



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪440号

烟台中宠食品股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“烟台中宠食品股份有限公司2018年度公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持本次发债主体信用等级为A⁺，评级展望稳定，维持本次债券信用等级为A⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十三日

烟台中宠食品股份有限公司 2018年度公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

债券名称	烟台中宠食品股份有限公司 2018 年度公开发行可转换公司债券		
债券简称	中宠转债		
债券代码	128054.SZ		
发行规模	人民币 1.94 亿元		
存续期限	2019/02/15~2025/02/15		
上次评级时间	2018/04/24		
上次评级结果	债项级别	A ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	A ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	A ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	A ⁺	

概况数据

中宠股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	4.01	7.70	8.34	8.88
总资产（亿元）	6.13	10.05	14.07	16.80
总债务（亿元）	0.98	0.57	2.98	5.08
营业总收入（亿元）	7.91	10.15	14.12	3.81
营业毛利率（%）	26.89	24.81	23.31	20.69
EBITDA（亿元）	1.34	1.43	1.14	-
所有者权益收益率（%）	19.55	11.01	7.38	4.68*
资产负债率（%）	34.55	23.36	40.76	47.12
总债务/EBITDA（X）	0.73	0.40	2.62	-
EBITDA 利息倍数（X）	30.89	35.90	15.12	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2019年一季度带“*”指标经过年化处理。

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

李婧喆 ljzhl@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月13日

基本观点

2018年，烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”）依托宠物行业良好的发展背景，加强国内外营销渠道建设，营业收入稳步增长。随着IPO募投项目的投产，公司产能规模优势和研发水平进一步提升，为其业务发展奠定了基础。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到客户集中度持续提升、综合盈利水平下滑、财务杠杆水平以及债务期限结构有待优化、中美贸易摩擦等因素可能对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评维持烟台中宠食品股份有限公司主体信用等级A⁺，评级展望为稳定；维持“烟台中宠食品股份有限公司2018年度公开发行可转换公司债券”信用等级A⁺。

正面

- 国内宠物行业快速发展。2018年国内宠物消费基础和消费理念同步升级，宠物市场结构更趋合理，加之我国宠物食品进口政策的相应收紧，给予了内资宠物食品企业良好的发展空间。
- 丰富营销渠道，境内外收入同步增长。跟踪期内，公司保持与国际宠物食品品牌商等优质客户的稳定合作，并加大自主品牌在境外的销售力度。同时，公司通过与苏宁易购、阿里巴巴和京东达成战略合作推广自有品牌。2018年，公司实现营业收入14.12亿元，同比增长39.09%，其中境外和境内收入分别较上年增长35.04%和61.54%。

关注

- 客户集中度提升。2018年公司前五大客户销售额占年度销售总额的54.51%，较上年提升2.15个百分点，业务经营仍较大程度依赖核心客户需求，中诚信证评关注客户经营情况及其与公

司的合作关系变动对公司业务经营产生的联动影响。

- 盈利能力下降。公司盈利空间面临原材料采购价格波动风险，2018 年公司营业毛利率小幅下降 1.50 个百分点至 23.31%，2019 年一季度毛利率进一步降至 20.69%，同时在期间费用快速增长下，公司资产盈利能力下滑较快。
- 债务规模及负债率上升较快，债务期限结构有待改善。2018 年末，公司总债务和资产负债率分别为 2.98 亿元和 40.76%，同比分别增长 422.81%和 74.49%。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模进一步增长为 5.08 亿元，资产负债率较上年末增长 6.36 个百分点至 47.12%，长短期债务比为 1.93，即期偿债压力仍存。
- 中美贸易摩擦。2019 年 5 月 10 日起，美国对包含宠物食品在内的 2,000 亿美元中国商品加征的关税税率由 10%提高到 25%。考虑目前中美贸易战环境，中诚信证评对未来双边或多边贸易中可能出现的贸易摩擦对公司出口业务的影响保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

烟台中宠食品股份有限公司 2018 年度公开发行可转换公司债券（债券简称“中宠转债”，债券代码“128054”）发行总额为 1.94 亿元，发行期限为 6 年，转股期间为 2019 年 08 月 22 日至 2025 年 02 月 15 日。扣除发行费用后，本次募集资金用于年产 3 万吨宠物湿粮项目，截至 2019 年 3 月末，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用 949.86 万元。

重大事项

2018 年 10 月 12 日公司召开第二届董事会第十二次会议，审议通过了《关于公司对外投资暨收购境外股权的议案》，同意公司与 Harjit Singh SIDHU、Reiko KONDO、Neil MCGARVA 和 Javin James Singh SIDHU 签署《股权购买协议》，并以自有资金 1,500 万新西兰元（约合人民币 6,800 万元）购买上述自然人持有的 NPTC 及 ZPF 的 100% 股权。同年 11 月公司完成此次收购，成为 NPTC 和 ZPF 的实际控制人。NPTC 是位于的新西兰一家从事宠物食品研发、生产以及销售的公司，自主品牌 ZEAL® 主营猫狗零食、软干猫狗粮、猫罐头食品和宠物牛奶等高端天然宠物食品，产品广销澳洲、北美洲、欧洲和亚洲等地。ZEAL® 品牌的加入进一步丰富了公司的海外产能、品牌矩阵和海外资源渠道。

2018 年 12 月，公司与瑞鹏宠物医疗集团有限公司以及北京美联众合资产管理有限公司签署了《股份认购及增资协议》，公司拟利用瑞鹏宠物医疗集团股份有限公司（以下简称“瑞鹏股份”）增资的机会，用公司持有的北京美联众合资产管理有限公司（以下简称“美联众合”）4.8474% 股权通过非货币性资产交换的方式换取瑞鹏股份 453.9202 万股（占总股本 1.2532%）。本次非货币性资产交换后，公司不再持有美联众合股权。瑞鹏股份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，系宠物医院行业龙头。瑞鹏股份旗下拥有瑞鹏宠物医院、美联众合动物医院、凯特喵猫专科医院三大连锁品牌以及北京恒爱动物医院，参股并共同运营多家国内知名连锁品牌。公司通过与瑞鹏股份

