

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 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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

- 本次评级结果是考虑到：宠物食品市场发展前景广阔，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）在行业内经营多年，具有一定市场竞争优势。但同时中证鹏元也关注到，2023年公司受海外大客户库存调整影响，海外销售收入下滑，净利润转为小幅亏损，需关注后续海外客户需求变动对公司业绩影响；公司过半产能分布在东南亚地区，产品以外销为主，经营面临国际贸易摩擦和汇率变动等风险；同时公司产品原材料以鸡肉、生皮为主，亦面临一定原材料价格波动风险，客户集中度仍较高，应收账款存在一定回收风险；此外，公司在建项目完工后新增产能较大，而市场开拓情况具有不确定性，新增产能能否实现预期收益具有一定不确定性。

评级日期

2024年6月26日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：周文颖
zhouwy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	29.13	29.36	28.89	28.55
归母所有者权益	18.55	18.67	19.03	17.79
总债务	8.49	8.40	7.94	8.54
营业收入	3.84	14.11	17.32	12.71
净利润	0.42	-0.16	1.29	0.62
经营活动现金流净额	-0.40	1.78	2.31	-0.35
净债务/EBITDA	--	0.18	-0.33	-0.92
EBITDA 利息保障倍数	--	2.23	5.33	16.95
总债务/总资本	31.23%	30.86%	29.23%	32.26%
FFO/净债务	--	163.17%	-213.55%	-85.79%
EBITDA 利润率	--	6.93%	12.12%	12.00%
总资产回报率	--	0.79%	6.53%	3.54%
速动比率	4.47	4.19	4.33	3.11
现金短期债务比	--	10.19	7.58	4.53
销售毛利率	24.36%	19.33%	22.30%	22.93%
资产负债率	35.83%	35.91%	33.48%	37.14%

注：2021-2022年公司净债务为负数。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **欧美等发达宠物市场已经处于成熟期，拥有成熟、稳定、完善的海外宠物食品产业，中国宠物食品行业仍处于快速发展期，我国宠物食品市场仍保持扩容趋势。**在欧美等发达国家，宠物食品行业已经处于成熟期，产业发展较为稳定、完善。我国宠物食品行业起步较晚，宠物消费维持高景气，近年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模持续增长；随着经济发展、人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升，同时人口结构变化带来宠物陪伴需求上升，行业前景较好。
- **公司深耕宠物食品行业多年，客户关系稳定，在生产、销售等方面仍保持一定市场竞争优势。**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，运营多个国内外宠物食品品牌，在中国、越南、柬埔寨、新西兰等国家设有生产基地，与美国品谱等国际客户合作稳定，在销售渠道和市场拓展方面仍有一定竞争优势。

关注

- **公司过半产能分布在东南亚地区，产品也以外销为主，公司经营面临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，外销收入占比仍较高，其中以对美国销售为主，在国际贸易冲突加剧背景下，公司销售面临不利风险；公司外销以美元定价和结算，汇兑损益变动对净利润影响较大。
- **受海外客户调整库存影响，2023 年公司净利润转为亏损，需关注后续业绩变化。**随着海外客户库存高企，海外客户自 2022 年第四季度开始调整库存减少订单量，公司 2023 年海外收入下降 3.94 亿元，同比减少 27.10%，且公司自主品牌销售仍处于亏损状态，最终综合导致公司 2023 年全年净利润亏损 1,596.83 万元。近三年公司业绩波动较大，需关注后续销售情况。
- **客户集中度较高，应收账款规模仍较大，存在一定回收风险。**2023 年公司前五大客户的销售收入占营业收入的比重为 72.59%，其中以美国客户为主，客户集中度较高。2023 年末公司前五大应收账款合计占比为 80.13%，较上年有所上升。若公司主要核心客户需求下降或经营状况欠佳，或对公司业绩产生一定不利影响。
- **原材料价格存在一定波动风险。**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，原材料管控能力较弱。
- **公司新增产能能否达到预期收益存在不确定性。**公司主要在建项目完工之后新增产能规模较大，其中新西兰的项目投产后将新增宠物主粮品类，新品类的市场开拓情况具有较大不确定性，因此整体公司新增产能能否实现预期收益具有一定不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为随着宠物食品行业规模继续增长，公司未来产能扩大，产品线不断丰富，公司在行业内的竞争优势将继续保持，业务具有持续性。

同业比较（单位：亿元）

指标	佩蒂股份	乖宝宠物	路斯股份	中宠股份
总资产	29.36	41.43	6.61	43.90
所有者权益	18.82	36.7	4.96	24.19
营业收入	14.11	43.27	6.96	37.47
净利润	-0.16	4.30	0.69	2.92
销售毛利率	19.33	36.84	19.87	26.28
资产负债率	35.91	11.43	24.94	44.89

注：以上各指标均为 2023 年末/2023 年度数据。

资料来源：Wind，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
食品饮料企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元） ¹	上次评级日期	债券到期日期
佩蒂转债	7.20	7.1982	2023-06-19	2027-12-22

注 1：此处为截至 2024 年 6 月 25 日债券余额。

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¹及补充流动资金。2024年4月募投项目“年产5万吨新型宠物食品项目”达到预定可使用状态的日期延期至2025年12月31日²。截至2024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3.02亿元，两个外币专项账户，新西兰元账户余额为40,933.45新西兰元，美元账户余额为零。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化，2023年公司注册资本变更为2.53亿元，截至2024年3月末，公司实收资本为2.53亿元，控股股东陈振标直接持股比例为31.69%，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（与陈振标系兄弟关系）合计持有公司45.15%的股权，三人均无股权质押情况。

