

2023年06月05日

买入（首次覆盖）

佩蒂股份（300673）：出口业务复苏可期，自有品牌乘风而起

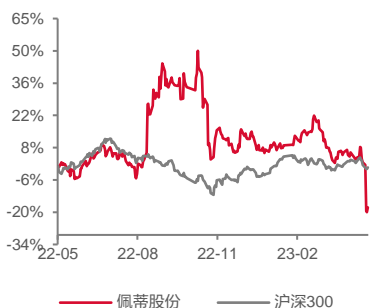
——公司深度报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

总股本(万股)	25,342
流通A股/B股(万股)	16,373/0
资产负债率	33.90%
市净率(倍)	2.11
净资产收益率(加权)	-2.03%
12个月内最高/最低价	25.13/12.84



相关研究

投资要点：

- 宠物咬胶龙头，自有品牌蓄势待发。**佩蒂股份成立于2002年，为中国宠物咬胶龙头企业。主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、宠物营养肉质零食、宠物主粮等宠物食品。公司以海外ODM业务为主，同时积极开拓国内市场发展自有品牌业务，拥有“爵宴”、“好适嘉”、“齿能”等多个自主品牌。2022年公司实现归母净利润1.27亿元，同比增长111.81%；2023年一季度，公司实现归母净利润-0.38亿元，同比下降233.36%，主要由于海外库存调整。
- 宠物食品行业发展迎来新机遇。（1）美国宠物食品市场：**根据欧睿，2010-2022年，美国宠物食品市场规模CAGR达5.54%。零食以及湿粮增速较快，高端宠物粮占比不断提升。高端猫粮占比从2017年48%提升至2022年55%，高端狗粮从2017年51%提升至2022年58%。美国宠物食品市场稳步增长，消费升级趋势显著。（2）**中国宠物食品市场：**根据中国宠物行业白皮书，2018年-2022年，中国宠物食品市场规模CAGR达11.4%。我国宠物食品竞争格局分散，2021年CR5仅为17.4%。国内宠物食品公司异军突起，凭借精准的线上营销模式以及产品高性价比优势不断抢占市场，国内企业市占率有望逐步提升。
- 代工业务稳健发展，海外产能带来新增量。**公司ODM营收稳步增长，与海外龙头供应商紧密合作，品谱为公司第一大客户。公司通过自建、收购布局海外产能。海外工厂中，越南工厂运营成熟，2022年越南三家工厂合计实现净利润1.47亿元。柬埔寨爵味进入产能爬坡阶段，包括0.92万吨宠物休闲食品新建项目和0.2万吨扩建项目，合计产能1.12万吨。在新西兰，年产4万吨的高品质干粮产线已经建成；年产3万吨湿粮产能在建中，预计2023年年底建成。预计随着新西兰主粮和柬埔寨零食产能的陆续投产，公司有望获得业务增量。
- 自有品牌差异化竞争，线上线下全线布局。**公司在国内市场实施多品牌策略，发力大单品，积极推动自有品牌的市场拓展。同时，公司积极研发并不断推出新产品，并基于在宠物零食领域的经验，向宠物主粮等产品拓展。今年以来，爵宴和好适嘉继续保持较快增速。公司在国内市场采用线上线下全渠道布局，重点向线上倾斜，聚焦自有品牌，打造符合中国市场特点的畅销爆品。同时，公司积极探索创新服务，打造宠物多元化平台。预计随着公司加大国内市场的开拓力度，自有品牌收入快速提升，公司品牌影响力持续扩大。
- 盈利预测：**我们预计，随着出口业务的逐步改善和自有品牌的不断发力，以及产能利用率的提升，公司业绩有望持续改善。预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.11亿元、1.54亿元和1.93亿元，EPS分别为0.44元、0.61元和0.76元。首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险，汇率波动风险，海外经营风险，劳动力成本增加风险。

盈利预测与估值简表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1339.85	1270.89	1731.80	1924.00	2291.66	2714.69
同比增速(%)	32.88%	-5.15%	36.27%	11.10%	19.11%	18.46%
归母净利润(百万元)	114.83	60.02	127.12	110.73	153.50	193.34
同比增速(%)	129.62%	-47.73%	111.81%	-12.89%	38.62%	25.95%
毛利率(%)	25.51%	22.93%	22.30%	23.93%	24.93%	25.33%
每股盈利(元)	0.45	0.24	0.50	0.44	0.61	0.76
ROE(%)	7.11%	3.37%	6.68%	5.53%	7.16%	8.34%
PE(倍)	31.65	60.55	28.59	32.82	23.67	18.80

资料来源：iFinD，东海证券研究所，数据截止2023年6月5日

正文目录

1. 宠物咬胶龙头，自有品牌蓄势待发	5
1.1. 股权结构稳定，股权激励彰显管理层信心	5
1.2. 坚守品质二十载，打造全球化供应链	6
1.3. 海外库存调整，2023 年 Q1 业绩承压	7
2. 宠物食品行业发展迎来新机遇	9
2.1. 美国宠物食品规模稳步增长，零食产品增速较快	9
2.2. 中国宠物食品市场快速增长，消费升级驱动行业发展	11
2.3. 国外品牌占领头部，国产品牌异军突起	14
3. 代工业务稳健发展，海外产能带来新增量	15
3.1. 核心客户紧密合作，ODM 业务稳步增长	15
3.2. 海外产能陆续投产或带来新增量	17
3.3. 供应链全球化提升成本竞争优势	18
4. 自有品牌差异化竞争，线上线下全线布局	19
4.1. 打造多品牌矩阵，发力大单品	19
4.2. 线上线下全渠道布局，提升品牌影响力	21
4.3. 研发优势铸就长期成长	21
5. 探索创新服务，打造宠物多元化平台	23
6. 盈利预测与投资建议	23
6.1. 盈利预测	23
6.2. 可比公司估值	24
7. 风险提示	24

图表目录

图 1 佩蒂股份股权结构及主要子公司.....	5
图 2 公司发展历程.....	7
图 3 公司营业收入.....	7
图 4 公司归母净利润.....	7
图 5 公司营收占比按产品分.....	8
图 6 公司营收占比按销售区域分.....	8
图 7 公司毛利率和净利率.....	8
图 8 产品毛利率.....	8
图 9 国内外销售毛利率.....	9
图 10 公司各项费用率.....	9
图 11 美国宠物行业市场规模（亿美元）.....	9
图 12 美国宠物食品市场规模（亿美元）.....	9
图 13 美国宠物食品销售渠道.....	10
图 14 2022 年美国宠物食品市场品类结构.....	10
图 15 宠物食品（猫狗）销售额以及增速（亿美元）.....	10
图 16 宠物食品（猫）干粮、湿粮低中高端占比.....	10
图 17 宠物食品（狗）干粮、湿粮低中高端占比.....	10
图 18 常见牙齿疾病.....	11
图 19 中国宠物行业市场规模测算.....	12
图 20 中国宠物食品市场规模测算.....	12
图 21 中国宠物零食市场规模测算.....	12
图 22 犬猫数量（万只）.....	12
图 23 犬猫单只每年消费额（元）.....	12
图 24 2019 年不同国家养宠家庭渗透率对比.....	12
图 25 中国居民可支配收入.....	13
图 26 65 岁以上人口占总人口比重.....	13
图 27 全国平均家庭户规模.....	13
图 28 全国人口出生率.....	13
图 29 主粮决策因素 top5.....	14
图 30 犬零食决策因素 top5.....	14
图 31 咬胶对宠物健康有利.....	14
图 32 中、美周工作时间（小时）.....	14
图 33 2021 年中美日宠物食品行业格局.....	15
图 34 国产品牌接受度高.....	15
图 35 2012 年中国宠物食品行业格局.....	15
图 36 2021 年中国宠物食品行业格局.....	15
图 37 公司前五大客户销售额及占比.....	16
图 38 2022 年公司前五大客户明细.....	16
图 39 ODM 及经销营收.....	17
图 40 不同销售渠道占比.....	17
图 41 公司全球化经营布局.....	18
图 42 公司 2022 年营业成本构成.....	19
图 43 公司前五大供应商占比.....	19
图 44 爵宴线上销售情况.....	20
图 45 好适嘉线上销售情况.....	20
图 46 爵宴在线上狗零食中市占率.....	20

图 47 公司国内市场收入情况	20
图 48 公司渠道布局	21
图 49 网络大 V 直播带货	21
图 50 公司研发费用及增速	22
图 51 研发费用占比	22
图 52 公司核心竞争力	22
图 53 上海 PAW DAY 人宠生活潮流店	23
图 54 杭州“宠这里”宠物文化创意街区	23
表 1 股权激励、员工持股计划考核目标	6
表 2 公司核心客户	16
表 3 公司主要子公司及业绩情况	17
表 4 佩蒂股份产能测算	18
表 5 公司主要自有品牌	20
表 6 研发投入项目	22
表 7 公司主要业务营收拆分及预测（百万元）	24
表 8 可比公司估值	24
附录：三大报表预测值	25

1. 宠物咬胶龙头，自有品牌蓄势待发

佩蒂股份成立于 2002 年，为中国宠物咬胶龙头企业，2017 年于创业板上市。公司产品有畜皮咬胶、植物咬胶、宠物营养肉质零食、宠物主粮等宠物食品。公司当前采取“一体两翼”的发展战略，稳固 ODM 业务、发展 OBM 业务、培育创新业务，坚持双核、双向协同发展，坐稳中国研发和中国制造，积极拓展外部发展空间。目前，公司拥有“爵宴”、“好适嘉”、“齿能”、“SmartBalance”等多个自主品牌。

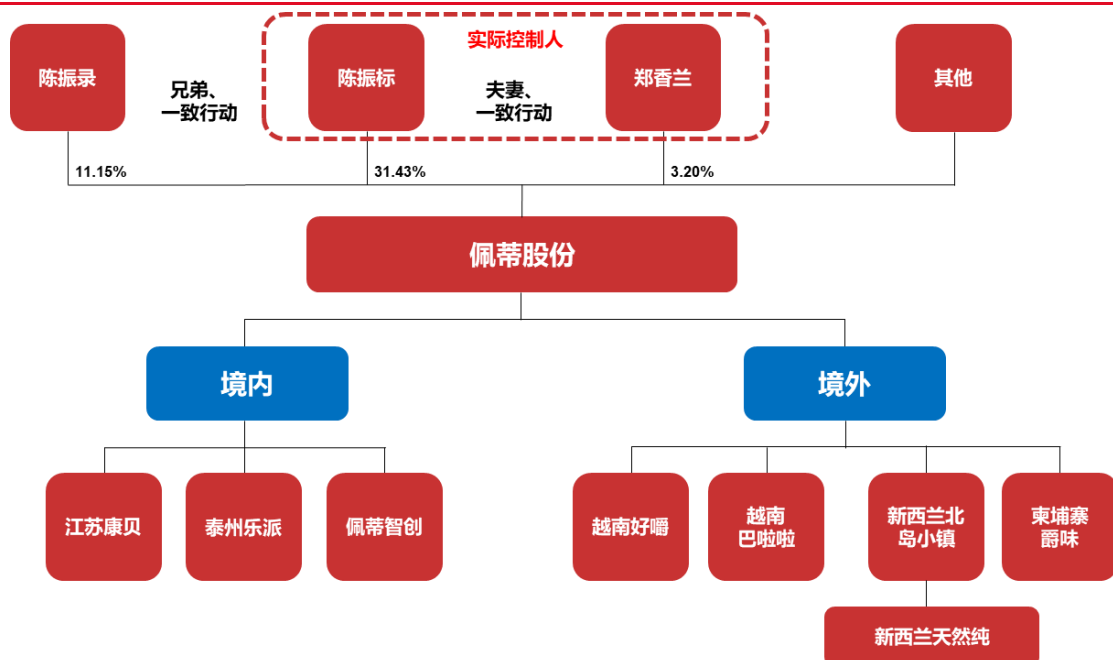
1.1. 股权结构稳定，股权激励彰显管理层信心

公司实际控制人为陈振标、郑香兰，共同持股 34.63%，股权结构稳定。根据 2023 年一季报，股东陈振标与股东郑香兰为夫妻关系，共同为公司实际控制人，共同持股 34.63%。公司第二大股东陈振录（持股 11.15%）与实际控制人陈振标为兄弟，具有一致行动关系。公司通过股权激励和员工持股计划绑定高管以及核心人员，发展目标彰显管理层信心。

