

## 公司研究

## 用宠物时尚的理念，牵引宠物的世界

## ——源飞宠物（001222.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**宠物产品代工小巨人，深耕宠物外贸市场 20 年：**公司为家族企业，在宠物产品代工领域有近 20 年的积累，截至 2022 年 9 月，获得 44 项国际认证，54 项专利技术，每年生产 700 万公斤狗咬胶、5000 万条宠物牵引带，产品进入以欧美市场为主的宠物产品专业连锁渠道、综合商超渠道。营收与净利润增速较快，2018-2021 年公司的营业收入由 4.4 亿元增至 10.7 亿元，CAGR 为 35%；同期归母净利润由 0.6 亿元增至 1.4 亿元，CAGR 为 30%。

**打入国外宠物零售供应链，客户壁垒高筑：**公司已与海外知名宠物零售商、综合商超建立了长期且稳定的合作关系，形成较高的客户壁垒。客户名单包括：美国宠物用品零售巨头 Petco、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、Target 等。我们认为这些优质客户即是公司产品力、交付力的最佳隐形背书，有助于公司未来拓展更多的海内外优质客户。

**海外设厂，有效降低贸易摩擦风险与劳动力成本：**2019 年公司在柬埔寨建立两大子公司：柬埔寨爱淘、柬埔寨莱德，2020 年上半年投入生产。东南亚建厂可以享受当地更低的人力和土地成本，1H2021 柬埔寨爱淘的毛利率达到 23.4%，超过公司整体毛利率 0.6pcts；2020-2021 年，爱淘对总营收的贡献从 12.9% 提升至 19.3%；莱德对总营收的贡献从 2.4% 提升至 19.1%。

**擅于利用外协产能提高生产灵活度与资产使用效率：**由于宠物牵引用具种类规格多、单批次生产量较小且国内配套加工资源充裕，因此公司多利用外协产能生产宠物牵引用具，一方面可以快速响应市场需求，另一方面可以减少自身的固定资产投资，走相对偏轻资产的路线，助力公司的总资产周转率在行业中处于前列。

**总部位于宠物小镇，坐拥显著的区位优势：**公司总部位于“中国宠物用品出口基地”、“国家级出口宠物食品质量安全示范区”与“国家外贸转型升级基地”——浙江省平阳县水头镇，2020 年水头镇宠物咬胶食品出口额占全国同类产品总量 60% 以上，宠物行业从业人员超过 1 万人。完善的配套体系、产业集群，为公司减低供应链成本，提升运营效率，提供了区位优势。

**盈利预测、估值与评级：**考虑疫情对公司经营环境的影响，结合公司自身对 2022 年前三季度的收入与业绩预测，我们预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别是 2.03/2.31/2.84 亿元，折合 EPS 分别是 1.49/1.70/2.09 元，对应 PE 分别是 19/17/14 倍。鉴于公司是宠物用品代工龙头企业，国外客户壁垒较高，产能优势逐步释放且具备一定的区位优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**汇率波动风险，国外宠物产品消费低迷，中美贸易摩擦加剧的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	608	1,069	1,096	1,405	1,863
营业收入增长率	18.17%	75.71%	2.54%	28.24%	32.56%
净利润（百万元）	83	137	203	231	284
净利润增长率	51.51%	64.46%	48.14%	14.09%	22.98%
EPS（元）	0.81	1.34	1.49	1.70	2.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.73%	24.68%	16.95%	17.00%	18.11%
P/E	35	21	19	17	14
P/B	6.9	5.3	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-09-30，公司 2020-21 年末股本数为 1.02 亿股，2022 年 8 月因 IPO 股本增至 1.36 亿股。

## 买入（首次）

当前价：28.58 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001  
021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

