

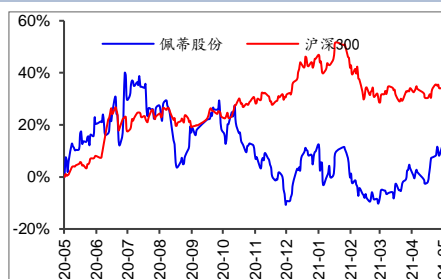
宠物功能食品引领者，深耕品质为犬猫

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-5-27

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 35.16 |
| 近12个月最高/最低（元） | 44.94/28.68 |
| 总股本（百万股） | 109 |
| 流通股本（百万股） | 79 |
| 流通股比例（%） | 72.48 |
| 总市值（亿元） | 61 |
| 流通市值（亿元） | 39 |

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1、《宠物赛道国货崛起，国内高成长宠食龙头》

主要观点：

● 全球宠物咬胶龙头，深耕品质为犬猫，首次覆盖给予买入评级。

佩蒂股份是全球宠物咬胶龙头，海外业务发展稳健。公司成立于2002年，专注宠物咬胶研发与生产，以产品为导向，“待宠如己”为企业文化理念，专注高品质功能性宠物食品研发，产品生产每一环节皆可溯源，是宠物咬胶国家标准制定者。作为全球首个分龄宠物口腔护理方案专家，佩蒂产品远销美国、欧洲、澳洲市场，并通过海外产能建设扩充业务边际和优化成本管控。目前旗下自主品牌包括齿能、爵宴、好适嘉、贝家、ITI、Smart Balance等，代理品牌有Smart Bones等。2020年，公司全年营业收入13.40亿元（+32.88%），归母净利润1.15亿元（+129.62%）。

● 宠物赛道确定性强、空间大、景气度高，消费升级国潮品牌兴起。

宠物食品呈现刚需高频特征，近10年年均复合增速达21.5%。2020年市场规模达700亿元，同比增长75%。对标成熟市场，中国宠物食品空间预计在4000亿元左右。中国宠物食品目前渗透率仅为15%，行业处于快速发展期。电商渠道加速国货宠物品牌崛起，养宠主力年轻化与消费升级带动下宠物食品细分化、高端化。

● 国内海外双轮驱动，核心客户深度绑定。

公司是一家国际化综合宠物用品供应商，立足产品品质，在研发上不断加大投入，核心产品咬胶已升级至第五代，是咬胶国标制定者。公司是海外知名品牌客户ODM生产商，海外客户对公司依赖性强，公司产品溢价能力高。近年来，公司以国内海外双轮驱动战略为导向，不断推出自主品牌，开拓国内市场。同时，公司在新西南、越南、柬埔寨等地进行产能布局，优化成本管控，预计产能释放后，将进一步带动公司收入提升。

● 投资建议

公司作为宠物咬胶龙头公司，对宠物食品品质把控严格，卡位宠物食品高景气成长型黄金赛道，借助国货崛起潮流和消费升级趋势，未来公司市占率将有望进一步提升。我们预计公司2021-2023年实现主营业务收入17.63亿元、22.72亿元、28.15亿元，同比增长31.61%、28.82%、23.92%，对应归母净利润2.24亿元、2.74亿元、3.04亿元，同比分别增长94.7%、22.5%、10.8%，对应EPS1.32元、1.61元、1.79元。我们给予公司2021年35倍PE，合理估值46.2元，给予“买入（首次）”评级。

● 风险提示

汇率波动风险；国内市场开拓不达预期；产能投放不及预期；原材料价格波动；宠物食品安全问题；核心客户占比较大；品牌建设不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1340 | 1763 | 2272 | 2815 |
| 收入同比 (%) | 32.9% | 31.6% | 28.8% | 23.9% |
| 归属母公司净利润 | 115 | 224 | 274 | 304 |
| 净利润同比 (%) | 129.6% | 94.7% | 22.5% | 10.8% |
| 毛利率 (%) | 25.5% | 28.5% | 27.6% | 26.8% |
| ROE (%) | 7.1% | 12.2% | 13.0% | 12.6% |
| 每股收益 (元) | 0.74 | 1.32 | 1.61 | 1.79 |
| P/E | 46.26 | 27.30 | 22.28 | 20.10 |
| P/B | 3.29 | 3.32 | 2.89 | 2.53 |
| EV/EBITDA | 25.30 | 23.90 | 21.18 | 19.87 |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 1 全球宠物咬胶龙头，深耕品质为犬猫 | 6 |
| 1.1 20 年专注宠物咬胶，海外业务持续稳定增长 | 6 |
| 1.2 专注高品质宠食研发，产能稳步释放 | 7 |
| 1.3 国内海外双轮驱动，业绩增长显著 | 8 |
| 2 宠物食品消费升级，国内市场高速增长 | 9 |
| 2.1“它经济”爆发，宠物数量与宠食消费持续增长 | 9 |
| 2.2 销售渠道：线上电商发展迅猛，国货品牌关注度持续升温 | 13 |
| 2.3 竞争格局：行业集中度较低，本土宠物品牌异军突起 | 14 |
| 2.4 未来趋势：消费升级驱动宠食细分化、高端化 | 18 |
| 3 咬胶龙头地位稳固，国内市场布局加速 | 20 |
| 3.1 品质为基，顺应宠食消费升级趋势 | 20 |
| 3.2 海外核心客户稳定，渠道布局深入 | 24 |
| 3.3 多产地布局，优化成本管控 | 26 |
| 4 盈利预测、估值及投资评级 | 28 |
| 4.1 盈利预测 | 28 |
| 4.2 投资建议 | 29 |
| 风险提示： | 30 |
| 财务报表与盈利预测 | 31 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------------|-----------|
| 图表 1 公司发展历程..... | 6 |
| 图表 2 公司组织架构..... | 错误!未定义书签。 |
| 图表 3 公司最新股权结构图..... | 7 |
| 图表 4 公司主要产品矩阵..... | 7 |
| 图表 5 公司营业收入持续增长, 亿元..... | 8 |
| 图表 6 公司归母净利润稳定增长, 亿元..... | 8 |
| 图表 7 2020 年公司营业收入构成情况, 亿元..... | 9 |
| 图表 8 公司 2020 年海外营收占比为 85.14%, 亿元..... | 9 |
| 图表 9 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率, %..... | 10 |
| 图表 10 16-21 年美国宠物消费市场规模, 十亿美元, %..... | 10 |
| 图表 11 16-21 年美国宠物食品市场规模, 十亿美元, %..... | 10 |
| 图表 12 2016-2021 年美国宠物消费市场结构, %..... | 10 |
| 图表 13 2000-2019 年美国宠物犬猫数量, 百万、%..... | 11 |
| 图表 14 2010-2019 年欧洲宠物犬猫数量、增速, 百万、%..... | 11 |
| 图表 15 国内宠物消费市场发展历程..... | 11 |
| 图表 16 2015-2020 年中国宠物消费市场规模, 亿元..... | 12 |
| 图表 17 2018-2020 年中国宠物犬猫消费市场规模, 亿元..... | 12 |
| 图表 18 2018-2020 年宠物犬食品消费结构, %..... | 12 |
| 图表 19 2018-2020 年宠物猫食品消费结构, %..... | 12 |
| 图表 20 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额, 亿元..... | 12 |
| 图表 21 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额, 亿元..... | 12 |
| 图表 22 宠物食品销售渠道..... | 13 |
| 图表 23 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大..... | 13 |
| 图表 24 全球行业竞争格局..... | 14 |
| 图表 25 中国宠物食品市场竞争格局..... | 14 |
| 图表 26 中国宠物食品品牌市占率分布..... | 15 |
| 图表 27 中国本土宠物行业新兴品牌情况..... | 16 |
| 图表 28 2016-2020 年行业境外收入占比..... | 16 |
| 图表 29 2018-2020 年中宠股份、佩蒂股份毛利率与净利率..... | 16 |
| 图表 30 我国宠物行业发展阶段特征..... | 17 |
| 图表 31 国内宠物食品市场市占率前 10 公司变化情况..... | 17 |
| 图表 32 国内宠物食品市场市占率前 10 品牌变化情况..... | 18 |
| 图表 33 宠物食品消费决策因素占比, %..... | 19 |
| 图表 34 资本助力国内宠物新零售平台..... | 19 |
| 图表 35 佩蒂主要产品类别..... | 21 |
| 图表 36 公司旗下咬胶产品已升级至第五代..... | 22 |
| 图表 37 佩蒂股份和中宠股份研发投入对比..... | 23 |
| 图表 38 公司产品生产环节质量把控严格..... | 23 |
| 图表 39 公司获得多项产品质量认证..... | 24 |
| 图表 40 公司前 5 大海外客户详情..... | 24 |
| 图表 41 公司前 5 大海外客户占比较为稳定..... | 25 |
| 图表 42 公司线上、线下品牌推广..... | 25 |

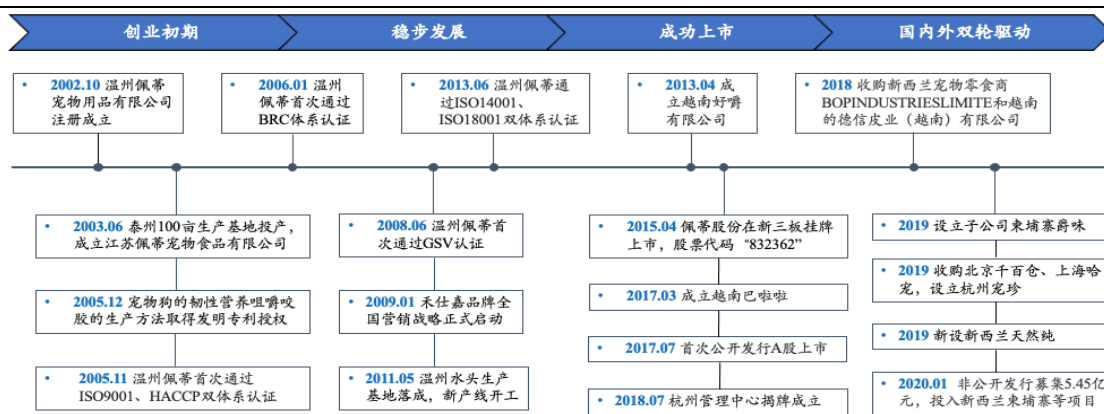
| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 43 公司新媒体多种方式营销推广 | 26 |
| 图表 44 鸡肉原材料价格处于回落阶段 | 27 |
| 图表 45 2020 年佩蒂主营业务成本占比 | 27 |
| 图表 46 公司宠物食品产能情况一览 | 27 |
| 图表 47 公司新增产能将释放 9 亿元以上营收 | 27 |
| 图表 48 公司收入成本预测表 | 28 |
| 图表 49 上市宠物相关企业估值对照表 | 29 |

1 全球宠物咬胶龙头，深耕品质为犬猫

1.1 20 年专注宠物咬胶，海外业务持续稳定增长

佩蒂股份是全球宠物咬胶龙头，海外业务发展稳健。公司成立于 2002 年，专注宠物咬胶研发与生产，是宠物咬胶国家标准制定者。作为全球首个分龄宠物口腔护理方案专家，佩蒂宠物咬胶已经历第 5 代研发生产，产品主要远销美国、欧洲、澳洲市场。公司海外营收增长稳健，核心客户包括全球著名宠物品牌商与零售商 Spectrum Brands、沃尔玛、Scott、PetMatrix、PetSmart 等，公司前五大客户占销售总额 78.65%。

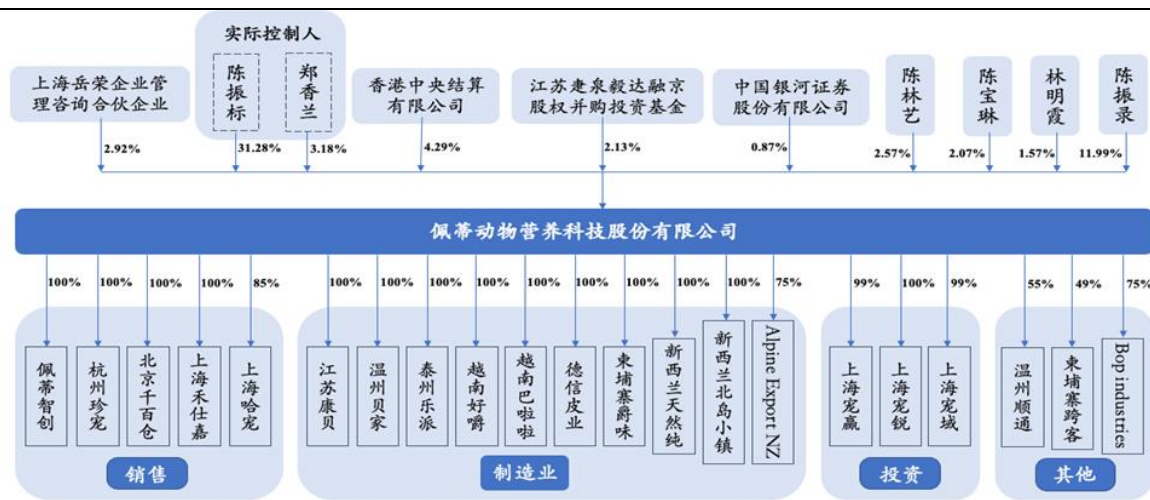
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

