

乖宝福贝源飞即将上市，宠物板块效应有望凸显，该买谁？ ——时代性机遇之宠物行业

分析师：余剑秋
SAC：S1230520080007

报告日期：2022.6.10

- **多家宠物商品公司即将上市，宠物板块效应有望凸显。**国内宠物行业市场规模2015-2021年复合增速约17%，国内市场正处于加速发展阶段，而2019年中国宠物市场渗透率不及美国1/3，行业发展潜力巨大。同时国内市场国产品牌蓄势待发，在2021年TOP10品牌中占据一半席位。
- **我们分宠物食品和宠物用品，从历史成绩、背后因素和未来潜力三大方向共九个维度入手进行比较，最终认为宠物赛道佩蒂股份较为优秀。**
- **宠物食品：四者各有优势，综合来看，佩蒂领先，乖宝福贝紧随其后。**1) **发家史：**咬胶龙头佩蒂零食占比高，正进入高端主粮领域；中宠历史悠久，近年来开疆扩土，势不可挡；乖宝从代工厂到全品类覆盖，持续布局高端宠物食品市场；福贝定位于宠物干粮中高端市场，主攻国内市场。2) **体量规模：**中宠营收最高，福贝净利润复合增速最高。3) **盈利能力：**福贝领跑，乖宝赶超佩蒂和中宠；4) **组织架构：**四者股权结构稳定，佩蒂股权设置最为合理，乖宝实控人持股达60%，同时佩蒂/中宠/乖宝境内外子公司各司其职，福贝子公司较少。5) **产品品牌：**中宠/佩蒂多品牌战略切入细分市场，乖宝/福贝注重打造自主品牌。6) **研发投入：**佩蒂国内外科研发合作较多，乖宝研发投入及占比最高。7) **渠道对比：**乖宝国内外业务占比均衡，佩蒂中宠开始发力国内市场，福贝专注于境内。8) **产能情况：**乖宝产能最高，佩蒂产能利用更合理。9) **未来发展：**佩蒂/中宠发挥海外市场本地化优势，未来有望实现规模增长；乖宝着眼下沉市场，广拓销路；福贝优化经销渠道。
- **宠物用品：两者差距不大，源飞稍优一等。**1) **发家史：**源飞在宠物用品多加耕耘，以国外市场为主，在宠物牵引用具领域具备优势地位；依依股份从个人卫生护理产品开始，后期转型宠物卫生护理；2) **体量规模：**依依营业收入和净利润均是源飞的两倍有余。3) **盈利能力：**在盈利能力方面依依略高于源飞；存货周转方面依依优于源飞；4) **组织架构：**两者实际控制人均为亲属关系，股权结构稳定，源飞实控人持股高达78%，依依控股子公司较为单一。5) **产品种类：**源飞主营宠物牵引用具，依依主营宠物卫生用品，源飞在产品品类丰富度上优于依依。6) **研发投入：**源飞的研发投入以及研发人数均多于依依，研发人员占比双方相似；7) **渠道对比：**源飞相比依依对客户依赖度较高，且主要以国外市场为主，依依逐渐增加国内业务。8) **产能情况：**依依总产能高于源飞，而源飞产能利用率更高。9) **未来发展：**两者均对未来经营有合理规划，而源飞规划建设更为具体清晰。
- **我们建议重点关注宠物咬胶龙头佩蒂股份，产能恢复+多渠道发力有望增厚利润。**1) **品牌力：**多品牌策略精准发力，满足市场多元化需求；2) **产品力：**以咬胶产品为核心优势，同时拓展主粮优化产品结构；3) **渠道力：**多渠道覆盖国内外，全面布局宠物市场；4) **研发力：**自主研发能力强劲，打造优秀研究团队；5) **产能：**海外工厂产能恢复，在建项目产能充足。

01. 新股齐发，宠物行业面临怎样的时代性机遇？

02. 宠物食品，佩蒂乖宝福贝中宠谁将拔得头筹？

03. 宠物用品，源飞依依谁将更胜一筹？

04. 重点推荐——佩蒂股份，未来可期

- 我国宠物行业经历了启蒙期、成长期，目前进入了高速发展期。相较于发达国家，我国宠物行业兴起较晚，从20世纪90年代初的花鸟市场年代，经历了30年的发展，伴随着宠物消费产品和服务的日益丰富、人口结构的变化、宠物角色和养宠理念的转变、以及移动互联网技术对宠物行业交易模式和服务模式的改变，我国宠物市场正处于高速发展期。

图1：中国宠物市场发展正处于高速发展期



- 中国宠物市场加速发展，2015-2021年CAGR约17%。2021年我国城镇宠物市场规模约为2490亿元，同比增长20.6%。
- 人均GDP的上升推动宠物行业持续发展。2016年我国人均GDP约为5.4万元，2021年增长至8.1万元。中国农业大学动物医学院的研究指出，当一个国家人均GDP达到3000-8000美元（约人民币2.1-5.4万元）时，宠物产业会快速发展。
- 中国宠物市场集中度较低，国产品牌占据TOP10半数。根据欧睿数据，2021年中国宠物市场CR10为11.3%，玛氏集团的皇家品牌市占率位列第一，随着线上渠道的占比的快速增大以及总体规模的高速增长，国产品牌顽皮、伯纳天纯、比瑞吉、力狼和奥丁占据品牌前十半数席位，国产品牌日益兴起。

图2：2015-2021年中国城镇宠物市场规模复合增长率约17%

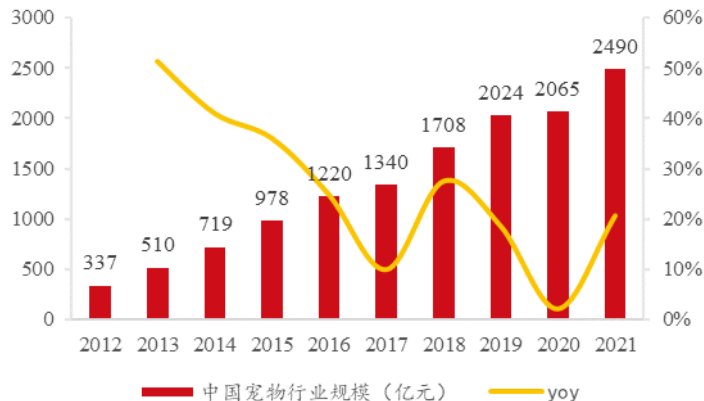


图3：宠物市场发展伴随人均GDP的上升

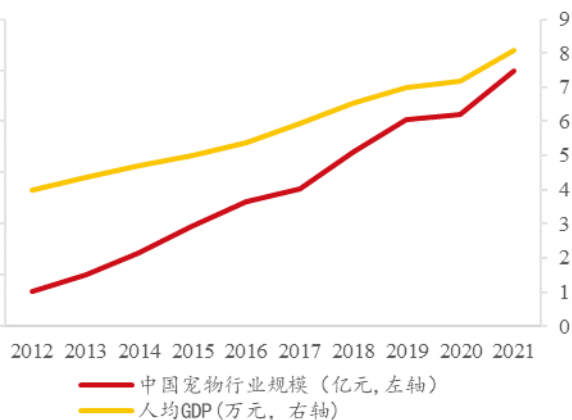
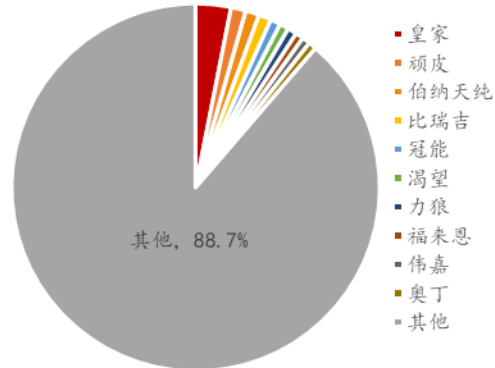


图4：2021中国宠物市场国产品牌占据TOP10半数



对标国外：全球市场增速低于中国，而渗透率和品牌集中度更高

- 全球宠物市场发展较为成熟，2015-2021年CAGR为6%。根据欧睿数据，2021年全球宠物市场规模约为1600亿美元，同比增长11.6%，宠物产业在发达国家已有100多年的历史，国际宠物市场已逐渐成熟，规模增速低于快速发展的中国市场。
- 全球宠物市场CR10为23%，美国宠物行业的渗透率是中国三倍。全球宠物市场品牌集中度高于中国（CR10为11%），并且前十品牌均为国外品牌，主要来自于玛氏和雀巢两大公司，国产品牌在国际市场份额较低。并且根据福贝宠物招股说明书，2019年我国的养宠家庭渗透率（指拥有宠物的家庭占总家庭数的比例）为22.8%，而美国、英国则分别为68.9%、45.0%，均高于我国，我国宠物行业发展潜力巨大。

图6：全球宠物市场品牌前十占比23%

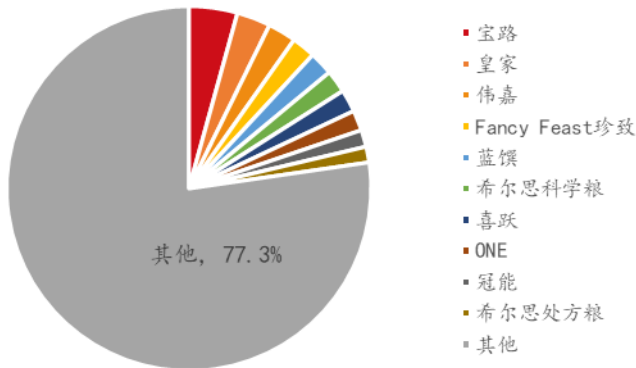


图5：2015-2021年全球宠物市场规模复合增长率约6%

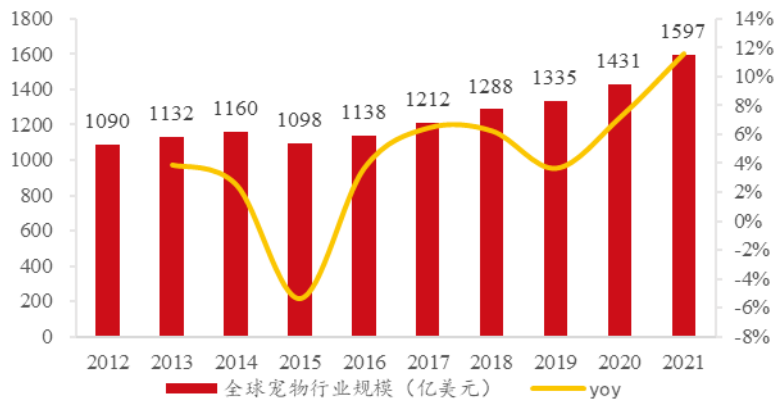
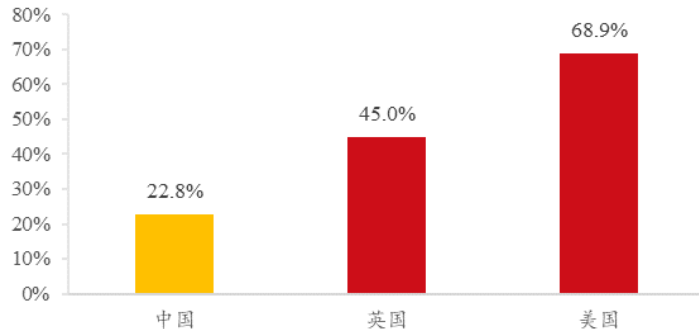


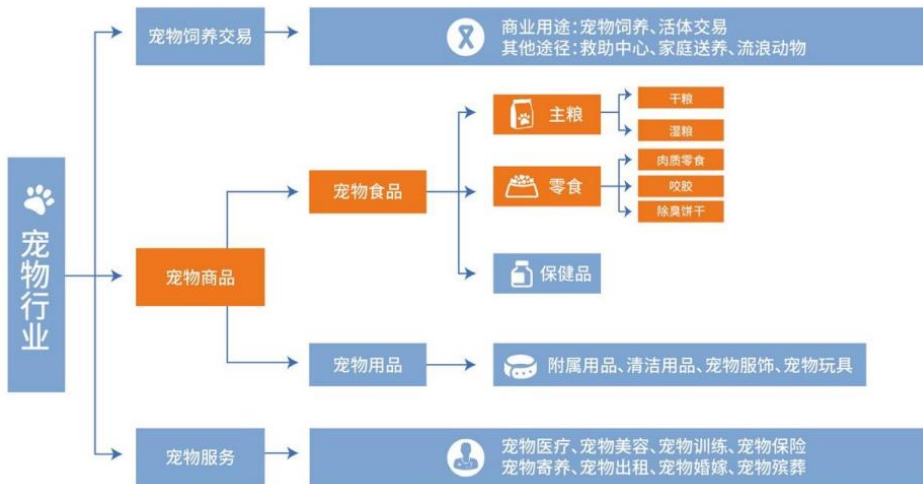
图7：2019年中国宠物市场渗透率不及美国1/3



行业分类：宠物食品和用品占比6成，市场需求旺盛

- 宠物行业产业链逐渐清晰、完善，子行业种类日益丰富。根据《2021宠物行业白皮书》，宠物食品是最大的细分市场，占比约 51.5%，宠物用品约为12.8%。宠物食品资本化程度最高，是宠物饲养最底层、最稳定且消费频次最高的需求。
- 各个子行业在覆盖宠物的生长周期和使用频率等方面均有所不同。宠物饲养交易仅发生在宠物出生到领养时期，时间跨度相对较短；宠物医疗、培训、美容等个性化服务，根据宠物个体差异及宠物主的消费偏好不同而存在差异，发生频次相对较低且个体消费相对参差不齐；宠物医疗集中在宠物幼年 and 老年时期；宠物食品涵盖宠物出生到死亡的全过程，属于饲养宠物的刚性需求，是目前宠物行业占比最高的子行业。

