

佩蒂股份 (300673.SZ) 功能性宠物食品龙头，国内业务扩张步入快车道

2020 年 08 月 07 日

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）

dingwang@kysec.cn

证书编号：S0790120040007

日期	2020/8/7
当前股价(元)	43.26
一年最高最低(元)	45.67/21.25
总市值(亿元)	73.44
流通市值(亿元)	36.70
总股本(亿股)	1.70
流通股本(亿股)	0.85
近 3 个月换手率(%)	257.03

中小盘研究团队

● 深耕海外市场的功能性宠物食品龙头，首次覆盖给予“买入”评级

佩蒂股份凭借在功能性宠物食品方面强大的产品研发、成本控制以及管理能力，通过 ODM 模式与众多海外知名宠物食品龙头形成了长期稳定的合作关系。公司 70% 以上收入来自前 5 大客户，客户粘性高。作为本土功能性宠物食品龙头，公司近年来积极开拓国内宠物食品市场并收效显著。海外市场的稳定经营与国内市场的扩张有望推动公司业绩持续高速增长。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.25/1.76/2.40 亿元，对应 EPS 为 0.74/1.04/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 49/35/25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 千亿本土宠物食品市场保持高速增长，国产品牌加速崛起

2019 年我国宠物食品市场规模为 1243 亿元，同比增长 39.4%。量价齐升推动国内宠物食品市场持续高增长：2019 年中国宠物数量为 1.83 亿只，同比增长 7.03%，而单只宠物食品消费为 193.83 元，同比增长 17.74%。目前国内宠物食品行业集中度较低，2019 年 CR5 仅 22.6%，虽然国际品牌占据一定的先发优势，但快速增长的市场以及电商等新兴渠道的崛起为后来者提供了广阔的发展空间和加速追赶的契机。众多本土品牌凭借高性价比优势以及电商兴起的东风，实现了快速的崛起。2017 年淘系平台宠物主粮销售额前 10 大的宠物食品品牌中，本土品牌占 8 席，合计市占率达 17.56%，而玛氏在中国宠物市场的市占率由 2016 年的 15.2% 下滑至 11.5%。

● 海外市场稳定增长，国内市场将成公司长期发展新动力

从短期看，鸡肉等原材料价格高位回落叠加海外客户回补库存需求共同带动公司业绩迎来向上拐点。从中期看，公司海外产能加速布局有助于对冲关税影响，而海外市场咬胶等功能性宠物食品需求刚性，预计未来公司海外业务有望保持 20% 以上的稳定增长。从长期看，凭借着强大的产品研发和生产优势以及完善的渠道布局，公司国内宠物零食业务快速崛起，近五年国内市场收入复合增速达 92.5%。另外，2021 年开始主粮产能的释放将为公司国内业务的发展提供新动力。

● 风险提示：海外产能扩张低于预期；汇率波动风险；自主品牌建设不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	869	1,008	1,341	1,700	2,158
YOY(%)	37.6	16.0	32.9	26.8	27.0
归母净利润(百万元)	140	50	125	176	240
YOY(%)	31.4	-64.4	150.1	40.7	36.4
毛利率(%)	34.8	25.0	28.5	29.6	30.1
净利率(%)	16.1	5.0	9.3	10.4	11.1
ROE(%)	14.5	5.1	11.3	13.7	15.7
EPS(摊薄/元)	0.83	0.29	0.74	1.04	1.41
P/E(倍)	43.6	122.2	48.9	34.7	25.4
P/B(倍)	6.3	6.0	5.3	4.6	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 聚焦咬胶的功能性宠物零食龙头，ODM 模式深耕海外市场	4
1.1、 聚焦宠物咬胶，把握高景气度赛道	4
1.2、 原材料成本优势显著，ODM 模式绑定大客户	5
2、 千亿蓝海市场，自主品牌加速突围	7
2.1、 宠物食品市场超千亿，多因素驱动量价齐升	7
2.2、 市场竞争格局分散，国产品牌加速崛起	11
3、 短期利空因素逐渐消除，双轮驱动发展稳步推进	13
3.1、 短期：品谱回补库存需求，原材料成本降低	13
3.2、 中期：订单需求旺盛，产能海外布局润滑贸易摩擦	14
3.3、 长期：持续开拓国内市场，品类、品牌、渠道端齐发力	15
4、 盈利预测	17
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 佩蒂股份营收保持高速增长	5
图 2： 植物咬胶业务收入及占比逐渐提升	5
图 3： 植物咬胶业务毛利率高于其他业务	5
图 4： 公司毛利率高于同业	5
图 5： 佩蒂股份研发支出占比持续多年领先同业	6
图 6： 直接材料成本占营业成本的 69.80%	6
图 7： 原材料采购价格稳中有降	6
图 8： 中国宠物行业仍处于快速发展阶段	8
图 9： 中国宠物行业市场规模快速扩张	8
图 10： 宠物食品消费占比 61.4%	8
图 11： 宠物食品销售额高速增长主要源于养宠意识的提升	8
图 12： 养宠渗透率、户均养宠数较低	9
图 13： 单只宠物的食品消费金额较低	9
图 14： 老龄化程度加快	10
图 15： 结婚率下降，离婚率上升	10
图 16： 晚婚比例上升	10
图 17： 一人家庭、丁克家庭比例不断上升	10
图 18： 宠物年均开支增速高于人均可支配收入	10
图 19： 宠物主对宠物的角色定位很高	10
图 20： 中国宠物食品行业集中度较低	11
图 21： 玛氏近年来子品牌市场份额均逐渐下降	11
图 22： 宠物干粮品牌忠诚度较低	12
图 23： 宠物零食品牌忠诚度较低	12
图 24： 电商渠道挤占商超渠道趋势明显	12
图 25： 偏好商超渠道购买宠物食品的用户仅占 8%	12
图 26： 淘系平台本土主粮品牌销售占比高（2017 年）	12
图 27： 淘系平台本土零食品牌销售占比高（2017 年）	12

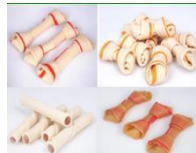
图 28: 本土龙头品牌实现快速崛起	13
图 29: 2010-2019 品谱宠物护理板块营收及同比增速	13
图 30: 白羽肉鸡主产区平均价明显下降（元/公斤）	14
图 31: 宠物主粮呈现高端化趋势	16
图 32: 玛氏旗下宠物食品品牌众多	16
图 33: 佩蒂宠物食品多品牌布局	16
图 34: 佩蒂国内业务收入占比逐年提高	17
表 1: 公司宠物零食产品线丰富	4
表 2: 公司主要客户为美国和欧洲企业	7
表 3: 佩蒂海外新建产能将在 2020 年逐步投产	14
表 4: 佩蒂非公开发行募投资金主要用于产能扩张（万元）	15
表 5: 同业公司估值对比（亿元、元/股）	18

1、聚焦咬胶的功能性宠物零食龙头，ODM 模式深耕海外市场

1.1、聚焦宠物咬胶，把握高景气度赛道

聚焦宠物咬胶的功能性宠物零食龙头，产品线丰富。佩蒂股份成立于 2002 年，主要从事宠物食品细分子行业宠物零食的研发、生产和销售。目前公司形成了畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、鸟食及可食用小动物玩具和烘焙饼干五大产品线。其中畜皮咬胶、植物咬胶是公司主要营收来源，2019 年合计营收占比达 62.84%。

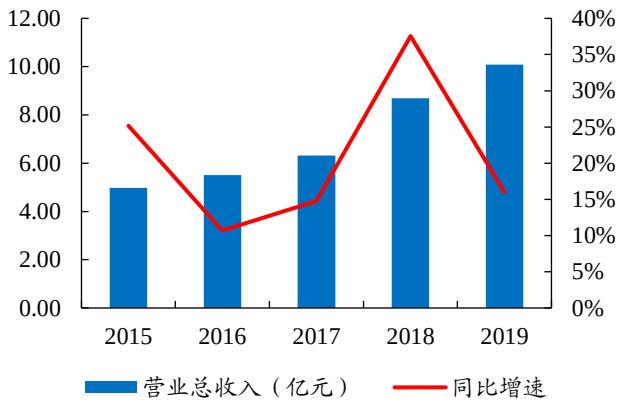
表1: 公司宠物零食产品线丰富

产品种类	产品描述	图片展示
畜皮咬胶	以未经鞣制的畜皮（主要为生牛皮）、畜禽肉及骨等动物性原料为主要原料，经前处理、成形、烘烤、包装、辐照杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品，具有韧性好、低脂、营养美味等特点，能有效清洁宠物狗口腔。	
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、包装、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品，具有耐咀嚼、易消化、营养丰富等特点，特别适合幼犬和老年犬等宠物狗。	
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，能为宠物提供丰富的营养。	
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。	
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：招股说明书、开源证券研究所

