

**公司深度**
**中宠股份 (002891)**
**农林牧渔 | 饲料**
**国内国外双轮驱动，主粮产品增长可期**

2020年12月08日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 57.60-64.00 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	55.42
52周价格区间 (元)	19.57-58.48
总市值 (百万)	10866.48
流通市值 (百万)	9903.65
总股本 (万股)	19607.51
流通股 (万股)	17870.18

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
中宠股份	-4.18	29.7	136.27
饲料	3.97	-12.02	46.15

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**吴号**

wuhao2@cfzq.com

**研究助理**
**相关报告**

- 《中宠股份：中宠股份 (002891.SZ) 2020 年三季报点评：单季营收创新高，看好全年业绩表现》 2020-10-30
- 《中宠股份：中宠股份 (002891.SZ) 调研点评：深耕宠物食品领域，打造行业领跑者》 2018-11-28

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	1412.26	1716.24	2308.60	2807.03	3415.84
净利润 (百万元)	56.44	79.01	148.27	228.27	297.90
每股收益 (元)	0.32	0.44	0.83	1.28	1.67
每股净资产 (元)	4.16	4.72	5.52	6.62	8.10
P/E	171.90	122.81	65.44	42.51	32.57
P/B	13.04	11.50	9.83	8.20	6.70

资料来源：贝格数据，财信证券

**投资要点：**

- 国内宠物食品空间大，市场集中度有待提升。**过去五年，我国宠物行业市场复合增速达 19.94%。2019 年，我国宠物行业市场规模达 2024 亿元，同比增长 18.50%。同欧美、日本等国家相比，我国宠物食品的市场渗透率、单只消费金额仍具有较大增长空间。未来，随着收入水平、城镇化以及人口老龄化、空巢化的提高，我国宠物行业将保持高速增长。同时我国宠物食品行业相对分散，市场集中度有待提升。
- 产品力+渠道力+品牌力，共筑公司护城河。**公司产品品类覆盖宠物零食、湿粮、干粮，拥有“Wanpy 鲜封包”与“Zeal 新西兰鲜牛乳”等爆款产品；产品出口 50 多个国家，拥有美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛等优质客户资源，国内产品进入家乐福、大润发等众多大全国型连锁超市，在国内宠物医院和宠物专门店的铺货率达到 80%，并入瑞鹏股份，布局宠物医疗渠道；公司已形成以“Wanpy”和“Zeal”为核心、面向高中低端消费群体的多品牌矩阵，“Wanpy”为中国驰名商标。
- 国内收入快速增长，主粮产品增长可期。**2020H1，公司国内业务实现营收 2.35 亿元，同比增长 55.05%；“双 11 购物狂欢节”，公司全网累计销售额超 5000 万元。其中，宠物犬干粮在天猫平台、京东平台的销量分别同比增长 127%、96%；宠物猫干粮在天猫平台、京东平台的销量同比增长 237%、京东平台同比增长 958%。Wanpy 狗零食分别位居天猫平台、京东平台第 2 名、第 1 名；Wanpy 猫零食分别位居天猫平台、京东平台第 4 名、第 1 名。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.48/2.28/2.98 亿元，EPS 为 0.83/1.28/1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 65.44/42.51/32.57 倍。综合考虑可比公司估值和公司业绩增长确定性产生的估值溢价，给予 45-50 倍 PE，对应 2021 年的合理价格区间为 57.60-64.00 元，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：**核心客户收入占比较大、原材料价格波动、贸易关税政策变动、汇率波动、市场竞争加剧风险。

## 内容目录

<b>1 公司概况：宠物食品龙头，所处赛道优质</b> .....	<b>5</b>
1.1 深耕宠物食品，产品品类齐全.....	5
1.2 股权结构相对集中，管理层持股比例高.....	7
1.3 宠物零食为营收主要来源，盈利水平稳步提高.....	7
<b>2 行业格局：宠物食品空间大，国外品牌占主导</b> .....	<b>10</b>
2.1 我国宠物家庭渗透率提升空间大，单只宠物消费金额稳步提升.....	10
2.2 收入增长+人口空巢化+城镇化，推动宠物行业快速增长.....	11
2.3 国内宠物食品市场集中度低，国外品牌占主导.....	13
<b>3 竞争优势：产品力+渠道力+品牌力，共筑公司护城河</b> .....	<b>15</b>
3.1 产品力：研发能力不断增强，产品品类日益丰富.....	15
3.2 渠道力：国外客户资源优质，国内渠道布局加速.....	19
3.3 品牌力：打造以“Wanpy”和“Zeal”为核心的多元化品牌矩阵.....	21
3.4 同行对比：营收增速领先，收入结构多样.....	22
<b>4 未来看点：国内收入快速增长，新建产能逐步释放</b> .....	<b>26</b>
4.1 国内市场增长迅速，毛利率有望提升.....	26
4.2 定增提升主粮产能，主粮产品增长可期.....	26
<b>5 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>28</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：公司股权结构图.....	7
图 2：2015-2020Q3 公司营业收入及同比增速.....	8
图 3：2015-2020Q3 公司归母净利润及同比增速.....	8
图 4：2015-2020H1 公司各产品收入占比.....	8
图 5：2015-2020H1 公司国内、国外收入占比.....	8
图 6：2015-2020Q3 公司毛利率和期间费用率.....	8
图 7：2015-2020H1 公司各产品毛利率水平.....	8
图 8：2015-2020H1 公司国外、国内市场毛利率情况.....	9
图 9：2015-2020Q3 公司的销售、管理、财务费用率.....	9
图 10：2015-2020Q3 公司净资产收益率分析.....	9
图 11：2015-2020Q3 公司经营活动现金流净额及净利润.....	9
图 12：2017-2019 年我国宠物犬猫数量及增速.....	10
图 13：2015-2019 年我国家庭宠物渗透率.....	10
图 14：中国、日本、美国家庭宠物渗透率对比.....	10
图 15：我国宠物行业市场规模及同比增速.....	10
图 16：宠物犬消费市场构成.....	11
图 17：宠物猫消费市场构成.....	11
图 18：我国犬猫主粮、零食市场规模（亿元）.....	11
图 19：我国人均单只宠物年消费金额（元）.....	11
图 20：我国宠物角色认知情况.....	12
图 21：我国猫主人养宠原因.....	12

图 22: 我国狗主人养宠原因.....	12
图 23: 我国猫主人养宠原因.....	12
图 24: 我国宠物行业市场规模和人均可支配收入.....	13
图 25: 我国 65 岁人口数量及同比增速.....	13
图 26: 养宠人群占比 TOP10 .....	13
图 27: 我国宠物主城市线分布情况.....	13
图 28: 我国宠物行业市场规模和城镇化率.....	13
图 29: 我国宠物行业市场规模和城镇人口.....	13
图 30: 2015 年淘宝渠道各宠物食品品牌销售比例.....	14
图 31: 2018 年淘宝渠道各宠物食品品牌销售比例.....	14
图 32: 2019 年淘宝渠道各宠物食品品牌销售比例.....	14
图 33: 淘宝渠道皇家、麦富迪、顽皮销售比例变化.....	14
图 34: 2015 年京东渠道各宠物食品品牌销售比例.....	14
图 35: 2018 年京东渠道各宠物食品品牌销售比例.....	14
图 36: 2015-2020H1 公司宠物零食收入及同比增速.....	15
图 37: 2015 年-2020H1 公司宠物零食毛利及同比增速.....	15
图 38: 2015-2020H1 公司宠物湿粮收入及同比增速.....	16
图 39: 2015 年-2020H1 公司宠物湿粮毛利及同比增速.....	16
图 40: 2015-2020H1 公司宠物湿粮收入及同比增速.....	18
图 41: 2015-2020H1 公司宠物湿粮毛利及同比增速.....	18
图 42: 2017-2019 年公司研发新品数量 (件) .....	19
图 43: 2014-2020Q3 公司研发支出情况.....	19
图 44: 公司产品销往全球 50 多个国家和地区.....	19
图 45: 2015 年公司前 5 大客户销售情况.....	19
图 46: 2018 年公司前 5 大客户销售情况.....	20
图 47: 2015-2019 年公司前 5 大客户销售占比.....	20
图 48: 国内销售区域已覆盖 31 个省级行政区域.....	20
图 49: 2014-2019 年公司业务宣传费及销售服务费.....	20
图 50: 2015-2019 年公司淘宝渠道销售份额.....	21
图 51: 中宠股份冠名《我要这样生活》.....	21
图 52: 2015-2020H1 同行业公司营业收入规模 (亿元) .....	23
图 53: 2015-2020H1 同行业公司营收增速.....	23
图 54: 2015-2020H1 同行业公司国外收入占比.....	23
图 55: 2015-2020H1 佩蒂股份各产品收入占比.....	23
图 56: 2015-2020H1 路斯股份各产品收入占比.....	23
图 57: 2020H1 同行业公司收入结构对比.....	23
图 58: 2015-2020H1 同行业公司归母净利润 (亿元) .....	24
图 59: 2015-2020H1 同行业公司归母净利润增速.....	24
图 60: 2015-2020H1 同行业公司毛利率.....	24
图 61: 2015-2020H1 同行业公司净利率.....	24
图 62: 2015-2020H1 同行业公司期间费用率.....	24
图 63: 2015-2020H1 同行业公司销售费用率.....	24
图 64: 2015-2020H1 同行业公司管理费用率.....	25
图 65: 2015-2020H1 同行业公司财务费用率.....	25
图 66: 2015-2020H1 同行业公司净资产收益率.....	25
图 67: 2015-2020H1 同行业公司总资产周转率.....	25

图 68: 2015-2020H1 同业公司资产负债率.....	25
图 69: 2015-2020H1 同业公司经营活动现金流净额.....	25
图 70: 2015-2020H1 国内业务收入及同比增速.....	26
图 71: 2015-2020H1 国内、国外业务毛利率对比.....	26
图 72: 2020-2022 年公司主粮产能变化 (万吨) .....	27
图 73: 2018-2020Q2 公司干粮产能利用率.....	27
表 1: 公司产品矩阵.....	5
表 2: 公司发展历程.....	6
表 3: 中宠高端零食: ZEAL 新西兰犬猫专用鲜牛乳.....	15
表 4: 自主品牌宠物湿粮: 鲜系列之鲜肉羹、顽皮鲜盒.....	16
表 5: 自主品牌湿粮: 鲜系列之顽皮鲜封包.....	17
表 6: 自主品牌宠物干粮: 无谷、双拼、全价粮系列.....	18
表 7: 2017 年 6 月上市以来公司国内渠道布局情况.....	21
表 8: 公司品牌矩阵.....	22
表 9: 中宠股份已建产能分布情况.....	27
表 10: 2020 年非公开发行项目拟建项目.....	27

## 1 公司概况：宠物食品龙头，所处赛道优质

### 1.1 深耕宠物食品，产品品类齐全

公司是中国宠物食品龙头企业。公司主要从事猫用和犬用宠物食品的研发、生产和销售，主要产品为宠物零食、宠物罐头和宠物干粮，具体包括鸡肉零食系列、鸭肉零食系列、牛肉零食系列等十余个产品系列、1000 多个品种，拥有“Wanpy 顽皮”“Zeal 真致”等自有品牌。

表 1：公司产品矩阵

	犬用鸡肉丝	犬用三明治	猫用香脆小片	猫用金枪鱼小段	犬用消臭饼干
宠物零食					
	鸡胸肉、植物蛋白、植物油、淀粉	鸡胸肉、鱼肉、植物油、植物甘油、丙二醇等	鸡胸肉、植物蛋白、淀粉、植物甘油等	金枪鱼、鸡肉、植物甘油、淀粉等	小麦粉、白砂糖、植物油、淀粉、全脂奶粉等
宠物湿粮	犬用鸡肉罐头	犬用牛肉+蔬菜罐头	金枪鱼+鲑鱼餐盒	犬用焖汁牛肉餐盒	猫用鲜肉羹
					
	鸡肉及其副产品、淀粉、卡拉胶、食用盐等	牛肉、鸡肉及其副产品、胡萝卜、青豆等	金枪鱼、水、鸡肉、鳕鱼、淀粉、卡拉胶等	牛肉、鸡肉、鸡肝、卡拉胶、食用盐等	金枪鱼、鸡肉、黄原胶、食用盐、牛磺酸等
宠物干粮	泰国皇室幼猫猫粮	泰国皇室成猫猫粮	Happy100 全价粮	小型犬成犬全价粮	成猫全价粮
					
	金枪鱼、三文鱼、鸡肉粉、鱼粉、大米等	金枪鱼、三文鱼、鸡肉粉、鱼粉、鸡油等	鸡肉粉、小麦、鸡油、豌豆粉、苹果干等	鸡肉粉、小麦、鸡油、豌豆粉、酵母粉等	鸡肉粉、小麦、鸡油、甜菜粕、啤酒酵母粉等

资料来源：公司公告，财信证券

历经 20 余年的发展，公司产品覆盖海内外市场，种类益发齐全。公司以宠物零食出口日本起家，产品逐步覆盖美国、加拿大、欧盟等国外市场。同时，公司重视国内市场的培育，于 1999 年开始在国内销售自主品牌产品。2005 年以前，公司主要生产宠物零食；2005 年，公司新增宠物湿粮生产线，产品品类得以丰富；2012 年，公司在原有产品基础上，增加宠物干粮的生产和销售，产品品类覆盖零食、湿粮、干粮，并于 2017 年在深交所上市。

