

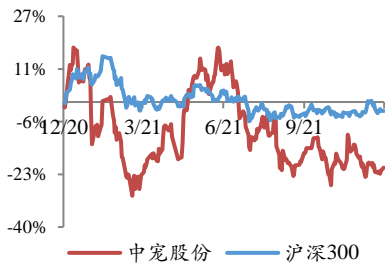
# 海外业务稳扎稳打，核心品牌拓宽品类助力国内业务

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-12-28

收盘价(元)	29.62
近12个月最高/最低(元)	44.04/27.51
总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	87

## 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. 加码主粮业务，营收增长整体保持稳健 2021-10-25
2. 主粮增速较好，关注国内业务与自主品牌发展 2021-08-28
3. 中宠股份(002891)深度报告：宠物赛道国货崛起，国内高成长宠食龙头 2021-05-06

## 主要观点：

### ● 深耕宠物赛道二十余载，国货宠物食品龙头企业。

公司是国内最早的宠物食品企业，深耕赛道达20余年，主营业务为具备出口级品质的宠物零食，以海外ODM/OEM起家，产品远销美国、英国、日本等50多个国家和地区。现阶段公司不断丰富产品品牌矩阵，布局宠物干粮、湿粮、罐头等，大力发展自主品牌，旗下知名品牌包括Wanpy顽皮、Zeal真致等，领先，已发展成为国货宠物食品龙头企业。

### ● 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐近尾声。

2010-2020年，我国宠物消费市场规模从140亿元大幅攀升至2065亿元，年复合增长率高达30.9%。2020年，我国宠物消费市场规模增长放缓至2%，2021年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。从中长期维度看，中国宠物渗透率17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达68%、62%、45%和38%；中国人均犬、猫数量分别为0.03只、0.04只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为869美元和679美元，均低于主要养宠国，中国宠物消费市场增长潜力巨大。

### ● 海外市场稳扎稳打，销量营收稳步提升。

公司收入和利润主要源自于海外市场，1H2021公司海外销售收入占主营业务收入75%，公司产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区，主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，前五大客户收入占比近5成。2013-2020年，公司海外收入从4.59亿元大幅攀升至16.41亿元，年复合增长率20%；1H2021，公司海外收入9.45亿元，同比增长25.3%。公司检测中心是全球唯一一家通过CNAS认可的宠物食品、饲料生产企业实验室，可满足不同进口国关于宠物食品质量安全基本要求，公司严格把控产品质量，实现历史零失误。2014年开始，公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨投资建设工厂，不断完善全球化布局，发挥在产品研发、品质管控和成本控制等方面的供应链优势，公司通过海外投资建厂实现本土化生产与本土化销售，规避国际政治、经济、外部环境变化对企业带来的风险，提高公司的抗风险能力以及盈利能力。

### ● 大力拓展国内市场，增强自主品牌影响力。

公司国内销售收入占主营业务收入24.9%，2013-2020年国内收入从0.43亿元大幅攀升至5.38亿元，年复合增长率高达43.6%，1H2021公司国内收入达3.13亿元，同比增长33.2%。公司现已形成以零食为先发品类，干粮、湿粮齐头并进的发展思路；在品牌运营方面，公司贯彻以“Wanpy顽皮”、“Zeal真致”为核心的品牌战略，通过不同品牌定位迎合各细分市场需求，今年9月公司收购杭州领先50%股权，现持有杭州领先90%股权，也将协助发展领先。公司稳步投放销售费用，销售费用、销售费用率、推广宣传费、推广宣传费占比在已上市宠物公司、拟上市公司中基本处于最高水平；公司全渠道精细化布局，新零售打开业务新

增长曲线。公司通过 IPO、发行可转债、增发募集资金投资项目陆续投产，预计公司将实现宠物零食超过 2 万吨，宠物罐头 6 万吨，宠物干粮 7 万吨的生产能力，未来销量快速增长值得期待。

● **投资建议**

公司卡位宠物食品高景气成长型赛道，大力发展自主品牌与国内业务，是国内宠物食品行业龙头。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 28.59 亿元、37.6 亿元、48.61 亿元，同比增长 28.1%、31.5%、29.3%，对应归母净利润 1.45 亿元、2.0 亿元、3.47 亿元，同比增长 7.1%、38.7%、73.2%，对应 EPS0.49 元、0.68 元、1.18 元。

公司以海外 OEM 起家，近年来建设自主品牌、扩展国内业务，已形成国内、国外业务双线并进模式。由于国内业务处于快速增长期，国外业务处于稳定增长期，我们特采用分部估值法，对海外业务采用 PE 估值法，对国内业务采用 PS 估值法。我们给予公司海外业务 2022 年 20 倍 PE，对应市值 60 亿元；给予国内业务 6 倍 PS，对应市值 56.7 亿元。综上，公司 2022 年目标市值在 116.7 亿元，对应目标价 39.68 元，维持“买入”评级不变。

● **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	2233	2859	3760	4861
收入同比 (%)	30.1%	28.1%	31.5%	29.3%
归属母公司净利润	135	145	200	347
净利润同比 (%)	70.7%	7.1%	38.7%	73.2%
毛利率 (%)	24.7%	20.2%	19.5%	21.0%
ROE (%)	7.8%	7.3%	9.2%	13.8%
每股收益 (元)	0.00	0.49	0.68	1.18
P/E	76.65	60.28	43.47	25.10
P/B	6.53	4.42	4.01	3.46
EV/EBITDA	39.45	41.95	30.49	18.32

资料来源: Wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 国货宠物零食第一品牌，产品、渠道布局成熟	6
1.1 深耕宠物赛道二十余载，股权结构稳定且集中	6
1.2 多品牌高速增长，打造新业务增长曲线	7
1.3 营收快速增长，业务结构不断优化	9
2 国潮风尚，赋能宠物消费新增量	10
2.1 全球宠物市场进入平稳发展阶段，集中度相对稳固	10
2.1.1 美国宠物行业增速稳定，疫情下仍表现出较强消费韧性	11
2.2 中国宠物市场潜力巨大，行业增速略有放缓	13
2.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿，宠物食品消费占比超 5 成	13
2.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓	15
2.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起	18
3 海外市场稳扎稳打，业务营收稳步提升	21
3.1 海外收入复合增长率 20%，前五大客户收入占比近 5 成	21
3.2 公司盈利能力受鸡肉价格、汇率波动影响大	22
3.3 严格把控产品质量，历史零失误	24
3.4 供应链全球化布局，提高抗风险能力	25
4.大力拓展国内市场，增强自主品牌影响力	26
4.1 国内业务快速增长，国内收入占比近 25%	26
4.2 品牌矩阵完善、加强核心品牌建设	26
4.3 销售费用稳步攀升，国内业务深耕细作	28
4.4 全渠道精细化布局，新零售打开业务新增长曲线	30
4.4 产业合理规划，新建产能逐步释放	32
4.5 重视研发投入，优质新品持续推出	33
5 盈利预测、估值及投资评级	34
5.1 盈利预测	34
5.2 投资建议	35
风险提示:	36
财务报表与盈利预测	37

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司组织架构	7
图表 3 公司最新股权结构图	7
图表 4 公司主要产品矩阵	8
图表 5 公司营收增长重要驱动因素	9
图表 6 公司营业收入持续增长, 百万元	9
图表 7 公司归母净利润稳定增长, 百万元	9
图表 8 公司营业收入构成情况, 百万元	10
图表 9 公司海内外营业收入, 百万元	10
图表 10 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速	10
图表 11 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速	10
图表 12 全球行业竞争格局	11
图表 13 美国宠物市场发展阶段	12
图表 14 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率, %	12
图表 15 16-21 年美国宠物消费市场规模, 十亿美元, %	12
图表 16 16-21 年美国宠物食品市场规模, 十亿美元, %	13
图表 17 2016-2021 年美国宠物消费市场结构, %	13
图表 18 国内宠物消费市场发展历程	13
图表 19 宠物产业链分布	14
图表 20 2020 年宠物消费结构图	15
图表 21 2020 年宠物食品结构图	15
图表 22 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况	15
图表 23 2018-2020 年宠物犬食品消费结构, %	16
图表 24 2018-2020 年宠物猫食品消费结构, %	16
图表 25 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额, 亿元	16
图表 26 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额, 亿元	16
图表 27 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表	16
图表 28 宠物食品消费决策因素占比, %	17
图表 29 2018-2020 年我国宠物主年龄分布, %	17
图表 30 2012 年日本宠物狗主人年龄分布	18
图表 31 2012 年日本宠物猫主人年龄分布	18
图表 32 我国人口老龄化程度不断加剧	18
图表 33 中国宠物食品品牌市占率分布	19
图表 34 宠物食品销售渠道	19
图表 35 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大	20
图表 36 国产宠物品牌粉丝数	20
图表 37 2021 年双十一期间品牌销量排名	21
图表 38 公司海外收入及增速走势图	21
图表 39 公司海外毛利及增速走势图	21
图表 40 公司海外业务毛利率走势图	22
图表 41 公司海外前五大客户收入占比	22
图表 42 公司宠物零食原材料占比走势图	22

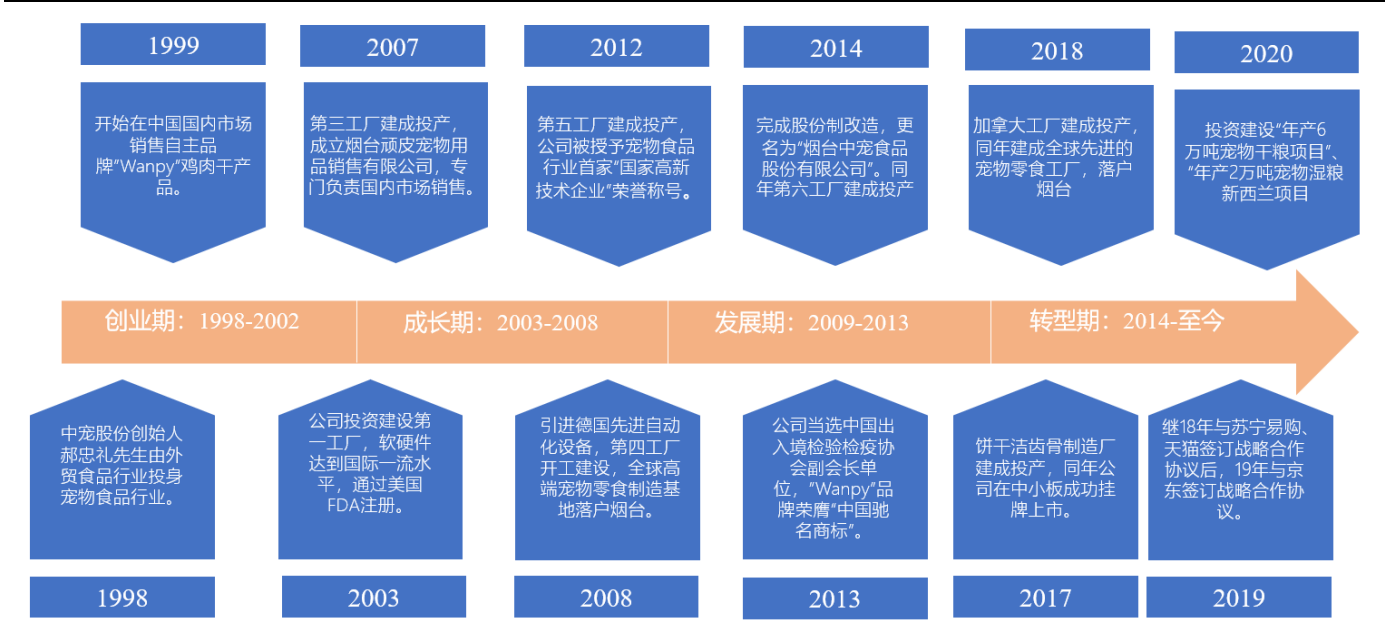
图表 43 公司宠物零食原材料占比走势图	22
图表 44 白羽鸡祖代更新量	23
图表 45 父母代鸡苗销量走势图, 万套	23
图表 46 公司汇兑损益走势图, 万元	23
图表 47 宠物零食毛利率、鸡产品价格、汇率走势图	24
图表 48 公司国家认可实验室	24
图表 49 公司多项品质级权威质量认证	25
图表 50 公司海外工厂	25
图表 51 公司国内业务收入及增速走势图, 百万元	26
图表 52 公司国内业务收入占比走势图	26
图表 53 公司国内核心自主品牌列表	26
图表 54 公司 1H2021 国内主要品牌销售占比	26
图表 55 WANPY 品牌主要产品	27
图表 56 公司国内产品品牌定位一览	27
图表 57 中宠旗下高端零食代表 ZEAL 产品系列	28
图表 58 公司销售费用及增长率走势图	28
图表 59 公司销售费用细分占比走势图	29
图表 60 公司销售费用与国内业务毛利对照图, 百万元	29
图表 61 公司与主要宠物公司销售费用对照表	29
图表 62 公司与主要宠物公司销售费用率对照表	29
图表 63 公司与主要宠物公司推广宣传费及占比对照表	30
图表 64 新瑞鹏宠物医疗集团覆盖 30 多个省份 90 多座城市	31
图表 65 极宠家融资历史	31
图表 66 公司与美团、饿了么等新零售平台合作	31
图表 67 公司当前渠道布局	31
图表 68 公司新媒体多种方式营销推广	32
图表 69 公司产品产能计划	32
图表 70 2016-2020 公司研发费用 (万元) 及 YOY	33
图表 71 2016-2020 公司研发费用占比	33
图表 72 公司收入成本预测表	34

# 1 国货宠物零食第一品牌，产品、渠道布局成熟

## 1.1 深耕宠物赛道二十余载，股权结构稳定且集中

中宠股份是国内宠物零食赛道领军企业，产品布局多元。公司成立于1998年，专注猫犬等宠物食品的研发、生产与销售，为国外高端宠物食品企业代工起家，产品具有高端出口级品质，目前自主品牌研发生产成为公司业务的重要增长曲线。公司以宠物零食为主，已形成宠物零食、干粮、湿粮、玩具等全产业链条，产品布局多元，出口产品1000余种，国内销售产品200余种，是国内宠物食品产品线最长、最全的公司。公司拥有自主品牌“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“领先”、“Jerky time”、“Dr.Hao”等，产品销往美国、欧洲、日本等50多个国家或地区。

