

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其贵公司拟发行的“烟台中宠食品股份有限公司2018年度公开发行人可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为A⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为A⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年四月二十四日

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信用评级报告

债券级别	A ⁺
主体级别	A ⁺
评级展望	稳定
发行主体	烟台中宠食品股份有限公司
发行规模	不超过人民币 2.77 亿元（含 2.77 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
资金用途	本次可转债扣除发行费用后的募集资金净额将用于投资“年产 3 万吨宠物湿粮项目”和补充流动资金。

概况数据

中宠股份	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	3.23	4.01	7.70
总资产（亿元）	4.99	6.13	10.05
总债务（亿元）	0.64	0.98	0.57
营业总收入（亿元）	6.48	7.91	10.15
营业毛利率（%）	23.45	26.89	24.81
EBITDA（亿元）	1.00	1.34	1.43
所有者权益收益率（%）	16.32	19.55	11.01
资产负债率（%）	35.39	34.55	23.36
总债务/EBITDA（X）	0.64	0.73	0.40
EBITDA 利息倍数（X）	22.76	30.89	35.90

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、公司“长期应付款”系融资租赁款，中诚信证评在计算相关债务指标时，将“长期应付款”纳入长期债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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⁺，该级别反映了本次债券的信用质量较强，信用风险较低。

中诚信证评评定发行主体烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”）主体信用等级为 A⁺，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司所处宠物食品行业较好的发展前景、公司广泛的销售网络和产能规模优势以及客户资源充足等因素对公司未来发展的良好支撑。同时，中诚信证评也关注到公司原材料价格波动、部分产能利用率低、客户集中度较高、自主品牌拓展压力较大以及食品安全风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 销售网络广泛布局，客户资源充足。公司贴牌产品销往美国、欧洲和日本等 50 多个国家和地区，主要销售地区宠物食品行业发展成熟并对宠物食品具有持续需求。同时，公司与国际宠物食品品牌商等优质客户合作关系稳定，为其产品推广及业务发展奠定基础，近年来公司整体业务规模保持增长。
- 产能规模优势显著。公司产能规模处于国内同类型企业中领先地位，目前拥有宠物零食 1.2 万吨/年、宠物罐头 1 万吨/年和宠物干粮 1 万吨/年的生产能力，自动化程度较高。同时随着公司 IPO 募投项目“年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目”和“年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目”逐步投产，生产规模优势更加显著。
- 产品品质获多国认证。公司进入国外宠物食品

市场时间较长,已获得 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系等认证和美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册、加拿大宠物食品官方注册等多国认证,为其在全球范围内营销提供了良好的基础。

分析师

郭世瑶

gwink1e92@ccxr.com.cn

李婧喆

jzhl1@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 4 月 24 日

关注

- 宠物干粮产能利用率低。由于公司进入宠物干粮市场较晚,而国内宠物干粮市场集中于玛氏、雀巢和皇家等国外品牌厂商,公司作为该领域新晋企业,尚需时间进行市场积累,宠物干粮产能释放率低下,近三年分别为 5.99%、7.46%、11.70%。
- 客户集中度较高。2015~2017 年公司前五大客户销售额占比保持在 50%左右,客户集中度较高,业务经营较大程度依赖大客户需求,大客户的经营情况及其与公司的合作关系变动将对公司业务经营产生较大的联动影响。
- 食品安全风险。随着国家对食品安全的日趋重视以及消费者权益保护意识的增强,产品质量控制已成为食品加工企业生产经营的控制重点,中诚信证评对公司宠物食品安全风险予以长期关注。
- 汇率波动风险。公司产品以外销为主,且以美元报价,近年来人民币对美元的汇率波动幅度较大,2015~2017 年公司汇兑损益分别为 -735.15 万元、-566.21 万元和 646.83 万元,对公司经营业绩产生较大影响。

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 and 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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”）前身为烟台中宠食品有限公司（以下简称“中宠有限”），是 2002 年 1 月由烟台中幸生物科技有限公司（以下简称“烟台中幸”）和日本伊藤株式会社（以下简称“日本伊藤”）分别出资 51 万美元和 49 万美元且经烟台市对外贸易经济合作局烟外经贸[2002]48 号批准设立的中外合资经营企业，并取得注册号为企合鲁烟总副字第 004968 号的企业法人营业执照，初始注册资本为 100 万美元。2003 年 3 月，日本伊藤将其持有的中宠有限 24% 的出资权转让给烟台中幸，转让完成后，烟台中幸持有的中宠有限股权由 51% 增至 75%。2011 年 5 月，中宠有限以未分配利润 5,265.21 万元（折合美元 802 万元）按股东出资比例转增注册资本，注册资本增至 902 万美元；同年 9 月，中宠有限新增香港股东 Vintage West Enterprises, Limited（以下简称“香港 Vintage”）、境内法人股东宁波北远创业投资中心（有限合伙）和烟台源金投资有限公司，注册资本增至 1,000 万美元。2014 年 8 月，烟台中幸和日本伊藤分别将持有的中宠有限 27.03% 和 5% 的股权转予烟台和正投资中心（有限合伙）（以下简称“和正投资”）；同年 11 月，中宠有限整体变更为股份有限公司，以中宠有限截至 2014 年 8 月 31 日经审计的账面净资产 17,786.46 万元为基础，折成股份公司股本 7,500 万股，注册资本变更为 7,500 万元。2017 年 8 月 21 日，中宠股份在深圳中小板上市，发行新股共 2,500 万股，总股本增至 10,000 万股，股票代码 002891。截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本为 10,000 万元，郝忠礼和肖爱玲夫妇分别通过烟台中幸和和正投资间接持有公司 45.60% 股份，系公司实际控制人。

中宠股份主要从事犬和猫用宠物食品的开发、生产和销售，产品包括零食和主粮。目前公司已经形成鸡肉零食、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、宠物湿粮、宠物干粮、洁齿骨等十一大系列、1,000 多个品种的产品结构，产品销往美国、欧洲、日本等

海外 50 多个国家和地区。

截至 2017 年末，公司总资产为 10.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 7.70 亿元，资产负债率为 23.36%；2017 年公司实现营业总收入 10.15 亿元，净利润 0.85 亿元，经营活动净现金流 0.76 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券基本条款

基本条款	
发行主体	烟台中宠食品股份有限公司
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
发行规模	不超过人民币 2.77 亿元（含 2.77 亿元）。
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
票面金额和发行价格	本次发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。
赎回条款	本次发行的可转债存续期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会根据市场情况确定。在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照以本次发行的可转债的面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
回售条款	本次发行可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。在本次发行可转债存续期内，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该

变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次回售的权利。

募集资金用途 本次募集资金在扣除发行费用后将用于投资年产3万吨宠物湿粮项目和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业环境

宠物行业发展概况

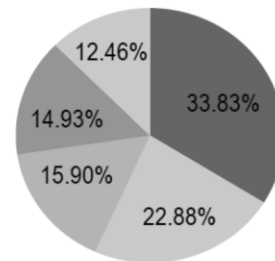
随着社会的发展，国民经济的持续增长和人民生活水平的不断提高，在物质生活极大丰富的同时，人们对于精神生活的追求也提到了一定的高度。一方面，人们越来越注重培养生活情趣和追求个性化体验，另一方面，传统家庭结构的改变和工作压力的增加使得越来越多的人将感情投注于宠物身上，宠物行业由此逐渐发展起来。

发展至今，宠物行业在发达国家已有百余年历史，目前已经成为一个相对成熟的市场。宠物行业内包括繁育、训练、食品、用品、医疗、美容、保险、趣味活动等系列产品与服务，产业链条完整，相关标准和相关法规健全、规范，宠物的数量、市场规模经过不断增长累积已达到较高水平，宠物行业对国民经济、人民生活的影响日益加深。

宠物食品是专门为宠物提供的介于人类食品与传统畜禽饲料之间的营养物质，具有营养全面、消化吸收率高、配方科学、饲喂方便以及可预防某些疾病等优点。目前，宠物食品是宠物行业最大的细分市场，约占我国宠物行业 34% 的市场。按功能来看，宠物食品可分为宠物主食、宠物零食和宠物保健品。宠物主食主要指犬猫粮，提供宠物日常所需要的能量和营养，在宠物食品中占主导地位，按照产品形态和加工方式的不同，可以分为干粮和湿粮两种。宠物零食是为了满足宠物一定的需求或兴趣而开发的副食，种类繁多且适口性奇特，具有特殊的诉求，包括肉质零食、咬胶和消臭饼干等，随着人们生活水平的提高，宠物零食需求量正逐渐增加。宠物保健品是为了满足宠物的特殊生理需求而开发出来的具有特定功能的食品，包括宠物维生素、宠物蛋白质和各种微量元素。

图 1：2016 年我国宠物行业细分市场

■ 宠物食品 ■ 宠物医疗 ■ 宠物用品



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

宠物主食按含水量可分为干性宠物主食和湿性宠物主食。从使用对象来分，国内宠物主食市场以犬粮为主，据英敏特在《宠物食品，中国 2016》中的调查数据，犬粮在我国猫狗类宠物食品零售市场的占比超过 80%。

表 2：干性宠物主食和湿性宠物主食的区别

品名	包装	含水量	特点
干粮	袋装、纸盒	10%~12%	营养全面均衡，食用方便，储存期长，适口性视种类而定。
湿粮	灌装、袋装	65%以上	营养成分全、适口性好，消化吸收能力好，储存性差。

