

## 证券研究报告—深度报告

食品饮料

食品加工

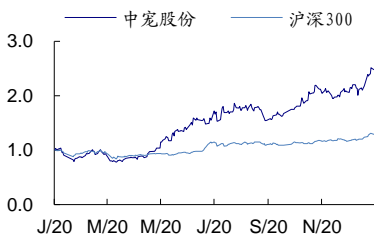
**中宠股份(002891)**
**增持**

合理估值: 65.9-70.3 元 昨收盘: 59.8 元

(首次评级)

2021年01月23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)	196/179
总市值/流通(百万元)	11726/10704
上证综指/深圳成指	3,531/15,115
12个月最高/最低(元)	67.36/19.57

**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

**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。

**深度报告**

## 加速成长的宠物行业领跑者

### ● 行业判断: 持续高增、国产崛起、龙头集中是必然

根据欧睿的数据, 2020年中国宠物食品行业规模为440亿元, 10年持续高成长CAGR25%。展望未来: ①判断1: 在独居率提升、宠物亲人化、消费升级等多重因素驱动下, 未来我国宠物食品行业仍有5倍以上空间, 同时仍将处于量价齐升阶段(约20%)。②判断2: 随着消费者民族自信增强、品牌意识崛起和国产企业变强, 国产替代是必然, 特别是国产龙头市份额有望持续提升。

### ● 公司概况: 先发优势明显的国内宠物食品龙头

公司起家于海外高端宠物食品OEM代工, 进过20多年发展, 目前已经成为全球宠物食品生产领域的领军企业之一: 产能和销售全球布局, 拥有12间工厂, 16家子公司。近年来, 随着国内宠物市场的快速发展, 公司积极通过自主品牌(旗下有“Wanpy”、“Zeal”等11个自主品牌)多渠道拓展国内市场, 成果显著, 过去几年公司国内市场份额持续提升, 前景看好。

### ● 核心竞争力: 优质产品加全渠道布局, 自主品牌高速增长

①产品优势明显: 公司有多年海外宠物食品OEM生产经验, 产品通过多项权威认证, 产能全球布局。②渠道布局领先行业: 海外市场深度绑定大客户, 国内市场全渠道布局, 入股新瑞鹏布局宠物医院渠道, 增资极宠家布局宠物新零售, 与电商运营团队、电商平台合作加码线上, 渠道进一步打开助力公司销量二次增长。③品牌优势逐渐形成: 公司旗下品牌“Wanpy”、“Zeal”消费者认知度逐步提升, 去年京东双十一“Wanpy”品牌位居宠物零食榜单榜首。

### ● 盈利预测与投资建议: 好行业的优质细分龙头是底仓配置的好标的

公司海外业务客户粘性强, 需求稳定增长; 而国内业务处于很好的快速成长期, 空间大、弹性高; 同时未来原材料鸡肉价格有望进一步下降提升公司毛利率, 我们预计公司20-22年利润为1.4/2.0/2.6亿元, 增速为79%/40%/33%, 对应PE为83/59/45X。我们认为宠物食品是景气度持续高位的好赛道, 同时国产龙头市占率提升空间大; 而公司质地优秀、先发优势明显、卡位好, 是长期底仓配置的优秀标的, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

### ● 风险提示

原材料价格上涨; 美元汇率下行增加汇兑损益; 贸易摩擦加剧等。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1412	1716	2,194	2,848	3,681
(+/-%)	39.1%	21.5%	27.8%	29.8%	29.2%
净利润(百万元)	56	79	141	198	263
(+/-%)	-23.4%	40.0%	78.8%	40.0%	32.8%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.46	0.72	1.01	1.34
EBIT Margin	9.4%	10.0%	9.7%	10.7%	11.1%
净资产收益率(ROE)	8%	9%	15.2%	18.9%	21.8%
市盈率(PE)	116.2	141.2	83.1	59.2	44.6
EV/EBITDA	45.9	54.5	50.7	36.8	28.7
市净率(PB)	7.8	13.2	13.85	12.28	10.67

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

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司为国内宠物零食行业龙头公司，所处的宠物食品赛道处于高速成长期，国产品牌目前处于由海外 OEM 转向国内自主品牌商的过渡期，长期看，有望伴随电商渠道崛起及社媒营销红利实现国产替代。中宠全品类、多品牌、全渠道布局，未来产能将稳步投放，区域布局及产品结构将进一步优化，我们预计公司 20-22 年每股收益 0.72/1.01/1.34 元，利润增速分别为 78.8%/40.0%/32.8%。首次覆盖，给予“增持”评级。未来一年合理估值区间为 65.9-68.9 元。

### 核心假设与逻辑

- 第一，我国宠物食品赛道处于高速成长期，预计未来行业规模仍有 6 倍空间，公司充分享受行业景气红利，逐步实现从产品生产商到品牌营销商的转变。
- 第二，海外出口业务稳定贡献业绩；内销市场成功打开，国内业务从费用投入期顺利过渡到业绩收获期。
- 第三，在建产能稳步释放，产能利用率保持高位，带动业绩进一步增长。

### 与市场的差异之处

市场有观点认为宠物食品制造行业门槛较低，因此难有品牌溢价，且品牌忠诚度较低，未来行业参与者增多，中宠市占率将下降，行业竞争格局中长期将呈分散状态。**我们认为：**未来头部国产宠物食品品牌市占率将持续提升，收入增速将显著快于行业。原因有：①我国现有的部分宠物食品存在营养成分不足、菌落总数超标、有害物质超标等问题，未来随着宠物食品行业监管趋严，有望出清一部分劣质低价粮；②由于宠物食品行业购买者与消费者非同一个体，且为高频刚需的食品消费，选品时营养成分、品牌为重要考虑因素，头部品牌因其严格的质量管控、更高的产品质量标准、以及深入人心的品牌形象，有望享受品牌溢价；③中宠有多年海外高端宠物食品 OEM 生产经验，产品通过多项权威认证，国内市场进行全品类全渠道布局，随着公司国内市场进一步打开，品牌建设由投入期过渡到收获期，公司将加速成长，市占率将持续提升。

### 股价变化的催化因素

- 短期：①受猪周期下行影响，鸡肉替代作用减弱，原材料鸡肉价格下行；②海外疫情未影响宠物食品总消耗量，造成囤货效应促使公司短期业绩提升。
- 长期：①自主品牌建设初具成果，公司市占率进一步提升；②产品结构优化，干粮业务提速，带动公司利润水平改善。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，原材料价格上涨超预期；
- 第二，美元汇率下行，增加汇兑损益；
- 第三，海外市场竞争加剧，贸易摩擦加剧。

## 内容目录

估值与投资建议.....	8
绝对估值: 67.5-68.9 元.....	8
绝对估值的敏感性分析.....	8
分部估值: 62.8 - 66.5 元.....	9
投资建议.....	10
<b>宠物行业: 有望持续高增长, 国产化趋势明显.....</b>	<b>10</b>
我国宠物行业规模快速增长, 宠物产业趋于多样化.....	10
我国宠物行业空间测算: 预计未来 5 年 CAGR 超 15%.....	11
宠物食品为最大细分赛道, 且具备最高的投资确定性.....	14
宠物食品行业竞争格局: 国产替代正当时.....	20
<b>公司概况: 全球宠物食品领域多元化品牌运营商.....</b>	<b>24</b>
公司简介: 国内宠物食品行业龙头.....	24
股权结构: 稳定且清晰, 郝忠礼、肖爱玲夫妇为公司实际控制人.....	25
业务结构: 外销占比约 80%, 内销增长提速.....	26
历史沿革、业绩及股价复盘: 历经 22 年, 成长为国内宠物食品龙头企业.....	27
<b>公司核心竞争力: 产品渠道全面发力, 品牌效应显现.....</b>	<b>30</b>
产品力: 多年海外高端宠物食品 OEM 经验, 产品高质量高标准.....	30
产品力: 品类布局全面, 大力发展干粮补短板.....	32
渠道力: 海外市场深入绑定优质大客户.....	34
渠道力: 国内市场全渠道布局, 发力电商与新零售.....	36
品牌力: 国内市场进入品牌建设收获期.....	38
<b>公司成长性分析: 产能投放保证业绩释放.....</b>	<b>40</b>
原材料价格下行, 海外建厂降低关税影响, 公司毛利率有上行预期.....	40
产能释放带动湿粮及零食突破产能瓶颈, 干粮产能利用率迅速提升.....	42
<b>盈利预测与投资建议.....</b>	<b>44</b>
假设前提.....	44
盈利预测的敏感性分析.....	47
<b>风险提示.....</b>	<b>47</b>
<b>附表: 财务预测与估值.....</b>	<b>49</b>
<b>国信证券投资评级.....</b>	<b>50</b>
<b>分析师承诺.....</b>	<b>50</b>
<b>风险提示.....</b>	<b>50</b>
<b>证券投资咨询业务的说明.....</b>	<b>50</b>

## 图表目录

图 1: 中国宠物行业发展历程 .....	10
图 2: 全球宠物消费市场行业规模及增速 .....	11
图 3: 中国宠物消费市场行业规模及增速 .....	11
图 4: 中国/日本/美国宠物行业消费规模占全球比重 .....	11
图 5: 中国宠物数量及增速 .....	11
图 6: 中国家庭总户数逐年小幅增长 .....	12
图 7: 中国户均宠物数量目前处于较低水平 .....	12
图 8: 各国单只宠物年消费金额对比 (单位: 美元) .....	13
图 9: 我国宠物行业规模预测 .....	13
图 10: 中国独居青年数量提升 .....	13
图 11: 中国 65 岁以上老年人数量持续提升 .....	13
图 12: 我国人均可支配收入逐年提升 .....	14
图 13: 养宠人对宠物角色的认知改变 .....	14
图 14: 宠物食品消费占宠物行业整体消费比重 .....	14
图 15: 2019 年宠物食品/医疗/用品分别占宠物行业比重 .....	14
图 16: 2019 年中国宠物细分消费类目占宠物行业比重 .....	15
图 17: 2019 年中国宠物细分消费类目渗透率 .....	15
图 18: 全球宠物食品行业规模及增速 .....	15
图 19: 中国宠物食品行业规模及增速 .....	15
图 20: 中国/日本/美国宠物食品行业占全球市场比重 .....	16
图 21: 中国宠物狗及宠物猫食品消费占比 .....	16
图 22: 宠物食品包括主粮/零食/保健品 .....	17
图 23: 2019 年中国养宠用户个人宠物食品消费分布 .....	17
图 24: 宠物干粮品牌归属地偏好 .....	17
图 25: 宠物零食品牌归属地偏好 .....	17
图 26: 消费者选择宠物主粮时考虑的因素 .....	18
图 27: 消费者选择宠物零食时考虑的因素 .....	18
图 28: 2020 年我国宠物食品行业电商渠道占比超 50% .....	19
图 29: 电商渠道占比 10 年提升约 54pct .....	19
图 30: 其他国家宠物食品线上渠道占比低于中国 .....	19
图 31: 宠物食品线上购买渠道偏好 .....	19
图 32: 宠物产业链投资价值对比 .....	20
图 33: 宠物食品行业主要公司及主要品牌介绍 .....	20
图 34: 国产宠物食品品牌的突围之路 .....	21
图 35: 我国宠物食品行业国产品牌竞争格局 .....	21
图 36: 我国宠物食品 TOP20 品牌本土品牌份额提升 .....	22
图 37: 我国宠物食品行业 TOP20 品牌本土品牌数量占比 .....	22
图 38: 各国宠物食品行业公司 CR10 .....	23
图 39: 各国宠物食品行业品牌 CR10 .....	23
图 40: 2019 年中国宠物主粮公司市占率 .....	23

图 41: 2019 年中国宠物零食公司市占率 .....	23
图 42: 公司旗下主要品牌布局 .....	24
图 43: 公司国际销售网络布局情况 .....	25
图 44: 公司国内销售网络布局情况 .....	25
图 45: 公司股权结构稳定 .....	26
图 46: 公司旗下子公司及工厂情况 .....	26
图 47: 公司营收分品类构成情况 .....	27
图 48: 公司营收分区域构成情况 .....	27
图 49: 公司分产品毛利率情况 .....	27
图 50: 公司分区域毛利率情况 .....	27
图 51: 从海外 OEM 代工厂向品牌商转型 .....	28
图 52: 业绩复盘: 产能释放带动收入及利润快速增长 .....	28
图 53: 股价复盘: 估值及业绩双升带动公司股价自年初开始快速拉升 .....	29
图 54: 公司毛利率及净利率水平 .....	29
图 55: 公司期间费用率变化趋势 .....	29
图 56: 2019 年公司销售费用构成比率 (%) .....	30
图 57: 2019 年公司管理费用构成比率 (%) .....	30
图 58: 近年公司 ROE 逐年下降 .....	30
图 59: ROE 下降主要系总资产周转率下滑 .....	30
图 60: 实验室通过中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认证 .....	31
图 61: 公司产品通过各国权威认证审核 .....	31
图 62: 中宠与佩蒂研发费用率对比 .....	31
图 63: 2018 年起公司研发投入快速增加 .....	31
图 64: 公司研发人员数量占比逐年提升 .....	32
图 65: 新产品中获订单产品比例逐年提升 .....	32
图 66: 中宠专利数量提升迅速 .....	32
图 67: 佩蒂专利数保持稳定 .....	32
图 68: 公司零食及湿粮收入规模与增速 .....	33
图 69: 公司干粮收入规模与增速 .....	33
图 70: 中宠宠物零食品类占比低于可比公司 .....	34
图 71: 中宠国外业务占比低于可比公司 .....	34
图 72: 公司海外业务稳步增长 .....	35
图 73: 北美地区销售额占比约 40% .....	35
图 74: 公司前 5 大客户收入占比较为稳定 .....	35
图 75: 公司海外自主品牌客户数量逐年提升 .....	35
图 76: 公司国内市场已实现全渠道布局 .....	36
图 77: 2014-2016 年公司国内各渠道收入情况 .....	37
图 78: 2016 年国内渠道以宠物专门及电商为主 .....	37
图 79: 2020 年前三季度电商渠道占比达 55% .....	37
图 80: 公司线下国内经销商数量快速增长 .....	37
图 81: 新瑞鹏宠物集团实现全国布局 .....	38
图 82: 打造宠物新零售项目“极宠家” .....	38
图 83: “Wanpy”品牌形象专业高端 .....	39
图 84: “Zeal”品牌形象健康天然 .....	39

图 85: 2020 年初推出 Wanpy 鲜盒主食罐头.....	39
图 86: 2019 年推出 Zeal 真挚宠物专用牛奶.....	39
图 87: 自 2018 年起加大销售费用投入.....	40
图 88: 京东双十一宠物零食榜单顽皮位居第一.....	40
图 89: 2019 年直接材料占总成本约 66%.....	40
图 90: 主要原材料价格变动对单位成本的影响.....	40
图 91: 主要原材料价格下跌 1%时综合毛利率变动情况.....	41
图 92: 历史白羽鸡价格与公司毛利率呈负相关.....	41
图 93: 公司目前海外建厂布局情况.....	42
图 94: 公司目前各品类产品产能情况.....	43
图 95: 公司目前已有产能及在建产能情况.....	43
图 96: 公司干粮品类产能利用率快速提升.....	44
图 97: 公司产品产销率始终大于 1.....	44

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	8
表 2: 绝对估值的资本成本假设 .....	8
表 3: FCFE 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	9
表 4: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	9
表 5: 同类公司估值比较.....	9
表 6: 中国宠物消费行业规模测算.....	12
表 7: 中国宠物食品行业规模测算.....	16
表 8: 宠物食品分类特点.....	17
表 9: 我国宠物行业渠道分类及特点.....	18
表 10: 中国宠物食品市场市占率前十公司市占率变化情况.....	22
表 11: 中国宠物食品市场市占率前十品牌市占率变化情况.....	22
表 12: 国内宠物食品生产企业由 OEM 向 OBM 转型.....	24
表 13: 公司主要品牌特点.....	25
表 14: 中宠干粮热销产品列表.....	33
表 15: 中宠湿粮热销产品列表.....	33
表 16: 中宠零食热销产品列表.....	34
表 17: 2016 年公司对境外前十大客户销售情况.....	35
表 18: 公司主要客户均为国际大型宠物食品零售商及经销商.....	36
表 19: 加码线下宠物医院渠道.....	37
表 20: 不断加码电商渠道布局.....	38
表 21: 鸡胸肉价格变化如何影响公司综合毛利率.....	41
表 22: 公司旗下工厂及对应产能情况.....	42
表 23: 2020 年 12 月公司募集资金投资项目情况.....	44
表 24: 公司各项业务收入情况预测.....	45
表 25: 销售费用率预测.....	46
表 26: 管理费用率预测.....	46



## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和分部估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：67.5-68.9 元

公司所处宠物食品行业处于消费升级阶段，户均养宠数及单宠年均消费均呈提升趋势，公司作为国产宠物食品龙头公司，未来市占率有望提升。从公司自身角度看，20 余年的海外宠物食品 OEM 行业经验，发展国内市场自主品牌前期困难主要在于渠道和营销，过去三年公司加大研发和销售费用投入，开拓国内市场，目前正处于国内市场放量阶段。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2020-2022 年收入增速达 29%，毛利率因原材料价格下降、高毛利的自主品牌业务占比提升而有小幅上升，销售费用率因国内市场占比提升而上升。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	28.37%	39.09%	21.52%	27.82%	29.85%	29.22%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率	24.81%	23.31%	23.80%	27.00%	28.38%	29.68%	31.00%	32.00%	33.00%
管理费用/营业收入	5.05%	3.53%	3.51%	4.57%	4.20%	3.81%	3.80%	3.80%	3.80%
销售费用/销售收入	6.65%	9.91%	9.92%	12.08%	12.90%	14.30%	15.00%	15.00%	15.00%
营业税及附加/营业收入	0.56%	0.42%	0.31%	0.43%	0.38%	0.37%	0.39%	0.39%	0.39%
所得税税率	23.55%	9.36%	24.46%	20.57%	20.00%	20.10%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	44.15%	39.32%	41.90%	40.00%	40.00%	40.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 绝对估值的资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	20.57%
无风险利率	2.70%	Ka	9.74%
股票风险溢价	6.40%	有杠杆 Beta	1.14
公司股价 (元)	65.6	Ke	9.99%
发行在外股数 (百万)	196	E/(D+E)	95.71%
股票市值(E, 百万元)	12862	D/(D+E)	4.29%
债务总额(D, 百万元)	577	WACC	9.74%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	3%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 67.5-68.9 元，对应空间 7.2%-9.4%。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 和表 4 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，



**表 3: FCFE 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		9.0%	9.5%	9.99%	10.5%	11.0%
永续 增 长 率 变 化	4.5%	106.71	93.45	82.69	73.79	66.32
	4.0%	97.28	86.04	76.76	68.98	62.37
	3.5%	89.56	79.87	71.75	64.86	58.94
	3%	83.13	74.65	<b>67.46</b>	61.28	55.94
	2.5%	77.69	70.18	63.74	58.16	53.29
	2.0%	73.02	66.30	60.48	55.40	50.94
	1.5%	68.98	62.91	57.61	52.95	48.83

资料来源: 国信证券经济研究所分析

**表 4: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		8.7%	9.2%	9.74%	10.2%	10.7%
永续 增 长 率 变 化	4.5%	112.53	97.68	85.75	75.96	67.81
	4.0%	101.80	89.35	79.14	70.64	63.45
	3.5%	93.12	82.47	73.60	66.11	59.70
	3%	85.95	76.70	<b>68.88</b>	62.20	56.44
	2.5%	79.93	71.78	64.81	58.80	53.57
	2.0%	74.81	67.53	61.26	55.81	51.02
	1.5%	70.39	63.84	58.15	53.16	48.76

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 分部估值: 62.8 - 66.5 元

考虑到目前公司利润贡献基本来自海外市场, 故采用分部估值法预测公司合理市值区间, 预计公司目标市值约 86 亿元。

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

公司海外业务稳步增长, 随着原料价格压力缓解以及海外产能释放, 公司利润有望保持高速增长, 预计三年复合增速 40%以上。基于此, 我们给与海外业务 2021 年 45-50 倍 PE, 对应市值约 58.8-65.3 亿元。

公司大力拓展国内市场, 预计未来三年国内收入持续高速增长且领先美国公司增速。参考可比公司估值水平 (Wind 一致预期数据), 我们给与 2021 年国内收入 7 倍 PS, 对应市值约 67.2 亿元。综合上述, 公司 2021 年目标市值约 126.0-132.1 亿元, 对应目标价约 64.2-67.6 元, 价值中枢在 65.9 元。给予“增持”评级。

**表 5: 同类公司估值比较**

代码	简称	股价 (01月04日)	EPS (元)			PB			PE		总市值 (百万元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	
002891.SZ	中宠股份	63.0	0.46	0.72	0.99	59.13	87.66	63.93	7.26	1.12	123.5
同类公司:											
300673.SZ	佩蒂股份	33.1	0.34	0.75	1.06	81.77	44.29	31.18	3.48	0.29	56.2
002311.SZ	海大集团	68.4	1.04	1.53	1.94	34.51	44.64	35.19	8.35	0.82	1,136.8
均值						46.60	47.72	36.70	7.55	0.71	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

### 投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票价值在 65.9-68.9 元之间，对应 2021 年动态市盈率分别为 65 倍和 68 倍，我们认为宠物食品是景气度持续高位的好赛道，同时国产龙头市占率提升空间大；而公司质地优秀、先发优势明显、卡位好，是长期底仓配置的优秀标的，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 宠物行业：有望持续高增长，国产化趋势明显

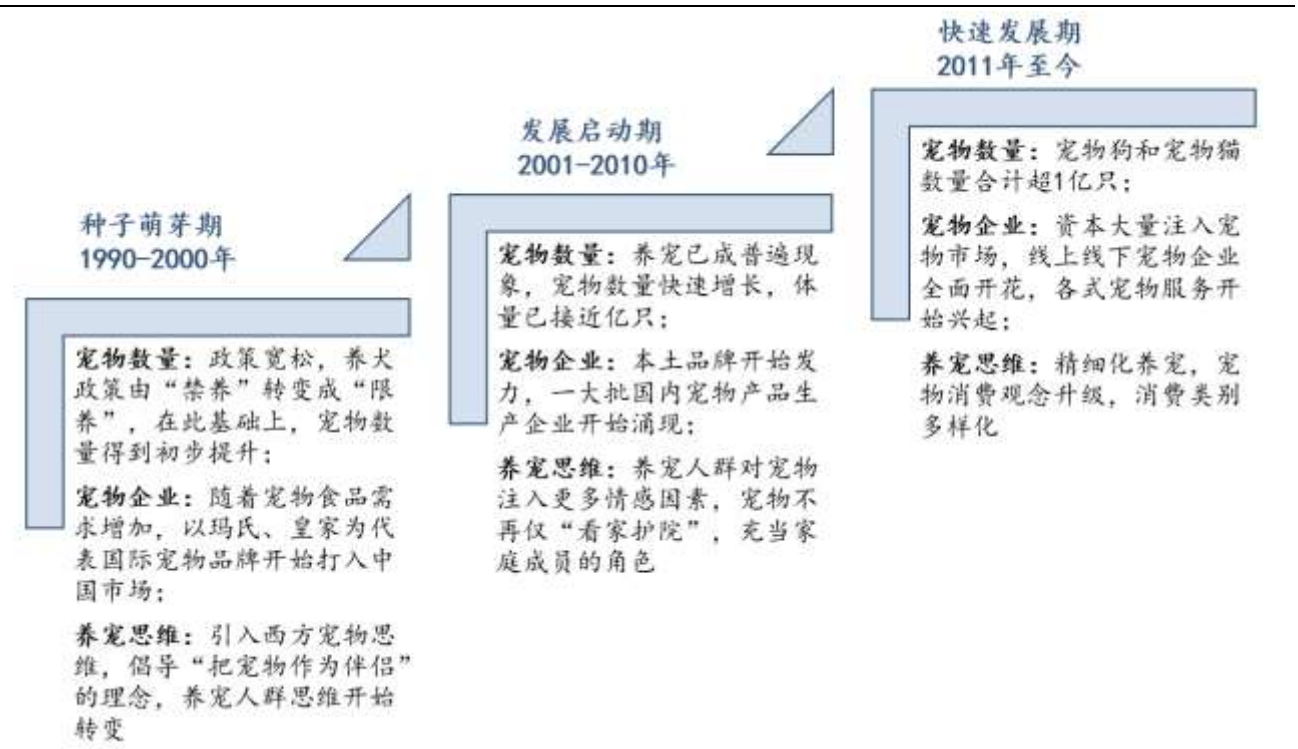
### 我国宠物行业规模快速增长，宠物产业趋于多样化

中国宠物行业先后经历萌芽期、发展期，目前已进入快速发展期。

- ✓ 萌芽期（1990-2000 年）：养宠政策放松背景下，宠物数量增加，同时国外宠物行业巨头进入中国，国内大城市开始出现宠物食品店。
- ✓ 发展期（2001-2010 年）：国内养宠数量快速上升，宠物的家底地位提升；一大批国内宠物食品相关的企业和工厂涌现。
- ✓ 快速发展期（2011 年至今）：宠物狗和宠物猫数量合计超 1 亿只，细化养宠，宠物消费观念升级；宠物服务模式日益发达完善，线上线下全面开花，同时出现互联网宠物服务平台。

经由三十年发展，宠物角色已经发生转变，由看家护院的功能性动物转变为家庭成员；宠物产业也趋于多样化，线上线下宠物企业全面开花，各类宠物服务兴起，宠物行业进入发展快车道。

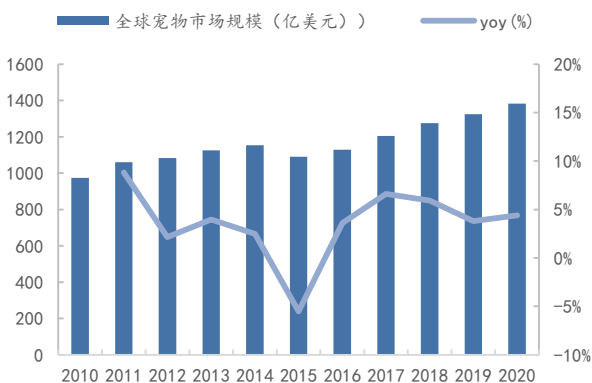
图 1：中国宠物行业发展历程



资料来源：Mob 研究院、国信证券经济研究所整理

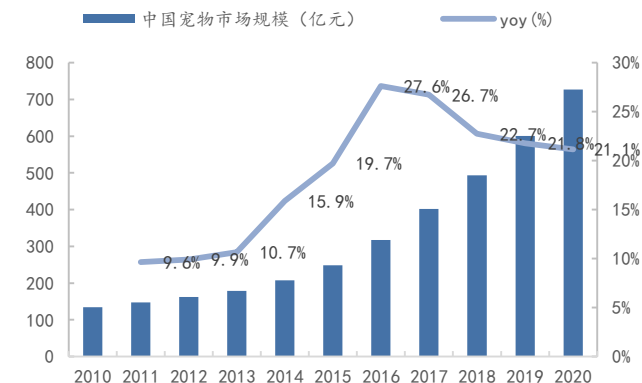
我国宠物行业 10 年复合增速近 20%，占全球市场比重逐年提升。根据 Euromonitor 数据，2020 年全球宠物市场行业规模约 1382 亿美元，同比增长 4.4%，10 年 CAGR 为 3.6%；其中中国宠物消费市场规模 727.3 亿元（全球占比不到 10%），同比增长 21.1%，10 年 CAGR 18.4%。2020 年中国、日本、美国宠物消费市场占全球市场比重分别为 8.1%、4.2%、41.1%，中国市场占比 10 年提升 6.0pct。从宠物数量看，2020 年我国宠物数量达 1.89 亿只，同比增长 3.1%，10 年 CAGR 12.4%。

图 2：全球宠物消费市场行业规模及增速



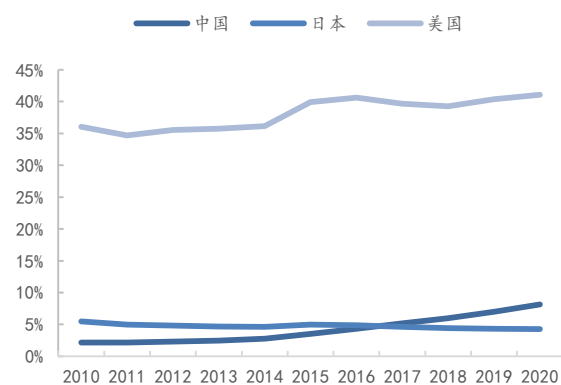
资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 3：中国宠物消费市场行业规模及增速



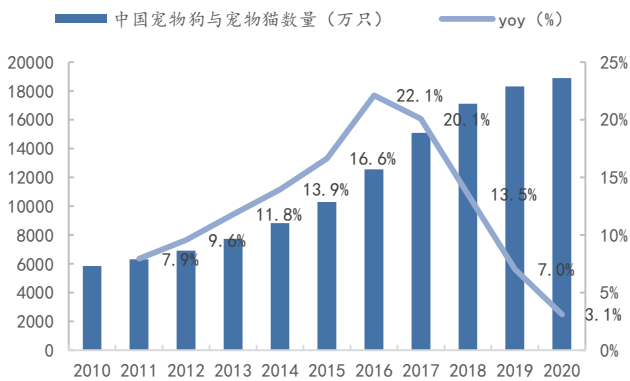
资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 4：中国/日本/美国宠物行业消费规模占全球比重



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 5：中国宠物数量及增速



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

### 我国宠物行业空间测算：预计未来 5 年 CAGR 超 15%

中国宠物市场规模=中国家庭数量\*户均养宠数量\*单宠年均消费金额

根据 Euromonitor 数据，2020 年我国家庭数量为 4.87 亿户，户均养宠 0.39 只，单宠年均消费金额为 59.5 美元。对比美国、日本等国家宠物行业数据，再结合往年增速做出增速假设（见下文），预计到 2025 年，我国宠物市场规模约为 1644 亿元，5 年 CAGR 为 17.8%。

**中国家庭数量增速假设依据：**我国总人口数量近 5 年增速约为 0.47%，且目前人口结构老龄化趋势较为明显，但平均家庭户规模减小，2019 年为 2.92 人/户，结合家庭数量过往增速，我们假设未来 5 年增速在 1% 附近且呈下降趋势，未

来总体家庭户数稳定在 5.17 亿户。

**户均养宠数量增速假设依据：**近年因宠物狗和宠物猫数量增速降低，中国户均养宠数增速下降较为明显，对比其他国家，2019 年日本、韩国、美国、澳洲户均养宠数分别为 0.34、0.42、1.28、0.95 只，东亚地区因地缘及社会环境，养宠渗透率显著低于欧美，但对比其他亚洲国家，中国因计划生育导致人口老龄化及平均家庭户规模减小，同时，中国地域广阔，年轻人移居大城市比例大，增大宠物需求，故假设未来 5 年我国户均宠物数仍保持 2% 的增速，未来户均宠物数稳定在 0.45 只。

**单宠消费金额增速假设依据：**自 2016 年起，我国单宠消费金额增速逐年提升，主要驱动力为人均可支配收入的提升，以及宠物亲人化属性增强；对比其他国家，2019 年日本、韩国、美国、澳洲单宠消费金额分别为 317、216、342、407 美元，故假设未来 5 年我国单宠消费金额增速在 15% 附近呈小幅下降趋势，未来单宠消费有望触达年均 300 美元。

综上，假设我国家庭数量稳态情况下为 5.17 亿户，户均宠物数量为 0.45 只，单宠年均消费金额为 300 美元，则我国宠物行业稳态规模约 4510 亿元。目前距离稳态约有 5.2 倍增长空间。

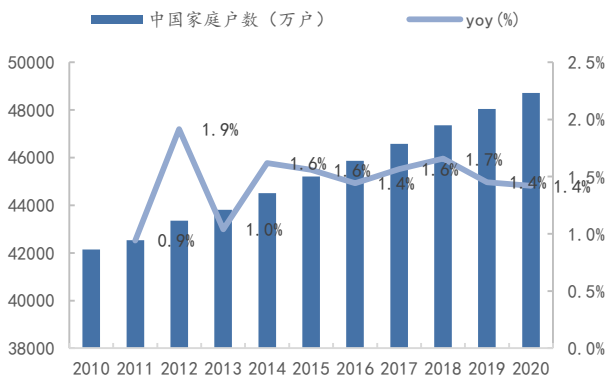
表 6: 中国宠物消费行业规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	稳态规模
中国家庭数量 (万户)	45856	46574	47346	48032	48714	49348	49940	50489	50994	51453	51700
yoy (%)	1.4%	1.6%	1.7%	1.4%	1.4%	1.30%	1.20%	1.10%	1%	0.90%	
户均养宠数 (只)	0.27	0.32	0.36	0.38	0.39	0.40	0.40	0.41	0.42	0.43	0.45
yoy (%)	20.4%	18.2%	11.7%	5.5%	1.7%	2%	2%	2%	2%	2%	
日本户均养宠数	0.35	0.34	0.34	0.34	0.34						
美国户均养宠数	1.22	1.23	1.25	1.26	1.28						
单只宠物消费金额 (美元)	39.0	41.2	44.5	50.6	59.5	68.4	78.6	89.7	102.2	115.5	300
yoy (%)	4.5%	5.5%	8.1%	13.8%	17.5%	15%	15%	14%	14%	13%	4.0 倍
日本单只宠物消费金额 (美元)	294.6	302.3	304.2	308.8	317.2						
美国单只宠物消费金额 (美元)	298.9	307.4	316.5	331.8	342.6						
中国宠物消费行业规模 (亿元)	316	401	492	599	726	862	1024	1204	1413	1644	4510
yoy (%)	27.6%	26.7%	22.7%	21.8%	21.1%	18.8%	18.7%	17.6%	17.4%	16.3%	5.2 倍

资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

备注: 表中数据均为欧睿统计口径, 家庭户数为根据欧睿宠物数量/养宠家庭比例计算得出

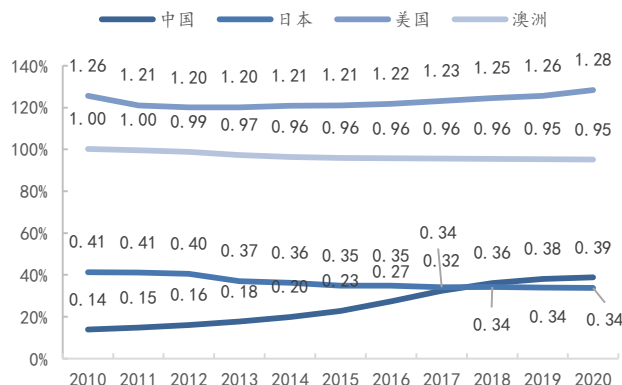
图 6: 中国家庭总户数逐年小幅增长



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

备注: 根据欧睿宠物数量/养宠家庭比例计算得出

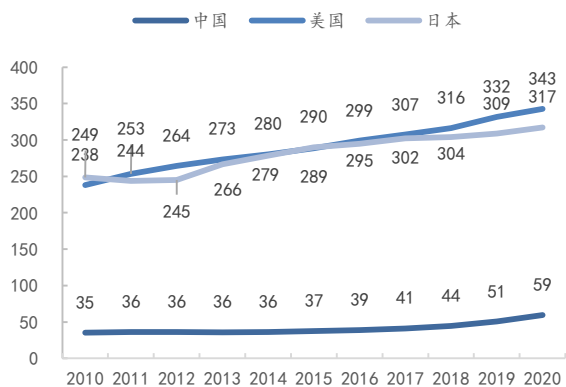
图 7: 中国户均宠物数量目前处于较低水平



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

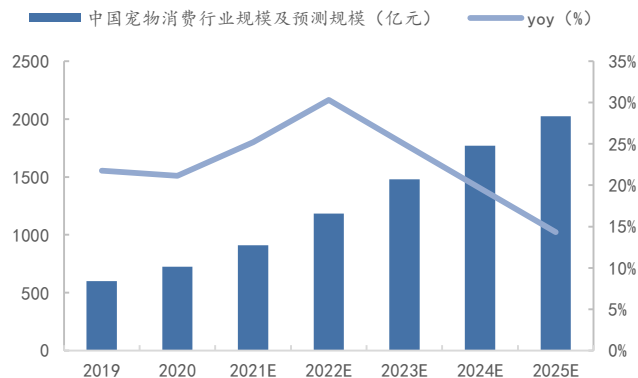
备注: 由欧睿宠物数量/家庭总户数计算得出

图 8: 各国单只宠物年消费金额对比 (单位: 美元)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 9: 我国宠物行业规模预测

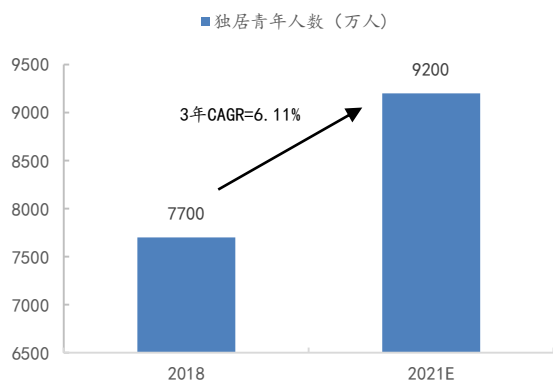


资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

户均养宠数量提升驱动力为独居青年及空巢老人数量增长。2018 年我国单身青年人口约 2.4 亿人, 其中独居青年占比为 32.1%, 预计 2021 年我国独居青年人数将达 9200 万人, 3 年 CAGR 为 6.1%, 根据贝壳找房《90 后独居青年生活真相》报告, 超 7 成独居 90 后表示有饲养宠物; 2019 年中国 65 岁以上人口占比为 12.6%, 呈逐年提升趋势, 第一代独生子女父母也已步入老年, 宠物可满足空巢青年和空巢老人的陪伴需求。

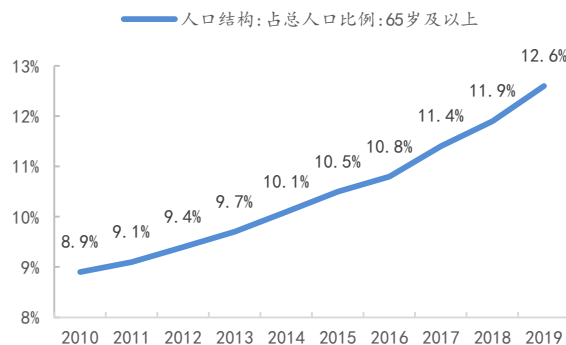
单宠年均消费提升驱动力为消费能力提升及宠物亲人化。2019 年我国人均年可支配收入为 42359 元, 5 年 CAGR 约 8.0%, 目前仍高个位数增速; 2019 年宠物主对宠物角色认知中, 把宠物当作孩子/亲人/朋友的比例合计 93.2%。随着宠物主消费能力提升以及宠物在家庭中地位提升, 未来单宠消费将持续增长。

