2020.3 投产）	490 万美元
2020.1	对外投资	增资爱淘宠物(持股比例不变)		284.2 万美元
2020.3	定增（受理中）	宠物干粮项目	60000	23,700
		宠物湿粮新西兰项目	20000	23,039

资料来源：公司官网，公司公告，群益金鼎證券

多渠道齐头并进

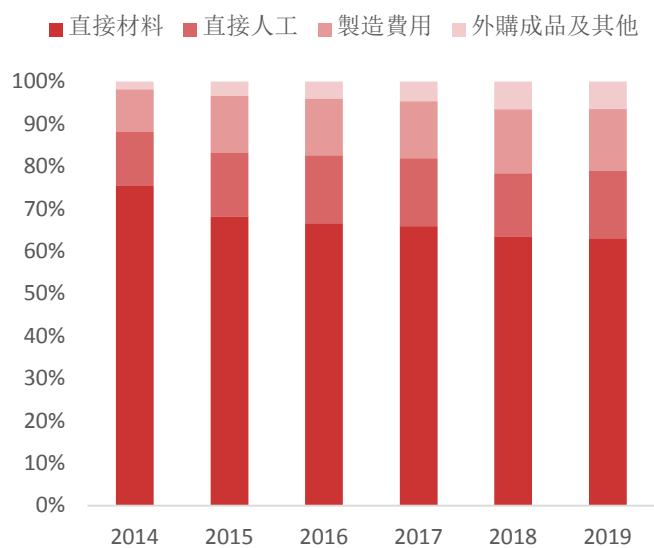
结合行业和产能配置情况来看，我们认为未来公司产品结构将呈“干粮+湿粮”双轮驱动的局面。一方面在于养宠群体年轻化使零食性湿粮（零食罐头、妙鲜包、湿粮条等）需求度上升，而另一方面，干粮作为宠物主粮品种的需求偏刚性。新增产能建成投产以后，将进一步扩大公司干湿粮生产能力，提升竞争力。

渠道布局完善，进一步强化自有品牌形象。出口方面，公司产品出口全球 50 多个国家和地区。境内而言，传统渠道上，据公司官网，目前已在 110 多个城市建立销售网络，销售区域覆盖 31 个省级行政区域，产品进入众多大型连锁超市。电商方面，2018-2019 年公司分别与电商龙头苏宁、阿里、京东签订战略合作协议，并投资威海好宠、领先宠物等聚焦线上的销售公司，发力电商端。专业渠道上，2018 年 12 月，公司入股新瑞鹏宠物医疗集团（持股比例 1.2532%），与医疗集团深度合作有利于在专业领域推广产品，目前公司在宠物医院和宠物专营店货率达 80%。

原材料价格波动影响成本，品牌建设投入影响费用

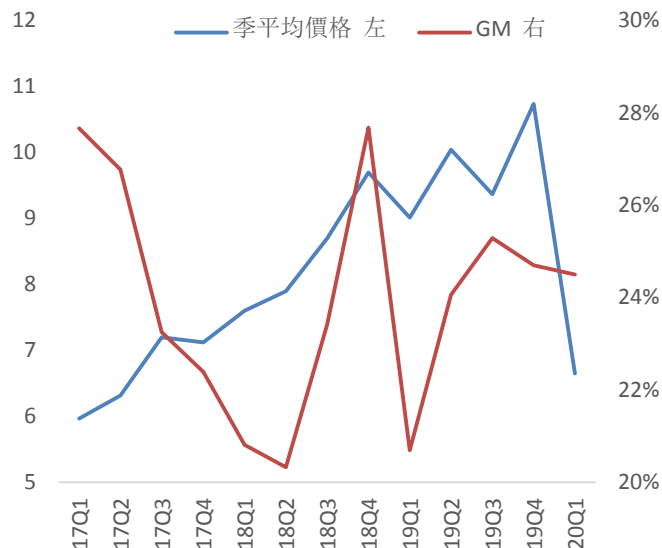
生产成本中，直接材料成本占比超 60%，原材料价格波动对毛利率影响较大。原材料中，鸡肉、鸭肉占比较高，占比在 40%-50%左右，因此，过去三年受禽肉价格走高影响，公司成本端出现一定压力。

