

天元宠物（301335）深度研究报告

深耕宠物用品二十年，专注自身“平台化”能力

- ❖ **天元宠物：全球领先的多系列、全品类宠物产品供应商。**天元深耕宠物用品二十余年，形成了完善的全球化供应体系和高柔性化生产能力，海外市场基本盘强势稳健，同时公司敏锐感知到本土市场对高端宠物主粮的强烈需求，积极布局宠物主粮赛道，创造成长新看点。2022年上半年公司海外业务收入为5.72亿元，占比66.23%，毛利率为24.80%；国内宠物食品业务收入为1.97亿元，占比22.75%，毛利率为14.10%。截止至2022年三季报，公司净利率水平为6.28%。
- ❖ **海外基本盘：柔性化生产能力极佳，“海外仓”战略向小B发力。**
 - 1) **海外市场特点为“大规模、稳增长、弱品牌”。**全球宠物用品市场规模由2017的334.19亿美元上涨至2021年的447.63亿美元，年复合增长率为7.58%，市场空间广阔（2021年约为中国的9倍）。同时受宠物用品品类繁多的特点影响，成熟的欧美宠物用品市场集中度也较低，未能形成品牌效应。
 - 2) **凭借高柔性化生产能力，公司多年来与海外大B客户合作稳定，规模逐年提升。**海外大型采购方一站式、多频次的购买需求催生了宠物用品多产线、小批量生产模式，要求供货商具备较高的柔性化生产能力。而天元地处浙江，具备天然的柔性化生产基因，同时借助高效供应链管理体系不断增长自身柔性化生产能力，形成了较高的客户满意度与粘性，收入规模逐年增长。2018年-2021年，公司境外营业收入由8.2亿元增长至13.21亿元，2021年同比增长23.56%。
 - 3) **快速响应客户结构变化，布局海外仓、力拓小B端。**海外电商的兴起催生了许多小B端客户，这意味着订单更加小批量化、分散化，导致运输成本偏高。公司顺应时代趋势，开拓海外仓销售模式，未来将持续发力海外仓模式，在澳大利亚、美国、欧洲等地建立生产基地，帮助公司解决产品密度不高运费较为昂贵等问题，同时也拉近了与小B端客户的距离，有助于公司进一步开拓小B端客户。
- ❖ **国内高成长：布局高端主粮，“食品带用品”模式为公司渠道力强大赋能。**
 - 1) **国内宠物高端主粮市场海外品牌仍然占据绝对优势，以玛氏、雀巢为代表的海外企业占据大部分宠物干粮中高端市场。公司于22年晋升一级分销商，渴望、爱肯拿两大硬通货助力公司主粮业务量利齐升。**2022年上半年公司宠物食品销售收入1.97亿元，同比增长19.52%，毛利率为14.10%，较2021年增长5.58pct；23年公司将继续引入比利玛格、普瑞纳两大海外知名主粮品牌，与原有代理品牌属于不同细分赛道，将推动公司主粮板块进一步增长。
 - 2) **当前国内宠物行业集中度仍较低，渠道环节沉淀利润较多。**公司以高端宠物主粮开拓渠道，加深终端门店客户粘性；同时，开发宠发平台，进一步增强渠道把控能力，提升自身盈利水平。长期看，深耕渠道有利于其适时推广自有品牌，顺利完成从ODM到品牌端的延伸转型。
- ❖ **募投项目：“湖州天元技术改造升级项目”和“杭州鸿旺生产基地建设项目”完工后合计新增231.5万套猫爬架产能和393万套电子宠物用品产能，助力公司扩大核心产品产能，使得公司营收能力进一步提升；同时物流、研发、线上齐发力，为公司渠道建设、平台化转型进行配套设施建设，进一步增强企业的市场竞争力。**
- ❖ **投资建议：**公司海外基本盘盈利稳定，国内业务快速增长且盈利能力较强。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为22.20/28.69/34.33亿元，同比增速为19.71%/29.25%/19.66%；对应2022-2024年归母净利润分别为1.20/1.70/1.98亿元，同比增长11.67%/42.43%/15.42%。EPS分别为1.33、1.89、2.18元/股，当前股价对应PE为28、20、17倍。根据可比公司估值法，给予公司23年24XPE，目标价约为45元，同时参考现金流折现估值法，通过绝对估值得出的结论交叉验证。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**汇率波动风险，国际政治经济环境变化风险，生产模式依赖外协风险，品牌代理业务续约风险。

推荐（首次）

目标价：45元

当前价：38.23元

华创证券研究所

证券分析师：雷轶

邮箱：leiyi@hcyjs.com

执业编号：S0360522060001

证券分析师：陈鹏

电话：021-20572579

邮箱：chenpeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360521080002

证券分析师：肖琳

邮箱：xiaolin@hcyjs.com

执业编号：S0360523020003

联系人：顾超

邮箱：guchao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	9,000.00
已上市流通股(万股)	2,133.88
总市值(亿元)	34.41
流通市值(亿元)	8.16
资产负债率(%)	40.02
每股净资产(元)	12.81
12个月内最高/最低价	44.88/35.18

市场表现对比图(近12个月)



主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	1,854	2,220	2,869	3,433
同比增速(%)	27.9%	19.7%	29.3%	19.7%
归母净利润(百万)	107	120	170	198
同比增速(%)	-5.8%	11.7%	42.4%	15.4%
每股盈利(元)	1.59	1.33	1.89	2.18
市盈率(倍)	23	28	20	17
市净率(倍)	3.3	3.7	3.1	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年2月21日收盘价

投资主题

报告亮点

1、总结宠物用品 B 端客户“小批量、多批次、全品类”特点，突出柔性化生产能力的重要性。海外大型采购方一站式、多频次的购买需求催生了宠物用品多产线、小批量生产模式，这就要求企业拥有提供全品类宠物用品快速响应生产的能力，即企业的柔性化生产能力是宠物用品行业核心的竞争力。

2、分析宠物终局性市场，得出宠物用品“弱品牌”的行业特性，渠道为产业链利润沉淀最深环节。本报告通过分析美国宠物成熟市场宠物用品品牌市占率，得出宠物用品弱品牌消费特点。深入分析“弱品牌”行业，渠道掌控能力的重要性，强调公司应该持续打造自身渠道能力。

3、提出食品带用品的新思路，或可为“弱品牌”宠物用品行业开拓新方向。宠物食品具备较强的品牌效应，当今国内中高端干粮市场，海外品牌仍然占据绝对优势，通过代理知名宠物食品吸引客户入驻自有渠道平台，未来有望借助渠道平台，孕育属于自己的用品品牌。

投资逻辑

短期来看，海外基本盘持续稳定盈利，国内宠物食品高增颇具看点。长期来看，公司于国内市场借助公司所代理宠物食品的流量为公司小 B 端平台“宠发发”引流，注重自身平台能力建设，未来能够在孕育到一定成熟度时帮助企业进行快速扩张，届时公司将迎来新一轮业绩增长空间。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 22.20/28.69/34.33 亿元，同比增速为 19.71%/29.25%/19.66%；对应 2022-2024 年归母净利润分别为 1.20/1.70/1.98 亿元，同比增长 11.67%/42.43%/15.42%。EPS 分别为 1.33、1.89、2.18 元/股。根据可比公司估值法，给予公司 23 年 24XPE，目标价约为 45 元，同时参考现金流折现估值法，通过绝对估值得出的结论交叉验证。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 公司是全球领先的多系列、全品类宠物产品供应商.....	7
（一） 公司历史：二十年宠物用品耕耘，奠定全球布局	7
（二） 公司业务：多系列、全品类宠物产品，对单一客户依赖程度较低.....	7
（三） 股权架构：集中稳定	10
（四） 公司业绩：2022 年 3 季度恢复高速增长，整体毛利率水平有所下降.....	11
二、 宠物经济乘风起，未来市场空间可期.....	13
（一） “它”经济顺风而行，多年来快速增长.....	13
（二） 宠物用品：海外需求颇具韧性，国内市场空间广阔	14
1、 欧美和澳洲用品市场稳定增长	14
2、 国内：市场空间广阔，格局高度分散	18
（三） 宠物食品：高端市场外资品牌难以撼动，中端市场外牌认可度较高.....	19
三、 柔性化生产能力颇佳，用品“弱品牌时代”深耕渠道建设.....	21
（一） 海外基本盘：柔性化生产能力极佳，“海外仓”战略向小 B 发力	21
1、 柔性化生产能力满足一站式、多频次购买需求	21
2、 海外电商、小 B 端客户兴起，海外仓顺应时代趋势	23
（二） 国内高成长：积极布局高端主粮，“食品带用品”模式为加深公司渠道力 ..	24
1、 当前代理品牌渠道、价格双优，硬通货战队再度扩张	24
2、 弱品牌时代，渠道为王	26
四、 扩大公司核心产品产能，物流、研发、线上齐发力.....	27
五、 盈利预测与估值分析.....	29
（一） 盈利预测	29
（二） 估值分析	30
六、 风险提示	31

图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 公司主要客户合作建立时间	7
图表 3 公司产品介绍	8
图表 4 渴望、爱肯拿部分产品一览	9
图表 5 公司前五大客户变动情况	9
图表 6 天元宠物股权架构	10
图表 7 公司高管团队基本信息	10
图表 8 公司 2017-2022Q3 营业收入及同比增速	11
图表 9 公司 2017-2022Q3 归母净利润及同比增速	11
图表 10 北美市场为公司最主要的境外市场（亿元）	11
图表 11 宠物食品高增为公司营收增长注入新动力（亿元）	11
图表 12 宠物食品毛利率改善较为明显	12
图表 13 公司两大代工产品均自主生产毛利率更高	12
图表 14 公司 2017-2022Q3 期间费用率	12
图表 15 同行业公司 2017-2022Q3 期间费用率	12
图表 16 中国宠物行业市场规模及增速	13
图表 17 宠物消费规模随居民可支配收入增长	14
图表 18 单宠年消费金额达 5000 元+	14
图表 19 中国及其它国家家庭宠物渗透率	14
图表 20 美国/西欧为宠物用品主要消费地(2021)	15
图表 21 美国宠物用品市场规模及增速	15
图表 22 西欧宠物用品市场规模及增速	15
图表 23 澳洲宠物用品市场规模及增速	15
图表 24 美国宠物猫狗用品市场各品类分布情况	16
图表 25 欧元区 HICP、核心 HICP 创历史新高（单位：%）	16
图表 26 美国宠物用品企业集中度仍处于较低水平	17
图表 27 美国宠物用品市场前十企业（2021）	17
图表 28 美国宠物用品品牌集中度近十年未有明显变化	17
图表 29 美国宠物用品市场前十品牌（2021）	17
图表 30 美国宠物用品市场线上渠道占比快速提升	18
图表 31 中国宠物用品市场规模及增速	18
图表 32 中国宠物行业 2019-2021 消费结构	18
图表 33 中国宠物用品企业集中度有所提升	19

图表 34 中国宠物用品市场前十企业（2021）	19
图表 35 宠物用品品牌集中度与企业集中度差异小	19
图表 36 中国宠物用品市场前十品牌（2021）	19
图表 37 中国宠物食品市场主要以主粮为主	20
图表 38 玛氏宠物食品市占率仍居中国第一（2021）	20
图表 39 高端狗干粮外资企业市占率较高（2021）	20
图表 40 高端猫干粮前四大外资企业合计市占率超 50%（2021）	20
图表 41 高端猫干粮市场难以撼动	21
图表 42 高端狗干粮市场仍有差距	21
图表 43 猫干粮各类型规模及增速	21
图表 44 狗干粮各类型规模及增速	21
图表 45 公司 2021 年产品生产结构	22
图表 46 公司 2017-2021 分地区营收占比	22
图表 47 浙江省工业布局齐全，轻工业具有天然优势	22
图表 48 高效供应链管理体系	23
图表 49 大 B 客户与小 B 客户特点	23
图表 50 海外仓系统流程	24
图表 51 跨境电商相比大宗贸易进口优势明显	24
图表 52 公司跨境电商渠道为其优势渠道	25
图表 53 公司宠物主粮营收规模及同比增速	25
图表 54 21 年同行业公司主粮营收对比（亿元）	25
图表 55 比利玛格、普瑞纳部分产品一览	26
图表 56 中国宠物市场渠道加价率高	27
图表 57 美国成熟宠物市场渠道加价率也较高	27
图表 58 公司渠道品牌发展模式	27
图表 59 智能宠物用品渗透率	28
图表 60 智能宠物用品 2019-2021 消费结构	28
图表 61 公司募投项目情况（单位：万元）	29
图表 62 公司营业收入拆分（单位：百万元）	30
图表 63 可比公司估值对比（截止 2023 年 2 月 17 日）	30

一、公司是全球领先的多系列、全品类宠物产品供应商

公司主要从事宠物用品的设计开发、生产和销售业务。公司产品布局多系列、全品类，包括宠物窝垫、猫爬架、宠物玩具、宠物服饰、电子智能宠物用品以及宠物食品等。公司以“让宠爱、更健康”为使命，围绕猫、狗等主流宠物进行了多样性、创新性、互动性的产品设计，凭借高效、可靠的供应链管理体系，产品畅销海外各地。