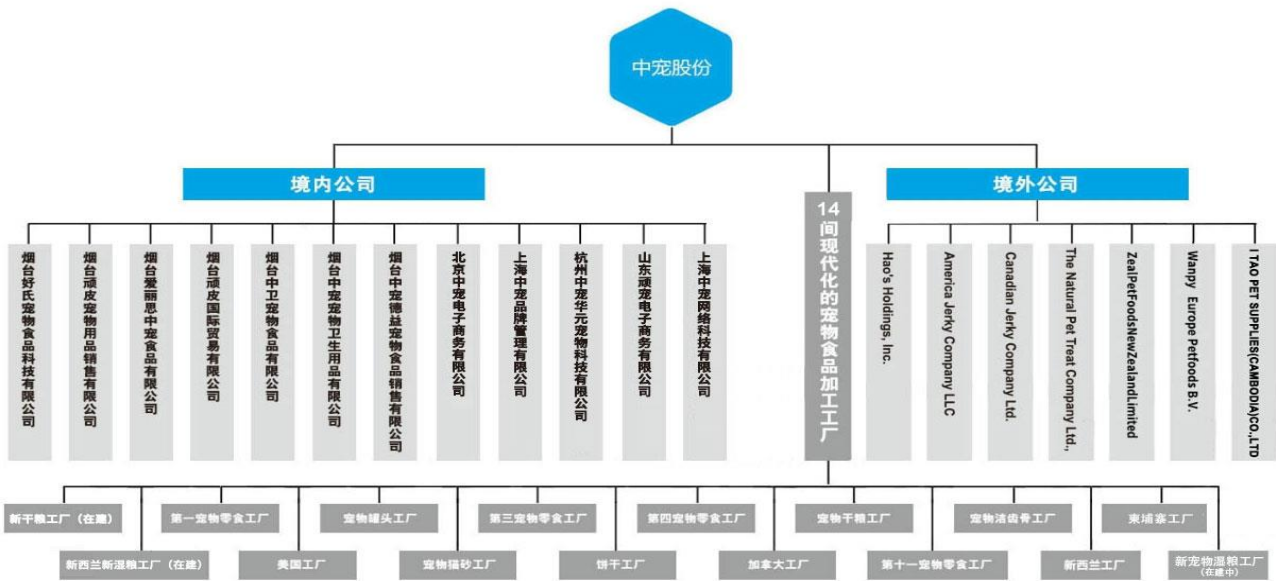
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

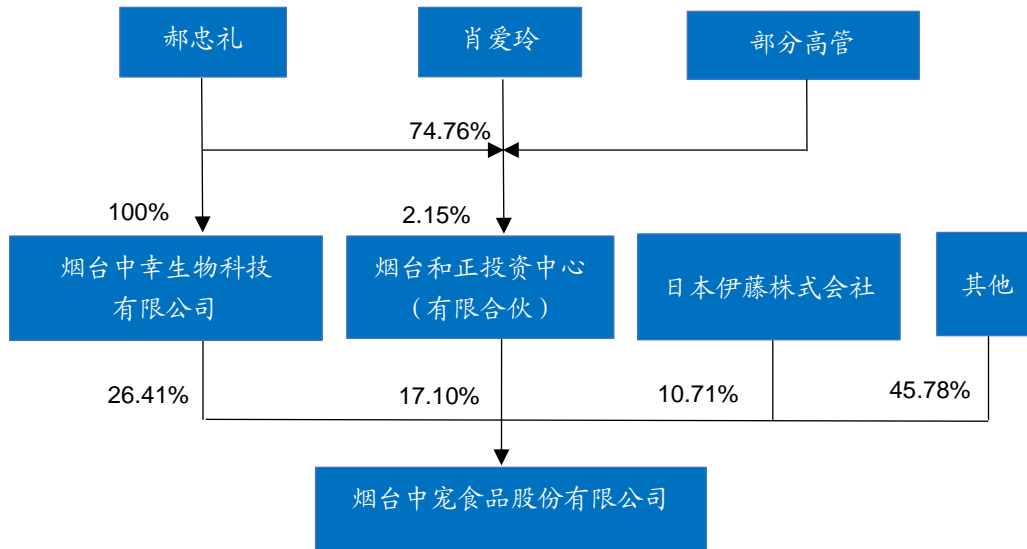
郝忠礼先生系公司创始人、董事长、实控人，间接持有公司 39.4% 股份。烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心、日本伊藤株式会社为公司前三大股东，分别持有公司 26.4%、17.1%、10.7% 股权。实控人郝忠礼 100% 持股烟台中幸生物，郝忠礼与妻子肖爱玲共持有烟台和正投资 74.76% 股权。和正投资是公司管理层的持股平台，由实控人及其他 47 位公司核心管理层所创立，管理层持股充分，通过股权绑定激励完善，有利于公司长期稳定发展。

图表 2 公司组织架构



资料来源：公司官网，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 多品牌高速增长，打造新业务增长曲线

公司多元化品牌运作，宠物零食为主，主粮、湿粮产品成新业务增长曲线。公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商，目前形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“领先”为核心的自主品牌矩阵，通过多品牌综合布局，不断完善、优化公司宠物产品结构，以干粮为抓手大力拓展国内自主品牌业务。2019-1H2021 公司宠物零食收入占比分别为 81.2%、76.7%、73.1%，宠物罐头营业收入占比分别为 13.5%、13.9%、15.6%，宠物主粮营业收入占比分别为 3.7%、6.4%、7.3%。受益于自主品

牌“Wanpy 顽皮”、“领先”在干粮业务上的扩展以及湿粮产品矩阵逐步的丰富, 1H2021 公司宠物干粮收入同比增长 82.7%, 宠物罐头营收同比增长 40.6%。

**图表 4 公司主要产品矩阵**

品牌	所属种类	产品类型	具体产品
Wanpy	家有爱犬 (均为适用于三个月以上全犬种)	零食	鸡肉饼干卷、鱼香轧鸡块、牛肉能量圈、鸡肉优优肠、双拼扭扭条、软鸡胗、鸡肉卷鳕鱼丝、软鸡肉条、鸡肉丝
		湿粮	鲜肉羹 (鸡肉/鸭肉干粮伴侣)、鲜封包 (鸡肉+三文鱼/鸡肉+蔬菜)、鲜封罐 (牛肉+牛肉角切/鸡肉+米+蔬菜/鸡肉)、牛肉慕斯罐头、羊肉佐鲜蔬餐盒
		干粮	小型犬成犬粮
	家有猫咪 (均为适用于三个月以上全猫种)	零食	猫寿司、金枪鱼小段、金珍软丝
		湿粮	鲜肉羹 (金枪鱼、三文鱼)、双鲜包 (金枪鱼+鸡肉+鳕鱼)、金枪鱼+鸡肉餐盒、鲜封包 (三文鱼+鸡肉/鸡肉)、鸡肉慕斯罐头
		干粮	成猫粮 (鸡肉&三文鱼&蔓越莓)
Zeal	家有爱犬 (适用于全犬种)	零食	牛肉类宠物零食
	家有猫咪 (适用于全猫种)	零食	冻干羊肉鹿肉小点、羊肉三文鱼小点
领先	家有爱犬 (适用于全犬种)	干粮	全价小型犬成犬粮、全价小型犬幼犬粮、全价小型犬奶糕粮等
		零食	犬用·肉肉沙拉、犬用·厚切牛肝、双拼棒棒卷
	家有猫咪 (适用于全猫种)	干粮	全价猫粮 海陆双拼粮、全价幼猫粮 冻干双拼、全价成猫粮 毛球管理
		零食	猫用·肉肉沙拉、小罐鱼鲜鲜条
ProBiotic LIVE	家有爱犬 (适用于全犬种)	干粮	三文鱼&大米成犬粮、鸡肉&大米成犬粮、鸡肉&大米幼犬粮
	家有猫咪 (适用于全猫种)	干粮	鸭肉成猫粮、鸡肉幼猫粮
Dr. HAO	家有爱犬	零食	洁齿骨 (牛肉味/鸡肉味)
	家有猫咪	湿粮	犬心脏处方粮、犬皮肤处方粮、犬肠道处方粮
脆脆香	家有爱犬	干粮	香中大型成犬粮、中大型幼犬粮、小型犬成犬粮、小型犬幼犬粮
	家有猫咪	湿粮	成猫粮全营养配方、幼猫粮全营养配方
Happy100	家有爱犬 (均为适用于三个月以上全犬种)	零食	鸡肉段
		湿粮	鸡肉鲜封包
		干粮	全价贵宾犬成犬粮
家有猫咪 (均为适用于三个月以上全猫种)	零食	鲜封包 (金枪鱼+鸡肉)、鳕鱼软片	
中宠	家有爱犬 (适用于全犬期)	干粮	专宠专用, 针对每个类别犬种制定, 单一动物蛋白无谷低敏配方
	家有猫咪	干粮	全猫种成年期、英短美短全期、全猫种幼期

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

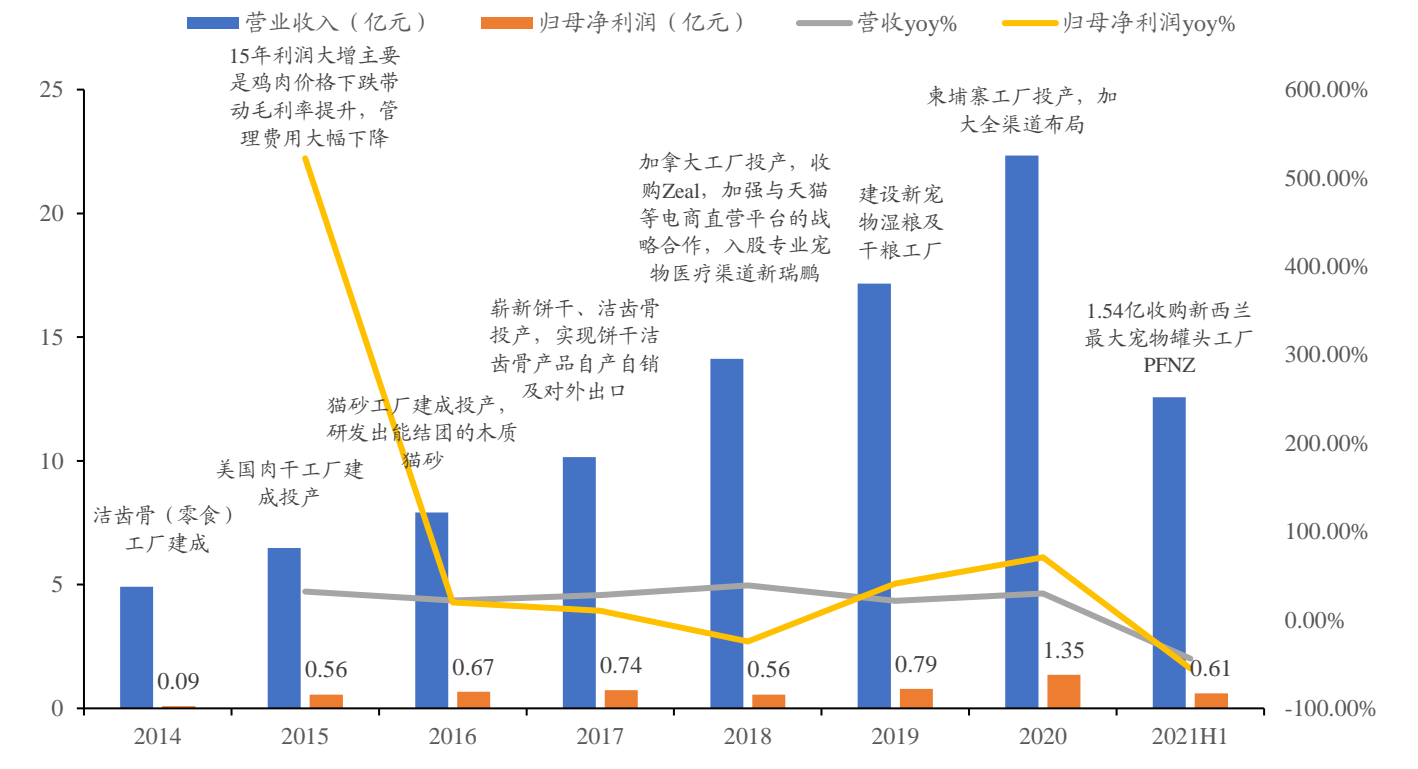


### 1.3 营收快速增长，业务结构不断优化

公司业绩稳定，营收受汇率与原材料价格影响明显。2013-2020年，公司营业收入从5.1亿元上升至22.3亿元，年均复合增长率23.6%，归母净利润从1604万元增至1.3亿元，年均复合增长率为35.5%。1H2021公司实现营收12.6亿元，同比增长27.2%，归母净利润0.6亿元，同比增长31.6%。

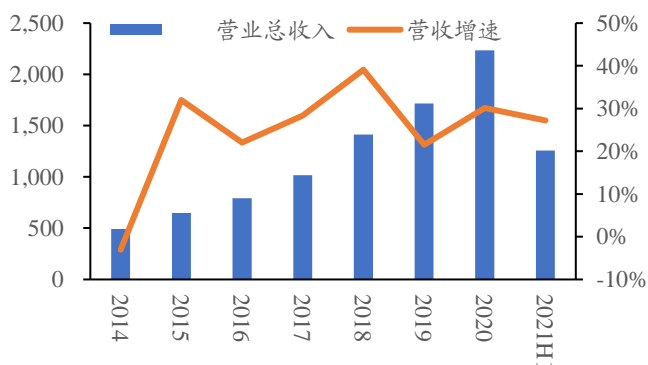
2018年因受中美贸易摩擦和鸡肉原材料成本上涨影响，公司归母净利润同比下降24.3%。

图表5 公司营收增长重要驱动因素



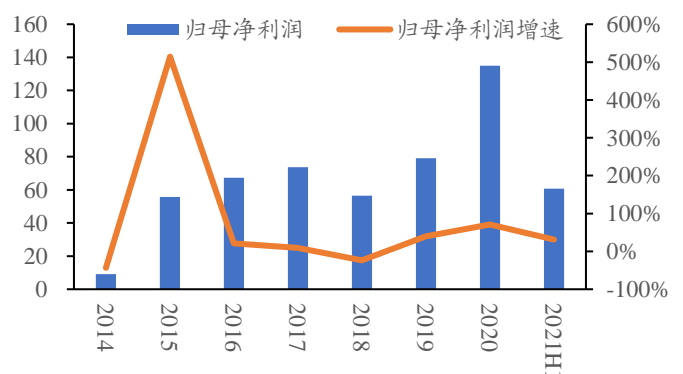
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表6 公司营业收入持续增长，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表7 公司归母净利润稳定增长，百万元



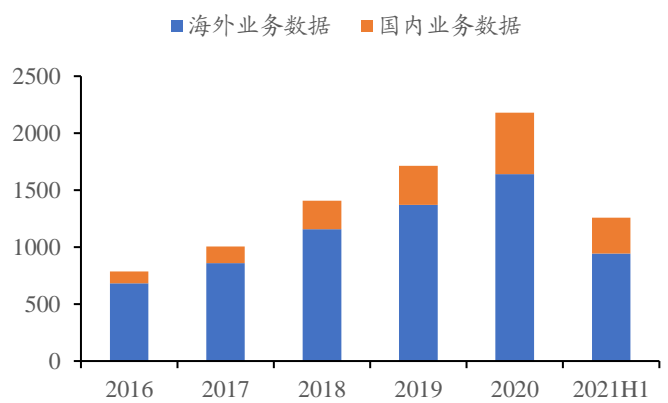
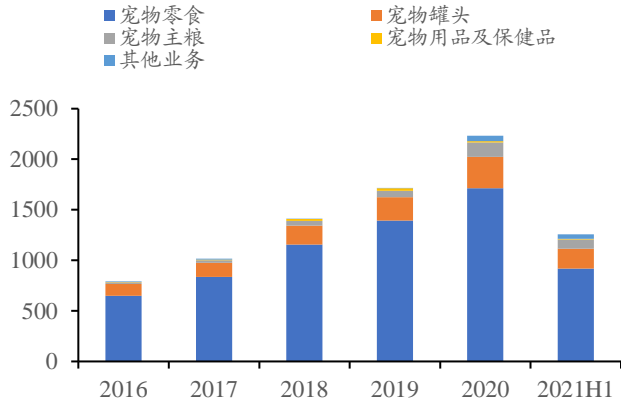
资料来源：公司公告，华安证券研究所