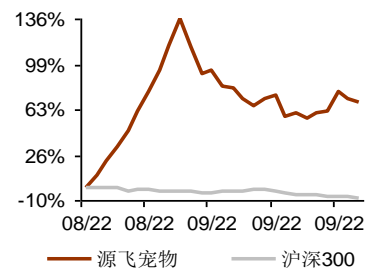
执业证书编号：S0930522030003  
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.36
总市值(亿元):	38.97
一年最低/最高(元):	16.45/46.55
近 3 月换手率:	181.21%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-25.95	59.60	67.60
绝对	-31.86	44.78	44.78

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

考虑国外客户去库存的节奏,结合公司自身对2022年1-9月的收入与业绩预测,我们预计公司2022年的收入增速放缓,2023-2024年假设公司可顺利参加国内外宠物展会开拓新客户,预计收入增速可逐步恢复。我们预计2022-2024年公司营收分别为10.96/14.05/18.63亿元,同比增速分别为2.54%/28.24%/32.56%。

### 我们的核心观点

目前中国宠物市场正处于高速发展期,行业竞争格局尚未固化。根据欧睿数据,2008-2021年,中国宠物市场规模从118亿元增至800亿元,CAGR为16%,同期全球宠物市场规模CAGR为4%,美国宠物市场规模CAGR为5%;预计2022-2027年,中国宠物市场规模将从904亿元增至1636亿元,CAGR为13%。

公司深耕宠物外贸市场近20年,目前已经形成以宠物牵引绳为主的宠物用品、以狗咬胶为主的宠物零食以及宠物注塑玩具三大业务板块,产品主要出口美国市场。近年来,公司也逐步发力OBM业务,布局国内快速发展的宠物赛道。

我们认为公司的核心竞争力是以下四点:

- 1、公司打入海外优质宠物用品零售巨头与连锁商超的供应链,建立稳固的客户壁垒。公司的海外客户名单包括:美国宠物用品零售巨头Petco(在美国宠物行业的市占率排名第一)、PetSmart(在美国宠物行业的市占率排名第二)、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、Target等。这些优质客户即是公司产品力、交付力的最佳隐形背书,有助于公司未来拓展更多的海内外优质客户。
- 2、在柬埔寨建立子公司,规避中美贸易摩擦风险,降低生产成本。通过设立柬埔寨爱淘、柬埔寨莱德两家子公司,公司不仅可以规避中美贸易摩擦风险,还可以利用柬埔寨的优惠税收政策与低廉的劳动力成本,并逐步释放规模效应。
- 3、选用外协产能,快速响应市场需求,降低生产成本,提高总资产周转率。公司的宠物牵引用具的生产部分采用外协加工,可快速响应市场需求,并降低生产成本。在外协产能助力下,公司的资产使用效率较高,总资产周转率在同业中处于前列。
- 4、总部位于宠物小镇,区位优势显著。公司总部位于浙江省平阳县水头镇,已经形成庞大的宠物产业集群,较强的区位优势可为公司节省交易成本,助于公司选择优质供应商,并建立长久的合作关系。