（一）公司历史：二十年宠物用品耕耘，奠定全球布局

公司创业团队于1998年开始从事宠物用品生产经营，历经二十年耕耘，已在全球建立供应体系，奠定了公司全球布局。公司最早于2001年与德国THOMAS建立合作关系，首次涉足海外业务；2007年同美国最大的连锁零售企业之一——沃尔玛合作，进入北美市场，而后同Petco、Chewy、Amazon等知名零售企业建立合作关系进一步开拓北美市场；2020年增加宠物食品代理业务、进军国内市场，自此形成多系列、全品类产品布局。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券整理

图表 2 公司主要客户合作建立时间

地区	合作关系建立时间
欧洲	2001: THOMAS、2008: Birgma、2010: Fressnapf、2011: KIK、2013: Vershold
亚洲	2006: KOHNAN、2011: CAINZ/Komeri、2020: 天猫海外直营
北美洲	2007: 沃尔玛、2010: Petco、2012: PET SUPPLIES PLUS、2016: Chewy、2018: Amazon
大洋洲	2003: TRS、2011: Kmart Aus/Woolworths
南美洲	2008: CENCOSUD

资料来源：公司招股书，华创证券

（二）公司业务：多系列、全品类宠物产品，对单一客户依赖程度较低

公司的主要产品包括宠物窝垫、猫爬架、宠物玩具以及电子宠物用品、宠物服饰、宠物牵引用具等。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、休息的活动需求；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，并产品设计要求满足健康、舒适、方便清洁等特点。公司其他产品主要包括宠物玩具、电子用品、宠物服饰、牵引用具、清洁用具等宠物生活产品。宠物食品代理品牌有渴望、爱肯拿、比利玛格、亚敏等。

图表 3 公司产品介绍

	用途说明	样品展示
猫爬架	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 DIY 组装猫爬架 加粗麻柱猫爬架</p>
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 凉感牛津布帐篷 环保面料窝垫</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>仿真电动老鼠 宠物 IQ 益智玩具 食物弹射枪</p>
电子宠物产品	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>APP 喂食器 GPS 定位器 遥控漏食玩具车</p>
宠物日常用品	包括宠物服饰、出行牵引绳、清洁、饮食等日常用品,保障宠物日常需要	 <p>大型宠物户外服 户外牵引带 宠物猫砂 宠物碗</p>
宠物食品	公司通过跨境进口等方式销售渴望、爱肯拿等国际知名宠粮品牌产品,主要产品包括猫粮和犬粮	 <p>渴望猫粮 渴望犬粮 爱肯拿猫粮 爱肯拿犬粮</p>

资料来源: 公司招股书, 华创证券

渴望和爱肯拿是宠物主粮市场硬通货。渴望和爱肯拿都属于全球领先宠物食品企业冠军旗下品牌, 主打宠物食品高端市场, 经过多年的发展已成为我国宠物主粮界的标杆, 广受消费者喜爱。渴望品牌下有猫粮和狗粮两个系列, 其中猫粮主要有五大品类, 狗粮有六大品类, 基本覆盖全年龄段、全品种犬猫。

爱肯拿与渴望相比同厂同源, 配方相近, 覆盖品类与渴望相似。其价格略低于渴望, 在含肉量、蛋白质含量、Omega3/6、牛磺酸以及 DHA 含量也略低于渴望, 整体上来说属

于渴望的低配版。两大品牌均定位于中高端市场，价格上渴望高于爱肯拿，二者并不存在直接竞争，均为各自价格带中的明星产品，能够帮助公司覆盖更多范围的消费者。

图表 4 渴望、爱肯拿部分产品一览

品类	产品一览
渴望狗粮	
渴望猫粮	
爱肯拿狗粮	
爱肯拿猫粮	

资料来源：orijen 原始猎食渴望旗舰店（淘宝），ACANA 爱肯拿宠物食品海外旗舰店（淘宝），华创证券整理

前五大客户分布较为分散，公司对单一大客户依赖程度低。截止 2021 年，公司前五大客户为 Kmart AUS、Chewy、天猫海外直营、美国沃尔玛、Fressnapf，公司第一大客户 Kmart AUS 占公司当年营收比重 10.64%，相比中宠/佩蒂/源飞/依依第一大客户占比分别为 24.94%/48.39%/26.51%/21.30%，公司对单个大客户依赖程度较低。此外，公司前五大客户分别位于在大洋洲、北美洲和欧洲，地域分布较为分散，合计占营收比重较低为 33.71%。

图表 5 公司前五大客户变动情况

	2019	2020	2021
1	Kmart AUS(13.66%)	Kmart AUS(10.94%)	Kmart AUS(10.64%)
2	Chewy(6.65%)	天猫海外直营(9.63%)	Chewy(8.72%)
3	美国沃尔玛(4.74%)	Chewy(7.74%)	天猫海外直营(7.75%)
4	Fressnapf(4.35%)	美国沃尔玛(3.99%)	美国沃尔玛(3.51%)

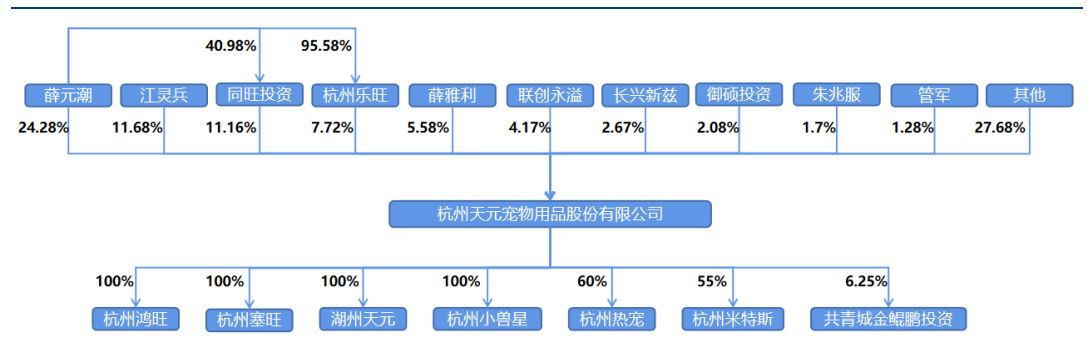
5	Amazon(4.10%)	Amazon(3.80%)	Fressnapf(3.09%)
前五大客户营收占比	33.50%	36.10%	33.71%

资料来源: 公司招股书, 华创证券

(三) 股权架构: 集中稳定

公司股权架构集中稳定。截止至 2022 年 11 月, 董事长薛元潮合计持股比例为 57.52% (含间接持股 25.17%), 薛雅利 (薛元潮之妹) 持股比例为 7.44%, 合计持股 64.98%, 发行后薛元潮持股比例为 43.16% (含间接持股 18.88%), 薛雅利持股比例为 5.58%, 合计持股%, 薛元潮家族持股比例仍较高。

图表 6 天元宠物股权架构



资料来源: 公司招股书, 华创证券 (备注: 截止到 2022 年 11 月)

企业管理层开放多元, 以人才为导向。董事长薛元潮毕业于吉林大学国民经济管理专业, 曾任浙江省工艺品进出口公司部门经理, 多年产业工作经验, 凭借商业嗅觉发现了宠物用品市场商机。当前薛元潮主要负责对接海外大客户, 其妹薛雅利主抓生产。公司第二大股东江灵兵毕业于中国人民大学, 任公司执行总裁。此外, 公司董事会秘书田金明常务副总裁虞晓春、财务总监张中平都具备对口的专业背景以及丰富的工作经验。

图表 7 公司高管团队基本信息

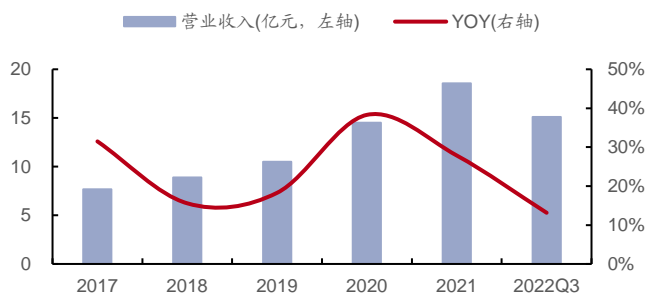
姓名	专业背景	过往经历	现任职位
薛元潮	吉林大学国民经济管理专业	浙江省工艺品进出口公司部门经理/天元宠物创始人	董事长、总裁
江灵兵	中国人民大学贸易经济专业	2004 年加盟天元宠物	董事、执行总裁
虞晓春	浙江理工大学工业设计专业	2007 年加入天元任产品中心负责人	董事、常务副总裁
薛雅利	上海化工学校有机合成化工专业	天元宠物创始人	董事、副总裁
田金明	南昌大学产业经济学专业硕士	15 年董事会秘书经验 /2019 年加入天元宠物	副总裁、董事会秘书
张中平	重庆工业大学会计学专业	1999 年起长期财务总监工作经历	财务总监

资料来源: 公司招股书, 华创证券整理

(四) 公司业绩：2022 年 3 季度恢复高速增长，整体毛利率水平有所下降

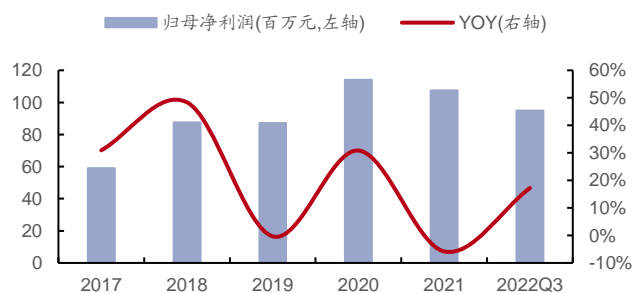
近五年公司营收稳步增长，2022 年单 3 季度业绩好转。2017-2021 年随着海外市场的持续拓展以及自 2019 宠物食品业务的开展，公司营业收入从 7.67 亿元增长至 18.54 亿元，CAGR 达到 24.7%。2022 上半年受上海疫情封控以及海运恢复、海外客户大量去库存影响，营业收入增速放缓。2017-2020 年，归母净利润从 0.59 亿元增长至 1.14 亿元，CAGR 为 24.6%；2021 年受汇率和原材料成本上涨影响，归母净利润有所下降；2022 年受益于宠物食品代理层级减少带来的毛利率提高，净利润增速明显提升。

图表 8 公司 2017-2022Q3 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

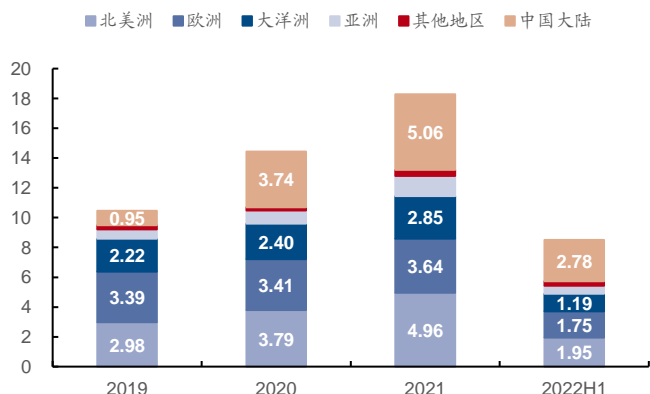
图表 9 公司 2017-2022Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

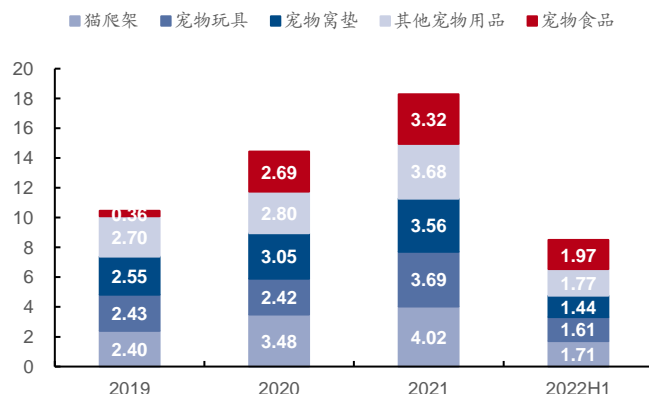
北美为公司海外营收最大来源，宠物食品成为国内营收强大动能。分地区来看，公司各地区海外收入都呈现增长的趋势，2020 年后北美业务成为公司海外收入最大来源；公司 2019 年起开展宠物食品代理业务，国内营收大幅增长。分产品来看，公司 2019-2022H1 猫爬架、宠物窝垫占营收比重分别为 22.85%/24.03%/21.69%/19.84%、24.35%/21.02%/19.20%/16.69%；宠物食品占比自 3.48% 增长至 22.74%，成为公司后续成长开拓新看点。

图表 10 北美市场为公司最主要的境外市场 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 宠物食品高增为公司营收增长注入新动力 (亿元)



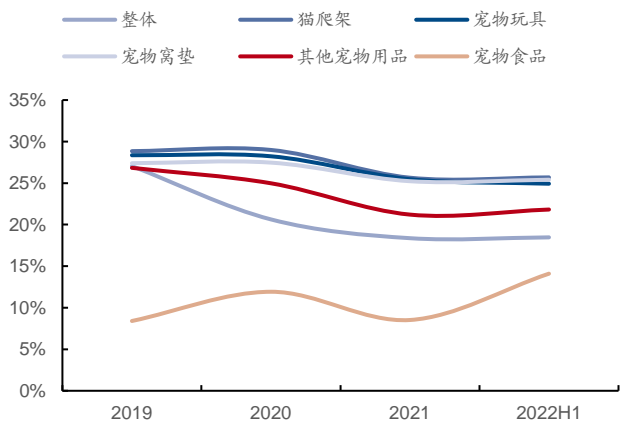
资料来源：公司公告，华创证券

宠物食品代理层级减少，22 年人民币汇率利好出口，公司整体毛利率有望改善。2019 年以来，公司毛利率有所下滑，原因：1) 新增宠物食品代理业务，非一级代理商毛利率较低；2) 原材料成本上升；3) 汇率波动。预期该情况会在 2022 年有所改善：1) 成为

主要代理品牌的一级代理商，毛利率水平得以提升；2) 2022年4月到11月人民币对美元持续贬值。

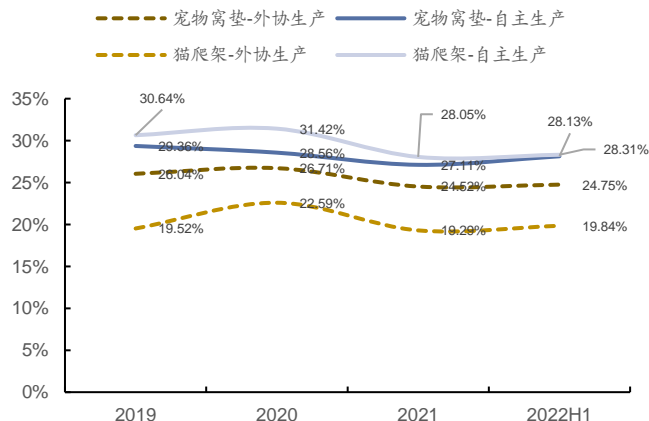
全自主生产的代工产品毛利率更为可观，其中猫爬架差距最为明显。公司宠物窝垫/猫爬架采取自主生产和外协生产相结合的模式，根据历年数据，两者自主生产与外协生产平均毛利率差异分别为2.8%/9.3%。其中猫爬架由于生产工艺及流程较为复杂，自产与外协模式下毛利率差异较大，公司将使用本次募集资金，新增自产产能以改善该产品毛利率。

图表 12 宠物食品毛利率改善较为明显



资料来源：公司公告，华创证券

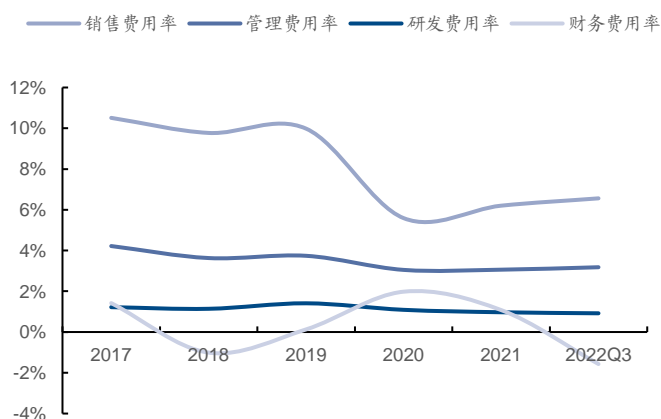
图表 13 公司两大代工产品均自主生产毛利率更高



资料来源：公司公告，华创证券

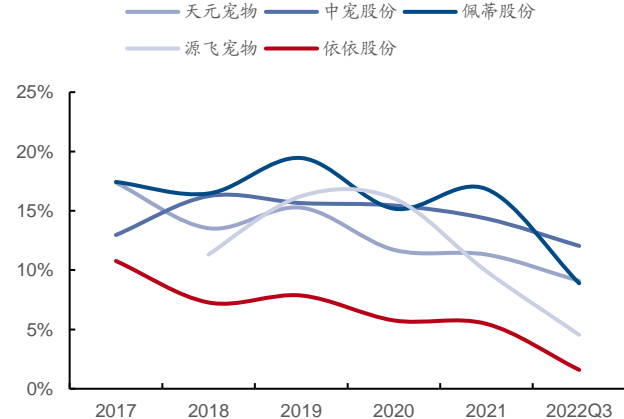
公司期间费用率保持稳定。公司销售费用率 2020 年下降幅度较大，主要系因 2020 年起公司将为履行客户合同而发生的运输相关费用计入了营业成本，如还原该部分费用，2019-2021 销售费用率将分别为 9.98%/9.46%/9.36%，变化幅度较小，期间费用率总体保持稳定。

图表 14 公司 2017-2022Q3 期间费用率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 15 同行业公司 2017-2022Q3 期间费用率



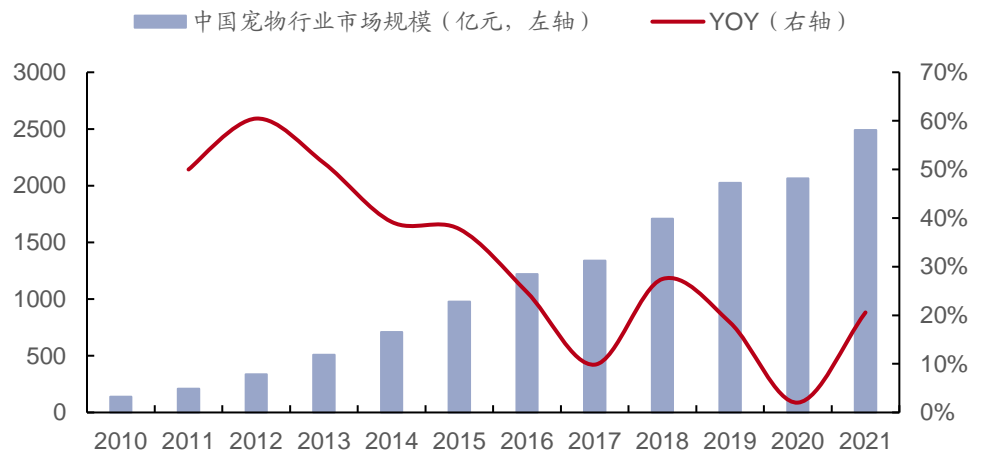
资料来源：各公司公告，华创证券

二、宠物经济乘风起，未来市场空间可期

（一）“它”经济顺风而行，多年来快速增长

相比国外宠物行业，国内宠物行业起步较晚。二战后，工业化迅速推进和城镇化率的提升，美欧日等发达国家的宠物产业体系早已发展成熟。我国宠物行业起步于1992年，2010年起进入快速发展期，目前行业仍在快速扩容阶段。根据《2021年中国宠物行业白皮书》，2021年我国城镇宠物（犬猫）消费规模为2490亿元，从2010-2021年复合增长率达29.91%；其中宠物犬消费市场规模为1430亿元，占比57.43%；宠物猫消费市场规模为1060亿元，占比42.57%。

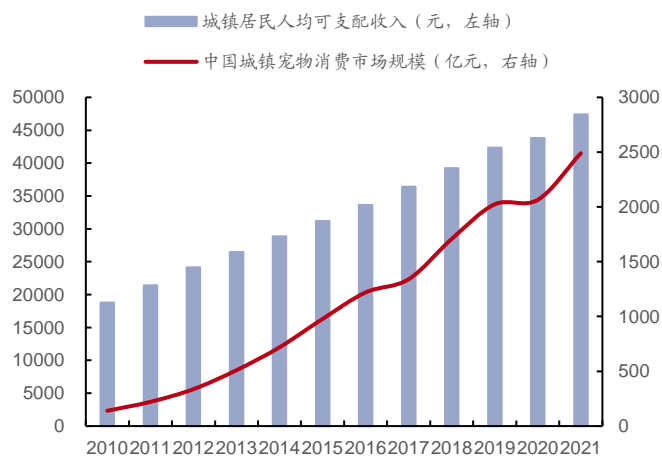
图表 16 中国宠物行业市场规模及增速



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2021 中国宠物行业白皮书》，华创证券

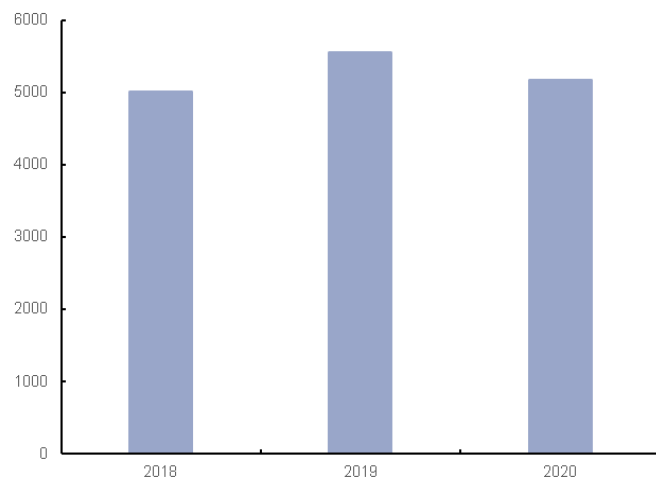
经济增长是驱动“它”经济增长的主要因素。2021年我国人均GDP达8.1万元人民币，突破1万美元大关，城镇居民人均可支配收入达4.74万元人民币。一方面，经济快速的发展使得居民精神文化需求日渐丰富，并催生了陪伴等更高层次的精神需求，宠物经济逐年火热；另一方面，居民收入提高也使得其在宠物消费中可投入的金额增加，2018-2020连续三年，我国单宠年消费金额达5000元+。

图表 17 宠物消费规模随居民可支配收入增长



资料来源: Wind, 派读宠物行业大数据平台《2021 中国宠物行业白皮书》, 华创证券

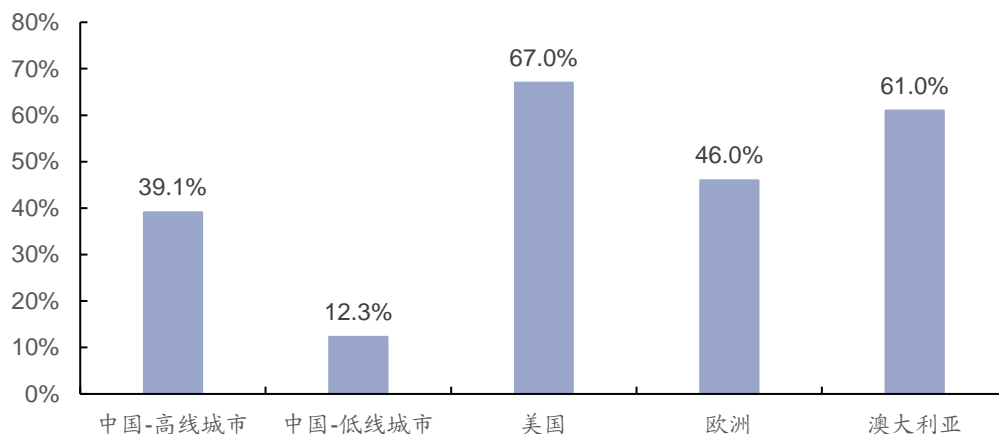
图表 18 单宠年消费金额达 5000 元+



资料来源: 派读宠物行业大数据平台《2020 中国宠物行业白皮书》, 华创证券

城镇养宠家庭渗透率低。中国一二线城市 2021 年的城镇养宠家庭渗透率为 39.1%，三线及以下城市养宠渗透率仅为 12.3%，与同期美欧澳的养宠渗透率相比差距较大。中国有 1.18 亿空巢老人及 2.4 亿单身青年构成庞大的潜在养宠用户，随着人均收入提高、陪伴需求增加、养宠观念深入普及以及城镇养宠家庭渗透率将进一步提高，宠物市场有望继续快速扩容。

图表 19 中国及其它国家家庭宠物渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, FEDIAF, PetKeen, 华创证券整理 (测算口径均一致, 均为养宠家庭户数/总户数)

(二) 宠物用品: 海外需求颇具韧性, 国内市场空间广阔

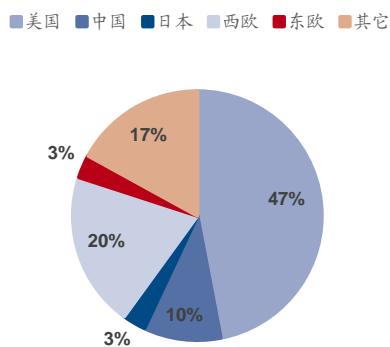
1、欧美和澳洲用品市场稳定增长

全球宠物用品消费市场主要集中在北美和欧洲。从全行业空间来看, 全球宠物用品市场规模持续增长; 根据欧睿, 2017 到 2021 年全球宠物用品市场规模从 334.19 亿美元增长

到 447.63 亿美元, CAGR 为 7.58%; 其中美国和西欧为主要消费地区, 21 年占比分别为 47%、20%。

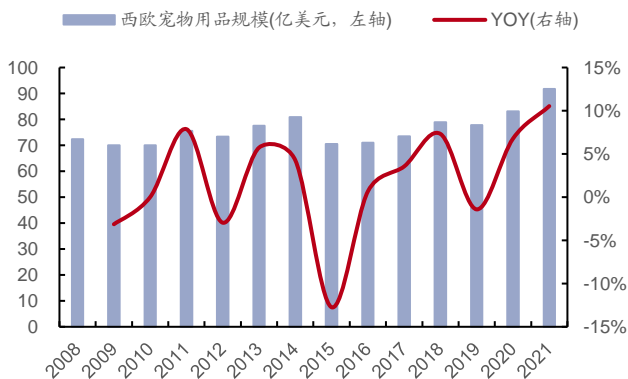
三大地区宠物用品行业发展成熟。2008-2021 年美国宠物用品市场从 107.83 亿美元增长到 213.95 亿美元, CAGR 为 5.41%。美国的养宠家庭渗透率早在 2008 年就已达 62%, 十年仅提升 5%; 西欧宠物用品规模从 72.31 亿美元增长至 91.80 亿美元, CAGR 仅为 1.85%; 澳洲宠物用品规模从 3.94 亿澳元增长至 10.19 亿澳元, 2015 年以来增速稳定在 6%-7% 之间。

图表 20 美国/西欧为宠物用品主要消费地(2021)



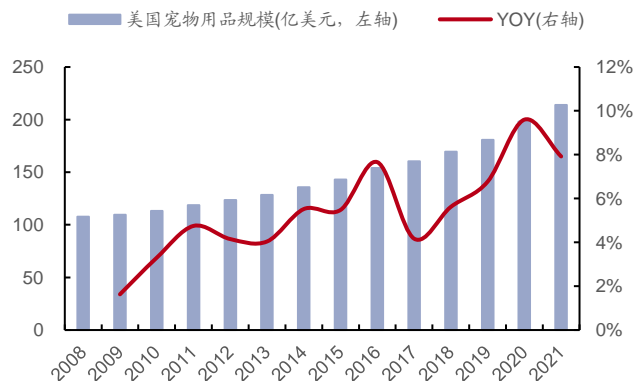
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 22 西欧宠物用品市场规模及增速



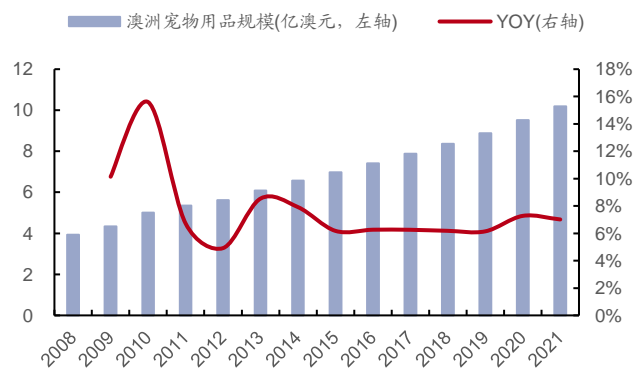
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 21 美国宠物用品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 23 澳洲宠物用品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

海外市场仍有一定增长空间。宠物消费在可选消费品中相对刚需, 在多层经济周期中, 需求展现出较强韧性。与国内市场相比, 海外市场宠物产品更加丰富, 清洁用品、玩具品类细分程度更高。随着宠物日益“家庭成员化”, 主人对其衣食住行的标准有望再升级, 市场仍有增长空间。

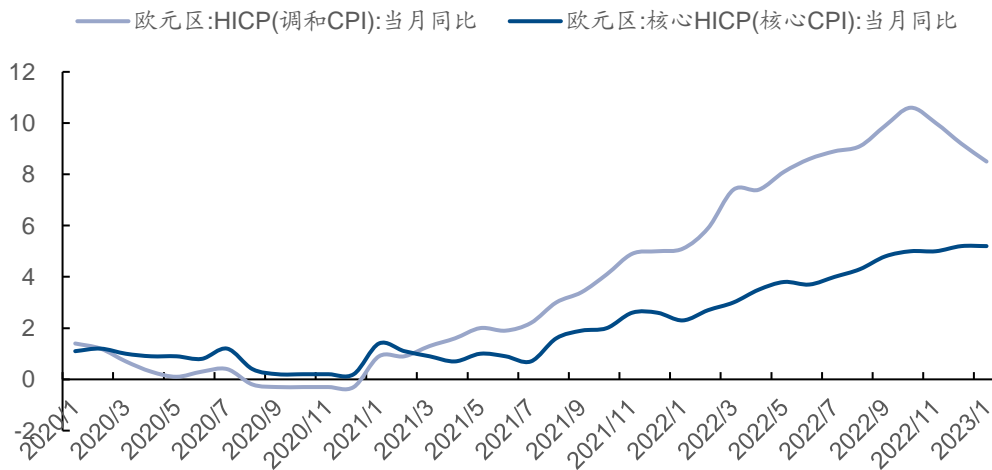
图表 24 美国宠物猫狗用品市场各品类分布情况



资料来源: Oalur, Meet Intelligence, 转引自《2022 全球宠物市场白皮书》, 华创证券

欧洲受高通胀影响，居民购买力下降已对宠物行业有所影响。受全球疫情与地缘政治导致的能源供给紧张影响，欧元区通胀水平自 2021 年 7 月以来不断抬升，至今仍处于高位。高通胀使得居民的实际购买力受到严重影响，宠物行业发展受到一定的抑制，在通胀高企的情况下，欧洲居民不得不削减各方面不必要的开支来应对高物价，包括宠物开支。

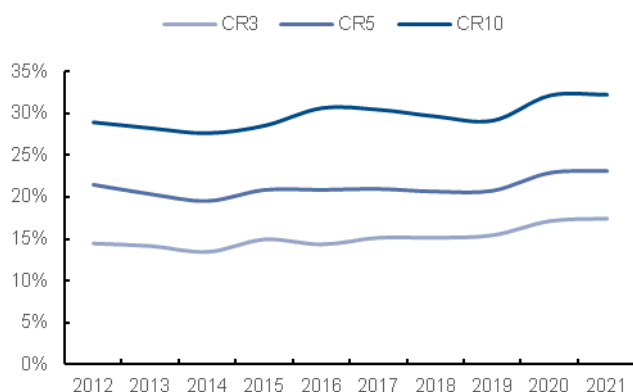
图表 25 欧元区 HICP、核心 HICP 创历史新高 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

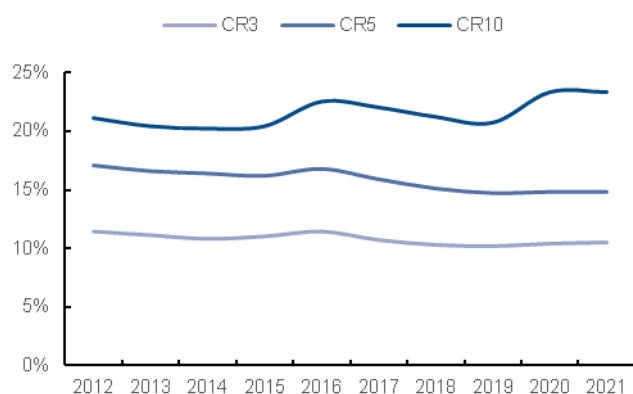
美国宠物用品市场集中度仍不高。美国宠物用品市场企业集中度 2012 年 CR3/5/10 分别为 14.5%/21.5%/29%，2021 年 CR3/5/10 分别为 17.5%/23.1%/32.3%，分别提升了 3%/1.6%/3.3%；将近十年时间市场集中度提升幅度较小，且美国宠物用品市场已经较为成熟，未来集中度提升空间有限。美国市占率最高的企业分别是 CENT (7.6%)，雀巢 (5.5%)；市占率最高的品牌分别是泰迪猫砂 (5.5%) 和艾禾美 (2.6%)，最头部企业拥有的市场份额也较小。此外，宠物用品不同于宠物食品，宠物食品 (尤其是主粮) 配方壁垒较高且不轻易调整，而宠物用品则 SKU 数众多、时尚快消品属性更高，终局市场也呈现出高度分散的特点。

图表 26 美国宠物用品企业集中度仍处于较低水平



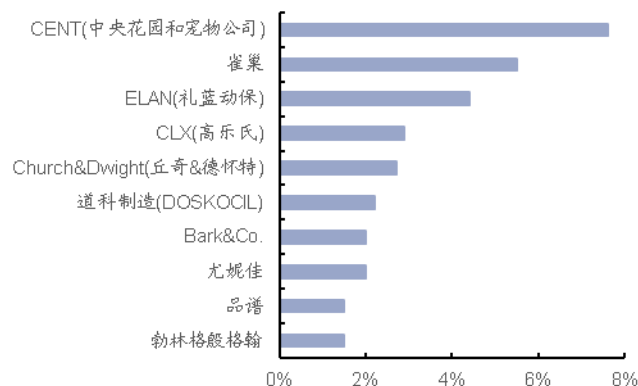
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 28 美国宠物用品品牌集中度近十年未有明显变化



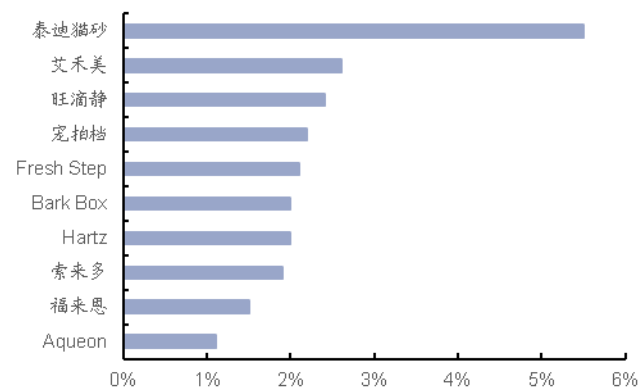
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 27 美国宠物用品市场前十企业 (2021)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 29 美国宠物用品市场前十品牌 (2021)

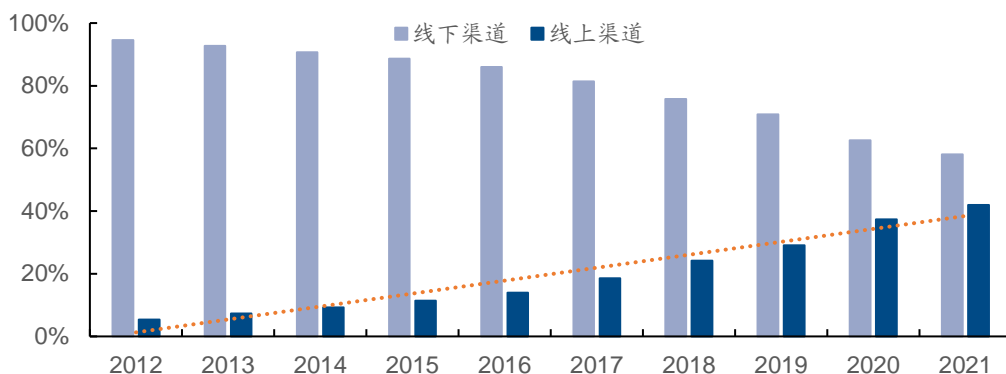


资料来源: Euromonitor, 华创证券

美国宠物用品线上渠道占比快速提升。随着电商的普及以及人们购物习惯的改变，宠物用品市场的销售渠道结构转变明显。根据欧睿数据显示 2012 年线上渠道占比仅 5.4%，十年时间已提升至 44.4%。其中 2020 年增幅达到 8.3 个 pct，主要是受疫情影响，人们减少了外出频率，大量购买行为转移到在线上。

线上渠道快速发展，加深宠物用品“弱品牌”的行业特点。近年美国涌现出一批专业的宠物产品垂直电商平台，其中就包括天元的第二大客户 Chewy——美国最大的宠物垂直电商。而诸多线下零售玩家也纷纷布局线上渠道，如沃尔玛于 2022 年 9 月宣布与宠物媒体平台 The Dodo 展开合作，旨在吸引用户到沃尔玛线上平台购买宠物用品；美国头部宠物零售商 petsmart、petco 等也在不断加速线上布局节奏，至 2021 年美国宠物用品线上渠道占比已达到 41.9%。**不同于宠物食品，宠物用品品牌认知度较低，线上渠道更有利于消费者进行产品比价，从而加剧了宠物用品“弱品牌”的行业特点。**

图表 30 美国宠物用品市场线上渠道占比快速提升

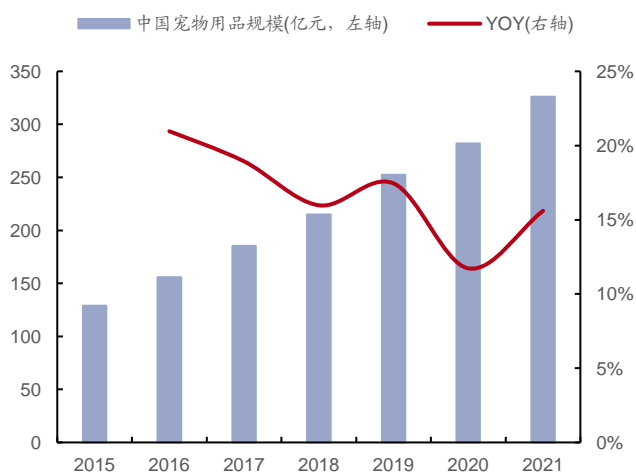


资料来源: Euromonitor, 华创证券

2、国内：市场空间广阔，格局高度分散

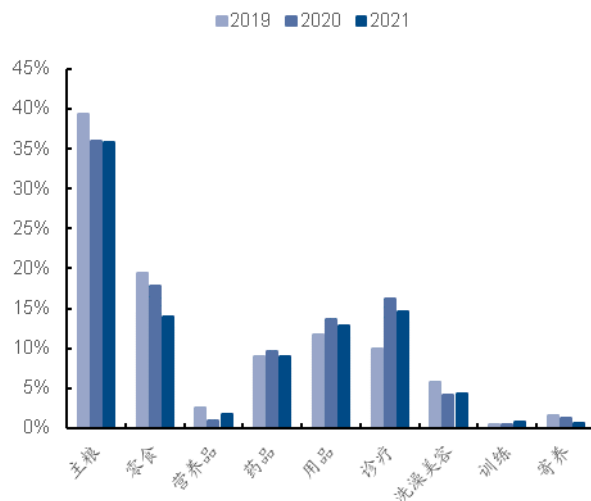
行业整体仍在发展初期，宠物用品未来空间可期。《2021 中国宠物行业白皮书显示》近三年宠物行业规模从 2024 亿元上升至 2490 亿元，CAGR 为 7.15%；宠物用品行业规模从 252.4 亿元上升至 326 亿元，CAGR 为 13.65%。不同于宠物食品作为养宠刚需，宠物用品需求在满足宠物主对宠物能够“吃好”的需求后才能逐步释放。目前，宠物用品相较于宠物行业整体处于更早期水平，预计未来继续保持高于行业的增速，空间也会更加广阔。参考美国成熟宠物市场，未来能够占到整体行业规模的 20% 左右。

图表 31 中国宠物用品市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 华创证券

图表 32 中国宠物行业 2019-2021 消费结构



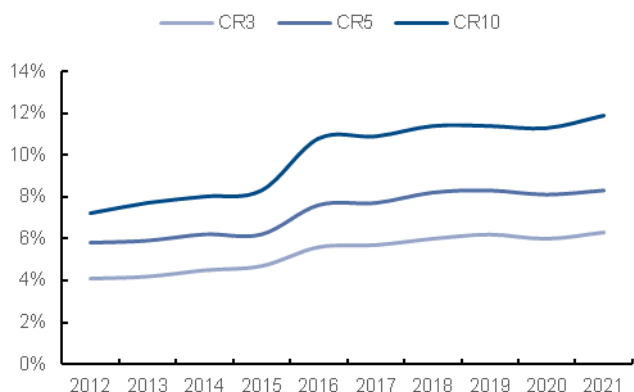
资料来源: 派读宠物行业大数据平台《2021 中国宠物行业白皮书》, 华创证券

我国宠物用品格局高度分散。2021 年我国宠物用品企业 CR3/CR5/CR10 分别为 6.3%/8.3%/11.9%；品牌集中度与企业集中度几无差异，CR3/CR5/CR10 分别为 5.8%/7.8%/11.4%。我国宠物用品市场无论是企业还是品牌集中度，与美国相比都还有较大增长的空间。

两大原因导致行业格高度分散：：1）市场尚处于早期，宠物用品需求有待释放；2）互联网高度发达，多数宠物主通过网购购买产品，导致产品同质化、价格战更为严重。宠物用品本身属性就偏向快消类产品，品牌属性较差，消费者对宠物用品品牌的意识更为薄弱。

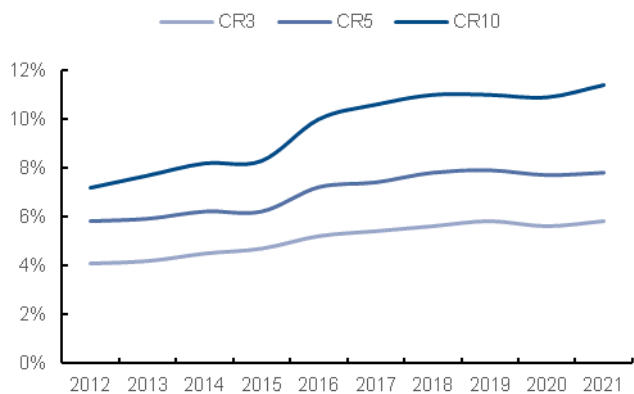
行业“弱品牌”更加考验企业的“柔性化生产能力”。“柔性化生产能力”是指企业能够以低成本解决定制化、小批量的生产需求，同时对任意品类的宠物用品进行快速生产。而中国浙江等地轻工业比较发达，能够天然赋予当地企业“柔性化生产能力”的地域壁垒。

图表 33 中国宠物用品企业集中度有所提升



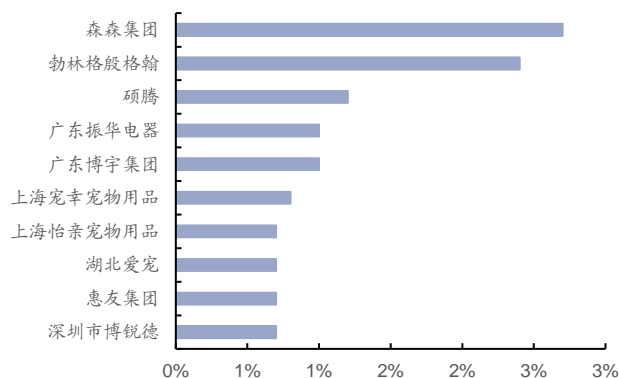
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 35 宠物用品品牌集中度与企业集中度差异小



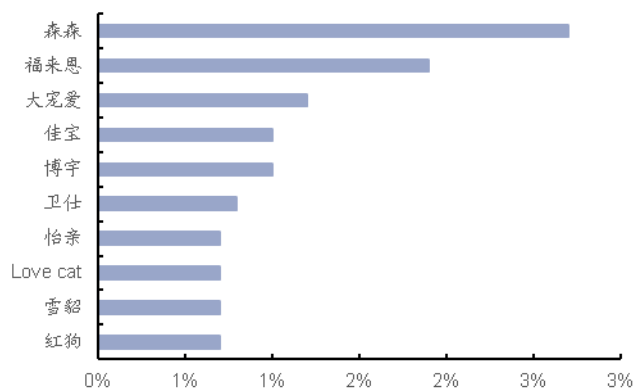
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 34 中国宠物用品市场前十企业 (2021)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 36 中国宠物用品市场前十品牌 (2021)



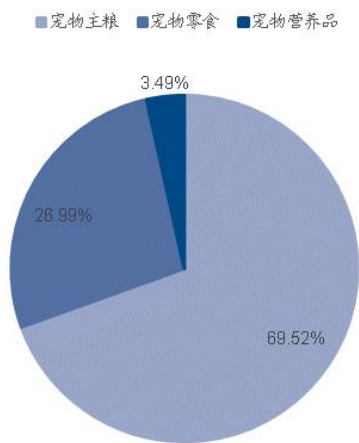
资料来源: Euromonitor, 华创证券

(三) 宠物食品：高端市场外资品牌难以撼动，中端市场外牌认可度较高

干粮为宠物食品最大细分赛道，高端干粮市场中外资品牌占据绝对优势。《白皮书》数据显示，2021 年我国宠物食品市场规模达 1282.3 亿元，其中主粮占比 69.52%，主粮中干粮占比在 80%以上。由于国外宠物市场干粮产业起步早、工艺成熟，雀巢、玛氏等宠物巨头早年也以干粮产品进入中国市场，具有较大的先发优势，而高端干粮市场外资品牌更是占据绝对优势。高端猫粮海外品牌优势相当突出，外资企业玛氏、冠军、品谱位列前三，占比分别为 28.6%/12.2%/7.1%；高端狗干粮市场相对更为分散，但玛氏、雀巢

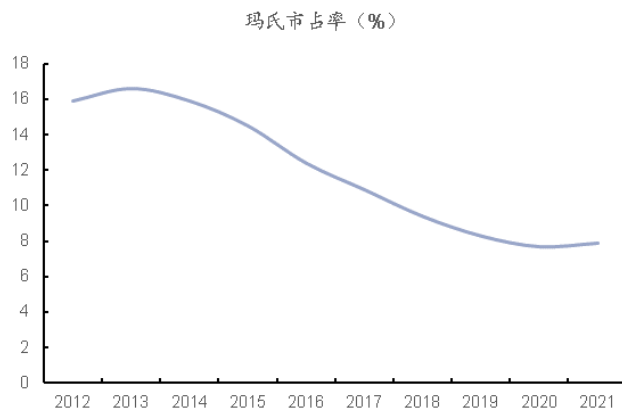
合计市占率仍达 21%，市场领先地位难以撼动。

图表 37 中国宠物食品市场主要以主粮为主



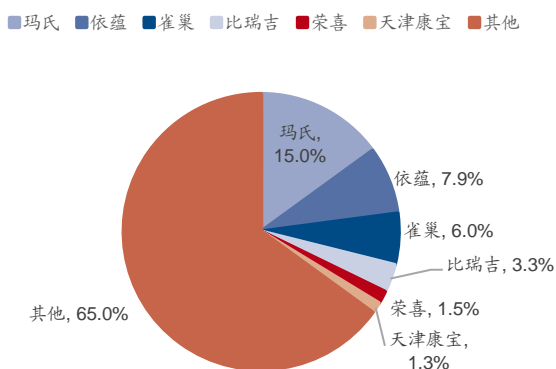
资料来源: 派读宠物行业大数据平台《2021 中国宠物行业白皮书》, 华创证券

图表 38 玛氏宠物食品市占率仍居中国第一 (2021)



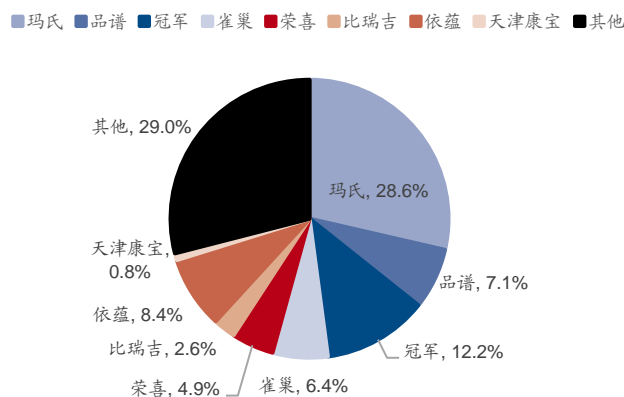
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 39 高端狗干粮外资企业市占率较高 (2021)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

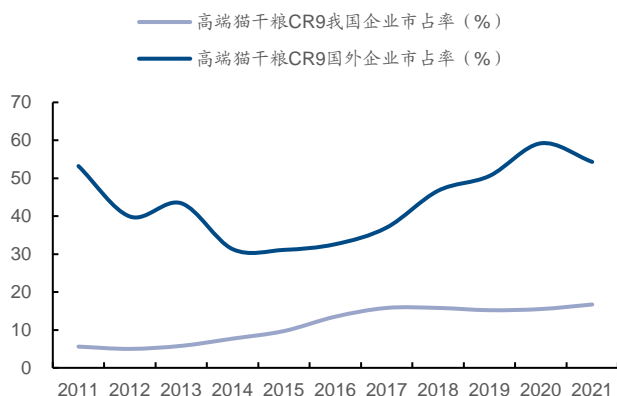
图表 40 高端猫干粮前四大外资企业合计市占率超 50% (2021)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

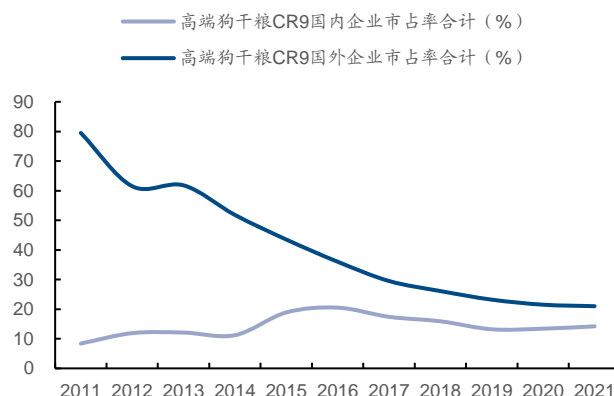
从竞争格局看，高端猫干粮市场难以撼动，高端狗干粮市场仍有差距。欧睿数据显示，至 2021 年海外/中国企业市占率分别为 54.3%/16.7%，差距达 37.6%。由此可见，高端国产猫干粮历经多年的发展，与海外品牌的差距短期内仍难以缩小，高端猫干粮市场以海外企业为主的格局尚未看到关键转换契机。而在高端狗干粮市场，国内企业与海外企业的市占率差距明显收窄，但其主要源于海外企业市占率的降低，国内企业市占率提升幅度并不大。

图表 41 高端猫干粮市场难以撼动



资料来源: Euromonitor, 华创证券 (备注: 本图统计 Euromonitor 高端猫干粮 CR9 企业的市占率)

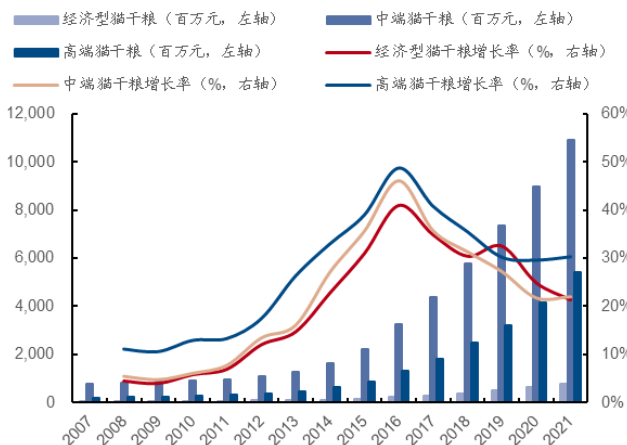
图表 42 高端狗干粮市场仍有差距



资料来源: Euromonitor, 华创证券 (备注: 本图统计 Euromonitor 高端狗干粮 CR9 企业的市占率)

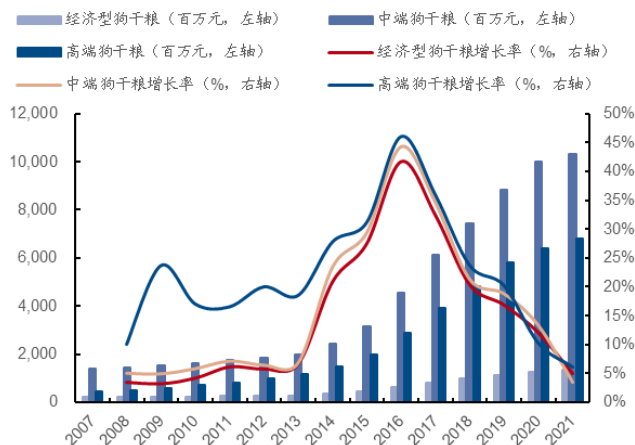
中端市场乃最大“蛋糕”，高性价比粮较为缺乏。猫/狗干粮市场中端粮规模都遥遥领先于高端粮和低端粮。然而其规模虽大，但市场上尚且缺乏高性价比的宠物粮，原因系：1) 海外品牌大多定位方面更多在高端市场，进入到国内的中端外牌可供消费者选择的品种较少。2) 国内品牌干粮起步较晚，且起步时大多定位在低端、中低端价格带，中端干粮布局仍在早期。

图表 43 猫干粮各类型规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 44 狗干粮各类型规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

三、柔性化生产能力颇佳，用品“弱品牌时代”深耕渠道建设

(一) 海外基本盘：柔性化生产能力极佳，“海外仓”战略向小 B 发力

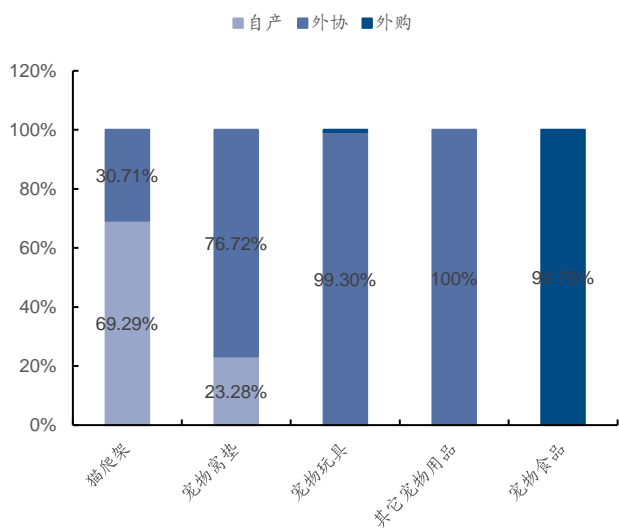
1、柔性化生产能力满足一站式、多频次购买需求

一站式、多频次购买需求催生宠物用品多产线、小批量生产模式。公司宠物用品主要销往海外，2021 年公司海外营收占比仍达 71.26%，由于宠物用品款式众多，海外客户考虑到协调成本问题，通常采取一站式、多频次的方式进行订购，这就要求供货方能够多产

线、小批量生产客户所需要的产品。同时海外小 B 端客户的兴起，小批量、分散化的订单量逐渐增多，使得宠物用品多产线、小批量生产的特点更加突出。在这种生产模式下企业的柔性化生产能力格外重要。

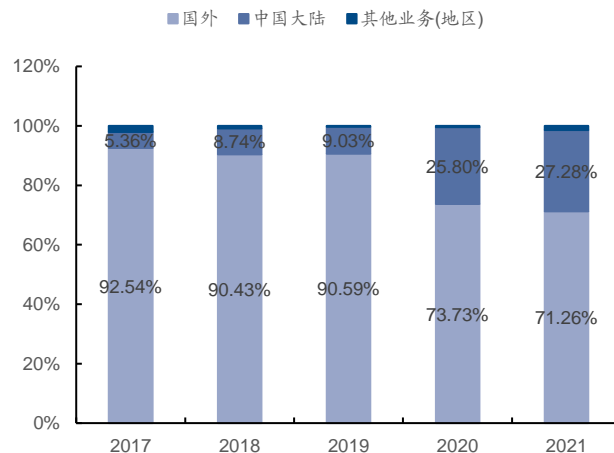
公司位于浙江，具备天生的柔性化生产基因。浙江是我国民营经济最为发达的地区，具有天然的“小商品、低成本”产业优势。从公司主要产品生产结构来看，公司宠物用品除猫爬架以外，大多采取外协生产的方式进行生产，外协生产是公司柔性化生产的基础。通过外协生产的形式，公司充分利用浙江区域轻工业产品的产业链优势，对多系列、全品类的宠物用品进行快速有效的响应，同时也有助于公司降低小批量订单的生产成本。

图表 45 公司 2021 年产品生产结构



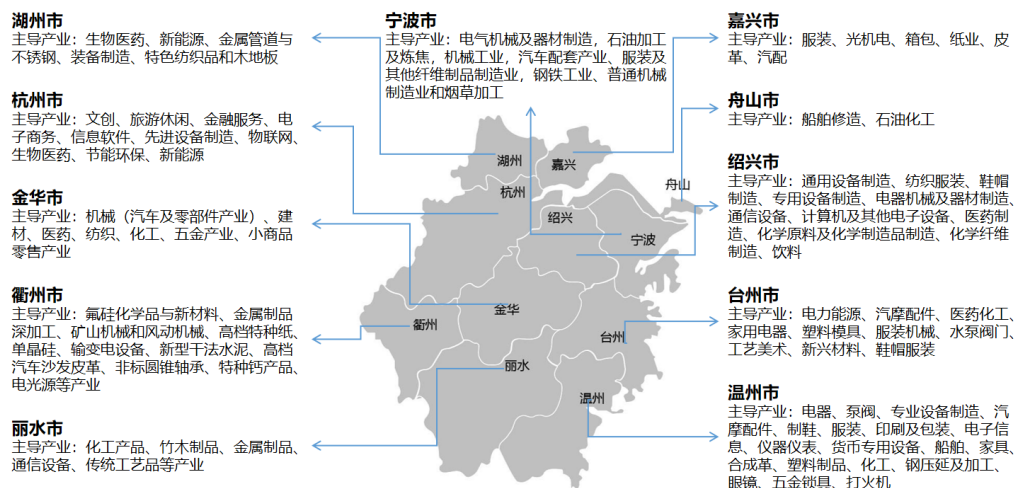
资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 公司 2017-2021 分地区营收占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 47 浙江省工业布局齐全，轻工业具有天然优势

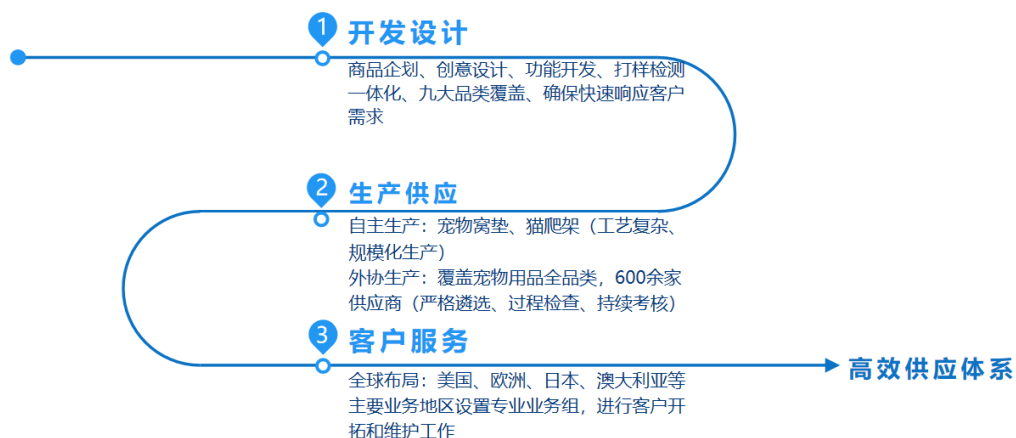


资料来源：中商产业研究院，华创证券

高效供应链管理体系强化柔性化生产能力。通过对开发、服务、生产环节的严格把控，公司建立了多品类产品供应链管理体系，进一步增强了公司的柔性化生产能力和品质管控能力。在开发设计环节，公司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、牵引、清洁等九大产品类别的全面覆盖；在客户服务环节，为同全球多地客户保持顺畅、及时的沟通联系，公司将境外市场划分为五个销售片区，建立专项区域业务组；在生产供应环节，为实现对众多品类宠物用品的有效供应，公司采取了自主生产与外协生产相结合的产品组织方式，外协生产商方面建立了基于严格遴选、过程检查、持续考核的供应商准入与管理体系。三大环节环环相扣，能够高效可靠完成客户订单，满足客户多品类、一站式采购需求。

图表 48 高效供应链管理体系



资料来源：公司招股书，华创证券整理

2、海外电商、小 B 端客户兴起，海外仓顺应时代趋势

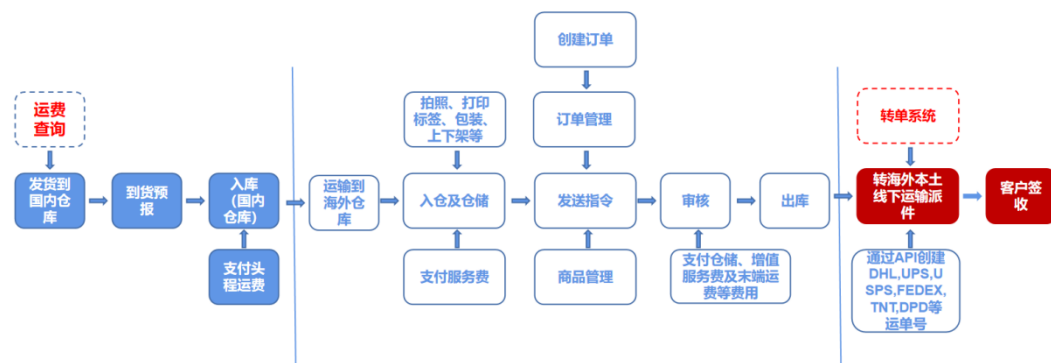
顺应小 B 端客户增加趋势，打造海外仓销售模式。公司在其核心市场北美已布局 2 大海外仓，美国的欧塞艾 CATCRAFT 为其中之一。两大海外仓主要聚焦线下销售服务，靠近海外核心市场，可加快交付、及时满足小 B 客户小批量、分散化的采购需求。公司未来将持续发力海外仓模式，在澳大利亚、美国、欧洲等地建立生产基地，助力公司解决产品密度不高、运费较为昂贵的问题。同时也顺应了海外小 B 客户兴起的趋势，使得产品更加贴近当地市场和终端消费者，同时为未来发展自有品牌打好基础，谋局长期利益。

图表 49 大 B 客户与小 B 客户特点

	大 B 客户	小 B 客户
客户数量	客户数量较少	客户数量庞大，极具发展潜力
订单特点	大订单、小批量、多品类产品	小订单、小批量、分散化产品
交易周期	交易周期长，需经过决策者、管理者和执行者等多个维度	交易周期较短，多个流程合并进行
客户周期	切换成本高，一般不进行更换	切换成本比较低，流失率较高
议价能力	议价能力强，采取压价策略	一般不具备压价能力，有利于中国供应商
品牌化诉求	只进行贴牌采购	希望供应自主品牌，保证长期利益

资料来源：橙塾教育《跨境电商企业指南》，华创证券

图表 50 海外仓系统流程



资料来源：金蚁海外仓官网，华创证券

（二）国内高成长：积极布局高端主粮，“食品带用品”模式为加深公司渠道力

1、当前代理品牌渠道、价格双优，硬通货战队再度扩张

四大分销商中独占跨境电商渠道，价格、渠道管控双优。渴望、爱肯拿目前国内存在四大代理主体，其中润合、波奇网、擎脉主要通过大宗商品进口，公司独占跨境电商渠道。跨境电商进口的产品只需缴纳跨境综合税，与大宗贸易进口需要在海外缴纳关税与增值税相比，具备一定成本优势。渠道管控方面，通过天猫国际、京东国际平台销售或者直接在宠发发平台分销至线下门店，分销层级扁平，让利终端的同时也能保证自身较高的利润率；而在传统贸易模式下则需要经过省代、市代进行多层分销，价格体系较为混乱。

图表 51 跨境电商相比大宗贸易进口优势明显

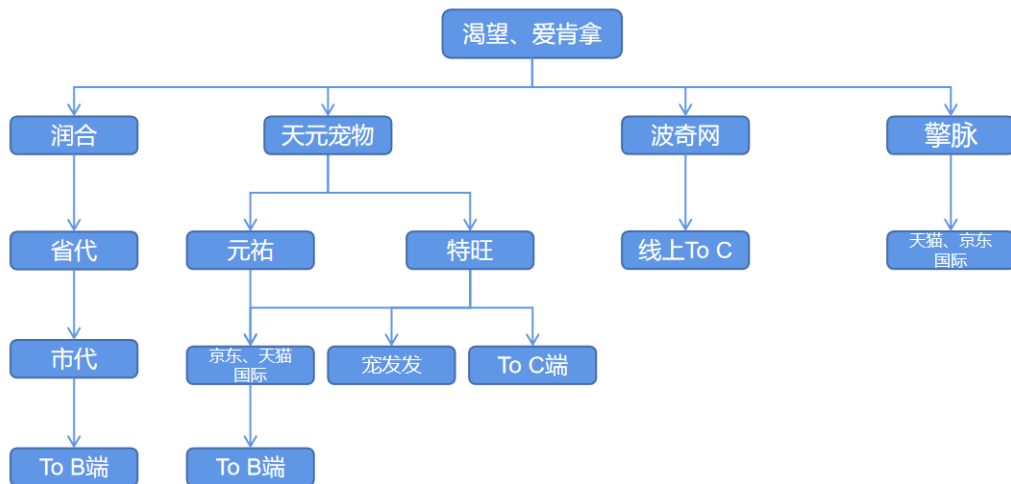
	传统贸易模式	跨境电子商务
业务模式	基于商务合同的业务模式	需借助互联网电子商务平台
交易环节	复杂（生产商-贸易商-进口商-批发商-零售商-消费者），涉及中间商多	简单（生产商-零售商-消费者或生产商-消费者）
价格和利润率	价格高，利润率相对较低	价格实惠，利润率高
订单类型	大批量、少批次、订单集中、周期长	小批量、多批次、订单分散、周期短
规模和速度	仅面向与本国缔结贸易协定的国家或地区，受贸易保护的影响，市场规模大但受地域限制，增长速度缓慢	面向全球市场，基本不受贸易保护的限制，市场规模大，增长速度快
对物流要求	多通过空运、集装箱海运完成，物流因素对交易主体影响不明显	通常借助第三方物流企业，物流因素对交易主体影响明显
交易、结汇方式	按传统国际贸易程序，可享受正常通关、结汇和退税政策	通关缓慢或有一定限制，无法享受退税和结汇政策（个别城市已解决）
企业规模	企业规模大，受资金约束程度高，变化困难	企业规模小，受资金约束程度低，变化灵活

资料来源：鄂立彬、黄永稳《国际贸易新方式:跨境电商的最新研究》，华创证券

符合条件的保税区属于有限资源，跨境电商渠道具有较高进入壁垒。建设保税仓通常需要较大的成本投入，建设周期相对较长，且区位优越的保税仓属于稀缺资源，供不应求。提前布局优越位置保税仓的企业在获取与维系大客户资源方面具有先发壁垒。目前，公

司已经和天猫国际、京东国际、抖音国际主要跨境销售渠道建立了稳定的合作关系，竞争对手想要替代具有一定难度。

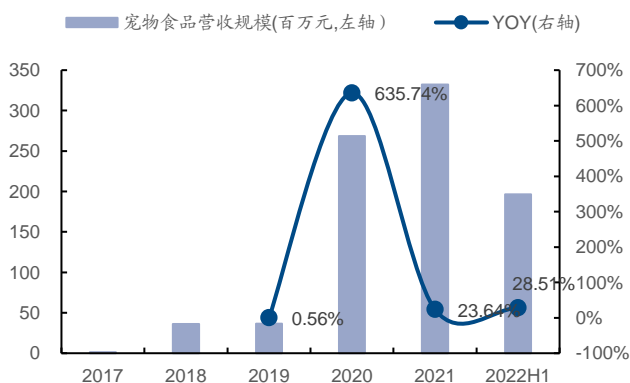
图表 52 公司跨境电商渠道为其优势渠道



资料来源：华创证券整理

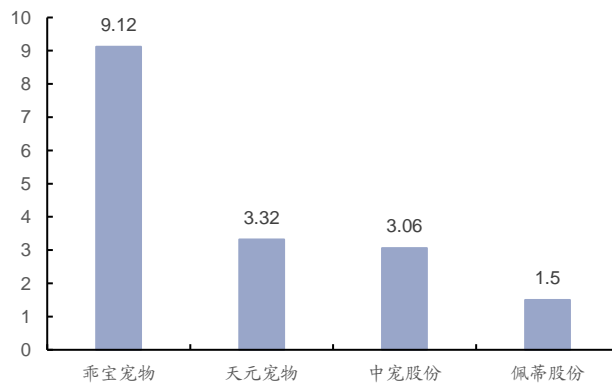
借助渴望、爱肯拿中国区一级分销商优势，不断发展宠物主粮业务。公司宠物主粮业务始于 2017 年，2020 年实现跨越式增长，同比增长率达到 635.74%。目前，公司已成为渴望、爱肯拿两大品牌的一级分销商，该版块营业收入与盈利实现双升。销售规模方面，公司宠物主粮营收也居于行业前列，仅次于以宠物主粮为发展重心的乖宝宠物，高于中宠和佩蒂。

图表 53 公司宠物主粮营收规模及同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 54 21 年同行业公司主粮营收对比 (亿元)



资料来源：各公司公告，华创证券

引入比利玛格、普瑞纳，硬通货战队再入两大知名品牌。比利玛格和普瑞纳都是全球知名宠物食品品牌，消费者对其认可度较高。这将进一步扩大公司宠物业务的销售规模，叠加渴望、爱肯拿一级分销商优势，我们预计 2022-2024 年宠物食品分别实现 60%/55%/35% 的增速。

图表 55 比利玛格、普瑞纳部分产品一览

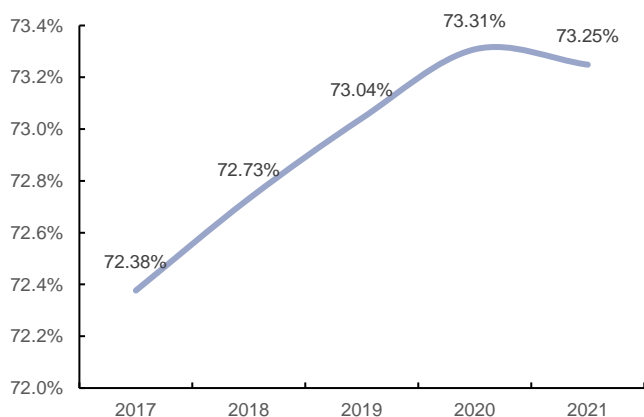
品牌	产品名称	产品价格	产品图例	主要原材料
比利玛格	比利玛格牛肉干粮	156 元/1.8kg		牛肉粉、豌豆、扁豆、豌豆粉浆蛋白粉、甘薯、鹰嘴豆、牛油、亚麻籽、牛水解粉、椰子油、菊苣渣、蜂蜜、苜蓿甘草粉、啤酒酵母粉、丝兰汁、蔓越莓、蓝莓、南瓜、胡萝卜颗粒、干姜、姜黄、菠菜、甘蓝粉等
	比利玛格三文鱼干粮	162 元/1.8kg		脱水三文鱼、豌豆、扁豆、鹰嘴豆、甘薯、三文鱼油、豌豆粉浆蛋白粉、亚麻籽、椰子油、蜂蜜、苜蓿甘草粉、啤酒酵母粉、胡萝卜颗粒、南瓜、蓝莓、蔓越莓、鼠尾干草、菠菜、甘蓝、干姜等
普瑞纳	冠能猫粮体重控制	219 元/2.5kg		三文鱼(至少 36%)、鸡肉粉、玉米蛋白粉、大米、小麦、小麦蛋白粉、鸡肝粉、鸡油、甜菜粕、纤维素、菊糖、鱼油、多种维生素等添加剂
	冠能猫粮肠胃及皮肤敏感	208 元/2.5kg		三文鱼(至少 36%)、玉米蛋白粉、大米、鸡油、燕麦、鸡肝水解粉、豌豆蛋白粉、玉米、菊油、鱼油、甜菜粕、多种维生素等添加剂

资料来源：天猫国际、比利玛格旗舰店，华创证券

2、弱品牌时代，渠道为王

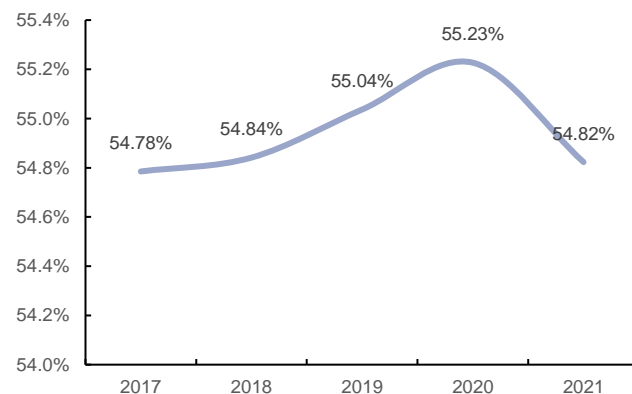
渠道为产业链利润沉淀最深厚环节，“弱品牌”行业应专注自身“平台化能力”。宠物行业整体渠道较为扁平，从制造商到终端消费者，分销层级一般在 2 级以内，而渠道加价率却比较可观。在美国成熟市场，整体宠物行业渠道加价率在 50% 以上，而在品牌效应相对较弱的中国，利润在渠道中沉淀更为深厚，行业渠道加价率可达到 70% 以上。而宠物用品行业作为一个轻“品牌”，重“渠道”的行业，身处其中的企业更应该专注自身“平台化能力”，专注客户开拓维护以及供应链管理。

图表 56 中国宠物市场渠道加价率高



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 57 美国成熟宠物市场渠道加价率也较高



资料来源: Euromonitor, 华创证券

食品带用品，力拓小 B 端。目前国内畅销品牌的宠物食品供应收紧，公司作为渴望、爱肯拿中国区一级分销商，可通过售卖渴望、爱肯拿对客户实现引流，吸引其入驻宠发发平台，进一步发展公司小 B 端业务。公司帮助店家解决产品的供应、库存、物流等环节的问题，店家只需在店内或注册宠发发云店陈列样品。未来公司计划在宠发发平台接入更多海内外知名食品品牌，包括 wanpy、麦富迪等本土品牌也可以通过公司宠发发平台进行销售。同时，顺势培育自有品牌，逢时便可借助公司深耕多年的渠道力，有望完成向品牌方的转型。

图表 58 公司渠道品牌发展模式



资料来源: 公司招股书, 华创证券整理

四、扩大公司核心产品产能，物流、研发、线上齐发力

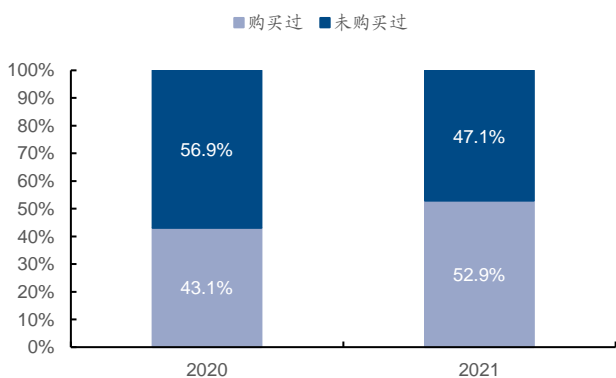
“湖州天元技术改造升级项目”和“杭州鸿旺生产基地建设项目”旨在解决公司现有生产基地的产能瓶颈问题。项目建成后有助于公司扩大生产规模，形成规模效应，进而巩固并提升公司产品的市场占有率以及公司生产的自动化、智能化水平。两大项目合计完工后合计新增 231.5 万套猫爬架产能和 393 万套电子宠物用品产能。

猫爬架市场需求旺盛。仅就猫爬架而言，2019-2021 年公司的猫爬架收入分别为 2.40 亿

元、3.48 亿元和 4.02 亿元，复合增长率为 29.52%。由于猫爬架产品的生产工艺相对复杂，公司采取自主生产为主、外协生产为辅的生产模式。随着猫爬架订单需求的进一步增加，公司对于猫爬架的产能也有了更高要求。本募投项目的实施，将有助于公司增加猫爬架产能，进一步提升猫爬架的市场占有率，公司遍布全球的客户体系为新增产品的产能消化提供了坚实的保障。

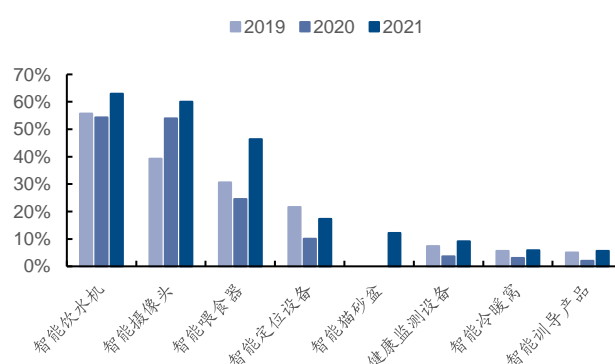
电子类宠物用品市场渗透率大幅上升。随着宠物用品市场规模的扩大，电子类宠物用品市场规模也在逐步扩大，进一步呈现出数字化、集成化和智能化的发展趋势。募投项目的建设有助于公司扩大宠物电子产品的生产和销售规模，特别是增加电子宠物玩具、电子可穿戴宠物用品、电子宠物饮食用具等主要产品的产能，这将优化公司的产品和收入结构，满足国内外客户对宠物产品日益多样化的产品需求。

图表 59 智能宠物用品渗透率



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2021 中国宠物行业白皮书》，华创证券

图表 60 智能宠物用品 2019-2021 消费结构



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2021 中国宠物行业白皮书》，华创证券

“天元物流仓储中心建设项目”旨在提高公司仓储空间利用率，提升物资配送和流通效率。该项目将对仓库进行智能化改造，将入库、仓储、出库、运输等流程纳入信息管理系统中，构建覆盖母子公司、主要上游供应商的物流仓储信息管理系统，提高仓储空间利用率、物资配送与流通效率。此外，物流项目得建设也是公司国内面向小 B 端客户的宠发发平台配套建设项目，有助于宠发发平台更好地帮助小 B 端客户解决供应、仓储、物流等问题。

“产品技术开发中心建设项目”旨在提升公司的定制化开发能力，培养研发人才。该募投项目的实施，一方面将加强公司对新产品、新技术、新工艺的研究开发力度，着力在材料、功能和外观上形成较大的突破，不断提高产品技术含量，满足快速变化的市场需求。另一方面，公司将购买先进的产品开发设备、检测设备和试制设备，强化新产品开发及生产环节中的质量检测工作，不断提升产品品质。

“电子商务及信息化建设项目”旨在促进公司开拓销售渠道，提高线上收入占比，同时实现各部门协同工作，提高公司管理水平。电子商务项目的建设一方面旨在拓展线上渠道的销售份额，另一方面也是为公司国内面向小 B 端客户的宠发发平台储备人才和设备，进一步推广宠发发平台，转向小 B 端消费模式。信息化建设方面，该项目旨在提升母公司与各子公司之间的运作协同性，加强对各职能部门、供应商和客户三方的管理水平。

图表 61 公司募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目用途	项目总投资额	拟使用募资金额
1	湖州天元技术改造升级项目	新增 71.5 万套猫爬架产能	5081.90	5081.90
2	杭州鸿旺生产基地建设项目	新增 160 万套复合材质猫爬架和 393 万套电子类宠物用品产能	23514.22	23514.22
3	天元物流仓储中心建设项目	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	19035.16
4	产品技术开发中心建设项目	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	4991.91
5	电子商务及信息化建设项目	一是建设公司的电子商务运营系统；二是建设公司的信息化体系	6335.25	6335.25
合计			58958.44	58958.44

资料来源：公司招股书，华创证券

五、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测

我们按照猫爬架、宠物窝垫、宠物玩具、其他宠物用品、宠物电子用品以及宠物食品的分类对公司营收及毛利率进行拆分。

分产品看：

1) 宠物用品以海外代工业务为主，海外宠物市场发展成熟，多年发展铸就了宠物用品的刚需。对于猫爬架、宠物窝垫、宠物玩具等产品的需求量较大，随着公司逐步聚集平台化能力，重视渠道开拓，公司海外宠物用品仍会保持较为稳定的增长。2022 年下半年随着客户去库存周期结束，订单恢复正常，预计 2022-2024 年猫爬架分别实现 +8.38%/14.24%/13.65% 的增速；宠物窝垫分别实现 7.81%/15.61%/9.94% 的增速；宠物玩具分别实现 10%/30%/15% 的增速；其他宠物用品分别实现 18%/25%/12% 的增速。宠物电子用品预计公司于 2024 年投产，第一年产能利用率为 10%，预计实现收入 1461 万元。

2) 宠物食品以代理国外品牌内销为主，公司于 2022 年成为宠物食品界硬通货爱渴望和爱肯拿的中国区一级分销商。借助该优势，公司宠物食品业务得以快速发展，2022 年公司进一步发展宠物食品业务，成为普瑞纳、比利玛格两大宠物食品知名品牌代理。随着公司宠物食品代理业务进一步发展，公司业绩有望进一步释放，预计 2022-2024 年宠物食品分别实现 60%/55%/35% 的增速。

毛利率预测：

1) 宠物用品方面，主要原材料为面料、板材、剑麻、PP 棉、纸管等生产用料。公司与主要原材料供应商均建立了良好的合作关系，供应商稳定且公司具有较强的议价能力，受原材料价格波动影响较小，预计宠物用品方面毛利率基本保持稳定。

2) 宠物食品方面此前毛利率水平较低，主要是因为公司此前公司通过中间商拿货、毛利率较低，成为一级分销商后，毛利率水平有望增长至 18% 左右，预计 2022-2024 年宠物食品毛利率分别为 18%/17%/16.8%。

图表 62 公司营业收入拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1048.74	1450.39	1854.33	2219.87	2869.27	3433.50
YOY	18.27%	38.30%	27.85%	19.71%	29.25%	19.66%
毛利率	27.05%	20.63%	18.37%	20.99%	20.51%	20.07%
猫爬架	239.71	348.38	402.13	435.84	497.89	565.88
YOY	41.94%	45.33%	15.43%	8.38%	14.24%	13.65%
毛利率	28.85%	23.77%	21.23%	20.00%	20.00%	19.00%
宠物窝垫	255.45	304.80	356.04	383.86	443.79	487.90
YOY	8.55%	19.32%	16.81%	7.81%	15.61%	9.94%
毛利率	27.40%	23.50%	21.62%	22.50%	22.10%	22.00%
宠物玩具	242.87	242.10	368.90	405.79	527.53	606.66
YOY	7.73%	-0.31%	52.37%	10.00%	30.00%	15.00%
毛利率	28.36%	28.23%	25.47%	24.50%	24.50%	24.50%
其他宠物用品	270.24	279.83	368.28	434.57	543.21	608.40
YOY	26.65%	3.55%	31.61%	18.00%	25.00%	12.00%
毛利率	26.84%	24.98%	21.21%	21.90%	21.90%	21.90%
宠物电子用品						14.61
宠物食品	36.50	268.54	332.02	531.23	823.41	1111.60
YOY	0.56%	635.74%	23.64%	60%	55.00%	35.00%
毛利率	8.40%	11.92%	8.52%	18.00%	17.00%	16.80%

资料来源：公司公告，华创证券预测

（二）估值分析

选取宠物赛道中的佩蒂股份、源飞宠物以及依依股份作为可比公司。与佩蒂股份相比，公司境内宠物食品业务规模较大，且有稳定盈利；与源飞宠物、依依股份相比，公司除了代工业务外，代理品牌业务盈利能力更优、规模扩张速度更快。根据可比公司估值法，给予 23 年 24 XPE，目标价约为 45 元，同时参考现金流折现估值法，通过绝对估值得出的结论交叉验证。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 63 可比公司估值对比（截止 2023 年 2 月 17 日）

代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300673.SZ	佩蒂股份	47.77	1.83	2.18	2.74	26.06	21.94	17.42
001222.SZ	源飞宠物	35.71	1.90	2.22	2.86	18.79	16.09	12.49
001206.SZ	依依股份	34.05	1.62	1.89	2.29	21.08	18.04	14.84
	平均值					21.98	18.69	14.92
301335.SZ	天元宠物	34.05	1.20	1.70	1.98	28.15	19.77	17.13

资料来源：Wind，华创证券预测（可比公司数据采用 wind 一致预期，股价时间为 2 月 17 日）

六、风险提示

汇率波动风险

公司产品销售主要以境外市场为主，并主要以美元报价和结算。近年来，人民币对美元的汇率波动幅度较大，如未来人民币汇率波动幅度加大，一方面将影响公司产品出口的价格竞争力，另一方面汇兑损益将造成公司业绩波动。

国际政治经济环境变化风险

近年来随着贸易保护主义的兴起，欧美发达国家开始建立关税壁垒以阻碍我国产品出口，削弱我国产品的出口竞争力。如美国对中国的贸易壁垒措施持续或加剧，或澳大利亚等其他主要出口国或地区亦对中国产宠物用品增加贸易壁垒，甚至出现抵制中国产品的情况，将对公司出口销售规模和经营业绩造成较大不利影响。

生产模式依赖外协风险

公司各期外协生产模式的产品占比较高。尽管公司外协供应商较为分散，且各供应商多为单品类委托加工，并与公司保持了良好合作关系，但未来公司如果对外协厂商未能有效实施供应链协作管理，将可能对公司产品加工质量、订单交期等造成不利影响。

品牌代理业务续约风险

品牌方对公司销量完成情况会进行年度考核，当前虽然公司与渴望、爱肯拿等品牌方合作稳定，但不排除受需求低迷、门店开拓乏力因素影响，无法完成品牌方要求而导致无法续约的风险，这一情况会对公司国内宠物食品销售和整体收入增长造成较大不利影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	181	402	420	438
应收票据	0	0	0	0
应收账款	290	315	429	509
预付账款	63	48	70	89
存货	197	188	268	332
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	33	62	79	58
流动资产合计	764	1,015	1,266	1,426
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	349	328	308	455
在建工程	0	0	50	20
无形资产	42	38	34	31
其他非流动资产	90	86	84	83
非流动资产合计	481	452	476	589
资产合计	1,245	1,467	1,742	2,015
短期借款	131	131	131	131
应付票据	5	6	6	7
应付账款	161	219	302	357
预收款项	0	0	0	0
合同负债	11	14	18	21
其他应付款	2	2	2	2
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
其他流动负债	57	74	91	109
流动负债合计	370	449	553	630
长期借款	103	103	103	103
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
非流动负债合计	107	107	107	107
负债合计	477	556	660	737
归属母公司所有者权益	769	912	1,083	1,280
少数股东权益	-1	-1	-1	-2
所有者权益合计	768	911	1,082	1,278
负债和股东权益	1,245	1,467	1,742	2,015

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	24	179	62	140
现金收益	154	126	208	234
存货影响	-34	9	-80	-64
经营性应收影响	-111	-7	-134	-97
经营性应付影响	-14	59	82	56
其他影响	29	-9	-15	11
投资活动现金流	-27	0	-50	-136
资本支出	-20	-3	-52	-138
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-7	3	2	2
融资活动现金流	37	42	6	14
借款增加	50	0	0	0
股利及利息支付	-8	-2	-3	-3
股东融资	0	1,125	0	0
其他影响	-5	-1,081	9	17

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,854	2,220	2,869	3,433
营业成本	1,514	1,754	2,281	2,744
税金及附加	7	16	20	24
销售费用	115	184	224	268
管理费用	57	91	100	120
研发费用	18	29	34	41
财务费用	20	-22	11	14
信用减值损失	-5	-10	-2	-5
资产减值损失	-4	-4	-2	-2
公允价值变动收益	-11	-11	3	3
投资收益	17	-7	1	12
其他收益	8	8	8	8
营业利润	130	145	207	239
营业外收入	0	0	-1	-1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	130	145	206	238
所得税	23	25	36	41
净利润	107	120	170	197
少数股东损益	0	0	0	-1
归属母公司净利润	107	120	170	198
NOPLAT	124	102	180	208
EPS(摊薄) (元)	1.59	1.33	1.89	2.18

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	27.9%	19.7%	29.3%	19.7%
EBIT 增长率	-9.3%	-17.6%	76.5%	15.7%
归母净利润增长率	-5.8%	11.7%	42.4%	15.4%
获利能力				
毛利率	18.4%	21.0%	20.5%	20.1%
净利率	5.8%	5.4%	5.9%	5.7%
ROE	14.0%	13.2%	15.8%	15.4%
ROIC	15.1%	10.7%	16.3%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	38.2%	37.9%	37.9%	36.6%
债务权益比	31.2%	26.3%	22.2%	18.8%
流动比率	2.1	2.3	2.3	2.3
速动比率	1.5	1.8	1.8	1.7
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.7
应收账款周转天数	48	49	47	49
应付账款周转天数	41	39	41	43
存货周转天数	43	39	36	39
每股指标(元)				
每股收益	1.59	1.33	1.89	2.18
每股经营现金流	0.27	1.99	0.69	1.56
每股净资产	8.54	10.13	12.03	14.22
估值比率				
P/E	23	28	20	17
P/B	3	4	3	3
EV/EBITDA	19	22	14	12

农业组团队介绍

组长、首席分析师：雷轶

中山大学金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年、2020 年新财富农林牧渔行业排名第六名；2019 年卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业排名第五名。

高级研究员：肖琳

四川大学公司金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

研究员：顾超

厦门大学税务硕士。曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张皓月

上海财经大学保险硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522