图 10: 中国独居青年数量提升



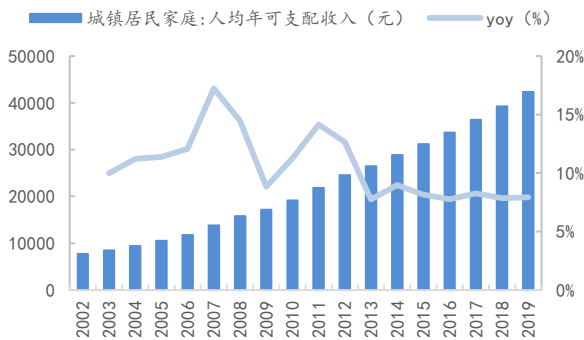
资料来源: 中国统计年鉴、国信证券经济研究所整理

图 11: 中国 65 岁以上老年人数量持续提升



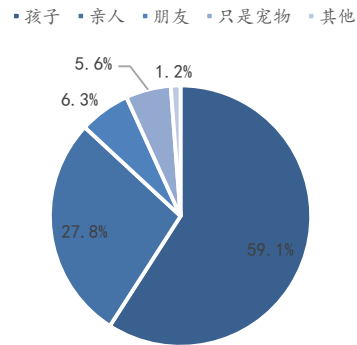
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 我国人均可支配收入逐年提升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 养宠人对宠物角色的认知改变

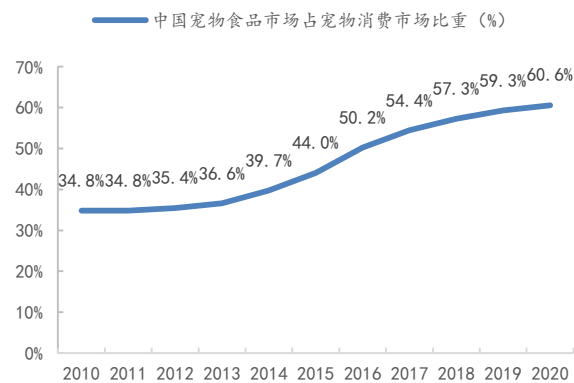


资料来源: 《2019年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

### 宠物食品为最大细分赛道，且具备最高的投资确定性

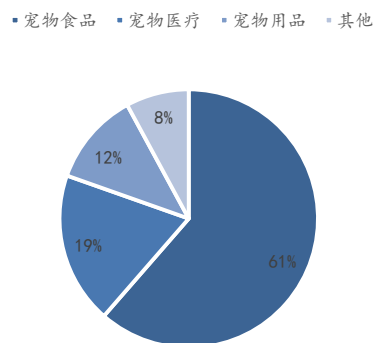
我国宠物产业上游为宠物饲养；中游为宠物用品，包括宠物食品、用品及药品；下游为宠物服务，包括宠物医疗、培训、美容及其他服务。其中宠物食品为最大养宠支出，占比超 60%且逐年提升。2019 年我国宠物行业食品、医疗、用品三大类目消费占比分别为 61%、19%、12%。根据 Euromonitor 数据，2020 年宠物食品消费规模占宠物消费市场比例达 60.6%，较 2010 年提升 25.8pct。细分宠物消费类目中，宠物主粮、零食、用品、诊疗为消费额占比前四的细分类目；从渗透率看，宠物商品的渗透率普遍超过宠物服务，主要系宠物商品相对刚需，其中宠物零食 19 年的渗透率高达 79.0%。

图 14: 宠物食品消费占宠物行业整体消费比重



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

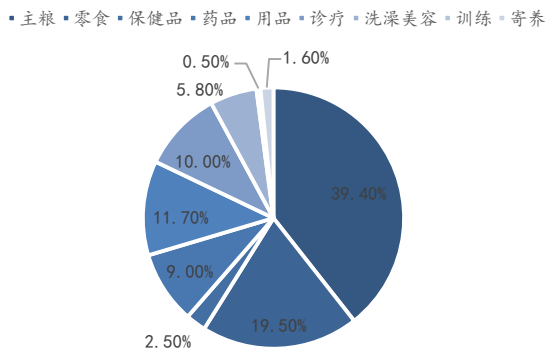
图 15: 2019 年宠物食品/医疗/用品分别占宠物行业比重



资料来源: 《2019年宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

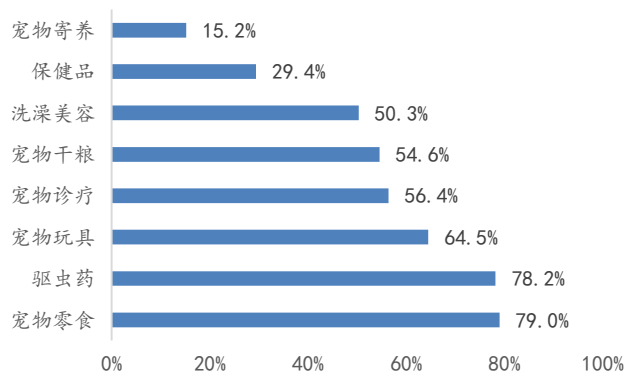


图 16: 2019 年中国宠物细分消费类目占宠物行业比重



资料来源:《2019 年宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

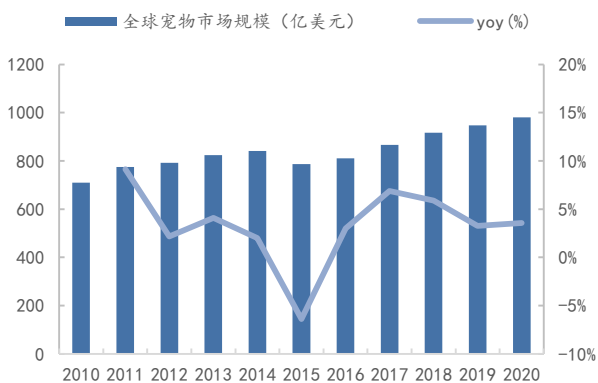
图 17: 2019 年中国宠物细分消费类目渗透率



资料来源:《2019 年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

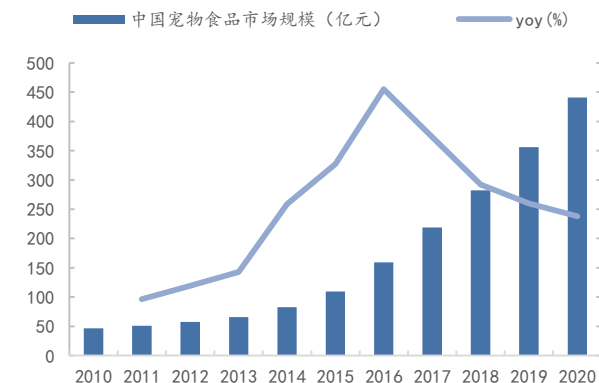
中国宠物食品市场增速快于全球市场，宠物猫食品消费规模占比提升迅速。2020 年全球宠物食品行业规模约 980.7 亿美元，同比增长 3.6%，10 年 CAGR 为 3.3%；2020 年中国宠物食品行业规模约 440.5 亿元，同比增长 23.8%，10 年 CAGR 为 25.2%。对比中国、日本、美国宠物食品市场占全球市场份额，2020 年占比分别为 6.9%、4.3%、37.0%。分宠物类别看，2020 年宠物狗、宠物猫消费规模占比分别为 49.7%、50.1%，宠物猫消费规模占比逐年提升，反超宠物狗食品消费规模。

图 18: 全球宠物食品行业规模及增速



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

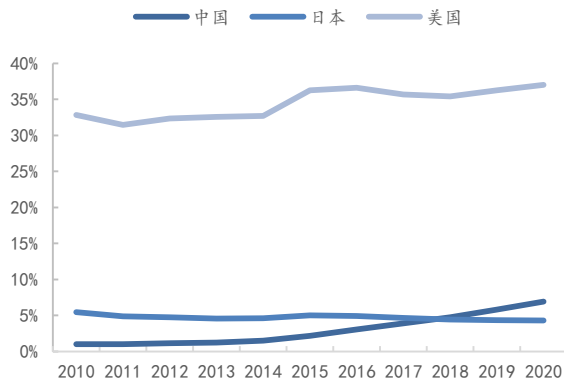
图 19: 中国宠物食品行业规模及增速



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

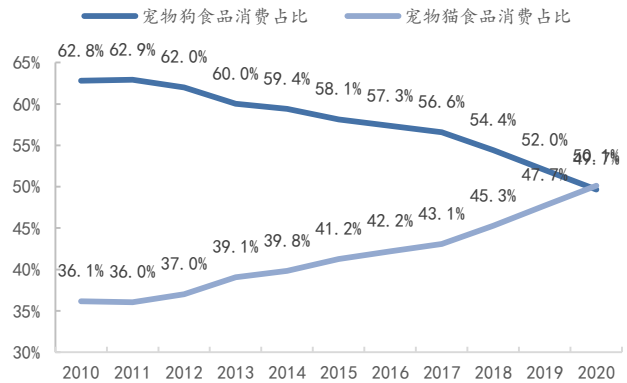


图 20: 中国/日本/美国宠物食品行业占全球市场比重



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 21: 中国宠物狗及宠物猫食品消费占比



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

**中国宠物食品行业规模测算: 预计未来 5 年 CAGR 为 19.0%。**与此前宠物行业空间预测方法类似, 根据日本、美国户均养宠数及单宠食品年均消费, 再结合往年增速, 假设中国增速, 预计到 2025 年, 我国宠物食品市场规模约为 996 亿元, 5 年 CAGR 为 19.0%。稳态状态下, 我国宠物食品行业规模约 3007 亿元。目前距离稳态约有 5.8 倍增长空间。拆分来看, 我国宠物食品规模扩张主要靠单宠食品消费金额提升。

表 7: 中国宠物食品行业规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	稳态规模
中国家庭数量	45856	46574	47346	48032	48714	49348	49940	50489	50994	51453	51700
yoy (%)	1.4%	1.6%	1.7%	1.4%	1.4%	1.30%	1.20%	1.10%	1%	0.90%	
户均养宠数 (只)	0.27	0.32	0.36	0.38	0.39	0.40	0.40	0.41	0.42	0.43	0.45
yoy (%)	20.4%	18.2%	11.7%	5.5%	1.7%	2%	2%	2%	2%	2%	
日本户均养宠数	0.35	0.34	0.34	0.34	0.34						
美国户均养宠数	1.22	1.23	1.25	1.26	1.28						
单只宠物食品消费金额 (美元)	19.6	22.4	25.5	30.0	36.0	41.4	47.6	54.3	61.9	70.0	200
yoy (%)	19.1%	14.4%	13.8%	17.7%	20.0%	15%	15%	14%	14%	13%	4.6 倍
日本单只宠物食品消费金额 (美元)	213.3	218.0	218.8	221.6	226.5						
美国单只宠物食品消费金额 (美元)	193.4	198.8	205.1	213.3	219.0						
中国宠物食品消费行业规模 (亿元)	159	218	282	355	440	522	620	729	856	996	3007
yoy (%)	45.5%	37.4%	29.2%	26.0%	23.8%	18.8%	18.7%	17.6%	17.4%	16.3%	5.8 倍

资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理  
备注: 表中数据均为欧睿统计口径

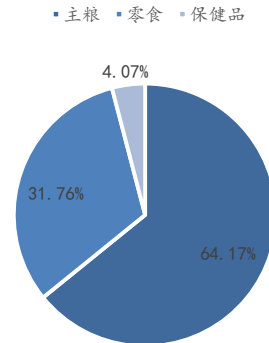
**主食为宠物食品最大消费。**宠物食品包括主粮、零食、保健品, 主粮包括干粮和湿粮, 零食分为肉干类、咬胶类、饼干类; 保健品主要为维生素、蛋白粉等。2019 年主粮、零食、保健品消费规模占比分别为 64.2%、31.8%、4.15%。

图 22: 宠物食品包括主粮/零食/保健品



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 23: 2019 年中国养宠用户个人宠物食品消费分布



资料来源: 《2019 年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

表 8: 宠物食品分类特点

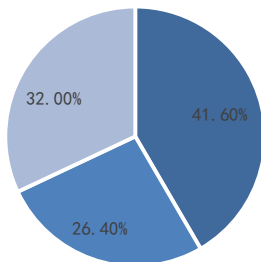
类别	特点
宠物零食	洁齿咬胶类 有效锻炼宠物的下颌咬嚼能力, 研磨宠物的牙齿, 防止牙结石 肉类零食类 水分含量低于 14%, 单位重量的产品可以蕴含更多的营养物质, 同时还韧爽耐嚼 消臭饼干类 有效清洁宠物口腔, 保护牙齿及清除口腔异味
宠物干粮	水分含量又可进一步划分为干膨化食品 (水分含量一般为 10%~12%)、半湿食品 (水分含量一般为 25%~32%) 和软膨化 (软干的) 食品 (水分含量一般为 27%~32%), 目前, 市售的大多数宠物干粮多属于通过挤压生产制作的干膨化宠物食品, 也就是常说的干粮
宠物湿粮	罐装宠物食品一般含 74%~78% 水分, 以鲜肉、冷冻肉类或动物副产品为主, 含量为 25%~75%。罐装宠物食品虽然被设计为可以单独饲喂的全家日粮
保健品	补充一些微量元素或是主粮中摄入量相对较少的重要营养元素, 如维生素片等

资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

**营养成分为宠物食品选品首要考虑因素。**①从品牌偏好看, 宠物主在零食品类上对进口品牌的倾向低于干粮品类, 41.6%的宠物主选择主粮时偏好进口品牌, 而仅有 28.7%的宠物主选择零食时偏好进口品牌; ②从购买考虑因素看, 宠物主选择主粮及零食时均首要考虑原材料和成分是否满足营养需求, 主要系宠物食品的购买者与食用者并非同一个体, 消费者一般通过是否安全营养、宠物是否爱吃等进行判断, 产品口碑、品牌形象在消费者做出选择时具有重要作用。

图 24: 宠物干粮品牌归属地偏好

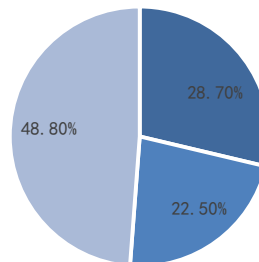
■ 进口品牌 ■ 国内品牌 ■ 没有特别的倾向



资料来源: 《2019 年宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

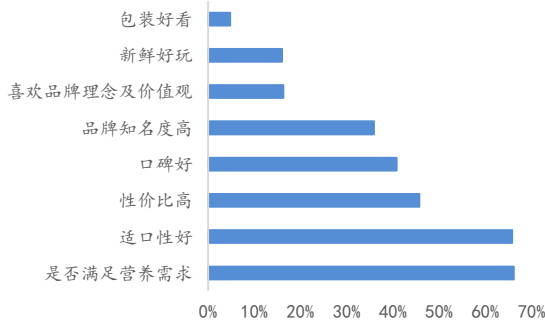
图 25: 宠物零食品牌归属地偏好

■ 进口品牌 ■ 国内品牌 ■ 没有特别的倾向



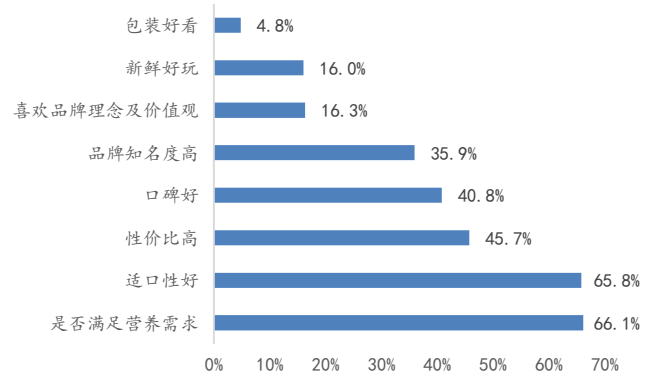
资料来源: 《2019 年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

图 26: 消费者选择宠物主粮时考虑的因素



资料来源:《2019 年宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

图 27: 消费者选择宠物零食时考虑的因素



资料来源:《2019 年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

我国宠物食品购买渠道以电商及宠物专门店为主，电商份额逐年提升。我国宠物食品购买渠道主要有零售店、宠物专门店、电商与宠物医院。2020 年零售店、宠物专门店、电商与宠物医院渠道份额占比分别为 6.6%、28.0%、54.7%、10.8%，分别较 2010 年-21.5pct、-33.6pct、+53.5pct、+1.7pct，电商渠道占比提升显著。对比其他国家电商渠道占比，2020 年全球、美国、日本、澳洲线上渠道占比分别为 18.4%、22.3%、13.1%、3.5%，显著低于中国电商渠道份额。

在各类电商渠道中，会选择淘宝、天猫、京东的宠物主占比分别为 68.2%、54.6%、40.9%，其次是宠物垂直电商（波奇、E 宠、狗民网等），线上微信社交的交易有逐步提升的潜力。

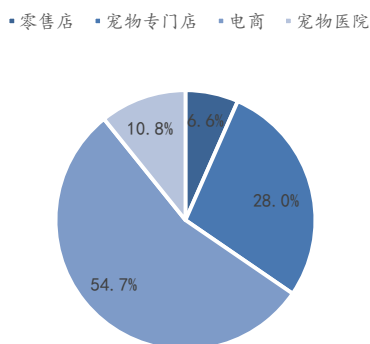
我国线上电商渠道份额提升显著的主要原因为：①我国零售行业渠道变迁，电商渠道崛起；②电商渠道覆盖价格带广，并非仅仅面向低端、价格敏感性高的消费者，相当一部分消费者通过跨境交易在内的线上渠道购买超高端产品。我们认为线上渠道将继续在所有客户群中占据主导地位。

表 9: 我国宠物行业渠道分类及特点

渠道种类	特点	代表	品牌类别
线上渠道	流量大、增速高、便捷性高、体验性弱；进驻门槛低，市场竞争压力大	淘宝、天猫、京东等大型电商平台、波奇网、E 宠网、狗民网等专业平台	进驻门槛低，品种多样，高中低端均有覆盖
宠物店	目标用户精准、推广成本合理	宠物家、宠宠熊、酷迪宠物等	以中高端为主，对品牌知名度、品牌保障要求较高
宠物医院	专业性较强、经营面积大	瑞派、瑞鹏、美联合众等	处方粮、中高端品牌产品
商超百货等零售渠道	依托大型商超、营业面积大，客流量大而稳定，消费者信赖度高	家乐福、沃尔玛、华联、大润发、卜蜂莲花等	门槛较高，品牌需要具有一定的品牌知名度、用户知名度

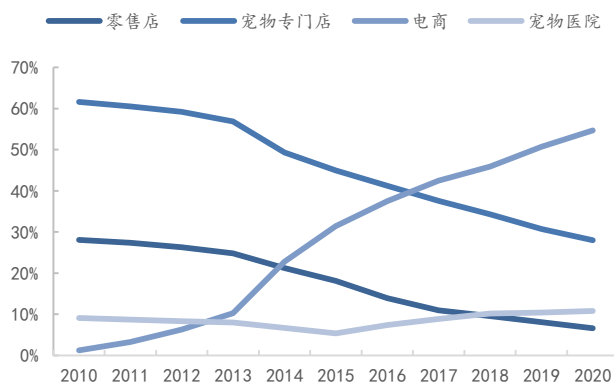
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 28: 2020 年我国宠物食品行业电商渠道占比超 50%