**表 2: 公司发展历程**

发展阶段	事件
<b>创业期</b> (1998-2002)	1998 年, 中宠股份创始人郝忠礼先生由外贸食品行业投身宠物食品行业, 租赁厂房生产高端宠物零食——鸡肉干, 出口日本。
	1999 年, 公司开始在国内市场销售自主品牌“Wanpy”鸡肉干产品。
<b>成长期</b> (2003-2008)	2003 年, 公司在莱山经济开发区投资建设新工厂(第一工厂); 通过美国 FDA(美国食品及药物管理局)注册。
	2005 年, 中宠宠物罐头工厂(第二工厂)建成投产, 开始批量生产宠物湿粮产品——马口铁罐头、软包装罐头。
	2007 年, 第三工厂建成投产, 成立烟台顽皮宠物用品销售有限公司, 专门负责国内市场销售工作。
	2008 年, 引进德国先进自动化设备, 与日本著名大型企业爱丽思合资的第四工厂开工建设, 全球高端宠物零食制造基地落户烟台。
<b>发展期</b> (2009-2013)	2010 年, 中国国家质量监督检验检疫总局和中国出入境检验检疫协会首次进行全国进出口企业质量诚信评比, 公司被授予“中国质量诚信企业”的荣誉称号。
	2011 年, 公司被中国出入境检验检疫协会宠物食品用品检验检疫分会授予“中国宠物产业优秀企业”、“最受欢迎宠物品牌”的荣誉称号。
	2012 年, 与全球宠物行业知名企业——德国卫塔卡夫公司合资的干粮工厂(第五工厂)开工建设, 并于年底正式投产。公司被授予宠物食品行业首家“国家高新技术企业”的荣誉称号。
	2013 年, 公司当选中国出入境检验检疫协会副会长单位, 公司“Wanpy”品牌荣膺中国宠物零食行业为数不多的“中国驰名商标”。
<b>转型期</b> (2014-至今)	2014 年, 公司完成股份制改造, 更名为烟台中宠食品股份有限公司。洁齿骨工厂(第六工厂)建成投产。
	2015 年, 投资 2000 万美元的位于美国洛杉矶地区的美国工厂正式建成投产, 公司国际化道路再迈上一个新的台阶。同年, 中宠股份——顽皮工厂店盛大开业, 成为烟台首家宠物食品工厂店。
	2016 年, 猫砂工厂(第七工厂)建成投产, 率先研发出能结团的木质猫砂。
	2017 年, 公司在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市。
	2018 年, 收购拥有新西兰真挚 Zeal 品牌的宠物食品公司 100% 股权, 全球化布局进入快车道; 正式入股新瑞鹏宠物医疗集团, 与高端宠物医疗企业强强联合。
	2019 年, 以可转债募集资金 1.9 亿元投资的新湿粮工厂开工建设, 设计产能 3 万吨, 预计 2020 年 12 月投入使用; 在柬埔寨投资建厂建设宠物零食工厂, 设计产能 6000 吨, 主要生产宠物肉类产品、可食用咬胶产品, 该工厂已于 2020 年 2 月实现投产。

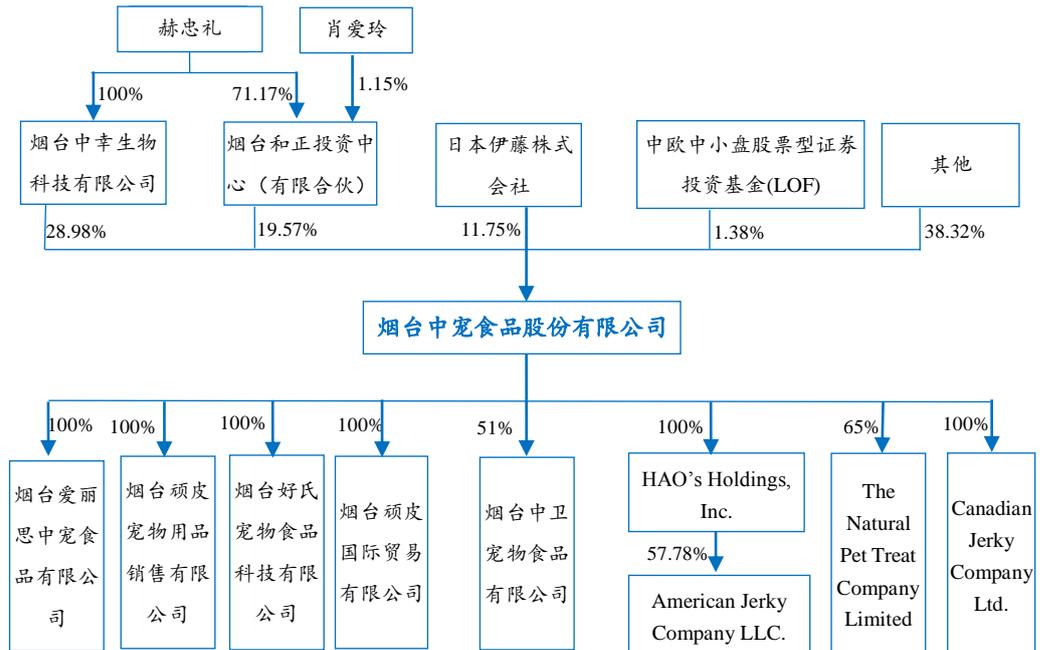
资料来源: 公司官网, 财信证券

**国外市场以 OEM 为主, 国内市场销售自主品牌。**公司收入主要来源于国外市场, 2020H1, 国外市场收入占比高达 79.83%。在国外市场中, 公司主要是按照客户订单生产 OEM 产品, 即“代工”, 自主品牌占比较低。国外市场客户包括美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛、GLOBALINX PET LLC、IRISH DOG FOODS LTD 等国际大型宠物用品零售商及经销商。在国内市场, 公司采取经销和直销的方式销售自主品牌产品。公司宠物干粮的主要原料为谷物, 宠物湿粮和零食的主要原料为禽类肉、牛羊肉、猪肉等; 下游客户为宠物食品经销商、零售店和终端消费者。

## 1.2 股权结构相对集中，管理层持股比例高

股权结构相对集中，管理层持股比例高。截止 2020 年 9 月 30 日，烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心（有限合伙人）、日本伊藤株式会社为公司前三大股东，持股比例分别为 28.98%、19.57%、11.75%。其中，创始人赫忠礼持有烟台中幸生物科技有限公司 100% 的股权、烟台和正投资中心（有限合伙人）71.17% 的股权，为公司的控股股东及实际控制人。自成立以来，公司股权结构相对稳定，未发生控制权转移问题。

图 1：公司股权结构图

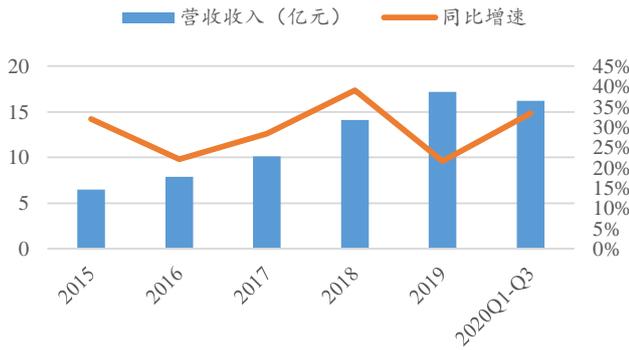


资料来源：公司公告，财信证券

## 1.3 宠物零食为营收主要来源，盈利水平稳步提高

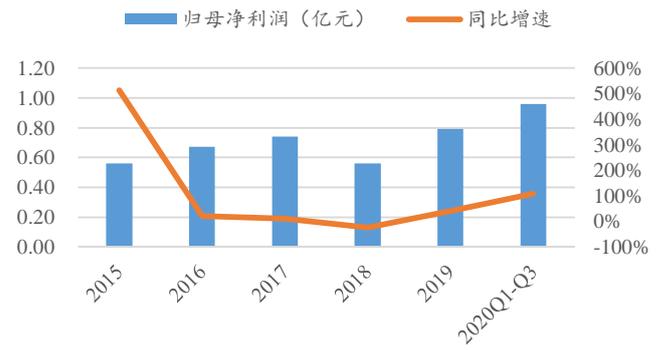
宠物零食收入占比高，2020Q3 营收创历史新高。2019 年，公司实现营业收入 17.16 亿元，同比增长 21.53%，实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 41.07%。过去三年，公司营业收入的复合增速为 29.45%，归母净利润的复合增速为 5.65%。2020 年前三季度，公司实现营业收入 16.20 亿元，同比增长 33.33%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 108.27%。其中，第三季度，公司实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 47.59%，环比增长 2.61%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 66.51%，环比增长 32.45%。受海外订单增加、新建产能投产以及国内市场高速增长，公司 Q3 营收创历史新高。分产品看，公司营业收入主要来自于宠物零食和宠物罐头。2020H1，两者的收入占比分别为 78.13%、14.07%。分区域看，公司营业收入主要来自于国外，国内收入占比逐年提高。2020H1，公司国外收入占比高达 74.43%，国内收入占比为 23.76%。相比于 2015 年，国外收入占比下降了 12.88 个 pct，国内收入占比上升了 11.50pct。

图 2：2015-2020Q3 公司营业收入及同比增速



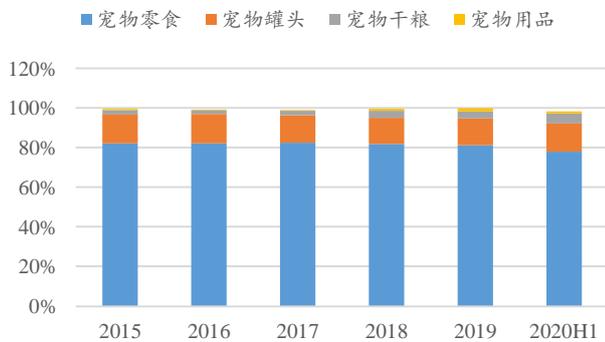
资料来源：公司公告，财信证券

图 3：2015-2020Q3 公司归母净利润及同比增速



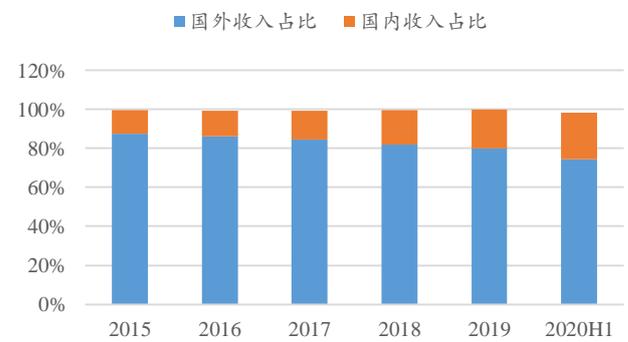
资料来源：公司公告，财信证券

图 4：2015-2020H1 公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，财信证券

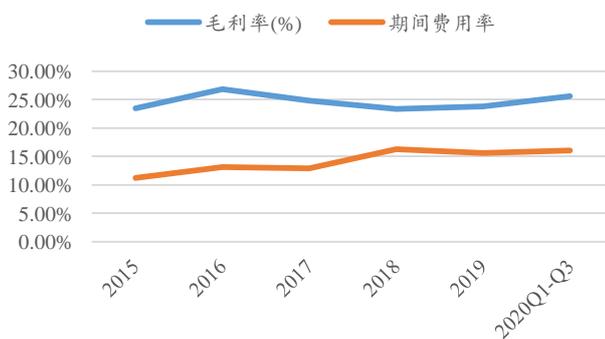
图 5：2015-2020H1 公司国内、国外收入占比



资料来源：公司公告，财信证券

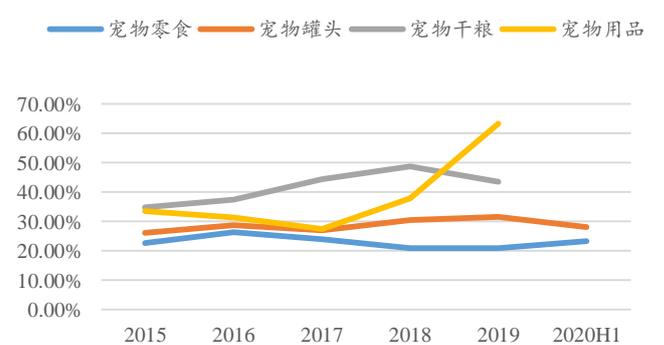
毛利率稳步提高，期间费用率略有提高。自 2018 年以来，受高毛利率产品和国内市场收入占比提高影响，公司毛利率水平逐年提高。2020 年前三季度，受原材料价格下降影响，公司毛利率水平较上年提高 1.76pct 至 25.56%。期间费用率方面，自 2018 年以来，由于公司加大国内市场开拓，销售费用率保持在 9.60% 以上；由于公司着力推进精益化管理，全面实行降本增效，管理费用率由 2018 年的 6.50% 下降至 2020 年的 4.78%；受人民币升值和借款增加影响，财务费用率由 2018 年的 -0.17% 上升至 2020 年的 1.57%。综合来看，公司近年期间费用率水平相对稳定。

图 6：2015-2020Q3 公司毛利率和期间费用率



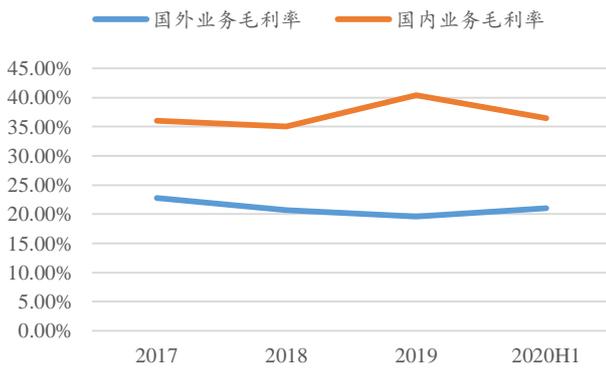
资料来源：公司公告，财信证券

图 7：2015-2020H1 公司各产品毛利率水平



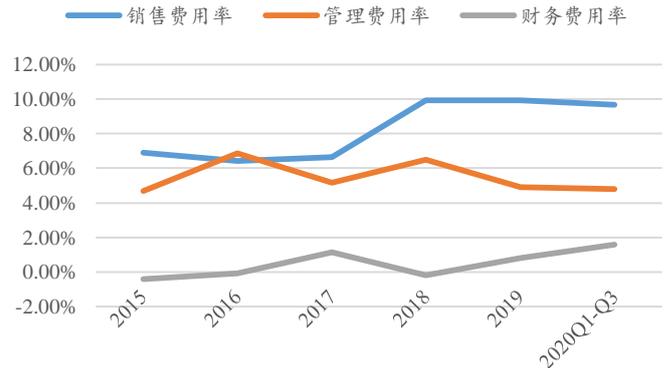
资料来源：公司公告，财信证券

图 8：2015-2020H1 公司国外、国内市场毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券

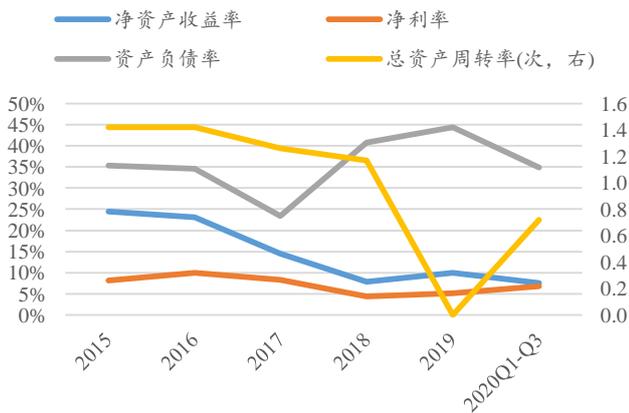
图 9：2015-2020Q3 公司的销售、管理、财务费用率



资料来源：公司公告，财信证券

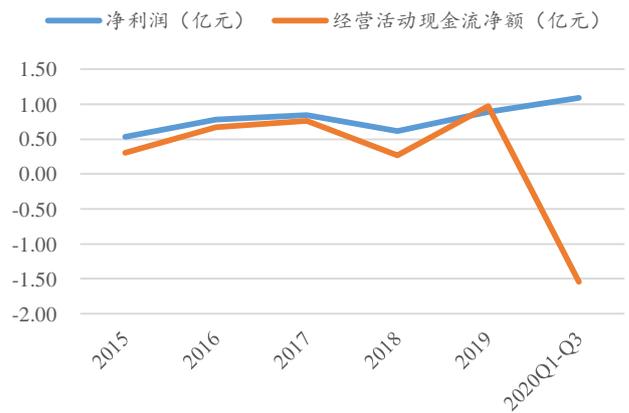
净资产收益率呈下降趋势，经营活动现金流短期为负。2015 年以来，受净利率水平和资产周转率降低影响，公司的净资产收益率由 2015 年的 24.42% 下降至 2019 年的 9.95%。2020 年前三季度，受公司加大原材料战略储备等因素影响，经营活动现金流支出加大，导致公司经营活动现金流净额为负。2015-2019 年，公司经营活动现金流净额/净利润的平均值约为 77.27%，收益质量尚可。

