

中宠股份 (002891.SZ) 增持 (首次评级)

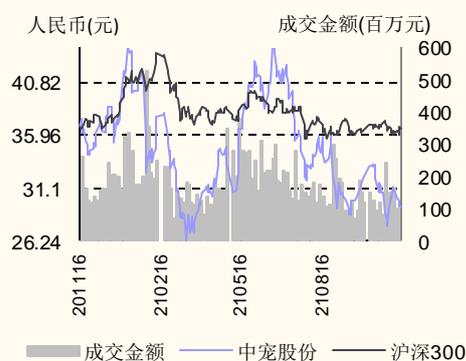
公司深度研究

市场价格(人民币): 29.46元

目标价格(人民币): 32.10元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.94
已上市流通A股(亿股)	2.94
总市值(亿元)	86.65
年内股价最高最低(元)	44.04/26.24
沪深300指数	4888
深证成指	14705



掘金千亿宠食赛道，多品类+全渠道驱动成长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,716	2,233	2,611	3,265	4,084
营业收入增长率	21.52%	30.10%	16.92%	25.07%	25.08%
归母净利润(百万元)	79	135	126	202	255
归母净利润增长率	39.97%	70.72%	-6.92%	60.95%	26.21%
摊薄每股收益(元)	0.465	0.688	0.427	0.687	0.867
每股经营性现金流净额	0.31	-0.04	0.70	0.84	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.36%	7.81%	6.85%	10.07%	11.47%
P/E	59.13	83.57	69.01	42.88	33.97
P/B	5.54	6.53	4.72	4.32	3.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **早期立足于海外宠物零食代工，当前重点发展国内自主品牌。**2018-2020年美国/中国宠物食品规模复合增速+7%/+18%。公司早期主营宠物肉干零食，凭借产品、供应链优势立足海外，当前全面发力国内市场，1H21海外/国内营收占比72%/28%，增速+22%/+33%。
- **海外业务:受益于海外格局集中，深度绑定大客户稳健成长。**公司凭借原材料采购、管理效率、全球化布局等优势，深度绑定下游品谱等大客户，看好公司未来稳健成长前景和份额提升趋势。原料角度，高位供给+需求乏力，预计鸡肉价格短中期处于周期底部。汇率因素对业绩的拖累有望边际减弱。
- **多品牌:新品推出驱动高端品牌 Zeal 重启成长，收购领先补充品牌组合。**国内业务营收增速过去三年超过50%，自主品牌顽皮定位大众，借助零食产品优势保持高速增长；Zeal主打高端新西兰食品，受品类单一影响21年起增速低迷，10月新品0号罐大单品推出，内销有望重启高成长，高端化占比提升有望加快内销盈利时间点的到来。收购线上品牌领先，有望进一步强化主粮品牌布局。
- **拓品类:湿粮产能优势突出，干粮扩产在即，拓品类打开长期成长空间。**①湿粮:伴随山东本部湿粮产能投产以及新西兰 PFNZ 湿粮产能释放，湿粮主食罐+湿粮零食未来有望保持高速增长。1H21宠物罐头营收增速+40.6%。②干粮:已成为旗下各品牌重点开拓品类，20/1H21干粮增速127%/83%，预计21年底3万吨干粮产能投产，各品牌逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类产品组合。
- **渠道:线上渠道引领，强化特渠开拓。**公司自建团队加码线上布局，积极拓渠道把握行业红利，当前线上渠道占据重要位置。深耕线下渠道多年，通过投资入股的方式，推出专供产品，积极布局医院+新零售特定场景。

投资建议与估值

- 我们预计2021-2023年公司EPS分别为0.43、0.69和0.87元，当前股价对应PEG为1.6/1.01/0.8倍，考虑到公司内销在拓品类、拓品牌的驱动下高速增长，采用PEG估值法，给予公司2022年PEG1.1X估值，对应目标价32.1元，给予“增持”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险；自主品牌建设不及预期；费用过度投放导致业绩不及预期；商誉减值的风险

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1、收入预测

宠物食品品类角度:

1) 宠物零食: 公司当前零食业务以海外为主, 考虑到海外零食业务发展较为成熟, 更多受益于下游集中度的提升, 我们预计伴随柬埔寨工厂的产能爬坡, 零食业务保持稳健发展, 预计公司 2021-2023 年零食业务营收同比+12.8%/15.3%/16.6%, 考虑到原材料鸡肉价格当前处于周期较低的位置, 未来鸡肉价格有向上的预期, 以及 21 年处于汇率的低点, 后续汇率对业绩的拖累有望降低, 因此我们预测 2021-2023 年毛利率分别为 18.8%/19.0%/18.9%。

2) 宠物罐头(湿粮): 考虑到公司后续重点开发境内湿粮罐头市场, 生产端 3 万吨湿粮产能有望逐步爬坡, 以及新收购新西兰 PFNZ 后产能升级改造, 我们预计宠物罐头业务有望保持高速增长, 当前行业的湿粮罐头增速在 30%以上, 我们预计 2021-2023 年公司罐头业务营收同比+30.8%/37.1%/26.4%, 伴随湿粮产能爬坡、高端湿粮主食罐放量对盈利结构的改善, 预计宠物罐头毛利率分别为 25.7%/26.6%/25.7%。

3) 宠物干粮: 考虑到干粮业务有望成为公司未来各品牌拓品类的重要发力点, 公司 6 万吨干粮产能第一期 3 万吨产能在年底逐步释放, 第二期 3 万吨干粮产能有望于 22-23 年释放, 当前行业干粮增速在 20%以上, 我们预计 2021-2023 年宠物干粮业务营收同比+44.7%/101.1%/73.0%, 考虑到鸡肉成本的边际上行以及干粮领域竞争的激烈, 预计毛利率为 33.7%/32.3%/31.1%。

境内外角度:

境外业务: 境外业务: 鸡胸肉价格上涨、汇率使得公司 21 年海外业务业绩承压, 但出口业务稳健成长的逻辑不变。考虑到海外宠物行业已进入成熟发展期, 增速保持在中高单位数增长, 我们预计公司海外业务保持稳健成长, 预计 2021-2023 年营收同比+10.8%/20.0%/19.2%, 毛利率为 18.3%/19.0%/19.0%。

国内业务: 国内业务是公司未来资源的重要投入方向, 当前国内宠物行业处于量价齐升的快速成长期, 宠物食品行业规模增速超 20%, 我们预计 2021-2023 年国内业务营收同比+36.0%/38.0%/38.0%, 毛利率为 27.0%/27.8%/27.9%。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司营收同比+16.9%/25.1%/25.1%, 毛利率为 20.8%/21.8%/22.1%。

2、费用预测:

销售费用: 考虑到公司未来对国内自主品牌业务进行较大的营销、渠道资源投入, 我们预计未来三年销售费用保持高速增长, 预计 2021-2023 年公司销售费用率为 8.3%/8.4%/8.5%。

管理费用: 由于公司处在扩张期, 我们预计 2021-2023 年公司管理费用率分别为 3.7%/3.8%/3.8%。

研发费用: 伴随公司在新品研发投入的提升, 我们预计 2021-2023 年公司研发费用率分别为 1.7%/1.7%/1.7%。

■ 估值和目标价格

我们采用 PEG 估值法, 预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.43、0.69 和 0.87 元, 当前股价对应 PEG 为 1.6/1.01/0.8 倍, 考虑到公司内销在拓品类、拓品牌的驱动下高速增长, 采用 PEG 估值法, 给予公司 2022 年 PEG1.1X 估值, 对应目标价 32.1 元, 给予“增持”评级。

内容目录

投资要件	2
1、宠物食品赛道领跑者，国内外业务蓬勃发展	6
1.1、国外市场收入稳步提升，国内市场收入快速增长	6
1.2、宠物零食仍为基本盘，宠物罐头、干粮成新增长点	7
2、行业：海外宠物看格局集中，国内宠物看国货崛起	8
2.1、美国宠物：步入成熟期稳健成长，格局走向集中	8
2.2、中国宠物：量价齐升期，国货崛起正当时	9
3、海外业务：受益格局优化稳健成长，原料储备弱化成本波动	16
3.1、强供应链：原料、管理、全球布局构建强供应链效率优势	16
3.2、优质客户积累，海外预计保持稳健成长	17
3.3、盈利波动性：短期原料价格底部徘徊，原料储备+提价弱化周期性	18
4、国内业务：差异化品牌定位，进军主粮，线上渠道引领	21
4.1、品牌策略：顽皮定位大众，Zeal 主打高端定位	21
4.2、品类策略：湿粮产品矩阵逐步齐全，干粮进入快速成长期	23
4.3、渠道端：加码线上布局，线下重视大商和医院特渠开拓	27
4.4、投资孵化网红品牌，建立宠物产业生态圈	29
盈利预测和投资建议	30
盈利预测	30
投资建议	31
风险提示	31

图表目录

图表 1：中宠股份发展历程	6
图表 2：2013-3Q2021 中宠股份营收及增速	6
图表 3：2013-3Q2021 中宠股份净利润及增速	6
图表 4：2013-1H2021 公司分区域营收占比	7
图表 5：2014-1H2021 公司分地区营收增速	7
图表 6：公司各品类营收（百万元）及增速	7
图表 7：当前业务以宠物零食为主，干粮占比不断提升	7
图表 8：美国宠物行业增速保持在 6%-8%	8
图表 9：2020 年疫情后美国头部宠物企业宠物业务营收增速由低单个位数提升至 10-13%	9
图表 10：重点美国上市公司宠物业务情况	9
图表 11：中国宠物行业发展历程	10
图表 12：中国宠物市场规模及增速	10
图表 13：2017-2020 年中国宠物市场量价拆分	10
图表 14：中国宠物饲养管理政策演变趋势	11

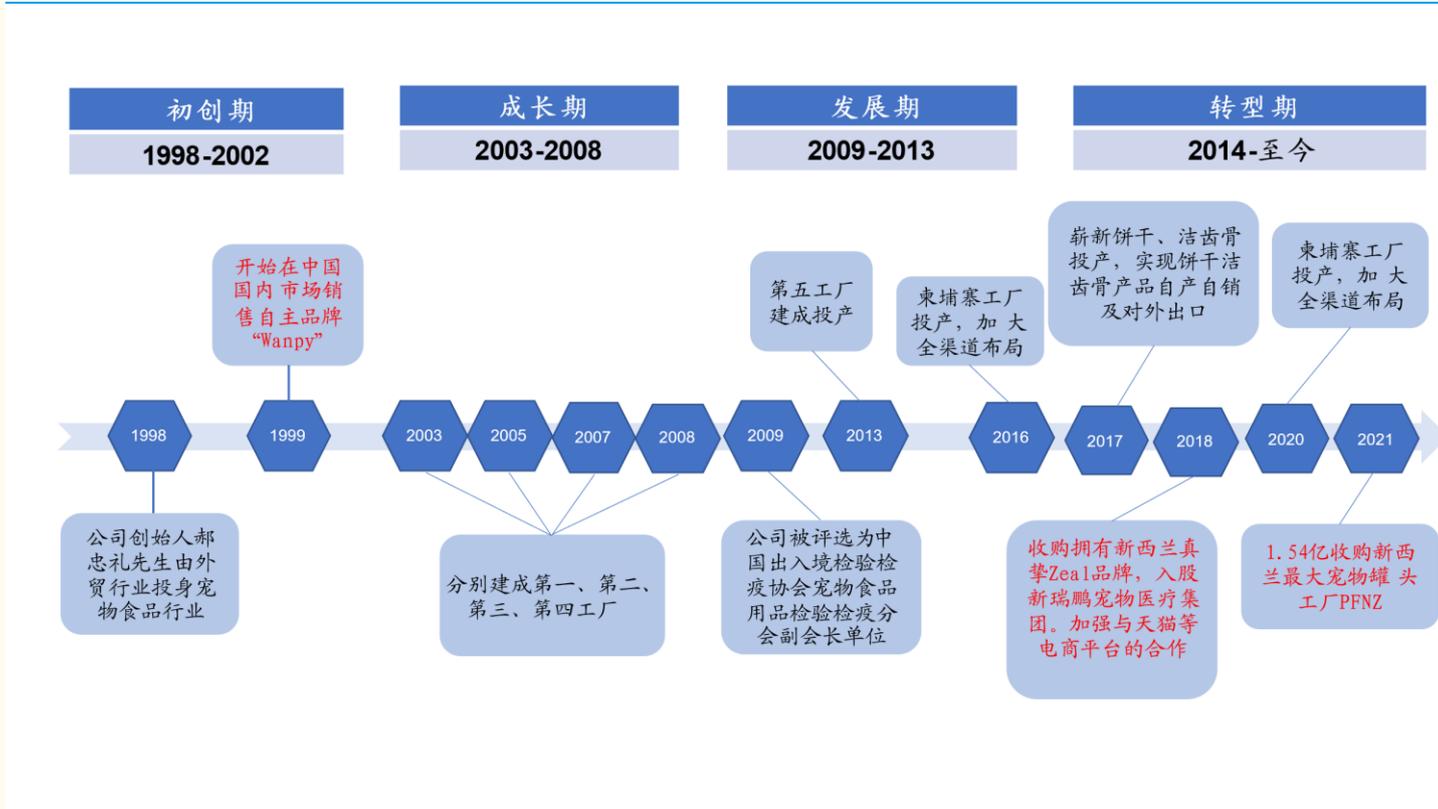
图表 15: 中国老龄化进程加快.....	12
图表 16: 中国单人及二人家庭户比例不断提升.....	12
图表 17: 2020 年中国养宠人群画像.....	12
图表 18: 2019 与 2021 年抖音前百位宠物 KOL 粉丝数区间分布.....	12
图表 19: 宠物猫数量增速快于宠物狗.....	13
图表 20: 单只宠物猫消费增速高于宠物狗.....	13
图表 21: 中国宠物食品市场格局表现: 内资份额攀升, 外资表现分化.....	13
图表 22: 2011 年至今国内宠物食品品牌市占率变迁历程.....	14
图表 23: 当前宠物赛道竞争格局—国产品牌参与者.....	14
图表 24: 本土宠物食品企业发展历程.....	15
图表 25: 头部宠物食品企业国内外业务营收规模及增速对比 (百万元).....	15
图表 26: 2020 年国内重点宠物食品企业概况.....	16
图表 27: 中宠干粮、零食、湿粮营业成本构成.....	17
图表 28: 公司人效整体较高且不断提升.....	17
图表 29: 公司代工业务下游主要客户介绍.....	18
图表 30: 前五大客户营收增长.....	18
图表 31: 2021 年前 9 月祖代种鸡更新量较去年+11%.....	19
图表 32: 鸡肉、猪肉价格走势对比.....	19
图表 33: 原材料价格变动对毛利率和净利润增速的影响.....	19
图表 34: 当前鸡肉成本价格压力不大.....	20
图表 35: 公司在 17、20 年鸡肉价格低位时进行了原料储备.....	20
图表 36: 公司与可比公司存货周转天数比较.....	20
图表 37: 公司与可比公司应收账款周转天数比较.....	20
图表 38: 汇兑损益对利润总额的影响较大.....	21
图表 39: 公司主要自主品牌布局.....	21
图表 40: 公司当前代理品牌.....	22
图表 41: 围绕“鲜”主题进行产品矩阵构建.....	22
图表 42: 公司国内业务过去三年复合增速超 50%.....	23
图表 43: 中国宠物食品消费结构.....	23
图表 44: 日本宠物食品消费结构.....	23
图表 45: 干粮与湿粮的产品特征对比.....	24
图表 46: 相比美、日, 中国宠物湿粮相比干粮仍有较大发展空间.....	24
图表 47: 中国猫粮干湿粮消费结构.....	25
图表 48: 中国猫粮干湿粮单价测算 (元/kg).....	25
图表 49: 新西兰湿粮产品的原材料以牛羊肉为主.....	25
图表 50: 新西兰牛肉价格较中国具有明显的优势.....	25
图表 51: Zeal 0 号罐价格带定位较 ziwi 具有性价比优势.....	26
图表 52: 公司下游主要客户合作稳定.....	26
图表 53: 公司产能建设及分布.....	26

图表 54: 干粮毛利率显著优于罐头、零食.....	27
图表 55: 公司当前渠道布局.....	27
图表 56: 国内宠物食品企业通过收购的方式搭建线上运营团队.....	28
图表 57: 公司自主品牌积极借助新媒体营销宣传.....	29
图表 58: 中宠旗下基金所投项目列表.....	29
图表 59: 公司分品类营收及毛利预测.....	30
图表 60: 公司分地域营收及毛利预测.....	31
图表 61: 可比公司估值.....	31

1、宠物食品赛道领跑者，国内外业务蓬勃发展

中宠股份以肉干零食等海外宠物零食出口业务为起点，当前已成为美国品谱、Globalinx Pet 等知名品牌的重要的代工商，并且业务逐渐扩展到国内，构建"Wanpy 顽皮"、"Zeal 真致"、领先为代表的自主品牌，品类范围亦从零食拓展至干粮、湿粮等主粮赛道。2020 年度公司营收 22.3 亿元，同比增长 30.1%，实现净利润 1.5 亿元，同比增长 69.6%。（21H1）。

图表 1：中宠股份发展历程



来源：公司官网，公司年报，国金证券研究所

图表 2：2013-3Q2021 中宠股份营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2013-3Q2021 中宠股份净利润及增速



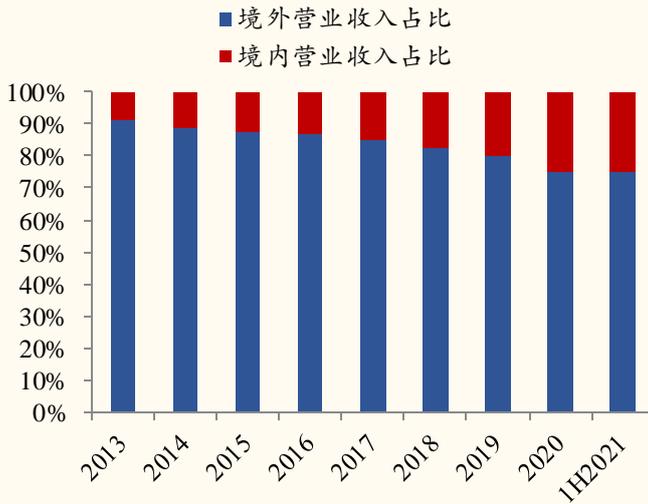
来源：公司公告，国金证券研究所

1.1、国外市场收入稳步提升，国内市场收入快速增长

海外业务稳健成长。2020年，公司境外/境内营收分别为16.4/5.4亿元，营收占比分别为73.5%/24.1%，同比增长19.8%/57.1%。境外业务以宠物零食、罐头的OEM/ODM为主，凭借稳定的产品质量、大客户的长期积累，营收稳健增长。公司境外业务以美国为主，2019年美国/欧洲/其他地区占海外营收的比重分别为56%/33%/11%。

国内：抓住线上发展机遇，自主品牌高速成长。2018-2020年，公司国内业务营收分别为2.5/3.4/5.4亿元，同比+69.6%/+36.6%/57.1%，国内业务以自有品牌为主，从零食赛道开始，当前已拓展至干粮、湿粮等主粮赛道。2019年国内零食/罐头/干粮/用品占国内营收比例分别为21%/54%/18%/7%。

图表 4：2013-1H2021 公司分区域营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2014-1H2021 公司分地区营收增速

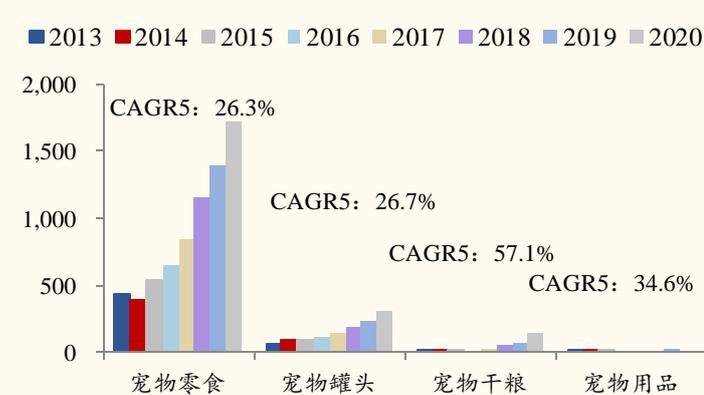


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、宠物零食仍为基本盘，宠物罐头、干粮成新增长点

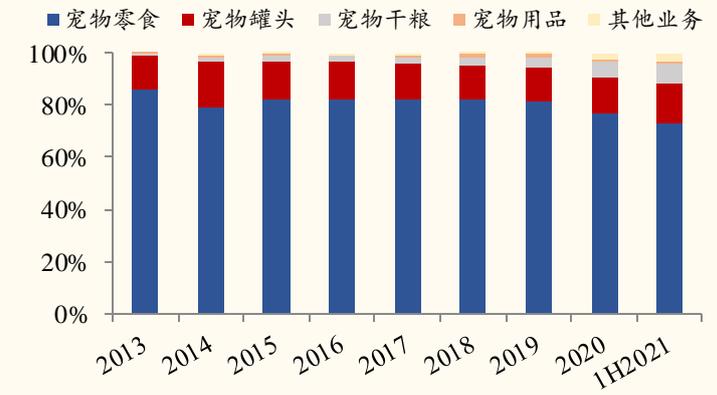
公司早期依靠宠物肉干零食立足，2019/2020/1H2021 零食业务营收 13.9/17.1/9.2 亿元，零食业务占比 81.2%/78.1%/76.7%，同比增速 +20.7%/22.8%/18.9%。受益于 PFNZ 并表以及湿粮产线的投产，罐头业务依靠创新性妙鲜包产品的推出，整体表现靓丽，2019/2020/1H2021 罐头业务营收 2.3/3.1/2 亿元，同比+24.2%/34%/40.6%。干粮以自主品牌顽皮、领先为依托，品类不断丰富，2019/2020/1H2021 干粮业务营收 0.6/1.4/0.9 亿元，同比 +27.6%/126.6%/82.7%。

图表 6：公司各品类营收（百万元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：当前业务以宠物零食为主，干粮占比不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

2、行业：海外宠物看格局集中，国内宠物看国货崛起

2.1、美国宠物：步入成熟期稳健成长，格局走向集中

美国宠物业进入成熟期，整体发展稳健，食品仍是重要构成。根据 APPA（美国宠物产品协会）统计，2020 年美国家庭宠物的渗透率为 70%，2015-2020 年间，美国宠物猫狗数量增长率为 1.3%，宠物消费额增长率达 6%，且在 2020 年疫情期间表现出较强的消费韧性。食品消费仍占宠物整体消费的 65% 左右，宠物食品的品质升级、种类的丰富是驱动其细分赛道成长的重要因素。

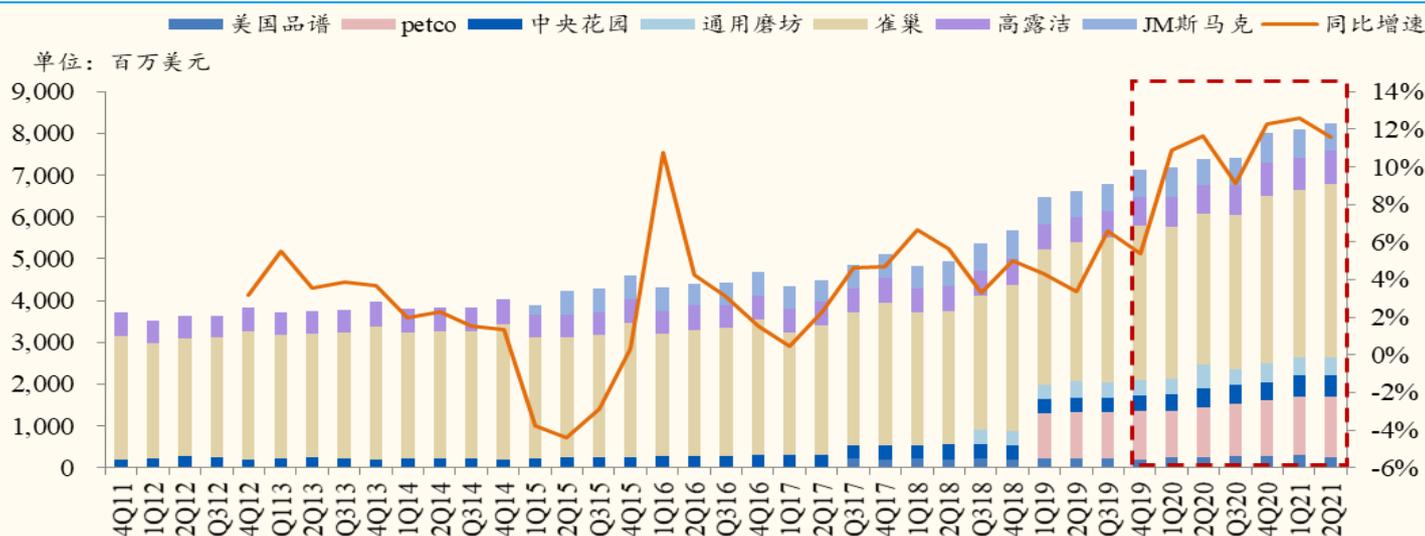
图表 8：美国宠物行业增速保持在 6%-8%

单位：亿美元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	16-20CAGR
全球宠物行业												
行业规模	864	907	951	996	1,045	1,106	1,164	1,234	1,315	1,429	1,536	
yoy	4.5%	4.9%	4.9%	4.7%	4.9%	5.9%	5.3%	6.0%	6.6%	8.7%	7.5%	6.6%
宠物食品	621	653	687	717	753	795	837	888	945	1,026	1,102	
yoy	4.5%	5.2%	5.1%	4.4%	5.0%	5.6%	5.3%	6.0%	6.5%	8.6%	7.4%	6.6%
宠物用品	243	253	264	279	292	311	327	346	370	403	434	
yoy	4.5%	4.3%	4.4%	5.4%	4.8%	6.6%	5.1%	5.9%	6.8%	9.0%	7.7%	6.7%
美国宠物行业												
行业规模	367	385	403	417	435	459	478	503	534	581	624	
yoy	4.6%	4.7%	4.6%	3.5%	4.4%	5.4%	4.2%	5.3%	6.2%	8.6%	7.5%	6.1%
宠物食品	249	261	274	281	292	305	317	334	353	382	411	
yoy	4.6%	5.0%	4.9%	2.6%	3.9%	4.3%	4.2%	5.2%	5.9%	8.2%	7.4%	5.8%
宠物用品	119	124	129	136	143	154	160	169	181	198	214	
yoy	4.8%	4.2%	4.0%	5.5%	5.4%	7.7%	4.2%	5.6%	6.8%	9.6%	7.7%	6.5%
日本宠物行业												
行业规模	54	53	54	55	56	57	58	59	60	62	63	
yoy	-1.6%	-0.3%	0.5%	2.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.7%	2.1%	2.6%	2.2%	2.1%
宠物食品	38	38	39	40	40	41	42	43	43	44	45	
yoy	-2.0%	-0.3%	0.8%	2.9%	1.7%	2.0%	1.5%	1.5%	2.1%	2.0%	1.5%	1.8%
宠物用品	15	15	15	15	15	16	16	16	17	18	18	
yoy	-0.5%	-0.4%	-0.3%	0.9%	1.5%	2.3%	2.8%	2.2%	2.0%	4.2%	3.8%	2.8%

来源：欧睿，国金证券研究所

宠物板块已成为快消品巨头重要成长引擎，头部企业成长性强于行业，格局优化。1) 品牌角度，梳理美国宠物品牌上市公司，发现其发展到一定阶段后，大多被大型综合快消品公司收入囊中，并承担着快消品巨头成长引擎的角色，例如雀巢旗下的普瑞纳、玛氏旗下的皇家，通用磨坊旗下的蓝爵等，宠物板块成长速度普遍高于公司整体营收增速，且业务占比不断提升，这主要与宠物板块所处的生命发展阶段有关。头部上市公司宠物板块业务增速亦高于宠物行业增速，疫情也加速了美国宠物行业洗牌，美国头部品牌及渠道增速超过行业平均水平，根据统计，美国头部重点品牌及宠物渠道上市公司 2020 年以来营收增速由低单个位数提升至 10-13%。2) 渠道角度，美国宠物渠道已发展较为成熟，渠道集中于大型普通商超、专业宠物商超以及电商，这三类渠道集中度均较高，因此更倾向于寻找全球化的优质代工产业链。

图表 9: 2020 年疫情后美国头部宠物企业宠物业务营收增速由低单个位数提升至 10-13%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

借助并购，搭建多品牌多品类矩阵，突破成长边界。从发展策略角度，由于单个宠物品牌体量具有较低的成长天花板，宠物食品公司多通过并购等方式进行品牌和品类的横纵联合，例如美国品谱在 20 年收购英国宠物品牌 Armitage，作为其在欧洲地区宠物零食和玩具业务的重要延伸。

图表 10: 重点美国上市公司宠物业务情况

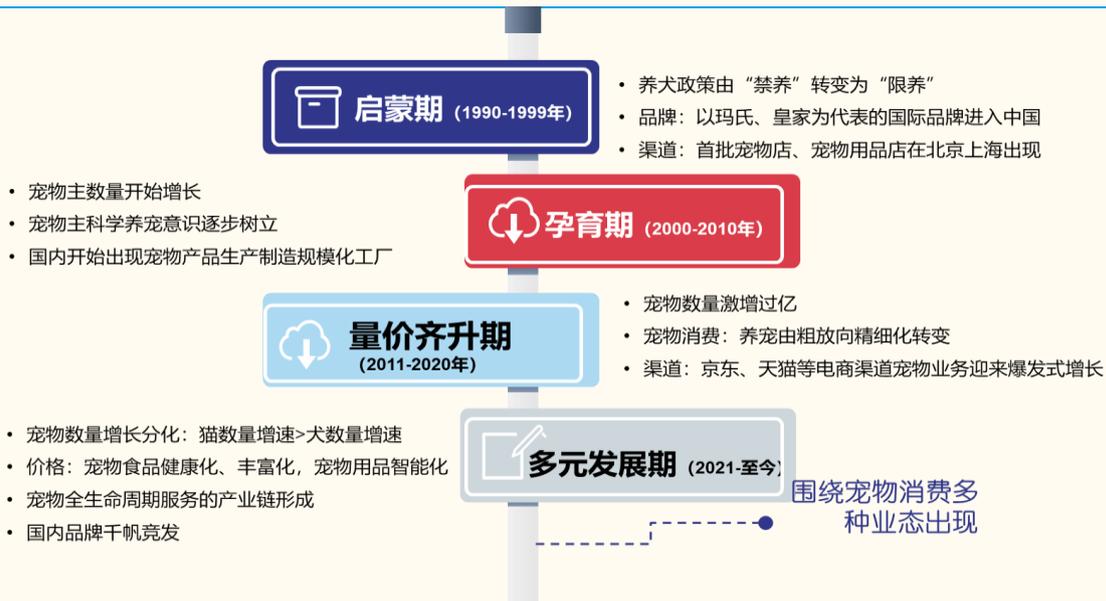
	雀巢	品谱	通用磨坊	高露洁	JM 斯马克
2020 整体营收规模 (亿美元)	903.06	39.64	176.27	164.71	73.09
宠物业务收入 (亿美元)	149.31	9.63	17.32	28.83	34.96
2017-2020 整体营收 CAGR	-0.38%	9.62%	4.11%	2.15%	-0.38%
2017-2020 宠物业务 CAGR	5.81%	6.66%	10.03%	7.95%	6.40%
2020 宠物业务占比	16.60%	24.28%	9.56%	17.50%	35.15%
宠物主营业务	宠物食品-普瑞纳	猫狗和其他宠物的食品，咬胶，护理用品	宠物食品	HILL'S 猫狗食品、科学、营养	宠物食品、零食
进入宠物业时间	2002 年	1998 年	2018 年	1976 年	2015 年
进入方式	收购	收购 8in1	收购 Blue Buffalo	收购 HILL'S	收购 Big Heart Pet
公司成立时间	1867 年	1906 年	1866 年	1806 年	1897 年
宠物业务营业利润率	20.63%	4.90%	12.00%	27.50%	19.30%
整体业务营业利润率	17.60%	6.14%	20.92%	23.59%	24.72%

来源: 彭博、国金证券研究所

2.2、中国宠物：量价齐升期，国货崛起正当时

中国宠物行业始于养宠意识转换，兴于多层次供给满足需求，盛于单品类升级 & 多品类丰富化。伴随中国对于宠物饲养法规从限制到适度放开规范管理，以及社会结构和人口结构的演变、人们科学养宠意识的提升，中国宠物行业自 2011 年起迎来黄金发展期，在根据《中国宠物行业白皮书》数据，2015-2020 年，宠物行业消费规模从 978 亿元提升至 2065 亿元，复合增速达 16.1%。

图表 11: 中国宠物行业发展历程



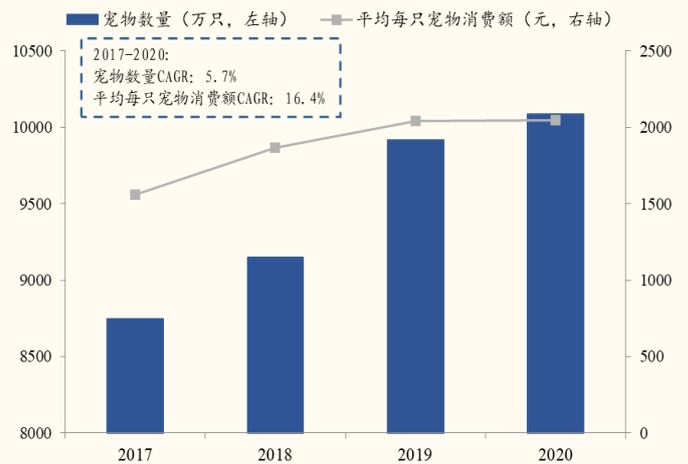
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所整理

图表 12: 中国宠物市场规模及增速



来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

图表 13: 2017-2020 年中国宠物市场量价拆分



来源：《中国宠物行业白皮书》，国金证券研究所

图表 14：中国宠物饲养管理政策演变趋势

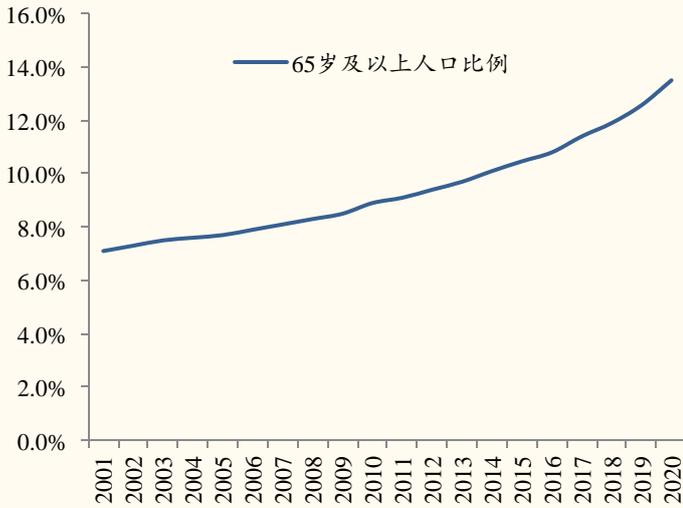
时间	政策管理方向	具体内容
1980	禁止饲养	《卫生部关于控制和消灭狂犬病的通知》、《家犬管理条例》：为预防和消灭狂犬病，以保障人民生命安全，县级以上城市及近郊区、新兴工业区禁止养犬。
2003	限制饲养	《北京市养犬规定》，实行养犬登记、年检制度。在关键管理区域内，每一户只准养一只犬，不可养烈性犬、大型狗。养犬理应交纳管理附加费。关键管理区域内每只犬第一年为一千元，之后每年度五百元。
2006	强制免疫	《深圳市养犬管理条例》，明确指出实行狂犬病免费强制免疫制度。养犬人应当按照有关规定，将其饲养的犬只送动物防疫机构注射狂犬病疫苗，取得犬只免疫证明。
2009	宠物医疗	《动物诊疗机构管理办法》，设立动物诊疗机构的，需具有 1 名以上取得执业兽医师资格证书的人员；从事动物颅腔、胸腔和腹腔手术的，具有 3 名以上取得执业兽医师资格证书的人员。
2018	宠物食品管理	1) 国产宠物粮：将宠物主粮归类为“宠物配合饲料”，宠物保健品归类为“宠物添加剂预混合饲料”，零食归类为“其他宠物饲料”。不得对宠物饲料进行预防或者治疗功效进行宣传。对宠物饲料生产许可条件、管理办法、标签等进行了明确规定。 2) 宠物饲料进口：境外宠物配合饲料，宠物饲料添加剂预混合饲料，应申请中国农业农村部的《进口饲料登记证》。

来源：农业部，国金证券研究所

行业发展驱动因素可以归纳总结如下：

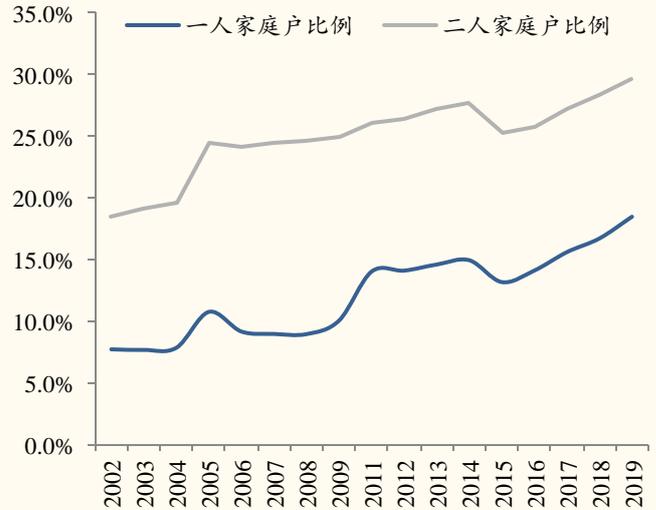
- 1) 需求端：人口结构演变、消费群体特征演变。①人口结构角度，当前我国人均 GDP 已超过 1 万美元，伴随老龄化进程、单身一人户、二人户家庭占比提升，人们基于陪伴诉求，养宠意愿逐步提升。②从消费群体角度，宠物主流消费人群画像为高线城市女性消费群体，这部分人群亦是高端化的主流群体。《2020 年中国宠物行业白皮书》的调查中，80%的宠物主人来自一、二线城市，80 后与 90 后宠物主占比相当，合计占比高达 74%。更为突出的是，被调查者当中，女性比例高达 89.5%，男性宠物主只占 10.5%。
- 2) 信息媒介：萌宠主题视频传播效率提升，KOL 普及养宠知识，培育养宠文化和社交圈，提升养宠意愿。
- 3) 电商发展导致购买渠道便捷化：①宠物食品、用品等由于对体验要求不高，标品属性更强，线上购买更加便捷；②线上已成为营销、渠道双重阵地，新锐品牌有更多的机会崭露头角，加快产品上新迭代速度。
- 4) 供应链成熟：部分宠物供应链企业以食品、卫生用品出口起家，积累了优质的产品、供应链经验。

图表 15: 中国老龄化进程加快



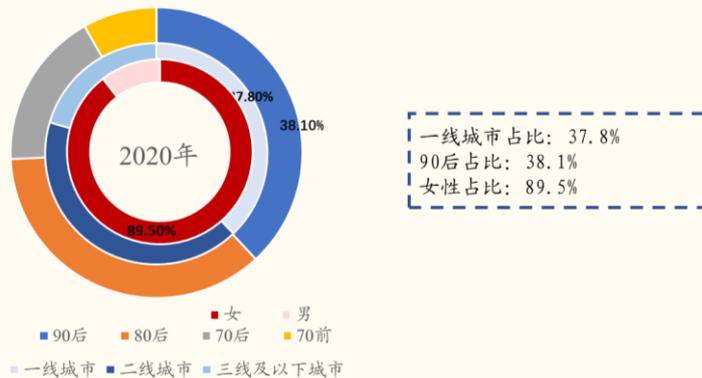
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 16: 中国单人及二人家庭户比例不断提升



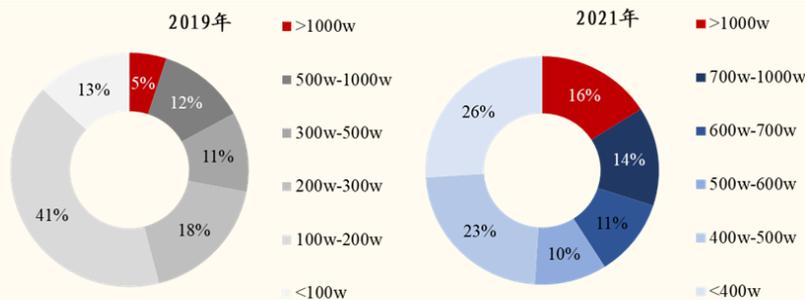
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 17: 2020 年中国养宠人群画像



来源: 《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表 18: 2019 与 2021 年抖音前百位宠物 KOL 粉丝数区间分布

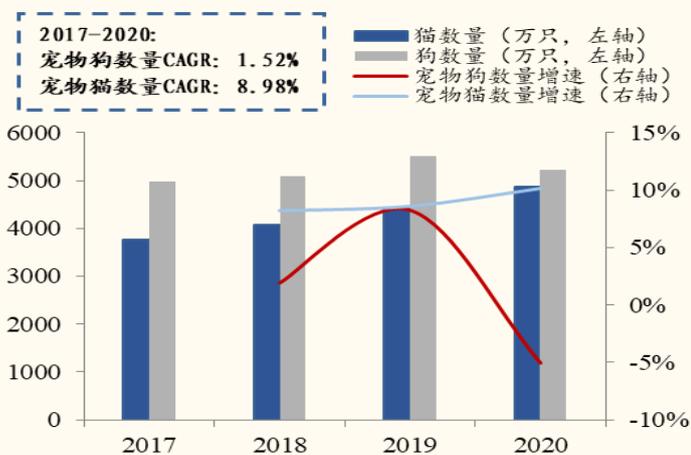


来源: 宠业家, 国金证券研究所

当前中国宠物行业发展主要呈现如下特征: 1) 量: 猫犬增速现分化, 养猫数量增速高于狗, 2017-2020 年, 宠物猫数量的复合增速为 9%, 消费规模增速为 16.4%; 而宠物狗的数量增速仅为 1.5%, 消费金额增速为 5.7%, “猫经济”拓

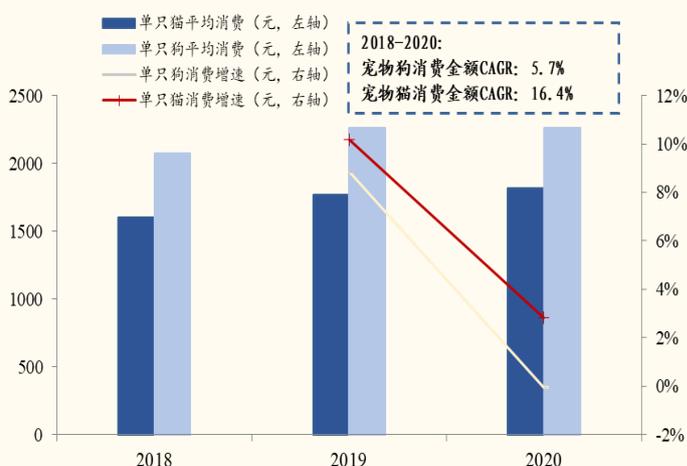
展空间更大；2) 价：宠物消费的驱动从单纯食品领域的“卡路里转化率”提升到食品等单品类的消费升级、以及品类丰富带来的多元化发展。

图表 19: 宠物猫数量增速快于宠物狗



来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表 20: 单只宠物猫消费增速高于宠物狗

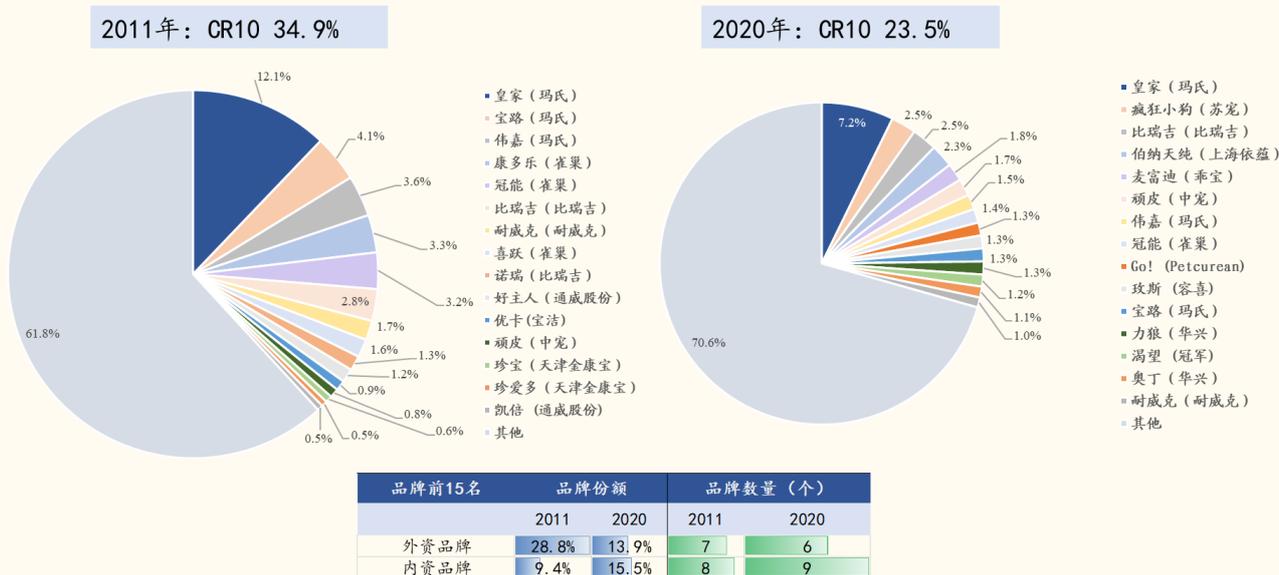


来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

宠物食品格局: 整体分散, 国产品牌千帆竞发, 外资表现分化。

受所处生命发展周期的影响, 相较于海外, 中国宠物食品格局较为分散, 且受渠道变迁等的影响, 近 10 年来集中度呈下降趋势。从内外资品牌分布来看, 前 15 名的品牌分布中, 外资品牌份额由 28.8% 下降至 13.9%, 且入围个数由 7 个下降至 6 个; 内资品牌份额由 13.9% 提升至 15.5%, 且入围个数由 8 个提升至 9 个。

图表 21: 中国宠物食品市场格局表现: 内资份额攀升, 外资表现分化

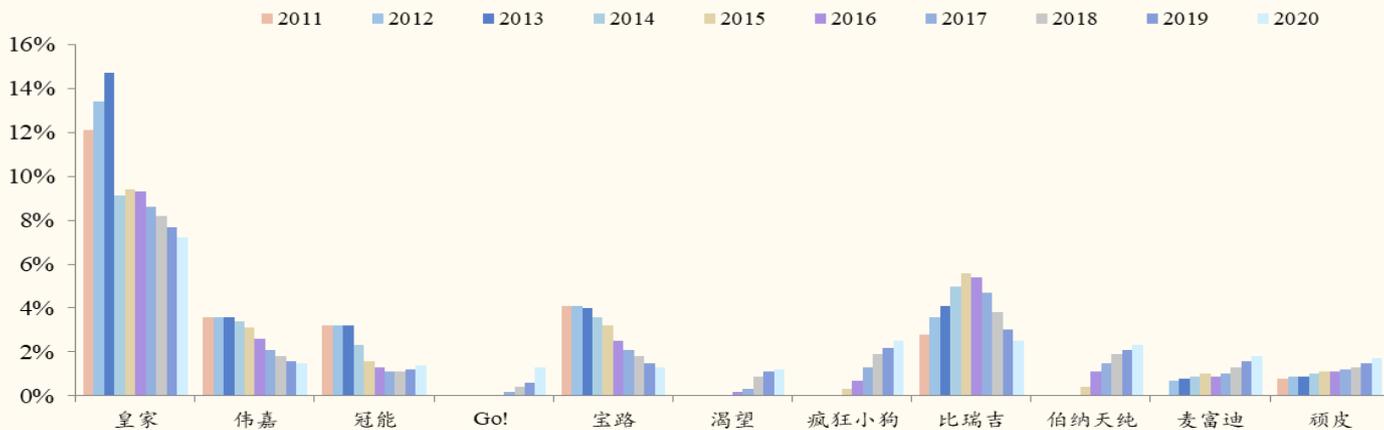


来源: 欧睿, 国金证券研究所

(1) 以麦富迪、伯纳天纯为代表的内资品牌份额不断攀升: 凭借精准的市场定位、不断创新的产品和线上布局的先发优势, 麦富迪、伯纳天纯、顽皮等大众定位的本土品牌持续高增: 疯狂小狗母公司苏宠成立于 2014 年, 借助线上先发优势、以“宠物犬”为核心主攻细分赛道, 2020 年市占率攀升至 2.5%; 伯纳天纯母公司上海依蕴成立于 2009 年, 2020 年市占率上升至 2.3%。

(2) 外资品牌表现分化，超高端品牌崛起：玛氏旗下的中低端品牌宝路/伟嘉受国产品牌激烈竞争的影响，2011 年至今市场份额有所回落；而 GO!、渴望等海外高端品牌凭借深入人心的先发性高端定位、以及借助代理商在线上、线下渠道的布局，市场份额呈快速提升态势。

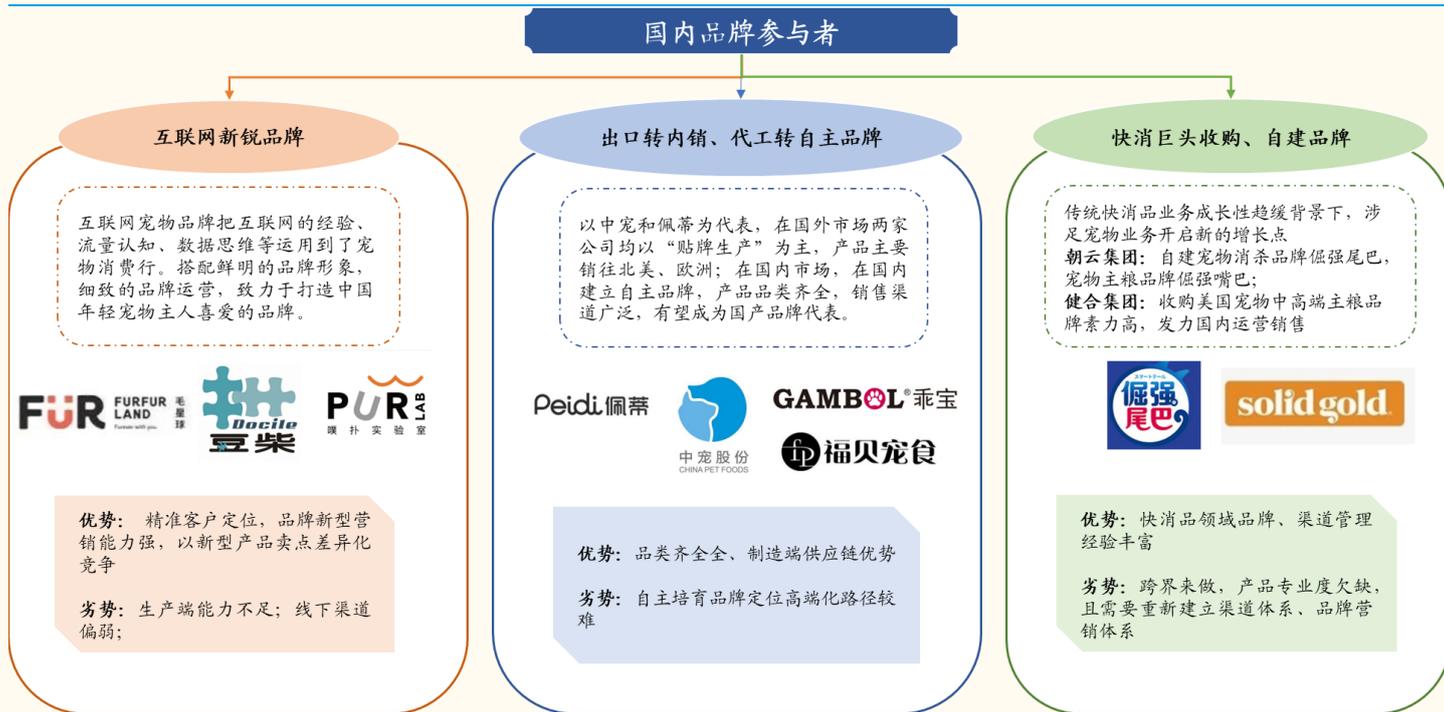
图表 22：2011 年至今国内宠物食品品牌市占率变迁历程



来源：欧睿，国金证券研究所

当前国内宠物企业分为三类：互联网新锐宠物品牌，宠物行业制造企业出口转内销或代工转自建品牌以及传统快消巨头企业收购的或自己孵化的宠物品牌。

图表 23：当前宠物赛道竞争格局—国产品牌参与者



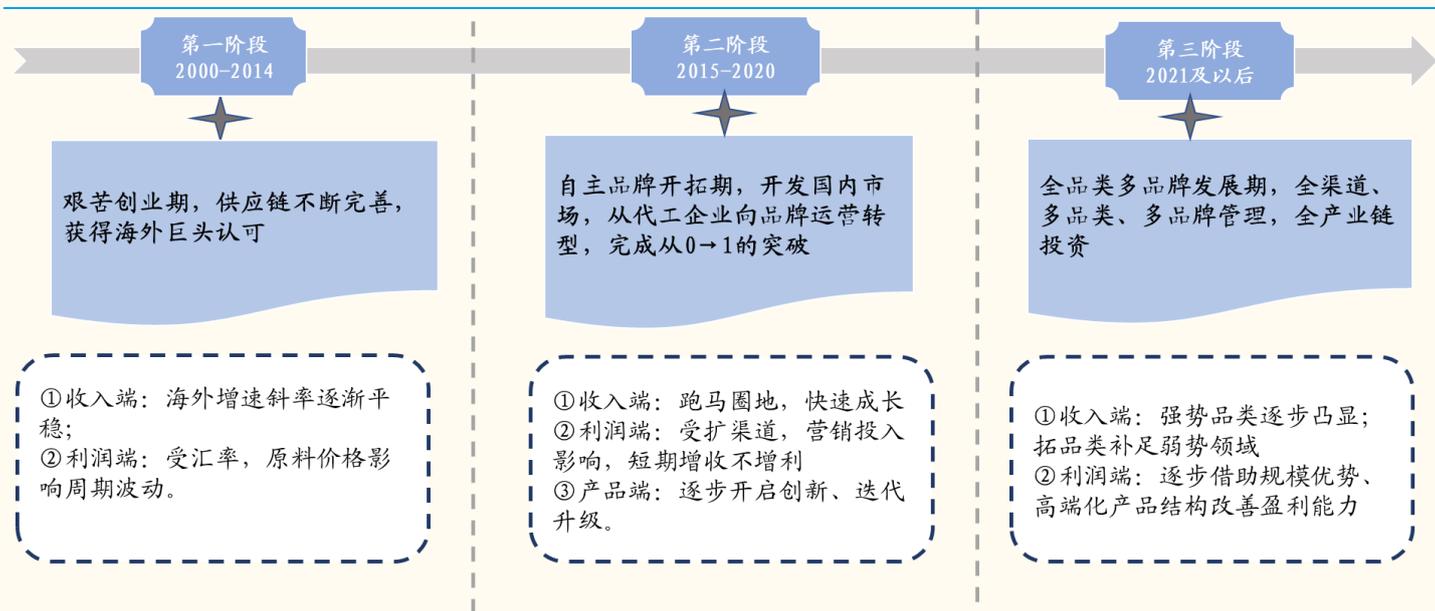
影响品牌未来发展的重要因素： 1) 产品研发创新、迭代力； 2) 生产的稳定性优势； 3) 线上、线下全渠道能力； 4) 持续的品牌形象建设

来源：国金证券研究所整理

本土宠物食品企业：已完成自主品牌 0→1 突破，进入全品类多品牌发展期。中国本土宠物食品企业大致经历了三个发展阶段：1) 代工出口锤炼供应链时期 (2000-2014)，通过人力成本、品质优势获得海外宠物食品巨头认可；2) 自主品牌开拓期 (2015-2020)，积极开发国内市场，实现从代工向自主品牌转型，

完成了从0到1的突破；3）全品类多品牌发展期（2021年至今），通过线上、线下全渠道、干粮、湿粮等多品类的拓展，围绕多层次养宠人群进行多品牌构建，此外还通过全产业链投资享受行业发展红利。

图表 24：本土宠物食品企业发展历程



来源：国金证券研究所整理

根据统计的六家重点宠物公司国内营收情况，过去三年国内宠物业务营收复合增速达 46.4%。国产品牌以“大众性价比”品牌定位为主，主粮价格带大多定位在 30-50 元/kg，部分品牌通过冻干双拼、“天然粮”概念等差异化定位进军中高端。

图表 25：头部宠物食品企业国内外业务营收规模及增速对比（百万元）



来源：WIND，国金证券研究所；注：福贝宠物所计营收规模为自主品牌份额；图表中柱形上方数值为各家公司营收加总值，同比增速 YOY 的测算分子已剔除当年新增公司数据

图表 26：2020 年国内重点宠物食品企业概况

公司		中宠股份	佩蒂股份	比瑞吉	乖宝集团	疯狂小狗	伯纳天纯	福贝
主营产品		猫犬主粮、零食	猫犬主粮、零食、宠物用品	猫犬主粮、犬医粮、零食	猫犬主粮、零食	猫犬主粮、零食、营养保健、日用清洁	猫犬主粮、零食、保健品	猫犬主粮
业务性质		海外代工oem (75%) 自有品牌 代理品牌	海外代工oem (86%) 自有品牌 代理品牌	代工oem 自有品牌为主	代工oem 自有品牌 代理品牌	代工oem 自有品牌	自有品牌	代工oem 自有品牌
自有品牌	猫食品	Wanpy顽皮、Zeal真致、中宠、Dr.Hao、脆脆香、Happy100等	齿能、爵宴等	比瑞吉、灵萃、开饭乐、诺瑞	麦富迪、弗列加特、欧力优等	疯狂小狗	伯纳天纯、味臻纯、维斯康(营养品)、宠梦工坊	比乐、爱倍、品卓
	犬食品	Wanpy顽皮、Zeal真致、中宠、Dr.Hao、脆脆香、Happy100等	好适嘉等					
	用品	-	齿能(口腔护理)	开饭乐(猫砂等)	-	疯狂小狗		
代工品牌(客户)		美国品谱、Globalinx Pet, LLC、英国 Armitages、欧雅玛、德国 Fressnapf、尤妮佳株式会社等	DINGO、pets at home、Smart Bones、Dream Bone、Dentley's	-	雀巢等	-	-	网易严选、上海宠幸、深圳豆柴、艾渐克、华宠、醇粹等
营收规模(亿元)		22.32	13.39	-	-	12(2019年)	-	6.64
成立时间与公司所在地		1998年 山东省烟台市	2002年 浙江省平阳县	2002年中挪合资 诺瑞公司 上海	2006年 山东省聊城市	2004年 江苏省徐州市	2009年 上海	2005年 上海

来源：各公司官网，国金证券研究所

综合来看，短期各种势力的入局加剧宠物食品品牌的竞争，推迟新兴宠物品牌盈亏平衡的时间点，但亦加快宠物食品产品的创新迭代与渠道成熟，宠物食品品牌的竞争要素已经由单纯的渠道或产品优势转变为供应链、产品、渠道、品牌建设多维度的综合要素。我们看好以中宠为代表的拥有自主生产能力、且在产品力、品牌力、渠道方面不断快速成长的宠物食品企业。

3、海外业务：受益格局优化稳健成长，原料储备弱化成本波动

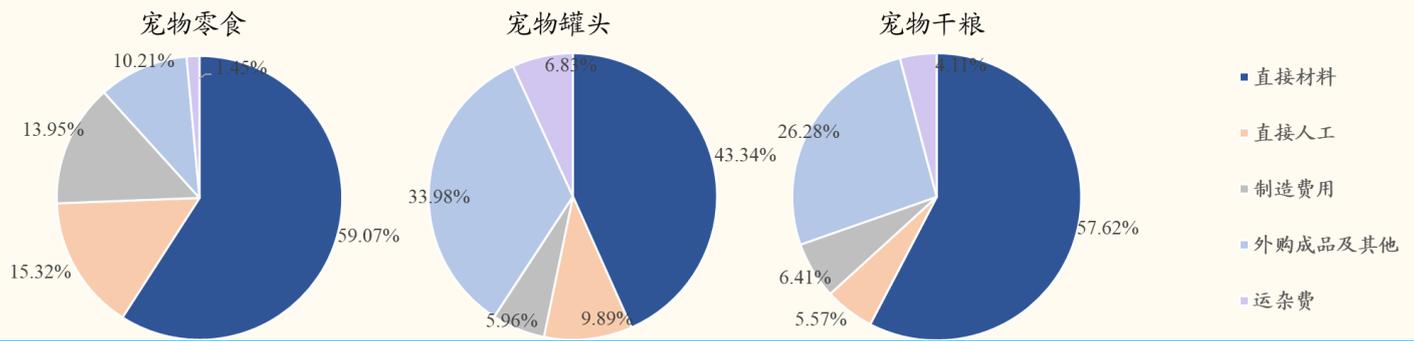
3.1、强供应链：原料、管理、全球布局构建强供应链效率优势

山东半岛起家，原料、交通区位优势显著。原料角度，公司主营产品宠物肉干零食以鸡胸肉为主要原料，山东地区白羽鸡存栏量占全国比例接近 1/3，公司本部位于山东烟台，临近上游鸡肉生产基地，奠定原料成本运输和品质优势。交通角度，公司位于烟台距离港口码头较近，出口更为方便，亦有利于降低整体运输成本占比。

人员管理效率突出。公司对外出口产品以肉干类零食为主，从成本构成可以看出，相较于湿粮、干粮，肉干零食生产成本中人工成本占比更高，主要原因是其标准化程度更低，生产加工中需要的手工操作环节更多。公司得益于多年的管理经验，不断提升生产人员组织效率，人效呈提升趋势。

全球化产能布局，应对海外贸易关税风险。2019 年起，出口美国的宠物食品被加征关税由 10% 提升至 25%。公司不断强化全球化布局，目前已在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等国家均设有工厂，本土化的生产和销售进一步规避外部环境变化带来的风险，提升公司抗风险能力。

图表 27: 中宠干粮、零食、湿粮营业成本构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 公司人效整体较高且不断提升

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
中宠股份	员工数量			1,470	1,759	2,525	2,565	3,003
	YOY				19.7%	43.5%	1.6%	17.1%
	其中: 生产人员数量			1,058	1,269	1,773	1,794	2,117
	YOY				19.9%	39.7%	1.2%	18.0%
	人均创收 (万元)			54	58	56	67	74
	YOY				7.3%	-3.1%	19.6%	11.1%
	人均创利 (万元)			4.6	4.2	2.2	3.1	4.5
YOY				-8.5%	-46.5%	37.5%	45.8%	
佩蒂股份	员工数量	1,078	1,685	1,801	1,971	2,972	3,328	4,898
	YOY		56.3%	6.9%	9.4%	50.8%	12.0%	47.2%
	其中: 生产人员数量	840	1387	1456	1756	2671	3023	4267
	YOY		65.1%	5.0%	20.6%	52.1%	13.2%	41.2%
	人均创收 (万元)	37	30	31	32	29	30	27
	YOY		-19.9%	3.6%	4.9%	-8.8%	3.6%	-9.7%
	归母净利润 (万元)	2815	5822	8037	10676	14031	5254	11658
YOY		106.8%	38.0%	32.8%	31.4%	-62.6%	121.9%	
人均创利 (万元)	2.6	3.5	4.5	5.4	4.7	1.5	2.3	
YOY		32.1%	29.3%	21.5%	-12.9%	-68.2%	56.0%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、优质客户积累, 海外预计保持稳健成长

公司在长期开拓国际市场的过程中积累了优质客户资源, 且保持持续稳定的合作, 前三大客户地位稳固, 分别为全球性消费品公司美国品谱、美国宠物零食及宠物用品分销商 Globalinx Pet 和欧洲最大的宠物用品供应商英国 Armitages。2020 年公司客户 CR5 为 46%。

图表 29: 公司代工业务下游主要客户介绍

客户名称	客户简介	2019 年度排名	2019 营收占比	合作时间	合作模式
美国品谱	主营业务包括电池、电器、宠物食品用品等。2015 年收购本公司原主要客户 Salix Animal Health, LLC.	1	25.33%	2008 年	OEM
Globalinx Pet, LLC	美国宠物零食及宠物用品分销商, 销售渠道以大型商超为主。其自有品牌有: Kingdom Pets、Hillside Farms。	2	14.06%	2005 年	OEM
英国 Armitages	一家拥有 200 多年经营历史的英国公司, 同时也是欧洲最大的宠物用品供应商, 2020 年被品谱收购	3	9.30%	2009 年	OEM
Irish Dog Food Ltd	主要从事动物饲料生产	4	3.35%	2009 年	OEM
北京京东世纪贸易有限公司	京东海外跨境平台, 为中国品牌出口提供优质渠道。	5	2.38%	2012 年	直销
德国 Fressnapf	主要从事宠物食品及用品销售	6		2010 年	OEM
Scholtus Special ProductsBV	主要从事宠物食品生产, 运输代理等	7		2007 年	OEM

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 前五大客户营收增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

海外业务有望受益于格局集中, 核心客户订单稳健成长。我们预计, 公司海外订单一方面受益于核心客户超越行业的成长, 另一方面亦积极获取新客户, 预计海外业务未来保持 10%-15% 的收入增速。

3.3、盈利波动性: 短期原料价格底部徘徊, 原料储备+提价弱化周期性

3.3.1、鸡肉价格: 高位供给+需求乏力, 未来一年预计仍处周期底部

公司上游原材料主要为鸡肉, 根据弹性测算, 在其他条件不变的情况下, 当原材料价格提高 5%/10% 时, 毛利率变动比率为 -2.1pct/-4.2pct, 净利率变动比率为 -1.8pct/-3.6pct。

高位供给+需求乏力，预计鸡肉价格短中期仍将处于周期底部，公司成本压力较小。鸡肉价格由成本、供需决定，并与替代品猪肉价格具有一定相关性。

1) 供给端：祖代+父母代种鸡存栏处历史高位且更新量绝对值仍较高，上游产能供给充裕。根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2021年前三季度，白羽鸡祖代在产种鸡存栏量达 123.3 万套，父母代在产种鸡存栏量达 4185 万套，全国白羽肉鸡祖代种鸡更新量 84 万套，较去年同期+10.8%，当期的祖代鸡引种量将显著影响 14 个月后的商品代肉鸡供给量，影响最长则可达 2.7 年，产能持续处于高位。

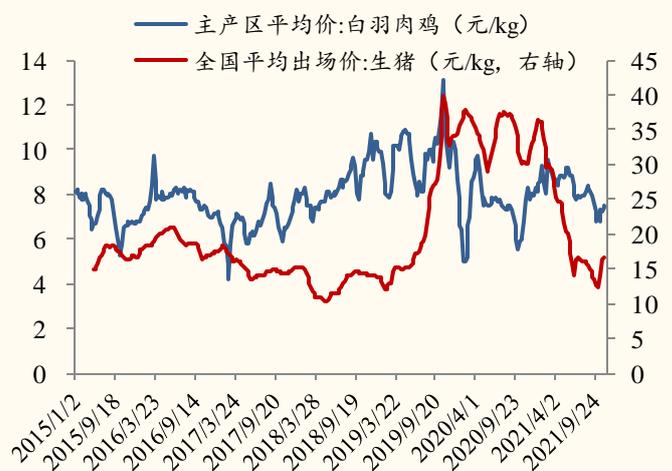
2) 需求端：受下游需求低迷影响，上游存栏水平仍处于高位，白羽肉鸡的景气度预计仍将保持低迷。

3) 猪肉价格，鸡肉作为猪肉、牛羊肉的替代品，与猪肉价格具有一定的联动性。猪肉价格仍较为弱势，对鸡肉的价格亦支撑较弱。

图表 31: 2021 年前 9 月祖代种鸡更新量较去年+11%



图表 32: 鸡肉、猪肉价格走势对比



来源：中国畜牧业协会禽业分会，国金证券研究所

来源：中国畜牧业协会禽业分会，国金证券研究所

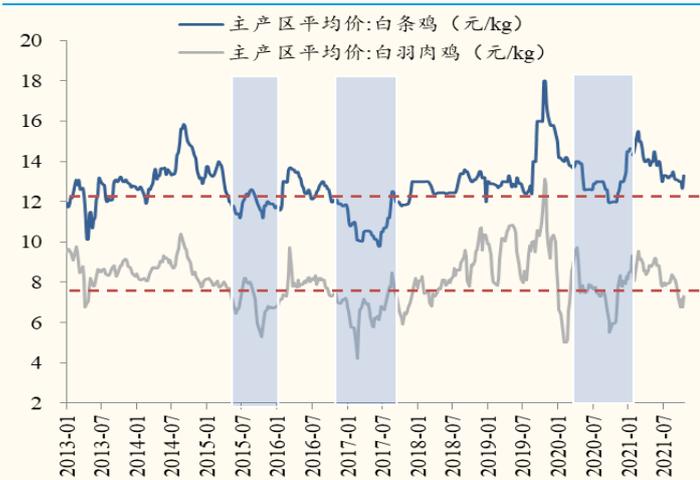
底部备货方式，积极应对原材料涨价。公司在原材料价格底部积极进行备货，以应对后续成本上涨对盈利造成的波动。例如，公司在 2017 年、2020 年鸡肉价格底部均进行了鸡肉原料的战略备库。

图表 33: 原材料价格变动对毛利率和净利润增速的影响

	原材料价格变动	毛利润 (百万元)	变动	毛利率	变动	净利润 (百万元)	变动	净利率	变动
	15%	408.4	-25.3%	18.7%	-6.3%	34.00	-77.5%	1.56%	-5.4%
	10%	454.4	-16.9%	20.8%	-4.2%	73.14	-51.7%	3.36%	-3.6%
	5%	500.4	-8.4%	23.0%	-2.1%	112.28	-25.8%	5.15%	-1.8%
基准	0%	546.5	0.0%	25.1%	0.0%	151.42	0.0%	6.95%	0.0%
	-5%	592.5	8.4%	27.2%	2.1%	190.56	25.8%	8.74%	1.8%
	-10%	638.6	16.9%	29.3%	4.2%	229.70	51.7%	10.54%	3.6%
	-15%	684.6	25.3%	31.4%	6.3%	268.84	77.5%	12.33%	5.4%

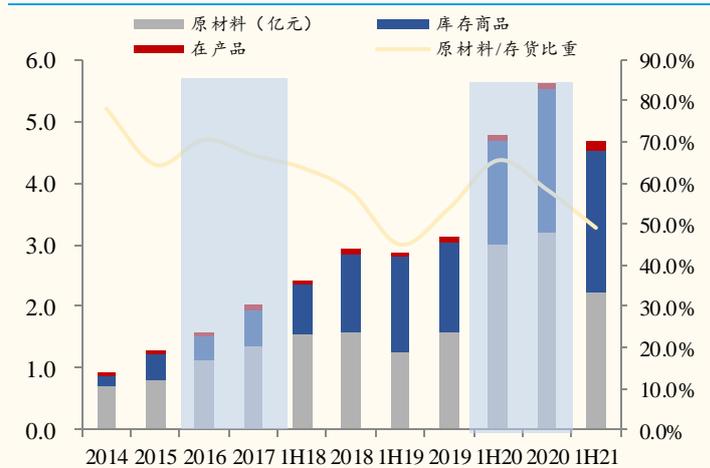
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表 34: 当前鸡肉成本价格压力不大



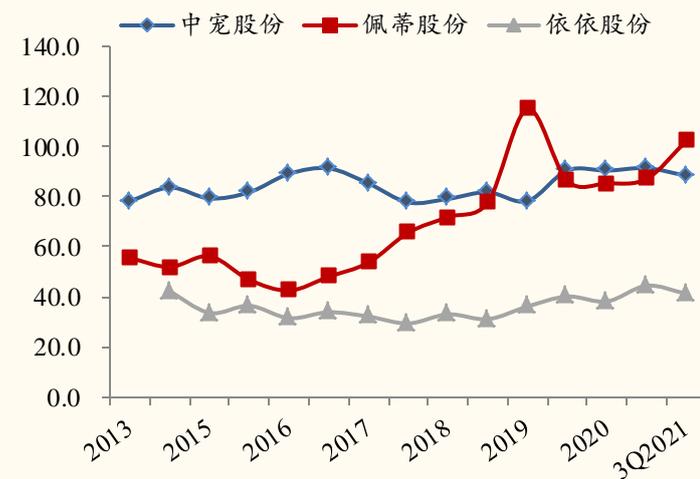
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 公司在 17、20 年鸡肉价格低位时进行了原料储备



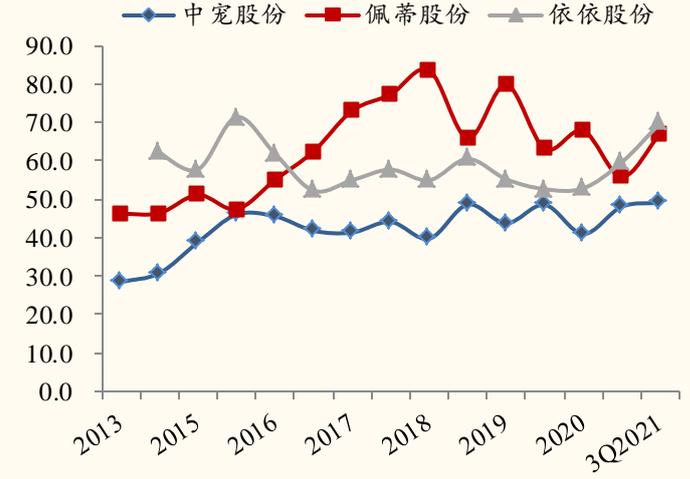
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 36: 公司与可比公司存货周转天数比较



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 公司与可比公司应收账款周转天数比较



来源: Wind, 国金证券研究所

3.3.2、汇率：人民币升值短期拖累公司业绩

由于公司海外业务以美元结算，从报价到发货确认收入期间的汇率波动通过影响收入计价进而影响毛利率。在人民币升值趋势下，汇率对公司海外业务收入、毛利率、净利润产生负面影响。

图表 38: 汇兑损益对利润总额的影响较大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、国内业务: 差异化品牌定位, 进军主粮, 线上渠道引领

4.1、品牌策略: 顽皮定位大众, Zeal 主打高端定位

公司国内以自有品牌为主, 辅以部分代工品牌。其中, 自有品牌主要包括:

- 1) **Wanpy 顽皮**, 中宠最先创立的自主品牌, 当前在中宠自有品牌体量中占比最高。定位大众化, 以零食为主打品类, 当前已构建起以“鲜”为核心特色的产品矩阵, 并且向干粮、湿粮主食罐全品类延伸开拓, 线上、线下均有布局。
- 2) **Zeal 真致**, 是公司向高端化迈进的重要依托, 主打卖点是新西兰原装进口, 以零食“牛奶”大单品起家, 向以“湿粮”为特色的高端主粮赛道进军。代表产品为 Zeal 宠物牛奶和 10 月新发布的 0 号主食罐。
- 3) **Toptrees 领先**, 中高端互联网新锐品牌, 21 年 9 月起中宠对其由非控股转为控股 (股权占比 90%), 领先以干粮起家, 逐步向全品类开拓, 线上占比较高, 当前聚焦线下渠道的开拓。明星产品为“海陆双拼养胃猫粮”。

图表 39: 公司主要自主品牌布局

自主品牌	Wanpy 顽皮			ZEAL			Toptrees 领先	
品牌定位	中高端 零食为主, 向主粮延伸			高端 新西兰原装进口			中高端 特色干粮	
主营产品	零食	干粮	湿粮	零食	湿粮	干粮	零食	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司发展的代理品牌主要是自身代工的品牌，主要目的是为补充自身在国内高端定位的空缺，当前代理品牌主要有富力鲜、ProBiotic LIVE、Sea Kingdom等。

图表 40：公司当前代理品牌

代理品牌	 ProBiotic LIVE	 Wafcol	 Roam	 Frisian	 Mio9	 8in1	 FURminator	 Nature's Miracle
原产地	德国	新西兰	新西兰	泰国	泰国	美国	美国	美国
品牌定位	高端	高端	高端	中高端	中高端	高端	高端	中端
主营产品	活性益生菌干粮	宠物干粮、宠物罐头、宠物零食	宠物干粮、宠物零食	猫零食、猫罐头	猫罐头	宠物零食、宠物护理用品	宠物用品	宠物用品

来源：公司公告，国金证券研究所

产品发展思路清晰：顽皮围绕“鲜”字，向全品类延伸。 鲜肉零食一炮打响后，Wanpy 走差异化战略，坚持原材料优品质，以“鲜”取胜，相继推出“鲜肉冻干粮”、“鲜肉双拼粮”、“鲜盒”等主粮产品，形成了以“鲜”为标签的全品类产品矩阵。

图表 41：围绕“鲜”主题进行产品矩阵构建



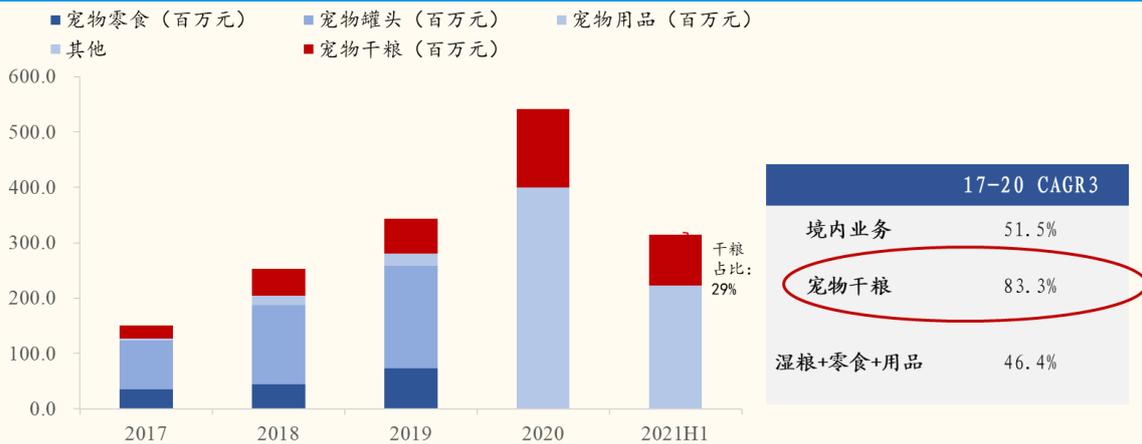
来源：顽皮天猫旗舰店，国金证券研究所

因地制宜，大单品特征显著。 对于顽皮品牌，公司首推大单品宠物肉质零食“鲜封包”，采用小包装引流的方式降低购买门槛，提升引流效果。对于 Zeal 品牌，公司创新性的推出 Zeal 鲜牛奶。鲜封包、Zeal 牛奶作为推出的具有创新属性的大单品，当前这两类产品在各自品牌中占比较高。我们认为，公司采用大单品策略的其战略意义如下：1) 大单品单位定价适中，引流效果较好，有利于提高投资回报效果，在品牌建立初期具有重要意义。2) 大单品有望成为其他品类延展的开端，前期大单品的成功为后续产品持续迭代奠定坚实基础。

4.2、品类策略：湿粮产品矩阵逐步齐全，干粮进入快速成长期

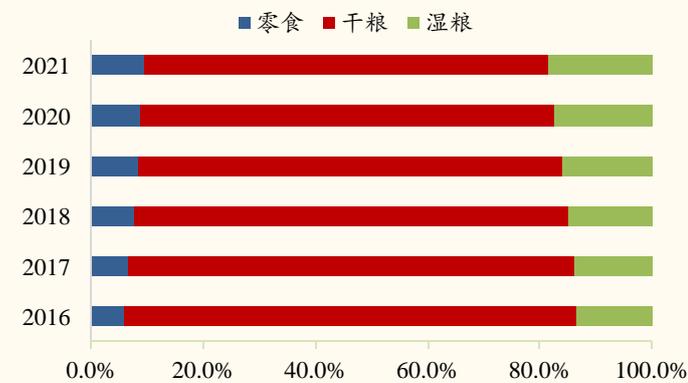
进军主粮赛道，湿粮为主，干粮增速较快。国内宠物发展处于快速成长期，从品类来看，主粮消费规模占食品消费规模的比例超 80%，当前处于量、价齐升期，因此把握主粮赛道的发展红利对于国内企业至关重要。公司的国内业务以自有品牌为主，过去三年国内业务复合增速 51.5%，现已形成了以湿粮为先发品类，干粮、湿粮齐头并进的发展思路。干粮近年来增速较快，1H21 干粮占比已达到 29%。

图表 42：公司国内业务过去三年复合增速超 50%



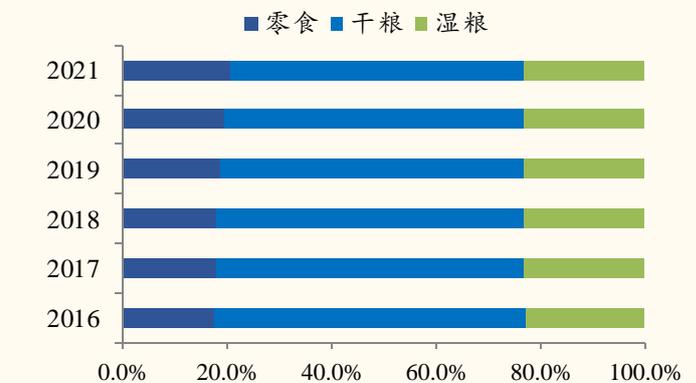
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：中国宠物食品消费结构



来源：欧睿，国金证券研究所

图表 44：日本宠物食品消费结构



来源：欧睿，国金证券研究所

4.2.1、湿粮：收购新西兰工厂，借产地优势进军高端赛道

营养高+口感好+海外养宠观念传导，湿粮呈主食化趋势。从功能来看，干粮主要成分为肉粉等产品，湿粮主要成分为畜禽肉和内脏。两种产品原料及加工工艺决定其营养成分存在差别，干粮碳水含量过高、蛋白质含量不足、含水量低，长期食用对宠物肠胃造成一定负担；湿粮避开干粮缺陷，且在适口性上优于干粮。

另一方面，参考美国宠物食品结构发展进程，进入成熟期，宠物干粮和湿粮的消费占比达到 1:1，中国宠物干、湿粮比重仅为 2:1。我们判断，随着“宠物人性化”趋势，湿粮凭借营养成分、工艺水平等优势将引领其主食化趋势。

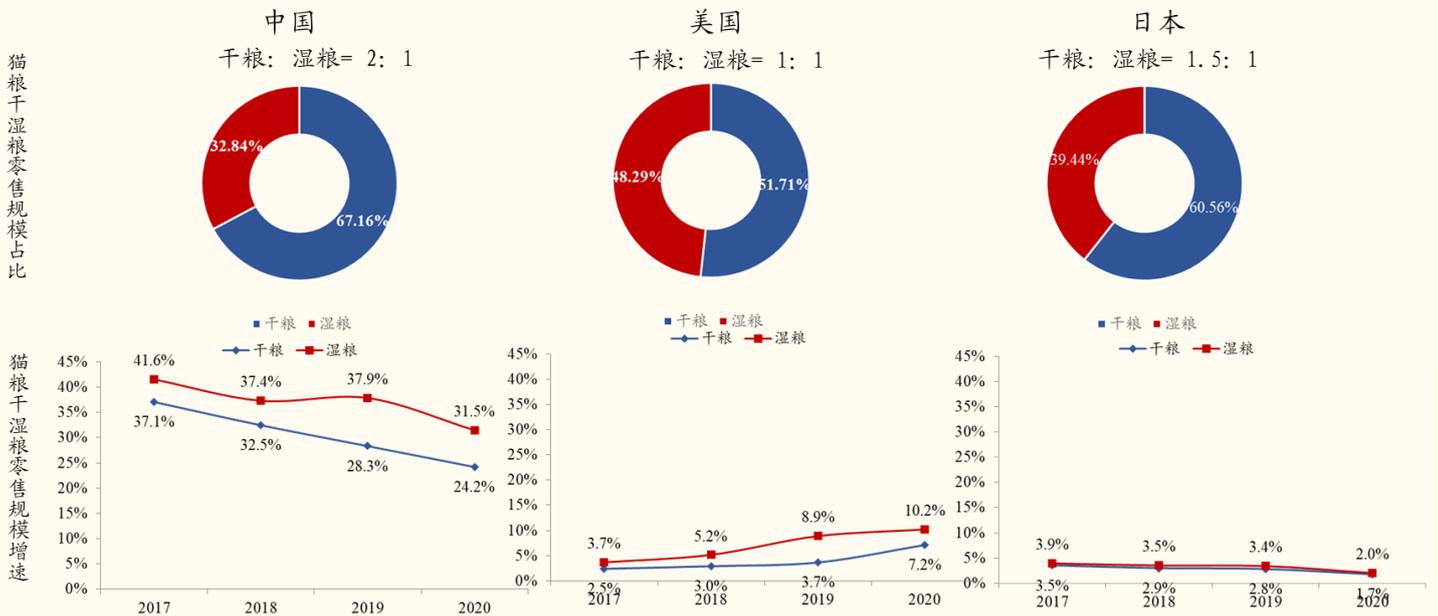
图表 45: 干粮与湿粮的产品特征对比

	干粮	湿粮/半湿粮
形态	颗粒状; 袋装	罐装
保质期	较长, 几个月到几年不等	较短, 几个月至十几个月
水分含量	10%~12%	32%~75%
成分区别	由肉粉或肉类副产品、淀粉、谷物等制成	由禽畜的肉和内脏、淀粉、果蔬以及谷物类原料构成
所含营养	碳水含量过高, 蛋白质含量不足	蛋白质含量有所提升, 满足宠物膳食平衡
工艺区别	过度加工	深度加工
类比人类食品	方便食品	午餐肉
能量区别	热量高出湿粮 3-4 倍 长期食用干粮可能导致宠物超重	热量相比于干粮较低
口感区别	口味较为单一、适口性差	口感优于干型膨化狗粮
安全性区别	含有较大比例的填充物成分, 且宠物吃完膨化粮之后需要大量饮水, 对肠胃造成一定负担	有一定填充物, 较容易吸收

来源: 毛球殿下 DownyBall, 国金证券研究所

湿粮定价优势明显, “主食化”趋势下看好渗透率提升。从单价角度, 湿粮选择禽畜肉和内脏作为原料, 原料成本较高; 且竞争格局更好, 拥有较高的定价权, 根据欧睿数据测算, 猫湿粮单位价格较干粮高 8-12 元左右。

图表 46: 相比美、日, 中国宠物湿粮相比干粮仍有较大发展空间



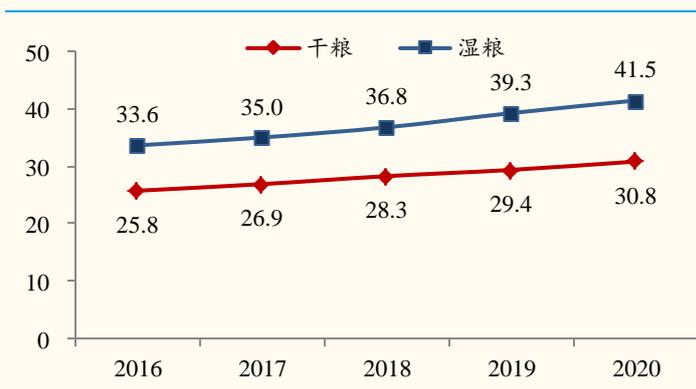
来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 47: 中国猫粮干湿粮消费结构

		2016	2017	2018	2019	2020
干粮	低端 (<17RMB)	4.5%	4.5%	4.4%	4.5%	4.6%
	中端 (17-70RMB)	68.2%	67.5%	67.0%	66.4%	65.2%
	高端 (>70RMB)	27.3%	28.0%	28.6%	29.0%	30.3%
湿粮	低端 (<30RMB)	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.6%
	中端 (30-80RMB)	74.3%	73.7%	73.4%	73.0%	73.0%
	高端 (>80RMB)	22.2%	22.7%	22.9%	23.3%	23.4%

来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 48: 中国猫粮干湿粮单价测算 (元/kg)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

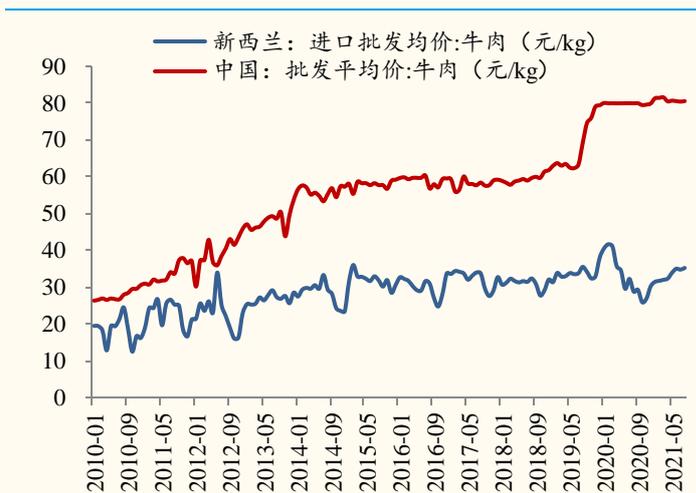
收购 PFNZ 夯实生产端壁垒, 缩短高端品培育周期。2021 年公司加速布局高端市场, 完成收购新西兰 PFNZ 70%股权。PFNZ 是新西兰最大的宠物罐头代工厂, 致力于使用新西兰天然原材料生产高端宠物食品, 其客户包括高端品牌 ZIWI 巅峰和 K9 Natural。本次收购是公司发力高端湿粮领域的重要一环。与 Wanpy 打法不同, zeal 主推新西兰原材料 (牛肉、羊肉、鹿肉等), 主要发力点是湿粮及肉干零食。

图表 49: 新西兰湿粮产品的原材料以牛羊肉为主

品种	数量 (吨)	单价 (吨)	价值 (万元)	产地
牛骨肉分离肉	4611.92	10905.6	5029.58	新西兰
羊骨肉分离肉	4452.33	10996.48	4896	新西兰
羊肝	364.41	8553.36	311.69	新西兰
羊肺	431.02	6701.04	288.83	新西兰
主材料小计			10526.09	
辅料耗用小计			1393.47	
包装耗用小计			10685.6	
总计			22605.16	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 50: 新西兰牛肉价格较中国具有明显的优势



来源: WIND, 国金证券研究所

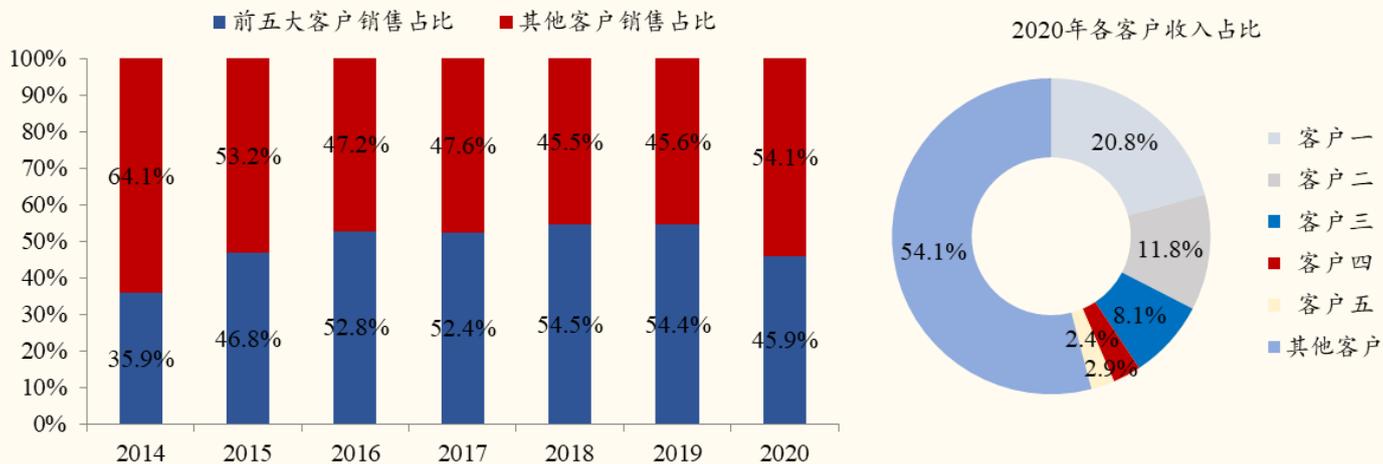
ZEAL0 号湿粮罐新品发布, 看好后续湿粮品类矩阵的健全。10 月 zeal 推出新西兰湿粮罐, 主打“ziwi 巅峰同厂生产”标签, 价格带较巅峰更具有性价比优势。我们预计伴随后续湿粮产品矩阵逐步丰富, Zeal 品牌有望扭转前期发展颓势, 重新进入高速发展通道。从盈利能力角度, Zeal 主打高端定位, 预计盈利能力高于其他品牌; 中长期来看, 伴随其占比的提升, 有望进一步优化公司盈利结构。

图表 51: Zeal 0 号罐价格带定位较 ziwi 具有性价比优势

	巅峰Ziwi Peak	K9 Natural	纽翠斯	尾巴生活	Zeal 0号罐	麦富迪	有鱼
产地	新西兰	新西兰	泰国	中国	新西兰	中国	中国
价格	23-32元/100g	12元-27元/100g	8-9元/100g	12-20元/100g	15-27元/100g	7-8元/100g	6-7元/100g
原料指标 配料	97%肉含量	98%+鲜肉/内脏	94%+鲜肉含量	肌肉/内脏/骨骼: 8/1/1	94%高肉含量	95%高肉含量	含肉量高
	粗蛋白 ≥ 9.5%	粗蛋白 ≥ 9%	粗蛋白 10%	粗蛋白(干物质) ≥ 55%	粗蛋白 ≥ 11%	粗蛋白质 ≥ 13%	粗蛋白 ≥ 13%
	粗脂肪 ≥ 4%	粗脂肪 ≥ 5-8%	粗脂肪 6%	粗脂肪 ≥ 18%	粗脂肪 ≥ 4%	粗脂肪 ≥ 5%	粗脂肪 ≥ 5%
	水分 ≤ 78.5	水分 ≤ 82.5%	水分 75%	水分 ≤ 74%	水分 ≤ 78%	水分 ≤ 80%	水分 ≤ 78%
生产方式	自有工厂	代工	自有工厂	代工	自有工厂	自有工厂	自有工厂
营销卖点	新西兰食材	新西兰食材和纯净水源	多种配方天然配比	赛级猫甄选配方	新西兰食材全面营养	泰国原装进口	肉源蛋白 ≥ 99% 营养均衡
	符合新西兰标准, 达到人食级别	丰富的Omega-3	不含植物蛋白	添加SDAP血浆免疫始祖	Ziwi同厂	BAFR喂养食谱	符合AAFCO标准
	0化学添加剂	0谷物0胶质添加	高蛋白、高脂肪、高牛磺酸	有血有肉有骨返祖食喂养	0添加0害	鲜肉罐专家	0胶0诱食剂0谷物
口味丰富度	6种单一口味: 鹿肉、羊肉、牛肉、马鲛鱼羊肉、鸡肉、马鲛鱼 3种混合口味: 家禽混鱼、羊肉多鱼、红肉多鱼	3种单一口味: 牛肉、鸡肉、羊肉 3种混合口味: 鸡肉&鹿肝、鸡肉&羊心、羊心&帝王鲑、牛肉&鳕鱼、	4种口味: 鸡肝、鸡肉、金枪鱼、三文鱼 2种混合口味: 金枪鱼&鸡肉&三文鱼、鲭鱼&金枪鱼&鸡肉	8种口味: 兔肉、白条鸽、鹌鹑、鸡肉、牛肉、马鲛鱼、火鸡、鹌鹑	4种口味: 牛肉、羊肉、鹿肉、鸡肉	3种口味: 三文鱼、羊肉、吞拿鱼	3种口味: 鸡肉、三文鱼、牛肉

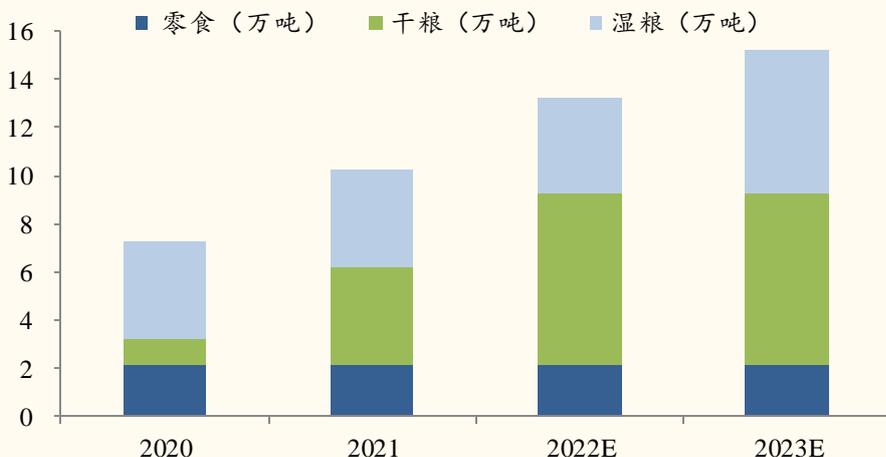
来源: 天猫, 国金证券研究所整理

图表 52: 公司下游主要客户合作稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 公司产能建设及分布



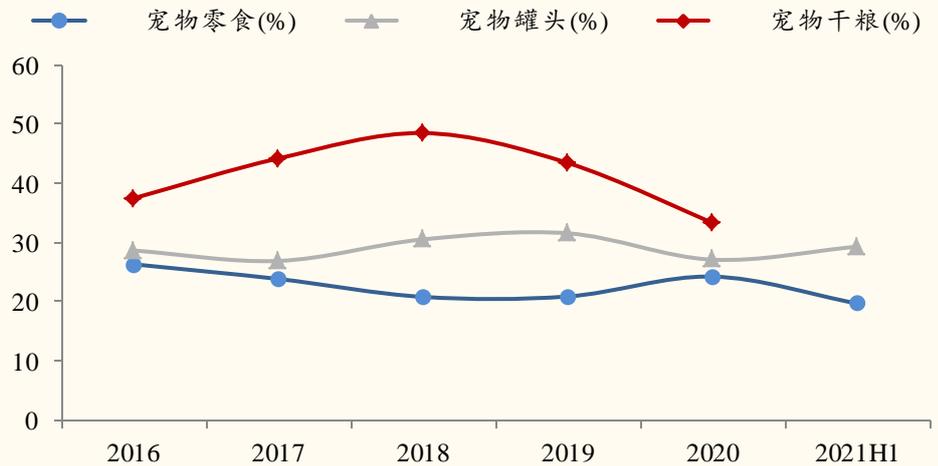
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2.2、干粮: 产能投产在即, 收购领先加快线下开拓

公司当前拥有干粮产能 1 万吨，6 万吨产能在建，预计 21 年底投产 3 万吨干粮，已投产干粮工厂由中宠与德国 Vitaktaft 合资建设，引进 Vitaktaft 核心技术。

收购干粮品牌领先 Toptrees，主粮线下渠道推广是看点。“领先”品牌原为公司投资品牌（股权占比 40%），21 年 8 月收购后拥有领先 90% 股权。领先品牌成立于 2018 年，前期以线上运营为主，主打阵地是天猫旗舰店，2020-2021 年上半年，领先分别实现营收 3902、2080 万元，业绩亏损逐渐收窄。被中宠收购后，领先有望加快线下渠道铺设，成为公司发展主粮业务的重要发力点。

图表 54：干粮毛利率显著优于罐头、零食



来源：公司公告，国金证券研究所

4.3、渠道端：加码线上布局，线下重视大商和医院特渠开拓

图表 55：公司当前渠道布局

渠道种类	代表	特点
线上	电商渠道 淘宝、天猫、京东、苏宁 亚马逊、1 号店、波奇网等	方便快捷、种类繁多
线下	专业渠道 宠物店（宠物家、宠宠熊、酷迪宠物等） 宠物医院（瑞派、瑞鹏、美联合中等）	专业性强，目标用户精准
	商超渠道 家乐福、沃尔玛、华联、 大润发、卜蜂莲花等	依托大型商场，消费者信赖度高

来源：公司公告，国金证券研究所整理

4.3.1、自建团队加码线上布局，积极拓渠道把握行业红利

组建运营团队拓展线上渠道。公司先后投资合肥俊慕、威海粉橙、南京云吸猫等公司，聚焦线上渠道的运营团队的搭建，布局京东、天猫、亚马逊、一号店、波奇网等多平台，把握线上发展红利，当前自有品牌线上占比超过 50%。

图表 56: 国内宠物食品企业通过收购的方式搭建线上运营团队

公司名称	主要产品	代表品牌	组建方式	收购/自建团队情况	主营平台	线上运营成果
中宠股份	宠物干粮、宠物湿粮、宠物零食	Wanpy顽皮、Zeal真致、King Kitty、Happy100、Sea Kingdom、Dr.Hao、Jerky Time、脆脆香等	自建	2018.04年收购合肥俊慕电子商务有限公司	京东、天猫、苏宁、亚马逊、1号店、波奇网等	2021年618期间品类排名： 天猫平台： Wanpy狗零食No.3， ZEAL狗零食No.4； 京东平台： Wanpy猫零食排名No.2， Wanpy狗零食No.4
				2018.05收购威海粉橙电子科技有限公司		
				2019.7收购南京云吸猫智能科技有限公司		
				2018.07入股滁州云宠智能科技有限公司		
路斯股份	肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨饲料等	路斯	外包TP转自建	2020年之前与寿光市乐贝商贸有限公司进行代理运营合作，2020年解约	天猫、京东等	路斯狗零食在2021年天猫平台618期间品类排名No.9
福贝宠物	犬粮、猫粮等宠物干粮类主粮	比乐、爱倍、品卓	自建	2012年成立营销公司上海福益，自建电商运营团队	天猫、京东等	比乐犬主粮在2021年天猫平台618期间品类排名No.5
佩蒂股份	畜皮咬胶、植物咬胶等	好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy、爵宴Meatyway、ITI、SmartBalance、Begogo贝家	自建	2019.05收购北京千百仓商贸有限公司	天猫、京东、拼多多、E宠商城等	-
				2019.07收购上海哈宠实业有限公司		

来源：公司公告，国金证券研究所

4.3.2、深耕线下渠道多年，积极布局医院+新零售特定场景

深耕线下运营多年，当前已布局全国各级城市大部分宠物店，当前致力于经销商的优化汰换，以及新品牌的渠道协同推广。此外，公司通过入股的方式，积极布局医院、宠物新消费场景等特殊渠道。

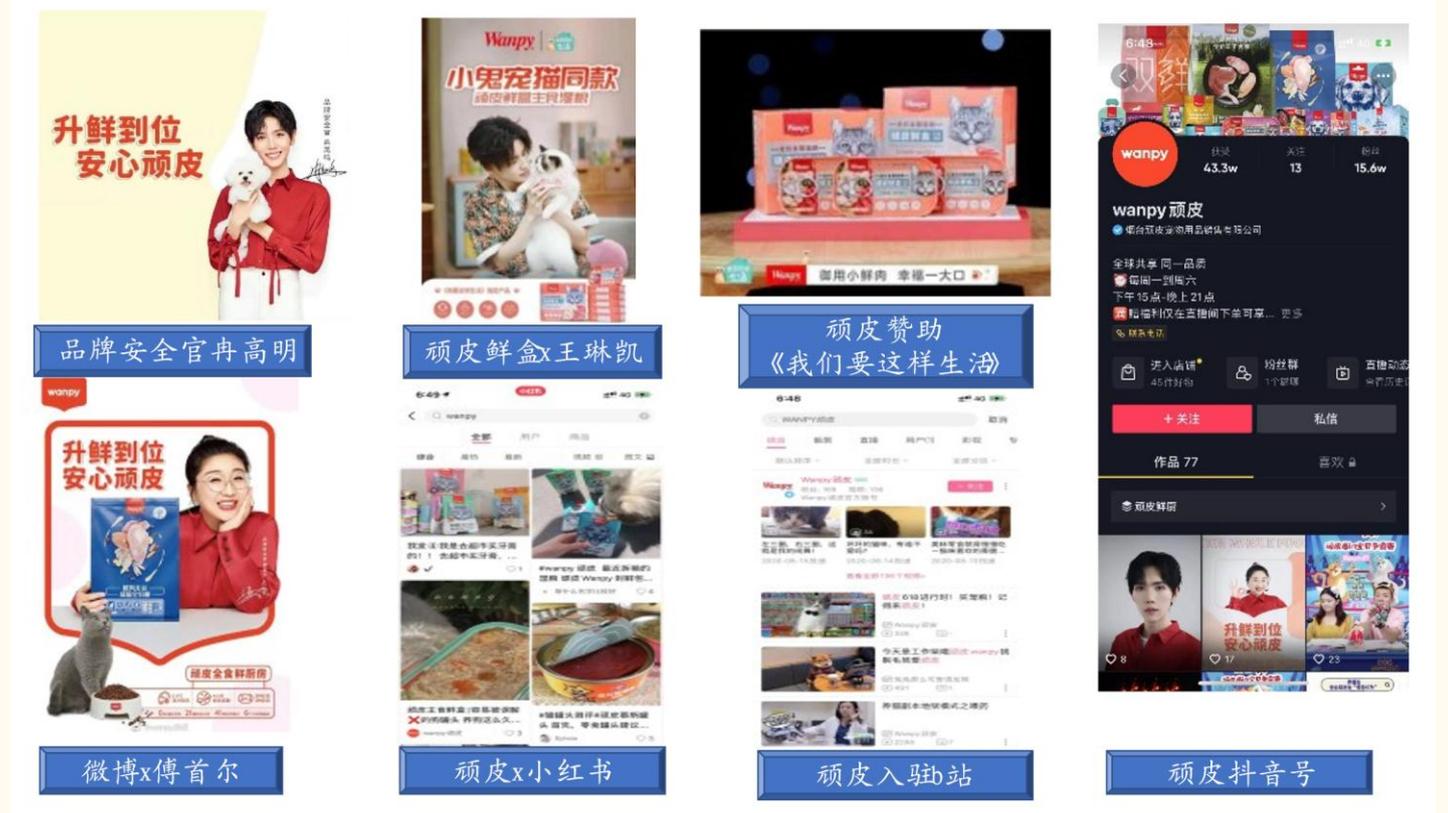
入股新瑞鹏，打开医院渠道突破口。新瑞鹏股份是国内知名宠物医疗连锁机构，在全国开设有宠物转诊中心、宠物中心医院、各类宠物专科医院及社区医院近500家。公司间接持有新瑞鹏股份比例1.3%，通过推出医院合作款处方粮，加快推进公司在线下宠物医院渠道的布局。

投资极宠家，拓展新零售渠道。2019年8月，公司与新瑞鹏向宠物本地生活新零售品牌极宠家共同投资5亿元，刷新了宠物行业融资规模历史，开启了养宠极致生活体验的新零售时代。

4.3.3、精细化品牌运作，塑造品牌形象

定位年轻化，多平台、多种形式投放。公司积极通过综艺赞助，与多名内地明星进行了深度合作，结合抖音、快手、哔哩哔哩、微博、小红书等新媒体平台进行宣传推广，进一步提升消费者认知。当前公司整体销售费用率保持在8-10%，但由于营销投入主要用于国内品牌建设，预计国内销售费用率水平较高。

图表 57: 公司自主品牌积极借助新媒体营销宣传



来源: 小红书, 抖音, 国金证券研究所

4.4、投资孵化网红品牌，建立宠物产业生态圈

公司与金鼎资本先后成立两期产业投资基金，当前该基金已完成帕特诺尔、豆柴、红狗、高爷家、山东帅客等网红品牌和工厂的投资，投资范围包括上游优质供应链、宠物食品品牌、以及宠物营养剂品牌等。我们认为，产业链投资一方面有望充分发挥自身供应链和渠道运营优势，为所投资品牌进行多方位赋能，另一方面有望借助产业链的投资强化自身在宠物领域的布局。

图表 58: 中宠旗下基金所投项目列表

时间	项目	投资轮次	投资金额	持股比例
2019年8月	山东帅克宠物用品有限公司	天使轮	-	10.56%
2021年5月	杭州帕特诺尔宠物有限公司	A+轮	数千万人民币	26.87%
2020年4月	上海弗艾柏生物科技有限公司(小壳)	战略融资	数千万人民币	14.07%
2020年4月	深圳市豆柴宠物用品有限公司	A轮	数千万人民币	15.00%
2021年1月	深圳市红瑞生物科技股份有限公司(红狗)	A轮	2亿元人民币	-
2021年9月	杭州高爷家有好多猫宠物食品有限责任公司	A轮	5000万人民币	12.5%

来源: 企查查, 金鼎资本, 国金证券研究所

盈利预测和投资建议

我们采用 PEG 估值法，预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.43、0.69 和 0.87 元，当前股价对应 PEG 为 1.6/1.01/0.8 倍，考虑到公司内销在拓品类、拓品牌的驱动下高速成长，采用 PEG 估值法，给予公司 2022 年 PEG1.1X 估值，对应目标价 32.1 元，给予“增持”评级。

盈利预测

■ 核心假设

1、收入预测

品类角度：

1) 宠物零食：公司当前零食业务以海外为主，考虑到海外零食业务发展较为成熟，更多受益于下游集中度的提升，我们预计伴随柬埔寨工厂的产能爬坡，零食业务保持稳健发展，预计公司 2021-2023 年零食业务营收同比 +12.8%/15.3%/16.6%，考虑到原材料鸡肉价格当前处于周期较低的位置，未来鸡肉价格有向上的预期，以及 21 年处于汇率的低点，后续汇率对业绩的拖累有望降低，因此我们预测 2021-2023 年毛利率分别为 18.8%/19.0%/18.9%。

2) 宠物罐头（湿粮）：考虑到公司后续重点开发境内湿粮罐头市场，生产端 3 万吨湿粮产能有望逐步爬坡，以及新收购新西兰 PFNZ 后产能升级改造，我们预计宠物罐头业务有望保持高速增长，当前行业的湿粮罐头增速在 30%以上，我们预计 2021-2023 年公司罐头业务营收同比 +30.8%/37.1%/26.4%，伴随湿粮产能爬坡、高端湿粮主食罐放量对盈利结构的改善，预计宠物罐头毛利率分别为 25.7%/26.6%/25.7%。

3) 宠物干粮：考虑到干粮业务有望成为公司未来各品牌拓品类的重要发力点，公司 6 万吨干粮产能第一期 3 万吨产能在年底逐步释放，第二期 3 万吨干粮产能有望于 22-23 年释放，当前行业干粮增速在 20%以上，我们预计 2021-2023 年宠物干粮业务营收同比 +44.7%/101.1%/73.0%，考虑到鸡肉成本的边际上行以及干粮领域竞争的激烈，预计毛利率为 33.7%/32.3%/31.1%。

图表 59：公司分品类营收及毛利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入 (百万元)	1412	1716	2233	2611	3265	4084
YOY	39.1%	21.5%	30.1%	16.9%	25.1%	25.1%
毛利率	23.3%	23.8%	24.7%	20.8%	21.8%	22.1%
宠物零食						
营业收入 (百万元)	1155	1394	1712	1930	2226	2596
YOY	38.1%	20.7%	22.8%	12.8%	15.3%	16.6%
毛利率	20.8%	20.9%	24.2%	18.8%	19.0%	18.9%
宠物罐头						
营业收入 (百万元)	187	232	311	407	557	705
YOY	33.0%	24.2%	34.0%	30.8%	37.1%	26.4%
毛利率	30.5%	31.6%	27.1%	25.7%	26.6%	25.7%
宠物干粮						
营业收入 (百万元)	49	63	142	206	413	715
YOY	113.0%	27.6%	126.6%	44.7%	101.1%	73.0%
毛利率	48.7%	43.5%	33.3%	33.7%	32.3%	31.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

境内外角度：

境外业务：鸡胸肉价格上涨、汇率使得公司 21 年海外业务业绩承压，但出口业务稳健成长的逻辑不变。考虑到海外宠物行业已进入成熟发展期，增速保持

在中高单位数增长，我们预计公司海外业务保持稳健成长，预计 2021-2023 年营收同比+10.8%/20.0%/19.2%，毛利率为 18.3%/19.0%/19.0%。

国内业务：国内业务是公司未来资源的重要投入方向，当前国内宠物行业处于量价齐升的快速成长期，宠物食品行业规模增速超 20%，我们预计 2021-2023 年国内业务营收同比+36.0%/38.0%/38.0%，毛利率为 27.0%/27.8%/27.9%。

图表 60：公司分地域营收及毛利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
境外营业收入						
营业收入 (百万元)	1160	1373	1691	1873	2248	2680
YOY	35.0%	18.3%	23.2%	10.8%	20.0%	19.2%
毛利率	20.9%	19.7%	24.3%	18.3%	19.0%	19.0%
境内营业收入						
营业收入 (百万元)	252	344	542	737	1017	1404
YOY	61.5%	36.3%	57.7%	36.0%	38.0%	38.0%
毛利率	35.4%	40.6%	34.9%	27.0%	27.8%	27.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

综上，我们预计 2021-2023 年公司营收同比+16.9%/25.1%/25.1%，毛利率为 20.8%/21.8%/22.1%。

2、费用预测：

销售费用：考虑到公司未来对国内自主品牌业务进行较大的营销、渠道资源投入，我们预计未来三年销售费用保持高速增长，预计 2021-2023 年公司销售费用率为 8.3%/8.4%/8.5%。

管理费用：由于公司处在扩张期，我们预计 2021-2023 年公司管理费用率分别为 3.7%/3.8%/3.8%。

研发费用：伴随公司在新品研发投入的提升，我们预计 2021-2023 年公司研发费用率分别为 1.7%/1.7%/1.7%。

投资建议

我们采用 PEG 估值法，2021-2023 年，可比公司的 PEG 估值的平均值分别为 2.07、1.51、1.73 倍，考虑到公司外销保持稳健增长，内销在拓品类、拓品牌的驱动下高速增长，预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.43、0.69 和 0.87 元，当前股价对应 PEG 为 1.6/1.01/0.8 倍，给予公司 2022 年 PEG1.1X 估值，对应目标价 32.1 元，给予“增持”评级。

图表 61：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (百万元)	交易货币	归母净利润 (百万元)			P/E			2021-2023	PEG		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E	CAGR	21E	22E	23E
A股可比公司													
300673.SZ	佩蒂股份	4,366	CNY	129.3	181.8	234.3	33.8	24.0	18.6	35%	0.98	0.69	0.54
海外可比公司													
CENT.US	Central Garden&Pet	2,910	USD	150.0	168.0	183.5	19.4	17.3	15.9	11%	1.83	0.11	1.83
PETS LN	Pets at home	2,370	USD	104.9	117.7	125.3	22.6	20.1	18.9	9%	2.44	2.17	2.04
WOOF.US	Petco	6,740	USD	226.5	224.0	273.0	29.8	30.1	24.7	10%	3.04	3.07	2.52
	中位数										2.13	1.43	1.94
	平均值										2.07	1.51	1.73
002891.SZ	中宠股份	8,665	CNY	126.0	201.9	255.9	68.8	42.9	33.9	43%	1.62	1.01	0.80

来源：彭博，wind，国金证券研究所

风险提示

行业增速放缓：受宏观经济、行业自身生命发展周期的影响，若行业发展增速不及预期，则导致行业内企业业绩增速不及预期。

汇率波动的风险：国内宠物行业公司大多以海外出口业务为主，若汇率出现大幅波动，则导致公司产品盈利产生波动。

自主品牌建设不及预期的风险：中国宠物食品市场仍处于争夺市场份额阶段，竞争格局尚未完全确立，后续伴随行业新进入者增多，公司可能在产品、渠道等方面的竞争加剧，进而导致自主品牌发展成长速度不及预期。

费用过度投放导致业绩不及预期的风险：公司在进行自主品牌扩张时若渠道拓展等费用控制不力，会对当年业绩产生不利影响。

贸易政策风险：公司产品仍以出口为主，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致行业内公司经营存在不确定的风险。

商誉减值的风险：公司前期收购新西兰工厂、领先产生商誉，当前商誉账面金额 2.26 亿元，若被并购项目业绩不达预期，公司将面临商誉减值的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,412	1,716	2,233	2,611	3,265	4,084	货币资金	103	167	289	357	445	558
增长率		21.5%	30.1%	16.9%	25.1%	25.1%	应收款项	188	246	278	367	443	543
主营业务成本	-1,083	-1,308	-1,681	-2,069	-2,555	-3,183	存货	274	295	550	504	616	767
%销售收入	76.7%	76.2%	75.3%	79.2%	78.2%	77.9%	其他流动资产	72	56	270	310	330	341
毛利	329	408	551	542	710	901	流动资产	636	764	1,387	1,538	1,834	2,209
%销售收入	23.3%	23.8%	24.7%	20.8%	21.8%	22.1%	%总资产	45.2%	44.9%	55.4%	49.5%	53.5%	57.4%
营业税金及附加	-6	-5	-7	-9	-12	-16	长期投资	59	98	133	165	185	205
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	固定资产	438	581	690	863	862	880
销售费用	-140	-170	-184	-217	-274	-347	%总资产	31.1%	34.2%	27.6%	27.8%	25.1%	22.8%
%销售收入	9.9%	9.9%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%	无形资产	226	219	238	418	429	439
管理费用	-51	-61	-89	-97	-124	-155	非流动资产	771	936	1,116	1,571	1,597	1,642
%销售收入	3.6%	3.6%	4.0%	3.7%	3.8%	3.8%	%总资产	54.8%	55.1%	44.6%	50.5%	46.5%	42.6%
研发费用	-41	-23	-35	-44	-56	-69	资产总计	1,407	1,700	2,503	3,109	3,431	3,851
%销售收入	2.9%	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	256	278	223	602	636	701
息税前利润 (EBIT)	92	149	236	175	244	313	应付款项	212	217	285	313	406	515
%销售收入	6.5%	8.7%	10.6%	6.7%	7.5%	7.7%	其他流动负债	61	80	112	111	143	179
财务费用	2	-14	-37	-37	-14	-12	流动负债	529	575	619	1,027	1,185	1,394
%销售收入	-0.2%	0.8%	1.6%	1.4%	0.4%	0.3%	长期贷款	42	29	25	75	75	75
资产减值损失	-24	23	13	0	0	0	其他长期负债	3	149	22	56	41	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	574	754	666	1,158	1,302	1,500
投资收益	-6	-5	-1	7	8	8	普通股股东权益	744	844	1,728	1,834	2,006	2,223
%税前利润	n.a	n.a	n.a	4.3%	3.1%	2.5%	其中：股本	100	170	196	294	294	294
营业利润	66	110	196	157	252	319	未分配利润	213	257	375	481	653	870
营业利润率	4.6%	6.4%	8.8%	6.0%	7.7%	7.8%	少数股东权益	90	102	109	116	123	128
营业外收支	2	8	0	6	8	6	负债股东权益合计	1,407	1,700	2,503	3,109	3,431	3,851
税前利润	68	118	196	163	260	325	比率分析						
利润率	4.8%	6.9%	8.8%	6.2%	8.0%	8.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-6	-29	-45	-30	-51	-65	每股指标						
所得税率	9.4%	24.5%	22.9%	18.7%	19.5%	20.0%	每股收益	0.564	0.465	0.688	0.427	0.687	0.867
净利润	62	89	151	133	209	260	每股净资产	7.441	4.964	8.811	6.237	6.821	7.558
少数股东损益	5	10	17	7	7	5	每股经营现金净流	0.272	0.315	-0.036	0.696	0.841	0.907
归属于母公司的净利润	56	79	135	126	202	255	每股股利	0.100	0.060	0.070	0.064	0.103	0.130
净利率	4.0%	4.6%	6.0%	4.8%	6.2%	6.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.59%	9.36%	7.81%	6.85%	10.07%	11.47%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	4.01%	4.65%	5.39%	4.04%	5.89%	6.62%
净利润	62	89	151	133	209	260	投入资本收益率	7.33%	8.04%	8.72%	5.42%	6.90%	8.01%
少数股东损益	5	10	17	7	7	5	增长率						
非现金支出	62	46	57	87	105	116	主营业务收入增长率	39.09%	21.52%	30.10%	16.92%	25.07%	25.08%
非经营收益	-15	20	29	0	6	9	EBIT增长率	-27.58%	62.55%	58.81%	-25.73%	38.98%	28.51%
营运资金变动	-82	-102	-245	-15	-72	-118	净利润增长率	-23.39%	39.97%	70.72%	-6.92%	60.95%	26.21%
经营活动现金净流	27	54	-7	205	247	267	总资产增长率	40.02%	20.81%	47.21%	24.20%	10.36%	12.25%
资本开支	-251	-152	-193	-442	-103	-135	资产管理能力						
投资	-117	-48	-243	-72	-30	-20	应收账款周转天数	40.3	44.4	41.5	50.0	48.0	47.0
其他	0	0	1	7	8	8	存货周转天数	80.2	79.3	91.7	89.0	88.0	88.0
投资活动现金净流	-368	-199	-434	-507	-125	-147	应付账款周转天数	54.3	55.8	49.0	50.0	52.0	53.0
股权募资	2	187	640	0	0	0	固定资产周转天数	111.4	91.0	109.2	109.3	89.5	72.2
债权募资	240	11	-58	412	33	65	偿债能力						
其他	-2	-33	-46	-33	-52	-61	净负债/股东权益	23.48%	29.64%	-13.35%	3.93%	0.54%	-1.56%
筹资活动现金净流	240	165	535	379	-19	4	EBIT利息保障倍数	-37.2	10.6	6.5	4.7	17.8	25.4
现金净流量	-101	19	94	77	104	123	资产负债率	40.76%	44.33%	26.62%	37.26%	37.94%	38.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	15	17	33	45
增持	0	2	2	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.12	1.11	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402