资料来源：《宠物食品行业市场研究与预测报告》，中诚信证评整理

宠物主食进入市场的时间最早，被认为是宠物饲养的必需品，但伴随食品选择的多样化，占比正逐步下滑。根据 KKR 集团数据，2015 年我国宠物主食占比为 57.20%，较 2005 年的 73.10% 有明显下降。

常见的宠物零食包括肉质零食、咬胶和消臭饼干等。肉质零食种类繁多，形态各异，经制作成型、烘烤等工艺制作成适合宠物口味的宠物零食，目前在宠物零食市场中的占比最高；咬胶主要用于帮助狗清洁口腔卫生，同时可以锻炼牙齿和咬合能力，可分为畜皮咬胶和植物咬胶；消臭饼干主要成分为小麦，主要用途是为了使宠物保持口腔清洁，啃咬过程即是对口腔的一次清洁。近年来，伴随国人生活水平的提高，对宠物零食的接纳度逐步提高，宠物零食市场正逐步兴起。根据 KKR 集团数据，我国宠物零食市场份额已由 2005 年的 11.70% 上升至 2015 年 18%。

主要出口国

美国是目前全球第一大宠物经济大国，家庭宠物拥有率高达 68%，领先中国将近 20 年，形成了庞大的宠物数量和稳定的市场需求，其宠物经济的发展依靠消费和服务引领，连锁化、一体化已成为行业趋势。从产值来看，Europe Economics 的数据显示，北美宠物经济产值占全球总额的 37%，而欧洲与亚洲则为 23% 左右。2016 年美国宠物市场的消费为 665.5 亿美元，根据美国宠物行业协会预测，2017 年全美宠物行业支出将达到 693.6 亿美元。美国宠物产业长期维持较高增长，近二十年增长率超过人均 GDP 增速一倍，2015 年美国宠物产业产值相比 1994 年增长 254.59%，同期美国人均 GDP 增长 100.83%。

表 3：2012 年及 2017 年全球宠物市场排名

2012 年		2017 年	
排名	国家	排名	国家
1	美国	1	美国
2	英国	2	巴西
3	日本	3	英国
4	德国	4	德国
5	法国	5	日本
6	巴西	6	法国
7	意大利	7	俄罗斯
8	澳大利亚	8	意大利
9	俄罗斯	9	澳大利亚
10	加拿大	10	墨西哥

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

欧洲是全球另一大宠物消费市场，与美国的市场环境类似，在经历了多年的发展之后宠物数量与消费规模均处在较高水平。近几年欧洲市场宠物数量基本保持稳定，2015 年欧洲宠物食品和用品的市场规模达到了 325 亿美元，较 2014 年增长 3.26%，亦呈现出较好的发展趋势。

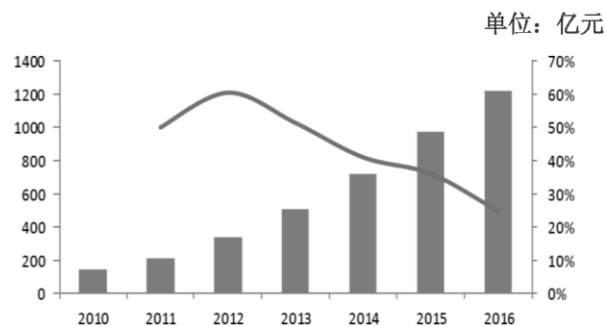
日本是亚洲宠物的饲养和消费大国，其在宠物方面的花费主要在宠物食品、宠物用品和宠物养护等。近年来日本的宠物数量呈下降趋势，总体消费规模仍不断增长。但受经济下行的不利因素影响，日本宠物食品与用品市场规模增长较为缓慢，自 2010 年和 2015 年，年均增长率 1.04%，至 2015 年末，日本宠物市场的规模约为 4,159.45 亿日元。

国内市场

随着上世纪 90 年代养殖宠物的法规开放，中国宠物行业迎来了启蒙期，经过近三十年的快速发展，国内宠物数量不断增多。根据狗民网和 APPA 的统计和预测，2017 年中国宠物猫、狗的数量为 8,746 万只，美国为 1.84 亿只。对应的人均拥有宠物猫数中国为 0.04 只，美国为 0.29 只，是中国的 7.25 倍；人均拥有宠物狗数中国为 0.03 只，美国为 0.28 只，是中国的 9.3 倍。我国人均拥有宠物量远低于美国这样宠物市场发展成熟的国家，随着人们养宠意识的兴起，未来中国宠物数量会有巨大的增长空间。

在我国宠物行业的启蒙期，玛氏、皇家等外资巨头进入中国，带来了西方养宠概念，推动了我国宠物行业的发展。进入 21 世纪，我国宠物行业进入长达十年的孕育期，一些国内知名企业开始涌现，多家宠物购物互联网平台聚集了大量宠物主并传播科学的养宠理念，国内宠物主的消费观开始改变，专业宠物商品、服务的渗透率开始提升。从 2010 年至今，中国宠物行业进入了快速发展期，随着人口结构的改变、家庭收入水平的提高以及资本的助推，行业发展迅速，2010 年到 2016 年行业规模年复合增长达到 43%，行业规模达到 1,220 亿元，2017 年为 1,340 亿元。在 2010~2020 年期间，我国宠物行业将保持年均 30.9% 的高增速发展。

图 2：2010~2016 年我国宠物行业规模及增速



资料来源：狗民网，中诚信证评整理

但在宠物数量大幅增长的情况下，我国大陆地区，专业宠物食品还没有被大多数宠物主所接受，很多宠物主的喂养还停留在喂食剩菜或自制宠物食品的阶段。相关调查显示，即使是国内宠物产业发展相对靠前的城市，专业宠物食品的渗透率尚不到 5%，不足发达国家的 10%。相比台湾地区 60%、

美国 85%以上的渗透率，我国宠物食品市场发展潜力巨大。

政策方面，我国对于进口猫粮、狗粮等动物性饲料有着严格监管程序。根据《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》，境外企业不得直接在中国境内销售进口饲料、饲料添加剂。境外企业首次向中国出口饲料、饲料添加剂，需向农业部申请进口登记，农业部对申请资料进行审查，审查合格的，方可取得“饲料、饲料添加剂进口登记证”；未取得进口登记证的，不得在中国境内销售、使用。

表 4：国内宠物食品行业相关政策

实施时间	发布部门	产业政策	相关内容
2009.09	国家质量监督检验检疫总局	《进出口饲料和饲料添加剂检验检疫监督管理办法》	规范进出口饲料和饲料添加剂的检验检疫监督管理工作，提高进出口饲料和饲料添加剂安全水平
2012.02	工信部、农业部	《肉类工业“十二五”发展规划》	制定了肉类工业发展的主要任务与重点工程，包括：建立原料安全供给体系、加快屠宰企业的标准化改造与升级、实施肉类加工品牌化战略、增强自主创新能力、全面建设企业诚信管理体系、建立冷链物流配送体系和积极培育产业集群
2012.07	农业部	《饲料和饲料添加剂生产许可管理办法》	加强饲料、饲料添加剂生产许可管理，维护饲料、饲料添加剂生产秩序，保障饲料、饲料添加剂质量安全
2016.02	国务院	《饲料和饲料添加剂管理条例》（《中华人民共和国国务院令 第 666 号修订》）	加强对饲料、饲料添加剂的管理，提高饲料、饲料添加剂的质量，保障动物产品质量安全
2016.10	农业部	《饲料工业“十三五”发展规划》	适应养殖业供给侧结构性改革的新要求，推动饲料工业加快升级，促进饲料产业稳中有增，质量稳定向好，利用效率稳步提高，安全高效环保产品快速推广，饲料企业综合素质明显提高，国际竞争力明显增强。规划确定了工业饲料总产量达到 2.2 亿吨，其中宠物饲料 120 万吨

2016.10	国务院	《全国农业现代化规划（2016~2020 年）》	全面提高自主创新能力，深化农业科技体制改革，强化企业在技术创新中的主体地位，强化农产品质量安全，提升源头控制能力，提升农产品质量安全，提升品牌带动能力、风险防控能力和质量安全监管能力，提升农业对外合作水平，培育大型跨国涉农集团，推进农业科技对外合作
---------	-----	--------------------------	--

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业竞争

目前，国外企业依然主宰国内宠物食品市场。国际品牌通过代理商进入中国市场，或者以技术、资金的形式进行投资、生产、包装，并在国内销售，渠道运营、品牌认知具有先发优势。根据英敏特在《宠物食品，中国 2016》中的调查数据，2015 年全球前四大企业的市场占有率超过 62.5%，而以全球宠物食品巨头玛氏、雀巢等为代表的外资企业占据中高端市场 70%以上的市场份额。同时，大多数企业根据市场需求的特点，推出多个子品牌，以满足客户不同的需求。其中，玛氏拥有伟嘉 Whiskas、宝路 Pedigree 和西莎 Cesar 等旗下品牌，2014 年 4 月，玛氏还收购了宝洁的宠物食品品牌 Eukanuba、IAMS 和 Natura，进一步巩固在市场中的领先地位。从产品种类分布来看，国际巨头多围绕宠物主食进行布局，对于宠物零食和宠物保健品的涉及相对较少。

表 5：2016 年全球前十大宠物食品公司

单位：亿美元		
公司	国家	年收入
玛氏宠物食品	美国	172.2
雀巢普瑞纳宠物食品	美国	121.0
Big Heat Pet Brands	美国	23.0
Hill's Pet Nutrition	美国	22.6
蓝爵宠物食品	美国	11.5
品谱宠物食品	美国	8.0
尤妮佳宠物食品	日本	7.93