图8：中国宠物市场发展正处于高速发展期



- 居民人均可支配收入持续上升，消费升级驱动宠物行业快速发展。收入提升促进养宠大众化，中国居民人均可支配收入从2013年1.8万元稳步上升至2020年3.2万元，年均复合增速为8.4%，同时全国人均消费支出也在稳步增长，2020年受疫情影响小幅下降。
- 宠物消费的发展随经济发展进入快车道。根据《2021年宠物行业白皮书》，养宠高消费人群（即主粮月均消费超过500元的宠物主）占比25%，超过2019年，单只宠物平均消费金额逐年提高，宠物主愿意为宠物花费更多金钱，并且单只犬人均消费高于猫。

图10：中国居民人均可支配收入持续增长

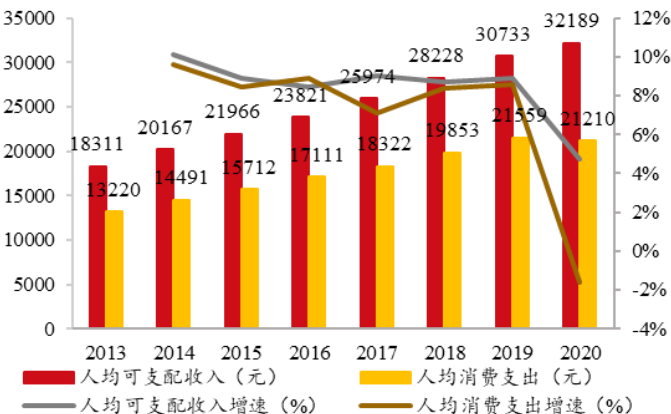


图11：高消费宠物主较2020年有小幅增长

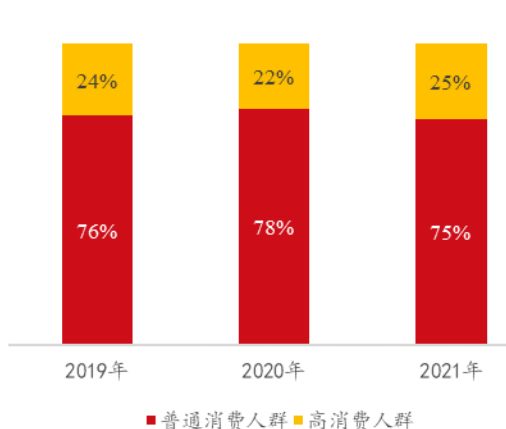
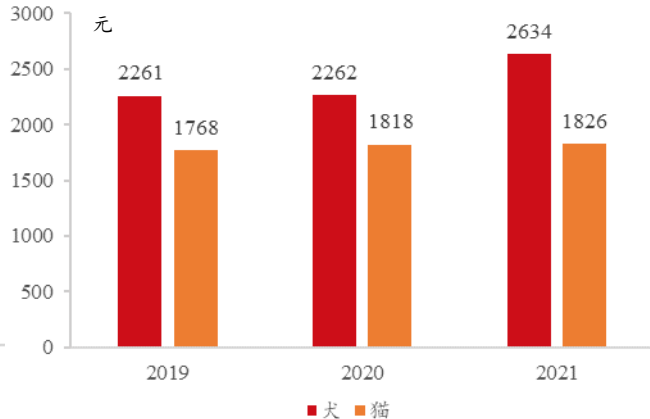


图12：单只宠物平均消费金额持续上涨



- 中国面临独生子女家庭占比大，人口老龄化程度加深的问题。中国65岁以上人口占比从2007年的8.1%上升至2021年的14.2%，同时我国人口整体平均预期寿命不断延长，而出生率明显下降。饲养宠物成为老年人情感寄托的重要方式，空巢老人由于缺乏子女的关怀和陪伴表现出对于宠物的极高需求。
- 随着独居人口的不断增加，我国家庭正呈现单身化趋势。根据国家统计局数据，中国一人户占家庭户数比例逐年增加，从2015年的13.1%上升5.4个百分点到2019年的18.5%。并且民政局统计数据显示，中国结婚登记数自2013年的1347万对达到顶峰后持续回落至2019年的927.万对；离婚登记数则从2002年的118万对增加到2019年的470万对。孤独经济崛起，宠物可以满足单身人群的陪伴和精神寄托，一定程度缓解工作和生活压力。

图13：中国65岁以上人口占比逐年增加

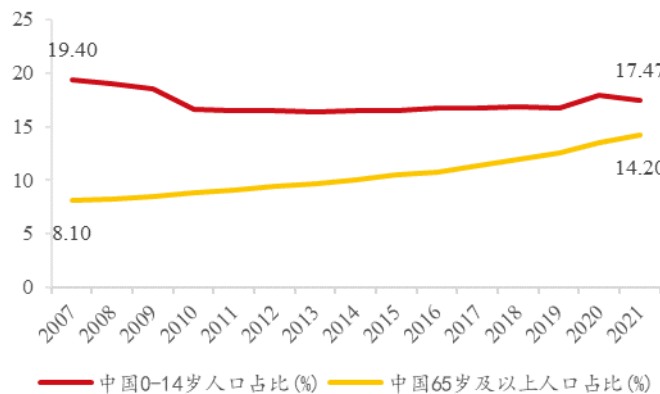


图14：中国平均预期寿命呈上升趋势

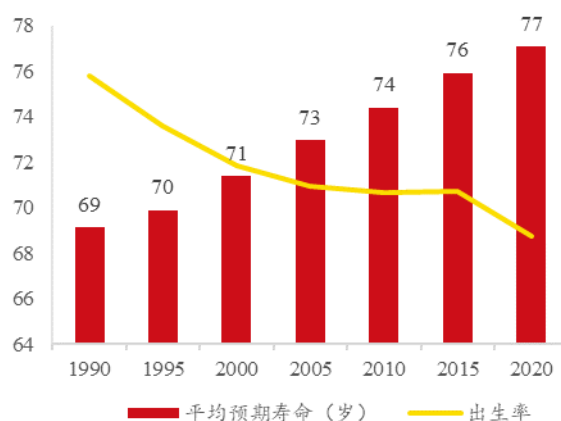
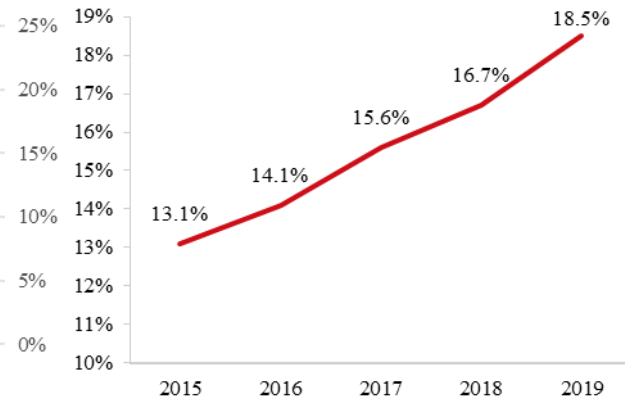


图15：中国一人户占家庭户数比例不断上升



- **2013年中国电商渠道开始迅速发展，成为主要销售渠道。**国内宠物行业快速发展的时期与电商发展时期重合，品牌商享受电商红利，线上渠道占比迅速提升，从2010年2%增长到2020年48%。相比美国，宠物行业起步较早，线下渠道如商超、宠物超市等渠道发展成熟，线上渠道占比相对较低，2020年仅为26%，低于中国22个百分点。
- **宠物主购买宠物食品和用品主要依靠线上。**根据艾瑞咨询调研，主粮的标品属性使其线上化购买程度最高，七成用户全部或大部分在线上购买宠物主粮，还有两成用户线上线下各半。同样，宠物零食、玩具和日用全部或大部分线上购买的比例约为65%。

图16：中国宠物市场销售线上渠道快速发展

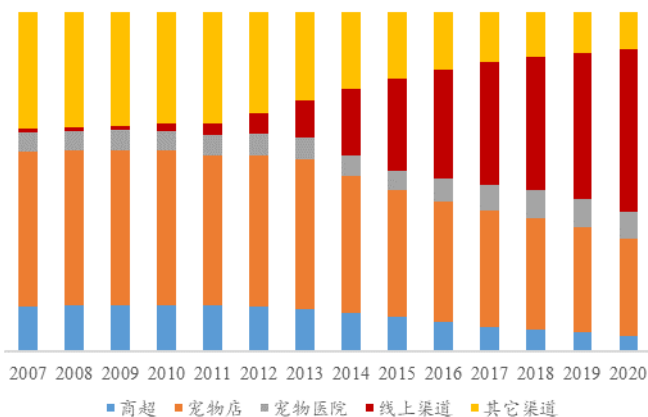
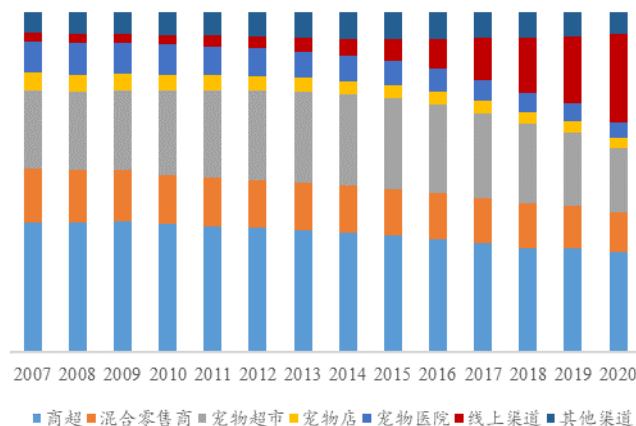


表1：2021年宠物商品主要类目购买渠道偏好

	宠物主粮	宠物零食	猫狗玩具	猫狗日用
全部线上购买	27%	24%	25%	24%
大部分线上购买	43%	42%	40%	40%
二者各半	21%	26%	26%	25%
大部分线下购买	6%	6%	7%	8%
全部线下购买	3%	2%	1%	2%

图17：美国宠物市场销售渠道主要为商超



- 近三年成为宠物主的人群占比超过一半。养宠在3年以内的宠物主占比最高，为53%，其中，新养宠人群（养宠时间在1年以内）占比为19%。2020年疫情爆发后，居家隔离使得人宠互动时间和频次增加，并且宠物具有陪伴属性，迅速激发了人们的养宠需求。
- 养宠结构发生变化，猫数量超过犬。犬和猫仍是宠物的主要类型，占比均超过50%，但2021猫的占比为59.5%，超过犬成为饲养最多的宠物。由于疫情要求居家隔离，养猫不需要一天两遛，并且中国的居住环境和人均面积限制了养犬能力。

图18：养宠时间在三年内的宠物主超过一半

■ 一年以内 ■ 1年-3年 ■ 3年-6年 ■ 6年-10年 ■ 10年以上

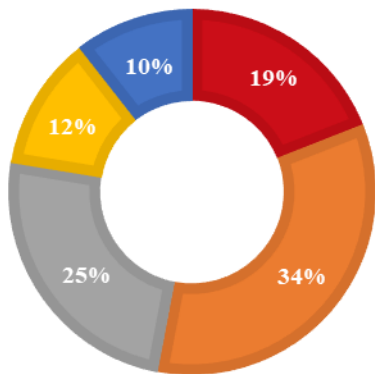
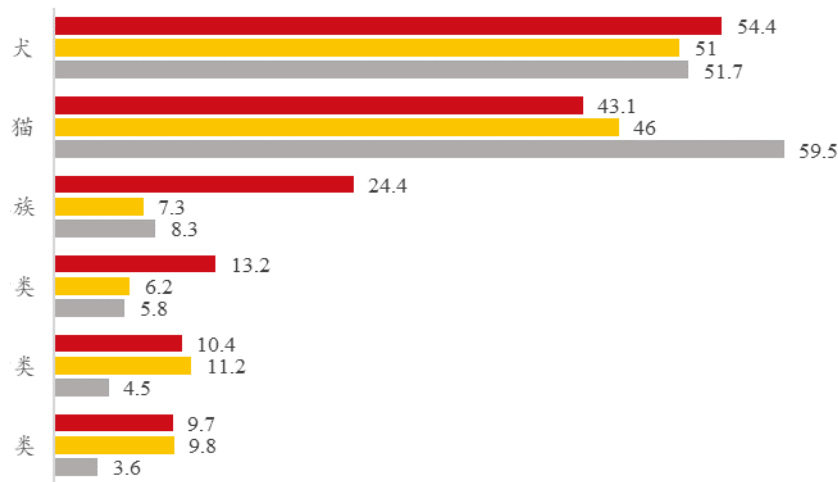


图19：2021年猫的数量占比快速超过犬（%）

■ 2019年 ■ 2020年 ■ 2021年



01. 新股齐发，宠物行业面临怎样的时代性机遇？

02. 宠物食品，佩蒂乖宝福贝中宠谁将拔得头筹？

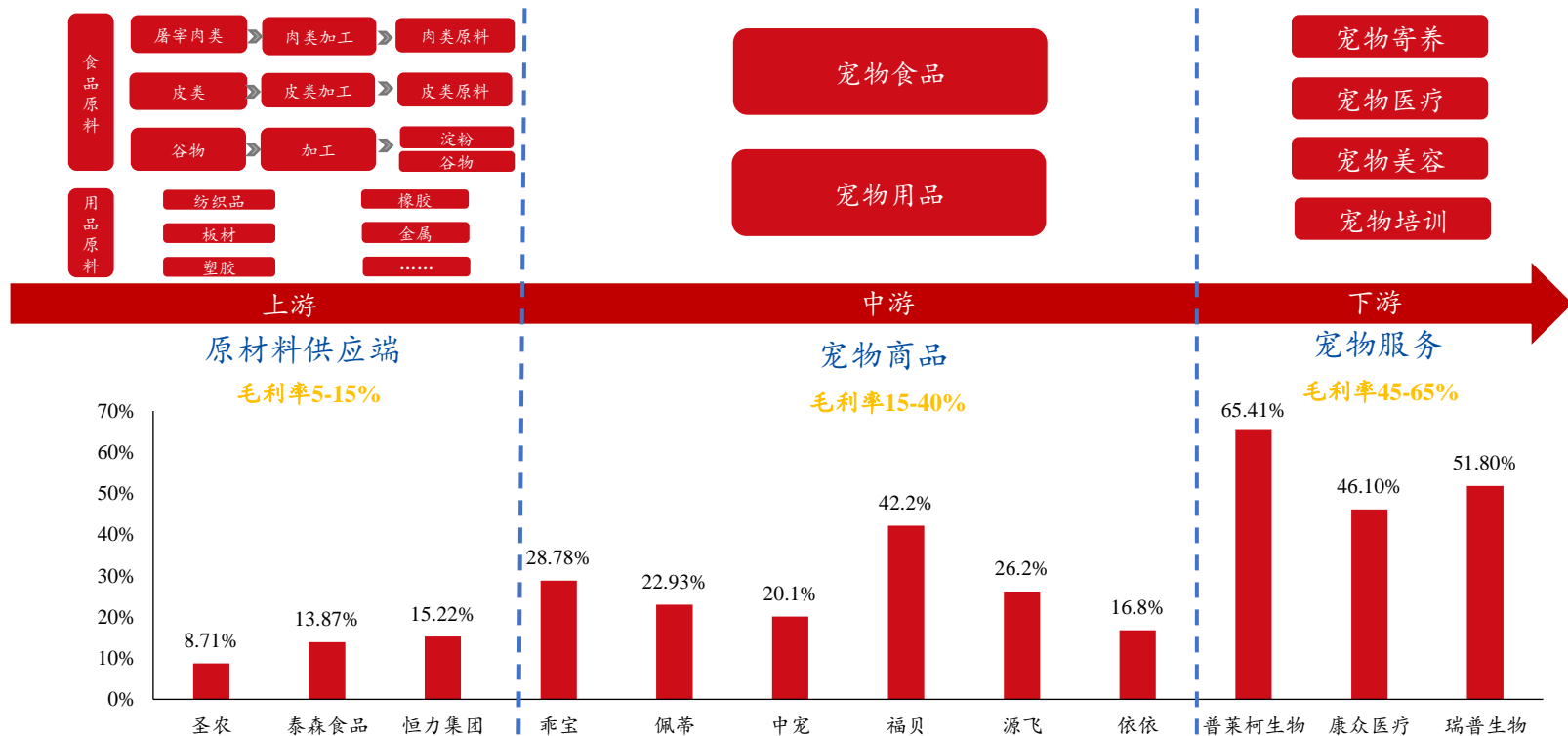
03. 宠物用品，源飞依依谁将更胜一筹？

04. 重点推荐——佩蒂股份，未来可期

产业链：中游宠物食品和用品竞争激烈，市场需求旺盛

- 宠物产业链条长且复杂，包含衣食住行、服务和交易环节等。上游主要为宠物食/用品的原料供应端，毛利率约为5~15%；中游主要为宠物食品和宠物用品，企业众多，毛利率约为15~40%；下游为宠物服务，如宠物寄养、宠物医疗、宠物美容、宠物培训等，毛利率较高，约45~65%。

图20：宠物产业链条长且复杂

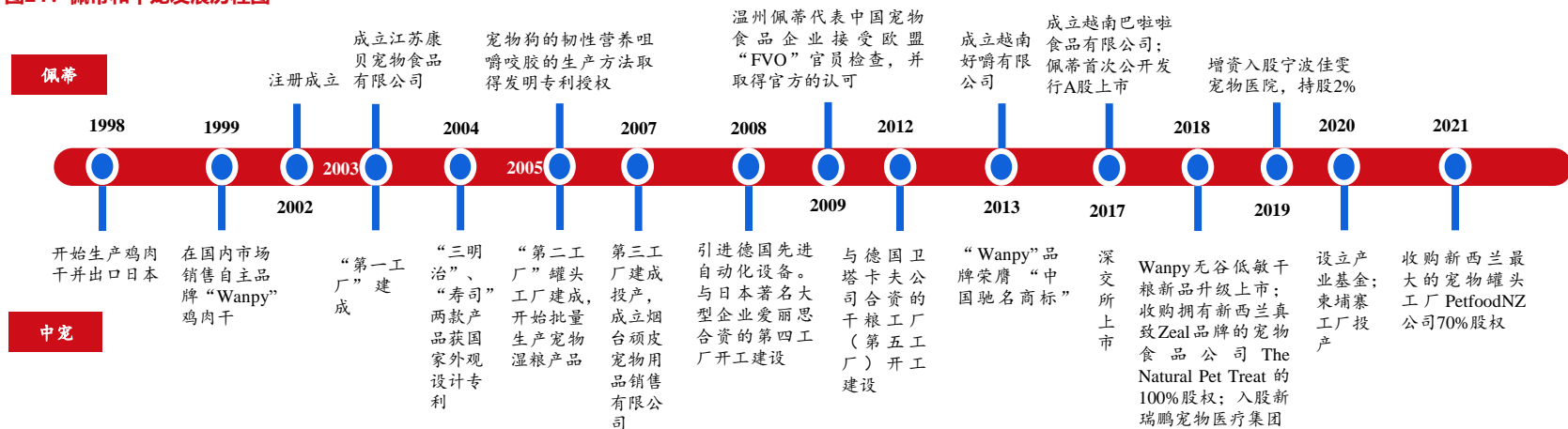


注：除福贝、源飞、依依毛利率数据为2020年，其余均为2021年

资料来源：各公司公告、财通证券研究所

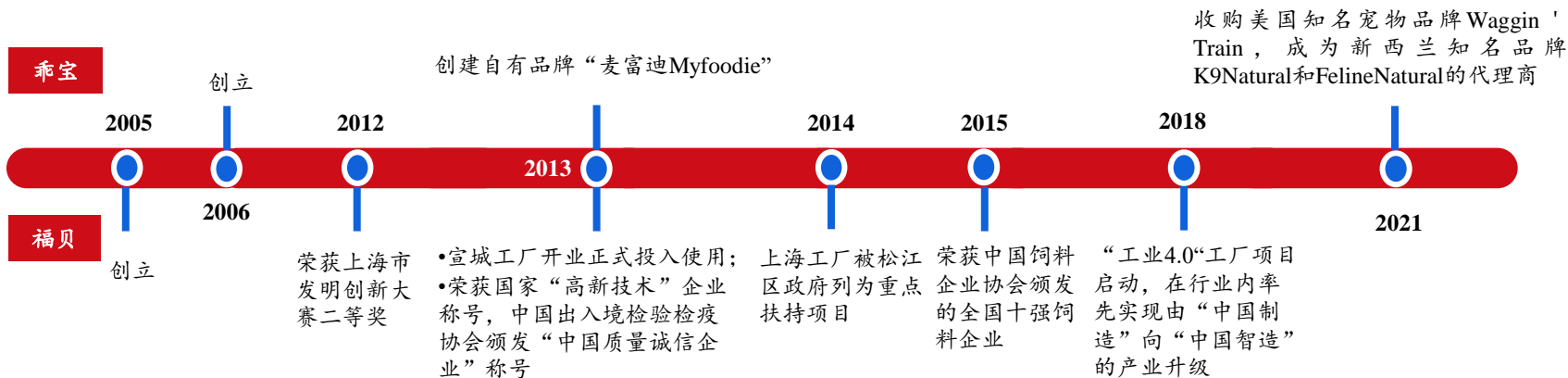
- **咬胶龙头佩蒂零食占比高，正在进入高端主粮领域。**始创于2002年，主要产品有畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物营养肉质零食、宠物干粮、宠物湿粮及其他宠物食品，2005年宠物狗的韧性营养咀嚼咬胶的生产方法取得发明专利授权。2017年佩蒂首次公开发行A股上市，2018年开始发力国内市场，逐步涉足宠物主粮领域。
- **中宠历史悠久，近年来开疆扩土，势不可挡。**创始人郝忠礼先生于1998年自主创业，由外贸食品行业投身宠物食品行业，目前，集团在全球拥有18间现代化高端宠物食品生产基地，开创了中国宠物行业第一家到发达国家建厂，以及到美国、加拿大、新西兰等发达国家收购企业和品牌的先河。2002年，烟台中幸食品与日本宠物行业资深企业---伊藤公司合资，成立烟台中宠食品有限公司。2017年8月21日，烟台中宠食品在深交所成功挂牌上市，成为中国宠物行业发展过程中质的飞跃。

图21：佩蒂和中宠发展历程图



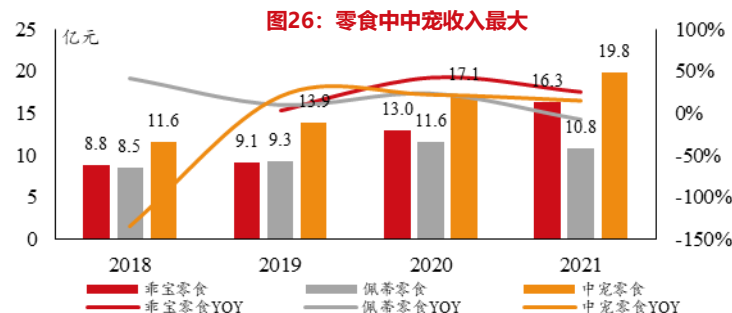
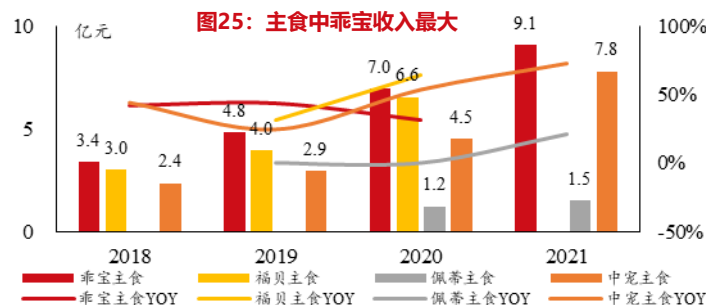
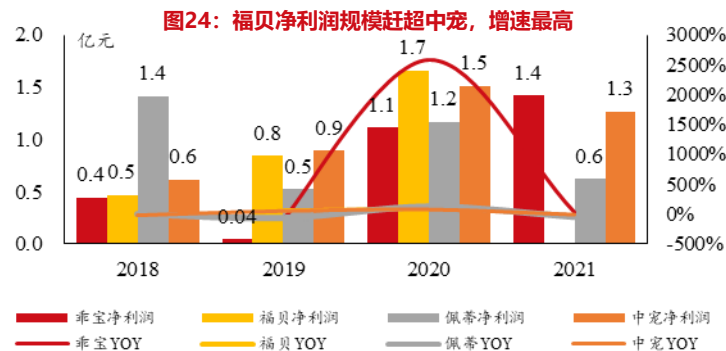
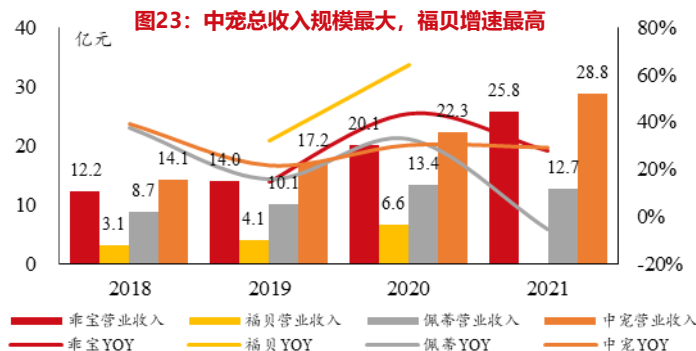
- **乖宝从代工厂到全品类覆盖，持续布局高端宠物食品市场。**主要从事宠物食品研发、生产和销售，始建于2006年，成立之初从事境外宠物食品代加工，产品销往欧美、日韩等三十多个国家和地区，主要客户包括沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商。2013年创建自有品牌“麦富迪Myfoodie”；2021年公司收购美国知名宠物品牌Waggin ' Train，成为新西兰知名品牌K9Natural和FelineNatural的代理商。
- **福贝定位于宠物干粮中高端市场，主攻国内市场。**成立于2005年，总部位于上海松江，旗下有4家子公司。曾为世界300多个品牌提供产品技术创新和生产服务支持。荣获中国出口企业“中国质量诚信”荣誉单位。2014年以来被联合认定为高新技术企业。2019年中宠股份拟购上海福贝不低于51%股权，后未能达成一致，福贝拟首次公开发行人股票上市。
- **发家史维度：**食品是宠物行业最基础也是竞争最充分的生意，佩蒂始于宠物咬胶，业务、规模扩张迅速；中宠起家时间最早，商业版图逐渐扩大；乖宝国际化水平较高；福贝不断进行技术迭代，推进产业升级。

图22：乖宝和福贝发展历程图



体量规模：中宠营收规模最大，福贝净利润复合增速最高

- 2018-2020年福贝营收复合增速最高，中宠收入规模最大。福贝从2018年3.1亿元复合增长47.1%至2020年6.6亿元，乖宝、中宠、佩蒂的CAGR分别为28.4%、25.8%、24.2%。分品类看，2018-2021年零食中中宠收入最高，主食中乖宝收入最高。
- 2018-2020年福贝净利润规模赶超中宠，复合增速最高，达87.9%。2018-2019年受中美贸易战征收关税和原材料价格上涨的影响，四者净利润均有波动。
- 体量规模维度，四者中中宠总营收规模和零食业务规模最大；而福贝净利润复合增速最高规模迅速增长为第一；主食业务中，乖宝规模位居首位。



注：福贝2021财报数据未披露

资料来源：各公司公告、财通证券研究所

盈利能力：福贝领跑，乖宝赶超佩蒂和中宠

- 2018-2020年福贝ROE均位居第一，乖宝后来居上，赶超佩蒂、中宠。福贝ROE最高达25.8%，股东回报率优异。乖宝在2021年ROE超过中宠、佩蒂，达9.5%，潜力巨大。
- 2018-2020年福贝毛利率均维持在四者最高水平，近中宠两倍。福贝毛利率约40%，接近中宠两倍，2020-2021受新冠疫情影响，乖宝、佩蒂、中宠毛利率均有所下降。
- 2018-2020年福贝净利率直线上涨，乖宝、佩蒂、中宠波动中下滑。福贝净利率从2018年的15.3%，高速增长为2020年的25.0%。2020-2021受新冠疫情影响，其余三者净利率均有所下滑。
- 挣钱能力维度，四者中福贝盈利能力领先，股东回报率、毛利率和净利率均高于其余三者，乖宝盈利能力不断提高，赶超佩蒂和中宠。

图27：福贝ROE最高，乖宝赶超佩蒂/中宠

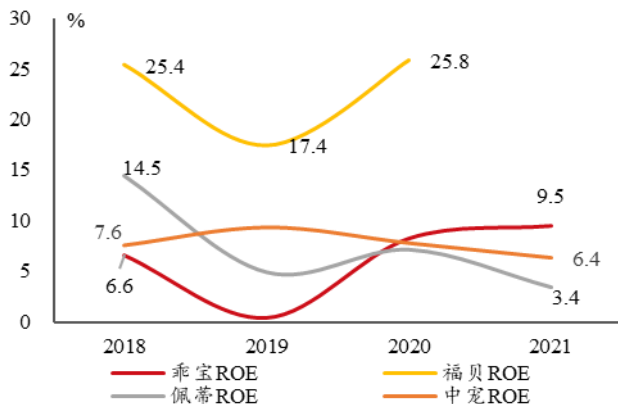


图28：福贝毛利率最高，近中宠两倍

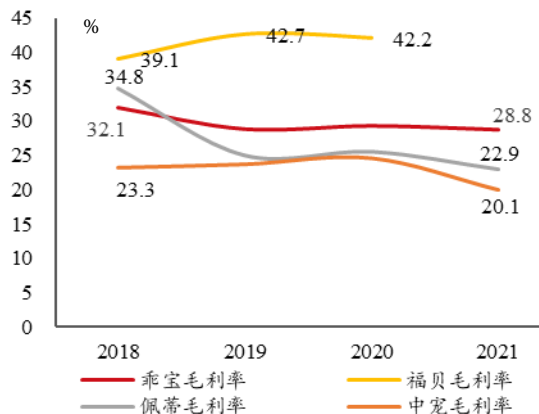
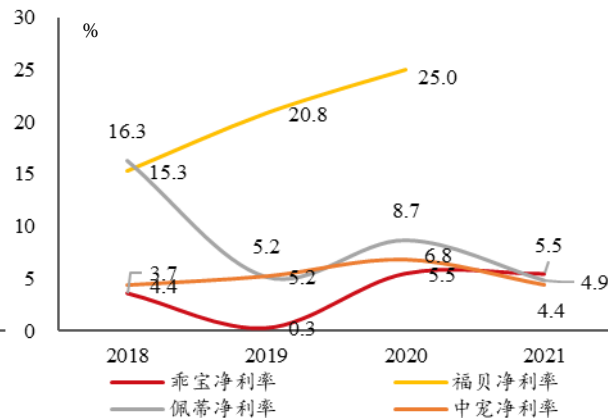


图29：福贝净利率直线上涨，乖宝、佩蒂、中宠波动中下滑



注：福贝2021财报数据未披露

资料来源：各公司公告、财通证券研究所

组织架构：股权集中度高，子公司各司其职

- **实际控制人为个人或为亲属关系，股权结构稳定。**福贝实际控制人持股比例达54%；中宠和佩蒂实际控制人为夫妻，共同持股比例达61%和59%；乖宝实际控制人为父子，共同持股比例达61%。持股充分，股权结构稳定且集中度高，利于公司稳定发展。
- **组织架构维度：佩蒂实控人股权比例最为合理，拥有一定控制权但也不会导致过度干预；中宠、佩蒂、乖宝控股境内外多家公司，用于国内外市场开发；福贝控股结构相对简单，全资子公司较少。**

表2：股权集中度高，子公司各司其职

企业	乖宝宠物	福贝宠物	中宠股份	佩蒂股份
创始人	秦华	汪迎春	郝忠礼	陈振标
实际控制人	秦华及其子秦轩昂	汪迎春	郝忠礼及其妻子肖爱玲	陈振标及其妻子郑香兰
实际控制人比例	61.39%	53.66%	39.38%	34.63%
创始人简介	乖宝宠物董事长、总经理，兼任多家子公司董事长、总经理，现任山东省政协委员，聊城市人大代表	福贝宠食董事长、总经理，兼任多家子公司董事长、总经理，具有多年宠物食品行业从业经验	中宠股份董事长、总经理，兼任多家子公司董事长、总经理，并为中国礼仪休闲用品工业协会副理事长	佩蒂股份董事长、总经理，具有多年宠物食品行业研发、管理经验，作为主要参与人参与国家标准《宠物食品-狗咬胶》的制定，作为发明人获得多项发明专利
控股公司	控股国内外多家子公司，旗下有自有品牌“麦富迪”，主要通过直销与经销结合的方式在国内销售；海外设有工厂，主营OEM/ODM业务	控股多家子公司，负责旗下自有品牌“比乐”的生产、销售与ODM业务，设立多个生产基地支持产能	外延+内生的方式分别控股国内国外多家子公司用于生产和销售，分工合理，并在境内外共布局14家工厂支持产能	除布局国内外，在泰国和越南设立子公司用于咬胶的研发、生产和销售；参股电商建设运营平台加快线上布局

产品品牌：中宠/佩蒂多品牌战略切入细分市场

佩蒂股份

品牌名	品牌定位	品牌标志
好适嘉 HealthGuard	满足消费者对品质和潮流的追求，以人宠互动场景为主题的全品类宠物食品品牌	
齿能ChewNergy	按宠物年龄、体型定制的专业宠物咀嚼食品品牌	
爵宴Meatyway	走高端路线的宠物营养肉质零食品牌	
ITI	完全由新西兰制造并引入到中国销售的小型宠物精致零食品牌	
SmartBalance	新西兰产的高品质主粮品牌	
Begogo贝家	惠及绝大部分消费者的大众消费品牌	

品牌策略：根据不同细分市场的竞争环境和渠道属性，通过不同品牌切入，满足终端市场多元化需求。

中宠股份

品牌名	自主/代理品牌	涵盖宠物种类	食品种类	品牌标志
Wanpy顽皮		狗+猫	零食+湿粮+干粮	
中宠		狗+猫	干粮	
Zeal真致		狗+猫	零食	
Toptrees领先		狗+猫	主粮+湿粮+零食	
Great Jack's	自主品牌	狗+猫	零食	
Jerky time		狗+猫	零食	
Dr.Hao		狗+猫	湿粮+零食	
Happy100		狗+猫	零食+湿粮+干粮	
King Kitty		猫	零食+猫砂	
ProBiotic LIVE 德国活菌粮	代理品牌	狗+猫	干粮（高端，保证益生菌在干粮中的活性）	
富力鲜		猫	湿粮	
Sea Kingdom		猫	零食+湿粮+干粮+猫砂	

品牌策略：以“Wanpy顽皮”、“Zeal真致”、“Toptrees领先”为核心，通过不同的品牌定位迎合各细分市场的需求。

资料来源：各公司公告、财通证券研究所

产品品牌：乖宝/福贝注重打造自主品牌

- **产品品牌维度：**佩蒂、中宠和乖宝在国内市场采用自主+代理品牌的方式，切入主粮、零食以及大众、中高端细分市场；福贝以发展自主品牌为主，定位中高端干粮市场。其中乖宝麦富迪在国内市场认可度较高，品牌力较强。

乖宝股份

品牌名	自主/ 代理 品牌	涵盖宠物 种类	食品种类	品牌标志
麦富迪 Myfoodie	自主	狗+猫	主粮、湿粮、 零食、咬胶	
欧力优		狗+猫	生肉冻干	
Waggin'Train		狗	零食	
k9Natural	代理	狗	主食、保健 品	
Feline Natural		猫	主食、保健 品	
品牌策略：自主品牌“麦富迪Myfoodie”在境内销售为主， 自主品牌“Waggin‘Train”产品在境外销售， 代理新西兰知名品牌“K9Natural”和“FelineNatural”				

福贝股份

品牌名	自主/代理 品牌	涵盖宠物 种类	食品种类	品牌标志
比乐	自主	狗+猫	主食	
爱贝		狗+猫	主食	
品卓		狗+猫	主食	
品牌策略：主营“比乐”、“爱信”、“品卓”三个品牌，分年龄段为宠物提供优质食品				

研发：中宠发明专利最多，乖宝研发投入及占比最高

■ **研发维度：**四者都很重视产品研发，佩蒂国内外科研合作较多；中宠获得的国内发明专利为四者最多；乖宝研发投入资金和占比均位列第一，福贝研发能力相较逊色。

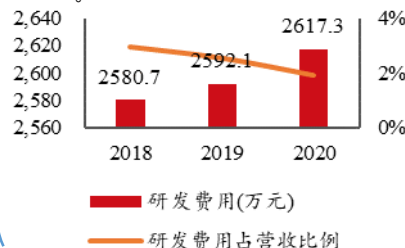
中宠股份

- 2020年研发投入达3461万元，同比增长51%，占营收比例为1.6%。2020年公司实现新产品研发共计800余项，其中获得订单的新品298项。
- 公司拥有多项专利和专业的研发团队。截至2021年12月31日，共获得国家专利授权144项，其中发明专利14项，并且拥有一支专业的研发团队，包括1名国家级专家委员以及多名高水平研发人才，同时与中国知名的食品、兽医和重点院校进行产学研联合，培养专门人才。



佩蒂股份

- 2020年研发投入达2617万元，占营收比例为2%。2020年共推出8个细分品类的新产品，包括宠物全价粮、全价湿粮罐头、冻干粮、风干粮、消毒杀菌液等行业主流产品，还推出了宠物鲜粮、宠物鲜奶饮品、宠物汤品等新型品类产品。
- 通过与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划。迄今已获得国内发明专利12项，与美国UC davis兽医大学、新西兰梅西大学等国内外顶尖学术机构，联合全球范围的行业专家及学术权威，创建了堪称全球领先的研究中心。



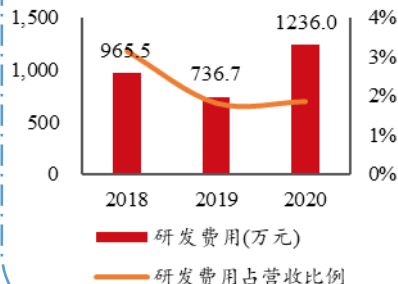
乖宝股份

- 2020年研发投入达5936万元，占营收比例为2.3%。研发中心下设宠物营养研究中心、新产品研究中心、宠物健康护理研究中心、宠物训练研究中心、检测中心和中心实验室。公司研发六大创新工艺技术。
- 公司科研成果丰富。截至2021年12月31日，公司已获境内授权专利266项，其中发明专利6项、实用新型专利22项、外观设计专利238项，并取得计算机软件著作权5项。



福贝股份

- 2020年研发投入达1236万元，占营收比例为1.9%。公司已研发设计并向市场累计投放数百种产品品类，多款创新产品获得市场的高度认可。
- 公司拥有多项专利和奖项。截至2021年6月30日，公司及其子公司共拥有专利43项，其中发明专利8项、实用新型专利22项、外观设计专利13项，公司研发的“一种宠物被毛、羽毛、鱼鳞亮艳粉剂及其制备方法”发明专利荣获上海市发明创新二等奖。



渠道管理：四家企业各有优势，业务重点不同

- 四家企业生产销售模式大体相同但是细节不同。代工订单多采用“以销定产”模式，而佩蒂、福贝与乖宝还采取外协加工模式，要更注重委托厂商的品质管控。
- 销售渠道大致相同，福贝宠物专注境内。四家企业销售渠道基本相同，但是福贝只在国内经营，并没有参与境外市场，中宠佩蒂正逐渐从国外市场转向发展国内业务，乖宝国内外市场兼顾。
- 渠道维度：乖宝国内外业务占比更为均衡；中宠佩蒂开始发力国内市场以及注重线上渠道；福贝专注于国内，虽然可以规避国外的竞争，但是也容易丧失机会。



产能比较：乖宝产能总量最高，佩蒂产能利用更为合理

- **产能维度：乖宝产能最高，佩蒂产能利用更合理。**乖宝的产量显著高于其他三者，2021年总产能超过了16万吨/年。中宠的产能利用率分布不均，2018年宠物零食高达140%，但是其干粮产能利用率低于20%。

乖宝产能

产品	项目	2021	2020	2019
主粮	产能（吨）	124,260	83,106	51,546
	产能利用率	67%	81%	97%
零食	产能（吨）	36842	32944	25509
	产能利用率	94%	92%	91%
总产能		161,102	116,050	77,056

中宠产能

产品	项目	2018年 1-6月	2017	2016	2015
零食	产能（吨）	7,583	12,000	11,867	9,800
	产能利用率	140%	132%	99%	102%
罐头	产能（吨）	5,000	10,000	10,000	10,000
	产能利用率	97%	101%	110%	101%
干粮	产能（吨）	5,000	10,000	10,000	10,000
	产能利用率	17%	12%	7%	6%
总产能		17,583	32,000	31,867	29,800

福贝产能

年度	2021年1-6月	2020	2019	2018
年产能（吨）	42,000	29,400	25,200	25,200
产能利用率	96.58%	112.34%	89.41%	95.43%

佩蒂产能

产品	项目	2021年 1-9月	2020	2019	2018
畜皮咬胶 /营养肉 质零食	产能（吨）	13,675	15,400	12,900	8,400
	产能利用率	83%	106%	107%	111%
植物咬胶	产能（吨）	9,500	11,000	8,500	8,500
	产能利用率	89%	103%	93%	119%
总产能		23,175	26,400	21,400	16,900

注：2019年中宠发可转债新建“年产3万吨宠物湿粮项目”，现已建成。

资料来源：各公司公告、财通证券研究所

未来发展：佩蒂/中宠将发挥海外市场本地化优势

■ **未来发展维度：**佩蒂/中宠发挥海外市场本地化优势，不断产品研发和加强销售队伍建设，未来有望实现规模增长；乖宝着眼下沉市场，广拓销路；福贝优化经销渠道。

表3：四家公司对未来经营的规划

	乖宝	福贝	佩蒂	中宠
渠道建设方面	线下：在深耕一二线城市的基础上加强对三四线城市的渗透 线上：拓展社交电商等新兴渠道	加强与优质经销商渠道建设合作，优化经销商结构，不断深化与电商平台的合作，持续扩充和优化营销团队	完善公司海外投资项目的各项管理制度，保持与中国驻外使领馆和商会的联系与交流，加强专业人才的招揽和培养，积极寻求海外投资项目的本地化运营，加强生产柔性化	依托美国工厂和加拿大工厂的本地化优势，进一步开拓北美市场客户 充分利用新西兰当地天然丰富和安全的原材料资源，以及其全球宠物食品市场中较高的认可度和美誉度，拓展高端产品市场
产品建设方面	加大在基础研发、技术升级和生产线建设上的投入，引进全球领先的生产技术、工艺和设备	升级产品品质、提升产品定位、广告投放支持、营销活动推广 加强与国际知名品牌实现跨领域的品牌合作	坚定实施高度差异化的产品策略，做好新产品开发、营销策略的风险评估，根据国内外不同市场的特点匹配柔性生产和供应链	提高宠物干粮、宠物湿粮及宠物零食的生产能力
管理建设方面	未来三年将不断拓宽人才招聘渠道，通过内部培养、人才引进等方式壮大人才队伍，改善员工特别是管理团队的年龄结构和专业结构	拓展与高校、科研机构的产学研合作，引进高端研发技术人才和具有实践经验的高级管理人才 完善薪酬体系，优化各层级员工的激励机制	提高产品附加值和生产的自动化水平 加大职工的培训和后续教育，加大人力资本积累与储备 加强企业文化建设，降低人工替换成本	加强销售队伍组建与营销网络建设，全力推进并优化公司资源的战略性配置，加大自主品牌运作力度

01. 新股齐发，宠物行业面临怎样的时代性机遇？

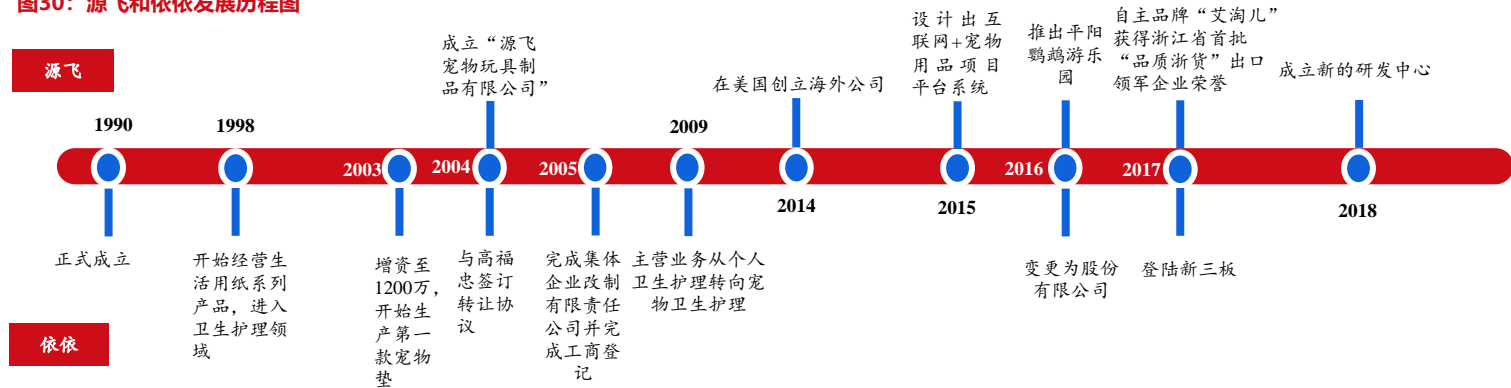
02. 宠物食品，佩蒂乖宝福贝中宠谁将拔得头筹？

03. 宠物用品，源飞依依谁将更胜一筹？

04. 重点推荐——佩蒂股份，未来可期

- **源飞在宠物用品多加耕耘，以国外市场为主。**源飞宠物成立于2004年9月，是我国较早进入宠物行业的企业之一，专注于宠物用品和宠物零食的研发、生产和销售。2014年在美国创立海外公司，经过了多年的发展，源飞宠物形成了多品类的业务布局，包括宠物牵引用具，宠物零食和宠物玩具等，目前已成为国内规模较大的宠物用品制造商，在宠物牵引用具领域具备优势地位。
- **依依股份从个人卫生护理产品开始，后期转型宠物卫生护理。**依依股份是国内卓越的卫生护理用品生产企业，成立于1990年5月。2009年之后，公司将业务重心从个人卫生护理转向宠物卫生领域，产品主要包括宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾等一次性宠物用品。近年来，依依股份的经营业绩持续高增长的态势，2017年成功登陆新三板，2021年在深交所主板成功上市。
- **发家史维度：源飞优势在于定位明确，集中精力发力各细分市场，劣势在于目前境外业务占比较高，易错失国内机会。依依优势在于历史悠久，具有丰富的管理和技术积累，劣势在于中途改变经营内容，市场经验可能相较不足。**

图30：源飞和依依发展历程图



体量规模：依依营收高于源飞，净利润增速也更高

- **依依体量规模和利润水平均高于源飞。**依依凭借其多年发展的优势，在营业收入方面，2020年依依营业收入达到了12.41亿元，约为源飞的两倍。虽然源飞的营业收入年增长率在2019年高于依依，但是2020年又重新被依依赶超。净利润方面，2020年依依达到了1.94亿元，是源飞0.84亿元的两倍有余。源飞的宠物用品种类比依依多，但是宠物用品收入低于依依。
- **体量方面：源飞优势在于经营用品类型较多，不依赖于某种产品的经营，劣势在于体量较小增速较低；依依优势在于体量较大，增速较高，但专注于某一品类经营。**

图31：依依营业收入高于源飞且增速更高

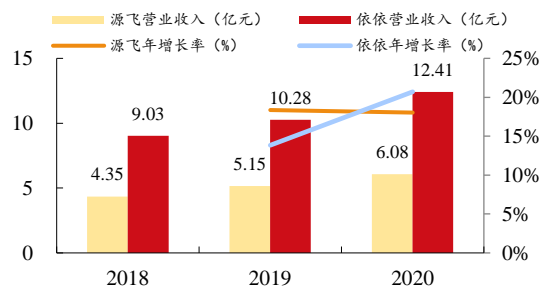


图32：依依净利润和增长率高于源飞

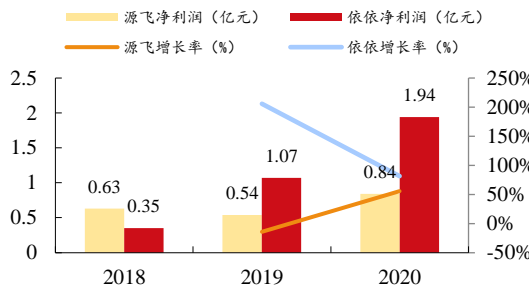


图33：依依宠物用品收入高于源飞

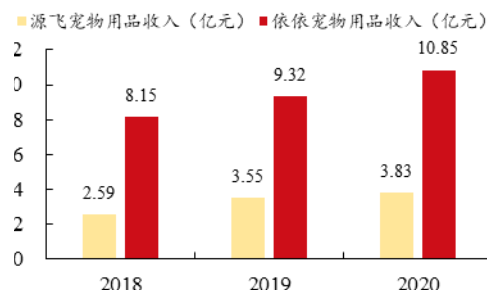


图34：源飞业务以宠物牵引用具和宠物零食为主

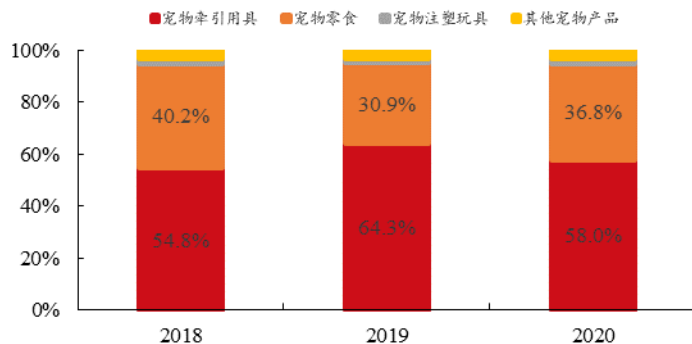
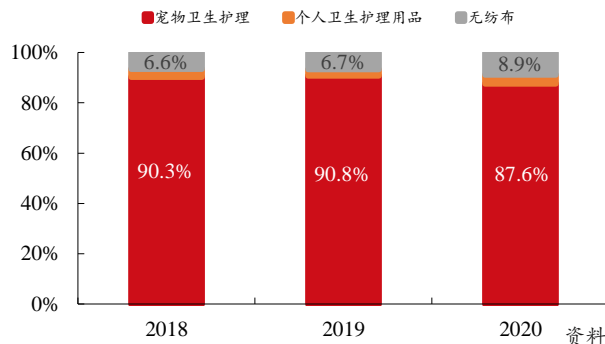


图35：依依业务以宠物卫生护理为主



- 在盈利能力方面依依略高于源飞。2019-2020年源飞ROE和ROIC均低于依依，依依股东回报率和资本投入回报率较高。毛利率源飞高于依依，而净利率依依在2020年超过源飞。
- 存货周转方面依依优于源飞。源飞的存货周转天数和应收账款周转天数均高于依依，在固定资产周转率方面，源飞2019年固定资产周转率高于依依，但是2020年固定资产周转率则低于依依。
- 盈利能力维度：目前依依股东回报率、资本投入回报率和净利率均优于源飞，而源飞毛利率较高，总的来说依依盈利能力更强。

图36：2020年依依ROE高于源飞

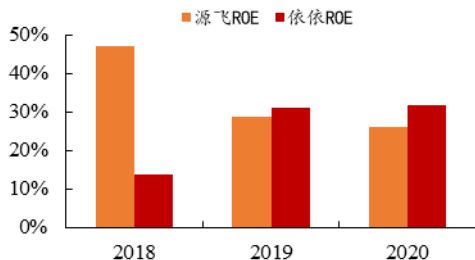


图37：依依ROIC不断提高超过源飞

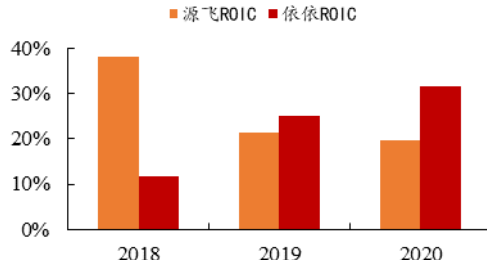


图38：源飞毛利率高于依依，2020年源飞净利率低于依依

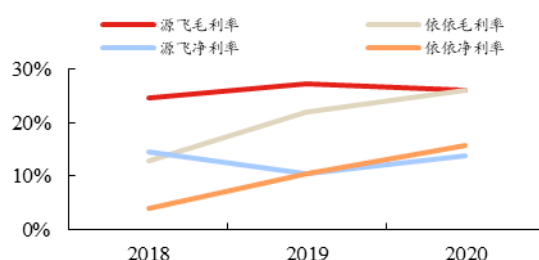


图39：源飞存货周转天数高于依依

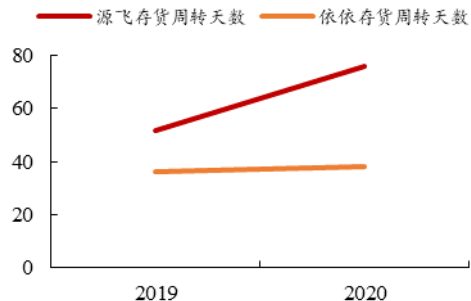


图40：源飞固定资产周转率略高于依依

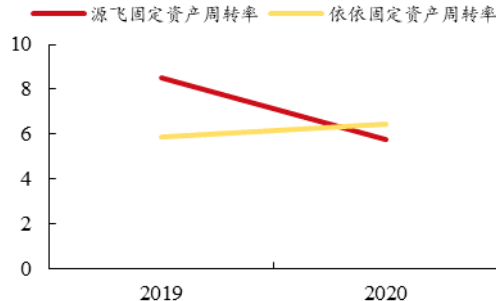
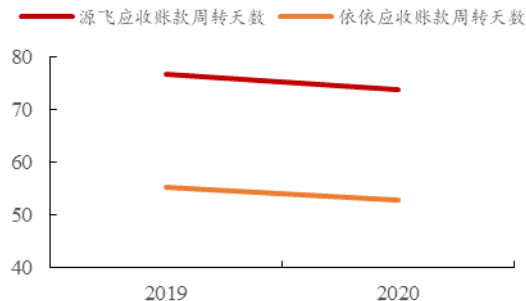


图41：源飞应收账款周转天数略高于依依



组织结构：实际控制人均为亲属关系，股权结构稳定

- **实际控制人为亲属关系，股权结构稳定。**源飞集团实际控制人为亲属关系，三個人持股总和超过了78%；依依实际控制人为父子关系，共同持股37%。持股充分，股权结构稳定且集中度高，利用公司长期稳定发展。
- **控股子公司各司其职，依依较源飞更简单。**源飞控制九家子公司，主要从事生产以及进出口业务；依依控股结构简单，仅有两家全资子公司。
- **组织结构维度：源飞实控人持股高达78%，优势在于能够迅速做出决策，劣势在于决策权过于集中，可能造成失误；依依优势在于实控人持股比例较为合理，劣势在于子公司较单一。**

表4：实际控制人均为亲属关系，股权结构稳定

项目	依依股份	源飞集团
创始人	高福忠	庄明允
实际控制人	高福忠及其儿子高健	庄明允与其姐姐夫妇
实际控制人持股比例	37.03%（截至2021年12月）	78.42%（截至2021年12月）
创始人简介	依依股份董事长、总经理，曾任天津市西青区张家窝镇西琉城铁厂生产厂长、天津市利华工业总厂厂长、天津市依依卫生用品厂厂长	
控股子公司	拥有高洁有限和河北依依两家全资子公司用于生产、研发及销售	发行人拥有七家全资子公司，两家控股子公司，一家分公司，主要从事生产以及进出口业务

产品种类：依依主营宠物卫生护理，源飞主营宠物牵引用具

- 源飞和依依在品牌和产品类型上属于两条赛道。源飞主要包括三种产品类型：宠物项圈和牵引绳、宠物零食、宠物玩具，而依依的主要产品则是宠物尿垫以及个人卫生护理用品。
- 源飞在产品丰富度上优于依依。源飞一开始就采取优先占领海外市场的战略有利于自身竞争实力的增强，但是容易收到国际经济形势波动的影响。而依依则依托自身在成人/幼儿卫生护理方面多年的经营，在国内外市场推广自身产品，并且宠物尿垫的产品形式也便于利用自身的技术积累。
- 产品品种维度：依依产品种类略单一，源飞种类相对丰富。

依依股份

产品分类	细分产品	产品示例	2020年营收占比
宠物一次性卫生护理用品	宠物垫		87.61%
	宠物尿裤		
个人一次性卫生护理用品	护理垫(成人、婴儿)		3.54%
	卫生巾		
无纺布	口罩、一次性防护服	-	8.85%

源飞股份

产品分类	产品细分	产品示例	2020年营收占比
宠物项圈与牵引绳	宠物项圈		58.01%
	牵引绳		
宠物零食	宠物零食		36.76%
	宠物玩具		

研发投入：源飞在研发投入及研发项目数量方面占据优势

- 源飞的研发投入比依依的研发投入高。源飞2020年研发投入为1839.4万元，占营收比例为3.0%。依依2020年研发投入为839.2万元，占营收比例为0.7%。
- 源飞的研发人数多于依依，但是研发人员占比双方相似。从研发人员数量来看，截止2021年6月源飞研发人员数量为84人，占总人数的4.2%，截止2020年12月底依依为50人，占总人数的4.4%。源飞总人数高于依依，研究人员占比基本相等。
- 研发维度：从研发资金充裕程度、研发人员数量、在研项目数量来看，源飞均优于依依。

	源飞	依依
研发项目	狗咬胶、牵引绳、宠物鞋、玩具等12项自主研发项目	无纺布制袋设备及无纺布袋产品、宠物尿垫装袋打包装置、尿垫计数堆垛装置等5项在研项目
核心生产工艺	单头多功能牵引绳工艺+带减震功能的防爆冲犬用胸背带工艺+用于宠物玩具加工的超声波清洗设备工艺+宠物牵引绳生产工艺等	用于显示宠物健康状况的宠物尿垫生产工艺+防撕咬的宠物尿垫生产工艺+防抓破及防渗漏尿垫生产工艺+宠物垫包边生产工艺等

图42：源飞研发投入高于依依

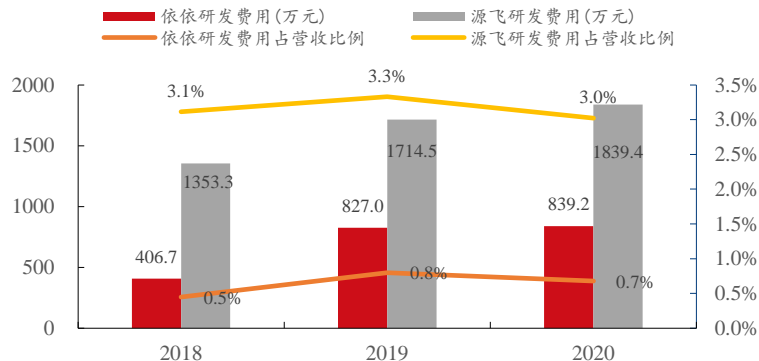


图43：源飞研发人员数量高于依依

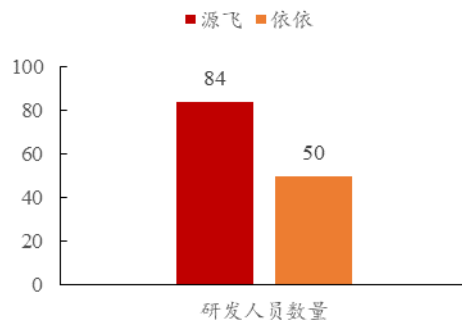
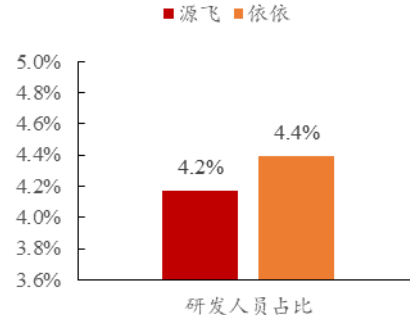


图44：依依研发人员数量占比略高



渠道对比：依依、源飞线上线下结合，以国外业务为主

■ **从生产模式来看**，均采用“以销定产”的生产模式，即根据客户订单安排原材料采购和生产。**从销售模式来看**，国外业务主要采用ODM/OEM模式销售产品，国内主要通过自有品牌进行销售。**从核心客户占比看**，源飞前五大客户占比为67%，对客户依赖度较高，依依不超过50%。**分渠道看**，依依境内营收占比均不断增加，随着国内宠物市场发展迅速，依依逐渐增加国内业务，但源飞依然主要以外国市场为主，国内收入占比较少。

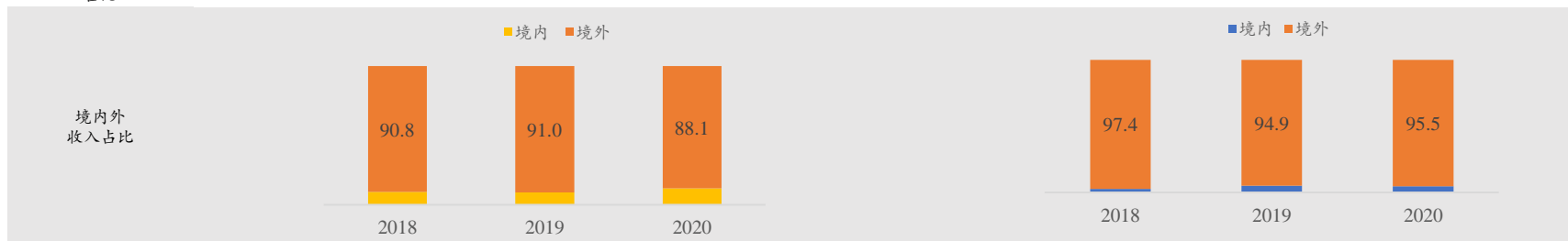
■ **渠道维度：依依优势在于对主要客户依赖度较低，境内收入占比较源飞高，源飞劣势在于过于依赖大客户和境外市场。**

项目	依依股份	源飞宠物
生产模式	“以销定产”的生产模式，即根据客户订单安排原材料采购和生产	
销售模式	国外业务主要采用ODM/OEM模式销售产品，国内主要通过自有品牌进行销售	
销售渠道	综合连锁商超渠道（Wal-mart、JAPPELL、ITO、Walgreens等）+宠物连锁超市及连锁店渠道（PetSmart、Pets at home、Yiampanich等）+综合电商渠道（Amazon、Yamazen、京东、天猫等）	美国零售巨头（Petco、PetSmart）+欧洲宠物产品连锁超市（Pets at Home）+Walmart、Target等大型零售商
销售地区	中国、美国、日本、欧洲等国家	美洲、欧洲、日本等国家

2020年前五大客户占比

49%

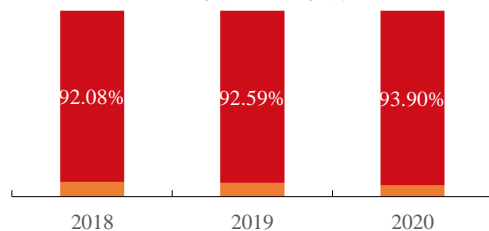
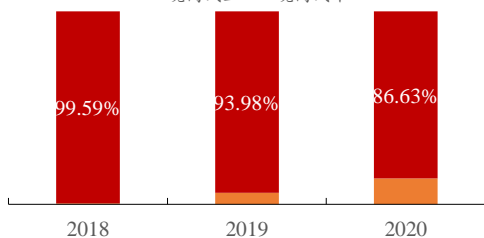
67%



境内线上线下收入占比

境内线上 境内线下

境内线上 境内线下



产能比较：依依总产能较高，而源飞产能利用率更高

- 从总量来看，依依高于源飞。源飞的产量低于依依，依依宠物垫的产量与销量超过了20亿片/年。
- 从产能利用率来看，源飞高于依依。源飞产能利用率全部高于80%，而依依的宠物尿布的产能利用率则连续三年不足45%。
- 产能维度：从总体产能来看依依占优，但是宠物尿布的产能利用率过低；源飞的产能利用率较稳定但是总量略低。

依依产能

产品	项目	2018	2019	2020
宠物垫	销售量/亿片	21.27	21.24	26.00
	生产量/亿片	21.50	21.68	26.11
	产能利用率	103.90%	97.42%	99.11%
宠物尿布	销售量/亿片	0.59	0.78	0.77
	生产量/亿片	0.61	0.80	0.79
	产能利用率	34.11%	42.97%	42.43%
无纺布	销售量/吨	13920.99	14789.27	17015.47
	生产量/吨	13952.05	14810.64	17107.07
	产能利用率	83.05%	88.16%	101.83%

源飞产能

产品	项目	2018	2019	2020
宠物零食	销量/吨	4986.84	4372.73	5475.39
	产量/吨	5377.96	4231.55	5637.55
	产能利用率	103.42%	81.38%	80.54%
宠物牵引用具	销量/亿件	0.23	0.26	0.26
	产量/亿件	0.13	0.13	0.13
	产能利用率	89.49%	90.87%	81.27%
宠物注塑	销量/亿件	0.01	0.02	0.02
	产量/亿件	0.02	0.02	0.02
	产能利用率	80.34%	92.79%	83.49%

■ 发展规划维度：整体来看，两家公司均对不同方面的未来经营建设有合理规划，而源飞对产能规划建设更具体清晰。

表5：两家公司对未来经营的规划

	源飞未来经营规划	依依未来经营规划
渠道建设方面	将加大力度建设线上运营渠道，增加运营店面数量，提高公司市场占有率；同时加大内销力度，进一步拓展日本、澳洲和南美等国家。	持续开拓国际、国内市场，加强国际、国内市场营销渠道建设。充分抓住国内、外宠物市场规模快速成长的发展期，持续巩固并加强与现有国外重要客户的合作关系，保持国外市场份额的稳定增长；同时，积极拓展国内营销渠道和客户群体，扩大国内市场份额，整体提升公司盈利水平。
产品建设方面	在产品方面，重点在研项目包括植物钢骨咬胶、狗衣、狗鞋等。产能方面，“年产咬胶3000吨、宠物牵引用具2500万条产能提升项目”，从而缓解公司产能瓶颈，扩大生产规模优势。将在推广现有品牌的基础上，加大新产品的自由品牌运营，增强品牌认知度。	进一步扩大主营业务产品的产能，扩大规模化生产优势。通过本次募集资金投资项目的实施，公司将实现新增宠物垫、宠物尿裤、无纺布产能，扩大原有主营业务产品的规模化生产能力，扩大规模化生产优势，提升盈利能力。
管理建设方面	人力资源方面将加大人才引进力度，吸纳优秀的应届毕业生，同时健全评价体系和激励机制，提高公司吸纳人才的能力。融资计划方面将会把首次公开发行股票募集的资金投资于产能拓展项目、技术改造项目、营销网络建设项目及研发中心建设项目。	不断优化升级生产管理体系，整体提高公司经营管理效率。通过本次募集资金投资项目的实施，公司未来新增产能将进一步提升原料入库与加工、生产体系、产品包装与出库的全流程智能化水平，进一步优化公司的生产流程，加快货物的存取节奏，减轻劳动强度，提高各类物料的出入库效率，整体上提高公司的生产管理水平。

01. 新股齐发，宠物行业面临怎样的时代性机遇？

02. 宠物食品，佩蒂乖宝福贝中宠谁将拔得头筹？

03. 宠物用品，源飞依依谁将更胜一筹？

04. 重点推荐——佩蒂股份，未来可期

咬胶龙头：“双轮驱动”战略布局，打造综合性宠物产业集团

- **坚定实施“双轮驱动”发展战略，向客户提供具有市场竞争力的产品。**公司主要从事宠物食品的研发、生产和销售，主要产品有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、宠物湿粮及其他宠物食品。按照销售市场的特点，公司针对国外市场和国内市场采用了不同的销售模式，目前海外市场的ODM业务依然是公司主要的收入来源。
- **陆续收购、设立子公司提升公司整体竞争力。**公司自上市以来，已陆续收购了新西兰BOP、德信皮业（越南）有限公司、北京千百仓商贸有限公司和上海哈宠实业有限公司等国内外子公司，在逐步实现全球化布局的同时，积极布局国内市场，实现在国内渠道的扩张，获得规模效应和协同效应，提升公司整体竞争力，实现公司战略目标。

表6：公司拥有8家主要子公司

公司名称	主要业务	是否实现盈利
江苏康贝宠物食品有限公司	宠物食品生产、销售	是
泰州乐派宠物营养有限公司	宠物食品生产、销售	是
越南好嚼有限公司	宠物食品生产、销售 (公司主要盈利工厂)	是
越南巴啦啦食品有限公司		是
新西兰北岛小镇宠物食品有限公司	股权管理	否
佩蒂智创(杭州)宠物科技有限公司	宠物食品销售 (国内自有品牌业务)	否
柬埔寨爵味食品有限公司	宠物食品生产、销售	否
新西兰天然纯宠物食品有限公司	宠物食品生产、销售	否

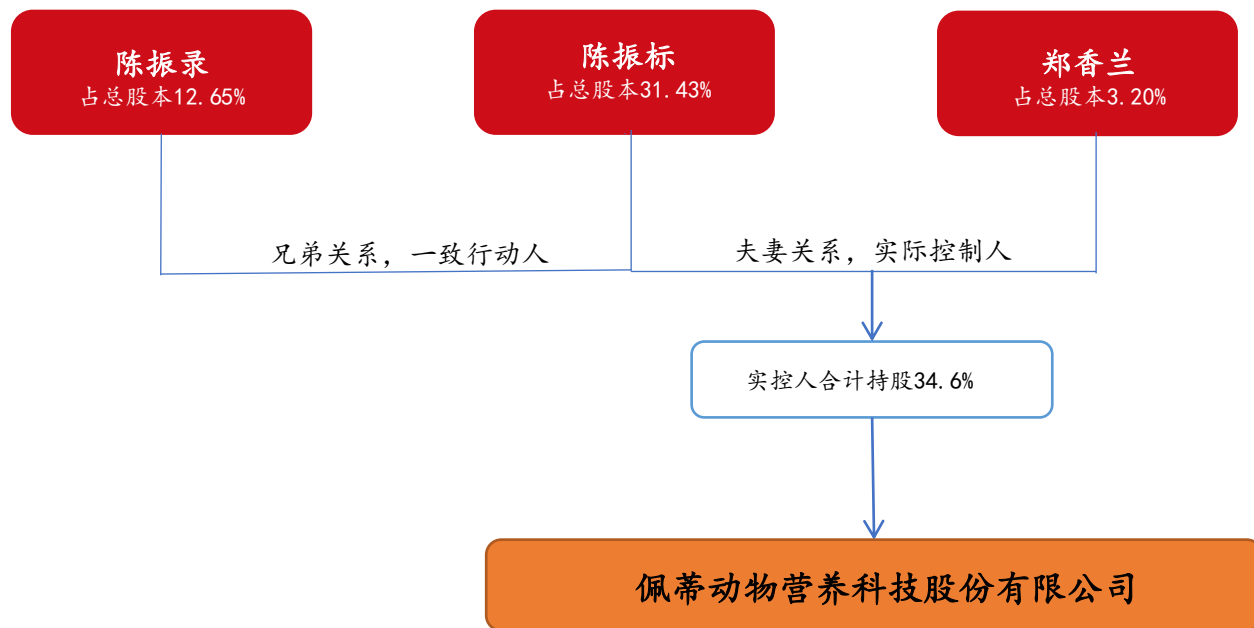
表7：主要产品中畜皮咬胶占比最高

产品分类	细分产品	产品示例	原材料	售价 (万元/吨)	2021年 营收占比
宠物零食	畜皮咬胶		未经鞣制的畜皮、畜禽肉及骨等动物原材料	4.28	33.98%
	植物咬胶		鸡肉、淀粉、其他辅料	3.65	31.13%
	营养肉质零食		鸡肉、鱼肉为主要原材料，添加水果等辅料混合制作而成	4.72	19.93%
宠物主粮和湿粮			鸡肉、鸡内脏、三文鱼、南瓜、豌豆、鱼油等	-	11.79%
其他	猫砂等		纳基膨润土、活性炭等	-	3.17%

股权结构：实控人合计持股35%，结构稳定

- 实际控制人共同持股35%，股权结构稳定。持股股东陈振标与股东郑香兰为夫妻关系，共同为公司的实际控制人；股东陈振标、陈振录是兄弟关系，同为公司董事会成员，构成一致行动关系。

图45：佩蒂实控人合计持股35%，结构稳定



- 公司拥有从业经验丰富的管理团队，具备判断宠物食品行业的发展趋势的专业能力。各职能部门均有经验丰富的人员支撑。报告期内，公司技术和管理团队稳定。公司核心人员中陈振标与郑香兰系夫妻关系，陈振标与陈聂晗系父女关系，郑香兰与陈聂晗系母女关系，陈振录系陈振标之兄弟，除上述关系外，公司其他董事、监事、高级管理人员不存在亲属关系。

表8：管理层经验丰富，具备行业洞察能力

姓名	公司职务	简介
陈振标	董事长、总经理	硕士研究生学历，高级经济师。2015年7月至今，任越南好嚼执行董事。除上述职务外，陈振标先生还担任了中国礼仪休闲用品行业协会副理事长、中国检验检疫协会宠物食品分会副会长等职。
郑香兰	董事、副总经理	温州市第十一届人大代表。2015年10月至今，任温州贝家执行董事、经理；2010年12月至今，任荣诚投资执行董事。
唐照波	公司董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	工商管理硕士，高级经营师。2014年11月至今，任佩蒂股份副总经理、董事会秘书；2021年1月至今，任佩蒂股份董事、财务总监。
张菁	副总经理	硕士研究生学历。2002年10月至2014年11月，历任佩蒂宠物、佩蒂科技市场销售部经理、销售总监；2014年11月至今，任佩蒂股份副总经理。
李荣林	副总经理	本科学历，高级宠物营养师。2002年11月至2014年11月，历任佩蒂宠物、佩蒂科技研发总监；2014年11月至今，任佩蒂股份副总经理。
庄孟硕	副总经理	本科学历。2015年11月至2018年7月，任中国银行温州经济技术开发区支行行长；2018年8月至今，任佩蒂股份副总经理。
陈聂晗	副总经理	本科学历。2020年6月至2020年12月，任佩蒂智创（杭州）宠物科技有限公司业务总经理；2021年1月至今，任佩蒂股份副总经理。
廖丽萍	副总经理、人力资源总监、董事长助理	硕士研究生学历。2018年10月至2020年12月，任佩蒂股份董事长助理兼总裁办主任；2021年1月至今，任佩蒂股份副总经理、人力资源总监、董事长助理。

财务：疫情影响营收略有下降，经营扩张导致费用略增

- 2021年营收和净利润有所下降，营收下降5%至12.71亿，净利润下降47%至0.62亿。越南工厂受疫情影响产能下降、柬埔寨与新西兰工厂处于建设期、佩蒂智创在国内拓展自有品牌业务尚未进入盈利期以及人民币汇率波动带来汇兑损失均使公司当期收入和盈利向下波动。公司多个项目处于产能爬坡阶段，随着产出量的增加，未来财务指标有望持续改善。
- 2021年管理费用率略有上升，总体费用稳定。公司管理费用同比增长23%，主要是公司扩大经营所致，销售费用、财务费用和研发费用总体稳定，与当前营业收入相匹配。

图46：2021年营业收入同比下降5%至12.71亿元

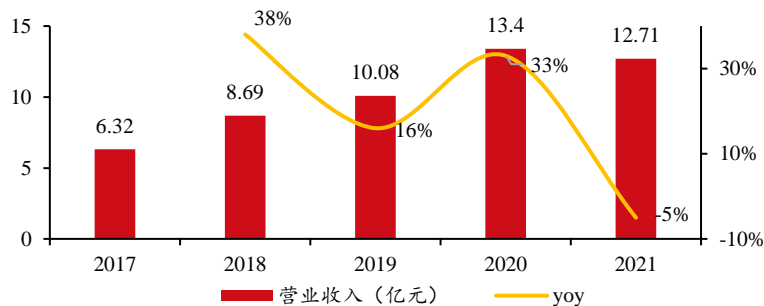


图48：2021年毛利率小幅下降至23%，净利率下降至5%

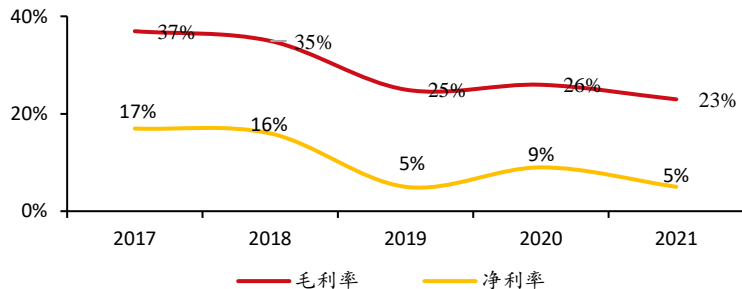


图47：2021年净利润同比下降47%至0.62亿元

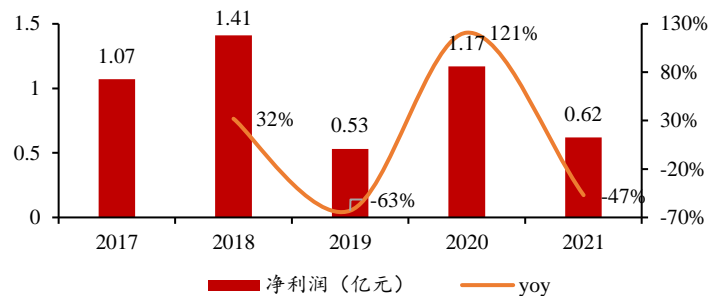
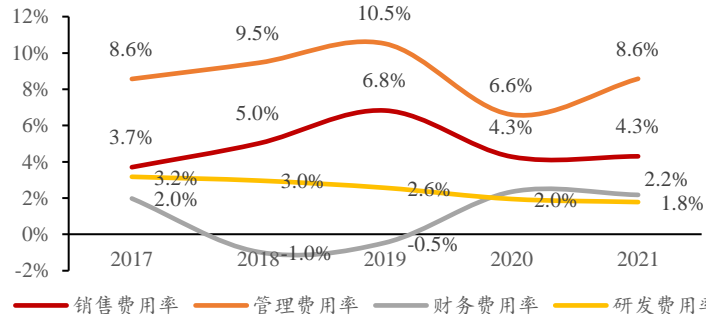










图49：2021年管理费用率略有上升，其他费用率与2020年持平



品牌力：多品牌策略精准发力，满足市场多元化需求

- **公司实施多品牌策略：**分品牌发力，根据市场趋势、宠物行业的特征和消费者偏好等因素，搭建自有品牌框架。具体实施策略是根据不同细分市场的竞争环境和渠道属性，通过不同品牌切入不同细分市场，满足终端市场的多元化需求。

表9：实施多品牌策略，精准发力

品牌	品牌产品	品牌简介
齿能ChewNergy		宠物咀嚼食品品牌。全球首个分龄宠物口腔护理品牌。根据狗的年龄不同，开发出相对应的在形状、硬度、营养、消化等方面都有所不同的咀嚼产品，真正做到科学咀嚼，为宠物口腔健康赋能。
爵宴Meatyway		走高端路线的宠物营养肉质零食品牌。产品包括10种以上完整猎食的珍禽猛兽肉类，超过70%纯肉含量，配以高汤蒸煮，用最好的肉款待宠物。
好适嘉Healthguard		国内首个人宠互动场景定制化宠食品品牌。联合营养学家、动物行为学家，研究宠物生活习惯和不同时间场景下对食物的需求，打造深度挖掘各类场景下的养宠需求，寻求适合的解决性产品。
Smart Balance		新西兰国宝级宠物主粮品牌。纯天然原生精选食材，世界顶级原产线，国际先进工艺，将自然食材的成分最大程度保留，为宠物创造维持生命精华的营养结构。
Smart Bones		宠物零食品牌。创新性地将美味的肉藏入洁牙层，一根符合自然法则的洁齿骨就此诞生。
Tasty bone		英国皇家宠物玩具品牌。以其独创设计，精致细节和高标准安全性，成为全球畅销的宠物玩具首选。Tastybone的独特设计能让宠物在玩耍时按摩牙龈，抵御口腔疾病的发生。
ITI		完全由新西兰制造并引入到中国市场销售的小型宠物精致零食品牌。
Begogo贝家		惠及绝大部分消费者的大众消费品牌。

渠道力：多渠道覆盖国内外，全面布局宠物市场

■ 在国内市场，公司主要通过在线上和线下同步进行全渠道布局。

(1) 线上：一级渠道依托天猫、京东等传统电商平台，通过各品牌旗舰店配合自有专营店进行线上分销；二级渠道，围绕抖音、小红书、等平台构建用户流量池。

(2) 线下：与全国主要省市的区域代理商和批发商建立合作关系，同时与宠物超市建立独立直供合作。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。公司于2021年第二季度投资入股温州宠爱渔学堂文化发展有限公司、青岛爱派家宠物服务有限公司。

■ 在国外市场，公司产品出口以ODM为主，辅以部分自主品牌销售。公司海外ODM业务具有较高的毛利率水平，客户为国际知名宠物产品品牌商，如 Spectrum Brands、Petmatrix，生产的产品直接销售给这些品牌商，再由品牌商出售给最终消费者。除品牌商外，公司与沃尔玛等大型零售超市和宠物产品专卖店 PetSmart 也建立了良好的合作关系。在努力扩大 ODM 产品市场占有率的同时，公司非常重视自主品牌的开拓，目前公司的自主品牌产品已在加拿大沃尔玛等零售超市销售，使用“PEIDI”、“MEATYWAY”等品牌。

图50：线上天猫、抖音、小红书等多渠道



图51：线下举办活动、与宠物超市直供合作扩大品牌市场



表10：公司海外主要客户、销售品牌及销售区域

客户名称	主要 ODM 品牌	ODM 品牌主要销售区域
SPECTRUM BRANDS	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMatrix	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
WAL-MART STORES	EXERHIDE、HOLIDAY TIME	美国
PetSmart	Dentley's	美国
PETS AT HOME	PETS AT HOME	英国
ARMITAGES PET PRODUCTS	GOODBOY	英国

产品力：综合竞争力较强，咬胶产品为核心优势

- **公司咬胶产品具备核心优势，为主要营收来源。**佩蒂股份自创立以来始终专注于宠物产业，核心优势产品宠物咬胶的技术水平和出货量在全球均处于领先地位，并且主持制定了国家标准《宠物食品—狗咬胶》。2021年公司咬胶产品营收占比高达65%，其中植物咬胶毛利率最高，维持在30%以上。
- **近年来拓展主粮产品，优化产品结构。**公司为优化产品结构，开发出针对不同市场需求的产品，于2020年起在巩固自身宠物零食业务的基础上拓展发展前景较好的新型主粮产品及湿粮产品，2021年主粮营收占比达12%，进一步丰富公司产品品类，逐步扩大国内自主品牌和海外 ODM 的市场份额。为提高产品力，公司研发出了低温烘焙制备干粮技术、高温灭菌制备湿粮技术等。

图52：咬胶类产品营收占比最大

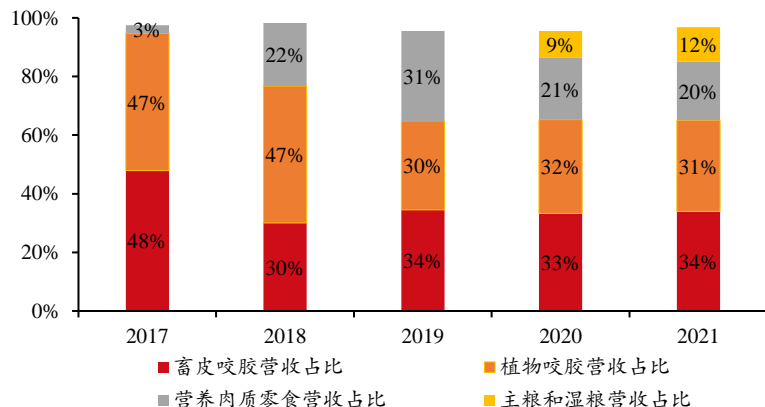
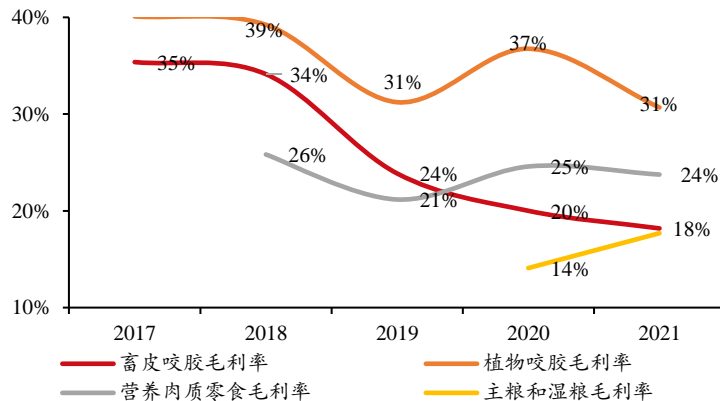


表11：研发主粮生产技术以提升产品力

主粮生产技术	作用
低温烘焙制备干粮技术	达到生产过程实现低温干燥，减少营养的流失，提升产品中蛋白质的含量
高温灭菌制备湿粮技术	使得湿粮的营养指标远优于传统膨化主粮，保证宠物摄入足够的水分和全面的营养，并且大大减少防腐剂含量

图53：植物咬胶产品的毛利率最高



- 公司在宠物食品领域积累了丰富经验，拥有专业、高素质的研发团队。公司系国家重点高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业，建有省级宠物健康营养产品研究院、高新技术企业研发中心等多个研发平台，研发团队中本科及以上学历占比38%。公司还通过完善和优化科技创新制度、积极引进人才等途径，成功建立了具备较强竞争力的企业技术研发创新体系。
- 公司有多项研发项目和技术积累。公司已将畜皮咬胶的清洁化生产工艺技术、胶原纤维复合技术、液熏技术等应用于产品的研发和工艺的改进，促进产品的更新换代，满足客户和消费者不断升级的需求。通过与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划以及自主研发等多种渠道，目前公司的核心技术已在国内外获得多项利保护，并作为主要参与方起草了国家标准《宠物食品-狗咬胶》（GBT 23185-2008）。

图54：研发团队人数逐步稳定

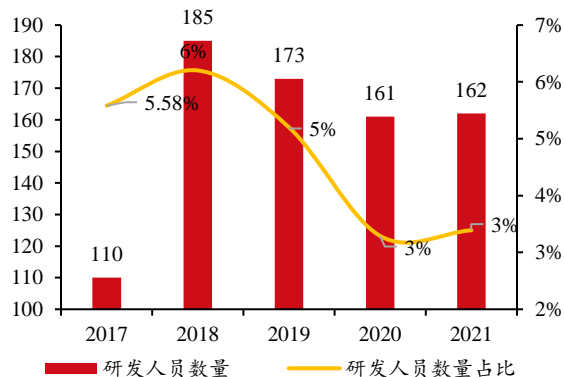


图55：2021年研发团队本科及以上学历占38%

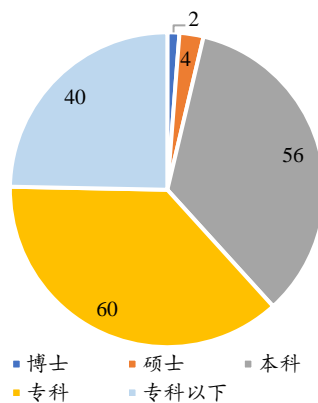


表12：在研项目涉及多品类，储备丰富（截止2021年末）

主要研发项目名称	项目进展	预计对公司未来发展的影响
全价营养幼犬湿粮食品的研发	已形成完整工艺文件，小试生产完成	增加公司产品的品类，满足不同市场的需求。
无胶宠物罐头食品及其制备工艺的研发	完成产品批量生产的验证，将进入产业化生产	新工艺提升了产品的品质，有助于向市场推出更多的健康宠物食品。
宠物咀嚼物及其制备方法的研究	取得市场反馈数据，在工艺改进验证阶段	提高原材料的利用率，优化生产成本，增加功能性产品的品类。
一种新型咬胶及其制备方法的研究	通过实验数据验证，进入批量生产调试阶段	通过新技术的应用，加速产品的升级换代，满足更多市场的准入标准和多样化需求。
低温烘焙制备干粮技术的研究	完成试验和市场验证阶段	符合宠物食品当前的发展趋势，是公司未来在主粮领域的重点产品。

产能：海外工厂产能恢复，在建项目产能充足

- **越南工厂产能恢复，不利影响逐渐消除。**受越南疫情爆发的影响，2021年8-10月，全资子公司越南好嚼和越南巴啦啦因疫情管控临时停产，对越南生产基地的生产交货产生了不利影响。目前公司恢复生产经营方案已获得当地主管部门的批准，并已恢复正常生产经营。
- **柬埔寨、新西兰工厂等项目具备产能爬坡空间。**“柬埔寨年产9200吨宠物休闲食品新建项目”部分建成项目2021年第三季度进入试生产，2021年12月单月份已基本实现盈亏平衡，目前处于产能爬坡阶段；北岛小镇和新西兰天然纯实施的募投项目“年产4万吨高品质宠物干粮项目”仍处于建设期，预计2022年度可释放20%左右产能。
- **公司多个投资项目在建，具有进一步提升产能的能力。**“新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目”预计2023年底达预计可使用状态，“年产5万吨新型宠物食品项目”预计2024年6月30日达预计可使用状态。

表14：2022年柬埔寨、新西兰工厂项目预计可对营收产生正向影响

实际投资项目	截止2021年末投资进度(%)	项目达到预定可使用状态日期
新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目	97.34	2021/12/31
柬埔寨年产9200吨宠物休闲食品新建项目	94.30	2021/12/31

表13：多项投资项目尚有产能爬坡空间（截止日为2021/3/31）

实际投资项目	截止日投资项目累计产能利用率	截止日累计实现效益(万元)	项目达到预定可使用状态日期
年产3000吨畜皮咬胶生产线技改项目	80%	2,971.32	2018/12/31
收购新西兰BOP及其子公司项目	95%	2,433.23	2018/6/30
越南好嚼有限公司年产2000吨宠物食品扩建项目	100%	923.20	2020/9/30
年产2500吨植物咬胶、500吨营养肉质零食生产线项目	75%	-	2021/3/31

表15：尚有多项在建投资项目，未来产能将进一步提升

实际投资项目	项目达到预定可使用状态日期
新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目	2023/12/31
城市宠物综合服务中心建设项目	2023/12/31
年产5万吨新型宠物食品项目	2024/06/30

- 宠物市场发展不及预期导致收入利润下滑风险
- 产能建设不及预期导致新产品投放速度变缓风险
- 国内外新冠疫情反复导致供应链受阻风险

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。