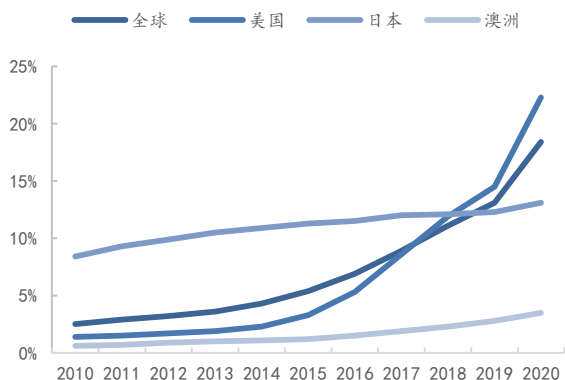
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 29: 电商渠道占比 10 年提升约 54pct



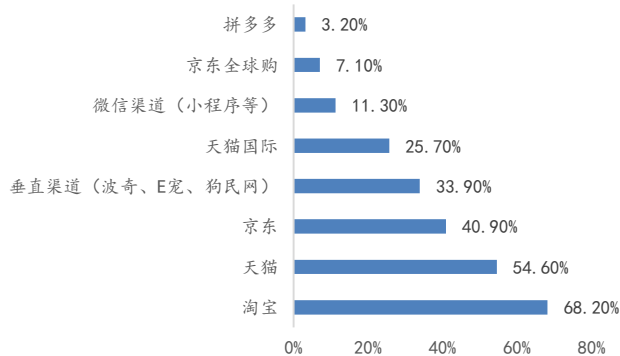
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 30: 其他国家宠物食品线上渠道占比低于中国



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 31: 宠物食品线上购买渠道偏好



资料来源: 《2019 年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

从海外市场的经验看，宠物食品行业往往为最先成熟的细分赛道，食品较为刚需，为养宠首要解决问题；从商业模式成熟度来讲，上游饲养行业规范化程度低，下游服务未形成规模优势，中游宠物食品因刚需、规模占比高、集中度有待提升，因此具有最高的投资确定性。

图 32: 宠物产业链投资价值对比



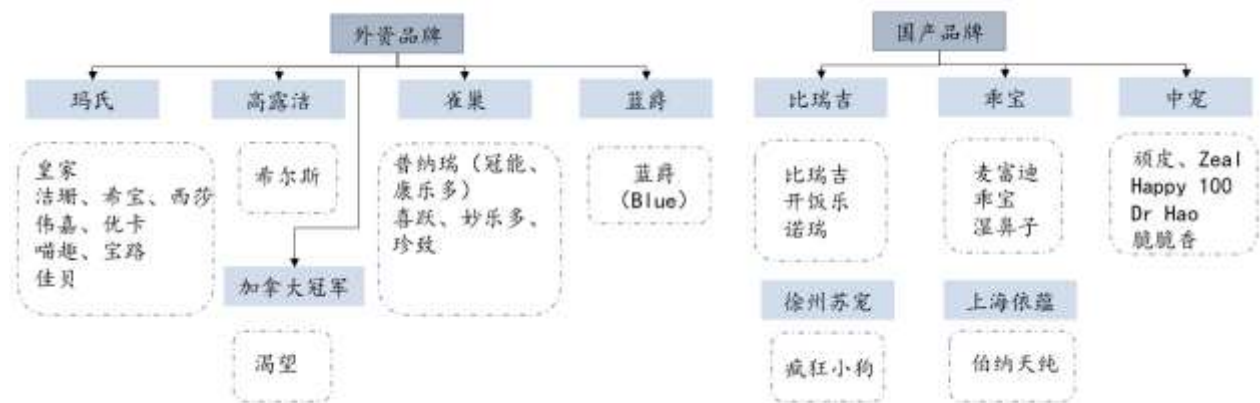
资料来源:国信证券经济研究所整理

### 宠物食品行业竞争格局：国产替代正当时

我国宠物食品行业主要的外资公司有玛氏、雀巢等，旗下品牌矩阵覆盖中高低端，主要的内资公司有上海比瑞吉、山东乖宝、烟台中宠、苏州苏宠、上海依蕴等。本土品牌采取不同的产品和渠道销售策略，走差异化崛起，例如苏宠旗下品牌疯狂小狗，主打下沉市场，用户多为养宠小白，依靠高性价比产品打开市场，利用电商渠道快速渗透；上海依蕴旗下伯纳天纯，主要面向一二线高消费宠物主，通过专业渠道塑造高端化品牌形象，以高品质多样化产品维护消费者粘性。

宠物食品行业经由三个发展阶段。①2002-2008年，行业处于起步阶段，外资品牌为培育市场阶段；②2009-2013年，内资企业 OEM/ODM 黄金发展期，成本主导；③2013-至今，内资企业转型开拓国内市场，电商渠道给予国产品牌快速发展机会，内资替代外资份额。

图 33: 宠物食品行业主要公司及主要品牌介绍



资料来源:前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

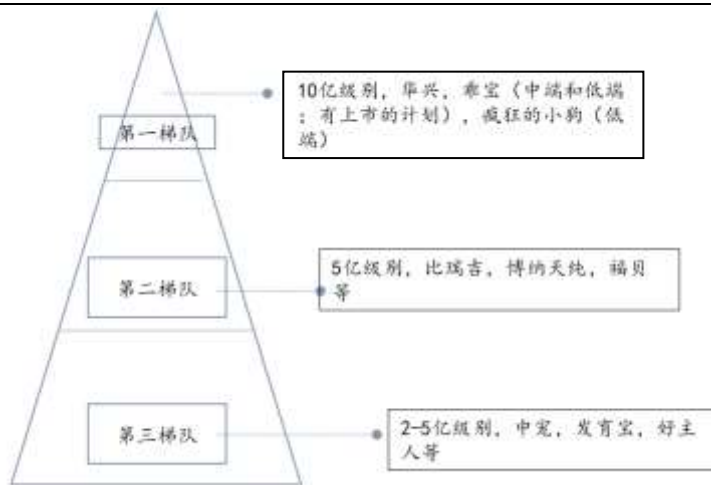
图 34: 国产宠物食品品牌的突围之路



资料来源: 亿欧智库《中国宠物经济创新发展研究报告》、国信证券经济研究所整理

国产宠物零食品牌梯队: ①第一梯队 (10 亿级别): 华兴, 乖宝, 疯狂的小狗 (低端); ②第二梯队 (5 亿级别): 比瑞吉, 博纳天纯, 福贝等; ③第三梯队 (2-5 亿级别): 中宠, 发育宝, 好主人等。

图 35: 我国宠物食品行业国产品牌竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

外资品牌市占率呈下降趋势, 国货品牌逐步崛起。①从公司市占率看, 美国玛氏仍为市占率第一, 2019 年市占率为 11.4%, 但呈逐年下降趋势; 国产公司中上海比瑞吉市占率下降较为明显, 华兴、徐州苏宠、上海依蕴市占率提升明显, 烟台中宠 2019 年市占率为 1.4%, 较 2014 年提升 0.4pct。②从品牌市占率看, 外资品牌中, 玛氏旗下品牌较为强势, 皇家、伟嘉、宝路分别位居第 1、6、7 位, 但市占率均呈下降趋势, 国产品牌比瑞吉近年市占率下降, 疯狂小狗、伯纳天纯、麦富迪、顽皮市占率提升明显, 其中中宠旗下主品牌顽皮 2019 年市占率为 1.4%, 较 2014 年提升 0.4pct。

2019 年市占率前二十的品牌中, 国货品牌 13 个, 合计市占率为 17.4%, 较 14 年提升 3.9pct; 国外品牌 7 个, 合计市占率为 13.7%, 较 14 年下降 6.5pct。对比全球市场宠物食品品牌 CR10, 我国宠物食品公司及品牌市场集中度均显著



低于海外发达国家,且由于近年行业新进入者较多,故近年 CR10 有小幅下降。

表 10: 中国宠物食品市场市占率前十公司市占率变化情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
玛氏(美国)	17.6%	16.9%	15.3%	13.8%	12.6%	11.4%
上海比瑞吉	7.4%	8.0%	7.6%	6.6%	5.0%	3.9%
华兴	1.2%	1.8%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%
河北荣喜	1.6%	2.2%	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%
徐州苏宠	0.0%	0.3%	0.7%	1.3%	1.9%	2.3%
上海依蕴	-	0.4%	1.1%	1.5%	1.9%	2.2%
雀巢(瑞士)	5.7%	4.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.2%
山东乖宝	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%
烟台中宠	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
加拿大冠军(加拿大)	-	-	0.2%	0.3%	0.9%	1.2%

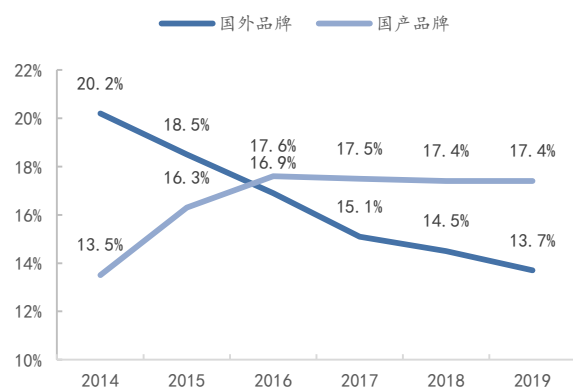
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理  
备注: 标红为国内公司

表 11: 中国宠物食品市场市占率前十品牌市占率变化情况

品牌	所属公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019
皇家	玛氏	7.3%	7.6%	8.8%	8.1%	7.7%	7.2%
比瑞吉	上海比瑞吉	5.0%	5.6%	5.4%	4.7%	3.8%	3.0%
疯狂小狗	徐州苏宠	0.0%	0.3%	0.7%	1.3%	1.9%	2.3%
伯纳天纯	上海依蕴	-	0.4%	1.1%	1.5%	1.9%	2.2%
麦富迪	山东乖宝	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%
伟嘉	玛氏	3.4%	3.1%	2.6%	2.1%	1.8%	1.6%
宝路	玛氏	3.6%	3.2%	2.5%	2.1%	1.8%	1.6%
顽皮	烟台中宠	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
玫斯	河北荣喜	0.9%	1.3%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%
力狼	华兴	0.6%	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%

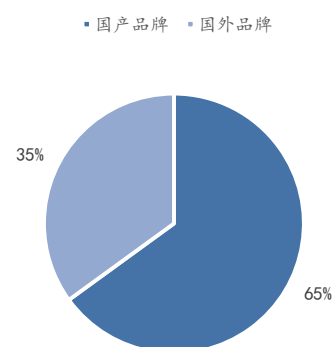
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理  
备注: 标红为国产品牌

图 36: 我国宠物食品 TOP20 品牌本土品牌份额提升



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

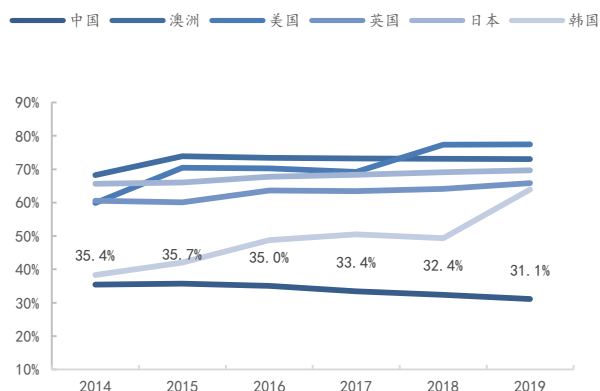
图 37: 我国宠物食品行业 TOP20 品牌本土品牌数量占比



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

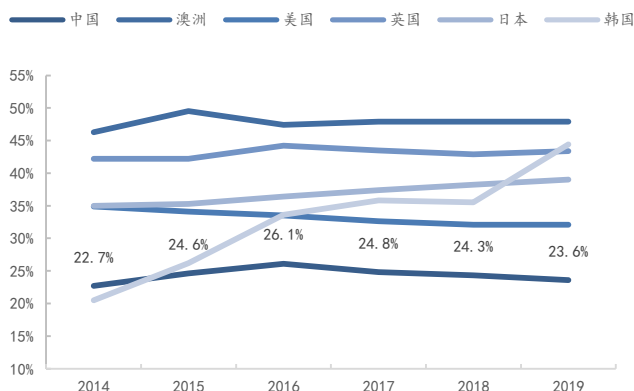


图 38: 各国宠物食品行业公司 CR10



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

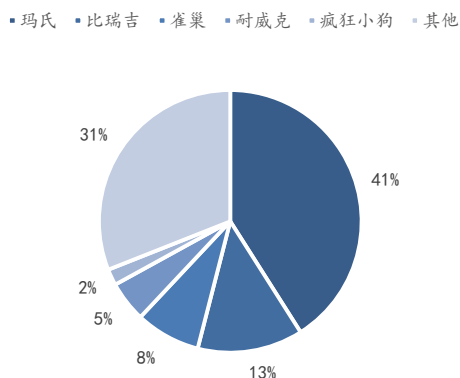
图 39: 各国宠物食品行业品牌 CR10



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

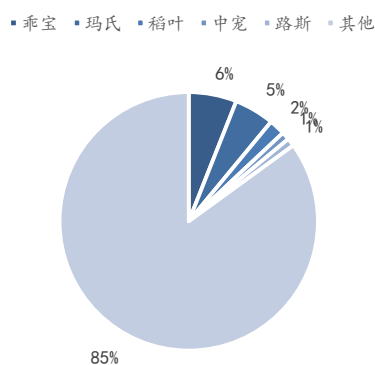
**分品类看: 宠物零食市场更为分散**, 优质的国内企业更有机会在宠物零食市场率先突围。国内宠物主粮市场 CR5 约 69%, 其中玛氏和雀巢普瑞纳合计占比约 49%; 国内宠物零食市场 CR5 的合计市占率仅约 15%, 乖宝、中宠、路斯均为国产公司。我们认为, 由于海外品牌在宠物零食方面进入相对较晚, 同时国内无强势品牌, 故目前零食竞争格局更为分散, 优质的国内企业更易突围。

图 40: 2019 年中国宠物主粮公司市占率



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 41: 2019 年中国宠物零食公司市占率



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

为知名国外宠物食品品牌代工的**研发和供应链积累**, 助力国内企业发展国内**自主品牌**。近年, 多家国内代工厂打破传统的“工厂-分销商-消费者”模式, 通过建立自主品牌直接面向消费者, 由代工厂模式转向发展国内自主品牌。山东乖宝为雀巢代工厂, 14 年推出自主品牌麦富迪; 佩蒂为全球咬胶产品龙头公司, 由 OEM 转型为 ODM, 并推出自主品牌; 中宠以海外 OEM 起家, 12 年起发展自主品牌。

表 12: 国内宠物食品生产企业由 OEM 向 OBM 转型

旗下品牌	简介
山东乖宝 麦富迪	利用多年积累的为跨国公司（如雀巢）代工经验和能力，开发高质量的 OBM 产品，14 年推出自主品牌“麦富迪”，17 年获 KKR4 亿 A 轮融资，19 年获君联资本 5 亿 B 轮融资
佩蒂股份 “PEIDI”、“MEATYWAY”	主要生产咬胶类产品，由 OEM 转变为 ODM 的公司，国内自主品牌 OBM 处于初步发展阶段
烟台中宠 顽皮、真挚	海外 OEM 起家，12 年起发展自主品牌进军国内市场，17 年国内市场开始发力，并购国外品牌

资料来源：国信证券经济研究所整理

整体看，我国宠物食品市场目前外资占据优势，但未形成绝对主导，竞争格局尚未固化，目前国货品牌正处于品牌力打造阶段，未来头部国货品牌市占率将进一步提升。

**本土品牌优势：**

- ✓ 对市场反应快，决策灵活，响应宠物主多样化需求，更好把握渠道。
- ✓ 电商渠道推动国产替代，电商有利于新品牌推广，同时迅速打开低线市场，国际巨头主要为高端策略，低线市场打开有利于高性价比国产品牌加速渗透。

**公司概况：全球宠物食品领域多元化品牌运营商**

**公司简介：国内宠物食品行业龙头**

公司主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售业务，覆盖宠物零食、干粮及湿粮全品类。旗下有"Wanpy 顽皮"、“中宠”、“Zeal 真挚”、“King Kitty”、“Happy100”、“Sea Kingdom”、“Dr.Hao”、“Jerky Time”、“脆脆香”等自主品牌，以及“Bacterfield LIVE”、“Frisian”等代理品牌；其中"Wanpy 顽皮"品牌占比约 50%左右，“Zeal 真挚”占比约 20%。公司是目前国内宠物食品产品线最长且最全的公司，未来公司重心将放在国内自主品牌打造。

图 42: 公司旗下主要品牌布局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

表 13: 公司主要品牌特点

品牌名称	宠物类型	产品类型	特点
Wanpy	狗/猫	零食、湿粮、干粮	全球同享、同一品质
中宠	狗/猫	干粮	新西兰原装进口天然宠物食品
Zeal	狗/猫	零食	无谷低敏
ProBiotic LIVE (代理)	狗/猫	干粮(狗)、零食(猫)	德国活菌粮
Dr.Hao	狗/猫	湿粮、零食(狗)	处方定制、健康搭档
脆脆香	狗/猫	干粮	全营养干粮
Happy100	狗/猫	干粮、湿粮(狗)、零食	线上品牌
Sea Kingdom	猫	猫砂、零食、湿粮、干粮	天然海鲜粮
King Kitty	猫	猫砂、零食	主打猫砂产品
富力鲜(代理)	猫	湿粮	泰国原装进口纯肉猫粮
Mio9(代理)	猫	湿粮	专业配方猫粮

资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司有覆盖全球的营销网络。①国外: 主要销往日本、美国、加拿大、英国、等全球 50 多个国家和地区, 出口五大洲, 年销数亿袋, 在上述国家和地区享有较高的知名度和市场占有率, 保持稳定增长; ②国内: 自 1998 年率先在国内市场销售自主品牌“顽皮 WANPY”以来, 已在 110 多个城市建立了销售网络, 产品进入全国沃尔玛、家乐福、大润发、等众多大型连锁超市。“顽皮 WANPY”品牌已成为国内宠物零食行业领跑品牌。

图 43: 公司国际销售网络布局情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44: 公司国内销售网络布局情况

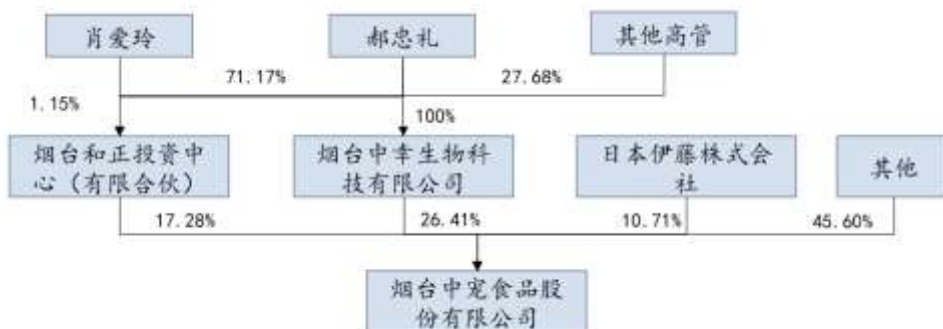


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**股权结构: 稳定且清晰, 郝忠礼、肖爱玲夫妇为公司实际控制人**

