

2025年08月28日

Q2 业绩超预期，受益海外布局+国内自主品牌

源飞宠物(001222)

评级:	买入	股票代码:	001222
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	23.1/9.82
目标价格:		总市值(亿)	41.79
最新收盘价:	21.89	自由流通市值(亿)	23.95
		自由流通股数(百万)	109.42

事件概述

25H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为 7.92/0.74/0.73/-0.31 亿元，同比增长 45.52%/0.37%/3.50%/-159.13%，25Q2 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 4.57/0.49/0.48 亿元，同比增长 53.11%/30.63%/29.85%，Q2 业绩超预期，我们分析主要来自代工业务扩产、零食增长受益于在客户中拓品类及份额提升，以及自主品牌高增长。经营性现金流低于净利主要由于存货以及应收增加。

公司公告由于“研发中心建设项目”与“2.2 万吨宠物干粮项目”位于同一建筑体中，实施进度、实际建设周期及验收审批等时间超出公司预计时间，同时相应的设备选型及相关投入也做出调整，公司将募投项目“研发中心建设项目”达到预期可使用状态日期由 2025 年 8 月 17 日延期至 2026 年 12 月 31 日。

分析判断:

占比最高的宠物零食增速最快，国外业务翻倍。1) 分产品来看，25H1 公司宠物牵引用具/宠物零食/宠物玩具/宠物主粮/其他业务收入分别为 1.96/4.12/0.45/0.77/0.61 亿元，同比分别增长 6.91%/64.63%/47.93%/55.39%/103.04%。2) 分地区来看，25H1 公司境外/境内收入分别为 6.20/1.72 亿元，同比增长 31.44%/136.77%，境外业务翻倍主要由于公司海外布局、不断拓展，逐渐从渠道客户向品牌客户拓展、原有客户品类扩张、公司拓展宠物箱包及玩具等产品。3) 分子公司来看，25H1 柬埔寨爱淘子公司收入/净利为 2.56/0.34 亿元，同比增长 51.19%/41.41%，净利率为 13.42%，同比下降 0.93PCT，目前已投产基地基本处于满产，新建产能预计明年上半年可投产；莱德子公司收入/净利为 1.22/0.33 亿元，同比增长 53.48%/44.06%，净利率为 27.21%，同比下降 1.78PCT，目前已投产基地基本处于满产，在建工程预计明年可投产。

Q2 净利率下降主要由于期间费用率及减值计提增加。(1) 25H1 毛利率为 21.51%、同比下降 0.94PCT，分产品来看，25H1 宠物牵引用具/宠物零食毛利率分别为 34.19%/18.57%，同比提升-1.16/2.52PCT，牵引用具毛利率下降我们分析主要受产品结构影响。25H1 归母净利率为 9.37%、同比下降 4.21PCT，主要由于期间费用率增加。从费用率来看，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.25%/2.89%/1.97%/-0.80%，同比增长 1.11%/-0.48%/0.24%/2.37PCT，销售费用率增加主要由于拓展国内业务导致相关费用增加，财务费用率上升主要由于利息收入较上期减少。投资净收益占比同比提升 0.20PCT，主要由于理财产品收益；资产减值损失占比计提增加 0.35PCT；营业外净收入占比下降 0.60PCT；所得税占比下降 0.54PCT。(2) 25Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 24.23%/10.68%、同比提升 1.82%/-1.84PCT；四大费用率上升 2.57PCT；投资净收益占比提升 0.58PCT；资产减值损失占比计提增加 1.09PCT；信用减值损失占比计提增加 0.29PCT；其他收益/收入下降 0.11PCT；所得税/收入同比提升 0.24PCT。

库存商品占比上升，存货增加。25H1 公司存货为 3.70 亿元，同比增长 52.99%，其中原材料/在产品/库存商品占比为 31.73%/15.30%/47.61%，同比增长-0.87%/-5.83%/8.83PCT。存货周转天数为 96 天、同比增加 6 天。公司应收账款为 2.94 亿元、同比增长 40.28%，平均应收账款周转天数为 64 天、同比增加 1 天。公司应付账款为 1.86 亿元、同比增长 10.56%，平均应付账款周转天数为 51 天、同比减少 15 天。

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。维持 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 8 月 27 日公司收盘价 21.89 元对应 PE 为 22/19/16X，维持“买入”评级。

风险提示

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,953	1,310	1,633	2,107	2,540
YoY (%)	-4.6%	32.2%	24.7%	29.0%	20.5%
归母净利润(百万元)	145	164	187	225	259
YoY (%)	9.7%	30.2%	13.8%	20.4%	15.2%
毛利率 (%)	15.9%	22.9%	22.4%	21.9%	21.4%
每股收益 (元)	0.67	0.87	0.98	1.18	1.36
ROE (%)	11.3%	12.4%	12.6%	13.2%	13.2%
市盈率	21.56	25.16	22.34	18.56	16.11

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

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
研发费用	-26	0	0	0	投资活动现金流	-217	2	1	1
财务费用	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%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	9.6%	9.6%	10.7%	10.2%
货币资金	420	731	576	989	净资产收益率 ROE	12.4%	12.6%	13.2%	13.2%
预付款项	36	0	0	0	偿债能力				
存货	292	313	444	489	流动比率	5.49	4.68	7.14	5.14
其他流动资产	413	389	574	571	速动比率	3.26	3.19	4.51	3.55
流动资产合计	1,161	1,433	1,594	2,049	现金比率	1.99	2.39	2.58	2.48
长期股权投资	28	28	28	28	资产负债率	12.8%	16.0%	11.0%	16.0%
固定资产	243	240	235	227	经营效率				
无形资产	34	34	34	34	总资产周转率	0.80	0.89	1.04	1.10
非流动资产合计	543	525	506	486	每股指标 (元)				
资产合计	1,704	1,958	2,100	2,535	每股收益	0.87	0.98	1.18	1.36
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.96	7.79	8.97	10.33
应付账款及票据	169	303	220	395	每股经营现金流	-0.01	1.76	-0.82	2.16
其他流动负债	42	4	4	4	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	211	306	223	399	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	25.16	22.34	18.56	16.11
其他长期负债	7	7	7	7	PB	2.28	2.81	2.44	2.12
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。