

买入（维持）

双轮驱动 一体两翼

佩蒂股份（300673）深度报告

2024年8月30日

## 投资要点：

魏红梅  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119462  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

■ 公司已发展成为国内宠物食品龙头。公司早年主要从事宠物咬胶产品出口代工。2017年于创业板成功首发上市。2018年，公司实施以“双轮驱动战略”为核心，开始大力拓展国内市场。后以“一体两翼”发展战略为指引，紧紧围绕自主品牌建设、全球化运营两项核心任务聚焦宠物食品行业。发展至今，公司主营业务已集宠物的研发、制造、销售和宠物产品品牌运营于一体，已成为我国宠物食品行业的龙头企业。

■ 业绩和盈利能力有望回升。2023年，公司实现营业总收入14.11亿元，同比下降18.51%，主要受境外市场特别是美国市场去库存的影响，而得益于自主品牌业务的顺利拓展，国内市场业务保持增长。受海外市场收入下滑及费用率上升拖累，公司2023年归母净利润亏损0.11亿元。进入2024年，随着海外市场需求的恢复及对国内市场的开拓，公司业绩逐步回升。2024年上半年，公司实现营业总收入8.46亿元，同比增长71.64%；其中来自国外和国内市场的销售收入分别同比增长87.8%和24.6%；实现归母净利润0.98亿元，同比增长329.38%；主要得益于收入增长及费用率下降。随着公司国外工厂产能释放和经营效率提升，以及国内自主品牌业务持续增长，公司业绩有望保持回升。

■ 我国宠物食品市场有望快速扩容。2017-2023年，我国宠物（犬猫）食品市场规模由157亿元增长至1461亿元，CAGR约为22.5%。未来多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国经济发展及人均收入不断提高，将推动宠物食品市场快速发展。未来老龄化、少子化将带来宠物陪伴需求不断上升。与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率和单只宠物年均支出还有较大提升空间。目前我国宠物食品市场竞争格局较为分散，国产优质企业全渠道布局，不断丰富品类，凭借规模优势和供应链优势提供高性价比产品突围。

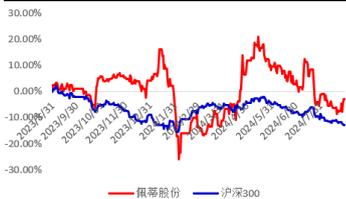
■ 投资建议：预计公司2024-2025年EPS分别为0.66元和0.85元，对应PE分别为19倍和15倍。我国宠物食品出口有望持续回升，国内宠物食品市场未来有望不断扩容，国产龙头有望受益。从短期来看，随着公司国外工厂产能逐步释放和经营效率提升，以及国内自主品牌业务持续增长，公司业绩有望保持回升。公司不断拓展品类，实施多品牌矩阵、大单品发力策略，并持续开拓海内外市场，全渠道运营，全球化产能布局；并不断提高研发创新能力和推进技术革新，公司未来发展可期。维持对公司的“买入”评级。

■ 风险提示。原材料价格波动、汇率波动、竞争加剧等风险。

## 主要数据 2024年8月29日

收盘价(元)	12.40
总市值(亿元)	30.85
总股本(亿股)	2.49
流通股本(亿股)	1.61
ROE(TTM)	6.49
12月最高价(元)	15.15
12月最低价(元)	8.82

## 股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 相关报告

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 短期看复苏 长期看增长潜力 .....	4
1.1 公司是我宠物咬胶龙头 不断拓展品类 .....	4
1.2 多品牌矩阵 大单品发力 .....	6
1.3 持续开拓海内外市场 全渠道布局 .....	6
1.4 全球化产能布局 新增产能不断释放 .....	7
1.5 不断提高研发创新能力 .....	8
1.6 业绩和盈利能力有望回升 .....	9
2. 宠物食品行业前景广阔 .....	11
2.1 全球宠物食品市场发展较为成熟 .....	11
2.2 我国宠物食品短期出口有望回升 中长期有望持续扩容 .....	12
2.2.1 我国宠物行业起步较晚 .....	12
2.2.2 我国宠物及宠物食品市场规模不断扩大 .....	13
2.2.3 多重因素推动我国宠物食品市场扩容 .....	14
2.2.4 我国宠物食品出口有望回升 .....	17
2.3 我国宠物食品市场竞争格局分散 国产正在崛起 .....	17
3. 投资策略 .....	18
4. 风险提示 .....	19

## 插图目录

图 1：公司分产品收入（亿元） .....	5
图 2：公司分产品收入占比（%） .....	5
图 3：公司境内外收入（亿元） .....	7
图 4：公司境内外收入占比（%） .....	7
图 5：公司研发支出及其占比（万元，%） .....	8
图 6：研发支出占营业收入比例（%） .....	8
图 7：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%） .....	10
图 8：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%） .....	10
图 9：公司毛利率净利率（%） .....	10
图 10：公司期间费用率（%） .....	10
图 11：2018 年全球宠物行业市场占比（%） .....	11
图 12：2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费结构（%） .....	11
图 13：全球宠物市场规模（亿美元） .....	11
图 14：全球宠物食品市场规模（亿美元） .....	12
图 15：2018-2023 年中国城镇宠物犬猫数量（万只） .....	13
图 16：2018-2022 年中国城镇宠主（犬猫）数量（万人） .....	13
图 17：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元） .....	13
图 18：我国宠物（犬猫）食品市场规模及同比增速（亿元，%） .....	14
图 19：我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比 .....	15
图 20：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%） .....	15
图 21：我国出生率（‰） .....	15
图 22：中国宠物家庭户数渗透率（%） .....	16
图 23：我国养宠渗透率与欧美日相比（%） .....	16
图 24：中国单只宠物犬年均支出（元） .....	17
图 25：中国单只宠物猫年均支出（元） .....	17

---

图 26：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额当月值及其同比增速（万美元，%） .....	17
图 27：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%） .....	17
图 28：2021 年全球宠物食品市场竞争格局 .....	18

## 表格目录

表 1：公司发展历程 .....	4
表 2：公司主要产品及其功能与用途 .....	5
表 3：公司核心自主品牌简介 .....	6
表 4：公司海外工厂产能及在建产能 .....	8
表 5：公司主要研发项目 .....	9
表 6：中国宠物行业发展历程 .....	13
表 7：公司盈利预测简表（2024/8/29） .....	18

## 1. 短期看复苏 长期看增长潜力

### 1.1 公司是我宠物咬胶龙头 不断拓展品类

公司由宠物咬胶代工起家，现已发展成为国内宠物食品龙头。公司前身为1992年成立的温州平阳佩蒂皮件制品厂，将生皮引入宠物食品从而研发出宠物咬胶产品。2002年，公司变更为温州佩蒂宠物用品有限公司，主要从事宠物咬胶产品出口代工。2011年，公司又更名为温州佩蒂动物营养科技有限公司，并在2014年股改后更名为佩蒂动物营养科技股份有限公司，2015年挂牌新三板，2017年于创业板成功首发上市。2018年，公司实施以“双轮驱动战略”为核心，聚焦主营业务的发展战略，并对当时现行的组织架构和业务流程进行优化调整，调整海外市场、国内市场的运营架构，新设了专门的国内市场营销团队和品牌运营团队，开始大力拓展国内市场。后以“一体两翼”发展战略为指引，紧紧围绕自主品牌建设、全球化运营两项核心任务聚焦宠物食品行业。发展至今，公司主营业务集宠物食品的研发、制造、销售和宠物产品品牌运营于一体，已成为我国宠物食品行业的龙头企业。

