

佩蒂股份（300673）

产能突破释放成长，自主品牌渐露头角

买入（首次）

2024 年 12 月 10 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1732	1411	1992	2429	2876
同比（%）	36.27	(18.51)	41.17	21.93	18.38
归母净利润（百万元）	127.12	(11.09)	183.91	233.61	293.56
同比（%）	111.81	(108.72)	1,758.20	27.02	25.66
EPS-最新摊薄（元/股）	0.51	(0.04)	0.74	0.94	1.18
P/E（现价&最新摊薄）	31.81	(364.57)	21.99	17.31	13.77

投资要点

■ **佩蒂股份：咬胶领域龙头，2018 年开始品类多元化、国内外并举。**1) 以咬胶产品起家，植物咬胶+畜皮咬胶占比 60%以上，植物咬胶过去是公司毛利率最高产品，销售模式以代工为主远销国外，和国外客户合作稳定。2) 2018 年贸易战后提出“双轮驱动”战略，开始着手打造自主品牌，进军国内市场。截止 2024H1，国内市场占比已经接近 20%，自主品牌“爵宴”在鸭肉干零食赛道取得 TOP1 成绩。公司 2015-2020 年保持双位数以上增长，2021-2023 年期间略有承压，2024 年以来恢复正增长。2014 年至 2023 年，公司复合增速达到 15.1%。

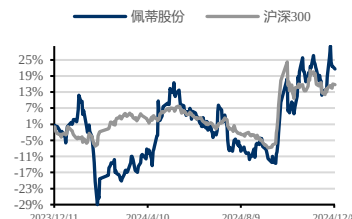
■ **处于产能驱动阶段，下游需求景气。**上市至今公司一直处于产能扩张中，与此同时产销量也同步提升，产能利用率处于高位，充分说明公司产品下游需求良好。**目前的产能布局：**1) 国内：温州和平阳是佩蒂股份的总部所在地，江苏泰州工厂主要生产新型主粮和湿粮。2) 海外：越南拥有越南好嚼、越南巴啦啦和越南德信三大工厂，柬埔寨爵味工厂目前处于产能快速爬坡阶段，新西兰干粮产线已建成，依托当地优质牛羊肉等原料，具有较强的成本优势。今年以来国内新型主粮和湿粮产能和新西兰高端干粮产线逐步投产，为后续的发展储备了产能基础。

■ **未来增量看国内自主品牌。**我国宠物企业的发展脉络很清晰：先国外再国内，先代工再自主品牌。乖宝宠物较早（2013 年）开始在国内打造自主品牌，目前其营收体量、增速、盈利水平都处于行业前列，给同行提供了良好的借鉴案例。**再看佩蒂，公司抓住电商渠道红利，逐步转向空间更大的主粮赛道。**目前配套产能开始逐步落地，营销方面公司已经成功通过电商渠道打造出大单品爵宴鸭肉干，我们认为当前阶段仍处于培育消费者心智的黄金期，具备良好的持续性和延展性。比如，爵宴在今年“618”期间保持 67%的亮眼增速，同时爵宴主粮新品才推出几个月，也在“618”期间位居细分赛道榜首。**反应在报表端，2018-2023 年期间公司国内市场 CAGR 达到 37.8%，2024H1 同比增长 24.8%。**而且随着自主生产的比例提升，国内市场的毛利率也呈现逐年提升的态势。

■ **盈利预测与投资评级：**2024 年海外订单修复，在低基数下实现高增，往后看预计海外市场需求稳定增长；国内市场随着产能落地，产品持续推广，预计占比和盈利能力都会持续提升。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 19.9/24.3/28.8 亿元，同比增长 41%/22%/18%；实现归母净利润 1.8/2.3/2.9 亿元，同比增长 1758%/27%/26%；对应 PE 为 22/17/14X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险、汇率波动风险、海外经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.12
一年最低/最高价	8.82/17.59
市净率(倍)	2.19
流通 A 股市值(百万元)	2,611.27
总市值(百万元)	4,011.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.36
资产负债率(% ,LF)	35.88
总股本(百万股)	248.83
流通 A 股(百万股)	161.99

相关研究

内容目录

1. 行业简介：宠物经济蓬勃发展，市场前景广阔	5
1.1. 基本概况：国内外宠物市场都呈现良好增势	5
1.2. 新宠主：经济基础好，消费升级趋势明显	7
1.3. 竞争格局：国内市场较为分散、线上集中度高于线下	9
2. 佩蒂股份：多产能共驱，自有品牌精进	10
2.1. 咬胶领域龙头，资本助力发展	10
2.1.1. 发展复盘：从咬胶转向多品类并举，从代工进入自主品牌阶段	10
2.1.2. 仍处于产能驱动阶段，下游需求度良好	12
2.2. 业务分析：品类多元化，境内外并举	14
2.2.1. 产品端：咬胶优势显著，主粮、零食处于培育期	14
2.2.2. 销售端：国外客户稳定，国内靠自主品牌带动	16
2.3. 财务分析：净利率触底回升，提升空间可观	19
3. 未来趋势：产能顺利落地，增量看国内自主品牌	22
3.1. 我国宠物企业的发展脉络很清晰：先国外再国内，先代工再自主品牌	22
3.2. 佩蒂的国内之路：抓住电商渠道红利，逐步转向主粮赛道	25
3.3. 海外市场合作稳定，2024 年修复向好	28
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: 2015-2025 年我国宠物经济产业规模情况和预测	5
图 2: 2019-2026 年我国宠物市场规模情况和预测	5
图 3: 2018-2022 年美国宠物市场规模和增速	6
图 4: 2020 年欧美主粮消费层次占比	6
图 5: 2022 年我国宠物市场细分占比 (%)	6
图 6: 2022 年我国宠物食品细分占比 (%)	6
图 7: 2023 年我国消费者购买宠物食品类型	7
图 8: 2023 年我国消费者购买宠物食品功能性类型	7
图 9: 2022 年我国养宠人群占比	8
图 10: 2022 年我国宠物消费人群城市线级分布	8
图 11: 2022 年我国养宠消费者年均养宠支出	8
图 12: 2023 年我国消费者性别占比	8
图 13: 2019-2023 年我国宠物家庭渗透率	8
图 14: 2023 年全球渗透率对比	8
图 15: 2022 年我国宠物食品企业销售额占比 (%)	9
图 16: 2020-2022 年 Q1 淘宝头部宠物企业市占率	9
图 17: 公司发展复盘时间轴	11
图 18: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	12
图 19: 公司归母净利率及归母净利润增速	12
图 20: 2012-2024H1 公司分产品营业收入占比	16
图 21: 2013-2024H1 公司分产品增速	16
图 22: 2012-2024H1 公司分产品毛利率	16
图 23: 2014-2024H1 公司分地区营业收入增长情况	17
图 24: 2013-2024H1 公司分地区营业收入占比	17
图 25: 2017-2024H1 公司分地区毛利率走势	17
图 26: 2018-2023 年前五大客户营收和占比	18
图 27: 2023 年前五大客户营收占比	18
图 28: 2012-2024Q1-3 公司毛利率走势	19
图 29: 2018-2023 年公司主营成本拆分	19
图 30: 2017-2023 公司主要原材料采购单价 (万元/吨)	20
图 31: 公司制造费用/营收占比和工厂投产节点	20
图 32: 2017-2024Q1-3 公司费用率走势	20
图 33: 公司毛利率和同行相比处于中等 (%)	21
图 34: 公司归母净利率和同行相比偏高 (%)	21
图 35: 公司销售费率和同行对比偏低 (%)	21
图 36: 公司管理费率和同行对比偏高 (%)	21
图 37: 公司研发费率和同行对比处于中等 (%)	21
图 38: 2010-2023 年中国宠物行业企业发展趋势与市场规模 (亿元) 变化梳理	22
图 39: 2017-2023 年我国上市宠物企业国内营收占比	23
图 40: 2018-2022 年乖宝宠物分销售模式毛利率	23
图 41: 乖宝宠物自主品牌麦富迪国内市占率十年变化	25
图 42: 抖音宠物食品收入分布 (亿元)	25

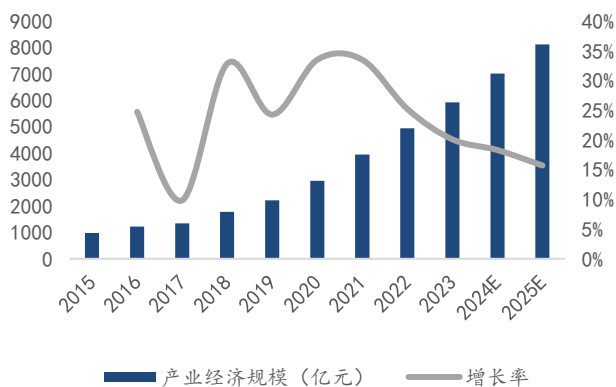
图 43:	麦富迪抖音品牌基础数据.....	25
图 44:	2014-2023 年公司产能利用率	26
图 45:	2023 年我国宠物上市公司产品结构对比.....	26
图 46:	佩蒂股份营收和产能变化趋势.....	26
图 47:	“爵宴”核心产品鸭肉干.....	27
图 48:	“好适嘉”核心产品黄金罐.....	27
图 49:	“爵宴”2024 年再创佳绩.....	27
图 50:	“爵宴”主粮类新品 2024 年正式上市.....	27
图 51:	公司国内市场营收及增速.....	28
图 52:	公司国内市场毛利率走势.....	28
图 53:	公司国外市场营收及增速.....	28
图 54:	公司国外市场毛利率走势.....	28
表 1:	我国未来宠物食品规模预测.....	9
表 2:	截至 2024 年 Q3 佩蒂股份 IPO 募投资金的用途和使用情况（单位：亿元）	12
表 3:	佩蒂股份生产基地和产能情况（截至 2024 年 10 月）	13
表 4:	公司产能利用率情况.....	14
表 5:	佩蒂股份主要产品.....	15
表 6:	公司海外市场前五大客户介绍.....	18
表 7:	公司自主品牌梳理.....	19
表 8:	2024Q1 各平台宠物市场线上市场规模.....	24
表 9:	上市宠物企业概况.....	24
表 10:	盈利预测.....	29
表 11:	主要宠物食品公司估值对比.....	30

1. 行业简介：宠物经济蓬勃发展，市场前景广阔

1.1. 基本概况：国内外宠物市场都呈现良好增势

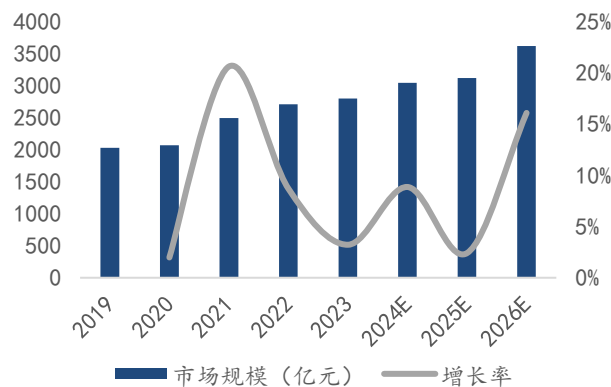
宠物经济涉及行业涵盖了宠物食品、用品、服务等多个细分领域，我国宠物食品等已经逐渐发展形成了一个庞大的经济产业。随着人们生活水平的提高和养宠观念的普及，宠物经济呈现出蓬勃发展的态势。根据艾媒咨询发布的《2023-2024 年中国宠物行业运行状况及消费市场监测报告》，2023 年中国宠物经济产业规模达到了 5928 亿元，预计到 2025 年将增长至 8114 亿元。亿欧智库的报告也指出，中国宠物行业在未来几年将继续保持快速增长，市场规模在 2023 年为 2793 亿元，2019-2023 年年均复合增长率(CAGR)为 6.64%，预计 2024 年将达到 3040 亿元。这表明宠物行业显示出了明显的增长趋势，宠物经济具有巨大的潜力和市场空间。

图1：2015-2025 年我国宠物经济产业规模情况和预测



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

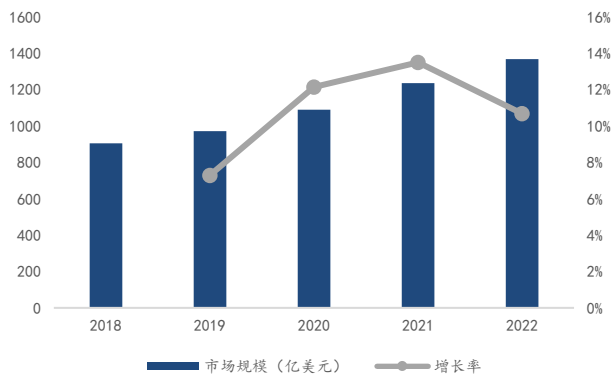
图2：2019-2026 年我国宠物市场规模情况和预测



数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

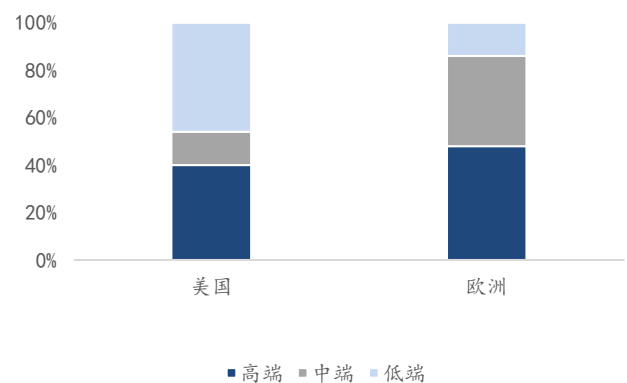
欧美宠物经济起步早，目前依旧保持良好的增长势头。2022 年，美国宠物行业（涵盖宠物食品、用品、服务等）市场规模达到 1368 亿美元，同比增长 10.68%；2020 年欧洲宠物行业（涵盖宠物食品、用品、服务等）市场规模达 430 亿欧元，5 年 CAGR 为 3.9%。目前，欧美宠物市场呈现出以下发展特点：**1) 疫情驱动增长**：新冠疫情期间，居家办公的普及增加了人们对宠物陪伴的需求，推动了宠物数量和相关产品需求的增长。根据欧睿数据，美国的宠物食品和用品市场分别在 2020 年和 2021 年实现了 8.2% 和 9.6% 的增速，疫情加速了宠物行业的发展。**2) 消费升级与健康化**：欧美宠物主对宠物健康的关注度不断提升，高端宠物食品和功能性宠物食品需求增加。美国高端宠物食品的市场份额显著提升，天然粮、处方粮和鲜粮产品的受欢迎程度不断提高，反映了宠物主对宠物健康和营养的更高要求。

图3：2018-2022 年美国宠物市场规模和增速



数据来源：宠物商业研究，东吴证券研究所

图4：2020 年欧美主粮消费层次占比



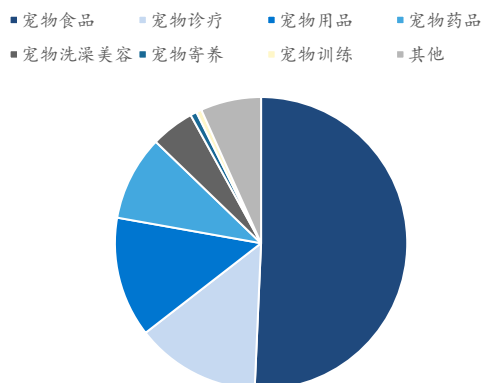
数据来源：前瞻宠物行业研究，东吴证券研究所

从细分结构来看，宠物食品在整个宠物产业中占据重要地位，其高频次消费和必需性是宠物经济的核心驱动力之一。根据华经产业研究院的数据显示，2022 年中国宠物食品市场规模为 1371 亿元，占整个宠物行业市场的 51%；且呈现较快的增长趋势，根据弗若斯特沙利文的研究显示，中国宠物食品市场 2015-2022 年的 CAGR 为 19.0%，预计到 2026 年市场规模将增至 1922 亿元，对应 2022-2026 年的 CAGR 为 14.0%。

进一步细化来看，根据艾媒咨询数据，2022 年宠物食品中主粮作为刚需产品，占比最大为 70%，市场规模约为 955 亿元；其次为宠物零食，占比为 26%，市场规模约为 359 亿元。从需求偏好来看，消费者在选择宠物食品时越来越倾向于功能性食品，这些产品不仅提供营养，还具备如洁齿、护肤等健康功能，满足了消费者对宠物健康管理的需求。

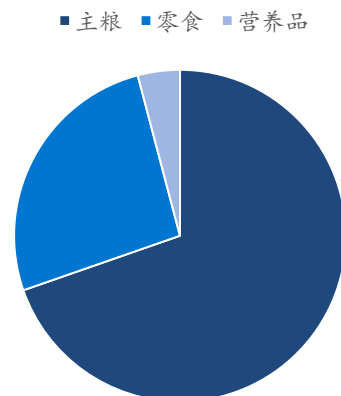
总体来看，我们预计我国宠物食品市场整体处于持续扩容的初期阶段，而且会呈现多元化发展的趋势。

图5：2022 年我国宠物市场细分占比 (%)



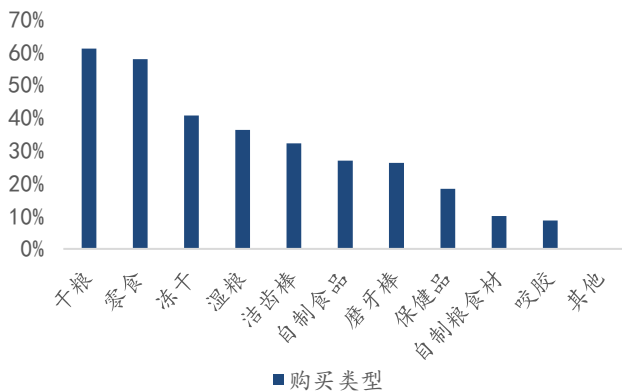
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图6：2022 年我国宠物食品细分占比 (%)



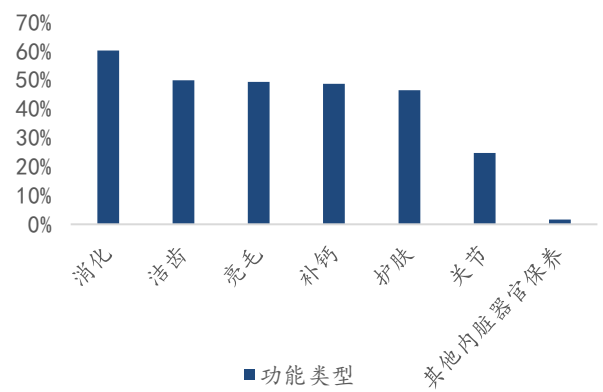
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图7：2023 年我国消费者购买宠物食品类型



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图8：2023 年我国消费者购买宠物食品功能性类型

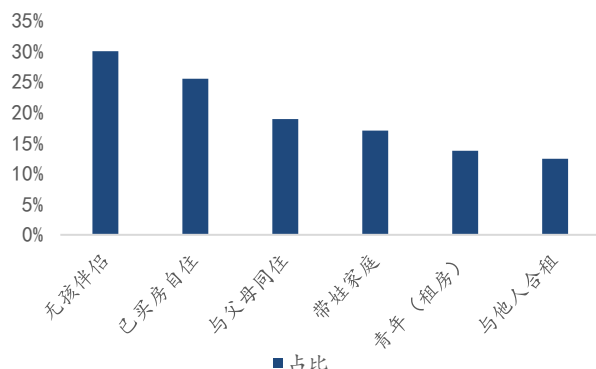


数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

1.2. 新宠主：经济基础好，消费升级趋势明显

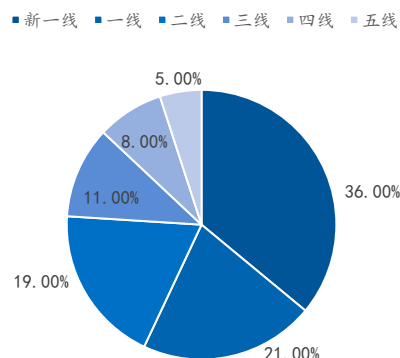
中国宠物行业的消费者主要集中在具有一定经济水平的群体中，宠物消费者的家庭情况、城市线级、收入水平和性别分布具有明显特征。具体来看：1) 养宠家庭特征：年轻宠物主中，以独居、自住、无孩情侣居多，这部分群体由于没有子女的养育负担，经济相对宽裕，对宠物的花费也更为大方。同时随着人口老龄化的加剧，越来越多的老年人也加入了养宠行列，老年人因子女不在身边，养宠物成为他们缓解孤独的重要方式，因此也成为了宠物行业的重要消费群体。2) 城市线级：从城市分布来看，养宠比例最高的城市为新一线城市，其次是一线城市。三四线城市的养宠比例虽然较低，但随着经济的发展和居民生活水平的提高，养宠比例也在逐步上升。3) 人均收入：宠物主的收入水平在很大程度上决定了其消费能力和消费意愿。中高收入的企业白领（每月 5000-15000 元）占据了养宠消费群体的 67%，这部分人群不仅有较高的消费能力，而且愿意在宠物身上花费更多的钱，以满足其高品质的生活需求。根据 2022 年的调查发现，有八成以上的消费者年均消费超过 500 元。4) 性别：女性宠物主在养宠群体中占据了较大比例，尤其是年轻女性。这部分消费者通常具有较强的消费意愿，对宠物产品的需求也更为多样化和个性化。

图9：2022 年我国养宠人群占比



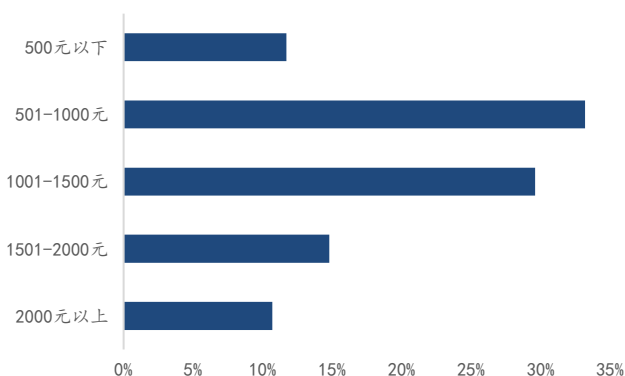
数据来源：亚宠研究院，东吴证券研究所

图10：2022 年我国宠物消费人群城市线级分布



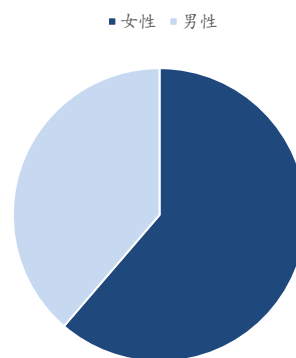
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图11：2022 年我国养宠消费者年均养宠支出



数据来源：亚宠研究院，东吴证券研究所

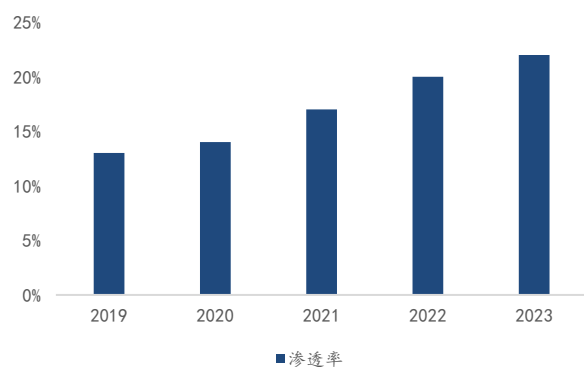
图12：2023 年我国消费者性别占比



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

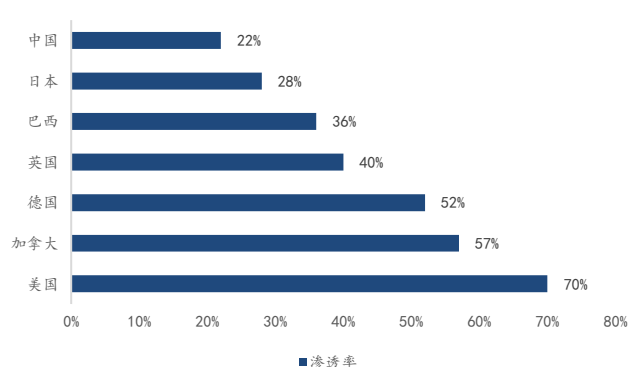
从宠物渗透率来看，2023 年中国宠物家庭渗透率（仅计算犬、猫占比）为 22%，近 5 年来提升趋势显著，但相比欧美发达国家和日本，我国的家庭养宠渗透率依旧较低，欧美发达国家可以达到 50%以上，生活习惯、社会风俗较为接近的日本也有接近 30%。

图13：2019-2023 年我国宠物家庭渗透率



数据来源：宠物食品联盟，东吴证券研究所

图14：2023 年全球渗透率对比



数据来源：宠物行业情报，东吴证券研究所

从目前的人口结构（老龄化占比提升）和年轻一代生活理念的转变（独居、未育的占比提升）趋势来看，我们预计我国的家庭养宠渗透率仍有较大提升空间，假设未来中国的宠物家庭渗透率提升到与日本相近的 28%，或更高的 30%，可以预估未来的市场空间。如下表所示，假设家庭户数和每户平均消费金额保持不变，我们预计未来宠物食品的市场规模可达到 2000 亿元左右。

表1：我国未来宠物食品规模预测

指标	当前（2023 年）	未来预期 1（28%渗透率）	未来预期 2（30%渗透率）
总家庭数	4.9 亿户	4.9 亿户	4.9 亿户
养宠家庭数	1.078 亿户	1.372 亿户	1.47 亿户
每户年均宠物食品花费	1299 元	1299 元	1299 元
总市场规模	1400 亿元	1782 亿元	1910 亿元

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

注：1) 中国统计局的数据显示，第七次人口普查中国共有约 4.9 亿户家庭，假设该数据不变。2) 通过宠物食品市场规模来计算每户家庭在宠物食品上的平均年花费，2022 年中国宠物食品市场规模为 1371.49 亿元，假设 2023 年市场规模略有增长，达到 1400 亿元左右。那么，每户养宠家庭平均每年花费约为 1400 亿元 / 1.078 亿户 $\approx$ 1299 元，假设保持不变。

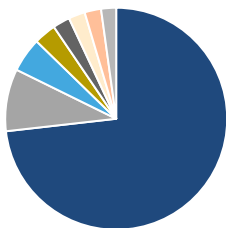
1.3. 竞争格局：国内市场较为分散、线上集中度高于线下

由于我国宠物行业仍处于发展初期，竞争格局呈现较为分散的特点，行业集中度较低。根据华经产业研究院的数据，2022 年中国宠物食品的市场份额中，玛氏以 8.7% 的市占率位居首位，其次是乖宝宠物，占比为 4.8%，雀巢占比为 3.1%。其余企业如中宠股份、上海依蕴、华兴宠物等各占 2% 左右。

即使在集中度相对较高的电商平台，整体市场集中度也较低。在淘宝平台上，2022 年猫主粮和猫零食的 CR5 分别为 35.5%，狗零食的 CR5 为 23.0%，狗主粮和猫狗保健品的 CR5 分别为 21.7% 和 17.4%。

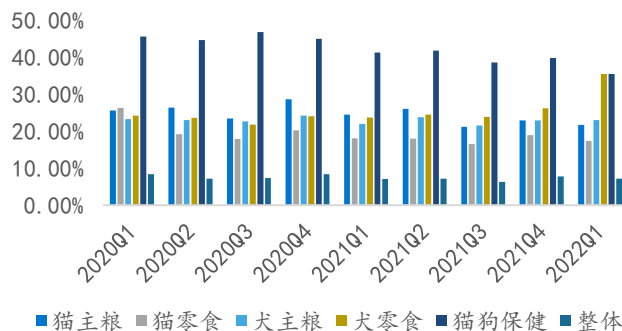
图15：2022 年我国宠物食品企业销售额占比（%）

■ 其他 ■ 玛氏 ■ 乖宝宠物 ■ 雀巢
■ 中宠股份 ■ 上海依蕴 ■ 华兴宠物 ■ 比瑞吉



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图16：2020-2022 年 Q1 淘宝头部宠物企业市占率



数据来源：宠物行业情报，东吴证券研究所

国产品牌抓住发展机遇，不断提升产品质量和品牌影响力，逐步打破了外资品牌的

垄断地位。根据华经产业研究院数据，2013 年国产品牌在国内宠物食品市场中占前十公司占比仅为 36%，而 2022 年这一比例已上升至 55%。国产品牌的崛起将进一步推动市场竞争格局的变化，为行业带来新的发展机遇。

2. 佩蒂股份：多产能共驱，自有品牌精进

2.1. 咬胶领域龙头，资本助力发展

2.1.1. 发展复盘：从咬胶转向多品类并举，从代工进入自主品牌阶段

公司以宠物咬胶起家，凭借温州皮革优势，通过创新和严格的质量控制，奠定了坚实的市场基础。进入 2010 年后，通过代工模式为国际知名品牌提供产品设计和生产服务，除了持续升级咬胶产品，产品矩阵也扩展到宠物营养肉质零食等多个品类。2018 年后开始大力开拓国内市场，公司推出了多个自主品牌，积极发展宠物主粮和湿粮业务，逐步实现从单一产品到全品类宠物食品的战略转型。

初创期（1992-2010 年）：扎根本土，奠定基础

公司最早成立于 1992 年，其前身平阳佩蒂皮件制品厂注册成立，2002 年温州佩蒂宠物用品有限公司注册成立，初期总部设在温州。公司成立之初，利用温州丰富的皮革资源专注于开发和生产宠物咬胶产品，特别是犬类咬胶。通过对市场需求的深入了解，佩蒂股份成功开发出中国第一代狗咬胶，并迅速占领国内市场。同时，公司积极参与行业标准的制定，主导了国家标准《宠物食品——狗咬胶》的制定工作，为行业规范化发展做出了重要贡献。

在产品研发方面，公司不断提升产品的功能性和安全性，2009 年通过了欧盟食品兽医办公室的严格检查和认证，获得了进入欧盟市场的通行证。这一成就为公司后续海外市场拓展奠定了坚实基础，此后通过积极参加国内外展会逐步打开了国际市场的大门。

扩张期（2011-2017 年）：全球布局，提升实力

为进一步扩大生产能力和市场份额，公司在 2013 年在越南设立了第一家海外工厂——越南好嚼有限公司。选择越南作为生产基地，不仅因为其原材料和劳动力成本低，还因为越南的地理位置优越，便于公司拓展东南亚及欧美市场。通过海外建厂，佩蒂股份大幅提升了生产效率和产品竞争力。

这一时期公司继续深化产品线，从单一的宠物咬胶扩展到宠物营养肉质零食等多个品类，以满足市场多样化需求。咬胶方面，公司的研发团队通过持续的创新和改进，推出了多代宠物咬胶产品，从第一代单一牛皮咬胶到第五代动植物纤维混合咬胶，显著提升了产品的功能性和市场竞争力。佩蒂股份采取 ODM 模式为国际知名品牌提供产品设计和生产服务。这一战略使得公司能够迅速提升产能，扩大市场份额，并在国际市场上建立稳固的合作关系。

2017 年公司成功在 A 股上市，进一步增强了资本实力。上市不仅为公司提供了充足的资金支持，也提升了公司的品牌影响力和市场地位。借助资本市场的力量，佩蒂股份加快了全球布局的步伐，在柬埔寨和新西兰等地建立了新的生产基地，进一步巩固了其在全球宠物食品市场的领导地位。

双轮驱动期（2018-至今）：自主品牌，内外并举

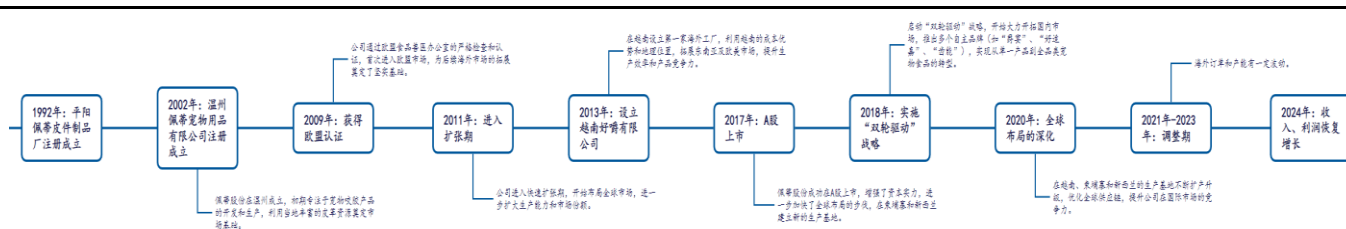
2018 年面对中美贸易摩擦和国际市场竞争加剧的挑战，佩蒂股份启动了“双轮驱动”战略，即在巩固海外市场的同时，大力开拓国内市场。公司推出了多个自主品牌，如“爵宴”、“好适嘉”和“齿能”，积极发展宠物主粮和湿粮业务，逐步实现从单一产品到全品类宠物食品的战略转型。

在国内市场，佩蒂股份通过线上线下全渠道布局，提升品牌知名度和市场占有率。在线上，公司依托天猫、京东等电商平台，打造品牌旗舰店和分销网络；在线下，公司与全国主要省市的代理商和批发商建立紧密合作，将产品推广到各大商场和宠物店。通过多样化的销售渠道和精准的市场营销，佩蒂股份的自主品牌迅速在国内市场崭露头角。例如，“爵宴”品牌专注于中高端营养肉质零食，“好适嘉”品牌定位于高端宠物食品，而“齿能”品牌则主打宠物口腔健康产品。

与此同时，公司继续加大海外市场的拓展力度，在越南、新西兰和柬埔寨等地的生产基地不断扩产升级。新西兰基地专注于高质量宠物主粮的生产，柬埔寨基地则提升了公司在东南亚市场的竞争力。通过优化全球供应链和提升生产效率，佩蒂股份在国际市场上的竞争优势不断增强。

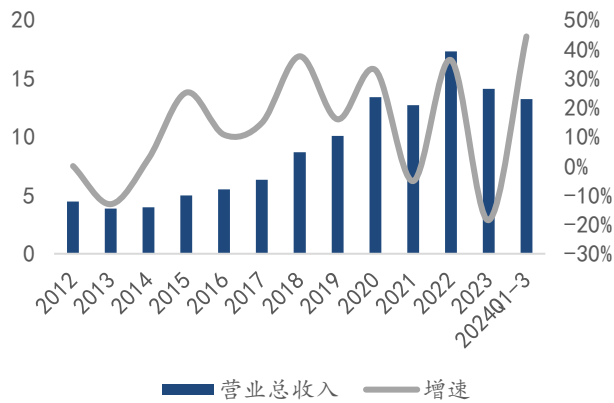
从收入表现来看，公司 2015-2020 年基本保持双位数以上增长，2021 年因为疫情影响出口，2023 年因为海外去库存和基数影响承压，2024 年以来恢复正增长。2014 年至 2023 年，公司复合增速达到 15.1%。利润方面，归母净利率在 2017 年达到高点，后面几年因为出口限制、疫情扰动、原材料波动、培育新品牌等影响，出现下滑和波动，2024Q1-3 恢复到 11.7%。

图17：公司发展复盘时间轴



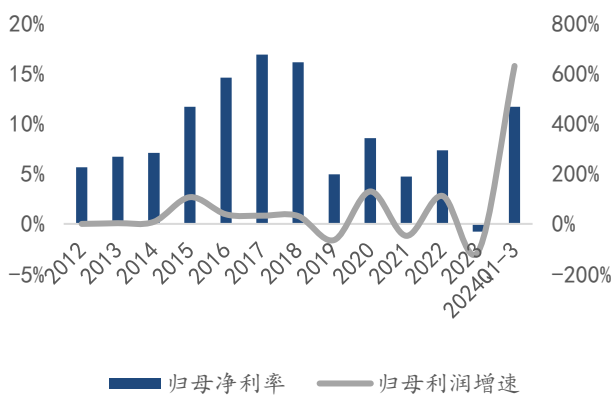
数据来源：公司公告、公司官网，东吴证券研究所

图18：公司营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：公司归母净利率及归母净利润增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1.2. 仍处于产能驱动阶段，下游需求度良好

包含上市在内，公司在资本市场共有三次融资，目前仍处于产能快速扩张阶段。公司自 2017 年上市以来，通过首次公开发行股票、非公开发行股票和发行可转换公司债券，共募集资金 16 亿元，用于支持其多项战略发展和重要项目建设。2017 年公司通过募集资金重点提升了技术水平、生产能力和产品多样化。2020 年募集的资金则主要用于完善公司在新西兰和东南亚的布局，进一步增强了在全球宠物食品市场的竞争力。2021 年通过募集资金，公司大幅扩展了高品质宠物食品的生产能力，同时加强了对日常运营的支持。

表2：截至 2024 年 Q3 佩蒂股份 IPO 募投资金的用途和使用情况（单位：亿元）

序号	募集日期	募集方式	实际募集资金		
1	2021-12-22	发行债券	7.12		
2	2020-05-12	股票增发	5.12		
3	2017-06-30	新股首发	4.00		
新股首发（2017 年 6 月 30 日）					
序号	项目名称	是否变更	计划投入募集资金	已投入募集资金	是否完工
1	年产 3,000 吨畜皮咬胶生产线技改项目	是	0.66	0.69	建成
2	年产 2,500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目	是	0.52	0.55	建成
3	营销及服务网络建设项目	是	0.42	0.47	建成
4	研发中心升级改造项目	是	0.18	0.19	建成
5	补充流动资金项目	是	0.80	0.80	建成
6	向北岛小镇增资	否	0.65	0.65	建成
7	越南好嚼有限公司年产 2,000 吨宠物食品扩建项目	否	0.50	0.49	建成
8	柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目	否	0.22	0.33	建成

8	永久补充流动资金	否	0.04	0	建成
股票增发（2020 年 5 月 12 日）					
序号	项目名称	是否变更	计划投入募集资金	已投入募集资金	是否完工
1	新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目	否	1.38	1.34	建成
2	柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目	否	1.39	1.31	建成
3	城市宠物综合服务中心建设项目	是	0.08	0.01	已变更
4	补充流动资金	否	1.63	1.63	建成
5	柬埔寨年产 2,000 吨宠物休闲食品扩建项目	否	0.65	0.69	扩建
6	永久补充流动资金	否	0.11	0.00	-
发行债券（2021 年 12 月 22 日）					
序号	项目名称	是否变更	计划投入募集资金	已投入募集资金	是否完工
1	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目	是	2.37	0.57	逐步投产
2	年产 5 万吨新型宠物食品项目	是	2.65	0.38	逐步投产
3	补充流动资金项目	否	2.10	2.10	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：以上产能投产情况截止至 2024 年 10 月底

目前公司已经成功构建了覆盖全球的生产网络。1) 国内生产基地：温州和平阳是佩蒂股份的总部所在地，主要负责生产咬胶和零食产品。温州工厂的产能利用率较高，产品供应稳定。江苏泰州工厂主要生产新型主粮和湿粮，2024 年下半年逐步投产，投产后将显著提升公司的主粮产能。2) 海外生产基地：越南是佩蒂股份最重要的海外生产基地，拥有越南好嚼、越南巴拉啦和越南德信三大工厂，主要生产咬胶和零食产品。越南工厂具有人力成本低和运营成熟的优势，目前处于满产状态，总产能约为 1.5 万吨。柬埔寨爵味工厂目前处于产能快速爬坡阶段，2024H1 已经实现盈利。新西兰目前有两家工厂，一个是 2018 年收购的 Alpine 宠物零食，另一个是公司自建的年产 4 万吨的高品质宠物干粮产线，在今年 3 月份正式投用，新西兰工厂依托当地优质牛羊肉等原料，具有较强的成本优势。

表3：佩蒂股份生产基地和产能情况（截至 2024 年 10 月）

	地点	产品	品类	当前产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	进度	投产情况	备注
国内 基地	温州平阳	畜皮/植物咬 胶、肉类零食	零食	0.9	0.9	建成	2018 年 H1, 2020 年 H2	2017 年 IPO
	江苏泰州	畜皮/植物咬 胶、肉类零食		0.6	0.6	建成		2017 年 IPO
	温州	新型主粮（烘 焙粮、风干粮 等）	主粮	-	3	在建	预计 2024 年底投产	2021 年可转债

	江苏	新型主粮（烘焙粮、风干粮等）		-	2	在建	2024 年 5 月逐步投产	2021 年可转债
国外基地	越南	畜皮/植物咬胶、肉类零食	零食	1.5	1.5	建成	满产	2017 年 IPO
	柬埔寨	畜皮/植物咬胶、肉类零食		0.3	1.12	扩建	2022 年正式投入使用，2023 年产能利用率达 50%以上	2017 年 IPO
	新西兰	畜皮/植物咬胶、肉类零食		0.2	0.2	建成	2018 年收购工厂，目前满产	收购
	新西兰	干粮	主粮	-	4	建成	2024 年 3 月正式投产	2020 年定增
	新西兰	湿粮		-	3	在建	2025 年底	2021 年可转债

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从 2018 年到 2022 年，公司的咬胶和营养肉质零食产能一直处于稳步提升的状况，与此同时产销量也同步提升，产能利用率一直处于高位。充分说明公司产品下游需求良好，目前处于产能决定收入上限的阶段。

表4：公司产能利用率情况

年份	类型	产能（万吨）	产量（万吨）	销量（万吨）	产能利用率	产销率
2018 年	畜皮咬胶/营养肉质零食	8,400	9,287	9,290	111%	100%
	植物咬胶	8,500	10,141	10,078	119%	99%
2019 年	畜皮咬胶/营养肉质零食	12,900	13,850	13,360	107%	96%
	植物咬胶	8,500	7,941	7,514	93%	95%
2020 年	畜皮咬胶/营养肉质零食	15,400	16,391	15,981	106%	98%
	植物咬胶	11,000	11,373	11,224	103%	99%
2021 年	畜皮咬胶/营养肉质零食	18,900	16,295	15,765	86%	97%
	植物咬胶	13,500	11,306	10,897	84%	96%
2022 年	畜皮咬胶/营养肉质零食	20,900	19,710	19,930	94%	101%
	植物咬胶	14,500	17,402	17,606	120%	101%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司畜皮咬胶及营养肉质零食产品可共线生产，故产能及产能利用率合并计算

2.2. 业务分析：品类多元化，境内外并举

2.2.1. 产品端：咬胶优势显著，主粮、零食处于培育期

公司产品涵盖多个品类，包括宠物咬胶、宠物零食、宠物主粮和湿粮等，其中咬胶产品，尤其畜皮咬胶和植物咬胶是公司的核心品类。

咬胶产品对宠物的健康有着重要作用，尤其是在牙齿保健方面。咬胶可以帮助宠物清洁牙齿、减少牙菌斑和牙结石，同时也能补充必要的营养并锻炼咀嚼力。其中，畜皮咬胶采用高质量皮革为原材料，具备高耐咀嚼性和丰富的营养成分，深受宠物及宠物主

的青睐；而植物咬胶利用天然植物成分制成，满足了市场对健康、环保宠物食品日益增长的需求。

在咬胶产品方面，佩蒂股份通过不断的技术创新和工艺改进，最新的是第五代动植物纤维混合咬胶产品，这一代产品结合了动物蛋白和植物蛋白，不仅增强了咬胶的韧性和硬度，还提高了其消化性和营养价值。目前，市场上大多数竞争对手的技术水平仍停留在第三代或更低，这使得佩蒂股份在技术上拥有显著的领先优势。此外，佩蒂股份通过自主研发和与高校、科研机构的合作，主导制定了多项国家标准，进一步巩固了其在咬胶领域的技术优势和行业话语权。

除了咬胶产品，佩蒂股份还在营养肉质零食、宠物主粮和湿粮等领域进行了积极布局。例如，营养肉质零食（如鸭肉干）以其健康营养的定位，在市场上广受欢迎。尽管宠物主粮和湿粮的毛利率相对较低，但由于其市场需求量大，这些产品已成为公司未来发展的重要方向。

表5：佩蒂股份主要产品

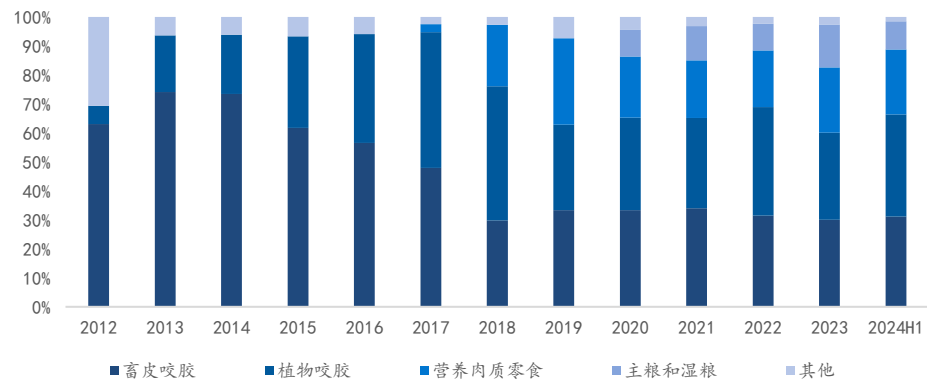
主要产品	图示	用途	2023 年营收占比
畜皮咬胶		畜皮咬胶以未经鞣制的畜皮和畜禽肉等动物源材料为主要原料，是一种供宠物犬长时间咀嚼和食用的健康功能型食品。具有良好的韧性、低脂和美味的特点，能够有效清洁宠物犬的口腔，锻炼牙齿和咬合力，同时提供丰富的营养。	30.03%
植物咬胶		植物咬胶主要采用植物性淀粉和畜禽肉为原料，辅以其他营养成分。这种产品在保持传统畜皮咬胶特点的基础上，还具备易消化、品类丰富和外观精致等优势，特别适合幼犬和老年犬。	29.96%
营养肉质零食		以鸡、鸭、牛等禽畜肉为主要原料，再与薯类、水果干制品等混合制备。不仅能为宠物提供丰富的营养，还可以作为宠物行为培养和人宠互动交流的媒介。	22.52%
宠物主粮（干粮）		为了满足宠物犬或猫在不同生命阶段或特定状态下的营养需求而设计的。它由多种原料按一定比例配制，该食品可以单独使用，能够全面满足宠物的日常饲养需求。	14.87%
宠物湿粮		这种宠物食品以畜禽动物及其屠宰副产品 and 鱼等为主要原料，经过特定处理，这类食品达到商业无菌状态，可以在常温下长期保存，具有营养丰富和易消化的特点。	2.62%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分产品来看：1) **咬胶**：畜皮咬胶是公司起步阶段的核心产品，利用温州的生牛皮原材料优势，让公司在发展初期积累了用户口碑、奠定市场地位。植物咬胶作为公司在咬胶产品上的重要升级，近年来表现出色，植物咬胶因其易消化、营养丰富和外观精致的优点，深受消费者喜爱，毛利率也高于畜皮咬胶，过去也是公司毛利率最高的品类，两者合计占比 60%以上。2) **营养肉质零食**：营养肉质零食作为佩蒂股份近年来重点发展的

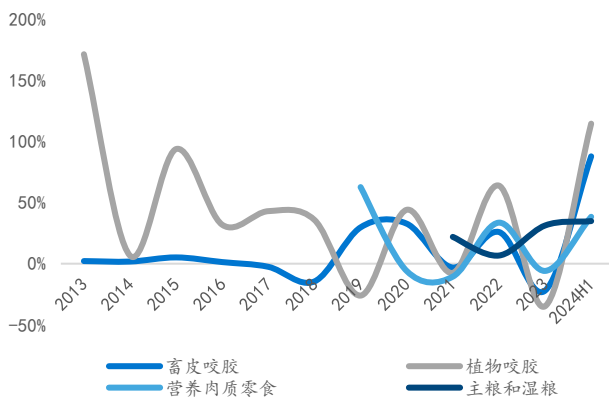
品类，依托大单品策略实现了快速增长，2024H1 占比 20%左右，且随着收入规模和产能利用率提升，2024H1 毛利率已经超过植物咬胶。3) **主粮湿粮**：当前占比 10%左右，随着自有主粮工厂投产，预计增速和毛利率都有较大提升空间。

图20：2012-2024H1 公司分产品营业收入占比



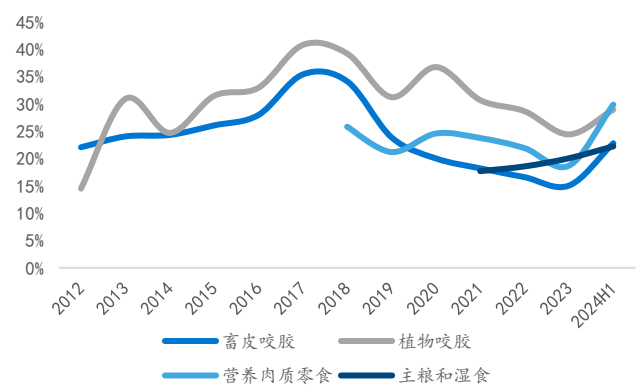
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：2013-2024H1 公司分产品增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：2012-2024H1 公司分产品毛利率

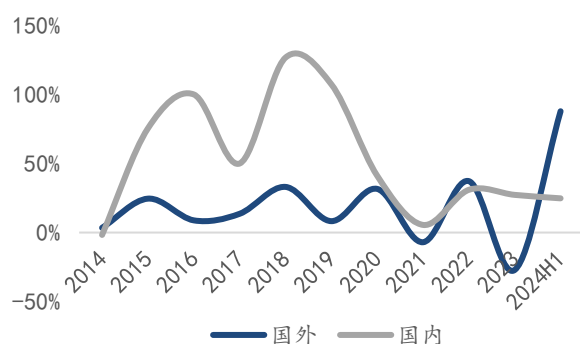


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 销售端：国外客户稳定，国内靠自主品牌带动

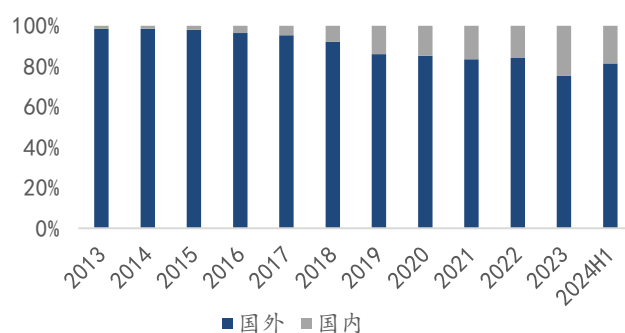
海外市场是公司重要的销售市场，占比仍保持在 75%以上，2023 年由于海外订单减少和库存调整，海外营收和毛利率有所下降，2024 年以来依旧有所修复。国内销售规模占比目前接近 20%，近几年都保持高速增长的态势，而且随着在国内市场自主品牌和主粮产品渗透率不断提升，国内市场毛利率逐步提升。

图23：2014-2024H1 公司分地区营业收入增长情况



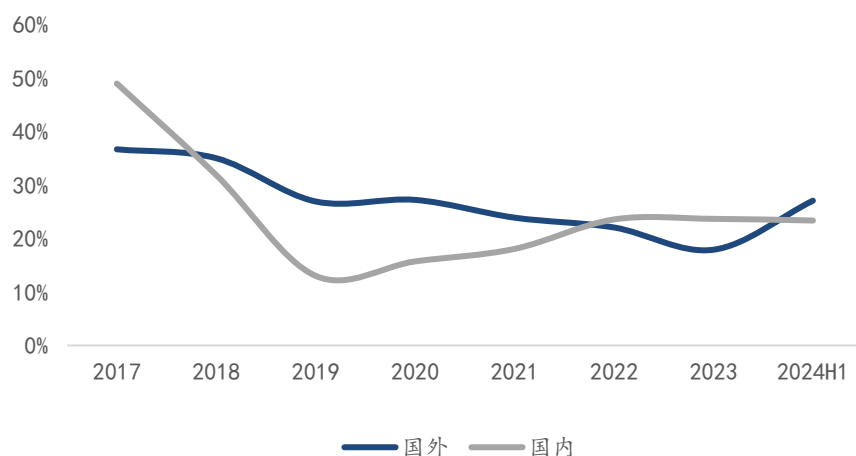
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：2013-2024H1 公司分地区营业收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：2017-2024H1 公司分地区毛利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在海外市场的销售模式主要是 ODM 模式下的以销代产和定制化供应。一方面公司根据市场需求和客户订单安排生产，减少了库存压力，提高生产效率和市场适应性。另一方面，定制化供应和小批量生产是佩蒂股份的重要战略，通过提供高度定制化的产品和服务，公司满足了不同市场和客户的差异化需求。

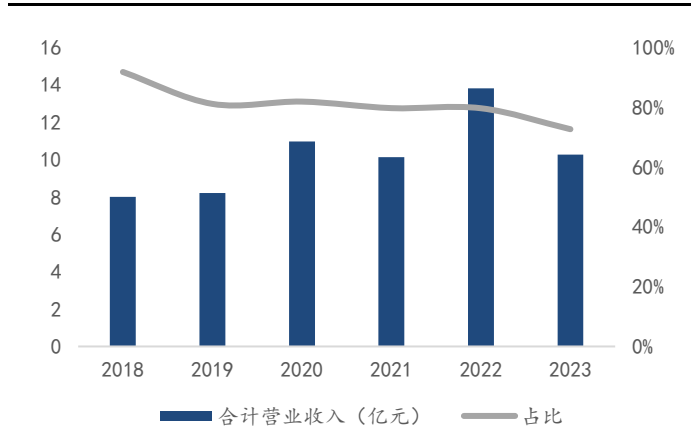
公司产品主要销往北美和欧洲市场，合作客户稳定且知名度较高。主要合作客户包括 Spectrum Brands 和沃尔玛等国际知名品牌，Spectrum Brands 作为北美市场的主要客户，与公司的合作涵盖了高品质的畜皮咬胶产品，沃尔玛作为全球零售巨头，对供应链的要求极高。通过和知名品牌合作，促使公司不断提升产品质量和服务水平，也提升了公司全球范围内的品牌影响力。此外公司也在积极开拓新客户，从 2018 年到 2023 年，前五大客户的销售额占比从 90% 以上下降到 70% 左右（但营收整体保持增长的态势）。

表6：公司海外市场前五大客户介绍

客户名称	合作年份	主要销售地区	简介
Spectrum Brands	2003	美国、加拿大、德国	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，每年的收入超过 30 亿美元。品谱公司旗下宠物产品品牌众多，包括 8in1、Dingo（顶哥）、Tetra 等。
Wal-Mart	2006	美国	世界最大连锁零售商。
VISION OVERSEAS LLC	2017	美国	于 1975 年涉足宠物行业，覆盖宠物食品、用品的生产和销售，在美国的 Petco 和 Petsmart 及部分本地零售商店均有销售其自有品牌的产品，另外公司还把业务扩展到线上。
Newman's Own, Inc	2015	美国、英国、加拿大、新西兰等	成立于 1982 年的知名食品和饮料公司，由 Newman Foundation 控股。
Petsmart INC.	2014	美国	美国最大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。

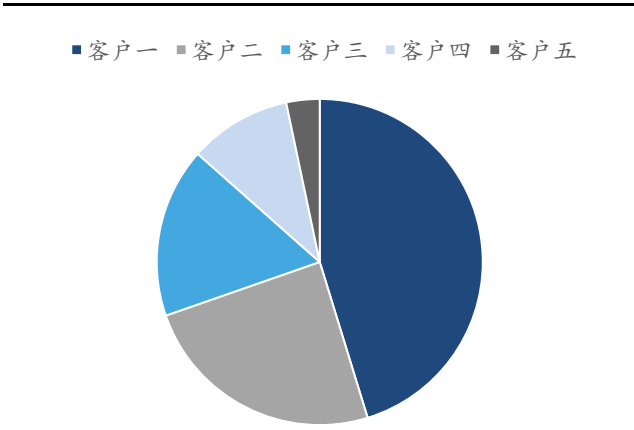
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2018-2023 年前五大客户营收和占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：2023 年前五大客户营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在国内市场的战略重点是自主品牌的发展，公司旗下的自主品牌如“爵宴”、“好适嘉”和“齿能”等在市场上逐渐建立了知名度和消费者忠诚度。通过精准的市场定位和品牌宣传，这些自主品牌在国内市场的表现越来越出色。公司主要通过电商渠道实现销售推广，爵宴 2024 年“双十一”全网销售额超过 4250 万元，同比增长 70%，2023 年“双 11”全网销售额超过 2500 万元，同比增长 67%。这一成绩反映了公司在电商渠道的深耕和品牌推广的成功。

表7：公司自主品牌梳理

品牌	图示	主要产品	定位
齿能 Chewnergy		齿能 1 号、2 号、3 号咬胶产品	专注咀嚼产品 30 年，普及科学养宠理念。
爵宴 MEATYWAY		肉干系列高端肉类零食	高端宠物肉类零食，严选高品质食材，保留天然风味和原生营养，坚持 0 添加。
好适嘉 HealthGuard		湿粮、新型主粮	倡导精准营养，从分子角度界定第三代主食营养标准。
Smart Balance		零食、主粮	新西兰高品质主粮。

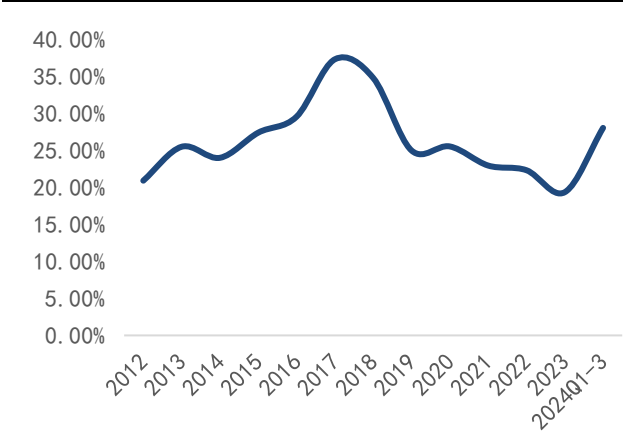
数据来源：公司官网、公司公告，东吴证券研究所

2.3. 财务分析：净利率触底回升，提升空间可观

公司毛利率走势可以分为两大阶段：1) 2012-2017 年处于上升阶段，这一时期的毛利率上升主要得益于公司在产品结构上的优化，特别是高毛利率的植物咬胶产品份额提升，以及在海外市场中扩大 ODM 业务规模所带来的成本优势。2) 2018-2023 年处于下行期，期间受多方因素影响，包括贸易战、疫情对出口影响较大，汇率和原材料波动等。3) 2024Q1-3 得益于海外订单恢复、规模效应提升，毛利率开始触底回升。

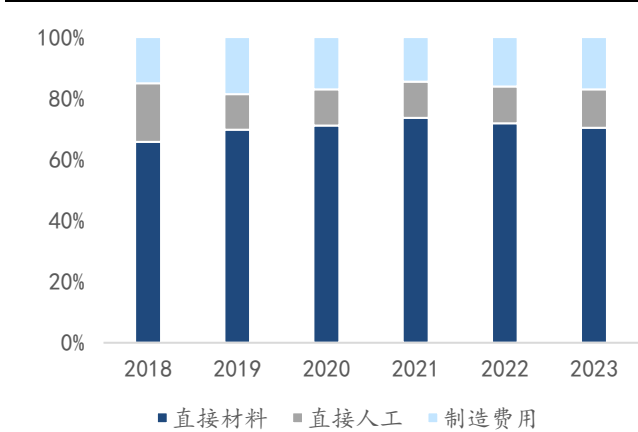
公司主营业务成本中直接材料成本占比约为 70%，包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。2021-2023 年期间，鸡肉、干牛皮都处于上涨期，对成本造成一定影响。直接人工成本在公司的成本结构中相对稳定，占比约为 12%左右。制造费用在公司总成本中的占比在 10-15%之间波动，其占比趋势与工厂产能利用率有关。2023 年制造费用占比的回升部分归因于多个新投产项目仍处于产能爬坡期，尚未达到理想的产能利用率。

图28：2012-2024Q1-3 公司毛利率走势



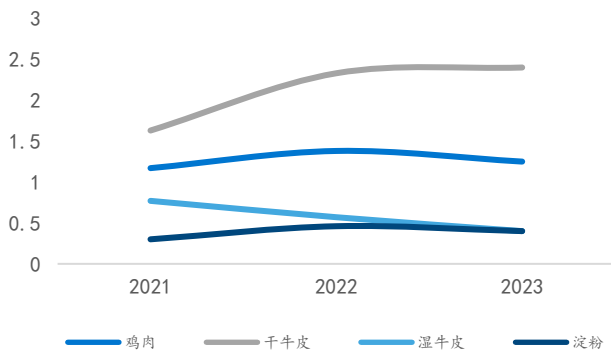
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：2018-2023 年公司主营成本拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：2017-2023 公司主要原材料采购单价（万元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

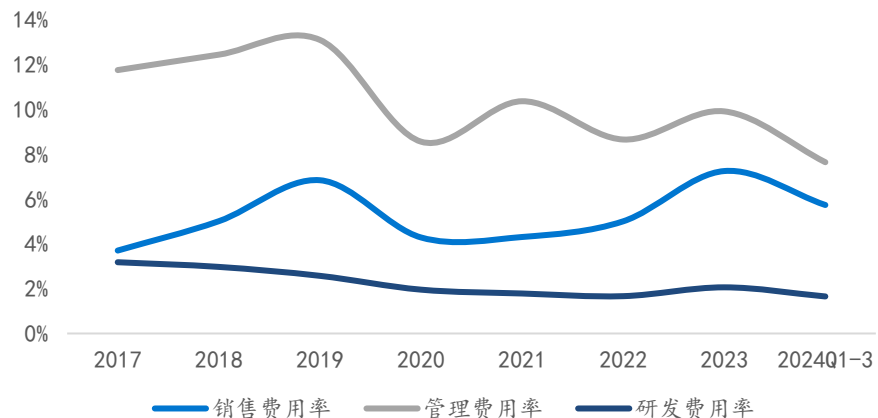
图31：公司制造费用/营收占比和工厂投产节点



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售费用率在 2017-2019 年逐年上升，公司国内市场的开拓中，投入了大量资源，致力于培育自主品牌和扩大市场份额。2020-2021 年受疫情影响市场推广活动受到限制，公司相应缩减了销售费用。2022 年开始公司销售费用率开始回升，继续加强在国内市场上的渠道建设和市场推广。管理费用率总体呈下降趋势，反映出随着收入扩张规模效应提升。研发费用率在整个期间内相对稳定，保持在 4% 以下。

图32：2017-2024Q1-3 公司费用率走势

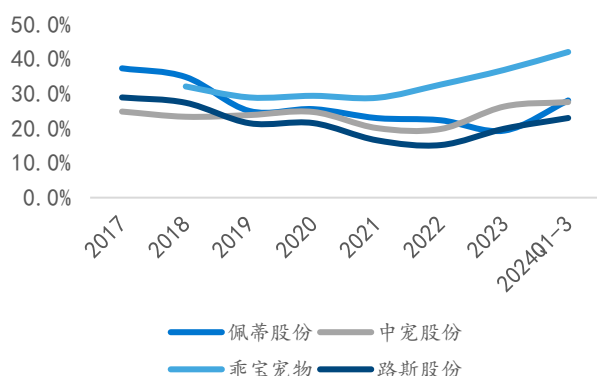


数据来源：Wind，东吴证券研究所

对比公司和同行的财务数据可以发现：1) 从毛利率来看，和同行相比处于中等水平，低于乖宝宠物。2) 费用率方面，销售费用率偏低；管理费用率高于同行；研发费用率处于同行中等水平。3) 净利率方面和同行相比处于靠前水平。

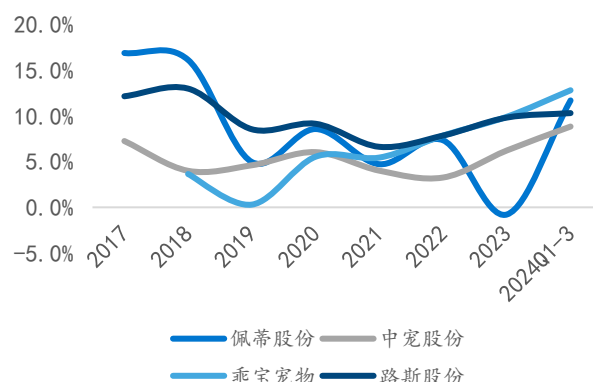
目前公司发展路径和乖宝宠物类似，都在加大国内市场的开发力度，着重发力主粮产品。对标来看，乖宝 2024Q1-3 毛利率为 42%，净利率为 12.8%，处于行业领先水平。我们认为差异主要与品类结构有关，未来随着公司高毛利的自主品牌、主粮产品占比提升，后续毛利率和净利率都仍有提升空间。

图33: 公司毛利率和同行相比处于中等 (%)



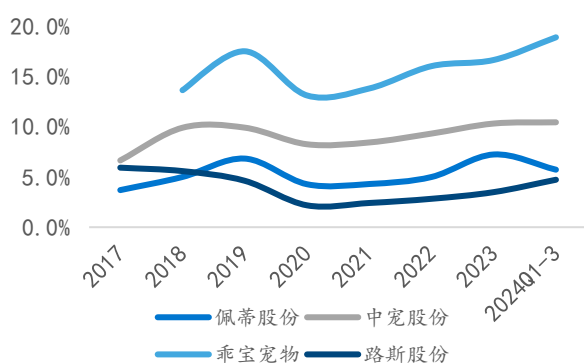
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 公司归母净利率和同行相比偏高 (%)



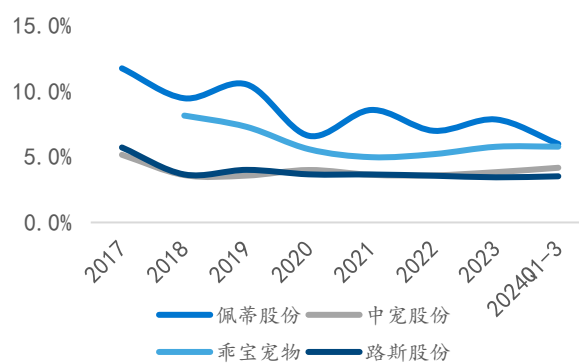
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 公司销售费率和同行对比偏低 (%)



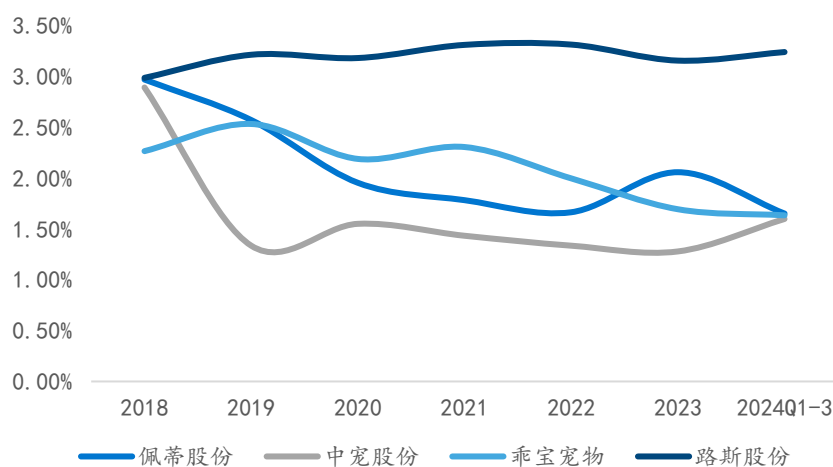
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 公司管理费率 and 同行对比偏高 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 公司研发费率和同行对比处于中等 (%)



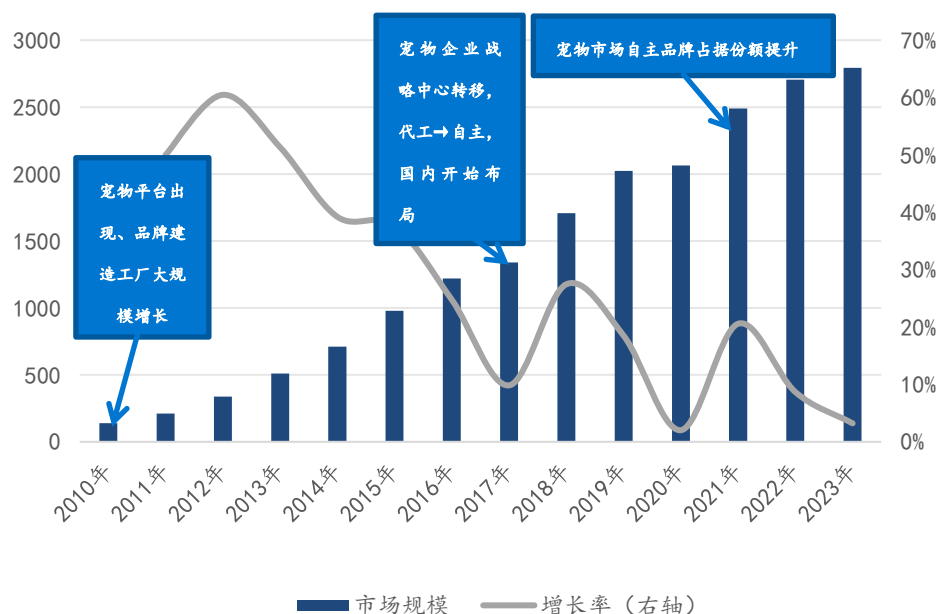
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 未来趋势：产能顺利落地，增量看国内自主品牌

3.1. 我国宠物企业的发展脉络很清晰：先国外再国内，先代工再自主品牌

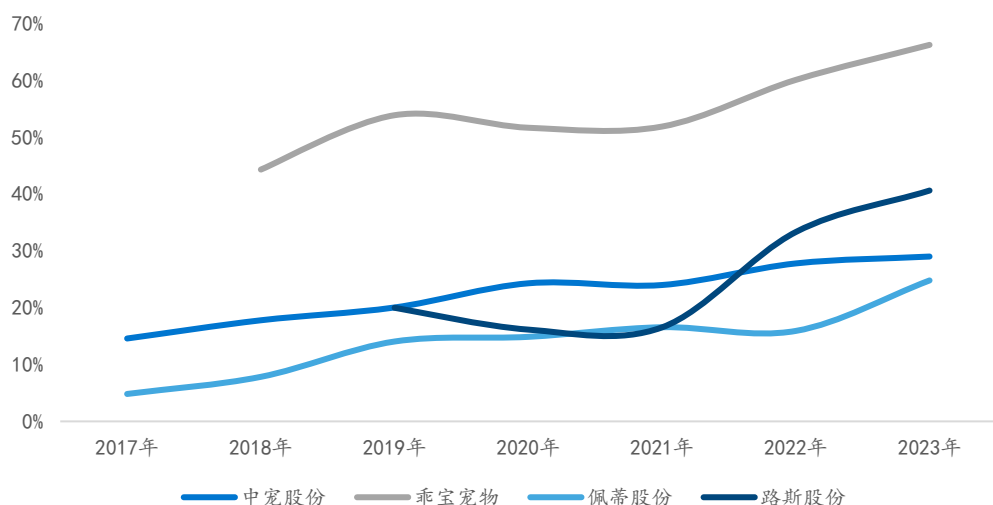
中国宠物食品企业的发展历程经历了从代工起步到自主品牌崛起的转型。最初，在 20 世纪 90 年代，随着玛氏、雀巢等国际宠物食品品牌进入中国市场，国内宠物食品行业开始萌芽。由于国内市场尚未成熟、消费需求有限，大多数国内企业选择通过代工模式进入市场，为这些国际品牌提供生产服务，销售市场也主要集中在海外。通过代工，国内企业在技术和生产能力上逐步积累了经验，为后续的发展奠定了基础。进入 20 世纪，随着中国经济的快速增长和城市化进程的推进，养宠理念逐渐从传统的功能性养宠向伴侣宠物转变，国内宠物市场需求开始逐步增加。这一时期，国内一些领先企业开始逐步从单纯的代工生产转向探索自主品牌（比如 2013 年乖宝宠物推出自主品牌“麦富迪”，中宠股份也在积极布局自主品牌“Wanpy（顽皮）”）。从数据来看，近几年我国宠物企业在国内市场的销售额占比都在逐步提升。

图38：2010-2023 年中国宠物行业企业发展趋势与市场规模（亿元）变化梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

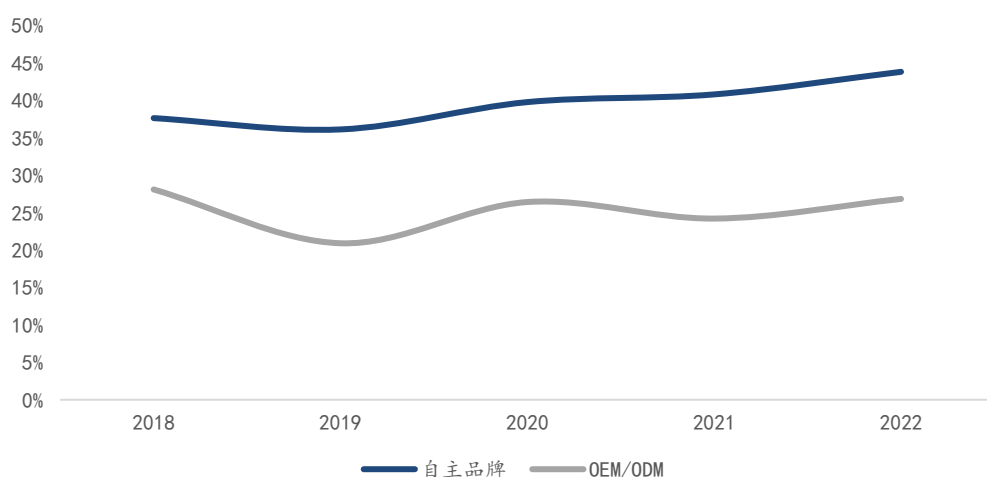
图39：2017-2023 年我国上市宠物企业国内营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们认为国内企业从代工逐步转向自主品牌，既符合外部市场发展趋势，也有利于企业自身实力和盈利水平的提升。首先，自主品牌毛利率远高于代工，以乖宝宠物为例，其代工业务毛利率基本在 30% 以下，而自主品牌业务的毛利率已经超过 40%。其次，过度依赖代工业务的确会使企业面临一定风险。比如 2018 年贸易战限制了国内企业外销；以及在 2022 年至 2023 年期间，欧美市场的宠物食品需求下降，海外客户压缩库存，导致国内代工订单和宠物食品出口额承压。此外，东南亚国家凭借低廉的劳动力成本和改善的生产环境，吸引了大量订单，也有可能压缩中国代工企业的市场份额。

图40：2018-2022 年乖宝宠物分销售模式毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

总结来说，国内现在有比较好的市场需求，随着消费者对宠物食品品质要求的提升，

市场对于高端和定制化产品的需求日益增加。自主品牌的发展不仅能够提高企业的利润率，还能增强市场控制力和品牌影响力。国内企业在供应链管理和渠道建设方面也具备显著优势，而且国内电商渠道发展成熟，也给新品牌的露出提供了好的机会，国内企业在电商布局上更有本土优势，目前国内品牌在电商渠道已经拥有更高的市场占有率。

表8：2024Q1 各平台宠物市场线上市场规模

	天猫					京东					抖音				
排名	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
品牌	麦富迪	皇家	网易严选	鲜朗	凯瑞斯	皇家	麦富迪	网易严选	伯纳天纯	原始猎食渴望	麦富迪	卫仕	喵梵思	蓝氏	普安特
属地	国内	国外	国内	国内	国内	国外	国内	国内	国内	国外	国内	国内	国内	国内	国内
市占率	3.1%	2.0%	1.8%	1.7%	1.4%	7.9%	5.7%	3.5%	2.1%	1.8%	4.7%	2.2%	2.1%	1.6%	1.4%

数据来源：宠业家，东吴证券研究所

在自主品牌发展过程中，乖宝宠物的表现较为突出，其自主品牌占比已经过半。其近5年营收增速、毛利率和净利率都处于行业领先水平。我们认为这一案例充分体现了打造自主品牌对收入和盈利水平的带动，也给其他企业提供了借鉴的思路。

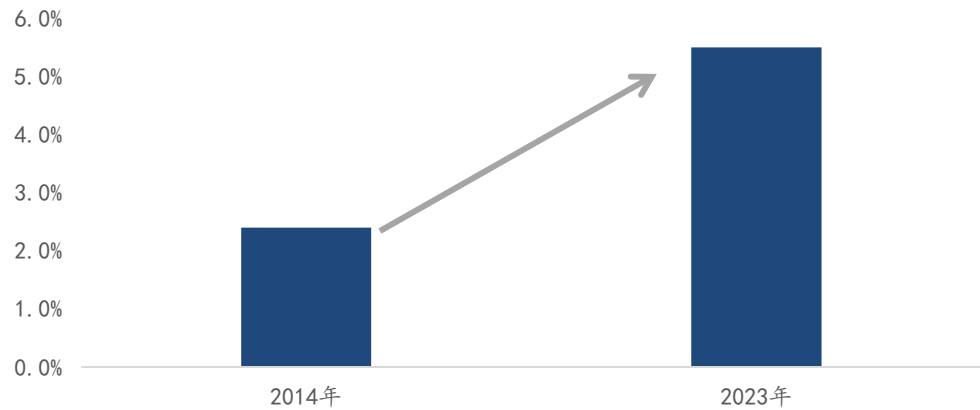
表9：上市宠物企业概况

公司	中宠股份	乖宝宠物	佩蒂股份	路斯股份
主营产品	宠物零食、主粮	宠物零食、主粮	宠物咬胶	肉类食品、宠物零食
业务性质	OEM 代工、自主品牌	ODM/OEM 代工、自主品牌、代理品牌	ODM 代工、自主品牌	OEM 代工、自主品牌
自主品牌	Wanpy(顽皮)、ZEAL、中宠等	麦富迪、弗列加特、欧力优	齿能、爵宴、好适嘉、SmartBalance	Luscious
代工品牌	美国品谱、SPB、英国 Armitages、尤妮佳	沃尔玛、Central garden&Pet Company、Fish4Pets、Spectrum Brands Pet Group、Armitages、Teltra GmbH	Spectrum Brands、PetMatrix、Walmart、PetSmart、PETS AT HOME、Armitages	德国福润斯、俄罗斯丹尼斯、德国飞达、芬兰皮特、美国唯一
营收规模(亿元)	37.47	43.27	14.11	6.96
2018-2023 年营收 CAGR	21.56%	28.84%	10.19%	15.66%
国外收入占比	71.03%	66.17%	75.23%	59.43%
毛利率	27.03%	36.84%	19.33%	19.87%
净利率	6.2%	9.9%	-0.78%	9.88%

数据来源：公司公告、Wind，东吴证券研究所

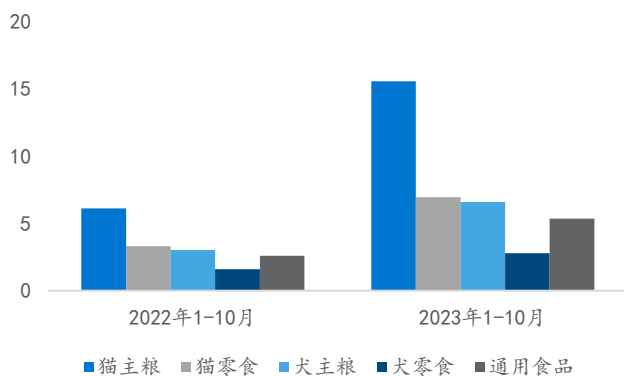
乖宝宠物与麦富迪品牌的战略路径:2013 年乖宝宠物推出自主品牌“麦富迪”以来，围绕着品牌打造和市场扩展进行一系列精准布局和有强有力的推广。首先，乖宝通过赞助热门综艺节目和聘请知名明星代言等方式，大幅提升了“麦富迪”的市场曝光度和影响力。同时积极布局销售渠道，尤其是电商渠道的深度合作，使得“麦富迪”迅速占据了国内宠物食品市场的重要位置。从成果来看，在电商渠道，麦富迪已稳居宠物食品类目销量第一的位置(天猫和抖音都是第一名、京东超市位居第二)。

图41：乖宝宠物自主品牌麦富迪国内市占率十年变化



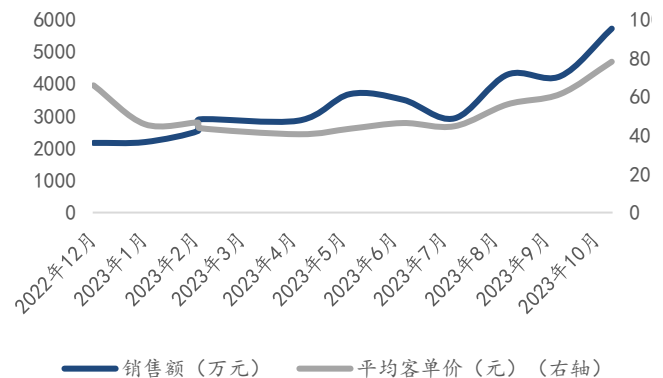
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：抖音宠物食品收入分布（亿元）



数据来源：Pet Notes 宠物商业研究，东吴证券研究所

图43：麦富迪抖音品牌基础数据



数据来源：Pet Notes 宠物商业研究，东吴证券研究所

3.2. 佩蒂的国内之路：抓住电商渠道红利，逐步转向主粮赛道

兵马未动粮草先行，公司过去的产能布局效果逐步释放。过去数年公司在快速发展中面临的挑战之一便是产能不足，除却出口环境较差的年份，大部分年份营收增速和投产节奏息息相关。此外相比国外市场，国内仍处于宠物行业发展较早阶段，主粮产品赛道更容易抢占消费者认知，本身也容易做大规模，因此公司希望逐步提升主粮业务占比。公司 2018 年以来开始重视国内市场，但国内老厂一直处于满产状态，自主品牌的主粮产品大部分依赖外协代工。但经过几年时间，目前产能准备已经比较充分，目前新西兰干粮工厂（年产能 4 万吨）已经正式投产，国内温州工厂也已经有了两条湿粮产线，主粮的产能能力相比之前有显著提升。

在主粮的产能布局和定位方面，公司的思路非常清晰：1) 新西兰主粮以传统膨化粮为主，适合大规模、自动化、标准化的生产。2) 大部分新型主粮如烘焙粮、冻干粮和风干粮等，具有单位价值高、工艺要求高、小批量等特点，需要多产线生产，公司把新

型主粮产线放在了国内，建设过程中已充分考虑到了柔性化生产特征。

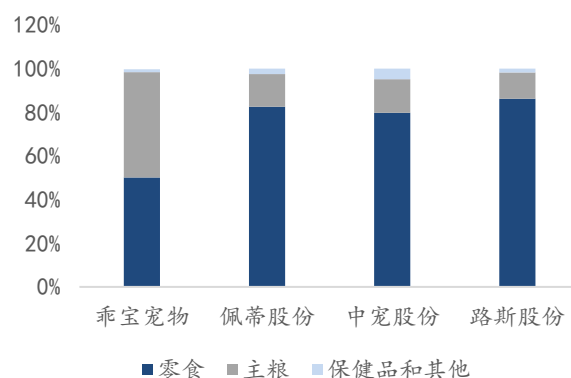
图44：2014-2023 年公司产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

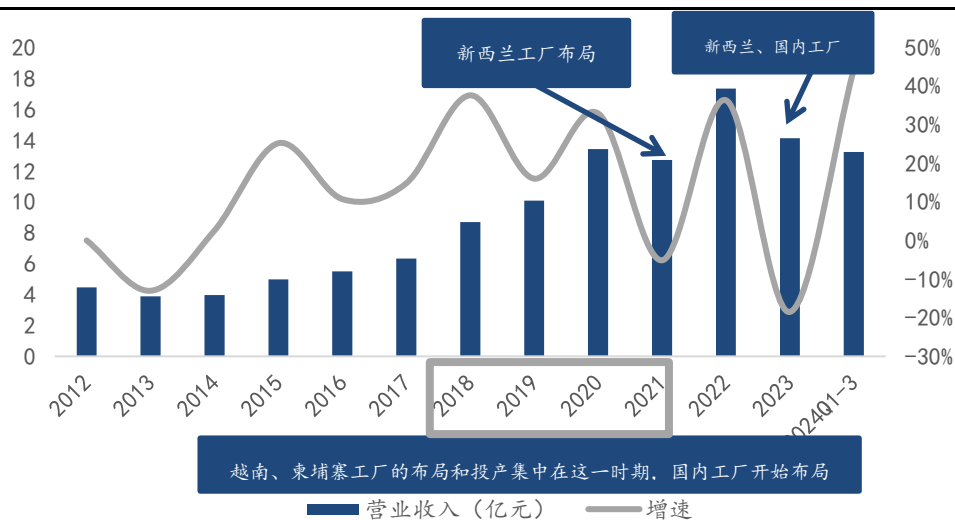
注：公司畜皮咬胶及营养肉质零食产品可共线生产，故产能及产能利用率合并计算；2014-2016 年数据为计算后结果

图45：2023 年我国宠物上市公司产品结构对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图46：佩蒂股份营收和产能变化趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究

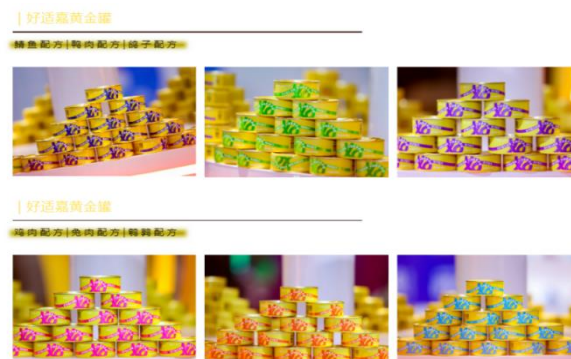
自主品牌方面，公司推出爵宴和好适嘉两个核心品牌。1) 爵宴定位宠物私厨，真材实料。打造了鸭肉干、狗罐头等一系列线上爆款产品，爵宴产品主打高肉、纯天然的产品系列，目前爵宴肉干系列产品已成为中国养狗人群选择高端宠物零食时候的重要选项。2) 好适嘉定位：科学配方，精准营养，目前猫产品较多。

图47：“爵宴”核心产品鸭肉干



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

图48：“好适嘉”核心产品黄金罐



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

电商渠道的成功案例：爵宴鸭肉干。爵宴品牌的成功成为公司在国内市场竞争力提升的重要推动力。爵宴是公司旗下的高端宠物食品品牌，公司采取大单品策略，重点推广鸭肉干产品，目前已经取得一定成果。首先宠物行业消费升级趋势明显，爵宴鸭肉干是以高蛋白、低脂肪的鸭肉为主要成分的健康宠物零食，满足注重宠物健康的消费者群体。在产品定位方面，符合当前消费趋势，且无细分赛道无明显竞品。在营销方面，通过与知名主播合作，爵宴旗下各类产品得以通过平台迅速获得大规模曝光。爵宴鸭肉干在上市后的前六个月内，单品销售额突破了数千万元，占据了国内宠物零食市场的20%份额，成为该细分市场的领先品牌之一。

我们认为当前阶段仍处于培育消费者心智的黄金期，通过精准定位和营销策划，有较大概率在细分赛道占领消费者心智，并且具备良好的持续性和延展性。比如，爵宴鸭肉干这款产品2020年开始成为爆款，最新数据显示，2024年“双十一”期间，爵宴全网成交总额超4250万元，同比去年增长70%。而且通过一个单品的成功，也能提升消费者对品牌的认知，爵宴原生风干粮作为公司2024年5月正式推出的一款新品，2024年“618”和双十一期间均是抖音鸭肉味犬主粮、京东风干狗干粮榜单榜首。

图49：“爵宴”2024年再创佳绩



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

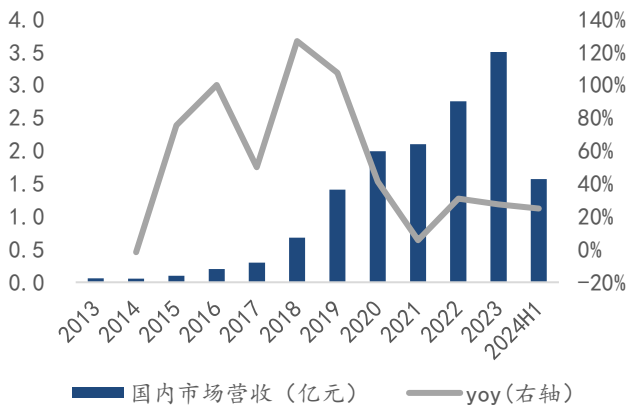
图50：“爵宴”主粮类新品2024年正式上市



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

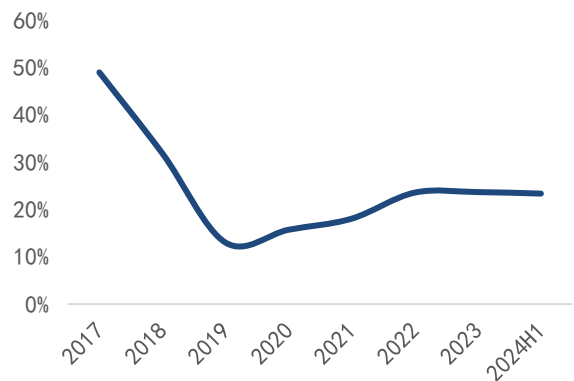
反应在报表端，2018-2023 年期间公司国内市场 CAGR 达到 37.8%，2024H1 同比增长 24.8%。而且随着自主生产的比例提升，国内市场的毛利率也呈现逐年提升的态势。

图51：公司国内市场营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图52：公司国内市场毛利率走势



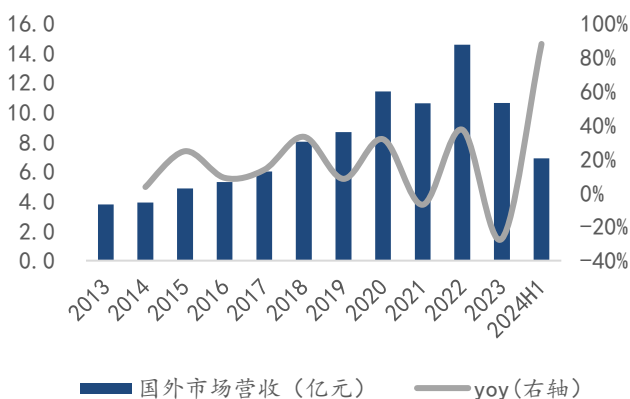
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 海外市场合作稳定，2024 年修复向好

公司的海外业务在经历 2023 年的去库存压力后，开始迎来订单的显著恢复，这一变化主要得益于全球市场需求的回升以及公司在供应链管理和客户关系上的战略调整。根据 2024 年前三季度财报，公司实现了营业收入 13.2 亿元，同比增长 44.3%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 630.8%。其中国外市场修复显著，2024H1 营业收入同比增长 87.83%，毛利率也修复到 27%。

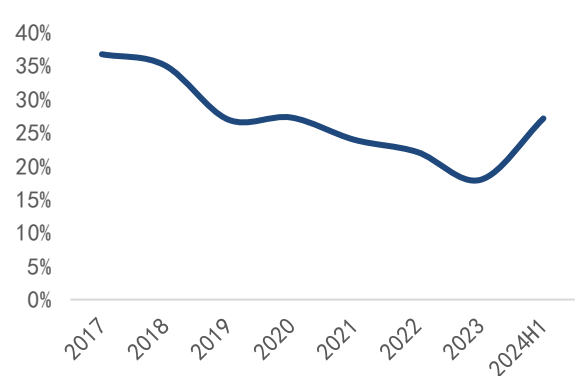
除却低基数下的修复，公司近年来也积极调整了订单管理策略，优化了客户结构，开拓了欧洲、加拿大等新兴市场客户，使得整体订单更加分散、稳健，而且产品毛利率也更高。这一系列措施有效降低了公司对单一市场或客户的依赖，提高了抗风险能力，也优化了盈利能力。

图53：公司国外市场营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图54：公司国外市场毛利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

收入预测：1) **主粮和肉质零食：**考虑到公司产能释放，加大自主品牌（以肉质零食和主粮为主），预计实现稳步增长。预计2024-2026年主粮和湿粮同比增长28%/25%/20%；营养肉质零食同比增长30%/25%/20%。2) **咬胶类：**考虑到海外订单恢复，2024年在低基数下实现较快增长，后续恢复到稳健增长。预计公司2024-2026年植物咬胶同比增长60%/23%/20%；畜皮咬胶同比增长40%/18%/15%。3) 综合来看，预计公司2024-2026年营收同比增长41%/22%/18%。

毛利率预测：考虑到自主品牌本身合理毛利率应该更高，且自产比例逐步提升，我们预计主粮类产品毛利率后续有较大提升空间，咬胶和肉质零食随着产能利用率提升，预计毛利率也有小幅提升空间。综合来看，预计公司2024-2026年整体毛利率分别为26.5%/27.0%/27.7%。

费用率和净利率预测：销售费用率预计保持稳定，虽然收入扩张，但目前自主品牌仍处于投入期，管理费用率预计随着规模效应也应当稳中有降。综合来看，预计公司2024-2026年净利率分别为9.4%/9.6%/10.2%，整体处于稳步提升的态势。

表10：盈利预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主粮和湿粮	159.89	209.99	268.79	335.99	403.18
营养肉质零食	337.51	318.19	413.65	517.06	620.47
植物咬胶	648.93	422.83	676.52	832.12	998.55
畜皮咬胶	543.79	423.54	592.96	699.69	804.64
其他主营业务	41.68	36.74	40.41	44.45	48.89
合计	1,731.80	1,411.28	1,992.32	2,429.31	2,875.74
收入增速					
主粮和湿粮	6.69%	31.33%	28.00%	25.00%	20.00%
营养肉质零食	33.24%	-5.72%	30.00%	25.00%	20.00%
植物咬胶	64.05%	-34.84%	60.00%	23.00%	20.00%
畜皮咬胶	25.92%	-22.11%	40.00%	18.00%	15.00%
其他主营业务	3.43%	-11.86%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	36.27%	-18.51%	41.17%	21.93%	18.38%
毛利率					
主粮和湿粮	18.56%	20.05%	24.50%	25.00%	26.00%
营养肉质零食	21.90%	18.69%	30.30%	30.50%	31.00%

植物咬胶	28.66%	24.42%	29.00%	29.50%	30.00%
畜皮咬胶	16.59%	15.04%	23.00%	23.50%	24.00%
其他主营业务	15.33%	11.75%	11.00%	11.00%	11.00%
合计	22.30%	19.33%	26.51%	27.02%	27.65%
销售费用率	5.0%	7.2%	6.20%	6.20%	6.10%
管理费用率	7.0%	7.8%	6.00%	5.90%	5.80%
净利率	7.3%	-0.8%	9.2%	9.6%	10.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司估值情况：公司处于宠物食品赛道，可比公司包括乖宝宠物、中宠股份、路斯股份等，和同行相比，公司估值水平低于乖宝宠物和中宠股份。我们认为公司自主品牌占比逐步提升、净利率逐步优化，估值有进一步提升的空间。

投资建议：2024 年海外订单修复，在低基数下实现高增，往后看预计海外市场需求稳定增长；国内市场随着产能落地，产品持续推广，预计占比和盈利能力都会持续提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：主要宠物食品公司估值对比

股票代码	公司	总市值（亿元）	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301498.SZ	乖宝宠物	262.71	1.48	1.85	2.32	44.25	35.49	28.33
002891.SZ	中宠股份	95.03	1.17	1.36	1.65	27.60	23.74	19.60
832419.BJ	路斯股份	17.68	0.78	0.97	1.23	22.04	17.64	13.95
	PE 平均值					31.30	25.62	20.63
300673.SZ	佩蒂股份	40.43	0.74	0.94	1.18	21.99	17.31	13.77

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：市值取值时间为 2024 年 12 月 06 日；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

原材料价格波动风险。如果公司生产产品所使用的原材料价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和生产成本的控制带来不确定性，对公司业绩会造成一定影响。

汇率波动风险。公司出口业务主要以美元计价，汇率波动对公司出口产品盈利能力产生不确定性影响，随之导致公司业绩的不确定性。

海外经营风险。海外经营规模迅速扩大，公司面临海外经营经验及人才储备不足、境外经营环境恶化等因素带来的海外经营风险。

佩蒂股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,601	1,583	1,717	1,925	营业总收入	1,411	1,992	2,429	2,876
货币资金及交易性金融资产	867	718	674	705	营业成本(含金融类)	1,138	1,464	1,773	2,081
经营性应收款项	296	350	426	503	税金及附加	5	6	7	9
存货	377	447	542	636	销售费用	102	123	149	175
合同资产	0	0	0	0	管理费用	111	120	143	167
其他流动资产	61	68	75	81	研发费用	29	40	49	58
非流动资产	1,336	1,511	1,662	1,799	财务费用	4	2	5	6
长期股权投资	53	53	53	53	加:其他收益	1	4	5	6
固定资产及使用权资产	751	969	1,144	1,287	投资净收益	(1)	1	1	1
在建工程	298	208	146	102	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	55	93	131	169	减值损失	(10)	0	0	0
商誉	89	89	89	89	资产处置收益	(10)	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	营业利润	3	243	309	388
其他非流动资产	68	77	77	77	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	2,936	3,094	3,378	3,724	利润总额	3	243	309	388
流动负债	292	333	376	420	减:所得税	19	53	68	85
短期借款及一年内到期的非流动负债	85	128	128	128	净利润	(16)	190	241	303
经营性应付款项	165	156	189	222	减:少数股东损益	(5)	6	7	9
合同负债	3	2	2	3	归属母公司净利润	(11)	184	234	294
其他流动负债	39	46	56	66	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.04)	0.74	0.94	1.18
非流动负债	762	764	764	764	EBIT	21	245	314	394
长期借款	61	61	61	61	EBITDA	94	339	423	517
应付债券	661	661	661	661	毛利率(%)	19.33	26.51	27.02	27.65
租赁负债	34	34	34	34	归母净利率(%)	(0.79)	9.23	9.62	10.21
其他非流动负债	7	8	8	8	收入增长率(%)	(18.51)	41.17	21.93	18.38
负债合计	1,054	1,097	1,140	1,183	归母净利润增长率(%)	(108.72)	1,758.20	27.02	25.66
归属母公司股东权益	1,867	1,977	2,210	2,504					
少数股东权益	15	21	28	37					
所有者权益合计	1,882	1,997	2,238	2,541					
负债和股东权益	2,936	3,094	3,378	3,724					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	178	168	234	308	每股净资产(元)	6.87	7.44	8.38	9.56
投资活动现金流	(154)	(268)	(259)	(259)	最新发行在外股份 (百万股)	249	249	249	249
筹资活动现金流	(50)	(50)	(19)	(19)	ROIC(%)	(4.67)	6.83	8.16	9.39
现金净增加额	(17)	(149)	(44)	31	ROE-摊薄(%)	(0.59)	9.30	10.57	11.72
折旧和摊销	72	94	109	123	资产负债率(%)	35.91	35.44	33.75	31.78
资本开支	(142)	(260)	(260)	(260)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(364.57)	21.99	17.31	13.77
营运资本变动	74	(134)	(133)	(134)	P/B (现价)	2.36	2.18	1.94	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>