

中宠股份 (002891) 深度研究

重拳出击国内市场, 直面风浪砥砺前行

2019 年 07 月 11 日

【投资要点】

- ◆ 公司是知名的全球宠物食品多元品牌运营商。目前公司在全球拥有 12 间工厂, 16 家子公司, 经营 11 个自主品牌。与同行业上市公司相比, 中宠股份营收规模最大, 成长性最好。中宠国内市场开拓速度最快, 拥有较强先发优势, 但因此销售费用率和利润方面也有短期承压。
- ◆ 宠物行业迎来爆发期, 多重利好国产品牌。我国人均收入的不断提高、宠物渗透率的持续提升, 以及宠物消费的不断升级将共同推动宠物市场规模快速扩张, 当前我国宠物食品市场集中度不够高, 国产品牌有较多破局机会。2018 年进口宠物饲料新政出台, 国外品牌进入中国审核更为严格, 这也给国货宠物主粮的发展提供了一定的发展机遇。
- ◆ 核心竞争力驱动公司逆风前行。当前公司发展面临许多外部压力, 2019 年鸡价中枢上行, 公司原材料成本或将承压。公司出口产品 95% 以美元结算, 汇率的波动也会影响公司产品价格和汇兑损益。贸易摩擦美国加征关税也会在一定程度上削弱公司相对其他国外供应商在价格方面的优势。尽管如此, 公司以其自身较强的渠道力、产品力和品牌力直面调整, 实现境外市场稳定增长, 国内市场快速突破, 随着未来产能瓶颈消解, 公司有望进入新一轮快速扩张期。

【投资建议】

- ◆ 预计中宠股份 2019/2020/2021 年营业收入分别为 18.16/24.43/32.15 亿元, 归母净利润分别为 0.62/1.15/1.87 亿元, EPS 分别为 0.37/0.67/1.10 元, 对应 PE 分别为 57.23/31.17/19.07 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1412.26	1815.51	2443.35	3215.30
增长率 (%)	39.09	28.55	34.58	31.59
EBITDA (百万元)	103.72	145.95	222.30	335.09
归属母公司净利润 (百万元)	56.44	62.44	114.66	187.41
增长率 (%)	-23.39	10.63	83.62	63.45
EPS (元/股)	0.33	0.37	0.67	1.10
市盈率 (P/E)	63.31	57.23	31.17	19.07
市净率 (P/B)	4.80	4.44	3.93	3.28
EV/EBITDA	36.34	26.50	17.54	11.42

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 原材料、汇率波动较大;
- ◆ 国内市场开拓不及预期。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

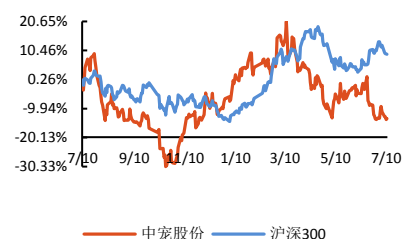
证券分析师: 卢嘉鹏

证书编号: S1160516060001

联系人: 孙诗萌

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	3364.30
流通市值 (百万元)	1811.89
52 周最高/最低 (元)	42.80/19.01
52 周最高/最低 (PE)	75.89/43.21
52 周最高/最低 (PB)	5.74/3.56
52 周涨幅 (%)	-10.31
52 周换手率 (%)	198.84

相关研究

《加大国内市场投入, 短期业绩承压》

2019.04.19

《与京东合作, 发力国内市场》

2019.04.17

正文目录

1. 公司是知名的全球宠物食品多元品牌运营商	4
2. 行业迎来爆发期，多重利好国产品牌	9
2.1. 宠物市场规模保持快速增长势头	9
2.2. 宠物食品市场较为分散，国产品牌逐渐崛起	10
2.3. 宠物食品进口新政利好国产品牌发展	15
3. 核心竞争力驱动公司逆境前行	15
3.1. 原材料、汇率波动，利润短暂承压	15
3.2. 渠道力、产品力、品牌力助力公司境外稳增长，境内快提升	19
3.2.1. 海外客户合作稳定，为公司营收提供重要支撑	19
3.2.2. 国内市场不断发力，有望成为公司未来的业绩增长点	20
4. 盈利预测	24
5. 估值和投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

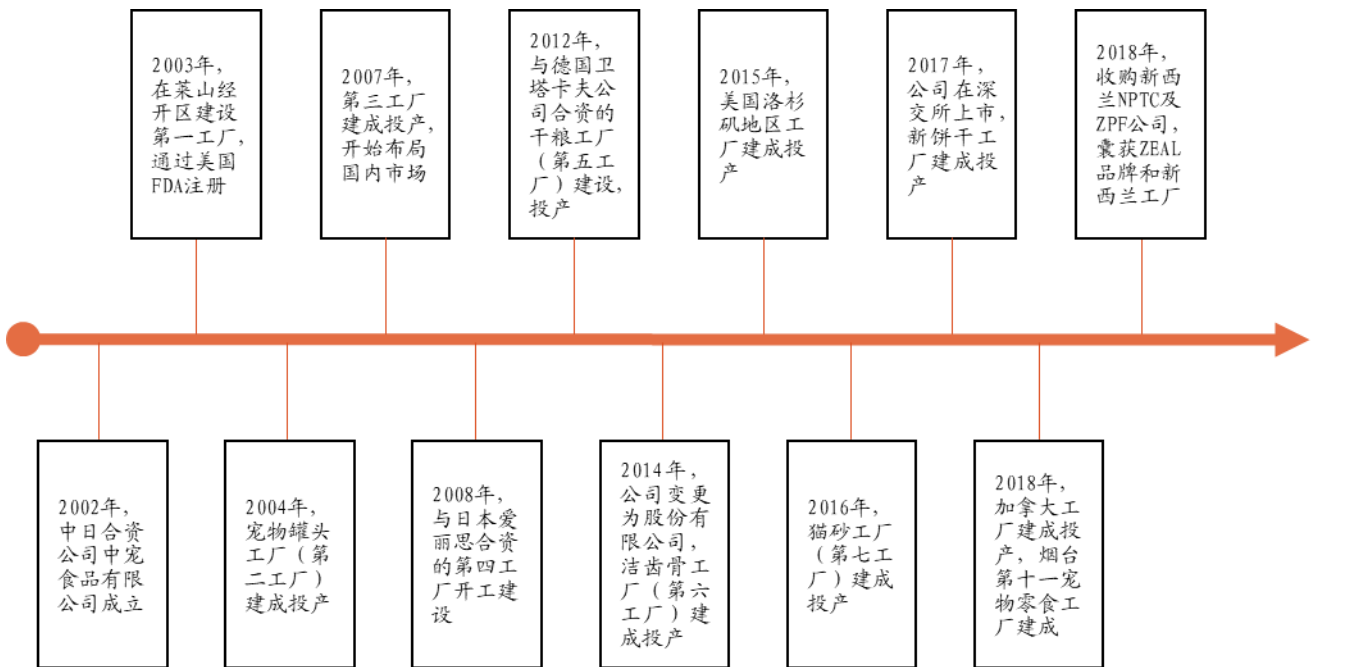
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构	4
图表 3: 公司子公司情况	5
图表 4: 公司自主品牌和主要代理品牌	5
图表 5: 公司主营收入结构（分地域）	6
图表 6: 公司分地域毛利率情况	6
图表 7: 2018 年公司主营收入结构（分产品）	6
图表 8: 公司分产品毛利率情况	6
图表 9: 公司三费率情况	7
图表 10: 公司毛利率净利率情况	7
图表 11: 公司销售费用明细科目占营收比重	7
图表 12: 公司管理费用明细科目占营收比重	7
图表 13: 公司营业收入情况	7
图表 14: 公司归母净利润情况	7
图表 15: 可比公司营业收入（亿元）及增速	8
图表 16: 可比公司内销营收（百万元）	8
图表 17: 可比公司销售费用率	8
图表 18: 可比公司管理费用率	8
图表 19: 可比公司期间费用率	8
图表 20: 可比公司销售净利率	8
图表 21: 我国宠物行业市场规模（亿元）	9
图表 22: 宠物猫、狗数量	9
图表 23: 宠物狗市场消费结构	9
图表 24: 宠物猫市场消费结构	9
图表 25: 美国宠物数量及市场规模	10
图表 26: 2018 年美国宠物市场消费结构	10
图表 27: 美国全部人口可支配收入与宠物支出占比	10
图表 28: 中国城镇人口人均可支配收入	10
图表 29: 犬类食品市场规模及增速	11
图表 30: 2018 年犬类食品市场竞争格局	11

图表 31: 国外 top 犬类食品品牌市占率.....	11
图表 32: 国内 top 犬类食品品牌市占率.....	11
图表 33: 重要品牌犬主粮均单价 (2017. 11-2018. 4)	12
图表 34: 重要品牌犬主粮爆款度.....	12
图表 35: 猫类食品市场规模及增速.....	12
图表 36: 2018 年猫类食品市场竞争格局.....	12
图表 37: 猫类食品主要品牌市占率.....	13
图表 38: 宠物食品分类.....	13
图表 39: 犬类干粮、湿粮、零食占比.....	13
图表 40: 猫类干粮、湿粮、零食占比.....	13
图表 41: 2018 年宠物零食线上销售排名 (阿里)	14
图表 42: 2018 年宠物零食线上销售排名 (京东)	14
图表 43: 宠物食品销售渠道占比.....	14
图表 44: 2018 年线下监测品牌价格段份额及趋势.....	14
图表 45: 国外宠物食品进入国内市场操作步骤.....	15
图表 46: 宠物产品进口登记情况统计.....	15
图表 47: 公司主营业务成本.....	16
图表 48: 境内生产的宠物零食产品主要原材料占比.....	16
图表 49: 原材料采购价格 (元/吨)	16
图表 50: 原材料价格波动对利润的影响.....	16
图表 51: 境内生产的宠物零食产品单位成本.....	16
图表 52: 公司存货情况 (万元)	16
图表 53: 白羽肉鸡祖代种鸡引种量 (万套)	17
图表 54: 白羽鸡毛鸡 (二类厂) 出厂价 (元/斤)	17
图表 55: 汇率对公司产品价格的影响.....	17
图表 56: 美元兑人民币 (中间价)	17
图表 57: 公司境内生产产品的单价和毛利率情况.....	18
图表 58: 汇率变化影响汇兑收益及利润.....	18
图表 59: 2018 年公司前五大客户.....	19
图表 60: 公司对重要客户近年销售额情况 (亿元)	19
图表 61: 2018 年公司应收账款期末余额前五名.....	19
图表 62: 公司应收账款周转次数.....	19
图表 63: 公司出口额占中国出口零食金额的比重.....	20
图表 64: 美、日、英宠物零食市场未来增速情况.....	20
图表 65: 公司通过收购投资方式夯实渠道力.....	20
图表 66: 公司通过战略合作方式加强电商渠道建设.....	20
图表 67: 公司国内销售模式及账期.....	21
图表 68: 公司获得国际国内权威认证.....	22
图表 69: 公司研发投入金额及研发费用率.....	22
图表 70: 公司新品低温烘焙粮与普通粮对比.....	22
图表 71: 公司主要产品产能情况.....	23
图表 72: 公司主要产品产销率情况.....	23
图表 73: 公司旗下 Wanpy 品牌升级后的包装.....	23
图表 74: 开放日参观湿粮工厂车间.....	23
图表 75: 盈利预测关键财务数据.....	24
图表 76: 同行业估值比较 (2019-07-10)	25
图表 77: 历史 PE (TTM) 区间.....	25
图表 78: 历史 PB 区间.....	25
图表 79: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设.....	25

1. 公司是知名的全球宠物食品多元品牌运营商

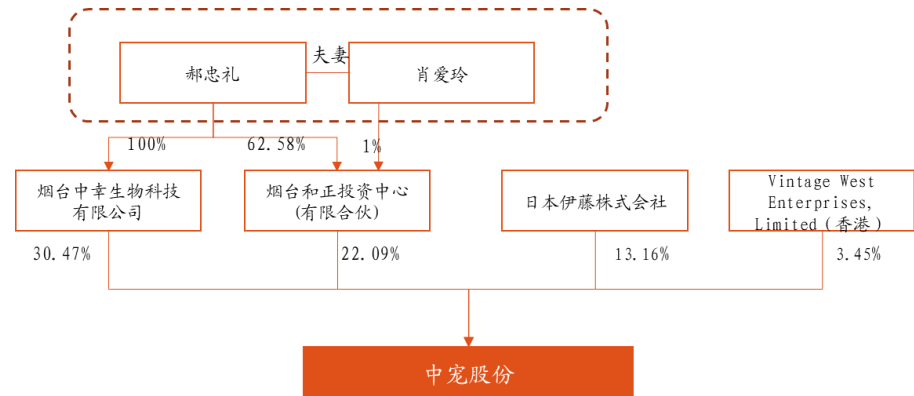
2002年，公司前身中日合资公司烟台中宠食品有限公司成立，其中烟台中幸、日本伊藤分别出资51%、49%，主要从事研发和生产宠物零食业务。经过二十多年的发展，公司已成长为业内知名的全球宠物食品多元品牌运营商。2017年公司在深交所中小板成功挂牌上市。截至目前，公司在全球拥有12间现代化的宠物食品加工厂，16家子公司，其中爱丽思中宠、烟台好氏、美国Jerky等为主要制造部门，顽皮宠物用品销售公司主要负责宠物食品用品的国内销售，顽皮国贸主要负责宠物食品用品的国际销售，中卫食品主要聚焦干粮的生产销售，美国好氏一方面对美国Jerky进行股权管理，一方面负责销售美国Jerky生产的产品。公司经营11个自主品牌和多个代理品牌，产品品种1000余个，针对犬用、猫用两大类，涉及宠物零食、主粮、猫砂等全线产品。目前公司实控人为创始人郝忠礼及其配偶肖爱玲，二人合计持有公司44.51%股份。

