

## 方正证券研究所证券研究报告

中宠股份(002891)

公司研究

农林牧渔行业

公司深度报告

2020.05.26/推荐(维持)

农林牧渔分析师

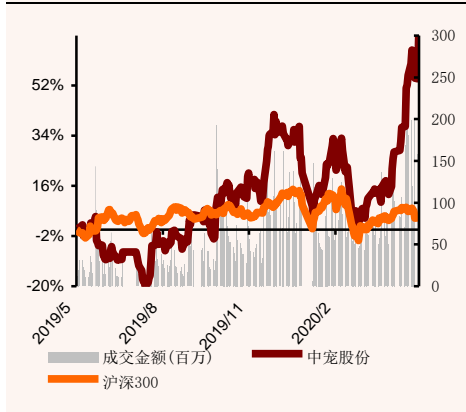
程一胜

执业证书编号: S1220516090002

TEL: 021-50196810

E-mail: chengyisheng@foundersc.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《一季度增长符合预期，国内外市场有望加速推进》2020.04.21

《19年业绩逆势增长，20年利润有望持续释放》2020.04.07

《2019半年报点评：收入高速增长，加强品牌建设布局长期发展》2019.08.26

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 投资要点:

**1、公司基本面：专注全球宠物品质生活的行业龙头。**公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商，现已在全球拥有12间现代化的宠物食品、用品加工厂，16家子公司；旗下拥有“Wanpy”、“Zeal”等11大自主品牌；产品销往全球50多个国家，出口五大洲。公司自2014年至2019年，营业总收入的年均复合增长率达28.43%。公司收入绝大多数来源海外市场，2019年海外收入占比近8成。宠物零食为公司核心业绩贡献点，湿粮和干粮产品偏重在国内市场推广。

**2、行业基本面：千亿宠物市场掘金，高增长赛道优势凸显。**2019年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模已达2024亿元，比2018年增长18.5%。其中，宠物食品消费是最大的养宠支出，占比为61.4%。国内宠物行业仍处于高速发展的基本面未变，而且得益于宠物食品具有刚性且高频的消费属性，具备天然的赛道优势。我们认为，未来驱动国内宠物行业增长的动力一方面来自养宠家庭渗透率的提升，另一方面来自人均单只宠物年消费金额的持续增长，成长空间巨大。

**3、公司核心优势：从生产端和渠道端找寻公司成长基因。**我们认为在生产端，公司当前或受益原材料成本下行，有助于业绩增长；中长期受益新增产能持续释放，带来经营规模大幅扩张，同时产品结构更加优化，湿粮和干粮有望成为公司未来发展的新引擎。在渠道端，由于宠物食品为刚需消费，公司通过深度绑定大客户，保证海外业务稳定增长；公司通过持续加码线上和线下渠道，国内业务有望突破，未来2-3年内有望在国内市场突破10亿收入大关，并带来利润贡献。

**4、盈利预测与评级：**公司作为宠物食品板块龙头企业，拥有完善的产品布局和产能储备，业绩快速增长确定性强。预计公司2020-2022年实现营业收入20.37/23.91/30.10亿元，归母净利润1.11/1.70/2.60亿元，EPS分别为0.65/1.00/1.53元，对应PE分别为52.23x/34.07x/22.25x。考虑到当前公司利润贡献基本来自海外市场，我们采用分部估值法预测公司合理市值区间，给予海外市场40X PE+国内市场4-5X PS，对应20年合理市值约65-70亿，维持“推荐”评级。

**风险提示：**海外市场竞争加剧的风险，贸易摩擦引发的风险，贸易壁垒引发的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险等

## 盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1716.24	2037.20	2391.22	3009.64
(+/-) (%)	21.52	18.70	17.38	25.86
净利润	79.01	110.58	169.53	259.61
(+/-) (%)	39.97	39.96	53.31	53.14
EPS (元)	0.46	0.65	1.00	1.53
P/E	73.10	52.23	34.07	22.25

数据来源: wind 方正证券研究所

## 目录

1	公司基本面：专注全球宠物品质生活的行业龙头 .....	6
1.1	廿余载稳步发展，已成为国内宠物食品龙头企业.....	6
1.2	宠物食品多元布局，打造众多知名品牌.....	7
1.3	行业景气低谷下逆势增长，公司业绩有望持续释放.....	9
2	行业基本面：千亿宠物市场掘金，高增长赛道优势凸显 .....	12
2.1	国内宠物消费持续增长，对比发达市场仍有较大空间.....	12
2.2	海外品牌为主导，细分市场集中度有待提升.....	14
2.3	线上渠道发展提速，本土优质企业逐步突围.....	15
3	公司核心优势：从生产端和渠道端找寻公司成长基因 .....	16
3.1	生产端之原材料成本压力有望缓解，公司业绩增长更坚实.....	16
3.2	生产端之产能持续释放，公司未来扩张势头强劲.....	17
3.3	生产端之产品结构更优化，湿粮干粮有望成为新引擎.....	19
3.4	渠道端之深度绑定大客户，海外业务稳定增长.....	20
3.5	渠道端之持续加码线上线下渠道，国内业务有望突破.....	21
4	盈利预测 .....	22
5	风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1:	公司发展大事件 .....	6
图表 2:	公司与实际控制人之间的产权及控制关系 .....	7
图表 3:	公司股权结构及子公司情况 .....	7
图表 4:	公司主要产品介绍 .....	8
图表 5:	公司主要品牌分类 .....	9
图表 6:	公司主要产品系列和品牌 .....	9
图表 7:	公司营业总收入变化 .....	10
图表 8:	公司归母净利润变化 .....	10
图表 9:	公司分地区收入占比情况 .....	10
图表 10:	公司分业务板块收入占比情况 .....	10
图表 11:	公司宠物零食业务收入变化 .....	11
图表 12:	公司宠物湿粮（罐头）业务收入变化 .....	11
图表 13:	公司宠物干粮业务收入变化 .....	11
图表 14:	公司宠物用品业务收入变化 .....	11
图表 15:	公司毛利率及净利率变化 .....	11
图表 16:	公司分业务毛利率变化 .....	11
图表 17:	公司三项费用占营收的比重 .....	12
图表 18:	与可比公司销售毛利率和资产负债率比较 .....	12
图表 19:	我国宠物行业发展历程 .....	12
图表 20:	我国宠物行业消费规模变化 .....	13
图表 21:	我国养宠类型占比变化 .....	13
图表 22:	我国宠物行业细分市场消费规模占比变化 .....	13
图表 23:	我国宠物行业消费渗透率（%） .....	13
图表 24:	我国养宠家庭渗透率仍有很大提升空间 .....	14
图表 25:	我国人均单只宠物年消费金额 .....	14
图表 26:	国内宠物食品市场超半数被海外品牌占据 .....	14
图表 27:	国内宠物主粮市场品牌集中度较高 .....	15
图表 28:	国内宠物零食市场呈分散化竞争格局 .....	15
图表 29:	国内宠主对宠物干粮更倾向进口品牌 .....	15
图表 30:	国内宠主大多对宠物零食产地无特别倾向 .....	15
图表 31:	国内宠主对宠物食品购买渠道偏好线上 .....	16
图表 32:	国内宠主线上购买渠道 Top8 .....	16
图表 33:	国内在售的部分海外品牌 .....	16
图表 34:	国内在售的部分本土品牌 .....	16
图表 35:	公司各项成本占比情况 .....	17
图表 36:	公司部分原材料主要供应商 .....	17
图表 37:	公司主要原材料采购成本价 .....	17
图表 38:	鸡肉综合售价 .....	17
图表 39:	公司工厂分布情况 .....	18
图表 40:	公司零食和罐头产线产能利用率高 .....	19
图表 41:	公司产能分布情况 .....	20
图表 42:	公司未来将着力提升湿粮和干粮产能 .....	20
图表 43:	公司前 5 大客户收入占比 .....	20
图表 44:	公司海外市场销售网络 .....	21
图表 45:	公司海外主要客户情况 .....	21
图表 46:	公司在国内市场线上、线下收入占比 .....	21