管理层经验丰富，公司专注品质与创新。公司董事长陈振标带领公司深耕宠物行业 30 年，凭借坚守品质、不断创新、坚守信誉的理念带领公司迅速成长。陈振标同时也是中国礼仪休闲用品行业协会副理事长、中国检验检疫协会宠物食品分会副会长、浙江进出口宠物食品用品行业协会会长。公司高管经验丰富，负责各核心业务，公司国内、国外业务增长迅速，彰显团队管理能力以及市场洞察能力。

公司 2022 年推出股权激励计划和员工持股计划，股权激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 258 万股，约占公司总股本的 1.02%，激励对象为核心骨干 246 人。员工持股计划持股规模不超过 152 万股，约占公司总股本的 0.6%，总人数不超过 97 人。本次计划设立较高的业绩考核指标，绑定核心人员留住公司人才的同时发挥员工积极性，推动公司发展。

图1 佩蒂股份股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表1 股权激励、员工持股计划考核目标

解锁/归属期	业绩考核目标
第一个	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%； 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 100%。
第二个	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%； 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%。
第三个	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%； 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%。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2. 坚守品质二十载，打造全球化供应链

公司以领先行业的制造水平绑定海外大客户。目前公司咬胶产品已经升级至第 5 代，而宠物市场已经步入成熟的美国仅为第 3 代。在自有品牌方面，公司积极开拓线上、线下渠道，夯实全渠道发展战略。公司 2020 年非公开发行股票募集资金筹建新西兰工厂突围国内宠物主粮赛道。凭借优质的原产地原料、科学的配方以及公司建立的渠道优势，有望在行业格局尚未清晰前占据先发优势。

2002-2010: 公司成立于 2002 年，坐落于“中国皮都”温州平阳县水头镇。创立之初，主要通过 ODM/OEM 海外代工的方式出口宠物咬胶产品，凭借优秀的创新能力和质量水平逐渐从 OEM 转变为 ODM 并获得国外大客户的青睐。公司取得各项专利并参与了宠物咬胶国家标准的制定。2006 年公司 100 亩生产基地投产，成立江苏康贝。

2011-2017: 公司咬胶产品不断更新迭代，ODM 业务增长迅速。为了实现全球化供应，公司在越南设立工厂，凭借原材料、人工、关税优势加速开拓海外市场。①**生产上**，2013 年公司成立越南好嚼，2017 年成立越南巴啦啦，公司开始发展海外生产基地。②**产品上**，公司咬胶产品从第二代纯畜皮肉片咬胶更新至第五代动植物纤维混合咬胶，植物咬胶收入占比超越畜皮咬胶。③**品牌上**，公司自有品牌崭露头角为海内外“双轮驱动”战略打下基础。

2018-至今: 公司正式进入国内、国际市场齐头并进的“双轮驱动”新时代。公司积极布局海外生产基地稳定发展 ODM 业务，积极开拓国内市场发展自有品牌业务。①**生产上**，公司拥有国内、越南、柬埔寨、新西兰四大生产基地，利用不同地区区位优势，不断优化供应链。②**产品上**，公司进军主粮市场，保证咬胶业务稳定发展的同时，在新西兰建设工厂生产高品质主粮。③**渠道上**，公司自有品牌打造线上线下全渠道销售模式，与宠物医院、宠物店、商超建立深度合作，公司较早发展线上渠道拥有先发优势。④**产能上**，随着“新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目”建设完成陆续投产，公司产能将大幅上升。

图2 公司发展历程

初创阶段：2002-2010	扩张阶段：2011-2017	双轮驱动阶段：2018-至今
<ul style="list-style-type: none"> 公司创立于2002年。 公司主营业务为宠物咬胶出口代加工。 2003年6月，江苏泰州100亩生产基地投产，成立江苏康贝宠物食品有限公司。 2005年12月，宠物狗的韧性营养咀嚼咬胶的生产方法，取得发明专利授权。 2008年12月，佩蒂主持制定《宠物食品-狗咬胶》国家标准。 2009年3月温州佩蒂代表中国宠物食品企业接受欧盟“FVO”官员检查，并取得官方的认可。 	<ul style="list-style-type: none"> 2011年，佩蒂股份温州新总部落成。 2011年，佩蒂股份荣获国家级《高新技术企业证书》。 2013年，佩蒂“CPET”被国家工商行政管理总局认定为“驰名商标”。 2013年4月，成立越南好嚼有限公司。 2017年3月，成立越南啦啦食品有限公司。 2017年7月，佩蒂首次公开发行A股上市。 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年收购BOP和越南德信。 2018年设立新西兰北岛小镇。 2018年，佩蒂在柬埔寨投资兴建2000亩产业园。2019年设立柬埔寨爵味。 2018年7月，佩蒂股份杭州管理中心揭牌成立，正式宣告进入“国内、国际市场齐头并进”的双轮驱动新时代。 2019年3月，佩蒂股份在北京国家体育馆(鸟巢)召开“新标佩”春季新品发布会，全面启动中国市场的品牌运营。 2019年设立新西兰天然纯。

资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.3.海外库存调整，2023年Q1业绩承压

2022年，公司实现营业收入17.32亿元，同比增长36.27%；归母净利润1.27亿元，同比增长111.81%；扣非后归母净利润1.35亿元，同比增长140.52%。由于人民币贬值，2022年公司汇兑收益5283.71万元，归母净利润大幅增长。

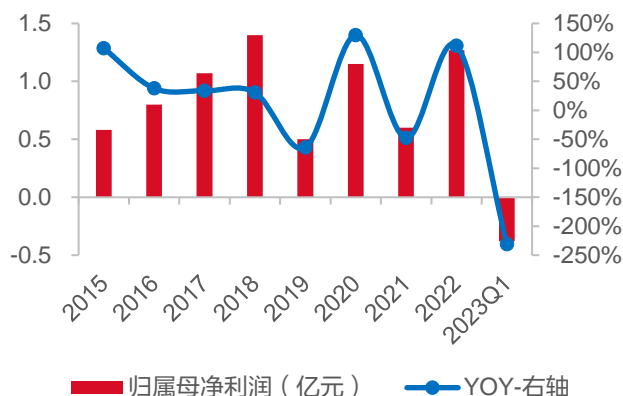
2023年一季度，公司实现营收1.59亿元，同比下降53.81%；归母净利润-0.38亿元，同比下降233.36%；扣非后归母净利润-0.39亿元，同比下降231.92%。2022年Q4以来，由于部分海外客户需对库存进行调整，导致订单减少，海外市场销售收入出现下滑，2023Q1业绩承压。预计随着海外需求的恢复，公司业绩有望逐步改善。

图3 公司营业收入



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图4 公司归母净利润

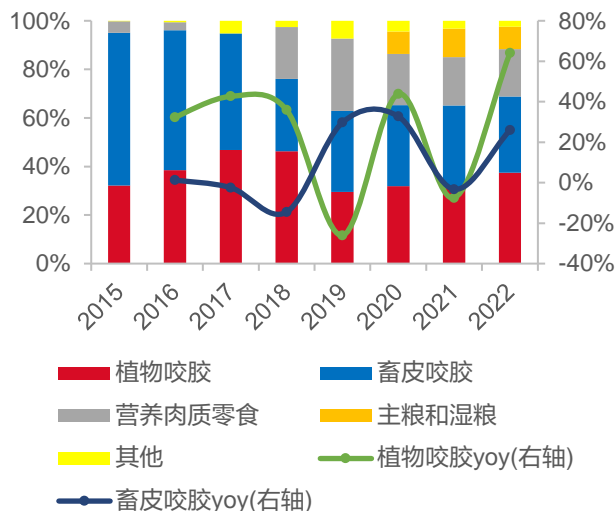


资料来源：iFinD，东海证券研究所

公司咬胶业务占比较大，以海外销售为主。对营业收入拆分来看：①从品类来看，历年咬胶业务占比超过60%。2022年咬胶业务实现营收11.93亿元，占比68.87%。其中植物咬胶实现营业收入6.49亿元，同比增长64.05%；畜皮咬胶实现营业收入5.44亿元，同比增长25.92%。②从销售区域来看，公司以海外销售为主，历年海外销售收入占比超过80%。

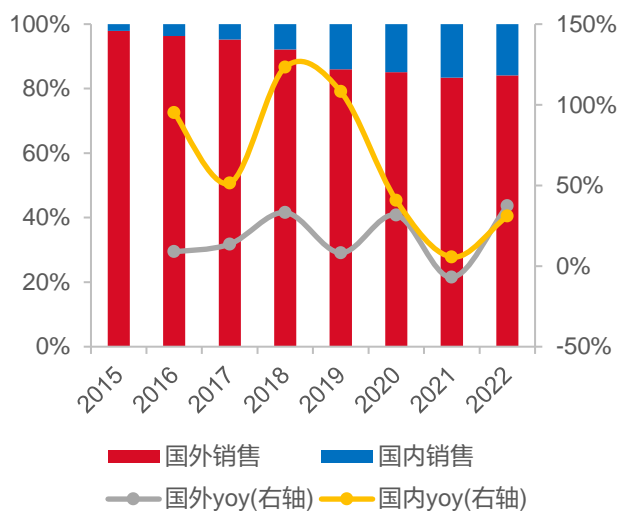
2022 年海外销售收入为 14.56 亿元，占总营收 84.10%，国内销售收入为 2.75 亿元，占总营收 15.90%。

图5 公司营收占比按产品分类



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图6 公司营收占比按销售区域分

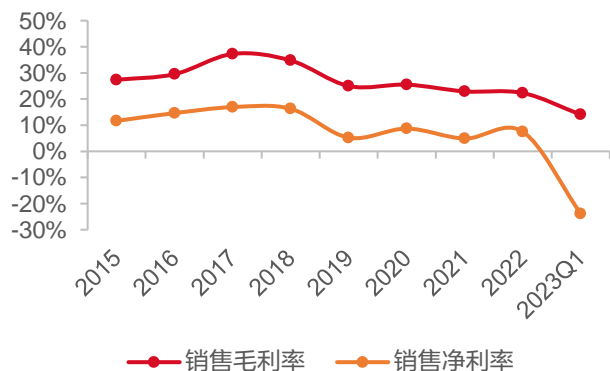


资料来源：iFinD，东海证券研究所

公司盈利水平短期承压，海外恢复有望带动持续改善。2022 年公司销售毛利率为 22.30%，净利率为 7.47%。对毛利率拆分来看：①从产品来看，2022 年植物咬胶毛利率为 28.66%，畜皮咬胶毛利率为 16.59%，营养肉质零食毛利率为 21.90%，毛利率小幅下降；②从地区来看，2022 年国外销售毛利率为 22.06%，近年来呈下降趋势。2019 年公司开始国内市场，2022 年国内销售毛利率为 23.57%，近年来呈上升趋势。2023Q1，受到海外业务的影响，公司毛利率下降，预计随着海外业务的恢复，公司盈利水平将持续改善。

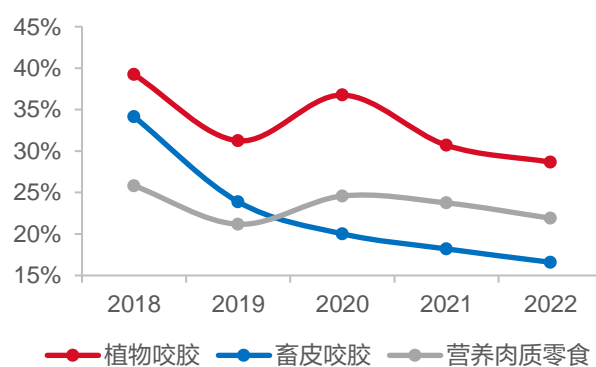
2023Q1 费用率有所上升。公司 2023Q1 管理费用率为 17.30%，同比提升 10.67 个百分点；销售费用率为 10.71%，同比上升 6.42 个百分点，主要由于销售规模增大以及国内市场宣传费用增加。2023Q1 财务费用率为 8.26%，同比上升 8.24 个百分点，主要由于汇率波动导致汇兑损失增多，及可转债利息支出增加。当汇率波动较大时，公司积极审慎开展外汇套期保值业务，锁定业务利润。同时，与客户积极协调，建立更科学的产品价格浮动机制，减小汇率波动的影响。

图7 公司毛利率和净利率



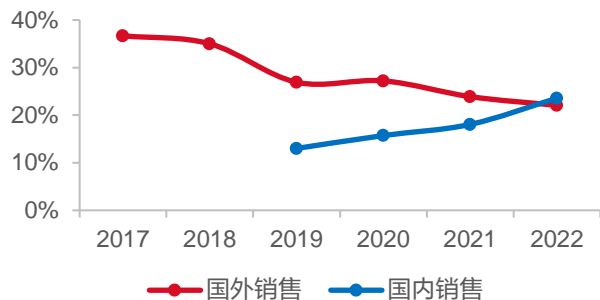
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图8 产品毛利率



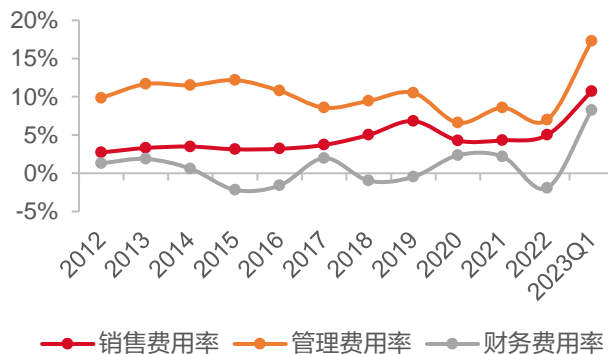
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图9 国内外销售毛利率



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

图10 公司各项费用率



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

2. 宠物食品行业发展迎来新机遇

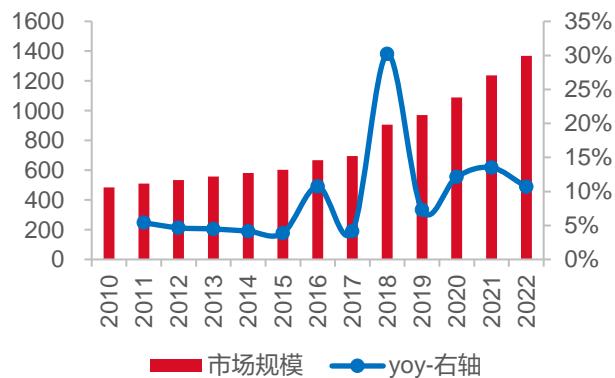
2.1. 美国宠物食品规模稳步增长，零食产品增速较快

美国宠物食品市场规模稳步增长，线上渠道占比不断提升。根据 APPA，美国宠物行业市场规模呈增长趋势，2022 年市场规模为 1368 亿美元，同比增长 10.68%，2010-2022 年 CAGR 达 9.05%。细分来看，根据欧睿，美国宠物食品市场规模 2022 年为 454.4 亿美元，同比增长 6.34%，2010-2022 年 CAGR 达 5.54%。疫情期间宠物食品行业规模增速提升，主要原因是居家办公时间增长，实现投喂次数增加以及产品消费升级。目前美国宠物食品消费渠道还是以线下渠道为主，但是线上渠道占比近年显著上升，从 2017 年 8.60% 上升至 2022 年 24.40%，美国宠物食品消费渠道有从线下转移至线上的趋势。

零食及湿粮增速较快，高端粮占比不断提升。根据欧睿，2022 年美国宠物食品品类中干粮占比 52.93%，湿粮占比 25.77%，零食占比 21.29%，从销售额来看零食以及湿粮增速较快。2022 年零食销售额 94.4 亿美元，同比增长 6.93%，湿粮销售额 114.3 亿美元，同比增长 8.41%，干粮销售额 234.7 亿美元，同比增长 5.24%。近几年低端猫粮和狗粮的占比正逐渐被挤压，高端猫粮占比从 2017 年 48% 提升至 2022 年 55%，高端狗粮从 2017 年 51% 提升至 2022 年 58%。

美国宠物食品市场消费升级趋势显著，同时零食品类受欢迎程度较强。佩蒂股份零食海外 ODM 业务中将近 70% 出口至美国，受益于美国零食产品增速高、消费升级，公司未来海外 ODM 增长确定性高。

图11 美国宠物行业市场规模（亿美元）



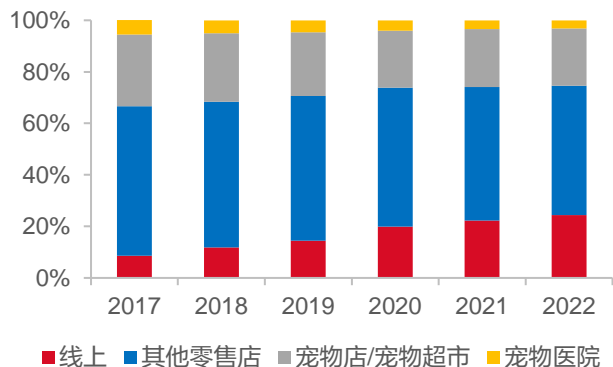
资料来源: APPA, 东海证券研究所

图12 美国宠物食品市场规模（亿美元）



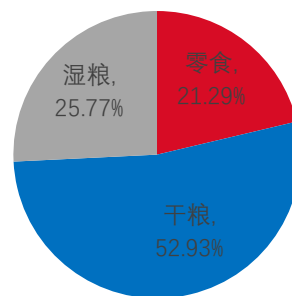
资料来源: 欧睿, 东海证券研究所

图13 美国宠物食品销售渠道



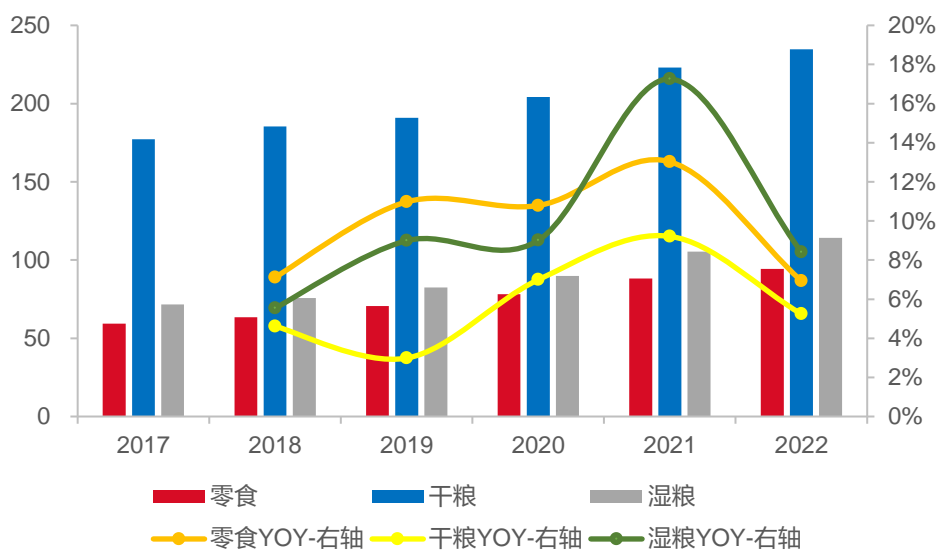
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图14 2022年美国宠物食品市场品类结构



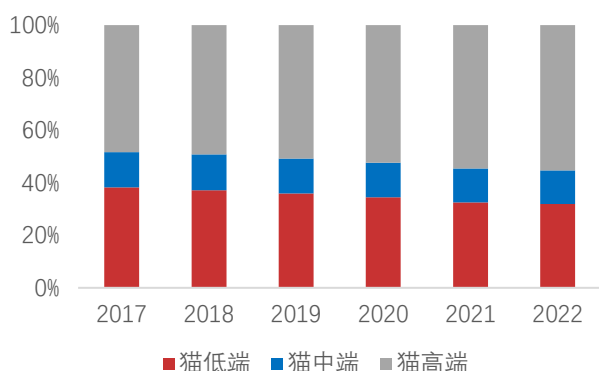
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图15 宠物食品（猫狗）销售额以及增速（亿美元）



资料来源：欧睿，东海证券研究所

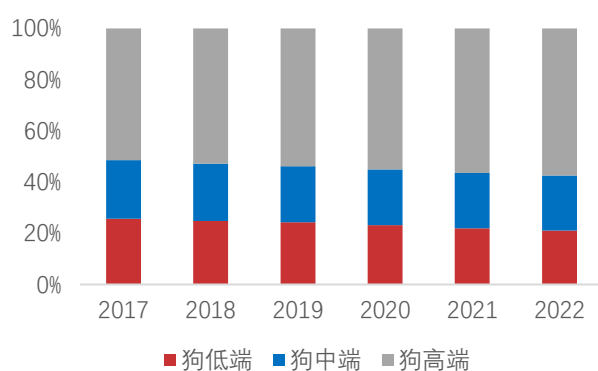
图16 宠物食品（猫）干粮、湿粮低中高端占比



资料来源：欧睿，东海证券研究所

注：高端湿粮：>5.67 美元/千克，中端：4.18-5.66 美元/千克，低端：<4.17 美元/千克。高端干粮：>3.72 美元/千克，中端：2.63-3.71 美元/千克，低端：<2.62 美元/千克。

图17 宠物食品（狗）干粮、湿粮低中高端占比

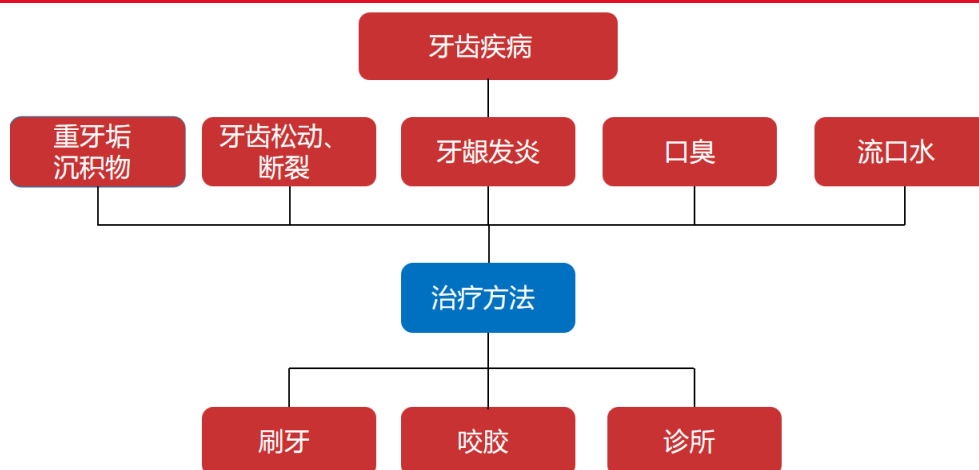


资料来源：欧睿，东海证券研究所

注：高端湿粮：>5.58 美元/千克，中端：3.17-5.57 美元/千克，低端：<3.16 美元/千克。高端干粮：>2.98 美元/千克，中端：1.93-2.97 美元/千克，低端：<1.92 美元/千克。