资料来源：Pet food industry，中诚信证评整理

目前国内宠物主粮市场成熟，且被国外巨头垄断，与主食相比，国内宠物零食市场集中度较低，同时种类丰富多样，定制化、个性化是未来发展的

重要趋势，有利于国内企业形成产品矩阵并拓展品牌知名度。宠物零食虽然体量小，但发展迅速，且竞争相对不激烈，因此国内宠物食品企业普遍以宠物零食子行业进入宠物市场。起初的商业模式是为巨头做 OEM，产品出口至欧美等成熟市场。近年来随着国内宠物市场的快速发展，国内企业加大了研发、渠道、品牌的投入和积累，加码国内市场，内销比例逐年提升。2017 年，国产品牌在天猫与淘宝的宠物零食累计销售额的占比较高，国产品牌在宠物零食市场更具备突围机会。下表中，犬零食销售量前五的均为国产品牌，猫零食中麦富迪和顽皮为国产品牌。

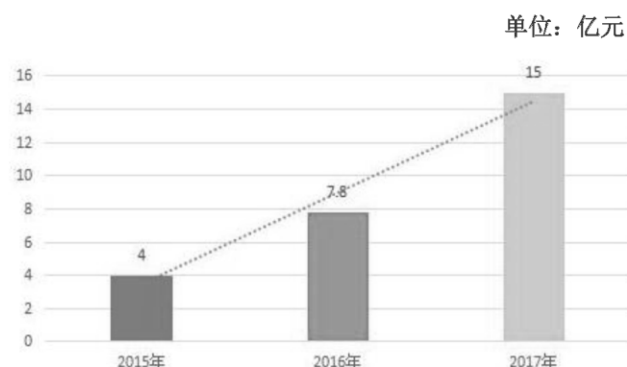
表 6：2017 年天猫/淘宝宠物零食销售 TOP5

犬零食		猫零食	
排名	品牌	排名	品牌
1	MYFOODIE/麦富迪	1	伊纳宝
2	Luscious/路斯	2	MYFOODIE/麦富迪
3	Pedigree/宝路	3	Whiskas/伟嘉
4	Wanpy/顽皮	4	Wanpy/顽皮
5	HELLOJOY	5	Golden Prize/金赏

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

《波奇俱乐部》统计数据显示，从 2015 年到 2017 年三年间，海内外资本对中国宠物行业的投资分别为 4 亿元、7.8 亿元和超过 15 亿元，呈现逐年升高的趋势。与此同时，中国企业对海外宠物企业的投资规模也显著扩大，中国宠物市场的外延以及内涵，都在进一步发展中。

图 3：2015~2017 年我国宠物行业投资额



资料来源：中国海关信息网，中诚信证评整理

2017 年，投向上游宠物商品生产（包含食品、用品）领域的资金至少超过 7 亿元，其中食品 5.9 亿元，用品 1.1 亿元；投向中游流通领域的资金超过 4.2 亿元，投向宠物医疗领域可统计的资金超过 3.95 亿元，投向宠物内容方面的资金也超过了千万。

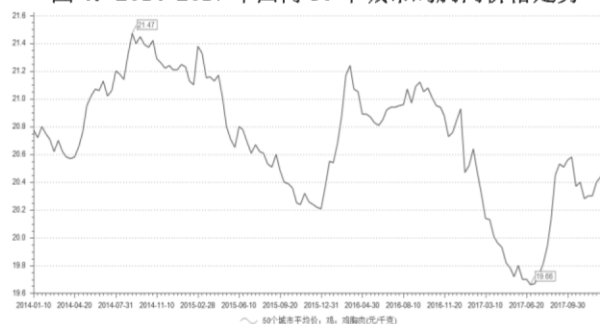
值得注意的是，国内农业龙头产业新希望集团于 2017 年 12 月下旬完成了对澳大利亚最大宠物食品企业真诚爱宠公司的收购，收购金额达 10 亿澳元，约合人民币 50 亿元，超过了所有国内外资本当年对中国宠物一级市场的投资。

行业关注

原料价格波动影响行业盈利。宠物零食主要原料为白羽鸡肉。受产业低迷与亏损影响，白羽鸡养殖行业开始正视祖代鸡过度引进的问题，加之种鸡出口国美国和法国因疾病封关，国内祖代鸡引种规模进入收缩周期，从 2014 年起，行业主动去产能，2014 年我国祖代种鸡进口量为 119 万套，出现首次下滑，2015 年肉禽产业链二次探底。在我国继续实施对美国祖代鸡禁运以及白羽肉鸡行业协会的健康发展政策下，目前祖代鸡引种量已出清至接近合理水平。2016 年祖代鸡引种量降低至 50 万套以内，为十年来最低水平。2017 年 1~10 月，我国祖代鸡引种约 52.4 万套，全国父母代种鸡存栏 3,669.5 万套，为最近两年来的最低水平，供给短缺正向父母代和商品代传导。

由于 2015 年以来祖代鸡引种量一直维持在较低水平，在产祖代鸡存栏量持续下行并维持低位，截至 2018 年 2 月 4 日，全国在产祖代鸡存栏量为 76.84 万套，维持历史同期最低位。目前仅有新西兰和波兰两个外部种源国以及国内的益生股份能够实现祖代种鸡的供应，预计 2018 年祖代鸡引种及更新量仍将偏低，商品代鸡苗销量也将继续缩减。总体来说，祖代鸡引种量已出清至接近合理水平，同时在产父母代鸡存栏量持续下降，随着季节性需求旺季来临，商品代鸡供应情况趋紧，鸡肉价格或将出现拐点。

图 4：2014~2017 年国内 50 个城市鸡胸肉价格走势



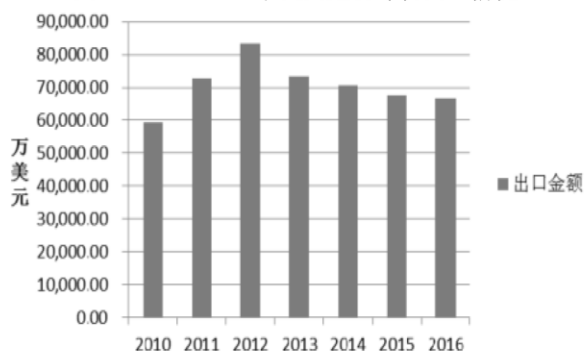
资料来源：Chioce 数据，中诚信证评整理

境外贸易保护政策影响对外出口。美国是我国众多宠物食品用品企业的第一大出口国，但近年来美国所采取的一系列贸易保护或限制措施，对我国宠物食品的出口产生了不利影响。2007 年，美国国内发生多起宠物生病及死亡案件，虽 FDA（美国食品药品监督管理局）没有找到具体致死原因，但仍在国内宣传肉干食品对宠物来讲不是必需的，应减少肉干类宠物零食的喂养量。这导致近年来我国对美国的宠物食品出口额逐年下降，根据中国海关信息网数据显示我国对美国的宠物出口额已经由 2013 年的 3.15 亿美元降至 2016 年的 2.42 亿美元，下降了 23.16%。

2011 年以来，美国出台了《FDA 食品安全现代化法案》，加强了对进口食品与饲料（宠物食品）的监管。同年 5 月，FDA 先后修订了《进口食品预先申报规定》和《供人类和动物消费食品暂扣规定》两部暂行法规，美国对进口食品（包括宠物食品）制定了更为苛刻的口岸查验规章。这些规定的出台使得国内宠物食品出口企业入境通关的周期和费用均大幅增加，造成产品成本的相应提升。

主要出口国经济放缓。目前，欧美日仍是我国宠物食品企业出口的三大目的地。2008 年国际金融危机爆发，主要发达经济体国内消费疲软，导致我国宠物产品出口受到了一定影响。之后，虽然发达经济体经济复苏带动了宠物行业需求，但由于市场已趋近成熟，我国对发达国家的出口整体相对趋缓。此外，根据波奇行业研究组数据显示，2015~2017 年美国宠物市场投资额分别约为人民币 7.8 亿元、6.01 亿元和 5.91 亿元，呈现逐年趋缓的倾向。

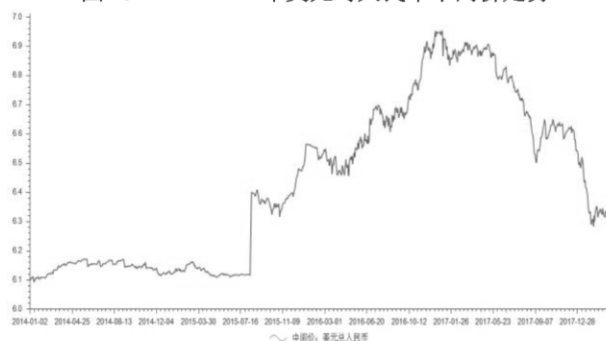
图 5：2010~2016 年我国宠物零食出口情况



资料来源：中国海关信息网，中诚信证评整理

汇率波动加大企业运营风险。我国宠物食品出口业务基本以美元报价，而其原料的采购及成本多以人民币计价，近年来人民币升值削弱了相关企业的国际竞争力，并对其经营业绩产生负面影响。

图 6：2014~2017 年美元对人民币中间价走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

综合而言，宠物行业在发达国家已形成相对成熟的市场，宠物食品市场规模逐年扩大，国内宠物行业虽然起步较晚，但在国内经济快速增长带动下也迅速发展。与此同时，国外企业依然主导国内宠物食品市场，加之原材料价格波动、境外贸易保护政策和人民币升值等因素叠加，致使业内本土企业竞争压力较大。