图 10：2015-2020Q3 公司净资产收益率分析



资料来源：公司公告，财信证券

图 11：2015-2020Q3 公司经营活动现金流净额及净利润



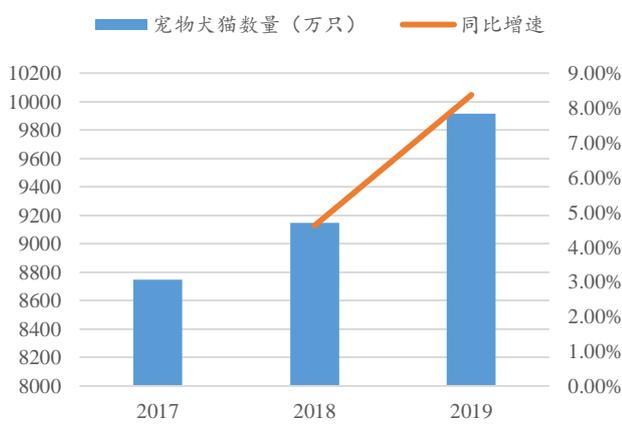
资料来源：公司公告，财信证券

## 2 行业格局：宠物食品空间大，国外品牌占主导

### 2.1 我国宠物家庭渗透率提升空间大，单只宠物消费金额稳步提升

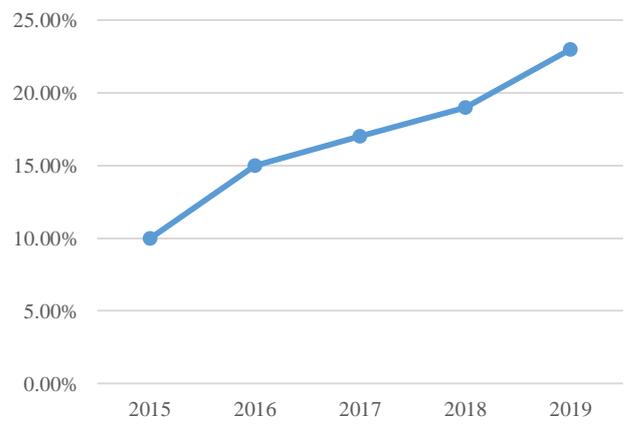
宠物犬猫数量保持稳定增长，家庭渗透率提升空间大。由狗民网、铃铛宠物以及亚洲宠物博览会联合发布的《2019年中国宠物行业白皮书》显示，2019年，我国宠物犬猫数量达9915万只，同比增长8.73%。其中，宠物犬数为5503万只，同比增长8.22%；宠物猫数为4412万只，同比增长9.05%。我国家庭宠物渗透率为23%，较上年提升4个百分点，但相比于日本28%、美国67%的家庭宠物渗透率，我国家庭宠物渗透率有待提升。

图 12：2017-2019 年我国宠物犬猫数量及增速



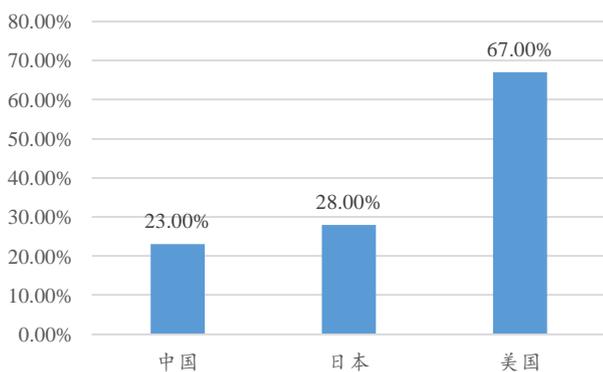
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 13：2015-2019 年我国家庭宠物渗透率



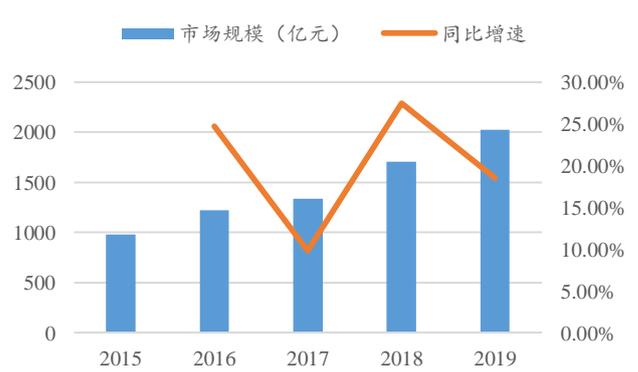
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

图 14：中国、日本、美国家庭宠物渗透率对比



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，APPA，财信证券

图 15：我国宠物行业市场规模及同比增速

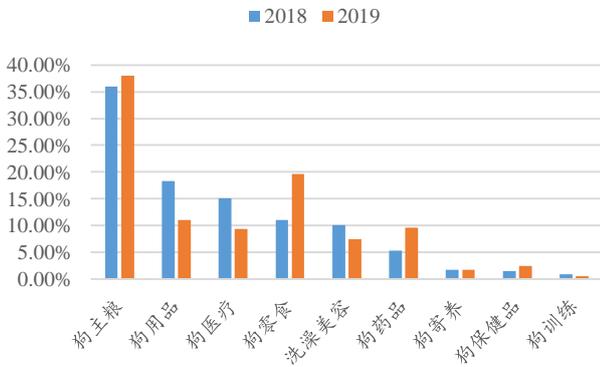


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，财信证券

宠物食品消费规模增长快，单只宠物消费金额稳步提高。2019年，我国宠物行业市场规模达2024亿元，同比增长18.50%。自2015年以来，我国宠物行业市场规模复合增速达19.94%，处于高速发展阶段。从消费市场构成来看，我国宠物消费市场主要集中在主粮、零食、用品、医疗方面。以宠物犬消费市场为例，2019年，我国宠物犬主粮、零食、用品、医疗消费占比分别为38%、19.60%、11.00%、9.40%。从宠物食品消费来看，

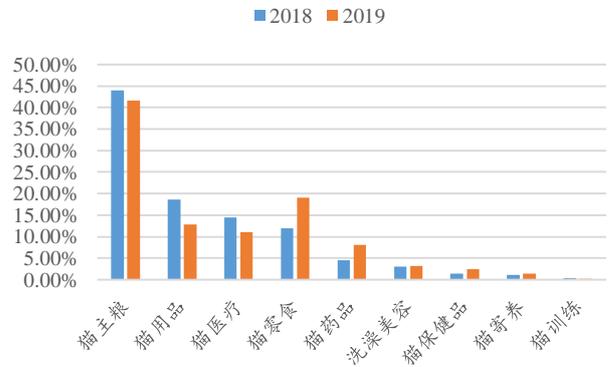
宠物主粮消费规模远高于宠物零食。2019年,我国宠物犬猫主粮消费规模为797.20亿元,同比增长19.51%;宠物犬猫零食消费规模仅为392.80亿元,同比增长100.97%。从单只宠物年消费金额来看,我国宠物犬、宠物猫消费水平逐步提高。2019年,我国单只宠物年消费金额约为5561元,较上年提升10.87%。

图 16: 宠物犬消费市场构成



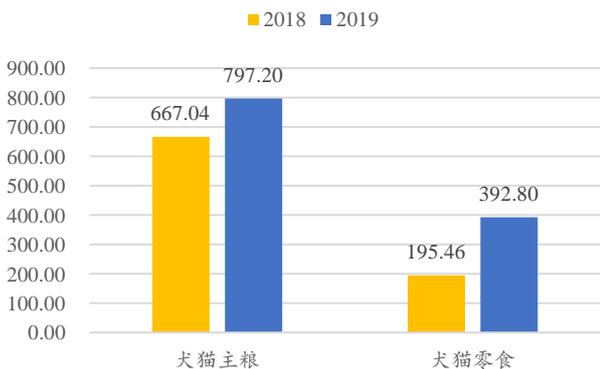
资料来源:《中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 17: 宠物猫消费市场构成



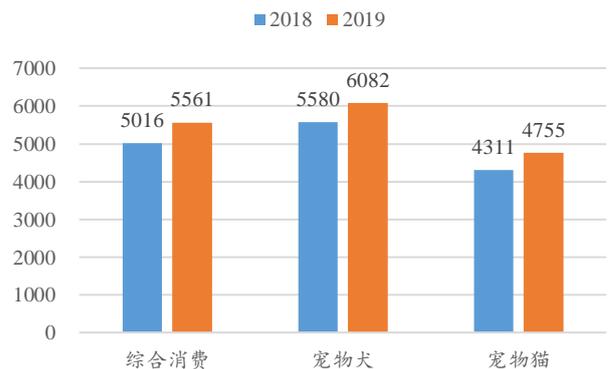
资料来源:《中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 18: 我国犬猫主粮、零食市场规模 (亿元)



资料来源:《中国宠物行业白皮书》,财信证券

图 19: 我国人均单只宠物年消费金额 (元)



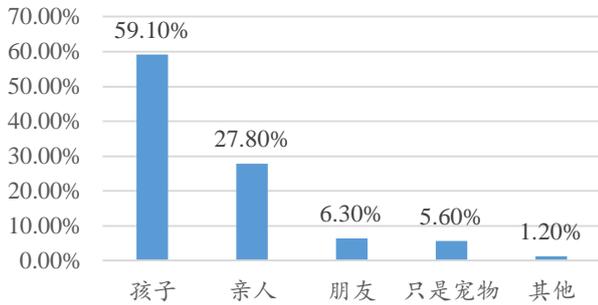
资料来源:《中国宠物行业白皮书》,财信证券

## 2.2 收入增长+人口空巢化+城镇化, 推动宠物行业快速增长

宠物角色转变为家庭成员, 情感需求为养宠主因。《中国宠物行业白皮书 2019》调查数据显示, 宠物角色正快速向家庭成员、朋友转变, 59.10%、27.80%、6.30%的宠物主将宠物视为自己的孩子、亲人、朋友。从宠物主年龄分布来看, 2019年, 90后、80后、70后、70前的宠物主占比分别为45.20%、29.50%、8.70%、16.60%, 较上年分别提升2.20%、-2.70%、0.00%、0.60%, 养宠人群更加年轻化。从养宠原因看, 《中国宠物行业白皮书 2018》调查数据显示, 2018年, 我国宠物主饲养犬、猫排名前三的原因是: (1) 纯粹就是爱好, 喜欢宠物。51.90%的狗主人、45.70%的猫主人出于该原因养宠; (2) 精神寄托, 增加乐趣。21.10%的狗主人、18.60%的猫主人出于该原因养宠; (3) 爱心收养。15.40%的狗主人、28.50%猫主人出于该原因养宠。此外, 部分宠物主养宠是出于陪伴家人、收受礼物、好奇和冲动等原因。总的来看, 宠物主养宠更多的是满足自身情感需求,

