

深耕宠物功能食品，双轮驱动成就行业龙头

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-31

收盘价（元）	15.72
近 12 个月最高/最低（元）	24.73/13.83
总股本（百万股）	253
流通股本（百万股）	163
流通股比例（%）	64.43
总市值（亿元）	40
流通市值（亿元）	26

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 佩蒂股份 (300673) 深度报告：宠物功能食品引领者，深耕品质为犬猫 2021-05-27
2. 21H1 业绩符合预期，自主品牌加速发展 2021-07-16
3. 21H1 业绩符合预期，关注国内业务布局 2021-08-30

主要观点：

● 专注宠物咬胶，成就宠物功能食品龙头。

20 年持续专注宠物食品行业，公司以宠物咬胶为核心，不断实现产品品类扩张，主要产品包括动物咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物零食、干粮、湿粮及其他宠物食品。

受越南工厂停工以及汇率波动拖累，2021 年公司业绩承压，营业收入 12.71 亿元，同比下降 5.15%，归母净利润 0.60 亿元，同比下降 47.73%；随着越南工厂全面复工后的产能恢复，公司营业收入和利润显著提升，2021Q1 公司实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 7.0%，归母净利润 2854.9 万元，同比增长 22.1%。新西兰和柬埔寨生产基地的产能逐步释放，为公司未来业绩增长提供了重要支撑，公司未来业绩有望持续向好。

● 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声。

2010-2020 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元，年复合增长率高达 30.9%。2020 年，我国宠物消费市场规模增长放缓至 2%，2021 年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021 年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。从中长期维度看，中国宠物渗透率 17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45% 和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元，均低于主要养宠国，中国宠物消费市场增长潜力巨大。

● 疫情影响逐渐消除，海外业务稳步推进。

海外市场目前仍是公司营收和利润的主要来源，2021 年海外业务分别占公司营收和利润的 83.5% 和 87.0%。公司海外出口以 ODM 业务为主，深度绑定核心客户群体，以优质的产品、稳定的供应链以及研发创新优势与全球知名宠物产品品牌商和零售商实现了长期合作，具有较高的客户粘性和依赖性。在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司逐渐发力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，未来有望占领更多海外市场。

● 国内市场加速布局，自有品牌矩阵不断完善

线上线下全渠道布局，积极开拓国内市场。2015-2021 年，公司国内市场营收从 1031.2 万元增至 2.1 亿元，年复合增长率达 54.8%，国内营收占比从 2.1% 增至 16.6%，累计提高 14.5 个百分点。公司在国内市场实施多品牌策略，分品牌发力，根据对市场潮流和趋势的判断集中资源打造优势品牌，从爆品到爆品类再到爆品牌，通过持续推出优质产品和精准营销占领消费者心智，不断提高品牌市占率和复购率。

● 投资建议

公司作为宠物咬胶龙头公司，对宠物食品品质把控严格，卡位宠物食品高景气成长型黄金赛道，借助国货崛起潮流和消费升级趋势，未来公司的市占率将有望进一步提升。

我们预计 2022-2024 年公司实现主营业务收入 16.56 亿元、20.84 亿元、25.82 亿元，同比增长 30.3%、25.9%、23.9%，对应归母净利润 1.59 亿元、2.02 亿元、2.64 亿元，同比分别增长 164.9%、26.8%、31.2%，对应 EPS0.63 元、0.80 元、1.04 元。我们给予公司海外业务 2022 年 28 倍 PE，国内业务 4 倍 PS，合理估值 22.53 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

汇率波动风险；品牌建设不及预期风险；原材料价格波动风险；国内市场开拓不达预期风险；新冠肺炎疫情相关风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1271	1656	2084	2582
收入同比（%）	-5.1%	30.3%	25.9%	23.9%
归属母公司净利润	60	159	202	264
净利润同比（%）	-47.7%	164.9%	26.8%	31.2%
毛利率（%）	22.9%	26.1%	26.0%	26.6%
ROE（%）	3.4%	8.2%	9.4%	11.0%
每股收益（元）	0.28	0.63	0.80	1.04
P/E	73.14	25.06	19.77	15.07
P/B	2.92	2.06	1.86	1.66
EV/EBITDA	32.43	13.90	11.09	8.48

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 专注宠物咬胶，成就宠物功能食品龙头	6
1.1 潜心发展二十载，深耕品质为犬猫	6
1.2 以“咬胶”为核心，产品种类不断丰富	7
1.3 2021 年业绩承压，未来有望持续向好	9
2 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声	11
2.1 全球宠物市场进入平稳发展阶段，集中度相对稳固	11
2.1.1 美国宠物行业增速稳定，疫情下仍表现出较强消费韧性	12
2.2 中国宠物市场潜力巨大，行业增速略有放缓	14
2.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿，宠物食品消费占比超 5 成	14
2.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓	16
2.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起	20
3 疫情影响逐渐消除，海外业务稳步推进	23
3.1 深度绑定核心客户，产能爬坡助推业务增长	23
3.2 品质与创新并重，打造核心竞争力	24
3.3 全球化运营+外汇套保，综合降低盈利风险	26
4 国内市场加速布局，自有品牌矩阵不断完善	29
4.1 持续发力国内市场，国内业务快速增长	29
4.2 完善品牌矩阵，差异化产品抢占国内市场	29
4.3 全渠道布局，销售费用稳健投放	31
4.4 募投资金到位，产能不断扩张	33
5 盈利预测、估值及投资评级	33
5.1 盈利预测	33
5.2 投资建议	35
风险提示:	35
财务报表与盈利预测	36

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 公司前十名股东持股情况（截至 2022 年 3 月 31 日）	7
图表 4 公司主营业务工艺流程	7
图表 5 公司主要产品及功能用途	8
图表 6 公司主持制定的咬胶标准（截至 2022 年 3 月 31 日）	8
图表 7 2019-2022Q1 公司营收及增速，亿元、%	9
图表 8 2019-2022Q1 公司归母净利润及增速，亿元、%	9
图表 9 2019-2022Q1 公司净利润及增速，亿元	10
图表 10 2018-2021 公司毛利率变动，%	10
图表 11 2018-2021 公司营业收入构成情况，亿元	10
图表 12 2021 年公司主营业务占比，%	10
图表 13 2019-2021 公司不同地区收入情况，亿元	11
图表 14 2021 年公司不同地区收入占比，%	11
图表 15 2020-2021 公司各销售模式营收情况，亿元	11
图表 16 2021 年公司不同业务模式营收占比，%	11
图表 17 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速	12
图表 18 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速	12
图表 19 全球行业竞争格局	12
图表 20 美国宠物市场发展阶段	13
图表 21 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率，%	14
图表 22 16-21 年美国宠物消费市场规模，十亿美元，%	14
图表 23 16-21 年美国宠物食品市场规模，十亿美元，%	14
图表 24 2016-2021 年美国宠物消费市场结构，%	14
图表 25 国内宠物消费市场发展历程	15
图表 26 宠物产业链分布	16
图表 27 2020 年宠物消费结构图	16
图表 28 2020 年宠物食品结构图	16
图表 29 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况	17
图表 30 2018-2020 年宠物犬食品消费结构，%	17
图表 31 2018-2020 年宠物猫食品消费结构，%	17
图表 32 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额，亿元	17
图表 33 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额，亿元	17
图表 34 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表	18
图表 35 宠物食品消费决策因素占比，%	19
图表 36 2018-2020 年我国宠物主年龄分布，%	19
图表 37 2012 年日本宠物狗主人年龄分布	19
图表 38 2012 年日本宠物猫主人年龄分布	19
图表 39 我国人口老龄化程度不断加剧	20
图表 40 中国宠物食品品牌市占率分布	20
图表 41 宠物食品销售渠道	21

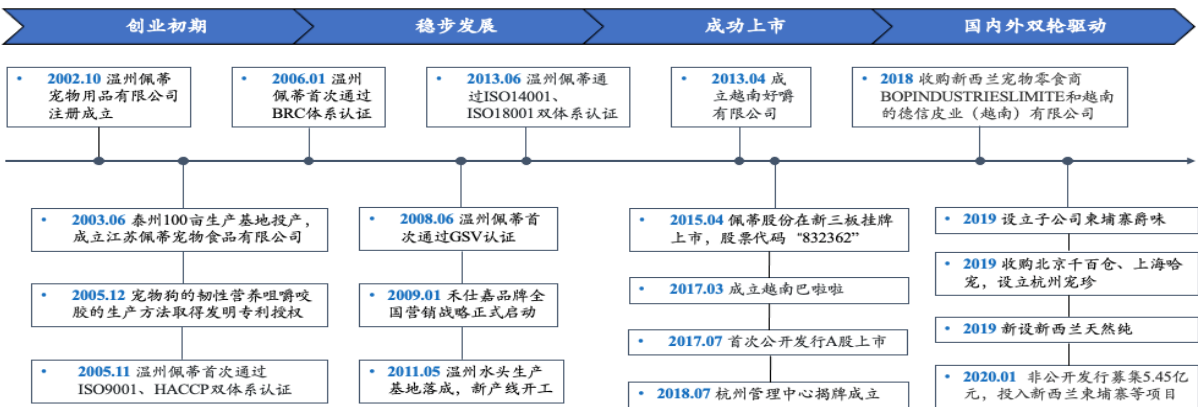
图表 42 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大	21
图表 43 国产宠物品牌粉丝数	22
图表 44 2021 年双十一期间品牌销量排名	22
图表 45 公司海外业务营收占比变化, %	23
图表 46 公司海外业务利润占比变化, %	23
图表 47 2021 年公司前五大客户营收占比	23
图表 48 公司产品生产环节质量把控严格	24
图表 49 公司获得多项产品质量认证	24
图表 50 公司海外业务营收占比变化, 万元、%	25
图表 51 中宠股份与佩蒂股份研发费用率对比, %	25
图表 52 公司旗下咬胶产品已升级至第五代	25
图表 53 公司全球主要产能分布	26
图表 54 公司全球生产基地的区位优势 and 局限	27
图表 55 白羽鸡祖代更新量, 万套	28
图表 56 父母代鸡苗销量走势图, 万套	28
图表 57 美元对人民币汇率变化	28
图表 58 公司汇兑损失走势图, 万元	28
图表 59 人民币汇率变化对公司净利润影响	28
图表 60 公司国内业务收入及增速, 百万元、%	29
图表 61 公司国内业务收入占比走势图, %	29
图表 62 公司主要产品矩阵	29
图表 63 齿能分龄口腔护理方案	31
图表 64 公司线上、线下品牌推广	31
图表 65 公司新媒体多种方式营销推广	32
图表 66 公司销售费用投入及增速, 百万元、%	33
图表 67 2021 年公司销售费用细分占比	33
图表 68 公司可转债募集资金用途	33
图表 69 公司收入成本预测表	34
图表 70 上市宠物相关企业估值对照表	35

1 专注宠物咬胶，成就宠物功能食品龙头

1.1 潜心发展二十载，深耕品质为犬猫

20 年持续专注宠物食品行业，公司以宠物咬胶为核心，不断实现产品品类扩张，产品主要销售市场为美国，兼具欧洲、澳洲等多国市场。2018 年以来公司坚定实施海内外“双轮驱动”发展战略，在海外市场稳定发展的同时积极布局国内市场，持续升级产品，市场开拓成效明显。

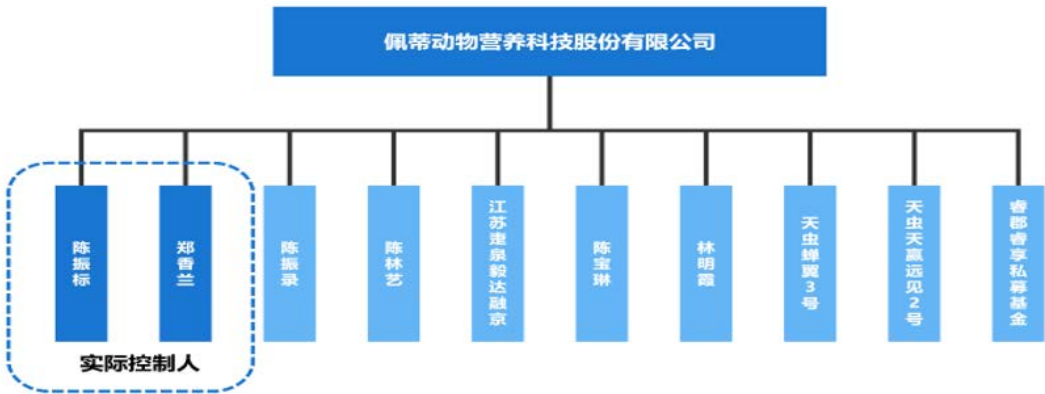
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

陈振标与郑香兰夫妇系公司创始人与实控人，直接共计持有公司股份为 34.6%。自公司成立以来，实际控制人从未发生变更，同时公司第二大股东陈振录与实际控制人陈振标为兄弟，具有一致行动关系。稳定的决策层架构为公司的长足发展奠定了必然基础。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司前十名股东持股情况（截至 2022 年 3 月 31 日）

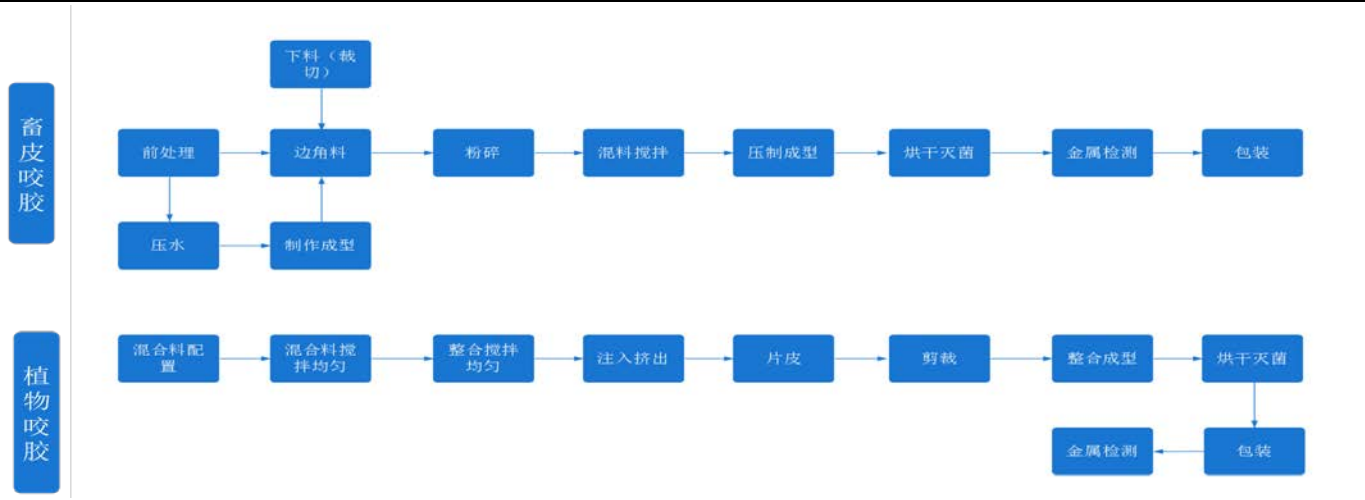
序号	持有人名称	数量（万股）	占比（%）	股份性质
1	陈振标	7965	31.43	境内自然人
2	陈振录	3054.24	12.05	境内自然人
3	郑香兰	810	3.2	境内自然人
4	陈林艺	654.81	2.58	境内自然人
5	江苏建泉毅达融京股权并购投资基金(有限合伙)	542.74	2.14	境内非国有法人
6	陈宝琳	526.25	2.08	境内自然人
7	林明霞	348	1.37	境内自然人
8	天虫蝉翼 3 号私募证券投资基金	184.03	0.73	其他
9	天虫天赢远见 2 号私募证券投资基金	177.48	0.7	其他
10	睿郡睿享私募证券投资基金	174.75	0.69	其他
合计		14437.29	56.97	——

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 以“咬胶”为核心，产品种类不断丰富

公司的主要产品包括动物咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物零食、干粮、湿粮及其他宠物食品。其中，咬胶作为公司的核心产品在行业中处于领先地位，2008 年佩蒂股份主持并制定了狗咬胶国家标准。公司产品逐渐向全品类扩展，持续创新迭代，随着新西兰生产基地高品质干粮和湿粮产线以及国内新型主粮产线的建设，公司未来将形成宠物咀嚼食品、营养肉制零食、高品质干粮和湿粮等全品类的高端宠物食品生产线，满足自主品牌和 ODM 市场的多样化需求。

图表 4 公司主营业务工艺流程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 5 公司主要产品及功能用途

主要产品	功能与用途
畜皮咬胶	 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。
植物咬胶	 利用植物性淀粉、畜禽肉等为主要原料，辅以其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。
营养肉质零食	 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。
宠物主粮（干粮）	 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
宠物主粮（湿粮）	 以畜禽动物及其屠宰副产品、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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 公司主持制定的咬胶标准（截至 2022 年 3 月 31 日）

项目	指标
粗蛋白 I(g/100g)	≥ 50
粗脂肪 I(g/100g)	≤ 8
水分 I(g/100g)	≤ 14
粗灰分 I(g/100g)	≤ 4
总砷（以 As 计）I(mg/kg)	≤ 10
铅（以 Pb 计）I(mg/kg)	≤ 20

铬 (以 Cr 计) / (mg/kg)

≤

10

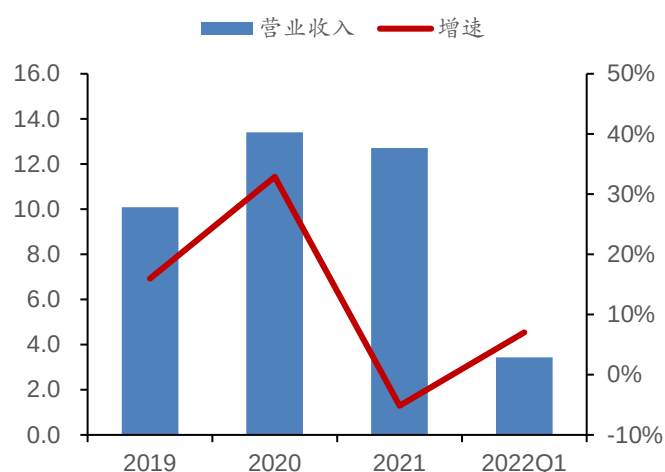
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.3 2021 年业绩承压, 未来有望持续向好

越南工厂为公司主要的收入和利润来源地, 占公司目前约一半产能, 2021 年下半年越南工厂停工数月且在复产阶段成本费用增加, 叠加汇兑损失、贸易关税增加以及订单向国内工厂转移导致的成本增加, 公司 2021 年收入和利润均出现一定下滑。2021 年公司营业收入 12.7 亿元, 同比下降 5.2%, 归母净利润 0.6 亿元, 同比下降 47.7%。

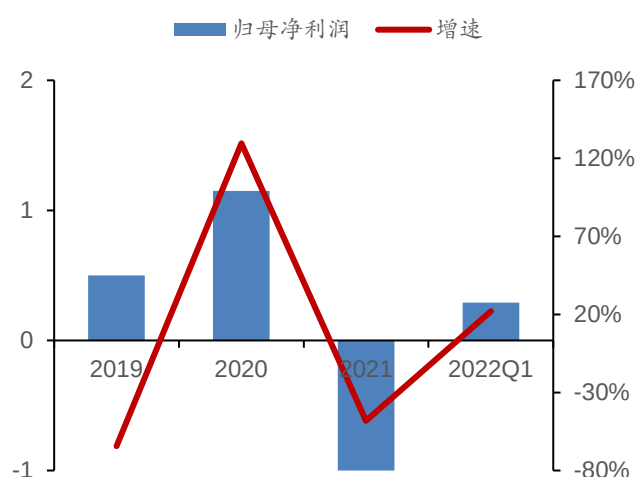
随着越南工厂全面复工后的产能恢复, 公司营业收入和利润显著提升。2021Q1 公司实现营业收入 3.4 亿元, 同比增长 7.0%, 归母净利润 2854.9 万元, 同比增长 22.1%。同时, 新西兰和柬埔寨生产基地的产能不断释放, 为公司未来业绩增长提供了重要支撑, 公司未来业绩有望持续向好。

图表 7 2019-2022Q1 公司营收及增速, 亿元、%



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

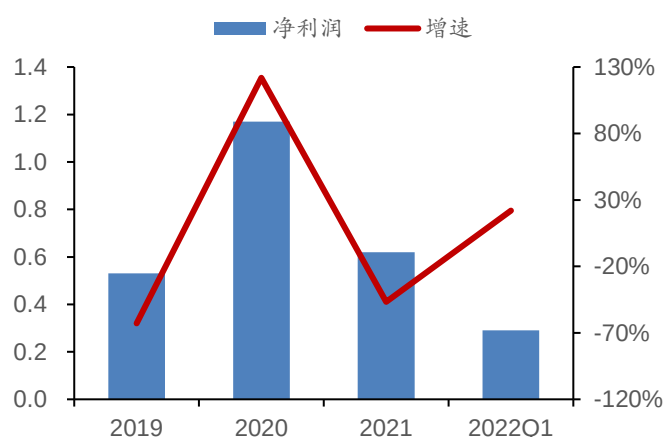
图表 8 2019-2022Q1 公司归母净利润及增速, 亿元、%



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

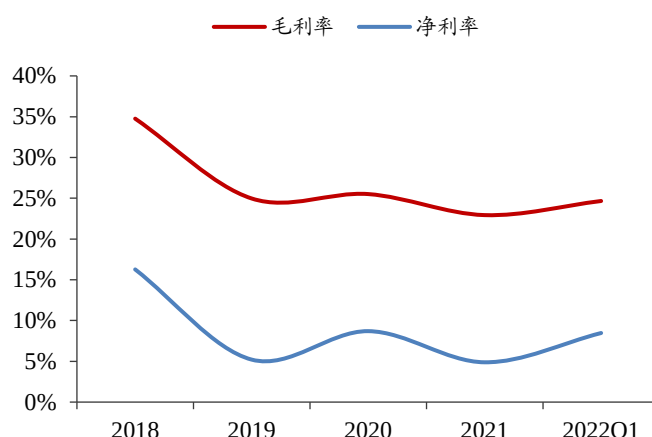
公司盈利能力逐步恢复, 未来有望继续提升。新冠肺炎疫情原因导致的越南工厂停产给公司的利润端带来了较大的影响, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司利润总额下降 42.2%, 净利润下降 46.8%。2022 年以来公司的盈利水平逐步回升, 2022Q1, 公司利润总额同比增长 23.7%, 净利润同比增长 22.0%, 主要原因系越南工厂产能恢复、公司上调部分畜皮类产品价格以及新西兰、柬埔寨基地逐步投产。根据目前的增长态势来看, 公司的盈利水平已逐步恢复, 预计公司 2022 年毛利率有望上升至 26% 左右。

图表 9 2019-2022Q1 公司净利润及增速, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

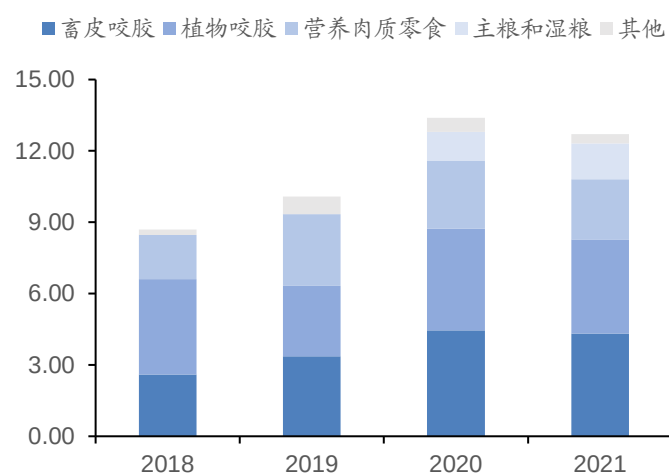
图表 10 2018-2021 公司毛利率变动, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

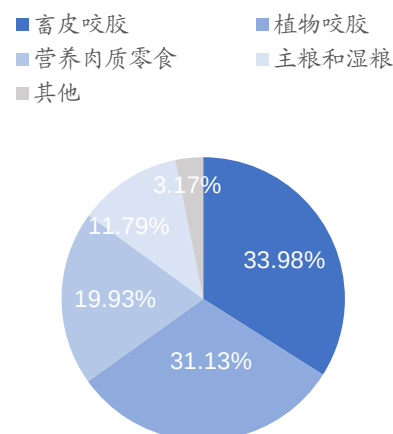
分业务看, 咬胶产品为公司营收的主要来源。随着宠物口腔卫生逐渐成为关注热点, 针对性解决宠物口腔卫生的咬胶也呈现出刚需化趋势。2021 年公司畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮和湿粮业务分别实现营业收入 4.3 亿元、4.0 亿元、2.5 亿元、1.5 亿元, 占营业收入的比例分别为 34.0%、31.1%、19.9%、11.8%, 其中主粮业务增速较快, 2021 年营收同比提升 22.0%, 随着未来公司自产主粮产线逐步投产, 主粮、湿粮业务占比有望持续提升。

图表 11 2018-2021 公司营业收入构成情况, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

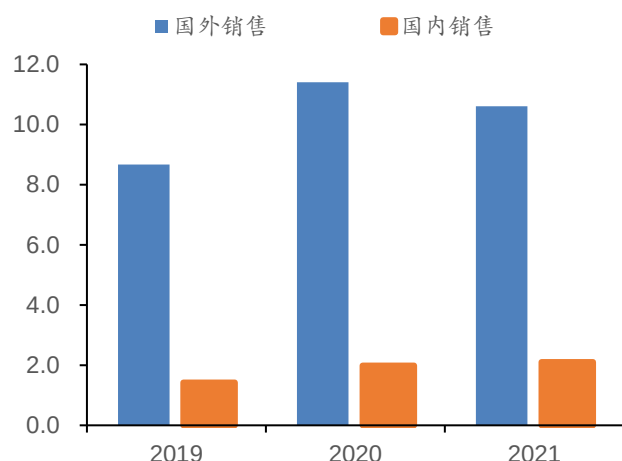
图表 12 2021 年公司主营业务占比, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

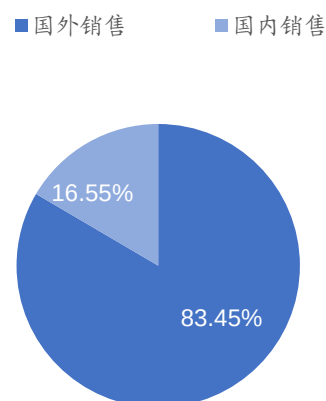
分地区看,公司坚持“双轮驱动”海内外协同发展, 目前海外市场仍为主要营收来源。公司经过在海外市场多年的积累与众多国际知名的品牌商、渠道商、零售商等建立了密切的合作关系, 形成了一定的渠道壁垒。2021 年, 公司在海外市场实现收入 10.61 亿元, 占比 83.45%; 国内市场收入 2.03 亿元, 占比 16.55%。

图表 13 2019-2021 年公司不同地区收入情况, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

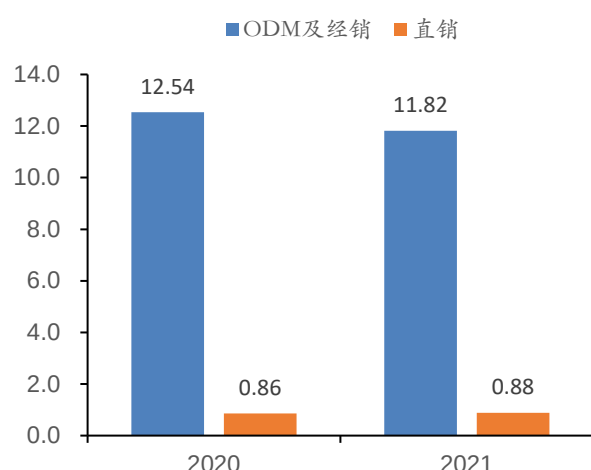
图表 14 2021 年公司不同地区收入占比, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

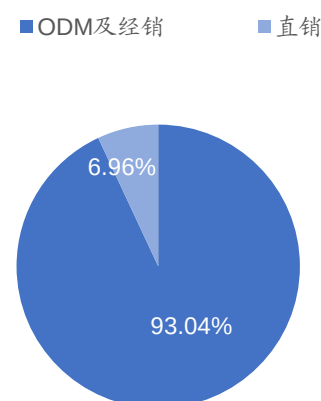
分销售模式看, 海外市场的 ODM 业务依然是公司主要的收入来源, 公司实行捆绑式销售, 将特定产品、品牌供应给特定客户, 给予相关客户独家销售权, 并且通过长期性框架协议进行长足的合作发展。2021 年公司 ODM 及经销的营收占比达 93.04%, 直销营收占比 6.96%, 主要系自有品牌的销售收入。

图表 15 2020-2021 年公司各销售模式营收情况, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 16 2021 年公司不同业务模式营收占比, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

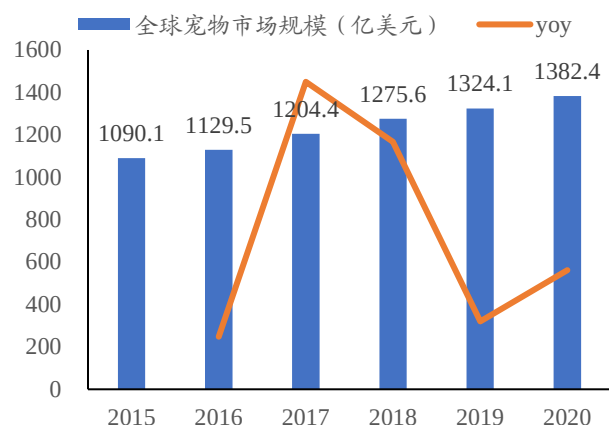
2 中国宠物市场潜力巨大, 疫情拖累渐进尾声

2.1 全球宠物市场进入平稳发展阶段, 集中度相对稳固

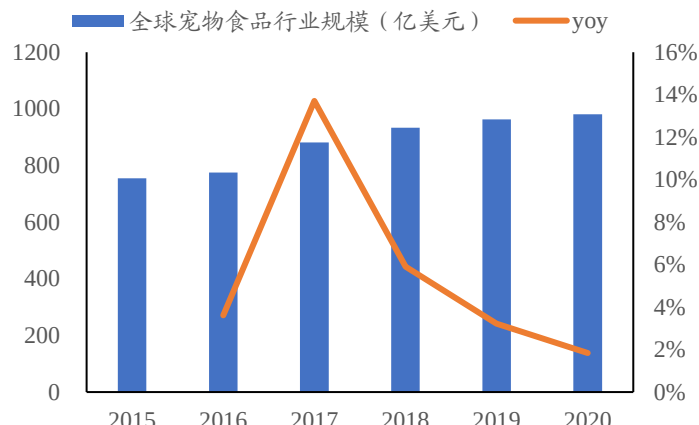
宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟, 相关产品及服务已经发展成为民众日常消费的重要组成部分。全球宠物市场近年来进入平稳发展的阶段。根据

Euromonitor 披露数据：2015-2020 年，全球宠物市场规模从 1090.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 1382.4 亿美元，年复合增长率 4.9%；全球宠物食品市场规模从 755.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 980.7 亿美元，年复合增长率 5.4%。

图表 17 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速



图表 18 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

目前，全球宠物食品竞争格局中前 8 位均是美国公司。前五家宠物食品公司行业集中度达 58%，行业竞争格局基本稳定，玛氏和雀巢是全球宠物食品公司中的第一梯队，旗下产品线较全，价格带全方位覆盖高中低端。2019 年玛氏市占率达 27.9%，雀巢市占率达 19.7%。

2019 年，全球第一大“狗粮”公司玛氏营业收入达 180.9 亿美元，全球宠物食品销售量最大的五个品牌中，有三个属于玛氏，分别是宝路、伟嘉、皇家。雀巢普瑞纳收入为 132 亿美元，旗下品牌包括冠能、丝倍亮、珍致、康多乐等。全球市场份额中排名第 3 到第 10 名的宠物食品公司年营业收入在 7~30 亿美元之间。

图表 19 全球行业竞争格局

排名	公司	国家	年收入 (亿美元)
1	Mars Petcare Inc 玛氏	美国	180.85
2	Nestle Purina PetCare 雀巢普瑞纳	美国	132
3	JM Smucker	美国	29
4	Hill's Pet Nutrition 希尔斯	美国	22.92
5	Diamond Pet Foods	美国	15
6	General Mills (Blue Buffalo) 蓝爵	美国	13
7	Spectrum Brands 品谱集团	美国	8.21
8	Unicharm Corp 尤妮佳	日本	7.53
9	Deurer	德国	7.21
10	Heristo AG	德国	7

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

2.1.1 美国宠物行业增速稳定，疫情下仍表现出较强消费韧性

美国是全球最大的宠物饲养和消费国。根据美国宠物行业协会（APPA）2019-2020 年数据显示，美国宠物猫狗数量达到 1.7 亿，全国有 70% 的家庭饲养宠

物，形成了庞大的宠物数量和稳定的市场需求。2000 年全美共有约 6,800 万只宠物犬和约 7,300 万只宠物猫，2019 年宠物犬和宠物猫的保有量分别达到了约 9,000 万只和约 9,560 万只，年均复合增长率分别为 1.4%、1.3%。

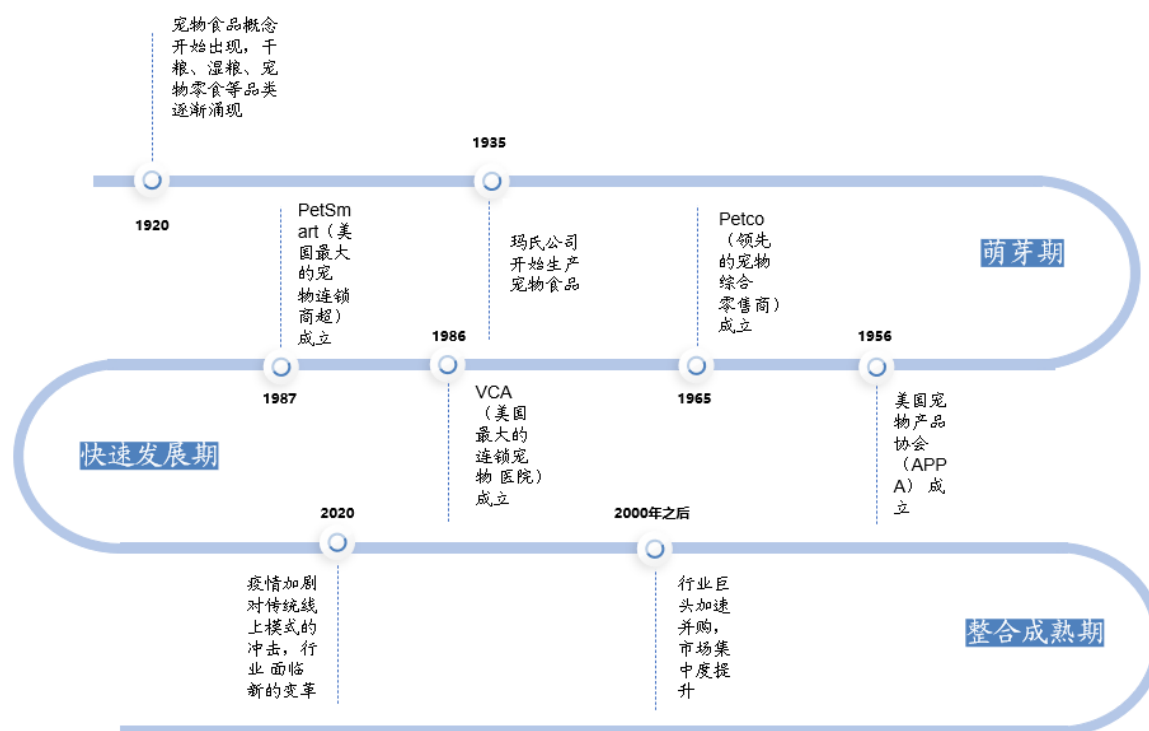
美国宠物行业发展较早，可大致分为三个阶段：

1、1956 年以前，行业萌芽期。专门为宠物准备的宠物食品概念开始出现，干粮、湿粮、宠物零食等品类逐渐涌现，玛氏公司从 1935 年开始生产宠物食品；

2、1956-2000 年，行业快速发展期。1956 年美国宠物行业协会成立，宠物数量开始迅速增加，传统宠物店应运而生。工业化宠物产业已具备一定规模，多个宠物行业龙头公司在此期间诞生，竞争十分激烈；

3、2000 年至今，行业整合成熟期。美国宠物行业市场集中度提升，龙头公司加速并购整合，进一步完成服务升级和全产业链布局。超市和连锁店纷纷参与竞争，宠物零售店数量逐年减少，大型连锁成为发展趋势。同时，随着近年来线上经济的兴起，传统的线下模式受到一定冲击，行业面临新的变革。

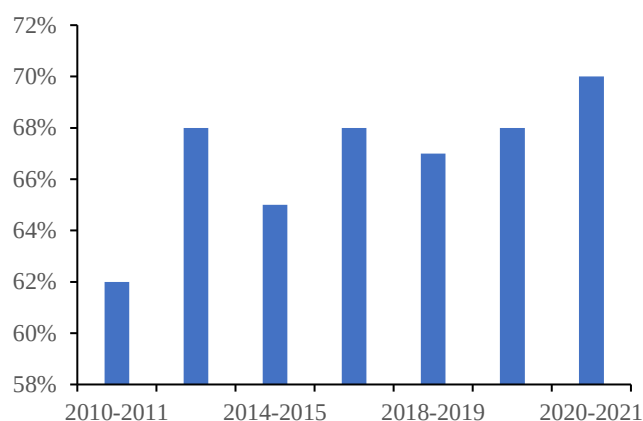
图表 20 美国宠物市场发展阶段



资料来源：前沿产业研究院，APPA，华安证券研究所

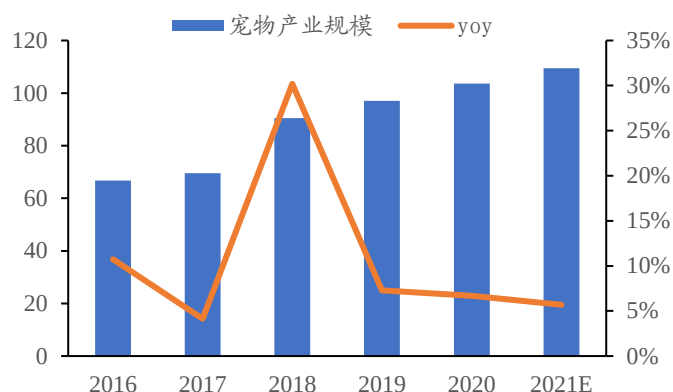
2020 年美国宠物市场规模达 1095 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 9.1%。其中，2020 年美国宠物食品市场规模达 441 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 10.4%，宠物食品近 5 年占总养宠开支达 40.3%，为养宠最大开支，宠物食品的品质升级、宠物零食种类的不断丰富是驱动其细分赛道成长的重要因素。

图表 21 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率, %



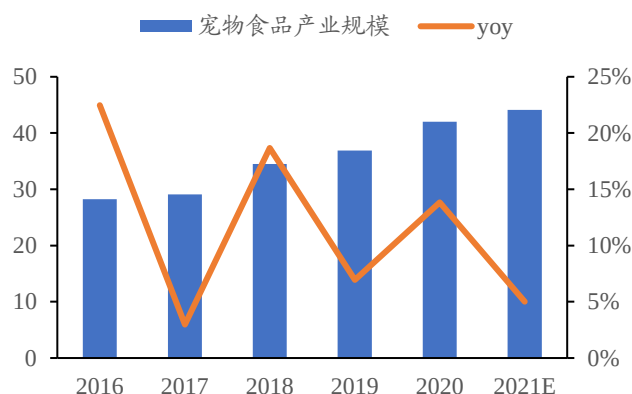
资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 22 16-21 年美国宠物消费市场规模, 十亿美元, %



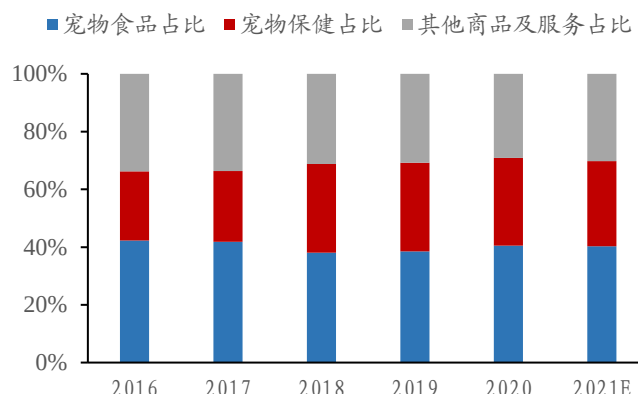
资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 23 16-21 年美国宠物食品市场规模, 十亿美元, %



资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 24 2016-2021 年美国宠物消费市场结构, %



资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

在疫情导致大多数消费行业萎靡的情况下, 宠物行业在美国保持着强劲的抗衰退特性与增长势头。2020 年美国宠物市场规模首次突破千亿, 同比增长 6.7%。根据 APPA 疫情调研报告: 83%受访者表示并没有因为新冠疫情改变宠物饲养方式, 宠物人性化已成为美国宠物行业的主要发展趋势, 越来越多的宠物主将宠物当家人一样对待; 74%的养宠者认为宠物有助于减轻疫情所带来的压力, 增加幸福感。Packaged Facts 调查数据显示, 2020 年家中有 18 岁以下子女的美国家庭, 有 12% 因为疫情而专门养了宠物。宠物数量的增长以及宠物人性化趋势成为了美国宠物行业发展的重要驱动力。另外, 疫情期间美国失业救济金与疫情补贴的发放也对宠物行业的消费产生一定推动作用。

2.2 中国宠物市场潜力巨大, 行业增速略有放缓

2.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿, 宠物食品消费占比超 5 成

随着我国社会经济发展和社会化进程加速, 民众物质生活不断改善, 社会老龄化、独生子女家庭普及、离婚率增加等客观因素的突出, 使得民众开始寻求情感与精神的慰藉与寄托, 而宠物具备缓解人类压力、不向人类主动提出诉求等特点, 逐步得到大众的青睐。

对比海外宠物百年历史，中国宠物行业至今仅有 30 余年历史，行业发展受政策影响从严到宽，1990s 至今可分为三个阶段：

第一阶段，1990-1999 年，政策从禁养到限养，宠物行业逐渐兴起，玛氏在中国建立起国内第一家宠物食品厂；

第二阶段，2000-2009 年，养宠政策放宽，宠物产品销售渠道日渐多元；

第三阶段，2010 年至今，萌宠经济受资本关注度持续升温，宠物消费各细分领域与场景日益精细化。

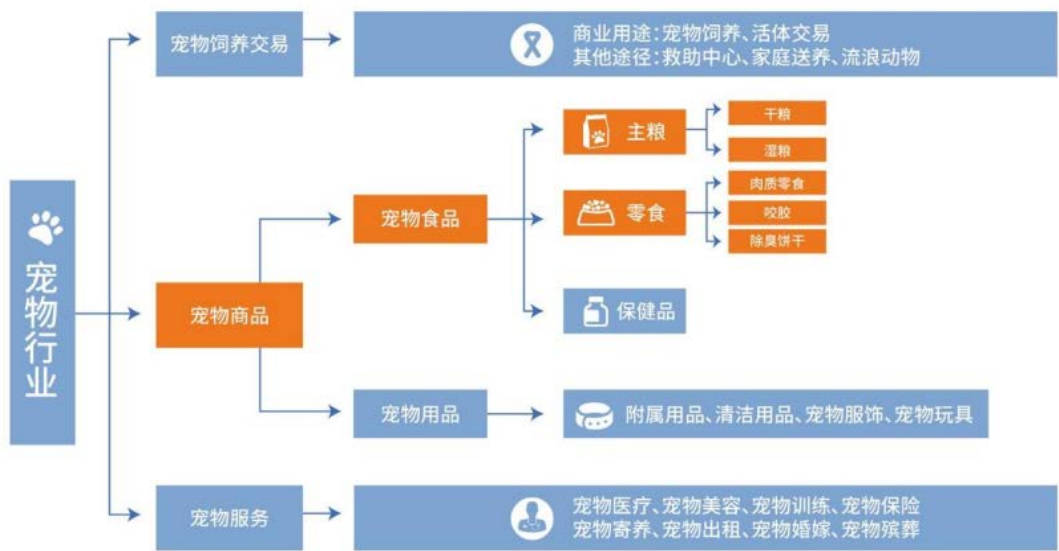
图表 25 国内宠物消费市场发展历程

时间		1990-1999 年	2000-2009 年	2010-至今
人均 GDP（元）		1,663-7229	7,942-26,180	30,808-70,892
65 周岁以上人口数量（万）		7606.6	10018.2	14835.4
65 岁及以上人口占比		6.31%	7.7%	10.72
结婚率		7.75%	7.04%	8.72%
离婚率		0.84%	1.32%	2.73%
城镇化率		26.4%-34.8%	36.2%-39.4%	50%-60.6%
恩格尔系数	城镇	42.1%-54.2%	36.5%-39.4%	27.6%-35.7%
	农村	52.6%-58.8%	41.0%-49.1%	30.0%-41.1%
供给端		国内宠物产品消费以国外品牌为主；专业的宠物医院开始出现	宠物消费仍以国外品牌为主；国内宠物食品/用品企业以代工贴牌模式为主，为国外品牌代工	国内宠物市场逐渐发展，以及受外贸出口下滑影响，代工企业不断拓展国内市场及自有品牌；生产技术的成熟推动新兴品牌崛起
渠道端		以花鸟鱼虫/农贸市场等小摊位为主	随着城市规划的发展，花鸟鱼虫/农贸市场逐渐向郊区迁移；专业宠物店逐渐发展成型；随着电商的崛起，线上销售渠道开始发展	线上零售份额不断提升，宠物垂直电商平台出现；线下专业宠物店数量不断增加；线上线下多渠道发展，并呈现全渠道融合趋势
消费端		养宠人群不断增加，养宠的消费观念和习惯发生改变，对宠物倾注越来越多的情感；对产品的需求除了功能性需求，产品的颜值、理念等功能之外的属性也成为重要的选择依据；消费者对宠物生活质量不断周昂是，从基本的食品需求到美容保健、培训、摄影、殡葬等服务类目的不断扩展和延伸，对宠物的情感和物质投入越来越多。		

资料来源：国家统计局、APA 亚宠会，华安证券研究所

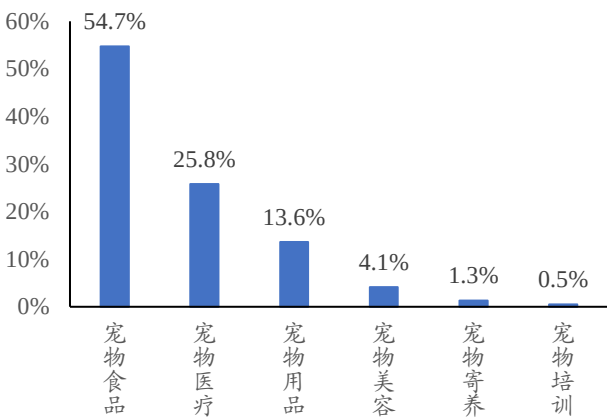
目前，宠物行业产业链逐渐清晰完善，主要包括宠物饲养、宠物交易、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物训练、宠物保险，以及宠物殡葬等一系列商品和服务链条。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》：2020 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达 2065 亿元，宠物消费支出占比由高到低依次为宠物食品 54.7%、宠物医疗 25.8%、宠物用品 13.6%、宠物美容 4.1%、宠物寄养 1.3%、宠物培训 0.5%；从宠物消费结构看，宠物食品消费是最大的养宠支出，主粮、零食、营养品消费支出分别占宠物食品消费的 65.6%、32.5%和 1.8%。

图表 26 宠物产业链分布



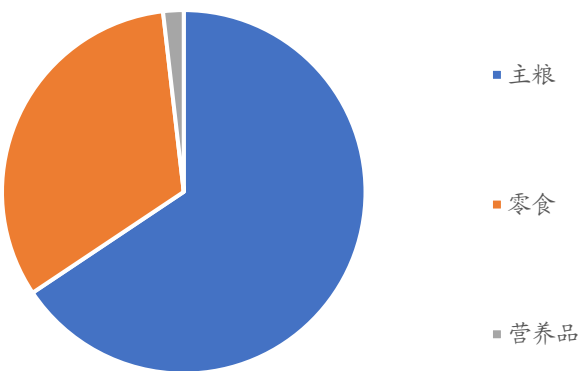
资料来源：福贝宠物招股说明书，华安证券研究所

图表 27 2020 年宠物消费结构图



资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 28 2020 年宠物食品结构图

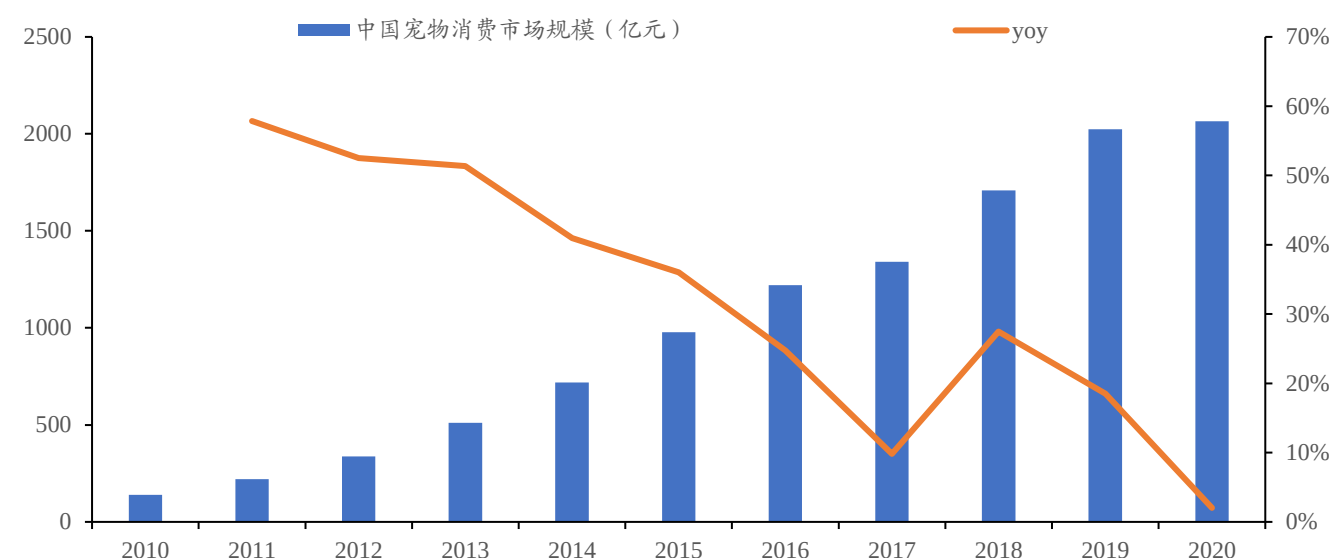


资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

2.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓

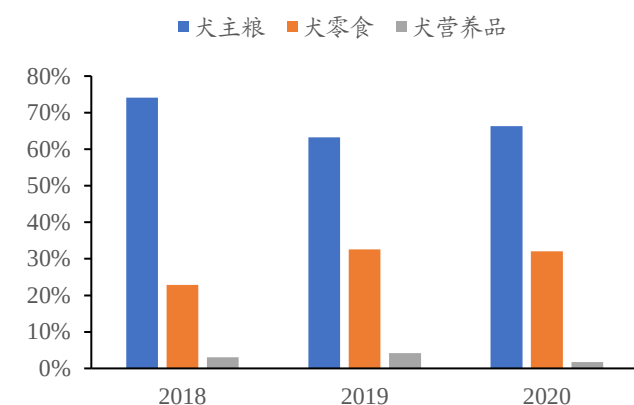
2010-2020 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元，年复合增长率高达 30.9%，2011 年 100 亿增长至 2020 年 700 亿规模，CAGR 达 21.5%。2020 年，宠物消费市场规模增长放缓至 2%，2021 年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021 年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。

图表 29 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况



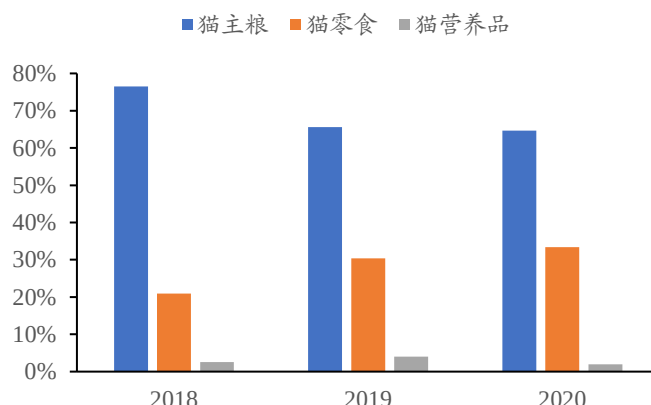
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 30 2018-2020 年宠物犬食品消费结构，%



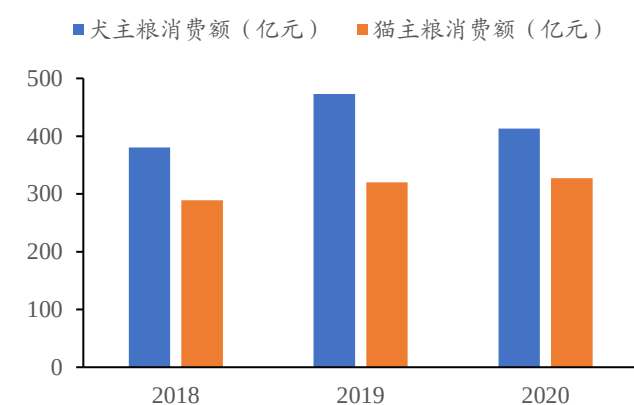
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 31 2018-2020 年宠物猫食品消费结构，%



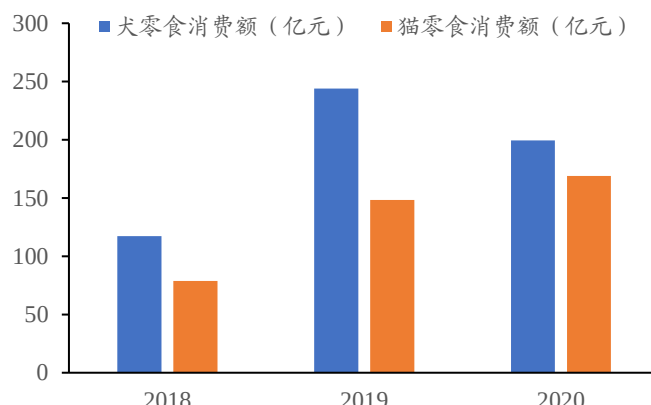
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 32 2018-2020 年宠物犬猫主粮消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 33 2018-2020 年宠物犬猫零食消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

从中长期维度看，中国宠物渗透率、宠物犬猫年均支出均远低于主要养宠国，宠物消费市场增长潜力巨大。中国宠物渗透率 17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45%和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元，均低于主要养宠国。

中国养宠消费支出结构与美国养宠消费结构存在较大差别。美国养宠消费结构中宠物医疗占比最高，宠物猫、狗医疗支出均超过消费支出的 40%，美国宠物医疗主要包括定期检查与外科兽医出诊费用，以外科兽医出诊费用为主，宠物食品在美国养宠消费结构中同样占据较大比例，宠物猫、狗分别达到 37.4%、28.5%。相比之下中国养宠消费结构中宠物食品支出更为突出，宠物猫狗食品支出占比分别达到 57.2%、52.8%。宠物医疗占比相对较小，仍有较大提升空间。

图表 34 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表

	美国	英国	澳洲	日本	中国
猫犬数量（万只）	17300	1650	890	1858	9915
犬数量（万只）	9700	900	510	880	5503
猫数量（万只）	7600	750	380	978	4412
宠物渗透率（%）	68%	45%	62%	38%	17%
人均猫数量（只）	0.23	0.11	0.15	0.08	0.04
人均犬数量（只）	0.30	0.13	0.20	0.07	0.03
人均宠物护理支出（美元）	162	93	-	42	7
宠物犬年消费支出	1,381	1,478	1,154	3170	869
食物	259	-	346	590	330
零食	76	-	-		170
维生素	58	-	104	-	8
医疗护理	638	-	492.2	552	165.1
寄养	229	-	76.6	-	15.6
宠物猫年支出（美元）	908	1,419	682	1506	679
食物	228	-	205	390	251
零食	58	-	-		130
维生素	54	-	61	-	7
医疗护理	374	-	289.4	291	129.7
寄养	120	-	68.1	-	9.5

资料来源：APPA, Anicom Insurance, RSBCA, Groomarts academy, Statista, World Bank, 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

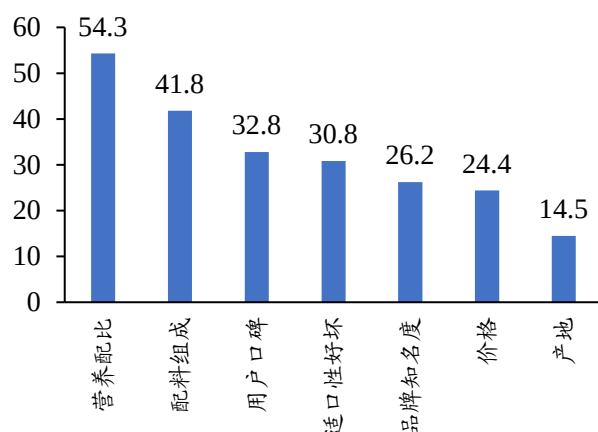
我国养宠主力年轻化与消费升级带动下宠物食品细分化、高端化。《2020 宠物行业白皮书》显示，90 后已成为养宠主力，宠物消费支出也明显高于其他阶段。根据招商银行《2021 中国私人财富报告》，2020 年，中国个人可投资资产规模达 241 万亿元，2018-2020 年 CAGR 达 13%，预计到 2021 年，可投资资产规模将达 268 万亿元，人均可支配收入显著提高。

宠物经济是年轻人的“孤独生意”，日益年轻化的消费群体不断推动着宠物行业走向繁荣。超 6 成的受访者会视宠物为自己的家庭成员，85%的受访者愿意为宠物购买原料更优质、价格更高的宠物食品。根据第七次人口普查数据，我国人口年龄结构变化呈现中间落、两头升的趋势，老龄化加剧，Z 世代成为消费主力，无论是

文化娱乐还是实体商品，年轻人花在能满足他们精神领域的消费比例越来越高。年轻化的消费者情感消费趋势明显，对新鲜事物接受度更高，除了关注品牌外，对于宠物食品的质量、营养、安全性以及宠物喜爱程度等要素更加关注，这些养宠观念和消费观念对于宠物食品的细分化、高端化、健康化提出更多要求。

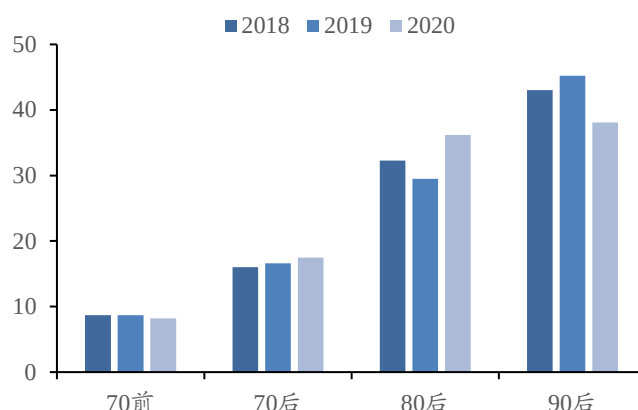
根据《2020 年中国宠物白皮书》的统计，宠物主中单身人士占比 32.8%，越来越多的单身群体出现养宠需求，伴随结婚率我国结婚率的持续降低，单身经济下的养宠需求仍有巨大的增长空间。

图表 35 宠物食品消费决策因素占比，%



资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

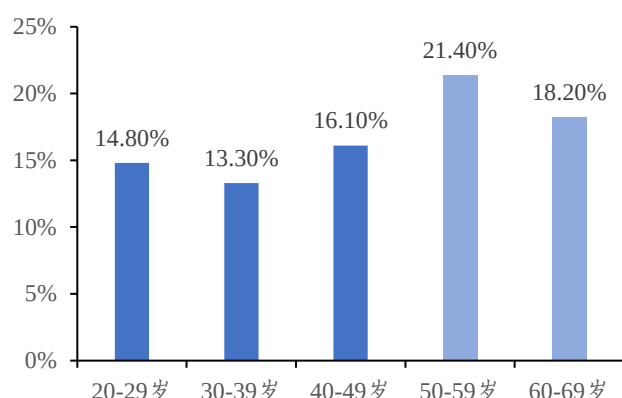
图表 36 2018-2020 年我国宠物主年龄分布，%



资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

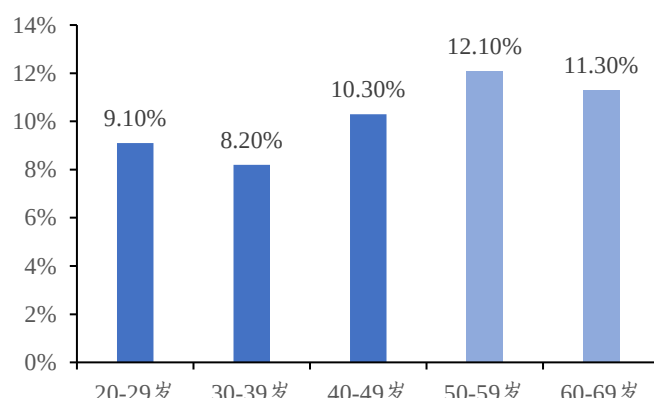
伴随老龄化程度加深，未来老年人养宠有望成为国内市场新的驱动因素。对比日本宠物发展历史来看，养宠的潮流是从陪伴的需求开始的，养宠的主要人群经历了从中青年到老年的转变，现阶段我国年轻人饲养宠物的比例远大于老年人，但随着人口老龄化以及生育率的降低，人们把宠物当作家庭成员的情感需求越来越强烈，越来越多的家庭将会选择饲养宠物，未来我国老年人饲养宠物的比例有望继续上升，带动宠物市场持续增长。

图表 37 2012 年日本宠物狗主人年龄分布



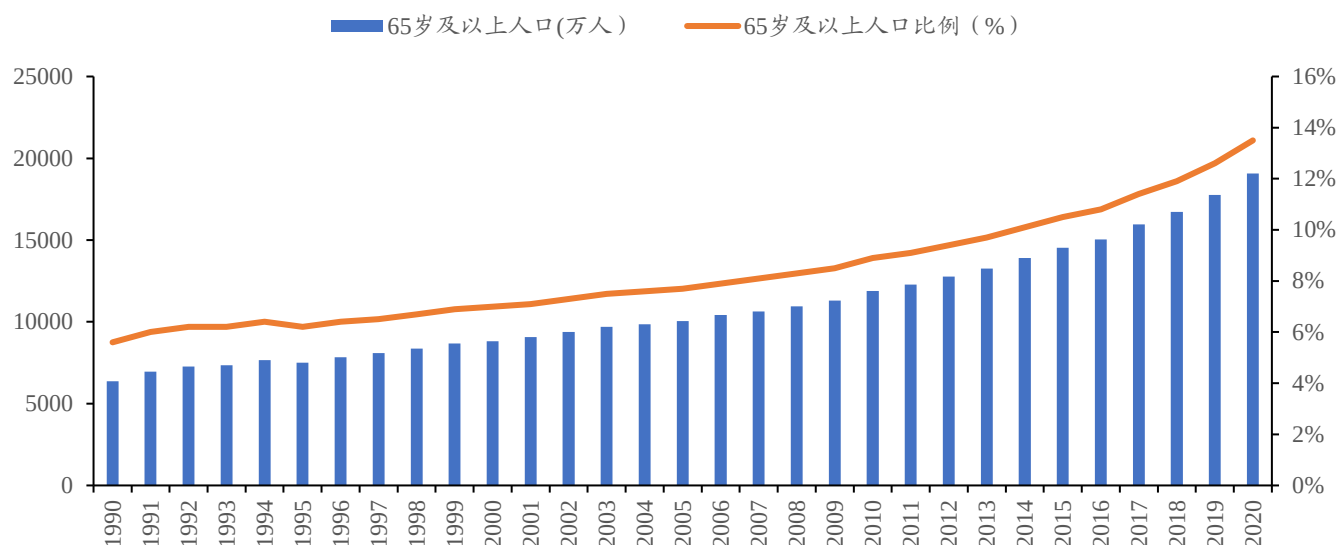
资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 38 2012 年日本宠物猫主人年龄分布



资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 39 我国人口老龄化程度不断加剧

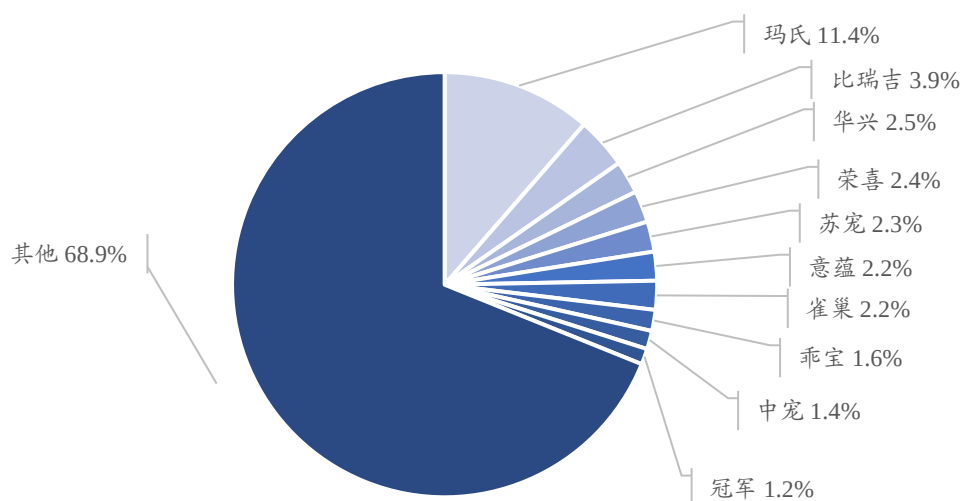


资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起

国内宠物食品行业集中度低，尚未形成垄断格局。国内宠物食品市场，玛氏占据龙头地位，市场份额占比为 11.4%，其他品牌市场份额占比均在 5% 以下，我国宠物食品行业集中度仍相对较低，CR10 仅达到 31.1%。新进入的宠物食品企业若能提供满足消费者需求的产品，仍有较好的发展前景。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》，64% 的首次养宠消费者在过去两年内更换过品牌，平均每个养宠家庭会试用 5-6 个高端产品品牌，在成熟市场仅为 2-3 个品牌，行业内的其他公司均有机会进行追赶。

图表 40 中国宠物食品品牌市占率分布



资料来源：2020 宠物行业蓝皮书，华安证券研究所

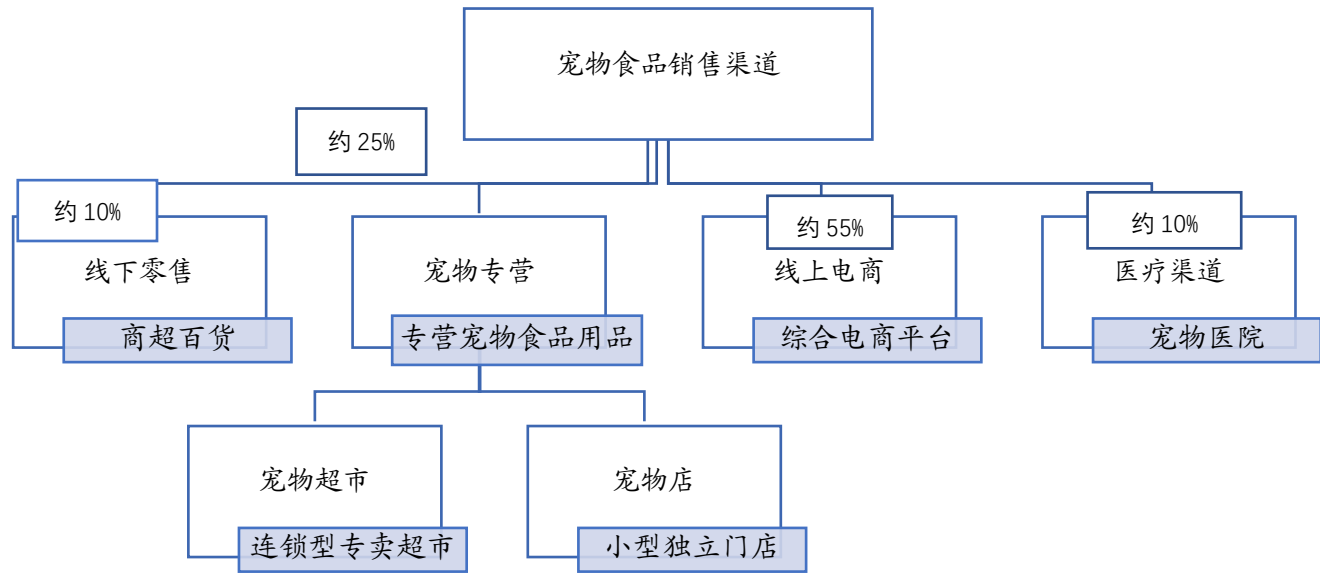
宠物食品呈现高电商渗透率特点，线上销售占比超 50%。根据欧睿数据，目前中国宠物食品销售渠道中线上销售占比超 50%，宠物店达 25%，商超渠道约占 10%。受近几年线上购物发展趋势影响，叠加疫情因素众多宠物店线下门店未开业，加之宠物食品国货品牌行业集中度较低，线上宠物食品品牌数量超过 400 个，电商已经成为宠物食品行业最为重要销售渠道。

图表 41 宠物食品销售渠道

渠道种类	特点	代表	品牌类别
线上渠道	流量大、增速高、便捷性高、体验性弱；进驻门槛低，市场竞争压力大	淘宝、天猫、京东等大型电商平台、波奇网、E 宠网、狗民网等专业平台	进驻门槛低，品种多样、高中低端均有覆盖
宠物店	目标用户精准、推广成本合理	宠物家、宠宠熊、酷迪宠物等	以中高端为主，对品牌知名度、品牌保障要求极高
宠物医院	专业性强、经营面积大	瑞派、瑞鹏、美联合中等	处方粮、中高端品牌产品
商超百货等零售渠道	依托大型商场、营业面积大、客流量大而稳定，消费者信赖度高	家乐福、沃尔玛、华联大润发、卜蜂莲花等	门槛较高，品牌需要具有一定的品牌知名度、用户知名度

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 42 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大



资料来源：欧睿，华安证券研究所

电商渠道加速国货宠物品牌崛起。以皇家为代表的海外品牌先于国内品牌建立了线下渠道和品牌优势，伴随着国内宠物消费市场日益成熟，海外品牌在电商布局

上较国内品牌响应速度较慢，电商的发展为国货品牌中宠、乖宝、福贝、疯狂的小狗等国货品牌突围与崛起创造了有利机会。

图表 43 国产宠物品牌粉丝数

品牌	品牌属性	天猫官方旗舰店粉丝数(万人)	抖音官方号粉丝数(万人)
麦富迪	国内	193	6.5
顽皮	国内	54.6	16
领先	国内	108.5	4.4
疯狂小狗	国内	107	33.6
比瑞吉	国内	77.3	16.8
伯纳天纯	国内	19.6	3.1
皇家	海外非进口	192	61
玛氏	海外非进口	86	0.57
冠能	海外非进口	63.5	0.6
海洋之星	海外进口	52.9	3.5
ZEAL 真致	海外进口	18	8.9
素力高	海外进口	7.3	6.4
爱肯拿	海外进口	0.6	-
Go!	海外进口	19.4	-
渴望	海外进口	0.7	-

资料来源：天猫，抖音，华安证券研究所

2021 年双十一期间，新锐宠物品牌的增速十分显著，国货品牌表现亮眼。在天猫宠物双十一全周期成交排行榜 Top10 中，中国品牌占据六位，分别是：麦富迪、卫仕、PIDAN、凯锐思、网易严选、耐威克，旗舰店方面千万级新锐商家品牌达 14 个；京东平台同样出现相似情况，中国品牌在宠物品牌成交排行榜 Top10 中占据五位，分别是麦富迪、博纳天纯、卫仕、耐威克、比瑞吉，双十一新品牌的成交额同比增长了 387%。更多新锐商品通过沉淀品质、提升性价比、占领电商平台、创意营销等方式，获得新一代消费者的青睐，实现弯道超车。

图表 44 2021 年双十一期间品牌销量排名

排名	天猫	京东
1	麦富迪	皇家
2	皇家	麦富迪
3	Orijen 渴望	Orijen 渴望
4	爱肯拿	伯纳天纯
5	卫仕	卫仕
6	PIDAN	爱肯拿
7	凯锐思	冠能
8	Ziwi	耐威克
9	网易严选	比瑞吉
10	耐威克	福来恩

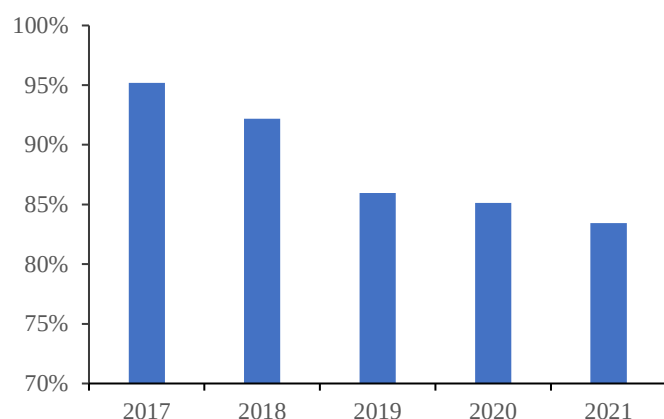
资料来源：天猫、京东双十一战报，华安证券研究所

3 疫情影响逐渐消除，海外业务稳步推进

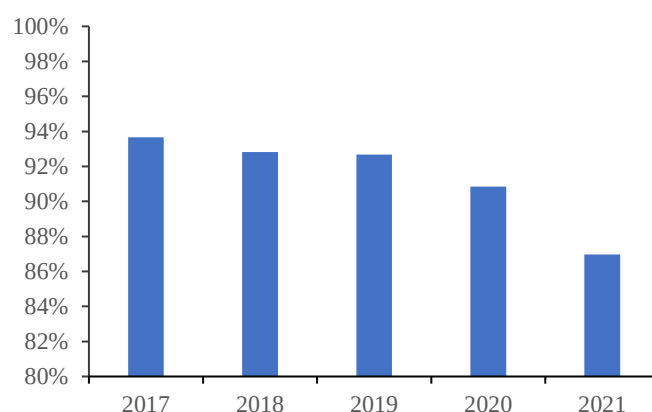
3.1 深度绑定核心客户，产能爬坡助推业务增长

海外市场目前仍是公司营收和利润的主要来源，2021 年海外业务分别占公司营收和利润的 83.5%和 87.0%。受新冠肺炎疫情和汇率变动等因素影响，2021 年公司海外业务短期承压，实现营业收入 10.6 亿元，同比下降 7.03%；毛利率 23.9%，同比下降 3.3%。随着越南工厂的复工以及未来新投产能的逐步爬坡，公司海外业绩有望实现持续增长。

图表 45 公司海外业务营收占比变化，%



图表 46 公司海外业务利润占比变化，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

海外出口以 ODM 为主，深度绑定核心客户群体。公司以优质的产品、稳定的供应链以及研发创新优势与全球知名宠物产品品牌商和零售商实现了长期合作，业务涵盖产品研发、设计、生产的所有环节，合作客户包括全球知名公司 SpectrumBrands、WalMart，国际咬胶品牌 Dingo、Smart Bones 等。公司前五大客户收入常年占比稳定在 80%左右，具有较高的客户粘性和依赖性，优质的国际客户也对佩蒂产品起到了背书作用，有利于公司对新市场、新客户的开发。

图表 47 2021 年公司前五大客户营收占比

序号	客户名称	销售额（百万元）	占年度销售总额比例
1	第一名	615.03	48.39 %
2	第二名	189.60	14.92 %
3	第三名	90.73	7.14 %
4	第四名	87.64	6.9 %
5	第五名	28.93	2.28 %
合计	-	1011.94	79.62 %

资料来源：公司公告，华安证券研究所

在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司逐渐发力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，未来有望占领更多海外市场。

3.2 品质与创新并重，打造核心竞争力

产品出口级品质管理，质控优势突出。经历宠物食品行业“抗生素”事件后，海外客户对于产品质控要求更加严格，宠物食品安全成为消费者首要考量标准。公司所有产品均按婴儿食用级的卫生和安全标准进行生产，严把产品质量安全关，建立了完善的质量控制体系。一方面公司在生产端严格管理，自建有多条电子束辐照杀菌生产线，能够独立完成产品的辐照杀菌，实现生产环节的自检自控，降低产品二次污染的风险；另一方面，公司在检验端坚持内部实验室和第三方检验双保险，为产品安全提供了可靠保障。

图表 48 公司产品生产环节质量把控严格

采购进料环节	•选列合格供应商，签订质量验收标准
制造过程环节	•设质量控制师和品控专员，按照国家标准 Gb/T23185-2008 生产
成品检验环节	•先由内部检验合格，再交由第三方实验室检测，合格后才能发货

资料来源：公司年报，华安证券研究所

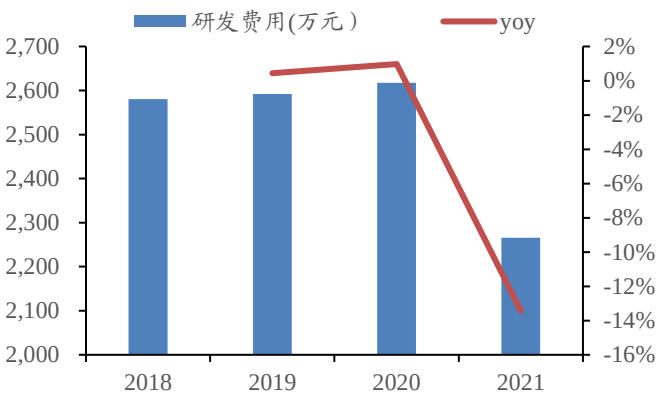
图表 49 公司获得多项产品质量认证

主要产品	功能与用途
质量管理体系认证 ISO 9001:2008	中国质量认证中心 (CQC)
环境管理体系认证 ISO 14001:2004	中国质量认证中心 (CQC)
食品安全管理体系认证 ISO 22000:2005	中国质量认证中心 (CQC)
职业健康安全管理体系认证 OHSAS 18001:2007	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

资料来源：公司公告，公司年报，华安证券研究所

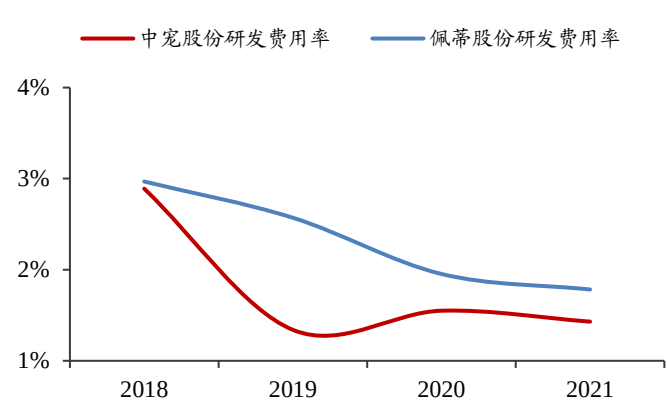
重视科技创新，持续高水平研发投入。2021 年公司研发投入 2265.6 万元，研发费用占营收比例为 1.78%，在可比上市公司中处于较高水平。公司目前已经形成了以独立研发为主，兼顾外部技术合作、人才培养的研发模式，通过培养发掘人才、积极引入人才的策略实现研发创新的良性循环。

图表 50 公司海外业务营收占比变化，万元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 51 中宠股份与佩蒂股份研发费用率对比，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

专利技术丰富，产品不断迭代升级。通过与国内外高校、科研所建立产学研合作计划、以及自主研发等多种渠道，公司已获得国际国内发明专利 32 项，并作为主要参与方起草了国家标准《宠物食品-狗咬胶》（GBT 23185-2008）。多年的技术积累推动了公司产品的升级换代，目前公司的宠物咀嚼食品已升级至第五代水平，而世界普遍的技术水平仍停留在第三代，实现了两代先进的差异化优势，在产品质量和毛利率方面均有提升。目前公司新型动植物混合咬胶产品均已通过独家供应的形式授权给客户销售，未来有望持续助推业绩增长。

图表 52 公司旗下咬胶产品已升级至第五代

产品迭代	品类
	用品

		功能性食品
		
		

资料来源：公司官网，微信公众号，华安证券研究所

3.3 全球化运营+外汇套保，综合降低盈利风险

工厂全球布局，多样化产品供应。受 2018 年中美贸易摩擦影响，中国工厂出口至美国市场的产品被增收 25%的关税，为应对国际政治经济环境变化风险，同时进一步满足国内外客户对差异化产品的需求，公司在越南、柬埔寨、新西兰等国家均设有生产基地，积极提升全球工厂产能，整合各地产能优势，不断在原材料价格、原材料质量、汇率、人工成本等要素上寻找最优解，为国内外市场提供品类丰富、高品质的宠物食品。

图表 53 公司全球主要产能分布

产能所在地		产品品类	产能（吨）
中国	温州佩蒂	畜皮咬胶	9000
	江苏康贝	植物咬胶	3000
越南	好嚼	畜皮咬胶	2000
		植物咬胶	3000
	吧啦啦	植物咬胶	5000
	德信	畜皮咬胶	5000
柬埔寨	爵味	湿粮	6000
		咀嚼食品	3000
		保健品	200

新西兰	北岛小镇	肉质零食	1500
		干粮	40000

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 54 公司全球生产基地的区位优势 and 局限

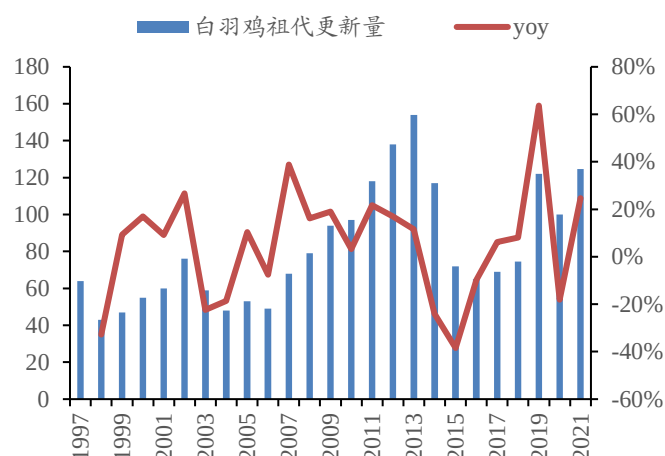
生产基地所在地	区位局限	区位优势
中国	出口关税限制	生产技术成熟 配套设施完善
越南	部分原材料进口限制	淀粉原材料成本优势 政策优势 人工成本较低
柬埔寨	工业配套不够成熟 用工文化差异	外贸自由 人工成本较低，劳动力年轻化 美元使用国，外汇风险相对较低
新西兰	现代化生产及供应链配套不够成熟	政治稳定 纯天然高端原材料

资料来源：公司公告，华安证券研究所

国际化运营，供应链综合优化成本。原材料价格为公司利润的主要影响因素之一，公司生产所使用的原材料主要为生皮、鸡肉、淀粉等，2021 年公司直接材料成本占营业成本的 73.4%，同比上升 2.4%。为应对原材料价格波动风险，公司一方面根据对原材料的价格和需求的预测持续优化库存管理；一方面不断加快供应链的国际化进程，通过稳定的全球供应链网络优化资源配置，获取高品质、高性价比的原材料，目前公司的原材料采购活动已覆盖中国、中亚、东盟、南美洲、澳洲等多个国家和地区。

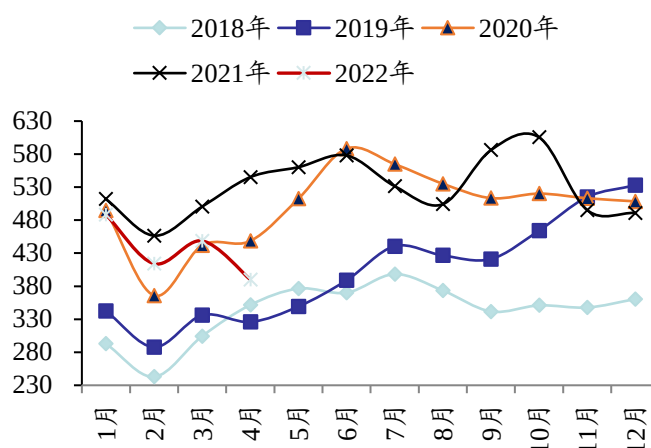
2020 年全国白羽肉鸡祖代更新量 100 万套，同比下降 18%，对应 2022 年白羽肉鸡价格有望企稳回升；2021 年月全国祖代更新量 124.6 万套，同比大增 24.6%，对应 2023 年鸡价或下行。我们预计 2022-2023 年，鸡肉价格波动对公司成本影响相对有限。

图表 55 白羽鸡祖代更新量，万套



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 56 父母代鸡苗销量走势图，万套



资料来源：公司公告，华安证券研究所

汇率影响逐渐改善，公司通过协商调价与外汇套保平抑价格波动风险。目前公司营收的主要份额来源自海外市场并以外币作为结算货币，人民币汇率波动对公司海外业务产生了一定的不确定性影响。受 2021 年人民币汇率强势表现影响，公司国外销售产生的汇兑损失达 0.23 亿元，占当期净利润的 37.61%。2022 年 4 月以来人民币汇率出现持续走弱，有望对公司业绩产生积极影响。

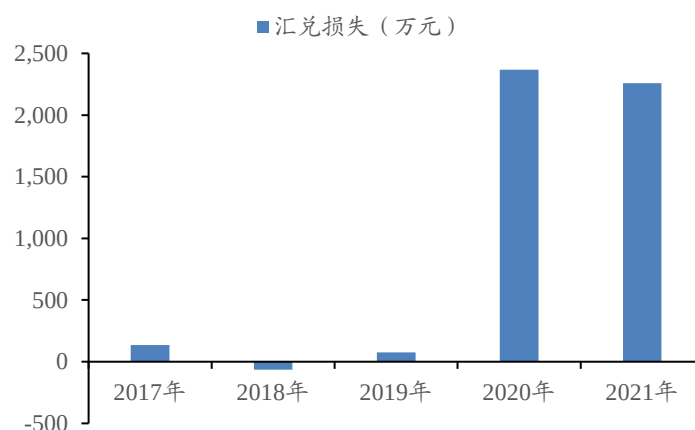
为应对汇率波动风险，公司积极采取措施，通过开展外汇套期保值业务、开发更具市场竞争力的新产品、建立更科学的产品定价机制、加强国内市场拓展等方式降低汇率波动对公司总体业绩的影响。

图表 57 美元对人民币汇率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 58 公司汇兑损失走势图，万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 59 人民币汇率变化对公司净利润影响

人民币兑美元汇率变化	对净利润的影响（万元）	
	本期数	上年数
上升 5%	-1342.92	-2002.01

下降 5%	1342.92	2002.01
-------	---------	---------

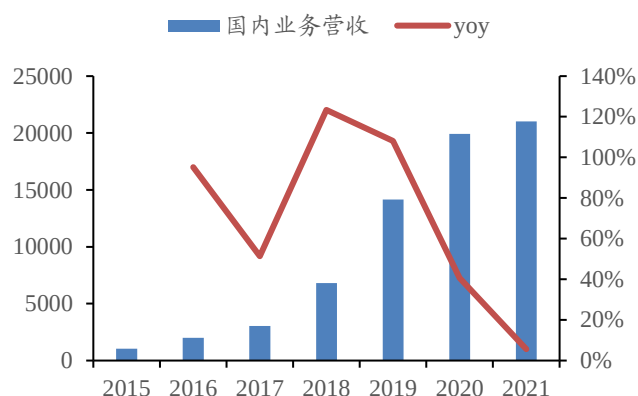
资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.国内市场加速布局，自有品牌矩阵不断完善

4.1 持续发力国内市场，国内业务快速增长

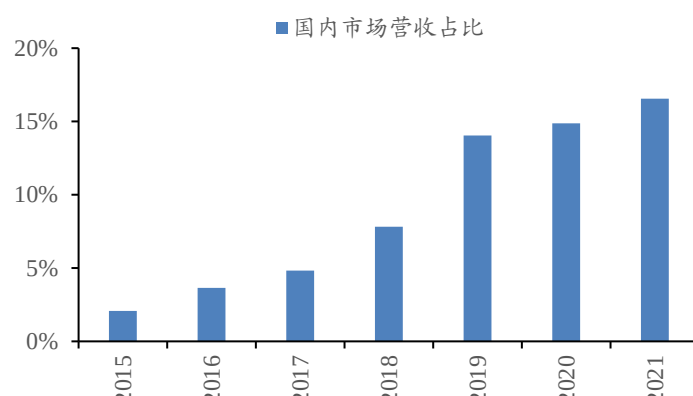
积极开拓国内市场，国内市场营收持续不断攀升。2015-2021 年，公司国内市场营收从 1031.2 万元增至 2.1 亿元，年复合增长率达 54.8%，国内营收占比从 2.1% 增至 16.6%，累计提高 14.5 个百分点。公司在国内市场采取自有品牌为主，代理国外知名品牌为辅的销售策略，线上线下全渠道布局，直销和分销协同开展，形成了覆盖全面、主次清晰的业务内容。

图表 60 公司国内业务收入及增速，百万元、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 公司国内业务收入占比走势图，%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 完善品牌矩阵，差异化产品抢占国内市场

公司当前在国内市场实施多品牌策略，已基本完成自有品牌的框架搭建，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，满足终端市场的多元化需求。

分品牌发力，根据对市场潮流和趋势的判断集中资源打造部分品牌。公司旗下自主品牌包括齿能、爵宴、好适嘉、贝家、Smart Balance 等，代理品牌有 Smart Bones 等，其中爵宴、好适嘉以及齿能这三个品牌将作为重点品牌进行费用投入。

图表 62 公司主要产品矩阵

品牌	品牌理念	产品系列	主要产品
自有品牌			
齿能 (Chewnergy)	全球首个分龄宠物口腔护理解决方案	齿能 1 号	健齿环，洁齿骨，护齿棒
		齿能零食	经典洁骨，奶酪夹心棒，旋风清口棒，其他零食

爵宴（MeatyWay）	远销北美的真食材 宠物私厨食品	甄肉系列	纯粹鸭胸肉、甘薯卷（鸡肉/鸭肉）、奶酪条（鸡肉/鸭肉）、烟熏肉卷（鸡/鸭）、鸭肉苹果派
		本味精选	宠物犬：鹿肉、火鸡肉、小牛肉、鹅肉、兔肉 宠物猫：鳕鱼、鲟鱼、三文鱼
		奇珍猛禽	宠物罐头
好适嘉 （Health Guard）	品质、潮流、互动的 全品类宠物食品品 牌	98k	0 胶主食猫罐头
		冰宴	海陆无谷冻干粮、冻干双拼犬粮(幼犬+成犬)、冻干双拼猫粮(猫通用)、猫罐头、爱心猫粮
		它饮	100%纯羊奶、原炖鸡汤&原炖鸭汤
		互动零食	烟熏牛肉粒、吸力喵喵条、优质肉干、馋嘴肉条、咀嚼零食双效洁牙棒、白肉浓汤猫罐头
		全价场景零食	全价肉粒/肉块（室内互动/训练场景）、全价能量棒（外出场景）、全价代餐(科学定量饲喂)
贝家（Begogo）	全品类严选品牌，让 用户的每一分钱都 花在产品上	主粮	犬粮(单一蛋白无谷系列)、猫粮(无谷平衡膳食系列)、Begogo x 玛雅熊（联名定制）主粮系列
		冻干粮	肉吃方猫冻干粮、Begogo x 玛雅熊（联名定制）冻干零食系列
		湿粮	Begogo x 玛雅熊(联名定制)羹包系列、狗罐、猫罐
		零食	咬胶零食、嫩香 Q 肠
		清洁	猫砂、滚蛋菌除臭抑菌喷雾
ITI	新西兰特色精致宠食，全价粮、高鲜肉、无添加	肉干	Biti 犬粮主食肉干、Kiti 猫粮主食肉干
		罐头	Grain Free 狗粮罐头、Grain Free 猫粮罐头
Smart Balance	智慧选择，天然均衡，高端新西兰天然宠食	零食系列	红鹿羊肉干、蔬果牛肉方、鹿茸羊肉干、鳕鱼鸡肉干、鲑鱼羊肉方、鹿尾牛肉干、蜜炼鸡肉方
		干粮	高端天然主粮、新西兰特色保健品
代理品牌			
代理品牌 Smart Bones	美国 80%养宠家庭都在用的专业咀嚼食品	咀嚼零食	犬用洁齿骨

资料来源：公司官网，华安证券研究所

爵宴 Meatyway 目前定位高端零食，以高品质、高鲜肉含量为卖点逐步占据用户心智，肉干系列产品在国内市场获得广泛认可；好适嘉是公司重点打造的湿粮品牌，全品类定位中高端市场，通过对爆款产品 98k 湿粮罐的打造有望实现业绩持续高增；齿能是公司针对中国宠物犬咀嚼零食研发的口腔护理品牌，针对不同年龄犬类的牙齿状况开发了不同的产品系列，以专业、领先的产品抢占国内咀嚼类产品市场。

针对线上的分销渠道和下沉市场，公司通过贝家品牌进行了全品类布局，为下沉市场的价格敏感型客户提供了更多的选择。

图表 63 齿能分龄口腔护理方案

产品系列	针对犬龄	产品特点
齿能 1 号	幼犬	满足换牙期复杂多样的咀嚼需求
齿能 2 号	成犬	重点清洁及预防口腔疾病
齿能 3 号	大龄犬	重点呵护口腔环境

资料来源：公司年报，华安证券研究所

面对国内日益激烈的市场竞争环境，公司未来将从消费升级类的产品出发，定位中高端市场，进一步发挥公司在咀嚼零食、新型主粮以及进口主粮方面的优势，走差异化国内销售路线，不断完善宠物咀嚼食品、营养肉制零食、高品质干粮和湿粮等全品类的高端宠物食品品牌矩阵。

4.3 全渠道布局，销售费用稳健投放

线上线下综合布局，打造优质品牌形象，公司在加强线上布局的同时持续深耕线下销售渠道，目前形成了线上占比略高于线下的销售格局。公司品牌定位明确，为确保品牌价格不受冲击，通过控价的形式来实现线上线下终端价格的一致性。

在线下渠道端方面，公司充分赋能渠道服务商，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，将产品辐射至各终端门店；同时布局线下专业渠道，与宠物连锁医院、宠物超市建立了独立直供合作，不断树立专业、优质的品牌形象。此外，公司还通过参与宠物展会、公益活动，举办线下宠友会等线下活动普及养宠知识，开展消费者教育，强化品牌的科学养宠理念。

在线上渠道端方面，公司采取多渠道销售策略：一级渠道依托天猫、京东等传统电商平台进行布局，通过各品牌旗舰店配合自有专营店及线上分销加强传统电商的铺设与运营；二级渠道围绕抖音、小红书、小程序等内容社交电商平台进行布局，逐渐构建品牌用户流量池，自建用户运营体系，通过直播、建立私域流量等方式完成品牌用户直接高效转化。

图表 64 公司线上、线下品牌推广



资料来源：公司年报，公司公告，公司官网，华安证券研究所

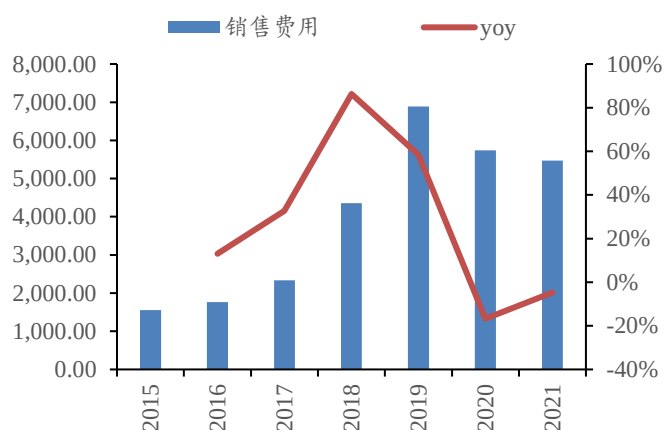
图表 65 公司新媒体多种方式营销推广

佩蒂股份走进直播间，助推电商销售潮	小红书用户种草，以真实体验创造口碑效应
	
微博短视频布局，推送科学养宠知识	问答领域热度高，品牌效应初步显现
	

资料来源：抖音，新浪微博，小红书，华安证券研究所

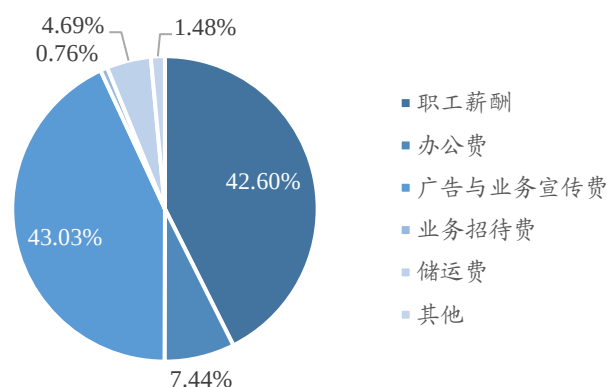
销售费用结合品牌业务规模稳健投入。2016-2021 年，公司销售费用由 1760.3 万元增长至 5468.4 万元，年复合增长率 20.8%，主要包括职工薪酬、广告与业务宣传费、业务招待费、储运费以及办公费。其中，广告与业务宣传费占比从 2016 年 11 % 上升至 2021 年 43%，储运费占比从 2016 年 16.5% 下降至 2021 年 4.7%，职工薪酬从 2016 年 16.5% 增长至 2021 年 42.6%，占比稳步提升。

图表 66 公司销售费用投入及增速, 百万元、%



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 67 2021 年公司销售费用细分占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司秉承从爆品到爆品类再到爆品牌的营销思路进行品牌打造, 通过对 98k 湿粮罐、爵宴鸭肉干、SmartBones 洁齿骨等爆品的打造, 不断持续推出高品质的产品, 延展爆品对应系列的 SKU, 结合 KOL 合作、短视频营销、直播宣传等途径逐渐占领消费者心智, 提升全品牌的市场认可度, 从产品端和品牌端持续提升产品的复购率。

4.4 募投资金到位, 产能不断扩张

募投扩产项目稳步推进, 新增产能逐渐释放。公司柬埔寨工厂 9200 吨宠物休闲食品项目已进入正式生产的产能爬坡阶段, 预计在 2022 年释放 30%左右产能; 新西兰 4 万吨高品质干粮项目建设有序推进, 预计 2022 年将释放 20%左右产能。目前公司订单量仍大与产能, 产能的逐步释放为公司未来业绩增长提供了重要支撑。

2022Q1, 公司成功发行可转债, 募集资金 7.2 亿元, 规划建设新增湿粮、新型干粮产能 3 万、5 万吨, 主粮业务规模有望大幅提升, 为自主品牌国内销售做好充分储备。

图表 68 公司可转债募集资金用途

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮	28,800.76	23,650.00
年产 5 万吨新型宠物食品项目	34,662.98	27,350.00
补充流动资金项目	21,000.00	21,000.00
合计	84,463.74	72,000.00

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

5 盈利预测、估值及投资评级

5.1 盈利预测

国内宠物正在进入快速上升发展阶段, 欧美国家宠物食品市场较为成熟稳定,

伴随着公司新西兰、越南、柬埔寨产能利用率提升，叠加公司国内加海外双轮驱动战略的进一步深化，公司产品品类将更加多元化，品牌优势未来有望进一步提升，作为深耕国内长达 20 多年的咬胶龙头公司，未来公司的营收将保持稳定增长。我们假设：

1、公司海外业务将保持稳定增长态势。在原有核心海外大客户基础上，公司将进一步拓展新的客户群体；

2、公司海外新建产能将在未来 2-3 年达到满产状态。2022 年柬埔寨工厂新建产能利用率将达到 30%，2022 年新西兰工厂新建产能利用率将达到 20%；

3、销售费用总体维持稳定，随着国内市场规模的不断扩大，线上线下渠道协同作用的提升，公司销售费用率逐渐降低。公司重视产品品质，产品研发费用持续高投入。随着越南工厂产能恢复以及新建产能的逐步释放，公司的管理费用将会有所优化。我们假设公司 2021、2022、2023 年的销售费用率为 4.3%、4.2%、4.1%，研发费用率为 1.75%、1.75%、1.75%，管理费用率为 7.5%、7.3%、7.1%。

图表 69 公司收入成本预测表

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总计								
营业收入	632.0	869.3	1,008.3	1,339.9	1,270.9	1,655.7	2,084.0	2,582.0
yoy	14.79%	37.55%	15.99%	32.88%	-5.15%	30.28%	25.87%	23.90%
营业成本	396.5	567.1	756.5	998.1	979.5	1,223.9	1,542.1	1,894.0
yoy	2.17%	43.05%	33.39%	31.92%	-1.86%	24.96%	25.99%	22.82%
毛利润	235.5	302.2	251.8	341.8	291.4	431.8	541.9	688.0
毛利率	37.27%	34.76%	24.97%	25.51%	22.93%	26.08%	26.00%	26.65%
畜皮咬胶								
营业收入	303.1	259.2	336.3	446.4	431.8	565.7	707.1	862.7
yoy	-2.5%	-14.5%	29.8%	32.8%	-3.3%	31.0%	25.0%	22.0%
营业成本	195.85	170.68	255.97	357.06	353.26	451.44	569.25	690.18
yoy	-12.4%	-12.9%	50.0%	39.5%	-1.1%	27.8%	26.1%	21.2%
毛利率	35.4%	34.1%	23.9%	20.2%	18.2%	20.2%	19.5%	20.0%
植物咬胶								
营业收入	295.8	402.0	297.3	427.7	395.6	526.1	683.9	875.4
yoy	42.7%	35.9%	-26.0%	43.8%	-7.5%	33.0%	30.0%	28.0%
营业成本	175.13	244.31	204.43	270.50	274.13	332.50	432.25	551.53
yoy	25.9%	39.5%	-16.3%	32.3%	1.3%	21.3%	30.0%	27.6%
毛利率	40.8%	39.2%	31.2%	36.8%	30.7%	36.8%	36.8%	37.0%
肉质零食								
营业收入	17.1	185.4	301.0	283.0	253.3	316.6	380.0	456.0
yoy	-3.4%	983.8%	62.3%	-6.0%	-10.5%	25.0%	20.0%	20.0%
营业成本	--	137.56	237.24	213.43	193.14	239.06	288.77	346.53
yoy	--	--	72.5%	-10.0%	-9.5%	23.8%	20.8%	20.0%
毛利率	--	25.8%	21.2%	24.6%	23.8%	24.5%	25.0%	25.0%
主粮及湿粮								
营业收入	--	--	20.3	123.4	149.9	194.8	247.4	309.3

yoy	--	--	--	507.2%	21.5%	30.0%	27.0%	25.0%
营业成本	--	--	--	106.0	123.4	155.9	195.5	238.2
yoy	--	--	--	--	16.4%	26.4%	25.4%	21.8%
毛利率	--	--	--	14.1%	17.7%	20.0%	21.0%	23.0%
其他业务								
营业收入	15.9	22.8	53.4	59.4	40.3	52.4	65.5	78.6
yoy	8.5%	42.9%	134.7%	11.2%	-32.1%	30.0%	25.0%	20.0%
营业成本	8.4	14.6	38.6	51.0	35.6	45.1	56.3	67.6
yoy	-25.0%	74.5%	164.5%	32.3%	-30.3%	26.6%	25.0%	20.0%
毛利率	47.5%	35.9%	27.8%	14.0%	11.7%	14.0%	14.0%	14.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所

公司业务主要分为海外和国内两大部分，海外 ODM 业务较为成熟稳定，国内业务尚处于进入初期，增长速度较快，因此我们采用分部估值法，对海外业务采用 PE 估值法，国内业务采用 PS 估值法。

海外业务处于稳定增长发展阶段，随着海外产能的进一步释放，公司利润将保持较快增长，因此，我们给予公司海外业务 2022 年 28 倍 PE，对应市值 45 亿元。

公司加大国内市场投入，国内业务有望迎来加速增长，参考美国宠物食品公司蓝爵估值，我们给予国内业务 4 倍 PS，对应国内业务市值 12 亿元。综上所述，公司 2021 年目标市值在 57 亿元左右，对应目标价 22.53 元，给予“买入”评级。

4.2 投资建议

公司作为宠物咬胶龙头公司，对宠物食品品质把控严格，卡位宠物食品高景气成长型黄金赛道，借助国货崛起潮流和消费升级趋势，未来公司的市占率将有望进一步提升。

我们预计 2022-2024 年公司实现主营业务收入 16.56 亿元、20.84 亿元、25.82 亿元，同比增长 30.3%、25.9%、23.9%，对应归母净利润 1.59 亿元、2.02 亿元、2.64 亿元，同比分别增长 164.9%、26.8%、31.2%，对应 EPS0.63 元、0.80 元、1.04 元。我们给予公司海外业务 2022 年 28 倍 PE，国内业务 4 倍 PS，合理估值 22.53 元，维持“买入”评级。

图表 70 上市宠物相关企业估值对照表

公司	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			2021 年净资产收益率	2020 年净资产收益率
			TTM	22E	23E		
佩蒂股份	40	26	46.96	33.85	27.01	3.37	7.11
均值	52.5	45.5	57.60	36.18	26.60	4.87	7.46
中宠股份	65	65	68.23	38.5	26.18	6.36	7.81

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

汇率波动风险；品牌建设不及预期风险；原材料价格波动风险；国内市场开拓不达预期风险；新冠肺炎疫情相关风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1783	1970	2340	2892	
现金	1030	1237	1436	1785	
应收账款	201	285	346	427	
其他应收款	9	14	17	21	
预付账款	67	73	93	114	
存货	450	335	422	519	
其他流动资产	26	26	26	26	
非流动资产	1072	1140	1226	1300	
长期投资	12	11	11	10	
固定资产	469	530	606	663	
无形资产	50	48	46	44	
其他非流动资产	542	551	563	583	
资产总计	2855	3110	3566	4192	
流动负债	429	521	772	1128	
短期借款	221	321	521	821	
应付账款	170	194	245	301	
其他流动负债	38	6	6	6	
非流动负债	632	632	632	632	
长期借款	2	2	2	2	
其他非流动负债	630	630	630	630	
负债合计	1060	1153	1404	1760	
少数股东权益	15	18	22	28	
股本	253	253	253	253	
资本公积	965	965	965	965	
留存收益	561	720	922	1186	
归属母公司股东权	1779	1938	2140	2404	
负债和股东权益	2855	3110	3566	4192	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	-35	254	181	242	
净利润	60	159	202	264	
折旧摊销	51	64	75	86	
财务费用	15	14	22	35	
投资损失	-3	-1	-2	-3	
营运资金变动	-158	13	-121	-147	
其他经营现金流	218	150	328	418	
投资活动现金流	-128	-132	-161	-158	
资本支出	-211	-138	-168	-165	
长期投资	80	5	5	4	
其他投资现金流	3	1	2	3	
筹资活动现金流	726	86	178	265	
短期借款	57	100	200	300	
长期借款	2	0	0	0	
普通股增加	84	0	0	0	
资本公积增加	-94	0	0	0	
其他筹资现金流	678	-14	-22	-35	
现金净增加额	557	208	199	349	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	1271	1656	2084	2582	
营业成本	979	1224	1542	1894	
营业税金及附加	4	5	7	9	
销售费用	55	71	88	106	
管理费用	109	124	152	183	
财务费用	28	14	22	35	
资产减值损失	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	3	1	2	3	
营业利润	79	192	243	319	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	1	2	2	
利润总额	78	191	242	317	
所得税	16	29	36	48	
净利润	62	162	206	270	
少数股东损益	2	3	4	5	
归属母公司净利润	60	159	202	264	
EBITDA	155	266	334	431	
EPS（元）	0.28	0.63	0.80	1.04	

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	-5.1%	30.3%	25.9%	23.9%	
营业利润	-41.9%	142.7%	26.7%	31.1%	
归属于母公司净利	-47.7%	164.9%	26.8%	31.2%	
获利能力					
毛利率（%）	22.9%	26.1%	26.0%	26.6%	
净利率（%）	4.7%	9.6%	9.7%	10.2%	
ROE（%）	3.4%	8.2%	9.4%	11.0%	
ROIC（%）	3.1%	5.9%	6.6%	7.5%	
偿债能力					
资产负债率（%）	37.1%	37.1%	39.4%	42.0%	
净负债比率（%）	59.1%	58.9%	64.9%	72.4%	
流动比率	4.16	3.78	3.03	2.56	
速动比率	2.95	2.99	2.36	2.00	
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.53	0.58	0.62	
应收账款周转率	6.31	5.82	6.02	6.04	
应付账款周转率	5.77	6.29	6.29	6.29	
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.63	0.80	1.04	
每股经营现金流薄）	-0.14	1.00	0.71	0.95	
每股净资产	7.02	7.65	8.44	9.49	
估值比率					
P/E	73.14	25.06	19.77	15.07	
P/B	2.92	2.06	1.86	1.66	
EV/EBITDA	32.43	13.90	11.09	8.48	

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。