

2025年07月28日

宠物用品及食品双轮驱动，发力自主品牌

源飞宠物(001222)

投资建议

源飞宠物作为国内宠物牵引用具及宠物食品龙头企业，具备优质海外客户资源与全球化产能优势，同时积极开拓自主品牌、打造第二增长曲线，公司 23Q2 迎来补库存收入拐点，24 年发力自主品牌、收入和利润共振。我们分析：1) 公司股权激励目标要求未来 3 年收入 CAGR24%，主要来自扩产贡献，海外食品及用品产能存在较大扩产空间。2) 公司三大自主品牌通过差异化定位抢占细分市场，我们测算未来 3 年有望做到 3-5 亿收入、并实现盈亏平衡。3) 公司代理业务有望改善结构、实现利润率提升。我们预计 25-27 公司收入分别为 16.33/21.07/25.40 亿元，归母净利润分别为 1.87/2.25/2.59 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.98/1.18/1.36 元，25 年 7 月 28 日公司收盘价 19.15 元对应 PE 为 20/16/14X。首次覆盖，给予“买入”评级。

宠物行业：国内宠物食品高于海外增速、用品低于海外增速，主要由于烘焙粮的差异化消费习惯

根据欧睿数据，中国宠物用品市场规模从 2018 年的 314.3 亿元增长至 2024 年的 372.3 亿元，CAGR 为 2.9%，增速低于全球 4.6% 的增速，主要受国产品牌价格战、狗消费增速放缓影响；但其中宠物服饰（23%）和宠物玩具（22%）增速最快，主要由于消费升级下多场景化驱动。根据中国宠物行业白皮书，中国宠物食品行业规模则从 2018 年的 891.6 亿元增长至 2024 年的 1585.1 亿元，CAGR 为 10.1%。国内宠物用品复合增速低于海外、而宠物食品增速高于海外，我们分析主要由于国内宠物食品品牌通过烘焙粮实现弯道超车。

2B 业务：研发优势+海外产能+优质客户共筑壁垒

公司 2B 业务优势在于：1) 东南亚产能布局优势，2) 深度绑定 Walmart、PetSmart 等国际龙头渠道，3) 技术领先：年开发新品 8000+ 款，牵引绳 SKU 超 10 万个。未来空间在于：1) 扩产；2) 扩品类；3) 商超和专业渠道新客户开拓及份额提升。

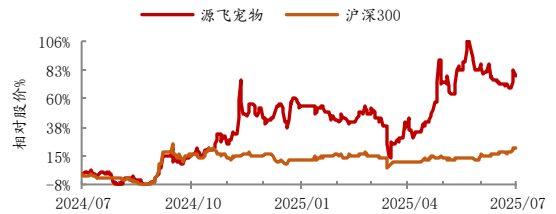
品牌业务：自建销售渠道，推出自有品牌业务

我们分析，公司自有品牌优势在于：1) 公司宣传生鲜自然理念，原材料和生产过程均在新疆，周期短保证原材料质量及品控，传奇精灵含肉量（94% 鲜肉）在同类主食中较高；2) 以“双重益生元呵护肠胃健康”为特点，对宠物肠道有所改善；3) 提出六边形宠物养宠概念，更适合国内宠物需求。4) 源飞团队深耕抖音渠道、弯道超车。匹卡嘍主推的宠物零食在抖音一度达到狗咬胶细分品类中的排名第一；未来三大自有品牌有望快速增长带动公司业绩高增。根据蝉妈妈数据，过去 30 天（6.28-7.27）匹卡嘍（狗零食）/哈乐威（猫砂）/传奇精灵抖音销售额分别为 100-250w/58-86w/10-25w，分别同比增长 4000%-10000%/--。

风险提示：

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	19.15
股票代码：	001222
52 周最高价/最低价：	23.1/9.82
总市值(亿)	36.56
自由流通市值(亿)	15.04
自由流通股数(百万)	78.55



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

项目建设进度不及预期风险；原材料价格波动风险；关税波动风险；行业竞争加剧风险；自有品牌市场拓展不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	991	1,310	1,633	2,107	2,540
YoY(%)	3.9%	32.2%	24.7%	29.0%	20.5%
归母净利润 (百万元)	126	164	187	225	259
YoY(%)	-20.5%	30.2%	13.8%	20.4%	15.2%
毛利率 (%)	22.1%	22.9%	22.4%	21.9%	21.4%
每股收益 (元)	0.66	0.87	0.98	1.18	1.36
ROE	10.3%	12.4%	12.6%	13.2%	13.2%
市盈率	29.49	22.01	19.55	16.24	14.09

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：“代工+品牌”双轮驱动，打开第二成长曲线	5
1.1. 历史回顾：23Q2 迎来补库存收入拐点，24 年发力自主品牌	5
1.2. 股权结构：家族集中控股，发布股权激励草案提振市场信心	10
2. 宠物行业：宠物用品丰富化、宠物食品国产替代带动宠物行业增长	12
2.1. 宠物用品：行业规模稳健发展，CR10 集中度低尚处于激烈竞争期	12
2.2. 宠物食品：国内高于海外增速，受益于烘焙粮升级	15
3. 2B 业务：研发优势+海外产能+优质客户共筑壁垒	20
3.1. 竞争优势	20
3.2. 增长驱动：扩产+品类拓展+客户份额提升	25
4. 品牌业务：自建销售渠道，推出自有品牌业务	26
4.1. 代理业务：未来代理层级提升有望代理盈利能力提升	26
4.2. 自主品牌：实现从 0 到 1 突破	27
5. 盈利预测和投资建议	31
5.1. 盈利预测	31
5.2. 投资建议	32
6. 风险提示	33

图表目录

图 1 公司历年收入及增速	7
图 2 公司历年归母净利及增速	7
图 3 分产品收入增速	7
图 4 分业务销量及增速	7
图 5 分业务单价及增速	7
图 6 分业务产能及产能利用率	7
图 7 公司历年分季度毛利率	8
图 8 公司历年分季度归母净利率	8
图 9 公司分业务毛利率	9
图 10 公司分渠道毛利率	9
图 11 公司期间费用率	9
图 12 剔除汇兑损益影响后归母净利率	9
图 13 全球宠物用品市场规模及增速	13
图 14 中国宠物用品市场规模及增速	13
图 15 全球宠物食品市场规模及增速	16
图 16 中国宠物食品市场规模及增速	16
图 17 柬埔寨公司收入及增速（亿元）	21
图 18 柬埔寨公司净利及净利率（亿元）	21
图 19 宠物用品行业主要进口国	22
图 20 宠物用品行业主要出口国	22
图 21 公司前五大客户收入及占比（亿元）	23
图 22 2023 年 3 月北美领先的宠物连锁店数量	23
图 23 公司与同业研发费用率对比	24
图 24 公司分地区销售（百万元）	26
图 25 公司分地区销售占比	26
图 26 匹卡嘍位于抖音狗零食爆款榜第一名	28
图 27 618 宠物销售榜单	28
图 28 宠物线上食品及用品市场规模	28
图 29 天猫宠物食品及用品销售额（元）及 yoy	28
图 30 线上宠物食品中猫占比最高且增速最快	29

图 31 膨化粮占比最高、烘焙粮增速最快	29
表 1 公司产品矩阵.....	5
表 2 发展历程.....	9
表 3 公司十大股东.....	11
表 4 公司管理层介绍	11
表 5 宠物用品分类.....	13
表 6 全球宠物用品市场行业竞争格局（占比%）	13
表 7 中国宠物用品市场行业竞争格局（占比%）	14
表 8 宠物用品、零售上市公司经营数据对比（2024 年）	15
表 9 中国宠物食品市场行业竞争格局（占比%）	17
表 10 宠物食品国产品牌与国外品牌代表性产品对比	17
表 11 宠物食品行业上市公司经营数据对比（2024 年）	18
表 12 中国宠物市场行业竞争格局.....	19
表 13 国内宠物公司出海布局时间	20
表 14 孟加拉、柬埔寨、中国人力及关税对比.....	21
表 15 各国出口美国关税对比.....	22
表 16 公司主要客户介绍.....	23
表 17 2024 年公司部分投入研发项目	24
表 18 2024 年公司获得专利列表	25
表 19 源飞宠物与天元宠物对比	26
表 20 代表性高端宠物自有品牌产品	29
表 21 不同类型主粮对比.....	30
表 22 公司募集资金在建项目一览.....	31
表 23 收入拆分.....	31
表 24 可比公司估值.....	33

1.公司概况：“代工+品牌”双轮驱动，打开第二成长曲线

1.1.历史回顾：23Q2 迎来补库存收入拐点，24 年发力自主品牌

源飞宠物是国内领先的宠物用品及零食制造商，公司成立于 2004 年，以 OEM/ODM 代工业务起家，核心产品为宠物牵引用具和宠物零食，2022 年在深交所上市。公司深度绑定 Walmart、Petco、PetSmart 等国际大型连锁零售商和专业宠物连锁店，产品销往美国、欧洲、日本等成熟市场，21 年美国/欧洲市场收入占比分别为 73%/16%，前五大客户 PetSmart/美国好氏/Petco/Walmart/B&M 占比分别为 26.5%/19.3%/12.6%/10.0%/5.9%。公司已形成“国内+东南亚”多地协同的产能布局，现有温州（2 个基地）、柬埔寨（爱淘、莱德）四大基地运行，孟加拉新基地和国内 2.2 万吨主粮项目加速推进；根据公司官网，公司目前拥有 700 万公斤狗咬胶、5000 万条宠物牵引带产能。近年来，公司确立了“内外销并重”的双轮驱动战略，积极开拓国内市场，通过代理国际知名品牌积累渠道和运营经验，并于 24 年重点发力自主品牌，已推出“匹卡嘣”、“哈乐威”、“传奇精灵”三大品牌矩阵，覆盖宠物零食、用品及主粮等多个品类。

24 年公司收入/归母净利/扣非净利分别为 13.1/1.64/1.58 亿元，同比增长 32.2%/30.2%/27.2%，收入增长主要得益于海外客户需求稳步复苏及国内高增长；净利增速低于收入则主要由于汇兑损失，剔除汇兑影响净利同比增长 39%至 1.52 亿元。1) 分产品来看，公司宠物零食/宠物牵引用具/宠物注塑玩具/其他宠物产品及其他业务收入分别为 6.07/4.56/0.51/1.96 亿元，同比分别增长 28.17%/23.20%/102.02%/60.18%，其中宠物注塑玩具收入快速增长，我们分析主要由于公司不断研发新产品及低基数。2) 量价来看，24 年宠物零食销量/单价分别为 1.21 万吨/5 万元/吨，同比增长 19.7%/7.3%；宠物用品销量/单价分别为 3181 万件/41.2 元/件，同比增长 2.8%/28.6%，我们分析宠物用品单价增长主要受汇率及新品占比提升影响。3) 分地区来看，24 年公司外销/内销收入占比分别为 85.8%和 14.2%，同比增长 27%/73%。4) 分客户来看，24 年公司前五大客户收入占比 54.8%，同比下降 3.6PCT，其中第一大客户占比 22%。

25Q1 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 3.35/0.25/0.25 亿元，同比增长 36.3%/ -30.6%/ -25.6%，收入增长主要由于国内外市场同步拓展，订单持续增长。利润端承压主要由于尚处投入期的低毛利国内业务占比提升、及代理业务调整品牌、销售费用等前置投入增加，25Q1 公司毛利率同比下降 4.7PCT，销售费用率同比提升 1.2PCT。

分季度来看，公司收入呈现上半年略低、下半年略高的特征，主要由于公司的核心销售区域在美洲和欧洲，该等地区的传统大型节假日如感恩节、圣诞节等促销季节基本在 Q4；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 Q3 相对较高。

表 1 公司产品矩阵

产品类型	具体产品	24 营收占比
宠物零食	主要材质为天然生皮、鸡肉和猪皮等，产品包括打结骨、压骨、洁齿骨等。	46.31%
宠物牵引用具	主要材质为尼龙、真皮、PU 皮革等，产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等。	34.81%

宠物玩具

公司玩具包含毛绒玩具、结绳玩具、注塑玩具等

3.89%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2018-2024 年公司收入/归母净利 CAGR 分别为 20.2%/17.5%，收入增速取决于海外下游库存周期、公司扩产及拓品类、拓业务；净利增速低于收入主要由于汇兑损失、境内代理业务占比提高及自主品牌投入费用增加等影响。

回顾公司收入历史：

1) 从收入增速波动来看，公司 19、20 年保持正常的扩产带来的收入增速 18% 左右，21 年收入增长高达 76% 则主要由于疫情及海运紧张影响，海外客户加大备货力度。随后 22/23 年公司经历了两年下游去库存周期（22/23 年收入同比增长-10.8%/3.9%），24 年境外收入恢复增长至 27%、叠加 24 年开始发力国内自主品牌业务、国内增长 73%，整体收入增长 32%。22 年收入同比下降 10.8%，海外宠物用品消费呈现明显降级趋势、高端时尚类产品如宠物牵引用具需求锐减（收入同比下降 23%）。23Q2 虽迎来收入拐点，但 23Q2-Q4 净利增速低于收入增速主要由于毛利率相对较低的零食业务占比提升，以及国内业务营收增长但净利承压；24Q2、Q3 净利增速也低于收入增速主要由于 Q2-Q3 汇兑损失导致财务费用率增加，而 Q1、Q4 净利增速高于收入增速则由于汇兑收益，Q4 主要由于宠物玩具和牵引用具高毛利率产品加速增长以及利息收入增加。

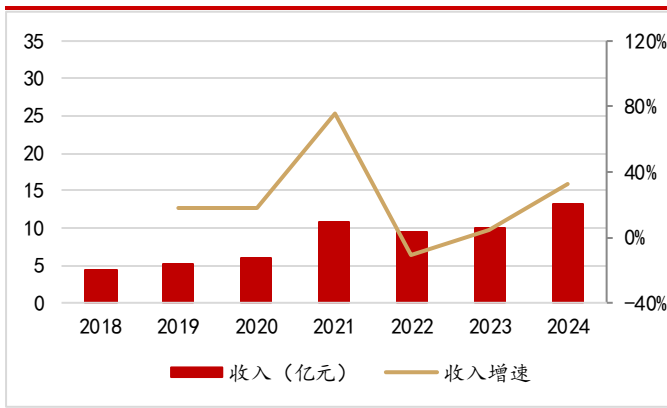
1) 分业务看，18-24 年宠物零食/宠物牵引用具/宠物注塑玩具/其他宠物产品（宠物清洁用品、宠物服装、宠物尿垫等）CAGR 分别为 23%/12%/38%/52%：

a) 宠物零食 18-24 年收入占比从 30% 提升至 46%，我们分析主要受益于公司加强研发，零食品类从单一咬胶扩展至肉干和复合制品；同时通过建设柬埔寨工厂覆盖部分美国市场订单、规避关税风险，不断开拓海外客户资源。分量价来看，18-24 年宠物零食销量/单价 CAGR 分别为 16%/6%，19 年销量下降主要由于 18 年下半年美国开始加征关税；20-21 年销量快速增长主要由于柬埔寨爱淘工厂建成投入使用；22 年销量增速放缓受欧美市场消费承压影响；23-24 销量恢复双位数增长主要受益于其柬埔寨产能优势以及高频推出新品。宠物零食单价提升主要由于新品（如混合肉制品等）单价高于传统产品畜皮咬胶。

b) 宠物用品 18-24 年收入（包括牵引用具、注胶玩具等）占比从 66% 下降至 39%，我们分析主要由于产能转移柬埔寨供应链配套不够成熟，公司资源向零食倾斜，以顺应市场趋势。从量价来看，18-21 年宠物牵引用具销量/单价 CAGR 分别为 7%/28%，单价提升主要由于公司持续推出在用料、设计和质量要求上具备较高标准的产品。21 年宠物牵引用具收入同比增长 74%，主要由于柬埔寨莱德投入使用。21-24 年宠物用品销量/单价 CAGR 为 -8%/16%，22-23 年宠物用品收入下降主要由于海外去库存，24 年增长仍来自汇率及新品占比提升带动价增。

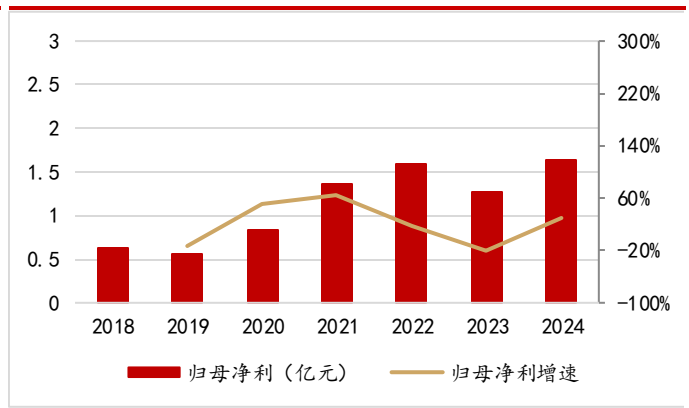
回顾利润端：1) 21 年以前公司归母净利大致在 0.5-0.9 亿元之间波动，20 年净利同比增长 51.5%，主要得益于公司在柬埔寨设立莱德子公司正式投入使用，且带动高毛利产品如宠物牵引用具增长。2) 21-24 年公司归母净利主要在 1.3-1.7 亿区间波动，21 年增长 64.5% 到达 1.37 亿元，主要受益于收入增长；22 年净利增长主要受益于汇兑收益 0.27 亿元，剔除后净利 1.31 亿元，同比下降 10.3%，24 年剔除汇兑影响净利同比增长 39% 至 1.52 亿元，我们分析主要由于公司收入增长以及通过调整产品组合和提升高毛利品类占比，增强盈利能力。

图 1 公司历年收入及增速



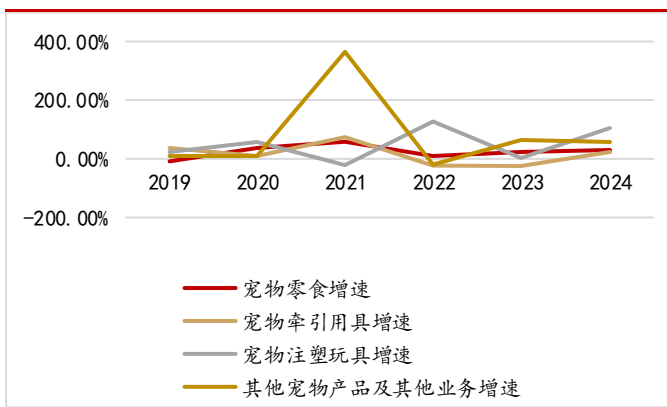
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 2 公司历年归母净利及增速



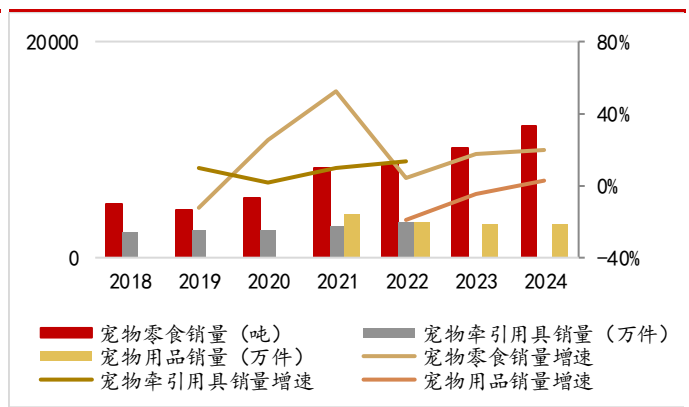
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 3 分产品收入增速



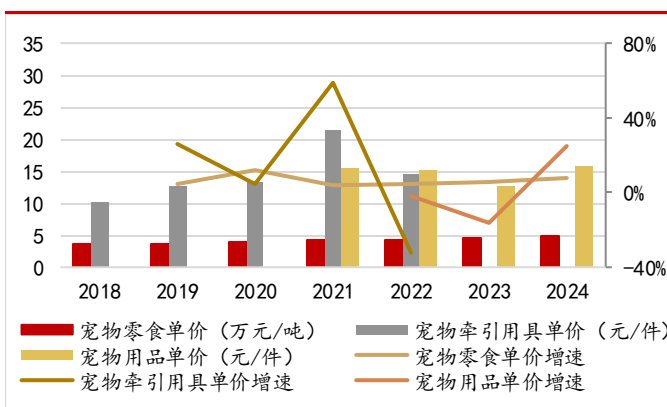
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 4 分业务销量及增速



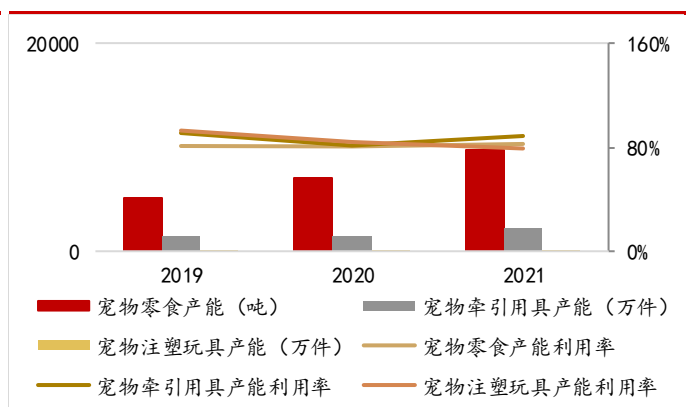
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 分业务单价及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 6 分业务产能及产能利用率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司毛利率主要在 19%~27% 范围波动，净利率总体来看在 10%~20% 范围波动，剔除汇兑影响净利率主要在 10%~17% 范围波动。

公司毛利率主要受产品结构、汇率、原材料价格，结构影响等因素影响：

1) **产品结构影响**：公司宠物用品，包括牵引用具产品（毛利率在 30%~35%）及宠物注塑玩具（毛利率近年在 20%~30%）毛利率较高，宠物零食毛利率偏低（主要在 15% 左右波动），19 年毛利率提升主要由于宠物牵引用具销售占比提升；20 年毛利率下降由于柬埔寨爱淘生产基地投入使用后零食占比提升；21 年毛利率下降主要由于宠物牵引用具以及宠物零食毛利率有所下降，即原材料成本提升；22-24 年宠物零食占比持续提升，带动整体毛利率下降。

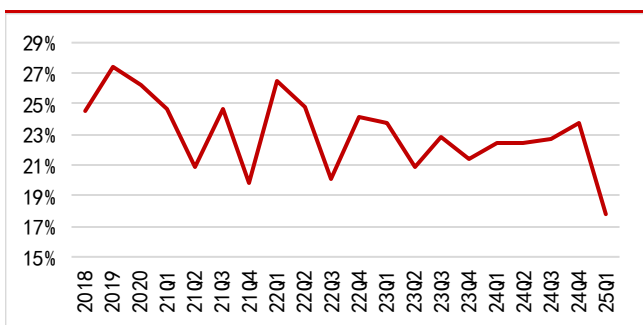
2) **汇率影响**：公司产品以美元定价，22-24 年人民币贬值带动宠物用品毛利率持续提升；22 年宠物零食毛利率有所下滑我们分析主要由于原料（如畜皮、肉类）价格上涨，但 23-24 年持续提升。

3) **原材料价格影响**：a) 织带、扣具价格是宠物牵引用具的毛利率波动的重要因素。2020 年，公司宠物项圈、安全带等主要原材料消耗相对较少的产品占比较高，直接材料中主要原材料占比有所下降，使得宠物牵引用具的单位直接材料有所下降。2021 年，金属扣具等主要原材料价格有所上升使得扣具耗用单价大幅上升，在成本端对毛利率的影响为 -8.08PCT，21 年自产宠物牵引用具毛利率下降 7.20PCT；b) 宠物零食主要原材料为畜皮类、鸡肉类等，21 年随着混合肉制品销售的扩大，鸡肉类原材料单位耗用持续上升，使得主要材料单位成本有所上升；22 年宠物零食毛利率有所下滑主要由于原料（如畜皮、肉类）价格上涨。

4) **区域结构影响**：公司境外业务主要为代工业务，境内主要为代理及自主品牌业务，境外业务公司绑定 Walmart、Petco 等大客户；境内代理业务因代理层级薄利且无定价权，毛利率相对较低；自主品牌（匹卡嘍、哈罗威、传奇精灵）处于推广初期，需前置投放电商推广、试吃活动等费用（计入成本），毛利率相对较低。24 年海外/国内线上/国内线下毛利率分别为 25.54%/5.41%/11.66%。

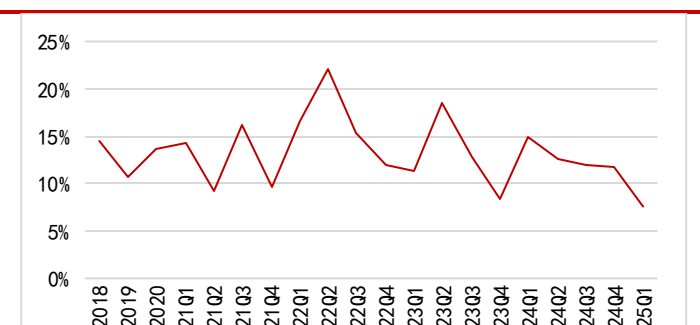
净利率主要受毛利率、期间费用率及汇兑损益等影响。1) 销售费用率总体呈上升趋势，23 年 Q1 前公司销售费用率在 1%~2.5% 区间波动，23 年开始在 2.5%~4% 区间波动，主要由于自主品牌推广费用增加；2) 公司管理费用率 22 年以前呈现波动上升的态势，从 2% 左右上升到 5%，此后在 3%~4.5% 区间浮动；3) 公司研发费用率基本在 1.5%~2.5% 区间波动。4) 财务费用率主要受汇兑收益影响，20-21 年人民币升值造成汇兑损失，22-24 年人民币贬值带来汇兑收益。

图 7 公司历年分季度毛利率



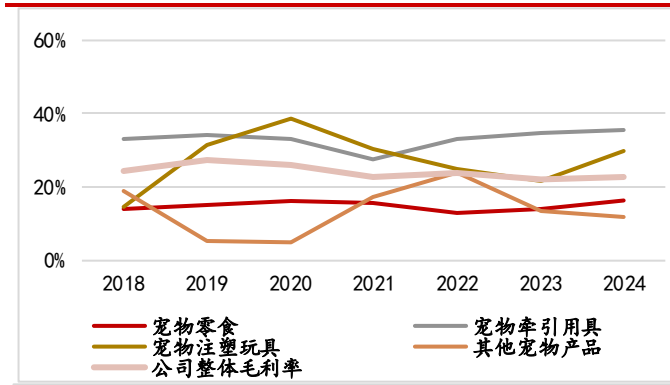
资料来源：Wind，华西证券研究所（18-20 年为年数据）

图 8 公司历年分季度归母净利率



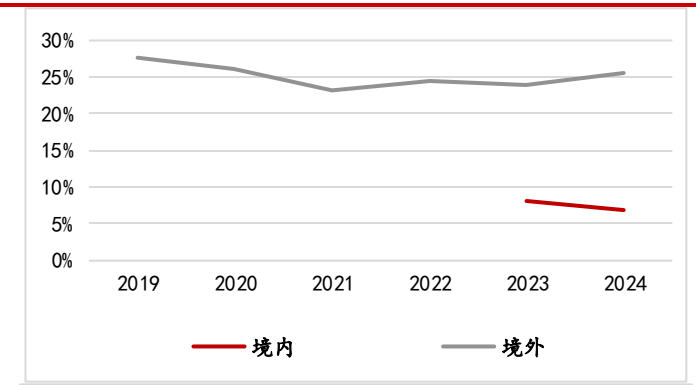
资料来源：Wind，华西证券研究所（18-20 年为年数据）

图 9 公司分业务毛利率



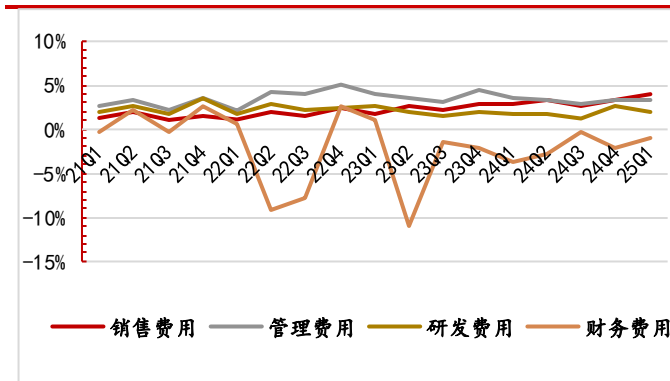
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 10 公司分渠道毛利率



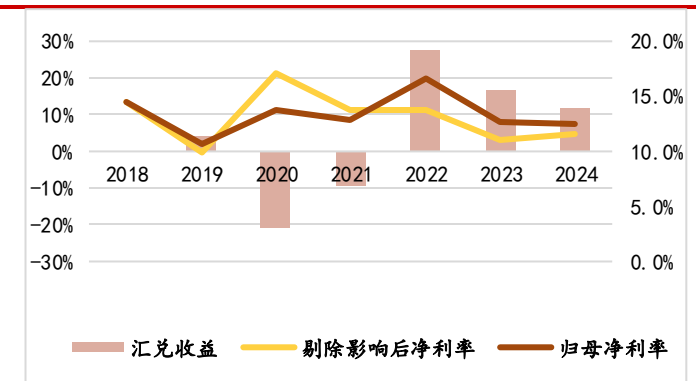
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 11 公司期间费用率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 12 剔除汇兑损益影响后归母净利润率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 2 发展历程

时间	经历/过程
2004	温州源飞宠物玩具制品有限公司成立，初期主营狗咬胶产品，后拓展至宠物牵引用具领域
2014	在美国设立海外分公司，与沃尔玛达成合作协议
2015	开发"互联网+宠物用品"电商平台系统
2016	与 PetSmart 建立合作；在平阳开发鸚鵡主题宠物旅游项目
2017	与 Petco 签署供货协议； 自主品牌"艾淘儿"牵引带获浙江省"品质浙货"称号；
2018	在上海设立研发设计中心
2020	柬埔寨生产基地正式投产

	于深交所上市；
2022	2022/11/14 公司拟与方圆金鼎及其他有限合伙人参与投资共青城金鲲股权投资合伙企业。产业基金总规模为 2 亿元，公司作为基金的有限合伙人拟出资合计 3000 万，占合伙企业 15% 份额。
	重点发展自主品牌，收购杭州肥圆，成立匹卡嘣和哈乐威品牌公司；
2023	2023/7/8 公司与方圆金鼎签署了《温州源飞翼展创业投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》《合伙协议之补充协议》，共同出资设立温州源飞翼展创业投资合伙企业（有限合伙），该产业基金计划总规模为 2 亿元，公司作为有限合伙人拟出资 1.98 亿元，占合伙企业 99% 份额。
	1 月推出自主主粮品牌“传奇精灵”，正式上线；
	2024/1/16-2024/1/22 平阳晟润减持公司股份 92.77 万股，占公司总股本的 0.49%，减持均价 15.29 元；
	2024/2/1 庄明超女士（实控人之一、董事）增持公司股份 12.37 万股，占公司总股本的 0.06%，增持价格为 11.43 元；
	2024/2 月公司发布首次回购公告，计划以不超过 21.55 元/股价格回购 1500 万-3000 万元，2/19 公司回购股份 5.8 万股，占公司总股本的 0.03%，回购价格 10.69-10.78 元/股，总金额 62.26 万元；
2024	24 年 8 月公司发布股东减持股份预披露公告，股东平阳县晟雨创业服务中心计划减持不超过 565 万股，股东平阳县晟进创业服务中心计划减持不超过 60 万股。24 年 11 月披露减持结果，平阳晟雨以 9.16 元/股均价减持 60 股，平阳晟进以 13.96 元/股均价减持 30.27 万股。
	2024/8/17 公司公告拟将募投项目“年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2,500 万条产能提升项目”达到预期可使用状态日期由 2024 年 8 月 17 日延期至 2025 年 12 月 31 日；拟终止募投项目“源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目”和“营销运营中心建设项目”。
	4 月公司公告拟变更原募投项目“年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2,500 万条产能提升项目”为新募投项目“2.2 万吨宠物干粮项目”，暂时调整该项目闲置场地用途；
2025	5 月公告公司股东平阳晟雨变更执行事务合伙人，与平阳晟飞解除一致行动关系，导致其所持有公司的股份不再合并计算所致，解除一致行动关系不涉及股份变动，平阳晟雨、平阳晟飞各自的持股数量和持股比例不变。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 股权结构：家族集中控股，发布股权激励草案提振市场信心

公司股权结构集中。公司实际控制人为庄明允、庄明超（与庄明允为姐弟关系）和朱晓荣（庄明超配偶）三人，截至 25Q1 合计持股 53.00%，其中庄明允作为控股股东持有 28.06%，庄明超持有 11.71%，朱晓荣持有 13.23%，三人通过《一致行动协议》协调决策，确保管理稳定性；庄明超同时通过平阳县晟睿间接持股 5.87%，进一步强化控制。2025/5/27 公司公告股东平阳晟雨变更执行事务合伙人，与平阳晟飞解除一致行动关系。

公司设立晟雨、晟飞等员工持股平台实施股权激励，进一步稳定核心团队。公司管理团队经验丰富，董事长庄明允和副董事长朱晓荣深耕宠物行业 20 余年，高管分工覆盖研发、生产及海内外业务，形成高效管理体系。

2025/7/22 公司发布股权激励草案，拟向激励对象授予 250.9 万股限制性股票，首次授予价格为 9.63 元/股，激励对象 62 人主要包括任职的高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干，业绩考核目标触发值为 25-27 年营业收入达 15.95/20.97/24.66 亿元、目标值为 25-27 年营业收入达 17.72/23.30/27.40 亿元，对应 CAGR 均为 24%，业绩达触发值解售比例为 70%，业绩达目标值解售比例为 100%，本次激励费用总计 1820.64 万元，25-28 年分别为 493/880/341/106 万元。

表 3 公司十大股东

股东名称	介绍	进入时间	持股数量（万股）	持股比例
庄明允	一致行动人	上市前	5355.756	28.06%
朱晓荣	一致行动人	上市前	2526.3	13.23%
庄明超	一致行动人	上市前	2235.514	11.71%
平阳县晟飞创业服务中心（有限合伙）		上市前	1204.7	6.31%
平阳县晟睿创业服务中心（有限合伙）	一致行动人	上市前	1120	5.87%
平阳县晟雨创业服务中心（有限合伙）		上市前	941.8583	4.93%
平阳县晟洵创业投资合伙企业（有限合伙）		上市前	607.23	3.18%
董钢		上市前	95.5069	0.50%
平阳县晟进创业服务中心（有限合伙）		上市前	90.83	0.48%
蔡亦武		25Q1	66.83	0.35%
合计			14244.5252	74.62%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 公司管理层介绍

姓名	职位	简介
庄明允	董事长, 董事, 总经理	庄明允先生, 1977 年 6 月出生, 中国国籍, 无境外居留权, 中专学历, 浙江大学 EMBA。历任平阳县远飞宠物玩具制品厂总经理, 远飞电器总经理。现任温州源飞宠物玩具制品股份有限公司董事长、总经理。
朱晓荣	副董事长, 董事, 副总经理	朱晓荣先生, 1974 年 2 月出生, 中国国籍, 无境外居留权, 大专学历, 复旦大学 EMBA。历任文成县珊溪中学团委书记, 平阳县水头一中教师, 平阳县远飞宠物玩具制品厂副总经理。现任温州源飞宠物玩具制品股份有限公司副董事长、副总经理。

林萍	职工董事	林萍女士，1988年3月出生，中国国籍，无境外居留权，大专学历，2006年7月至2018年8月于温州源飞宠物玩具制品有限公司财务部任职。2018年9月至今，担任温州源飞宠物玩具制品股份有限公司出纳兼财务部副经理；2025年5月至今，担任温州源飞宠物玩具制品股份有限公司职工董事。
陈群	董事，副总经理	陈群先生，1979年2月出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历。历任平阳县金池服饰有限公司会计，远飞电器会计，温州国创皮业有限公司主办会计，源飞有限财务总监、温州源飞宠物玩具制品股份有限公司董事会秘书。现任温州源飞宠物玩具制品股份有限公司董事、副总经理。
庄明超	董事	庄明超女士，1973年8月出生，中国国籍，无境外居留权，大专学历，历任中国银行平阳县支行水头分理处办事员，平阳县远飞宠物玩具制品厂副总经理，平阳晟丰副总经理。现任董事。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 宠物行业：宠物用品丰富化、宠物食品国产替代带动宠物行业增长

2.1. 宠物用品：行业规模稳健发展，CR10 集中度低尚处于激烈竞争期

近年来，全球宠物用品市场持续增长，疫情催生对宠物的需求，增速持续提升。从宠物用品的市场规模来看，全球宠物用品市场规模从2011年的289.3亿美元增长至2025年的544.2亿美元，CAGR为4.6%，其中2024年美国占比48%。2015年全球宠物用品规模出现下滑，我们分析主要由于2015年金融危机导致弃养现象出现以及宠物消费降级影响。中国宠物用品市场规模从2018年的314.3亿元增长至2024年的372.3亿元，CAGR为2.9%，增速低于全球，我们分析主要受国产品牌价格战、狗消费增速放缓影响。

细分来看，宠物用品包括牵引用具、清洁护理、宠物服饰、宠物玩具、宠物窝垫、食用器皿等，24年增速分别为9%/18%/23%/22%/5%/14%，其中宠物服饰和宠物玩具增速最快，我们分析主要由于宠物角色转变为家人，宠主对宠物服饰、玩具等产品的付费意愿提升。我们分析，宠物用品行业驱动主要包括：（1）法律规范。2024年3月15日，GB/T 43839-2024《伴侣动物（宠物）用品安全技术要求》发布，对宠物用品进行了明确分类，其中陆生宠物用品分类包括生活用品、口腔清洁护理用品、洗护用品、卫生用品及环境用品，而各分类对应示例合计超过60个，宠物用品细分品类丰富化趋势明显，研发及推出新品能力是宠物用品公司的核心竞争力，宠物场景细分化有望带动宠物用品行业发展。2025年全国人大常委会表决通过的新修订《治安管理处罚法》，其中饲养烈性犬不拴绳、不戴嘴套造成伤害的，最高可处10日拘留。（2）消费升级带动多场景需求：越来越多的宠物饲养者已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。

从竞争格局来看，国内宠物用品行业CR10由2020年的10.9%降至2024年的10.7%，竞争格局仍较为分散。根据欧睿数据，水族器材相关品牌森森/博宇/佳宝占比分别下降0.5/0.3/0.3PCT，我们分析主要由于行业饱和、竞争加剧以及部分消费

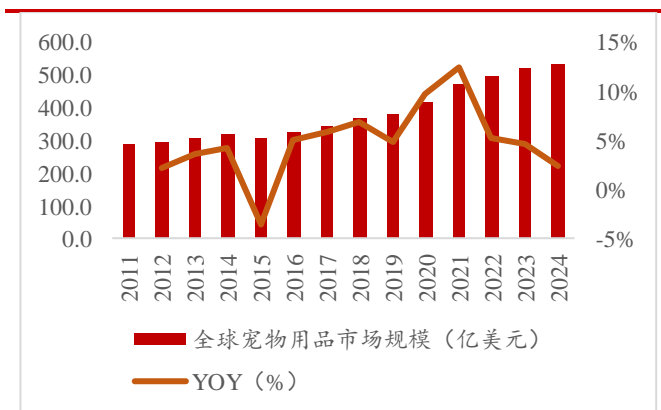
者兴趣由养鱼转向养猫狗等宠物；进口宠物驱虫产品福来恩/大宠爱份额下降0.4/0.3PCT，我们分析主要由于国产替代；宠物营养品品牌也出现国产替代现象，国产品牌卫仕占比提升0.5PCT而进口品牌红狗占比下降0.3PCT。

表 5 宠物用品分类

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

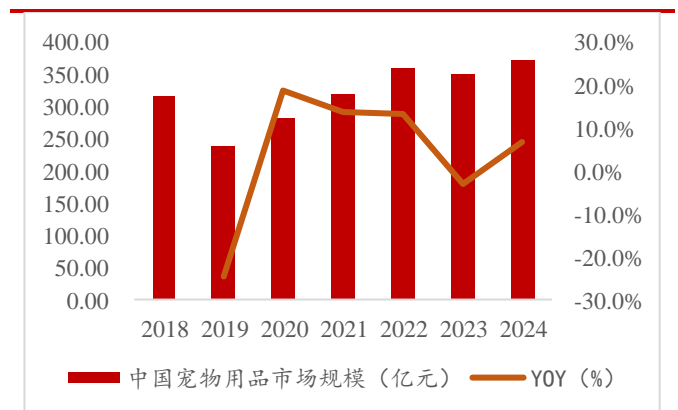
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 13 全球宠物用品市场规模及增速



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 14 中国宠物用品市场规模及增速



资料来源：中国宠物行业白皮书，华西证券研究所

表 6 全球宠物用品市场行业竞争格局（占比%）

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
泰迪猫砂 (Tidy Cats)	2.9	2.9	3.3	3.6	3.6	0.7
福来恩 (Frontline)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	-0.5
铁锤 (Arm & Hammer)	1.4	1.4	1.6	1.7	1.7	0.3
哈氏 (Hartz)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	-0.4
菲鹿思 (fresh step)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	0.1

汪滴净 (Advantage)	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	-0.1
Trixie	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	-0.1
索来多 (Seresto)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	-0.2
Petmate	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	-0.4
洁珊 (Gatsan)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	-0.1
GR 10	15.2	14.5	14.8	14.7	14.5	-0.7

资料来源：欧睿，华西证券研究所

表 7 中国宠物用品市场行业竞争格局（占比%）

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
森森（中国/水族器材）	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2	-0.5
福来思（德国/驱虫剂）	1.8	1.9	1.9	1.6	1.4	-0.4
大宠爱（美国/驱虫剂）	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4	-0.3
卫仕（中国/宠物营养品）	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	0.5
红狗（美国/宠物营养品）	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9	-0.3
雪貂留香（中国/宠物洗护产品）	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.1
博宇（中国/水族器材）	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	-0.3
佳宝（中国/清洁清洗设备）	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	-0.3
拜宠清（德国/驱虫药）	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.1
麦德氏（美国/宠物营养品）	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.0
GR 10	10.9	11.1	11.1	10.8	10.7	-0.2
国内品牌占比（%）	5.2	5.2	5.0	4.9	5.0	-0.2
国外品牌占比（%）	5.7	5.9	6.1	5.9	5.7	-0.2

资料来源：欧睿，华西证券研究所

对比宠物用品及零售上市公司：1) 源飞宠物凭借海外稳定的代工业务、深度绑定海外 Walmart、PetSmart 等国际龙头渠道，源飞收入、利润 CAGR 在同业中较高，且利润率为宠物用品公司中最高，天元宠物收入增速快主要由于在境外代工业务稳健增长的同时，境内宠物食品业务通过获得跨境进口方式授权销售渴望、爱肯拿等

品牌国内总代的方式实现快速增长，但由于海运成本和部分原材料成本上升、境外代理业务毛利率低等原因导致毛利率由19年的27.1%下降至16.0%，使得净利增速低于收入。2) 宠物用品及电商平台公司毛利率、净利率均偏低，波奇网、多尼斯由于较高销售及研发费用，尚处于亏损阶段，对比来看海外宠物电商平台 CHEWY 已实现扭亏为盈，活跃客户的销售额增加以及 Autoship 自动订阅模式，是推动 Chewy 扭亏为盈的核心因素。3) 依依股份为一次性卫生护理用品包括宠物卫生护理用品和个人卫生护理用品提供商，公司具有规模化优势及稳定的客户资源优势，净利率较高。

表 8 宠物用品、零售上市公司经营数据对比 (2024 年)

公司	收入 (亿元)	利润 (亿元)	19-24 年收入 / 利润 CAGR	毛利率 (%)	净利率 (%)	行政及销售费用率 (%)	收入拆分
MWI VETERINARY SUPPLY INC	183.41 (2014)	4.43 (2014)		12.46	2.41	8.11	被收购，为宠物食品、药品、营养品等宠物产品经销商
GENT. O	224.36	7.57	4.9%/2.4%	29.49	3.42	23.69	宠物产品相关收入占比 39%
SPB. N	207.69	8.75		37.43	4.21	32.34	综合型消费品公司，旗下拥有 Tetra、FURminator、Spectrum 等多个宠物品牌，提供全面的宠物用品解决方案
天元宠物	27.64	0.46	17.5%/-10.1%	15.64	1.33	12.08	宠物用品/宠物食品/其他占比 55.4%/42.6%/2%
波奇网	7.09	-0.64	-2.1%/亏损	19.84	-9.71	28.74	宠物电商平台
DOGZ. O 多尼斯	1.06	-0.43	-8.5%/亏损	21.03	-40.79	60.40	宠物智能科技用品品牌，传统宠物用品/智能宠物用品/其他占比 60.8%/29.5%/9.1%。
依依股份	17.98	2.15	9.8%/12.4%	16.75	8.71	1.76	一次性卫生护理用品包括宠物卫生护理用品和个人卫生护理用品
CHEWY	850	28.2	23.7%/扭亏为盈	29.3	3.3	21.5	美国最大的纯宠物电子零售商
源飞宠物	13.1	1.7	16.8%/20.0%	22.9	12.5	3.1	境外贴牌/境内销售占比 86%/14%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 宠物食品：国内高于海外增速，受益于烘焙粮升级

宠物食品刚需属性凸显，国内市场增长潜力巨大。根据欧睿数据，全球宠物食品市场规模从2011年的796.4亿美元增长至2025年的1529.6亿美元，CAGR为4.8%，其中2024年美国宠物食品占全球比重为39%。中国宠物食品行业规模则从2018年的891.6亿元增长至2024年的1585.1亿元，CAGR为10.1%。国内宠物用品复合增速低于海外、而宠物食品增速高于海外，我们分析主要由于国内宠物食品品牌通过烘焙粮实现弯道超车，烘焙粮采用烘烤方式，不涉及高温蒸汽和高压可以减少营养损失，烘焙粮相较膨化粮制作工艺更复杂、原材料使用更优良，价格也相对更高，近些年获得

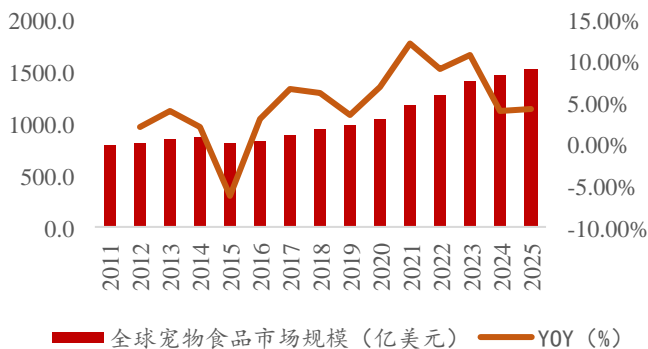
了宠物主的认可，销售增速显著高于膨化粮；而海外目前高端的主粮品牌比如渴望等仍以膨化粮为主。

国内主要自有品牌的经营模式可分为两类：1) 由代工厂模式起家，后成立或收购自主品牌从而转为自主品牌销售和海外代工两种模式双轮驱动。如乖宝宠物、中宠股份以及佩蒂股份等，均由 OEM/ODM 供货商起家，具备丰富的海外品牌生产经验后，成立或收购自主品牌； 2) 直接以自有品牌进军国内市场，如苏宠旗下的疯狂小狗、依蕴旗下的伯纳天纯等，多为中外合资企业或具备强大营销及研发生产能力的品牌。

行业向成熟期发展，行业龙头加速整合市场。根据欧睿数据，宠物食品行业集中度进一步提升，宠物食品行业 CR10 由 2020 年的 16.8% 升至 2024 年的 26.0%，2020-2024 份额增长 10.8%，头部宠物食品品牌在产品力及营销能力均有所提升。根据欧睿数据，品牌 TOP10 中本土品牌麦富迪/顽皮/伯纳天纯/网易严选的市场份额分别为 6.2%/2.8%/2.2%/1.6%，提升 1.2%/0.8%/0.2%/0.9PCT。1) 麦富迪品牌连续多年位居榜首，且市占率持续提升，我们分析主要由于公司凭借其产品质量和用户口碑赢得了市场的认可。2) 根据公司公告，顽皮凭借新推出的“小金盾”系列中高端产品线，以 100% 鲜肉配方吸引消费者，并通过渠道优化与全渠道运营能力，带动销售显著提升。3) 网易严选占比提升我们分析主要由于其品牌信任背书、根据界面新闻，网易严选推出“全价冻干生骨肉双拼兔肉猫粮”荣获国际橙点奖，证明其在产品研发、安全等方面得到国际认可。国际品牌皇家占比提升我们分析主要由于其深耕宠物处方粮差异化市场，以“科学配方”为核心竞争力，根据皇家官网，公司产品线覆盖幼猫、成猫、老年猫等全生命周期需求，添加益生菌有效改善宠物软便、挑食等问题。总体来看 CR10 中国产品品牌份额提升更快，我们分析主要由于国产品牌市场反应更快，凭借精准的市场定位、本土化的渠道网络及高效的营销策略，快速提升品牌知名度与市场认可度。

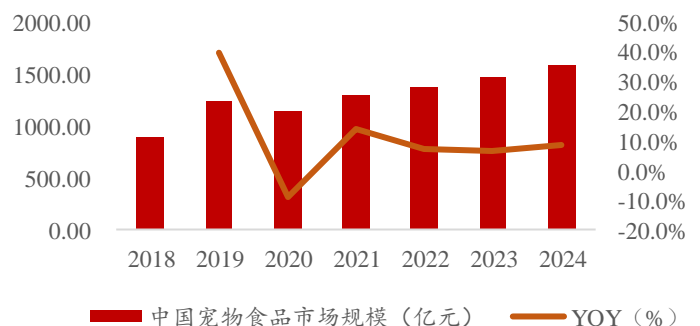
国产品牌替代和精细化养宠趋势成为宠物食品行业增长重要引擎。(1) 根据各品牌天猫旗舰店的数据，以各品牌的膨化粮代表产品做对比，TOP10 品牌中国产品价格均低于国外品牌的产品价格，在质量未有明显差异情况下，国产品牌膨化粮具有“高性价比”优势。(2) 随着养宠年轻化、精细化趋势不断发展，宠物主将更关注宠物食品的营养配比、配料组成及品质的稳定性，烘焙粮因其原材料更优良、保留更多营养价值实现销售高增，占比持续提升，烘焙粮头部品牌消费者粘性 & 市占率有望持续提升。

图 15 全球宠物食品市场规模及增速



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 16 中国宠物食品市场规模及增速



资料来源：宠物行业白皮书，华西证券研究所

表 9 中国宠物食品市场行业竞争格局 (占比%)

品牌名称	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
麦富迪 (乖宝宠物)	5.0	4.6	5.2	5.9	6.2	1.2
皇家宠物食品	4.8	5.1	5.6	5.8	5.9	1.1
顽皮 (中宠股份)	2.0	2.2	2.3	2.5	2.8	0.8
伯纳天纯	2.0	2.2	2.3	2.3	2.2	0.2
冠能 (雀巢)	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8	0.3
蓝氏 (吉家宠物)	-	-	0.6	1.2	1.8	-
网易严选	0.7	1.0	1.4	1.6	1.6	0.9
爱肯拿	-	-	-	1.4	1.4	-
渴望	-	-	-	1.3	1.2	-
生鲜本能	0.8	0.9	0.9	1.1	1.1	0.3
CR 10	16.8	17.7	20.1	24.9	26.0	10.8
国内品牌占比 (%)	9.7	10	11.8	13.5	14.6	4.9
国外品牌占比 (%)	7.1	7.7	8.3	11.4	11.4	4.3

资料来源: 欧睿, 华西证券研究所

表 10 宠物食品国产品牌与国外品牌代表性产品对比

国产品牌	麦富迪	伯纳天纯	顽皮	蓝氏	网易严选	国外品牌	皇家宠物食品	冠能	爱肯拿	渴望	生鲜本能
											
代表产品	Barf 全价天然成幼猫粮	全营养离乳期奶糕粮	全价营养成年猫粮	猎鸟乳鸽冻干猫粮	全价猫粮	代表产品	幼猫猫粮皇家奶糕	1-12 月奶糕离乳期室内全价粮	农场盛宴猫粮	鸡肉六种鱼成猫幼猫进口全猫粮	无谷鸡高蛋白生鲜冻干合集猫粮
主粮类型	膨化粮	膨化粮	膨化粮	膨化粮	膨化粮	主粮类型	膨化粮	膨化粮	膨化粮	膨化粮	膨化粮
价格 (元/kg)	32	54	22.1	66	59.3	价格 (元/kg)	75.4	59.3	112	165.6	125.1

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 华西证券研究所

国内宠物食品上市公司来看，源飞宠物随着自有品牌有望带来业绩新增量：1) 从收入和净利规模来看，乖宝位于行业第一；其中乖宝国内销售占比为 67.7%，高于其他公司，佩蒂国内占比仅为 17.4%。2) 从自有品牌占比角度看，乖宝凭借弗列加特、麦富迪等自有品牌的快速发展，自有品牌占比达到 68%，其他品牌 OEM 及 ODM 占比超过一半，源飞随着未来三大自有品牌持续放量，收入规模有望实现高增。3) 从成长性来看，19-24 年乖宝收入/利润 CAGR 最高，分别为 24.6%/130.5%，主要受益于公司战略转型，大力发展自主品牌带来的高增长。4) 从利润率来看，源飞宠物虽毛利率处于同业中较低，但净利率高于同业，主要由于其代工业务利润率稳定，主要由于其销售费用率低于同业，未来随着发展自主品牌，加大品牌营销，提高品牌知名度，销售费用率将有所提升，但代理业务的随着代理层级的提升，代理业务利润率有望持续提升。5) 对标海外公司来看，FRESHPET 虽毛利率高，但由于销售及行政开支较高，导致净利率仅为 4.8%，BLUE BUFFALO 在 2018 年被通用磨坊收购前，净利率为 15.2%。

表 11 宠物食品行业上市公司经营数据对比 (2024 年)

公司	收入 (亿元)	利润 (亿元)	19-24 年收入/利润 CAGR	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	代工/自有品牌占比	分区域收入占比	PE (2025E)
佩蒂股份	16.54	1.82	8.7%/24.0%	29.20	11.24	7.10	ODM 及经销/直销占比 92.6%/7.4%	国外/国内占比 82.6%/17.4%	21.7
乖宝宠物	52.24	6.25	24.6%/130.5%	42.03	12.01	20.19	代工/自有品牌/其他占比 67.6%/32%/0.5%	国外/国内占比 32.3%/67.7%	54.2
中宠股份	44.51	3.94	17.3%/30.7%	27.93	9.36	11.12	OEM/经销/直销占比 58.6%/26.8%/14.6%	国外/国内占比 68.3%/31.7%	41.0
路斯股份	7.72	0.78	14.4%/17.6%	22.33	10.17	5.00	-	国外/国内占比 62.1%/37.9%	27.1
FRESHPET	70.10	3.37	26.4%/扭亏为盈	40.60	4.81	36.71	销售 Freshpet 品牌猫粮/狗粮	百货、国际、线上销售/宠物店等渠道销售占比 82%/18%	
BLUE BUFFALO	83.3(2017)	12.6(2017)		46.2	15.2	22.4	蓝饌宠物食品，被通用磨坊收购		
百合股份	7.95	1.39	8.2%/11.0%	35.95	17.53	14.53		2024 年正式进军宠物营养添加剂领域，开发宠物膳食补充剂	16.0
源飞宠物	13.1	1.7	16.8%/20.0%	22.9	12.5	3.1	境外贴牌/境内销售占比 89%/11%	国外/国内占比 86%/14%	21.4

资料来源：公司公告，华西证券研究所

从中国宠物食品公司竞争格局来看，1) 源飞/佩蒂/中宠/乖宝的产能分别为 2.2 万吨/3.7 万吨/11.8 万吨/20.5 万吨，销量分别为 12148.72 吨/36797.72 吨/127665.38 吨/203211 吨，价格分别为 5.00/4.47/3.36/2.56 元/吨，公司的规模仍有提升空间，随着公司孟加拉产线建设落地，食品和用品产能和销量有望进一步提升；2) 从客户的角度来看，源飞/佩蒂/中宠/乖宝的主要客户分别为 Walmart、PetSmart、Petco、B&M 和家乐福等/沃尔玛/美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf 等/Walmart、品谱等，均有海外大型超市及宠物品牌商；3) 从成本来看，源飞/佩蒂/中宠/乖宝的单位成本分别为 8.23/3.73/2.35/1.47 万元/吨，源飞单位成本高于其他企业，公司具有稳定的头部客户群，随着产能扩大形成规模效应，公司有望进一步降低生产单位成本。

表 12 中国宠物市场行业竞争格局

	源飞		佩蒂		中宠		乖宝	
产能	柬埔寨、孟加拉、国内，“2.2万吨”募集项目		24 年投产“新西兰年产 4 万吨高品质主粮产线”，24 年总产量 3.7 万吨		总产量 11.8 万吨		产量 20.5 万吨	
销量 (吨)	12148.72		36797.72		127665.38		203211	
价格 (万元/吨)	5.00		4.47		3.36		2.56	
客户	Walmart、Petco、PetSmart、Target 等		沃尔玛等		美国 Spectrum Brands、英国 Armitages、德国 Fressnapf 等		Walmart、品谱等	
成本/单位成本 (万元/吨)	10 亿 (零食+用品)	8.23	13.73 亿 (食品及其他)	3.73	30 亿 (零食+用品)	2.35	30 亿	1.47
成本结构	直接材料	80.48%	直接材料	67.65%	直接材料	38.10%	直接材料	75.62%
	人工	8.94%	人工	14.65%	人工	12.60%	人工	6.80%
	制造费用	8.83%	制造费用	17.7%	制造费用	8.80%	制造费用	6.80%
	出口货物代理及运输费	1.75%			外购成品及其他	13.40%	能源动力	3.40%
					运杂费	1.80%	运杂费	7.40%

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

3.2B 业务：研发优势+海外产能+优质客户共筑壁垒

3.1.竞争优势

3.1.1.海外产能布局先发优势

战略前瞻性布局，奠定海外扩张的基础优势。公司自 2018 年美国对中国宠物用品加征关税前，就已对多个国家和地区进行考察，并于 2020 年在柬埔寨建成生产基地，2023 年又在孟加拉投资计划设立新生产基地。目前公司已投产的生产基地共有 4 个：浙江平阳 2 个、柬埔寨 2 个（柬埔寨莱德、柬埔寨爱淘），孟加拉工厂在建，形成了全球化的产能布局。同时根据业务发展需要设置美国 BA（主要承担部分境外销售业务和研发设计活动）和香港飞杨子公司（主要承担部分境外销售业务）。

1) 柬埔寨莱德（100%持股）用于生产宠物用品，包括宠物牵引用具、宠物服饰等，主要客户包括 Petsmart、Petco 等，满产情况下产能可达 2.5 亿-3 亿元。收入端来看，21 年实现收入超 2 亿元，22-23 年受海外需求疲软、库存去化压力、耐用消费品需求萎缩有所下降；24 年收入增长 127%，我们分析主要由于客户去库结束以及避免加征关税风险公司将订单转移至柬埔寨生产。净利端来看，21 年扭亏净利率达 23%，22-23 净利率基本在 30%左右，24 年净利率下降至 24%我们分析主要由于柬埔寨莱德推动品类多元化，初期研发、生产成本较高。

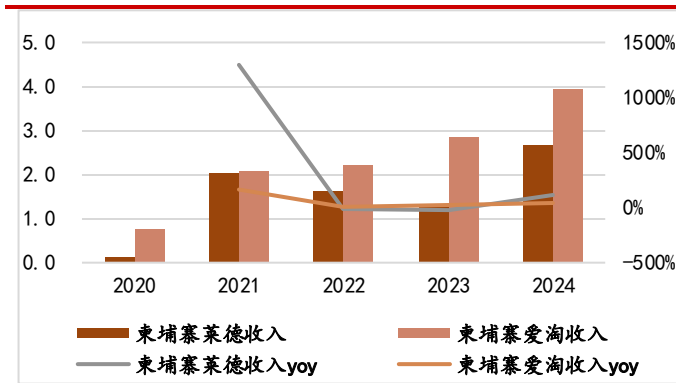
2) 柬埔寨爱淘（源飞宠物持股 51%，中宠持股 49%）用于生产宠物零食，包括混合肉制品、宠物狗咬胶等，主要客户包括 SPECTRUM、MARUKAN、Petco 等。柬埔寨爱淘工厂 20 年投产，23 年 5 月新增租赁土地扩大生产线，2024 年 9 月完成建设投入使用，提升宠物零食产能。收入端来看，21 年实现收入超 2 亿元，21-24 年收入 CAGR 为 24%，24 年收入接近 4 亿元。净利端来看，21 年净利率达 26%，22-24 净利率逐步降至 13%~14%范围，我们分析主要由于前期重点生产高毛利率宠物零食（如混合肉咬胶），后期产品品类拓展影响净利率。

表 13 国内宠物公司出海布局时间

公司	国家	投产时间
中宠股份	美国	2015 年
	加拿大	2018 年
	柬埔寨	2019 年
	新西兰	2021 年
佩蒂股份	越南	2013 年
	柬埔寨	2021 年
乖宝宠物	新西兰	2024 年
	泰国	2015 年
源飞宠物	柬埔寨	2020 年

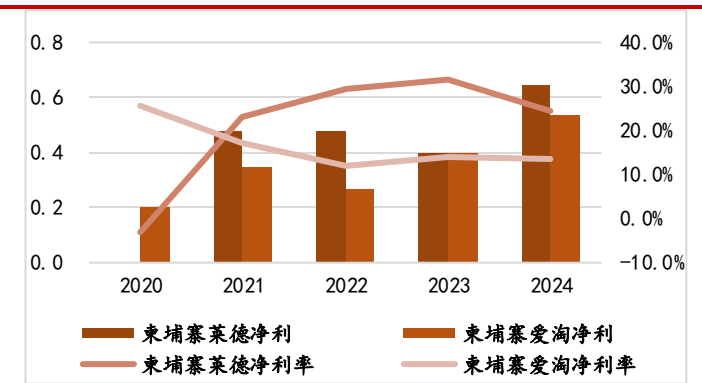
资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 17 柬埔寨公司收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 18 柬埔寨公司净利及净利率（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

对比国内与孟加拉、柬埔寨生产宠物零食及用品的生产优势，主要体现在人力成本、原材料成本、税收政策及关税风险等：1) 劳动力资源丰富且成本低廉，柬埔寨和孟加拉青少年劳动力充足，且当地工人工资水平低于中国，根据《对外投资合作国别（地区）指南》，孟加拉、柬埔寨人力成本约为中国的 1/2-1/3，适用于劳动密集型生产，有利于降低人工成本。2) 原材料成本优势：孟加拉牛皮资源丰富且价格低廉（宠物零食的主要原材料），通过本地采购可降低成本，整合供应链提升整体效益；柬埔寨地处“一带一路”沿线且靠海，进口原材料具有区位优势，能够有效降低原材料成本，同时有利于控制运输成本。3) 税收优势：公司柬埔寨子公司被认定为“合格投资项目（QIP）”，享受所得税免税期（免缴 3 年+优先期），免税期结束后税率仅 20%，且可按 150%比例抵免应税所得。4) 规避美国关税风险，18 年 9 月 24 日，美国正式对中国出口的 2000 亿美元商品加征 10%的关税，并于 2019 年 6 月将这一关税上调至 25%，受益于公司柬埔寨产能能够覆盖对美出口订单，减轻公司在中美贸易摩擦的不利影响。对比 25 年以来特朗普加征关税，孟加拉及柬埔寨仍具备 20PCT 税收优势。

表 14 孟加拉、柬埔寨、中国人力及关税对比

	孟加拉	柬埔寨	中国
工资	技工 160 美元，普工 130 美元左右	23 年柬埔寨将制衣、制鞋业最低工资标准提高至月薪 200 美元	280-350 美元/月
宠物零食/宠物用品出口美国关税	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 35%（计划 25/8/1 开始实施）	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 36%（计划 25/8/1 开始实施）	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 56%（19 年加征 25%+20%芬太尼+10%对等关税）

资料来源：USITC、美国《对外投资合作国别（地区）指南》，温州市人民政府，华西证券研究所（中国最低工资按温州最低工资）

全球宠物用品主要进口国包括越南、美国、墨西哥、中国等。其中越南是最大的宠物用品进口国，占市场份额的13.87%；美国市场位居第二，市场份额为11.89%，墨西哥和中国的市场份额分别为7.91%和7.84%。出口国中中国以21.97%的市场份额排名第一，其次是阿根廷市场份额为15.05%。越南、美国和印度的市场份额分别为9.10%、5.76%和5.76%。

图 19 宠物用品行业主要进口国

rank	Trades Sum	Proportion
1.Vietnam	355.56k	13.87%
2.United Stat...	304.82k	11.89%
3.Mexico	202.69k	7.91%
4.China	200.98k	7.84%
5.Peru	178.26k	6.96%
6.United Kin...	158.07k	6.17%
7.India	127.03k	4.96%
8.N/A	86.77k	3.39%
9.Chile	66.81k	2.61%
10.Japan	44.43k	1.73%

资料来源: tendata、华西证券研究所

图 20 宠物用品行业主要出口国

rank	Trades Sum	Proportion
1.China	562.96k	21.97%
2.Argentina	385.66k	15.05%
3.Vietnam	233.17k	9.10%
4.N/A	202.78k	7.91%
5.United Stat...	147.72k	5.76%
6.India	147.61k	5.76%
7.United King...	79.91k	3.12%
8.Mexico	71.83k	2.80%
9.Turkey	52.66k	2.05%
10.Uruguay	42.22k	1.65%

资料来源: tendata、华西证券研究所

表 15 各国出口美国关税对比

国家	宠物零食/宠物用品出口美国关税
中国	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 56% (19 年加征 25%+20%芬太尼+10%对等关税)
阿根廷	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 10%
越南	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 20%
美国	
印度	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 26%
英国	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 30%
墨西哥	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 30%
日本	宠物零食/宠物用品基础关税 0%/2.4%+加征关税 24%

资料来源: USITC, 中国日报, 华西证券研究所

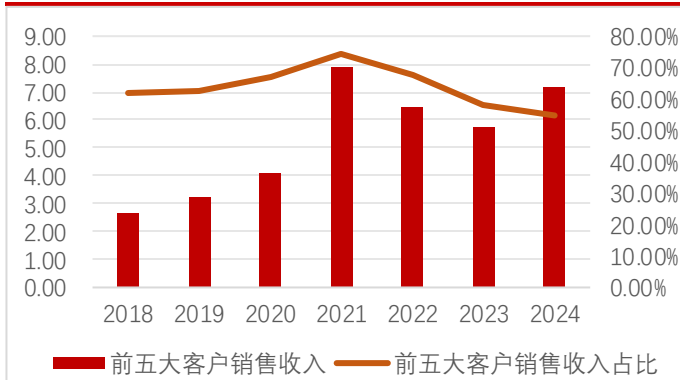
3.1.2. 具备优质海外客户资源

公司海外优质客户优势源于其绑定顶级渠道、高合作稳定性、全球布局与快速响应能力。源飞宠物与全球头部连锁零售商和专业宠物连锁店建立了战略合作，覆盖北美、欧洲、亚洲及南美等成熟市场。核心客户包括美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、欧洲知名的宠物连锁超市 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商

Walmart、Target 等，21 年前五大客户 PetSmart/美国好氏/Petco/Walmart/B&M 占比分别为 26.5%/19.3%/12.6%/10.0%/5.9%。

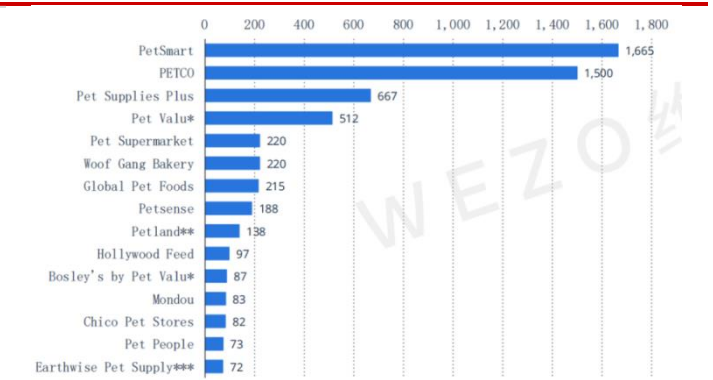
公司与前五大客户合作稳定，销售额占比稳定在 60%左右，2018-2024 年销售总额从 2.69 亿元增至 7.17 亿元。国际客户对供应商的资质认证严格（如质量管理体系、安全环保要求），认证成本高且流程复杂，但一旦通过审核即形成长期绑定，减少客户流失风险。根据《2024 美国宠物食品行业》，2023 年美国零售连锁店其他品牌占宠物商店市场的 60.7%，其中 PetSmart 占宠物商店市场的近 1/3；Petco 占宠物商店市场的 14.2%，能够为公司提供稳定的订单来源。

图 21 公司前五大客户收入及占比（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 22 2023 年 3 月北美领先的宠物连锁店数量



资料来源：《2024 美国宠物食品行业》、华西证券研究所

表 16 公司主要客户介绍

区域	主要客户	客户类型
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target	国际连锁零售商和专业宠物连锁店
欧洲	B&M、家乐福、Pets at Home、Fressnapf、LIDL	大型零售连锁和宠物专营渠道
亚洲	利丰集团、KOHAN、CAINZ	贸易集团和区域零售商
南美洲	CENCOSUD、Zeedog	本地化连锁渠道

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

3.1.3. 研发投入行业领先，精准匹配需求变迁

公司作为全球领先的宠物用品制造商，其研发优势是支撑产品创新和市场竞争力的核心驱动力。核心优势体现在高效的研发能力、超大规模产品 SKU 储备及大单品打造能力：

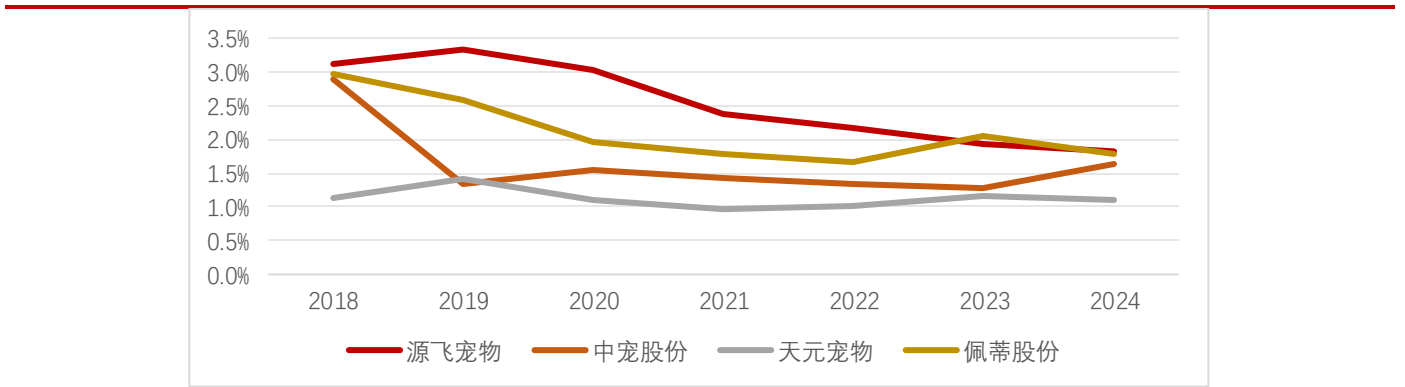
1) 公司多地研发中心协同，公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，在设计环节即可前瞻性的赋予产品设计的时尚性、功能性及新颖性等。研发费用率高于同行，研发项目及研发专利多。对比各宠物食品公司研发费用率来看，源

飞宠物研发费用率为 1.82%，位于行业内最高，公司重视研发，24 年研发项目高达 17 个，获得的研发专利为 10 个，不断研发及推出新产品吸引消费者。

2) SKU 规模行业领先：公司宠物牵引用具产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 达十万余个，年开发八千余款，年更新率达 30%，产品矩阵涵盖基本款到高端功能型。同时公司外协生产模式与自产结合，灵活响应订单，能够满足 Walmart 等客户“小批量、多批次”采购需求。

3) 打造大单品能力：牵引绳作为公司核心大单品，根据 36 氪，公司一年曾卖出了 2650 多万条。欧美市场牵引绳消费趋势从“实用工具”转向“潮流单品”，美国宠物主频繁更换牵引绳以搭配造型，推动产品寿命周期缩短，需求高频化。受益于消费升级驱动的时尚属性增强、高产品更新率及精准的市场定位，公司成功拥有打造大单品能力。

图 23 公司与同业研发费用率对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 17 2024 年公司部分投入研发项目

项目名称	项目目的
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
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
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
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
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
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
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
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
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
基于纯天然竹类纤维材料制作的项圈和牵引绳的研发	研发一款可以为宠物提供出色的卫生保障，有效抑制细菌和霉菌的生长的牵引产品

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

宠物狗用轻量化涤纶微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
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
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
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
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
相邻宠物窝的连接结构设计的研发	研发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
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：公司年报，华西证券研究所

表 18 2024 年公司获得专利列表

2024 年新获得专利	公开公告日
指推式连接扣	2024/2/13
连接扣收尾件	2024/2/20
一种高强度耐撕咬织物	2024/2/27
一种高强度耐撕咬织物	2024/6/14
一种宠物咀嚼用品	2024/6/28
连接扣收尾件	2024/9/13
一种狗咬胶及其组合	2024/10/22
狗咬胶（粗条款）	2024/10/22
狗咬胶（麻花）	2024/10/22
狗咬胶（细条款）	2024/12/20

资料来源：wind，华西证券研究所

3.2. 增长驱动：扩产+品类拓展+客户份额提升

我们认为公司代工业务未来增长主要依托扩产计划提升产能及客户与品类多元化拓展。

1) 公司在海外和国内均有新工厂在建：23 年 11 月为有效抵御各项贸易壁垒，公司与平阳县成峰贸易有限公司签订投资项目拟议书，合资并购孟加拉国 JW 动物蛋白有限公司 100% 股权，用于新建年产 226 万吨/平方尺宠物食品、明胶、皮革等产品生产线项目。项目总投资额为 3950 万元，公司出资 1935.5 万元，占孟加拉 JW 动物蛋白有限公司 49% 股权。孟加拉投资设立的生产基地一期工程预计于 2025 年起

陆续投产。同时除已投产的柬埔寨两个工厂外，源飞宠物 25 年将在柬埔寨筹建新工厂，加速海外产能拓展，我们分析柬埔寨的食品线产能打满预计贡献收入 10 亿元左右。25 年公司发布拟变更平阳基地原募投项目“年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目”为新募投项目“2.2 万吨宠物干粮项目”，该部分产能主要用于自有品牌，产能打满预计贡献 3 亿元收入。

2) 产品品类拓展：随着美国市场消费水平不断提升，公司宠物食品和用品的品类不断拓展，如零食种类增多，牵引绳等用品向时尚化、多样化发展，宠物玩具产品近年从单一注塑玩具扩展至毛绒玩具，毛绒玩具更具易耗品属性，能够提高产品采购频次提升，带动 24 年玩具产品收入翻倍。

3) 客户份额提升：公司老客户如 Walmart、PetSmart 等仍存在份额提升空间，随着宠物食品和用品的品类不断拓展，如零食种类增多，牵引绳等用品向时尚化、多样化发展、从塑胶玩具转向毛绒玩具，客户采购品类提升带动老客户份额提升，24 年前五大客户收入 7.17 亿元较 21 年 8 亿元仍存在恢复空间。同时公司仍存在新客拓展空间，未来通过柬埔寨产能承接增量订单。

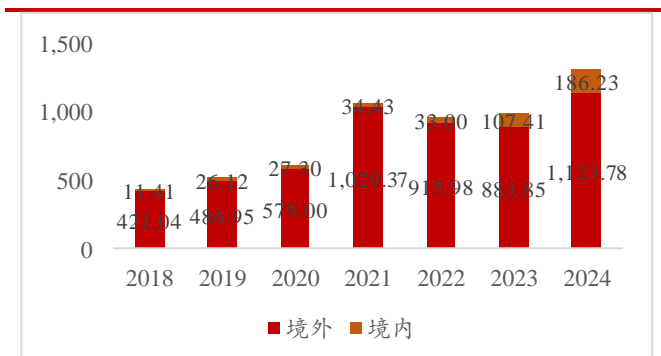
4. 品牌业务：自建销售渠道，推出自有品牌业务

4.1. 代理业务：未来代理层级提升有望代理盈利能力提升

通过经销提升公司运营能力，为自有品牌销售打下基础。公司经销雀巢、玛氏旗下的多种品牌产品，完成了国内市场品牌运营团队的组建。2019 年到 2024 年公司境内收入占比由 5%提升至 14%，CAGR 为 59.3%，其中境内线上销售为 11%，境外线下销售为 3%。

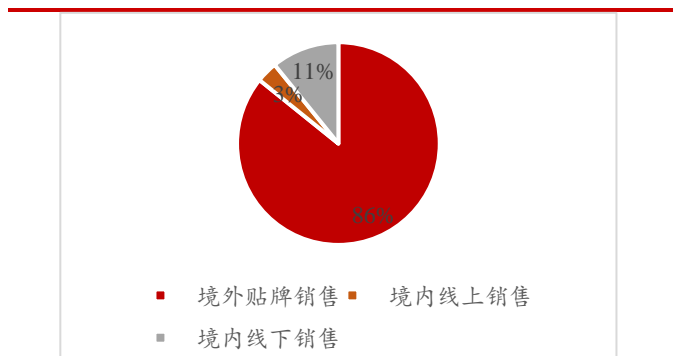
未来随着总代占比提升，盈利能力有望持续提升。源飞宠物和天元宠物的国内业务毛利率分别为 6.89%/11.65%，源飞毛利率低主要由于两家公司在代理业务中层级的差异。源飞宠物代理业务为雀巢旗下部分子品牌的代理、皇家宠物的一级代理，天元宠物是爱肯拿、渴望等品牌的总代理，天元宠物毛利率更高的原因：1) 代理品牌更为高端；2) 更多为总代理；3) 经营多为品牌旗舰店，因此毛利率更高。

图 24 公司分地区销售（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 公司分地区销售占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 19 源飞宠物与天元宠物对比

	源飞			天元
代理品牌	雀巢旗下部分子品牌	皇家宠物	蓝钻猫砂、珍致	爱肯拿、渴望等
代理层级	代理	一级代理	总代理	总代理
毛利率	6.89%			11.65%
				 

资料来源：各品牌天猫旗舰店，华西证券研究所

4.2. 自主品牌：实现从 0 到 1 突破

宠物电商五年 CAGR 为 9%，线上增速快于线下。根据久谦咨询数据，2024 年宠物板块线上销售额达到 502.31 亿元，同比增长 10%。其中，天猫平台宠物类目销售额为 286 亿元，同比增长 9%；京东平台销售额为 106 亿元，同比增长 5%；抖音平台的销售额增速突出，24 年增速 19% 达到 110 亿元。根据 Nint 数据，宠物电商市场规模 2020-3034 年 CAGR 为 9%，增速快于线下，短视频和直播带货成为宠物品牌线上运营的核心增长点。

膨化粮占比最高，烘焙粮增速最快，宠物食品中高端化消费提升。根据 Nint 数据，目前膨化粮占比最高，但烘焙粮增速最快，2024 年烘焙猫粮/狗粮销售分别同比增长 91%/57%。膨化粮需要借助高温高压环境，在膨化机内使原料通过模具塑形为颗粒状，烘焙粮采用烤箱烘烤的方式，不涉及高温蒸汽和高压，可以保留食材风味且减少营养损失，烘焙粮相较膨化粮制作工艺更复杂、原材料使用更优良，价格也相对更高。近年来宠物主食中高端化持续提升，2024 年中高端价格带猫粮增速达 30%，高于整体行业的平均增速 13%。根据京东《2024 年京东宠物行业趋势洞察白皮书》显示，近一年京东烘焙猫粮销售额增长 238%，增长迅猛。根据《2025 中国宠物食品行业现状报告》显示，2023 年烘焙粮市场规模突破 80 亿元，其中鲜朗、诚实一口、弗列加特 2024 年线上销售 GMV 分别为 7.5/7.0/5.6 亿元，同比增长 117%/77.6%/129.1%，占整体烘焙粮比重约为 25%，虽然占比较高且具有先发优势，但近期出现吃弗列加特猫粮的猫肌无力、吃鲜朗猫粮出现呕吐的负面信息，后进入烘焙粮的传奇精灵有望凭借其原材料新鲜、对宠物肠道改善等优点吸引消费者，抢占一席之地。

推出自有品牌匹卡噗 (PIKAPUO)、哈乐威、传奇精灵三大自有品牌，形成宠物用品、宠物食品品牌矩阵。公司当前三大自有品牌：匹卡噗定位于全品类高性价比的创新品牌，主要产品包括犬类零食、主粮、湿粮、冻干等；哈乐威定位于功能性，主要产品包括猫砂、猫粮等；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，主要产品包括烘焙、冻干主粮等。

宣传生鲜自然理念，宠物粮配方优良。对比宠物食品行业各品牌传奇精灵/爵宴/ZEAL/顽皮/领先/弗列加特/鲜朗/蓝氏/诚实一口，源飞的烘焙粮与其他烘焙粮品牌鲜朗、蓝氏等相比处于同一价格带，冻干粮与弗列加特处于同一价格带。源飞规划国

内自有产线产能 2.2 万吨，源飞的高端品牌虽起步较晚，但品类覆盖全龄猫粮，营养成分兼顾果蔬和生鲜肉类，产品具有较高品质，自有品牌销售有望快速提升。我们分析产品端优势有三点：1) 公司宣传生鲜自然理念，原材料和生产过程均在新疆，周期短保证原材料质量及品控，传奇精灵含肉量 (94% 鲜肉) 在同类主食中较高；2) 以“双重益生元呵护肠胃健康”为特点，对宠物肠道有所改善；3) 提出六边形宠物养宠概念，更适合国内宠物需求。

源飞团队深耕抖音渠道，淘宝等渠道的运营能力加上公司不断塑造的品牌力有望进一步提高销量和盈利能力。公司另外两个品牌也表现亮眼，匹卡噗主推的宠物零食在抖音一度达到狗咬胶细分品类中的排名第一；未来三大自有品牌有望快速增长带动公司业绩高增。根据蝉妈妈数据，过去 30 天 (6.28-7.27) 匹卡噗 (狗零食) / 哈乐威 (猫砂) / 传奇精灵抖音销售额分别为 100-250w/58-86w/10-25w，分别同比增长 4000%/10000%/-/-。

图 26 匹卡噗位于抖音狗磨牙棒爆款榜第一名



资料来源：抖音，华西证券研究所

图 27 618 宠物销售榜单



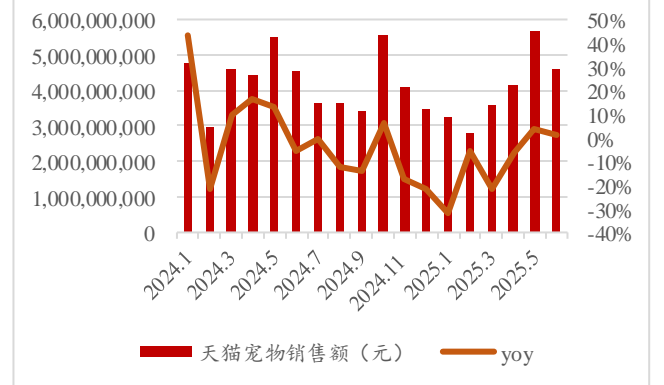
资料来源：抖音，华西证券研究所

图 28 宠物线上食品及用品市场规模



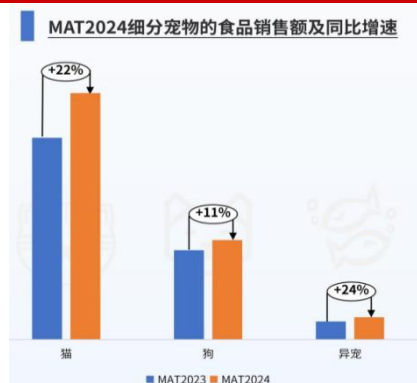
资料来源：Nint，华西证券研究所

图 29 天猫宠物食品及用品销售额 (元) 及 yoy



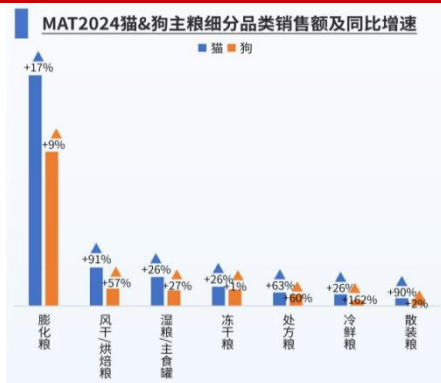
资料来源：萝卜投研，华西证券研究所

图 30 线上宠物食品中猫占比最高且增速最快



资料来源: Nint, 华西证券研究所

图 31 膨化粮占比最高、烘焙粮增速最快



资料来源: Nint, 华西证券研究所

表 20 代表性高端宠物自有品牌产品

所属公司	源飞宠物	佩蒂股份	中宠股份	乖宝宠物	吉宠商贸	吉家宠物	上海简漠	宠次元
品牌名称	传奇精灵	爵宴	Zeal/顽皮/领先	弗列加特	鲜朗	蓝氏	诚实一口	阿飞巴弟
主要产品								
主粮类型	冻干全价猫粮	原生风干犬粮	高营养天然粮/冻干双鲜猫粮/烘焙鲜肉猫粮	全价冻干猫粮	低温烘焙猫粮	猎鸟乳鸽全价猫粮	全价高鲜肉烘焙猫粮	烘焙美毛猫粮
配方	94% 生鲜肉源, 2% 有机果蔬, 4% 营养	68% 鸭胸肉, 果蔬精华	96% 高蛋白+天然果蔬/96% 高蛋白+烘焙粒/35% 三文鱼+挪威鱼油+20% 心肝血	98% 高含肉量	93% 动物性原料+果蔬	96% 动物蛋白+益生菌	75.5% 鲜鸡肉	超过 55% 鲜肉
主粮类型	冻干粮/烘焙粮	风干粮	风干粮/冻干粮/烘焙粮	冻干粮	烘焙粮	冻干粮	烘焙粮	烘焙粮
淘宝核心产品销量	2000+	1w+	7w+/50w+/20w+	20w+	100w+	50w+	1w+	3w+
线上收入	1.41 亿元	1.41 亿元 (2024 国内收入)	14.14 亿元 (2024 国内收入)	5.62 亿元	7.5 亿元	-	7 亿元	整体收入超 10 亿元

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

价格 (元/g)	0.34/0.08	0.11	0.47/0.03/0.07	0.35	0.08	0.06	0.08	0.05
自有品牌产能(在建)	2.2万吨	5万吨	6万吨	4万吨	4万吨(吉宠商贾)	5万吨(吉家)	3万吨	2万吨
部分消费者评价	质量和口味皆优, 有助猫咪消化	硬度较高, 脂肪含量高	性价比高, 营养含量仍有提升空间	有出现猫咪无力现象	有出现宠物毛发干枯, 消化不良	适口性可能较差, 价格偏高	适口性较好	适口性一般

资料来源: 各品牌旗舰店、各公司年报、Pet Notes 宠物商业研究、黑猫投诉、维宠宠物导航网、南方都市报、中华网、搜狐网, 华西证券研究所

表 21 不同类型主粮对比

种类	烘焙粮	膨化粮	鲜肉粮	风干粮	舒化粮	冻干粮
制作工艺	80度低温慢烤, 双层热风烘烤杀菌	高温高压挤压成型→喷涂油脂	鲜肉制浆成型(含胶质)或罐头湿粮	低温真空风干脱水, 保留生肉结构	鲜肉酶解+蜂窝颗粒结构	鲜肉急速冷冻(-40℃以下)+真空脱水(24-48小时)→锁住98%营养的无水干粮
产品价格	58-100元/公斤	20-60元/公斤	70-88元/公斤	200-440元/公斤	100元/公斤	48-94元/公斤
核心特点	鲜肉添加高(70+), 颗粒清爽, 营养保留好	表面油腻, 淀粉糊化易消化, 鲜肉含量低(多肉粉)	高蛋白适口佳, 湿粮水分高需冷藏	含肉量90+, 无淀粉, 接近天然肉	保留了营养成分的活性和完整性, 显著提升了营养的生物利用率	鲜肉≥95%, 添加功能性成分(乳铁蛋白等), 品控严格
适用宠物	犬、猫通用	犬、猫通用	猫为主(部分犬用)	全阶段猫粮为主	猫通用	犬、猫通用

资料来源: 品牌旗舰店, 华西证券研究所

表 22 公司募集资金在建项目一览

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)
2.2 万吨宠物干粮项目	17156.30	17156.30
研发中心建设	4769.00	4769.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 2025-2027 公司收入分别为 16.33/21.07/25.40 亿元，同比增长 24.7%/29.0%/20.5%，归母净利润分别为 1.87/2.25/2.59 亿元，同比增长 13.8%/20.4%/15.2%，我们基于分区域及分品类进行盈利预测：

分品类来看：1) 我们预计随着公司柬埔寨及平阳产能扩建，2025-2027 宠物零食收入预计为 7.65/10.44/12.93 亿元，增速为 26.0%/36.5%/23.9%，其中销量分别为 1.46/1.90/2.24 万吨，单价分别为 5.25/5.51/5.78 万元/吨。2) 预计 2025-2027 宠物用品收入分别为 5.74/6.51/7.11 亿元，增速为 13.3%/13.4%/9.2%，其中销量分别为 0.33/0.34/0.35 亿件，单价分别为 18/19/20 元/件。3) 预计 2025-2027 其他宠物产品及其他收入分别为 2.94/4.12/5.35 亿元，增速为 50%/40%/30%。

按销售渠道拆分：1) 境外贴牌收入：基于公司在产品研发制造及优质客户资源优势，叠加东南亚产能因关税政策重要性持续提升，我们预计 2025-2027 境外收入分别为 13.22/15.93/17.37 亿元，增速为 17.7%/20.5%/9.0%。受益于规模效应、成本控制及柬埔寨稀缺产能占比提高，预计海外业务盈利能力将稳步提升，假设境外贴牌净利率 2025-2027 年净利率分别为 14.5%/14.5%/14.5%，预计净利润分别为 1.92/2.31/2.52 亿元。2) 境内收入：未来随着公司代理品牌丰富及自有品牌销售提升，境内销售占比有望持续提升。我们认为短期代理仍处于快速成长期，而自主品牌（匹卡嘍、哈乐威、传奇精灵）将成为核心增长点，进入加速增长阶段。我们预计 2025-2027 境内收入分别为 3.11/5.14/8.03 亿元，增速为 67.0%/65.2%/56.4%，其中代理收入分别为 2.11/2.64/3.03 亿元，自有品牌收入分别为 1/2.5/5 亿元。假设代理收入 2025-2027 年净利率分别为 2.5%/2.5%/2.5%，我们预计净利润分别为 0.05/0.07/0.08 亿元。假设自有品牌收入 2025-2027 年净利率分别为-10%/-5%/0%，我们预计净利润分别为-0.1/-0.125/0 亿元。

表 23 收入拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	13.10	16.33	21.07	25.40
YOY(%)	32.2%	24.7%	29.0%	20.5%

分产品拆分

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

一、宠物零食收入(亿元)	6.07	7.65	10.44	12.93
yoy	28.3%	26.0%	36.5%	23.9%
销量(万吨)	1.21	1.46	1.90	2.24
yoy	19.7%	20%	30%	18%
单价(万元/吨)	5.00	5.25	5.51	5.78
yoy	7.3%	5%	5%	5%
二、宠物用品收入(亿元)	5.07	5.74	6.51	7.11
yoy	28.4%	13.3%	13.4%	9.2%
销量(万件)	3181.68	3277	3441	3544
yoy	2.8%	3%	5%	3%
单价(元)	15.93	18	19	20
yoy	24.9%	10%	8%	6%
三、其他宠物产品及其他收入(亿元)	1.96	2.94	4.12	5.35
yoy	59.3%	50%	40%	30%
分区域拆分				
一、境外贴牌收入(亿元)	11.24	13.22	15.93	17.37
yoy	27.1%	17.7%	20.5%	9.0%
净利率	14%	14.5%	14.5%	14.5%
净利(亿元)	1.57	1.92	2.31	2.52
二、境内收入(亿元)	1.86	3.11	5.14	8.03
yoy	73.4%	67.0%	65.2%	56.4%
1) 代理收入	1.56	2.11	2.64	3.03
yoy	45.4%	35%	25%	15%
净利率	2%	2.5%	2.5%	2.5%
净利(亿元)	0.03	0.05	0.07	0.08
2) 自有品牌收入	0.3	1	2.5	5
yoy	-	-	150%	100%
净利率	-10%	-10%	-5%	0%
净利(亿元)	-0.03	-0.1	-0.125	0
归母净利润	1.64	1.87	2.25	2.59
yoy	30.2%	13.8%	20.4%	15.2%
净利率	12.5%	11.5%	10.7%	10.2%

资料来源:公司年报,华西证券研究所

5.2.投资建议

源飞宠物作为国内宠物牵引用具及宠物食品龙头企业，具备优质海外客户资源与全球化产能优势，同时积极开拓自主品牌、打造第二增长曲线，公司 23Q2 迎来补库存收入拐点，24 年发力自主品牌、收入和利润共振。我们分析：1) 公司股权激励目标要求未来 3 年收入 CAGR24%，主要来自扩产贡献，海娃海外食品及用品产能存在较大扩产空间。2) 公司三大自主品牌通过差异化定位抢占细分市场，我们测算未来 3 年有望做到 3-5 亿收入、并实现盈亏平衡。3) 公司代理业务有望改善结构、实现利润率提升。我们预计 25-27 年公司收入分别为 16.33/21.07/25.40 亿元，归母净利润分别为 1.87/2.25/2.59 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.98/1.18/1.36 元，25 年 7 月 28 日公司收盘价 19.15 元对应 PE 为 20/16/14X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 24 可比公司估值

公司名称	收盘价	2025E EPS	2026E EPS	2027E EPS	2025E PE	2026E PE	2027E PE	2025E 净利增速	2025E PEG
中宠股份	55.95	1.49	1.84	2.28	37.46	30.47	24.57	15.46	2.42
天元宠物	33.64	0.76	1.06	1.34	44.47	31.86	25.11	108.88	0.41
佩蒂股份	15.85	0.81	0.97	1.11	19.63	16.31	14.32	10.28	1.91
依依股份	22.69	1.36	1.61	1.89	16.73	14.05	12.03	16.54	1.01
平均值					29.57	23.17	19.01		

资料来源：wind，华西证券研究所，注：收盘价和 PE 数据截至 2025 年 7 月 17 日

6. 风险提示

项目建设进度不及预期风险：如果募投项目中产能投放不及预期，公司业绩增长将受到不利影响；

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公司业绩将受到不利影响；

关税波动风险：公司主要客户在欧美，对美国出口关税波动有可能导致公司业绩增长将受到不利影响；

行业竞争加剧风险：行业竞争加剧，从而使得公司业务扩展受阻；

自有品牌市场拓展不及预期风险：公司三大自有品牌市场拓展不及预期，公司业绩增长将受到不利影响；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,310	1,633	2,107	2,540	净利润	191	187	225	259
YoY (%)	32.2%	24.7%	29.0%	20.5%	折旧和摊销	26	18	19	20
营业成本	1,010	1,268	1,646	1,997	营运资金变动	-220	133	-399	134
营业税金及附加	3	4	5	6	经营活动现金流	-1	337	-156	413
销售费用	40	48	61	73	资本开支	-87	3	2	2
管理费用	43	85	116	141	投资	-131	0	0	0
财务费用	-26	0	0	0	投资活动现金流	-217	2	1	1
研发费用	24	30	38	46	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0	债务募资	-20	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	-1	筹资活动现金流	-96	-28	0	0
营业利润	204	200	242	279	现金净流量	-301	310	-155	413
营业外收支	2	2	2	2					
利润总额	206	202	243	280	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	15	15	18	21	成长能力 (%)				
净利润	191	187	225	259	营业收入增长率	32.2%	24.7%	29.0%	20.5%
归属于母公司净利润	164	187	225	259	净利润增长率	30.2%	13.8%	20.4%	15.2%
YoY (%)	30.2%	13.8%	20.4%	15.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.87	0.98	1.18	1.36	毛利率	22.9%	22.4%	21.9%	21.4%
					净利率	12.5%	11.5%	10.7%	10.2%
					总资产收益率 ROA	9.6%	9.6%	10.7%	10.2%
					净资产收益率 ROE	12.4%	12.6%	13.2%	13.2%
					偿债能力 (%)				
					流动比率	5.49	4.68	7.14	5.14
					速动比率	3.26	3.19	4.51	3.55
					现金比率	1.99	2.39	2.58	2.48
					资产负债率	12.8%	16.0%	11.0%	16.0%
					经营效率 (%)				
					总资产周转率	0.80	0.89	1.04	1.10
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.87	0.98	1.18	1.36
					每股净资产	6.96	7.79	8.97	10.33
					每股经营现金流	-0.01	1.76	-0.82	2.16
					每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	22.01	19.55	16.24	14.09
					PB	2.28	2.50	2.17	1.88

资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	420	731	576	989
预付款项	36	0	0	0
存货	292	313	444	489
其他流动资产	413	389	574	571
流动资产合计	1,161	1,433	1,594	2,049
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	243	240	235	227
无形资产	34	34	34	34
非流动资产合计	543	525	506	486
资产合计	1,704	1,958	2,100	2,535
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	169	303	220	395
其他流动负债	42	4	4	4
流动负债合计	211	306	223	399
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	218	313	230	406
股本	191	191	191	191
少数股东权益	158	158	158	158
股东权益合计	1,486	1,644	1,870	2,129
负债和股东权益合计	1,704	1,958	2,100	2,535

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。