

证券研究报告—首次覆盖

食品饮料

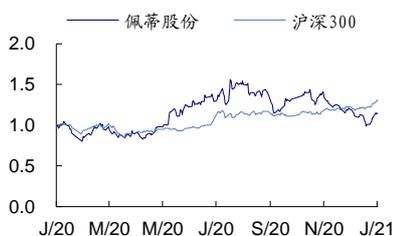
食品

佩蒂股份(300673)
买入

合理估值: 43.3-46 元 昨收盘: 33.3 元 (首次评级)

2021年01月11日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	170/109
总市值/流通(百万元)	5,653/3,624
上证综指/深圳成指	3,551/15,188
12个月最高/最低(元)	45.67/21.25

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

深度报告

宠物咬胶领军者，国内扬帆起航

● 行业判断：我国宠物食品行业国产崛起、龙头集中是必然

国外发达国家宠物市场相对成熟，呈现低增速和寡头垄断格局：例如美国宠物食品市场规模约 1400 亿，复合增速约 5%，CR2 达 47%。中国宠物食品市场规模较小（近 440 亿元），但随着人口老龄化、独居人口比例提升、消费升级等多重因素影响呈现高增长态势，过去 5 年 CAGR 超 30%；同时从竞争格局来看国外品牌市场份额占比较高，国内品牌市场份额分散处于战国混战时代。我们判断未来国产品牌崛起和市场份额持续龙头集中是必然趋势，公司受益。

● 公司介绍：宠物咬胶领军者，国外基本盘稳定，国内拓展前景看好

公司 2002 年领先于行业开始宠物咬胶生产和研发，并参与了国家相关标准的制定，是国内宠物咬胶生产的先行者和领军企业，同时积极开拓宠物肉质零食等其他领域。经过二十年的发展，公司积淀了领先的技术优势、全球的产能布局 and 一定的品牌优势，目前 85% 收入仍来自于海外市场的 ODM 业务（主要集中在美国、欧洲和澳洲）；18 年开始公司通过自主品牌积极开拓国内市场；呈现快速增长态势，前景看好。

● 公司核心竞争力突出：20 载积淀，研发、供应链和品牌优势明显

公司经过近 20 年发展已从三方面积累起比较明显的护城河：①技术和研发优势：公司参与制定国家标准，同时多年持续研发投入积累较深研发优势；②产能和供应链优势：公司在全球原材料采购和产能布局已形成，成本优势明显；③品牌力优势：经过多年积累和海外客户拓展，品牌力领先国内很多杂牌企业。

● 盈利预测与投资建议：海外基本盘稳定，国内高增可期

公司在海外市场通过专利和客户深度绑定、客户忠诚度高，预计未来海外业务基本盘稳定增长。同时，受益于国内市场的快速发展，公司利用自身优势，通过多品牌多渠道战略，未来有望高于行业增长。同时，考虑上游原材料价格回落带来的公司盈利能力提升的拐点已现，我们预计公司 20-22 年收入和利润分别为 12.95/16.38/20.75 亿和 1.34/1.69/2.15 亿，对应 EPS 为 0.91/1.15/1.47 元，对应当前股价 PE 为 34.8/27.6/21.6X，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险；海外贸易关税加码风险；核心客户流失风险。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1008	1295	1638	2075
(+/-%)	16%	28%	26%	27%
净利润(百万元)	50	134	169	215
(+/-%)	-64%	168%	26%	28%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.91	1.15	1.47
EBIT Margin	7.3%	10.8%	11.0%	12.1%
净资产收益率(ROE)	4.9%	11.9%	13.5%	15.2%
市盈率(PE)	93.2	34.8	27.6	21.6
EV/EBITDA	51.5	30.0	23.5	17.7
市净率(PB)	4.5	4.1	3.7	3.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司概况：宠物咬胶生产代工龙头企业

1.1 公司简介：海外宠物功能食品 ODM 龙头，自有品牌发力进军国内市场

公司是国内宠物咬胶生产代工龙头企业，主要从事宠物咬胶的 ODM 业务，产品主要销往美国、欧洲和澳洲；同时近年来在国内市场通过自有品牌、多渠道拓展，积极开拓国内市场。公司主营宠物食品中的宠物咬胶的研发、生产及销售（收入占比约在 65%左右），同时也拓展了营养肉质零食等其他宠物食品业务。经过多年发展，公司已经积累了一定的品牌、供应链和研发优势。展望未来，我们认为国外市场业务在较强客户粘性的背景下有望维持稳定增长；同时，在国内宠物食品市场快速增长的背景下，公司国内业务有望快速发展，成为公司增长的主要驱动力。

图 1：公司采取多品牌战略进军国内市场



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

1.2 历史沿革：通过 20 年发展，构筑品牌、供应链和产能优势，从国外走向国内，从 ODM 走向自主品牌

公司 2002 年成立，开始进行宠物咬胶的研发和生产，是国内宠物咬胶行业的先行者。2002 年公司在温州正式注册成立，并于 2003 年在江苏泰州搭建起 100 亩的宠物咬胶生产基地，领先行业开始进军国内咬胶行业；并在 2005 年首次通过 ISO9001、HACCP 的双体系认证，取得宠物狗咬胶的生产方法和发明专利授权。随后公司在 2008 年主持制定了《宠物食品-狗咬胶》的国家标准，并于 2009 年代表中国宠物企业接受欧盟“FVO”官员的检查，取得官方认可。由于当时国内宠物咬胶行业还处于萌芽阶段，公司主要以给国外企业做 ODM 代工为主，历史来看，公司海外业务占比持续在 85%以上。2013 年起，公司先后在越南、新西兰、柬埔寨等地收购生产基地，在亚洲、东南亚和澳洲形成产能布局。

