

## 公司研究

## 25年及26Q1收入增速亮眼，代工与自有品牌双轮驱动

## ——源飞宠物（001222.SZ）2025年年报及2026年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：19.18元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

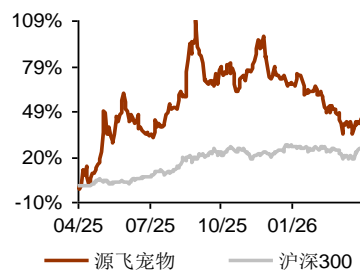
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.91
总市值(亿元)	36.61
一年最低/最高(元)	13.71/29.89
近3月换手率	78.96%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.35	-17.48	11.01
绝对	-2.39	-16.10	37.18

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 业绩表现继续亮眼，期待自有品牌快速放量——源飞宠物（001222.SZ）2025年三季报点评（2025-10-30）

Q2 业绩表现超预期，境内外均有亮眼表现——源飞宠物（001222.SZ）2025年中报点评（2025-08-29）

## 要点

## 事件：

**源飞宠物发布2025年年报及2026年一季报。**公司2025年实现营业收入17.3亿元，同比增长32.3%，归母净利润1.2亿元，同比下滑29.5%，扣非归母净利润1.2亿元，同比下滑25.7%，EPS为0.62元。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为3.3/4.6/4.9/4.5亿元，分别同比+36.3%/+53.1%/+26.6%/+19.3%，归母净利润分别为2537/4880/5605/-1434万元（Q4亏损系毛利率下降、费用率提升等所致），分别同比-30.6%/+30.6%/+22.3%/转亏，归母净利率分别为7.6%/10.7%/11.5%/-3.2%。

**26Q1 公司实现收入4.5亿元，同比增长34.4%，净利润3704万元，同比增长13.49%，净利润增速慢于收入主要系资产减值损失增加、所得税率提升等因素所致（26Q1所得税率为11.1%，上年同期为4.4%），另外归母净利润2270万元，同比下滑10.5%，净利润增长而归母净利润下滑主要系26Q1柬埔寨爱淘增长较快，而公司控股比例为51%。**

## 点评：

**25年境外/境内同比+31.4%/+136.8%，宠物零食与主粮占比进一步提升**

**分地区看**，2025年公司境外/境内收入占比分别为79.5%/20.5%，收入分别同比+22.7%/+90.8%；**2026Q1 境外/境内收入分别同比增长30%左右（零食增速快于用品）/50%+。**

**分产品看**，2025年公司宠物零食/宠物牵引用具/宠物主粮/宠物玩具收入占比分别为53.1%/24.4%/9.5%/4.4%，收入分别同比+51.9%/-7.2%/+73.2%/-9.2%，其中宠物零食与主粮合计收入占比为62.6%，同比提升9.1PCT，宠物用品占比有所下降。

**境外子公司表现方面**，柬埔寨爱淘2025年实现收入6.0亿元，同比增长52.9%，实现净利润7883万元，同比增长46.2%，净利率为13.1%；柬埔寨莱德2025年实现收入3.1亿元，同比增长35.7%，实现净利润8006万元，同比增长23.9%，净利率为25.8%。

**销售费用投入及汇兑损失上升，26Q1经营净现金流大幅增加**

**毛利率**：2025年毛利率同比提升1.0PCT至22.9%，**分产品看**，宠物零食/宠物牵引用具毛利率分别为19.6%/33.8%，分别同比+3.2/-1.8PCT；**分地区看**，境外/境内毛利率分别为24.0%/13.8%，分别同比-1.6/+6.9PCT，境外业务毛利率下降主要系毛利率较高的宠物用品占比有所下降所致，境内业务毛利率提升主要系自有品牌增长较快贡献。**分季度来看**，25Q1~Q4 单季度毛利率分别同比-4.7/+1.8/+2.7/-4.9PCT，25Q4 毛利率下降系毛利率较高的用品出货较少所致；**26Q1 同比提升4.8PCT至22.6%**，主要系境外增速较快、规模效应体现，原材料成本较低，以及自主品牌占比提升贡献。

**费用率**：2025年期间费用率同比提升4.3PCT至10.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为6.1%/3.4%/1.4%/-0.5%，分别同比+3.1/+0.1/-0.4/+1.5PCT。**分季度来看**，25Q1~Q4 单季度期间费用率分别同比+4.1/+2.6/+3.7/+7.0PCT，26Q1 同比提升3.9PCT，其中主要系销售/财务费用率同比+2.8/+1.7PCT。25年及26Q1 财务费用率提升主要系汇兑收益减少所致。

**其他财务指标:**1) **存货** 25 年末同比增加 6.3%至 3.1 亿元,26Q1 同比减少 3.9%,存货周转天数 25 年及 26Q1 分别为 80/79 天,分别同比-4/-23 天。2) **应收账款** 25 年末同比增加 15.9%至 3.1 亿元,26Q1 同比减少 6.7%,应收账款周转天数 25 年及 26Q1 均为 60 天,分别同比持平/-4 天。3) **经营净现金流** 25 年为 1.0 亿元,同比转为净流入;26Q1 为 4354 万元,同比增加 67.7%。

#### 下调盈利预测,维持“买入”评级

公司代工业务和自有品牌业务双轮驱动,代工业务在国内、柬埔寨、孟加拉设有多个产线,承接欧美、日本等国家商超客户订单,目前正在加快推进产能扩张;自有品牌以匹卡璞和库飞康飞为核心,匹卡璞产品覆盖零食、冻干、湿粮等多品类。考虑终端需求存不确定性,我们下调公司 2026~2027 年盈利预测(归母净利润较前次预测分别下调 24%/19%),新增 2028 年盈利预测,对应 2026~2028 年归母净利润分别为 1.7/2.1/2.6 亿元,EPS 分别为 0.88/1.10/1.36 元,当前股价对应 PE 分别是 22/17/14 倍,维持“买入”评级。

**风险提示:**中美贸易摩擦加剧风险;国内市场开拓进展不及预期;汇率波动;海外宠物用品与食品需求减弱;新品牌培育不及预期等。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1,310	1,734	2,149	2,502	2,880
营业收入增长率	32.16%	32.35%	23.98%	16.41%	15.12%
归母净利润 (百万元)	164	116	167	210	260
归母净利润增长率	30.24%	-29.47%	44.19%	25.88%	23.39%
EPS (元)	0.86	0.61	0.88	1.10	1.36
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.37%	8.22%	10.59%	11.76%	12.68%
P/E	22	32	22	17	14
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-27

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,310	1,734	2,149	2,502	2,880
营业成本	1,010	1,354	1,668	1,933	2,217
折旧和摊销	21	27	31	32	34
税金及附加	3	5	6	7	8
销售费用	40	106	131	150	172
管理费用	43	58	72	83	95
研发费用	24	25	31	36	42
财务费用	-26	-8	3	4	1
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	204	176	233	282	338
利润总额	206	175	233	282	338
所得税	15	21	27	33	40
净利润	191	154	206	249	298
少数股东损益	26	39	39	39	39
归属母公司净利润	164	116	167	210	260
EPS(按最新股本计, 元)	0.86	0.61	0.88	1.10	1.36

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-1	99	147	193	235
净利润	164	116	167	210	260
折旧摊销	21	27	31	32	34
净营运资金增加	404	127	197	181	194
其他	-591	-172	-248	-230	-253
投资活动产生现金流	-217	-56	-121	-100	-50
净资本支出	-87	-90	-100	-100	-50
长期投资变化	28	31	0	0	0
其他资产变化	-157	3	-21	0	0
融资活动现金流	-96	-15	79	-3	-83
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-19	-1	82	0	-82
无息负债变化	35	16	52	41	44
净现金流	-301	18	106	90	102

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	22.9%	21.9%	22.4%	22.7%	23.0%
EBITDA 率	17.1%	13.2%	13.1%	13.4%	13.6%
EBIT 率	15.5%	11.6%	11.7%	12.2%	12.4%
税前净利润率	15.7%	10.1%	10.8%	11.3%	11.7%
归母净利润率	12.5%	6.7%	7.8%	8.4%	9.0%
ROA	11.2%	8.4%	9.5%	10.1%	10.9%
ROE (摊薄)	12.4%	8.2%	10.6%	11.8%	12.7%
经营性 ROIC	14.0%	11.6%	12.2%	13.0%	13.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	13%	13%	17%	17%	14%
流动比率	5.49	5.33	4.05	4.19	5.30
速动比率	4.11	3.97	2.99	3.09	3.90
归母权益/有息债务	384.78	513.03	18.69	21.08	744.71
有形资产/有息债务	481.44	649.45	25.21	28.55	975.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,704	1,836	2,175	2,465	2,724
货币资金	420	440	546	636	738
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	266	309	372	433	498
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	4	4	5	6
存货	292	311	385	444	509
其他流动资产	179	155	161	172	183
流动资产合计	1,161	1,219	1,467	1,689	1,933
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	28	31	31	31	31
固定资产	243	418	442	477	513
在建工程	152	6	57	95	79
无形资产	34	33	29	26	24
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	86	129	148	146	144
非流动资产合计	543	617	707	775	791
总负债	218	233	367	408	369
短期借款	0	0	82	82	0
应付账款	169	156	200	232	266
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	42	72	80	89	99
流动负债合计	211	229	362	403	365
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	5	5	5	5
非流动负债合计	7	5	5	5	5
股东权益	1,486	1,602	1,808	2,057	2,355
股本	191	191	191	191	191
公积金	548	554	571	592	597
未分配利润	591	676	826	1,015	1,270
归属母公司权益	1,328	1,410	1,577	1,788	2,047
少数股东权益	158	192	231	269	308

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.06%	6.13%	6.10%	6.00%	5.98%
管理费用率	3.25%	3.37%	3.35%	3.30%	3.30%
财务费用率	-1.99%	-0.49%	0.12%	0.15%	0.02%
研发费用率	1.82%	1.43%	1.43%	1.43%	1.46%
所得税率	7%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.01	0.52	0.77	1.01	1.23
每股净资产	6.96	7.39	8.26	9.37	10.72
每股销售收入	6.86	9.08	11.26	13.11	15.09

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	22	32	22	17	14
PB	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.3	17.5	14.8	12.6	10.8
股息率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