



海内外双轮驱动，布局拓宽加速成长 ——中宠股份（002891.SZ）首次覆盖报告

核心观点

24 年秉持海内外双轮驱动战略，公司业绩快速增长。公司以宠物零食业务起家，产品端不断扩充至宠物湿粮和干粮，形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的品牌矩阵。市场端，公司朝着国际化的方向持续拓展，2014 年以来陆续在中国、美国、新西兰等地建立了 20 间现代化高端生产基地，开创了中国宠物食品企业在海外建厂的先河。目前公司海外市场以 OEM/ODM 代工业务为主，国内市场则聚焦自主品牌建设。公司在夯实海外业务基础上，持续加大国内市场的开发力度。2017-2021 年公司营收 CAGR 达 29.79%，其中国内业务高速增长，2017-2021 年国内业务营收 CAGR 高达 46.98%。

宠食市场高速发展，国产替代浪潮已至。国内宠物市场目前正处于高速发展期，2021 年中国宠物食品市场规模达 74.72 亿美元（同比增长 20.84%），2008-2021 年 CAGR 为 21.78%。2021 年我国宠食市场 CR5 企业市占率为 17.40%，远低于美国的 72.00%，存在巨大提升空间。随着市场规模的扩增，越来越多的国内企业以自有品牌加入宠物食品市场的竞争，通过主打性价比优势、借助电商渠道等方式快速抢占市场份额。2012-2021 年，玛氏、雀巢等外资企业市占率大幅下滑，而以中宠为代表的国内企业则实现了市场份额的持续突破，国产替代空间广阔。

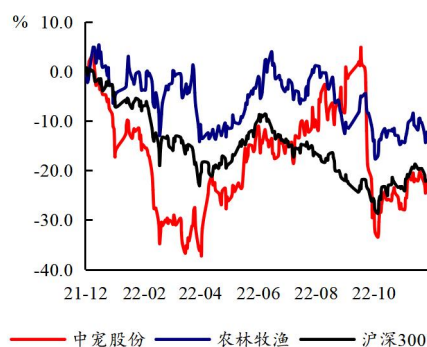
内修外炼成长可期，公司护城河持续加厚。1) 零食筑牢业绩基石，主粮打开成长空间。公司宠物零食业务稳健增长，支撑公司近 7 成营业收入。2018 年公司提出“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”发展战略后，Wanpy 品牌开始持续发力主粮赛道，推出多款新品；2018 年公司收购新西兰高端品牌 Zeal，成功打造宠物湿粮爆品“零号罐”；2021 年收购的 Toptrees 品牌则进一步完善了公司主粮业务布局。2017-2021 年，公司宠物罐头/干粮业务营收 CAGR 分别为 35.72%/90.98%。而宠物主粮营收占比也大幅提升，2021 主粮营收占比为 27.10%，较 2018 年增长 11.04pct。未来宠物主粮营收占比有望继续增长，叠加主粮产品享有较高毛利率，宠物主粮有望助力公司业绩高增。2) “品牌+渠道”双管齐下，电商收入强势增长。品牌方面，公司持续开展创新型营销，线上通过话题营销、联名合作等方式提高品牌曝光度，线下通过创办宠物行业喜剧秀的方式增强品牌和消费者之间的粘性。公司品牌建设效果初显，2022 年 Wanpy 抖音话题“探索顽皮鲜奥秘”内容传播量超 9311 万，Zeal 犬猫宠物牛奶双十一首日即售罄。渠道方面，公司着眼于国内市场，多点发力打造全渠道矩阵。线上公司与电商平台达成战略合作；线下除传统商超外，公司于 2022 年成立了“专业渠道部”，面向各地宠物专门店、宠物医院。多元渠道持续开拓，公司电商业务发展迅速。2022 年双十一期间，Wanpy/Zeal/Toptrees 在天猫的销售额分别同比大幅增长 47%/84%/87%。3) 产能布局持续推进，公司有望量利齐增。2019 年以来公司通过定增和发行可转债来募集资金，聚焦主粮产能的扩充，“年产 6 万吨宠物干粮项目”已部分于 2022 年 4 月投产，另有“年产 6 万吨高品质宠物干粮项目”、“年产 4 万吨新型宠物湿粮项目”和“年产 2 万吨宠物湿粮项目”将按计划持续推进。2021 年公司主粮产品毛利率下降主要系外购成品成本上升。未来随公司新建产能逐步落地，干粮和湿粮自产自销占比将迅速提升，外购成品成本预计下降，同时产量提升有望实现规模化效应，增强产品原材料采购议价能力，公司主粮业务有望迎来量利齐增。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 赵雅斐
电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	294.11
流通 A 股/B 股(百万股)	294.11/0.00
资产负债率(%)	37.40
每股净资产(元)	6.49
市净率(倍)	3.44
净资产收益率(加权)	6.15
12 个月内最高/最低价	30.99/18.59

相关研究

投资建议

考虑到公司宠物零食业务稳步发展，主粮业务高速扩张，公司业绩有望持续增长。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 34.84/41.63/48.83 亿元，归母净利润分别为 1.53/2.30/3.39 亿元，当前股价对应 PE 分别为 42.92/28.48/19.36 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

市场开拓风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2881.55	3483.77	4162.88	4882.86
增长率 (%)	29.06	20.90	19.49	17.30
归母净利润	115.62	152.74	230.20	338.59
增长率 (%)	-14.29	32.11	50.72	47.09
EPS (元/股)	0.39	0.52	0.78	1.15
市盈率 (P/E)	77.54	42.92	28.48	19.36
市净率 (P/B)	4.89	3.35	3.00	2.60

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所基于 12 月 26 日收盘价 22.29 元预测

正文目录

1. 宠物食品龙头，持续领跑行业	5
1.1. 海内外双轮驱动，自主代工共同发展	5
1.2. 海内外同步开拓，营收快速增长	6
2. 宠食市场高速发展，国产品牌趋势向上	8
2.1. 情感需求驱动宠物消费市场，奠定行业广阔前景	8
2.2. 市场增速远超欧美，集中度有巨大提升空间	9
2.3. 国产品牌崛起，市占率持续提升	11
3. 内修外炼成长可期，公司护城河持续加厚	13
3.1. 零食筑牢业绩基石，主粮打开成长空间	13
3.1.1. 品牌高中低端并行，满足市场差异化需求	13
3.1.2. 零食业务增长稳健，夯实公司业绩基础	15
3.1.3. 主粮业务加速发展，拉动公司业绩高增	17
3.2. 产能布局持续推进，公司有望量利齐增	19
3.3. 海外客户资源优质，全球供应链布局日臻完善	25
3.4. “品牌+渠道”双管齐下，电商收入强势增长	27
4. 盈利预测	31
5. 风险提示	32

图表目录

图表 1. 公司发展历程	5
图表 2. 公司股权结构（截至 2022 年三季度）	6
图表 3. 公司营业收入变化	6
图表 4. 公司归母净利润变化	6
图表 5. 公司分业务营收占比	7
图表 6. 公司分地区营收占比	7
图表 7. 公司销售毛利率和销售净利率	7
图表 8. 公司销售、管理、财务费用率	7
图表 9. 全国一人户和二人户户数占比逐年上升	8
图表 10. 宠物主对于宠物的角色认知	8
图表 11. 我国结婚率逐年下降	9
图表 12. 我国人口老龄化程度不断加深	9
图表 13. 2008-2022E 美国宠物食品销售额	9
图表 14. 2008-2022E 中国宠物食品销售额	9
图表 15. 宠物食品为宠物消费市场主要组成部分	10
图表 16. 我国犬猫数量变化趋势	10
图表 17. 我国城镇宠物犬猫消费市场规模	10
图表 18. 中国每只猫狗年消费额	11
图表 19. 美国每只猫狗年消费额	11
图表 20. 各国（地区）养宠渗透率	11
图表 21. 中国和美国宠食市场 CR5	11
图表 22. 2012-2021 年我国宠食市场各公司市占率	12
图表 23. 2012 年和 2021 年我国宠食市场前十公司	12
图表 24. 行业内公司电商业务开展情况	13
图表 25. 2008-2022E 我国宠食销售渠道占比	13
图表 26. 公司旗下品牌矩阵	14
图表 27. Wanpy 干粮系列产品	14

图表 28. Wanpy 湿粮及零食系列产品	14
图表 29. Zeal 真致系列产品	15
图表 30. Toptrees 领先系列产品	15
图表 31. 2022H1 公司零食业务占营收的 69.62%	15
图表 32. 公司部分宠物零食产品矩阵	16
图表 33. 2021 年宠物零食市场 Wanpy、Zeal 品牌市占率	16
图表 34. 2020-2021 年宠物细分品类消费渗透率	18
图表 35. 公司零食业务逐步向主粮过渡	18
图表 36. 2013-2022H1 公司宠物主粮营业收入	18
图表 37. 公司宠物主粮业务毛利率相对较高	18
图表 38. 2021 年和 2020 年宠物食品消费结构	18
图表 39. 公司宠物主粮部分产品	19
图表 40. 公司宠物主粮营收年均复合增速	21
图表 41. 公司产能规划聚焦主粮	21
图表 42. 2022 年公司宠物干粮产能测算	22
图表 43. 2022 年公司宠物湿粮产能测算	22
图表 44. 公司宠物零食产能利用率	23
图表 45. 公司宠物罐头产能利用率	23
图表 46. 公司宠物干粮产能利用率	23
图表 47. 公司宠物干粮自产自销部分营收占比	23
图表 48. 公司各产品毛利率以及同比变动	24
图表 49. 公司各产品单吨外购成品成本（元/吨）	24
图表 50. 2021 年公司各产品营业成本结构	24
图表 51. 公司国外和中国大陆业务毛利率	24
图表 52. 公司宠物食品出口收入市占率	25
图表 53. 公司海内外业务营收占比	25
图表 54. 公司宠物食品出口版图	25
图表 55. 公司前五大客户占营业收入比重较稳定	26
图表 56. 公司前五大客户收入稳定增长	26
图表 57. 截至 2021 年底，公司共拥有 8 家境外子公司	27
图表 58. 截至 2021 年底，公司共拥有 6 家境外工厂	27
图表 59. 公司销售渠道布局	28
图表 60. 公司销售人员整体呈增长态势	29
图表 61. 公司销售费用整体呈增长态势	29
图表 62. Zeal×FX Balléry 联名周边	30
图表 63. 顽皮品牌产品体验官辣目洋子，顽皮品牌安全官傅首尔、冉高鸣	30
图表 64. 领先&小王子联名系列	30
图表 65. 公司首创宠物行业喜剧秀	30
图表 66. 公司 2022 年双十一产品销售情况	30
图表 67. 公司 2022 年 618 产品销售情况	30
图表 68. 公司各业务拆分预测	32

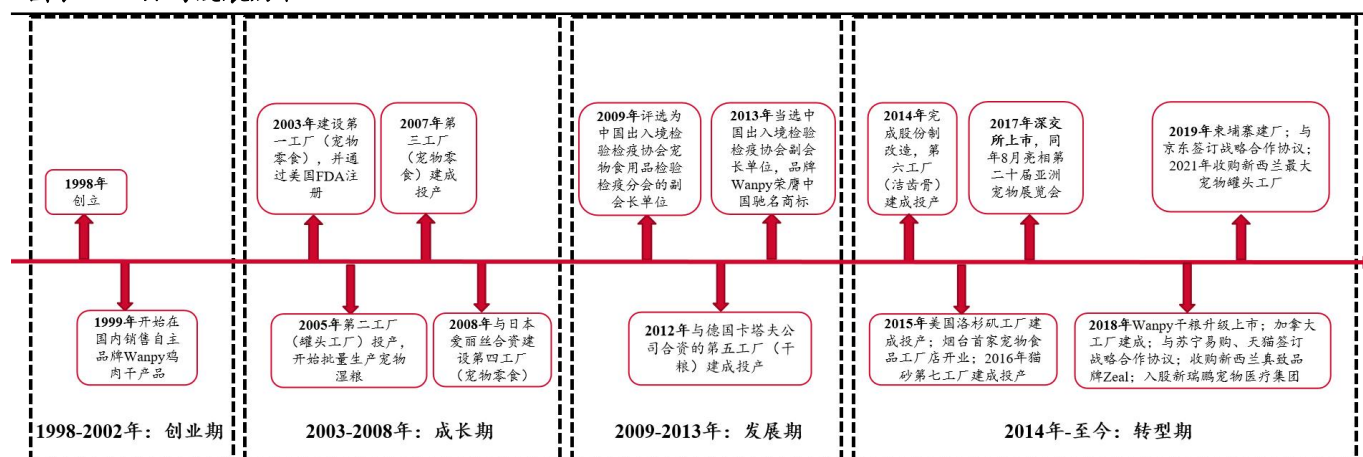
1. 宠物食品龙头，持续领跑行业

1.1. 海内外双轮驱动，自主代工共同发展

宠物食品龙头企业，产品端、市场端双向发展。中宠股份始建于1998年，至今已有24年的发展历史。在海外市场，公司从事OEM/ODM代工业务和自主品牌的海外市场销售业务。在国内市场，1999年Wanpy品牌正式在国内市场销售鸡肉干产品，一度创造了“顽皮就是鸡肉干，鸡肉干就是顽皮”的神话。2005年公司投资建设国内首家宠物湿粮工厂，目前公司也是国内最大的宠物湿粮生产企业。2012年公司洞察到干粮市场的发展机会，与德国卫塔卡夫公司合资建立干粮工厂，德国卫塔卡夫为公司提供设计、设备、研发等方面的支持。随着公司规模的逐步扩大，公司在产品端不断扩充，实现了从零食到湿粮再到干粮，市场端也朝着国际化方向不断拓展。2014年以来公司陆续在中国、美国、加拿大、新西兰建成20间（国际8间、国内12间）现代化高端宠物食品生产基地，开创了中国宠物行业在海外建厂的先河，进一步提升了公司的抗风险能力。