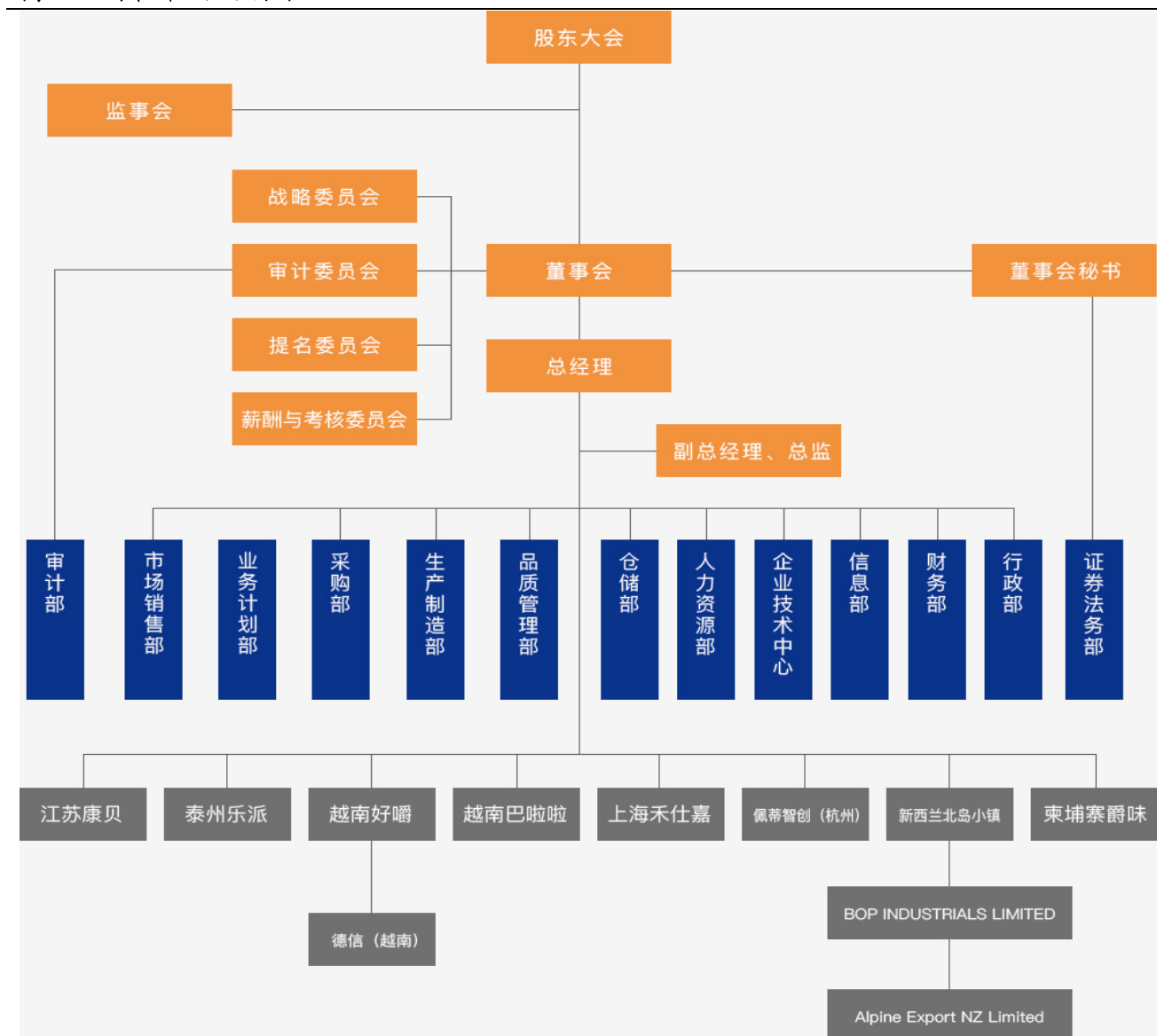
陈振标与郑香兰夫妇系公司创始人与实控人，持有公司 34.46% 股份。公司通过设立子公司和分公司不断拓展国内与海外业务，2013 年公司开始进行海外产能布局，在越南成立好嚼和巴啦啦食品公司，并收购越南德信生产基地后进行改造；公司在新西兰创立北岛小镇宠物食品公司，并于 2018 年全资收购 BOP 及其宠物食品制造商 Alpine；2018 年底，公司在柬埔寨成立爵味食品公司。公司在国内拥有江苏康贝、上海禾仕嘉、温州贝家、泰州乐派、上海宠锐 5 家全资子公司及 1 家控股子公司温州顺通，上述 6 家公司涵盖整个宠物产业链，包括宠物食品、电商运营、物流、宠物相关投资等。

图表 2 公司组织架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司最新股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 专注高品质宠食研发，产能稳步释放

公司以产品为导向，专注高品质宠物食品研发，并通过海外产能建设优化成本与扩充业务边际。公司以“待宠如己”为企业文化理念，产品材料每一环节皆可溯源，以进口食品标准选择高端食材原料确保产品品质。目前旗下自主品牌包括齿能、爵宴、好适嘉、贝家、ITI、Smart Balance 等，代理品牌有 Smart Bones 等。2020 年公司畜皮咬胶营业收入占比 33.32%、植物咬胶营收占比 31.92%、营养肉质零食营收占比 21.12%、主粮和湿粮营收占比 9.21%，海外营收占比 85.14%、国内业务营收占比 14.86%，国内营收占比持续提升。公司在新西兰投产建设了当地最大的宠物主粮工厂，产能满产可达 4 万吨，公司也在柬埔寨布局了年产 9200 吨的食品工厂，不仅满足海外现有客户和潜在新客户需要，同时反哺国内自主品牌业务建设，产能的逐步释放是公司未来业绩增长的重要支撑点。

图表 4 公司主要产品矩阵

| 品牌 | 品牌理念 | 产品系列 | 具体产品 |
|--------------------|-------------------------|--------|------------------------------------------------------|
| 齿能 (Chewnergy) | 全球首个分龄宠物口腔护理解决方案 | 齿能 1 号 | 健齿环, 洁齿骨, 护齿棒 |
| | | 齿能零食 | 经典洁骨, 奶酪夹心棒, 旋风清口棒, 其他零食 |
| 爵宴 (MeatyWay) | 远销北美的真食材宠物私厨食品 | 甄肉系列 | 纯粹鸭胸肉、甘薯卷 (鸡肉/鸭肉)、奶酪条 (鸡肉/鸭肉)、烟熏肉卷 (鸡/鸭)、鸭肉苹果派 |
| | | 大师宠食 | 鲜宠意面 |
| 好适嘉 (Health Guard) | 品质、潮流、互动的全品类宠物食品品牌 | 98k | 0 胶主食猫罐头 |
| | | 冰宴 | 海陆无谷冻干粮、冻干双拼犬粮 (幼犬+成犬)、冻干双拼猫粮 (猫通用) |
| | | 它饮 | 100% 纯羊奶、原炖鸡汤&原炖鸭汤 |
| | | 互动零食 | 烟熏牛肉粒、吸力喵喵条、优质肉干、馋嘴肉条、咀嚼零食双效洁牙棒、白肉浓汤猫罐头 |
| | | 全价场景零食 | 全价肉粒/肉块 (室内互动/训练场景)、全价能量棒 (外出场景)、全价代餐 (科学定量饲喂) |
| 贝家 (Begogo) | 全品类严选品牌, 让用户的每一分钱都花在产品上 | 主粮 | 犬粮 (单一蛋白无谷系列)、猫粮 (无谷平衡膳食系列)、Begogo x 玛雅熊 (联名定制) 主粮系列 |
| | | 冻干粮 | 肉吃方猫冻干粮、Begogo x 玛雅熊 (联名定制) 冻干零食系列 |
| | | 湿粮 | Begogo x 玛雅熊 (联名定制) 羹包系列、狗罐、猫罐 |
| | | 零食 | 咬胶零食、嫩香 Q 肠 |
| | | 清洁 | 猫砂、滚蛋菌除臭抑菌喷雾 |
| ITI | 新西兰特色精致宠食, 全价粮、高鲜肉、无添加 | 肉干 | Biti 犬粮主食肉干、Kiti 猫粮主食肉干 |
| | | 罐头 | Grain Free 狗粮罐头、Grain Free 猫粮罐头 |
| Smart Balance | 智慧选择, 天然均衡, 高端新西兰天然宠食 | 零食系列 | 红鹿羊肉干、蔬果牛肉方、鹿茸羊肉干、鳕鱼鸡肉干、鲑鱼羊肉方、鹿尾牛肉干、蜜炼鸡肉方 |
| | | 干粮 | 高端天然主粮、新西兰特色保健品 |
| 代理品牌 Smart Bones | 美国 80% 养宠家庭都在用的专业咀嚼食品 | 咀嚼零食 | 犬用洁齿骨 |

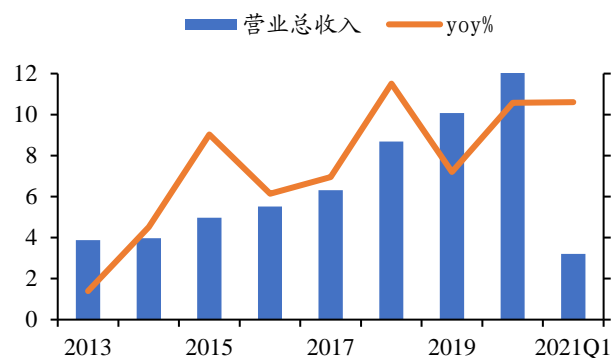
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

1.3 国内海外双轮驱动, 业绩增长显著

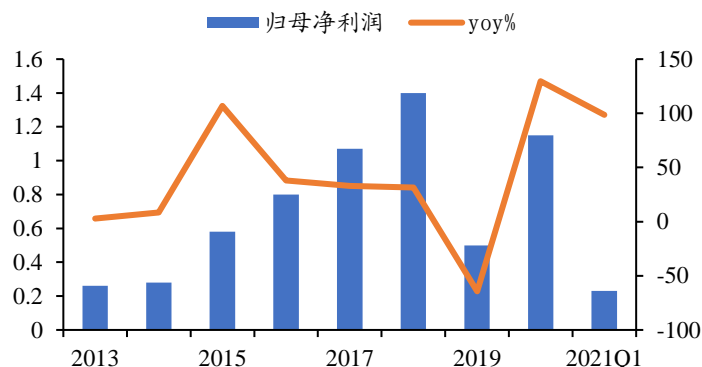
国内海外双轮驱动战略持续深入, 一季度营收快速增长。2020 年公司国内与海外分别实现营业收入 1.99 亿、11.41 亿, 同比增长 40.67%、31.61%。公司核心产品咬胶持续稳定增长, 新西兰主粮、湿粮工厂产能陆续释放, 国内市场逐步开拓, 新产品不断推出上市, 且渠道布局深入完善。2021Q1 公司实现营收 3.21 亿元, 同比增长 33.0%, 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比增长 98.6%。公司在越南、柬埔寨和新西兰工厂产能陆续释放, 叠加鸡肉成本下降等因素, 一季度延续高增长态势。