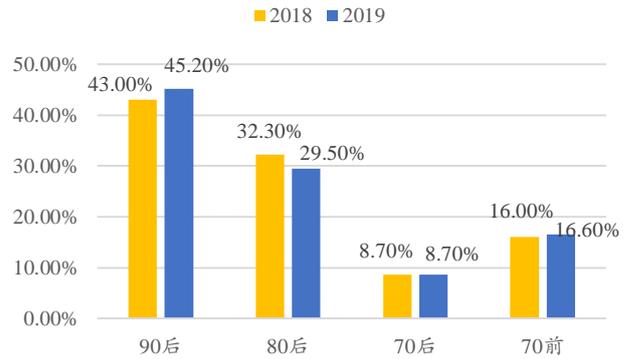
包括喜爱、陪伴、怜悯等情感。

图 20: 我国宠物角色认知情况



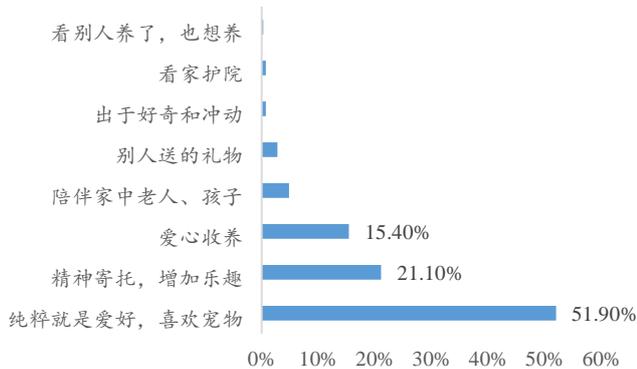
资料来源:《中国宠物行业白皮书 2019》, 财信证券

图 21: 我国猫主人养宠原因



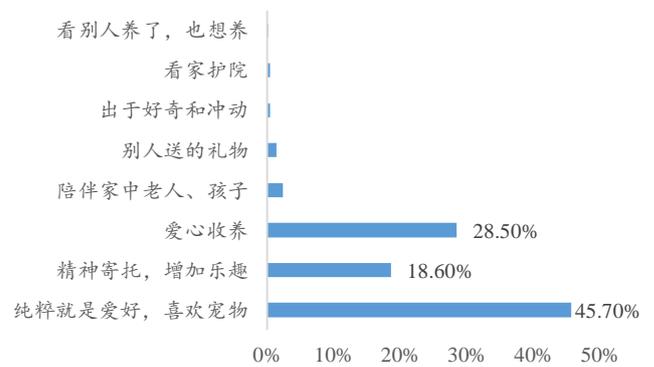
资料来源:《中国宠物行业白皮书 2019》, 财信证券

图 22: 我国狗主人养宠原因



资料来源:《中国宠物行业白皮书 2018》, 财信证券

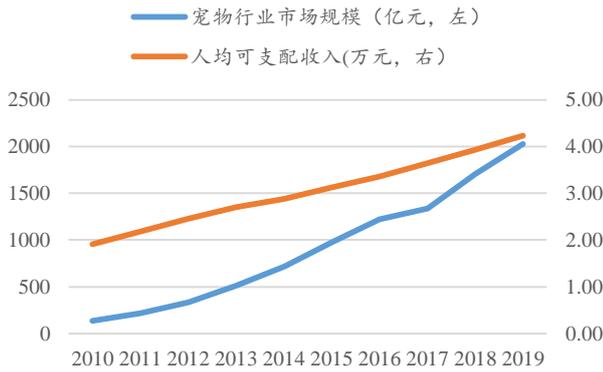
图 23: 我国猫主人养宠原因



资料来源:《中国宠物行业白皮书 2018》, 财信证券

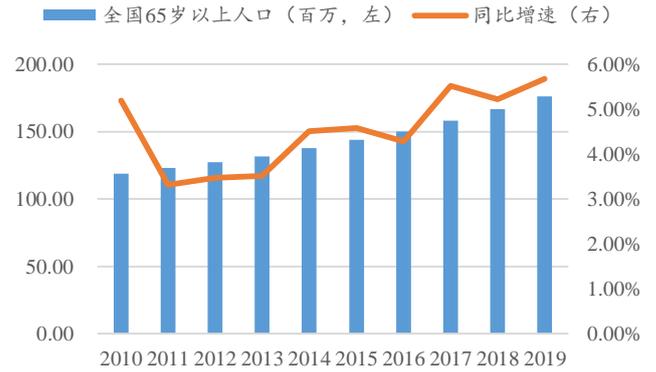
**收入增长+人口老龄化、空巢化+城镇化, 驱动宠物行业快速增长。**(1) 经济因素。2010-2019 年, 我国人均可支配收入由 1.91 万元增长至 4.24 万元, 增幅达 121.67%。人均可支配收入的增长为宠物行业的快速增长奠定了物质基础;(2) 人口因素。2019 年, 我国 65 岁以上人口数量达 1.76 亿人, 同比增长 5.67%, 人口老龄化速度加快。同时, 我国空巢老人、空巢年轻人增多, 宠物陪伴需求增多。(3) 城镇化因素。据《中国宠物行业白皮书 2019》统计数据显示, 2019 年, 我国宠物主分布在一线城市、二线城市、三线城市的比例分别为 38.80%、26.80%、34.40%; 上海、北京、广州市为主要的养宠城市, 三者占比分别为 19.80%、11.00%、6.50%。可见, 越发达的地区, 养宠意愿越高。2010-2019 年, 我国城镇人口由 6.70 亿增加至 8.48 亿, 城镇化率由 49.95% 提高至 60.60%。未来, 随着城镇人口的增加、城镇化率的提升, 宠物数量、渗透率有望进一步增长。总体而言, 上述经济、人口、城镇化等因素, 将推动我国宠物数量、单只宠物消费金额稳步增长。

图 24: 我国宠物行业市场规模和人均可支配收入



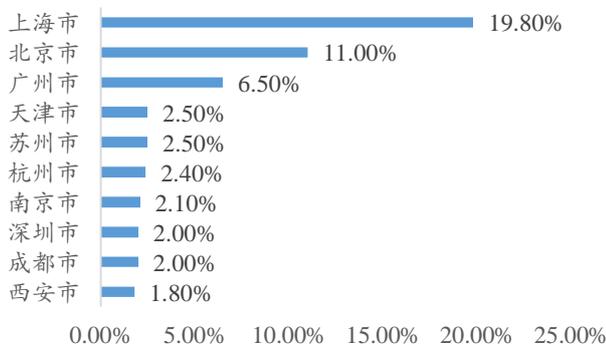
资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

图 25: 我国 65 岁以上人口数量及同比增速



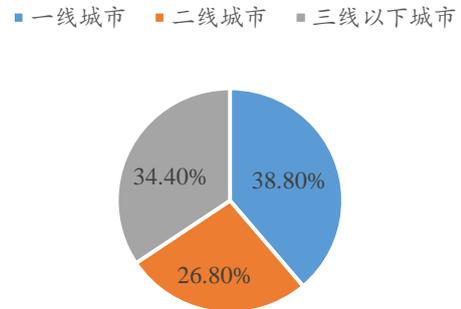
资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

图 26: 养宠人群占比 TOP10



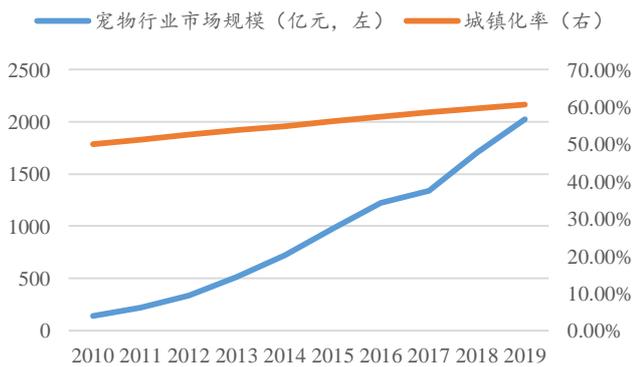
资料来源: 《中国宠物行业白皮书 2019》, 财信证券

图 27: 我国宠物主城市线分布情况



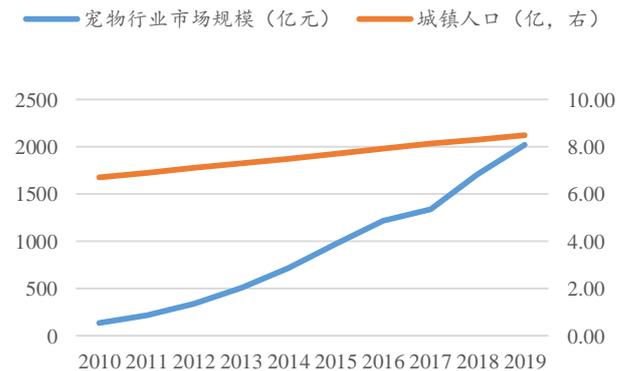
资料来源: 《中国宠物行业白皮书 2019》, 财信证券

图 28: 我国宠物行业市场规模和城镇化率



资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

图 29: 我国宠物行业市场规模和城镇人口



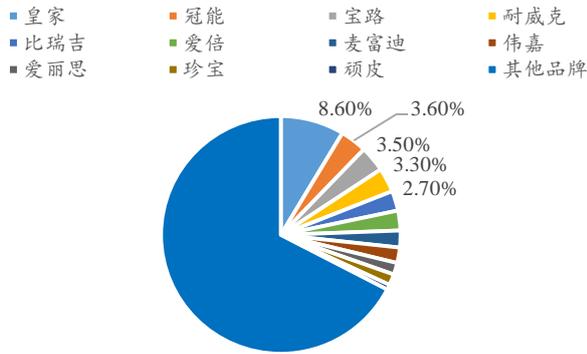
资料来源: 《中国宠物行业白皮书》, Wind, 财信证券

### 2.3 国内宠物食品市场集中度低, 国外品牌占主导

国外品牌份额占比高, 国内品牌快速崛起。据淘数据统计显示, 2015、2018、2019 年淘宝渠道宠物食品 CR5 分别为 21.70%、20.40%、19.60%。对比美国等发达国家, 我国宠物食品市场集中度有待提升。分品牌看, 我国宠物食品行业以国外品牌为主, 皇家、

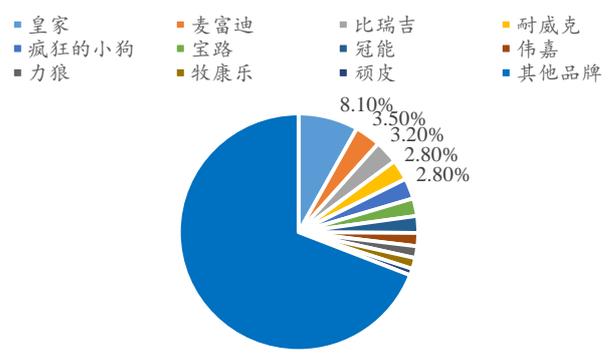
冠能、宝路等国外品牌市场份额稳居行业前列，并与国内品牌保持较大差距。2019年，皇家品牌在淘宝渠道中的宠物食品份额为7.60%，国内领先的宠物食品品牌麦富迪、顽皮的份额为4.40%、1.00%。虽然国内外品牌份额差距仍很大，但国内品牌正迅速崛起，市场份额逐年提高。以皇家、麦富迪、顽皮为例，2015-2019年，皇家品牌在淘宝渠道中的份额由8.60%下降至7.60%，麦富迪的份额由2.30%提升至4.40%，中宠股份的份额由0.70%提升至1.00%。

图 30：2015 年淘宝渠道各宠物食品品牌销售比例



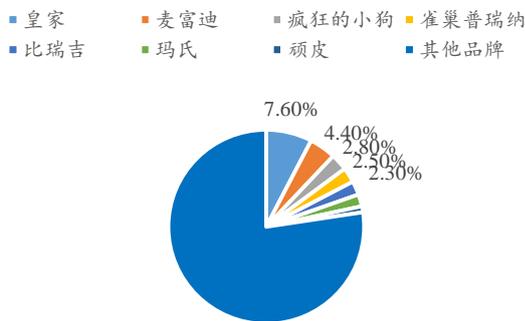
资料来源：淘数据，财信证券

图 31：2018 年淘宝渠道各宠物食品品牌销售比例



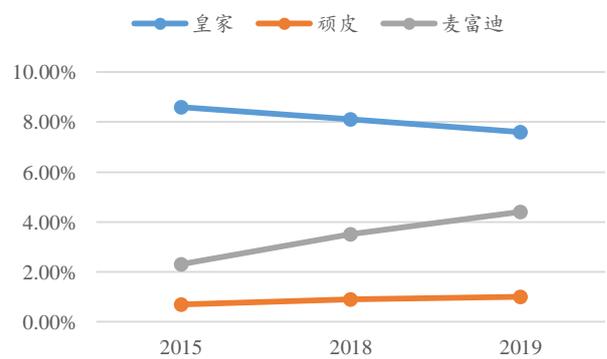
资料来源：淘数据，财信证券

图 32：2019 年淘宝渠道各宠物食品品牌销售比例



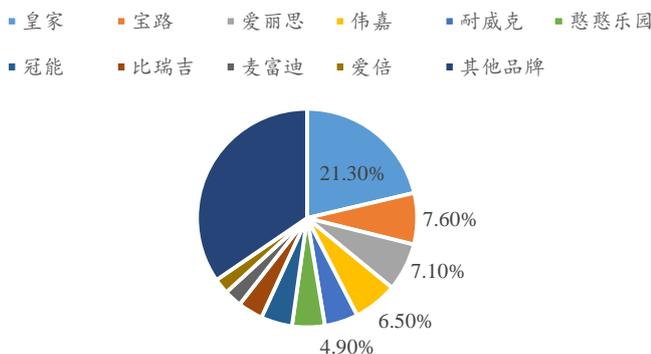
资料来源：淘数据，财信证券

图 33：淘宝渠道皇家、麦富迪、顽皮销售比例变化



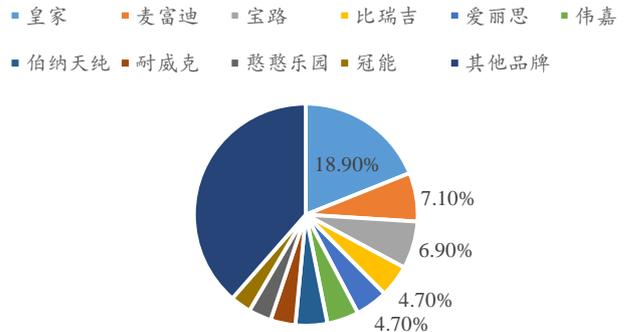
资料来源：淘数据，财信证券

图 34：2015 年京东渠道各宠物食品品牌销售比例



资料来源：京东研究院，财信证券

图 35：2018 年京东渠道各宠物食品品牌销售比例



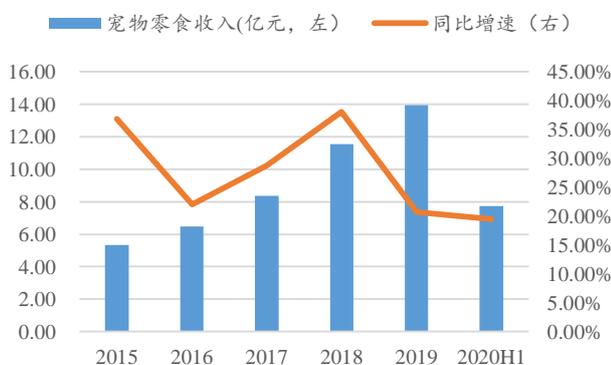
资料来源：京东研究院，财信证券

### 3 竞争优势：产品力+渠道力+品牌力，共筑公司护城河

#### 3.1 产品力：研发能力不断增强，产品品类日益丰富

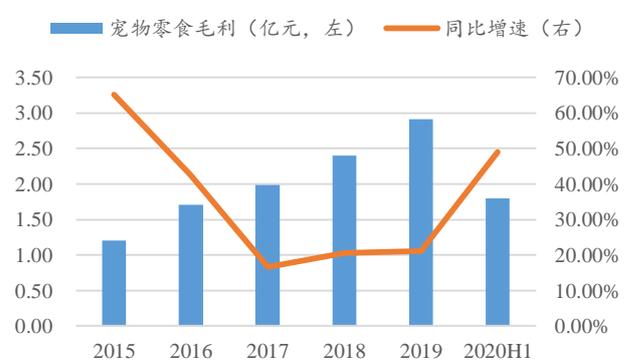
宠物零食贡献主要收入，高端品类不断丰富。2020H1，公司宠物零食业务实现收入 7.72 亿元，同比增长 19.51%，占总营收的比重为 78.13%；实现毛利 1.80 亿元，同比增长 48.96%。2018 年，在零食趋向高端化的背景下，公司收购拥有新西兰真挚 Zeal 品牌的宠物食品公司（The Natural Pet Treat Company Limited），在国内市场推出“磨牙棒·新西兰风干小牛骨”和“新西兰犬猫专用鲜牛乳”等高端宠物零食。其中，新西兰犬猫专用牛乳采用低温乳糖水解技术，主打“零乳糖、易吸收”的宣传点，贴合宠物乳糖不耐受的体质，获得不错的市场反馈。