- ✓ 公司 2002 年成立，在创立伊始主营畜皮咬胶，2012 年成功研发植物咬胶，丰富了咬胶产品的品类，同时近年来公司宠物营养肉质零食业务发展迅速已经成为了公司的第三大业务。
- ✓ 公司产品主销海外，并于 2018 年起实施“双轮驱动”战略，在保持国外市场竞争优势的同时，通过自主品牌齿能、爵宴、好适嘉等，发力拓展国内市场。

图 2: 公司逐步走向全球化产能布局发展历程图



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司重大事件和历史沿革发展示意图

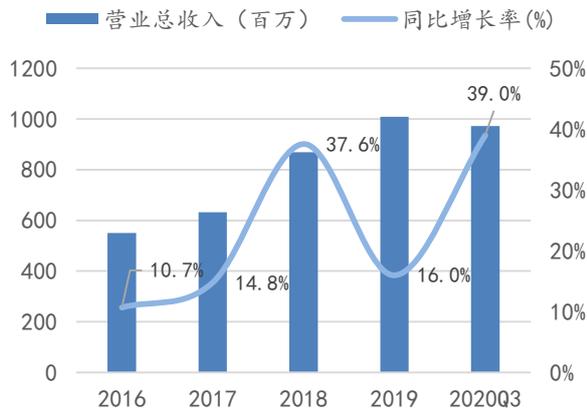


资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

历史来看, 随着公司业务的开拓, 全球产能布局逐渐完善, 公司收入和利润增速持续保持双位数以上高速增长。公司 2016-2019 年营收从 5.51 亿增至 10.08 亿, 三年 CAGR 为 22.35%; 2016-2018 的归母净利润从 0.80 亿增至 1.40 亿, 两年 CAGR 为 32.13%。2019 年为特例, 由于受中美贸易冲突加关税和原材料价格上涨双重负面因素影响, 导致公司利润增速(-67%)远低于收入增速(16%)。2020 年随着原材料(鸡肉)价格回落到正常水平, 公司毛利率和净利率有望大幅改善。

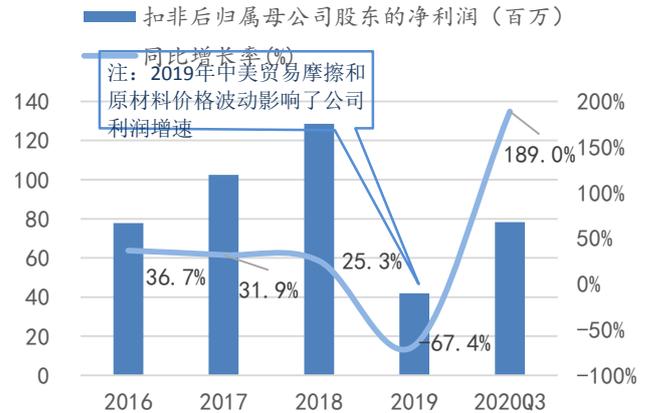
展望未来, 我们认为公司将持续受益于国内宠物食品市场的高增长, 同时借助先发的技术、供应链、品牌等优势, 未来有望在国内的战国混战竞争格局中胜出成为佼佼者(本文第三部分我们将详细讨论)。

图 4: 2016 年-2019 年公司收入复合增速 22%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 大部分年份公司利润增速维持在 30% 以上



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1.3 股权结构: 股权激励到位的民营企业

陈振标与郑香兰夫妇合计持有公司 34.29% 的股权, 是公司的实际控制人。陈振录为陈振标的弟弟, 持有公司 11.99% 的股份, 为公司的第二大股东。同时, 公司重视高管激励, 核心高管均有持股, 同时公司在 2018 年实施了限制性股票激励计划, 但由于仅 2018 年业绩承诺到解禁条件, 2019 年未达标, 2020 年预计达标亦有难度, 因此, 整体激励效果比预计的要少。

- ✓ 2018 年股权激励方案为向中高层及核心员工等 92 人定向发行 236 万股限售股, 经调整后首次向 89 人授予 196 万股, 占公司总股本的约 1.63%, 授予价格为 21.65 元/股。
- ✓ 激励解除限售业绩考核条件为: 以 2017 年净利润为基数, 2018/2019/2020 的增长率不低于 30%/50%/70%, 对应三年利润考核为 1.39/1.60/1.81 亿元。公司 2018 年净利润 1.41 亿, 达到业绩目标, 解除限售比例为 40%; 但 2019 年公司利润大幅下降至 0.53 亿未能达标, 30% 限售股份回购注销; 我们预计 2020 年公司要达业绩条件亦有较大难度——需实现 342% 的利润同比增长率, 我们预计 (2020Q3 利润为 0.85 亿, 同比增长 154%)。

图 6: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2018 年股权激励限制性股票授予情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占公司目前总股本的比例
1.	唐照波	副总经理董事会秘书	8	3.39%	0.07%
2.	朱峰	财务总监	8	3.39%	0.07%
3.	王冬	副总经理	2.1	0.89%	0.0275%
4.	子公司负责人、中层管理人员、对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工 (89 人)		177.9	75.38%	1.48%
5.	预留股票		40	16.95%	0.33%
	合计 (92 人)		236	100%	1.97%

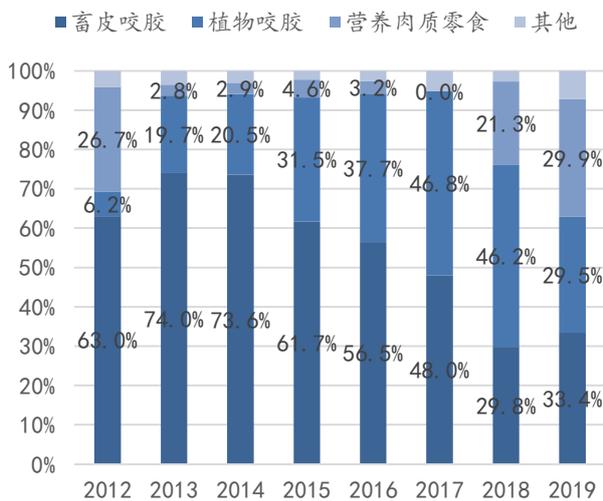
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