目前，公司主营宠物食品的研发、生产和销售，产品覆盖犬用及猫用宠物食品干粮、湿粮、零食、保健品等品类，包含10余个产品系列，总计1000多个品种，产品远销日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、韩国等60个国家和地区。公司凭借其全球化的供应链布局以及产品品质优势，国内外市场同步开拓，其中海外市场以代工业务为主，国内业务以自主品牌为主。

图表 1. 公司发展历程

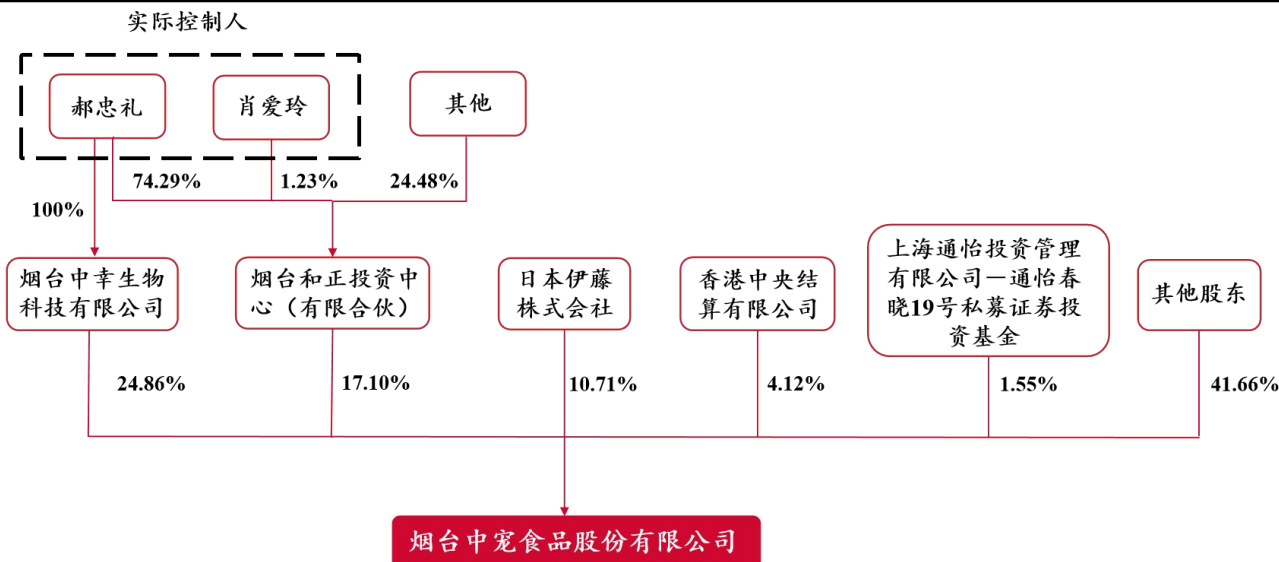


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司股权结构稳定，郝忠礼、肖爱玲夫妇为实际控制人。截至2022年三季报，烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心（有限合伙）、日本伊藤株式会社为公司前三大股东，持股比例分别为24.85%、17.10%和

10.71%。公司创始人郝忠礼先生持有烟台中幸生物科技有限公司 100%股权，郝忠礼先生和其妻肖爱玲女士分别持有烟台和正投资中心 74.29%和 1.23% 股权。

图表 2. 公司股权结构（截至 2022 年三季报）

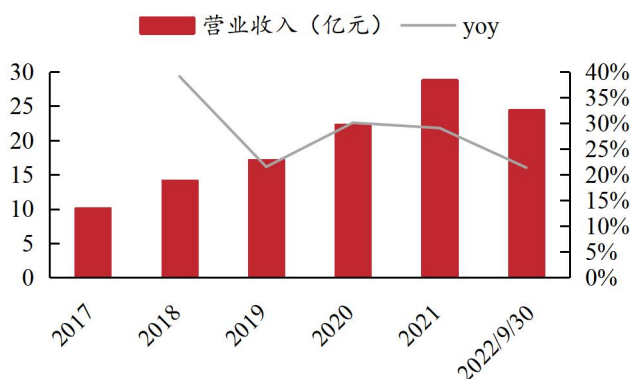


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 海内外同步开拓，营收快速增长

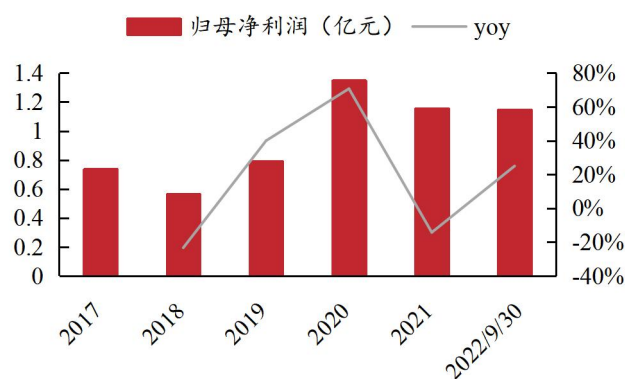
营收快速增长，盈利水平受汇率、原材料成本等因素影响。2021 年公司实现营业收入 28.82 亿元，同比增长 29.06%，2017-2021 年营收年均复合增长率 CAGR 为 29.79%，公司营收快速增长主要系公司在巩固原有客户的基础上，持续加大新兴市场的开发力度，海内外业绩稳步提升。2021 年公司实现归母净利润 1.16 亿元，同比-14.29%；2021 年公司销售毛利率/销售净利率为 20.05%/4.39%，同比-4.65pct/-2.39pct。2021 年盈利水平下滑主要系人民币兑美元汇率上升及鸡肉等原材料价格同比上涨所致。2022 年前三季度公司实现营业收入 24.42 亿元，同比+21.38%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比+24.99%。

图表 3. 公司营业收入变化



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 4. 公司归母净利润变化

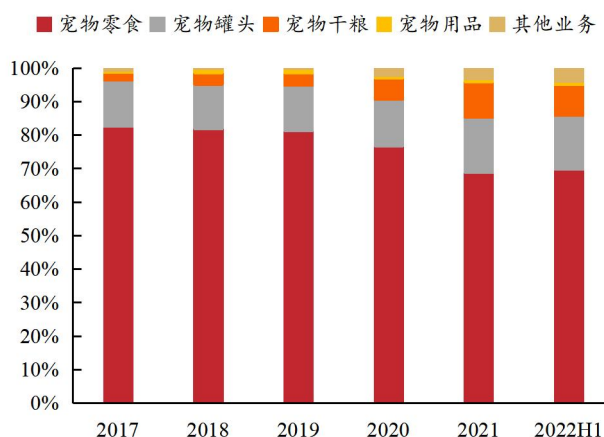


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

宠物零食为公司营收主要组成部分，主粮占比稳步增长。2022H1 公司宠物零食/宠物罐头/宠物干粮分别实现营业收入 11.07/2.57/1.45 亿元，同比 +20.46%/+31.12%/+59.34%。2017-2022H1，公司宠物零食营收占比平均为 76.75%，为总营收主要来源。在公司聚焦主粮的发展战略下，宠物零食营收占比逐年下降，由 2017 年的 82.46% 降至 2022H1 的 69.62%，降幅达 12.84pct；宠物罐头/宠物干粮营收占比逐年提升，由 2017 年的 13.79%/2.27% 增至 2022H1 的 16.16%/9.12%，增幅达 2.37pct/6.85pct。

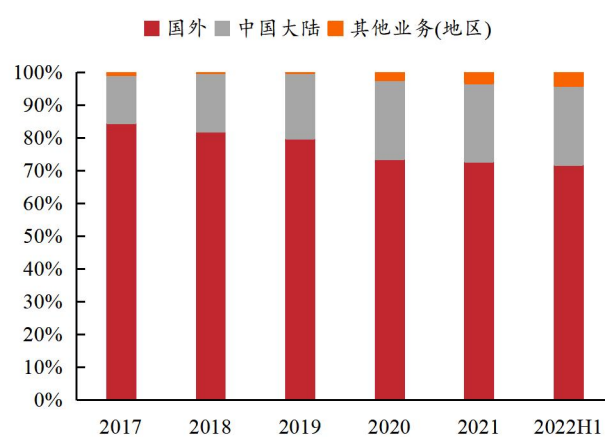
积极开拓国内市场，境内业务占比逐年提升。2022H1 公司国外业务/大陆业务实现营业收入 11.42/3.83 亿元，同比 +26.89%/+22.36%。公司营业收入主要来自境外市场，产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区，近些年随着国内市场的加速开拓，国外业务营收占比逐年下降，2022H1 国外业务营收占比 71.82%，较 2017 年下降 12.71pct。与之相反，国内业务营收占比稳步提升，2022H1 境内业务营收占比达 24.09%，较 2017 年增长 9.51pct。

图表 5. 公司分业务营收占比



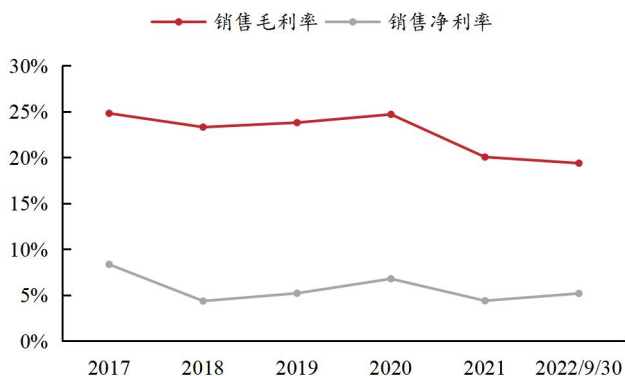
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 公司分地区营收占比



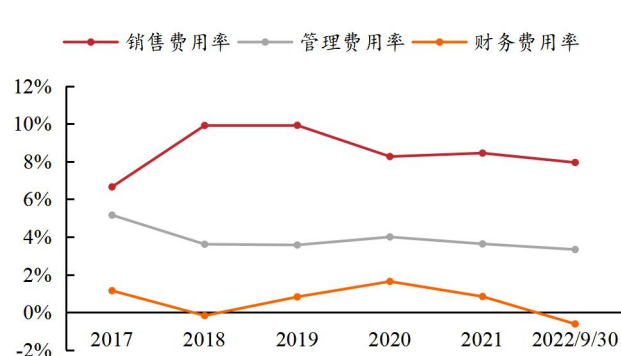
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 7. 公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 8. 公司销售、管理、财务费用率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

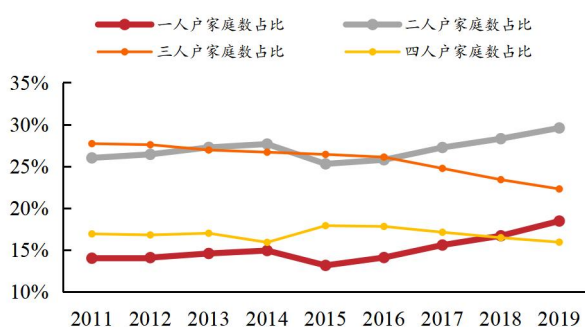
2. 宠食市场高速发展，国产品牌趋势向上

2.1. 情感需求驱动宠物消费市场，奠定行业广阔前景

我国宠物市场快速发展，市场规模快速增长。我国宠物市场兴起于 20 世纪 90 年代，1992 年中国小动物保护协会的成立标志着中国宠物行业的形成，后续随着我国居民收入水平的不断提高、人口结构的变化和宠物角色认知的改变，宠物行业进入快速发展期，宠物数量大幅增长，宠物市场规模快速扩张。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》，2021 年我国宠物犬猫数量合计 1.12 亿只，同比+11.41%，2018-2021 年 CAGR 为 7.09%；2021 年我国城镇宠物犬猫消费市场规模合计 2490 亿元，同比+20.58%，2018-2021 年 CAGR 为 13.38%。

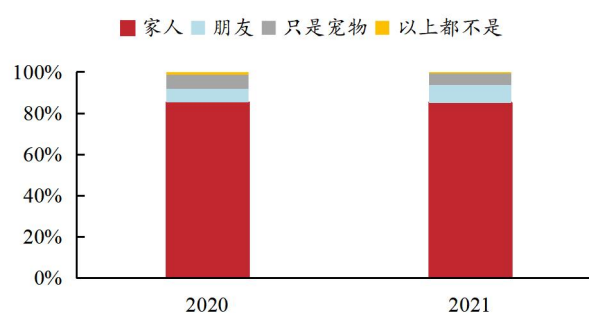
情感陪伴需求为宠物消费市场增长核心驱动力，疫情下宠物经济逆势增长。1) 人口老龄化程度加深叠加家庭日趋小型化，宠物陪伴精神需求日益凸显。随着我国经济不断发展，人口结构趋于老龄化，结婚率逐年下降，单身独居人群不断增加，均带来情感陪伴需求的持续增长。同时消费者购买或领养宠物渠道多且门槛低，养宠成为情感陪伴的首选。2011-2021 年，我国 60 岁及以上人口从 1.85 亿人增加至 2.67 亿人，占比从 13.70% 增至 18.90%；结婚率从 0.97% 下降至 0.54%，降幅明显。同期全国一人户/二人户家庭户数占比逐渐上升，2011-2021 年占比分别从 14.01%/26.00% 增至 18.45%/29.58%，三人和四人户家庭则均呈下降趋势。2) 宠物角色认知改变，驱动宠物需求进一步增长。养宠文化盛行的当下，宠物被赋予越来越多的情感角色，宠物逐渐成为“家庭成员”，带给人快乐和陪伴的同时，给予人们情感慰藉。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》，2021 年有 93.60% 的宠物主将宠物视为家人或朋友，占比同比+1.60pct。3) 疫情放大大人与宠物情感依赖，2021 年犬猫市场规模同比增速大幅增长。2020 年新冠疫情暴发，疫情防控措施增加了人们居家时长，宅家成为新常态，人与宠物情感依赖增强，情感陪伴需求随之增加。2020-2021 年在线下消费受到疫情影响的背景下，宠物消费市场却实现逆势增长，2021 年城镇宠物犬猫消费市场规模增速同比+18.56pct。