竞争实力

销售区域覆盖广

公司产品以出口为主，目前公司在美洲、欧洲、亚洲、大洋洲及非洲等 50 多个国家和地区进行了销售布局，其中美国、欧洲和日本等发达国家和地区亦是宠物食品的主要消费市场，公司经过多年的发展积累了一批优质的品牌客户，包括美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf 和日本欧雅玛等，客户基础稳定，业务资源充足。同时，公司积极开拓国内市场，2015~2017 年国内销售收入占比分别为 12.31%、13.10%和 14.96%，呈现逐年上升态势。

多品牌战略经营

公司国外市场销售贴牌宠物零食，国内市场销售自主品牌的宠物零食和宠物主粮（湿粮和干粮），主打 Wanpy（顽皮）系列，兼营 Happy100、KingKitty、Dr.Hao、爱宠私厨、脆脆香和真纯肉本色 6 个自有品牌，其中，Happy100 为公司线上品牌、Dr.Hao 主打处方粮、KingKitty 主打猫砂纸品等等；同时，

公司代理德国活性益生菌主粮、泰国 SeaKingdom 天然海鲜粮，以及日本富力鲜和 Mio9 的鱼肉罐头来补充高端功能粮领域，以提升公司在主粮领域的知名度。

多国认证保证品质

公司贯彻“全球共享，同一品质”的经营理念，按照中国出口食品标准设计和建设国内工厂，满足发达国家标准要求，产品热处理加工按照 HACCP 食品安全体系管理。公司在美国的零食工厂也按照美国 FDA 食品生产标准设计建设。

公司与下属子公司已先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、HACCP 危害分析及关键控制点体系验证、GMP 良好操作规范体系验证、BRC 食品安全全球标准认证等认证和美国 FDA 注册、欧盟宠物食品官方注册、加拿大宠物食品官方注册等多个国家的注册，多种安全认证为公司在全球范围营销打下了良好的基础。

业务运营

公司产品为宠物零食和宠物罐头（湿粮），2012 年 6 月新增了宠物干粮的生产和销售，目前形成了

以宠物零食为主，以宠物罐头和宠物干粮为辅的经营格局。公司产品以境外销售为主，销售占比保持 85% 以上，主要销往美国、欧洲和日本等国家或地区。公司境外销售多采用 OEM 模式，经过多年的发展，公司积累了部分优质的品牌客户，包括美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf 和日本欧雅玛等海外品牌宠物食品供应商和分销商。得益于全球宠物食品市场规模上升，公司业务规模呈现稳定增长态势，2015~2017 年分别实现主营业务收入 6.45 亿元、7.85 亿元和 10.06 亿元，年均复合增长率为 15.97%。从各类产品收入情况来看，宠物零食是公司最主要的收入来源，2015~2017 年其在主营业务收入中的占比分别为 82.46%、82.73% 和 83.13%；其次为宠物罐头，近三年在主营业务收入中的占比维持在 14% 左右；此外，宠物干粮以及宠物用品收入占比较小，合计约为 3%。整体来看，公司以宠物零食为主导，产品结构布局稳定。

从业务分布区域来看，境外地区是公司营业收入的主要来源，其中以美国和欧洲为主，随着国内销售市场和渠道的逐步拓展，将支撑公司业务规模的增长。

表 7：2015~2017 年公司主营业务收入结构

单位：亿元、%

产品	2015			2016			2017		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
宠物零食	5.32	22.53	82.46	6.49	26.32	82.73	8.37	23.84	83.13
宠物罐头	0.95	26.15	14.72	1.17	28.65	14.92	1.40	26.89	13.95
宠物干粮	0.15	34.76	2.30	0.15	37.48	1.96	0.23	44.21	2.29
宠物用品	0.03	33.52	0.53	0.03	31.29	0.39	0.06	27.36	0.62
合计	6.45	23.40	100.00	7.85	26.91	100.00	10.06	24.75	100.00

区域	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	0.79	12.31	1.03	13.10	1.51	14.96
境外	5.66	87.69	6.82	86.90	8.56	85.04
其中：北美	2.64	40.84	3.34	42.52	4.42	43.90
欧洲	1.99	30.90	2.38	30.34	2.97	29.49
亚洲	0.96	14.86	0.99	12.58	1.02	10.15
其他	0.07	1.10	0.11	1.45	0.15	1.49
合计	6.45	100.00	7.85	100.00	10.06	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

宠物零食

公司宠物零食为主导业务，产品包括鸡肉干、鸭肉干、牛肉干等肉干类宠物零食。公司共拥有三条合计年产能 8,000 吨国内宠物零食生产线，并且在境外设立了美国 Jerky 工厂 (American Jerky Company LLC) 和加拿大 Jerky 工厂 (Canadian Jerky Company Ltd.)，其中美国 Jerky 工厂产能 4,000 吨/年，加拿大 Jerky 工厂尚在筹建中未投产。公司主要生产线机器设备购于国内，少部分自动化程度高的关键设备向国外设备生产商采购。公司宠物零食生产经过原料解冻、辅料混合、真空滚揉、出料、成型、烘干、冷却、拣选、金属探测、内包装、外包装等多道工序，其中成型环节需要人工作业，自动化程度较低，近年来人工成本的持续增长对公司产品盈利造成一定的不利影响。公司深耕宠物零食多年，其生产周期仅为 4-5 天，且经过持续的技术改造和设备保养，目前公司总体技术水平较为成熟，处于国内同类型企业中领先地位。

表 8：2015~2017 年公司宠物零食产能、产量情况

单位：吨、%

	2015	2016	2017
产能	9,800.00	11,866.67	12,000.00
产量	9,947.68	11,746.78	15,905.33
产能利用率	101.51	98.99	132.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司拥有 12,000 吨/年的生产能力，其中 2015 年和 2016 年的新增产能来自于美国 Jerky 工厂一期和二期工程投产，现有产能规模处于国内同行前列，具备一定的规模化优势。公司与国际客户合作较稳定，订单量来源充足，整体产能利用率高。2015~2017 年，公司宠物零食产量分别为 9,947.68 吨、11,746.78 吨和 15,905.33 吨，同期宠物零食年产能利用率分别为 101.51%、98.99% 和 132.54%，保持满负荷生产状态。

表 9：公司 IPO 募投项目情况

募投项目	投资金额	影响
年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目	1.20 亿元	进一步提高公司宠物零食的生产能力和生产效率，采用高效率、高精度宠物食品现代化生产线，能较好地满足消费者对宠物食品越来越高的要求，并能减少劳动力使用，缩短中间物流环节，从整体上提高公司宠物零食的生产效率
年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目	0.45 亿元	完善公司的宠物零食产品结构，饼干、小钙骨和洁齿骨产品是对公司现有烘干类宠物零食产品的必要补充
宠物食品研发中心项目	0.35 亿元	整合公司研发资源，推动宠物食品技术研发、产品设计，使公司产品保持持续的竞争优势

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 IPO 募集资金净额 3.22 亿元，除补充营运资金 1.2 亿元外均用于募投项目年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目、年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目和宠物食品研发中心项目，计划投资金额 2 亿元，截至 2017 年已完成投资 0.41 亿元。其中，年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨宠物食品项目已于 2018 年 2 月投产，丰富了公司以肉类宠物零食为主的产品结构；年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目将于 2018 年 8 月投产，将提升公司烘干环节的生产效率。中诚信证评关注到，公司募投项目投产后，宠物零食产能将大幅增加，短期内将面临较大的产能释放和消化压力，此外，烘干宠物食品产能扩张的同时也带来了成型环节人工需求的增加，人工成本或将同步增长。

宠物罐头

宠物罐头系宠物主粮中的湿粮品种，为公司第二大业务。公司拥有一条年产能 10,000 吨的宠物罐头生产线，产品多为猫用、犬用罐头。宠物罐头生产流程包括原料切块、粗搅、配料搅拌、乳化、真空灌装、封口、杀菌冷却、出库降温等环节，自动化程度高，产品生产周期通常为 10 天。2014~2017 年，公司宠物罐头产量分别为 10,121.73 吨、10,999.18 吨和 10,126.00 吨；同期宠物罐头年产能

利用率分别为 101.22%、109.99%和 101.26%，生产线产能释放充分。为应对产能饱和现状，公司拟通过发行可转债募集资金用于建设年产 3 万吨马口铁罐头、软罐头和铝餐盒等宠物湿粮罐头生产线，此项目的实施或将提升公司宠物罐头的产能，解决当前产能瓶颈。

表 10：2015~2017 年公司宠物罐头产能、产量情况

单位：吨、%

	2015	2016	2017
产能	10,000.00	10,000.00	10,000.00
产量	10,121.73	10,999.18	10,126.00
产能利用率	101.22	109.99	101.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宠物干粮

为丰富产品矩阵，打造全产业链条，扩大市场占有率，公司与卫塔卡夫控股有限公司于 2012 年 6 月共同设立烟台中卫宠物食品有限公司，持股比例分别为 51%和 49%，并投产 1 条年产能能为 10,000 吨的宠物干粮生产线，拓展猫用、犬用干粮产品。该生产线采用德国的生产工艺，全自动化操作生产效率较高，生产周期为 3-4 天。国内宠物干粮市场集中于玛氏、雀巢和皇家等国外品牌厂商，公司作为该领域新晋企业，尚需时间进行市场积累，宠物干粮产能释放率长期维持在较低水平，2015~2017 年产能利用率分别为 5.99%、7.46%和 11.70%，产能释放压力较大。