图 16：生产成本结构



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 17：肉鸡价格与毛利率变动 单位：元/公斤 %



资料来源：发改委，群益金鼎證券

可以发现，直接材料在生产成本中的占比呈小幅下降的状态，且毛利率的波动与鸡肉价格波动关联性减弱。我们认为，一方面，从品牌的角度看，毛利较高的自有品牌占比提升，品牌溢价影响下，原材料的影响减弱；另一方面，从产品结构的角度，毛利率较高的宠物干粮产品、宠物用品（主要由于机械化率高以及生产成本中外购成品比重较高）等占比上升。在当前以宠物零食出口为主的收入模式中，公司可以与客户就原料价格波动调整价格，但价格调整滞后，且幅度有限，但我们认为随着自有品牌崛起、干粮产能利用率上升，原材料制约将有改善，此外，2020 年以来，鸡肉价格已出现回调，且公司所在山东省为养殖大省，原材料资源丰富，有望实现低价采购，从而提升毛利率。

图 18：2019 年分项业务生产成本结构

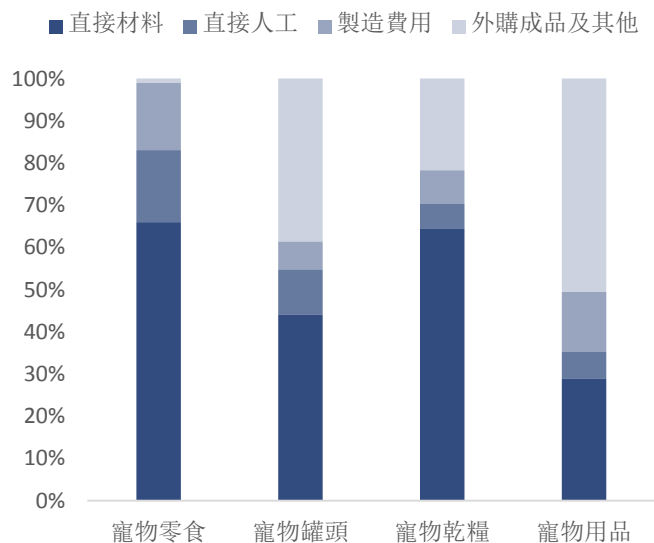
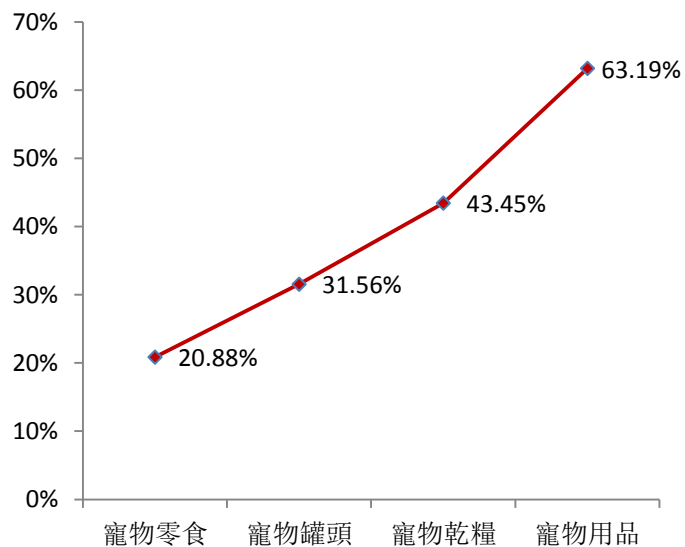


