



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

宠业深耕三十载，双轮驱动再登峰

——佩蒂股份首次覆盖

买入（首次）

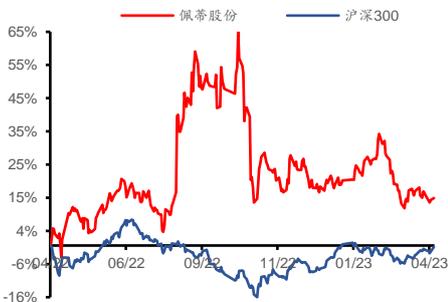
行业：农林牧渔
日期：2023年04月17日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人：袁家岗
Tel: 02153686249
E-mail: yuanjiagang@shzq.com
SAC 编号: S0870122070024

基本数据

最新收盘价（元）	17.13
12mth A 股价格区间（元）	14.45-24.73
总股本（百万股）	253.42
无限售 A 股/总股本	64.61%
流通市值（亿元）	28.05

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 主要观点

公司概况：深耕宠业三十年，全品类宠食龙头。公司创立于1992年，是国内目前最大的宠物咀嚼食品生产研发集团，其核心优势产品宠物咬胶产品的技术水平和出货量在全球均处于领先地位，还拥有宠物营养肉质零食、宠物干粮、宠物湿粮等其他宠物食品品类。公司坚定实施“双轮驱动”发展战略，通过立足海外咬胶代工，开拓国内零食主粮市场。2021年公司海外工厂受疫情影响停工，对营收造成较大冲击，2022年业绩已加速恢复。根据公司2023年1月31日发布的2022年度业绩预告，2022年扣非净利润1.44-1.81亿元，同比增长157.77%-223.84%。

行业概况：宠物经济势头盛，宠物食品乘风起。宠物市场抗周期性凸显，据亚宠研究院数据，2022年全球宠物产品零售市场规模预计约1714亿美元，同比增长7.5%。目前国内宠物渗透率水平低，持续提升潜力大，据宠物行业白皮书数据，2022年城镇宠物市场规模2706亿元，近十年复合增速达18.2%，而宠物食品作为目前宠物行业最大的细分市场，养宠渗透率与宠物食品渗透率双增长将带动市场规模提升，据德勤数据，中国宠物食品市场规模未来5年增速可达17%。

业务梳理：国内外双轮驱动，双核双向齐发展。公司坚定实施“双轮驱动”发展战略，一方面通过绑定优质核心客户，巩固外部发展空间，努力扩大ODM产品市场占有率的同时重视自主品牌的培育。另一方面，自2019年全面启动中国市场以来，公司结合国内宠物的身体特质，搭建了完善的自主品牌业务，建立了较强的产品力、品牌力和渠道力的优势，持续扩张国内市场业务。

核心优势：多维度优势赋能，高筑核心竞争力。1) **产品研发**：研发投入行业领先，通过多项国内外认证，技术实力屡获认可；2) **品牌布局**：全面搭建长期有效产品矩阵，满足市场的多元化需求，品牌形象也获一致认可，屡获亚宠年度奖项；3) **渠道建设**：线上渠道完善，积极采用新型高效营销手段，各类节日大促表现亮眼。线下已建立相对完善的经销商渠道，积极打造人宠互动空间，深入了解用户实际需求；4) **产能规划**：全球产能持续扩充，产能释放有望助推公司盈利能力进一步提升。

■ 投资建议

宠物经济持续高景气带动宠物食品市场规模加速增长，站在全球化的战略高度，公司坚持“双轮驱动”发展战略，立足海外咬胶代工加速国内市场扩张，依托顶尖的研发优势，全面搭建品牌矩阵，积极打造完善的国内外产销及服务网络体系，全球产能放量有望助推公司蓝海扬帆。预计公司22-24年营收为16.44/20.78/25.43亿元，同比分别为29.37%/26.37%/22.39%；归母净利润分别为1.60/1.78/2.79亿元，同比分别为167.00%/11.11%/56.49%。对应PE 27/24/16倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

海外经营风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新产品及自有品牌开发推广风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1271	1644	2078	2543
年增长率	-5.1%	29.4%	26.4%	22.4%
归母净利润	60	160	178	279
年增长率	-47.7%	167.0%	11.1%	56.5%
每股收益（元）	0.24	0.63	0.70	1.10
市盈率（X）	72.33	27.09	24.38	15.58
市净率（X）	2.44	2.34	2.13	1.88

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年04月17日收盘价）

目 录

1 深耕宠业三十年，全品类宠食龙头	6
1.1 发展历程：立足咬胶拓展市场，内生外购扩充品类.....	6
1.2 公司治理：股权结构清晰稳定，激励计划绑定人才.....	7
1.3 经营情况：海外咬胶代工为主，盈利能力持续恢复.....	8
2 宠物经济势头盛，宠物食品乘风起	10
2.1 宠物行业：宠物经济持续升温，市场规模稳定增长.....	10
2.2 宠物食品：高频刚需消费属性，宠物最大细分市场.....	12
2.3 竞争格局：国外品牌占据高端，国产品牌加速追赶.....	16
2.4 发展驱动：经济增长奠定基础，陪伴需求催化成长.....	18
3 国内外双轮驱动，双核双向齐发展	19
3.1 国外业务：绑定优质核心客户，巩固外部发展空间.....	19
3.2 国内业务：自有品牌加速成长，国内扩张持续进行.....	21
4 多维度优势赋能，高筑核心竞争力	23
4.1 产品研发：研发投入行业领先，技术实力屡获认可.....	23
4.2 品牌布局：全面搭建品牌矩阵，满足市场多元需求.....	24
4.3 渠道营销：线上线下协同发展，市场开拓成效明显.....	26
4.4 产能规划：全球产能持续扩充，产能释放驱动增长.....	28
5 投资建议	28
5.1 盈利预测.....	28
5.2 投资建议.....	30
6 风险提示：	30

图

图 1：公司正步入快速发展期.....	7
图 2：公司股权结构清晰稳定（截至 2022 年三季度末）.....	7
图 3：海外收入为主（单位：%）.....	9
图 4：咬胶为营收主力（单位：%）.....	9
图 5：营业收入加速恢复（单位：亿元，%）.....	9
图 6：净利润快速反弹（单位：亿元，%）.....	9
图 7：净利率触底回升（单位：%）.....	10
图 8：费用率稳中有降（单位：%）.....	10
图 9：全球宠物产品零售市场规模稳步增长（单位：亿美元，%）.....	10
图 10：美国&国内宠物市场发展历程.....	11
图 11：中国宠物渗透率对比发达国家/地区仍有上升空间... ..	11
图 12：中国平均宠物开销仍显著低于发达国家/地区.....	12
图 13：国内宠物市场规模稳定增长（单位：亿元，%）.....	12
图 14：2018 全球宠物行业市场占比（单位：%）.....	13
图 15：我国宠物行业细分市场占比（单位：%）.....	13
图 16：国内宠物食品正处于快速发展期.....	13
图 17：宠物食品细分品类.....	14
图 18：我国宠物主粮市场发展处在 2.0 阶段.....	14

图 19: 2021 宠物零食购买频次分布 (单位: %)	14
图 20: 良好的咀嚼习惯可有效减少牙菌斑、牙结石	15
图 21: 食用咀嚼产品后咀嚼功能显著提升	15
图 22: 中国口腔护理标准亟待提升	15
图 23: 中国宠物食品市场规模将快速提升, 按产品类型 (单位: 亿元)	16
图 24: 国内外品牌百舸争流	17
图 25: 2021 各国宠物食品行业 CR5 (单位: %)	17
图 26: 2021 宠物主偏好国产粮的主要原因 (单位: %)	17
图 27: 线上国产粮消费热度高涨 (单位: %)	17
图 28: 宠物主呈年轻化分布 (单位: %)	18
图 29: 高收入人群占比提升 (单位: %)	18
图 30: 单只宠物年宠物食品支出相较于发达国家还有较大提升空间 (单位: 元)	18
图 31: 人口老龄化趋势明显 (单位: %)	19
图 32: 中国一人户占比逐渐提升 (单位: %)	19
图 33: 宠物家庭属性进一步增强 (单位: %)	19
图 34: ODM 模式为主, 自主品牌逐渐培育 (单位: %)	20
图 35: 宠物食品抗周期性凸显 (单位: 亿美元)	20
图 36: 公司海外业务规模持续增长 (单位: 亿元)	20
图 37: 以全新形象开启中国市场	21
图 38: 正式启动国内市场后营收快速提升 (单位: 亿元)	22
图 39: “双轮驱动”发展战略	22
图 40: 公司研发费用率行业领先 (单位: %)	23
图 41: 入选浙江省 2022 年度专精特新中小企业, 成立宠物健康营养研究院	24
图 42: 全球首个分龄宠物口腔护理品牌, 根据宠物年龄不同开发对应产品	24
图 43: 亚宠年度大赏三大奖项花落佩蒂	26
图 44: 积极拥抱直播带货热潮, 采用新型营销形式	26
图 45: 公司双十一大促表现亮眼	27
图 46: 积极打造人宠互动空间, 深入了解用户实际需求	27

表

表 1: 公司拥有全品类的宠物食品矩阵	6
表 2: 公司高管行业经验丰富	8
表 3: 考核目标彰显公司的长期发展决心	8
表 4: 宠物食品行业与婴幼儿食品行业较为相似	16
表 5: 公司主要客户均为行业内知名品牌商	21
表 6: 公司通过了多项行业认证	23
表 7: 公司主要品牌矩阵	25
表 8: 公司产能分布及投产节奏 (单位: 万吨)	28
附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	29

■ 投资摘要

核心结论与投资建议

作为 A 股宠物食品行业的首家上市公司，佩蒂股份经过三十年深耕，产品品质经受住了发达市场的长期考验，已经搭建起了完整的宠物食品产业链条，并成长为全品类的宠物食品龙头。如今，宠物经济持续高景气带动宠物食品市场规模加速增长，站在全球化的战略高度，公司坚持“双轮驱动”发展战略，立足海外咬胶代工加速国内市场扩张，依托顶尖的研发优势，全面搭建品牌矩阵，积极打造完善的国内外产销及服务网络体系，全球产能放量有望助推公司蓝海扬帆。