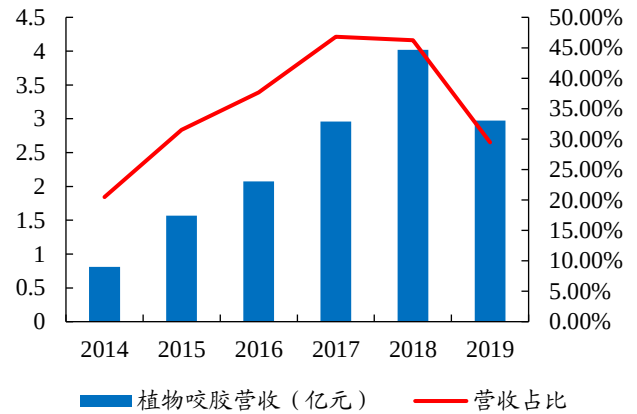
主营海外市场，咬胶刚需化趋势叠加植物咬胶放量推动公司营收高速增长。公司目前主营海外市场，2019 年营收占比达 86%。海外宠物健康尤其是口腔健康是宠物主关心的重点。而宠物咬胶定位宠物口腔健康与护理，近年来展现出刚需化趋势。其中植物咬胶凭借纯天然、健康、易消化和适口性好等优点深受宠物主青睐。以美国市场为例，根据欧睿数据，2019 年美国宠物食品市场规模为 343.45 亿美元，过去四年的 CAGR 为 4.77%，同期的宠物零食市场 CAGR 为 7.63%。而植物咬胶则表现出了远超行业的景气度，美国领先的植物咬胶品牌 Dream Bone 过去四年在美国的销售额 CAGR 为 26.61%，增速远远高于行业。近年来，公司不断加大植物咬胶业务投入，植物咬胶业务 2014-2018 年收入 CAGR 达 49.26%，2018 年植物咬胶业务收入占公司主营业务收入的比重达到 46.24%。2019 年由于客户调整库存，植物咬胶业务营收有一定下滑。另一方面，由于植物咬胶业务毛利率高于畜皮咬胶等业务，随着客户库存调整结束，植物咬胶业务持续放量，预计公司盈利能力将呈现稳步上升态势。

图1: 佩蒂股份营收保持高速增长



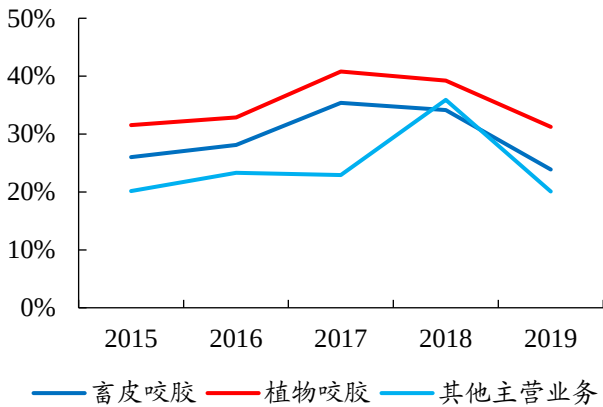
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 植物咬胶业务收入及占比逐渐提升



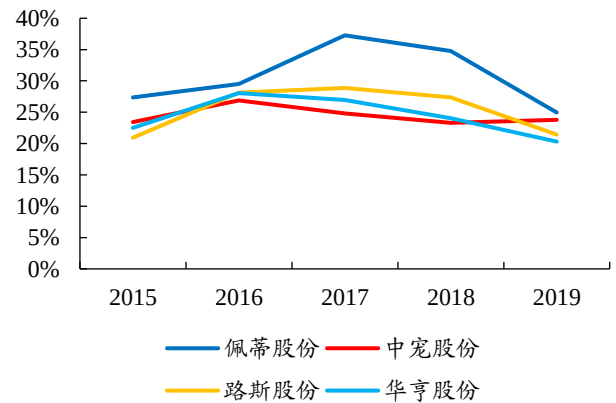
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 植物咬胶业务毛利率高于其他业务



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 公司毛利率高于同业

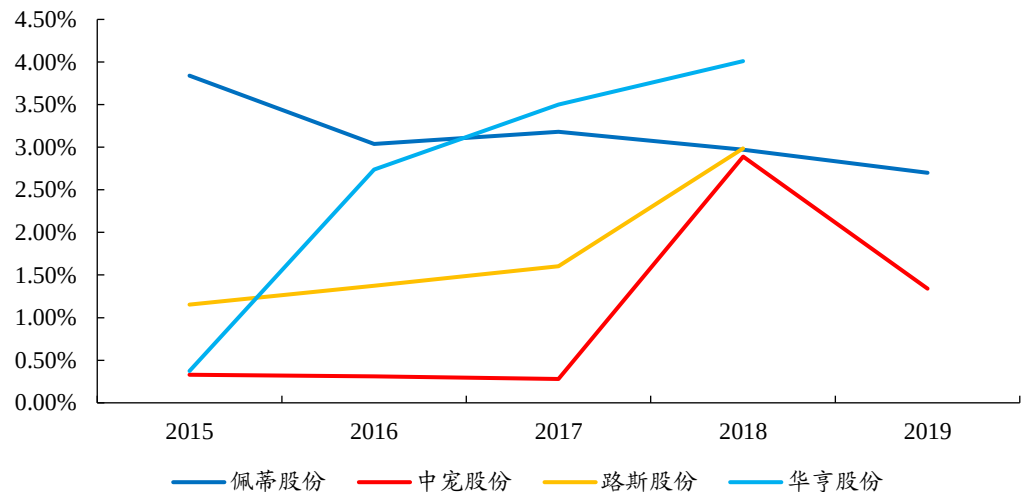


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、原材料成本优势显著，ODM 模式绑定大客户

注重产品研发，研发支出领先同业。公司具备多年 ODM 经验，注重研发，迄今已获得国际国内发明专利 32 项，设有省级宠物健康营养产品研究院、高新技术企业研发中心和院士工作站，并积极与国外大学、科研院开展产学研合作，研发支出持续多年领先同业。研发的第三代、第四代咬胶技术已成为公司主力产品，第五代咬胶产品技术也开始推广。

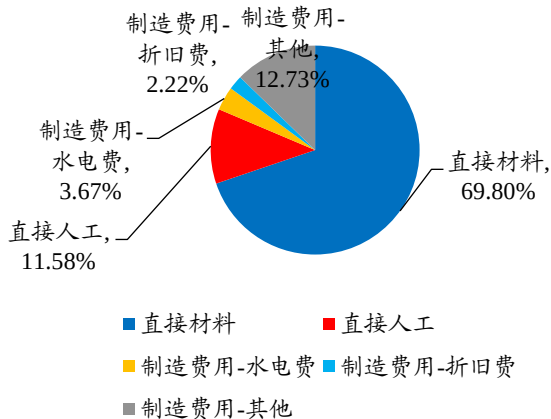
图5: 佩蒂股份研发支出占比持续多年领先同业



数据来源: Wind、开源证券研究所

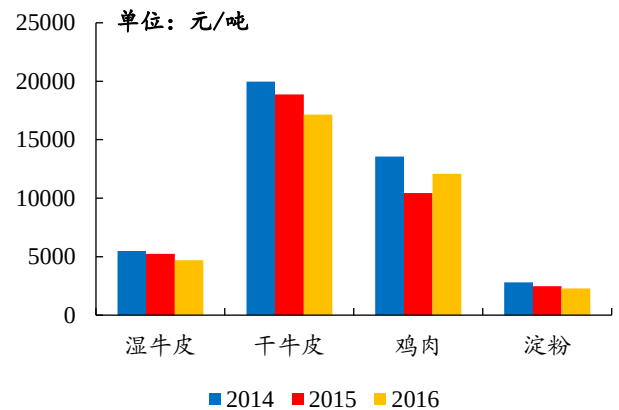
工厂所在地皮革产业聚集, 原材料成本优势显著。公司主营产品所需原材料主要有牛皮(干牛皮和湿牛皮)、鸡肉和淀粉, 2019 年直接原材料成本占营业成本的 69.8%。因此原材料价格波动对公司盈利能力影响较大。而公司所在地温州制革产业发达, 在获取生牛皮等重要原材料具有一定的区位优势, 皮革产业聚集的特点使得公司在成本、行业信息、产品研发、人才和技术工人的获取等方面保持较强的竞争优势。此外, 公司一直与“一带一路”部分国家保持贸易往来, 如向乌兹别克斯坦的供应商采购生牛皮原材料。中亚地区畜牧业发达, 生牛皮资源丰富, 公司可以采购到性价比较高的原材料, 降低生产成本, 增厚利润。