图表 5 公司营业收入持续增长, 亿元

图表 6 公司归母净利润稳定增长, 亿元



资料来源: Wind, 华安证券研究所

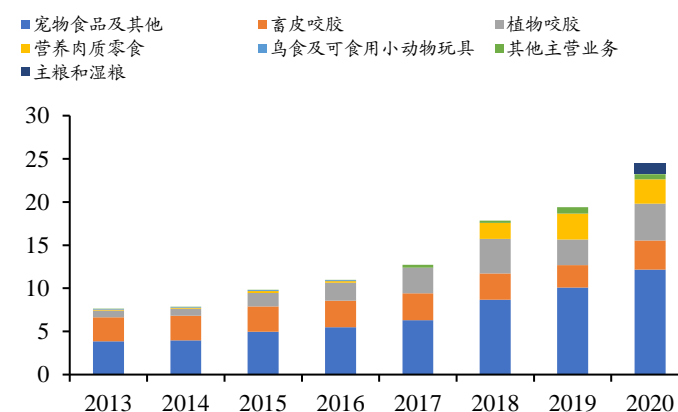


资料来源: Wind, 华安证券研究所

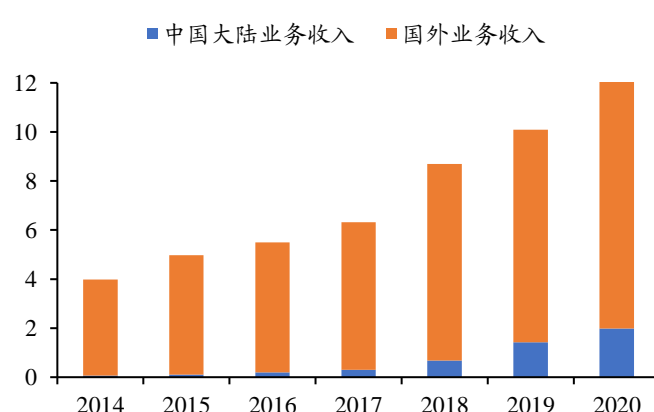
产品结构优化, 毛利率稳中有升。2020 年, 公司四大主营业务中, 畜皮咬胶 4.5 亿元 (yoy+32.8%)、植物咬胶 4.3 亿元 (yoy+43.8%)、肉质零食 2.8 亿元 (yoy-6.0%)、主粮及湿粮 1.2 亿元 (yoy+507.2%)。公司不断推进产品结构优化, 通过研发创新毛利率更高的植物咬胶, 并进行多地区产能布局优化成本管控, 同时持续完善产品品牌矩阵、拓展渠道和加强品牌运营。2020 年, 公司推出 8 个细分品类新品, 以应对宠物食品消费升级需求, 国内市场收入同比增长 40.7%, 公司 2020 年整体毛利率达 25.5% (yoy+0.5pct)。2021 年, 公司将继续发力国内市场, 进一步加强自有品牌建设, 预计产品结构优化、海外产能布局释放, 及原材料成本下降将进一步提高公司整体毛利率。

图 7 2020 年公司营业收入构成情况, 亿元

图 8 公司 2020 年海外营收占比为 85.14%, 亿元



资料来源: Wind, 华安证券研究所



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 宠物食品消费升级, 国内市场高速增长

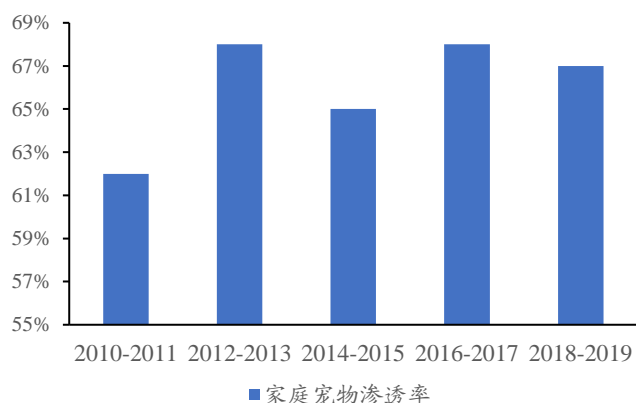
2.1 “它经济”爆发, 宠物数量与宠食消费持续增长

美、日成熟市场增长稳定, 宠物食品是养宠最大开支。饲养宠物的习惯和观念深入渗透进欧美等国家当地家庭的生活, 欧美与日本等发达国家宠物消费行业发展已达百余年历史, 除了基础的宠物食品外, 也包括了繁育、训练用品、医疗、美容、保健、保险、趣味活动等一系列产品和服务。美国是全球最大的宠物饲养和消费国, 根据 APPA (美国宠物行业协会) 数据显示, 2010-2019 年美国饲养宠物的家庭比例

始终保持在 60% 以上，2000 年全美共有约 6,800 万只宠物犬和约 7,300 万只宠物猫，2019 年宠物犬和宠物猫的保有量分别达到了约 9,000 万只和约 9,560 万只，年均复合增长率分别为 1.4%、1.3%。2013~2019 年美国家庭养宠率始终在 65%-68% 波动，宠物行业整体进入成熟阶段。

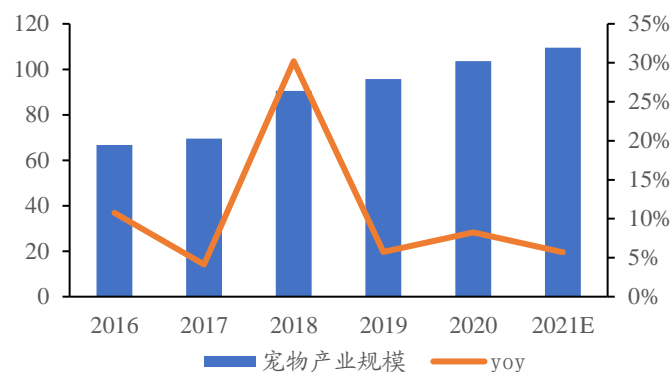
2020 年美国宠物市场规模达 1095 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 9.1%，其中，2020 年美国宠物食品市场规模达 441 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 10.4%，宠物食品近 5 年占总养宠开支达 40.3%，为养宠最大开支。

图表 9 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率，%



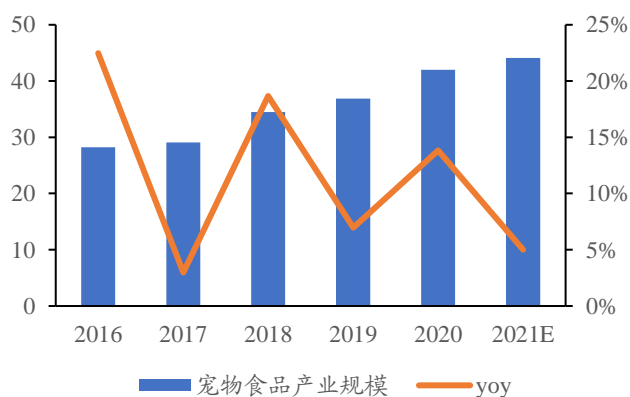
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 10 16-21 年美国宠物消费市场规模，十亿美元，%



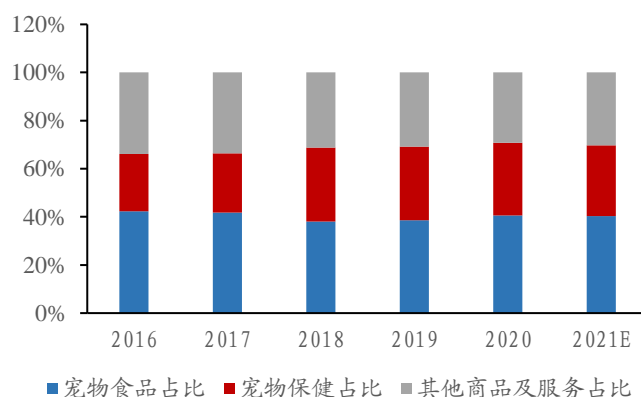
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 11 16-21 年美国宠物食品市场规模，十亿美元，%



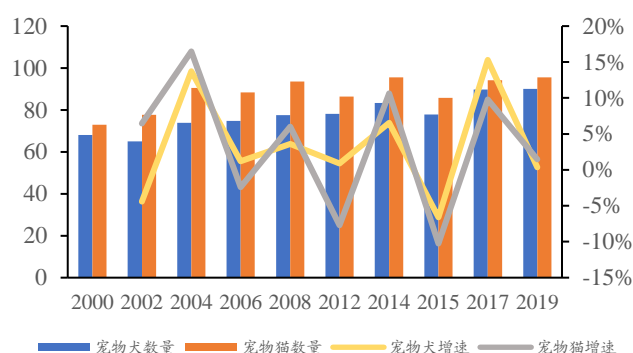
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 12 2016-2021 年美国宠物消费市场结构，%



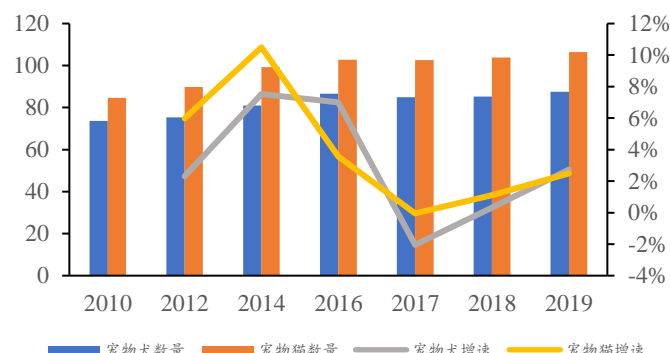
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 13 2000-2019 美国宠物犬猫数量, 百万、%



资料来源: FEDIAF, 华安证券研究所

图表 14 2010-2019 年欧洲宠物犬猫数量、增速, 百万、%



资料来源: FEDIAF, 华安证券研究所

中国宠物与宠食渗透率双低, 行业处于快速发展初期。对比海外宠物百年历史, 中国宠物行业至今仅有 30 余年历史, 行业发展受政策影响从严到宽, 1990s 至今可分为三个阶段:

第一阶段, 1990-1999 年, 政策从禁养到限养, 宠物行业逐渐兴起, 玛氏在中国建立起国内第一家宠物食品厂;

第二阶段, 2000-2009 年, 养宠政策放宽, 宠物产品销售渠道日渐多元;

第三阶段, 2010 年至今, 萌宠经济受资本关注度持续升温, 宠物消费各细分领域与场景日益精细化。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》, 2020 年中国宠物消费市场规模达 2065 亿元, 犬猫数量超过 1 亿只, 养宠人群达 6294 万人。2019 年, 全国城镇养宠家庭渗透率为 23%, 同比提升 4 个百分点, 对比美国 68% 养宠家庭率, 仍有较大提升空间。根据中国行业协会数据统计, 2018 年中国宠物食品渗透率仅为 15%, 而美国宠物食品渗透率达 90%, 日本则达 73%, 对标美日中国宠物食品渗透率处于低位。

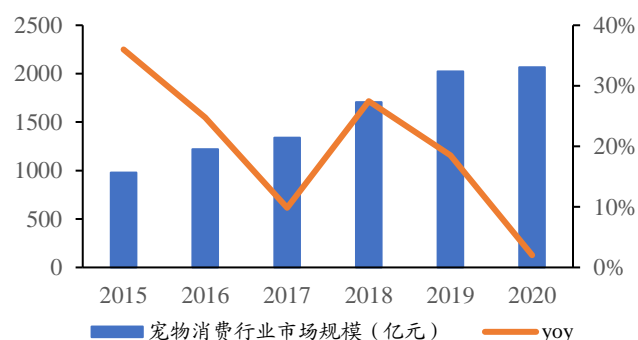
图表 15 国内宠物消费市场发展历程

| 时间 | | 1990-1999 年 | 2000-2009 年 | 2010-至今 |
|------------|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 人均 GDP (元) | | 1,663-7229 | 7,942-26,180 | 30,808-70,892 |
| 城镇化率 | | 26.4%-34.8% | 36.2%-39.4% | 50%-60.6% |
| 恩格尔系数 | 城镇 | 42.1%-54.2% | 36.5%-39.4% | 27.6%-35.7% |
| | 农村 | 52.6%-58.8% | 41.0%-49.1% | 30.0%-41.1% |
| 供给端 | | 国内宠物产品消费以国外品牌为主; 专业的宠物医院开始出现 | 宠物消费仍以国外品牌为主; 国内宠物食品/用品企业以代工贴牌模式为主, 为国外品牌代工 | 国内宠物市场逐渐发展, 以及受外贸出口下滑影响, 代工企业不断拓展国内市场及自有品牌; 生产技术的成熟推动新兴品牌崛起 |
| 渠道端 | | 以花鸟鱼虫/农贸市场等小摊位为主 | 随着城市规划的发展, 花鸟鱼虫/农贸市场逐渐向郊区迁移; 专业宠物店逐渐发展成型; 随着电商的崛起, 线上销售渠道开始发展 | 线上零售份额不断提升, 宠物垂直电商平台出现; 线下专业宠物店数量不断增加; 线上线下多渠道发展, 并呈现全渠道融合趋势 |
| 消费端 | | 养宠人群不断增加, 养宠的消费观念和习惯发生改变, 对宠物倾注越来越多的情感; 对产品的需求除了功能性需求, 产品的颜值、理念等功能之外的属性也成为重要的选择依据; 消费者对宠物生活质量不断周昂是, 从基本的食品需求到美容保健、培训、摄影、殡葬等服务类目的不断扩展和延伸, 对宠物的情感和物质投入越来越多。 | | |

资料来源: 国家统计局、APA 亚宠会, 华安证券研究所

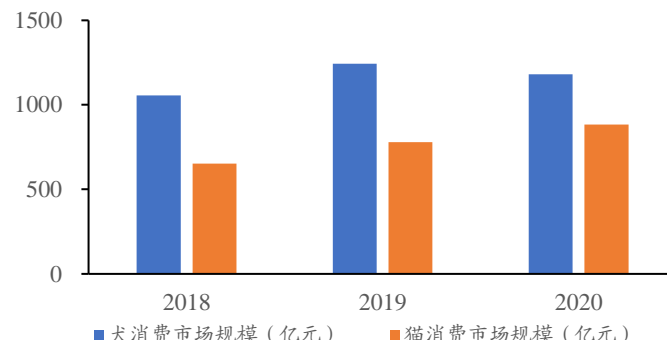
宠物食品消费具有刚需高频特性，近 10 年年复合增速达 21.5%。不同年龄的人面临不同的情感处境和情感需求，宠物行业具有逆周期特性，在经济下行时期，情感诉求会愈加强烈，后疫情时期或是“它经济”爆发时期，宠物食品行业市场从 2011 年 100 亿增长至 2020 年 700 亿规模，CAGR 达 21.5%。近 8 成受访者把宠物当成自己的亲人或朋友，对宠物强烈的情感需求直接推动了宠物经济的发展，2015-2020 年中国宠物市场规模呈持续增长态势，2020 年市场规模为 2065 亿元，我们预计到 2025 年中国宠物消费市场规模将达到 6000 亿元，家庭的宠物保有量上升至 30%-35%，人均支出将从目前的 60-70 美元上升至 110-120 美元。

图表 16 2015-2020 年中国宠物消费市场规模，亿元



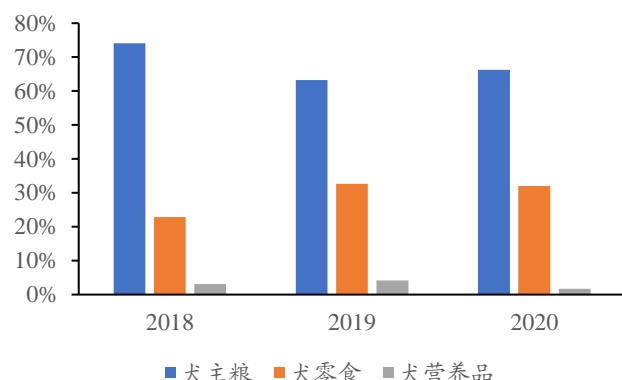
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 17 2018-2020 年中国宠物犬猫消费市场规模，亿元



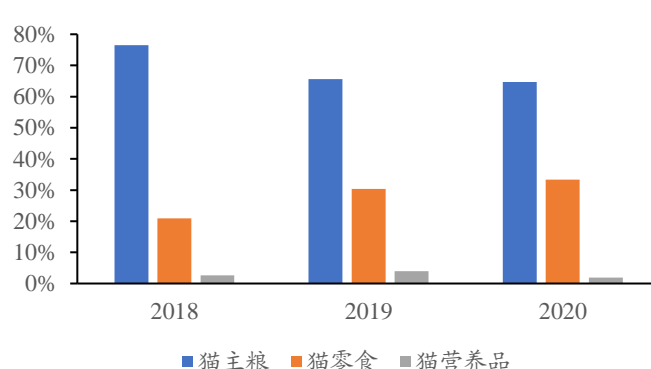
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 18 2018-2020 年宠物犬食品消费结构，%



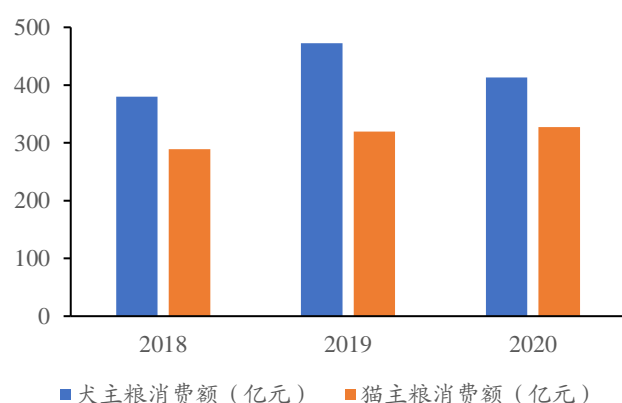
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 19 2018-2020 年宠物猫食品消费结构，%



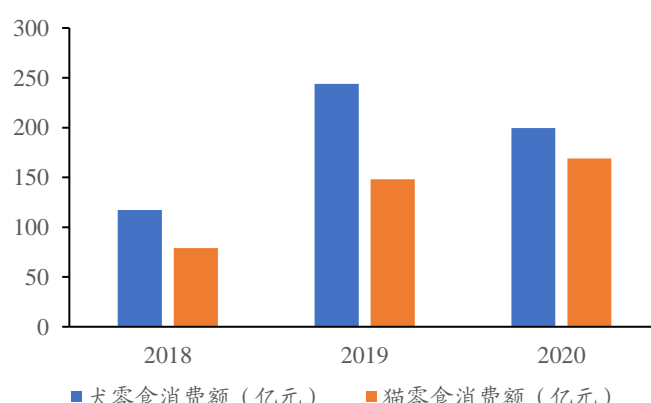
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 20 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 21 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

2.2 销售渠道：线上电商发展迅猛，国货品牌关注度持续升温

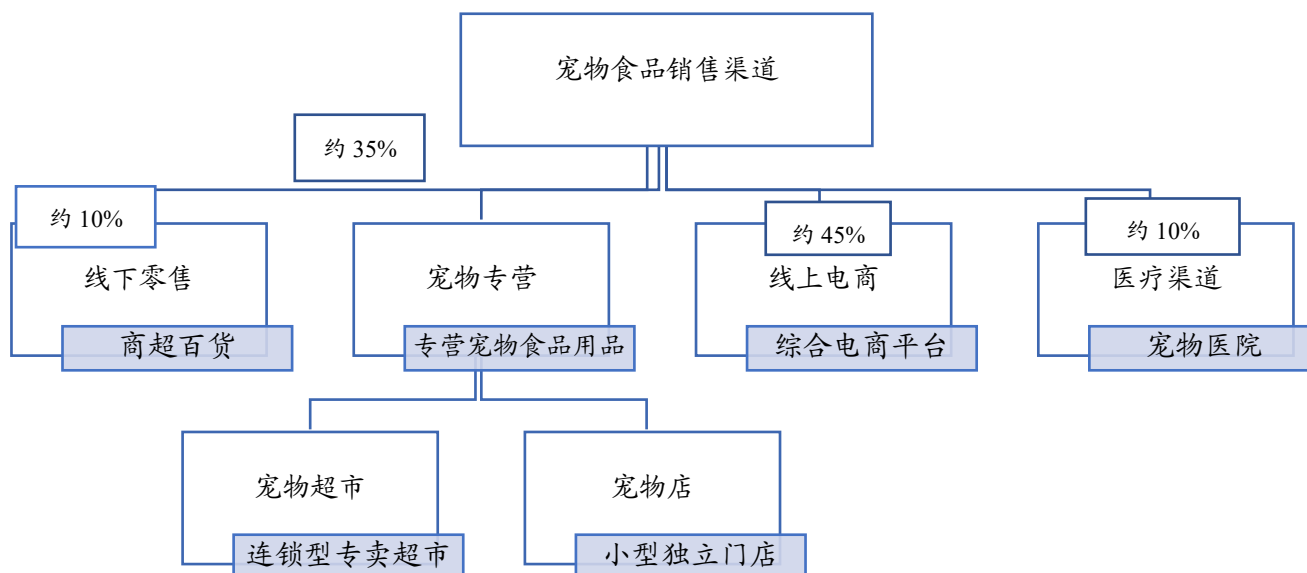
宠物食品呈现高电商渗透率特点，线上销售占比超 50%。根据艾媒数据，目前中国宠物食品销售渠道中线上销售占比超 50%，宠物店达 30%，商超渠道约占 10%。受近几年线上购物发展趋势影响，叠加疫情因素众多宠物店线下门店未开业，加之宠物食品国货品牌行业集中度较低，线上宠物食品品牌数量超过 400 个，电商已经成为宠物食品行业最为重要销售渠道。

图表 22 宠物食品销售渠道

| 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、品牌保障要求极高 |
| 宠物医院 | 专业性强、经营面积大 | 瑞派、瑞鹏、美联合中等 | 处方粮、中高端品牌产品 |
| 商超百货等零售渠道 | 依托大型商场、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：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 23 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大



资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

电商渠道加速国货宠物品牌崛起。以皇家为代表的海外品牌先于国内品牌建立了线下渠道和品牌优势，伴随着国内宠物消费市场日益成熟，海外品牌在电商布局上较国内品牌响应速度较慢，电商的发展为国货品牌中宠、乖宝、疯狂的小狗等国货品牌突围与崛起创造了有利机会。据淘系数据统计，2021Q1 淘系平台宠物食品销售额 34.57 亿元。

2.3 竞争格局：行业集中度较低，本土宠物品牌异军突起

目前，全球宠物食品竞争格局中前 8 位均是美国公司。全球宠物行业集中度，玛氏市场份额占比达 25%，雀巢以 22% 份额紧随其后，前五家宠物食品公司行业集中度达 58%。玛氏和雀巢是全球宠物食品公司中的第一梯队，旗下产品线较全，价格带全方位覆盖高中低端。2019 年，全球第一大“狗粮”公司玛氏营业收入达 180.85 亿美元，全球宠物食品销售量最大的五个品牌中，有三个属于玛氏，分别是宝路、伟嘉、皇家。根据 Euromonitor 数据显示，在中国宠物饲料市场上，玛氏市场份额高达 76.4%。雀巢普瑞纳收入为 132 亿美元，旗下品牌包括冠能、丝倍亮、珍致、康多乐等。

全球市场份额中排名第 3 到第 10 名的宠物食品公司年营业收入在 7~30 亿美元之间。其中，在国内知名度较高的美国蓝爵排位居全球宠物食品收入榜第六名，收入为 13 亿美元。近些年顺应宠物食品行业的发展趋势，蓝爵从单一渠道逐步向多渠道布局。排在第 8 位的是日本尤妮佳，营收 7.53 亿美元，日本销量第一，旗下拥有知名宠物品牌佳乐滋。

图表 24 全球行业竞争格局

| 排名 | 公司 | 国家 | 年收入（亿美元） |
|----|---------------------------------|----|----------|
| 1 | Mars Petcare Inc 玛氏 | 美国 | 180.85 |
| 2 | Nestle Purina PetCare 雀巢普瑞纳 | 美国 | 132 |
| 3 | JM Smucker | 美国 | 29 |
| 4 | Hill's Pet Nutrition 希尔斯 | 美国 | 22.92 |
| 5 | Diamond Pet Foods | 美国 | 15 |
| 6 | General Mills (Blue Buffalo) 蓝爵 | 美国 | 13 |
| 7 | Spectrum Brands 品谱集团 | 美国 | 8.21 |
| 8 | Unicharm Corp 尤妮佳 | 日本 | 7.53 |
| 9 | Deurer | 德国 | 7.21 |
| 10 | Heristo AG | 德国 | 7 |

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 25 中国宠物食品市场竞争格局





外资品牌

内资品牌

| 玛氏 | |
|----|----|
| 皇家 | 希宝 |
| 伟嘉 | 西莎 |
| 宝路 | 优卡 |

| 雀巢普瑞纳 | |
|-------|-----|
| 喜跃 | 普瑞纳 |
| 妙多乐 | 冠能 |
| 康多乐 | 珍致 |

| 中宠股份 |
|----------|
| Wanpy顽皮 |
| Happy100 |
| ZEAL真致 |

| 佩蒂股份 |
|-------|
| 好适嘉 |
| 齿能 |
| Iti爱娣 |

蓝爵

ZIWI

希尔斯

比瑞吉

疯狂小狗

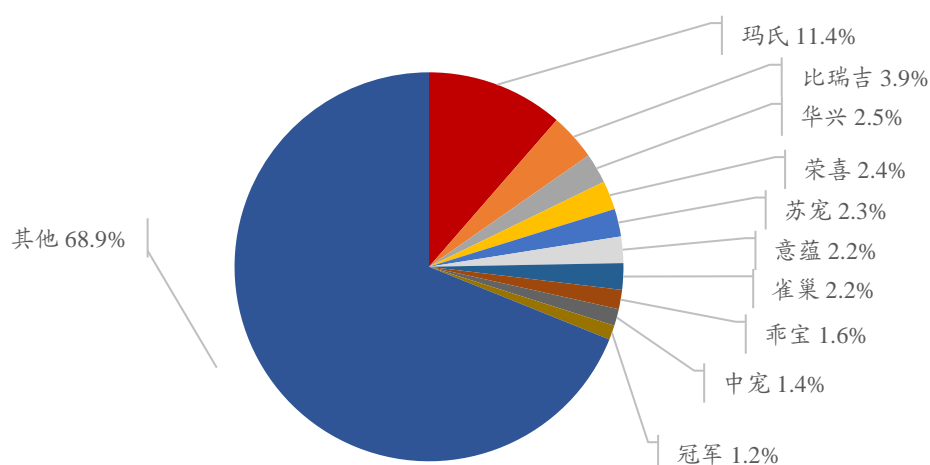
豆柴

超能小黑

资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

国内宠物食品行业集中度低，尚未形成垄断格局。国内宠物食品市场，玛氏占据龙头地位，市场份额占比为 11.4%，其他品牌市场份额占比均在 5% 以下，我国宠物食品行业集中度仍相对较低，CR10 仅达到 31.1%。新进入的宠物食品企业若能提供满足消费者需求的产品，仍有较好的发展前景。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》，64% 的首次养宠消费者在过去两年内更换过品牌，平均每个养宠家庭会试用 5-6 个高端产品品牌，在成熟市场仅为 2-3 个品牌，行业内的其他公司均有机会进行追赶。

图表 26 中国宠物食品品牌市占率分布



资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

图表 27 中国本土宠物行业新兴品牌情况

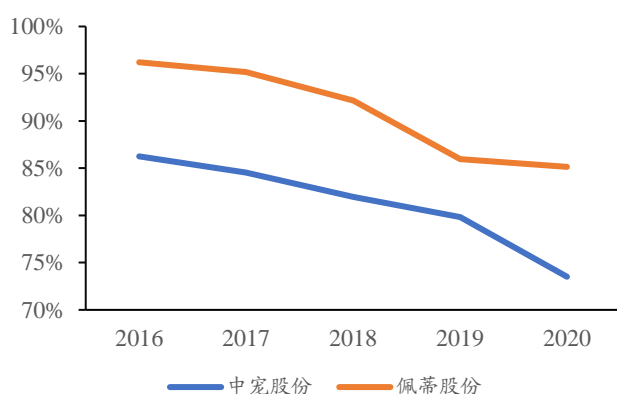
| 公司 | 成立年份 | 地区 | 投资轮次 | 品牌定位 | 最新融资时间 | 主要投资方 |
|--------------|--------|----|------|--------------|------------|--------------------------|
| 疯狂小狗 | 2014 年 | 江苏 | A+ | 宠物食品和宠物用品品牌商 | 2019 年 5 月 | 光点资本、复星保德信、天图资本 |
| FURRYTAIL | 2017 年 | 杭州 | A 轮 | 中高端宠物用品品牌 | 2019 年 8 月 | 小米集团、晨兴资本、火山石资本 |
| 猫猫狗狗科技 | 2018 年 | 北京 | A 轮 | 宠物用品品牌商 | 2019 年 9 月 | 小米科技、顺为资本 |
| 超能小黑 | 2015 年 | 武汉 | A 轮 | 犬类鲜粮品牌 | 2019 年 2 月 | 联想之星、梅花天使创投、真格基金 |
| 豆柴宠物 | 2014 年 | 深圳 | A 轮 | 宠物食品品牌 | 2020 年 4 月 | 中宠产业基金 |
| Cature 小壳 | 2016 年 | 上海 | A 轮 | 宠物护理品牌商 | 2020 年 4 月 | 中宠产业基金、源星资本、挑战者资本、上海中金资本 |
| PIDAN STUDIO | 2015 年 | 上海 | B 轮 | 宠物猫用品研发商 | 2018 年 7 月 | 清流资本、青山资本 |

资料来源：公司财报，APA 亚宠会，2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

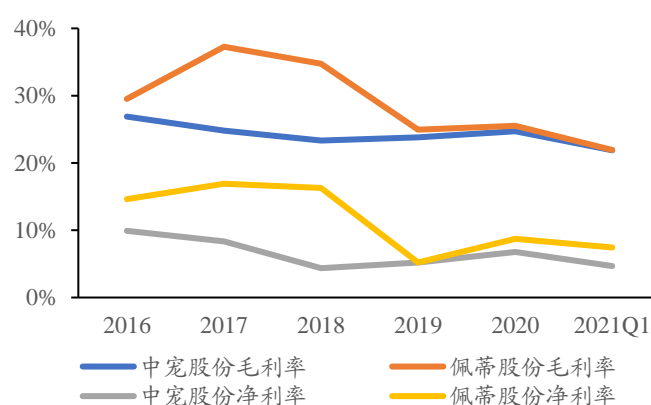
国内以食品 and 用品代加工企业为主，集中在 2017 年上市。在 A 股上市的宠物行业相关公司有中宠股份、佩蒂股份、瑞普生物，天元宠物与依依股份在接受 IPO 辅导；在三板挂牌的企业包括悠派、路斯股份、华亨，天元宠物、依依股份、明旺橡塑、庆泉股份也曾登录新三板；中概股宠物行业相关企业包括天地荟、多尼斯。国内宠企集中在 2017 年左右上市，以食品 and 用品代加工为主，海外业务为主要收入来源，综合毛利率普遍在 20-25% 左右，净利率在 5-10% 左右。

中宠股份为 A 股宠物零食企业，佩蒂股份为宠物用品企业，瑞普生物为动物保健企业。2020 年，中宠股份、佩蒂股份营业收入境外占比分别为 75.7%、86%，处于 2016 年以来最低值，海外业务收入占比呈下降趋势。中宠股份、佩蒂股份盈利能力接近，2021 年 Q1 毛利率均为 21.9%，净利率分别为 4.7%、7.4%。

图表 28 2016-2020 年行业境外收入占比



图表 29 2018-2020 中宠股份、佩蒂股份毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

国产宠物食品自主品牌正迅速崛起。国内宠物食品行业分为三个阶段：2002-2008 年，行业开始起步，外资品牌成为早期培育市场的先行者；2009-2013 年，受益于成本优势，国内企业 OEM/ODM 处于黄金发展时期；2014 年至今，国内企业开始重视本土市场份额提升，电商和新零售为国货品牌的崛起创造了快速发展的契机。

国内早期宠物食品企业生产商通常在 2002 年通过为国外品牌代工进入宠物食品行业，随着外贸竞争加剧与国内市场的兴起，这批生产商在 2010 年后开始创立自主品牌，但大部分企业境外代工业务仍占整体收入的 80% 左右。这部分企业境内业务享有自主品牌溢价，境外 OEM/ODM 议价能力有限，境内毛利率一般高于境外。2020 年，中宠股份境内、境外业务毛利率分别为 34.48%、21.99%。为国际知名品牌的代工经验，给中国早期的宠物食品生产商积聚了原始的生产资本，累积了研发和供应链优势，为后续自主品牌的创立打下基础。

图表 30 我国宠物行业发展阶段特征

| 时期 | 阶段 | 行业发展特点 |
|-------------|-------|-------------------------------|
| 2002-2008 年 | 起步期 | 行业开始起步，外资品牌成为早期培育市场的先行者 |
| 2009-2013 年 | 孕育期 | 受益于成本优势，国内企业 OEM/ODM 处于黄金发展时期 |
| 2014-至今 | 高速发展期 | 国货崛起，电商和新零售为国货品牌的崛起创造了快速发展的契机 |

资料来源：2020 年宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

新兴崛起的国产宠物品牌商设计研发产品委托生产商制造，生产商收取中间加工费，品牌商因其轻资产运用模式加上品牌溢价获得较高的毛利率，需要承担较高的营销推广费用，毛利率一般高于生产商。国内宠物食品市场分为内外资两大阵营，中国宠物行业起步阶段，以销售外资品牌为主。目前国内品牌分为两大类型，一种由生产商转型创立，如中宠旗下的 Wanpy 顽皮、Zeal 真致、Happy100，以及佩蒂股份旗下的好适嘉和齿能等。另一类是 2015 年后受随资本助推，催生的一系列电商产品诸如“疯狂的小狗”、“超能小黑”、“乖宝”、“豆柴”等。新兴品牌会先采取品牌商方式进行运营，在占据一定市场份额后独立设立自己的生产工厂，这种方式能迅速扩大营收，但在产品品质和质量安全方面存在一定风险。目前看宠物食品市场外资占据优势地位，但并未形成垄断固化格局，国货品牌正处于欣欣向荣发力阶段。国牌本土化优势更为明显，决策灵活，响应市场需求与新零售、电商等渠道迅速。未来国货自主品牌崛起，低线市场的下沉，品牌价格带层次丰富等驱动要素将进一步为国货宠物食品市占率的进一步提升打开空间。

图表 31 国内宠物食品市场市占率前 10 公司变化情况

| | 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（中国） | 7.4% | 8.0% | 7.6% | 6.6% | 5.0% | 3.9% |
| 华兴（中国） | 1.2% | 1.8% | 2.1% | 2.2% | 2.4% | 2.5% |
| 河北荣喜（中国） | 1.6% | 2.2% | 2.9% | 2.8% | 2.6% | 2.4% |
| 徐州苏宪（中国） | 0.0% | 0.3% | 0.7% | 1.3% | 1.9% | 2.3% |
| 上海依蕴（中国） | - | 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（中国） | 0.9% | 1.0% | 0.9% | 1.0% | 1.3% | 1.6% |
| 烟台中宠（中国） | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.3% | 1.4% |
| 加拿大冠军 | - | - | 0.2% | 0.3% | 0.9% | 1.2% |

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 32 国内宠物食品市场市占率前 10 品牌变化情况

| 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 (中国) | 上海比瑞吉 | 5.0% | 5.6% | 5.4% | 4.7% | 3.8% | 3.0% |
| 疯狂小狗 (中国) | 徐州苏宪 | 0.0% | 0.3% | 0.7% | 1.3% | 1.9% | 2.3% |
| 伯纳天地 (中国) | 上海依蕴 | - | 0.4% | 1.1% | 1.5% | 1.9% | 2.2% |
| 麦富迪 (中国) | 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 (中国) | 烟台中宠 | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.3% | 1.4% |
| 玫斯 (中国) | 河北荣喜 | 0.9% | 1.3% | 1.8% | 1.6% | 1.5% | 1.4% |
| 力狼 (中国) | 华兴 | 0.6% | 1.0% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 1.3% |

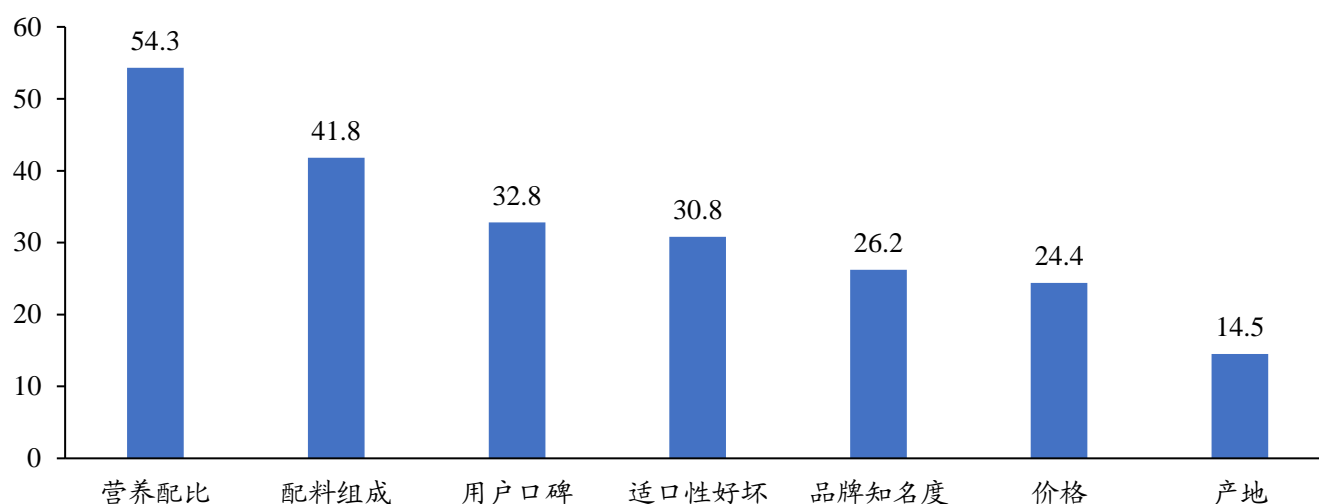
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