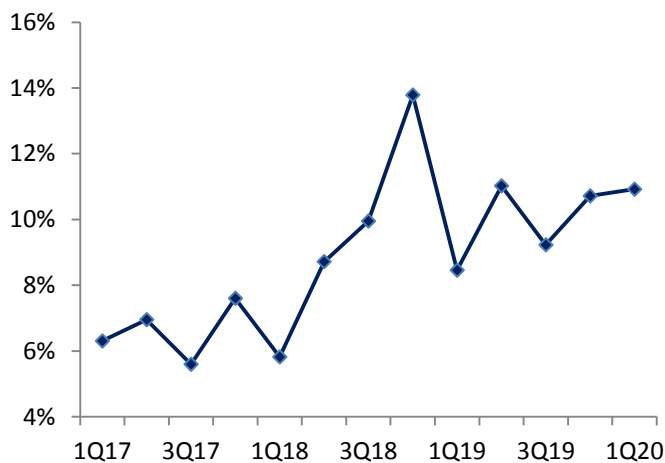
图 19：2019 年分项业务毛利率 单位：%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

费用方面，2018 年起，综合费用率有明显上升，主要由于 2018 年起销售费用增长显著，考虑到国内市场尚在快速发展，抢先树立品牌形象是当下重点，市场营销投放的效果有望在近一两年中有较明显体现。

图：季度销售费用率 单位%



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

盈利預測

公司深耕宠物食品行业近廿年，我们认为，公司有望伴随行业兴起收获广阔的发展空间：其一，随着自有品牌运营日渐成熟，品牌形象和品牌溢价有望持续提升；其二，公司产能不断扩大，干湿粮双轮驱动，增量业绩可观；其三，原材料价格影响波动有望减弱，并随着公司生产扩大，规模经济效及品牌力影响下，毛利率将有提升。

综上，预计 2020-2021 年将分别实现净利润 1.01 亿和 1.43 亿，分别同比增 28.3%和 40.8%，EPS 分别为 0.60 元和 0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 60 倍和 42 倍。当前公司估值不低，但由于公司正处于快速成长期，未来发展前景广阔，予以买入投资建议。

預期報酬(Expected Return；ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；買入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

賣出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；強力賣出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并損益表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
營業收入	1015	1412	1716	2073	2591
經營成本	763	1083	1308	1561	1941
營業稅金及附加	6	6	5	6	9
銷售費用	68	140	170	218	269
管理費用	52	51	61	78	92
財務費用	12	-2	14	25	21
資產減值損失	2	24		0	0
投資收益	0	-6	-5	-6	-6
營業利潤	113	66	110	152	219
營業外收入	1	3	9	2	2
營業外支出	2	1	1	0	0
利潤總額	111	68	118	153	220
所得稅	26	6	29	39	55
少數股東損益	11	5	10	13	23
歸屬於母公司所有者的淨利潤	74	56	79	101	143

附二：合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
貨幣資金	202	103	167	250	263
應收賬款	129	183	234	246	258
存貨	202	274	295	354	424
流動資產合計	579	636	764	849	945
長期股權投資	0	32	68	75	82
固定資產	172	431	428	492	497
在建工程	108	7	154	307	461
非流動資產合計	427	771	936	1123	1180
資產總計	1005	1407	1700	1972	2124
流動負債合計	227	529	575	690	725
非流動負債合計	7	45	178	342	327
負債合計	235	574	754	1033	1052
少數股東權益	77	90	102	115	132
股東權益合計	693	744	844	940	1073
負債及股東權益合計	1005	1407	1700	1972	2124

附三：合并現金流量表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
經營活動產生的現金流量淨額	76	27	97	124	181
投資活動產生的現金流量淨額	-176	-368	-199	-166	-130
籌資活動產生的現金流量淨額	253	228	164	124	-39
現金及現金等價物淨增加額	150	-101	62	83	13

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫。群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務,不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠,但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司,不對此報告之準確性及完整性作任何保證,或代表或作出任何書面保證,而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司,及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券,持意見或立場,或會買入,沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口,或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告,不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。