

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

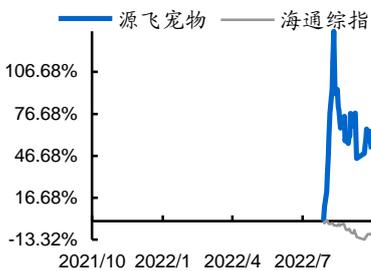
深耕宠物用品与宠物食品，源飞宠物上市

股票数据

10月20日收盘价(元)	32.87
52周股价波动(元)	16.45-46.55
总股本/流通A股(百万股)	136/34
总市值/流通市值(百万元)	4482/1121

相关研究

市场表现



资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@htsec.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Email:lkj14091@htsec.com

证书:S0850522060001

投资要点:

- 源飞宠物始创于 2004 年，已成为目前国内规模较大的宠物产品供应商。**公司主要从事宠物产品的研发、生产和销售业务，主要产品包括宠物零食、宠物牵引用具、宠物注塑玩具等系列产品。公司客户集中于美国、欧盟、日本等国家和地区，与国际知名的专业宠物产品连锁店和国际大型连锁零售商均有长期、稳定且连续的合作。2021 年公司营业收入与利润保持增长。2021 年公司实现营业收入 10.69 亿元，同比增长 75.71%；实现净利润 1.54 亿元，同比增长 82.94%。
- 公司产品主要包括宠物牵引用具、宠物零食、宠物注塑玩具和其他宠物产品四类。**2021 年宠物牵引用具业务收入 6.13 亿元，占比 57.60%，同比增长 74.20%，宠物牵引用具作为公司核心产品，近年增长速度较快，主要源于公司原有客户采购额的逐年增加以及公司产能的提升；宠物零食业务收入 3.53 亿元，占比 33.14%，同比增长 58.21%；宠物注塑玩具业务收入 0.11 亿元，占比 1.03%，同比下滑 21.72%；其他宠物产品业务收入 0.88 亿元，占比 8.23%，同比增长 395.75%，近年增长速度较快，主要源于随市场发展宠物生活用品丰富化，其中宠物服饰业务收入为 0.62 亿元，占其他宠物产品比例为 70.81%，是其他宠物产品增长的主要来源。
- 公司产品以出口销售为主，其中宠物经济发达的北美洲和欧洲市场是公司的主要销售区域。**2019 至 2021 年公司境外销售收入占比均在 94% 以上，其中，2021 年公司北美洲地区实现营收 7.83 亿元，占比 73.63%，同比增长 92.13%；欧洲地区实现营收 1.74 亿元，占比 16.32%，同比增长 36.42%；亚洲地区实现营收 0.18 亿元，占比 1.66%，同比下滑 19.46%；南美洲地区实现营收 0.53 亿元，占比 4.95%，同比增长 150.38%；大洋洲地区实现营收 0.02 亿元，占比 0.19%，同比增长 98.13%。相较而言，公司境内销售占比较低，2021 年公司内销收入为 0.34 亿元，占比 3.24%，同比增长 26.09%，主要因为国内宠物用品市场尚处于起步阶段。
- 盈利预测与评级:**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.92、2.55、3.52 亿元，同比增长 40.7%、32.6%、38.1%，当前收盘价对应 2022-2023 年 PE 为 23、18 倍，公司作为宠物用品龙头企业，参考可比公司给予公司 2022 年 26~28 倍 PE 估值，对应合理价值区间 36.70~39.53 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动，市场竞争加剧，国内市场开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	608	1069	1383	1709	2171
(+/-)YoY(%)	18.2%	75.7%	29.4%	23.6%	27.0%
净利润(百万元)	83	137	192	255	352
(+/-)YoY(%)	51.5%	64.5%	40.7%	32.6%	38.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.61	1.00	1.41	1.87	2.58
毛利率(%)	26.2%	22.8%	23.5%	25.0%	26.7%
净资产收益率(%)	19.7%	24.7%	16.7%	18.1%	20.0%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **公司毛利率较为稳定,净利率保持稳定增长。**2021 年公司主营业务毛利率为 22.97%, 同比-3.41pct; 净利率为 14.41%, 同比+0.57pct。2021 年, 主营业务毛利率有所下降, 主要因为原材料价格上涨导致宠物牵引用具毛利率下降。
- **公司销售费用率低、研发费用率高,财务费用波动较大。**2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.47%、2.82%、2.38%和 0.85%, 同比-0.91pct、-1.25pct、-0.64pct、-2.69pct。公司销售费用率低于行业平均水平, 主要因为公司业务主要集中于欧美等境外发达市场, 相较而言国内市场竞争激烈, 业务宣传、客户开发和维护成本较高; 研发费用率高于同行业可比上市公司, 主要因为公司主要产品宠物牵引用具的市场需求变化较快, 公司需要不断保持研发投入以保障市场竞争力; 财务费用波动较大, 主要因为公司产品销售以出口为主, 汇兑损益的影响较大。
- **盈利预测及假设:**
 - 1) 宠物牵引用具: 作为公司的核心产品, 公司与原有客户合作不断加深, 通过研发创新适应客户需求, 同时扩大产能保障供货能力, 我们假设 22-24 年收入分别同比增长 17.6%、14.4%、18.5%; 毛利率分别为 28.6%、30.7%、33.0%, 主要受到产品结构升级的带动。
 - 2) 宠物零食: 公司产能扩张后供应能力有望进一步增强, 公司新工厂我们假设 22-24 年收入分别同比增长 36.5%、24.8%、28.8%; 毛利率分别为 16.9%、19.3%、22.0%, 主要受到产品结构升级的带动。
 - 3) 宠物注塑玩具: 公司积极拓宽宠物用品的产品线, 我们假设 22-24 年收入分别同比增长 31.3%、19.6%、23.6%; 毛利率分别为 31.3%、33.3%、35.5%, 主要受到产品结构升级的带动。

表 1 源飞宠物分业务盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
宠物牵引用具				
销售收入	613	721	824	976
增长率 (YoY)	74.2%	17.6%	14.4%	18.5%
毛利率	27.6%	28.6%	30.7%	33.0%
宠物零食				
销售收入	353	481	601	773
增长率 (YoY)	58.2%	36.5%	24.8%	28.8%
毛利率	15.7%	16.9%	19.3%	22.0%
宠物注塑玩具				
销售收入	11	14	17	21
增长率 (YoY)	-21.7%	31.3%	19.6%	23.6%
毛利率	30.3%	31.3%	33.3%	35.5%
其他				
销售收入	92	166	266	400
增长率 (YoY)	371.3%	80.0%	60.0%	50.0%
毛利率	17.4%	19.5%	20.0%	20.0%
合计				
销售收入	1069	1383	1709	2171
增长率 (YoY)	75.7%	29.4%	23.6%	27.0%
毛利率	22.8%	23.5%	25.0%	26.7%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2022E, 倍)
依依股份	001206.SZ	宠物尿垫、尿裤等研发生产制造	30.2	27.6
中宠股份	002891.SZ	宠物食品等研发生产制造	24.0	41.6
佩蒂股份	300673.SZ	宠物咬胶等研发生产制造	21.2	33.1
回盛生物	300871.SZ	兽用药品、饲料及添加剂研发生产	26.5	51.2
平均				38.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2022 年 10 月 20 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1069	1383	1709	2171
每股收益	1.00	1.41	1.87	2.58	营业成本	825	1058	1281	1590
每股净资产	5.42	8.48	10.35	12.93	毛利率%	22.8%	23.5%	25.0%	26.7%
每股经营现金流	1.16	2.24	1.63	3.56	营业税金及附加	3	4	5	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	16	19	24	30
P/E	32.76	23.28	17.56	12.72	营业费用率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
P/B	6.06	3.88	3.18	2.54	管理费用	30	35	43	54
P/S	3.14	3.24	2.62	2.06	管理费用率%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	-1.39	13.97	10.51	7.13	EBIT	165	243	326	450
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	9	7	9	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	22.8%	23.5%	25.0%	26.7%	资产减值损失	-6	0	0	0
净利润率	12.8%	13.9%	14.9%	16.2%	投资收益	8	6	6	6
净资产收益率	24.7%	16.7%	18.1%	20.0%	营业利润	157	236	317	439
资产回报率	15.1%	11.8%	13.1%	14.2%	营业外收支	7	5	2	2
投资回报率	24.2%	17.3%	18.9%	20.8%	利润总额	164	241	319	441
盈利增长 (%)					EBITDA	181	271	361	491
营业收入增长率	75.7%	29.4%	23.6%	27.0%	所得税	10	24	32	44
EBIT 增长率	58.6%	47.4%	34.2%	38.1%	有效所得税率%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	64.5%	40.7%	32.6%	38.1%	少数股东损益	17	24	32	44
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	137	192	255	352
资产负债率	29.6%	22.6%	20.3%	21.8%					
流动比率	2.48	3.10	3.17	3.02	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.63	2.45	2.36	2.35	货币资金	253	698	687	981
现金比率	0.95	1.91	1.75	1.82	应收账款及应收票据	161	185	233	286
经营效率指标					存货	201	211	287	331
应收账款周转天数	48.81	45.00	44.00	43.00	其它流动资产	47	41	36	31
存货周转天数	73.53	70.00	70.00	70.00	流动资产合计	662	1134	1244	1629
总资产周转率	1.29	1.09	0.95	0.98	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.48	5.41	4.34	4.30	固定资产	180	331	456	554
					在建工程	0	100	180	240
					无形资产	31	31	31	31
					非流动资产合计	247	498	703	862
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	908	1633	1947	2491
净利润	137	192	255	352	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	17	24	32	44	应付票据及应付账款	239	332	351	488
非现金支出	25	28	35	42	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2	-5	-2	-2	其它流动负债	28	34	42	52
营运资金变动	-58	65	-99	50	流动负债合计	267	366	393	540
经营活动现金流	119	305	222	486	长期借款	0	0	0	0
资产	-62	-275	-238	-198	其它长期负债	2	2	2	2
投资	18	6	6	6	非流动负债合计	2	2	2	2
其他	14	0	0	0	负债总计	269	368	395	542
投资活动现金流	-30	-269	-232	-192	实收资本	102	136	136	136
债权募资	-42	0	0	0	归属于母公司所有者权益	554	1156	1411	1763
股权募资	19	409	0	0	少数股东权益	85	109	141	185
其他	50	0	0	0	负债和所有者权益合计	908	1633	1947	2491
融资活动现金流	27	409	0	0					
现金净流量	111	445	-10	294					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 喜临门,江山欧派,仙鹤股份,爱玛科技,蓝月亮集团,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,劲嘉股份,太阳纸业,居然之家,好莱客,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,思摩尔国际,裕同科技,欧派家居,明月镜片,山鹰国际,恒林股份,好太太,乐歌股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。