

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（2020）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 05 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0518 号

烟台中宠食品股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 A^+ ，评级展望为稳定；

维持“中宠转债”的信用等级为 A^+ 。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月五日

评级观点：中诚信国际维持烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”）的主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；维持“中宠转债”的债项信用等级为 **A⁺**。中诚信国际认为，跟踪期内国内宠物食品行业快速发展，为公司业务扩张奠定了基础、公司业务规模进一步增长、盈利及获现能力增强，对债务的保障能力提升、保持畅通的融资渠道。同时，中诚信国际关注到公司业务仍较为依赖核心用户需求、面临一定的贸易摩擦风险和汇率波动风险以及财务杠杆水平上升等因素对公司经营级信用状况造成的影响。

概况数据

中宠股份	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	10.05	14.07	17.00	18.67
所有者权益合计（亿元）	7.70	8.34	9.46	9.54
总负债（亿元）	2.35	5.74	7.54	9.13
总债务（亿元）	0.57	2.98	4.55	5.81
营业总收入（亿元）	10.15	14.12	17.16	3.73
净利润（亿元）	0.85	0.62	0.89	0.12
EBIT（亿元）	1.15	0.75	1.39	--
EBITDA（亿元）	1.43	1.14	2.05	--
经营活动净现金流（亿元）	0.76	0.27	0.97	-0.26
营业毛利率(%)	24.81	23.31	23.80	24.50
总资产收益率(%)	14.21	6.25	8.93	--
资产负债率(%)	23.36	40.76	44.33	48.91
总资本化比率(%)	6.87	26.36	32.46	37.85
总债务/EBITDA(X)	0.40	2.62	2.22	--
EBITDA 利息倍数(X)	35.90	15.12	7.87	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **国内宠物食品行业快速发展，为公司业务扩张奠定了基础。**根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，2019 年国内宠物食品市场规模已达 1,242.74 亿元，同比增长 9.2%。国内市场的持续发展为公司业务扩张奠定了基础。
- **公司业务规模进一步增长。**跟踪期内，受益于产能增长及市场渠道的进一步拓展，公司业务规模进一步扩张，2019 年公司营业收入同比增长 21.52%，发展态势良好。
- **盈利及获现能力增强，对债务的保障能力提升。**受益于销售收入的增长以及较好的成本管控水平，跟踪期内公司盈利及获现水平均保持上升态势，对债务的保障能力有所提升。
- **保持畅通的融资渠道。**作为上市公司，公司具备畅通的直接融资渠道，2019 年成功发行可转债，且正在推进非公开发行股票事项。此外，银行授信亦可提供备用流动性支持。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
中宠转债	A⁺	A⁺	1.94	2019/02/15~2025/02/15

关注

- **业务依赖核心用户需求。**跟踪期内，公司下游客户集中度仍然较高。未来，若某一客户与公司合作关系发生变动或客户经营情况发生较大变化，公司业务经营可能受到较大影响。此外，2020 年新冠肺炎在境外爆发，中诚信国际将对新冠肺炎疫情对公司经营可能造成的影响保持持续关注。
- **面临一定的贸易摩擦风险。**跟踪期内，中美贸易摩擦反复，公司对美国出口产品被加征的关税由 10% 提升至 25%，目前公司对美订单量保持平稳，但仍面临客户流失、外销收入下降等风险。
- **面临一定的汇率波动风险。**跟踪期内，公司外销收入占比仍然较高，尽管公司采取多种防范汇率波动的措施，但公司仍面临一定的汇率波动风险。
- **财务杠杆水平上升。**跟踪期内，公司为进一步扩张业务规模，发行可转债并扩大银行借款规模，使得财务杠杆水平有所上升。

评级展望

- 中诚信国际认为，烟台中宠食品股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司业务规模大幅上升；盈利及获现能力大幅增强；资本实力显著增强。
 - **可能触发评级下调因素。**公司盈利能力大幅下降；财务杠杆水平大幅上升，偿债能力明显弱化。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1：截至 2019 年末公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用资金	募集用途	募集用途是否变更
中宠转债	1.94	0.75	年产 3 万吨宠物湿粮项目	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需

