中证鹏元
CSCI Pengyuan

烟台中宠食品股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【357】号 01

让 评 级 彰 显 价 值

信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

烟台中宠食品股份有限公司相关债券2025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
中宠转 2	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素推动我国宠物食品市场扩容，行业前景较好；烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“中宠股份”或“公司”，股票代码：002891.SZ）具有一定的品牌优势和行业地位， 依靠较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，2024 年公司业绩大幅提升，规模效应逐步显现。但中证鹏元也关注到，公司产品仍以外销为主，客户集中度较高，仍需关注外贸环境和汇率波动对境外业务的影响；同时，公司拟建项目规模较大，需持续关注项目建设进度、未来新增产能利用情况及运营效益不达预期风险；此外，公司为推进全球化战略布局和国内市场建设而形成规模较大的股权投资和商誉，亦需关注股权投资风险、商誉减值风险。

评级日期

2025 年 6 月 24 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	45.75	44.50	43.90	38.40
归母所有者权益	25.49	24.28	22.33	20.66
总债务	11.65	11.71	14.34	10.98
营业收入	11.01	44.65	37.47	32.48
净利润	1.02	4.16	2.92	1.21
经营活动现金流净额	1.90	4.96	4.47	1.20
净债务/EBITDA	--	0.83	1.16	1.75
EBITDA 利息保障倍数	--	15.88	14.35	12.28
总债务/总资本	29.79%	30.92%	37.21%	33.09%
FFO/净债务	--	94.01%	58.20%	36.33%
EBITDA 利润率	--	14.02%	14.24%	9.01%
总资产回报率	--	12.33%	9.90%	5.23%
速动比率	1.55	1.41	1.22	1.34
现金短期债务比	2.16	1.82	1.34	1.85
销售毛利率	31.87%	28.16%	26.28%	19.79%
资产负债率	40.00%	41.25%	44.89%	42.18%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素推动我国宠物食品市场扩容。**我国宠物食品行业起步较晚，但依托政策环境与社会变迁实现了跨越式发展，宠物行业市场规模呈持续增长态势。随着人均可支配收入不断提高、人口结构变化带来宠物陪伴需求上升，同时宠物角色认知的改变，带动了宠物市场的消费需求，行业前景较好。另外，我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，2024 年全球宠物食品市场需求持续扩张，带动我国宠物食品出口额大幅增长。
- **依靠较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，公司业绩保持增长。**公司长期深耕宠物食品行业，具有一定的品牌优势和行业地位，在核心产品宠物零食领域与知名国际客户形成了较为稳定的合作关系。2024 年公司境外业务收入同比增长 14.62%，境内业务收入同比增长 30.26%，规模效应逐步显现，叠加主要原材料鸡肉价格下降，公司毛利率、净利润等盈利能力指标提升。

关注

- **公司产品仍以外销为主，客户集中度较高，仍需关注外贸环境和汇率波动对境外业务的影响。**2024 年公司境外销售收入占比 68.33%，产品主要销往北美、欧洲等国家或地区，外销产品主要以美元计价，需关注外贸环境及汇率波动对公司业务的影响；此外，2024 年公司前五大客户销售额占比 44.30%，若主要客户减少对公司的采购甚至终止合同关系，可能会对公司业绩造成较大不利影响。
- **公司拟建项目规模较大，需持续关注项目建设进度、未来新增产能利用情况及运营效益不达预期风险；此外，亦需关注股权投资风险、商誉减值风险。**公司长期股权投资为对同行业及上下游相关企业的股权投资，均为公司联营企业；商誉为因收购境内、外子公司产生，2025 年 3 月末，长期股权投资和商誉账面价值合计 4.83 亿元，若未来投资标的企业经营状况不达预期，公司面临一定的商誉减值及投资损失风险；同时公司在建、拟建项目全部投产后将大幅提升现有产能规模，若项目投产后市场需求不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而提升公司平均经营成本，拖累盈利水平。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为宠物食品市场发展前景较好，公司具有一定品牌优势和行业地位，依托于较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，随着产能规模逐步扩大，公司可以紧跟行业规模的扩张保持业绩的稳定增长。

同业比较（单位：亿元）

指标	乖宝宠物	佩蒂股份	路斯股份	中宠股份
总资产	50.10	29.95	7.76	44.50
所有者权益	41.51	19.69	6.07	26.15
营业收入	52.45	16.59	7.78	44.65
净利润	6.27	1.86	0.79	4.16
销售毛利率	42.27%	29.42%	22.87%	28.16%
资产负债率	17.13%	34.26%	21.75%	41.25%

注：以上各指标均为 2024 年数据。
资料来源：Choice，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（其他食品饮料）	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	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。

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
中宠转 2	7.6905	4.8398	2024-06-24	2028-10-25

注：以上数据截至 2025 年 6 月 24 日。

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于年产 6 万吨高品质宠物干粮项目、年产 4 万吨新型宠物湿粮项目、年产 2,000 吨冻干宠物食品项目、平面仓库智能立体化改造项目等4个项目建设和补充流动资金。截至2024年末，年产 2,000 吨冻干宠物食品项目、平面仓库智能立体化改造项目已投产使用，年产 6 万吨高品质宠物干粮项目和年产 4 万吨新型宠物湿粮项目尚未有资金投入，其中年产4 万吨新型宠物湿粮项目已于2024年开工建设。