图6: 直接材料成本占营业成本的 69.80%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 原材料采购价格稳中有降



数据来源: Wind、开源证券研究所

ODM 模式深度绑定大客户, 获取渠道优势, 客户资源壁垒较强。公司海外销售主要采用 ODM 模式, 实行绑定式销售, 将特定产品/品牌供应给特定客户, 确保同客户长期的深度合作。由于宠物食品行业知名终端销售商相对集中且相关企业整合趋势明显, 终端销售商均有较为严格的供应商认定体系, 公司凭借研发优势、成本优势及严格的品控通过核心客户的供应商资质认定后, 双方一般会保持持续稳定的业务合作, 导致公司前五大客户总体稳定, 2019 年客户 CR5 为 79%, 客户集中度较高。具体来看, 公司核心客户包括: 1) 品谱 (Spectrum Brands), 全球性消费品公司, 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 100 万家商

店。宠物业务方面，品谱通过收购不断扩张，目前已成为全球前 10 的宠物公司。2017 年收购 PetMatrix 成为美国第一的咬胶企业；2) Petmatrix。北美市场咬胶龙头，主要生产植物咬胶，旗下有 SmartBones 和 DreamBone 两个全球性宠物咬胶品牌；3) 沃尔玛，世界最大的连锁零售商；4) PetSmart，美国最大的宠物用品商店，拥有全球分布最广、规模最大的线下连锁宠物店。经过长期合作，公司与核心客户之间已经形成长期、稳定的业务关系，由于核心客户多为全球或全美的宠物食品龙头或零售巨头，销售网络覆盖全球，公司通过 ODM 模式绑定核心客户，获取渠道优势。公司产品直接受益于核心客户的高速增长，快速放量，具有较强的客户资源壁垒。此外，品谱在收购 Petmatrix 后，利用其强大的渠道能力或将带动 PetMatrix 对佩蒂的产品需求，推动业绩进一步增长。

表2：公司主要客户为美国和欧洲企业

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

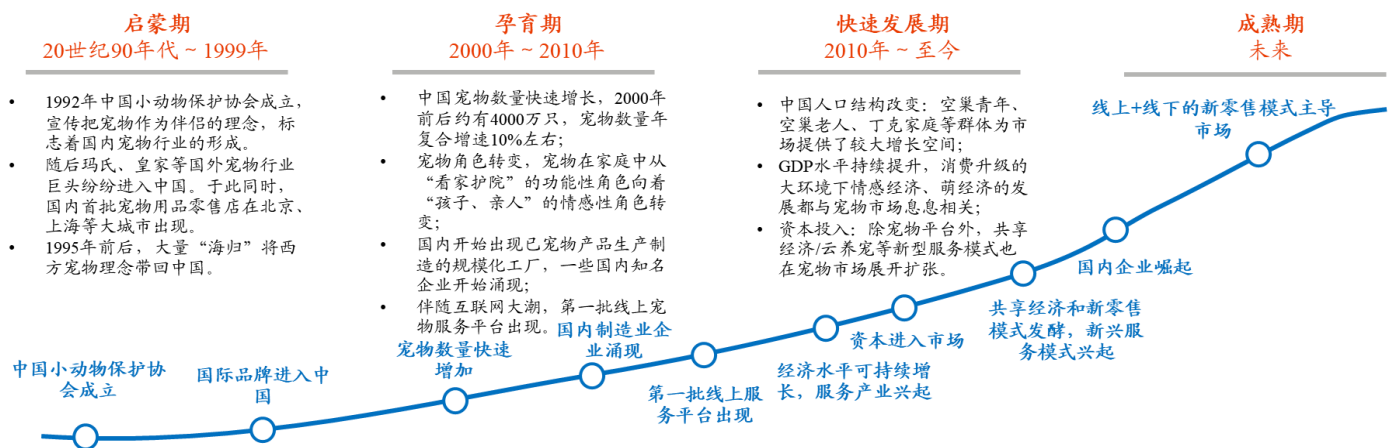
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、千亿蓝海市场，自主品牌加速突围

2.1、宠物食品市场超千亿，多因素驱动量价齐升

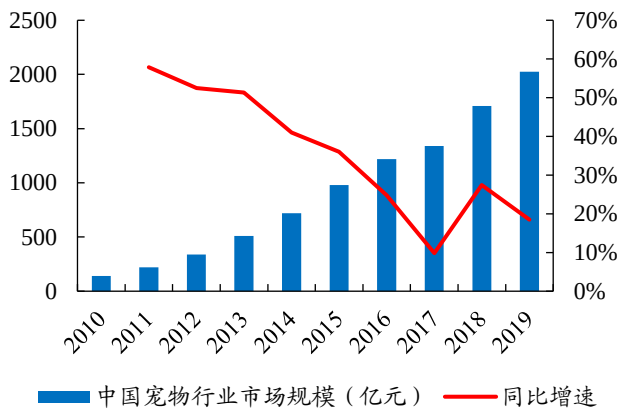
宠物食品市场规模超千亿，养宠意识不断提高。我国宠物行业起步较晚，至今为止经历了启蒙期（1990 年-2000 年）、孕育期（2000 年-2010 年）以及快速发展期（2010 年至今）三个阶段。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，2019 年我国宠物行业市场规模达 2024 亿元，同比增长 18.50%，2010-2019 年 CAGR 达 34.6%。其中宠物食品作为最大细分行业，市场规模达 1243 亿元，同比增长 39.4%。根据欧睿数据，按照出厂口径，2019 年中国宠物食品销售额（仅含猫和狗，下同）为 354.97 亿元，同比增长 26.01%。拆分量价来看，2019 年中国宠物数量为 1.83 亿只，同比增长 7.03%，而单只宠物的宠物食品消费额为 193.83 元，同比增长 17.74%。而将单只宠物消费额进一步拆分，其中宠物食品销售单价为 32.7 元/kg，同比增长 5.47%，单只宠物的宠物食品销量为 5.93kg，同比增长 11.63%。可知行业高增速更多的得益于养宠意识提升下单个宠物的食品销量提升，宠物主更多选择宠物食品而非剩饭剩菜进行喂养。

图8：中国宠物行业仍处于快速发展阶段



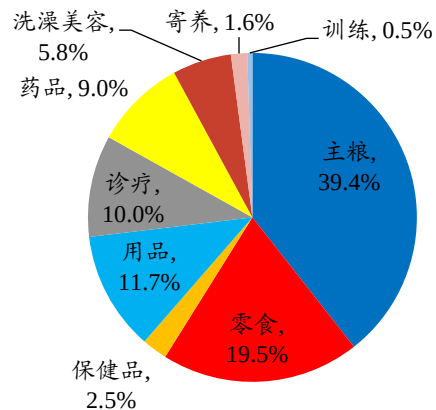
资料来源：《2017年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图9：中国宠物行业市场规模快速扩张



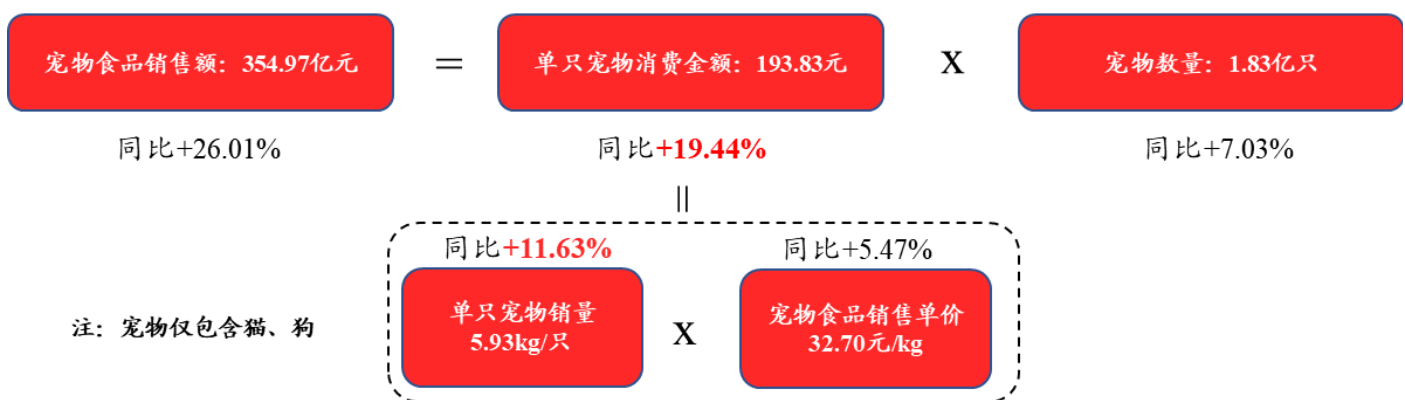
数据来源：《2019年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图10：宠物食品消费占比 61.4%