图表 9. 全国一人户和二人户户数占比逐年上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 宠物主对于宠物的角色认知



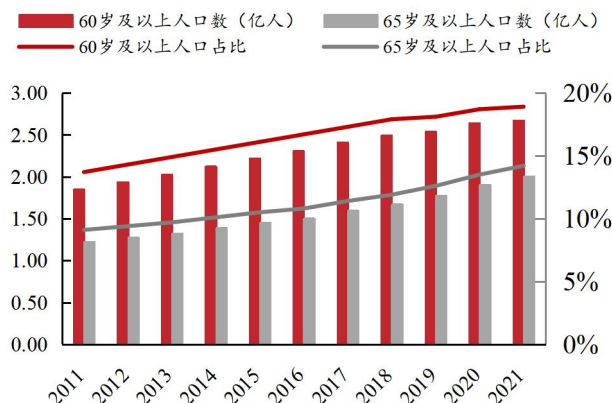
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，东亚前海证券研究所

图表 11. 我国结婚率逐年下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 我国人口老龄化程度不断加深

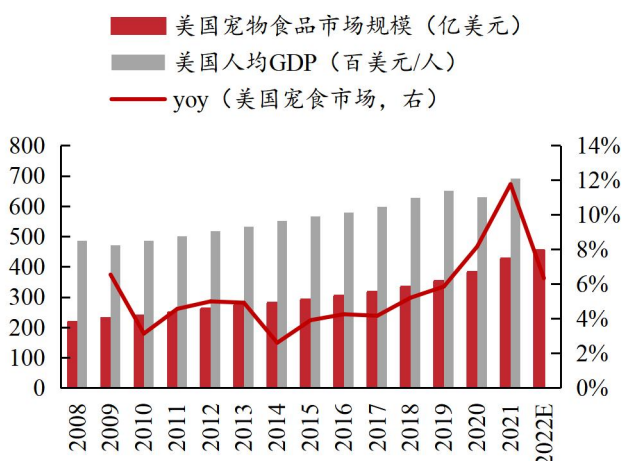


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.2. 市场增速远超欧美，集中度有巨大提升空间

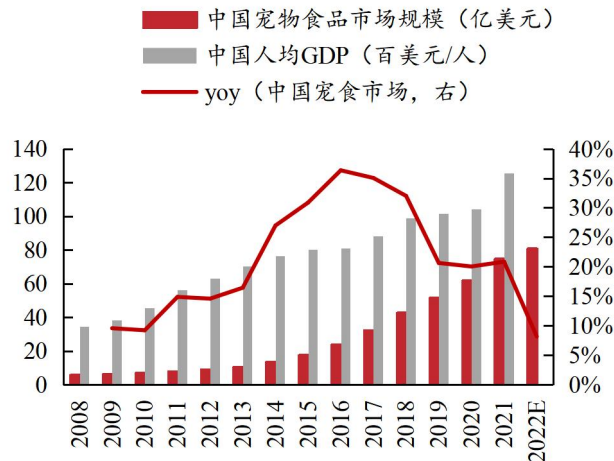
宠物食品消费占比稳居 50% 以上，我国宠物食品市场规模增速远高于欧美。宠物食品凭借其刚需、高频、低价格敏感性等特点成为宠物消费市场的主要组成部分，根据《2021 年中国宠物行业白皮书》，2019/2020/2021 年宠物食品消费占比分别为 61%/55%/52%，占比虽有所下降但仍稳居 50% 以上。美国为全球最大的宠物经济体，宠物食品市场规模增速较为平稳，市场成熟度较高。2021 年美国宠物食品市场规模达 427.31 亿美元，2008-2021 年 CAGR 为 5.35%，人均 GDP 与宠物食品市场增长趋势趋同。回到我国，中国宠物行业的发展时间较短，只有十几年的时间，但随着中国经济的快速增长，宠物行业发展迅速。2021 年中国宠物食品市场规模达 74.72 亿美元，同比+20.84%，2008-2021 年 CAGR 为 21.78%，宠食市场增速高于人均 GDP 增速，且明显高于美国宠物食品市场规模增速。

图表 13. 2008-2022E 美国宠物食品销售额



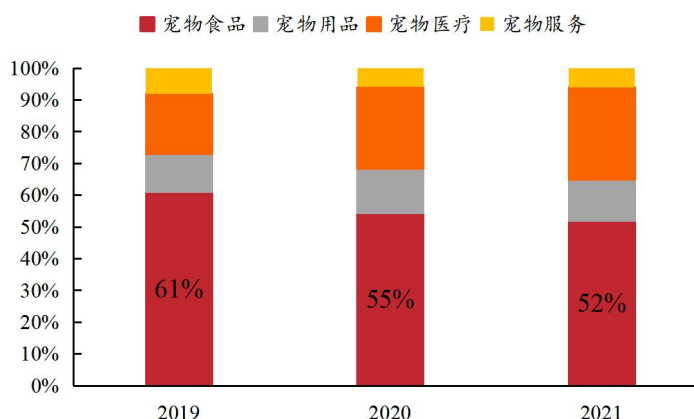
资料来源: 欧睿, Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2008-2022E 中国宠物食品销售额



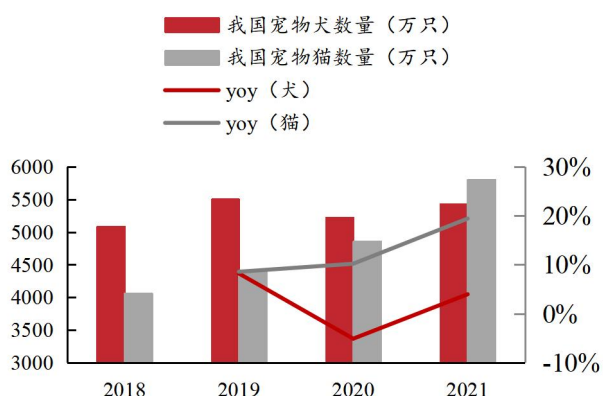
资料来源: 欧睿, Wind, 东亚前海证券研究所

图表 15. 宠物食品为宠物消费市场主要组成部分



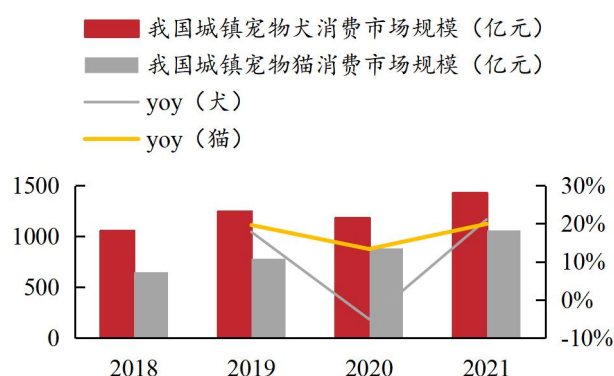
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，东亚前海证券研究所

图表 16. 我国犬猫数量变化趋势



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，东亚前海证券研究所

图表 17. 我国城镇宠物犬猫消费市场规模

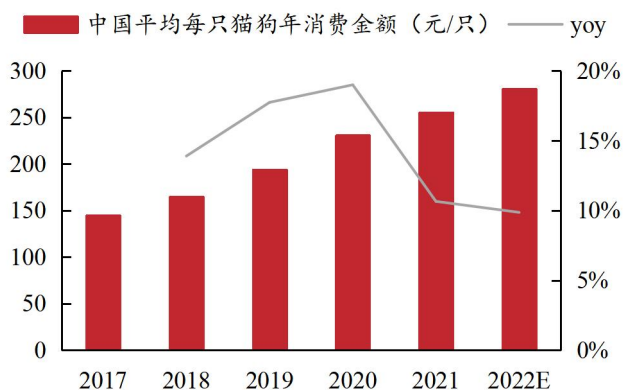


资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，东亚前海证券研究所

国内宠物食品市场存在较大的提升空间。1) 我国单只宠物支出较低，有较大上升空间。目前，我国单只宠物平均支出水平较低。据欧睿预测，2022 年中国平均每只猫狗消费支出为 280.37 元/年，不足美国单只宠物年平均支出的 1/5，仍有巨大提升空间。2) 国内养宠渗透率相较于成熟市场有待提升，低线市场有望提供行业增长新动能。2021 年美国/欧洲地区家庭养宠渗透率分别为 70%/46%，日本渗透率为 21.50%，同期国内低线城市和高线城市家庭养宠渗透率分别为 12.3%/39.1%，国内高线城市渗透率接近欧洲市场，低线城市仍有较大的提升空间。未来随着中国城镇化进程加快，低线城市居民生活水平和人均收入提高，以及养宠理念普及，低线城市宠物家庭渗透率有望进一步增长，低线人群消费潜力有望成为行业增长新动能。3) 国内宠食市场竞争格局分散，对标海外提升空间广阔。受宠物行业良好的市场前景吸引，目前我国宠物食品生产企业数量较多，规模大小不一，行业集中度不高，2021 年我国宠食市场销售规模前五名的公司所占的市场

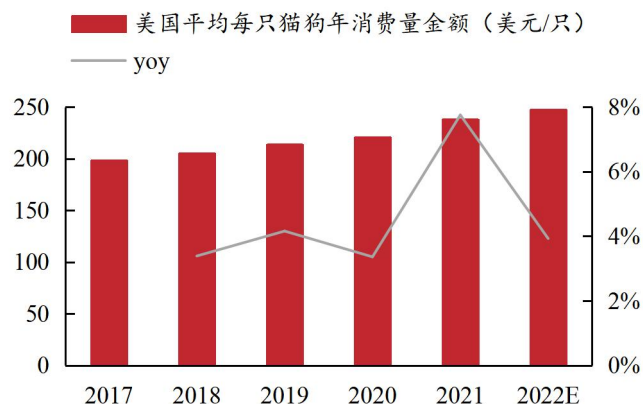
份额（CR5）为 17.40%，远低于美国的 72.00%，行业集中度较低，对标海外有较大提升空间。

图表 18. 中国每只猫狗年消费额



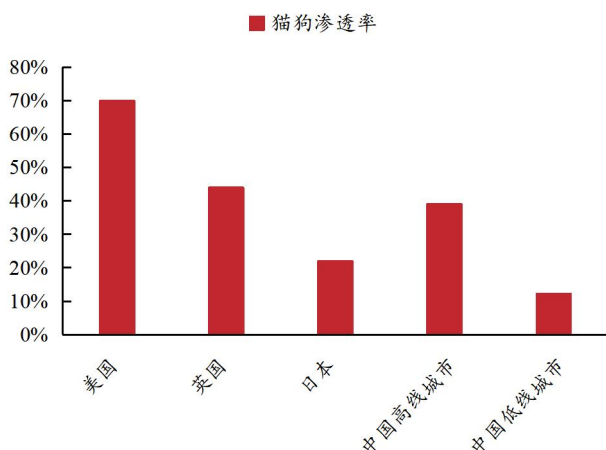
资料来源：欧睿，东亚前海证券研究所

图表 19. 美国每只猫狗年消费额



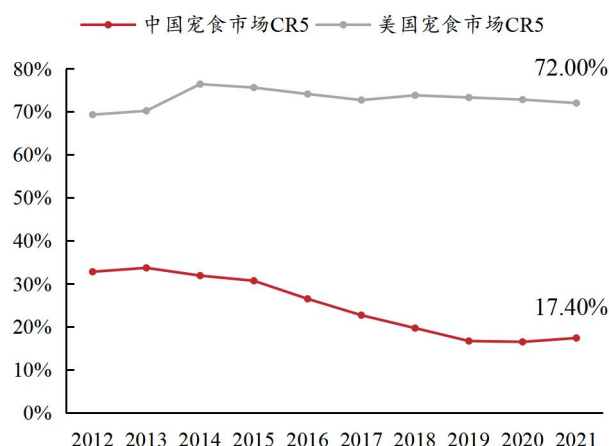
资料来源：欧睿，东亚前海证券研究所

图表 20. 各国（地区）养宠渗透率



资料来源：APPA，艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

图表 21. 中国和美国宠食市场 CR5



资料来源：欧睿，东亚前海证券研究所

2.3. 国产品牌崛起，市占率持续提升

国内宠食企业以代加工业务为主，自主品牌建设催化企业发展动能。国外宠物食品市场成熟度较高，我国宠物食品行业的企业多以 OEM/ODM 代加工业务进入国际市场，一般按照国际品牌商的订单要求进行贴牌生产，采取“以销定产”的订单型业务模式，收入来源以海外市场为主。近年来，我国宠物食品生产企业通过为海外成熟市场代加工宠物食品积累了符合国际标准的配方研发技术、生产加工技术和质量检验检测技术，但由于国内宠物食品行业起步较晚，国内企业在犬猫基础研究领域的基础薄弱，在核心配方的研发设计、高端设备和先进工艺的运用上与国际头部企业存在差距。长期来看，代加工厂议价能力较低，叠加汇率、关税等因素影响，利润水平较低，抗风险能力差，不利于企业提高自身产品质量和品牌力。