关键假设

- 1) 柬埔寨产能正处于爬坡期，未来将持续为东南亚地区咬胶与零食业务贡献增量。随着越南工厂的复工，以及咬胶类产品的提价，新工厂产能的提升也有利于进一步控制成本，2022 年咬胶产品毛利率有望恢复至 2020 年的水平。
- 2) 各主粮工厂自产的湿粮、新型主粮和新西兰高端主粮等产品顺利投放，主粮外采比例将逐步降低，主粮产品毛利率进入上行通道。

与市场观点的不同之处

市场认为，目前国内宠物主粮市场主要被海外品牌所占据，公司作为宠物咬胶龙头可能难以保证在主粮产品上的优势。但我们认为：

- 1) 公司在主粮方面已经积累了丰富的实验数据。新西兰主粮工厂的设备在全球范围内都处于领先地位，在全球范围内使用过程中积累了大量数据，为前端的研发和产品验证提供了良好基础。目前新西兰主粮已经有了成熟的配方，并在设备上进行了多次验证。
- 2) 全球对新西兰宠物食品的认可度非常高，存在较高的原产地溢价，较国内生产的产品有更突出的差异化特征。
- 3) 中国宠物食品市场上的同质化竞争主要体现为供应链同质化，但国内市场需求变化快，更需要雄厚的产品研发能力做支撑，而这也正是公司的优势所在。

可能存在的催化因素

- 1) 公司新建工厂调试顺利，产能释放提速
- 2) 海外加息节奏逐步放缓，外汇汇率下降
- 3) 国内自有品牌加速推广，盈利逐渐好转

1 深耕宠业三十年，全品类宠食龙头

1.1 发展历程：立足咬胶拓展市场，内生外购扩充品类

全球宠物咬胶隐形冠军，内生外购扩充产品矩阵。公司最早可追溯至 1992 年成立的平阳佩蒂皮件制品厂，成功开发出中国第一代狗咬胶，主持制定了国家标准《宠物食品—狗咬胶》，是国内目前最大的宠物咀嚼食品生产研发集团，其核心优势产品宠物咬胶产品的技术水平和出货量在全球均处于领先地位。三十年来，公司始终专注于宠物食品的研发、生产和销售，主要产品有畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物营养肉质零食、宠物干粮、宠物湿粮及其他宠物食品，目前拥有好适嘉 Healthguard、齿能 ChewNergy、爵宴 Meatyway、SmartBalance、ITI、Begogo 贝家、佩蒂、CPET、PEIDI 等国内外品牌。

表 1：公司拥有全品类的宠物食品矩阵

主要产品	功能与用途
畜皮咬胶	 <p>以未经鞣制的畜皮、畜禽肉等动物源性材料为主要原料，经前处理、制作成形、烘干、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬长时间咀嚼、食用的一种宠物零食，具有韧性好、低脂、营养美味等特点，能有效清洁宠物犬的口腔，同时提供丰富的营养。</p>
植物咬胶	 <p>利用植物性淀粉、畜禽肉等为主要原料，辅以其它营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘干、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬长时间咀嚼、食用的一种宠物零食，在具备传统畜皮咬胶特点的基础上，还具备易消化、品类丰富、外观精致等特点，特别适合幼犬和老年犬。</p>
营养肉质零食	 <p>以鸡、鸭、牛等禽畜肉等为主要原料，通过解冻、绞碎或开片、混合搅拌后，再与薯类、水果干制品等制备，经制作成型、烘干、杀菌等工艺制作的一种适合宠物食用的一种宠物零食，能为宠物提供丰富的营养，也可以作为宠物行为培养、人宠互动交流的媒介。</p>
宠物主粮（干粮）	 <p>为满足宠物犬或猫不同生命阶段的日常或者特定状态下的营养需要，将一种或多种原料按照一定比例配制后，经过挤出设备膨化后，经烘干、风干或冻干等工序制成的动物食品，单独使用即可满足宠物常规饲养需要。</p>
宠物主粮（湿粮）	 <p>以畜禽动物肉类及其屠宰副产品、鱼等为主要原料，经预处理加工后，罐装、封口、高温杀菌而制成供宠物猫狗食用的产品。经特定处理，达到商业无菌，可在常温下保持较长时间，具有营养丰富、易消化的特点。</p>

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 1：公司正步入快速发展期

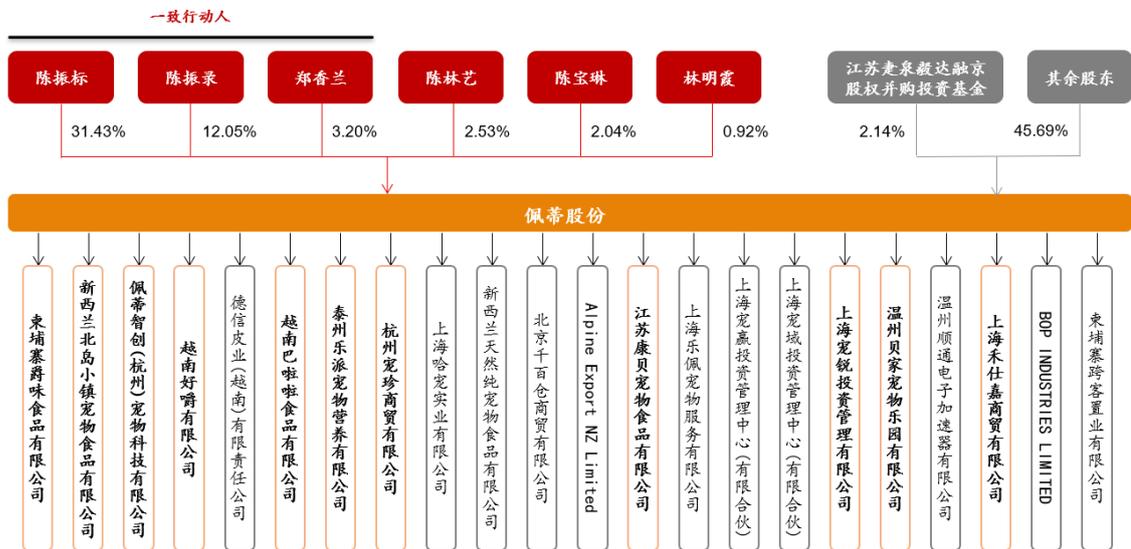


资料来源：公司公众号，上海证券研究所

1.2 公司治理：股权结构清晰稳定，激励计划绑定人才

股权结构清晰稳定，家族成员持股过半。截至 2022 年三季度末，公司实控人为公司创始人兼董事长陈振标与郑香兰夫妇，二人合计持股比例约 35%。第二大股东为董事长陈振标的弟弟兼副董事长陈振录，持股比例约 12%，上述三人构成一致行动关系，股权结构相对集中且清晰稳定。此外，其他主要股东陈林艺、陈宝琳、林明霞均系董事长家族成员，家族成员合计持股占比过半。

图 2：公司股权结构清晰稳定（截至 2022 年三季度末）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

核心高管深耕行业，背景专业经验丰富。公司董事长、副董事长、副总经理、董事长秘书、财务总监等核心高管均长期扎根于宠物行业，且早年便加入公司，至今已陪伴公司成长 20 年以上，积累了丰富的行业经验。

请务必阅读尾页重要声明

表 2：公司高管行业经验丰富

姓名	职务	职责	加入公司日期
陈振标	董事长、总经理	全面主持公司工作	1992.09
陈振录	副董事长	越南基地和柬埔寨基地等东南亚片区的业务	1992.09
郑香兰	董事、副总经理	ODM 业务	1992.09
唐照波	董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	负责董事会办公室工作，分管公司证券、法务、投资、财务等经营工作	1997.10
张菁	副总经理	公司海外市场管理	2001.09
李荣林	副总经理	研发、科技进步和项目管理等工作	2000.12

资料来源：公司公告，上海证券研究所

股权激励绑定人才，考核目标彰显信心。2022 年，公司发布限制性股票激励计划，决定向符合首次授予条件的 242 名激励对象授予 212.10 万股第二类限制性股票，占公司总股本的 1.02%，激励对象均为公司（含子公司）的核心骨干人员。我们认为，此次股权激励的考核目标彰显了公司的长期发展决心，有望凝聚团队向心力，为中长期业绩的稳健增长奠定基础。

表 3：考核目标彰显公司的长期发展决心

归属期	业绩考核目标
首次授予及在 2022 年第三季度报告披露前授予的预留限制性股票	第一个归属期 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率 不低于 20.00% 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率 不低于 100.00%
	第二个归属期 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2023 年营业收入累计值增长率 不低于 160.00% 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年-2023 年净利润累计值增长率 不低于 340.00%
	第三个归属期 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2024 年营业收入累计值增长率 不低于 330.00% 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年-2024 年净利润累计值增长率 不低于 600.00%
在 2022 年第三季度报告披露后授予的预留限制性股票	第一个归属期 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2023 年营业收入累计值增长率 不低于 160.00% 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年-2023 年净利润累计值增长率 不低于 340.00%
	第二个归属期 公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2024 年营业收入累计值增长率 不低于 330.00% 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年-2024 年净利润累计值增长率 不低于 600.00%

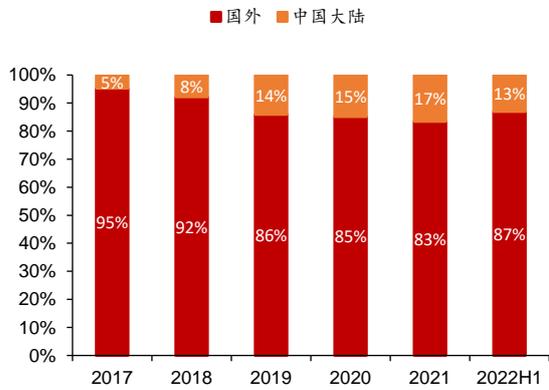
资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 经营情况：海外咬胶代工为主，盈利能力持续恢复

立足海外咬胶代工，开拓国内零食主粮。公司业务重心是海外市场，产品出口以 ODM 为主，辅以部分自主品牌销售。随着国际市场竞争日趋激烈以及国内宠物市场的快速发展，2018 年，公

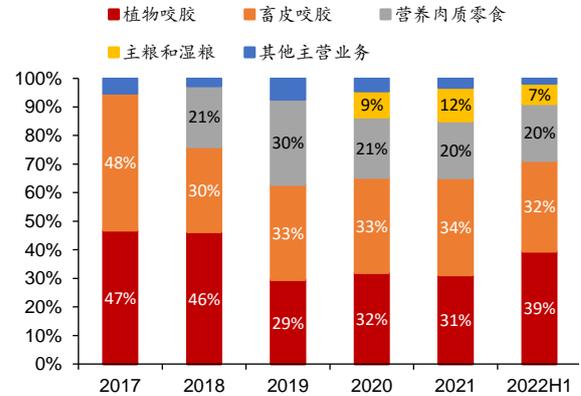
司正式开始实施“双轮驱动”发展战略，在保持国际市场的稳定增长的同时，通过建立全渠道的营销体系来逐步拓展国内市场，实现两轮驱动，进一步释放公司的长期成长空间。