数据来源：《2019年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图11：宠物食品销售额高速增长主要源于养宠意识的提升

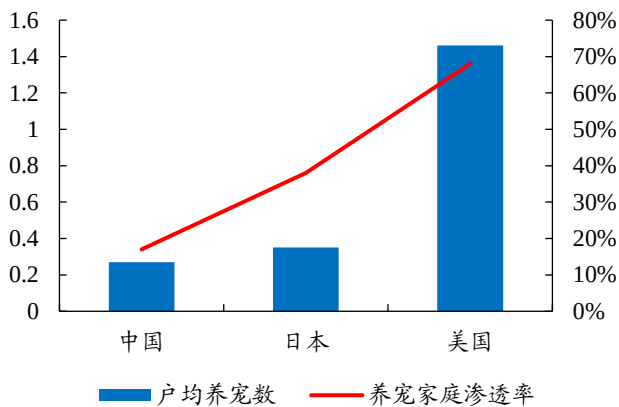


数据来源：欧睿、开源证券研究所

养宠渗透率、户均养宠数、单只宠物的食品消费金额对标海外有较大提升空间。尽管我国宠物食品行业已有较大市场规模，但养宠家庭渗透率、户均养宠数、单只宠物的宠物食品消费金额较宠物行业已步入成熟阶段的发达国家仍有较大成长空间：根

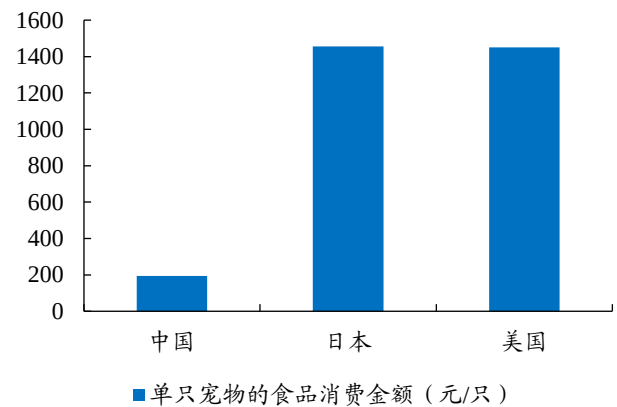
据前瞻产业研究院数据，养宠家庭渗透率方面，我国养宠家庭渗透率为 17%，而日本、美国分别为 38%、68%，是中国的 2.2、4.0 倍；户均养宠数方面，我国户均养宠数量仅为 0.27 只，而日本、美国分别为 0.35 只和 1.46 只，是中国的 1.3 倍和 5.4 倍；根据欧睿，在宠物食品的年均消费金额方面，我国单只宠物的宠物食品年均支出为 193.83 元，而日本、美国分别为 1456.02 和 1450.90 元（假设美元兑人民币汇率为 7，日元兑人民币汇率为 0.066），分别为我国的 7.51 倍和 7.49 倍。

图12: 养宠渗透率、户均养宠数较低



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图13: 单只宠物的食品消费金额较低

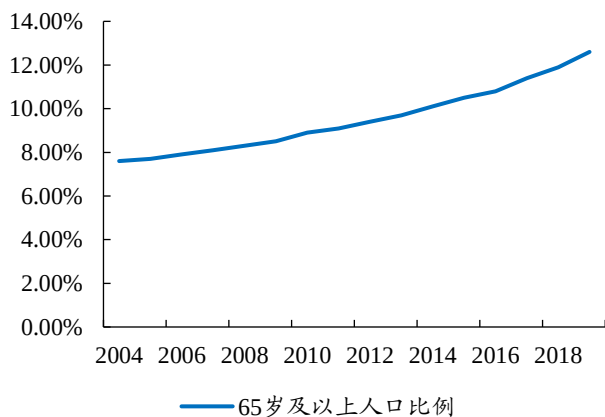


数据来源：欧睿、开源证券研究所

老龄化和少子化趋势、人均可支配收入提升、宠物地位提升等因素驱动宠物食品行业迎量价齐升。我们认为在如下因素驱动下，我国宠物食品行业将持续高速发展：

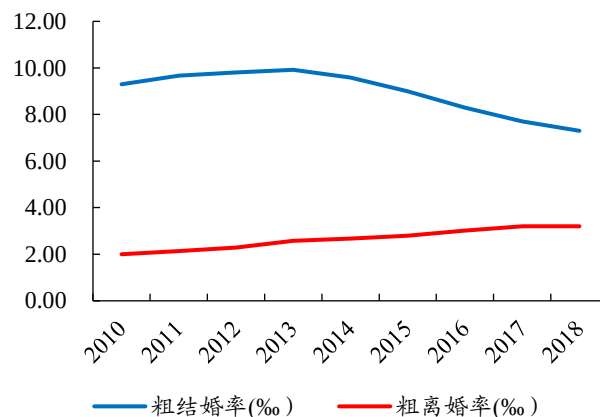
（1）老龄化程度加快、单身人口、丁克家庭增多释放养宠需求，推动宠物数量快速增长。老龄化趋势加快、结婚率走低、晚婚比例增多、丁克家庭比例逐年上升等现象催生了大批缺乏陪伴的老人和空巢青年，宠物高度拟人化的特性以及在情感、精神的寄托作用在上述趋势下进一步刺激养宠需求，推动宠物数量提升。**（2）人均可支配收入提高、宠物家庭地位上升、食品消费结构优化推动单只宠物的宠物食品消费金额持续提升。**根据《宠物行业白皮书》，我国单只宠物年均开支由 2017 年 4348 元上涨至 2019 年 5561 元（CAGR13.1%），增速远超同期城镇居民人均可支配收入增速（CAGR7.9%），随着人均可支配收入稳定增长，单只宠物年均开支将持续高速增长，而宠物食品凭借贯穿宠物生命周期、价格敏感度低、偏刚需的特点，将率先获益。此外，宠物主将宠物视作孩子的比例由 2017 年的 55.0% 升至 59.1%，而将宠物仅看作宠物的比例由 8.7% 降至 5.6%，科学养宠观念日趋成熟，从剩饭剩菜喂养转变至专业宠物主粮趋势明显。除主粮渗透率提升外，零食、保健品等高附加值食品有望进一步提升渗透率，消费结构优化下宠物食品整体单价提升。量价齐升，预计中国宠物食品行业仍将保持高速发展。

图14: 老龄化程度加快



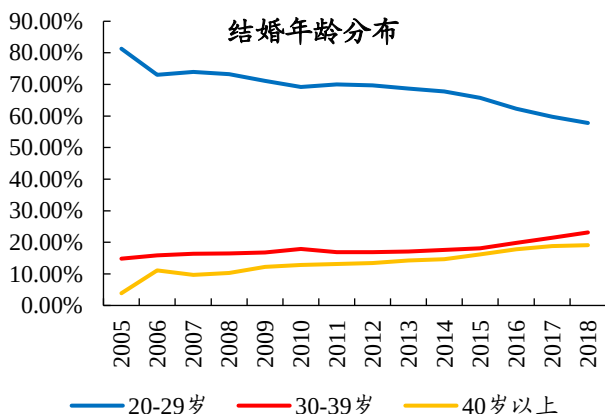
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图15: 结婚率下降, 离婚率上升



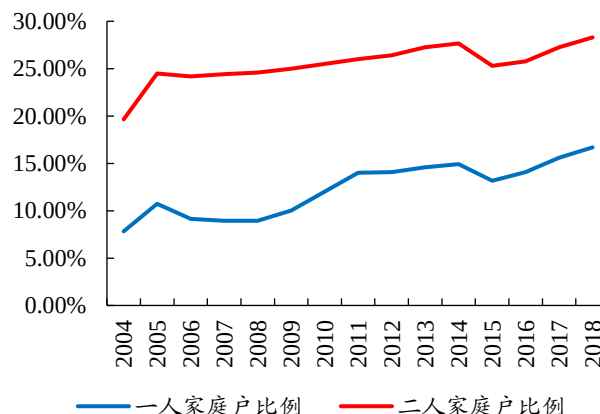
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图16: 晚婚比例上升