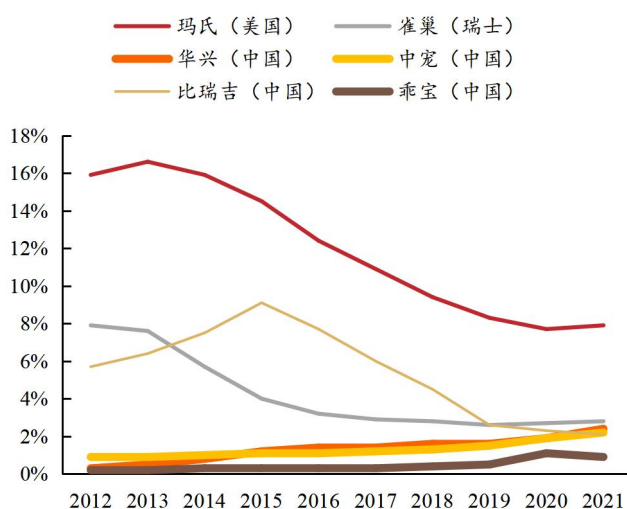
然而自主品牌的建设有利于企业开拓市场、配置资源，企业可通过创造、智造来提升产品附加值，从而逐渐形成自身品牌溢价。因此，自主品牌的建设是国内宠食企业强化核心竞争力的关键。

国产品牌与外资企业群雄逐鹿，本土品牌市占率逐渐提高。在国内宠物食品市场中，玛氏、雀巢、皇家等市场先进入厂商通过多年的经营积累已经建立了较强的品牌、技术和渠道优势，取得了较高的市场认知度，占据较高的市场份额。近年来随着市场规模的扩张，有越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争。国内厂商凭借其在产品、品牌推广等环节的后发优势也取得了一定的市场地位。

1) 自主品牌主打中低端价位，积极开拓市场。我国宠食市场竞争激烈，外资企业或纯进口品牌占据着主要市场份额。早年间进入中国的外资企业，如玛氏、雀巢，产品覆盖中高低端；而外资纯进口品牌则主打高端价位。我国本土品牌则多集中于中低端市场，凭借高性价比优势受到越来越多宠物主的喜爱。同时随宠食市场不断下沉至三四线城市，低线城市潜在消费力将给予国产品牌更多发展机会。

2) 自主品牌借助电商渠道抢占市场份额。行业内企业积极通过在天猫、京东开立自营店铺等方式推进电商线上销售业务。2008-2021 年宠物食品销售渠道中电商占比大幅增长，由 0.20% 增至 60.90%；根据欧睿预测，2022 年宠食电商渠道消费占比将进一步增长至 62.90%。国内企业借助电商渠道爆发式增长快速抢占市场份额，2021 年中宠股份/乖宝宠物市占率达 2.20%/0.90%，较 2012 年提升 1.30pct/0.70pct。相反，外资企业在我国市场市占率大幅下降，2021 年玛氏/雀巢市占率为 7.90%/2.80%，较 2012 年大幅下降 8.00pct/5.10pct。

图表 22. 2012-2021 年我国宠食市场各公司市占率



资料来源：欧睿，东亚前海证券研究所

图表 23. 2012 年和 2021 年我国宠食市场前十公司

序号	2012 年市占率前十	2021 年市占率前十
1	Mars Inc (15.9%)	Mars Inc (7.9%)
2	Nestlé SA (7.9%)	Nestlé SA (2.8%)
3	比瑞吉 (5.7%)	华兴 (2.4%)
4	耐威克 (1.7%)	中宠 (2.2%)
5	通威 (1.6%)	比瑞吉 (2.2%)
6	Procter & Gamble (1.3%)	依蕴 (2.1%)
7	海泰科技 (1.2%)	荣喜 (2.0%)
8	中宠 (0.9%)	Champion Petfoods LP (1.4%)
9	多格漫 (0.4%)	耐威克 (0.9%)
10	Unicharm Corp (0.4%)	乖宝 (0.9%)

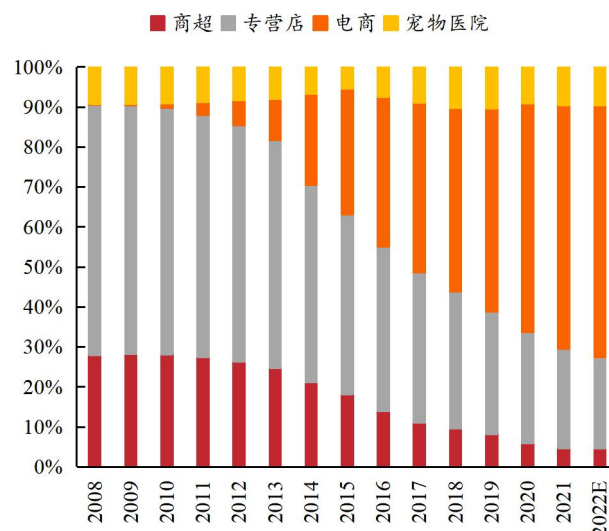
资料来源：欧睿，东亚前海证券研究所

图表 24. 行业内公司电商业务开展情况

公司	电商业务开展情况
中宠股份	1) 国内市场方面, 公司在京东、天猫开设了网络直营店及烟台工厂店, 与京东、亚马逊、波奇网等电商平台建立了长期的业务联系; 2) 公司与苏宁易购、阿里巴巴以及京东达成战略合作, 在线上渠道以及新零售方面展开合作。
佩蒂股份	公司在京东商城通过京东自营、专营店等模式开展业务; 在天猫有旗舰店和专营店; 未来还将和具有特定优势的电商团队(渠道)进行合作。
路斯股份	公司设有天猫商城路斯宠物用品专营店, 还通过与京东商城等大型电商平台合作, 销售、推广自身产品。
依依股份	2020 年线上渠道销售金额占境内销售总额的比例为 13.37%。对于国内市场, 公司将通过积极拓展电商渠道、加强产品营销推广投入等有效手段, 加大国内市场的开拓力度。
悠派科技	公司成立全资电子商务子公司, 网络销售份额在快速增加。

资料来源: 天元宠物招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表 25. 2008-2022E 我国宠食销售渠道占比



资料来源: 欧睿, 东亚前海证券研究所 (注: “商超/专营店/电商/宠物医院”分别对应欧睿数据科目“Grocery Retailers/Non-Grocery Specialists/E-Commerce/Veterinary clinics”)

3. 内修外炼成长可期, 公司护城河持续加厚

3.1. 零食筑牢业绩基石, 主粮打开成长空间

3.1.1. 品牌高中低端并行, 满足市场差异化需求

公司以宠物零食业务起家, 一直致力于宠物食品的研发、生产和销售, 持续多年领跑行业, 目前已形成了宠物干粮、宠物湿粮和宠物零食在内的产品线全覆盖, 形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的品牌矩阵, 可满足不同养宠人群的差异化需求。

(1) **Wanpy:** Wanpy 是公司最早、最核心的自主品牌, 产品线以宠物零食为主, 逐步向主粮拓展。Wanpy 品牌定位中端客群, 线上线下渠道较为平均。其产品坚持采用人类食品级鲜肉来制作宠物食品, 聚焦“鲜食源”、“鲜速度”和“鲜工艺”, 0-4℃冷鲜运输, 2 小时急速运抵, 0 药残留, 产品销往全球五十多个国家和地区, 受到越来越多客户的认可。2022 年三季度, Wanpy 推出多款主粮产品, 包括主打高肉高蛋白的顽皮 55% 鲜肉五谷粮和新升级黄金能量配比的顽皮鲜食力主食猫罐。在宠物零食方面, Wanpy 同样上新多款创意新品, 包括芝士肉干、上上签猫条等。

(2) **Zeal:** 2018 年, 公司完成了对新西兰宠物食品品牌“Zeal”真致的收购。Zeal 采用来自新西兰纯天然无污染的原材料, 原产原装进口, 是公司面向高端/超高端市场的核心品牌。2021 年公司收购了新西兰优质的高

端宠物湿粮生产商 PFNZ, PFNZ 的生产能力将进一步助力 Zeal 品牌在国内市场的开拓。Zeal 产品主打宠物湿粮, 凭借差异化的产品定位与优质的产品质量, 受到市场的热烈欢迎, 品牌爆品频出, “宠物牛奶”和“零号罐”均深受消费者喜爱。2022 年 10 月 21 日, 公司发布行业内首款犬猫区隔宠物牛奶, 配方升级。猫咪专用牛奶中加入了牛磺酸、新西兰 Hoki 鱼油以及 GOS 黄金益生元, 有效提升猫咪血液、免疫以及毛发健康状态; 犬用牛奶通过添加复合维生素免疫族群、赖氨酸和富含 ALA 的天然向日葵籽油, 促进犬类消化代谢, 塑造活力强健体态。

(3) **Toptrees:** 2021 年 9 月公司收购了杭州领先部分股权, 交易完成后公司持有其 90% 股权。旗下的“Toptrees 领先”品牌秉承“鲜美食材、科学配方、尖端科技”的产品理念, 产品线以宠物主粮为主, 并涵盖宠物湿粮以及零食等多个品类。Toptrees 进一步完善了公司主粮业务的布局, 产品定位中高端客群, 销售渠道几乎均为线上。2022 年 Toptrees 重装上阵后, 先后完成了 6 大类, 18 款新品上新, 其干粮产品进入天猫 618 热卖榜单, 重磅新品 99 主食罐上线首周即登陆抖音爆款榜单, 转化率持续领跑行业。

图表 26. 公司旗下品牌矩阵

品牌名	宠食品类	品牌产地	自主/代理品牌
Wanpy 顽皮	零食、湿粮、干粮	中国	自主
Zeal 真致	零食、湿粮	新西兰	自主
Toptrees 领先	零食、湿粮、干粮	中国	自主
中宠	干粮	中国	自主
Jerky Time	零食	美国、加拿大	自主
Dr.Hao	零食、湿粮	中国	自主
Happy100	零食、湿粮、干粮	中国	自主
King Kitty	零食	中国	自主
脆脆香	干粮	中国	自主
Frisian	湿粮	泰国	代理
ProBiotic Live	干粮	比利时	代理
Sea Kingdom	零食、湿粮、干粮	泰国	代理

资料来源: 公司官网、公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 27. Wanpy 干粮系列产品



资料来源: 公司公众号, 东亚前海证券研究所

图表 28. Wanpy 湿粮及零食系列产品



资料来源: 公司公众号, 东亚前海证券研究所

图表 29. Zeal 真致系列产品



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

图表 30. Toptrees 领先系列产品

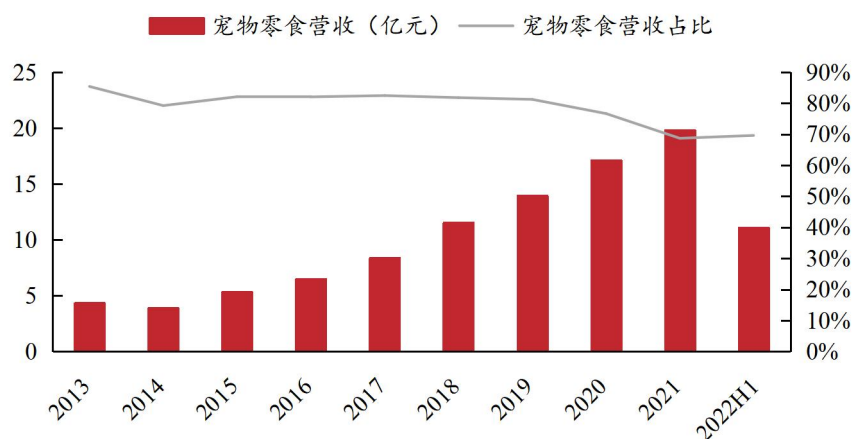


资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

3.1.2. 零食业务增长稳健，夯实公司业绩基础

公司零食产品种类丰富，支撑公司近七成的营业收入。2022 年上半年，公司零食业务实现营业收入 11.07 亿元，占总营业收入的 69.62%，虽较 2013 年下降了 15.78 pct，但仍旧是公司最主要的收入来源，比重下降主要系公司于 2012 年 6 月起扩充产品线，将宠物干粮纳入生产销售，并于 2018 年正式提出战略聚焦国内干粮业务。作为宠物零食发家的宠食企业，公司零食产品种类丰富，分为肉干类、咬胶类和饼干类等类别，并以肉干类为主，具体包括鸡肉零食、鸭肉零食、牛肉零食、猪肉零食、羊肉零食、鱼肉零食、宠物饼干、宠物香肠等 8 个系列近 1000 多个品种。

图表 31. 2022H1 公司零食业务占营收的 69.62%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

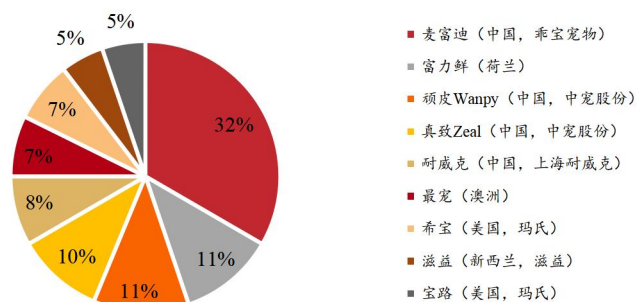
图表 32. 公司部分宠物零食产品矩阵

品牌/品类	Wanpy	ZEAL	TopTrees	Dr.Hao	WANPY HAPPY 100	King Kitty	SeaKingdom
宠物犬-零食类	软鸭肉条、鸡肉饼干卷、牛肉能量卷、鸡肉丝等	犬用风干小牛肉骨等	鹌鹑蛋黄冻干、冻干鸡肉、犬用·肉肉沙拉、双拼棒棒卷、犬用·厚切牛肝等	处方洁齿骨	Happy100犬用零食等	/	/
宠物猫-零食类	猫寿司、金枪鱼小段、金针软丝等	猫用冻干羊肉鹿肉小点、猫用冻干鸡肉牛肉小点等	鲜鲜条、猫用肉肉沙拉、小罐鱼、鹌鹑蛋黄冻干、冻干鸡肉等	/	猫用金枪鱼、鸡肉鲜封包、鳕鱼软片等	King Kitty猫餐盒、King Kitty营养猫罐	猫零食金枪鱼条

