

源飞宠物(001222)

报告日期: 2025年07月14日

牵引绳领先, 宠食自主品牌起航

——源飞宠物深度报告

投资要点

□ 宠物用品&食品双轮驱动格局成型, 自主品牌战略成效初显

源飞宠物是国内领先的宠物用品制造商, 立足宠物牵引用具与零食双赛道, 是国内宠物牵引绳领域龙头。公司依托 ODM 代工业务深度绑定沃尔玛、PetSmart 等国际巨头, 2019-2024 年营收/净利 CAGR 达 20.54%/24.50%。公司以“自主+代理”双线布局开拓国内市场, 2024 年推出匹卡噗(大众市场)、哈乐威(性价比猫砂)、传奇精灵(高端主粮)三大品牌, 2025 年第一季度线上渠道销售额季度环比增幅超 60%。东南亚产能优势显著(柬埔寨工厂实现毛利率 25%+), 叠加境内业务高增(2024 年同比+73.38%), 自主品牌占比突破 10%, 逐步形成第二增长曲线。

□ 牵引绳需求稳健扩容, 宠食赛道量价齐升

宠物牵引绳赛道: 精细化养宠助推宠物用品成为养宠刚需, 随着宠物外出、携宠出游潮的推动, 宠物牵引用具需求持续增长。2024 年全球宠物用品市场规模 553 亿美元, 狗牵引绳赛道以 5.4% CAGR 增长, 预计 2032 年达到 41 亿美元, 北美占 36% 份额。中国凭借供应链优势主导全球鞍具及挽具出口, 分别占进口大国德/美/英进口总量的 49%/36%/54%, 但受关税政策影响, 2024 年美国进口中国比例降至 35.6%, 越南、柬埔寨产能快速崛起。源飞作为行业龙头, 2024 年牵引绳收入 4.56 亿元, 东南亚产能布局强化抗风险能力, 有望抢占份额转移红利。

宠物食品赛道: 2024 年全球宠物食品市场 1511 亿美元, 亚太新兴市场增速领先。中国市场规模 1668 亿元, 2025 年预计达到 1755 亿元; 同时, 我国宠物数量快速增长, 2024 年犬猫数量 1.24 亿只, 宠均消费金额提升。宠物食品市场国产替代趋势显著: 65% 以上的宠物主偏好国产品牌, 零食替代意愿强于主粮。源飞依托零食代工经验切入自主品牌, 匹卡噗冻干零食登顶抖音犬零类目, 哈乐威钠基猫砂上市两月跻身品类前三, 差异化矩阵卡位细分需求。

□ 制造研发客户共筑壁垒, 自主品牌进入爆发期

制造端: 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高效出色的产品设计和产业化能力。2024 年, 公司在宠物零食领域 SKU 达上千个, 年升级近百款, 在宠物牵引用具领域 SKU 达十万余个, 年开发八千余款。近几年公司在不断完善海外生产线布局, 积极布局东南亚产线建设, 强化供应链实力。

研发端: 公司多年来已形成全球化的研、产、销布局体系。2024 年研发费用率 1.82%, 高于行业其余可比公司, 超行业均值, 17 项新品项目推进, 提升公司产品的竞争力。

客户端: 深度绑定 Petco、沃尔玛等头部渠道, 2024 年海外收入占比 85.78%。

自主品牌借代理经验快速起量: 匹卡噗覆盖全品类性价比市场, 传奇精灵以 80%+ 含肉量高端主粮打开烘焙赛道, 三大品牌 2025Q1 线上销售 657 万元(季度环比+63.76%), 线上线下全渠道布局。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25-27 年分别实现营收 16.7/20.7/24.6 亿元, 分别同比增长 28%/24%/19%, 实现归母净利润 1.66/2.09/2.51 亿元, 分别同比增长

投资评级: 买入(首次)

分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟
执业证书号: S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.62
总市值(百万元)	3,554.37
总股本(百万股)	190.89

股票走势图



相关报告

1%/25%/20%，考虑公司自主品牌正处于起步阶段，宠物市场稳健增长及东南亚产能优势有望拉动公司进一步提升市场份额，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧；汇率波动风险；原材料价格波动风险；产能投放不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,310	1,671	2,067	2,458
(+/-) (%)	32.16%	27.59%	23.66%	18.93%
归母净利润	164	166	209	251
(+/-) (%)	30.24%	1.26%	25.45%	20.43%
每股收益(元)	0.86	0.87	1.09	1.32
P/E	21.64	21.37	17.03	14.14

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 宠物食品与用品双轮驱动，营收利润高速增长	6
1.1 自主品牌+代理双线布局，多维赋能宠物牵引赛道领军者	6
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富	8
1.3 海外代工业务为核心，自有品牌占比不断提升	9
2 产能布局优势显著，自主品牌大有可为	11
2.1 牵引绳：市场需求稳健提升，东南亚供给增速显著	11
2.2 宠物食品：市场规模量价齐升，宠物零食增速领跑	15
3 牵引绳优势显著，自主品牌建设进入提速期	17
3.1 代工：制造&研发领先，深度绑定头部客户	17
3.1.1 产品：制造能力突出，SKU 更新迭代高速	17
3.1.2 研发：研发费用持续投放，高于业界平均水平	18
3.1.3 客户：绑定头部渠道，深耕大客户份额	19
3.2 自主品牌：代理快速成长构建渠道基础，三大品牌起航	20
4 盈利预测与投资建议	23
4.1 盈利预测	23
4.2 估值与投资建议	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 源飞宠物部分产品展示.....	6
图 2: 源飞宠物发展历程回顾.....	8
图 3: 公司股权结构图 (截至 2025 年 4 月)	8
图 4: 全球宠物市场规模 (亿美元)	11
图 5: 2024 年各地区宠物市场规模增长率	11
图 6: 全球宠物用品市场规模 (亿美元)	12
图 7: 全球狗牵引绳市场规模 (亿美元)	12
图 8: 美国宠物行业支出 (亿美元)	12
图 9: 美国养宠 (猫/狗) 家庭数量及增速情况.....	12
图 10: 中国动物鞍具及挽具出口额.....	13
图 11: 2024 年德、美、英三国动物鞍具及挽具进口来源分布	13
图 12: 中国动物鞍具及挽具出口全球市占率	13
图 13: 中国、越南、柬埔寨出口美国动物鞍具及挽具占美国进口额比例	14
图 14: 源飞宠物与天元宠物近年宠物牵引绳业务收入 (2021 年后天元未披露数据)	14
图 15: 全球宠物食品市场规模 (亿美元)	15
图 16: 美国宠物食品市场规模 (亿美元)	15
图 17: 中国宠物食品市场规模及增长情况.....	15
图 18: 宠物食品市场国产替代趋势明显.....	15
图 19: 中国城镇犬猫数量.....	16
图 20: 中国犬猫年度消费金额.....	16
图 21: 中国宠物食品市场行业拆分.....	16
图 22: 柬埔寨爱淘净利润与毛利率情况.....	18
图 23: 柬埔寨莱德净利润与毛利率情况.....	18
图 24: 2019 年-2024 年可比公司研发投入占比	18
图 25: 中国城镇犬猫消费市场规模及增长情况.....	20
图 26: 源飞宠物境内业务营收及增长情况.....	20
图 27: 玛氏、雀巢旗下主要宠物品牌.....	20
图 28: 玛氏、雀巢主要宠物品牌国内线上销售额 (百万元)	20
图 29: 匹卡璞主要犬类产品图.....	21
图 30: 匹卡璞主要猫类产品图.....	21
图 31: 传奇精灵主要产品图.....	22
表 1: 财务数据一览.....	7
表 2: 公司营收拆分 (按销售模式)	9
表 3: 公司营收拆分 (按产品)	10
表 4: 公司营收拆分 (按地域)	10
表 5: 源飞宠物主要产品展示.....	17
表 6: 2024 年公司研发项目	19
表 7: 公司各地区主要客户	19
表 8: 匹卡璞犬类产品矩阵.....	21
表 9: 匹卡璞猫类产品矩阵.....	21
表 10: 哈乐威产品矩阵.....	22

表 11: 传奇精灵产品矩阵.....	22
表 12: 公司盈利预测拆分.....	23
表 13: 可比公司估值表 (截至 2025.7.11)	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 宠物食品与用品双轮驱动，营收利润高速增长

1.1 自主品牌+代理双线布局，多维赋能宠物牵引赛道领军者

源飞宠物是国内领先的宠物食品、用品制造商，公司始建于2004年，多年来专注于宠物用品和宠物零食的研发、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，狗咬胶等宠物零食等。公司始终坚守着最初的“关爱宠物，创造美好”使命，即致力于提供高品质、更健康、有助于提升人宠生活品质的宠物用品和食品以满足消费者对美好生活的向往。凭借高效、出色的产品设计和产业化能力、良好的产品质量和优质的客户资源，公司在宠物牵引用具领域具备优势地位。

海外 ODM 业务为主，国内“自主+经销”双线布局。在海外市场，公司通过 OEM/ODM 模式深度绑定国际连锁零售商(如 Petco、Walmart)；在国内市场，公司目前采取品牌矩阵+产品细分的运营策略，形成自有品牌矩阵，如以高端烘焙主粮和主食冻干为主的传奇精灵，以零食和主粮产品为主的匹卡噗 (PIKAPOO)，以猫砂和高性价比平价猫粮为主的哈乐威，同时还经销销售皇家、冠能等多个品牌的产品，实现宠物用品、宠物食品各类产品全覆盖。公司的主要产品包括宠物零食、宠物牵引用具、宠物玩具、宠物干粮、宠物湿粮等产品。宠物零食作为宠物日常营养补充，主要包括畜皮咬胶系列、肉制咬胶系列和植物咬胶系列等，SKU 达上千个，年升级近百款。宠物牵引用具作为宠物日常必需品，主要包括时尚系列，基础系列，功能系列，反光系列，高强度系列等等，SKU 达十余万个，年开发八千余款。宠物玩具作为宠物易耗品类，包括了耐咬系列，基础系列、绳结玩具和毛绒玩具。

图1：源飞宠物部分产品展示



资料来源：招股书，浙商证券研究所

公司营收与归母净利润均保持高增。2019-2024年，公司营业收入由5.15亿元增长至13.10亿元（CAGR为20.54%），归母净利润由0.55亿元增长至1.64亿元（CAGR为24.50%），均保持高增速。

表1: 财务数据一览

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
营业总收入	514.76	608.28	1,068.78	953.70	991.26	1,310.01
YoY		18.17%	75.71%	-10.77%	3.94%	32.16%
归母净利润	54.91	83.20	136.83	158.54	126.14	164.28
YoY		51.52%	64.46%	15.87%	-20.44%	30.24%
扣非归母净利润	59.64	64.88	126.90	148.13	123.87	157.58
YoY		8.79%	95.59%	16.73%	-16.38%	27.21%
毛利率(%)	27.42%	26.17%	22.80%	24.13%	22.14%	22.89%
期间费用率	12.91%	13.02%	7.53%	4.23%	4.70%	6.15%
销售费用	28.58	14.50	15.74	15.51	24.59	40.06
管理费用	23.83	24.78	30.14	34.15	36.91	42.59
研发费用	17.15	18.39	25.44	20.72	19.20	23.88
财务费用	-3.10	21.53	9.12	-30.06	-34.13	-26.00
其中: 销售费用率	5.55%	2.38%	1.47%	1.63%	2.48%	3.06%
管理+研发费用率	7.96%	7.10%	5.20%	5.75%	5.66%	5.07%
财务费用率	-0.60%	3.54%	0.85%	-3.15%	-3.44%	-1.98%
归母净利率	10.67%	13.68%	12.80%	16.62%	12.73%	12.54%
存货	53.19	136.24	200.84	169.78	180.01	292.27
较上年同期增减		83.05	64.6	-31.06	10.23	112.26
应收账款	120.96	129.04	160.78	128.05	170.80	266.41
较上年同期增减		8.08	31.74	-32.73	42.75	95.61
应付账款及应付票据	137.60	210.85	238.53	110.56	141.60	169.37
较上年同期增减		73.25	27.68	-127.97	31.04	27.77
预收账款	0.31	0	0	0	0	0
较上年同期增减		-0.31	0	0	0	0
经营性现金流量净额	41.61	88.17	118.99	123.16	129.45	-1.44
较上年同期增减		46.56	30.82	4.17	6.29	-130.89
筹资性现金流量净额	121.52	39.46	26.61	400.87	-37.76	-96.24
较上年同期增减		-82.06	-12.85	374.26	-438.63	-58.48
资本开支			-62.25	-95.48	-79.05	-87.46
较上年同期增减			-62.25	-33.23	16.44	-8.42
ROE(摊薄)(%)	19.45	19.73	24.68	13.81	10.30	12.37
YoY(±)		1.44%	25.09%	-44.04%	-25.42%	20.10%
资产负债率(%)	35.93	37.06	29.61	10.09	13.00	12.82
YoY(±)		3.15%	-20.10%	-65.92%	28.84%	-1.38%

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 浙商证券研究所

公司依托当地优势发展狗咬胶业务起家, 拓展业务至宠物牵引行业, 进入海外市场积累优质客户资源, 随后逐步建立自有品牌、搭建品牌矩阵。源飞宠物的发展大致可以划分为以下阶段:

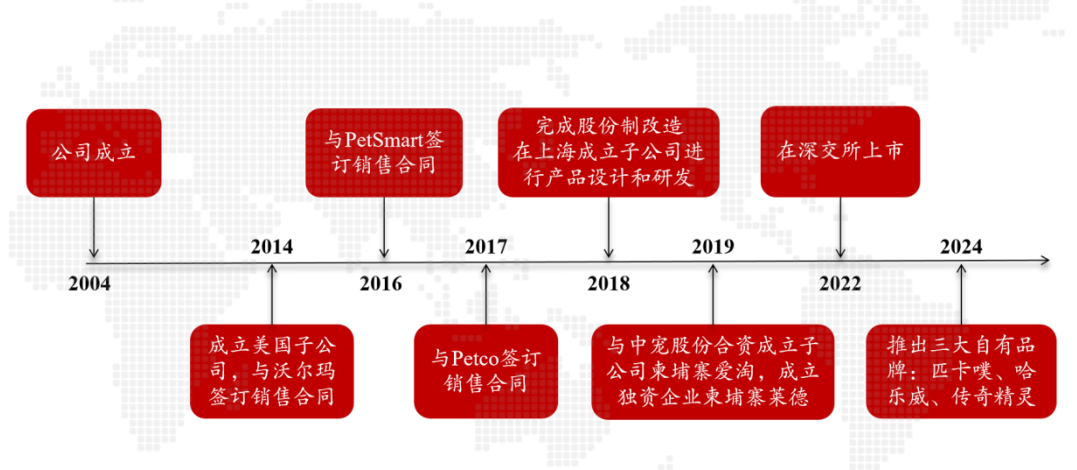
第一阶段: 借势起家, 拓展业务(2004-2014年)。公司于2004年在浙江省温州市平阳县成立, 平阳素有“中国皮革之都”的称号, 公司依托当地完整的上下游产业链, 生产以皮制品为主要原材料的“狗咬胶”, 随后将主营业务拓展至宠物牵引用品行业。

第二阶段: 进入海外市场, 掌握核心客户(2014年-2019年)。2014年, 源飞宠物在美国设立子公司, 标志着进入海外市场拓展的新阶段。同年, 公司成功进入全球零售巨头沃尔玛的供应链体系, 为其提供宠物牵引用具、宠物零食。2016年业务版图持续扩张, 通过与专业宠物连锁品牌 PetSmart 的战略合作, 产品矩阵拓展至宠物牵引用具、玩具及其他宠物产品。2017年与北美知名宠物零售商 Petco 建立长期供应关系, 标的涉及宠物牵引用具。2018年, 公司完成股份制改造, 并在上海成立子公司进行产品设计和研发。

第三阶段：海外产能布局，进入高速增长（2019年-2022年）。2019年，公司与中宠股份合资在柬埔寨成立子公司柬埔寨爱淘，同年公司成立独资企业柬埔寨莱德，拓展海外产线。

第四阶段：国内影响力不断增强，形成品牌矩阵（2022年至今）。2022年8月，公司在深交所上市。2023年开始，源飞宠物开始布局国内市场，依托国内各大电商平台进行自有品牌及经销品牌的运营销售，逐步构建“自主+经销”双线布局。2024年下半年公司逐步推出三大自有品牌：匹卡噗、哈乐威、传奇精灵，分别满足不同爱好、不同层次的消费者需求，品牌矩阵逐渐丰富。

图2：源飞宠物发展历程回顾

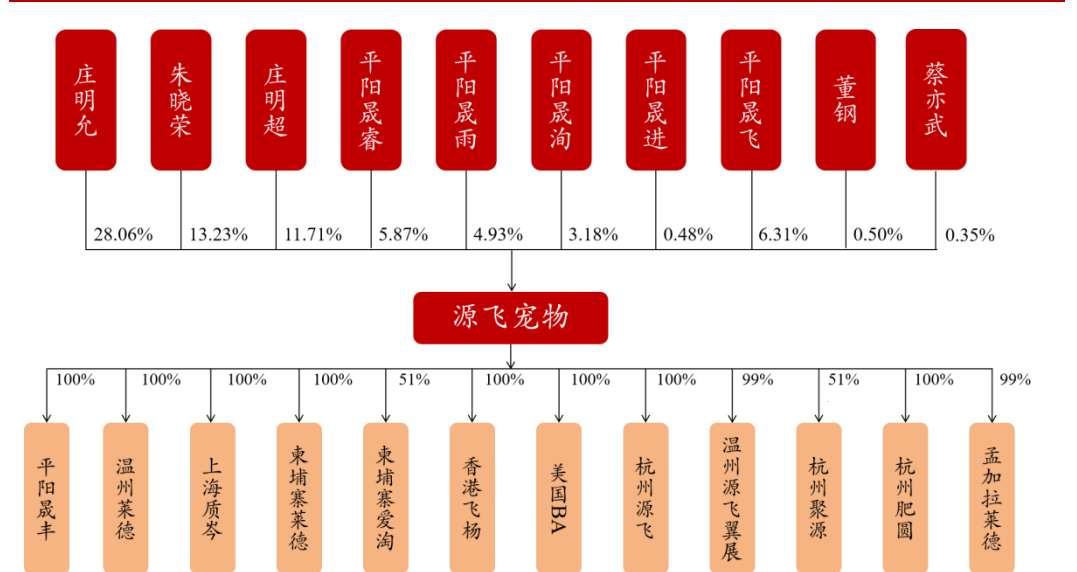


资料来源：公司官网，招股说明书，公司年报，浙商证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股权结构稳定，集中度高。截至2025年第一季度，公司实际控制人庄明允及其姐姐庄明超、姐夫朱晓荣三人以及平阳晟睿，合计持股58.87%，股权结构较为集中稳定，公司直接持股8家全资子公司和4家控股子公司。

图3：公司股权结构图（截至2025年4月）



资料来源：公司年报，公司季报，浙商证券研究所

1.3 海外代工业务为核心，自有品牌占比不断提升

1) 分业务：OEM/ODM 代工业务为核心，自有品牌未来可期

境外贴牌销售业务为公司的核心业务，波动上升：2022-2024 年公司在海外的贴牌销售业务分别实现营收 9.17/8.84/11.24 亿元，CAGR 为 10.72%；因公司在国内市场的自有品牌业务扩张迅速，近几年境外贴牌代工业务营收占比呈下滑趋势，2024 年占比降至 85.78%，但代工业务毛利率保持在 20%以上，2024 年达到 25.54%。

境内线上业务为成长迅速，未来有望贡献增量：2022-2024 年公司在国内线上销售业务分别实现营收 0.02/0.58/1.42 亿元，占公司主营业务收入比例从 2018 年的 0.24%增长至 2024 年的 10.83%，2022-2024 年，境内线上销售业务 CAGR 达 692.36%，在公司战略定位下发展迅速。公司在境内线上销售主要为经销国际知名品牌和自有品牌业务，自有品牌目前正处成长期，有望在低基数上实现高增，成为公司新的增长点。

表2：公司营收拆分（按销售模式）

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024
按销售模式拆分						
境外贴牌销售	511.72	603.07	1059.59	916.64	883.85	1123.77
YOY		17.85%	75.70%	-13.49%	-3.58%	27.14%
营业成本				693.27	673.10	836.78
毛利率				24.37%	23.84%	25.54%
收入占比	99.41%	99.14%	99.14%	96.11%	89.16%	85.78%
境内线下销售				34.81	49.43	44.34
YOY					42.00%	-10.30%
营业成本						
毛利率						
收入占比				3.65%	4.99%	3.38%
境内线上销售				2.26	57.98	141.89
YOY					2465.49%	144.72%
营业成本						134.22
毛利率						5.41%
收入占比				0.24%	5.85%	10.83%

资料来源：招股说明书，公司年报，浙商证券研究所

2) 分产品：宠食下游高度景气，各产品均实现高增

宠物零食：宠物零食作为宠物日常营养补充，主要包括畜皮咬胶系列、肉制咬胶系列和植物咬胶系列等，2024 年，公司在宠物零食方面的 SKU 达上千个，年升级近百款。2019-2024 年，公司宠物零食收入从 1.59 亿元增长至 6.07 亿元，CAGR 达 30.78%，2024 年占主营业务收入比 46.31%，毛利率 16.38%。

宠物牵引用具：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，主要产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等，主要材质为尼龙、真皮、PU 皮革等，包括时尚系列，基础系列，功能系列，反光系列，高强度系列等等，2024 年，公司在宠物牵引用具方面 SKU 达十余万个，年开发八千余款。2019-2024 年，公司宠物牵引用具收入从 3.30 亿元增长至 4.56 亿元，CAGR 为 6.70%，24 年占主营业务收入比 34.81%，毛利率 35.60%，占比和毛利率保持稳定

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，公司在宠物玩具方面的产品包括了耐咬系列，基础系列、绳结玩具和毛绒玩具。2019-2024 年，公司宠物玩具收入从 891 万元增长至 5099 万元，CAGR 为 41.75%，24 年占主营业务收入比 3.89%，毛利率 29.85%。

表3: 公司营收拆分(按产品)

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024
按产品拆分						
宠物零食	158.56	222.86	352.58	381.82	473.27	606.61
YOY		40.55%	58.21%	8.29%	23.95%	28.17%
毛利率	14.95%	16.04%	15.65%	13.04%	31.36%	16.38%
收入占比	30.80%	36.64%	32.99%	40.04%	47.74%	46.31%
宠物牵引用具	329.74	351.73	612.71	471.73	370.12	455.99
YOY		6.67%	74.20%	-23.01%	-21.54%	23.20%
毛利率	34.28%	33.11%	27.59%	33.20%	36.47%	35.60%
收入占比	64.06%	57.82%	57.33%	49.46%	37.34%	34.81%
宠物注塑玩具	8.91	14.07	11.01	25.04	25.24	50.99
YOY		57.91%	-21.75%	127.43%	0.80%	102.02%
毛利率	31.54%	38.73%	30.25%	25.16%	22.46%	29.85%
收入占比	1.73%	2.31%	1.03%	2.63%	2.55%	3.89%
其他宠物用品及其他业务	17.56	19.62	92.48	75.10	122.63	196.42
YOY		11.73%	371.36%	-18.79%	63.29%	60.17%
毛利率	21.75%	21.76%	23.53%	23.18%	13.57%	22.11%
收入占比	3.41%	3.23%	8.65%	7.87%	12.37%	14.99%

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 浙商证券研究所

3) 分地区: 整体上境外占比更高, 代工业务主要由境外贡献

境外: 代工业务为主, 收入占比缓慢下降。公司境外业务以 OEM/ODM 模式为主, 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。2024 年公司境外业务实现收入 11.24 亿元, 同比 +27.15%, 占主营业务收入比同比下降 3.38pct 至 85.78%, 毛利率 25.54%。

境内: 随着公司发展自有品牌, 境内业务占比逐渐提升。2024 年公司境内业务收入 1.86 亿元, 占比 14.22%, 同比 +73.38%, 毛利率 6.89%, 经销业务贡献主要收入, 自有品牌还处于起步阶段。

表4: 公司营收拆分(按地域)

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024
按地区拆分						
境外	486.95	579.00	1029.37	916.64	883.85	1123.78
YOY		18.90%	77.78%	-10.95%	-3.58%	27.15%
毛利率	27.65%	26.13%	23.20%	24.37%	23.84%	25.54%
收入占比	94.60%	95.19%	96.31%	96.11%	89.16%	85.78%
境内	26.12	27.30	34.43	37.07	107.41	186.23
YOY		4.52%	26.12%	7.67%	189.75%	73.38%
毛利率	26.92%	31.79%	15.90%	18.23%	8.13%	6.89%
收入占比	5.07%	4.49%	3.22%	3.89%	10.84%	14.22%
其他	1.69	1.97	4.98			
YOY		16.57%	152.79%			
毛利率	-32.80%	-39.77%	-14.10%			
收入占比	0.33%	0.32%	0.47%			

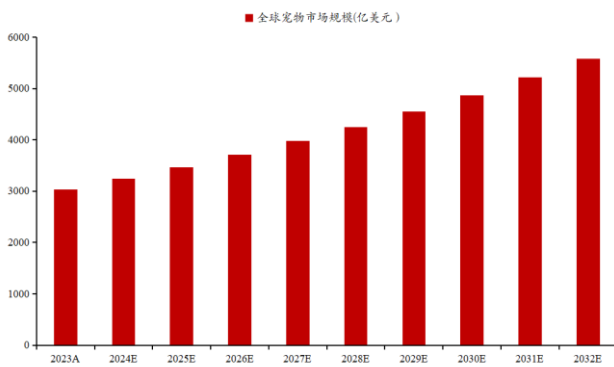
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 浙商证券研究所

2 产能布局优势显著，自主品牌大有可为

2.1 牵引绳：市场需求稳健提升，东南亚供给增速显著

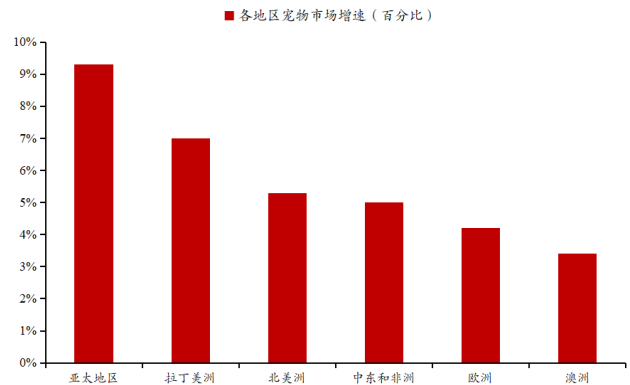
全球宠物市场规模稳健提升，欧美地区市场成熟，亚太地区增速显著。从全球宠物行业产值分布上来看，宠物经济主要集中在美国、欧洲和亚洲。其中，美国、欧洲等发达国家和地区的宠物市场经历了 100 多年的发展，已经形成了相对成熟的宠物消费市场，成为了国民经济的重要组成部分。目前，全球宠物市场规模已突破 3000 亿美元，预计将保持稳定增速，2030 年将达 5000 亿美元。北美与欧洲仍是核心市场，但东南亚、中东等新兴区域增速显著——东南亚宠物市场规模预计从 2020 年的 150 亿美元增至 2030 年的 250 亿美元，印尼、菲律宾等国年增速超 30%。

图4：全球宠物市场规模（亿美元）



资料来源：Precedence research，浙商证券研究所

图5：2024年各地区宠物市场规模增长率

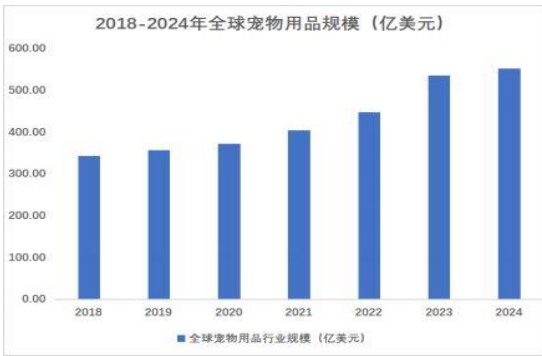


资料来源：mordorintelligence，世界宠物协会，浙商证券研究所

精细化养宠助推市场需求增长，宠物用品成养宠刚需。作为宠物行业的重要组成部分，宠物用品行业正因宠物主对产品品质和专业性要求的不断提高而加速细分。同时，宠物主消费习惯与养宠行为的持续迭代推动养宠日益精细化的趋势，直接带动了宠物用品需求的进一步增长，推动行业规模长期扩张。根据欧睿数据显示，2023 年全球宠物用品规模为 536 亿美元，2024 年则同比增长 3% 至 553 亿美元。尽管美欧已形成庞大消费基础，其增长潜力依然可观。宠物用品作为饲养宠物的必需装备，未来需求将持续攀升。伴随宠物主年轻化和“拟人化”养宠理念的普及，越来越多的宠物饲养者已经将宠物视作家庭成员，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。

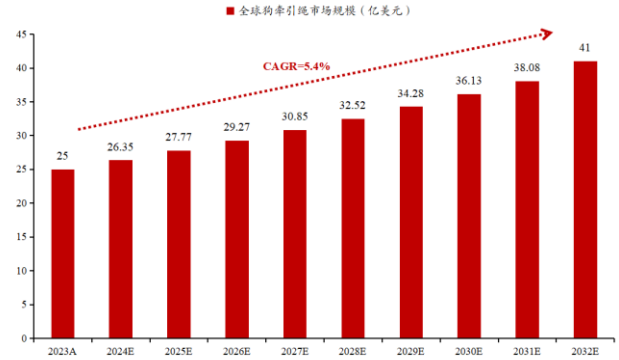
近年来随着宠物外出、携宠出游潮的推动，宠物牵引用具需求持续增长。根据贝恩 2022 年宠物调研，携宠出行成为潮流，出行装备赛道的 GMV 快速增长，在日用品中占比超过 20%，年均复合增速为整体宠物用品的 4 倍，越来越多的宠物主会选择带着宠物出游，宠物牵引用具及宠物玩具作为饲养者与宠物交流的重要道具，其市场规模预计会不断增加。根据 DataIntel 的报告，2023 年全球狗牵引绳市场规模约为 25 亿美元，预计以 5.4% 的 CAGR 增长，到 2032 年将达到 41 亿美元左右。

图6: 全球宠物用品市场规模 (亿美元)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

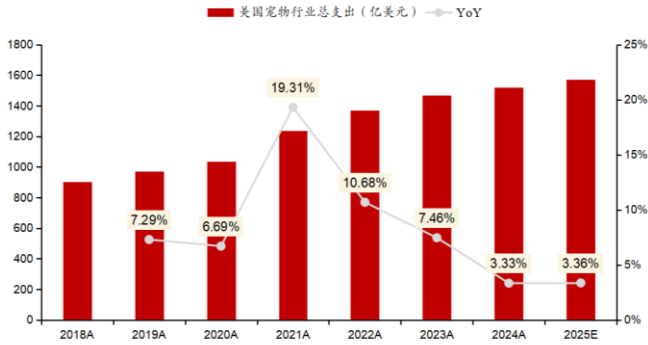
图7: 全球狗牵引绳市场规模 (亿美元)



资料来源: DataIntelto, 浙商证券研究所

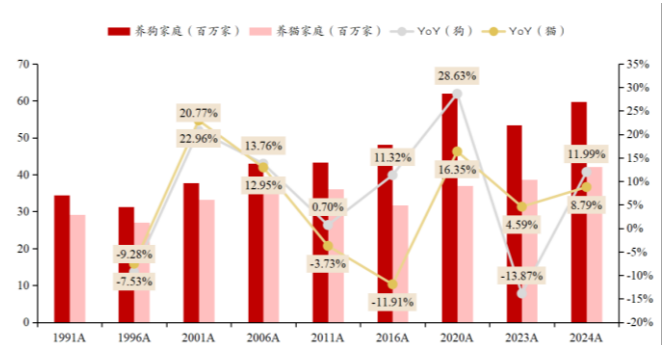
北美主导全球宠物牵引绳市场, 养宠支出和宠物数量提升贡献主要增量。根据 Future Market Insights 在 2022 年发布的市场展望报告, 北美以 36% 的市场份额主导全球狗项圈、牵引绳和胸背带市场, 其中, 美国是北美地区最大的宠物牵引用具市场, 市场主要增量来自养宠支出的提升和宠物数量增加。根据美国宠物用品协会 (APPA) 发布的 2025 年美国宠物行业状况报告, 从 2018 年至 2024 年, 美国宠物行业总支出从 905 亿美元增长至 1519 亿美元, 年均复合增长率达 9.01%, 到 2025 年, 美国宠物行业总支出预计将达 1570 亿美元。与此同时, 美国的宠物拥有量正在扩大, 根据 AVMA 研究统计的新数据, 2024 年养猫/狗家庭数量达 4210/5980 万家, 较 23 年同比+8.79%/11.99%。

图8: 美国宠物行业支出 (亿美元)



资料来源: APPA, 浙商证券研究所

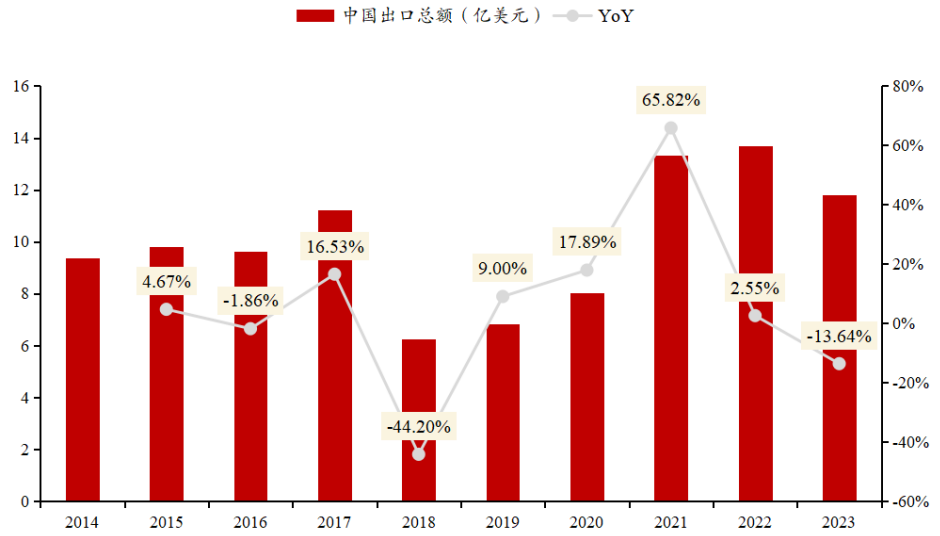
图9: 美国养宠 (猫/狗) 家庭数量及增速情况



资料来源: AVMA, 浙商证券研究所

我国动物鞍具及挽具出口额持续提升, 占据市场供给侧重要地位。宠物牵引绳属于动物用挽具, 中国在该品类产品的供给侧占据主要地位。中国 2014-2023 年动物鞍具及挽具出口额从 9.37 亿美元增长至 11.82 亿美元, 复合增长率 2.62%, 2018-2020 年出口额有所下降, 2021 年恢复正常增长水平。

图10: 中国动物鞍具及挽具出口额



资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

中国在主要动物鞍具及挽具市场中占据领导地位。2024 年全球进口动物鞍具及挽具最多国家 TOP3 分别为德国、美国、英国, 其 2024 年以联合国统计局数据计算分别进口动物鞍具及挽具 7.16/5.91/2.96 亿元, 中国在这些国家的动物鞍具及挽具进口市场中都占据领导地位, 进口占比德国约 49%, 美国约 36%, 英国约 54%。值得注意的是美国进口市场中, 来自东南亚的产能占比仅次于中国, 其中越南占比已经达到 18.3%, 柬埔寨达到 12.7%, 该比例预期将持续提升。

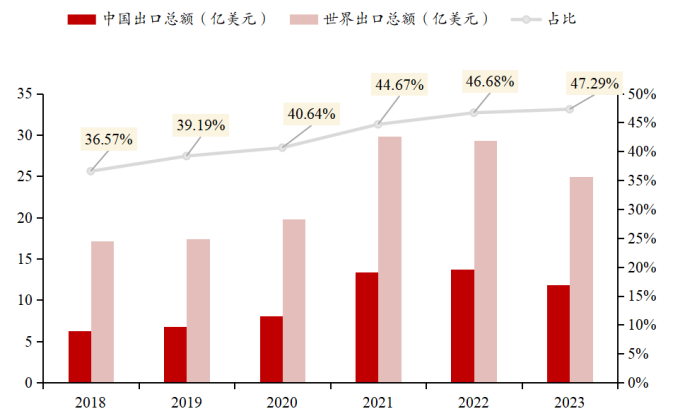
以全球动物鞍具及挽具市场进口规模计算, 中国出口市占率近年来波动提升, 2023 年达 47.29%。我们认为未来随着产品能力进一步提升, 中国在东南亚&一带一路等市占率偏低市场仍有提升空间。

图11: 2024 年德、美、英三国动物鞍具及挽具进口来源分布

国家	总进口额 (亿美元)	7.16	占比
德国	中国	3.54	49.4%
	印度	1.49	20.8%
	越南	0.30	4.2%
	波兰	0.25	3.5%
	其他	1.58	22.1%
<hr/>			
国家	总进口额 (亿美元)	5.91	占比
美国	中国	2.10	35.6%
	越南	1.08	18.2%
	柬埔寨	0.75	12.8%
	印度	0.57	9.7%
	其他	1.40	23.7%
<hr/>			
国家	总进口额 (亿美元)	2.96	占比
英国	中国	1.59	53.7%
	印度	0.62	20.9%
	德国	0.17	5.7%
	意大利	0.09	3.0%
	其他	0.49	16.6%

资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

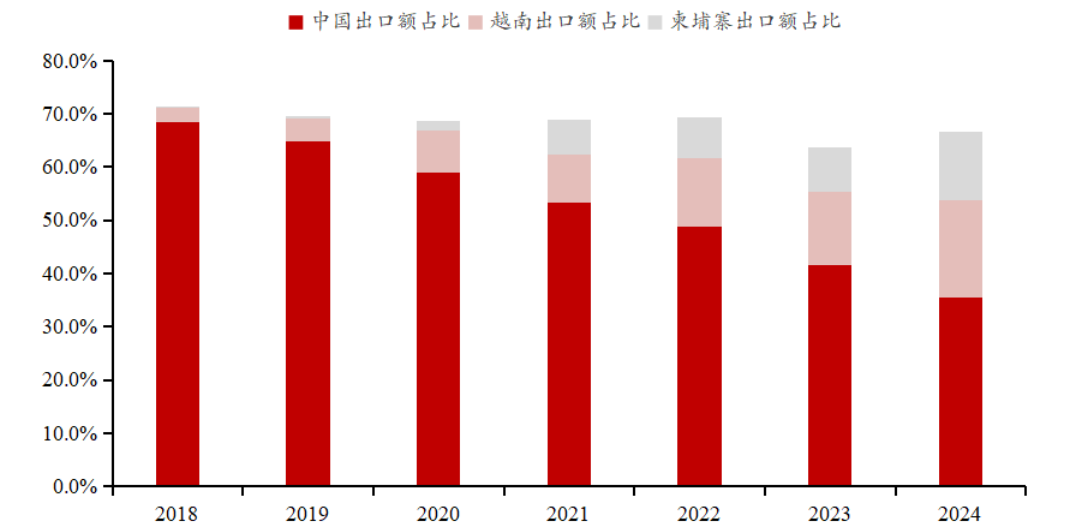
图12: 中国动物鞍具及挽具出口全球市占率



资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

受到关税等因素影响，18 年以来美国进口中国动物鞍具及挽具比例快速下行，东南亚等地区海外产能重要性持续提升。根据联合国统计局，2024 年美国动物鞍具及挽具进口中 35.6% 来自中国，越南和柬埔寨的出口占比逐年提高。

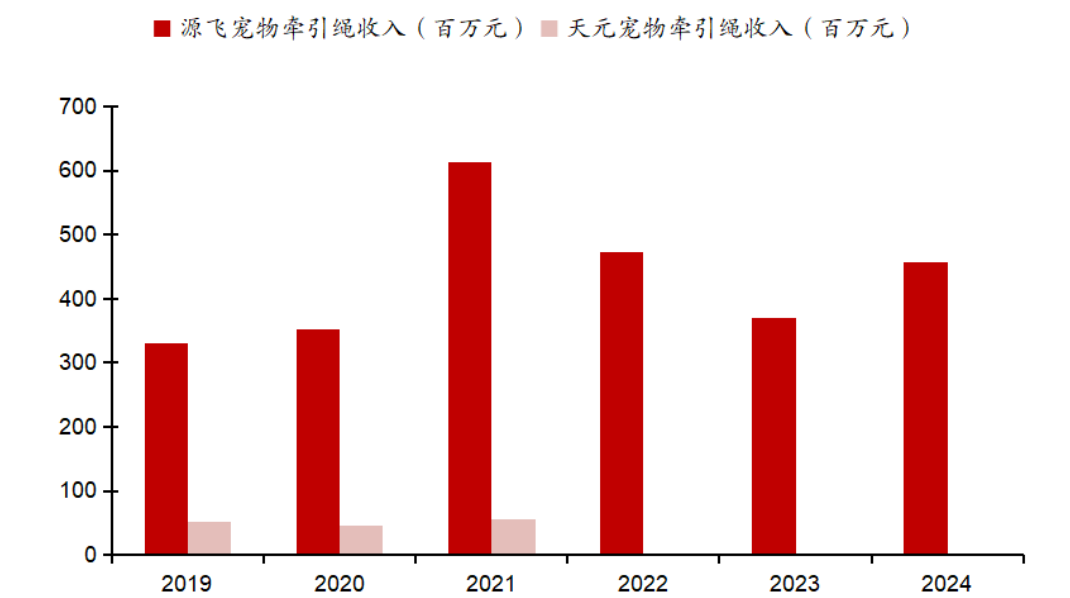
图13：中国、越南、柬埔寨出口美国动物鞍具及挽具占美国进口额比例



资料来源：联合国统计局，浙商证券研究所

国内宠物牵引绳代工市场参与者较少，源飞为行业龙头，稳居市占率榜首。宠物牵引绳作为宠物必备消费品，重渠道、轻品牌，在消费端呈现出多 SKU、更新迭代快等特点，因此牵引绳市场以代工贴牌为主体，2021 年，源飞宠物宠物牵引绳业务收入 6.13 亿，另一家涉及宠物牵引绳业务的头部企业天元宠物宠物牵引绳业务收入仅 0.55 亿。

图14：源飞宠物与天元宠物近年宠物牵引绳业务收入（2021 年后天元未披露数据）

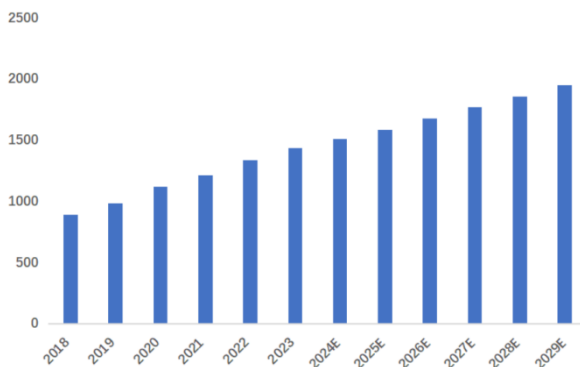


资料来源：ifind，浙商证券研究所

2.2 宠物食品：市场规模量价齐升，宠物零食增速领跑

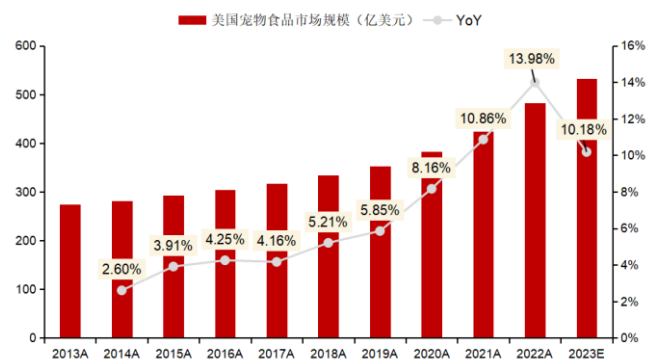
全球宠物食品市场呈现强劲增长态势，增速持续领跑行业。Statista 数据显示，近年来该领域销售额增长高于行业整体水平。2023 年全球市场规模达 1436 亿美元，预计 2024 年将攀升至 1511 亿美元。未来五年（2024-2029 年）复合年增长率有望达 5.26%，到 2029 年全球收入预计突破 1952 亿美元。区域表现呈现分化格局：1）成熟市场稳健扩容：根据 APPA 的预测，美国作为最大单体市场，2025 年宠物食品及零食销售额预计增至 678 亿美元；2）新兴市场爆发式增长：据 Euromonitor 研究员 Liseth Galvis 在 2024 全球宠物行业论坛披露，亚太、拉美、中东及非洲将成为 2023-2028 年增速最快区域，这些地区将构成行业增长核心引擎。此外，宠物零食作为高端化消费的代表品类，因养宠群体对优质产品需求提升，正加速赢得消费者青睐。

图15：全球宠物食品市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，浙商证券研究所

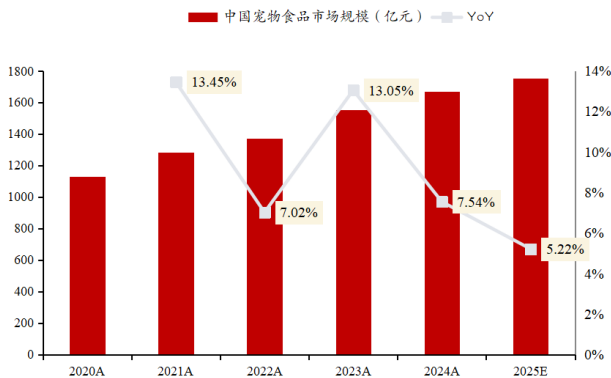
图16：美国宠物食品市场规模（亿美元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

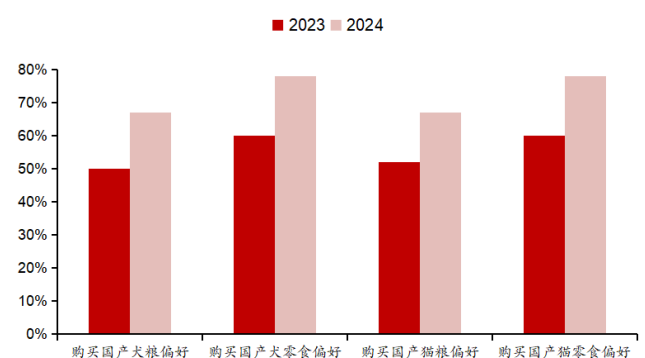
我国宠物食品市场规模稳步增长，国产化替代趋势显著。根据中商产业研究院的数据显示，2020年至2024年，我国宠物食品市场规模从1130亿元增长至1668亿元，期间CAGR达到10.22%，2025年宠物食品市场规模预计达到1755亿元。根据亚宠研究院数据，宠物食品市场国产替代趋势明显，与2023年相比，宠物主购买国产犬猫粮和零食的偏好都有明显上升，均超过65%，与主粮相比，零食的国产替代意愿更强。

图17：中国宠物食品市场规模及增长情况



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

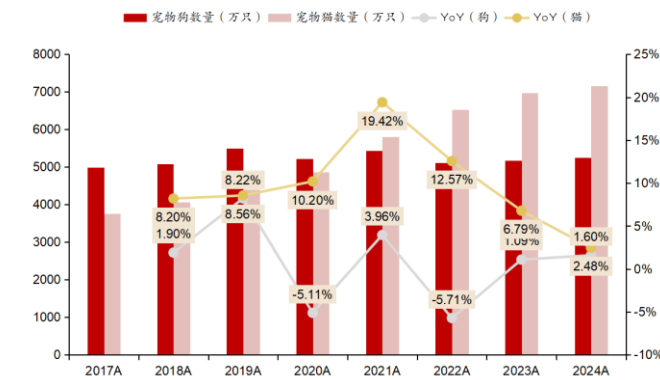
图18：宠物食品市场国产替代趋势明显



资料来源：亚宠研究院，浙商证券研究所

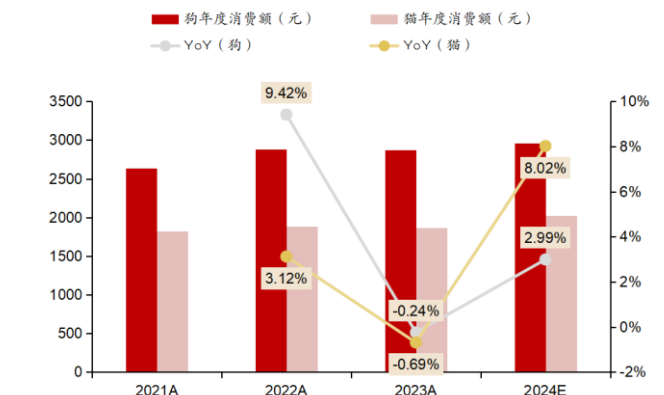
宠物经济食品行业量价齐升稳步成长。自2017年起我国犬猫宠物数量快速增长，从8746万只增长至2024年12411万只，期间CAGR达5.13%。2024年，我国宠物猫/狗数量达7153/5258万只，其中宠物猫数量大幅增长，2017年-2024年CAGR达9.64%，宠物狗数量略有波动，2017年到2024年期间保持相对稳定，2021年后宠物猫数量超过宠物狗，或与宠物猫较宠物狗所需养宠空间更少，对宠物主时间、精力要求更低，更符合当前国内宠物主生活、工作节奏等所致。2024年我国猫/狗年均消费额达到2020/2961元，相较2021年的1826/2634元均有大幅增长。根据欧睿数据，截至23年我国猫狗粮市场规模531.95亿元，同比+9.39%。过去19-23年CAGR12.17%，拆分看量/价CAGR分别为8.31%/3.56%，量价齐升驱动行业增长。其中，猫粮量和价的增长均要快于狗粮。未来宠物食品行业在量价双轮驱动下，具有充沛成长空间。

图19: 中国城镇犬猫数量



资料来源: 《2025 中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

图20: 中国犬猫年度消费金额



资料来源: 《2025 中国宠物行业白皮书》, 浙商证券研究所

图21: 中国宠物食品市场行业拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
猫粮消费量 (万吨)	37.11	46.35	55.44	64.86	71.63	79.4
YoY		24.90%	19.60%	16.99%	10.45%	10.85%
猫粮均价 (元/KG)	30.78	32.57	34.47	36.08	37.45	38.59
YoY		5.83%	5.83%	4.66%	3.81%	3.04%
猫粮消费额 (亿元)	114.21	150.97	191.11	234.01	268.28	306.43
YoY		32.19%	26.59%	22.44%	14.65%	14.22%
狗粮消费量 (万吨)	50.06	57.42	62.42	63.8	62.26	63.44
YoY		14.72%	8.70%	2.21%	-2.41%	1.90%
狗粮均价 (元/KG)	30.72	32.23	33.62	34.18	35.01	35.55
YoY		4.93%	4.29%	1.69%	2.42%	1.53%
狗粮消费额 (亿元)	153.77	185.08	209.83	218.1	217.98	225.52
YoY		20.36%	13.37%	3.94%	-0.05%	3.46%
猫狗粮消费量 (万吨)	87.17	103.78	117.86	128.66	133.89	142.84
YoY		19.05%	13.57%	9.16%	4.07%	6.68%
猫狗粮均价 (元/KG)	30.74	32.38	34.02	35.14	36.32	37.24
YoY		5.34%	5.05%	3.30%	3.35%	2.54%
猫狗粮市场规模 (亿元)	267.98	336.06	400.94	452.1	486.27	531.95
YoY		25.40%	19.31%	12.76%	7.56%	9.39%

资料来源: 欧睿, 派读宠物行业大数据, 中国宠物行业白皮书, 浙商证券研究所

3 牵引绳优势显著，自主品牌建设进入提速期

3.1 代工：制造&研发领先，深度绑定头部客户

3.1.1 产品：制造能力突出，SKU 更新迭代高速

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高效出色的产品设计和产业化能力。多年的经验使公司能够结合打样、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。2024年，公司在宠物零食领域SKU达上千个，年升级近百款，在宠物牵引用具领域SKU达十万余个，年开发八千余款。

表5：源飞宠物主要产品展示

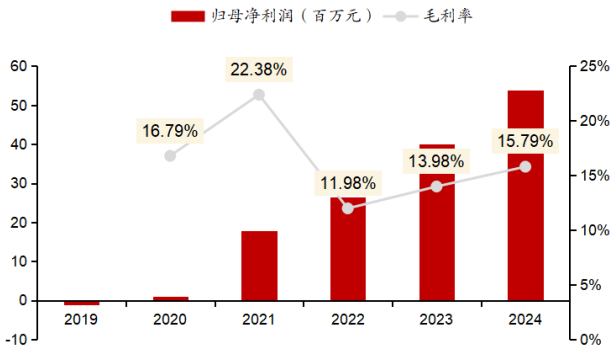
产品名称	产品用途	产品展示			
		款式	牵引绳	项圈	胸背带
宠物牵引用具	宠物牵引用具主要用于宠物户外出行时的牵引控制，满足宠物的出行需求及户外防护的需求，主要产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等，主要材质为尼龙、真皮、PU皮革等。	尼龙基本款			
		印花系列			
		尼龙反光款			
		户外犬系列			
		户外夏日系列			
		校园系列			
		攀岩系列			
		宠物零食	宠物零食主要是用来保持宠物口腔健康、补充宠物营养物质，并帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动。		
宠物玩具	宠物玩具用于改善宠物生活、提高宠物生活质量并增加爱宠人士与宠物的互动，公司的宠物玩具主要包括环保、耐咬的毛绒类玩具，TPR、TRE和尼龙等注塑类玩具，外形设计新颖，功能齐全。				

资料来源：源飞宠物招股书，浙商证券研究所

积极布局东南亚产线建设，强化供应链实力。近几年公司在不断完善海外生产线布局，在国内、柬埔寨、孟加拉均设有现代化工厂。柬埔寨生产基地第一期、第二期、第三期生产建设已完成，配备了宠物零食、宠物牵引用具和宠物玩具等多条生产线，主要负责承接

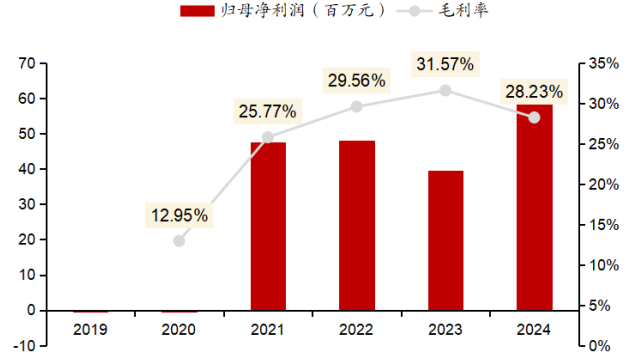
境外订单，客户主要是美国、欧洲、日本等国的专业宠物产品连锁店或国际大型连锁零售商。孟加拉生产基地正在加快建设，主要在建宠物牵引用具、宠物玩具、宠物零食产线，计划扩大海外产能，保持海外客户长期稳定的合作。海外生产线布局提升了对抗突发事件及局部风险的能力，满足各地区客户的需求，并保证公司产品对全球各个国家和地区的**稳定供应**。

图22: 柬埔寨爱淘净利润与毛利率情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图23: 柬埔寨莱德净利润与毛利率情况

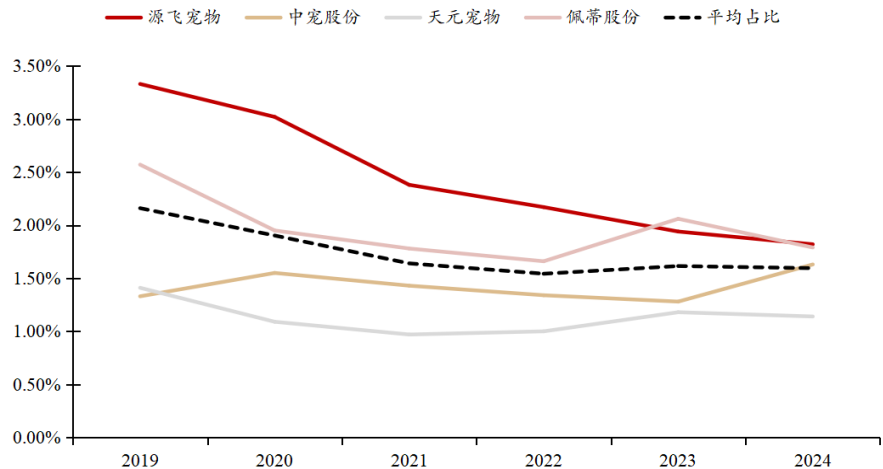


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.1.2 研发: 研发费用持续投放, 高于业界平均水平

公司多年来已形成全球化的研、产、销布局体系。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, 将行业前沿需求和技术理念注入产品开发的各个环节, 并最大程度的实现消费需求转化。贴近客户的研发策略使得公司可以充分洞察和理解宠物行业的消费需求变化, 并通过设计团队进行场景解构, 在设计环节即可前瞻性的赋予产品设计的时尚性、功能性、适口性和新颖性。2024年公司研发费用率1.82%, 高于行业其余可比公司, 同期中宠股份/天元宠物/佩蒂股份/行业平均分别为1.63%/1.14%/1.79%/1.60%。

图24: 2019年-2024年可比公司研发投入占比



资料来源: 各公司年报, Choice, 浙商证券研究所

2024年, 公司主要研发项目共17项, 其中16项已完成, 1项在研。17项研发项目均为新产品研发, 宠物食品4项, 宠物玩具2项, 牵引绳10项, 其他用品1项。对新产品的

研发旨在提升公司产品的竞争力，保持公司在主要市场上的技术优势，同时开拓有需求潜力的新市场。

表6: 2024 年公司研发项目

主要研发项目名称	拟达到的目标	项目进展
高营养低脂肪易消化纯天然食材宠物食品的研发	研发一种高营养低脂肪易消化纯天然食材宠物食品	已完成
动物原皮加工改良工艺的研发	研发一种提高宠物适口性和消化性，还能增强其耐磨性的动物原皮产品	已完成
基于西部风情主题宠物胸背的研发	研发一种满足宠物主人对独特性和文化深度的追求的产品	已完成
登山越野系列宠物胸背的研发	研发一种宠物在户外活动时保持舒适性和安全性的产品	已完成
基于石墨烯发热技术宠物服装的研发	研发一款既能保暖，又能体现时尚和个性的表达的宠物服装	已完成
安全型浮力宠物胸背的研发	研发一款适合宠物夏季游泳消暑，又能保护其安全的宠物胸背带，降低其水域中游泳时可能会遇到不可预见的危险	已完成
基于石墨烯与银离子相结合抗菌技术的宠物胸背的研发	研发一款满足高性能、环保和抗菌宠物用胸背带	已完成
植物源性和动物源性高胶原蛋白含量狗咬胶的研发	研发一款可以改善宠物关节健康、促进毛发生长、保持皮肤滋润和强化指甲的咬胶类零食	已完成
宠物食品与玩具结合型宠物食品的研发	研发一款可以为宠物提供更高质量的生活体验的玩具和零食兼顾的产品	已完成
基于纯天然竹类纤维材料制作的项圈和牵引的研发	研发一款可以为宠物提供了出色的卫生保障，有效抑制细菌和霉菌的生长的牵引产品	已完成
宠物狗用轻量化涤纶纤维带鞍具套装的研发	研发一款舒适性、耐用性和经济性的宠物产品	已完成
基于经典绅士主题宠物胸背的研发	研发一款将融合传统绅士风格与现代设计元素，为宠物提供既舒适又时尚的穿戴体验的产品	已完成
美国市场针对性低单价宠物胸背套装的研发	研发一款致力于为各种用途的线束提供极简主义的设计和更低单价的产品	已完成
大型连锁商超版本反光安全牵引套装的研发	研发一款关注制作一系列反光项圈和皮带，以使幼崽长时间保持专注的产品	已完成
季节性造型猫玩具的研发	研发一款专注于创造一系列代表美国节日精神的猫玩具	已完成
相邻宠物窝的连接结构设计研发	研发一款可拆卸连接采用拉链、魔术贴、纽扣或者磁贴等方式实现，变形一是上下相对形成包围状的窝形卧具，变形二是左右衔接，串联形成大卧具	已完成
宠物专用撕咬锻炼玩具的研发	开发一款使产品耐用性、适用性、效益方面大幅提高	进行中

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.1.3 客户: 绑定头部渠道, 深耕大客户份额

深耕海外头部零售商, 积累优秀客户资源。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, 这些地区的市场销售渠道主要被国际知名专业宠物产品连锁店和国际大型连锁零售商所垄断。经过十多年的发展, 公司已经与宠物行业市场主要销售企业建立了良好的合作关系, 例如 Walmart、PetSmart、Petco、Pets at Home 等专业宠物产品连锁店或国际大型连锁零售商。由于境外大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, 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, 公司客户的粘性较高、客户相对较为稳定。通过与上述客户合作, 在美国、中国香港和柬埔寨等地区设立子公司的措施, 公司积累了优质的客户资源。

表7: 公司各地区主要客户

地区	主要客户
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target、Amazon
亚洲	利丰集团、KOHAN、CAINZ
欧洲	B&M、家乐福、Fressnapf、PetsatHome、LIDL
南美洲	CENCOSUD、Zeedog

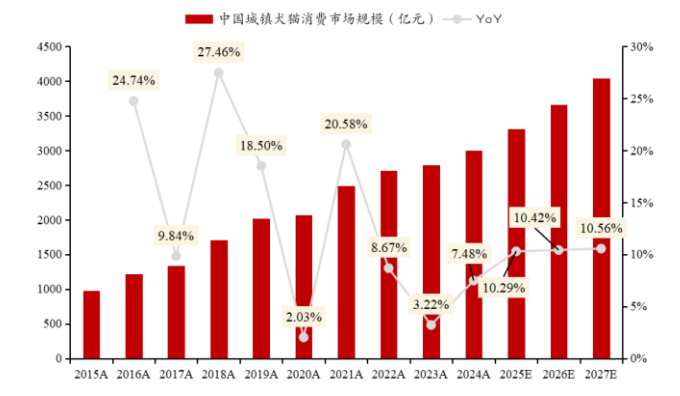
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 自主品牌：代理快速成长构建渠道基础，三大品牌起航

当前，中国宠物市场呈现“量价齐升”的态势。在单身经济和银发经济的推动下，宠物日益成为重要的情感寄托载体。根据艾媒咨询测算，2023年国内宠物犬家庭渗透率约为17.8%，预计2026年将达到19.4%；2023年国内宠物猫家庭渗透率约为16.4%，预计2026年将达到18.6%，国内宠物渗透率与美国等成熟宠物市场相比，存在约3倍的差距；与泰国、日本等的国家相比，也存在2倍的差距，未来发展空间广阔。与此同时，消费者对宠物食品及用品的品质要求不断提升，驱动市场向高端化、个性化发展，国产品牌也正加速崛起。

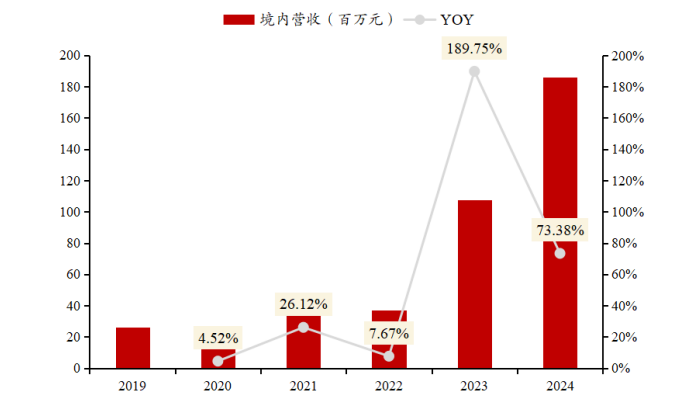
近年来公司通过“经销国际品牌与推广自有品牌”的双轨策略，快速布局国内市场。尽管公司在国内市场份额较小，2024年境内收入1.86亿元，占比不足总营收15%，但增速迅猛，以73.38%远超其海外业务表现。

图25：中国城镇犬猫消费市场规模及增长情况



资料来源：宠物行业白皮书，浙商证券研究所

图26：源飞宠物境内业务营收及增长情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

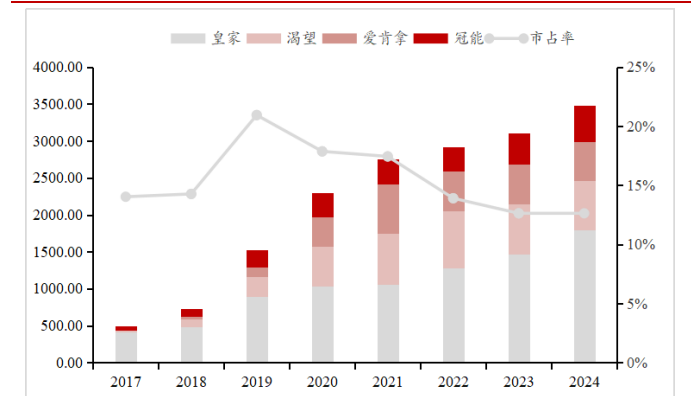
经销国际宠物品牌，积累经验快速成长。全球宠物食品市场较为集中，玛氏、雀巢等龙头企业占据半壁江山。玛氏旗下宠物食品品牌包括皇家、宝路、伟嘉、美士、渴望、爱肯拿等；雀巢旗下宠物食品品牌包括冠能、妙乐多、康乐多等。近年来两家公司旗下的宠物品牌在国内线上销售额持续增长，市场份额稳居前列。公司采取了品牌多元化策略，根据宠经说，公司代理了包括皇家、珍致在内的多个品牌，其中，源飞是皇家的处方粮线上授权的5家分销商之一，皇家普粮线上销售前10的店铺之一。此外，雀巢普瑞纳宠物旗下也有多个品牌跟源飞有深度合作。通过搭建国内运营团队和自建销售渠道，公司快速积累市场经验，降低试错成本。

图27：玛氏、雀巢旗下主要宠物品牌



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图28：玛氏、雀巢主要宠物品牌国内线上销售额（百万元）



资料来源：久谦数据，浙商证券研究所

随着宠物市场国产化替代潮流，公司推出自有品牌作为新增长曲线。自2024年起，公司逐步推出匹卡噗、哈乐威、传奇精灵三大自有品牌，分别满足不同爱好、不同层次的消费者需求，覆盖大众、中端、高端市场。

匹卡噗定位于全品类高性价比的创新品牌，为宠物主提供多元化的商品选择。该品牌产品涵盖猫狗主粮、零食，价格适中，面向大众市场，其中的冻干零食、狗咬胶等产品充分发挥源飞宠物在宠物零食方面积累的丰富经验和全球知名品牌的产品实力，经过1年多的市场培育，该品牌已成功打造多款狗咬胶类爆款产品，根据源飞宠物公众号消息，2025年4月份，匹卡噗稳居抖音平台犬零食类目第一。

图29：匹卡噗主要犬类产品图



资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所

表8：匹卡噗犬类产品矩阵

匹卡噗犬类产品矩阵		
狗狗零食	磨牙棒	8-9元/100克
	鸡鸭肉干	8-9元/100克
	冻干	19.8元/100克
	罐头	4.4元/100克
犬主粮	鸡肉幼犬粮	76.5元/2千克
	鸡肉三拼犬粮	76.5元/2千克
	牛肉双拼犬粮	81.2元/2千克
	兔肉双拼犬粮	81.2元/2千克
	鸭肉&梨双拼犬粮	81.2元/2千克
宠物用品	犬用沐浴露	29.9元/500毫升

资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所（价格未考虑平台优惠）

图30：匹卡噗主要猫类产品图



资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所

表9：匹卡噗猫类产品矩阵

匹卡噗猫类产品矩阵		
猫咪零食	冻干	19.8元/100克
	猫条	4.99元/15克（1支）
	罐头	4.4元/100克
猫主粮	鸡肉双拼猫粮	75.3元/1.5千克
	乳鸽猫粮	80元/1.5千克
	海陆盛宴猫粮	80元/1.5千克
	鸡肉幼猫粮	75.3元/1.5千克
宠物用品	猫砂	15.8元/2.5千克

资料来源：天猫旗舰店，浙商证券研究所（价格未考虑平台优惠）

哈乐威定位于功能性的人宠生活品牌满足宠物生命各阶段的营养需求，以高性价比打开低端市场。哈乐威的产品主要为猫砂、猫粮。该品牌的产品价格低，以“拒绝品牌溢价”为卖点，主打高性价比。

表10: 哈乐威产品矩阵

哈乐威产品矩阵			
猫主粮	鸡肉味猫膨化粮		72.9元/2.5千克
猫砂	纳基矿石猫砂		15.29-18.7元/2.5千克
	纯木薯猫砂		38.6元/2.5千克

资料来源: 天猫旗舰店, 浙商证券研究所 (价格未考虑平台优惠)

传奇精灵定位于高端营养, 生鲜自然, 为中国宠物家庭提供长效健康的喂养方案。该品牌产品以高端主粮产品为核心, 代表产品包括传奇精灵生鲜营养全价主食冻干猫粮和传奇精灵生鲜营养全价全期烘焙猫粮。产品以生鲜生骨肉为宠食主要成分, 含肉量均高于80%, 且全部肉源来自新疆。传奇精灵代表了源飞在主粮赛道的核心竞争力和品牌高度, 同时也符合养宠精细化发展的趋势。

图31: 传奇精灵主要产品图



资料来源: 天猫旗舰店, 浙商证券研究所

表11: 传奇精灵产品矩阵

传奇精灵产品矩阵			
品类	功效	含肉量	价格
全价烘焙猫粮	肠效优护	84%	169元/1.85千克
	活力体态	83.8%	
主食冻干猫粮	益肠活力	94%	109元/240克
	亮泽美毛	89%	
	排毛护肠	92.2%	
	泌尿优护	91.2%	
	免疫均衡	91%	

资料来源: 天猫旗舰店, 浙商证券研究所 (价格未考虑平台优惠)

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

源飞宠物作为宠物牵引绳行业龙头，在稳固海外代工基本盘的同时，通过自主品牌建设打开第二增长曲线。展望 25-27 年整体市场份额的提升和自有品牌的发展有望带动公司行业份额提升，我们基于不同的销售模式进行盈利预测：

1) 境外代工：

考虑公司产品&研发制造优势突出，客户关系稳固，东南亚产能重要性随着关税政策持续提升，收入端受益于海外宠物市场稳健增长及东南亚产能优势，我们预计 2025-2027 年公司海外代工业务的收入分别为 12.71/14.17/15.73 亿元，同比+13%/+11%/+11%。毛利率方面，考虑规模化生产、成本管控，柬埔寨稀缺产能占比提升，预计毛利率稳步增长，预计 2025-2027 年分别为 26%/26.5%/27%。

2) 境内代理&自主品牌：

境内代理销售主要由宠物医院、宠物店、线上分销渠道等贡献，公司代理玛氏、雀巢等国际品牌（如皇家、冠能），我们预测代理业务将为自主品牌运营积累经验，短期仍在快速成长期，自主品牌核心增长点，三大自有品牌（匹卡嘍、哈乐威、传奇精灵）进入爆发期，综合预计境内 2025-2027 年公司分别实现收入 4/6.5/8.85 亿元，同比+115%/+63%/+36%。毛利率方面，规模效应与品牌溢价逐步显现，预计从 2024 年 6.89% 升至 2027 年 22%，2025-2027 年分别实现 17%/20%/22%。

表12：公司盈利预测拆分

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025B	2026B	2027B
营业收入	514.76	608.28	1068.78	953.70	991.26	1310.01	1671.48	2067.01	2458.20
YOY		18.17%	75.71%	-10.77%	3.94%	32.16%	27.59%	23.66%	18.93%
营业成本	373.61	449.11	825.14	723.58	771.78	1010.17	1272.90	1561.50	1838.74
YOY		20.21%	83.73%	-12.31%	6.66%	30.89%	26.01%	22.67%	17.75%
毛利	141.15	159.17	243.64	230.12	219.48	299.84	398.59	505.51	619.46
毛利率	27.42%	26.17%	22.80%	24.13%	22.14%	22.89%	23.85%	24.46%	25.20%
境外	486.95	579.00	1029.37	915.98	883.85	1123.78	1271.48	1417.01	1573.20
YOY	15.65%	18.90%	77.78%	-11.02%	-3.51%	27.15%	13.14%	11.45%	11.02%
营业成本	352.29	427.73	790.51	693.12	673.10	836.78	940.90	1041.50	1148.44
毛利率	27.65%	26.13%	23.20%	24.33%	23.84%	25.54%	26.00%	26.50%	27.00%
收入占比	94.60%	95.19%	96.31%	96.04%	89.16%	85.78%	76.07%	68.55%	64.00%
其中：柬埔寨爱淘				220.86	286.68	394.98	473.97	545.07	626.83
YOY					29.8%	37.8%	20%	15%	15%
其中：柬埔寨莱德				162.27	125.44	229.02	297.72	372.16	446.59
YOY					-22.7%	82.6%	30%	25%	20%
其中：国内工厂				500.72	711.67	499.78	499.78	499.78	499.78
YOY					42.1%	-29.8%	0%	0%	0%
境内	26.12	27.30	34.43	33.00	107.41	186.23	400.00	650.00	885.00
YOY	128.81%	4.54%	26.12%	-4.15%	225.48%	73.38%	114.79%	62.50%	36.15%
营业成本	19.09	18.62	28.95	25.45	98.68	173.39	332.00	520.00	690.30
毛利率	26.91%	31.79%	15.92%	22.88%	8.13%	6.89%	17.00%	20.00%	22.00%
收入占比	5.07%	4.49%	3.22%	3.46%	10.84%	14.22%	23.93%	31.45%	36.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们预计公司 25-27 年分别实现营收 16.7/20.7/24.6 亿元，分别同比增长 28%/24%/19%，实现归母净利润 1.66/2.09/2.51 亿元，分别同比增长 1%/25%/20%，25-27 年对应当前 PE 分别为 21/17/14。我们选取主营业务同为宠物食品和用品的中宠股份、天元宠物与宠物卫生护理用品业务为主的依依股份作为可比公司，根据 wind，可比公司 25-27 年平均 PE 为 33/25/21，考虑公司自主品牌正处于起步阶段，宠物市场稳健增长及东南亚产能优势有望拉动公司进一步提升市场份额，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 可比公司估值表 (截至 2025.7.11)

可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中宠股份	172.82	4.59	5.73	6.93	38	30	25
天元宠物	43.30	0.96	1.34	1.70	45	32	25
依依股份	40.34	2.51	2.98	3.49	16	14	12
平均值					33	25	21
源飞宠物	35.54	1.66	2.09	2.51	21	17	14

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧: 公司的核心业务聚焦宠物牵引绳与宠物零食, 未来随着全球宠物市场规模持续扩大, 吸引国内其他目前主营海外代工业务的宠物企业加大自有品牌投放力度或国内其他代工工厂快速成长, 导致行业竞争加剧, 从而使得公司业务扩展受阻。

汇率波动风险: 公司境外收入占主营业务输入比例较高, 境外销售收入主要以美元结算, 同时公司设有柬埔寨工厂从事宠物食品生产和销售, 境外采购劳务和原材料等主要以美元结算。如果未来随着经济环境、各国货币政策等发生变化, 结算汇率与人民币之间汇率将产生波动, 使公司面临汇率变动风险。

原材料价格波动风险: 原材料成本在公司主营业务成本占比较高, 如果原材料价格发生较大波动而公司无法将原材料上涨压力进行转移或抵消, 公司业绩将会受到不利影响。

产能投放不及预期风险: 公司产能利用率水平较高, 如果募投项目中产能投放不及预期而对公司扩张形成掣肘, 公司业绩增长将受到不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,161	1,333	1,574	1,854
现金	420	557	610	712
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	266	284	376	455
其它应收款	3	3	4	5
预付账款	36	24	37	48
存货	292	321	403	490
其他	143	143	143	143
非流动资产	543	619	688	752
金融资产类	30	30	30	30
长期投资	28	37	47	56
固定资产	243	254	269	287
无形资产	34	35	35	35
在建工程	152	202	241	274
其他	56	60	66	69
资产总计	1,704	1,951	2,262	2,606
流动负债	211	266	335	387
短期借款	0	0	0	0
应付款项	169	214	270	312
预收账款	0	0	0	0
其他	42	52	64	75
非流动负债	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	7	7	7	7
负债合计	218	274	342	394
少数股东权益	158	185	218	259
归属母公司股东权	1,328	1,493	1,702	1,953
负债和股东权益	1,704	1,951	2,262	2,606

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1)	243	157	206
净利润	191	193	242	292
折旧摊销	26	31	34	39
财务费用	(8)	0	0	0
投资损失	0	1	1	1
营运资金变动	(220)	20	(120)	(125)
其它	9	(2)	(0)	(0)
投资活动现金流	(217)	(106)	(104)	(104)
资本支出	(87)	(98)	(93)	(94)
长期投资	(131)	(9)	(10)	(10)
其他	1	1	(1)	(1)
筹资活动现金流	(96)	(1)	0	0
短期借款	(21)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(76)	(1)	0	0
现金净增加额	(301)	136	54	102

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,310	1,671	2,067	2,458
营业成本	1,010	1,273	1,562	1,839
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	40	104	138	177
管理费用	43	59	72	86
研发费用	24	42	52	61
财务费用	(26)	(17)	(22)	(24)
资产减值损失	(12)	0	0	0
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	(0)	(1)	(1)	(1)
其他经营收益	1	2	2	2
营业利润	204	209	262	315
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	206	209	262	315
所得税	15	16	19	23
净利润	191	193	242	292
少数股东损益	26	27	34	40
归属母公司净利润	164	166	209	251
EBITDA	201	223	274	330
EPS (最新摊薄)	0.86	0.87	1.09	1.32

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	32.16%	27.59%	23.66%	18.93%
营业利润	26.49%	2.43%	25.45%	20.43%
归属母公司净利润	30.24%	1.26%	25.45%	20.43%
获利能力				
毛利率	22.89%	23.85%	24.46%	25.20%
净利率	12.54%	9.95%	10.10%	10.22%
ROE	12.37%	11.14%	12.26%	12.87%
ROIC	10.88%	10.54%	11.51%	12.14%
偿债能力				
资产负债率	12.82%	14.02%	15.11%	15.11%
净负债比率	-27.89%	-32.82%	-31.48%	-31.93%
流动比率	5.49	5.00	4.71	4.79
速动比率	3.26	3.17	2.96	3.03
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.91	0.98	1.01
应收账款周转率	5.99	6.07	6.26	5.92
应付账款周转率	6.50	6.64	6.45	6.32
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.87	1.09	1.32
每股经营现金	-0.01	1.27	0.82	1.08
每股净资产	6.96	7.82	8.92	10.23
估值比率				
P/E	21.64	21.37	17.03	14.14
P/B	2.68	2.38	2.09	1.82
EV/EBITDA	12.96	14.11	11.32	9.09

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>