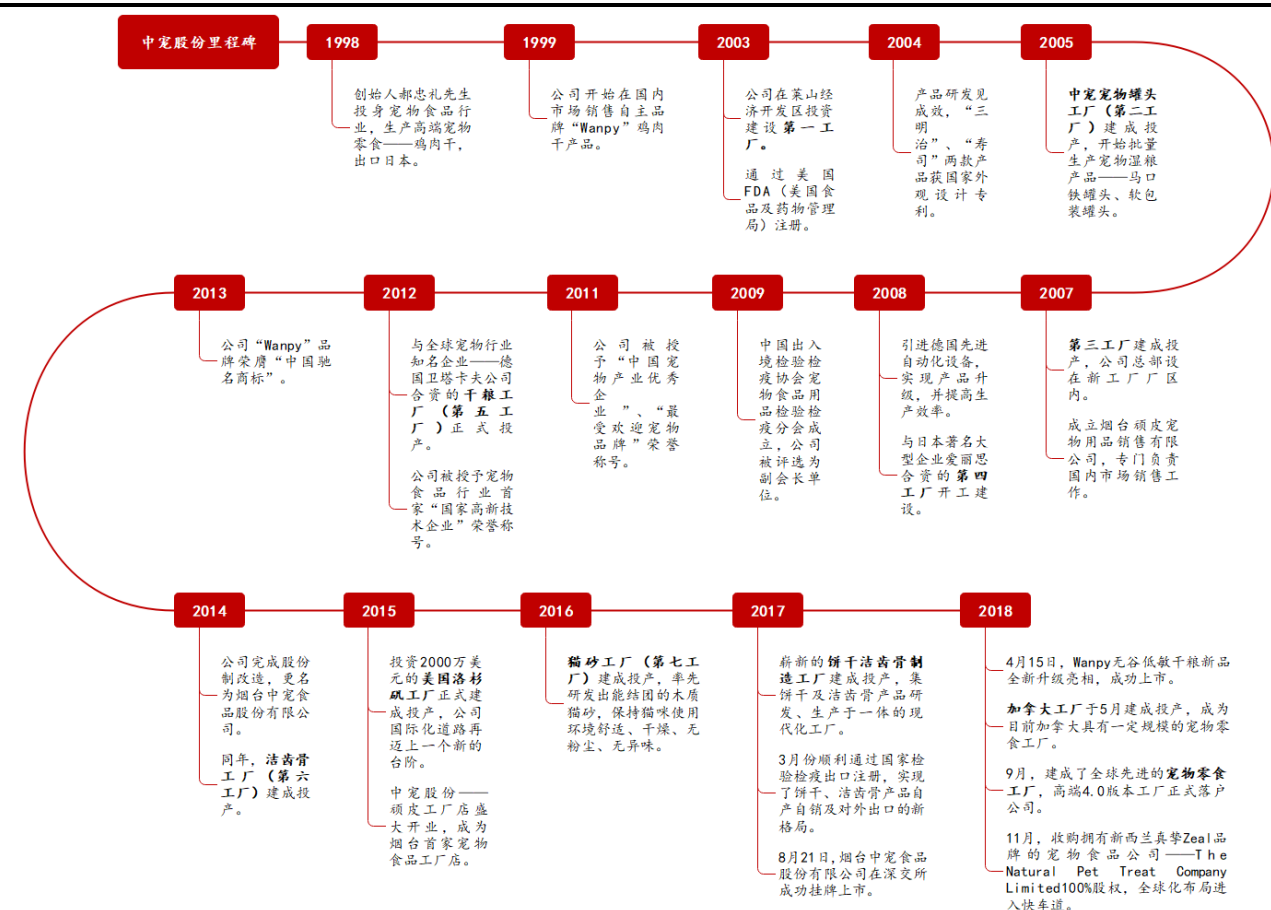
图表 47:	公司在国内市场主要推广宠物湿粮（2018 年） .....	21
图表 48:	公司在国内主流电商均开设自营旗舰店.....	22
图表 49:	分业务收入拆分 .....	22
图表 50:	可比公司估值 .....	23

## 1 公司基本面：专注全球宠物品质生活的行业龙头

### 1.1 廿余载稳步发展，已成为国内宠物食品龙头企业

公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商。公司创始人郝忠礼先生于 1998 年由外贸食品领域投身宠物食品行业，先后成立了烟台中礼工贸、烟台爱思克食品、烟台中幸食品等企业。2002 年，烟台中幸食品与日本伊藤公司合资，成立公司的前身烟台中宠食品有限公司，从事宠物零食和罐头的研发和生产。2012 年 6 月，在原有产品基础上，公司又增加了宠物干粮生产线。经过 20 余年的发展，公司规模不断壮大，现已在全球拥有 12 间现代化的宠物食品、用品加工厂，16 家子公司；旗下拥有“Wanpy”、“Zeal”等 11 大自主品牌；产品销往全球 50 多个国家，出口五大洲。

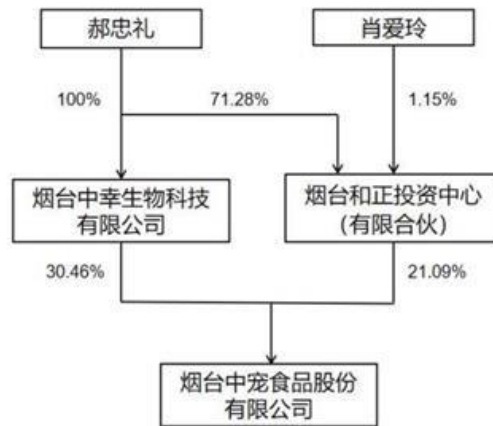
图表1：公司发展大事件



资料来源：公司官网，方正证券研究所

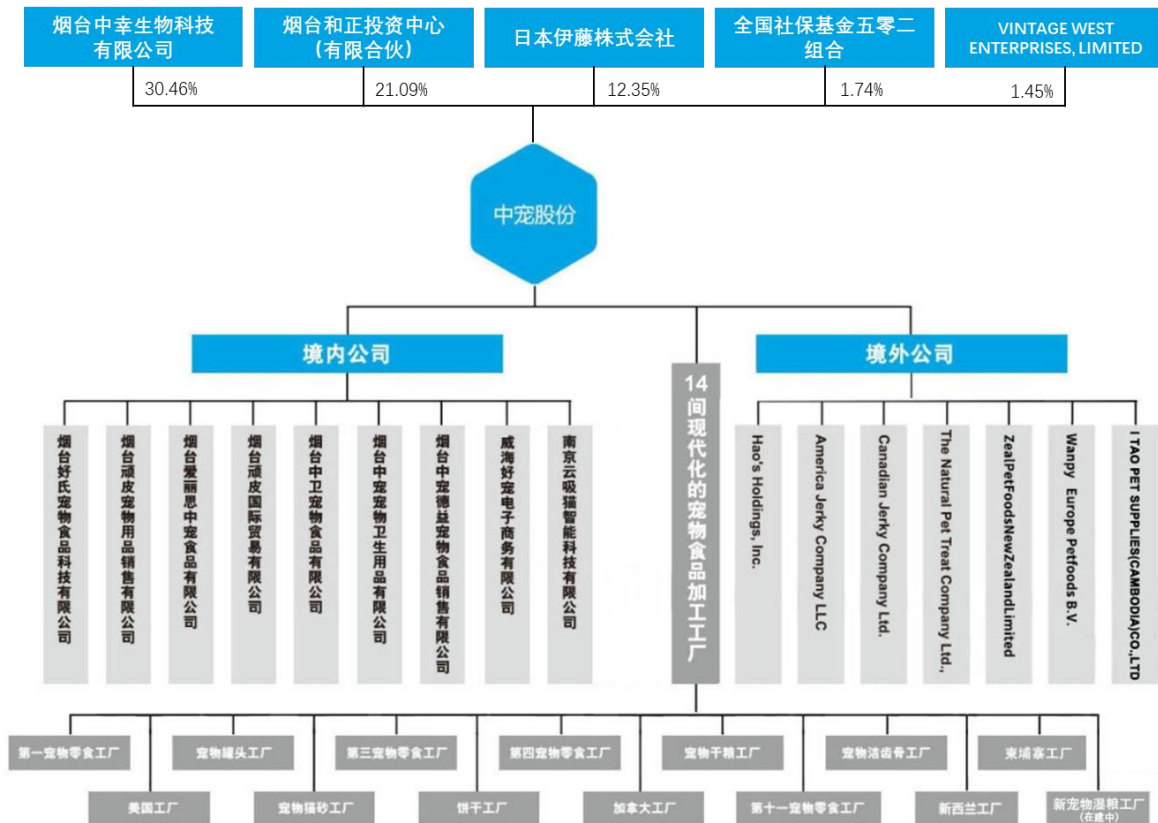
公司股权结构清晰有利长期发展。公司前 10 大股东中，烟台中幸生物科技有限公司与烟台和正投资中心（有限合伙）同属于公司实际控制人郝忠礼、肖爱玲共同控制。目前，公司在境内拥有 9 家控股子公司，在境外设立了 7 家子公司，共同开展宠物产品研发、生产、销售和贸易等领域的业务。

图表2： 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3： 公司股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告，公司官网，方正证券研究所

## 1.2 宠物食品多元布局，打造众多知名品牌

公司产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及宠物零食、湿粮、干粮等全线产品，是目前国内宠物食品产品线较长、较全的公司。公司产品每个大类下面包含多个品种，包括鸡肉零食系列、鸭肉零食系列、牛肉零食系列、猪肉零食系列、羊肉零食系列、鱼肉零食系列、宠物饼干系列、宠物香肠系列、宠物湿粮系列、宠物干粮系列、洁齿骨系列等



十余个产品系列 1000 多个品种。

图表4： 公司主要产品介绍

宠物零食	鸡肉片	鸭肉钙骨	鸡肉卷鳕鱼	三明治	鸡肉哑铃
					
	鸡胸肉、植物蛋白、淀粉、植物甘油、食用盐	鸭胸肉、大豆分离蛋白、淀粉、酪蛋白、小麦粉、食用盐、丙三醇	鸡胸肉、鳕鱼、植物蛋白、淀粉、植物甘油	鸡胸肉、鳕鱼、植物蛋白、淀粉、植物油、白砂糖、蒜粉、植物甘油、食用盐、胭脂虫红	鸡胸肉、牛皮、糯米、植物蛋白、植物甘油、食用盐
宠物罐头	牛肉罐头	角切鸡肉	鸡肉+鸡胗犬用鲜封包	清香鳕鱼角切	鸡肉慕斯
					
	牛肉、鸡肉及其副产品、水、淀粉、卡拉胶、食用盐等	鸡肉及其副产品、淀粉、胡萝卜、青豆、玉米、大豆分离蛋白等	鸡肉、鸡胗、鸡肝、水、淀粉、食用盐、卡拉胶等	金枪鱼、鸡肉及其副产品、水、小麦粉、大豆分离蛋白、食用盐等	鸡肉、鸡肝、淀粉、水、卡拉胶、瓜尔豆胶
宠物干粮	幼猫猫粮	成猫猫粮	小型犬幼犬粮	贵宾犬幼犬粮	中大型犬幼犬粮
					
	鸡肉粉、小麦、玉米、谷朊粉、奶粉、鸡油、鱼油、鱼粉等	鸡肉粉、鸡肉骨粉、小麦、玉米蛋白粉、谷朊粉、鸡油、鱼油等	鸡肉粉、大米、小麦、玉米、谷朊粉、鸡油、轻质碳酸钙、鱼油等	鸡肉粉、大米、小麦、鸡油、谷朊粉、轻质碳酸钙、鱼油等	鸡肉粉、小麦、大米、谷朊粉、鸡油、葡萄糖、轻质碳酸钙、鱼油、丝兰粉、维生素等