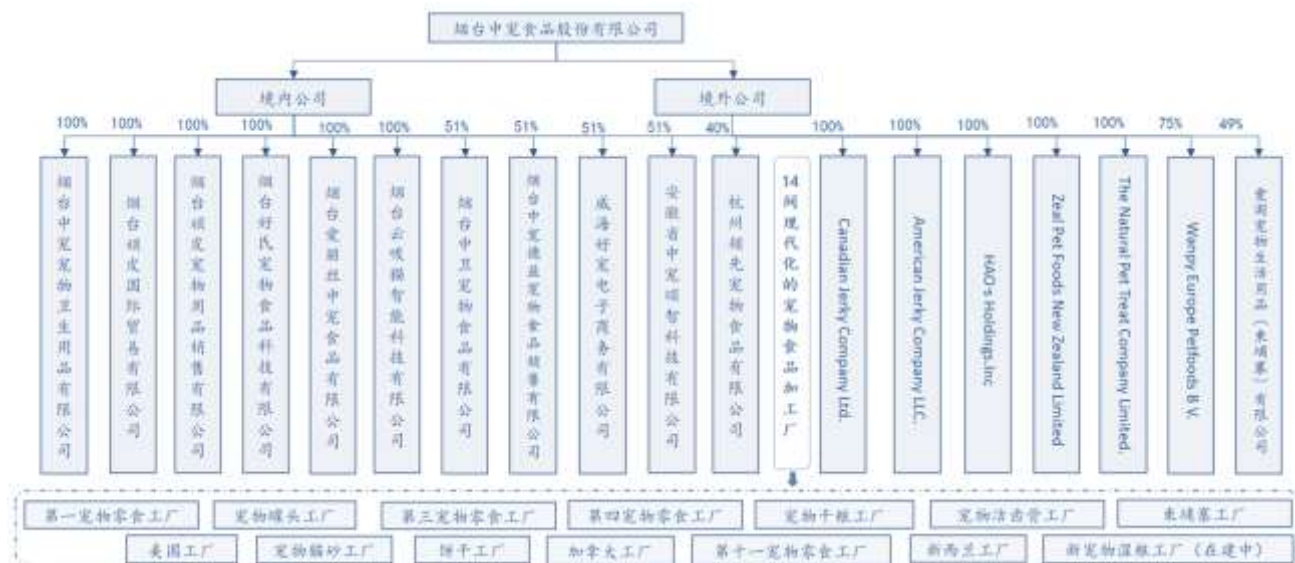
股权结构集中且稳定。烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心(有限合伙)及日本伊藤株式会社分别持有公司股份比例为 26.41%、17.28%及 10.71%。公司实控人及董事长郝忠礼先生持有烟台中幸 100%股权, 郝忠礼及妻子肖爱玲合计持有烟台和正 72.32%股权。目前公司在境内拥有 9 家控股子公司, 在境外设立了 7 家子公司(美国 2 家、加拿大 1 家、新西兰 2 家、欧洲 1 家、柬埔寨 1 家), 拥有 14 家工厂, 共同开展宠物产品研发、生产、销售和贸易等领域的业务。

图 45: 公司股权结构稳定



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 公司旗下子公司及工厂情况



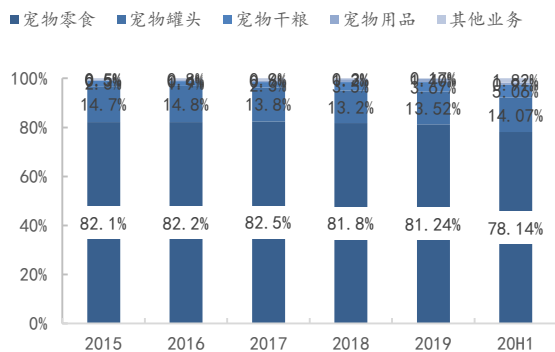
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**业务结构: 外销占比约 80%, 内销增长提速**

**分品类看: 宠物零食为核心品类, 干粮占比逐年提升。**公司宠物零食占比常年超 80%, 干粮品类为公司未来主要发展品牌, 份额呈现稳定增长趋势, 19 年高端干粮品牌 Toptree 销售火爆, 20H1 干粮占比达 5.06%。2019 年干粮利润率达 43.45%, 显著高于其他品类, 主要系公司干粮业务均为自主品牌在国内销售, 零食及罐头外销占比高。

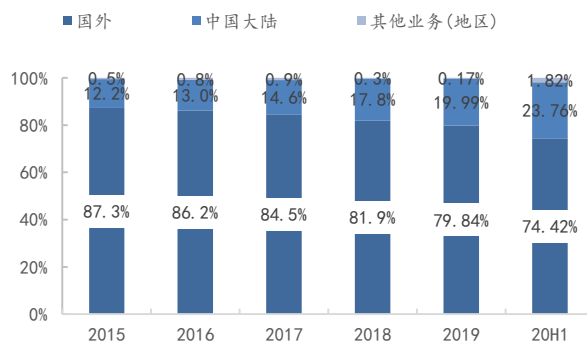
**分地区看: 境外市场占比长期超 80%。**2019 年国外收入占比为 79.84%, 其中北美为主要海外市场, 近年来公司加大国内市场自主品牌的推广力度, 因此国内市场收入占比不断提升, 收入占比从 2015 年的 12.19% 提升至 2019 年的 23.76%。公司国内业务毛利率显著高于海外, 主要系海外业务以 OEM 为主, 国内以自主品牌销售为主。

图 47: 公司营收分品类构成情况



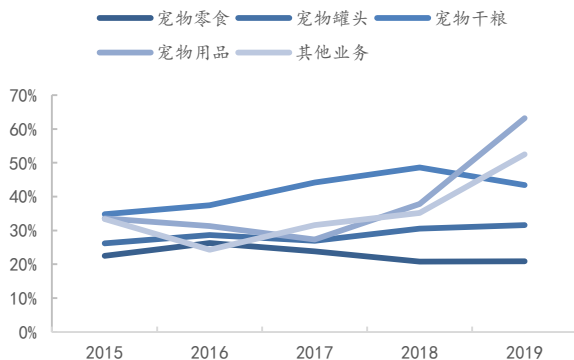
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 48: 公司营收分区域构成情况



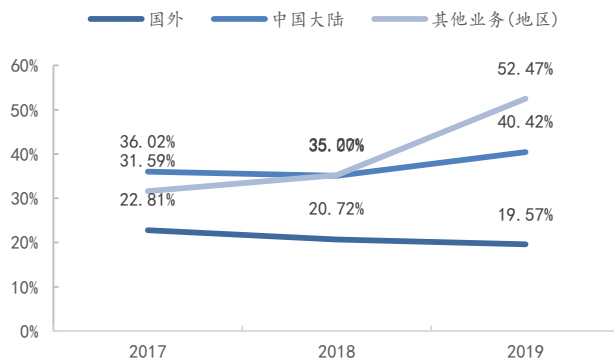
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 49: 公司分产品毛利率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 50: 公司分区域毛利率情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 历史沿革、业绩及股价复盘: 历经 22 年, 成长为国内宠物食品龙头企业

从创立至今 22 年, 公司发展历经 4 个阶段:

- ✓ 创业期 (1998-2002): 1998 年公司创始人郝忠礼先生由外贸食品领域投身宠物食品行业, 1999 年开始在中国市场销售“顽皮”鸡肉干, 2002 年与日本伊藤合资成立公司前身烟台中宠食品;
- ✓ 成长期 (2003-2008): 2003 年投资建设第一间自建宠物零食工厂, 2005 年自建罐头厂开始销售湿粮品类, 2007 年成立烟台顽皮宠物用品公司进行宠物用品销售, 至此公司完成零食、湿粮、用品初步布局;
- ✓ 发展期 (2009-2013): 公司获得多项大奖, 2012 年开始发力国内市场销售干粮品类, “顽皮”品牌荣膺“中国驰名商标”;
- ✓ 转型期 (2014-至今): 完成股份制改造, 新建产能陆续投产, 2014 年推出处方粮 Dr Hao, 2017 年加码国内市场, 同年于深交所中小板上市, 2018 年收购新西兰天然宠物食品品牌 Zeal; 同年, 发力电商, 与平台战略合作



以及与电商运营团队合作，从代工厂转为品牌运营商。

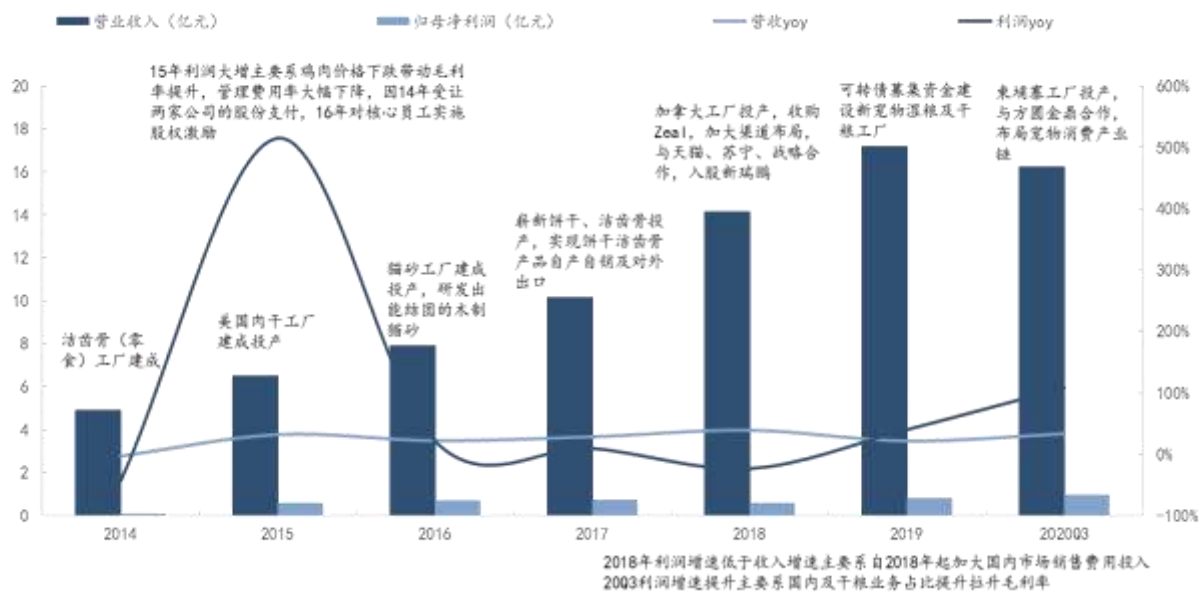
图 51: 从海外 OEM 代工厂向品牌商转型



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司业绩复盘：近年营收及利润保持较快增速。14-19年公司营收5年CAGR为28.43%，扣非归母净利润CAGR为54.20%。公司收入增长主要系近年来公司在海外业务客户稳定，营收稳步增长的情况下，大力拓展国内市场，随着新建产能逐步投产，国内市场维持较高增速。利润主要随营收增长，叠加近年人民币兑美元汇率持续贬值带来综合毛利率上升，其中18年利润负增长主要系原材料鸡胸肉价格上涨幅度较大及国内市场打开投入较高销售费用。

图 52: 业绩复盘：产能释放带动收入及利润快速增长

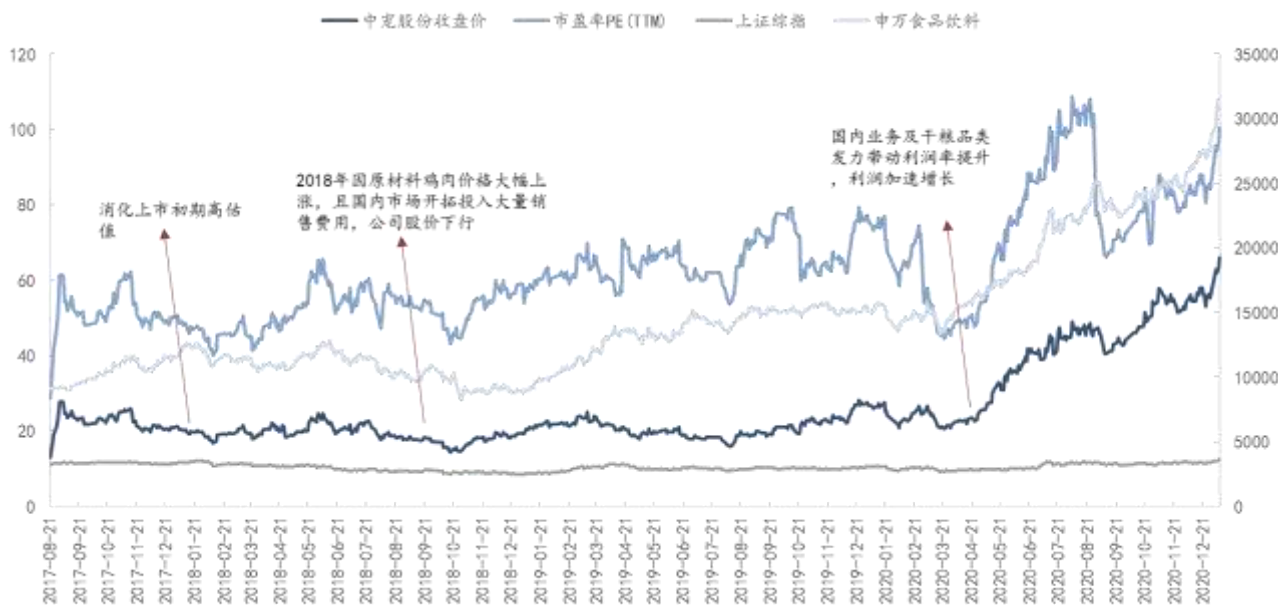


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司股价复盘：公司自上市以来股价上涨409%，股价上涨动力为估值和业绩双升。公司2017年上市初期因消化高估值股价小幅回调；2018年因原材料鸡

肉大幅涨价，以及销售费用大幅增长，公司股价下行；随后伴随着公司业绩增长，股价及估值均震荡上行；自 2020 年 5 月起，估值提升带动公司股价快速拉升，在此期间股价走势与申万食品饮料指数趋同，20Q3 利润同比大增 108%，业绩支撑带动股价继续上行。

图 53：股价复盘：估值及业绩双升带动公司股价自年初开始快速拉升

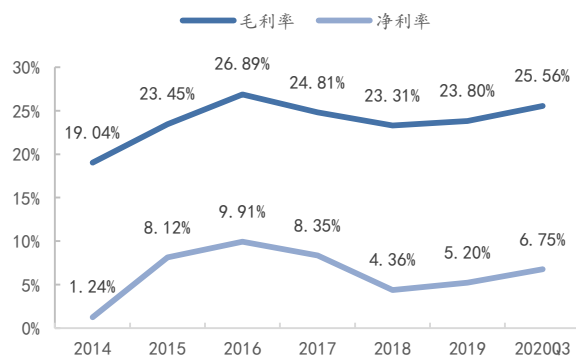


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**利润率复盘：毛利率逐年提升，销售费用投入加大。**2016-2018 年毛利率下降主要系原材料价格上涨及人民币贬值，18 年后，因毛利率较高的国内业务及干粮业务占比提升，整体毛利率提升。公司销售费用率自 2018 年起提升明显，主要系公司由海外 OEM 逐步转向发展国内自主品牌，投入较高销售费用，自 18 年起，公司推进精益化管理，全面降本增效，因此管理费用率小幅下降；20Q3 财务费用率提升主要系人民币升值和借款增加。

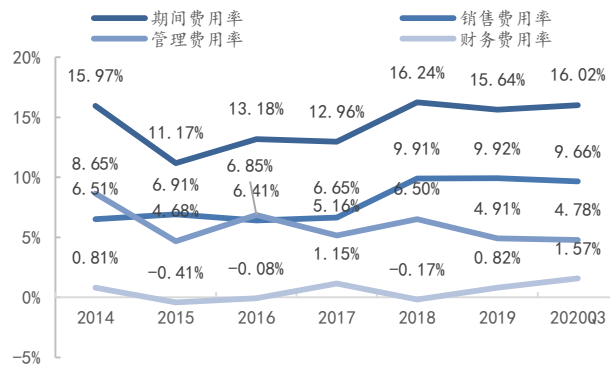
公司销售费用主要为业务宣传费及销售服务费，2019 年占比 41%，19 年销售费用较 2017 年提升 155%，管理费用主要为职工薪酬，占比 53%，19 年管理费用较 2017 年提升 308%。

图 54：公司毛利率及净利率水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

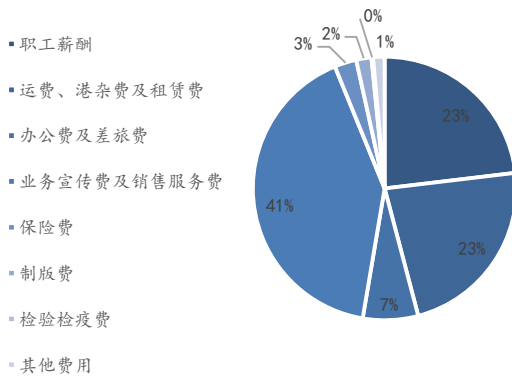
图 55：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

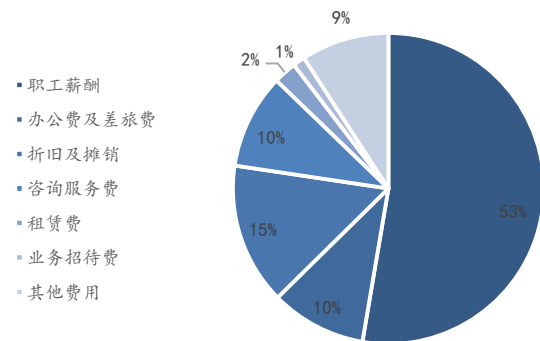


图 56: 2019 年公司销售费用构成比率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

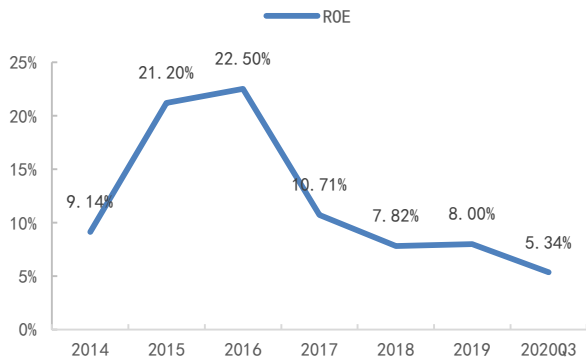
图 57: 2019 年公司管理费用构成比率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

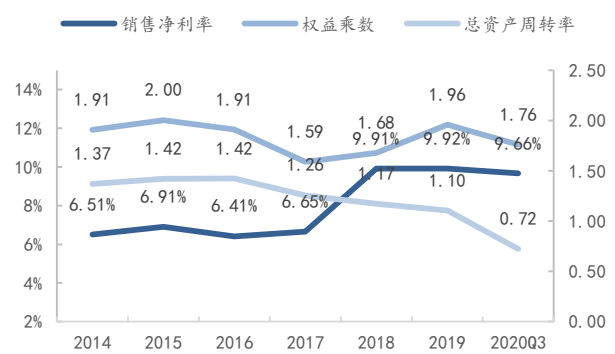
**ROE 复盘:** 近年公司 ROE 呈下降趋势, 2017 年为公司上市后总资产扩大, 带动总资产周转率及权益乘数下降, 后续随着公司不断投入产能建设, 造成总资产周转率下降, 后续随着公司在建产能逐步投产, 及干粮产能利用率提升, ROE 有望回升。

