

深耕宠物用品与食品领域，乘行业景气之风再次起航

源飞宠物(001222.SZ)

1、深耕宠物行业十余年，宠物牵引用具龙头。

公司专注于宠物用品和零食的研发、生产和销售，主要产品包括宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品，以及狗咬胶等宠物零食等；其中公司在宠物牵引用具领域具备优势地位。2021年公司实现营收10.69亿元（同比+75.71%），归母净利润1.37亿元（同比+64.46%）。

2、宠物食品用品快速发展，广阔潜在市场有待开发。

欧睿数据显示2021年全球宠物食品市场规模1149.42亿美元（同比+11.99%），预计2026年有望达1654.12亿美元（同比+6.50%）；CR5高达52.4%，玛氏雀巢几近寡头垄断。2021年全球宠物用品市场规模447.63亿美元（同比+10.68%），预计2026年有望达634.01亿元；CR5仅15.2%，市场集中度低且产品结构分散。

3、精耕宠物食品用品，源飞宠物稳步发展。

公司持续巩固宠物牵引用具优势地位，2021年销售3874.40万件，实现营收6.13亿元；宠物零食板块公司产能释放带动增长提速，2021年销售8344.90吨，实现营收3.53亿元；宠物注塑玩具公司起步较晚，2021年销售155.45万件，实现营收1101.02万元。

4、盈利预测：公司上市募资以扩充宠物牵引用具及宠物零食产能，产量提升有望带动公司业绩增长；宠物注塑玩具业务预计保持相对稳定发展。综合考虑，预计公司2022-2024年实现营收14.39/18.21/22.15亿元，归母净利润1.81/2.40/3.04亿元，EPS分别为1.77/2.35/2.97元/股，对应PE分别为7.8x/5.8x/4.6x，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：贸易环境变化、市场竞争加剧、下游需求降低等。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	608.28	1,068.78	1,439.22	1,820.58	2,214.54
YOY(%)	18.17	75.71	34.66	26.50	21.64
净利润(百万元)	83.20	136.83	180.70	240.17	303.80
YOY(%)	51.51	64.46	32.06	32.91	26.49
毛利率(%)	26.17	22.80	23.21	23.90	24.54
净利率(%)	13.68	12.80	12.56	13.19	13.72
ROE(%)	19.73	24.68	15.03	16.65	17.39
EPS(摊薄/元)	0.81	1.34	1.77	2.35	2.97
P/E(倍)	16.85	10.25	7.76	5.84	4.61
P/B(倍)	3.32	2.53	1.17	0.97	0.80

首次评级

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440521100007

发布日期：2022年08月19日

当前股价：19.74元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	/	/	/
12月最高/最低价(元)			19.74/19.74
总股本(万股)			13,635.00
流通A股(万股)			3,410.00
总市值(亿元)			26.92
流通市值(亿元)			6.73
近3月日均成交量(万)			70.27
主要股东			
庄明允			28.06%

相关研究报告

目录

1 深耕宠物行业十余年，宠物牵引用具龙头企业.....	3
1.1 深耕宠物用品行业，开展多元化业务线.....	3
1.2 公司股权结构稳定，管理团队经验丰富.....	3
1.3 公司营收稳定增长，境内境外协同销售.....	4
2 宠物食品与用品快速发展，广阔潜在市场有待开发.....	9
2.1 全球宠物食品市场集中度相对较高，宠物用品格局分散.....	9
2.2 中国宠物食品与用品行业规模逐年增长，但集中度低.....	11
2.3 宠物陪伴需求增加，90 后成为消费主力.....	13
3 精耕宠物用品与食品，源飞宠物稳步发展	16
3.1 宠物牵引用具：持续巩固优势地位	16
3.2 宠物零食：产能释放，增长提速	19
3.3 宠物注塑玩具：起步虽晚，未来可期.....	21
4 上市开启资本化，生产规模再扩大	23
5 盈利预测	24
风险分析	27
报表预测	28

图目录

图 1:公司发展历程	3
图 2:公司股权结构	4
图 3:公司营收（亿元）及增速	5
图 4:公司营业收入构成（亿元）	5
图 5:公司收入按境内境外划分比例	6
图 6:公司境内收入按线上线下划分比例	6
图 7:公司 2020 年客户结构	7
图 8:公司 2021 年客户结构	7
图 9:ODM、自主品牌占境外销售收入比重	7
图 10:公司归母净利润（亿元）及增速	8
图 11:公司净利率以及与可比公司净利率对比	8
图 12:公司各项费用率	8
图 13:公司存货周转率和应收账款周转率	8
图 14:宠物行业细分	9
图 15:全球宠物食品市场规模及增速	10
图 16:2021 年全球犬猫各品种宠物食品市场规模占比	10
图 17:2021 年全球宠物食品市场集中度	10
图 18:2012-2021 年全球主要宠物食品生产企业市占率（%）	10
图 19:全球宠物用品市场规模及增速	11
图 20:2021 年全球犬猫不同品种宠物用品市场规模占比	11
图 21:2021 年全球宠物用品市场集中度	11
图 22:2012-2021 年全球主要宠物用品企业市占率（%）	11
图 23:中国宠物食品行业市场规模及增速	12
图 24:2021 年中国犬猫各品种宠物食品市场规模占比	12
图 25:2021 年中国宠物食品市场集中度	12
图 26:2012-2021 年中国主要宠物食品企业市占率（%）	12
图 27:中国宠物用品行业市场规模及增速	13
图 28:2021 年中国犬猫不同品种宠物用品市场规模占比	13
图 29:2021 年中国宠物用品市场集中度	13
图 30:2012-2021 年中国主要宠物用品企业市占率（%）	13
图 31:2011-2021 年中国 65 岁以上人口变化（万人）	14
图 32:2013-2021 年全国居民人均可支配收入（万元）	14
图 33:2021 年中国宠物消费者的主要诉求	14
图 34:2021 年中国宠物消费痛点 Top3	14
图 35:2021 年中国养宠人群用户画像	15
图 36:公司宠物牵引用具产品示例	16
图 37:公司宠物牵引用具营收（万元）及增速	17
图 38:公司宠物牵引用具销量（万件）及增速	17
图 39:公司宠物牵引用具单价/成本/毛利率	18

图 40:宠物牵引用具自主生产与外协加工毛利率	18
图 41:公司宠物牵引用具自主生产产能利用率	18
图 42:公司自产宠物牵引用具直接材料成本构成（元/件）	18
图 43:公司宠物零食产品示例	19
图 44:公司宠物零食营收及增速	20
图 45:公司宠物零食销量及增速	20
图 46:公司宠物零食产能及产能利用率	20
图 47:公司宠物零食单价/成本/毛利率	20
图 48:公司宠物注塑玩具产品示例	21
图 49:公司宠物注塑玩具营收（万元）及增速	22
图 50:公司宠物注塑玩具销量（万件）及增速	22
图 51:公司宠物注塑玩具产能及产能利用率	22
图 52:公司宠物注塑玩具单价/成本/毛利率	22

表目录

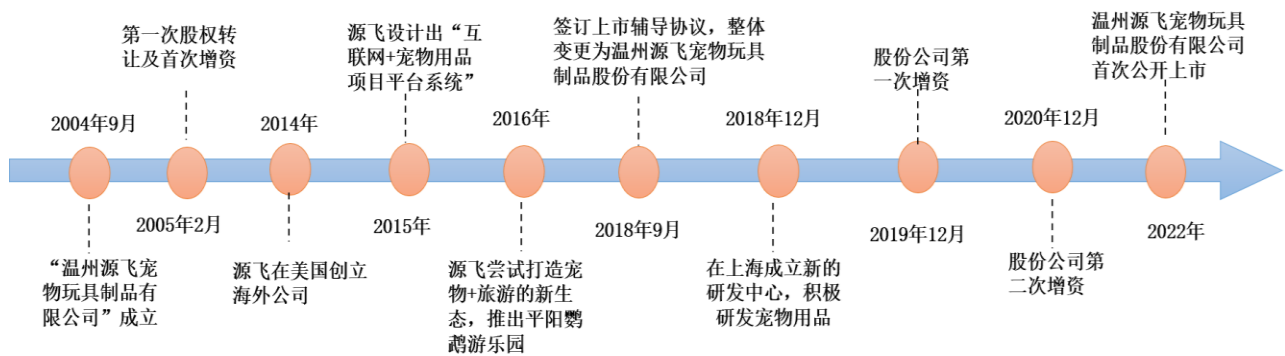
表 1:公司各子公司主要经营范围	4
表 2:公司知名客户群	6
表 3:本次募集投产项目具体内容	23
表 4:公司核心业务收入拆分与预测	25
表 5:可比公司估值	26

1 深耕宠物行业十余年，宠物牵引用具龙头企业

1.1 深耕宠物用品行业，开展多元化业务线

公司深耕宠物用品行业十余年，在宠物牵引用具领域具备优势地位。温州源飞宠物玩具制品股份有限公司前身为源飞有限，于2004年9月成立；2005-2018年，源飞有限完成四次增资及三次股权转让；2018年11月，公司进行股份制改革，整体变更为股份有限公司；2022年温州源飞宠物玩具制品股份有限公司上市。公司多年来专注于宠物用品和零食的研发、生产和销售，主要产品包括宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品，以及狗咬胶等宠物零食等；其中公司在宠物牵引用具领域具备优势地位。

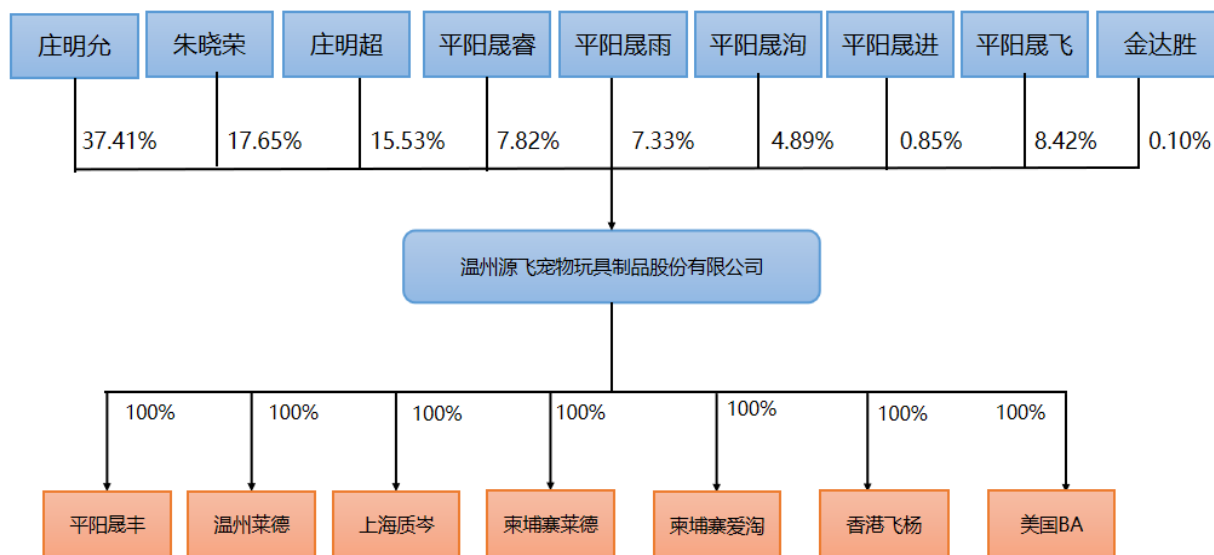
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投

1.2 公司股权结构稳定，管理团队经验丰富

公司股权结构稳定，高管团队稳定且从业经历丰富。截至2022年8月，董事长兼总经理庄明允拥有公司37.41%的股份，是公司控股股东。公司副董事长、副总经理朱晓荣直接持有公司17.65%股权；公司董事庄明超直接持有公司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、朱晓荣与庄明超三人为公司的实际控制人，三人合计控制公司78.42%表决权。大部分公司核心业务人员已加入公司多年，且在行业具有丰富的实践经验。团队整体专业化水平较高，对产品研发、公司战略及行业发展方向都有较为深刻的认知。

