



联合研究 | 公司深度 | 源飞宠物 (001222.SZ)

源飞宠物深度：如琢如磨，自主起势

报告要点

公司注重成长，稳扎稳打，对应势拓展与能力边界拓宽的节奏具备科学的规划与把握。公司以外贸代工起家，2023 年合并吸纳代运营团队并内化培育品牌运营能力，团队实力初步成熟后顺应宠物消费趋势，把握抖音电商机遇孵化自主品牌，从优势品类犬零食切入逐步完善在宠物食品和用品大赛道的布局，当前在 0 到 1 阶段已初步兑现品牌势能，看好公司受益于国内宠物行业机会，持续强化品牌力提份额。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



陈佳

SAC: S0490513080003

SFC: BQT624



米雁翔

SAC: S0490520070002



顾焯乾

SAC: S0490519060003



应奇航

SAC: S0490524080008



卜凡星

SAC: S0490525080006

源飞宠物 (001222.SZ)

2025-09-17

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

源飞宠物深度：如琢如磨，自主起势

公司概况：基于制造+营销迈向品牌

写在前面：公司注重成长，稳扎稳打，对应势拓展与能力边界拓宽的节奏具备科学的规划与把握。公司以外贸代工起家，2023 年以较优性价比合并吸纳代运营团队并内化培育品牌运营能力，团队实力初步成熟后顺应宠物消费趋势，把握抖音电商机遇孵化自主品牌，从优势品类犬零食切入逐步完善在宠物食品和用品大赛道的布局，当前在 0 到 1 阶段已初步兑现品牌势能。

业务结构：外销代工与内销代理品牌为主，自主品牌快速起量。1) 外销代工 (2024 年占比约 86%，下同)：主为宠物零食与宠物牵引用具，近年亦拓宠物玩具等新品类；2) 内销代理品牌 (10%+)：为知名品牌代理主粮/湿粮等产品；3) 内销自主品牌 (约低个位数)：2024 年起设立推广，目前以犬零食为主，正不断完善矩阵。2025H1 宠物零食/宠物牵引用具收入占比 52%/25%，近年宠物零食占比快速提升；2025H1 宠物零食/宠物牵引用具毛利率为 19%/34%。

财务分析：去年以来收入快速增长，盈利端受增长结构影响。2024 年公司实现营收/归母净利润 13.1/1.6 亿元 (2025H1 同增 46%/0.4%)，近 5 年 CAGR 为 21%/25%。2025H1 毛利率/归母净利率为 22%/9%，盈利受业务结构等因素扰动。今年 7 月公司推股权激励强化信心，对 2025-2027 年营收考核目标对应增速为 (目标值) 35%/31%/18%/ (触发值) 22%/31%/18%。

外销：代工基本盘稳步扩张，海外产能优势助力持续提份额

北美宠物市场发展较成熟，其中零食增速更佳。2024 年北美/中国宠物行业规模约 894/130 亿美元 (近 5 年 CAGR 约 9%/10%，可比口径)，其中美国养宠渗透率与家庭平均养宠数量处高位。2024 年美国宠物零食/用品规模约 114/206 亿美元 (近 5 年 CAGR 约 10%/6%)。

公司外销景气佳，海外产能优势显现，近期基本未受关税扰动。2024 年公司外销收入 11.24 亿元 (近 5 年 CAGR 为 18%)，毛利率变化与产品结构变化有关，海外产能运营持续提效。公司前瞻布局柬埔寨产能，当前可充分覆盖对美销售；4 月以来公司出货量/价基本未受关税扰动。

展望后续：公司海外产能扩建将扩大优势；同时继续聚焦零售商，优势品类拓客户提份额 (迭代优化 SKU)，拓新品类切入老客户 (食品与用品间客户资源复用及拓展宠物玩具品类) 等。

内销：多品牌成长路径清晰，自有品牌业务进入快速成长期

中国宠物食品行业当前格局分散，行业规模从高速增长期逐步进入平稳增长期，2021 年后崛起的抖音平台仍保持较高增速，成为新品牌突围的重要渠道。源飞以优势品类犬零食起步，推出匹卡噗、哈乐威、传奇精灵三大自有品牌。凭借“产品创新迭代+高效运营”能力塑造爆品，并在抖音渠道持续加大费用投入，运营团队实战经验丰富，借助与皇家等代理品牌同场景展示增加曝光。根据蝉妈妈数据，公司 2024 年推出的品牌匹卡噗和哈乐威今年在抖音渠道快速起量，匹卡噗一季度和二季度在抖音的销售额分别增长 90%、387%。公司将零食作为自主品牌的流量入口快速获取用户，通过主粮产品提升市场份额。匹卡噗于 2025 年 5 月已推出猫狗主粮产品，拓品类、拓渠道推动自有品牌后续成长，未来三年有望达到 3-5 亿规模。预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.85/2.18/2.39 亿元，对应 PE 为 27/23/21x，给予“买入”评级。

风险提示

1、公司渠道管理与拓展效果不及预期；2、国内行业竞争格局恶化；3、关税政策出现重大变化；4、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	25.72
总股本(万股)	19,089
流通A股/B股(万股)	10,942/0
每股净资产(元)	7.18
近12月最高/最低价(元)	29.89/9.82

注：股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：基于制造+营销迈向品牌	6
外销：代工基本盘稳步扩张，海外产能优势助力持续提份额	10
内销：多品牌成长路径清晰，自有品牌业务进入快速成长期	14
盈利预测	21
风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展沿革	6
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司业务结构	7
图 4：公司以外销代工与内销代理品牌为主（2024 年占比 86%/10%+）	7
图 5：估计外销代工利润率与整体相近	7
图 6：2025H1 公司宠物零食/牵引用具/主粮收入占比 52%/25%/10%	8
图 7：2025H1 公司宠物零食/牵引用具毛利率为 19%/34%	8
图 8：2024 年公司营收 13.1 亿元（2020-2024 年间 CAGR 为 21%）	8
图 9：2024 年公司归母净利润 1.6 亿元（2020-2024 年 CAGR 为 25%）	8
图 10：2025H1 公司毛利率/归母净利率分别约 21.5%/9.4%	9
图 11：2025H1 公司四费合计约 10%	9
图 12：公司股权激励计划概览	9
图 13：2024 年全球宠物行业规模约 1996 亿美元（近 5 年 CAGR 约 8%）	10
图 14：2024 年全球/北美/西欧/中国宠物行业规模约 1996/894/428/130 亿美元	10
图 15：2024 年美国饲养狗/猫家庭渗透率分别为 43%/38%	10
图 16：2024 年美国家庭平均养猫/狗数为 2.03/1.48 只	10
图 17：2024 年美国宠物主食/零食/用品分别占比 58%/14%/25%	11
图 18：2024 年美国宠物零食行业规模约 114 亿美元（近 5 年 CAGR 约 10%）	11
图 19：2022 年全球宠物牵引绳规模约 27 亿美元（占宠物用品比重约 5.5%）	11
图 20：2024 年美国宠物鞍具挽具进口结构：中国/越南/柬埔寨占比 36%/18%/13%	12
图 21：2024 年美国宠物零食进口结构：加拿大/泰国/中国居前，柬埔寨占比提升	12
图 22：2024 年公司外销收入 11.2 亿元（近 5 年 CAGR 为 18%）	12
图 23：近年公司外销毛利率整装在 23%-26% 区间波动	12
图 24：近年公司柬埔寨出货额占外销比重不断提高（2025H1 达到 61%）	13
图 25：公司代工客户主要包括宠物垂类零售商与综合零售商	13
图 26：2025H1 公司外销代工中宠物零食/牵引用具占比 50%+/30%+	13
图 27：2024 年中国宠物食品行业规模 533 亿元，同比增速 5%	14
图 28：美国宠物行业在经济下行期表现出较强的消费韧性	14
图 29：中国宠物食品行业量价拆分增速	14
图 30：2012-2024 年中国宠物食品公司 CR5 和 CR10 变化	15
图 31：2024 年中国宠物食品消费线上电商渠道比达 68%	15
图 32：2023 年以来宠物食品抖音渠道销售额同比增速	15