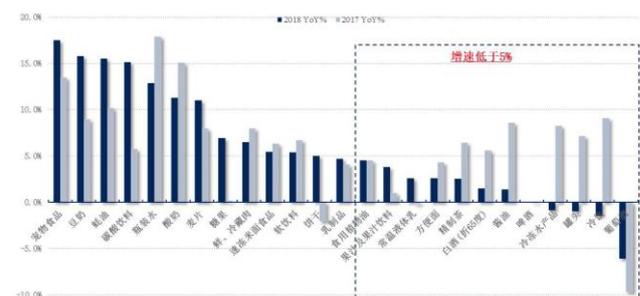
旗下宠物连锁医院的合作，可以拓宽产品营销的专业渠道，有利于公司品牌形象的树立，提升品牌竞争力。

行业分析

2018 年国内宠物行业保持快速发展，宠物消费基础和消费理念同步升级，宠物市场结构更趋合理，为业内企业营造了良好的发展空间。

根据沙利文咨询统计，2013~2018 年我国宠物市场的整体规模由 494 亿元上升至 1,722 亿元，五年平均复合增速为 28.40%，呈现快速增长态势。截至 2018 年末，我国宠物猫、狗的保有数量分别达到 7,400 万只和 6,700 万只，合计规模为 1.41 亿只，接近美国约 1.85 亿只的规模，但我国宠物食品的消费规模仅为 689.7 亿元，不及美国的三分之一，潜在市场空间仍较大。伴随养宠渗透率和消费水平双重提升的驱动，我国宠物食品板块增长快速。根据食品饮料板块子品类销量增速变化表显示，2017~2018 年，我国宠物食品销量增速超过行业平均水平，成为消费品投资领域的新增长点。

图1: 2017~2018年中国食品饮料板块25个子品类的销量增速变化情况



资料来源：国家统计局，Kantar WorldPanel，Bain，信达证券

宠物消费的基础是我国人均可支配收入的不断提高，这得益于我国人口红利的释放和人均劳动力水平的持续提升。2018 年，我国人均 GDP 约为 9,780 美元（人均超过 6.46 万元人民币），较上年增长 11%；全年全国居民人均可支配收入 28,228 元，比上年名义增长 8.7%。同期，猫狗消费者人均单只年消费金额为 5,016 元，较上年增长 15%。在此之上，宠物作为家庭成员和主人的情感寄托，也和人口结构变化相关。一方面，在我国城市化进程和生

活节奏加快背景下，空巢青年、空巢老人和丁克家庭等群体逐渐扩大，社会陪伴需求增多，宠物成为人们情感寄托的重要方式，使养宠人群的支出意愿上升。据《2018年国民经济和社会发展统计公报》显示，2018年我国出生率较上年下降1.49个百分点至10.94%，15-59岁的劳动人口（同时也是生育年龄人口）连续第七年下降，人口总量为89,729万人，较上年减少了470万人，我国人口老龄化和少子化趋势已不可逆。另一方面，据沙利文研究院统计，80~90后年轻人占据了我国养宠人群主流，合计占比超过75%，年轻消费群体带动了宠物消费的“拟人化”，在购买宠物主粮时，71.70%和61.60%的养宠主人会优先考虑原材料和成分是否满足营养需求和易消化，表明养宠主人对宠物食品的营养健康已尤为重视，有利于引领宠物食品相关板块的持续升级。

近年来，消费理念的转变使得宠物零食和保健品的普及度有所提升，宠物市场的结构也更具有合理性，体现为主粮市场份额不断下降，宠物零食与保健品的市场份额占比不断提升。根据狗民网《2018年中国宠物行业白皮书》中引用的用户调查，我国狗和猫主粮的消费占比分别由2005年的79%和76%下降至2017年的67%和70%，而零食和保健品的份额则大幅提升。对于我国宠物食品的发展来说，零食市场具备较大的发展潜力，但目前竞争格局较为分散。根据欧睿统计的数据，截至2017年末，新兴品牌的占比由2013年的15.70%上升至28.90%，龙头的市场集中度相应下滑了15.90个百分点，其中新兴品牌蚕食了13.20个百分点，中游品牌则为2.70个百分点。

严格的国内进口政策为国产宠物食品内销创造了条件，但尚不明朗的出口政策叠加中美贸易摩擦，对业内企业发展提出新的挑战。

根据2018年4月27日发布的农业农村部公告第20号，目前我国的宠物食品法规主要有《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料生产企业许可条件》、《宠物饲料标签规定》、《宠物饲料卫生规定》、《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》以及《宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求》。进口宠

物饲料（食品）和饲料添加剂要进入中国市场需要遵循相关法规的规定，包括《饲料和饲料添加剂管理条例》国务院令609号、《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》（2014年农业部2号令）以及《进口饲料和饲料添加剂登记申请材料要求》（农业部2109号公告）。相关的企业需要取得双项备案，整个流程需要2~3年时间，而进口登记证有效期仅有5年，对于海外企业来说十分繁琐。我国宠物食品进口政策的相应收紧，给予了内资宠物食品企业良好的发展空间。

宠物食品的需求主要由内需和净出口组成，后者则是内资企业的主要收入来源。我国的宠物食品产业链外贸依存度仍较高，产品主要以代工贴牌方式销售给海外品牌企业，并不直接接触及终端消费者，因此定价能力相对较弱，收入规模和盈利能力与出口市场景气度挂钩。2018~2019年，由于中美贸易摩擦，美国于2018年9月24日开始向包含宠物食品在内的2,000亿美元中国商品加征10%的关税；2019年5月9日，美国政府宣布自2019年5月10日起，对从中国进口的2,000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。上述举措一方面会削弱内资企业相对其他国外供应商在价格方面的相对优势，另一方面会影响其最终结算价并进一步影响毛利空间。

