

阿尔格斯研究公司 (Argus Research) 多尼斯股票研究报告参考译文

如与原文有出入, 请以阿尔格斯研究公司研究报告的英文原文为准

2019年11月11日

多尼斯国际 DOGNES INTERNATIONAL CORP. (纳斯达克: DOGZ)

多尼斯国际成立于2003年, 是高品质宠物用品设计和制造商, 产品包括宠物智能用品、保洁用品、保健用品和牵引绳等。多尼斯的理念是让宠物生活简单化、科学化, 增进宠物主与宠物的亲密关系。

投资亮点

- * 多尼斯国际是新兴的全球宠物智能产品龙头公司
- * 从历史来看, 宠物业是不受经济下行, 甚至是经济衰退影响的行业, 多尼斯必将从宠物业自身的抗衰性和发展趋势中获益。
- * 中美贸易纠纷严重影响了多尼斯的业绩。2018年9月开始其出口到美国的产品被征收关税, 2019年5月, 美国进一步上调关税。2019年财年, 营收下降了13%至\$2.620万, 好在下半年营收趋稳, 且比上半年增长了5%。尽管大环境恶劣, 多尼斯还是能保持盈利。
- * 为应对上述挑战, 多尼斯将业务重心转向扩大中国市场的销售, 并将其智能产品成功打入澳大利亚和南美等新市场, 使地区市场更加多元化。由此, 我们相信多尼斯在未来几年会重回成长的轨道。
- * 2019年财年, 多尼斯在各类知名的全球展会上频频亮相, 与多家全球销售代理建立新的业务联系, 包括美国知名的线上零售商Chewy.com; 并与另一美国宠物用品零售巨头Petco扩大业务关系; 还增加了新的国际合作伙伴。
- * 新近推出的智能喂食器、逗宠机器人等智能产品的销售为\$210万美元。多尼斯与全球领先的宠物零售商建立销售业务, 预计其智能产品线将是公司未来销售、利润成长的驱动力。
- * 至2019年6月30日, 多尼斯的资产负债表上有约\$1,370万现金或短期投资, 足以支持其2020年的业务发展。
- * 我们预计多尼斯2020财年每股盈利\$0.12, 目前股价是该盈利的13倍左右, 但是公司高于市场平均水平的营收成长(2018财年营收成长42%), 以及公司在近期宏观环境改善后将恢复成长, 这些都没有真实地反映在股价中。我们认为股价还有上涨空间, 目标价\$5。
(转下页)

PRICE CHART



KEY STATISTICS

Key Stock Statistics

Recent price (11/11/19)	\$1.55
52 week high/low	\$1.46-\$4.25
Shares outstanding (M)	25.9
Market cap (M)	\$40.1
Dividend	Nil
Yield	Nil

Sector Overview

Sector	Consumer Discretionary
Sector % of S&P 500	10.1%

Financials (\$M)

Cash & Mkt Securities	13.7
Debt	2.9
Working Capital (\$M)	17.9
Current Ratio	3.2
Total Debt/Equity (%)	5.0%
Payout ratio	NM
Revenue (M) TTM	26.2
Net Income (M) TTM	1.4
Net Margin	5.3%

Risk

Beta	NA
Inst. ownership	0%

Valuation

P/E forward EPS	13
Price/Sales (TTM)	1.5
Price/Book (TTM)	0.7

Top Holders

Dimensional Advisors
UBS Financial Services

Management

CEO	Mr. Silong Chen
CFO	Dr. Yunhao Chen
COO	Mr. Minliang Gong

COMPANY SPONSORED REPORT. SEE LAST PAGE FOR DISCLOSURES.

(接上页)

投资主题

多尼斯国际成立于2003年，设计、制造和销售高品质的宠物用品，包括牵引绳、马背等，近年来，为了顺应养宠者希望随时随地能与宠物交流的养宠新趋势，公司推出了一系列宠物智能产品。多尼斯是个极具创新力的公司，其良好的产品创新记录，从原料到设计到生产的一体化完整加工体系，在中国和美国宠物市场已奠定的地位，以及宠物业自身的抗衰老性，都是其长期成长的保证。

多尼斯的产品销售遍及70个国家。现在依然继续这种市场地域多元化的销售格局，2019财年，中国市场占销售的57.5%。2018财年，海外市场占其销售的50%。虽然美国依然是多尼斯的主要出口市场，但2019财年，对美国的销售占比已从一年前的三分之一降至21%；而对欧洲和加拿大的销售则从7%增加至13%。

尽管美国的养宠人数和宠物开销不受宏观环境影响而稳步增长，但由于贸易纠纷和关税等问题，迫使多尼斯将销售重心向中国国内市场倾斜，并开拓了澳大利亚和南美市场。Goumin.com近期发布的宠物行业白皮书显示，中国养宠人数约有7,400万人，每年用于宠物的开支以15%的速度成长。根据多尼斯的数据，美国养宠的家庭有7,970万户，过去10年宠物花费在家庭开支中的占比呈上升之势。

尽管短期面临大环境的挑战，但多尼斯在产品创新和品质上已有良好的信誉，而且拥有广大的市场，PetSmart, Petco 和 Pet Valu 等宠物用品零售业龙头公司都是其客户，这些主要零售商占据美国宠物零售市场的半壁江山。此外，多尼斯美国公司近期与美国和加拿大的大型零售商签订产品销售协议，销售多尼斯自创品牌的产品，而不是只为各大零售商代工。这有助于弥补因中美贸易纠纷导致公司在美代工产品销售下滑的缺口。

多尼斯的产品不仅在沃尔玛(Walmart)、塔吉特(Target)等大型超市的实体店和网店上架，近期还与美国知名的线上宠物商品零售商Chewy.com签约。其智能产品通过这些销售渠道和亚马逊网店的销售已取得一定成绩。我们相信成功地在线上销售扩展将为公司的持续增长提供动力。

多尼斯的业务主要分三大部分：智能产品，宠物护理产品以及传统项圈和牵引产品。2018年财年，多尼斯推出了其“宠物智能生态圈”，这是为宠物主人与宠物打造的互动平台，支持Android 和iOS 操作系统。我们认为这些产品将为公司带来强劲的长期销售增长和非常可观的毛利润率。

多尼斯已推出的智能产品包括：智能喂食器，自动饮水机，智能逗宠器，宠伴机器人等。这些产品大部分都配有高清相机，让宠物主人能够远程与宠物互动。公司最新推出的智能喂食器系列满足宠物主人的不同需求和价位偏好。为顺应养猫人数增加的趋势，公司还特别推出专给猫咪使用的喂食器和玩具。这些产品仍处于商业化周期的早期阶段，2019财年的收入为\$210万美元。

2018年11月，多尼斯在德州普莱诺市(Plano,Texas)的美国总部开业，其中包括宠物保健产品研发部门，与该领域的美国领先公司合作，在美国研发、生产宠物营养保健产品，通过多尼斯的全球销售渠道，让全球宠物分享美国高端生物技术的成果。

多尼斯的传统产品包括牵引绳，项圈、马背、可伸缩牵引绳和饰物吊坠等。智能产品推出后，牵引绳和项圈的销售占比下降，2019年财年大约占总销售的47.5%，去年同期为59.1%。其项圈和马背产品设计的非常结实耐用，至少可以承受的4到7倍的狗的挣脱力量。公司如此注重产品质量，有利于新产品的推广，因为品质和客户认知度是获得市场的关键。

我们认为多尼斯的垂直一体化生产模式是其主要的竞争优势之一。多尼斯的大部分产品都是内部生产，既可控制成本，又能保证质量和交货期，并有利于品种的扩展，增加个性化产品。公司大约生产500到600种传统宠物用品，如果使用第三方供应链，成本将大幅增加。多尼斯垂直一体化的生产方式和庞大的销售渠道有利于提高经营效率和经济规模，将推动营运利润率的长期增长。

虽然宠物用品基本属于大众化商品，但多尼斯已开发出技术先进的宠物产品。多尼斯已获得100多项全球专利，注册了160个商标。多尼斯通过专利、版权、注册商标和商业机密等方式很好地保护其知识产权和品牌。

公司近期动态

今年至今，多尼斯股价下跌60%，同期标普500指数上涨23%，股价表现不及大市。过去3个月的日均交易量为6万股，明显比前三个月增加，可能是股价波动较大的原因。

2019年10月，多尼斯公布的2019财年财报显示，受中美贸易纠纷和关税所累，销售下降13%，为\$2,620万美元。但是，下半年销售趋稳，比上半年增长了5%，主要得益于公司向中国市场和其它海外市场发展的战略转变。由于产品降价促销和原材料成本增加，毛利润率也下降，但这些应都是暂时性的。

2019年10月，公司宣布，与澳大利亚一家主要零售商建立销售关系，其智能产品打入澳大利亚市场。公司还将与更多网店、超市和宠物产品专卖店合作，进一步扩展澳洲市场。

2019年9月，公司宣布，继与Chewy.com 和Amazon.com 合作，在美销售智能产品后，再与美国线上宠物用品零售商Petco.com联手，销售其智能产品。

2019年4月，多尼斯宣布与多家全球宠物产品经销商建立合作关系，这些新的合作渠道包括，美国知名的线上宠物用品零售商Chewy.com，一家知名的犬舍俱乐部，以及在巴拿马的一家宠物产品经销商，其业务涵盖南美12个国家。新渠道的建立是公司参加拉斯维加斯CES电子展和奥兰多全球宠物等知名展会取得的成绩。在展会期间，多尼斯的产品被CNN 商业，Wired和Design Work 等多家媒体报导。

(下页)

PEER COMPARISON

Company	Ticker	Recent Price (\$)	52-Week High (\$)	52-Week Low (\$)	Mkt. Cap (\$MIL)	1-yr Price Change (%)	1-yr Rev Growth (%)	1 YR EPS Growth (%)	P/E Ratio	Beta	Yield (%)
DOGNESS INTL CORP.	DOGZ	2.89	6.40	1.77	75	-28	42	-33	13.1	NA	NA
PETMED EXPRESS INC	PETS	15.4	44.69	15.27	308	-65	4	1	8.4	1.02	6.8
CENTRAL GARDEN AND PET CO-A	CENTA	24.4	41.97	23.07	1500	-41	8	52	14.2	0.41	NA
CHEWY INC	CHWY	31.53	41.34	30.78	1400	NA	NA	68	NA	NA	NA

(接上页)

2019年4月，多尼斯与加拿大的科里宠物营养品公司签订合作协议，作为该公司在中国市场的独家销售代理，同时也与科里公司分享宠物饮食、行为和健康等宠物智能大数据。

盈利和成长分析

由于中美贸易纠纷，多尼斯的战略转向中国和其它国际市场，我们预计其2020年营收将达到\$3,050万美元，成长16%；2021财年营收为\$3,800万，增长25%。智能产品的商业化将是带动未来成长的动力，随着多尼斯产品不断更新换代，智能产品也将是未来几年营收增长正常化的推力。

多尼斯2019财年的毛利润从2018年度的40%下降至36%，主要原因是原料成本增加和降低售价促销所致。我们认为促销活动是为了提高产品的知名度，特别是为推广新问世的高利润智能产品，以增加未来销量。智能产品的利润率较高，随着销量的增加，未来的毛利润率仍将在40%以上。

2020财年还将是多尼斯大手笔投资的一年，为保证长期成长，公司将在产品、设备和厂房设施上扩大投资，预计其研发费用和销售成本都将继续增加。

我们预计多尼斯2020年度每股盈利\$0.12；2021财年每股盈利\$0.21，理由是其中中国的新厂房设施的整合将提高规模化生产，扩大经济效益；更多新产品商业化，特别是售价和毛利润较高的智能产品开始批量销售等。

财务实力和红利

根据我们的财务实力评级模式，多尼斯的财务强度属于中上乘。公司资金充足，截止2019年6月30日，有\$1,370美元现金和短期投资产品。

在2019财年，公司用于营运的净现金为\$130万美元，2018财年为\$350万美元。流动资产约\$2,590万美元，流动负债为\$810万美元，流动比为3.2比1。截止2019年6月30日，公司有\$290万美元的银行贷款。以往公司贷款都是由关联方担保，包括CEO陈四龙先生及其家族。我们认为多尼斯有能力以持有的现金偿还贷款，长期营运现金流将是净流入。

多尼斯目前没有分红，我们认为短期内公司也不会给股东派息，因为公司目前的重心是：推出新产品，增加厂房设施等产业投资，扩大生产，保证未来增长。

管理层与风险考量

陈四龙先生是多尼斯的董事长兼执行总裁（CEO）。陈先生于2003年成立了多尼斯，在宠物行业已有超过14年的经验。2008年陈先生创立了多尼斯品牌。他是唯一持有B股的股东，拥有“一票等于三票”的投票权，因此控制着多数投票权。总体来说，公司的董事、高管和关联方控制了62%的投票权。

至2019年6月30日，多尼斯有五位董事，大多数是独立或非员工身份。

宠物佩戴行业竞争激烈的特性是投资多尼斯的主要风险考虑因素。尽管多尼斯以技术创新闻名，也有庞大的销售网络，但与多家知名竞争对手相比，其产品的知名度还不高，主要同行有，Whistle GPS Pet Tracker 和 Garmin公司下属的 Delta Smart Dog Tracker。同样，随着市场趋势转向让宠物主人与宠物更紧密的连接，多尼斯以家用为主的智能产品也将面临着更大的挑战。此外还有汇率风险。多尼斯的记账货币（功能货币）是人民币，而其产品在全球销售，海外市场占一半，因此汇率风险将影响其以美元计算的财务报表。2018、2017和2016年，人民币兑美元分别贬值3.7%，2.0%和7.2%。

公司简介

多尼斯(国际)股份有限公司创立于2003年，秉承猫、狗宠物也是需要呵护与关爱的家庭重要成员理念，设计、生产宠物用品，包括：智能产品，清洁用品、保健用品和牵引产品。多尼斯让养宠更简单，更科学，让宠物主人与爱宠之间的关系更密切。垂直一体化的供应链和拥有100多项专利的世界级研发能力是多尼斯产品品质领先行业水平的保证，其产品通过全球连锁店和分销商走进千家万户。

价值评估

多尼斯的股价目前在\$1.5左右，是我们所预计的2020财年每股盈利\$0.12的13倍。但我们认为，现在的价格并没有完全体现出多尼斯2018年42%的营收成长率，和未来成长潜力（尽管2019财年出现挑战），因为公司已建立的销售网将推动智能产品的销售；而其垂直一体化的生产体系将有利于扩大规模和提高长期营运利润率。

宠物用品行业是战国纷争的状态，许多未上市企业或大型公司下属的部门都在抢占市场。比如，Garmin公司是全球领先的可穿戴式健康产品制造商，但他们也提供宠物智能产品Smart Dog Tracker。宠物行业主要上市公司包括：PetMed Express (Nasdaq: PETS)、Central Garden and Pet Company (Nasdaq: CENTA)和最近上市的Chewy Inc. (Nasdaq: CHWY)。从市盈成长率角度来看，以华尔街分析师2020年的平均盈利预期计算，这些公司目前平均卖在市盈成长率(PEG)的1.3倍。以此为参照，我们预计多尼斯的长期成长率为30%，2020财年每股盈利\$0.12，给出其合理估值的股票目标价\$5.00。(分析师：Steven Silver)

INCOME STATEMENT

Growth Analysis (\$MIL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Revenue	NA	NA	NA	16.1	21.2	30.1	30.4	39
Gross Profit	NA	NA	NA	5.6	8.3	12.1	11.7	16.6
SG&A	NA	NA	NA	1.7	2.3	5.6	7.6	8.6
R&D	NA	NA	NA	0.2	0.2	0.6	1.1	1.3
Operating Income	NA	NA	NA	3.6	5.8	5.9	2.9	6.7
Interest Expense	NA	NA	NA	0.4	0.3	0.0	-0.7	-0.5
Pretax Income	NA	NA	NA	4.1	5.9	5.5	4.3	7.2
Tax Rate (%)	NA	NA	NA	15	16	17	24.1	17
Net income	NA	NA	NA	3.5	4.9	4.6	3.2	6
Diluted Shares	NA	NA	NA	15.0	15.0	20.8	26	26.5
EPS	NA	NA	NA	0.23	0.33	0.22	0.12	0.23
Dividend	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Growth Rates (%)								
Revenue	NA	NA	NA	NA	32	42	1	28
Operating Income	NA	NA	NA	NA	59	2	-51	131
Net Income	NA	NA	NA	NA	42	-7	-30	88
EPS	NA	NA	NA	NA	43	-33	-45	92
Valuation Analysis								
Price (\$): High	NA	NA	NA	NA	NA	6.40	NA	NA
Price (\$):Low	NA	NA	NA	NA	NA	1.77	NA	NA
PE: High	NA	NA	NA	NA	NA	29.1	NA	NA
PE: Low	NA	NA	NA	NA	NA	8.0	NA	NA
PS: High	NA	NA	NA	NA	NA	4.4	NA	NA
PS: Low	NA	NA	NA	NA	NA	1.2	NA	NA
Yield: High	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Yield: Low	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Financial & Risk Analysis (\$MIL)								
Cash	NA	NA	NA	1.4	1.5	7.1	NA	NA
Working Capital	NA	NA	NA	-1.2	-1.5	37.4	NA	NA
Current Ratio	NA	NA	NA	0.86	0.85	5.23	NA	NA
LTDebt/Equity (%)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Total Debt/Equity (%)	NA	NA	NA	118	80	8	NA	NA
Ratio Analysis								
Gross Profit Margin	NA	NA	NA	34.5%	39.4%	40.3%	38%	43%
Operating Margin	NA	NA	NA	22.6%	27.4%	19.7%	10%	17%
Net Margin	NA	NA	NA	21.6%	23.4%	15.3%	11%	15%
Return on Assets (%)	NA	NA	NA	NA	32	11	NA	NA
Return on Equity (%)	NA	NA	NA	NA	80	14	NA	NA
Op Inc/Int Exp	NA	NA	NA	10	17	248	-4	-13
Div Payout	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

DISCLAIMER

Argus Research Co. has received a flat fee from the company discussed in this report as part of a “Sponsored Research” agreement between Argus and the company. No part of Argus Research’s compensation is directly or indirectly related to the content of this assessment or to other opinions expressed in this report. Argus Research provides a suite of Sponsored Research services including but not limited to initial reports with ongoing coverage and updates; proprietary Argus Research earnings estimates; distribution to Argus Research’s clients; a license to enable the company to proactively use and distribute the report ; a press release announcing our initial coverage and updates; and access to the Vickers Research database. The price for this suite of services generally ranges from \$22,000 to \$35,000 depending on the level of services selected. Argus Research receives no part of its compensation in the form of stock or other securities issued by the company discussed in this report, and has no long equity position or short sale position in the company’s stock. Argus Research is not involved in underwriting securities for the subject company, and will receive no proceeds or other financial benefit from any securities offering by the company. Argus Research; its officers, directors, and affiliates; and the author of this report have no financial interest in, or affiliation with, the subject firm. The report is disseminated primarily in electronic form and is made available at approximately the same time to all eligible recipients.

Argus Research Co. (ARC) is an independent investment research provider whose parent company, Argus Investors’ Counsel, Inc. (AIC), is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission. Argus Investors’ Counsel is a subsidiary of The Argus Research Group, Inc. Neither The Argus Research Group nor any affiliate is a member of the FINRA or the SIPC. Argus Research is not a registered broker dealer and does not have investment banking operations. The Argus trademark, service mark and logo are the intellectual property of The Argus Research Group, Inc.

The information contained in this research report is produced and copyrighted by Argus Research Co., and any unauthorized use, duplication, redistribution or disclosure is prohibited by law and can result in prosecution. The content of this report may be derived from Argus research reports, notes, or analyses. The opinions and information contained herein have been obtained or derived from sources believed to be reliable, but Argus makes no representation as to their timeliness, accuracy or completeness or for their fitness for any particular purpose. This report is not an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security. The information and material presented in this report are for general information only and do not specifically address individual investment objectives, financial situations or the particular needs of any specific person who may receive this report. Investing in any security or investment strategies discussed may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor. Nothing in this report constitutes individual investment, legal or tax advice. Argus may issue or may have issued other reports that are inconsistent with or may reach different conclusions than those represented in this report, and all opinions are reflective of judgments made on the original date of publication. Argus is under no obligation to ensure that other reports are brought to the attention of any recipient of this report. Argus shall accept no liability for any loss arising from the use of this report, nor shall Argus treat all recipients of this report as customers simply by virtue of their receipt of this material. Investments involve risk and an investor may incur either profits or losses. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance.

Argus has provided independent research since 1934. Argus Investors’ Counsel (AIC), a portfolio management business based in Stamford, Connecticut, is a customer of Argus Research Co. (ARC), based in New York. Argus Investors’ Counsel pays Argus Research Co. for research used in the management of the AIC core equity strategy and model portfolio and UIT products, and has the same access to Argus Research Co. reports as other customers. However, clients and prospective clients should note that Argus Investors’ Counsel and Argus Research Co., as units of The Argus Research Group, have certain employees in common, including those with both research and portfolio management responsibilities, and that Argus Research Co. employees participate in the management and marketing of the AIC core equity strategy and UIT and model portfolio products.