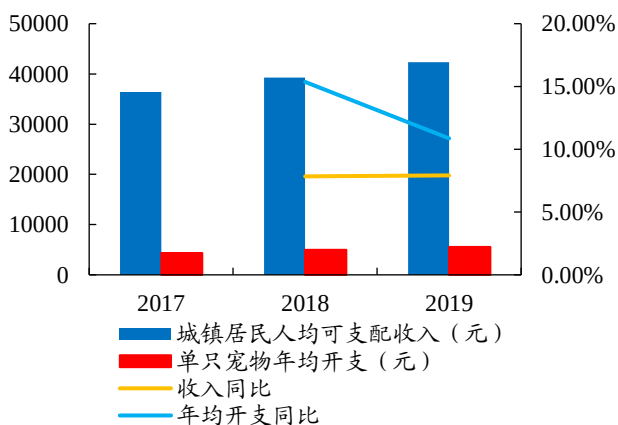
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图17: 一人家庭、丁克家庭比例不断上升



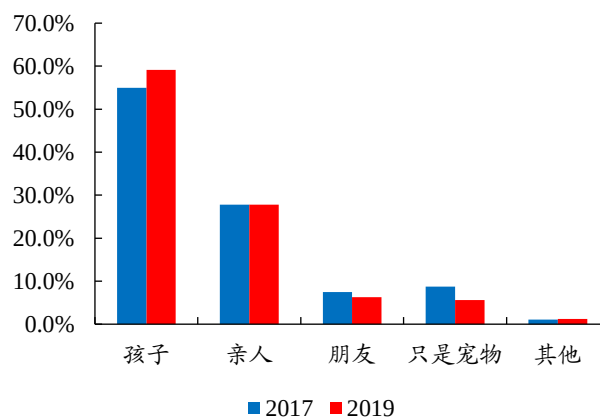
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 宠物年均开支增速高于人均可支配收入



数据来源: 《中国宠物行业白皮书》、国家统计局、开源证券研究所

图19: 宠物主对宠物的角色定位很高

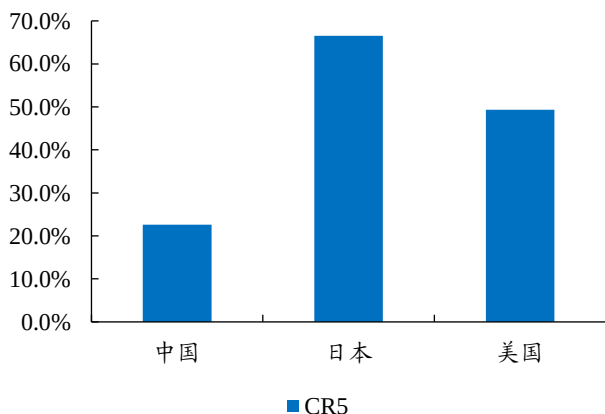


数据来源: 《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

2.2、市场竞争格局分散，国产品牌加速崛起

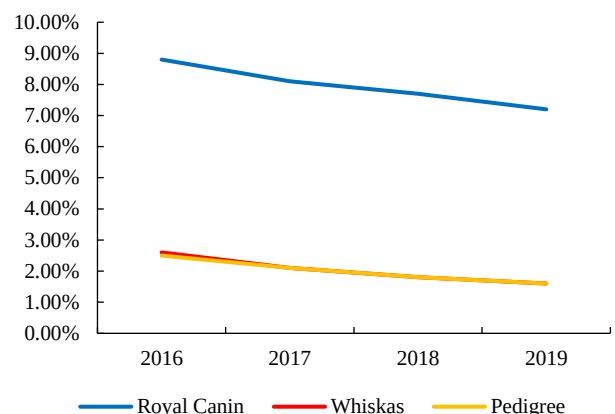
市场集中度较低，海外品牌占据较多份额，但市占率逐渐降低。目前，中国宠物食品市场集中度较低。根据欧睿数据，2019 年中国宠物食品行业 CR5 为 22.6%，而美国、日本宠物食品行业 CR5 为 66.5%、49.3%。市场结构方面，由于海外宠物食品品牌较早进入中国市场，凭借品牌、渠道等先发优势占据了较多份额，其中龙头玛氏 2019 年市占率达 11.5%。但近年来市场份额逐年下降：玛氏定位高端的 Royal 品牌及主打性价比的 Whiskas 和 Pedigree 品牌市场份额分别从 2016 年的 8.8%、2.6%、2.5% 降至 2019 年的 7.2%、1.6%、1.6%。

图20：中国宠物食品行业集中度较低



数据来源：欧睿、开源证券研究所

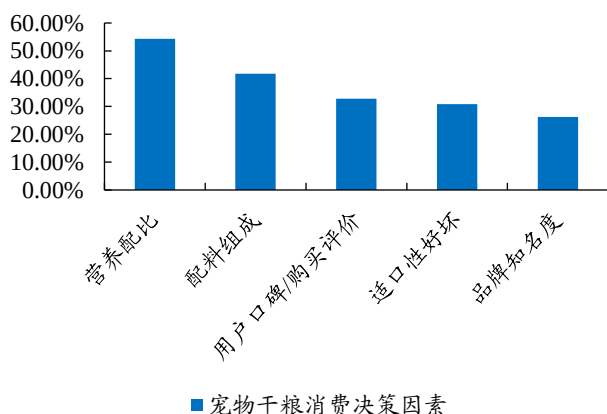
图21：玛氏近年来子品牌市场份额均逐渐下降



数据来源：欧睿、开源证券研究所

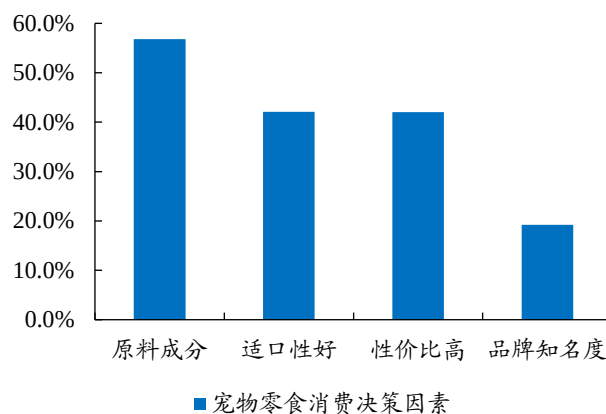
宠物食品品牌忠诚度较低，成分、性价比为关注重点，国产品牌通过高性价比优势布局电商渠道有望实现快速放量。根据《2019 中国宠物行业白皮书》，宠物干粮、零食的品牌忠诚度均较低，分别有 26.2%、19.2% 的养宠人群最为关注相关产品的品牌知名度，关注更多的是原料成分、适口性及性价比。而国内宠物食品公司早期多以 OEM/ODM 代工为主，在加工制造上经验丰富，较海外品牌具有明显的成本优势。如乖宝集团旗下“麦富迪”，中宠股份旗下“顽皮”等，均在国内市场取得较高的口碑和市场份额。从渠道来看，我们认为，国外品牌借助集团传统食品在商超渠道的资源和经验来推广宠物食品，建立消费忠诚度，在商超渠道具有明显优势。但这一优势在商超渠道逐渐被电商渠道挤占的趋势下不断减弱：根据中国产业研究院数据，宠物食品在商超百货份额由 2009 年的 30.6% 降低至 2018 年的 9.8%，而电商渠道份额由 2009 年的 0.3% 增长至 2018 年的 45.4%。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，偏好商超渠道购买宠物食品的比例仅为 8%，而线上电商的比例达到了 58.2%，预计未来电商挤占商超渠道份额的趋势仍将延续。电商渠道的市场格局较为分散，低端主粮、零食仍占据较大的销售比例，以宠物狗的主粮及零食为例：2017 年狗主粮淘系前 10 大品牌销售额占比为 23.42%，狗零食淘系前 10 大品牌销售额占比为 25.67%。在上述背景下，优秀的国产品牌凭借高性价比优势，并借助电商渠道的兴起实现了快速崛起。以海外 ODM 模式起家的两大龙头品牌佩蒂和中宠在 2013 年前后开始大力拓展国内市场，并凭借优秀的产品研发和生产优势、相对国外品牌更高的性价比实现了国内业务的快速增长。2019 年佩蒂和中宠的国内业务收入分别为 1.4 和 3.4 亿元，近 5 年复合增速分别高达 92% 和 44%。而 2014 年刚成立的新品牌疯狂的小狗，定位低端市场打造超高性价比的核心竞争力，辅以线上精准营销提升客户粘性，实现了营收从 2015 年的 1500 万元到 2019 年超 10 亿元的跨越。

