

佩蒂股份 (300673.SZ) / 农林牧渔

证券研究报告/公司深度报告

2023年12月07日

**评级：买入(首次)**

**市场价格：13.49**

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：严瑾

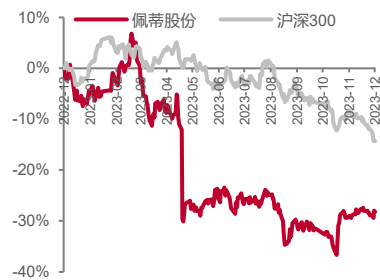
执业证书编号：S0740523010001

Email: yanjin@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	253
流通股本(百万股)	164
市价(元)	13.49
市值(百万元)	3,419
流通市值(百万元)	2,209

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,271	1,732	1,447	1,842	2,189
增长率 yoy%	-5.1%	36.3%	-16.4%	27.3%	18.8%
净利润(百万元)	60	127	60	135	177
增长率 yoy%	-48%	112%	-53%	126%	31%
每股收益(元)	0.24	0.50	0.24	0.53	0.70
每股现金流量	-0.14	0.91	1.37	0.59	0.94
净资产收益率	3%	7%	3%	7%	8%
P/E	57.0	26.9	57.2	25.4	19.3
P/B	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7

备注：股价取自2023年12月7日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

## 报告摘要

- 佩蒂股份：宠物咬胶龙头，向宠物食品全品类进军。**公司成立于2002年，以出口代工宠物咬胶起家，产品出口至全球50多个国家和地区，是品谱、沃尔玛等国际知名宠物品牌商和零售商的核心供应商。2018年公司正式实施“双轮驱动”战略以来，全面发力国内市场。目前公司旗下品牌有一爵宴、好适嘉、齿能、Smartbalance、Smart Bones等，产品涵盖畜皮+植物咬胶、营养肉质零食、宠物主粮（干粮与湿粮）。2014-2022年，公司营收保持较快增长，2022年公司实现营收17.3亿元，同比+36.3%，近五年复合增速达22.3%，归母净利润1.27亿元，同比+111.8%。
- 海外业务：咬胶技术保障长足发展，短期去库结束+产能释放带动盈利改善。**海外代工业务仍以出口咬胶为主，2022年咬胶收入体量为11.9亿元，占整体营收比为68.9%。随着公司研发投入，产品结构持续优化，毛利率更高的植物咬胶占比逐步提升（由2013年的20%提升至2022年的37%）。公司是行业咬胶技术的引领者，领先的技术优势是海外业务持续增长，盈利能力持续增强，以及赢得优质核心客户的关键。海外成熟稳定的咬胶市场是公司基本盘，国内咬胶低渗透有助后期发挥传统优势，持续提升咬胶业务收入体量。另外，海外利润也受出口政策、海运周期、客户库存周期、汇率等因素影响，边际变化对公司利润影响较大。2022年三季度以来，受海外客户去库存影响，宠食行业出口订单减少，22Q4-23Q3公司境外代工业务大幅下滑，23Q4开始公司代工业务逐步恢复正常状态，盈利拐点已现，明年伴随柬埔寨工厂产能利用率提升和新西兰工厂的量产，公司整体海外业务盈利能力的稳定性有望提升。
- 国内业务：以高品质、差异化切入主粮赛道，从打造“爆产品”开始，建立“爆品牌”。**自2018年公司大力开拓国内市场以来，收入体量快速增长，营业收入从2018年的6800万元增长至2022年的2.75亿元，复合增速达32.3%，营收占比从2018年的7.8%提升至2022年的15.9%，自有品牌亦逐步实现自产，占国内营收比重提升至7成左右，带动国内业务毛利率提升（2019年的13%提升至2022年的23.6%）。品牌建设上，自有品牌定位清晰，形成以一爵宴、好适嘉、齿能为核心的品牌矩阵。一爵宴专注高端狗粮市场，以“只选用天然食材”为品牌标签，一爵宴鸭肉干作为该品牌第一个爆款产品，成功带火一爵宴品牌。在近两年双11活动期间，一爵宴销售额从2021年的200万元+增长至2023年的2500万元+，并取得天猫肉干零食Top1，抖音宠物零食榜Top1等佳绩。好适嘉以“科学配方，精准营养”为卖点，专注精致性价比养猫市场；齿能作为全球首个分龄宠物口腔护理品牌，专注国内犬类口腔健康市场。
- 盈利预测及估值：**选取乖宝宠物和中宠股份作为可比公司，两家公司23-25年平均PE为40.0/31.8/25.4。我们预计公司23-25年营收分别为14.5/18.4/21.9亿元，yoy-16%/27%/19%，EPS分别为0.24/0.53/0.70元，当前股价对应PE为57.2/25.4/19.3X。展望2024年，我们认为，一方面，目前海外客户去库存已结束，另一方面，国内自有品牌从“爆品”到“爆品牌”的品牌营销策略成效凸显，随着公司主粮产能释放，预计将丰富公司产品结构和收入体量。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：**原材料价格波动、海外消费不及预期、客户相对集中、国内市场开拓不及预期、研报中使用的数据或信息更新不及时等风险。

## 内容目录

一、宠物咬胶龙头，向宠物食品全品类进军 .....	- 5 -
1.1 海外代工二十载，“一体两翼”乘风起 .....	- 5 -
1.2 股权结构集中稳定，长效激励促发展 .....	- 6 -
1.3 营收体量创新高，“双轮驱动”显成效 .....	- 8 -
二、海外：咬胶技术保障长足发展，短期去库结束+产能释放带动盈利改善 ...	- 10 -
2.1 咬胶行业：海外市场方兴未艾，国内低渗透下前景广阔 .....	- 10 -
2.2 咬胶产品技术引领者，助力盈利能力持续提升 .....	- 11 -
2.3 深绑优质客户，为新市场提供良好背书 .....	- 13 -
2.4 产品储备充裕，产能释放带动利润修复 .....	- 15 -
三、国内：自有品牌差异化竞争，从爆品到爆品牌 .....	- 16 -
3.1 以高品质、差异化切入国内市场 .....	- 16 -
3.2 以产品为导向，产能储备助力品类完善 .....	- 17 -
3.3 营销端：以差异化爆品为突破点，打造品牌力 .....	- 17 -
3.4 渠道端：线上线下协同布局，线上渠道增长迅速 .....	- 20 -
四、盈利预测及估值 .....	- 23 -
4.1 盈利预测 .....	- 23 -
4.2 估值及总结 .....	- 24 -
风险提示 .....	- 25 -
原材料价格波动风险 .....	- 25 -
海外消费不及预期 .....	- 25 -
国内市场开拓不及预期风险 .....	- 25 -
客户相对集中的风险 .....	- 25 -
研究报告中使用的数据或信息更新不及时风险 .....	- 25 -

## 图表目录

图表 1：公司主要品牌及产品 .....	- 5 -
图表 2：公司发展历程 .....	- 6 -
图表 3：公司股权结构（截止 2023 年 9 月 30 日） .....	- 6 -
图表 4：公司 2022 年限制性股票激励和员工持股计划的业绩考核指标 .....	- 7 -
图表 5：控股参股公司情况 .....	- 8 -
图表 6：2014 年至今营业收入及增速（亿元） .....	- 8 -
图表 7：2014 年至今归母净利润及增速（亿元） .....	- 8 -
图表 8：单季度营收及增速（百万元） .....	- 9 -
图表 9：单季度归母净利润及增速（百万元） .....	- 9 -
图表 10：2014-2022 年分产品营业收入（百万元） .....	- 9 -
图表 11：2022 年分产品营收占比 .....	- 9 -

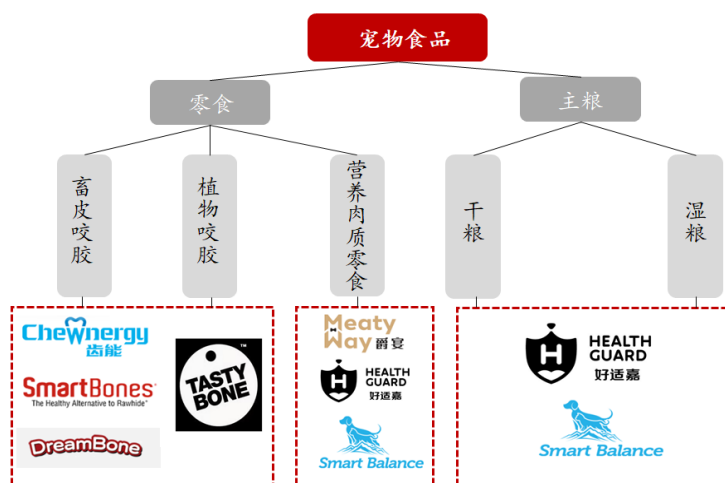
图表 12: 国内外业务营收占比.....	- 10 -
图表 13: 国内外营收增速.....	- 10 -
图表 14: 国内外销售毛利率对比.....	- 10 -
图表 15: 狗的口腔问题及解决方案.....	- 11 -
图表 16: 美国宠物食品市场规模 (亿美元) 及增速.....	- 11 -
图表 17: 美国和中国每只宠物狗咬胶年使用量 (根/年) .....	- 11 -
图表 18: 2018-2022 研发费用率 (%) 对比.....	- 11 -
图表 19: 研发人员数量 (人) .....	- 11 -
图表 20: 咬胶第一代至第五代.....	- 12 -
图表 21: 2022 年公司研发投入项目情况.....	- 12 -
图表 22: 产品毛利率.....	- 13 -
图表 23: 产品毛利贡献率.....	- 13 -
图表 24: 不同代次咬胶产品零售价格.....	- 13 -
图表 25: 海外市场前五大客户销售情况.....	- 13 -
图表 26: 2022 年海外市场前五大客户具体占比 .....	- 13 -
图表 27: 第一大客户 (品谱) 的销售情况.....	- 14 -
图表 28: 品谱宠物护理 (含咬胶业务) 营收状况.....	- 14 -
图表 29: 核心海外客户简介.....	- 15 -
图表 30: 2018-2023H1 主要子公司净利润 (万元) .....	- 15 -
图表 31: 海外工厂产能情况.....	- 16 -
图表 32: 核心自主品牌定位.....	- 16 -
图表 33: 国内工厂产能情况.....	- 17 -
图表 34: 爵宴露营活动.....	- 18 -
图表 35: 爵宴赞助网剧《莲花楼》.....	- 18 -
图表 36: 爵宴 2023 年双十一线上 GMV.....	- 18 -
图表 37: 爵宴 2023 年双十一大单品排名 .....	- 18 -
图表 38: 好适嘉系列产品.....	- 19 -
图表 39: 好适嘉 2022 年双十一表现.....	- 19 -
图表 40: 好适嘉 2023 年双十一表现.....	- 19 -
图表 41: 齿能系列产品.....	- 20 -
图表 42: 齿能产品技术领先行业.....	- 20 -
图表 43: 国内销售渠道.....	- 21 -
图表 44: 爵宴和好适嘉线上 (天猫+京东+抖音) 月度销售额 (万元) .....	- 21 -
图表 45: 小红书营销活动.....	- 21 -
图表 46: 宠物行业消费者的主要种草平台分布.....	- 21 -

图表 47: 宠物行业用户典型购物路径分布.....	- 21 -
图表 48: 舜宴入驻山姆超市.....	- 22 -
图表 49: 齿能上线佳雯宠物医院.....	- 22 -
图表 50: PAWDAY 旗舰店.....	- 23 -
图表 51: 公司业务拆分及预测.....	- 24 -
图表 52: 可比公司估值.....	- 25 -

## 一、宠物咬胶龙头，向宠物食品全品类进军

- 凭借咬胶产品出口起家，逐步发展主粮及营养肉质零食，目前进入国内外双轮驱动新阶段。公司前身为 1992 年创建的温州平阳佩蒂皮件制品厂，公司创造性地将生皮引入宠物食品，研发出宠物咬胶产品。2002 年温州佩蒂宠物用品有限公司正式成立，以出口代工（OEM/ODM）宠物咬胶起家，产品出口至全球多个国家和地区，是品谱、沃尔玛等国际知名宠物产品品牌商和零售商的核心供应商。2018 年公司正式实施“双轮驱动”战略，发力国内市场。目前公司旗下品牌有--爵宴、好适嘉、齿能、Smartbalance、Smart Bones、DreamBone 等，产品涵盖畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、宠物主粮（干粮与湿粮）等全线产品。

图表 1：公司主要品牌及产品



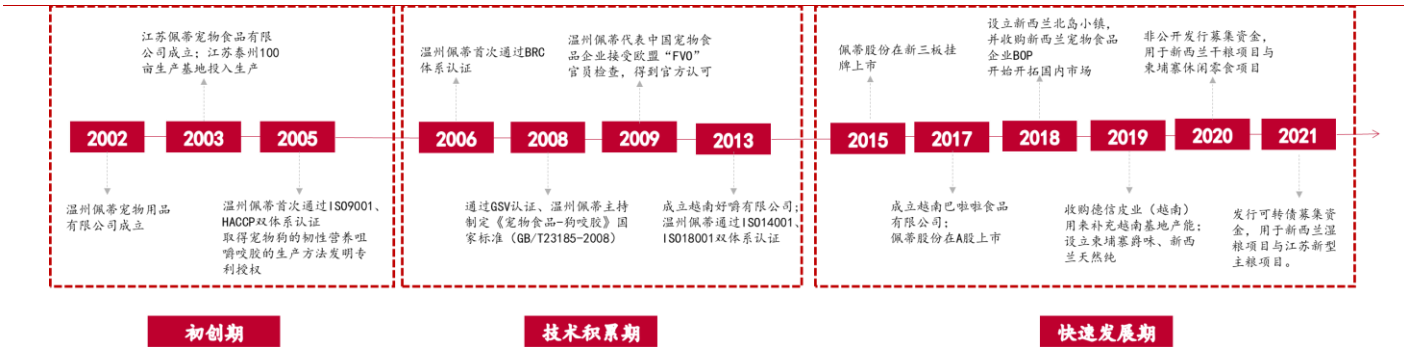
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 1.1 海外代工二十载，“一体两翼”乘风起

- **初创期（2002-2005 年）：**公司正式创立于 2002 年，成立第二年在江苏泰州建立 100 亩的生产基地用于生产畜皮咬胶，产品出口海外市场。
- **技术积累期（2006-2017 年）：**创立之初，公司主要通过 OEM/ODM 方式出口宠物咬胶产品，凭借优秀的创新能力和质量水平逐渐从 OEM 转变为 ODM 并获得国外大客户的青睐。公司取得各项专利并参与了宠物咬胶国家标准的制定，填补了中国在此领域的空白。当前公司的咀嚼食品技术已研发更新至第五代（动植物纤维混合咬胶），远高于美国的第 3 代以及国内的 1.5 代技术水平，开创了高技术门槛的咀嚼食品品类。咬胶产品领先的技术优势是公司海外业务持续增长、赢得优质核心客户的关键。
- **发展转型期（2015 年至今）：**2018 年公司正式进入国内外市场齐头并进的“双轮驱动”新时代。公司积极布局海外生产基地稳定发展 ODM 业务的同时，开拓国内自有品牌业务。（1）生产上，利用新西兰、柬埔寨

寨、越南、中国不同国家区位优势，建设生产基地，完善供应链。公司咬胶、营养肉质零食和主粮产能均大幅提升。(2) 产品上，公司进军主粮市场，在新西兰和国内建设工厂生产高品质主粮。(3) 渠道上，公司自有品牌打造线上线下全渠道模式，与宠物医院、宠物店和商超建立深度合作关系，利用“爆品”“大单品”思维深耕线上，精准把控线上流量趋势，建立品牌势能，目前爵宴、好适嘉品牌在各大平台上表现亮眼。

图表 2: 公司发展历程

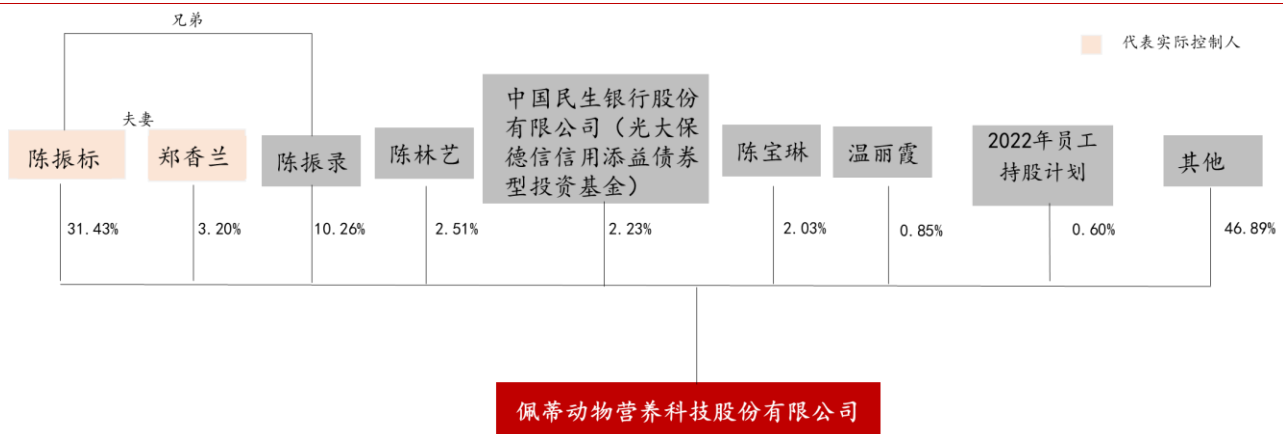


来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 1.2 股权结构集中稳定，长效激励促发展

- **股权结构集中稳定。** 创始人陈振标、郑香兰夫妇为公司实控人，截止2023年9月30日，共持有公司34.63%股权；公司第二大股东陈振录与实控人陈振标（持股10.26%）为兄弟，具有一致行动关系，其他股东陈林艺、陈宝琳均系陈氏家族成员，陈氏家族共持有公司49.43%。

图表 3: 公司股权结构 (截止 2023 年 9 月 30 日)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **健全长效激励机制，实现公司、股东和员工的正向联动。** 2018年公司实施第一次限制性股票激励计划，向92名符合条件的激励对象授予了196万股限制性股票，主要激励对象为公司的中层、高级管理人员和核心技术人员。2022年公司第二次实施限制性股票激励计划，授予246名核心骨干限制性股票数量为258万股，约占公司总股本的1.02%。同年，公司还开展了员工持股计划，主要面向不超过97名董事、监事、

高级管理人员及核心骨干，计划持股规模不超过 152 万股，约占公司股本总额的 0.60%。激励计划设定了股票解锁条件，与公司营业收入和净利润相关联，旨在实现公司、股东和员工的正向联动，推动公司的长远发展。

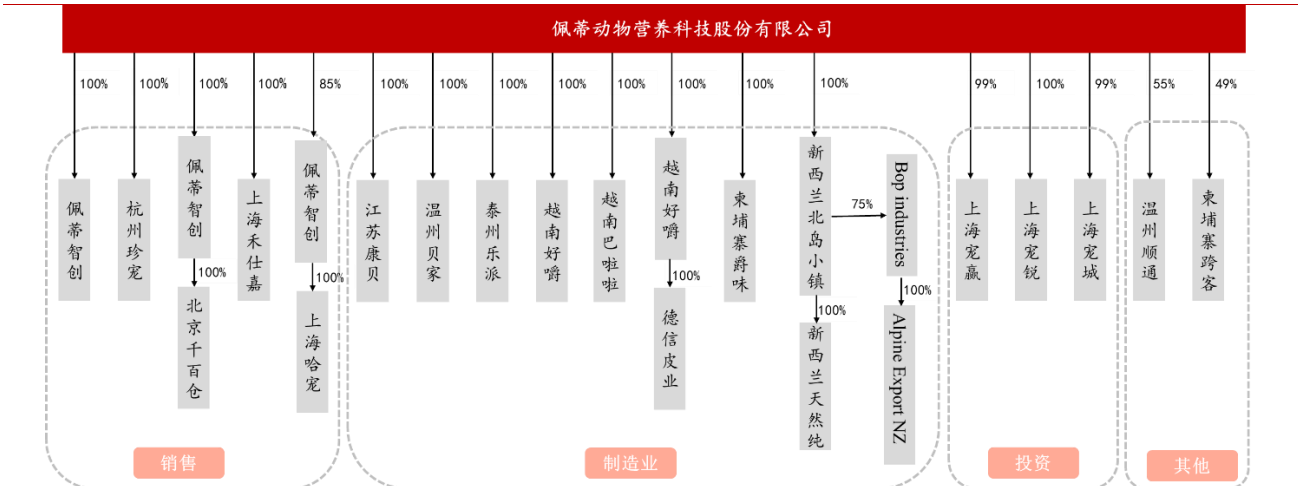
图表 4：公司 2022 年限制性股票激励和员工持股计划的业绩考核指标

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	<p>公司需满足下列两个条件之一：</p> <p>1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低 20.00%；</p> <p>2、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 100.00%。</p>
第二个解锁期	<p>公司需满足下列两个条件之一：</p> <p>1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2023 年营业收入累计值增长率不低于 160.00%；</p> <p>2、以 2021 年净利润为基数，2022 年-2023 年净利润累计值增长率不低于 340.00%。</p>
第三个解锁期	<p>公司需满足下列两个条件之一：</p> <p>1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年-2024 年营业收入累计值增长率不低于 330.00%；</p> <p>2、以 2021 年净利润为基数，2022 年-2024 年净利润累计值增长率不低于 600.00%。</p>

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **因地制宜建立生产基地。**在国内子公司中，泰州乐派主要负责植物咬胶的研发、生产和销售，江苏康贝负责咬胶和新型主粮的研发、生产和销售，佩蒂智创负责打造国内自主品牌。在国外子公司中，越南好嚼、越南巴啦啦和柬埔寨爵味负责宠物咀嚼食品的生产，新西兰北岛小镇主要负责宠物主粮（干粮和湿粮）的研发和生产。目前，越南巴啦啦和好嚼两家子公司是公司主要产能基地，柬埔寨爵味食品有限公司产能正在逐步提升，但尚未完全释放。
- 在海外设立的生产基地具备众多优势：（1）越南：企业所得税减免。子公司越南巴啦啦食品有限公司设立前四年免征企业所得税，后九年减半征收企业所得税；越南好嚼有限公司 2017-2020 年减半征收企业所得税，2021 年开始企业所得税税率为 17%。（2）柬埔寨：劳动力成本优势明显，优惠的关税政策。美国、欧盟、日本等 28 个国家/地区均给予柬埔寨普惠制待遇（GSP），符合条件的产品可以免除配额和关税进入欧盟和美国市场，柬埔寨商品享有欧盟无限制零关税优惠政策，加拿大给予免征进口关税等优惠措施。（3）新西兰：发达的畜牧业，拥有天然安全的原材料资源。新西兰食品原材料品质较高，且市场对新西兰宠物食品认可度高。公司全资子公司新西兰北岛小镇利用此特点，开展高品质的宠物主粮业务，打造高端优质的产品定位，从而和现有市场宠物主粮产品形成差异化竞争。

图表 5: 控股参股公司情况

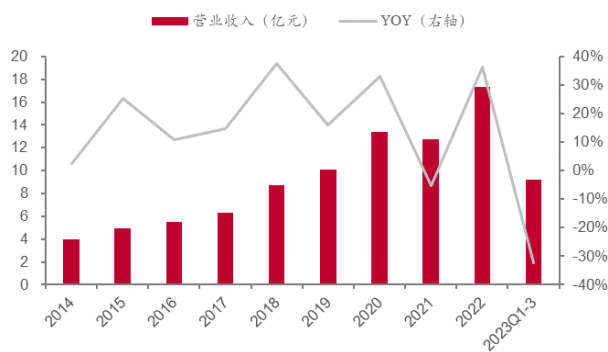


来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 1.3 营收体量创新高, “双轮驱动”显成效

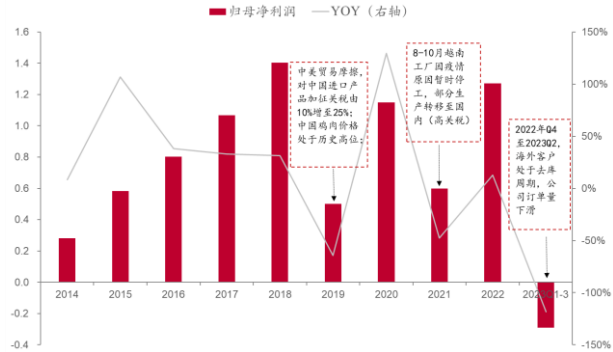
- 2022 年营收创历史新高, 海外特殊事件对公司业绩偶有干扰。公司营业收入从 2014 年至 2022 年总体呈现上升趋势, 近五年的复合增速达到 22.34%。公司境外业务占比较高 (2022 年占 84%), 且为利润贡献的主要部分, 国内业务尚未实现盈利。海外利润受出口政策、海运周期、客户库存周期、汇率等因素影响, 边际变化对公司利润影响较大。2019 年受中美贸易摩擦影响, 从中国出口产品加征关税, 叠加国内鸡肉原材料价格大幅上涨, 公司归母净利润同比下降。2021 年越南工厂受疫情影响停工, 公司营收首次出现下降, 2022 年越南工厂产能恢复后, 营收快速恢复并远超疫情前水平。

图表 6: 2014 年至今营业收入及增速 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 2014 年至今归母净利润及增速 (亿元)



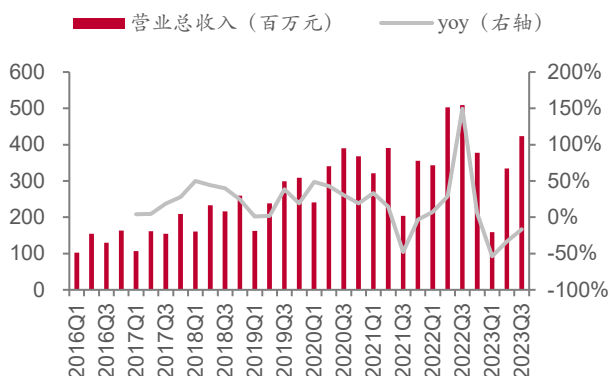
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 海外业务短期承压, 四季度以来曙光重现。2022 年三季度以来, 受海外客户去库存影响, 宠食行业出口订单减少, 22Q4-23Q3 公司境外代工业务大幅下滑, 23 年 Q1-Q3 公司单季度营收同比分别下滑 53.8%、33.6%、16.7%, 且上半年持续亏损, Q3 归母净利润环比扭亏, 同比下滑 80%。23Q4 开始, 公司海外代工业务恢复正常状态, 明年伴随新西兰工厂的投产, 公司整体海外业务盈利能力的稳定性有望提升, 23Q4 开始公司业绩预计同比转正, 考虑到 23 年上半年的低基数, 预计 24 年上



半年公司业绩有较高增长。

图表 8: 单季度营收及增速 (百万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

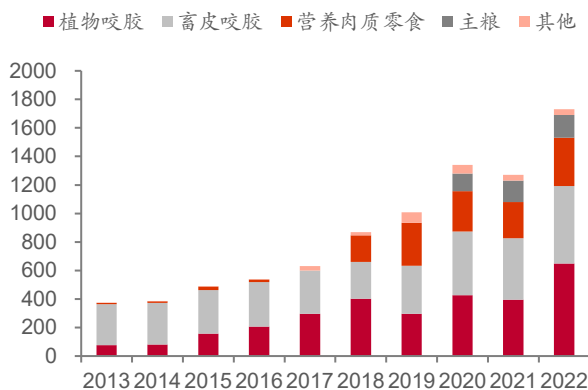
图表 9: 单季度归母净利润及增速 (百万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

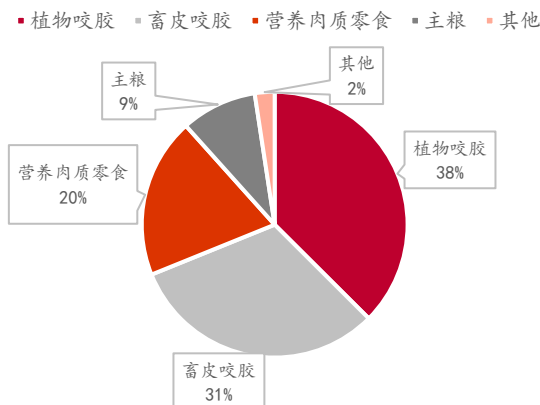
- **分产品看: 咬胶类产品占公司营收的六成以上, 肉质零食与主粮业务持续扩张。**2017 年以前畜皮咬胶是公司主要产品, 年收入体量在 3 亿左右, 占总营收 50%以上。随着公司研发和市场拓展的投入, 毛利率更高的植物咬胶快速起量, 2022 年收入体量达 6 亿元以上, 营收占比为 38%, 超越畜皮咬胶体量。2018 年公司大力开拓国内市场, 以鸭肉干为代表的营养肉质零食业务营收规模持续增长, 从 2018 年的 1.85 亿元增长至 2022 年的 3.38 亿元。同时, 2020 年公司开始大规模销售主粮产品, 2022 年营业收入达 1.60 亿元, 占总营收比重为 9.2%。

图表 10: 2014-2022 年分产品营业收入 (百万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

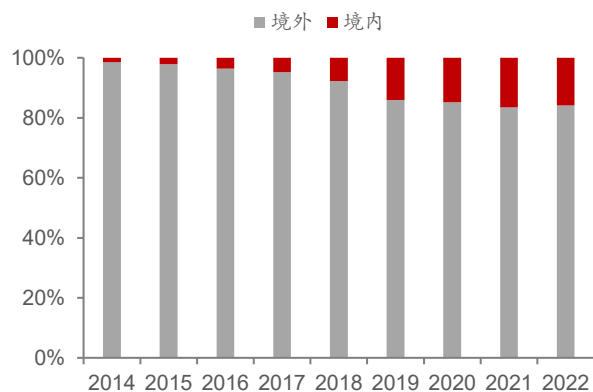
图表 11: 2022 年分产品营收占比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

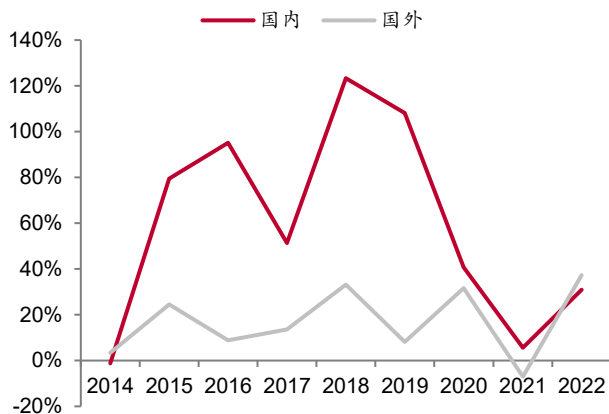
- **分区域看: 营业收入由海外市场主导转向“国内外双轮驱动”, 自有品牌占比提升带动国内业务毛利率持续提升。**海外市场一直是公司主要的收入和利润来源, 占据公司总营收的 80%以上。2018 年公司实施“双轮驱动”策略, 大力开拓中国市场, 培育自主品牌, 国内营业收入从 2018 年的 6800 万元增长至 2022 年的 2.75 亿元, 复合增速达 32.26%, 营收占比从 2018 年的 7.83%提升至 2022 年的 15.90%。同时, 国内业务上, 随着毛利率更高的自有品牌业务占比提升, 以及自有品牌逐步实现自有工厂生产, 国内业务整体毛利率亦在持续提升。

图表 12: 国内外业务营收占比



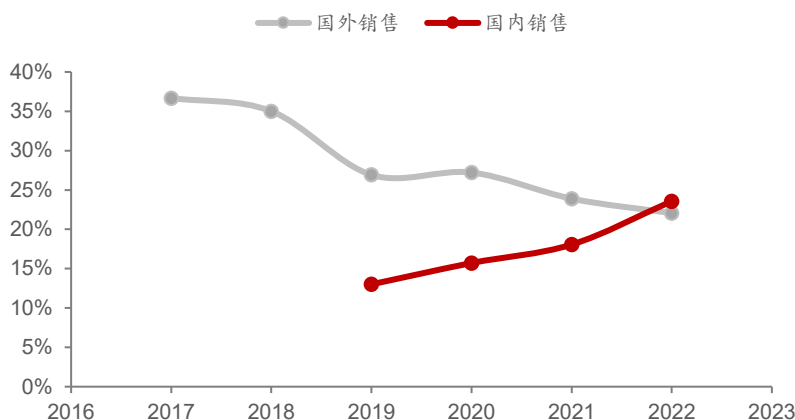
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 国内外营收增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 14: 国内外销售毛利率对比



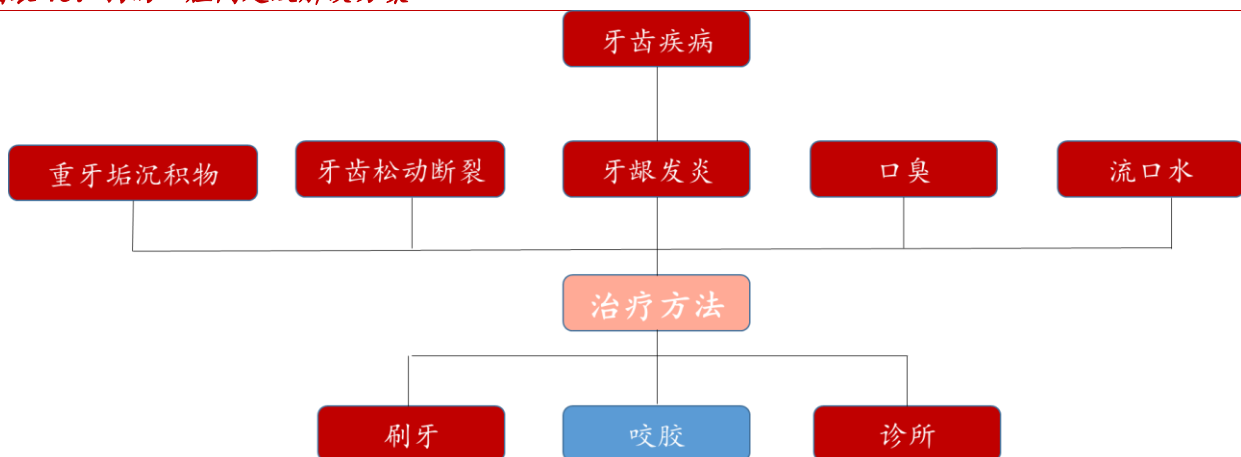
来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 二、海外: 咬胶技术保障长足发展, 短期去库结束+产能释放带动盈利改善

### 2.1 咬胶行业: 海外市场方兴未艾, 国内低渗透下前景广阔

- 宠物咬胶是一种功能型宠物咀嚼零食, 主要用于犬牙齿清洁及补充营养, 在海外成熟市场属于高频刚需消费产品。**由于犬类具有啃咬天性, 因此咬胶作为咀嚼零食清洁牙齿的同时, 亦作为玩具满足犬类啃咬需求。根据数据显示, 美国等海外成熟市场已经比较重视宠物口腔护理, 2019 年平均每只宠物狗服用 127 根咬胶/年, 而同期中国每只宠物狗紧消耗 12 支咬胶产品。根据美国兽医协会 (AVMA) 统计, 牙周病是宠物最常见的疾病之一, 70%-80% 的宠物在 3 岁左右就会出现不同程度的牙周疾病。口腔疾病不仅会影响宠物的牙齿、牙龈和进食, 细菌还会影响宠物的心脏、肝脏等器官, 对宠物的身体健康产生重要影响。因此, 海外成熟稳定的咬胶市场是公司基本盘, 国内咬胶低渗透也有助于公司后期发挥传统优势, 持续提升咬胶业务收入体量。

图表 15: 狗的口腔问题及解决方案



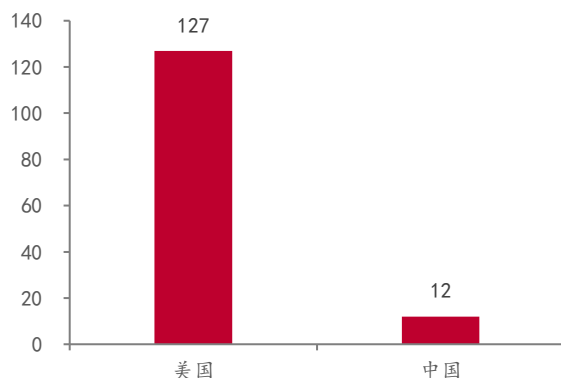
来源: 中泰证券研究所

图表 16: 美国宠物食品市场规模 (亿美元) 及增速



来源: 欧睿、中泰证券研究所

图表 17: 美国和中国每只宠物狗咬胶年使用量 (根/年)



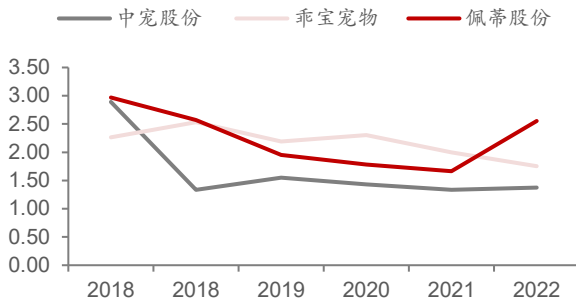
来源: 宠物食品联盟、中泰证券研究所

## 2.2 咬胶产品技术引领者，助力盈利能力持续提升

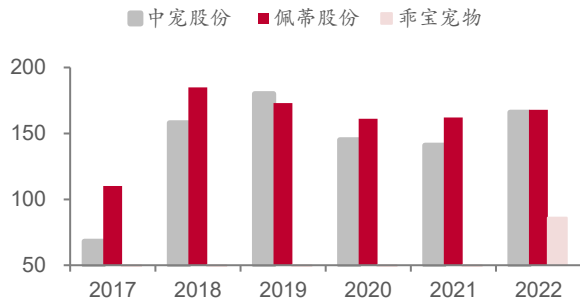
- **咬胶产品技术引领者，产品研发储备齐全。**公司是中国第一代狗咬胶的研发者，持续进行产品研发投入，研发费用率一直保持 1.5% 以上，处于行业领先水平。研发团队方面，公司建立了高新技术企业研发中心、省级宠物健康营养产品研究院等研发平台等，推动产品研发。当前公司的咀嚼食品技术已研发至第五代（动植物纤维混合咬胶），远高于美国的第三代（植物咬胶）以及国内的 1.5 代（畜皮咬胶和纯畜皮肉片咬胶）水平，开创了高技术门槛的咀嚼食品品类。

图表 18: 2018-2022 研发费用率 (%) 对比

图表 19: 研发人员数量 (人)



来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 咬胶第一代至第五代

名称	第一代 1992年-至今 (咀嚼食品)	第二代 2000年-至今 (功能性咀嚼食品)	第三代 2002年-至今 (功能性咀嚼食品)	第四代 2000年-至今 (功能性咀嚼食品)	第五代 2016年-至今 (功能性咀嚼食品)
原料	牛皮、猪皮	牛皮+肉	植物蛋白+肉	皮纤维+肉+营养元素	植物蛋白+动物蛋白
特点	可以满足狗狗日常咀嚼的需要，纯牛皮耐咀嚼，天然可食用； 缺点是不易消化，肠胃较弱的狗狗食用后可能会导致腹泻或呕吐；	添加了肉类以后大大增加了咬胶的适口性，让更多的狗狗更主动去啃咬和咀嚼； 同时添加了肉类的咬胶营养和能量相比于纯牛皮更为丰富；	前两代狗咬胶均存在不易消化的问题； 用独特的工艺加工植物蛋白来替代传统的牛皮和猪皮。加工后的植物蛋白兼具柔韧性和足够硬度，在保证宠物咀嚼基础上让狗狗更容易消化和吸收；	传统的咬胶不够注重营养成分的添加； 第四代咬胶在第二代的基础上添加更多的营养元素，同时经过特殊处理，更易消化；	在第三代的基础上进一步增加了咬胶的韧性和营养成分，让狗狗在咀嚼的同时还能够获得充沛营养；
图片示例					

来源：公司官方公众号、中泰证券研究所

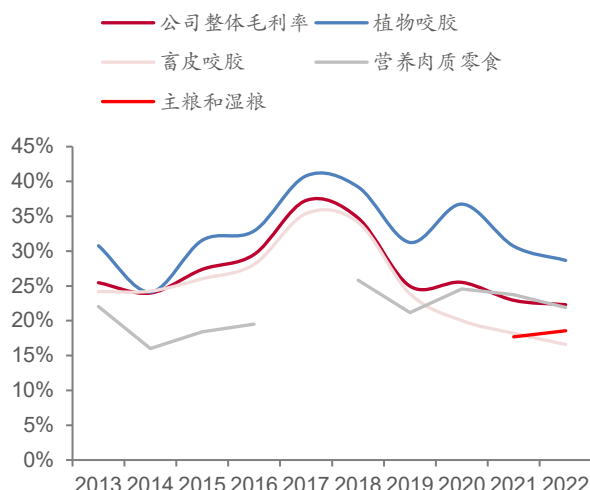
图表 21: 2022 年公司研发投入项目情况

项目名称	种类	状态	目的与意义
低水份活度的烘烤鸡肉薄片	肉质零食	完成试验和市场试验阶段	提升产品品质
仿真造型的肉制宠物零食	肉质零食	形成完整工艺	提升产品品质
鲜肉风干粮宠粮	主粮	完成研究开发任务，进入市场验证阶段	降低成本、优化产品，提高市场占有率
冻干深海鱼配方幼猫主粮	主粮	完成研究开发任务，进入市场验证阶段	未来公司在主粮领域的重点产品
仿真肉串宠物食品制作工艺	肉质零食	完成研究开发任务，进入市场验证阶段	应用新技术，加速产品升级换代，满足市场多样性需求
半流体浇注宠物食品工艺	咬胶	完成主要技术点研发	提高原材料利用率，优化生产成本，增加功能性产品的品类

来源：公司公告、中泰证券研究所

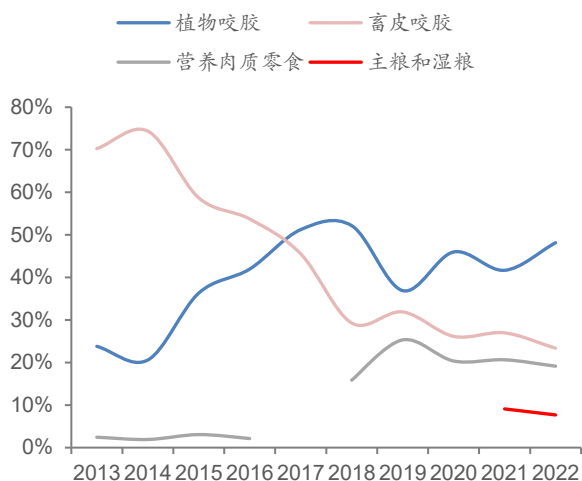
- **产品迭代更新助力价格带和毛利空间打开。**公司凭借过硬的研发能力，持续进行产品迭代升级。我们看到整体植物咬胶产品毛利率较畜皮咬胶更高。目前公司的齿能应用第五代咬胶技术，将植物蛋白与动物蛋白相结合，适口性更高且富含营养，整体价格较之前代次更高。

图表 22: 产品毛利率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 产品毛利贡献率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 24: 不同代次咬胶产品零售价格

咬胶代次	第二代	第三代	第五代
主要原料	牛皮+肉	植物蛋白+肉	植物蛋白+动物蛋白
价格(元/根)	1.2	3.2	4.7
代表产品	多格漫鸡肉绕牛皮卷	Smartbones洁齿骨	齿能1号洁齿骨
产品示例	 <p>品牌: DoggyMan多格漫 产地: 山东 青岛 品名: 仕上名人鸡肉绕牛皮卷 规格: 39根 适用: 4个月以上全犬种 口味: 鸡肉味道 配料: 鸡胸肉、牛皮、玉米淀粉、 口味增强剂(鸡肉提取物) 保质期: 21个月</p>		

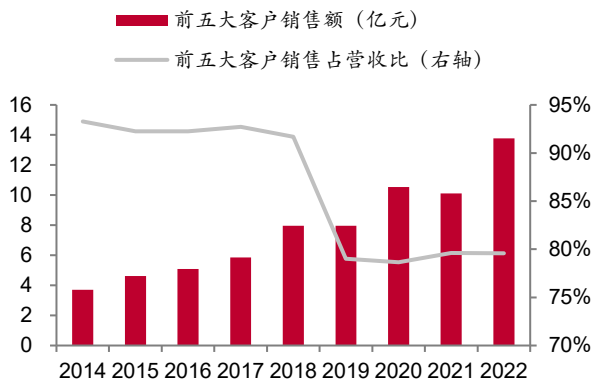
来源: 淘宝、中泰证券研究所

### 2.3 深绑优质客户，为新市场提供良好背书

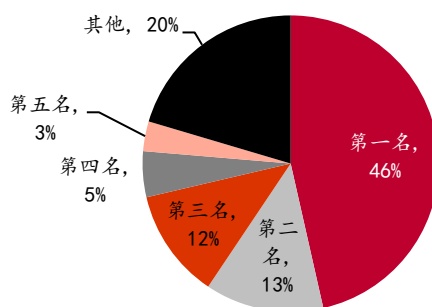
- 深绑核心优质客户群体，彰显产品品质，也为新客户、新市场提供良好背书。咬胶产品领先的技术优势是公司海外业务持续增长，赢得优质核心客户的关键。公司海外客户包括知名宠物品牌商、零售超市、宠物产品专卖店等。欧美宠物食品市场发展成熟，新进品牌营销成本较高，公司海外产品以 ODM 为主，负责产品研发、设计、生产所有环节，客户粘性和依赖性较高。全球著名咬胶品牌 Dingo、Smart Bones、Dream Bones 均是公司 ODM 生产，公司的合作客户包括 Spetrum、Petmatrix、Wal-mart、PetSMART 等。因产品创新能力与品质优势，公司长期与海外大客户深入绑定，将产品专利提供给特定客户，前五大客户收入常年占比稳定在 80%左右。优质国际客户也对佩蒂产品品质具有背书作用，利于新市场的进入、新客户的开发。

图表 25: 海外市场前五大客户销售情况

图表 26: 2022 年海外市场前五大客户具体占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

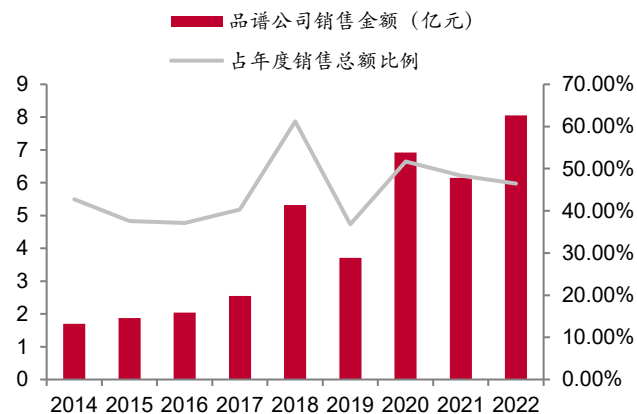


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 第一大客户品谱的宠物板块增长稳健，带动公司海外业务规模扩大。**

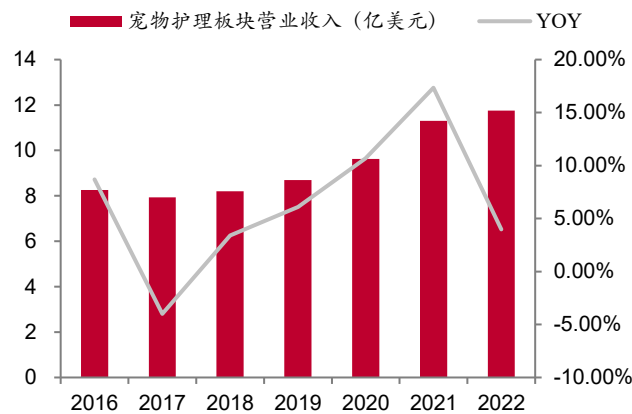
由于海外宠物行业供应商集中度较高，故公司核心客户较集中。美国品谱是一家全球性消费公司，涵盖美容产品、个人护理以及宠物护理等业务。品谱持续整合行业优势品牌和渠道，宠物护理业务持续增长，2015 年收购 Salix，获得畜皮咬胶品牌 Healthy-Hide；2017 年收购美国咬胶龙头企业 Petmatrix，获得该公司旗下的两大重要植物咬胶品牌—Smart Bones 和 DreamBones，进一步拓展咬胶品类；2020 年收购美国宠物零食和用品公司 Armitage Pet Care Ltd.，完善公司在欧洲市场的布局。品谱公司 2017-2022 年宠物护理板块营业收入持续上升，复合增速为 8.2%。品谱公司业务规模的扩大亦带动公司海外代工业务进一步增长。

图表 27：第一大客户（品谱）的销售情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：品谱宠物护理（含咬胶业务）营收状况



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 29: 核心海外客户简介**

客户	ODM 品牌	客户介绍
Spectrum Brands	Dingo, Smart Bones, Dream Bone	美国品谱控股是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。旗下宠物产品品牌众多，包括 Dingo、Tetra 等。2017 年收购 PetMatrix 公司后又增添了 Smart Bones 和 Dream Bone 两大品牌
Wal Mart	EXERHIDE、HOLIDAY TIME	沃尔玛是世界最大的连锁零售商
PetSmart	Dentley's	PetSmart 是一家美国的宠物用品和服务零售公司。在北美拥有超过 1,500 家实体店铺，主要业务是销售宠物用品和食品
Pets At Home	PETS AT HOME	Pets at Home 是一家英国的宠物用品和服务零售公司，在英国拥有超过 450 家实体店铺
Armitages Pet Products	GOODBOY	Armitages Pet Products 是一家英国的宠物用品制造和供应公司。成立于 1770 年，是英国宠物行业中历史悠久的品牌之一。

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2.4 产品储备充裕，产能释放带动利润修复

- **新产能释放为公司盈利蓄力。**公司在海外的生产基地分布在越南、柬埔寨和新西兰，其中：
  - **(1) 越南：**生产基地运营最为成熟，主要生产畜皮/植物咬胶和肉质零食，面向北美市场，总产能达到 1.5 万吨，目前处于满产状态，为公司主要利润来源。
  - **(2) 柬埔寨：**总产能为 1.12 万吨（0.92 万吨的宠物休闲食品新建项目和 0.2 万吨扩建项目）。0.92 万吨新建项目已建成投产，目前处于产能爬坡状态，2022 年投产释放 3000 吨的产能，2023 年预计释放 2000 吨左右产能，2024 年有望实现满产；0.2 万吨扩建项目预计 2023 年年底扩建完工。柬埔寨子公司目前尚处于亏损状态，随着产能利用率提升，2024 年有望扭亏为盈。
  - **(3) 新西兰：**新西兰生产基地定位生产高质量的主粮，规划产能包括 4 万吨高品质膨化干粮产能、3 万吨高品质湿粮。其中，4 万吨干粮项目目前已进入商业化运行阶段，2023 年已贡献少量收入；湿粮项目已经建成，目前尚未进入可使用状态。目前公司正在孵化新西兰自有品牌项目，预计 2024 年有望问世。
- 随着柬埔寨和新西兰工厂的产能持续释放，不仅满足海外现有客户和潜在新客户需求，同时反哺国内自主品牌业务建设，产能逐步释放是公司未来业绩增长的重要支撑点。

**图表 30: 2018-2023H1 主要子公司净利润 (万元)**

净利润 (万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
越南好嚼有限公司	6676	1468	5851	4876	1632	
越南巴啦啦食品有限公司		3597	8646	6003	8984	973
越南德信食品有限公司					4111	(439)
柬埔寨爵味食品有限公司				(1847)	(4403)	(1259)
新西兰北岛小镇宠物食品有限公司				(1290)	(1680)	
新西兰天然纯宠物食品有限公司				(938)		
BOP INDUSTRIE S LIMITED		1062				
江苏康贝宠物食品有限公司	2408		1837	1164		
泰州乐派宠物营养有限公司		1055		976	1835	
佩蒂智创(杭州)宠物科技有限公司			(2559)	(2867)	(3475)	(1407)

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 31：海外工厂产能情况

地点	主要产品	产能 (万吨)	状态
越南	畜皮/植物咬胶、肉质零食	1.5	已满产
柬埔寨	畜皮/植物咬胶、主粮、肉质零食	1.12	产能爬坡状态
新西兰	肉质零食	0.2	已满产
新西兰	干粮	4.0	处于试生产阶段
新西兰	湿粮	3.0	预计 2023 年底达到可使用状态

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 三、国内：自有品牌差异化竞争，从爆品到爆品牌

#### 3.1 以高品质、差异化切入国内市场

- 公司充分利用和发挥咀嚼产品优势同时，在国内和新西兰建设新型主粮项目，以高品质、差异化切入主粮赛道。从咬胶、肉干，再到罐头、主粮、湿粮逐步拓展产品品类，从打造“爆产品”开始，建立“爆品牌”。
- 自主品牌定位清晰，从细分市场切入消费者需求。自 2018 年公司大力开拓国内市场以来，自有品牌快速发展，目前自有品牌贡献六成以上国内收入，并逐渐形成以爵宴、好适嘉、齿能为核心的自主品牌矩阵，产品包含主粮，肉质零食和咬胶产品。三个品牌定位清晰，爵宴专注高端狗粮市场，以“只选用天然食材”为品牌标签；好适嘉以“科学配方，精准营养”为卖点，专注精致性价比养猫市场；齿能作为全球首个分龄宠物口腔护理品牌，专注国内犬类口腔健康市场。公司根据不同细分市场竞争环境和渠道需求，通过不同品牌切入细分市场，满足终端需求。

图表 32：核心自主品牌定位



品牌	品牌理念	定位	产品系列	具体产品
爵宴 MeatyWay	宠物私厨，真材实料	犬	纯粹系列	纯粹鸭胸肉、烟熏肉卷（鸡/鸭）、鲭鱼干
			果蔬系列	鸭肉地瓜干、甘薯卷（鸡肉/鸭肉）、鸭肉苹果派
			零食罐	美食家狗罐头
好适嘉 Health Guard	科学配方，精准营养	猫	98K	全价主食罐
			黄金罐	黄金配比营养黄金罐
			彩虹食谱	低温烘焙全价猫粮
齿能 Chewnergy	全球首个分龄宠物口腔护理解决方案	犬	齿能 1 号	健齿环，洁齿骨，护齿棒
			齿能零食	经典洁骨，奶酪夹心棒，旋风清口棒

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.2 以产品为导向，产能储备助力品类完善

- **以产品为导向，专注高品质宠物食品研发。**公司以“待宠如己”为企业文化理念，产品材料每一环节皆可溯源，以进口食品标准选择高端食材原料确保产品品质。
- **国内产能方面，**除去传统出口的咬胶产品外，公司也在积极布局湿粮、新型主粮（冻干粮、烘焙粮、混拼粮等）产线，目前肉质零食和湿粮产线已经处于满产状态，预计 2024 年中旬泰州工厂 5 万吨新型主粮产线进入可使用状态。随着新产线的达产，公司旗下品牌的产品线有望不断丰富。

图表 33：国内工厂产能情况

地点	主要产品	产能（万吨）	状态
温州平阳和泰州高港	畜皮/植物咬胶、肉质零食	1.54	已满产
温州平阳	湿粮	0.3	已满产
泰州高港	新型主粮（冻干粮、烘焙粮、混拼粮等）	5.0	预计 2024 年中旬达到可使用状态

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.3 营销端：以差异化爆品为突破点，打造品牌力

- 由于宠物咬胶市场在国内仍处于起步阶段，公司在开拓国内市场时，积极通过肉质零食、湿粮等品类打开市场。公司坚持“爆品”策略，以差异化爆品为突破点，打开品牌知名度，此后不断丰富产品矩阵，逐步从爆品向爆品牌延伸。
- **爵宴：定位高端市场，成功打响从“爆品”到“爆品牌”第一枪。**爵

宴 MeatyWay 是公司旗下高端肉类零食品牌，产品远销北美，在加拿大超 300 家沃尔玛畅销多年，品牌口碑优异。公司将该品牌引入国内，以“高端”、“0 添加”等标签作为产品的卖点。除了通过与李佳琦等头部带货主播进行常态化合作外，爵宴亦通过泛娱乐活动，增强品牌认知度和宠主认同感，如，举办宠物露营活动，用人宠露营的方式打造养宠生活方式，建立品牌和用户的良好粘性；在热播网剧《莲花楼》中投入广告，邀请剧中狐狸精扮演者—大黄担任星推官，增强品牌曝光度。

- 好产品加上好营销，使得爵宴鸭肉干获得了消费者的喜爱，成为 2022 年的畅销单品，获得 2022 PFA AWAEDS 亚宠年度狗类大奖。爵宴鸭肉干作为该品牌第一个爆款产品，成功带火爵宴品牌。在近两年“双 11”活动期间，爵宴品牌销售额从 2021 年的超 200 万元增长至 2023 年的超 2500 万元，并在 2022 和 2023 年双十一活动期间取得淘宝、天猫等平台肉干零食销量榜第一的佳绩。

图表 34: 爵宴露营活动



来源:《佩蒂星球》公众号、中泰证券研究所

图表 35: 爵宴赞助网剧《莲花楼》



来源: 爱奇艺、中泰证券研究所

图表 36: 爵宴 2023 年双十一线上 GMV



来源: 公司公众号、中泰证券研究所

图表 37: 爵宴 2023 年双十一大单品排名



来源: 公司公众号、中泰证券研究所

- **好适嘉：致力于用科学配方实现精准营养，主打高品质与高性价比。** 2023 年，好适嘉全面买入主食升级赛道，首先，湿粮赛道稳步提升，持续运营好适嘉 98K 猫罐头、黄金罐、成长罐三款爆品，比如开启黄金罐-坚持喂养计划，与用户共创品牌；其次，干粮赛道发力新品，推出如彩虹食谱烘焙粮新配方产品，让更多对猫主粮有高要求的 Z 世代人群了解到食谱般精准营养、配比均衡的科学配方。2023 年双十一好适嘉罐头全网销量超 100 万罐，同比增加 60%。

图表 38：好适嘉系列产品



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 39：好适嘉 2022 年双十一表现



来源：公司公众号、中泰证券研究所

图表 40：好适嘉 2023 年双十一表现



来源：公司公众号、中泰证券研究所

- **齿能：全球首个分龄宠物口腔护理品牌，引领咬胶技术水平。** 齿能作为佩蒂股份首款宠物分龄口腔护理品牌，凭借着海外 30 年研发和制造的积累，打造了符合中国宠物犬咀嚼需求的专用产品，针对不同年龄阶

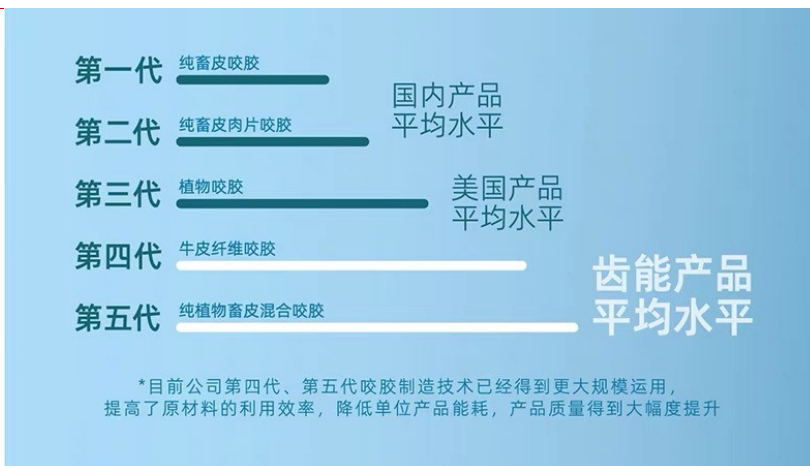
段宠物（幼犬、成犬、老年犬）的牙齿状况，设计出适合对应年龄段的咬胶产品，满足宠物各年龄阶段的需求。当前齿能在线上旗舰店以及线下宠物医院（如佳雯宠物医院）等渠道均有售。近期公司还推出新品齿能 OK 结骨，可以清洁犬口腔以及有效缓解犬分离焦虑。随着国内科学养宠理念的成熟，咬胶渗透率有望逐步提升。

图表 41: 齿能系列产品



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 42: 齿能产品技术领先行业

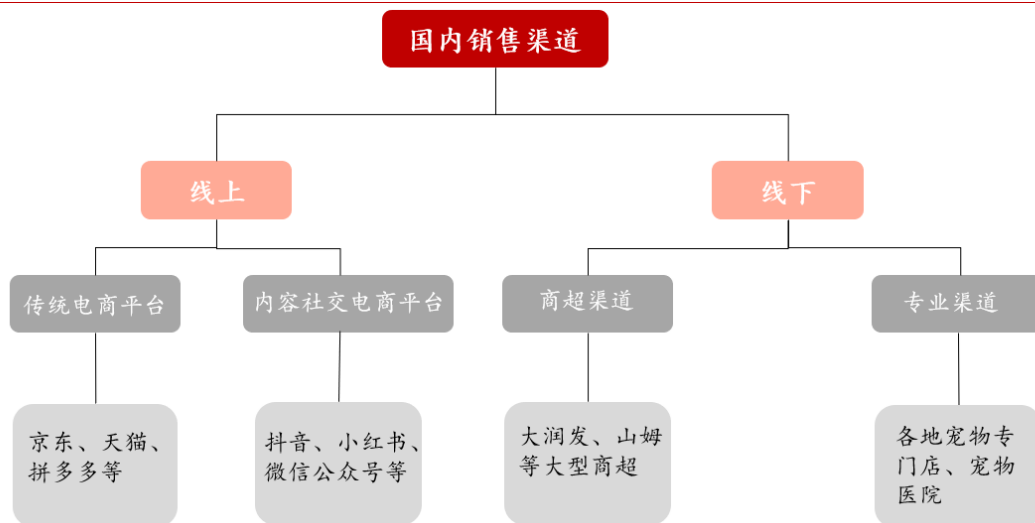


来源：佩蒂旗舰店、中泰证券研究所

### 3.4 渠道端：线上线下载协同布局，线上渠道增长迅速

- 线上线下渠道协同布局，积极发力线上渠道。目前，公司国内业务线上线下渠道收入占比约为 60%/40%:
  - 线上采取多渠道销售策略，一级渠道依托天猫、京东等传统电商平台进行布局，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，并入驻了山姆会员店等连锁商超；同时与宠物连锁医院或宠物超市建立了独立直供合作。

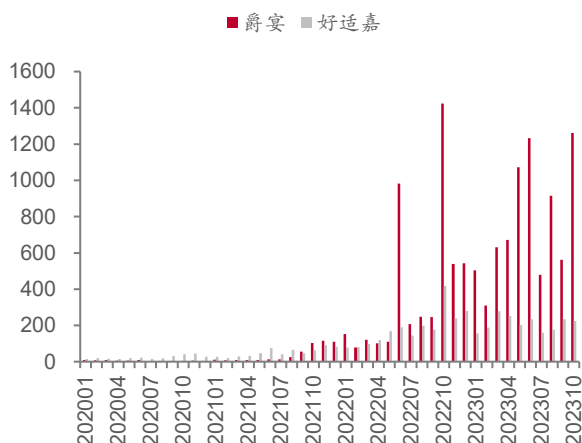
图表 43：国内销售渠道



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **线上渠道：传统电商+新型内容平台协同发展，线上渠道快速增长。** 电商渠道是国内宠物食品的主要销售渠道，也是公司未来渠道发展的重点。公司通过在天猫、京东等电商平台开设旗舰店、与 E 宠商城等专业电商合作、邀请头部主播带货以及在小红书、抖音等内容电商平台发帖等方式，积极布局线上渠道。根据久谦数据口径统计，2020 年至 2022 年，爵宴和好适嘉线上（天猫+京东+抖音）销售额由 362 万元增长至 6942 万元。2022 年公司积极拥抱直播带货热潮，邀请头部主播和多位宠物领域网红达人，如李佳琦、交个朋友、我有一朵李多多、别人家的宠物店、伦家的喵、南哥教你养猫等，爵宴鸭肉干等明星产品影响力进一步扩大。

图表 44：爵宴和好适嘉线上（天猫+京东+抖音）月度销售额（万元）



来源：久谦、中泰证券研究所

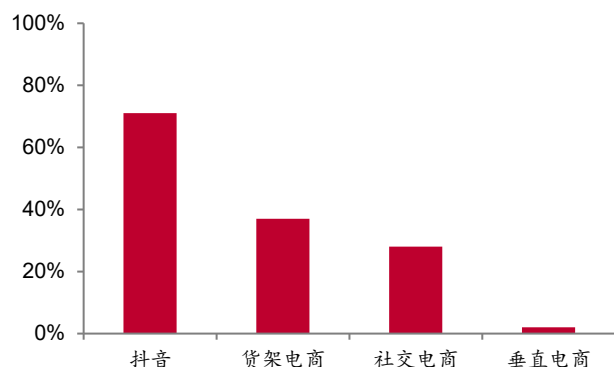
图表 45：小红书营销活动



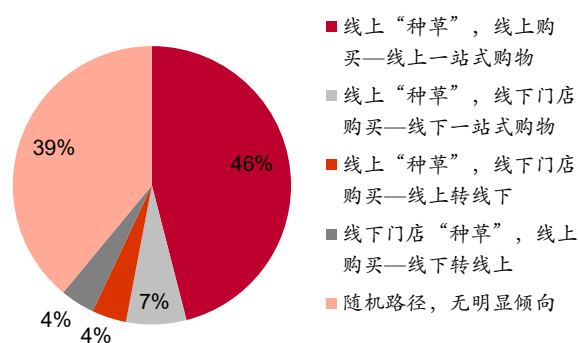
来源：小红书、中泰证券研究所

图表 46：宠物行业消费者的主要种草平台分布

图表 47：宠物行业用户典型购物路径分布



来源：抖音、中泰证券研究所



来源：抖音、中泰证券研究所

- **线下渠道：以宠物门店为核心，发展知名商超渠道。** 宠物门店渠道是公司核心线下渠道，贡献公司约 30% 的线下营收。
  - 2022 年，公司与山姆会员店达成合作，好适嘉 98K 和爵宴鸭肉干等热销产品进入山姆会员店销售。山姆会员店是沃尔玛旗下高端会员制仓储式商店，是全球最大的会员制商店之一，在全球拥有 800 多家门店，定位中高端消费，以高品质商品和优质服务为特点，是品牌知名度和产品品质的象征，与爵宴和好适嘉品牌理念相吻合，山姆的合作将进一步提高品牌曝光率和用户积累。
  - 宠物医院渠道方面，公司采用直销和分销两种模式，对连锁宠物医院采用直销，对占更大比例的分散宠物医院则主要依靠分销。公司亦将针对宠物医院渠道研发相应产品，如针对宠物牙齿护理的齿能旗下部分产品，及部分功能性主粮和湿粮产品。
  - 打造 PAWDAY 人宠生活潮流店，成为宝藏级宠物店。上海 Paw Day 旗舰店是以宠物主人中心，探索一站式和综合性的宠物服务平台，业务包含洗护沙龙、日托寄养、户外活动区域、犬类训练游泳池、宠物食品等服务，向大众传递出品牌优势和爱宠理念，宠主可以在这里学习宠物相关的知识以及陪伴爱宠玩耍等，是公司以宠物食品为核心，沿着产业链的下游延伸至宠物的多元化生态反映。

图表 48：爵宴入驻山姆超市



图表 49：齿能上线佳雯宠物医院





来源：山姆会员 APP、中泰证券研究所

来源：佩蒂股份官方公众号、中泰证券研究所

图表 50: PAWDAY 旗舰店



来源：公司微信公众号、中泰证券研究所

## 四、盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

- 我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：
  - **植物/畜皮咬胶：**2023 年受海外客户去库存影响，公司出口咬胶产品和营养肉质零食有所下滑，随着库存周期影响结束，2024 年咬胶业务订单将逐步恢复，产能利用率回归带动毛利率回升，因此：（1）收入端：预计 23-25 年畜皮咬胶收入增速为-20%、25%、15%，植物咬胶收入增速为-25%、35%、20%。（2）毛利方面，23-25 年畜皮咬胶毛利率分别为 16%、19%、20%，植物咬胶毛利率分别为 22%、30%、32%。
  - **主粮及湿粮：**主粮产能方面，新西兰主粮工厂今年已实现订单落地和销售，2024 年将逐步放量，另外，2024 年温州新型主粮产线将建成投产，产能持续爬坡。品牌端，爵宴在 2024 年有望推出新型主粮产品，有望带动主粮量价提升。因此，我们假设（1）收入端：23-25 年收入增速为 10%、20%、25%。（2）毛利方面，随着公司主粮产能的释放，公司主粮外采比例将逐步降低，主粮产品毛利率进入上行通道，随着收入量的增长，毛利率有较大的提升空间。毛利率分别为 20%、23%、25%。

- **营养肉质零食**：目前泰州和柬埔寨营养肉质零产线仍有产能提升空间，另外，如前所说，受海外去库影响，2023 年收入略有影响，但目前爵宴鸭肉干等明星产品在国内起量，抵消一部分海外去库影响，因此（1）收入端：预计 23-25 年收入增速为-10%、25%、20%；（2）毛利方面：随着产能利用率提升和爵宴产品品牌力提升带来的毛利提升，预计毛利率分别为 22%、25%、27%。
- **其他业务**：整体基数较小，假设保持 10%左右增速。

图表 51：公司业务拆分及预测

按产品拆分 (百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>一、植物咬胶</b>						
收入	427.66	395.57	648.93	486.70	657.04	788.45
YOY	43.8%	-7.5%	64.0%	-25.00%	35.00%	20.00%
占比	31.9%	31.1%	37.5%	33.6%	35.7%	36.0%
成本	270.50	274.13	462.95	379.62	459.93	536.15
毛利	157.16	121.44	185.98	107.07	197.11	252.30
毛利率	36.7%	30.7%	28.7%	22.00%	30.00%	32.00%
<b>二、畜皮咬胶</b>						
收入	446.43	431.85	543.79	435.03	543.79	625.36
YOY	32.8%	-3.3%	25.9%	-20.00%	25.00%	15.00%
占比	33.3%	34.0%	31.4%	30.1%	29.5%	28.6%
成本	357.06	353.26	453.57	365.43	440.47	500.29
毛利	89.37	78.59	90.22	69.61	103.32	125.07
毛利率	20.0%	18.2%	16.6%	16.00%	19.00%	20.00%
<b>三、营养肉质零食</b>						
收入	283.00	253.31	337.51	303.76	379.70	455.64
YOY	-6.0%	-10.5%	33.2%	-10.00%	25.00%	20.00%
占比	21.1%	19.9%	19.5%	21.0%	20.6%	20.8%
成本	213.43	193.14	263.59	236.93	284.77	332.62
毛利	69.57	60.17	73.92	66.83	94.92	123.02
毛利率	24.6%	23.8%	21.9%	22.00%	25.00%	27.00%
<b>四、主粮和湿粮</b>						
收入	123.39	149.87	159.89	175.88	211.06	263.82
YOY		21.5%	6.7%	10.00%	20.00%	25.00%
占比	9.2%	11.8%	9.2%	12.2%	11.5%	12.1%
成本		123.36	130.22	140.71	162.52	197.87
毛利		26.51	29.68	35.18	48.54	65.96
毛利率		17.7%	18.6%	20.00%	23.00%	25.00%
<b>五、其他业务(包含：其他、干粮和湿粮、小动物玩具、烘焙饼干)</b>						
收入	59.36	40.30	41.68	45.85	50.43	55.47
成本		35.57	35.29	38.82	42.70	46.97
毛利		4.73	6.39	7.03	7.73	8.51

来源：Wind、中泰证券研究所

#### 4.2 估值及总结

- 我们选取乖宝宠物和中宠股份作为可比公司。中宠股份和乖宝宠物主营宠物食品，同样国外采用 ODM/OEM 模式销售产品，国内主要通过自有品牌进行销售，中宠海外业务占比达 70%（2022 年），乖宝占比达 40%（2022 年），销售渠道均有重合，故选取两者作为佩蒂股份的可比公司具备一定合理性。
- 根据 Wind 一致预期，两家公司 23-25 年平均 PE 为 40.0/31.8/25.4。我们预计公司 23-25 年营收分别为 14.5/18.4/21.9 亿元，yoy-16%/27%/19%，EPS 分别为 0.24/0.53/0.70 元，当前股价对应 PE 为



57.2/25.4/19.3X。展望 2024 年，我们认为，一方面，目前海外客户去库存已结束，另一方面，国内自有品牌从“爆品”到“爆品牌”的品牌营销策略成效凸显，随着公司主粮产能释放，预计将丰富公司产品结构和收入体量。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 52：可比公司估值**

公司名称	股价 (元/股)	EPS					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
乖宝宠物	41.84	0.39	0.74	0.97	1.22	1.54			43.17	34.28	27.10
中宠股份	26.30	0.39	0.36	0.71	0.90	1.11	65.94	56.75	36.79	29.33	23.63
平均值		<u>0.4</u>	<u>0.6</u>	<u>0.8</u>	<u>1.1</u>	<u>1.3</u>	<u>65.9</u>	<u>56.8</u>	<u>40.0</u>	<u>31.8</u>	<u>25.4</u>
佩蒂股份	<u>13.49</u>	<u>0.3</u>	<u>0.5</u>	<u>0.2</u>	<u>0.5</u>	<u>0.7</u>	<u>45.2</u>	<u>74.5</u>	<u>57.2</u>	<u>25.4</u>	<u>19.3</u>

来源：Wind、中泰证券研究所

注：股价取自 2023 年 12 月 7 日收盘价；除佩蒂股份外，其他公司业绩预测来自 Wind 一致预测。

## 风险提示

### 原材料价格波动风险

- 原材料成本是公司主营业务成本的主要组成部分，剔除外购成品后，报告期内原材料成本占公司主营成本的比例均在 70%以上。公司主要原材料为鸡胸肉、鸭胸肉等，其价格波动幅度较大。如遇原材料采购单价大幅上升，将导致公司成本上升，影响公司盈利水平。

### 海外消费不及预期

- 公司主营收入主要源自境外市场，近年境外销售收入占主营收入比例均在 80%以上，产品主要销往美国、欧盟等国家或地区，若海外消费不及预期，会影响公司收入水平。

### 国内市场开拓不及预期风险

- 随着国内宠物经济的快速崛起，越来越多的国内外厂商布局中国市场，公司面临竞争加剧的风险。市场竞争的加剧会对行业毛利率造成冲击，也会导致公司品牌推广、活动促销等销售费用增长。

### 客户相对集中的风险

- 2020 至 2022 年公司前五大客户销售额占公司同期营业收入的比例分别为 78.7%、79.6%、79.6%，占比较高，公司产品销售较为集中。如果某一重要客户的采购政策发生重大变化，公司可能面临无法及时调整客户结构而在短期内营收和利润下降的风险。

### 研究报告中使用的数据或信息更新不及时风险

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	833	775	737	875	营业收入	1732	1447	1842	2189
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1346	1159	1387	1614
应收账款	180	207	249	279	税金及附加	4	4	5	6
预付账款	97	78	96	113	销售费用	87	80	101	120
存货	424	231	277	322	管理费用	121	101	129	153
合同资产	0	0	0	0	研发费用	29	29	37	44
其他流动资产	138	83	84	84	财务费用	-33	-10	2	14
流动资产合计	1,671	1,375	1,443	1,674	信用减值损失	1	-1	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	14	14	14	14	公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
固定资产	574	831	1,124	1,349	投资收益	-9	-5	-5	-5
在建工程	350	350	250	150	其他收益	3	3	3	3
无形资产	49	45	41	38	<b>营业利润</b>	<b>169</b>	<b>80</b>	<b>178</b>	<b>233</b>
其他非流动资产	230	236	241	244	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,217	1,476	1,670	1,795	营业外支出	4	3	3	3
<b>资产合计</b>	<b>2,889</b>	<b>2,851</b>	<b>3,112</b>	<b>3,469</b>	<b>利润总额</b>	<b>166</b>	<b>78</b>	<b>176</b>	<b>231</b>
短期借款	110	100	245	452	所得税	37	17	39	51
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>61</b>	<b>137</b>	<b>180</b>
应付账款	89	147	169	170	少数股东损益	2	1	2	3
预收款项	5	3	4	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>127</b>	<b>60</b>	<b>135</b>	<b>177</b>
合同负债	0	1	1	1	NOPLAT	103	53	139	191
其他应付款	6	9	6	7	EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.24	0.53	0.70
一年内到期的非流动负债	10	5	5	5					
其他流动负债	68	49	53	65	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	288	314	483	704	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	2	7	12	17	<b>成长能力</b>				
应付债券	624	624	624	624	营业收入增长率	36.27%	-16.43%	27.28%	18.82%
其他非流动负债	54	30	31	32	EBIT 增长率	25.50%	-48.44%	160.23%	37.90%
非流动负债合计	679	660	666	672	归母公司净利润增长率	111.81%	-53.02%	125.57%	31.25%
<b>负债合计</b>	<b>967</b>	<b>975</b>	<b>1,149</b>	<b>1,377</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	1,903	1,858	1,942	2,068	毛利率	22.30%	19.91%	24.70%	26.26%
少数股东权益	18	19	22	25	净利率	7.47%	4.20%	7.44%	8.22%
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,921</b>	<b>1,877</b>	<b>1,963</b>	<b>2,092</b>	ROE	6.62%	3.18%	6.86%	8.45%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,889</b>	<b>2,851</b>	<b>3,112</b>	<b>3,469</b>	ROIC	5.61%	3.01%	6.98%	8.48%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.48%	34.18%	36.92%	39.68%
					债务权益比	41.58%	40.78%	46.67%	53.98%
					流动比率	579.77%	437.67%	298.81%	237.63%
					速动比率	432.62%	364.01%	241.46%	191.89%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	59.95%	50.76%	59.19%	63.10%
					应收账款周转天数	40	48	45	43
					应付账款周转天数	35	37	41	38
					存货周转天数	117	102	66	67
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.50	0.24	0.53	0.70
					每股经营现金流	0.91	1.37	0.60	0.94
					每股净资产	7.51	7.33	7.66	8.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27	57	25	19
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	111	162	80	59

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。