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

公司以自主品牌“顽皮 WANPY”和“中宠”为主打，现已形成针对不同宠物类型和不同消费层次的多品牌布局。公司旗下不仅拥有“Wanpy 顽皮”、“中宠”、“Zeal 真挚”、“King Kitty”、“Happy100”、“Sea Kingdom”、“Dr.Hao”、“Jerky Time”以及“脆脆香”等自主品牌，还拥有“Bacterfield LIVE”、“Frisian”等代理品牌。

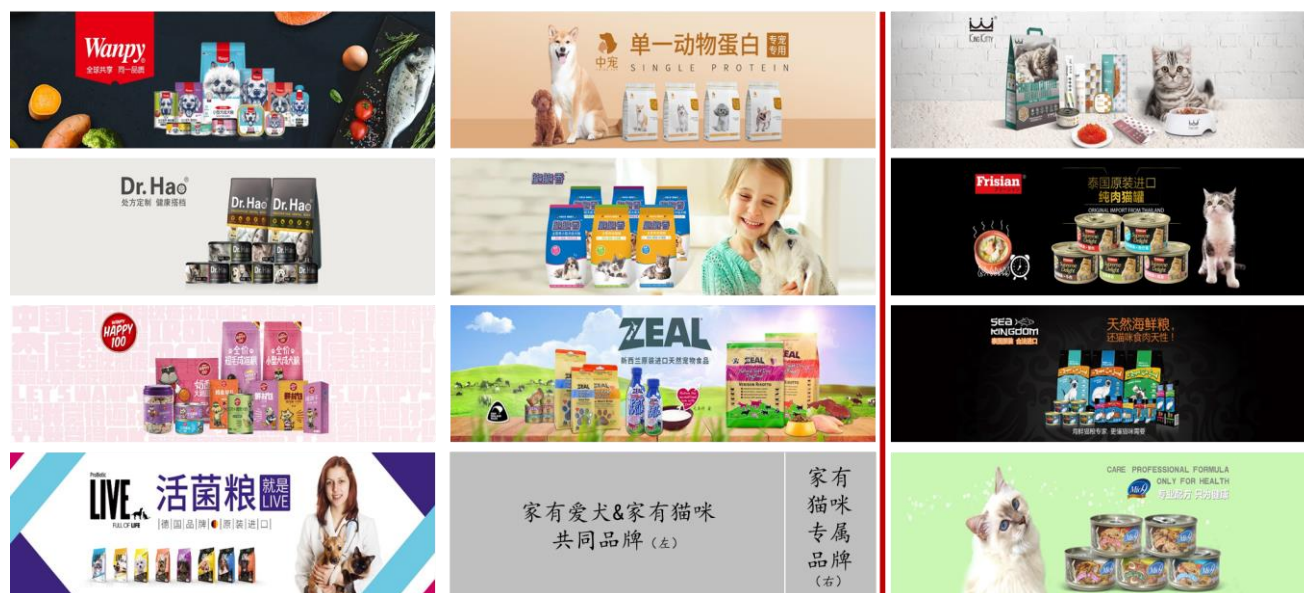


图表5： 公司主要品牌分类

品牌名称	适用宠物类型	相关产品类型
Wanpy	宠物犬/宠物猫	零食、湿粮、干粮
中宠	宠物犬/宠物猫	干粮
ZEAL	宠物犬/宠物猫	零食
Bacterfield LIVE	宠物犬/宠物猫	干粮（犬）、零食（猫）
Dr. Hao	宠物犬/宠物猫	湿粮、零食（犬）
脆脆香	宠物犬/宠物猫	干粮
Happy100	宠物犬/宠物猫	干粮、湿粮（犬）、零食
Sea Kingdom	宠物猫	猫砂、零食、湿粮、干粮
King Kitty	宠物猫	猫砂、零食
Frisian	宠物猫	湿粮
Mio9	宠物猫	湿粮

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表6： 公司主要产品系列和品牌



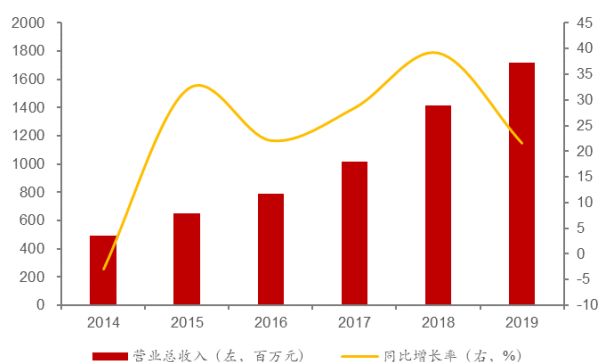
资料来源：公司官网，方正证券研究所

### 1.3 行业景气低谷下逆势增长，公司业绩有望持续释放

公司营业收入持续保持增长，19 年在行业景气低谷下逆势取得亮眼表现。公司自 2014 年至 2019 年，营业总收入从 4.91 亿增长至 17.16 亿元，CAGR 28.43%。2019 年公司营业收入同比增长 21.52%，保持在较高水平；实现归母净利润 7900.78 万元，同比增长 39.97%。公司取得

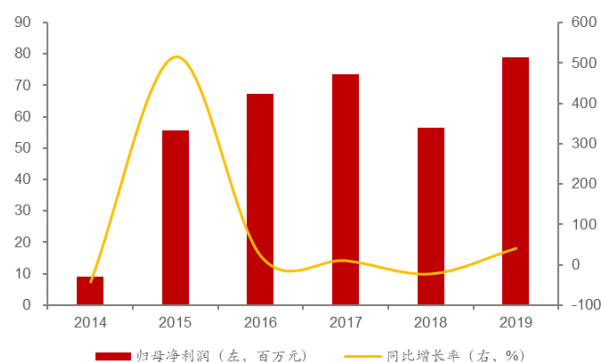
业绩增长的原因主要系营业规模稳定增长，导致公司利润得以提升；人民币对美元汇率持续贬值致使公司综合毛利率有所上升；公司持续推进精细化管理，优化经营管理模式，费用率得以改善。我们认为，公司在 19 年面临中美贸易摩擦导致的出口关税影响和原材料成本上涨等不利因素下依然取得显著增长，既展示出公司较强的抗风险能力，也反映出公司正处于快速成长阶段。

图表7： 公司营业总收入变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

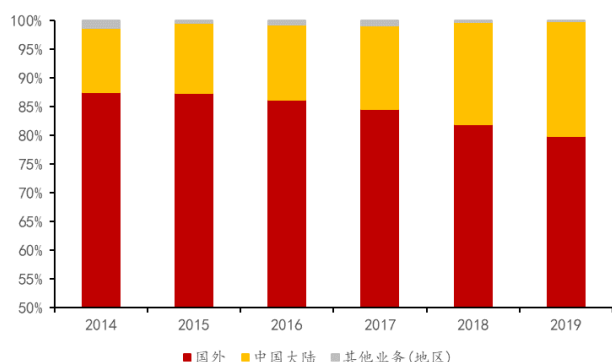
图表8： 公司归母净利润变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

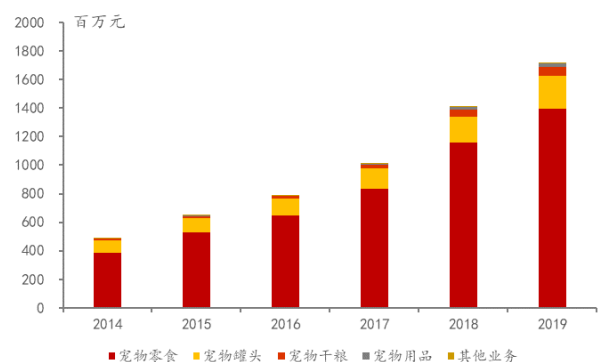
公司收入绝大多数来源海外市场。从收入结构来看，公司海外市场收入占据较大份额，2019 年海外收入 13.70 亿元，同比增长 18.37%，占公司总营收的 79.83%；国内市场收入 3.43 亿元，同比增长 36.58%，占公司总营收的 19.97%。

图表9： 公司分地区收入占比情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

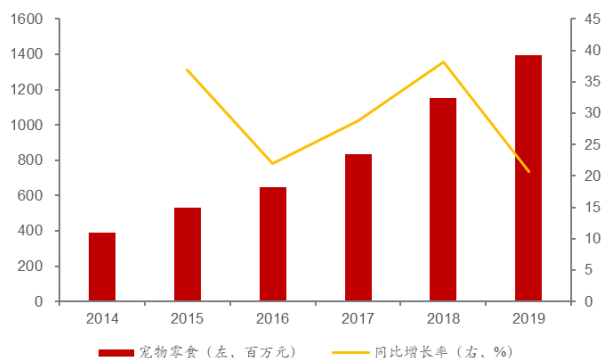
图表10： 公司分业务板块收入占比情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

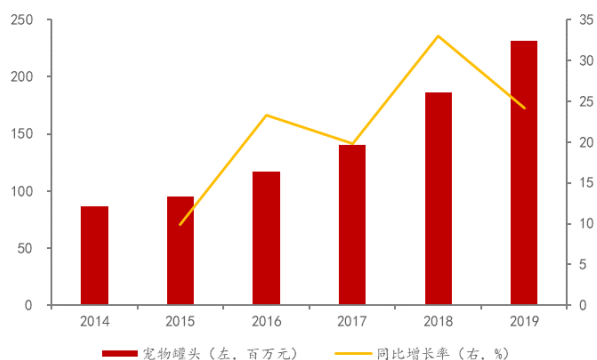
宠物零食为核心业绩贡献点，其他品类产品偏重国内市场推广。公司 19 年宠物零食业务收入 13.94 亿元，占比 81.24%，14 年至今 CAGR 29.09%；宠物罐头业务收入 2.32 亿元，占比 13.51%，CAGR 21.82%；宠物干粮业务收入 6271 万元，占比 3.65%，CAGR 53.46%；宠物用品业务收入 2406 万元，占比 1.40%，CAGR 62.18%。

