

佩蒂动物营养科技股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【306】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。

佩蒂动物营养科技股份有限公司相关债券2026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

- 本次等级的评定是考虑到：2025 年以来全球宠物食品行业规模持续增长，我国宠物食品行业前景广阔；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）2025 年重点开拓自有品牌线上销售，直销收入同比大幅增长，受益于原材料价格稳定和工厂运营效率持续提高，销售毛利率上涨；随着新产线出货量增加，自有品牌市占率有望提升。但同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度较高且以海外客户为主，2025 年受美国贸易政策影响，公司海外销售收入下降幅度较大，公司新增产能规模较大且爬坡期管理费用较高，新增产能能否实现预期收益存在不确定性，需关注汇率变动对公司业绩的影响，此外原材料价格存在一定的波动风险。

评级日期

2026 年 6 月 26 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	28.87	29.11	29.95	29.36
归母所有者权益	18.83	19.04	19.52	18.67
总债务	8.06	7.99	7.91	8.40
营业收入	3.51	14.49	16.59	14.11
净利润	0.08	1.17	1.86	-0.16
经营活动现金流净额	-0.53	1.91	3.66	1.78
净债务/EBITDA	--	-0.23	-0.23	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	5.27	6.78	2.26
总债务/总资本	29.77%	29.38%	28.66%	30.86%
FFO	--	1.74	2.32	0.30
净债务	0.06	-0.62	-0.69	0.18
EBITDA 利润率	--	18.66%	17.97%	7.02%
总资产回报率	--	5.85%	8.23%	0.79%
速动比率	6.65	6.11	4.41	4.19
现金短期债务比	167.93	61.31	16.82	10.19
销售毛利率	27.62%	31.86%	29.42%	19.33%
资产负债率	34.18%	33.99%	34.26%	35.91%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王致中
 wangzhz@cspengyuan.com

项目组成员：高梦遥
 gaomy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **全球宠物食品市场规模持续扩张，我国宠物食品行业面临消费升级。**2025 年全球宠物食品市场规模持续增长，有望提升公司海外销售规模；人均收入水平提高、养宠观念改变等多重因素推动我国宠物食品市场规模持续扩张和消费升级，市场份额向头部品牌集中，在此背景下公司自主品牌有望实现市场扩容。
- **公司客户关系稳定，2025 年自主品牌直销收入大幅增长，自主品牌市占率有望提升。**公司外销产品与美国品谱等宠物食品品牌商、沃尔玛等综合性商超合作稳定。2025 年公司重点开拓自有品牌线上销售渠道，直销收入同比提升 49.22%，毛利率亦有所提升；公司建设的新西兰天然纯宠物食品有限公司（以下简称“新西兰天然纯”）主粮产线产品将通过自主品牌 Smart Balance、Vivaland 进入国内市场，自主品牌在国内市场的市占率有望提升。
- **2025 年公司销售毛利率和 EBITDA 利润率提升。**2025 年受益于主要原材料采购价格稳定和通过技术改造提升原材料利用率，公司各类产品毛利率同比均有所提升，进而推动 EBITDA 利润率小幅上升。

关注

- **公司客户集中度较高且以海外客户为主，2025 年受美国贸易政策影响，营业收入同比下降。**公司主要收入来自美国、欧洲等发达国家和地区，全球贸易政策变动或将对公司销售产生不利影响，2025 年受美国贸易政策影响，公司承担部分海外订单关税成本且主要海外市场美国订单单价下降，当年海外市场收入同比下滑 15.08%。2025 年公司前五大客户销售收入占比为 70.66%，客户集中度较高，若主要客户需求下降或经营状况波动，或对公司经营产生不利影响。
- **需关注汇率变动对公司业绩的影响。**公司海外收入占比超过 80%，外销产品主要以美元定价和结算，汇率波动对公司盈利水平影响较大。
- **新增产能能否达到预期收益存在不确定性。**2025 年随着主粮产线投产和产能逐步释放，公司产能明显提升，但新品类的市场开拓情况存在较大不确定性，且产能爬坡阶段管理费用率较高，因此新增产能能否实现预期收益存在不确定性。
- **原材料价格存在一定的波动风险。**公司成本结构中原材料占比较大，如果鸡肉等原材料价格出现较大波动，依然会对公司的成本管控带来一定挑战。

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，随着宠物食品行业市场规模持续扩张，以及公司产能提升、产品线不断丰富和自主品牌持续建设，公司业务持续性较好，在行业内的市场占有率将有望提升。

同业比较（单位：亿元）

指标	佩蒂股份	乖宝宠物	中宠股份	路斯股份
总资产	29.11	58.37	54.98	8.57
所有者权益	19.21	46.43	31.52	6.86
营业收入	14.49	67.69	52.21	8.59
净利润	1.17	6.74	3.98	0.57
销售毛利率	31.86%	42.49%	29.54%	20.77%
资产负债率	33.99%	20.45%	42.67%	19.97%

注：以上各指标均为 2025 年数据。

资料来源：公开资料，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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

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	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	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		9/9
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
佩蒂转债	7.20	7.1977	2025-06-27	2027-12-22

一、 债券募集资金使用情况

本期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；截至2026年4月末，已累计投入募集资金总额38,688.04万元。

截至2026年4月30日，佩蒂转债剩余募集资金专项账户共五个，其中2个外币专项账户（余额均为零），3个人民币专项账户余额为1.05亿元。此外使用闲置募集资金进行现金管理尚未归还的金额为2.52亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化，唐照波由公司董事变更为职工董事；公司取消监事会，由审计委员会行使《公司法》规定的监事会的职权。

2025年因为本期债券转股，公司注册资本增加3,110.00元至2.49亿元。截至2026年3月末，公司实收资本为2.49亿元，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（与陈振标系兄弟关系）合计持有公司46.34%的股权，三人均无股权质押、冻结情况。2025年11月至2026年5月，公司回购公众股3,284,150股，注销已回购的1,524,885股。“佩蒂转债”于2022年6月进入转股期，当前转股价格为17.33元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价12.80元/股。

2025年公司因业务合并注销3家子公司，重要子公司无变动，仍为越南德信食品有限责任公司（以下简称“越南德信”）、柬埔寨爵味食品有限公司（以下简称“柬埔寨爵味”）。

表1 公司重要子公司情况（单位：万元）

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
柬埔寨爵味	54,652.57	51,912.61	33,694.83	6,482.94
越南德信	49,679.98	15,724.29	41,062.33	3,592.73

注：财务数据为2025年年度财务数据。

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但

也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

宠物食品行业

2025年全球宠物食品市场规模持续增长，但新兴市场偏好高性价比产品和国内企业出海竞争导致宠物食品出口总额有所下滑，出口产品地区分布有所调整

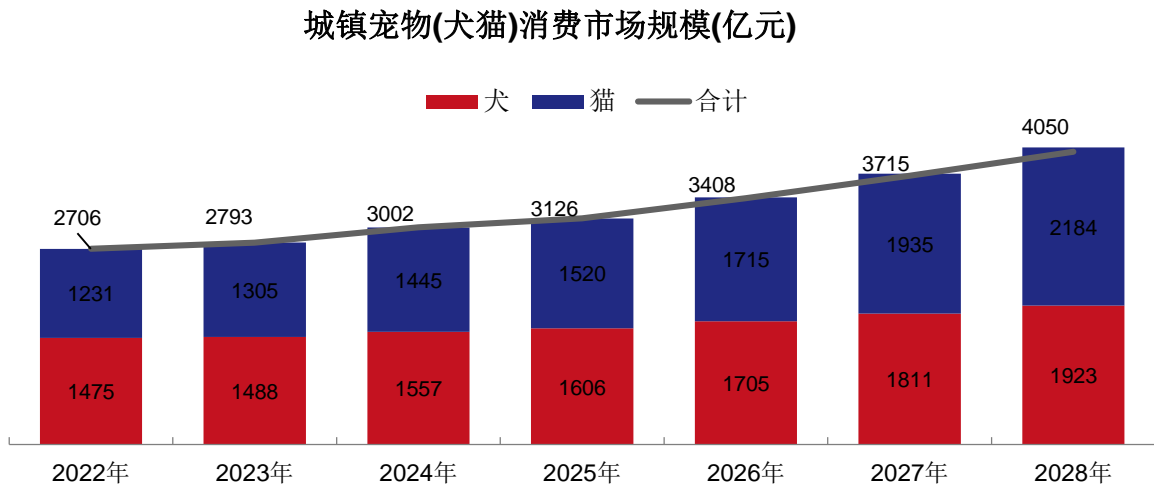
宠物产业在发达国家历经百年发展，已形成成熟度与专业度兼具的市场体系。持续增长的养宠需求推动全球宠物市场规模稳居高位，Euromonitor数据显示，2025年全球宠物经济规模达到2,073亿美元，同比增长4%。APPA数据显示，2025年美国宠物行业总开支达到1,580亿美元，预计到2026年，美国宠物行业市场规模将达到1,650亿美元。《2026年全球宠物行业白皮书》显示，新兴市场成为全球增长新引擎，东南亚、中东、拉丁美洲等区域展现出爆发式增长潜力，这些区域依托人口红利与电商渗透率的提升，宠物消费需求快速释放，成为全球市场增长的关键增量。

在全球宠物行业市场中，宠物食品以其刚需和高频消费属性长期稳定占据约50%的市场份额。我国是全球宠物食品的主要出口国家之一，海关总署数据显示，2025年中国宠物食品进出口总金额达136.6亿元，其中全年累计出口量约为36.13万吨，出口均价同比下降约11%，宠物食品出口呈现出“总量持续扩大，但金额增速放缓甚至回落”的特征。上述特征主要是由于全球（尤其是东南亚、拉美等新兴市场）对高性价比宠物食品的需求增加，中国凭借成熟的供应链承接了大量订单，但国内企业出海“内卷”，通过降价抢占市场份额。近年来受美国关税政策影响，中国出口美国的宠物食品规模有所下降，我国宠物食品对美国单一出口的依赖度降低；而随着欧洲市场对中国宠物食品的认可度逐渐提高，我国宠物食品对欧出口规模自2017年起基本保持持续增长态势。

我国宠物食品快速发展，多重因素推动市场规模持续扩张和消费升级，市场份额逐步向头部品牌集中

我国宠物行业虽然起步晚于发达国家，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现持续增长趋势，《2026年中国宠物行业白皮书》数据显示，2025年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达到3,126亿元，同比增长4.1%，预计2028年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模将达到4,050亿元。

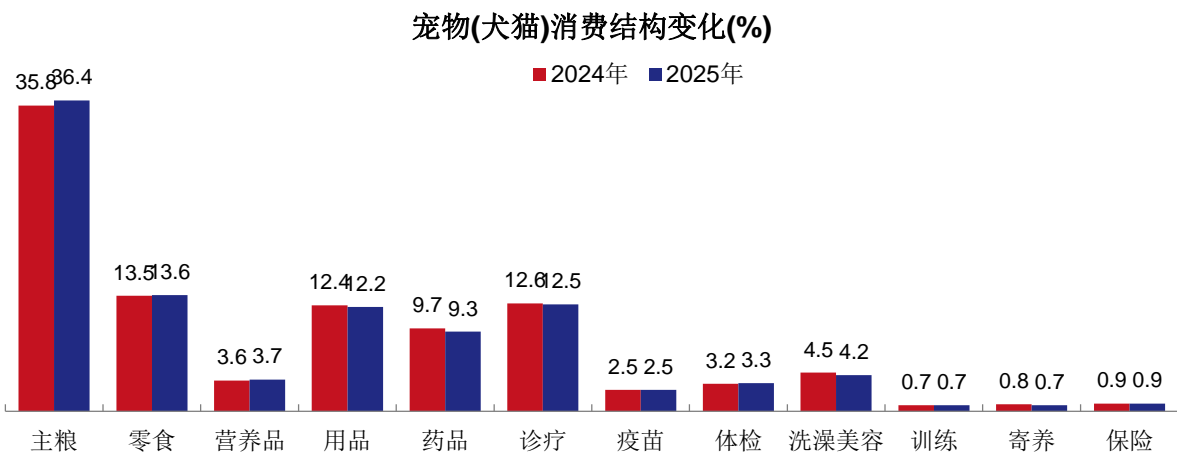
图1 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



资料来源：《2026年中国宠物行业白皮书》，中证鹏元整理

宠物食品为我国宠物市场中最大的细分市场，根据《2026年中国宠物行业白皮书》，2025年中国宠物食品消费市场规模为1,678.66亿元，在宠物市场中份额占比达到53.7%，较2024年占比进一步提升，其中宠物主粮为食品类目下占比最高的消费板块，其次为宠物零食和宠物营养品。

图2 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



资料来源：《2026年中国宠物行业白皮书》，中证鹏元整理

多重因素推动我国宠物食品行业市场扩容。首先，经济增长、人均收入水平提高和消费理念升级等多重因素驱动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。其次，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和老年群体中尤为显著。再次，“亲人”属性带动主人对宠物产品的消费意愿增强，2025年90后和00后中国宠物主占比较2024年增加2.2个百分点，大学本科及以上宠物主占比增加4个百分点，中国宠物主分布呈现年轻化、高学历化趋势，驱动着宠物市场规模持续扩张和消费升级。最后，宠物食品相关法律法规的健全推动行业发展，2025年农业农村部公告第20号一次性发布多项宠物饲料专项规范文件，标志着中国宠物食品监管进入系统化阶段。

图3 2025年中国宠物主年龄分布

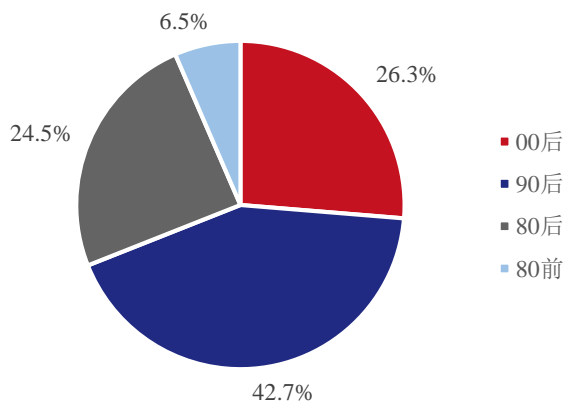
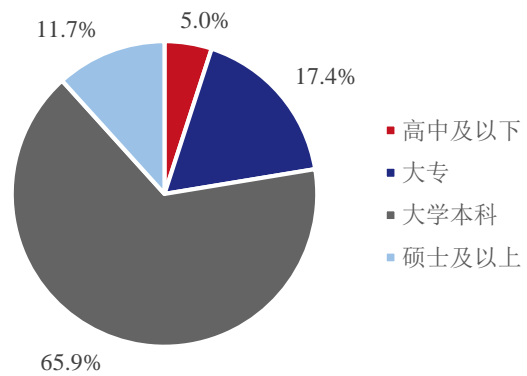


图4 2025年中国宠物主学历分布



资料来源：《2026年中国宠物行业白皮书》等，中证鹏元整理

当前我国宠物食品行业市场中外资品牌由于进入较早，在品牌建设和品牌分类上具备领先优势，且线下销售渠道较为成熟，占据较高的市场份额；国产品牌由于起步相对较晚，当前所占市场份额较低，但本土品牌的持续创新也构成了行业竞争格局升级的内部核心动力。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。

主要原材料白羽鸡2025年价格深度探底，需关注 2026年价格中枢温和上移给宠物食品行业带来成本控制的压力

宠物食品的主要原材料是鸡肉，2025年在供给端产能释放进入高峰期、需求端肉类消费能力尚未完全恢复、生猪价格走低形成持续的替代品压制和饲料成本下降的综合影响下，中国白羽鸡价格深度探底。

2026年初至今白羽鸡价格阶段性回暖，预计全年价格中枢较2025年温和上移。祖代引种断档是本轮价格上行的核心驱动力，受法国核心供种区禽流感影响，我国自2025年底以来祖代白羽肉鸡海外引种明显受阻，国内祖代白羽肉鸡更新量出现阶段性断档，这一供给约束会通过父母代、商品代逐级传导至毛鸡出栏和鸡肉供应。快餐流行、休闲食品占比提升、宠物食品产能扩大以及海外市场的拓展等多元化消费场景构成白羽鸡需求端的结构增量，有效消化了新增产能。

宠物食品行业企业多为鸡肉价格的接受者，需关注2026年白羽鸡价格回升给宠物食品行业企业带来

的成本控制压力。

图5 2025年中国白羽鸡价格低位运行



资料来源：iFind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事宠物食品的研发、制造、销售和宠物产品品牌运营。公司主要产品包括畜皮咬胶和植物咬胶等宠物健康咀嚼类食品、营养肉质零食、主粮和湿粮等产品，其中主粮和湿粮产品仍主要在国内销售，其他产品在国内外均有销售。2025年公司营业收入有所下滑，主要系受关税政策影响，公司承担部分海外订单关税成本且主要海外市场美国订单单价下降，导致2025年海外销售收入同比下降15.08%，国内销售收入整体稳定。

2025年公司主要原材料采购价格下降，同时通过技术改造提升原材料利用率，各类产品毛利率均有所提升。由于2025年第一季度美国贸易政策波动影响，部分海外客户延后订单预定，导致基数较低，2026年第一季度营业收入同比增长6.66%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
畜皮咬胶	0.91	25.90%	23.17%	4.24	29.28%	28.67%	5.05	30.41%	25.28%
植物咬胶	1.27	36.26%	29.17%	4.60	31.78%	32.32%	6.08	36.62%	31.86%
营养肉质零食	1.00	28.40%	31.21%	4.45	30.74%	35.72%	4.03	24.28%	33.20%
主粮和湿粮	0.25	7.06%	26.39%	0.96	6.62%	28.89%	1.18	7.13%	24.81%
其他	0.08	2.38%	13.15%	0.23	1.58%	19.14%	0.26	1.55%	15.29%
合计	3.51	100.00%	27.62%	14.49	100.00%	31.86%	16.59	100.00%	29.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年受美国贸易政策影响，公司咬胶产品量价齐跌、零食产品单价下降，海外销售收入降幅较

大拖累营业收入；公司客户集中度仍较高且以美国市场为主，需持续关注国际贸易形式变动对公司业务的影响；同时，2025年公司自主品牌直销收入大幅增长，但销售费用较高，直销渠道仍亏损，需关注公司在国内市场的长期盈利能力

跟踪期内，公司业务模式、销售区域、主要客户无重大变动。2025年公司产品仍以外销的“ODM”产品为主，辅以少量自主品牌的宠物食品。公司国外销售区域主要为美国、欧洲等发达国家和地区，其中美国仍为公司最大的市场。公司外销产品主要客户为宠物食品品牌商、综合性商超和宠物行业专业商超。公司内销主要通过线下经销和线上直销相结合的模式销售公司自主品牌产品（爵宴Meatyway、好适嘉Healthguard、齿能ChewNergy等），同时代理销售部分国际知名宠物品牌食品，以自主品牌销售为主。

2025年受美国贸易政策影响，公司海外销售收入同比下降15.08%，导致2025年公司营业收入同比下降12.67%。由于2025年一季度美国贸易政策波动较大，部分海外客户延迟下订单，基数较低导致2026年一季度营业收入同比上升6.66%。需关注，公司海外销售占比一直较高，国际贸易形势对公司业务有较大影响。为加强对美出口，近年来公司积极在东南亚、新西兰建设产能，目前公司出口美国的订单中，大部分为越南、柬埔寨工厂生产的产品，国内工厂产品相对较少。

表3 公司产品销售分区域情况（单位：亿元）

区域	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	11.64	80.35%	31.75%	13.71	82.63%	28.94%
国内	2.85	19.65%	32.32%	2.88	17.37%	31.72%
合计	14.49	100.00%	31.86%	16.59	100.00%	29.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与海外客户主要采用电汇收款方式，信用周期一般在90-120天左右，结算货币以美元为主，汇率波动形成的汇兑损益对公司盈利水平影响较大，2025年产生的汇兑收益为545.98万元。2026年初至今，人民币兑美元汇率持续走强，需关注人民币升值对公司2026年业绩的影响。

2025年公司继续积极拓展国内市场，推广自有品牌，重点开拓线上销售渠道，2025年直销收入同比提升49.22%至1.85亿元，毛利率小幅上升至35.02%，但内销需要承担的广告费用、渠道费用等销售费用更高，2025年内销业务尚未实现扭亏。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2025年净利润为-0.40亿元，亏损规模同比有所扩大，主要系当年注销温州市千百仓宠物营养科技有限公司和温州市妙旺宠物营养科技有限公司产生投资损失所致，需关注公司在国内市场业务上的长期盈利能力。

2025年公司前五大客户仍均为海外客户，前五大客户销售占比合计70.66%，较2024年降低7个百分点，客户集中度有所下降，但仍处于较高水平。公司与大客户有长期的合作框架协议，大客户的收入波动对公司的业绩会有一定的影响。

2025年以来，公司咬胶类产品销量有所下降，主要系美国贸易政策影响下，海外客户下单较为谨慎。同期咬胶和营养肉质零食产品销售单价下滑，主要系公司承担部分关税成本，同时外销产品以美元定价，价格随汇率存在一定浮动所致。主粮和湿粮产品主要为公司自主品牌，随着公司积极打造自有高端品牌，该项产品单价有所提升。

2025年公司建设的新西兰天然纯主粮产线正式投入运营，生产产品部分销往新西兰等地市场，部分通过自主品牌Smart Balance、Vivaland进入国内市场。未来随着公司逐步拓展主粮海外客户和国内销售渠道，主粮和湿粮产品订单量有望提升，促进收入规模增长。

表4 公司主要产品销量及价格变化情况

产品名称	项目	2026年1-3月	2025年	2024年
畜皮咬胶	销售收入（万元）	9,089.60	42,420.94	50,459.46
	销量（吨）	2,059.56	9,546.60	11,217.98
	平均单价（万元/吨）	4.41	4.44	4.50
植物咬胶	销售收入（万元）	12,725.77	46,049.42	60,750.48
	销量（吨）	3,405.17	12,249.54	16,156.64
	平均单价（万元/吨）	3.74	3.76	3.76
营养肉质零食	销售收入（万元）	9,965.87	44,534.71	40,286.11
	销量（吨）	2,158.40	9,555.93	8,398.27
	平均单价（万元/吨）	4.62	4.66	4.80
主粮和湿粮	销售收入（万元）	2,477.18	9,589.94	11,835.04
	销量（吨）	480.69	1,931.59	1,024.83
	平均单价（万元/吨）	5.15	4.96	-

注：公司2024年干粮未出货，干粮销售收入来自外采并销售，上表中2024年主粮和湿粮收入包括公司销售自产湿粮和外采干粮，销量仅包括自产湿粮。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司产能的提升主要来自主粮产线的投产，但受海外订单影响，主要产品的产量及产能利用率有所下降，新西兰工厂仍处于产能爬坡阶段、净利润为负；公司在建项目建成之后有利于产能扩充和品种丰富，但新增产能能否实现预期收益存在不确定性，且公司过半产能分布在海外，需关注海外经营风险

公司过半产能布局在海外，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；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。

表5 截至2025年末公司主要生产基地情况

地区	主要生产产品	负责公司
中国温州平阳	宠物零食、主粮	公司本部
中国江苏泰州	宠物零食、主粮	江苏康贝宠物食品有限公司
越南	宠物零食，主要为咬胶和肉质零食	越南好嚼有限公司、越南巴啦啦食品有限公司、越南德信

柬埔寨	宠物零食，主要为咬胶和肉质零食	柬埔寨爵味
新西兰	宠物主粮、零食	新西兰北岛小镇宠物食品有限公司、新西兰天然纯宠物食品有限公司、Bop Industries Limited

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司产能明显提升，主要来自本期债券募投项目建设的温州2万吨烘焙粮产线于2025年8月投产，以及新西兰4万吨干粮产能和本期债券募投项目建设的泰州3,000吨风干粮产线全年运行。受海外订单下降影响，2025年咬胶产品和营养肉质零食产能利用率有所下滑，同年新西兰禽流感导致当地工厂干粮产品出货受阻，主粮和湿粮产能利用率水平仍较低。

2025年，公司越南和柬埔寨生产基地继续保持盈利状态，子公司越南德信和柬埔寨爵味净利润分别为3,592.73万元和6,482.94万元；新西兰工厂仍处于产能释放阶段，产能爬坡期折旧、摊销增加及当地管理员工资水平较高，导致2025年公司管理费用同比增加17.39%，压缩利润空间，2025年新西兰天然纯净利润-6,621.90万元。

随着海外生产基地产能的投产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。

表6 2024-2025 年公司产品产能利用情况（单位：吨）

指标	产品名称	2025 年	2024 年
产能	畜皮咬胶/营养肉质零食	23,900.00	23,900.00
	植物咬胶	16,500.00	16,500.00
	主粮和湿粮	51,100.00	24,500.00
产量	畜皮咬胶/营养肉质零食	19,030.08	19,732.22
	植物咬胶	12,169.55	16,132.07
	主粮和湿粮	1,942.24	1,021.32
产能利用率	畜皮咬胶/营养肉质零食	79.62%	82.56%
	植物咬胶	73.75%	97.77%
	主粮和湿粮	3.80%	4.17%

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

表7 公司主要产品产销率情况（单位：吨）

指标	产品名称	2025 年	2024 年
产量	畜皮咬胶	9,568.56	11,324.62
	植物咬胶	12,169.55	16,132.07
	营养肉质零食	9,461.52	8,407.60
	主粮和湿粮	1,942.24	1,021.32
销量	畜皮咬胶	9,546.60	11,217.98
	植物咬胶	12,249.54	16,156.64
	营养肉质零食	9,555.93	8,398.27

产销率	主粮和湿粮	1,931.59	1,024.83
	畜皮咬胶	99.77%	99.06%
	植物咬胶	100.66%	100.15%
	营养肉质零食	101.11%	99.89%
	主粮和湿粮	99.45%	100.34%

注：2024 年主粮和湿粮仅统计公司自产湿粮产销量情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2025年末，公司主要在建项目为新西兰天然纯项目和本期债券募投的年产5万吨新型宠物食品项目，其中新西兰天然纯项目已经建成4万吨高品质宠物干粮产能，本期债券募投项目已经建成温州2万吨烘焙粮产线和泰州3,000吨风干粮产线。对于在建项目，公司根据市场需求分步实施建设项目，部分建成即投入使用。

公司在建项目完工后产能将大幅提升，新增产能主要集中在主粮产品，公司需要开拓新市场以消化主粮产能，在宠物食品行业中，与新客户建立稳定合作关系需要一定时间，针对新增产能，公司的市场开拓情况具有不确定性，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 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	地点	预计总投资	累计已投资	累计投入本期债券募集资金	资金来源
新西兰天然纯项目	新西兰	6.00	4.68	0.66	募集资金、自筹
年产 5 万吨新型宠物食品项目	中国泰州、温州	3.50	1.20	1.02	募集资金、自筹
合计	--	9.50	5.88	1.68	--

注：1、新西兰天然纯项目包括新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目（本期债券的募投项目）和新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目（公司非公开发行的募投项目）；2、年产 5 万吨新型宠物食品项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料采购价格随行就市，直接材料成本管控能力较弱，2025年主要原材料采购成本下降，但仍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、折旧费和水电费等制造费用，2025年直接材料成本占比小幅下降，主要系当年主要原材料采购价格下降所致。

表9 公司营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1-3 月		2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	1.75	68.97%	6.62	67.01%	7.92	67.64%
直接人工	0.35	13.73%	1.46	14.79%	1.72	14.66%
制造费用	0.44	17.30%	1.80	18.20%	2.07	17.70%
合计	2.54	100.00%	9.87	100.00%	11.71	100.00%

注：各分项加总数字与合计数字差异为小数点四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购模式未发生变化，主要采购原材料仍为鸡肉、生牛皮、植物淀粉等。2025年公司加大鸡肉采购量，其余原材料采购量均减少。公司采购价格随行就市，2025年除淀粉外，其余主要

原材料采购价格均下降。

表10 公司主要原材料采购情况

原材料名称		2025 年	2024 年
鸡肉	采购金额（万元）	9,816.82	9,468.13
	采购数量（吨）	9,582.60	8,397.02
	采购单价（万元/吨）	1.02	1.13
干牛皮	采购金额（万元）	4,916.72	9,108.49
	采购数量（吨）	2,456.30	4,378.37
	采购单价（万元/吨）	2.00	2.08
湿牛皮	采购金额（万元）	3,235.33	5,426.80
	采购数量（吨）	13,691.73	17,192.25
	采购单价（万元/吨）	0.24	0.32
淀粉	采购金额（万元）	1,383.70	2,584.60
	采购数量（吨）	4,212.73	7,718.91
	采购单价（万元/吨）	0.33	0.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了供应商选择机制。采购部审核资质、对比报价，综合售后与交货时间评估后选定供应商，合格者列入采购目录。主要原材料采购来自中国、中亚、东盟、南美、澳洲等地，供应商分散但主要供应商稳定，2025年前五大供应商采购占比18.76%，较2024年小幅提升。国内供应商结算分现付和3个月账期，国外供应商电汇预付，清关付全款。

原材料成本是公司产品的主要成本，公司原材料成本占比高，价格受市场行情、供需及运输成本影响波动，因供应商分散且原材料管控弱，需关注价格波动风险。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于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2024-2025年审计报告及公司提供的2026年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内公司总资产规模缩减，财务杠杆保持较好水平，盈余现金对总债务的覆盖程度较高，债务压力较小；受美国贸易政策影响，海外销售收入下滑，叠加新增产能导致固定资产折旧增加影响，2025年公司盈利能力指标有所分化，未来还需关注销售波动带来的经营风险

资本实力与资产质量

公司所有者权益主要由所有者投入的资本公积（股本溢价）和未分配利润构成，跟踪期内，公司回购流通股导致库存股增加，同年其他综合收益减少，导致2026年3月末公司所有者权益较2024年末小幅

下降，但所有者权益对负债的保障程度仍保持较好水平。

图6 公司资本结构

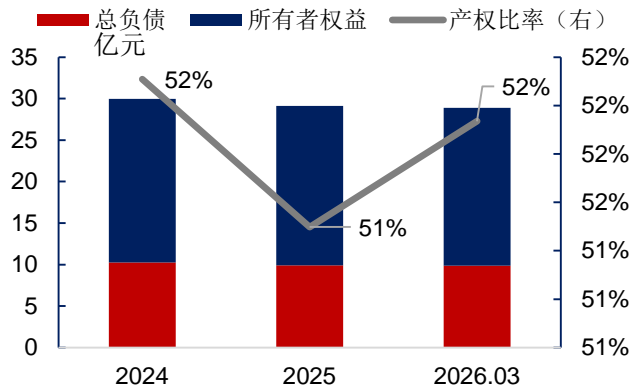
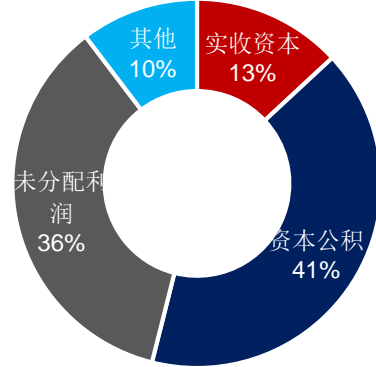


图7 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产规模和流动资产占比均小幅下降。资产主要集中于货币资金、存货、固定资产等。公司于2021年12月发行本期债券，目前仍有一定规模闲置募集资金，公司对闲置募集资金进行投资管理，交易性金融资产为公司购买的短期投资产品。

公司存货主要为生产准备的原材料和部分库存商品、在产品等，公司销售状况良好，跟踪期内存货规模小幅下降。公司主要在建工程为发行股票、本期债券的募投项目，2025年在建项目持续建设，部分完工转入固定资产，由于汇率变动和计提折旧影响，跟踪期内固定资产规模有所下降。2025年末公司应收账款规模有所上升，主要系2025年第四季度大客户收入较2024年第四季度同比提升，导致应收账款规模扩大，跟踪期内公司客户信用政策未发生变化，2025年末97.50%应收账款账龄在1年以内（含1年）¹。

截至2025年末公司受限资产规模为1.57亿元，占总资产比重较低，其中0.03亿元为工程保证金、履约保函保证金，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2025年末公司外币货币性项目余额较大，主要为美元货币资金0.52亿美元（折算成人民币为3.66亿元），美元应收账款余额为0.30亿美元（折算成人民币为2.14亿元），公司面临一定外币风险敞口。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.30	21.83%	7.50	25.75%	6.75	22.53%
交易性金融资产	1.82	6.29%	1.53	5.24%	2.31	7.70%
应收账款	2.87	9.95%	2.46	8.47%	2.18	7.28%
存货	3.26	11.31%	3.28	11.26%	3.43	11.46%
流动资产合计	14.99	51.93%	15.23	52.33%	15.78	52.69%
固定资产	9.50	32.91%	9.77	33.56%	10.06	33.58%

¹ 2025年公司发生信用减值损失342.38万元，其中应收账款坏账损失302.58万元，其他应收款坏账损失39.80万元。

在建工程	0.88	3.03%	0.67	2.32%	0.64	2.14%
非流动资产合计	13.88	48.07%	13.88	47.67%	14.17	47.31%
资产总计	28.87	100.00%	29.11	100.00%	29.95	100.00%

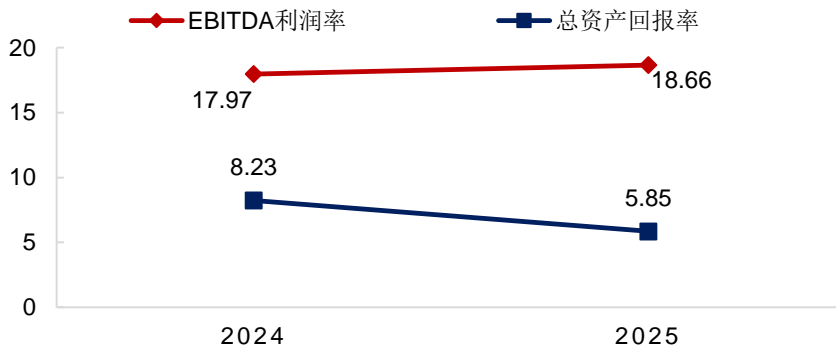
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年公司海外销售收入下滑以及新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目转固后固定资产折旧增加，综合影响下公司2025年EBITDA利润率小幅提升，总资产回报率有所下降，盈利能力整体仍维持较好水平。受2025年一季度较低基数影响，2026年一季度公司销售收入同比提升6.66%。近年来公司业务波动较大，需关注后续公司的销售情况变动。

整体来看，公司ODM业务与主要客户合作稳定，随着美国贸易政策影响逐步常态化以及欧洲市场布局加速，海外销售规模有望恢复；近年来公司新增较多主粮产能，随着拓展主粮市场和客户，有望提升主粮收入规模；近年来公司加强自主品牌建设，自主品牌在国内市场的市占率有望提升。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司短期借款和应付账款规模下降，驱动负债规模小幅缩减，长期债务主要是本期债券及租赁负债等，规模略有增长。公司刚性债务以本期债券为主，辅以少量银行借款和租赁负债，截至2026年3月末资产负债率为34.18%，财务杠杆水平较低。公司经营性负债主要系采购原材料形成的应付账款，2025年末一年内的应付账款占比为97.79%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.02	0.21%	0.02	0.21%	0.11	1.04%
应付票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.02	0.21%
应付账款	1.17	11.89%	1.10	11.08%	1.42	13.84%

一年内到期的非流动负债	0.03	0.28%	0.13	1.27%	0.41	3.97%
流动负债合计	1.76	17.87%	1.96	19.77%	2.80	27.31%
长期借款	0.15	1.50%	0.12	1.24%	0.06	0.58%
应付债券	7.42	75.20%	7.34	74.13%	6.98	67.99%
租赁负债	0.44	4.43%	0.39	3.92%	0.34	3.30%
长期应付款	0.00	0.02%	0.00	0.02%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.11	82.13%	7.94	80.23%	7.46	72.69%
负债合计	9.87	100.00%	9.90	100.00%	10.26	100.00%
总债务	8.06	81.63%	7.99	80.79%	7.91	77.09%
其中：短期债务	0.05	0.60%	0.15	1.83%	0.54	6.78%
长期债务	8.01	99.40%	7.85	98.17%	7.37	93.22%

注：2026年3月末长期应付款为15.85万元，2025年末为16.24万元。

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2025年由于海外销售收入下降，公司经营活动现金流净额和FFO下滑较为明显，随着总债务规模扩大和利息支出增加，EBITDA利息保障倍数有所下滑。但公司财务杠杆保持较低水平，2024-2025年净债务持续为负，盈余现金对总债务的覆盖能力较强。

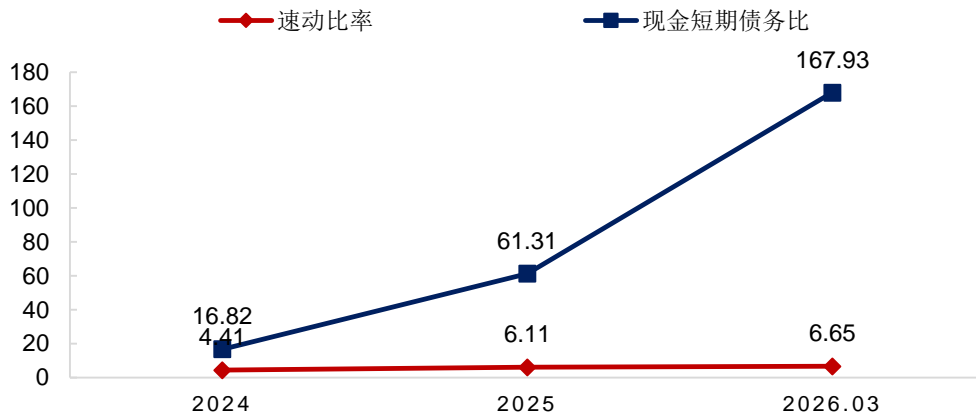
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.53	1.91	3.66
FFO（亿元）	--	1.74	2.32
资产负债率	34.18%	33.99%	34.26%
净债务/EBITDA	--	-0.23	-0.23
EBITDA利息保障倍数	--	5.27	6.78
总债务/总资本	29.77%	29.38%	28.66%
FFO/净债务	--	-278.61%	-338.17%
经营活动现金流净额/净债务	-837.17%	-305.69%	-533.72%
自由现金流/净债务	-1,236.23%	-193.88%	-349.49%

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2025年以来，公司速动比率小幅提升，短期债务规模下降驱动现金短期债务比快速提升，现金类资产对短期债务保持较强的覆盖能力。截至2026年3月末，公司尚未使用的银行贷款授信额度为6.18亿元，授信银行包括中国建设银行、中国银行、招商银行、民生银行等，备用流动性尚可。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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2023年1月1日至报告查询日（2026年6月8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（2026年6月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

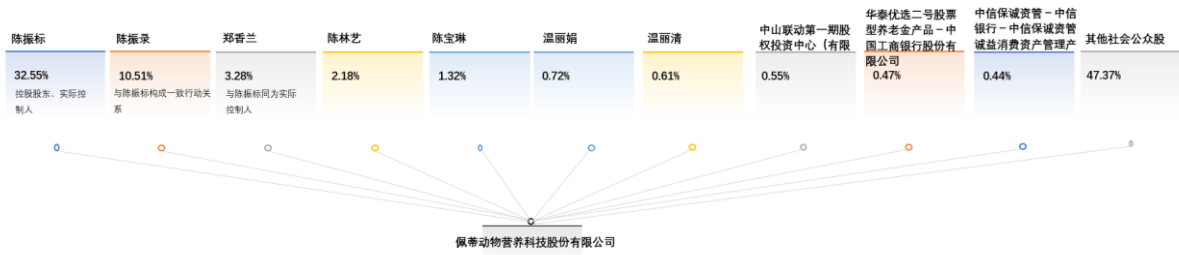
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	6.30	7.50	6.75	8.16
交易性金融资产	1.82	1.53	2.31	0.51
存货	3.26	3.28	3.43	3.77
流动资产合计	14.99	15.23	15.78	16.01
固定资产	9.50	9.77	10.06	7.14
在建工程	0.88	0.67	0.64	2.98
非流动资产合计	13.88	13.88	14.17	13.36
资产总计	28.87	29.11	29.95	29.36
短期借款	0.02	0.02	0.11	0.74
应付账款	1.17	1.10	1.42	1.59
一年内到期的非流动负债	0.03	0.13	0.41	0.11
流动负债合计	1.76	1.96	2.80	2.92
长期借款	0.15	0.12	0.06	0.61
应付债券	7.42	7.34	6.98	6.61
非流动负债合计	8.11	7.94	7.46	7.62
负债合计	9.87	9.90	10.26	10.54
总债务	8.06	7.99	7.91	8.40
其中：短期债务	0.05	0.15	0.54	0.85
长期债务	8.01	7.85	7.37	7.56
所有者权益	19.00	19.21	19.69	18.82
营业收入	3.51	14.49	16.59	14.11
营业利润	0.12	1.45	2.26	0.03
净利润	0.08	1.17	1.86	-0.16
经营活动产生的现金流量净额	-0.53	1.91	3.66	1.78
投资活动产生的现金流量净额	-0.53	0.76	-3.68	-1.54
筹资活动产生的现金流量净额	-0.12	-1.83	-1.46	-0.50
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	2.70	2.98	0.99
FFO（亿元）	--	1.74	2.32	0.30
净债务（亿元）	0.06	-0.62	-0.69	0.18
销售毛利率	27.62%	31.86%	29.42%	19.33%
EBITDA 利润率	--	18.66%	17.97%	7.02%
总资产回报率	--	5.85%	8.23%	0.79%
资产负债率	34.18%	33.99%	34.26%	35.91%
净债务/EBITDA	--	-0.23	-0.23	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	5.27	6.78	2.26
总债务/总资本	29.77%	29.38%	28.66%	30.86%

FFO/净债务	--	-278.61%	-338.17%	171.11%
经营活动现金流净额/净债务	-837.17%	-305.69%	-533.72%	1,014.68%
速动比率	6.65	6.11	4.41	4.19
现金短期债务比	167.93	61.31	16.82	10.19

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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+经调整所有者权益
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

附录四 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