2.4 未来趋势: 消费升级驱动宠食细分化、高端化

养宠主力年轻化与消费升级带动下宠物食品细分化、高端化。《2020 宠物行业白皮书》显示, 90 后已成为养宠主力, 宠物消费支出也明显高于其他阶段。根据招商银行《2021 中国私人财富报告》, 2020 年, 中国个人可投资资产规模达 241 万亿元, 2018-2020 年 CAGR 达 13%, 2021 年可投资资产规模或达 268 万亿元, 人均可支配收入显著提高。宠物经济是年轻人的“孤独生意”, 日益年轻化的消费群体不断推动着宠物行业走向繁荣。超 6 成的受访者会视宠物为自己的家庭成员, 85% 的受访者愿意为宠物购买原料更优质、价格更高的宠物食品。根据第七次人口普查数据, 我国人口年龄结构变化呈现中间落、两头升的趋势, 老龄化加剧, Z 世代成为消费主力, 无论是文化娱乐还是实体商品, 年轻人花在能满足他们精神领域的消费比例越来越高。

在宠物食品购买决策中, 超 50% 的宠物主优先关注宠食本身的构成和品质。以宠物主粮消费决策为例, 54.3% 的宠物主看重营养配比, 41.8% 的宠物主看重配料组成。年轻化的消费者情感消费趋势明显, 对新鲜事物接受度更高, 除了关注品牌外, 对于宠物食品的质量、营养、安全性以及宠物喜爱程度等要素更加关注, 这些养宠观念和消费观念对于宠物食品的细分化、高端化、健康化提出更多要求。根据《2020 宠物行业蓝皮书》, 除了宠物的主粮外, 养宠人群对于宠物零食和营养品, 诸如风干、冻干、鲜粮的消费有升级趋势, 纯天然、无添加成为新的价值主张, 细分化的宠物食品需求提供给企业更多的差异化优势与上升空间。2015-2019 年, 犬猫食品高端品类 CAGR 分别达 32% 和 46%, 远超整体市场平均增速。

图表 33 宠物食品消费决策因素占比, %



资料来源: 2020 宠物行业蓝皮书, 华安证券研究所

零食成为国牌宠食破圈的突破口, 多品类、品牌化是提升市场份额重要变量。

宠物消费市场增速快、行业集中度低, 处于投资风口, 受资本关注度高。宠物干粮占宠物食品消费比重约 70%, 但国内市场超 50% 份额被外资品牌皇家、渴望、巅峰等占据。宠物零食产品标准化程度比主粮低, 高度机械化生产难度较大, 众多生产环节依赖手工制作, 人工成本占据 30%, 中国人工成本相对较低成为宠物零食产业发展的优势。海外品牌在宠物零食板块布局力度较小, 竞争力不足。细分化的宠物食品市场中, 国产宠物零食伴随着电商和新媒体推广形式的加强, 避开主粮之争的差异化竞争策略, 成为越来越多新兴国内宠物食品企业开拓市场、孵化品牌的重要突破口。除占比超过一半的猫和狗, 宠物类型多元化客观上也为新入行者提供了机会。

图表 34 资本助力国内宠物新零售平台

| 企业名称 | 企业类型 | 融资轮次 | 融资金额 | 融资时间 | 投资机构 |
|------------|-------------|------|----------|--------|---------------------------------|
| 波奇网 | 一站式宠物综合服务平台 | C 轮 | 1.02 亿美元 | 2016 年 | 招商银行、高盛等 |
| 乖宝宠物 | 宠物食品品牌运营商 | B 轮 | 5 亿元 | 2019 年 | 君联资本、兴业银行 |
| 云宠智能 (极宠家) | 宠物零售品牌 | A 轮 | 5 亿元 | 2019 年 | 新瑞鹏集团 |
| 瑞派宠物 | 宠物医疗连锁机构 | 战略投资 | 3.5 亿元 | 2018 年 | 华泰瑞联、Goldman Sachs alumni、天创资本 |
| E 宠商城 | 一站式宠物服务平台 | B 轮 | 3.35 亿元 | 2017 年 | IDG 资本 |
| 福贝宠食 | 宠物食品提供商 | B 轮 | 3 亿元 | 2019 年 | 凯衍资本、中比海福、深创投金鼎投资、毅达资本 |
| 疯狂小狗宠物用品 | 宠物用品品牌 | B 轮 | 3 亿元 | 2019 年 | 光点资本、复星保德信 |
| 新瑞鹏宠物医疗集团 | 宠物医疗服务提供商 | 战略投资 | 2.46 亿元 | 2017 年 | 阳光融汇 |
| 瑞派宠物 | 宠物医疗连锁机构 | A 轮 | 2.45 亿元 | 2017 年 | 天津瑞普生物、Broad Street Stonebridge |

资料来源: 投资界, 华安证券研究所

宠物食品消费升级趋势明显，宠物健康对功能性宠物食品和零食提出更多要求。相比普通零食，功能性零食拥有更多的功效以解决宠物健康问题，诸如口腔、消化、免疫、关节等问题，对比去宠物医院或者特定宠物用品，给宠物刷牙，使用起来更加方便直接。相比购买特效功能食品与保健品，更多的宠物主选择使用狗咬胶去解决宠物口腔问题。80%左右的宠物犬在3岁时都会有口腔相关疾病，影响其日常生活与器官健康。例如，美国知名咬胶品牌 DreamBone 作为 PetMatrix 旗下主要品牌，因无生皮咬胶创新迅速占领市场份额，2014 年实现销售额翻番。2018 年，DreamBone 在美国的销售收入达到 1.2 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 29.5%，市占率约为 2.6%。Pacaged Facts 数据显示，18%的宠物主人通过零食去解决宠物口腔问题，59%的宠物主人为宠物购买过具有口腔护理功能的零食，远超宠物主为解决宠物其他健康问题所购买功能性零食的比例。另外，美国宠物犬每年需要消耗约 127 根咬胶数量，而中国年均每只犬大约消耗 10 根，对照美国，中国宠物咬胶市场至少有 10 倍增长空间。

3 咬胶龙头地位稳固，国内市场布局加速

3.1 品质为基，顺应宠食消费升级趋势

立足科学养宠，研发优势显著，迎合宠物食品消费升级需求。公司重视对研发的投入，建立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，为公司产品提供研发支撑，把研发工作的焦点引向如何解决国内用户的对高品质宠物食品的迫切需求和消费痛点上。公司目前已获得 32 项专利，主持起草了《宠物食品-狗咬胶》国家标准。公司已将畜皮咬胶的清洁化生产工艺技术、胶原纤维复合技术、液熏技术、动植物蛋白混合制备技术、宠物食品压纹技术、宠物食品冷冻干燥技术、农产品精深加工工艺等应用于产品的研发和工艺的改进，促进产品的更新。植物咬胶是公司的独家专利，具有纯天然、健康、易消化、富含维生素纤维和适口性好等特点，深受当下宠物主的喜爱，用户粘性较强。2020 年，公司植物咬胶产品毛利率高达 36.75%，远远高于同类可比宠物食品公司。符合消费者对宠物功能性食品品质健康安全及消费升级的需求。

公司致力于与相关政府机构合作建立产品检测标准，确保产品能通过中国第三方检测溯源到原材料使用的每一步，让中国的消费者对宠物食品用品的品质产生更大的信任。公司在产品的适口性、耐嚼性、营养性、外观性上均有相应专利，众多的外观设计和实用新型专利以及多项核心生产技术确保了公司产品的核心竞争力。

图表 35 佩蒂主要产品类别

| 主要产品 | 产品示例 | 功能与用途 |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 畜皮咬胶 |  | 以未经蹂躏的畜皮、畜禽肉及骨等动物性原料为主要原料，经前处理、成形、高温杀菌等工艺制作而成的供宠物犬咀嚼、食用的宠物食品。 |
| 植物咬胶 |  | 利用植物性淀粉、鸡肉等为主要原料辅以其他营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘烤等工艺制作而成的咬胶系列产品。 |
| 营养肉质零食 |  | 以鸡肉为主要原料，将新鲜冷冻鸡肉通过、绞碎或开片、混合搅拌后。再与地瓜、水果制品等组合、经制作成型、烘烤等工艺制作成宠物口味的宠物零食。 |
| 鸟食及可食用小玩具 |  | 利用谷物、木屑或其他植物纤维、淀粉为主要原料经配料混合、制模成型、烘烤、脱模等工序制作而成。供鸟类及啮齿类动物磨牙及食用。 |
| 烘培饼干 |  | 以优质小麦及各种营养粗粮为原料，经配料混合、发酵、成型、烘烤、冷却、包装等工艺制作而成的宠物食品。 |

资料来源：公司年报，华安证券研究所

产品升级迭代速率快，品牌溢价性高。公司贯彻科学养宠理念，对产品配方与外观不断进行升级。通过每年极大的研发投入与高频的更新换代，公司的宠物咀嚼食品达到了第五代水平，而世界普遍的技术水平仍停留在第三代，实现了两代先进的差异化优势。同时，植物咬胶生产工艺自动化程度更高，从原材料的利用率、生产能耗等方面更能体现规模效应，毛利率较畜皮咬胶高出 4-5 个百分点。

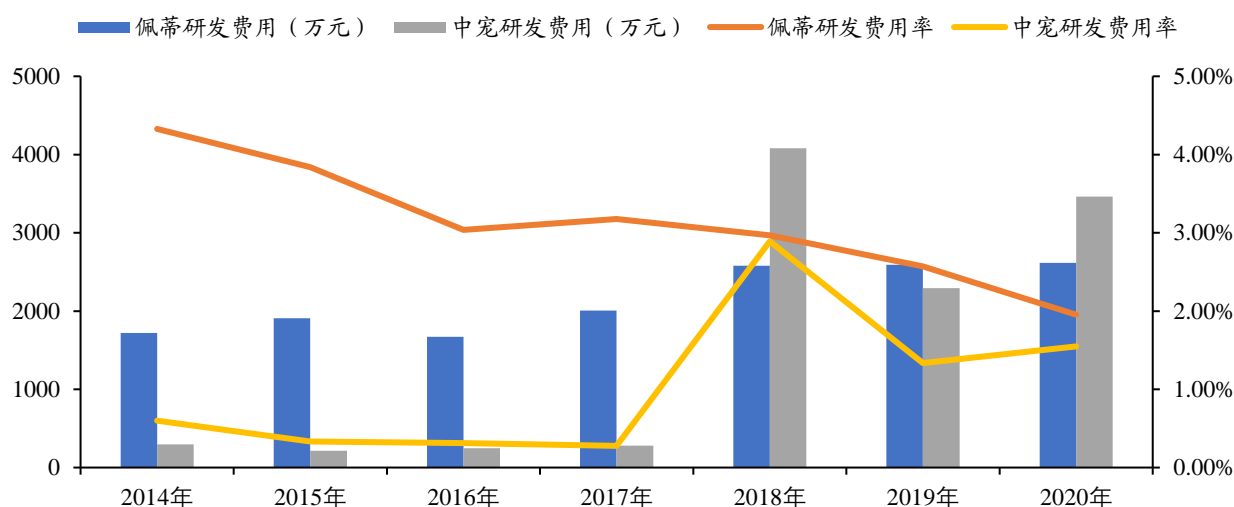
公司在细分品类上进行精细化研发，成功推出全球首个宠物分龄口腔护理产品齿能，针对幼犬、成犬、老犬不同营养功效需求，进行科学咀嚼。公司也适时地迎合潮流风尚，顺势开发国潮和节日主题产品，2019 年佩蒂跨界时尚，联合独立设计师徐一卫共同推出 PeidiACFN“无界之爱”公益联名系列宠物妈咪包引发了爱宠人士、时尚人士的广泛关注，为佩蒂品牌创造了公益溢价，掀起爱宠新风潮。2020 年，公司共推出 8 个细分品类的新产品，包括宠物全价粮、全价湿粮罐头、冻干粮、风干粮、消毒杀菌液等行业主流产品，还推出了宠物鲜粮、宠物鲜奶饮品、宠物汤品等新型品类产品，推出的产品有 31 个产品组，142 个 SKU。

图表 36 公司旗下咬胶产品已升级至第五代

| 产品迭代 | 品类 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
|  <p>一代：咀嚼食品 (牛皮) 1992-至今</p> <p>磨牙 / 洁牙 请愿宠物犬成长时光</p> | 用品 |
|  <p>二代：功能性咀嚼食品 (牛皮+肉) 2000-至今</p> <p>让更多的宠物犬 更主动地咀嚼</p> | 功能性食品 |
|  <p>三代：功能性咀嚼食品 (植物蛋白+肉) 2009-至今</p> <p>在保证满足宠物咀嚼功能基础上 让宠物犬更易消化吸收</p> | |
|  <p>四代：功能性咀嚼食品 (皮纤维+肉+营养) 2012-至今</p> <p>在第二代动物蛋白营养功能基础上 更易消化 添加更多营养成分</p> | |
|  <p>五代：功能性咀嚼食品 (植物蛋白+动物蛋白) 2016-至今</p> <p>在第三代基础上更耐嚼 营养更均衡</p> | |

资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

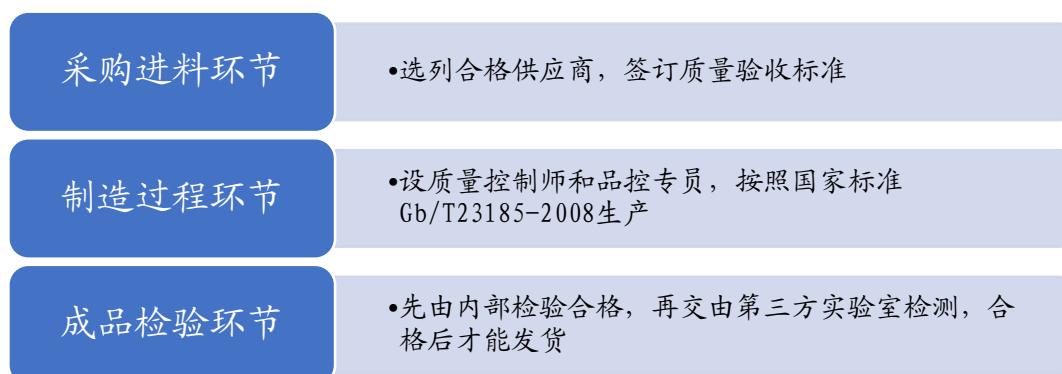
图表 37 佩蒂股份和中宠股份研发投入对比



资料来源：公司年报，华安证券研究所

产品出口级品质管理，质控优势突出。经历宠物食品行业“抗生素”事件后，消费对于宠物食品质量控制趋势要求更加严格，宠物食品质量安全健康成为消费者首要考量标准。公司产品 MeatWay 在国内上市后，因品质管理严苛，消费者零差评。公司是当前国内取得认证资格最多的宠企之一，已建立完善的质量控制体系，严格按照 ISO9001、ISO14001、ISO22000、OHSAS18001、BRC 等管理体系的要求，遵循美国、加拿大、欧洲、日本等发达国家宠物食品严苛的法律法规和标准，为全球各主要市场提供合格产品。公司连续通过美国 FDA、欧盟 FVO、BRC 等国际标准化体系和国际市场准入体系认证，并成为美国 APPMA 协会成员，所有产品均按婴儿食用级的卫生和安全标准进行生产，用全球最高食品安全标准，彻底打消宠物主的后顾之忧。公司建有独立的实验室，配备专业的技术人员和先进的检测设备。产品经过公司内部检测合格后，再委托第三方的实验室进行检测，经检验合格后方可发货。公司严把产品质量安全关，目前已在中國、越南、柬埔寨基地自建有四条电子束辐照杀菌生产线，能够独立完成产品的辐照杀菌，实现生产环节的自检自控，降低产品二次污染的风险，为产品安全提供可靠保障。通过对持续的软硬件建设，公司产品质量控制水平持续提升，在宠物食品品质管控上占据优势地位。

图表 38 公司产品生产环节质量把控严格



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 39 公司获得多项产品质量认证

| 主要产品 | 功能与用途 |
|----------------------------------|-----------------------------------------|
| 质量管理体系认证 ISO 9001:2008 | 中国质量认证中心 (CQC) |
| 环境管理体系认证 ISO 14001:2004 | 中国质量认证中心 (CQC) |
| 食品安全管理体系认证 ISO 22000:2005 | 中国质量认证中心 (CQC) |
| 职业健康安全管理体系认证 OHSAS 18001:2007 | 中国质量认证中心 (CQC) |
| 食品安全全球标准认证(BRC) | DNV GL Business Assurance Italia S.r.l. |
| 欧盟注册 | 欧盟食品兽医办公室(FVO) |
| FDA 注册 | 美国食品药品监督管理局 (FDA) |
| 加拿大注册 | 加拿大食品署 |

资料来源：公司公告，公司年报，华安证券研究所

3.2 海外核心客户稳定，渠道布局深入

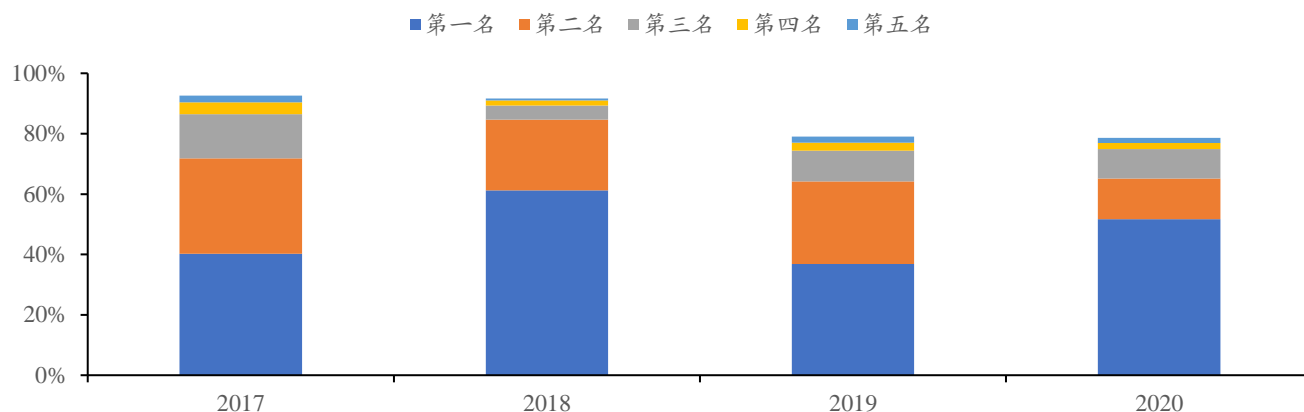
海外出口产品 ODM 为主，深度绑定核心客户群体。公司海外客户包括知名宠物品牌商、零售超市、宠物产品专卖店等，国内渠道多元线上线下结合。欧美宠物食品市场发展成熟，新进品牌营销成本较高，公司海外产品以 ODM 为主，负责产品研发、设计、生产所有环节，客户粘性和依赖性较高。全球著名咬胶品牌 Dingo、Smart Bones、Dream Bones 均是公司 ODM 生产，公司的合作客户包括 Spetrum、Petmatrix、Wal-mart、PetSmart 等。因产品创新能力与品质优势，公司长期与海外大客户深度绑定式销售，将产品专利提供给特定客户，前五大客户收入常年占比稳定在 80%左右，优质国际客户也对佩蒂产品品质具有背书作用，利于新市场的进入、新客户的开发。

图表 40 公司前 5 大海外客户详情

| 客户名称 | 公司 ODM 品牌 |
|------------------------|------------------------------|
| Spectrum Brands (美国品谱) | Dingo (美国、加拿大) |
| PetMatrix (已被品谱收购) | Smartbones、Dreambone (美国、英国) |
| Wal-Mart | Exerhide (美国) |
| PetSmart | Dentley's (美国) |
| Pets at Home | Pets At Home (英国) |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 公司前 5 大海外客户占比较为稳定



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司加强全渠道布局，注重品牌建设。佩蒂类似于宠物行业整体线上、线下各占 50% 的销售格局，产品定位中高端，为确保品牌价格不受冲击，平台控价较严，不会做低价走量产品，未来将加大线上布局并继续深耕线下销售渠道。公司在杭州成立专门的电商平台佩蒂智创，重视对不同渠道的全方位布局。公司不断加强线上渠道铺设与运营，线上拥有 16 家自营店铺，在开设天猫、京东多个旗舰店的同时，收购了北京千百仓、上海哈宠等淘宝卖场旗舰店。公司投资参股专业宠物电商 E 宠商城，作为领先的宠物行业垂直电商，E 宠商城合作品牌商超过 900 家，涵盖渴望、爱肯拿等一系列知名国际品牌。同时，公司也进行大量用户培训活动，包括线下和宠物达人吴起合作宠物训练课程，帮助宠物融入社会，来增加用户度对于门店的粘性，并同时传达佩蒂科学养宠品牌理念。除了门店，佩蒂也进行专业渠道铺设，包括医疗渠道、连锁医院如瑞派、瑞鹏、安安、佳雯等，用于推广当下较为稀缺的口腔护理产品。此外，佩蒂也与云咨询方面的科学养宠平台合作，跟宠物主互动交流，并直接提供解决方案。2018 年，佩蒂联合渤海华美投入 10 亿人民币，发起宠物行业并购基金，对国内优质的宠物行业进行投资。

图表 42 公司线上、线下品牌推广



资料来源：公司年报，公司公告，公司官网，华安证券研究所

图表 43 公司新媒体多种方式营销推广

| 佩蒂股份走进直播间，助推电商销售潮 | 小红书用户种草，以真实体验创造口碑效应 |
|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |
| 微博短视频布局，推送科学养宠知识 | 问答领域热度高，品牌效应初步显现 |
|  |  |

资料来源：抖音，新浪微博，小红书，华安证券研究所

3.3 多产地布局，优化成本管控

公司多产地布局，供应链成本管控优势明显。公司主营业务中，原材料与人工成本是影响利润的主要因素，其中，原材料成本约占营业成本的 70%。畜皮咬胶的主要原料是二层牛皮，植物咬胶的主要原料是淀粉。公司通过技术升级改进提高原材料利用率降本增效外，也巧妙地通过全球布局产能基地，降低原材料采购价格。

公司总部地处温州平阳，温州历来皮革制造业发达产业集群，制革边缘材料价格低廉且皮革原材料供应丰富稳定。由于产业升级和环保压力原因，公司不断在更广阔范围寻找更加低廉的原材料。乌兹别克斯坦畜牧业发达，有丰富的生牛皮资源，公司在当地设立工厂用于咬胶半成品生产。同时，利用东南亚国家人口、原材料、汇率优势，公司在当地也进行一系列产能扩建。越南具备淀粉原材料成本优势和较为低廉的人工成本，公司在越南相继建设 1.5 万吨的咬胶产能基地。柬埔寨在具备人工成本比较优势外，有利于公司对冲汇率波动，平滑汇兑风险，公司在当

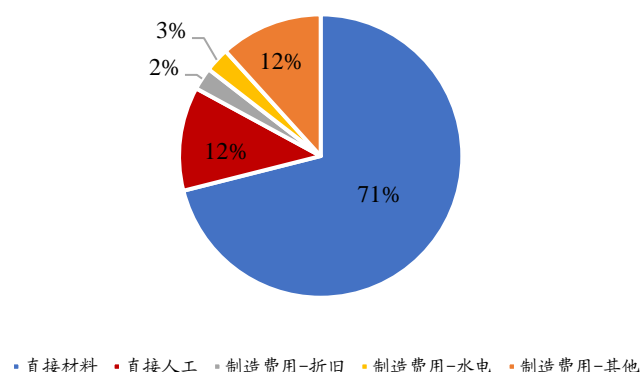
地新建 9200 吨宠物休闲食品项目。新西兰具备天然高品质食材，且宠物食品工业在全球具有良好口碑，公司在新西兰新建 4 万吨高品质宠物干粮项目。新西兰与越南新建工厂满产后，预计能为公司新增超 9 亿元的营收。

公司在供应链管控上精益求精，利用不同地区区位优势，不断在原材料价格、原材料质量、汇率、人工成本等要素上寻找最优解，降低产品生产成本，并获取产品品质溢价。同时，公司以销定产的商业模式能够有效提高公司的产能利用率和产销率。2021 年，鸡肉原材料进入下行周期也有利于公司整体利润的提升。

图表 44 鸡肉原材料价格处于回落阶段



图表 45 2020 年佩蒂主营业务成本占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 46 公司宠物食品产能情况一览

| 产能所在地 | | 品类 | 产能 | 投产时间 |
|-------|------|------|-------|--------|
| 国内 | 温州佩蒂 | 畜皮咬胶 | 9000 | 已投产 |
| | 江苏康贝 | 植物咬胶 | 3000 | 已投产 |
| 越南 | 好嚼 | 畜皮咬胶 | 2000 | 已投产 |
| | | 植物咬胶 | 3000 | 已投产 |
| | 吧啦啦 | 植物咬胶 | 5000 | 已投产 |
| | 德信 | 畜皮咬胶 | 5000 | 2020 年 |
| 柬埔寨 | 爵味 | 湿粮 | 6000 | 2021 年 |
| | | 咀嚼食品 | 3000 | 2021 年 |
| | | 保健品 | 200 | 2021 年 |
| 新西兰 | 北岛小镇 | 肉质零食 | 1500 | 已投产 |
| | | 干粮 | 40000 | 2021 年 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 47 公司新增产能将释放 9 亿元以上营收

| 定增项目 | 产品类别 | 满产收入 (百万元) |
|------------------------|------|------------|
| 新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目 | 干粮 | 700 |
| 柬埔寨年产 9200 吨宠物休闲食品新建项目 | 湿粮 | 66 |
| | 咀嚼食品 | 135 |
| | 保健品 | 20 |
| 合计 | | 921 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

国内宠物正在进入快速上升发展阶段，欧美国家宠物食品市场较为成熟稳定，伴随着公司新西兰、越南、柬埔寨产能利用率提升，叠加公司国内加海外双轮驱动战略的进一步深化，公司产品品类将更加多元化，品牌优势未来有望进一步提升，作为深耕国内长达 20 多年的咬胶龙头公司，未来公司的营收将保持稳定增长。我们假设：

1、公司海外业务将保持稳定增长态势。在原有核心海外大客户基础上，公司将进一步拓展新的客户群体；

2、公司海外新建产能，将在最近 2-3 年内达到满产状态。2021 年新建产能利用率将达到 30%，2022 年新建产能利用率将达到 70%；

3、因国内业务过去处于盈亏平衡状态，且海外渠道深度绑定建设较为成熟，公司对于销售费用维持较为稳定的增长状态。公司重视产品品质，产品研发费用将会小幅增加。因新建产能，公司的管理费用将会有所增加。我们假设公司 2021、2022、2023 年的销售费用率为 4.5%、4.5%、4.5%，研发费用率为 2.5%、2.6%、2.7%，管理费用率为 7.0%、8.0%、9.0%。

图表 48 公司收入成本预测表

| 百万元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总计 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 550.6 | 632.0 | 869.3 | 1,008.3 | 1,339.9 | 1,743.0 | 2,229.8 | 2,763.2 |
| yoy | -- | 14.79% | 37.55% | 15.99% | 32.88% | 30.09% | 27.93% | 23.92% |
| 营业成本 | 388.0 | 396.5 | 567.1 | 756.5 | 998.1 | 1,263.7 | 1,621.3 | 2,022.9 |
| yoy | -- | 2.17% | 43.05% | 33.39% | 31.92% | 26.61% | 28.30% | 24.77% |
| 毛利润 | 162.6 | 235.5 | 302.2 | 251.8 | 341.8 | 479.4 | 608.6 | 740.3 |
| yoy | -- | 44.90% | 28.29% | -16.68% | 35.75% | 40.25% | 26.95% | 21.65% |
| 毛利率 | 29.52% | 37.27% | 34.76% | 24.97% | 25.51% | 27.50% | 27.29% | 26.79% |
| 畜皮咬胶 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 310.8 | 303.1 | 259.2 | 336.3 | 446.4 | 580.4 | 725.4 | 870.5 |
| yoy | 1.2% | -2.5% | -14.5% | 29.8% | 32.8% | 30.0% | 25.0% | 20.0% |
| 营业成本 | 223.48 | 195.85 | 170.69 | 255.98 | 356.25 | 435.27 | 558.60 | 687.73 |
| yoy | -- | -12.36% | -12.85% | 49.97% | 39.17% | 22.18% | 28.33% | 23.12% |
| 毛利率 | 28.1% | 35.4% | 34.1% | 23.9% | 20.2% | 23.0% | 23.0% | 21.0% |
| 植物咬胶 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 207.4 | 295.8 | 402.0 | 297.3 | 427.7 | 577.3 | 779.4 | 1,013.2 |
| yoy | 32.3% | 42.7% | 35.9% | -26.0% | 43.8% | 35.0% | 35.0% | 30.0% |
| 营业成本 | 139.1 | 175.1 | 244.3 | 204.4 | 270.5 | 375.3 | 514.4 | 678.9 |
| yoy | -- | 25.9% | 39.5% | -16.3% | 32.3% | 38.7% | 37.1% | 32.0% |
| 毛利率 | 32.9% | 40.8% | 39.2% | 31.2% | 36.8% | 34.0% | 33.0% | 33.0% |
| 肉质零食 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 17.7 | 17.1 | 185.4 | 301.0 | 283.0 | 353.8 | 435.1 | 522.1 |
| yoy | -21.8% | -3.4% | 983.8% | 62.3% | -6.0% | 25.0% | 23.0% | 20.0% |
| 营业成本 | 14.3 | 17.1 | 137.6 | 237.2 | 213.4 | 265.3 | 326.3 | 391.6 |

| | | | | | | | | |
|--------------|-------|---------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|
| yoy | -- | 20.1% | 703.9% | 72.5% | -10.0% | 24.3% | 23.0% | 20.0% |
| 毛利率 | 19.6% | -- | 25.8% | 21.2% | 24.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 主粮及湿粮 | | | | | | | | |
| 营业收入 | -- | -- | -- | 20.3 | 123.4 | 166.6 | 224.9 | 292.3 |
| yoy | -- | -- | -- | -- | 507.2% | 35.0% | 35.0% | 30.0% |
| 营业成本 | -- | -- | -- | -- | 113.3 | 124.9 | 168.7 | 219.3 |
| yoy | -- | -- | -- | -- | -- | 10.2% | 35.0% | 30.0% |
| 毛利率 | -- | -- | -- | -- | 8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 其他业务 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 14.7 | 15.9 | 22.8 | 53.4 | 59.4 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| yoy | -- | 8.52% | 42.87% | 134.68% | 11.16% | 9.48% | 0.00% | 0.00% |
| 营业成本 | 11.1 | 8.4 | 14.6 | 38.6 | 44.5 | 45.5 | 45.5 | 45.5 |
| yoy | -- | -25.01% | 74.48% | 164.41% | 15.45% | 2.18% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 24.1% | 47.5% | 35.9% | 27.8% | 25.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司业务主要分为海外和国内两大部分, 海外 ODM 业务较为成熟稳定, 国内业务尚处于进入初期, 增长速度较快, 因此我们采用分部估值法, 对海外业务采用 PE 估值法, 国内业务采用 PS 估值法。

海外业务处于稳定增长发展阶段, 原材料鸡价格下降与海外产能的进一步释放, 公司利润将保持较快增长, 因此, 我们给予公司海外业务 2021 年 30 倍 PE, 对应市值 56 亿元。

公司加大国内市场投入, 国内业务有望迎来加速增长, 参考美国宠物食品公司蓝爵估值, 我们给予国内业务 6 倍 PS, 对应国内业务市值 21 亿元。综上所述, 公司 2021 年目标市值在 77 亿元左右, 对应目标价 45.29 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

4.2 投资建议

公司作为宠物咬胶龙头公司, 对宠物食品品质把控严格, 卡位宠物食品高景气成长型黄金赛道, 借助国货崛起潮流和消费升级趋势, 未来公司的市占率将有望进一步提升。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 17.63 亿元、22.72 亿元、28.15 亿元, 同比增长 31.61%、28.82%、23.92%, 对应归母净利润 2.24 亿元、2.74 亿元、3.04 亿元, 同比分别增长 94.7%、22.5%、10.8%, 对应 EPS1.32 元、1.61 元、1.79 元。我们给予公司 2021 年 35 倍 PE, 合理估值 46.2 元, 给予“买入(首次)”评级。

图表 49 上市宠物相关企业估值对照表

| 公司 | 总市值(亿元) | 流通市值(亿元) | 市盈率 PE | | | 2020 年净资产收益率 | 2019 年净资产收益率 |
|-----------|------------|-----------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | TTM | 21E | 22E | | |
| 佩蒂股份 | 60 | 38 | 47.2 | 35.88 | 26.53 | 7.11 | 4.87 |
| 均值 | 108 | 83 | 53.73 | 41.8 | 31.84 | 10.38 | 7.80 |
| 中宠股份 | 119 | 119 | 80.4 | 62.43 | 47.06 | 7.81 | 9.36 |
| 瑞普生物 | 146 | 91 | 33.1 | 27.10 | 21.93 | 16.22 | 9.16 |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示：

汇率波动风险；品牌建设不及预期；产能投放不及预期；原材料价格波动；宠物食品安全问题；国内市场开拓不达预期；核心客户占比较大。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1128 | 1141 | 1414 | 1718 | 营业收入 | 1340 | 1763 | 2272 | 2815 |
| 现金 | 472 | 322 | 378 | 445 | 营业成本 | 998 | 1262 | 1645 | 2062 |
| 应收账款 | 225 | 300 | 386 | 478 | 营业税金及附加 | 5 | 6 | 8 | 10 |
| 其他应收款 | 11 | 14 | 19 | 23 | 销售费用 | 57 | 79 | 102 | 127 |
| 预付账款 | 61 | 76 | 99 | 124 | 管理费用 | 88 | 123 | 182 | 253 |
| 存货 | 276 | 346 | 451 | 565 | 财务费用 | 31 | 20 | 20 | 20 |
| 其他流动资产 | 83 | 83 | 83 | 83 | 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 881 | 881 | 881 | 881 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 13 | 13 | 13 | 13 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 363 | 363 | 363 | 363 | 营业利润 | 136 | 269 | 315 | 349 |
| 无形资产 | 51 | 51 | 51 | 51 | 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 454 | 454 | 454 | 454 | 营业外支出 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2009 | 2021 | 2295 | 2599 | 利润总额 | 134 | 269 | 315 | 349 |
| 流动负债 | 375 | 164 | 164 | 164 | 所得税 | 18 | 46 | 41 | 45 |
| 短期借款 | 164 | 164 | 164 | 164 | 净利润 | 117 | 224 | 274 | 304 |
| 应付账款 | 140 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 71 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 115 | 224 | 274 | 304 |
| 非流动负债 | 4 | 4 | 4 | 4 | EBITDA | 198 | 249 | 278 | 293 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.74 | 1.32 | 1.61 | 1.79 |
| 其他非流动负债 | 4 | 4 | 4 | 4 | | | | | |
| 负债合计 | 380 | 169 | 169 | 169 | | | | | |
| 少数股东权益 | 14 | 14 | 14 | 14 | | | | | |
| 股本 | 170 | 170 | 170 | 170 | | | | | |
| 资本公积 | 1059 | 1059 | 1059 | 1059 | | | | | |
| 留存收益 | 386 | 610 | 884 | 1187 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1615 | 1839 | 2113 | 2416 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2009 | 2021 | 2295 | 2599 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 143 | -150 | 55 | 68 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 115 | 224 | 274 | 304 | 营业收入 | 32.9% | 31.6% | 28.8% | 23.9% |
| 折旧摊销 | 33 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 134.7% | 97.6% | 16.9% | 10.8% |
| 财务费用 | 15 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利 | 129.6% | 94.7% | 22.5% | 10.8% |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -29 | -373 | -219 | -236 | 毛利率 (%) | 25.5% | 28.5% | 27.6% | 26.8% |
| 其他经营现金流 | 152 | 597 | 492 | 540 | 净利率 (%) | 8.6% | 12.7% | 12.1% | 10.8% |
| 投资活动现金流 | -424 | 0 | 0 | 0 | ROE (%) | 7.1% | 12.2% | 13.0% | 12.6% |
| 资本支出 | -368 | 0 | 0 | 0 | ROIC (%) | 8.0% | 10.2% | 10.6% | 9.8% |
| 长期投资 | -1 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | -56 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 (%) | 18.9% | 8.3% | 7.3% | 6.5% |
| 筹资活动现金流 | 493 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率 (%) | 23.3% | 9.1% | 7.9% | 6.9% |
| 短期借款 | 4 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 3.00 | 6.95 | 8.61 | 10.46 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 2.11 | 4.38 | 5.27 | 6.27 |
| 普通股增加 | 23 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 464 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.87 | 0.99 | 1.08 |
| 其他筹资现金流 | 2 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 5.96 | 5.89 | 5.89 | 5.89 |
| 现金净增加额 | 189 | -150 | 55 | 68 | 应付账款周转率 | 7.12 | — | — | — |

| 每股指标 (元) | | | | | 估值比率 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 每股收益 | 0.74 | 1.32 | 1.61 | 1.79 | P/E | 46.26 | 27.30 | 22.28 | 20.10 |
| 每股经营现金流 | 0.84 | -0.88 | 0.33 | 0.40 | P/B | 3.29 | 3.32 | 2.89 | 2.53 |
| 每股净资产 | 9.51 | 10.83 | 12.45 | 14.23 | EV/EBITDA | 25.30 | 23.90 | 21.18 | 19.87 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。