宠物零食营收占比达73.1%。1H2021公司主营业务中，宠物零食、罐头、干

粮、宠物用品营收占比分别为 73.1%、15.6%、7.3%、0.6%。宠物零食营收占比呈下降趋势，从 2016 年 82.1% 下降至 1H2021 的 73.1%；宠物干粮营收占比呈上升趋势，从 2016 年 2% 攀升至 1H2021 的 7.3%。公司国内业务营收增长稳健，从 2016 年营收占比 12.4% 上升至 1H2021 的 25%。公司 1H2021 宠物食品毛利率为 21.5%，同比下降 3 个百分点，主要系汇率波动所致，宠物零食和宠物罐头毛利率分别为 19.7%、29.3%。

图表 8 公司营业收入构成情况，百万元

图表 9 公司海内外营业收入，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

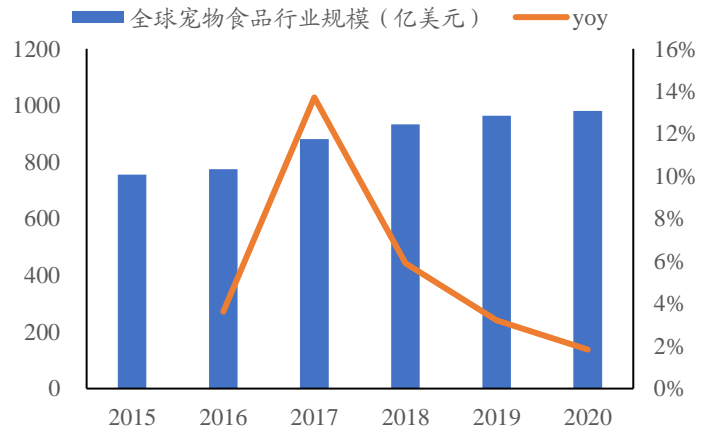
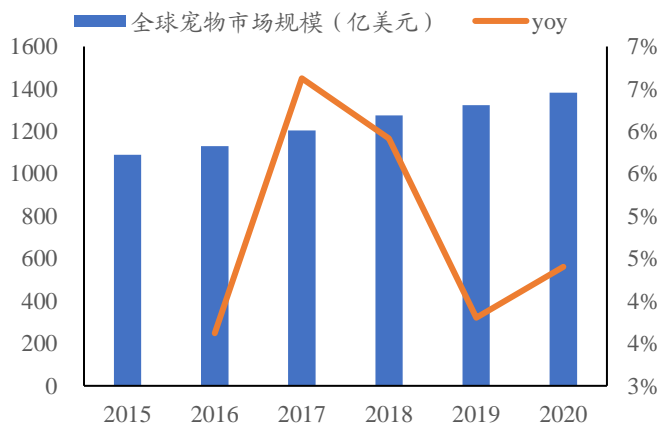
## 2 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声

### 2.1 全球宠物市场进入平稳发展阶段，集中度相对稳固

宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务已经发展成为民众日常消费的重要组成部分。全球宠物市场近年来进入平稳发展的阶段。根据 Euromonitor 披露数据：2015-2020 年，全球宠物市场规模从 1090.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 1382.4 亿美元，年复合增长率 4.9%；全球宠物食品市场规模从 755.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 980.7 亿美元，年复合增长率 5.4%。

图表 10 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速

图表 11 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

目前,全球宠物食品竞争格局中前8位均是美国公司。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。玛氏市占率25%,雀巢市占率达22%。

2019年,全球第一大“狗粮”公司玛氏营业收入达180.9亿美元,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。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。

**图表 12 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

### 2.1.1 美国宠物行业增速稳定,疫情下仍表现出较强消费韧性

**美国是全球最大的宠物饲养和消费国。**根据美国宠物行业协会 (APPA) 2019-2020 年数据显示,美国宠物猫狗数量达到 1.7 亿,全国有 70% 的家庭饲养宠物,形成了庞大的宠物数量和稳定的市场需求。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%。

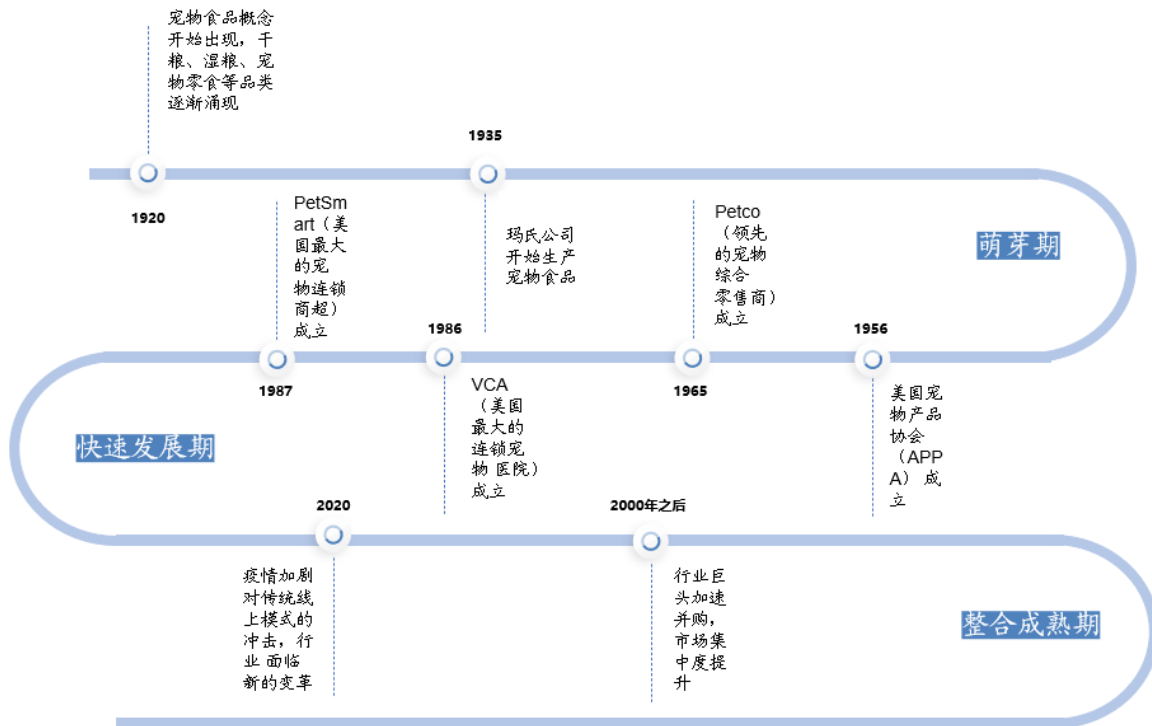
美国宠物行业发展较早,可大致分为三个阶段:

1、1956 年以前,行业萌芽期。专门为宠物准备的宠物食品概念开始出现,干粮、湿粮、宠物零食等品类逐渐涌现,玛氏公司从 1935 年开始生产宠物食品;

2、1956-2000 年,行业快速发展期。1956 年美国宠物行业协会成立,宠物数量开始迅速增加,传统宠物店应运而生。工业化宠物产业已具备一定规模,多个宠物行业龙头公司在此期间诞生,竞争十分激烈;

3、2000 年至今,行业整合成熟期。美国宠物行业市场集中度提升,龙头公司加速并购整合,进一步完成服务升级和全产业链布局。超市和连锁店纷纷参与竞争,宠物零售店数量逐年减少,大型连锁成为发展趋势。同时,随着近年来线上经济的兴起,传统的线下模式受到一定冲击,行业面临新的变革。

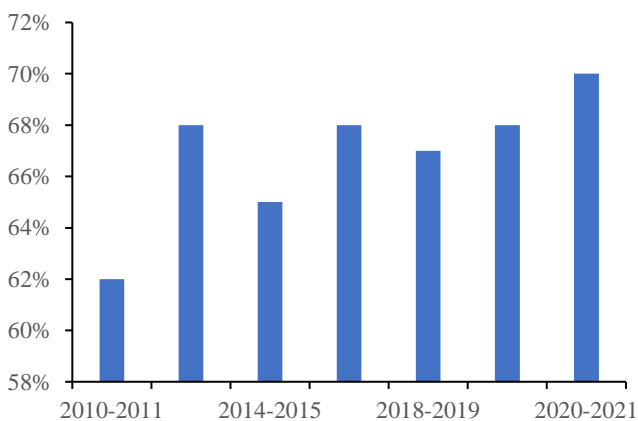
图表 13 美国宠物市场发展阶段



资料来源: 前沿产业研究院, APPA, 华安证券研究所

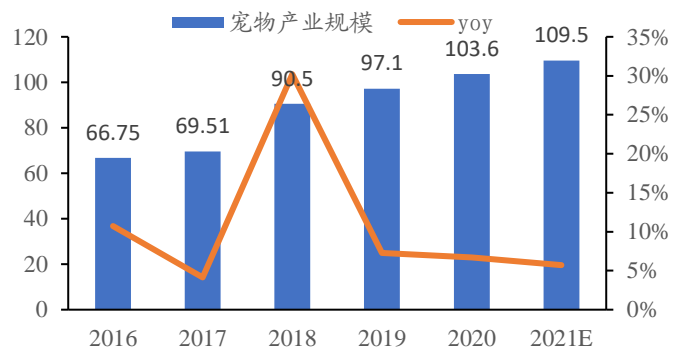
2020年美国宠物市场规模达1095亿美元, 过去5年CAGR达9.1%。其中, 2020年美国宠物食品市场规模达441亿美元, 过去5年CAGR达10.4%, 宠物食品近5年占总养宠开支达40.3%, 为养宠最大开支, 宠物食品的品质升级、宠物零食种类的不断丰富是驱动其细分赛道成长的重要因素。

图表 14 2010-2019年美国家庭宠物渗透率, %



资料来源: APPA, 华安证券研究所

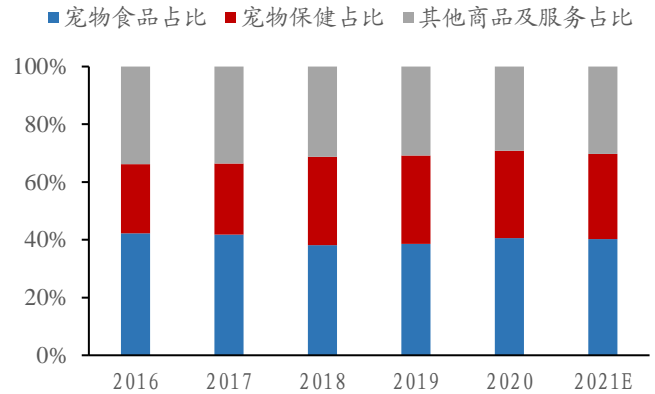
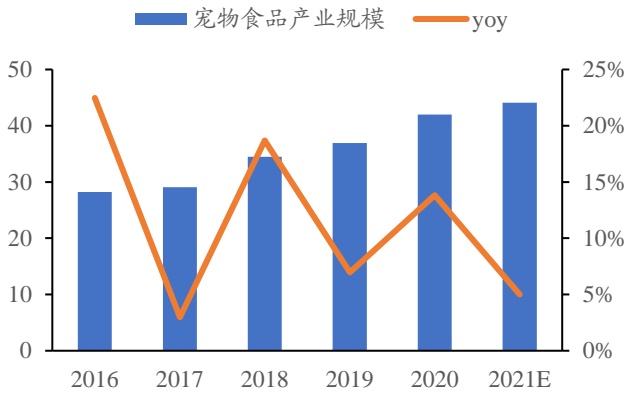
图表 15 16-21年美国宠物消费市场规模, 十亿美元, %



资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 16 16-21 年美国宠物食品市场规模, 十亿美元, %

图表 17 2016-2021 年美国宠物消费市场结构, %



资料来源: APPA, 华安证券研究所

资料来源: 历年宠物行业白皮书、华安证券研究所

在疫情导致大多数消费行业萎靡的情况下, 宠物行业在美国保持着强劲的抗衰退特性与增长势头。2020 年美国宠物市场规模首次突破千亿, 同比增长 6.7%。根据 APPA 疫情调研报告: 83% 受访者表示并没有因为新冠疫情改变宠物饲养方式, 宠物人性化已成为美国宠物行业的主要发展趋势, 越来越多的宠物主将宠物当家人一样对待; 74% 的养宠者认为宠物有助于减轻疫情所带来的压力, 增加幸福感。Packaged Facts 调查数据显示, 2020 年家中有 18 岁以下子女的美国家庭, 有 12% 因为疫情而专门养了宠物。宠物数量的增长以及宠物人性化趋势成为了美国宠物行业发展的重要驱动力。另外, 疫情期间美国失业救济金与疫情补贴的发放也对宠物行业的消费产生一定推动作用。

## 2.2 中国宠物市场潜力巨大, 行业增速略有放缓

### 2.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿, 宠物食品消费占比超 5 成

随着我国社会经济发展和社会化进程加速, 民众物质生活不断改善, 社会老龄化、独生子女家庭普及及客观因素的突出, 使得民众开始寻求情感与精神的慰藉与寄托, 而宠物具备缓解人类压力、不向人类主动提出诉求等特点, 逐步得到大众的青睐。

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。

图表 18 国内宠物消费市场发展历程

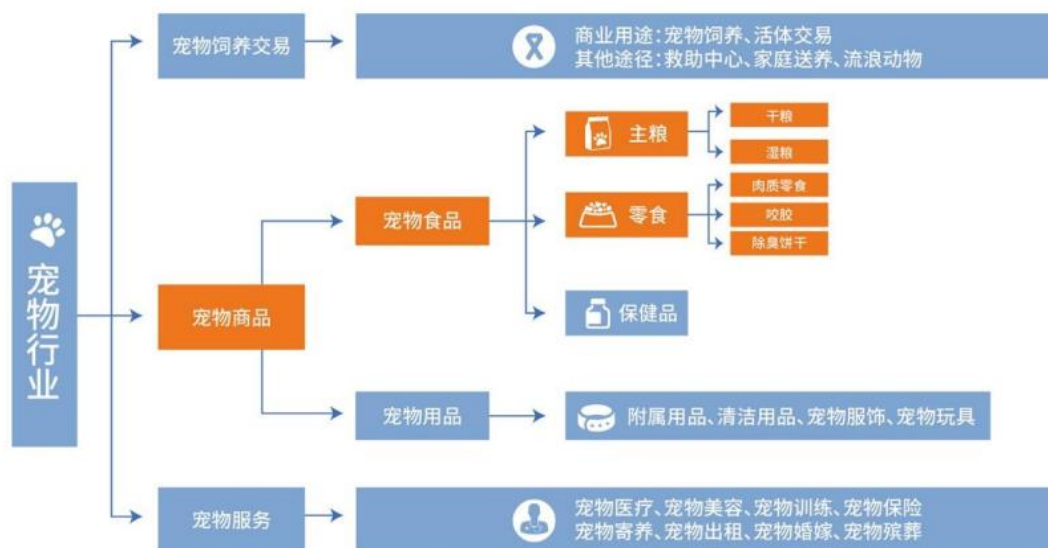
时间	1990-1999 年	2000-2009 年	2010-至今
人均 GDP (元)	1,663-7229	7,942-26,180	30,808-70,892
65 周岁以上人口数量 (万)	7606.6	10018.2	14835.4
65 岁及以上人口占比	6.31%	7.7%	10.72
结婚率	7.75%	7.04%	8.72%
离婚率	0.84%	1.32%	2.73%