表 11：2015~2017 年公司宠物干粮产能、产量情况

单位：吨、%

	2015	2016	2017
产能	10,000.00	10,000.00	10,000.00
产量	598.66	746.20	1,169.93
产能利用率	5.99	7.46	11.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

食品安全方面，公司各生产场地实施全封闭式管理，生产车间采用 FSMS 专业从事宠物食品的生产认证标准要求，流通通道、参观通道、人流通道、生产车间全部分开，生产车间完全封闭，自动生产装置采用自动连接机构，封闭式传送，保证产品质量；车间设备配置符合工艺流程走向、物料移动流向的要求，物料仓储、成品、半成品存放区与生产区分开，各生产体系分开，保证生产安全和环境卫

生；各生产环节建立了多重检测、高效有序的检验流程，并按照 HACCP 危害分析及关键控制点体系的标准和要求强化对生产环节的管控，从而确保公司产品的质量安全。

总体来看，公司产品生产工艺成熟，产能规模处于国内同行领先，随着拟拓产项目的实施，公司宠物罐头面临的产能瓶颈或将缓解，但大规模产能扩张后宠物零食产能释放和宠物干粮产能消化的压力较大。

原材料采购

公司生产所需原材料分为原料、辅料和包装材料，原材料成本占主营业务成本的 70%左右。公司原料包括鸡肉、鸭肉、牛肉和猪肉等各种肉类，其中以鸡胸肉和鸭胸肉为主；辅料为皮卷、洁齿骨、粮食、蔬菜和各种添加剂等；包装材料为包装袋、纸箱、标贴和胶带等。公司采取按生产订单和市场行情相结合的采购模式，原材料除了保证基本生产的前提，也在采购部预判市场价格走势下逢低进行一定规模的备货。

公司采购价格随行就市，采购议价能力有限。从采购均价走势来看，受宏观经济形势和行业周期影响，2015 年白羽鸡价格下行，公司鸡胸肉采购价格同比下降 33.26%，鸭胸肉价格变动趋势亦相同，公司亦加大了采购规模；2016 年鸡胸肉和鸭胸肉采购价格有所回升，但公司在上年末价格低位运行时增加库存储备，使得当年原材料成本占营业成本的比重由上年末 68.16%降至 66.61%；2017 年鸡胸肉受供求关系影响，采购均价下行，并且伴随公司业务规模的增长，公司对鸡胸肉采购量同步加大，2017 年境内采购鸡胸肉 1,354.96 万吨，采购规模同比增长 8.64%；而鸭胸肉上半年仍高位运行，致使整体采购单价上涨，下半年鸭胸肉采购价回落，公司结合自身用了进行战略储备，当年鸭胸肉采购量同比增加 179.22%；此外，公司年产 3,800 吨饼干、小钙骨和洁齿骨宠物食品项目于 2018 年 2 月投产，公司对皮卷需求量增加从而带动其采购量上升。

表 12：2015~2017 年公司境内主要原材料采购量

单位：元/吨、万吨

项目	2015	2016	2017
鸡胸肉 采购单价	7,842.87	9,686.98	9,253.98
鸡胸肉 采购量	1,242.32	1,247.33	1,354.96
鸭胸肉 采购单价	7,652.29	9,720.74	10,805.41
鸭胸肉 采购量	260.65	223.51	624.10
皮卷 采购单价	34,405.77	30,029.44	28,857.86
皮卷 采购量	145.89	211.92	345.53

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购管理方面，公司设立采购部统一负责主要原材料包括肉类、辅料以及包装材料的采购，并通过《采购控制程序》对采购过程及供应方进行管控，包括合格供应商的选择、日常采购控制以及供应商的监督考核三个环节。

采购渠道方面，公司设有《合格供方名录》并每年评审，建立了较完善的原材料供应体系，供应渠道相对稳定，能够满足公司日常生产经营的需要。目前公司主要供应商有福喜（威海）农牧发展有限公司、平阳县华兴皮塑有限公司、江苏卡帕特宠物用品有限公司、Quaker Valley Foods INC.和青岛九联集团股份有限公司。2017 年公司向上述 5 名供应商采购金额合计占总采购金额的比重分别为 6.13%、6.03%、5.97%、5.09%和 4.82%。

采购结算方面，公司与主要肉类供应商采用先款后货的结算方式，合作多年的肉类供应商给予公司 20~30 天的账期；辅料和包装材料的供应商结算周期相对较长，为两个月。

物流运输方面，公司主要原材料采用冷链物流，由采购商提供物流服务，物流费用包含在采购价格中，公司在货物到达后检测湿度、温度和质量，待检测合格后入库，并反馈给供应商进行结算。仓储方面，公司冷库以外租为主，租赁期限一般为半年。

总体来看，公司原材料采购议价能力有限，且主要原材料周期性波动较大，加剧了生产成本控制压力。同时，公司多在价格低位时组织大规模原料采购，阶段性资金需求较大，并对其资产流动性造成一定的影响。

产品销售

公司根据销售区域设置国际营销中心和国内营销中心，分别负责国外和国内的市场推广。现阶段，公司主要通过网站推广、参加展会、投放广告、长期客户推荐和冠名赞助大型宠物活动等方式开拓国内外市场。

公司主要市场聚焦于国外，国外市场每年贡献的销售收入占主营业务收入的比例保持在 85%以上，包括美国、欧盟和日本等国家或地区。国外客户系当地拥有品牌的宠物食品经销商，公司为其进行贴牌生产，少数客户为当地宠物用品零售店。公司在接受客户订单后，按照客户要求生产 OEM 产品。由于国外宠物食品市场发展成熟，大型品牌商已树立了牢固的品牌形象，并占据了大部分市场销售渠道，因此公司采取与当地品牌厂商合作以贴牌方式进入当地市场，可减少新进品牌的营销成本和风险。同时，公司通过参加国际展会等方式逐步加强自主品牌的国外推广。2015~2017 年公司境外销售收入分别为 5.66 亿元、6.82 亿元和 8.55 亿元，其中北美地区销售收入分别为 2.64 亿元、3.34 亿元和 4.42 亿元，包括出口销售和北美境外业务，同期出口销售收入分别为 1.89 亿元、1.96 亿元和 2.89 亿元，北美境外业务收入分别为 0.75 亿元、1.38 亿元和 1.52 亿元，考虑目前中美贸易战环境，中诚信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予以关注；欧洲地区销售收入分别为 1.99 亿元、2.38 亿元和 2.97 亿元，亚洲地区销售收入分别为 0.96 亿元、0.99 亿元和 1.02 亿元。由于欧美及日本地区宠物食品行业发展成熟，消费规模趋于稳定，公司境外业务增速逐年放缓。

我国专业宠物食品渗透率较低，具备较大的发展潜力，公司逐年加大在国内市场的投资及营销力度，目前国内销售模式以经销为主，直销为辅，其中经销渠道分为电商渠道、商超渠道和专业渠道，其中电商渠道包括在京东、亚马逊、1 号店、淘宝等开设店铺的经销商以及波奇网等宠物食品专业电商平台，产品直接面向终端消费者；商超渠道主要为大润发、华润万家和沃尔玛等连锁商超；专业渠道指经销商通过宠物专门店和宠物医院进行销

售。公司直销渠道主要是在京东、天猫开设两家网络直营店以及一家烟台工厂店。2015~2017 年公司境内销售收入分别为 0.79 亿元、1.03 亿元和 1.51 亿元。

客户集中度方面，2015~2017 年公司前五大客户销售收入占公司全年营业总收入比重分别为 46.85%、52.78% 和 52.36%，其中对 Globalinx Pet, LLC（以下简称“Globalinx”）的销售构成关联交易，同期业务占比分别为 11.12%、18.05% 和 15.12%。Globalinx 出于稳定供货来源的考虑协调其关联方香港 Vintage 认购公司增资，成为公司股东，其为美国宠物零食及宠物用品分销商，主要向 Costco、99 Cents Only、Target 等美国大型商超连锁供货；同时公司以市场价销售至 Globalinx，关联交易风险较小。但值得注意的是，公司前五大客户集中度较高，且均为境外贴牌客户，业务经营较大程度依赖大客户需求，大客户的经营情况及其与公司的合作关系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 13：2017 年公司前五大客户销售情况

客户名称	销售收入（万元）	占比（%）
美国品谱	23,096.42	22.75
Globalinx Pet, LLC	15,352.68	15.12
英国 Armitages	8,623.92	8.49
德国 Fressnapf	3,095.89	3.05
Scholtus Special Products BV	2,994.13	2.95
合计	53,163.04	52.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，公司采用成本加成定价原则，并结合报价时效内的原料走势、汇率走势、客户性质和当地市场行情等综合因素进行产品报价。近年来随着主要原材料价格波动，公司产品销售价格同步变动，2015~2017 年宠物罐头销售均价分别为 9.11 元/千克、10.36 元/千克和 12.67 元/千克。但公司宠物零食多贴牌外销，国际客户购买量大议价能力较高，宠物零食销售均价保持稳定，2015~2017 年公司宠物零食（中国产）销售均价分别为 50.29 元/千克、50.14 元/千克和 50.30 元/千克。同期宠物干粮销售均价分别为 16.48 元/千克、14.36 元/千克和 15.65 元/千克。