资料来源：公司官网、淘宝，东亚前海证券研究所

核心品牌表现卓越，公司宠物零食产品市占率较高。目前公司的宠物零食产品在海外主要通过 OEM & ODM 模式代工销售，国内主要在 Wanpy 顽皮、Zeal 真致、TopTrees 领先和 Happy 100、King Kitty 等品牌下销售，其中自主品牌 King Kitty 和代理品牌 Sea Kingdom 专营猫零食，其余品牌均同时涵盖猫零食和犬零食。2021 年，公司旗下 Wanpy 和 Zeal 品牌在国内宠物零食市场的市占率分别为 11%和 10%，合计 21%，仅次于乖宝宠物旗下品牌，远超早期进入中国宠物食品市场的进口品牌，如美国玛氏旗下的宝路、希宝等。

图表 33. 2021 年宠物零食市场 Wanpy、Zeal 品牌市占率



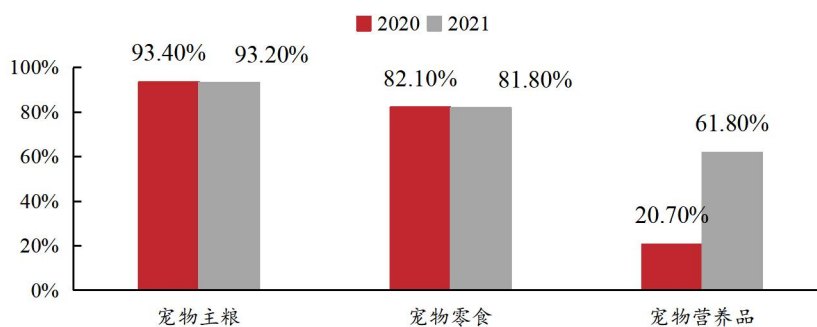
资料来源：鲸参谋，东亚前海证券研究所

3.1.3. 主粮业务加速发展，拉动公司业绩高增

主粮产品作为养宠刚需，市场广阔。我国宠物市场中，零食主要用于用于安抚宠物情绪、增加宠物食欲、健康保健、靓丽毛发等需求，同时也是宠主与宠物互动增进情感的重要工具，类似于人类食品中的副食，可分为肉干类、咬胶类和饼干类等类别，并以肉干类为主，属于非必需品。宠物主粮则为宠物日常生活的必需产品，类似于人类食品中的主食，可分为干粮、半干粮和湿粮三类，作为饲养宠物的必需品，是最大的刚需消费项。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》，宠物细分品类中宠物主粮渗透率最高，2021 年达 93.2%。2021 年宠物主粮在所有宠物食品消费中占比达到 69.51%，同比+3.88pct，其市场规模有望随宠物食品规模扩增而迎来高速增长，市场发展空间十分广阔。

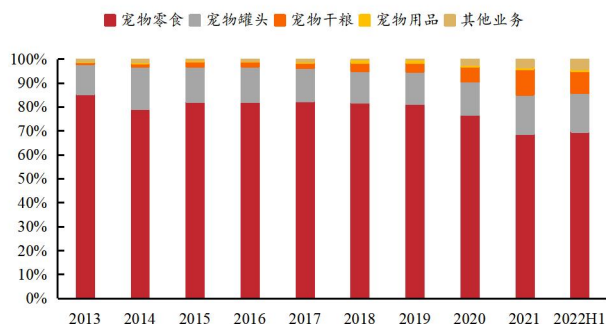
战略聚焦主粮，拉动公司业绩高增。自 1998 年成立以来，公司主要产品为宠物零食和宠物罐头，已有二十余年研发生产经验。借助公司在宠物零食和湿粮领域丰富的生产加工经验和全球优质客户资源，公司在宠物主粮市场有着巨大的市场空间和增长潜力。2012 年 6 月起，公司开始扩充产品线，将干粮纳入生产和销售，并于 2018 年提出“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”发展战略，自此公司经营持续向好。**1) 营业收入方面**，公司主粮产品营收高速增长，干粮尤其突出。自 2018 年公司提出聚焦主粮战略，罐头和干粮产品营业收入开始加速增长，且干粮产品增速更为显著。2017-2021 年，公司罐头产品营业收入 CAGR 为 35.72%，干粮产品营业收入 CAGR 为 90.98%。截至 2022H1，公司主粮业务实现营业收入 4.02 亿元，同比+40.07%，其中罐头食品实现营业收入 2.57 亿元，同比+31.12%，干粮产品实现营业收入 1.45 亿元，同比+59.34%。**2) 营收占比方面**，2014-2019 年，公司零食业务占比小幅下降，稳定在 80%左右，2018 年公司正式提出战略聚焦国内市场，并将以国内市场中份额较大的主粮作为发力点，自此主粮产品占营收比重大幅上升，截至 2022H1 已达到 25.29%，较 2018 年同期提升了 9.05 pct。**3) 盈利能力方面**，公司宠物零食毛利率较为稳定，2013-2022H1 毛利率均值为 20.98%。宠物干粮产品毛利率波动性较大，2018 年高达 48.65%，近些年普遍高于宠物零食和宠物罐头。未来随宠物干粮营收占比逐步上升，干粮对盈利的贡献将进一步提升。

图表 34. 2020-2021 年宠物细分品类消费渗透率



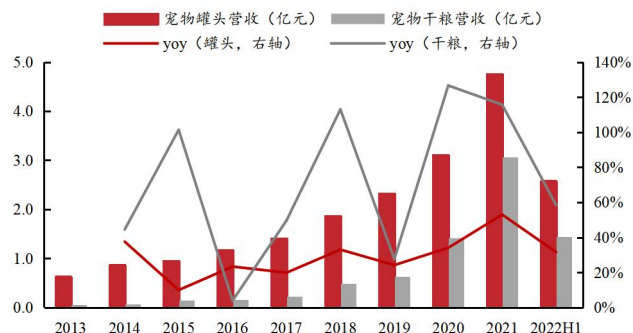
资料来源：2021 年中国宠物行业白皮书，东亚前海证券研究所

图表 35. 公司零食业务逐步向主粮过渡



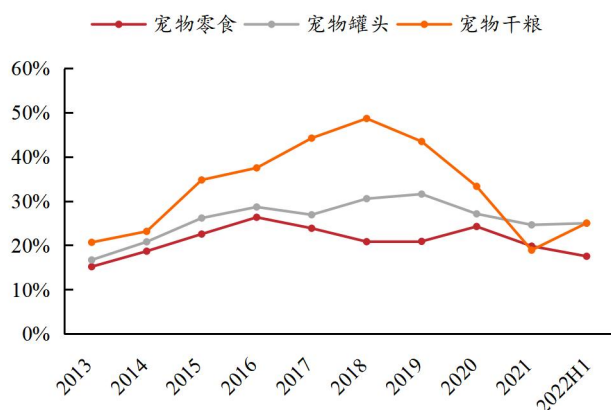
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 36. 2013-2022H1 公司宠物主粮营业收入



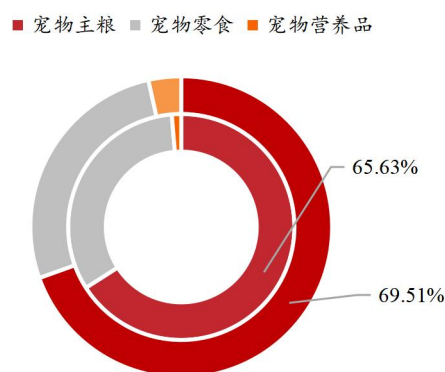
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 37. 公司宠物主粮业务毛利率相对较高



资料来源：2021 年中国宠物行业白皮书，东亚前海证券研究所

图表 38. 2021 年和 2020 年宠物食品消费结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：内环为 2020 年，外环为 2021 年）

主粮产品覆盖不同人群需求，爆款频现助力品牌创收。公司主粮产品矩阵较为全面，同时覆盖高中低端消费人群。自主品牌中，Happy 100 着重于中低端市场，Wanpy 主打中端市场，Zeal 则针对新西兰高端/超高端进口产品，Toptrees 领先定位中高端客群。在品类更新频次方面，公司更坚持

集中资源打造爆款，而非盲目上市大量没有区分度的新品，推出新品的节奏较稳定。1) Wanpy 顽皮持续发力主粮赛道：2022 年上半年，干粮方面，Wanpy 推出了主打冻干 plus 的顽皮冻干四拼粮、冻干双鲜 2.0 系列，同时对已有五谷冻干粮做了包装和配方的升级。而在宠物湿粮类目下，Wanpy 则新推出白金罐、黑金罐以及大罐好肉 375 鲜封罐。2022 年三季度，Wanpy 继续发力主粮赛道，推出多款主粮新品，包括主打高肉高蛋白的顽皮 55% 鲜肉五谷粮和新升级黄金能量配比的顽皮鲜食力主食猫罐。新品也受到众多消费者认可，2022 年双十一期间，Wanpy 双鲜冻干狗粮登榜天猫去泪痕狗粮热卖榜第五，进口白金罐位列相关榜单前列。2) Zeal 真致围绕重磅湿粮产品 0 号罐开展营销工作：2021 年 10 月 Zeal 推出“0 谷 0 麸 0 胶 0 诱食剂 0 着色剂”的零号罐，颇受市场欢迎。2022 年 Zeal 在线上线下同时开展全方位的营销活动，继续围绕重磅湿粮产品 0 号罐开展系列营销推广动作。2022 年双十一期间，Zeal 零号罐在双十一抢先购狗罐头热卖榜中排名第一。3) Toptrees 领先持续推出新品：2022 年上半年，Toptrees 完成了四个大类共 18 个 SKU 的更新，包括新推出的 99 主食罐，上市当周即登陆抖音爆款榜。公司自主核心品牌持续发力，增速可观，Wanpy2022 年上半年实现营业收入超过 2.5 亿，同比增长约 40%；Zeal 真致 2022 年全年有望实现营业收入超 1 亿元。

图表 39. 公司宠物主粮部分产品

品牌/品类	Wanpy	Zeal	Toptrees	中宠 (China pet)	Probiotic Live	Dr.Hao	脆脆香	Wanpy Happy 100	SeaKingdom	Frisian (富力鲜)	Mio9
宠物干-狗粮类	Wanpy 顽皮双鲜狗粮等 	/	全价小型犬成犬粮、全价小型犬幼犬粮等 	成犬及幼犬专用粮、肉单一动物蛋白无谷低敏配方等 	三文鱼成犬成犬粮、肉单一动物蛋白无谷低敏配方等 	/	脆脆香犬用干粮——粮全营养配方等 	Happy 全价贵宾犬成犬粮等 	/	/	/
宠物干-湿粮类	Wanpy 顽皮主食罐等 	新西兰进口零号罐 	99 主食罐 	/	/	犬用处方湿粮等（心脏、皮肤、肠道处方粮） 	/	Happy100 犬用鸡肉鲜封包等 	/	/	/
宠物猫-干粮类	Wanpy 无谷低敏成猫粮等 	/	全价海陆双拼粮、全价幼猫冻干双拼粮等 	全价成猫通用粮、肉单一动物蛋白无谷低敏配方等 	鸡肉成猫粮、鸡肉幼猫粮等 	/	脆脆香猫用干粮等 	全价短毛成猫粮等 	皇家幼猫猫粮、皇家成猫猫粮 	/	/
宠物猫-湿粮类	Wanpy 猫用鲜肉类金枪鱼配方、鸡肉慕斯猫粮等 	新西兰进口零号罐 	99 主食罐 	/	/	猫用处方湿粮——猫泌尿道处方粮、猫皮肤处方粮等 	/	Happy100 猫用鲜肉封包金枪鱼&海鱼鲜封包等 	海狗猫罐 	富力鲜金枪鱼白肉猫罐等 	Mio9 金枪鱼红肉猫罐等 

资料来源：公司官网、淘宝，东亚前海证券研究所

3.2. 产能布局持续推进，公司有望量利齐增

产能布局持续推进，主粮业务增速可期。公司立足宠物零食板块基石，2018 年将战略重心转向市场空间更为广阔的主粮市场后，两大业务板块销

售增速出现分化，主粮板块增长强劲，零食板块略有下滑。2015-2021 年公司主粮业务营收复合年均增速不断提高，2019-2021 年主粮营收 CAGR 达 62.93%，较 2017-2019 年增长 28.68pct；其中干粮/湿粮营收 CAGR 分别达 121.07%/43.19%，较 2017-2019 年增长 56.21/14.68pct。2019-2021 年宠物零食营收复合年均增长率虽有所下降，但仍维持在 20%左右的较高水平。在国内宠物食品市场及公司自身销售均快速增长的背景下，公司先后通过募集资金扩建产能，以及外延并购的方式弥补产能缺口，以匹配快速增长的市场需求。

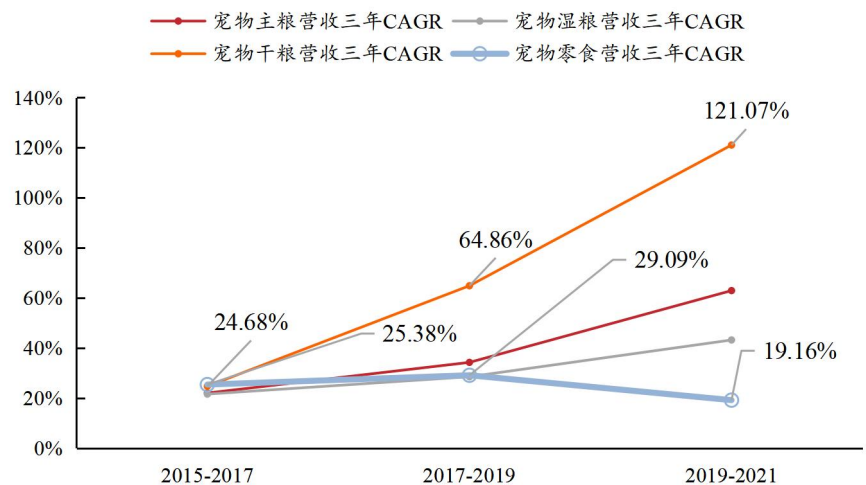
1) 零食：2017 年公司完成了上市首次募集资金，其中 3800 吨宠物零食项目于 2018 年 2 月建成投产，同年零食产能增至 16647 吨，同比+38.73%。2020 年 9 月，美国 Jerky 公司新建宠物零食生产线（4000 吨），2020 年零食产能增长 1333 吨至 23061 吨；2021 年 Jerky 公司新建产线剩余产能投入生产，零食产能增至 25728 吨。

2) 主粮：湿粮方面，公司年产 3 万吨湿粮项目于 2021 年 3 月投产，同年 4 月公司在新西兰收购 PFNZ（年产 8000 吨湿粮），叠加年产 1 万吨湿粮生产线因设备老旧拆除造成湿粮产能下降 7500 吨，2021 年公司湿粮产能增至 2.28 万吨，同比+128.33%。**干粮方面，**2014-2018 年公司干粮产能一直稳定在 10000 吨，2019 年 2 月加拿大 Jerky 公司新建风干粮产线（年产能 756 吨），2019 年干粮产能新增 630 吨（756*10/12）至 10630 吨，2020-2021 年该产线达到预计生产能力，干粮产能增至 10765 吨。

此外，公司于 2020 年和 2022 年进行两轮再融资，资金主要投向主粮产能建设，投资项目包括“年产 6 万吨宠物干粮项目”、“年产 2 万吨宠物湿粮项目”、“年产 6 万吨高品质宠物干粮项目”、“年产 4 万吨新型宠物湿粮项目”和“年产 2000 吨冻干宠物食品项目”。上述项目完工达产后，公司将合计新增 12 万吨宠物干粮产能和 6 万吨宠物湿粮产能，较现有产能规模大幅度提升。整体来看，公司零食产能稳步增长，未来规划产能主要投向干粮和湿粮，随募投项目逐渐落地，主粮业务有望迎来高速增长。

2022 年产能测算：2021 年底公司已拥有主粮产能 3.36 万吨，其中湿粮产能 2.28 万吨，干粮产能 1.08 万吨。展望 2022 年：1) 干粮：年产 6 万吨宠物干粮项目中第一条 3 万吨生产线于 2022 年 4 月投产 30%，另一条 3 万吨干粮生产线 2022 年 12 月投产 30%，全年预计新增 3000 吨产能。公司 2022 年合计将拥有干粮产能 1.38 万吨，同比+27.89%。2) 湿粮：2021 年 3 月投产的 3 万吨湿粮项目将于第二年起达到预计生产能力的 100%，同时考虑到 2022 年 4-6 月 PFNZ 工厂未生产，2022 年公司宠物湿粮产能预计增至 3.4 万吨，同比+48.91%。

图表 40. 公司宠物主粮营收年均复合增速



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 41. 公司产能规划聚焦主粮

项目名称	地点	资金来源	产品	设计产能 (吨)	投产日期	产能利用率
年产 3800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨项目	中国	2017IPO	零食	3800	2018-02	38.26%
年产 5000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目	中国	2017IPO	干粮	5000	2018-10	198.01%
年产 3 万吨湿粮项目	中国	2019 可转债	湿粮	30000	2021-03	91.69%
年产 6 万吨宠物干粮项目	中国	2020 非公开发行股票	干粮	2*30000	2022-04 第一条生产线投产；2022-12 第二条生产线预计投产	/
年产 2 万吨宠物湿粮项目	新西兰	2020 非公开发行股票	湿粮	20000	预计 2022-11	/
年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	中国	2022 可转债	干粮	60000	拟建，建设期 2 年	/
年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	中国	2022 可转债	湿粮	40000	拟建，建设期 2 年	/
年产 2000 吨冻干宠物食品项目	中国	2022 可转债	零食	2000	2022-04 开始动工建设，预计于 2022 年内完工运行	/

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：各项目预计投产日期更新截至 2022/10/21，各项目产能利用率更新截至 2022/3/31）

图表 42. 2022 年公司宠物干粮产能测算

	干粮产能合计 (吨)	6 万吨项目实际产能 (吨)	加拿大 Jerky 干粮实际产能 (吨)	原有产能 (吨)
投产时间	/	2022 年 4 月、2022 年 12 月 (预计)	2019 年 2 月	/
2021	10756	0	=756	=10000
2022H1	7628	=30000*30%*3/12	=756/2	=10000/2
2022E	13756	=30000*30%*3/12+30000*30%*1/12	=756	=10000

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：根据公司《年产 6 万吨宠物干粮项目可行性研究报告》，该项目第一年达产率为 30%，第二年达产率为 60%，第三年可达到设计生产能力。）

图表 43. 2022 年公司宠物湿粮产能测算

	湿粮产能合计 (吨)	3 万吨项目实际产能 (吨)	新西兰 PFNZ 实际产能 (吨)	原有产能 (吨)
投产时间	/	2021 年 3 月	2021 年 4 月	/
2021	22833	=30000*60%*10/12	=8000*8/12	2500
2022H1	15000	=30000*60%*2/12+30000*100%*4/12	=8000*3/12	0
2022E	34000	=30000*60%*2/12+30000*100%*10/12	=8000*9/12	0

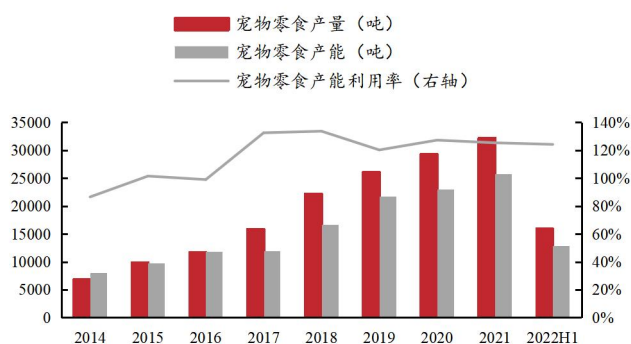
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：根据公司《年产 3 万吨湿粮项目可行性研究报告》，预计项目投产后，第一年可达到生产能力的 60%，第二年可达到设计生产能力；2021 年 4 月，公司年产 1 万吨宠物湿粮生产线因设备老旧拆除，2021 年宠物罐头减少产能 7500 吨；2022 年 4-6 月，PFNZ 湿粮工厂检修升级，未进行生产。）

零食产能利用率稳中求进，主粮产能利用率节节攀升。公司在上市之前，2016 年底已有主粮产能 2 万吨（其中干粮与湿粮产能各 1 万吨）、宠物零食 1.12 万吨。1) **零食：**公司以零食业务起家，2014-2016 年零食业务产能利用率稳定在 100%左右。上市后为满足大幅增长的订单量，公司部分车间由两班制改为三班制，同时国内工厂烘干效率明显提升，工作时间增长叠加生产效率提高，2017-2022H1 零食产能利用率一直大于 100%，维持在较高水平。2) **主粮：**湿粮作为公司初始业务之一，在 2016 年产能利用率即超过 100%，而干粮产能利用率仅达到 7.46%，主要系公司干粮业务 2012 年方才起步，塑造品牌形象与培育市场均需要大量资金和时间。为提高干粮产能利用率，公司于 2016 年 4 月与上海耐威克宠物用品有限公司签署《委托加工协议》，为其代理加工宠物干粮，2016-2018H1 分别生产干粮 1987.18 吨、5996.96 吨和 31.40 吨，实现加工费收入 156.46 万元、471.56 万元和 2.47 万元，产能利用率达 17%。此后随着公司聚焦干粮、聚焦国内市场的战略逐步落地，公司渠道布局逐渐完善，公司干粮的产能利用率呈指数上升趋势，截至 2022H1 已达到 153.18%。

产能布局稳步推进，公司盈利能力有望持续回升。2022 年，公司为沃尔玛、Rolf C. Hagen INC 贴牌生产干粮增加，同时为拓宽宠物干粮销售渠道，公司海外代理宠物干粮业务较上年增加较多，即公司外采宠物干粮后直接销售给客户，导致 2021 年宠物干粮中自产自销占比同比下滑 27.80pct。然而贴牌生产和代理业务毛利率均较低，拉低了综合毛利率，同时代理业务抬升了干粮外购成本，叠加鸡胸肉等原材料成本上涨，2021 年宠物干粮毛利率同比大幅下降 14.41pct。此外受到代理业务增多以及原材料成本上涨相似因素影响，宠物零食和宠物罐头毛利率均有不同程度的下滑。然而公

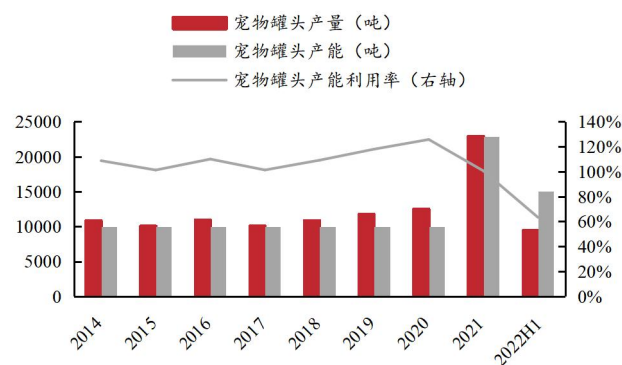
司依靠代理业务进一步完善了国内市场销售渠道，为后续自产产品开拓市场奠定基础。未来随公司新建产能逐步落地，干粮、零食产量有望快速增长，宠物干粮自产自销占比有望迅速提升，产品外购成品成本预计下降。此外，“年产6万吨高品质宠物干粮项目”和“年产4万吨新型宠物湿粮项目”项目产品分别为，“双拼、无谷、鲜肉犬粮和猫粮”以及“马口铁和软包装产品”，产品均定位高端，盈利空间有望进一步打开。产品品质提升叠加成本预计下降，公司盈利能力有望持续提升。

图表 44. 公司宠物零食产能利用率



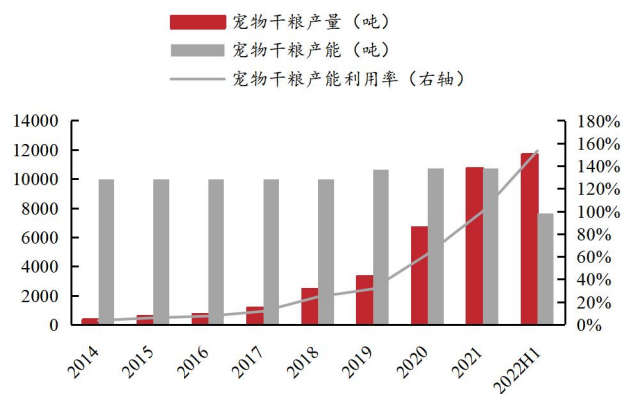
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 45. 公司宠物罐头产能利用率



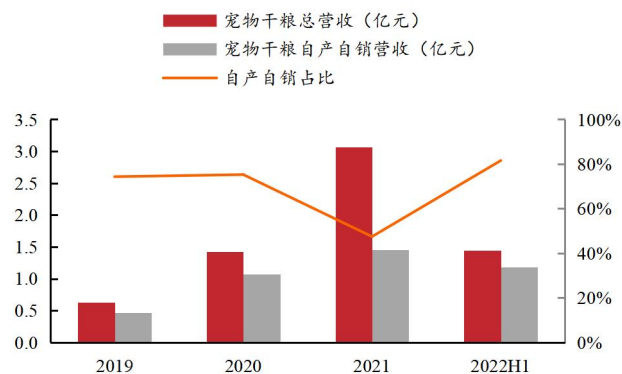
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 46. 公司宠物干粮产能利用率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 47. 公司宠物干粮自产自销部分营收占比



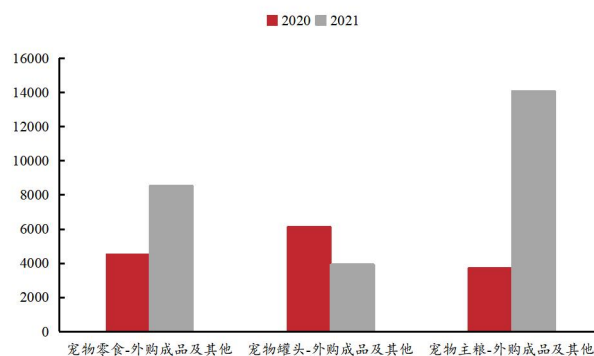
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 48. 公司各产品毛利率以及同比变动

	宠物零食 毛利率	同比	宠物干粮 毛利率	同比	宠物湿粮 毛利率	同比
2019	20.88%	/	43.45%	/	31.56%	/
2020	24.24%	3.36pct	33.31%	-10.14pct	27.10%	-4.46pct
2021	19.80%	-4.44pct	18.90%	-14.41pct	24.61%	-2.49pct
2022H1	17.51%	-2.19pct	25.01%	-5.09pct	24.98%	-4.32pct

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

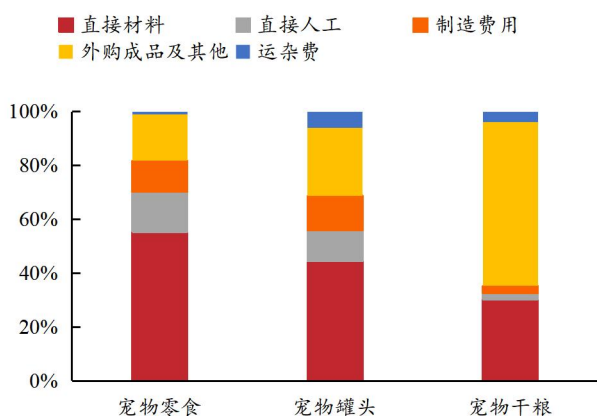
图表 49. 公司各产品单吨外购成品成本（元/吨）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

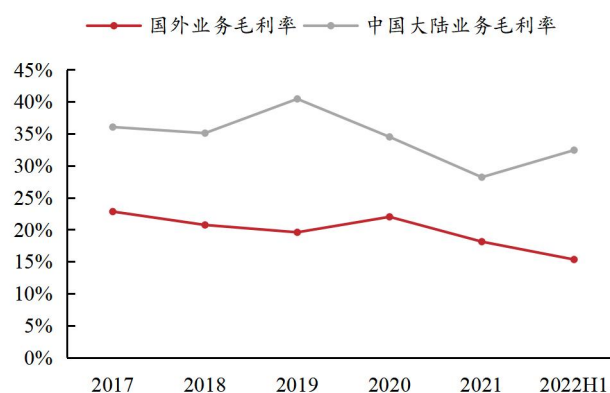
战略储备+多轮调价，公司综合毛利率有望提升。公司各产品主要原材料为鸡胸肉、鸭胸肉等肉类产品，原材料成本为公司主营业务成本占比最大的部分。2021 年直接材料成本在宠物零食、宠物罐头和宠物主粮营业成本占比分别为 55.35%、44.45%和 30.27%。今年海外禽流感疫情暴发，美国鸡肉原材料价格大幅上涨，公司采取多种措施应对原材料成本上涨的压力。一方面，公司年初对全年原材料价格波动进行了预判，2022 年上半年对肉类及油脂类原材料增加了战略储备；另一方面，为转嫁成本上涨压力，公司对产品进行多轮调价，能够一定程度覆盖原材料上涨对公司利润造成的影响。然而由于调价流程具有一定滞后性，上半年海外市场毛利率有所下降，2022H1 公司国外业务毛利率为 15.32%，较 2021 年下降 2.79pct。随调价效果显现，预计下半年海外市场毛利率会有所修复。同时随着公司产能、产量的提升，原材料的购买规模随之增长，原材料采购的议价能力也将持续提升，助力公司盈利能力的增长。

图表 50. 2021 年公司各产品营业成本结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 51. 公司国外和中国大陆业务毛利率

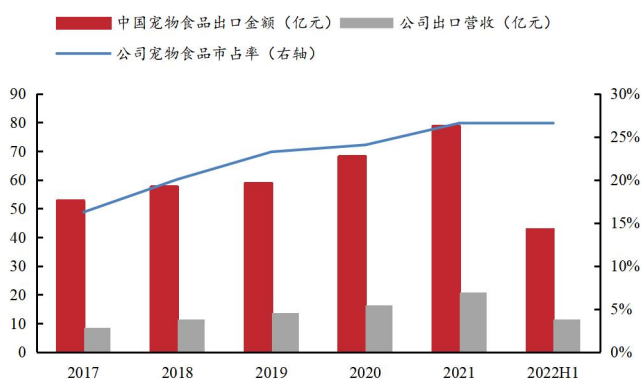


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 海外客户资源优质，全球供应链布局日臻完善

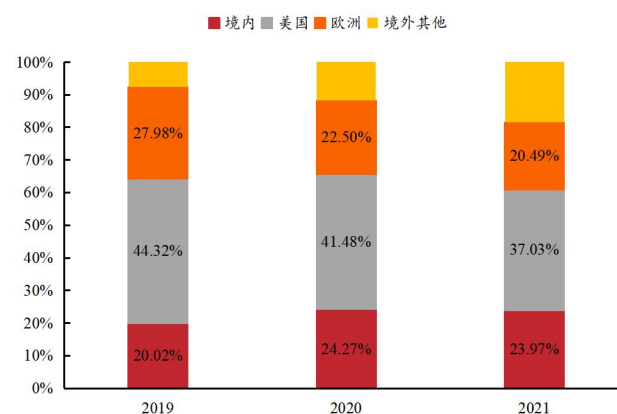
全球布局打开成长空间，宠食出口市占率逐年提升。公司是国内规模化、专业化的宠物食品出口龙头企业，通过了美国 FDA、英国 BRC、日本农林水产省等多项国际认证，满足了出口国宠物食品的高标准，产品远销日本、美国、加拿大、英国、德国、法国等全球 60 个国家和地区，年销量可达数亿袋，并且保持稳定增长的态势。2022H1 公司境外业务收入达 11.42 亿元（同比+26.83%，总营收占比为 71.82%），2013-2021 年境外销售收入 CAGR 高达 20.91%，是公司营业收入的主要来源。2022H1 公司宠食出口市占率高达 26.61%，较 2017 年+10.36pct。在出口的所有国家中，美国占公司总营收的 40%左右，在欧洲占比则可达到约 20%。

图表 52. 公司宠物食品出口收入市占率



资料来源：公司公告、海关总署，东亚前海证券研究所（注：市占率计算方法为：公司出口业务营收/中国宠物食品出口金额；中国宠物食品出口金额计算口径为海关总署数据代码 23091010 和 23091090）

图表 53. 公司海内外业务营收占比



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

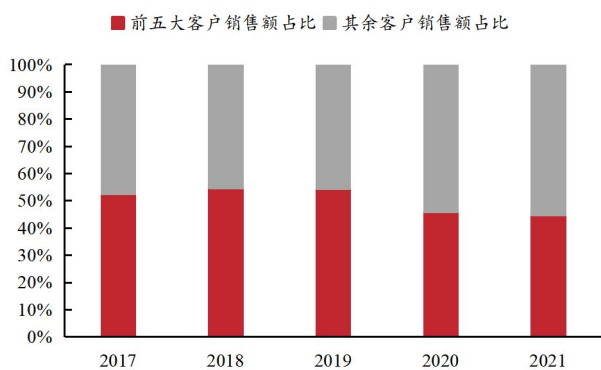
图表 54. 公司宠物食品出口版图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

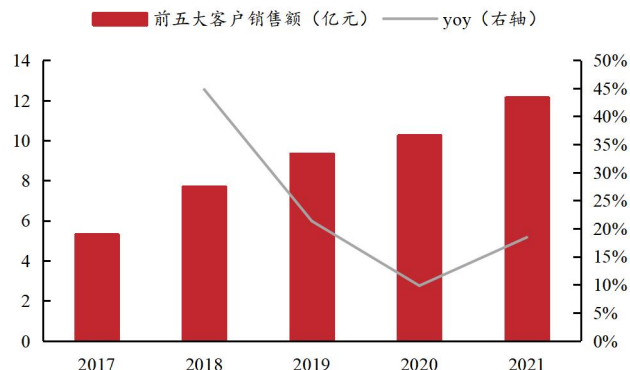
公司代工产品主要面向国际客户，国际客户资源优质稳定。公司对国外市场出口的产品以宠物零食为主，由于欧美等发达地区宠物食品市场较为成熟，已经形成了较为牢固的品牌体系，且承包了当地大部分市场份额，所以公司在海外主要与当地拥有品牌，但不生产的宠物食品经销商合作，以 OEM & ODM 定制产品贴牌方式进入市场，以销定产。2018 年公司的合作的前五大品牌分别为美国品谱（Spectrum Brands）、美国 Globalinx Pet、英国 Armitages、德国 Fressnapf 和爱尔兰狗粮公司（Irish Dog Foods），均为国际知名品牌。公司海外客源较为集中，且占比稳定，2016-2019 年海外前五大客户收入占比稳定在 50% 左右，2020-2021 有所下降，主要系公司积极拓展新客户所致。公司前五大客户销售额呈高速增长态势，2021 年达 12.87 亿元，同比+25.32%，2014-2021 年销售额 CAGR 达 36.60%。

图表 55. 公司前五大客户占营业收入比重较稳定



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 56. 公司前五大客户收入稳定增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

自建/收购工厂，全球化供应链布局日臻完善。除了出口，公司自 2014 年起在美国、加拿大、新西兰和柬埔寨自建和收购工厂，全球化供应链布局日臻完善。截至 2022 年 8 月，公司在全球拥有 20 间现代化高端生产基地，其中 12 间位于国内，8 间遍布全球。2014 年 3 月，公司在美国加利福尼亚投资 2000 万美元的工厂正式建成投产，是当地最大的宠物零食工厂；2018 年 5 月，公司位于加拿大工厂的总投资 1800 万美元的工厂建成投产，同样是当地最大的宠物零食工厂；2018 年 11 月，公司正式收购新西兰宠物食品品牌 Zeal，是中国宠物行业第一家收购发达国家企业的公司，全球化供应链进一步完善。作为海外业务收入占比超过 70% 的公司，供应链全球化直接拉近了公司海外业务从生产到销售的流通距离，一方面降低了原材料运输价格，另一方面避免了食品在运输和仓储过程中可能出现的质量安全问题，此外，在中美贸易局势不确定的背景下，美国子公司新建 4000 吨宠物零食产能不断释放，弥补了向美国出口宠物食品规模下降的劣势，为公司海外收入保驾护航，最后，全球化的供应链也为公司在海外推广自主品牌奠定了基础。

图表 57. 截至 2021 年底，公司共拥有 8 家境外子公司

子公司名称	所在地	品类
American Jerky Company LLC	美国加利福尼亚	零食
Hao's Holdings, Inc	美国	/
Canadian Jerky Company LTD.	加拿大温哥华	零食
The Natural Pet Treat Company Limited	新西兰奥克兰	零食、干粮、湿粮
PetfoodNZ International Limited	新西兰吉斯本	湿粮（罐头）
Zeal Pet Foods New Zealand Limited	新西兰奥克兰	/
Wanpy Europe Petfoods B.V.	欧洲	湿粮
I Tao Pet Supplies (Cambodia)Co., LTD	柬埔寨西哈努克省	肉类产品 可食用咬胶

资料来源：公司官网、公司公告，东亚前海证券研究所

图表 58. 截至 2021 年底，公司共拥有 6 家境外工厂

工厂名称	所在地	投产时间	品类	产能	地位
美国 Jerky 工厂	美国 Jerky 一期工程	2015/04	零食	2400 吨	当地最大宠物零食工厂
	美国 Jerky 二期工程	2016/02	零食	1600 吨	
	新建宠物零食生产线	2020/09	零食	4000 吨	
加拿大 Jerky 工厂		2018/05	零食	6000 吨	当地最具规模化、专业化的宠物零食工厂之一
		2019/02	干粮	756 吨	
新西兰 Zeal 工厂		2018/10	零食	2000 吨	/
新西兰 PFNZ 工厂		2021/04	湿粮	8000 吨	新西兰最大宠物食品罐头工厂
新西兰高端宠物湿粮工厂		在建	湿粮	/	/
柬埔寨工厂		2020/03	肉类产品、 可食用咬胶	6000 吨	当地最大宠物零食工厂

资料来源：公司官网、公司公告，东亚前海证券研究所

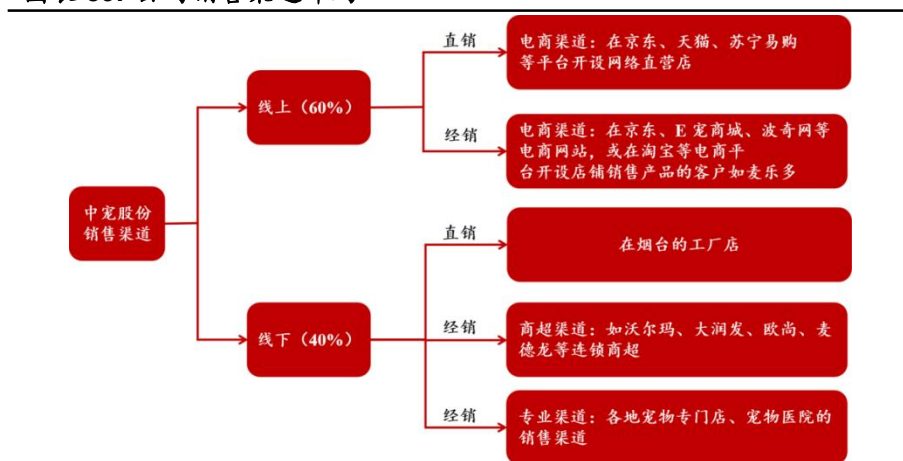
3.4. “品牌+渠道”双管齐下，电商收入强势增长

海外市场立足 OEM/ODM 代工业务，积极培育自主品牌。公司在海外市场主要与当地知名品牌合作，以代加工方式进入国际市场，自主品牌销量较小。在扩大 OEM/ODM 市场规模的同时，公司也在积极树立在海外的自主品牌形象，培育自主品牌市场，先后在日本、美国、欧洲、澳大利亚等国家陆续推出了“wanpy”、“Jerky time”、“Dr.Hao”等自主品牌的宠物零食产品。公司通过网站推广、参加国际展会、投放广告等方式提升自主品牌的曝光度，同时升级公司架构，在国际营销中心设立自主品牌科，专门负责自主品牌的推广与销售。截至 2022 年上半年，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。