求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

跟踪期内，我国宠物市场维持快速增长态势；但中美贸易摩擦、市场竞争激烈、原材料价格上涨等因素给行业内企业带来了挑战

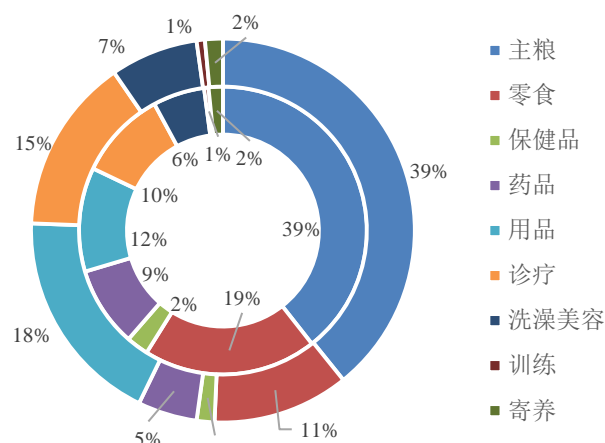
跟踪期内，我国宠物行业保持快速增长。2019 年出口收入仍是我国宠物食品生产企业的主要收入来源，但伴随着国内人均收入的提高，国内宠物消费市场快速发展，内需对宠物食品企业的收入贡献进一步提升，各企业均加大力度拓展国内宠物消费市场。

国际市场方面，2019 年美欧日等发达国家及地区仍是我国宠物食品生产企业的主要出口市场，市场需求持续稳定增长。2019 年美国仍是全球最大的宠物饲养和消费国家，美国宠物产品协会（APPA）数据显示，2019 年美国宠物行业的支出总额为 753.8 亿美元，较 2018 年增长 3.89%，维持稳定增长态势。但 2019 年中美贸易摩擦反复，行业外部稳定性弱化。自 2019 年 5 月 10 起，美国政府对约 2,000 亿美元的中国进口商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，宠物食品为被加税商品之一。中国海关数据显示，2019 年我国零售包装的其他狗食或猫食出口金额为 8.34 亿美元，同比下降 2.58%，其中中国对美国出口金额同比下降 16.42% 至 2.69

亿美元。内资宠物食品生产企业客户流失、收入规模下降、利润下滑风险有所加大。

国内市场方面，2019 年国内宠物消费市场维持快速发展态势。《2019 年中国宠物行业白皮书》数据显示，2019 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场达 2,024 亿元，较 2018 年增长 18.5%；2019 年全国城镇宠物犬猫数量达到 9,915 万只，较 2018 年增长 8.37%；2019 年全国城镇人均单只宠物年消费金额为 5,561 元，较 2018 年增长 10.3%。从宠物消费结构看，宠物食品消费是最大的养宠支出，《2019 年中国宠物行业白皮书》数据显示，2019 年宠物食品消费支出为 1,242.74 亿元，占宠物消费总支出的 61.4%，较 2018 年增长 9.2 个百分点。宠物食品主要分为宠物主粮、宠物零食和保健品，得益于品种丰富、适口性好等特点，宠物零食增速最快。《2019 年中国宠物行业白皮书》数据显示，2019 年宠物零食支出为 384.68 亿元，占宠物消费总支出的 19.5%，较 2018 年增长 8 个百分点。中诚信国际认为，随着我国经济的快速发展和养宠意愿的不断强化，未来我国宠物食品市场潜力较大。

图 1：2018~2019 年宠物市场消费结构情况



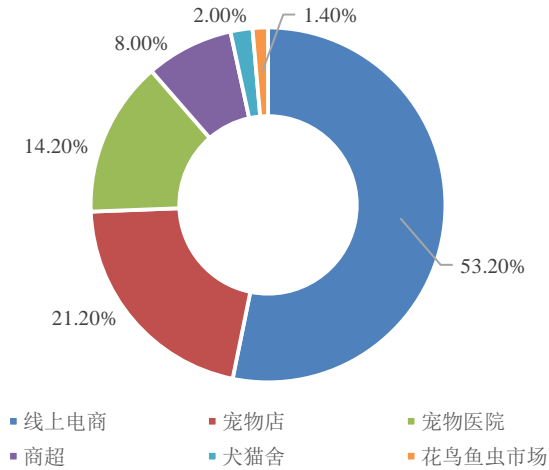
注：内环数据为 2019 年数据；外环数据为 2018 年数据
资料来源：《2019 年中国宠物行业白皮书》，中诚信国际整理