表 1：公司发展历程

时间	公司重要事件
2002	温州佩蒂宠物用品有限公司注册成立。
2003	江苏泰州 100 亩生产基地投产，成立江苏佩蒂宠物食品有限公司。
2005	温州佩蒂首次通过 ISO9001、HACCP 双体系认证； 宠物狗的韧性营养咀嚼咬胶的生产方法取得发明专利授权。
2006	温州佩蒂首次通过 BRC 体系认证。
2008	温州佩蒂首次通过 GSV 认证； 温州佩蒂主持制定《宠物食品-狗咬胶》国家标准（GB/T23185-2008）。
2009	温州佩蒂代表中国宠物食品企业接受欧盟“FVO”官员检查，并取得官方的认可。
2013	成立越南好嚼有限公司； 温州佩蒂通过 ISO14001、ISO18001 双体系认证。
2015	佩蒂股份在新三板挂牌上市，股票代码“832362”
2017	成立越南巴啦啦食品有限公司； 佩蒂首次公开发行 A 股上市。
2018	向新西兰子公司北岛小镇增资，收购新西兰 BOP 公司 100% 股权； 以“双轮驱动战略”为核心，聚焦主营业务。
2019	收购德信皮业(越南)有限公司 100% 股权； 设立全资子公司柬埔寨爵味食品有限公司； 设立新西兰天然纯宠物食品有限公司。
2020	非公开发行募资净额 5.12 亿元主要用于新西兰干粮项目与柬埔寨休闲食品项目。
2021	发习惯可转债募资 7.12 亿元用于新西兰湿粮项目和新型宠物食品项目。

资料来源：公司官网，公司 2017-2021 年年度报告，东莞证券研究所

**不断拓展主营产品品类。**公司早期产品以宠物畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼类食品为主，曾主持制定《宠物食品-狗咬胶》国家标准（GB/T23185-2008）；后将产品品类拓展至宠物营养肉质零食、宠物主粮、宠物保健食品以及其他宠物食品。公司

宠物食品主要供犬猫等家庭饲养的宠物食用。其核心产品宠物健康咀嚼类食品的出货量位居全球市场前列。

表 2：公司主要产品及其功能与用途

主要产品	功能与用途
宠物咀嚼食品（畜皮咬胶）	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、食用的一种宠物健康功能型食品，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，锻炼牙齿和咬合力，同时能够提供丰富的营养。
宠物咀嚼食品（植物咬胶）	植物咬胶是利用植物性淀粉、畜禽肉等主要原料，辅以其它营养成分经混合搅拌、挤出成型、制作、烘干、杀菌等工艺制作而成的供宠物犬长时间咀嚼、食用的一种健康功能型食品，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品类，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，将多种原料按照一定比例配制后，经烘干、风干、冻干或者膨化等工序制成的宠物食品，单独使用即可满足宠物常规饲养需要。
宠物湿粮	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犬食用的产品。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、易消化等特点。

资料来源：公司 2023 年年度报告，东莞证券研究所

目前咬胶类产品贡献过半营收，零食和主粮湿粮类营收占比逐步上升。公司的收入主要来自畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮湿粮等。2024 年上半年，公司这几大类产品分别实现营收 2.63 亿元、2.98 亿元、1.90 亿元和 0.82 亿元，营收占比分别为 31.1%、35.2%、22.5%和 9.7%。从收入构成上看，目前咬胶类产品仍然为公司贡献了 60%以上的营收，但营养肉质零食、主粮和湿粮产品发展较快，营收占比逐步上升。

图 1：公司分产品收入（亿元）

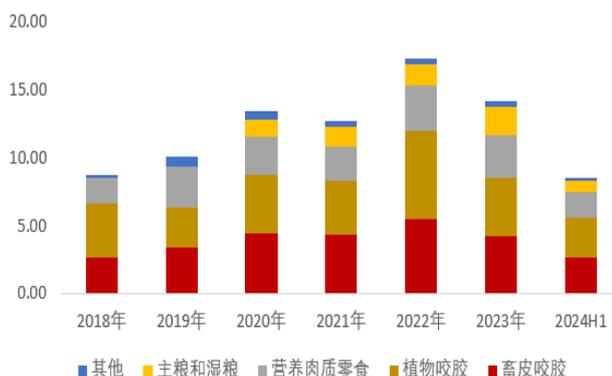
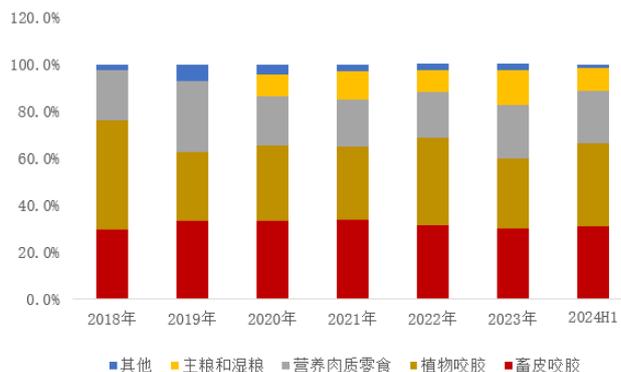


图 2：公司分产品收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 1.2 多品牌矩阵 大单品发力

**实施多品牌矩阵。**公司目前在国内市场拥有爵宴、好适嘉、齿能等自主品牌。爵宴定位在中高端层次的肉质宠物食品，主打高肉、纯天然的产品系列；在品类打造上，爵宴现阶段以狗粮为主，形成了高品质肉干、湿粮罐头、风干粮等单个比较大的品类。好适嘉品牌定位于精准营养主义的中端宠物食品品牌，产品品类主要为湿粮、新型主粮以及部分零食；在主粮品类上，主要以猫食用的主食罐、冻干等产品。齿能是公司针对不同年龄犬类的牙齿状况研发，贴合宠物牙齿结构，更有利于牙齿健康的成分，全面助力牙齿健康，是全球首个分龄宠物口腔护理品牌；目前齿能产品主要包括健齿环、洁齿骨、护齿棒等。目前，公司已基本完成自有品牌的框架搭建，具体实施策略为：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，满足终端消费者的多元化需求。

表 3：公司核心自主品牌简介

公司品牌	产品种类	品牌简介
齿能	主要针对犬提供健齿环、洁齿骨、护齿棒等	公司针对不同年龄犬类的牙齿状况研发，贴合宠物牙齿结构，更有利于牙齿健康的成分，全面助力牙齿健康，是全球首个分龄宠物口腔护理品牌。
爵宴	现阶段以狗粮为主，形成了高品质肉干、湿粮罐头、风干粮等单个比较大的品类	爵宴定位于中高端层次的肉质宠物食品，主打高肉、纯天然的产品系列。
好适嘉	主要针对猫提供湿粮、新型主粮以及部分零食等	好适嘉定位于精准营养主义的中端宠物食品品牌，以“科学配方，精准营养”为理念。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

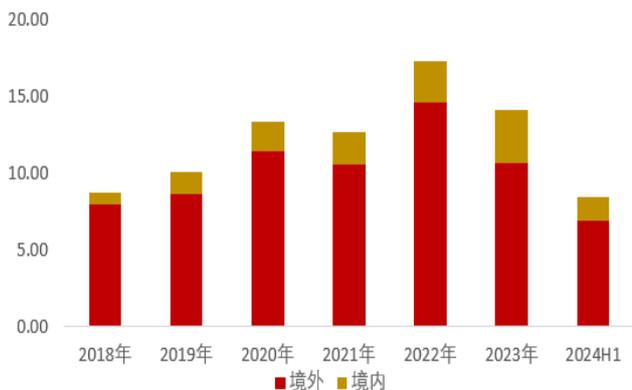
**坚持大单品策略。**在国内市场，在品牌建设前期，公司主要以打造细分市场的领先产品为主，从而进一步形成畅销爆款产品。在爆款产品打造出来并形成一定的销售规模后，进行适当的品类扩张，通过爆款产品矩阵实现打造爆款品牌的目标。近两年，公司已在终端市场打造出爵宴鸭肉干、好适嘉（98K）湿粮罐头等多个畅销大单品，直接带动了自主品牌收入规模和品牌曝光度的快速提升，尤其是爵宴品牌下的部分产品在各线上平台持续保持在销量前列。今年“6·18”期间，爵宴登上天猫狗零食品牌榜单、京东狗食品自营竞速榜第二名，多款产品成为爆款。其中，爵宴鸭肉干摘得抖音幼犬零食爆款榜、天猫狗零食累计交易榜、京东狗零食累计成交榜单桂冠，黑马爵宴美食家狗罐头位居天猫狗零食罐头交易量榜单头名，新品爵宴原生风干粮登上抖音鸭肉味犬主粮、京东风干狗干粮榜首。

## 1.3 持续开拓海内外市场 全渠道布局

**持续开拓海内外市场。**在国外市场，公司主要采用 ODM 模式，有利于发挥在各国制造、研发等优势，是在当前所处环境和发展阶段下的最优选项。在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司非常重视自主品牌在海外市场的培育，目前已在加拿大沃尔玛和欧洲部分商超等零售渠道销售自主品牌的产品。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，直销和分销协同开展，聚焦自主品牌和差异

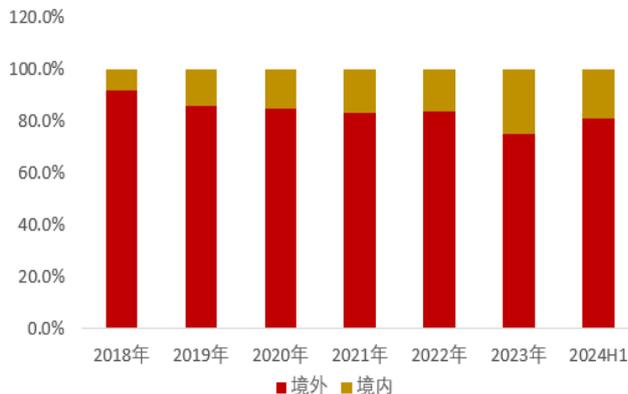
化的产品。目前，公司产品出口占比较大，但国内市场营收规模的年均增速高于国外市场，国内市场营收占比呈上升趋势，未来将成为公司业务的核心增长点。

图 3：公司境内外收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 4：公司境内外收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

**在线上渠道方面：**公司已在天猫、京东、抖音等主流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，通过直播、建立私域流量等新型营销方式适配中国市场，提高流量转化效率。公司在线上采取多渠道销售策略。其中，一级渠道依托天猫、京东等传统电商平台进行布局，各品牌旗舰店配合自有专营店及线上分销完成销售目标；二级渠道，围绕抖音、小红书、公众号、微博等平台进行布局，核心是构建品牌用户流量池，完善用户运营体系，完成品牌用户的直接高效转化。

**线下渠道方面：**公司已与全国主要省市的区域代理商和批发商建立紧密合作关系，采取分渠道、结构扁平化的经销商策略，将产品辐射至大型商场和各终端门店；同时与宠物连锁医院或宠物超市建立了独立直供合作。公司还在尝试与线下代理进行深度合作，将其职能转变为服务商，公司、线下门店与服务商（代理商）形成更加高效的合作模式，打造利益更加一致的新型合作关系。此外，公司已在京沪杭等地实施直营与代理商并行的线下经销模式。

#### 1.4 全球化产能布局 新增产能不断释放

公司目前在海内外均有产能布局，新增产能将逐步释放。公司是较早响应国家“一带一路”倡议并成功实施“走出去”发展的企业，通过“一带一路”国家实现资源的优化配置。目前公司在中国（温州、泰州）、越南、柬埔寨、新西兰等国家设有生产基地，能为国内外市场提供品类丰富、高品质的宠物食品，满足国内外客户对产品多样化的需求。其中越南生产基地建设较早，运营成熟，目前约有 1.5 万吨宠物零食产能，目前处于满产水平。柬埔寨工厂于 2022 年正式投用，目前约有 1.12 万吨宠物零食产能，其中年产 9200 吨宠物休闲食品新建项目产能正处于产能爬坡阶段，产能尚未完全释放。公司在新西兰有两家工厂；一家是 2018 年收购的 Alpine 宠物零食，2023 年营业收入在一亿元左右；另外一家是公司自建年产 4 万吨的高品质宠物干粮产线，已于今年 3 月份正式投用，今年为其商业化运营的第一年，产能尚未大规模释放。目前公司在建的产能主要包括由公司温州工厂和泰州工

厂同时承建的年产 5 万吨新型宠物主粮项目、新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目，预计分别将于 2024 年 6 月底和 2025 年 12 月底达到预定可使用状态。

表 4：公司海外工厂产能及在建产能

工厂	品类	设计产能	目前释放产能
柬埔寨	宠物咬胶、主粮、肉质零食	11200	3000
越南	宠物咬胶、肉质零食	15000	15000
新西兰	肉质零食	2000	2000
新西兰	宠物干粮	40000	--
新西兰	宠物湿粮	30000	--
中国-温州/泰州	新型宠物主粮	50000	--

资料来源：公司 2023 年年度报告，投资者关系活动记录表，互动平台问答，东莞证券研究所

### 1.5 不断提高研发创新能力

**不断提高研发创新能力。**公司系国家重点高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业，建有省级宠物健康营养产品研究院、高新技术企业研发中心和企业研究院等多个研发平台，负责公司新技术、新产品、新工艺的研发、推广、改进及技术创新管理，为公司的发展提供战略指导及技术支撑。公司还通过完善和优化科技创新制度、提供适宜的制度安排和创新环境、积极引进人才等途径，成功建立了具备较强竞争力的企业技术研发创新体系。

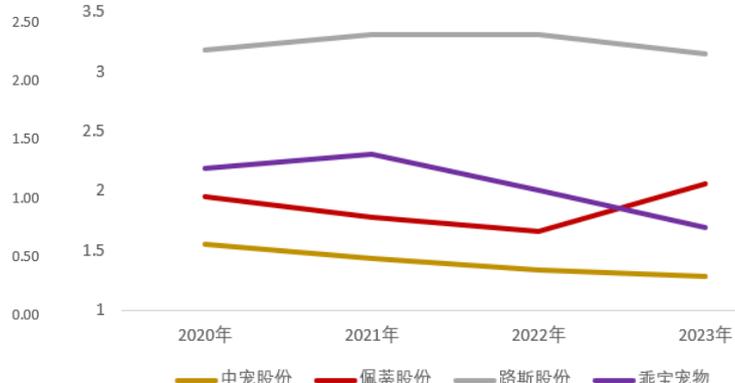
**保持相对较高的研发投入。**公司 2023 年研发支出 2903.7 万元，同比增长 0.8%。在主营业务收入有所下滑的背景下，公司依然保持了较高的研发投入强度。2023 年，公司研发投入占当期营业收入比例约为 2.06%，同比提升 0.4 个百分点。与可比公司相比，公司研发投入增速较低，但研发投入占营业收入的比例相对较高。公司保持相对较高的研发投入，为未来的可持续、健康发展奠定坚实的技术基础。

图 5：公司研发支出及其占比（万元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 6：研发支出占营业收入比例（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

**不断推进技术革新。**通过与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划以及自主研发等多种渠道，目前公司的核心技术已在国内外获得多项专利保护，并作为主要参与方起草了国家标准《宠物食品-狗咬胶》（GBT23185-2008）。通过多年的技术积累，公司已将畜皮咬胶的清洁化生产工艺技术、胶原纤维复合技术、液熏技术、动植物蛋白混合制备技术、宠物食品压纹技术、宠物食品冷冻干燥技术、农产品精深加工工艺、胶原蛋白宠物食品生产制备技术等应用于产品的研发和工艺的改进，促进产品的更新换代，满足客户和消费者不断升级的需求。

**表 5：公司主要研发项目**

主要研发项目名称	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
胶原蛋白宠物食品的研究	已形成初步的小试数据，将进入大生产的准备阶段	通过对胶原蛋白交联改性技术的应用，制作胶原宠物食品，达到节约原材料，起到新产品开发的目的。	本项目通过胶原交联改性技术的应用，提升畜皮的利用率，提高新产品的附加值，同时也进一步丰富公司产品线。
改善植物咬胶适口性的研究	本项目已形成完整的产品配方，小样通过宠物的适口性比较，将进入大生产的调试。	利用对植物胶适口性的改良，更新换代现有产品，实现对目前成熟产品的替代，达到零食主粮化的目的，满足市场多元化的需求。	植物咬胶是公司优势的产品，公司具有生产工艺和配方核心技术，通过进一步的研究，将提升市场的认可度，满足新市场和客户的需求。
一种新型无添加鸭肉及其生产方法	已经完成产品的小试，正在生产大试的阶段，经过进一步的试验室的比对，将进入定单生产的应用	本新产品通过变温慢烘工艺，增加肉干的脆度，从而提升口感。本发明通过低温烘干，可以最大程度保持鸭肉最初营养元素。制作了无添加鸭肉，不含添加剂，提高了适口性，且更健康。	通过持续的新产品开发，丰富公司的产品品类，打造自主品牌爆品销售，同时通过新技术的更新，进一步满足提高产品的营养和适口，满足宠物对天然鸭肉干的需求。
一种再生皮宠物食品及其制备方法	已取得比较好的宠物食用后的比对数据，现正应用于客户的定单进行商业化大生产	产品保留了皮类的纤维感，降低了部分韧性，同时保留了产品的适口性，提高了产品的消化率。	提高原材料的利用率，优化生产成本，增加功能性产品的品类。
全价营养的湿粮宠物食品的研发	已经完成所有研究开发任务，目前已经完成主要技术点的研发，将进入大生产的验证阶段	获得全价营养的宠物罐头食品。产品适口性好、水分含量接近新鲜食材，科学的氨基酸与脂肪酸比例，更好的满足宠物的营养需求。	本产品将弥补公司在全价营养湿粮产品上品类的短缺，丰富公司的产品类别，为公司自主品牌销售提供更多的产品支持。
风干幼猫成长粮的制备和研究	已完成立项，组建项目团队，按立项任务书的要求开展原材料的采购、工艺的研究和实验工作	该工艺不加淀粉即可成型，并且加工温度远低于常规膨化粮，可更好的保留原始风味与营养成分，更好的满足幼年猫的营养需求。	通过对创新工艺的应用，达到新产品研发的目的，在研发过程中不断优化各参数，实现产品市场化销售，提升公司在主粮方面的技术积累和储备

资料来源：公司 2023 年年度报告，东莞证券研究所

## 1.6 业绩和盈利能力有望回升

**2023 年业绩有所下滑，2024 年业绩有望保持回升。**2023 年，公司实现营业总收入 14.11 亿元，同比下降 18.51%，其中境外市场营收同比下降 27.1%，境内市场营收同

同比增长 27.3%；营收同比下滑主要受海外市场特别是美国市场去库存的影响。纵观 2023 全年，海外市场经历了由去库存到主动补库存的过程，各季度收入呈现出环比持续上升的趋势，也带动了各季度业绩的环比上升；在国内市场，得益于自主品牌业务的顺利拓展，特别是爵宴、好适嘉等核心品牌，通过爆款单品模式，快速带动国内市场业务收入的长。受海外市场收入下滑及费用率上升拖累，公司 2023 年归母净利润亏损 0.11 亿元。进入 2024 年，随着海外市场需求的恢复及对国内市场的开拓，公司业绩逐步回升。2024 年上半年，公司实现营业总收入 8.46 亿元，同比增长 71.64%；其中来自国外和国内市场的销售收入分别达到 6.89 亿元和 1.57 亿元，分别同比增长 87.8%和 24.6%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比增长 329.38%；主要得益于收入增长及费用率下降。随着公司国外工厂产能释放和经营效率提升，以及国内自主品牌业务持续增长，公司业绩有望保持回升。

图 7：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）



图 8：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）



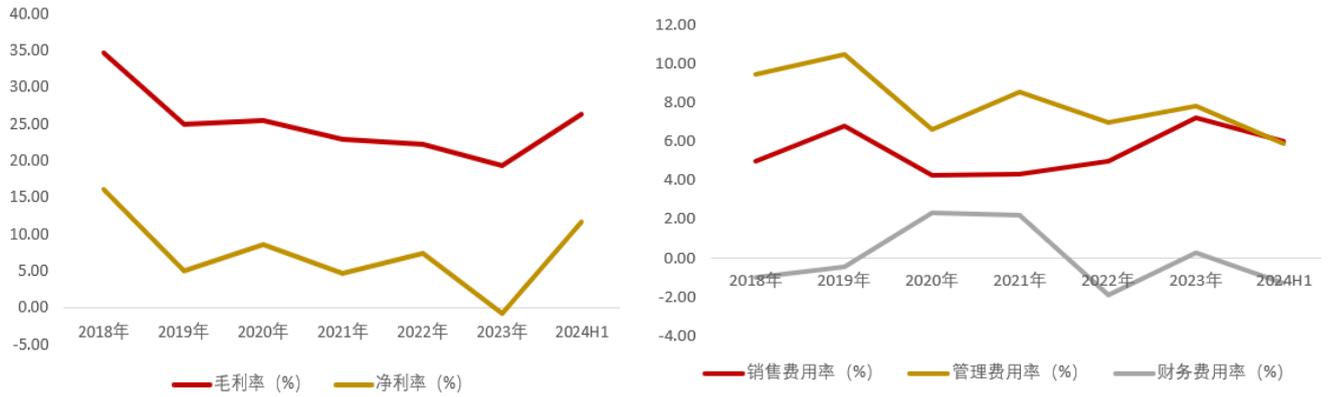
资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

**盈利能力有望保持回升。**2023 年，公司综合毛利率同比下降 2.97 个百分点至 19.33%，主要受国外市场毛利率下降拖累；净利率下降至 -0.79%，主要受毛利率下降和费用率上升拖累。2024 年上半年，公司综合毛利率同比提升 10.9 个百分点至 26.35，其中畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮湿粮等产品毛利率分别同比提升 11.51 个百分点、7.86 个百分点、16.82 个百分点和 3.2 个百分点。上半年，公司净利率回升至 11.58%，较去年同期扭亏为盈，主要得益于毛利率回升及费用率下降。后期随着公司加强对海外生产基地的经营管理和国内外市场的拓展，公司盈利能力有望保持回升。

图 9：公司毛利率净利率（%）

图 10：公司期间费用率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

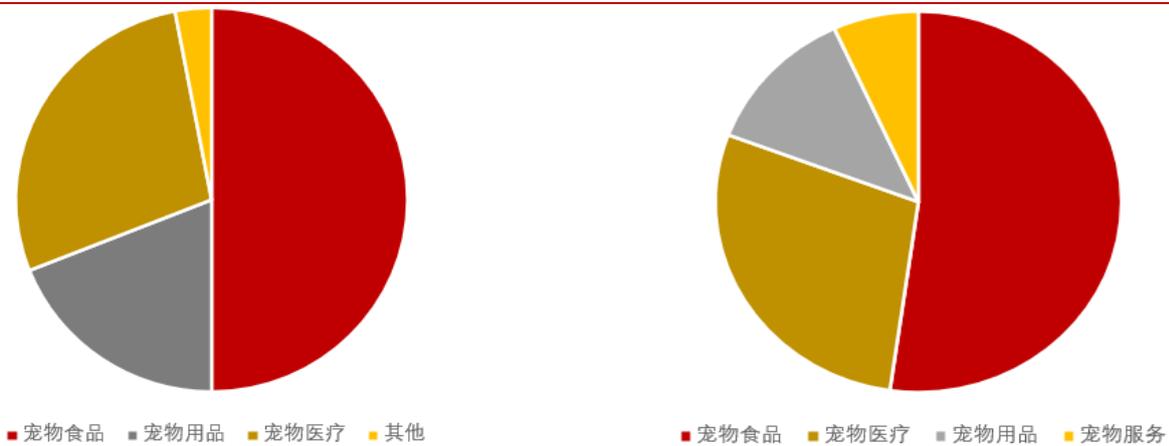
资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 2. 宠物食品行业前景广阔

宠物食品在宠物产业链上占据着最大市场份额。宠物食品作为宠物的刚需用品，在宠物产业链上占据着主要的消费市场。根据欧睿国际 2018 年数据显示，在全球宠物市场上，宠物食品占比达到 50%，宠物医疗和宠物用品占比为 28%和 19%。根据《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，在我国宠物市场上，2023 年宠物（犬猫）消费品类中，宠物食品占比达到 52.3%，宠物医疗和宠物用品占比分别为 28.5%和 12.5%。

图 11：2018 年全球宠物行业市场占比 (%)

图 12：2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费结构 (%)

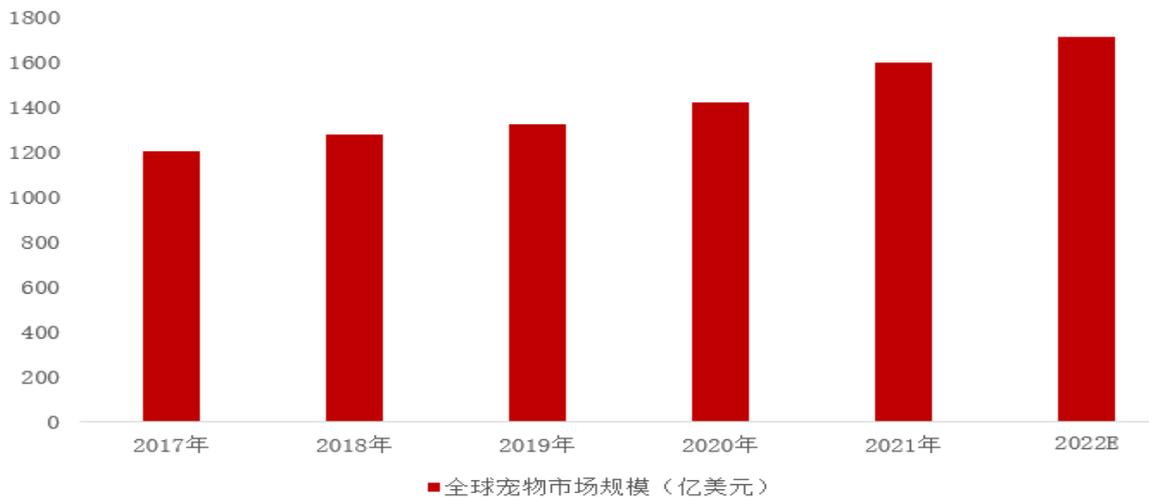


资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册资料来源：《2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所稿）》，东莞证券研究所

### 2.1 全球宠物食品市场发展较为成熟

发达国家宠物行业起步早，目前发展较为成熟。发达国家宠物行业起步早，目前产业链较为完整和成熟，已形成了宠物食品、宠物用品、宠物美容、宠物医疗、宠物训练、宠物保险等产业链条。近几年来，全球宠物市场进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物市场规模由 1204 亿美元增长至 1713 亿美元，CAGR 约为 7.3%。

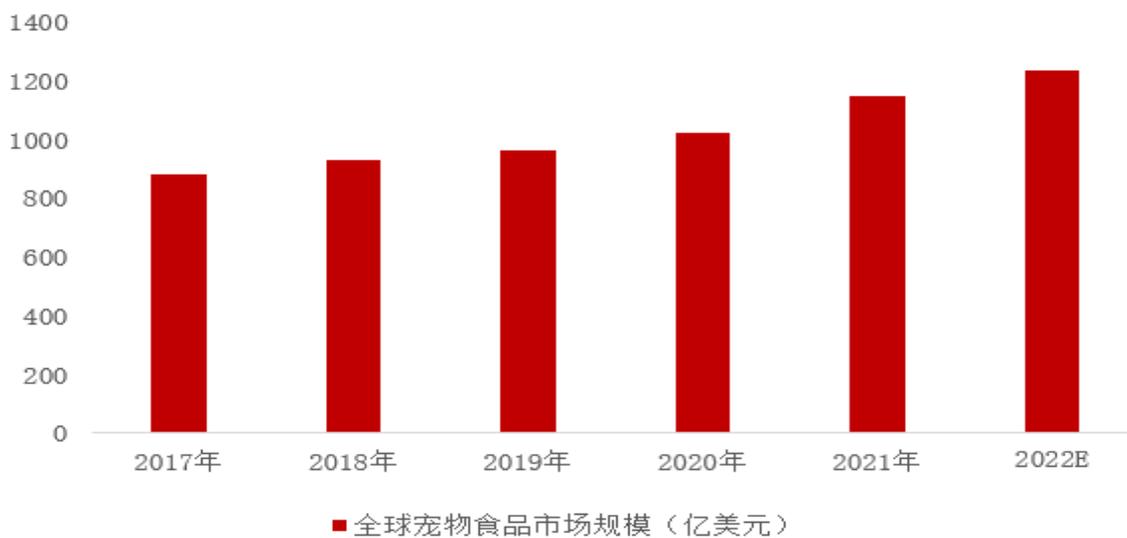
图 13：全球宠物市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

**全球宠物食品市场规模保持稳增。**全球宠物食品市场近年来已进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物食品市场规模由 881 亿美元增长至 1235 亿美元，CAGR 约为 7.0%。未来随着宠物食品品类的不断丰富以及渗透率的持续提升，全球宠物食品市场有望保持平稳增长的态势。

图 14：全球宠物食品市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所，东莞证券研究所

## 2.2 我国宠物食品短期出口有望回升 中长期有望持续扩容

### 2.2.1 我国宠物行业起步较晚

**我国宠物行业起步较晚。**我国现代意义上的宠物行业于 20 世纪 90 年代起步，大致经历了启蒙期、成长期和高速发展期。我国宠物行业已步入高速发展时期，各类新型服务模式在宠物行业展开，国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化。

表 6：中国宠物行业发展历程

启蒙期（1990 年-1999 年）	成长期（2000 年-2014 年）	高速发展期（2015 年至今）
1992 年，中国小动物保护协会成立	宠物角色发生转变，由“功能性”角色逐渐转型为“情感性”角色	伴随国民经济的发展、人均可支配收入的提升和消费升级的趋势，我国宠物行业步入高速发展的阶段
“宠物伴侣”理念在中国兴起	伴随互联网的发展，第一批网络宠物服务平台兴起	各类新型服务模式在宠物行业展开
1993 年，国际品牌“皇家”、“玛氏”正式进入中国市场	国内开始出现宠物用品制造厂商，但规模较小	国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化

资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

### 2.2.2 我国宠物及宠物食品市场规模不断扩大

我国宠物和宠主数量总体上保持上升。宠物犬和猫仍是我国宠物的主要类型，2018-2023 年我国城镇犬猫数量由 9149 万只增长至 12155 万只，CAGR 约为 5.8%；其中宠物犬数量由 5085 万只增长至 5175 万只，CAGR 约为 0.4%；宠物猫数量由 4064 万只增长至 6980 万只，CAGR 约为 11.4%。宠主数量总体保持上升。2018-2022 年，我国城镇宠物（犬猫）主由 5648 万人增长至 7043 万人，CAGR 约为 5.7%；其中城镇宠物（犬）主由 3390 万人增长至 3412 万人，CAGR 约为 0.2%；城镇宠物（猫）主由 2258 万人增长至 3631 万人，CAGR 约为 12.6%。

图 15：2018-2023 年中国城镇宠物犬猫数量（万只）

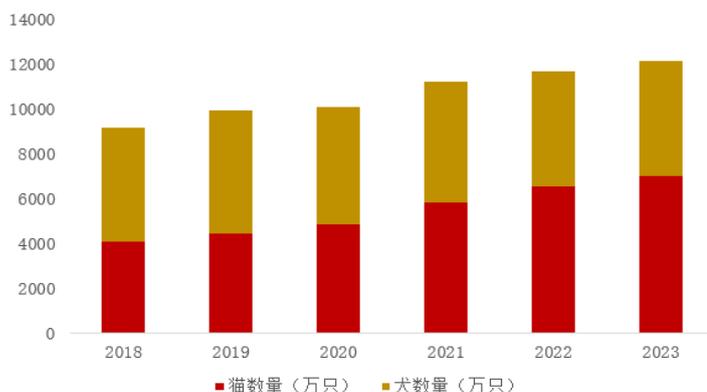
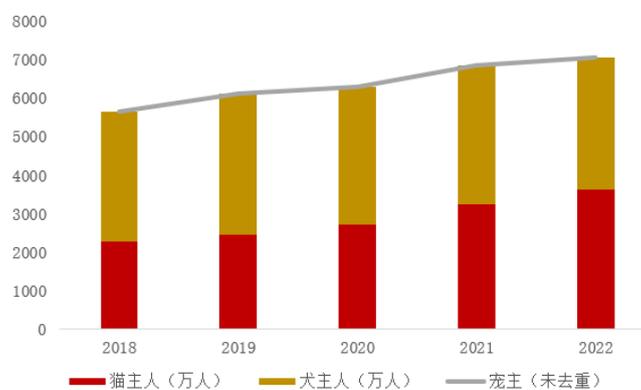


图 16：2018-2022 年中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）

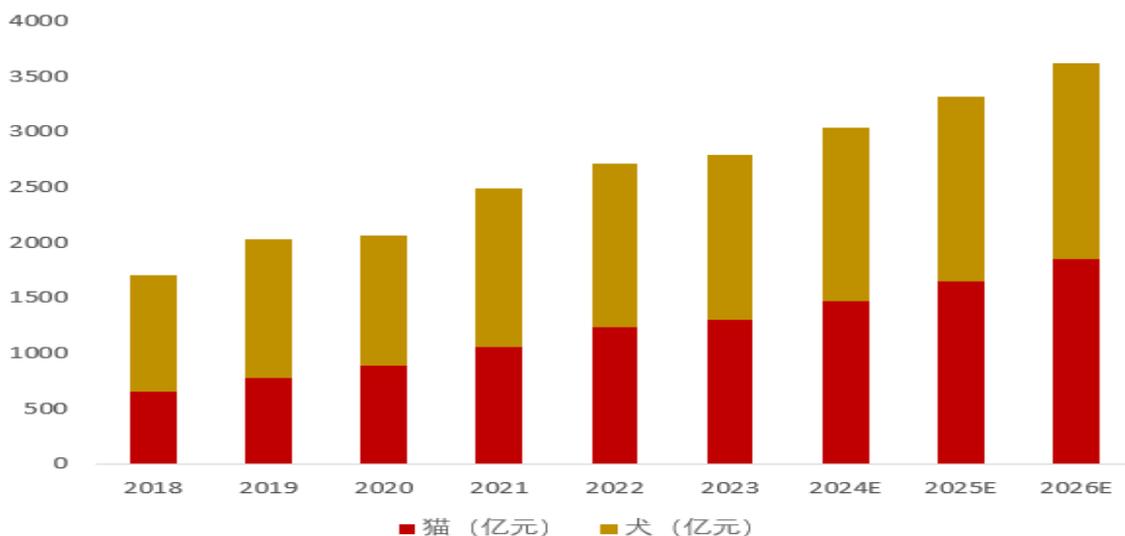


资料来源：《2021-2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物市场规模有望不断发展壮大。根据 2022 年和 2023 年中国宠物行业白皮书数据，2018-2023 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模由 1708 亿元增长至 2793 亿元，CAGR 约为 10.3%；其中城镇宠物犬消费市场规模由 1056 亿元增长至 1488 亿元，CAGR 约为 7.1%；城镇宠物猫消费市场规模由 652 亿元增长至 1305 亿元，CAGR 约为 14.9%。预计到 2026 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模有望达到 3613 亿元，其中城镇宠物犬和猫消费市场规模分别有望达到 1847 亿元和 1766 亿元。

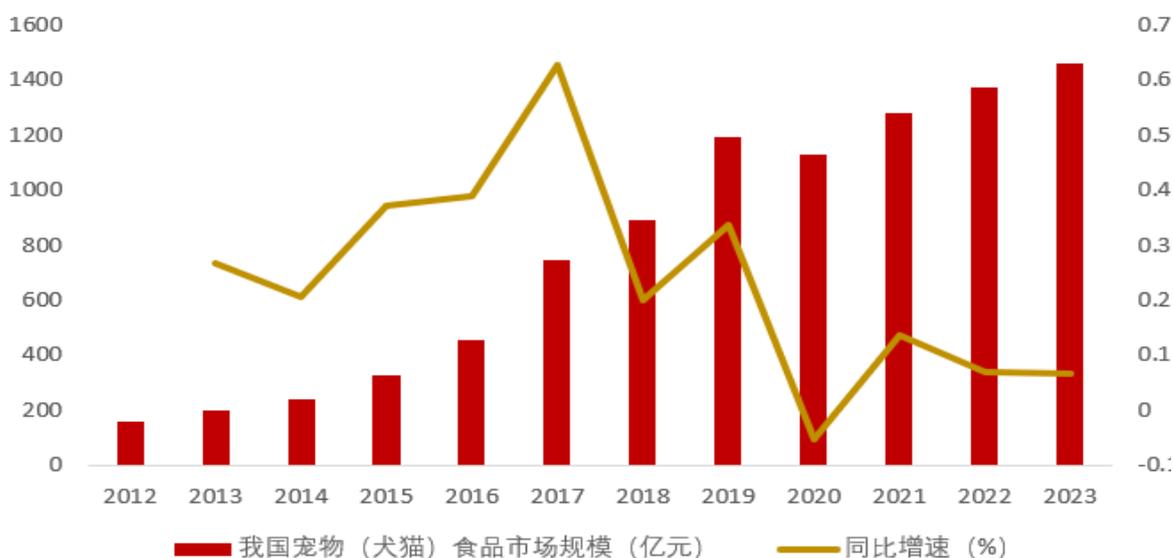
图 17：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：《2022-2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物食品市场规模以快于全球市场增速扩容。根据历年《中国宠物行业白皮书》，2017-2023 年，我国宠物（犬猫）食品市场规模由 157 亿元增长至 1461 亿元，CAGR 约为 22.5%，增速远快于全球宠物食品市场，主要受益于我国经济增长、人均收入提高、养宠人数增加及宠物支出增长等因素。

图 18：我国宠物（犬猫）食品市场规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，《乖宝宠物 2023 年年度报告》，东莞证券研究所

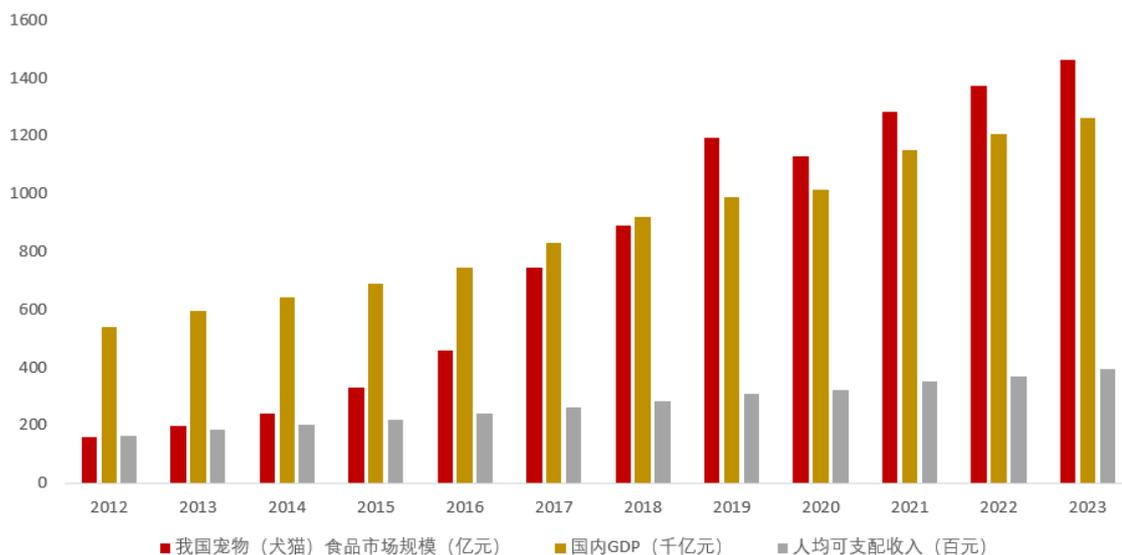
### 2.2.3 多重因素推动我国宠物食品市场扩容

#### (1) 我国经济发展及人均收入不断提高，将推动宠物食品市场快速发展

我国经济发展和人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。2013-2023 年，我国国内 GDP 规模由 59.3 万亿元增长至 126.1 万亿元，CAGR 约为 7.8%；我国居民人均可支配收入由 18311 元增长至 39218 元，CAGR 约为 7.9%。伴随着我国经济不断增长及居民人均可

支配收入不断提升，物质生活水平不断提高，人们越发注重精神需求的满足，养宠物作为情感寄托的需求上升，宠物食品市场规模也随之增长。2013-2023 年，我国宠物食品行业市场规模由 199 亿元增长至 1461 亿元，CAGR 达到 22.1%；除 2020 年受到疫情影响规模有所回落外，其他年份均保持较快增长。未来随着我国经济持续发展，人均收入持续提升，宠物食品市场有望保持较快发展。

图 19：我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比



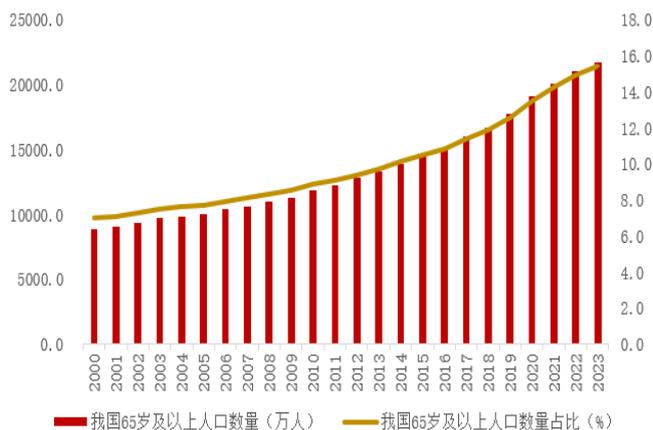
数据来源：国家统计局，wind，《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

## （2）人口结构变化带来宠物陪伴需求上升

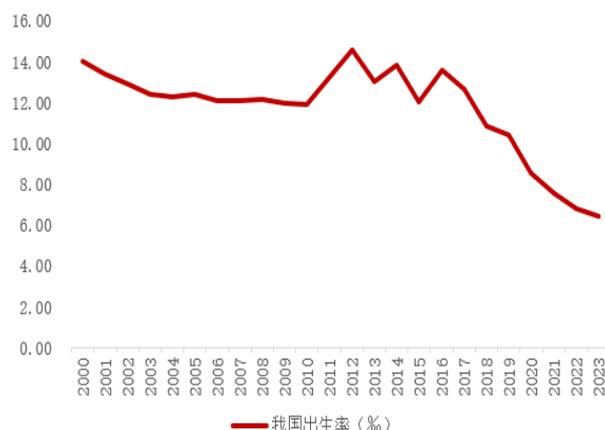
**老龄化、少子化带来宠物陪伴需求不断上升。**我国于 2000 年进入老龄化社会。截至 2023 年底，我国 65 岁及以上老年人口数量达到 2.17 亿人，占我国总人口的比例达到 15.4%。当前我国已处于深度老龄化社会时期，未来我国老龄化还将加速。根据联合国发布的《世界人口展望 2022》预测，到 2050 年，我国 60 岁及以上老年人口将超过 5 亿人，占比将达到 38.81%，将进入重度老龄化社会。随着老年人口的增多，我国空巢老人数量将持续增长。目前我国空巢老人占比已超过一半。另外，再加上近几年我国出生率下降，少子化、家庭规模小型化，人们对于宠物作为精神陪伴的需求不断上升。

图 20：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%）

图 21：我国出生率（‰）



数据来源：wind，东莞证券研究所

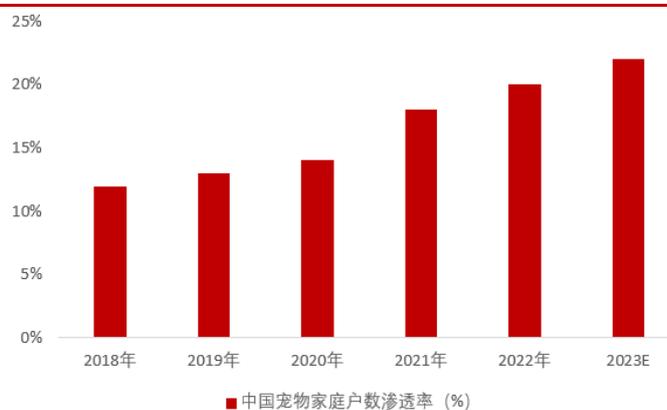


数据来源：wind，东莞证券研究所

### (3) 我国养宠渗透率未来还有较大提升空间

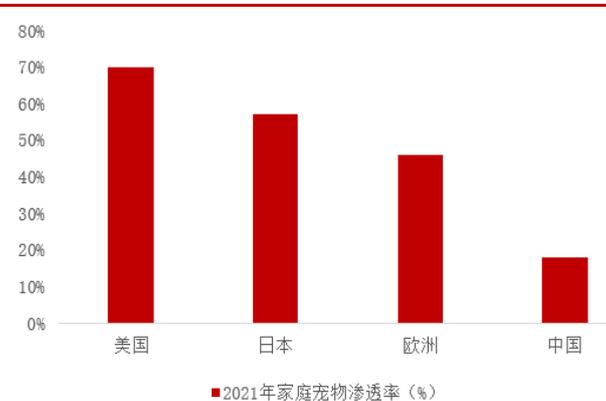
与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率还有较大提升空间。根据《2022年中国宠物行业白皮书》数据，2022年我国单只宠物犬年均支出2882元，单只宠物猫年均支出1883元。而同期，日本单只宠物犬年均支出34万日元（按目前汇率折算约合人民币1.67万元），单只宠物猫支出16万日元（按目前汇率折算约合人民币0.78万元）；2020年美国单只宠物犬年均支出约1381美元（按目前汇率折算约合人民币0.98万元），单只宠物猫年均支出908美元（按目前汇率折算约合人民币0.65万元）。未来随着我国经济发展、人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 22：中国宠物家庭户数渗透率 (%)



数据来源：京东《2022-2023年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

图 23：我国养宠渗透率与欧美日相比 (%)



数据来源：京东《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

### (4) 我国单只宠物年均支出还较低

我国单只宠物年均支出与成熟市场相比还较低。根据《2022年中国宠物行业白皮书》数据，2022年我国单只宠物犬年均支出2882元，单只宠物猫年均支出1883元。而同期，日本单只宠物犬年均支出34万日元（按目前汇率折算约合人民币1.62万元），单只宠物猫支出16万日元（按目前汇率折算约合人民币0.76万元）；2020年美国单只宠物犬年均支出约1381美元（按目前汇率折算约合人民币1万元），单只宠物猫年均支出908美元（按目前汇率折算约合人民币0.66万元）。未来随着我国经济发展、

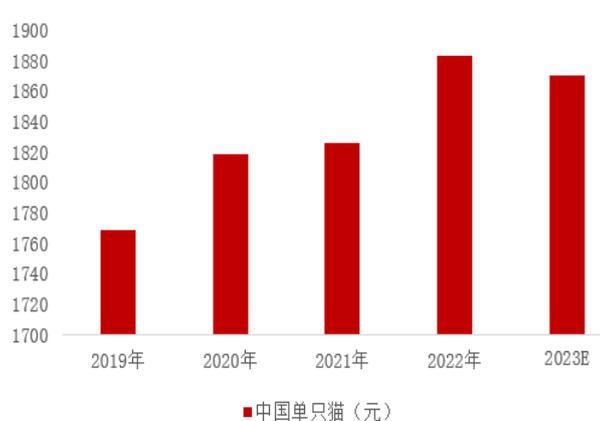
人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 24：中国单只宠物犬年均支出（元）



数据来源：《2022年-2023年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

图 25：中国单只宠物猫年均支出（元）



数据来源：《2022年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

### 2.2.4 我国宠物食品出口有望回升

我国宠物食品出口有望回升。自 2023 年 9 月开始，我国宠物食品出口持续回暖。根据海关总署数据，2023 年 9-12 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额分别为 1.12 亿美元、1.01 亿美元、1.04 亿美元、1.13 亿美元，分别同比增长 29.35%、14.61%、28.15%和 19.34%。进入 2024 年，我国宠物食品出口保持回升。2024 年 7 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额 1.35 亿美元，同比增长 20.8%；2024 年 1-7 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料累计出口额 8.36 亿美元，同比增长 20.8%。

图 26：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额当月值及其同比增速（万美元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%）



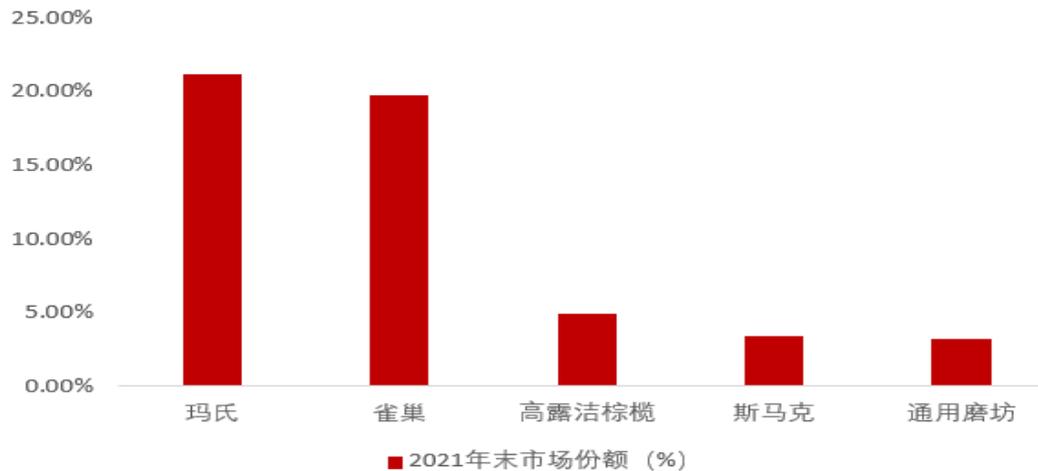
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2.3 我国宠物食品市场竞争格局分散 国产正在崛起

我国宠物食品市场竞争格局较为分散，国产正在崛起。全球宠物食品市场集中度较高，2021 年，CR5 约为 52.5%，前五大厂商玛氏、雀巢、高露洁棕榄、斯马克和通用

磨坊市场份额分别约为 21.2%、19.8%、4.9%、3.4%和 5.2%。同期我国宠物食品市场 CR10 约为 24%，其中国际龙头美国玛氏市场占比仅为 8%，竞争格局较为分散。国内宠物食品企业早期大多以 OEM/ODM 业务为主。近几年随着线上渠道的迅速发展，本土宠物食品企业借助电商渠道抢占市场份额，头部外资品牌市场份额受到挤压。海外企业多采用多品牌战略来覆盖不同品种、品类和价格区间的产品。国内企业多采用单一品牌战略，以爆款产品打开市场，后迅速拓展产品品类，并凭借供应链优势打造出高性价比。

图 28：2021 年全球宠物食品市场竞争格局



数据来源：欧睿国际，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

### 3. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。预计公司 2024-2025 年 EPS 分别为 0.66 元和 0.85 元，对应 PE 分别为 19 倍和 15 倍。我国宠物食品出口有望持续回升，国内宠物食品市场未来有望不断扩容，国产龙头有望受益。从短期来看，随着公司国外工厂产能逐步释放和经营效率提升，以及国内自主品牌业务持续增长，公司业绩有望保持回升。公司不断拓展品类，实施多品牌矩阵、大单品发力策略，并持续开拓海内外市场，全渠道运营，全球化产能布局；并不断提高研发创新能力和推进技术革新，公司未来发展可期。维持对公司的“买入”评级。

表 7：公司盈利预测简表（2024/8/29）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,411	2,054	2,665	3,360
营业总成本	1,390	1,849	2,392	3,018
营业成本	1,138	1,524	1,944	2,429
营业税金及附加	5	6	9	11
销售费用	102	144	195	252
管理费用	111	154	205	265
财务费用	4	-21	-13	-7
研发费用	29	41	53	67

公允价值变动净收益	1	0	0	0
资产减值损失	-4	-5	-7	-8
<b>营业利润</b>	3	197	257	326
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	3	197	257	326
减：所得税	19	29	39	49
<b>净利润</b>	-16	167	219	277
减：少数股东损益	-5	4	7	8
<b>归母公司所有者的净利润</b>	-11	163	212	269
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>(0.04)</b>	0.66	0.85	1.08
<b>PE（倍）</b>	<b>-278</b>	19	15	11

数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 4. 风险提示

**（1）原材料价格波动的风险。**公司生产所使用的原材料主要为生皮、鸡肉、植物性淀粉等，其价格波动对公司的经营业绩存在一定影响。如果原材料价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和生产成本的控制带来不确定性。

**（2）汇率波动的风险。**公司外销收入占比较高，结算币种主要为美元及部分其他外汇。随着业务规模的扩大，汇率波动可能会产生相应汇兑损失，将对公司及子公司的经营业绩造成一定影响。

**（3）全球化经营风险。**公司先后在越南、新西兰、柬埔寨等地设立生产基地。随着海外生产基地产能的持续释放和投资项目的持续增加，公司海外经营规模迅速扩大，资产规模、员工数量也随之快速增加，对公司的经营管理水平、内部治理结构、内部控制措施的有效执行带来了挑战。同时，投资项目所在国如未来出现汇兑限制、外资政策变化、东道国政府征收、战争及政治、公共卫生事件等情形，可能给公司带来投资损失。

**（4）市场竞争加剧的风险。**随着居民在宠物方面的消费能力和消费意愿不断提升，国内宠物行业依然具备很大的发展空间，宠物食品作为刚性需求，市场前景广阔。外资品牌在宠物主粮领域依然占据优势地位，国内宠物企业众多，行业集中度低，现仍有大量产业资本进入宠物行业，参与市场竞争，宠物行业未来市场竞争将加剧。

**（5）新产品及自有品牌开发推广风险。**为扩大市场规模以及满足顾客消费需求的不断升级，公司自成立以来一直致力于研发并且不断推出新产品，并基于自身在宠物零食领域的经验，通过新建产能等方式向宠物主粮等产品拓展。尽管公司前期进行了充分的市场调研，并制定了严格的标准和程序以保证产品质量，但是由于国内主粮市场长期被国外品牌占据，如果未来公司新产品由于品牌认可度低、海外竞争对手渠道挤压等因素，而不被消费者认可，则存在一定新产品开发推广风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn