

咬胶龙头地位稳固，自主品牌蓬勃发展

➤ **国外品牌凭借先发优势暂时领先，国产品牌逐渐崛起。** 2012-2021 年国内品牌市占率开始逐步上升，从 9% 上升至 11.9%，与此相反，在此期间国外品牌市占率大幅下降，从 2016 年的 23.8% 下降至 2021 年的 12.1%，国产品牌与国外品牌市占率差距已逐渐缩小。

➤ **6月我国宠物出口额同比再度转正，公司海外订单业务有望持续改善。** 据海关总署统计，2023 年 6 月零售包装的宠物食品出口额为 7.5 亿元、同比 +0.7%，自海外客户开始去库以来，这次是继 2023 年 4 月之后的第二次同比转正。一方面受美元升值带动，另一方面因出口国家结构性优化使得整体出口单价上升。23Q1 零售包装的宠物食品出口额 17.80 亿元，同比 -13.5%，23Q2 零售包装的宠物食品出口额 22.16 亿元，同比 -0.7%，说明 23Q2 以来库存压力得到有效缓解，或将使国内出口比例较高的宠物上市公司的业绩迎来明显改善。

➤ **全球化布局产地，产能持续释放。** 目前越南工厂产能已基本恢复，处于满产状态，合计产能约 1.5 万吨。新西兰干粮产线已建成，公司预计 2023 年产能释放 60%；柬埔寨项目产能在爬坡期，2023 年或将释放 50%-60% 的产能，是未来东南亚工厂的主要增量贡献。国内温州和泰州咬胶和零食能产共 1.54 万吨，湿粮 0.3 万吨，5 万吨新型主粮预计 2024 年下半年投产，产能持续释放或将提升市占率。

➤ **线上线下布局渠道，打造自主品牌矩阵。** 线下：举办丰富线下活动，创造与用户深入交流机会。线上：借助新媒体平台及直播带货，实现消费者触达。目前公司打造的自主品牌有齿能 (ChewNergy)、爵宴 (Meatyway)、好适嘉 (Healthguard) 以及新西兰品牌 ITI 和 SmartBalance。齿能：专业宠物咀嚼食品品牌，咬胶产品在多年内已经进行了多次更新换代。咬胶技术行业领先，公司在研项目丰富。爵宴：佩蒂旗下高端肉类零食品牌，爵宴创新推出多种形态、营养全面的零食品。爵宴选用天然食材，原料肉使用 100% 原切肉，符合零人添加标准。好适嘉：积极拓展湿粮品类，持续打造大单品，对品牌进行横向拓展。公司进行多维创新赋能品牌，满足市场多样化需求，公司长期以来始终坚持在原材料品质、工艺、技术方面的研发与创新。公司未来将重点布局主粮品类，加快对冻干、烘焙等新型主粮的研发，提高品牌产品竞争力。

➤ **投资建议：** 我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.45、1.66、1.83 亿元，EPS 分别为 0.57、0.66、0.72 元，对应 PE 分别为 22、19、17 倍。作为国内宠物咬胶类龙头，加大布局国内市场主粮市场以及海外宠物零食市场，随着海外库存压力调整结束以及产能逐步释放，公司有望获得业绩高速增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 汇率波动风险，自有品牌推广不及预期，原材料价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,732	2,115	2,404	2,626
增长率 (%)	36.3	22.1	13.7	9.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	127	145	166	183
增长率 (%)	111.8	14.5	14.3	9.9
每股收益 (元)	0.50	0.57	0.66	0.72
PE	25	22	19	17
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

12.55 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009
邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034
邮箱：xujing@mszq.com

研究助理 韩晓飞

执业证书：S0100123050029
邮箱：hanxiaofei@mszq.com

目录

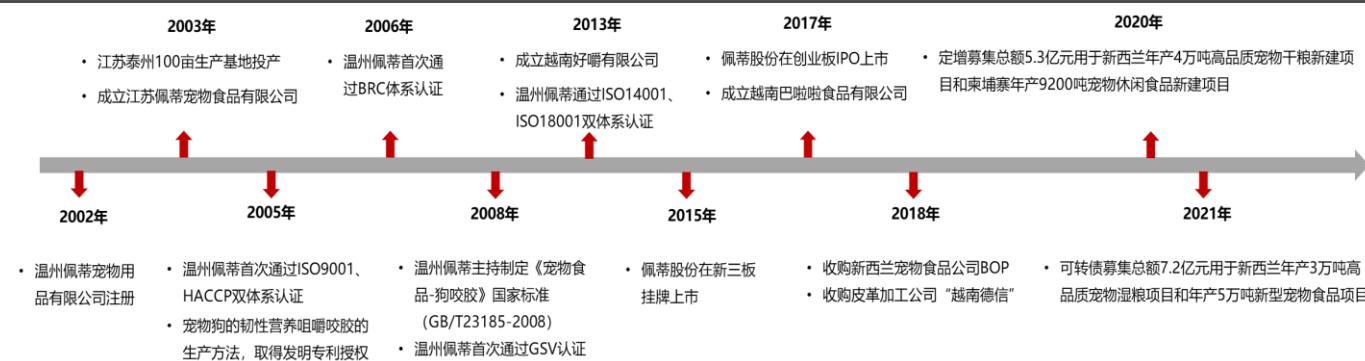
1 以宠物咬胶发家，逐步发展宠物主粮和零食	3
1.1 宠物咬胶龙头企业，海内外布局完善	3
1.2 营收体量创新高，双轮驱动发展显著	4
2 国产品牌逐步崛起，海外库存压力减缓	7
2.1 国内行业集中度低，国外品牌暂居主导地位	7
2.2 主粮高端化成趋势，猫经济或成为重要增长点	9
2.3 海外库存调整压力接近尾声，宠物食品出口边际改善	11
3 深度绑定优质客户，产能逐步释放	12
3.1 ODM 销售模式为主，深度绑定主要核心客户	12
3.2 全球化布局产地，产能持续释放	12
3.3 美元汇率走强，出口业务有望改善	14
4 线上线下布局渠道，打造自主品牌矩阵	15
4.1 多品牌运营，完善品牌矩阵	15
4.2 齿能：全球首个分龄宠物口腔护理品牌	17
4.3 爵宴 Meatyway：定位高端市场，深耕优势零食产品	19
4.4 好适嘉：打造人宠互动定制化宠食，积极拓展湿粮品类	20
4.5 线上线下全渠道布局，品牌渗透率快速提升	22
4.6 自主研发能力强劲，品质和创新行业前列	24
5 盈利预测与投资建议	27
5.1 盈利预测假设与业务拆分	27
5.2 估值分析	29
5.3 投资建议	29
6 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	33

1 以宠物咬胶发家，逐步发展宠物主粮和零食

1.1 宠物咬胶龙头企业，海内外布局完善

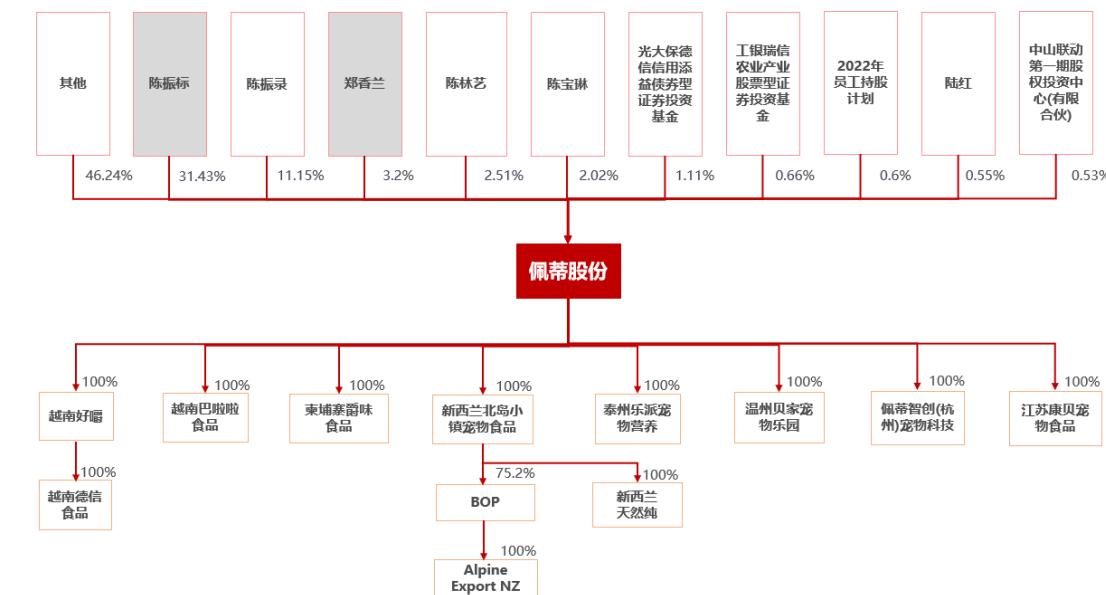
公司以海外全布局，逐步完善品牌矩阵。公司于2002年在温州成立，创立之初便开发出国内第一代狗咬胶食品；2013年公司开始拓展海外布局，以ODM模式发展越南为海外第一站，先后成立越南好嚼有限公司、越南巴拉拉食品有限公司；2017年公司实现IPO上市成为国内第一家宠物食品上市企业，融资后于2018年加速海外布局，耗费约1亿元全资收购新西兰宠物食品公司BOP及其旗下的Alpine Export NZ Limited来开拓新西兰主粮产能，公司全资子公司越南好嚼收购皮革加工公司“越南德信”，目的是通过对原生产车间的改造，满足畜皮咬胶湿处理、干处理工艺产品的生产，同时增加畜皮咬胶全品类产品及营养肉制零食的生产线；2020年公司定增募集资金拓展新西兰及柬埔寨工厂，2021年通过可转债募集资金进一步扩产，成功培育“齿能”、“爵宴”、“好适嘉”、“SmartBalance”等多个自主品牌。至今，佩蒂已布局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、宠物湿粮等宠物食品全品类。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

公司股权结构稳定集中在陈氏家族，公司拥有遍布多地的大型生产基地。创始人陈振标、郑香兰夫妇为公司实控人，共持有公司34.6%股权；陈氏家族共持有公司50.3%，股权结构集中稳定。目前公司已有21家子公司及孙公司，其中在境内设立了13家，境外设立了8家（柬埔寨1家、越南3家、新西兰4家），公司拥有遍布全球的食材供应体系和大型生产基地，包括新西兰、加拿大、越南、柬埔寨、乌兹别克斯坦、马来西亚等多个国家，共同打造高标准宠物食品。

图2：公司股权结构 (截至 2022 年底)


资料来源：wind, 民生证券研究院

双重考核约束，健全长效激励机制。为调动员工积极性，公司在 2022 年 8 月发布员工持股计划来进行股权激励，公司设置了三期解锁安排，每期解锁股份数量分别为本持股计划所持标的股票总数 40%、30%、30%，并同时建立了严密的考核体系，在公司层面、事业部/子公司/部门层面及个人层面多个维度均设置了业绩考核目标，充分实现公司、股东和员工的正向联动。

表1：各年度业绩考核目标

解锁期	营业收入基数年份	营业收入增长率要求	净利润基数年份	净利润增长率要求
第一个解锁期	2021	2022 年增长率≥20%	2021	2022 年增长率≥100%
第二个解锁期	2021	2022-2023 累积值增长率≥160%	2021	2022-2023 累计值增长率≥340%
第三个解锁期	2021	2022-2024 累积值增长率≥330%	2021	2022-2024 累积值增长率≥600%

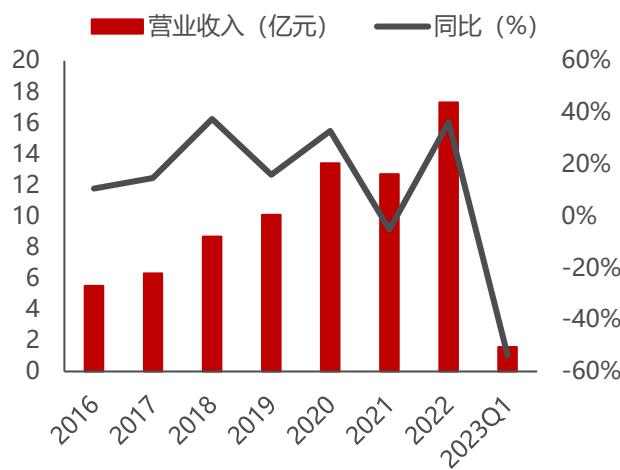
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 营收体量创新高，双轮驱动发展显著

2022 年营收体量创历史新高，业绩受海外订单影响较大。2016-2022 年公司营业收入从 5.5 亿元增长至 17.3 亿元, CAGR 为 21%。其中, 2021 年营收 12.7 亿元, 同比-5.2%, 归母净利润 0.6 亿元, 同比-47.7%, 因主要业绩来源的越南工厂停工。随着越南工厂陆续复产, 2022 年公司实现营收 17.3 亿元, 同比+36.3%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比+111.8%。2023Q1 受海外库存调整订单减少,

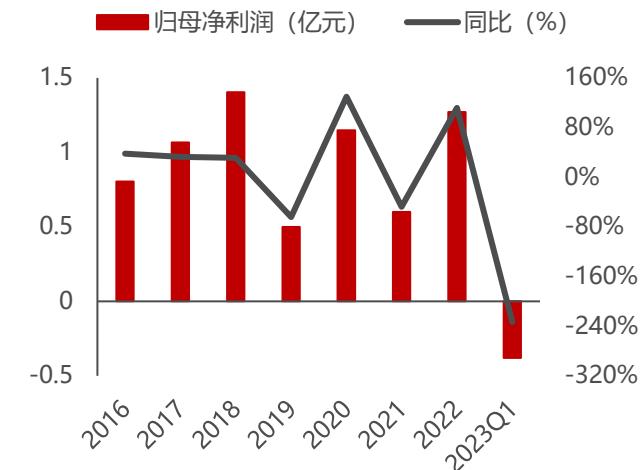
业绩有所受影响，营收和归母净利润同比大幅降低，自 4 月海外库存调整接近尾声，2023 年 Q2 开始公司业绩有望迎来反弹。

图3：2016-2023Q1 营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2016-2023Q1 归母净利润及增速

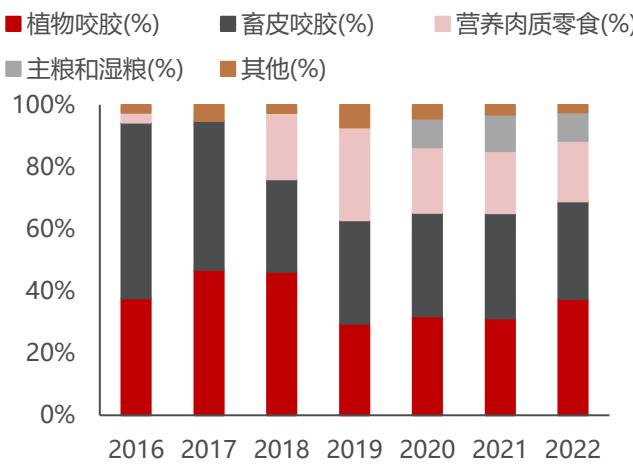


资料来源：wind，民生证券研究院

咬胶产品营收占比超六成，逐步发力宠物零食业务。公司起源于皮件制造，咬胶是公司长期以来核心的优势产品，自 2018 年后公司发力经营宠物零食、主粮和湿粮等业务，2022 年公司营养肉质零食、主粮和湿粮的业务营收占比分别为 19.5%、9.2%。

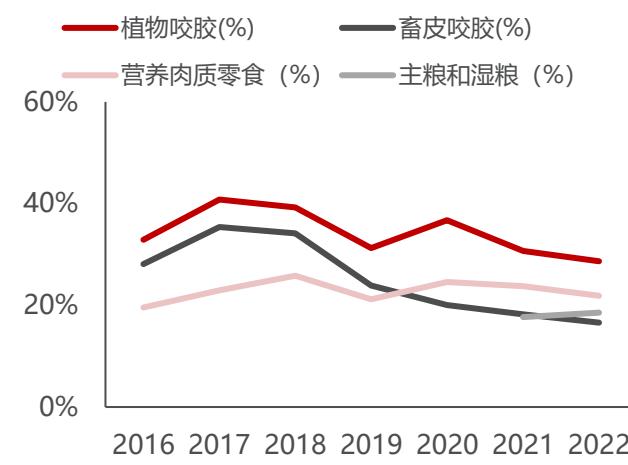
盈利能力回升，费用管控成效显著。2022 年由于主要原材料鸡肉和生皮均有较大涨幅，咬胶和零食的毛利率有所下滑，随着越南工厂产能恢复完成及规模化经营优势，叠加费用管控能力增强，盈利能力明显回升，净利率上升至 7.5%，同比+2.6PCT。23Q1 因海外库存调整压力以及汇率变动所导致的汇兑损失增多，净利率有所下滑，随着二季度海外库存调整接近尾声以及美元上涨，公司业绩有望反弹。

图5：2016-2022 营业收入占比 (%)

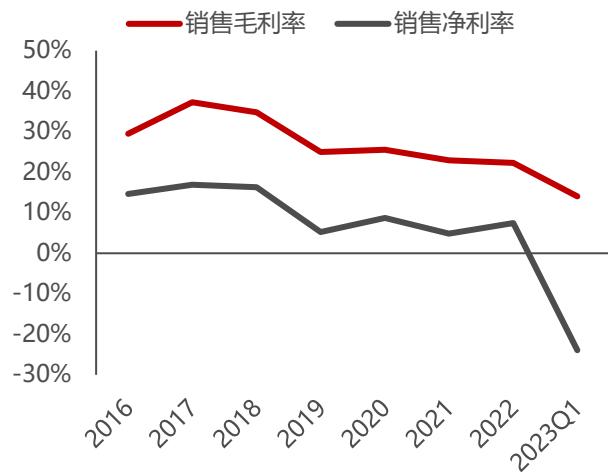


资料来源：wind，民生证券研究院

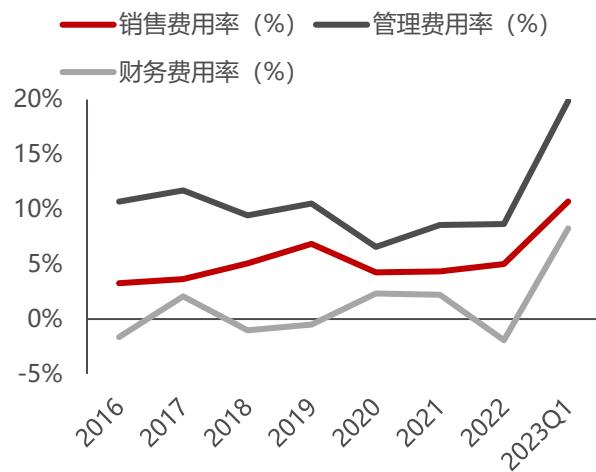
图6：2016-2022 主要业务毛利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2016-2023Q1 销售毛利率及净利率（%）


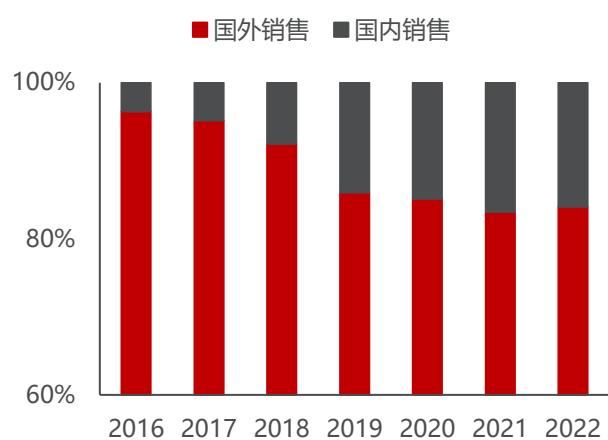
资料来源：wind, 民生证券研究院

图8：2016-2023Q1 公司费用率水平（%）


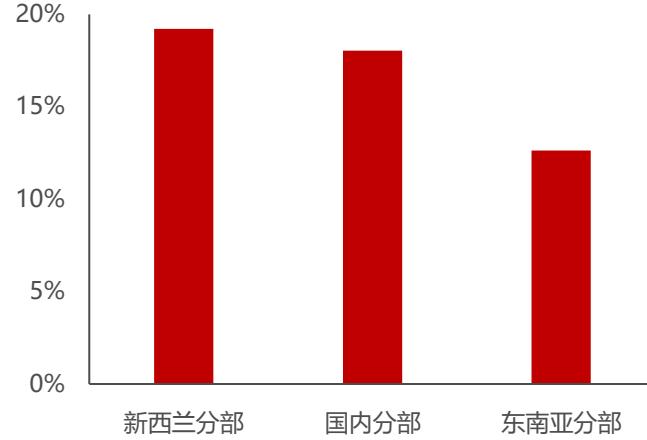
资料来源：wind, 民生证券研究院

国内销售占比扩大，实现海内外协同发展。公司主要盈利来源于越南好嚼和越南巴啦啦，公司国外销售比例虽仍超八成，但公司坚定实施“双轮驱动”发展战略，不断扩大国内销售占比，2016-2022年国内销售占比从3.7%上升至15.9%，成功实现内外双核发展。

海外业务以ODM模式为主，“以销代产”提高市占率。在海外市场，为避免与海外已有大型品牌商进行直接竞争，公司在海外以ODM模式为主进行生产，2022年ODM及经销模式营收占比93%。同时，公司利用沃尔玛等商超零售扩大自主品牌产品销售。在国内市场，公司采用线上线下相结合，直销经销协同开展进行销售，但目前直销模式营收占比仍较小。

图9：2016-2022 国内外销售占比（%）


资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：2022年公司各地区毛利率（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 国产品牌逐步崛起，海外库存压力减缓

2.1 国内行业集中度低，国外品牌暂居主导地位

全球宠物市场行业集中度高，欧美品牌市场份额过半。由于欧美宠物食品行业起步较早，目前市占率前列的如美国玛氏、瑞士雀巢等在全球已具有一定垄断地位，2021年美国玛氏市占率为21.2%，瑞士雀巢市占率为19.8%。2012年以来，全球宠物食品行业集中度仍在不断提升，CR5从2012年的47%上升至2021年的52.5%，CR10从2012年的49.5%上升至2021年的56.9%。

图11：2021年全球宠物食品各企业市占率

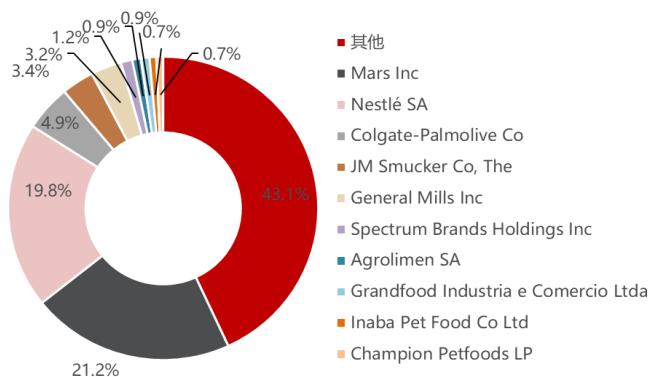
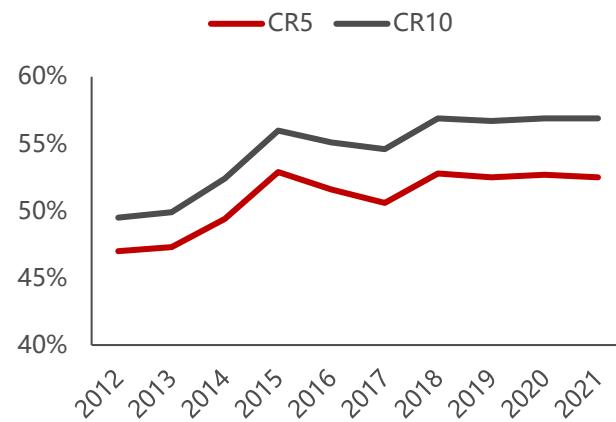


图12：2012-2021年全球宠物食品市场集中度



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

国内宠物食品行业竞争格局分散，市场集中度逐步下降。从各企业市占率来看，2021年玛氏以7.9%的市占率占据国内宠物食品行业龙头地位，雀巢及华兴紧随其后，市占率分别为2.8%与2.4%。2012-2021年国内宠物食品行业CR5与CR10均有所下降，其中CR5从30.7%下降至17.4%，CR10从32.8%下降至24%，宠物食品行业市场竞争将更加激烈。

图13：2021年中国宠物食品各企业市占率

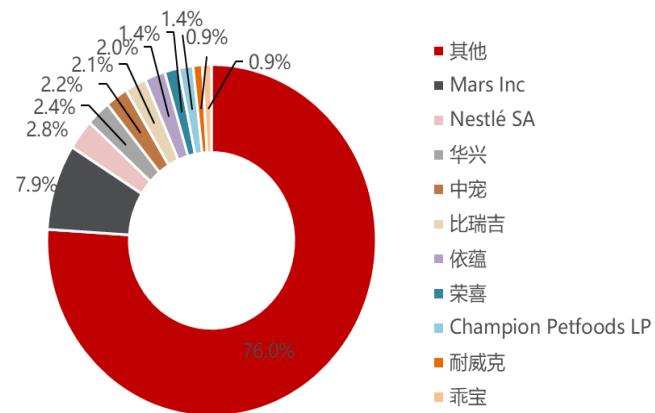
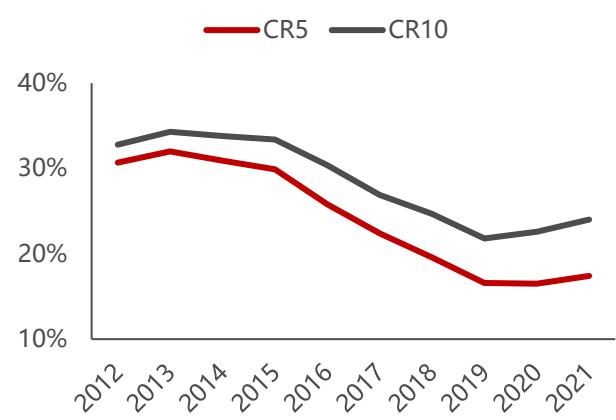


图14：2012-2021年中国宠物食品市场集中度

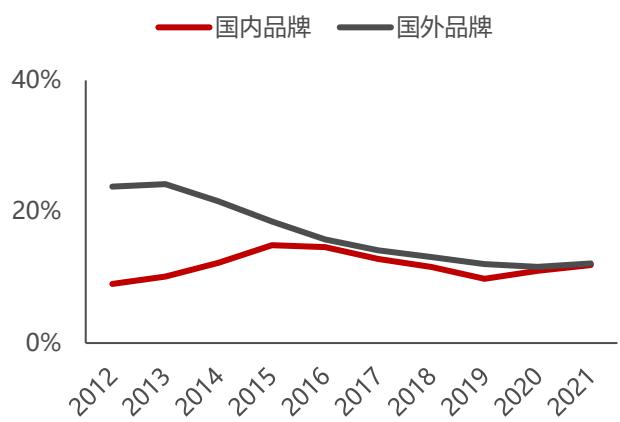


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

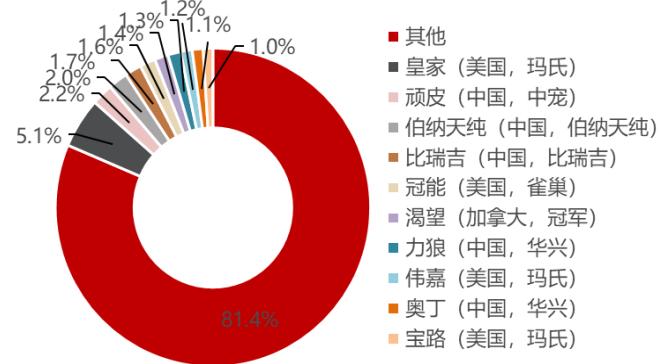
国外品牌凭借先发优势暂时领先，国产品牌逐渐崛起。2012-2021 年前十国内品牌市占率开始逐步上升，从 9%上升至 11.9%，与此相反，前十国外品牌市占率大幅下降，从 2016 年的 23.8%下降至 2021 年的 12.1%，该两者市占率差距已逐渐缩小。外资品牌皇家多年来稳居中国宠物食品行业第一品牌，2021 年玛氏皇家品牌市占率为 5.1%，国内品牌顽皮、伯纳天纯逐渐崛起，以 2.2%、2%的市占率分别位列第二、第三。

图15：2012-2021 年前十国内及国外品牌市占率 (%)



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图16：2021 年中国宠物食品行业各品牌市占率 (%)



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

国内主要宠物食品公司均以出口为主，后续逐步发展自主品牌。为避免与国外市场已有大品牌产生直接竞争，各公司均选择以 ODM 或 OEM 的贴牌方式进入国外市场，而在国内则会通过线上与线下、直销与经销同步进行渠道销售。除了中宠股份是在自有产品上采取“产销结合”生产模式，而在代工定制产品上采取“以销定产”模式，其余均选择“以销定产”模式，根据客户需求与订单销售组织生产以避免存货积压。

表2：宠物食品行业公司业务布局

公司简称	宠物食品业务产品结构	重点布局区域	宠物食品业务主要品牌
中宠股份	宠物零食、宠物罐头、宠物主粮	出口为主 (欧洲、日本、澳大利亚等)	Wanpy、中宠、ZEAL、Toptrees 等
佩蒂股份	畜皮咬胶、植物咬胶、肉质零食、主粮和湿粮	出口为主 (欧洲、加拿大等)	齿能、爵宴、好适嘉、Smart Balance
乖宝宠物	宠物零食、宠物罐头、宠物主粮	出口为主 (美国、欧洲、日本、韩国等)	麦富迪、弗列加特、欧力优、欢虎仔等
路斯股份	肉干产品、罐头产品、饼干产品、洁牙骨产品	出口为主 (德国、俄罗斯、美国等)	卡曼兹、nice 结骨

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表3：宠物食品行业上市公司商业模式

公司简称	采购模式	生产模式	销售模式
中宠股份	由采购中心统一负责	自有产品采取提前预估，产销结合的生产模式；代工定制产品采取以销定产的模式。	在国外市场中，以 DOM/DEM 贴牌方式进入当地市场，同时积极培育自主品牌市场。国内通过线上线下、直销经销同步进行。
佩蒂股份	由采购部负责	采取“以销定产”的模式	在国外市场，公司主要采用 ODM 模式。在国内市场，公司主要通过在线上和线下同步进行全渠道布局，直销和分销协同展开。
乖宝宠物	由采购部负责	“以销定产”的方式组织生产	在国外市场，公司产品出口以 OEM/ODM 为主；在国内市场，销售渠道通过直销和经销，直销是电商平台开设品牌旗舰店面向终端消费者，经销包括线上和线下渠道。
路斯股份	由采购部负责	采用“以销定产”为主的模式来组织生产	在国外市场，公司产品出口以 OEM 为主；在国内市场，销售渠道通过线上和线下两种。

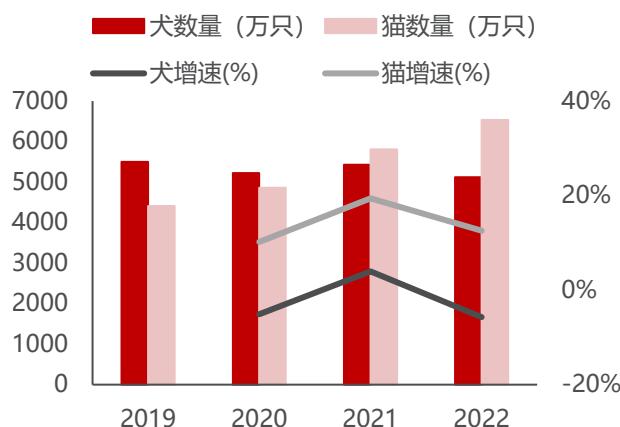
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.2 主粮高端化成趋势，猫经济或成为重要增长点

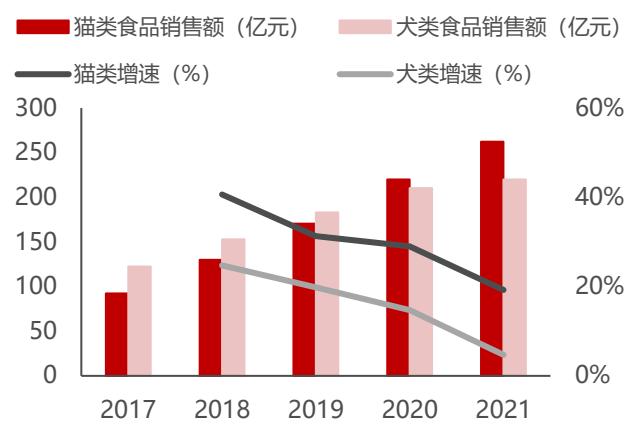
2.2.1 宠物猫消费高速增长，猫经济逐渐崛起

由于城市化的发展及住房面积的限制等多方面因素的推动，我国宠物猫数量近几年增长迅速。2019-2022 年，城镇猫数量从 4412 万只增长至 6536 万只，CAGR 达 14%；与此相比，城镇狗数量在此期间为下降趋势，从 5503 万只下降至 5119 万只。

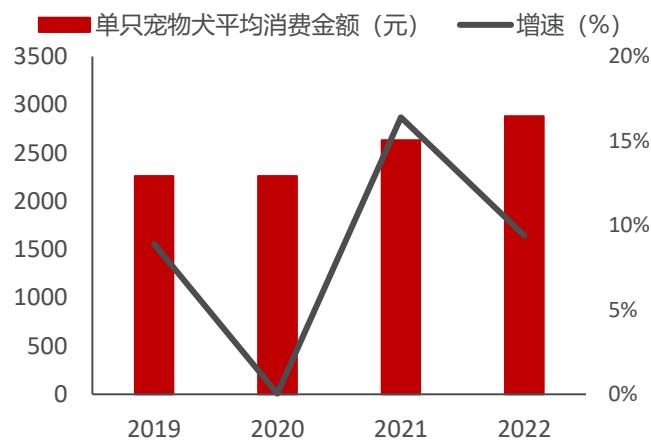
猫类食品销售额已超犬类食品，单只猫消费金额实现高速增长。我国宠物食品行业正处于快速发展的阶段，2017-2021 年我国犬类食品销售额从 122.5 亿元增长至 220 亿元，CAGR 达 15.8%；而猫类食品销售额在 2017 年仅有 92.3 亿元，在 2021 年已远超犬类，达到 262.1 亿元，CAGR 高达 29.8%。2019-2022 年单只犬消费金额保持小幅增长，2022 年平均消费金额在 2882 元/只水平，而单只猫消费金额则从 1748 元涨至 1883 元，CAGR 为 2.5%。

图17：2019-2022 年中国城镇猫狗数量及增速


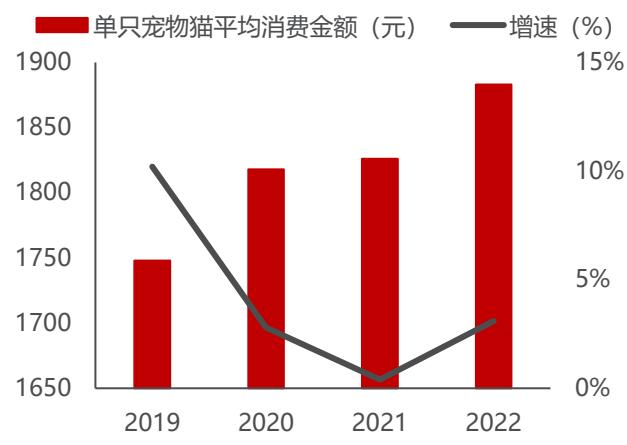
资料来源：《2022 宠物食品行业白皮书》，民生证券研究院

图18：2017-2021 年中国猫犬食品销售额及增速


资料来源：洞见研报，民生证券研究院

图19：2019-2022 单只宠物犬平均消费金额及增速


资料来源：《2022 宠物食品行业白皮书》，民生证券研究院

图20：2019-2022 年单只宠物猫平均消费金额及增速


资料来源：《2022 宠物食品行业白皮书》，民生证券研究院

2.2.2 “个性定制”日益兴起，高端粮将成下一竞争赛道

普通主粮占据当下主要市场，未来将向高端粮转型。由于国内宠物食品行业尚处于初级阶段，主粮消费刚完成从传统喂养向宠物食品的转变，从宠物食品向根据不同宠物生理特征进行喂养的处方粮仍需较长时间，我国宠物粮消费以中端粮为主。2022年我国狗粮消费结构中，普通主粮占比65.6%，年龄段专用粮及品种专用粮分别占比27.9%和20.9%，处方粮及配方粮合计仅占比18.2%；猫粮消费结构与狗粮类似，普通主粮占比超七成。对标宠物食品行业发展较成熟的日韩市场，日韩宠物高端粮消费占比始终超六成，且仍在逐渐扩大，预计2022年达到72.5%。不少企业已抢先向高端粮进行布局，推出高端定制化宠物粮。2021年新希望旗下宠物粮品牌优朗就针对宠物不同生命周期阶段及健康状况进行细分，推出多款定制主粮。黑米先生是国内首个为养宠家庭提供定制化鲜粮服务的品牌，主要采用“宠物鲜粮+大数据+智能算法推荐”相结合的定制模式，目前其已研发

出了 136 款犬鲜粮配方和 62 款猫鲜粮配方。2022 年乳制品巨头伊利也跨界入局高端粮市场，推出新品牌“one on one”，专注于高端、定制化宠物粮产品。

图21：2022 年中国宠物粮消费结构

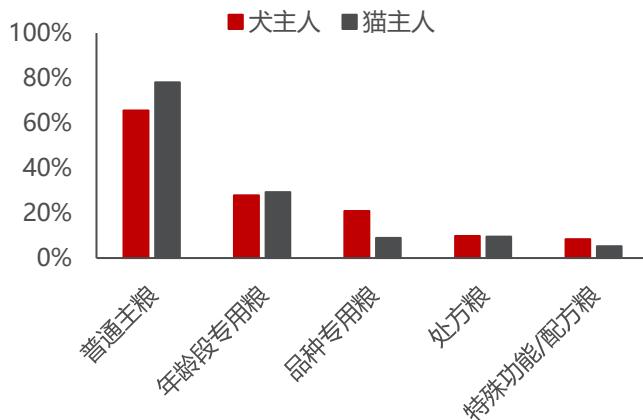
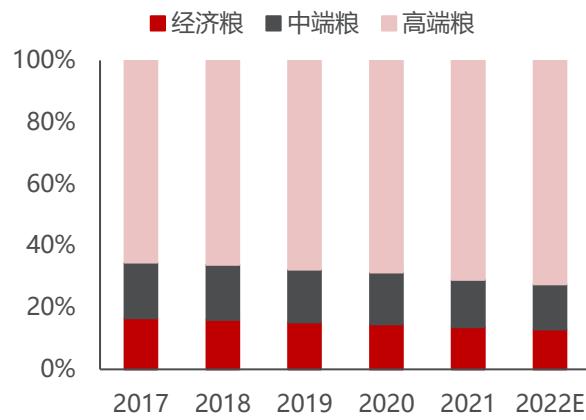


图22：2017-2022E 日韩宠物粮消费结构



资料来源：《2022 年中国宠物食品消费报告》，民生证券研究院

资料来源：《2022 宠物行业蓝皮书》，民生证券研究院

2.3 海外库存调整压力接近尾声，宠物食品出口边际改善

6 月我国宠食出口额同比再度转正，公司海外订单业务有望持续改善。据海关总署统计，2023 年 6 月零售包装的宠物食品出口额为 7.5 亿元、同比+0.7%，自海外客户开始去库以来，这次是继 2023 年 4 月之后的第二次同比转正。一方面受美元升值带动，另一方面因出口国家结构性优化使得整体出口单价上升。23Q1 零售包装的宠物食品出口额 17.80 亿元，同比-13.5%，23Q2 零售包装的宠物食品出口额 22.16 亿元，同比-0.7%，说明 23Q2 以来库存压力得到有效缓解，或将使国内出口比例较高的宠物上市公司的业绩迎来明显改善。

图23：2022.1-2023.6 宠物食品出口额 (百万元/百万美元)

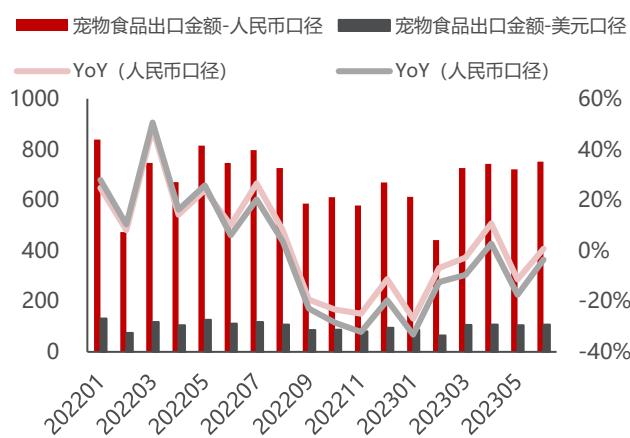


图24：2022.1-2023.6 宠物食品出口量 (吨)



资料来源：中国海关总署，民生证券研究院

资料来源：中国海关总署，民生证券研究院

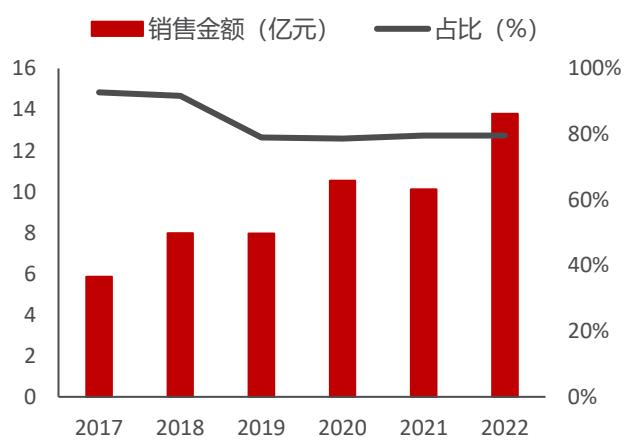
3 深度绑定优质客户，产能逐步释放

3.1 ODM 销售模式为主，深度绑定主要核心客户

公司海外以 ODM 模式为主，客户集中度高。ODM 产品是公司主要利润来源，由于宠物食品行业知名终端销售商相对集中且相关企业整合趋势明显，公司在通过核心客户供应商资质认定后一般会保持长期合作，因此公司形成了稳定的前五大客户。近几年公司有意开拓新市场、新客户，前五大客户占比下降至 2022 年的 80%左右，但随着大客户对公司品牌信任度的提高，前五大客户销售金额仍呈上升趋势，2017-2022 年销售金额从 5.9 亿元增长至 13.8 亿元，CAGR 达 18.7%。

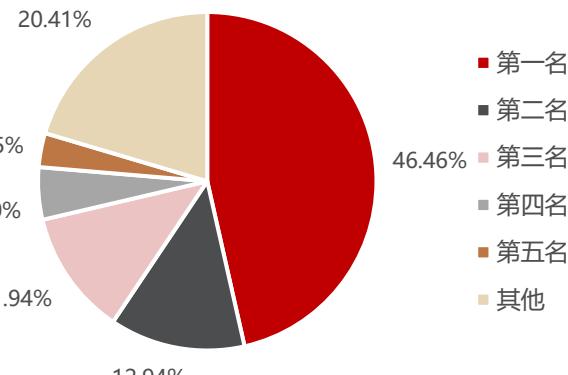
核心客户业务关系稳定，形成较强客户资源壁垒。在公司海外扩张多年内已经与多家国际知名宠物产品品牌商、大型零售超市以及宠物产品专卖店建立了深度稳定的合作关系。Spectrum Brands、Petmatrix LLC 两大品牌商是公司最主要的两大客户，同时公司与沃尔玛和宠物产品专卖店 PetSmart 也建立了良好合作关系，深度绑定优质客户，加大拓展海外客户力度，尤其是开发线上新客户或者提高现有客户的订单规模，形成较高的客户资源壁垒。

图25：2017-2022 前五名客户销售金额及占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：2022 年公司主要客户销售金额占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 全球化布局产地，产能持续释放

全球化布局生产基地，不断升级全球供应链。公司是较早响应国家“一带一路”战略并成功走出去的企业，2011年乌兹别克斯坦成为公司原材料供应国，借助乌兹别克斯坦丰富的生牛皮资源公司取得了海外原材料采购优势。2013年在越南设立全资子公司并陆续建成好嚼、巴啦啦和德信三个生产基地；2018年公司开始布局柬埔寨及新西兰，不仅在柬埔寨建设 2000 亩产业园，而且在新西兰兴建 King Country 和 Alpine 两个生产基地，逐步实现了供应链的国际化。

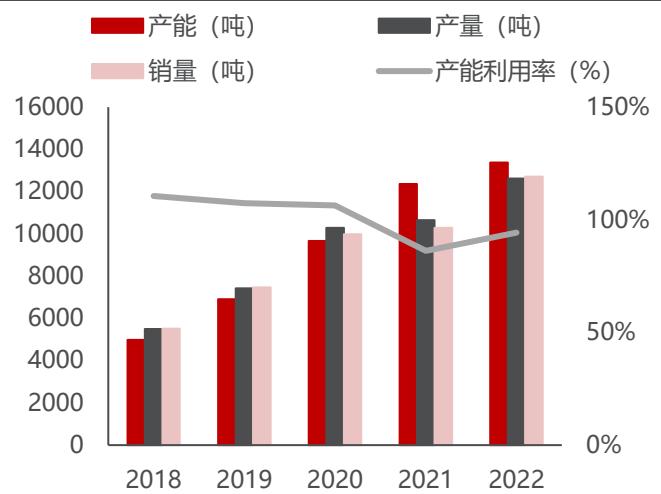
越南工厂产能恢复，柬埔寨产能尚处爬坡期，产能释放空间充足。越南工厂受疫情影响，自2021年8月初暂时停工，至2021年10月下旬陆续复产。目前越南工厂产能已基本恢复，处于满产状态，合计产能约1.5万吨。新西兰干粮产线已建成，公司预计2023年产能释放60%；柬埔寨项目产能在爬坡期，2023年或将释放50%-60%的产能，是未来东南亚工厂的主要增量贡献。国内温州和泰州咬胶和零食产能共1.54万吨，湿粮0.3万吨，5万吨新型主粮预计2024年下半年投产。截至2022年底，公司畜皮咬胶产能为1.34万吨，植物咬胶为1.45万吨，营养肉质零食为0.75万吨，产能利用率为94.3%、120%、94.3%。

表4：公司国内外产能布局

地点	类型	产能 (万吨)	目前状态
越南	好嚼工厂畜皮咬胶	0.5	已投产
	好嚼工厂植物咬胶	0.3	已投产
	好嚼工厂营养肉质零食	0.2	已投产
	巴啦啦工厂动植物混合咬胶	0.5	已投产
柬埔寨	咀嚼食品/肉质零食	1.12	预计2023年产能释放50%-60%
新西兰	营养肉质零食	0.2	已投产
	宠物干粮	4	预计2023年产能释放60%
	高品质宠物湿粮	3	在建，预计2023年年底建成
中国	咬胶、零食	1.54	已投产
	新型主粮	5	在建，预计2024年下半年投产
	湿粮	0.3	已投产

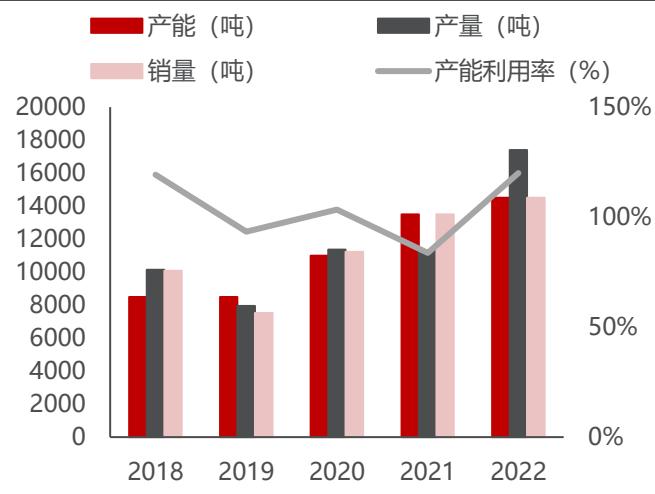
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27：2018-2022 畜皮咬胶产销情况

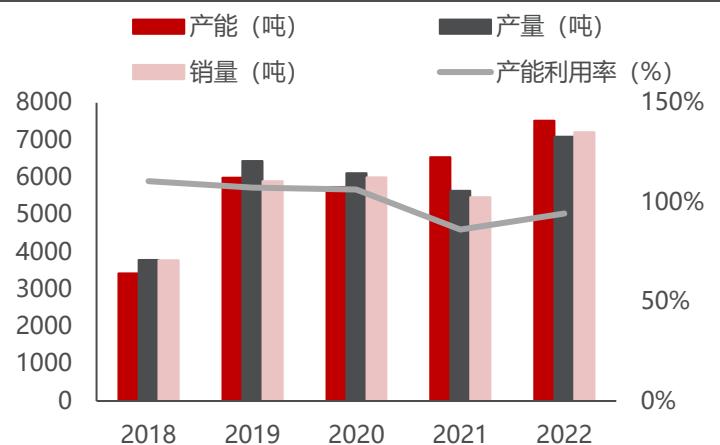


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：2018-2022 植物咬胶产销情况



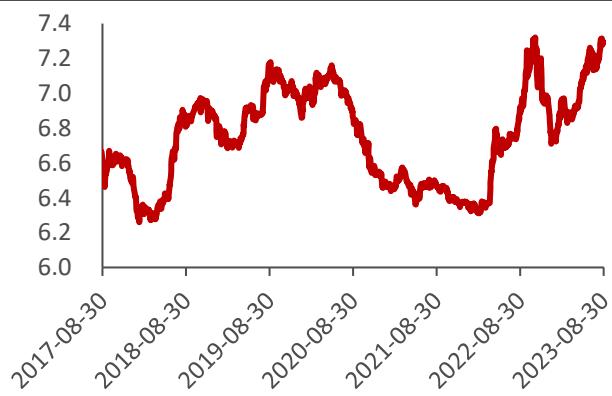
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：2018-2022 营养肉质零食产销情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 美元汇率走强，出口业务有望改善

海外业务占比高，汇率波动对利润影响显著。由于公司出口业务主要使用美元作为结算货币，因此公司业绩受汇率影响明显，2017-2022年公司汇兑损益占当期净利润比例平均为17.3%。2022年公司汇兑收益2501.7万元，而截至2023年8月30日，人民币汇率为7.29，仍持续走弱，未来出口业务有望进一步改善。公司目前还通过外汇套期保值业务，提前锁定业务利润以应对汇率波动。

图30：2017-2023年美元兑人民币即期汇率


资料来源：wind，民生证券研究院（注：时间截至2023年8月30日）

图31：2017-2022公司汇兑收益及占净利润比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 线上线下布局渠道，打造自主品牌矩阵

4.1 多品牌运营，完善品牌矩阵

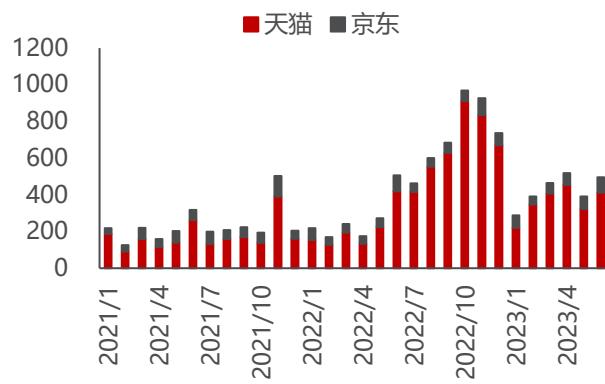
公司实施多品牌策略，初步完成自有品牌框架搭建。目前公司打造的自主品牌有齿能 (ChewNergy) 、爵宴 (Meatyway) 、好适嘉 (Healthguard) 以及新西兰品牌 ITI 和 SmartBalance。公司在国内主要依靠打造大单品，对品牌进行横向拓展。2022 年公司在优势零食品类已推出鲭鱼罐、成长罐等新品，未来将重点布局主粮品类，加快对冻干、烘焙等新型主粮的研发，提高品牌产品竞争力。

图32：齿能月度天猫和京东 GMV (万元)



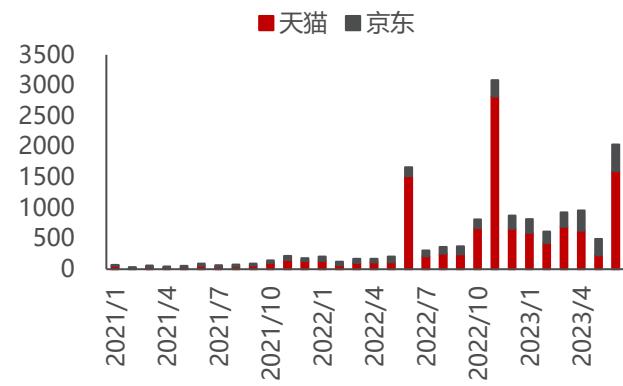
资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

图33：好适嘉月度天猫和京东 GMV (万元)



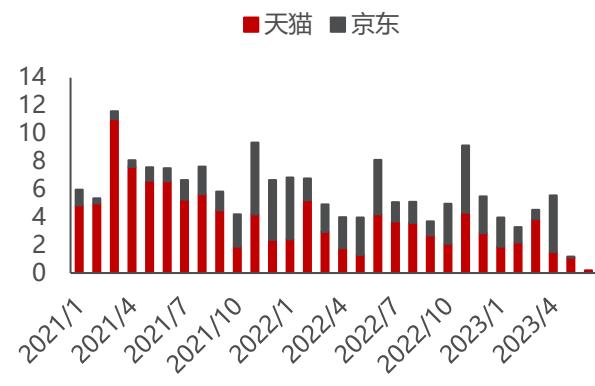
资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

图34：爵宴月度天猫和京东 GMV (万元)



资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

图35：贝家月度天猫和京东 GMV (万元)



资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

表5：公司品牌矩阵

自主/代理	品牌	产品系列	产品包装图	主要产品
自主品牌	齿能 ChewNergy	齿能 1 号		健齿环、洁齿骨、护齿棒
		齿趣时光宠物零食		旋风棒、巧笛卷、浪薯趣
		珍禽猛兽		宠物狗：野猪肉罐头、耗牛肉罐头； 宠物猫：鸵鸟肉罐头、鳄鱼肉罐头
		本味精选		宠物狗：鹿肉、火鸡肉、小牛肉、鹅肉、兔肉； 宠物猫：鳕鱼、鳕鱼、三文鱼
	爵宴 Meatyway	甄肉配方		宠物狗：天然黄金&鸭肉、天然黄金&鸡肉、天然果 C&鸡肉、天然果 C&鸭肉、天然纯甄鸭肉； 宠物猫：甄选鳕鱼粒、甄选三文鱼
		肉干系列		宠物狗：软切鸡丝、薯香嫩鸡、远洋鲜鱼； 宠物猫：草原牛肉、绿野鲜鸡、深海鳕鱼、极地鲜鱼条
		98K		98K 全价主食猫粮
	好适嘉 Healthguard	冰宴系列		冻干双拼粮、海陆无谷冻干粮
		WOW 系列		奶酪趣、牛肉方
		主粮系列		牛肉粮、鸡肉粮、鱼肉粮、羊肉粮
代理品牌	SmartBalance	零食系列		宠物狗：蔬果牛肉方、鲑鱼羊肉方、鳕鱼鸡肉干； 宠物猫：鹿尾牛肉干、鹿茸羊肉干、蜜炼鸡肉方
		冻干		Begogo x 玛雅熊冻干零食系列
		零食		嫩香 Q 肠
	Begogo 贝家	湿粮		汪的福狗罐、宠物零食肉羹包
		主食罐头		鸡肉主食罐、牛肉主食罐、鸡肉三文鱼主食罐
	ITI	主食风干粮		狗用全价主食风干粮、猫用全价主食风干粮
	Tasty bone	宠物玩具		尼龙骨头玩具
	Smart Bones	咀嚼零食		洁齿骨

资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

4.2 齿能：全球首个分龄宠物口腔护理品牌

宠物咬胶是一种用于洁齿的功能性零食，其被广泛用于宠物牙齿健康护理。其原理是通过宠物的啃咬发生物理摩擦，从而起到洁齿的作用，研究表明长期饲喂宠物咬胶，能有效减少牙菌斑和牙石在牙齿表面的积累，还能减轻口臭的严重程度。随着国内宠物主科学养宠意识的增强，宠物口腔健康意识的提高，咬胶类产品发展空间更加广阔，《2022 中国宠物消费报告》显示，宠物主对咬胶类零食偏好度在 70% 左右，根据澳大利亚和美国兽医牙科协会的数据，超过 80% 的狗会在 3 岁时患上牙龈疾病，牙科疾病的高患病率和动物保健支出的增加预计将推动市场发展。

图36：不同时期犬用咬胶需求



资料来源：佩蒂天猫旗舰店，民生证券研究院

齿能是专业宠物咀嚼食品品牌，咬胶产品已经进行了多次更新换代。畜皮咬胶到纯畜皮肉片咬胶，再到谷蛋白咬胶、再生动物纤维咬胶，公司与海外实验室专家经过反复测试和论证已经成功研发出第五代咬胶技术产品“齿能 1 号”，齿能根据狗的年龄不同，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以满足不同年龄段犬类的需求，真正做到科学咀嚼。畜皮咬胶和植物咬胶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。其中：

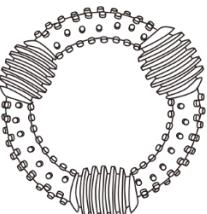
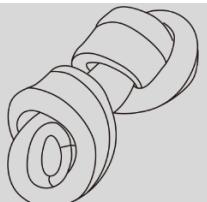
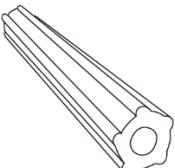
畜皮咬胶：以未经鞣制的畜皮、畜禽肉等动物源性材料为主要原料，经前处理、制作成形、烘干、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬长时间咀嚼、食用的一种宠物零食，具有韧性好、低脂、营养美味等特点，能有效清洁宠物犬的口腔，同时提供丰富的营养。

植物咬胶：利用植物性淀粉、畜禽肉等主要原料，辅以其它营养成份经混合搅拌、挤出成型、制作、烘干、杀菌等工艺制作而成的，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。随着国内宠物主科学养宠意识的增强，加深认识宠物口腔和肠道对宠物健康的重要意义，使咬胶类产品具备了更大的发展空间。相对其它宠物零食，咬胶产品对制造工艺的要求更高，因而其附加值更高，具备更高的毛利率水平。

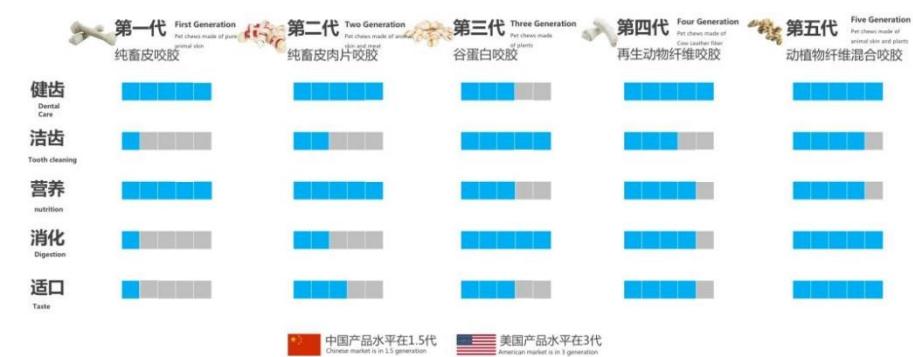
齿能原理：齿能 1 号洁齿骨是一种专为成犬设计的磨牙零食，它的原理是利用专利双螺旋结构，在宠物犬咀嚼时，可以 360°无死角地清洁牙齿和牙缝，摩擦掉牙菌斑和牙结石，从而保护牙周组织，预防牙周炎。同时，其添加了氨基酸络合锌和三聚磷酸钠，可以抑制细菌的生长，减少牙垢的沉淀，消除口臭，让口腔持久清新，并采用动物源性蛋白和植物纤维的配方，既能满足成犬的营养需求，又能增加咀嚼的乐趣。

表6：齿能系列产品介绍

齿能系列	适用犬种	产品形状	产品特点
齿能 1 号	幼犬		<ul style="list-style-type: none"> 采用环状设计，便于幼犬抓住产品； 环上多凸起颗粒和立体槽，能够按摩牙龈； 使用谷蛋白调和低级硬度，不伤牙又易消化，适应幼犬敏感的肠胃； 添加奶酪成分，为牙齿补钙。
齿能 2 号	成年犬		<ul style="list-style-type: none"> 经典结骨造型，充分摩擦剔除残渣； 管状谷蛋白纤维技术，啃咬时牙齿穿透管壁，形成环绕式摩擦； 融入天然褐藻与六偏磷酸钠，全面清洁口腔； 全新谷蛋白技术，消除口腔异味。
齿能 3 号	老年犬		<ul style="list-style-type: none"> 灌浆夹心工艺，更适合老年犬牙齿硬度； 富含钙质、维生素等护齿元素保护牙齿与牙龈； 能够较好防治牙病。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

咬胶技术行业领先，公司在研项目丰富。随着公司持续地研发投入，其咬胶制作技术已经更新迭代至第五代，动植物纤维混合咬胶产品已大规模生产运营，而目前美国产品水平仅在 3 代，中国产品水平仅在 1.5 代。国内咬胶市场尚处于培育阶段，公司领先的咬胶技术奠定了咬胶领域的先发优势。目前公司有多项在研项目，公司未来技术水平与产品品质将进一步提升。

图37：咬胶技术迭代


资料来源：宠物行业白皮书官方公众号，民生证券研究院

4.3 爵宴 Meatyway：定位高端市场，深耕优势零食品类

爵宴 MeatyWay 是佩蒂旗下高端肉类零食品牌，产品远销北美，在加拿大已畅销多年。产品包括 10 种以上完整猎食的珍禽猛兽肉类，超过 70% 纯肉含量，蛋白质丰富，在引入国内后也得到了大力推广，旗下鸭胸肉干产品更是 2022 年的畅销单品，获得 2022 PFA AWAEDS 亚宠年度狗类大奖。

宠物零食主食化趋势明显，爵宴创新推出多种形态、营养全面的零食品类。
2020 年爵宴 MeatyWay 与宠逸舍全国十佳宠物营养师、国家高级宠物护理师杨倩联合推出大师宠食系列——鲜宠意面，产品采用家庭式料理方式，0 防腐剂，0 色素，0 调味剂，平衡卡路里摄入及宠物营养需求，营养又健康，是公司在宠物零食行业的又一创新。

图38：爵宴鸭胸肉干获年度狗类大奖


资料来源：亚宠头条，民生证券研究院

图39：爵宴 MeatyWay 鲜宠意面


资料来源：佩蒂股份官方公众号，民生证券研究院

爵宴选用天然食材，原料肉使用 100% 原切肉，符合零人工添加标准。爵宴产品采用高汤蒸煮工艺凝练肉食精华，保留食材的原汁原味，锁住有效营养成分，满足宠物的肉食需求，实行零添加剂（零诱食剂、零淀粉、零防腐剂、零色素）。相比顽皮、麦富迪的宠物零食，爵宴鸭肉干更加富含蛋白质，脂肪含量低，营养丰富且不易发胖。

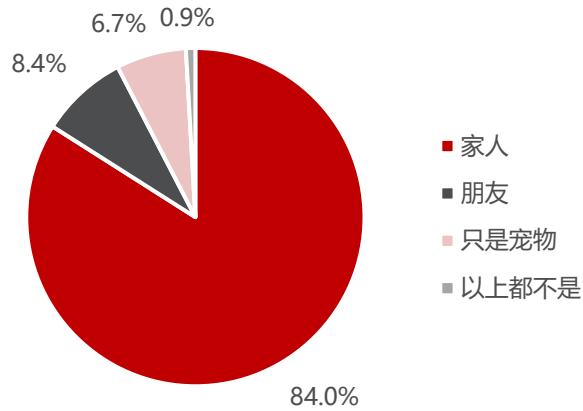
表7：各类宠物零食对比

种类	品牌	品牌包装图	单价(元/100g)	主要原料	粗蛋白	粗脂肪	粗纤维	水分
鸭肉干	爵宴		27.3	鸭肉(100%)	≥68%	≤2.5%	≤1.5%	≤18.0%
鸭肉干	顽皮		8.75	鸭小胸 67.8%、鸭肝、花生蛋白	≥57%	≥2.0%	≤1.0%	≤18.0%
鸡肉干	麦富迪		17.7	鸡肉(100%)	≥70%	≥0.5%	≤5.0%	≤15.0%
鸡肉干	爵宴		24.0	冻鸡小胸肉 (100%)	≥75%	≥1.0%	≤2.5%	≤16.0%
鸡肉干	顽皮		8.75	鸡胸肉(78.43%)、花生蛋白、玉米淀粉	≥42%	≥0.5%	≤1.0%	≤20.0%
牛肉干	麦富迪		7.75	鲜鸡胸肉(98.5%)、丙三醇	≥55%	≥1.0%	≤3.0%	≤18.0%
牛肉干	顽皮牛肉棒		5.0	牛肝、鸡脂肪、鸡肉粉	≥15%	≥1.5%	≤1.0%	≤18.0%
牛肉干	麦富迪牛肉棒		7.8	牛肉(60%)、鸡肉、谷胱粉、马铃薯淀粉	≥30%	≥2.8%	≤3.0%	≤20.0%

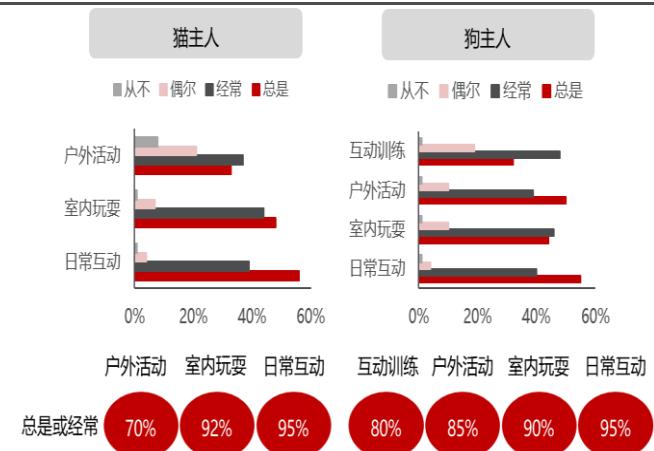
资料来源：京东旗舰店，天猫旗舰店，民生证券研究院

4.4 好适嘉：打造人宠互动定制化宠食，积极拓展湿粮品类

人宠陪伴关系升华，“宠物拟人化”趋势明显。根据《2022年中国宠物行业白皮书》显示，已经有超过92%的人群不再把宠物单纯只视为宠物。在最新统计的人宠互动调查数据中，室内玩耍与日常互动是宠物主人们最常进行的互动行为，其中超过90%的主人经常与爱宠进行室内玩耍，进行日常互动的比例已达到95%。

图40：2022年宠物角色认知的情况


资料来源：《2022年中国宠物行业白皮书》，民生证券研究院

图41：人宠互动情况


资料来源：《2022宠物健康喂养报告》，民生证券研究院

拓展湿粮品类，持续打造大单品。好适嘉牛肉粒是公司与资深宠物行为专家携手，深度解读宠物行为及宠物心理，结合养宠生活各种场景所开发出的宠物训练零食，不仅健康易消化，而且能够通过训练奖励促进人宠交流。好适嘉旗下的98K湿粮罐头是近年的大单品，与同行业其他产品相比，98K全价主食罐含肉量超过98%，0胶0谷物0内脏，营养丰富，更加适合宠物日常食用。好适嘉未来仍将主打猫湿粮产品，并适时继续向干粮进行拓展。

表8：主食罐头对比

	好适嘉 98K 主食罐	顽皮鲜盒	顽皮鲜食力	阿飞和巴弟 iCan
产品图				
原料组成	冻鸡肉(52%)、金枪鱼(20%)、深海鱼油、蔓越莓粉、鹰嘴豆	白身鲔鱼(30%)、鸡肉(29%)、亚麻籽油、猫薄荷、胶原蛋白(0.2%)	鸡肉(38.5%)、鹿肉(10.9%)、鸡小肚、鸡肝、鸡心	冻鸡肉(56%)、冻鸡肝(10%)、喷雾干燥鸡血浆蛋白粉(1%)、酿酒酵母细胞壁(0.5%)、产朊假丝酵母蛋白(0.5%)
粗蛋白	≥11.5%	≥13%	≥50%	≥11%
粗脂肪	≥3%	≥1.5%	≥20%	≥3.5%
钙	≥0.24%	≥0.17%	≥1%	≥0.2%
磷	≥0.2%	≥0.1%	≥0.8%	≥0.18%
牛磺酸	≥0.05%	≥0.05%	≥0.2%	≥0.05%
含肉量	98%	54%	93%	66%

资料来源：京东旗舰店，天猫旗舰店，民生证券研究院

4.5 线上线下全渠道布局，品牌渗透率快速提升

4.5.1 线下：直营与代理商并行的经销模式

宠物医院对消费者购买决策影响明显。根据《2022 中国宠物食品行业白皮书》数据，2021 年宠物医院渠道规模达 46 亿元，渠道占比仅为 9%，但宠物医院作为基于信任的高粘性消费场所，对购买者决策影响显著，消费者通过宠物医院渠道更容易建立对新品牌的信任感和忠诚度。因此，线下宠物医院应该是品牌布局的重要渠道之一。

图42：各渠道对消费者的影响



资料来源：《2022 中国宠物食品行业白皮书》，民生证券研究院

在线下渠道，一方面公司采用采取分渠道、结构扁平化的经销商策略，与全国主要省市的区域代理商和批发商建立合作关系，将产品辐射至终端门店；另一方面，公司采取直营模式，与宠物医院、美容店等建立了独立直供合作，此外，公司还增加了山姆会员店等商超渠道，形成了具有高认可度的忠诚客户。

举办丰富线下活动，创造与用户深入交流机会。2022 年佩蒂入驻全球首个宠物主题街区——“宠这里”，为宠物提供健康又营养的美食；同年，佩蒂还举办线下粉丝见面会，借此与用户进行面对面交流，更加充分了解用户反馈与需求，帮助企业打造更加高质量的产品。旗下明星品牌爵宴在今年还举办了第二届“爵宴摇尾营地”和“带宠物露营”线下派对，为宠物主打造人宠互动空间。

图43：佩蒂线下粉丝见面会



资料来源：佩蒂股份官方公众号，民生证券研究院

图44：佩蒂入驻“宠这里”主题街区

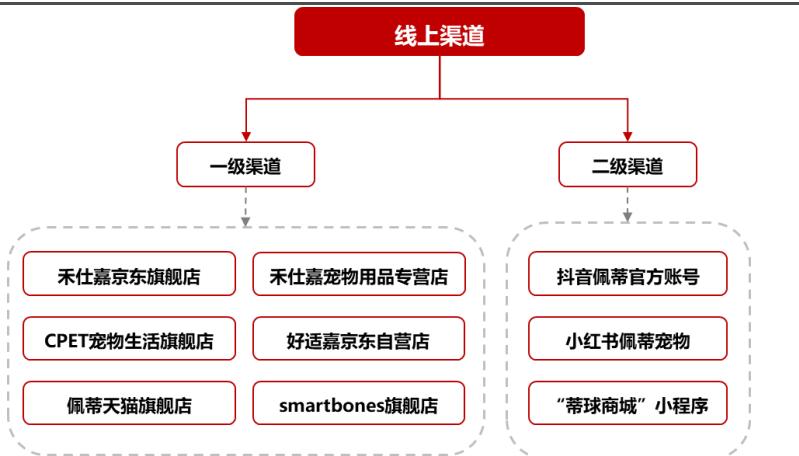


资料来源：佩蒂股份官方公众号，民生证券研究院

4.5.2 线上：多渠道销售策略

公司线上一级渠道依托天猫、京东、拼多多等电商平台，通过开设品牌旗舰店及专营店完成线上销售目标；二级渠道则围绕抖音、小红书、小程序等社交电商平台进行消费者触达，进行品牌管理与运营，争取实现品牌用户高效转化。

图45：佩蒂线上销售渠道



资料来源：公司公告，民生证券研究院

合作专业电商平台，开设多家线上店铺。在线上渠道，公司已在天猫、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，并积极拥抱营销新模式。公司在京东已开设禾仕嘉旗舰店、CPET 宠物生活旗舰店以及京东自营等，在天猫已开设禾仕嘉宠物用品专营店、smartbones 旗舰店等，并且收购了北京千百仓、上海哈宠等淘宝卖场旗舰店。

借助新媒体平台及直播带货，实现消费者触达。公司在抖音等新媒体平台开通了官方账号，发布与宠物产品、生活等相关科普短视频，有效实现品牌形象的

塑造与传递。与此同时，公司还联动多名养宠达人与网络大 V，如李佳琦、交个朋友、我有一朵李多多，对佩蒂的产品进行直播宣传，增强品牌在消费者中的熟知度。为了更好了解消费者看法，公司通过运营“蒂球商城”小程序、招募“佩蒂研究官”让消费者进行免费试吃及测评，从而拉近品牌与消费者的距离，能够增强用户黏性和忠诚度。

图46：佩蒂品牌直播宣传



资料来源：佩蒂股份官方公众号，民生证券研究院

图47：“蒂球商城”小程序与研究官招募

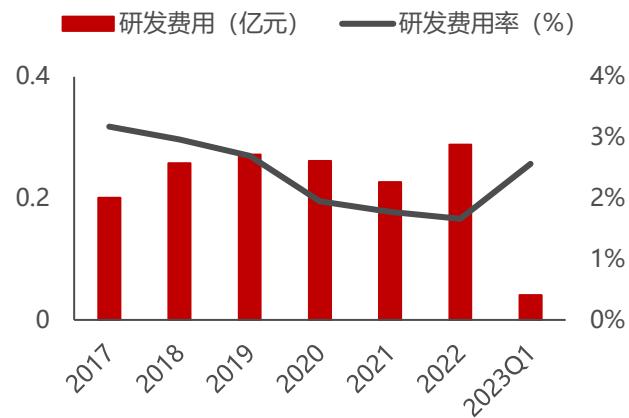


资料来源：佩蒂股份官方公众号，民生证券研究院

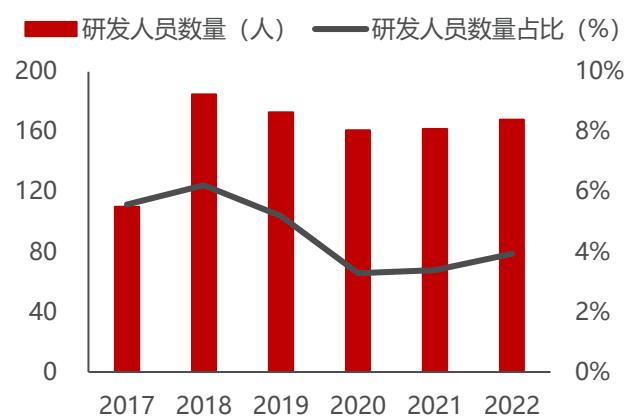
4.6 自主研发能力强劲，品质和创新行业前列

4.6.1 持续高强度研发投入，打造专业性研发团队

公司以自主研发为主，兼顾外部技术合作与人才培养。公司拥有高新技术企业研发中心、省级宠物健康营养产品研究院等研发平台，对新产品及新型原料进行研发。同时，公司也一直与高校、科研机构保持着紧密的技术合作，形成了以企业为主体，以科研院所为依托的技术创新机制。2022年佩蒂宠物健康营养研究院正式成立，以科技赋能宠物行业。公司自上市以来研发投入长期保持在2000万元以上，2017-2022整体研发费用呈上涨态势，经过多年积累的技术和经验，公司已组建了一支专业研发团队，2017-2022公司研发人员数量从110人增至168人。

图48：2017-2023Q1 研发投入及占营业收入比例


资料来源：wind, 民生证券研究院

图49：2017-2022 年公司研发人员数量及占比


资料来源：wind, 民生证券研究院

4.6.2 全球最高食品安全标准，产品不断创新

质量控制体系完善，通过多国体系认证。公司拥有独立的实验室和专业的技术人员及检测设备，产品出产将先由公司内部检测，再委托第三方检测机构进行检测，均检测合格后才能发货；公司在中国、越南、柬埔寨基地自建的电子束辐照杀菌生产线能够有效实现产品辐射杀菌。公司已建立完善的质量控制体系，公司成立三十年内已连续通过美国 FDA、欧盟 FVO，加拿大等国际标准化体系和国际市场准入体系认证，严格按照 ISO9001、ISO14001、ISO22000、OHSAS18001、BRC 等管理体系的要求，产品质量已达到婴幼儿食用标准。

表9：公司通过的主要认证及主要出口国注册情况

资质、认证名称	认证机构	有效期限
欧盟注册	欧盟食品兽医办公室(FVO)	长期
FDA 注册	美国食品药品监督管理局(FDA)	每两年更新信息有效
加拿大注册	加拿大食品署	长期

资料来源：公司公告，民生证券研究院

多维创新赋能品牌，满足市场多样化需求。公司长期以来始终坚持在原材料品质、工艺、技术方面的研发与创新，旗下齿能品牌凭借“齿能 1 号”的创新已连续获得 2020 年宠主喜爱的年度创新品牌与 2021 年“长城杯”创新大奖。公司在 2022 年先后推出好适嘉 98K 猫罐头、好适嘉鲜专粮全价五谷成猫粮、齿趣时光宠物零食、爵宴鲭鱼干、好适嘉黄金罐等新品，其中 98K 猫罐头与爵宴鸡胸肉干更成为了 2022 年的主流产品，丰富了公司在零食、猫湿粮等品类的供应。

表10：2022年以来公司产品上新情况

新品名称	上新时间	新品特点
好适嘉黄金罐	2023年1月	黄金配比，精准影响
好适嘉鲭鱼罐	2022年8月	天然鱼油补充营养，拯救掉毛
好适嘉自由呼吸混合猫砂	2022年7月	专利核壳除臭技术；四重除尘工艺；闪电成团不粘底不散沙。
爵宴鲭鱼干	2022年6月	补鱼油，靓毛发
齿能宠物零食齿趣时光	2022年5月	磨牙洁齿，净化口腔问题
好适嘉吸力酱	2022年5月	便于携带；添加蔓越莓、深海鱼油等，改善皮毛、泌尿系统健康。
好适嘉鲜专粮全价无谷成猫粮	2022年5月	首次提出“活鸡粮”概念，24小时活鸡成粮，锁鲜黑科技，添加鱼油、满足宠物营养需求和挑剔味蕾。
好适嘉98K主食奶糕猫罐头	2022年5月	羊初乳配方，增强免疫力，断奶少生病；专利益生菌，权威加持护肠胃；98%动物蛋白，发腮长肉肉；草本植物配方，告别泌尿炎症。
爵宴鸭食管	2022年5月	纯粹成分值，1包鸭食管来自8~12只鸭子；纯鸭食管，无添加，变温慢烘工艺。
爵宴风干鲭鱼	2022年5月	纯粹成分值，1包鲭鱼干≈8条鲭鱼；纯鲭鱼，无添加，变温慢烘工艺。
爵宴鸡胸肉干	2022年4月	100%鸡胸肉干，一包鸡胸肉干=3.6kg鲜鸡胸肉；纯鸡胸肉肉制作，全程公开溯源，无添加，干湿法烘干工艺。
好适嘉98K猫罐头	2022年2月	98%含肉量；添加天然功能果蔬，有助于猫咪健康成长；萃取纯净鱼油，富含Ω-3；精密研磨工艺，慕斯质地肠道更易吸收；121℃高温灭菌，营养不流失。

资料来源：宠物行业观察公众号，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 主粮和湿粮业务

公司逐步布局国内主粮市场，加快对冻干、烘焙等新型主粮的研发，提高品牌产品竞争力。随着新西兰 0.8 万吨的主粮以及国内 5 万吨的主粮陆续投产，主粮产能或将增长，销售预计将会有增量。我们预计 2023~2025 年公司主粮和湿粮业务实现收入分别为 1.76、2.02、2.33 亿元，营收增速分别为 10.0%、15.0%、15.0%，由于主粮价格相对稳定，毛利率预计均维持在 19% 水平。

2) 畜皮咬胶业务

作为耐咬类产品，畜皮咬胶具有纯天然、健康、富含维生素纤维等特点，公司在畜皮咬胶产品上具备较强的先发优势。随着公司 2023 年和 2024 年产能的逐步释放，预计畜皮咬胶 2023~2025 产能分别达到 1.64/1.71/1.71 万吨，销量分别为 1.54/1.61/1.61 万吨，畜皮咬胶业务实现收入分别为 6.64、6.86、6.89 亿元，营收增速分别为 22.1%、3.3%、0.5%，由于畜皮咬胶类业务稳健发展，价格相对稳定，毛利率均为 18.0%。

3) 植物咬胶业务

植物咬胶相比于畜皮咬胶来说，易于消化且适口性较好。随着公司 2023 年和 2024 年产能逐步释放，预计植物咬胶 2023~2025 产能分别为 1.75/1.83/1.83 万吨，销量分别为 1.8/1.88/1.88 万吨。我们预计 2023~2025 年公司植物咬胶业务实现收入分别为 6.73、6.97、7.47 亿元，营收增速分别为 3.7%、3.6%、7.0%。由于原材料鸡肉价格有所下降，预计 2023 年毛利率有小幅上升至 30.0% 并继续维持该水平至 2025 年。

4) 营养肉质零食业务

宠物零食是公司重点布局方向，由于海外库存压力逐步缓解，叠加 2023 年产能释放，预计营养肉质零食业务 2023~2025 产能达到 1.6/2.1/2.3 万吨，产能利用率为 75%/80%/85%，销量分别为 1.5/2.0/2.2 万吨。由于原材料有所下降，预计毛利率有小幅上升。我们预计 2023~2025 年公司营养肉质零食业务实现收入分别为 5.59、7.74、9.12 亿元，营收增速分别为 65.7%、38.4%、17.8%，毛利率均为 23.0%。

5) 其他业务

其他业务主要是宠物保健食品和其他宠物食品，营收业务占比较低，我们预计 2023~2025 年公司其他业务实现收入分别为 0.43、0.44、0.46 亿元，营收增速均为 3%，其他业务相对稳定，预计毛利率均为 13.5%。

表11：公司业务拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1270.9	1731.8	2,114.9	2,403.8	2,626.2
营收增速 (%)	-5.15%	36.3%	22.1%	13.7%	9.3%
毛利 (百万元)	291.4	386.2	489.3	555.1	608.2
毛利率 (%)	22.9%	22.3%	23.1%	23.1%	23.2%
主粮和湿粮	149.9	159.9	175.9	202.3	232.6
营收增速 (%)	21.5%	6.7%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利 (百万元)	26.5	29.7	33.4	38.4	44.2
毛利率 (%)	17.7%	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%
植物咬胶	395.6	648.9	673.0	697.4	746.5
营收增速 (%)	-7.5%	64.0%	3.7%	3.6%	7.0%
毛利 (百万元)	121.4	186.0	201.9	209.2	223.9
毛利率 (%)	30.7%	28.7%	30.0%	30.0%	30.0%
畜皮咬胶	431.8	543.8	663.7	685.7	689.3
营收增速 (%)	-3.3%	25.9%	22.1%	3.3%	0.5%
毛利 (百万元)	78.6	90.2	119.5	123.4	124.1
毛利率 (%)	18.2%	16.6%	18.0%	18.0%	18.0%
营养肉质零食	253.3	337.5	559.3	774.2	912.3
营收增速 (%)	-10.5%	33.2%	65.7%	38.4%	17.8%
毛利 (百万元)	60.2	73.9	128.6	178.1	209.8
毛利率 (%)	23.8%	21.9%	23.0%	23.0%	23.0%
其他	40.3	41.7	42.9	44.2	45.5
营收增速 (%)	-32.1%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利 (百万元)	4.7	6.4	5.8	6.0	6.2
毛利率 (%)	11.7%	15.3%	13.5%	13.5%	13.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从费用情况来看，由于公司积极拓展国内市场以及打造自有品牌，故销售费用率预计会小幅上升，预计 2023 销售费用率上升至 5.2%并维持至 2025 年。随着公司经营规模持续扩大加上股权激励和员工持股计划持续推进，预计 2023 年公司管理费用率会有所上升至 7.3%并维持至 2025 年。随着公司持续投入研发费用聚焦主粮领域，预计研发费用率 2023-2025 年维持为 1.7%。我们预计在美元上行周期情形下，将会存在一定的汇兑收益，因此预计财务费用率 2023-2025 分别为-0.2%、-0.1%、-0.1%。

表12：公司费用率预测

费用率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率 (%)	4.3	5.0	5.2	5.2	5.2
管理费用率 (%)	8.6	7.0	7.3	7.3	7.3
研发费用率 (%)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
财务费用率 (%)	2.2	-1.9	-0.2	-0.1	-0.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司业绩主要来源于海外市场，并逐步布局国内市场，国内宠物市场发展空间较大，因此以中宠股份、源飞宠物等国内宠物零食上市公司作为可比公司。从估值水平看，可比公司 23-25 年 PE 均值为 29/23/19 倍，我们预计公司 23-25 年 PE 分别为 22/19/17 倍，处于低估水平。随着公司零食和主粮进一步扩大规模，叠加海外业务发展迅速，估值中枢有望持续上行。

表13：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002891.SZ	中宠股份	24.03	0.36	0.62	0.80	1.04	67	39	30	23
001222.SZ	源飞宠物	14.30	1.16	0.75	0.87	0.95	12	19	16	15
均值		/	/	/	/	/	40	29	23	19
300673.SZ	佩蒂股份	12.55	0.50	0.57	0.66	0.72	25	22	19	17

资料来源：wind，民生证券研究院（注：可比公司均采用 wind 一致预期，股价时间为 2023 年 8 月 30 日）

5.3 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.45、1.66、1.83 亿元，EPS 分别为 0.57、0.66、0.72 元，对应 PE 分别为 22、19、17 倍。作为国内宠物咬胶类龙头，加大布局国内市场主粮市场以及海外宠物零食市场，随着海外库存压力调整结束以及产能逐步释放，公司有望获得业绩高速增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 汇率波动风险。公司海外业务占比超过国内业务，出口业务仍以美元作为主要结算货币，公司现有业务受汇兑损益影响已较大。若未来人民币兑美元汇率波动较大，或将会对公司的利润产生重大影响。

2) 自有品牌推广不及预期。品牌研发具有高风险高回报特点，为扩大市场规模以及满足顾客消费需求的不断升级，公司不断投入大量资源进行自主品牌研发与推广，若未来新产品市场接受度不及预期，或将会对公司的业绩产生不利影响。

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，其价格波动对公司业绩会产生影响。若原材料价格上升将在短期内给公司带来成本管控压力，或将会对公司的利润产生重大影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,732	2,115	2,404	2,626
营业成本	1,346	1,626	1,849	2,018
营业税金及附加	4	6	7	8
销售费用	87	110	125	137
管理费用	121	154	175	192
研发费用	29	36	41	45
EBIT	148	186	211	232
财务费用	-33	-4	-3	-3
资产减值损失	-2	-5	-3	-4
投资收益	-9	1	1	1
营业利润	169	185	211	232
营业外收支	-3	0	1	1
利润总额	166	185	212	233
所得税	37	37	42	47
净利润	129	148	169	186
归属于母公司净利润	127	145	166	183
EBITDA	212	259	303	345

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	833	826	822	869
应收账款及票据	180	231	256	272
预付款项	97	114	129	141
存货	424	567	644	703
其他流动资产	138	143	145	146
流动资产合计	1,671	1,881	1,997	2,132
长期股权投资	14	14	15	16
固定资产	574	683	783	882
无形资产	49	49	49	49
非流动资产合计	1,217	1,286	1,348	1,407
资产合计	2,889	3,167	3,344	3,539
短期借款	110	110	110	110
应付账款及票据	89	206	234	256
其他流动负债	89	96	94	102
流动负债合计	288	412	438	468
长期借款	2	15	15	15
其他长期负债	677	676	676	676
非流动负债合计	679	692	692	691
负债合计	967	1,104	1,129	1,159
股本	253	253	253	253
少数股东权益	18	21	24	28
股东权益合计	1,921	2,063	2,215	2,380
负债和股东权益合计	2,889	3,167	3,344	3,539

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年底)	4
图 3: 2016-2023Q1 营收及增速	5
图 4: 2016-2023Q1 归母净利润及增速	5
图 5: 2016-2022 营业收入占比 (%)	5
图 6: 2016-2022 主要业务毛利率 (%)	5
图 7: 2016-2023Q1 销售毛利率及净利率 (%)	6
图 8: 2016-2023Q1 公司费用率水平 (%)	6
图 9: 2016-2022 国内外销售占比 (%)	6
图 10: 2022 年公司各地区毛利率 (%)	6
图 11: 2021 年全球宠物食品各企业市占率	7
图 12: 2012-2021 年全球宠物食品市场集中度	7
图 13: 2021 年中国宠物食品各企业市占率	7
图 14: 2012-2021 年中国宠物食品市场集中度	7
图 15: 2012-2021 年前十国内及国外品牌市占率 (%)	8
图 16: 2021 年中国宠物食品行业各品牌市占率 (%)	8
图 17: 2019-2022 年中国城镇猫狗数量及增速	10
图 18: 2017-2021 年中国猫犬食品销售额及增速	10
图 19: 2019-2022 单只宠物犬平均消费金额及增速	10
图 20: 2019-2022 年单只宠物猫平均消费金额及增速	10
图 21: 2022 年中国宠物粮消费结构	11
图 22: 2017-2022E 日韩宠物粮消费结构	11
图 23: 2022.1-2023.6 宠物食品出口额 (百万元/百万美元)	11
图 24: 2022.1-2023.6 宠物食品出口量 (吨)	11
图 25: 2017-2022 前五名客户销售金额及占比	12
图 26: 2022 年公司主要客户销售金额占比	12
图 27: 2018-2022 畜皮咬胶产销情况	13
图 28: 2018-2022 植物咬胶产销情况	13
图 29: 2018-2022 营养肉质零食产销情况	14
图 30: 2017-2023 年美元兑人民币即期汇率	14
图 31: 2017-2022 公司汇兑收益及占净利润比例	14
图 32: 齿能月度天猫和京东 GMV (万元)	15
图 33: 好适嘉月度天猫和京东 GMV (万元)	15
图 34: 爵宴月度天猫和京东 GMV (万元)	15
图 35: 贝家月度天猫和京东 GMV (万元)	15
图 36: 不同时期犬用咬胶需求	17
图 37: 咬胶技术迭代	19
图 38: 爵宴鸭胸肉干获年度狗类大奖	19
图 39: 爵宴 MeatyWay 鲜宠意面	19
图 40: 2022 年宠物角色认知的情况	21
图 41: 人宠互动情况	21
图 42: 各渠道对消费者的影响	22
图 43: 佩蒂线下粉丝见面会	23
图 44: 佩蒂入驻“宠这里”主题街区	23
图 45: 佩蒂线上销售渠道	23
图 46: 佩蒂品牌直播宣传	24
图 47: “蒂球商城”小程序与研究官招募	24
图 48: 2017-2023Q1 研发投入及占营业收入比例	25
图 49: 2017-2022 年公司研发人员数量及占比	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：各年度业绩考核目标	4
表 2：宠物食品行业公司业务布局	8
表 3：宠物食品行业上市公司商业模式	9
表 4：公司国内外产能布局	13
表 5：公司品牌矩阵	16
表 6：齿能系列产品介绍	18
表 7：各类宠物零食对比	20
表 8：主食罐头对比	21
表 9：公司通过的主要认证及主要出口国注册情况	25
表 10：2022 年以来公司产品上新情况	26
表 11：公司业务拆分	28
表 12：公司费用率预测	28
表 13：可比公司 PE 数据对比	29
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026