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

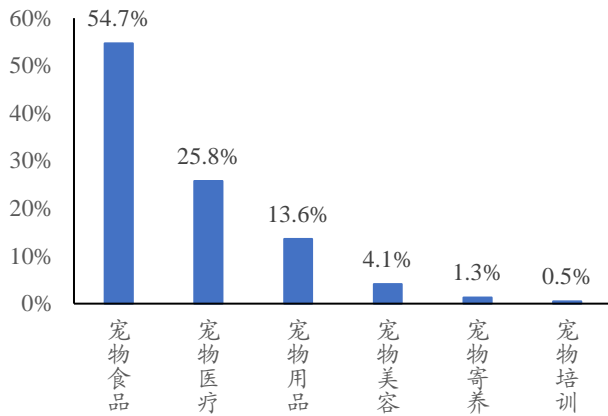
目前，宠物行业产业链逐渐清晰完善，主要包括宠物饲养、宠物交易、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物训练、宠物保险，以及宠物殡葬等一系列商品和服务链条。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》：2020 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达 2065 亿元，宠物消费支出占比由高到低依次为宠物食品 54.7%、宠物医疗 25.8%、宠物用品 13.6%、宠物美容 4.1%、宠物寄养 1.3%、宠物培训 0.5%；从宠物消费结构看，宠物食品消费是最大的养宠支出，主粮、零食、营养品消费支出分别占宠物食品消费的 65.6%、32.5%和 1.8%。

图表 19 宠物产业链分布



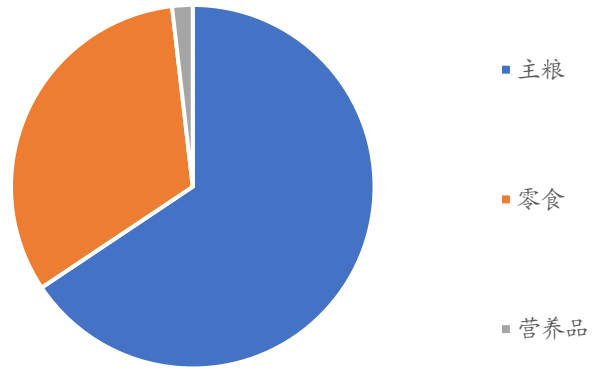
资料来源：福贝宠物招股说明书，华安证券研究所

图表 20 2020 年宠物消费结构图



资料来源: 2020 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 21 2020 年宠物食品结构图

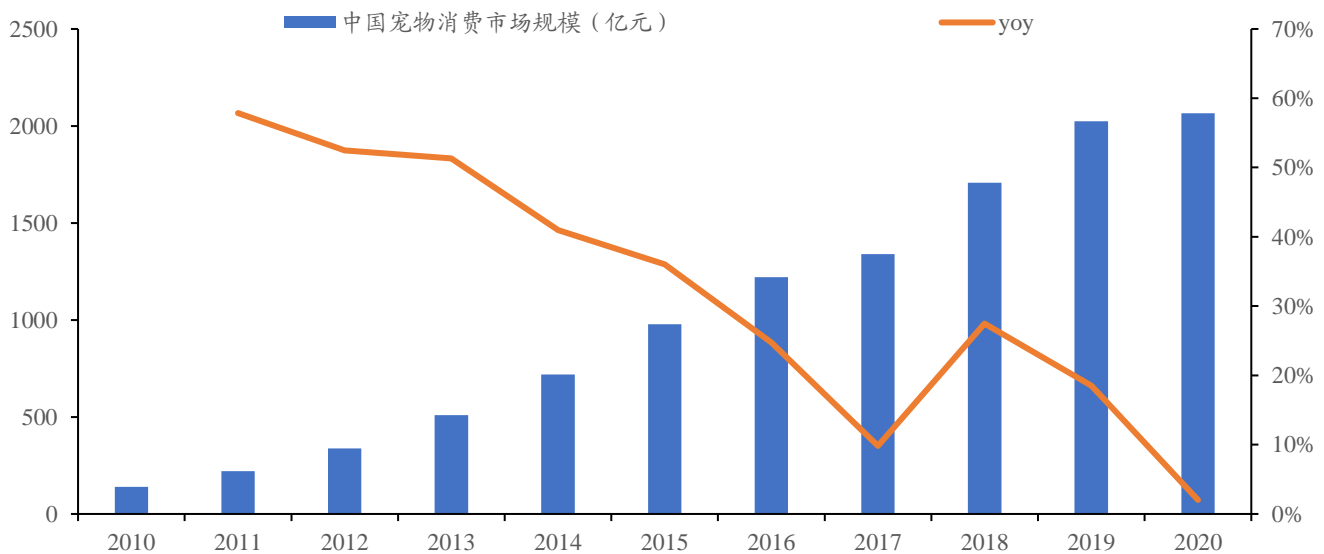


资料来源: 2020 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

### 2.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大, 行业增速略有放缓

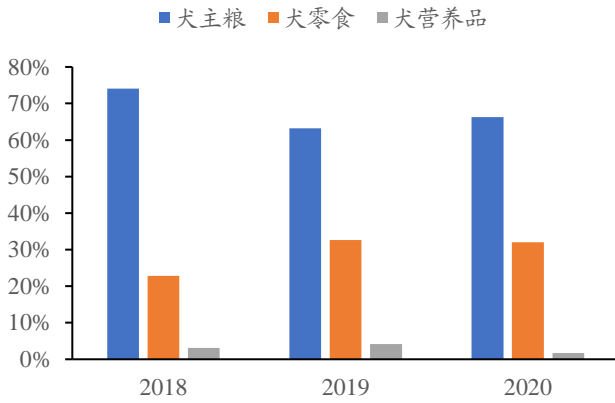
2010-2020 年, 我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元, 年复合增长率高达 30.9%, 2011 年 100 亿增长至 2020 年 700 亿规模, CAGR 达 21.5%。2020 年, 宠物消费市场规模增长放缓至 2%, 2021 年仍保持低速增长。我们认为, 2020-2021 年增速放缓的主要原因是, 新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大, 潜在宠物消费者暂缓入市。

图表 22 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况



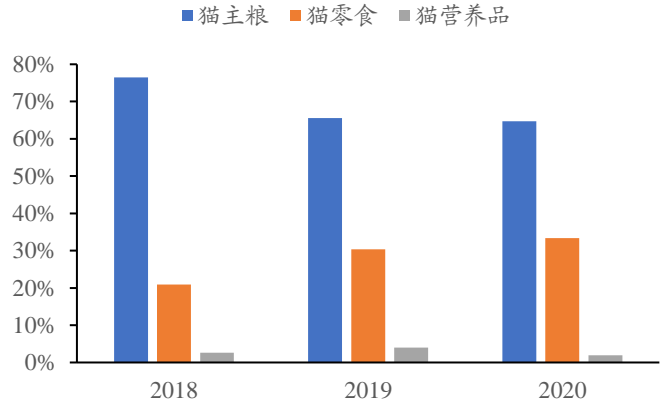
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 23 2018-2020 年宠物犬食品消费结构, %



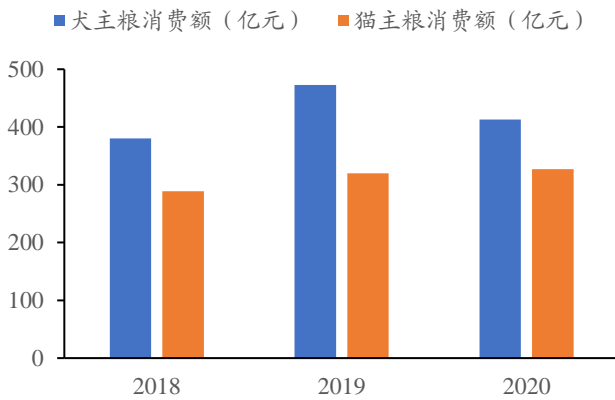
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 24 2018-2020 年宠物猫食品消费结构, %



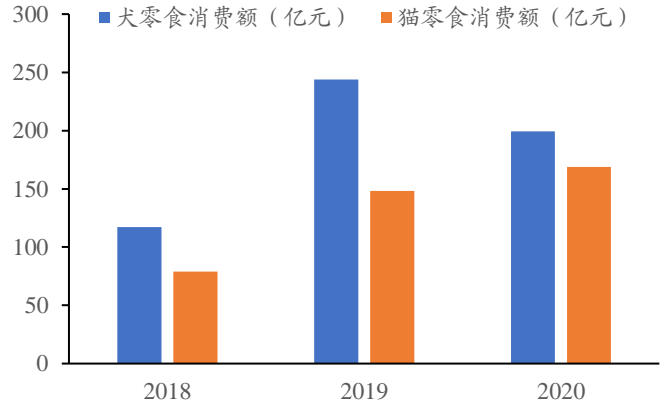
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 25 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 26 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

从中长期维度看, 中国宠物渗透率、宠物犬猫年均支出均远低于主要养宠国, 宠物消费市场增长潜力巨大。中国宠物渗透率 17%, 而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45%和 38%; 中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只, 中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元, 均低于主要养宠国。

中国养宠消费支出结构与美国养宠消费结构存在较大差别。美国养宠消费结构中宠物医疗占比最高, 宠物猫、狗医疗支出均超过消费支出的 40%, 美国宠物医疗主要包括定期检查与外科兽医出诊费用, 以外科兽医出诊费用为主, 宠物食品在美国养宠消费结构中同样占据较大比例, 宠物猫、狗分别达到 37.4%、28.5%。相比之下中国养宠消费结构中宠物食品支出更为突出, 宠物猫狗食品支出占比分别达到 57.2%、52.8%。宠物医疗占比相对较小, 仍有较大提升空间。

图表 27 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表

	美国	英国	澳洲	日本	中国
猫犬数量 (万只)	17300	1650	890	1858	9915
犬数量 (万只)	9700	900	510	880	5503
猫数量 (万只)	7600	750	380	978	4412
宠物渗透率 (%)	68%	45%	62%	38%	17%



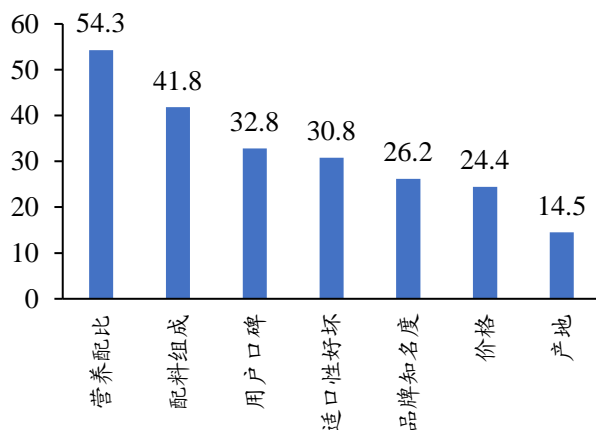
人均猫数量 (只)	0.23	0.11	0.15	0.08	0.04
人均犬数量 (只)	0.30	0.13	0.20	0.07	0.03
人均宠物护理支出 (美元)	162	93	-	42	7
宠物犬年消费支出	1,381	1,478	1,154	3170	869
食物	259	-	346	590	330
零食	76	-	-		170
维生素	58	-	104	-	8
医疗护理	638	-	492.2	552	165.1
寄养	229	-	76.6	-	15.6
宠物猫年支出 (美元)	908	1,419	682	1506	679
食物	228	-	205	390	251
零食	58	-	-		130
维生素	54	-	61	-	7
医疗护理	374	-	289.4	291	129.7
寄养	120	-	68.1	-	9.5

资料来源: APPA, Anicom Insurance, RSBCA, Groomarts academy, Statista, World Bank, 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

我国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%, 预计到 2021 年, 可投资资产规模将达 268 万亿元, 人均可支配收入显著提高。

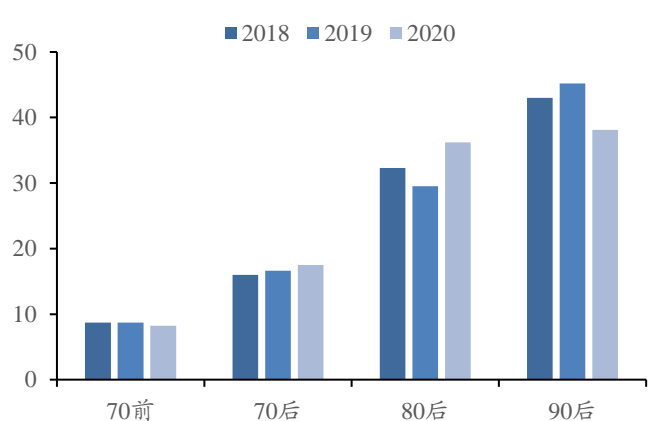
宠物经济是年轻人的“孤独生意”, 日益年轻化的消费群体不断推动着宠物行业走向繁荣。超 6 成的受访者会视宠物为自己的家庭成员, 85% 的受访者愿意为宠物购买原料更优质、价格更高的宠物食品。根据第七次人口普查数据, 我国人口年龄结构变化呈现中间落、两头升的趋势, 老龄化加剧, Z 世代成为消费主力, 无论是文化娱乐还是实体商品, 年轻人花在能满足他们精神领域的消费比例越来越高。年轻化的消费者情感消费趋势明显, 对新鲜事物接受度更高, 除了关注品牌外, 对于宠物食品的质量、营养、安全性以及宠物喜爱程度等要素更加关注, 这些养宠观念和消费观念对于宠物食品的细分化、高端化、健康化提出更多要求。

图表 28 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

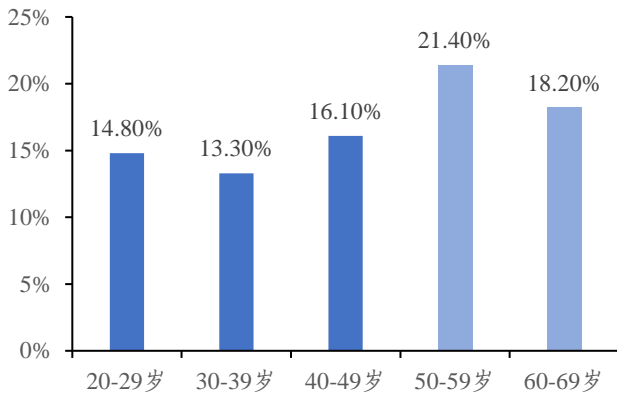
图表 29 2018-2020 年我国宠物主年龄分布, %



资料来源: 2020 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

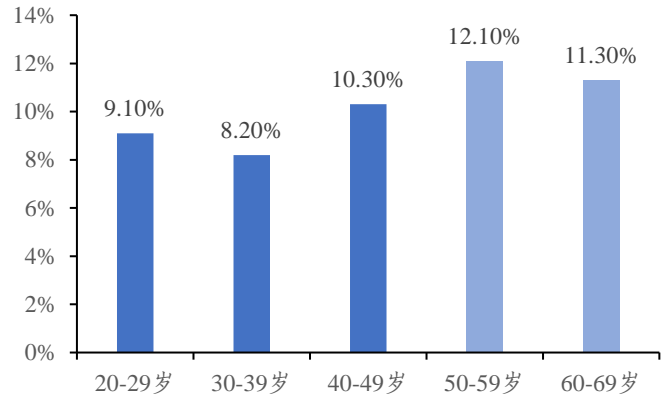
伴随老龄化程度加深，未来老年人养宠有望成为国内市场新的驱动因素。对比日本宠物发展历史来看，养宠的潮流是从陪伴的需求开始的，养宠的主要人群经历了从中青年到老年的转变，现阶段我国年轻人饲养宠物的比例远大于老年人，但随着人口老龄化以及生育率的降低，人们把宠物当作家庭成员的情感需求越来越强烈，越来越多的家庭将会选择饲养宠物，未来我国老年人饲养宠物的比例有望继续上升，带动宠物市场持续增长。

图表 30 2012 年日本宠物狗主人年龄分布



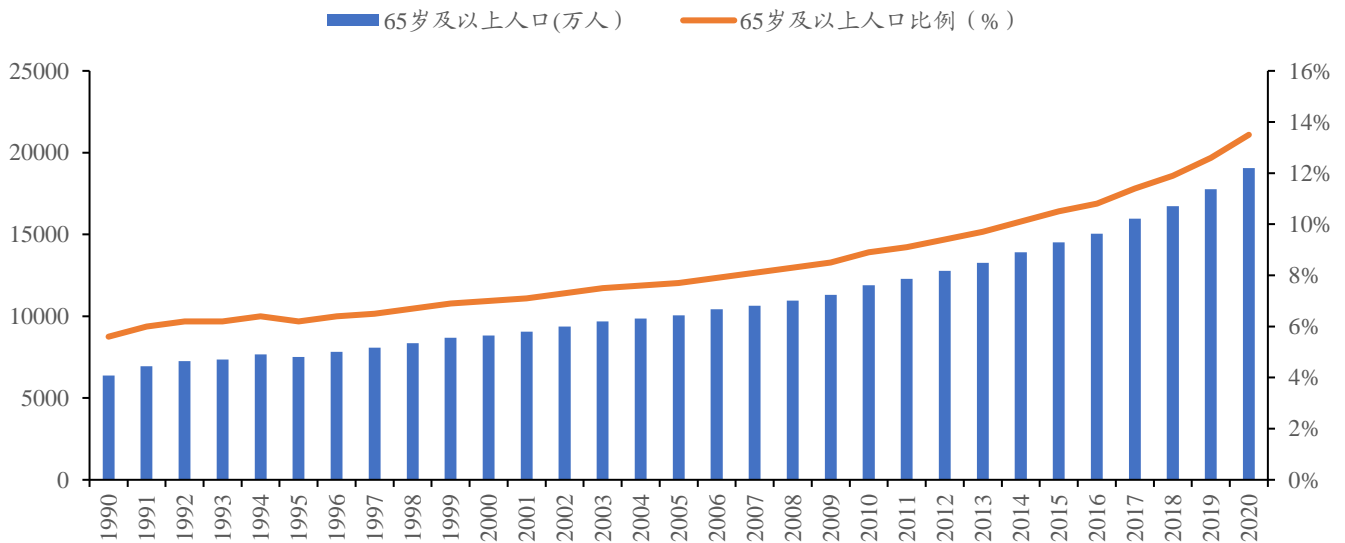
资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 31 2012 年日本宠物猫主人年龄分布



资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 32 我国人口老龄化程度不断加剧

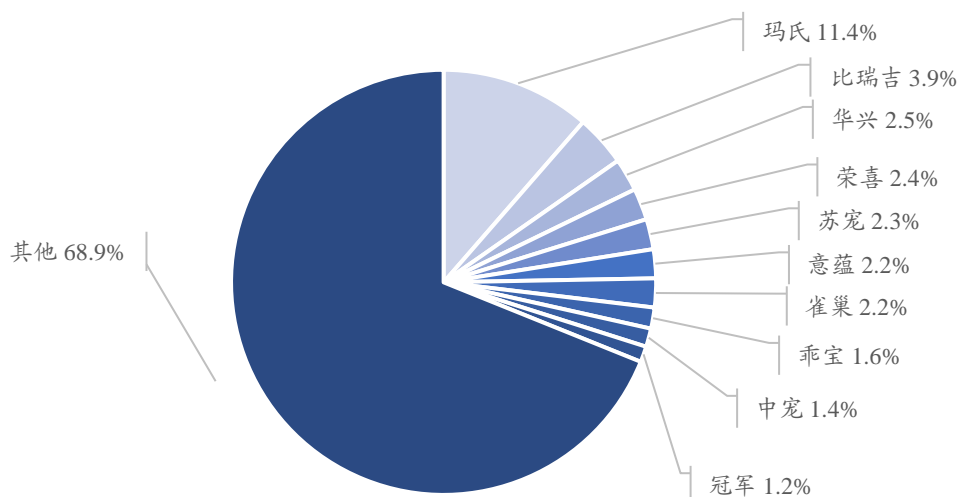


资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起

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 33 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

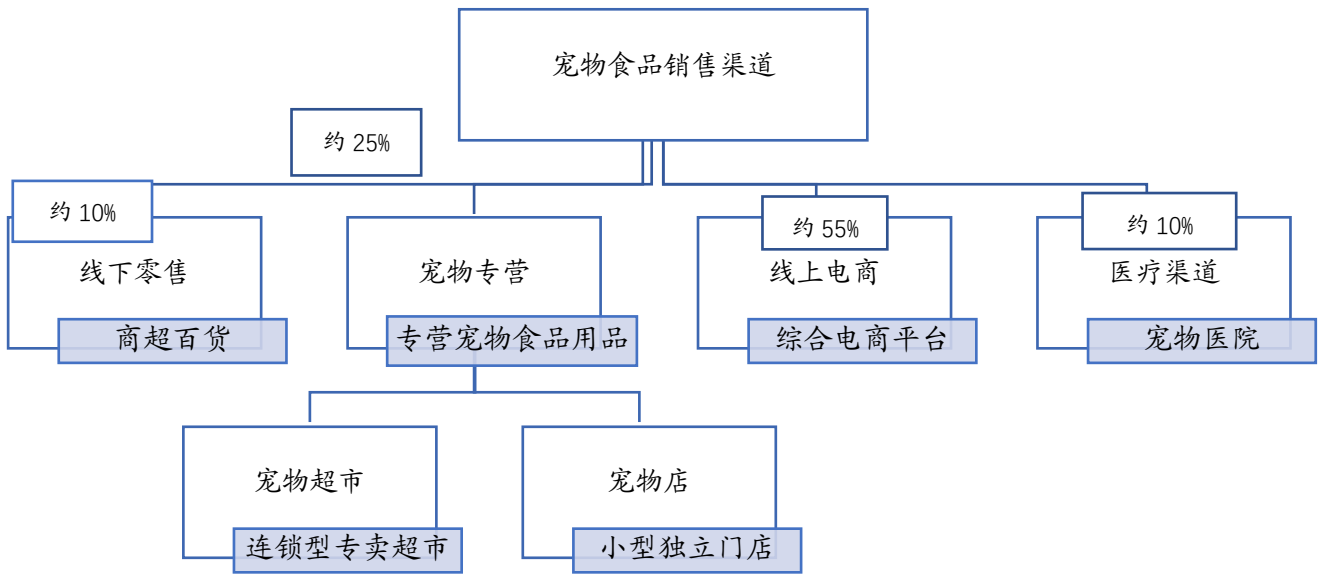
**宠物食品呈现高电商渗透率特点，线上销售占比超 50%。**根据欧睿数据，目前中国宠物食品销售渠道中线上销售占比超 50%，宠物店达 25%，商超渠道约占 10%。受近几年线上购物发展趋势影响，叠加疫情因素众多宠物店线下门店未开业，加之宠物食品国货品牌行业集中度较低，线上宠物食品品牌数量超过 400 个，电商已经成为宠物食品行业最为重要销售渠道。

图表 34 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 35 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大



资料来源：欧睿，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、福贝、疯狂的小狗等国货品牌突围与崛起创造了有利机会。

图表 36 国产宠物品牌粉丝数

品牌	品牌属性	天猫官方旗舰店粉丝数(万人)	抖音官方号粉丝数(万人)
麦富迪	国内	193	6.5
疯狂小狗	国内	107	33.6
比瑞吉	国内	77.3	16.8
伯纳天纯	国内	19.6	3.1
皇家	海外非进口	192	61
玛氏	海外非进口	86	0.57
冠能	海外非进口	63.5	0.6
海洋之星	海外进口	52.9	3.5
素力高	海外进口	7.3	6.4
爱肯拿	海外进口	0.6	-
Go!	海外进口	19.4	-
渴望	海外进口	0.7	-

资料来源：天猫，抖音，华安证券研究所

**2021 年双十一期间，新锐宠物品牌的增速十分显著，国货品牌表现亮眼。**在天猫宠物双十一全周期成交排行榜 Top10 中，中国品牌占据六位，分别是：麦富迪、卫仕、PIDAN、凯锐思、网易严选、耐威克，旗舰店方面千万级新锐商家品牌达 14 个；京东平台同样出现相似情况，中国品牌在宠物品牌成交排行榜 Top10 中占据五位，分别是麦富迪、博纳天纯、卫仕、耐威克、比瑞吉，双十一新品牌的成交额同比增长了 387%。更多新锐商品通过沉淀品质、提升性价比、占领电商平台、创意营销等方式，获得新一代消费者的青睐，实现弯道超车。

图表 37 2021 年双十一期间品牌销量排名

排名	天猫	京东
1	麦富迪	皇家
2	皇家	麦富迪
3	Orijen 渴望	Orijen 渴望
4	爱肯拿	伯纳天纯
5	卫仕	卫仕
6	PIDAN	爱肯拿
7	凯锐思	冠能
8	Ziwi	耐威克
9	网易严选	比瑞吉
10	耐威克	福来恩

资料来源：天猫、京东双十一战报，华安证券研究所

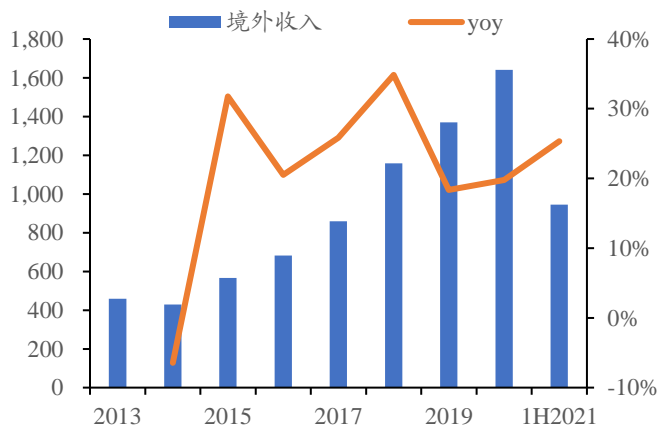
### 3 海外市场稳扎稳打，业务营收稳步提升

#### 3.1 海外收入复合增长率 20%，前五大客户收入占比近 5 成

公司收入和利润主要源自于海外市场，1H2021 公司海外销售收入占主营业务收入 75.03%。公司产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区，主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，它们大多不从事生产，主要依靠从生产企业购买加工完成的宠物食品，再贴牌销售，少数客户为当地的宠物用品零售商店。

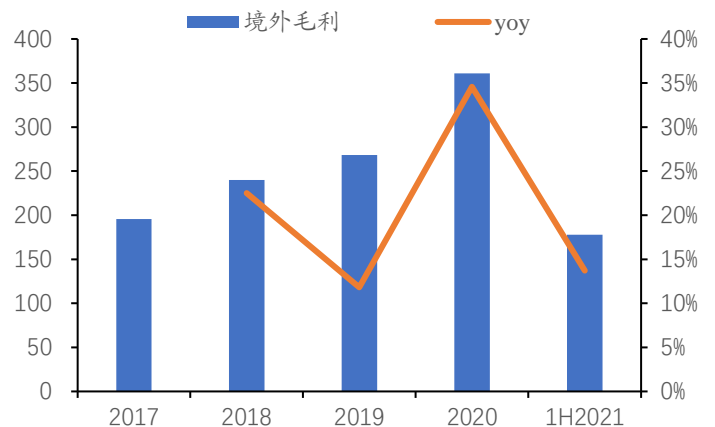
2013-2020 年，公司海外收入从 4.59 亿元大幅攀升至 16.41 亿元，年复合增长率 20%；1H2021，公司海外收入 9.45 亿元，同比增长 25.3%。2017-2020 年，公司海外业务毛利从 1.96 亿元稳步攀升至 3.61 亿元，年复合增长率 22.6%，1H2021 公司海外毛利 1.78 亿元，同比增长 13.7%。

图表 38 公司海外收入及增速走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 公司海外毛利及增速走势图

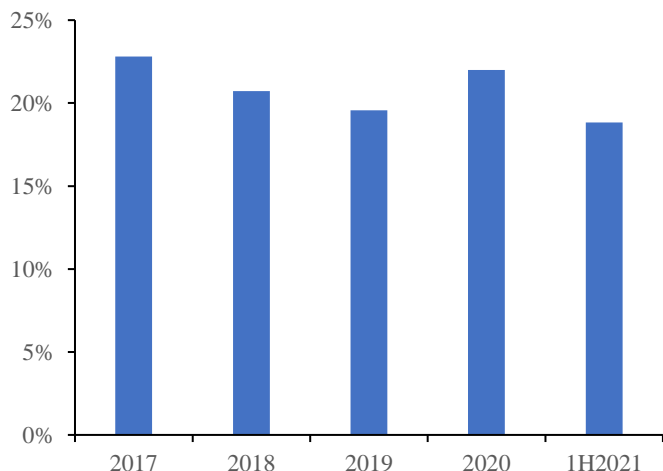


资料来源：公司公告，华安证券研究所

在国外市场中，公司主要是按照客户订单生产 OEM 或 ODM 产品，公司海外前五大客户收入占比近 5 成。在努力扩大 OEM/ODM 产品市场规模的同时，公司通过参加国际展会、在专业杂志投放广告等方式逐步加强自主品牌在国外市场的推广力度，积极培育自主品牌市场，公司自主品牌产品已销往欧洲、日本、澳大利亚等几

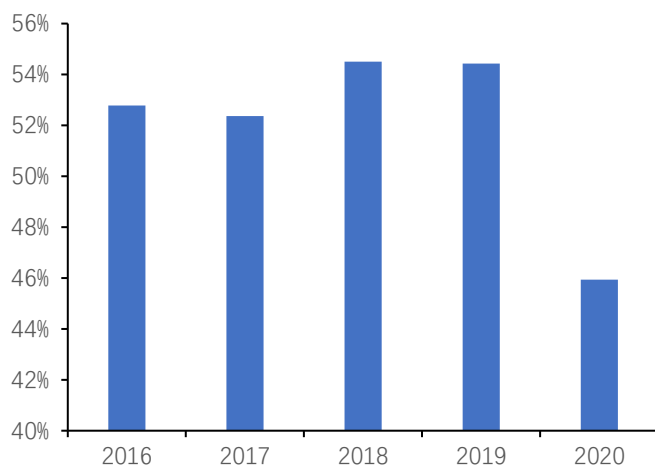
十个国家与地区，截至目前自主品牌销量仍较小。

图表 40 公司海外业务毛利率走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 公司海外前五大客户收入占比