图 36：2015-2020H1 公司宠物零食收入及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

图 37：2015 年-2020H1 公司宠物零食毛利及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

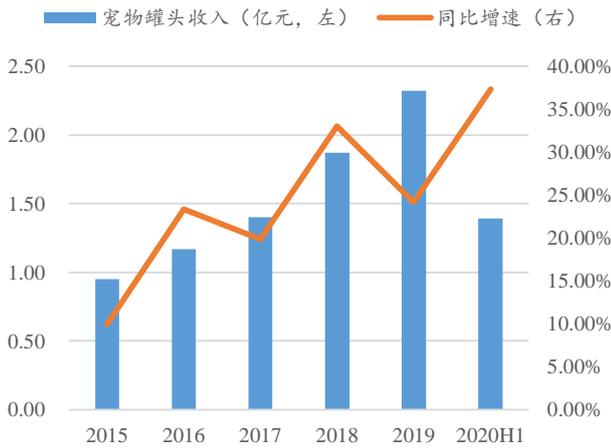
表 3：中宠高端零食：ZEAL 新西兰犬猫专用鲜牛乳



资料来源：中宠天猫旗舰店，财信证券

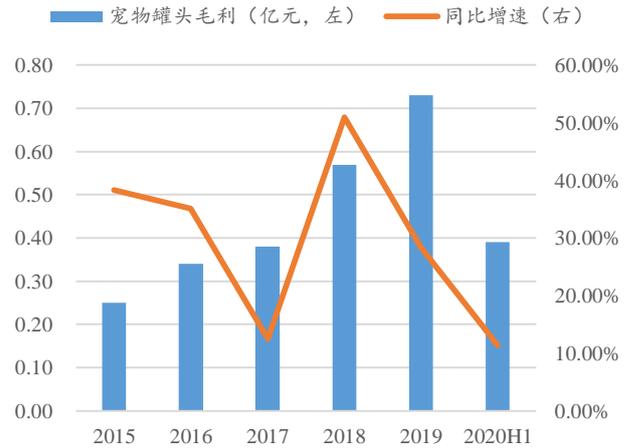
宠物湿粮营收增速较快，鲜系列产品表现良好。2020H1，公司宠物湿粮 1.39 亿元，同比增长 37.35%，占总营收的比重为 14.07%；实现毛利 0.39 亿元，同比增长 11.36%。湿粮品类方面，公司推出鲜系列，包括鲜封包、鲜封罐、鲜封羹等，主打“优质食材、锁水保鲜、美味便携”的宣传点。截止 12 月 1 日，顽皮鲜封包、鲜封罐销量位居中宠天猫旗舰店前 6 名，已成为公司的主力产品。2020 年，在湿粮主食化的背景下，公司推出具有创新性、差异化的主食湿粮产品——顽皮鲜盒，主打“营养全面、可代干粮、高肉含量、水份摄入”的宣传点。该产品符合 AAFCO 美国饲料管理委员会标准，可代替干粮长期食用。

图 38：2015-2020H1 公司宠物湿粮收入及同比增速



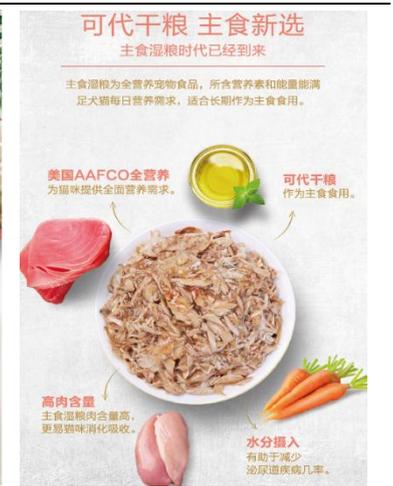
资料来源：Wind，财信证券

图 39：2015 年-2020H1 公司宠物湿粮毛利及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

表 4：自主品牌宠物湿粮：鲜系列之鲜肉羹、顽皮鲜盒

 <p>干粮伴侣 拒绝挑食 WANPY CAT FOOD</p>	 <p>顽皮鲜盒   主食湿粮 真肉看得见 符合 AAFCO 美国饲料管理委员会标准 可代干粮食用!</p>	 <p>可代干粮 主食新选 主食湿粮时代已经到来 主食湿粮为全营养宠物食品，所含营养素和能量能满足犬猫每日营养需求，适合长期作为主食食用。 美国 AAFCO 全营养 为猫咪提供全面营养需求。 可代干粮 作为主食食用。 高肉含量 主食湿粮肉含量高，更易猫咪消化吸收。 水分摄入 有助于减少泌尿道疾病几率。</p>
<p>品类：Wanpy 猫用鲜肉羹 单价：33 元/90g*4 天猫总销量：4012 件</p>	<p>品类：Wanpy 顽皮鲜盒 单价：61.10 元/85g*6 天猫总销量：531 件</p>	

资料来源：中宠天猫旗舰店，财信证券

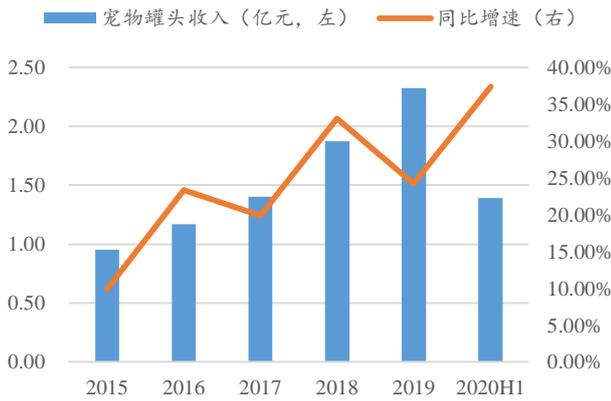
表 5: 自主品牌湿粮: 鲜系列之顽皮鲜封包

<p>Wanpy·猫用鲜封包</p> <h3>什么是顽皮鲜封包</h3> <p>鲜   封   包</p> <p>鲜美优质食材   无菌密封 锁水保鲜   日餐容量 美味便携</p> <p>鸡肉+蟹肉   金枪鱼   鸡肉+鳕鱼   金枪鱼+海燕鱼</p> <p>金枪鱼+三文鱼   鸡肉+虾仁   鸡肉</p>	<p>品类: 猫用鲜封包          单价: 35.90 元/80g*10          天猫总销量: 54421 件</p>	
<p>品类: Happy100 猫用鲜封包          单价: 25.90 元/70g*12          天猫总销量: 32053 件</p>	<p>品类: Happy100 犬用鲜封包          单价: 23.90 元/70g*12          天猫总销量: 25225 件</p>	<p>品类: Wanpy 犬用鲜封包          单价: 35.90 元/80g*10          天猫总销量: 23132 件</p>
<h3>鲜封罐头</h3> <p>均衡营养 拒绝挑食</p> <p>优质鸡肉 肉香浓郁 释放味蕾</p> <p>臻选鸡肉食材</p> <p>含有丰富的钙</p> <p>多种蔬菜</p>	<p>品类: Happy 100 猫用罐头          单价: 39 元/170g*12          天猫总销量: 40939 件</p>	<p>品类: Wanpy 犬用鲜封罐          单价: 35.90 元/375g*6          天猫总销量: 40289 件</p>

资料来源: 中宠天猫旗舰店, 财信证券

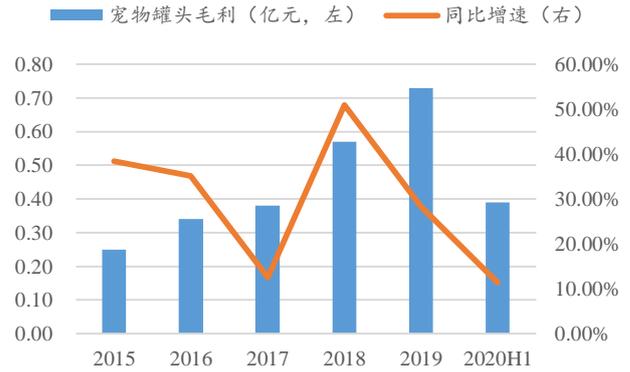
宠物干粮增速最快, 无谷、双拼、全价粮为主要品类。2020H1, 公司宠物干粮实现收入 0.50 亿元, 同比增长 87.20%, 营收增速最快; 宠物干粮占总营收的比重为 5.05%, 较 2019 年提高 1.40 个百分点。2018 年, 公司推出 Wanpy 无谷低敏干粮新品, 主打“五谷低敏、呵护肠道健康”的宣传点。2020 年以来, 公司推出“双拼粮系列”, 在常规干粮的基础上添加肉干或冻干, 提高宠物干粮的含肉量、适口性、营养性。此外, 公司与全球宠物行业知名企业——德国卫塔卡夫公司合资建立干粮工厂, 引进德国配方, 推出“Happy 100 全价粮”, 适用全种类犬或猫。截止 12 月 1 日, 无谷低敏粮、双拼粮、全价粮位居中宠官方旗舰店犬猫主粮前列, 成为公司宠物干粮的重要品类。

图 40: 2015-2020H1 公司宠物湿粮收入及同比增速



资料来源: Wind, 财信证券

图 41: 2015-2020H1 公司宠物湿粮毛利及同比增速



资料来源: Wind, 财信证券

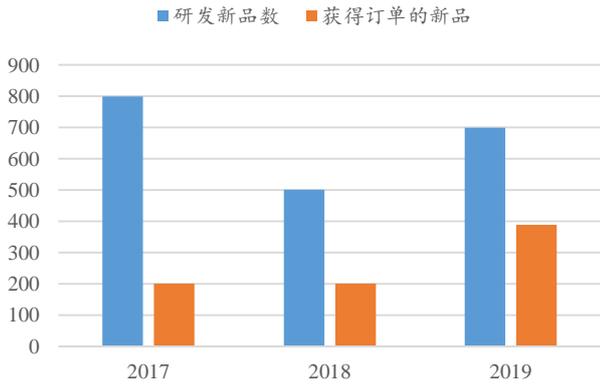
表 6: 自主品牌宠物干粮: 无谷、双拼、全价粮系列

无谷系列	 <p>品类: 无谷低敏全价猫粮 售价: 59 元/2kg 天猫总销量: 10899 件</p>	 <p>品类: 无谷低敏全价犬粮 售价: 128 元/2kg 天猫总销量: 67 件</p>
双拼系列	 <p>品类: 三文鱼冻干双拼猫粮 售价: 139 元/5kg 天猫总销量: 2514 件</p>	 <p>品类: 牛肉双拼犬粮 售价: 119 元/5kg 天猫销量: 1929 件</p>
全价粮	 <p>品类: Happy100 全价猫粮 售价: 59.90 元/2kg 天猫总销量: 4698 件</p>	 <p>品类: Happy100 全价犬粮 售价: 39.90 元/2.5kg 天猫总销量: 8301 件</p>

资料来源: 中宠天猫旗舰店, 财信证券

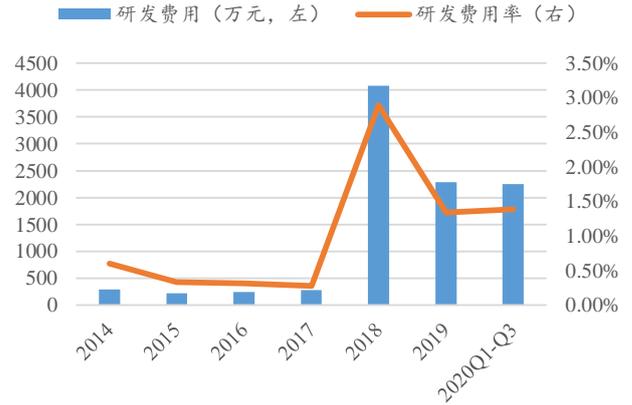
**研发能力大幅增强, 助力新品不断推出。**自 2018 年以来, 公司大幅增加研发投入, 研发人数由 2016 年的 61 人增长至 2019 年的 180 人, 增幅达 195.08%; 研发费用由 2014 年的 294.75 万元增长至 2019 年的 2291.87 万元, 增幅达 677.56%; 研发费用率由 2014 年的 0.60% 增长至 2020Q3 的 1.39%。从研究成果看, 2017-2019 年, 公司研发的新品数分别为 800、500、700 件, 获得订单的新品数分别为 200、200、388 件。2019 年公司获得订单的新品数量较上年同比增长 94%。总的来看, 多年的市场经验积累、研发投入和技术沉淀, 为公司产品推陈出新、品类丰富、品类升级奠定了坚实基础, 支撑公司业绩稳定增长。

图 42: 2017-2019 年公司研发新品数量 (件)



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 43: 2014-2020Q3 公司研发支出情况



资料来源: 公司公告, 财信证券

### 3.2 渠道力: 国外客户资源优质, 国内渠道布局加速

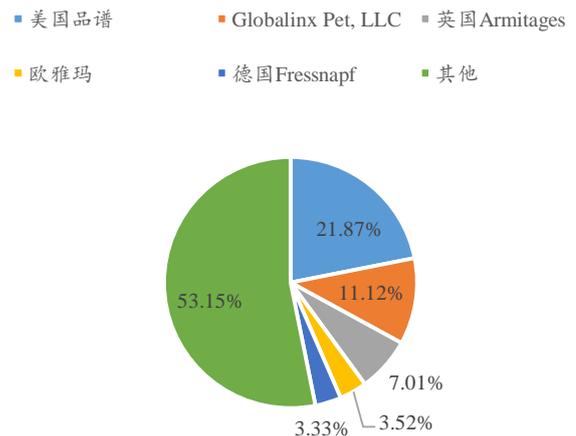
营销网络覆盖 50 多个国家和地区, 国外客户资源优质。公司先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系、HACCP 食品安全体系等认证, 产品出口至美国、日本、加拿大、英国、德国等 50 多个国家和地区, 积累了一批优质的品牌客户资源, 包括美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛、GLOBALINX PET LLC、IRISH DOG FOODS LTD 等国际大型宠物用品零售商及经销商。2015 以来, 美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、GLOBALINX PET LLC 一直为公司前 5 大客户, 客户结构相对稳定。2015-2019 年, 公司前 5 名客户销售占公司同期营业收入的比例分别为 46.80%、52.78%、52.36%、54.51%、54.42%, 前 5 大客户销售占比较高, 稳中有升。

图 44: 公司产品销往全球 50 多个国家和地区



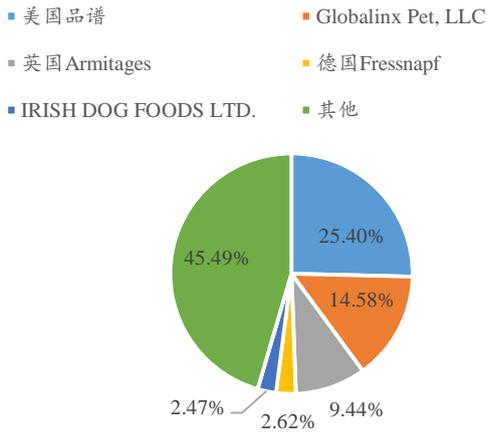
资料来源: 公司官网, 财信证券

图 45: 2015 年公司前 5 大客户销售情况



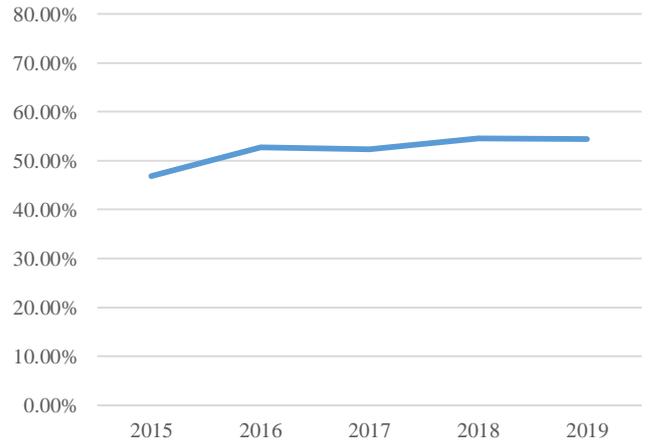
资料来源: 公司官网, 财信证券

图 46: 2018 年公司前 5 大客户销售情况



资料来源: 公司官网, 财信证券

图 47: 2015-2019 年公司前 5 大客户销售占比



资料来源: 公司官网, 财信证券

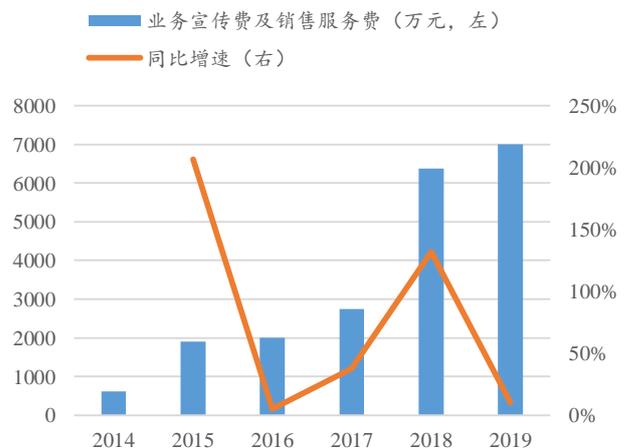
较早布局国内市场, 销售渠道覆盖线上线。1998 年, 公司开始在国内市场销售自主品牌“顽皮 WANPY”系列宠物产品。2014-2019 年, 公司业务宣传费及销售服务费由 619.74 万元增至 7006.61 万元, 增幅达 10.30 倍。经过多年发展, 公司销售网络已覆盖 31 个省级行政区域、110 多个行政区域, 销售渠道涵盖线下、线上。线下渠道主要包括商超、宠物医院和宠物店。2018 年, 公司通过非货币性资产交换的方式使用公司所持有的美联联合股权换取瑞鹏股份 1.25% 的股权, 布局宠物医疗渠道。目前公司产品已进入沃尔玛、家乐福、大润发等众多大全国型连锁超市, 在国内宠物医院和宠物专门店的铺货率达到 80%。线上渠道主要包括直营和经销渠道。2018 年以来, 公司先后与苏宁易购、天猫平台、京东平台签订战略合作协议, 与电商平台强强联合, 开设官方旗舰店。另一方面, 公司先后投资威海好宠、领先宠物、华元德贝等聚焦线上渠道的销售公司, 累计投资额超过 6295 万元。今年以来, 公司先后增资威海好宠、华元德贝、杭州领先, 并同上海宠爱商共同出资设立控股子公司上海中宠, 进一步加强国内销售渠道的拓展。

图 48: 国内销售区域已覆盖 31 个省级行政区域



资料来源: 公司官网, 财信证券

图 49: 2014-2019 年公司业务宣传费及销售服务费



资料来源: 公司公告, 财信证券

表 7: 2017 年 6 月上市以来公司国内渠道布局情况

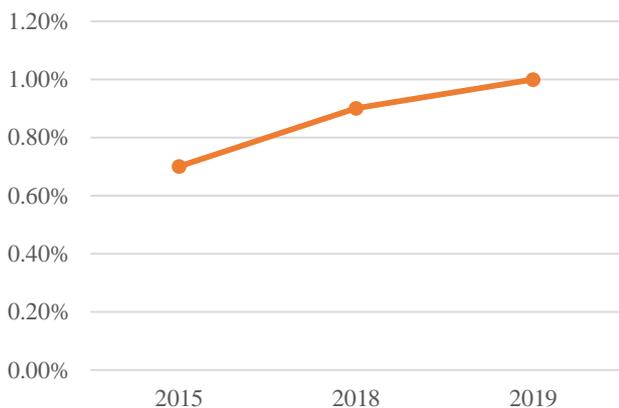
时间	类型	投资标的	标的地址	投资金额	持股比例	注册资本	成立时间
2020.10.23	增资	杭州领先	浙江杭州	200 万	40%	1000 万	2018.8.29
2020.9.21	增资	华元德贝	浙江杭州	275 万	-	500 万	2018.4.19
2020.8.19	合资	上海中宠	上海市闵	300 万	60%	500 万	2020.8.24
2020.4.3	增资	威海好宠	山东威海	255 万	51%	1000 万	2016.5.23
2018.12.18	换股	瑞鹏股份	深圳福田	-	1.25%	36222 万元	2013.11.26
2018.10.11	合资	宁波冠纯	浙江宁波	200 万元	40%	500 万元	2018.8.29
2018.7.26	增资	云宠智能	安徽滁州	3100 万元	31.50%	146 万元	2018.7.20
2018.6.8	增资	云吸猫智	江苏南京	400 万元	51%	204 万元	2018. 5.18
2018.5.25	收购	威海粉橙	山东威海	255 万元	51%	500 万元	2016.5.23
2018.4.25	增资	中宠颂智	安徽合肥	400 万元	51%	500 万元	2014.1.10
2018.4.25	增资	合肥俊慕	安徽合肥	400 万元	51%	204 万元	2014. 1.10
2017.9.25	合资	中宠德益	山东烟台	510 万元	51%	1000 万元	2017.9.25

资料来源: 公司公告, 财信证券

### 3.3 品牌力: 打造以“Wanpy”和“Zeal”为核心的多元化品牌矩阵

借助新媒体、新手段增强品牌力。我国宠物行业正处于快速发展时期, 如何加强消费者教育, 提升公司的品牌形象和消费者忠诚度对企业发展至关重要。经过多年培育与积累, 公司逐步在消费者中建立起良好的品牌形象, 市场份额稳步提高。据淘数据显示, 公司在淘宝渠道的市场份额逐步由 2015 年的 0.70% 提高至 2019 年的 1.00%。今年以来, 公司先后冠名《宠物医院 2》、《我要这样生活》等综艺节目, 同时运用抖音、小红书、哔哩哔哩等新媒体平台进行营销推广, 通过直播带货等新型营销手段扩大公司品牌影响力。此外, 公司通过非公开发行股份募集资金, 拟投入 1.14 亿元建设“营销中心建设及营销渠道智能化升级项目”, 建成后将进一步增强公司的品牌力。

图 50: 2015-2019 年公司淘宝渠道销售份额



资料来源: 淘数据, 财信证券

图 51: 中宠股份冠名《我要这样生活》



资料来源: 公司公告, 财信证券

全球宠物食品领域多元化品牌运营商。2018 年, 公司收购拥有新西兰真挚 Zeal 品牌的宠物食品公司——The Natural Pet Treat Company Limited 的 100% 股权, 进一步丰富高端宠物食品品牌, 逐渐形成以“Wanpy”和“Zeal”为核心、面向高中低端消费群体的多

品牌矩阵。目前，公司拥有“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真摯”、“Happy100”、“Sea Kingdom ”、“Dr. Hao”、“Jerky time”、“King Kitty”以及“脆脆香”等 11 个自主品牌，同时代理“Frisian”、“LIVE”、“Mio9”等品牌产品。其中，公司自主品牌“Wanpy 顽皮”先后被评为“山东省著名商标”、“最受欢迎宠物品牌”和“中国驰名商标”。同时，公司在国内和国外市场使用不同的品牌。在国际市场上，公司先后在日本、美国、欧洲、澳大利亚、加拿大等国家陆续推出了 Wanpy 、 Jerky time 、 Dr.Hao 、 Toptrees 等自主品牌的宠物零食产品。在国内市场，公司主要推行“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真摯”、“Happy100”、“中宠”等品牌。

表 8：公司品牌矩阵

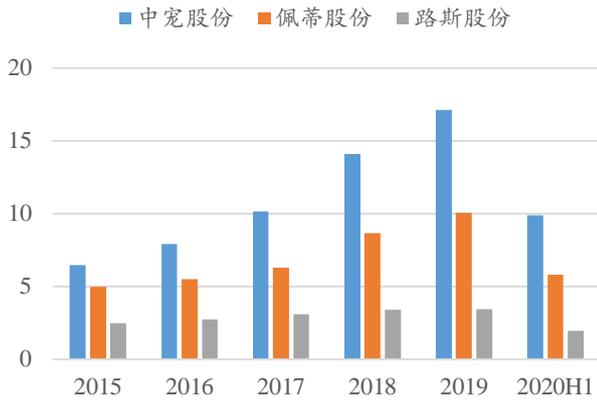
国际品牌				
自主品牌				
代理品牌				
				
代理品牌				

资料来源：公司官网，公司公告，中宠天猫旗舰店，财信证券

### 3.4 同行对比：营收增速领先，收入结构多样

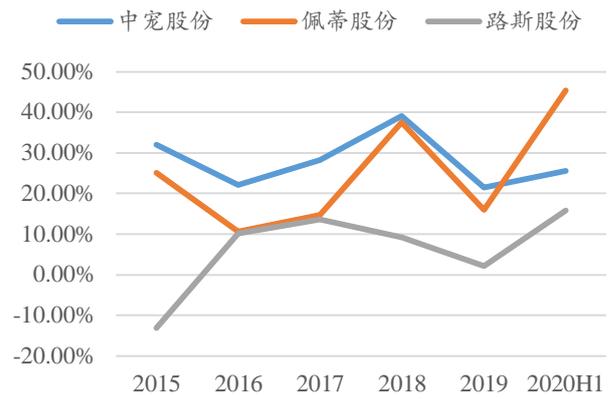
营收增速领先同行，收入结构更加多样。自 2016 年以来，宠物食品公司中宠股份、佩蒂股份、路斯股份的营业收入均保持正增长。其中，中宠股份的营收规模最大，增速更快。2019 年，中宠股份实现营业收入 17.16 亿元，同比增长 21.53%；佩蒂股份实现营业收入 10.08 亿元，同比增长 15.99%；路斯股份实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 2.15%。从收入的区域来源看，三家宠物食品公司均以国外收入为主，但中宠股份、佩蒂股份的国外收入占比呈逐年下降趋势，中宠股份的国外收入占比最低。2019 年，中宠股份、佩蒂股份、路斯股份的国外收入占比分别为 79.83%、85.96%、79.94%。从产品种类来看，三家宠物食品公司均以宠物零食为主。2020H1，中宠股份、佩蒂股份、路斯股份宠物零食业务收入占比分别为 78.13%、94.04%、93.05%。相比于同行，中宠股份宠物罐头、宠物干粮的收入占比更高，产品收入结构更加多元。2020H1，中宠股份宠物罐头、宠物干粮的收入占比分别为 14.07%、5.05%，远高于佩蒂股份、路斯股份。

图 52: 2015-2020H1 同业公司营业收入规模 (亿元)



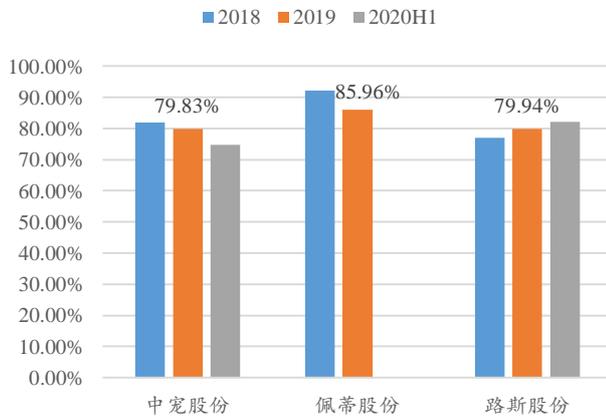
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 53: 2015-2020H1 同业公司营收增速



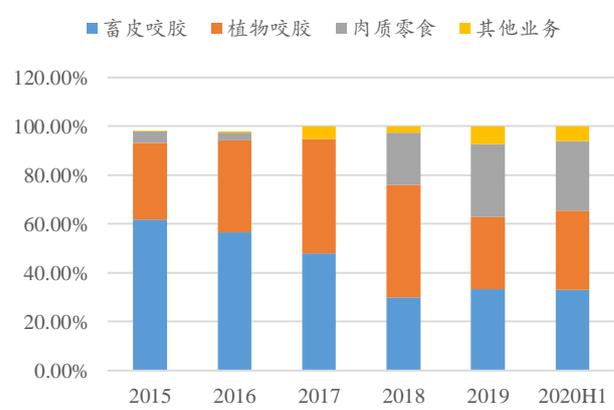
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 54: 2015-2020H1 同业公司国外收入占比



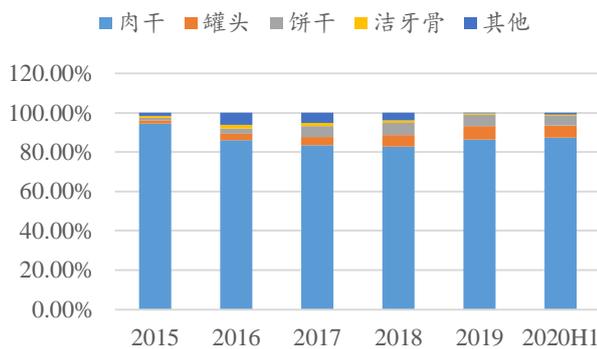
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 55: 2015-2020H1 佩蒂股份各产品收入占比



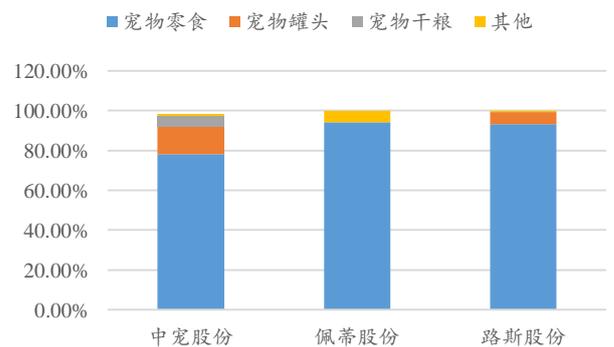
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 56: 2015-2020H1 路斯股份各产品收入占比



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 57: 2020H1 同业公司收入结构对比



资料来源: 公司公告, 财信证券

净利润增速更稳, 管理费用控制能力强。自 2018 年以来, 受中美贸易摩擦、原材料价格上涨、国内市场开拓费用增加等因素影响, 三家宠物食品公司的净利润呈现短期震荡。相比而言, 中宠股份的净利润增速增加稳定, 近年增速处于领先地位。2020H1, 中宠股份实现归母净利润 0.46 亿元, 同比增长 186.31%; 佩蒂股份实现归母净利润 0.43 亿

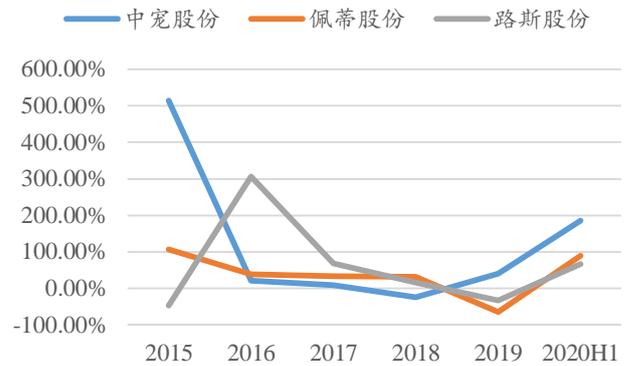
元，同比增长 88.74%；路斯股份实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 66.35%。盈利水平方面，佩蒂股份的毛利率、净利率水平处于行业领先地位，而中宠股份的毛利率、净利率水平较低，主要因为主营产品不同，佩蒂股份销售的畜皮咬胶、植物咬胶毛利率更高。期间费用方面，佩蒂股份的管理费用率较高，中宠股份的销售费用率、财务费用率更高。总体而言，佩蒂、中宠股份的期间费用率较高，且呈现逐年递增的趋势，而路斯股份的期间费用率呈现下降趋势。

图 58：2015-2020H1 同行业公司归母净利润（亿元）



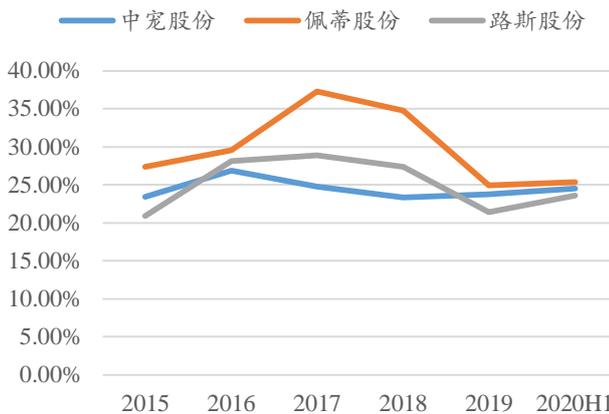
资料来源：公司公告，财信证券

图 59：2015-2020H1 同行业公司归母净利润增速



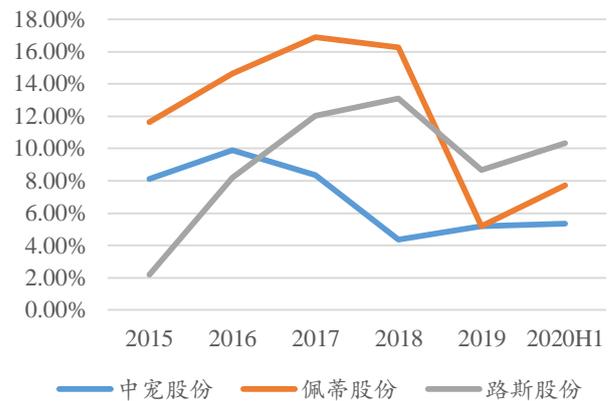
资料来源：公司公告，财信证券

图 60：2015-2020H1 同行业公司毛利率



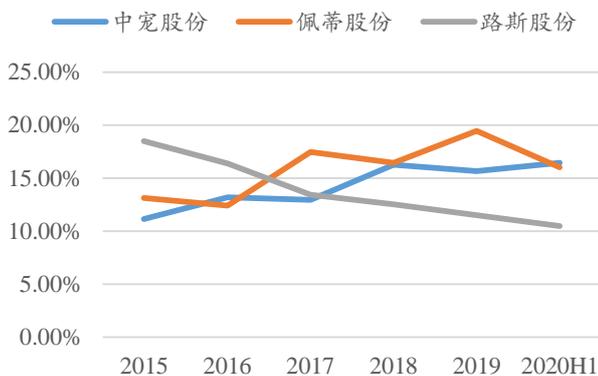
资料来源：公司公告，财信证券

图 61：2015-2020H1 同行业公司净利率



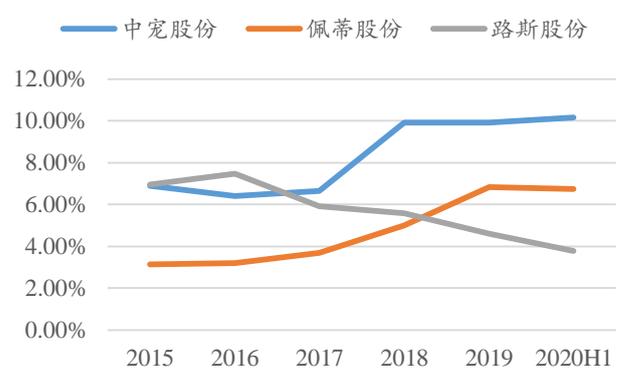
资料来源：公司公告，财信证券

图 62：2015-2020H1 同行业公司期间费用率



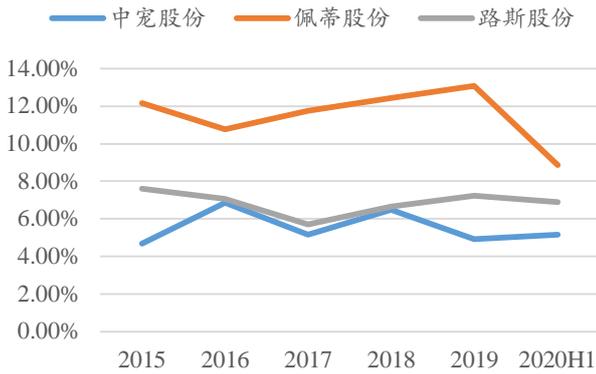
资料来源：公司公告，财信证券

图 63：2015-2020H1 同行业公司销售费用率



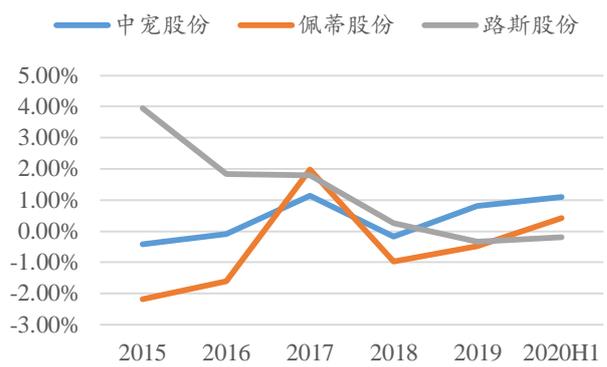
资料来源：公司公告，财信证券

图 64：2015-2020H1 同业公司管理费用率



资料来源：公司公告，财信证券

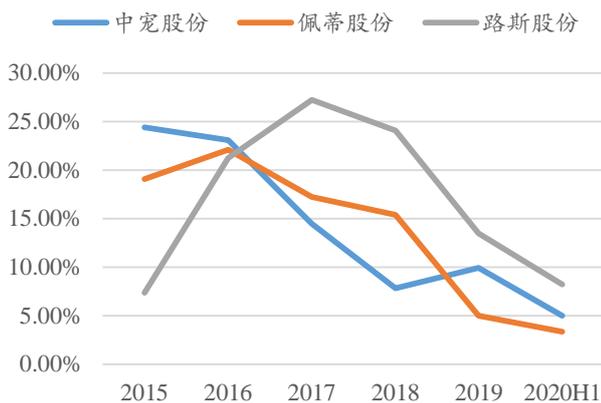
图 65：2015-2020H1 同业公司财务费用率



资料来源：公司公告，财信证券

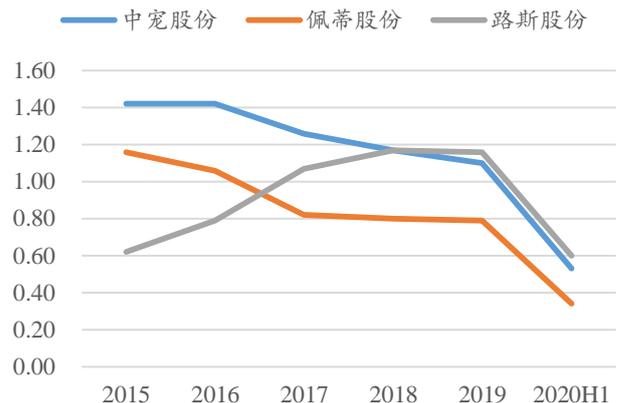
净资产收益率有待提升，资产周转速度快。自 2017 年以来，受净利率下降和总资产周转速度降低等因素影响，宠物食品行业的净资产收益率水平逐年下降。例如，中宠股份的净资产收益率由 2017 年的 14.48% 下降至 2019 年的 9.95%，处于行业靠后水平。对比同行，公司的资产周转速度、经营杠杆处于行业靠前水平。

图 66：2015-2020H1 同业公司净资产收益率



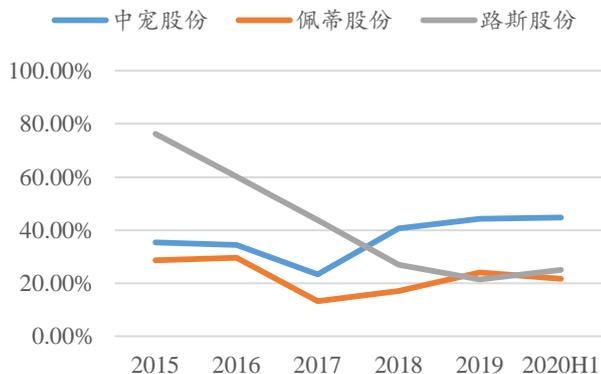
资料来源：公司公告，财信证券

图 67：2015-2020H1 同业公司总资产周转率



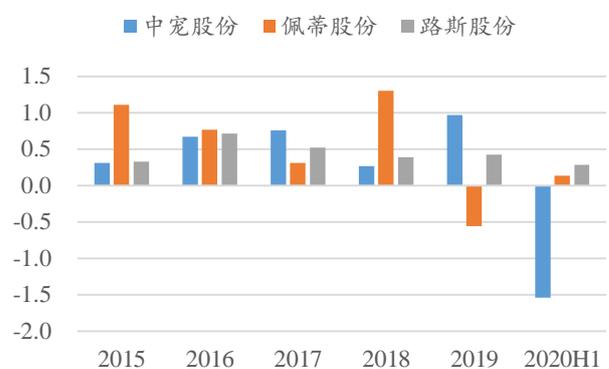
资料来源：公司公告，财信证券

图 68：2015-2020H1 同业公司资产负债率



资料来源：公司公告，财信证券

图 69：2015-2020H1 同业公司经营活动现金流净额



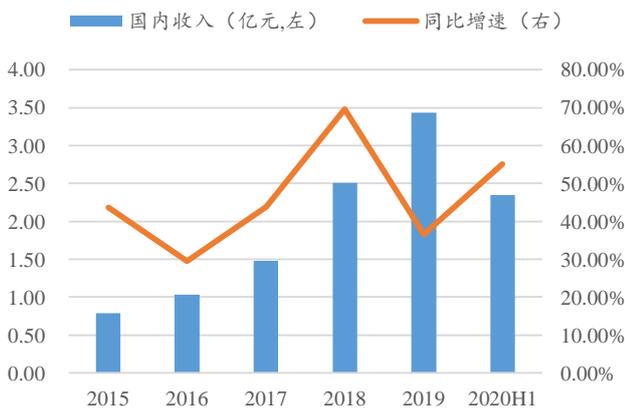
资料来源：公司公告，财信证券

## 4 未来看点：国内收入快速增长，新建产能逐步释放

### 4.1 国内市场增长迅速，毛利率有望提升

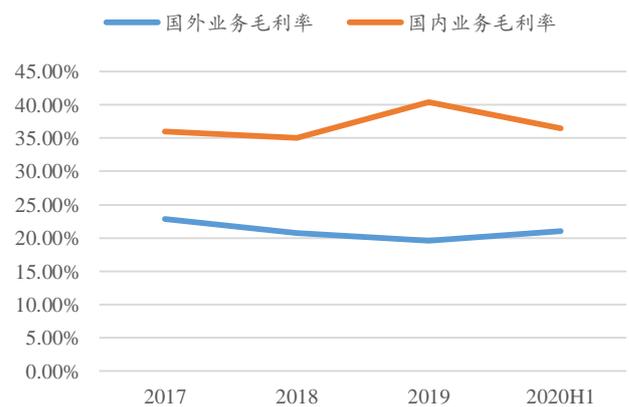
2020H1，公司国内业务实现营收 2.35 亿元，同比增长 55.05%；实现毛利 0.86 亿元，同比增长 28.53%；毛利率为 36.51%，较国外业务毛利率高出 15.47pct。过去三年，受益于国内宠物行业的快速增长和公司市场拓展步伐加快，公司国内营收增速保持在 36% 以上，同时由于国内自主品牌销售占比高，毛利率明显高于国外。2020 年“双 11 购物狂欢节”，公司全网累计销售额超 5000 万元。其中，宠物犬干粮在天猫平台、京东平台的销量分别同比增长 127%、96%；宠物猫干粮在天猫平台、京东平台的销量同比增长 237%、京东平台同比增长 958%。wanpy 狗零食分别位居天猫平台、京东平台第 2 名、第 1 名；Wanpy 猫零食分别位居天猫平台、京东平台第 4 名、第 1 名，“Wanpy 鲜封包”和“Zeal 犬猫专用牛奶”为超级爆品。展望未来，公司有望凭借过硬的产品力、渠道力、品牌力，稳步提高国内市场份额。