1.4 业务结构: 咬胶为主, 其他宠物食品增速快; 海外占比高, 国内快速发展

公司目前主要收入来源为畜皮咬胶、植物咬胶和营养肉质零食分别占比约为 33%、30%和 30% (以 2019 年数据为例)。

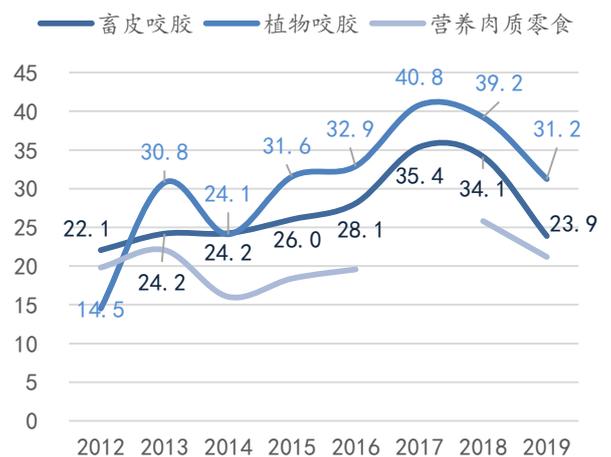
- ✓ 畜皮咬胶: 为公司传统优势业务, 历史看毛利率约为 25%左右, 受主要原材料鸡肉价格波动有一定影响。随着公司植物咬胶业务的发展, 畜皮咬胶收入占比持续降低。
- ✓ 植物咬胶: 公司 2012 年成功研发植物咬胶, 由于原材料价格相较畜皮咬胶更便宜, 毛利率更高, 近年来均超过 30%, 且随着植物咬胶市场推广逐渐成熟, 收入占比在持续提升。
- ✓ 宠物肉质零食: 近年来, 肉质零食业务快速发展, 未来有望成为公司新的增长来源。

图 7: 公司收入主要由畜皮、植物咬胶和营养肉质零食构成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 植物咬胶毛利率更高, 畜皮咬胶次之



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

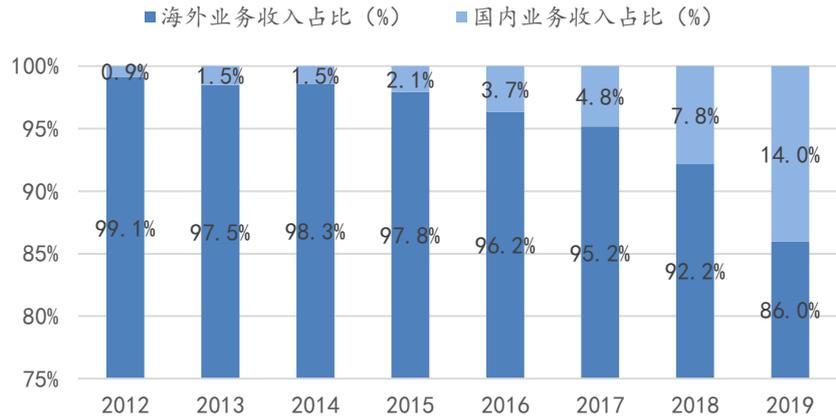
分地区看, 目前公司收入主要来自海外业务 ODM 代工, 占比在 85%以上; 国内业务虽只发展 2-3 年, 收入占比较低, 但前景看好, 未来有望持续高增长, 成为公司增长的最重要来源。

- ✓ 海外市场: 公司主要采用 ODM 模式为客户代工宠物食品, 产品绝大部分

销往北美、欧洲等地，与国外知名的品牌商、商超、宠物连锁店建立长期合作的稳定关系，通过“以销定产”的方式组织生产完成销售。

- ✓ 国内市场：公司自 2018 年起正式开始发力拓展国内市场，主要通过创建自有品牌，涵盖多品类宠物食品，与线上+线下、自营+经销等多渠道销售的方式积极拓展市场，成果显著：国内业务收入从 2017 年的 0.30 亿增长至 2019 年的 1.42 亿，呈现快速增长态势，未来持续高速增长可期。

图 9：公司以海外业务为主，国内业务基数低增速较快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

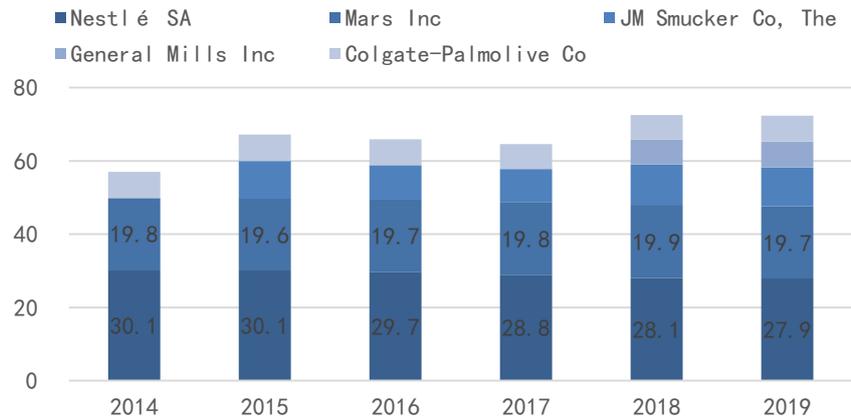
我国宠物食品行业：国产崛起、份额提升是必然

2.1 国外宠物食品市场现状：规模大、低增速、寡头垄断

国外发达国家宠物食品市场发展多年，较为成熟，呈现规模大、低增速、寡头垄断的特征。根据欧睿咨询的统计数据，全球宠物行业的消费规模 2019 年已超 1400 亿美元，分地区看北美市场是消费规模最大的地区，占比超 40%；分结构看，宠物食品占宠物行业的消费规模最大；且宠物食品中高端食品和功能性零食的增长更快。以美国为例：