图22: 宠物干粮品牌忠诚度较低



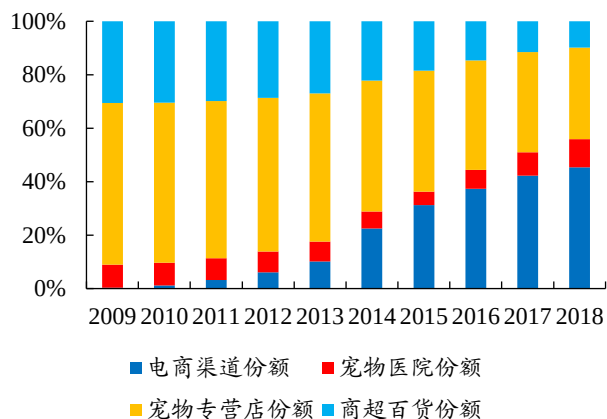
数据来源:《2019 年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图23: 宠物零食品牌忠诚度较低



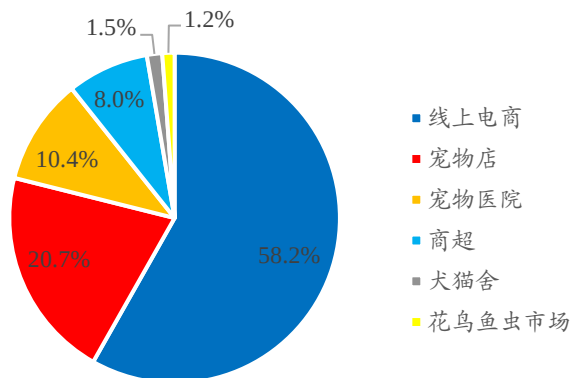
数据来源:《2019 年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图24: 电商渠道挤占商超渠道趋势明显



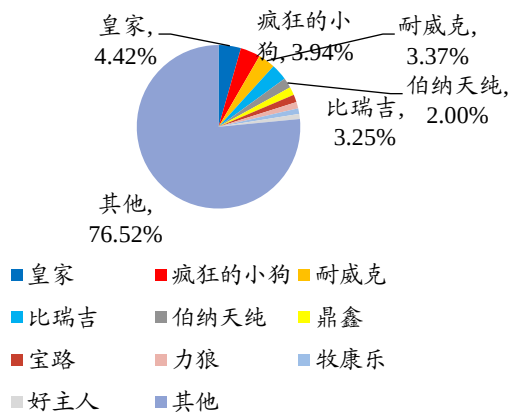
数据来源: 中国产业研究院、开源证券研究所

图25: 偏好商超渠道购买宠物食品的用户仅占 8%



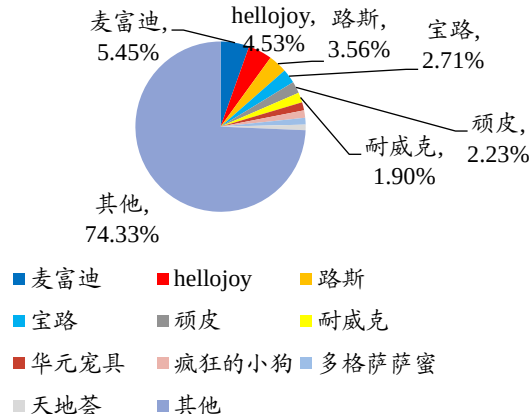
数据来源:《2019 年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图26: 淘系平台本土主粮品牌销售占比高 (2017 年)



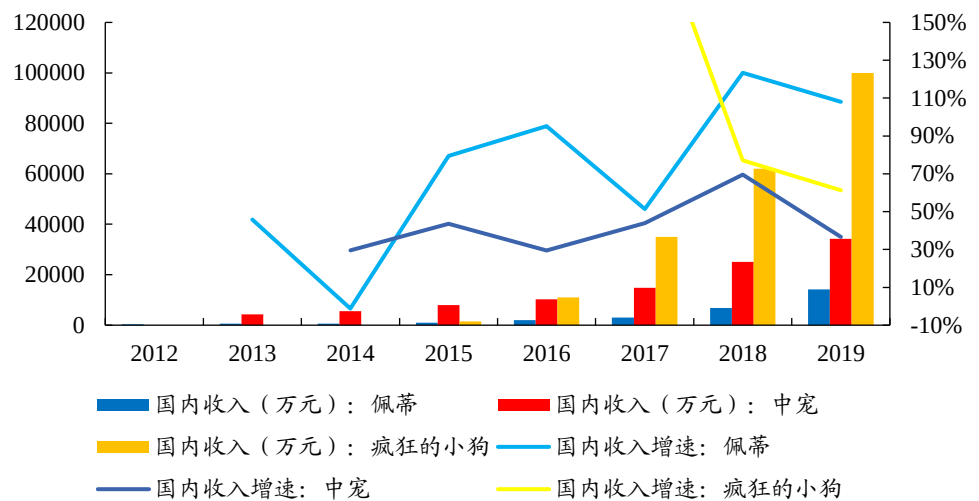
数据来源: 驰锐传媒、开源证券研究所

图27: 淘系平台本土零食品牌销售占比高 (2017 年)



数据来源: 驰锐传媒、开源证券研究所

图28: 本土龙头品牌实现快速崛起



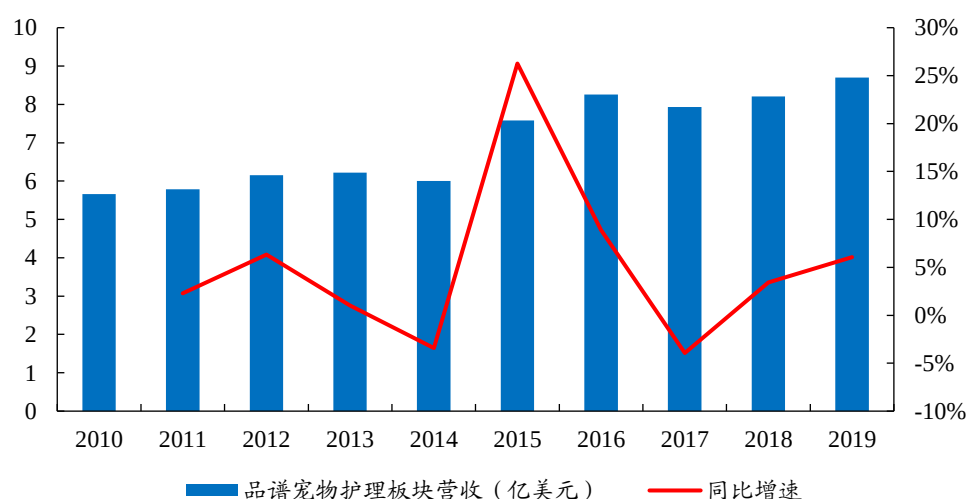
数据来源：疯狂的小狗官网、开源证券研究所

3、短期利空因素逐渐消除，双轮驱动发展稳步推进

3.1、短期：品谱回补库存需求，原材料成本降低

品谱回补库存需求，植物咬胶业务进一步增长。品谱作为公司第一大客户，2019年贡献了公司总营收的37%，过去十年品谱宠物护理板块营收稳步增长，2010-2019年CAGR为4.9%。为统一运营政策，2019年上半年品谱对库存进行调整，导致公司上半年植物咬胶业务仅实现营收1.12亿元，同比下滑29.9%。随着品谱库存调整结束，下游客户对公司植物咬胶产品需求回暖，订单回归正常，2019年下半年公司实现总营收6.08亿元，同比增长27.9%。受益于品谱回补库存需求，预计2020年公司植物咬胶将实现高速增长。

图29: 2010-2019 品谱宠物护理板块营收及同比增速

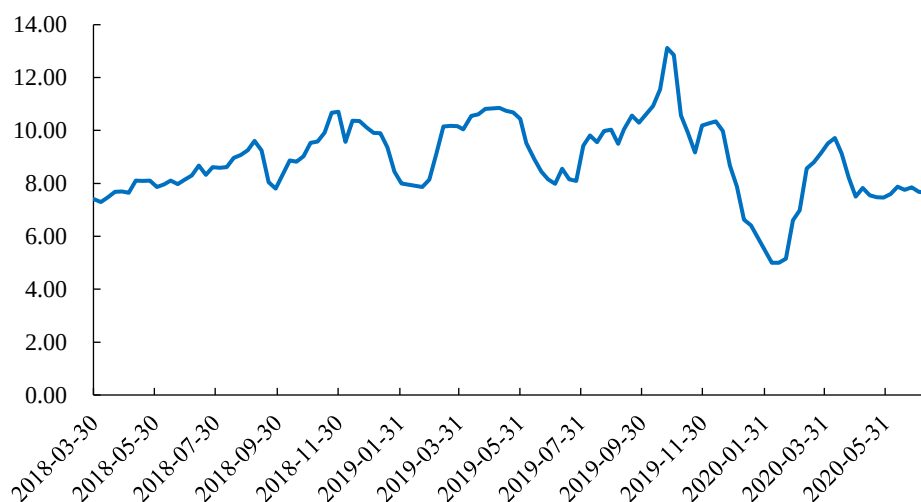


数据来源：品谱年报、开源证券研究所

原料成本下行，人民币贬值带来利润增厚。公司生产所使用的原材料主要包括生牛皮、鸡肉、淀粉等，其中鸡肉成本约25%。2019年猪肉价格涨幅较大促使消费者加大对鸡肉等替代品的需求，叠加屠宰企业库存量不足导致鸡肉供应受限影响，公司

鸡肉采购成本上行。2020 年 H1 鸡肉价格相比去年有一定幅度下降，国内和海外工厂的鸡肉采购成本均有所下降，有利于上半年乃至全年业绩进一步释放。此外，根据中国人民银行数据，2020 年 H1 美元兑人民币均值为 7.03:1，而去年同期为 6.78:1，人民币贬值也给公司带来一定的汇兑损益，增厚利润。

图30：白羽肉鸡主产区平均价明显下降（元/公斤）



数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

3.2、中期：订单需求旺盛，产能海外布局润滑贸易摩擦

贸易战加征关税间接提升了国内生产线的生产成本，产能海外布局润滑贸易摩擦。由于中美贸易摩擦导致国内工厂出口至美国的产品被征收 25% 的关税，公司需承担的部分关税反映在出厂价格中，导致出厂价格下滑，间接提升了国内生产线的生产成本。为减少贸易战对公司的影响，公司在海外布局多条生产线，积极扩产能，拓展产品线的深度和宽度。公司先后在越南、新西兰等地设立越南好嚼、越南巴拉啦、越南德信、新西兰北岛小镇等生产基地，形成了专业的植物咬胶和畜皮咬胶生产线。新西兰、柬埔寨等地的生产线正积极建设中。

海外订单持续增长，产能利用率维持高位。目前海外生产基地已陆续接收到客户订单，而产能利用率始终维持在高位也保证了供给端的稳定：海外基地产能满负荷运转，国内基地的产能也达到 80%-90% 负荷量。预计随着新建生产线的落地，产能不断扩张，规模效应和协同效应逐渐凸显，公司业绩将持续高速增长。

表3：佩蒂海外新建产能将在 2020 年逐步投产

生产基地	现有产能	未来产能
浙江温州	9000 吨畜皮咬胶	
江苏泰州	3000 吨植物咬胶	
越南好嚼	2000 吨畜皮咬胶	
	3000 吨植物咬胶	
越南巴拉啦	5000 吨植物咬胶	
越南德信	2000 吨咬胶+营养肉质零食	2020 年 Q3 投入 3000 吨咬胶+营养肉质零食产能
新西兰	1500 吨营养肉质零食	2020 年 9 月完成 40000 吨主粮工厂建设，Q4 试生产，2021 年部分产能陆续释放

生产基地	现有产能	未来产能
柬埔寨		9200 吨宠物休闲食品（3000 吨宠物咀嚼食品、6000 吨宠物湿粮及 200 吨宠物营养保健品）2021 年预计建设完成，产能陆续释放

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：佩蒂非公开发行募投资金主要用于产能扩张（万元）

项目名称	投资总额	募集资金拟投入金额
新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目	18,722.48	16,100.00
柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目	14,946.28	13,850.00
城市宠物综合服务中心建设项目	10,603.80	8,250.00
补充流动资金	16,300.00	16,300.00
合计	60,572.56	54,500.00

资料来源：公司公告、开源证券研究所

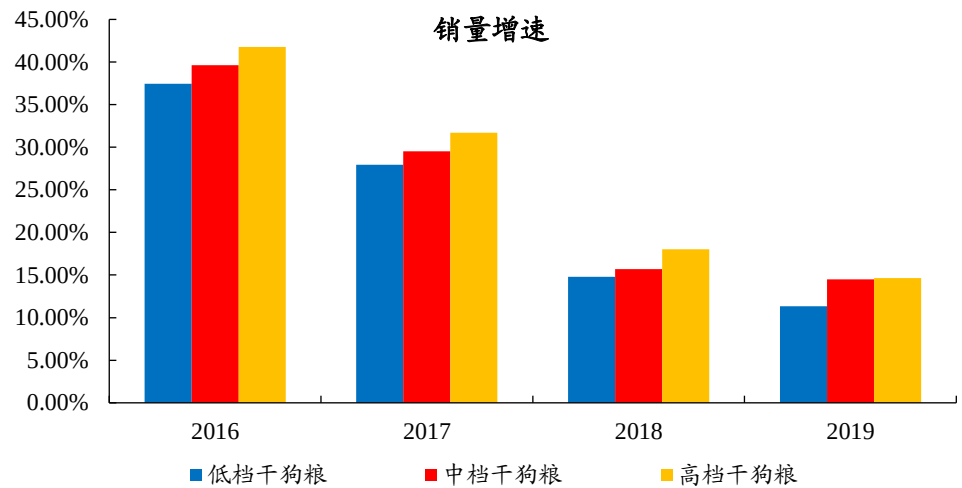
3.3、长期：持续开拓国内市场，品类、品牌、渠道端齐发力

公司产品质量达国际顶尖，在渠道、原材料等方面具有较强竞争优势。公司 ODM 模式深耕宠物食品，产品线成熟，产品质量达到国际顶尖水平。海外品牌的宠物食品较国内龙头生产的产品在品质上差别较小，护城河更多体现在先发优势下长期培养的品牌认知。而佩蒂的自主品牌在销售渠道、原材料、人力等方面较海外品牌均具备较强竞争优势，这为佩蒂在国内市场的发展奠定了坚实的基础。

公司目前将国内市场作为拓展重心，从品类、品牌、渠道端共同发力，在国内宠物食品行业这一高增长的蓝海赛道中实现快速增长：

品类端：差异化战略进军宠物主粮中高端市场。公司目前已投资新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目，进军国内宠物主粮领域。以新西兰优质的牛羊肉原材料为卖点，主打健康、无添加的主粮产品，打造高端优质的产品定位，与定位低端为主、产品同质化明显的众多国产宠物食品品牌进行差异化竞争，也迎合了当前消费升级下宠物主粮的高端化趋势。以干粮销售占比最高的狗粮、猫粮为例，根据欧睿数据，2016-2019 年，高档干狗粮（>60 元/kg）的销量增速始终高于中档（20-60 元/kg）和低档干狗粮（<20 元/kg），猫粮同样呈现出类似趋势。公司凭借多年 ODM 模式中积累的生产及加工上的优势有望在宠物主粮中高端市场中占据有利地位。

图31: 宠物主粮呈现高端化趋势



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

品牌端: 多品牌矩阵满足不同需求, 拓宽产品价格带。宠物个体差异大, 对食品种类与功能有不同需求, 仅靠单一品牌或单一产品很难取得足够大的市场份额。海外宠物食品双巨头——雀巢和玛氏通过并购与不断研发, 布局了丰富的品牌矩阵, 合计占据了全球市场近 50% 的市场份额。公司同样采用多品牌矩阵战略, 根据不同细分市场的竞争环境和渠道属性, 通过不同品牌切入不同细分市场, 满足终端市场多元化需求。目前, 公司主要使用的品牌有: (1) 齿能, 按宠物年龄、体型定制的专业宠物咀嚼食品品牌; (2) 爵宴, 走高端路线的宠物营养肉质零食品牌; (3) 好适嘉, 满足消费者对品质和潮流的追求, 以人宠互动场景为主题的宠物零食品牌; (4) ITI, 完全由新西兰制造并引入到中国市场的小型宠物零食品牌; (5) Smart balance, 新西兰产的高品质主粮品牌; (6) 贝家, 可以惠及绝大部分消费者的大众消费品牌。公司通过多品牌体系有助于拓宽产品价格带, 提升自主品牌发展潜力。