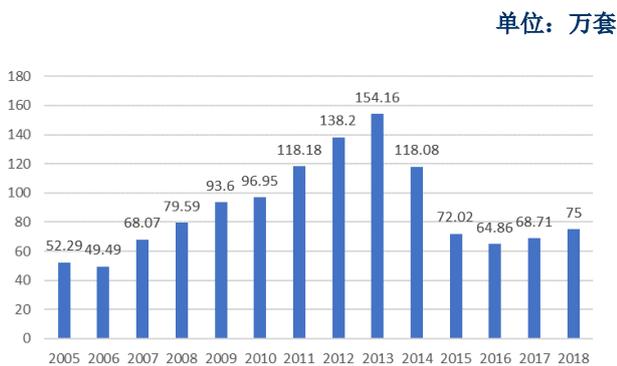
在产能短缺造成的供给失衡下，白羽肉鸡产业行业景气度复苏，商品代鸡苗价格持续上涨，加大宠物食品企业成本控制压力。

宠物食品产业链的上游是肉类等农副产品的养殖和屠宰，成本端极具周期性。由于国内宠物食品同质化情况严重，业内企业对下游议价能力较弱，是被动的成本接受者。

宠物零食主要原料为白羽鸡肉。2015~2018年在连续四年引种量低于80万套的均衡值的累积效应下，供给端剧烈收缩叠加需求端的温和复苏引起价格急剧上涨。2019年以来父母代鸡苗和商品代鸡苗价格仍维持在历史绝对高位。具体而言，受海外高致病性禽流感疫情的影响，过去四年引种量处于短缺状态，上游祖代引种不足传导至终端，行业供给紧平衡的状况短时间内无法改变，被动去产能加

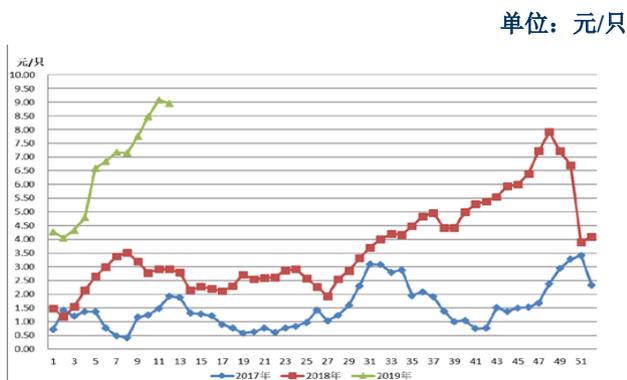
之多年亏损的主动出清，此次产能去化较为彻底，从而导致价格持久上涨。在非洲猪瘟疫情得到有效控制之前，猪肉的供给缺口将长期存在，为除猪肉以外的其他动物蛋白带来替代性需求扩容。白羽肉鸡凭借自身成本和效率优势不断扩充消费市场，作为第二大肉类率先享受猪肉巨大缺口下的市场扩容，加之供需矛盾突出将持续带动白羽肉鸡产业链景气上行。作为对 2018 年以来产业持续繁荣的价值回归，2019 年白羽鸡延续高涨行情。

图2：祖代鸡引种/更新量



资料来源：畜牧业协会，中诚信证评整理

图3：2017~2019年第13周商品代鸡苗价格走势



资料来源：畜牧业协会，中诚信证评整理

业务运营

跟踪期内，公司多方位开拓下游渠道，支撑了营业收入规模的增长，但业务经营仍较大程度依赖核心客户需求，集中度较高。

2018 年，公司实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 39.09%，各细分产品收入均呈现不同程度的增长，宠物零食、宠物罐头、宠物主粮和宠物用品分别实现营业收入 11.55 亿元、1.87 亿元、0.49 亿元和 0.17 亿元，较上年分别增长 38.11%、33.00%、112.99%和 173.30%，以宠物零食为主导的业务结构

整体保持稳定。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

分产品	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
宠物零食	8.37	82.39	11.55	81.81
宠物罐头	1.40	13.83	1.87	13.22
宠物主粮	0.23	2.27	0.49	3.48
宠物用品	0.06	0.62	0.17	1.22
其他	0.09	0.89	0.04	0.27
合计	10.15	100.00	14.12	100.00

分地区	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
境内	1.56	15.36	2.52	17.84
境外	8.59	84.64	11.60	82.16

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从业务分布区域来看，境外地区仍是公司营业收入的主要来源。2018 年公司境外收入为 11.60 亿元，同比增长 35.04%，但因境内销售规模的快速扩大导致其占比较上年下降 2.48 个百分点至 82.16%。公司与国外经销商客户维持 OEM 和 ODM 合作模式，产品销往美国、欧盟、日本等国家或地区。跟踪期内，负责国外市场推广工作的国际营销中心通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，着力持续维护良好的客情关系，深耕海外市场，进一步提升客户粘性，加强双方之间的业务关系；与此同时，公司积极开拓新客户，海外市场发展良好。另一方面，国际营销中心通过参加国际展会、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，专职自主品牌的推广与销售，自主品牌产品已销往欧洲、日本、澳大利亚等国家。2018 年 9 月 20 日，公司与 M.H.M. van Bohemen Beheer B.V.共同出资 100,000 欧元设立子公司 Wanpy Europe Petfoods B.V.。其中，公司以现金方式出资 75,000 欧元，持有 75% 股权；M.H.M. van Bohemen Beheer B.V.以现金方式出资 25,000 欧元，持有 25% 的股权。该子公司位于荷兰，立足欧洲市场，负责公司产品在海外的销售及市场的开拓，能够提升公司对国内外宠物食品产业资源整合能力。此外，考虑目前中美贸易战环境，中诚信证评对未

来双边或多边贸易中可能出现的贸易摩擦对公司出口业务的影响保持关注。

随着国内销售市场和渠道的逐步拓展，公司境内业务规模同比增长 61.54%至 2.52 亿元，其销售占比提升至 17.84%。一方面，境内宠物食品业务受益于我国宠物产业的良性发展而快速增长；另一方面，公司在开拓境内市场时侧重自有品牌及渠道建设，2018 年新上市“中宠”和“啃贝滋”品牌，深入贯彻以“WANPY”为主的多品牌战略。跟踪期内，公司持续推进渠道下沉、精细化营销、区域市场精耕等战略，以品质促销售。目前国内销售模式仍兼以经销和直销模式，渠道主要包括电商、专业、商超，目前三大渠道的比例约为 6:3:1。2018 年以来公司着力发展电商渠道，借助资本市场的优势积极开展资本运作，并先后收购控股子公司南京云吸猫智能科技有限公司（以下简称“云吸猫智能”）、安徽省中宠颂智科技有限公司（以下简称“中宠颂智”）以及威海好宠电子商务有限公司（以下简称“威海好宠”）负责宠物食品以及用品等品类的销售，加大境内宠物市场的线上布局。

跟踪期内，公司先后与苏宁易购集团股份有限公司、阿里巴巴（中国）有限公司（以下简称“阿里巴巴”）和北京京东世纪贸易有限公司签署了《战略合作备忘录》。公司旗下品牌将入驻苏宁小店、苏鲜生、苏宁易购三四线城市服务点，以及阿里巴巴所属线上及线下平台（包括但不限于天猫官方旗舰店、专营店、专卖店、天猫超市、天猫国际、农村淘宝、天猫出海等）销售。通过积极推进国内线上渠道以及新零售模式的建设，公司直面终端市场，利于实现消费层级跨越，推动国内销售规模的增长。

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，客户集中度持续提升。值得注意的是，公司前五大客户均为境外贴牌客户，且前三大客户销售占比高达 49.42%，业务经营仍较大程度依赖核心客户需求，客户经营情况及其与公司合作关系的变动将对公司业务经营产生较大的联动影响，中诚信证评对此长期保持关注。

表2：2018年公司前五大客户情况

客户名称	单位：亿元、%	
	销售额	占比
SPECTRUM BRANDS,INC.	3.59	25.40
GLOBALINX PET LLC	2.06	14.58
ARMITA GES PET PRODUCTS LIMITED	1.33	9.44
FRESSNAPF TIERNÄHRUNGS GMBH	0.37	2.62
IRISH DOG FOODS LTD.	0.35	2.47
合计	7.70	54.51

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

鸡肉价格上涨和生产规模扩大带动成本支出加大，公司盈利空间同步收缩。同期 IPO 项目的投产和可转债项目的开展或将缓解公司产能瓶颈。

公司生产所需主要原材料为鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷等产品，采购价格整体波动比较大。受鸡肉价格上涨和生产规模扩大影响，2018 年宠物零食直接材料成本为 6.10 亿元，较上年增长 38.95%，占营业成本的比重为 56.48%；公司扩产项目的折旧和煤改气造成能源耗用提升，导致制造费用同比增长 65.93%至 1.51 亿元；人工成本亦持续上涨，由上年 1.06 亿元增至 1.45 亿元。

表3：2017~2018年公司营业成本入构成情况

宠物零食	单位：亿元、%			
	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	4.39	57.98	6.10	56.48
直接人工	1.06	13.97	1.45	13.45
制造费用	0.91	12.06	1.51	13.98
外购成品及其他	0.01	0.13	0.08	0.77
合计	6.37	84.15	9.15	84.68

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司盈利空间面临原材料采购价格波动风险。由于家禽类产品缺乏衍生品市场，无法完全化解价格波动风险，鉴于当前白羽鸡肉持续高景气度，公司原材料价格传导压力或将持续加大。2018 年，公司各产品毛利率水平普遍收缩，宠物食品及用品综合毛利率略降 1.47 个百分点至 23.28%，宠物零食毛利率下降 3.03 个百分点为 20.81%；分地区来看，境内和境外毛利率分别下降 0.95 个百分点和 2.09 个百分点，为 35.07%和 20.72%。

表 4：2017~2018 年公司产品毛利率情况

项目	单位：%	
	2017 毛利率	2018 毛利率
宠物食品及用品	24.75	23.28
分产品：		
宠物零食	23.84	20.81
宠物罐头	26.89	30.53
分地区：		
境内	36.02	35.07
境外	22.81	20.72

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年以来，公司宠物零食一直处于满负荷生产状态，面临产能瓶颈。2018 年 2 月和 10 月，公司 IPO 募投项目年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目以及年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目先后投产，前者因处于产品初期市场拓展不及预期导致产能利用率不高，实际累计实现效益 270.68 万元，未达到承诺效益；后者达到承诺效益的 111.21%，实际累计实现效益 364.95 万元。除 IPO 募投项目扩充产能外，2019 年 2 月 15 日，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”，计划新增 14,000 吨马口铁罐头、15,000 吨软包装罐头和 1,000 吨铝餐盒产品，属于对宠物罐头系列产品的产能扩建，能够缓解现有宠物罐头加工能力的紧张局面。2018 年公司宠物食品及用品生产量为 36,312.73 吨，同比增长 28.70%。

表 5：2018 年末公司主要募投项目情况

募投项目	已投资金额 (万元)	累计投入占 预算比例	项目达到预 定可使用 状态日期
年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目	2,656.30	59.03%	2018.2
宠物食品研发中心项目	1,192.89	34.08%	2018.10
年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目	10,124.69	82.99%	2018.10

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司继续加大研发力度，加强技术和专业人才的引进和培育，以提升产品附加值。2018 年 10 月“宠物食品研发中心项目”的完工提升

了公司研发能力，有利于增强公司在宠物食品市场的竞争优势，助力高端产品市场开拓。当年末，公司研发人员数量由上年末 68 人增至 158 人，研发费用为 4,082.20 万元，同比增长 1,349.21%。公司研发的新品涵盖零食、干粮、湿粮、洁齿骨等多个品种品类，2018 年实现新产品研发共计 500 余项，其中获得订单的新品 200 余项，荣获专利 21 项。

综合而言，公司产品盈利情况受原料价格影响较大，跟踪期内，公司盈利水平因鸡肉价格上涨而收缩，但公司产能瓶颈问题有所缓解，并着力以技术研发推动产品差异化，公司核心竞争力有望进一步得到提升。

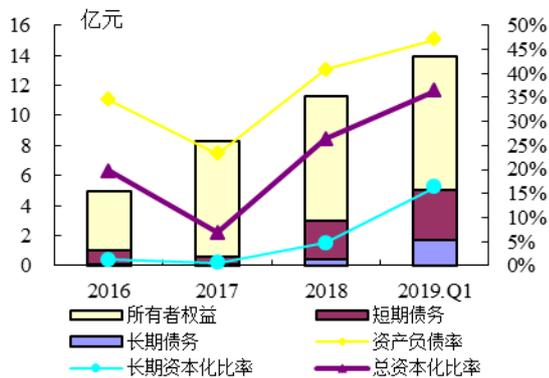
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

跟踪期内，公司留存收益继续累积，自有资本实力提升，2018 年末公司净资产总额为 8.34 亿元，同比增长 8.22%；2019 年一季度末公司净资产规模进一步增至 8.88 亿元。随着业务稳步发展和产能布局不断拓宽，公司资产规模随之扩大，截至 2018 年末，公司总资产为 14.07 亿元，同比增长 40.02%；同期，公司因业务发展需要，短期借款同步增长，带动总负债同比增长 144.37% 至 5.74 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 40.76% 和 26.36%，同比分别增长 17.50 和 19.49 个百分点，财务杠杆有所上升。2019 年一季度末，因可转债的发行，负债规模达到 7.92 亿元，当期末总资产为 16.80 亿元，资产负债率和总资本化比率相应增至 47.12% 和 36.40%。

图4：2016~2019.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

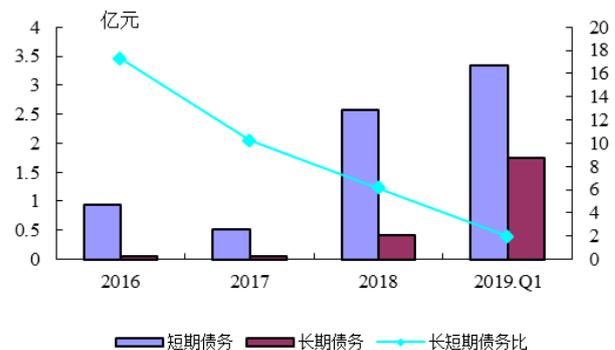
从资产构成来看，公司流动资产和非流动资产占比相当，2018年末及2019年3月末流动资产占总资产的比重分别为45.21%和53.67%。公司流动资产主要由存货、应收账款和货币资金构成，截至2018年末，上述项目分别为占流动资产的43.05%、28.78%和16.12%。其中，因公司支付大额采购款以及募投项目投资需求增加，货币资金较上年末同比减少49.15%至1.03亿元；因业务规模扩张，公司应收账款较上年末增加42.17%至1.83亿元，本期计提坏账准备金额131.18万元，收回或转回坏账准备金额38.99万元，前五名应收占款占比为68.51%，集中度较高；2018年，在业务规模增长的情况下，公司增加了原材料和产成品储备，库存增幅为35.43%，达到2.74亿元；。非流动资产方面，2018年末公司非流动资产合计7.71亿元，主要由固定资产、长期待摊费用和商誉构成。其中固定资产因各个募投项目达到可使用状态转固影响，同比增长151.11%至4.31亿元，其中1.49亿元的固定资产尚未办妥产权证书；长期待摊费用主要为公司租赁房屋及建筑物发生的改良支出1.09亿元，按收益年限摊销，并新增500万元的明星代言费用；跟踪期内，公司非同一控制下企业合并 THE NATURAL PET TREAT COMPANY、云吸猫智能、威海好宠和中宠颂智，商誉新增0.62亿元至0.70亿元。

负债结构方面，截至2018年末，公司负债总额为5.74亿元，其中流动负债5.29亿元，占比92.21%。公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成，占年末流动负债的比重分别为48.20%和237.23%。受经营规模扩大影响，公司当年新增短

期保证、信用类等借款2.03亿元，致使短期借款同比增长392.69%；应付账款账龄基本为一年以内。公司非流动负债主要为长期借款0.42亿元，占当年末非流动资产的比重为93.98%。

债务规模及期限结构方面，截至2018年末，公司短期债务规模同比增长395.46%至2.56亿元，长期债务规模为0.42亿元，总债务较上年末增长425.27%至2.98亿元。同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由10.23降至6.11。截至2019年3月末，公司总债务规模为5.08亿元，可转债的发行使其长短期债务比降至1.93。整体来看，公司债务规模持续扩大，仍以短期债务为主，短期内偿付压力较大，债务期限结构仍有待优化。

图5：2016~2019.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

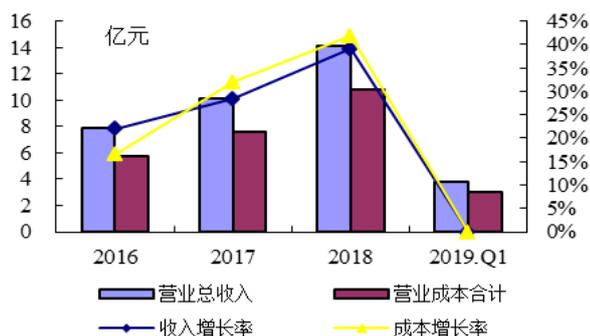
总体来看，公司资产和所有者权益规模稳步增长，因业务扩张需要，公司新增银行借款以及发行可转债，导致资产负债率和总资本化比率同步提升，短期内债务偿付压力较大，财务杠杆水平有待优化。

盈利能力

公司收入主要来自宠物零食销售业务。2018年随着国外市场的深耕以及国内营销渠道建设的推进，当年公司整体业务规模仍保持增长态势，全年实现营业收入14.12亿元，同比增长39.09%。2019年一季度，公司实现营业收入3.81亿元，同比增长37.45%。

从毛利水平来看，2018年公司营业毛利率小幅下降1.50个百分点至23.31%，2019年一季度毛利率进一步降至20.69%，白羽肉鸡景气度的延续使得鸡胸肉原料价格上涨，压缩了公司盈利空间。

图 6: 2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年公司三费合计 2.29 亿元, 三费收入占比为 16.24%, 较上年增长 3.28 个百分点。其中, 国内销售渠道的建设导致销售人员职工薪酬和销售服务费相应增加, 当年销售费用发生额为 1.40 亿元, 同比增长 107.21%; 由于加大研发力度, 公司管理费用(包括研发费用)为 0.92 亿元, 同比增长 76.92%; 同期汇兑收益为 103.30 万元, 较上年末汇兑损失 646.83 万元有所好转, 带动财务费用同比减少 121.08%。2019 年一季度, 公司期间费用合计 0.61 亿元, 占同期营业总收入比例为 15.93%, 三费收入占比维持较高水平, 其中国内市场投入增加使得管理费用较上年同期增长 99.76%, 财务费用因借款增加而上涨 28.57%, 公司期间费用控制能力有待加强。

表 6: 2016~2019.Q1 公司三费占比情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.51	0.68	1.40	0.32
管理费用	0.54	0.52	0.92	0.19
财务费用	-0.01	0.12	-0.02	0.09
三费合计	1.04	1.32	2.29	0.61
营业总收入	7.91	10.15	14.12	3.81
三费收入占比	13.18	12.96	16.24	15.93

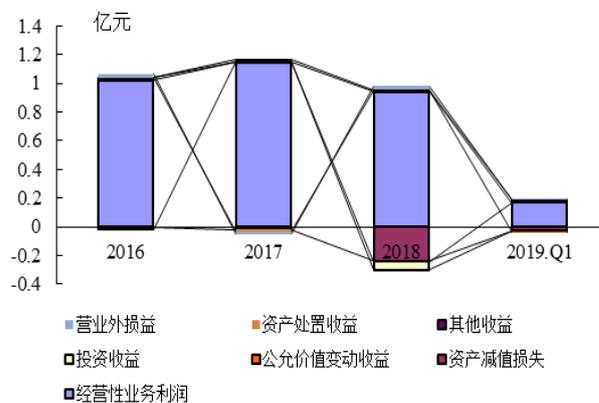
注: 2018 年及 2019 年一季度, 中诚信证评将研发费用计入管理费用核算。

数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

2018 年公司利润总额为 0.68 亿元, 同比减少 38.79%, 主要系经营性业务利润的下滑和资产减值损失的增加。受毛利率的下降和期间费用控制能力减弱影响, 公司当年经营性业务利润为 0.94 亿元, 同比减少 18.08%; 同期公司对库存商品计提存货跌价准备 0.18 亿元, 资产减值损失同比增长 18.07%,

进一步侵蚀利润总额。2019 年一季度, 公司利润总额为 0.16 亿元, 其中经营性业务利润 0.17 亿元, 毛利率水平的进一步下滑使得公司盈利能力持续弱化。

图 7: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成

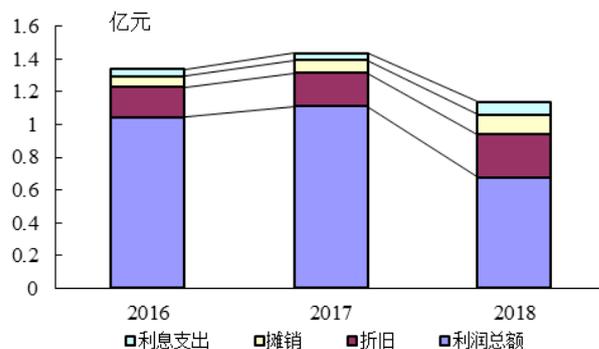


资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司收入规模不断扩大, 但鸡肉价格普遍上涨致使盈利能力收缩, 且营销渠道拓展费用支出刚性较强, 期间费用对盈利造成较大侵蚀, 2018 年公司经营性业务盈利能力有所下滑。

偿债能力

图 8: 2016~2018 年公司 EBITDA 变化情况



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看, 2018 年公司 EBITDA 为 1.14 亿元, 同比减少 20.71%, 主要由利润总额 0.68 亿元和折旧 0.26 亿元构成。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 15.12 倍, 较上年下降 20.78 倍; 同期总债务/EBITDA 为 2.62 倍, 较上年上升 2.22 倍。总体而言, 债务规模的扩张以及盈利能力的收缩使得公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较上年有所下降, 但保障能力尚可。

表 7：公司 2016~2019.Q1 部分偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	0.98	0.57	2.98	5.08
EBITDA（亿元）	1.34	1.43	1.14	-
经营性净现金流（亿元）	0.67	0.76	0.27	-0.01
资产负债率（%）	34.55	23.36	40.76	47.12
总资本化比率（%）	19.68	6.87	26.36	36.40
EBITDA 利息倍数（X）	30.89	35.90	15.12	-
总债务/EBITDA（X）	0.73	0.40	2.62	-
经营活动净现金流/ 总债务（X）	0.68	1.33	0.03	-0.12*
经营活动净现金流/ 利息支出（X）	15.48	18.94	3.61	-2.67

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

注：2019 年一季度带“*”指标经过年化处理

从现金流方面来看，2018 年公司收入规模实现增长，经营活动现金流入同比增长 39.20%，但原辅料采购支出相应增加且加大备料规模，当期经营活动现金流出同比增长 46.88%，经营活动净现金流同比减少 64.09%至 0.27 亿元。同期公司经营活动净现金流/利息支出为 3.61 倍，较上年大幅减少 15.33 倍；经营活动净现金流/总债务 0.09 倍，较上年减少 1.24 倍，公司经营性现金流对债务本息保障能力降低。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，对子公司担保合计 2.48 亿元。

备用流动性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行等金融机构授信总额为 4.70 亿元，其中未使用授信额度 3.77 亿元。

过往债务履约方面，截至 2019 年 3 月末，公司未发生过债务逾期未偿还的情形，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

资产抵质押方面，截至 2018 年末，公司货币资金中 20.71 万元为各类保证金而受限；因借款抵押，固定资产和无形资产中受限资产分别为 2,132.08 万元和 840.29 万元。

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司无尚未了结的对正常经营和财务状况产生实质性不利影响的重大诉讼、仲裁或行政处罚事项。

总体来看，利润留存使得公司自有资本实力有所提升，但产能布局的拓展推动其债务增加，公司

债务期限结构有待优化。同时，公司产品盈利空间受原材料价格波动较大，近年来毛利率水平逐年走低。此外，动物疫情和食品安全仍将长期考验公司经营管理水平。

担保事项

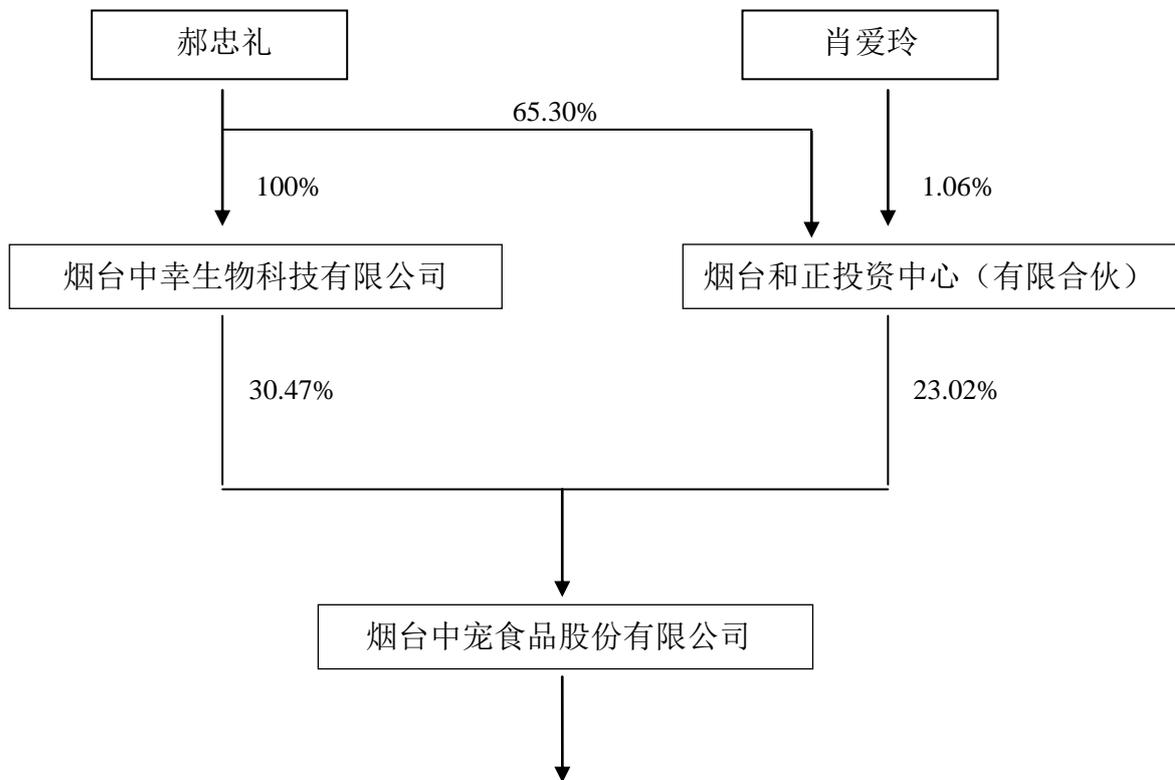
本次发行可转债采用股份质押和保证的担保方式。保证人系公司控股股东烟台中宠生物科技有限公司将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，同时为本次发行可转债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。担保的受益人为全体可转换公司债券持有人。若在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值持续低于本次债券尚未偿还本息债务总额的 150%，出质人将在 30 个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本次债券未偿还本金的比率高于 200%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价值按照连续 30 个交易日内公司收盘价的均价测算。

截至 2019 年 3 月末，烟台中宠生物科技有限公司持有公司 30,465,000 股份，其中质押股数为 12,467,266 股，质押比率为 40.92%，以当日 32.45 元/股收盘价计算市场价值为 4.05 亿元，高于本次债券尚未偿还本息债务总额的 150%（2.91 亿元）。

结论

中诚信证评维持烟台中宠食品股份有限公司主体信用级别为 A^+ ，评级展望为稳定，维持“烟台中宠食品股份有限公司 2018 年度公开发行可转换公司债券”信用级别为 A^+ 。