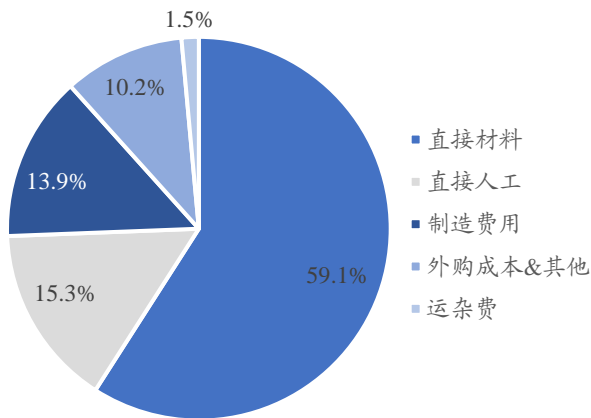


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.2 公司盈利受鸡肉价格、汇率双重影响

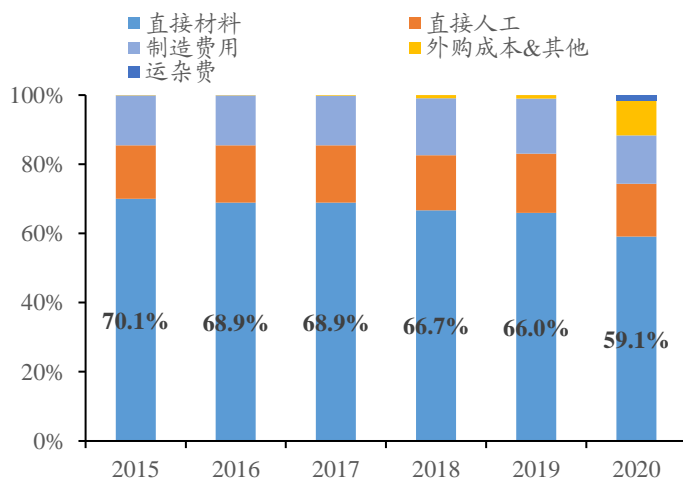
公司利润的主要影响因素包括原材料价格的波动与汇兑损益。公司最主要的原材料为鸡肉。公司宠物零食主营成本构成从高到低依次为，直接材料 59.1%、直接人工 15.3%、制造费用 13.9%、外购成本&其他 10.2%、运杂费 1.5%；

图表 42 公司宠物零食原材料占比走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

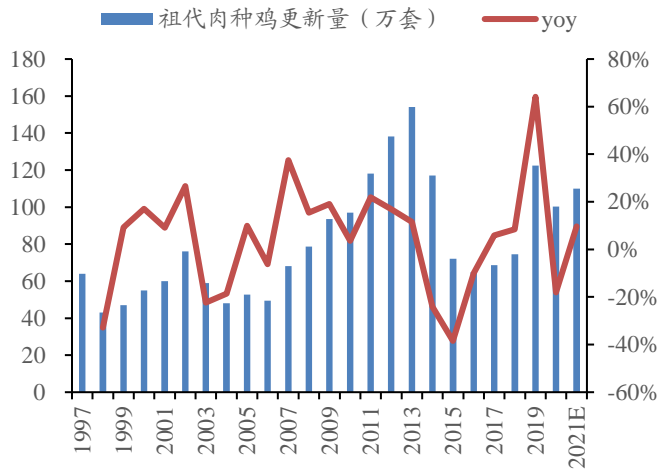
图表 43 公司宠物零食原材料占比走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

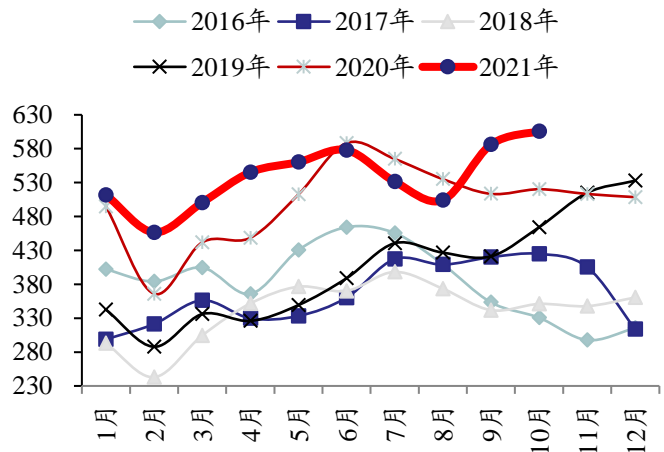
2020 年全国白羽肉鸡祖代更新量 100 万套，同比下降 18%，对应 2022 年白羽肉鸡价格有望企稳回升；今年 1-10 月全国祖代更新量 104.71 万套，同比大增 31%，对应 2023 年鸡价或下行。我们预计 2022-2023 年，鸡肉价格波动对公司成本影响相对有限。

图表 44 白羽鸡祖代更新量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 45 父母代鸡苗销量走势图，万套

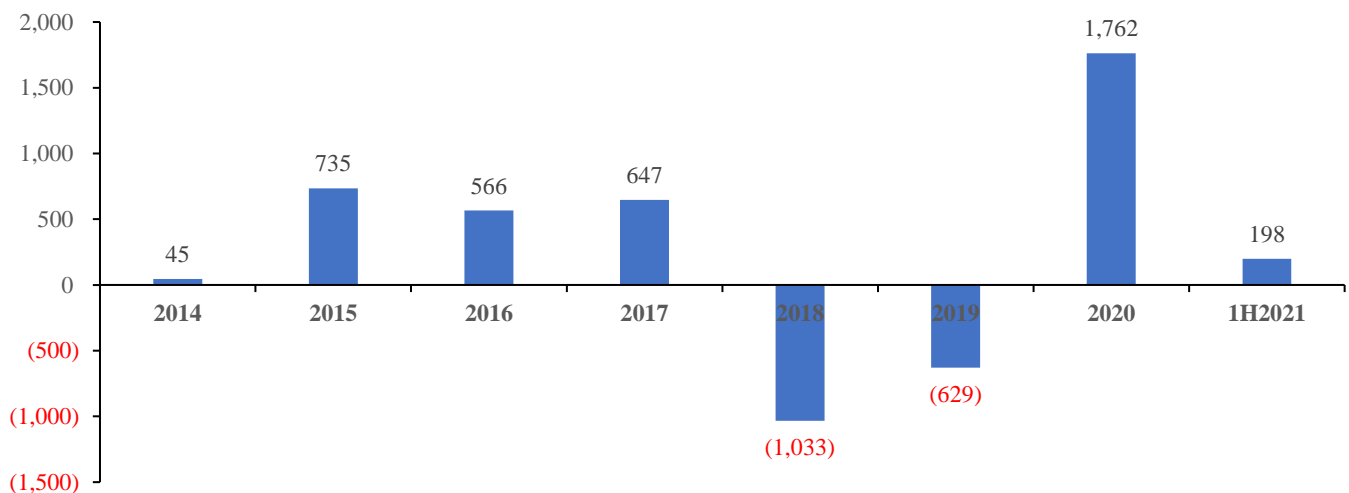


资料来源：公司公告，华安证券研究所

人民币汇率波动会影响公司出口产品的价格，对公司产品的国际竞争力产生影响，同时会产生一定的汇兑损益。在人民币升值趋势下，2021年前三季度美元汇率处于相对低点，对公司收入计价以及毛利率造成一定负面影响，公司海外业务业绩承压，1H2021公司汇兑损失198万。

然而，汇率损失科目仅反映期初和期末两个时点，公司所拥有的外币资产兑换成人民币的损益，无法体现公司期中收到订单后的收入损失。据我们判断，公司与客户之间议价能力均有限，由于公司海外客户是头部厂商，如美国品谱、Costco、日本的欧亚玛、尤尼加、英国的 Armitage 等，他们对产品供应的稳定性、质量、交期等因素的看重程度高于价格，因此，他们除公司外不容易找到能够保质保量的供应商；反之，公司客户已是当地市场头部客户，公司也难以找到同样体量的大客户。因此，公司海外业务收入与盈利将持续受鸡肉价格和汇率波动的影响。

图表 46 公司汇兑损益走势图，万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 宠物零食毛利率、鸡产品价格、汇率走势图

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
宠物零食毛利率	15.2%	18.7%	22.5%	26.3%	23.8%	20.8%	20.9%	24.2%	19.7%
白羽肉鸡价格(元/公斤)	8.58	8.78	7.29	7.72	6.73	8.50	9.80	7.41	8.77
汇率(美元/人民币)	6.20	6.14	6.23	6.64	6.75	6.61	6.90	6.90	6.47
白羽肉鸡价格 yoy		2.4%	-16.9%	5.8%	-12.8%	26.3%	15.4%	-24.4%	18.4%
		-	+	-	+	-	-	+	-
汇率 yoy		-0.8%	1.4%	6.6%	1.7%	-2.1%	4.3%	0.0%	-6.2%
		-	+	+	+	-	+	+	-
毛利率综合影响		-	+	不清	+	-	不清	+	-

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

### 3.3 严格把控产品质量, 历史零失误

**公司产品质控优势突出。**在“抗生素”事件以后, 海外核心客户群体对于宠物食品上游供应商的质量控制趋势要求更加严格。公司坚持“质量就是生命”的宗旨, 自始至终严把质量关, 从原料进厂到产品生产过程再到成品出厂均需进行严格的检验, 公司主要产品所用的鸡肉原料都是按国家出入境检验检疫局要求在相关政府部门备案的企业名单中选择供应商进行供应, 要求其鸡肉原料的微生物含量、药物残留、重金属残留等指标均符合国家标准要求。

中宠股份检测中心是全过唯一一家通过 CNAS 认可的宠物食品、饲料的生产企业实验室。可以进行 20 多项理化、微生物方面检测, 可以满足不同进口国关于宠物食品质量安全基本要求。

图表 48 公司国家认可实验室



资料来源: 公司官网, 华安证券

公司建立“产品可追溯体系”和“缺陷产品召回制度”, 通过实施该制度, 公司可以从成品追溯到加工该成品所用原料、辅料、包装袋的批次、供应商、入库时间,



可以确定使用该批原料、辅料、包装袋的所有产品的去向，同时找出加工该产品的时 间、关键加工环节的执行情况、执行人、发货时间等相关信息，实现了产业链全 程监控，从根本上确保了产品质量安全。

公司与下属子公司已先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO22000 食品 安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体 系认证、HACCP 危害分析及关键控制 点体系验证、GMP 良好操作规范体系验证、BRC 食品安全全球标准认证等认证和 美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册、加拿大宠物食品官方注册等多个国家的注 册，是目前国内取得国内外权威认证较多的企业之一。

图表 49 公司多项品质级权威质量认证



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3.4 供应链全球化布局，提高抗风险能力

2014 开始，公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨投资建设工厂，目前海 外工厂已有 6 家。通过海外自有工厂的建设，公司不断完善全球化布局，发挥在产 品研发、品质管控和成本控制等等方面的供应链优势，提高公司在全球市场的核心 竞争力。2020 年公司与富勒正式签约，引入富勒供应链执行解决方案(涵盖 FLUX OMS/OCP/WMS)，打造数字化、透明化、协同化的供应链管理模式。

图表 50 公司海外工厂

海外工厂	投产时间	主要产品
美国工厂	2014 年	烘干肉类宠物食品
加拿大工厂	2018 年	烘干肉类宠物食品
柬埔寨工厂	2020 年	宠物肉类产品、可食用咬胶产品
新西兰 ZEAL 工厂	-	天然宠物食品
新西兰 PFNZ 工厂	2021 年	宠物湿粮
新西兰湿粮工厂	在建	宠物湿粮

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司通过海外投资建厂实现本土化生产与本土化销售，规避国际政治、经济、 外部环境变化对企业带来的风险，提高公司的抗风险能力以及盈利能力。2021 年上 半年公司完成了新西兰最大的宠物罐头工厂 PFNZ 公司 70% 股权的收购交割，继续

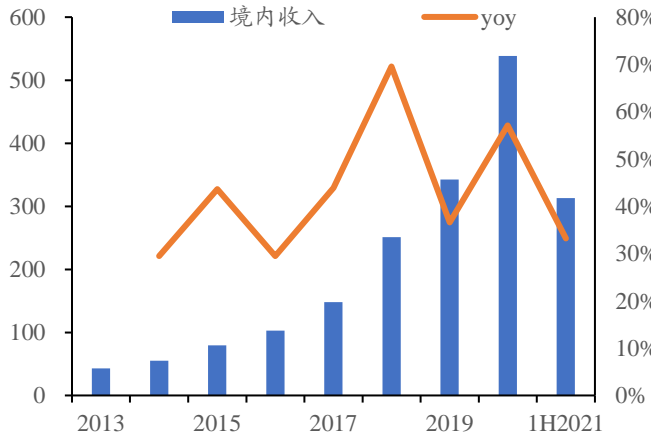
加强公司产品线的丰富程度和产品交付能力。

## 4.大力拓展国内市场，增强自主品牌影响力

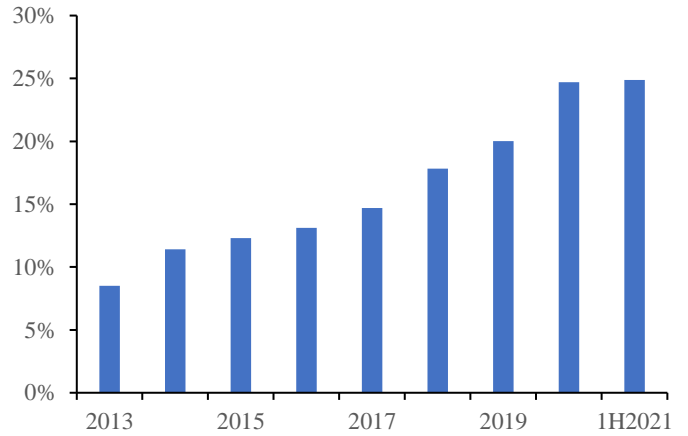
### 4.1 国内业务快速增长，国内收入占比近 25%

公司的国内业务以自有品牌为主，通过参加国内展会、投放广告、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广、新媒体运营等方式开拓国内市场。2013-2020 年，公司国内收入从 0.43 亿元大幅攀升至 5.38 亿元，年复合增长率 43.6%，现已形成了以零食为先发品类，干粮、湿粮齐头并进的发展思路。1H2021，公司国内收入达 3.13 亿元，同比增长 33.2%。国内销售收入占主营业务收入 24.9%。

图表 51 公司国内业务收入及增速走势图，百万元



图表 52 公司国内业务收入占比走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 4.2 品牌矩阵完善、加强核心品牌建设

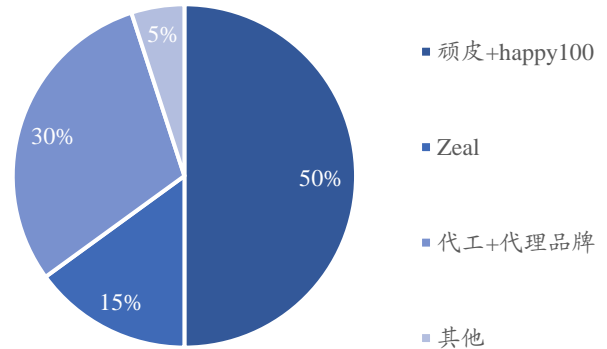
国内宠物食品市场竞争逐步从单纯的价格竞争、渠道竞争演变为品牌竞争。在品牌运营方面，公司贯彻以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”为核心的品牌战略，通过不同品牌定位迎合各细分市场需求。今年 9 月，公司收购杭州领先 50% 股权，现持有杭州领先 90% 股权，也将协助发展领先。今年上半年，公司国内收入占比依次为顽皮+happy100 占比 50%、Zeal15%、代工+代理品牌 30%，其他 5%。

图表 53 公司国内核心自主品牌列表

	名称	主要内容	渠道
国内核心自主品牌	Wanpy 顽皮	中端品牌，全品类覆盖，宠物零食和湿粮这两个品类在国内有较高品牌认可度	线上、线下均衡
	Zeal 真致	2018 年并购，新西兰原装进口，定位高端品牌，以零食为主，会扩充湿粮	线下偏多
	领先	以淘系为基本盘，目前在开拓线下，以干粮为主，现也有湿粮和零食	线上为主

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 54 公司 1H2021 国内主要品牌销售占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1999年, Wanpy 品牌正式在国内市场销售, 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”, 2014 年被评为“中国驰名商标”。早期主打鸡肉干宠物零食, 开创了中国营养肉干类宠物零食这一全新领域, 定位中端市场, 创造了“顽皮”就是鸡肉干, 鸡肉干就是“顽皮”的佳话。

在 Wanpy 零食品类优势的基础上, 公司实施差异化战略, 逐渐向干粮、湿粮、洁齿骨全品类扩展。公司旗下产品推出了以“鲜”为核心特色的湿粮产品矩阵以及主打“无谷”、“低敏”特色的主粮产品, 2021 年前三季度 Wanpy 品牌国内市场销售收入同比增长 49%, 干粮产品销售收入同比增长逾 100%。

图表 55 WANPY 品牌主要产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

依托 Wanpy 顽皮强大的品牌力, 公司进行多品牌品类矩阵建设, 进行产品交叉营销, 互相导流, 通过不同品牌定位去迎合细分市场的精细化需求。2020 年, 在常规干粮的基础上, 公司在 Wanpy 和 Happy100 品牌中添加肉干或冻干, 提高了产品的含肉量与适口性, 为下沉市场的中低端客户提供了更多的选择。公司也针对高端消费人群, 推出高端系列的纯肉干主粮以及 Zeal 品牌的天然宠物零食、牛奶和主打零添加的 0 号罐湿粮产品, 满足不同养宠群体的多元化需求。

图表 56 公司国内产品品牌定位一览

品牌定位	高端 (价格>100 元/kg)	中端 (价格 50 ~ 100 元/kg)	低端 (价格<50 元/kg)
狗主粮	Wanpy 顽皮	Dr.Hao、Wanpy 顽皮	Happy100、爱宠私厨、脆脆香、中宠
狗零食	Zeal、King Kitty、Wanpy 顽皮	Wanpy 顽皮	Happy100
猫主粮	Wanpy 顽皮	Wanpy 顽皮、Sea Kingdom	Happy100、脆脆香、中宠
猫零食	Jerky Time、King Kitty、Zeal	Wanpy 顽皮	Happy100

资料来源: 公司官网, 公司年报, 华安证券研究所

图表 57 中宠旗下高端零食代表 ZEAL 产品系列

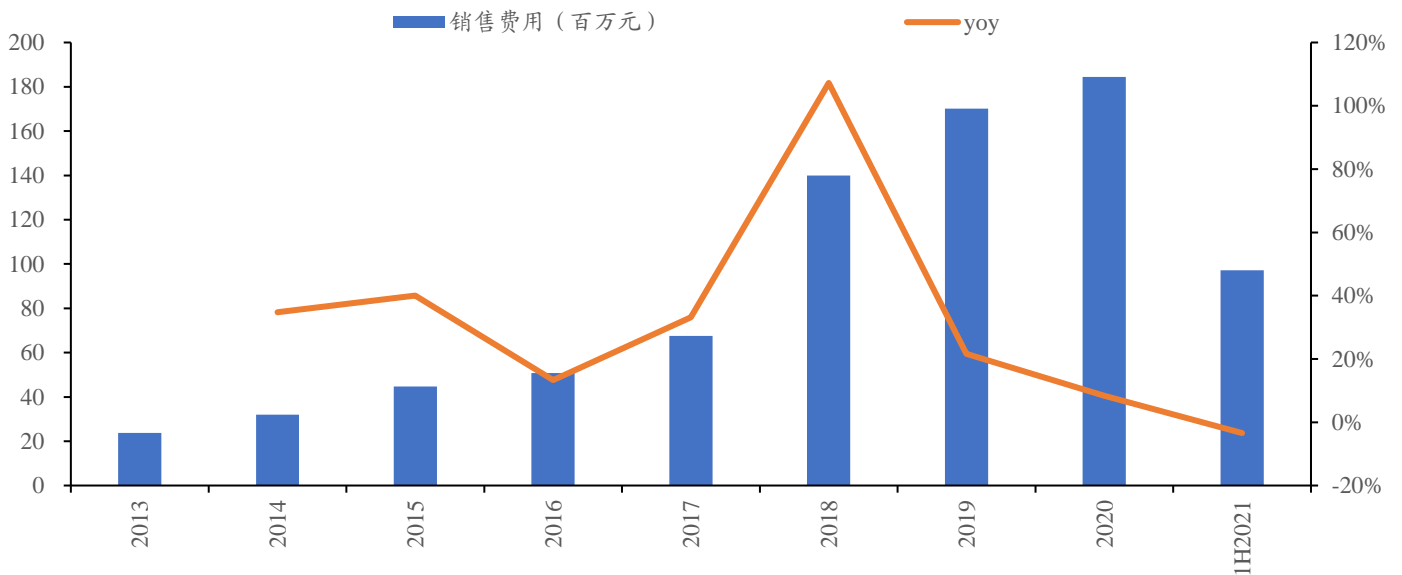


资料来源：公司官网，淘宝网，华安证券研究所

### 4.3 销售费用稳步攀升，国内业务深耕细作

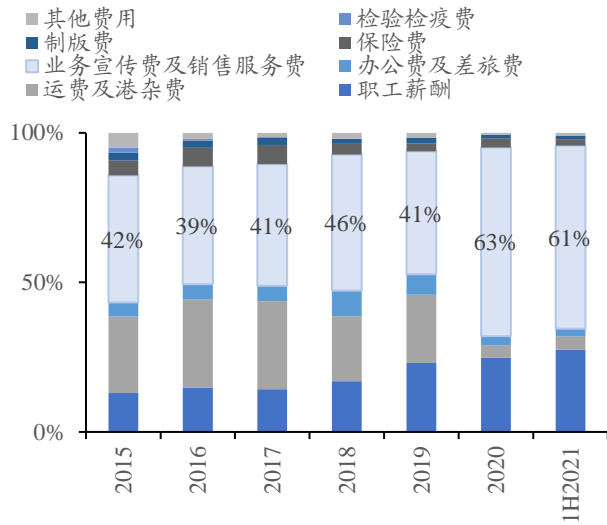
公司稳步投放销售费用，深耕细作国内业务，持续加强核心品牌建设。公司销售费用投放从2013年0.24亿元稳步攀升至2020年1.84亿元，年复合增长率34%；公司销售费用投放主要包括职工薪酬、运费及港杂费、保险费、制版费、业务宣传及销售服务费以及办公差旅费。其中，业务宣传费及销售服务费占比从2013年42%上升至2020年63%，运费与港杂费占比从2013年26%下降至2020年4%，职工薪酬从2013年13%上升至2020年25%，占比稳步提升。

图表 58 公司销售费用及增长率走势图



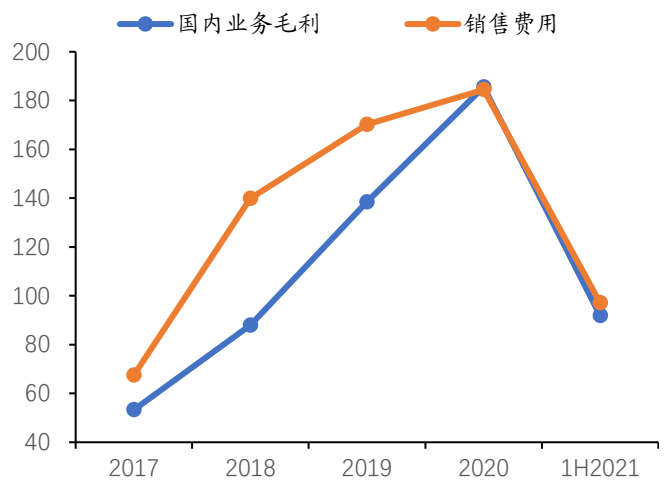
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 59 公司销售费用细分占比走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

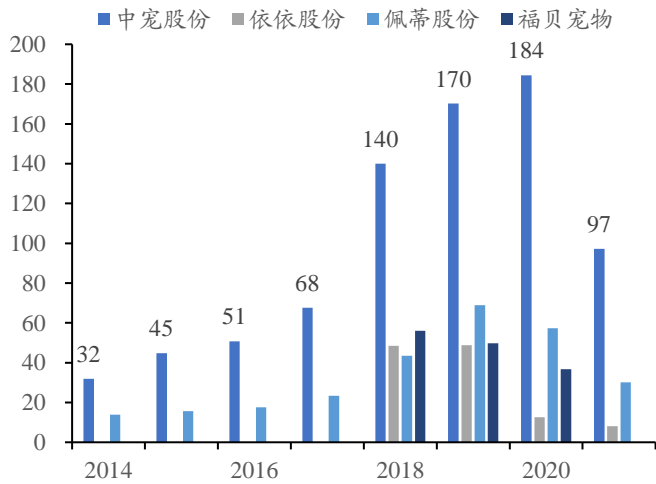
图表 60 公司销售费用与国内业务毛利对照图，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

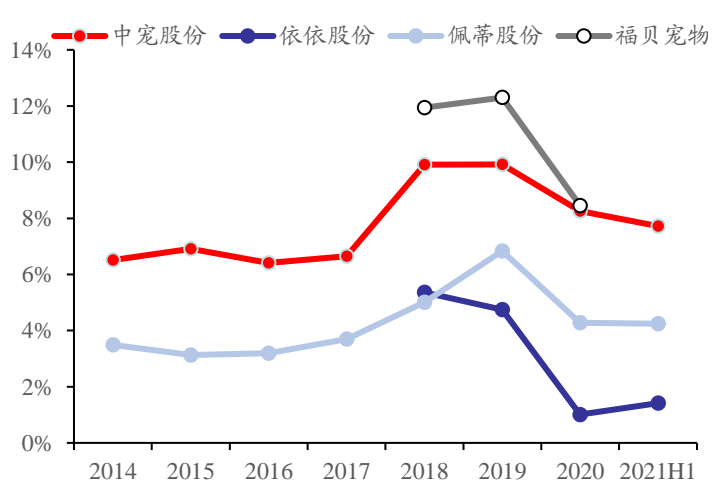
公司销售费用、销售费用率、推广宣传费、推广宣传费占比在已上市宠物公司、拟上市公司中基本处于最高水平。2020 年公司销售费用达 1.84 亿，远超可比公司佩蒂公司、依依股份的销售费用 5700 万、1300 万，同时，公司销售费用率从 2013 年 6.51% 增长至 2020 年 8.26%，在可比公司中处于较高水平。特别是在宣传费用方面，为进一步扩展国内市场，公司不断加大宣传推广，宣传推广费用投入和占比均稳步攀升，宣传推广费用从 2014 年 619.7 万稳步增长至 2020 年 1.2 亿元，年复合增长率 52%，宣传费用在销售费用中的占比从 2014 年 19% 增长至 2020 年 63%，在可比公司中处于最高水平。

图表 61 公司与主要宠物公司销售费用对照表



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 62 公司与主要宠物公司销售费用率对照表



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 63 公司与主要宠物公司推广宣传费及占比对照表**

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
销售费用	中宠股份	32	45	51	68	140	170	184	97
	佩蒂股份	14	16	18	23	44	69	57	30
	依依股份					48	49	13	8
	福贝宠物					37	50	56	
推广宣传费	中宠股份	6	19	20	27	64	70	116	59
	佩蒂股份	1	2	2	2	8	19	29	9
	依依股份					2	2	1	2
	福贝宠物					8	15	28	
推广宣传费/销售费用	中宠股份	19%	42%	39%	41%	46%	41%	63%	61%
	佩蒂股份	6%	10%	11%	11%	18%	27%	50%	29%
	依依股份					4%	3%	6%	25%
	福贝宠物					21%	31%	49%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### 4.4 全渠道精细化布局，新零售打开业务新增长曲线

深耕传统特渠、商超，发力线上电商业务，线上占比 55%、线下占比 45%。公司采用自建团队+外部团队合作的赛马方式，以很快的速度完善了线上销售网络。2021Q3，公司线上、线下销售已较为平衡，线上销售占公司国内营收 55%，线下占比 45%。

**在传统线下渠道方面**，公司不断稳固已有的渠道优势，通过专业的宠物店、宠物医院、商超等全渠道铺设产品，打造品牌形象；公司在沃尔玛、大润发等商超渠道展开战略布局，同时跟国内规模最大的宠物连锁医疗机构新瑞鹏建立了深度的合作关系，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，实现产品导流，塑造优质品牌形象。

**线上渠道方面**，公司与阿里巴巴、京东、苏宁等大型电商平台达成战略合作，同时加大新媒体投入，成立了电商直播团队以及数个专注于线上营销的子公司，致力于打造宠物零售新业态，发力线上渠道，积极拓展客户群体与市场份额。

**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，扩展新零售渠道。**打造涵盖猫犬活体领养、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 大业态的会员零售店，注重宠物消费体验，联合线上线下，利用空间组合式创新和跨界方式，打造宠物本地化零售新模式。同时在疫情期间，公司及时调整战略与新零售平台美团、饿了么等合作，保障疫情期间的无

接触配送, 提高门店本地化服务触达范围。

图表 64 新瑞鹏宠物医疗集团覆盖 30 多个省份 90 多座城市



资料来源: 新瑞鹏官网, 华安证券研究所

图表 65 极宠家融资历史

日期	融资轮次	金额	投资方
2019 年 8 月	战略投资	5 亿元	新瑞鹏集团
2018 年 12 月	Pre-A 轮	未知	瑞鹏集团
2018 年 7 月	天使轮	3100 万元	中宠股份

资料来源: 投资界, 华安证券研究所

图表 66 公司与美团、饿了么等新零售平台合作



资料来源: 饿了么, 华安证券研究所

图表 67 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、1 号店、波奇网等	方便快捷、种类繁多, 大数据支持
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	大润发、欧尚、华润万家等连锁商超	依托大型商场, 消费者信赖度高

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**Wanpy 顽皮推广历程。**2013 年，公司建成第一个干粮工厂，公司以干粮品类为重点，把顽皮品牌打造成“干粮、湿粮、零食”全品类品牌。前期，公司主要通过线下渠道推广，聘任山东酱油企业营销负责人带领公司团队做线下地推。截至目前，公司在主要中高端消费市场，如一二线城市、东部沿海以及西部（成都、西安）养宠氛围比较浓厚的城市均已铺设到位，线下渠道建设较完善。上市前后，公司重点补齐线上渠道不足，与阿里、京东、苏宁等签订战略合作协议，也成立数个专注于线上营销的子公司。借助电商平台以及专业营销团队的数据分析能力帮助公司对消费群体进行全方位观察，实现品牌的精准化营销，优化广告投放策略、提高转化率。

**放弃流量推广。**初期公司以流量做推广，但效果并不好，获得的新客户大部分是价格敏感型，后期没有促销就流失了。公司转变思路，整体营销方向变为以品牌塑造、打造品牌形象为主，提高品牌认知度，占领消费者心智。在营销费用投放方面，品牌和渠道费用投入约 6:4。

**广告投放以线上为主。**目前，公司线下广告较少，主要是通过新媒体方式，如抖音、快手短视频、小红书种草笔记、B 站视频，此外，公司会和萌宠的 UP 主，KOL 进行合作，做吃播，即他们养的宠物可以直接在视频或者直播里试吃公司产品，可将产品性状、宠物食用状态直接传达给消费者。

图表 68 公司新媒体多种方式营销推广



资料来源：抖音，新浪微博，小红书，华安证券研究所

#### 4.4 产业合理规划，新建产能逐步释放

公司通过 IPO 和发行可转债募集资金投资项目陆续投产，预计公司将实现宠物零食超过 2 万吨，宠物罐头 6 万吨，宠物干粮 7 万吨的生产能力。各类产品的产品线将得到进一步完善。

图表 69 公司产品产能计划

产品品类	产能 (吨)	预计/已投产时间	项目	附注
宠物零食	2,000	2003.02	第一加工厂	
	2,000	2006.1	第三加工厂	



	4,000	2009.08	第四加工厂	
	2,400	2015.04	Jerky 工厂一期 (美国)	
	1,600	2016.02	Jerky 工厂二期 (美国)	
	1,000	2016.02	Haos 工厂 (加拿大)	
	3,800	2018.04	3800 吨饼干、洁齿骨生产线 (山东烟台)	2017 年 IPO 项目
	5,000	2019.06	5000 吨肉干零食 (山东烟台)	2017 年 IPO 项目
宠物罐头	10,000	2004.12	第二加工厂	
	30,000	2020.12	马口铁罐头、软包装罐头及铝餐盒等宠物湿粮产品	2019 年可转债
	20,000	待定	新西兰高端宠物湿粮生产线	2020 年定增项目
宠物干粮	10,000	2012.05	第五加工厂 (中德合资)	
	1,000	2018.1	并购新西兰 NPTC、Zeal	
	60,000	2022.11.30	宠物干粮项目	2020 年定增项目

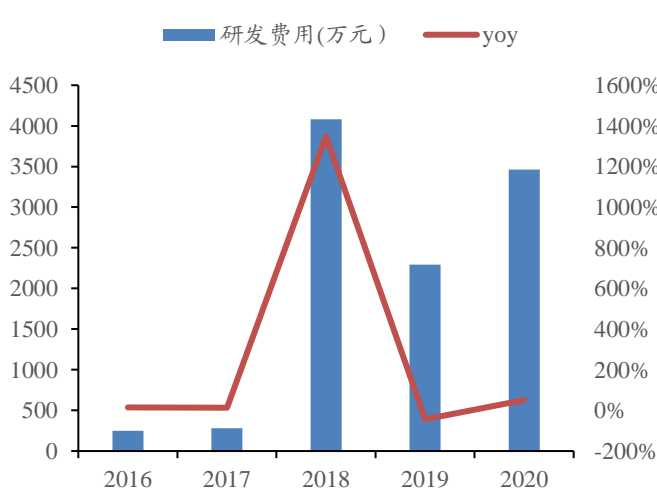
资料来源：公司公告，公司年报，华安证券研究所

宠物干粮项目建设与公司以干粮为抓手的拓展国内自主品牌业务的战略方针相契合，伴随着宠物干粮新建产能的逐步释放，公司能更好地适应日益细分的宠物干粮市场发展趋势，满足“客户一站式采购需求”，提升公司宠物干粮销量，进一步完善公司宠物食品结构。新西兰宠物湿粮项目的投建主要针对国内高端市场，充分利用新西兰天然丰富和安全的原材料资源生产宠物湿粮，拓展高端产品市场，以进一步增强公司核心竞争力。

#### 4.5 重视研发投入，优质新品持续推出

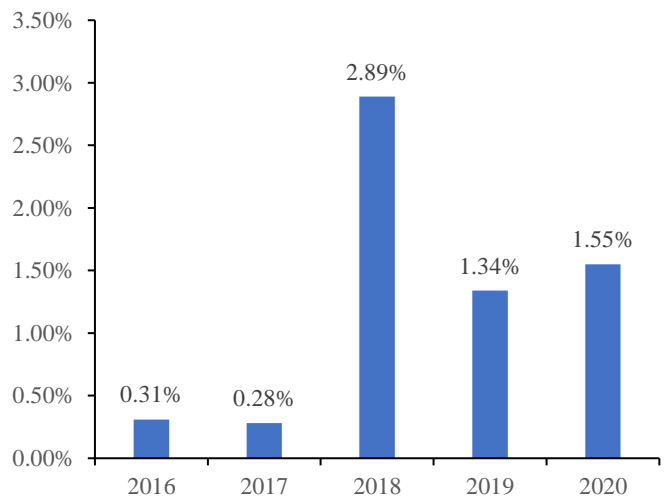
公司重视产品研发，不断完善人才团队建设机制，积极培育在新产品开发及生产工艺改进等方面的研发能力。2014-2020 年，公司研发费用由 294.8 万上升至 3460.8 万，复合增长率达 42.2%。2017-2020 年，公司研发费用占公司营收比例分别为 0.3%、2.9%、1.3%、1.6%，除 2018 年公司研发投入大幅提升外，公司研发费用占比稳步提升。

图表 70 2016-2020 公司研发费用 (万元) 及 yoy



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 71 2016-2020 公司研发费用占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2007 年公司设立技术研发中心, 专注于公司新项目研发、技术引进与改造等工作。2012 年 11 月 30 日, 公司取得了高新技术企业证书, 并于 2018 年通过复审、取得了换发的高新技术企业证书。2020 年, 公司实现新产品研发共计 800 余项, 其中获得订单的新品 298 项。截至 2020 年年底, 公司共有 133 项国家专利, 公司研发的新品涵盖零食、干粮、湿粮、洁齿骨等多个品类, 目前公司产品包括十余个产品系列 1,000 多个品种, 可以满足客户多样化、差别化的需求。

## 5 盈利预测、估值及投资评级

### 5.1 盈利预测

我们假设:

1、销量增速假设: 产能陆续释放, 国内市场加速发展, 公司销量将保持持续快速增长, 预计 2021-2023 年公司宠物零食销量增速分别为 30%、25%、20%; 2021-2023 年公司宠物罐头销量增速分别为 23%、21%、21%, 宠物干粮销量增速分别为 95%、85%、75%;

2、盈利能力假设: 受原材料价格、汇兑波动等影响, 预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 20.2%、19.5%、21.0%;

3、费用假设: 因国内大力拓展电商、新零售渠道, 加大品牌投入宣传力度, 销售费用将保持相对较高增速, 预计 2021-2023 年销售费用增速分别为 15.0%、15.0%、15.0%; 公司费用管理将进一步优化, 预计 2021-2023 年管理费用增速分别为 20%、15%、15%。

图表 72 公司收入成本预测表

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总计</b>									
营业收入	648	791	1,015	1,412	1,716	2,233	2,859	3,760	4,861
yoy	32.0%	22.0%	28.4%	39.1%	21.5%	30.1%	28.1%	31.5%	29.3%
营业成本	496	578	763	1,083	1,308	1,681	2,280	3,025	3,839
yoy	24.8%	16.5%	32.0%	41.9%	20.7%	28.6%	35.6%	32.6%	26.9%
营业利润	152	213	252	329	408	551	579	735	1,022
yoy	62.5%	39.9%	18.5%	30.7%	24.1%	35.0%	5.0%	26.9%	39.0%
毛利率	23.4%	26.9%	24.8%	23.3%	23.8%	24.7%	20.2%	19.5%	21.0%
<b>宠物零食</b>									
营业收入	532	649	837	1,155	1,394	1,712	2,070	2,587	3,104
yoy	36.8%	22.0%	28.8%	38.1%	20.7%	22.8%	20.9%	25.0%	20.0%
营业成本	412	478	637	915	1,103	1,297	1,709	2,174	2,579
yoy	30.3%	16.1%	33.2%	43.6%	20.6%	17.6%	31.8%	27.2%	18.6%
毛利率	22.5%	26.3%	23.8%	20.8%	20.9%	24.2%	17.4%	16.0%	16.9%
<b>宠物罐头</b>									
营业收入	95	117	140	187	232	311	394	491	611
yoy	9.9%	23.3%	19.9%	33.0%	24.2%	34.0%	26.7%	24.6%	24.6%

营业成本	70	84	103	130	159	227	288	370	468
yoy	2.5%	19.2%	22.8%	26.4%	22.3%	42.8%	27.1%	28.4%	26.5%
毛利率	26.2%	28.6%	26.9%	30.5%	31.6%	27.1%	26.9%	24.7%	23.5%
<b>宠物干粮</b>									
营业收入	15	15	23	49	63	142	285	544	980
yoy	101.4%	3.9%	49.6%	113.0%	27.6%	126.6%	100.9%	90.6%	80.3%
营业成本	10	10	13	25	35	95	190	368	655
yoy	71.0%	-0.4%	33.5%	96.1%	40.5%	167.2%	100.7%	93.5%	77.8%
营业利润	5	6	10	24	27	47	95	176	326
yoy	202.6%	12.1%	76.5%	134.4%	14.0%	73.7%	101.1%	84.7%	85.3%
毛利率	34.8%	37.5%	44.2%	48.6%	43.4%	33.3%	33.4%	32.3%	33.2%
<b>宠物用品及保健品</b>									
营业收入	3	3	6	17	24	15	22	25	26
yoy	58.2%	-10.3%	105.8%	173.3%	40.6%	-37.8%	47.7%	11.4%	6.9%
营业成本	2	2	5	11	9	15	16	17	18
yoy	19.5%	-7.3%	117.6%	133.8%	-16.7%	69.5%	6.1%	8.3%	3.8%
营业利润	1	1	2	6	15	(0)	6	7	8
yoy	343.1%	-16.3%	80.0%	278.2%	134.6%	-100.2%	-17616.4%	19.4%	14.0%
毛利率	50.4%	31.3%	27.4%	37.9%	63.2%	-0.2%	28.0%	30.0%	32.0%
<b>其他业务</b>									
营业收入	3	6	9	4	3	53	89	114	138
yoy	-55.5%	111.9%	52.8%	-57.2%	-11.2%	1445.8%	66.7%	28.5%	21.6%
营业成本	2	4	6	3	2	48	77	96	120
yoy	-64.4%	140.7%	38.0%	-59.4%	-34.9%	2847.0%	60.0%	25.0%	25.0%
营业利润	1	1	3	1	2	5	12	17	18
yoy	-10.8%	54.4%	98.8%	-52.3%	32.3%	176.9%	131.5%	51.5%	2.7%
毛利率	33.3%	24.3%	31.6%	35.2%	52.5%	9.4%	13.0%	15.4%	13.0%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 5.2 投资建议

公司卡位宠物食品高景气成长型赛道, 大力发展自主品牌与国内业务, 先发优势明显, 是国内宠物食品行业龙头企业。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 28.59 亿元、37.60 亿元、48.61 亿元, 同比增长 28.1%、31.5%、29.3%, 对应归母净利润 1.45 亿元、2.0 亿元、3.47 亿元, 同比分别增长 7.1%、38.7%、73.2%, 对应 EPS0.49 元、0.68 元、1.18 元。

公司以海外 OEM 起家, 近年来建设自主品牌、扩展国内业务, 已形成国内、国外业务双线并进模式。由于国内业务处于快速增长期, 国外业务处于稳定增长期, 我们特采用分部估值法, 对海外业务采用 PE 估值法, 对国内业务采用 PS 估值法。我们给予公司海外业务 2022 年 20 倍 PE, 对应市值 60 亿元; 给予国内业务 6 倍 PS, 对应市值 56.7 亿元。综上, 公司 2022 年目标市值在 116.7 亿元, 对应目标价 39.68 元, 维持“买入”评级不变。

## 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
<b>流动资产</b>	1387	1641	1875	2435	<b>营业收入</b>	2233	2859	3760	4861
现金	289	373	266	297	营业成本	1681	2280	3025	3839
应收账款	274	371	487	597	营业税金及附加	7	10	13	17
其他应收款	4	12	17	8	销售费用	184	212	244	281
预付账款	15	21	28	34	管理费用	89	107	123	142
存货	550	610	822	1244	财务费用	37	0	0	0
其他流动资产	255	255	255	255	资产减值损失	-11	-2	-14	-12
<b>非流动资产</b>	1116	1218	1369	1407	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	99	132	165	196	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	668	713	822	822	<b>营业利润</b>	196	212	294	509
无形资产	72	97	105	113	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	277	277	277	277	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2503	2859	3244	3842	<b>利润总额</b>	196	212	294	509
<b>流动负债</b>	619	571	727	932	所得税	45	51	71	122
短期借款	193	0	0	0	<b>净利润</b>	151	161	223	387
应付账款	249	369	459	568	少数股东损益	17	16	23	40
其他流动负债	177	202	268	364	<b>归属母公司净利润</b>	135	145	200	347
<b>非流动负债</b>	47	191	196	201	EBITDA	285	204	284	471
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	0.00	0.49	0.68	1.18
其他非流动负债	22	166	171	176					
<b>负债合计</b>	666	762	923	1134					
少数股东权益	109	126	148	188					
股本	196	294	294	294					
资本公积	1132	1132	1132	1132					
留存收益	400	545	747	1095					
归属母公司股东权益	1728	1971	2173	2521					
<b>负债和股东权益</b>	2503	2859	3244	3842					

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	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	17	144	50	65	<b>成长能力</b>				
净利润	135	145	200	347	营业收入	30.1%	28.1%	31.5%	29.3%
折旧摊销	68	8	13	1	营业利润	78.7%	7.9%	38.7%	73.2%
财务费用	38	0	0	0	归属于母公司净利	70.7%	7.1%	38.7%	73.2%
投资损失	1	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-245	-27	-199	-335	毛利率 (%)	24.7%	20.2%	19.5%	21.0%
其他经营现金流	400	191	436	734	净利率 (%)	6.0%	5.1%	5.3%	7.1%
<b>投资活动现金流</b>	-434	-110	-163	-40	ROE (%)	7.8%	7.3%	9.2%	13.8%
资本支出	-193	-78	-130	-9	ROIC (%)	8.0%	6.5%	8.2%	12.2%
长期投资	-243	-33	-33	-31	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1	0	0	0	资产负债率 (%)	26.6%	26.7%	28.5%	29.5%
<b>筹资活动现金流</b>	544	49	5	5	净负债比率 (%)	36.3%	36.4%	39.8%	41.9%
短期借款	-77	-193	0	0	流动比率	2.24	2.87	2.58	2.61
长期借款	-4	0	0	0	速动比率	1.33	1.77	1.41	1.24
普通股增加	26	98	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	806	0	0	0	总资产周转率	0.89	1.00	1.16	1.27
其他筹资现金流	-206	144	5	5	应收账款周转率	8.14	7.72	7.72	8.14
<b>现金净增加额</b>	118	84	-107	31	应付账款周转率	6.76	6.18	6.60	6.76
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.75	0.49	0.68	1.18
					每股经营现金流薄)	0.09	0.49	0.17	0.22
					每股净资产	8.81	6.70	7.39	8.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	76.65	60.28	43.47	25.10
					P/B	6.53	4.42	4.01	3.46
					EV/EBITDA	39.45	41.95	30.49	18.32

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。