

# 源飞宠物（001222）

证券研究报告

2022 年 08 月 15 日

## 宠物牵引用具领先企业，全球化研产销布局保持优势地位

### 国内领先的宠物用品制造商，代加工产品畅销全球

公司自 2004 年成立以来一直专注于宠物用品和宠物食品的研发、生产、销售，主要产品包括宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品，狗咬胶等宠物零食等，是我国较早进入宠物行业的企业之一，公司目前已成为国内规模较大的宠物用品制造商，在宠物牵引用具领域具备优势地位。2021 年公司实现营业收入 10.69 亿元，同比提升 75.71%，2018-2021 年间 CAGR 达 34.9%，22Q1 实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 40.36%；盈利能力方面，2022Q1 公司毛利率为 26.46%，净利率为 18.17%。

### 优质客源推动持续发展，渠道壁垒巩固竞争优势

公司产品销售市场覆盖美国、欧洲、日本等多个宠物市场发达的国家和地区，与国际知名的专业宠物产品连锁店和大型连锁零售商有长期、稳定且连续的合作，如美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物用品连锁店 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商 Walmart、Target 等，同时公司产品已获得多项资格认证，持续夯实销售渠道壁垒。公司境外销售主要以贴牌销售为主，2021 年公司境外销售实现收入 10.29 亿元，占比达 96.76%，其中北美洲实现收入 7.8 亿元，占比最大（73.63%），其次为欧洲；境内实现销售收入 0.34 亿元，占比 3.24%。

### 全球化研、产、销布局，盈利能力位于行业前列，有效应对国际贸易摩擦

1) 在研发环节，公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心以快速响应目标客户需求，最大程度实现消费需求转化，近年研发投入亦逐年上涨，2021 年达 2544 万元，同比提升 38.34%；2) 在生产环节，公司形成了洞察市场需求、产品设计、生产及工艺实现为一体的出色产业化能力，近年利润率保持行业前列。生产基地方面，公司基于原材料和生产成本优势，将生产加工基地设置于浙江平阳县和柬埔寨，目前设立的柬埔寨爱淘与柬埔寨莱德两个生产基地均已逐步投入使用，2020 年下半年开始均已实现销售收入，凭借低人力成本、对美国出口无需加征关税等优势获得较多订单，营业收入、净利润水平提升较快，已成为公司较为重要的境外生产基地，亦帮助公司有效应对国际贸易摩擦。2021 年柬埔寨爱淘与柬埔寨莱德营业收入占公司营业收入的比重分别为 19.34%与 19.14%。3) 在销售环节，公司由美国、上海、中国香港子公司分别负责海外营销、品牌运营和转口贸易，以出口为主，形成了针对国内外市场的相对完整的销售体系。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司为宠物牵引用具领先企业，同时积极开拓宠物零食等细分赛道，全球化研产销布局，利润率位于行业前列，并且客户结构优秀，粘性较高，有望受益于宠物行业持续高增长，预计 22-24 年营收为 13.32/15.60/21.57 亿元，归母净利润为 2.24/2.70/4.10 亿元，给予 2023 年 25x-30x PE，对应目标价区间 50-60 元。

**风险提示：**中美贸易环境变化风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险；业务规模扩大导致的管理风险；境外子公司海外经营风险；新冠疫情可能造成的经营风险；与中宠股份合作规模减小的风险；募集资金投资项目不能达到预期收益的风险；自主品牌影响力较弱，贴牌销售依赖度较高的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	608.28	1,068.78	1,331.81	1,559.69	2,157.37
增长率(%)	18.17	75.71	24.61	17.11	38.32
EBITDA(百万元)	137.73	217.87	287.77	349.23	521.21
归属母公司净利润(百万元)	83.20	136.83	223.86	270.32	410.04
增长率(%)	51.51	64.46	63.61	20.76	51.68
EPS(元/股)	0.61	1.00	1.64	1.98	3.01
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所

行业	轻工制造/文娱用品
发行价格	13.71 元
合理估值区间	50-60 元

### 发行数据

总股本(万股)	13,635
发行数量(万股)	3,410
网下发行(万股)	341
网上发行(万股)	3,069
保荐机构	
发行日期	2022/8/3
发行方式	上网定价,法人配售

### 作者

<b>吴立</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
<b>林逸丹</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001	
linyidan@tfzq.com	

### 股东信息

庄明允	37.41%
朱晓荣	17.65%
庄明超	15.53%
平阳县晟飞创业服务中心(有限合伙)	8.42%
平阳县晟睿创业服务中心(有限合伙)	7.82%
平阳县晟雨创业服务中心(有限合伙)	7.33%
平阳县晟淘创业服务中心(有限合伙)	4.89%
平阳县晟进创业服务中心(有限合伙)	0.85%
平阳金达胜股权投资合伙企业(有限合伙)	0.10%

## 内容目录

1. 源飞宠物：国内领先的宠物用品制造商，代加工产品畅销全球.....	4
1.1. 发展历程 .....	4
1.2. 股权结构 .....	4
1.3. 财务分析 .....	5
2. 宠物食品行业持续高景气，宠物用品细分赛道近年快速增长.....	6
2.1. 海外宠物市场持续高增速，国内市场疫后快速转好 .....	6
2.2. 受益政策支持以及消费升级趋势，宠物用品行业成长空间广阔 .....	8
2.2.1. 海外：美国为第一大宠物用品市场，疫后宠物陪伴属性凸显持续提升市场需求度 .....	8
2.2.2. 国内：娱乐类用品渗透率高，宠物牵引用具刚需属性显现，有望迎来高增长 .....	9
2.3. 宠物食品行业持续高景气，宠物零食细分赛道增速较快 .....	11
2.3.1. 海外：市场集中度较高，美国为全球第一大宠物食品市场 .....	11
2.3.2. 国内：市场规模持续高增，宠物食品头部国产品牌有望突围 .....	12
3. 竞争优势：宠物牵引用具领先企业，全球化研产销布局保持优势地位 .....	13
3.1. 优质客源推动持续发展，渠道壁垒巩固竞争优势 .....	13
3.2. 产品设计和产业化能力完善高效，盈利能力位于行业前列 .....	14
3.3. 全球化研、产销布局，持续扩大影响力，有效应对国际贸易摩擦 .....	15
4. 盈利预测和投资建议 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：截至 2022 年 7 月 26 日公司股权结构示意图 .....	4
图 3：公司营业收入及 yoy（亿元，%） .....	5
图 4：公司 2021 年分产品营收占比（%） .....	5
图 5：公司历年毛利率及净利率（%） .....	6
图 6：公司分产品毛利率（%） .....	6
图 7：公司历年各项费用率（%） .....	6
图 8：美国宠物市场规模（亿美元）及 YOY（%） .....	7
图 9：美国宠物细分板块市场规模（亿美元）及 YOY（%） .....	7
图 10：2010-2021 年中国宠物市场规模（亿元）及 YOY（%） .....	7
图 11：2017-2021 年单只宠物年均消费金额（元/只） .....	7
图 12：2019-2021 年中国宠物市场消费结构情况（%） .....	7
图 13：全球宠物用品市场规模及 yoy（百万美元，%） .....	8
图 14：2021 年各国宠物用品市场规模占比（%） .....	8
图 15：疫情期间美国宠物主对宠物作用的评价 .....	9
图 16：疫情下美国人群领养宠物意愿变化 .....	9

图 17: 2020 年全球宠物用品企业竞争格局 (%)	9
图 18: 2021 年中国犬用品渗透率 TOP7 (%)	10
图 19: 2021 年中国猫用品渗透率 TOP7 (%)	10
图 20: 2021 年项圈牵引绳在不同年龄段消费群体中市场渗透率 (%)	10
图 21: 2021 年宠物玩具消费决策因素占比 (%)	11
图 22: 2021 年宠物牵引用具消费决策因素占比 (%)	11
图 23: 全球宠物食品市场规模及 yoy (百万美元, %)	11
图 24: 2021 年全球宠物食品品牌市占率 (%)	11
图 25: 2019-2020 年宠物干粮偏好	12
图 26: 2021 年我国宠物市场竞争格局	12
图 27: 2021 年宠物零食喂食场景占比 (%)	12
图 28: 2021 年犬零食消费决策因素 (%)	12
图 29: 2021 年公司前五大客户占主营业务收入比重 (%)	13
图 30: 2021 年公司按地区划分境外收入占比 (%)	13
图 31: 同行业上市公司销售毛利率对比 (%)	14
图 32: 同行业上市公司销售净利率对比 (%)	14
图 33: 公司宠物牵引用具、宠物零食以及宠物注塑玩具的典型示例	14
图 34: 公司 2019-2021 年度研发费用 (万元) 及 YOY	15
图 35: 公司及同行业可比上市公司研发费用占营业收入的比例 (%)	15
图 36: 柬埔寨莱德和柬埔寨爱淘 2021 年营收以及毛利率 (万元, %)	16
图 37: 柬埔寨莱德和柬埔寨爱淘在归属母公司股东净利润占比 (%)	16
图 38: 2021 年公司分销售渠道销售收入占比 (%)	16
图 39: 2021 年公司分销售渠道毛利率 (%)	16
表 1: 宠物用品分类及简介	8
表 2: 公司部分知名客户	13
表 3: 公司产品所获认证	13
表 4: 公司分产品盈利预测 (亿元, %)	17
表 5: 截至 8 月 15 日可比公司 22-24 年 PE (Wind 一致预期)	18

## 1. 源飞宠物：国内领先的宠物用品制造商，代加工产品畅销全球

公司自 2004 年成立以来一直专注于宠物用品和宠物食品的研发、生产、销售，主要产品包括宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品，狗咬胶等宠物零食等，是我国较早进入宠物行业的企业之一，公司目前已成为国内规模较大的宠物用品制造商，在宠物牵引用具领域具备优势地位。公司在上海、美国分别设有设计研发中心和前沿研究小组，构建了专业化、系统化和国际化的宠物产品设计团队，以满足客户定制化和批量化生产的需求，同时公司积累了优质客户资源，与国际知名的专业宠物产品连锁店和大型连锁零售商有长期、稳定且连续的合作，如美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物用品连锁店 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商 Walmart、Target 等，客户遍布宠物市场较为发达的美国、欧洲、日本等国家与地区。

### 1.1. 发展历程

持续加大技术创新及产品研发投入，全球化研产销布局保持市场领先地位。2004 年，“温州源飞宠物玩具制品有限公司”成立，2014 年，公司在美国创立海外公司，2017 年，公司年生产总值达 3.8 亿元，自主品牌宠物牵引带“艾淘儿”获得浙江省首批“品质浙货”出口领军企业荣誉，2018 年，公司在上海成立了新研发中心，研发人员 20 余人，积极设计研发以宠物牵引绳和宠物塑胶玩具为主的宠物用品，2019 年，公司于柬埔寨筹划设立生产基地，加大全球化布局。

图 1：公司发展历程

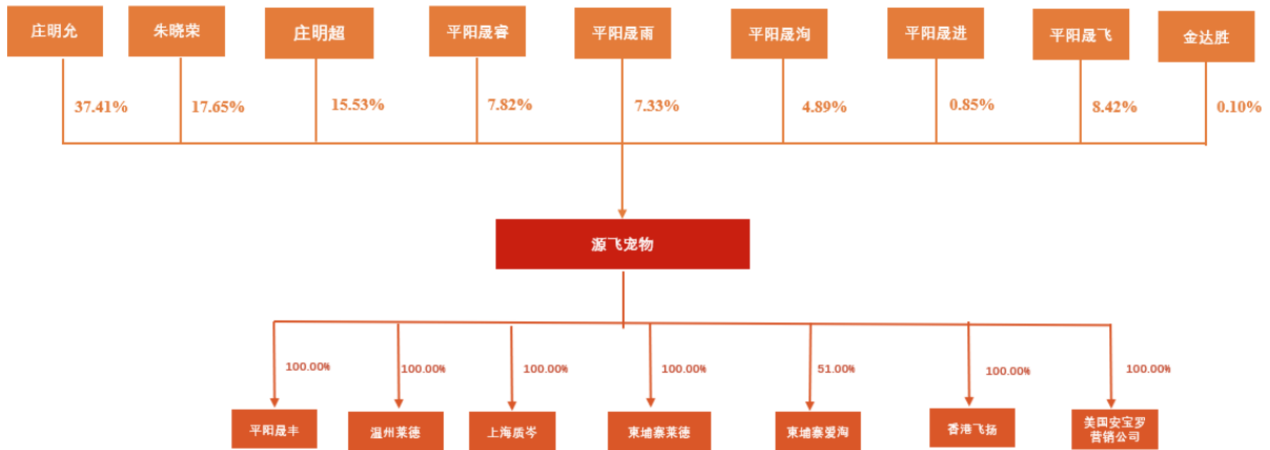


资料来源：公司官网，招股意向书，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构

庄明允为公司第一大股东，于海内外设立多家子公司。截至 2021 年庄明允先生直接持有公司 37.41% 股权，是公司控股股东；朱晓荣先生直接持有公司 17.65% 股权；庄明超女士直接持有公司 15.53% 股权，通过平阳晟睿控制公司 7.82% 表决权，合计控制公司 23.35% 表决权。庄明允与庄明超系姐弟关系，朱晓荣与庄明超系夫妻关系，三人合计控制公司 78.42% 表决权。子公司方面，截至 2021 年公司共参控股 7 家公司，涉及海内外。其中爱淘宠物生活用品(柬埔寨)有限公司由源飞宠物和中宠股份共同持股，持股比例分别为 51% 和 49%。

图 2：截至 2022 年 7 月 26 日公司股权结构示意图

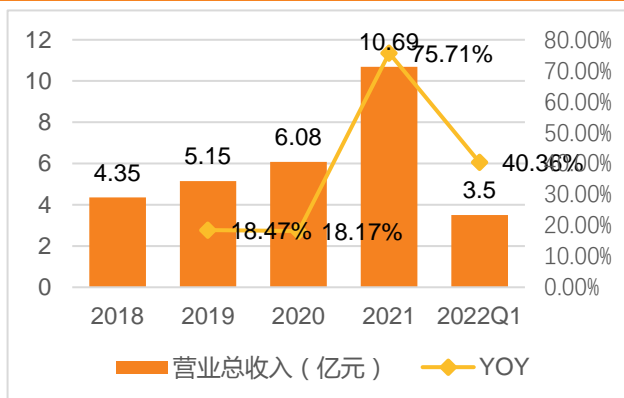


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 财务分析

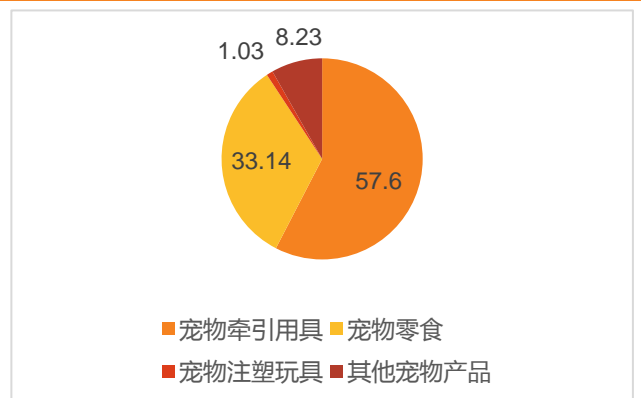
**近年营业收入稳健增长，宠物牵引用具和宠物零食贡献主要业绩。**2021 年公司实现营业收入 10.69 亿元，同比提升 75.71%，2018-2021 年间 CAGR 达 34.9%，主要由于北美、欧洲与日本等境外宠物用品市场消费规模稳健增长，22Q1 公司实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 40.36%。分产品来看，宠物牵引用具是公司核心产品，包括狗项圈、宠物拉手、宠物胸背带等类型的细分产品，主要用于宠物的出行、户外活动及户外防护的需求，2021 年其实现收入 6.13 亿元，同比增长 74.2%，营收占比 57.6%；其次为宠物零食，公司生产的宠物零食主要是咬胶类产品，包括畜皮咬胶、混合肉制品、粒骨类零食等产品，帮助宠物清洁口腔卫生、锻炼牙齿和咬合能力并补充营养，2021 年其实现收入 3.53 亿元，同比增长 58%，营收占比 33.14%。

图 3：公司营业收入及 yoy（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司 2021 年分产品营收占比 (%)

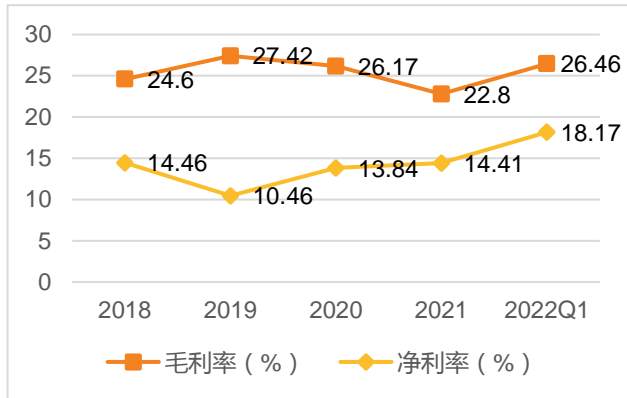


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

**盈利能力方面，公司整体利润率较为稳定。**2021 年公司实现毛利 2.44 亿元，同比提升 53%，毛利率为 22.8%，同比下降 3.37pct，主要受到产品结构及原材料价格、汇率等因素影响；2021 年公司实现净利润 1.54 亿元，同比提升 82.94%，净利率为 14.41%，同比提升 0.57pct。2022Q1 公司毛利率为 26.46%，净利率为 18.17%。分产品来看，公司主营业务毛利主要来自于宠物牵引用具和宠物零食，2021 年宠物牵引用具实现毛利 1.8 亿元，毛利率为 29.37%；宠物零食实现毛利 0.61 亿元，毛利率为 17.43%。

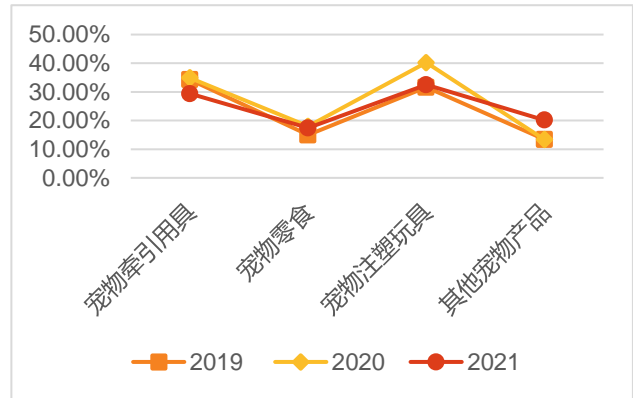


图 5：公司历年毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

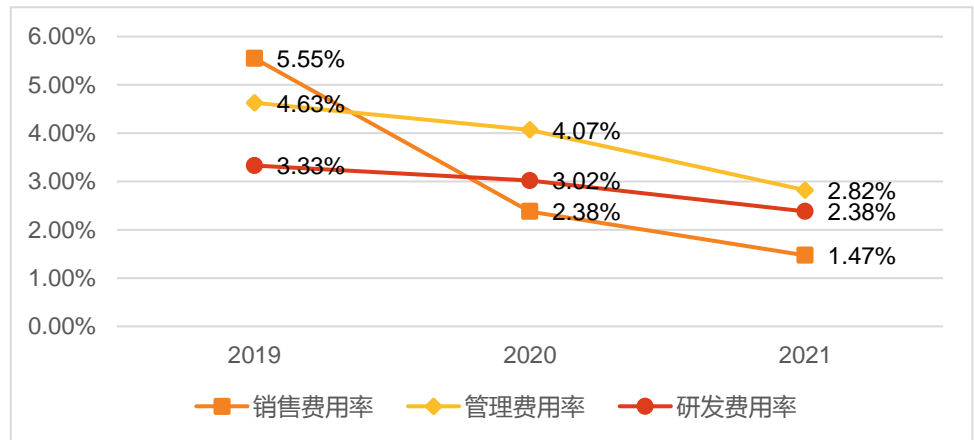
图 6：公司分产品毛利率（%）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

**费用率方面**，公司近年各项费用率相对稳定。2021 年公司销售费用为 1574 万元，销售费用率为 1.47%，同比降低 0.91pct，主要由于 2021 年公司产能逐步释放以及主要客户订单量增加，公司营业收入增长较快，而销售费用相对趋于稳定，2020 年公司销售费用率同比降低，主要系按照新收入准则要求，将出口货物代理及运输费用计入营业成本核算所致；2021 年公司管理费用为 3014 万元，管理费用率为 2.82%，同比降低 1.25pct，主要由于 2021 年柬埔寨子公司产能有所释放，销售规模增长较快；2021 年公司研发费用为 2544.47 万元，研发费用率为 2.38%。

图 7：公司历年各项费用率（%）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

## 2. 宠物食品行业持续高景气，宠物用品细分赛道近年快速增长

### 2.1. 海外宠物市场持续高增速，国内市场疫后快速转好

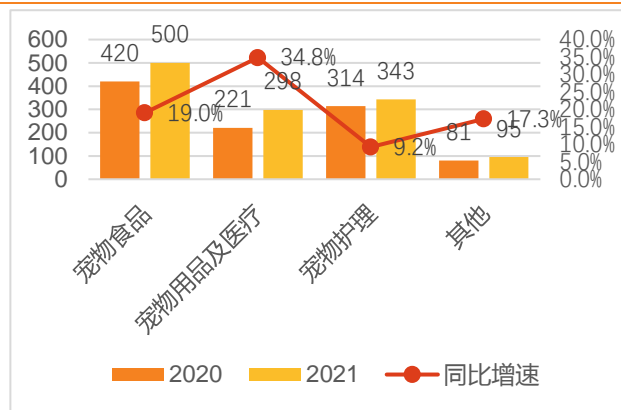
**海外宠物市场增速已超疫情前水平，宠物用品及医疗产品占比提升。**根据 APPA 数据，2021 年美国已有约 70% 的家庭拥有宠物，美国宠物市场规模达 1236 亿美元，同比增长近 20%，与 2019 年同比增速相比，提升 12pct，远超疫情前增速，实现高基数下的高增长。其中，宠物食品是宠物市场最大的细分行业，2021 年宠物食品占比达 40.5%，同比持平；其次为宠物护理，占比 27.8%，较 2020 年下降 2.6pct；宠物用品及医疗占比为 24.1%，较 2020 年提升 2.8 pct。

图 8：美国宠物市场规模（亿美元）及 YOY（%）



资料来源：APPA，天风证券研究所

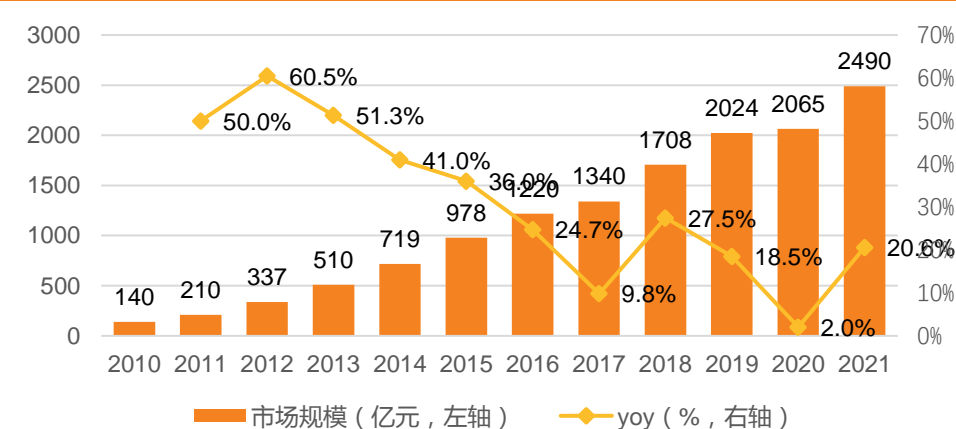
图 9：美国宠物细分板块市场规模（亿美元）及 YOY（%）



资料来源：APPA，天风证券研究所

**国内市场疫后快速转好，单只宠物年均消费金额持续增长。**根据宠物行业白皮书数据，中国宠物行业市场规模由 2010 年的 140 亿元快速增长至 2021 年的 2490 亿元，期间复合年增长率达 30%，2020 年虽受疫情影响市场规模增速大幅下滑，但仍保持正向增长，2021 年从疫情中快速恢复，国内市场规模同比增长 20.0%。我们认为，宠物经济具备高粘性（2021 年宠物白皮书调查显示，将宠物视为家人的占比超过 85%，视为朋友的占比达 8.5%）和消费刚性（宠物食品、医疗等刚性需求占比较高），宠物市场规模和单宠消费金额均在 21 年实现大幅增长，增幅分别为 20.0% 和 8.2%。我们预计，随着后续疫情形势好转，行业基本面有望持续转好。

图 10：2010-2021 年中国宠物市场规模（亿元）及 YOY（%）



资料来源：2017、2019 年、2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

图 11：2017-2021 年单只宠物年均消费金额（元/只）

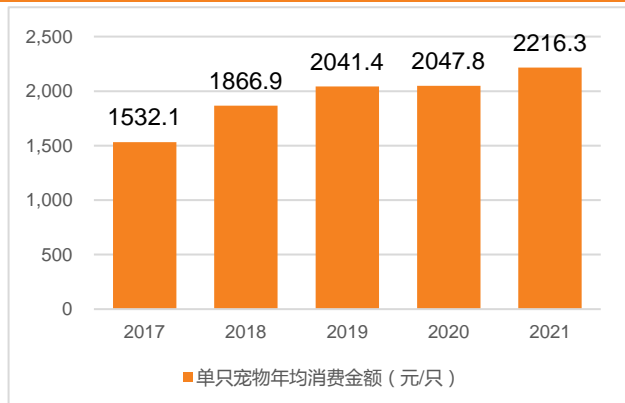
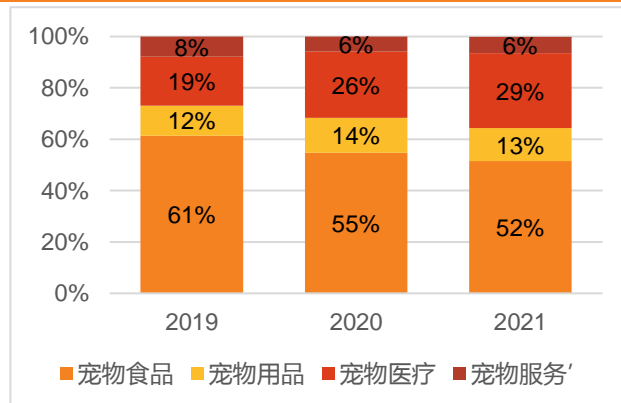


图 12：2019-2021 年中国宠物市场消费结构情况（%）



资料来源：2017、2019 年、2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

## 2.2. 受益政策支持以及消费升级趋势，宠物用品行业成长空间广阔

宠物用品特指专门针对宠物群体所研发、生产和使用的用品，主要包括牵引器、清洁护理、宠物窝垫、食用器皿、宠物服饰、宠物玩具等，细分品类较多。

表 1：宠物用品分类及简介

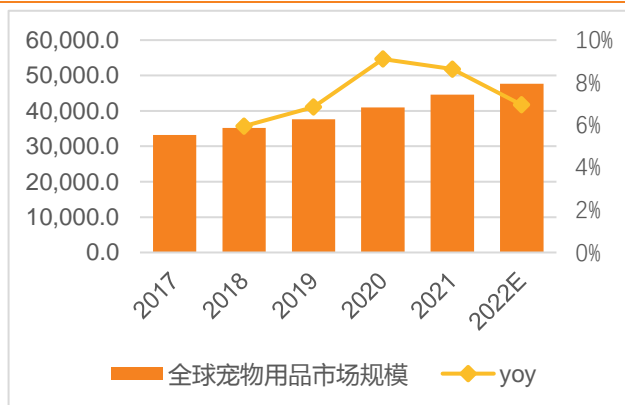
宠物用品分类	简介
牵引用具	牵引器主要用于宠物的出行、户外活动及户外防护的需求
清洁护理	清洁护理用品主要用于宠物的方便、清洁打理及护理等，同时兼具除臭、安全舒适等特性
宠物服饰	宠物服饰主要用于宠物的出行、保暖、防护等，同时还兼具美观、耐磨、耐撕咬等特性
宠物玩具	宠物玩具主要用于宠物玩耍、锻炼，促进人宠互动，兼具耐咬、耐磨特性
窝垫	宠物窝垫主要用于宠物的睡眠与休憩，具有保暖、纳凉等功能，并强调健康、舒适、方便清洁与储藏的产品设计
食用器皿	宠物食用器皿用于宠物食品的盛放

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 2.2.1. 海外：美国为第一大宠物用品市场，疫后宠物陪伴属性凸显持续提升市场需求度

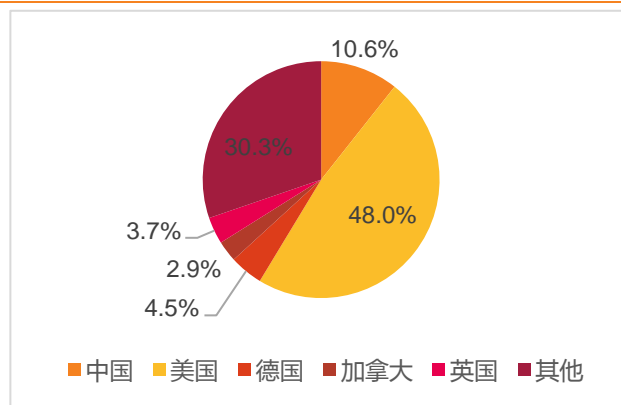
全球宠物用品市场规模快速增长。根据欧睿国际数据，2021 年全球宠物用品市场规模为 445.55 亿美元，同比增长 9%，2017-2021 年间 CAGR 达 7.6%。分地区来看，美国为第一大宠物用品市场，2021 年市场规模达 213.95 亿美元，占比 48.02%；其次为中国，2021 年宠物用品市场规模为 47.43 亿美元，占比 10.6%。

图 13：全球宠物用品市场规模及 yoy（百万美元，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 14：2021 年各国宠物用品市场规模占比（%）



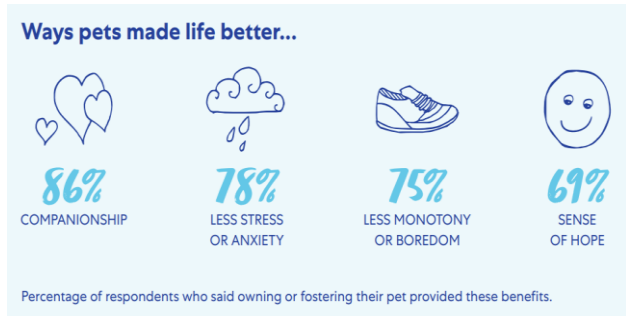
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

宠物陪伴属性凸显持续提升宠物用品需求度。根据美国机构 Better cities for pets 统计，疫情期间，86% 的宠物主反馈宠物提供了陪伴，78% 的宠物主反馈宠物减轻了压力和焦虑，75% 的宠物主反馈宠物减少了无聊枯燥的情绪，69% 的宠物主反馈宠物给人希望；同时疫情以来，美国领养宠物的比例明显增加，美国人群领养宠物的意愿从 2020 年的 6-7% 提升至 2022 年



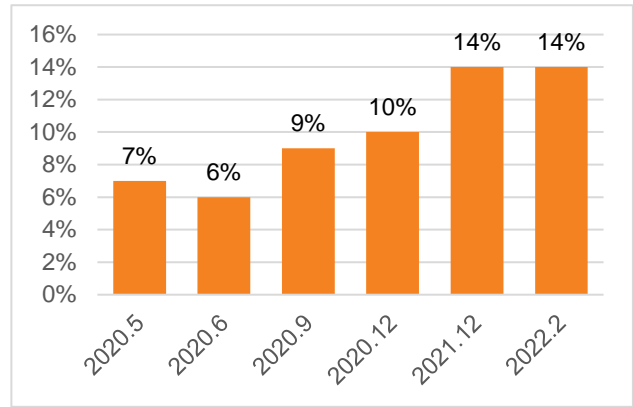
的 14%。我们认为，新冠疫情下宠物陪伴属性以及情绪价值更为凸显，大多数宠物主将其视为家人或朋友，并通过给宠物购买胸背带、衣物、圣诞礼物等方式加强自身与宠物间的联系，有望持续提升宠物用品需求度，长期成长空间可观。

图 15：疫情期间美国宠物主对宠物作用的评价



资料来源：better cities for pets、天风证券研究所

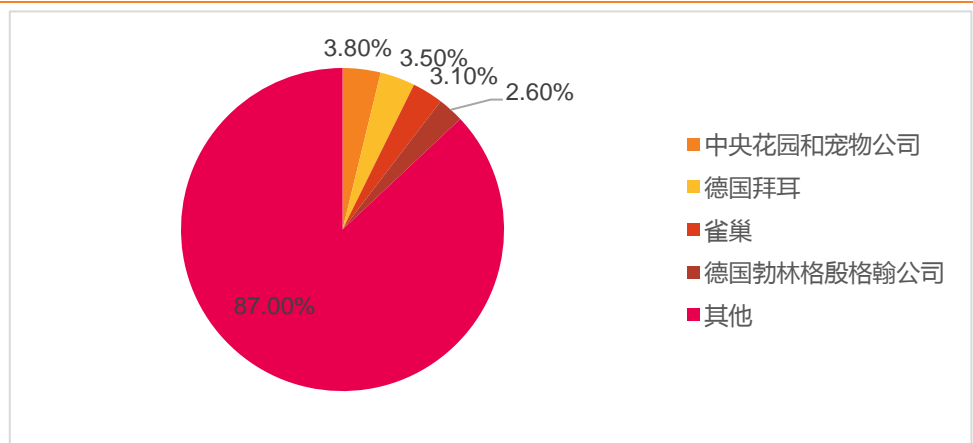
图 16：疫情下美国人群领养宠物意愿变化



资料来源：Statista，天风证券研究所

全球宠物用品市场竞争格局较为分散，以国际品牌为主。由于宠物用品覆盖面广、细分品类多，全球宠物用品市场竞争格局较为分散，宠物用品的领先企业仍以国际品牌为主，截至 2020 年中央花园和宠物公司凭借高质量的宠物用品跻身市场前列，占据 3.80% 的市场份额；德国拜耳凭借宠物护理用品占据 3.50% 的市场份额。

图 17：2020 年全球宠物用品企业竞争格局 (%)

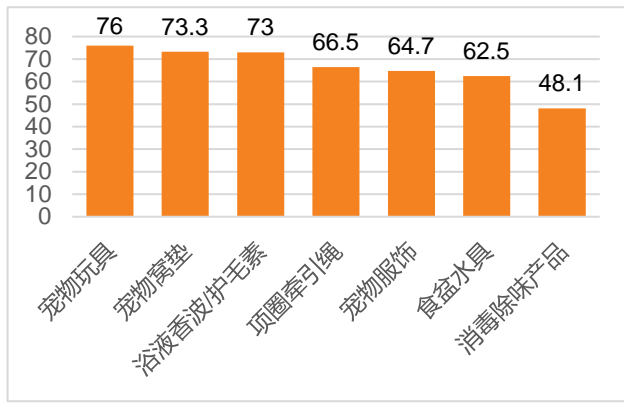


资料来源：公司招股书，欧睿国际，天风证券研究所

### 2.2.2. 国内：娱乐类用品渗透率高，宠物牵引用具刚需属性显现，有望迎来高增长

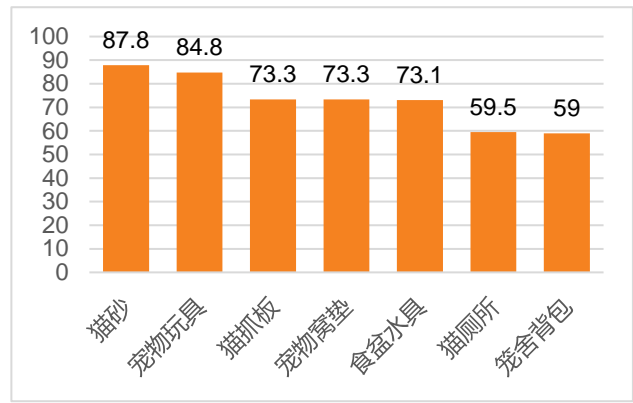
国内宠物用品市场规模逐年增长，娱乐类用品渗透率高。根据欧睿国际数据，2021 年中国宠物用品市场规模为 47.43 亿美元，同比增长 15%，2017-2021 年间 CAGR 达 15%。分产品来看，根据 2021 年中国宠物行业白皮书，犬用品中娱乐、洗护类用品渗透率较高，其中宠物玩具渗透率排名第一，达 76%，其次为宠物窝垫（73.3%），洗液香波/护猫素（73%），项圈牵引绳（66.5%）；猫用品中除猫砂为刚需（渗透率达 87.8%），玩具、笼舍等渗透率亦位于前列，其中宠物玩具排名第二，渗透率为（84.8%）。我们认为，犬猫用品中，娱乐类用品渗透率均位于前列，表明宠物与主人的关系更加紧密，宠物用品作为饲养者与宠物交流的重要道具，其市场规模预计会不断增加。

图 18：2021 年中国犬用品渗透率 TOP7（%）



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

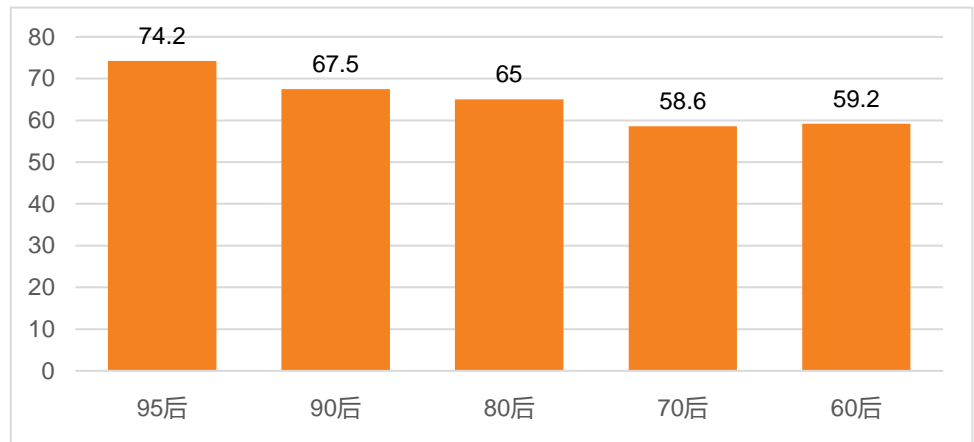
图 19：2021 年中国猫用品渗透率 TOP7（%）



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

**政策支持宠物牵引用具成养宠刚需产品，于年轻犬主人中渗透率更高。**《中华人民共和国动物防疫法》（2021 年修订）将携带犬只出户佩戴犬牌并系犬绳列为强制事项，我们认为，该项政策或使宠物牵引用具成为国内饲养宠物的刚需产品。分消费人群看，年轻群体中项圈牵引绳产品渗透率更高，根据 2021 年中国宠物行业白皮书数据，95 后犬主人中项圈牵引绳渗透率达 74.2%，90 后中渗透率达 67.5%，均超过 60 后犬主人中渗透率，随着宠物主群体年轻化、收入高端化，我们认为未来宠物牵引用具有望成为增速较快的宠物用品品类。

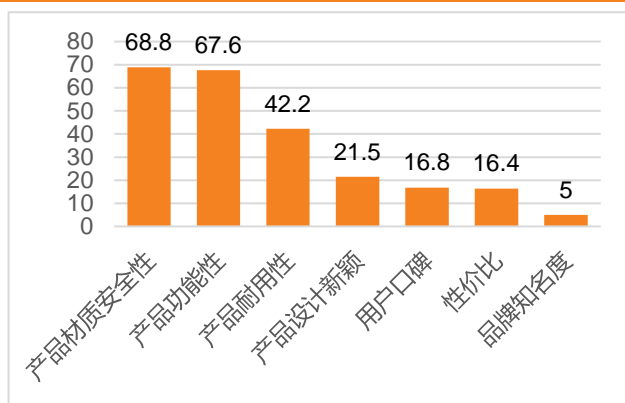
图 20：2021 年项圈牵引绳在不同年龄段消费群体中市场渗透率（%）



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

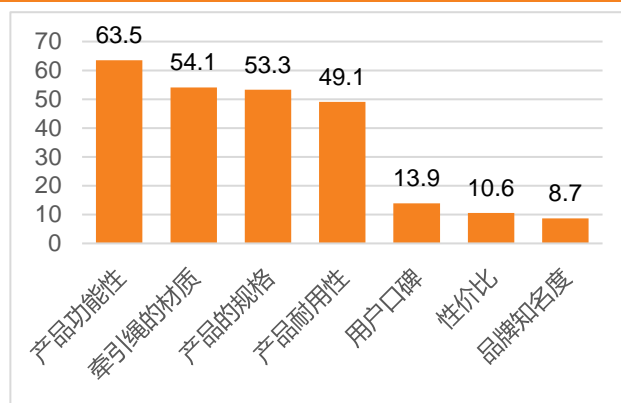
**产品安全性以及功能性成消费者购买宠物用品首要关注因素。**宠物玩具方面，消费决策因素稳定，集中在安全性和功能性，其中产品材质安全性和功能性关注度集中，2021 年占比分别为 68.8%以及 67.6%，分消费群体看，95 后更关注功能性和耐用性；宠物牵引用具方面，功能性影响最大，占比 63.5%，其次为牵引绳的材质（占比 54.1%），产品的规格（占比 53.3%），分消费群体看，年轻宠物主对功能性和耐用性的关注均高于平均水平和其他人群。我们认为，未来消费者将更加关注购买的宠物用品质量与产品品质，行业生产标准或进一步严格，具备领先的设计以及质量控制体系的企业有望进一步抢占市场，迎来快速发展机遇。

图 21：2021 年宠物玩具消费决策因素占比 (%)



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

图 22：2021 年宠物牵引用具消费决策因素占比 (%)



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

国内宠物用品厂商较多，市场集中度较低。宠物用品领域产品多样化，细分品类较多，以主要产品宠物牵引用具为例，其产品在规格、款式、用料等方面均有较大差异，产品较难形成标准化、规模化生产，因此行业内存在较多中小型的宠物产品生产企业。目前，随着国内宠物饲养观念的逐步发展，越来越多的家庭开始饲养宠物，预计未来宠物用品市场规模会继续扩张，对宠物牵引用具等宠物用品的需求也将持续增加，越来越多的厂商开始进入宠物用品市场。因此，目前国内存在较多宠物用品制造商，相对的宠物用品的市场集中度较低。

## 2.3. 宠物食品行业持续高景气，宠物零食细分赛道增速较快

### 2.3.1. 海外：市场集中度较高，美国为全球第一大宠物食品市场

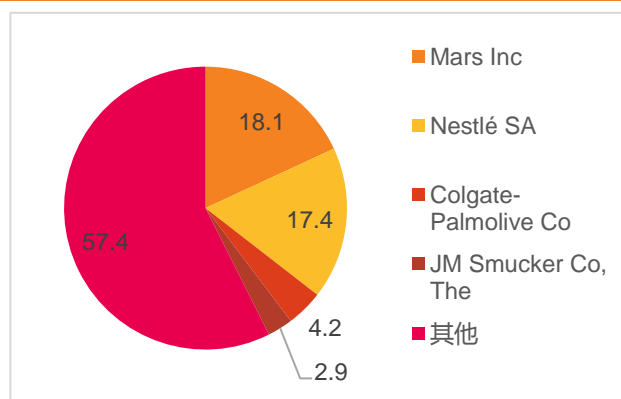
全球宠物食品市场规模稳健增长。根据欧睿国际数据，2021 年全球宠物食品市场规模达 1136.7 亿美元，同比增长 10.1%，2017-2021 年间 CAGR 达 8%，分地区来看，**美国为全球第一大宠物食品市场**，2021 年其市场规模为 427.31 亿美元，占比达 37.6%，其次为中国，2021 年宠物食品市场规模为 71.88 亿美元，占比 6.3%。分品类看，宠物零食作为宠物食品中的新兴品类，同时受益消费升级趋势，近年增速较快，根据 Mordor 报告《United States Pet Food Mart (2020-2025)》，预计到 2025 年美国宠物食品市场中零食类占比将达到 16.52%，市场规模从 2016 年的 48 亿美元增长至 74 亿美元，期间复合增长率达 6.01%。

图 23：全球宠物食品市场规模及 yoy (百万美元, %)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 24：2021 年全球宠物食品品牌市占率 (%)



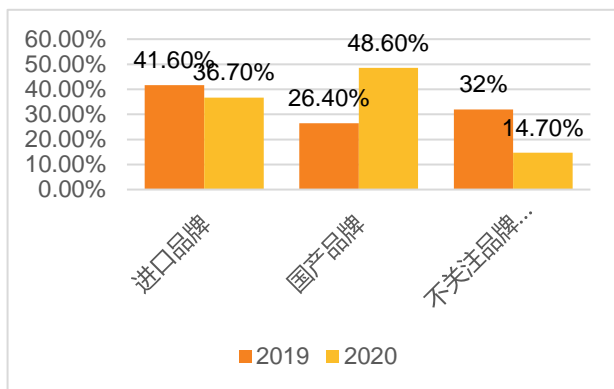
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

**全球宠物食品市场集中度较高。**根据欧睿国际数据，2021 年玛氏市场占有率位列第一，达 18.1%，其次为雀巢，市场占有率达 17.4%、高露洁（市场占有率为 4.2%），龙头企业已凭借丰富的市场开拓经验、雄厚的资金实力、研发能力以及较高的产品知名度在国际市场上占据主要份额。

### 2.3.2. 国内：市场规模持续高增，宠物食品头部国产品牌有望突围

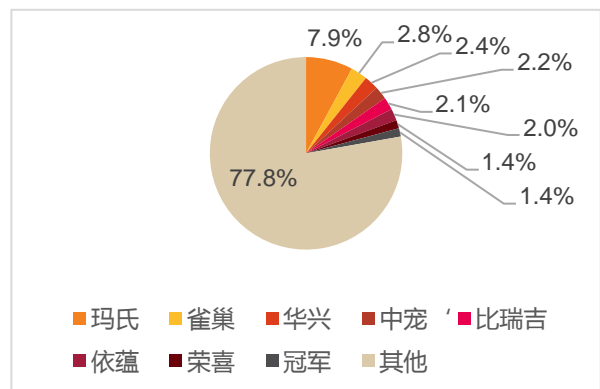
**国内宠物食品市场规模持续增长，但集中度较低，疫后头部国产品牌有望打响知名度。**根据欧睿国际数据，2021 年中国宠物食品市场规模为 71.88 亿美元，同比增长 12.9%，2017-2021 年间 CAGR 达 21.8%。竞争格局方面，国内宠物食品市场集中度较低，2021 年 CR5 仅为 17.4%，远低于成熟市场，如 21 年美国、英国、日本 CR5 分别为 71%、62%和 64%。由于海外宠物市场发展成熟，长期以来国内宠物主偏好进口的宠物食品。20 年受疫情影响，国内品牌迎来新的机遇，关注度明显提升。我们认为，考虑到消费惯性，质量较优的国内品牌有望快速打响知名度，实现高速发展。

图 25：2019-2020 年宠物干粮偏好



资料来源：20 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

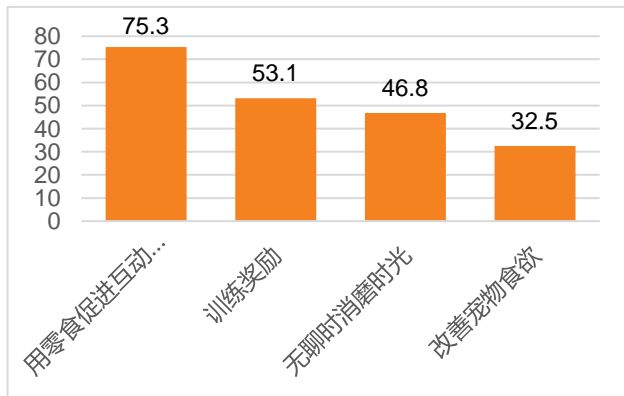
图 26：2021 年我国宠物市场竞争格局



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

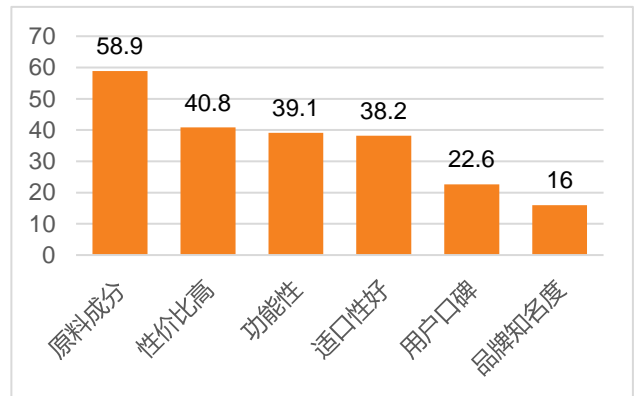
**宠物零食喂食场景持续集中，“原料成分”成消费决策首要因素。**喂食场景方面，促进互动交流为喂食零食的主要场景，占比 75.3%，训练奖励位列第二，占比达 53.1%，人宠互动相关场景占比持续提升。分品类看，犬零食中，肉干/肉条、洁齿骨/咬胶/磨牙棒为第一梯队，偏好度集中，达 75%以上；猫零食中，罐头、猫条/妙鲜包，冻干形成偏好第一阵营，偏好度均在 70%+。消费决策因素中，原料成分占比第一，达 58.9%，其次为性价比，占比 40.8%。我们认为，随着越来越多宠物主将宠物定位为家人或朋友，宠物零食作为人宠互动场景辅助用品，有望迎来快速发展，同时随着消费升级趋势显现，具备良好生产加工以及质量检测能力的企业或将迎来发展机遇。

图 27：2021 年宠物零食喂食场景占比 (%)



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

图 28：2021 年犬零食消费决策因素 (%)



资料来源：2021 年宠物行业白皮书（派读宠物行业大数据平台出品），天风证券研究所

### 3. 竞争优势：宠物牵引用具领先企业，全球化研产销布局保持优势地位

#### 3.1. 优质客源推动持续发展，渠道壁垒巩固竞争优势

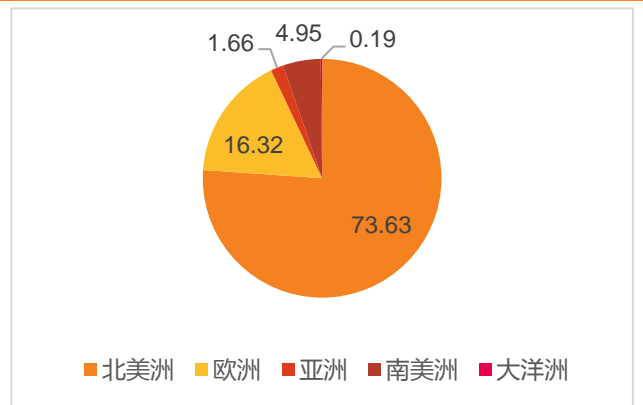
公司产品销往多个宠物市场发达国家，与国际知名客户建立长期稳定合作关系。公司产品销售市场覆盖美国、欧洲、日本等多个宠物市场发达的国家和地区，与国际知名的专业宠物产品连锁店和大型连锁零售商有长期、稳定且连续的合作，如美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物用品连锁店 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商 Walmart、Target 等。公司境外销售主要包括贴牌销售和自有品牌销售，主要以贴牌销售为主，2021 年公司境外销售收入实现 10.29 亿元，占比达 96.76%，其中北美洲实现收入 7.8 亿元，占比最大（73.63%），其次为欧洲，实现销售收入 1.7 亿元，占比 16.32%。

图 29：2021 年公司前五大客户占主营业务收入比重（%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 30：2021 年公司按地区划分境外收入占比（%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

表 2：公司部分知名客户

地区	客户
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target、Amazon
亚洲	利丰集团、KOHANAN、CAINZ
欧洲	B&M、家乐福、Fressnapf、Pets at Home、LIDL
南美洲	CENCOSUD、Zeedog

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**产品获得多项资格认证，持续夯实销售渠道壁垒。**全球宠物市场主要集中在北美、欧洲、日本等地，这些地区大部分市场销售渠道均被大型专业宠物产品连锁店、综合大型连锁零售商和电商平台占据，境外大型客户对生产商的质量控制、生产交期、安全生产、产品环保性、员工劳动保护等综合资质要求高，在选择供应商时具有一套严格的资质认定标准，对供应商的认证流程复杂、认证成本较高，故一经认证成功，双方通常会保持长期稳定的合作关系。因此我们认为，公司现已通过多项产品资格认证，客户粘性较高、相对较为稳定。

表 3：公司产品所获认证

主体	认证名称	认证机构
源飞宠物	BRC 食品安全全球标准认证	Intertek Certification Ltd
	BRC 全球标准-FSMA 认证	Intertek Certification Ltd
	商业社会标准认证（BSCI）	TUEV NORD GROUP
	Sedex 会员道德贸易审核（SMETA）	ESTS
	良好生产规范认证（宠物食品部分）（GMP）	SGS



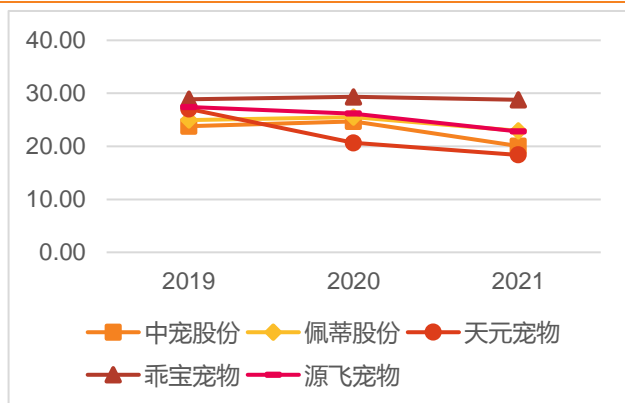
	FDA 注册	美国食品药品监督管理局 (FDA)
	环境管理体系认证 ISO 14001:2015	上海奥世管理体系认证有限公司
	食品安全管理体系认证 ISO22000:2018	中国质量认证中心
	质量管理体系认证 ISO 9001:2015	中国质量认证中心
	全球回收标准 4.0 Global Recycled Standard 4.0	英特检测认证有限公司
	浙江制造认证证书	浙江制造国际认证联盟
温州莱德	食品安全管理体系认证 ISO22000:2018	中国质量认证中心
柬埔寨莱德	良好生产规范认证 (GMP)	SGS
柬埔寨爱淘	BRC 食品安全全球标准认证	Intertek Certification Ltd
	BRC 全球标准-FSMA 认证	Intertek Certification Ltd

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 3.2. 产品设计和产业化能力完善高效，盈利能力位于行业前列

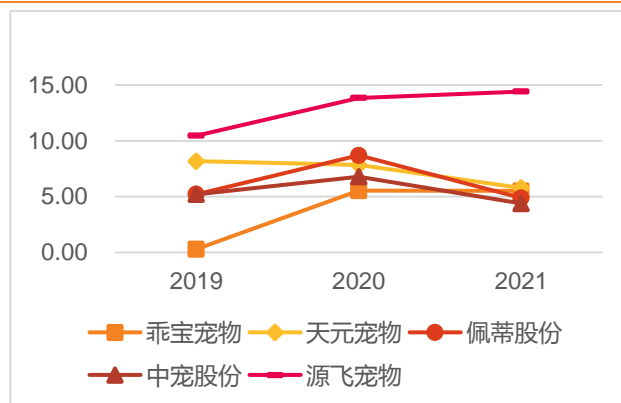
公司产品设计和产业化能力出色，可快速响应客户需求。宠物行业下游需求呈现多样化、变化迅速特点，产品更新换代周期较短。公司在宠物行业深耕十余年，形成了洞察市场需求、产品设计、生产及工艺实现为一体的出色产品设计和产业化能力，近年利润率保持行业前列。具体来看，一方面，公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，以快速响应目标客户需求，并最大程度的实现消费需求转化；另一方面，公司在宠物用品行业丰富的制造经验，可以快速的结合打样、生产和工艺等环节将设计转换为产品，快速、准确进行产品开发和产业化，形成了多品类、多样化的产品实现能力。

图 31：同行业上市公司销售毛利率对比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：同行业上市公司销售净利率对比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：公司宠物牵引用具、宠物零食以及宠物注塑玩具的典型示例

款式	牵引绳	项圈	胸背带				
尼龙基本款							
印花系列							
尼龙反光款							
真皮系列							
PU皮系列							
树皮系列							
户外系列							
幼犬系列							
猫用系列							
节日系列							

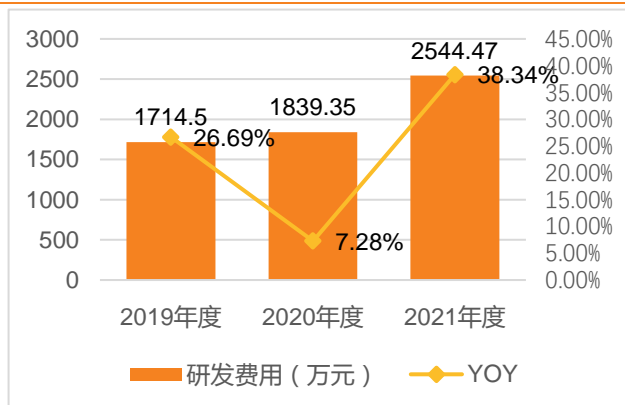
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

**产品品质管控能力可靠。**公司坚持做高品质产品，拥有全流程质量控制能力，目前已通过环境管理体系认证、质量管理体系认证、食品安全管理体系认证和 GRS 等多项认证，牵头起草制定了浙江制造宠物狗鞍具的制造标准。公司的质量控制流程贯穿了产品设计、产品试穿和试吃验证、原材料采购、产品生产、产成品入库、产品售后等各环节。在**供应链管理**方面，公司建立了综合评价体系，从质量管理、交期管理、性价比、精益化生产能力、设备情况、社会责任等各方面进行评估，确保上游厂商及时、可靠的供应产品。在**生产环节**，公司的质量管理人员对公司自有生产基地或外协厂商的生产过程进行监督与监控。公司产品已得到国际知名的宠物用品零售商、大型连锁零售商的认可。

### 3.3. 全球化合研、产销布局，持续扩大影响力，有效应对国际贸易摩擦

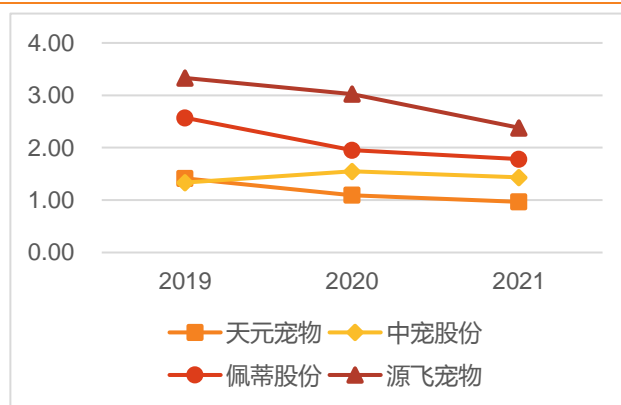
公司多年来已形成全球化的研、产、销布局体系。在**产品研发环节**，为及时获取前沿市场信息、快速应对市场潮流的变化，公司在美国、上海子公司分别设立前沿研究小组和研发中心。公司近年研发投入逐年上涨，2021 年达 2544 万元，同比提升 38.34%，同时与同行业可比上市公司相比研发投入占比更高。

图 34：公司 2019-2021 年度研发费用（万元）及 YOY



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 35：公司及同行业可比上市公司研发费用占营业收入的比例（%）

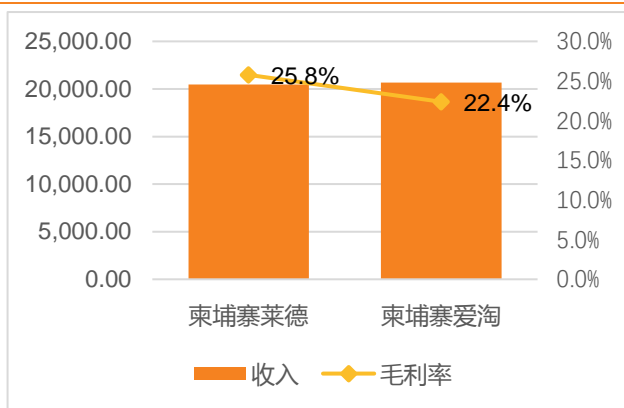


资料来源：Wind，天风证券研究所

在产品生产环节，公司基于原材料和生产成本优势，将生产加工基地设置于浙江平阳县和柬埔寨。平阳县是我国主要的皮质加工地，皮质类生产原料供应充足，且上下游产业链完整，有“中国宠物用品出口基地”之称；柬埔寨作为“东方十字路口”，交通便利、劳动力资源丰富且劳动成本较低。2021 年柬埔寨爱淘与柬埔寨莱德营业收入占公司营业收入的比重分别为 19.34%与 19.14%。

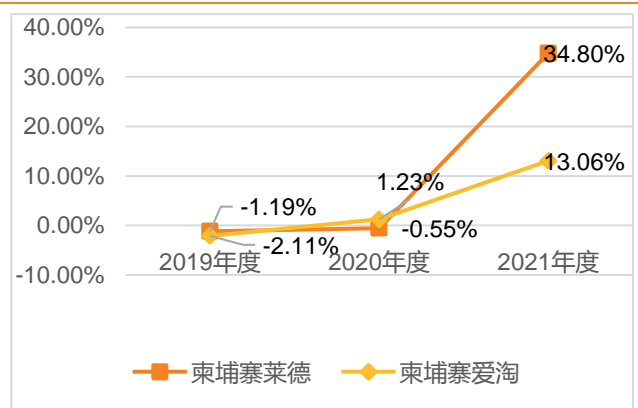
于柬埔寨布局亦帮助公司有效应对国际贸易摩擦。公司 2019 年下半年筹划在柬埔寨设立生产基地，目前设立的柬埔寨爱淘与柬埔寨莱德两个生产基地均已逐步投入使用，2020 年下半年开始均已实现销售收入，凭借低人力成本、对美国出口无需加征关税等优势获得了较多订单，营业收入、净利润水平提升较快，已成为公司较为重要的境外生产基地。其中柬埔寨莱德用于生产宠物用品，包括宠物牵引用具、宠物服饰等，2021 年其实现营业收入 2.05 亿元，同比增长 1296.5%，占比总收入 19.14%；柬埔寨爱淘用于生产宠物零食，包括混合肉制品、宠物狗咬胶等，中宠股份为公司控股子公司柬埔寨爱淘的重要股东，截至 2021 年公司占柬埔寨爱淘注册资本的 51%，中宠股份占 49%；2021 年柬埔寨爱淘实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 164%，占比总收入 19.34%。我们认为，公司在柬埔寨的布局将有效扩充产能，在推进公司全球化产能布局的同时可有效应对国际贸易摩擦。

图 36：柬埔寨莱德和柬埔寨爱淘 2021 年营收以及毛利率（万元，%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 37：柬埔寨莱德和柬埔寨爱淘在归属母公司股东净利润占比（%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

在产品销售环节，公司由美国、上海、中国香港子公司分别负责海外营销、品牌运营和转口贸易，以出口为主，辅以少量国内销售，形成了针对国内外市场的相对完整的销售体系。境外销售主要通过 ODM 的方式进行贴牌销售，并辅以部分自有品牌销售，其中子公司美国 BA 主要负责在境外进行自主品牌销售，销售产品全部为宠物牵引用具，主要通过 Amazon、Shopify 等网络电商平台进行，2021 年公司境外销售收入实现 10.29 亿元，占比达 96.76%，其中贴牌销售收入占比达 96.75%，自主品牌销售收入占比达 0.01%；公司境内销售主要通过线上和线下两种渠道，线上主要通过第三方互联网平台开设自有网店的方式进行销售，直接面向终端消费者；线下公司产品直接销售至贸易商、宠物产品连锁店、电商客户、经销商等，2021 年公司境内线下销售收入占比 3.06%，境内线上销售收入占比 0.18%。

图 38：2021 年公司分销售渠道销售收入占比（%）

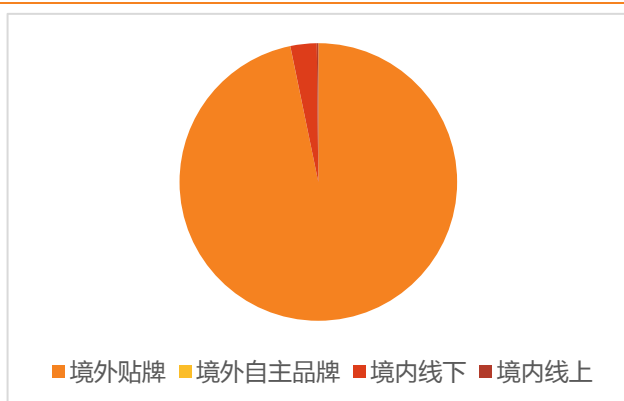
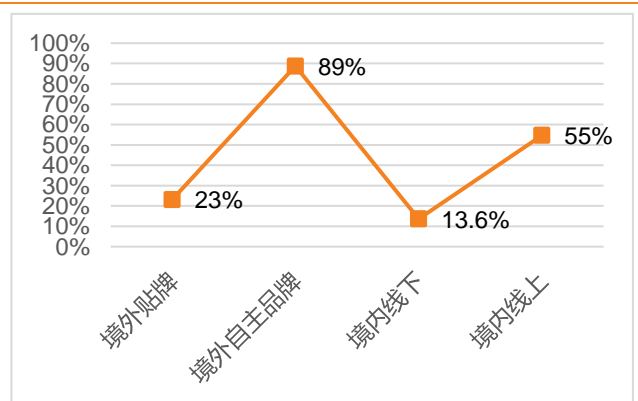


图 39：2021 年公司分销售渠道毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**募集资金持续夯实公司研、产、销能力，带动公司可持续发展。**公司本次发行募集资金主要用于年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目，源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目，研发中心建设项目、营销运营中心建设项目及补充流动资金项目，持续夯实公司研产销能力，保持业内领先地位。

## 4. 盈利预测和投资建议

核心假设：

- 1、宠物牵引用具：受益于国际市场宠物用品行业高增长以及国内市场开拓预期，预计公司 22-23 年产能利用率分别达 95%，100%，自主与外协生产各占比 50%，募集资金新扩产能 24 年投产，当年产能利用率为 40%，综上我们预测 22-24 年宠物牵引用具营收 CAGR 为 28%。
- 2、宠物零食：受益于国际市场宠物食品行业高景气以及国内市场开拓预期，预计公司 22-23 年产能利用率分别达 95%，100%，自主与外协生产各占比 95%、5%，募集资金新扩产能 24 年投产，当年产能利用率为 40%，综上我们预测 22-24 年宠物零食营收 CAGR 为 11%。
- 3、宠物注塑玩具：受益于国际市场宠物用品行业高增长以及国内市场开拓预期，预计公司 22 年产能利用率达 95%，自主与外协生产各占比 95%、5%，23-24 年产能利用率 100%，综上我们预测宠物注塑玩具 22-24 年营收 CAGR 为 10%。

表 4：公司分产品盈利预测（亿元，%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>宠物牵引用具</b>						
销售额	3.30	3.52	6.13	6.69	7.26	10.88
yoy		6.7%	74.2%	9.2%	8.6%	49.9%
毛利率	34.28%	34.89%	29.37%	32%	33%	35%
毛利	1.13	1.23	1.80	2.14	2.40	3.81
<b>宠物零食</b>						
销售额	1.59	2.23	3.53	4.51	4.85	5.56
yoy		41%	58%	28%	8%	15%
毛利率	14.95%	17.97%	17.43%	18.0%	19.0%	20%
毛利	0.24	0.40	0.61	0.81	0.92	1.11
<b>宠物注塑玩具</b>						
销售额	0.09	0.14	0.11	0.15	0.17	0.18
yoy		57.9%	-21.7%	33.5%	12.8%	6.7%
毛利率	31.60%	40.22%	32.49%	35%	36%	37%
毛利	0.03	0.06	0.04	0.05	0.06	0.07
<b>其他宠物产品</b>						
销售额	0.16	0.18	0.88	1.93	3.27	4.91
yoy		11%	396%	120%	70%	50%
毛利率	13.42%	13.36%	20.16%	20%	21%	22%
毛利	0.02	0.02	0.18	0.39	0.69	1.08
总收入	5.15	6.08	10.69	13.32	15.60	21.57

yoy		18%	76%	25%	17%	38%
毛利	1.41	1.59	2.44	3.38	4.06	6.06
毛利率	27.42%	26.17%	22.80%	25.39%	26.01%	28.08%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

我们选取同行业上市公司中宠股份与佩蒂股份作为参考,其 2023 年 PE 分别为 30.42x、22.29x,考虑到公司为宠物牵引用具领先企业,同时积极开拓宠物零食等细分赛道,全球化研产销布局,利润率位于行业前列,并且客户结构优秀,粘性较高,有望受益于宠物行业持续高速增长,预计 22-24 年营收为 13.32/15.60/21.57 亿元,归母净利润为 2.24/2.70/4.10 亿元,给予 2023 年 25x-30x PE,对应目标价区间 50-60 元。

表 5：截至 8 月 15 日可比公司 22-24 年 PE（Wind 一致预期）

		2022E	2023E	2024E
002891.SZ	中宠股份	44.47	30.42	22.08
300673.SZ	佩蒂股份	29.76	22.29	17.81
	平均值	37.12	26.36	19.95

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 中美贸易环境变化风险：**公司的产品以出口为主，销售市场覆盖美国、欧洲、日本等多个国家和地区，如果未来中美贸易摩擦持续或加剧，可能对公司销售规模和经营业绩造成不利影响。
- 市场竞争加剧风险：**如果竞争对手在资金、技术、管理水平、人才储备或产能等方面具有优势，公司将面临较为激烈的市场竞争风险，对公司的经营业绩产生不利影响。
- 汇率波动风险：**随着公司业务规模的扩大，外销业务可能进一步扩大，如果受国内外政治、经济等因素影响，美元兑人民币的汇率波动加大，公司出口业务产生的外币资产存在因汇率的不利波动产生较大金额汇兑损失的风险。
- 业务规模扩大导致的管理风险：**如果公司不能及时适应规模扩张的需要，未能及时调整、完善组织模式和管理体系，并有效提升管理水平，将对公司的持续发展带来不利影响。
- 境外子公司海外经营风险；**新冠疫情可能造成的经营风险；与中宠股份合作规模减小的风险；募集资金投资项目不能达到预期收益的风险；自主品牌影响力较弱，贴牌销售依赖度较高的风险。



# 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	214.99	252.97	1,100.44	1,025.13	1,573.32
应收票据及应收账款	129.04	160.78	172.17	217.75	321.59
预付账款	2.19	1.77	8.40	2.79	10.00
存货	136.24	200.84	169.62	293.17	318.33
其他	48.04	45.24	45.66	48.32	47.31
<b>流动资产合计</b>	<b>530.52</b>	<b>661.60</b>	<b>1,496.29</b>	<b>1,587.17</b>	<b>2,270.55</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	150.45	179.60	233.91	364.54	420.19
在建工程	14.01	0.23	16.05	17.60	9.76
无形资产	48.72	31.34	30.81	30.28	29.75
其他	6.45	35.59	34.38	34.23	54.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>219.63</b>	<b>246.77</b>	<b>315.14</b>	<b>446.66</b>	<b>513.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>750.15</b>	<b>908.37</b>	<b>1,811.43</b>	<b>2,033.82</b>	<b>2,784.48</b>
短期借款	42.10	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	210.85	238.53	421.31	342.06	625.16
其他	22.24	24.51	25.91	25.30	32.40
<b>流动负债合计</b>	<b>275.20</b>	<b>263.03</b>	<b>447.22</b>	<b>367.36</b>	<b>657.56</b>
长期借款	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.91	2.08	1.00	1.33	1.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.25</b>	<b>2.08</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>277.99</b>	<b>269.01</b>	<b>448.22</b>	<b>368.69</b>	<b>659.03</b>
少数股东权益	50.42	84.93	112.60	146.01	196.69
股本	102.25	102.25	136.35	136.35	136.35
资本公积	178.51	178.57	611.98	611.98	611.98
留存收益	146.99	283.81	507.67	778.00	1,188.03
其他	(6.01)	(10.21)	(5.40)	(7.21)	(7.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>472.16</b>	<b>639.36</b>	<b>1,363.21</b>	<b>1,665.13</b>	<b>2,125.45</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>750.15</b>	<b>908.37</b>	<b>1,811.43</b>	<b>2,033.82</b>	<b>2,784.48</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	84.18	154.00	223.86	270.32	410.04
折旧摊销	11.09	16.72	20.41	28.33	32.73
财务费用	6.86	2.06	(3.12)	(4.89)	(5.98)
投资损失	(3.30)	(7.54)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(2.42)	(93.82)	202.25	(246.30)	132.62
其它	(8.24)	47.57	36.65	32.82	48.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>88.17</b>	<b>118.99</b>	<b>475.06</b>	<b>75.28</b>	<b>612.48</b>
资本支出	35.38	12.36	91.08	159.67	79.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(94.80)	(42.85)	(194.06)	(313.49)	(149.66)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(59.42)</b>	<b>(30.49)</b>	<b>(102.97)</b>	<b>(153.82)</b>	<b>(69.80)</b>
债权融资	(5.35)	(51.88)	3.06	5.04	5.90
股权融资	56.16	(4.14)	472.33	(1.81)	(0.40)
其他	(11.35)	82.63	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>39.46</b>	<b>26.61</b>	<b>475.38</b>	<b>3.23</b>	<b>5.51</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>68.20</b>	<b>115.11</b>	<b>847.47</b>	<b>(75.31)</b>	<b>548.19</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>608.28</b>	<b>1,068.78</b>	<b>1,331.81</b>	<b>1,559.69</b>	<b>2,157.37</b>
营业成本	449.11	825.14	993.70	1,153.99	1,551.58
营业税金及附加	2.73	3.26	5.33	4.68	6.47
销售费用	14.50	15.74	18.65	18.72	24.81
管理费用	24.78	30.14	33.30	35.87	47.46
研发费用	18.39	25.44	30.63	33.53	45.30
财务费用	21.53	9.12	(3.12)	(4.89)	(5.98)
资产/信用减值损失	(1.73)	(8.02)	(4.32)	(4.69)	(5.68)
公允价值变动收益	6.08	(5.96)	8.99	(0.59)	(2.60)
投资净收益	3.30	7.54	5.00	5.00	5.00
其他	(21.96)	9.35	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>91.55</b>	<b>157.02</b>	<b>262.99</b>	<b>317.50</b>	<b>484.45</b>
营业外收入	6.00	7.34	5.14	6.16	6.21
营业外支出	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
<b>利润总额</b>	<b>97.01</b>	<b>163.82</b>	<b>267.58</b>	<b>323.12</b>	<b>490.12</b>
所得税	12.83	9.82	16.05	19.39	29.41
<b>净利润</b>	<b>84.18</b>	<b>154.00</b>	<b>251.53</b>	<b>303.73</b>	<b>460.72</b>
少数股东损益	0.98	17.17	27.67	33.41	50.68
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83.20</b>	<b>136.83</b>	<b>223.86</b>	<b>270.32</b>	<b>410.04</b>
每股收益 (元)	0.61	1.00	1.64	1.98	3.01

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.17%	75.71%	24.61%	17.11%	38.32%
营业利润	50.58%	71.51%	67.48%	20.73%	52.58%
归属于母公司净利润	51.51%	64.46%	63.61%	20.76%	51.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.17%	22.80%	25.39%	26.01%	28.08%
净利率	13.68%	12.80%	16.81%	17.33%	19.01%
ROE	19.73%	24.68%	17.90%	17.79%	21.26%
ROIC	43.58%	60.41%	73.57%	146.48%	77.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.06%	29.61%	24.74%	18.13%	23.67%
净负债率	-36.37%	-39.49%	-80.69%	-61.53%	-74.00%
流动比率	1.92	2.48	3.35	4.32	3.45
速动比率	1.42	1.73	2.97	3.52	2.97
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.87	7.38	8.00	8.00	8.00
存货周转率	6.42	6.34	7.19	6.74	7.06
总资产周转率	0.98	1.29	0.98	0.81	0.90
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.61	1.00	1.64	1.98	3.01
每股经营现金流	0.65	0.87	3.48	0.55	4.49
每股净资产	3.09	4.07	9.17	11.14	14.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com