2025年4月7日，公司第四届董事会第十四次会议审议通过了《关于使用部分闲置自有资金进行现金管理的议案》，同意公司及子公司使用不超过人民币 5 亿元的闲置自有资金购买银行及其理财子公司的产品、资产管理计划、收益凭证等投资产品以及进行深圳证券交易所认可的其他投资行为。投资期限为自董事会审议通过之日起 12个月内。在投资期限内，该额度可以循环使用。根据《烟台中宠食品股份有限公司2024年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2024年末，“中宠转2”募集资金专项账户余额为523.96 万元。

“中宠转2”自2023年5月4日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为28.35元/股，截至2025年5月23日，转股价格为27.66元/股，“中宠股份”收盘价为59.27元/股。截至2024年末，累计转股数量为2,465股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，因“中宠转2”转股，截至2024年末公司总股本由29,411.40万股变更为29,411.52万股。截至2025年3月末，烟台中幸生物科技有限公司（以下简称“烟台中幸”）持有公司24.80%股权，为公司控股股东，其中440万股处于质押状态；郝忠礼和肖爱玲夫妇通过烟台中幸、烟台和正投资中心（有限合伙）、上海通怡投资管理有限公司－通怡春晓19号私募证券投资基金合计间接持有公司39.23%股权，为公司实际控制人，公司股权结构图见附录二。

2024年公司合并范围新增3家子公司，减少1家子公司；2025年1-3月新设1家子公司，无减少子公司。具体如下表所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变动情况

2024 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	纳入的原因
Hao's International Limited	100%	200 万元港币	贸易	新设
中宠科技（烟台）有限公司	100%	1,000 万元	技术开发和技术服务	新设
杭州中宠开泰宠物食品有限公司	100%	500 万元	贸易	新设
2024 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因

山东顽宠电子商务有限公司	63.68%	500 万元	贸易	注销

2025 年 1-3 月新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	纳入的原因
ZEAL PET NUTRITION LIMITED	100%	1,000 股	生产及销售	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。

行业环境

宠物食品行业

我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，2024年全球宠物食品市场需求持续扩张，带动我国宠物食品出口额大幅增长

宠物产业在发达国家历经百年发展，已形成成熟度与专业度兼具的市场体系，持续增长的养宠需求

推动市场规模稳居高位。从全球范围看，根据 Euromonitor，2024 年全球宠物行业的市场规模约为 2,070 亿美元，预计 2029 年全球宠物行业的市场规模将达到 2,708 亿美元，2024-2029 年复合年增长率预计将达到 5.5%。其中，美国是全球最大的宠物饲养和消费国家，其次是欧洲、日本以及新兴市场，如东南亚地区的泰国、越南等。根据历年《APPA NATIONAL PET OWNERS SURVEY》的统计数据，从2018年到2024年，美国宠物主人在宠物产品和服务上的支出增长了67%以上，这一数据目前仍呈现上升态势。2024年美国宠物行业总开支达到1,519亿美元，预计到 2025 年，美国宠物行业市场规模将达到 1,570 亿美元，宠物饲养量的增加、宠物的人性化和兽医护理的进步等因素推动宠物行业市场规模增长。欧洲是全球另一大宠物消费市场，市场规模则呈现稳定增长趋势，宠物产品销售额逐年扩大。根据欧洲宠物食品工业联合会 （FEDIAF）发布的数据，2023 年欧洲宠物市场消费总额达 538 亿欧元，其中宠物食品销售规模达到 292 亿欧元。

我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，主要销往北美、欧洲等地区。根据海关总署数据显示，2024 年宠物食品进出口总金额达 140.86 亿元，同比增长11.45%；其中进口金额为35.56亿元，同比下降11.37%；出口金额为105.29亿元，同比增长22.07%；出口总额已达进口总额的3倍多，国内宠物食品市场正在实现更深层次的从“量”到“质”的升级，同时还迎来了“出口扩张、进口优化”的格局。

中国宠物食品行业仍处于快速发展期，多重因素推动我国宠物食品行业扩容，市场集中度不断提升

我国宠物食品行业起步较晚，但依托政策环境与社会变迁实现了跨越式发展，宠物行业市场规模呈持续增长态势。根据《2025 年中国宠物行业白皮书》的数据，犬、猫仍是宠主首选的宠物类型，2024 我国城镇宠物（犬猫）宠物消费市场规模达到了 3,002 亿元，较2023年增长7.5%。其中犬消费市场1,557亿元，增长4.6%；猫消费市场规模达1,445亿元，增长10.7%。预计2027年市场规模达4,042亿元，其中犬消费市场规模达1,891亿元，猫消费市场规模达2,151亿元。

从养宠数量来看，2024年我国城镇犬猫数量12,411万只，同比增长2.1%，其中宠物犬数量5,258万只，同比增长1.6%，宠物猫数量7,153万只，同比增长2.5%。2024年国内宠物食品中主粮市场仍为宠物食品消费市场中份额最大的细分市场。

图 1 2024 年中国宠物食品消费结构

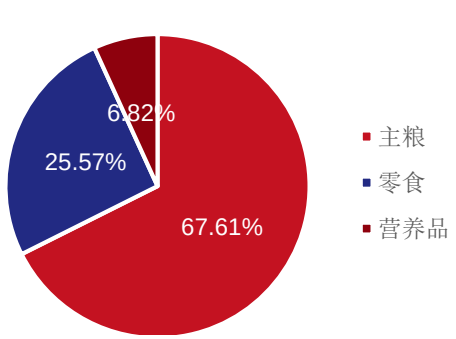
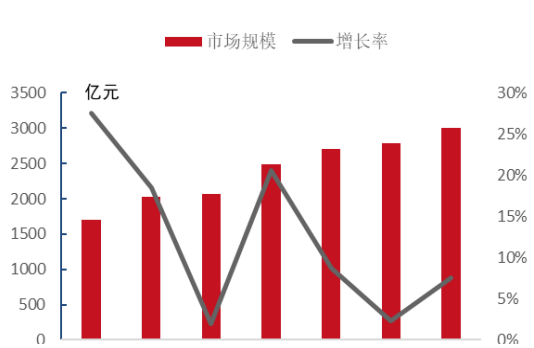


图 2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

随着社会生活节奏的加快以及人们情感需求的增长，年轻人群体中饲养宠物的现象愈发普遍，饲养宠物以寻求心灵慰藉、缓解压力的行为日益普及。宠主年轻化的趋势也日益明显， 90 后、95 后、00 后群体已经成为消费主力，成为宠物经济崛起的关键，而高学历、高收入的宠物主又带动了宠物经济的快速发展。

图 3 2024 年中国宠物主年龄分布

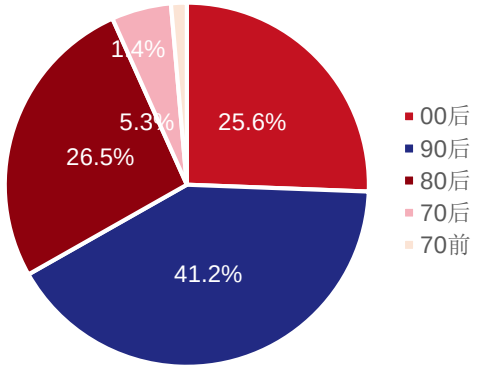
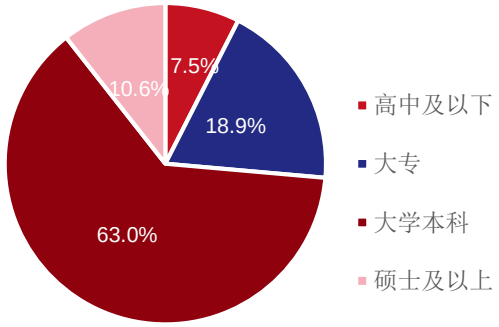


图 4 2024 年中国宠物主学历分布



资料来源：《中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国居民收入水平的不断提高，为宠物市场快速发展提供了经济条件。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。随着我国经济不断增长、人均收入水平的提高以及消费理念的升级等多重驱动因素，我国居民饲养宠物数量快速增长，专业宠物食品的渗透率有巨大的提升空间，我国宠物食品的市场需求稳步提升。

人口结构变化带来宠物陪伴需求上升。社会结构转型与家庭形态变迁深刻影响着宠物经济发展轨迹，在家庭规模小型化的背景下，各种新型居住模式逐渐普及，促使部分群体将情感需求转向伴侣动物。宠物通过提供稳定陪伴与情感互动，有效填补了现代都市生活中的社交真空，这种需求在独居青年群体中尤为显著。与此同时，人口老龄化进程进一步拓展了宠物消费市场空间。随着 65 岁以上人口占比增加，老年群体对精神慰藉的需求与日俱增。这种跨年龄层的需求叠加效应，推动宠物从生活附属品向家庭成员角色的转变，强化了其在现代社会关系网络中的情感纽带作用。

宠物角色认知的改变，进一步带动了宠物市场的消费需求。随着年轻人占据主流养宠市场，传统养宠观念正在改变，宠物的社会地位也逐渐提升，从以往的“工具猫/狗”转变成亲密的伙伴，或成为家庭成员，养宠需求提升带动宠物市场规模持续增长。与上一辈人相比，新时代年轻人对宠物释放出更多的耐心与寄托，为宠物赋予情感角色，追求健康、快乐养宠。根据《2025 年中国宠物行业白皮书》，92%的宠物主将宠物当成家人/朋友，“亲人”属性带动主人对宠物产品的消费意愿增强，高消费宠物主占比在 20%以上（高消费宠物主指主粮月均消费超过 500 元的宠物主）。随着宠物地位的提升，养宠开支已成为现代家庭支出的重要组成部分，驱动着宠物市场规模持续扩张和消费升级。

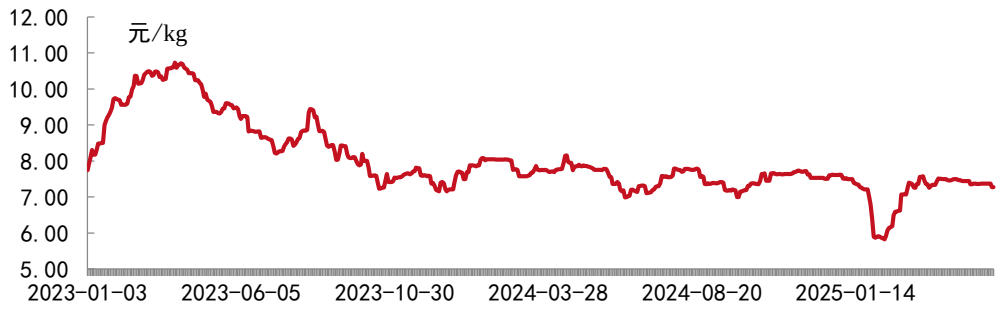
当前中国宠物食品行业市场集中度较低，未来市场份额有望逐步提升。在国内宠物食品市场中，外资品牌由于进入市场较早，在品牌建设和品牌分类上具备领先优势，且线下销售渠道也较为成熟，取得了较高的市场认知度，占据较高的市场份额。从市场发展阶段来看，尽管国内宠物市场起步相对较晚，但呈现出快速发展态势，市场规模持续增长。在竞争态势方面，当前中国宠物食品行业市场集中度较低。根据 Euromonitor，2023 年中国宠物食品企业口径 CR3/CR5/CR10 分别为 19.9%/24.5%/32.1%。对比美国市场，宠物食品市场份额高度集中，2023 年其CR3/CR5/CR10 分别为 55.5%/67.1%/76.1%，随着市场的发展和消费者认知的深化，头部品牌凭借在品牌影响力、研发实力、产品质量以及渠道建设等多方面的综合优势，市场份额有望逐步提升 ，呈现出向头部品牌集中的趋势。

宠物食品以鸡肉为主要原材料，2024年白羽肉鸡价格维持在低位，利好行业企业成本管控

宠物食品的主要原材料是鸡肉，2024年至今全国白羽肉鸡价格整体处在低位。2024年白羽鸡价格在近十年中堪称最平稳的阶段，主要为几方因素相互交叉支撑；一是整体屠宰产能在上半年仍处于扩产状态，屠宰产能长期大于养殖产能；二是鸡肉消费欠佳，但从业者大多明确产品价格易跌难涨，长期存在扛价心理，进而支撑白羽鸡价格；三是养殖端的规模化越来越多，规模化养殖的话语权较重，价格一旦跌至成本线附近就会出现较强的支撑；四是白羽鸡价格已经处于近几年的低位状态，下探空间有限。

预计2025年白羽肉鸡整体呈现出窄幅震荡的趋势，整体保持平稳。从祖代引种更新量及父母代存栏量等供应角度看，2025年鸡苗供应较2024年更为充裕。2024年下半年父母代后备存栏量呈增量趋势，反映至2025年上半年父母代的在产存栏量处于高位。从毛鸡养殖角度看，2024年白羽肉鸡产业链以养殖环节扩产最为显眼。屠宰企业出于对稳定鸡源的刚需，一直在鼓励、参股、扶持甚至合办养殖场，对新建养殖场释放大量扶持措施，使得大型规模养殖场迅速扩产。从产品销售角度看，2023年以来经销端利润有限，整体拿货意愿降低，下游流通缓慢，商超、食品厂及终端渠道消化缓慢。虽然白羽肉鸡在一些快餐、团餐等领域有一定的市场份额，但随着消费者健康意识的提升，对肉类品质和安全性的要求也越来越高，这对白羽肉鸡的市场需求也提出了新的挑战。

图 5 中国白羽肉鸡主产区平均价



资料来源：Choice，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

随着我国宠物市场的快速发展，公司各项业务收入均有所增长，其中宠物主粮增长较快，对公司营业收入贡献较大，2024 年营业收入同比增长 19.15%；毛利率方面，受益于规模效应提升，叠加主要原材料白羽鸡价格下降，公司销售毛利率同比提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
宠物零食	31.32	70.16%	27.56%	29.85	79.68%	26.93%
宠物主粮	11.07	24.78%	34.59%	5.77	15.39%	29.06%
宠物用品及其他	2.26	5.06%	4.89%	1.85	4.93%	7.06%
合计	**44.65**	**100.00%**	**28.16%**	**37.47**	**100.00%**	**26.28%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，依靠较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，以宠物零食为主的境外业务收入保持稳定增长，仍为公司主要收入来源，同时公司境内业务收入大幅增长，带动营业收入提升；但客户集中度较高，仍需关注外贸环境和汇率波动对境外业务的影响

公司的产品主要包括自主品牌和代工产品，其中自主品牌主要面向国内市场，代工产品面向国外客户。公司零食产品以贴牌外销为主，宠物主粮等产品主要以自主品牌进行销售。销售模式方面，跟踪期内未发生变化，仍采取OEM、直销和经销相结合的方式，设置了国际营销中心和国内营销中心，分别负责国外和国内的市场推广工作。

海外市场方面，公司主要通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区。公司在宠物零食领域积累了较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，国外主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，公司按照客户订单以OEM/ODM方式生产产品。2024年OEM模式下的营业收入达26.16亿元，同比增长21.21%。同时，国际营销中心专设自主品牌部，专门负责自主品牌在海外市场的推广与销售，增强自主品牌在国际上的影响力，深化自主品牌发展的核心战略。

国内市场方面，公司主要通过抖音、小红书等新媒体投放，参加国内展会、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式开拓国内市场。公司主要销售渠道包括：线上渠道（天猫、淘宝、京东、拼多多、抖音、微信小店等综合平台，同时覆盖波奇网、易宠等知名宠物产品销售平台等）、专业渠道（指面向各地宠物专门店、宠物医院的销售渠道）、商超渠道（山姆、沃尔玛、大润发、永辉、胖东来、麦德龙、朴朴超市、小象超市、永旺、华润Ole’、华润万家、苏果、家家悦、物美、杭州联华、贵州合力、天虹等大型连锁超市）等。2024年公司直销模式下实现营业收入6.54亿元，同比增长40.50%；经销模式下的营业收入11.95亿元，同比增长6.33%。

从销售地区分布来看，公司主要客户仍来自境外市场，2024年公司境外销售收入占营业收入的

68.33%，其中北美客户集中度仍较高，需关注外贸环境及汇率波动对公司利润的影响。

表3 2024年公司营业收入按区域分类情况（单位：亿元）

地区	营业收入	占比	毛利率	营业收入增速
境内	14.14	31.67%	35.18%	30.26%
境外	30.51	68.33%	24.90%	14.62%
合计	**44.65**	**100.00%**	**28.16%**	**19.15%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	所属地区	销售金额	占销售总额比例
2023年	1	客户一	北美	72,795.93	19.42%
	2	客户二	北美	62,247.63	16.61%
	3	客户三	东南亚	12,390.87	3.31%
	4	客户四	北美	12,077.33	3.22%
	5	客户五	欧洲	10,121.01	2.70%
	合计		-	**169,632.78**	**45.25%**
2024年	1	客户一	北美、欧洲等	89,131.91	19.97%
	2	客户二	北美	53,015.96	11.87%
	3	客户三	北美	20,374.96	4.56%
	4	客户四	北美	19,196.05	4.30%
	5	客户五	中国/北美	16,060.87	3.60%
	合计		-	**197,779.74**	**44.30%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司宠物干粮产能大幅提升，总体产能利用率有所下降，目前拟建的项目设计产能规模较大，需关注投产后的产能消化情况

生产方面，公司对代工产品采取“以销定产”，对自主品牌产品采取提前预估、产销结合的生产模式。近年公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等地自建和收购工厂，实现了部分产品的本土化生产和销售，提高了公司在外贸环境等不确定环境下的产品供应能力。2024年公司年产6万吨宠物干粮项目第二条产线投入使用、烘焙粮产线扩产以及美国工厂技改，公司产品产能大幅增加，产能利用率略有下降。在“以销定产”模式下，2024年产销率仍维持在较高水平。

表5 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：吨）

产品名	项目	2024年	2023年
宠物零食、宠物罐头和宠物干粮	产能	163,788	104,488
	产量	117,923	85,252
	产能利用率	72.00%	81.59%
	销量	125,594	95,561
	产销率	106.51%	112.09%

注：上述数据仅包含公司自行生产产品的产量与销量信息，未包含外购产品对外销售的销量数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为满足宠物食品市场需求的增长，公司新建、拟建宠物湿粮和干粮产能规模较大，其中年产2万吨宠物湿粮新西兰项目已完工，但产线处于调试运行中，尚未正式投产。截至2024年末，主要在建、拟建项目为本期债券募投项目年产6万吨高品质宠物干粮项目和年产4万吨新型宠物湿粮项目，其中年产4万吨新型宠物湿粮项目于2024已开工建设，但尚未有资金投入。另外海外主要在建项目包括加拿大工厂第二条产线建设和美国第二工厂，公司新建、拟建项目全部建成后将大幅提升产能规模。

考虑到国内宠物食品市场竞争激烈，若项目投产后市场需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而增加公司平均经营成本，进而拖累盈利水平。截至2024年末，公司主要在建、拟建项目预计总投资4.85亿元，受后续资金到位情况、行业环境、地区政策等因素影响，项目建设进度可能不达预期。

表6 截至 2024 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	所在地区	总投资额	已投资额
年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	中国	22,960.71	0.00
年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	中国	25,552.34	0.00
合计	-	**48,513.05**	**0.00**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购集中度不高，供应商渠道较为丰富，2024年鸡肉价格下降有利于公司盈利水平提升，但仍需关注鸡肉等主要原材料价格波动对公司成本管控带来的挑战

公司的国内原材料采购由采购中心统一负责，海外子公司的原材料采购由当地子公司负责，在当地进行采买。公司生产所需的原材料可分为原料、辅料以及包装材料。原料主要为各种肉类，其中以鸡胸肉、鸭胸肉为主，公司供应商渠道较为丰富，不存在过度依赖单一供应商的情况，主要原材料供应较为充足。从成本构成来看，鸡肉为公司产品的主要原材料构成，2024年鸡肉价格有所下降，全年采购均价下降，有利于公司盈利水平提升，但后续仍需关注鸡肉价格波动对公司成本管控造成的影响。

表7 公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	所属地区	采购额	占年度采购额的比例
2023 年	1	供应商一	东南亚	28,102.80	14.56%
	2	供应商二	北美	5,813.78	3.01%
	3	供应商三	中国	5,273.80	2.73%
	4	供应商四	北美	4,479.99	2.32%
	5	供应商五	中国	4,172.26	2.16%
	合计		-	**47,842.63**	**24.78%**
2024 年	1	供应商一	东南亚	29,139.31	12.72%
	2	供应商二	中国	7,646.30	3.34%
	3	供应商三	北美	7,323.91	3.20%
	4	供应商四	中国	6,891.46	3.01%

	5	供应商五	中国	5,493.09	2.40%
		合计	-	**56,494.08**	**24.67%**

注：2023年、2024年公司第一大供应商为公司关联方爱淘宠物生活用品（柬埔寨）有限公司，公司持有其49%股份，采购其生产的肉质宠物零食对外销售。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说

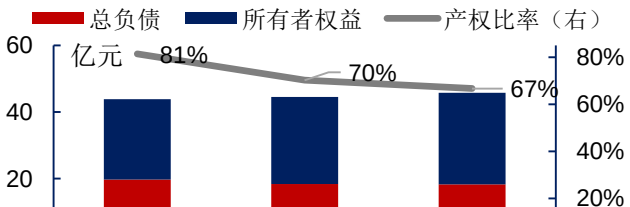
以下分析基于公司提供的经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年、2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

公司固定资产和在建工程占比较大，是其业务持续发展的重要支撑，整体资产质量较好；跟踪期内，公司业绩增长，总资产回报率提升，总债务规模略有下降；但同时公司为推进全球化战略布局和国内市场建设形成的股权投资和商誉规模较大，需关注股权投资风险及商誉减值风险

资本实力与资产质量

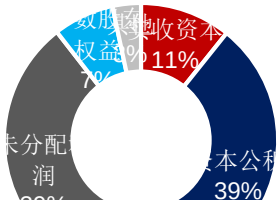
跟踪期内，随着利润积累，公司所有者权益增加；到期债务偿付导致总负债规模下降，产权比率下降，公司所有者权益对债务的保障程度较好。2025年3月末，公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主，跟踪期内公司业绩增长带动未分配利润占比提升。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，随着在建的干粮项目建成转固，公司固定资产规模增加，在建工程减少，2025年3月末，二者合计占公司总资产的32.64%。公司通过对外投资及收购等方式，推进全球化战略布局和国内市场建设，其中长期股权投资为公司对同行业及上下游相关企业的股权投资，均为公司联营企业，2024年权益法下确认长期股权投资收益7,005.75万元。公司商誉主要因收购境内、外子公司而产生，2024年末通过对商誉进行减值测试，未发生减值情况。但若未来公司投资标的企业经营状况不达预期，公司面临一定的商誉减值及投资损失风险。

公司货币资金较为充足，且用闲置资金购买银行理财产品。公司应收账款主要为应收货款，随着公司销售规模不断增长，应收账款余额持续增长，账龄基本在1年以内，前五大应收账款和合同资产期末余额占应收账款和合同资产期末余额合计数的比例为60.02%，集中度偏高，公司应收款项占资产比重较大，占用较多营运资金。公司存货主要为原材料和库存商品，公司产品生产周期较短，在“以销定产”模式下，存货规模较为稳定。

截至2024年末，公司包括货币资金、固定资产、无形资产在内的受限资产合计1.52亿元，占总资产的比重较小，另有3.07亿元的固定资产尚未办妥产权证书。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

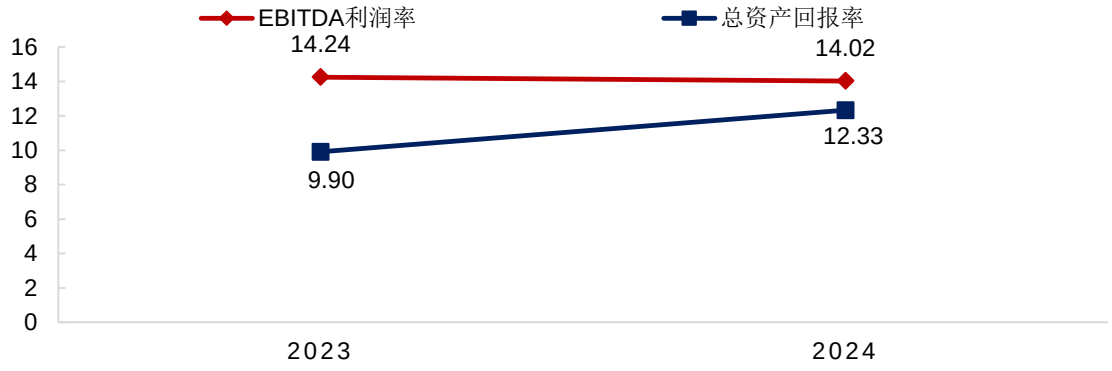
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.90	19.45%	5.13	11.54%	5.27	12.01%
交易性金融资产	0.50	1.10%	2.58	5.79%	3.89	8.86%
应收账款	6.15	13.44%	6.27	14.10%	4.68	10.65%
存货	5.46	11.94%	5.79	13.01%	5.80	13.22%
流动资产合计	**21.97**	**48.03%**	**20.66**	**46.42%**	**20.22**	**46.05%**
长期股权投资	2.56	5.61%	2.50	5.61%	2.15	4.91%
固定资产	13.60	29.72%	13.74	30.87%	10.70	24.38%
在建工程	1.34	2.92%	1.33	2.98%	4.68	10.66%
商誉	2.26	4.94%	2.26	5.08%	2.26	5.15%
非流动资产合计	**23.78**	**51.97%**	**23.85**	**53.58%**	**23.69**	**53.95%**
资产总计	**45.75**	**100.00%**	**44.50**	**100.00%**	**43.90**	**100.00%**

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内公司收入增长，规模效益提升，叠加主要原材料鸡肉价格下降，公司销售毛利率提升；随着公司业务规模扩大，销售费用、管理费用和研发费用同比增长，带动期间费用率略有上升；公司EBITDA利润率维持稳定，总资产回报率提升。公司所处的宠物食品行业在国内处在快速增长阶段，在国外新兴市场国家呈现较大的增长潜力，在国外发达国家处在稳定成熟的阶段；公司依托于较强的供应链能力、客户资源和渠道优势，随着产能规模逐年增长，未来可以紧跟行业规模的扩张，保持业绩的稳定增长。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司总债务规模下降，主要系短期借款到期偿付所致。公司债务主要为本期债券、银行借款和子公司租赁办公楼、厂房形成的租赁负债。从债务期限结构来看，2024年短期债务占比下降。经营性债务方面，公司应付账款主要为材料款和工程设备款，随着经营规模扩大，2024年末应付账款略有增加。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.08	22.27%	3.97	21.60%	6.66	33.77%
应付账款	4.05	22.13%	4.08	22.21%	3.78	19.18%
一年内到期的非流动负债	0.21	1.12%	0.23	1.27%	0.19	0.94%
流动负债合计	**10.64**	**58.12%**	**10.54**	**57.42%**	**11.86**	**60.15%**
长期借款	0.25	1.36%	0.25	1.38%	0.40	2.05%
应付债券	6.89	37.67%	7.01	38.18%	6.77	34.33%
非流动负债合计	**7.66**	**41.88%**	**7.82**	**42.58%**	**7.85**	**39.85%**
负债合计	**18.30**	**100.00%**	**18.36**	**100.00%**	**19.71**	**100.00%**
总债务	11.65	63.66%	11.71	63.76%	14.34	72.76%
其中：短期债务	4.32	37.09%	4.23	36.13%	6.84	47.71%
长期债务	7.33	62.91%	7.48	63.87%	7.50	52.29%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

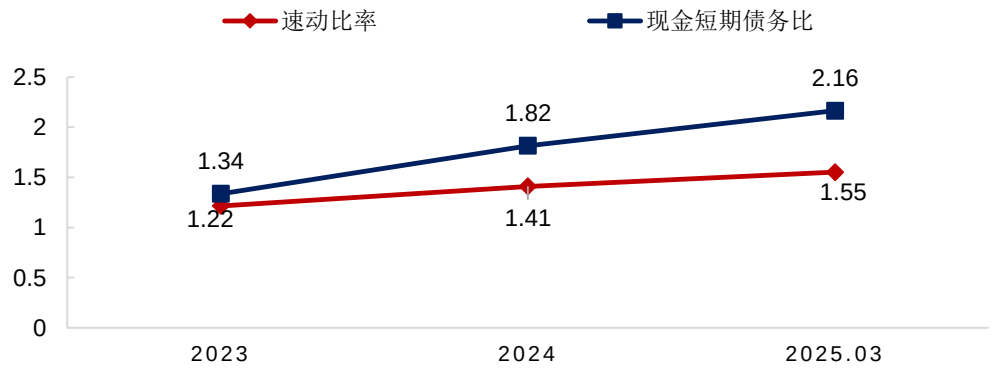
跟踪期内，公司经营活动现金流净额保持增长，FFO持续提升，FFO/净债务及EBITDA利息保障倍数同比上升。随着短期债务偿付，公司资产负债率下降，速动比率和现金短期债务比均有所提升。同时公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，截至2025年3月末，尚未使用的银行授信额度合计20.55亿元，备用流动性充足。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.90	4.96	4.47
收现比	117.30%	83.51%	99.21%
FFO（亿元）	--	4.89	3.60
资产负债率	40.00%	41.25%	44.89%
净债务/EBITDA	--	0.83	1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	15.88	14.35
总债务/总资本	29.79%	30.92%	37.21%
FFO/净债务	--	94.01%	58.20%
经营活动现金流净额/净债务	73.84%	95.41%	72.24%
自由现金流/净债务	64.98%	48.95%	6.50%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月27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，截至查询日（2025年6月17日），中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

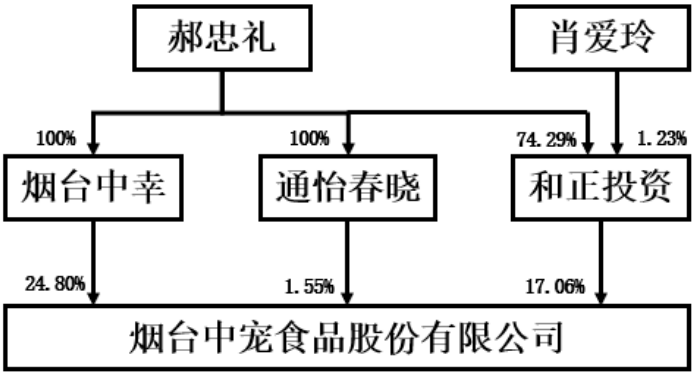
附录一　公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	8.90	5.13	5.27	5.78
应收账款	6.15	6.27	4.68	3.63
存货	5.46	5.79	5.80	6.10
流动资产合计	21.97	20.66	20.22	17.45
固定资产	13.60	13.74	10.70	10.15
非流动资产合计	23.78	23.85	23.69	20.96
资产总计	45.75	44.50	43.90	38.40
短期借款	4.08	3.97	6.66	3.40
应付账款	4.05	4.08	3.78	3.56
一年内到期的非流动负债	0.21	0.23	0.19	0.15
流动负债合计	10.64	10.54	11.86	8.49
长期借款	0.25	0.25	0.40	0.45
应付债券	6.89	7.01	6.77	6.52
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.66	7.82	7.85	7.71
负债合计	18.30	18.36	19.71	16.20
总债务	11.65	11.71	14.34	10.98
其中：短期债务	4.32	4.23	6.84	3.66
长期债务	7.33	7.48	7.50	7.32
所有者权益	27.45	26.15	24.19	22.21
营业收入	11.01	44.65	37.47	32.48
营业利润	1.30	5.08	3.72	1.55
净利润	1.02	4.16	2.92	1.21
经营活动产生的现金流量净额	1.90	4.96	4.47	1.20
投资活动产生的现金流量净额	1.76	-0.59	-6.80	-4.36
筹资活动产生的现金流量净额	0.18	-4.00	0.84	5.11
财务指标	**2025 年 3 月**	**2024 年**	**2023 年**	**2022 年**
EBITDA（亿元）	--	6.26	5.34	2.93
FFO（亿元）	--	4.89	3.60	1.86
净债务（亿元）	2.58	5.20	6.19	5.12
销售毛利率	31.87%	28.16%	26.28%	19.79%
EBITDA 利润率	--	14.02%	14.24%	9.01%
总资产回报率	--	12.33%	9.90%	5.23%
资产负债率	40.00%	41.25%	44.89%	42.18%
净债务/EBITDA	--	0.83	1.16	1.75
EBITDA 利息保障倍数	--	15.88	14.35	12.28
总债务/总资本	29.79%	30.92%	37.21%	33.09%

FFO/净债务	--	94.01%	58.20%	36.33%
经营活动现金流净额/净债务	73.84%	95.41%	72.24%	23.34%
速动比率	1.55	1.41	1.22	1.34
现金短期债务比	2.16	1.82	1.34	1.85

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三　2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

子公司名称	注册资本	主要经营地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
烟台好氏宠物食品科技有限公司	99.49 万元	山东省烟台市	生产	100.00%	
烟台顽皮宠物用品销售有限公司	300.00 万元	山东省烟台市	贸易	100.00%	
烟台顽皮国际贸易有限公司	230.00 万元	山东省烟台市	贸易	100.00%	
HAO's Holdings,Inc	1,276.00 万美元	美国加州	贸易	100.00%	
American Jerky Company,LLC	2,250.00 万美元	美国加州	生产	-	59.50%
烟台爱丽思中宠食品有限公司	6,879.08 万元	山东省烟台市	生产	100.00%	
杭州领先宠物食品有限公司	6,000.00 万元	浙江省杭州市	贸易	90.00%	
PetfoodNZ International Limited	100.00 万新元	新西兰吉斯伯恩	生产	70.00%	
上海好氏宠物食品有限公司	500.00 万元	上海市	贸易	100.00%	
烟台中宠联合供应链有限公司	15,630.00 万元	山东省烟台市	贸易	100.00%	

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四　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+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

附录五　信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。

中证鹏元公众号

中证鹏元视频号

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

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com