- ✓ 整体规模大、增速低：2019 年美国宠物食品市场规模为 263.5 亿美元，同比增长 5.2%。
- ✓ 结构来看，随着宠物主对宠物健康的日益关注，高端食品与功能性零食增速更快，过去五年的复合增速也超过了整体美国宠物市场规模的增速；占比持续提升，2019 年分别达到了 43.5%和 22.3%。
- ✓ 竞争格局稳定，寡头垄断：经过多年的整合发展，美国宠物食品龙头企业的集中度不断提升，CR3 市场份额超过 50%，CR5 市场份额超 70%。其中，玛氏(Mars)和雀巢(Nestle)市场份额分别为 27.9%与 19.7%，呈现寡头垄断竞争格局。

图 10: 美国市场呈现寡头垄断态势, 两大龙头份额占比 47.6%

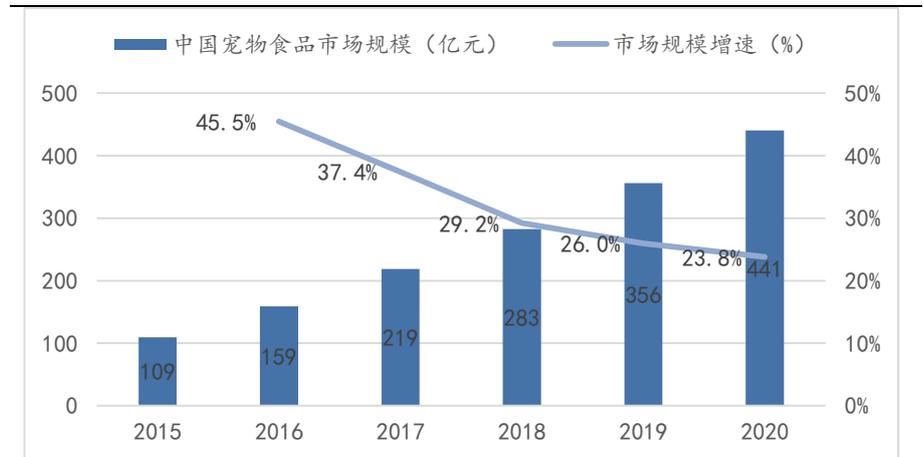


资料来源:欧睿咨询, 国信证券经济研究所整理

2.2 中国宠物食品市场刚起步, 规模小、增速快, 多因素驱动快速成长

我国宠物食品行业起步较晚, 处于快速发展期, 呈现高增长态势。欧睿数据显示, 中国宠物食品行业规模 2015 年至 2020 年从 109.4 亿元增长至 440.5 亿, 5 年 CAGR 为 32.1%, 整体市场规模不大, 但始终保持较高增速。在消费升级的趋势下, 宠物食品的细分行业中, 高端食品、宠物零食和药品细分的增速较整体行业增速更快 (根据《2019 中国宠物行业白皮书》调研情况)。

图 11: 中国宠物食品的市场规模较小, 但保持较快增速



资料来源:欧睿咨询, 国信证券研究所整理

对比国外, 由于我国独居人口率持续提升、消费升级 (人均可支配收入提升)、宠物家庭地位提升等因素, 我国户均养宠数和单只宠物年均支出均有较大提升空间, 因此, 我们判断未来我国宠物食品行业将持续保持高增长。

- ✓ 中国的户均养宠数量对比成熟市场较低, 未来有望快速增长: 中国目前的户均养宠数为 0.27 只, 对比美国、日本的 1.46、0.35 只, 差距明显。由于中国老龄化程度加剧、结婚率下降、晚婚比例上升, 缺乏陪伴的空巢老人和单身青年人群的数量在迅速增加。宠物具有高度拟人化的特性以及可以承载情感上的寄托, 越来越多的独居人群开始考虑饲养宠物作为日常生活的陪伴, 户均养宠数有望快速增加。
- ✓ 单只宠物年均支出在迅速提升: 根据欧睿咨询数据, 我国对单只宠物在宠

物食品上的年均支出为 194 元，而美国、日本的相关年均支出均超 1400 元，是中国的 7 倍。随着我国人均可支配收入的提高，以及宠物家庭地位的提升，居民为宠物消费的能力与意愿都在增强。根据《2019 宠物行业白皮书》，我国单只宠物的年均开支 2017-2019 年的 CAGR 为 13.1%，远超同期城镇居民人均可支配收入的增速 7.9%，反映出我国宠物支出的快速增长。

2.3 国内竞争格局：相对分散，国产替代和集中度提升是必然趋势

现状：国内市场份额相对分散，仍处于战国混战阶段

国内市场份额分散，2019 年 CR5 的市占率约为 22.5%，其中市占率第一的是在美国市场同为龙头的玛氏，占 11.4% 的份额，其余品牌的市占率均在 4% 以下。纵向对比来看，行业市占率前二大的品牌从 2014 年到 2019 年的市场份额呈现逐年降低的态势（分别从 17.6% 降至 11.4%、7.4% 降至 3.9%），相反许多新兴品牌在这 5 年间实现了从 0 到 1 的突破，整体市场处于战国混战的阶段，没有形成绝对的龙头。我们认为市场份额的重新洗牌，将为众多新兴品牌的发展带来机会。

表 2: 国内 CR10 品牌 2014-2019 年市占率情况

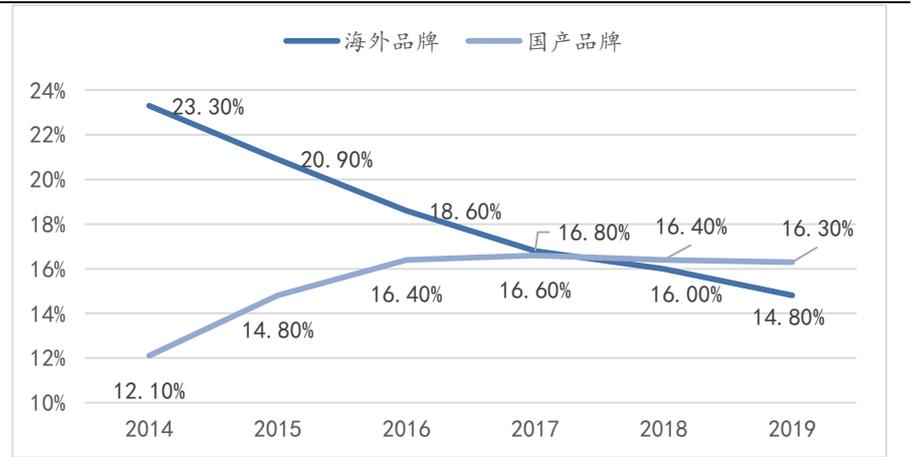
国内市占率 CR10			2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Mars Inc	海外-玛氏	17.6	16.9	15.3	13.8	12.6	11.4
2	Shanghai Bridge Petcare	国内-比瑞吉	7.4	8	7.6	6.6	5	3.9
3	Huaxing Pet Food	国内-华兴	1.2	1.8	2.1	2.2	2.4	2.5
4	Rongxi Pet Food	国内-荣喜	1.6	2.2	2.9	2.8	2.6	2.4
5	Xuzhou Suchong Pet Product	国内-苏宠	0	0.3	0.7	1.3	1.9	2.3
6	Shanghai Enova Pet Products	国内-依蕴	0	0.4	1.1	1.5	1.9	2.2
7	Nestlé SA	海外-雀巢	5.7	4	3.1	2.7	2.5	2.2
8	Gambol Pet Group	国内-乖宝	0.9	1	0.9	1	1.3	1.6
9	Yantai China Pet Foods	国内-烟台中宠	1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
10	Champion Petfoods LP	海外-冠军	0	0	0.2	0.3	0.9	1.2

资料来源:欧睿咨询, 国信证券研究所整理

趋势：国产替代成为目前国内市场发展的一大趋势

从市占率角度来看，行业内国产替代的趋势非常明显。从前十大品牌 2014-2019 年的市占率情况来看，两大海外品牌玛氏和雀巢的市占率均出现不同程度的下滑，海外品牌总体市占率从 23.3% 下滑至 14.8%，而国内品牌市占率从 12.1% 上升至 16.3%。国产宠物食品质量的提升，线上电商渠道的繁荣发展等多方面因素，助推了国产品牌的市占率稳步上升，挤占了海外品牌的市场份额。

图 12: 国内宠物食品行业 CR10 里国产品牌的市占率自 2014 年起逐渐提升



资料来源: 欧睿咨询, 国信证券研究所整理

展望: 电商渠道的发展加速竞争格局的演变, 长期看集中度提升是必然趋势

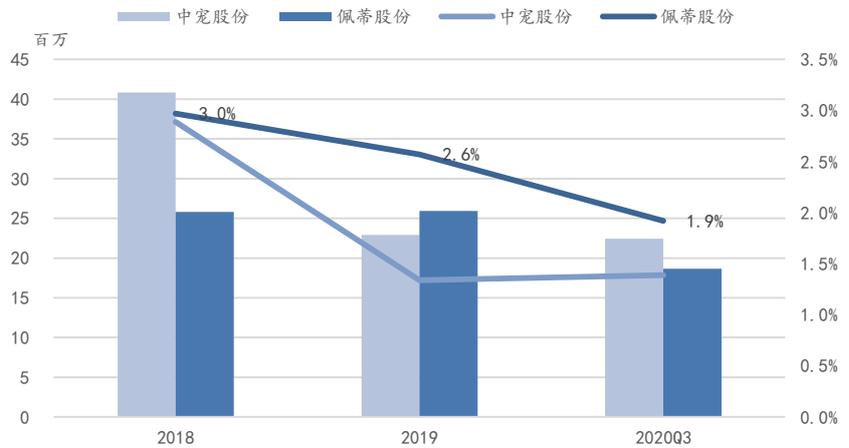
由于近些年我国快递与电商渠道的迅速发展, 我国宠物食品行业目前线上渠道份额已经达到 53%, 超过了线下渠道的份额, 同时也改变着行业的竞争态势和消费者的消费习惯: ①线上电商渠道减弱了先发企业在线下销售渠道的布局优势, 帮助一众新兴品牌迅速进入市场, 使得行业竞争不断加剧; ②与此同时, 快递与电商渠道的发展大幅降低了投资者的品牌切换成本, 品牌间的细微优劣将会在多次试购后被放大。鉴于宠物食品复购率高的特性, 几大龙头品牌有望迅速圈拢自己的忠实客户群, 逐步建立起品牌影响力。基于上述两点, 我们认为长远来看, 集中度提升将会是必然趋势, 而电商渠道将会助推这一进程的加速。

公司核心竞争力: 研发、供应链和品牌优势明显

3.1 核心竞争力 1: 参与制定国家标准, 技术和研发优势明显

公司高度重视技术研发, 是宠物咬胶行业标准的制定者之一。公司建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等多个研发平台, 为公司新技术、新产品的研发提供技术支撑。通过与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划以及通过自主研发等多种渠道, 截止 2019 年公司的核心技术已获国内发明专利 8 项, 国外发明专利 5 项, 并作为主要参与方起草了国家标准《宠物食品-狗咬胶》。公司近 20 年的研发积累, 帮助公司不断精进生产工艺, 持续对产品进行迭代创新, 使得公司产品在市场上有较强的竞争力。

图 13: 公司重视技术研发, 研发投入占比在行业内处于较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3.2 核心竞争力 2: 海内外采购和产能布局较完善, 供应链优势明显

公司在中国、越南、柬埔寨、新西兰均有采购渠道和产能的布局, 利用当地原材料价格低、质量好的区位优势, 建立起优质的供应链网络辐射海内外市场。公司的供应链优势具体体现在以下两点: ①成本优势: 上述地区的畜牧业发达, 生牛皮资源丰富, 优质原料的采购成本较低; ②原材料的产地是消费者判断产品品质时的一个重要参考指标, 通过在优质原料产地的供应链布局, 公司可以更好地树立中高端的产品形象, 提升品牌影响力。

表 3: 公司积极布局海外采购渠道

境外经营实体名称	主要经营地
越南好嚼有限公司	越南西宁市展鹏县
越南巴拉啦食品有限公司	越南前江省新福县
德信皮业(越南)有限公司	越南西宁市展鹏县
新西兰北岛小镇宠物食品有限公司	新西兰陶马鲁努依
Bop Industries Limited	新西兰陶朗加
Alpine Export NZ Limited	新西兰陶朗加
新西兰天然纯宠物食品有限公司	新西兰陶马鲁努依
柬埔寨爵味食品有限公司	柬埔寨西哈努克城

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 公司在海内外多地均有产能布局

地区	地点	品类	产能(吨)	预计投产时间	
国内	温州	畜皮咬胶	9000	已投产	
	江苏康贝	植物咬胶	3000		
越南	好嚼	畜皮咬胶	2000		
	巴拉啦	植物咬胶	5000		
新西兰	北岛小镇	肉质零食	1500		
越南	德信	畜皮咬胶	5000		2020年
		湿粮	6000		2021年
柬埔寨	爵味	咀嚼食品	3000		2021年
		保健品	200	2021年	
新西兰	北岛小镇	干粮	40000	2021年	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.3 核心竞争力 3: 海外客户背书, 品牌优势明显

公司在研发上的持续投入与优质原材料产地的供应链布局，成为产品品质的有力保障，帮助公司在海外积累了多家优质客户，品牌优势明显。品谱（Spectrum Brands）为公司核心客户之一，其中品谱宠物产品品牌中“顶歌 Dingo”即为公司代工生产，是全球销量第一的宠物洁齿骨品牌，可见公司的研发能力和产品品质受到市场认可。海外客户的背书也有助于公司后续对于新客户、新市场的开拓。

表 5: 公司前五大核心客户

	客户名称	公司 ODM 代工品牌	地区
1	Spectrum Brands(品谱)	Dingo	美国、加拿大
2	PetMatrix (已被品谱收购)	Smartbones、Dreambone	美国、英国
3	Wal-Mart	Exerhide	美国
4	PetSmart	Dentley's	美国
5	Pets At Home	Pets At Home	英国

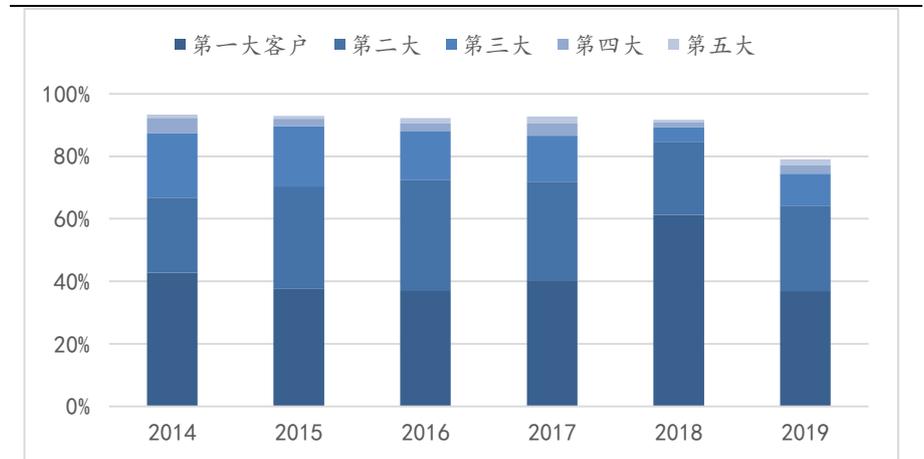
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长能力分析: 海外稳定增长, 国内高增可期

4.1 海外业务: 专利专供绑定核心客户, 高壁垒实现稳定增长

公司通过研发具备差异化的产品, 帮助下游客户避免同质化竞争, 有效地提高客户粘性, 绑定客户共同成长。海外市场经过多年的发展, 竞争格局已经固化, 产品同质化竞争严重。在这样的竞争环境下, 公司利用丰富的研发创新成果, 为不同客户提供不同的专利产品, 避免了下游客户与其他品牌、下游客户之间的同质化竞争, 有效地提高了客户粘性, 也增强了公司对下游的议价能力。

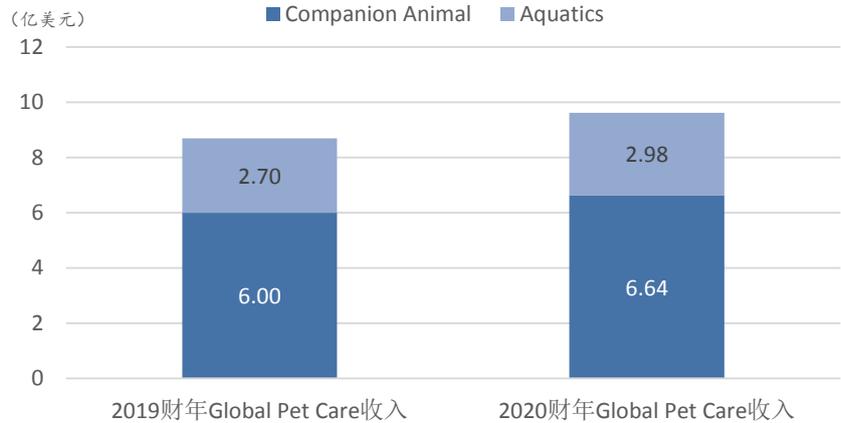
图 14: 由于特殊的 ODM 代工合作模式, 公司前五大客户销售占比高、粘性高



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们判断未来公司海外市场业务仍能维持双位数左右的稳定增长。由于公司“专利专供”的 ODM 代工模式, 使得公司前五大客户的销售占比较高, 前五大客户的销售额占公司比例在 2014-2018 年均保持在 90%以上, 2019 年为 79%, 公司未来海外业务的增长将很大程度上依赖核心客户的产品销售情况。我们参照公司核心客户品谱 (Spectrum Brands) 的增速情况来看: 2019 年和 2020 年公司宠物业务收入 (Global Pet Care) 分别为 8.70 亿和 9.63 亿美元, 同比增长略超 10%; 其中, 宠物食品业务占比约为 69%, 我们测算增速约为 10% 左右。受益于核心客户的持续稳定增长, 我们预计未来公司海外业务亦有稳定增长。

图 15: 为核心客户代工的“顶歌 Dingo”产品的所在细分类别销售额增速超 10%



资料来源:品谱公司公告, 国信证券经济研究所整理

4.2 国内业务: 行业高增长背景下, 公司优势明显, 高增长可期

公司实施多品牌的发展战略, 搭建起包含咬胶、干粮、湿粮、宠物肉质零食等多品类的产品矩阵, 定位中高端, 大力拓展国内市场。在行业规模迅速增长、市场竞争格局仍未固化的背景下, 随着公司品牌影响力的培育, 以及销售渠道的开拓, 国内业务的高增长可期。

- ✓ 公司注重消费者教育, 以及品牌力的培育: 公司通过举办主题活动、发起公益活动等方式, 向消费者普及养宠知识的同时, 大力宣扬公司的研发、供应链和品牌的优势, 培育公司的品牌影响力, 树立品牌高端形象。
- ✓ 多渠道积极布局: 公司积极拓展线上天猫、京东, 线下门店、宠物店等多渠道的销售网络, 战略层面上与宠物食品的专业电商“E 宠”和“它品”开展深度合作, 充分发挥公司的品牌、供应链优势。

4.3 产能扩张支撑公司未来快速增长, 海外产能扩张有望减免关税影响

公司目前已有畜皮咬胶产能 1.1 万吨、植物咬胶产能 1.1 万吨, 肉质零食产能 0.15 万吨; 后续拟新建畜皮咬胶产能 0.5 万吨 (拟于 2020 年末投产)、干粮 4 万吨、湿粮 0.6 万吨、咀嚼食品 0.3 万吨和保健品 200 吨, 丰富代工品类并为公司增长提供支撑, 同时有望减免中美关税对公司的影响。

- ✓ 公司新建产能将在 2021 年密集投放, 丰富了海外市场 ODM 代工品类, 同时可支撑公司在国内的快速扩张计划。公司新建产能的品类并不局限于咬胶类产品, 还拓展了宠物主粮、宠物零食和保健品的品类。根据建设进度来看, 我们预计新建产能将会在 2021 年上半年陆续投产, 产能利用率将在下半年开始爬坡, 为公司业务发展提供有力保障。
- ✓ 此外, 由于 2018 年以来中美贸易摩擦, 由中国工厂出口至美国市场的产品被征收了 25% 的关税, 降低了公司的盈利水平。海外产能的扩张可以更好地满足美国市场的需求, 减少对美国市场的供应里中国工厂的占比, 从而减小中美关税对公司盈利水平的不利影响。

表 6: 公司现有产能情况与规划

	品类	产地	产能/新建产能 (吨)	预计投产时间
已有产能	畜皮咬胶	国内、越南	11000	
	植物咬胶	国内、越南	11000	-
	肉质零食	新西兰	1500	

新建产能	畜皮咬胶	越南	5000	2020年
	干粮	新西兰	40000	2021年
	湿粮	柬埔寨	6000	2021年
	咀嚼食品	柬埔寨	3000	2021年
	保健品	柬埔寨	200	2021年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4.4 中短期盈利拐点显现：鸡肉原材料价格回落，成本压力缓解

原材料（鸡肉）价格已回落至正常水平，公司成本压力得以缓解。2019年公司受以鸡肉为主的原材料价格持续上升影响，毛利率同比下降 9.79 个 pct，净利润同比下降 62.85%。2020 年鸡肉原材料价格逐渐回落到正常水平，公司盈利能力有望大幅改善：公司净利率从 2019Q3 的 4.95% 升至 2020Q3 的 8.74%，毛利率从 2019Q3 的 25.57% 升至 27.24%，其中我们测算近 1pct 的毛利率增长来源于鸡肉价格的回落。我们预计后续鸡肉价格将维持在正常的价格区间波动，公司的成本压力有所缓解，盈利能力持续改善。

图 16：鸡肉原材料价格在 2020 年来出现明显回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

假设前提

- ✓ 我们假设公司海外业务稳定，下游客户订单稳定增加，且增速超 2019 年；
- ✓ 公司 2021 年新建产能我们假设在 2021-2023 年的产能利用率分别为 10%、30%、50%；
- ✓ 国内市场的线上线下渠道发力将会产生大量销售费用支出，帮助公司建立中高端产品定位，但考虑国内业务相对较小，同时公司整体收入增速较快，销售费率相比 2019 年基本持平或有小幅提升；
- ✓ 公司 2021 年多地区新建产能，预计管理费用将会小幅增加。

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，我们预计公司 20-22 年收入和利润分别为 12.95/16.38/20.75 亿和 1.34/1.69/2.15 亿，对应 EPS 为 0.91/1.15/1.47 元，对应当前股价 PE 为 34.8/27.6/21.6X。

表 4: 未来 3 年盈利预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1008	1295	1638	2075
营业成本	757	923	1167	1464
销售费用	69	91	115	145
管理费用	105	136	169	208
财务费用	(5)	(1)	(2)	(2)
营业利润	59	156	197	252
利润总额	59	156	197	252
归属于母公司净利润	50	134	169	215
EPS	0.34	0.91	1.15	1.47
ROE	5%	12%	13%	15%

盈利预测的敏感性分析

原材料价格波动、国内市场推广的资本投入、新产能 2021 年投产产生的管理费用、下游客户的订单数量将会对预测结果产生影响，我们按照乐观、中性、悲观的情况对公司盈利预测进行了情景分析。

盈利预测情景分析

表 5: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	869	1008	1301	1652	2102
(+/-%)	37.6%	16.0%	29.0%	27.0%	27.3%
净利润(百万元)	140	50	155	197	252
(+/-%)	31.4%	-64.4%	210.2%	26.8%	28.2%
摊薄 EPS	1.15	0.34	1.06	1.34	1.72
中性预测					
营业收入(百万元)	869	1,008	1,292	1,648	2,029
(+/-%)	37.6%	16.0%	28.1%	27.6%	23.1%
净利润(百万元)	140	50	126	163	210
(+/-%)	31.4%	-64.4%	151.2%	30.0%	28.4%
摊薄 EPS(元)	1.15	0.34	0.86	1.11	1.43
悲观的预测					
营业收入(百万元)	869	1008	1289	1624	2049

(+/-%)	37.6%	16.0%	27.9%	25.9%	26.2%
净利润(百万元)	140	50	113	142	180
(+/-%)	31.4%	-64.4%	126.6%	24.9%	27.0%
摊薄 EPS	1.15	0.34	0.77	0.97	1.23
总股本(百万股)	170	170	170	170	170

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

第一、公司大部分收入来自海外市场，由于成熟市场竞争加剧，公司 ODM 订单数量的增长不可持续，导致公司收入增速迅速放缓；

第二、国内消费者的培育速度或产品高端化进程不及预期，导致公司国内自有品牌定位中高端产品的战略不受市场认可，导致未来国内业务增速放缓；

第三、行业竞争加剧，原材料的价格波动或带来产品毛利率下降。

经营风险

第一、公司核心客户收入占比较高，且核心客户均为国外客户，若与核心客户的合作出现超出市场预期的意外将对公司收入产生较大影响；

第二、公司由于开辟新市场与推广新业务而使得费用支出超出预期的风险。新市场的开拓与新业务的推广会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

第一、贸易、关税等政策对出口业务的风险。公司产品目前以向美国、欧盟等地区出口为主，且美国地区占比最高。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，后续仍存在新贸易、关税政策的出台对公司业绩造成影响的风险。

第二、原材料价格波动的风险。公司目前通过集中采购获得规模效应，从而帮助加盟门店在与当地早餐门店的竞争中获得成本优势。公司产品已经建立起高性价比的品牌形象，使得公司无法将原材料价格波动的风险向下游转移，存在毛利率下降的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	285	300	300	300	营业收入	1008	1295	1638	2075
应收款项	198	254	322	408	营业成本	757	923	1167	1464
存货净额	207	252	318	401	营业税金及附加	3	4	5	6
其他流动资产	70	91	115	145	销售费用	69	91	115	145
流动资产合计	774	911	1068	1267	管理费用	106	138	171	210
固定资产	363	412	461	499	财务费用	(5)	1	2	2
无形资产及其他	53	51	49	47	投资收益	2	3	3	3
投资性房地产	166	166	166	166	资产减值及公允价值变动	0	15	15	0
长期股权投资	13	13	13	13	其他收入	(23)	0	0	0
资产总计	1369	1553	1757	1993	营业利润	58	156	197	252
短期借款及交易性金融负债	161	199	208	198	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	104	123	156	196	利润总额	59	156	197	252
其他流动负债	63	79	99	125	所得税费用	6	16	20	25
流动负债合计	328	401	463	519	少数股东损益	3	7	9	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	50	134	169	215
其他长期负债	3	8	17	26					
长期负债合计	3	8	17	26	现金流量表 (百万元)				
负债合计	331	410	480	545	净利润	50	134	169	215
少数股东权益	12	17	24	33	资产减值准备	(4)	1	0	0
股东权益	1026	1127	1253	1415	折旧摊销	23	29	38	43
负债和股东权益总计	1369	1553	1757	1993	公允价值变动损失	(0)	(15)	(15)	0
					财务费用	(5)	1	2	2
关键财务与估值指标					营运资本变动	(26)	(81)	(95)	(124)
每股收益	0.34	0.91	1.15	1.47	其它	4	4	6	8
每股红利	0.44	0.23	0.29	0.37	经营活动现金流	46	73	104	144
每股净资产	7.00	7.68	8.55	9.65	资本开支	(178)	(63)	(70)	(80)
ROIC	6%	10%	12%	15%	其它投资现金流	(13)	0	0	0
ROE	5%	12%	13%	15%	投资活动现金流	(191)	(63)	(70)	(80)
毛利率	25%	29%	29%	29%	权益性融资	3	0	0	0
EBIT Margin	7%	11%	11%	12%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(64)	(34)	(42)	(54)
收入增长	16%	28%	26%	27%	其它融资现金流	275	38	9	(10)
净利润增长率	-64%	168%	26%	28%	融资活动现金流	147	5	(34)	(64)
资产负债率	25%	27%	29%	29%	现金净变动	2	15	0	0
股息率	1.4%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	283	285	300	300
P/E	93.2	34.8	27.6	21.6	货币资金的期末余额	285	300	300	300
P/B	4.5	4.1	3.7	3.3	企业自由现金流	(115)	11	36	64
EV/EBITDA	51.5	30.0	23.5	17.7	权益自由现金流	158	49	43	53

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032