

佩蒂动物营养科技股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【671】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

佩蒂动物营养科技股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
佩蒂转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：欧美等发达宠物市场已经处于成熟期，中国宠物食品行业仍处于快速发展期；佩蒂动物营养科技股份有限公司（以下简称“佩蒂股份”或“公司”，股票代码：300673.SZ）深耕宠物食品行业多年，客户关系稳定，在行业内仍保持一定市场竞争优势，2024 年海外客户去库存周期结束、订单恢复常态，公司销售收入上升，净利润扭亏为盈。但同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度较高且以美国客户为主，受美国贸易政策影响，2025 年一季度收入、净利润均同比下降，需持续关注美国贸易政策变化、汇兑损益、自主品牌投入对公司的影响，且原材料价格存在一定波动风险以及公司新增产能能否达到预期收益存在不确定性。

评级日期

2025 年 6 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	29.50	29.95	29.36	28.89
归母所有者权益	19.68	19.52	18.67	19.03
总债务	7.77	7.91	8.40	7.94
营业收入	3.29	16.59	14.11	17.32
净利润	0.23	1.86	-0.16	1.29
经营活动现金流净额	-0.58	3.66	1.78	2.31
净债务/EBITDA	--	-0.23	0.18	-0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	6.75	2.23	5.33
总债务/总资本	28.11%	28.66%	30.86%	29.23%
FFO/净债务	--	-336.38%	163.17%	-213.55%
EBITDA 利润率	--	17.89%	6.93%	12.12%
总资产回报率	--	8.23%	0.79%	6.53%
速动比率	6.09	4.41	4.19	4.33
现金短期债务比	58.16	16.82	10.19	7.58
销售毛利率	28.62%	29.42%	19.33%	22.30%
资产负债率	32.67%	34.26%	35.91%	33.48%

注：2022、2024 年公司净债务为负数。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：周文颖
zhouwy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素下推动我国宠物食品市场扩容。在欧美等发达国家，宠物食品行业已经处于成熟期，产业发展较为稳定，我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，国外稳定增长的需求带动我国宠物食品出口额大幅增长。我国宠物食品行业起步较晚，但随着人均可支配收入不断提高、人口结构变化带来宠物陪伴需求上升，同时宠物角色认知的改变，带动了宠物市场的消费需求，行业前景较好。
- 公司深耕宠物食品行业多年，客户关系稳定，2024 年受益于海外去库存周期结束，海外订单增加带动公司业绩增长。公司作为一家集宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营为一体的制造企业，运营多个国内外宠物食品品牌，在中国、越南、柬埔寨、新西兰等国家设有生产基地，海外工厂有利于公司对美出口，与美国品谱等国际客户合作稳定，得益于海外去库存周期结束，海外销售订单增加，带动 2024 年营业收入和净利润同比提升。

关注

- 公司产品以外销美国市场为主，客户集中度较高，需持续关注美国贸易政策变动、汇兑损益对公司业绩影响。2024 年公司前五大客户的销售收入占营业收入的比重为 77.66%，客户集中度较高，若公司主要核心客户需求下降或经营状况欠佳，或对公司业绩产生一定不利影响。2025 年一季度，美国贸易政策变动较快，公司销售面临不利风险，一季度营业收入和净利润同比下滑；此外，公司外销以美元定价和结算，汇兑损益变动对净利润影响较大。
- 原材料价格存在一定波动风险。公司采购原材料的价格受市场行情、供需情况、运输成本等因素影响，每年成本均有一定波动，原材料管控能力较弱。
- 公司新增产能能否达到预期收益存在不确定性。公司主要在建项目完工之后新增产能规模较大，其中新西兰的项目投产后将新增宠物主粮品类，新品类的市场开拓情况具有较大不确定性，因此整体公司新增产能能否实现预期收益具有一定不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为随着宠物食品行业规模继续增长，公司未来产能扩大，产品线不断丰富，公司在行业内的竞争优势将继续保持，业务具有持续性。

同业比较（单位：亿元）

指标	佩蒂股份	乖宝宠物	路斯股份	中宠股份
总资产	29.95	50.10	7.76	44.50
所有者权益	19.69	41.51	6.07	26.15
营业收入	16.59	52.45	7.78	44.65
净利润	1.86	6.27	0.79	4.16
销售毛利率	29.42%	42.27%	22.87%	28.16%
资产负债率	34.26%	17.13%	21.75%	41.25%

注：以上各指标均为 2024 年度数据。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
佩蒂转债	7.20	7.1978	2024-06-26	2027-12-22

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目、年产5万吨新型宠物食品项目及补充流动资金。截至2025年4月30日，佩蒂转债募集资金专项账户共五个，其中三个为人民币专项账户，余额合计为1,072.99万元，两个外币专项账户，新西兰元账户余额、美元账户余额为零。

截至2024年末，公司尚未投入募投项目的募集资金（含利息收入扣除银行手续费的净额）余额为38,233.86万元，其中使用闲置募集资金进行现金管理尚未归还的金额为21,000.00万元。针对闲置募集资金，公司用于暂时补充流动资金。2025年4月，公司董事会审议通过了《关于2025年度使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，为满足公司2025年度日常经营需要，优化财务结构，积极拓宽资金渠道，减少公司的财务费用支出，在保证募集资金投资项目正常进展的前提下，公司可在董事会审议通过之日起的12个月内根据公司主营业务的生产经营需要单次使用不超过25,000.00万元人民币的募集资金暂时补充流动资金，可在董事会授权的期限和额度内反复使用。