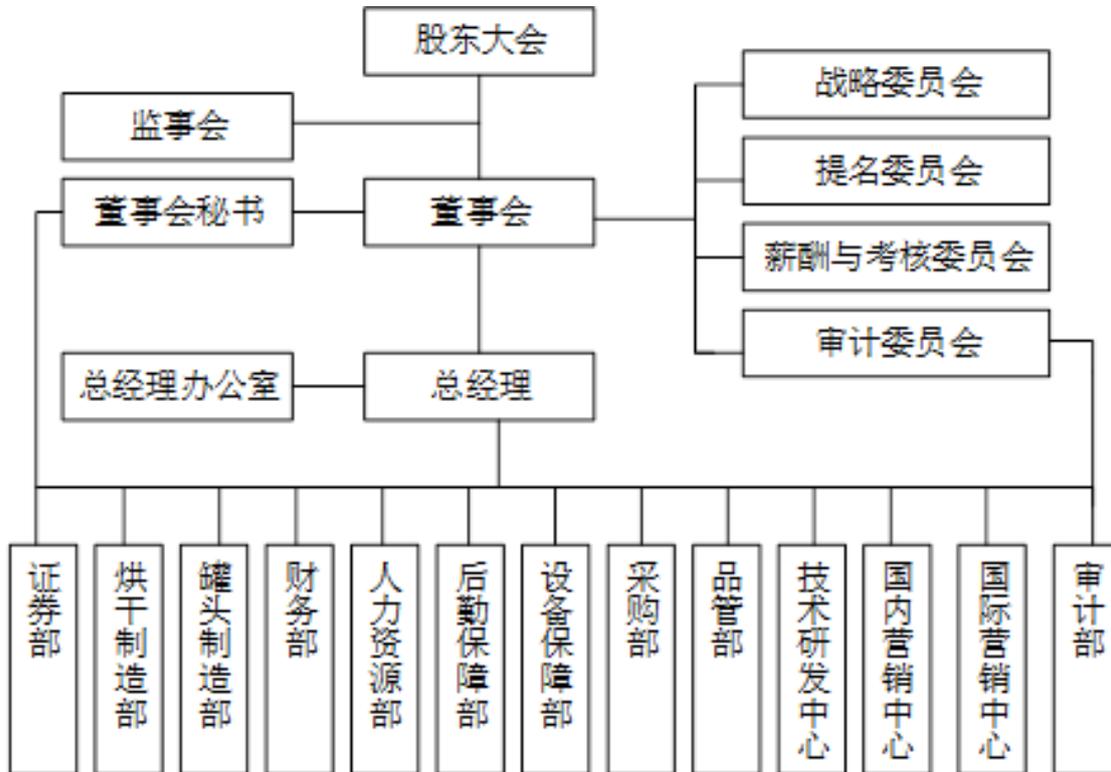
附一：烟台中宠食品股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



一级子公司名称	持股比例	一级子公司名称	持股比例
烟台好氏宠物食品科技有限公司	100.00%	烟台顽皮宠物用品销售有限公司	100.00%
烟台顽皮国际贸易有限公司	100.00%	烟台中宠宠物卫生用品有限公司	100.00%
HAO's Holdings, Inc	100.00%	烟台爱丽思中宠食品有限公司	100.00%
Canadian Jerky Company, LTD	100.00%	THE NATURAL PET TREAT COMPANY LIMITED	100.00%
THE NATURAL PET TREAT COMPANY LIMITED	100.00%	WANPY EUROPE PETFOODS B.V	75.00%
American Jerky Company, LLC	57.78%	安徽省中宠颂智科技有限公司	51.00%
烟台中卫宠物食品有限公司	51.00%	烟台中宠德益宠物食品销售有限公司	51.00%
南京云吸猫智能科技有限公司	51.00%	威海好宠电子商务有限公司	51.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：烟台中宠食品股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：烟台中宠食品股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	5,155.30	20,173.30	10,258.15	26,270.38
应收账款净额	10,445.20	12,881.12	18,313.21	24,656.81
存货净额	15,943.21	20,227.22	27,393.65	29,443.84
流动资产	34,075.29	57,850.36	63,631.36	90,166.16
长期投资	0.00	0.00	5,929.60	5,849.96
固定资产合计	16,040.18	27,953.87	43,793.33	46,952.61
总资产	61,276.40	100,509.20	140,734.74	168,015.95
短期债务	9,289.70	5,175.62	25,643.07	33,480.08
长期债务	537.01	505.83	4,200.00	17,357.71
总债务（短期债务+长期债务）	9,826.71	5,681.45	29,843.07	50,837.78
总负债	21,168.60	23,476.40	57,370.37	79,174.39
所有者权益（含少数股东权益）	40,107.80	77,032.80	83,364.37	88,841.56
营业总收入	79,094.64	101,535.17	141,225.83	38,059.97
三费前利润	20,620.75	24,630.76	32,330.71	7,738.05
投资收益	-181.44	12.83	-590.80	-60.36
净利润	7,842.17	8,480.66	6,153.80	1,038.59
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	13,386.17	14,339.17	11,369.68	-
经营活动产生现金净流量	6,709.75	7,564.44	2,716.37	-1,477.16
投资活动产生现金净流量	-4,824.19	-17,602.09	-36,797.73	-4,871.96
筹资活动产生现金净流量	1,501.33	25,287.56	22,760.75	22,755.83
现金及现金等价物净增加额	7,353.87	15,018.00	-10,107.22	16,147.23
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	26.89	24.81	23.31	20.69
所有者权益收益率（%）	19.55	11.01	7.38	4.68*
EBITDA/营业总收入（%）	16.92	14.12	8.05	-
速动比率（X）	0.89	1.66	0.69	0.99
经营活动净现金/总债务（X）	0.68	1.33	0.09	-0.12*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.72	1.46	0.11	-0.18*
经营活动净现金/利息支出（X）	15.48	18.94	3.61	-2.67
EBITDA 利息倍数（X）	30.89	35.90	15.12	-
总债务/EBITDA（X）	0.73	0.40	2.62	-
资产负债率（%）	34.55	23.36	40.76	47.12
总资本化比率（%）	19.68	6.87	26.36	36.40
长期资本化比率（%）	1.32	0.65	4.80	16.34

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年一季度带“*”数据经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。