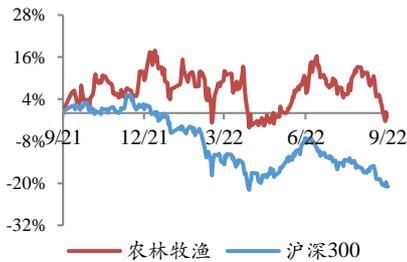


以源飞宠物看国产宠物产品出海战略

行业评级：增持

报告日期：2022-09-29

行业指数与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 《宠物系列研究之一：新兴高景气宠物赛道——从它博会看行业趋势》2021-05-31
- 《宠物系列研究之二：从乖宝看宠物食品自有品牌何以突围》2022-01-24

主要观点：

● 宠物牵引用具出口龙头，营收规模持续增长

源飞宠物是我国宠物牵引用具出口龙头企业，自2004年设立以来，公司专注宠物用品和宠物零食业务，形成以宠物牵引用具、宠物零食、宠物注塑玩具为核心的多品类业务布局，在宠物牵引用具领域优势明显。得益于下游宠物市场的稳步发展以及宠物用品市场规模的不断扩大，公司产品品质、全球化产能布局方面的竞争优势日益凸显，营收实现较快增长，2018-2021年，公司营业收入从4.35亿元增长至10.69亿元，年复合增长率达34.9%。归母净利润从0.63亿元增加至1.37亿元，年复合增长率达29.6%。

● 海外宠物市场平稳发展，宠物用品潜力巨大

近年来全球宠物市场进入平稳发展阶段，且在新冠肺炎疫情期间表现出了逆经济周期的消费韧性。根据Euromonitor数据，2015-2021年，全球宠物市场规模从1098亿美元稳步攀升到了1597亿美元，年复合增长率达6.4%。其中，全球宠物食品市场规模从797.6亿美元攀升1149.4亿美元，年复合增长率达6.3%；全球宠物用品市场规模从303.4亿美元增长至447.6亿美元，年复合增长率达6.7%。相较于宠物食品市场，宠物用品市场存在集中度相对较低、细分品类较多、行业竞争激烈等特点。

● 中国宠物市场规模持续增长，城镇宠物消费市场增速恢复

2010-2021年，我国宠物消费市场规模从140亿元大幅攀升至2490亿元，年复合增长率高达29.9%。短期看，人民币汇率贬值、海外宠物市场需求旺盛叠加国内自主品牌不断发力，国产宠物公司业绩持续向好；从中长期维度看，中国宠物渗透率、人均犬猫数量、宠物年消费支出均低于主要养宠国，中国宠物消费市场增长潜力巨大。目前我国宠物用品市场处于发展初期，市场集中度较低且自主品牌建设方面较为薄弱，宠物用品企业大多仍以出口代工为主要业务，2021年国内宠物用品市场CR5仅为8.3%，且企业市占率均低于3%，暂无明显优势的自主品牌。

● 优质产品迭代+全球化产能布局，助推国产宠物用品出海

源飞宠物以宠物零食和宠物用品贴牌出口作为海外业务的主要切入点，构建了以宠物牵引用具、宠物注塑玩具和宠物零食（咬胶）为核心的产品矩阵，在保证产品质量的同时，通过设计多样化产品满足目标客户市场需求。凭借高品质产品以及稳定的供应链体系，公司已与众多海外宠物市场主要销售企业建立了良好的合作关系，主要客户包括宠物用品零售巨头Petco和PetSmart、英国最大的宠物连锁超市Pets at Home以及B&M、Walmart、Target等国际大型连锁零售商。2019-2021年，公司向前五名客户的销售金额分别占主营业务收入62.7%、67.1%和74.3%。随着公司客户拓展以及全球化产能布局的进一步规划，公司业绩有望持续向好。

● 风险提示

汇率波动的风险；市场竞争加剧风险；海外需求降低风险；业务规模扩大导致的管理风险等。

正文目录

1 宠物牵引用具出口龙头，海外业务持续拓展.....	6
1.1 深耕宠物产品行业，多品类业务布局.....	6
1.2 公司经营状况良好，营收规模持续增长.....	7
2 海外宠物市场持续发展，宠物用品潜力巨大.....	12
2.1 全球宠物市场进入平稳发展期，宠物食品集中度相对稳固.....	12
2.2 全球宠物用品市场相对分散，行业竞争激烈.....	14
2.3 海外宠物市场在疫情下表现出较强消费韧性.....	14
2.4 宠物产品向多样化、高端化方向发展.....	17
3 国内宠物消费市场持续增长，城镇增速回暖.....	18
3.1 我国宠物市场进入快速发展期，食品消费占比超 5 成.....	18
3.2 猫经济快速崛起，宠物行业有望量价齐升.....	21
4 优质产品+全球化产销，助推国产宠物用品出海.....	24
4.1 产品矩阵丰富，优质产品持续更新.....	24
4.2 深度合作核心客户，企业管理不断优化.....	27
4.3 研产销全球化布局，有效规避贸易摩擦.....	29
4.4 募资扩产，提高公司综合竞争竞争力.....	30
风险提示:	31

图表目录

图表 1 源飞宠物发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司前十名股东持股情况 (截至 2022 年 6 月 30 日)	7
图表 4 2018-2022H1 公司主营业务收入及增速, 亿元	8
图表 5 2018-2022H1 公司归母净利润及增速, 亿元	8
图表 6 2018-2021 公司不同地区业务收入占比, %	8
图表 7 2018-2021 公司不同地区业务收入, 万元	8
图表 8 公司主要产品分类	9
图表 9 2018-2021 年公司主要产品营收变化情况, 万元	9
图表 10 2019-2021 年公司主要产品销量变化情况	9
图表 11 2021 年公司产品毛利占比	10
图表 12 同行业公司毛利率对比	10
图表 13 2019-2021 年公司主要产品产能, 吨、万件	10
图表 14 2019-2021 年公司主要产品产能利用率, %	10
图表 15 2018-2021 年公司费用变化情况, 百万元	11
图表 16 2018-2021 年公司费用率变化情况	11
图表 17 2018-2021 年同行业可比公司期间费用率对比	11
图表 18 2018-2021 年同行业可比公司销售费用率对比	11
图表 19 2018-2021 年公司流动比率和速动比率情况	12
图表 20 2018-2021 年公司资产负债率情况	12
图表 21 宠物行业相关产品服务体系	12
图表 22 2015-2022 年全球宠物市场规模及增速	13
图表 23 2015-2022 年全球宠物食品行业规模及增速	13
图表 24 2021 年全球宠物食品公司竞争格局	13
图表 25 2021 年全球宠物品牌竞争格局	14
图表 26 2015-2022 年全球宠物用品市场规模及增速	14
图表 27 全球宠物食品行业 CR5	14
图表 28 美国宠物市场发展阶段	15
图表 29 2010-2021 年美国家庭宠物渗透率, %	16
图表 30 2016-2021 年美国宠物市场规模, 亿美元, %	16
图表 31 16-21 年美国宠物食品市场规模, 亿美元, %	16
图表 32 2020-2021 年美国宠物消费变化, 亿美元	16
图表 33 2016-2021 宠物行业并购数量, 宗	17
图表 34 2020-2021 宠物行业并购分类	17
图表 35 宠物人性化趋势推动了宠物食品多样化发展	17
图表 36 2017-2021 年美国宠物电商渠道占比	18
图表 37 2021 年在线宠物电商平台竞争格局	18
图表 38 国内宠物消费市场发展历程	18
图表 39 2010-2021 年中国宠物消费市场规模及增长情况	19
图表 40 2021 年宠物消费结构, %	20
图表 41 2021 年宠物食品消费结构图, %	20

图表 42 我国宠物食品分类不断细化.....	20
图表 43 2015-2022 年中国宠物用品市场规模及增速.....	21
图表 44 中国宠物用品行业 CR5.....	21
图表 45 2021 年宠物犬用品渗透率情况.....	21
图表 46 不同城市线宠物犬用品渗透率 TOP5.....	21
图表 47 2020-2021 年中国宠物犬消费渗透率变化.....	22
图表 48 2020-2021 中国宠物猫消费渗透率变化.....	22
图表 49 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表.....	22
图表 50 2018-2021 年我国宠物主年龄分布, %.....	23
图表 51 2019-2021 年我国宠物主学历分布, %.....	23
图表 52 2020-2021 年我国宠物主收入分布, %.....	24
图表 53 宠物食品消费决策因素占比, %.....	24
图表 54 我国人口老龄化程度不断加剧.....	24
图表 55 公司宠物牵引用具产品布局.....	25
图表 56 2018-2021 年公司研发费用, 亿元.....	26
图表 57 2019-2021 年可比公司研发费用率对比, %.....	26
图表 58 源飞宠物研发项目.....	26
图表 59 2021 年公司前五大客户业务占比.....	27
图表 60 公司海外部分知名客户.....	27
图表 61 2021 年美国宠物用品渠道分布, %.....	28
图表 62 2021 年中国宠物用品渠道分布, %.....	28
图表 63 2021 年我国宠物用品购买渠道偏好, %.....	28
图表 64 2021 年我国宠物零食购买渠道偏好, %.....	28
图表 65 2020-2021 柬埔寨工厂营收情况, 亿元.....	29
图表 66 2020-2021 年柬埔寨工厂利润情况, 万元.....	29
图表 67 2020-2021 年柬埔寨工厂营收占比.....	29
图表 68 2020-2021 柬埔寨工厂毛利率及净利率.....	29
图表 69 公司主要原材料价格变化, 万元/吨、万元/个, 元/米.....	30
图表 70 2020-2022 美元对人民币即期汇率.....	30
图表 71 2018-1H2022 公司汇兑损益情况, 万元.....	30
图表 72 公司募投项目情况.....	31

1 宠物牵引用具出口龙头，海外业务持续拓展

1.1 深耕宠物产品行业，多品类业务布局

源飞宠物是我国宠物牵引用具出口龙头企业，自 2004 年设立以来，公司持续专注于宠物用品和宠物零食业务，以宠物市场的多样化需求为导向进行产品研发，形成了以宠物牵引用具、宠物零食、宠物注塑玩具为核心的多品类业务布局，在宠物牵引用具领域优势地位明显。

图表 1 源飞宠物发展历程

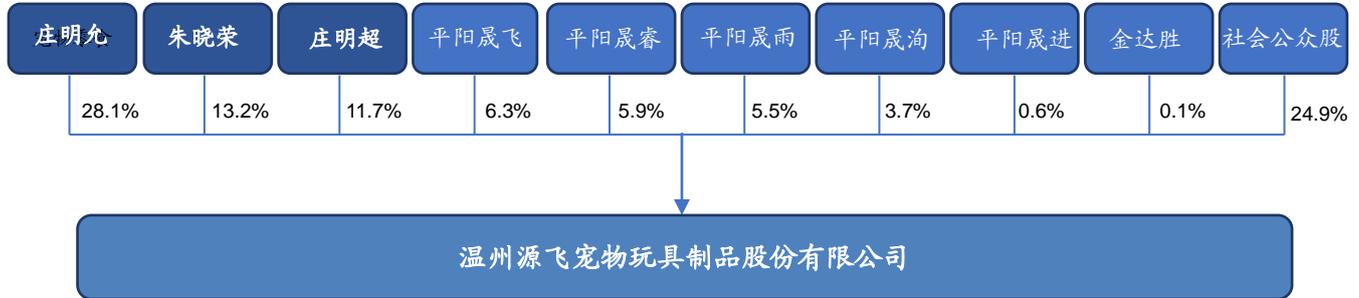


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司股权集中，股权结构稳定。公司实际控制人为庄明允先生、朱晓荣先生以及庄明超女士，庄明允与庄明超系姐弟关系，朱晓荣与庄明超系夫妻关系。截至 2022 年 6 月 30 日，庄明允先生直接持有公司 28.1% 股权，朱晓荣先生直接持有公司 13.2% 股权，庄明超直接持有公司 11.7% 股权，公司实控人以平阳晟睿作为家族持股平台控制公司 5.87% 的表决权，三人合计持有公司 58.8% 股权。

股权激励绑定核心骨干，公司以平阳晟雨、平阳晟洵和平阳晟进作为员工持股平台，三家员工持股平台合计持有公司 9.8% 股权，通过员工持股充分调动员工的工作积极性，鼓励员工共享公司的经营成果。

图表 2 公司股权结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 3 公司前十名股东持股情况（截至 2022 年 6 月 30 日）

序号	持有人名称	数量（万股）	占比（%）	股本性质
1	庄明允	3825.54	28.06	受限流通股
2	朱晓荣	1804.50	13.23	受限流通股
3	庄明超	1587.96	11.65	受限流通股
4	平阳县晟飞创业服务中心(有限合伙)	860.50	6.31	受限流通股
5	平阳县晟睿创业服务中心(有限合伙)	800.00	5.87	受限流通股
6	平阳县晟雨创业服务中心(有限合伙)	750.00	5.5	受限流通股
7	平阳县晟洵创业服务中心(有限合伙)	500.00	3.67	受限流通股
8	平阳县晟进创业服务中心(有限合伙)	86.50	0.63	受限流通股
9	光大证券股份有限公司	10.88	0.08	流通 A 股
10	平阳金达胜股权投资合伙企业(有限合伙)	10.00	0.07	受限流通股
合计		10235.88	75.07	—

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 公司经营状况良好，营收规模持续增长

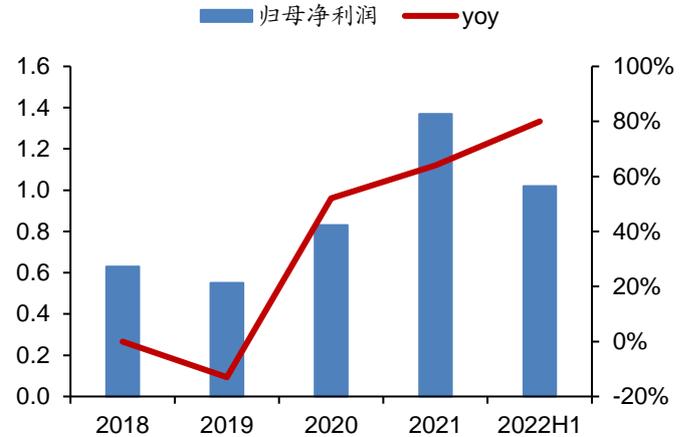
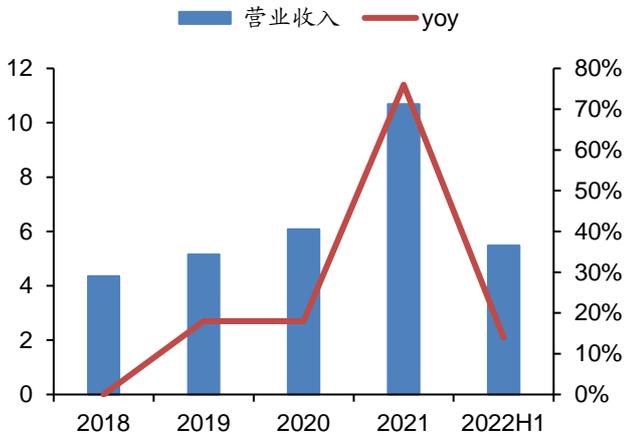
公司营业收入实现快速增长，2018-2021 年，源飞宠物营业收入从 4.35 亿元增长至 10.69 亿元，年复合增长率 34.9%；归母净利润从 0.63 亿元增至 1.37 亿元，年复合增长率 29.6%。

得益于下游宠物市场的稳步发展以及宠物用品市场规模的不断扩大，公司在产品品质、全球化产能布局方面的竞争优势日益凸显。1H2022，公司实现营业收入 5.48 亿元，同比增长 14.5%，主要系客户增加对公司产品的采购订单所致，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 79.6%，主要系 Q2 人民币汇率贬值增厚公司利润所致，

上半年公司汇兑收益达 1622.9 万元，财务费用同比减少 490.4%。

图表 4 2018-2022H1 公司主营业务收入及增速，亿元

图表 5 2018-2022H1 公司归母净利润及增速，亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

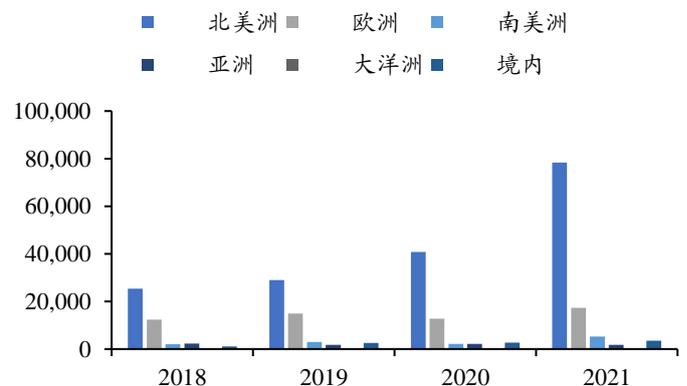
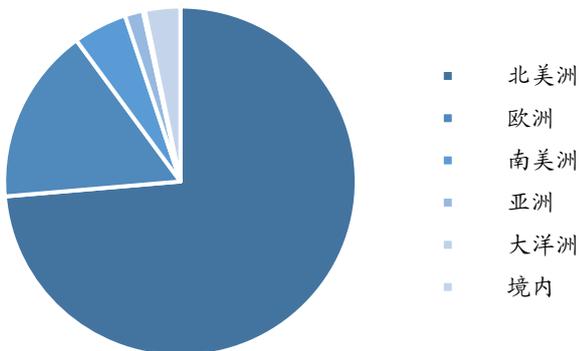
资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据公司上市公告书所公布的业绩预测，2022Q1-Q3，公司预计实现营收 7.51-8.51 亿元，同比增长约-10%-2%；预计实现净利润 1.40-1.66 亿元，同比增长约 10-30%，预计 2022Q3 实现营收 2.03-2.53 亿元，同比下降约 15%~43%，预计实现净利润 0.38-0.64 亿元，同比下降约 10%~46%，主要系前期客户受海运影响调整了库存节奏提前备货所致，随着客户库存消化，未来有望恢复正常增长。

深度绑定海外客户，营收以境外收入为主。由于海外宠物饲养以及消费的成熟度较高，公司以海外 ODM 为主要业务，销售市场覆盖美国、欧洲、日本等多个国家和地区。2021 年公司海外收入达 10.29 亿元，同比增长 77.8%，占主营业务收入的 96.8%，其中公司出口至美国的产品销售金额达 7.83 亿元，占公司主营业务收入的 73.6%。公司借助与国际知名的专业宠物连锁店和大型连锁零售商稳定合作保证产品的终端销售，从而进一步拓展海外市场，降低经营风险。

图表 6 2018-2021 公司不同地区业务收入占比，%

图表 7 2018-2021 公司不同地区业务收入，万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分业务看，宠物牵引用具和宠物零食为公司营收的主要来源。2021 年，公司宠

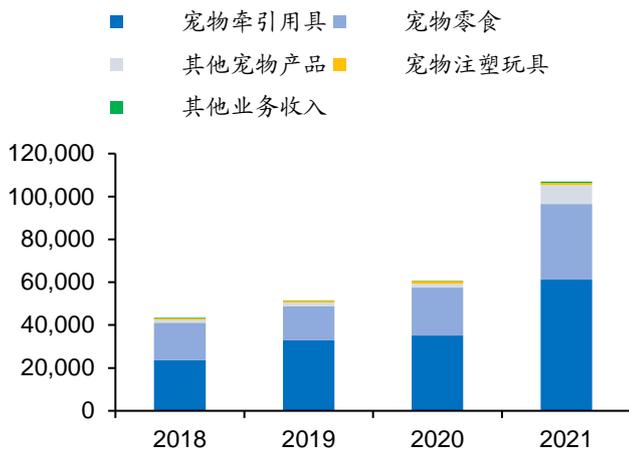
物牵引用具和宠物零食业务实现营收 6.13 亿元和 3.53 亿元，同比分别增长 74.2% 和 58.2%，占营业收入 57.3% 和 33.0%。公司主要业务营收高增主要系随着柬埔寨工厂产能逐步释放，公司客户订单有所增加所致；同时公司产品的市场认可度不断提升，客户对公司的产品采购订单和金额继续增加，2021 年公司宠物牵引用具和宠物零食销售量分别同比增长 48.0% 和 52.4%，增长态势良好。

图表 8 公司主要产品分类

品类	功能	主要产品
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及户外防护的需求	牵引绳、胸背带、项圈及配饰等
宠物零食	主要用于保持宠物口腔健康、补充宠物营养物质，并帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动	打结骨、压骨、洁齿骨等
宠物注塑玩具	用于改善宠物生活、提高宠物生活质量并增加爱宠人士与宠物的互动	组合玩具、骨头、塑料咬胶、宠物球、吸盘等

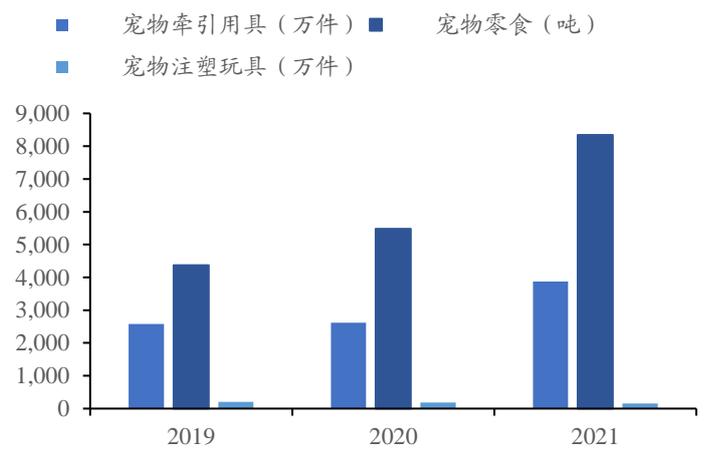
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 2018-2021 年公司产品营收变化情况，万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

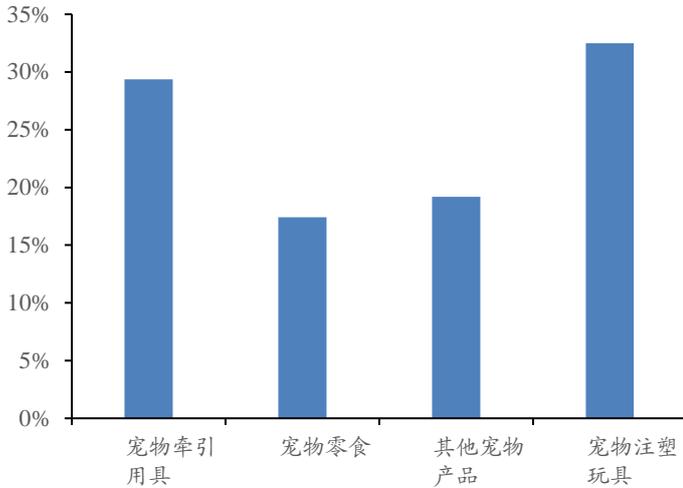
图表 10 2019-2021 年公司主要产品销量变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

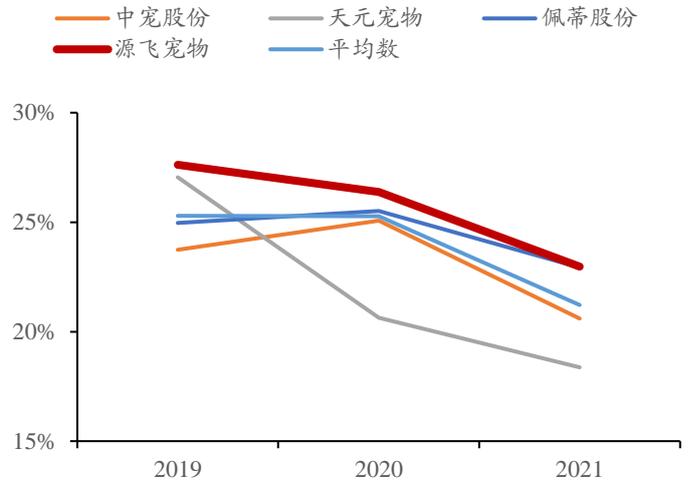
公司主营业务毛利率较为稳定，在可比公司中处于较高水平。2021 年公司主营业务毛利率 24.7%，同比下降 3.5 个百分点。2021 年，公司宠物牵引用具毛利率为 29.4%，同比下降 5.5 个百分点，主要系产品原材料（五金扣具、织带）价格上涨较多且无法充分向下游客户传导所致；宠物零食毛利率 17.43%，同比下降 0.5 个百分点，主要系美元兑人民币汇率下降所致。

图表 11 2021 公司产品毛利占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

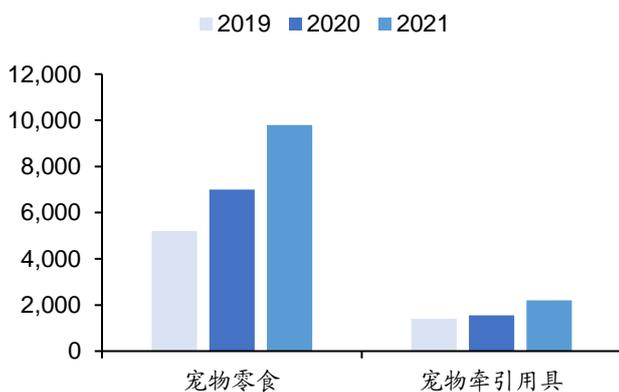
图表 12 同业公司毛利率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

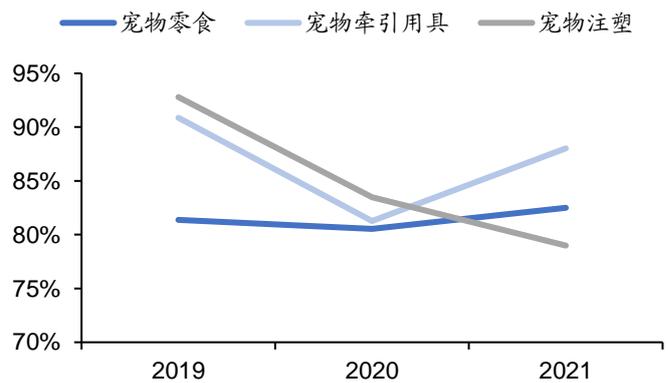
自产产能持续扩张，产能利用率较高。公司根据产品特点建立了较为完善的生产管理体系：对于品质控制流程较为复杂的宠物零食与宠物注塑玩具产品，公司以自产模式进行生产；对于生产工艺相对简单，产品品种丰富且分散的宠物牵引用具，公司采取自产与外协生产相结合的方式。2019-2021 年，公司主要产品的自产产能持续扩充，宠物零食和宠物牵引用具自产产能的年复合增长率分别达 37.3% 和 25.4%，且各品类的产能利用率始终维持较高水平，为公司业务持续快速增长奠定基础。

图表 13 2019-2021 公司主要产品产能，吨、万件



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 2019-2021 公司主要产品产能利用率，%



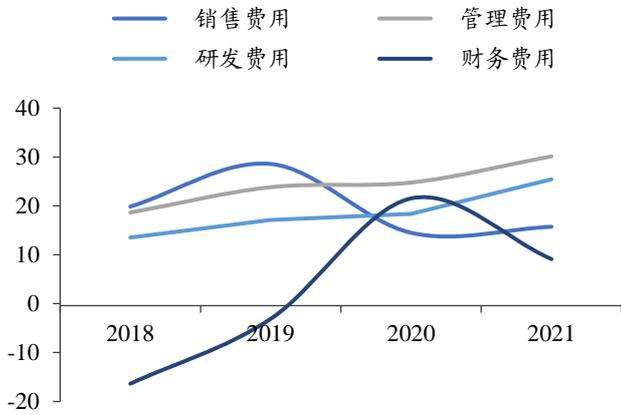
资料来源：公司公告，华安证券研究所

期间费用控制良好，费用率在可比公司中处于较低水平。2021 年，公司期间费用 8045.2 万元，期间费用率 7.5%，同比下降 5.5 个百分点，主要系公司在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，财务费用有所下降所致。

销售费用率明显低于同行业可比公司。主要原因是：一方面，公司销售以海外市场为主，所需要的业务宣传、客户开发成本较国内市场低；另一方面，公司出口产品体积较小且方便堆叠，产生的出口及物流相关费用较低；此外，公司与海外客

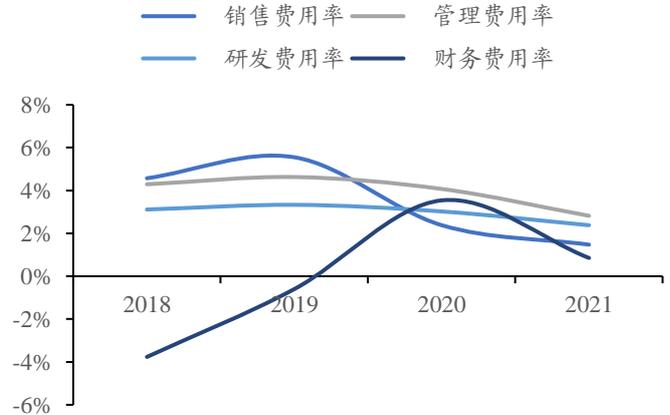
户建立了长期稳定的合作关系，客户集中度较高，持续开发和维护客户的费用也相对较低。

图表 15 2018-2021 年公司费用变化情况，百万元



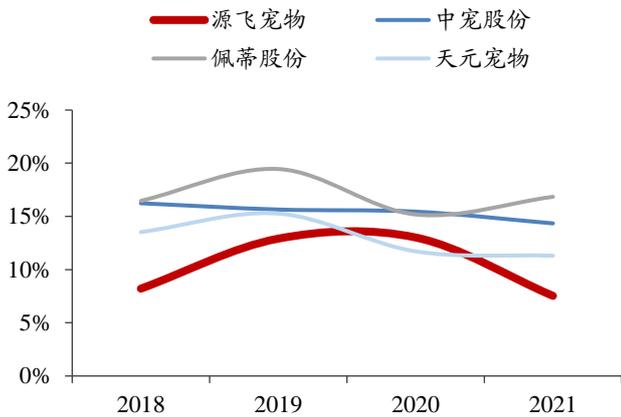
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 2018-2021 年公司费用率变化情况



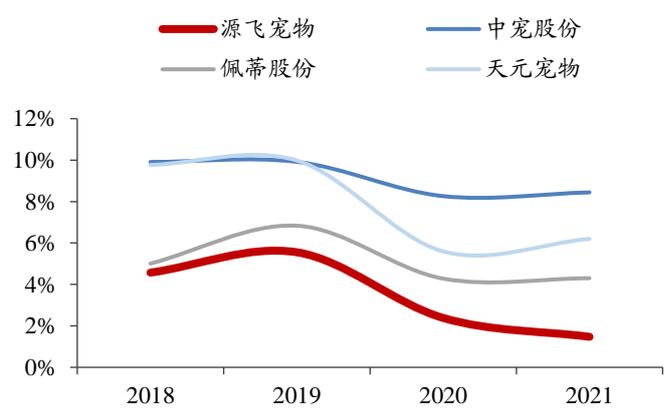
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 2018-2021 年同行业可比公司期间费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

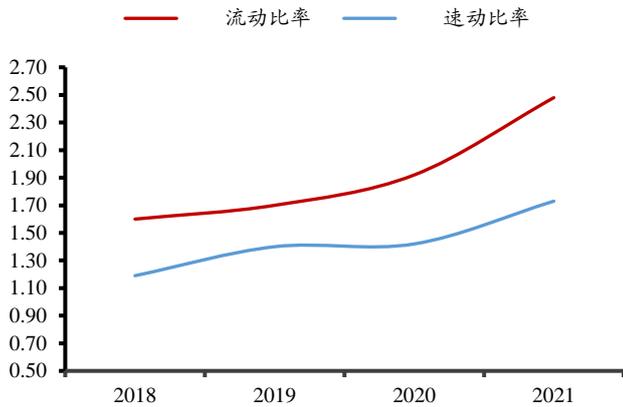
图表 18 2018-2021 年同行业可比公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

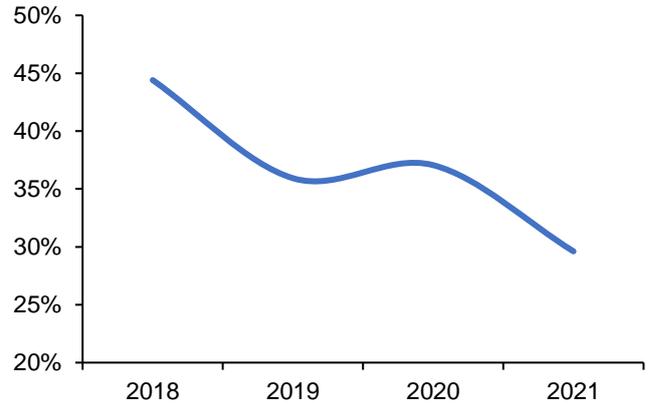
资产负债率逐年下降，公司偿债能力良好。2018-2021 年，公司流动比率分别为 1.60、1.70、1.92 和 2.48，速动比率分别为 1.19、1.40、1.42 和 1.73，整体呈现稳步上升趋势，偿债能力不断增强；公司的资产负债率从 44.4%降低至 29.6%，累计下降 14.8 个百分点，总体处于较低水平，运营风险逐渐降低，经营状况稳健。

图表 19 2018-2021 公司流动比率和速动比率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 2018-2021 年公司资产负债率情况



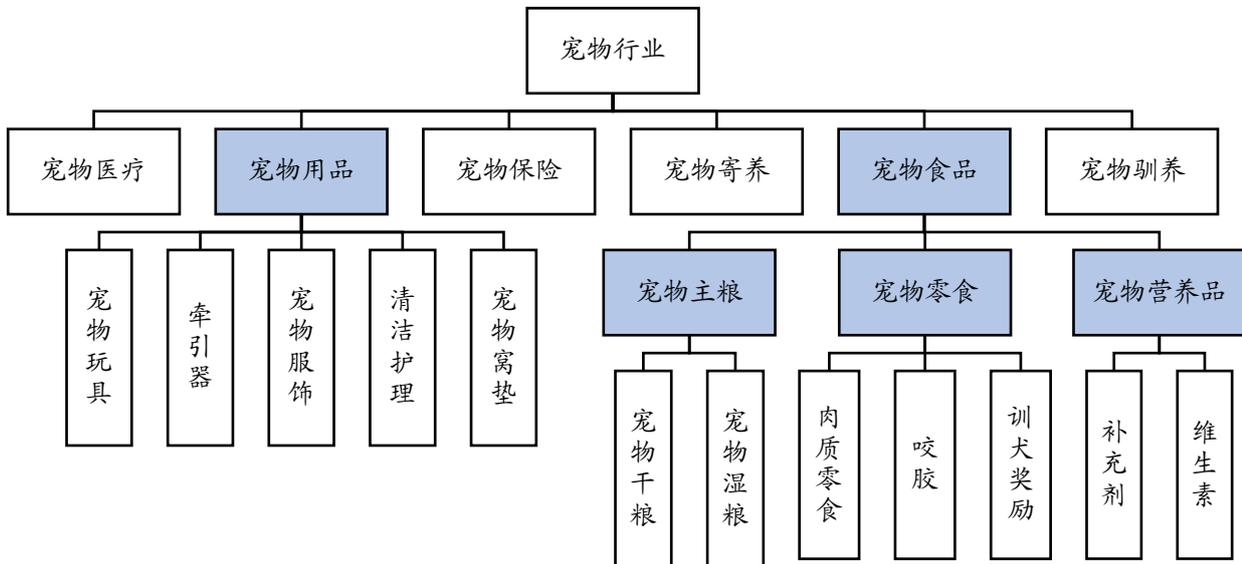
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 海外宠物市场持续发展，宠物用品潜力巨大

2.1 全球宠物市场进入平稳发展期，宠物食品集中度相对稳固

宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务逐渐完善并已经发展成为民众日常消费的重要组成部分。

图表 21 宠物行业相关产品服务体系



资料来源：源飞宠物招股说明书，华安证券研究所

近年来全球宠物市场进入平稳发展阶段，且在新冠肺炎疫情期间表现出了逆经济周期的消费韧性。根据 Euromonitor 数据，2015-2021 年，全球宠物市场规模从 1098 亿美元稳步攀升到了 1597 亿美元，年复合增长率达 6.4%；全球宠物食品市场

规模从 797.6 亿美元攀升 1149.4 亿美元，年复合增长率达 6.3%。预计 2022 年宠物行业仍将保持较快增长，全球宠物市场和宠物食品市场规模预计将攀升至 1714 亿美元和 1236.4 亿美元，分别较 2021 年增长 7.3%、7.6%。

图表 22 2015-2022 年全球宠物市场规模及增速



图表 23 2015-2022 年全球宠物食品行业规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

注：宠物市场规模仅测算宠物食品及用品

目前，全球宠物食品竞争格局中前 8 位均是美国公司。玛氏和雀巢为第一梯队的宠物食品公司，旗下产品线较全，价格带全方位覆盖高中低端，合计占据了全球 31% 的市场份额。

2021 年，全球第一大“狗粮”公司玛氏营业收入达 190 亿美元，全球宠物食品销售量最大的五个品牌中，有三个属于玛氏，分别是宝路、伟嘉、皇家。雀巢普瑞纳收入 165 亿美元，旗下主要品牌包括冠能、丝倍亮、珍致、康多乐等。玛氏和雀巢均为俄罗斯和乌克兰地区宠物食品龙头，预计 2022 年业绩增速将受到俄乌冲突的拖累。

图表 24 2021 年全球宠物食品公司竞争格局

排名	公司	国家	年收入(亿美元)
1	Mars Petcare Inc. 玛氏	美国	190
2	Nestlé Purina PetCare 雀巢普瑞纳	美国	165
3	Hill's Pet Nutrition 希尔斯	美国	33.11
4	J.M. Smucker	美国	26.94
5	General Mills 通用磨坊 (Blue Buffalo 蓝爵)	美国	17.32
6	Diamond Pet Foods	美国	15
7	Simmons Pet Food 西蒙斯	美国	10
8	Alphia	美国	8.75
9	Unicharm Corp. 尤妮佳	日本	8.29
10	Thai Union Group	泰国	8.02

资料来源：PETFOOD INDUSTRY，华安证券研究所

图表 25 2021 年全球宠物品牌竞争格局

排名	品牌	所属公司	市场份额
1	Pedigree 宝路	玛氏	4.3%
2	Royal Canin 皇家	玛氏	3.0%
3	Whiskas 伟嘉	玛氏	2.5%
4	Fancy Feast/Gourmet 珍致	雀巢	2.1%
5	Blue Buffalo 蓝爵	通用磨坊	2.0%
6	Hill's Science Diet 希尔斯	高露洁	2.0%
7	Friskies 喜跃	雀巢	1.8%
8	ONE	雀巢	1.5%
9	Pro Plan 冠能	雀巢	1.4%
10	Hill's Prescription Diet 希尔斯	高露洁	1.2%

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

2.2 全球宠物用品市场相对分散, 行业竞争激烈

宠物用品行业是宠物行业的重要组成部分, 根据 Euromonitor 数据, 2015-2021 年, 全球宠物用品市场规模从 303.4 亿美元增长至 447.6 亿美元, 年复合增长率达 6.7%, 其中美国是全球最大的宠物用品市场, 2021 年市场规模达 213.95 亿美元, 占全球宠物用品市场规模的 48.0%。

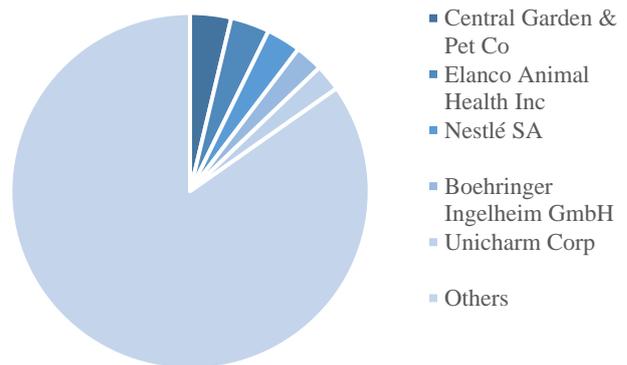
相较于宠物食品市场, 宠物用品市场存在集中度相对较低、细分品类较多、行业竞争激烈等特点。2021 年全球宠物用品市场 CR5 仅为 15.2%, 且企业市占率均低于 4%。

图表 26 2015-2022 年全球宠物用品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 27 全球宠物食品行业 CR5



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

2.3 海外宠物市场在疫情下表现出较强消费韧性

美国是全球最大的宠物饲养和消费国。根据美国宠物行业协会 (APPA) 2021-2022 年全国宠物主人调查数据显示, 全美有 70% 的家庭饲养宠物, 饲养宠物猫、狗的美国家庭数量分别达到了 4530 万和 6900 万户, 形成了庞大的宠物数量和稳定的市场需求。近年来, 年轻人逐渐成为饲养宠物的主力人群, 千禧世代和 Z

时代的美国宠物主占比合计达到了 46%。

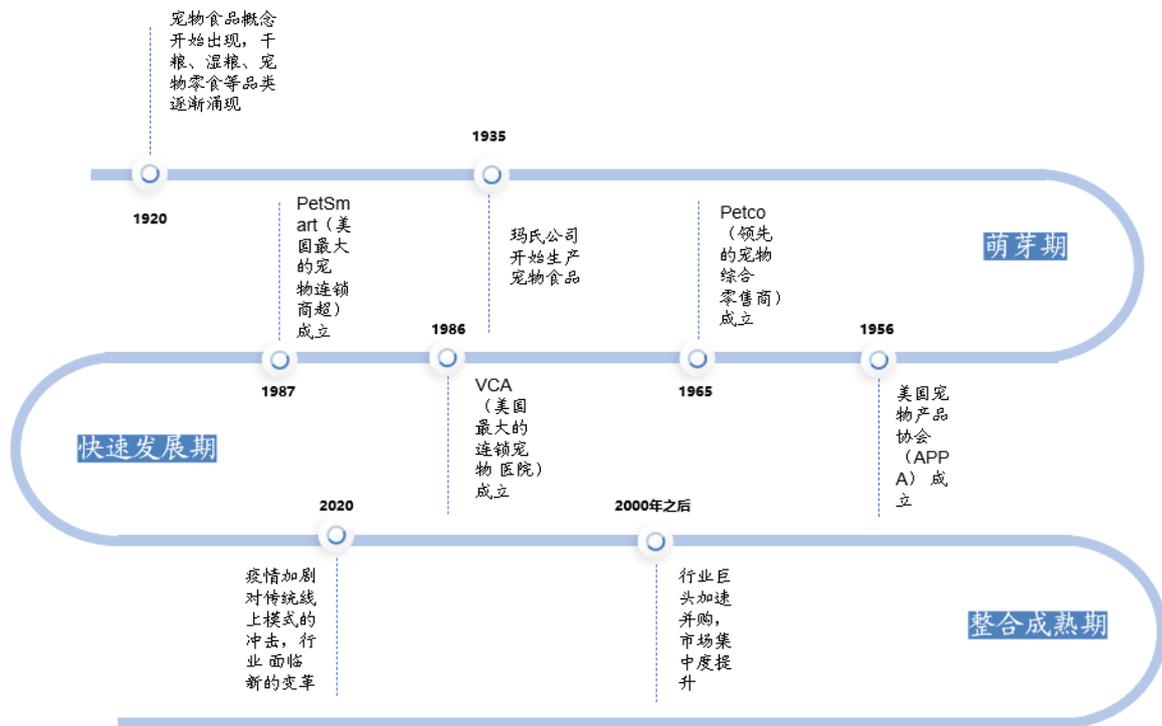
美国宠物行业发展较早，可大致分为三个阶段：

1、1956 年以前，行业萌芽期。专门为宠物准备的宠物食品概念开始出现，干粮、湿粮、宠物零食等品类逐渐涌现，玛氏公司从 1935 年开始生产宠物食品；

2、1956-2000 年，行业快速发展期。1956 年美国宠物行业协会成立，宠物数量开始迅速增加，传统宠物店应运而生。工业化宠物产业已具备一定规模，多个宠物行业龙头公司在此期间诞生，竞争十分激烈；

3、2000 年至今，行业整合成熟期。美国宠物行业市场集中度提升，龙头公司加速并购整合，进一步完成服务升级和全产业链布局。超市和连锁店纷纷参与竞争，宠物零售店数量逐年减少，大型连锁成为发展趋势。同时，随着近年来线上经济的兴起，传统的线下模式受到一定冲击，行业面临新的变革。

图表 28 美国宠物市场发展阶段



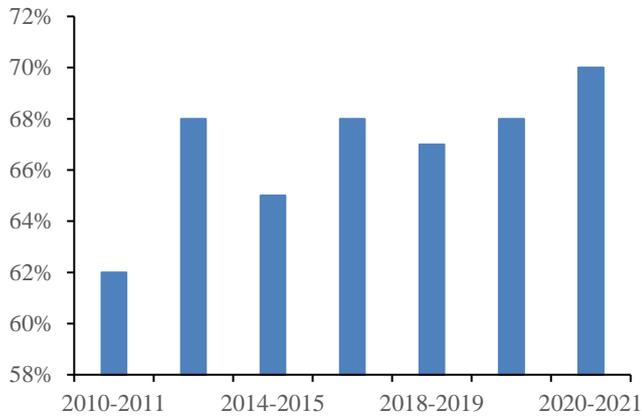
资料来源：前沿产业研究院，APPA，华安证券研究所

在疫情导致大多数消费行业萎靡的情况下，宠物行业在美国保持着强劲的抗衰退特性与增长势头。2021 年美国宠物市场规模达 1236 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 12.2%。其中，美国宠物食品市场规模达 500 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 11.5%。2021 年宠物食品消费占总养宠开支的 40.5%，仍为养宠最大开支，宠物食品的品质升级、宠物零食种类的不断丰富是驱动其细分赛道成长的重要因素。

根据 APPA 疫情调研报告显示，疫情期间美国宠物的饲养和支出达到新高，有 83% 受访者表示并没有因为新冠疫情改变宠物饲养方式，同时有 74% 的养宠者认为宠物有助于减轻疫情所带来的压力，增加幸福。Packaged Facts 调查数据显示，2020 年家中有 18 岁以下子女的美国家庭，有 12% 因为疫情而专门养了宠物，宠物拥有

量的上升提高了宠物行业所有品类产品的市场规模。另外，疫情期间美国失业救济金与疫情补贴的发放也对宠物行业的消费产生一定推动作用。

图表 29 2010-2021 年美国家庭宠物渗透率，%



资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 30 2016-2021 年美国宠物市场规模，亿美元，%



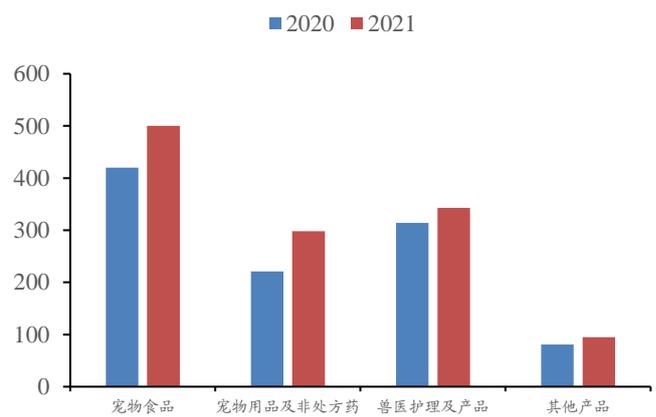
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 31 16-21 年美国宠物食品市场规模，亿美元，%



资料来源：APPA，华安证券研究所

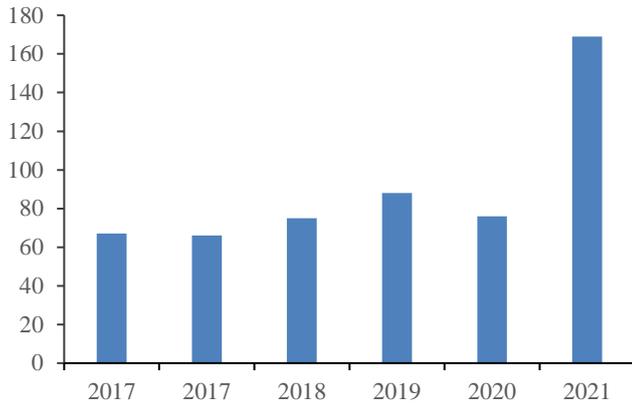
图表 32 2020-2021 年美国宠物消费变化，亿美元



资料来源：APPA，华安证券研究所

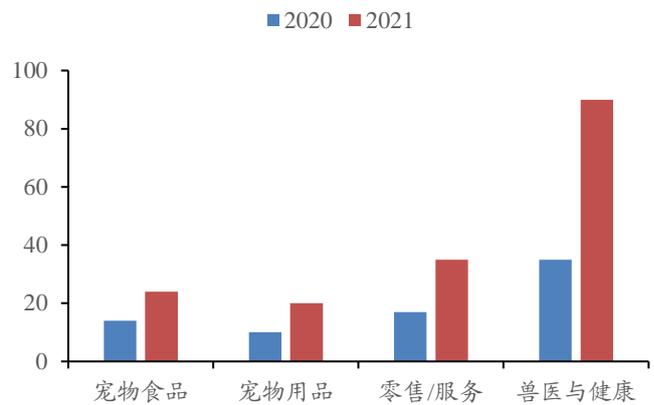
宠物行业的发展持续受到资本市场的关注，越来越多的上市公司通过收购、并购等途径进军宠物市场。2021 年宠物行业并购从 76 宗增加到 169 宗，同比提升 122.4%，其中，兽医和宠物健康方面的快速整合最为显著，并购数量同比上升 157.1%；宠物食品方面的并购从 14 宗增长至 24 宗，同比上升 71.4%；宠物用品方面的并购从 10 宗增长至 20 宗，同比增长 100%。ADM、Health&Happiness Group 等大型上市公司均通过收购成熟的宠物食品品牌布局宠物市场。

图表 33 2016-2021 宠物行业并购数量，宗



资料来源: Capital IQ、FactSet、华安证券研究所

图表 34 2020-2021 宠物行业并购分类



资料来源: Capital IQ、FactSet、华安证券研究所

2.4 宠物产品向多样化、高端化方向发展

宠物人性化趋势逐渐成为美国宠物行业发展的重要驱动力。新冠肺炎疫情期间，随着陪伴宠物的时间增加，越来越多的宠物主将宠物视为家人，消费者对于天然、健康的宠物食品以及对高端宠物营养品的需求愈发旺盛。宠物人性化的趋势也进一步刺激了宠物食品多样化与零食主粮化，越来越多的宠物食品品牌商开始为宠物开发更加健康，更加类似于人类食品的多样化产品。

图表 35 宠物人性化趋势推动了宠物食品多样化发展

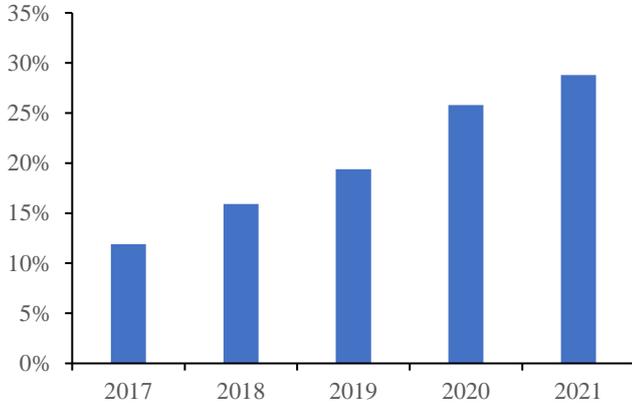
品牌产品	国家	推出时间	产品展示	特色
顽皮鲜盒	中国	2020		适应零食主粮化趋势，切入主食湿粮新品类，可代替宠物干粮长期食用。
Trixie 狗狗华夫饼	德国	2021		拟人化宠物零食，无麦麸鸡肉制品，使宠物可以同家人一起享受小吃。
Selective Naturals 浆果环	英国	2021		纯天然高端宠物零食，用蔓越莓干代替添加糖，为小型宠物补充营养以及纤维。
小鲜粮 宠物粽子	中国	2014		高品质拟人化宠物零食，食品级真空包装，与宠物一同享受节日气氛。

资料来源: 各品牌官网、微信公众号、华安证券研究所

电子商务的加速发展推动了消费者在线购物习惯的形成，2017-2021 年，美国

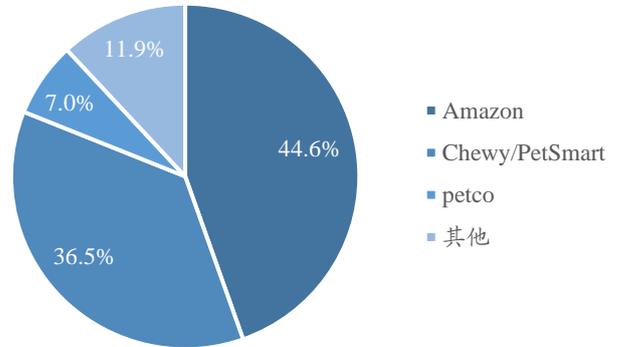
宠物行业在电商渠道的销售占比从 11.9% 提升至 28.8%，累计增加了 16.9 个百分点。宠物行业的品牌商开始越来越多地使用“大数据”和算法来分析和满足消费者的需求，提供更加个性化、更加便捷的在线服务。

图表 36 2017-2021 年美国宠物电商渠道占比



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

图表 37 2021 年在线宠物电商平台竞争格局



资料来源：IBIS World、华安证券研究所

3 国内宠物消费市场持续增长，城镇增速回暖

3.1 我国宠物市场进入快速发展期，食品消费占比超 5 成

随着我国社会经济发展和社会化进程加速，民众物质生活不断改善，社会老龄化、独生子女家庭普及及客观因素的突出，使得民众开始寻求情感与精神的慰藉与寄托，而宠物具备缓解人类压力、不向人类主动提出诉求等特点，逐步得到大众的青睐。

对比海外宠物百年历史，中国宠物行业至今仅有 30 余年历史，行业发展受政策影响从严到宽，1990s 至今可分为三个阶段：

第一阶段，1990-1999 年，政策从禁养到限养，宠物行业逐渐兴起，玛氏在中国建立起国内第一家宠物食品厂；

第二阶段，2000-2009 年，养宠政策放宽，宠物产品销售渠道日渐多元；

第三阶段，2010 年至今，萌宠经济受资本关注度持续升温，宠物消费各细分领域与场景日益精细化。

图表 38 国内宠物消费市场发展历程

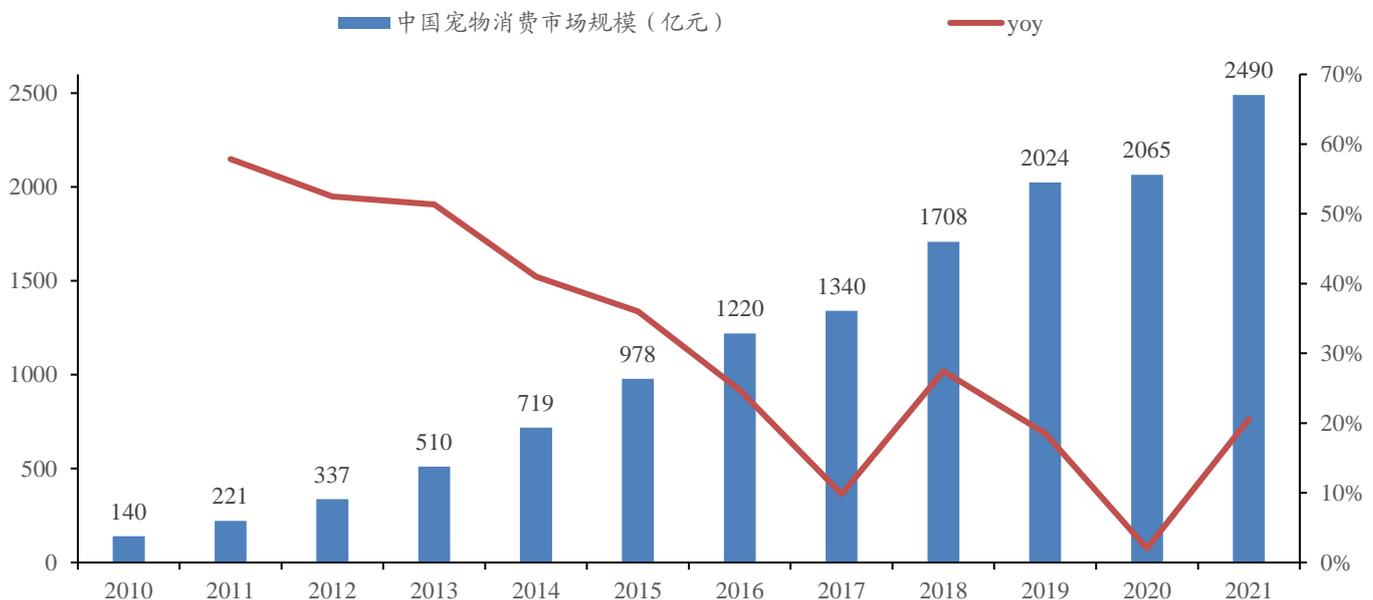
时间	1990-1999 年	2000-2009 年	2010-至今	
人均 GDP (元)	1,663-7229	7,942-26,180	30,808-70,892	
65 周岁以上人口数量(万)	7606.6	10018.2	14835.4	
65 岁及以上人口占比	6.31%	7.7%	10.72%	
结婚率	7.75%	7.04%	8.72%	
离婚率	0.84%	1.32%	2.73%	
城镇化率	26.4%-34.8%	36.2%-39.4%	50%-60.6%	
恩格尔系数	城镇	42.1%-54.2%	36.5%-39.4%	27.6%-35.7%
	农村	52.6%-58.8%	41.0%-49.1%	30.0%-41.1%

供给端	国内宠物产品消费以国外品牌为主；专业的宠物医院开始出现	宠物消费仍以国外品牌为主；国内宠物食品/用品企业以代工贴牌模式为主，为国外品牌代工	国内宠物市场逐渐发展，以及受外贸出口下滑影响，代工企业不断拓展国内市场及自有品牌；生产技术的成熟推动新兴品牌崛起
渠道端	以花鸟鱼虫/农贸市场等小摊位为主	随着城市规划的发展，花鸟鱼虫/农贸市场逐渐向郊区迁移；专业宠物店逐渐发展成型；随着电商的崛起，线上销售渠道开始发展	线上零售份额不断提升，宠物垂直电商平台出现；线下专业宠物店数量不断增加；线上线下多渠道发展，并呈现全渠道融合趋势
消费端	养宠人群不断增加，养宠的消费观念和习惯发生改变，对宠物倾注越来越多的情感；对产品的需求除了功能性需求，产品的颜值、理念等功能之外的属性也成为重要的选择依据；消费者对宠物生活质量不断周昂是，从基本的食品需求到美容保健、培训、摄影、殡葬等服务类目的不断扩展和延伸，对宠物的情感和物质投入越来越多。		

资料来源：国家统计局、APA 亚宠会，华安证券研究所

2010-2021 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2490 亿元，年复合增长率高达 29.9%。2020 年，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市，宠物消费市场规模增长放缓至 2%；2021 年，随着国内疫情防控形势的逐渐好转，城镇宠物消费市场增速恢复至疫情前水平，同比增长 21.2%。其中，犬经济实现快速反弹，增速同比提升了 18.6 个百分点，猫经济继续平稳增长，增速同比提升 6.6 个百分点。

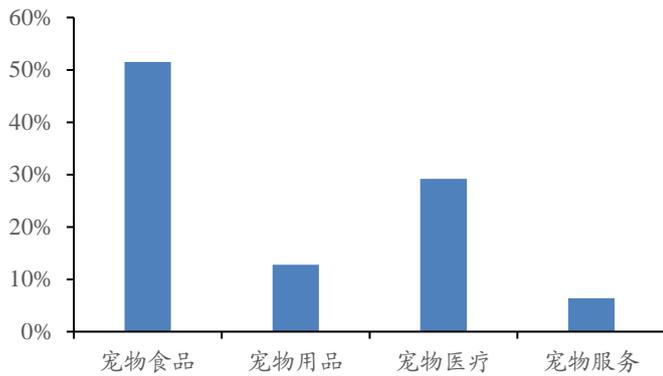
图表 39 2010-2021 年中国宠物消费市场规模及增长情况



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

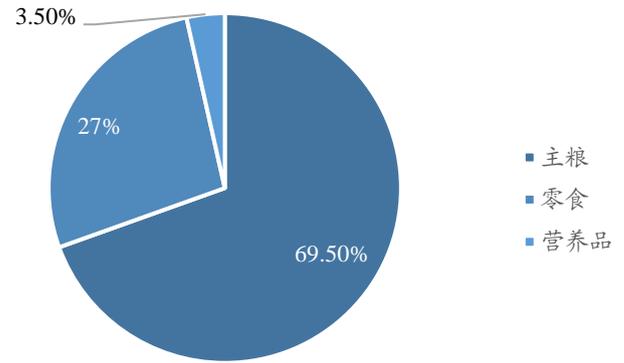
宠物消费支出占比由高到低依次为宠物食品 51.5%、宠物医疗 29.2%、宠物用品 12.8%、宠物洗美 4.4%、宠物训练 0.8%、宠物寄养 0.6%、宠物保险 0.6%；从宠物消费结构看，宠物食品消费占比下降了 3.2 个百分点，但仍是最大的养宠支出，主粮、零食、营养品消费支出分别占宠物食品消费的 69.5%、27%和 3.5%。

图表 40 2021 年宠物消费结构，%



资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

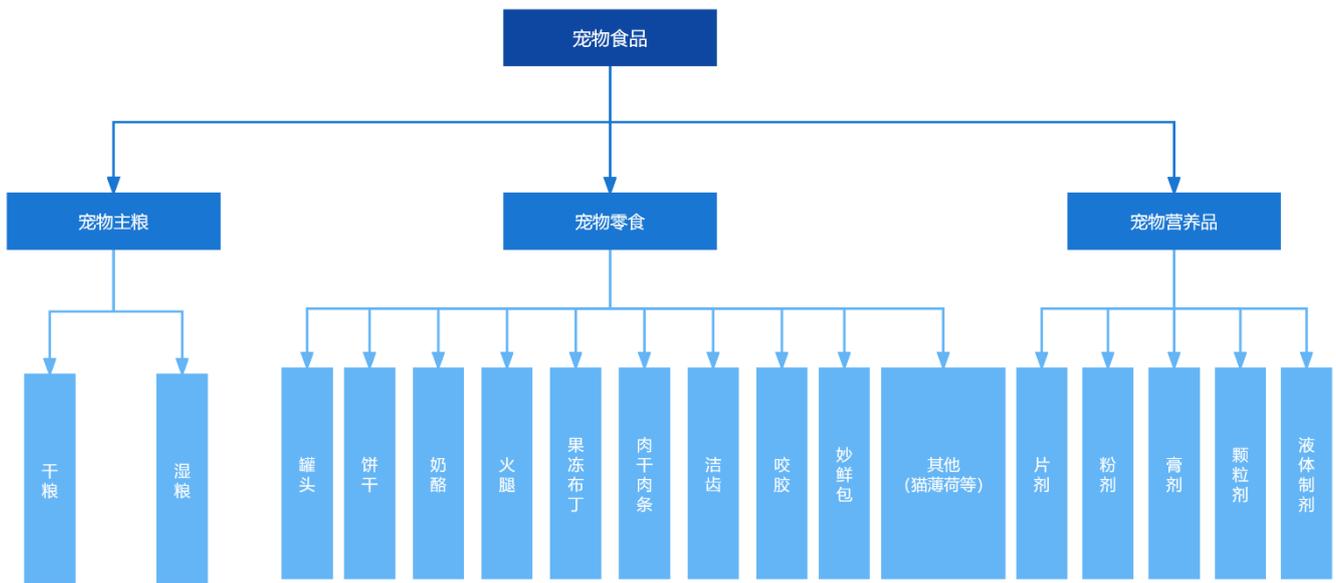
图表 41 2021 年宠物食品消费结构图，%



资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

消费者对于宠物食品的多样化要求刺激了中高端需求。目前我国宠物食品分类持续细化，宠物主对宠物湿粮、营养零食以及营养补充剂的认知度不断提升，越来越多的宠物食品品类逐渐走进了消费者视线。

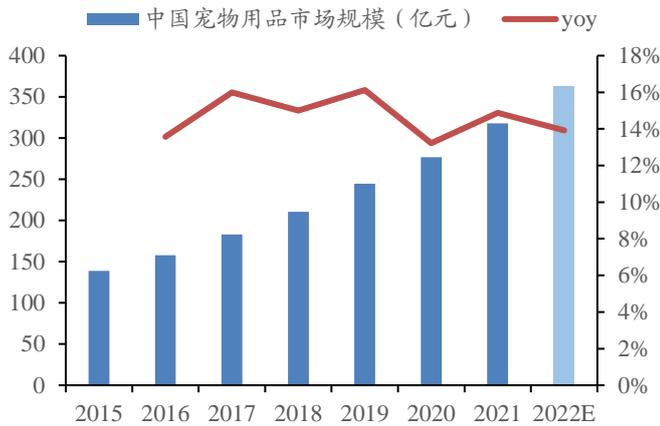
图表 42 我国宠物食品分类不断细化



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

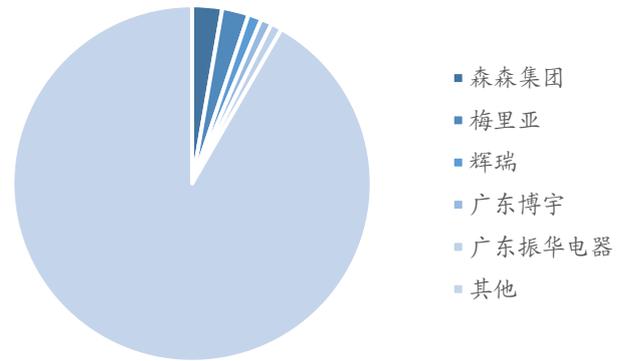
我国宠物用品市场处于初期发展阶段，市场集中度较低且自主品牌建设方面较为薄弱。2015-2021 年，我国宠物用品市场从 140.0 亿元增长 318.0 亿元，年复合增长率达 14.7%。受行业技术壁垒较低、产品品类分散以及企业竞争压力较大等因素的影响，我国宠物用品企业目前仍以出口代工为主要业务，2021 年国内宠物用品市场 CR5 仅为 8.3%，且企业市占率均低于 3%，暂无明显优势的自主品牌。

图表 43 2015-2022 年中国宠物用品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

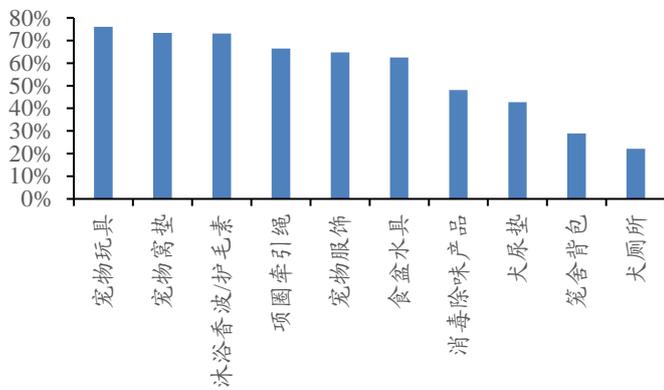
图表 44 中国宠物用品行业 CR5



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

根据《2021 年中国宠物用品行业白皮书》数据显示,我国宠物犬用品渗透率前五位的品类分别为宠物玩具、宠物窝垫、浴液香波、项圈牵引绳、宠物服饰,其中一线城市养宠户更加注重宠物生活品质,宠物玩具和服饰的渗透率高于平均水平;三线及以下城市牵引绳产品渗透率明显低于平均水平,随着《中华人民共和国动物防疫法》的实施以及科学养宠意识的不断普及,牵引绳产品市场有望持续扩大。

图表 45 2021 年宠物犬用品渗透率情况



资料来源: 2021 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 46 不同城市线宠物犬用品渗透率 top5

排名	一线城市	二线城市	三线城市
1	78.5% 宠物玩具	75.6% 宠物窝垫	77.0% 沐浴香波
2	72.6% 宠物窝垫	74.1% 沐浴香波	76.4% 宠物玩具
3	68.9% 沐浴香波	73.7% 宠物玩具	70.1% 宠物窝垫
4	68.1% 宠物服饰	66.8% 项圈牵引绳	64.9% 项圈牵引绳
5	67.1% 项圈牵引绳	64.1% 宠物服饰	60.9% 食盆水具

资料来源: 2021 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

3.2 猫经济快速崛起, 宠物行业有望量价齐升

2021 年国内宠物猫数量首次超过宠物犬, 成为饲养最多的宠物, 猫经济有望快速发展。对比 2017 年日本宠物猫饲养数量超过宠物犬, 我们认为宠物猫饲养数量的强势提升主要原因在于:

1、人口老龄化程度加深, 越来越多的老年人表现出较低的养犬意愿。宠物狗需要更多照顾, 除了每天户外散步之外, 还需要定时接种疫苗, 这对老年人带来较大负担。

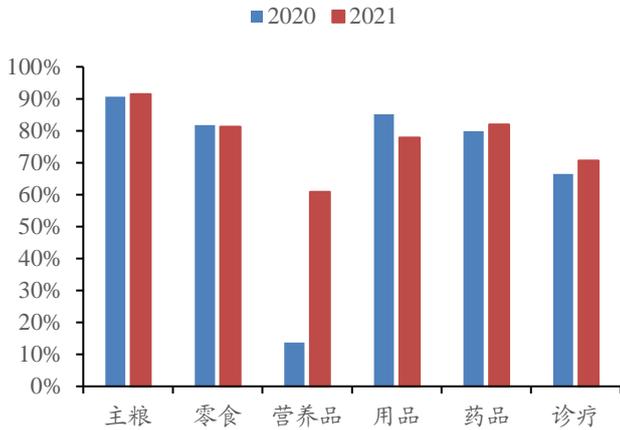
2、宠物猫饲养成本较低。2021 年单只宠物狗年均消费 2634 元, 同比增长 16.5%, 单只宠物猫年均消费 1826 元, 同比增长 0.3%, 宠物犬年均消费明显高于宠物猫,

且差距较 2020 年有所加大。

3、宠物猫体型较小，对活动空间要求较低，更加切合城镇住房以及单身人群的养宠需求。

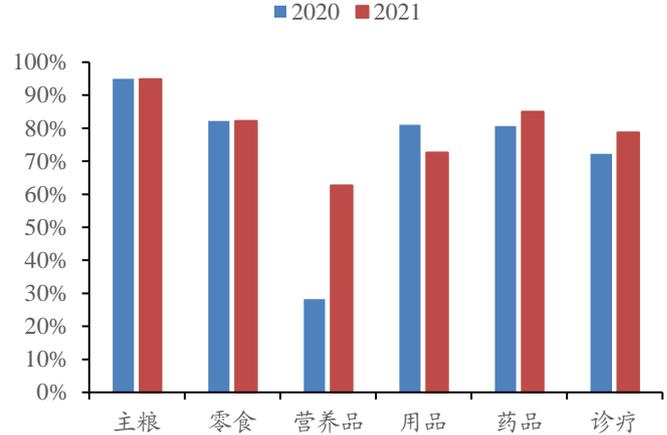
4、新冠肺炎疫情影响了潜在养狗人群入市，对比之下宠物猫更适合疫情期间长期居家的生活方式。

图表 47 2020-2021 年中国宠物犬消费渗透率变化



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 48 2020-2021 年中国宠物猫消费渗透率变化



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

从中长期维度看，中国宠物渗透率、宠物犬猫年均支出均远低于主要养宠国，宠物消费市场增长潜力巨大。中国宠物渗透率为 22%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 70%、69%、62%和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.038 只、0.041 只，中国单只宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 376.3 美元和 260.9 美元，均低于主要养宠国。

中国养宠消费支出结构与美国养宠消费结构存在较大差别。美国养宠消费结构中宠物医疗占比最高，宠物猫、狗医疗支出均超过消费支出的 40%，主要包括定期检查与外科兽医出诊费用，以外科兽医出诊费用为主，宠物食品在美国宠物猫、狗消费结构中的比例分别为 41.4%、30.3%。相比之下中国养宠消费结构中宠物食品支出更为突出，宠物猫、狗食品支出占比分别达到 53.9%、50%；宠物医疗占比相对较小，仍有较大提升空间。

图表 49 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表

	美国	英国	澳洲	日本	中国
猫犬数量 (万只)	17300	2470	1120	1606	11235
犬数量 (万只)	9700	1250	630	711	5429
猫数量 (万只)	7600	1220	490	895	5806
宠物渗透率 (%)	70%	62%	69%	38%	22%
人均猫数量 (只)	0.23	0.18	0.19	0.07	0.041
人均犬数量 (只)	0.30	0.19	0.25	0.06	0.038
人均宠物护理支出 (美元)	162	93	-	42	7
宠物犬年消费支出 (美元)	1480	2438	2296	3039.3	376.3
食物	287	390	1318	579	128.7

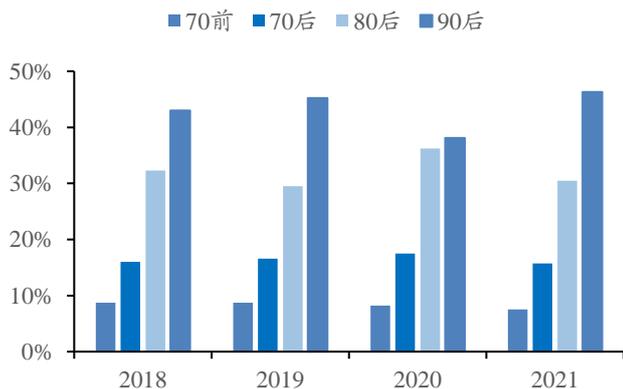
零食	81	-	-		53.1
维生素	81	110.5	438	135.2	6.4
医疗护理	700	-	291.5	809.9	112.1
寄养	228	-	158	44	3
宠物猫年支出(美元)	902	2063	1470.9	1489	260.9
食物	254	-	1058.9	464.4	99.4
零食	72	-	-		35.7
维生素	47	-	508.5	38.9	5.5
医疗护理	379	-	252.5	423.7	74.6
寄养	78	-	97.9	9.4	0.8

资料来源: APAA, Anicom Insurance, RSBCA, Groomarts academy, Statista, PetKeen, 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

我国养宠主力年轻化与消费升级带动了宠物产品高端化。《2021 宠物行业白皮书》显示, 目前我国 62.6%的宠物主拥有大学本科以上的学历, 同时平均月收入在 1 万元以上的宠物主占比增加了 4.8 个百分点, 高学历、高收入以及年轻的宠物主占比持续提升, 90 后已经成为了养宠主力, 宠物消费支出也明显高于其他阶段人群。

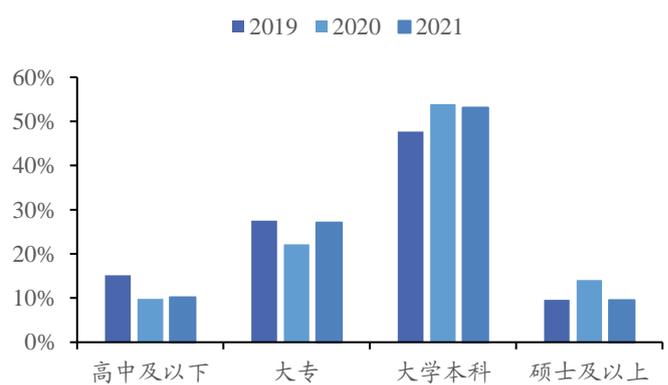
宠物经济是年轻人的“孤独生意”, 日益年轻化的消费群体不断推动着宠物行业走向繁荣。据调查显示, 超 6 成的受访者会视宠物为自己的家庭成员, 85%的受访者愿意为宠物购买原料更优质、价格更高的宠物食品。根据第七次人口普查数据, 我国人口年龄结构变化呈现中间落、两头升的趋势, 老龄化加剧, Z 世代成为消费主力, 无论是文化娱乐还是实体商品, 年轻人花在能满足他们精神领域的消费比例越来越高。年轻化的消费者情感消费趋势明显, 对新鲜事物接受度更高, 除了关注品牌外, 对于宠物食品的质量、营养、安全性以及宠物喜爱程度等要素更加关注, 这些养宠观念和消费观念对于宠物食品的细分化、高端化、健康化提出更多要求。

图表 50 2018-2021 年我国宠物主年龄分布, %



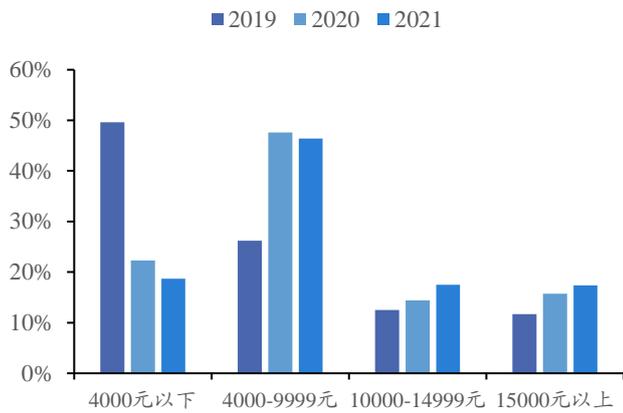
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 51 2019-2021 年我国宠物主学历分布, %



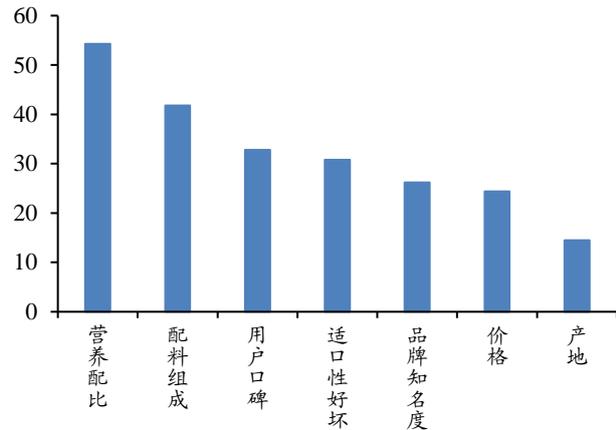
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 52 2020-2021 年我国宠物主收入分布, %



资料来源: 2021 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

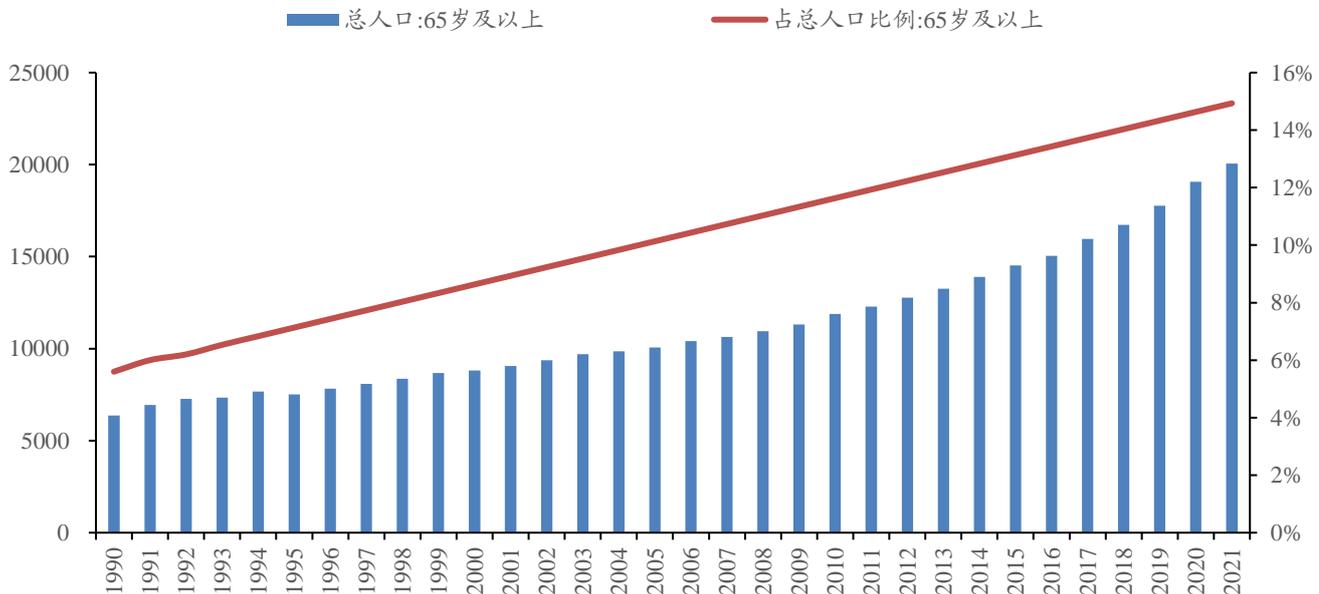
图表 53 宠物食品消费决策因素占比, %



资料来源: 2021 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

伴随老龄化程度加深, 未来老年人养宠有望成为国内市场新的驱动因素。对比日本宠物发展历史来看, 养宠的潮流是从陪伴的需求开始的, 养宠的主要人群经历了从中青年到老年的转变, 现阶段我国年轻人饲养宠物的比例远大于老年人, 但随着人口老龄化以及生育率的降低, 人们把宠物当作家庭成员的情感需求越来越强烈, 越来越多的家庭将会选择饲养宠物, 未来我国老年人饲养宠物的比例有望继续上升, 带动宠物市场持续增长。

图表 54 我国人口老龄化程度不断加剧



资料来源: wind, 华安证券研究所

4 优质产品+全球化产销, 助推国产宠物用品出海

4.1 产品矩阵丰富, 优质产品持续更新

公司以宠物食品和用品贴牌出口作为海外业务的主要切入点，构建了以宠物牵引用具、宠物注塑玩具和宠物零食（咬胶）为核心的产品矩阵，通过设计多样化产品满足目标客户市场需求。宠物牵引用具产品主要包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等，公司根据主要材质和市场需求打造了印花款、尼龙反光款、真皮款、户外款等多个产品系列以满足客户不同的细分需求；宠物零食方面，公司产品以打结骨、压骨、洁齿骨等咬胶类产品为主；公司宠物注塑玩具主要包括组合玩具、骨头、水果蔬菜等系列玩具，产品品种和款式丰富，定制化程度较高。

图表 55 公司宠物牵引用具产品布局

款式	牵引绳	项圈	胸腰带
基本尼龙款			
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			

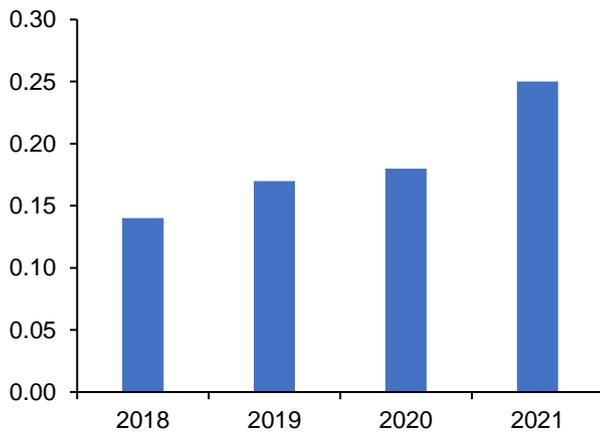
资料来源：公司公告，华安证券研究所

全流程产品质量控制，完善产品生产体系。公司通过设立品质管理部规划实施质量管理方案，质控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。针对牵引用具产品自主与外协相结合生产方式，公司建立了完整的外协生产管理体系，对产成品执行严格的抽检制度，检测合格后方可发货。

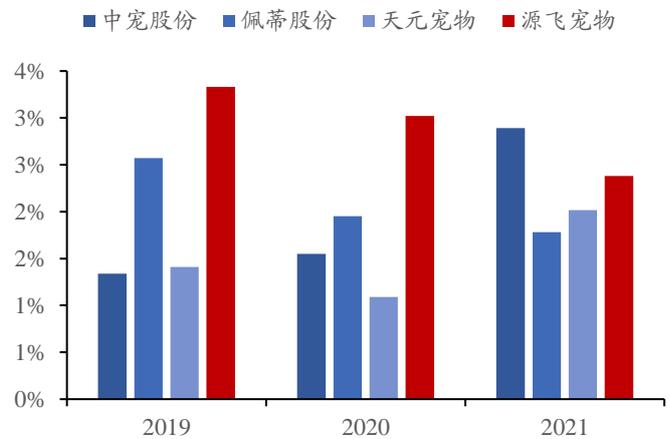
研发费用持续投入，注重技术研究和产品设计开发。公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，不断加大对产品研发项目的投入，借助自主研发优化产品结构，快速响应客户的产品需求。在宠物食品领域，公司不断丰富咬胶产品品类研发，打造差异化竞争优势；在宠物用品领域，公司一方面不断完善宠物用品尤其狗的生活用品的全覆盖能力，另一方面持续研发改良新品，紧跟潮流，继续提升宠物牵引用具领域的优势地位。2021年公司研发费用达2544万元，同比增长38.3%，研发费用率达2.4%，在可比公司中处于领先水平。

图表 56 2018-2021 年公司研发费用，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 57 2019-2021 年可比公司研发费用率对比，%



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 58 源飞宠物研发项目

序号	研发项目名称	研发目标与内容	研发所处阶段	研发方式
1	基于狗体工程学的宠物狗鞍具研发	本鞍具在对彭布罗克威尔士犬群狗体工程学数据收集的基础上研发，融入公司自主研发的衬垫结构，对不同体型同种犬群予以符合其特有身体特征的贴切设计，大大增强了宠物狗佩戴的透气性和舒适性	开发中	自主研发
2	抗菌再生聚酯宠物牵引绳的研发	将经过特殊制备方法得到改性并在活性氯溶液中进行浸泡处理、水洗、干燥的再生聚酯纤维制作而成的纱线，编制成圆绳，再采用这种新型材料制成具有抗菌性能的牵引绳	开发中	自主研发
3	高硬度干硬骨膨化挤出工艺的研发	含玉米、小麦、花生蛋白的淀粉+适口性肉类夹心，源飞自主研发的膨胀挤出核心机器装置，熟化工艺改良，硬度高，耐磨牙	开发中	自主研发

4	高适口性宠物夹心零食的研发	玩具与畜皮夹心食品，改进后的模具工艺可适应多种高适口性食物的夹心创意	开发中	自主研发
5	软质膨化宠物零食的研发	营养成分和制作工艺专门针对老幼犬研发，主要原料淀粉，膨化工艺，食品特征：松软	开发中	自主研发
6	高阻燃性宠物胸背带的研发	采用阻燃面料制成的宠物胸背带，可以避免火焰对猫、狗身体造成的伤害	开发中	自主研发
7	透气抗菌宠物服饰的研发	采用的面料涤纶和锦纶各占 50%的比例，面料的特点是柔软、与宠物身体表面的亲和性好、轻薄、透气、速干，通过后处理可以抗紫外线、抗菌	开发中	自主研发

资料来源：公司公告，华安证券研究所

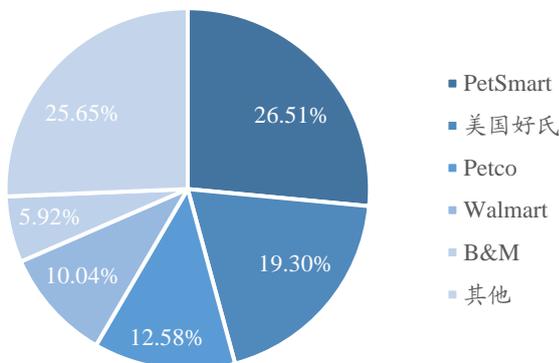
公司目前拥有国内专利技术 58 项，国外专利技术 4 项，随着未来研发中心建设项目和在智能宠物产品市场的布局逐步开展，公司的研发能力和自主创新能力有望得到进一步提升。

4.2 深度合作核心客户，企业管理不断优化

凭借高品质产品以及稳定的供应链体系，公司与海外宠物市场主要销售企业均建立了良好的合作关系。主要客户包括宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、英国最大的宠物连锁超市 Pets at Home 以及 B&M、Walmart、Target 等国际大型连锁零售商，2019-2021 年，公司向前五名客户的销售金额分别占主营业务收入 62.7%、67.1%和 74.3%，客户集中度相对较高。

公司同现有海外优质客户建立了长期稳定的合作关系，客户粘性较高。国际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，会通过严格、复杂的资质认定标准对供应商进行认证，认证流程长且成本较高，故一经认证合格，双方通常会保持长期稳定的合作关系。

图表 59 2021 年公司前五大客户业务占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

注：美国好氏为公司子公司柬埔寨爱淘少数股东中宠股份的子公司

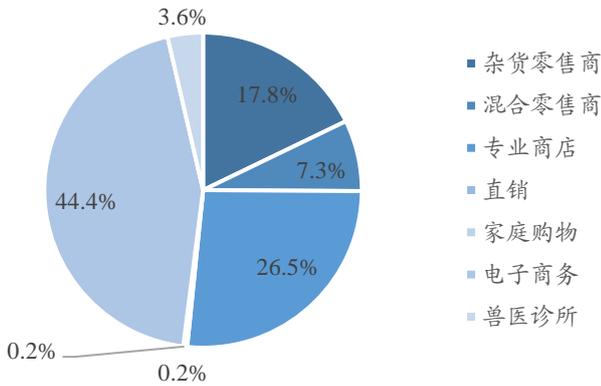
图表 60 公司海外部分知名客户

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：招股说明书，华安证券研究所

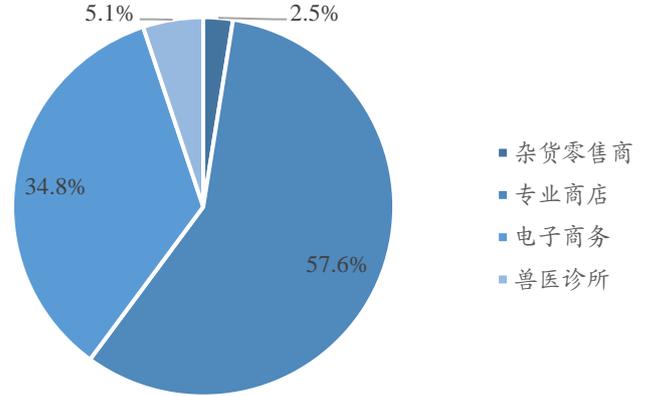
在客户拓展方面，公司在线下渠道通过参加国内外知名展会、老客户推荐等方式进行客户开拓，深度挖掘国内外大型综合超市和宠物用品零售商等优质客户，并适当推进自有品牌进入超市；公司在线上渠道以现有电商业务为基础，持续建设和增加线上运营渠道和运营店面数量，通过精细化用户运营的方式激发消费需求并驱动决策，加强对线上社交生态的重视程度，综合提升公司的市场占有率。

图表 61 2021 年美国宠物用品渠道分布，%



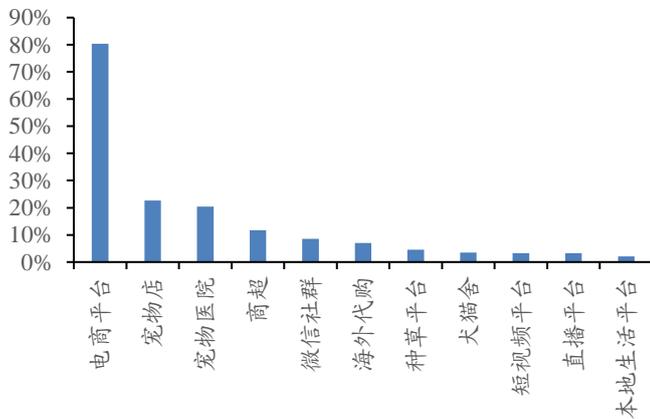
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 62 2021 年中国宠物用品渠道分布，%



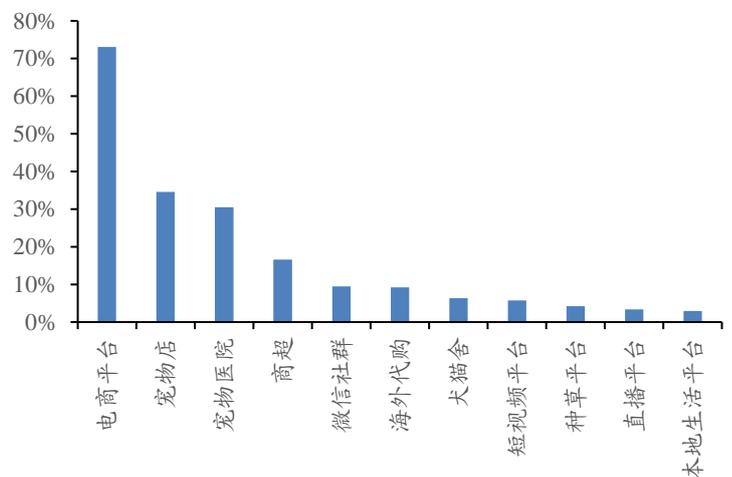
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 63 2021 年我国宠物用品购买渠道偏好，%



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 64 2021 年我国宠物零食购买渠道偏好，%



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

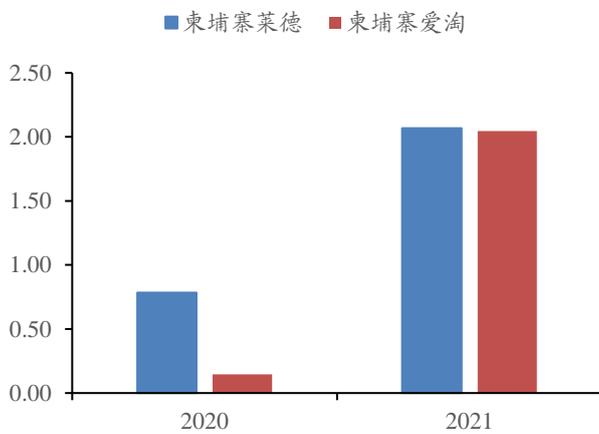
在市场布局方面，公司一方面将持续巩固外销市场的优势地位，在以美国、欧洲市场为外重点的基础上进一步拓展日本、澳洲和南美等市场；另一方面，随着国内宠物市场的快速发展，公司也将逐渐加大内销的力度和层级，线上、线下双渠道共同发力，实现内外销并重的局面。

4.3 研产销全球化布局，有效规避贸易摩擦

全球化产能布局，积极应对国际贸易摩擦。公司在浙江平阳县和柬埔寨设立了生产加工基地。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，具有较为明显的原材料和生产成本优势；柬埔寨具有交通便利、劳动力资源丰富且劳动成本较低的特点，同时由于目前柬埔寨生产无需加征关税，能够有效应对国际贸易摩擦风险，有利于公司在国际市场形成稳定的产能和良好的交付能力。

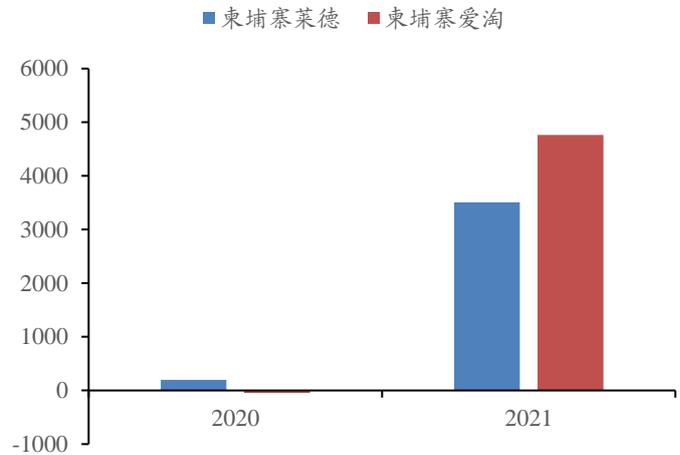
海外生产基地营收持续增长。随着 2020 年柬埔寨爱淘和柬埔寨莱德工厂的投产使用，公司产能持续释放，2021 年柬埔寨爱淘、柬埔寨莱德分别实现营业收入 2.07 亿元和 2.05 亿元，同比增长 164.0%和 1296.6%，占公司营业收入的比重分别为 19.34%与 19.14%，成为公司营收的重要增长点。

图表 65 2020-2021 柬埔寨工厂营收情况，亿元



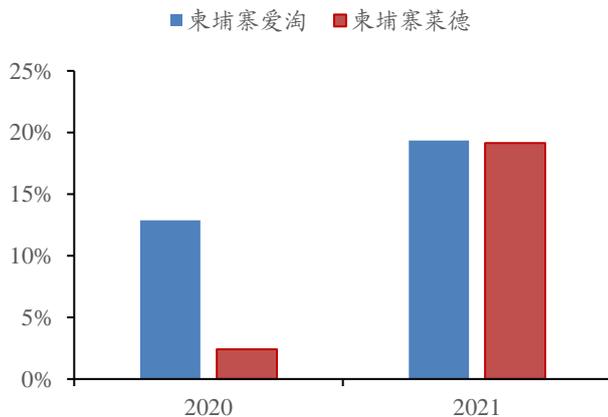
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 66 2020-2021 年柬埔寨工厂利润情况，万元



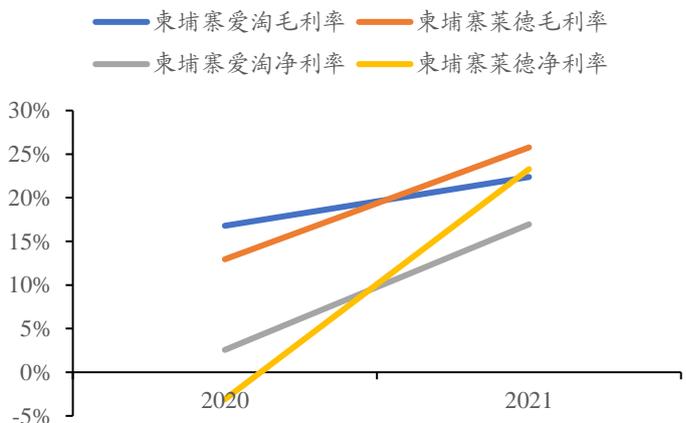
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 67 2020-2021 年柬埔寨工厂营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 68 2020-2021 柬埔寨工厂毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司盈利能力主要受产品价格、原材料价格以及汇率等因素的综合影响。公司

主要原材料包括畜皮类、鸡肉类、五金扣具、织带和包装材料等，2021 年公司五金扣具、织带等主要原材料采购单价出现较大幅上涨，一方面系原材料价格有所上升，另一方面系产品结构发生变化，公司宠物牵引用具新产品、高货值产品较多，高货值产品原材料采购价格相对较高。

图表 69 公司主要原材料价格变化，万元/吨、万元/个，元/米

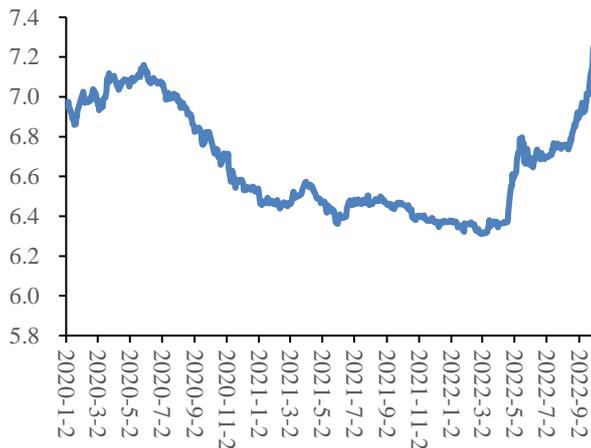
原材料名称	2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	采购单价	单价变化	采购单价	单价变化	采购单价	单价变化
畜皮类原材料	1.97	-0.18%	1.97	-3.04%	2.03	-3.69%
鸡肉类原材料	1.01	-8.04%	1.10	-4.35%	1.15	0.92%
五金扣具	1.32	44.68%	0.91	19.91%	0.76	36.28%
织带	1.19	37.96%	0.86	-3.90%	0.90	5.05%
包装材料	0.27	51.11%	0.18	8.53%	0.17	-18.69%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

受公司出口产品与其原材料定价之间的货币差异影响，人民币汇率波动会影响公司出口产品的利润水平，同时会产生一定的汇兑损益。为应对人民币汇率波动风险，公司根据汇率变动情况及资金管理需要，适时调整结汇窗口期，开展远期结售汇、外汇掉期、外汇期权等业务，适时规避汇率波动风险。

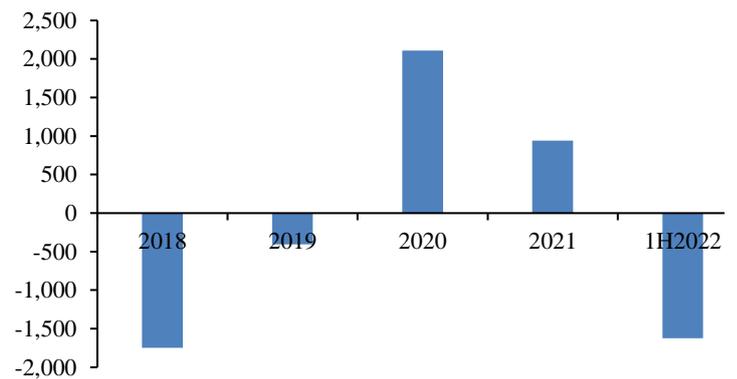
2019-2021 年，公司因结算货币汇率波动产生的汇兑损益分别为-406.26 万元、2108.36 万元、940.02 万元。2022 年 4 月份以来，随着人民币汇率的持续贬值，汇兑损益有望增厚公司利润。

图表 70 2020-2022 美元对人民币即期汇率



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 71 2018-1H2022 公司汇兑损益情况，万元



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

4.4 募资扩产，提高公司综合竞争竞争力

合理规划募投资金，综合提高公司竞争优势。面对有限的产能与日益增长的销

售订单之间的矛盾，公司借力资本市场，通过募资扩产进一步扩大生产产能，开展营销系统数字化升级，提高公司的研发设计能力，加速实现创意和新概念的产品化，进一步完善公司全球化产销研布局体系，提升公司的综合实力与行业地位。

公司拟使用募集资金 1.71 亿元建设年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目；拟使用募集资金 0.74 亿元建设生产技术及智能仓储技改项目，提高仓储容量和货物吞吐能力；拟使用 0.48 亿元建设研发中心项目，丰富产品体系；拟使用募集资金 0.66 亿元建设营销运营中心项目，丰富销售渠道，提高市场份额，为日后打造公司自有品牌奠定基础。

图表 72 公司募投项目情况

项目名称	投资金额（万元）	建设周期（月）
年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2,500 万条产能提升项目	17127	24
源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目	7403	12
营销运营中心建设项目	6572	24
研发中心建设项目	4769	36
补充流动资金	5000	--
合计	40871	--

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

汇率波动的风险；市场竞争加剧风险；海外需求降低风险；业务规模扩大导致的管理风险等。

分析师简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。