图表11: 公司宠物零食业务收入变化



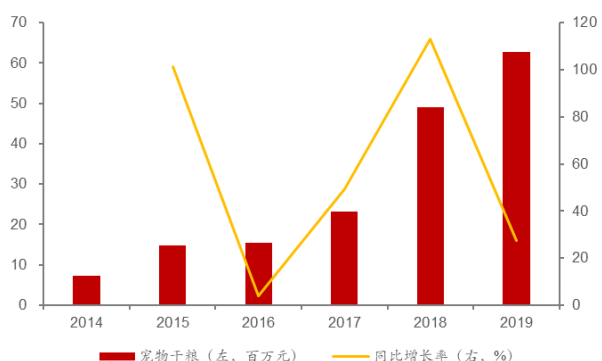
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表12: 公司宠物湿粮(罐头)业务收入变化



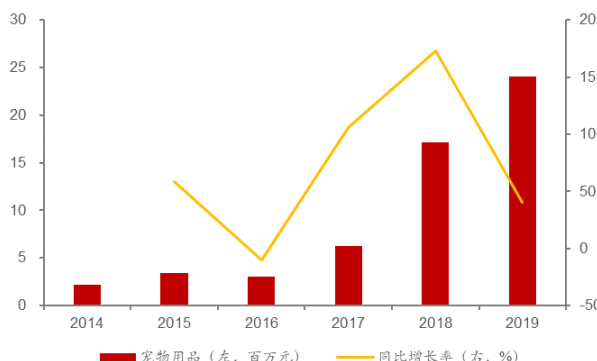
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13: 公司宠物干粮业务收入变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

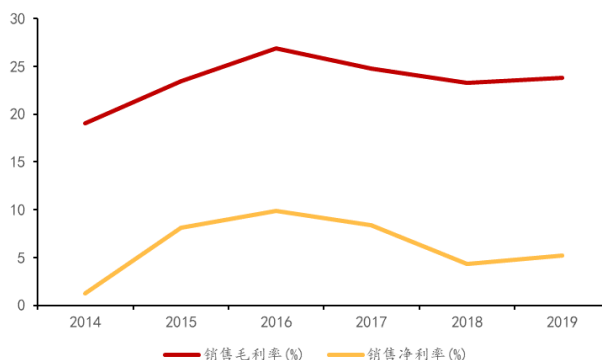
图表14: 公司宠物用品业务收入变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

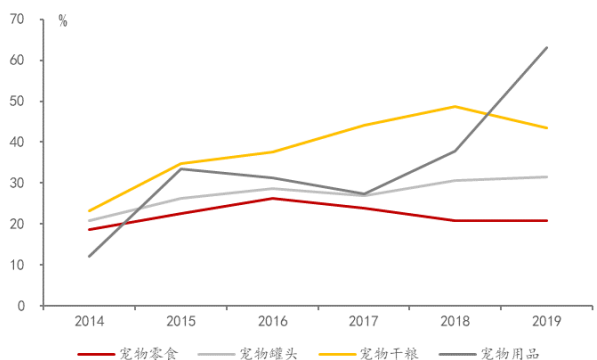
原材料成本上行压力下, 19 年公司毛利率水平逆势增长。2019 年, 公司销售毛利率为 23.80%, 同比增长 0.49pct; 净利率为 5.20%, 同比增长 0.85pct。我们认为公司毛利率不降反增的原因主要有三个方面: 1) 国内业务持续快速增长, 且国内市场毛利率较高带动整体毛利率的提升; 2) 湿粮和干粮业务快速增长, 相较零食毛利率水平更高; 3) 公司加强对原材料头寸的管理, 逢低采购, 提前储备部分原材料, 规避涨价风险。

图表15: 公司毛利率及净利率变化



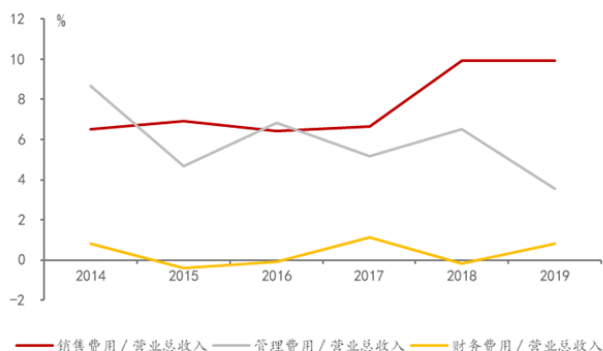
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表16: 公司分业务毛利率变化



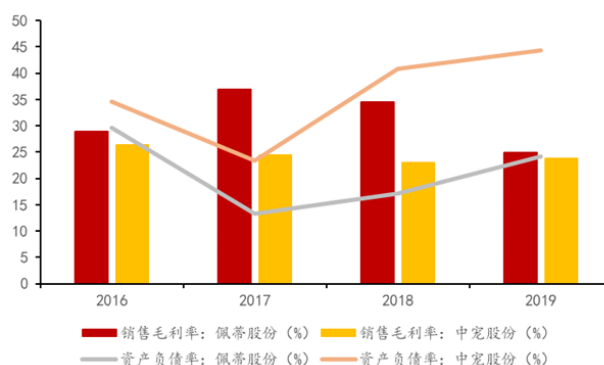
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表17: 公司三项费用占营收的比重



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表18: 与可比公司销售毛利率和资产负债率比较



资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2 行业基本面: 千亿宠物市场掘金, 高增长赛道优势凸显

国内宠物行业方兴未艾, 宠物经济高景气发展。国内宠物行业起步较晚, 从出现到目前尚不足 30 年时间; 2000 年之后, 宠物角色由“看家护院”向“家庭成员”转变, 宠物经济的概念开始形成; 目前国内宠物行业正处于快速发展期。

图表19: 我国宠物行业发展历程



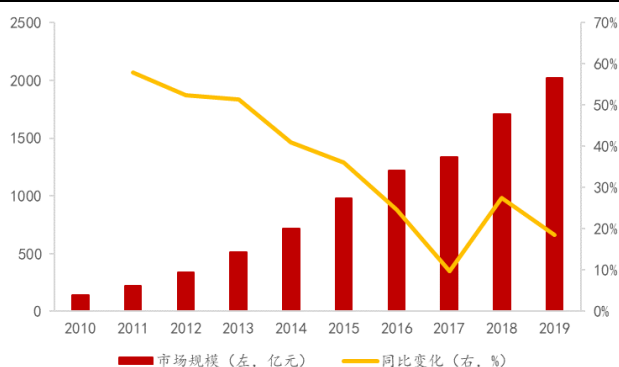
资料来源: 狗民网, 《2017 年中国宠物行业白皮书》, 方正证券研究所

### 2.1 国内宠物消费持续增长, 对比发达市场仍有较大空间

国内宠物消费市场规模持续增长, 宠物猫消费增速首次超过宠物犬。2019 年中国城镇宠物(犬猫)消费市场规模首次突破 2000 亿大关, 达到 2024 亿元, 比 2018 年增长 18.5%, 近 10 年 CAGR 34.55%。分类别看, 宠物犬消费市场规模为 1244 亿元, 同比增长 17.8%; 宠物猫消费市场规模为 780 亿元, 同比增长 19.6%, 增速首次超过犬消费。从宠物消费结构看, 宠物食品消费是最大的养宠支出; 宠物零食、宠物药品消费增速最快。宠物食品消费在整个养宠消费结构中占比最高, 达到 61.4%, 比上年增长 9.2%; 其中主粮消费占 39.4%, 零食消

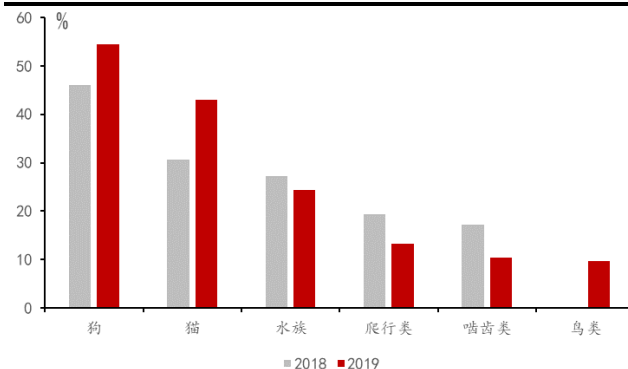
费占 19.5%。各细分品类中，宠物零食支出增长 8%、宠物药品增长 4%，为消费增速最快的两个细分品类。

图表20： 我国宠物行业消费规模变化



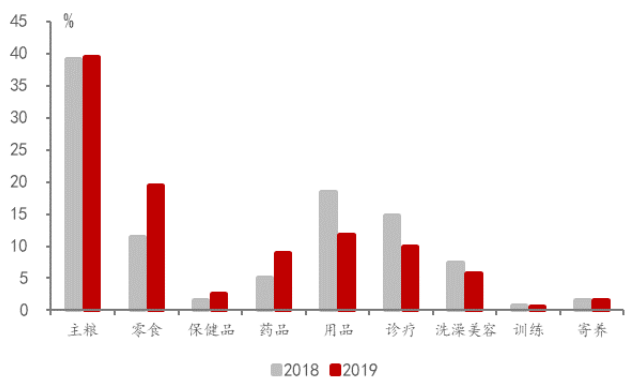
资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