销售结算方面，公司对于境外客户主要采取 T/T（电汇）方式，兼以 L/C（信用证）方式，其中对于信用记录良好的长期合作客户，公司一般给予其 10~90 天的信用账期，其他客户则需要在货物交船时即付全款；公司对于国内直销客户和专业渠道的经销客户采用现款现货方式，电商或商超经销客户一般享有 10~90 天的信用账期，一般通过银行汇款结算。

表 14：2015~2017 年公司产品销售量及销售均价

单位：元/千克、吨、%

	项目	2015	2016	2017
宠物零食	销售均价（中国产）	50.29	50.14	50.30
	销量	9,721.33	11,987.88	15,759.34
	产销率	97.72	102.05	99.08
宠物罐头	销售均价	9.11	10.36	12.67
	销量	9,561.06	10,759.86	10,233.72
	产销率	94.46	97.82	101.06
宠物干粮	销售均价	16.48	14.36	15.65
	销量	581.39	696.27	1,026.18
	产销率	97.12	93.31	87.71

注：“销售均价”为公司各类产品（包括自产+外购）的销售收入/销售数量；“销量”为公司各类产品自产自销的数量；“产销率”为公司各类产品的产量/自产自销的销量。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司深耕宠物食品领域，目前业务以宠物零食为主导，产品通过国际市场的多年严格检验质量可靠，与境外主要客户也建立了紧密的合作关系，加之国内市场的逐步开拓，整体业务规模稳步增长。但中诚信证评关注到公司募投项目投产后短期内面临较大的产能释放和消化压力，且产品销售集中度较高对公司业务的经营情况造成影响。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等国家相关法律、法规和规范性文件的要求，制定并实施了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》以及董事会各专门委员会工作细则等各项制度，建立了符合上市公司规范要求的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和执行机构之间相互协调、相互制衡的管理机制，公司股东大会、董事会、监事会和经营管理层依法独立规范运作，履行各自的权利、义务和职责，切实保障股东的权益。具体来看，股东大会是公司权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事，审议批准董事会、监事会报告，审议批准年度财务决算方案，重大资产的购买、出售等事项；公司董事会对股东大会负责，设董事9名，其中独立董事3名，董事会下设战略发展委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会，分别负责公司的发展战略、审计、董事和高级管理人员的提名、甄选、管理和考核等工作；公司监事会由3名成员组成，其中职工代表监事1名，由职工代表大会选举产生，监事会对公司重大事项、财务状况以及董事公司、高管人员履行职责的合法合规性进行监督；经理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业的生产经营管理工作。公司自设立以来，公司股东大会、董事会及各专门委员会、监事会、独立董事、董事会秘书和管理层均依法运作，勤勉尽责，未出现违法、违规现象。

内部管理

内部组织与管理架构方面，公司实行董事会领导下的总经理经营管理负责制，实行扁平化组织机构。按照管理职能和事务设置总经理办公室、证券部、综合管理部、人力资源部、财务部、审计部、采购部、品管部、设备保障部、国际营销中心、国内营销中心、技术研发中心等部门；按照生产职能设置烘干制造部、罐头制造部以及各子公司。公司对设立的组织机构均制定了相应的岗位职责，各职能部门和生产经营单位之间职责明确，相互牵制。公司总部各控股子公司在一级法人治理结构下建立完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置了内部机构和生产部门。上级单位的职能部门对下级单位对口的职能部门具有业务领导和监督作用。

产品质量管控方面，公司设立品管部，负责公司产品质量和食品安全管理体系的建立、实施和保持，负责供应商的质量评价和进货检验，负责制造过程产品的质量监督检查、产品检验和成品出厂前的检验工作，负责公司原辅料、包装材料、半成品、成品、新产品、车间表面样品检测工作等。公司先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证、HACCP 危害分析及关键控制点体系验证、GMP 良好操作规范体系验证和 BRC 食品安全全球标准认证，加强了生产过程的管理与控制、保障了产品的质量与安全。

技术研发方面，公司在 2007 年即设立了技术研发中心，由研发员、检验员、实验助理等研发人员组成，因产品类别不同，产品研发分为烘干类产品研发、湿粮产品研发、干粮产品研发和洁齿骨产品研发等，产品检验分为理化检验和微生物检验，上述各研发职能分散于不同生产厂内，由技术研发中心集中管理，主要负责公司新项目研发、技术引进与改造等工作，该中心于 2013 年被烟台市科学技术局认定为市级工程技术研究中心。

财务管理方面，公司设立了独立的财务部门，配备了专职财务人员，建立了独立的财务核算体系，独立进行财务决策。公司对下属子公司实行分级核算的财务管理制度，公司财务部负责公司全面

财务管理和会计核算工作，各下属子公司均配有专职款及人员，公司对各下属子公司的财务管理主要通过派出财务管理的形式行使控制权，并建立了相应的内部稽核机制。

总体看，公司治理结构较为健全，股东大会、董事会、监事会及管理层日常运作规范；内部组织机构完善，管理制度较为健全，整体内部管理规范有序。

战略规划

公司秉承“宠物既是人类的朋友，更是我们的家人”的经营理念，以“全球共享同一品质”为目标，致力于打造从产品研发、生产到营销渠道建设全产业链企业，为全世界宠物提供更高品质的健康产品。

公司将依托原材料主要生产基地山东，深耕主营业务，做强做大宠物食品业务。同时，整合国内外销售、采购渠道，降低生产销售成本、发挥公司整体品牌优势，提高市场竞争力，巩固公司在行业中的优势地位。研发方面，充分发挥公司的研发优势，将宠物食品的生产与应用有机结合，通过技术引进，自主研发创新，寻找新的利润增长点，实现公司产品创新、技术创新的发展战略。公司坚持“以人为本”的人才战略，通过自主培养、外部引进的方式，扩大公司研发、生产、销售、管理团队，为促进公司可持续发展，储备高素质人才。此外，公司将借助外部人力资源优势，加强“产、学、研”合作，探索与高校或科研院所的多种合作模式，进行联合技术攻关，与公司研发资源形成优势互补，加快研发进度，提高技术水平。

公司未来将推进海外业务本地化，优化公司营收结构。同时，公司将持续布局中国市场，进一步在中国市场进行组织和业务单元的扩张，有序的建立中国市场分支机构，逐步运营前置，持续加强自有品牌的建设。

财务分析

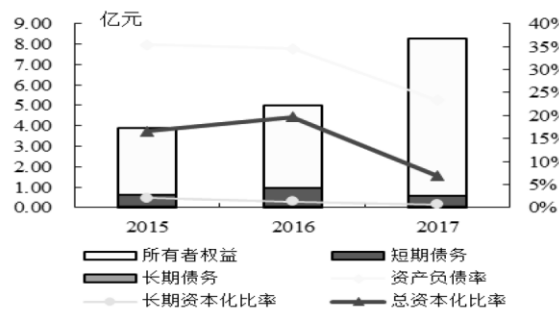
以下财务分析基于经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告。以上数据均为合并报表口

径。

资本结构

2017年8月公司完成IPO发行，募集资金总额3.22亿元，当年末自有资本大幅增长。2015~2017年，公司所有者权益分别为3.23亿元、4.01亿元和7.70亿元，其中2017年同比增长92.06%。此外，公司近年来逐步新建产能，收入规模的扩张使得日常运营流动资金需求增长，总债务规模相应增加。2015~2017年，公司总负债分别为1.77亿元、2.12亿元和2.35亿元；同期总资产分别为4.99亿元、6.13亿元和10.05亿元，三年复合增长率为25.15%。得益于自有资本实力的增强，公司资产负债率逐年回落，2015~2017年分别为35.39%、34.55%和23.36%。

图7：2015~2017年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2015~2017年末公司流动资产分别为2.56亿元、3.41亿元和5.79亿元，占总资产的比重分别为51.25%、55.61%和57.56%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2015~2017年末，公司货币资金分别为0.14亿元、0.52亿元和2.02亿元，2017年公司成功完成IPO，当年末货币资金同比大幅增长291.31%，公司年末货币资金主要为银行存款，流动性良好。2015~2017年末，公司应收账款分别为0.96亿元、1.04亿元和1.29亿元，主要系收入规模持续增长所致，账龄基本在一年之内，整体回收风险较小。2015~2017年末，公司存货分别为1.27亿元、1.59亿元和2.02亿元。公司采取以销定产的业务模式，且产品生产周期较短，在产品 and 库存商品规模较小，存货主要为原材料。为缩短订单响应期保障按时交付，公司多根据市场行情在价格低位时储备一定规模的肉类原料，原料跌价风险可控，2015~2017年，公司

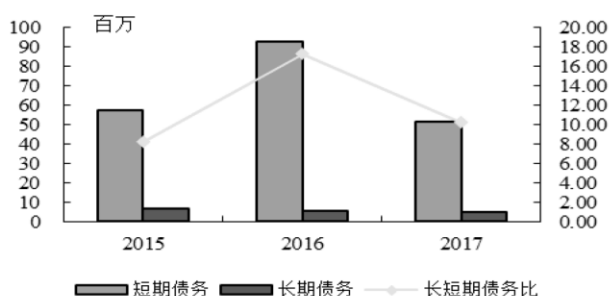
分别计提存货跌价准备 23 万元、30 万元和 76 万元。

非流动资产方面，2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 2.43 亿元、2.72 亿元和 4.27 亿元，占总资产的比重分别为 48.75%、44.39%和 42.44%。公司非流动资产主要为固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用。2015~2017 年，公司固定资产分别为 1.39 亿元、1.51 亿元和 1.72 亿元，主要为机器设备和房屋建筑物等，公司近年来持续扩张产能以满足订单增长需求。同期，公司在建工程分别为 0.08 亿元、0.09 亿元和 1.08 亿元，其中 2017 年末在建工程主要为 IPO 募投项目。2015~2017 年，公司无形资产分别为 0.26 亿元、0.25 亿元和 0.28 亿元，主要为土地使用权。