市场竞争格局方面，2019 年国内宠物食品市场呈高度分散的竞争格局。由于国内宠物食品行业进入门槛较低，近年来市场竞争愈发激烈。

从下游渠道来看，由于宠物食品的重复消费率很高，线上宠物食品购买更为便捷，加之电商环境

不断完善，2019年线上渠道销售占比进一步扩大，《2019年中国宠物行业白皮书》显示，2019年宠物食品行业线上渠道销售占比为53.2%。

图2：2019年宠物食品行业各渠道销售额占比

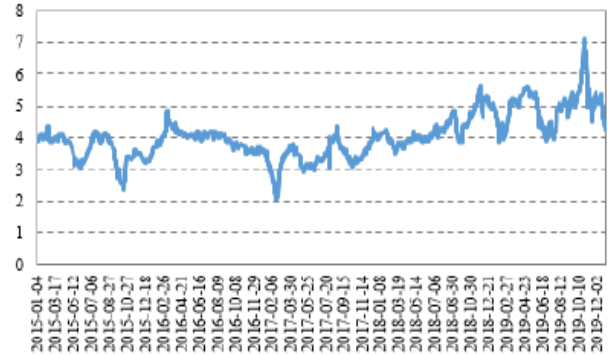


资料来源：《2019年中国宠物行业白皮书》，中诚信国际整理

宠物食品原材料主要为鸡胸肉，跟踪期内，白羽肉鸡行业延续了2018年底的复苏状态，鸡肉价格涨幅较大，且持续高位运行。从供给端来看，受前期国外引种环境的影响，国内祖代鸡引种量受限，一定程度上影响了2019年度父母代鸡的存栏量，进而出现了2019年度商品代鸡苗紧缺的状况，供需紧张致使鸡苗价格不断上涨。下半年行业内产能虽然有所增长，但是仍不足以完全缓解商品代鸡苗紧缺的状况。从需求端来看，国民健康饮食的观念逐渐加强，对高蛋白低脂肪食物的需求量不断增加，作为优质蛋白来源的鸡肉产品，需求量持续增加。同时，受非洲猪瘟疫情影响，我国猪肉产品缺口增大，跟踪期内猪肉价格高位运行，带动鸡肉等替代品需求提升。整体来看，跟踪期内，鸡肉供给

紧张，需求上涨导致鸡肉价格涨幅较大，且维持高位运行。

图3：近年来白羽肉毛鸡主产区价格变化情况（元/斤）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于新增产能投产及销售渠道拓展，公司业务规模进一步扩张；但公司仍较为依赖核心客户，并面临一定的汇率波动及贸易摩擦风险

跟踪期内，随着年产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的投产，公司宠物零食及宠物干粮的产能均有所增长。

受益于产能的提升及下游需求的旺盛，2019年公司主要产品产量均明显增长；同时，宠物零食和宠物罐头的产能利用率仍高于100%¹；宠物干粮产能利用率也有明显增长，但由于宠物干粮产品仍处于培育阶段，产能利用率仍然处于较低水平。2020年国内新冠肺炎疫情爆发后，政府及公司均实行了严格的疫情管控措施，生产人员复工时间晚于同期，导致2020年1~3月公司宠物零食及宠物罐头产能利用率有所下降。自2020年3月中旬起，公司已全面恢复生产。

表2：近年来公司产品生产情况（吨/年、吨、%）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3	
宠物零食	产能	12,000.00	16,647.34	21,728.00	21,728.00
	产量	15,905.33	22,261.49	26,130.47	5,050.33
	产能利用率	132.54	133.72	120.26	92.97*
宠物罐头	产能	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
	产量	10,126.00	10,911.12	11,796.79	2,412.01
	产能利用率	101.26	109.11	117.97	96.48*

