

2021年佩蒂动物营养科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年佩蒂动物营养科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

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

评级观点

- 该评级结果是考虑到：宠物食品市场发展前景广阔，佩蒂动物营养科技股份有限公司（以下简称“佩蒂股份”或“公司”，股票代码：300673.SZ）在行业内经营多年，具有一定市场竞争优势，2022年营业收入大幅上升。但同时中证鹏元也关注到，公司过半产能分布在东南亚地区，产品以外销为主，公司经营面临国际贸易摩擦和汇率变动等风险；2023年一季度受海外客户库存调整影响，公司小幅亏损，需关注后续业绩变动；2022年主要原材料鸡肉和生皮均有较大涨幅，原材料价格波动对公司的经营业绩存在一定影响；客户集中度仍较高，应收账款存在一定回收风险；公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力，能否顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性。

评级日期

2023年6月19日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻熳
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	28.31	28.89	28.55	20.09
归母所有者权益	18.51	19.03	17.79	16.15
总债务	8.09	7.94	8.54	1.64
营业收入	1.59	17.32	12.71	13.40
净利润	-0.38	1.29	0.62	1.17
经营活动现金流净额	-0.55	2.31	-0.35	1.43
净债务/EBITDA	--	-0.33	-0.92	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	5.33	16.95	25.20
总债务/总资本	30.19%	29.23%	32.26%	9.15%
FFO/净债务	--	-213.55%	-85.79%	-49.72%
EBITDA 利润率	--	12.12%	12.00%	14.83%
总资产回报率	--	6.53%	3.54%	8.43%
速动比率	4.42	4.33	3.11	2.27
现金短期债务比	7.04	7.58	4.53	3.30
销售毛利率	14.04%	22.30%	22.93%	25.51%
资产负债率	33.90%	33.48%	37.14%	18.91%

注：2020-2022年公司净债务为负数。

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

优势

- **宠物食品市场前景广阔。**公司所处宠物食品行业全球市场规模继续扩张，我国宠物食品行业仍处于快速发展壮大阶段，为公司未来发展提供良好行业基础。
- **公司深耕宠物食品行业多年，在生产、销售等方面仍保持一定市场竞争优势，2022 年营收和利润大幅增长。**公司作为一家集宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营为一体的制造企业，运营多个国内外宠物食品品牌，与美国品谱等国际客户形成了较为稳定的合作关系，在销售渠道和市场拓展方面仍有一定竞争优势，2022 年受海外客户集中备货影响，营业收入和净利润均大幅增长。

关注

- **公司过半产能分布在东南亚地区，产品也以外销为主，公司经营面临国际贸易摩擦和汇率变动等风险。**公司过半产能分布在越南和柬埔寨地区，外销收入占比仍较高，其中以对美国销售为主，在国际贸易冲突加剧背景下，公司销售面临不利风险；公司外销以美元定价和结算，汇兑损益占净利润比重一直较高，2022 年在美元升值背景下，汇兑收益占净利润比重为 40.87%。
- **公司 2023 年第一季度小幅亏损，需关注后续业绩变化。**2022 年第四季度随着海外客户库存高企，海外客户调整库存减少订单量，公司业绩自第四季度开始下滑，2023 年一季度收入同比下降 53.81%，公司净利润为净亏损 0.38 亿元，需关注后续销售情况。
- **客户集中度较高，应收账款规模仍较大，存在一定回收风险。**2022 年公司前五大客户的销售收入占营业收入的比重为 79.59%，其中以美国客户为主，需长期关注客户与核心客户的合作关系稳定程度。2022 年末公司前五大应收账款合计占比为 68.75%，较上年有所下降，占比仍较大，应收账款存在一定回收风险。
- **原材料价格存在一定波动风险。**公司采购原材料的价格受市场行情、供需情况、运输成本等因素影响，每年成本均有一定波动，原材料管控能力较弱。
- **公司在建项目投资规模仍较大，面临建设资金压力和效益不达预期的风险。**公司主要在建项目柬埔寨爵味工程、新西兰天然纯项目及本期债券募投项目尚需投资规模较大，面临一定建设资金压力，且完工后市场需求开发对新增产能的消化程度具有一定不确定性。

未来展望

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

同业比较（单位：亿元）

指标	佩蒂股份	乖宝宠物	路斯股份	中宠股份
总资产	28.89	22.83	5.51	38.40
所有者权益	19.21	17.59	4.43	22.21
营业收入	17.32	33.98	5.49	32.48
净利润	1.29	2.66	0.44	1.21
销售毛利率	22.30%	32.59%	15.16%	19.79%
资产负债率	33.48%	22.95%	21.21%	42.18%

注：以上各指标均为 2022 年末/2022 年度数据。
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组 成员	适用评级方法和模型	评级 报告
AA-/稳定	AA-/佩蒂转债	2022-06-15	秦风明、张旻燊	工商企业通用信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AA-/佩蒂转债	2021-07-22	秦风明、张旻燊	工商企业通用信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
佩蒂转债	7.20	7.1983	2022-06-15	2027-12-22

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月发行6年期7.2亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目、年产5万吨新型宠物食品项目及补充流动资金。2022年11月25日，公司召开第三届董事会第二十次会议，审议通过了《关于募投项目增加实施主体和实施地点的议案》，同意由公司全资子公司江苏康贝宠物食品有限公司实施的本期债券项目“年产5万吨新型宠物食品项目”增加实施主体和实施地点。变更后实施主体为公司本部和江苏康贝宠物食品有限公司，实施地点为江苏省泰州市高港区许庄街道创业大道南侧、浙江省平阳县北港新城A-26b-02地块。截至2023年4月30日，佩蒂转债募集资金专项账户共五个，其中三个为人民币专项账户，余额合计为4.35亿元，两个外币专项账户，新西兰元账户余额为40,903.89新西兰元，美元账户余额为零。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人及注册资本均未发生变化；实收资本方面，佩蒂转债于2022年6月28日进入转股期，2022年累计完成转股1,620张，转股新增公司股票9,080股，截至2022年3月末，公司实收资本为2.53亿元，控股股东陈振标持股比例为31.43%，实际控制人陈振标、郑香兰（两人系夫妻关系）及一致行动人陈振录合计持有公司45.78%的股权，三人均无股权质押情况。

表1 截至2023年3月底公司前十大股东持股及质押情况（单位：股）

股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押数量	限售股份数量
陈振标	境内自然人	79,650,000	31.43%	-	59,737,500
陈振录	境内自然人	28,267,400	11.15%	-	22,555,350
郑香兰	境内自然人	8,100,000	3.20%	-	6,075,000
陈林艺	境内自然人	6,362,950	2.51%	1,518,987	-
陈宝琳	境内自然人	5,130,750	2.02%	-	-
中国民生银行股份有限公司—光大保德信信用添益债券型证券投资基金	其他	2,822,400	1.11%	-	-
中国农业银行股份有限公司—工银瑞信农业产业股票型证券投资基金	其他	1,680,050	0.66%	-	-
佩蒂动物营养科技股份有限公司—2022年员工持股计划	其他	1,520,000	0.60%	-	-
陆红	境内自然人	1,402,800	0.55%	-	-

中山联动第一期股权投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	1,352,940	0.53%	-	-
合计		- 113,830,478	56.97%	28,118,987	82,644,300

资料来源：公司 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

2022年6月27日，公司召开2022年第三次临时股东大会，审议通过了《关于董事会提议向下修正可转换公司债券转股价格的议案》。同日，公司召开第三届董事会第十五次会议，审议通过了《关于向下修正可转换公司债券转股价格的议案》，决定将佩蒂转债的转股价格向下修正为人民币17.83元/股，修正后的转股价格自2022年6月28日起生效。自开始转股始至2023年第一季度末止，佩蒂转债累计完成转股1,678张，票面金额共计人民币167,800.00元，累计转换成本公司股票9,405股。

公司主要从事宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营等，跟踪期内公司主营业务未发生变化。2022年公司合并范围未变动，2022年末纳入合并报表范围子公司合计21家，明细如附录四所示。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经

经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。分析跟踪期内宏观经济运行情况未来发展趋势，以及面临的财政政策和货币政策环境。

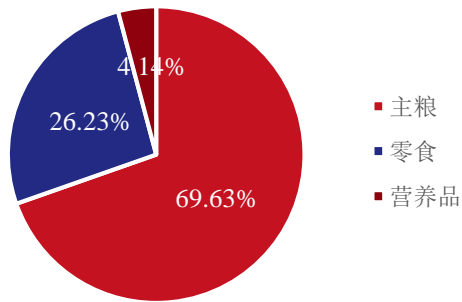
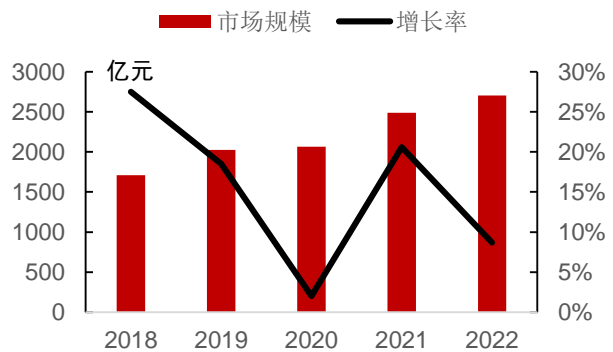
行业环境

2022年全球宠物食品市场需求继续扩张，中国宠物食品行业仍处于快速发展初期，随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，中国宠物食品市场发展前景广阔

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

宠物食品市场是宠物行业最大的细分市场，据Euromonitor数据显示，2022年全球宠物食品市场销售额达1,234.9亿美元，同比增长7.6%。宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务已发展成为居民日常消费的重要组成部分。美国是全球宠物经济第一大国，2022年美国宠物行业在高宠物渗透率和超预期通胀的影响下实现较快发展，根据美国宠物用品协会（APPA）数据，2022年美国宠物市场销售额超过1,368亿美元，同比增长10.7%。其中，宠物食品零食销售额581亿美元，同比增长16.2%。美国宠物用品协会预计2023年美国宠物市场保持稳健发展，行业销售额有望超过1,436亿美元，同比增长5.0%；预计宠物食品零食销售额627亿美元，同比增长7.9%。

我国宠物食品行业起步较晚，养宠渗透率处于较低水平，宠物消费维持高景气，2022年“猫经济”表现亮眼。据《2022年中国宠物行业白皮书》、APPA统计，宠物在中国家庭中的渗透率大约是20%，在日本是38%，美国是66%。2022年我国城镇犬猫宠物消费市场达2,706亿元，同比增长8.7%，其中犬消费市场1,475亿元，增长3.1%；猫消费市场规模达1,231亿元，同比增长16.1%。从养宠数量来看，2022年我国城镇犬猫数量11,655万只，同比增长3.7%，其中宠物犬数量5,119万只，同比减少5.7%，宠物猫数量6,536万只，同比增长12.6%。2022年国内宠物食品中主粮市场占比在七成左右，为宠物食品消费市场中份额最大的细分市场。

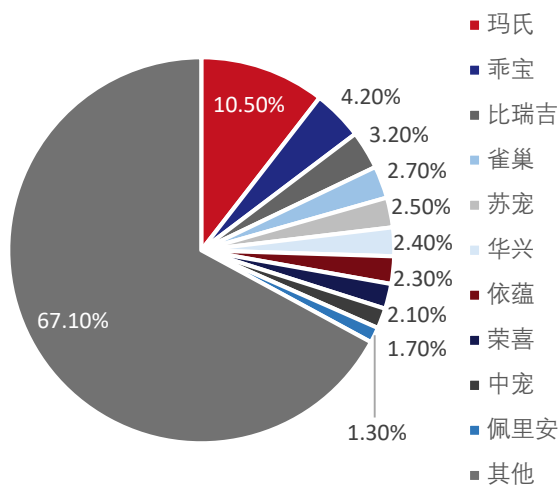
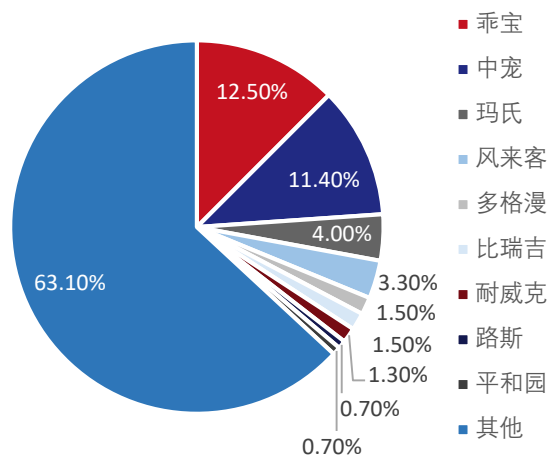
图 1 2022 年中国宠物食品消费结构

图 2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模


资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

从单只宠物的年均支出来看，根据APPA统计，美国单只犬的年均消费为1,381美元，单只猫的年均消费为908美元；据日本Anicom保险公司统计，日本单只宠物犬年均支出34万日元（约合人民币2.0万元），单只宠物猫支出16万日元（约合人民币0.94万元）；根据《2022年中国宠物行业白皮书》，中国单只犬的年均消费为2,882元，同比增长9.4%；单只猫的年均消费为1,826元，同比增长3.1%；中国单只宠物的年均消费具有较大的增长空间。随着宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升，我国宠物食品市场发展前景广阔。

中国宠物食品行业竞争格局分散，行业集中度提升空间较大；目前宠物主粮领域以外资为主导，本土企业在宠物零食领域具备比较优势，未来主粮、零食等细分领域存在进口替代机会；国内养宠年轻化，消费者更倾向于线上渠道

当前我国宠物食品行业集中度较低，据欧睿数据，2020年行业CR5、CR10仅23.1%、32.9%，且第一名为外资企业玛氏，其市场份额为10.5%。相比下，成熟市场宠物食品份额明显集中，如美国、英国、日本、韩国CR5分别高达71.0%、61.2%、61.0%、49.7%。我国宠物食品行业处于早期发展阶段，国内企业数量多、规模小，竞争格局分散。从细分行业来看，国外品牌在中国宠物主粮领域布局较早，目前宠物主粮市场以玛氏、雀巢等外资品牌为主导；近年国内企业逐渐发力主粮产品，大力开发主粮市场，开始对头部外资企业形成替代。宠物零食方面，细分市场竞争格局仍然分散，但由于零食领域进入壁垒相对较低，本土企业布局较早，存在一定比较优势，目前国内企业乖宝、中宠等处于零食市场领先地位，中证鹏元认为，未来随着国内头部企业进一步发挥本土市场优势、做大做强，有望推动宠物零食格局集中度提升。

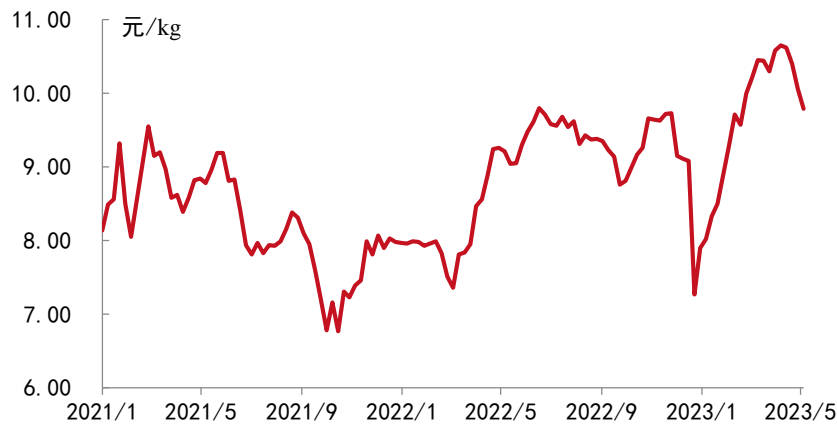
图 3 2020 年中国宠物食品市场竞争格局

图 4 2020 年中国宠物零食市场竞争格局


资料来源：欧睿数据等，中证鹏元整理

从销售渠道和消费者画像来看，我国宠物食品的销售以线上电商渠道及宠物店为主，据欧睿数据，2021年国内宠物食品行业线上渠道及电商渠道占比为60.9%，线上电商渠道发展迅速，2022年双十一期间，天猫平台宠物市场销售额达37.9亿元，同比增长30.2%。据《2022年中国宠物行业白皮书》，90后宠物主占比超半数，占比55.9%。年轻群体对宠物食品的接受度更高，消费意愿更强，已经成为宠物食品的消费主力军。

宠物食品以鸡肉为主要原材料，2022年白羽鸡价格波动较大，对行业企业成本管控造成一定压力

宠物食品的主要原材料是鸡肉。白羽鸡是重要的动物蛋白来源，也是猪肉的重要替代品，在猪肉出现供需缺口或猪价过高的情况下，禽肉需求会出现上涨。2022年4月猪肉价格开始出现回暖，6-7月份强势上行，猪价一度升至28元/公斤，到2022年末出栏生猪增加叠加猪瘟疫影响下，非标猪出栏进一步增加市场猪肉供给，猪肉价格出现超预期下跌。受生猪价格波动影响 2022年以来白羽鸡价格有所反弹，2022年末价格快速下跌，2023年一季度白羽鸡景气度提升，价格有所反弹。另外，受禽流感、航班等问题影响，2022年5-7月、10-11月我国祖代海外引种量均为0，祖代引种不足对父母代的影响自去年10月以来已有所体现并持续加深，预计2023年第二季度白羽鸡供给受限，为价格提供支撑。

图 5 中国白羽肉鸡主产区平均价


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在宠物食品行业具有一定市场竞争力，受益于海外市场需求旺盛，2022年公司营业收入大幅增长，但2022年第四季度开始，随着海外客户库存调整，公司海外市场销量下降明显，2023年第一季度小幅亏损，需关注后续业绩变动

公司是一家专业从事宠物食品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、主粮和湿粮等。2022年宠物食品的海外市场需求十分旺盛，海外客户为保障供应链，进行集中备货，公司订单数量大幅上升，2022年公司的营业收入、净利润实现同比增长36.27%、108.34%。但是2022年第四季度随着海外客户库存高企，海外客户调整库存减少订单量，公司业绩自第四季度开始下滑，且第一季度为海外宠物市场传统淡季，2023年一季度收入为1.59亿元，同比下降53.81%，公司净利润亏损0.38亿元。

毛利率方面，2022年主要原材料鸡肉和生皮均有较大涨幅，2022年毛利率较上年小幅下降。2023年一季度受海外营业收入和人民币升值影响，销售毛利率为14.04%，毛利率水平明显下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
畜皮咬胶	5.44	31.40%	16.59%	4.32	33.98%	18.20%
植物咬胶	6.49	37.47%	28.66%	3.96	31.13%	30.70%
营养肉质零食	3.38	19.49%	21.90%	2.53	19.93%	23.75%
主粮和湿粮	1.60	9.23%	18.56%	1.50	11.79%	17.69%
其他	0.42	2.41%	15.33%	0.40	3.17%	11.72%

合计	17.32	100.00%	22.30%	12.71	100.00%	22.93%
----	-------	---------	--------	-------	---------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在宠物食品制造行业深耕多年，在销售渠道和市场拓展方面具有竞争优势；2022年收入增量主要来源于海外客户加强备货，2023年一季度公司处于客户库存调整周期，销售情况表现欠佳；公司的销售客户集中度仍较高，对客户的依赖度较强；国内业务继续保持较快增长，仍未实现盈利

公司自成立以来一直从事宠物食品制造行业，主营业务集宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营于一体，公司在宠物食品制造行业深耕多年，在销售渠道和市场拓展方面具有竞争优势。目前拥有好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy、爵宴Meatyway、ITI、SmartBalance、Begogo贝家、“佩蒂”、“CPET”、“PEIDI”等国内外品牌，其中“CPET”商标于2013年1月被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。公司是国家重点高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业，公司目前建有省级宠物健康营养产品研究院、高新技术企业研发中心等多个研发平台，负责公司新技术、新产品、新工艺的研发、推广、改进及技术创新管理。公司通过与国内外高校、科研院所建立产学研合作计划以及自主研发等多种渠道，不断加强公司核心技术研发水平，目前公司的核心技术已获得国内外多项发明专利；并作为主要参与方起草了国家标准《宠物食品-狗咬胶》（GBT 23185-2008）。

公司的产品矩阵包括畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物营养肉质零食、宠物干粮、宠物湿粮等宠物食品，其中以宠物零食产品为主，主粮方面公司将以新型主粮为切入点，打造全品类发展。公司在新西兰和国内布局了主粮产线建设，公司计划依托新西兰的优质原料，打造高端主粮产品。公司在新西兰的投资项目主要为新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目和本期债券的募投项目新西兰年产3万吨高品质宠物湿粮项目，其中新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目在2022年处于产线调试和试生产阶段，尚未进入正式的商业化运营阶段。

公司自2018年开始实施“双轮驱动”发展战略，开始发力国内市场和自主品牌销售。目前公司产品以外销为主，公司外销主要为“ODM”模式的贴牌产品，辅以少量自主品牌的宠物食品，公司目前已在加拿大沃尔玛等零售超市销售自主品牌产品“PEIDI”、“MEATYWAY”等。公司产品主要销往美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占比最大，2018年以来中国出口美国市场的产品被加征25%的关税，需持续关注中美贸易摩擦对公司业务带来的影响。公司产品外销主要客户为国外的宠物食品品牌商、综合性商超和宠物行业的专业商超。公司在海外市场深耕多年，与众多国际知名的品牌商、渠道商、零售商等建立了密切的合作关系，一般双方签订长期供货协议或独家供应协议，形成了一定的渠道壁垒。公司内销主要通过线下经销与线上直销结合的模式销售公司自主品牌产品，同时代理销售部分国际知名宠物品牌食品。公司主要自主品牌包括好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy、爵宴Meatyway、ITI、SmartBalance、Begogo贝家等。2022年公司营业收入中ODM及经销模式下收入占比为92.30%，直销模式下收入占比为7.70%。

2022年海外客户为保障供应链安全，加大了备货力度，对公司的采购量增加，公司海外市场销售收

入同比增长37.23%，贡献了公司营业收入的主要增量。公司与海外客户主要采用电汇收款方式，信用周期一般在60天或90天左右，结算货币以美元、新西兰元和越南盾为主，汇率波动形成的汇兑损益对公司盈利水平影响较大。公司外销2022年得益于美元升值，当年实现汇兑收益0.53亿元，占当期净利润的40.87%。

2022年公司继续积极拓展国内市场，重点开拓线上销售渠道，推广自有品牌，国内市场营业收入同比增长30.91%，其中以ToC端的直销业务为主。公司的内销业务毛利率相对外销较高，但内销需要承担的广告费用、渠道费用、管理费用更高，2022年公司的内销业务仍为亏损，预计短期内盈利空间不大。公司全资子公司佩蒂智创（杭州）宠物科技有限公司（以下简称“佩蒂智创”）承担国内市场的自主品牌业务，佩蒂智创2021-2022年净利润分别为亏损0.29亿元、0.35亿元，需关注公司在国内市场业务上的长期盈利能力。

2022年第四季度，随着国际供应链秩序逐渐恢复，海运价格有所下降，海外客户库存高企，来自海外的订单数量降幅较大，2023年一季度公司内销收入同比仍增，但外销收入降幅较大，综合影响下营业收入同比下降53.81%。海外客户的库存消化需要一定时间，需关注后续公司的销售情况变动。

表3 公司产品销售分区域（单位：亿元）

区域	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	1.04	65.35%	14.56	84.10%	10.61	83.45%
国内	0.55	34.65%	2.75	15.90%	2.10	16.55%
合计	1.59	100%	17.32	100.00%	12.71	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

定价模式方面，对于海外市场，公司以原材料、人工成本和相关制造费用为定价基础，加上合理的利润率，同时结合汇率走势、客户的采购量等因素综合评定。如需要调整产品价格，则由市场销售部与客户进行协商，双方主要基于市场情况和成本变化进行价格的调整。在国内市场，公司产品定价主要在考虑成本、费用基础上，结合市场竞争情况、市场营销策略等因素制订或调整价格。

2022年公司主要原材料鸡肉和生皮涨幅较大，带动公司销售均价上涨。同时受人民币贬值影响，公司外销产品以美元定价，销售价格有所提升。但受原材料上升影响，当年销售毛利率也小幅下降。2023年一季度由于海外销售收入大幅下降，且人民币小幅升值，销售均价相应回落。

表4 公司主要产品销售价格变化情况

产品名称	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
畜皮咬胶	销售收入（万元）	3,767.19	54,379.14	43,184.66
	销量（吨）	890.94	12,716.39	10,290.07
	平均单价（万元/吨）	4.23	4.28	4.20
植物咬胶	销售收入（万元）	2,773.18	64,892.94	39,557.01

	销量（吨）	767.39	17,606.10	10,897.34
	平均单价（万元/吨）	3.61	3.69	3.63
	销售收入（万元）	6,117.56	33,750.97	25,331.06
营养肉质零食	销量（吨）	1,327.50	7,213.60	5,465.35
	平均单价（万元/吨）	4.61	4.68	4.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司前五大客户占营业收入比例基本持平，仍处于较高水平。2021年公司前五大客户中主要为境外销售客户。其中，Spectrum Brands Holdings, Inc.（美国品谱集团）近年一直为公司第一大销售客户，公司对美国品谱集团的销售集中度较大，公司与品谱集团的合作稳定性对公司经营业绩有较大影响，需持续关注公司的客户集中度过于集中带来的不利影响。

表5 2021-2022年公司前五大客户情况（单位：亿元）

年份	序号	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2022年	1	客户一	8.05	46.46%
	2	客户二	2.24	12.94%
	3	客户三	2.07	11.94%
	4	客户四	0.87	5.00%
	5	客户五	0.56	3.25%
		合计	13.79	79.59%
2021年	1	客户一	6.15	48.39%
	2	客户二	1.90	14.92%
	3	客户三	0.91	7.14%
	4	客户四	0.88	6.90%
	5	客户五	0.29	2.28%
		合计	10.12	79.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2022年产能有所增加，产能利用情况良好，在建扩充产线以及新增品种产线项目较多，建成之后有利于产能扩充和品种丰富，但在建拟建项目尚需一定投资规模，能否顺利建成达产并实现预期收益存在一定不确定性；此外，公司过半产能分布在海外，需关注海外经营风险

公司国内生产工厂分布于温州平阳和江苏泰州，且在越南、柬埔寨和新西兰设有生产基地，公司过半产能分布在海外，其中以越南工厂为主。越南和柬埔寨工厂具有人力成本较低的优势，新西兰工厂则依托于当地具有优质牛羊肉等原料的突出优势。公司的越南产线主要由子公司越南好嚼有限公司（以下简称“越南好嚼”）、越南巴拉啦食品有限公司（以下简称“越南巴拉啦”）和越南德信食品有限公司（以下简称“越南德信”）负责运营，柬埔寨产线由柬埔寨爵味食品有限公司（以下简称“柬埔寨爵味”）负责运营，新西兰产线主要由新西兰北岛小镇宠物食品有限公司（以下简称“北岛小镇”）、新西兰天然纯宠物食品有限公司（以下简称“新西兰天然纯”）和Bop Industries Limited（以下简称BOP公

司)公司负责运营。越南工厂和柬埔寨工厂主要为咬胶和肉质零食类产品产线,新西兰天然纯主要为主粮类产品产线,BOP公司、国内工厂兼有主粮和零食类产品产线。公司2013年开始布局投资建设越南工厂,目前已较为成熟,为公司当前主要盈利的海外工厂。柬埔寨爵味2022年仍处于产能爬坡阶段,北岛小镇产线2022年仍处于建设期,两家子公司2022年均为亏损。

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

从生产情况来看,2022年公司产能变动原因为柬埔寨工厂进入产能爬坡阶段释放2000吨畜皮咬胶/营养肉质零食产能、1000吨植物咬胶产能。2022年公司植物咬胶产能利用率超过100%系为应对订单量大增,各生产基地通过招收更多员工,在生产设备没有增加的前提下,增加了周转率,提高了产能利用率。

表6 2021-2022年公司产品产能利用情况(单位:吨)

指标	产品名称	2022年	2021年
产能	畜皮咬胶/营养肉质零食	20,900.00	18,900.00
	植物咬胶	14,500.00	13,500.00
产量	畜皮咬胶/营养肉质零食	19,709.65	16,294.65
	植物咬胶	17,402.03	11,305.59
产能利用率	畜皮咬胶/营养肉质零食	94.30%	86.22%
	植物咬胶	120.01%	83.75%

注:公司畜皮咬胶及营养肉质零食产品可共线生产,故产能及产能利用率合并计算
资料来源:公司提供,中证鹏元整理

2022年公司产销量均上升,主要产品产销率均超过100%。

表7 公司主要产品产销率情况(单位:吨)

指标	产品名称	2022年	2021年
产量	畜皮咬胶	12,620.03	10,652.39
	植物咬胶	17,402.03	11,305.59
	营养肉质零食	7,089.62	5,642.26
销量	畜皮咬胶	12,716.39	10,290.07
	植物咬胶	17,606.10	10,897.34
	营养肉质零食	7,213.60	5,465.35
产销率	畜皮咬胶	100.76%	96.60%

植物咬胶	101.17%	96.39%
营养肉质零食	101.75%	96.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要的在建项目尚需投资5.03亿元，资金来源为IPO募集资金和本期债券募集资金。总体来看，公司在建项目较多，面临一定资金压力，且公司在建项目完工后将释放大量产能，需关注后期市场需求开发对新增产能的消化能力。

表8 截至2022年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资额	资金来源
新西兰天然纯项目	4.80	3.20	1.60	募集资金、自筹
年产5万吨新型宠物食品项目	3.50	0.09	3.41	募集资金、自筹
柬埔寨爵味工程一期工程 ¹	2.50	2.63	-	募集资金、自筹
越南好嚼厂房二期工程	0.10	0.08	0.02	募集资金、自筹
合计	10.90	6.01	3	--

注：计算尚需投资额时，未将柬埔寨爵味工程一期工程计算在内。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购原材料的价格受市场行情、供需情况、运输成本等因素影响，每年成本均有一定波动，原材料管控能力较弱，对2022年主要原材料生皮、鸡肉价格涨幅较大，销售毛利率小幅下降，需关注公司面临的原材料价格波动风险

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工和制造费用，其中直接材料成本占比70%左右，包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。2023年第一季度由于订单量减少，直接材料占营业成本比重有所下降。

表9 2021-2023年第一季度公司营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2023年第一季度		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	0.82	60.32%	9.66	71.79%	7.20	73.54%
直接人工	0.18	12.91%	1.62	12.01%	1.16	11.88%
制造费用	0.36	26.77%	2.18	16.20%	1.43	14.58%
合计	1.36	100.00%	13.46	100.00%	9.79	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的采购业务由采购部门负责，采购部根据业务计划部提供的订单计划，结合产品物料需求清单、材料库存情况指定采购计划。根据不同类别的产品，选择合适的供应商进行议价，经过总经理审核后确认采购合同，采购合同明确物料数量、单价、总价、质量验收标准、交期等内容，后续由采购人员进行跟踪。公司主要采购的原材料包括生牛皮、鸡肉及其他畜禽肉、植物淀粉等。生牛皮是公司生产畜皮咬

¹截至2022年底，柬埔寨爵味工程一期工程进度为95%。

胶的主要原材料。根据生产工序和原材料的不同，畜皮咬胶产品分为发泡类畜皮咬胶和非发泡类畜皮咬胶。发泡类畜皮咬胶主要原材料为湿牛皮，非发泡类畜皮咬胶主要原材料为干牛皮。

2022年公司主要原材料中除湿牛皮，其余原材料采购价格普遍随市场行情而上升。2022年由于订单饱和度高，超过产能，为缩短交货周期，公司采购半成品大幅增加，部分半成品含有鸡肉，导致2022年所需鲜鸡肉采购量减少，其余主要原材料采购量均上升。

表10 公司主要原材料采购金额情况（单位：万元）

原材料名称		2022年	2021年
鸡肉	采购金额（万元）	13,349.23	19,301.75
	采购数量（吨）	9,665.88	16,429.72
	采购单价（万元/吨）	1.38	1.17
干牛皮	采购金额（万元）	12,329.54	8,854.43
	采购数量（吨）	5,292.36	5,430.82
	采购单价（万元/吨）	2.33	1.63
湿牛皮	采购金额（万元）	6,273.78	4,384.60
	采购数量（吨）	11,086.91	5,719.98
	采购单价（万元/吨）	0.57	0.77
淀粉	采购金额（万元）	3,915.20	2,087.96
	采购数量（吨）	8,434.99	6,876.12
	采购单价（万元/吨）	0.46	0.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了相应的供应商选择机制。由采购部对供应商的资质进行审核后，横向对比供应商报价，综合考虑售后服务和交货时间等信息进行评估，以此选择符合公司要求的供应商。经评定合格的供应商列入公司各项物资采购目录。公司主要原材料采购来自于中国、中亚、东盟国家、南美洲、澳洲等国家和地区，公司供应商较为分散，但主要供应商相对稳定，2022年前五大供应商采购总比例有所降低。公司与国内供应商结算的账期一般是3个月左右，但根据采购品种、行业特点、市场供需关系等情况会有不同。与国外供应商采用电汇付款方式，预付30%款项，清关之后支付全款。

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

表11 2021-2022年公司前五大供应商情况（单位：亿元）

年份	序号	供应商名称	采购金额	占总采购金额的比例
2022年	1	供应商一	0.71	6.97%
	2	供应商二	0.37	3.68%
	3	供应商三	0.28	2.73%
	4	供应商四	0.28	2.73%

	5	供应商五	0.22	2.18%
	合计		1.86	17.29%
2021 年	1	供应商一	0.82	8.27%
	2	供应商二	0.48	4.80%
	3	供应商三	0.31	3.07%
	4	供应商四	0.26	2.62%
	5	供应商五	0.22	2.17%
		合计		2.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

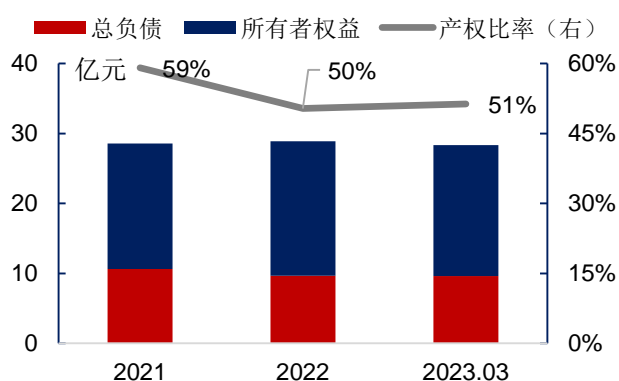
以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围未变更。

资本实力与资产质量

公司总资产规模变动较小，资产增加部分主要为生产经营用的固定资产和在建工程，资本实力有所增强，所有者权益对负债的保障程度提高

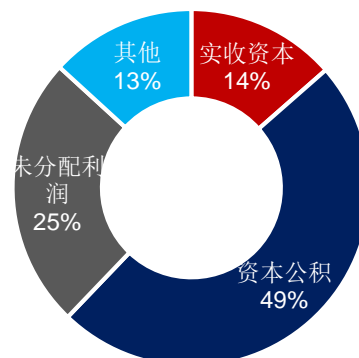
公司所有者权益主要由所有者投入的资本公积和未分配利润构成，得益于利润积累，公司所有者权益持续稳定增长。2022年公司负债规模和产权比例下降，公司所有者权益对负债的保障程度提高。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产总规模和2021年末相比变动不大，资产结构小幅变动。资产主要集中于货币资金、存货

以及固定资产和在建工程等。

公司2021年末12月发行本期债券，当年末货币资金规模大幅上升。2022年以来公司货币资金主要投入生产经营、在建项目和偿还借款。公司增加了理财产品、定期存款等投资，2022年末交易性金融资产规模上升，2022年实现利息收入326.26万元、理财产品投资收益373.94万元。2022年末在建工程和固定资产规模均上升，公司主要在建工程为IPO、本期债券募投项目，2022年主要在建工程新增投入金额1.18亿元，在建工程转入固定资产合计1.03亿元，此外公司还外购了一些生产设备。2022年末公司负债规模同比下降，公司增加了对银行借款、应付贷款的偿还和支付。综合影响下，2022年以来公司货币资金规模呈下降趋势。由于公司2022年第四季度销量开始下降，2022年末存货规模和应收账款同比有所降低。2022年末公司存货中主要为原材料，在产品、库存商品、发出商品余额较上年均有所下降。由于2023年一季度公司产品销售均价普遍下降，2022年末存货跌价准备小幅上升。2022年末应收账款90%以上为一年以内账龄。受2023年一季度订单数量下降影响，公司存货规模小幅上升，应收账款规模继续下降。

截至2022年末公司受限资产规模为1.25亿元，占总资产比重较低，其中0.04亿元为履约保函保证金、工程保证金，其余部分为抵押借款而受限的土地及房屋建筑物。需关注的是，截至2022年末公司外币货币性项目余额较大，主要为美元货币资金0.34亿元（折算成人民币为2.39亿元），美元应收账款余额为0.21亿美元（折算成人民币为1.50亿元），公司面临一定外币风险敞口。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.88	27.85%	8.33	28.82%	10.30	36.06%
应收账款	1.47	5.18%	1.80	6.22%	2.01	7.05%
存货	4.32	15.25%	4.24	14.69%	4.50	15.75%
交易性金融资产	0.50	1.77%	0.80	2.77%	0.00	0.01%
流动资产合计	16.02	56.59%	16.71	57.86%	17.83	62.45%
固定资产	5.79	20.45%	5.74	19.88%	4.69	16.42%
在建工程	3.51	12.40%	3.50	12.12%	3.22	11.27%
非流动资产合计	12.29	43.41%	12.17	42.14%	10.72	37.55%
资产总计	28.31	100.00%	28.89	100.00%	28.55	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

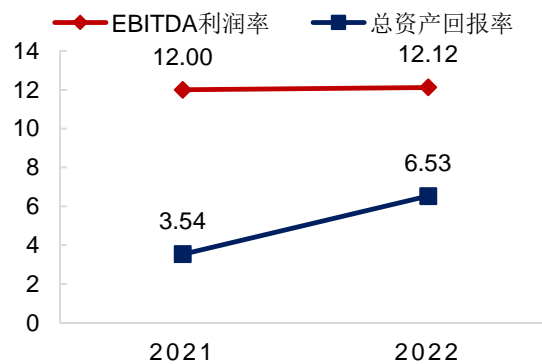
2022年受益于海外市场需求旺盛和美元升值，公司盈利指标向好，**但2023年一季度**亏损，需关注后续公司的销售情况变动

2022年公司净利润同比增长108.34%，增量主要来源于两方面，一方面，受益于海外市场需求旺盛

和国内市场继续开拓，公司营业收入实现较大增长。另一方面，2022年美元处于升值通道，公司财务费用中汇兑收益为0.53亿元，占当期净利润的40.87%。近几年汇率变动较大，汇兑损益占净利润比重一直较高，需持续关注公司面临的汇率波动风险。公司2022年EBITDA利润率、总资产回报率等盈利指标均上升，由于EBITDA计算时未考虑财务费用，总资产回报率上升幅度更大。

2023年一季度随着营业收入、销售毛利率下降，叠加人民币小幅升值导致汇兑损失增加，公司净利润为亏损0.38亿元。考虑到海外客户的库存消化需要一定时间，需关注后续公司的销售情况变动。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

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

2022年末公司负债规模小幅下降，主要系到期偿还了银行借款，以及偿还的应付账款规模增加。公司的刚性负债主要为本期债券和部分银行借款，总债务规模较小。公司2022年末短期借款余额下降系到期偿还，本期债券2022年票面利率为0.4%，当年偿还288.00万元利息，转股金额为14.04万元。公司的应付账款主要为应付材料款，截至2022年末一年以内的应付账款占97%以上。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.18	12.28%	1.10	11.34%	2.21	20.81%
应付账款	0.98	10.20%	0.89	9.22%	1.70	16.02%
流动负债合计	2.65	27.60%	2.88	29.80%	4.29	40.42%
应付债券	6.33	65.95%	6.24	64.49%	5.88	55.40%
非流动负债合计	6.95	72.40%	6.79	70.20%	6.32	59.58%
负债合计	9.60	100.00%	9.67	100.00%	10.60	100.00%
总债务合计	8.09	84.30%	7.94	82.06%	8.54	80.58%

其中：短期债务	1.19	12.35%	1.20	12.40%	2.27	21.40%
长期债务	6.91	71.95%	6.74	69.66%	6.28	59.18%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司2022年的现金流表现较好，经营活动净现金流、FFO、自由活动现金流均上升，但2023年一季度受营业收入大幅下降影响，现金流指标均由正转负。公司2022年以来杠杆水平有所下降，公司的现金类资产规模较充足，净负债规模一直为负。公司2022年利息规模增加，主要系本期债券计提的利息，故2022年EBITDA利息保障倍数有所下降，但保障程度仍较好。

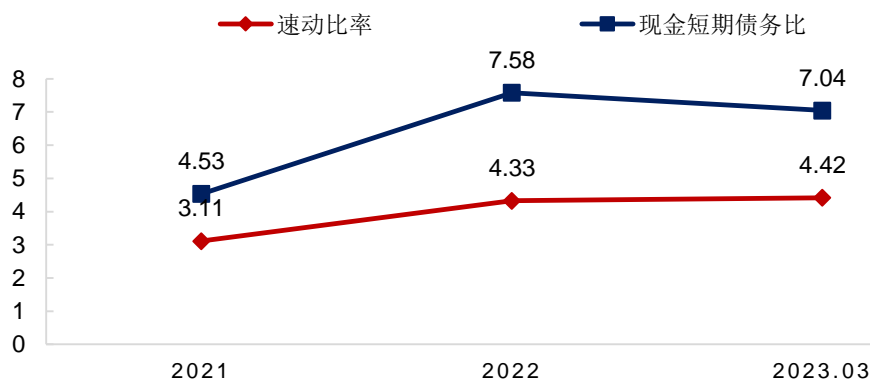
表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-0.55	2.31	-0.35
FFO(亿元)	--	1.47	1.20
资产负债率	33.90%	33.48%	37.14%
净债务/EBITDA	--	-0.33	-0.92
EBITDA 利息保障倍数	--	5.33	16.95
总债务/总资本	30.19%	29.23%	32.26%
FFO/净债务	--	-213.55%	-85.79%
经营活动现金流/净债务	271.54%	-335.00%	24.76%
自由活动现金流/净债务	380.01%	-108.08%	175.37%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年以来公司速动比率、现金短期债务呈上升趋势，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。截至2023年4月末公司尚有8.96亿元银行授信，授信银行包括中国银行、中国建设银行、星展银行等国有银行和外资银行，备用流动性尚可。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，ESG因素对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公开信息查询（截至2023年6月13日）和公司提供的说明（截至2023年6月13日），公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。公司温州工厂为国家级绿色工厂，其他各工厂以此为目标，建设绿色、低碳、高效的宠物食品工厂。

社会因素

根据公开信息查询（截至2023年6月13日）和公司提供的说明（截至2023年6月13日），公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司第三届董事会成员佟爱琴女士、谢志镭先生和刘俐君先生的独立董事职务于2022年2月22日满六年，依法申请辞去独立董事职务及所在专门委员会的职务。2022年3月24日公司召开第二次临时股东大会，补选金晓斌先生、李路先生和余飞涛女士任公司第三届董事会独立董事，任期自本次股东大会通过之日起至第三届董事会届满之日止。截至2023年4月公司组织架构图见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2023年5月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2023年6月13日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

宠物食品市场发展前景广阔，2022年市场规模继续增长，为公司业务发展提供良好的行业环境。公司在行业内深耕多年，作为一家集宠物食品的研发、制造、销售和自主品牌运营为一体的制造企业，2022年营业收入大幅上升，仍具备一定市场竞争优势。但中证鹏元也关注到，公司过半产能分布在东南亚地区，产品也以外销为主，公司经营面临国际贸易摩擦和汇率变动等风险；2023年一季度受海外客户库存调整影响，公司小幅亏损，需关注后续业绩变动；2022年主要原材料鸡肉和生皮单价均有较大涨幅，

原材料价格波动对公司的经营业绩存在一定影响；同时客户集中度仍较高，应收账款存在一定回收风险；公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力，能否顺利完工并实现预期效益具有一定不确定性。整理来看，公司抗风险能力一般。

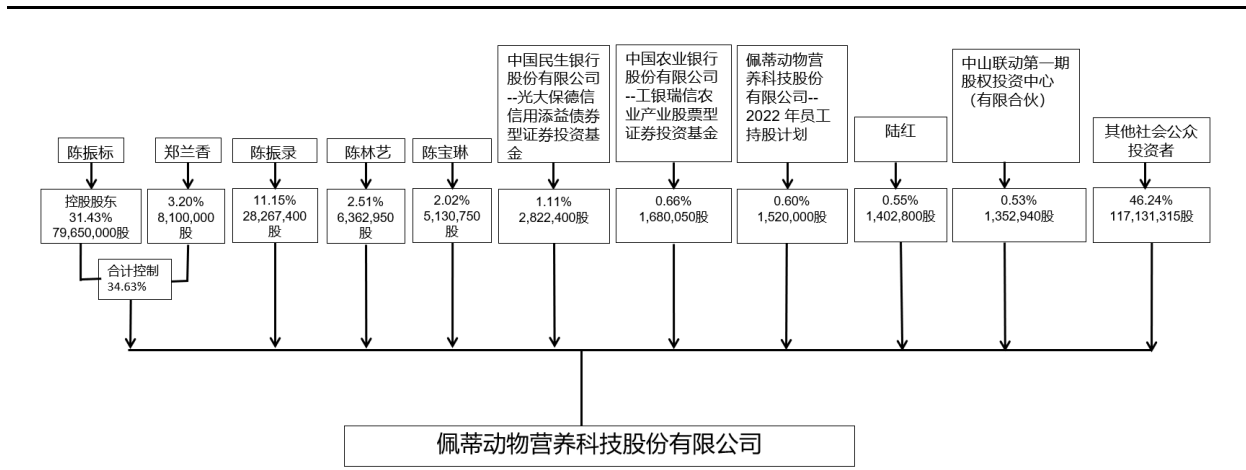
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“佩蒂转债”信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.88	8.33	10.30	4.72
存货	4.32	4.24	4.50	2.76
流动资产合计	16.02	16.71	17.83	11.28
固定资产	5.79	5.74	4.69	3.63
在建工程	3.51	3.50	3.22	2.69
非流动资产合计	12.29	12.17	10.72	8.81
资产总计	28.31	28.89	28.55	20.09
短期借款	1.18	1.10	2.21	1.64
应付账款	0.98	0.89	1.70	1.40
流动负债合计	2.65	2.88	4.29	3.75
应付债券	6.33	6.24	5.88	0.00
非流动负债合计	6.95	6.79	6.32	0.04
负债合计	9.60	9.67	10.60	3.80
总债务	8.09	7.94	8.54	1.64
所有者权益	18.71	19.21	17.95	16.29
营业收入	1.59	17.32	12.71	13.40
营业利润	-0.37	1.69	0.79	1.36
净利润	-0.38	1.29	0.62	1.17
经营活动产生的现金流量净额	-0.55	2.31	-0.35	1.43
投资活动产生的现金流量净额	0.06	-2.78	-1.28	-4.24
筹资活动产生的现金流量净额	0.05	-1.93	7.26	4.93
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	2.10	1.52	1.99
FFO(亿元)	--	1.47	1.20	1.71
净债务(亿元)	-0.20	-0.69	-1.40	-3.44
销售毛利率	14.04%	22.30%	22.93%	25.51%
EBITDA 利润率	--	12.12%	12.00%	14.83%
总资产回报率	--	6.53%	3.54%	8.43%
资产负债率	33.90%	33.48%	37.14%	18.91%
净债务/EBITDA	--	-0.33	-0.92	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	5.33	16.95	25.20
总债务/总资本	30.19%	29.23%	32.26%	9.15%
FFO/净债务	--	-213.55%	-85.79%	-49.72%
速动比率	4.42	4.33	3.11	2.27
现金短期债务比	7.04	7.58	4.53	3.30

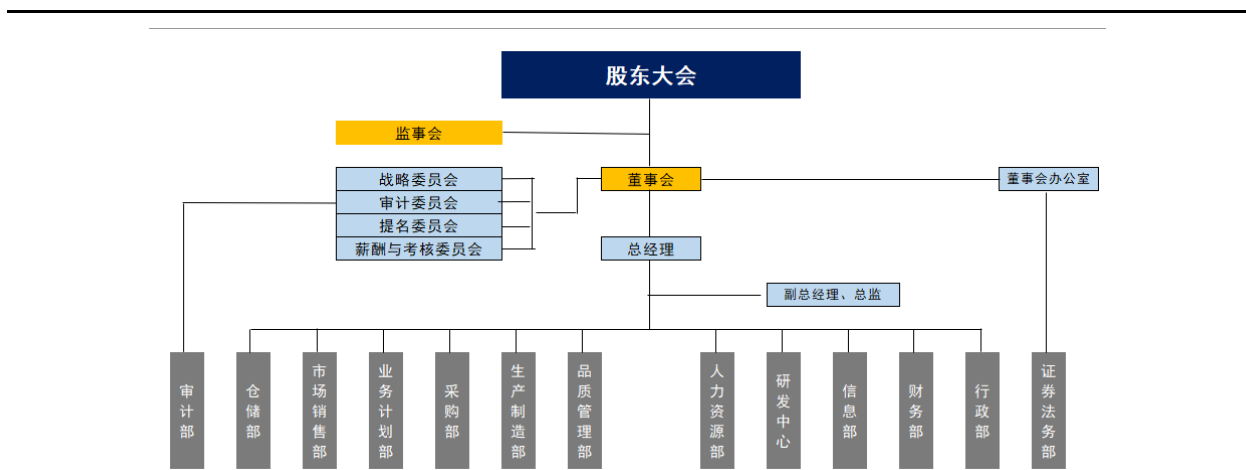
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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

资料来源：公司 2022 年年报、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

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