二、 发行主体概况

“佩蒂转债”2022年6月进入转股期，初始转股价格为19.92元/股，最新转股价格17.57元/股。跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。2024年因为本期债券转股，公司注册资本增加2.53亿元；2024年公司注销了已回购的部分社会公众股，综合影响下，2024年末公司注册资本变更为2.49亿元，截至2025年3月末，公司实收资本为2.49亿元，同期末控股股东陈振标直接持股比例为32.35%，实际控制人陈振标、郑香兰（两人系夫妻关系）及一致行动人陈振录（与陈振标系兄弟关系）合计持有公司46.06%的股权，三人均无股权质押、冻结情况。

2024年公司合并范围内新增2家子公司，为投资设立，分别位于新加坡和温州，为配合公司海外业务而设立。重要子公司无变动，仍为越南德信食品有限责任公司（以下简称“越南德信”）、柬埔寨爵味食品有限公司（以下简称“柬埔寨爵味”）。

表1 公司重要子公司情况（单位：万元）

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
柬埔寨爵味	55,927.28	46,567.13	35,841.27	5,129.89
越南德信	42,939.07	12,878.20	45,826.30	5,338.72

注：财务数据为2024年年度财务数据

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

宠物食品行业

我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，2024年全球宠物食品市场需求持续扩张，带动我国宠物食品出口额大幅增长

宠物产业在发达国家历经百年发展，已形成成熟度与专业度兼具的市场体系，持续增长的养宠需求推动市场规模稳居高位。从全球范围看，根据 Euromonitor，2024 年全球宠物行业的市场规模约为 2,070 亿美元，预计 2029 年全球宠物行业的市场规模将达到 2,708 亿美元，2024-2029 年复合年增长率预计将达到 5.5%。其中，美国是全球最大的宠物饲养和消费国家，其次是欧洲、日本以及新兴市场，如东南亚地区的泰国、越南等。根据历年《APPA NATIONAL PET OWNERS SURVEY》的统计数据，从2018年到2024年，美国宠物主人在宠物产品和服务上的支出增长了67%以上，这一数据目前仍呈现上升态势。2024 年美国宠物行业总开支达到1,519亿美元，预计到 2025 年，美国宠物行业市场规模将达到 1,570 亿美元，宠物饲养量的增加、宠物的人性化和兽医护理的进步等因素推动宠物行业市场规模增长。欧洲是全球另一大宠物消费市场，市场规模则呈现稳定增长趋势，宠物产品销售额逐年扩大。根据欧洲宠物食品工业联合会（FEDIAF）发布的数据，2023 年欧洲宠物市场消费总额达 538 亿欧元，其中宠物食品销售规模达

到 292 亿欧元。

我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，主要销往北美、欧洲等地区。根据海关总署数据显示，2024 年宠物食品进出口总金额达 140.86 亿元，同比增长11.45%；其中进口金额为35.56亿元，同比下降11.37%；出口金额为105.29亿元，同比增长22.07%；出口总额已达进口总额的3倍多，国内宠物食品市场正在实现更深层次的从“量”到“质”的升级，同时还迎来了“出口扩张、进口优化”的格局。

中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素下推动我国宠物食品行业扩容，市场集中度不断提升

我国宠物食品行业起步较晚，但依托政策环境与社会变迁实现了跨越式发展，宠物行业市场规模呈持续增长态势。根据《2025 年中国宠物行业白皮书》的数据，犬、猫仍是宠主首选的宠物类型，2024 我国城镇宠物（犬猫）宠物消费市场规模达到了 3,002 亿元，相2023年增长7.5%。其中犬消费市场1,557亿元，增长4.6%；猫消费市场规模达1,445亿元，增长10.7%。预计2027年市场规模达4,042亿元，其中犬消费市场规模达1,891亿元，猫消费市场规模2,151亿元。

从养宠数量来看，2024年我国城镇犬猫数量12,411万只，同比增长2.1%，其中宠物犬数量5,258万只，同比增长1.6%，宠物猫数量7,153万只，同比增长2.5%。2024年国内宠物食品中主粮市场仍为宠物食品消费市场中份额最大的细分市场。

图1 2024 年中国宠物食品消费结构

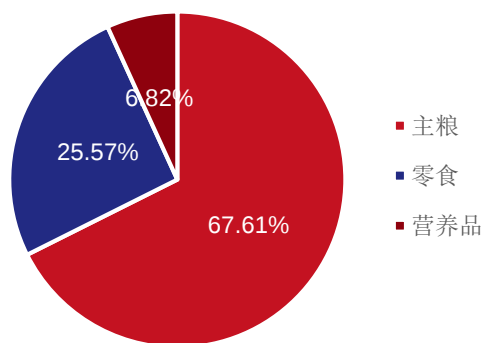
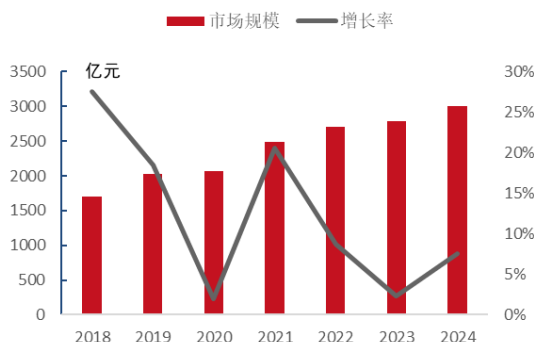