从负债结构来看，2015~2017 年，公司流动负债分别为 1.69 亿元、2.04 亿元和 2.27 亿元，占总负债的比重分别为 95.75%、95.51%和 96.81%，主要包括短期借款和应付账款。2015~2017 年，公司短期借款分别为 0.53 亿元、0.88 亿元和 0.52 亿元；同期应付账款分别为 0.73 亿元、0.65 亿元和 1.25 亿元，随着订单量的增长及产能的扩张，公司原料采购量及金额相应加大，公司采购环节商业信用融资能力尚可。公司非流动负债主要为长期应付款，近三年分别为 0.07 亿元、0.05 亿元和 0.05 亿元，系公司融资租赁及分期付款购入设备的欠款。

有息债务方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 0.64 亿元、0.98 亿元和 0.57 亿元，同期长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 8.19 倍、11.70 倍和 10.23 倍。2015~2017 年末，公司总资本化比率分别为 16.63%、19.68%和 6.87%。公司债务以短期债务为主，债务期限结构欠合理，但其总债务规模较小，财务结构仍较为稳健。

图 8：2015~2017 年公司债务结构分析



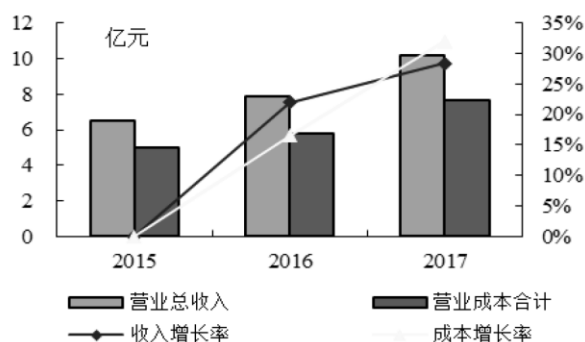
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着产能规模的扩张、IPO 的成功完成以及业务的不断发展，近年公司资产和权益规模均得到大幅提升，资产负债率和总资本化比率有所回落，财务结构较为稳健。

盈利能力

经过多年运营，公司凭借稳定的产品质量和良好的商业信誉，在美洲、欧洲和亚洲的多个国家和地区积累了一批优质的品牌客户，并形成了长期良好的合作关系。随着 OEM 订单量的逐年增长以及国内自主品牌知名度日益提升，公司境内外业务协同发展，近年来收入规模逐年扩张。2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 6.48 亿元、7.91 亿元和 10.15 亿元，三年复合增长率为 25.15%。在居民生活水平持续提高、宠物科学喂养理念日益深入人心的背景下，我国宠物食品行业发展潜力巨大。公司通过大力发展宠物零食业务建立自有品牌形象，并在品牌市场认可度日渐提高的基础上，积极开拓宠物干粮销售渠道，公司业务规模有望得到进一步提升。

图 9：2015~2017 年公司营业收入情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

毛利率方面，公司整体生产线自动化程度较高，产品具备一定的附加值，初始业务获利能力尚可。2015~2017 年公司营业毛利率分别为 23.45%、26.89%和 24.81%。公司宠物食品原料主要为鸡胸肉和鸭胸肉等，得益于在 2015 年末价格低位时的原料储备，一定程度上减少了 2016 年国内鸡胸肉价格回升影响，当年原料成本占营业成本的比重降至 66.61%，综合毛利率提升至 26.89%。2017 年，因汇率波动，公司与主要贴牌客户协商下调了产品价格，同时，受“煤改气”政策落实影响，能源供应相关成本有所增加，此外，公司宠物零食产品人工需

求量较大，当年一线员工薪酬的调升使其生产成本进一步提升。受此影响，2017 年公司营业毛利率为 24.81%，同比减少 2.08 个百分点。

表 15：2015~2017 年公司主要产品毛利率情况

业务板块	2015	2016	2017
宠物零食	22.53	26.32	23.84
宠物罐头	26.15	28.65	26.89
宠物干粮	34.76	37.48	44.21
营业毛利率	23.45	26.89	24.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2015~2017 年三费合计分别为 0.72 亿元、1.04 亿元和 1.32 亿元。2017 年，受收入规模增长以及国内宣传力度较大影响，公司出口运杂费、电商渠道费等支出相应增加，当年销售费用为 0.68 亿元，同比增长 33.19%；公司管理费用主要为职工薪酬、办公费及差旅费等，2015~2017 年分别为 0.30 亿元、0.54 亿元和 0.52 亿元；公司财务费用主要为利息支出、利息收入、手续费和汇兑损益，同期财务费用分别为 -0.03 亿元、-0.01 亿元和 0.12 亿元，公司出口产品以美元为结算货币，2014 年以来人民币对美元贬值，汇兑收益使得公司 2015~2016 年财务费用持续下降，2017 年由于美元汇率的持续下降，公司当年出现汇兑损失。2015~2017 年，公司三费收入比分别为 11.17%、13.18%和 12.96%。公司三费控制能力有待进一步提升。

表 16：2015~2017 年公司三费占比情况

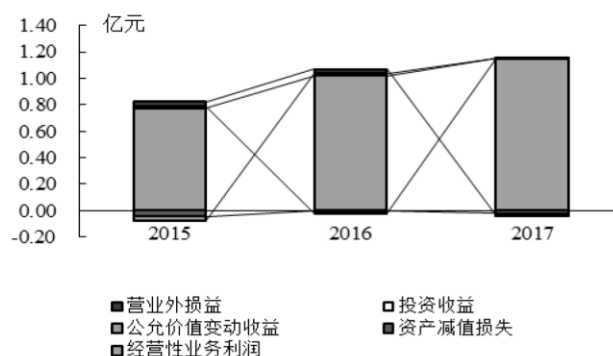
项目	2015	2016	2017
销售费用	0.45	0.51	0.68
管理费用	0.30	0.54	0.52
财务费用	-0.03	-0.01	0.12
三费合计	0.72	1.04	1.32
营业总收入	6.48	7.91	10.15
三费收入占比	11.17%	13.18%	12.96%

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，收入规模的增长使得经营性业务利润规模持续增长，2015~2017 年分别为 0.77 亿元、1.02 亿元和 1.15 亿元。受此影响，公司同期利润总额分别为 0.74 亿元、

1.05 亿元和 1.11 亿元，最终取得净利润 0.53 亿元、0.78 亿元和 0.85 亿元，整体盈利能力逐年增强。

图 10：2015~2017 年公司利润总额构成



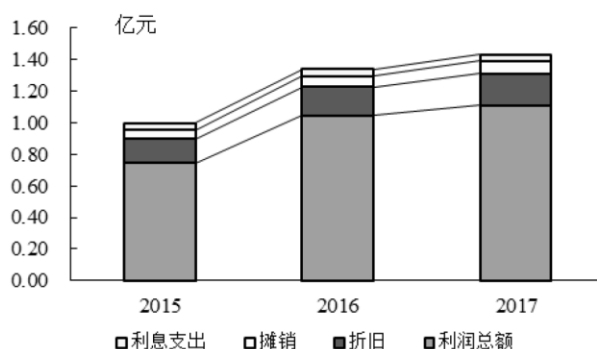
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，公司产品具备一定的附加值，初始业务获利能力尚可，随着收入规模的扩张，盈利规模持续增长。但公司品牌建设及国内渠道拓展方面的费用支出刚性较强，且汇率损失风险长存，期间费用控制有待进一步加强。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出、摊销和折旧构成，受益于利润总额的增加，2015~2017 年，公司 EBITDA 规模逐年提升，分别为 1.00 亿元、1.34 亿元和 1.413 亿元。近三年公司总债务/EBITDA 分别为 0.64 倍、0.73 倍和 0.42 倍，EBITDA 利息倍数分别为 22.76 倍、30.89 倍和 35.90 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

图 11：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，近年来公司营业收入逐年上升，销售商品、提供劳务收到的现金相应增加，同时公司上下游结算周期匹配程度较好，客户合作关系稳定，回款情况良好，经营性现金流表现逐年向好。2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别

为 0.31 亿元、0.67 亿元和 0.76 亿元。2015 年以来，公司持续购置生产设备等用于产能扩张，加之 2017 年 IPO 募投项目的投建，公司近三年投资活动净现金流表现为持续的净流出，分别为-0.35 亿元、-0.48 亿元和-1.76 亿元。

表 17：2015~2017 年公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017
总债务（亿元）	0.64	0.98	0.57
EBITDA（亿元）	1.00	1.34	1.43
经营性净现金流（亿元）	0.31	0.67	0.76
资产负债率（%）	35.39	34.55	23.36
总资本化比率（%）	16.63	19.68	6.87
EBITDA 利息倍数（X）	22.76	30.89	35.90
总债务/EBITDA（X）	0.64	0.73	0.40
经营活动净现金流/ 总债务（X）	0.49	0.68	1.33
经营活动净现金流/ 利息支出（X）	7.14	15.48	18.94

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系。截至 2017 年末，公司共获得银行等金融机构授信总额为 1.23 亿元，其中未使用授信额度 0.82 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，能够在资本市场获取直接融资，具备一定的财务弹性。

资产抵质押方面，截至 2017 年末，公司货币资金中 15 万元为天猫店铺保证金；因借款抵押，固定资产和无形资产中受限资产分别为 0.23 亿元和 0.09 亿元。

未决诉讼方面，截至 2017 年，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。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司无对外担保；对合并报表范围内子公司的担保合计 1.10 亿元，占年末净资产的 15.88%，存在一定的或有负债风险。

整体来看，IPO 的成功发行使得公司自有资本实力得到提升，并提升了国内外品牌知名度，境内外业务协同发展，近年来收入规模逐年扩张，伴随新增产能的陆续投产，公司未来收入及业绩情况有望进一步增长。但中诚信证评也关注到，公司产品盈利情况受原料价格影响较大，且动物疫情和食品安全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。

结 论

综上，中诚信证评评定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；评定“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^+ 。

关于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跟踪评级安排

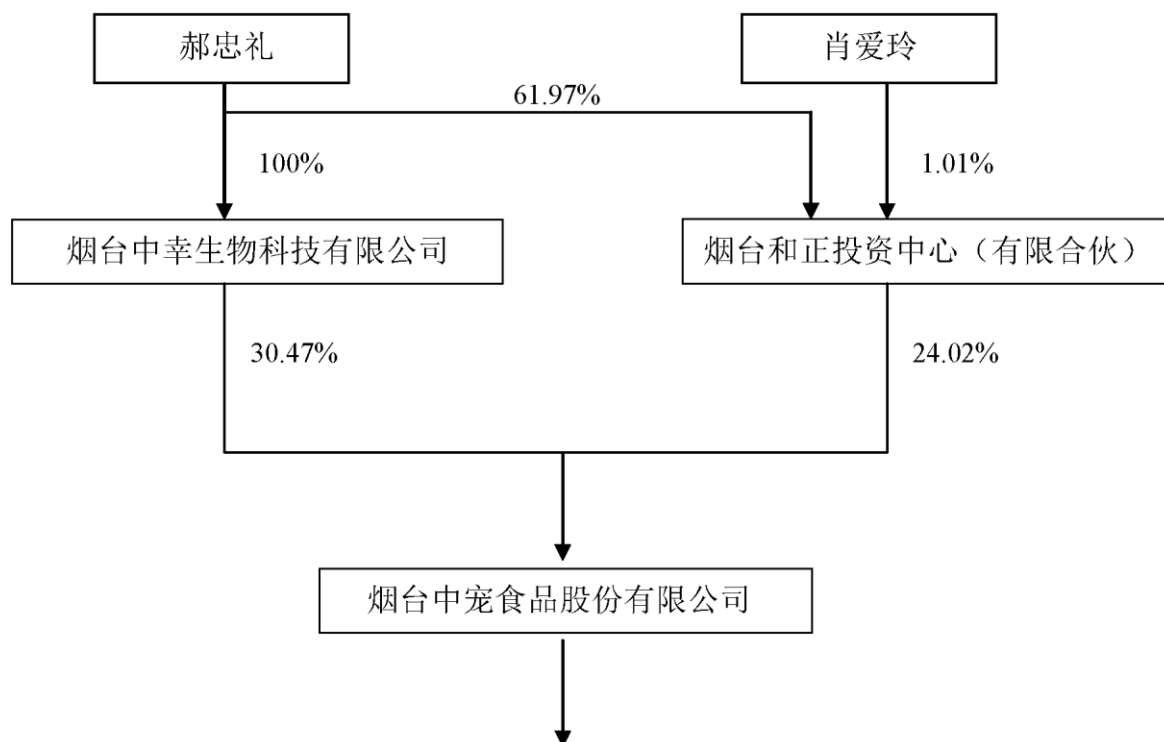
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

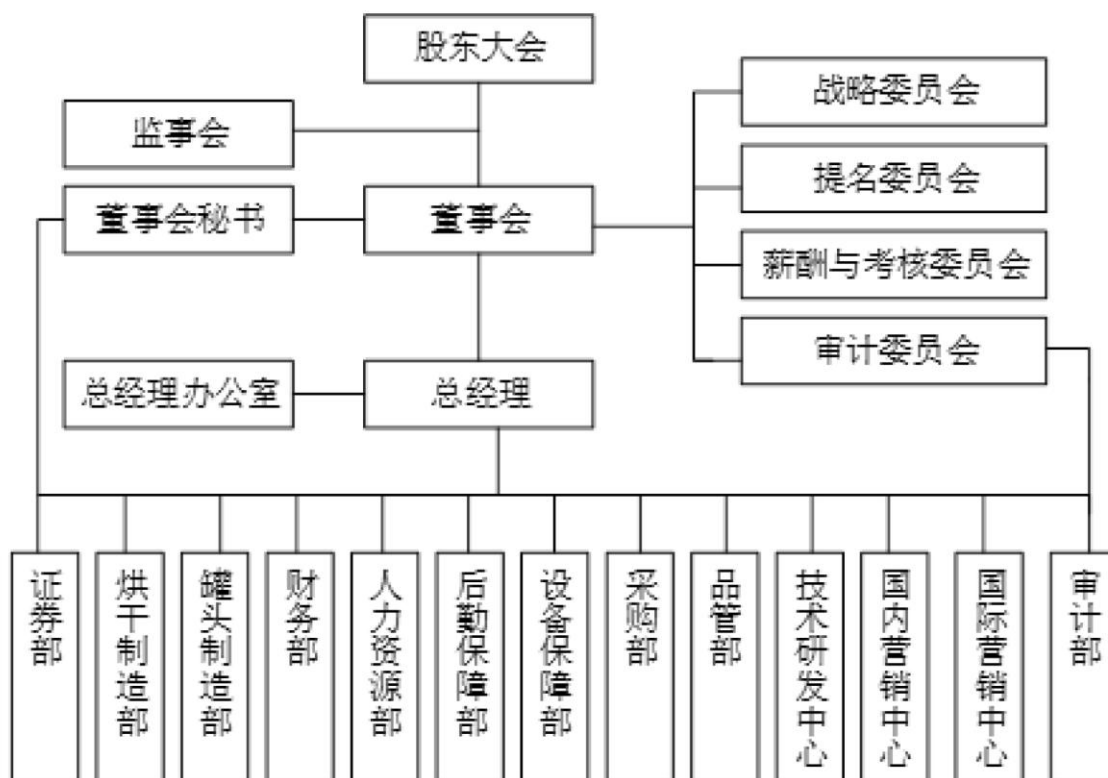
附一：烟台中宠食品股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



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%	烟台中卫宠物食品有限公司	51%
烟台顽皮宠物用品销售有限公司	100%	HAO's Holdings, Inc	100%
烟台爱丽思中宠食品有限公司	100%	American Jerky Company, LLC	57.78%
烟台顽皮国际贸易有限公司	100%	Canadian Jerky Company, LTD	100%
烟台中宠宠物卫生用品有限公司	100%	烟台中宠德益宠物食品销售有限公司	51%

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 2017 年 12 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财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	1,368.52	5,155.30	20,173.30
应收账款净额	9,582.55	10,445.20	12,881.12
存货净额	12,699.24	15,943.21	20,227.22
流动资产	25,594.99	34,075.29	57,850.36
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	14,679.43	16,040.18	27,953.87
总资产	49,938.41	61,276.40	100,509.20
短期债务	5,737.08	9,289.70	5,175.62
长期债务	700.89	537.01	505.83
总债务（短期债务+长期债务）	6,437.97	9,826.71	5,681.45
总负债	17,673.83	21,168.60	23,476.40
所有者权益（含少数股东权益）	32,264.57	40,107.80	77,032.80
营业总收入	64,822.00	79,094.64	101,535.17
三费前利润	14,990.75	20,620.75	24,630.76
投资收益	104.26	-181.44	12.83
净利润	5,265.06	7,842.17	8,480.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	9,983.73	13,386.17	14,339.17
经营活动产生现金净流量	3,132.69	6,709.75	7,564.44
投资活动产生现金净流量	-3,520.84	-4,824.19	-17,602.09
筹资活动产生现金净流量	-2,821.77	1,501.33	25,287.56
现金及现金等价物净增加额	-2,355.09	7,353.87	15,018.00
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	23.45	26.89	24.81
所有者权益收益率（%）	16.32	19.55	11.01
EBITDA/营业总收入（%）	15.40	16.92	14.12
速动比率（X）	0.76	0.89	1.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.49	0.68	1.33
经营活动净现金/短期债务（X）	0.55	0.72	1.46
经营活动净现金/利息支出（X）	7.14	15.48	18.94
EBITDA 利息倍数（X）	22.76	30.89	35.90
总债务/EBITDA（X）	0.64	0.73	0.40
资产负债率（%）	35.39	34.55	23.36
总资本化比率（%）	16.63	19.68	6.87
长期资本化比率（%）	2.13	1.32	0.65

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、中诚信证评在计算相关债务指标时，将“长期应付款”纳入长期债务之中。

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

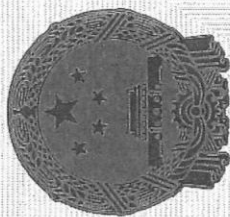
名称 中诚信证券评估有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币5000.0000万元整
成立日期 1997年8月20日
营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 闫衍
注册地址: 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017 年 12 月 12 日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶，证件号码:330922198708021027，于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141133809089033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶，证件号码:330922198708021027，于2015年11月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201512333298325033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2015年04月26日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201505421872111042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2017年04月08日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20170433010061193210330100