图 3：海外收入为主（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：咬胶为营收主力（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

海外疫情冲击营收，22 年业绩加速恢复。2021 年，公司营收的主要来源越南工厂受疫情影响停工，由于越南工厂产能约占公司产能一半，停工对 2021 年下半年的收入和利润均产生了重大影响。随着因疫情停工的海外工厂逐步恢复生产，公司营收能力和利润水平快速反弹，发展势头稳健。

图 5：营业收入加速恢复（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：净利润快速反弹（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

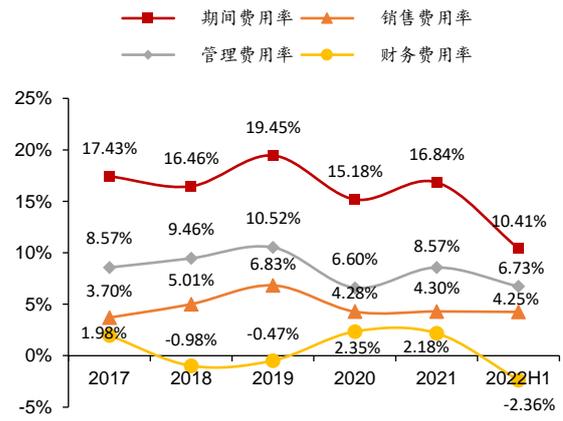
净利率触底回升，费用率稳中有降。2018 年以来，受中美贸易摩擦导致关税上升、鸡肉等原材料价格处于高位、新冠疫情冲击等因素影响，公司盈利能力承受较大压力。2019 年，公司正式全面启动国内市场，增加自有品牌产品的推广力度，导致销售费用有较大幅度增加。2020 年起公司开始执行新收入准则，销售费用下科目调整致销售费用率有所下滑。公司各项费用总体稳定，与营业收入较为匹配，并呈现稳中有降趋势。

图 7：净利率触底回升（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：费用率稳中有降（单位：%）



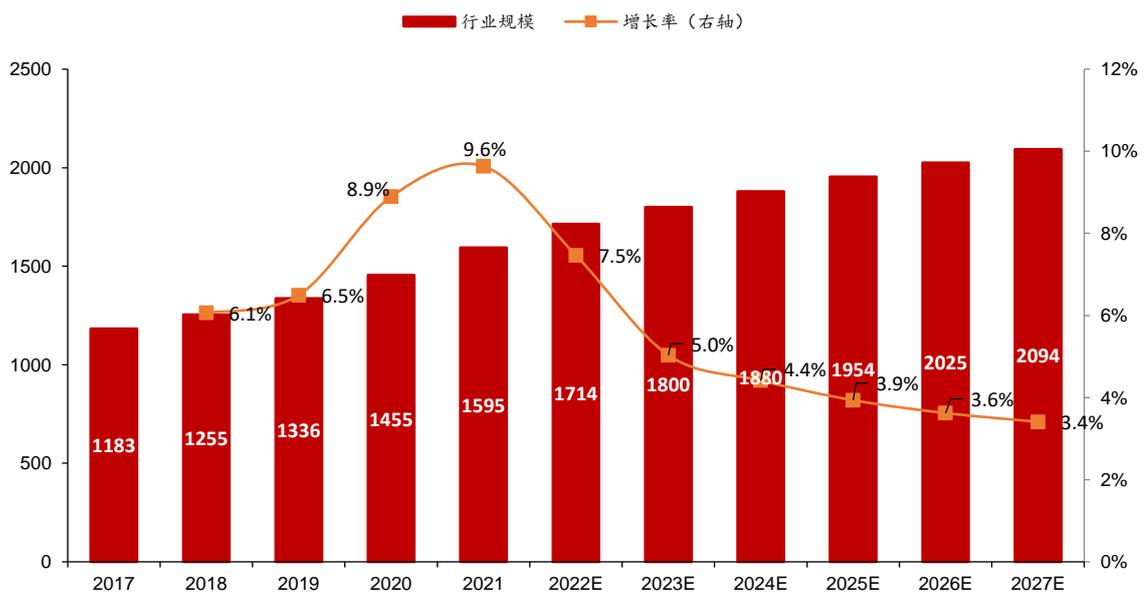
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 宠物经济势头盛，宠物食品乘风起

2.1 宠物行业：宠物经济持续升温，市场规模稳定增长

围绕宠物的繁殖、交易、商品与服务，市场规模稳定增长。宠物行业是指一切围绕着“宠物”而产生的产业链，涉及到宠物的繁殖与交易，以及围绕宠物消费的商品和服务，包括宠物食品、宠物用品、宠物医疗和宠物服务，其历史最早可以追溯至上世纪的美国。据亚宠研究院数据，2021 年全球宠物产品市场零售额达 1595 亿美元，同比增长 8%，2022 年全球宠物产品零售市场规模预计增至 1714 亿美元，市场规模保持稳定增长。

图 9：全球宠物产品零售市场规模稳步增长（单位：亿美元，%）



资料来源：2022 年宠物行业蓝皮书，上海证券研究所

中国宠物经济发展进入快车道。美国作为全球宠物行业萌芽最早、发展最快的国家，其宠物经济已经进入成熟稳定期；而中国宠物行业经过二十多年的发展方兴未艾，正处于快速扩张期。

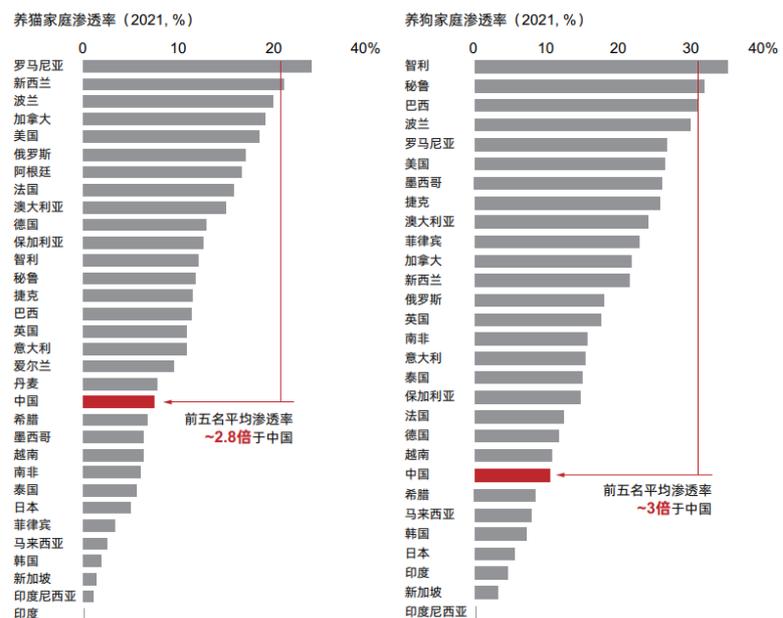
图 10：美国&国内宠物市场发展历程



资料来源：Mob 研究院，亚宠头条，上海证券研究所

国内宠物渗透率水平低，持续提升潜力大。宠物行业在发达国家已有百余年的历史，目前市场已成熟，宠物渗透率经过不断增长累积到较高水平。据贝恩数据，全球排名前五国家的养猫家庭平均渗透率与养狗家庭平均渗透率分别达到了中国的 2.8 倍和 3.0 倍。同时，中国单只宠物的宠物粮花费以及相关消费的渗透率也显著低于发达国家，仍有较大增长空间。

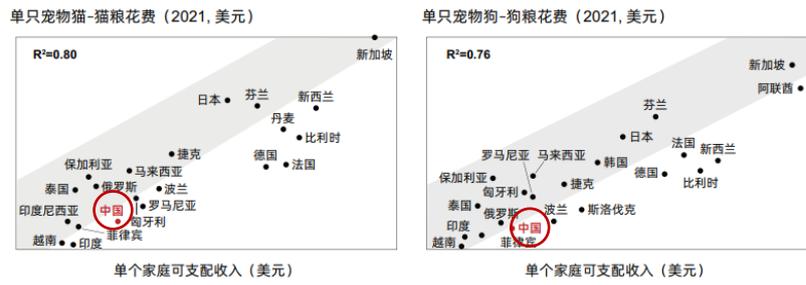
图 11：中国宠物渗透率对比发达国家/地区仍有上升空间



资料来源：贝恩，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

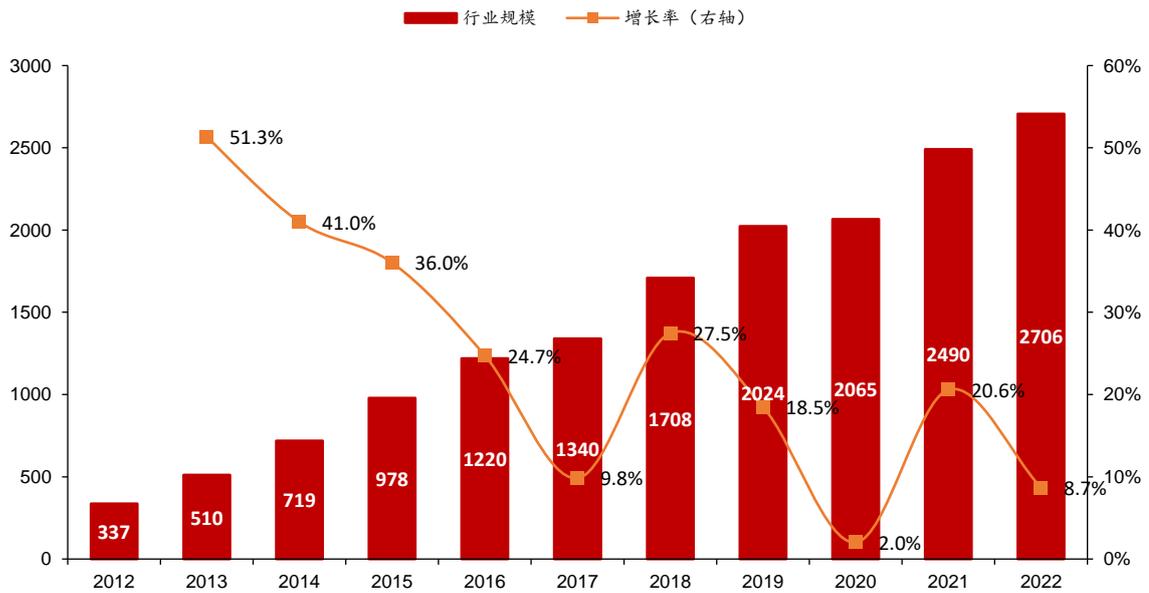
图 12：中国平均宠物开销仍显著低于发达国家/地区



资料来源：贝恩，上海证券研究所

国内宠物市场规模稳定增长。随着居民收入提升和养宠人群不断扩大，宠物消费相关的商品和服务类型不断丰富，国内宠物行业规模快速扩张。据宠物行业白皮书数据，2022 年我国城镇宠物市场规模 2706 亿元，近十年复合增速达 18.2%。随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，宠物行业市场依然会保持稳步增长。