图 70：2015-2020H1 国内业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 71：2015-2020H1 国内、国外业务毛利率对比



资料来源：公司公告，财信证券

### 4.2 定增提升主粮产能，主粮产品增长可期

**新建产能逐渐释放，主粮产品增长可期。**目前，公司拥有湿粮产能约 2 万吨，干粮产能 1 万吨。公司 2019 年发行可转债投建的“年产 3 万吨宠物湿粮项目”将于 2020 年 12 月建成投产，投产后公司湿粮产能将增长至 5 万吨。为满足国内市场快速增长的需要、坚定落实“以主粮产品为纲”的发展战略，2020 年 3 月，公司拟非公开发行股票募集 6.52 亿元用于建设“年产 6 万吨宠物干粮项目”和“年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目”，预计于 2022 年建成投产，建成后公司的湿粮、干粮产能将分别增长至 7 万吨。可见，未来两年公司主粮产能将保持高速增长。今年以来，公司干粮销量增长迅速，产能利用率不断提升。2019 年，公司干粮的产能利用率仅为 31.43%，而 2020Q1、2020Q2 干粮产能利用率分别增长至 45.60%、76.34%，其中 2020 年 6 月产能利用率为 81.29%，预计下半年生产线将达到满产状态。

**表 9：中宠股份已建产能分布情况**

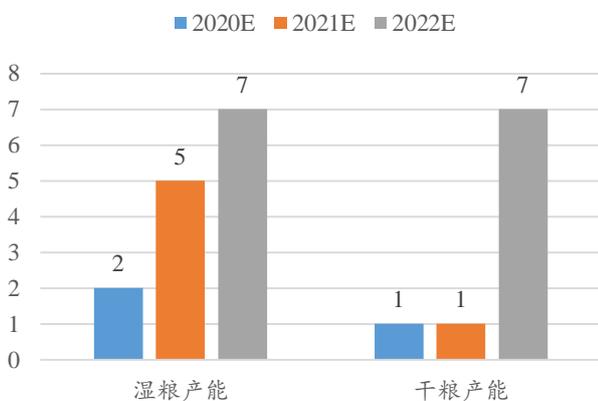
工厂名称	主要产品	工厂地址	投产时间	设计产能(吨)
第一宠物零食工厂	宠物零食	烟台	2003 年 2 月	2000
第三宠物零食工厂	宠物零食	烟台	2006 年 10 月	8000
第四宠物零食工厂	宠物零食	烟台	2009 年 8 月	4000
第六宠物零食工厂	宠物零食	烟台	2018 年 9 月	5000
美国肉干工厂	宠物零食	美国	2014 年 3 月	约 4000
加拿大工厂	宠物零食	加拿大	2018 年 5 月	约 2000
<b>柬埔寨工厂</b>	<b>宠物零食</b>	<b>柬埔寨</b>	<b>2020 年 2 月</b>	<b>6000</b>
宠物饼干、洁齿骨一体化工厂	宠物零食	烟台	2017 年 2 月	5000
宠物罐头工厂（第二）	宠物湿粮	烟台	2012 年 10 月	20000
<b>新宠物湿粮工厂（在建）</b>	<b>宠物湿粮</b>	<b>烟台</b>	<b>预计 2020 年 12 月</b>	<b>30000</b>
宠物干粮工厂（第五）	宠物干粮	烟台	2013 年 5 月	15000
猫砂工厂（第七）	猫砂	烟台	2016 年 8 月	10000
<b>合计</b>				<b>理论产能约 11 万吨</b>

资料来源：公司官网，公司公告，财信证券

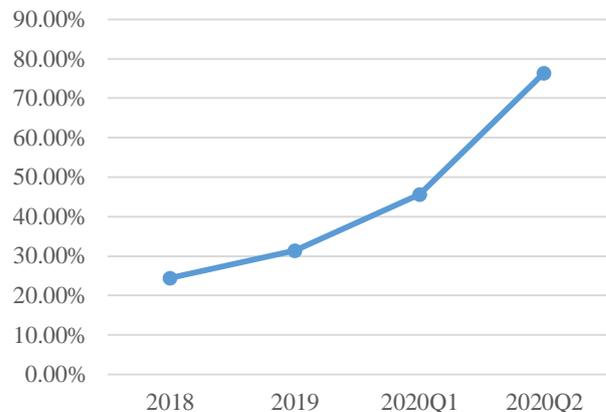
**表 10：2020 年非公开发行项目拟建项目**

项目名称	投资额(万元)	品类	产能	预计达产	地点	建设期
年产 6 万吨宠物干粮项目	23,700.00	干粮	60000 吨	2022 年	烟台市	2 年
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	23,039.00	湿粮	20000 吨	2022 年	新西兰	2 年
营销中心建设及营销渠道智能化升级项目	11,411.00					2 年

资料来源：公司公告，财信证券

**图 72：2020-2022 年公司主粮产能变化（万吨）**


资料来源：公司公告，财信证券

**图 73：2018-2020Q2 公司干粮产能利用率**


资料来源：公司公告，财信证券

## 5 盈利预测与投资建议

欧美发达国家宠物市场进入稳定发展期，公司国外营收预计保持稳定增长；国内宠物市场处于快速发展期，公司持续落实“以国内市场为本、以主粮产品为纲”的发展战略，有望凭借多年积累的、过硬的产品力、渠道力、品牌力获得快速增长。核心假设如下：

(1) 受宠物干粮产能利用率提升、湿粮和零食新建产能释放影响，营业收入将保持快速增长，预计 2020-2022 年公司营业收入增速为 34.52%、21.59%、21.69%；

(2) 受国内收入占比提高、产品结构逐步优化影响，公司毛利率将持续提升，预计 2020-2022 年公司毛利率为 25.24%、26.19%、27.47%；

(3) 受国内市场拓展力度加大、竞争加剧影响，销售费用将保持较高水平，预计 2020-2022 年公司销售费用率为 9.66%、9.56%、9.46%；受公司推进精益化管理，加强费用管控影响，管理费用率将呈下降趋势，预计 2020-2022 年公司管理费用率为 4.78%、4.40%、4.20%。

基于上述假设，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.48/2.28/2.98 亿元，前期预测值为 1.51/2.08/2.87 亿元，略有上调，主要因为国内收入增长好于预期，EPS 为 0.83/1.28/1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 65.44/42.51/32.57 倍。综合考虑可比公司估值和公司业绩增长确定性产生的估值溢价，给予 45-50 倍 PE，对应 2021 年的合理价格区间为 57.60-64.00 元，维持公司“推荐”评级。

## 6 风险提示

核心客户收入占比较大、原材料价格波动、贸易关税政策变动、汇率波动、市场竞争加剧风险。

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1412.26</b>	<b>1716.24</b>	<b>2308.60</b>	<b>2807.03</b>	<b>3415.84</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,083.06	1,307.76	1,725.92	2,071.99	2,477.63	营业收入增长率	39.1%	21.5%	34.5%	21.6%	21.7%
营业税费	5.89	5.25	9.85	10.76	12.70	营业利润增长率	-42.0%	67.7%	89.9%	49.2%	35.8%
销售费用	139.95	170.21	223.01	268.35	323.14	净利润增长率	-23.4%	40.0%	87.7%	54.0%	30.5%
管理费用	50.99	61.30	110.35	123.51	143.47	EBITDA 增长率	-11.4%	80.7%	17.2%	39.1%	39.4%
财务费用	-2.46	14.07	17.36	21.85	21.72	EBIT 增长率	-17.8%	82.8%	20.9%	47.4%	33.4%
资产减值损失	23.88	-19.96	10.00	-5.50	10.00	NOPLAT 增长率	-40.0%	63.8%	92.1%	52.0%	28.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.27</b>	<b>0.15</b>	<b>0.09</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.02</b>	投资资本增长率	65.8%	24.8%	34.0%	12.0%	23.1%
投资和汇兑收益	-5.91	-4.80	-3.53	-4.74	-4.36	净资产增长率	8.2%	13.5%	17.1%	20.5%	22.7%
<b>营业利润</b>	<b>65.52</b>	<b>109.90</b>	<b>208.67</b>	<b>311.32</b>	<b>422.81</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.38	8.34	2.93	4.55	5.27	毛利率	23.3%	23.8%	25.2%	26.2%	27.5%
<b>利润总额</b>	<b>67.90</b>	<b>118.23</b>	<b>211.60</b>	<b>315.87</b>	<b>428.08</b>	营业利润率	4.6%	6.4%	9.0%	11.1%	12.4%
减:所得税	6.36	28.93	43.25	56.69	89.84	净利润率	4.0%	4.6%	6.4%	8.1%	8.7%
<b>净利润</b>	<b>56.44</b>	<b>79.01</b>	<b>148.27</b>	<b>228.27</b>	<b>297.90</b>	EBITDA/营业收入	9.2%	13.6%	11.9%	13.6%	15.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	7.2%	10.9%	9.8%	11.9%	13.0%
货币资金	102.58	166.77	184.69	224.56	273.27	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	0.01	0.05	0.02	0.02	固定资产周转天数	77	90	84	81	90
应收帐款	183.13	246.31	287.01	363.19	440.27	<b>流动营业资本周转天数</b>	59	59	60	59	60
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	147	139	136	134
预付帐款	9.78	12.20	22.63	17.13	29.27	应收帐款周转天数	40	45	42	42	42
存货	273.94	294.60	481.05	433.28	661.37	存货周转天数	61	60	60	59	58
其他流动资产	66.88	44.07	47.05	52.67	47.93	总资产周转天数	307	326	298	287	274
可供出售金融资产	27.00	-	9.00	12.00	7.00	投资资本周转天数	173	199	192	192	186
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	32.30	68.15	68.15	68.15	68.15	ROE	7.6%	9.4%	15.0%	19.3%	20.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	5.3%	7.9%	11.0%	11.9%
固定资产	431.15	427.74	652.26	605.43	1,100.20	ROIC	11.2%	11.1%	17.1%	19.4%	22.2%
在建工程	6.79	153.64	116.29	348.29	-	<b>费用率</b>					
无形资产	45.77	46.27	45.34	44.42	43.49	销售费用率	9.9%	9.9%	9.7%	9.6%	9.5%
其他非流动资产	228.03	240.44	208.71	191.81	176.16	管理费用率	3.6%	3.6%	4.8%	4.4%	4.2%
<b>资产总额</b>	<b>1,407.35</b>	<b>1,700.21</b>	<b>2,122.24</b>	<b>2,360.95</b>	<b>2,847.14</b>	财务费用率	-0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%
短期债务	255.00	270.03	552.90	521.00	587.91	三费/营业收入	13.3%	14.3%	15.2%	14.7%	14.3%
应付帐款	196.97	207.91	295.83	328.66	416.98	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	7.55	1.66	3.65	4.82	资产负债率	40.8%	44.3%	47.8%	43.4%	42.4%
其他流动负债	77.05	89.79	73.74	83.64	87.04	负债权益比	68.8%	79.6%	91.4%	76.8%	73.7%
长期借款	42.00	29.40	36.46	20.00	21.39	流动比率	1.20	1.33	1.11	1.16	1.32
其他非流动负债	2.69	149.08	53.09	68.29	90.15	速动比率	0.69	0.82	0.59	0.70	0.72
<b>负债总额</b>	<b>573.70</b>	<b>753.75</b>	<b>1,013.68</b>	<b>1,025.24</b>	<b>1,208.29</b>	利息保障倍数	-41.63	13.29	13.02	15.25	20.47
<b>少数股东权益</b>	<b>89.56</b>	<b>102.47</b>	<b>121.55</b>	<b>151.94</b>	<b>191.39</b>	<b>分红指标</b>					
股本	100.00	170.01	178.76	178.76	178.76	DPS(元)	0.05	0.05	0.12	0.19	0.24
留存收益	636.22	605.54	808.25	1,005.00	1,268.70	分红比率	17.7%	12.9%	14.7%	15.1%	14.3%
<b>股东权益</b>	<b>833.64</b>	<b>946.45</b>	<b>1,108.56</b>	<b>1,335.71</b>	<b>1,638.84</b>	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	61.54	89.31	148.27	228.27	297.90	EPS(元)	0.32	0.44	0.83	1.28	1.67
加:折旧和摊销	38.28	65.87	47.76	47.76	86.44	BVPS(元)	4.16	4.72	5.52	6.62	8.10
资产减值准备	23.88	23.39	-	-	-	PE(X)	171.90	122.81	65.44	42.51	32.57
公允价值变动损失	0.27	-0.15	0.09	-0.01	-0.02	PB(X)	13.04	11.50	9.83	8.20	6.70
财务费用	-2.81	14.17	17.36	21.85	21.72	P/FCF	-301.69	517.86	-521.61	358.55	425.19
投资收益	5.91	4.80	3.53	4.74	4.36	P/S	6.87	5.65	4.20	3.46	2.84
少数股东损益	5.09	10.30	20.08	30.91	40.34	EV/EBITDA	42.75	40.38	36.99	26.52	19.21
营运资金的变动	-92.22	-88.19	-140.76	31.72	-203.81	CAGR(%)	61.5%	55.9%	25.7%	61.5%	55.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>27.16</b>	<b>96.87</b>	<b>96.32</b>	<b>365.24</b>	<b>246.92</b>	PEG	2.80	2.20	2.55	0.69	0.58
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-367.98</b>	<b>-199.40</b>	<b>-246.60</b>	<b>-239.69</b>	<b>-231.37</b>	ROIC/WACC	1.12	1.10	1.70	1.92	2.21
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>227.61</b>	<b>163.80</b>	<b>168.20</b>	<b>-85.68</b>	<b>33.15</b>	REP	5.87	8.13	4.23	3.32	2.38

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438