着眼于国内市场，多点发力打造全渠道矩阵。公司自主品牌主要面向国内市场，经过持续拓展和优化销售渠道，形成了直销和经销相结合、线

上线下双轮驱动的全渠道矩阵。1) **线上方面**：公司投资了北京好氏、领先宠物等聚焦线上渠道的销售公司，并与阿里巴巴以及京东达成战略合作。具体来讲，公司入驻国内众多电商平台开设直营旗舰店，包括京东、天猫、拼多多、抖音、快手等，此外在淘宝、京东、拼多多等电商平台拥有大量分销商，另与E宠网、波奇网等垂直电商也达成了合作，目前线上渠道占比已达60%。2) **线下方面**：**a. 商超渠道**，公司产品上架进入了沃尔玛、大润发、永辉、麦德龙、家家悦等国内大型连锁超市；**b. 专业渠道**，为进一步加大公司核心自主品牌建设，公司在2022年上半年整合成立了“专业渠道部”。专业渠道是指面向各地宠物专门店、宠物医院的销售渠道，由宠物食品用品经销商向公司采购产品，然后向所在地宠物专门店、宠物医院销售。例如，2018年公司增资瑞鹏宠物医疗集团，双方达成深度战略合作。瑞鹏宠物医疗集团是国内宠物医院使用率最高的宠物医疗龙头企业，通过此次合作，公司可以在产业协同方面优势互补，同时增强公司在线下宠物医院渠道的布局，有利于品牌形象的树立。

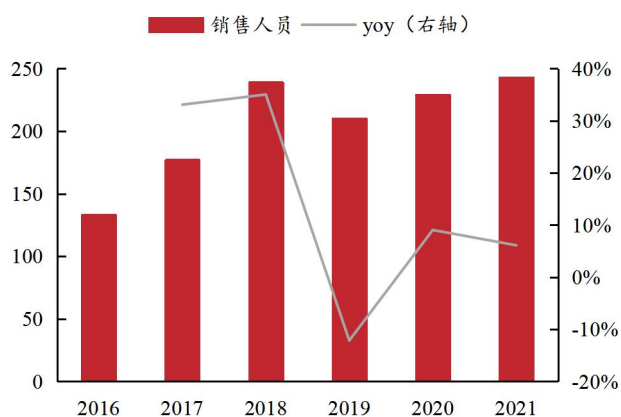
图表 59. 公司销售渠道布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

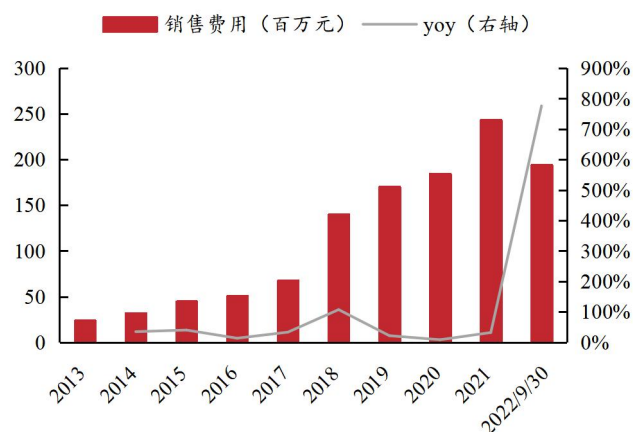
发力品牌营销，赢得消费者青睐。公司在营销方面持续发力，2018年提出“聚焦国内市场、聚焦品牌、聚焦主粮”的发展战略后，销售人员数量和销售费用同比均大幅增长，2021年销售人员数量创下新高，达到243人，销售费用2017-2021年间CAGR高达168.37%。公司此前拥有Wanpy和Zeal核心自主品牌，2021年完成对新锐宠物品牌“Toptrees 领先”的收购后，公司在境内市场不断加码自主品牌的营销推广工作，2022年前三季度销售费用为1.94亿元，同比增长776.03%。

图表 60. 公司销售人员整体呈增长态势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 61. 公司销售费用整体呈增长态势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

营销方式推陈出新，线上线下双管齐下。1) 联名出圈，好评如潮。公司聚焦品牌建设，持续开展创新型营销。公司与多位形象气质契合、口碑出众的明星艺人合作，如 2021 年公司先后官宣辣目洋子为 Wanpy 顽皮品牌产品体验官，傅首尔、冉高鸣为 Wanpy 顽皮品牌安全官。此外公司还与高奢品牌合作，Zeal 联手爱马仕合作设计师 FX Balléry 推出联名款人宠 CP 餐具，强化了 Zeal 对使用天然食材、原生营养的 0 妥协喂养主张。除 Wanpy 和 Zeal 外，公司于 2021 年收购的新锐宠物品牌“Toptrees 领先”，整合完成后在 2022 年重装上阵。Toptrees 领先先后与奥迪、小王子、美的、喜马拉雅等品牌展开联名合作，受到养宠圈的热烈追捧。**2) 话题营销，全域种草。**公司还通过抖音、小红书等主流媒体平台进行达人测评、短视频种草等活动，双十一期间 Wanpy 抖音话题“探索顽皮鲜奥秘”内容传播量超 9311 万，百余位 KOL (Key Opinion Leader) /KOC (Key Opinion Consumer) 种草推荐 Wanpy 好物。2022 年 10 月 21 日 Zeal 品牌首款犬/猫定制宠物牛奶全新升级上市，“犬猫区隔牛奶”双十一话题传播量超 1200 万，而猫狗宠物牛奶双十一首日即售罄。**3) 布局线下门店渠道，首创宠物行业喜剧秀。**公司积极参与各类线下宠物展，与各类宠物比赛合作，增加旗下各品牌的曝光度；另外还于 2022 年举办了宠物主题的人宠喜剧秀，收获了众多观众的好感与关注，进一步增强品牌和消费者之间的粘性。

图表 62. Zeal×FX Balléry 联名周边



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

图表 63. 顽皮品牌产品体验官辣目洋子，顽皮品牌安全官傅首尔、冉高鸣



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

图表 64. 领先&小王子联名系列



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

图表 65. 公司首创宠物行业喜剧秀



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

大促期间销售向好，电商渠道收入强势增长。2022 年双十一期间，各大品牌销售强势增长，Zeal 和 Toptrees 品牌京东销售额增速较 618 期间大幅攀升。具体来看，1) Wanpy 品牌：Wanpy 天猫和京东旗舰店销售额分别同比增长 47% 和 50%，在天猫犬零食、猫零食排行榜中位列第 2 和第 5，在京东宠物零食排行榜中位列第 3；2) Zeal：Zeal 天猫旗舰店销售额同比增长 84%，在天猫进口犬零食排行榜中位列第 2；3) Toptrees：Toptrees 品牌天猫销售额同比增长 87%。

图表 66. 公司 2022 年双十一产品销售情况



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

图表 67. 公司 2022 年 618 产品销售情况



资料来源：公司公众号，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

(1) 宠物零食业务：公司海外零食代工业务发展稳定，可转债项目“年产 2000 吨冻干宠物食品项目”预计于 2022 年内落地，且项目将在 3 年内逐步达到设计生产能力的 100%，零食产量有望逐步提升。同时该募投项目聚焦宠物零食中的高端品类，市场售价相对较高，随项目逐步落地，零食业务毛利率有望增长。预计 2022/2023/2024 年销售收入分别为 21.92/23.43/24.48 亿元，同比+10.73%/+6.89%/+4.48%。

(2) 宠物干粮业务：公司“年产 6 万吨宠物干粮项目”共有两条 3 万吨干粮生产线，其中一条干粮生产线已于 2022 年 4 月正式投产运营，另一条生产线预计 2022 年 12 月正式投产运营。随产能落地，干粮销量有望高速增长；同时随干粮产能逐步投产，干粮外购成本有望下降，产品毛利率逐渐增长。预计 2022/2023/2024 年销售收入分别为 4.80/8.00/11.20 亿元，同比+56.63%/+66.67%/+40.00%。

(3) 宠物罐头业务：随“年产 3 万吨宠物湿粮项目”产能逐步释放，“年产 2 万吨宠物湿粮项目（新西兰）”以及“年产 4 万吨新型宠物湿粮项目（中国）”按计划持续推进，湿粮销量有望保持较快速度增长。考虑到新西兰拥有以牛、羊为主的大量优质原料资源，相比于国内市场其肉制品成本相对较低，以及新型 4 万吨湿粮项目发力高端湿粮品类，湿粮整体的盈利能力有望提升。预计 2022/2023/2024 年销售收入分别为 6.13/6.89/7.60 亿元，同比+28.85%/+12.41%/+10.36%。

图表 68. 公司各业务拆分预测

年份	2021A	2022E	2023E	2024E
宠物零食				
营业收入（百万元）	1979.62	2192.00	2343.00	2448.00
营业成本（百万元）	1,587.64	1,782.40	1,864.50	1,927.80
毛利率	19.80%	18.69%	20.42%	21.25%
宠物罐头				
营业收入（百万元）	475.36	612.50	688.50	759.80
营业成本（百万元）	358.39	455.70	504.90	545.20
毛利率	24.61%	25.60%	26.67%	28.24%
宠物干粮				
营业收入（百万元）	306.46	480.00	800.00	1,120.00
营业成本（百万元）	248.53	384.00	597.50	770.00
毛利率	18.90%	20.00%	25.31%	31.25%
宠物用品				
营业收入（百万元）	24.58	36.87	55.31	85.73
营业成本（百万元）	17.42	25.81	38.72	60.01
毛利率	29.14%	30.00%	30.00%	30.00%
其他				
营业收入（百万元）	95.53	162.40	276.07	469.32
营业成本（百万元）	91.83	155.90	265.03	450.55
毛利率	3.87%	4.00%	4.00%	4.00%
合计				
营业收入（百万元）	2,881.55	3,483.77	4,162.88	4,882.86
营业成本（百万元）	2,303.81	2,803.81	3,270.65	3,753.56
毛利率	25.08%	24.25%	27.28%	30.09%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

5. 风险提示

市场开拓的风险：宠物经济的快速崛起吸引着越来越多厂商加入竞争，公司面临的竞争将进一步加剧，可能造成公司品牌推广等销售费用的增加，对公司盈利水平造成不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原料主要为各种肉类，其中以鸡胸肉、鸭胸肉为主。如果原材料成本大幅上升，将导致公司生产成本上升，影响公司毛利率和盈利水平。

汇率波动风险：公司境外销售收入占主营业务收入比例超过 70%，汇率的波动将对公司业绩产生一定影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2881.55	3483.77	4162.88	4882.86
%同比增速	29.06%	20.90%	19.49%	17.30%
营业成本	2303.81	2803.81	3270.65	3753.56
毛利	577.75	679.96	892.24	1129.29
%营业收入	20.05%	19.52%	21.43%	23.13%
税金及附加	7.87	10.35	12.20	14.09
%营业收入	0.27%	0.30%	0.29%	0.29%
销售费用	243.29	278.47	338.14	386.54
%营业收入	8.44%	7.99%	8.12%	7.92%
管理费用	104.60	117.42	129.42	142.63
%营业收入	3.63%	3.37%	3.11%	2.92%
研发费用	41.29	49.59	64.07	76.94
%营业收入	1.43%	1.42%	1.54%	1.58%
财务费用	24.14	25.91	33.17	34.66
%营业收入	0.84%	0.74%	0.80%	0.71%
资产减值损失	-11.37	0.61	0.85	1.33
信用减值损失	-4.22	0.00	0.00	0.00
其他收益	7.82	5.23	12.20	11.63
投资收益	11.04	13.94	10.41	16.82
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.26	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.03	4.18	0.00	0.00
营业利润	161.04	222.17	338.69	504.20
%营业收入	5.59%	6.38%	8.14%	10.33%
营业外收支	-1.61	0.55	-0.53	0.01
利润总额	159.43	222.72	338.16	504.21
%营业收入	5.53%	6.39%	8.12%	10.33%
所得税费用	32.95	55.61	86.30	133.76
净利润	126.49	167.11	251.86	370.45
%营业收入	4.39%	4.80%	6.05%	7.59%
归属于母公司的净利润	115.62	152.74	230.20	338.59
%同比增速	-14.29%	32.11%	50.72%	47.09%
少数股东损益	10.87	14.37	21.66	31.86
EPS (元/股)	0.39	0.52	0.78	1.15

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.39	0.52	0.78	1.15
BVPS	6.18	6.65	7.44	8.59
PE	77.54	42.92	28.48	19.36
PEG	—	1.34	0.56	0.41
PB	4.89	3.35	3.00	2.60
EV/EBITDA	33.63	20.68	14.38	10.05
ROE	6%	8%	11%	13%
ROIC	5%	6%	9%	11%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	351	310	381	685
交易性金融资产	55	5	5	5
应收账款及应收票据	345	506	534	551
存货	517	605	759	807
预付账款	27	34	39	45
其他流动资产	42	40	38	33
流动资产合计	1337	1501	1756	2126
长期股权投资	133	175	211	248
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	784	1001	1097	1175
无形资产	98	106	114	123
商誉	226	226	226	226
递延所得税资产	64	64	64	64
其他非流动资产	373	361	359	353
资产总计	3015	3435	3826	4314
短期借款	359	479	479	479
应付票据及应付账款	349	413	493	538
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	84	90	105	120
应交税费	15	17	21	24
其他流动负债	62	102	119	140
流动负债合计	868	1101	1216	1301
长期借款	114	124	124	124
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	84	108	133	166
负债合计	1069	1336	1476	1594
归属于母公司的所有者权益	1819	1957	2187	2526
少数股东权益	127	141	163	195
股东权益	1946	2098	2350	2721
负债及股东权益	3015	3435	3826	4314

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	213	105	312	529
投资	-56	4	-36	-37
资本性支出	-284	-315	-231	-230
其他	3	17	19	26
投资活动现金流净额	-337	-294	-247	-241
债权融资	-577	60	36	49
股权融资	3	0	0	0
银行贷款增加(减少)	814	130	0	0
筹资成本	-32	-42	-31	-32
其他	-7	0	0	0
筹资活动现金流净额	201	148	5	16
现金净流量	70	-41	70	304

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>