表1 截至 2024 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	80,318,800	31.69%	-	60,239,100
陈振录	境内自然人	25,990,500	10.26%	-	19,492,875
郑香兰	境内自然人	8,100,000	3.20%	-	6,075,000
陈林艺	境内自然人	6,351,150	2.51%	3,855,487	-
温丽霞	境内自然人	4,714,700	1.86%	-	-
陈宝琳	境内自然人	4,685,650	1.85%	-	-
中国民生银行股份有限公司一光大保德信信用添益债券型证券投资基金	其他	3,181,510	1.26%	-	-
温丽清	境内自然人	2,987,600	1.18%	-	-

¹ 2022年11月25日，公司全资子公司江苏康贝宠物食品有限公司实施的本期债券项目“年产5万吨新型宠物食品项目”增加实施主体和实施地点。变更后实施主体为公司本部和江苏康贝宠物食品有限公司，实施地点为江苏省泰州市高港区许庄街道创业大道南侧、浙江省平阳县北港新城A-26b-02地块。

² “年产5万吨新型宠物食品项目”计划建设风干粮、冻干粮、烘焙粮和混拼粮等多条新型主粮产品产线，具有产线数量多、单条线的产能差异大等特点，建设周期也不尽相同。为使项目早日产出效益，最大程度降低产线闲置，公司根据市场拓展进度，区分轻重缓急，采用边建边投产的方式实施，公司预计项目在原达到预定可使用状态日期的截止日无法使全部产线达到可使用状态。

中国建设银行股份有限公司—嘉实农业产业股票型证券投资基金	其他	2,211,499	0.87%	-	-
招商银行股份有限公司—银华心佳两年持有期混合型证券投资基金	其他	1,636,250	0.65%	-	-
合计		140,177,659	55.33%	3,855,487	85,806,975

资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

根据公司2024年6月4日发布的公告，因控股股东、实际控制人陈振标先生通过集中竞价交易方式增持公司股份、公司注销回购股份引起总股本变化、公司回购股份引起回购库存股变化等原因，导致实际控制人陈振标先生、郑香兰女士及陈振标先生的一致行动人、股东陈振录先生等三人合计持有本公司股份的比例变动有所增加。截至2024年5月末，陈振标、郑香兰、陈振录三人合计持有公司股份比例为45.9987%，均不存在股权质押。

2024年4月23日，公司召开第四届董事会第三次会议，审议通过了《关于变更部分回购股份用途并注销的议案》，拟将2023年度实施完成的第二期回购公司股份方案涉及的相关股票的用途由“可转换公司债券的转股”变更为“用于注销并相应减少注册资本”。针对该事项，公司决定将佩蒂转债的转股价格向下修正为人民币17.92元/股（初始转股价格为19.92元/股），修正后的转股价格自2024年5月30日起生效。自开始转股始至2024年第一季度末止，共有1,761.00张佩蒂转债完成转股，票面金额合计176,100.00元，合计转成公司股票9,870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发生变化。2023年公司合并范围新增3家子公司，2023年末纳入合并报表范围子公司合计24家，明细如附录四所示。

表2 2023 年新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
杭州宠这里商业管理有限公司	1,000.00	68.13%	非同一控制下合并
温州市妙旺宠物营养科技有限公司	1,00.00	100%	非同一控制下合并
平阳宠它股权投资有限公司	5,000.00	100%	非同一控制下合并

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年全球宠物食品市场需求继续扩张，中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素下将推动我国宠物食品市场扩容

宠物食品是专门为宠物提供的食物，其作用主要是为宠物提供最基础的生命保证、生长发育和健康所需的营养物质，具有营养均衡、消化吸收效果好、方便饲喂以及可预防某些疾病等优点。宠物食品对饲养宠物而言需求刚性，贯穿宠物全生命周期，一般来说宠物食品消费复购性高、价格敏感性低、黏性较强。

根据Common Thread 数据显示，2022年全球宠物行业规模达到2,610亿美元，同比增长12.5%。2022-2027年，全球宠物行业 CAGR 将为6.1%，并达到3,500亿美元。其中，美国是全球最大的宠物饲养和消费国家，其次是欧洲、日本以及新兴市场。根据历年《APPA NATIONAL PET OWNERS SURVEY》的统计数据，从2018年到2023年，美国宠物主人在宠物产品和服务上的支出增长了60%以上，这一数据目前仍呈现上升态势。根据APPA在全球宠物博览会上发布的2024年战略洞察报告，2023

年美国宠物行业总开支达到1,470亿美元，并预计到2030年将实现稳健持续增长，其中宠物食品和零食为644亿美元，用品、活体动物和非处方药达到320亿美元，兽医护理和产品销售额达383亿美元，寄宿、美容、保险、培训、宠物看护和散步以及兽医护理以外的所有服务共计123亿美元。

我国宠物食品行业起步较晚，宠物消费维持高景气，2023年“猫经济”表现仍然亮眼。根据《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，2023年我国城镇犬猫宠物消费市场达2,793亿元，同比增长3.2%，增速有所放缓。其中犬消费市场1,488亿元，增长0.9%；猫消费市场规模达1,305亿元，同比增长6.0%。从养宠数量来看，2023年我国城镇犬猫数量11,655万只，同比增长3.7%，其中宠物犬数量5,175万只，同比增长1.1%，宠物猫数量6,980万只，同比增长6.8%。2023年国内宠物食品中营养品占比增加，但主粮市场仍为宠物食品消费市场中份额最大的细分市场。

图1 2023年中国宠物食品消费结构

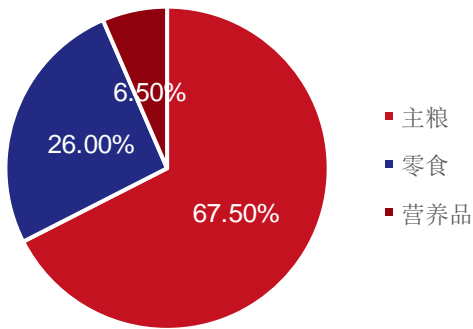
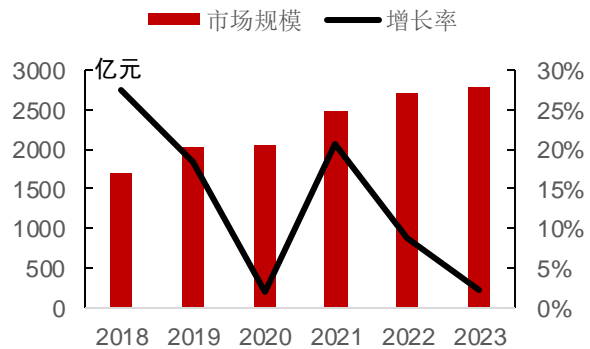


图2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国经济发展和人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。伴随着我国经济不断增长及居民人均可支配收入不断提升，物质生活水平不断提高，人们越发注重精神需求的满足，养宠物作为情感寄托的需求上升，宠物食品市场规模也随之增长。近三年虽受经济下行影响，宠物行业增长有所波动，但整体增长情况仍终优于人均GDP增长。

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

宠物食品以鸡肉为主要原材料，2023年白羽肉鸡价格回落，利好行业企业成本管控，但后续仍需

关注白羽肉鸡价格上升对行业企业成本造成的影响

宠物食品的主要原材料是鸡肉，2023全国白羽肉鸡价格整体呈涨后震荡回落的走势，且目前仍处于价格低位。2023年1-4月，白羽肉鸡价格呈现整体上行走势，价格也在3月底4月初达到历史高点。从养殖角度看，养殖端在资金紧张和补栏成本高位的背景下，整体补栏情绪不足；且受季节性因素影响，鸡肉产量走低；从屠宰产能角度看，年后屠宰端仍有新投产的企业，部分老牌企业则借助春节进行设备改造扩张产能，导致整个屠宰产能增加。此后，随着鸡源供应增加，而终端消费较低迷，导致价格整体呈回落趋势。

2024年白羽肉鸡供给或收缩，关注鸡肉价格上行对行业企业成本造成的影响。从白羽鸡祖代及父母代种鸡存栏看，2024年4月末行业白羽祖代种鸡总存栏量196.78万套，环比+1.8%，其中在产环比-0.3%，后备环比+5.0%。父母代种鸡总存栏3,843.15万套，环比持平，其中在产环比-0.2%，后备环比+0.2%。根据42周移动平均父母代鸡苗销量对商品代鸡苗供给趋势进行推算，2024年肉鸡供给整体收缩，供给低点或在10月，供给确定性收缩或支撑白羽肉鸡价格上行。

图3 中国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在宠物食品行业具有一定市场竞争力，产品以外销为主、海外客户集中度较高，2023年受到海外第一大客户去库存的影响，海外销售收入大幅下滑，同时叠加公司国内销售业务继续亏损综合导致净利润转为亏损；2024年随着海外市场去库存出清逐渐进入补库存周期，2024年一季度公司业绩明显好转，但仍需关注大客户需求周期变动对公司后续业绩影响

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。2023年受到海外市场去库存的不利影响，国外销售收入同比减少

3.94亿元（变动幅度为-27.10%），国内收入继续保持涨势，2024年国内销售收入同比增长0.75亿元（涨幅为26.96%）。公司的主粮和湿粮产品主要在国内销售，其他品种产品在国内外均有销售，2023年除主粮和湿粮外，其他产品收入均有下降。2023年公司整体的营业收入、净利润实现同比下降18.51%、112.35%，经营业绩同比大幅下滑。由于海外市场销售毛利率水平高于国内销售，2023年公司整体销售毛利率较上年有所下滑。2024年随着海外市场去库存出清逐渐进入补库存周期，海外市场销售额明显增长，一季度营业收入、净利润同比增长142.37%、210.28%，毛利率随之回升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年一季度			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
畜皮咬胶	1.06	27.54%	19.76%	4.24	30.01%	15.04%	5.44	31.40%	16.59%
植物咬胶	1.26	32.69%	27.61%	4.23	29.96%	24.42%	6.49	37.47%	28.66%
营养肉质零食	0.91	23.59%	28.29%	3.18	22.55%	18.69%	3.38	19.49%	21.90%
主粮和湿粮	0.52	13.58%	21.01%	2.10	14.88%	20.05%	1.60	9.23%	18.56%
其他	0.10	2.59%	14.09%	0.37	2.60%	11.75%	0.42	2.41%	15.33%
合计	3.84	100.00%	24.36%	14.11	100.00%	19.33%	17.32	100.00%	22.30%