宠物咬胶兼具营养和功能价值，受消费者青睐。宠物咬胶是一种宠物零食，能有效清洁宠物犬的口腔，同时提供丰富的营养，是宠物健康咀嚼类食品的主要形式，在国外发达市场属于高频消费产品。研究表明，通过必要的口腔护理产品和常规牙齿清洁和其他治疗来维持宠物的牙齿健康对于改善动物的整体健康和行为非常重要，这些因素有望成为宠物咬胶市场增长的机会。根据美国兽医协会（AVMA），牙周病是3岁以上宠物中最常见的牙齿疾病。根据VCA动物医院的数据，超过80%的狗在三岁后被诊断出患有活动性牙齿疾病。欧美宠物主虽然十分关注宠物口腔健康，但是给宠物刷牙以及去诊所的人较少，大多数人选择给狗食用带有功能性的口腔护理产品。宠物咬胶则具备口腔护理以及预防牙结石、牙周病的功效，受到消费者青睐。

图18 常见牙齿疾病



资料来源：VCA，东海证券研究所

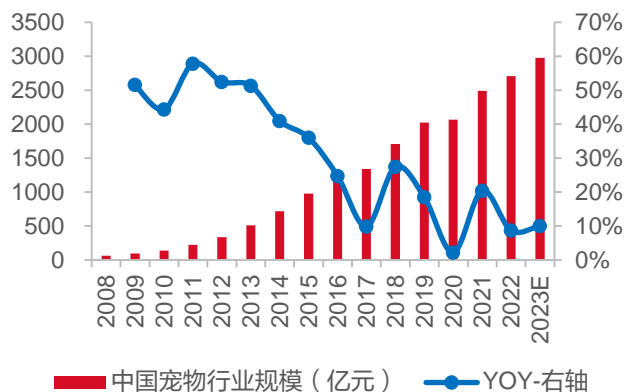
2.2.中国宠物食品市场快速增长，消费升级驱动行业发展

我国宠物行业市场规模迅速扩大。2018-2022年我国宠物行业市场规模CAGR达12.2%，宠物数量CAGR达6.2%，单只宠物年均消费额CAGR达6.3%。**市场规模：**根据中国宠物行业白皮书，2008年宠物市场规模仅为64亿元，2009-2015年，行业进入高速发展阶段，年增速均在30%以上。2022年市场规模达2706亿元，同比增长8.7%。2018年-2022年CAGR达12.2%。其中，2022年宠物食品市场规模为1372亿元，同比增长7.0%。2018年-2022年CAGR达11.4%，2022年宠物零食市场预计578亿元，2018年-2022年CAGR达31.0%，近年来宠物零食市场规模增速高于行业规模增速。疫情期间市场规模增速有所放缓，但是受益于疫情影响宠物陪伴需求日益增加，我们预计2023年之后宠物市场规模增速会有一定复苏。看好未来宠物数量增长以及宠物消费升级带来的市场规模扩大。

宠物数量和消费金额持续增长。**宠物数量：**2022年我国已有犬猫合计1.17亿只，同比增长3.7%。2020年犬猫数量突破1亿只，同比增长1.7%。受新冠疫情影响2020年宠物数量增速放缓，由于人们对疫情担忧以及购买、饲养宠物困难，线下猫舍狗舍和宠物店陷入困境。2021年开始我国宠物数量增速回升，疫情对宠物数量增长的抑制明显减弱。整体来看2018年-2022年宠物数量CAGR达6.2%。**单宠年均消费：**2022年中国单只宠物年均消费额为2382元，同比增长6.8%。2018-2022年CAGR达6.3%。

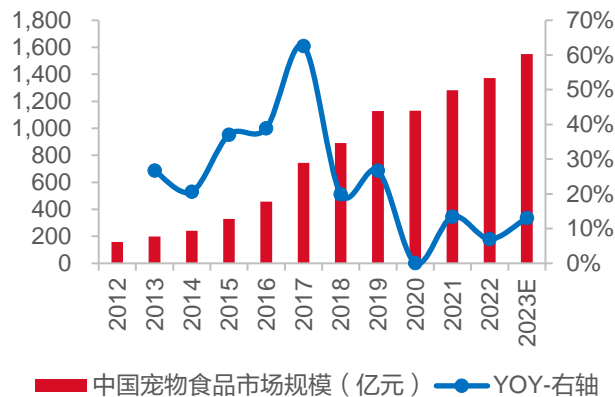
中国宠物渗透率仍有较大提升空间。虽然中国宠物行业近年来增速较快，但与发达国家相比，中国养宠家庭渗透率不高，2019年，中国养宠家庭比例为22.8%，美国、英国分别为68.9%、45.0%，中国宠物渗透率仍有较大提升空间。

图19 中国宠物行业市场规模测算



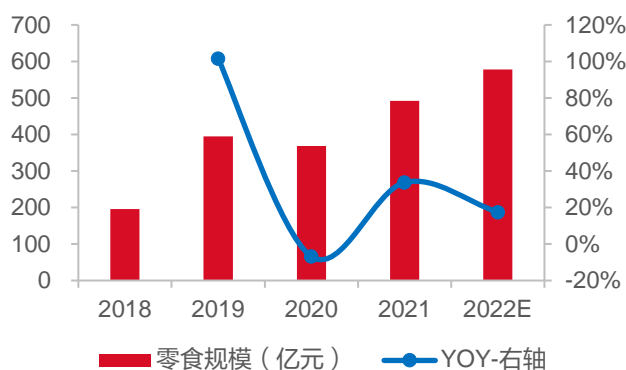
资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

图20 中国宠物食品市场规模测算



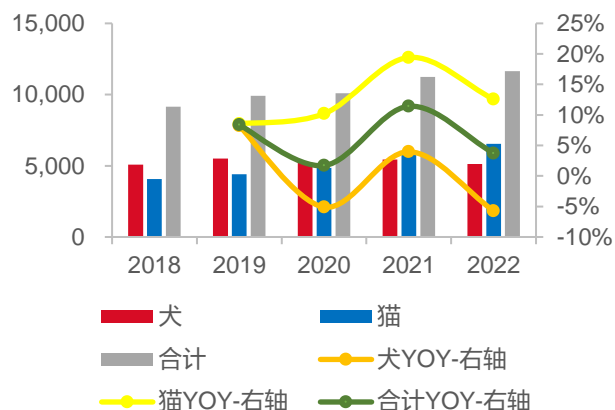
资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

图21 中国宠物零食市场规模测算



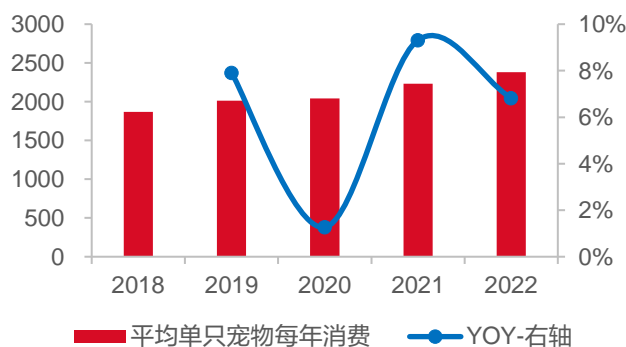
资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

图22 犬猫数量（万只）



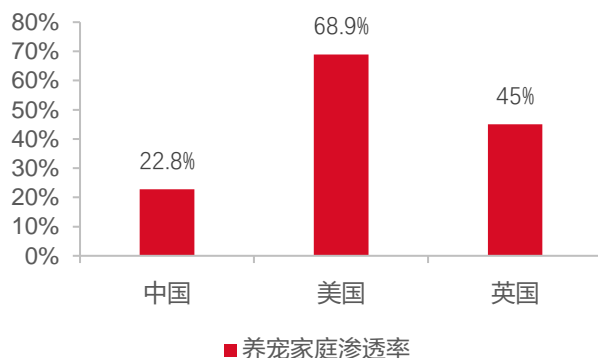
资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

图23 犬猫单只每年消费额（元）



资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

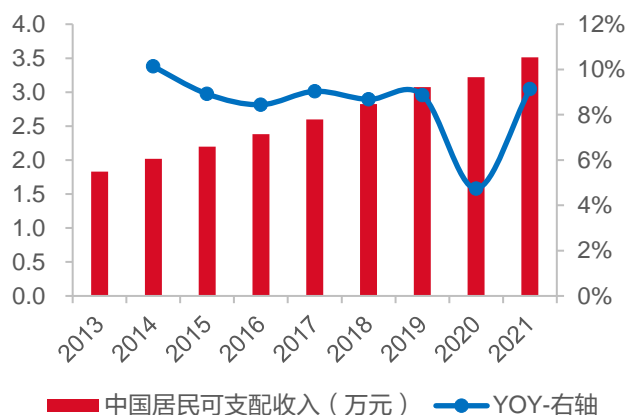
图24 2019年不同国家养宠家庭渗透率对比



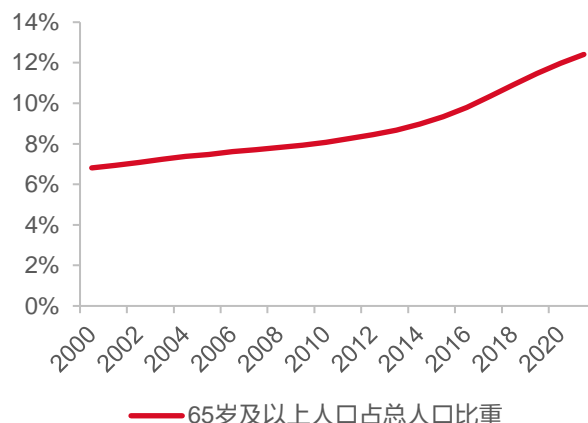
资料来源：IFinD，东海证券研究所

居民收入提升和宠物陪伴需求增加推动行业发展。我国居民可支配收入不断上升，2013年为1.8万元，2021年增长至3.5万元，CAGR达8.5%。随着居民收入的上涨，宠物市场消费能力将获得显著提升。2021年我国65岁以上人口占总人口比例为12.4%，已经迈向老龄化社会。我国户均规模也从1996年的3.7人/户下降至2020年的2.62人/户，意味着传统“三口之家”的模式被打破，年轻人与长辈分居两地将是未来的主流趋势。与此同时，全国出生率从1990年的21.06%下降至2021年的7.52%，年轻夫妇生育小孩的意愿大幅下

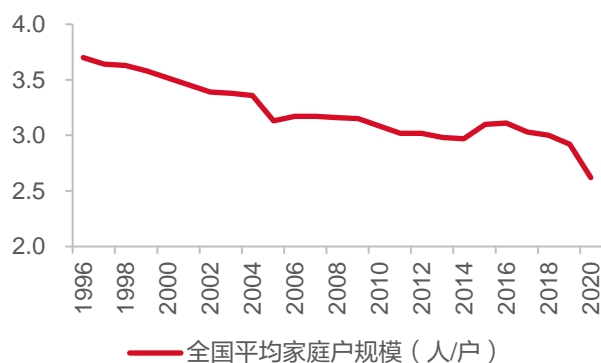
降。未来，老年人以及年轻人的情感陪伴需求会进一步上升，我国宠物的数量以及消费增长确定性高。

图25 中国居民可支配收入


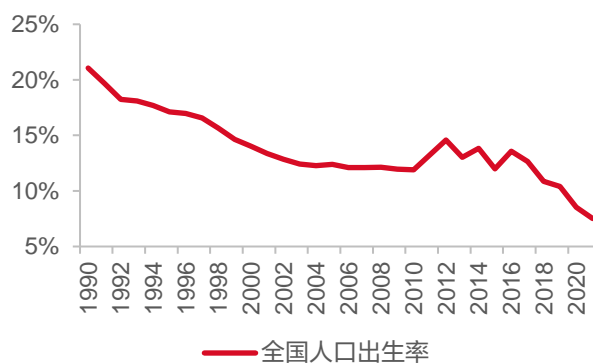
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图26 65岁以上人口占总人口比重


资料来源：iFinD，东海证券研究所

图27 全国平均家庭户规模


资料来源：iFinD，东海证券研究所

图28 全国人口出生率


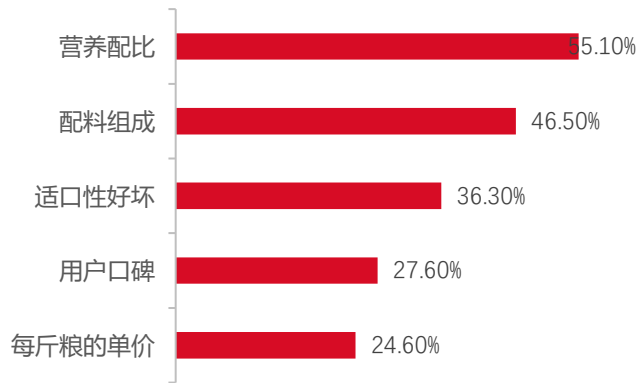
资料来源：iFinD，东海证券研究所

健康化逐渐成为未来选品的重要标准。宠物主对宠物的健康越来越重视。根据中国宠物行业白皮书，消费者对狗主粮决策因素 TOP1 是营养配比，犬零食 TOP3 分别为原料成分、性价比高以及功能性。消费者在选择主粮以及零食时十分注重营养以及原材料，倾向于选择更加健康的品类。

宠物咬胶作为零食产品具有健康以及强功能性的特点。根据国外的实验数据，宠物的咀嚼行为对清洁牙齿和锻炼咀嚼力有重要作用。良好的咀嚼习惯有助于减少牙菌斑以及牙结石的产生，食用咀嚼食品对宠物的咬合力以及良好的口腔环境都有显著的促进作用。目前，我国宠物咬胶平均每年单只宠物仅消耗大约 12 支，而美国平均每年单只宠物消耗约 127 支。从周工作时间来看，截止 2023 年 4 月，美国周工作时间大约 34.4 小时，中国大约 48.8 小时。中国家庭由于工作时长，陪伴宠物的时间相对较少，更加需要宠物咬胶来释放宠物的压力和精力。所以我们认为未来宠物咬胶市场在中国具有十分巨大的提升空间。

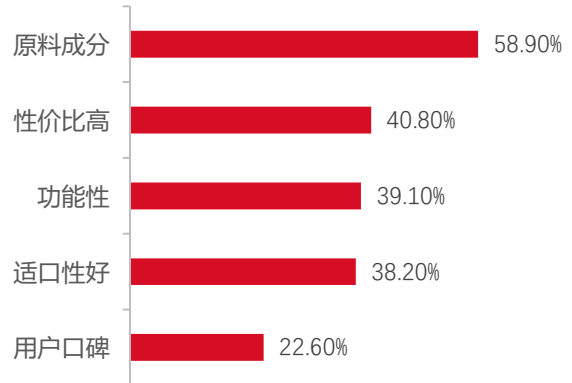
整体来看，我国宠物行业市场规模近年来迅速扩大，但与发达国家相比，宠物渗透率仍有较大提升空间。随着我国居民可支配收入不断上升以及人口结构的变化，宠物市场消费能力提升，宠物陪伴需求增加，宠主对宠物健康的重视度提高。看好未来养宠渗透率提升以及消费升级带来的宠物食品市场规模扩大。

图29 主粮决策因素 top5



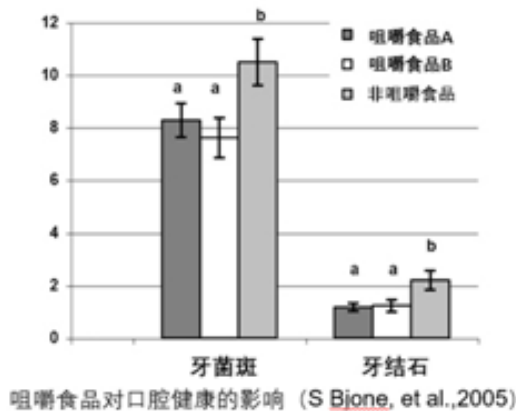
资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

图30 犬零食决策因素 top5



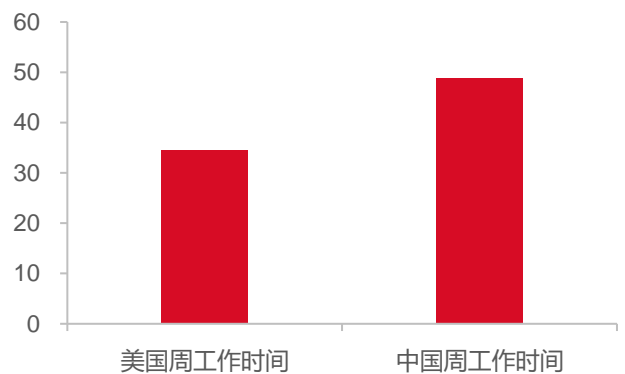
资料来源：中国宠物行业白皮书，东海证券研究所

图31 咬胶对宠物健康有利



资料来源：佩蒂官方公众号，东海证券研究所

图32 中、美周工作时间 (小时)



资料来源：美国劳工统计局，国家统计局，东海证券研究所

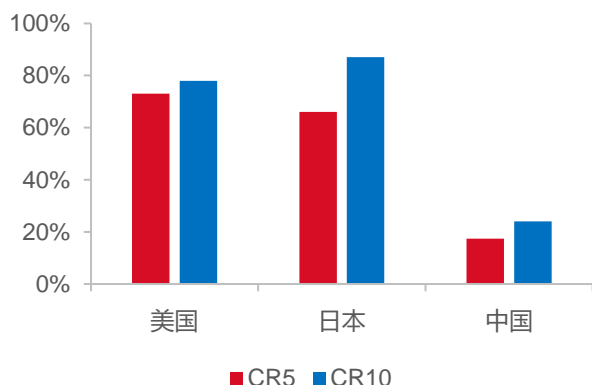
2.3. 国外品牌占领头部，国产品牌异军突起

我国宠物食品竞争格局分散，国产品牌迅速抢占份额。我国宠物行业竞争格局与国外相比较为分散。近年来国内宠物食品市场竞争加剧呈现百花齐放，其中国产品牌迅速抢占市场份额。根据欧睿，2021年美国宠物食品行业CR5为73%，日本为66%，我国仅为17.4%。其中日本宠物食品公司第6-10名市占率为21%，美国仅为5%。日本宠物行业兴起时同样被国际巨头公司玛氏、雀巢占据大量市场份额。但随着日本本土公司尤妮佳、伊纳宝等迅速崛起，本土公司也占据了一席之地。

中国宠物食品市场正经历同样的变革。2012年，玛氏、雀巢合计市占率为23.8%，市场地位难以撼动。2021年，玛氏、雀巢合计市占率仅为10.7%。2012年中国宠物食品行业前10名公司中，国内公司市占率为11.1%，国外公司市占率25.9%。2021年中国宠物食品行业前10名公司中，国内公司市占率为11.9%，国外公司市占率12.1%。前10名公司中，国外公司的市占率呈现大幅下降趋势，同时市场竞争加剧，呈现百花齐放的局面。在消费者对国产品牌接受度调查中，约有59.6%的消费者倾向于选择国产品牌，国内消费者对国产品牌的接受度较高。

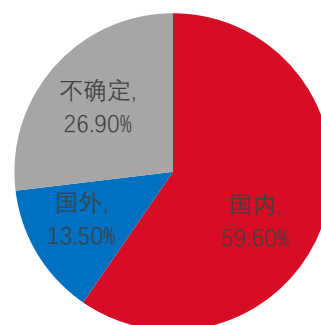
目前国内宠物食品公司异军突起，凭借精准的线上营销模式以及产品高性价比优势不断抢占市场。国产宠物食品公司的崛起势不可挡，我们认为随着行业逐渐发展成熟，国内企业市占率有望逐步提升。

图33 2021 年中美日宠物食品行业格局



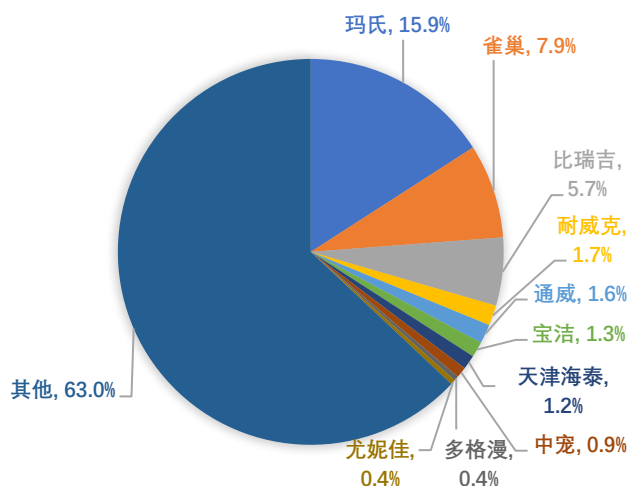
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图34 国产品牌接受度高



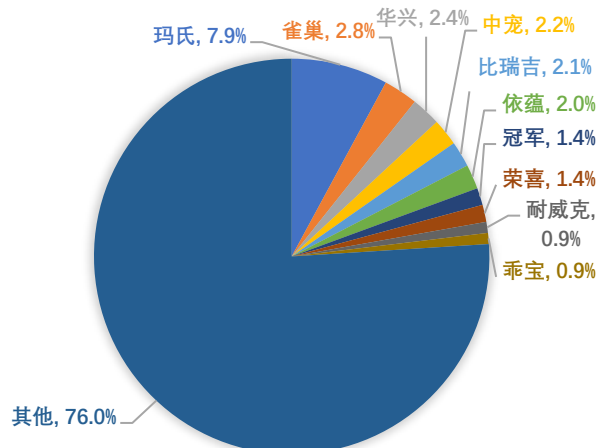
资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图35 2012 年中国宠物食品行业格局



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图36 2021 年中国宠物食品行业格局



资料来源：欧睿，东海证券研究所

3. 代工业务稳健发展，海外产能带来新增量

3.1. 核心客户紧密合作，ODM 业务稳步增长

公司 ODM 营收稳步增长。公司深耕海外市场多年，在产品研发、供应模式、生产制造、质量控制等方面积累了较强优势。公司海外业务主要以 ODM 营销方式以及部分自有品牌。2022 年，公司 ODM 及经销营收 15.99 亿元，同比增长 35.2%，占总营收 92.3%，2014 年至 2022 年 CAGR 为 20%。公司 ODM 业务保持稳步增长。

公司与海外龙头供应商紧密合作。目前宠物零食消费市场主要集中在欧美等发达国家和地区，这些地区市场主要由大型品牌商占据，因此公司的客户集中度较高。公司第一大客户为品谱，一家全球性消费品公司。品谱 2015 年收购美国知名宠物品牌 Salix，2017 年收购 PetMatrix，补充了品谱在咬胶市场的份额。公司生产的产品直接销售给品牌商，品牌商通过零售超市、宠物产品专卖店等渠道出售给终端消费者。此外，公司还与沃尔玛等大型零售超市亦建立了良好的合作关系，对美国沃尔玛和加拿大沃尔玛进行供货。公司还与宠物产品专

卖店 PetSmart 建立了良好的合作关系。同时，公司也在积极拓展海外市场线上渠道及美国以外的市场，有利于保障海外市场业绩的稳定。

定制化供应，品种小批量生产，满足差异化需求。公司通过发展海外订制业务模式提高在供应链中的话语权。每个专利产品销售专门销售给每个地区的一个零售客户，以避免产品在零售客户中的竞争，以获得更强的客户稳定性和实现更高的毛利率。公司一直非常注重产品的研发，为顶级宠物食品公司打造了数以千计健康产品。目前公司咬胶技术已经迭代至第五代，Smartbones 覆盖了接近 80% 的美国养宠家庭，MeatyWay 在加拿大 300 多家沃尔玛超市连续畅销 5 年。

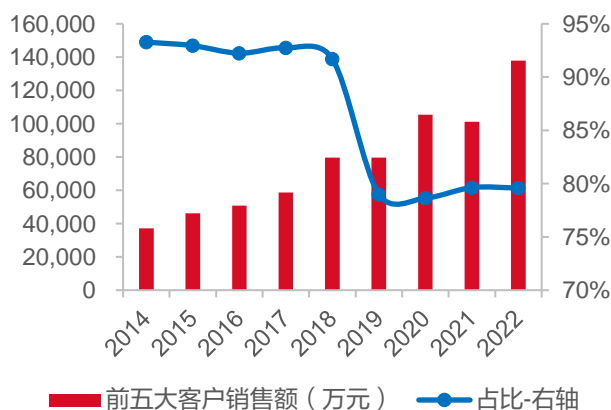
2023 年 4 月我国宠物食品（狗猫罐头及饲料）出口量 2.27 万吨，同比增长 5.43%，今年以来首次同比转正。预计今年下半年随着海外减库存的完成，宠物食品出口将恢复正常。

表2 公司核心客户

客户名称	客户简介	主要 ODM 品牌	ODM 主要销售区域
品谱	一家全球性消费品公司，是专业宠物食品、用品的领先供应商。品谱的产品由全球 25 大零售商进行销售，网络覆盖全球 120 多个国家/地区的超过一百万家商店。	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMatrix	公司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，已于 2017 年被品谱收购。	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
沃尔玛	世界最大的连锁零售商。	EXERHIDE、HOLIDAY TIME	美国
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，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。	Dentley's	美国
Armitages Pet Products Limited	英国知名宠物食品和用品供应商，拥有 200 多年的历史，拥有许多宠物产品主导品牌。	GOODBOY	英国
Pets At Home Ltd.	英国知名宠物产品供应商，既经营宠物买卖业务，也销售宠物食品、用品，同时还提供医疗服务，在英国拥有超过 400 家门店。	PETS AT HOME	英国

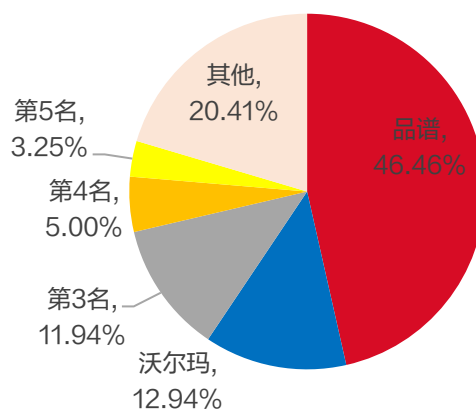
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图37 公司前五大客户销售额及占比



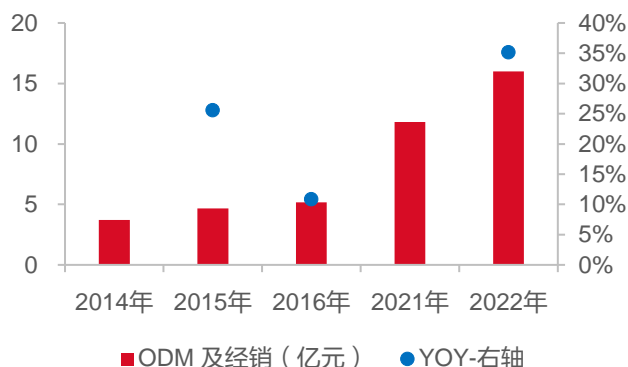
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图38 2022 年公司前五大客户明细



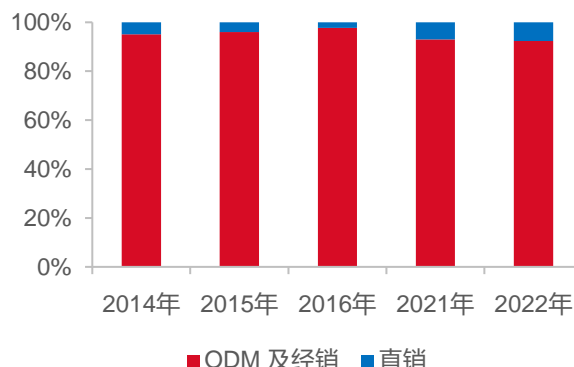
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图39 ODM 及经销营收



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图40 不同销售渠道占比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

3.2.海外产能陆续投产或带来新增量

海外产能持续加码，越南工厂贡献主要利润。2018 年以来，中美贸易摩擦导致中国工厂出口至美国的产品被征收 25% 关税，因此公司积极进行全球化布局，增加海外基地供货能力。2013 年开始，公司通过自建、收购布局海外产能，目前公司在国内、越南、柬埔寨、新西兰都拥有生产工厂。海外工厂中，越南工厂运营成熟，具有成本优势，2022 年越南三家工厂合计实现净利润 1.47 亿元。柬埔寨爵味目前进入产能爬坡阶段，尚处于亏损阶段，随着产能利用率的提升，柬埔寨爵味业绩将持续改善。新西兰北岛小镇和新西兰天然纯年产 4 万吨高品质宠物干粮产线将陆续投产，经营业绩有望改善。

表3 公司主要子公司及业绩情况

区域	公司名称	净利润 (万元)				
		2018	2019	2020	2021	2022
国外	柬埔寨爵味				-1,847.1	-4,403.3
	新西兰北岛小镇				-1,290.3	-1,679.6
	新西兰天然纯				-938.8	
	越南巴啦啦		3,596.7	8,645.8	6,002.9	8,984.4
	越南好嚼	6,675.9	1,468.4	5,851.1	4,875.9	1,632.4
	越南信德					4,111.2
国内	佩蒂智创(杭州)			-2,559.1	-2,867.3	-3,475.1
	江苏康贝	2,407.8		1,836.8	1,164.4	
	泰州乐派		1,055.3		976.3	1,834.8

资料来源：iFinD，东海证券研究所

预计新西兰和柬埔寨产能将带来业务增量。预计公司国内增量主要来自新型主粮产能，海外增量主要来自柬埔寨和新西兰。国内方面，公司在温州和泰州的工厂主要为宠物零食产能，合计约 1.54 万吨。温州工厂还有湿粮产能 0.3 万吨，目前均饱和。此外，江苏康贝和公司平阳总部正在建设新型主粮产能 5 万吨，预计明年下半年投产。海外方面，在越南有三家工厂，合计产能约 1.5 万吨，全部为宠物零食，主要以 ODM 模式面向海外市场。柬埔寨工厂处于产能爬坡阶段，包括 0.92 万吨宠物休闲食品新建项目和 0.2 万吨扩建项目，合计产能 1.12 万吨，预计 2023 年产能利用率 50%-60%。在新西兰，年产 4 万吨的高品质干粮产线已经建成，预计 2023 年产能利用率 20%-30%；年产 3 万吨湿粮产能在建中，预计 2023 年年底建成。公司新西兰工厂定位满足高端市场需求，可以生产 90% 高鲜肉含量的膨化主粮，同时可以进行品牌定制化，满足精细化需求。预计随着新西兰主粮和柬埔寨零食产能的陆续投产，公司有望获得业务增量。

表4 佩蒂股份产能测算

	生产基地	产品	产能 (万吨)	进度
国外	越南	咬胶、零食	1.5	饱和
	柬埔寨	咬胶、零食	1.12	预计 2023 年产能利用率 50%-60%
	新西兰	零食	0.2	饱和
	新西兰	干粮	4	预计 2023 年产能利用率 20%-30%，预计 2024 年 30-40%，3-4 年满产
	新西兰	湿粮	3	在建，预计 2023 年年底建成
国内	泰州	咬胶、零食	0.64	预计 2023 年产能利用率 80-90%
	泰州	新型主粮	2	在建，预计 2024 年下半年投产
	温州	湿粮	0.3	饱和
	温州	咬胶、零食	0.9	预计 2023 年产能利用率 80-90%
	温州	新型主粮	3	在建，预计 2024 年下半年投产
合计			16.66	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.供应链全球化提升成本竞争优势

供应链全球化布局提升竞争力。公司全产业链把控原材料和工艺生产。公司原材料主要以淀粉、鸡肉、生皮为主。公司的畜皮咬胶产品以生牛皮为主要原材料。植物咬胶以淀粉、鸡肉等为主要原材料。营养肉质零食以鸡肉为主要原材料。公司 2022 年营业成本中，直接材料占比 71.79%，包括淀粉、鸡肉、生皮等原材料。2022 年前五大供应商占比 17.29%，较 2014 年集中度大幅下降，供应商相对分散。

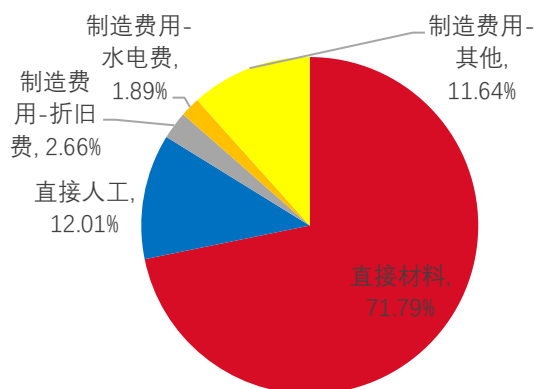
公司不断完善全球供应链网络，从中国、中亚、东盟等国家和地区采购原材料，降低生产成本，提升经营安全系数。生牛皮在全球供需稳定，价格波动较小，公司与具有一定市场渠道的专业供应商建立了长期合作关系，保证生牛皮的持续稳定供应。公司密切关注原材料价格趋势，采用战略储备、调节库存水平、多元化采购等方式平抑价格波动，降低原材料价格波动的影响。目前已经提前储备鸡肉和生皮库存。同时，公司通过持续加强产品研发、国际化制造等方式优化成本，提升市场竞争力。

图41 公司全球化经营布局



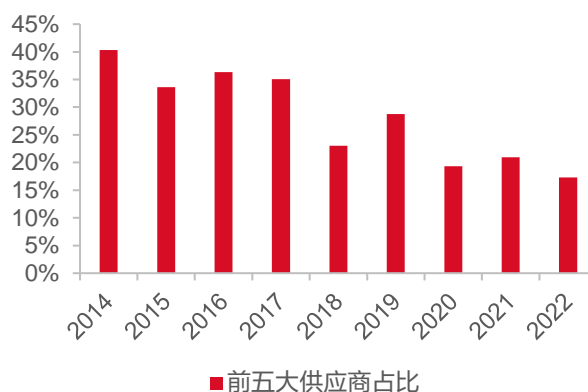
资料来源：公司公众号，东海证券研究所

图42 公司 2022 年营业成本构成



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图43 公司前五大供应商占比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

4. 自有品牌差异化竞争，线上线下一体化布局

4.1. 打造多品牌矩阵，发力大单品

公司在国内市场实施多品牌策略，发力大单品，积极推动自有品牌的市场拓展。目前，公司已拥有齿能 Chewnergy、爵宴 MEATYWAY、好适嘉 HealthGuard、SmartBalance 等国内外品牌。其中，爵宴、好适嘉保持高速增长，远高于行业平均增速。同时，公司积极研发并不断推出新产品，并基于在宠物零食领域的经验，向宠物主粮等产品拓展。

爵宴冲击狗零食第一品牌。爵宴定位于中高端营养肉质零食。**大单品方面**，爵宴肉干系列产品已成为中国高端养狗人群首选的主要产品。公司通过打造畅销大单品以达到引爆品牌目的。今年，爵宴将推出更为丰富、更具特色的肉干新品系列，例如鸡肉、胡萝卜组合的零食，以及含羊肝的新西兰特色食材产品，预计将在年中陆续上市。此外，爵宴还将开启美食家系列狗零食罐头，在前期用户试用中受到广泛欢迎。**渠道策略方面**，稳固品牌直销、开放分销、促进销售放量等方式保障品牌健康成长。**营销策略方面**，爵宴风干新品和美食家系列新品采用老带新推广策略，并通过达人分享推荐、大型展会、异业合作等方式，提高品牌知名度。

好适嘉迈入主粮升级赛道。好适嘉定位科学配方和精准营养。**大单品方面**，目前有 98K 猫罐头、黄金罐、成长罐三款爆品，已成为中国精致养宠人群全罐喂养的优先选择的产品之一，2023 年将迈入主粮升级赛道。**新型主粮方面**，好适嘉推出彩虹食谱烘焙粮新配方产品，满足宠物主对猫主粮的高要求，实现精准营养、配比均衡的科学配方。**营销策略方面**，好适嘉将重点发力小红书、抖音两大平台，并通过一些 IP 合作，深度绑定 GenZ 兴趣圈层，带动产品拉新。

齿能打造专业的宠物咀嚼产品。齿能为全球首款宠物分龄口腔护理品牌。佩蒂通过海外 30 年研发和制造的积累，打造符合中国宠物犬咀嚼需求的专用产品。齿能产品系列为公司主打产品，其中齿能 1 号针对幼犬换牙期定制、齿能 2 号针对成犬口腔清洁、齿能 3 号针对老年犬。近期公司还推出新品齿能 OK 结骨，可以清洁犬口腔以及有效缓解犬分离焦虑。

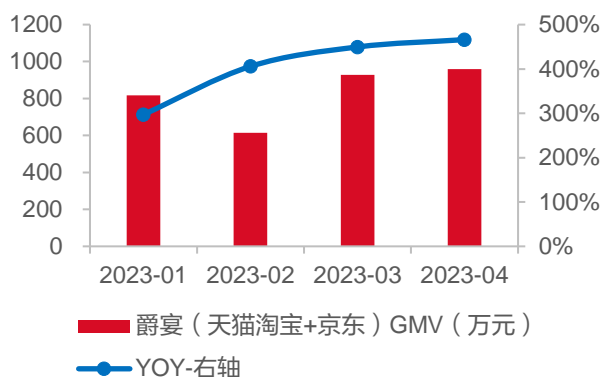
表5 公司主要自有品牌

品牌	主打产品	品牌介绍
 齿能	齿能1号、齿能2号、齿能3号咬胶产品	全球首个分龄宠物口腔护理品牌，针对幼犬、成犬和老年犬，开发出相对应的在形状、硬度、营养、消化等方面都有所不同的咀嚼产品
 爵宴	肉干系列等高端肉类零食	用高纯度鲜肉，通过解冻、绞碎或开片、混合搅拌后，经制作成型、烘干、杀菌等工艺制作宠物零食，拥有超过70%纯肉含量，在加拿大300家沃尔玛畅销5年
 好适嘉	湿粮、新型主粮	联合营养学家、动物行为学家，研究宠物生活习惯和不同时间场景下对食物的需求，国内首个人宠互动场景定制化宠食品牌
 SmartBalance	主粮和零食	新西兰顶级纯天然宠食品牌，主打纯天然原生精选食材，从原料、生产到包装都在新西兰完成

资料来源：公司官网，东海证券研究所

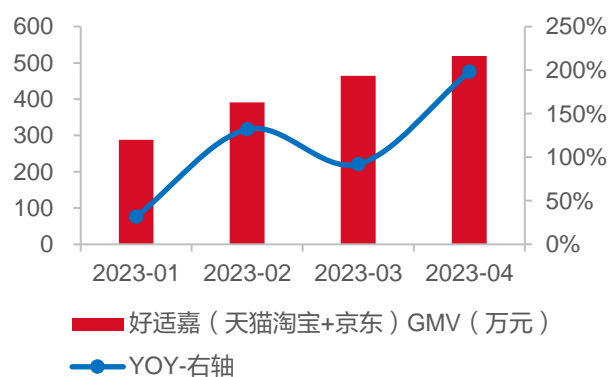
自有品牌业务规模实现快速增长。今年以来，爵宴和好适嘉继续保持较快增速。2023年2-4月，爵宴线上销售额同比增速均超过400%。2023年4月，爵宴在线上狗零食中市占率约5.9%。好适嘉4月线上销售额同比增速接近200%。2022年公司国内市场营业收入达到2.75亿元，同比增长30.91%，其中To C端的直销业务营收1.33亿元，同比增速超50%。随着公司加大国内市场的开拓力度，自有品牌收入快速提升，公司品牌影响力持续扩大。

图44 爵宴线上销售情况



资料来源：萝卜投资，东海证券研究所

图45 好适嘉线上销售情况



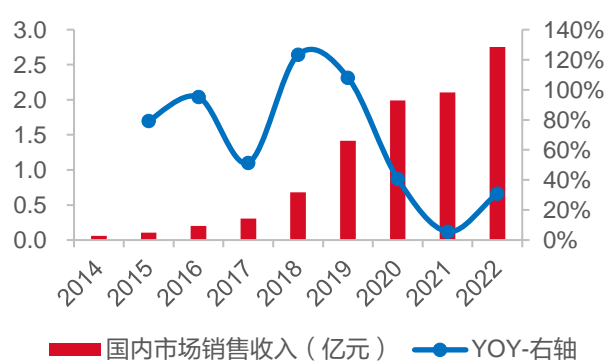
资料来源：萝卜投资，东海证券研究所

图46 爵宴在线上狗零食中市占率



资料来源：萝卜投资，东海证券研究所

图47 公司国内市场收入情况



资料来源：iFinD，东海证券研究所

4.2. 线上线下全渠道布局，提升品牌影响力

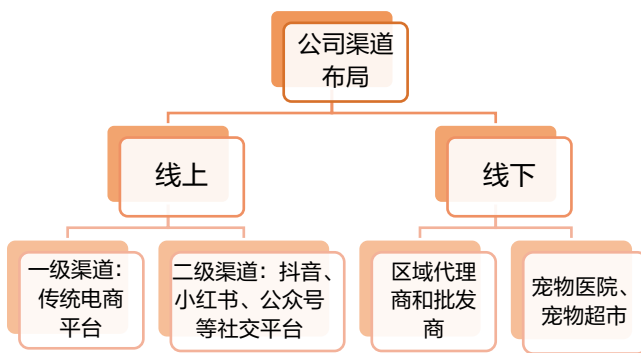
公司在国内市场采用线上线下全渠道布局，重点向线上倾斜，聚焦自有品牌，打造符合中国市场特点的畅销爆品。

线上渠道方面，公司在天猫、京东、拼多多等电商平台开设线上品牌旗舰店或专营店，与 E 宠商城等专业电商签订深度合作协议，通过直播、建立私域流量等新型营销方式适配中国市场，提高流量转化效率。2022 年，公司邀请多位宠物领域网红达人，如李佳琦等，为公司产品宣传，提高知名度。

公司线上采取多渠道策略，一级渠道依托天猫、京东等传统电商平台，通过旗舰店、专营店等完成销售目标。二级渠道围绕抖音、小红书、公众号、微博等平台进行布局，构建品牌用户流量池，完成品牌用户的直接高效转化。

线下销售方面，公司已与全国主要省市的区域代理商和批发商建立紧密合作关系，采取分渠道、结构扁平化的经销商策略，将产品辐射至大型商场和各终端门店；同时与宠物连锁医院或宠物超市建立了独立直供合作。此外，公司已在京沪杭等地实施直营与代理商并行的线下经销模式。

图48 公司渠道布局



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图49 网络大 V 直播带货



资料来源：公司公众号，东海证券研究所

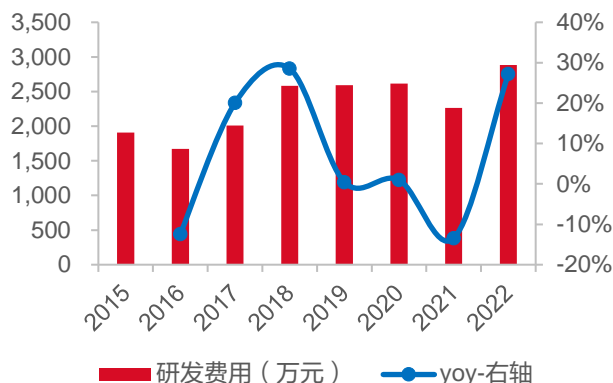
4.3. 研发优势铸就长期成长

技术研发优势领先。公司与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划以及自主研发等多种渠道，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。目前公司核心技术已在国内外获得多项专利保护，并作为主要起草人参与国家标准《宠物食品-狗咬胶》的制定，通过技术研发推动宠物健康标准升级。

公司研发投入行业领先。2022 年公司研发费用 2881.49 万元，同比增长 27.19%，占总营收 1.66%，研发费用稳步增长。研发投入宠物零食、主粮的新工艺及新产品项目，提升产品品质，优化生产成本，满足更多市场标准和多样化需求，提高市场占有率。

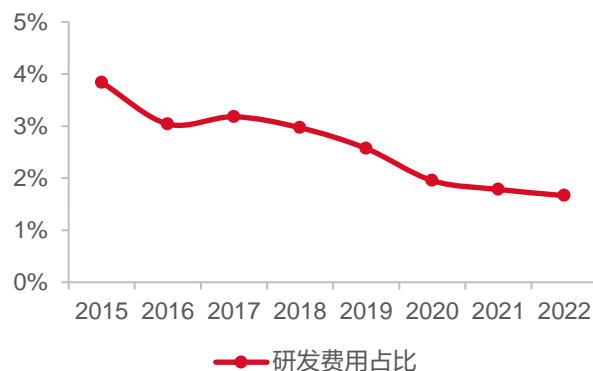
完善的质量控制体系。经过多年的积累和发展，公司已建立完善的质量控制体系，严格按照 ISO9001、ISO14001、ISO22000、OHSAS18001、BRC 等管理体系的要求，以及特定客户要求生产。公司连续通过美国 FDA、欧盟 FVO，BRC 等国际标准化体系和国际市场准入体系认证，并成为美国 APPMA 协会成员，所有产品均按婴儿食用级的卫生和安全标准进行生产。通过持续的软硬件建设，产品质量控制水平持续提升，铸就公司长期成长空间。

图50 公司研发费用及增速



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图51 研发费用占比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

表6 研发投入项目

主要研发项目	项目进展	目标	预计对公司影响
低水份活度的烘烤鸡肉薄片	完成试验和市场验证阶段	推动真空干燥技术在宠物肉干类加工产业应用	提升产品品质，有助于向市场推出更多健康宠物食品
仿真造型的肉制宠物零食	已形成完整工艺文件，小试生产完成	一体化成型工艺显著提升生产效率	新工艺提升了产品品质，有助于向市场推出更多健康宠物食品
鲜肉风干粮宠粮的研究	进入市场验证阶段	满足不同成长阶段宠物需求，扩大产品用户群体	降低成本、优化产品，提高市场占有率
冻干深海鱼配方幼猫主粮的研发	进入市场化验证阶段	提升产品适口性和营养性，获得市场认可和用户需求	公司未来在主粮领域的重点产品
一种仿真肉串宠物食品制作工艺的研发	进入市场化阶段	保留肉制品原有风味，充分利用原材料、降低生产成本	加速产品升级换代，满足更多市场的准入标准和多样化需求
一种半流体浇注宠物食品工艺的研发	已完成所有研究开发任务，已经完成主要技术点研发	制备品质优良胶原蛋白粉用于宠物食品	提高原材料利用率，优化生产成本，增加功能性产品品类

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图52 公司核心竞争力

01	销售渠道优势： 线上：拥有品牌旗舰店、宠物用品专营店外等直销店铺。 线下：与产品代理商、终端销售商、宠物医疗机构等建立长期合作。
02	国际化运营优势： 在中国、越南、柬埔寨、新西兰等国家设有生产基地，满足国内外客户对产品多样化的需求。
03	研发优势： 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。
04	产品质量优势： 按照相关标准或客户的特定要求组织生产，能够独立完成产品的辐照杀菌，实现生产环节的自检自控，为产品安全提供可靠保障。
05	管理优势： 已逐步建立现代科学管理体系，各职能部门均有经验丰富人员支撑。以战略目标为导向，系统地人力资源各种活动进行计划和管理。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

5.探索创新服务，打造宠物多元化平台

公司积极探索创新平台。围绕两个方面，一是以宠主为中心，探索一站式和综合性的宠物服务平台；二是以宠物食品为核心，沿着产业链的下游延伸至宠物的多元化生态。2022年，公司打造 PAW DAY 人宠生活潮流店，该旗舰店位于上海滨江西岸露天综合体，综合宠物洗护沙龙、宠物食品、日托寄养、户外活动区域、犬类训练游泳池和咖啡店。此外，“宠这里”位于杭州首条宠物主题街区，占地面积近 2700 m²。“宠这里”为宠物们打造了专业健身房，游泳、跑步机、水下跑步机等。还提供高端宠物洗护、美容、康养和专业训练的服务，宠主 24h 远程监控。店内还有宠物行为基因检测室。已经成为养宠人线下社交俱乐部。

图53 上海 PAW DAY 人宠生活潮流店



资料来源：公司公众号，东海证券研究所

图54 杭州“宠这里”宠物文化创意街区



资料来源：公司公众号，东海证券研究所

6.盈利预测与投资建议

6.1.盈利预测

我们预计，随着出口业务的逐步改善和自有品牌的不断发力，以及产能利用率的提升，公司营收增速有望逐步恢复，公司业绩有望持续改善。分产品来看，我们假设 2023-2025 年植物咬胶收入同比增速分别为 10%、20%和 18%，畜皮咬胶收入同比增速分别为 8%、16%和 15%，营养肉质零食收入同比增速分别为 8%、12%和 11%，主粮和湿粮收入同比增速分别为 35%、40%和 40%。

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.24 亿元、22.92 亿元和 27.15 亿元，同比增速分别为 11.10%、19.11%和 18.46%。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.11 亿元、1.54 亿元和 1.93 亿元，同比分别为-12.89%、38.62%和 25.95%。EPS 分别为 0.44 元、0.61 元和 0.76 元。首次覆盖，给予买入评级。

表7 公司主要业务营收拆分及预测（百万元）

		2022A	2023E	2024E	2025E
植物咬胶	营业收入	648.93	713.82	856.59	1,010.77
	YOY	64.05%	10.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	28.66%	31.00%	32.00%	32.00%
畜皮咬胶	营业收入	543.79	587.29	681.26	783.45
	YOY	25.92%	8.00%	16.00%	15.00%
	毛利率	16.59%	19.00%	20.00%	21.00%
营养肉质零食	营业收入	337.51	364.51	408.25	453.16
	YOY	33.24%	8.00%	12.00%	11.00%
	毛利率	21.90%	22.00%	23.00%	23.00%
主粮和湿粮	营业收入	159.89	215.86	302.20	423.08
	YOY	6.69%	35.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	18.56%	19.00%	20.00%	21.00%
其他	营业收入	41.68	42.51	43.36	44.23
	YOY	3.43%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	15.33%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	营业收入	1731.80	1,924.00	2,291.66	2,714.69
	YOY	36.27%	11.10%	19.11%	18.46%
	毛利率	22.30%	23.93%	24.93%	25.33%

资料来源：iFinD，东海证券研究所

6.2. 可比公司估值

当前宠物行业上市公司有中宠股份、依依股份、源飞宠物和佩蒂股份。其中，佩蒂股份和中宠股份主要经营宠物食品，依依股份和源飞宠物主要经营宠物用品。公司可比上市公司为中宠股份、依依股份、源飞宠物，2023E 行业平均 PE 为 26.45，2023E 中宠股份 PE 为 43.52。2023E 公司 PE 为 32.82，略高于行业平均水平，但低于同类型宠物食品公司。

表8 可比公司估值

	最新（元）	总市值（亿元）	PE（倍）			归母净利润增速		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中宠股份	23.70	69.70	43.52	31.73	25.32	51.32%	37.01%	25.38%
依依股份	15.45	28.57	16.75	14.12	11.90	13.33%	18.52%	18.74%
源飞宠物	22.16	30.22	19.08	15.66	16.95	-0.01%	21.86%	-7.60%
佩蒂股份	14.34	36.34	32.82	23.67	18.80	-12.89%	38.62%	25.95%

资料来源：可比公司估值为 iFinD 一致预测，东海证券研究所，截至 2023 年 6 月 5 日

7. 风险提示

- （1）原材料价格波动的风险。**如果公司生产产品所使用的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，对公司业绩会造成一定影响。
- （2）汇率波动风险。**公司出口业务主要以美元计价，汇率波动对公司出口产品盈利能力产生不确定性影响，随之导致公司业绩的不确定性。
- （3）海外经营风险。**海外经营规模迅速扩大，公司面临海外经营经验及人才储备不足、境外经营环境恶化等因素带来的海外经营风险。
- （4）劳动力成本增加的风险。**生产人员的薪酬水平持续上涨会影响公司生产成本进而影响经营业绩，如果公司未来不能有效控制劳动力成本，则存在经营业绩表现不佳的风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	832.61	577.20	687.50	814.41
应收票据及账款	179.67	199.60	237.75	281.64
预付账款	97.30	99.38	118.37	140.23
其他应收款	9.64	13.20	15.73	18.63
存货	424.21	512.85	602.88	710.30
其他流动资产	127.87	117.01	124.08	132.21
流动资产总计	1671.30	1519.25	1786.30	2097.41
长期股权投资	13.93	213.30	212.67	212.04
固定资产	628.19	642.24	702.86	751.14
在建工程	350.13	366.77	313.42	275.06
无形资产	49.04	40.87	32.69	24.52
长期待摊费用	18.25	34.13	25.00	25.00
其他非流动资产	157.76	157.76	157.76	157.76
非流动资产合计	1217.30	1455.06	1444.39	1445.51
资产总计	2888.60	2974.30	3230.69	3542.92
短期借款	109.72	120.67	329.69	543.60
应付票据及账款	89.17	185.48	218.04	256.89
其他流动负债	89.38	87.68	102.81	120.81
流动负债合计	288.27	393.83	650.54	921.30
长期借款	673.73	551.39	409.49	273.02
其他非流动负债	5.20	5.20	5.20	5.20
非流动负债合计	678.92	556.59	414.68	278.21
负债合计	967.19	950.42	1065.22	1199.51
股本	253.42	253.42	253.42	253.42
资本公积	960.70	960.70	960.70	960.70
留存收益	689.00	789.68	929.24	1105.03
归属母公司权益	1903.12	2003.80	2143.36	2319.15
少数股东权益	18.29	20.09	22.11	24.26
股东权益合计	1921.41	2023.89	2165.47	2343.41
负债和股东权益合计	2888.60	2974.30	3230.69	3542.92

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	129.29	112.34	154.76	193.09
折旧与摊销	64.48	161.61	220.04	248.25
财务费用	-33.37	32.25	30.88	32.92
其他经营资金	53.02	0.18	0.88	2.88
经营性现金净流量	230.61	299.97	299.12	349.42
投资性现金净流量	-277.59	-401.69	-211.12	-249.49
筹资性现金净流量	-193.35	-153.69	22.29	26.97
现金流量净额	-199.87	-255.41	110.30	126.91

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1731.80	1924.00	2291.66	2714.69
营业成本	1345.61	1463.54	1720.46	2027.01
营业税金及附加	4.38	5.93	7.06	8.37
销售费用	86.60	105.82	130.62	157.45
管理费用	120.97	142.12	169.27	200.52
研发费用	28.81	34.63	41.25	48.86
财务费用	-33.37	32.25	30.88	32.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-8.62	-2.33	-1.63	0.37
公允价值变动损益	-2.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	168.84	140.17	192.92	241.97
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.79	138.08	190.83	239.87
所得税	36.50	25.55	35.31	44.38
净利润	129.29	112.53	155.52	195.49
少数股东损益	2.16	1.80	2.02	2.15
归属母公司股东净利润	127.12	110.73	153.50	193.34
EBITDA	196.89	331.94	441.75	521.04
NPOLAT	108.38	140.85	182.73	224.35
EPS(元)	0.50	0.44	0.61	0.76

主要财务比率

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	36.27%	11.10%	19.11%	18.46%
EBIT增长率	25.50%	28.64%	30.16%	23.04%
EBITDA增长率	25.53%	68.59%	33.08%	17.95%
净利润增长率	111.81%	-12.89%	38.62%	25.95%
盈利能力				
毛利率	22.30%	23.93%	24.93%	25.33%
净利率	7.47%	5.85%	6.79%	7.20%
ROE	6.68%	5.53%	7.16%	8.34%
ROA	4.40%	3.72%	4.75%	5.46%
ROIC	5.59%	6.24%	7.13%	8.10%
估值倍数				
P/E	28.59	32.82	23.67	18.80
P/S	2.10	1.89	1.59	1.34
P/B	2.04	1.93	1.80	1.66
股息率	0.00%	0.28%	0.38%	0.48%
EV/EBIT	36.46	24.61	19.22	15.92
EV/EBITDA	24.52	12.63	9.65	8.33
EV/NOPLAT	44.55	29.77	23.32	19.35

资料来源：iFinD，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089