图表21： 我国养宠类型占比变化



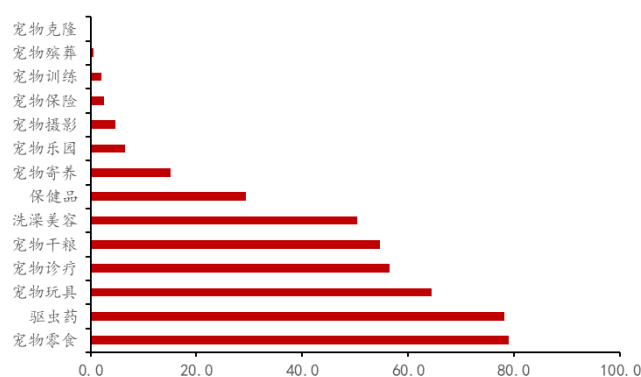
资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

图表22： 我国宠物行业细分市场消费规模占比变化



资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

图表23： 我国宠物行业消费渗透率 (%)



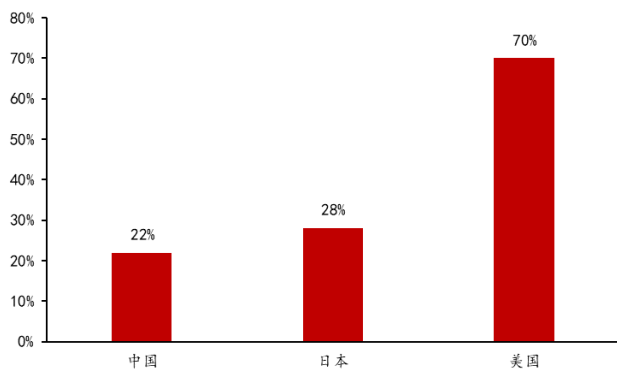
资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

**我国养宠家庭渗透率仍有较大提升空间。**根据中国宠物行业白皮书的测算，2019 年国内约 22% 的家庭养宠，较 2017 年提升近 5pcts，但对比美国（养宠家庭渗透率约 70%）、日本（养宠家庭渗透率约 28%）等成熟宠物市场，国内养宠家庭渗透率仍有较大提升空间。

**国内人均单只宠物年消费投入增加。**据中国宠物行业白皮书的统计，2019 年人均单只宠物消费金额 5561 元，同比增长 10.90%。其中，犬主人在单只宠物犬上的消费 6082 元/年，同比增长 9.00%；猫主人在单只宠物猫上的消费 4755 元/年，同比增长 10.30%。

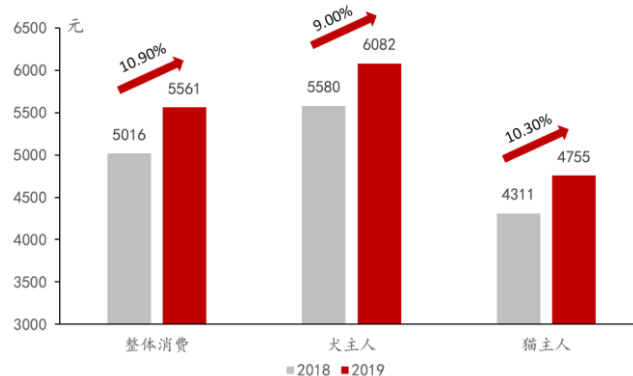


图表24： 我国养宠家庭渗透率仍有很大提升空间



资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

图表25： 我国人均单只宠物年消费金额

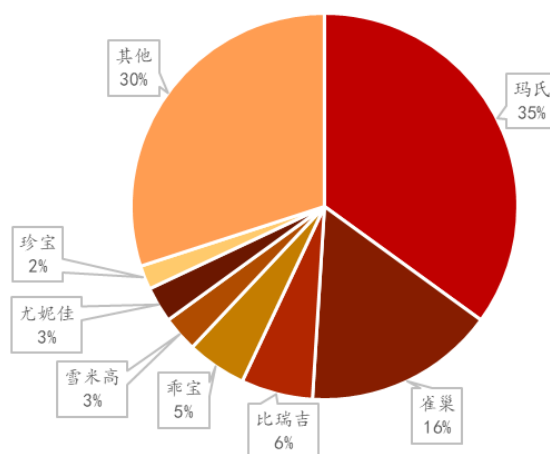


资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

## 2.2 海外品牌为主导，细分市场集中度有待提升

以玛氏和雀巢为首的两大海外品牌合计占据国内宠物食品市场约一半的市场份额。两大外资品牌企业玛氏和雀巢凭借产品、品牌优势主导国内市场，合计市占率约 50%。

图表26： 国内宠物食品市场超半数被海外品牌占据

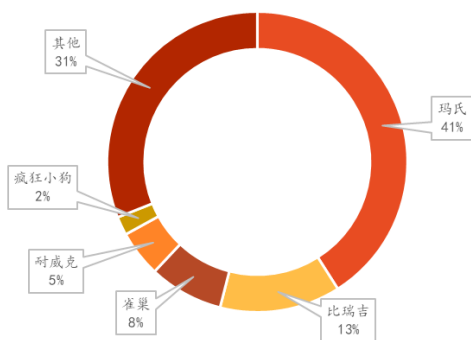


资料来源：智研咨询，方正证券研究所

宠物主粮市场集中度更高，零食市场集中度有待提升。从细分品类的市场集中度看，国内宠物主粮市场品牌集中度较高，CR5 的合计市占率约 69%，其中玛氏和雀巢普瑞纳合计占比约 49%；由于海外品牌在宠物零食方面进入相对较晚，国内宠物零食市场呈高度分散的竞争格局，CR5 的合计市占率仅约 15%。我们认为，相较于成熟的宠物主粮市场，优质的国内企业更有机会在宠物零食市场率先突围。

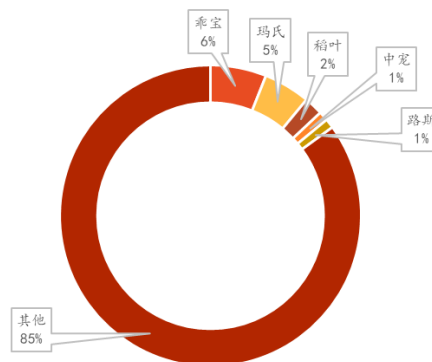


图表27：国内宠物主粮市场品牌集中度较高



资料来源：智研咨询，方正证券研究所

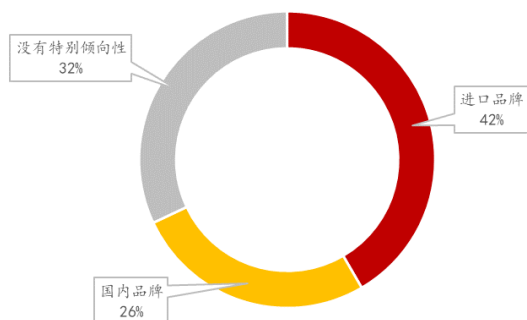
图表28：国内宠物零食市场呈分散化竞争格局



资料来源：智研咨询，方正证券研究所

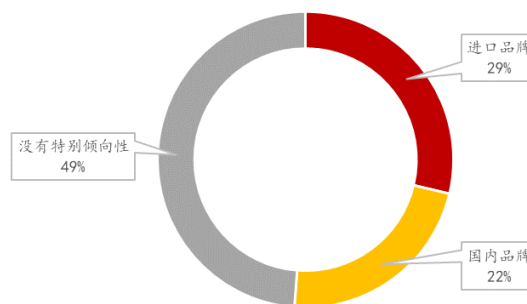
国内养宠人士对宠物零食产地的倾向性弱于宠物主粮。根据 2019 中国宠物行业白皮书的调查数据，国内宠物主人中有约 42% 的人群更倾向购买进口宠物干粮，这部分倾向进口品牌的人群中，又以加拿大、美国和新西兰品牌的关注度最高。与之相比，国内宠主大多对零食品牌产地没有特别偏好，进口零食优势不明显。我们认为，从消费倾向来看，国内宠物食品企业优先进入宠物零食领域也是更贴近国内宠主消费习惯的选择。

图表29：国内宠主对宠物干粮更倾向进口品牌



资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

图表30：国内宠主大多对宠物零食产地无特别倾向

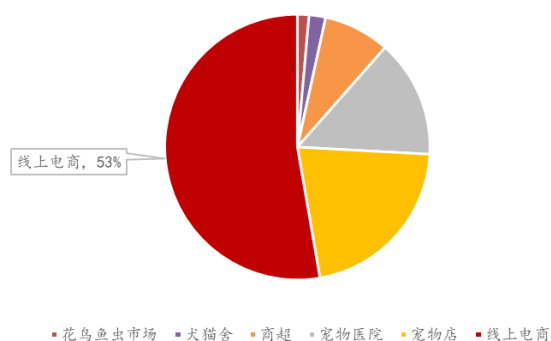


资料来源：《2019 中国宠物行业白皮书》，方正证券研究所

### 2.3 线上渠道发展提速，本土优质企业逐步突围

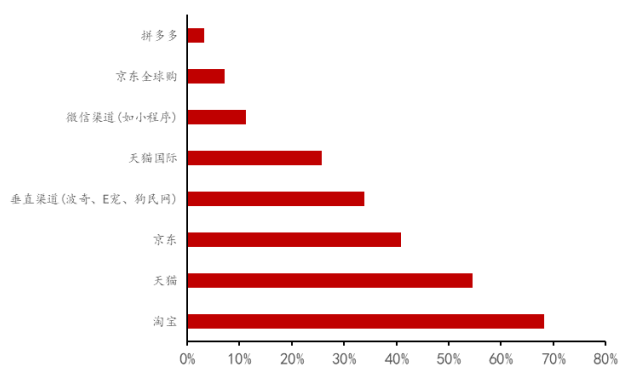
国内宠物食品销售渠道中线上电商的市场份额已经达到 53%。得益于以淘宝、天猫、京东等为首的线上电商平台的快速发展，国内宠物食品消费渠道的结构同美国有着较大区别。当前线上电商渠道的市场份额已经达到 53%，其次依次为宠物店、宠物医院、商超等渠道。此外，由于养宠人群年轻化趋势明显，借助“网络直播带货”、“双十一”等营销方式也进一步推动了线上渠道的发展。

图表31: 国内宠主对宠物食品购买渠道偏好线上



资料来源:《2019 中国宠物行业白皮书》, 方正证券研究所

图表32: 国内宠主线上购买渠道 Top8



资料来源:《2019 中国宠物行业白皮书》, 方正证券研究所

本土头部品牌基本都实现了线上线下同步销售, 优质企业正逐步突围。经过多年发展, 以中宠、佩蒂、路斯、疯狂的小狗和耐威克等为首的本土宠物食品企业迅速发展, 已经在国内市场占据一定的市场份额, 通过中高低端的产品搭配和不同的客户定位进行差异化销售, 实现了市场份额的快速提升。

图表33: 国内在售的部分海外品牌

公司	主要品牌	主要产品
玛氏	宝路	狗主粮, 狗零食
	伟嘉	幼猫、成猫干粮, 湿粮
	皇家	幼猫、成猫猫粮, 幼犬、成犬狗粮, 专业配方粮, 处方粮
雀巢普瑞纳	冠能	功能猫狗粮
	康多乐	功能狗粮
	妙多乐	猫粮
	喜悦	幼猫、成猫猫粮
高露洁	希尔斯	猫犬处方食品, 猫犬食品, 猫犬天然粮
尤妮佳	佳乐滋	幼猫、成猫猫粮, 猫罐头, 幼犬、成犬、贵宾犬狗粮

资料来源: 各公司官网, 方正证券研究所

图表34: 国内在售的部分本土品牌

公司	主要品牌	主要产品
中宠	顽皮	犬用、猫用零食, 湿粮、干粮
	中宠	犬用、猫用零食, 湿粮、干粮
佩蒂	齿能	零食
路斯	路斯	零食, 主粮
耐威克	耐威克	专用粮, 天然粮
疯狂的小狗	疯狂的小狗	狗主粮, 零食
诺瑞	比瑞吉	天然粮, 干粮, 湿粮, 处方粮
	诺瑞	猫狗粮
雷米高	澳丽得	幼犬、成犬狗粮, 猫粮
	澳宝	幼猫、成猫猫粮, 幼犬、成犬狗粮
金康宝	珍宝	幼猫、成猫猫粮, 幼犬、成犬狗粮
希宝	麦富迪	天然粮, 零食
	湿鼻子	零食, 主粮
天地荟	天地荟	零食, 主粮
	多格萨萨蜜	主粮, 零食
通威	好主人	分体型专用犬粮, 幼猫、成猫粮

资料来源: 各公司官网, 方正证券研究所

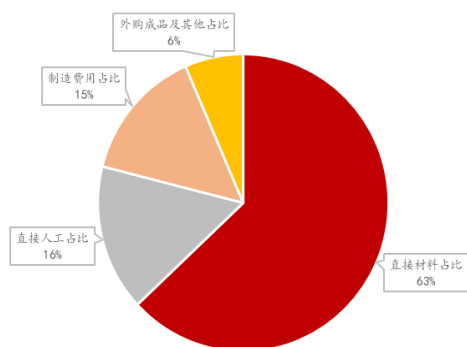
### 3 公司核心优势: 从生产端和渠道端找寻公司成长基因

#### 3.1 生产端之原材料成本压力有望缓解, 公司业绩增长更坚实

原材料采购为公司最大的成本支出, 因此原材料价格的波动对经营业绩有较大影响。公司产品的主要原材料为鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷等肉类产品。原材料价格波动对公司经营的影响有两方面。一方面, 原材

料价格波动直接影响公司营业成本，如果原材料价格上涨，公司与客户的调价一般存在滞后性，会导致短期内公司毛利率水平下降；另一方面，公司通常保留一部分原材料安全库存以维持公司正常生产，如果原材料价格短期内大幅下降，公司将存在存货跌价损失的风险。

图表35： 公司各项成本占比情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

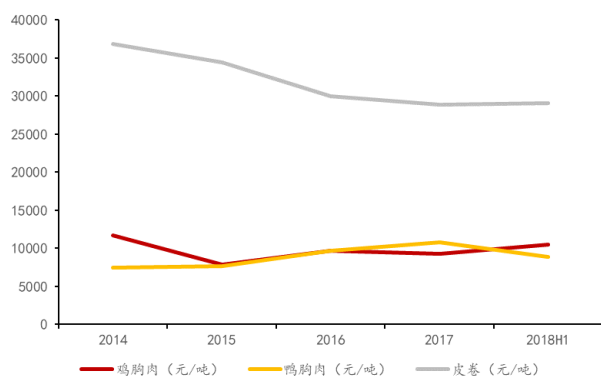
图表36： 公司部分原材料主要供应商

直接材料	主要供应商（2014-2016年情况）
鸡胸肉	青岛九联集团股份有限公司、福喜（威海）农牧发展有限公司、Quaker Valley Foods INC.、Lawrence Wholesale, LLC、开原胜利牧业有限公司、山东仙坛股份有限公司、大成食品（大连）有限公司、山东春雪食品有限公司等
鸭胸肉	山东新希望六和集团有限公司、潍坊坊港食品股份有限公司、山东省天惠食品有限公司、河南华英农业发展股份有限公司、新沂市大地农业发展有限公司等
皮卷	江苏卡帕特宠物用品有限公司、江苏贝斯尔宠物用品有限公司、平阳县华兴皮塑有限公司、江苏欢欢宠物食品有限公司、江苏乐乐宠物食品有限公司等

资料来源：公司公告，方正证券研究所

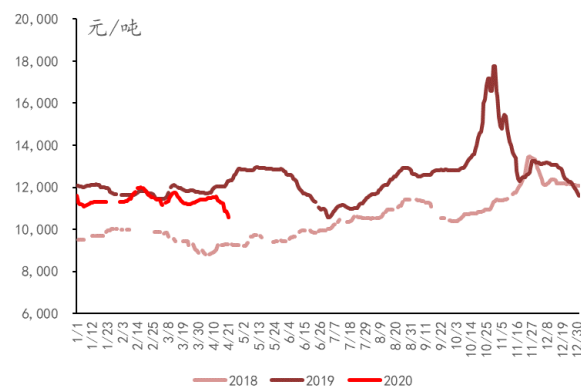
受禽肉价格上涨因素影响，公司19年成本端承压；20年或受益禽肉价格下行，迎来成本改善。2018-2019年，由于禽肉价格持续上涨，整个宠物食品行业都面临成本上升的巨大压力。我们预计公司2019年的鸡胸肉采购平均成本在1.3-1.5万元/吨，显著高出往年水平。当前，由于新冠疫情导致下游需求持续走弱，禽肉价格亦有所回落。公司或将根据自身头寸管理策略，逢低采购，提前储备部分原材料以规避后期原材料价格上涨的风险。

图表37： 公司主要原材料采购成本价



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表38： 鸡肉综合售价



资料来源：Wind，方正证券研究所

### 3.2 生产端之产能持续释放，公司未来扩张势头强劲

公司目前在全球拥有12间现代化的宠物食品、用品加工工厂。公司近年来加强资本运作加速产能扩张势头，如2017年公司IPO时主要投入的项目为年产5000吨烘干宠物食品生产线扩建项目和年产3800吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目；2019年公司发行可转债建设年产3万吨宠物湿粮项目；2020年公司拟再次通过定增方式建设年产6万吨宠物干粮项目和年产2万吨宠物湿粮新西兰项目。

图表39： 公司工厂分布情况

公司工厂名称	工厂地址	投产时间	设计产能	主要产品
第一宠物零食工厂	烟台	2003 年 2 月	2000 吨	宠物零食
罐头制造工厂	烟台	原厂 2006 年 5 月投产，后扩建 新厂 2012 年 10 月投产	20000 吨	宠物罐头
第三宠物零食工厂	烟台	2006 年 10 月	8000 吨	宠物零食
第四宠物零食工厂	烟台	2009 年 8 月	4000 吨	宠物零食
干粮工厂	烟台	2013 年 5 月	15000 吨	宠物干粮
饼干&洁齿骨一体化工厂	烟台	2017 年 2 月	5000 吨	宠物饼干和洁齿骨
猫砂工厂	烟台	2016 年 8 月	10000 吨	猫砂
第十一宠物零食工厂	烟台	2018 年 10 月	5000 吨	宠物零食
美国工厂	美国	2014 年 3 月	4000 吨	宠物零食
加拿大工厂	加拿大	2018 年 5 月	6000 吨	宠物零食
柬埔寨工厂	柬埔寨	2020 年 2 月	8000-10000 吨	宠物零食
新宠物湿粮工厂（在建）	烟台	预计 2020 年 Q1 后逐步释放	30000 吨	宠物湿粮
新西兰工厂（拟建）	新西兰	预计 2021 年后逐步释放	20000 吨	宠物湿粮
新宠物干粮工厂（拟建）	烟台	预计 2021 年后逐步释放	60000 吨	宠物干粮

资料来源：公司官网，方正证券研究所

现有产能基本饱和，加紧扩产彰显公司硬实力。公司 2019 年共有宠物零食产能约 20000 吨，宠物湿粮产能约 10000 吨，宠物主粮产能约 10000 吨，宠物用品产能约 10000 吨。其中宠物零食和宠物湿粮产能基本处于满产满销的状态；宠物干粮产能利用率正逐步提升，19 年全年基本在 50%左右，目前已达到 70-80%，完全供自主品牌生产。

图表40： 公司零食和罐头产线产能利用率高

产品类别	期间	产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	产能利用率(%)	产销率(%)
宠物零食	2017	12000.00	15905.33	15759.34	132.54	99.08
	2016	11866.67	11746.78	11987.88	98.99	102.05
	2015	9800.00	9947.68	9721.33	101.51	97.72
	2014	8000.00	6924.57	7332.91	86.56	105.90
宠物罐头	2017	10000.00	10126.00	10233.72	101.26	101.06
	2016	10000.00	10999.18	10759.86	109.99	97.82
	2015	10000.00	10121.73	9561.06	101.22	94.46
	2014	10000.00	10870.31	10554.40	108.70	97.09
宠物干粮	2017	10000.00	1169.93	1026.18	11.70	87.71
	2016	10000.00	746.20	696.27	7.46	93.31
	2015	10000.00	598.66	581.39	5.99	97.12
	2014	10000.00	357.69	370.66	3.58	103.62

注：①上述数据仅包含公司自行生产产品的产能、产量与销量信息，未包含外购产品对外销售的销量数据。②2015年公司宠物零食产能增加系美国 Jerky 公司一期工程投产所致，其全年产能为 2400 吨，2015 年 4 月正式投产，该年度实际生产 9 个月，产能为 1800 吨。2016 年 2 月二期工程建成投产，该年度实际生产 11 个月，新增产能 1466.67 吨（1600 吨/年\*11/12）。③2015-2016 年，公司国内宠物零食产能利用率较高，主要是由于国内生产的宠物零食产品构成发生变化，烘干效率较之前有明显提升。④公司宠物干粮产品产能利用率一直较低，主要是由于公司长期从事宠物零食和宠物罐头的生产和销售，2012 年才开始进行宠物干粮的生产，而宠物干粮领域市场集中度较高，新进企业需要长时间的市场培育和积累，因此，公司宠物干粮产能利用率较低。

资料来源：公司公告，公司官网，方正证券研究所

### 3.3 生产端之产品结构更优化，湿粮干粮有望成为新引擎

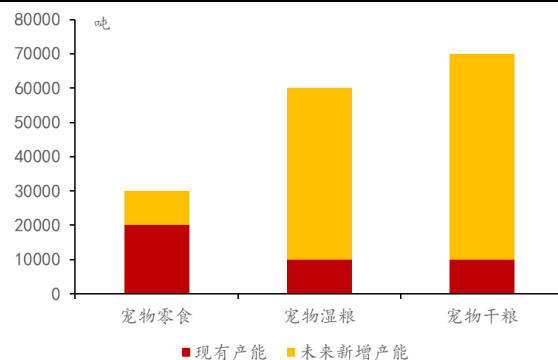
**提前布局破除产能瓶颈，公司产能扩张之路即将跑出加速度。**今年 2 月，公司在柬埔寨新增的宠物零食产能已经投产，第一批货物已经顺利运抵美国市场；如果一切顺利，按计划在年下半年，公司还将新增总产能约 3 万吨的宠物湿粮产能；未来 1-2 年，公司还有望在新西兰增加约 2 万吨宠物湿粮产能，国内增加约 6 万吨宠物干粮产能。我们预计上述产能全部投产后的总产能有望达到 19 年产能的 4 倍，同时公司产品结构将更加优化，湿粮和干粮占比将大幅度提升，有利于进一步提升下游市占率和产品毛利率，公司业绩高增长具有较强确定性。

图表41： 公司产能分布情况

产品类型	2019 年产能	2020 年及以后预计新增产能
宠物零食	约 20000 吨	+约 8000-10000 吨 (2020 年 Q1 已逐步释放)
宠物湿粮	约 10000 吨	+约 50000 吨 (预计 2020 年 H2 部分产能释放)
宠物干粮	约 10000 吨	+约 60000 吨 (预计 2021 年后逐步释放)

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表42： 公司未来将着力提升湿粮和干粮产能

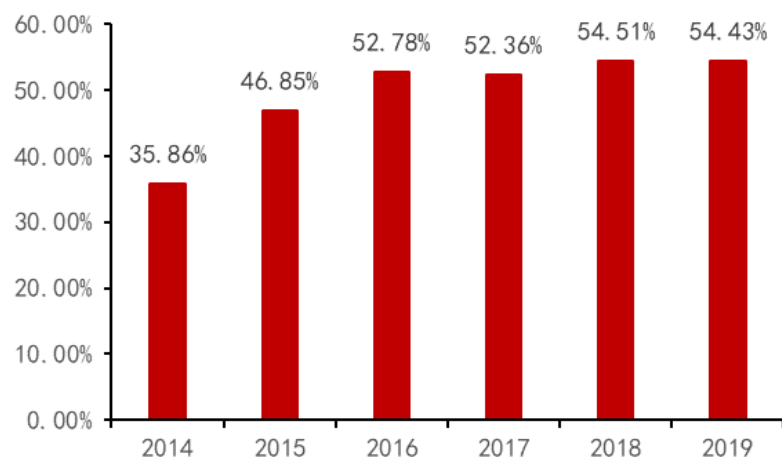


资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 3.4 渠道端之深度绑定大客户，海外业务稳定增长

公司当前收入以海外市场为主，大客户合作关系稳定。目前公司海外客户中约 65%以上来自美国，15%以上来自欧洲地区。公司海外主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，少数为当地的宠物用品零售商店。在国外市场中，公司采取与当地的知名厂商进行合作，以 OEM/ODM 贴牌方式进入当地市场。在努力扩大 OEM/ODM 产品市场规模的同时，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。国际营销中心专设自主品牌课，专门负责自主品牌的推广与销售。

图表43： 公司前 5 大客户收入占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所



图表44： 公司海外市场销售网络



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表45： 公司海外主要客户情况

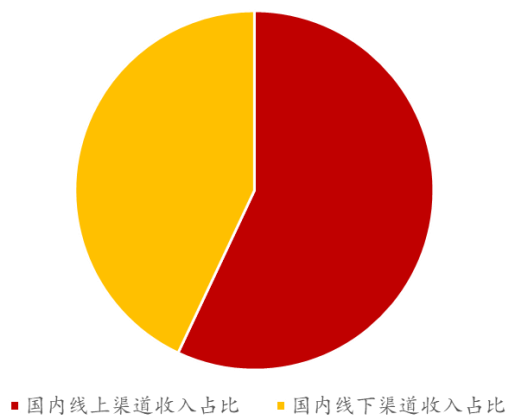
客户名称	客户基本情况
Spectrum Brands Holding, Inc. (美国品牌, SPB)	总部位于美国威斯康辛州, 为纽约证券交易所上市公司, 同时也是美国罗素2000指数企业, 旗下有剃须和美容产品、个人护理产品、专业宠物用品、草坪及花园和家庭害虫控制产品、个人驱虫剂和便携式照明等多项业务。
Armitages Pet Products Limited. (英国Armitages)	是一家拥有200多年经营历史的英国公司, 同时也是欧洲最大的宠物用品供应商。
UNICHARM CORPORATION (尤妮佳)	总部位于日本东京, 成立于1961年, 为全球知名的护理卫生用品和宠物用品生产公司, 其宠物用品与宠物食品连续多年位于日本市场份额第一的位置。
OHYAMA CO., LTD. (欧雅玛)	位于日本宫城县, 成立于1971年, 主要生产LED照明、家用电器、家居生活用品、宠物用品、园艺等产品, 并以家居仓储连锁店为主进行销售, 集设计、制造、销售于一体, 在日本市场, 其在宠物用品、园艺、塑料收纳品等领域占有较大的市场份额。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 3.5 渠道端之持续加码线上线下渠道，国内业务有望突破

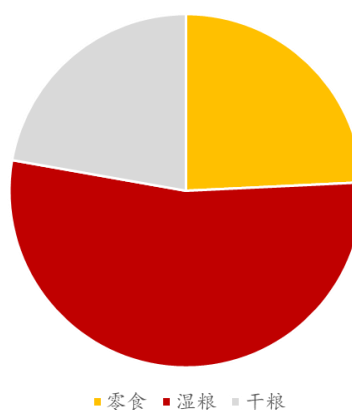
国内市场快速推进，着力推广湿粮和干粮产品。按照 2019 年的情况，公司在国内市场收入约 3.43 亿元，同比增长 36.58%；线上渠道收入占比约 6 成，线下渠道占比约 4 成。公司在国内市场销售自有品牌，目前在市场中销售湿粮：干粮：零食的收入比重约为 2:1:1。我们预计，公司在国内市场收入规模有望快速增长，未来新增产能很大部分来自湿粮和干粮品种，更加契合国内消费者的需求，有望实现市占率的持续提升，未来 2-3 年公司国内市场收入料将突破 10 亿元大关。

图表46： 公司在国内市场线上、线下收入占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表47： 公司在国内市场主要推广宠物湿粮（2018 年）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

线上线下渠道协同发力，国内业务谋求大发展。公司在国内市场直销的主要渠道是公司在京东、天猫以及苏宁等平台开设的网络直营店及烟台工厂店；经销的主要销售渠道包括：电商渠道（如京东、亚马逊、1 号店、波奇网等电商网站，或在淘宝等电商平台开设店铺销售产品的客户如金多乐等，其采购公司产品后通过网络销售产品给终端消费者）、商超渠道（如大润发、欧尚、华润万家等连锁商超，其采购公司产品后直接销售给终端消费者）、专业渠道（指面向各地宠物专门店、宠物医院的销售渠道，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）。

图表48： 公司在国内主流电商均开设自营旗舰店



资料来源：天猫、京东、苏宁易购 APP，方正证券研究所

## 4 盈利预测

受益产能大幅提升、原材料成本下降、国内市场加速发展等多重利好因素推动，我们认为公司在未来几年将迎来发展黄金期。我们预计公司 2020 年在宠物零食、宠物罐头和宠物干粮和宠物用品板块分别取得收入 15.89、3.01、1.00、0.36 亿元；其中国内市场收入有望突破 5 亿元，同比增长约 50%，海外市场收入约 15 亿元，同比增长约 10%。

图表49： 分业务收入拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
宠物零食					
收入（百万元）	1155.42	1394.20	1589.39	1748.33	1923.17
成本（百万元）	914.98	1103.14	1223.83	1328.73	1442.37
毛利（百万元）	240.44	291.06	365.56	419.60	480.79
毛利率	20.81%	20.88%	23.00%	24.00%	25.00%
宠物罐头					
收入（百万元）	186.71	231.84	301.39	391.80	509.35
成本（百万元）	129.71	158.67	201.93	258.59	331.07
毛利（百万元）	57.01	73.17	99.46	133.21	178.27
毛利率	30.53%	31.56%	33.00%	34.00%	35.00%
宠物干粮					
收入（百万元）	49.14	62.71	100.33	170.56	426.40
成本（百万元）	25.23	35.46	55.18	92.10	225.99
毛利（百万元）	23.91	27.24	45.15	78.46	200.41
毛利率	48.65%	43.45%	45.00%	46.00%	47.00%
宠物用品					
收入（百万元）	17.11	24.06	36.08	50.52	70.72
成本（百万元）	10.63	8.85	18.04	25.26	35.36
毛利（百万元）	6.48	15.20	18.04	25.26	35.36
毛利率	37.87%	63.19%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务					
收入（百万元）	3.87	3.43	10.00	30.00	80.00
成本（百万元）	2.51	1.63	6.00	18.00	48.00
毛利（百万元）	1.36	1.80	4.00	12.00	32.00
毛利率	35.20%	52.47%	40.00%	40.00%	40.00%
总计					
收入（百万元）	1412.26	1716.24	2037.20	2391.22	3009.64
成本（百万元）	1083.06	1307.76	1504.99	1722.69	2082.81
毛利（百万元）	329.20	408.48	532.21	668.53	926.83
毛利率	23.31%	23.80%	26.12%	27.96%	30.80%

资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所

公司作为专注全球宠物品质生活的行业龙头，拥有完善的产品布局和产能储备，业绩快速增长确定性强。预计公司 2020-2022 年实现营业收入 20.37/23.91/30.10 亿元，归母净利润 1.11/1.70/2.60 亿元，EPS 分别为 0.65/1.00/1.53 元，对应 PE 分别为 52.23x/34.07x/22.25x。考虑到当前公司利润贡献基本来自海外市场，我们采用分部估值法预测公司合理市值区间，给予海外市场 40X PE+国内市场 4-5X PS，对应 20 年合理市值约 65-70 亿，维持“推荐”评级。

图表50：可比公司估值

公司名称	市盈率 PE		
	TTM	20E	21E
中宠股份	71.80	52.23	34.07
佩蒂股份	105.79	48.84	34.46
海大集团	41.74	31.20	24.52
大北农	35.83	13.63	12.28
安井食品	67.94	63.17	45.86

资料来源：Wind，方正证券研究所（注：取自 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

**海外市场竞争加剧的风险。**公司主营业务收入主要来源于境外市场，存在一定的海外市场拓展风险。随着全球经济一体化进程的推进，泰国、越南等新兴经济体也逐渐加入到国际市场竞争中，尽管目前上述国家宠物零食生产企业数量较少，但由于其低廉的人工成本，未来可能在国际市场上对中国出口的宠物食品形成一定冲击，公司产品出口面临海外市场竞争加剧的风险。

**贸易摩擦引发的风险。**近年来，全球经济增长速度放缓，美国在特朗普总统上台后，制造国际贸易摩擦事件，设置征收高关税等贸易壁垒，试图限制或减少从其他国家的进口，以降低贸易逆差，保护其国内经济和就业。公司主营业务收入主要来源海外市场，国内出口产品对关税的敏感程度较高，贸易摩擦带来的较高关税成本或给公司经营带来不稳定因素。

**贸易壁垒引发的风险。**公司产品主要销往美国、日本和欧洲等国家或地区，随着商业竞争的加剧，美国政府对从中国出口的宠物零食产品采取了一系列非关税贸易限制措施。公司有大量产品直接出口美国及其他地区，如果美国市场的贸易壁垒措施延续或加剧，或其他国家或地区针对中国产宠物食品设立贸易壁垒，将对公司的出口销售造成不利的影响。

**原材料价格波动的风险。**原材料成本是公司主营业务成本中占比最大的部分。公司产品的原材料主要为鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷等产品，采购价格整体波动比较大。原材料价格波动对公司经营的影响有两方面。一方面，原材料价格波动直接影响公司营业成本；另一方面，公司通常保留一部分原材料安全库存维持公司正常生产，如果原材料价格短期大幅下降，公司将存在存货出现跌价损失的风险。如果上述主要原材料价格未来持续大幅波动，公司将面临原材料价格波动风险。

**汇率波动的风险。**通过积极调整生产结构和产品结构，提高劳动生产

率和产品附加值，争取更大的利润空间；合理利用结汇规则并择机开展远期结汇业务，力求结汇利益最大化；加快资金回笼速度，及时结汇，加快资金的周转率；充分依靠公司的竞争优势，发挥议价能力，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，减少和转嫁部分汇率波动风险。公司与银行已签订若干远期结汇合同，规避汇率变动带来的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	763.96	1014.72	1330.18	1805.07	<b>营业总收入</b>	1716.24	2037.20	2391.22	3009.64
现金	166.77	371.03	604.21	928.20	营业成本	1307.76	1504.99	1722.69	2082.81
应收账款	233.96	223.25	255.50	321.58	营业税金及附加	5.25	6.32	7.17	9.03
其它应收款	12.39	6.70	7.86	9.89	营业费用	170.21	201.68	236.73	297.95
预付账款	12.20	13.54	15.50	18.75	管理费用	61.30	71.30	83.69	105.34
存货	294.60	358.31	404.95	489.60	财务费用	14.07	0.32	-0.19	-0.78
其他	44.04	41.89	42.15	37.05	资产减值损失	-19.96	43.74	33.52	54.41
<b>非流动资产</b>	936.25	897.10	831.01	752.12	公允价值变动收益	0.15	0.00	0.00	0.00
长期投资	97.80	93.45	88.69	84.07	投资净收益	-4.80	-4.35	-4.76	-4.63
固定资产	581.38	538.84	475.34	397.15	<b>营业利润</b>	109.90	166.43	257.87	398.84
无形资产	218.84	226.58	228.75	232.67	营业外收入	8.95	0.00	0.00	0.00
其他	38.23	38.23	38.23	38.23	营业外支出	0.61	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1700.21	1911.82	2161.19	2557.19	<b>利润总额</b>	118.23	172.78	264.89	405.63
<b>流动负债</b>	575.27	656.37	705.66	795.27	所得税	28.93	42.27	64.80	99.24
短期借款	270.03	270.03	270.03	270.03	<b>净利润</b>	89.31	130.51	200.08	306.40
应付账款	202.95	230.90	269.02	325.26	少数股东损益	10.30	19.93	30.55	46.78
其他	102.29	155.44	166.61	199.98	<b>归属母公司净利润</b>	79.01	110.58	169.53	259.61
<b>非流动负债</b>	178.48	178.48	178.48	178.48	<b>EBITDA</b>	214.68	255.94	337.91	498.89
长期借款	29.40	29.40	29.40	29.40	<b>EPS（元）</b>	0.46	0.65	1.00	1.53
其他	149.08	149.08	149.08	149.08					
<b>负债合计</b>	753.75	834.86	884.14	973.75	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	102.47	122.40	152.95	199.73	<b>成长能力</b>				
股本	170.01	170.01	170.01	170.01	营业收入	0.22	0.19	0.17	0.26
资本公积	326.26	326.26	326.26	326.26	营业利润	0.68	0.51	0.55	0.55
留存收益	279.28	389.86	559.40	819.01	归属母公司净利润	0.40	0.40	0.53	0.53
归属母公司股东权益	843.98	954.56	1124.09	1383.71	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1700.21	1911.82	2161.19	2557.19	毛利率	0.24	0.26	0.28	0.31
					净利率	0.05	0.05	0.07	0.09
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	ROE	0.09	0.12	0.15	0.19
<b>经营活动现金流</b>	<b>96.87</b>	<b>207.61</b>	<b>230.38</b>	<b>323.23</b>	ROIC	0.10	0.15	0.21	0.34
净利润	89.31	130.51	200.08	306.40	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	65.87	43.77	44.80	44.57	资产负债率	0.44	0.44	0.41	0.38
财务费用	14.17	0.74	0.74	0.74	净负债比率	0.53	0.47	0.40	0.32
投资损失	4.80	4.35	4.76	4.63	流动比率	1.33	1.55	1.89	2.27
营运资金变动	-101.54	-9.14	-46.50	-80.71	速动比率	0.82	1.05	1.36	1.71
其他	24.26	37.39	26.50	47.62	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-199.40</b>	<b>-2.61</b>	<b>3.54</b>	<b>1.49</b>	总资产周转率	1.10	1.13	1.17	1.28
资本支出	-151.78	-2.61	3.54	1.49	应收账款周转率	8.23	8.91	9.99	10.43
长期投资	-48.10	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	8.58	9.39	9.57	10.13
其他	0.48	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>163.80</b>	<b>-0.74</b>	<b>-0.74</b>	<b>-0.74</b>	每股收益	0.46	0.65	1.00	1.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.57	1.22	1.36	1.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.96	5.61	6.61	8.14
普通股增加	187.08	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0.00	-6.29	-4.36	-5.01	P/E	73.10	52.23	34.07	22.25
其他	-23.28	5.56	3.63	4.27	P/B	6.84	6.05	5.14	4.17
<b>现金净增加额</b>	<b>61.27</b>	<b>204.26</b>	<b>233.19</b>	<b>323.99</b>	EV/EBITDA	28.21	22.86	16.63	10.61

数据来源：wind 方正证券研究所



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com