图 58: 近年公司 ROE 逐年下降



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 59: ROE 下降主要系总资产周转率下滑



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 公司核心竞争力: 产品渠道全面发力, 品牌效应显现

### 产品力: 多年海外高端宠物食品 OEM 经验, 产品质量高标准

**产品质量方面:** 公司鸡肉原料供应商均为政府部门备案名单企业; 旗下工厂均采用行业先进的生产设备, 严格按照国家出口食品标准和 HACCP 食品安全体系进行管理; 同时公司建立了严格的“产品追溯体系”和“缺陷产品召回制度”, 实现全产业链全程监控, 从根本上确保产品质量安全; 公司通过了美国 FDA、英国 BRC、日本农林水产省等多项国际认证, 满足了出口国宠物食品的高标准。取得诸多权威产品质量认证一方面能增加消费者信任度, 同时也为公司开拓国内外市场提供认证基础。

图 60: 实验室通过中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认证



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 61: 公司产品通过各国权威认证审核

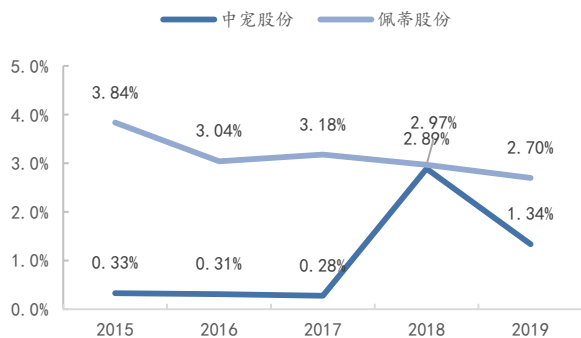


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**研发投入方面:** ①**研发费用率:** 2019 年公司研发费用率为 1.34%，相比于佩蒂股份的 2.70% 仍有差距，主要系佩蒂专注于咬胶产品 ODM，而中宠海外 OEM 业务占比仍然较高，故整体研发费用率较低；②**研发费用:** 公司自 2018 年起加大研发投入，主要系 18 年起发力国内市场自主品牌，增加研发人员数量，研发人员占比增加至 6.26%；③**新品获订单比例:** 2017-2019 年，公司新品获订单比例分别为 25%、40%、55%，新品研发成功率逐年提升。

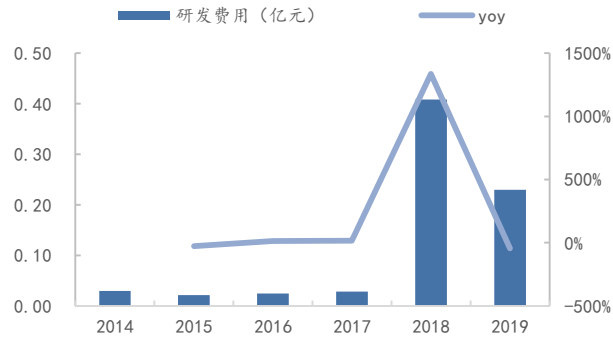
**专利数量方面:** 截至 2019 年 3 月，公司共有 130 项国家专利，其中发明专利 12 项，实用新型专利 8 项，外观设计专利 110 项；对比佩蒂，佩蒂仍以代工为主，中宠因大力发展自主品牌，近年外观设计专利大幅增加。

图 62: 中宠与佩蒂研发费用率对比



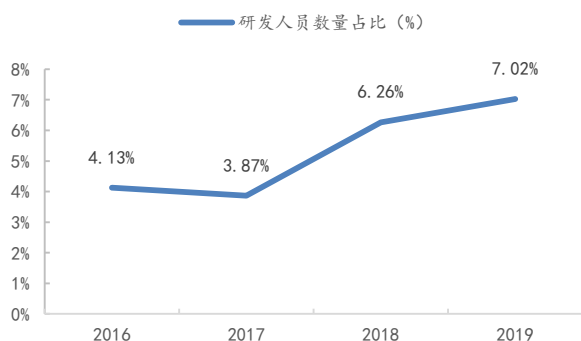
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 63: 2018 年起公司研发投入快速增加



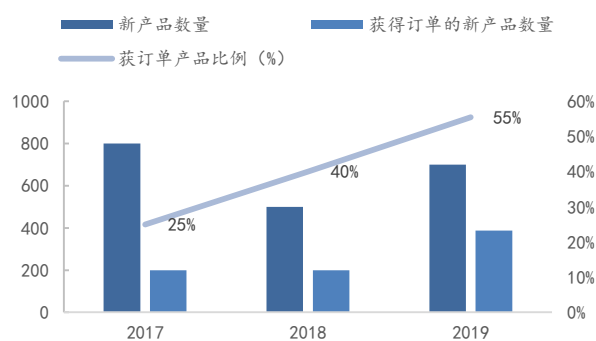
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 64: 公司研发人员数量占比逐年提升



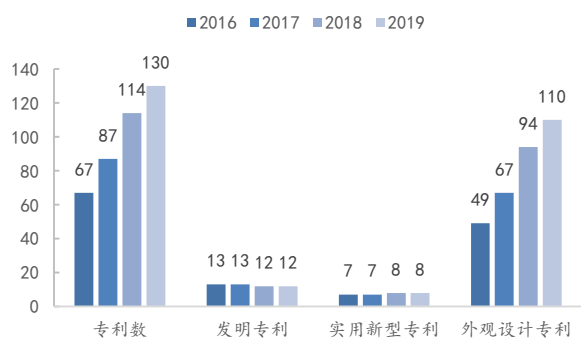
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 65: 新产品中获订单产品比例逐年提升



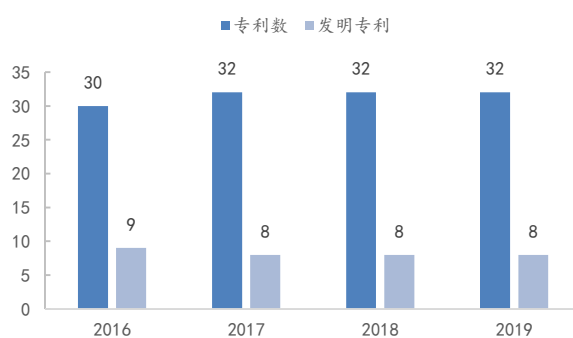
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 66: 中宠专利数量提升迅速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 67: 佩蒂专利数保持稳定

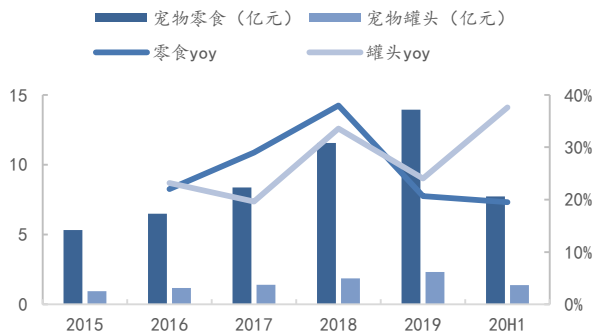


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 产品力: 品类布局全面, 大力发展干粮补短板

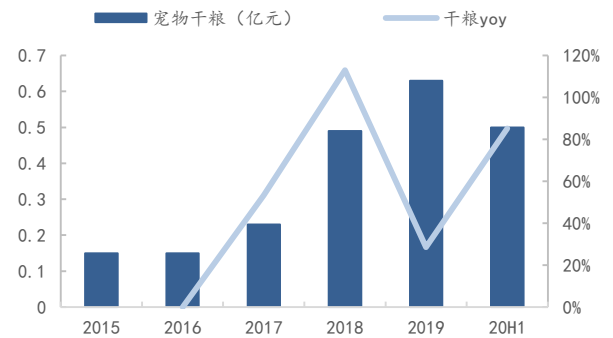
零食品类保持优势地位稳步增长, 发力干粮优化品类结构。①公司零食业务稳步增长, 因零食业务以海外 OEM 为主, 客户稳定; 湿粮业务今年来增速提升, 因国内湿粮业务部分发力; ②干粮业务自 14 年起开始发展, 18 年开始自主研发干粮, 公司加大研发及渠道投入, 收入同比增速达 103.0%, 19 年干粮产品线调整, 20 年来因产能利用率大幅提升, 增速加快。未来干粮为重点发力品类, 公司宠物食品布局将进一步优化。

图 68: 公司零食及湿粮收入规模与增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 69: 公司干粮收入规模与增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司线上销售以“Wanpy”、“Wanpy Happy 100”及代理品牌为主, 覆盖干粮、湿粮、零食全品类。其中犬用封鲜罐、猫用金枪鱼罐头、犬用封鲜包等罐头品类线上销售最好。

表 14: 中宠干粮热销产品列表

所属品牌	销量	价格	产品图片	所属品牌	销量	价格	产品图片
顽皮全价犬粮	Wanpy Happy 100	8727	39.9元/2.5Kg	鸡肉无谷猫粮	中宠	11131	59元/2Kg
牛肉双拼粮	Wanpy Happy 100	1304	119元/5kg	全家成猫粮	Wanpy Happy 100	5064	59元/2Kg
全价小型犬成犬粮	Wanpy Happy 100	702	79.9元/2.5kg	三文鱼冻干三拼猫粮	Wanpy Happy 100	2745	139元/5kg
中大型犬成犬粮	Wanpy Happy 100	386	79.9元/2.5kg	全价幼猫粮	Wanpy Happy 100	868	62元/2kg

资料来源: 天猫、国信证券经济研究所整理

表 15: 中宠湿粮热销产品列表

所属品牌	销量	价格	产品图片	所属品牌	销量	价格	产品图片
犬用封鲜罐	Wanpy	40780	45元/6罐	猫用金枪鱼罐头	Wanpy Happy 100	45381	45.6元/12罐
犬用封鲜包	Wanpy Happy 100	25373	27.9元/12包	嗜喱组猫条	Wanpy Happy 100	22701	49.8元/30支
犬用封鲜包	Wanpy	23597	39.9元/10包	猫用鲜肉类	Wanpy	4063	33元/360g
犬用罐头	Wanpy Happy 100	13966	29.9元/6罐	顽皮鲜盒	Wanpy	574	61.1元/6罐

资料来源: 天猫、国信证券经济研究所整理

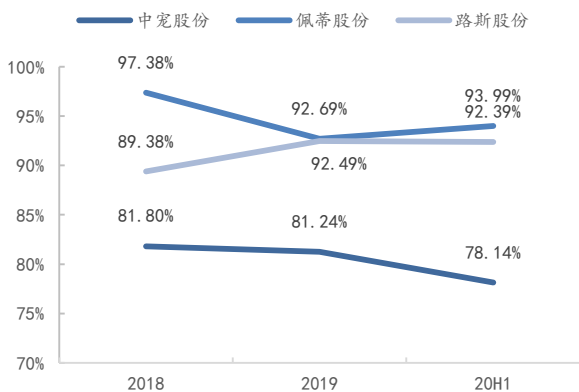
表 16: 中宠零食热销产品列表

	所属品牌	销量	价格	产品图片		所属品牌	销量	价格	产品图片	
犬用鸡肉卷	Wanpy Happy 100	21568	29元/400g			猫用饼干	Wanpy Happy 100	21235	23.5元/320g	
犬用鸡香牛肉棒	Wanpy Happy 100	6296	19.9元/400g			硬皮猫冻干	Wanpy	8769	29.9元/60g	
鸡胸肉干	Wanpy	4682	39.9元/400g			幼宠肉干脆片	Wanpy	945	29.9元/150g	
消臭饼干	Wanpy	1513	24.8元/400g			鲑鱼软片	Wanpy Happy 100	595	26.5元/25g	

资料来源: 天猫、国信证券经济研究所整理

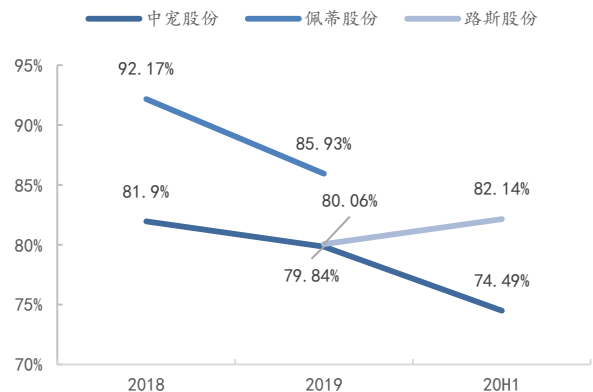
中宠率先加大主粮品类布局, 产品结构优于同行。①从产品种类来看: 20H1 中宠、佩蒂、路斯宠物零食业务收入占比分别为 78.13%、94.04%、93.05%。相比于同行, 中宠股份主粮收入占比更高, 产品结构更优; ②从收入区域看: 20H1 中宠、佩蒂、路斯海外收入占比分别为 79.84%、85.93%、80.06%, 均以国外收入为主, 中宠股份因布局国内主粮自主品牌, 国内收入占比提升。

图 70: 中宠宠物零食品类占比低于可比公司



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

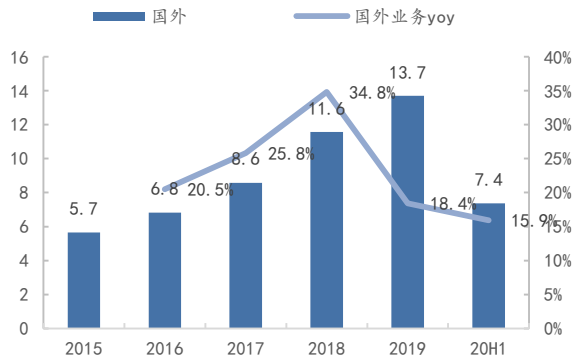
图 71: 中宠国外业务占比低于可比公司



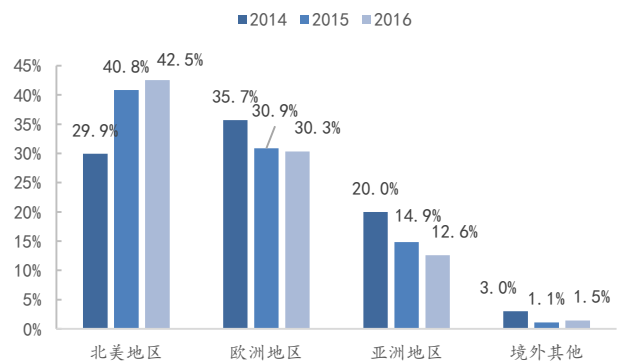
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 渠道力: 海外市场深入绑定优质大客户

与海外大客户合作关系稳定, 订单量及销售稳步增加。公司通过与优质客户合作、在海外设厂等措施, 建立了稳定的海外销售渠道。北美为公司出口的主要地区, 近年销售额占比稳定在 40%左右; 2015-2019 年公司海外业务 5 年 CAGR 为 24.73%, 主要系公司与同一客户订单量和销售额稳步增加。预计未来伴随公司加拿大及柬埔寨工厂零食产能的陆续投产, 公司海外业务将持续增长。

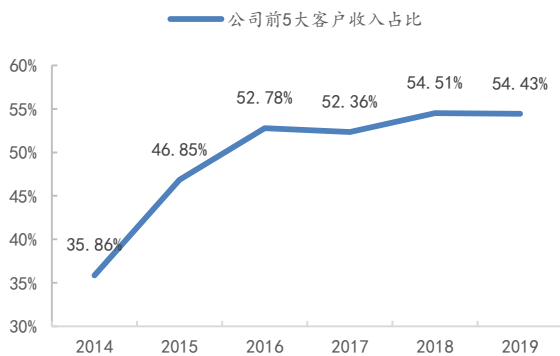
**图 72: 公司海外业务稳步增长**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

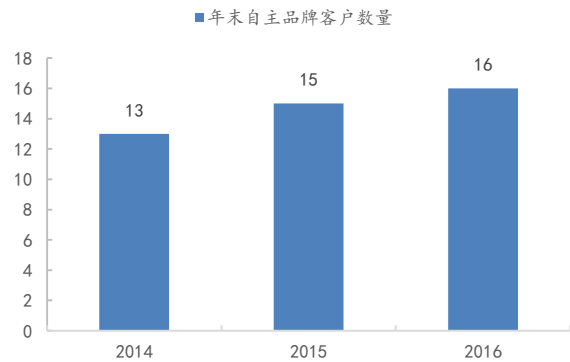
**图 73: 北美地区销售额占比约 40%**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

海外前五大客户收入占比逐年提升。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且稳中有升; 海外自主品牌业务合作的自主品牌客户数量逐年增加。公司主要海外客户包括美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛、GLOBALINX PET LLC、IRISH DOG FOODS LTD, 均为国际大型宠物食品零售商及经销商。

**图 74: 公司前 5 大客户收入占比较为稳定**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 75: 公司海外自主品牌客户数量逐年提升**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 17: 2016 年公司对境外前十大客户销售情况**

序号	客户名称	产品类型	销售金额	占营收比例 (%)
1	美国品谱	宠物零食	1.57	19.87%
2	Globalinx Pet, LLC	宠物零食	1.43	18.05%
3	英国 Armitages	宠物零食及其他	0.63	7.90%
4	德国 Fressnapf	宠物零食、宠物罐头	0.28	3.57%
5	欧雅玛	宠物零售、宠物罐头	0.27	3.39%
6	Irish Dog Foods Ltd.	宠物零食及其他	0.26	3.27%
7	Finnern GmbH&O.KG	宠物零食	0.24	3.01%
8	Scholtus Special Products BV	宠物零食及其他	0.21	2.66%
9	日本伊藤	宠物零食、宠物罐头	0.18	2.29%
10	尤妮佳株式会社	宠物零食、宠物罐头	0.15	1.91%
	合计		5.21	65.93%



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 18：公司主要客户均为国际大型宠物食品零售商及经销商

客户名称	客户简介
美国品谱	美国品谱控股公司,纽约证券交易所上市公司,代码 SPB,总部位于美国威斯康辛州麦迪逊市,是一家全球性消费品公司,是专业宠物食品、用品的领先供应商。在全球消费品行业中,品谱是一个规模庞大、实力雄厚、业务多元化的竞争品牌。品谱的产品由全球 25 大零售商进行销售,网络覆盖全球 120 多个国家/地区的超过一百万家商店,每年的收入超过 30 亿美元。品谱公司旗下宠物产品品牌众多,包括 8in1、Dingo(顶哥)、Tetra 等。
英国 Armitages	英国最大的宠物用品和配件制造商和分销商,拥有超过 200 年的专业知识和众多领先品牌。
Wal-Mart	纽约证券交易所上市公司,证券代码 WMT,世界最大的连锁零售商。
德国 Fressnapf	Fressnapf 成立于 1990 年,是来自德国的专业宠物用品零售商,在德国拥有 800 多家连锁店,如今足迹也已遍及欧洲十几国,是欧洲宠物用品市场的领导者之一。其提供的宠物用品范围也非常广,从狗、猫、小动物至鸟类、鱼类相关的超过 9000 款产品。其网店也是品种丰富,新顾客第一单打 9 折,购满 15€即可免费快递,还可货到付款,不满意 30 天免费退货
Salix Animal Health LLC	美国知名宠物食品品牌商,提供以牛皮、鸡肉、牛肉等为原料的宠物食品,2015 年被 Spectrum Brands 收购。
Globalinx Pet, LLC	2009 年成立,专门从事宠物用品销售的美国公司
日本伊藤	伊藤洋华堂曾是世界著名便利店 7-Eleven 的母公司,目前是日本最大,以及世界第五大的零售企业

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 渠道力：国内市场全渠道布局，发力电商与新零售

国内市场线上线下全渠道布局。20Q3 公司国内销售收入占比约 24%。国内市场渠道包括①直销渠道：在京东、天猫开设的网络直营店及烟台工厂店；②电商渠道：京东、亚马逊、波奇网等电商网站，通过网络销售给消费者；③商超渠道：大润发、欧尚、华润万家等商超，通过经销商采购公司产品后销售给消费者；④专业渠道：宠物店及宠物医院等，通过各地经销商采购，再向专业渠道客户销售。