¹ 由于公司改良了产品制造工艺，公司产品产能利用率可高于100%。

	产能	10,000.00	10,000.00	10,630.00	10,630.00
宠物干粮	产量	1,169.93	2,448.35	3,340.50	1,226.29
	产能利用率	11.70	24.48	31.43	46.13*

注：2020年1~3月，公司产能利用率为经年化数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司产品业务结构仍以宠物零食为主，以宠物罐头及宠物主粮为辅。2019年受益于下游需求的增长，公司大力开拓销售渠道以及新产能的投放，公司主营业务收入明显增长。2020年以来，新冠肺炎疫情相继在境内及境外爆发，受此影响，公司复工延迟，一季度公司销售收入同比下降2.03%。

跟踪期内，公司各类产品销量均保持快速增长态势。产销率方面，公司主要产品产销率不断提升²，下游需求旺盛。销售价格方面，由于原材料价格上涨，2019年宠物零食和宠物罐头销售均价较2018年有所增长；但宠物干粮销售均价较2018年有所下降，主要系公司宠物干粮品类更为丰富所致。

表 3：近年来公司各产品销售情况

项目		2017	2018	2019	2020.1~3
宠物零食	销售均价（元/kg）	53.09	51.42	51.98	54.55
	销量（吨）	15,759.34	22,470.21	26,823.70	5,307.16
	产销率（%）	99.08	100.94	102.65	105.09
宠物罐头	销售均价（元/kg）	12.67	15.58	17.41	15.58
	销量（吨）	11,078.82	11,984.84	13,313.50	3,560.80
	产销率（%）	109.41	109.84	112.86	147.63
宠物干粮	销售均价（元/kg）	15.65	17.72	15.94	15.49
	销量（吨）	1,474.13	2,772.91	3,934.24	1,301.86
	产销率（%）	126	113.26	117.77	106.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司销售区域分布情况（亿元、%）

区域	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	1.56	15.37	2.52	17.85	3.44	20.05	0.89	23.86
境外	8.59	84.63	11.60	82.15	13.72	79.95	2.84	76.14
其中：美国	4.41	43.45	6.50	46.03	7.74	45.10	1.64	43.97
欧洲	2.97	29.26	3.82	27.05	4.48	26.11	0.85	22.79
其他	1.21	11.92	1.28	9.07	1.50	8.74	0.35	9.38
合计	10.15	100.00	14.12	100.00	17.16	100.00	3.73	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，跟踪期内，境外市场仍是公司营业收入的主要来源，境内市场规模增长较快且占比有所提升。2019年，美国仍是公司最重要的境外市场，尽管公司出口美国的产品被加征的关税由10%升至25%，但受益于公司与下游客户保持良好关系，且大力拓展新渠道、开发新客户，公司境外

业务收入保持较快增长态势。公司与海外客户合作稳定，2019年与公司签订长期合作协议的境外客户收入占比超过60%。同时，公司继续加强自有品牌在境外的推广，目前自有品牌产品已销往全世界几十个国家和地区。公司持续关注境外客户的经营风险，并对重点客户执行出口信用保险，避免较大的

² 由于公司有销售部分产品为外采产品，因此部分产品产销率大于100%。

回款风险。2020年3月以来，新冠肺炎疫情在境外爆发，目前公司境外订单尚未受到影响，但主要下游客户的经营情况仍需关注。此外，**中诚信国际关注到**，跟踪期内，公司使用外币结算的收入占比仍然较高，尽管公司采取多种手段规避汇率波动，但仍面临一定的汇率波动风险。

境内市场方面，受益于国内宠物市场的快速发展以及销售渠道的大力拓展，公司境内收入保持较快增长态势。2019年公司销售仍以线上渠道为主、线下渠道为辅，当期电商、专业和商超三大渠道贡献的收入比例约为6:3:1。2019年公司与京东达成了战略合作，进一步拓宽了线上渠道。

客户集中度方面，2019年公司前五大客户收入占比为54.43%，公司客户集中度保持在较高水平。**中诚信国际关注到**，公司前四大客户均为境外贴牌客户，销售收入合计占比高达52.05%，公司业务经营仍较大程度依赖核心客户需求。**中诚信国际认为**，尽管近年来公司与核心客户关系稳定，但公司生产经营仍可能受客户与公司的合作关系变化以及客户的经营情况变化影响。

表 5：2019 年公司前五大客户销售情况（万元、%）

客户名称	所在国家	销售收入	占比
客户一	美国	43,465.48	25.33
客户二	美国	24,135.81	14.06
客户三	英国	15,967.52	9.30
客户四	爱尔兰	5,746.09	3.35
客户五	中国	4,093.02	2.38
合计	--	93,407.92	54.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来公司拟投资项目规模较大，中诚信国际对此保持持续关注

2019年公司与北京方圆金鼎投资管理有限公司及其他有限合伙人共同出资设立了宿迁中宠汇英资产管理合伙企业（有限合伙）产业基金（以下简称“汇英资管”），基金初始规模1亿元，公司出资5,000万元。基金主要重点关注宠物产业链投资机会，开展围绕与上市公司升级转型相关的资本运

作。

2020年3月20日，公司公布非公开发行A股股票预案，拟募集资金不超过6.52亿元，并将大部分募集资金用于项目建设。中诚信国际将对公司融资和投资项目的进展及资金使用情况保持关注。

表 6：公司非公开发行股票预案募集资金使用计划（亿元）

拟投资项目名称	预计投资总额	募投资金拟投金额
年产6万吨宠物干粮项目	2.37	2.37
年产2万吨宠物湿粮新西兰项目	2.30	2.30
营销中心建设及营销渠道智能化升级项目	1.14	1.14
补充流动资金	0.70	0.70
合计	6.52	6.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2020年3月末，公司在建项目为年产3万吨宠物湿粮项目，该项目预计将于2020年8月完工投产，预计还需投资0.58亿元，整体投资规模不大。项目投产后，公司产能将进一步扩大，中诚信国际将对项目投产后的运营情况保持关注。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司在建项目建设情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	2020年预计投资	计划投产日期
年产3万吨宠物湿粮项目	27,000	13,255.14	5,814.1	2020年8月

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下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2017年~2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，受益于销量快速增长，公司盈利能力同比明显增强

跟踪期内，受益于公司多方位开拓下游渠道以及新项目投产带动产能增长，公司各板块业务收入均出现明显增长。毛利率方面，受益于公司对产品结构和产品配方进行调整，跟踪期内，公司主要产品毛利率小幅上升。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率情况（亿元，%）

产品类型	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
宠物零食	8.37	23.84	11.55	20.81	13.94	20.88
宠物罐头	1.40	26.89	1.87	30.53	2.32	31.56
宠物主粮	0.23	44.04	0.49	48.50	0.63	43.45
宠物用品	0.06	24.20	0.17	37.47	0.24	63.19
其他	0.09	--	0.04	--	0.03	--
合计	10.15	24.81	14.12	23.31	17.16	23.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用随业务规模扩张呈增长态势。其中，2019 年销售费用增幅较大，主要系公司业务量快速增长，人工成本增长所致；职工薪酬及折旧摊销费用增加使得管理费用有所增长；研发费用降幅较大，主要系上期研发项目结项所致；财务费用快速增长，主要系债务规模上升使得利息支出增加加之汇兑收益减少所致。2019 年公司期间费用率小幅下降，但仍然偏高，期间费用控制水平有待进一步提升。

跟踪期内，公司利润主要由经营性业务利润构成，受益于销量增长、产品毛利率小幅增长以及期间费用率小幅下降，2019 年公司盈利水平同比明显提升。此外，2019 年公司计提库存商品跌价准备 0.20 亿元，中诚信国际将对公司库存商品的减值损失情况保持关注。跟踪期内，受益于公司业务规模的扩张、产品盈利能力小幅提升、期间费用率下降等因素，公司 EBITDA 利润率及总资产收益率有所上升。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	0.68	1.40	1.70	0.41
管理费用	0.50	0.51	0.61	0.19
研发费用	0.03	0.41	0.23	0.05
财务费用	0.12	-0.02	0.14	0.09
期间费用合计	1.32	2.29	2.69	0.73
期间费用率	12.96	16.24	15.64	19.70
经营性业务利润	1.15	0.96	1.38	0.17
资产减值损失	-0.02	-0.24	-0.23	0.00
利润总额	1.11	0.68	1.18	0.17
EBITDA 利润率	14.12	8.05	11.92	--
总资产收益率	14.21	6.25	8.93	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司产能及业务的扩张带动资产规模增长；同时债务及所有者权益规模持续增长，财务杠杆水平持续上升

跟踪期内，公司产能及业务规模的扩张带动总资产明显增长。目前，公司资产结构仍以非流动资产为主。跟踪期内，公司持续推动年产 3 万吨宠物湿粮项目的建设，由于项目尚未达到转固条件，公司在建工程余额持续增长；由于公司对爱淘宠物和汇英资管进行股权投资，公司长期投资有所增长。流动资产方面，由于可转债募集资金到账及银行借款增加，公司货币资金呈增长态势；随着公司业务规模扩大，应收账款及存货呈增长态势；2020 年一季度，受原材料储备增加影响，期末公司存货余额较 2019 年末有较大增长。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	2.02	1.03	1.67	2.26
应收账款	1.29	1.83	2.34	1.95
存货	2.02	2.74	2.95	4.20
流动资产合计	5.79	6.36	7.64	9.23
长期投资	0.00	0.59	0.98	1.03
固定资产	1.72	4.31	4.28	4.20
在建工程	1.08	0.07	1.54	1.64
无形资产	0.28	0.46	0.46	0.46
商誉	0.08	0.70	0.67	0.67
长期待摊费用	0.62	1.10	1.05	1.02
非流动资产合计	4.27	7.71	9.36	9.44
资产合计	10.05	14.07	17.00	18.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司发行可转债使得债务和负债规模有所增长，并改善了公司债务期限结构；2020 年一季度，公司加大了银行借款规模和票据使用力度，

债务及负债进一步增长。跟踪期内，公司所有者权益保持增长，主要系发行可转债使得其他权益工具增长以及利润积累所致。跟踪期内，公司财务杠杆水平呈上升态势。

表 11：近年来公司负债及财务杠杆情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
短期债务	0.52	2.56	2.86	4.10
长期债务	0.05	0.42	1.69	1.71
长短期债务比	10.23	6.11	1.69	2.39
总债务	0.57	2.98	4.55	5.81
应付账款	1.25	1.97	2.03	2.35
总负债	2.35	5.74	7.54	9.13
所有者权益合计	7.70	8.34	9.46	9.54
资产负债率	23.36	40.76	44.33	48.91
总资本化比率	6.87	26.36	32.46	37.85

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司获现及盈利能力明显增强，对债务的覆盖能力整体增强

跟踪期内，公司销售收入增加使得获现能力大幅提升，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力大幅增强；2019 年公司资本支出规模有所下降，使得投资活动现金流流出规模有所减少；2019 年公司完成可转债的发行，当年筹资活动现金流仍维持净流入态势。

跟踪期内，受益于公司盈利能力的增强，公司 EBITDA 对债务的覆盖能力有所增强。但由于利息支出的增长，EBITDA 对债务利息的覆盖能力有所下降。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	0.76	0.27	0.97	-0.26
投资活动净现金流	-1.76	-3.68	-1.99	-0.28
筹资活动净现金流	2.53	2.28	1.64	1.15
经营活动净现金流/短期债务	1.46	0.11	0.34	-0.25*
经营活动净现金流/总债务	1.33	0.09	0.21	-0.18*
经营活动净现金流/利息支出	18.94	3.61	3.73	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	75.89	1.67	14.02	--
EBITDA 利息保障倍数	35.90	15.12	7.87	--
总债务/EBITDA	0.40	2.62	2.22	--
EBITDA/短期债务	2.77	0.44	0.72	--
货币资金/短期债务	3.90	0.40	0.58	0.55

注：带“*”指标为经年化指标

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司是 A 股上市公司，具有畅通的融资渠道

公司作为上市公司，直接融资渠道通畅，2019 年公司成功发行可转债；非公开发行股票事项正在推进中。此外，截至 2020 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 9.53 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 5.90 亿元。

资产抵质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 0.64 亿元，全部为受限货币资金，占期末货币资金余额的比重为 29.48%。

股权质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司控股股东烟台中宠生物科技有限公司质押公司股票 2,119.44 万股，占其对公司持股的 40.92%，质押用途均为为“中宠转债”提供担保；公司股东烟台和正投资中心（有限合伙）无股权质押。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保事项。

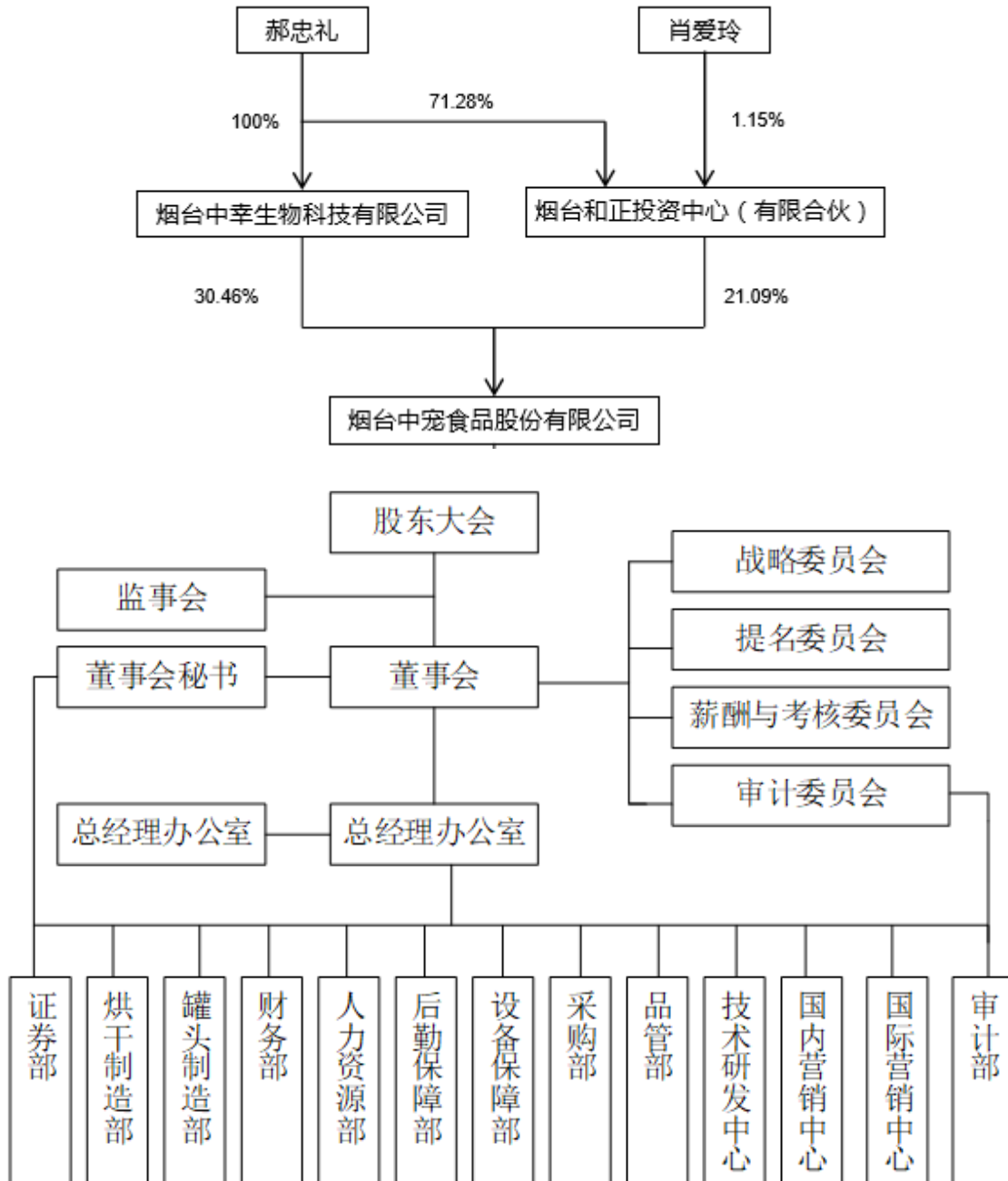
未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持烟台中宠食品股份有限公司的主体信用等级为 A⁺，评级展望为稳定；维持“中宠转债”的债项信用等级为 A⁺。

