

源飞宠物 (001222.SZ)

主业领先宠物行业，自主品牌扬帆起航

核心观点：

- **专注宠物零食和用品制造，营收净利稳健增长。**根据 iFinD，2025 年前三季度公司实现营业收入 12.81 亿元，同比增长 37.66%，归母净利润达 1.30 亿元，同比增长 8.75%。公司外销业务作为业绩核心，多年合作国际大型连锁零售商如 Walmart 等，收入稳步提升，25H1 外销业务占总收入比重达 78.3%。宠物零食为公司主要营收来源，25H1 占总营收比重为 52.1%。
- **情感经济驱动市场稳步扩容，细分领域增长潜力巨大。**中国宠物行业呈现蓬勃发展态势，根据《2025 年中国宠物行业白皮书》，2024 年城镇宠物消费市场规模达 3002 亿元，同比增长 7.5%，老龄化、少子化及单身化趋势日益显著，为宠物经济提供了增长动力。从具体细分赛道来看，宠物食品作为最大细分市场，2024 年份额占比 52.8%，其次是宠物医疗，市场份额为 28.0%，宠物用品市场份额为 12.5%。随着养宠观念升级，健康化、功能化趋势明显，宠物行业发展空间广阔。
- **海外客户筑基，研产销协同布局。**研发层面，公司在上海和美国均设立研发中心，根据 ifind，25Q1-3 公司研发费用率为 2.04%，持续投入新品开发，推动产品创新升级。在生产端，构建“国内+柬埔寨”协同产能布局，孟加拉新工厂投产后，产能将进一步扩充，提升生产效率与成本优势。自主品牌“匹卡噗”“哈乐威”“传奇精灵”快速起量，积极拓展市场，根据飞瓜数据，2025 年 8 月匹卡噗/哈乐威抖音订单同比增长 280%/73%，传奇精灵尚在培育期，有望在后续竞争中脱颖而出。
- **盈利预测与投资建议。**公司为宠物用品领先企业，当前已顺利完成代工向自主品牌的转型，第二成长曲线增长路径清晰。预计公司 25-27 年实现归母净利润 1.8/2.3/2.9 亿元，宠物行业景气度高，公司海外扩品类拓客户快速增长，国内转型品牌思路清晰、投入得当、发展迅速，因而参照可比公司，给予公司 26 年 20xPE 估值，对应合理价值 23.98 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动，地缘政治波动，新品研发不及预期。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	991	1,310	1,796	2,355	2,774
增长率 (%)	3.9%	32.2%	37.1%	31.1%	17.8%
EBITDA	158	217	258	330	400
归母净利润	126	164	178	229	285
增长率 (%)	-20.4%	30.2%	8.2%	28.7%	24.3%
EPS (元/股)	0.66	0.86	0.93	1.20	1.49
市盈率 (P/E)	22.2	18.4	24.1	18.7	15.1
ROE (%)	10.3%	12.4%	12.2%	13.9%	15.1%
EV/EBITDA	13.3	12.0	14.4	11.2	9.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	22.47 元
合理价值	23.98 元
前次评级	买入
报告日期	2025-11-05

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	190.89/107.41
总市值/流通市值 (百万元)	4289.30/2413
一年内最高/最低 (元)	28.82/12.41
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.69/112.67
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	10.74/49.07

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

李悦瑜



SAC 执证号：S0260524120002



021-38003784



liyueyu@gf.com.cn

分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001



SFC CE No. BSE791



021-38003540

zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，曹倩雯、李悦瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、专注宠物零食和用品制造，自主品牌开拓第二成长曲线	5
（一）十余载深耕宠物制造，研发质控双轨并重	5
（二）营收增长稳健，公司管理运营稳定	7
二、宠物行业：社会压力催化情绪经济上行	9
（一）宠物市场：“情感经济”驱动市场稳步扩容	9
（二）细分赛道分析：食品为最大赛道，用品服务等迅速扩容	11
三、研产销协同发力，品牌扬帆拓展国内外市场	15
（一）以技术创新驱动产品迭代，筑牢品类竞争壁垒	15
（二）深耕海外成熟市场，构建全球化产业链布局	17
（三）从代工积累到品牌突围，实现从 0 到 1 突破	19
四、盈利预测和投资建议	23
五、风险提示	25

图表索引

图 1: 源飞宠物发展历程.....	5
图 2: 源飞宠物股权结构图 (截至 2025 年 H1)	6
图 3: 源飞宠物营业总收入及同比 (亿元, %)	7
图 4: 源飞宠物归母净利润及同比 (亿元, %)	7
图 5: 源飞宠物分产品收入 (亿元)	8
图 6: 源飞宠物分国内外收入占比 (亿元).....	8
图 7: 源飞宠物毛利率与净利率.....	8
图 8: 源飞宠物期间费用率 (%)	8
图 9: 中国城镇宠物消费市场规模 (亿元, %)	9
图 10: 近十年宠物经济相关企业注册量 (万家, %)	9
图 11: 中国近年来新生儿出生率 (‰)	10
图 12: 中国人口老龄化趋势 (%)	10
图 13: 中国离婚率及结婚率 (%)	10
图 14: 中国未婚人口及一人户 (左轴: 人、户; 右轴: 百对)	10
图 15: 中国城镇宠物犬猫数量及增长率 (万只, %)	10
图 16: 单只犬猫年均消费金额及增长率 (元, %)	10
图 17: 宠物犬消费市场规模占比 (%)	11
图 18: 天猫国际双 11 宠物品牌 TOP 类目增长率 (%)	11
图 19: 中国宠物食品市场规模和增长率 (亿元, %)	12
图 20: 2023 年各国宠物食品公司和品牌集中度 (%)	12
图 21: 17-24 年宠物食品行业线上线下销售占比 (%)	13
图 22: 2019-2024 年宠物食品行业线上集中度 (%)	13
图 23: 消费者宠物智能用品偏好 (%)	14
图 24: 中国宠物用品、智能宠物用品市场规模 (亿元, %)	14
图 25: 公司与同业研发费用率对比 (%)	15
图 26: 公司研发人员数量及同比 (人, %)	15
图 27: 公司主要产品矩阵.....	16
图 28: 公司总营收和海外收入情况 (亿元)	17
图 29: 公司海外收入占比 (%)	17
图 30: 19-24 年公司前五大客户销售情况 (亿元, %)	18
图 31: 2024 年前五大客户细分销售情况 (亿元, %)	18
图 32: 2024 年美国宠物品牌零售连锁店数量 (家)	18
图 33: 2022-2024 年美国宠物店预计收入 (百万美元)	18
图 34: 柬埔寨工厂营收情况 (亿元, %)	19
图 35: 2025H1 柬埔寨工厂净利率对比 (%)	19
图 36: 源飞宠物三大自有品牌.....	20
图 37: 24 年 8 月-25 年 8 月匹卡嘣抖音平台销售订单量 (万单)	20
图 38: 24 年 8 月-25 年 8 月哈乐威平台抖音销售订单量 (万单)	20
图 39: 25 年 6 月-25 年 8 月传奇精灵抖音平台销售订单量 (单)	20

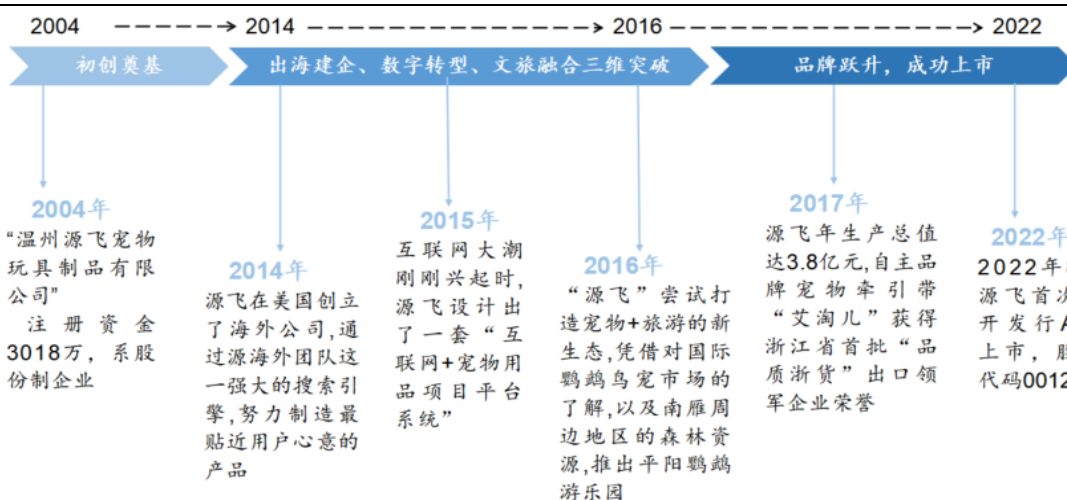
图 40: 自有品牌部分 SKU.....	21
图 41: 自有品牌主要渠道.....	21
图 42: 抖音平台匹卡嘜广告投放数据 (条)	21
图 43: 抖音平台哈乐威广告投放数据 (条)	21
图 44: 抖音平台传奇精灵广告投放数据 (条)	22
图 45: 公司积极拓展多元电商渠道.....	22
图 46: 公司销售费用投入情况 (万元, %)	22
图 47: 公司境内线上销售情况 (百万, %)	22
表 1: 源飞宠物高管人员简介 (截至 2025 年 H1)	6
表 2: 宠物食品分类.....	12
表 3: 国内宠物公司核心品牌.....	12
表 4: 宠物用品分类.....	13
表 5: 中国主要宠物用品企业情况.....	14
表 6: 2024 年公司主要研发项目.....	15
表 7: 公司主要产品相关认证情况.....	17
表 8: 公司主要海外客户	17
表 9: 源飞宠物营收拆分 (单位: 百万元)	24
表 10: 源飞宠物可比公司 PE 估值情况 (市值统计截止 2025.11.4 收盘)	25

一、专注宠物零食和用品制造，自主品牌开拓第二成长曲线

（一）十余载深耕宠物制造，研发质控双轨并重

宠物用品领先企业，转型加速。温州源飞宠物玩具制品股份有限公司成立于2004年，多年来专注宠物用品和零食业务，现已成为国内规模较大的宠物用品制造商，且在宠物牵引用具行业占据领先地位。公司深耕宠物行业十余年，主要产品涵盖宠物牵引用具、宠物注塑玩具及狗咬胶等品类，凭借高效的产品设计能力与产业化优势，持续满足全球宠物市场多样化需求。2014年起公司出海于美国建企，基于卓越的设计创新能力与优质产品，多年来积累了Petco、PetSmart、Walmart等国际头部零售商在内的优质资源，客户遍布宠物市场较为发达的美国、欧洲、日本等国家与地区。22年公司成功于A股上市，并持续完善产业链生态，凭借多年来积累的国际客户代工经验，当前已开始自主品牌的持续投放，有望完成从代工企业到自有品牌企业的靓丽转型。

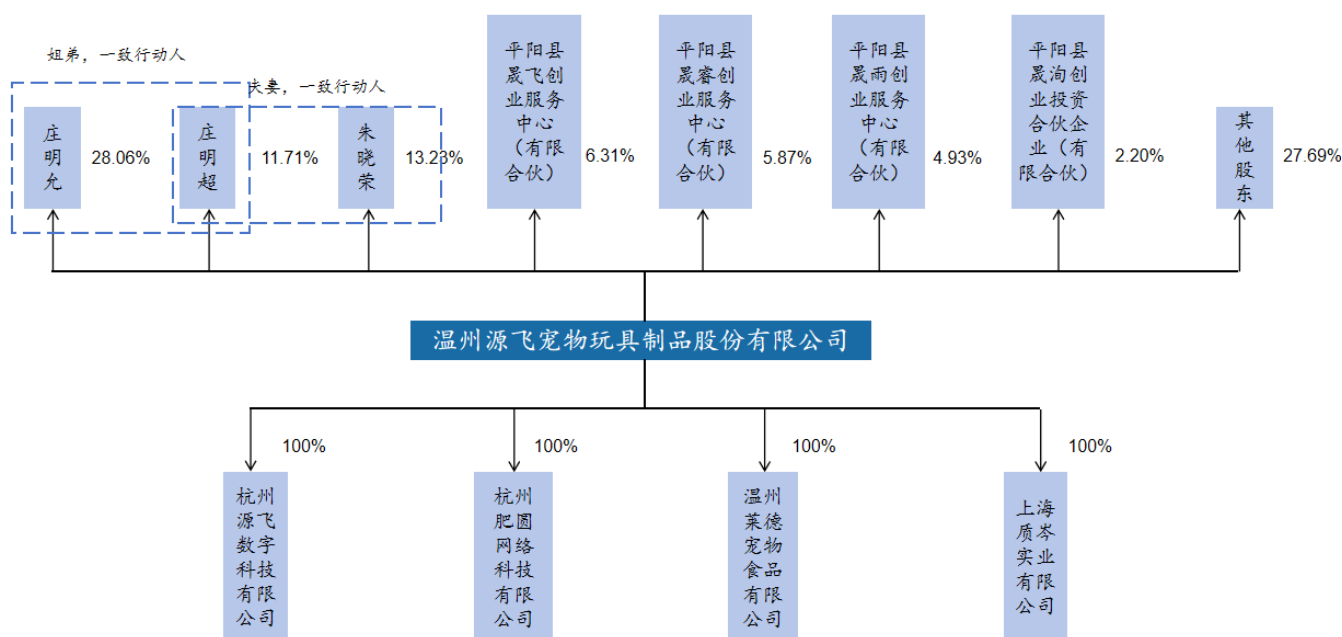
图1：源飞宠物发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

股权集中度较高，实际控制权清晰。据iFinD显示，截止25年H1，公司第一大股东为庄明允先生，直接持股比例为28.06%。庄明允、朱晓荣（持股13.23%）及庄明超（持股11.71%）三人构成公司实际控制人，并通过一致行动协议形成稳固控制权。其中，庄明允与庄明超系姐弟关系，朱晓荣与庄明超系夫妻关系，三人合计直接控股比例为53%，公司股权高度集中，治理结构稳定。同时，公司拥有平阳县晟飞/晟睿/晟雨创业服务中心/晟洵创业投资合伙企业，共计四个持股平台，绑定核心团队利益。

图2：源飞宠物股权结构图（截至2025年H1）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表1：源飞宠物高管人员简介（截至2025年H1）

姓名	职务	性别	学历	简介
庄明允	董事长，非独立董事，总经理	男	中专	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。现任公司董事长、总经理
朱晓荣	董事，副董事长	男	大专	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。现任公司副董事长、副总经理
徐和东	独立董事	男	本科	1996年7月至2006年12月，任永嘉县橡胶塑料厂财务人员；2007年1月至2018年1月，历任温州瓯江会计师事务所有限公司部门经理、合伙人；2018年2月至今，历任温州市德鑫会计师事务所有限责任公司所长、党支部书记、执行董事兼总经理；2020年12月至今，任公司独立董事
涂圣杰	独立董事	男	硕士	历任温州鸿发鞋业有限公司职员，温州市龙湾区人民法院审判员，浙江中辛律师事务所实习律师。现任浙江和乐律师事务所执业律师、公司独立董事
刘长国	独立董事	男	博士	动物遗传育种与繁殖博士，浙江农林大学教授。历任中国农科院家禽所助理研究员，浙江农林大学副教授。现任浙江农林大学教授、公司独立董事
陈群	非独立董事，副总经理	男	本科	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、公司董事会秘书。现任公司董事、副总经理
林敏	监事会主席，非职工代表监事	男	学士	历任宁波市鄞州红光五金贸易有限公司总经理助理、外销员。现任公司营销一部副经理、监事会主席
张丽娇	非职工代表监事	女	学士	历任北京蒙太因医疗器械有限公司外贸助理，平阳县水头镇第二中学英语教师。现任公司业务经理、监事
卢小君	职工代表监事	女	大专	2015年至2018年任温州雄屹皮业有限公司统计员。2018年至今任公司采购部副经理，现任公司职工代表监事
冯明超	副总经理	男	高中	历任温州夏达食品厂车间主管，源飞有限咬胶生产部经理。现任公司副总经理

朱晓荣	副总经理	男	大专	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。现任公司副董事长、副总经理
王黎莉	副总经理，财务总监	女	本科	高级会计师，历任贵州枫阳液压有限公司会计室主任，贵州贵航汽车零部件股份有限公司总部财务部长，贵州永吉印务股份有限公司财务总监，温州意华接插件股份有限公司财务总监、副总经理。现任公司财务总监、副总经理
柯华	副总经理	男	本科	2002-2004 年任职上海沛九商贸有限公司销售部主管，2005-2012 年任职英国宠物品牌 Bob Martin 公司驻华采购代表。2012-2022 年，自主创业。现任公司副总经理
刘清	副总经理	男	本科	1997-2009 年文成县人民法院书记员，2009-2013 年文成县南田镇人民政府党政办干部，2013-2017 年任浙江神州酷奇科技发展有限公司副总经理，2017 年至今任浙江海盛供应链管理有限公司总经理。现任公司副总经理
张璇	董事会秘书	女	硕士	历任云南国际信托有限公司信托经理、光大证券股份有限公司投资银行项目经理、浙江大搜车融资租赁有限公司投融资总监、中原信托有限公司高级信托经理、物产中大集团投资有限公司投资总监，2025 年 2 月入职公司，现任公司董事会秘书。

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

（二）营收增长稳健，公司管理运营稳定

公司营收与利润长期维持双轨高速增长，全球化战略成效显著。得益于公司产品结构升级，产能规模释放以及与PetSmart、Walmart等头部品牌合作，公司营收以及利润持续扩大。据iFinD显示，2018-2024年间，公司营收从4.35亿元上升至13.1亿元，期间CAGR超20%；归母公司净利润从0.63亿元增长至1.64亿元，期间CAGR为达17%，业绩长期维持平稳高速增长。2025Q1-3营收为12.81亿元，同比+37.66%，归母公司净利润1.3亿元，同比+8.75%。23年行业去库效应明显，公司订单已于24年回正，24年全年公司收入及利润皆在低基数效应下实现高增。25年公司加大国内自主品牌投入，前期营销费用投放对短期利润有所拖累，长期看自主品牌放量有望对公司利润提供正向贡献。

图3：源飞宠物营业总收入及同比（亿元，%）

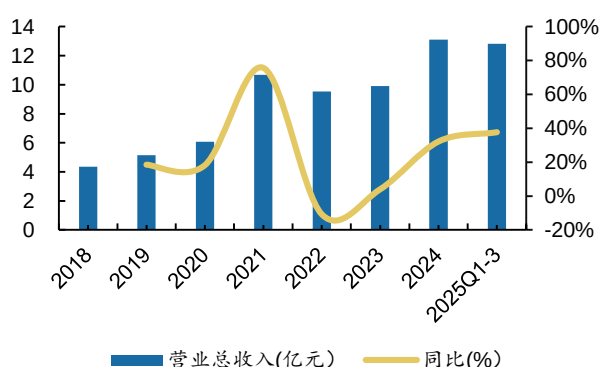
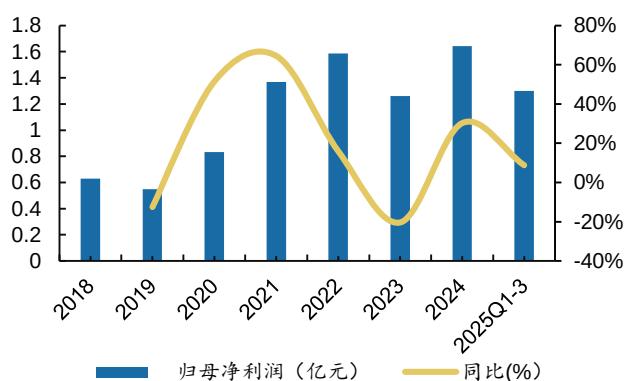


图4：源飞宠物归母净利润及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

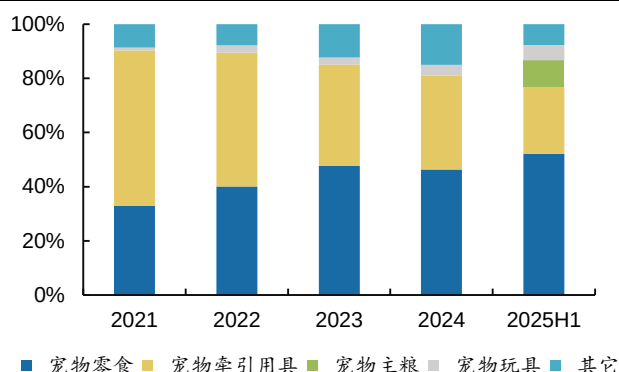
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

分产品看，宠物零食为公司主要营收来源。按产品类别划分，公司收入主要由宠物零食、宠物牵引用具、宠物主粮、宠物玩具和四大部分业务构成。据公司2025年中报，25H1宠物零食销售收入为4.12亿元，同比增长64.6%，占比高达52.1%，为公司主要收入来源。宠物牵引用具作为公司的传统优势产品，25H1实现销售收入1.96亿元，同比增长6.9%，占比为24.8%；宠物主粮/宠物玩具/其他宠物产品及其他

分别实现销售收入0.77/0.45/0.61亿元，合计占比为23.1%。

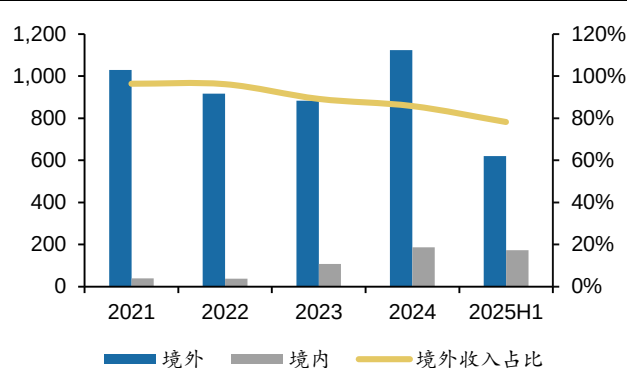
分国内外看，境外业务为公司收入的绝对重心，但境内市场开拓成效显著。根据iFinD数据显示，公司2025H1年实现境外收入6.2亿元，占总收入比重为78.3%。尽管境外收入仍占据主导地位，但其收入占比自2021年的96.33%已连续三年呈下降趋势。与此同时，境内收入则表现出强劲的增长动力，销售额从2021年的0.39亿元大幅提升至2024年的1.86亿元，25H1为1.72亿元，显示出公司在国内市场的布局正快速兑现为业绩增长。

图5：源飞宠物分产品收入（亿元）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

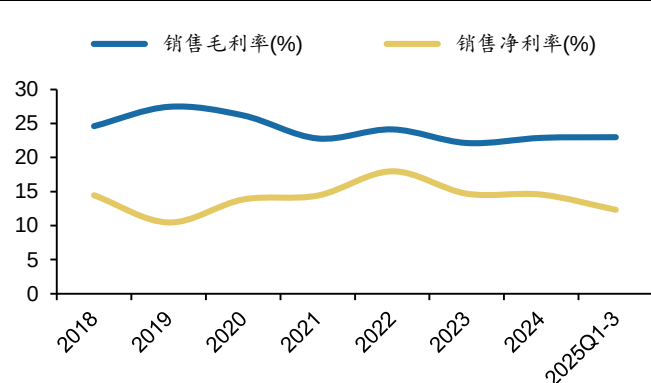
图6：源飞宠物分国内外收入占比（亿元）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

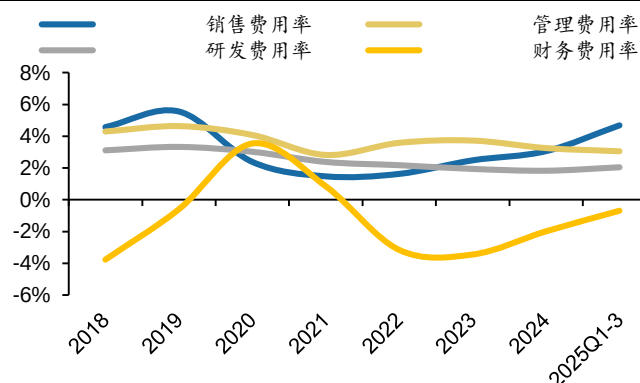
公司毛利率阶段性承压。2018年至2025Q1-3期间公司毛利率大致在22.0%至27.4%间波动，期间净利率在10.5%到18.0%间变动，当前略承压。由于原材料成本变动，低毛利产品占比提升以及汇率和美国关税等影响，23年以来公司毛利率整体下行。费用率层面，公司财务费用率从18年的-3.8%上升至20年的3.5%，又逐渐下降至23年的-3.4%，波动较大，核心影响因素与公司海外业务占比高（境外收入超90%）导致的汇兑损益变动相关。此外，销售费用率自23年以来出现明显上升，主要由于公司大力发展自主品牌，开拓国内市场带来营销费用投放。管理费用率及研发费用率近年来整体较为平稳。

图7：源飞宠物毛利率与净利率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图8：源飞宠物期间费用率（%）



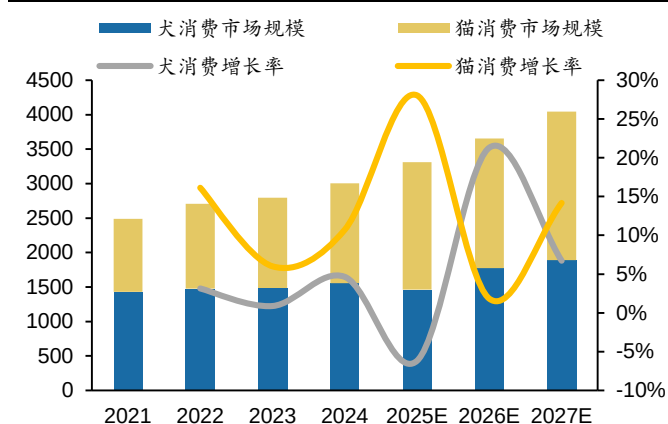
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

二、宠物行业：社会压力催化情绪经济上行

（一）宠物市场：“情感经济”驱动市场稳步扩容

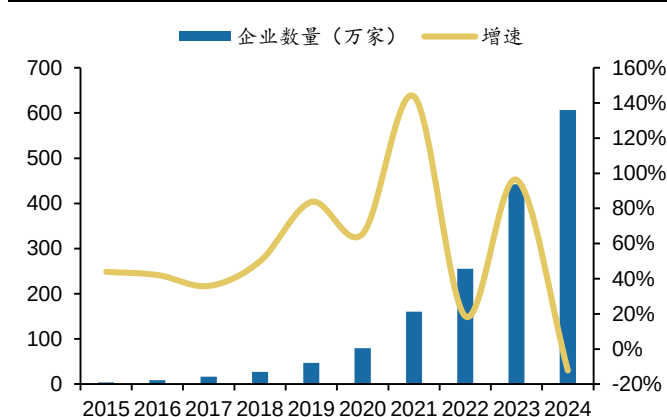
中国国民经济发展和消费转型升级，促使国内宠物市场规模快速增长。中国宠物市场发展时间较短，但受益于国民经济发展、人口与家庭结构变迁带来的情感陪伴需求增长，行业正处于快速发展阶段。根据《2025年中国宠物行业白皮书》的统计数据，2024年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达3002亿元，同比增长7.5%，2021-2023年CAGR达6.4%，预计至2027年可突破4000亿元。其中，犬消费市场规模在24年达1557亿元，同比增长4.6%，猫消费市场规模达1445亿元，同比增长10.7%。根据企查查数据显示，截止2024，国内宠物经济相关企业数量超600万。从2015年到2024年，宠物经济的相关企业存量持续增长，宠物行业正在进入一个快速扩张的新阶段。

图9：中国城镇宠物消费市场规模（亿元，%）



数据来源：2025年中国宠物行业白皮书，广发证券发展研究中心

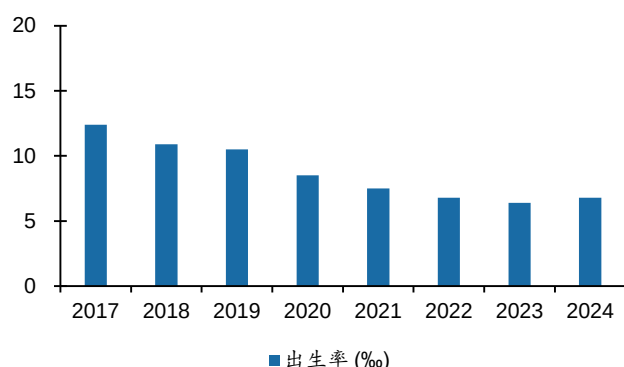
图10：近十年宠物经济相关企业注册量（万家，%）



数据来源：企查查，广发证券发展研究中心

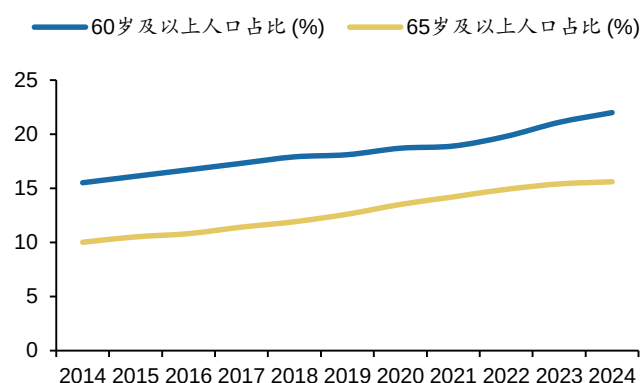
老龄化、少子化及单身化趋势日益显著，为宠物经济提供了增长动力。宠物作为“情感消费”的核心载体，其“家庭成员”的社会角色被不断强化，有效填补了现代社会中的情感需求缺口。截至2024年，据国家统计局，全国60岁及以上老龄人口已达3.1亿，约占总人口的22.0%。对于数量庞大的老年群体而言，传统的“看家护院”养宠观念已转变为陪伴为主的情感寄托。与此同时，我国结婚率呈逐年下降趋势，我国人口出生率持续在低位运行。从2019年至2023年，中国“一人户”家庭数量的年复合增长率达到了7.7%。对于庞大的单身群体和晚婚晚育、丁克家庭来说，宠物在某种程度上填补了家庭情感需求的空白，成为维系家庭情感的重要纽带，其陪伴属性及情绪价值日益凸显。

图11：中国近年来新生儿出生率（‰）



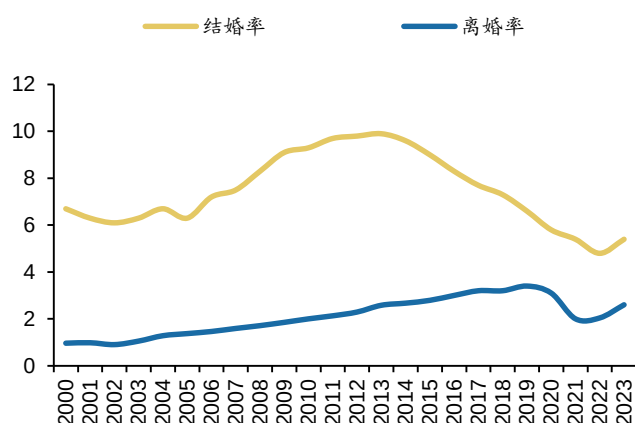
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图12：中国人口老龄化趋势（%）



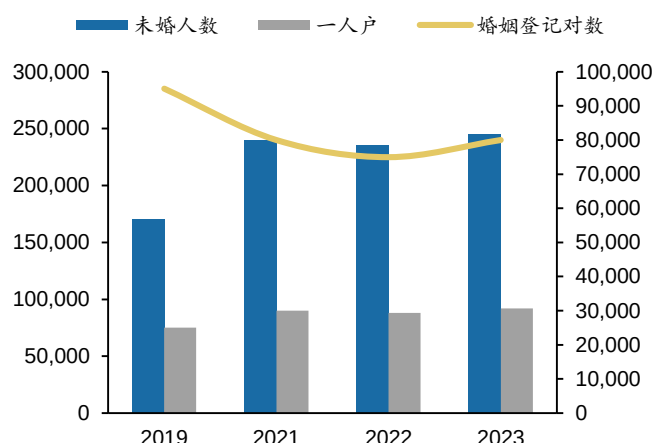
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图13：中国离婚率及结婚率（%）



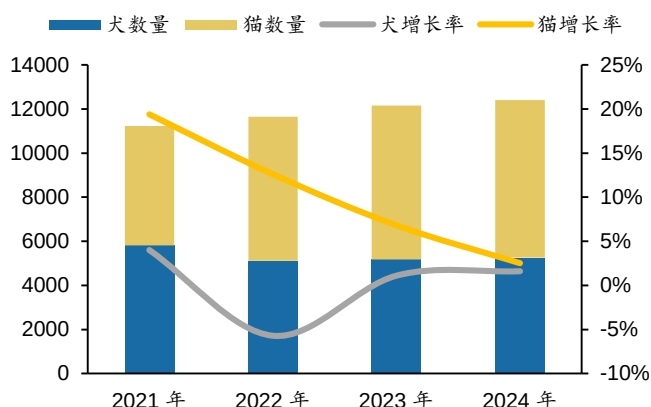
数据来源：民政部，广发证券发展研究中心

图14：中国未婚人口及一人户（左轴：人、户；右轴：百对）



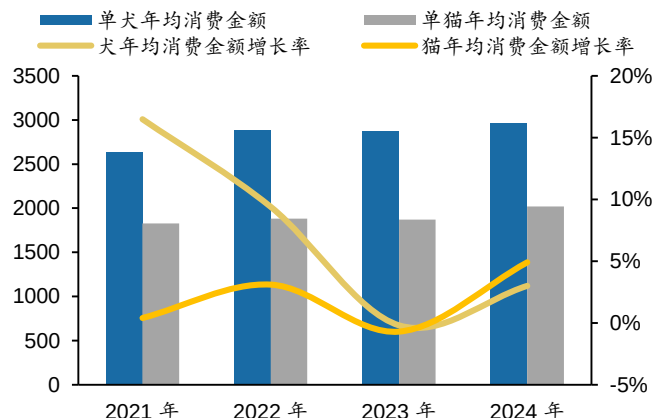
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图15：中国城镇宠物犬猫数量及增长率（万只，%）



数据来源：2025年中国宠物行业白皮书，广发证券发展研究中心

图16：单只犬猫年均消费金额及增长率（元，%）



数据来源：2025年中国宠物行业白皮书，广发证券发展研究中心

核心驱动力：养宠数量与单宠消费提升双轮驱动。社会老龄化、少子化、单身化的趋势加强了人们对陪伴的情感需求，宠物具有的陪伴属性使宠物行业显著受益。根据《2025年中国宠物行业白皮书》，2024年，我国养宠人群对单只宠物犬年均消费达2961元，单只宠物猫年均消费达2020元，较2023年分别上升3.0%和4.9%。与此同时，2024年城镇犬猫数量为12411万只，其中，犬5258万只，猫7153万只，较23年分别上升1.6%和2.5%。

（二）细分赛道分析：食品为最大赛道，用品服务等迅速扩容

结构性特征：食品消费为基石，用品与服务呈细分化趋势。根据《2025年中国宠物行业白皮书》数据显示，2024年食品仍是宠物主的主要消费市场，市场份额为52.8%（包括主粮、零食、营养品）。其次是医疗（包括药品、诊疗、疫苗、体检），市场份额为28.0%，较2023年小幅下降。宠物用品市场份额为12.4%，与2023年基本持平。目前，我国以宠物食品为主，宠物用品、诊疗、洗澡美容为辅的多元化宠物市场生态已逐步成熟。得益于养宠人群对宠物的重视程度增加和消费力度加强，行业规模扩大的同时，宠物产品也不断细分：智能化、多功能、个性化。

图17：24年宠物犬消费市场规模占比（%）

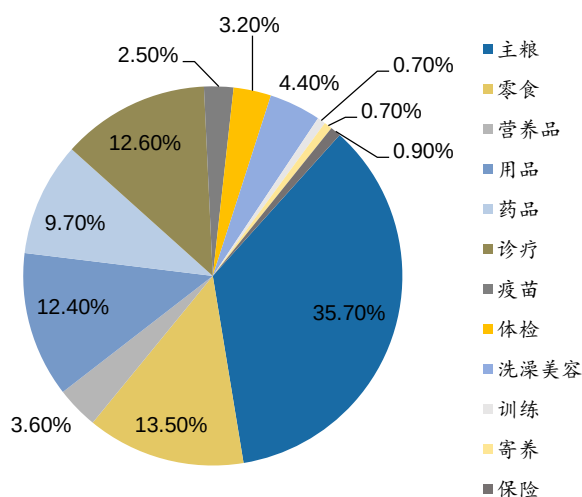
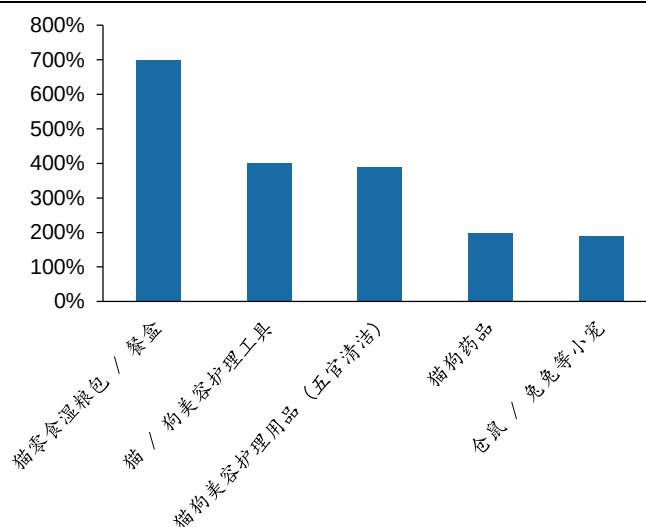


图18：天猫国际双11宠物品牌TOP类目增长率（%）



数据来源：2025年中国宠物行业白皮书，广发证券发展研究中心

数据来源：天猫国际，广发证券发展研究中心

食品：从市场竞争格局来看，中国宠物行业市场集中度低，竞争格局高度分散。根据Statista数据，2023年中国宠物食品市场表现亮眼，全年收入总额高达1,900亿元。预计2028年将达到3,800亿元，期间年复合增长率为14.9%，中国宠物经济持续升温。中国宠物用品及食品市场目前仍处于快速成长的阶段，整体呈现出高度分散的竞争格局。与美国、日本等成熟市场相比，中国市场的品牌集中度显著偏低。亿欧智库数据显示，2023年我国宠物食品市场的CR5仅为24.5%，而同期美国市场的

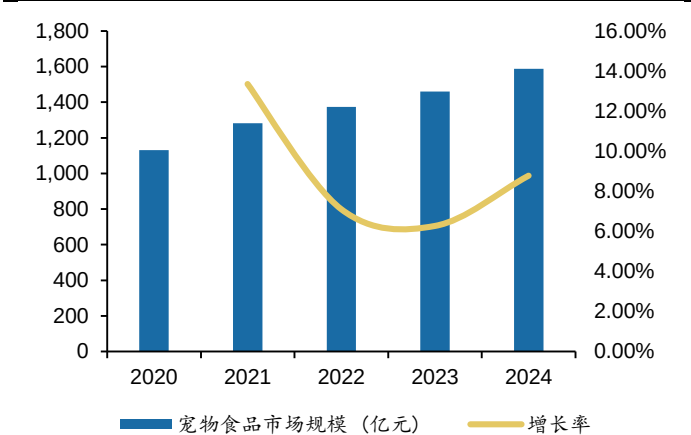
的CR5高达67%。这种分散的格局主要源于行业的进入门槛相对较低、产品同质化现象较为普遍，以及大量中小企业和新兴品牌不断涌入。尤其在宠物用品领域，由于品类繁多、SKU数量巨大且技术壁垒不高，市场更为碎片化，尚未出现具有绝对统治力的龙头企业。

表 2：宠物食品分类

宠物食品分类		简介
宠物主粮	干粮	宠物干粮的主要原料为谷物等粮食作物
	湿粮	宠物湿粮的生产原料以肉类(禽类肉、牛羊肉、猪肉等)、小麦为主
宠物零食	肉质零食	肉质零食的主要原料为鸡肉、地瓜、水果制品，经制作成型、烘烤等工艺制作而成
	咬胶	咬胶分为畜皮咬胶和植物咬胶，可用于帮助狗清洁口腔卫生，同时可以锻炼牙齿和咬合能力
	训犬奖励	训犬奖励零食主要以优质小麦粉及各种营养粗粮为原料，经配料混合、发酵、成型、烘烤、冷却、包装等工艺制作而成
宠物营养品		宠物营养品是为了满足宠物的特殊生理需求而开发出来的具有特定功能的食品，包括宠物维生素、宠物蛋白质以及宠物所需的各种微量元素等

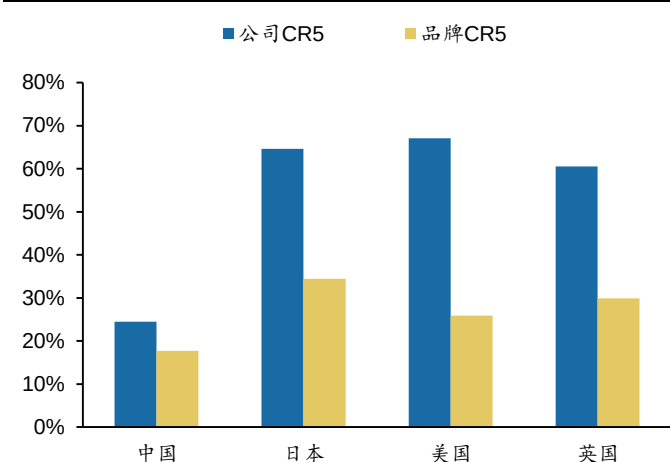
数据来源：公司2024年年报，广发证券发展研究中心

图 19：中国宠物食品市场规模和增长率（亿元，%）



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图 20：2023年各国宠物食品公司和品牌集中度（%）



数据来源：亿欧智库、广发证券发展研究中心

自有品牌路线推动中国宠物食品行业高质量发展。过去，玛氏、雀巢等国际巨头凭借其品牌和渠道优势长期占据市场主导地位，中国本土宠物食品企业多以OEM/ODM的模式为国外品牌提供代工服务。随着国内宠物行业的发展以及外部宏观环境的演变，更贴近生产原料地与消费市场，拥有更灵活的供应链和成本控制能力的本土企业强势崛起，不少国内企业逐步培育出具有竞争力的自有品牌。

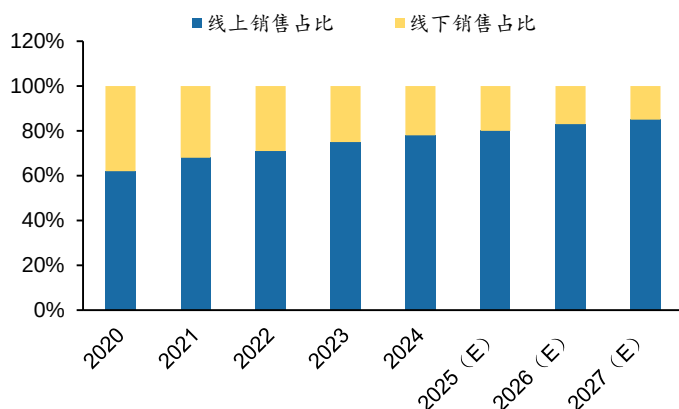
表 3：国内宠物公司核心品牌

公司	主要商业模式	国内核心品牌	国内市场份额
源飞宠物	OEM 向品牌转型	匹卡嘜、哈乐威	新兴

乖宝宠物	品牌驱动（有 OEM）背景	麦富迪	6.2%（国产品牌第一）
中宠股份	OEM 与品牌并行	顽皮	0.03
佩蒂股份	OEM 向品牌转型	爵宴	-
天元宠物	OEM 向品牌转型	-	-

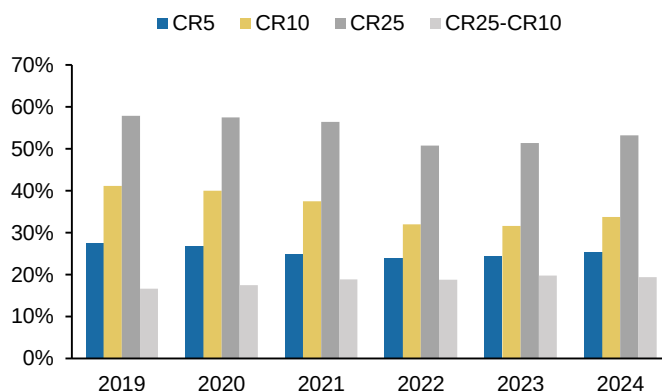
数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

图 21：17-24年宠物食品行业线上线下销售占比（%）



数据来源：《中国宠物食品市场数据洞察与分析报告》，广发证券发展研究中心

图 22：2019-2024年宠物食品行业线上集中度（%）



数据来源：久谦咨询，广发证券发展研究中心

宠物用品稳定发展。近年来，中国宠物用品市场规模也在持续扩容。Statista数据显示，中国宠物用品市场规模从2018年214.9亿元增加至2023年的407亿元，期间年复合增长率为13.6%，预计2025年市场规模将达到484亿元，2023-2025年复合增长率为9.1%。作为宠物用品市场的重要细分领域，智能宠物用品的增长速度令人瞩目，市场规模从2018年的31.5亿元增加至2024年的69.9亿元，期间年复合增长率高达13.9%。随着越来越多的品牌加入到智能宠物用品的售卖行列，市场竞争的加剧推动了这一细分市场的快速成熟。

从竞争格局看，据iFinD，我国头部宠物用品企业中，依然在宠物用品领域营收表现突出，其专注于宠物一次性卫生护理用品领域，在该细分赛道形成了独特优势；天元宠物宠物用品业务覆盖宠物窝垫、猫爬架、宠物服饰等，宠物用品整体规模与依依相近；源飞宠物25H1营收2.41亿，其宠物用品业务涉及宠物玩具、宠物牵引用具等多类产品；中宠股份主要布局宠物食品，宠物用品规模相对较低，25H1仅为1.19亿元，主要产品为猫砂。整体而言，国内宠物用品行业较分散，头部企业用品规模皆小于10亿，未来我国宠物用品行业在品牌化、高端化及市场集中度方面仍有较大提升空间。

表 4：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

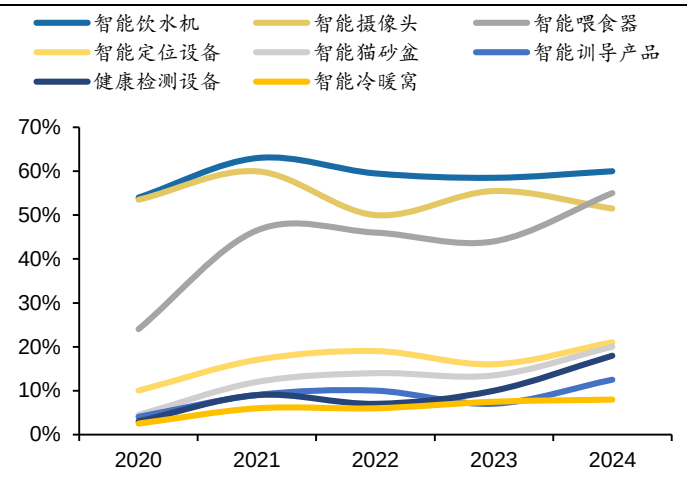
数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

表 5：中国主要宠物用品企业情况

排名	企业简称	细分市场	25H1 宠物用品营收	排名	企业简称	细分市场	25H1 宠物用品营收
1	依依股份	宠物一次性卫生护理用品	8.34 亿	3	源飞宠物	宠物用品和宠物零食	2.41 亿
2	天元宠物	宠物用品	7.28 亿	4	中宠股份	宠物食品和宠物用品	1.19 亿

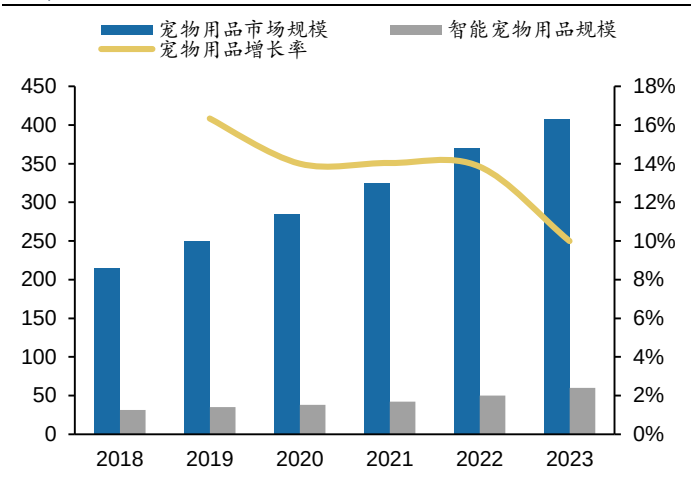
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 23：消费者宠物智能用品偏好（%）



数据来源：派读宠物行业大数据，广发证券发展研究中心

图 24：中国宠物用品、智能宠物用品市场规模（亿元，%）



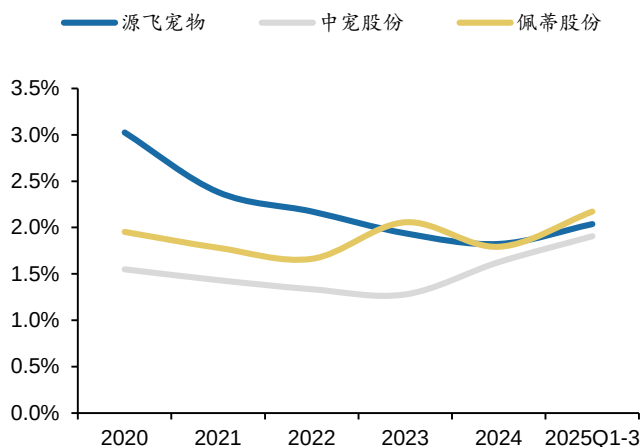
数据来源：Statista、广发证券发展研究中心

三、研产销协同发力，品牌扬帆拓展国内外市场

（一）以技术创新驱动产品迭代，筑牢品类竞争壁垒

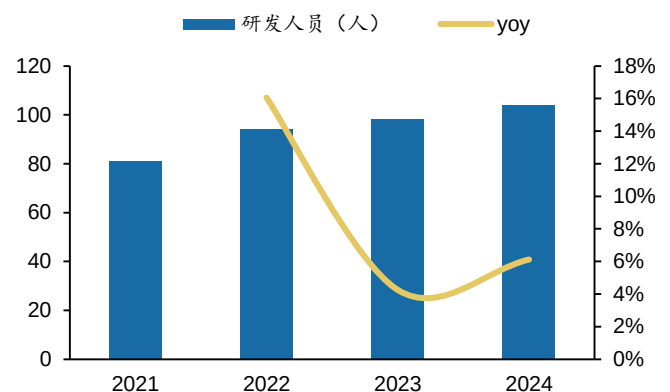
源飞宠物将研发创新作为核心竞争力之一。通过高频的新品研究+技术突破，持续强化了源飞在宠物用品与食品领域的产品优势。根据iFinD，从研发投入来看，2025Q1-3公司研发费用达2610万元（去年同期为1422万元），同比+83.54%，研发费用率为2.04%，投入力度长期高于行业其他可比公司水平，为技术攻关与新品储备提供充足资金支撑。与此同时，源飞宠物研发人员数量呈持续增长态势，从2021年的81人持续上升至2024年的104人，期间CAGR为8.69%，展现出公司对研发团队建设的持续投入。在专利与研发项目方面，源飞宠物持续强化技术壁垒，根据公司2024年年报，截至2024年12月31日，公司全年完成研发项目16项，正在进行研发项目1项，涵盖宠物用品功能性设计、宠物食品营养配方等核心领域，如“基于石墨烯发热技术宠物服装的研发”等，进一步完善产品的功能覆盖。

图25：公司与同业研发费用率对比（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图26：公司研发人员数量及同比（人，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 6：2024年公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	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	已完成	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	已完成	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	开发新产品	已完成	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	开发新产品	已完成	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	开发新产品	已完成	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	开发新产品	已完成	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
宠物专用撕咬锻炼玩具的研发	开发新产品	进行中	开发一款使产品耐用性、适用性、效益方面大幅提高

数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

源飞宠物构建了丰富且多元的产品矩阵，凭借其出色的产品开发能力，全面覆盖宠物日常所需的各类用品（宠物零食、宠物牵引用具、宠物玩具等）。据公司25年半年报，在宠物零食领域，其作为宠物日常营养补充的关键品类，SKU数量上千个，且年升级近100款，能充分满足宠物在不同口味、营养补充等方面的需求。宠物牵引用具是宠物日常必备品，源飞宠物在此品类布局了牵引绳、项圈、胸背带系列，SKU达十万余个，年开发新品8000余款，可适配不同场景、不同宠物类型对牵引工具的多样要求。此外，针对宠物易损耗的玩具品类，源飞宠物推出耐咬、绳结玩具和毛绒玩具等，为宠物提供日常娱乐、磨牙等多方面的选择，进一步完善了宠物产品生态，有助于公司在宠物市场中占据更广泛的份额。

图 27：公司主要产品矩阵

宠物零食		宠物牵引用具		宠物玩具	
打结骨		牵引绳（尼龙）		组合玩具	
压骨		牵引绳（真皮）		骨头	
扭力棒		项圈（节日系列）		球	
压缩环		项圈（户外）		猫玩具	
脆片		胸背带		塑料咬胶	
其他		其他		其他	

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

打造多地研发中心，严格管理产品质量控制体系。根据公司2025年半年报，公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，依托海外研究小组与国内研发中心的协同，快速捕捉欧美成熟市场与国内新兴市场的差异化需求，确保研发成果精准匹配市场痛点；同时，公司投入4386.20万募集资金的研发中心建设项目现已完成投资23.12%，预计于2026年12月31日完工，用于提升研发能力，支持新产品开发。除此外，公司严格把控产品质量管理，已通过环境管理体系、质量管理体系、食品安全管理体系和GRS（全球回收标准）等多项国际权威认证，产品品质获得了国内外客户的广泛认可。

表 7：公司主要产品相关认证情况

认证名称	认证机构	有效日期
BRC 食品安全全球标准认证	Intertek Certification Ltd	2022.06.07
BRC 全球标准-FSMA 认证	Intertek Certification Ltd	2022.06.07
商业社会标准认证(BSCI)	TUEV NORD GROUP	2023.02.21
Sedex 会员道德贸易审核(SMETA)	ESTS	2022.03.14
良好生产规范认证(宠物食品部分)(GMP)	SGS	2024.01.17
FDA 注册	美国食品药品监督管理局(FDA)	2022.12.31
环境管理体系认证 ISO 14001:2015	上海奥世管理体系认证有限公司	2023.10.21
食品安全管理体系认证 ISO22000:2018	中国质量认证中心	2025.01.11
质量管理体系认证 ISO9001:2015	中国质量认证中心	2024.02.04
全球回收标准 4.0 Global Recycled Standard 4.0	英特检测认证有限公司	2022.10.01
浙江制造认证证书	浙江制造国际认证联盟	2027.07.19

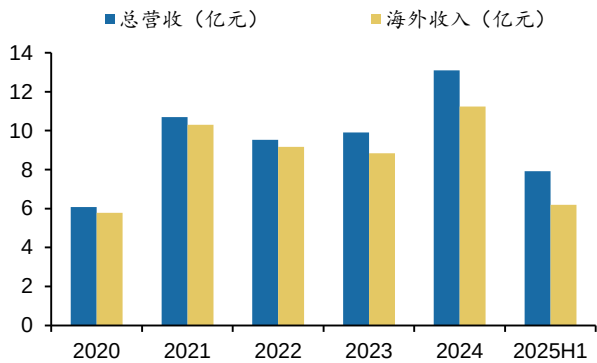
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）深耕海外成熟市场，构建全球化产业链布局

具备海外优质客户资源，支撑海外业绩增长。海外市场是源飞宠物的核心营收阵地，公司通过OEM/ODM深度合作策略，实现对海外主流市场欧洲、美国和日本 的深度渗透。从经营数据来看，根据iFinD，2025年上半年公司境外收入达6.20亿元，同比增长31.44%，占总营收比重78.28%，仍是支撑业绩的核心支柱。

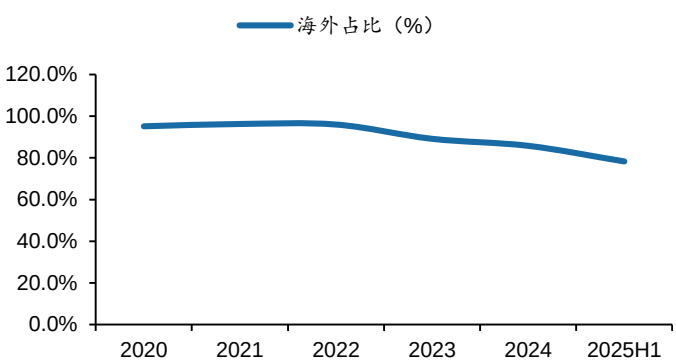
客户合作方面，公司已与全球头部宠物零售商/品牌商形成稳定绑定，客户矩阵覆盖专业宠物产品连锁店+大型商超。专业渠道端，长期合作美国宠物用品零售巨头 Petco、PetSmart、欧洲知名连锁店Pets at Home等；商超渠道端，服务沃尔玛、Target、B&M等国际大型连锁商超。

图28：公司总营收和海外收入情况（亿元）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图29：公司海外收入占比（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 8：公司主要海外客户

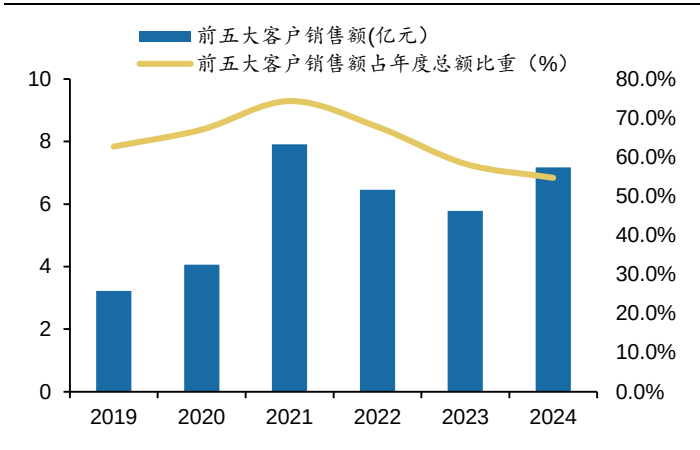
序 号	客户名称	合同标的	合同签订日期	合同有效期
1	PetSmart	宠物牵引用具、注塑玩具及其他宠物产品	2016.04.19	长期有效

2	Walmart	宠物牵引用具、宠物零食	2014.09.23	长期有效
3	Petco	宠物牵引用具	2017.05.04	长期有效
4	美国好氏	宠物零食	2022.01.22	-
5	B&M	宠物牵引用具、宠物零食	2017.07.01	长期有效

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

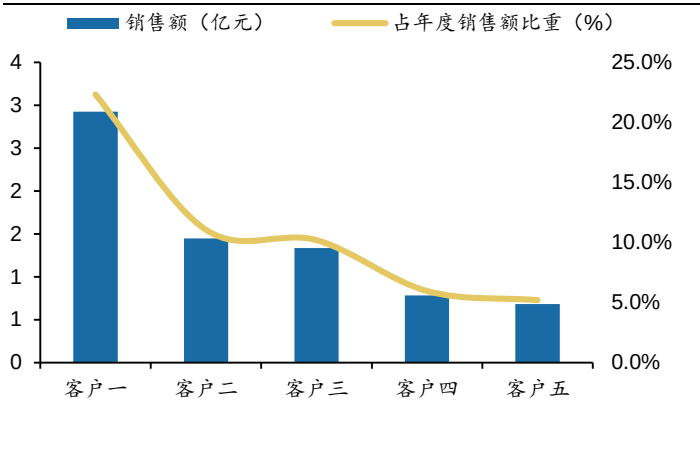
头部客户集中度高，销售额增长稳健。根据公司招股书，2021年公司前五大客户分别为PetSmart、美国好氏、Petco、Walmart和B&M。根据公司2022-2024年年报和公司招股书，2019年至2024年期间公司前五名客户销售总额整体稳步增长，从3.22亿元增至7.17亿元，销售总额占比稳定在60%左右，期间CAGR为17.38%，客户粘性强且合作关系稳固。根据《2024美国宠物食品行业》报告，2023年美国零售连锁店品牌中，PetSmart以1665家连锁店排名第一，占宠物商店市场的近三分之一，Petco以1500家位居第二，占宠物商店市场的14.2%，随着未来美国宠物门店市场规模的增长，头部客户如PetSmart、Petco等将依托成熟的宠物市场经济与自身的稳健发展，持续带动公司订单增长。

图30：19-24年公司前五大客户销售情况（亿元，%）



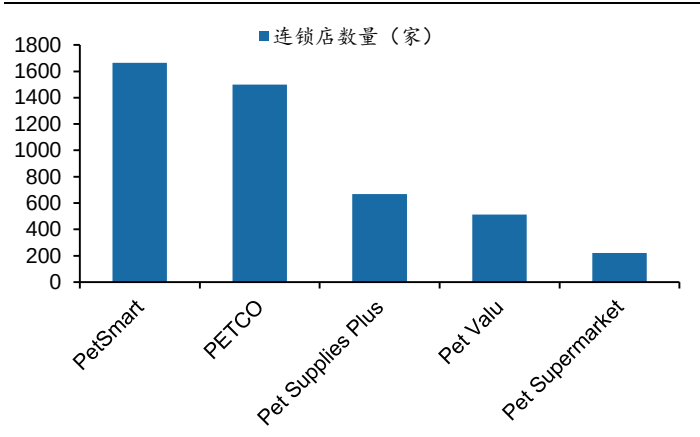
数据来源：公司招股书、公司2022-2024年年报，广发证券发展研究中心

图31：2024年前五大客户细分销售情况（亿元，%）



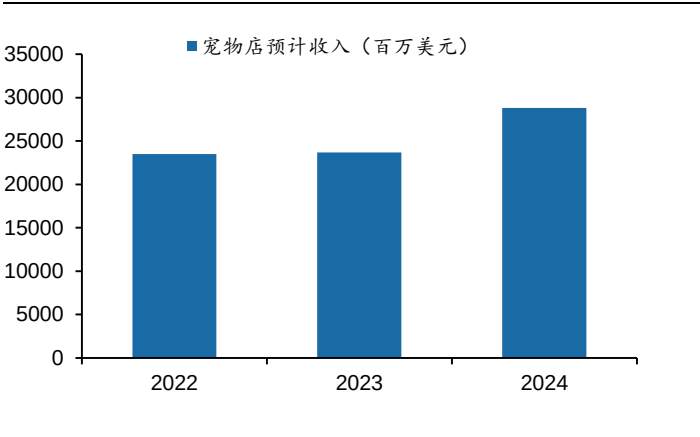
数据来源：公司2024年年报，广发证券发展研究中心

图32：2024年美国宠物品牌零售连锁店数量（家）



数据来源：《2024美国宠物食品行业》，广发证券发展研究中心

图33：2022-2024年美国宠物店预计收入（百万美元）

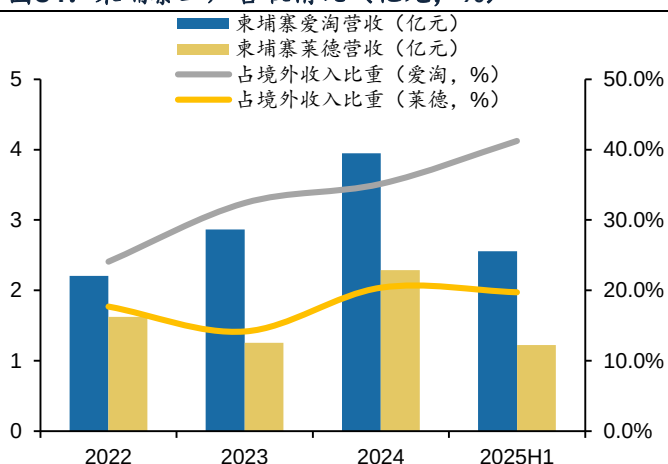


数据来源：《2024美国宠物食品行业》，广发证券发展研究中心

前瞻性海外产能布局，规避贸易壁垒与成本压力。2020年柬埔寨生产基地建成投产后，已形成“国内+海外（柬埔寨）”双产能格局。柬埔寨基地凭借当地低成本劳动力与出口欧美的关税优势，将公司部分生产能力转移至海外，有效降低产品单位成本，对冲中美贸易摩擦带来的风险。目前，源飞宠物在柬埔寨设立了两家工厂，其中，柬埔寨莱德主要以生产宠物牵引用具等宠物用品为主，柬埔寨爱淘主要以生产宠物零食为主，二者目前已投产的基地基本处于满产状态，新建产能预计明年上半年可投产，以进一步扩大生产能力。除此之外，孟加拉国生产基地亦在加速建设。

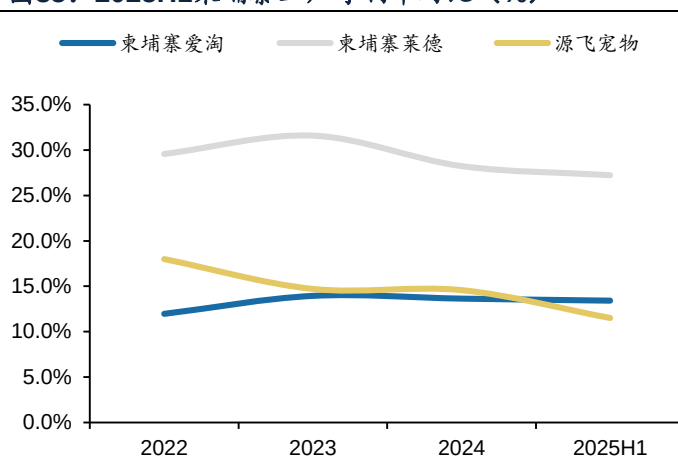
柬埔寨基地产能释放成效显著。根据公司2025年中报，柬埔寨工厂营收增长态势良好，2025年H1爱淘、莱德营收分别达2.56亿元、1.22亿元，贡献境外收入占比共达61%，稳步提升。从净利率角度来看，2025H1柬埔寨莱德/爱淘的净利率分别为27.21%/13.42%，均高于源飞宠物11.49%的净利率，得益于当地成本和关税优势+生产效率提升。随着后续产能进一步释放，海外基地有望为公司业绩增长持续赋能。

图34：柬埔寨工厂营收情况（亿元，%）



数据来源：公司 2022-2024 年年报，2025 年中报，广发证券发展研究中心

图35：2025H1柬埔寨工厂净利率对比（%）



数据来源：公司 2022-2024 年年报，2025 年中报，广发证券发展研究中心

（三）从代工积累到品牌突围，实现从 0 到 1 突破

代工业务优势加持，自主品牌增长可期。公司依托多年代工业务积累的稳定利润垫与上市公司多元融资渠道，为自有主粮品牌发展提供了坚实保障。在推出自有品牌前，公司经销雀巢、玛氏等国际知名品牌的产品，深入洞悉国内复杂的平台规则和营销打法，积累了国内渠道资源，为后续自有品牌的顺利推出和快速起量铺平了道路。源飞宠物自2023年起加速布局国内自主品牌，快速抢占国内宠物消费市场份额，现其已成为公司业绩增长的新引擎。

在品牌矩阵构建上，公司针对不同消费层级与品类需求，目前推出三大差异化自主品牌：大众消费端，“匹卡嘯”（PIKAPOO）聚焦宠物零食、主粮、用品全品类，定位中高端需求；“哈乐威”定位于功能性的宠物生活品牌，满足宠物生命各阶段的营养需求，主要产品包括猫砂、猫粮等；高端主粮端，2025年初推出的“传奇精灵”，以“高端营养，生鲜自然”为核心理念，为中国宠物家庭提供长效健康的喂养方案，主要产品包括冻干主粮等。

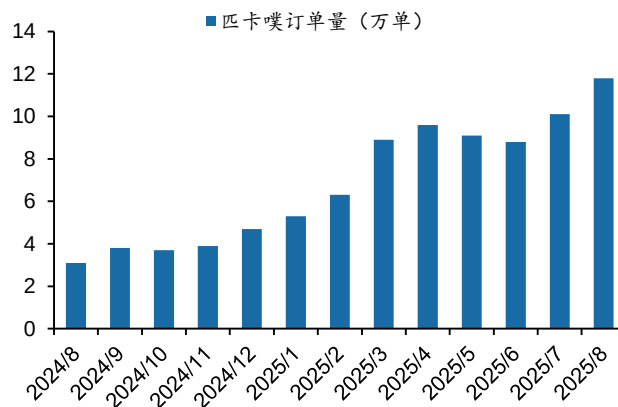
自有品牌销售增速亮眼。根据飞瓜数据统计，源飞宠物三大自有品牌在抖音平台的线上销售均呈现高速增长态势。匹卡噗订单量从2024年8月的3.1万单增加至2025年8月的11.8万单，哈乐威2025年8月订单增长至2.6万单，二者同比增速分别为280%/73%。而高端专业品牌传奇精灵仍处于品牌初步培育阶段，从6月的33单涨至8月的1171单，由于基数较低，短期增长超3000%，但其通过精准的高端宠物主粮营销，迅速打开高端市场，未来线上销售潜力巨大。

图36：源飞宠物三大自有品牌



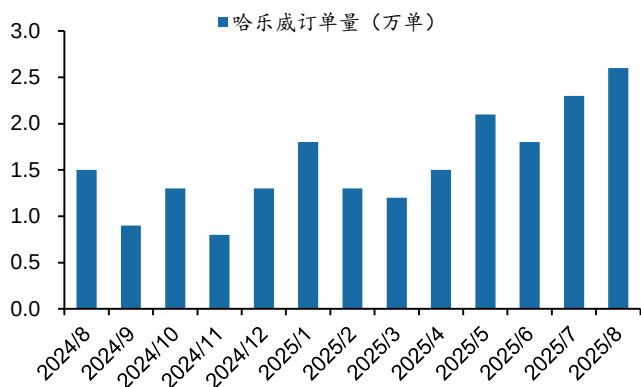
数据来源：各品牌天猫官网，广发证券发展研究中心

图37：24年8月-25年8月匹卡噗抖音平台销售订单量（万单）



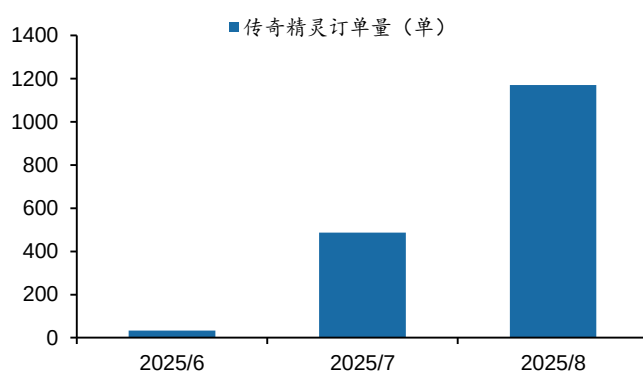
数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

图38：24年8月-25年8月哈乐威平台抖音销售订单量（万单）



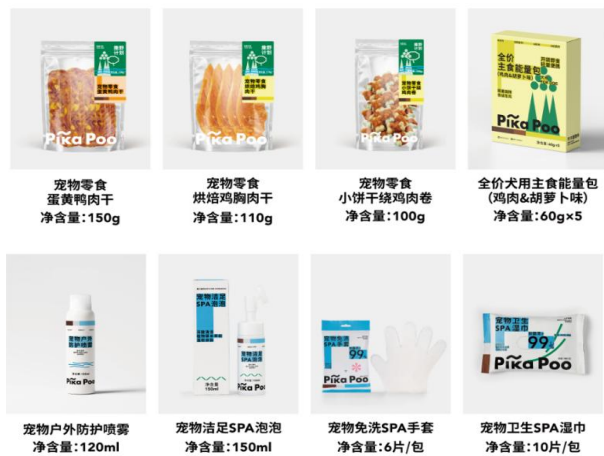
数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

图39：25年6月-25年8月传奇精灵抖音平台销售订单量（单）



数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

图40：自有品牌部分SKU



数据来源：各品牌天猫官网，广发证券发展研究中心

图41：自有品牌主要渠道

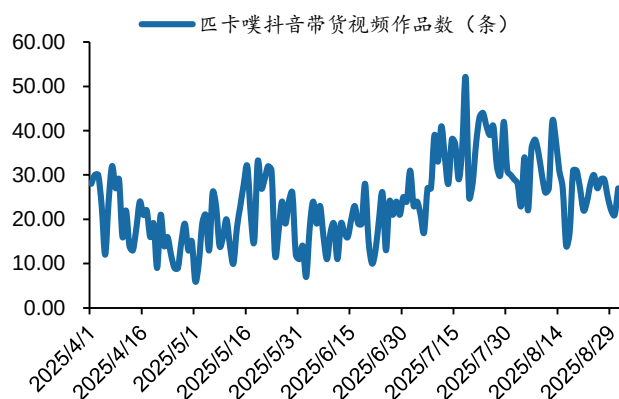
天猫	微信小店
PikaPoo匹卡噗旗舰店	匹卡噗PikaPoo
抖音	京东
匹卡噗PikaPoo官方旗舰店 匹卡噗PikaPoo宠物食品旗舰店	匹卡噗官方旗舰店 匹卡噗京东自营店
小红书	小程序商城
匹卡噗PikaPoo旗舰店	匹卡噗PikaPoo
快手	拼多多
匹卡噗旗舰店	匹卡噗宠物用品旗舰店

数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

积极拓展电商渠道，销售费用广告投放有的放矢。三大自有品牌主要通过各大线上平台如小红书、抖音、天猫、京东等建立自营品牌旗舰店与专营店进行售卖，实现多平台覆盖，触达更广泛消费群体。根据飞瓜数据，从抖音平台180天内广告投放数来看，匹卡噗、哈乐欣、传奇精灵的抖音带货视频数虽随时间呈现波动，但整体呈上升趋势，体现公司对平台内容营销的持续投入。

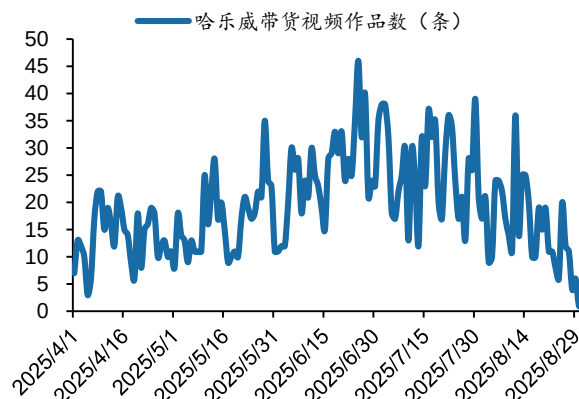
与之相应，公司销售费用保持较快增长。根据iFinD数据显示，24年销售费用为4006.09万元，同比增长62.93%，25年H3为5996.319万元，同比增长49.68%，增速强劲，销售费用率逐年上升至25H1的4.68%，主要系国内品牌业务开拓带来的广告投放、渠道运营等成本增加，不仅快速提升了自有品牌知名度，也为积累用户数据、助力自有品牌在电商领域实现更深层次的渗透奠定了基础。同时，自有品牌线上渠道的高投入取得显著成效，源飞宠物线上销售占比逐年提升，根据公司2024年年报，2024年公司境内线上销售收入实现了同比144.73%的爆发式增长，达到1.42亿元，展现出强劲的增长势能。

图42：抖音平台匹卡噗广告投放数据（条）



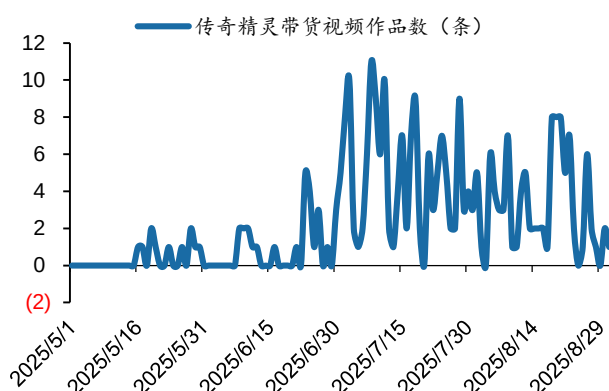
数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

图43：抖音平台哈乐威广告投放数据（条）



数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

图44：抖音平台传奇精灵广告投放数据（条）



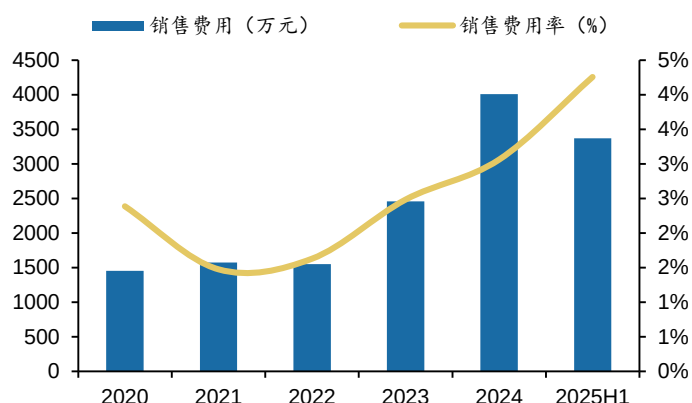
数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

图45：公司积极拓展多元电商渠道



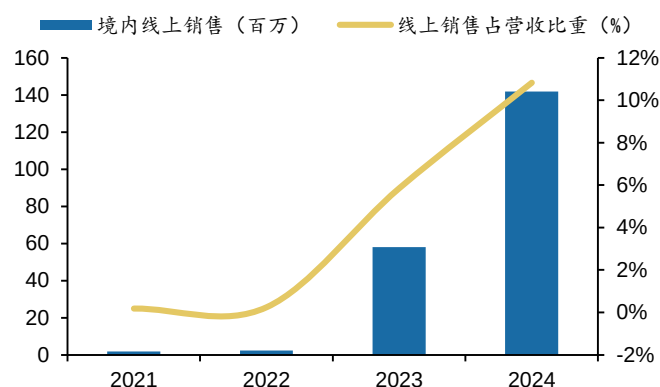
数据来源：各电商平台官网，广发证券发展研究中心

图46：公司销售费用投入情况（万元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图47：公司境内线上销售情况（百万，%）



数据来源：公司 2022-2024 年年报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

基于源飞宠物在宠物行业的研发能力、行业地位、渠道布局、服务能力等方面的优势，以及其代工+品牌代理+自主品牌多轮驱动，公司有望持续修复海外代工订单，扩大国内品牌代理业务规模，同时加大国内市场投入，培育自主品牌，扩大品牌认知度，培育新增成长曲线。预计公司25-27年整体收入端快速增长，利润端增速受费用投放影响慢于收入端。

(1) 宠物零食：公司为宠物行业领先企业，凭借优秀的研发及供应能力，公司已经成功绑定多家国际优质大客户。宠物零食业务为公司第一大收入来源，近年来其收入占比始终保持在40%以上。24年公司宠物零食业务实现28.2%的增长，25H1增速快速上升至64.6%，主要得益于其新客户快速拓展，且部分客户份额仍有提升。预计25-27年其增长明显快于公司业务整体，实现增速+50%/+39%/+22%。毛利率层面，25H1受关税影响较小，宠物零食业务毛利率达18.57%，预计后续伴随该业务收入端快速提升，且结构优化及规模效应扩大，25-27年公司宠物零食业务毛利率有望达到18.8%/19.8%/20.7%。

(2) 宠物牵引用具：公司为宠物牵引用具细分行业的领先企业，其SKU丰富，在该领域积累了多年的丰富经验，海内外知名度较高。宠物牵引用具产品为公司第二大营收来源，24年收入占比达到34.8%。受更换频次、渗透率较高、关税扰动等多方面影响，公司牵引用具25H1增速明显放缓，预计25H2延续个位数增长，且25-27年收入端实现增速5%/4%/3%。毛利率层面，25H1公司牵引用具业务实现毛利率34.19%，同比承压，预计下半年开始进入修复态势，25-27年毛利率达到34.3%/35.3%/36.1%。

(3) 宠物玩具：公司宠物玩具为易耗品类，包括了耐咬系列，基础系列、绳结玩具和毛绒玩具，当前仍然以代工模式为主，且总体占比较小，25H1占比达到5.64%。公司新建柬埔寨及孟加拉工厂皆涵盖宠物玩具类生产线，预计随产能释放，公司订单承接能力将再上一层楼，预计25-27年公司宠物玩具业务实现收入增速40%/25%/13%，毛利率层面，随规模效应逐渐扩大，预计稳定提升，25-27年该业务毛利率有望达到31.5%/32.4%/33.3%

(4) 宠物主粮：公司于25年以来开始着手于业务模式的转型，从代工、代理，向自主品牌逐渐靠拢。25年公司三大自主品牌矩阵已基本搭建完成，匹卡嘤作为全品类宠物品牌，其线上增长亮眼，为后续品牌的持续推出及打法奠定了坚实基础。预计从三年维度来看，公司将持续加大自主品牌方面的营销投入，以匹配高增。预计公司宠物主粮业务收入端高速增长，26年规模有望翻倍，据ifind，参考中宠股份20年至21年，宠物主粮收入从1.4亿元增长至3.1亿元，预计源飞在相似体量且低基数效应上增速有望与中宠靠拢。但利润端，参考中宠21年宠物主粮毛利率约18.9%，预计源飞仍处于起步阶段，且受其它低毛利业务及费用拖累，综合盈利能力仍较弱，预计毛利率仍低于中宠的可比业务，但后续有望持续提升，25-27年有望达到10%/13%/15%。

(5) 费用率方面：公司处于自主品牌高速增长阶段，国内市场或将加大营销投

放金额，预计销售费用率投放维持在高位。

表 9：源飞宠物营收拆分（单位：百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
宠物零食				
收入	606.6	909.9	1264.8	1543.0
增长率	28.2%	50.0%	39.0%	22.0%
毛利率	16.4%	18.8%	19.8%	20.7%
占比	46.3%	50.7%	53.7%	55.6%
宠物牵引用具				
收入	456.0	478.8	497.9	512.9
增长率	23.2%	5.0%	4.0%	3.0%
毛利率	35.6%	34.3%	35.3%	36.1%
占比	34.8%	26.7%	21.1%	18.5%
宠物玩具				
收入	51.0	71.4	89.2	100.8
增长率	102.0%	40.0%	25.0%	13.0%
毛利率	29.9%	31.5%	32.4%	33.3%
占比	3.9%	4.0%	3.8%	3.6%
宠物主粮				
收入		130.0	286.0	400.4
增长率			120.0%	40.0%
毛利率		10.0%	13.0%	15.0%
占比		7.2%	12.1%	14.4%
合计				
营业收入	1310.0	1796.3	2354.5	2773.7
增长率	32.2%	37.1%	31.1%	17.8%
营业成本	1010.2	1388.4	1823.2	2136.5
增长率	-1.0%	37.4%	31.3%	17.2%
毛利率	22.9%	22.7%	22.6%	23.0%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

预计公司25-27收入17.96/23.55/27.74亿元，同比实现增长37.1%/31.1%/17.8%，归母净利润1.8/2.3/2.9亿元，同比实现增长8.2%/28.7%/24.3%，对应EPS为0.93/1.20/1.49元/股。源飞宠物作为我国宠物行业领先企业，公司较早地绑定了例如PetSmart、PetCo等国际知名零售商，代工经验丰富，客户份额稳定。公司较早地感知到了国际形势变动可能带来的影响，前瞻性布局柬埔寨工厂以维护海外订单稳定。国内层面，公司在代工及代理业务中稳扎稳打的同时，加大市场投放，布局自主品牌，当前匹卡璞布局已初显成效，且该品牌运营经验将有效运用在国内自主品牌的后续研发推广中，当前宠物行业高景气度下，公司有望借助自有品牌，打开长期成长空间。

公司属于宠物行业，因此选择中宠股份、天元宠物、依依股份作为可比公司。其中，中宠股份为宠物食品龙头企业，其自主品牌Wanpy、Zeal等销往全球，领跑

宠物食品行业。天元主营宠物窝垫、猫爬架、宠物玩具等用品，并在国内代理宠物食品业务。依依股份主营宠物卫生用品业务，近年来开始转型自主品牌，且通过收购的方式布局猫粮、猫砂等自主品牌业务。从业务结构来看，中宠在宠物用品方面布局较少，而天元和依依皆在宠物用品各自的细分赛道上和源飞形成错位竞争格局。源飞的海外代工+国内自主品牌业务模式与依依更为接近，因此在估值上更具有可比性，同时考虑到源飞宠物在营销运营方面的经验，自主品牌端快速起量，给予源飞宠物26年20倍PE估值，对应合理价值23.98元/股，给予“买入”评级。

表 10：源飞宠物可比公司PE估值情况（市值统计截止2025.11.4收盘）

公司名称	公司代码	业务	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
天元宠物	301335.SZ	宠物用品	38	46	97	138	62	39	27
依依股份	001206.SZ	宠物用品和 宠物食品	53	215	236	278	14	23	20
中宠股份	002891.SZ	宠物用品和 宠物食品	171	394	461	577	27	37	30

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）原材料价格波动风险

公司核心原材料为畜皮类原材料、鸡肉类原材料、TPR、TPE、五金扣具、织带和包装材料，假设以上产品价格出现大幅波动，将对公司业绩带来影响。

（二）地缘政治波动风险

公司产品以出口销售为主，其外销收入占比过半，假设国际政策持续变动，公司可能面临关税、大客户丢失等不利风险，将明显影响公司收入。

（三）新品研发不及预期风险

公司当前业务为代工+品牌代理+自主品牌多轮驱动，针对国内市场公司正在大力研发自主品牌。国内宠物自主品牌竞争较为激烈，假设公司新品研发不及预期，将影响公司业绩水平。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	1,105	1,161	1,278	1,480	1,684
货币资金	723	420	590	612	683
应收及预付	184	302	331	421	492
存货	180	292	336	430	499
其他	18	146	22	17	11
非流动资产总额	452	543	622	704	810
长期股权投资	18	28	32	35	45
固定资产	187	243	315	382	453
在建工程	142	152	164	175	184
使用权资产	41	43	43	43	43
无形资产	35	34	35	36	37
其他	29	43	33	33	47
资产总额	1,557	1,704	1,901	2,184	2,494
流动负债总额	194	211	249	308	341
短期借款	21	0	0	0	0
应付及预收	145	171	225	281	311
其他	29	40	24	27	30
非流动负债总额	8	7	4	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	8	7	4	5	5
负债总额	202	218	254	314	347
股本	191	191	191	191	191
其他	1,034	1,137	1,272	1,460	1,694
归母权益合计	1,225	1,328	1,463	1,651	1,885
少数股东权益	129	158	184	220	263
负债和股东权益	1,557	1,704	1,901	2,184	2,494

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	991	1,310	1,796	2,355	2,774
营业成本	772	1,010	1,388	1,823	2,137
营业税金及附加	3	3	5	6	8
销售费用	25	40	83	109	129
管理费用	37	43	56	74	87
研发费用	19	24	36	47	55
财务费用	-34	-26	-5	-6	-6
资产信用减值损失	-11	-16	-13	-15	-15
公允价值变动收益	0	3	-2	-2	1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	161	204	219	285	352
营业外收支	0	2	0	-1	0
利润总额	161	206	220	284	352
所得税费用	16	15	15	20	25
合并净利润	146	191	204	265	327
少数股东损益	19	26	27	36	43
归母净利润	126	164	178	229	285
EPS (元/股)	0.66	0.86	0.93	1.20	1.49

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	129	-1	326	180	267
合并净利润	146	191	204	265	327
折旧摊销	20	26	28	34	41
营运资金变动	-40	-220	79	-136	-114
其他	0	0	123	5	6
投资活动现金流净额	-78	-217	-106	-119	-147
资本性开支	-79	-87	-114	-114	-124
投资	4	-131	-4	-3	-10
其他	-3	1	12	-2	-13
融资活动现金流净额	-38	-96	-47	-39	-50
股本融资	1	0	0	0	0
债权融资	20	-20	-2	2	1
股利分配与偿付利息	-55	-38	-30	-39	-48
其他	-4	-38	-14	-2	-2
现金净增加额	29	-301	174	22	70
期初现金余额	688	717	416	590	612
期末现金余额	717	416	590	612	683

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	3.9%	32.2%	37.1%	31.1%	17.8%
营业利润增长率	-13.4%	26.5%	7.7%	29.9%	23.5%
归母净利增长率	-20.4%	30.2%	8.2%	28.7%	24.3%
获利能力					
毛利率	22.1%	22.9%	22.7%	22.6%	23.0%
净利率	14.7%	14.6%	11.4%	11.2%	11.8%
ROE	10.3%	12.4%	12.2%	13.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	13.0%	12.8%	13.3%	14.4%	13.9%
有息负债率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	5.5	5.1	4.8	4.9
利息保障倍数	181.5	613.1	-	-	-
营运能力					
应收账款周转率	6.6	6.0	6.2	6.4	6.5
存货周转率	4.3	3.5	4.1	4.2	4.3
应付账款周转率	5.5	6.0	6.2	6.5	6.9
每股指标					
每股收益	0.66	0.86	0.93	1.20	1.49
每股净资产	6.42	6.96	7.66	8.65	9.87
每股经营现金流	0.68	-0.01	1.71	0.95	1.40
估值比率					
PE	22.2	18.4	24.1	18.7	15.1
PB	2.3	2.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.3	12.0	14.4	11.2	9.0

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。