图 13：国内宠物市场规模稳定增长（单位：亿元，%）



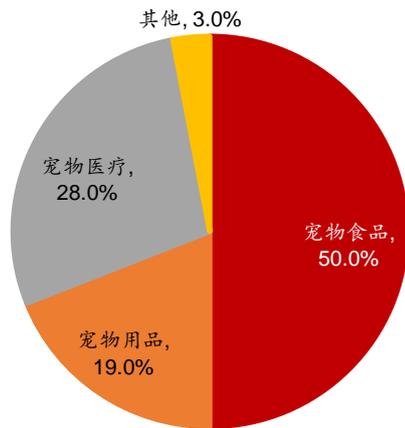
资料来源：历年宠物行业白皮书，上海证券研究所

2.2 宠物食品：高频刚需消费属性，宠物最大细分市场

宠物食品具有高频刚需的消费属性，是目前宠物行业最大的细分市场。宠物食品贯穿宠物的整个生命周期，且是宠物的刚性需求，据欧睿 2018 年数据统计，宠物食品市场约占整个宠物产业规模的 50%，刚需、高频的消费属性使食品类目成为宠物行业最重要的竞争市场，随着人们对喂养商品粮的认知逐渐提升，市场对宠物食品的需求将进一步释放。

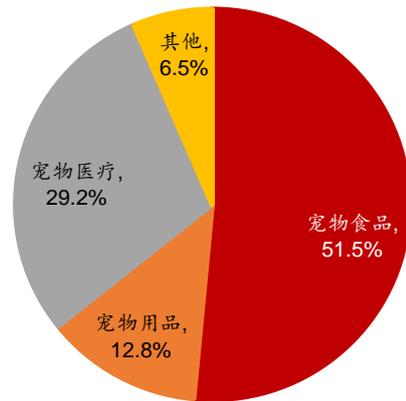
请务必阅读尾页重要声明

图 14：2018 全球宠物行业市场占比（单位：%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

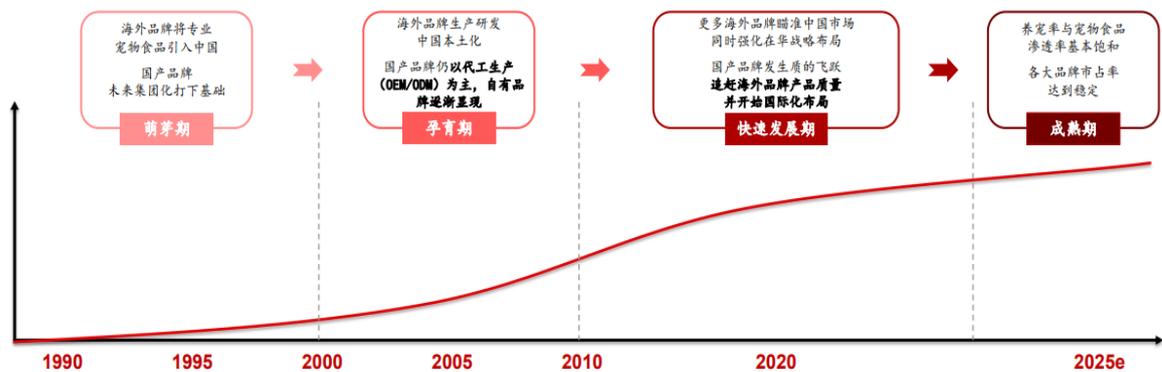
图 15：我国宠物行业细分市场占比（单位：%）



资料来源：2021 宠物行业白皮书，上海证券研究所

国内宠物食品处于快速发展期。上世纪 90 年代，玛氏等海外品牌最先将专业的宠物食品引入中国，国产品牌逐渐萌芽。2000 年以来，海外品牌生产研发开始中国本土化，国产品牌相继成立，但仍以代工生产（OEM/ODM）为主，自有品牌逐渐显现。随着中国经济的高速发展，更多海外品牌瞄准中国市场，同时强化在华战略布局，国产品牌也开始先后上市，奋起追赶海外品牌产品质量并开始国际化布局。

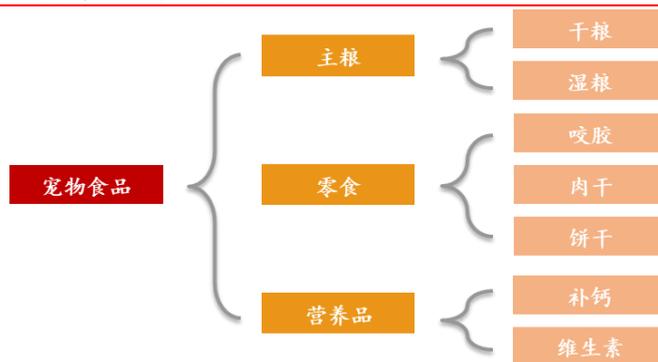
图 16：国内宠物食品正处于快速发展期



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

品类丰富驱动宠物食品赛道增长。宠物食品主要分为主粮、零食、营养品，其中主粮是最大的刚需品类。宠物零食作为安抚宠物情绪、奖励宠物、宠物主与宠物情感沟通的工具，受到宠物主喜欢。营养品迎合了消费升级的需求，作为宠物食品的补充。宠物食品现阶段不再局限于饱腹之用，随着宠物主对愈发重视宠物健康情况，宠物食品品类越来越细分化、多样化。

图 17: 宠物食品细分品类



资料来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

主粮产品形态持续革新, 营养含量不断升级。主粮产品的革新主要集中于形态、功能两大方面, 从过去猫狗吃剩饭, 到宠物粮食的诞生及品类细化, 进一步创新出天性粮和功能粮等新产品。目前我国宠物主粮市场发展处在 2.0 阶段中, 宠物主逐渐接受为宠物购买商品主粮, 更多的宠物主开始重视宠物的营养健康。

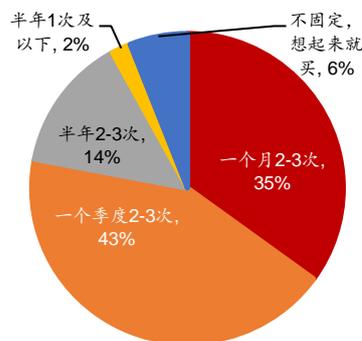
图 18: 我国宠物主粮市场发展处在 2.0 阶段



资料来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

零食产品功能作用独特, 精细化养宠促进高频购买。宠物零食属于非必选消费, 但有情感联系、辅助训练、调节情绪、生理需要等独特的功能作用。从购买频次来看, 零食的购买频次高于主粮, 非计划性也比主粮高, 精细化养宠趋势的兴起也进一步促进了宠物零食的高频购买。

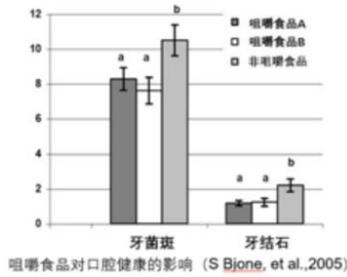
图 19: 2021 宠物零食购买频次分布 (单位: %)



资料来源: 艾瑞咨询, 上海证券研究所

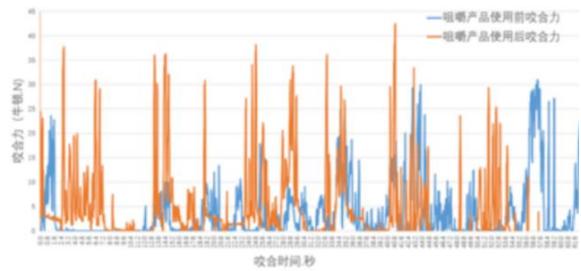
宠物零食功能化，宠物咀嚼开启市场新机遇。据国外实验数据，宠物的牙齿和口腔决定了宠物 80% 的生命健康问题，因为狗的咀嚼肌肉活力和牙齿坚固程度很大程度影响了狗一生的身体机能和生命质量。口腔同时也是宠物身体最薄弱的位置，食物残渣如果不及时清理会滋生细菌，细菌通过口腔粘膜入侵会带来各种感染问题甚至直接威胁到生命。相关实验数据显示，宠物的咀嚼行为对清洁牙齿和锻炼咀嚼力有重要作用。

图 20: 良好的咀嚼习惯可有效减少牙菌斑、牙结石



资料来源: 公司公众号, 上海证券研究所

图 21: 食用咀嚼产品后咀嚼功能显著提升



资料来源: 公司公众号, 上海证券研究所

国内宠物口腔护理潜力巨大，行业端与市场端尚待发展。行业端，中国宠物口腔护理标准亟待提升；市场端，以美国市场为例，据佩蒂股份官方披露数据，在美国平均每只狗一年会使用 127 根磨牙棒，每 3 天 1 根，而在中国，平均每只狗一年仅使用 12.2 根磨牙棒，每个月只用 1 根，随着年轻的消费者越来越多，其科学养宠的意识也在快速提升，咀嚼类食品将是重要的发展方向，未来的市场潜力很大。

图 22: 中国口腔护理标准亟待提升



资料来源: 公司公众号, 上海证券研究所

宠物食品行业与婴幼儿食品行业较为相似。宠物食品行业和母婴行业都存在客户与用户分离的属性，用户诉求都不能明确用语言表达。同时，宠物与婴儿都是生命，健康与安全是客户的第一考量要素，因此两个行业的核心相似，都属于信任经济。

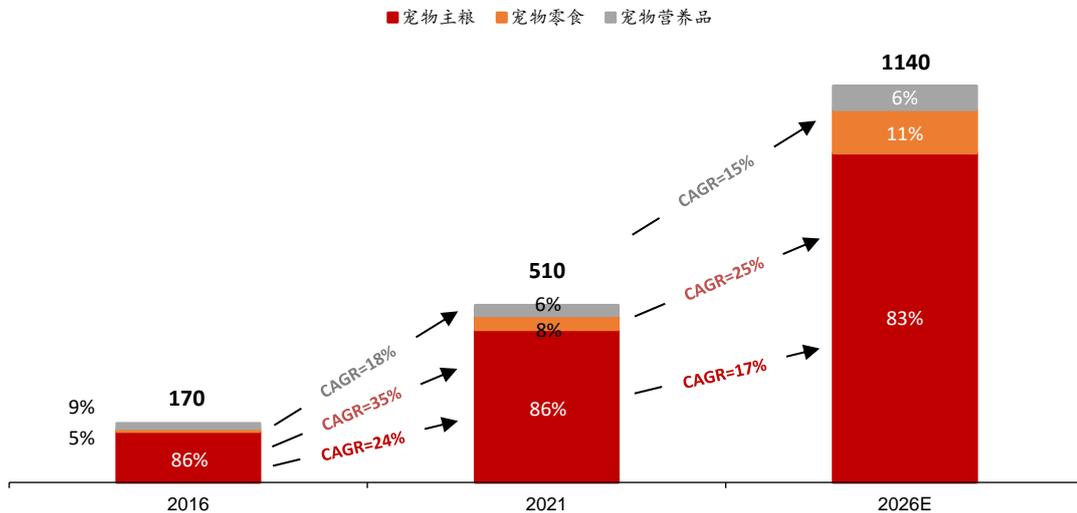
表 4：宠物食品行业与婴幼儿食品行业较为相似

	婴幼儿	宠物
产品构成	以奶粉为主，零食呈现多元化发展趋势	主粮为主，零食、营养品呈多元化、趣味化发展趋势
主体分离	消费主体与使用主体并非同一个体	
挑选严苛	对于配方表、原材料、功能性、营养成分等精细化挑选 格外注重营养成分和食品安全 ODM 业务	
消费意愿及理念	哺育/喂养理念升级，育儿/养宠更加科学化 消费者画像中，女性为主要消费者，选择高端产品意愿日渐显著，消费升级 对于客单价提高不敏感，且食品有必需品属性和较强消费韧性	
细分生命阶段	0-6 个月纯奶类 6-12 个月开始添加辅食，仍以奶类为主 12-18 个月辅食种类逐渐多样 18-36 个月逐渐断奶，开始正餐	幼年 成年 老年 特殊时期：怀孕、哺乳、绝育等
情感	有心灵陪伴及精神抚慰	
挑选原则	营养成分与奶源、原料，配方科学 针对体质、年龄阶段，匹配不同食品 品牌知名度、生产工艺	营养成分与食材，配方科学 定制化猫粮品种专用等 品牌知名度、适口性好坏

资料来源：2021 中国宠物行业发展报告，艾瑞咨询，上海证券研究所

养宠渗透率与宠物食品渗透率双增长带动市场规模提升，据德勤数据，未来 5 年增速可达 17%。据艾瑞咨询数据，2021 年我国一、二线城市养宠家庭渗透率达到 39.1%，同时宠物食品消费金额随消费意识提升和市场阶段变化而获得增长，宠物数量与宠物食品消费金额的共同提升宠物食品市场规模增长。

图 23：中国宠物食品市场规模将快速提升，按产品类型（单位：亿元）



资料来源：德勤，上海证券研究所

2.3 竞争格局：国外品牌占据高端，国产品牌加速追赶

国内外品牌百舸争流，整体经营格局相对分散。我国宠物食品市场参与者主要包括以美国玛氏和瑞士雀巢为代表的海外品牌企业、以宠物食品制造以及宠物食品品牌推广为特点的国内宠物

请务必阅读尾页重要声明

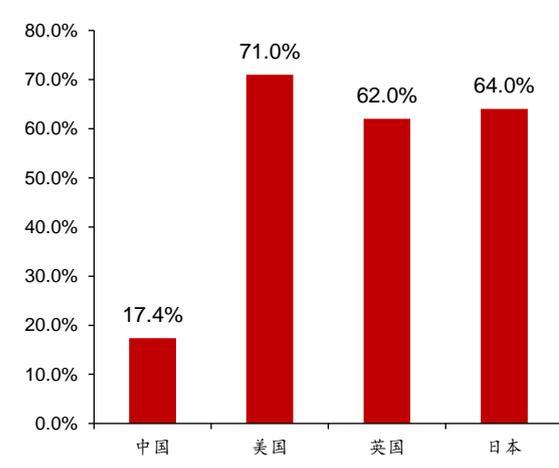
食品企业。据欧睿统计数据，随着国内企业市场竞争力与品牌影响力的提升，国外品牌合计市场占有率由 2014 年的 23.3% 下降至 2020 年的 13.2%。2020 年末，国内宠物市场 CR10 约 30%，整体呈现出相对分散的经营格局。

图 24：国内外品牌百舛争流



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

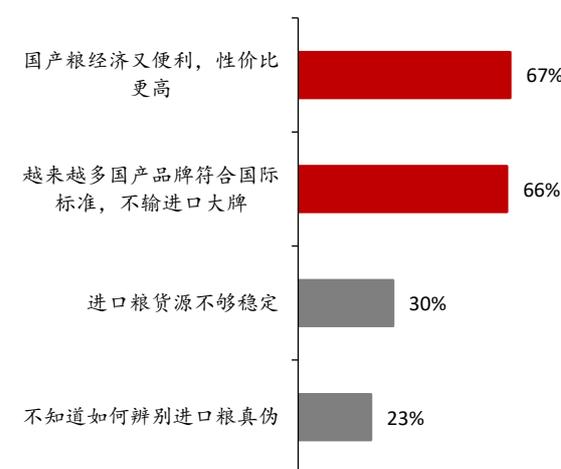
图 25：2021 各国宠物食品行业 CR5（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

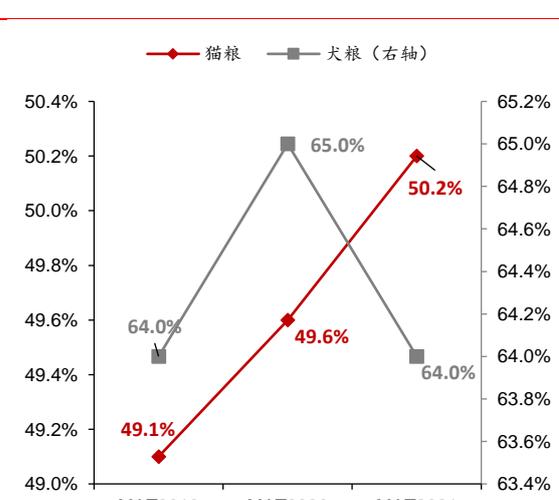
国外品牌占据高端，国产品牌加速追赶。目前高端宠物食品主要以法国皇家、玛氏食品、雀巢（中国）等海外大型跨国企业所占据，中高端以大型本土企业为主。与过去一味青睐进口粮的情况相比，越来越多宠物主开始意识到，国产品牌的品质已经逐渐在向国际标准靠拢甚至赶超，线上国产粮消费热度高涨，据第一财经商业数据中心数据，MAT2021（2020.04.01-2021.03.31）线上犬猫粮消费占比均过半。

图 26：2021 宠物主偏好国产粮的主要原因（单位：%）



资料来源：CBNData，上海证券研究所

图 27：线上国产粮消费热度高涨（单位：%）

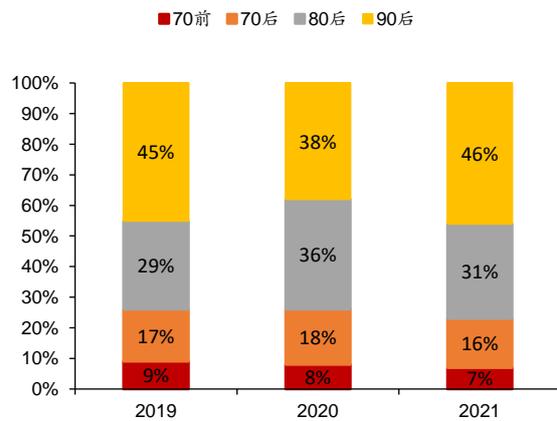


资料来源：CBNData，上海证券研究所

2.4 发展驱动：经济增长奠定基础，陪伴需求催化成长

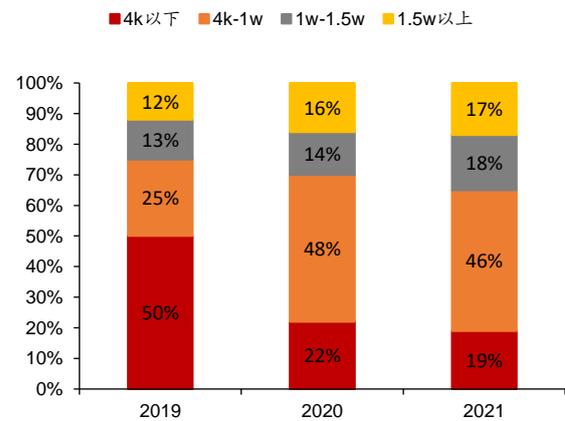
宠物主呈年轻化趋势，高收入人群占比提升。宠物主呈现年轻化分布，80后、90后成为消费主力。由于教育背景、生活方式、成长环境等方面的差异，年轻人对养宠理念接受程度相对较高，对宠物有着更高的情感需求。宠物主中高收入人群占比的增加，以及与宠物的强烈情感纽带将推动宠物相关产品的支出水平提高，据德勤数据，目前我国单宠食品支出离国际领先国家仍有较大差距，未来提升空间较大。

图 28：宠物主呈年轻化分布（单位：%）



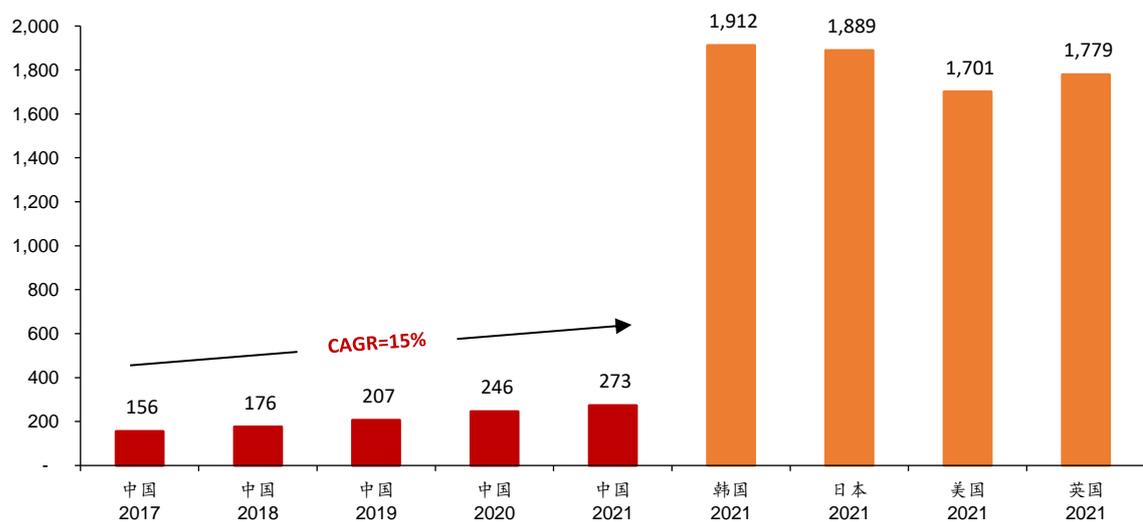
资料来源：德勤，上海证券研究所

图 29：高收入人群占比提升（单位：%）



资料来源：德勤，上海证券研究所

图 30：单只宠物年宠物食品支出相较于发达国家还有较大提升空间（单位：元）

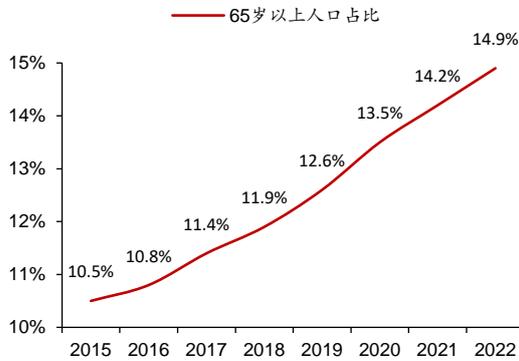


资料来源：德勤，上海证券研究所

空巢老人、独居青年群体日渐庞大，“孤独经济”推动养宠热潮升级。从人口结构转变来看，人口老龄化以及计划生育政策所带来的少子化趋势，将使得“空巢老人”群体越来越庞大，因为

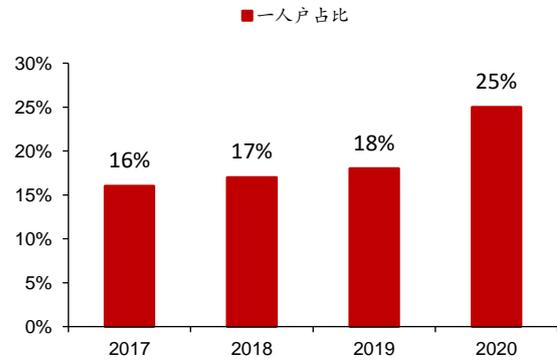
缺少子女的陪伴，宠物成为他们的情感寄托。同时我国单身社会的形态正初现端倪，单身人群的消费结构与传统家庭不同：由于没有家庭的负担，单身人群的边际消费倾向要远高于非单身人群。

图 31：人口老龄化趋势明显（单位：%）



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

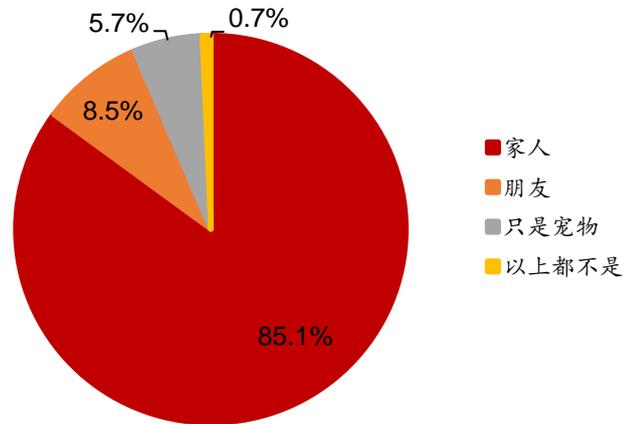
图 32：中国一人户占比逐渐提升（单位：%）



资料来源：中国统计年鉴，德勤访谈，上海证券研究所

宠物角色“拟人化”，家庭属性进一步增强。在生活节奏越来越快的当下，人与人之间交流变少带来的孤独感，导致越来越多人视宠物为自己最亲密的伙伴。有超九成的宠物主表示视宠物为家人、朋友甚至伴侣，宠物家庭属性进一步加强。

图 33：宠物家庭属性进一步增强（单位：%）



资料来源：2021年中国宠物行业白皮书，上海证券研究所

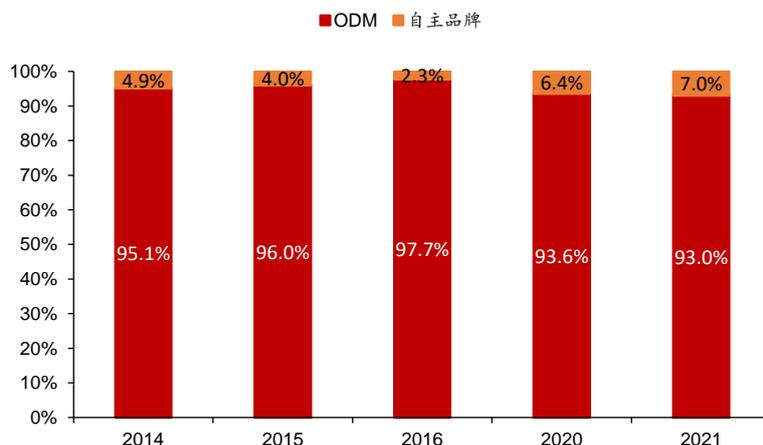
3 国内外双轮驱动，双核双向齐发展

3.1 国外业务：绑定优质核心客户，巩固外部发展空间

海外市场主要采用 ODM 模式，自主品牌开始逐渐培育。欧美宠物食品市场发展较为成熟，一些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份额，新进品牌的营销成本和风险

相对较高，因此 ODM 模式是在所处环境和发展阶段下的最优选择。而在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司非常重视自主品牌在海外市场的培育，目前已在加拿大沃尔玛和欧洲部分商超等零售渠道销售自主品牌产品。

图 34: ODM 模式为主，自主品牌逐渐培育 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

海外宠物食品市场规模稳步增长，抗周期性凸显。通过复盘美国经济发展与宠物食品经济发展的历史，我们发现宠物食品行业的增速与整体经济的发展并不完全同步，甚至在出现经济萧条时宠物食品经济仍不降反升，展现出了较强的抗周期性。

图 35: 宠物食品抗周期性凸显 (单位: 亿美元)



资料来源: Euromonitor, Wind, 上海证券研究所

图 36: 公司海外业务规模持续增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

绑定核心客户，合作不断加深。公司海外业务的主要客户均为宠物食品行业知名品牌商和零售商，这些品牌商与零售商相对集中且整合趋势明显，均有较为严格的供应商认定体系。公司在通过核心客户的供应商资质认定后，双方一般会保持持续稳定的业务合作关系，因此公司的大客户总体稳定。

表 5：公司主要客户均为行业内知名品牌商

客户名称	客户简介
Spectrum Brands	美国品谱控股公司，纽约证券交易所上市公司，是一家全球性消费品公司，也是专业宠物食品、用品的领先供应商。其网络覆盖全球 120 多个国家/地区的超过一百万家商店，每年的收入超过 30 亿美元。品谱公司旗下宠物产品品牌众多，包括 8in1、Dingo（顶哥）、Tetra 等。
Petmatrix LLC.	Petmatrix 公司于 2009 年在美国纽约州注册成立，致力于给宠物狗提供美味、易消化的植物性咬胶，其旗下两大品牌 SmartBones、DreamBone 产品畅销全球多个国家和地区。
Wal-Mart	纽约证券交易所上市公司，证券代码 WMT，世界最大的连锁零售商。
PetSmart	美国最大的为宠物整个生命周期提供服务和解决方案的宠物专业零售商，曾在纳斯达克上市公司，代码：PETM。PetSmart 现有五万多名员工，在美国、加拿大等地区有一千多家宠物商店，提供多种宠物食品、用品，并提供犬只训练、宠物美容、宠物寄宿和店内的日托服务、收养服务。2014 年末被 BC Partners Ltd 所领导的私募股权财团收购并已退市。

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

3.2 国内业务：自有品牌加速成长，国内扩张持续进行

全面启动宠物行业“新标佩”，发力国内市场。2017 年公司顺利在深交所挂牌上市，成为“中国宠物行业第一股”。此后，公司启动“双轮驱动”发展战略，2018 年杭州管理中心成立，组建团队开拓国内市场，2019 年 3 月份，公司全面启动中国市场的品牌运营，在鸟巢金色大厅举行主题为“新标佩”的盛大发布会，正式揭晓全新品牌标识，以全新形象开启中国市场，并发布了多款全球标准的高品质新产品。由此，佩蒂进入一个“中国+海外”的全新发展阶段。

图 37：以全新形象开启中国市场

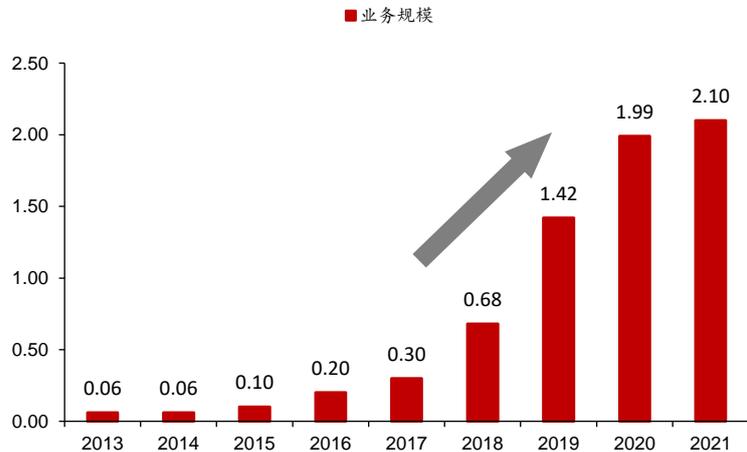


资料来源：公司公众号，上海证券研究所

自有品牌加速成长，国内扩张持续进行。公司结合国内宠物的身体特质，搭建了完善的自主品牌业务，建立了较强的产品力、

品牌力和渠道力的优势。随着高端干粮、湿粮和新型主粮产线陆续投入使用，公司在国内自主品牌优势将进一步体现。同时，公司还积极将海外工厂的高端、差异化的产品引入到中国市场，助力自有品牌业务的发展。

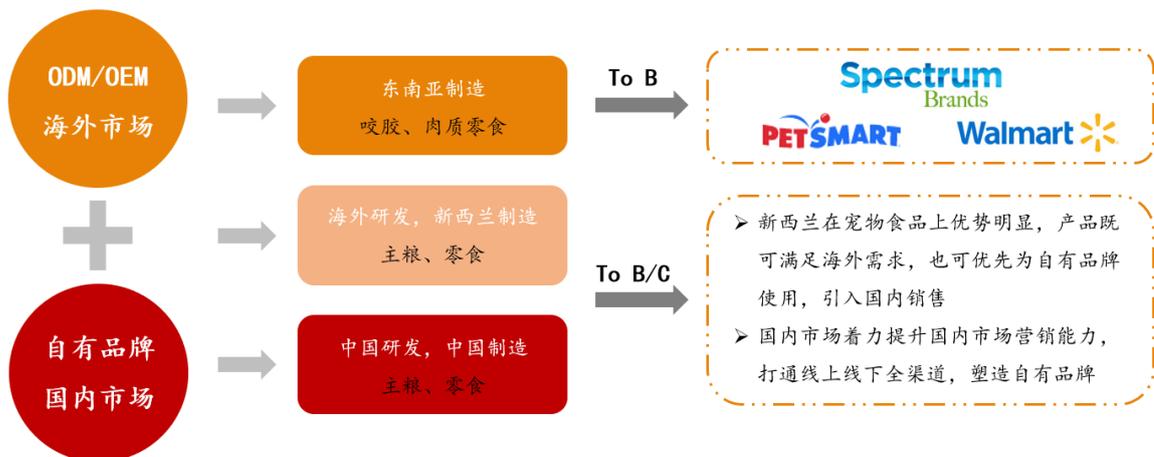
图 38：正式启动国内市场后营收快速提升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

“双轮驱动”发展战略，坚持双核、双向发展。公司在坐稳国内研发和制造的基础上，积极拓展外部发展空间，积极参与“一带一路”建设，通过在海外布局生产基地，利用当地优势资源，夯实公司全球宠物咀嚼食品的领跑者的地位，以满足经营安全和业绩提升需求。同时，在国内市场着力提升国内市场营销能力，打通线上线下全渠道，塑造佩蒂宠物食品知名品牌；在宠物产业生态链中重点布局，以高质量的产品和高标准的服务为抓手，构建宠物生态经济。

图 39：“双轮驱动”发展战略



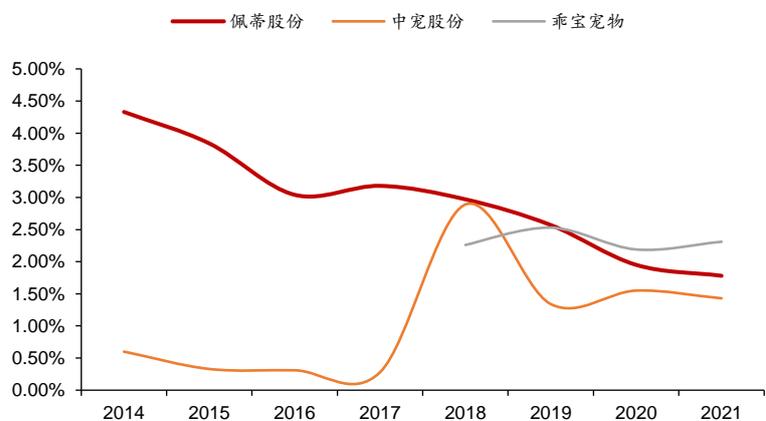
资料来源：上海证券研究所

4 多维度优势赋能，高筑核心竞争力

4.1 产品研发：研发投入行业领先，技术实力屡获认可

研发投入行业领先。随着人们对宠物愈加重视，食品行业的准入标准也逐渐提高。其次，宠物食品种类繁多、做工精细，对企业工艺要求严格，这就要求企业需要不断提升自主研发能力。公司建有省级宠物健康营养产品研究院、高新技术企业研发中心等多个研发平台，研发投入一直以来处于行业领先地位，迄今已获得国际国内发明专利 32 项。

图 40：公司研发费用率行业领先（单位：%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

婴儿食用级产品标准，通过多项国内外认证。公司常年服务海外，成就了比同行业更为严苛的食品安全把控能力，连续通过美国 FDA、欧盟 FVO，BRC 等国际标准化体系和国际市场准入体系认证，并成为美国 APPMA 协会成员，所有产品均按婴儿食用级的卫生和安全标准进行生产。

表 6：公司通过了多项行业认证

资质、认证名称	认证机构
食品安全管理体系认证 ISO 22000:2005	中国质量认证中心 (CQC)
食品安全全球标准认证 (BRC)	DNV GL Business Assurance Italia S.r.l.
欧盟注册	欧盟食品兽医办公室 (FVO)
FDA 注册	美国食品药品监督管理局 (FDA)
加拿大注册	加拿大食品署
食品安全全球标准认证 (BRC)	SGS
食品安全管理体系认证 ISO 22000:2005	万泰认证

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

入选专精特新中小企业，成立宠物健康营养研究院。继获得国家重点高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业认定后，公司又成为 2022 年度浙江省专精特新中小企业之一，技术实力得到官方认可。此外，公司还成立了宠物健康营养研究院，构建新型的合作创新机制，高效整合内外资源，推进科技成果产业化。

图 41：入选浙江省 2022 年度专精特新中小企业，成立宠物健康营养研究院

12	温州市	慎江阀门有限公司
13	温州市	乐清今立电器科技有限公司
14	温州市	浙江东方豪博管业有限公司
15	温州市	佩蒂动物营养科技股份有限公司
16	温州市	瑞安市瑞鑫电器有限公司
17	温州市	安德利集团有限公司
18	温州市	浙江正泰机电电气有限公司



图片来源：浙江省专精特新中小企业公示名单

资料来源：公司公众号，上海证券研究所

推出全球首个宠物分龄口腔护理解决方案品牌，宠物分龄口腔护理时代到来。公司通过一流的研发技术验证了宠物咀嚼能力对宠物健康的重要作用，并在咀嚼食品的选择、产品研发等方面具备专业、科学的深度分析和产品输出。公司与海外实验室专家不断打磨产品，推出了全球首个宠物分龄专业咀嚼产品品牌——齿能。这款产品充分考虑到不同年龄阶段狗狗的口腔护理需求，开发出在形状、硬度、营养、消化等方面有所不同的咀嚼产品，体现了公司多年积累的技术实力。

图 42：全球首个分龄宠物口腔护理品牌，根据宠物年龄不同开发对应产品

齿能1号健齿环

专为幼犬研发·帮助恒牙生长·渡过换牙期

- 量身定制硬度
- 帮助嚼消化
- 其他恒牙生长营养
- 不伤牙龈组织

齿能2号洁齿骨

贴合成犬牙齿·锻炼咀嚼力·洁齿更彻底

- 独特形状·全贴合牙齿
- 有效增强摩擦
- 生物酶·除牙垢除口臭
- 避免口腔异味

齿能3号护齿棒

坚固老犬牙齿·营养护齿·不伤牙

- 质地坚硬·不伤牙
- 温暖安心·易吸收
- 护齿因子·补钙强
- 营养均衡·防牙病

资料来源：公司官网，上海证券研究所

4.2 品牌布局：全面搭建品牌矩阵，满足市场多元需求

搭建长期有效产品矩阵，满足市场的多元化需求。公司通过借鉴国外发达市场经验，在对宠物食品行业和国内市场进行充分调研和科学论证后，实施多品牌发展策略，分品牌发力，注重根请务必阅读尾页重要声明

据市场潮流和趋势判断，及时跟进，对单个品牌在资源投入上有所侧重和倾斜。根据不同细分市场的竞争环境和渠道属性，通过不同品牌切入不同细分市场，满足终端市场多元化需求。

表 7：公司主要品牌矩阵

品牌名称	品牌标识	产品示例	产品定位
好适嘉 Healthguard	 好食营养 健康乐享		国内首个场景定制功能性宠物食品品牌
齿能 ChewNergy	 健康，从齿开始		全球首款分龄宠物口腔护理解决方案品牌
爵宴 Meatyway	 加拿大畅销高端肉类零食		5 年北美热销的加拿大高端肉类食品品牌
SmartBones	 The Healthy Alternative to Rawhide®		7 分钟极速洁齿
SmartBalance	 新西兰顶级纯天然宠食 每一口都是纯真		新西兰顶级纯天然宠食品牌
Tastybone			宠物玩具界的 iPhone

资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

品牌形象获一致认可，亚宠年度大赏三大奖项花落佩蒂。公司在 2022PFA AWARDS 亚宠年度大赏中上榜 3 大奖项：佩蒂股份荣获“年度中国质造大奖”、爵宴荣获“年度狗类爆款大奖”、好适嘉荣获“年度经典食品品牌大奖”，公司已连续多年蝉联亚宠展“年度中国制造大奖”，品牌形象与优质产品赢得了广大粉丝与专业评委的一致认可。

图 43：亚宠年度大赏三大奖项花落佩蒂



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

4.3 渠道营销：线上线下协同发展，市场开拓成效明显

线上渠道完善，积极采用新型高效营销手段。目前，公司除了在线上拥有品牌旗舰店、宠物用品专营店等自营店铺外，还建立了较大规模的线上分销渠道。同时，公司紧跟市场潮流，抓住新媒体这一高效的营销手段，积极采用新型营销形式，如让旗下明星产品走进“交个朋友”直播间等，市场开拓成效明显。

图 44：积极拥抱直播带货热潮，采用新型营销形式



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

双十一大促表现亮眼，全网店铺销售额同比增长超 100%。双十一期间，公司旗下全网店铺销售额同比增长超 100%。狗类产品中，爵宴鸭肉干登上了天猫肉干狗零食热卖榜 TOP1、天猫好评榜 TOP1，好评率达 99.8%；猫类产品好适嘉低脂主食罐表现同样亮眼，登上了天猫猫主食级湿粮热销榜 TOP1、天猫好评榜 TOP1，好评率同样高达 99.8%。

图 45：公司双十一大促表现亮眼



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

线下积极打造人宠互动空间，深入了解用户实际需求。公司在线下也已建立相对完善的经销商渠道，目前线下渠道主要是宠物门店、商超（如山姆会员店）和宠物医院等。公司对大部分宠物医院采取直供模式，其他通过经销、分销形式。此外，公司还积极打造线下人宠互动空间，深入了解国内用户的使用反馈及实际需求，助力打造更高质量、更符合国内消费者需求的产品。

图 46：积极打造人宠互动空间，深入了解用户实际需求



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

4.4 产能规划：全球产能持续扩充，产能释放驱动增长

国际化运营优势，新增产能陆续投产。公司是较早响应国家“一带一路”倡议并成功实施“走出去”战略的企业，已在越南、柬埔寨、新西兰等国家设有生产基地。早在 2013 年，公司就开启了全球产能扩充布局，通过国内生产、海外模式经营，迅速掌握了成熟宠物市场的产销经验，并逐步建立起海外生产基地，实现国内外共同生产。我们认为，随着海内外新产能的陆续投产，有望助推公司的盈利能力进一步提升。

表 8：公司产能分布及投产节奏（单位：万吨）

生产基地		产能（吨）		状态
零食	中国	15400	已投产	
	越南	咬胶及零食	15000	已投产
	柬埔寨		9200+2000	9200 吨处于产能爬坡期，2000 吨为扩建项目
	新西兰	零食	2000	已投产
	合计		43600	
主粮	中国	干粮	50000	建设中，预计 2024 年 06 月 30 日达到满产
		湿粮	3000	已投产
	新西兰	干粮	40000	试生产、验证阶段
		湿粮	30000	建设中，预计 2023 年 12 月 31 日达到满产
	合计		123000	

资料来源：公司公告，投资者活动记录表，平阳县人民政府，财联社，上海证券研究所

5 投资建议

5.1 盈利预测

(1) 咬胶与零食

营业收入：2021 年，公司越南工厂受疫情影响停工 3 个月，越南工厂作为公司利润的主要来源，停工导致公司业绩下滑明显。目前越南工厂已恢复正常生产，并且产能处于饱和状态。柬埔寨产能正处于爬坡期，2022 年预计释放 3000 吨，未来将持续为东南亚地区贡献增量。我们预计公司：1) 畜皮咬胶业务 2022-2024 年营收增速分别为 30%/25%/20%；2) 植物咬胶业务 2022-2024 年

营收增速分别为 30%/25%/20%；3) 营养肉质零食业务 2022-2024 年营收增速分别为 30%/25%/20%。

毛利率：随着越南工厂的复工，以及咬胶类产品的提价，新工厂产能的提升也有利于进一步控制成本，2022 年咬胶产品毛利率有望恢复至 2020 年的水平。我们预计公司：1) 畜皮咬胶业务 2022-2024 年毛利率分别为 20%/22%/24%；2) 植物咬胶业务 2022-2024 年毛利率分别为 30%/32%/35%；3) 营养肉质零食业务 2022-2024 年毛利率分别为 24%/25%/25%。

(2) 主粮

营业收入：主粮产能方面，新西兰主粮工厂今年将实现订单落地和规模销售，江苏康贝新型主粮工厂预计也将有小部分产能投放，进一步支持自主品牌产品线的布局。自产的湿粮、新型主粮和新西兰高端主粮等产品的投放，会持续加大对公司业绩的贡献。我们预计公司主粮和湿粮业务 2022-2024 年营收增速分别为 30%/40%/40%。

毛利率：随着公司主粮产能的释放，公司主粮外采比例将逐步降低，主粮产品毛利率进入上行通道，随着收入量的增长，毛利率有较大的提升空间。我们预计公司主粮和湿粮业务 2022-2024 年毛利率分别为 19%/22%/25%。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2021A	2022E	2023E	2024E
主粮和湿粮	149.87	194.83	272.76	381.87
营养肉质零食	253.31	329.30	411.63	493.96
植物咬胶	395.57	514.24	642.80	771.36
畜皮咬胶	431.85	561.40	701.75	842.10
其他主营业务	40.30	44.33	48.76	53.63
合计	1,270.89	1,644.10	2,077.70	2,542.92
分业务成本测算	2021A	2022E	2023E	2024E
主粮和湿粮	123.36	157.81	212.75	286.40
营养肉质零食	193.14	250.27	308.72	370.47
植物咬胶	274.13	359.97	437.10	501.39
畜皮咬胶	353.26	449.12	547.37	640.00
其他主营业务	35.57	37.68	41.44	45.59
合计	979.46	1,254.85	1,547.39	1,843.84
分业务增速	2021A	2022E	2023E	2024E
主粮和湿粮	21.46%	30.00%	40.00%	40.00%
营养肉质零食	-10.49%	30.00%	25.00%	20.00%
植物咬胶	-7.50%	30.00%	25.00%	20.00%
畜皮咬胶	-3.27%	30.00%	25.00%	20.00%
其他主营业务	-32.11%	10.00%	10.00%	10.00%

合计	-5.15%	29.37%	26.37%	22.39%
分业务毛利率	2021A	2022E	2023E	2024E
主粮和湿粮	17.69%	19.00%	22.00%	25.00%
营养肉质零食	23.75%	24.00%	25.00%	25.00%
植物咬胶	30.70%	30.00%	32.00%	35.00%
畜皮咬胶	18.20%	20.00%	22.00%	24.00%
其他主营业务	11.72%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	22.93%	23.68%	25.52%	27.49%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5.2 投资建议

宠物经济持续高景气带动宠物食品市场规模加速增长，站在全球化的战略高度，公司坚持“双轮驱动”发展战略，立足海外咬胶代工加速国内市场扩张，依托顶尖的研发优势，全面搭建品牌矩阵，积极打造完善的国内外产销及服务网络体系，全球产能放量有望助推公司蓝海扬帆。预计公司 22-24 年营收为 16.44/20.78/25.43 亿元，同比分别为 29.37%/26.37%/22.39%；归母净利润分别为 1.60/1.78/2.79 亿元，同比分别为 167.00%/11.11%/56.49%。对应 PE 27/24/16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示：

- 1) **海外经营风险：**投资项目所在国如未来出现汇兑限制、对外资政策变化、东道国政府征收、战争及政治暴乱、公共卫生事件等情形，可能给公司带来投资损失。
- 2) **汇率波动风险：**公司出口业务主要使用美元作为结算货币，近年来随着人民币国际化进程和汇率市场化程度提高，汇率波动对公司出口产品盈利能力产生不确定性影响。
- 3) **原材料价格波动风险：**公司生产所使用的原材料主要为生皮、鸡肉、淀粉等，如果原材料价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和生产成本的控制带来不确定性。
- 4) **新产品及自有品牌推广风险：**国内主粮市场长期被国外品牌占据，如果未来公司新产品由于品牌认可度低、海外竞争对手渠道挤压等因素，而不被消费者认可，则存在一定新产品开发推广风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1030	1126	804	1031
应收票据及应收账款	201	348	339	506
存货	450	264	662	511
其他流动资产	102	123	144	171
流动资产合计	1783	1861	1949	2219
长期股权投资	12	11	11	10
投资性房地产	0	-4	-7	-10
固定资产	469	545	620	680
在建工程	322	378	443	504
无形资产	50	51	51	51
其他非流动资产	220	239	261	285
非流动资产合计	1072	1221	1378	1519
资产总计	2855	3082	3327	3738
短期借款	221	250	285	321
应付票据及应付账款	170	248	267	342
合同负债	1	1	2	2
其他流动负债	38	72	82	94
流动负债合计	429	572	635	759
长期借款	2	2	2	2
应付债券	588	588	588	588
其他非流动负债	42	42	42	42
非流动负债合计	632	632	632	632
负债合计	1060	1204	1267	1391
股本	253	249	249	249
资本公积	965	895	894	894
留存收益	440	592	770	1049
归属母公司股东权益	1779	1858	2035	2314
少数股东权益	15	20	25	34
股东权益合计	1795	1878	2060	2347
负债和股东权益合计	2855	3082	3327	3738

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	-35	364	-123	419
净利润	62	165	183	287
折旧摊销	51	66	77	87
营运资金变动	-158	133	-382	45
其他	10	0	-1	-1
投资活动现金流量	-128	-215	-233	-227
资本支出	-211	-221	-239	-233
投资变动	80	4	4	3
其他	3	2	2	3
筹资活动现金流量	726	-52	34	36
债权融资	779	30	34	36
股权融资	0	-74	-1	0
其他	-53	-8	0	0
现金净流量	557	97	-323	228

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1271	1644	2078	2543
营业成本	979	1255	1547	1844
营业税金及附加	4	5	7	8
销售费用	55	78	104	122
管理费用	109	107	135	153
研发费用	23	25	28	31
财务费用	28	-30	30	30
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	3	2	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	79	208	231	360
营业外收支净额	-1	-2	-2	-2
利润总额	78	206	229	359
所得税	16	41	46	72
净利润	62	165	183	287
少数股东损益	2	5	5	8
归属母公司股东净利润	60	160	178	279

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	22.9%	23.7%	25.5%	27.5%
净利率	4.7%	9.7%	8.6%	11.0%
净资产收益率	3.4%	8.6%	8.7%	12.0%
资产回报率	2.1%	5.2%	5.4%	7.5%
投资回报率	3.1%	5.1%	6.9%	9.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	-5.1%	29.4%	26.4%	22.4%
EBIT 增长率	-39.2%	71.1%	46.2%	50.1%
归母净利润增长率	-47.7%	167.0%	11.1%	56.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.63	0.70	1.10
每股净资产	7.02	7.33	8.03	9.13
每股经营现金流	-0.14	1.44	-0.49	1.65
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.45	0.53	0.62	0.68
应收账款周转率	6.31	4.74	6.12	5.03
存货周转率	2.18	4.76	2.34	3.61
偿债能力指标				
资产负债率	37.1%	39.1%	38.1%	37.2%
流动比率	4.16	3.25	3.07	2.92
速动比率	2.89	2.60	1.82	2.06
估值指标				
P/E	72.33	27.09	24.38	15.58
P/B	2.44	2.34	2.13	1.88
EV/EBITDA	32.43	16.89	13.29	8.98

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。