附一：烟台中宠食品股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：烟台中宠食品股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	20,173.30	10,258.15	16,676.98	22,550.67
应收账款净额	12,881.12	18,313.21	23,395.85	19,476.37
其他应收款	285.23	495.96	1,238.82	1,603.12
存货净额	20,227.22	27,393.65	29,460.27	42,025.28
长期投资	0.00	5,929.60	9,779.79	10,296.94
固定资产	17,169.54	43,114.77	42,774.34	42,032.38
在建工程	10,784.33	678.56	15,364.00	16,432.68
无形资产	2,788.64	4,577.34	4,627.03	4,577.39
总资产	100,509.20	140,734.74	170,020.68	186,744.25
其他应付款	544.02	1,475.90	109.00	665.72
短期债务	5,175.62	25,643.07	28,604.59	40,982.17
长期债务	505.83	4,200.00	16,876.72	17,121.23
总债务	5,681.45	29,843.07	45,481.31	58,103.40
净债务	-14,491.84	19,584.92	28,804.33	35,552.74
总负债	23,476.40	57,370.37	75,375.43	91,331.85
费用化利息支出	399.44	752.08	2,045.70	--
资本化利息支出	--	--	552.22	--
所有者权益合计	77,032.80	83,364.37	94,645.25	95,412.41
营业总收入	101,535.17	141,225.83	171,623.86	37,287.09
经营性业务利润	11,474.37	9,557.50	13,801.05	1,730.79
投资收益	12.83	-590.80	-479.67	-135.55
净利润	8,480.66	6,153.80	8,930.82	1,194.01
EBIT	11,491.91	7,541.60	13,869.07	--
EBITDA	14,339.17	11,369.68	20,456.56	--
经营活动产生现金净流量	7,564.44	2,716.37	9,686.51	-2,570.05
投资活动产生现金净流量	-17,602.09	-36,797.73	-19,940.25	-2,757.39
筹资活动产生现金净流量	25,287.56	22,760.75	16,380.37	11,495.82
资本支出	13,720.48	25,108.76	15,200.24	2,757.57
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	24.81	23.31	23.80	24.50
期间费用率(%)	12.96	16.24	15.64	19.70
EBITDA 利润率(%)	14.12	8.05	11.92	--
总资产收益率(%)	14.21	6.25	8.93	--
净资产收益率(%)	14.48	7.67	10.03	5.03*
流动比率(X)	2.55	1.20	1.33	1.26
速动比率(X)	1.66	0.69	0.82	0.69
存货周转率(X)	4.22	4.55	4.60	3.15*
应收账款周转率(X)	8.71	9.05	8.23	6.96*
资产负债率(%)	23.36	40.76	44.33	48.91
总资本化比率(%)	6.87	26.36	32.46	37.85
短期债务/总债务(%)	91.10	85.93	62.89	70.53
经营活动净现金流/总债务(X)	1.33	0.09	0.21	-0.18*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.46	0.11	0.34	-0.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	18.94	3.61	3.73	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	75.89	1.67	14.02	-22.69*
总债务/EBITDA(X)	0.40	2.62	2.22	--
EBITDA/短期债务(X)	2.77	0.44	0.72	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	35.90	15.12	7.87	--
EBIT 利息保障倍数(X)	28.77	10.03	5.34	--

注：公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2020年一季报未经审计；所有者权益含少数股东权益；各期财务数据均为财务报告期末数据；由于缺乏数据，未计算2020年1~3月部分指标；带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。