注：各分项加总数字与合计数差异为小数点四舍五入导致。

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；2023年公司处于客户库存调整周期，海外订单大幅下滑；公司的销售客户集中度仍较高，对客户的依赖度较强；国内业务继续保持较快增长，仍未实现盈利

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。目前拥有爵宴Meatyway、好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy、“佩蒂”、“CPET”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，主粮方面公司将以新型主粮为切入点，向全品类发展。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。目前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。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爵宴Meatyway、好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy等。2023年公司营业收入中ODM及经销模式下收入占比为86.98%，直销

模式下收入占比为13.02%，直销占比同比有所提高。

2023年公司前五大客户占营业收入比例为72.57%，与上年基本持平，仍处于较高水平。公司前五大客户仍主要为境外销售客户。2022年和2023年公司前三大客户保持不变，其中，Spectrum Brands Holdings, Inc.（美国品谱集团）为公司重要客户，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。2023年前五大销售客户之一重庆易宠科技有限公司（以下简称“易宠科技”），公司对易宠科技通过上海宠域投资管理有限公司间接持股3.1892%，易宠科技成立于2008年，E宠商城成员，具有比较成熟的电商平台，公司产品在易宠科技的平台上销售，销售的主要产品是部分主粮湿粮和零食，按照市场方式定价。

表4 2022-2023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
2023年	1	客户一	4.64	32.85%
	2	客户二	2.50	17.72%
	3	客户三	1.73	12.25%
	4	客户四	1.04	7.37%
	5	客户五	0.34	2.40%
		合计	10.25	72.59%
2022年	1	客户一	8.05	46.46%
	2	客户二	2.24	12.94%
	3	客户三	2.07	11.94%
	4	客户四	0.87	5.00%
	5	客户五	0.56	3.25%
		合计	13.79	79.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年海外客户为保障供应链安全，加大了备货力度，2023年海外客户进入库存调整周期，公司的海外市场销售收入同比下降27.10%，导致公司营业收入整体下滑。公司与海外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，结算货币以美元、新西兰元和越南盾为主，汇率波动形成的汇兑损益对公司盈利水平影响较大。由于外销收入下降且2023年人民币贬值程度较2022年有所缩窄，公司2023年汇兑收益为814.79万元，同比下降84.58%。

2023年公司继续积极拓展国内市场，重点开拓线上销售渠道，推广自有品牌，主要为零食和主粮。国内市场营业收入同比增长26.95%，其中以ToC端的直销业务为主。公司的内销业务毛利率相对外销较高，但内销需要承担的广告费用、渠道费用、管理费用更高，2023年公司的内销业务仍为亏损，预计短期内盈利空间不大。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2022-2023年净利润分别为亏损0.35亿元、0.38亿元，需关注公司在国内市场业务上的长期盈利能力。

2024年第一季度，随着海外客户正常销售规模增长，海外市场需求回升，来自海外的订单数量有所上升，2024年一季度公司营业收入同比大幅上升。由于外销收入占比过高，公司业绩对海外市场的依赖程度较大，需关注后续公司的销售情况变动。

表5 公司产品销售分区域（单位：亿元）

区域	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	3.08	80.06%	10.62	75.23%	14.56	84.10%
国内	0.77	19.94%	3.50	24.77%	2.75	15.90%
合计	3.84	100.00%	14.11	100.00%	17.32	100.00%

注：各分项加总数字与合计数差异为小数点四舍五入导致。

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。

受人民币贬值影响，公司外销产品以美元定价，2023年销售价格小幅提升。但受海外收入下降影响，当年销售毛利率有所下降。2024年一季度由于海外销售收入恢复，且人民币仍处于贬值状态，销售均价继续增长。

表6 公司主要产品销售价格变化情况

产品名称	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
畜皮咬胶	销售收入（万元）	10,585.63	42,354.10	54,379.14
	销量（吨）	2,412.18	9,683.37	12,716.39
	平均单价（万元/吨）	4.39	4.37	4.28
植物咬胶	销售收入（万元）	12,566.56	42,282.64	64,892.94
	销量（吨）	3,365.68	11,341.31	17,606.10
	平均单价（万元/吨）	3.73	3.73	3.69
营养肉质零食	销售收入（万元）	9,068.39	31,818.96	33,750.97
	销量（吨）	1,898.89	6,690.86	7,213.60
	平均单价（万元/吨）	4.78	4.76	4.68

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2023年产能保持稳定，受海外订单减少影响，产能利用率明显下滑，在建项目较多，建成之后有利于产能扩充和品种丰富，但完工后新增产能规模较大，考虑到市场开拓情况具有不确定性，新增产能的消化程度具有一定不确定性；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，且在越南、柬埔寨和新西兰设有生产基地，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（以下简称“越南德信”）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主粮类产品产线，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，为公司当前主要盈利的海外工厂。柬埔寨爵味和北岛小镇2023年净利润仍为亏损，但亏损幅度大幅缩窄，2023年两家公司净利润净分别亏损238.42万元、257.19万元。

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，2023年公司产能保持稳定，受海外订单减少影响，产能利用率明显下滑。新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目在2023年正式投产，仍处于产能调试和释放的初期阶段，尚未进入正式的商业化运营阶段。2023年公司产销量率仍保持良好水平，主要产品产销率均接近100%。

表7 2022-2023 年公司产品产能利用情况（单位：吨）

指标	产品名称	2023 年	2022 年
产能	畜皮咬胶/营养肉质零食	20,900.00	20,900.00
	植物咬胶	14,500.00	14,500.00
产量	畜皮咬胶/营养肉质零食	16,445.48	19,709.65
	植物咬胶	11,367.53	17,402.03
产能利用率	畜皮咬胶/营养肉质零食	78.69%	94.30%
	植物咬胶	78.40%	120.01%

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

表8 公司主要产品产销率情况（单位：吨）

指标	产品名称	2023 年	2022 年
产量	畜皮咬胶	9,695.65	12,620.03
	植物咬胶	11,367.53	17,402.03

	营养肉质零食	6,749.83	7,089.62
销量	畜皮咬胶	9,683.37	12,716.39
	植物咬胶	11,341.31	17,606.10
	营养肉质零食	6,690.86	7,213.60
产销率	畜皮咬胶	99.87%	100.76%
	植物咬胶	99.77%	101.17%
	营养肉质零食	99.13%	101.75%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要的在建项目情况如下，资金来源为IPO募集资金和本期债券募集资金，下表中的新西兰天然纯项目主要为新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目（本期债券的募投项目）和新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目（公司非公开发行股票的募投项目），下表中的年产5万吨新型宠物食品项目中即为本期债券的另一个募投项目。截至2024年5月末，本期债券的募投项目已使用募集资金12,317.17万元。总体来看，公司在建项目较多，公司在建项目完工后将释放大量产能，新增产能主要集中在主粮产品，公司需要开拓新市场以消化主粮产能，宠物食品行业中，与新客户建立稳定合作关系需要一定时间，针对新增产能，公司的市场开拓情况具有不确定性，需关注后期市场需求开发对新增产能的消化能力。

表9 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	资金来源
新西兰天然纯项目	4.80	3.92	募集资金、自筹
年产 5 万吨新型宠物食品项目	3.50	0.35	募集资金、自筹
柬埔寨爵味工程	3.15	2.98	募集资金、自筹
合计	11.45	7.25	--

注：2022年1月25日，公司召开第三届董事会第八次会议，审议通过了《关于变更部分非公开发行股票募集资金用途的议案》，为加速实施“双轮驱动”发展战略和国际化布局，根据当前经营实际需要，经审慎研究和科学论证，公司拟将非公开发行股票募投项目“城市宠物综合服务中心建设项目”下募集资金6,500万元人民币予以变更，投入由公司全资子公司柬埔寨爵味实施的“柬埔寨年产2,000吨宠物休闲食品扩建项目”。2022年2月11日，公司召开2022年第一次临时股东大会，批准了本次募集资金变更。故公司2023年年报在建工程列表中，项目名称表述为“柬埔寨爵味工程”，包含了2022年年报中的“柬埔寨爵味一期工程”。上表中“柬埔寨爵味”工程与公司2023年年报表述保持一致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，原材料管控能力较弱，2023年主要原材料除干牛皮外，价格总体小幅下降，但仍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。2023年由于订单量减少，直接材料占营业成本比重小幅下降。

表10 2022-2024 年第一季度公司营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年第一季度		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

直接材料	2.09	71.98%	8.01	70.35%	9.66	71.79%
直接人工	0.36	12.33%	1.43	12.55%	1.62	12.01%
制造费用	0.46	15.69%	1.95	17.10%	2.18	16.20%
合计	2.91	100.00%	11.38	100.00%	13.46	100.00%

注：各分项加总数字与合计数差异为小数点四舍五入导致。

资料来源：公司提供，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。

2023年公司主要原材料除干牛皮外，价格总体小幅下降。2023年由于订单量下降，对鸡肉、干牛皮、淀粉的采购总量均减少。2023年公司加大了湿牛皮的采购量，系公司的柬埔寨基地投入使用，部分定单由越南转移至柬埔寨基地生产，越南工厂没有完整的前处理工艺，只能生产少量的湿皮，部分定单直接采购半成品生产畜皮咬胶。柬埔寨生产基地有完整的咬胶生产的前处理工艺。柬埔寨工厂直接向国外采购湿牛皮用于生产畜皮咬胶，故当年湿牛皮采购量上升。

表11 公司主要原材料采购金额情况

原材料名称		2023年	2022年
鸡肉	采购金额（万元）	8,958.38	13,349.23
	采购数量（吨）	7,149.93	9,665.88
	采购单价（万元/吨）	1.25	1.38
干牛皮	采购金额（万元）	9,466.27	12,329.54
	采购数量（吨）	3,940.21	5,292.36
	采购单价（万元/吨）	2.40	2.33
湿牛皮	采购金额（万元）	7,361.58	6,273.78
	采购数量（吨）	18,215.35	11,086.91
	采购单价（万元/吨）	0.40	0.57
淀粉	采购金额（万元）	2,378.82	3,915.20
	采购数量（吨）	5,928.92	8,434.99
	采购单价（万元/吨）	0.40	0.46

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，2023年前五大供应商采购占比17.79%，较上年

基本持平。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，对原材料管控力度较弱，需关注公司面临的原材料价格波动风险。

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增3家子公司，详见表2。

资本实力与资产质量

公司总资产规模有所增长，资产增加部分主要为生产经营用的固定资产和应收账款，资本实力有所减弱，所有者权益对负债的保障程度下降

公司所有者权益主要由所有者投入的资本公积和未分配利润构成，2023年公司所有者权益规模同比小幅下降2.05%，主要系当年净利润亏损，导致2023年产权比例上升，公司所有者权益对负债的保障程度减弱。

图4 公司资本结构

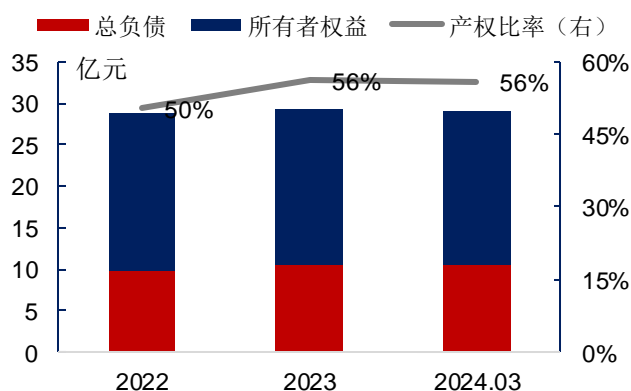
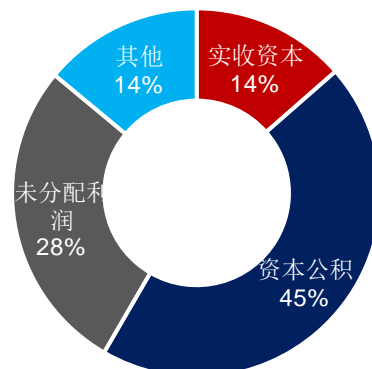


图5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2023年末公司资产总规模和2022年末相比同比上升1.66%，流动资产占比有所下降。资产主要集中于货币资金、存货以及固定资产和在建工程等。

公司2021年末12月发行本期债券，目前公司仍有一定规模闲置募集资金。2023年以来公司货币资金主要投入生产经营、在建项目和偿还借款，受营业收入规模下降影响，2023年以来公司经营活动现金流净额有所下降。2023年末交易性金融资产规模为0.51亿元，2023公司年实现利息收入1,000.36万元、理财产品投资收益111.56万元，由于均为低风险投资，投资回报率水平一般。2023年末公司部分在建工程转入固定资产，固定资产规模有所上升，公司主要在建工程为IPO、本期债券募投项目。由于公司2023年整体营业收入规模下滑，2023年末存货规模同比减少。2023年第四季度公司的产品销量开始逐渐回升，2023年末应收账款同比有所上升。2023年末公司存货中主要为原材料，库存商品、发出商品余额较上年小幅上升，其余种类存货规模均下降。2023年末应收账款90%以上为一年以内账龄。受2024年一季度订单数量上升影响，公司存货、应收账款规模逐渐提升。

截至2023年末公司受限资产规模为1.16亿元，占总资产比重较低，其中0.04亿元为履约保函保证金、工程保证金，其余部分为抵押借款而受限的土地及房屋建筑物。需关注的是，截至2023年末公司外币货币性项目余额较大，主要为美元货币资金0.34亿美元（折算成人民币为2.40亿元），美元应收账款余额为0.65亿美元（折算成人民币为4.62亿元），公司面临一定外币风险敞口。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.40	25.39%	8.16	27.79%	8.33	28.82%
交易性金融资产	0.50	1.72%	0.51	1.72%	0.80	2.77%
应收账款	2.78	9.53%	2.40	8.18%	1.80	6.22%
存货	3.91	13.41%	3.77	12.83%	4.24	14.69%
流动资产合计	15.63	53.65%	16.01	54.51%	16.71	57.86%
固定资产	6.97	23.93%	7.14	24.31%	5.74	19.88%
在建工程	3.07	10.53%	2.98	10.13%	3.50	12.12%
非流动资产合计	13.50	46.35%	13.36	45.49%	12.17	42.14%
资产总计	29.13	100.00%	29.36	100.00%	28.89	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

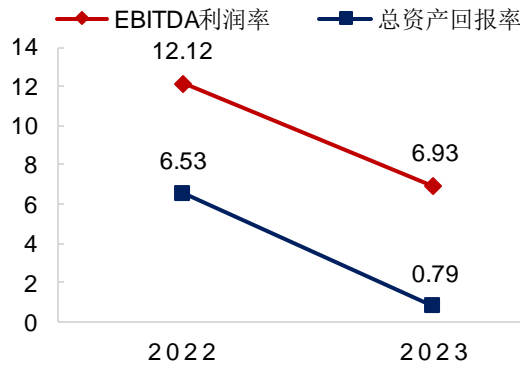
盈利能力

2023年受海外客户去库存影响，公司销售收入大幅下降，净利润转为亏损，2024年一季度海外市场去库存出清进入补库存周期，公司营业收入、净利润同比有所恢复

受海外销售收入下降和国内业务持续亏损影响，2023年公司的营业收入、净利润实现同比下降18.51%、112.35%。此外，公司外销收入占比较大，近几年汇率变动较大，汇兑损益占净利润比重一直较高，需持续关注公司面临的汇率波动风险。公司2023年EBITDA利润率、总资产回报率等盈利指标均大幅下降，盈利指标有所下滑。

2023年四季度以来，随着订单量恢复，营业收入、销售毛利率明显上升，2024年一季度公司净利润转正，实现0.42亿元盈利，近几年公司季度业绩波动较大，需关注后续公司的销售情况变动。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司资本结构仍较为稳健，资产负债率有所上升，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高

2023年末公司负债规模有所增长，主要系银行借款增加。公司的刚性负债主要为本期债券和部分银行借款，2023年公司本部新增5,000万元银行借款补充流动资金，记在“长期借款”，整体来看，公司的总债务规模仍较小。公司2023年末短期借款余额下降系到期偿还，本期债券2023年票面利率为0.6%，当年偿还431.91万元利息，截至2023年末，佩蒂转债累计转股金额为17.51万元。公司的应付账款主要为应付材料款，截至2023年末一年以内的应付账款占98%以上。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.76	7.25%	0.74	7.01%	1.10	11.34%
应付账款	1.29	12.37%	1.59	15.06%	0.89	9.22%
流动负债合计	2.62	25.10%	2.92	27.69%	2.88	29.80%
长期借款	0.63	6.01%	0.61	5.74%	0.02	0.17%
应付债券	6.70	64.20%	6.61	62.68%	6.24	64.49%
非流动负债合计	7.82	74.90%	7.62	72.31%	6.79	70.20%
负债合计	10.44	100.00%	10.54	100.00%	9.67	100.00%
总债务	8.49	81.31%	8.40	79.69%	7.94	82.06%
其中：短期债务	0.79	7.56%	0.85	8.03%	1.20	12.40%
长期债务	7.70	73.75%	7.56	71.65%	6.74	69.66%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年以来受业绩下滑影响，公司的经营活动净现金流、FFO等现金流表现同比有所下降。公司

2023年以来杠杆水平有所提升，利息保障倍数的偿债指标表现下降，但总体表现仍较好。2023年末货币资金规模下降，2023年净负债规模由负转正。

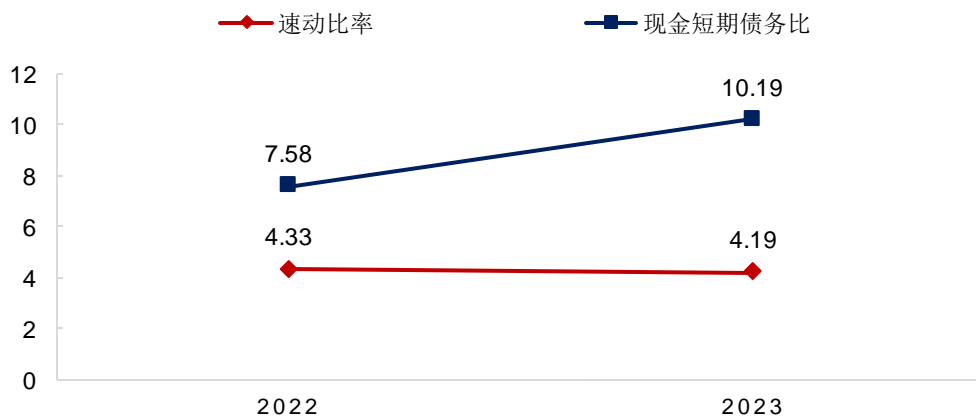
表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.40	1.78	2.31
FFO（亿元）	--	0.29	1.47
资产负债率	35.83%	35.91%	33.48%
净债务/EBITDA	--	0.18	-0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	2.23	5.33
总债务/总资本	31.23%	30.86%	29.23%
FFO/净债务	--	163.17%	-213.55%
经营活动现金流净额/净债务	-57.46%	1,014.68%	-335.00%
自由现金流/净债务	-98.36%	207.55%	-108.08%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年以来公司的速动比例略有下降，短期债务规模下降，现金短期债务比呈上升趋势，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。截至2024年4月末公司尚有13.76亿元银行授信，授信银行包括中国银行、中国建设银行、兴业银行、招商银行等国有银行和外资银行，备用流动性尚可。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，ESG因素对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，公司及其子公司的污染防治设施均按环评要求建设与运行，污染物均按照要求排放，2023年公司及其子公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。公司温州工厂为国家级绿色工厂，其他各工厂以此为目标，建设绿色、低碳、高效的宠物食品工厂。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司治理与管理方面，跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。2023年以来公司董事、监事、高级管理人员无变动情况，截至2024年6月公司组织架构图见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年5月30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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网查询显示（查询日2024年6月18日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

宠物食品市场发展前景广阔，2023年市场规模继续增长，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，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，具备一定市场竞争优势。但中证鹏元也关注到：近两年公司业绩波动较大，受海外客户调整库存影响，2023年公司净利润转为亏损，需关注公司后续业绩变化；客户集中度仍较高，应收账款存在一定回收风险；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，原材料管控能力较弱；公司过半产能分布在东南亚地区，产品也以外销为主，公司经营面临国际贸易摩擦和汇率变动等风险；公司仍在扩建产能，完工之后新增产能规模较大及本期债券募投项目尚需投资规模较大，针对新增产能，公司的市场开拓情况具有不确定性，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。整体来看，公司抗风险能力一般。

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“佩蒂转债”信用等级为 AA-。

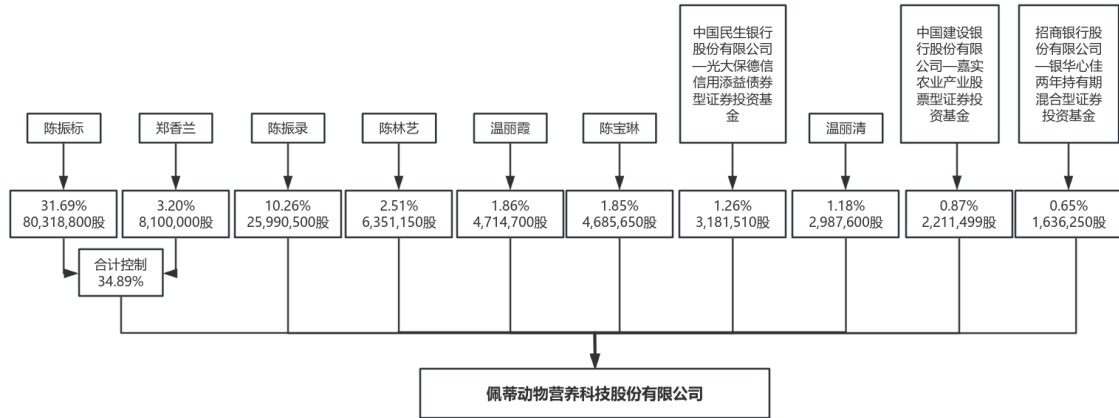
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	7.40	8.16	8.33	10.30
应收账款	2.78	2.40	1.80	2.01
存货	3.91	3.77	4.24	4.50
其他流动资产	0.34	0.53	0.48	0.26
流动资产合计	15.63	16.01	16.71	17.83
固定资产	6.97	7.14	5.74	4.69
在建工程	3.07	2.98	3.50	3.22
非流动资产合计	13.50	13.36	12.17	10.72
资产总计	29.13	29.36	28.89	28.55
短期借款	0.76	0.74	1.10	2.21
应付账款	1.29	1.59	0.89	1.70
一年内到期的非流动负债	0.03	0.11	0.10	0.06
流动负债合计	2.62	2.92	2.88	4.29
长期借款	0.63	0.61	0.02	0.02
应付债券	6.70	6.61	6.24	5.88
租赁负债	0.37	0.34	0.48	0.38
非流动负债合计	7.82	7.62	6.79	6.32
负债合计	10.44	10.54	9.67	10.60
总债务	8.49	8.40	7.94	8.54
其中：短期债务	0.79	0.85	1.20	2.27
所有者权益	18.69	18.82	19.21	17.95
营业收入	3.84	14.11	17.32	12.71
营业利润	0.50	0.03	1.69	0.79
净利润	0.42	-0.16	1.29	0.62
经营活动产生的现金流量净额	-0.40	1.78	2.31	-0.35
投资活动产生的现金流量净额	-0.07	-1.54	-2.78	-1.28
筹资活动产生的现金流量净额	-0.33	-0.50	-1.93	7.26
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	0.98	2.10	1.52
FFO（亿元）	--	0.29	1.47	1.20
净债务（亿元）	0.69	0.18	-0.69	-1.40
销售毛利率	24.36%	19.33%	22.30%	22.93%
EBITDA 利润率	--	6.93%	12.12%	12.00%
总资产回报率	--	0.79%	6.53%	3.54%
资产负债率	35.83%	35.91%	33.48%	37.14%
净债务/EBITDA	--	0.18	-0.33	-0.92

EBITDA 利息保障倍数	--	2.23	5.33	16.95
总债务/总资本	31.23%	30.86%	29.23%	32.26%
FFO/净债务	--	163.17%	-213.55%	-85.79%
经营活动现金流净额/净债务	-57.46%	1,014.68%	-335.00%	24.76%
自由现金流/净债务	-98.36%	207.55%	-108.08%	175.37%
速动比率	4.47	4.19	4.33	3.11
现金短期债务比	10.01	10.19	7.58	4.53

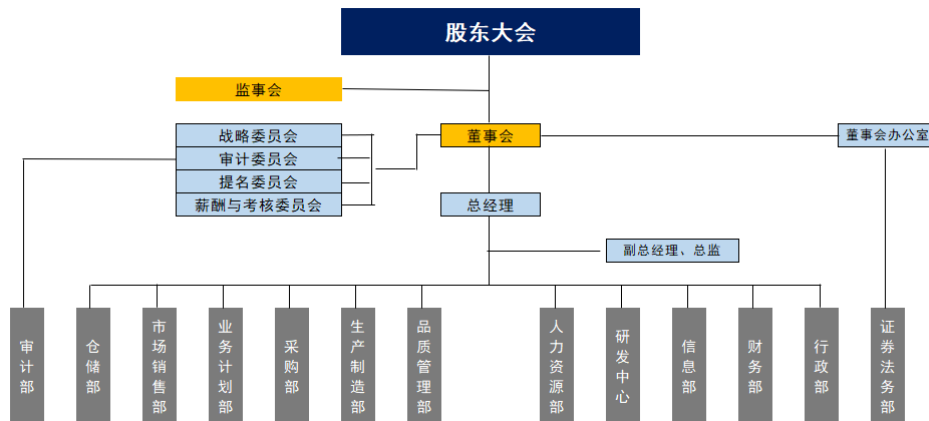
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年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	
温州贝家宠物乐园有限公司	制造业	100.00%		投资
温州顺通电子加速器有限公司	服务业	55.00%		投资
江苏康贝宠物食品有限公司	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
越南好嚼有限公司	制造业	100.00%		投资
越南巴啦啦食品有限公司	制造业	100.00%		投资
上海禾仕嘉商贸有限公司	销售	100.00%		投资
上海宠锐投资管理有限公司	投资管理	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
新西兰北岛小镇宠物食品有限公司	制造业	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
佩蒂智创(杭州)宠物科技有限公司	销售	100.00%		投资
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
杭州宠这里商业管理有限公司	服务业		68.13%	非同一控制下合并
温州市妙旺宠物营养科技有限公司	销售		100.00%	非同一控制下合并
平阳宠它股权投资有限公司	投资	100.00%		非同一控制下合并

资料来源：公司 2023 年年报，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。