

2024年02月21日

超配

宠物食品出口明显改善，自主品牌出海新机遇

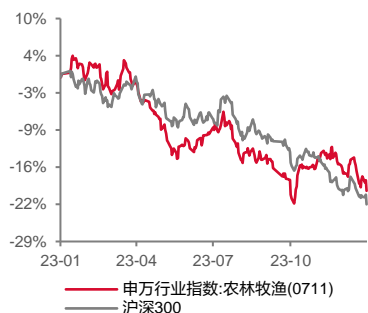
——消费出海系列研究（二）

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

投资要点：



相关研究

1. 猪价旺季不旺加速产能去化，重视板块布局机会——农林牧渔行业简评
2. 探究日本宠物食品发展，看中国未来趋势——宠物行业深度报告
3. 乖宝宠物（301498）：Q3业绩持续释放，关注自有品牌成长——公司简评报告

- **宠物食品出口规模同比延续高增，出口拐点已至。（1）我国宠物食品出口明显改善。**我国是全球宠物食品的主要出口国家之一。根据海关总署数据，2023年我国宠物食品出口金额为12.26亿美元，同比下降1.47%，出口量为26.6万吨，同比下降1.15%。2017年至2021年，我国宠物食品出口规模快速增长，其中2019年受中美贸易摩擦的影响，宠物食品出口规模增速明显下降。2022年9月至2023年8月，受海外客户压缩库存的影响，国内宠企出口订单下滑，宠物食品出口业务承压。2023年12月，我国宠物食品出口金额1.13亿美元，同比增长19.50%，出口数量2.48万吨，同比增长21.25%，连续4个月同比高增。出口颓势在2023年9月份开始得以扭转，以海外代工为主的国内宠企业绩也逐步回升。（2）**海外需求拐点已至，龙头企业销售向好。**2023年部分海外上市企业宠物板块销售情况好转。高露洁旗下宠物品牌希尔思2023年实现强劲增长，2023年全年实现营收42.90亿美元，同比增长15.5%，较2022年明显回暖。截至2023年12月31日的第一财季，品谱宠物板块实现营收2.77亿美元，同比下降0.22%，降幅明显收窄。预计2024年我国宠物食品出口延续增长，其中上半年受到低基数的影响预计同比改善明显。
- **国内宠企海外布局，完善供应链体系。（1）乖宝宠物：**公司积极延伸海外业务，整合国际资源。2021年公司收购雀巢集团下属宠物食品品牌Waggin' Train，该自主品牌主要由商超渠道销售，收购后在美国商超渠道增长较快。2022年商超渠道销售2.63亿元，同比增长194%。此外，公司于2015年建设泰国工厂，截至2022年末泰国工厂已有产能9750吨/年，主要承接海外ODM/OEM业务生产宠物零食产品。2022年乖宝泰国实现净利润1956.52万元，已成为公司重要的生产和销售主体。（2）**中宠股份：**公司主要收入源于境外市场，2022年公司境外营收占总营收的69.07%，海外以代工业务为主，部分自主品牌。公司在海外积极建厂，产能遍及美国、加拿大、新西兰、柬埔寨，拟在美国建设第二工厂，助力海外业务拓展。此外，公司积极布局自主品牌出海，自主品牌Wanpy、ZEAL全球广泛销售。2023年6月，自主品牌新西兰ZEAL和GREAT JACK'S正式进驻加拿大156家PetSmart门店。目前公司自主品牌已实现在加拿大专渠、宠物连锁、大型商超、电商等全渠道覆盖，为公司自主品牌在全球市场的开拓打开新局面。（3）**佩蒂股份：**公司海外业务主要以ODM营销方式以及部分自有品牌。海外产能方面，公司在越南有三家工厂，合计产能约1.5万吨，全部为宠物零食。柬埔寨工厂处于产能爬坡阶段，合计产能1.12万吨。2023年下半年开始，随着公司海外订单持续恢复，柬埔寨工厂产能提升较快。在新西兰，年产4万吨的高品质干粮产线预计2024年实现规模化量产。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。
- **投资建议：**随着海外客户去库存结束，宠物食品出口持续回暖。2023年12月，我国宠物食品出口额和出口量分别同比增长19.50%和21.25%，连续4个月同比高增。国内宠企加速海外布局，自主品牌出海进行时。我们认为，宠物食品出口恢复叠加国内市场的不断发展，国内宠企有望迎来业绩反转，建议关注自主品牌势能较强的乖宝宠物以及出口订单恢复良好的中宠股份、佩蒂股份。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；贸易摩擦风险；宠物食品安全风险；自有品牌推广不力风险。

正文目录

1. 海外市场回暖，宠物食品出口持续改善	4
1.1. 宠物食品出口拐点已至	4
1.2. 对美国出口恢复景气	5
1.3. 对德国出口呈增长趋势	6
1.4. 对日本出口维持平稳	7
2. 国内宠企海外布局，完善供应链体系	8
2.1. 乖宝宠物：宠食国货龙头，海外稳健布局	8
2.2. 中宠股份：海外业务加速拓展，自主品牌出海进行时	10
2.3. 佩蒂股份：海外产能陆续投产带来新增量	13
3. 投资建议	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1 我国宠物食品历年出口金额及同比	4
图 2 我国历年宠物食品出口数量及同比	4
图 3 我国宠物食品月度出口金额及同比	4
图 4 我国宠物食品月度出口数量及同比	5
图 5 高露洁旗下宠物板块营收及增速（Hill's 希尔思）	5
图 6 品谱（SPB）宠物板块营收及增速	5
图 7 我国宠物食品历年出口美国金额及同比	6
图 8 我国历年宠物食品出口美国数量及同比	6
图 9 我国宠物食品出口美国月度金额及同比	6
图 10 我国宠物食品出口美国月度数量及同比	6
图 11 我国宠物食品历年出口德国金额及同比	7
图 12 我国历年宠物食品出口德国数量及同比	7
图 13 我国宠物食品出口德国月度金额及同比	7
图 14 我国宠物食品出口德国月度数量及同比	7
图 15 我国宠物食品历年出口日本金额及同比	8
图 16 我国历年宠物食品出口日本数量及同比	8
图 17 我国宠物食品出口日本月度金额及同比	8
图 18 我国宠物食品出口日本月度数量及同比	8
图 19 乖宝宠物分区域营收	9
图 20 乖宝宠物境外营收	9
图 21 Waggin'Train	10
图 22 泰国工厂湿粮软包车间	10
图 23 中宠股份分区域营收	10
图 24 中宠股份 2022 年各地区收入结构	10
图 25 中宠股份国外营收及增速	11
图 26 中宠股份全球销售网络	11
图 27 中宠股份自主品牌全球销售情况	12
图 28 Zeal 在加拿大 PetSmart 门店销售	12
图 29 GREAT JACK'S 在加拿大 PetSmart 门店销售	12
图 30 佩蒂股份前五大客户销售额及占比	14
图 31 2022 年佩蒂股份前五大客户明细	14
表 1 乖宝宠物主要海外客户	9
表 2 中宠股份主要海外客户	11
表 3 中宠股份海外工厂布局	13
表 4 佩蒂股份核心客户	13
表 5 佩蒂股份主要子公司及业绩情况	14
表 6 佩蒂股份产能测算	15
表 7 重点公司估值情况	16

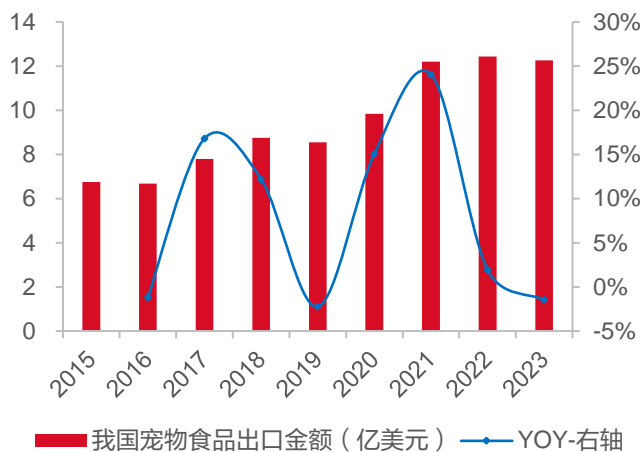
1.海外市场回暖，宠物食品出口持续改善

1.1.宠物食品出口拐点已至

我国是全球宠物食品的主要出口国家之一。根据海关总署数据，2023 年我国宠物食品出口金额为 12.26 亿美元，同比下降 1.47%，出口量为 26.6 万吨，同比下降 1.15%。2017 年至 2021 年，我国宠物食品出口规模快速增长，其中 2019 年受到中美贸易摩擦的影响，宠物食品出口规模增速明显下降。2022 年 9 月至 2023 年 8 月，受到海外客户压缩库存的影响，国内宠企出口订单下滑，宠物食品出口业务承压。出口颓势在 2023 年 9 月份开始得以扭转，以海外代工为主的国内宠企业绩也逐步回升。

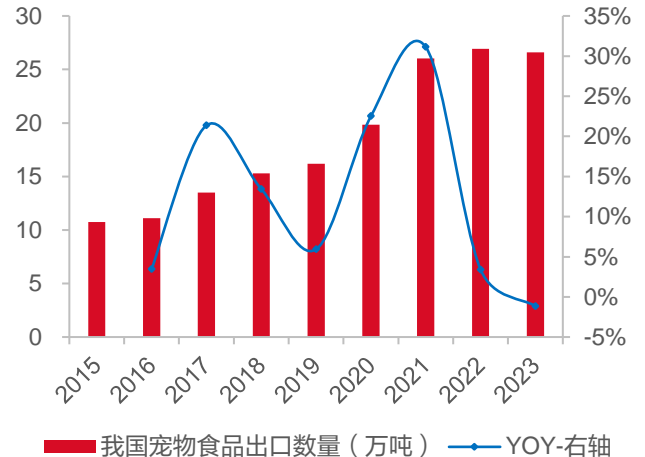
12 月宠物食品出口规模同比延续高增，出口拐点已至。2023 年 12 月，我国宠物食品出口金额 1.13 亿美元，同比增长 19.50%，出口数量 2.48 万吨，同比增长 21.25%，连续 4 个月同比高增。2023 年 9 月份以来同比增长显著，随着海外客户去库存的结束，宠物食品出口业务持续回暖。预计 2024 年我国宠物食品出口延续增长，其中上半年受到低基数的影响预计同比改善明显。

图1 我国宠物食品历年出口金额及同比



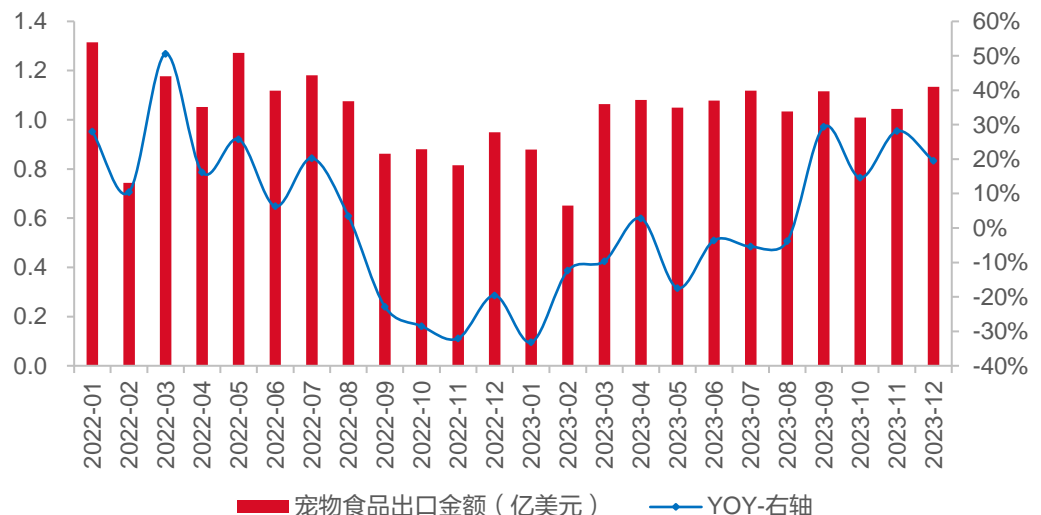
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图2 我国历年宠物食品出口数量及同比



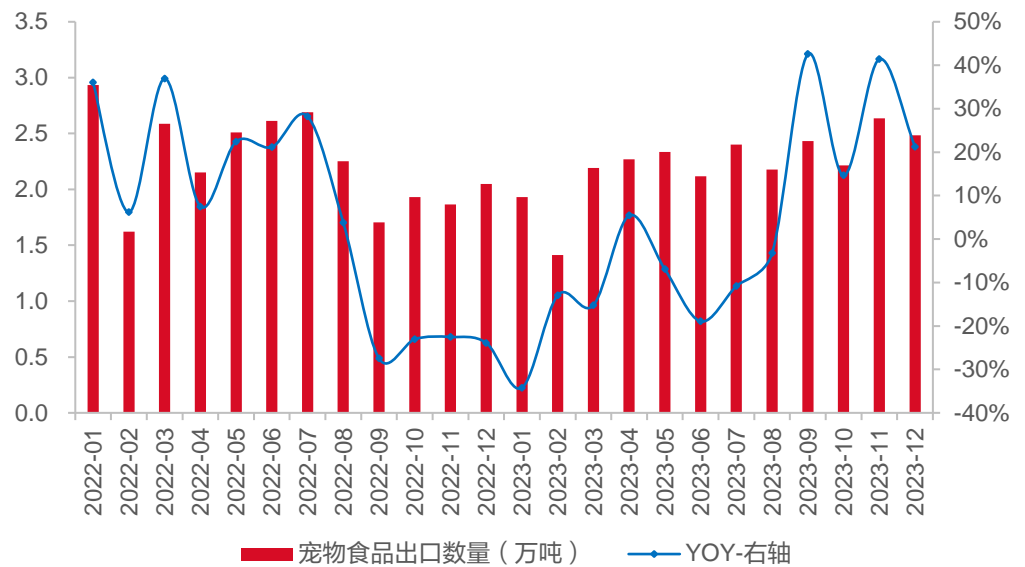
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图3 我国宠物食品月度出口金额及同比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

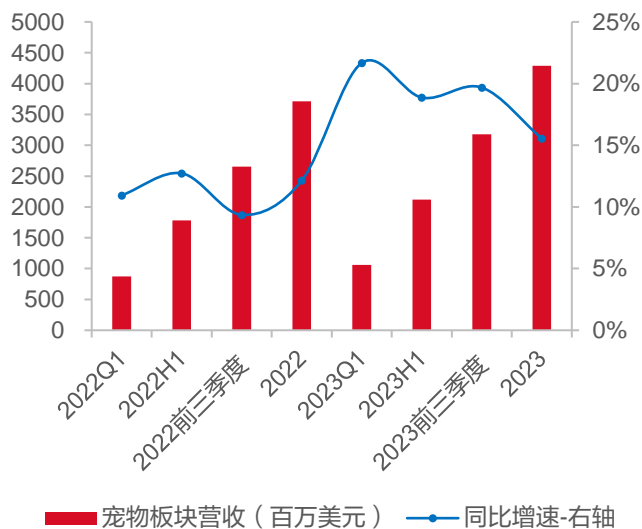
图4 我国宠物食品月度出口数量及同比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

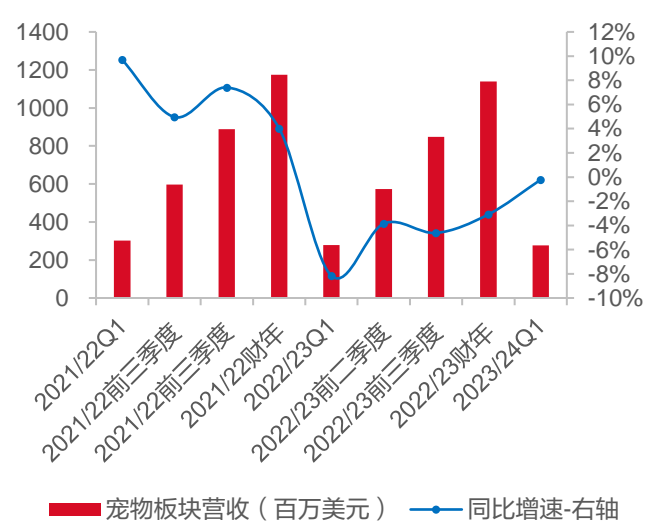
海外需求拐点已至，龙头企业销售向好。2023 年部分海外上市企业宠物板块销售情况好转。高露洁旗下宠物品牌希尔思（Hill's）2023 年实现强劲增长，2023 年全年实现营收 42.90 亿美元，同比增长 15.5%，较 2022 年明显回暖。截至 2023 年 12 月 31 日的第一财季，品谱（SPB）宠物板块实现营收 2.77 亿美元，同比下降 0.22%，降幅明显收窄。

图5 高露洁旗下宠物板块营收及增速（Hill's 希尔思）



资料来源：彭博，东海证券研究所

图6 品谱（SPB）宠物板块营收及增速



资料来源：彭博，东海证券研究所

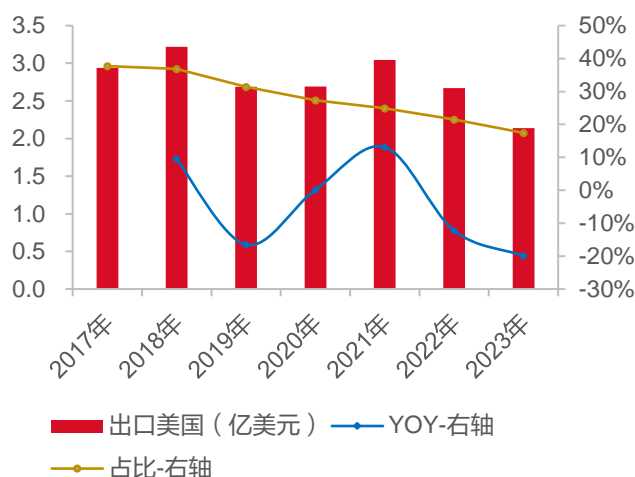
1.2.对美国出口恢复景气

出口美国规模和占比均有所下降。分区域来看，2023 年我国宠物食品出口美国金额 2.14 亿美元，同比下降 19.95%，占全部出口金额的 17.45%；出口美国数量 2.89 万吨，同比下降 25.03%，占全部出口量的 10.86%。受到中美贸易摩擦的影响，2018 年美国对我国宠物食品出口加征 10%关税，2019 年升至 25%关税，导致出口美国的规模有所下降，出口金额

占比也从 2017 年的 37.71% 下降至 2023 年的 17.45%。我国宠物食品对美国单一出口的依赖度降低，但仍是出口最重要的国家。

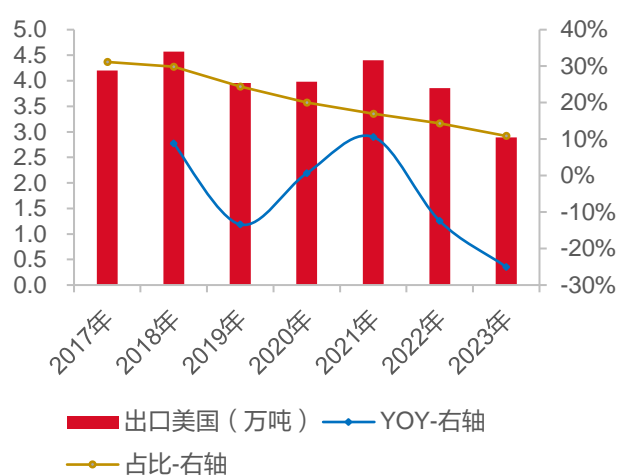
9 月以来宠物食品对美出口恢复景气。2023 年 9 月以来，出口美国的宠物食品金额和数量连续 4 个月实现同比正增长。2023 年 12 月，我国宠物食品出口美国的金额（美元计价）和数量分别同比增长 93.08% 和 89.97%。随着美国去库存完成，宠物食品出口恢复景气。受到去年低基数的影响，预计 2024 年上半年宠物食品出口延续高增。

图7 我国宠物食品历年出口美国金额及同比



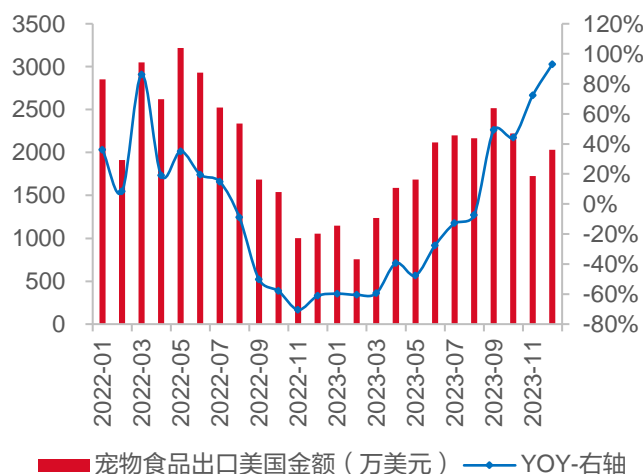
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图8 我国历年宠物食品出口美国数量及同比



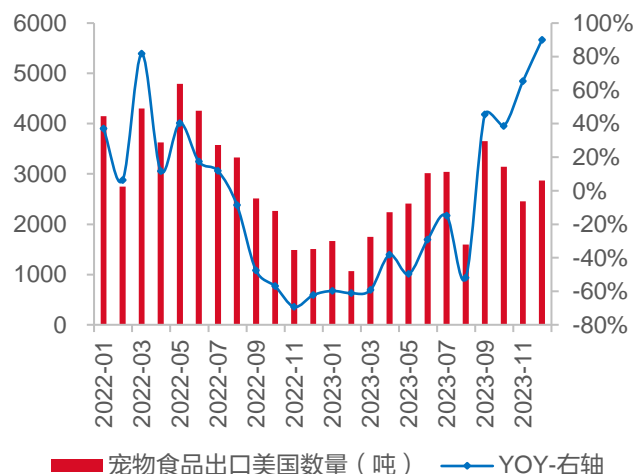
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图9 我国宠物食品出口美国月度金额及同比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图10 我国宠物食品出口美国月度数量及同比

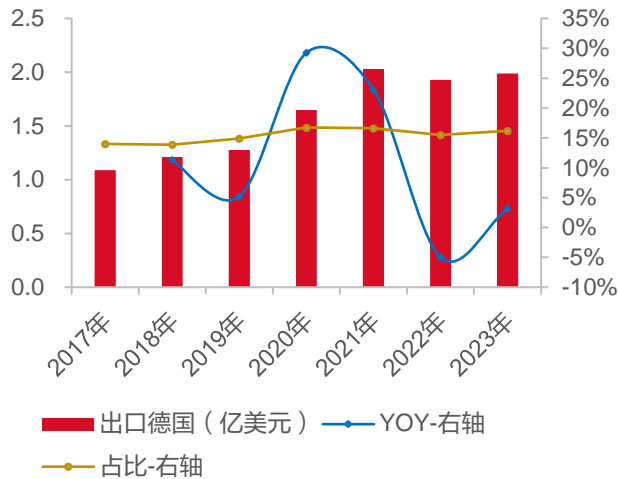


资料来源：iFinD，东海证券研究所

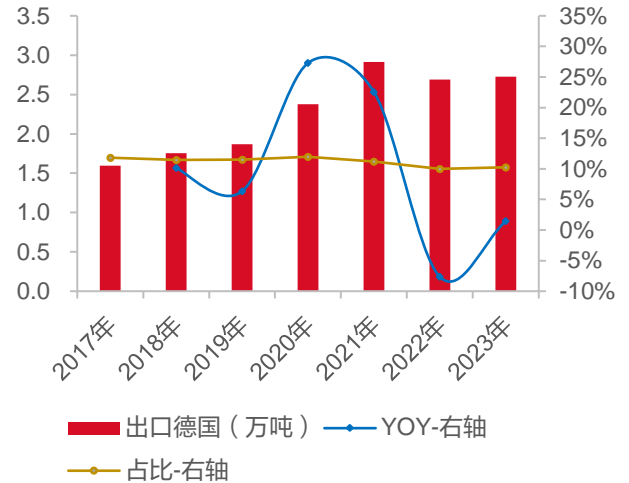
1.3.对德国出口呈增长趋势

出口德国规模呈增长趋势。分区域来看，2023 年我国宠物食品出口德国金额 1.99 亿美元，同比增长 3.14%，占全部出口金额的 16.22%；出口德国数量 2.73 万吨，同比增长 1.44%，占全部出口量的 10.25%。2023 年 12 月，我国宠物食品出口德国的金额（美元计价）和数量分别同比下降 9.93% 和 7.21%，较 11 月同比降幅收窄。

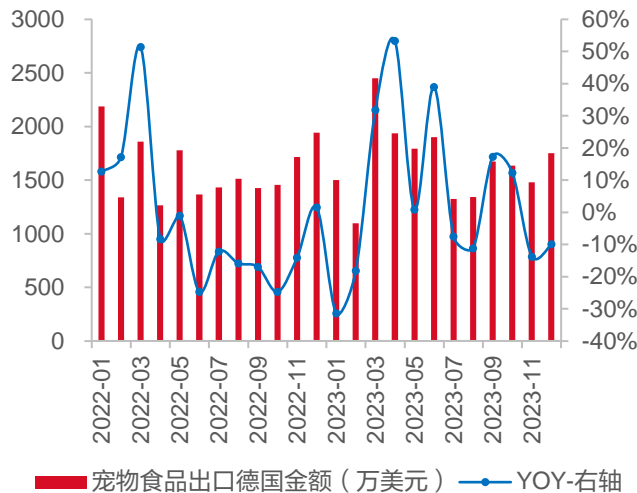
近年来我国宠物食品出口德国规模整体呈现增长态势，除 2022 至 2023 年受到欧洲去库存影响出口受损外，对德国出口金额占比呈现不断提升趋势，从 2017 年的 13.97% 提升至 2023 年的 16.22%。德国等欧洲区域养宠渗透率高，宠物市场成熟且规模稳定增长。随着欧洲市场对我国宠物食品生产接受度的提高，我国出口德国等欧洲区域的规模预计将持续增长。

图11 我国宠物食品历年出口德国金额及同比


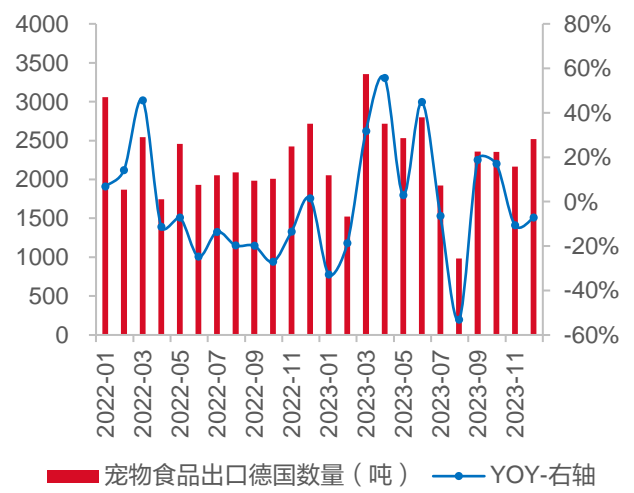
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图12 我国历年宠物食品出口德国数量及同比


资料来源：iFinD，东海证券研究所

图13 我国宠物食品出口德国月度金额及同比


资料来源：iFinD，东海证券研究所

图14 我国宠物食品出口德国月度数量及同比


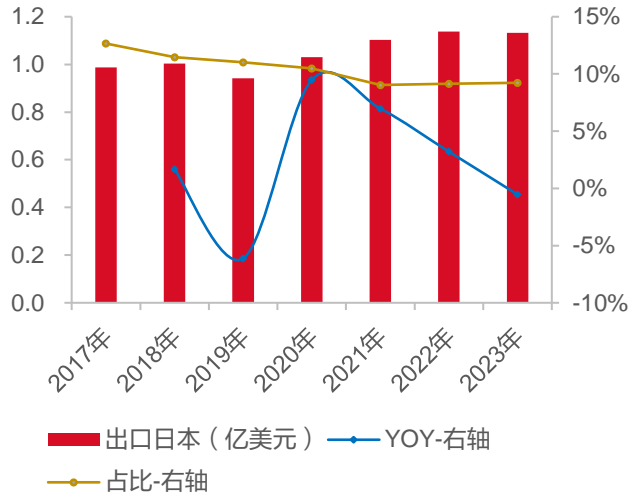
资料来源：iFinD，东海证券研究所

1.4.对日本出口维持平稳

出口日本规模较为平稳。分区域来看，2023 年我国宠物食品出口日本金额 1.13 亿美元，同比下降 0.54%，占全部出口金额的 9.24%；出口日本数量 2.08 万吨，同比下降 4.56%，占全部出口量的 7.81%。2017-2023 年，我国宠物食品出口日本规模保持平稳。日本宠物市场已经进入成熟期，近年来猫狗数量出现略减少的趋势。与此同时，更加精细化的喂养使得宠物市场消费升级，从而带动日本宠物市场规模继续扩大。

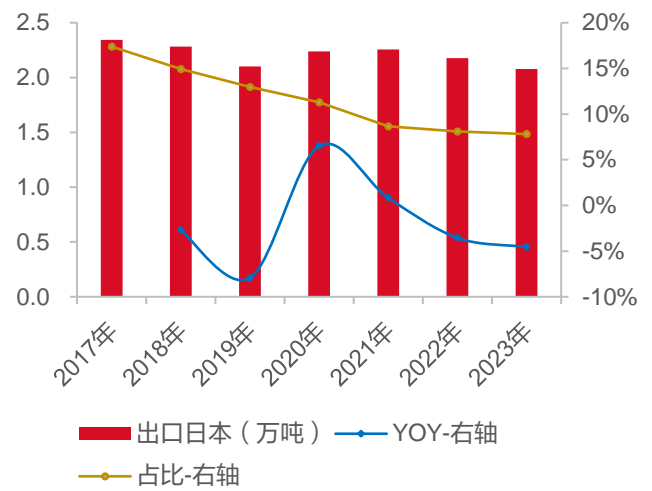
与欧美相比，我国出口日本的宠物食品规模相对稳定。2023年12月，我国宠物食品出口日本的金额（美元计价）和数量分别同比增长2.88%和下降5.56%。预计2024年我国宠物食品出口日本将延续平稳状态。

图15 我国宠物食品历年出口日本金额及同比



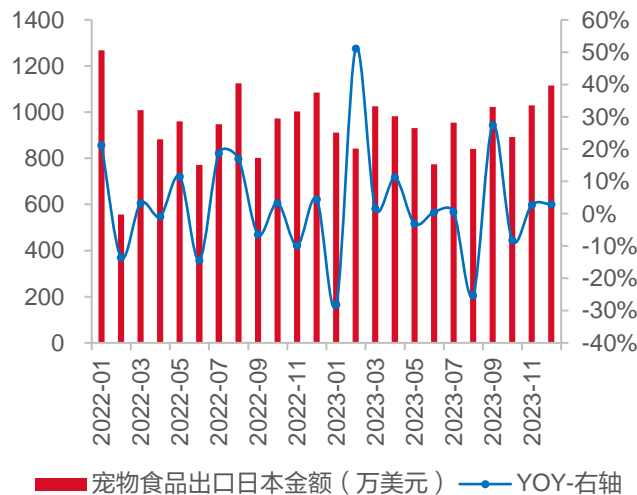
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图16 我国历年宠物食品出口日本数量及同比



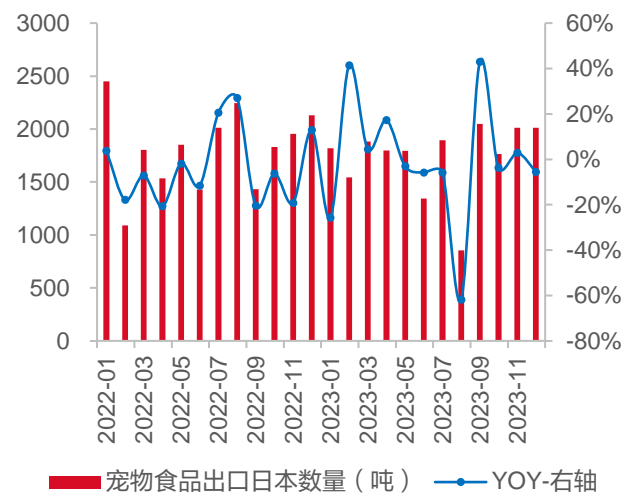
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图17 我国宠物食品出口日本月度金额及同比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图18 我国宠物食品出口日本月度数量及同比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

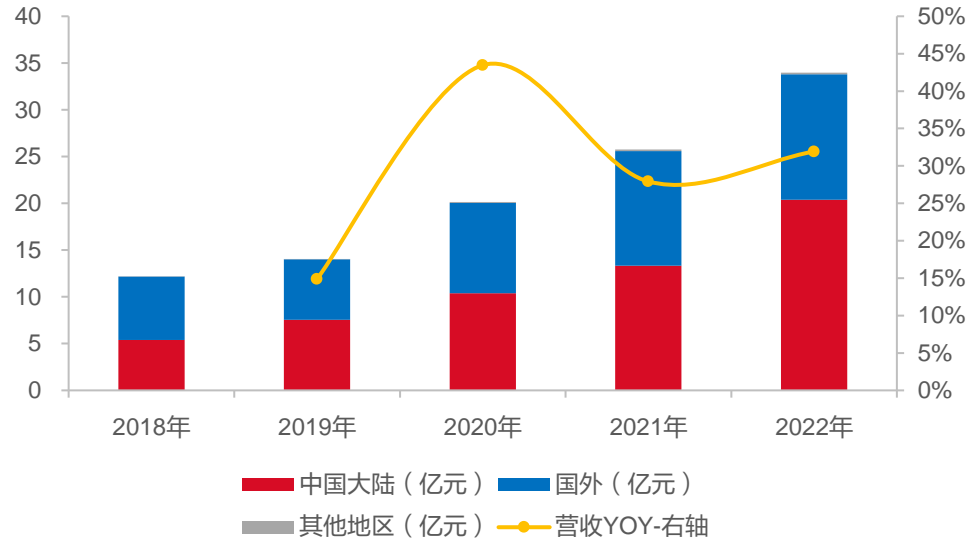
2.国内宠企海外布局，完善供应链体系

2.1.乖宝宠物：宠食国货龙头，海外稳健布局

境外营收规模稳健增长，北美为主要销售区域。公司近年来境外收入占比有所下降，从2018年的56%下降至2022年的39%，但仍然是公司的重要收入来源。公司境外收入主要源于北美、欧洲等地区，主要为美国客户。公司第一大客户为美国连锁零售巨头沃尔玛。2022年公司境外营收13.4亿元，同比增长9.3%。公司积极延伸海外业务，整合国际资源。2021年公司收购雀巢集团下属宠物食品品牌 Waggin' Train，该自主品牌主要由商超渠道销售。2022年商超渠道销售2.63亿元，同比增长194%，收购后在美国商超渠道增长较快。

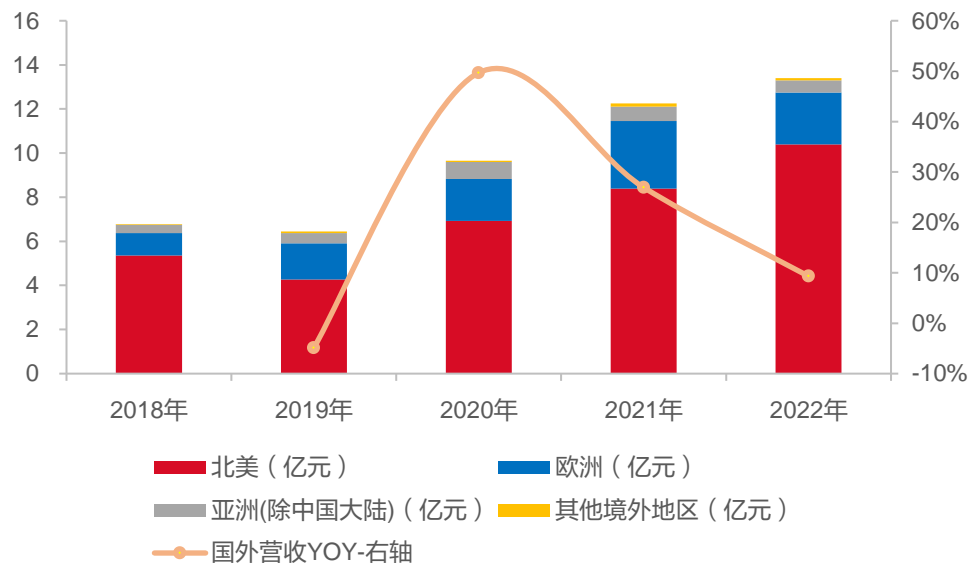
同时，为了应对国际贸易摩擦以及采购优质原材料，公司于2015年8月设立乖宝泰国并建设泰国工厂，在泰国设立研发分中心，截至2022年末泰国工厂已有产能9750吨/年，有592名员工，主要承接海外ODM/OEM业务生产宠物零食产品。2022年乖宝泰国实现净利润1956.52万元，已成为公司重要的生产和销售主体。

图19 乖宝宠物分区域营收



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图20 乖宝宠物境外营收



资料来源：iFinD，东海证券研究所

表1 乖宝宠物主要海外客户

客户名称	2022年营收占比	简介
沃尔玛	15.29%	美国连锁零售巨头，主要提供烘干类鸡胸肉和鸭胸肉产品
Central Garden & Pet Company	2.98%	美国宠物食品品牌运营商

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图21 Waggin'Train



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图22 泰国工厂湿粮软包车间

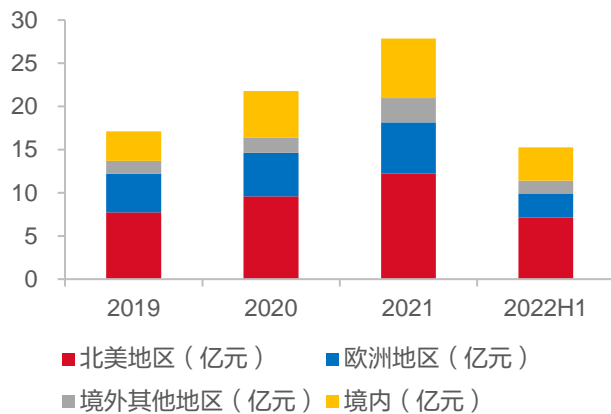


资料来源：公司官网，东海证券研究所

2.2.中宠股份：海外业务加速拓展，自主品牌出海进行时

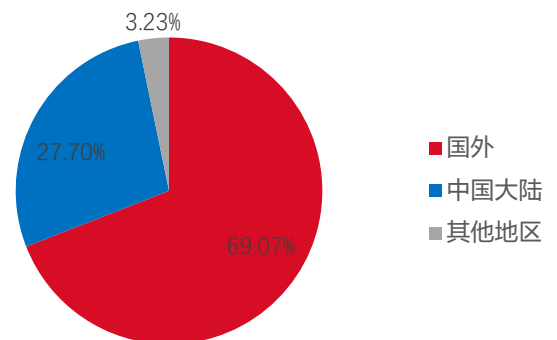
境外为主，北美地区贡献主要营收，海外资源丰富。公司主要收入源于境外市场，包括北美、欧洲等地区，其中北美地区贡献境外一半以上收入。2022 年公司境外营收 22.43 亿元，同比增长 7%，占总营收的 69.07%，海外业务主要以 OEM/ODM 方式进行销售，少量自主品牌。公司积极扩大代工市场规模的同时，加强自主品牌在海外的推广力度。由于海外客户压缩库存的影响，2022 年下半年开始海外业务增速放缓，目前海外客户去库存已结束，出口业务持续好转，境外子公司业务、出口业务订单量均较为充足。公司凭借优质的产品和良好的信誉，在全球积累了一批优质的品牌客户，通过与优质客户合作、在境外设厂等措施，公司建立了稳定的销售渠道，形成了覆盖全球的销售网络。

图23 中宠股份分区域营收



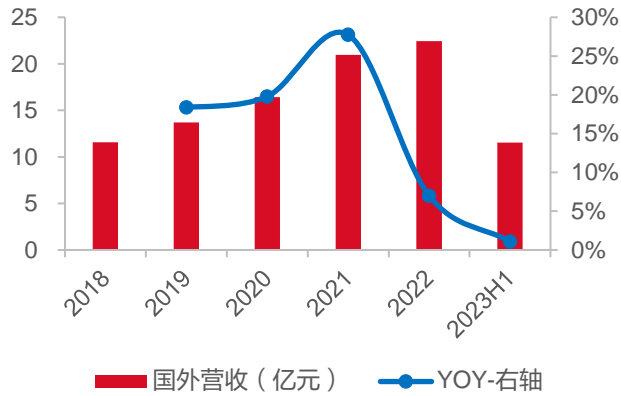
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图24 中宠股份 2022 年各地区收入结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图25 中宠股份国外营收及增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图26 中宠股份全球销售网络



资料来源：公司公告，东海证券研究所

境外以代工为主，客户资源优质。公司境外主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商。公司长期合作的客户包括品谱（美国）、Armitages（英国）、Fressnapf（德国）、欧雅玛（日本）等经销商和零售商。2022 年前五大客户营收占比 44.5%，头部企业集中度高，客户资源优质。公司股东日本伊藤为公司成立时的境外合资方，日本伊藤一直从公司采购宠物零食与宠物罐头，有利于公司开拓日本市场。

表2 中宠股份主要海外客户

客户名称	客户简介	销售产品类型	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。	宠物零食	美国
Globalinx Pet	美国宠物零食及宠物用品分销商，主要向 Costco 等美国大型商超连锁供货，为公司关联方	宠物零食	美国
Armitages	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。	宠物零食及其他	英国
欧雅玛	主要生产 LED 照明、家用电器、家居生活用品、宠物用品等产品，在日本市场宠物用品领域占有较大市场份额。	宠物罐头、宠物零食	日本
Fressnapf	德国专业的宠物用品及宠物食品零售商，在德国拥有 800 多家连锁店。	宠物零食、宠物罐头	德国

资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

自主品牌 Wanpy、ZEAL 全球广泛销售。欧美等发达国家和地区宠物食品市场成熟，新品牌进入成本较高，公司采取为海外知名厂商进行 OEM/ODM 贴牌方式进入当地市场。在扩大代工产品市场规模的同时，公司通过参加国际展会、投放广告等方式加强自主品牌在国外的推广力度，积极培育自主品牌市场。公司自有品牌销往全球 55 个国家和地区，其中高端品牌 ZEAL 在美国、加拿大、新西兰、澳大利亚等均有强劲的增长，中高端品牌 Wanpy 无论是在发达国家或是发展中国家均有着广泛的受众群体，品牌影响力不断提升。

图27 中宠股份自主品牌全球销售情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

自主品牌在北美市场打开新局面。公司积极布局自主品牌出海，2023年6月，中宠股份旗下自主品牌新西兰 ZEAL 和 GREAT JACK'S 正式进驻加拿大 156 家 PetSmart 门店，此前已成功进驻 Petvalu、Costco、Amazon 等多个大型销售渠道。PetSmart 是北美宠物门店巨头，对品牌入驻和供应商选择有着严苛的审查制度，此次成功进驻标志着公司自主品牌在北美市场的销售拓展取得新突破。目前公司自主品牌已实现在加拿大专渠、宠物连锁、大型商超、电商等全渠道覆盖，为公司自主品牌在全球市场的开拓打开新局面。

图28 Zeal 在加拿大 PetSmart 门店销售



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图29 GREAT JACK'S 在加拿大 PetSmart 门店销售



资料来源：公司官网，东海证券研究所

海外工厂布局加速，开创宠企发达国家建厂先河。为了应对国际市场的竞争和挑战，公司在海外积极建厂，海外产能遍及美国、加拿大、新西兰、柬埔寨。通过全球化的工厂布局，提升了公司抗风险的能力。公司美国工厂于 2015 年投产，位于美国南加州，生产宠物零食，是首家到发达国家投资建厂的中国宠企。为了应对美国宠物食品市场对于“本土”生产的宠物零食需求旺盛，2023 年公司公告将于美国建设第二工厂，生产烘干类、风干类等宠物零食，投资额不超过 6000 万美元，项目建成达产后将实现 12000 吨年产能，有利于提振公司海外业务增量。

表3 中宠股份海外工厂布局

海外工厂	投产时间	简介
美国工厂	2015 年	位于美国南加州，生产零食，首家到发达国家投资建厂的中国宠企
加拿大工厂	2018 年	目前加拿大规模最大的宠物零食工厂，旗下有自主品牌“Great Jack’s”、“Buddy Jack’s”等，在北美著名零食连锁渠道销售。
新西兰 NPTC	2018 年收购	拥有自主品牌 ZEAL，2020 年募投 2.3 亿用于新西兰年产 2 万吨高端湿粮项目由 NPTC 实施。
新西兰 PFNZ 工厂	2021 年收购	新西兰优质的高端宠物湿粮生产商，生产宠物罐头，年产能 8000 吨。
柬埔寨工厂	2020 年	持股 49%，柬埔寨最大的宠物零食工厂，设计产能 6000 吨，目前柬埔寨第二间工厂正在建设中。
美国第二工厂	-	主要生产烘干类、风干类等宠物零食，设计产能 1.2 万吨。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.3. 佩蒂股份：海外产能陆续投产带来新增量

公司代工业务稳步增长。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，公司第一大客户为品谱，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。

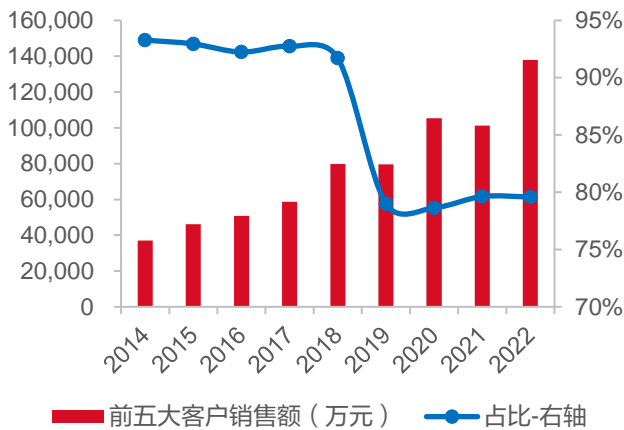
表4 佩蒂股份核心客户

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	Dentley's	美国

	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。		
Armitages	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	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

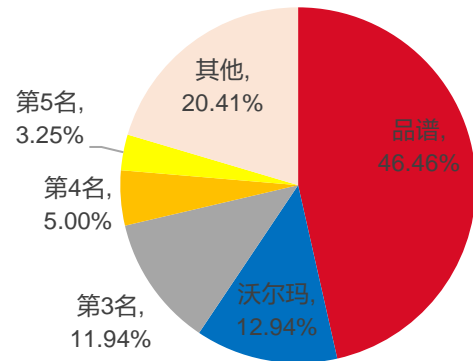
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图30 佩蒂股份前五大客户销售额及占比



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图31 2022年佩蒂股份前五大客户明细



资料来源：iFinD，东海证券研究所

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，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陆续贡献产能，经营业绩有望改善。

表5 佩蒂股份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。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2024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。2023 年下半年，随着公司海外订单持续恢复，柬埔寨工厂产能提升较快，预计 2024 年将继续提速，贡献业绩增量。在新西兰，年产 4 万吨的高品质干粮产线预计 2024 年实现规模化量产；年产 3 万吨湿粮产能在建中。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6 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 2024 年产能利用率超过 60%
	新西兰	零食	0.2	饱和
	新西兰	干粮	4	2024 年实现规模化量产
	新西兰	湿粮	3	在建
国内	泰州	咬胶、零食	0.64	80%左右
	泰州	新型主粮	2	在建，预计 2024 年投产
	温州	湿粮	0.3	饱和
	温州	咬胶、零食	0.9	80%左右
	温州	新型主粮	3	在建，预计 2024 年投产
合计			16.66	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3. 投资建议

宠物食品出口拐点已至，海外需求持续回暖。2023 年 12 月，我国宠物食品出口额同比增长 19.50%，出口量同比增长 21.25%，连续 4 个月同比高增。随着海外客户去库存的结束，宠物食品出口业务持续回暖。从 2023 年海外上市企业宠物板块销售情况来看，部分企业同比增长明显或降幅收窄。分区域来看，对美出口恢复景气，对德国出口持续改善且呈现增长趋势，对日本出口维持平稳。2023 年 12 月对美国、德国、日本的出口额同比分别 +93.08%、-9.93%、+2.88%。预计 2024 年我国宠物食品出口延续增长，其中上半年受到低基数的影响预计同比改善明显。

国内宠企加速海外布局，自主品牌出海进行时。乖宝宠物泰国工厂承接海外代工业务生产宠物零食产品，自主品牌 Waggin' Train 在美国商超渠道增长较快。中宠股份出口业务订单量充足，自主品牌 Wanpy、ZEAL 全球广泛销售，ZEAL 和 GREAT JACK'S 正式进驻加拿大 PetSmart 门店。同时，公司在海外积极建厂，海外产能遍及美国、加拿大、新西兰、柬埔寨。佩蒂股份海外订单恢复正常，柬埔寨工厂产能提升较快，新西兰 4 万吨高品质主粮产线预计 2024 年实现规模化量产，带来业绩增量。

我国宠物市场规模近年来增速较快，但与发达国家相比，宠物渗透率仍有较大提升空间。我国宠物食品市场集中度不高，2021 年 CR10 占比约 24%。近年来宠物电商渠道迅速发展，国产品牌借助高性价比的优势快速抢占市场。同时，自主品牌不断发力，有望贡献业务增量。我们认为，宠物食品出口恢复叠加国内市场的不断发展，具有核心竞争力的国内宠企有望迎来业绩反转，行业未来集中度将提升，建议关注自主品牌势能较强的乖宝宠物以及出口订单恢复良好的中宠股份、佩蒂股份。

表7 重点公司估值情况

	收盘价	归母净利润增速			EPS			PE		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
乖宝宠物	38.78	90.25%	52.54%	24.90%	0.74	1.02	1.27	-	38.63	30.93
中宠股份	23.59	-8.38%	114.47%	22.83%	0.36	0.77	0.95	61.95	30.61	24.92
佩蒂股份	10.87	111.81%	-66.25%	205.92%	0.5	0.17	0.52	35.19	63.21	20.66

资料来源：iFinD 一致预期，截至 2024 年 2 月 19 日，东海证券研究所

4.风险提示

1. **原材料价格波动风险：**宠物食品原材料中农产品和农副产品价格存在一定波动性，且公司供应商议价能力较强，若宠企不能控制采购价格或向下游传导，毛利率将会下降并面临存货跌价风险，对盈利能力产生影响。
2. **贸易摩擦风险：**当前国际经济形势复杂，若国际贸易摩擦加剧，将对海外代工业务产生直接影响并对盈利能力产生影响。
3. **宠物食品安全风险：**中国宠物行业相较欧美起步较晚，宠物食品行业标准仍在完善。由于宠物健康对宠物食品敏感，若宠企在把控原材料以及生产质量上产生严重的宠物食品安全问题，将会对品牌产生重大影响从而影响盈利能力。
4. **自有品牌推广不力风险：**国内宠企近年来大力推广自有品牌，目前宠物食品行业竞争加剧，若未来自有品牌推广不及预期，将会对业绩的持续增长带来不力影响。

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)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

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)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089