图 2: 公司股权结构


资料来源：招股说明书，中信建投

表 1: 公司各子公司主要经营范围

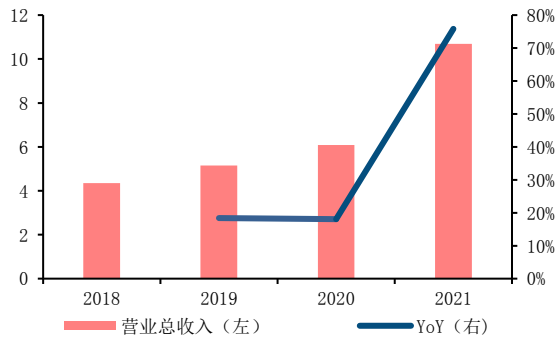
公司名称	经营范围
平阳县晟丰宠物用品进出口有限公司	宠物食品及用品批发；宠物食品及用品零售；皮革制品销售等
温州莱德宠物食品有限公司	许可项目：饲料生产；技术进出口；货物进出口 一般项目：饲料添加剂销售；宠物食品及用品批发；宠物食品及用品零售；皮革制品制造；皮革制品销售；塑料制品销售；塑料制品制造等
上海质岑实业有限公司	许可项目：货物进出口；技术进出口 一般项目：宠物食品、用品的研发及零售批发，销售日用百货，电子商务等
莱德宠物生活用品（柬埔寨）有限公司	宠物生活日用品、宠物食品、箱包、服装、织带的生产、销售；宠物生活日用品、宠物食品、箱包、服装、织带的研发；辐照杀菌服务；货物进出口、技术进出口
爱淘宠物生活用品（柬埔寨）有限公司	宠物生活日用品、宠物食品、箱包、服装、织带的生产、销售；宠物生活日用品、宠物食品、箱包、服装、织带的研发；辐照杀菌服务；货物进出口、技术进出口
香港飞杨贸易有限公司	宠物用品进出口贸易
安宝罗营销公司（美国 BA）	宠物日用品、宠物食品销售、研发设计，宠物用品进出口贸易

资料来源：招股说明书，中信建投

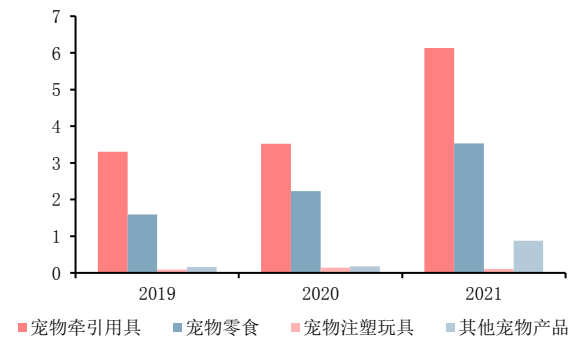
1.3 公司营收稳定增长，境内境外协同销售

公司过去 4 年营收增长显著，宠物用品是主营业务。2018-2021 年间，公司营业收入由 4.35 亿元增长至 10.69 亿元，CAGR 高达 35.1%。公司主营业务收入的季节性变化较明显，整体呈现上半年略低、下半年略高的特征，

其主要原因是公司的核心销售区域在美洲和欧洲，上述区域的传统大型节假日如感恩节、圣诞节等促销季节基本在第四季度，由于货物海上运输时间较长，境外客户会提前备货，从而使得公司第三季度收入相对较多。分业务板块来看，宠物牵引用具仍是公司主要的营收来源，2019-2021 年间的营收占比分别为 64.08%、57.89%和 57.34%。

图 3: 公司营收（亿元）及增速


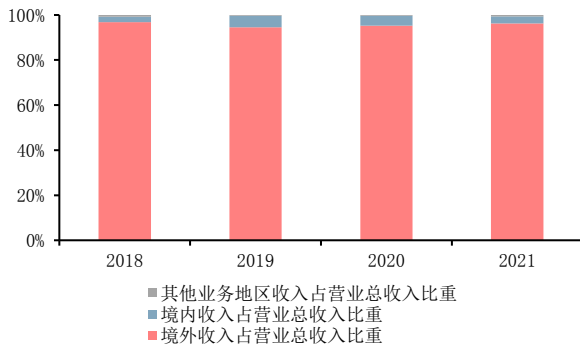
数据来源：招股说明书，中信建投

图 4: 公司营业收入构成（亿元）


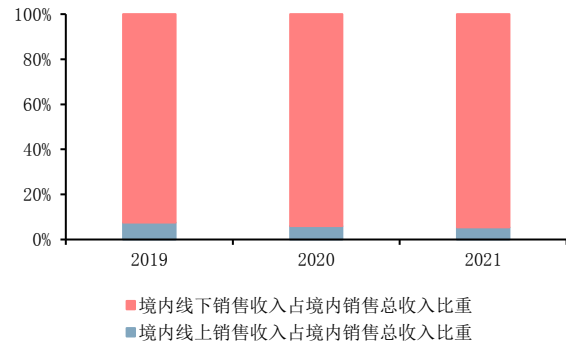
数据来源：招股说明书，中信建投

公司产品以境外销售为主，境内销售收入比重较低。2018-2021 年间，公司境外营业收入分别为 4.21 亿元、4.87 亿元、5.79 亿元和 10.29 亿元，CAGR 达到 34.7%，境外营业收入占营业总收入比重分别为 96.8%、94.6%、95.2%和 96.3%，境内营业收入占营业总收入比重分别为 2.5%、5.0%、4.4%和 3.2%。2019 年 6 月，美国对中国出口的部分商品关税上调至 25%，其中包括发行人出口至美国的宠物牵引用具和宠物零食。公司通过在未被加征关税的柬埔寨设立两家生产基地来减轻贸易摩擦对公司海外业务的影响。

公司境内以线下销售为主，线上整体销售收入不高。2019-2021 年间，公司境内销售总收入从 2019 年的 0.26 亿元增至 2021 年的 0.35 亿元，境内线上销售收入占境内销售总收入比重分别为 7.5%、6.0%和 5.4%，境内线下销售收入占境内销售总收入比重分别为 92.5%、94.0%和 94.6%。

图 5: 公司收入按境内境外划分比例


数据来源: 招股说明书, 中信建投

图 6: 公司境内收入按线上线下载划分比例


数据来源: 招股说明书, 中信建投

与境外知名客户群合作紧密。公司长期合作方包括美国宠物产品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物产品连锁超市 Pets at Home, 以及 Walmart、Target、B&M。在客户拓展方面, 公司一贯重视市场的开拓与维护, 主要通过参加展会、线上推广、老客户推荐等方式进行客户开拓。公司参与的国内外知名展会包括 INTERZOO (德国纽伦堡宠物用品展览会)、CIPS (中国宠物水族用品展览会) 等。通过与知名客户合作, 也能有效地提升公司的品牌知名度和市场美誉度, 形成广泛的市场影响力, 有助于公司更好地拓展国内外优质客户资源。

表 2: 公司知名客户群

地区	知名客户公司
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: 招股说明书, 中信建投

公司对前五大客户销售额占比较大, 且面向美国的销售额最高。2020 年及 2021 年 1-6 月, 公司按销售额计量的前五大客户分别为 PetSmart、美国好氏、Petco、Walmart、Pets at Home。2021 年公司对前五名销售额总和占主营业务收入的 74.34%, 其中前四名为美国企业, 总占比为 68.42%, Pets at Home 为英国企业, 占比为 5.92%。

图 7: 公司 2020 年客户结构

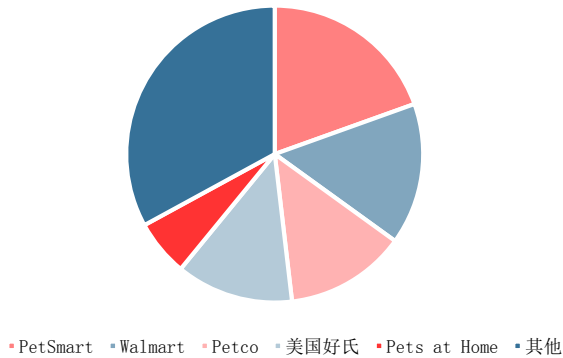
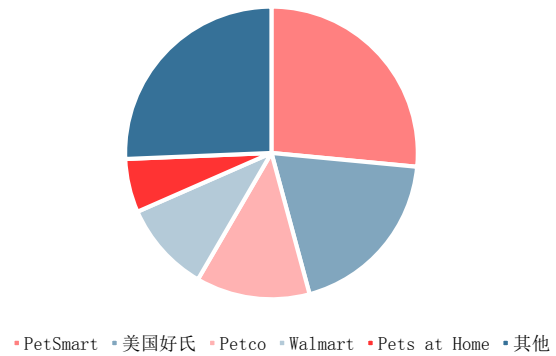


图 8: 公司 2021 年客户结构

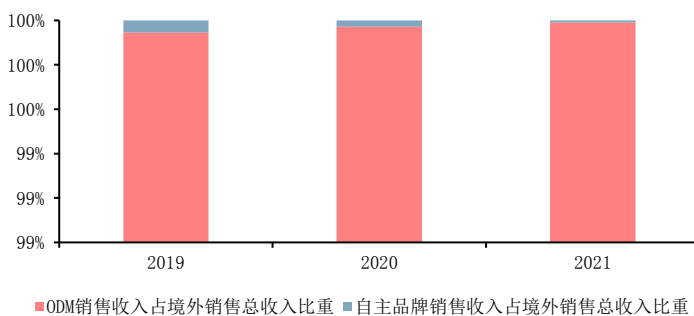


数据来源: 招股说明书, 中信建投

数据来源: 招股说明书, 中信建投

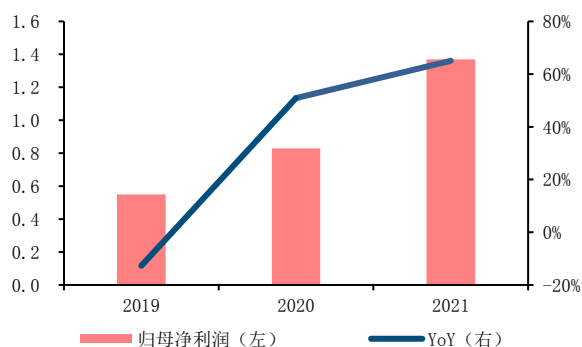
公司境外业务主要通过 ODM 的方式进行贴牌销售, 并辅以部分自有品牌销售。公司综合竞争力持续上升的同时, 受到宠物行业需求持续增加的影响, 公司境外贴牌销售的销售收入呈上升趋势。2019-2021 年间, ODM 贴牌销售收入所占境外销售总收入的比重分别为 99.95%、99.97% 和 99.99%, 自主品牌销售收入所占比重分别为 0.05%、0.03% 和 0.01%。公司在境外进行的自主品牌销售主要由子公司美国 BA 开展, 销售的产品全部为宠物牵引用具, 主要通过 Amazon、Shopify 等网络电商平台进行销售, 总体金额较小。

图 9: ODM、自主品牌占境外销售收入比重

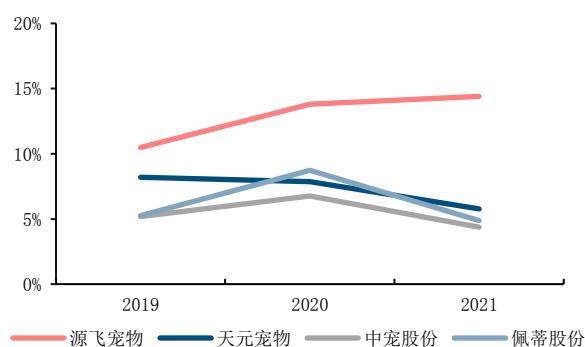


数据来源: 招股说明书, 中信建投

公司归母净利润过去三年 CAGR 达 57.8%。公司归母净利润从 2019 年的 0.55 亿元增长至 2021 年的 1.37 亿元, 3 年 CAGR 达到 57.8%。公司归母净利润持续增长的主要原因: 一方面, 根据美国宠物用品协会 (APPA) 于 4 月 19 日发布的行业数据, 2021 年宠物食品销售额同比上升 13.6%, 宠物用品、活体动物和非处方药 (OTC) 的销售额同比增长 17.8%, 公司相关主营业务表现良好; 另一方面, 公司凭借可靠的产品品质、良好的设计能力和全球化的产能布局持续巩固市场竞争优势, 主要客户群加大了对公司产品的采购。2019-2021 年间, 源飞宠物净利率分别为 10.5%、13.8% 和 14.4%, 高于同行业可比公司, 主要系公司费用率较低, 降本增效成效显著所致。

图 10: 公司归母净利润（亿元）及增速


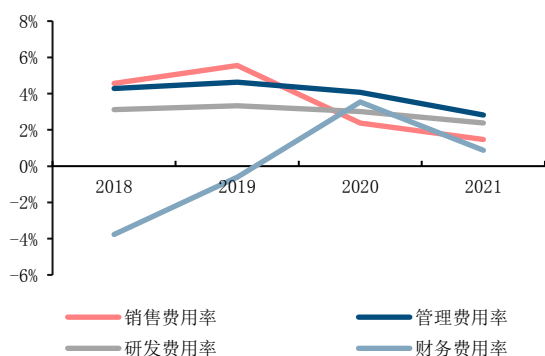
数据来源: 招股说明书, 中信建投

图 11: 公司净利率以及与可比公司净利率对比


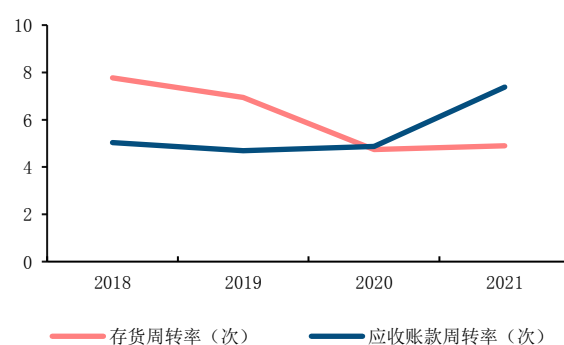
数据来源: Wind, 中信建投

公司费用率整体较稳定。2018-2021 年间，公司期间费用分别为 3567.18 万元、6645.36 万元、7921.01 万元和 8045.21 万元，占营业收入的比重分别为 8.21%、12.91%、13.02% 和 7.53%，其中 2019 年和 2020 年的费用占比明显上升，主要系美元汇率波动产生的汇兑损益变动较大所致；2021 年费用占比有所下降，主要系公司收入规模有所增长的同时，当期人民币兑美元汇率相对稳定，财务费用有所下降。

公司存货周转率和应收账款周转率整体较稳定。2018-2021 年间，公司存货周转率分别为 7.77 次、6.94 次、4.74 次和 4.90 次，整体呈现下降趋势，主要系随着生产规模扩大和海外生产基地的投产，公司为了满足订单需求，增加存货备货，相应的存货余额有所增加所致。同期，应收账款周转率分别为 5.03 次、4.69 次、4.87 次和 7.38 次；2018-2020 年间，应收账款周转率下降的主要原因是公司给予客户的信用期不同；2021 年应收账款周转率上升主要系公司综合考虑客户的信用资质、合作历史及业务规模，给予海外知名客户的信用期有所延长。

图 12: 公司各项费用率


数据来源: Wind, 中信建投

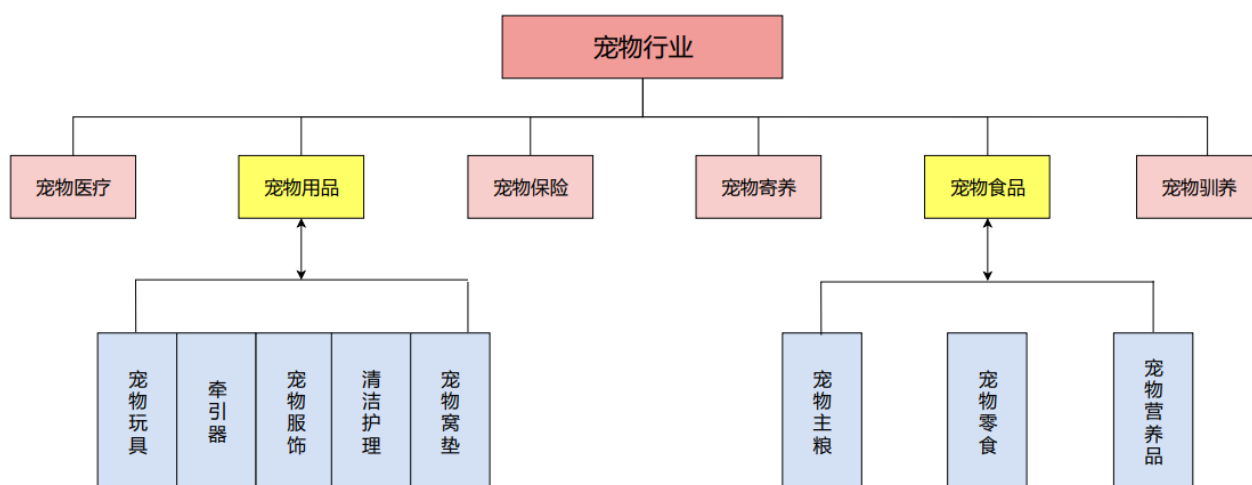
图 13: 公司存货周转率和应收账款周转率


数据来源: Wind, 中信建投

2 宠物食品与用品快速发展，广阔潜在市场有待开发

宠物行业主要包括宠物食品、宠物医疗、宠物用品、宠物保险、宠物美容、宠物驯养、宠物寄养、宠物洗护、宠物摄影和宠物殡葬等。具体而言，宠物用品包括宠物玩具、牵引器、宠物服饰、清洁护理、以及宠物窝垫；宠物食品包括宠物主粮、宠物零食、宠物营养品。

图 14: 宠物行业细分

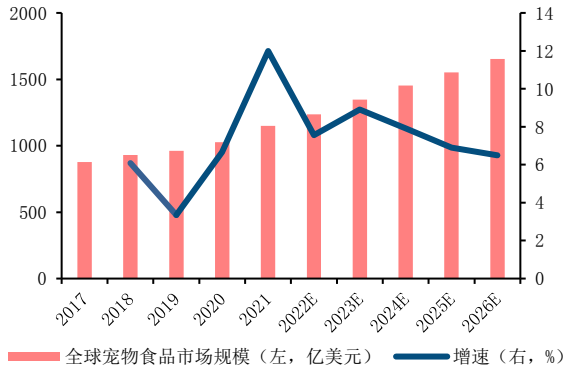


数据来源：招股说明书，中信建投

2.1 全球宠物食品市场集中度相对较高，宠物用品格局分散

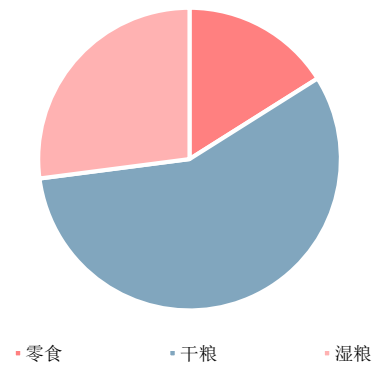
全球宠物食品市场规模自 2017 年起呈逐年上升态势。根据 Euromonitor 数据，2017 年全球宠物食品市场规模为 877.65 亿美元，2021 年增长至 1149.42 亿美元，复合年均增长率为 6.98%。预计 2022 年全球宠物食品市场规模达 1236.37 亿美元，2026 年有望增长至 1654.12 亿美元。全球犬猫食品以干粮为主，2021 年销售额为 629.93 亿美元，约占 57%，湿粮和零食分别占比 27% 和 16%。

图 15: 全球宠物食品市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 中信建投

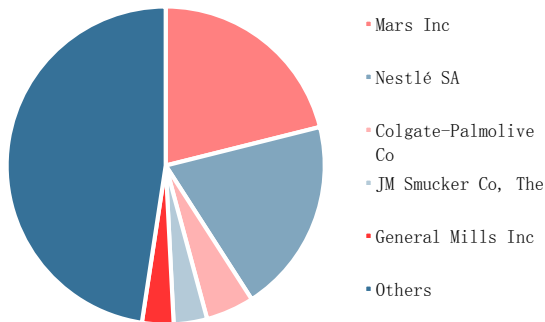
图 16: 2021 年全球犬猫各品种宠物食品市场规模占比



数据来源: Euromonitor, 中信建投

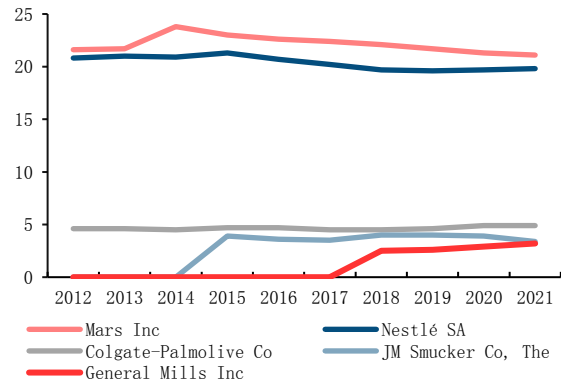
全球宠物食品市场集中度较高，玛氏和雀巢近乎寡头垄断。2021 年，全球宠物食品前五大企业市场份额占比高达 52.4%，前十大企业占比为 56.8%。Mars Petcare Inc.（玛氏食品）和 Nestle Purina PetCare（雀巢普瑞纳）占比分别为 21.1% 和 19.8%，市占率远高于其他企业。从宠物食品市场发展的历史来看，前三大企业经营时间较长，位列第四、第五名的 JM Smucker Co, The 和 General Mills Inc. 分别为 2015 年和 2018 年的后起之秀。

图 17: 2021 年全球宠物食品市场集中度



数据来源: Euromonitor, 中信建投

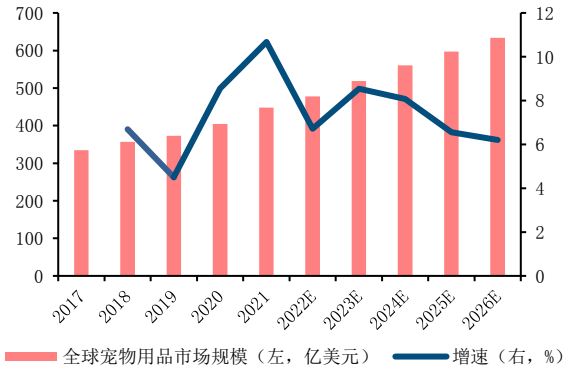
图 18: 2012-2021 年全球主要宠物食品生产企业市占率 (%)



数据来源: Euromonitor, 中信建投

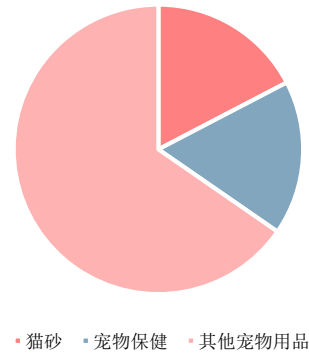
类似于宠物食品，全球宠物用品市场规模逐年增加。根据 Euromonitor 数据，2017 年全球宠物用品市场规模为 334.19 亿美元，2021 年增长至 447.63 亿美元，复合年均增长率为 7.58%。预计 2022 年全球宠物用品市场规模达 477.66 亿美元，2026 年有望增长至 634.01 亿美元。从犬猫用品品种来看，猫砂和宠物保健销售额相当，分别占比 17.35% 和 17.27%，其他宠物用品占比为 65.38%。

图 19: 全球宠物用品市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 中信建投

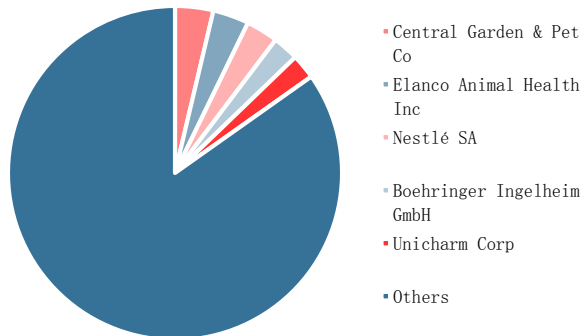
图 20: 2021 年全球犬猫不同品种宠物用品市场规模占比



数据来源: Euromonitor, 中信建投

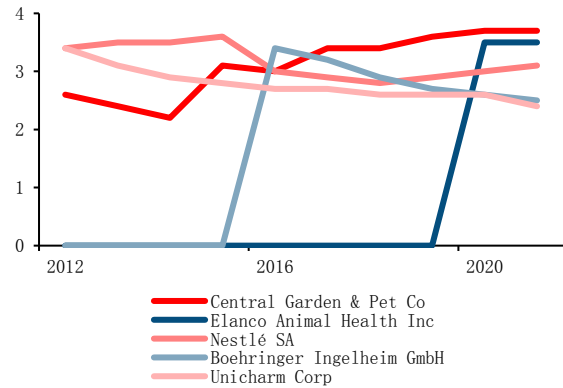
全球宠物用品市场结构分散,集中度低。2021 年,全球宠物用品市场规模前五大企业总市场份额仅为 15.2%,且每家企业市场份额均在 2%-4%之间,前十大企业也仅占 21.3%。从全球宠物用品市场历史来看,前五大企业中, Central Garden & Pet Co, Nestlé SA 和 Unicharm Corp 为 2012 年以前进入市场, Elanco Animal Health Inc 和 Boehringer Ingelheim GmbH 分别于 2020 年和 2016 年进入市场并位列市场前五。

图 21: 2021 年全球宠物用品市场集中度



数据来源: Euromonitor, 中信建投

图 22: 2012-2021 年全球主要宠物用品企业市占率 (%)

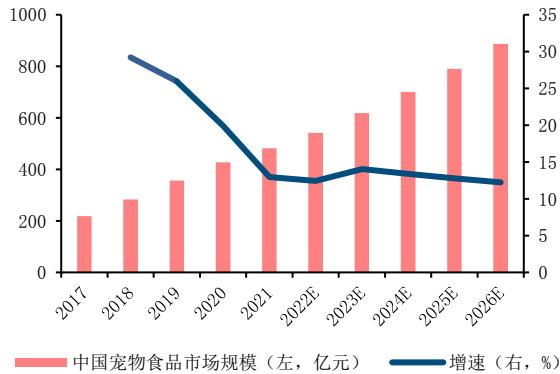


数据来源: Euromonitor, 中信建投

2.2 中国宠物食品与用品行业规模逐年增长, 但集中度低

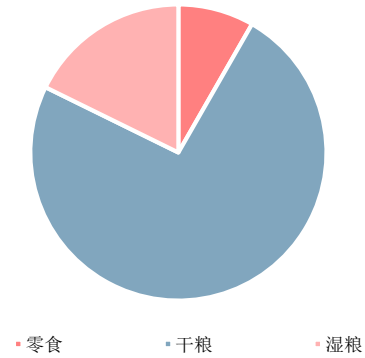
中国宠物食品市场规模逐年增加, 预计年增速超 10%。2017-2021 年, 中国宠物食品行业市场规模由 218.65 亿元增长至 481.88 亿元, 年均复合增长率为 21.84%。Euromonitor 预计 2022 年规模我国宠物食品市场规模达 541.81 亿元, 之后将维持 11%-15% 的年增速, 2026 年市场规模达 886.52 亿元。从宠物食品种类结构来看, 犬猫干粮为最主要品种, 2021 年销售额为 355.84 亿元, 占犬猫食品市场比重高达 73.98%, 湿粮和零食分别占比 17.73% 和 8.29%。

图 23: 中国宠物食品行业市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 中信建投

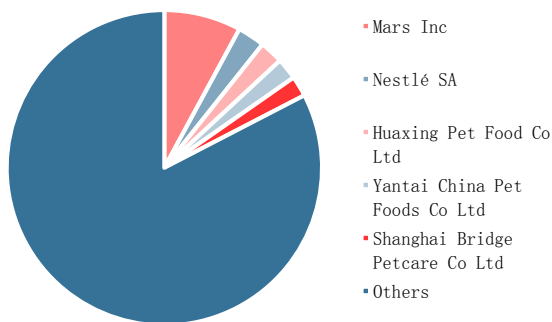
图 24: 2021 年中国犬猫各品种宠物食品市场规模占比



数据来源: Euromonitor, 中信建投

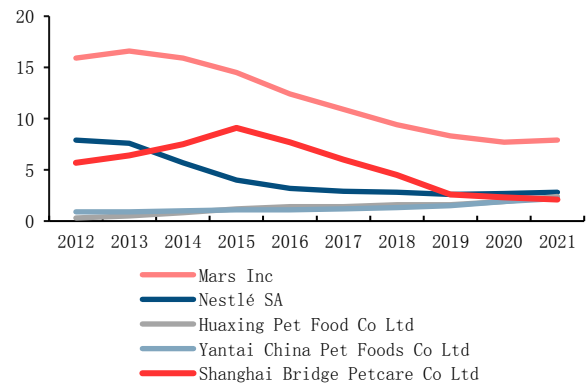
中国宠物食品市场格局分散。2021 年，行业 CR5 为 17.4%，CR10 为 24.0%，Mars Inc. 以 7.9% 的市占率独占鳌头，其余企业市场份额均不足 3%。从行业发展历程来看，近年来宠物食品市场竞争激烈，Mars Inc., Nestlé SA 和上海比瑞吉 2015 年后市场份额较之前高点均有明显下跌。

图 25: 2021 年中国宠物食品市场集中度



数据来源: Euromonitor, 中信建投

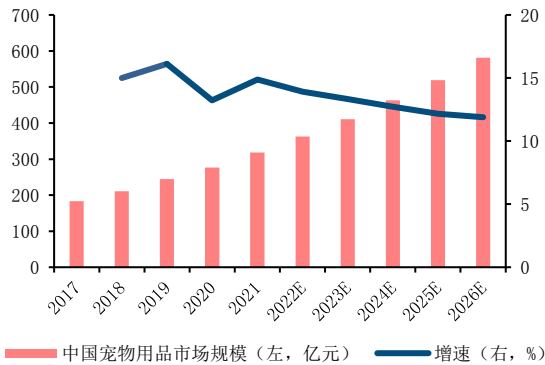
图 26: 2012-2021 年中国主要宠物食品企业市占率 (%)



数据来源: Euromonitor, 中信建投

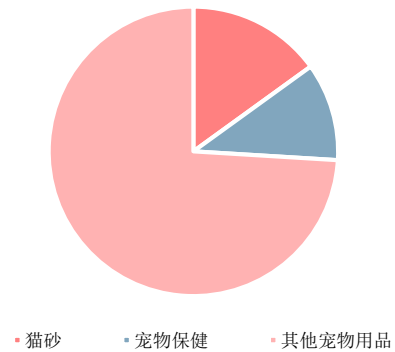
中国宠物用品市场规模逐年增加。2017-2021 年，中国宠物用品市场规模从 183.10 亿元增长至 318.01 亿元，复合年均增长率为 14.80%，预计 2022 年宠物市场销售规模达 362.28 亿元。猫宠物用品中，猫砂和宠物保健占比分别为 15.03% 和 10.94%，其他宠物用品占比为 74.03%。

图 27: 中国宠物用品行业市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 中信建投

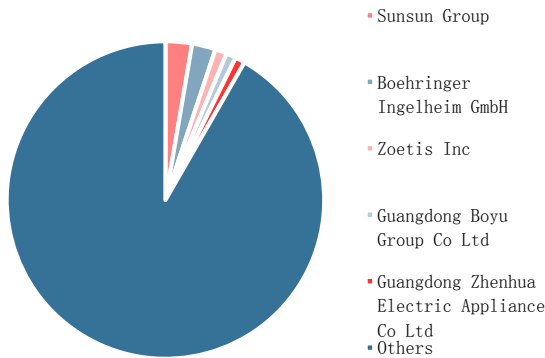
图 28: 2021 年中国犬猫不同品种宠物用品市场规模占比



数据来源: Euromonitor, 中信建投

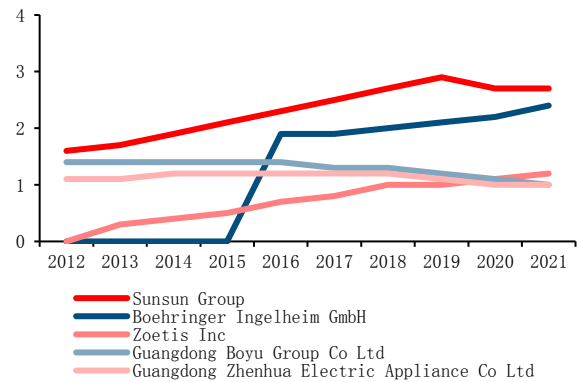
中国宠物用品市场集中度较低。从犬猫不同品种宠物用品市场结构来看，猫砂和宠物保健仅占比约 1/4，产品品种分散，而大部分公司仅专业化布局少数几个领域，短期无法覆盖多个领域以取得更高的市场份额，进而导致中国宠物用品市场的低集中度格局。2021 年，中国宠物用品市场 CR5 仅为 8.3%，市占率第一的 Sunsun Group 仅占比 2.7%，市占率第五名之后的企业均占比不足 1%，且行业 CR10 仅为 11.9%，行业格局极度分散。

图 29: 2021 年中国宠物用品市场集中度



数据来源: Euromonitor, 中信建投

图 30: 2012-2021 年中国主要宠物用品企业市占率 (%)



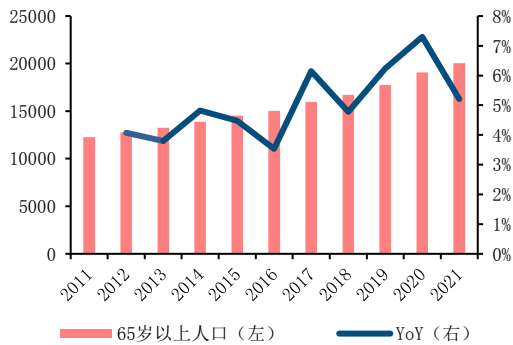
数据来源: Euromonitor, 中信建投

2.3 宠物陪伴需求增加，90 后成为消费主力

我国居民人均可支配收入不断增加，且人口老龄化的趋势愈发明显。2011-2021 年间，我国 65 岁以上人口从 2011 年的 1.2 亿人口增至 2021 年的 2 亿人口，CAGR 为 5%。2013-2021 年，我国居民人均可支配收入从 1.83 万元增长至 3.51 万元，年均复合增长率为 8.48%。在上述背景下，宠物可作为老年人口情感寄托的重要方式，人们对宠物及宠物食品、用品的购买意愿和支付能力均有所增加，因此我国选择饲养宠物的家庭数量有望持续增长，宠物数量也将随之快速增加。

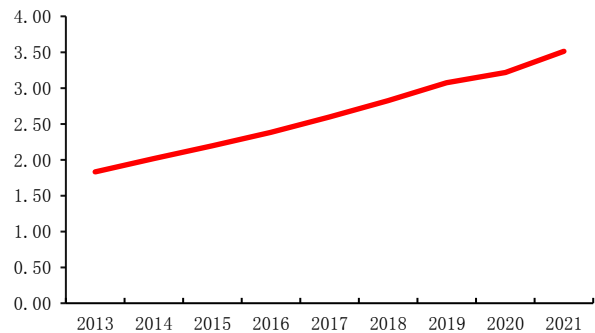
宠物消费将受消费观念改变的影响。近年来，我国经济快速增长，家庭收入水平有所上升，国家统计局数据显示，2020 年我国人均 GDP 已超过 1 万美元，生活水平的提高使得饲养者的宠物消费观念逐步转变，对宠物的照顾从满足基本需求逐步升级至提高宠物的生活质量，宠物消费也从食品消费、医疗消费逐步延伸至宠物零食、宠物用品等其他消费。与此同时，宠物与养宠人士的感情不断加深，越来越多的宠物已经成为家庭中的重要成员，养宠人士出于自身意愿，更倾向于与给宠物购买专业、高品质的宠物产品。

图 31: 2011-2021 年中国 65 岁以上人口变化 (万人)



数据来源: 国家统计局, 中信建投

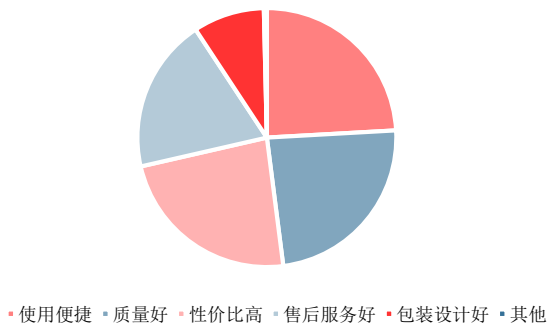
图 32: 2013-2021 年全国居民人均可支配收入 (万元)



数据来源: Wind, 中信建投

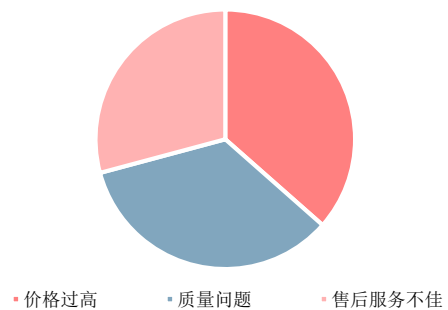
宠物消费者对产品品质及价格较为在意。2021 年，中国宠物消费的主要诉求包括使用便捷、质量好和性价比高，这三项诉求的占比分别是 57.7%、57.1% 和 56.1%，同时，质量问题也是消费主要痛点之一，占比为 47.3%。因此，企业对产品设计、原材料采购、供应商筛选、产品测试等多个环节要严格控制，针对不同的产品在生产过程中使用不同的技术。

图 33: 2021 年中国宠物消费者的主要诉求



数据来源: 艾媒咨询, 中信建投

图 34: 2021 年中国宠物消费痛点 Top3

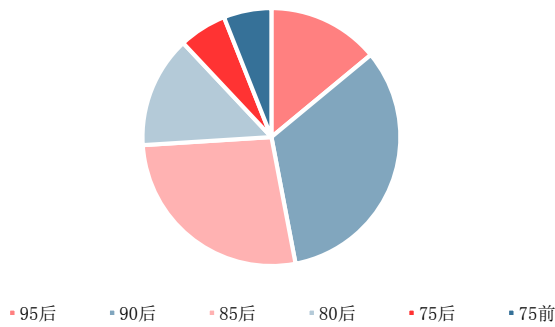


数据来源: 艾媒咨询, 中信建投

年轻人的消费观念受品牌知名度影响较大。我国养宠人群画像显示，2021 年 90 后养宠人群占比最多，达

到 33%，其次是 85 后和 95 后，其占比分别为 27% 和 14%。年轻人在选购宠物用品等宠物消费品时，除了产品本身的质量、安全和时尚设计，对产品品牌也格外重视，主要系品牌知名度也能给消费者带来一定程度的安全感。国际规模较大的宠物用品企业，通过多年的经营积累建立了牢固的品牌优势，取得了较高的市场认知度，因此，较易获得年轻人的青睐。

图 35: 2021 年中国养宠人群用户画像



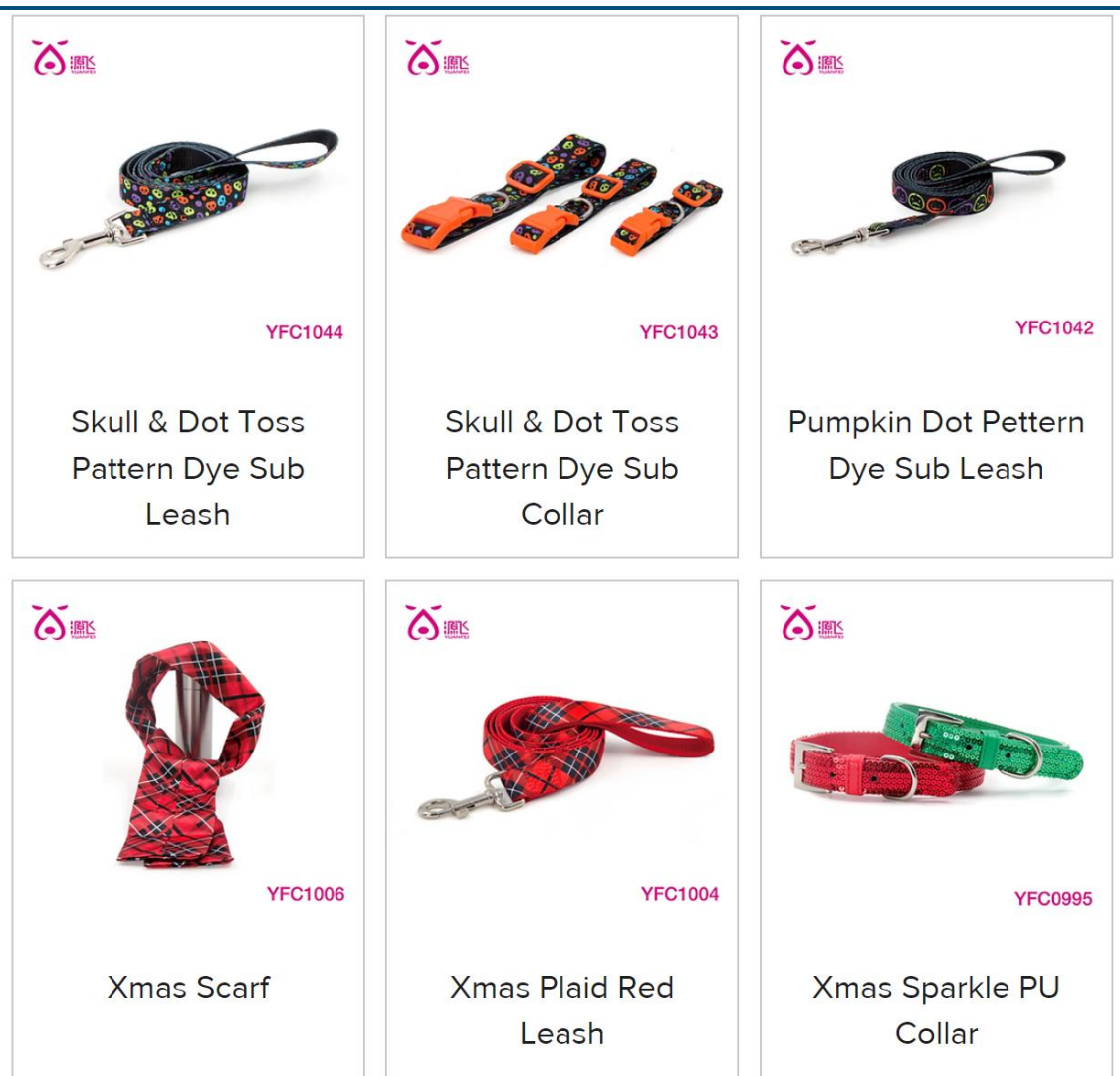
数据来源: 艾瑞咨询, 中信建投

3 精耕宠物用品与食品，源飞宠物稳步发展

3.1 宠物牵引用具：持续巩固优势地位

工艺完善、款式多样，公司宠物牵引用具满足宠物出行需要。宠物牵引用具主要用于宠物户外出行时的牵引控制，满足宠物的出行需求以及户外防护的需求，主要产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等，经原料验收、双针、裁切、验针、装配、车缝、包装的工艺流程制作而成，主要材质为尼龙、真皮、PU 皮革等。

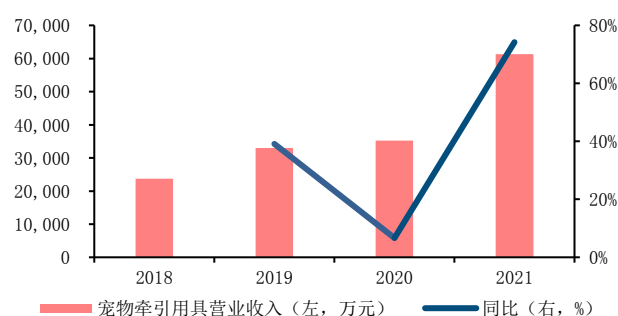
图 36: 公司宠物牵引用具产品示例



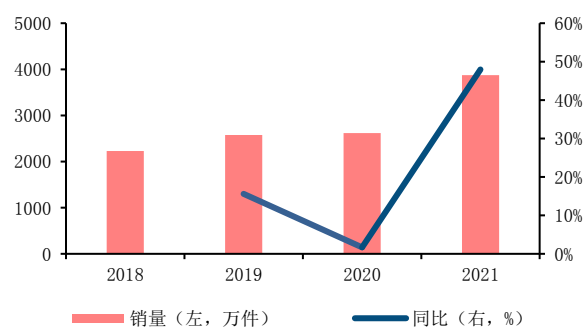
数据来源：公司官网，中信建投

推陈出新+产能扩张带动公司宠物牵引用具销售增长。近年来，公司不断巩固在宠物牵引用具细分市场的优

势，持续推出在用料、设计和质量要求上具备较高标准的产品，该类产品附加值较高，且获得了良好的市场反应。2018-2021 年间，公司宠物牵引用具产品收入分别为 2.40/3.30/3.50/6.10 亿元，占营业总收入的比重分别为 54.48%/64.08%/57.89%/57.34%，产品销量分别为 2228/2575/2619/3874 万件。宠物牵引用具业务增长主要系：① 公司与原有客户深入合作，PetSmart、Petco 等知名宠物用品连锁超市对公司宠物牵引用具的采购额逐年增加；② 公司在柬埔寨设立莱德子公司生产牵引用具，扩大宠物牵引用具产能，提升了公司产品交付能力。莱德子公司分别于 2020 年及 2021 年为公司带来 1464.73 万元及 2.05 亿元的营业收入，占公司营业收入的 2.41% 和 19.14%。

图 37: 公司宠物牵引用具营收（万元）及增速


数据来源：招股说明书，中信建投

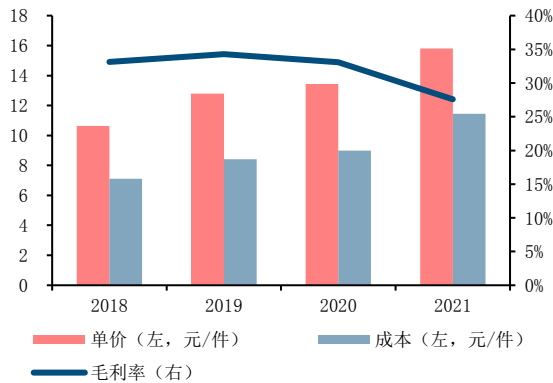
图 38: 公司宠物牵引用具销量（万件）及增速


数据来源：招股说明书，中信建投

宠物牵引用具的毛利率水平相对稳定。2018-2021 年间，宠物牵引用具的毛利率分别为 33.15%、34.28%、33.11% 和 27.59%。2019 年，PetSmart、Petco 等客户对公司高端宠物牵引用具的采购额增加，使得该年度毛利率小幅上升。2021 年，受五金扣具、织带等主要原材料价格上涨的影响，宠物牵引用具的单位成本有所上升，且单位成本的增幅高于单价增幅，导致毛利率稍有下滑。

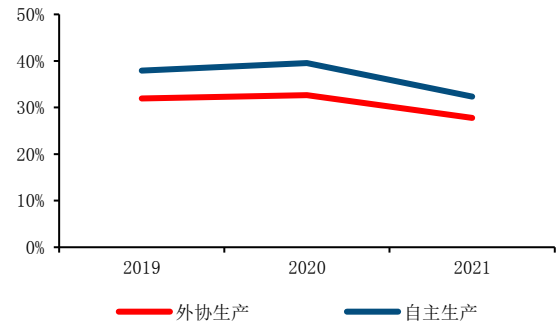
自主生产毛利率高于外协加工毛利率。2019-2021 年，宠物牵引用具自主生产毛利率分别为 37.92%、39.55% 和 32.35%，宠物牵引用具外协加工毛利率分别为 31.94%、32.66% 和 27.77%，外协加工价格高于自主生产，但其相差的幅度小于外协加工所需的采购成本及履约成本高出自主生产成本的幅度，因此自主生产毛利率相对更高。

图 39: 公司宠物牵引用具单价/成本/毛利率



数据来源: 招股说明书, 中信建投

图 40: 宠物牵引用具自主生产与外协加工毛利率

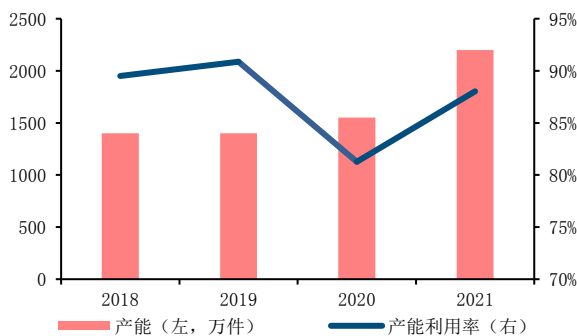


数据来源: 招股说明书, 中信建投

自主生产产能利用率达 88%，外协生产占比超 50%。由于宠物牵引用具具有产品种类多且分散、单批次产品采购量小的特点，标准化、规模化生产难度相对较大，公司的宠物牵引用具采用自主生产和外协生产相结合的方式生产。截至 2021 年，公司自产宠物牵引用具 1936.98 万件，对应产能利用率为 88.04%。2019-2021 年间公司宠物牵引用具外协产量占比分别为 51.60%/52.62%/51.61%。自产模式下，宠物牵引用具在 2018-2021 年间的单位成本分别为 6.00 元/件、6.41 元/件、5.53 元/件和 7.84 元/件，其中直接材料成本占比超过 70%。

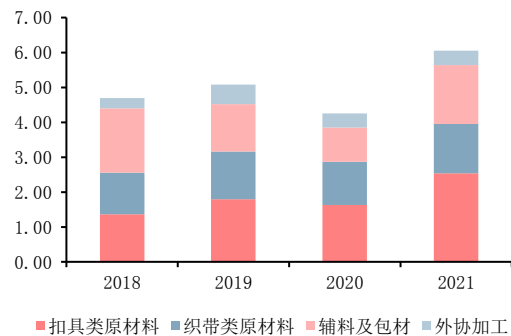
扣具及织带等原材料占成本比重较大。自产宠物牵引用具的直接材料包括主要材料（如扣具、织带），辅助材料（如网布、挂件、装饰物等）及少量的外协加工费。自产宠物牵引用具单位成本的波动主要受直接材料成本变动的影 响，而单位直接材料成本的变动则主要受不同产品耗用量变化以及原材料采购价格的波动的影响。外协生产模式下，宠物牵引用具的成本主要为购买价款，2018-2021 年间其单位成本分别为 7.59 元/件、10.31 元/件、11.65 元/件和 14.21 元/件。

图 41: 公司宠物牵引用具自主生产产能利用率



数据来源: 招股说明书, 中信建投

图 42: 公司自产宠物牵引用具直接材料成本构成 (元/件)

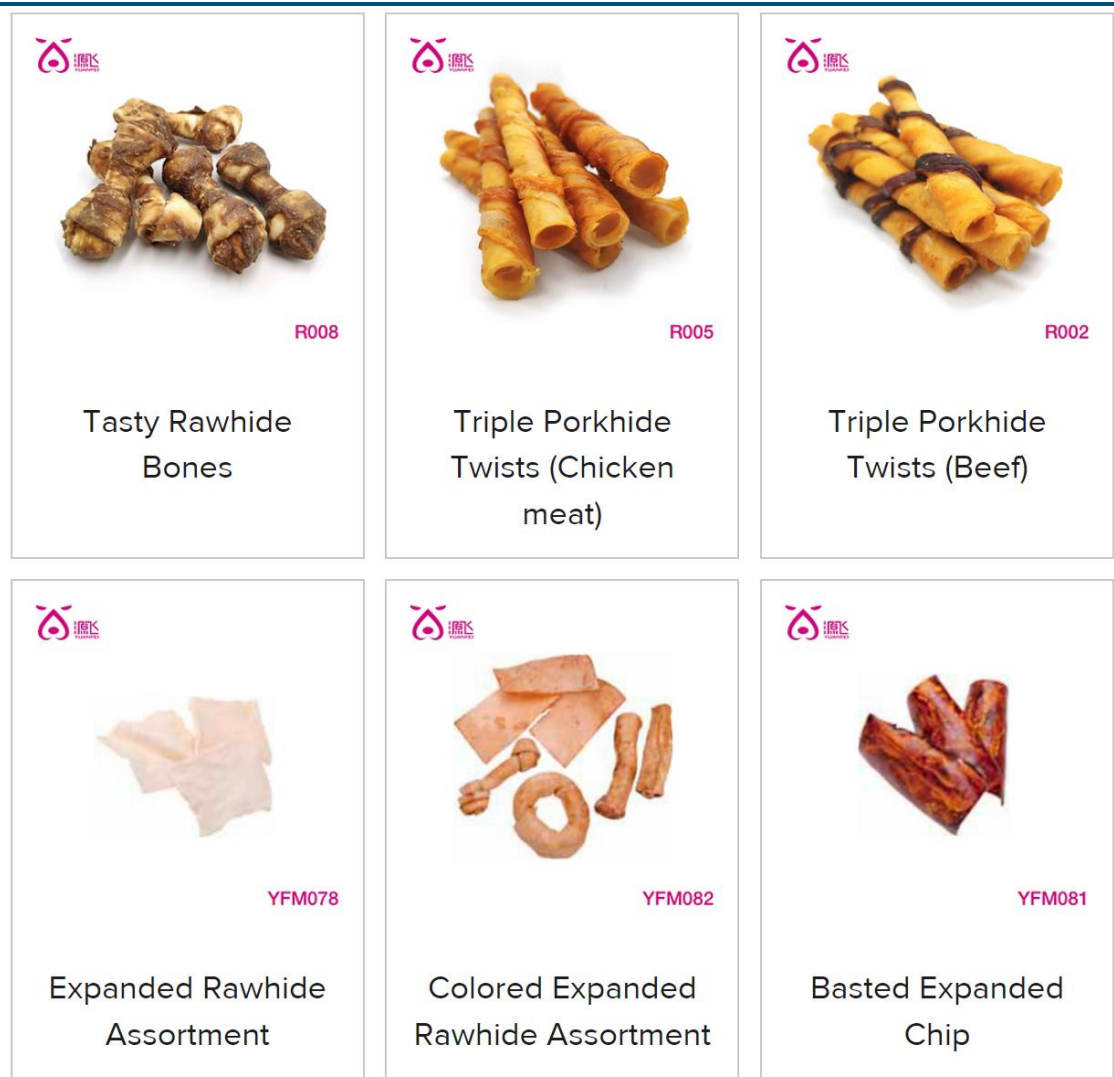


数据来源: 招股说明书, 中信建投

3.2 宠物零食：产能释放，增长提速

促进交流，增进感情，公司宠物零食成为人宠互动场景的重要辅助用品。宠物零食主要用于保持宠物口腔健康、补充宠物营养物质，并帮助主人增强与宠物之间的互动、加深感情。产品包括打结骨、压骨、洁齿骨等，主要材质为天然生皮、漂白生皮、发泡生皮、再生皮、鸡肉和猪皮等。

图 43: 公司宠物零食产品示例

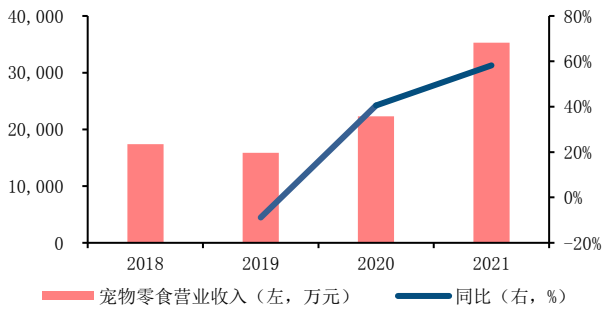


数据来源：公司官网，中信建投

宠物零食受公司战略和产品结构优化的影响，其销售情况虽有所波动，但整体不改稳步增长态势。2018-2021 年间，公司宠物零食销售收入分别为 1.74 亿元、1.59 亿元、2.23 亿元和 3.53 亿元，占营业总收入的比重分别为 40.00%/30.87%/36.68%/33.02%，复合增速达 19.79%。在此期间，宠物零食的销售收入略有波动：由于公司宠物零食的部分产品在美国加征关税的范围之内，2019 年宠物零食收入有所下滑；而 2020 年后公司宠物零食收入

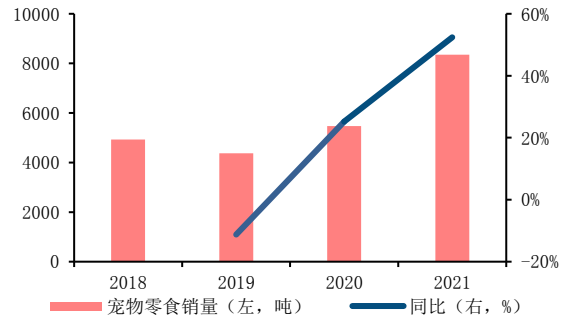
逐年增长，主要原因系①柬埔寨爱淘生产基地投入使用，其推出的混合肉类宠物零食获得较好的市场反应；②部分关税影响消除。柬埔寨爱淘在 2020 年与 2021 年分别实现 0.78 亿元和 2.07 亿元的营业收入，占公司营业收入的 12.87% 和 19.34%。

图 44: 公司宠物零食营收及增速



数据来源: 招股说明书, 中信建投

图 45: 公司宠物零食销量及增速

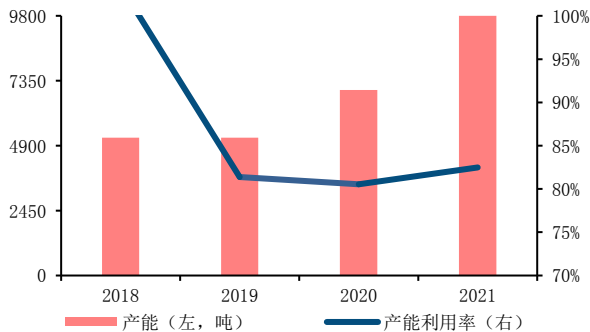


数据来源: 招股说明书, 中信建投

宠物零食以自产为主，产能利用率超八成。截至 2021 年底，公司宠物零食产能约 9800 吨，产能利用率达 82.50%。由于公司零食产能相对充足，该板块生产以自产为主。

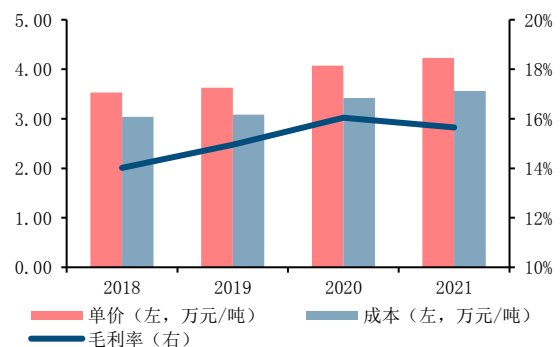
宠物零食毛利率受汇率及产品结构共同影响，整体维持稳定。2018-2021 年，宠物零食毛利率分别为 14.02%、14.95%、16.04% 和 15.65%。前期毛利率提高主要原因系汇率影响和产品结构的优化：2019 年宠物零食平均美元单价较 2018 年基本维持在 0.52 万美元/吨的水平不变，但由于汇率波动，折算为人民币的咬胶平均单价上升；2020 年公司对产品结构进行优化，增加高毛利率宠物零食产品的开发与销售，尤其是柬埔寨爱淘生产的混合肉类宠物零食，这类高毛利率产品的占比提升推高了 2020 年的宠物零食毛利率；2021 年宠物零食毛利率稍有回落，主要系当年美元兑人民币汇率明显下降所致。

图 46: 公司宠物零食产能及产能利用率



数据来源: 招股说明书, 中信建投

图 47: 公司宠物零食单价/成本/毛利率

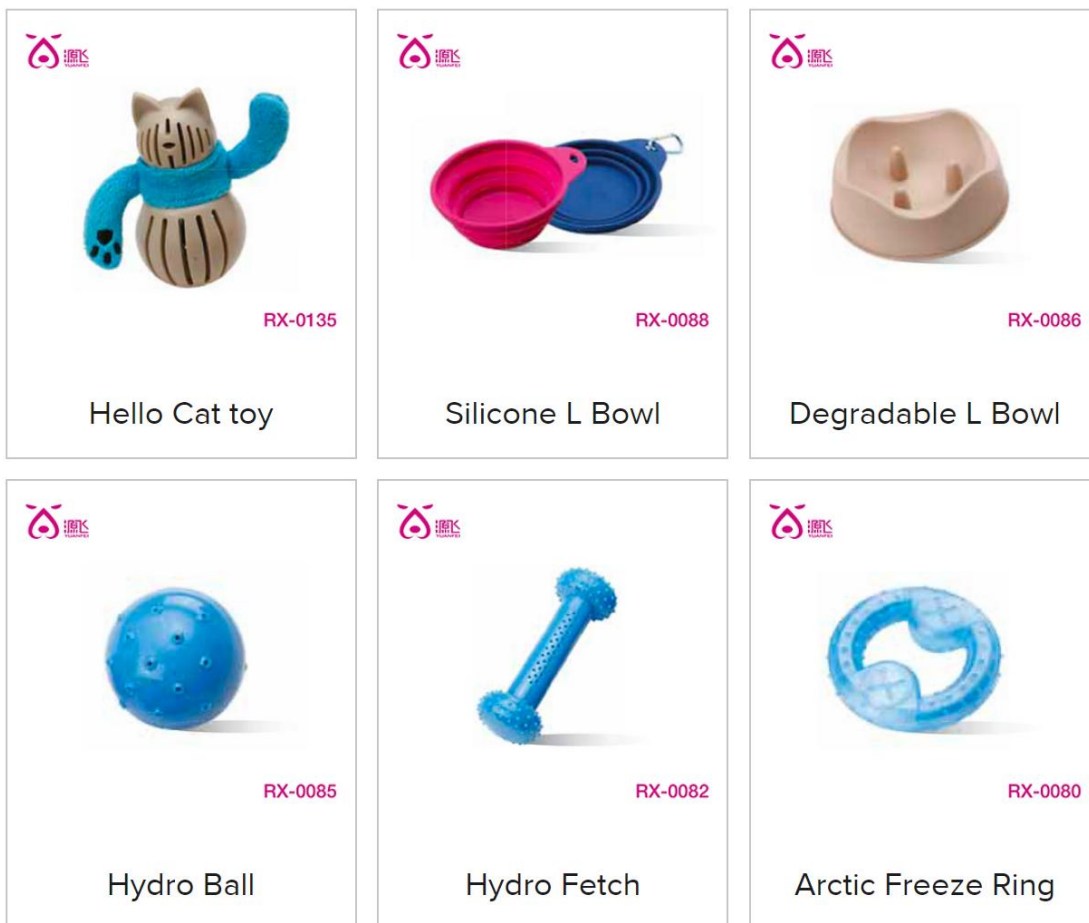


数据来源: 招股说明书, 中信建投

3.3 宠物注塑玩具：起步虽晚，未来可期

公司宠物注塑玩具设计新颖，材质环保，满足宠物娱乐及人宠互动的需要。宠物注塑玩具是公司于 2018 年开始新设计研发的产品，用于改善宠物生活并增进爱宠人士与宠物的互动。公司的宠物注塑玩具主要采用环保、耐咬的 TPR、TPE 和尼龙等材质，具备耐咬、耐磨的特性，外形设计新颖，产品包括组合玩具、吸盘、塑料咬胶、宠物球、猫玩具等。

图 48： 公司宠物注塑玩具产品示例

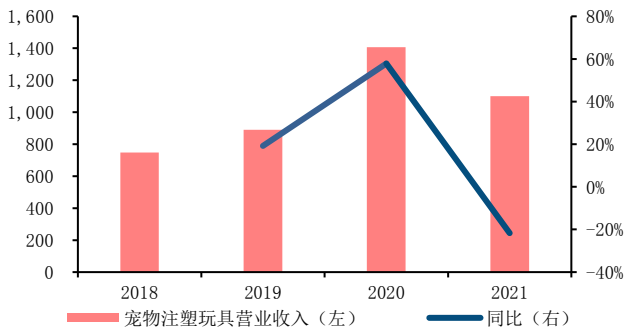


数据来源：公司官网，中信建投

宠物注塑玩具业务起步虽晚，但整体盈利向好。2018-2021 年间，得益于公司积极拓宽宠物用品的产品线，宠物注塑玩具营业收入分别为 747.50 万元、891.10 万元、1406.52 万元和 1101.02 万元，该类产品收入规模有所增长。由于宠物注塑玩具系公司新产品种类，定制化程度较高，采购单价受产品体积、形状和外观设计等因素影响较大，产品结构的变化对宠物注塑玩具销售数量和销售单价影响较大，继而影响产品收入变动。公司计划

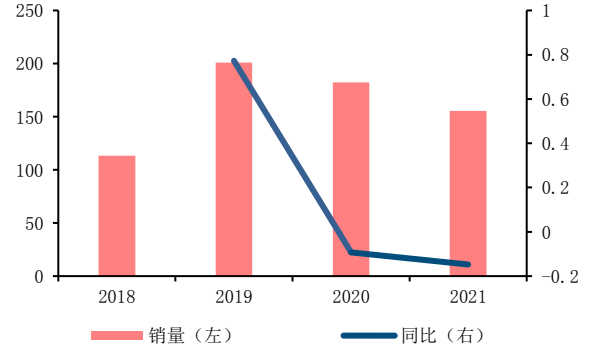
该板块维持现有规模，因此近 4 年产能维持在 210 万件，2021 年产能利用率为 78.99%。近四年注塑玩具的毛利率分别为 14.65%、31.60%、38.71% 和 30.28%。2019 年公司宠物注塑玩具销售规模扩大，规模效应显现，单位成本、销售单价明显降低。2020 年宠物注塑玩具毛利率继续延续增长态势：一方面产品结构调整，高端产品增加；另一方面，公司宠物注塑玩具具有自主品牌，主要通过线上以及批发模式销售，该类模式毛利率较高。2021 年受原材料价格上涨影响，宠物注塑玩具毛利率有所下降。

图 49: 公司宠物注塑玩具营收（万元）及增速



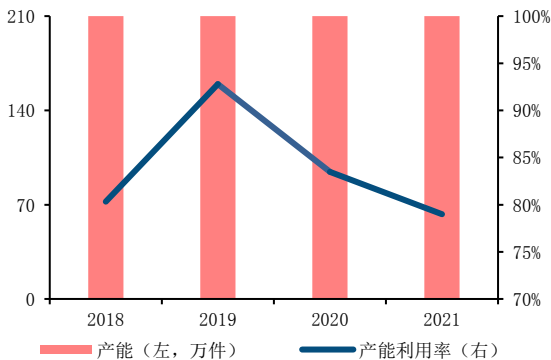
数据来源：招股说明书，中信建投

图 50: 公司宠物注塑玩具销量（万件）及增速



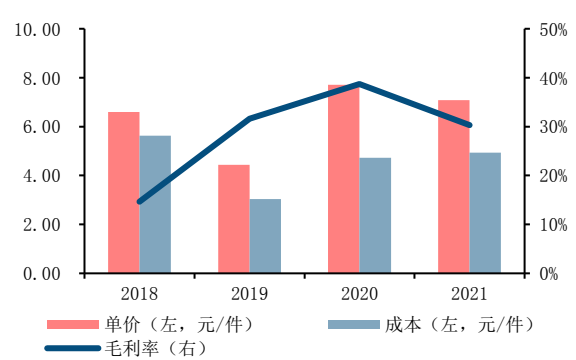
数据来源：招股说明书，中信建投

图 51: 公司宠物注塑玩具产能及产能利用率



数据来源：招股说明书，中信建投

图 52: 公司宠物注塑玩具单价/成本/毛利率



数据来源：招股说明书，中信建投

4 上市开启资本化，生产规模再扩大

公司计划将首次公开发行股票募集的资金投资于产能扩产项目、技术改造项目、营销网络建设项目及研发中心建设项目，从而积极开拓全球市场，致力于成为国际化的宠物产品供应商。

表 3: 本次募集投产项目具体内容

项目名称	建设期	总投资（万元）	使用募集资金（万元）
年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目	24 个月内	17,127.26	17,127.26
源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目	12 个月内	7,402.97	7,402.97
研发中心建设项目	36 个月内	4,769.00	4,769.00
营销运营中心建设项目	24 个月内	6,571.64	6,571.64
补充流动资金	-	5,000.00	5,000.00

资料来源：招股说明书，中信建投

拟投入 1.71 亿元用于咬胶及宠物牵引用具产能提升。产能扩产项目将购置位于宠物小镇的 33.3 亩土地，通过购置先进设备提升公司在相关产品方面的生产和质检能力，建设现代化工厂以实现公司的产能爬坡，增强公司的市场竞争力和占有率，为满足日益增长的市场订单需求奠定坚实基础。

公司大力投入产线自动化和智能化，为日后进军国内电商领域奠定基础。技术改造项目对现有产线进行技术改造，购买先进新设备，建立智能电商分拣发物流中心，从而提高仓储容量和货物吞吐能力，为公司业务规模快速扩张提供有力的支撑，帮助企业节约成本，提高生产和配置效率。同时，为公司日后在国内建设自有品牌，进军电商领域做准备。

拓展销售渠道，建立市场认可度，提高市场份额。营销网络建设项目将开发建设数据中心、电商全渠道营销系统及智能分拣物流中心，专业的数据分析团队及现代化的营销系统能够兼顾生产管理、电商平台运营管理、消费者偏好分析、生产及运营费用管理等多重功能，使公司具备参与线上零售市场竞争的实力。

提高研发实验硬件基础，保持产品创新能力。研发中心建设项目旨在完善研发体系、招揽国内外高精尖研发技术人才和引进先进的研发检测设备及系统，开展行业前沿的技术课题研究，进一步提升公司的研发能力和自主创新能力，攻坚前沿技术领域的同时完善公司产品体系、布局未来智能宠物产品市场，为公司在业务扩张的过程中保持产品的创新能力奠定基础。

5 盈利预测

宠物牵引工具作为刚需产品，市场发展前景良好。公司产品以境外销售为主，欧美发达国家的宠物市场规模未来将以 5% 左右的速度稳定增长，公司境外销售产品有望维持增长趋势。与此同时，境内宠物牵引用具市场有望随宠物数量增长及产品渗透率的提升而快速增长。整体上，预计公司 2022-2024 年宠物牵引用具收入分别为 7.67/9.33/11.33 亿元，销量（自产+外协）分别为 4649.28/5486.15/6473.66 万件，毛利率分别为 28.00%/29.41%/30.29%，毛利率的波动主要受产品价格、原材料成本和美元兑人民币汇率的影响。

宠物主粮、宠物零食作为必需品，市场渗透率不断提高。公司与全球知名宠物连锁超市或国际连锁大型连锁零售商保持着长期稳定的合作，目前在手订单充足。公司本次实施的生产扩产建设项目，亦受到全球知名客户需求的推动。客户强大的销售渠道推动公司生产规模扩大和市场集中度的不断提高，未来公司销售额将持续快速增长。预测公司 2022-2024 年宠物零食收入分别为 4.77/5.98/7.19 亿元，销量分别为 10848.4/13018/14970.8 吨，毛利率分别为 15.91%/16.09%/16.2%。

宠物注塑玩具业务预计保持相对稳定。考虑到公司未来发展聚焦与宠物牵引用具及宠物零食板块，宠物注塑玩具保持相对稳定。预计 2022-2024 年宠物注塑玩具收入分别为 0.10/0.10/0.10 亿元，毛利率分别为 30.57%/30.43%/30.88%，毛利率较高的主要原因是宠物注塑玩具定位高端市场，终端市场销售价格较高，公司议价空间较大。预计同期其他宠物用品收入分别为 1.75/2.63/3.28 亿元，毛利率分别为 23.22%/23.22%/23.84%。

表 4: 公司核心业务收入拆分与预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
宠物牵引用具					
收入 (亿元)	3.52	6.13	7.67	9.33	11.33
yoy	7%	74%	25%	22%	21%
毛利率	33.11%	27.59%	28.00%	29.41%	30.29%
宠物零食					
收入 (亿元)	2.23	3.53	4.77	5.98	7.19
yoy	41%	58%	35%	25%	20%
毛利率	16.04%	15.65%	15.91%	16.09%	16.25%
宠物注塑玩具					
收入 (亿元)	0.14	0.11	0.10	0.10	0.10
yoy	58%	-22%	-11%	-1%	-1%
毛利率	38.71%	30.28%	30.57%	30.43%	30.88%
其他宠物用品					
收入 (亿元)	0.18	0.88	1.75	2.63	3.28
yoy	11%	396%	100%	50%	25%
毛利率	13.06%	19.18%	23.22%	23.22%	23.84%
其他业务					
收入 (亿元)	0.02	0.05	0.10	0.17	0.25
yoy	17%	153%	100%	70%	50%
毛利率	-39.77%	-14.10%	-2.69%	3.35%	9.80%
合计					
收入 (亿元)	6.08	10.69	14.39	18.21	22.15
yoy	18%	76%	35%	27%	22%
毛利率	26.17%	22.80%	23.21%	23.90%	24.54%

资料来源: 招股说明书, 中信建投

行业景气助力公司稳步前行, 产能扩张驱动业绩增长。宠物行业具备增长较快, 需求稳健且有消费升级的大趋势, 公司有望乘宠物行业景气之风扬帆起航; 公司通过募集资金新建宠物牵引用具及宠物零食生产基地, 打破产能瓶颈驱动公司产品销量增长; 同时公司充分发挥生产规模优势实现成本管控, 加强精细化运营以提升盈利能力。综合考虑, 我们预计公司 2022-2024 年实现营收 14.39/18.21/22.15 亿元, 归母净利润 1.81/2.40/3.04 亿元, EPS 分别为 1.77/2.35/2.97 元/股, 对应 PE 分别为 7.8x/5.8x/4.6x, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 5: 可比公司估值

市盈率 PE				
	TTM	22E	23E	24E
源飞宠物	-	7.8	5.8	4.6
可比公司平均	72.4	41.0	29.4	22.4
中宠股份	63.4	46.4	32.1	23.3
佩蒂股份	81.4	35.5	26.7	21.4

资料来源: Wind, 中信建投 (可比公司 PE 取自 2022.08.17 收盘时 Wind 一致预期)

风险分析

下游需求降低致产品销量不及预期：

①假设公司主要产品宠物牵引用具 2022-2024 年销量分别为 4200/4600/5000 万条，则营收较本盈利预测下降 5.15%/8.27%/11.65%，归母净利润较本盈利预测下降 6.50%/10.77%/15.27%。

②假设公司主要产品宠物零食 2022-2024 年销量分别为 0.90/1.00/1.10 万吨，则营收较本盈利预测下降 5.65%/7.63%/8.61%，归母净利润较本盈利预测下降 2.65%/3.59%/4.04%。

中美贸易环境变化带来的风险：公司产品境外销售占比较大，如果未来中美贸易摩擦持续或加剧，可能导致客户降低对公司产品的采购量或采购价，从而对公司销售规模和经营业绩造成不利影响。

海外市场经营风险：如果公司不能及时开发出满足客户需求的新产品、连续多款产品未能达到客户要求，出现重大产品质量事故或交期事故，可能影响合作基础和市场声誉；如国际市场的竞争格局、市场环境发生变化，也可能使得境外客户减少对公司的采购。

其他风险：市场竞争加剧风险、国内市场开拓风险、产品质量控制风险、境外子公司海外经营风险、新型冠状病毒疫情可能造成的经营风险、外协加工的风险、贴牌销售的风险、与中宠股份合作规模减小的风险等。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	530.52	661.60	1,463.97	1,680.38	2,067.70
现金	214.99	252.97	866.88	933.03	1,166.07
应收票据及应收账款合计	129.04	160.78	286.67	362.63	441.11
其他应收款	0.62	1.30	1.97	2.49	3.03
预付账款	2.19	1.77	6.36	8.05	9.79
存货	136.24	200.84	253.86	318.25	383.85
其他流动资产	47.43	43.94	48.23	55.91	63.85
非流动资产	219.63	246.77	291.39	440.29	486.26
长期投资	0.00	0.00	0.36	0.72	1.08
固定资产	150.45	209.40	224.93	322.33	465.08
无形资产	48.72	31.34	26.12	20.89	15.67
其他非流动资产	20.46	6.03	39.98	96.35	4.43
资产总计	750.15	908.37	1,755.36	2,120.67	2,553.96
流动负债	276.75	266.93	459.31	575.86	694.59
短期借款	42.10	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	210.85	238.53	415.11	520.42	627.68
其他流动负债	23.79	28.40	44.20	55.44	66.91
非流动负债	1.25	2.08	2.06	2.10	2.05
长期借款	0.34	0.26	0.24	0.28	0.23
其他非流动负债	0.91	1.82	1.82	1.82	1.82
负债合计	277.99	269.01	461.37	577.96	696.64
少数股东权益	50.42	84.93	91.36	99.90	110.70
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	140.97	273.60	454.30	694.47	998.28
归属母公司股东权益	421.74	554.42	1,202.63	1,442.81	1,746.61
负债和股东权益	750.15	908.37	1,755.36	2,120.67	2,553.96

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	88.17	118.99	215.10	247.92	325.55
净利润	84.18	154.00	187.12	248.71	314.61
折旧摊销	11.09	16.72	25.24	35.28	49.40
财务费用	21.53	9.12	-1.95	-3.14	-3.66
投资损失	-3.30	-7.54	-0.36	-0.36	-0.36
营运资金变动	-7.22	-57.97	3.92	-33.69	-35.55
其他经营现金流	-18.12	4.67	1.12	1.12	1.12
投资活动现金流	-59.42	-30.49	-70.62	-184.95	-96.12
资本支出	47.69	61.34	69.50	183.83	95.00
长期投资	1.86	17.52	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-108.97	-109.35	-140.12	-368.78	-191.12
筹资活动现金流	39.46	26.61	469.44	3.18	3.61
短期借款	15.03	-42.10	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.34	-0.08	-0.02	0.04	-0.05
其他筹资现金流	24.09	68.79	469.46	3.14	3.66
现金净增加额	61.44	110.94	613.92	66.15	233.04

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	608.28	1,068.78	1,439.22	1,820.58	2,214.54
营业成本	449.11	825.14	1,105.12	1,385.47	1,671.03
营业税金及附加	2.73	3.26	6.59	7.35	8.61
销售费用	14.50	15.74	25.91	36.41	44.29
管理费用	24.78	30.14	43.18	50.98	62.01
研发费用	18.39	25.44	41.91	50.47	59.53
财务费用	21.53	9.12	-1.95	-3.14	-3.66
资产减值损失	-1.36	-6.26	-5.65	-7.14	-8.69
信用减值损失	-0.38	-1.76	-2.31	-2.92	-3.56
其他收益	6.75	3.55	4.22	4.22	4.22
公允价值变动收益	6.08	-5.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.30	7.54	0.36	0.36	0.36
资产处置收益	-0.07	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03
营业利润	91.55	157.02	215.06	287.51	365.04
营业外收入	6.00	7.34	5.50	5.50	5.50
营业外支出	0.54	0.54	0.41	0.41	0.41
利润总额	97.01	163.82	220.15	292.60	370.13
所得税	12.83	9.82	33.02	43.89	55.52
净利润	84.18	154.00	187.12	248.71	314.61
少数股东损益	0.98	17.17	6.43	8.54	10.80
归属母公司净利润	83.20	136.83	180.70	240.17	303.80
EBITDA	129.63	189.66	243.44	324.75	415.86
EPS (元)	0.81	1.34	1.77	2.35	2.97

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.17	75.71	34.66	26.50	21.64
营业利润(%)	50.58	71.51	36.96	33.69	26.96
归属于母公司净利润(%)	51.51	64.46	32.06	32.91	26.49
获利能力					
毛利率(%)	26.17	22.80	23.21	23.90	24.54
净利率(%)	13.68	12.80	12.56	13.19	13.72
ROE(%)	19.73	24.68	15.03	16.65	17.39
ROIC(%)	32.96	49.79	38.20	43.79	39.75
偿债能力					
资产负债率(%)	37.06	29.61	26.28	27.25	27.28
净负债比率(%)	-36.55	-39.53	-66.97	-60.46	-62.77
流动比率	1.92	2.48	3.19	2.92	2.98
速动比率	1.37	1.63	2.56	2.29	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.81	1.18	0.82	0.86	0.87
应收账款周转率	4.71	6.65	5.02	5.02	5.02
应付账款周转率	2.13	3.46	2.66	2.66	2.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.34	1.77	2.35	2.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.16	2.10	2.42	3.18
每股净资产(最新摊薄)	4.12	5.42	11.76	14.11	17.08
估值比率					
P/E	16.85	10.25	7.76	5.84	4.61
P/B	3.32	2.53	1.17	0.97	0.80
EV/EBITDA	10.07	6.97	3.09	2.25	1.32

分析师介绍

王明琦：中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，曾任职于方正证券研究所，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10—10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk