

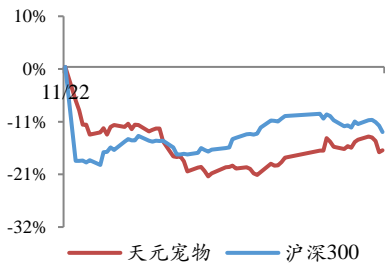
# 深耕宠物用品行业，全品类宠物产品一站式供应

## 投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-02-17

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 37.50       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 44.88/35.18 |
| 总股本（百万股）        | 90          |
| 流通股本（百万股）       | 21          |
| 流通股比例（%）        | 23.71       |
| 总市值（亿元）         | 34          |
| 流通市值（亿元）        | 8           |

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 布局全球市场，全品类用品一站式供应

天元宠物成立于 2003 年，是国内较早进入宠物产业的先行者。公司通过持续开发，实现了宠物窝垫、猫爬架、宠物食品、宠物玩具、宠物服饰、电子用品等多系列、全品类的有效覆盖。凭借可靠的供应链，快速响应的产品开发设计体系，公司深度合作全球客户，客户广泛分布于欧洲、北美、大洋洲等主要发达地区。国内市场方面，公司积极覆盖国内快速发展的新兴宠物产业，建立了线上线下并重、食品协同用品的境内销售渠道，为公司长期持续发展提供保障。2022 年前三季度公司实现收入 15.09 亿元，同比增长 13.2%，实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 17.2%。

### ● 宠物行业持续扩容，用品市场未来可期

2008-2022 年，我国宠物用品市场规模从 78 亿元增长至 362.3 亿元，年复合增长率 11.6%。2021 年，中国宠物用品企业 CR10 仅为 11.4%（欧睿统计口径中包括宠物医疗产品），且每家企业的市占率均低于 3%，市场集中度仍有较大提升空间。人均可支配收入、宠物渗透率以及陪伴需求的提升将持续推动宠物用品行业扩容。

宠物用品的品类众多且标准化程度较低，由于其兼顾刚需属性与使用者和购买决策者相分离的特点，部分产品需求在一定程度上是由供给创造的，具有创新性、潮流性特点的畅销产品和细分品类的拓展有利于推动相关需求的增加。我们认为，能够把握时尚热点并实现功能性产品快速迭代的企业更加有望抢占宠物用品的细分市场。伴随国内宠物主对国产用品的认可度持续提升，部分拥有优质产品力、创新能力以及市场营销能力的宠物用品企业有望突出重围。

### ● 丰富 SKU 叠加研发创新优势，高效外协体系提高综合竞争力

公司拥有品类丰富的产品开发团队和快速响应的产品开发体系，一方面对产品款式进行定期更新，在已拥有超过 5000 款基本产品的基础上，每年持续更新超 2000 款新品。另一方面，公司能够将客户的产品需求快速转换为产品设计，并针对客户所在地的市场特点，提出针对性的产品改进和调整意见，为公司与众多国际知名客户建立长期、稳定合作关系奠定基础。

公司在自主生产的基础上建立了较为完整、高效的外协生产管理体系，在为窝垫与爬架两类重点“大件产品”建立自有生产线的同时，公司以外协生产满足客户多品类、小批量的“一站式”产品采购需求。随着宠物智能产品及创新玩具产品的开发推广，公司将进一步提高对重点品类的自有产线覆盖比例，推动全球供应链布局，满足国内外客户对宠物产品日益多样化的产品需求。

### ● 投资建议

天元宠物是我国全品类、大规模的综合型宠物产品提供商。宠物用品方面，随着海外客户的持续开拓以及客户库存逐渐消化，公司用品业务有

望恢复平稳增长；宠物食品方面，公司以食品带动用品、拓展国内渠道的发展战略推进良好，受益于渠道建设成果以及国内宠食高端化趋势，公司宠物食品业务有望持续高增。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 21.45 亿元、26.40 亿元、33.63 亿元，同比增长 15.7%、23.1%、27.4%，对应归母净利润 1.25 亿元、1.56 亿元、2.00 亿元，同比增速为 16.3%、25.1%、27.6%，对应 EPS 分别为 1.39 元、1.74 元、2.22 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

境外市场环境变化的风险；新产品开发及推广的风险；宠物粮食授权经营的风险；汇率波动风险；出口退税政策变化的风险；海外污染事件发酵风险等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1854  | 2145  | 2640  | 3363  |
| 收入同比 (%)  | 27.9% | 15.7% | 23.1% | 27.4% |
| 归属母公司净利润  | 107   | 125   | 156   | 200   |
| 净利润同比 (%) | -5.8% | 16.3% | 25.1% | 27.6% |
| 毛利率 (%)   | 18.4% | 19.0% | 18.8% | 18.7% |
| ROE (%)   | 14.0% | 6.6%  | 7.6%  | 8.8%  |
| 每股收益 (元)  | 1.59  | 1.39  | 1.74  | 2.22  |
| P/E       | 0.00  | 27.01 | 21.59 | 16.91 |
| P/B       | 0.00  | 1.77  | 1.64  | 1.50  |
| EV/EBITDA | 0.34  | 10.53 | 9.85  | 7.13  |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 深耕宠物用品行业，致力追求卓越品质 .....          | 6  |
| 1.1 天元宠物：全品类综合性宠物产品供应商 .....       | 6  |
| 1.2 股权结构相对集中 .....                 | 7  |
| 1.3 公司营收持续增长，毛利率受业务结构影响略有下滑 .....  | 9  |
| 2 宠物行业持续扩容，用品市场未来可期 .....          | 12 |
| 2.1 海外宠物用品市场相对成熟，全球产业链产品持续迭代 ..... | 12 |
| 2.2 国内宠物用品市场稳步发展，细分品类优势企业涌现 .....  | 13 |
| 3 产品创新+优质供应链，满足客户一站式需求 .....       | 18 |
| 3.1 全品类产品 SKU 丰富，持续创新产品不断迭代 .....  | 18 |
| 3.2 海外客户持续拓展，客户资源丰富稳定 .....        | 21 |
| 3.3 海内外协同发展，线上线下全渠道布局 .....        | 22 |
| 3.4 合理规划外协产能，供应链管理高效可靠 .....       | 24 |
| 4 盈利预测、估值及投资评级 .....               | 25 |
| 4.1 盈利预测 .....                     | 25 |
| 4.2 投资建议 .....                     | 27 |
| 风险提示: .....                        | 27 |
| 财务报表与盈利预测 .....                    | 28 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1 宠物消费全品类覆盖                         | 6  |
| 图表 2 公司发展历程                            | 7  |
| 图表 3 公司股权结构图                           | 8  |
| 图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2022 年 11 月 18 日) | 8  |
| 图表 5 2014-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速, 亿元、%    | 9  |
| 图表 6 2014-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速, 亿元、%   | 9  |
| 图表 7 2019-1H2022 公司各业务收入及占比, 亿元、%      | 10 |
| 图表 8 1H2022 年公司宠物用品收入占比, %             | 10 |
| 图表 9 2019-1H2022 公司各业务收入及占比, 亿元, %     | 10 |
| 图表 10 2019-1H2022 公司境外各地域收入情况, 亿元      | 10 |
| 图表 11 2019-1H2022 公司品牌收入及占比, 亿元, %     | 11 |
| 图表 12 1H2022 公司品牌收入细分, %               | 11 |
| 图表 13 2019-1H2022 毛利率及剔除运输成本后毛利率, %    | 11 |
| 图表 14 2019-1H2022 分品类毛利及毛利率, 万元、%      | 11 |
| 图表 15 2019-2021 汇率及毛利率变动情况, %          | 12 |
| 图表 16 2019-2021 主要自产产品直接材料成本, 万元、%     | 12 |
| 图表 17 2008-2022 年全球宠物用品市场规模及增速         | 12 |
| 图表 18 2015-2022 年美国宠物用品市场规模及增速         | 12 |
| 图表 19 2015 年全球宠物用品行业公司 CR10            | 13 |
| 图表 20 2021 年全球宠物用品行业公司 CR10            | 13 |
| 图表 21 2008-2022 年中国宠物用品市场规模及增速         | 13 |
| 图表 22 中国宠物用品行业品牌 CR10                  | 13 |
| 图表 23 中国城镇犬猫消费市场规模, 亿元、%               | 14 |
| 图表 24 中国城镇犬猫宠物主数量, 万人                  | 14 |
| 图表 25 2021 年宠物犬用品渗透率情况                 | 14 |
| 图表 26 不同城市线宠物犬用品渗透率 TOP5               | 14 |
| 图表 27 2021 年宠物猫用品渗透率情况                 | 15 |
| 图表 28 不同城市线宠物猫用品渗透率 TOP5               | 15 |
| 图表 29 2022 年国内宠物用品消费渠道结构               | 15 |
| 图表 30 2020-2022 双十一天猫犬猫日用品品牌销售 TOP10   | 16 |
| 图表 31 宠物智能用品分类及主要细分产品介绍                | 16 |
| 图表 32 宠物智能用品品牌分类                       | 18 |
| 图表 33 公司各类产品的图例及功能用途                   | 18 |
| 图表 34 2017-2022Q1-Q3 公司研发费用变化, 百万元     | 20 |
| 图表 35 产品研发项目投入及相关直接产品销售收入, 万元          | 20 |
| 图表 36 公司部分在研项目及进展 (截至 2022 年 6 月 30 日) | 20 |
| 图表 37 2019-2022H1 公司前五大客户销售收入及占比       | 21 |
| 图表 38 2021 年公司前五大客户细分占比, %             | 21 |
| 图表 39 2019-2022H1 外销分地区占比, %           | 22 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 40 2019-2022H1 公司内销外销客户数量变化 .....    | 22 |
| 图表 41 公司海内外市场增长驱动因素 .....               | 23 |
| 图表 42 第三方电商平台开设的主要店铺 .....              | 23 |
| 图表 43 2019-2022H1 公司经销模式逐步缩减 .....      | 23 |
| 图表 44 2019-2022H1 自产外协生产比例, 百万元、% ..... | 24 |
| 图表 45 2019-2022H1 公司宠物窝点、猫爬架自产比例 .....  | 24 |
| 图表 46 2019-2022H1 不同供应商数量变化 .....       | 24 |
| 图表 47 2019-2022H1 公司供应商平均检查次数变化 .....   | 24 |
| 图表 48 公司募投项目介绍 .....                    | 25 |
| 图表 49 公司收入成本预测表, 百万元、% .....            | 26 |

# 1 深耕宠物用品行业，致力追求卓越品质

## 1.1 天元宠物：全品类综合性宠物产品供应商

天元宠物成立于 2003 年，作为国内较早进入宠物产业的先行者，公司以宠物的生活习性与人宠互动需求为重点，在宠物用品方面逐渐实现了宠物窝垫、猫爬架、宠物玩具、宠物服饰、电子用品、宠物食品等多系列、全品类的有效覆盖。截止 2022 年，公司在全球已拥有 4 个宠物用品生产基地，产品远销海内外几十个国家和地区，逐渐发展成为大规模的综合型宠物产品提供商。

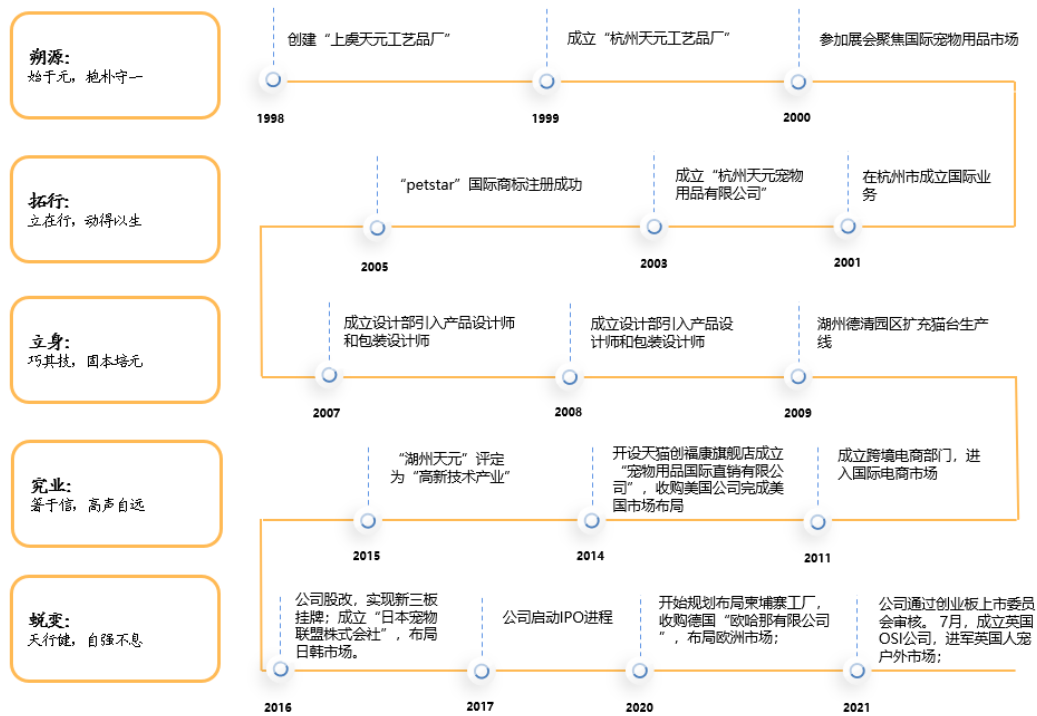
图表 1 宠物消费全品类覆盖



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**发展路径清晰，业务范围不断拓展。**公司创业核心团队自 1998 年起开始从事宠物行业，创业初期以宠物窝垫与猫爬架为主要产品进入国际宠物市场，并持续拓展市场覆盖范围和产品领域。2014 年，公司成立“宠物用品国际直销有限公司”，并通过收购美国公司完成美国市场布局。2016 年，公司成立“日本宠物联盟株式会社”，布局日韩市场。2020 年，公司规划布局柬埔寨工厂，并通过收购德国“欧哈那有限公司”进一步发展欧洲市场。2021 年，公司成立英国 OSI 公司，进军英国人宠户外市场，同时通过建立宠发 B2B 平台尝试对国内中小卖家渠道市场进行拓展。

图表 2 公司发展历程



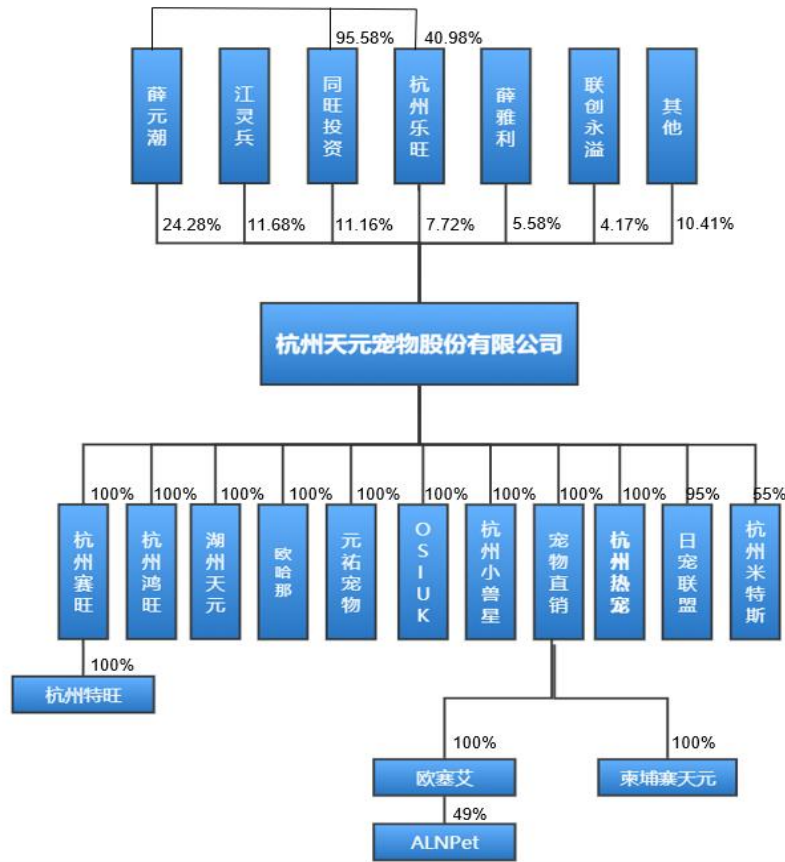
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

## 1.2 股权结构相对集中

公司董事长、总裁薛元潮先生直接持有公司 24.28% 的股份, 并通过杭州乐旺和同旺投资为持股平台间接持有公司 18.88% 的股份, 合计持有公司 43.16% 的股份, 其胞妹薛雅利女士直接持有公司 5.58% 的股份, 现任公司董事、副总裁, 两人为公司共同实际控制人。



图表 3 公司股权结构图



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2022 年 11 月 18 日)

| 序号 | 持有人名称 | 数量 (万股)  | 占比 (%) | 股份性质  |
|----|-------|----------|--------|-------|
| 1  | 薛元潮   | 2,185.20 | 24.28  | 境内自然人 |
| 2  | 江灵兵   | 1,050.80 | 11.68  | 境内自然人 |
| 3  | 同旺投资  | 1,004.55 | 11.16  | 其他    |
| 4  | 杭州乐旺  | 694.68   | 7.72   | 其他    |
| 5  | 薛雅利   | 502.27   | 5.58   | 境内自然人 |
| 6  | 联创永溢  | 375.00   | 4.17   | 其他    |
| 7  | 新兹投资  | 240.00   | 2.67   | 其他    |
| 8  | 御硕投资  | 187.50   | 2.08   | 其他    |
| 9  | 朱兆服   | 153.33   | 1.70   | 境内自然人 |
| 10 | 管军    | 115.00   | 1.28   | 境内自然人 |
| 合计 |       | 6,508.33 | 72.32  | —     |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

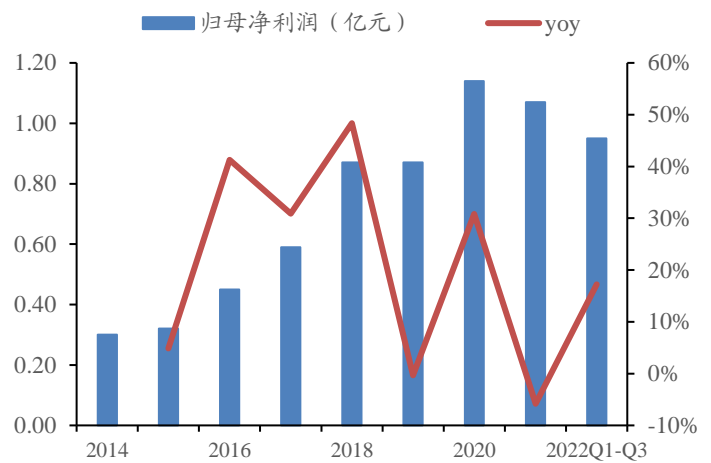
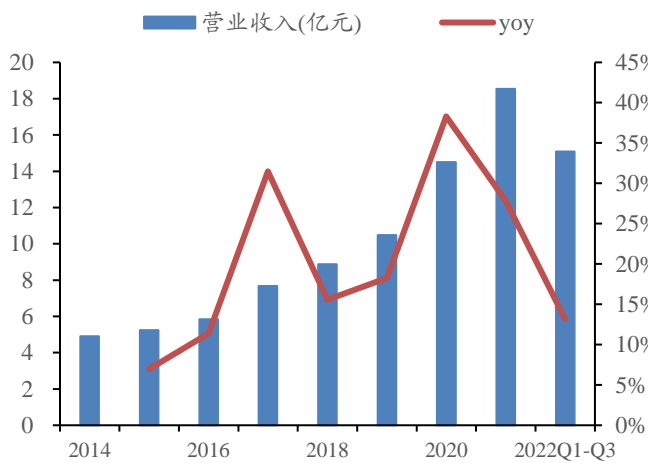


### 1.3 公司营收持续增长，毛利率受业务结构影响略有下滑

受益于宠物行业的快速发展与对宠物产品的广泛覆盖，公司整体营收呈现稳步增长态势，成长性良好。2014-2021年，公司营收从4.9亿元增长至18.64亿元，年复合增长率21.0%。归母净利润从0.3亿元增长至1.07亿元，年复合增长19.9%，其中，2021年归母净利润同比下降5.8%，主要系人民币汇率波动叠加海运成本和部分原材料成本上升导致毛利率出现下降所致。2022年前三季度，公司实现收入15.09亿元，同比增长13.2%，实现归母净利润0.95亿元，同比增长17.2%。

根据公司《上市公告书》披露内容，合理预计公司2022年全年营收区间在21.0~22.5亿元，同比增长13.3%~21.3%；实现归母净利润1.2~1.4亿元，同比提升11.7%~30.3%。

图表 5 2014-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速，亿元、%      图表 6 2014-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速，亿元、%

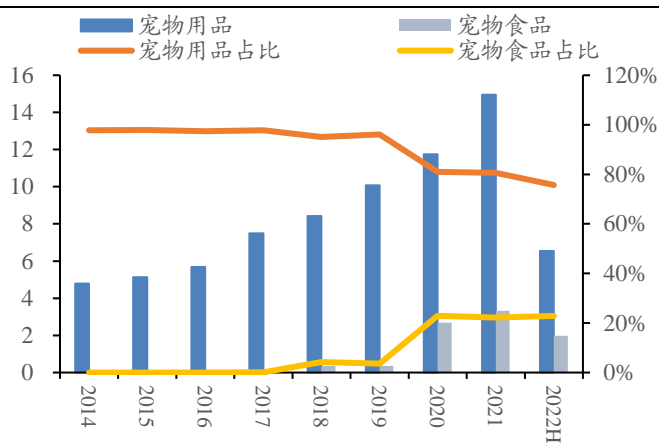


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

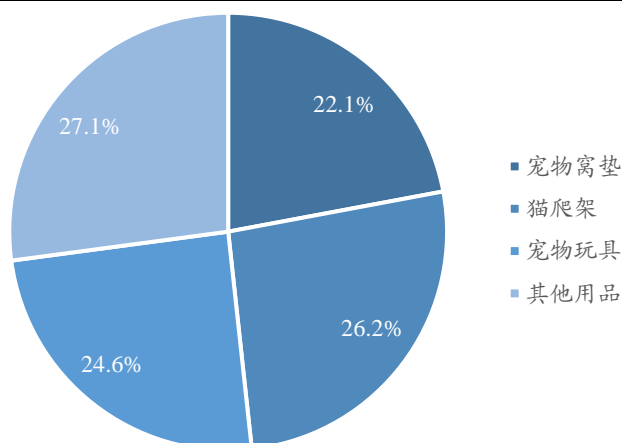
分品类看，公司主营业务收入主要来源为宠物用品和宠物食品。公司宠物用品以宠物窝垫、猫爬架和宠物玩具的销售为主。2014-2021年，宠物用品收入由4.79亿元上升至14.95亿元，年复合增长率达17.7%。其中，2021年宠物玩具销售收入同比提升52.4%，主要受益于客户采购需求的快速增长。此外，公司自2017年起在境内市场发展宠物食品业务，以进口销售国际品牌宠物粮食产品为主，整体增长速度较快，2017-2021年，公司宠物食品收入由0.01亿元增长至3.32亿元，收入占比提升至22.2%。1H2022，公司宠物用品、宠物食品分别实现收入6.54亿元和1.97亿元。

图表 7 2019-1H2022 公司各业务收入及占比, 亿元、%



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 8 1H2022 年公司宠物用品收入占比, %

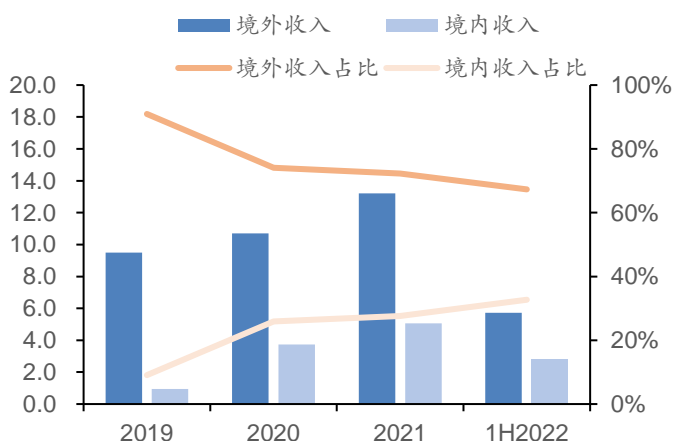


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

境外销售业务是公司主要收入来源, 以向境外知名的大型连锁零售商、专业宠物产品连锁店以及线上电商平台客户销售贴牌产品为主, 2019-2021 年, 公司外销收入分别为 9.5 亿元、10.69 亿元和 13.21 亿元, 占主营业务收入的比重分别为 90.9%、74.1%和 72.3%。2022 年上半年, 公司外销业务有所承压, 主要原因系 2021 年海运压力导致公司上半年仍需消化部分既有库存, 同时 2022 年上半年疫情期间公司主要出口港口运输出现停运和拥挤压力, 对公司外销业务也造成了一定影响。

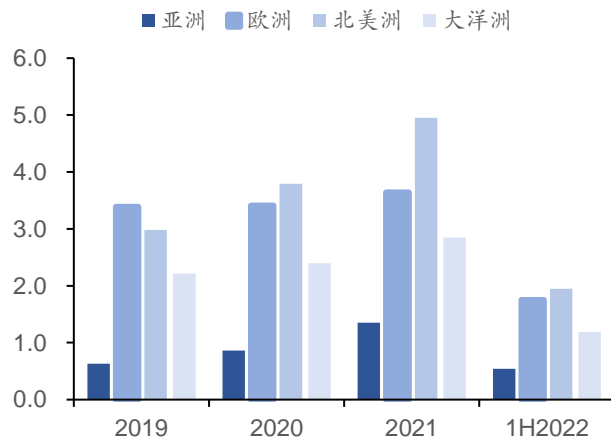
随着公司在原有宠物用品的基础上对宠物食品业务进行扩展, 境内收入快速攀升。2019-2021 年, 公司境内收入分别为 0.95 亿元、3.74 亿元、5.06 亿元, 占比分别为 9.1%、25.9%、27.7%。2020 年境内宠物食品业务实现大幅增长主要系公司通过跨境进口方式授权销售渴望、爱肯拿等国际知名宠物粮食业务所致; 1H2022, 公司进一步开拓进口代理宠食品牌的销售渠道, 境内收入达 2.78 亿元, 同比增长 19.5%, 境内收入占比达 32.2%。

图表 9 2019-1H2022 公司各业务收入及占比, 亿元、%



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 10 2019-1H2022 公司境外各地域收入情况, 亿元



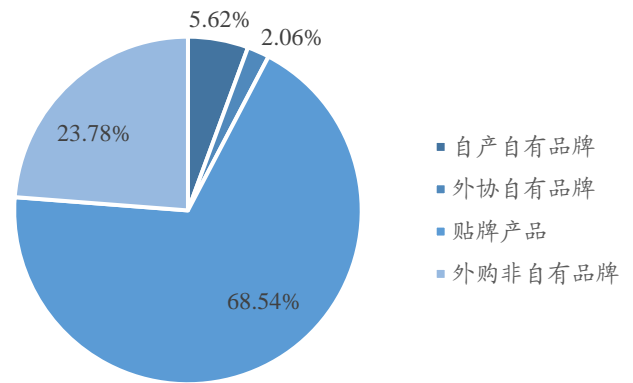
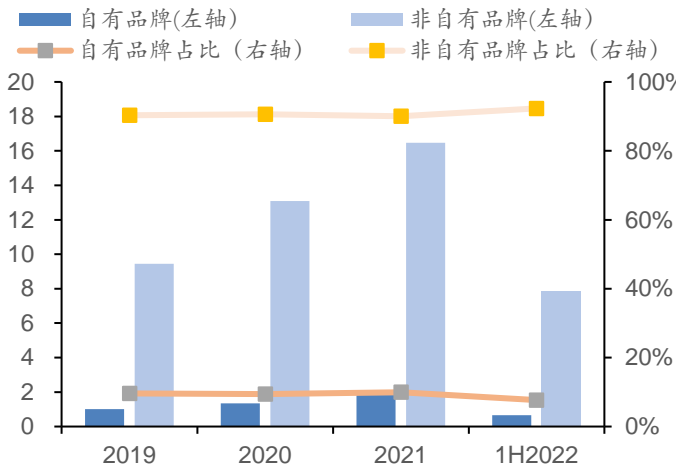
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

鉴于国内宠物用品行业仍处于初级阶段, 产品以样式功能、质量性价比为主要

竞争力，品牌效应并不明显，公司目前仍以非自有品牌业务为主。2019-2021年，公司自有品牌业务收入占比分别为 9.7%、9.4%和 10.0%，收入占比保持相对稳定的主要原因为境内外各项业务整体保持较为均衡的同步增长，1H2022 公司自有品牌业务占比下降至 7.7%，主要系部分境内客户因采购规模扩大将采购自有品牌产品转为采购贴牌产品所致。

图表 11 2019-1H2022 公司品牌收入及占比，亿元，%

图表 12 1H2022 公司品牌收入细分，%



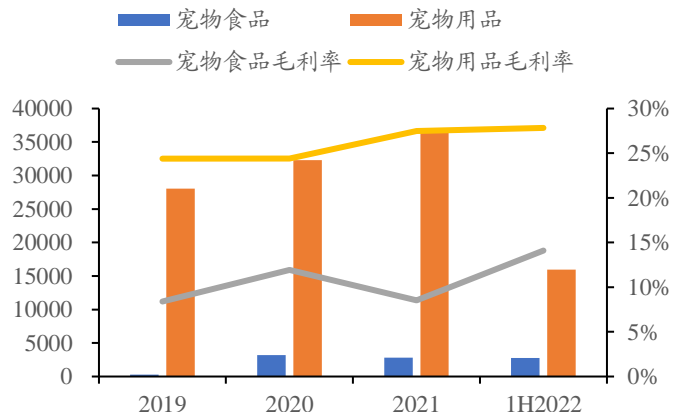
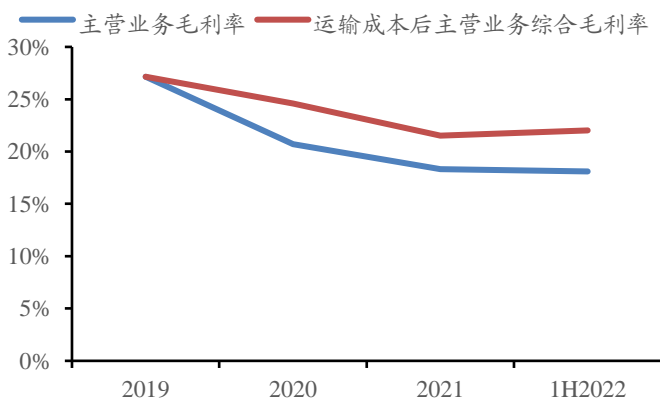
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

近年来，公司综合毛利率略有下降，主要受汇率、原材料价格以及产品结构等因素综合影响。剔除运输成本后，2019-1H2022 公司主营业务综合毛利率分别为 27.2%、24.6%、21.5%和 22.0%，其中，2020 年公司主营业务毛利率下降主要由于毛利率较低的境内宠物食品业务占比快速提升；2021 年公司主营业务综合毛利率较上年继续下降，主要系汇率因素叠加原材料等成本上升所致，此影响在 1H2022 已得到部分缓解。

图表 13 2019-1H2022 毛利率及剔除运输成本后毛利率，%

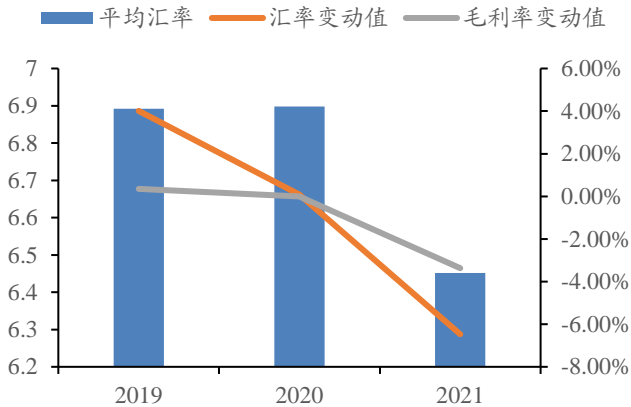
图表 14 2019-1H2022 分品类毛利及毛利率，万元、%



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

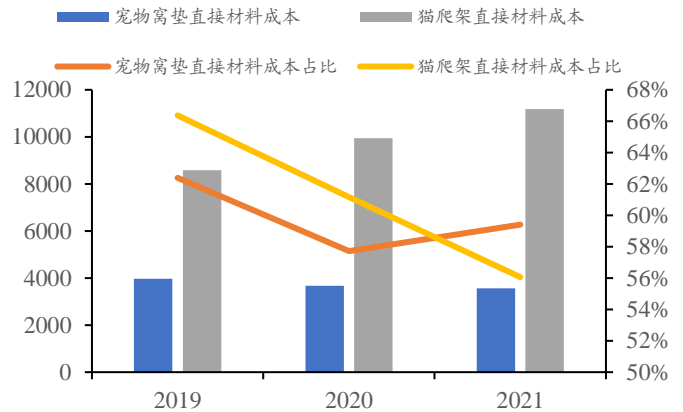
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 15 2019-2021 汇率及毛利率变动情况, %



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 16 2019-2021 主要自产产品直接材料成本, 万元、%



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

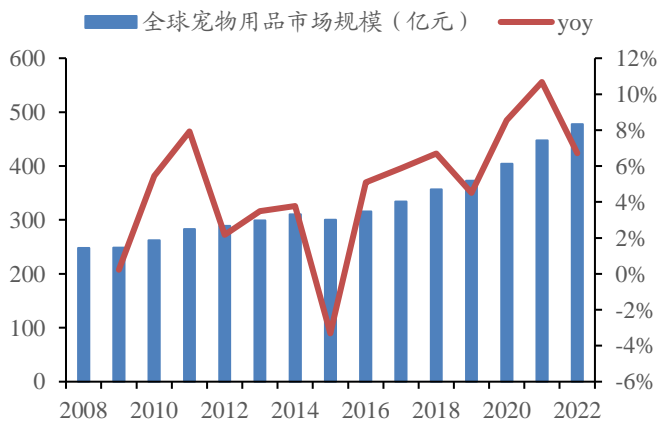
## 2 宠物行业持续扩容, 用品市场未来可期

### 2.1 海外宠物用品市场相对成熟, 全球产业链产品持续迭代

宠物用品行业在全球市场整体处于平稳发展阶段, 是宠物行业的重要组成部分, 涉及了宠物的“穿、住、行、玩”等多种生活场景与使用需求, 包括了窝垫、爬架、服饰、玩具、牵引出行、清洁用具及饮食用具等多类产品, 并随着宠物行业消费链延伸以及人性化趋势不断迭代更新。

根据 Euromonitor 数据, 2008-2022 年, 全球宠物用品市场规模从 238.24 亿美元增长至 447.66 亿美元, 年复合增长率 5.0%, 其中美国是全球最大的宠物用品市场, 2022 年市场规模达 224.17 亿美元, 约占全球宠物用品市场规模的 50.0%。

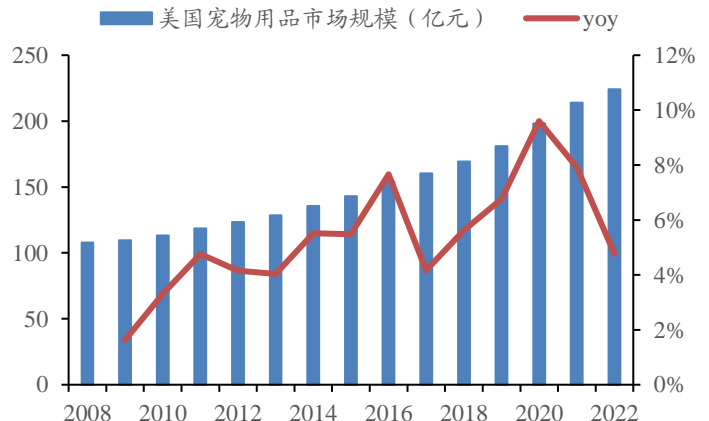
图表 17 2008-2022 年全球宠物用品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

注: Euromonitor 统计口径中包括宠物医疗产品

图表 18 2015-2022 年美国宠物用品市场规模及增速

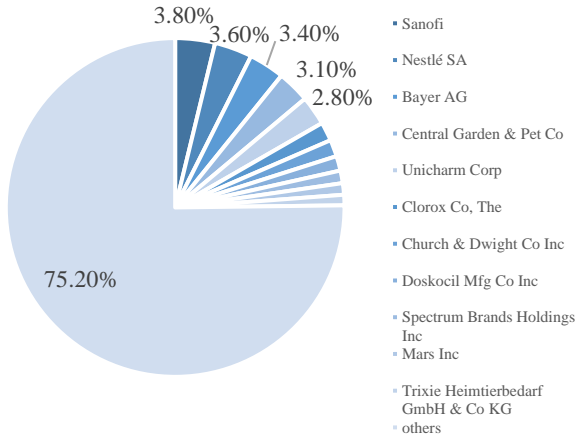


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

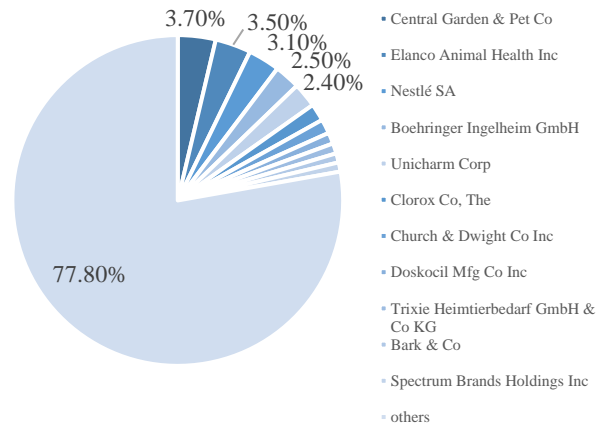
相较于宠物食品, 宠物用品行业格局相对分散且准入门槛较低, Euromonitor

数据显示, 2021 年全球宠物用品行业 CR10 为 22.2%, 相较于 2015 年头部公司集中度有所下滑; 其中大型跨国公司通过全球供应链和优质代工厂获取低成本、高品质、持续更新迭代的宠物产品, 持续扩展产品线, 具有较为明显的先发优势。而部分如 Bark&Co 这样的较为年轻的公司, 也有机会通过拳头产品优势、开发客户价值以及打造优质产品服务途径实现市占率的快速提升。

图表 19 2015 年全球宠物用品行业公司 CR10



图表 20 2021 年全球宠物用品行业公司 CR10



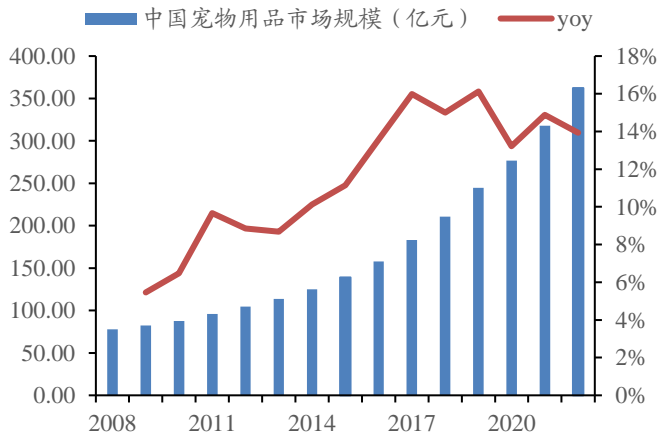
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

## 2.2 国内宠物用品市场稳步发展, 细分品类优势企业涌现

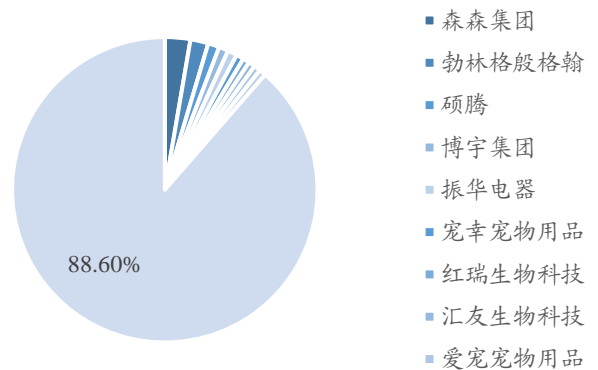
我国宠物用品市场产品品类众多, 竞争格局分散且自主品牌建设方面较为薄弱, 企业多以海外 ODM/OEM 代工为主要业务。根据 Euromonitor 数据, 2008-2022 年, 我国宠物用品市场规模从 78 亿元增长至 362.3 亿元, 年复合增长率 11.6%, 2021 年中国宠物用品企业 CR10 仅为 11.4% (欧睿统计口径中包括宠物医疗产品), 且每家企业的市占率均低于 3%, 市场集中度仍有较大提升空间。

图表 21 2008-2022 年中国宠物用品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 22 中国宠物用品行业品牌 CR10

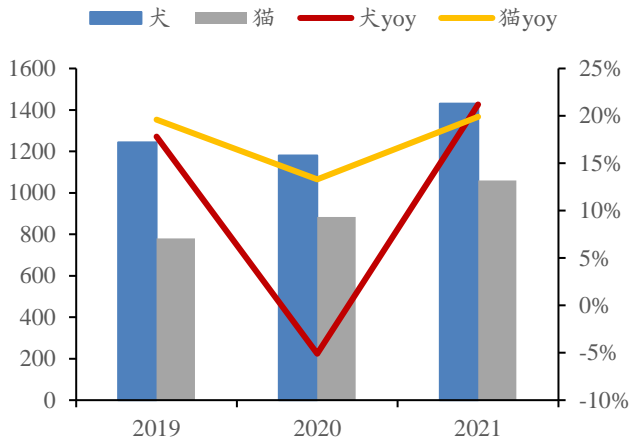


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

宠物渗透率不断提升以及陪伴需求的增加推动了宠物用品行业扩容。根据宠物行业白皮书数据, 2021 年全国城镇犬猫宠物主同比增长 8.7%, 其中犬主人增长 0.7%,

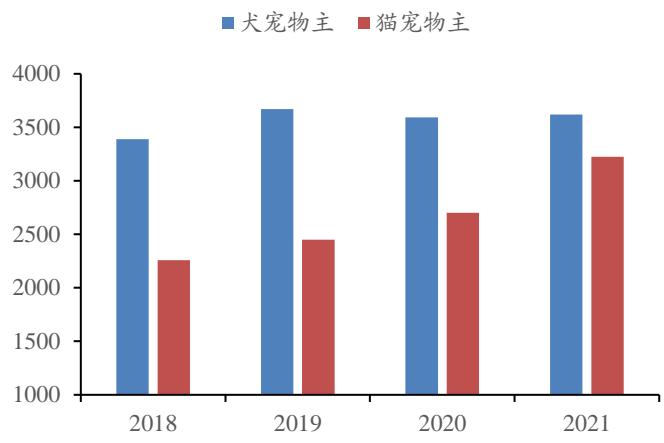
猫主人同比增长 19.4%，犬消费市场规模同比增长 21.2%，猫消费市场规模增速持续扩大，同比增长 19.9%。参考同为亚洲国家的日本宠物行业发展历程，伴随猫经济的持续繁荣以及部分宠物逐步迈入中老年，宠物用品需求有望持续细化更新。

图表 23 中国城镇犬猫消费市场规模，亿元、%



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 24 中国城镇犬猫宠物主数量，万人

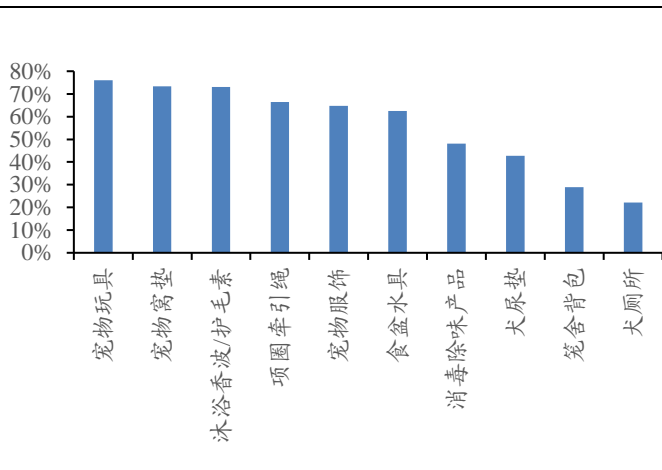


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

从宠物消费结构看，2021 年我国宠物用品消费占比为 14.7%，同比上升 0.5 个百分点。娱乐、洗护类用品在犬用品中渗透率较高，我国宠物犬用品渗透率前五位的品类分别为宠物玩具、宠物窝垫、浴液香波、项圈牵引绳、宠物服饰，其中一线城市养宠主更加注重宠物生活品质，宠物玩具和服饰的渗透率高于平均水平；三线及以下城市牵引绳产品渗透率明显低于平均水平；

猫用品方面，玩具、笼舍背包类用品渗透率较高，其中一、二线城市以及年轻客群对于猫砂、猫抓板等必需品接受度更高。随着新版《中华人民共和国动物防疫法》的实施以及科学养宠意识的不断普及，国内宠物用品市场有望持续扩大。

图表 25 2021 年宠物犬用品渗透率情况



资料来源: 2021 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

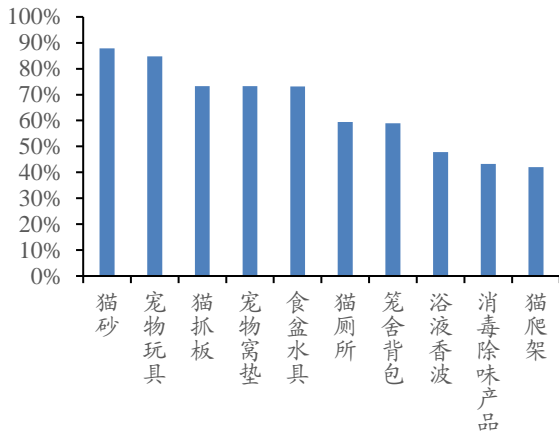
图表 26 不同城市线宠物犬用品渗透率 top5

| 排名 | 一线城市           | 二线城市           | 三线城市           |
|----|----------------|----------------|----------------|
| 1  | 78.5%<br>宠物玩具  | 75.6%<br>宠物窝垫  | 77.0%<br>沐浴香波  |
| 2  | 72.6%<br>宠物窝垫  | 74.1%<br>沐浴香波  | 76.4%<br>宠物玩具  |
| 3  | 68.9%<br>沐浴香波  | 73.7%<br>宠物玩具  | 70.1%<br>宠物窝垫  |
| 4  | 68.1%<br>宠物服饰  | 66.8%<br>项圈牵引绳 | 64.9%<br>项圈牵引绳 |
| 5  | 67.1%<br>项圈牵引绳 | 64.1%<br>宠物服饰  | 60.9%<br>食盆水具  |

资料来源: 2021 宠物行业白皮书, 华安证券研究所



图表 27 2021 年宠物猫用品渗透率情况



资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

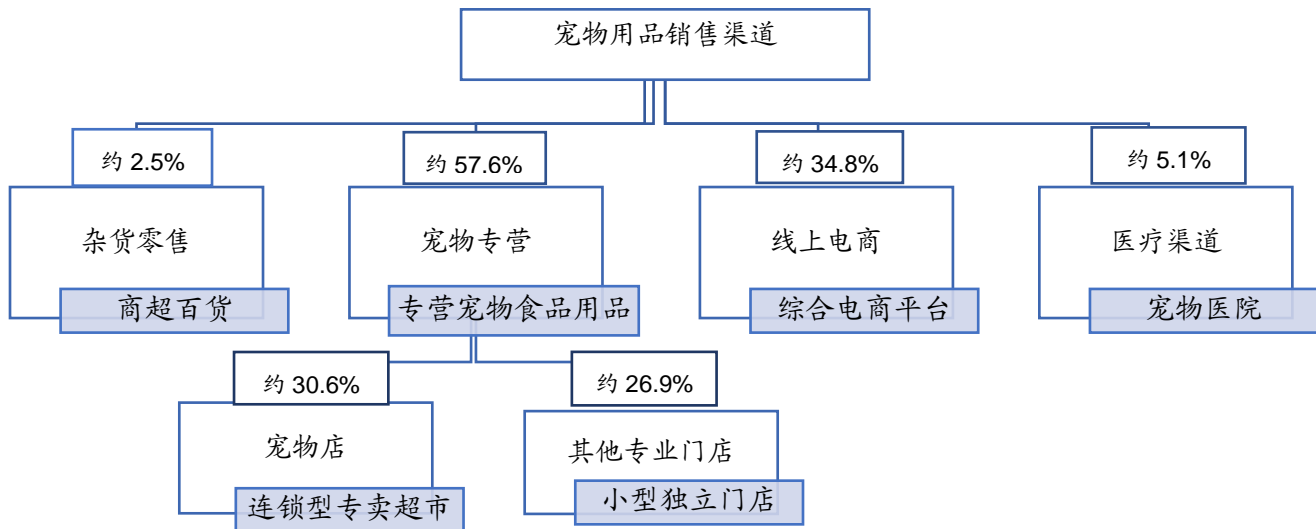
图表 28 不同城市线宠物猫用品渗透率 top5

| 排名 | 一线城市          | 二线城市          | 三线城市          |
|----|---------------|---------------|---------------|
| 1  | 87.1%<br>猫砂   | 92.4%<br>猫砂   | 81.4%<br>宠物玩具 |
| 2  | 83.5%<br>宠物玩具 | 87.5%<br>宠物玩具 | 80.2%<br>猫砂   |
| 3  | 74.3%<br>食盆水盆 | 77.3%<br>猫抓板  | 72.3%<br>宠物窝垫 |
| 4  | 72.3%<br>猫抓板  | 75.2%<br>食盆水盆 | 67.6%<br>食盆水盆 |
| 5  | 72%<br>宠物窝垫   | 74.7%<br>宠物窝垫 | 67.2%<br>猫抓板  |

资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

**渠道方面**，宠物用品电商销售渠道快速发展，根据 Euromonitor 数据，目前中国宠物用品销售渠道中宠物线下专营仍为最主要渠道，2022 年渠道占比达 57.9%，同比下降 1.6 个百分点，线上销售占比达 34.8%，同比提升 0.7 个百分点，电商已经逐渐成为宠物用品行业最激烈的竞争市场和国产自有品牌突出重围的重要销售渠道。

图表 29 2022 年国内宠物用品消费渠道结构



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

**对比宠物食品**，宠物用品行业技术水平主要体现在产品的设计开发、产品智能化以及产品质量管理等方面，具有注重功能性、价格设计的轻工业产品特点，目前市场格局分散且对品牌的认可度相对较低，对于进口品牌产品偏好较弱。



**从供需角度看**，宠物用品品类众多且标准化程度较低，由于其兼顾刚需属性与使用者和购买决策者相分离的特点，部分产品需求在一定程度上是由供给创造的，创新性、潮流性的畅销产品和细分品类的拓展有利于推动相关需求的增加，例如新锐宠物用品优势品牌“Pidan”通过潮流产品“雪屋猫砂盆”以及混合型猫砂品类实现了市场的快速占领；“小佩”通过智能硬件切入宠物行业，通过智能化用品创新解决用户和应用场景下的各类难题；因此，我们认为能够把握时尚热点并实现功能性产品快速迭代的企业更加有望抢占宠物用品的细分市场。伴随国内宠物主对国产用品的认可度持续提升，部分拥有优质产品力、创新能力以及市场营销能力的宠物用品企业有望突出重围。

图表 30 2020-2022 双十一天猫犬猫日用品品牌销售 top10

| 2020          | 2021         | 2022         |
|---------------|--------------|--------------|
| Hoopet/华元宠具   | Hoopet/华元宠具  | Hoopet/华元宠具  |
| 小佩            | 小佩           | 小佩           |
| 疯狂小狗          | 疯狂小狗         | Hipidog/嘻皮狗  |
| CATLINK       | Hipidog/嘻皮狗  | Homerun/霍曼   |
| Hipidog/嘻皮狗   | Coleshome/寇丝 | Coleshome/寇丝 |
| PET TIME/宠物时间 | Medeho/麦德豪   | Medeho/麦德豪   |
| IRIS/爱丽丝      | Homerun/霍曼   | ZEZE         |
| 雪貂留香          | Uah/有哈       | IRIS/爱丽丝     |
| YOKEN/怡亲      | MIJIA/米家     | 宠趣汇          |
| Virbac/维克     | 御宠坊          | 神经猫          |

资料来源：天猫双十一战报，华安证券研究所

伴随着科学养宠观念的普及以及宠物主情感需求的增加，智能化、自动化逐渐成为宠物用品发展的重要方向之一。宠物智能用品根据使用途径可大致分为智能喂食设备、智能居住设备、智能玩具设备以及智能观察设备，使饲养者能够实现对宠物的自动喂养、动态监测、报警、失控保护等功能。

2022 年双十一期间，京东平台智能用品成交额同比提升 234%，其中能够满足人宠交互需求的智能摄像头、智能喂食器、智能猫砂盆得到宠物主的广泛关注。宠物在提供情感陪伴的同时也需要宠物主的细心养护和陪伴，我们认为，面对较为繁忙的工作节奏，懒人经济以及单身、独居经济的发展促进了宠物智能用品的繁荣。

图表 31 宠物智能用品分类及主要细分产品介绍

| 品类分类   | 细分产品  | 产品功能                       | 产品展示  |
|--------|-------|----------------------------|---|
| 智能喂食设备 | 智能饮水机 | 手机 app 智能操控出水，过滤水中毛发、碎屑等杂质 |  |

|        |       |   |   |
|--------|-------|---|---|
|        | 智能喂食器 | 手机 app 远程操控, 设定喂食计划, 定时定量安排宠物口粮, 部分产品双向语音对话 |    |
| 智能家居设备 | 智能烘干机 | 智能控制机箱温度, 快速烘干宠物毛发, 同时进行毛发护理                |    |
|        | 智能猫厕所 | 一键清理猫砂, 除臭抑菌, 并监测猫咪如厕健康信息                   |    |
|        | 智能猫窝  | 可设置恒温, 也可自动调节温度, 为宠物提供舒适环境                  |   |
| 智能玩具设备 | 伴宠机器人 | 陪伴宠物, 与宠物互动, 宠物主可通过摄像头实时监测宠物情况              |  |
|        | 智能逗宠棒 | 陪伴宠物, 远距离逗宠                                 |  |
| 智能观察设备 | 智能定位器 | 内设 GPS 定位系统, 宠物主可监测宠物行动轨迹, 实时查看宠物位置         |  |
|        | 智能摄像头 | 实时监测宠物情况, 语音互动                              |  |

资料来源: 头豹研究院、京东旗舰店, 华安证券研究所

在宠物智能用品市场高速增长的同时, 行业竞争日渐激烈。部分家用电器和家居品牌凭借自身在客群体量和智能化方面的优势进行了跨界布局, 宠物智能用品行

业呈现专业智能用品品牌、传统用品品牌以及跨界品牌共同竞争的格局。

图表 32 宠物智能用品品牌分类

| 品牌分类      | 核心优势                                      | 主要品牌                                      |
|-----------|---|---|
| 专业智能用品品牌商 | 在宠物智能用品品类方面覆盖面广，部分细分赛道优势突出，利于打造优质智能用品品牌形象 | 小佩 PETKIT、霍曼 Homerun、Catlink、逗爱 DOGCARE 等 |
| 传统宠物用品品牌商 | 在宠物用品行业经验丰富，有一定的客户和品牌基础                   | Pidan、多尼斯 Dogness、华元宠具 Hoopet 等           |
| 跨界品牌      | 资金雄厚，用户量大，销售渠道和产业链更加完备，产品可自产自销，销售范围覆盖广泛   | PAWBBY 猫猫狗狗科技（小米生态链）、松下电器 Panasonic、美的等   |

资料来源：头豹研究院、公司官网，华安证券研究所

### 3 产品创新+优质供应链，满足客户一站式需求

#### 3.1 全品类产品 SKU 丰富，持续创新产品不断迭代

作为全品类、大规模的综合性宠物产品供应商，公司拥有丰富的产品开发团队和快速响应的产品开发体系。产品中心在商品企划、创意设计、功能开发、打样检测等多方面实现了对窝垫、爬架、玩具、服饰等九大产品类别的全面覆盖。公司一方面对产品款式进行定期更新，在已拥有超过 5000 款基本产品的基础上，每年持续更新超 2000 款新品。另一方面，公司能够将客户的产品需求快速转换为产品设计，并针对客户所在地的市场特点，提出针对性的产品改进和调整意见，为公司与众多国际知名客户建立长期、稳定合作关系奠定基础。

图表 33 公司各类产品的图例及功能用途

| 产品品类 | 功能用途   | 部分产品图例介绍   |
|------|--|--|
| 猫爬架  | 猫爬架又称“猫跳台”，主要用于拓展猫的日常活动空间，满足其磨爪、玩耍、跳跃、休息的生活习性。     |  <p>可变复式猫爬架<br/>集玩乐、栖息、攀爬于一体，能同时满足 4-5 只猫咪的玩耍需求，可根据家庭空间组合成不同结构</p> <p>家居风格板式猫爬架<br/>采用环保生态木材料，结实稳固，具有承重力强、使用寿命长的特点，设计风格新颖、简约</p> <p>编织窝猫爬架<br/>针对大型宠物猫设计开发，采用 E1 级环保板材以及耐抓、耐摩擦厚实面料，结构稳固、结实</p> |
| 宠物窝垫 | 宠物窝垫主要用于宠物的睡眠与休憩，具有保暖、纳凉等功能，并强调健康、舒适、方便清洁与储藏的产品设计。 |  <p>舒适透气窝垫<br/>内部采用新型空气纤维材料，呈立体网状空间结构，表面搭配透气网格面料，散热均匀，可折叠</p> <p>健康驱虫狗床<br/>原材料上采用新型驱蚊助剂，对蚊虫起到驱离效果，对跳蚤、虱等具有良好的驱避作用</p> <p>抗菌材料窝垫<br/>采用新型抗菌针织面料，设透气孔，透气效果好，有助于抑制有害菌种的生成，保护宠物健康</p>             |

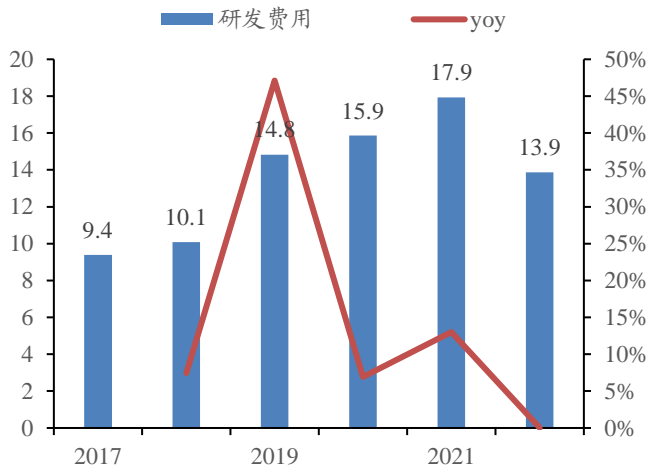
|               |  |  |
|---------------|--|--|
| <p>宠物食品</p>   | <p>公司通过跨境进口等方式授权销售渴望、爱肯拿、玛氏、雀巢、麦富迪等国际国内知名宠粮品牌及新食代自有品牌产品，并主要为猫、狗主粮食品。</p> |  <p>渴望猫粮      渴望犬粮      爱肯拿猫粮      爱肯拿犬粮      雀巢猫粮</p> |
| <p>宠物玩具</p>   | <p>宠物玩具主要用于宠物玩耍、锻炼，促进人宠互动，兼具耐咬、耐磨特性。</p>                                 |  <p>仿真电动老鼠      猫抓板游戏转盘      猫抓窝玩具      宠物觅食 IQ 垫</p>  |
| <p>电子宠物用品</p> | <p>电子宠物用品主要通过将电子技术应用于宠物产品，使相关产品具有智能喂宠、智能逗宠、定位防丢等功能。</p>                  |  <p>APP喂食器      电子饮水器      感应碗      喷泉饮水机</p>          |
| <p>宠物服饰</p>   | <p>宠物服饰主要用于宠物的出行、保暖、防护等，同时还兼具美观、耐磨、耐撕咬等特性。</p>                           |  <p>抗菌户外服饰      自发热宠物外套      安全反光救生衣      独角兽主题角色服</p> |
| <p>牵引出行用品</p> | <p>牵引出行用品主要用于宠物的出行、户外活动及户外近身控制等，满足宠物出行及户外防护的需求。</p>                      |  <p>户外牵引带      老年犬保护带      自行车遛狗牵引链      车用安全伸缩链</p>  |
| <p>清洁护理用品</p> | <p>清洁护理用品主要用于宠物的方便、清洁打理及护理等，同时兼具除臭、安全舒适等特性。</p>                          |  <p>宠物刷子      宠物除毛器      宠物拾便器      宠物洗澡刷</p>        |
| <p>宠物饮食产品</p> | <p>宠物饮食产品主要包括宠物的饮食饮水用具以及宠物粮食、零食等，此类产品具有适用性、安全性、可持续性和以宠为本的特点。</p>         |  <p>宠物水杯      慢食用具      储粮罐      宠物碗</p>             |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司十分重视产品研发与创新，不断提升研发费用投入以及技术开发的力度，持续通过应用新设计方案和制作方法推动产品结构优化以及毛利率的改善。2021年公司研发费用提升至1793万元，同比增长13.0%。目前主要在研项目包括宠物智能用品、宠物自助玩具以及对已有产品的创新设计等多个方向，促进了公司客户粘性的巩固提升以及营业收入的持续增长。

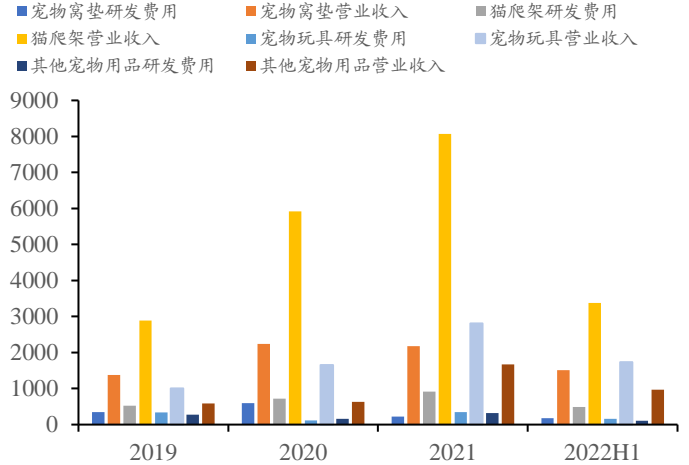


图表 34 2017-2022Q1-Q3 公司研发费用变化, 百万元



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 35 产品研发项目投入及相关直接产品销售收入, 万元



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 36 公司部分在研项目及进展 (截至 2022 年 6 月 30 日)

| 项目名称                  | 内容与目标   | 研发方式 | 研发进度 |
|-----------------------|---|------|------|
| 具有电子智能定位和计步功能的宠物项圈的研发 | 采用适宜的 GPS 定位技术和计步功能定位技术, 给宠物设计专门的宠物项圈, 供一种具备电子栅栏功能、宠物定位、灯光提示、语音互动功能的智能宠物项圈。产品类别有: 宠物项圈、吊坠、佩戴物等。   | 自主研发 | 研发中  |
| 具有智能除臭除菌的便携式宠物垫窝的研发   | 自上至下相互依次复合的抗菌层、光触媒层、除味层、阻燃层, 抗菌层采用银离子抗菌面料制成, 光触媒层采用纳米级二氧化钛材料制成, 除味层为活性炭颗粒层, 阻燃层采用晴棉面料制成。在宠物垫中添加光触媒层以净化宠物窝内空气, 能有效杀灭多种细菌, 并能将细菌或真菌释放出的毒素分解及无害化处理; 同时还具备除臭、抗污、净化空气等功能。  | 自主研发 | 研发中  |
| 集休憩玩耍于一身的多功能猫爬架的研发    | 提供多个独立单元柱, 通过不同数量的单元柱上下搭接到不同的高度, 再通过上连接件和下连接件的可拆卸连接而相连接, 连接方式简单快速, 便于操作, 连接后结构牢固, 整体稳定性强。对猫爬架进行了多层设置, 可以满足猫好动、好高的习性, 给猫的玩耍提供了较好的平台, 同时可提供猫玩耍、休息和饮食一体化的多功能性。   | 自主研发 | 研发中  |
| 防撞保暖性强的化纤制狗衣物的研发      | 宠物夜行衣服部分采用特殊反光材料涂层, 与宠物狗身体接触面积很小或者没有直接接触。衣服主体采用可充空气保暖衣物面料结构, 包括第一化纤布层, 第一聚氨酯膜层, 第二聚氨酯膜层及第二化纤布层; 第一化纤布层的一面与第一聚氨酯膜层的一面胶合连接所述第一聚氨酯膜层另一面的四周边缘与第二聚氨酯膜层的一面胶合连接所述第一聚氨酯膜层与第二聚氨酯膜层之间留有空隙, 穿着使用过程中, 可通过进气阀向上述两层聚氨酯膜层之间填充空气空气被密闭在两层聚氨酯膜之间使其具有保暖功能。 | 自主研发 | 研发中  |
| 基于舒适性的绑绳头戴式宠物自娱帽      | 采用硅胶件、注塑件等具有一定变形能力的材料构成具有成型硬质体的帽体, 用绑绳头戴的方式代替传统的包裹式的戴装方式, 减少  | 自主研发 | 研发中  |

|                   |  |      |     |
|-------------------|--|------|-----|
| 的研发               | 宠物的排斥性。自娱帽子的延伸端配有逗玩工具包括逗玩杆和位于逗玩杆自由端的玩具头，逗玩杆呈弯曲状，且逗玩杆下垂的自由端位于帽体的前侧，玩具头包括羽毛或飘带或铃铛。   |      |     |
| 智能滚动不倒翁摇摆式镭射玩具的研发 | 采用多点方位漏食技术，不倒翁摇摆的过程中多点方位会漏出食物。在不倒翁的球体里面安装电动芯片，在不倒翁摇摆的过程中芯片收到感应不仅会发出美妙的音乐，而且会从漏食孔发出不同频率的光芒，不倒翁摇摆的越厉害，发出的镭射光的频率越快，以此来增家宠物喂食过程中的乐趣。可供宠物玩耍的同时喂食，趣味性强，适合家居宠物玩乐喂食。 | 自主研发 | 研发中 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

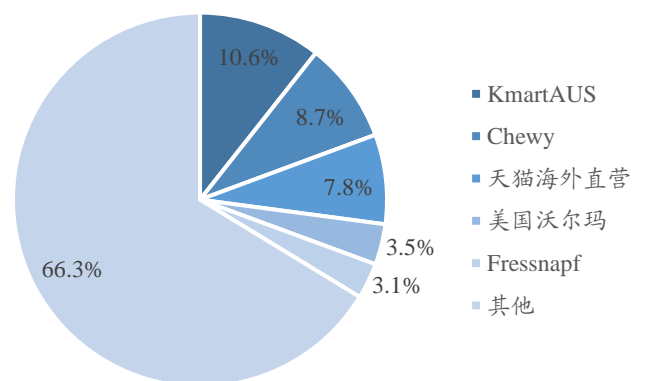
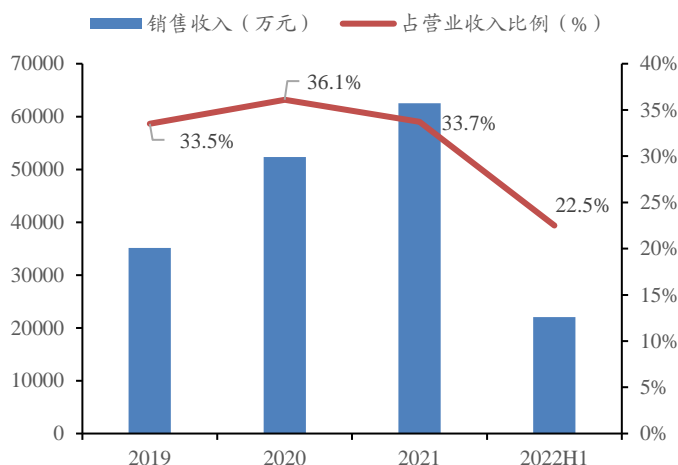
### 3.2 海外客户持续拓展，客户资源丰富稳定

公司凭借行业先发优势以及优质的产品供应能力同众多海外客户建立了长期稳定的合作关系，客户粘性较高，客户服务体系成熟，客户数量与渠道资源等方面逐步积累提升。公司合作客户广泛分布于欧洲、北美、大洋洲等主要发达地区，主要客户包括美国沃尔玛、Kmart AUS、TRS、Birgma、KOHANAN 等大型连锁商超，Amazon、Chewy 等国际知名电商，以及 Fressnapf、Petco 等大型宠物用品连锁企业等。

公司前五大客户销售收入占比稳定，整体客户分布相对分散，不存在严重依赖少数客户的情形。2021 年公司来自于欧洲、北美洲、大洋洲三大地区的收入占比分别为 19.9%、27.1%和 15.6%。广泛、均衡的业务结构在降低客户及市场集中风险的同时，为公司业务持续健康发展提供了重要的客户基础与渠道资源。

图表 37 2019-2022H1 公司前五大客户销售收入及占比

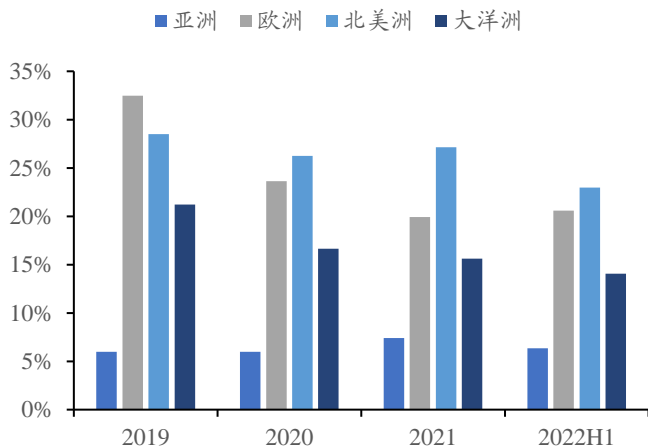
图表 38 2021 年公司前五大客户细分占比，%



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

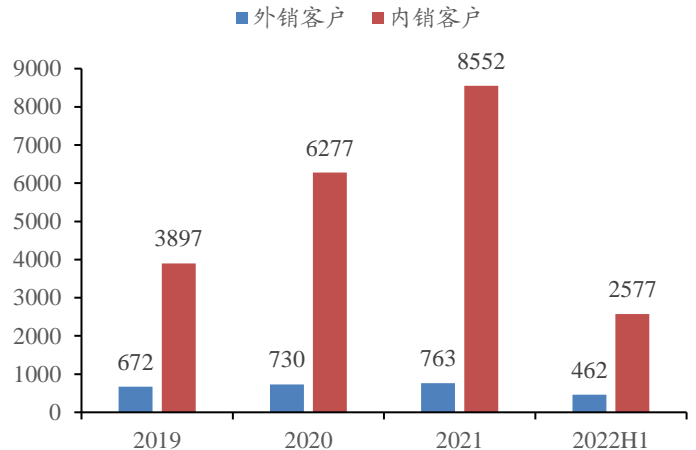
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 39 2019-2022H1 外销分地区占比, %



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 40 2019-2022H1 公司内销外销客户数量变化



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

客户开拓体系成熟, 在维系和深化现有客户合作的同时, 公司持续通过网络推广、参加展会等方式开发海外新客户公司, 2022 年, 公司进一步开发了德国知名宠物品牌商 HUNTER International GmbH、美国大型连锁超市 TARGET DVS 等新客户, 并接洽了法国连锁超市 Auchan Retail group、英国大型宠物零售商 Pets At Home Group、英国连锁零售商 Next PLC 等知名企业, 客户拓展成效显著。

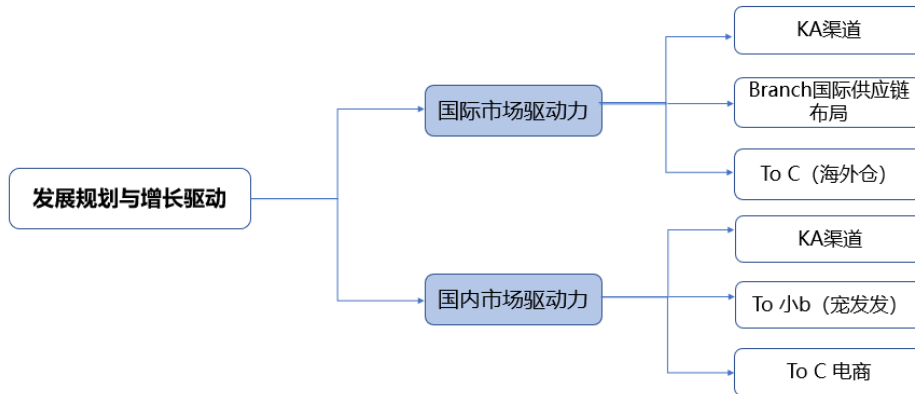
### 3.3 海内外协同发展, 线上线下全渠道布局

**海内外市场差异化战略, 线上与线下渠道并重。**根据海内外销售渠道分布以及产品偏好差异, 公司形成了以国内产业链为基础、以宠物用品为主要产品的国际业务模式, 以及以国际供应链为基础、以宠物食品为先导产品的国内拓展模式。

**针对海外市场,**未来公司将通过本地化团队和海外工厂布局, 进一步拓展与巩固 KA 渠道客户资源优势。**国内市场方面,**公司坚持线上线下综合布局, 将继续采取食品带动用品的境内市场经营策略, 以授权合作销售国际知名宠物粮食品牌产品为先导, 建立并巩固境内线上与线下销售渠道, 在跨境电商模式基础上进一步拓宽一般贸易渠道, 扩大进口宠物粮食品牌的合作范围。



图表 41 公司海内外市场增长驱动因素



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

根据目标客群不同，公司线上销售模式可以分为境内电商零售（B2C）、境内电商直销（B2B）、跨境电商零售以及平台寄售业务四种类型，其中 B2C 和 B2B 主要通过第三方平台建立自营品牌旗舰店与专营店，面向企业或消费者客户进行产品销售，跨境电商零售和平台寄售业务则分别通过亚马逊北美站和子公司杭州特旺开展。

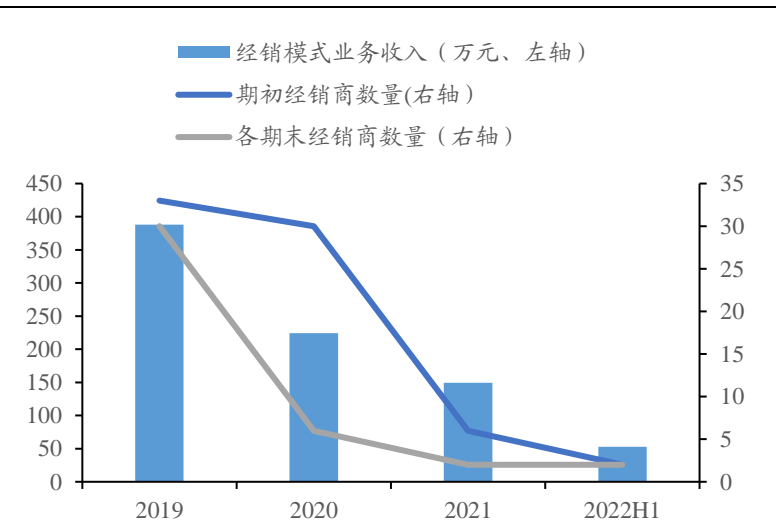
公司线下渠道主要通过批发、经销等模式进行产品销售，为面向零售商、批发商的线下直销渠道，随着我国宠物用品线上电商销售模式的快速发展，公司对线下经销模式进行了逐步缩减，目前公司以线上与直销渠道作为现阶段国内市场重点发展领域。

图表 42 第三方电商平台开设的主要店铺

| 主要电商平台 | 店铺名称             |
|--------|------------------|
| 1688   | 伊丽实力专营店          |
| 天猫     | 伊丽宠物用品旗舰店        |
| 京东     | 臻爱天元宠物用品旗舰店      |
| 天猫国际   | 元祐宠物海外专营店        |
| 拼多多    | 玛氏特旺专卖店          |
| 京东     | 元祐宠物海外专营店        |
| 抖音     | ACANA 爱肯拿官方海外旗舰店 |
| 抖音     | ORIJEN 渴望官方海外旗舰店 |
| 微信小程序  | 宠发发              |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 43 2019-2022H1 公司经销模式逐步缩减

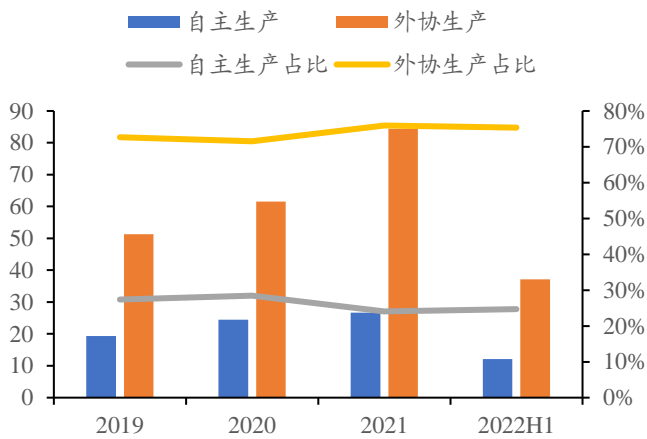


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

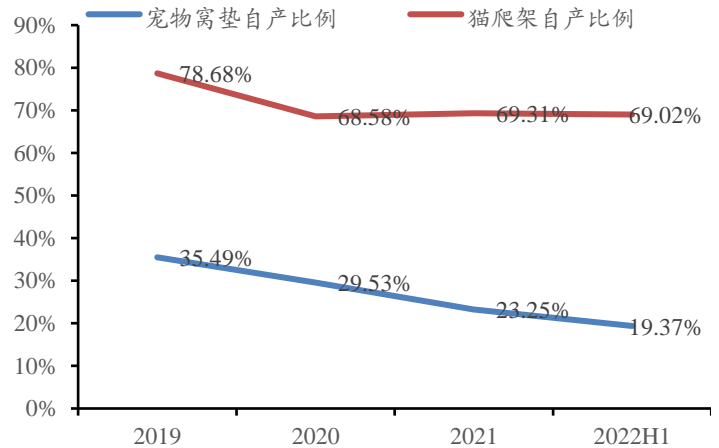
### 3.4 合理规划外协产能，供应链管理高效可靠

合理规划外协和自产产能，满足国际客户的“一站式”采购需求。公司突破了传统 ODM/OEM 模式，充分利用所在区域的轻工业产品生产配套资源，整体采取以外协加工为主的生产模式，仅对单位价值较高、产品相对标准化的宠物窝垫以及猫爬架产品采取部分自主生产，充分发挥产业链分工比较优势，将经营资源聚焦于产品开发设计、供应链管理及客户开拓维护等高附加值业务环节，实现了传统轻工业加工配套合作资源与公司新运营业态的融合。

图表 44 2019-2022H1 自产外协生产比例，百万元、%



图表 45 2019-2022H1 公司宠物窝垫、猫爬架自产比例

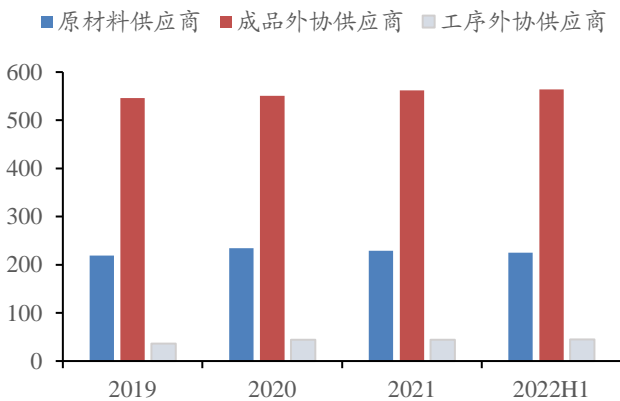


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

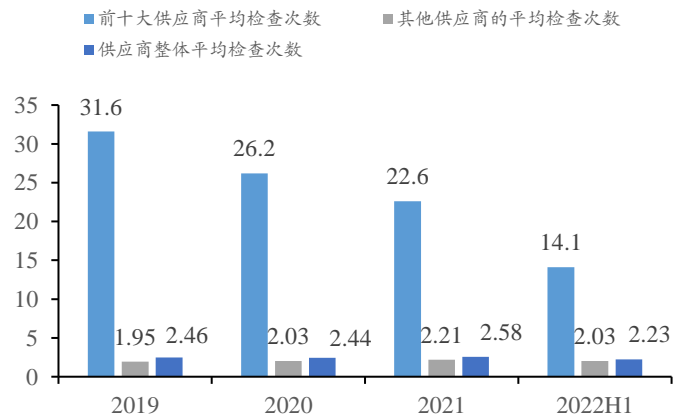
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

外协生产体系完整，严格供应商质量把控。在自主生产的基础上，公司建立了一套完整的外协生产管理体系，并成立了供应链中心负责供应商的筛选和评估工作，以保障外协生产产品质量的稳定和持续供应。同时由于供应商数量较多，公司对供应商实行分类管理，通过调查评估，将供应商分为战略、优先、普通、临时及淘汰五大类，根据产品订单的品类、规模、交期等要求对前四类供应商进行分类合作管理，以实现管理体系的稳定高效。

图表 46 2019-2022H1 不同供应商数量变化



图表 47 2019-2022H1 公司供应商平均检查次数变化



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**推动全球供应链布局，提高产品综合竞争力。**在持续推进境外子公司本土化服务的同时，公司通过建设海外仓实现产品在境外的快速流转以及运输成本降低，随着未来本土化团队和海外工厂的持续布局，公司国际市场本地化的设计、生产和销售有望进一步发展。

**产能合理规划，募资扩产助推企业发展。**截至 2021 年末，公司拥有宠物窝垫产能 200 万只，猫爬架产能 275 万套，产能利用率分别为 97.5%、98.7%，均处于较高水平。为进一步满足市场需求的增长与变化，公司计划通过湖州天元技术改造升级项目新增猫爬架产能 71.5 万套，新增复合材质猫爬架产能 160 万套以及电子类宠物用品产能 393 万套，通过引入先进的生产设备和生产流水线提高产品生产效率和自动化水平，满足国内外客户对宠物产品日益多样化的产品需求。

**图表 48 公司募投项目介绍**

| 项目           | 项目内容  | 投资额         | 建设期 |
|--------------|---|-------------|-----|
| 湖州天元技术改造升级项目 | 拟对湖州天元猫爬架生产基地进行技术升级改造,进一步提高公司猫爬架的产能。                              | 5081.90 万元  | 2 年 |
| 杭州鸿旺生产基地建设项目 | 拟对新建的杭州鸿旺宠物用品生产基地进行装修工程建设,购置先进的生产设备和配套设施,扩大公司猫爬架和电子类宠物用品的产能。      | 23514.22 万元 | 2 年 |
| 天元物流仓储中心建设项目 | 拟在杭州余杭经济开发区建设物流仓储中心,在现有仓储容量的基础上升级搭建智能化的物流仓储体系。                    | 19035.16 万元 | 2 年 |
| 产品技术开发中心建设项目 | 拟对公司产品技术开发各部门进行软硬件设备设施升级建设,并引进一批高素质的产品开发人员。                       | 4991.91 万元  | 2 年 |
| 电子商务及信息化建设项目 | 建设公司的电子商务运营系统,提高线上收入占比,优化公司的收入渠道结构;建设公司的信息化体系,提高各部门协同工作效率与公司管理水平。 | 6335.25 万元  | 2 年 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

## 4 盈利预测、估值及投资评级

### 4.1 盈利预测

#### (1) 猫爬架

公司猫爬架产品实行自主生产为主，外协生产为辅的生产方式，为公司主要优势产品。2022 年，受海运条件限制以及客户库存调整影响，部分海外客户暂时减少了猫爬架产品的采购，业务增速有所放缓，伴随着海外客户库存逐步消化以及自产产能建设逐步推进，我们预计，公司猫爬架产品 2022-2024 年收入为 4.22 亿元、4.86 亿元、5.73 亿元；同比增速分别为 5.0%、15.0%、18.0%。

#### (2) 宠物窝垫

公司宠物窝垫产品实行自主生产与外协相结合的生产方式，为公司主要优势产品。2022 年，受海运条件限制以及客户库存调整影响，部分海外客户暂时减少了大体积窝垫的采购，业务增速有所放缓，随着公司海外市场的持续开拓以及客户库存

的逐步消化,公司宠物窝垫业务有望实现持续增长。我们预计,公司宠物窝垫产品 2022-2024 年收入为 3.67 亿元、4.00 亿元、4.48 亿元;同比增速分别为 3.0%、9.0%、12.0%。

### (3) 宠物玩具及其他宠物用品

公司宠物玩具及其他宠物用品均采用外协生产方式,产品种类繁多,规格各异,迭代更新速度较快,伴随客户持续开拓以及产品持续更新,相关产品有望持续稳定增长,我们预计,公司宠物玩具 2022-2024 年营业收入为 3.95 亿元、4.46 亿元、5.13 亿元,同比增速为 7%、13%、15%。公司其他宠物用品 2022-2024 年营业收入为 4.42 亿元、5.44 亿元、6.96 亿元,同比增速为 20%、23%、28%。

### (4) 宠物食品

公司销售的宠物食品以外购的进口品牌产品为主,受益于公司对国内宠物食品渠道的投入以及国内宠粮高端化趋势,公司宠物食品业务有望快速增长。我们预计,公司 2022-2024 年宠物食品收入 4.91 亿元、7.37 亿元、11.06 亿元,同比增速为 48%、50%、50%。

**图表 49 公司收入成本预测表,百万元、%**

| 合计            | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 (百万元)    | 767.3       | 886.7       | 1048.7      | 1450.4      | 1854.3      | 2144.8       | 2639.8       | 3362.8       |
| yoy           | 31.5%       | 15.6%       | 18.3%       | 38.3%       | 27.9%       | 15.7%        | 23.1%        | 27.4%        |
| 营业成本 (百万元)    | 550.9       | 648.1       | 765.1       | 1151.1      | 1513.6      | 1737.9       | 2142.8       | 2732.3       |
| 毛利率           | 28.2%       | 26.9%       | 27.0%       | 20.6%       | 18.4%       | 19.0%        | 18.8%        | 18.7%        |
| 毛利 (百万元)      | 216.3       | 238.6       | 283.7       | 299.3       | 340.7       | 406.9        | 497.0        | 630.5        |
| yoy           | 27.9%       | 10.3%       | 18.9%       | 5.5%        | 13.8%       | 19.4%        | 22.2%        | 26.9%        |
| <b>猫爬架</b>    | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 收入            | 170.0       | 168.9       | 239.7       | 348.4       | 402.1       | 422.2        | 485.6        | 573.0        |
| yoy           | 42.0%       | -0.6%       | 41.9%       | 45.3%       | 15.4%       | 5.0%         | 15.0%        | 18.0%        |
| 成本            | 120.7       | 121.1       | 170.6       | 247.4       | 299.0       | 311.2        | 352.0        | 410.8        |
| 毛利率           | 29.0%       | 28.3%       | 28.8%       | 29.0%       | 25.6%       | 26.3%        | 27.5%        | 28.3%        |
| 毛利            | 49.3        | 47.8        | 69.2        | 101.0       | 103.1       | 111.0        | 133.5        | 162.2        |
| <b>宠物窝垫</b>   | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 收入            | 216.5       | 235.3       | 255.5       | 304.8       | 356.0       | 366.7        | 399.7        | 447.7        |
| yoy           | 36.7%       | 8.7%        | 8.5%        | 19.3%       | 16.8%       | 3.0%         | 9.0%         | 12.0%        |
| 成本            | 154.4       | 171.2       | 185.5       | 221.1       | 266.2       | 271.4        | 291.4        | 325.5        |
| 毛利率           | 28.7%       | 27.3%       | 27.4%       | 27.5%       | 25.2%       | 26.0%        | 27.1%        | 27.3%        |
| 毛利            | 62.1        | 64.2        | 70.0        | 83.7        | 89.8        | 95.3         | 108.3        | 122.2        |
| <b>宠物玩具</b>   | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 收入            | 202.7       | 225.5       | 242.9       | 242.1       | 368.9       | 394.7        | 446.0        | 512.9        |
| yoy           | 26.9%       | 11.2%       | 7.7%        | -0.3%       | 52.4%       | 7.0%         | 13.0%        | 15.0%        |
| 成本            | 142.9       | 162.8       | 174.0       | 173.8       | 274.9       | 292.5        | 326.9        | 374.4        |
| 毛利率           | 29.5%       | 27.8%       | 28.4%       | 28.2%       | 25.5%       | 25.9%        | 26.7%        | 27.0%        |
| 毛利            | 59.8        | 62.7        | 68.9        | 68.3        | 94.0        | 102.2        | 119.1        | 138.5        |
| <b>其他宠物用品</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |

|             |             |             |             |             |             |              |              |              |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入          | 160.4       | 213.4       | 270.2       | 279.8       | 368.3       | 441.9        | 543.6        | 695.8        |
| yoy         | 22.6%       | 33.0%       | 26.6%       | 3.5%        | 31.6%       | 20.0%        | 23.0%        | 28.0%        |
| 成本          |             | 155.8       | 197.7       | 209.9       | 290.2       | 344.3        | 421.3        | 535.8        |
| 毛利率         |             | 27.0%       | 26.8%       | 25.0%       | 21.2%       | 22.1%        | 22.5%        | 23.0%        |
| 毛利          |             | 57.6        | 72.5        | 69.9        | 78.1        | 97.7         | 122.3        | 160.0        |
| <b>宠物食品</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 收入          | 1.5         | 36.3        | 36.5        | 268.5       | 332.0       | 491.4        | 737.1        | 1105.6       |
| yoy         |             | 2369.4%     | 0.6%        | 635.7%      | 23.6%       | 48.0%        | 50.0%        | 50.0%        |
| 成本          |             | 30.5        | 33.4        | 236.5       | 303.7       | 434.9        | 663.4        | 995.1        |
| 毛利率         |             | 16.1%       | 8.4%        | 11.9%       | 8.5%        | 11.5%        | 10.0%        | 10.0%        |
| 毛利          |             | 5.9         | 3.1         | 32.0        | 28.3        | 56.5         | 73.7         | 110.6        |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

天元宠物是我国全品类、大规模的综合型宠物产品提供商。宠物用品方面，随着海外客户的持续开拓以及客户库存逐渐消化，公司用品业务有望恢复平稳增长；宠物食品方面，公司以食品带动用品、拓展国内渠道的发展战略推进良好，受益于渠道建设成果以及国内宠食高端化趋势，公司宠物食品业务有望持续高增。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 21.45 亿元、26.40 亿元、33.63 亿元，同比增长 15.7%、23.1%、27.4%，对应归母净利润 1.25 亿元、1.56 亿元、2.00 亿元，同比增速为 16.3%、25.1%、27.6%，对应 EPS 分别为 1.39 元、1.74 元、2.22 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示：

境外市场环境变化风险；新产品开发及推广风险；宠物粮食授权经营风险；汇率波动风险；出口退税政策变化风险；海外污染事件发酵风险等。

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |      | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2021 | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>流动资产</b>    | 764  | 1994   | 2189  | 2591  |  |
| 现金             | 181  | 1451   | 1340  | 1676  |  |
| 应收账款           | 290  | 267    | 428   | 451   |  |
| 其他应收款          | 11   | 23     | 14    | 36    |  |
| 预付账款           | 63   | 64     | 84    | 104   |  |
| 存货             | 197  | 177    | 300   | 300   |  |
| 其他流动资产         | 22   | 13     | 23    | 23    |  |
| <b>非流动资产</b>   | 481  | 598    | 647   | 713   |  |
| 长期投资           | 0    | 0      | -1    | -1    |  |
| 固定资产           | 349  | 460    | 505   | 572   |  |
| 无形资产           | 42   | 41     | 40    | 38    |  |
| 其他非流动资产        | 89   | 97     | 103   | 103   |  |
| <b>资产总计</b>    | 1245 | 2592   | 2836  | 3303  |  |
| <b>流动负债</b>    | 369  | 585    | 673   | 941   |  |
| 短期借款           | 131  | 241    | 317   | 410   |  |
| 应付账款           | 161  | 253    | 244   | 398   |  |
| 其他流动负债         | 77   | 91     | 112   | 133   |  |
| <b>非流动负债</b>   | 107  | 107    | 107   | 107   |  |
| 长期借款           | 103  | 103    | 103   | 103   |  |
| 其他非流动负债        | 3    | 3      | 3     | 3     |  |
| <b>负债合计</b>    | 476  | 691    | 780   | 1048  |  |
| 少数股东权益         | -1   | -1     | -1    | -2    |  |
| 股本             | 68   | 90     | 90    | 90    |  |
| 资本公积           | 218  | 1203   | 1203  | 1203  |  |
| 留存收益           | 484  | 609    | 765   | 965   |  |
| 归属母公司股东权       | 769  | 1901   | 2058  | 2257  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1245 | 2592   | 2836  | 3303  |  |

| 现金流量表          |      | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2021 | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 24   | 319    | -78   | 378   |  |
| 净利润            | 107  | 125    | 156   | 199   |  |
| 折旧摊销           | 29   | 44     | 43    | 54    |  |
| 财务费用           | 18   | 6      | 9     | 12    |  |
| 投资损失           | -17  | 10     | 8     | 3     |  |
| 营运资金变动         | -129 | 129    | -299  | 105   |  |
| 其他经营现金流        | 252  | 2      | 460   | 99    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -27  | -171   | -100  | -123  |  |
| 资本支出           | -50  | -153   | -87   | -120  |  |
| 长期投资           | 18   | 0      | 0     | 0     |  |
| 其他投资现金流        | 5    | -18    | -14   | -3    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 37   | 1121   | 67    | 81    |  |
| 短期借款           | 42   | 110    | 76    | 93    |  |
| 长期借款           | 5    | 0      | 0     | 0     |  |
| 普通股增加          | 0    | 23     | 0     | 0     |  |
| 资本公积增加         | 0    | 985    | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流        | -11  | 4      | -9    | -12   |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 26   | 1270   | -111  | 337   |  |

| 利润表             |      | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2021 | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>营业收入</b>     | 1854 | 2145   | 2640  | 3363  |  |
| 营业成本            | 1514 | 1738   | 2143  | 2732  |  |
| 营业税金及附加         | 7    | 9      | 11    | 14    |  |
| 销售费用            | 115  | 142    | 176   | 226   |  |
| 管理费用            | 57   | 71     | 88    | 112   |  |
| 财务费用            | 20   | 5      | 5     | 8     |  |
| 资产减值损失          | -4   | -6     | -5    | -5    |  |
| 公允价值变动收益        | -11  | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 17   | -10    | -8    | -3    |  |
| <b>营业利润</b>     | 130  | 151    | 189   | 241   |  |
| 营业外收入           | 0    | 0      | 0     | 0     |  |
| 营业外支出           | 0    | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>利润总额</b>     | 130  | 151    | 189   | 241   |  |
| 所得税             | 23   | 26     | 33    | 42    |  |
| <b>净利润</b>      | 107  | 125    | 156   | 199   |  |
| 少数股东损益          | 0    | 0      | 0     | -1    |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 107  | 125    | 156   | 200   |  |
| EBITDA          | 173  | 216    | 250   | 311   |  |
| EPS (元)         | 1.59 | 1.39   | 1.74  | 2.22  |  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 27.9% | 15.7% | 23.1% | 27.4% |
| 营业利润            | -4.7% | 16.0% | 25.2% | 27.6% |
| 归属于母公司净利        | -5.8% | 16.3% | 25.1% | 27.6% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 18.4% | 19.0% | 18.8% | 18.7% |
| 净利率 (%)         | 5.8%  | 5.8%  | 5.9%  | 5.9%  |
| ROE (%)         | 14.0% | 6.6%  | 7.6%  | 8.8%  |
| ROIC (%)        | 11.7% | 6.3%  | 6.9%  | 7.6%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 38.2% | 26.7% | 27.5% | 31.7% |
| 净负债比率 (%)       | 61.9% | 36.4% | 37.9% | 46.5% |
| 流动比率            | 2.07  | 3.41  | 3.25  | 2.75  |
| 速动比率            | 1.31  | 2.98  | 2.65  | 2.30  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.59  | 1.12  | 0.97  | 1.10  |
| 应收账款周转率         | 7.50  | 7.70  | 7.60  | 7.65  |
| 应付账款周转率         | 8.86  | 8.40  | 8.62  | 8.51  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.59  | 1.39  | 1.74  | 2.22  |
| 每股经营现金流         | 0.27  | 3.55  | -0.87 | 4.20  |
| 每股净资产           | 11.87 | 21.13 | 22.86 | 25.08 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 0.00  | 27.01 | 21.59 | 16.91 |
| P/B             | 0.00  | 1.77  | 1.64  | 1.50  |
| EV/EBITDA       | 0.34  | 10.53 | 9.85  | 7.13  |

资料来源:公司公告,华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。