图 76：公司国内市场已实现全渠道布局



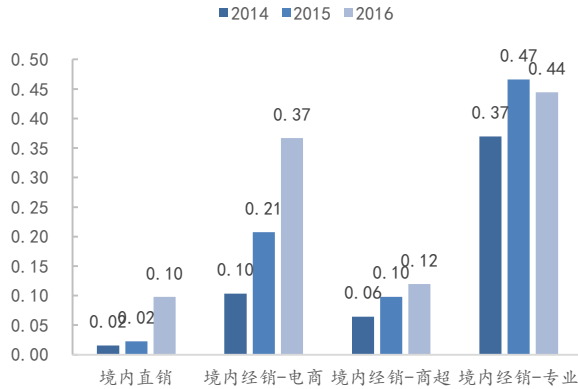
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**加码线下医院与新零售渠道。**公司目前已在 110 多个城市建立了销售网络，在全国约有 200 多个经销商，通过经销商覆盖全国宠物门店；此外，公司产品已进入国内众多大型连锁超市；参股美联合众，并增资国内综合性宠物医院龙头瑞鹏集团，借助医生的权威性和影响力将产品推荐给消费者，树立品牌形象；目前公司合作的宠物医院和宠物专门店合计约 5 万家，铺货率达 80%。

公司与瑞鹏共同投资云宠智能，旗下新零售品牌“极宠家”的首店落户南京，

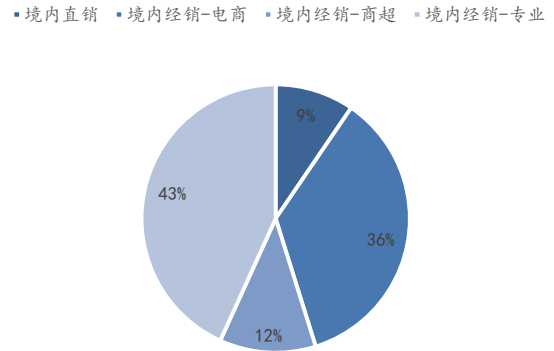
极宠家涵盖猫犬活体领养、洗护美容、猫犬商品、宠物寄养、宠物医疗、异宠活体、异宠商品、咖啡休闲等 8 大业态，宠物消费重体验，新零售整合线上线下，未来将大有可为。

图 77: 2014-2016 年公司国内各渠道收入情况



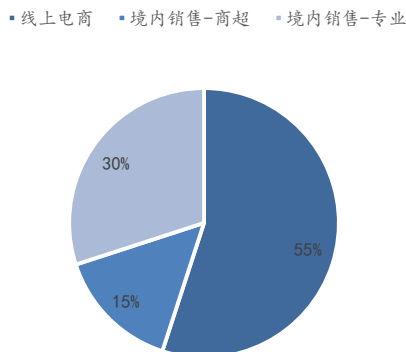
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 78: 2016 年国内渠道以宠物专门及电商为主



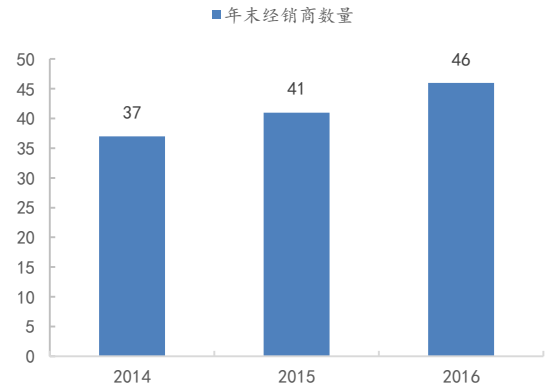
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 79: 2020 年前三季度电商渠道占比达 55%



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 80: 公司线下国内经销商数量快速增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 19: 加码线下宠物医院渠道

时间	平台	平台优势
2017.12	北京美联合众资产管理有限公司	参股美联合众，在宠物医疗领域有较强技术优势与品牌优势，满足公司在产品销售渠道方面的拓展与积累
2018.12	瑞鹏宠物医疗股份有限公司	增资瑞鹏医院，瑞鹏股份在全国开设有宠物医院近 500 家，覆盖北上广深等近 30 个城市，年服务近百万只宠物。公司与瑞鹏旗下宠物连锁医院合作，借助医生的权威性和影响力将产品推荐给消费者，有力的宣传公司品牌

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 81: 新瑞鹏宠物集团实现全国布局**


资料来源: 新瑞鹏官网、国信证券经济研究所整理

**图 82: 打造宠物新零售项目“极宠家”**


资料来源: 极宠家、国信证券经济研究所整理

线上渠道发展思路清晰, 通过与优秀的电商运营团队合作实现突破。公司电商团队结构成熟, 由自有团队运营, 电商业务中心分别位于杭州以及北京; 并投资了威海好宠、领先宠物、华元德贝等聚焦线上渠道的销售公司, 以及俊慕电子、威海粉橙等电商运营团队; 同时, 线上先后与苏宁、阿里巴巴、京东签订战略合作, 通过直销与经销的方式入驻国内各大电商平台。

**表 20: 不断加码电商渠道布局**

时间	投资电商运营团队	具体情况
2018.04	与安徽颂智共同增资合肥俊慕电子商务有限公司	增资 104 万, 持股 51%, 从事互联网销售
2018.05	与北京万峰共同收购威海粉橙, 并对其增资	增资 25.5 万, 持股 51%
2018.06	南京云吸猫智能科技有限公司	增资 500 万, 持股 51%
2018.07	滁州云宠智能科技有限公司	增资 3100 万, 从事电子商务咨询, 技术开发与产品销售, 打造亚洲最大的宠物新零售项目“极宠家”, 探索零售+服务+休闲多业态结合的经营模式
2018.10	宁波冠纯网络科技有限公司	增资 200 万, 从事网络技术研发、咨询与网上销售
时间	与电商平台战略合作	具体情况
2018.09	与苏宁易购签署《战略合作备忘录》	双方将共同努力实现公司旗下品牌在苏宁易购所属线上及线下平台(包括但不限于苏宁易购平台、苏宁易购苏宁官方旗舰店、苏宁小店、苏鲜生等)销售规模的超常规发展, 公司计划未来三年(2019-2021 年在苏宁平台的销售目标累计 5 亿元
2018.01	与阿里巴巴签署《战略合作备忘录》	双方共同努力实现中宠股份旗下品牌在阿里巴巴所属线上及线下平台(包括但不限于天猫官方旗舰店、专营店、专卖店、天猫超市、天猫国际、农村淘宝、天猫出海等)销售规模的超常规发展, 公司计划未来三年(2019 年-2021 年)在阿里巴巴平台的销售目标累计 17.5 亿元, 其中 19 年 2.5 亿, 20 年 5 个亿, 21 年 10 个亿
2019.04	与京东达成战略合作	未来三年销售计划 5 亿元

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 品牌力: 国内市场进入品牌建设收获期

“Wanpy 顽皮”和“Zeal 真挚”为公司主要品牌。销售占比分别约 50%、20%。作为中国最早的鸡肉干品牌, 业内有“顽皮”就是鸡肉干, 鸡肉干就是“顽皮”的说法; 同时, Wanpy 顽皮”先后被评为“山东省著名商标”、“最受欢迎宠物品牌”、“山东国际知名品牌”、“金品牌奖”, “中国驰名商标”; “Zeal 真挚”18 年被中宠收购, 为新西兰知名天然宠物食品品牌, 以纯粹、洁净、绿色的形象被全世界所认知。

图 83: “Wanpy”品牌形象专业高端



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 84: “Zeal”品牌形象健康天然



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

持续进行品类创新, 打造差异化产品。公司 20 年主推产品为鲜盒罐头以及宠物牛奶, 其中 Wanpy 鲜盒主食罐头为 20 年初推出, 采用比国标更为细分的美国标准, 对猫产品有 45 种细分营养要求, 犬产品 43 种, 原料采用大块肉, 不用动物内脏、骨骼、皮毛等副产品, 包装采用铝合金包材, 不同于其他主食湿粮的纸、铁包装, 能更好锁鲜保鲜; 19 年推出 Zeal 真挚宠物专用牛奶, 采用低温乳糖水解技术, 产品不含乳糖、采用新鲜新西兰奶源, 可替代宠物母乳, 营养价值高。

图 85: 2020 年初推出 Wanpy 鲜盒主食罐头



资料来源: 中宠宠物用品旗舰店、国信证券经济研究所整理

图 86: 2019 年推出 Zeal 真挚宠物专用牛奶

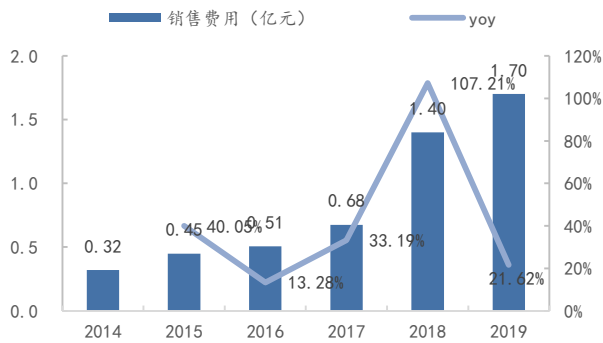


资料来源: 中宠宠物用品旗舰店、国信证券经济研究所整理

品牌建设逐步进入收获期。①自 2018 年起, 公司国内业务进入加速发展期, 18 年销售费用同比增长 107.21%, 20 年前三季度的销售费用中, 品牌宣传占比超 50%, 渠道促销占比仅 10%; 过去国内市场销售费用主要投向渠道端, 未来将转向品牌建设; ②Wanpy 在国内宠物零食领域优势明显, 20 年双十一居京东宠物零食品类销售首位, 其中猫零食前二分别为中宠旗下“Wanpy”和“富力鲜”, 狗零食前十中“Wanpy”位居第一, “Zeal”位居第九。



图 87: 自 2018 年起加大销售费用投入



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 88: 京东双十一宠物零食榜单顽皮位居第一

	猫零食	狗零食
1	顽皮	顽皮
2	富力鲜	麦富迪
3	最宠	宝路
4	珍致	耐威克
5	伟嘉	萌氏
6	希宝	疯狂小狗
7	麦富迪	句句兽
8	lorde	蒙贝
9	滋益巅峰	ZEAL
10	憨憨宠	多格萨萨蜜

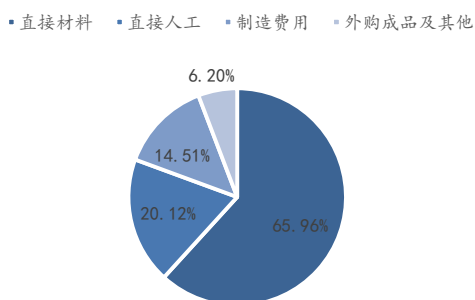
资料来源: 京东、国信证券经济研究所整理

## 公司成长性分析: 产能投放保证业绩释放

### 原材料价格下行, 海外建厂降低关税影响, 公司毛利率有上行预期

原材料占总成本比重高, 价格波动影响公司单位成本。2019 年直接材料占营业成本比例达 65.96%。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, 直接材料中占比较高的是鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷, 从 2015-2018H1 的情况看, 鸡胸肉价格变动对单位成本影响最大。根据招股书中原材料价格波动的敏感性分析, 2016 年鸡胸肉(中国)、鸡胸肉(美国)、鸭胸肉、皮卷价格每下跌 1%, 分别带动毛利率提升约 0.12pct、0.07pct、0.03pct、0.08pct。鸡胸肉(中国)价格波动对毛利率影响最大。从白羽鸡及公司毛利率历史走势看, 鸡肉价格同样与公司毛利率呈负相关。

图 89: 2019 年直接材料占总成本约 66%



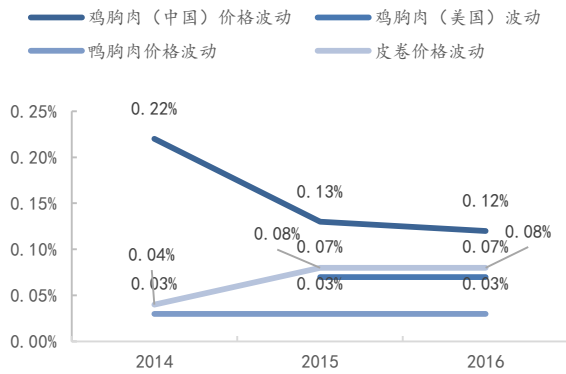
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 90: 主要原材料价格变动对单位成本的影响

	2015	2016	2017	18H1
鸡胸肉(中国)耗用单价变动	-28.83%	-0.72%	7.51%	6.59%
鸭胸肉耗用单价变动	-13.81%	19.91%	20.57%	-8.23%
皮卷耗用单价变动	-6.40%	-11.43%	-8.145%	2.56%
鸡胸肉占比	23.00%	23.00%	23.00%	20.90%
鸭胸肉占比	5.30%	5.60%	6.10%	5.30%
皮卷占比	14.00%	14.80%	15.20%	17.40%
影响单位成本	-8.48%	-0.75%	1.90%	1.50%

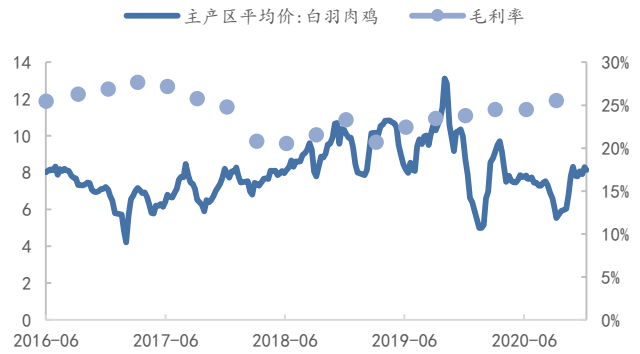
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 91: 主要原材料价格下跌 1%时综合毛利率变动情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 92: 历史白羽鸡价格与公司毛利率呈负相关



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 弹性测算: 鸡肉价格变化如何影响毛利率

我们根据鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷价格 2014-2016 年变动对整体毛利率的影响均值作为系数, 测算公司只考虑主要原材料成本影响下的毛利率。发现综合三种主要原材料影响后, 近年原材料价格变动对综合毛利率的影响在-5pct-5pct 之间, 原材料价格对毛利率影响较大。对比实际毛利率变化情况发现, 当测算毛利率变化为负时, 实际毛利率下降幅度更低, 一部分是近年公司收入结构变化带来毛利率抬升; 另一部分是公司会根据原材料价格变动调整终端售价, 降低原材料涨价影响。由于国内疫情影响及国内鸡肉市场需求平淡, 叠加鸡肉价格原本处于高位, 白羽肉鸡价格未来一段时间预计将下行, 或将带动公司毛利率提升。

表 21: 鸡胸肉价格变化如何影响公司综合毛利率

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
鸡胸肉(元/吨)	11751	7843	9687	8428	10644	12283	9286
鸭胸肉(元/吨)	7458	7652	9721	9925	11761	12749	10454
皮卷(元/吨)	36806	34406	30029	28078	31770	34216	30042
鸡胸肉价格变动(%)		-33.3%	23.5%	-13.0%	26.3%	15.4%	-24.4%
鸭胸肉价格变动(%)		2.6%	27.0%	2.1%	18.5%	8.4%	-18.0%
皮卷价格变动(%)		-6.5%	-12.7%	-6.5%	13.2%	7.7%	-12.2%
整体毛利率测算		19.1%	19.0%	29.4%	19.8%	20.1%	28.3%
公司产品毛利率	19.0%	23.5%	26.9%	24.8%	23.0%	23.6%	27.0%
只考虑原材料成本毛利率变化(pct)		0.06	-4.47	2.47	-5.00	-2.93	4.64
实际毛利率变化(pct)		4.41	3.44	-2.11	-1.79	0.66	3.35

资料来源: 公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

备注: 因鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷尚无权威机构统计数据, 2017-2020 年原材料报价为根据同类产品售价增速计算所得

**海外建厂降低贸易壁垒影响。**公司出口美国业务占比约为 40%, 自 2018 年以来, 中美贸易摩擦导致公司中国工厂出口至美国市场的产品被征收关税。整体看, 关税对公司收入及利润影响较大, 但由于宠物消费在美国市场属于刚性需求, 且美国宠物行业对中国代加工企业依赖性较高, 故公司订单量预计影响较小。同时, 公司开始海外建厂, 并积极开拓除美国市场外的欧洲、亚洲市场降低贸易壁垒风险, 目前公司在海外已有美国工厂、加拿大工厂及柬埔寨工厂, 新西兰工厂处于在建工程中, 预计 21 年后投产。



**图 93: 公司目前海外建厂布局情况**

**中宠股份美国肉干工厂**

- 位于美国加州，生产零食，产能4000吨，2014年3月建成陆续投产；
- 总投资2000万美元，占地面积20255m<sup>2</sup>，厂房建筑面积10110m<sup>2</sup>；
- 采用德国全套加工生产线和专门设计的高效烘干系统，采用美国当地的高质量的原辅材料，按照美国FDA标准专业生产烘干肉类宠物食品。


**中宠股份加拿大肉干工厂**

- 位于加拿大温哥华，生产零食，产能6000吨，2018年5月后陆续投产；
- 总投资1800万美元，占地面积6000平方米，是目前加拿大具有规模化、专业化的宠物零食工厂；
- 主要生产烘干肉类宠物食品。按照加拿大食品检验署（CFIA）食品生产标准设计，采用全球先进的食品加工设备，包括德国高效烘干系统，美国先进食品加工系统等，所有设备均经过CSA（加拿大标准协会）认证。


**中宠股份柬埔寨工厂**

- 位于柬埔寨西哈努克省，生产零食，设计产能6000吨，2020年3月后陆续投产；
- 总投资1580万美元，占地面积超过30000m<sup>2</sup>；
- 主要生产宠物肉类产品，可食用咬胶产品，同时提供辐照杀菌服务。工厂通过BRC、FSMA、Sedex、SCS等认证，充分利用柬埔寨当地原料、人力成本优势，服务中宠股份全球市场。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 产能释放带动湿粮及零食突破产能瓶颈，干粮产能利用率迅速提升

公司目前拥有 12 间现代化的宠物食品、用品家工厂，3 家在建工厂。已有工厂中有 3 家国外工厂，分别为美国零食工厂、加拿大零食工厂、柬埔寨零食工厂，产品主要满足公司国外客户的零食供给需求，在建工厂中国外工厂有新西兰湿粮工厂，未来部分产品将进口到国内。

公司目前总产能 5 万吨，其中宠物食品产能 4 万吨，用品产能 1 万吨。宠物食品产能中，干粮、湿粮、零食产能分别为 1 万吨、1 万吨、2 万吨。22 年烟台新宠物干粮工厂投产后，将增加干粮产能 6 万吨；20 年底烟台新宠物湿粮工厂投产及 22 年新新西兰湿粮工厂投产后将增加湿粮产能 5 万吨；20 年 3 月起柬埔寨工厂陆续投产后将增加零食产能 4000 吨。预计目前在建工厂全部投产后，公司干粮、湿粮、零食产能分别将提升 5 倍、4 倍、0.2 倍，总的宠物食品产能将达目前的 3.85 倍。

**表 22: 公司旗下工厂及对应产能情况**

公司工厂名称	工厂地址	投产时间	设计产能	主要产品
第一宠物零食工厂	烟台	2003.02	2000 吨	宠物零食
罐头制造工厂（第二）	烟台	原厂 2006 年 5 月投产，后扩建新厂 2012 年 10 月投产	20000 吨	宠物罐头
第三宠物零食工厂	烟台	2006 年 10 月	8000 吨	宠物零食
第四宠物零食工厂	烟台	2009 年 8 月	4000 吨	宠物零食
干粮工厂（第五）	烟台	2013 年 5 月	15000 吨	宠物干粮
饼干&洁齿骨一体化工厂	烟台	2017 年 2 月	5000 吨	宠物饼干和洁齿膏
猫砂工厂	烟台	2016 年 8 月	10000 吨	猫砂

第十一宠物零食工厂	烟台	2018年10月	5000吨	宠物零食
美国肉干工厂	美国	2014年3月	4000吨	宠物零食
加拿大工厂	加拿大	2018年5月	6000吨	宠物零食
柬埔寨工厂	柬埔寨	2020年2月	8000-10000吨	宠物零食
新宠物湿粮工厂(在建)	烟台	预计20年12月	30000吨	宠物湿粮
新西兰工厂(拟建)	新西兰	预计21年后逐步释放	20000吨	宠物湿粮
新宠物干粮工厂(拟建)	烟台	预计21年后逐步释放	60000吨	宠物干粮

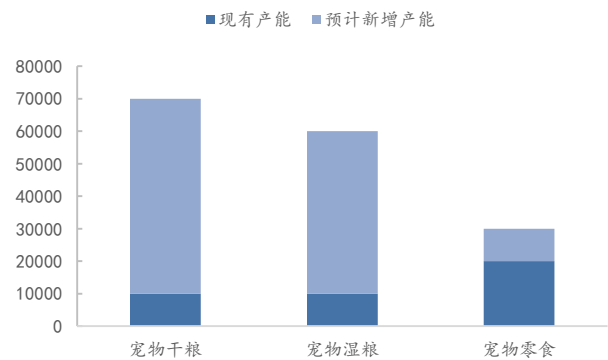
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 94：公司目前各品类产品产能情况

品类	现有产能	预计新增产能
宠物干粮	约 10000 吨	约 60000 吨，预计 21 年后逐步释放
宠物湿粮	约 10000 吨	约 50000 吨，其中 3 万吨预计自 20 年底开始逐步释放。2 万吨 21 年后释放
宠物零食	约 20000 吨	8000-10000 吨，为柬埔寨工厂产能，20Q1 开始逐步释放

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

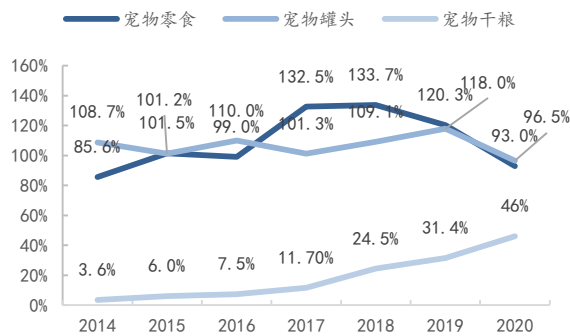
图 95：公司目前已有产能及在建产能情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司零食及湿粮品类常年接近满产，干粮产能利用率迅速提升。自 2015 年起，公司宠物零食与湿粮品类产能利用率均接近满产，主要系生产工艺中烘干效率较之前提升，20 年来主要因疫情影响，复工时间晚于同期，所以导致按照一季度数据计算的年化产能利用率降低；因公司 2014 年才开始生产干粮，且国内市场干粮品类外资优势相对明显，故初期干粮产能利用率较低，随后逐年提升，2019 年干粮产能利用率达 31.4%。从产销率看，公司自 2016 年起产销率始终大于 1。

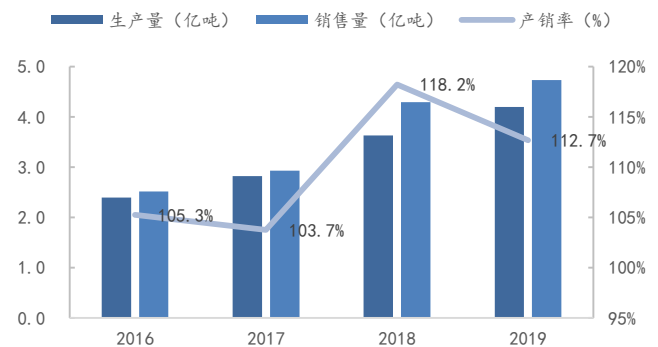
图 96: 公司干粮品类产能利用率快速提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

备注: 20 年数据为 20 年第一季度年化后得出

图 97: 公司产品产销率始终大于 1



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**募集 4.67 亿投建宠物干粮湿粮生产项目。**2020 年 12 月 4 日, 公司拟募集资金 6.51 亿元, 其中, 年产 6 万吨宠物干粮投资总额为 2.37 亿元; 年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目投资总额为 2.30 亿元; 营销中心建设及渠道智能化升级项目投资总额为 1.14 亿元; 补充流动资金投资总额为 0.70 亿元。

表 23: 2020 年 12 月公司募集资金投资项目情况

项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟用募集资金投资额	实施主体
年产 6 万吨宠物干粮项目	2.37	2.37	中宠股份
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	2.3	2.3	NPTC
营销中心建设及营销渠道智能化升级项目	1.14	1.14	中宠股份
补充流动资金	0.7	0.7	中宠股份
合计	6.52	6.52	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与投资建议

### 假设前提

**收入增速假设:** 我们预计中宠 20-22 年有望维持约 29% 的复合增速, 其中国外业务 18.1%、国内 60.0%; 干粮 93.1%、湿粮 (罐头) 43.2%、零食 21.0%。公司国内业务增速显著高于国内宠物食品行业增速, 故中宠市占率将提升; 从品类看, 干粮及湿粮品类增速显著高于行业, 零食因主要在国外销售, 增速也显著高于美国零食行业规模增速 5%。

**盈利能力假设:** 伴随着公司产品品类结构优化 (主粮占比提升), 以及国内自主品牌业务占比提升, 我们预计公司 20-22 年整体毛利率分别为 27.0%、28.4%、29.7%, 期间销售费用率分别为 12.1%、12.9%、14.3%, 管理费用率 4.6%、4.2%、3.8%, 对应净利率分别为 6.4%、6.9%、7.1%。

**表 24: 公司各项业务收入情况预测**

		2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
宠物零食	海外 OEM	收入	61,371	79,058	109,099	130,210	151,044	181,253	217,503
		yoy	22.9%	28.8%	38.0%	19.4%	16.0%	20.0%	20.0%
		成本	45,740	60,972	87,360	104,919	117,510	138,661	163,621
		yoy	16.5%	33.3%	43.3%	20.1%	12.0%	18.0%	18.0%
		毛利率	25.5%	22.9%	19.9%	19.4%	22.2%	23.5%	24.8%
	自主外销	收入	1,093	1,147	1,675	1,843	2,109	2,109	2,109
		yoy	5.0%	5.0%	46.0%	10.0%	6.0%	7.0%	8.0%
		成本	674	735	823	1245	1500	1500	1500
		yoy	-3.5%	9.0%	12.0%	7.7%	5.0%	4.6%	4.6%
		毛利率	38.3%	35.9%	50.9%	32.4%	28.9%	28.9%	28.9%
宠物湿粮 (罐头)	自主内销	收入	2,479	3,518	4,432	7,340	12,478	18,717	27,139
		yoy	11.0%	41.9%	26.0%	65.6%	70.0%	50.0%	45.0%
		成本	1,433	2,077	3,012	4,096	6,863	10,294	14,927
		yoy	11.7%	45.0%	45.0%	36.0%	67.5%	50.0%	45.0%
		毛利率	42.2%	40.9%	32.0%	44.2%	45.0%	45.0%	45.0%
	合计	收入	64,943	83,723	115,207	139,393	165,631	202,078	246,752
		yoy	22.0%	28.9%	37.6%	21.0%	18.8%	22.0%	22.1%
		成本	47,847	63,784	91,195	110,261	125,873	150,456	180,047
		yoy	16.0%	33.2%	43.0%	20.9%	14.2%	19.5%	19.7%
		毛利率	26.3%	23.8%	20.8%	20.9%	24.0%	25.5%	27.0%
宠物干粮	海外 OEM	收入	5,647	5,224	4,205	4,542	4,769	5,150	5,408
		yoy	2.3%	-7.5%	-19.5%	8.0%	5.0%	8.0%	5.0%
		成本	4,234	4,297	3,137	3,341	3,501	3,659	3,823
		yoy	-9.2%	1.5%	-27.0%	6.5%	4.8%	4.5%	4.5%
		毛利率	25.0%	17.7%	25.4%	26.4%	26.6%	29.0%	29.3%
	自主外销	收入	94	112	134	174	226	294	383
		yoy	65.5%	19.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
		成本	68	81	91	118	156	201	259
		yoy	-10.2%	20.0%	12.0%	30.0%	31.5%	29.0%	29.0%
		毛利率	27.8%	27.2%	32.0%	32.0%	31.2%	31.8%	32.3%
自主内销	收入	5,972	8,714	14,334	18,462	28,617	42,925	62,241	
	yoy	53.7%	45.9%	64.5%	28.8%	55.0%	50.0%	45.0%	
	成本	4,057	5,908	9,749	12,370	18,802	29,707	43,967	
	yoy	78.4%	45.6%	65.0%	37.0%	52.0%	58.0%	48.0%	
	毛利率	32.1%	32.2%	32.0%	33.0%	34.3%	30.8%	29.4%	
合计	收入	11,714	14,049	18,673	23,178	33,612	48,370	68,032	
	yoy	23.3%	19.9%	32.9%	24.1%	45.0%	43.9%	40.6%	
	成本	8,359	10,287	12,977	15,829	22,459	33,567	48,049	
	yoy	19.2%	23.1%	26.1%	22.0%	41.9%	49.5%	43.1%	
	毛利率	28.6%	26.8%	30.5%	31.7%	33.2%	30.6%	29.4%	
宠物干粮	收入	1,542	2,307	4,914	6,270	15,675	28,216	45,145	

宠物用品	yoy	3.9%	49.6%	113.0%	27.6%	150.0%	80.0%	60.0%
	成本	964	1287	2806	3872	8622	15519	24830
	yoy	-0.4%	33.5%	118.0%	38.0%	122.7%	80.0%	60.0%
	毛利率	37.5%	44.2%	48.7%	43.3%	45.0%	45.0%	45.0%
	收入	304	626	1711	2406	2406	3128	4066
	yoy	-10.3%	105.8%	173.3%	40.6%	0.0%	30.0%	30.0%
	成本	209	455	1063	886	1564	2033	2643
	yoy	-7.3%	117.6%	133.7%	-16.7%	76.6%	30.0%	30.0%
其他	毛利率	31.3%	27.4%	37.9%	63.2%	35.0%	35.0%	35.0%
	收入	591	903	387	343	2000	3000	4000
	yoy	112.0%	52.7%	-57.1%	-11.4%	483.1%	50.0%	33.3%
	成本	448	618	251	163	1600	2400	3200
主营收入总计	yoy	140.73%	38.02%	-59%	-35%	881%	50%	33%
	毛利率	24.28%	31.59%	35.20%	52.47%	20.00%	20.00%	20.00%
	收入	79,095	101,608	140,892	171,590	219,324	284,792	367,995
	yoy	22.0%	28.4%	38.7%	21.8%	27.8%	29.8%	29.2%
国内	成本	57,827	76,430	108,291	131,010	160,117	203,975	258,770
	yoy	16.5%	32.0%	26.1%	31.3%	25.5%	25.5%	25.5%
	毛利率	26.9%	24.8%	23.1%	23.6%	27.0%	28.4%	29.7%
	收入	10,889	16,068	25,778	34,822	61,176	95,986	142,592
国外	yoy	32.4%	47.6%	60.4%	35.1%	75.7%	56.9%	48.6%
	成本	7111	10345	16880	21387	37450	59953	89566
	毛利率	34.7%	35.6%	34.5%	38.6%	38.8%	37.5%	37.2%
	收入	68,205	85,540	115,114	136,769	158,148	188,806	225,402
国外	yoy	20.5%	25.4%	34.6%	18.8%	15.6%	19.4%	19.4%
	成本	50716	66085	91411	109624	122667	144021	169203
	毛利率	25.6%	22.7%	20.6%	19.8%	22.4%	23.7%	24.9%
	收入	205	254	346	462	581	740	940

资料来源：国信证券经济研究所预测

**表 25: 销售费用率预测**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内销售费用率估计	25.0%	35.0%	35.0%	35.0%	33.0%	33.0%
国外销售费用率估计	4.0%	4.5%	3.6%	3.5%	3.0%	2.8%
销售费用率预测	7.2%	10.0%	9.9%	12.1%	12.9%	14.3%

资料来源：国信证券经济研究所预测

备注：综合销售费用率为海外与国内加权计算得出

**表 26: 管理费用率预测**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内管理费用率	3.0%	4.0%	4.5%	4.5%	4.0%	3.5%
国外管理费用率	6.0%	7.0%	5.0%	4.6%	4.3%	4.0%
管理费用率预测	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%

资料来源：国信证券经济研究所预测

备注：综合管理费用率为海外与国内加权计算得出

**表 27: 未来 3 年盈利预测表**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1716	2194	2848	3681
营业成本	1308	1601	2040	2588
销售费用	5	265	367	526
管理费用	61	105	124	145
财务费用	14	39	41	41
营业利润	110	196	273	365
利润总额	118	200	277	369
归属于母公司净利润	79	141	198	263
EPS	0.46	0.72	1.01	1.34
ROE	9%	15.2%	18.9%	21.8%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们预计公司 20-22 年收入分别为 21.94/28.48/36.80 亿元, 增速分别为 27.79%/29.95%/29.22%; 归属母公司净利润 1.41 /1.98/2.63 亿元, 增速分别为 78.76%/40.03%/32.83%; 每股收益分别为 0.72 /1.01/1.34 元。

### 盈利预测的敏感性分析

#### 盈利预测情景分析

**表 28: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1412	1,716	2,198	2,861	3,706
(+/-%)	39.1%	21.5%	28.1%	30.1%	29.5%
净利润(百万元)	56	79	156	218	290
(+/-%)	4.0%	40.0%	97.8%	39.7%	33.0%
摊薄 EPS	0.56	0.46	0.80	1.11	1.48
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1412	1,716	2,194	2,848	3,681
(+/-%)	39.1%	21.5%	27.8%	29.8%	29.2%
净利润(百万元)	56	79	141	198	263
(+/-%)	4.0%	40.0%	78.8%	40.0%	32.8%
摊薄 EPS(元)	0.56	0.46	0.72	1.01	1.34
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	1412	1,716	2,189	2,836	3,656
(+/-%)	39.1%	21.5%	27.5%	29.6%	28.9%
净利润(百万元)	56	79	126	178	236
(+/-%)	4.0%	40.0%	60.0%	40.5%	32.7%
摊薄 EPS	0.56	0.46	0.64	0.91	1.20
总股本 (百万股)	170	170	2,189	2,836	3,656

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和分部估值方法计算得出公司的合理估值在 60.3-69.8 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设



无风险利率为 2.7%、风险溢价 6.4%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年 wind 一致预期 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均 21 年 PE 进行修正，最终给予公司海外业务 45-50 倍 PE，国内业务 7 倍 PS，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

#### 盈利预测的风险

1、我们假设公司未来国内拓展顺利，干粮品类业绩持续高增，若未来公司国内市场拓展不及预期，则将影响公司的收入增速；

2、公司生产所使用的鸡肉价格占原材料比重较高，我们假设未来鸡肉价格小幅下行，若未来鸡肉价格大幅上涨，将影响公司毛利率水平。

3、我们假设因公司在建产能逐步建成投产，以及受益于规模效应，公司分区域管理费用率稳步下降，若未来新建产能增加将带动管理费用率提升。

#### 政策风险

公司产品销售以出口为主，目前产品主要出口到美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占据份额最高，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险。

#### 经营风险

**公司由于渠道扩展而使得费用支出超出预期的风险。**渠道的扩张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

我国的宠物食品市场目前仍处于跑马圈地的阶段，竞争格局尚未固化，随着行业关注度增加，新进入者增多，若公司在产品研发和销售策略方面不能及时适应市场变化，则可能面临一定的市场竞争风险。

## 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	167	160	160	160	营业收入	1716	2194	2848	3681
应收款项	246	297	391	511	营业成本	1308	1601	2040	2588
存货净额	295	394	491	616	营业税金及附加	5	9	11	14
其他流动资产	56	92	119	143	销售费用	170	265	367	526
<b>流动资产合计</b>	<b>764</b>	<b>943</b>	<b>1161</b>	<b>1430</b>	管理费用	61	105	124	145
固定资产	581	699	809	902	财务费用	14	39	41	41
无形资产及其他	46	42	37	32	投资收益	(5)	7	9	8
投资性房地产	240	240	240	240	资产减值及公允价值变动	20	5	(10)	5
长期股权投资	68	68	68	68	其他收入	(63)	10	10	(15)
<b>资产总计</b>	<b>1700</b>	<b>1993</b>	<b>2316</b>	<b>2673</b>	营业利润	110	196	273	365
短期借款及交易性金融负债	278	408	483	535	营业外净收支	8	4	4	4
应付款项	210	269	346	432	<b>利润总额</b>	<b>118</b>	<b>200</b>	<b>277</b>	<b>369</b>
其他流动负债	86	113	145	186	所得税费用	29	41	55	74
<b>流动负债合计</b>	<b>575</b>	<b>790</b>	<b>974</b>	<b>1153</b>	少数股东损益	10	17	24	32
长期借款及应付债券	169	169	169	169	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>79</b>	<b>141</b>	<b>198</b>	<b>263</b>
其他长期负债	10	(7)	(2)	0	现金流量表 (百万元)				
<b>长期负债合计</b>	<b>178</b>	<b>162</b>	<b>167</b>	<b>169</b>	净利润	79	141	198	263
<b>负债合计</b>	<b>754</b>	<b>952</b>	<b>1141</b>	<b>1322</b>	资产减值准备	(0)	12	5	5
少数股东权益	102	113	127	146	折旧摊销	47	59	75	87
股东权益	844	929	1047	1205	公允价值变动损失	(20)	(5)	10	(5)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1700</b>	<b>1993</b>	<b>2316</b>	<b>2673</b>	财务费用	14	39	41	41
关键财务与估值指标					营运资本变动	(18)	(105)	(98)	(135)
每股收益	0.46	0.72	1.01	1.34	其它	6	(2)	9	14
每股红利	0.19	0.29	0.40	0.54	<b>经营活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>100</b>	<b>199</b>	<b>228</b>
每股净资产	4.96	4.74	5.34	6.15	资本开支	(209)	(180)	(194)	(175)
ROIC	11%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	9%	15%	19%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(245)</b>	<b>(180)</b>	<b>(194)</b>	<b>(175)</b>
毛利率	24%	27%	28%	30%	权益性融资	187	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	11%	11%	负债净变化	(13)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(33)	(56)	(79)	(105)
收入增长	22%	28%	30%	29%	其它融资现金流	120	130	75	53
净利润增长率	40%	79%	40%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>215</b>	<b>73</b>	<b>(5)</b>	<b>(52)</b>
资产负债率	50%	53%	55%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>64</b>	<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	103	167	160	160
P/E	128.7	83.0	59.3	44.6	货币资金的期末余额	167	160	160	160
P/B	12.0	12.6	11.2	9.7	企业自由现金流	(51)	(57)	27	102
EV/EBITDA	50.0	46.6	33.8	26.4	权益自由现金流	57	49	73	122

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