图32: 玛氏旗下宠物食品品牌众多



资料来源: 玛氏官网

图33: 佩蒂宠物食品多品牌布局



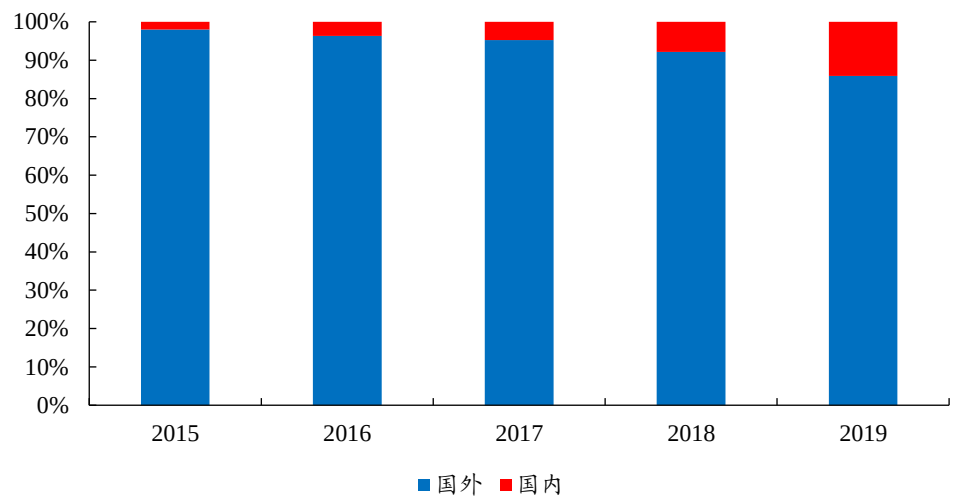
资料来源: 京东佩蒂旗舰店

渠道端: 线上线下全渠道布局。公司以自建市场渠道销售自有品牌产品为主, 在线上 and 线下同步进行全渠道布局, 同时还代理了部分国际知名宠物品牌进入国内市场, 形成了覆盖全面、主次清晰的业务内容。**线下渠道端,**公司已与佳雯和瑞鹏等宠物医院达成全品牌、全供应链合作, 采用定制专销模式推广, 同时帮助终端门店做消费者教育和产品教育, 并布局了 2000 多家线下旗舰店。公司还组建了线下营销团队, 从门店建设、销售返利等方面为经销商提供大力支持, 新增 2000 家形象陈列店, 覆盖

率 80%。此外，公司还将通过医疗犬公益项目、跨界合作服装设计师等方式多元化提升品牌形象。**线上渠道端**，公司已在天猫、京东、E 宠商城、网易严选、拼多多、苏宁等电商平台开设 16 家自营店铺，采用定制方法展开合作。公司品牌已入驻小红书等新媒体平台，通过写文章等方式吸引消费者，未来也会涉及直播等新型营销方式。目前公司线上收入占国内市场总收入的 45%左右，线上平台销售增速高于线下渠道，公司未来将进一步加强线上平台建设。

总体而言，公司战略体现在布局中高端主粮，采用多品牌矩阵满足市场多元化需求，在线上线下进行全渠道布局。目前，公司在国内已取得较大成效，国内业务营收由 2015 年的 1031 万元提升至 2019 年的 1.42 亿元，CAGR 高达 92.5%，营收占比由 2.1%提升至 14.0%。随着公司在品类、品牌、渠道的布局逐步深化，公司有望在未来成为本土宠物食品行业龙头。

图34：佩蒂国内业务收入占比逐年提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测

关键假设：

1. 海外业务受疫情影响较小，订单持续增长，产能扩张如期落地；
2. 国内布局深入，主粮及零食市场拓展顺利。

盈利预测与估值：

公司是主营宠物咬胶、营养肉质零食的功能性宠物食品龙头，将充分受益于国内宠物食品蓝海市场的高增长趋势。短期来看，大客户回补库存需求，鸡肉成本降低及人民币贬值将对公司业绩有明显提振作用。中期，海外订单增长，产能积极扩张，海外业务将继续稳定高增长，而国内方面，公司品类上布局中高端主粮，品牌上实行多品牌矩阵切入不同细分市场，渠道端通过线上线下全布局。随着公司在国内战略布局的逐步实施，公司有望在国内获得较高的市场份额，成为本土宠物食品龙头。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.25/1.76/2.40 亿元，对应 EPS 为 0.74/1.04/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 49/35/25 倍。估值方面，公司 PE 明显低于中宠等可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5: 同业公司估值对比 (亿元、元/股)

公司	代码	EPS			PE			总市值 (亿元)	现价 (元/股)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中宠股份	002891.SZ	0.67	0.95	1.35	73.16	51.6	36.31	87.43	48.08
行业平均					61.04	43.17	30.90		
佩蒂股份	300673.SZ	0.74	1.04	1.41	48.91	34.74	25.49	73.44	43.26

数据来源: Wind、开源证券研究所 (中宠股份盈利预测来自 Wind 一致预期)

5、风险提示

海外产能扩张低于预期; 汇率波动风险; 自主品牌建设不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	781	774	966	1234	1553	营业收入	869	1008	1341	1700	2158
现金	283	285	358	476	590	营业成本	567	757	958	1197	1510
应收票据及应收账款	163	192	280	319	441	营业税金及附加	4	3	5	6	7
其他应收款	9	6	14	11	21	营业费用	44	69	74	85	108
预付账款	18	57	42	84	76	管理费用	82	106	134	170	205
存货	156	207	253	322	403	研发费用	26	26	27	34	39
其他流动资产	152	26	19	23	21	财务费用	-9	-5	-7	-4	-3
非流动资产	400	595	698	802	932	资产减值损失	6	-0	0	0	0
长期投资	14	13	13	12	12	其他收益	3	5	5	5	5
固定资产	190	211	299	385	486	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	38	53	62	72	80	投资净收益	5	2	0	0	0
其他非流动资产	159	318	325	333	354	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
资产总计	1180	1369	1665	2036	2485	营业利润	157	58	155	218	297
流动负债	200	328	469	655	851	营业外收入	8	2	0	0	0
短期借款	7	160	202	393	459	营业外支出	1	1	0	0	0
应付票据及应付账款	109	104	166	171	255	利润总额	163	59	155	218	297
其他流动负债	84	64	100	91	137	所得税	22	6	23	33	45
非流动负债	2	3	3	3	3	净利润	141	53	132	185	253
长期借款	2	0	0	0	0	少数股东损益	1	3	7	9	13
其他非流动负债	0	3	3	3	3	归母净利润	140	50	125	176	240
负债合计	202	331	472	658	854	EBITDA	177	86	185	263	355
少数股东权益	8	12	18	28	40	EPS(元)	0.83	0.29	0.74	1.04	1.41
资本公积	597	596	596	596	596	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	289	279	410	595	848	成长能力					
归属母公司股东权益	970	1026	1174	1350	1591	营业收入(%)	37.6	16.0	32.9	26.8	27.0
负债和股东权益	1180	1369	1665	2036	2485	营业利润(%)	27.0	-63.0	166.7	40.7	36.4
						归属于母公司净利润(%)	31.4	-64.4	150.1	40.7	36.4
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	获利能力					
经营活动现金流	130	-56	126	69	221	毛利率(%)	34.8	25.0	28.5	29.6	30.1
净利润	141	53	132	185	253	净利率(%)	16.1	5.0	9.3	10.4	11.1
折旧摊销	22	26	28	39	48	ROE(%)	14.5	5.1	11.3	13.7	15.7
财务费用	-9	-5	-7	-4	-3	ROIC(%)	13.7	4.5	9.8	11.0	12.9
投资损失	-5	-2	0	0	0	偿债能力					
营运资金变动	-49	-155	-27	-151	-77	资产负债率(%)	17.1	24.2	28.4	32.3	34.4
其他经营现金流	29	27	0	0	0	净负债比率(%)	-28.1	-11.9	-13.3	-6.1	-8.1
投资活动现金流	-57	-36	-125	-146	-176	流动比率	3.9	2.4	2.1	1.9	1.8
资本支出	53	144	103	104	131	速动比率	2.3	1.5	1.4	1.2	1.2
长期投资	-33	-11	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	-37	98	-21	-41	-45	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
筹资活动现金流	1	89	29	4	3	应收账款周转率	5.5	5.7	5.7	5.7	5.7
短期借款	7	154	0	0	0	应付账款周转率	5.3	7.1	7.1	7.1	7.1
长期借款	2	-2	0	0	0	每股指标(元)					
普通股增加	42	25	23	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.29	0.74	1.04	1.41
资本公积增加	13	-1	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	-0.33	0.74	0.41	1.30
其他筹资现金流	-62	-86	6	4	3	每股净资产(最新摊薄)	5.71	6.04	6.78	7.82	9.23
现金净增加额	74	-1	31	-72	47	估值比率					
						P/E	43.6	122.2	48.86	34.72	25.45
						P/B	6.3	6.0	5.3	4.6	3.9
						EV/EBITDA	33.0	69.5	32.3	23.0	16.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn