

# 2021年佩蒂动物营养科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2021年佩蒂动物营养科技股份有限公司 创业板向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
佩蒂转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 中证鹏元维持佩蒂动物营养科技股份有限公司（以下简称“佩蒂股份”或“公司”，股票代码：300673.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“佩蒂转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：宠物食品市场规模保持增长态势，市场前景广阔，公司在行业内深耕多年，具备一定市场竞争优势。同时中证鹏元也关注到，公司越南工厂 2021 年下半年受疫情影响较大，导致公司的营业收入和净利润均下滑；客户集中度仍较高，公司过半产能分布在国外，产品也以外销为主，面临一定海外经营和汇率波动风险；公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力，能否顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性。

## 未来展望

- 宠物食品市场规模不断扩大，预计未来随着在建项目的陆续投产，公司产能逐渐释放，公司在行业中具有一定竞争优势，业务持续性较好，且 2022 年受海外疫情负面影响减弱，经营业绩有望回升。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 15 日

## 联系方式

项目负责人：秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠  
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	29.50	28.55	20.09	13.69
归母所有者权益	18.06	17.79	16.15	10.26
总债务	8.97	8.54	1.64	1.61
营业收入	3.43	12.71	13.40	10.08
EBITDA 利息保障倍数	--	16.95	25.20	23.63
净利润	0.29	0.62	1.17	0.53
经营活动现金流净额	-1.15	-0.35	1.43	-0.56
销售毛利率	26.12%	22.93%	25.51%	24.97%
EBITDA 利润率	--	12.00%	14.83%	7.52%
总资产回报率	--	3.54%	8.43%	4.86%
资产负债率	38.27%	37.14%	18.91%	24.20%
净债务/EBITDA	--	-0.92	-1.73	-1.42
总债务/总资本	33.00%	32.26%	9.15%	13.44%
FFO/净债务	--	-78.95%	-47.33%	-54.52%
速动比率	2.93	3.11	2.27	1.73
现金短期债务比	3.51	4.53	3.30	1.84

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **宠物食品市场规模保持增长态势，为公司业务扩张奠定良好基础。**2021 年全球宠物食品市场规模继续扩张，中国宠物食品行业保持高速增长，为公司业务发展提供良好的行业环境。
- **公司专注宠物食品行业，具备一定市场竞争优势。**公司作为一家集宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营为一体的制造企业，与多家国外宠物食品品牌商建立业务合作，具备一定市场竞争优势。

## 关注

- **公司的过半产能分布在国外，产品也以外销为主，公司经营面临海外疫情、国际贸易摩擦和汇率变动等风险。**公司过半产能分布在越南和柬埔寨地区，2021 年越南工厂受疫情影响，自 8 月至 10 月期间停工，导致公司 2021 年营业收入和净利润水平均有下滑。2021 年公司外销收入占比仍在 80% 以上，其中以对美国销售为主，若与美国的贸易摩擦加剧将不利于公司产品出口；此外公司还面临一定的汇率波动风险。
- **客户集中度较高。**2021 年公司前五大客户的销售收入占营业收入的比重仍处于较高水平，其中以美国客户为主。若公司核心客户减少与公司合作，将对公司的经营业绩产生较大不利影响。
- **应收账款规模仍较大，存在一定回收风险。**公司应收账款余额规模仍较大，且呈现上升趋势，2021 年末公司前五大应收账款合计占比为 76.90%，应收账款存在一定回收风险。
- **原材料价格存在一定波动风险。**公司成本主要为原材料成本，所使用的原材料主要为生牛皮、鸡肉、淀粉等，原材料价格波动对公司的经营业绩存在一定影响。
- **公司在建项目投资规模较大，面临建设资金压力和效益不达预期的风险。**公司主要在建项目柬埔寨爵味工程、新西兰天然纯项目及本期债券募投项目尚需投资规模较大，面临一定建设资金压力。完工后市场需求开发对新增产能的消化程度具有一定不确定性。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	中宠股份	路斯股份	佩蒂股份
总资产	30.15	4.09	<b>28.55</b>
营业收入	28.82	4.59	<b>12.71</b>
净利润	1.26	0.30	<b>0.62</b>
销售毛利率	20.05%	16.52%	<b>22.93%</b>
资产负债率	35.47%	23.56%	<b>37.14%</b>

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素	重大特殊事项		调整幅度		-1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-07-22	秦风明、张旻熹	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
佩蒂转债	7.20	7.20	2021-07-22	2027-12-22

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月发行6年期7.2亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目、年产5万吨新型宠物食品项目及补充流动资金。截至2022年4月30日，佩蒂转债募集资金专项账户共五个，其中三个为人民币专项账户，余额合计为43,625.86万元，两个外币专项账户，余额分别为247.42万新西兰元和100.97万美元。

根据公司《关于使用部分募集资金暂时补充流动资金的公告》和《关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的公告》，2022年4月19日经董事会、监事会审议通过，公司拟将非公开发行股票募集资金和本期债券募集资金中不超过2.00亿元闲置募集资金暂时补充流动资金，用于与主营业务相关的生产经营；公司拟将非公开发行股票募集资金和本期债券募集资金中不超过3.00亿元闲置募集资金进行现金管理。使用期限均自董事会审议通过之日起不超过12个月，到期日前归还至募集资金专户。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化；注册资本及实收资本方面，2021年5月公司进行了限制性股票的回购和注销，减少注册资本和实收资本82.59万元，2021年5月公司以资本公积转增股本，增加注册资本和实收资本0.84亿元。2022年3月24日公司股东大会审议通过《关于<回购公司股份方案（修正稿）>的议案》，公司计划在股东大会审议通过后6个月内回购公司部分股份，用于员工持股计划或者股权激励计划。截至2022年3月末，公司已回购32.69万股，累计使用资金499.82万元。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为2.53亿元，控股股东陈振标持股比例为31.43%，实际控制人陈振标、郑香兰（两人系夫妻关系）及一致行动人陈振录合计持有公司46.68%的股权，陈振标、陈振录合计质押股权比例为10.50%。

**表1 截至2022年3月底公司前十大股东持股及质押情况（单位：股）**

股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押数量	限售股份数量
陈振标	境内自然人	79,650,000	31.43%	19,000,000	59,737,500
陈振录	境内自然人	30,542,400	12.05%	7,600,000	22,906,800
郑香兰	境内自然人	8,100,000	3.20%	-	6,075,000
陈林艺	境内自然人	6,548,100	2.58%	1,518,987	-
江苏沓泉毅达融京股权并购投资基金（有限合伙）	境内非国有法人	5,427,408	2.14%	-	-

陈宝琳	境内自然人	5,262,450	2.08%	-	-
林明霞	境内自然人	3,480,000	1.37%	-	-
天虫资本管理有限公司-天虫蝉翼 3 号私募证券投资基金	其他	1,840,300	0.73%	-	-
天虫资本管理有限公司-天虫天赢远见 2 号私募证券投资基金	其他	1,774,750	0.70%	-	-
上海睿郡资产管理有限公司-睿郡睿享私募证券投资基金	其他	1,747,470	0.69%	-	-
<b>合计</b>		<b>- 113,830,478</b>	<b>56.97%</b>	<b>28,118,987</b>	<b>82,644,300</b>

资料来源：公司 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

2021年1月公司召开董事会会议，选举林德任监事、唐照波任董事和财务总监，聘任陈聂晗、廖丽萍任副总经理，原董事邵明晟、原监事陈小敏、原副总经理付长军任期满离任，原财务总监朱峰、原副总经理王冬主动离职。

2022年5月18日，公司董事会审议通过《关于2021年度权益分派实施期间调整佩蒂转债转股价格的议案》，同意公司在实施2021年年度权益分派的同时调整佩蒂转债的转股价格，将转股价格由19.92元/股下调至19.89元/股。

公司主要从事宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营等，跟踪期内公司主营业务未变更。2021年公司新增1家纳入合并范围的子公司，2021年末纳入合并报表范围子公司合计21家，明细如附录四所示。

**表2 2021 年公司新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）<sup>3</sup>**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
上海乐佩宠物服务有限公司	60%	0.05	宠物食品	新设

资料来源：公司 2021 年年报、公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供

<sup>3</sup> 公司 2021 年年报显示，截至 2021 年末公司持有上海乐佩宠物服务有限公司股权比例为 100%，2022 年上海乐佩宠物服务有限公司引入少数股东，公司持股比例变更为 60%，仍对上海乐佩宠物服务有限公司实现控制。



给供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

### 受益于居民消费能力提升和生活方式变化，预计未来宠物食品行业市场规模将继续增长

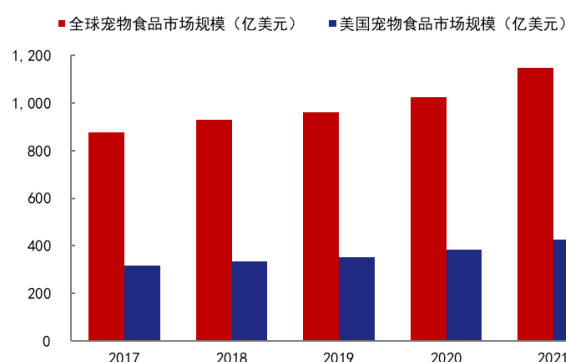
国外的宠物食品行业发展起步较早，已形成成熟的市场环境，市场规模较高。宠物行业在国外发达国家经历了半个多世纪的蓬勃发展，美国、欧洲和日本是全球主要的宠物食品消费市场，其中美国是全世界最大的宠物消费市场。根据美国宠物行业协会（APPA）的数据，2020年美国有70%的家庭饲养宠



物。根据Euromonitor的数据，2021年全球宠物食品行业规模达到1,149.42亿美元，其中美国宠物食品行业规模占比超过40%，行业规模近年保持上升趋势。

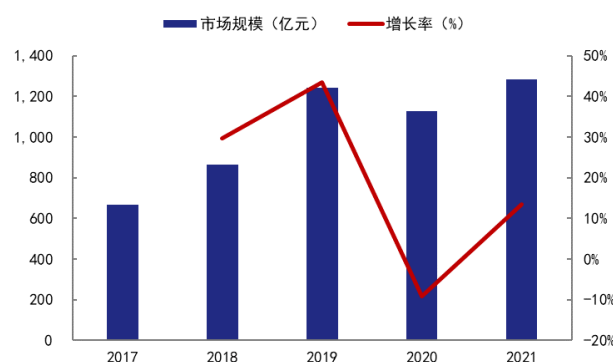
相比之下，国内的宠物食品行业起步较晚，近十年发展迅速，市场规模发展潜力巨大。目前我国的养宠渗透率仍处于较低水平，市场规模增速显著高于美国、日本等发达国家。根据《中国宠物行业白皮书》，2017-2021年间，除2020年受到疫情影响市场规模增速下降至2.03%外，其余年份均保持高速增长，2017-2021年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模复合增长率为16.75%，2021年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达到2,490亿元，较上年增长20.58%。其中宠物食品市场占宠物消费市场比重最大，根据《2021年中国宠物行业白皮书》测算，2021年我国城镇宠物食品消费市场总规模达到1,282.35亿元，同比增长13.53%，占宠物市场总规模比重达51.50%，其中宠物主粮占比超过七成。随着社会经济发展水平的不断提高，居民的消费能力不断增强。在物质生活逐渐优越的基础上，人们的生活方式也发生了改变，追求个性化消费体验等生活方式的改变使得养宠需求由过去的实用需求变化为情感需求，人们将更多的感情投注到饲养宠物的过程中，将宠物视作家庭中的重要成员，宠物行业由此发展壮大。宠物食品行业作为宠物行业中的重要组成部分，市场规模预计将继续增长。

**图1 近年全球宠物食品行业规模**



资料来源：Euromonitor，中证鹏元整理

**图2 近年国内城镇宠物食品消费市场规模及增长率**



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，中证鹏元整理

2018年6月，农业农村部先后发布《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料生产企业许可条件》、《宠物饲料标签规定》、《宠物饲料卫生规定》等6项规范性文件，加强了对宠物食品的生产、卫生、标签等方面的监督和管理。随着这些法律法规的颁布和实施，中国成为世界上为数不多的对宠物食品制定专门法规的国家之一。目前，宠物及宠物食品行业的法律法规及产业政策较少，国家相关部门正在研究和起草相关法规，整个行业正在逐步向规范化方向发展。

**表3 近年来宠物及宠物食品行业相关政策梳理**

实施/修订时间	发文机构	文件名称	主要内容
---------	------	------	------

2021年5月	全国人民代表大会	《中华人民共和国动物防疫法（2021年修订）》	本法规定了从事动物饲养、屠宰、经营、隔离、运输以及动物产品生产、经营、加工、贮藏等活动的单位和个人，应当做好免疫、消毒、检测、隔离、净化、消灭、无害化处理等动物防疫工作，承担动物防疫相关责任。 屠宰、经营、运输的动物，以及用于科研、展示、演出和比赛等非食用性利用的动物，应当附有检疫证明；经营和运输的动物产品，应当附有检疫证明、检疫标志。
2018年6月	农业农村部	《宠物饲料管理办法》	本办法为了加强宠物饲料管理，保障宠物饲料产品质量安全，促进宠物饲料行业发展。本办法所称宠物饲料，是指经工业化加工、制作的供宠物直接食用的产品，也称为宠物食品，包括宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料和其他宠物饲料。
2018年6月	农业农村部	《宠物饲料生产企业许可条件》	规定了从事宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料生产的企业应当符合的条件。
2018年6月	农业农村部	《宠物饲料标签规定》	本规定规范了宠物饲料标签标示内容。本规定所称的宠物饲料标签是指以文字、符号、数字、图形等方式粘贴、印刷或者附着在产品包装上用以表示产品信息的说明物的总称。
2018年6月	农业农村部	《宠物饲料卫生规定》	规定了在中华人民共和国境内生产、销售的供宠物犬、宠物猫直接食用的宠物饲料产品的卫生指标。
2017年3月	国务院	《饲料和饲料添加剂管理条例》	本条例规定了饲料、饲料添加剂生产企业、经营者应当建立健全质量安全制度，对其生产、经营的饲料、饲料添加剂的质量安全负责。
2015年3月	国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会	《中华人民共和国国家标准：全价宠物食品 犬粮（GB/T 31216-2014）》	规定了全价宠物食品犬粮的术语和定义、要求、试验方法、检验规则、标签以及包装、运输、贮存和保质期。适用于经工业化加工、制作的全价宠物食品犬粮，但处方犬粮除外。
2015年3月	国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会	《中华人民共和国国家标准：全价宠物食品 猫粮（GB/T 31217-2014）》	规定了全价宠物食品猫粮的术语和定义、要求、试验方法、检验规则、标签以及包装、运输、贮存和保质期。适用于经工业化加工、制作的全价宠物食品猫粮，但处方猫粮除外。

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

### 国外品牌在行业竞争中占据优势地位，国内宠物食品企业从代工出口业务起家，逐渐转向发展国内业务和开发自有品牌

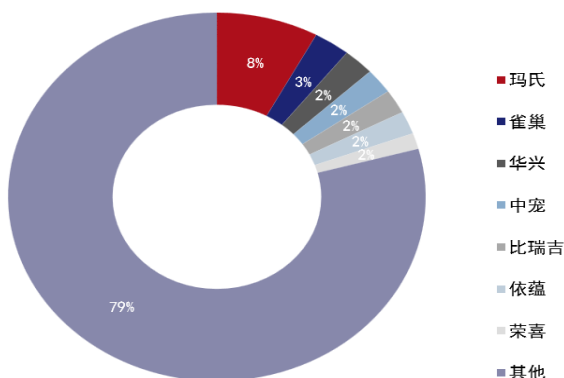
全球范围内，国外品牌在市场竞争中占据明显的优势地位，全球宠物食品市场以玛氏、雀巢等知名国际品牌为主导，这些企业发展历史悠久，在市场占领、资金实力、品牌建设和研发能力上都具有先发优势，拥有较高的品牌知名度、美誉度及忠诚度。根据Euromonitor的数据，2021年全球前五大宠物食品公司雀巢、玛氏、高露洁、盛美家食品和通用磨坊占据的市场份额达到52.4%。近五年来，除了通用磨坊在2018年收购美国老牌宠物食品行业巨头蓝爵外，各家公司市场占有率基本没有显著的变化，行业竞争格局基本稳定。

国内宠物食品企业起步较晚，以海外代工出口业务起家，产品品类以宠物零食为主。由于宠物食品中主粮对生产的技术和自动化要求较高，欧美的宠物食品产业链发展成熟，能够满足主粮的生产要求，而宠物零食生产则向其他国家转移。依托于国内的人力成本和原料成本优势，国内的宠物食品企业从20

世纪90年代开始逐渐发展起来，行业模式为为国外品牌进行代工生产，采用OEM/ODM模式进行贴牌出口。目前我国主要的宠物零食生产企业包括烟台中宠食品股份有限公司、山东路斯宠物食品股份有限公司、乖宝宠物食品集团股份有限公司等。目前外销收入仍为国内宠物食品企业的主要收入来源，根据海关总署的数据，近年我国宠物食品出口规模保持上升趋势，其中以对美国、欧洲出口为主。但需要关注的是，受中美贸易摩擦的影响，自2019年起美国开始对从中国进口的宠物食品加征25%的关税，使得自2019年对美出口总额增速开始明显回落，增加关税对国内宠物食品企业经营的持续影响较大。在此背景下，部分企业布局海外生产线，一方面可以利用当地的人力和原料优势，一方面可以避开关税壁垒。如佩蒂股份的越南产线，烟台中宠食品股份有限公司在新西兰建设的宠物干粮6万吨生产线等。

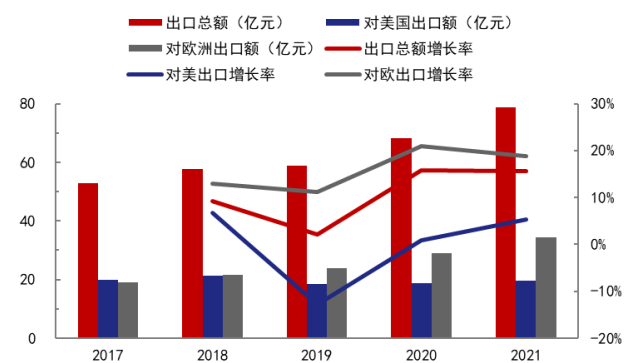
代工贴牌生产模式下，产品盈利能力和技术附加值均较低，企业难以形成高品牌知名度和营销壁垒。随着国内市场的不断扩大，相较于发展较为成熟的海外市场，国内市场还没有形成稳定的市场竞争格局。根据Euromonitor的数据，2021年我国宠物食品市场CR5仅占20%左右，与国外市场仍有较大差距。由此国内企业加大对国内市场业务的布局，同时更加注重自主品牌建设。

**图 3 2021 年中国宠物食品市场占有率情况**



资料来源：Euromonitor，中证鹏元整理

**图 4 近年中国宠物食品出口规模<sup>4</sup>**



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

### 国内宠物食品市场行业集中度仍较低，国内企业从产品研发、品牌推广和渠道建设等方面发力抢占市场

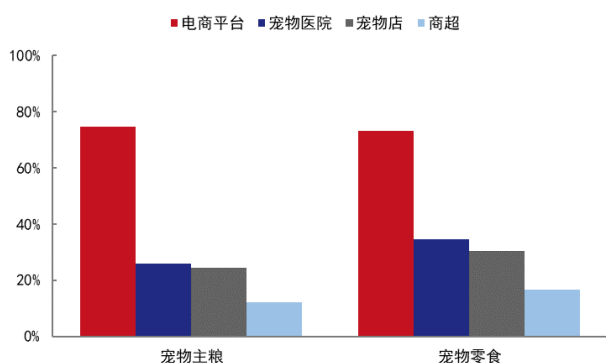
为发展国内市场业务，国内企业从产品、品牌、渠道等多个方面提升核心竞争力。产品方面，国内企业早期主要以宠物零食生产起家，近年众多国内企业开始发展宠物主粮类产品，投资建设干粮和湿粮产线，拓展全品类产品矩阵。另外，随着宠物食品行业的不断精细化发展，产品功能方面细分程度更高，企业需要针对消费者的多元需求制定更加细化的产品策略。品牌方面，国内企业推出多个自主品牌，企业普遍采取多品牌策略，涵盖大众、中端及高端品牌，主品牌和副品牌之间协调发展，共同提高产品品

<sup>4</sup> 统计口径为零售包装的狗食或猫食饲料。

牌影响力。营销渠道方面，根据《2021年中国宠物行业白皮书》，国内消费者会在多个渠道购买宠物食品，其中以电商平台的线上购买为主。国内企业在线上、线下营销渠道上均有发力，以线上渠道为主。企业通过在淘宝、京东上开设品牌旗舰店、参与电商平台的集中促销活动、直播带货、发展经销商等方式进行销售，广告营销方面，企业通过投放广告、赞助知名综艺、参加展会等方式进行宣传。

总体来看，我国宠物食品行业市场近年增长较快，尚未形成行业头部企业，未来具有较大的市场发展空间。但是行业整体规模化、集中化程度不足，存在低端同质化的问题，未来行业在提升研发创新能力、深入布局高端宠物食品产品、建设自主品牌等方面前景广阔。由于近年受行业内准入、原材料、渠道及客户黏性等因素的影响，宠物食品行业进入门槛正在逐年提高，具有规模化生产的宠物食品企业具备一定优势。宠物食品种类繁多，做工精细，对企业工艺要求严格，自主研发能力要求较高，生产企业普遍具有较多专利和非专利技术，新进入企业存在较高研发成本及技术使用成本。

**图 5 2021 年我国消费者购买渠道偏好**



资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》，中证鹏元整理

**图 6 部分国内宠物食品企业的品牌建设**



资料来源：各公司官网，中证鹏元整理

### 鸡肉为宠物食品主要原材料，2021年鸡肉价格波动下降，行业内企业仍面临一定成本控制风险

宠物食品产业链的上游是肉类等农副产品的养殖和屠宰，成本端极具周期性。由于国内宠物行业发展时间较短，行业规模较小，业内企业对下游原材料采购方面的议价能力较弱。近年鸡肉价格波动较大，2020年受疫情和消费需求季节性波动等影响，全年白羽鸡价格波动较大，整体价格水平较上年明显下降。2021年随着我国生猪产能恢复，白羽鸡作为猪肉的替代品，价格随之回落，2021年鸡肉价格走势呈现波动下降态势。2022年一季度以来，白羽鸡价格有所反弹，行业内企业仍面临一定成本控制风险。

**图7 近年我国白羽肉鸡平均价格**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是一家专业从事宠物食品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮和湿粮等。2021年受越南疫情影响，公司的越南工厂自8月初开始停工，至10月下旬复产，期间部分订单转至国内工厂生产，国内工厂生产成本相对较高，同时国内出口产品至美国需承担的关税较高，导致公司2021年下半年营业收入同比下降26.12%、全年营业收入同比下降5.15%，销售毛利率下降2.58个百分点。由于越南工厂承担了公司的主要产能，越南工厂停工造成2021年咬胶和肉质零食类产品收入和毛利率均有一定程度的下滑。公司2021年在温州投资建设了一条湿粮产线，减少了湿粮产品委托加工的比例，产量提升的同时降低了生产成本，收入和毛利率均有一定提升。2022年一季度越南工厂恢复正常生产，公司销售毛利率水平回升明显。此外，公司其他收入还包括鸟类零食、烘焙饼干等产品销售收入，营收占比较小，为公司收入提供一定贡献。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
畜皮咬胶	1.11	19.55%	4.32	18.20%	4.46	20.02%
植物咬胶	1.41	33.06%	3.96	30.70%	4.28	36.75%
营养肉质零食	0.72	25.14%	2.53	23.75%	2.83	24.58%
主粮和湿粮	0.13	18.82%	1.50	17.69%	1.23	14.08%
其他	0.06	11.88%	0.40	11.72%	0.59	14.01%
<b>合计</b>	<b>3.43</b>	<b>26.12%</b>	<b>12.71</b>	<b>22.93%</b>	<b>13.40</b>	<b>25.51%</b>

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

公司在宠物食品制造行业深耕多年，在销售渠道和市场拓展方面具有竞争优势；2021年公司收入小幅下滑，主要系越南工厂受疫情影响停工所致；销售客户集中度仍较高，对客户的依赖度较强；国



## 内业务为公司未来发展重点，短期内盈利能力有限

公司自成立以来一直从事宠物食品制造行业，主营业务集宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营于一体，公司在宠物食品制造行业深耕多年，在销售渠道和市场拓展方面具有竞争优势。目前拥有好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy、爵宴Meatyway、ITI、SmartBalance、Begogo贝家、“佩蒂”、“CPET”、“PEIDI”等国内外品牌，其中“CPET”商标于2013年1月被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。公司是国家重点高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业，公司目前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。公司通过与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划以及自主研发等多种渠道，不断加强公司核心技术研发水平，目前公司的核心技术已获得国内外多项发明专利；并作为主要参与方起草了国家标准《宠物食品-狗咬胶》（GBT 23185-2008）。受营业收入规模下降影响，2021年公司研发费用支出小幅下降，2021年研发费用占营业收入的比重为1.78%，较2020年减少0.17个百分点。

公司的产品矩阵包括畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物营养肉质零食、宠物干粮、宠物湿粮等宠物食品，其中以宠物零食产品为主，宠物主粮产品所占比重较小但逐渐提升。公司的宠物零食主要产品为畜皮咬胶、植物咬胶和营养肉质零食，2021年宠物零食产品收入占比为85.04%。相比于宠物零食产品，宠物对主粮产品的刚需性更为明显。公司2020年开始新增宠物主粮收入，2021年主粮和湿粮收入占比为11.79%，较上年提升2.58个百分点。主粮产品中，公司的干粮产品以外购为主，湿粮产品以自产为主。公司在新西兰布局了主粮产线建设，公司计划依托新西兰的优质原料，打造高端主粮产品，主粮产线部分用于自主品牌建设，部分用于国外品牌代工生产。公司在新西兰的投资项目主要为新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目和本期债券的募投项目新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目，其中新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目预计在2022年下半年释放产能。

针对国内外不同的细分宠物市场，公司在模式和品牌方面具有不同的销售方式特点和产品定位。公司在外销主要采取ODM模式与境外大型宠物食品品牌商合作，即公司根据境外品牌商提供的技术规范和质量标准进行贴牌生产，境外品牌商以其品牌在国际市场上进行销售，公司产品销往多个国家和地区，以出口美国市场为主。此外公司还有部分自主品牌产品在海外销售，公司目前已在加拿大沃尔玛等零售超市销售自主品牌产品“PEIDI”、“MEATYWAY”等。公司内销主要通过线下经销与线上直销结合的模式销售公司自主品牌产品，同时代理销售部分国际知名宠物品牌食品。公司主要自主品牌包括好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy、爵宴Meatyway、ITI、SmartBalance、Begogo贝家等。

产销情况方面，2021年受越南工厂停工影响，部分订单转移到国内和柬埔寨工厂生产。由于畜皮咬胶的产能储备相对丰富，畜皮咬胶的产销情况小幅上升，但植物咬胶和肉质零食的产量和销量均有下滑，各类产品产销率下滑1-2个百分点，但仍保持在90%以上，整体保持在较高水平。2022年一季度越南工厂已恢复正常经营，产能恢复至停工前水平，一季度的产销率有所提升。



**表5 公司主要产品产销率情况（单位：吨）**

指标	产品名称	2022年1-3月	2021年	2020年
产量	畜皮咬胶	2,557.98	10,652.39	10,279.72
	植物咬胶	3,823.00	11,305.59	11,372.62
	营养肉质零食	1,521.57	5,642.26	6,111.61
销量	畜皮咬胶	2,603.54	10,290.07	9,984.42
	植物咬胶	3,859.67	10,897.34	11,223.62
	营养肉质零食	1,542.70	5,465.35	5,996.33
产销率	畜皮咬胶	101.78%	96.60%	97.13%
	植物咬胶	100.96%	96.39%	98.69%
	营养肉质零食	101.39%	96.86%	98.11%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

定价模式方面，对于海外市场，公司以原材料、人工成本和相关制造费用为定价基础，加上合理的利润率，同时结合汇率走势、客户的采购量等因素综合评定。如需要调整产品价格，则由市场销售部与客户进行协商，双方主要基于市场情况和成本变化进行价格的调整。在国内市场，公司产品定价主要在考虑成本、费用基础上，结合市场竞争情况、市场营销策略等因素制订或调整价格。结算方式方面，公司与客户主要采用电汇收款方式，信用周期一般在60天或90天左右，与国外客户的结算货币主要以美元、新西兰元和越南盾为主，汇率波动形成的汇兑损益对公司营收也有一定影响。2021年度由于人民币对美元处于持续升值通道，当年汇兑损失达0.23亿元，占当期净利润的37.37%。公司通过开展套期保值业务平抑汇率风险。

从公司主要产品销售单价来看，近年平均单价呈下降趋势，主要原因为2019年开始受到中美贸易战影响，中国工厂出口美国产品以降价形式承担部分关税，2021年受越南工厂停工影响，国内工厂承担的订单量增加，导致2021年平均单价进一步下滑。另外，近年人民币处于升值通道，公司外销产品以美元报价，对公司收入实现有一定不利影响。

**表6 公司主要产品销售价格变化情况**

产品名称	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
畜皮咬胶	销售收入（万元）	11,052.26	43,184.66	44,643.30
	销量（吨）	2,603.54	10,290.07	9,984.42
	平均单价（万元/吨）	4.25	4.20	4.47
植物咬胶	销售收入（万元）	14,119.39	39,557.01	42,766.18
	销量（吨）	3,859.67	10,897.34	11,223.62
	平均单价（万元/吨）	3.66	3.63	3.81
营养肉质零食	销售收入（万元）	7,219.71	25,331.06	28,300.13
	销量（吨）	1,542.70	5,465.35	5,996.33
	平均单价（万元/吨）	4.68	4.63	4.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自2018年开始实施“双轮驱动”发展战略，开始发力国内市场和自主品牌销售。“双轮驱动”发展战略下，一方面积极拓展海外市场，在海外布局生产和研发基地，利用当地优势资源；一方面提升公司在国内市场的营销能力，布局宠物行业生态链，着重在国内市场推广自主品牌，公司内销以自主品牌销售为主，以代理国外知名品牌为辅。

公司产品以外销为主，公司外销主要为“ODM”模式的贴牌产品，辅以少量自主品牌的宠物食品。公司产品主要销往美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占比最大，2018年以来中国出口美国市场的产品被加征25%的关税，需持续关注中美贸易摩擦对公司业务带来的影响。公司产品外销主要客户为国外的宠物食品品牌商、综合性商超和宠物行业的专业商超。公司在海外市场深耕多年，与众多国际知名的品牌商、渠道商、零售商等建立了密切的合作关系，一般双方签订长期供货协议或独家供应协议，形成了一定的渠道壁垒。

国内的宠物食品市场发展迅速且未形成稳定的市场格局，市场发展潜力巨大。随着双轮驱动战略的不断深化，公司的内销比例逐渐上升，2021年公司产品内销比例较上年提升1.69个百分点。公司在线上已开设品牌旗舰店、宠物用品专营店等自营店铺，建立了较大规模的线上分销渠道；公司在线下也已建立了较大规模的经销商渠道，与众多宠物产品代理商、终端销售商、宠物医疗机构等建立了长期合作关系。但是公司在国内市场上推广自主品牌销售的投入较大，目前尚未进入盈利期。公司国内销售毛利率为18.06%，但是国内业务发生的销售费用和管理费用较多，导致国内业务处于亏损状态。公司全资子公司佩蒂智创（杭州）宠物科技有限公司（以下简称“佩蒂智创”）承担国内市场的自主品牌业务，佩蒂智创2020-2021年净利润分别为亏损0.26亿元和0.29亿元，分别占同期归属于母公司所有者净利润比重为25.26%和43.32%，需关注公司在国内市场业务上的长期盈利能力。

**表7 公司产品销售分区域（单位：亿元）**

区域	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	3.12	90.79%	10.61	83.45%	11.41	85.14%
国内	0.32	9.21%	2.10	16.55%	1.99	14.86%
<b>合计</b>	<b>3.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.40</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售渠道以线下为主，线上处于培育阶段，发展势头良好。在国外市场上，公司以线下销售为主。在国内市场上，公司通过在线上和线下同步进行全渠道布局，其中以线上收入为主。在线上渠道，公司依托天猫、京东等传统电商平台开设线上品牌旗舰店或专营店，并围绕抖音、小红书、小程序等内容社交电商平台，构建品牌用户流量池，自建用户运营体系，完成品牌用户直接高效转化；在线下渠道，公司与全国主要省市的区域代理商和批发商建立了密切合作，同时与宠物连锁医院或宠物超市建立了独立直供合作。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。2021年公司线上销售营收占比小幅上升0.55个百分点。

**表8 公司产品销售渠道情况（单位：亿元）**

渠道	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
线下销售	11.82	93.04%	12.54	93.59%
线上销售	0.88	6.96%	0.86	6.41%
<b>合计</b>	<b>12.71</b>	<b>100.00</b>	<b>13.40</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司前五大客户占营业收入比例小幅下降，但仍处于较高水平。2021年公司前五大客户中除关联公司重庆易宠科技有限公司（以下简称“易宠科技”）<sup>5</sup>以外均为境外销售客户。其中，Spectrum Brands Holdings, Inc.（美国品谱集团）近年一直为公司第一大销售客户，公司对美国品谱集团的销售集中度较大，公司与品谱集团的合作稳定性对公司经营业绩有较大影响，需持续关注公司的客户集中度过于集中带来的不利影响。2021年公司与易宠科技发生0.88亿元销售收入，易宠科技拥有行业知名的宠品消费严选平台E宠，在电商平台渠道上优势突出，公司借助其优势，双方建立长期的合作关系，一方面出售产品给易宠科技，一方面也向易宠科技采购一些较受欢迎的产品，在公司的渠道上售卖。

**表9 2020-2021 年公司前五大客户情况（单位：亿元）**

年份	序号	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2021 年	1	客户一	6.15	48.39%
	2	客户二	1.90	14.92%
	3	客户三	0.91	7.14%
	4	客户四	0.88	6.90%
	5	客户五	0.29	2.28%
		<b>合计</b>		<b>10.12</b>
2020 年	1	客户一	6.92	51.67%
	2	客户二	1.80	13.43%
	3	客户三	1.31	9.79%
	4	客户四	0.65	4.86%
	5	客户五	0.28	2.06%
		<b>合计</b>		<b>10.96</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司现有产能利用情况良好，在建扩充产线以及新增品种产线项目较多，建成之后有利于产能扩

<sup>5</sup>公司于2022年4月26日披露《关于确认2021年度日常关联交易与2022年度预计日常关联交易的公告(更正后)》称，公司副总之于2020年12月28日从易宠科技离任董事职位，离任满一年后不再认定易宠科技为公司关联方，2022年度易宠科技不再为公司关联方。

充和品种丰富，但在建拟建项目尚需一定投资规模，能否顺利建成达产并实现预期收益存在一定不确定性；此外，公司过半产能分布在海外，需关注海外经营风险

公司国内生产工厂分布于温州平阳和江苏泰州，温州市平阳县为公司总部，此外在越南、柬埔寨和新西兰均有生产基地，公司过半产能分布在海外，其中以越南工厂为主。越南和柬埔寨工厂具有人力成本较低的优势，新西兰工厂则依托于当地具有优质牛羊肉等原料的突出优势。公司的越南产线主要由子公司越南好嚼有限公司（以下简称“越南好嚼”）、越南巴拉啦食品有限公司（以下简称“越南巴拉啦”）和越南德信食品有限公司负责运营，柬埔寨产线由柬埔寨爵味食品有限公司（以下简称“柬埔寨爵味”）负责运营，新西兰产线主要由新西兰北岛小镇宠物食品有限公司（以下简称“北岛小镇”）、新西兰天然纯宠物食品有限公司（以下简称“新西兰天然纯”）和Bop Industries Limited（以下简称BOP公司）公司负责运营。越南工厂和柬埔寨工厂主要为咬胶和肉质零食类产品产线，新西兰天然纯主要为粮类产品产线，BOP公司、国内工厂兼有主粮和零食类产品产线。公司2013年开始布局投资建设越南工厂，目前已较为成熟，越南好嚼和越南巴拉啦为公司当前主要的盈利工厂，2021年即使受到疫情停工影响，依然实现净利润1.09亿元，盈利能力较强。

公司生产管理体系由采购部、业务计划部、生产制造部、品质管理部和仓储部共同组成。对于海外市场，公司采用“以销定产”的模式，根据订单需求及生产安排确定生产计划。生产制造部负责具体生产组织。对于国内市场，公司在借鉴国外市场生产模式的同时，根据国内客户和消费者的需求，适当增加相关产品的备货量，以提高市场反应速度。随着海外生产基地产能的持续释放和在建项目的持续增加，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。由于海外当地政治经济、生产文化、法律制度与国内存在较大差异，公司面临由于公司海外经营经验及人才储备不足、境外经营环境恶化导致的海外经营风险。

从生产情况来看，2021年公司产能进一步提升。2021年公司在江苏泰州实施的年产2,500吨植物咬胶项目释放产能，带来植物咬胶产能增加。公司在越南的德信厂房工程于2021年年中释放产能，带来畜皮咬胶产能提升。此外，柬埔寨的年产9,200吨宠物休闲食品新建项目在2021年第三季度进入试生产阶段，畜皮咬胶、植物咬胶和营养肉质零食多个产线的产能均有提升。但受越南工厂停工影响，2021年公司产量普遍下降，产能利用率下滑明显。

**表10 2020-2021年公司产品产能利用情况（单位：吨）**

指标	产品名称	2021年	2020年
产能	畜皮咬胶/营养肉质零食	18,900.00	15,400.00
	植物咬胶	13,500.00	11,000.00
产量	畜皮咬胶/营养肉质零食	16,294.65	16,391.33
	植物咬胶	11,305.59	11,372.62
产能利用率	畜皮咬胶/营养肉质零食	86.22%	106.44%
	植物咬胶	83.75%	103.39%

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  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要的在建项目中新西兰天然纯项目、柬埔寨爵味一期工程 and 越南好嚼厂房二期工程均为国外生产工厂项目，年产5万吨新型宠物食品项目为国内泰州工厂项目。新西兰天然纯项目主要包括新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目和本期债券募投项目新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目，柬埔寨爵味一期工程主要包括柬埔寨年产9,200吨宠物休闲食品新建项目，越南好嚼厂房二期工程主体建设基本完工，后续支出为越南工厂的零星工程支出。截至2021年底，公司主要在建项目总投资10.87亿元，已投资5.27亿元，尚需投资5.60亿元。本期募投项目新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目于2021年末开工建设，年产5万吨新型宠物食品项目于2022年初开工建设，截至2022年4月末合计投资0.53亿元，尚需投资5.81亿元。总体来看，公司在建项目较多，面临一定资金压力，且公司在建项目完工后将释放大量产能，需关注后期市场需求开发对新增产能的消化能力。

**表11 截至2021年底公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资额	资金来源
新西兰天然纯项目	4.80	2.79	2.01	募集资金、自筹
柬埔寨爵味一期工程	2.50	2.41	0.09	募集资金、自筹
越南好嚼厂房二期工程	0.10	0.07	0.03	募集资金、自筹
年产5万吨新型宠物食品项目	3.47	-	3.47	募集资金、自筹
<b>合计</b>	<b>10.87</b>	<b>5.27</b>	<b>5.60</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年为进行生产储备，公司加大了原材料的采购规模，上游原料采购价格的变动会对公司成本有较大影响，需关注公司面临的原材料价格波动风险**

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工和制造费用，其中直接材料成本占比70%左右，包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。2021年畜皮咬胶的销量提升，畜皮咬胶的成本主要为生牛皮和鸡肉及其他畜禽肉，植物咬胶的成本主要为植物淀粉和鸡肉及其他畜禽肉，生牛皮成本较植物淀粉相对较高，导致2021年直接材料小幅上升。直接人工成本近两年占比12%左右。2021年直接材料和直接人工费用与上年基本持平；受越南工厂停工影响，2021年制造费用有所下降。

**表12 2020-2021年公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	7.16	73.42%	6.92	71.06%
直接人工	1.16	11.93%	1.15	11.86%
制造费用	1.43	14.65%	1.66	17.08%
<b>合计</b>	<b>9.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年年度报告，中证鹏元整理

公司的采购业务由采购部门负责，采购部根据业务计划部提供的订单计划，结合产品物料需求清单、



材料库存情况指定采购计划。根据不同类别的产品，选择合适的供应商进行议价，经过总经理审核后确认采购合同，采购合同明确物料数量、单价、总价、质量验收标准、交期等内容，后续由采购人员进行跟踪。公司主要采购的原材料包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。生牛皮是公司生产畜皮咬胶的主要原材料。根据生产工序和原材料的不同，畜皮咬胶产品分为发泡类畜皮咬胶和非发泡类畜皮咬胶。发泡类畜皮咬胶主要原材料为湿牛皮，非发泡类畜皮咬胶主要原材料为干牛皮。随着“柬埔寨年产9,200吨宠物休闲食品新建项目”的建设，柬埔寨工厂的部分产能在2021年第三季度进入试生产阶段，公司加大了原材料的备货，导致2021年末存货的增幅较大。

**表13 公司主要原材料采购金额情况（单位：万元）**

原材料名称	2021年	2020年
鸡肉	19,301.75	10,914.29
干牛皮	8,854.43	6,277.68
湿牛皮	4,384.60	1,445.86
淀粉	2,087.96	2,032.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了相应的供应商选择机制。由采购部对供应商的资质进行审核后，横向对比供应商报价，综合考虑售后服务和交货时间等信息进行评估，以此选择符合公司要求的供应商。经评定合格的供应商列入公司各项物资采购目录。公司主要原材料采购来自于中国、中亚、东盟国家、南美洲、澳洲等国家和地区，公司供应商较为分散，但主要供应商相对稳定。2020-2021年公司前五大供应商采购情况如下表所示，2021年前五大供应商采购总比例较2020年有所提升，但比例仍较低。公司与国内供应商结算的账期一般是3个月左右，但根据采购品种、行业特点、市场供需关系等情况会有不同。与国外供应商采用电汇付款方式，预付30%款项，清关之后支付全款。

原材料成本是公司产品的主要成本，公司采购原材料的价格受市场行情、供需情况、运输成本等因素影响，每年成本均有一定波动。上游原料采购价格的变动会对公司成本有较大影响，且公司供应商较为分散，需关注公司面临的原材料价格波动风险。

**表14 2020-2021年公司前五大供应商情况（单位：亿元）**

年份	序号	供应商名称	采购金额	占总采购金额的比例
2021年	1	供应商一	0.82	8.27%
	2	供应商二	0.48	4.80%
	3	供应商三	0.31	3.07%
	4	供应商四	0.26	2.62%
	5	供应商五	0.22	2.17%
		合计		<b>2.09</b>
2020年	1	供应商一	0.51	5.66%
	2	供应商二	0.40	4.43%



3	供应商三	0.37	4.07%
4	供应商四	0.27	3.01%
5	供应商五	0.20	2.16%
<b>合计</b>		<b>1.76</b>	<b>19.33%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增1家纳入合并范围的子公司上海乐佩宠物服务有限公司，2021年末纳入合并报表范围子公司合计21家。

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，资产流动性尚可，但需关注应收账款的回收风险和在建项目的收益情况**

得益于本期债券发行及利润积累，2021年公司资产规模同比增长42.11%。从资产结构看，仍以流动资产为主。

流动资产方面，2021年末货币资金增加主要系发行本期债券，2021年末受限货币资金为80.43万元，受限金额较小，为天猫保证金、工程保证金。2022年3月末货币资金减少主要系公司项目投资金额支出较多。公司应收账款主要为应收客户货款，2021年末应收账款账龄主要集中在1年以内，占比98%以上。截至2021年末，公司的坏账计提比例为5.08%，坏账规模总体较为可控。由于客户集中度较高，2021年末公司前五大应收账款合计占比为76.90%，需关注应收账款的回收风险。2021年末公司有0.28亿元的美元应收账款，需关注汇率变动对资产价值的影响。2022年公司销售情况回暖，带动3月末应收账款余额有所上升。2021年末存货同比增长62.79%，主要系柬埔寨工厂2021年进入试生产阶段，公司加大了原材料的备货。公司采用以销定产的生产模式，部分原材料因提前备货或库存商品可能受采购价格或销售价格波动因素影响计提一定存货跌价准备，整体存货减值风险较小。

非流动资产方面，固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，2021年固定资产变动主要系公司新西兰、柬埔寨工厂建设项目转固所致。2021年末固定资产中有0.96亿元的房屋、建筑物用于抵押借款而受限。2021年公司在建工程规模保持增长，主要系海外项目的工厂及厂房建设项目的持续投入所致。公司近年在厂房建设及设备购置上投入较多资金，需关注后续的收益情况。公司于2018年和2019年分别收购BOP Industries Limited、北京千百仓商贸有限公司（以下简称“北京千百仓”）和上海哈宠实业有限公司（以下简称“上海哈宠”）形成商誉，2021年商誉变动系汇率变动引起，2021年公司未对商誉计提减值。

整体来看，公司资产规模不断增长，资产流动性尚可，但需关注应收账款的回收风险和在建项目的收益情况。此外，截至2021年末公司的主要外币货币性资产有0.24亿美元货币资金和0.28亿美元应收账款，需关注汇率波动风险。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.11	27.49%	10.30	36.06%	4.72	23.49%
应收账款	3.44	11.67%	2.01	7.05%	2.25	11.19%
存货	4.33	14.69%	4.50	15.75%	2.76	13.75%
<b>流动资产合计</b>	<b>18.53</b>	<b>62.81%</b>	<b>17.83</b>	<b>62.45%</b>	<b>11.28</b>	<b>56.16%</b>
固定资产	4.82	16.35%	4.69	16.42%	3.63	18.06%
在建工程	3.36	11.38%	3.22	11.27%	2.69	13.37%
商誉	0.91	3.07%	0.89	3.13%	0.96	4.78%
<b>非流动资产合计</b>	<b>10.97</b>	<b>37.19%</b>	<b>10.72</b>	<b>37.55%</b>	<b>8.81</b>	<b>43.84%</b>
<b>资产总计</b>	<b>29.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.09</b>	<b>100.00%</b>

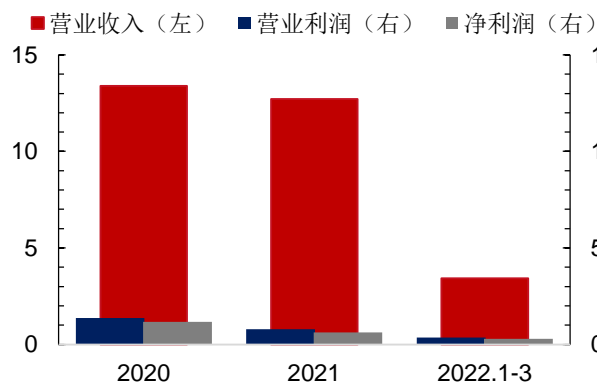
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

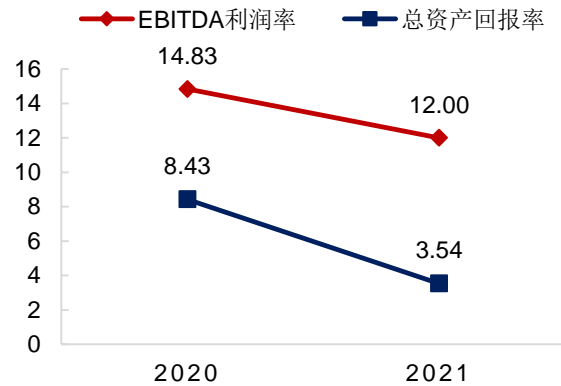
**2021年受越南工厂停工影响，收入和利润水平有所下滑，同时需持续关注汇率波动对公司利润产生的不利影响**

公司营业收入主要来源于宠物食品，包括畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮和湿粮等产品，2021年受越南疫情影响，公司的越南工厂自8月初开始停工，至10月下旬复产，期间部分订单转至国内工厂生产，国内工厂生产成本相对较高，同时国内出口产品至美国需承担的关税较高，导致公司2021年营业收入同比下降5.15%，销售毛利率下降2.58个百分点，2021年EBITDA利润率、总资产回报率等盈利指标亦有所下滑。

2021年公司净利润同比下降46.77%，主要系管理费用升高对利润的侵蚀。2021年公司管理费用较上年增加0.21亿元，其中主要为越南工厂停工造成的停工损失。此外，由于公司主要销售客户位于境外，采用外币结算，2021年产生0.23亿元的汇兑损失，对公司利润影响较大，考虑到公司外销占比较高，需持续关注公司面临的汇率波动风险。

**图 8 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

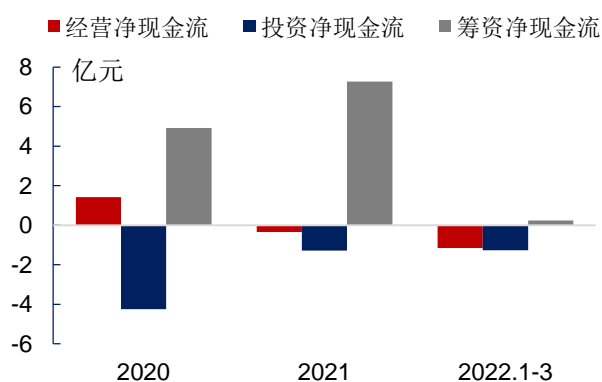
**图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

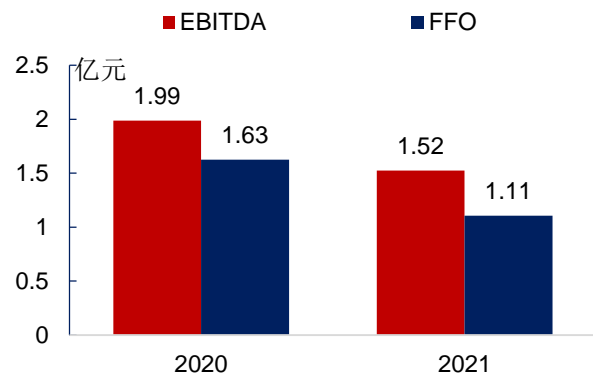
## 现金流

### 2021 年经营活动现金流由正转负，且在建项目较多，公司仍面临一定资金压力

经营活动方面，受营业收入下降和原材料采购支出增加影响，2021 年公司 EBITDA 和 FFO 均较上年有所降低，经营活动净现金流规模由正转负，为净流出 0.35 亿元。投资活动方面，2021 年公司继续在产能新建、扩建项目上保持投入，导致公司投资性活动现金流仍保持净流出态势。筹资活动方面，2021 年筹资活动净现金流对比上年同期增长明显，主要系本期收到本期债券募集资金所致。目前公司在建项目较多，同时原材料备货等因素加大公司营运资金需求，公司仍面临一定的资金压力。

**图 10 公司现金流结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

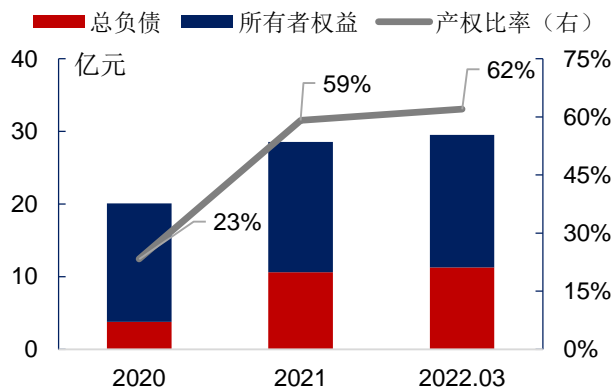
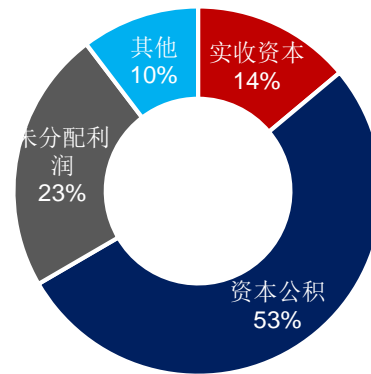
**图 11 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

随着本期债券的发行，公司杠杆率有所上升，但资本结构仍较为稳健

公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，得益于利润积累，公司所有者权益持续稳定增长。随着本期债券的发行，公司负债规模大幅增长，2022年3月末公司产权比例上升至62%，但整体来看，公司所有者权益对负债的保障程度仍较好。

**图 12 公司资本结构**

**图 13 2022年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年未经审计的 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

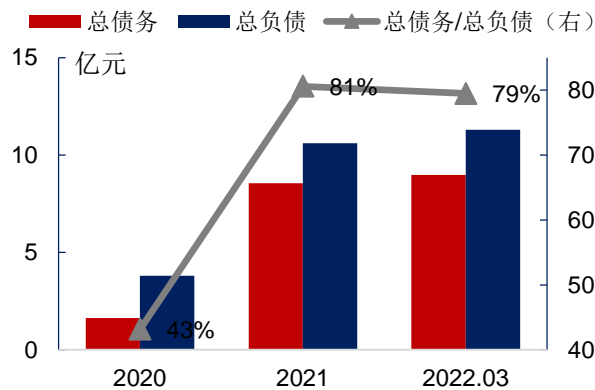
流动负债方面，公司短期借款主要包括保证借款和抵押和保证借款，2021年公司短期借款增加主要系在建项目资金投入。应付账款主要为应付材料款，由于2021年公司加大了原材料储备，应付账款有所增加。截至2021年末，一年以内的应付账款占98%以上。非流动负债方面，公司2021年12月发行本期债券，导致应付债券余额上升。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

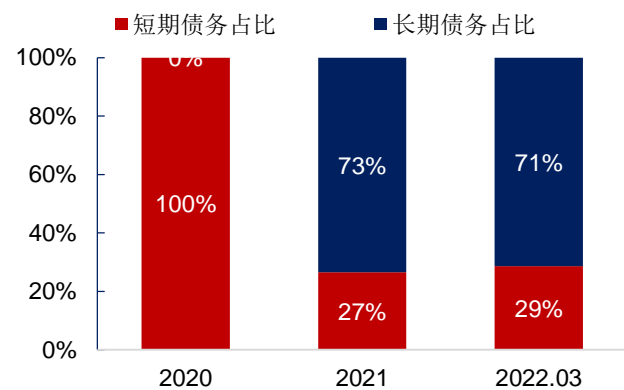
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.55	22.59%	2.21	20.81%	1.64	43.17%
应付账款	1.87	16.52%	1.70	16.02%	1.40	36.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>4.85</b>	<b>42.91%</b>	<b>4.29</b>	<b>40.42%</b>	<b>3.75</b>	<b>98.83%</b>
应付债券	5.97	52.84%	5.88	55.40%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.45</b>	<b>57.09%</b>	<b>6.32</b>	<b>59.58%</b>	<b>0.04</b>	<b>1.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>11.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受发行本期债券影响，2021年公司总债务以长期债务为主，总债务规模较2020年末上升显著。截至2021年末公司短期借款中外币借款折算成人民币金额为1,388.00万元，外币债务余额较小。

**图 14 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 15 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

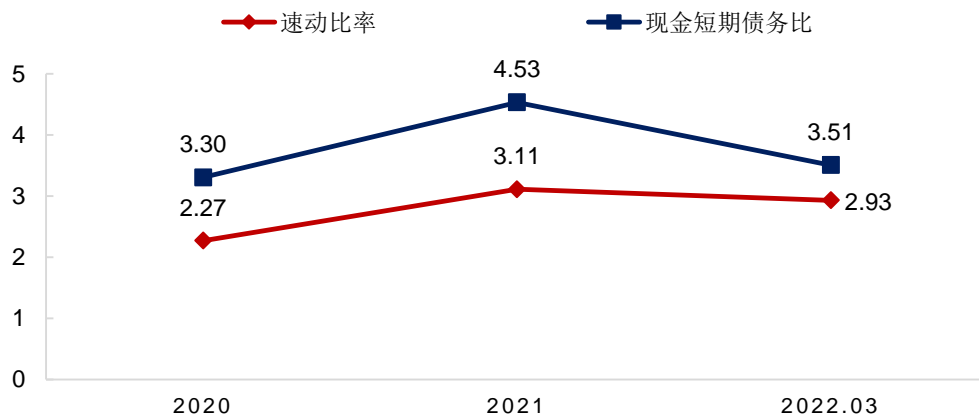
公司2021年末资产负债率、总债务/总资本等杠杆指标有所上升，但仍处于较低水平。由于公司资金相对充裕，总债务规模小于盈余现金，2021年末公司净债务/EBITDA、FFO/净债务仍为负数。由于2021年利润水平下降，EBITDA对利息的保障程度有所下降。

**表17 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	38.27%	37.14%	18.91%
净债务/EBITDA	--	-0.92	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	16.95	25.20
总债务/总资本	33.00%	32.26%	9.15%
FFO/净债务	--	-78.95%	-47.33%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年12月公司收到本期债券募集资金，年末速动比率、现金短期债务比均有提升。2022年一季度速动比率下降主要系公司短期借款增加，同时2022年一季度公司继续在采购原材料和在建项目投资上支出现金，期末货币资金余额下降，现金短期债务比有所下降。但整体来看，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。

**图 16 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2022年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

## 八、抗风险能力分析

2021年全球宠物食品市场规模仍保持增长趋势，中国宠物食品行业发展潜力巨大，为公司业务发展提供良好的行业环境。公司在行业内深耕多年，在客户积累、产品研发、产线建设方面具备一定市场竞争优势。

但中证鹏元也关注到，公司的过半产能分布在国外，产品也以外销为主，海外疫情、国际贸易摩擦和汇率变动将对公司造成一定经营风险；2021年公司前五大客户的销售收入占营业收入的比重为79.63%，其中以美国客户为主，存在客户集中度较高的风险；公司应收账款规模仍较大，面临一定回收风险；公司的成本以原材料成本为主，需关注原材料价格波动；公司在建项目投资规模较大，面临一定建设资金压力和效益不达预期的风险。

整理来看，公司抗风险能力尚可。

## 十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

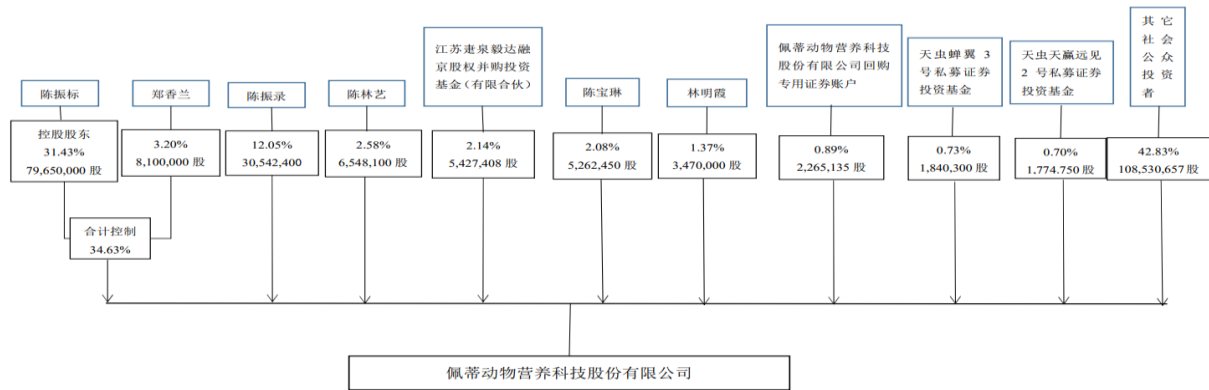


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	8.11	10.30	4.72	2.85
应收账款	3.44	2.01	2.25	1.91
存货	4.33	4.50	2.76	2.07
流动资产合计	18.53	17.83	11.28	7.74
固定资产	4.82	4.69	3.63	2.11
在建工程	3.36	3.22	2.69	1.52
非流动资产合计	10.97	10.72	8.81	5.95
资产总计	29.50	28.55	20.09	13.69
短期借款	2.55	2.21	1.64	1.60
应付账款	1.87	1.70	1.40	1.04
一年内到期的非流动负债	0.02	0.06	0.00	0.01
流动负债合计	4.85	4.29	3.75	3.28
长期借款	0.02	0.02	0.00	0.00
应付债券	5.97	5.88	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.45	6.32	0.04	0.03
负债合计	11.29	10.60	3.80	3.31
总债务	8.97	8.54	1.64	1.61
归属于母公司的所有者权益	18.06	17.79	16.15	10.26
营业收入	3.43	12.71	13.40	10.08
净利润	0.29	0.62	1.17	0.53
经营活动产生的现金流量净额	-1.15	-0.35	1.43	-0.56
投资活动产生的现金流量净额	-1.27	-1.28	-4.24	-0.36
筹资活动产生的现金流量净额	0.24	7.26	4.93	0.89
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	26.12%	22.93%	25.51%	24.97%
EBITDA 利润率	--	12.00%	14.83%	7.52%
总资产回报率	--	3.54%	8.43%	4.86%
产权比率	61.99%	59.09%	23.32%	31.92%
资产负债率	38.27%	37.14%	18.91%	24.20%
净债务/EBITDA	--	-0.92	-1.73	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	16.95	25.20	23.63
总债务/总资本	33.00%	32.26%	9.15%	13.44%
FFO/净债务	--	-78.95%	-47.33%	-54.52%
速动比率	2.93	3.11	2.27	1.73
现金短期债务比	3.51	4.53	3.30	1.84

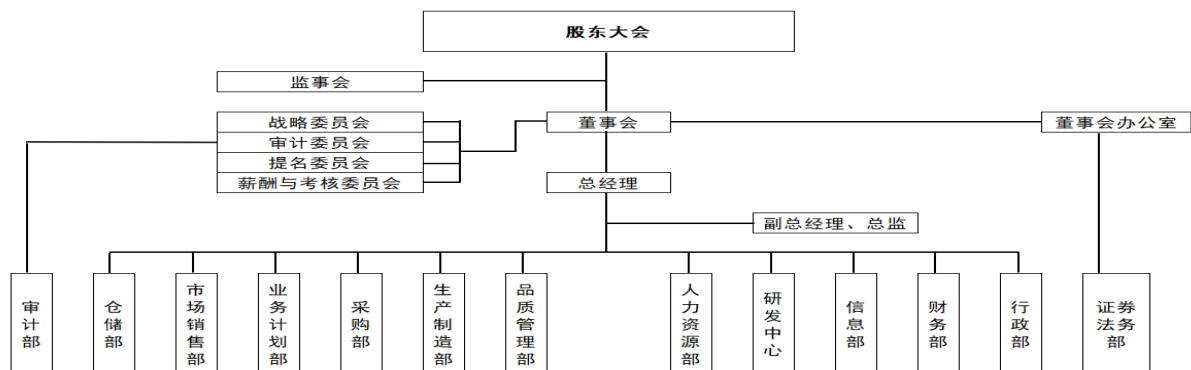
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
江苏康贝宠物食品有限公司	制造业	100.00%		投资
上海禾仕嘉商贸有限公司	销售	100.00%		投资
温州顺通电子加速器有限公司	服务业	55.00%		投资
越南好嚼有限公司	制造业	100.00%		投资
温州贝家宠物乐园有限公司	制造业	100.00%		投资
泰州乐派宠物营养有限公司	制造业	100.00%		投资
上海宠锐投资管理有限公司	投资	100.00%		非同一控制下合并
上海宠域投资管理中心(有限合伙)	投资	99.10%	0.90%	非同一控制下合并
上海宠赢投资管理中心(有限合伙)	投资	99.00%	1.00%	非同一控制下合并
越南巴啦啦食品有限公司	制造业	100.00%		投资
新西兰北岛小镇宠物食品有限公司	制造业	100.00%		投资
佩蒂智创(杭州)宠物科技有限公司	销售	100.00%		投资
Bop Industries Limited	租赁业		75.20%	非同一控制下合并
Alpine Export NZ Limited	制造业		75.20%	非同一控制下合并
越南德信食品有限公司	制造业		100.00%	非同一控制下合并
北京千百仓商贸有限公司	销售		100.00%	非同一控制下合并
柬埔寨爵味食品有限公司	制造业	100.00%		投资
新西兰天然纯宠物食品有限公司	制造业		100.00%	投资
上海哈宠实业有限公司	销售		100.00%	非同一控制下合并
杭州宠珍商贸有限公司	销售	100.00%		投资
上海乐佩宠物服务有限公司	服务业	60%		投资

资料来源：公司 2021 年年报、公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。