图2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模

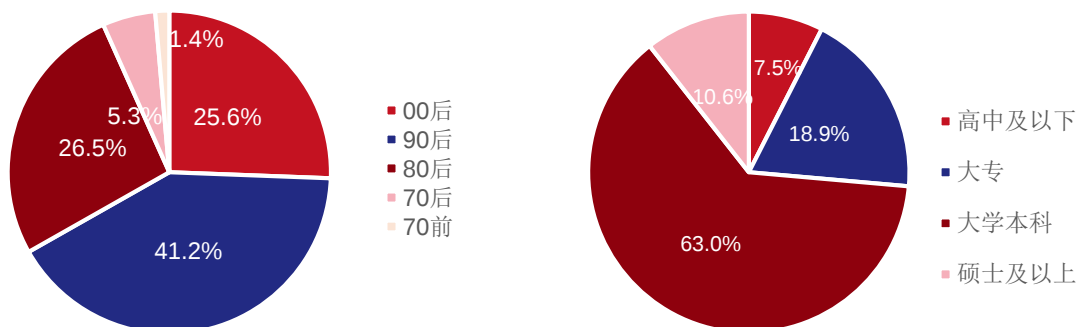


资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

随着社会生活节奏的加快以及人们情感需求的增长，年轻人群中饲养宠物的现象愈发普遍，饲养宠物以寻求心灵慰藉、缓解压力的行为日益普及。宠主年轻化的趋势也日益明显，90 后、95 后、00 后群体已经成为消费主力，成为了宠物经济崛起的关键，而高学历、高收入的宠物主又带动了宠物经济的快速发展。

图3 2024 年中国宠物主年龄分布

图4 2024 年中国宠物主学历分布



v

资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国居民收入水平的不断提高，为宠物市场快速发展提供了经济条件。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。伴随着我国经济不断增长、人均收入水平的提高以及消费理念的升级等多重驱动因素，我国居民饲养宠物数量快速增长，专业宠物食品的渗透率有巨大的提升空间，我国宠物食品的市场需求稳步提升。

人口结构变化带来宠物陪伴需求上升。社会结构转型与家庭形态变迁深刻影响着宠物经济发展轨迹，在家庭规模小型化的背景下，各种新型居住模式逐渐普及，促使部分群体将情感需求转向伴侣动物。宠物通过提供稳定陪伴与情感互动，有效填补了现代都市生活中的社交真空，这种需求在独居青年群体中尤为显著。与此同时，人口老龄化进程进一步拓展了宠物消费市场空间。随着 65 岁以上人口占比增加，老年群体对精神慰藉的需求与日俱增，宠物因其无条件陪伴的特性，成为代际情感交流的重要载体。这种跨年龄层的需求叠加效应，推动宠物从生活附属品向家庭成员角色的转变，强化了其在现代社会关系网络中的情感纽带作用。

宠物角色认知的改变，进一步带动了宠物市场的消费需求。随着年轻人占据主流养宠市场，传统养宠观念正在改变，宠物的社会地位也逐渐提升，从以往的“工具猫/狗”转变成亲密的伙伴，或成为家庭成员，养宠需求提升带动宠物市场规模持续增长。与上一辈人相比，新时代年轻人对宠物释放出更多的耐心与寄托，为宠物赋予情感角色，追求健康、快乐养宠。根据《2025 年中国宠物行业白皮书》，92% 的宠物主将宠物当成家人/朋友，“亲人”属性带动主人对宠物产品的消费意愿增强，高消费宠物主占比在 20% 以上（高消费宠物主指主粮月均消费超过 500 元的宠物主）。随着宠物地位的提升，养宠开支已成为现代家庭支出的重要组成部分，驱动着宠物市场规模持续扩张和消费升级。

当前中国宠物食品行业市场集中度较低，未来市场份额有望逐步提升。在国内宠物食品市场中，外资品牌由于进入市场较早，在品牌建设和品牌分类上具备领先优势，且线下销售渠道也较为成熟，取得了较高的市场认知度，占据较高的市场份额。从市场发展阶段来看，尽管国内宠物市场起步相对较晚，但呈现出快速发展态势，市场规模持续增长。在竞争态势方面，当前中国宠物食品行业市场集中度较低。根据 Euromonitor，2023 年中国宠物食品企业口径 CR3、CR5、CR10 分别为 19.9%/24.5%/32.1%。对

比美国市场，宠物食品市场份额高度集中，2023 年其CR3/CR5/CR10 分别为 55.5%/67.1%/76.1%，随着市场的发展和消费者认知的深化，头部品牌凭借在品牌影响力、研发实力、产品质量以及渠道建设等多方面的综合优势，市场份额有望逐步提升，呈现出向头部品牌集中的趋势。

宠物食品以鸡肉为主要原材料，2024年白羽肉鸡价格维持在低位，利好行业企业成本管控

宠物食品的主要原材料是鸡肉，2024年至今全国白羽肉鸡价格整体处在低位。2024年白羽鸡价格在近十年中堪称最平稳的阶段，主要为几方因素相互交叉支撑：一是整体屠宰产能在上半年仍处于扩产状态，屠宰产能长期大于养殖产能；二是鸡肉消费欠佳，但从从业者大多明确产品价格易跌难涨，长期存在扛价心理，进而支撑白羽鸡价格；三是养殖端的规模化越来越多，规模化养殖的话语权较重，价格一旦跌至成本线附近就会出现较强的支撑；四是白羽鸡价格已经处于近几年的低位状态，下探空间有限。

预计2025年白羽肉鸡整体呈现出窄幅震荡的趋势，整体保持平稳。从祖代引种更新量及父母代存栏量等供应角度看，2025年鸡苗供应较2024年更为充裕。2024年下半年父母代后备存栏量呈增量趋势，反映至2025年上半年父母代的在产存栏量处于高位。从毛鸡养殖角度看，2024年白羽肉鸡产业链以养殖环节扩产最为显眼。屠宰企业出于对稳定鸡源的刚需，一直在鼓励、参股、扶持甚至合办养殖场，对新建养殖场释放大量扶持措施，使得大型规模养殖场迅速扩产。从屠宰产能来看，2025 年屠宰产能仍处于过剩状态。从产品销售角度，2023年以来经销端利润有限，整体拿货意愿降低，下游流通缓慢，商超、食品厂及终端渠道消化缓慢。虽然白羽肉鸡在一些快餐、团餐等领域有一定的市场份额，但随着消费者健康意识的提升，对肉类品质和安全性的要求也越来越高，这对白羽肉鸡的市场需求也提出了新的挑战。

图5 中国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源：Choice，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内公司主营业务未发生变化，仍主要从事宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营等，主要产品包括畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮和湿粮等。2024年海外市场进入补库存周期，

销售情况良好，收入增量系海外订单贡献，2024年海外销售收入同比增长29.12%。2024年公司将国内销售收入中的贸易业务收入改变统计方式，国内销售收入同比下降17.56%。公司的主粮和湿粮产品主要在国内销售，其他品种产品在国内外均有销售，2024年除主粮和湿粮由于收入核算方法改变外，其他产品收入均有上升。2024年公司原材料采购价格整体下降，订单上升带来产能利用率提升，各产品品类的毛利率均有上升。2025年一季度受美国贸易政策波动影响，部分海外客户延后订单预定，导致一季度营业收入同比下降14.40%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	金额	毛利率	金额	占比	毛利率
畜皮咬胶	0.96	29.25%	24.24%	5.05	30.41%	25.28%	4.24	30.01%	15.04%
植物咬胶	1.08	32.84%	30.94%	6.08	36.62%	31.86%	4.23	29.96%	24.42%
营养肉质零食	1.01	30.59%	32.60%	4.03	24.28%	33.20%	3.18	22.55%	18.69%
主粮和湿粮	0.17	5.25%	21.14%	1.18	7.13%	24.81%	2.10	14.88%	20.05%
其他	0.07	2.07%	13.83%	0.26	1.55%	15.29%	0.37	2.60%	11.75%
合计	3.29	100.00%	28.62%	16.59	100.00%	29.42%	14.11	100.00%	19.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年进入客户补库周期，海外销售收入大幅上升；公司客户集中度仍较高且美国市场占比最大，需持续关注国际贸易形势对公司业务带来的负面影响；由于贸易业务改变统计方式，2024年国内销售收入下降，其中自主品牌保持较快增长，但销售费用规模较大，国内市场继续亏损

跟踪期内，公司业务模式、销售区域、主要客户无重大变动。2024年公司产品仍以外销为主，外销主要为“ODM”模式的贴牌产品，辅以少量自主品牌的宠物食品。公司产品主要销往美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占比最大。公司产品外销主要客户为国外的宠物食品品牌商、综合性商超和宠物行业的专业商超。公司内销主要通过线下经销与线上直销结合的模式销售公司自主品牌产品（爵宴Meatyway、好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy等），同时代理销售部分国际知名宠物品牌食品，以自主品牌销售为主。

2023年海外客户为去库存周期，2024年海外客户进入补库存周期，公司的海外销售收入同比上升29.12%。需关注的是，公司海外销售占比一直较高，国际贸易形势对公司业务有较大影响。2025年一季度，美国贸易政策变动较大，部分海外客户在一季度延迟下订单，导致2025年一季度营业收入同比下降17.56%，需持续关注美国贸易政策变动对公司业务影响。为加强对美出口，近年来公司积极在东南亚建设厂房，目前公司出口美国的订单中，大部分为公司的柬埔寨、越南工厂生产的产品，少部分为国内工厂产品。

表3 公司产品销售分区域（单位：亿元）

区域	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
----	--------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	2.63	79.83%	13.71	82.63%	28.94%	10.62	75.23%	17.90%
国内	0.66	20.17%	2.88	17.37%	31.72%	3.50	24.77%	23.68%
合计	3.29	100.00%	16.59	100.00%	29.42%	14.11	100.00%	19.33%

注：各分项加总数字与合计数差异为小数点四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与海外客户主要采用电汇收款方式，信用周期一般在90-120天左右，结算货币以美元、新西兰元和越南盾为主，汇率波动形成的汇兑损益对公司盈利水平影响较大。由于外销收入上升且2024年人民币小幅贬值，公司2024年汇兑收益为1,857.87万元，同比上升128.02%。

2024年公司继续积极拓展国内市场，重点开拓线上销售渠道，推广自有品牌。国内销售收入规模和占比均下降、毛利率同比提高主要系贸易业务收入改变统计方式所致。公司的内销业务毛利率相对外销较高，但内销需要承担的广告费用、渠道费用、管理费用更高，2024年公司的内销业务仍为亏损，随着国内市场收入扩张带来的规模效应，业务盈利情况有望持续好转。公司全资子公司佩蒂智创（杭州）宠物科技有限公司（以下简称“佩蒂智创”）承担国内市场的自主品牌业务，佩蒂智创2023-2024年净利润分别为亏损0.38亿元、0.35亿元，需关注公司在国内市场业务上的长期盈利能力。

2024年公司前五大客户占营业收入比例较高，与上年基本持平，仍处于较高水平，2024年前五大销售客户均为海外客户。2024年公司主要大客户较稳定，公司和大客户有长期的合作框架协议，大客户的收入波动对公司的业绩会有一定的影响。

2024年以来公司产品销售单价与2023年基本持平，公司外销产品以美元定价，价格随汇率有一定浮动。得益于海外订单恢复，2024年公司各产品销量明显上升。

表4 公司主要产品销售价格变化情况

产品名称	项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
畜皮咬胶	销售收入（万元）	9,625.11	50,459.46	42,354.10
	销量（吨）	2,149.82	11,217.98	9,683.37
	平均单价（万元/吨）	4.48	4.50	4.37
植物咬胶	销售收入（万元）	10,804.71	60,750.48	42,282.64
	销量（吨）	2,853.52	16,156.64	11,341.31
	平均单价（万元/吨）	3.79	3.76	3.73
营养肉质零食	销售收入（万元）	10,064.06	40,286.11	31,818.96
	销量（吨）	2,128.01	8,398.27	6,690.86
	平均单价（万元/吨）	4.73	4.80	4.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2024年产能小幅提升，主要系柬埔寨工厂产能释放，随着海外订单增加，柬埔寨、国内产能利用率同比上升，越南产能利用率仍较高、同比变动较小，新西兰产能利用率较低；公司在建项目建成之后有利于产能扩充和品种丰富，但新增产能能否实现预期收益存在不确定性；此外，公司过半产能分布

在海外，需关注海外经营风险

跟踪期内，公司生产基地无变动，国内生产工厂分布于温州平阳和江苏泰州，且在越南、柬埔寨和新西兰设有生产基地，公司过半产能分布在海外，其中以越南工厂为主。对于海外市场，公司采用“以销定产”的模式，根据订单需求及生产安排确定生产计划。对于国内市场，公司在借鉴国外市场生产模式的同时，根据国内客户和消费者的需求，适当增加相关产品的备货量，以提高市场反应速度。

表5 截至 2024 年末公司主要生产基地情况

地区	主要生产产品	负责公司
中国温州平阳	宠物零食、主粮	公司本部
中国江苏泰州	宠物零食、主粮	江苏康贝宠物食品有限公司
越南	宠物零食，主要为咬胶和肉质零食	越南好嚼有限公司、越南巴啦啦食品有限公司、越南德信食品有限公司
柬埔寨	宠物零食，主要为咬胶和肉质零食	柬埔寨爵味
新西兰	宠物主粮	新西兰北岛小镇宠物食品有限公司、新西兰天然纯宠物食品有限公司、Bop Industries Limited

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2024年产能小幅提升，主要系柬埔寨工厂产能释放。公司越南生产基地2024年产能利用率仍较高、继续保持盈利状态。2024年随着销售收入规模上升和工厂产能利用率逐渐提升，柬埔寨爵味2024年扭亏为盈，2024年净利润为5,129.89万元。公司的新西兰工厂在2024年开始投入商业化运营，目前仍处于前期市场拓展、客户积累阶段，尚未实现盈利。从生产情况来看，随着海外工厂产能爬坡，2024年公司产能小幅上升，2024年销售订单增加，产能利用率有所上升。2024年公司产销量率仍保持良好水平，主要产品产销率均接近100%。

随着海外生产基地产能的持续释放和在建项目的持续增加，公司海外经营规模迅速扩大，资产规模、员工数量也随之快速增加。由于海外当地政治经济、生产文化、法律制度与国内存在较大差异，公司面临由于公司海外经营经验及人才储备不足、境外经营环境恶化导致的海外经营风险。

表6 2023-2024 年公司产品产能利用情况（单位：吨）

指标	产品名称	2024 年	2023 年
产能	畜皮咬胶/营养肉质零食	23,900.00	20,900.00
	植物咬胶	16,500.00	14,500.00
产量	畜皮咬胶/营养肉质零食	19,732.22	16,445.48
	植物咬胶	16,132.07	11,367.53
产能利用率	畜皮咬胶/营养肉质零食	82.56%	78.69%
	植物咬胶	97.77%	78.40%

注：公司畜皮咬胶及营养肉质零食产品可共线生产，故产能及产能利用率合并计算

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司主要产品产销率情况（单位：吨）

指标	产品名称	2024 年	2023 年
----	------	--------	--------

产量	畜皮咬胶	11,324.62	9,695.65
	植物咬胶	16,132.07	11,367.53
	营养肉质零食	8,407.60	6,749.83
销量	畜皮咬胶	11,217.98	9,683.37
	植物咬胶	16,156.64	11,341.31
	营养肉质零食	8,398.27	6,690.86
产销率	畜皮咬胶	99.06%	99.87%
	植物咬胶	100.15%	99.77%
	营养肉质零食	99.89%	99.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要的在建项目情况如下。对于在建项目的建设，公司根据市场需求，分步实施建设项目，部分建成即投入使用。

公司在建项目完工后将释放大量产能，新增产能主要集中在主粮产品，公司需要开拓新市场以消化主粮产能，宠物食品行业中，与新客户建立稳定合作关系需要一定时间，针对新增产能，公司的市场开拓情况具有不确定性，需关注后期市场需求开发对新增产能的消化能力。

表8 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	地点	预计总投资	已投资	累计投入本期 债券募集资金	资金来源
新西兰天然纯项目	新西兰	6.00	4.51	6,632.85	募集资金、自筹
年产 5 万吨新型宠物食品项目	中国泰州、温州	3.50	0.94	7,580.72	募集资金、自筹
合计	--	9.50	5.45	14,213.57	--

注：1、新西兰天然纯项目主要为新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目（本期债券的募投项目）和新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目（公司非公开发行股票的募投项目）；2、年产 5 万吨新型宠物食品项目中为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购原材料的价格受市场行情、供需情况、运输成本等因素影响，原材料管控能力较弱，2024 年主要原材料采购价格均下降，但仍需关注公司面临的原材料价格波动风险

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工和制造费用，其中直接材料成本占比70%左右，包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。2024年公司采购原材料的价格普遍下降，直接材料占营业成本比重小幅下降。

表9 2023-2025 年第一季度公司营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年第一季度		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	1.63	69.36%	7.92	67.64%	8.01	70.35%
直接人工	0.31	13.29%	1.72	14.65%	1.43	12.55%
制造费用	0.41	17.35%	4.09	17.71%	1.95	17.10%
合计	2.35	100.00%	13.73	100.00%	11.38	100.00%

注：各分项加总数字与合计数差异为小数点四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采购业务由采购部门负责，采购部根据业务计划部提供的订单计划，结合产品物料需求清单、材料库存情况指定采购计划。根据不同类别的产品，选择合适的供应商进行议价，经过总经理审核后确认采购合同，采购合同明确物料数量、单价、总价、质量验收标准、交期等内容，后续由采购人员进行跟踪。公司主要采购的原材料包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。

2023年公司加大了湿牛皮的采购量，2024年湿牛皮采购总量小幅下降，其他主要原材料采购数量由于订单增加均上升。公司采购价格随行就市，2024年公司主要原材料的采购价格均下降。

表10 公司主要原材料采购金额情况

原材料名称		2024 年	2023 年
鸡肉	采购金额（万元）	9,468.13	8,958.38
	采购数量（吨）	8,397.02	7,149.93
	采购单价（万元/吨）	1.13	1.25
干牛皮	采购金额（万元）	9,108.49	9,466.27
	采购数量（吨）	4,378.37	3,940.21
	采购单价（万元/吨）	2.08	2.40
湿牛皮	采购金额（万元）	5,426.80	7,361.58
	采购数量（吨）	17,192.25	18,215.35
	采购单价（万元/吨）	0.32	0.40
淀粉	采购金额（万元）	2,584.60	2,378.82
	采购数量（吨）	7,718.91	5,928.92
	采购单价（万元/吨）	0.33	0.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了相应的供应商选择机制。采购部审核资质、对比报价，综合售后与交货时间评估后选定供应商，合格者列入采购目录。主要原材料采购来自中国、中亚、东盟、南美、澳洲等地，供应商分散但主要供应商稳定，2024 年前五大供应商采购占比 16.64%（与上年持平）。国内供应商结算分现付和 3 个月账期，国外供应商电汇预付，清关付全款。

原材料成本是公司产品的主要成本，公司原材料成本占比高，价格受市场行情、供需及运输成本影响波动，因供应商分散且原材料管控弱，需关注价格波动风险。

五、 财务分析

财务分析基础说明

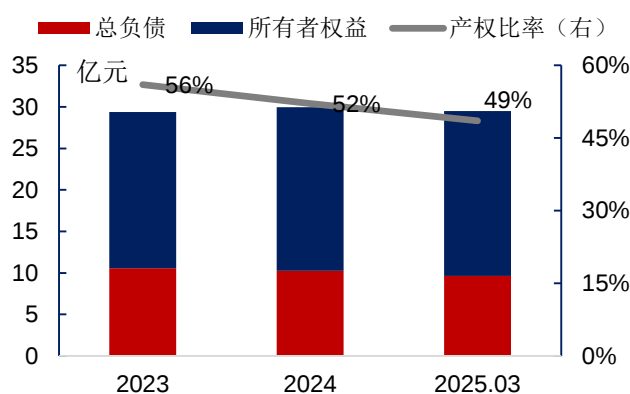
以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

2024 年公司总资产小幅上升，财务杠杆较低，债务压力仍较小；得益于海外销售收入规模上升，公司 2024 年盈利指标大幅上升，但公司季度业绩波动较大，需关注后续销售情况变动

资本实力与资产质量

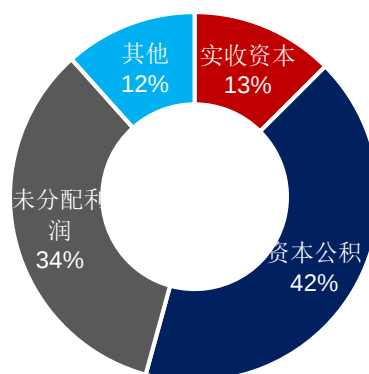
公司所有者权益主要由所有者投入的资本公积和未分配利润构成，得益于利润积累，2024年公司所有者权益规模同比小幅上升，导致2024年产权比例下降，公司所有者权益对负债的保障程度加深。

图6 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年末公司资产总规模较上年基本持平，流动资产占比小幅下降。资产主要集中于货币资金、存货以及固定资产和在建工程等。公司2021年末12月发行本期债券，目前公司仍有一定规模闲置募集资金。2024年公司销售状况良好，公司经营活动现金流净额明显上升。2024年公司对闲置资金加强了投资管理，2024年末交易性金融资产为公司购买的短期投资产品，由于对闲置募集资金仅能进行低风险投资，投资回报率水平一般。公司主要在建工程为发行股票、本期债券的募投项目，2024年末公司部分在建工程转入固定资产，固定资产规模有所上升。2024年公司销售状况良好，期末存货规模较上年小幅减少。2024年末应收账款90%以上为一年以内账龄。

截至2024年末公司受限资产规模为1.28亿元，占总资产比重较低，其中0.04亿元为履约保函保证金、工程保证金，0.29亿元为冻结的交易保证金、结构性存款，其余部分为抵押借款而受限的土地及房屋建筑物。需关注的是，截至2024年末公司外币货币性项目余额较大，主要为美元货币资金0.51亿美元（折算成人民币为3.64亿元），美元应收账款余额为0.29亿美元（折算成人民币为2.07亿元），公司面临一定外币风险敞口。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.95	20.17%	6.75	22.53%	8.16	27.79%
交易性金融资产	2.76	9.36%	2.31	7.70%	0.51	1.72%

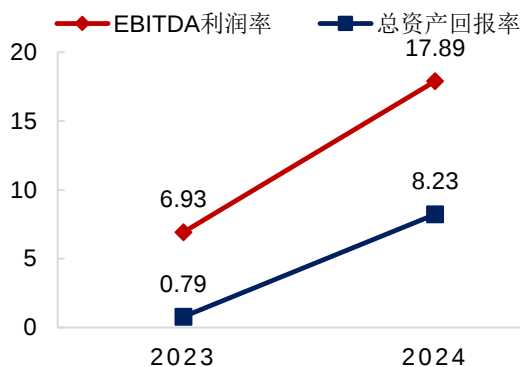
应收账款	2.49	8.43%	2.18	7.28%	2.40	8.18%
存货	3.27	11.08%	3.43	11.46%	3.77	12.83%
流动资产合计	15.34	52.01%	15.78	52.69%	16.01	54.51%
固定资产	9.97	33.81%	10.06	33.58%	7.14	24.31%
在建工程	0.71	2.39%	0.64	2.14%	2.98	10.13%
非流动资产合计	14.16	47.99%	14.17	47.31%	13.36	45.49%
资产总计	29.50	100.00%	29.95	100.00%	29.36	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

得益于海外销售收入规模上升，公司2024年EBITDA利润率、总资产回报率等盈利指标均大幅上升。但 2025年一季度受美国贸易政策波动影响，部分海外客户延后订单预定，导致公司一季度营业收入同比下降14.40%。近几年公司季度业绩波动较大，需关注后续公司的销售情况变动。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年末公司负债规模小幅下降，主要系银行借款和应付账款的下降。公司的刚性负债以为本期债券为主、辅以银行借款，公司2024年末资产负债率为34.26%，债务压力较小。截至2024年末，佩蒂转债累计转股金额为17.81万元。公司的应付账款主要为应付材料款，截至2024年末一年以内的应付账款占99%以上。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.10	1.06%	0.11	1.04%	0.74	7.01%
应付票据	0.02	0.23%	0.02	0.21%	0.00	0.00%
应付账款	1.14	11.85%	1.42	13.84%	1.59	15.06%

流动负债合计	1.98	20.58%	2.80	27.31%	2.92	27.69%
长期借款	0.19	1.94%	0.06	0.58%	0.61	5.74%
应付债券	7.07	73.30%	6.98	67.99%	6.61	62.68%
一年内到期的非流动负债	0.03	0.27%	0.41	3.97%	0.11	1.02%
非流动负债合计	7.66	79.42%	7.46	72.69%	7.62	72.31%
负债合计	9.64	100.00%	10.26	100.00%	10.54	100.00%
总债务	7.77	80.56%	7.91	77.09%	8.40	79.69%
其中：短期债务	0.15	1.93%	0.54	6.78%	0.85	10.08%
长期债务	7.62	98.07%	7.37	93.22%	7.56	89.92%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司的经营活动净现金流、FFO等现金流表现同比大幅上升。公司2024年以来债务规模下降，净负债规模由负转正，随着盈利指标向好，利息保障倍数的偿债指标上升，总体表现较好。

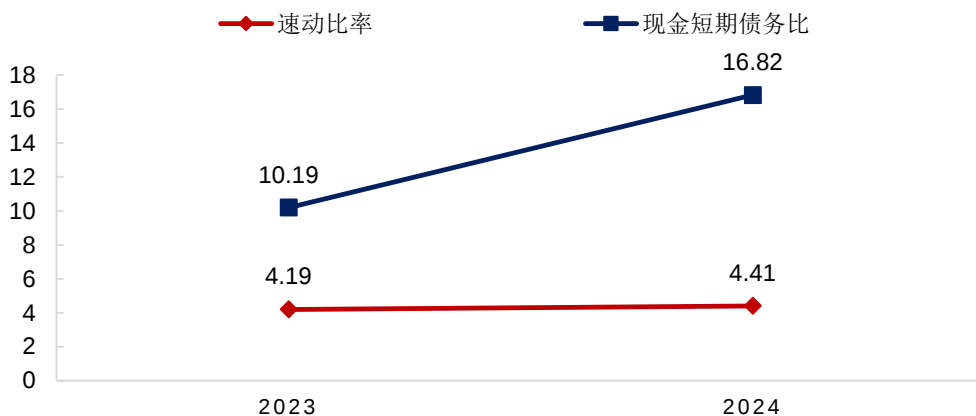
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.58	3.66	1.78
FFO（亿元）	--	2.31	0.29
资产负债率	32.67%	34.26%	35.91%
净债务/EBITDA	--	-0.23	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	6.75	2.23
总债务/总资本	28.11%	28.66%	30.86%
FFO/净债务	--	-336.38%	163.17%
经营活动现金流净额/净债务	67.80%	-533.72%	1,014.68%
自由现金流/净债务	87.36%	-349.49%	207.55%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年以来公司的速动比例基本持平，短期债务规模下降，现金短期债务比呈上升趋势，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。截至2025年4月末公司尚有7.66亿元银行授信，授信银行包括中国银行、中国建设银行、兴业银行、中信银行等，备用流动性尚可。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月19日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

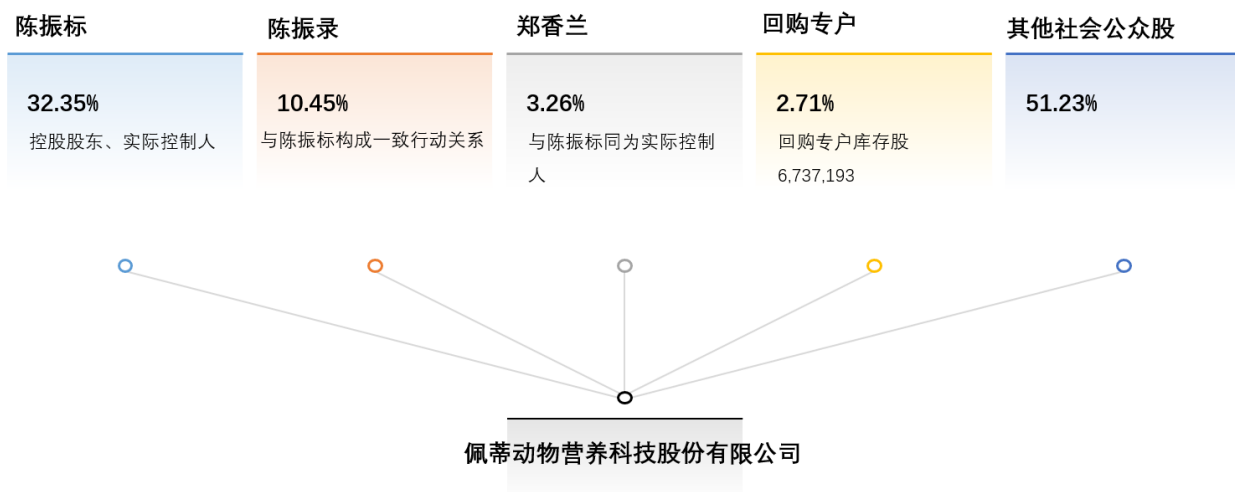
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	5.95	6.75	8.16	8.33
存货	3.27	3.43	3.77	4.24
流动资产合计	15.34	15.78	16.01	16.71
固定资产	9.97	10.06	7.14	5.74
非流动资产合计	14.16	14.17	13.36	12.17
资产总计	29.50	29.95	29.36	28.89
短期借款	0.10	0.11	0.74	1.10
应付账款	1.14	1.42	1.59	0.89
一年内到期的非流动负债	0.03	0.41	0.11	0.10
流动负债合计	1.98	2.80	2.92	2.88
长期借款	0.19	0.06	0.61	0.02
应付债券	7.07	6.98	6.61	6.24
非流动负债合计	7.66	7.46	7.62	6.79
负债合计	9.64	10.26	10.54	9.67
总债务	7.77	7.91	8.40	7.94
长期债务	7.62	7.37	7.56	6.74
所有者权益	19.86	19.69	18.82	19.21
营业收入	3.29	16.59	14.11	17.32
营业利润	0.30	2.26	0.03	1.69
净利润	0.23	1.86	-0.16	1.29
经营活动产生的现金流量净额	-0.58	3.66	1.78	2.31
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-3.68	-1.54	-2.78
筹资活动产生的现金流量净额	-0.22	-1.46	-0.50	-1.93
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	2.97	0.98	2.10
FFO（亿元）	--	2.31	0.29	1.47
净债务（亿元）	-0.86	-0.69	0.18	-0.69
销售毛利率	28.62%	29.42%	19.33%	22.30%
EBITDA 利润率	--	17.89%	6.93%	12.12%
总资产回报率	--	8.23%	0.79%	6.53%
资产负债率	32.67%	34.26%	35.91%	33.48%
净债务/EBITDA	--	-0.23	0.18	-0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	6.75	2.23	5.33
总债务/总资本	28.11%	28.66%	30.86%	29.23%
FFO/净债务	--	-336.38%	163.17%	-213.55%
经营活动现金流净额/净债务	67.80%	-533.72%	1,014.68%	-335.00%

速动比率	6.09	4.41	4.19	4.33
现金短期债务比	58.16	16.82	10.19	7.58

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号