图表 1：公司发展历程



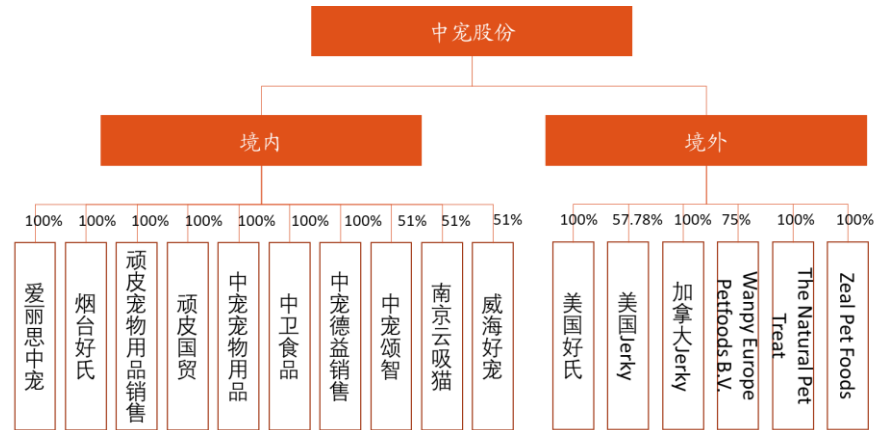
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 2：公司股权结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：公司子公司情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 4：公司自主品牌和主要代理品牌

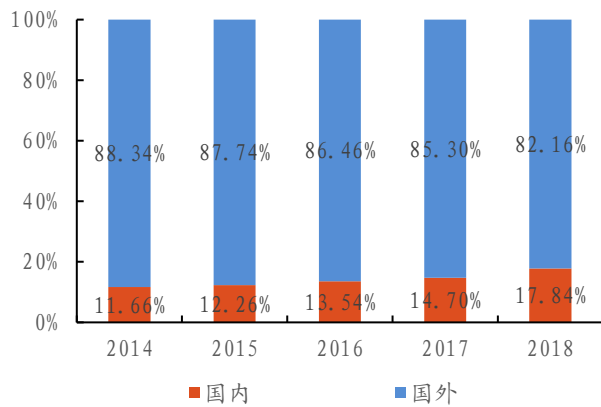
	品牌	销售地	产品品类	宠物品类	定位
自主品牌	Wanpy	国内及国外	干粮、湿粮、零食	猫、犬	主力品牌、中高端
	Happy100	国内	干粮、湿粮、零食、猫砂	猫、犬	Wanpy 线上专供品牌、中端
	脆脆香	国内	干粮	猫、犬	Wanpy 中低端线
	真纯肉本色	国内	湿粮、零食	犬	高端
	King Kitty	国内及国外	猫砂	猫	中高端
	中宠	国内	干粮	猫、犬	中端
	爱宠私厨	国内	鲜食	犬	短保、每周配送、中端
	ZEAL 真致	国内及国外	干粮、湿粮、零食、奶	猫、犬	高端
	Jerky Time	国外	零食	犬	高端
	Dr. Hao	国外	湿粮、零食	猫、犬	中高端
	kingdompets 啃贝滋	国内及国外	干粮	猫、犬	中高端
主要代理品牌	CANIDAE 卡比	美国	零食	猫、犬	高端
	ProBiotic LIVE 活菌粮	德国	干粮	猫、犬	高端
	Sea Kingdom 海鲜王国	泰国	干粮	猫	中高端
	Mio9	泰国	罐头	猫	中端
	Frisian 富力鲜	泰国	罐头	猫	中端

资料来源：公司官网，公开资料，东方财富证券研究所

早期公司产品主要销往海外，2013 年美国抗生素事件（2007 年开始多只宠物生病或死亡前食用过中国出口美国的宠物零食鸡肉干，2013 年美国 FDA 检测出产品中或含有抗生素残留）导致美国减少了对中国产宠物零食的进口，也在一定程度上影响了公司产品的销售，同期中国宠物市场迎来快速增长时期，公

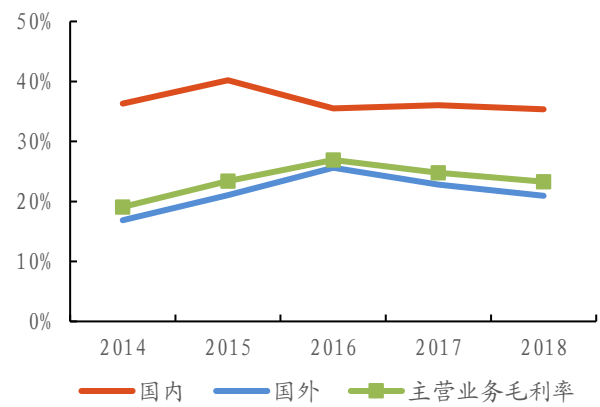
司亦开始逐步转型，加大对国内市场的重视，截至 2018 年公司国内产品销售占比提升至 17.84%，由于国内以经营自有品牌为主，品牌溢价更强，毛利率也相对国外更高，2016 年以来，原材料鸡胸肉、皮卷等价格波动较大，一定程度上影响了产品成本，而国外产品在销售时以美元计价，汇率的波动也会影响产品单价，综合来看，2016 年以来，国外产品毛利率略有下降，国内产品毛利率维持较为稳定的水平。从产品结构来讲，宠物零食一直是公司最主要的收入来源，占比维持在 82%左右，针对国内市场，公司逐步发力宠物干粮产品，国内宠物干粮市场需求量大，市场集中度较低，存在入局机会，未来有望成为公司新的收入增长点，同时产品毛利率较高，也能帮助提升公司综合毛利率水平。

图表 5：公司主营收入结构（分地域）



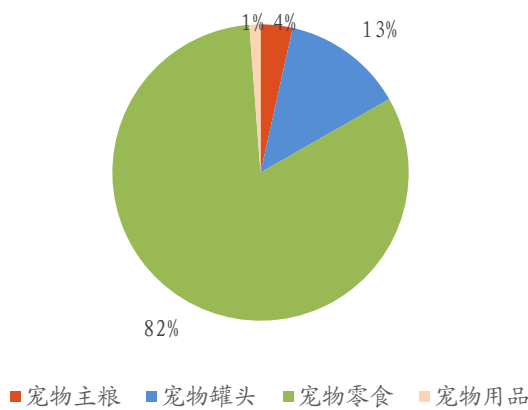
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：公司分地域毛利率情况



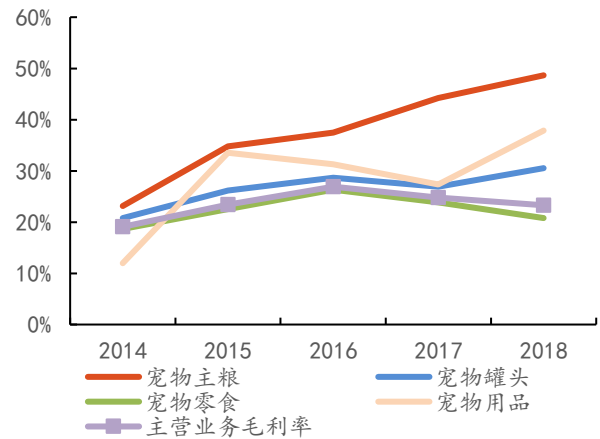
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：2018 年公司主营收入结构（分产品）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：公司分产品毛利率情况

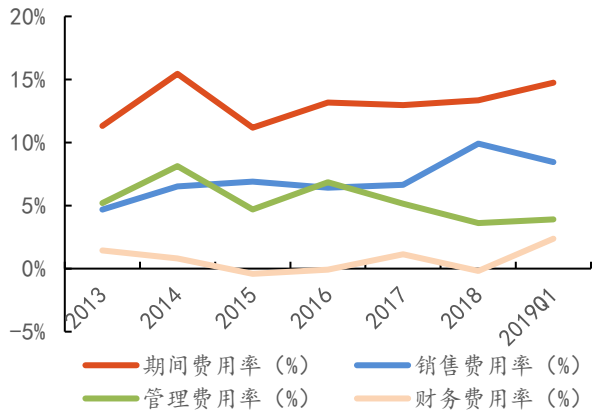


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从三费来看，公司由于近年来开拓国内市场，需要在渠道建设、团队建设及市场宣传开发等方面投入较高的销售费用，同时国内产品销量的增多也会推高内销运费，从而使得销售费用率有所上升，公司管理费用方面控制良好，近几年有下降趋势。综合来看，基于原材料价格上涨、汇率的不利变动等影响，18 年公司毛利率相较于前两年有所下降，叠加期间费用率上升，公司净利率水平同比降低幅度更大，尽管转型期公司承担较大的业绩压力，但随着国内市场渠道和团队的搭建完善，费用端有望得到有效控制，而随着新建工厂的投产和产能的逐步释放，国内业务的放量有望推动收入端较高增速。公司近五年营收 CAGR 为 22.76%，18 年公司营收达 14.12 亿，增速近 40%，2019 年 Q1 营收维持

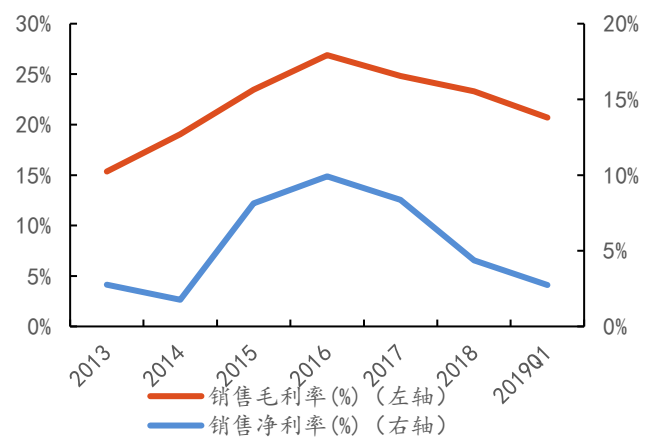
高增速。

图表 9：公司三费率率情况



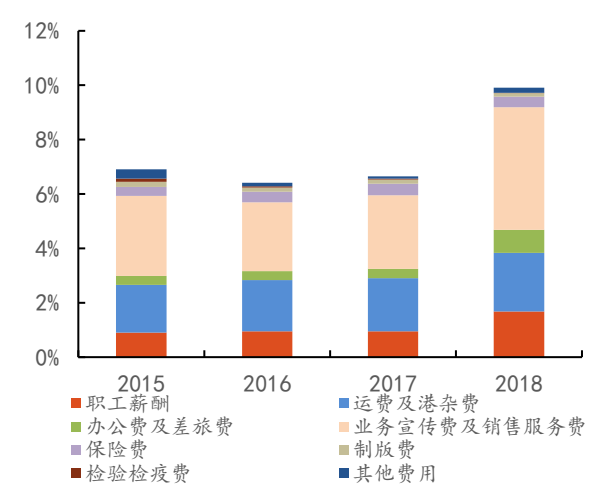
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：公司毛利率净利率情况



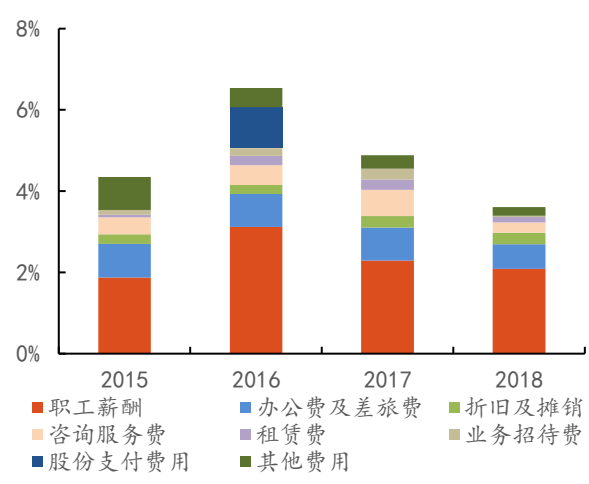
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 11：公司销售费用明细科目占营收比重



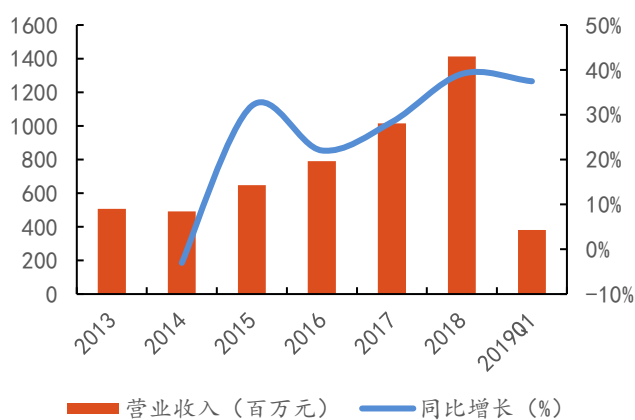
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：公司管理费用明细科目占营收比重



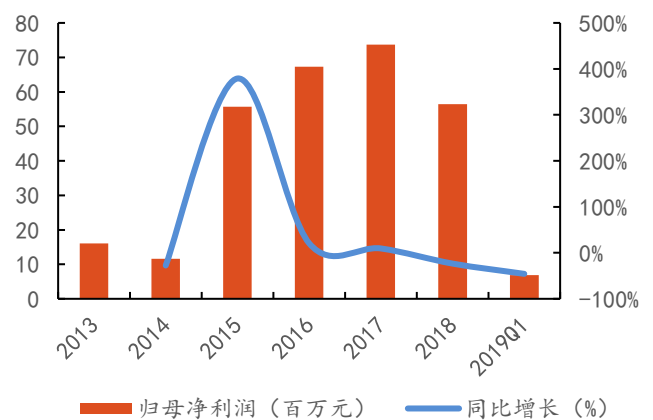
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 13：公司营业收入情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 14：公司归母净利润情况

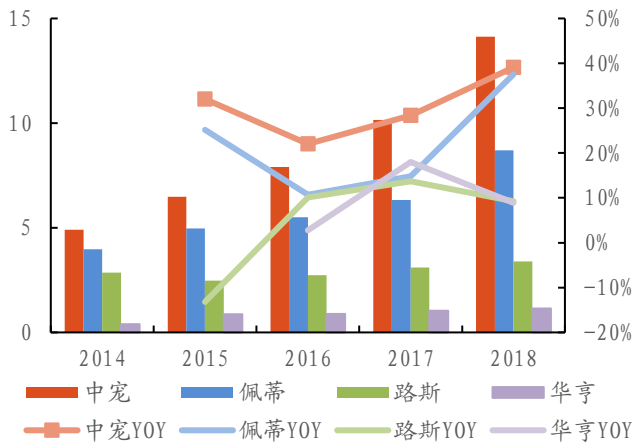


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

与同行业上市公司相比，中宠股份营收规模最大，成长性最好。中宠国内市场开拓速度最快，拥有较强先发优势，但因此销售费用率和利润方面也有短期承压。受益于公司良好的管理费用的控制，尽管近期在渠道和品牌建设上投

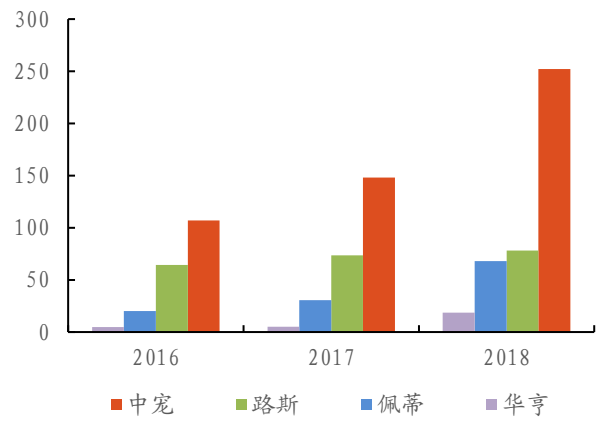
入较大，但公司整体上期间费用率仍能维持较为稳定的水平。

图表 15：可比公司营业收入（亿元）及增速



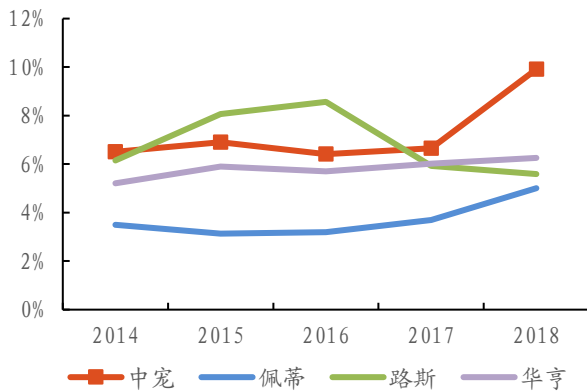
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 16：可比公司内销营收（百万元）



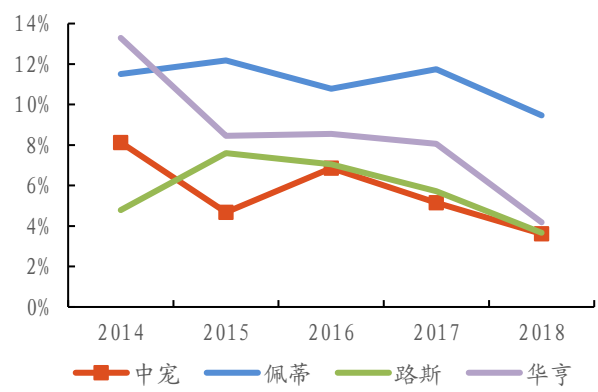
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 17：可比公司销售费用率



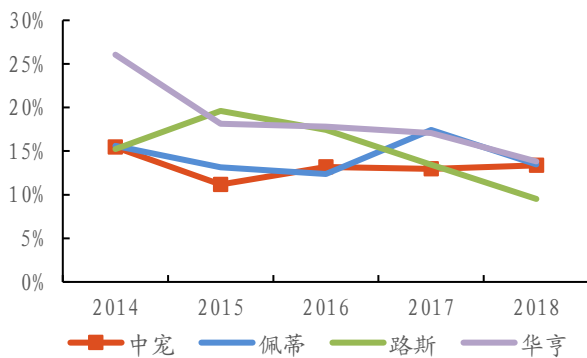
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 18：可比公司管理费用率



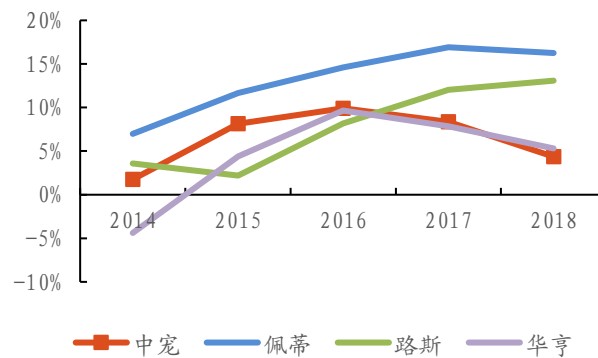
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19：可比公司期间费用率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 20：可比公司销售净利率



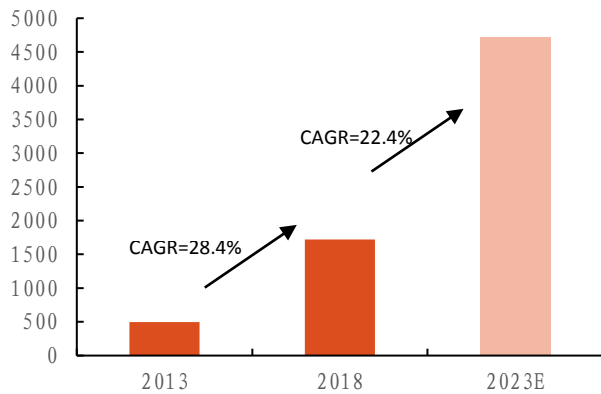
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 行业迎来爆发期，多重利好国产品牌

2.1. 宠物市场规模保持快速增长势头

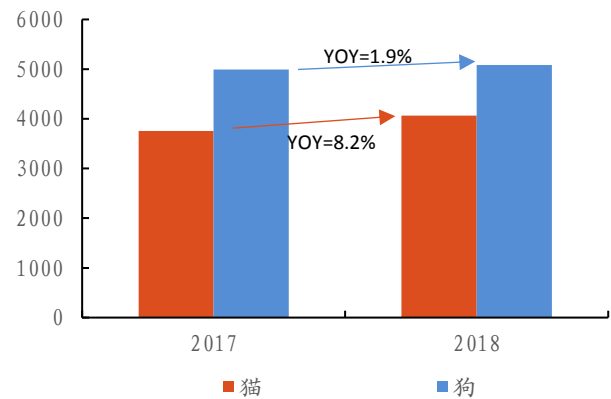
据统计，2018年中国宠物市场规模达到1722亿元，5年CAGR达到28%，预计未来五年的年复合增长率仍将维持22%以上的高增速，到2023年达到4723亿元。2018年我国养宠家庭已达到9978万户，养宠渗透率由2013年的16%，上升至22%，所喂养的宠物不仅包括猫、狗、鱼、鸟等常见的种类，也包括爬行类、啮齿类等比较小众的种类。2018年我国拥有猫/狗宠物的家庭约6000万户，这些家庭中户均养猫数在1.8只左右，户均养狗数在1.5只左右，宠物猫、狗的数量加总在1亿只左右，尽管宠物狗总数比宠物猫数量更多，但猫类宠物数量增速较快。除了宠物数量上近5%的增速，宠物主的年消费金额也在提升，人均单只宠物年消费金额从2017年的4348元，上升至5016元，同比增幅达15%，其中，单只狗宠物的年消费额（5580元）要高于猫宠物（4311元）。

图表 21：我国宠物行业市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，东方财富证券研究所

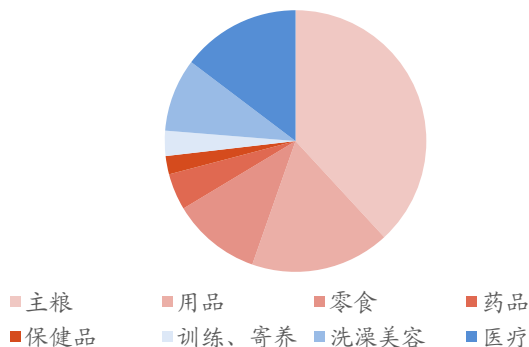
图表 22：宠物猫、狗数量



资料来源：狗民网，东方财富证券研究所

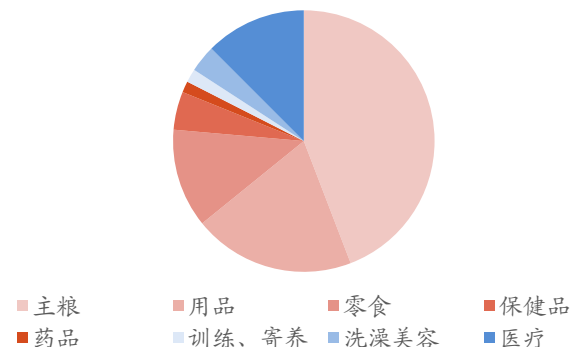
2018年宠物狗消费市场中72%为商品消费，28%为服务消费，商品消费中，狗主粮（36%）、狗用品（17%）和狗零食（11%）占比较高，服务消费中，医疗（15%）和洗澡美容（9%）领域消费较高。宠物猫的市场规模占比情况与狗类似，不过猫的商品消费占比更高，其中猫主粮占比在44%左右，猫零食占比约12%。

图表 23：宠物狗市场消费结构



资料来源：狗民网，东方财富证券研究所

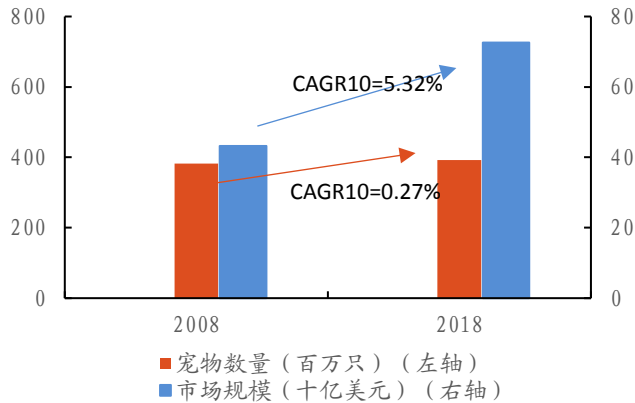
图表 24：宠物猫市场消费结构



资料来源：狗民网，东方财富证券研究所

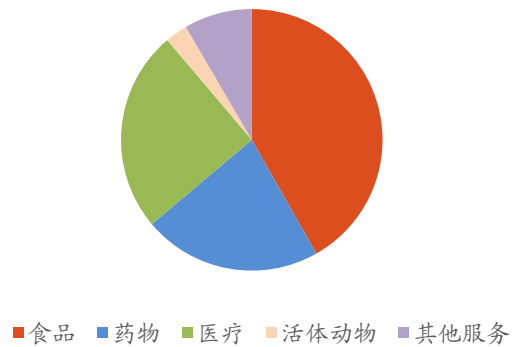
对比美国，2008年养宠渗透率已高达63%，随后十年间渗透率仍提升了5个百分点，我国宠物渗透率还有非常大的提升空间。十年间美国宠物数量的年复合增长率0.27%，而整体市场规模年复合增长率则达到5%，宠物支出占可支配收入的比重也在不断上升，人们为自家宠物的消费在不断升级。分类别来看，2018年美国宠物食品规模达300亿元，10年CAGR达到6%，超过整体市场规模增速，宠物医疗消费占比位居第二。

图表 25：美国宠物数量及市场规模



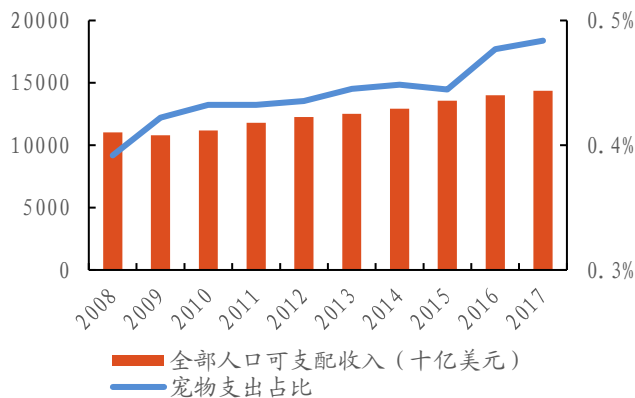
资料来源：APPA，东方财富证券研究所

图表 26：2018年美国宠物市场消费结构



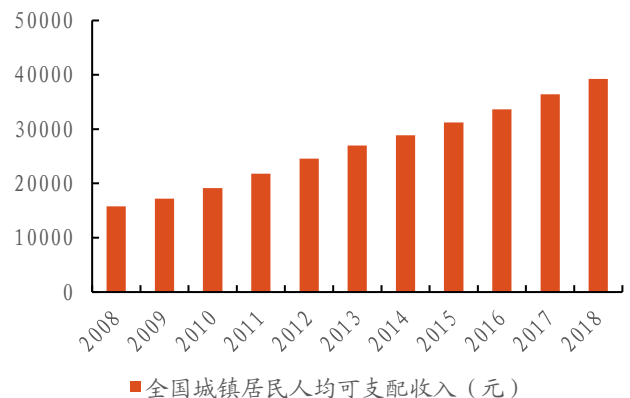
资料来源：APPA，东方财富证券研究所

图表 27：美国全部人口可支配收入与宠物支出占比



资料来源：APPA，choice，东方财富证券研究所

图表 28：中国城镇人口人均可支配收入



资料来源：choice，东方财富证券研究所

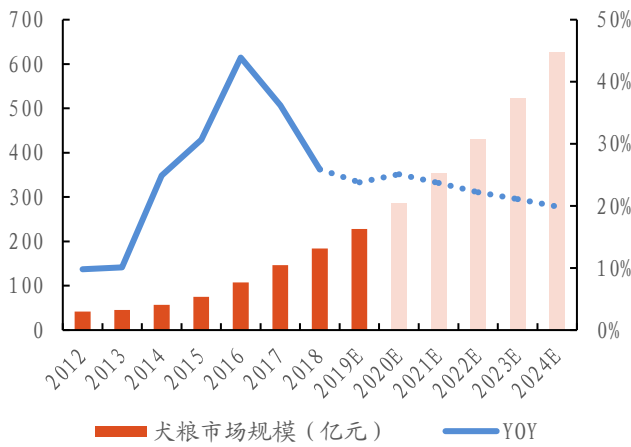
总结来看，我国人均可支配收入的不断提高、宠物渗透率的持续提升，以及宠物消费的不断升级将共同推动宠物市场规模的快速扩张，宠物食品作为市场最大的细分行业也将存在更多的爆发和破局机会。

2.2. 宠物食品市场较为分散，国产品牌逐渐崛起

据统计，我国犬粮市场规模2018年在184亿元左右，近5年复合增速在32%左右，预计未来几年仍将保持约22%的年增长，到2024年市场规模将超600亿。竞争格局上，虽然国外品牌入局较早，在品牌知名度和认可度上此前存在先发优势，但是随着国货品牌在质量和营销手段上的不断发力，消费者对国产品牌的认知度也在逐渐提升。2018年犬粮（包含主粮和零食）市场市占率最高的品牌仍为玛氏旗下的皇家，但是近三年市占率一直呈下降趋势，玛氏旗下的

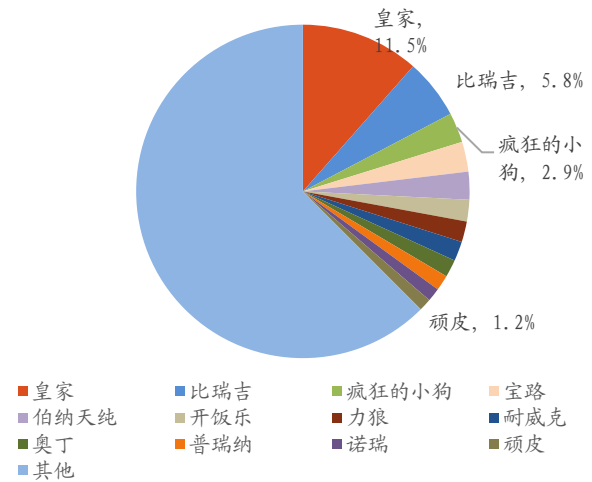
宝路和雀巢旗下的普瑞纳也都面临着市场份额下降的趋势，与之相对的是国产品牌的市占率提升，犬粮市场份额 top3 的品牌中，国产品牌已经占据两席，前十品牌中，国产占七成。其中，疯狂的小狗可以说是一个极具代表性的品牌，2014 年成立，16 年销售额就突破亿元，18 年狗粮市占率位居第三，成长速度十分迅猛，其能够在众多国内国外品牌中突围的原因，主要是由于客群定位非常清晰——年轻新手宠物主，这类人群比较缺乏饲喂经验，又比较依赖线上渠道获得相关知识和购买产品，疯狂的小狗构建了比较清晰的线上营销矩阵，以优质内容获取用户信任，建立品牌形象，同时着重线上销售渠道的建设，在定价上也主打高性价比，比较符合目标受众的经济能力和消费习惯。疯狂的小狗还十分擅长爆品策略，据统计销量前三名的单品占到品牌总销量的 15%。当前犬粮 CR10 约为 35%，市场集中度不算高，国产品牌还有破局机会。

图表 29：犬类食品市场规模及增速



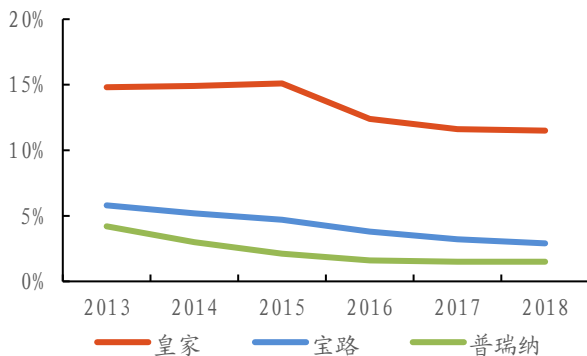
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 30：2018 年犬类食品市场竞争格局



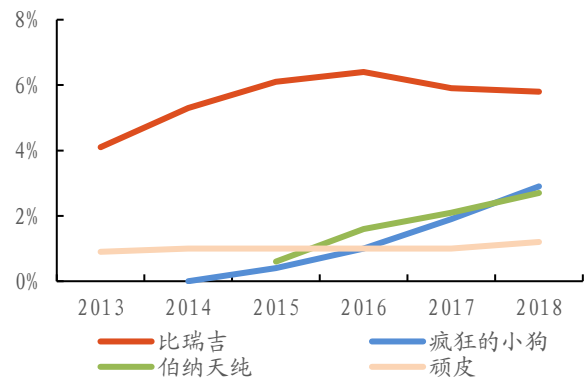
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 31：国外 top 犬类食品品牌市占率



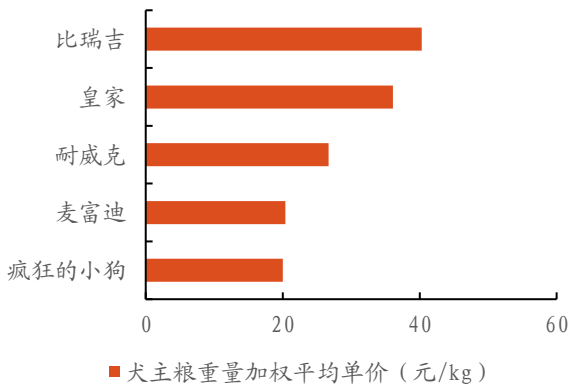
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 32：国内 top 犬类食品品牌市占率



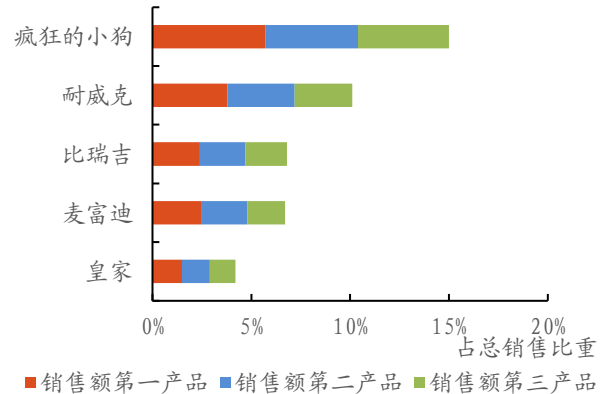
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 33: 重要品牌犬主粮均单价 (2017. 11-2018. 4)



资料来源: 数据冰山, 东方财富证券研究所

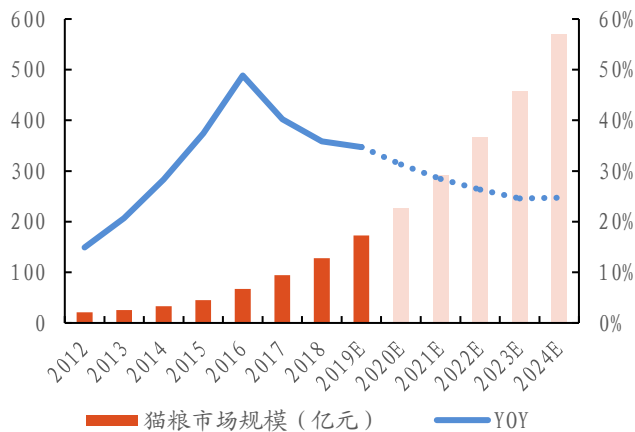
图表 34: 重要品牌犬主粮爆款度



资料来源: 数据冰山, 东方财富证券研究所

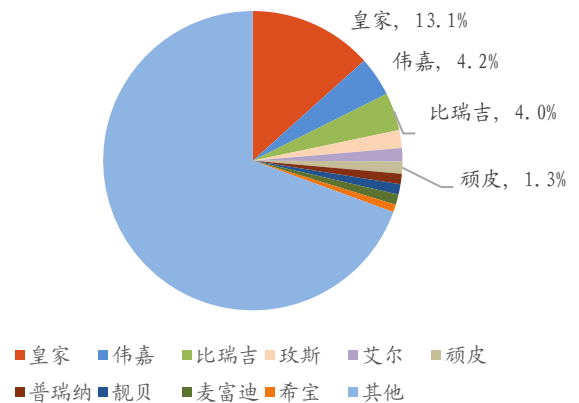
相比于犬粮市场, 2018 年猫粮市场规模略小, 在 128 亿左右, 但从增速上看比犬粮要快, 近 5 年复合增速在 38% 左右, 预计未来几年仍将保持约 27% 的年增长, 到 2024 年市场规模将达 570 亿。从竞争格局上, 猫粮市场更为分散, CR10 大概在 30% 左右, 且近三年集中度有降低趋势, 但是值得注意的是前两名皆为玛氏旗下品牌, 且皇家市占率逐步在提升, Top10 品牌中国内品牌占据 6 成。

图表 35: 猫类食品市场规模及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 2018 年猫类食品市场竞争格局



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 37：猫类食品主要品牌市占率

品牌	2016年市占率	2018年市占率	变化趋势
皇家（玛氏）	12.5%	13.1%	↑
伟嘉（玛氏）	6.2%	4.2%	↓
比瑞吉	4.8%	4.0%	↓
顽皮	1.0%	1.3%	↑
普瑞纳（雀巢）	1.6%	1.1%	↓
麦富迪	0.6%	1.1%	↑

资料来源：choice，东方财富证券研究所

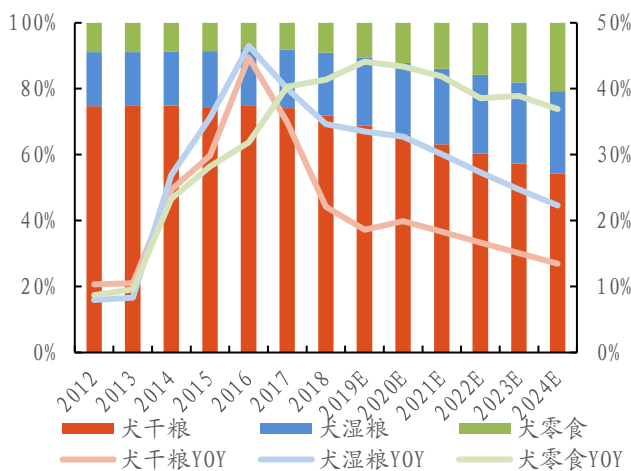
图表 38：宠物食品分类

分类	简介	作用	举例
主粮 - 干粮	将营养物质原料进行混合，经过膨化或挤出成型，再经过烘干脱水、调味等工序制造出来的宠物专用食品	提供宠物日常能量和营养成分。水分量一般在 12% 以下，保质期时间长，饲喂携带方便	
主粮 - 湿粮	原料多采取新鲜的肉类或肉制品，再配以蔬菜、营养补充物等制作成的罐头食品	提供宠物日常能量和营养成分。水分更足，在 75% 左右	
零食	犬零食主要包括肉干、肉条、咬胶、洁齿骨等 猫零食主要包括肉干、鱼干、猫薄荷、化毛膏等	满足宠物咀嚼需要，调节宠物口味，增强与宠物之间的互动等	

资料来源：王牌宠物课堂，公司官网，东方财富证券研究所

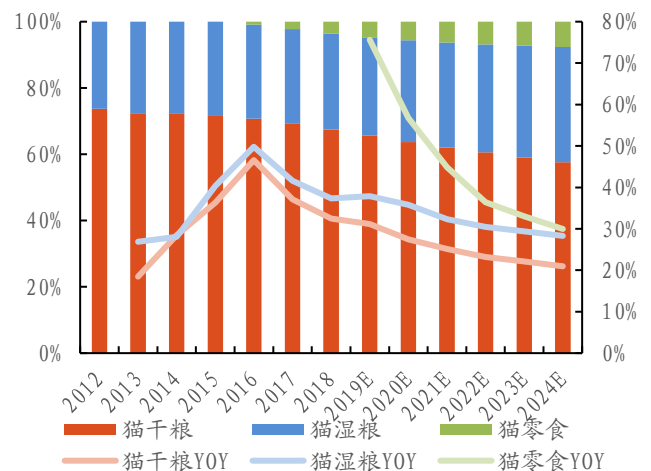
宠物食品主要分为干粮、湿粮和零食。干粮和湿粮都属于提供宠物日常能量和营养成分的主粮，但是由于原料和加工工艺的不同，水分含量差别较大，干粮水分含量低，更易储存和携带，湿粮水分含量更高，更易消化，宠物能够从湿粮中获得较充足的水份。零食产品除了调节宠物口味，增强主人与宠物之间的互动以外，也有很多功效设计，比如咬胶类的零食还能帮助宠物犬清洁口腔，营养膏（化毛膏）能助猫将体内毛球排出。从市场份额来看，当前犬类食品中干粮占比近 69%，湿粮占比约为 20%，零食约占 10%，而未来五年零食类增速会更快，到 2024 年，占比提升至 20%，湿粮占比提升至 25% 左右。当前猫类食品中干粮、湿粮、零食分别占比 65%、30% 和 5% 左右，随着近年来逗猫视频的流行，猫零食越来越被消费者接受并喜爱，2019 年猫零食增速达 75%，预计 2024 年猫零食市场份额将提升至近 8%，湿粮占比提升至 35%。总结而言，未来 5 年干粮的市场规模仍然最高，零食类增速最快。由于猫相较于狗更不易养成勤喝水的习惯，因此猫湿粮更受青睐，2018 年猫湿粮总体市场规模已超过狗湿粮。

图表 39：犬类干粮、湿粮、零食占比



资料来源：choice，东方财富证券研究所

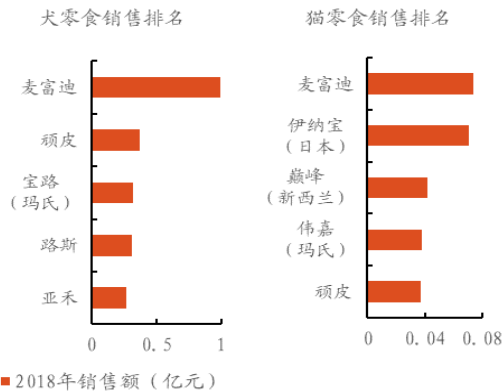
图表 40：猫类干粮、湿粮、零食占比



资料来源：choice，东方财富证券研究所

具体到宠物零食品类，根据线上统计数据，2018年国产品牌麦富迪、顽皮以及国外玛氏旗下品牌牢牢占据 Top5 的位置，国产品牌在犬零食领域表现更好。当前消费者购买宠物食品有近 50%是从线上渠道购买，传统线下渠道如超市、宠物专卖店的份额逐渐减少，深耕电商渠道已成为宠物食品品牌商的必然选择。从价格段来看，尽管低端粮中国产品牌占据近 80%的比重，但是也有部分国货品牌顺应整个市场的变化，逐步走向高端化，75 元/公斤的高端粮中有 40%为国产品牌贡献。

图表 41: 2018 年宠物零食线上销售排名 (阿里)



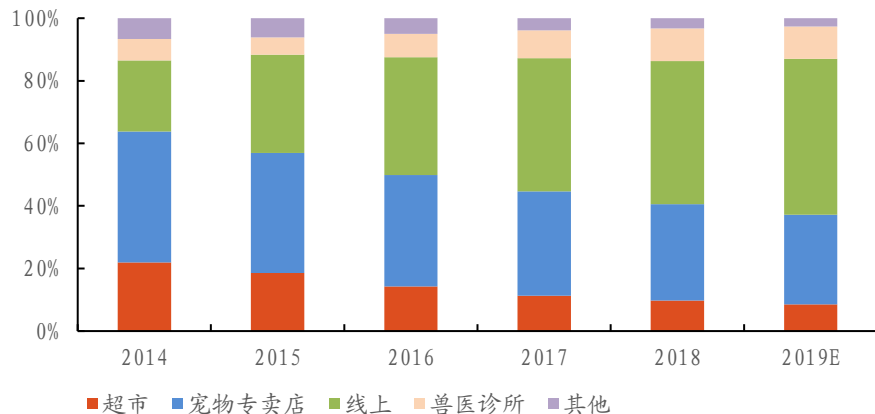
资料来源: 驰锐传媒, 东方财富证券研究所

图表 42: 2018 年宠物零食线上销售排名 (京东)

排名	销售额 TOP5	同比增幅 TOP5
1	宝路	猫太郎
2	麦富迪	酷奇思
3	顽皮	句句兽
4	多格萨萨蜜	珍致
5	路斯	阿飞和巴弟

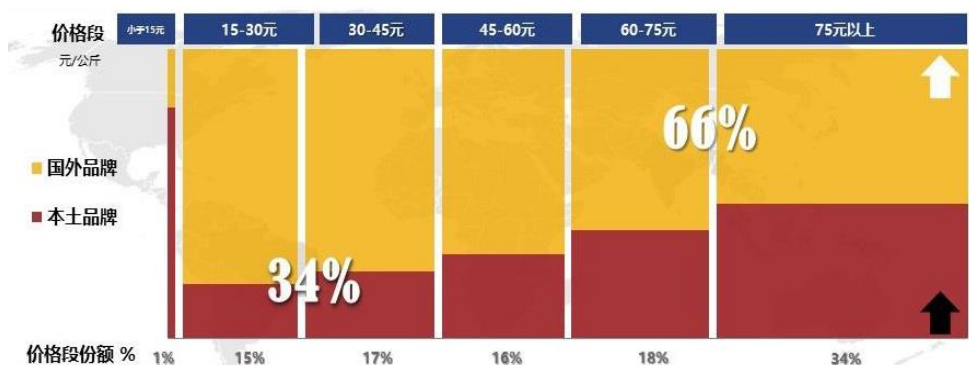
资料来源: 京东研究院, 东方财富证券研究所

图表 43: 宠物食品销售渠道占比



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 44: 2018 年线下监测品牌价格段份额及趋势



资料来源: GFK, 东方财富证券研究所

2.3. 宠物食品进口新政利好国产品牌发展

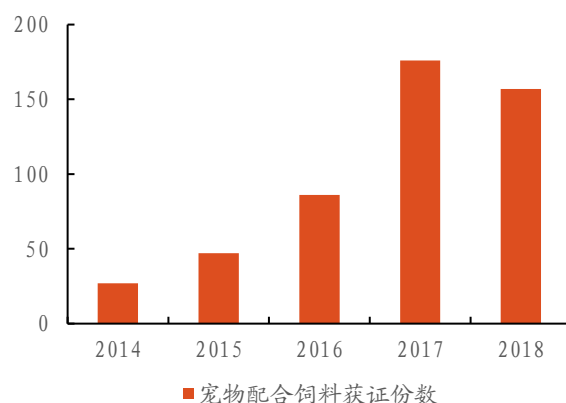
为进一步加强宠物饲料管理，规范宠物饲料市场，2018年4月农业农村部第20号公告，制定了《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料标签规定》、《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》等规范性文件，要求国内销售的进口宠物配合饲料（宠物主粮）、宠物添加剂预混合饲料（宠物营养品）必须取得进口登记证，且要符合新的标签和卫生要求。新政出台后，美国宠物食品品牌如Wellness等在国内的销售受到冲击，新的登记申请审核也变得非常严格，国外企业拿到证书数量在减少，申请过程也需要耗费2-3年时间，这也给国产品牌宠物主粮的发展提供了一定的发展机遇。

图表 45：国外宠物食品进入国内市场操作步骤

- 查询《允许进口饲料和饲料添加剂国家（地区）产品名单》，确定进口的国家和饲料品种是否可以进口。
- 确认可以进口后，确认所要进口的饲料品种是否需要取得农业部的饲料进口登记证
• 办理进口登记证
- 根据《进口饲料经营企业备案办理指南》办理进口饲料经营企业备案。
- 对风险级别高的产品按照《进境动物及其产品检验检疫审批办事指南》办理动植物检验检疫审批，取得《进境动植物检验检疫许可证》
- 办理报检手续，除常规单证外，还需要提供特定单证，包括《进境动植物检验检疫许可证》的预核销单、农业部进口登记证、国外检验检疫证书、原产地证明及其他检务部门要求提供的单证
- 货物需经现场检验检疫部门查验，必要时抽取样品送样检测

资料来源：公开资料，东方财富证券研究所

图表 46：宠物产品进口登记情况统计



资料来源：北京华思联认证中心，东方财富证券研究所

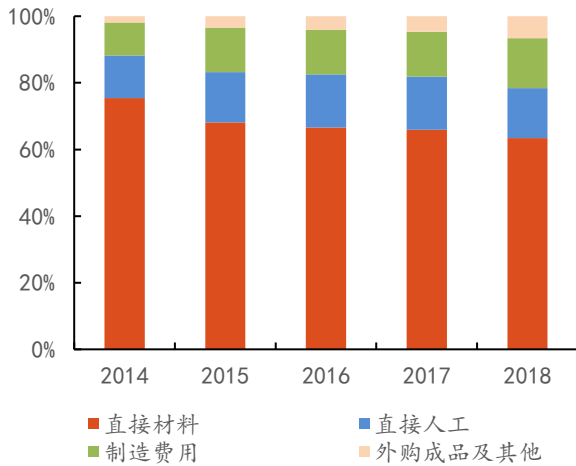
3. 核心竞争力驱动公司逆风前行

3.1. 原材料、汇率波动，利润短暂承压

公司主营业务成本中，直接材料成本占比有降低趋势，2018年占比63.5%，其中，鸡胸肉、皮卷等为产品的主要原材料，二者合计采购金额占直接材料比例近60%，根据公司披露，鸡胸肉价格上涨1%，公司营业利润会降低1.84%，皮卷价格上涨1%，公司营业利润会降低1.48%，近两年主要受鸡胸肉耗用单价上行的影响，公司境内生产的宠物零食单位成本有所上行。此外，2016、2017年欧洲禽流感爆发，我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量有所减少，2018年引种量逐渐恢复，但仍处于较低位置，且祖代鸡与最终商品鸡之间有一年多的传递周期，因此2019年鸡肉供给量仍有偏紧趋势，叠加非洲猪瘟影响下，消费端鸡肉对猪肉的替代作用有望显现，鸡肉需求量有望进一步拉升，从而推动鸡价中枢上行，届时公司成本或将在一定程度上承压。

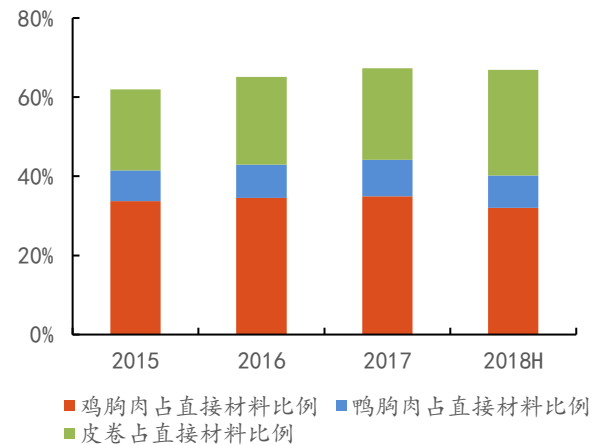
值得注意的是，由于各原材料波动趋势往往不同，彼此之间有可能具有一定的对冲作用，同时在原材料价格处于低位时公司也会适当增加原材料储备，因此会在一定程度上平抑原材料价格波动影响。

图表 47：公司主营业务成本



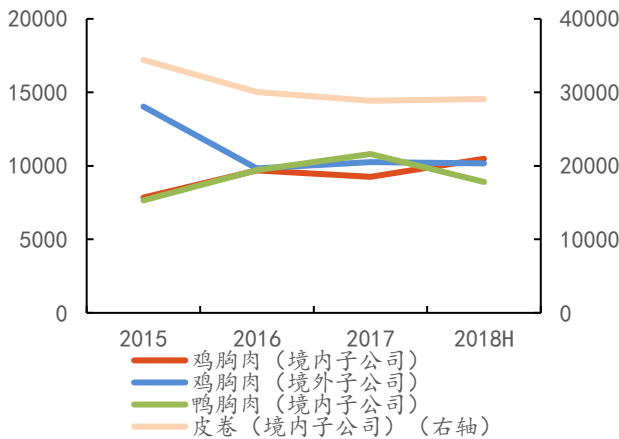
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 48：境内生产的宠物零食产品主要原材料占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 49：原材料采购价格（元/吨）



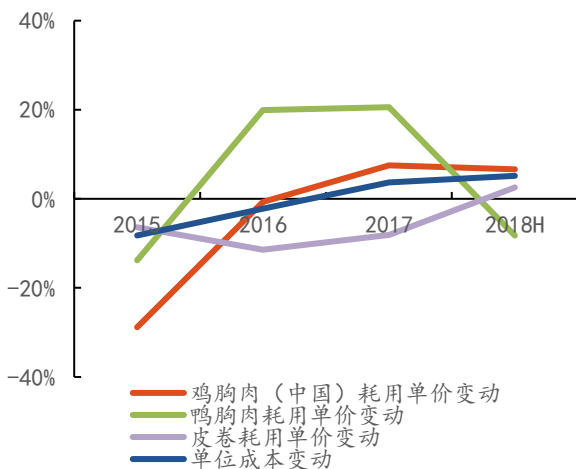
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 50：原材料价格波动对利润的影响

项目	2014	2015	2016	2018H
鸡胸肉价格波动	1%	1%	1%	1%
营业利润变动（万元）	-109.05	-86.6	-95.74	-87.27
敏感系数	-5.94%	-1.22%	-0.88%	-1.84%
皮卷价格波动	1%	1%	1%	1%
营业利润变动（万元）	-20.92	-51.29	-59.7	-70.32
敏感系数	-1.14%	-0.72%	-0.55%	-1.48%

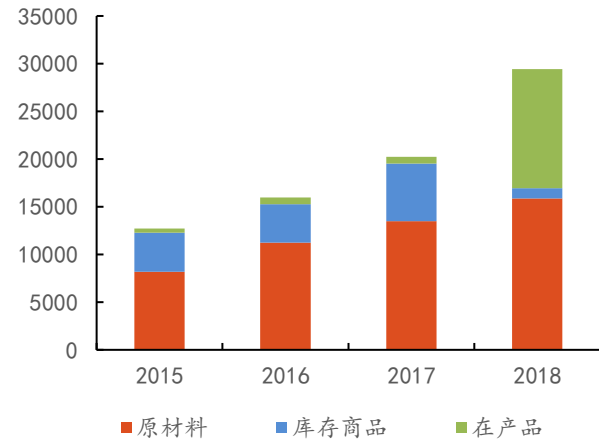
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 51：境内生产的宠物零食产品单位成本



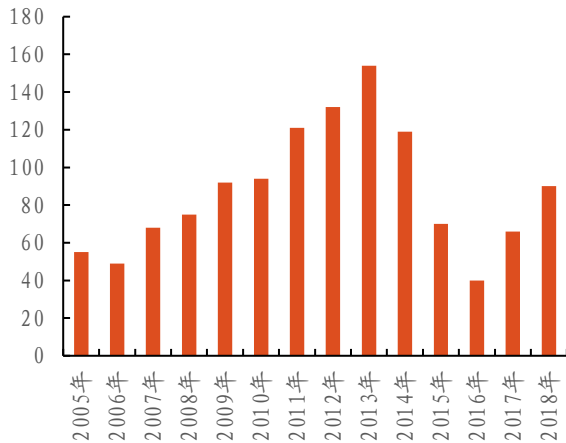
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 52：公司存货情况(万元)



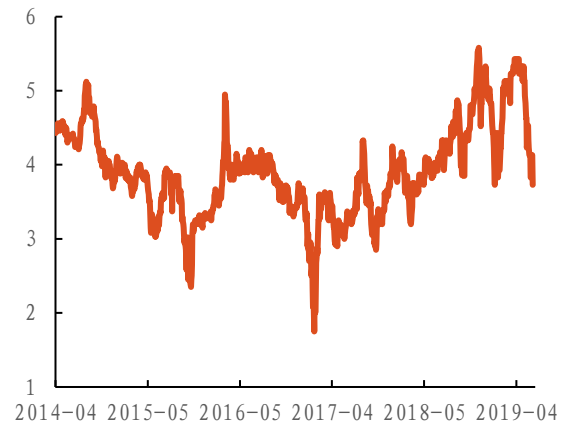
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 53：白羽肉鸡祖代种鸡引种量(万套)



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 54：白羽鸡毛鸡（二类厂）出厂价（元/斤）



资料来源：choice，东方财富证券研究所

公司出口产品 95%以美元结算，原材料采购及成本分摊使用人民币计价，从报价到发货确认收入期间的汇率波动将一定程度上影响公司毛利率水平，当美元兑人民币上升时，即使公司下调对客户的报价，公司产品的人民币价格仍可能上行（如 2016 年），但当人民币升值时，出口企业竞争优势被削弱。除了对毛利率产生影响以外，由于公司对核心客户给予 10-90 天的账期，在此期间的汇率波动计入汇兑损益，从而对利润有一定影响，2014 年至 2016 年底人民币贬值，公司汇兑损失转为汇兑收益，公司财务费用也逐渐下降。随着 G20 峰会中美关系缓和，人民币短期有升值可能性，但长期仍有贬值压力，汇率的不确定性对公司的业绩也产生一定影响。

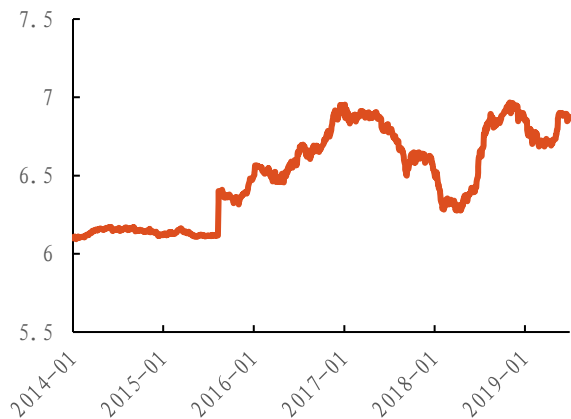
为了平滑汇率风险，公司接单过程中全面考虑人民币的升值预期，在出口合同中附加相关条款，且与银行签订若干远期结汇合同，减少和转嫁部分汇率波动风险。

图表 55：汇率对公司产品价格的影响

项目	2014	2015	2016	2017	2018H
产品单位价格变动	1.25%	0.14%	-0.30%	0.32%	-4.27%
宠物零食实际汇率变动	-0.84%	1.12%	6.50%	2.36%	-5.84%
境内宠物零食中出口美元结算占比	94.46%	94.00%	95.07%	94.78%	95.02%
实际汇率变动对中国工厂生产的宠物零食平均单价的影响	-0.81%	1.05%	6.18%	2.23%	-5.55%

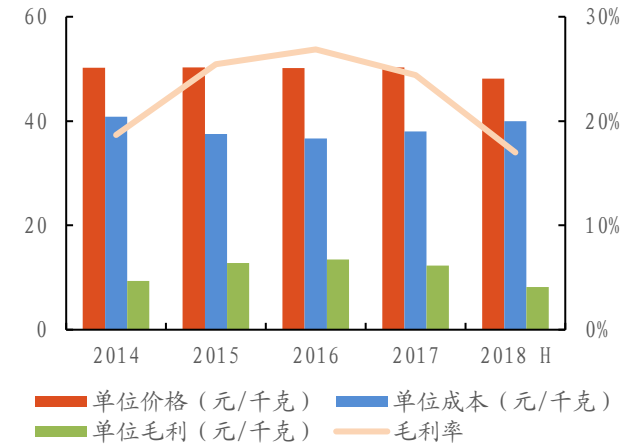
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 56：美元兑人民币（中间价）



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 57：公司境内生产产品的单价和毛利率情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 58：汇率变化影响汇兑收益及利润

项目	2014	2015	2016	2017	2018H
汇兑收益 (万元)	44.8	735.2	566.2	-646.8	357.4
利润总额 (万元)	1701.5	7442.7	10460.0	11092.5	4750.4
汇兑收益 / 利润总额	2.63%	9.88%	5.41%	-5.83%	7.52%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

在关税影响方面，18 年 7 月，美国宣布对 2000 亿美元产品加征关税 10%，随后又将税率提升至 25%，2000 亿美元产品清单中包含公司出口美国的宠物食品。公司出口到美国的宠物食品金额约占主营业务收入 30% 左右，加征的关税虽然全部由客户（品牌商）承担，但仍会在一定程度上削弱公司相对其他国外供应商在价格方面的优势。为应对政策影响，公司积极在美国、加拿大等地建厂，以绕开国外对中国生产宠物零食设置的壁垒。公司的美国工厂是美国最大的宠物零食工厂之一，当前拥有零食产能 4000 吨，一期 2400 吨于 2015 年 4 月达产，二期 1600 吨于 2016 年 2 月投产，公司的美国工厂产能约占公司总体宠物零食产能的 12%，2018 年美国 Jerky 工厂营收 2 亿元，占公司宠物零食收入的 17% 左右。加拿大工厂 2018 年 5 月投产，为加拿大最大的宠物零食工厂，由于投产时间较短，中间又有一段调试的过程，因此 18 年加拿大 Jerky 公司营收较少，约 336 万元。公司海外工厂能够在一定程度上抵御加征关税风险，G20 峰会中美关系日趋缓和，对公司的出口业务而言是一个利好。

3.2. 渠道力、产品力、品牌力助力公司境外稳增长，境内快提升

3.2.1. 海外客户合作稳定，为公司营收提供重要支撑

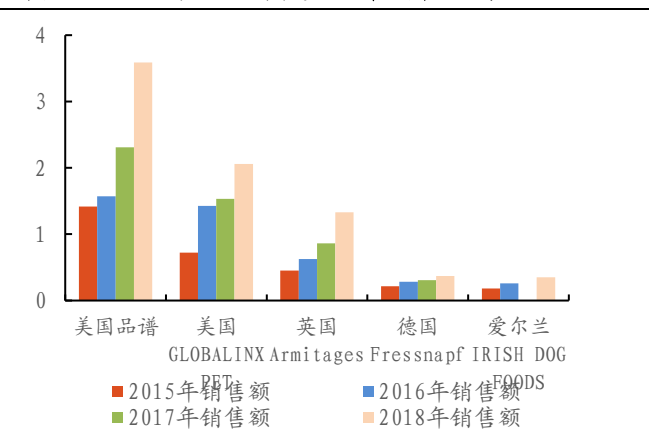
公司从为海外品牌代工起家，当前海外市场仍然是公司收入的主要来源，占比82%左右。2018年公司前五大客户销售额合计7.70亿元，占年度销售总额的54.51%，较上年提升2.15个百分点，境外贴牌客户集中度持续提升。公司前几大客户都是区域或全球领先的宠物食品用品公司，与中宠也有较长期的合作关系，在一定程度上为公司的业绩稳定性提供了保证。对于国际销售，公司的客户收款以T/T（电汇）方式为主，少量采取L/C（信用证）方式。合作期限较短或规模较小的客户需要在货物交船时即付全款，对于长期核心合作客户，公司一般会给予其10至90天的信用账期，公司前五名应收占款占比为68.51%，集中度较高，基本都为公司的大客户。从应收账款周转率来看，2016年开始逐渐上升，到2018年达到9.05次/年。公司主要出口美国、欧洲、日本等地，且产品出口规模占中国产宠物零食出口这些国家和地区的比重均在10%以上，在海外市场具有较强的知名度和影响力，受益于未来五年美、日、英国宠物零食市场规模的稳定扩张，以及公司不断地对海外客户的开拓和维系，公司境外收入有望保持较高增速水平。

图表 59：2018 年公司前五大客户

客户公司名称	简介	占公司收入比重 (2018)
美国品谱	全球性日用消费品公司，全球前十大宠物公司	25.40%
美国 GLOBAL INX PET	全球最大的宠物零食制造商之一	14.58%
英国 Armitages	欧洲最大的宠物用品供应商	9.44%
德国 Fressnapf	欧洲宠物用品市场的领导者之一	2.62%
爱尔兰 IRISH DOG FOODS	面向全球的宠物食品制造商，曾获爱尔兰最佳出口商大奖	2.47%
小计		54.51%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 60：公司对重要客户近年销售额情况（亿元）



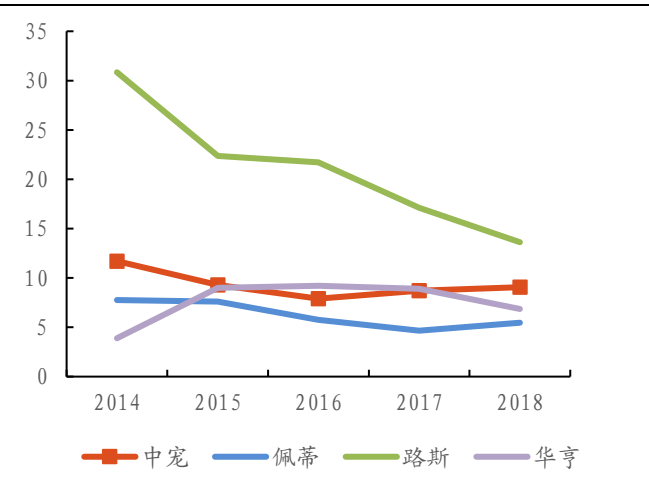
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 61：2018 年公司应收账款期末余额前五名

单位名称	金额 (亿元)	占应收账款总额比例	占当期对该客户销售额比重	账龄
美国品谱	0.63	32.47%	17.44%	1年内
英国 Armitages	0.29	15.29%	22.17%	1年内
美国 GLOBAL INX PET	0.14	7.23%	6.76%	1年内
北京京东世纪贸易有限公司	0.13	6.98%		1年内
美国采购商 S & M PROFESSIONALS	0.13	6.54%		1年内
合计	1.32	68.51%		

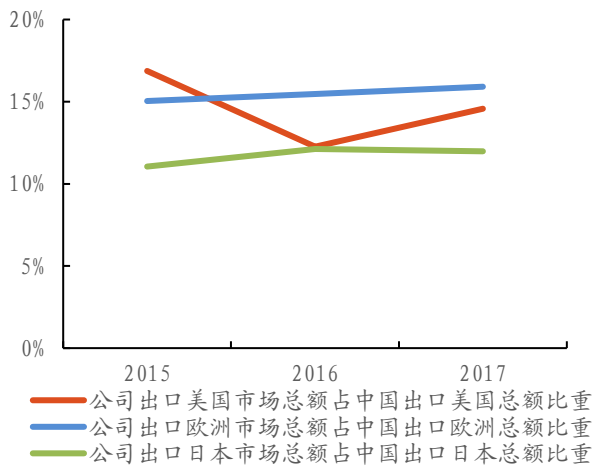
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 62：公司应收账款周转次数



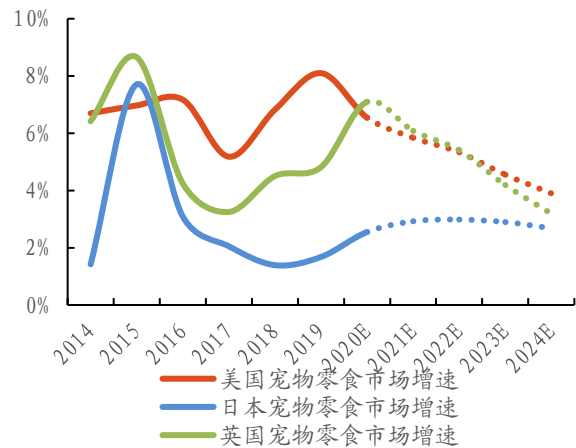
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 63：公司出口额占中国出口零食金额的比重



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 64：美、日、英宠物零食市场未来增速情况



资料来源：choice，东方财富证券研究所

3.2.2. 国内市场不断发力，有望成为公司未来的业绩增长点

深耕国内线上线下渠道：

近年来国内宠物市场爆发，公司抓住商机，逐步加大对国内市场的开发力度，国内销售占比正在逐年提高，到 2018 年销售占比达到 17.84%。国内销售模式主要分为经销和直销模式，渠道主要包括电商、专业、商超渠道，目前三大渠道的比例约为 6:3:1。2018 年，公司先后投资安徽省中宠颂智科技有限公司，威海好宠电子商务有限公司，南京云吸猫智能科技有限公司，参股滁州云宠智能科技有限公司，宁波冠纯网络科技有限公司，加大线上业务和新零售业务布局。18 年底，公司通过非货币性资产交换的方式将公司所持有的美联众合股权换取瑞鹏股份 454 万股，交易完成后公司持有瑞鹏股份 1.25% 的股权。瑞鹏是国内宠物医疗的龙头企业之一，在全国开设有宠物医院约 500 家，覆盖北上广深等近 30 个城市，公司通过交易参股，可以与之有更为深度的合作，有利于公司拓宽产品营销的专业渠道，树立品牌形象。除了通过股权投资的方式合纵连横，公司还与苏宁、阿里、京东三大电商平台签订战略合作协议，借助电商的大数据实现反向定制和精准营销，同时设定三年销售目标，苏宁平台累计 5 亿，阿里平台累计 17.5 亿，预计两大平台销售目标合计占未来三年公司总营收约 30%。

图表 65：公司通过收购投资方式夯实渠道力

时间	标的公司	公司认缴注册资本 (万元)	占比
2018 年 4 月	安徽省中宠颂智科技有限公司	255	51%
2018 年 5 月	威海好宠电子商务有限公司	255	51%
2018 年 6 月	南京云吸猫智能科技有限公司	104	51%
2018 年 7 月	滁州云宠智能科技有限公司	46	31.50%
2018 年 10 月	宁波冠纯网络科技有限公司	200	40%
2018 年 12 月	瑞鹏宠物医疗集团股份有限公司	3622	1.25%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 66：公司通过战略合作方式加强电商渠道建设

时间	合作方	合作内容
2018 年 9 月	苏宁	1、销量目标：2019 年-2021 年在苏宁平台的销售额目标累计 5 亿元。 2、品牌建设：积极参与苏宁线上线下平台的新品投放及营销。 3、创新合作：公司在苏宁“大数据”的基础上，进行精准营销以及智能决策的尝试。
2018 年 10 月	阿里	1、销量目标：2019 年-2021 年在阿里平台的销售额目标累计 17.5 亿元。 2、品牌建设：为公司在平台、数据、技术、产品方面提供支持，帮助中宠提高品牌渗透率，提升精准营销能力。 3、“新零售”转型合作
2019 年 4 月	京东	1、反向定制、精准营销：公司依据于京东提供的大数据信息定制符合市场需求的产品，提升产品利润空间。 2、智慧供应链：双方将基于在物流与零售领域情况，通过资源高效整合互补，共筑一体化智慧供应链。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 67：公司国内销售模式及账期

销售模式	分类	简介	账期
直营	网络直营店	天猫、京东网络直营店	现款现货
	烟台工厂店	烟台工厂店	
经销	电商渠道	京东自营、亚马逊、E宠商城、1号店、波奇网等电商网站，采购公司产品后通过网络销售产品给终端消费者	一般给予其 10 至 90 天的信用账期，结算方式为银行汇款
	商超渠道	沃尔玛、大润发、欧尚、华润万家等连锁商超，采购公司产品后直接销售给终端消费者	
	专业渠道	各地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	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

优异的产品质量是品牌的根基，加大研发投入有利于在同质化竞争中脱颖而出：

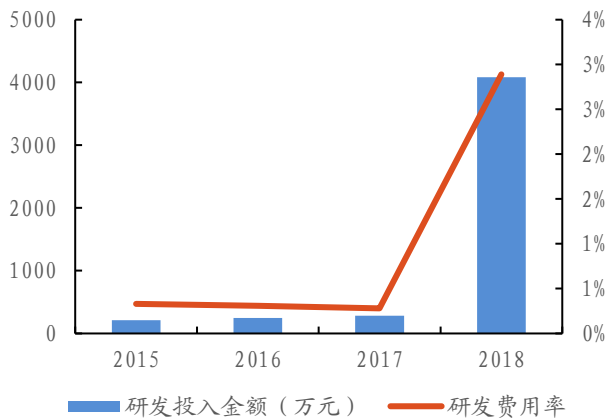
符合国际标准的品质保障：公司坚持“同线、同标、同质”，追求“全球共享，同一品质”，取得了国内国外多项权威认证，为公司顺利开拓国内外市场奠定了坚实的质量基础和认证基础。**增强研发实力，打造差异化产品：**公司于 2007 年设立了技术研发中心，专注于公司新项目研发、技术引进与改造等工作，报告期内，公司共拥有含 12 项发明专利在内的 114 项国家专利。原技术研发中心各研发职能分散于不同生产厂内，虽可以实现产品研发与生产的同步，但不利于研发资源和信息技术的共享，为了提高新品研发工作效率，实现技术的跨越式发展，公司除了加大研发投入以外，还在 2017 年计划将 IPO 募集资金中的 3500 万用来投资建设新的研发中心，新研发中心已与 18 年末投入使用，为公司由 OEM/ODM 代工向全球品牌运营商转型打下坚实基础。目前公司产品包括十余个产品系列 1000 多个品种，研发多种独特配方和核心工艺，可以满足消费者多样化、差别化的需求。例如，公司深入挖掘当前主粮痛点和理念趋势，18 年推出 Wanpy 无谷低敏粮，无谷物添加，降低爱宠致敏风险，同时添加更高含量的、爱宠更易消化的动物蛋白，降低宠物肠胃负担，无谷低敏粮带动了公司主粮业务实现了数倍增长。19 年 6 月，公司又推出重磅新品 Wanpy 低温烘焙粮。普通膨化粮高温定型、喷涂油脂的加工工艺，容易造成营养流失以及颗粒粘腻，引发宠物皮肤问题，烘焙粮在颗粒定型以后用 90°C 左右的温度持续慢火烘焙 2 至 3 小时，且不再喷涂油剂以及调味剂，最大程度锁住原生食材营养，烘焙粮掰开后呈现碎块状，加大了与消化液接触的面积，帮助宠物更快吸收营养。

图表 68：公司获得国际国内权威认证



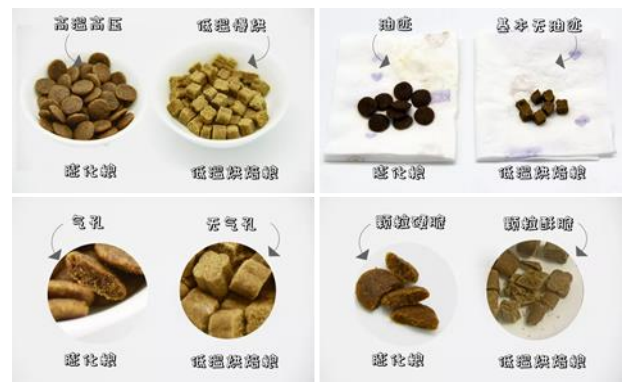
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 69：公司研发投入金额及研发费用率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 70：公司新品低温烘焙粮与普通粮对比



资料来源：公司官微，东方财富证券研究所

新建项目突破产能瓶颈，有望支撑国内市场营收快速增长：

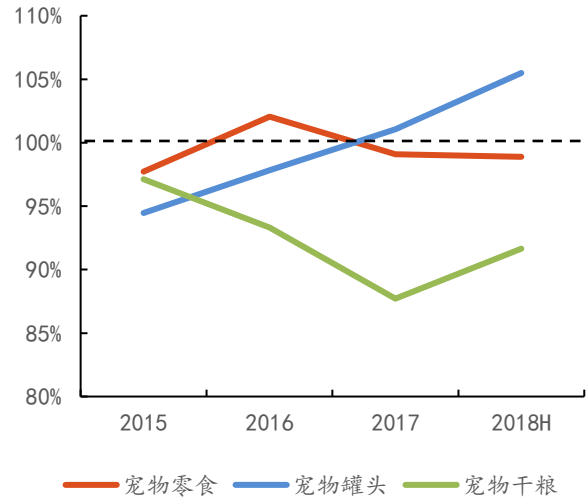
2015 年以来，公司宠物零食一直处于满负荷生产状态，产能瓶颈在一定程度上制约了公司的规模扩张。2017 年公司宠物零食产能 12000 吨，随着 2018 年 2 月和 10 月，公司 IPO 募投项目 3800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品及 5000 吨烘干宠物食品相继投产，2018 年底公司宠物零食折算产能约达 16700 吨，产能提升幅度近 40%，2019 年随着两个项目达到满产，产能有望进一步得到提升。随着国内外客户对高品质宠物湿粮产品需求的快速增加，公司宠物湿粮（罐头）产品的产能利用率和产销率也一直保持着较高水平，2019 年 2 月，公司发行 1.94 亿元可转换公司债券，募集资金净额 1.84 亿元，用于建设“年产 3 万吨宠物湿粮项目”，建设期 1 年，达产后公司宠物湿粮产能将增加 300%，有效缓解产能压力。宠物干粮方面，公司的干粮产品主要用于内销，由于公司产品品牌在干粮领域是新进入者，需要一定时间的市场积累，当前干粮产能释放率水平较低，但是随着公司对国内市场的不断开拓，品牌知名度的不断加强，干粮产能有望得到消化。

图表 71：公司主要产品产能情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 72：公司主要产品产销率情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

多重手段塑造品牌力：

升级包装：当前多数品牌在宠物食品包装上一般都选择简约背景配上相应动物写真照片，难以让消费者形成记忆点。2017年顽皮升级包装，聘请美国著名广告公司 Moxie Sozo 的知名插画师，设计萌宠形象插配以亮丽色调背景，形成更有视觉冲击力和系列感的品牌形象，迎合了目标消费群体的需求和审美。

公众开放：2016年开始，公司开始定期举办公众开放日活动，邀请各大媒体、宠物店主和消费者参观工厂，亲身体会从原材料到加工再到包装的全过程，参观者通过品尝罐头原材料、成品罐头，以及“宠物营养主题午餐”（食材原材料都是与宠物食品加工原材料来自同一供应商），建立起对公司品牌的认可度和信任感。

冠名大型活动：公司通过参加国内展会、投放广告、冠名赞助大型的宠物活动等方式提升公司品牌知名度，以 2019 年上半年为例，公司先后独家冠名中国宠物零售大会、赞助全球唯一以国家统计局报名参赛的犬界奥运盛会——世界杯犬展、参与发起和成立宠物行业机构和平台——亚宠联合会（APA），公司董事长郝忠礼先生出任首届会长。一系列盛会进一步提高了公司品牌的知名度和讨论声量，有利于公司进一步开拓国内市场。

通过多重营销手段，公司品牌在国内市场的知名度和认可度不断提升，宠物湿粮、零食产品多年位居 Top3 行列。

图表 73：公司旗下 Wanpy 品牌升级后的包装



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 74：开放日参观湿粮工厂车间



资料来源：公司官微，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

根据公司产能扩张和市场开拓速度我们做出如下假设：

境外市场：2019 年公司 IPO 募投的两个宠物零食项目有望满产，加拿大工厂、新西兰工厂也会贡献部分产能。受益于出口国家和地区宠物零食市场规模的稳步增长，以及公司不断地对海外客户的开拓和维系，公司境外收入未来三年有望保持年均 15% 的增速水平。毛利率方面，考虑到原材料价格上行风险和汇率波动风险，我们预计境外市场毛利率有所降低。

境内市场：随着公司对国内市场加大重视和投入，公司湿粮和零食的品牌知名度和认可度已经比较高，未来公司可转债募投项目 3 万吨湿粮达产后，产能增长 300%，对公司营收贡献将会快速加大。公司主粮尚在培育之中，未来随着新品的研发和营销力度的加大，产能利用率也有望进一步得到提升。毛利率方面，原材料的价格波动虽然会对毛利率产生一定影响，但公司在国内市场经营自有品牌，附加值和品牌溢价更高，定价权相对 OEM 更高，可以在一定程度上对冲成本上升。

销售、管理、研发费用情况：预计 19 年公司为了拓展国内市场，销售费用仍将维持高位，后续销售费用率将会维持一个新常态，管理费用预计维持当前水平，研发方面，公司需持续推出差异化新品，研发费用率有望维持较高水平。

考虑到产能投产节奏，我们微调低 2019 年的营收和业绩预测，调高后两年营收和业绩预测，预计中宠股份 2019/2020/2021 年营业收入分别为 18.16/24.43/32.15 亿元，归母净利润分别为 0.62/1.15/1.87 亿元，EPS 分别为 0.37/0.67/1.10 元，对应 PE 分别为 57.23/31.17/19.07 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 75：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1412.26	1815.51	2443.35	3215.30
增长率（%）	39.09	28.55	34.58	31.59
EBITDA（百万元）	103.72	145.95	222.30	335.09
归母净利润（百万元）	56.44	62.44	114.66	187.41
增长率（%）	-23.39	10.63	83.62	63.45
EPS（元/股）	0.33	0.37	0.67	1.10
市盈率（P/E）	63.31	57.23	31.17	19.07
市净率（P/B）	4.80	4.44	3.93	3.28
EV/EBITDA	36.34	26.50	17.54	11.42

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 估值和投资建议

相对估值：

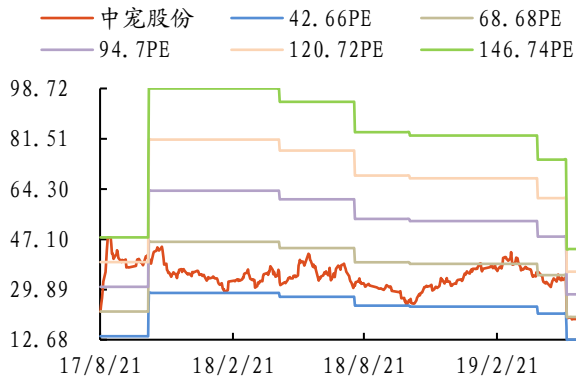
公司当前正处于快速扩张时期，利润短暂承压，我们认为用相对估值用 PS 更为合理，宠物饲料公司为稀缺标的，可比公司较少，比较来看，公司 PS 较低，股价处于被低估的状态。

图表 76: 同行业估值比较 (2019-07-10)

代码	简称	总市值 (亿元)	PS (倍)				PE (倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
300673.SZ	佩蒂股份	40.25	4.65	3.54	2.74	2.23	34.73	22.85	17.62	14.24
002891.SZ	中宠股份	30.60	2.01	1.69	1.25	0.95	60.02	57.23	31.17	19.07

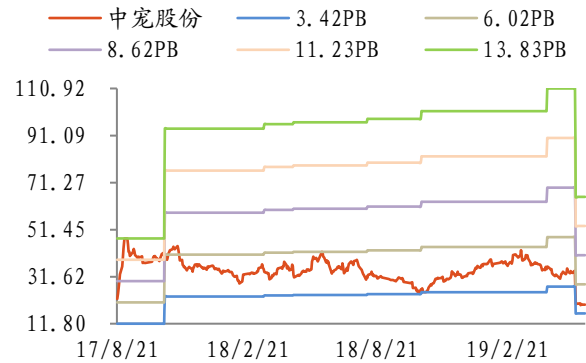
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 77: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 78: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

绝对估值:

图表 79: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.16	WACC	2.31%
市场收益率 Rm	2.46%	半显性增速	5.00%
无风险利率 Rf	3.16%	永续增速	0.00%
风险溢价	-0.70%	公司价值	4784.83 百万
实际税率	24.52%	股票价值	4396.84 百万
债务利率	2.46%	每股价值	25.86 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

原材料、汇率波动较大;
国内市场开拓不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	636.31	1051.12	1465.76	1896.74
货币资金	102.58	419.73	584.33	848.60
应收及预付	197.88	238.25	351.27	423.06
存货	273.94	331.23	468.24	563.16
其他流动资产	61.92	61.92	61.92	61.92
非流动资产	771.03	890.46	905.14	1000.71
长期股权投资	32.30	31.91	29.76	27.58
固定资产	431.15	497.47	595.26	689.67
在建工程	6.79	106.79	6.79	6.79
无形资产	226.36	93.54	108.63	109.92
其他长期资产	74.44	160.76	164.70	166.76
资产总计	1407.35	1941.59	2370.90	2897.45
流动负债	529.01	801.23	914.69	1043.03
短期借款	255.00	477.00	477.00	477.00
应付及预收	272.58	322.80	436.26	564.60
其他流动负债	1.43	1.43	1.43	1.43
非流动负债	44.69	237.10	431.34	625.58
长期借款	42.00	42.00	42.00	42.00
应付债券	0.00	194.24	388.48	582.72
其他非流动负债	2.69	0.86	0.86	0.86
负债合计	573.70	1038.33	1346.02	1668.61
实收资本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	405.38	405.38	405.38	405.38
留存收益	230.83	284.94	390.44	568.81
归属母公司股东权益	744.08	804.16	909.65	1088.03
少数股东权益	89.56	99.10	115.22	140.81
负债和股东权益	1407.35	1941.59	2370.90	2897.45

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1412.26	1815.51	2443.35	3215.30
营业成本	1083.06	1376.34	1818.25	2345.75
税金及附加	5.89	9.62	12.14	15.90
销售费用	139.95	201.52	273.66	360.11
管理费用	50.99	65.54	88.20	116.07
研发费用	40.82	52.65	72.08	95.82
财务费用	-2.46	15.80	16.84	17.48
资产减值损失	23.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-5.91	-0.39	-2.14	-2.19
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.57	1.15	1.28	1.28
营业利润	65.52	94.79	161.31	263.26
营业外收入	3.09	1.76	2.00	2.10
营业外支出	0.71	1.19	1.24	1.14
利润总额	67.90	95.36	162.07	264.22
所得税	6.36	23.38	31.29	51.22
净利润	61.54	71.98	130.78	213.00
少数股东损益	5.09	9.54	16.12	25.59
归属母公司净利润	56.44	62.44	114.66	187.41
EBITDA	103.72	145.95	222.30	335.09

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	27.16	76.48	62.11	255.49
净利润	61.54	71.98	130.78	213.00
折旧摊销	38.28	34.79	43.39	53.39
营运资金变动	-81.55	-47.44	-136.58	-38.36
其它	8.89	17.16	24.52	27.47
投资活动现金流	-367.98	-154.04	-59.45	-150.18
资本支出	-250.94	-154.04	-59.45	-150.18
投资变动	-117.04	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	227.61	394.70	161.94	158.97
银行借款	297.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	56.76	194.24	194.24	194.24
股权融资	1.57	0.00	0.00	0.00
其他	-127.72	200.46	-32.30	-35.27
现金净增加额	-113.21	317.15	164.60	264.27
期初现金余额	201.73	102.58	419.73	584.33
期末现金余额	100.66	419.73	584.33	848.60

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	39.09	28.55	34.58	31.59
营业利润增长	-41.95	44.68	70.18	63.20
归属母公司净利润增长	-23.39	10.63	83.62	63.45
获利能力 (%)				
毛利率	23.31	24.19	25.58	27.04
净利率	4.00	3.44	4.69	5.83
ROE	7.59	7.77	12.60	17.22
ROIC	5.87	4.21	5.60	7.48
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.76	53.48	56.77	57.59
净负债比率	0.23	0.33	0.32	0.21
流动比率	1.20	1.31	1.60	1.82
速动比率	0.69	0.90	1.09	1.28
营运能力				
总资产周转率	1.17	1.08	1.13	1.22
应收账款周转率	9.05	9.05	9.05	9.05
存货周转率	4.55	4.55	4.55	4.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.37	0.67	1.10
每股经营现金流	0.27	0.76	0.62	2.55
每股净资产	7.44	8.04	9.10	10.88
估值比率				
P/E	63.31	57.23	31.17	19.07
P/B	4.80	4.44	3.93	3.28
EV/EBITDA	36.34	26.50	17.54	11.42

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。