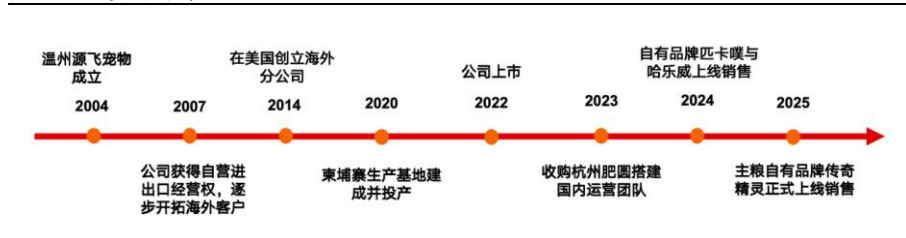
图 33：2023 年以来宠物食品天猫渠道销售额同比增速	15
图 34：2025H1 源飞宠物销售费用同比增长 97%	16
图 35：匹咔噗在抖音渠道的销售额及增长情况	17
图 36：哈乐威在抖音渠道的销售额及增长情况	17
图 37：匹卡噗 5 月抖音热销 Top3 SKU 产品示意	17
图 38：源飞旗下主要品牌匹卡噗今年以来 GMV 环比快速增长，4 月排名升至第 1	18
图 39：杭州肥圆抖音直播间商品展示情况	19
图 40：抖音品牌直播销售额及增长情况	19
图 41：匹咔噗抖音关联达人关联直播（个）	19
图 42：公司盈利预测表	21
表 1：源飞旗下三大自有品牌	16
表 2：源飞宠物宠物产品研发项目	18
表 3：上市公司积极进行新型粮产能布局	20
表 4：公司利润敏感性分析	22

公司概况：基于制造+营销迈向品牌

写在前面：公司注重成长，稳扎稳打，对应势拓展与能力边界拓宽的节奏具备科学的规划与把握。公司以外贸代工起家，2023 年以较优性价比合并吸纳代运营团队并内化培育品牌运营能力，团队实力初步成熟后顺应宠物消费趋势，把握抖音电商机遇孵化自主品牌，从优势品类犬零食切入逐步完善在宠物食品和用品大赛道的布局，当前在 0 到 1 的阶段已初步兑现了品牌成长势能。

发展历程：源飞宠物成立于 2004 年，长期聚焦于宠物用品和宠物食品赛道，于 Walmart、PetSmart、Petco 等头部零售客户建立合作；2020 年柬埔寨工厂投产，强化外销代工业务竞争力；2023 年收购肥圆运营团队，并于 2024 年起开拓自主品牌业务，完善业务结构，打开成长空间。

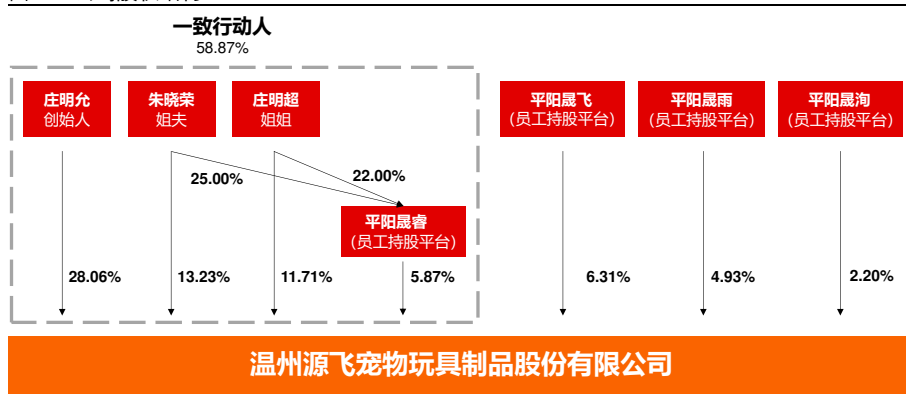
图 1：公司发展沿革



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

股权结构：公司创始人庄明允、姐姐庄明超、姐夫朱晓荣为公司的实控人，加上一致行动人员工持股平台平阳晟睿，共对应约 58.87% 股份。公司上市前设立多个员工持股平台，包括平阳晟飞、平阳晟雨和平阳晟洵，当前分别持股 6.31%/4.93%/2.20%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所 注：截至公司中报

业务结构：外销代工与内销代理品牌为主，自主品牌快速起量。1) 外销代工（2024 年占比约 86%）：收入与利润的基本盘，主要为海外零售商供应宠物零食产品与宠物牵引用具，近年亦拓展宠物玩具等新品类，估计 2024 年利润率略高于公司整体；2) 内销代理品牌（2024 年占比约 10%+）：2023 年收购肥圆团队后进入发展新阶段，为皇家处方粮、雀巢珍致、蓝钻等知名品牌的总代理，产品涵盖主粮、湿粮、猫砂等，估计 2024 年利润率约中低个位数水平；3) 内销自主品牌（2024 年占比约低个位数）：2024 年

起相继设立匹卡噗、哈乐威、传奇精灵三个品牌，目前产品以犬零食为主，正不断完善产品与品牌矩阵，布局宠物食品与宠物用品大赛道，当前发展初期处于亏损状态。

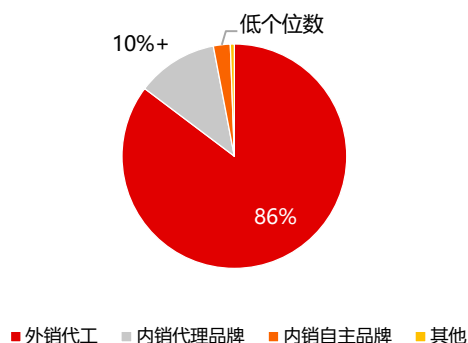
产品结构：宠物零食与宠物牵引用具为主（2025H1 占比 52%/25%），其中近年宠物零食占比快速提升（2020 年占比尚为 37%）；宠物玩具占比约 6%；宠物主粮占比 10%。盈利角度看，2025H1 公司宠物零食/牵引用具毛利率为 19%/34%，近年宠物零食毛利率相对较低与海外竞争环境有关，而趋势上持续提升，其中有自主品牌占比提升的贡献。

图 3：公司业务结构

外销代工		
产品类别	产品介绍	产品示意
宠物牵引用具	包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等	
宠物零食	包括打结骨、压骨、洁齿骨等	
宠物玩具	包括塑料咬胶、玩具球等	
内销代理品牌		
产品类别	主要代理品牌	产品示意
宠物主粮、湿粮、猫砂等	皇家，珍致，蓝钻等	
内销自主品牌		
产品类别	自主品牌	产品示意
主要为犬零食，亦有犬主食、猫粮、猫砂等	匹卡噗，哈乐威，传奇精灵	

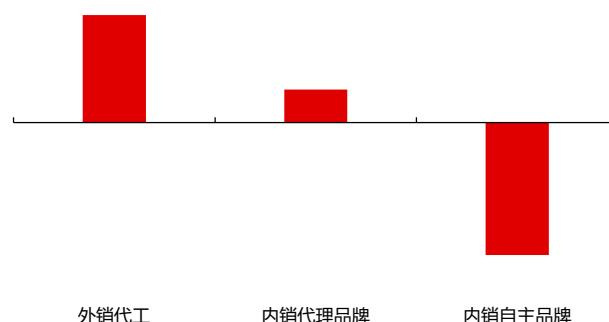
资料来源：公司官网，公司公告，抖音肥圆旗舰店，长江证券研究所

图 4：公司以外销代工与内销代理品牌为主（2024 年占比 86%/10%+）



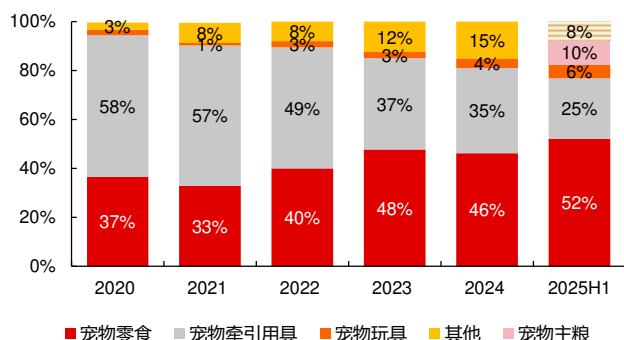
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：估计外销代工利润率与整体相近



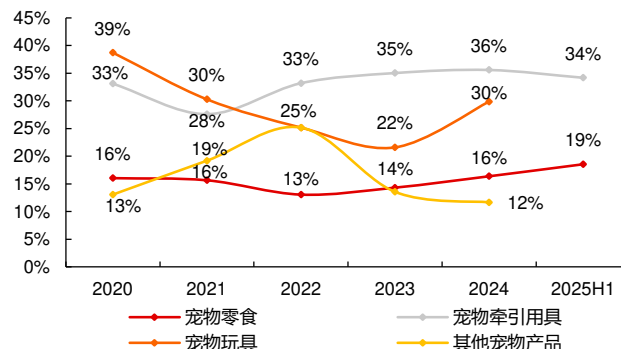
资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：图示为估算 2025 年各业务相对盈利水平，仅供参考

图 6：2025H1 公司宠物零食/牵引用具/主粮收入占比 52%/25%/10%



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：2025H1 自“其他”中拆出宠物主粮

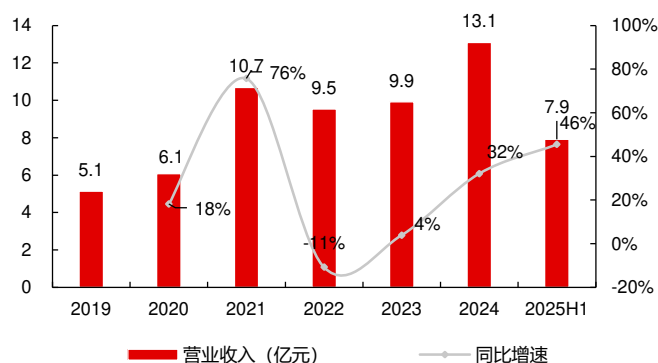
图 7：2025H1 公司宠物零食/牵引用具毛利率为 19%/34%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

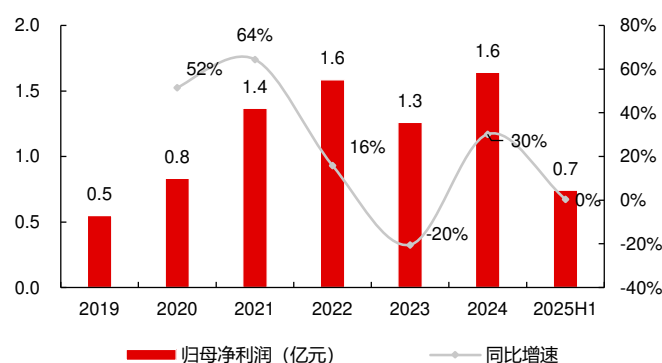
财务分析：2024 年以来收入持续快速增长，盈利端受增长结构影响有所波动。2024 年公司实现营收/归母净利润 13.1/1.6 亿元（同增 32%/30%），2020-2024 年 5 年 CAGR 为 21%/25%，2025H1 分别同增 46%/0.4%。2022Q2-2023Q1 期间收入端受海外下游去库存影响，2023 年起恢复增长且于 2024 年突破前高，2025H1 增长提速（+46%）。盈利端，2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 23%/13%，其中外销/内销毛利率分别为 25.5%/6.9%，近年毛利率有所回落，与宠物零食占比提升带来的结构性影响有关，净利率维持在相对稳定水平；2025H1 盈利水平有所下降，主因：1）盈利弱于整体的内销业务占比提升的结构性影响，2）财务费用增加（同比+2.4pcts），与利息收入与汇兑收益减少有关。

图 8：2024 年公司营收 13.1 亿元（2020-2024 年间 CAGR 为 21%）



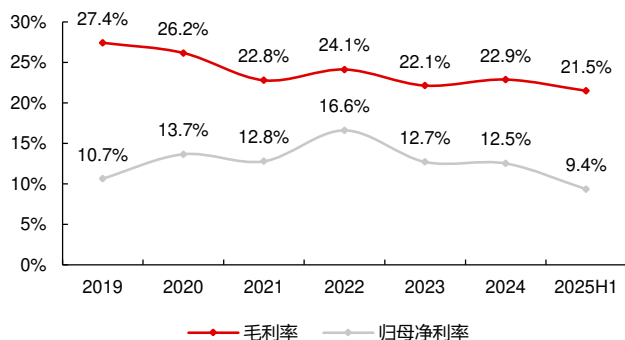
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2024 年公司归母净利润 1.6 亿元（2020-2024 年 CAGR 为 25%）



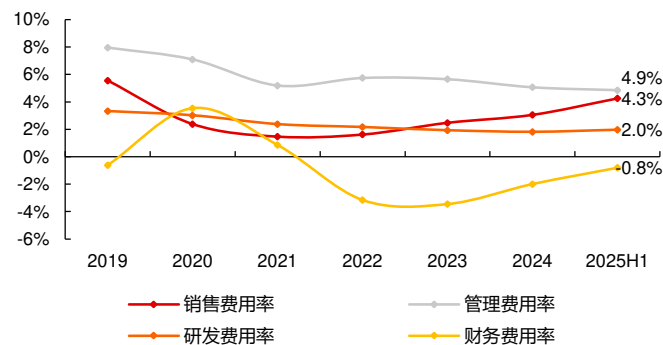
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10: 2025H1 公司毛利率/归母净利率分别约 21.5%/9.4%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 2025H1 公司四费合计约 10%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

股权激励强化信心。今年 7 月 21 日, 公司发布限制性股票激励计划草案, 拟对副总经理刘清 (国内团队负责人)、董秘张璇以及另外 60 位中层管理人员&核心技术 (业务) 骨干以 9.63 元/股价格授予 250.95 万股限售股 (占总股本 1.31%)。其中对于 2025-2027 年营收, 公司层面考核目标对应三年增速约为: (目标值) 35%/31%/18%, (触发值) 22%/31%/18%。本次激励计划推出有望更好激励国内自主品牌团队。

图 12: 公司股权激励计划概览

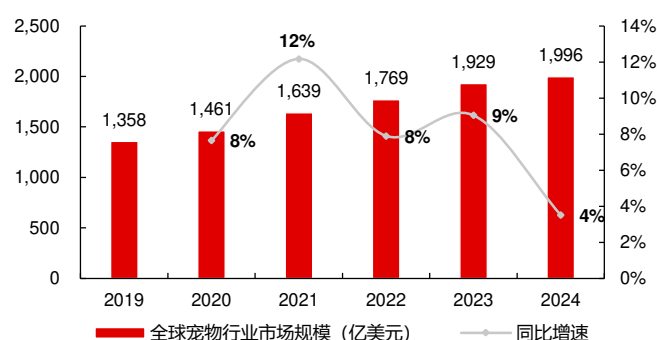
激励对象	激励方式	业绩考核目标
包括副总经理刘清、董秘张璇以及另外 60 位中层管理人员&核心技术 (业务) 骨干	以 9.63 元/股价格授予 250.95 万股限售股 (占总股本 1.31%)	1) 目标值: 2025/2026/2027 年营收为 17.72/23.30/27.40 亿元, 分别对应增速为 35%/31%/18% 2) 触发值: 2025/2026/2027 年营收为 15.95/20.97/24.66 亿元, 分别对应增速为 22%/31%/18% 。

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

外销：代工基本盘稳步扩张，海外产能优势助力持续提份额

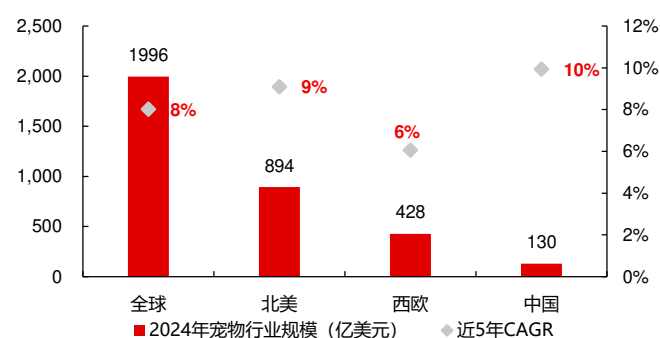
全球宠物行业持续扩容，北美市场发展较成熟。2024 年全球宠物行业约 1996 亿美元，近 5 年 CAGR 约 8%。其中横向对比看，北美/西欧/中国规模约 894/428/130 亿美元（占比约 45%/21%/7%），近 5 年 CAGR 分别约 9%/6%/10%（我国为人民币口径）。从养宠渗透率来看，2024 年美国猫/狗家庭渗透率分别为 38.1%/42.9%（我国分别为 15.1%/14.6%）；从家庭养宠平均数量来看，美国家庭平均养猫/狗数量分别为 2.03/1.48 只（我国分别为 1.07/1.06 只）。

图 13：2024 年全球宠物行业规模约 1996 亿美元（近 5 年 CAGR 约 8%）



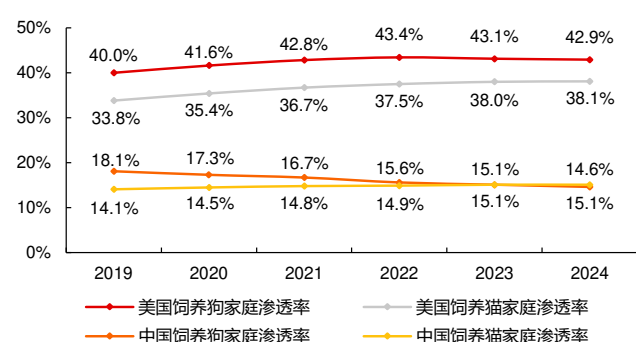
资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

图 14：2024 年全球/北美/西欧/中国宠物行业规模约 1996/894/428/130 亿美元



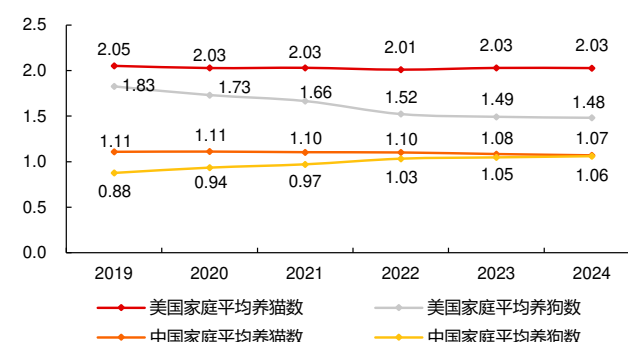
资料来源：欧睿国际，长江证券研究所 注：中国 CAGR 为人民币口径

图 15：2024 年美国饲养狗/猫家庭渗透率分别为 43%/38%



资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

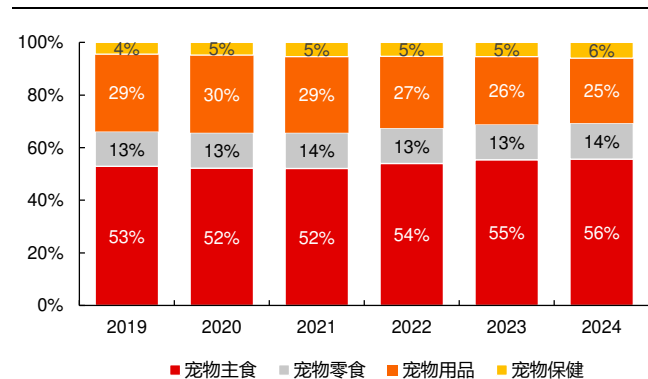
图 16：2024 年美国家庭平均养猫/狗数为 2.03/1.48 只



资料来源：欧睿国际，长江证券研究所 注：单位为只

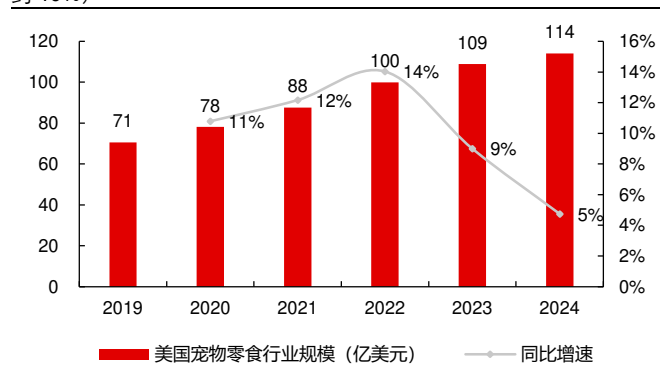
美国宠物行业中零食增速快于整体，美国牵引绳为相对更成熟的品类。2024 年美国宠物主食/零食/用品分别占宠物行业比重约 58%/14%/25%，近 5 年 CAGR 分别约 10%/10%/6%，其中 2024 年美国宠物零食/用品分别约 114/206 亿美元。其中估计美国宠物牵引绳行业发展更为成熟，牵引绳的社交与情绪价值属性相对更明显，美国消费者更换频次相对较高，估计 2022 年全球宠物牵引绳占宠物用品比重约 5.5%且美国占比或更高。

图 17：2024 年美国宠物主食/零食/用品分别占比 58%/14%/25%



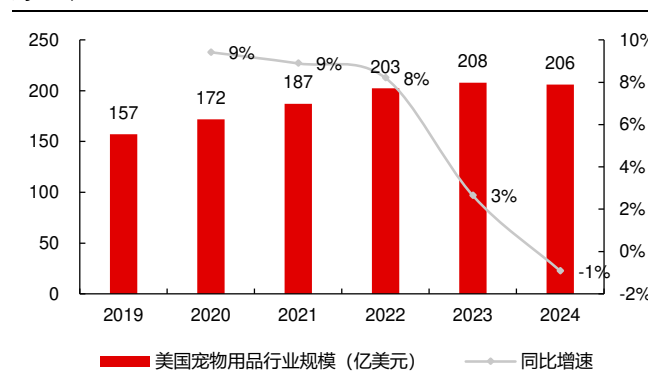
资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

图 18：2024 年美国宠物零食行业规模约 114 亿美元（近 5 年 CAGR 约 10%）



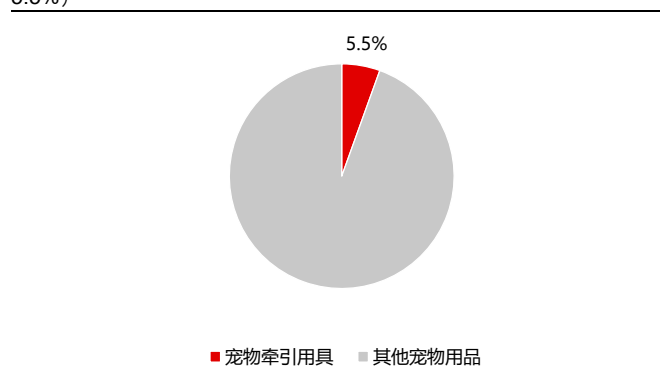
资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

图 20：2024 年美国宠物用品行业规模约 206 亿美元（近 5 年 CAGR 约 6%）



资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

图 19：2022 年全球宠物牵引绳规模约 27 亿美元（占宠物用品比重约 5.5%）

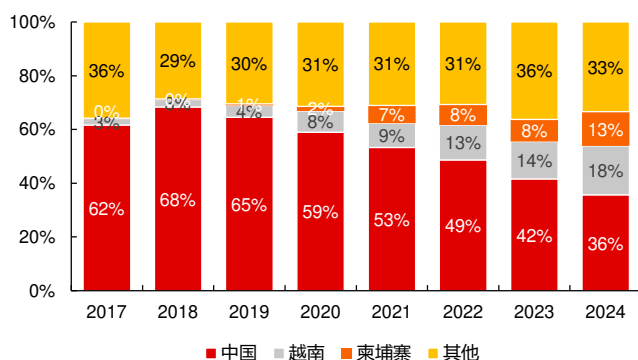


资料来源：DataIntelto，欧睿国际，长江证券研究所

美国进口结构：宠物牵引用具中国与东南亚总份额整体稳定，宠物零食柬埔寨份额提升。

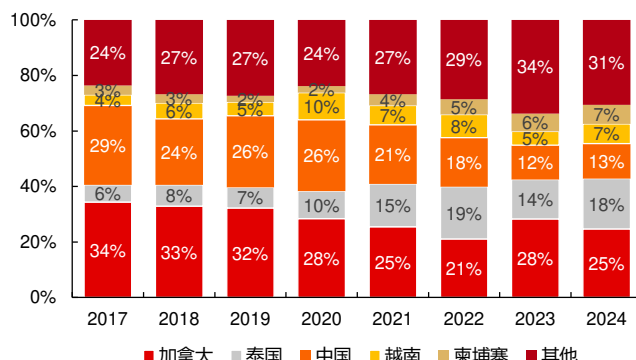
1) 宠物牵引用具：中国为美国第一大进口来源国，2018 年贸易战以来份额部分转移至越南、柬埔寨等，但三国总份额维持相对稳定（60%-70%），2024 年美国进口中：中国/越南/柬埔寨占比 36%/18%/13%；2) 宠物零食：加拿大/泰国/中国占比居前（2024 年占比 25%/18%/13%），柬埔寨占比呈提升趋势（2019-2024 年间自 2%提升至 7%）。

图 20：2024 年美国宠物鞍具挽具进口结构：中国/越南/柬埔寨占比 36%/18%/13%



资料来源：Trademap，长江证券研究所 注：对应海关代码 420100

图 21：2024 年美国宠物零食进口结构：加拿大/泰国/中国居前，柬埔寨占比提升



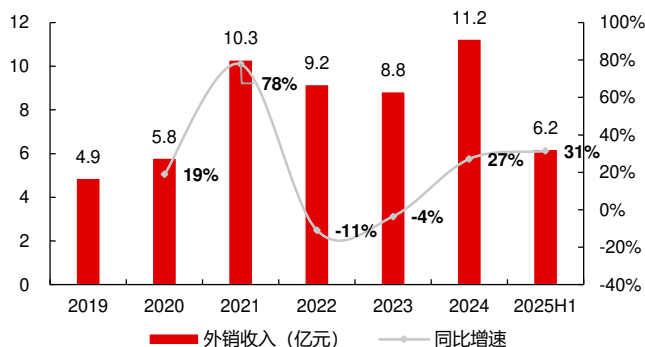
资料来源：Trademap，长江证券研究所 注：对应海关代码 23091090

公司外销恢复增长，海外产能优势显现，近期基本未受关税扰动。2024 年公司外销收入达 11.24 亿元（同增 27%），2025H1 同增 31%，近 5 年 CAGR 为 18%，毛利率变化与产品结构变化有关，海外产能运营持续提效。公司外销代工业务中估计美国占比超过一半。

海外产能可覆盖对美销售：公司 2019 年即布局柬埔寨产能，其中：**1) 宠物零食：**柬埔寨爱淘为公司与中宠股份子公司合资子公司（分别持股 51%/49%），合作动因包括减少资金压力、加快出货进程、技术产线互补、客户群体协同（中宠客户多为品牌客户，公司多为商超客户）等。**2) 宠物用品：**柬埔寨莱德为公司全资子公司。近年柬埔寨基地出货额占外销比重不断提升，2024 年/2025H1 分别达到 56%/61%，目前处于满产状态，且可覆盖对美收入。柬埔寨基地有持续扩产规划，孟加拉基地亦将投产。

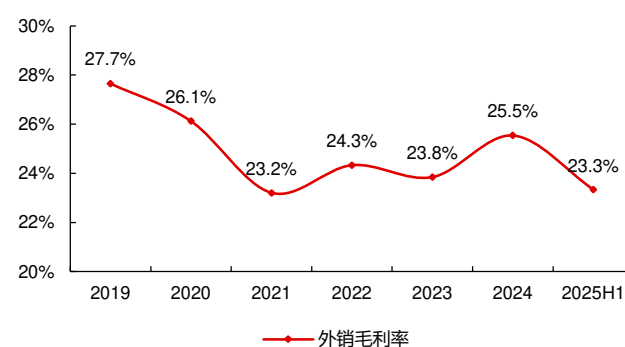
海外产能具备优势，关税扰动可控：今年 4 月以来美国对柬埔寨征收 10% 基础对等关税，公司量价层面均未受此扰动，主因：1) 下游基本为零售商客户，出厂到终端加价倍率较高，零售商可较轻松吸收或传导关税影响；2) 与客户合作深厚，在主要客户采购中占据可观份额，于零售商而言供应链的稳定可靠是重要考量方面。近期美国对柬埔寨关税提升至 20%，但相较国内关税优势仍显著，预计关税扰动或仍较为可控。

图 22：2024 年公司外销收入 11.2 亿元（近 5 年 CAGR 为 18%）



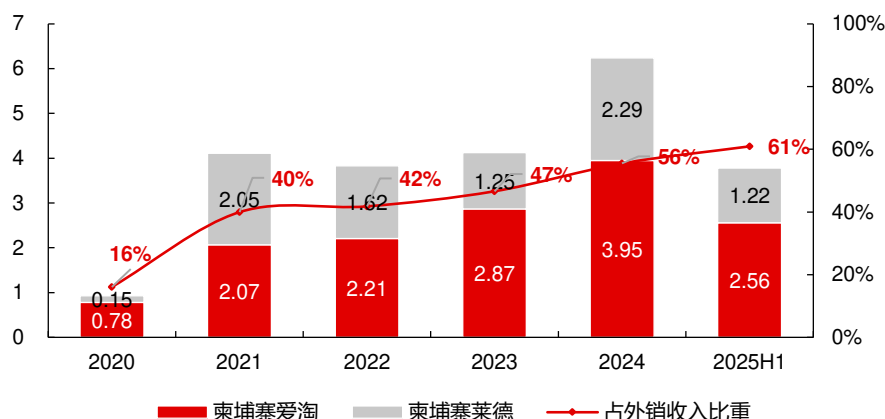
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：近年公司外销毛利率整装在 23%-26% 区间波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：近年公司柬埔寨出货额占外销比重不断提高（2025H1 达到 61%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：出厂口径，单位为亿元

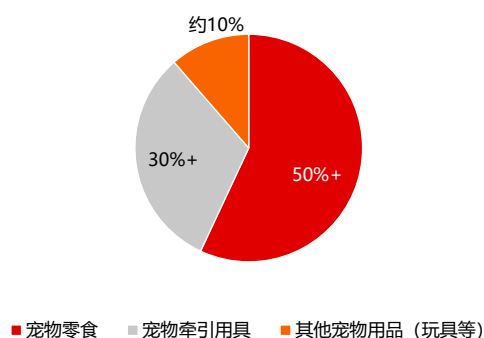
优势品类拓客户提份额，拓新品类切入老客户。公司外销代工客户以宠物垂类零售商与综合零售商为主，包括 Petco、PetSmart、沃尔玛、Target 等头部零售卖场。测算估计 2025H1 公司外销代工中宠物零食/宠物牵引用具/其他宠物用品（玩具等）收入占比分别约 50%/30%/约 10%，展望后续：**1）优势品类老客户提份额**，持续迭代优化 SKU；**2）优势品类拓客户**：正持续拓展零售客户，且基于其对宠物食品与用品的全品类需求实现品类间的相互渗透；**3）拓新品类**：宠物玩具有望成为下一潜力品类。

图 25：公司代工客户主要包括宠物垂类零售商与综合零售商

客户类型	代表客户举例
宠物垂类零售商	Petco, PetSmart, Pets at Home
综合零售商	Walmart, Target, B&M, 家乐福

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2025H1 公司外销代工中宠物零食/牵引用具占比 50%/30%+



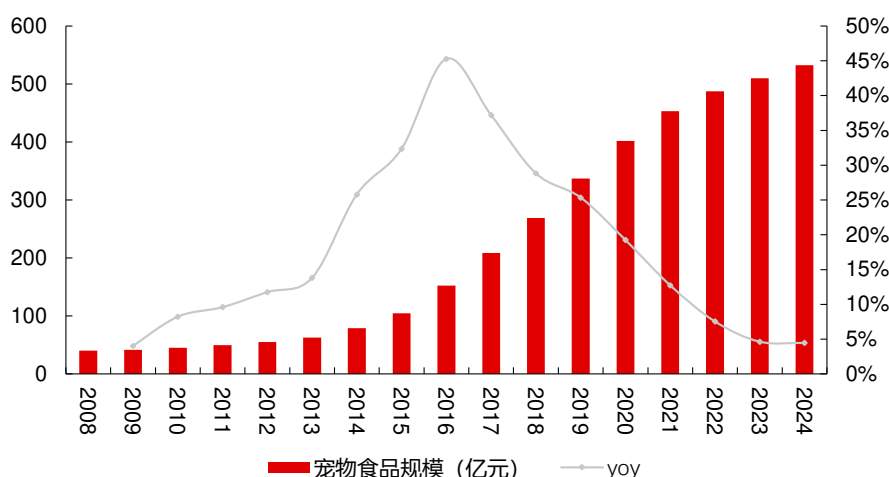
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：按宠物牵引用具和玩具基本均为外销，宠物零食中大部分来自外销代工、其余来自内销代理品牌和自主品牌测算

内销：多品牌成长路径清晰，自有品牌业务进入快速成长期

2024 年中国宠物食品市场规模约 533 亿元人民币，是具备消费韧性的千亿成长赛道。

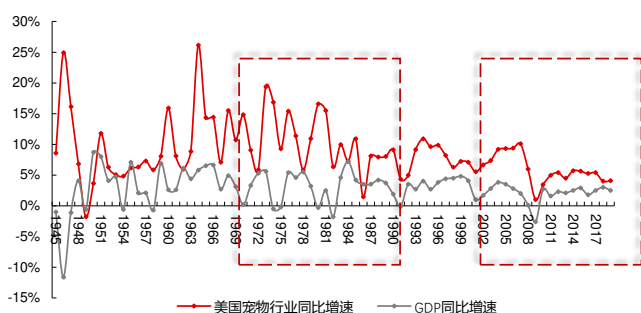
根据欧睿数据，2024 年中国宠物食品市场规模约 533 亿人民币，包装宠物食品渗透率仍处于提升阶段，进入增速相对平稳的成长中期。从量价拆分来看，当前中国宠物食品市场的增长仍以量增为主，中端性价比价格带占比最高，参考美国和日本的经验，未来价增空间广阔。宠物行业具有较强的消费韧性，能够一定程度抵御下行经济周期实现发展。美国宠物行业即使在 1980 年、2008 年等几轮经济下行期中仍然表现出了较强的消费韧性，更是在 2018 年后展现出强劲的消费升级趋势。

图 27：2024 年中国宠物食品行业规模 533 亿元，同比增速 5%



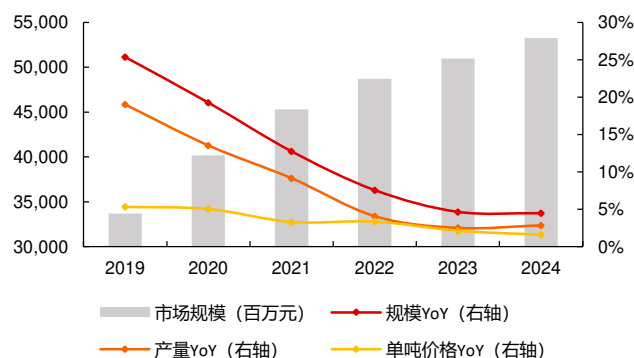
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 28：美国宠物行业在经济下行期表现出较强的消费韧性



资料来源：APPA，Wind，长江证券研究所

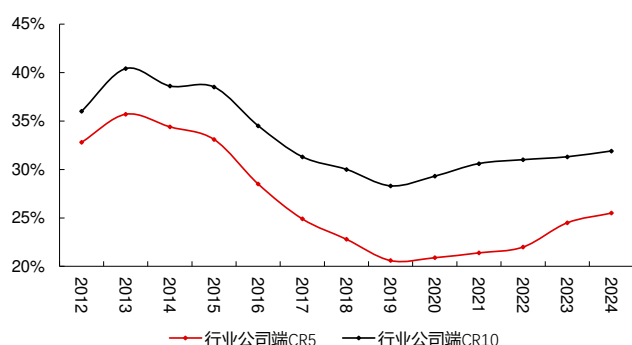
图 29：中国宠物食品行业量价拆分增速



资料来源：欧睿，长江证券研究所

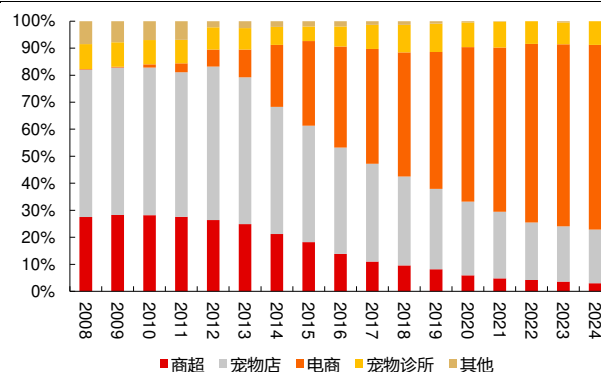
行业格局分散，国产头部份额提升进行时。根据欧睿统计，2012年后随着电商渠道崛起，大量国产新锐品牌在一级市场资金支持下通过电商渠道红利入局，电商渠道占比从2012年的6.3%提升至2023年的68%，线上渠道竞争激烈。对以皇家为首的传统海外头部品牌产生了较大冲击，2023年玛氏收购渴望、爱肯拿稳住份额。2020年以来，在乖宝、中宠为代表的本土宠物食品公司崛起的带动下，行业格局呈现集中度提升趋势，2024年公司端CR10为32%，随着本土品牌竞争力逐步加强，宠物食品头部公司市占率有望提升。

图 30：2012-2024 年中国宠物食品公司 CR5 和 CR10 变化



资料来源：欧睿，长江证券研究所

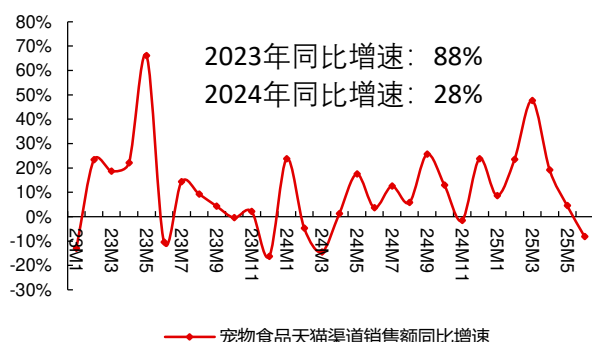
图 31：2024 年中国宠物食品消费线上电商渠道占比 68%



资料来源：欧睿，长江证券研究所

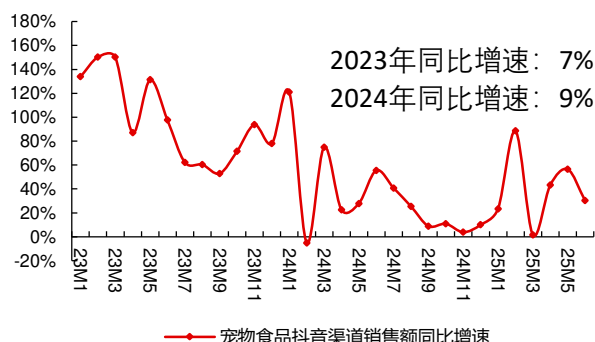
抖音宠物食品增长处于红利期，成为新品牌突围的重要渠道。在宠物食品行业整体进入平稳增长期的背景下，2021年后崛起的抖音平台仍保持较高增速，成为新品牌突围以及拉新的重要渠道。根据久谦数据，2024年抖音宠物食品大盘同比增长28%，明显高于天猫渠道9%的同比增速。中国目前的宠物主仍为第一代养宠人，抖音作为直播种草、内容营销的重要渠道对于爆品打造具备较强的战略意义，能够敏锐洞察新消费趋势，具备强产品创新迭代能力与内容运营能力的品牌有望在竞争中脱颖而出。海外品牌如皇家、渴望、爱肯拿2024年在抖音渠道的增速迅猛，显示出海外品牌正积极布局中国新兴直播电商渠道，寻求在中国市场的发展机会。

图 32：2023 年以来宠物食品抖音渠道销售额同比增速



资料来源：久谦，长江证券研究所

图 33：2023 年以来宠物食品天猫渠道销售额同比增速



资料来源：久谦，长江证券研究所

源飞以优势品类宠物零食起步，初步搭建多品类与宽价格带品牌矩阵。公司于 2024 年完成了自有品牌的产品研发、品牌定位，逐步推出匹卡噗、哈乐威、传奇精灵三大自有品牌：**1) 匹卡噗品牌**：成立于 2024 年 3 月，为全品类的高性价比创新品牌，目前主要以源飞传统的优势产品犬零食快速切入市场，主打肉干、冻干，亦已推出主粮等产品，定位年轻化潮流、产品更多元；**2) 哈乐威**：定位功能性的极致性价比品牌，目前品类包括猫砂、猫粮等，主要以线上渠道为主；**3) 传奇精灵**：定位于高端营养、生鲜自然，当前以冻干主粮为主要产品，代表了源飞在主粮赛道的产品力和品牌。

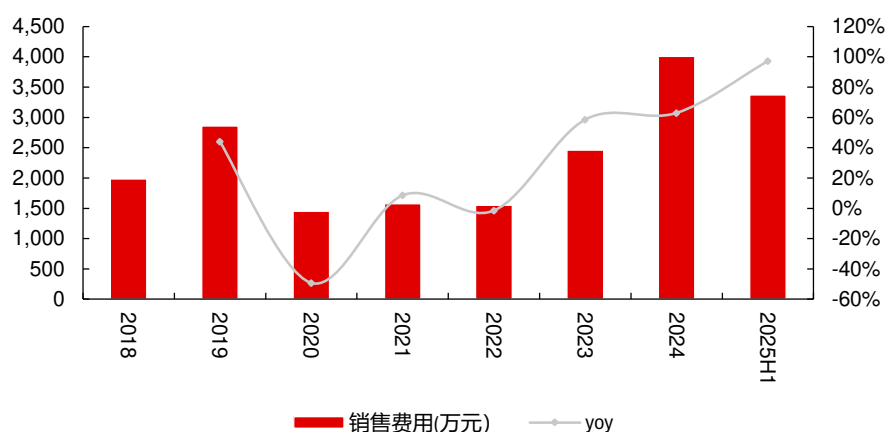
表 1：源飞旗下三大自有品牌

品牌	Logo	推出时间	渠道	价格带	覆盖品类	核心产品
匹卡噗		2024 年 3 月	线上+线下	中端	犬零食为主向主粮拓展	肉干等零食
哈乐威		2024 年 10 月	线上	极致性价比	猫砂、猫粮	猫砂
传奇精灵		2025 年 4 月	线上	高端	目前猫粮为主	猫粮

资料来源：公司公告，长江证券研究所

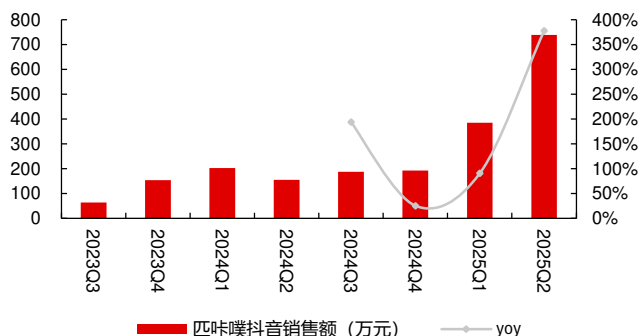
借助抖音红利并持续加大费用投入，自主品牌厚积薄发。源飞自主品牌主要在抖音平台培育，借助直播拉动品牌增长。当前源飞自有品牌渠道结构中抖音占比达 80%-90%，核心因兴趣电商在品牌成长初期转化率高于淘宝、京东，投流费用更友好。源飞在抖音直播以自播为主，具备更强的品牌调性把控能力，与公司运营策略高度契合。公司不断加大销售费用投放，2025H1 源飞宠物销售费用同比增长 97%，展现出公司对自有品牌业务大力发展的决心。根据蝉妈妈数据，公司 2024 年推出的品牌匹卡噗和哈乐威今年在抖音渠道快速起量，匹卡噗一季度和二季度在抖音的销售额分别增长 90%、387%，哈乐威也呈现出高增长态势。

图 34：2025H1 源飞宠物销售费用同比增长 97%



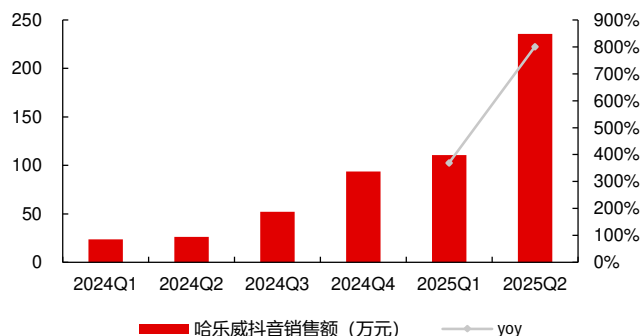
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：匹卡噗在抖音渠道的销售额及增长情况



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

图 36：哈乐威在抖音渠道的销售额及增长情况



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

“产品创新迭代+高效运营”塑造爆品打造能力，2025 年 4 月匹卡噗成抖音狗零食类目 TOP1。目前三个品牌均主要在抖音平台上运营，以匹卡噗为主，已成功打造鸡肉缠牛皮等爆款零食快速起量。根据蝉妈妈数据，今年 4 月与 5 月抖音 GMV 均在 250-500 万元区间，4 月匹卡噗在抖音渠道的月度销售额登顶第一，5 月排名第 3。产品层面，匹卡噗精准选择细分赛道，聚焦狗零食领域，一方面公司积累了多年宠物零食代工经验，具备深厚的产品研发制造基础。另一方面近年来狗零食赛道近年来竞争相对缓和，公司针对宠物狗需求创新性推出“蛋黄鸭肉干”、“鸡肉甜甜圈”、“鸡肉绕小饼干”等产品形成差异化切入点。运营层面，公司运营团队经验丰富，自 2018 年起从事宠物粮代理运营，熟悉皇家等大品牌运作，实践中打磨出爆品打造方法论。擅长抖音精准定位细分客群，保持快速的产品迭代节奏以强化品牌在细分领域的竞争力。

图 37：匹卡噗 5 月抖音热销 Top3 SKU 产品示意

匹卡噗5月抖音热销产品		Top1	Top2	Top3
产品名称		狗狗零食大礼包-鸡鸭肉干磨牙棒	鸡肉绕牛皮卷磨牙棒	蛋黄鸭肉干切片
产品图示				
产品单月GMV (万元)		100-250	25-50	10-25

资料来源：抖音官方商城，蝉妈妈，长江证券研究所

图 38：源飞旗下主要品牌匹卡噗今年以来 GMV 环比快速增长，4 月排名升至第 1

抖音犬零食类目	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5	2025M6	2025M7
匹卡噗GMV (万元)	50-75	75-100	100-250	250-500	250-500	100-250	100-250
排名	18	11	3	1	3	4	3
Top1品牌名称	麦富迪	麦富迪	麦富迪	匹卡噗	麦富迪	麦富迪	俘获
Top1品牌GMV (万元)	250-500	250-500	250-500	250-500	250-500	250-500	250-500

资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所 注：由于近期抖音品牌 GMV 准确数据不可得，故依规呈现区间数值

公司秉持“功能性创新与市场导向相结合”的研发理念，不断强化产品设计与迭代能力。

公司在宠物行业深耕二十余年，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。产品设计与迭代能力在公司当前主要产品宠物牵引用具、宠物玩具、宠物零食均有呈现。公司主要产品有 SKU 数量多、产品升级迅速的特点，产品更新换代周期较短。公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，公司及时洞察市场需求，能够快速设计出满足终端客户需求的产品，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。并通过高效的研发体系，快速、准确地实施产品创新与迭代，打通设计、打样、工艺到量产的完整链条，实现多品类产品的快速开发与迭代，满足市场动态需求，持续推出具有竞争力的新产品。

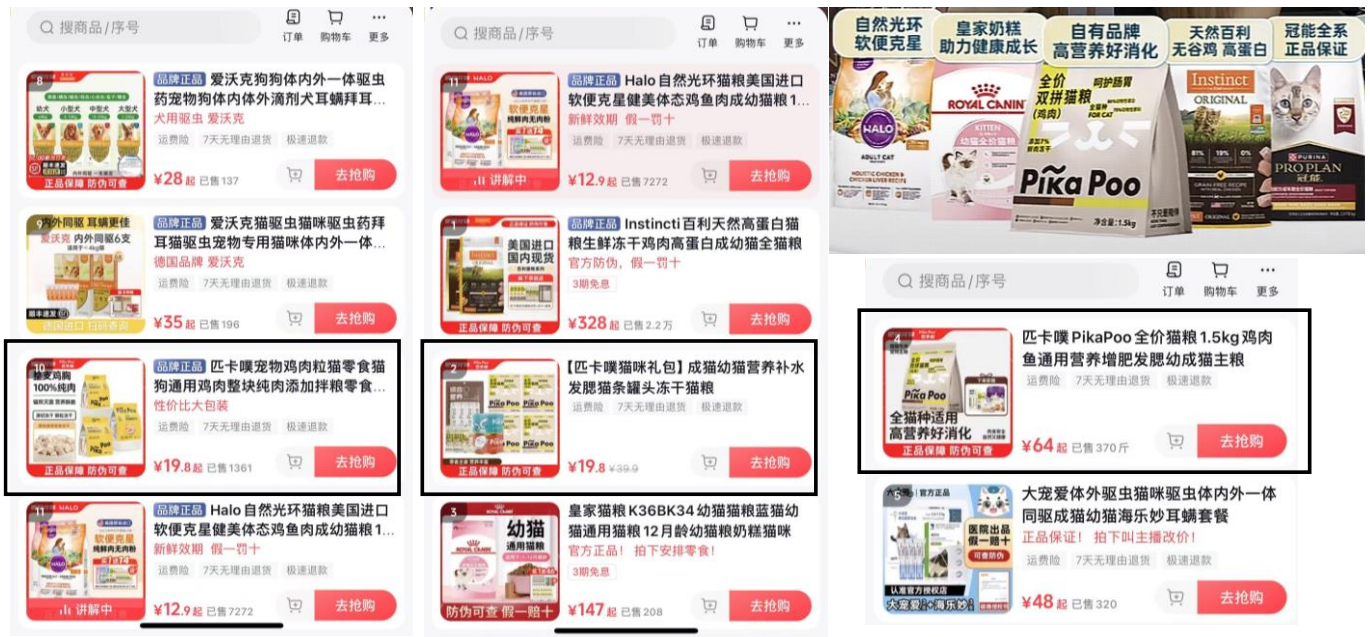
表 2：源飞宠物宠物产品研发项目

研发项目名称	项目目的	拟达到的目标
高营养低脂肪易消化纯天然食材宠物食品的研发	开发新产品	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	开发新产品	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
植物源性和动物源性高胶原蛋白含量狗咬胶的研发	开发新产品	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
宠物专用撕咬锻炼玩具的研发	开发新产品	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，开拓有需求潜力的新市场

资料来源：公司年报，长江证券研究所

公司运营团队实战经验丰富，依托代理成熟品牌有望放大流量优势。2023 年源飞收购杭州肥圆代运营团队，团队从 2018 年开始做宠物食品代运营，代理皇家、冠能、普瑞纳等海外一线大牌。经过一年多的整合后完成内销自主品牌团队的搭建，与公司资源深度绑定，在源飞的代工产能与产品开发支持下，实现“运营+产品”的协同，2024 年起启动自主品牌发展。预计 2024 年公司代理品牌收入规模在 1.5 亿左右，借助与皇家等代理品牌同场景展示增加曝光，形成“潜移默化”的认知影响。用户可通过多次接触后产生转化而非即时成交，这种方式能以较低成本提升品牌认知度，为长期转化奠定基础。

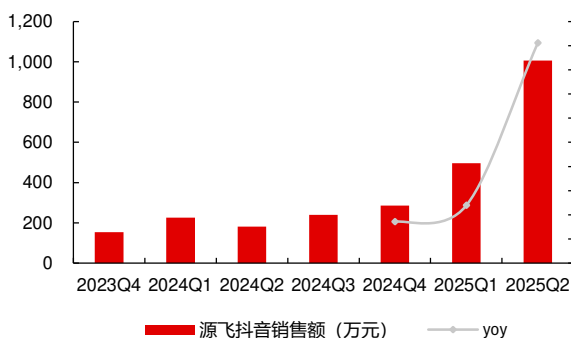
图 39：杭州肥圆抖音直播间商品展示情况



资料来源：抖音直播间，长江证券研究所

抖音渠道投放明显增加，自播模式成为增长引擎。公司国内市场运营团队实战经验丰富，熟悉市场竞争格局与平台规则，对抖音等新兴渠道运营规则敏感度高。从 2024 年底以来，匹味在抖音渠道的投放明显增加，根据蝉妈妈数据，2025Q2 匹味品牌在抖音渠道的关联直播与关联达人数量与 2024Q2 相比实现了翻倍增长，年度重点单品肉干、多拼冻干主粮在抖音渠道放量明显。

图 40：抖音品牌直播销售额及增长情况



资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

图 41：匹味抖音关联达人关联直播（个）

	关联直播数	关联视频数
2023Q3	351	9
2023Q4	642	76
2024Q1	562	73
2024Q2	1098	51
2024Q3	1666	860
2024Q4	2412	565
2025Q1	2346	1811
2025Q2	2288	2669

资料来源：蝉妈妈，长江证券研究所

拓品类、拓渠道推动自有品牌后续成长，未来三年有望达到 3-5 亿规模。国货产品工艺创新带动产品品类拓展，从“零食-膨化粮-主食冻干-湿粮-烘焙粮”逐步丰富，拓品类仍是驱动增长的关键动能。公司将零食作为自主品牌的流量入口，凭借细分赛道优势快速获取用户，主粮用于扩大品牌规模，通过功能型产品提升市场份额。匹卡啖于 2025 年 5 月已推出猫狗主粮产品，产品定位添加益生菌、益生元、后生元等市场认可度高的功能型主粮。主粮作为品牌规模化的关键，公司未来将持续拓展 SKU 并加大资源倾斜，逐步提升其在品牌营收中的占比。传奇精灵目前聚焦主粮领域，暂不拓展零食等其他品类，未来将持续深耕冻干、烘焙主粮赛道，强化采用新疆鸡肉在 4 小时内加工生产等原材料新鲜度与可溯源性，塑造“原材料透明化”的品牌形象。

表 3：上市公司积极进行新型粮产能布局

公司	项目	时间	产能（万吨）
源飞宠物	宠物干粮项目	2028 年	2.2
乖宝宠物	食品湿粮和液态奶项目	2023 年	5.5
	食品冻干产品项目	2023 年	0.5
	食品烘焙粮项目	2023 年	4
中宠股份	年产 2000 吨冻干宠物食品项目	2022 年	0.2
	年产 4 万吨新型宠物食品项目	2024 年	4
	年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	2024 年	6
佩蒂股份	新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目	2022 年	3
	年产 5 万吨新型宠物食品项目	2022 年	5

资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利预测

看好公司外销代工持续成长，从代工延伸至自主品牌成长势头较好。1) 外销代工：柬埔寨工厂持续高景气，海外产能优势+拓客户+拓品类支撑较优增势，4 月柬埔寨对美 10% 基础关税阶段以来经营未受影响。2) 内销代理品牌：锤炼运营力+品牌势能协同，代理皇家/珍致/蓝钻等，增势佳。3) 内销自主品牌：厚积薄发，目前已构建三品牌矩阵对应高中低类需求，其中匹卡嘜品牌已初步兑现成长爆发力，且正持续拓主粮等品类。公司新推激励计划强化经营信心。预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.85/2.18/2.39 亿元，对应 PE 为 27/23/21x，给予“买入”评级。

图 42：公司盈利预测表

项目	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1310	1864	2443	2971
yoy	32%	42%	31%	22%
归母净利润 (百万元)	164	185	218	239
yoy	30%	13%	18%	10%
毛利率	22.9%	22.4%	24.6%	26.7%
销售费用率	3.1%	4.8%	7.2%	9.7%
管理费用率	3.3%	3.2%	3.7%	4.1%
研发费用率	1.8%	2.1%	2.5%	2.7%
财务费用率	-2.0%	-0.6%	-0.3%	-0.3%
归母净利率	12.5%	9.9%	8.9%	8.0%
EPS	0.9	1.0	1.1	1.3
PE	18.2	26.5	22.5	20.5

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：表中 PE 对应 2025 年 9 月 12 日收盘价

风险提示

1、公司渠道管理与拓展效果不及预期：若公司线上自主品牌拓展进度不及预期，将影响公司成长趋势。

2、国内行业竞争格局恶化：若宠物行业线上竞争持续加剧，或将影响品牌公司费效比改善进度及预期，或对公司盈利改善趋势造成一定影响。

3、关税政策出现重大变化：若关税政策出现重大变化，或将影响公司外销订单增速或者盈利水平。

4、盈利预测不及预期风险：在对公司进行盈利预测时，我们基于公司自身情况和所处行业环境做出了系列假设，我们认为公司能够持续围绕强产品力与服务粘性拓客户与拓品类，国内自主品牌与代理品牌持续拓展。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 18.64/24.43/29.71 亿元，分别同增 42%/31%/22%；归母净利润为 1.85/2.18/2.39 亿元，分别同增 13%/18%/10%。若国际贸易形势恶化，或者品牌运营效果不及预期，或将对公司收入与盈利产生较大影响，存在盈利预测不及预期风险。若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。在悲观假设下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 17.03/20.44/23.50 亿元，分别同增 30%/20%/15%；归母净利润为 1.56/1.64/1.72 亿元，分别同比-5%/+5%/+5%。

表 4：公司利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	18.64	24.43	29.71	17.03	20.44	23.50
YoY	42%	31%	22%	30%	20%	15%
毛利率	22.4%	24.6%	26.7%	22.0%	23.0%	24.0%
归母净利润	1.85	2.18	2.39	1.56	1.64	1.72
YoY	13%	18%	10%	-5%	5%	5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1310	1864	2443	2971	货币资金	420	379	414	496
营业成本	1010	1447	1841	2179	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	300	417	602	792	应收账款	266	376	491	595
%营业收入	23%	22%	25%	27%	存货	292	416	527	621
营业税金及附加	3	4	6	7	预付账款	36	51	65	77
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	146	148	149	150
销售费用	40	89	176	288	流动资产合计	1161	1369	1645	1940
%营业收入	3%	5%	7%	10%	长期股权投资	28	38	48	59
管理费用	43	59	89	120	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	4%	4%	固定资产合计	243	287	325	358
研发费用	24	39	61	81	无形资产	34	33	31	30
%营业收入	2%	2%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-26	-10	-8	-8	递延所得税资产	8	12	12	12
%营业收入	-2%	-1%	0%	0%	其他非流动资产	230	239	251	263
加：资产减值损失	-12	-3	-3	-3	资产总计	1704	1978	2313	2661
信用减值损失	-5	-3	-3	-3	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	应付款项	169	243	309	365
投资收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	204	232	273	300	应付职工薪酬	23	33	42	50
%营业收入	16%	12%	11%	10%	应交税费	13	19	24	30
营业外收支	2	0	0	0	其他流动负债	6	7	8	9
利润总额	206	232	273	300	流动负债合计	211	301	383	454
%营业收入	16%	12%	11%	10%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	15	17	20	22	应付债券	0	0	0	0
净利润	191	215	253	277	递延所得税负债	3	3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	164	185	218	239	其他非流动负债	4	4	4	4
少数股东损益	26	30	35	38	负债合计	218	309	391	461
EPS（元）	0.87	0.97	1.14	1.25	归属于母公司所有者权益	1328	1481	1699	1938
现金流量表（百万元）					少数股东权益	158	188	223	261
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1486	1669	1922	2199
经营活动现金流净额	-1	87	134	182	负债及股东权益	1704	1978	2313	2661
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-10	-10	-10	-10		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-87	-89	-89	-89	每股收益	0.87	0.97	1.14	1.25
其他	-119	2	0	0	每股经营现金流	-0.01	0.46	0.70	0.95
投资活动现金流净额	-217	-97	-99	-99	市盈率	18.19	26.52	22.52	20.54
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.28	3.32	2.89	2.53
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.96	17.65	14.68	13.08
银行贷款增加（减少）	-21	0	0	0	总资产收益率	9.6%	9.4%	9.4%	9.0%
筹资成本	-38	-28	0	0	净资产收益率	12.4%	12.5%	12.8%	12.3%
其他	-37	-2	0	0	净利率	12.5%	9.9%	8.9%	8.0%
筹资活动现金流净额	-96	-30	0	0	资产负债率	12.8%	15.6%	16.9%	17.3%
现金净流量（不含汇率变动影响）	-314	-40	35	83	总资产周转率	0.80	1.01	1.14	1.19

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。