

## 源飞宠物 (001222.SZ)

## 把握人宠互动纽带，成长空间可期

公司借势皮革之都的产业集群优势，初期始于咬胶等零食产品，后加大牵引用具等用品布局力度，深耕宠物用品外贸二十载。公司不断积累经验，得以与海外优质大客户长期稳定合作，共同成长，不断打磨自身快速反应能力，前瞻性完善产能布局，进一步提升自身竞争力，有望在继续深度发掘存量大客户价值之外，拓展更多优质新客户，并借资本之力扩张产能，未来有望实现收入与盈利能力的双重提升。

□ **股权集中的家族企业，公司业务以宠物牵引用具北美地区出口为主。**公司股权结构相对集中，在企业快速发展阶段有助于公司保持更高的决策效率。从产品品类来看，公司主要创收品类为宠物牵引用具，且增速领先，宠物零食（畜皮咬胶为主）次之；从销售模式来看，公司以 ODM 为主，主要出口北美地区，21 年北美地区收入占比超七成。

□ **基础已成：优质客户资源+快反供应能力+产能布局完善。**①公司与美欧日等成熟宠物市场主要销售企业建立了良好的合作关系且其客户覆盖渠道全面，公司与主要优质大客户合作时间长（超过 10 年）且较为稳定，终端市场渠道格局相对集中，公司实力已有验证，且大客户对质量、品控、交期等多维度要求较高，与优秀供应商的合作黏性较强，此外，与优质大客户的合作亦有助于公司更好地把握市场发展趋势，进行自我竞争力提升；②宠物牵引用具的品类属性（兼具安全功能性及时尚性）要求公司对市场需求有快速反应能力，及时洞察市场需求并快速、准确地进行研发设计与生产制造是公司核心竞争力的另一体现，公司在美国和上海设立专业研发团队，拥有 2 万左右 SKU，年更新频率 40% 左右；③公司海内外布局产能，颇具前瞻目光。国内生产基地背靠“皮革之都”，上下游产业链完善，产业集群效应明显。公司 SKU 数量多且更新频率快，叠加产品消费需求具有需求分散多元、迭代速度快等特点，因此大幅采用自动化产线的规模效应并不强，但国内人力成本的上涨大势所趋，公司在柬埔寨的生产基地布局将在未来长期提升公司相对友商的成本优势，叠加税收优势，有望进一步助力其获取更多订单并提升盈利能力。

□ **成长可期：布局宠物高潜赛道+资本助力产能扩张+品牌化积累中待时机。**①从行业成长性来看，全球宠物行业仍在蓬勃发展，我国作为高潜市场仍处于较早发展阶段，公司的主要产品宠物牵引用具、宠物注塑玩具及宠物咬胶零食均为增强宠物主与宠物情感交互的重要工具，也有利于宠物身心和外在的综合协同发展，符合“把宠物当家人”的发展需求变化趋势，实现“悦宠悦己”深层消费需求，未来需求量有望不断增大。从公司产品布局来看，把握宠物牵引绳为少可有彰显宠物时尚潮流的用品，研发“人宠合一”及功能性产品打开品类成长空间，研发零食与玩具结合产品，进一步增强宠物主与宠物的互动；②募投项目产能达产后，公司将具备年产宠物零食、宠物牵引用具 1.28 万吨、4700 万件的生产能力；③公司自有品牌仍在开发初期，符合产业发展现状，积极布局静待时机成熟，并且不排除通过并购渠道商或知名品牌的方式快速建立品牌认知度。

## 强烈推荐（首次）

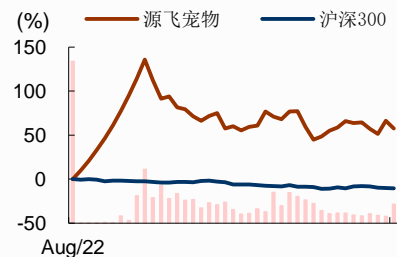
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：31.08 元

## 基础数据

总股本（万股）	13635
已上市流通股（万股）	3410
总市值（亿元）	42
流通市值（亿元）	11
每股净资产（MRQ）	4.9
ROE（TTM）	27.2
资产负债率	18.2%
主要股东	庄明允
主要股东持股比例	28.06%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	127	127
相对表现	3	133	151



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

赵中平 S1090521080001  
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王鹏 S1090522040002  
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn

- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 22-24 年分别实现归母净利润 2.0/2.4/2.9 亿元，分别同比增长 47%/18%/23%，21 日股价对应 PE 为 21X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦相关风险、汇率波动相关风险、客户维护或拓展不及预期风险。

**财务数据与估值**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	608	1069	1110	1393	1816
同比增长	18%	76%	4%	25%	30%
营业利润(百万元)	92	157	236	277	342
同比增长	51%	72%	50%	18%	23%
归母净利润(百万元)	83	137	201	236	290
同比增长	52%	64%	47%	18%	23%
每股收益(元)	0.61	1.00	1.47	1.73	2.13
PE	50.9	31.0	21.1	17.9	14.6
PB	10.0	7.6	3.6	3.2	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、皮革之都孕育宠物牵引等用品龙头企业-源飞宠物	5
1、简介：起于零食，发于牵引，专注的宠物用品领军企业	5
2、股权结构：股权结构集中的家族企业	5
3、业务：宠物牵引用具 ODM 为主，北美为重要市场	5
二、基础已成：绑定优质客户资源+快反供应能力+产能布局完善	6
2.1 优质客户资源：成熟市场终端格局相对稳定，与大客户长期稳定合作	6
2.2 快速反应能力：贴近客户的研发策略+合理高效的研、产、销布局体系	8
2.3 产能布局完善：深耕国内皮革制度产业链完备，拓展海外基地前瞻性十足	9
三、成长可期：布局宠物高潜赛道+资本助力产能扩张+品牌化积累中待时机	10
3.1 需求：布局宠物高潜赛道	10
3.2 供给：资本助力产能扩张	11
3.3 品牌化积累中，静待时机成熟	12
四、盈利预测及风险因素	13
4.1 盈利预测	13
4.2 风险因素	13

## 图表目录

图 1：源飞宠物发展历程	5
图 2：源飞宠物股权结构（截至 8 月 18 日）	5
图 3：2021 年美国宠物主人购买宠物用品渠道分布	7
图 4：2021 年公司前五大客户销售情况	7
图 5：2021 年公司前五大客户合计销售情况	7
图 6：公司具备快速的市场需求反应能力	8
图 7：公司存货周转率变动	8
图 8：公司柬埔寨生产基地营收及其对总营收的贡献	9
图 9：公司柬埔寨生产基地对归母净利润的影响	10
图 10：公司柬埔寨生产基地毛利率情况	10
图 11：美国宠物行业市场规模及增速	11
图 12：中国宠物行业市场规模及增速	11

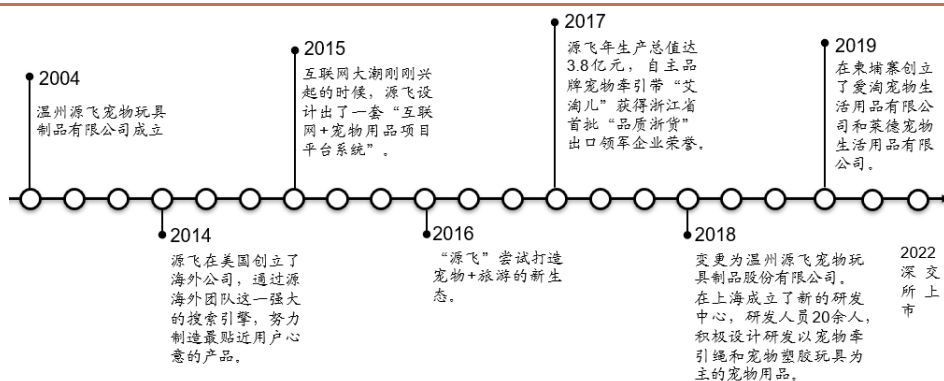
图 13: 美国宠物行业消费结构 .....	11
图 14: 中国宠物行业消费结构 .....	11
表 1: 源飞宠物 2021 年业务情况 .....	6
表 2: 下游客户情况梳理 .....	6
表 3: 公司主要宠物牵引用具产品 .....	8
表 4: 公司主要宠物牵引用具在研项目及进展 .....	9
表 5: 公司柬埔寨生产基地简介 .....	9
表 6: 募投项目 .....	11
表 7: 源飞宠物自有品牌 .....	12
表 8: 收入分拆简表 (单位: 亿元) .....	13
附: 财务预测表 .....	14

## 一、皮革之都孕育宠物牵引等用品龙头企业-源飞宠物

### 1、简介：起于零食，发于牵引，专注的宠物用品领军企业

公司借势皮革之都的产业集群优势，初期始于咬胶等零食产品，后加大牵引用具等用品布局力度，深耕宠物用品外贸二十载。源飞宠物多年来专注于宠物用品和宠物零食的研发、设计、生产和销售，主要产品包括宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品，狗咬胶等宠物零食等，凭借良好的服务及产品设计能力、优质的客户资源和合理的研、产、销布局，目前已成为国内规模较大的宠物用品制造商，在宠物牵引用具领域具备优势地位。公司位于温州市平阳县水头镇，温州平阳县是我国主要皮质加工地，皮质类生产原料供应充足，且上下游产业链完整，形成宠物产业集群，有“中国宠物用品出口基地”之称。2022年，温州源飞宠物玩具制品股份有限公司在深交所上市。

图 1：源飞宠物发展历程

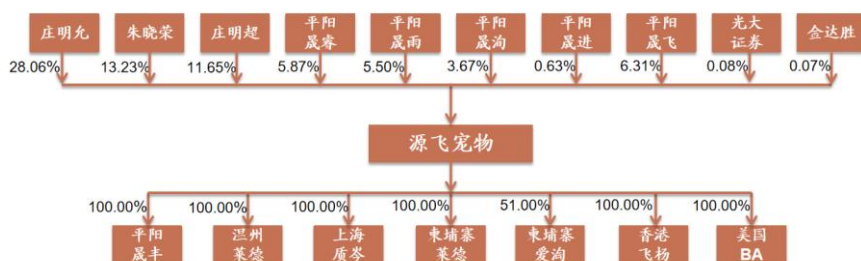


资料来源：公司官网、招商证券

### 2、股权结构：股权结构集中的家族企业

庄明允先生直接持有公司 28.06% 股权，是公司控股股东；朱晓荣先生（庄明允先生的姐夫）直接持有公司 13.23% 股权；庄明超女士（庄明允先生的姐姐）直接持有公司 11.65% 股权，通过平阳晟睿控制公司 5.87% 股权，合计持有公司 17.52% 的股权。庄明允与庄明超系姐弟关系，朱晓荣与庄明超系夫妻关系，三人合计控制公司 58.81% 的股权，三人对公司股东大会决议、董事会决议、公司经营管理决策等存在重大影响，为公司的实际控制人。

图 2：源飞宠物股权结构（截至 8 月 18 日）



资料来源：招股说明书、招商证券

### 3、业务：宠物牵引用具 ODM 为主，北美为重要市场

- ① 从产品品类来看，公司主要创收品类为宠物牵引用具，且增速领先，21 年实现营收 6.13 亿元 (YoY+74%，18-21CAGR=37%)，21 年主营收入占比约 58%，毛利率达到 29%，宠物零食为第二大创收品类，21 年实现



收入 3.53 亿元，主营收入占比约为 33%。

- ② 从销售模式来看，公司以 ODM 为主，21 年实现营收 10.54 亿元，同比增长 76%，收入占比达到 99%。
- ③ 从销售区域来看，公司以出口北美地区为主，21 年出口北美区域收入达到 7.83 亿元，且增速仍然较快，YoY+92%，18-21 年 CAGR 达到 46%，收入占比达到 74%，欧洲为第二大收入市场，收入占比为 16%。

表 1: 源飞宠物 2021 年业务情况

单位: 百万元	主营业务收入	YoY	18-21 年 CAGR	主营占比	毛利率
<b>分品类</b>					
宠物牵引用具	613	74.2%	37.2%	57.6%	27.6%
宠物零食	353	58.2%	26.6%	33.1%	15.7%
宠物注塑玩具	11	-21.7%	13.8%	1.0%	30.3%
其他宠物产品	88	395.8%	84.0%	8.2%	19.2%
<b>分模式</b>					
自有品牌 (OBM)	4	30.2%	120.3%	0.4%	
贴牌销售-贸易业务	5	63.7%	-8.1%	0.5%	
贴牌销售-ODM	1054	75.8%	35.3%	99.1%	
<b>分区域</b>					
北美洲	783	92.1%	45.6%	73.6%	
欧洲	174	36.4%	12.0%	16.3%	
亚洲	18	-19.5%	-8.5%	1.7%	23.2%
南美洲	53	150.4%	38.2%	5.0%	
大洋洲	2	98.1%	47.3%	0.2%	
中国境内	34	26.1%	44.5%	3.2%	15.9%
<b>合计</b>	<b>1064</b>	<b>75.5%</b>	<b>35.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>23.0%</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

## 二、基础已成: 绑定优质客户资源+快反供应能力+产能布局完善

### 2.1 优质客户资源: 成熟市场终端格局相对稳定, 与大客户长期稳定合作

公司与美欧日等成熟宠物市场主要销售企业建立了良好的合作关系，客户集中度较高，21 年前五大客户主营业务收入占比达到 74%。从全球市场看，欧美日等发达国家宠物行业发展历史悠久，宠物市场较为成熟，目前美国和欧洲分别是全球最大和第二大的宠物消费市场，亦是公司出口的主要区域。这些市场的销售渠道主要被国际知名专业宠物产品连锁店和大型连锁零售商所垄断，经过十多年的发展，公司已拥有美国宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、英国最大的宠物连锁超市 Pets at Home 以及国际大型连锁零售商 Walmart 和 Target 等客户，通过这些国际知名企业，公司产品广泛覆盖美欧日等市场。

表 2: 下游客户情况梳理

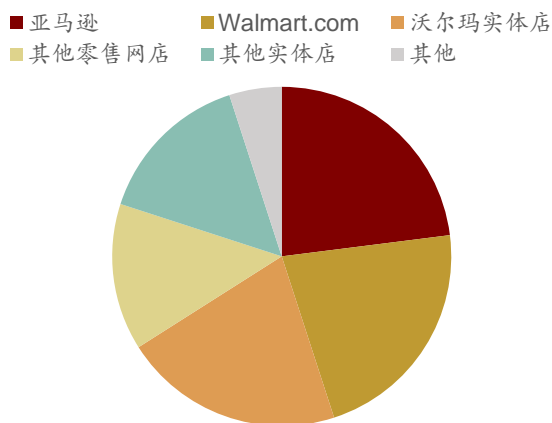
地区	客户	
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target、Amazon	
亚洲	利丰集团、KOHAN、CAINZ	
欧洲	B&M、家乐福、Fressnapf、Pets at Home、LIDL	
南美洲	CENCOSUD、Zeedog	
客户	前五大情况	主要业务
美国好氏	自 2020 年起为前五大	宠物零食
SPECTRUM	-	宠物零食
MARUKAN	-	宠物零食
PetSmart	19-21 年均为前五大	宠物牵引用具、注塑玩具及其他宠物产品

Petco	19-21 年均为前五大	宠物牵引用具
Walmart	19-21 年均为前五大	宠物牵引用具、宠物零食，主要系可拉伸牵引绳
B&M	2019、2021 年为前五大	宠物牵引用具、宠物零食
Pets at Home	2019、2020 年为前五大	宠物牵引用具、宠物零食

资料来源：公司公告，Iifind，招商证券

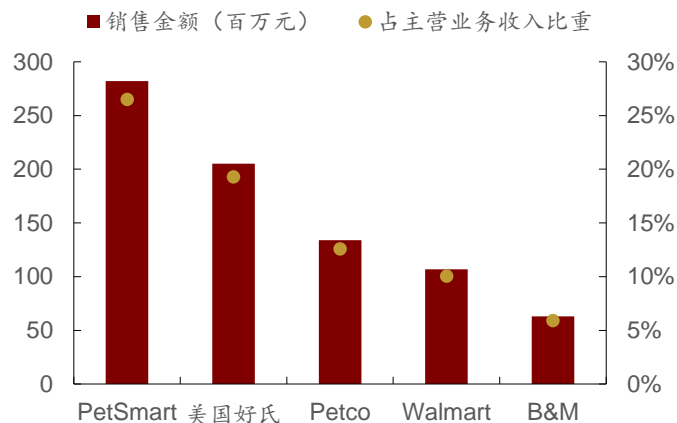
**公司客户覆盖渠道全面，合作关系稳定长期可持续。**根据美国宠物用品协会 (APPA) 数据，2021 年美国宠物主人中，23% 的人群在亚马逊购买宠物用品，在沃尔玛线上平台和实体店购买宠物用品的人群合计占比 43%，亚马逊和沃尔玛均为公司客户。一方面，北美、欧洲、日本等地的专业宠物产品连锁店、大型连锁零售商和电商平台大多不进行产品生产，主要通过自有的供应链渠道采购，但其制定了严格的合格供应商准入制度，对供应商的经营资质、生产规模、技术水平、产品性能、合格率及交货稳定性等各方面有较高的要求。另一方面，国际知名客户对供应商的认证流程复杂、认证成本较高，故一经认证合格，双方通常会保持长期稳定的合作关系。凭借良好的设计创新能力和可靠、优质的产品品质，公司积累了丰富、稳定的客户资源。以公司主要产品宠物牵引用具为例，公司凭借丰富的设计经验和可靠的品质管控能力，与原有客户的合作不断深入，PetSmart、Petco 等知名宠物用品连锁超市对公司宠物牵引用具的采购额逐年增加。公司销售合同主要采用“合作框架协议+订单”的方式。公司与主要客户一般签订长期或年度合作框架协议，并根据客户下达的订单组织生产及销售。

图 3：2021 年美国宠物主人购买宠物用品渠道分布



资料来源：美国宠物用品协会 (APPA)，智研咨询，招商证券

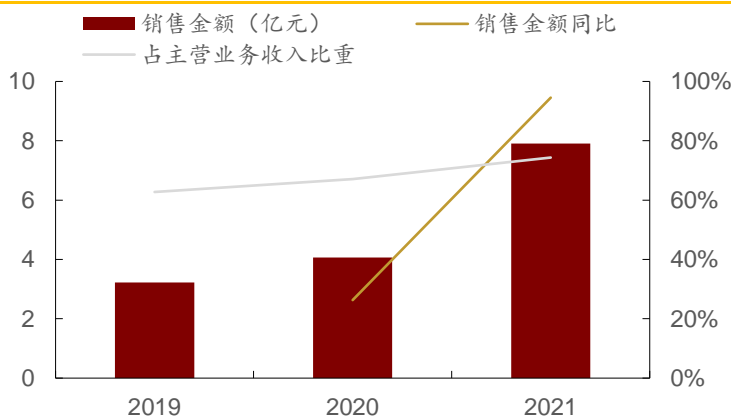
图 4：2021 年公司前五大客户销售情况



资料来源：公司公告，招商证券

**丰富且稳定的客户资源是公司打造核心竞争力的重要体现及促进因素。**首先，与公司合作的境外大型连锁零售商和连锁店自身的采购、销售及服务体系非常专业、成熟，合作过程中人为因素干扰少、风险可控，这保障了公司业务的连续性和稳定性。另外，在宠物用品与食品行业中，具备自主创新能力、客户资源优质、产品品质和市场知名度高的企业产品利润率较高，优质的客户资源利于公司开拓境外市场、提升品牌知名度、及时跟进下游市场需求并研发高端系列产品，提升公司盈利水平。2019 至 2021 年，公司宠物牵引用具营收持续上升，主要原因即为公司加大境外市场开拓导致销量上升以及 PetSmart 和 Petco 等客户对公司高端宠物牵引用具的采购量增加驱动销售单价上升。

图 5：2021 年公司前五大客户合计销售情况



资料来源：公司公告，招商证券

## 2.2 快速反应能力：贴近客户的研发策略+合理高效的研、产、销布局体系

宠物牵引用具的品类属性要求公司对市场需求有快速反应能力。①宠物牵引用具兼顾安全功能性和时尚性，需求多元化、个性化，消费者对产品的偏好会受到潮流趋势的影响；②随着宠物在养宠家庭中地位的不断提高，消费者对宠物牵引用具的品质和时尚性也提出了更高的要求；③宠物牵引用具的市场需求相对分散，产品供给一定程度上可以影响需求，新时尚产品的出现会刺激消费者购买。牵引用具的品类属性要求生产厂商具有良好的产品设计迭代能力，能够快速把握市场流行趋势，甚至引领潮流变化，并完成研发设计与生产制造。在款式和外观方面，厂商要能够紧跟市场潮流，生产符合消费者审美的产品；在质量和功能方面，生产满足消费者更高要求的产品。

表 3：公司主要宠物牵引用具产品

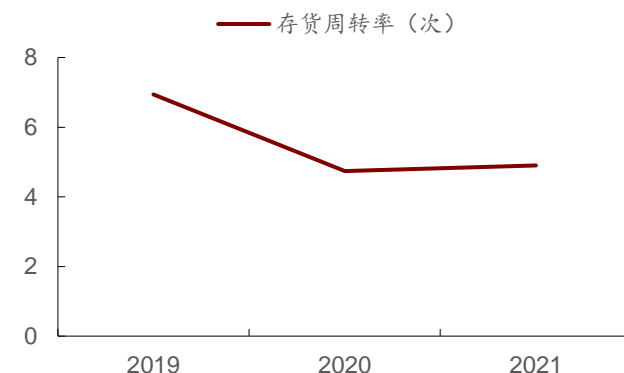
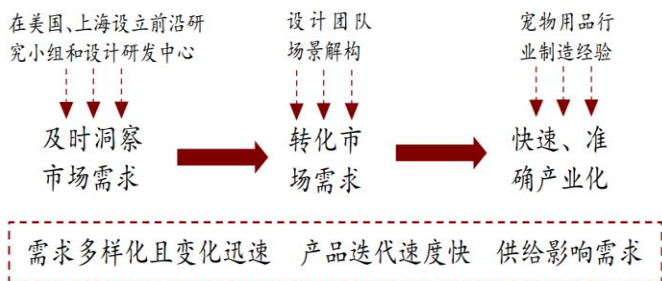
款式	尼龙基本款	印花系列	尼龙反光款	真皮系列	PU皮系列	树皮系列	户外系列	幼犬系列	猫用系列	节日系列
牵引绳										
项圈										
胸背带										

资料来源：公司公告，招商证券

及时洞察市场需求并快速、准确地进行研发设计与生产制造是公司核心竞争力的另一体现。公司多年专注的经验助力其形成了市场需求洞察、产品设计、生产及工艺一体化高效的产品设计及产业化体系。在市场需求洞察和转化方面，公司在美国、上海分别设立前沿研究小组和设计研发中心，帮助其更好、更快地把握行业需求变化趋势，响应客户需求，并由设计团队进行场景解构，在设计环节前瞻性地提升产品力。在生产和工艺实现方面，公司依托其丰富的制造经验，得以快速、准确地实现设计端的产品力提升，并通过其对原材料采购到产品生产，产品从设计到售后建立的全流程质量管控体系，保障产品品质稳定。2020 年因生产规模扩大和海外生产基地投产，公司增加存货备货导致存货周转率下降，2021 年存货周转率恢复增长态势。例如 2019 至 2021 年，公司持续推出在用料、设计和质量方面更高标准的产品，市场反应良好，被 PetSmart 和 Petco 等大客户接受，促进公司高端宠物牵引用具采购量增加。

图 6：公司具备快速的市场需求反应能力

图 7：公司存货周转率变动



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

公司通过进行新产品的开发和设计提高在宠物牵引用具领域的竞争力。产品设计开发能力是公司宠物牵引用具技术水平的主要体现，公司通过市场调研、客户交流等方式了解市场需求，凭借产品开发和款式设计能力，不断开发新产品，并对原产品进行设计更新，以优化产品结构和增强客户粘性。



表 4: 公司主要宠物牵引用具在研项目及进展

项目名称	目标与内容	所处阶段	研发方式
基于狗体工程学的宠物狗鞍具研发	本鞍具在对彭布罗克威尔士犬群狗体工程学数据收集的基础上研发, 融入公司自主研发的衬垫结构, 对不同体型同种犬群予以符合其特有身体特征的贴切设计, 大大增强了宠物狗佩戴的透气性和舒适性。	开发中	自主研发
抗菌再生聚酯宠物牵引绳的研发	将经过特殊制备方法得到改性并在活性氯溶液中进行浸泡处理、水洗、干燥的再生聚酯纤维制作而成的纱线, 编制成圆绳, 再采用这种新型材料制成具有抗菌性能的牵引绳。	开发中	自主研发
高阻燃性宠物胸背带的研发	采用阻燃面料制成的宠物胸背带, 可以避免火焰对猫、狗身体造成的伤害。	开发中	自主研发

资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2.3 产能布局完善: 深耕国内皮革制品产业链完备, 拓展海外基地前瞻性十足

公司海内外布局产能, 颇具前瞻目光。公司国内生产加工基地位于浙江省平阳县, 平阳县是我国主要的皮质加工地, 皮质类生产原料供应充足, 且上下游产业链完整。此外, 公司前瞻化地进行海外布局, 于 2018 年开始筹备海外建厂事宜。柬埔寨作为“东方十字路口”, 具备交通便利、税收优惠、劳动力资源丰富且成本较低、便于应对国际贸易摩擦等优势。2019 年公司成立柬埔寨爱淘和柬埔寨莱德两个子公司, 分别生产宠物零食(混合肉制品、宠物狗咬胶等)和宠物用品(宠物牵引用具、宠物服饰等), 作为国内产能的补充。

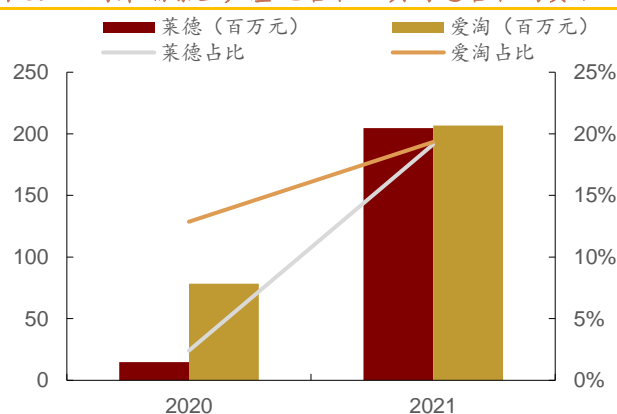
我们认为由于公司 SKU 数量多且更新频率快, 叠加产品消费需求具有需求分散多元、迭代速度快, 因此大幅采用自动化产线的规模效应并不强, 但国内人力成本的上涨大势所趋, 公司在柬埔寨的生产基地布局将在未来长期提升公司相对友商的成本优势, 进一步助力其获取更多订单并提升盈利能力。随着柬埔寨生产基地投入生产, 工厂产能得到释放, 其凭借低人力成本、对美国出口无需加征关税等优势获得了较多订单。目前柬埔寨莱德已通过 Petsmart 和 Petco 等客户的供应商认证, 并已取得相关客户的订单; 柬埔寨爱淘已通过 SPECTRUM、MARUKAN 和 Petco 等客户的供应商认证, 其中 MARUKAN 和 Petco 系公司独立开发, 目前已有相关订单, 未来将形成收入。截至 2021 年, 公司宠物零食/宠物牵引用具/宠物注塑玩具产能分别为 9800 吨/2200 万件/210 万件。

表 5: 公司柬埔寨生产基地简介

生产基地	成立时间	股权结构	2021/12/31		生产产品类型
			总资产	净资产	
柬埔寨莱德	2019/7/17	公司持股 100%	1.78 亿元	1.42 亿元	宠物用品: 牵引用具、服饰等
柬埔寨爱淘	2019/3/6	公司持股 51%; 中宠股份持股 49%	2.18 亿元	1.73 亿元	宠物食品: 混合肉制品、宠物狗咬胶

资料来源: 公司公告, 招商证券

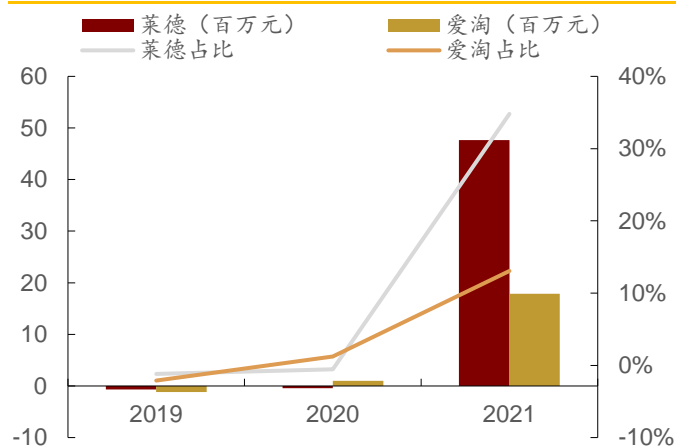
图 8: 公司柬埔寨生产基地营收及其对总营收的贡献



资料来源: 公司公告, 招商证券

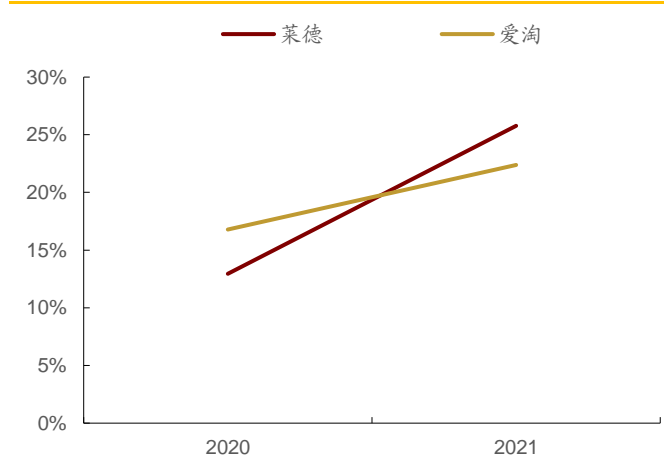
公司柬埔寨生产基地对公司整体盈利能力提升的驱动效应日渐显现。从 2020 年下半年开始, 随着工厂产能释放, 公司柬埔寨生产基地在人力成本和出口关税方面的优势逐渐显现, 盈利水平提升较快。2021 年柬埔寨莱德和柬埔寨爱淘净利润全部为正, 在归母净利润中的占比分别为 34.8% 和 13.06%, 毛利率同比亦有明显提升。

图 9：公司柬埔寨生产基地对归母净利润的影响



资料来源：公司公告，招商证券

图 10：公司柬埔寨生产基地毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

### 三、成长可期：布局宠物高潜赛道+资本助力产能扩张+品牌化积累中待时机

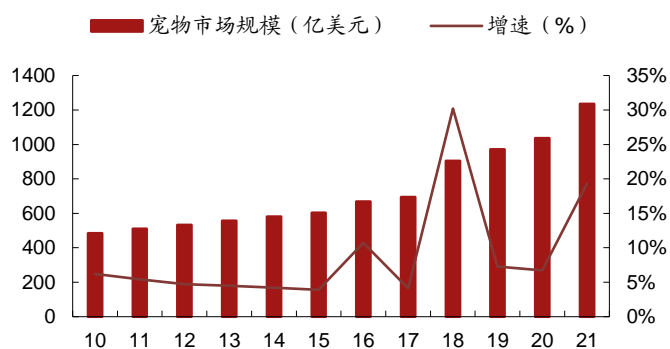
#### 3.1 需求：布局宠物高潜赛道

从全球宠物行业产值分布上来看，宠物经济主要集中在美国、欧洲和亚洲。其中，美国、欧洲等发达国家和地区的宠物市场已有百余年的历史，目前已经形成了相对成熟的宠物消费市场。根据天猫发布的《2022 年宠物品牌人群策略白皮书》，2020 年全球宠物渗透率最高的美国为 70%，宠物数量庞大，饲养宠物已经成为了稳定的社会需求、生活的重要组成部分，其他西方主要养宠高渗透国家（澳大利亚/加拿大/英国/德国）则在 35%-58% 之间，同为亚洲国家的日本也达到 28%。相较而言，中国的宠物渗透率仅为 22%，不足美国的三分之一。虽然美国、欧洲等已经建立了较大的宠物消费市场，但仍有一定增长空间。美国宠物用品协会（APPA）预计，欧美发达国家的宠物市场规模未来将以 5% 左右的速度稳定增长。

中国宠物行业的发展时间较短，但受益于国民经济的发展、消费转型升级和养宠观念变化，近年来国内宠物市场蓬勃发展。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》发布的数据，2021 年我国城镇犬猫数量为 1.1 亿只（YoY+11.4%），城镇宠物消费市场规模 2490 亿元（YoY+20.6%），单只宠物年均消费 2,216 元（YoY+8.2%）。目前中国宠物市场仍处于快速扩张时期，养宠渗透率及宠均消费支出提升空间广阔（量价齐升）。

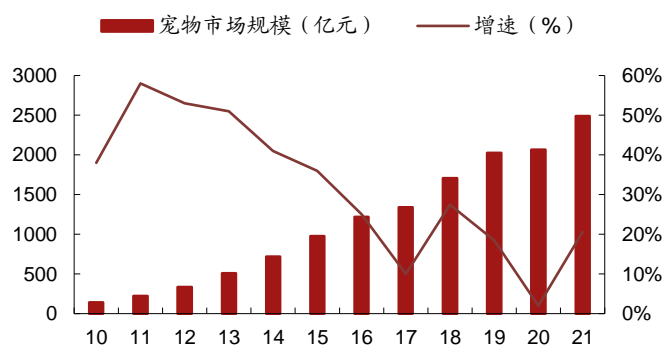
宠物的角色历经变迁，目前更多的被拟人化、赋予情感角色，家人、朋友和孩子是主要的情感纽带，由于其特殊的“陪伴”属性，人与宠物相互提供情感价值，满足全人群不同人生阶段的多维需求。公司的主要产品宠物牵引用具、宠物注塑玩具及宠物咬胶零食均为增强宠物主与宠物的情感交互的重要工具，也有利于宠物身心和外在的综合协同发展，符合“把宠物当家人”的发展需求变化趋势，实现“悦宠悦己”深层消费需求，未来需求量有望不断增大。对比成熟及初级市场的宠物消费结构亦可发现，对比更多人将宠物作为家人饲养的美国市场，大多数饲主仅满足于将宠物“养活”的我国市场宠物主粮消费占比明显较高，随着我国宠物经济消费结构升级，与宠物进行更多情感交互的零食、玩具以及具备时尚潮流属性的牵引用具需求增长潜力可期。

图 11: 美国宠物行业市场规模及增速



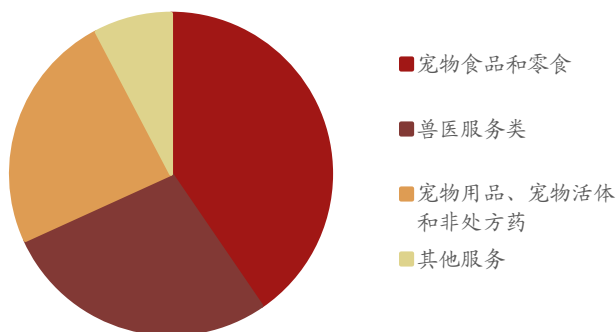
资料来源: 美国宠物用品协会 (APPA)、招商证券

图 12: 中国宠物行业市场规模及增速



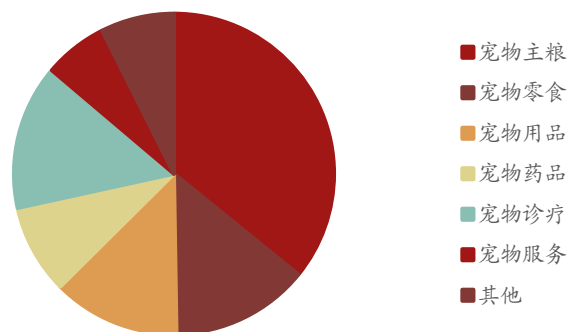
资料来源: 中国宠物行业白皮书、招商证券

图 13: 美国宠物行业消费结构



资料来源: 美国宠物用品协会 (APPA)、招商证券

图 14: 中国宠物行业消费结构



资料来源: 中国宠物行业白皮书、招商证券

### 3.2 供给: 资本助力产能扩张

募集资金投资项目将围绕公司主营业务发展, 主要用于公司宠物用品与宠物食品业务的产能和设备升级, 以提高生产效率和产品工艺水平。同时, 公司的研发和营销能力也将进一步增强, 有效提升公司产品的知名度、口碑和综合实力。本次公开发行新股所募集资金总额扣除发行费用后, 按照轻重缓急拟投入“年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2,500 万条产能提升项目”、“源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目”、“研发中心建设项目”、“营销运营中心建设项目”和“补充流动资金”五个项目, 不足部分公司将用自筹资金补足。为把握市场机遇, 使项目更快捷建成产生效益, 在本次发行上市的募集资金到位之前, 在计划的投资项目使用募集资金额度内, 公司将根据项目进度的实际情况暂以自筹资金先行投入, 并在募集资金到位后予以置换。募投项目产能达产后, 公司将具备年产宠物零食、宠物牵引用具 1.28 万吨、4700 万件的生产能力。

表 6: 募投项目

项目名称	总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)	备案情况	项目概况	项目实施规划	环保审批	具体情况
年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2.5 百万条产能提升项目	17127	17127	平阳县发改局备案号: 2104-330326-04-01-662925	公司扩大生产规模的需要, 通过购建现代化工厂, 购置生产所需的先进自动化、智能化设备, 提高生产效率, 同时利用先进的研发设备、生产设备、检测设备提升公司在相关产品方面的生产和质检能力, 实现狗咬胶以及宠物牵引带生产流程的优化, 扩大公司生产能力, 进一步提升产品质量	24 个月	根据温州市生态环境局平阳分局出具的批复, 公司募集资金投资项目, 因不属于现行有效的《建设项目环境影响评价分类管理名录	筹集资金 180 万元
源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目	7403	7403	平阳县发改局备案号: 2103-330326-07-02-388502	建设智能仓储物流系统, 提高产成品和半成品仓储物流的效率, 以及产品的交付质量, 有助于增强公司的市场竞争力和占有率, 为满足日益增长的市场订单需求奠定坚实基础	12 个月	项目环境影响评价管理名录	自有资金据实结算

目					
研发中心建设项目	4769	4769	平阳县发改局备案号: 2104-330326-04-01-662925	36个月	(2021年版)》规定的需纳入建设项目环境影响评价管理的建设项目, 无须办理环境影响评价手续
营销运营中心建设项目	6572	6572	平阳县发改局备案号: 2104-330326-04-01-662925	24个月	对周围环境影响较小
补充流动资金	5000	5000			
合计	40871	40871			

公司拟开展关于宠物用品和食品的前瞻型理论研究、智能宠物穿戴用品研发、新型面料在宠物牵引带中的运用、宠物零食配方优化、宠物服饰新潮流等研发方向, 均围绕主营产品, 以扩充及优化现有产品结构, 提高产品的市场竞争力为目标, 助力未来产能的扩充, 提高业内影响力, 适配公司的中长期战略发展规划

提升公司在国内外的品牌影响力, 助力业务扩张进程, 项目建设内容分为三个核心板块, 分别为数据中心建设、电商全渠道营销系统建设和智能分拣物流中心

满足公司持续增长带来的资金需求, 提高公司资金实力, 改善财务状况, 有利于增强公司市场竞争力

资料来源: 招股说明书、招商证券

### 3.3 品牌化积累中, 静待时机成熟

公司自有品牌仍在开发初期, 符合产业发展现况, 积极布局静待时机成熟。公司境外进行的自主品牌销售主要由子公司美国 BA 开展, 销售的产品全部为宠物牵引用具, 主要通过 Amazon、Shopify 等网络电商平台进行销售。公司逐步开拓国内市场, 制定了线上与线下并重的销售模式, 线下方面通过少量经销商对公司自有品牌进行销售推广, 线上方面通过在京东、天猫等电商平台开设网店的方式对公司的自有品牌进行推广, 主要由上海质岑负责推广。

公司将加强开拓线上线下多种渠道, 吸引优质合作商, 增强消费者对品牌的认知度, 线下将加强展会的宣传力度, 发掘优质客户, 适当推进自有品牌进入超市, 并采取标准化与定制化两大产品线策略, 在增强设计、提高生产水平、一站式购买等方面发力。公司不排除通过并购渠道商或知名品牌的方式快速建立品牌认知度。募投项目“源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目”也为公司日后在国内建设自有品牌, 进军电商领域做准备; “营销运营中心建设项目”也有利于打造自有品牌, 提高自有品牌知名度, 丰富销售渠道, 提高市场份额, 实现公司业务扩张的发展需求。

当前国内宠物市场发展阶段较早, 作为第一刚需品类的主粮尚未建立足够强大的品牌认知度, 终端价格竞争激烈, 费用投放较多, 零食及用品领域则更有待消费者对品类属性进行进一步明确的认知, 公司丰富的 ODM 经验已为品牌化之路上的产品力奠基, 且持续投入培育自主品牌, 随着国内市场成熟度及消费结构逐步发展, 公司自主品牌有望逐步放量。

表 7: 源飞宠物自有品牌

产品分类	产品示例	品牌示例
宠物项圈		Kumfi Comfy 库飞康飞
宠物牵引绳		Pawky House 有爪、BOW&ARROW
宠物玩具		犬山
宠物零食		Dirty Bones 脏脏骨

资料来源: 公司公告、招商证券



## 四、盈利预测及风险因素

### 4.1 盈利预测

公司国外市场多品类 21 年增长靓丽，22 年受库存去化影响且疫情影响下新客户拓展受限，增速预计下降。全球宠物行业仍处于稳健增长通道，23 年预计在相对低基数且疫情管控边际放松（有助于新客户拓展），叠加进一步加强存量大客户供货比例提升等因素促进下回归较快增长。毛利率层面，随着柬埔寨产能释放，规模效应、人力成本下降以及与客户价格体系优化等因素有望促进毛利率稳步提升。我们预计公司 22-24 年营业收入 11.1/13.9/18.2 亿元，分别同比增长 3.9%/25.5%/30.4%。

表 8：收入分拆简表（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
宠物牵引用具	3.52	6.13	6.48	8.25	10.97
YoY	6.7%	74.2%	5.7%	27.3%	32.9%
毛利率	33.1%	27.6%	27.9%	28.3%	28.8%
宠物零食	2.23	3.53	3.61	4.56	5.96
YoY	40.6%	58.2%	2.4%	26.2%	30.9%
毛利率	16.0%	15.7%	17.2%	18.2%	19.2%
宠物注塑玩具	0.14	0.11	0.14	0.16	0.17
YoY	57.8%	-21.7%	27.6%	17.1%	6.2%
毛利率	38.7%	30.3%	30.3%	30.8%	31.8%
营业收入	6.08	10.69	11.10	13.93	18.16
YoY	18.17%	75.71%	3.90%	25.46%	30.36%
毛利率	26.2%	22.8%	23.8%	24.5%	25.3%

资料来源：公司公告、招商证券

### 4.2 风险因素

- 贸易摩擦相关风险：**公司业务主要以出口贸易为主，若我国对外贸易环境出现变化，将对公司收入及业绩产生较大影响，因此提示贸易摩擦相关风险。
- 汇率波动风险：**由于公司业务主要以美元结算，因此汇率波动带来的汇兑收益将对公司利润产生较大影响，因此提示汇率波动风险。
- 客户拓展或维护不及预期风险：**公司大客户收入占比较高，大客户维护或新客户拓展不及预期将对公司收入及以及产生较大影响，因此提示客户拓展或维护不及预期的风险。



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	531	662	1280	1526	1852
现金	215	253	885	1038	1225
交易性投资	35	19	19	19	19
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	129	161	149	187	243
其它应收款	1	1	1	2	2
存货	136	201	198	246	318
其他	14	26	27	34	45
<b>非流动资产</b>	220	247	269	289	308
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	150	180	205	229	250
无形资产商誉	49	31	28	25	23
其他	20	36	36	35	35
<b>资产总计</b>	<b>750</b>	<b>908</b>	<b>1549</b>	<b>1815</b>	<b>2161</b>
<b>流动负债</b>	277	267	273	333	423
短期借款	42	0	0	0	0
应付账款	211	239	245	304	392
预收账款	2	4	4	5	6
其他	22	25	24	24	24
<b>长期负债</b>	1	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	<b>278</b>	<b>269</b>	<b>275</b>	<b>335</b>	<b>425</b>
股本	102	102	136	136	136
资本公积金	179	179	553	553	553
留存收益	141	274	474	651	870
少数股东权益	50	85	110	140	176
归属于母公司所有者权益	422	554	1164	1340	1559
<b>负债及权益合计</b>	<b>750</b>	<b>908</b>	<b>1549</b>	<b>1815</b>	<b>2161</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	88	119	217	220	287
净利润	84	154	226	266	327
折旧摊销	11	17	19	21	23
财务费用	7	2	(47)	(28)	(9)
投资收益	(3)	(8)	(5)	(9)	(6)
营运资金变动	(11)	(44)	22	(39)	(59)
其它	1	(2)	1	9	12
<b>投资活动现金流</b>	(59)	(30)	(39)	(35)	(38)
资本支出	(49)	(62)	(44)	(44)	(44)
其他投资	(11)	32	5	9	6
<b>筹资活动现金流</b>	39	27	455	(33)	(62)
借款变动	(1)	34	(0)	0	0
普通股增加	10	0	34	0	0
资本公积增加	53	0	375	0	0
股利分配	0	0	0	(60)	(71)
其他	(22)	(7)	47	28	9
<b>现金净增加额</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	<b>632</b>	<b>153</b>	<b>188</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	608	1069	1110	1393	1816
营业成本	449	825	846	1052	1357
营业税金及附加	3	3	3	4	6
营业费用	15	16	17	22	31
管理费用	25	30	29	36	47
研发费用	18	25	26	33	43
财务费用	22	9	(47)	(28)	(9)
资产减值损失	(2)	(8)	(4)	(5)	(6)
公允价值变动收益	6	(6)	0	0	(2)
其他收益	7	4	4	5	4
投资收益	3	8	0	4	4
<b>营业利润</b>	92	157	236	277	342
营业外收入	6	7	5	6	6
营业外支出	1	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	97	164	240	283	347
所得税	13	10	14	17	21
少数股东损益	1	17	25	30	36
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83</b>	<b>137</b>	<b>201</b>	<b>236</b>	<b>290</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	18%	76%	4%	25%	30%
营业利润	51%	72%	50%	18%	23%
归母净利润	52%	64%	47%	18%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.2%	22.8%	23.8%	24.5%	25.3%
净利率	13.7%	12.8%	18.1%	17.0%	16.0%
ROE	23.6%	28.0%	23.4%	18.9%	20.0%
ROIC	22.8%	27.0%	18.6%	17.0%	19.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.1%	29.6%	17.7%	18.5%	19.7%
净负债比率	5.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.5	4.7	4.6	4.4
速动比率	1.4	1.7	4.0	3.8	3.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.3	0.9	0.8	0.9
存货周转率	4.7	4.9	4.2	4.7	4.8
应收账款周转率	4.9	7.4	7.2	8.3	8.5
应付账款周转率	2.6	3.7	3.5	3.8	3.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.61	1.00	1.47	1.73	2.13
每股经营净现金	0.65	0.87	1.59	1.62	2.11
每股净资产	3.09	4.07	8.54	9.83	11.44
每股股利	0.00	0.00	0.44	0.52	0.64
<b>估值比率</b>					
PE	50.9	31.0	21.1	17.9	14.6
PB	10.0	7.6	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	30.6	20.6	17.9	13.8	10.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**宋盈盈：**CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。