### 股价上涨的催化因素

美欧经济向好,居民消费能力提高,下半年感恩节、圣诞节等节日增加对宠物产品的采购。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2022-2024年公司的归母净利润分别是2.03/2.31/2.84亿元,折合EPS分别是1.49/1.70/2.09元,对应PE分别是19/17/14倍。鉴于公司是宠物用品代工龙头企业,国外客户壁垒较高,产能优势逐步释放且具备一定的区位优势,首次覆盖,给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、公司概况</b> .....	<b>7</b>
1.1、深耕宠物外贸市场近 20 年，将简单的事做到极致.....	7
1.2、家族式企业，股权结构集中.....	7
1.3、营收净利持续走高，产品主攻美国市场.....	8
1.4、期间费用管控严格，盈利能力位于行业前列.....	12
1.5、宠物零食产能提升较快，各品类产销两旺.....	14
1.6、募资扩充产能，规模效应有望提升.....	15
<b>2、全球宠物市场：美国占主导，中国正崛起</b> .....	<b>16</b>
2.1、全球宠物经济：疫情之下，不降反升.....	16
2.2、全球宠物食品：海外企业控盘，中国发展潜力巨大.....	18
2.3、全球宠物用品：精细、多元化发展，竞争格局分散.....	19
<b>3、美国：宠物业步入成熟期，结构趋于稳定</b> .....	<b>22</b>
3.1、疫情令宠物经济再度繁荣，线上渠道异军突起.....	22
3.2、宠物食品：雀巢、玛氏持续领跑，线下仍是主战场.....	23
3.3、宠物用品：星罗棋布，线上渠道已超过线下.....	24
<b>4、中国：养宠段位较低，但发展势头迅猛</b> .....	<b>26</b>
4.1、宠物经济兴起，但养宠渗透率/意识提升空间很大.....	26
4.1.1、养宠主力转向高学历年轻群体，有助于“量、价”齐升.....	27
4.1.2、社会、人口的变迁有助于提升国内养宠渗透率.....	28
4.1.3、社交媒体助力行业发展，助力宠物文化的形成.....	28
4.1.4、政策规范养宠行为，有助于提升家庭宠物消费开支.....	29
4.2、宠物食品：电商为主，国产与海外品牌并驾齐驱.....	29
4.3、宠物用品：市场逐步集中，但仍有较大的提升空间.....	31
4.4、资本实力与产品质量共建行业准入门槛.....	32
<b>5、公司核心竞争力</b> .....	<b>34</b>
5.1、打入国外宠物零售供应链，客户壁垒高筑.....	34
5.2、海外设厂，有效降低政治风险与劳动力成本.....	37
5.3、擅于利用外协产能提高生产灵活度与资产使用效率.....	39
5.4、总部位于宠物小镇，坐拥显著区位优势.....	40
<b>6、盈利预测</b> .....	<b>42</b>
6.1、关键假设与盈利预测.....	42
6.2、相对估值.....	43
6.3、绝对估值.....	43
6.4、估值结论与投资评级.....	45
6.5、股价驱动因素.....	45
<b>7、风险分析</b> .....	<b>45</b>

## 图目录

图 1: 公司发展简史 .....	7
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022 年 8 月 18 日) .....	8
图 3: 2018-2021 年公司营业收入与同比增速 .....	8
图 4: 2018-2021 年公司归母净利润与同比增速 .....	8
图 5: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市的公司营收 .....	9
图 6: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市的公司归母净利润 .....	9
图 7: 2018-2021 年公司各品类销售收入 (百万元) .....	10
图 8: 2018-2021 年公司各品类销售收入占比 (%) .....	10
图 9: 2018-2021 年公司国内外业务收入占主营收入比例 .....	11
图 10: 2018-2021 年公司出口至美国产品金额占营业收入比例 .....	11
图 11: 2019-2021 年公司贴牌业务营收 CAGR44% .....	11
图 12: 2019-2021 年公司自有品牌营收 CAGR77% .....	11
图 13: 2018-2021 年公司按季度销售收入 .....	12
图 14: 2018-2021 年公司按季度销售收入占比 .....	12
图 15: 2018-2021 年公司毛利率 (%) .....	12
图 16: 公司各类产品毛利率 (%) .....	12
图 17: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/即将上市的公司毛利率 .....	13
图 18: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市的公司平均毛利率 .....	13
图 19: 2018-2021 年公司期间费用控制严格 .....	13
图 20: 2021 年公司销售净利率回升至 14.4% .....	13
图 21: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市公司期间费用率 .....	14
图 22: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市公司销售费用率 .....	14
图 23: 2021 年选定上市公司的业务模式构成 .....	14
图 24: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/即将上市的公司净利率 .....	14
图 25: 2018-2021 年公司各品类自有产能变化 .....	14
图 26: 公司各品类产能利用率 .....	14
图 27: 2018-2021 年公司各品类产销率 .....	15
图 28: 2008-2027E 全球宠物市场规模 .....	16
图 29: 2021 年全球宠物市场的地域占比 .....	16
图 30: 2008-2022E 加/美两国拥有宠物猫的家庭占比最高 .....	17
图 31: 2008-2022E 美国拥有宠物狗的家庭占比最高 .....	17
图 32: 2022E 全球宠物市场的分类占比 (按销售额) .....	17
图 33: 2019-2020 年中/美/日/德/英国宠物市场同比增速 .....	17
图 34: 2021 年中国高消费宠主占比提升至 25% .....	17
图 35: 2009-2027E 全球宠物食品/用品增速 .....	18
图 36: 2008-2027E 全球宠物食品行业规模 .....	18
图 37: 2020 年全球宠物食品竞争格局 (按销售额) .....	18
图 38: 中/日/加/美/英国的加工型猫粮渗透率 .....	19
图 39: 中/日/加/美/英国的加工型狗粮渗透率 .....	19

图 40: 2017-2030E 全球宠物用品行业规模.....	19
图 41: 2020 年全球宠物用品市场地域占比 (按销售额) .....	19
图 42: Trixie 旗下的小狗代步工具 .....	20
图 43: Trixie 旗下的慢食系列碗.....	20
图 44: Trixie 旗下的宠物兔户外用具列举 .....	21
图 45: 预计 2027 年美国宠物市场规模达到 863 亿美元 .....	22
图 46: 2021 年美国宠物市场构成 (按销售额) .....	22
图 47: 2008-2022E 美国宠物市场的渠道分布 .....	23
图 48: 2008-2027E 美国宠物食品市场规模.....	23
图 49: 美国宠物食品市场集中度较高 (按销售额) .....	23
图 50: 美国宠物食品的线上销售占比不断提升 .....	24
图 51: 2008-2027 年美国宠物用品市场规模 .....	24
图 52: 2012-2021 年美国宠物用品市场集中度 (按销售额) .....	24
图 53: 美国宠物用品的线上渠道与线下渠道形成分庭抗礼之势 .....	25
图 54: 预计 2027 年中国宠物行业市场规模将达到 1636 亿元 .....	26
图 55: 2020 年中国宠物食品/用品占据 40%/10%的份额 (按销售额) .....	26
图 56: 中国/日本/美国的养宠渗透率 (2021) .....	27
图 57: 2019-2021 年中国宠物主的平均月收入分布情况.....	27
图 58: 2018-2021 年中国宠物主年龄分布 .....	28
图 59: 2019-2021 年中国宠物主学历分布 .....	28
图 60: 国内 65 岁以上人口占比.....	28
图 61: 国内一人户、二人户家庭占比.....	28
图 62: 不同平台宠物内容特征 .....	29
图 63: 宠物账号创作者账号规模及用户比例.....	29
图 64: 宠物行业政策发展.....	29
图 65: 中国宠物食品市场规模及预测.....	30
图 66: 中国宠物食品细分品类与占比.....	30
图 67: 2012-2021 年中国宠物食品 CR10 从 32.8%降至 24% (按销售额) .....	30
图 68: 2020 年中国宠物食品的渠道分布 (按销售额) .....	30
图 69: 2021 年中国犬类主粮品牌使用率 TOP20.....	31
图 70: 2021 年中国猫类主粮品牌使用率 TOP20.....	31
图 71: 2021-2025E 中国宠物零食市场规模.....	31
图 72: 2021 年中国宠物零食购买频率分布 .....	31
图 73: 2008-2027 年中国宠物用品市场规模及预测 .....	32
图 74: 2016-2021 年中国宠物用品市场集中度逐步提高.....	32
图 75: 2021 年宠物用品细分品类的购买频次.....	32
图 76: 用户选择宠物用品的考虑因素.....	32
图 77: 各公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 .....	33
图 78: 公司已形成较高的客户壁垒 .....	34
图 79: 2018-2021 公司前五大客户集中度持续提升 (按采购额) .....	34
图 80: 2010-2021 年 Pets at Home 主营业务收入与同比增速 .....	35

图 81: 2010-2021 年 Pets at Home 毛利率与净利率.....	35
图 82: 2018-1H2021 Pets at Home 的采购额.....	35
图 83: 2018-1H2021 Pets at Home 采购额占比下降.....	35
图 84: 2021 年 PetSmart 美国市场份额占比 (按销售额) .....	36
图 85: 2017-2021 年 PetSmart 营业收入及同比增速.....	36
图 86: 2018-2021 年 PetSmart 采购额 .....	36
图 87: 2018-2021 年 PetSmart 采购额占公司营收比重.....	36
图 88: 2018-2021 年 Petco 营业收入与同比增速.....	37
图 89: 2019-2021 年 Petco 净利润和同比增速 .....	37
图 90: 2018-2021 年 Petco 采购额.....	37
图 91: 2018-2021 年 Petco 采购额占公司营收的比重.....	37
图 92: 2019 年柬埔寨人均月薪与中国人均月薪对比.....	38
图 93: 2021 年中国是柬埔寨最大的投资国 .....	38
图 94: 2020-2021 年柬埔寨爱淘的营业收入与归母净利润 .....	38
图 95: 2021 年柬埔寨爱淘毛利率与公司综合毛利率差距缩小 .....	38
图 96: 2020-2021 年柬埔寨莱德的营收与净利润.....	39
图 97: 2018-2021 年公司宠物零食的自主产量和外协产量 .....	39
图 98: 2018-2021 年公司宠物零食的自主产量与外协产量占比.....	39
图 99: 公司宠物牵引用具的自主产量和外协产量 .....	40
图 100: 公司宠物牵引用具的自主产量和外协产量占比 .....	40
图 101: 2018-2021 年公司总资产周转率与同业的对比.....	40
图 102: 平阳县宠物小镇.....	41
图 103: 2012-1H2022 年平阳县宠物用品出口额.....	41
图 104: 平阳县政府设置 2025 年宠物用品产业链的产值目标是 47 亿元.....	41

## 表目录

表 1: 公司 IPO 募集资金用途.....	15
表 2: 2012-2021 年全球宠物用品竞争格局 (%，按零售额口径) .....	20
表 3: 2021 年公司部分委外加工供应商名单 .....	41
表 4: 公司盈利预测假设表.....	42
表 5: 可比公司估值表 .....	43
表 6: 绝对估值核心假设表.....	44
表 7: 现金流折现及估值表.....	44
表 8: 敏感性分析表.....	44
表 9: 各类绝对估值法结果汇总表.....	44

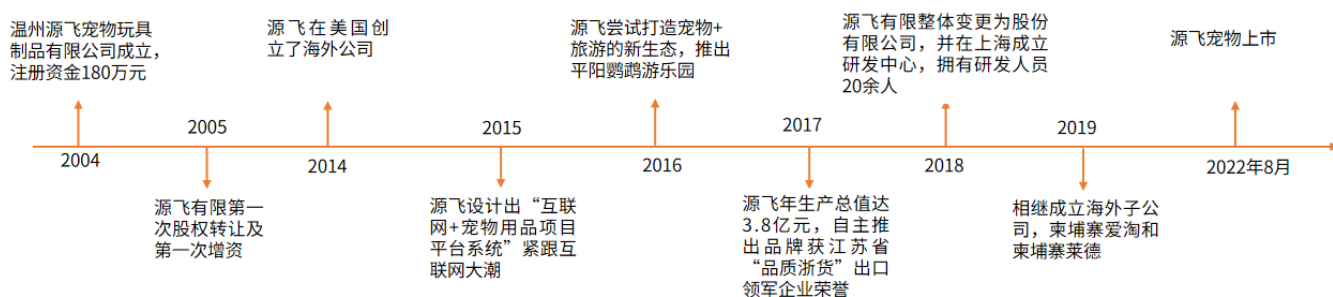
## 1、公司概况

公司多年来专注于宠物用品和宠物零食的研发、生产和销售，拥有出色的产品设计和产业化能力。凭借良好的产品质量和高粘性的优质客户资源，公司目前已成为国内规模较大的宠物用品制造商，并在宠物牵引用具领域具备很强的市场竞争力。公司目前在上海、美国、柬埔寨分别设有设计研发中心、前沿研究小组和境外生产基地，构建了专业化、系统化和国际化的宠物产品设计和生产团队，能够充分满足客户定制化和批量化生产的需求。

### 1.1、深耕宠物外贸市场近 20 年，将简单的事做到极致

公司成立于 2004 年，总部位于浙江平阳县，主要从事狗咬胶、宠物带及宠物配件的研发、设计、生产、及销售；2014 年，在美国创立子公司，巩固并开拓美国市场；2018 年，公司完成股份制改革；2019 年，公司开始在海外设厂扩充产能，成立柬埔寨爱淘、柬埔寨莱德两家子公司；2022 年 8 月，公司成功登陆深交所主板。通过近 20 年的深耕细作，公司将宠物 ODM 代工业务做到极致，截至 2022 年 9 月，已获得 44 项国际认证，54 项专利技术，每年生产 700 万公斤狗咬胶、5000 万条宠物牵引带，产品已进入欧美的宠物产品专业连锁渠道、综合商超渠道。

图 1：公司发展简史

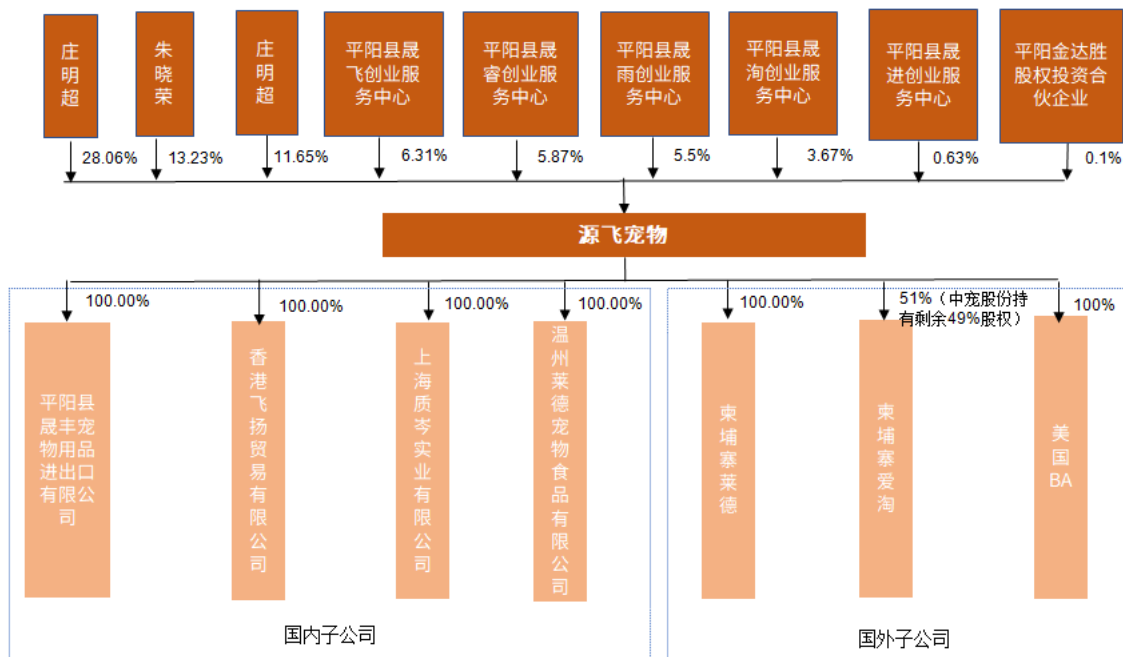


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 1.2、家族式企业，股权结构集中

截至 2022 年 8 月，公司董事长庄明允先生直接持有公司 28.06% 的股份，为公司的实际控制人；另外庄明允先生的姐姐庄明超女士直接持有公司 11.65% 的股份，通过平阳晟睿间接持有公司 5.87% 的股权；庄明超的配偶朱晓荣先生直接持有公司 13.23% 股权，三人合计持有公司 58.81% 的股权。股权结构集中与家族式管理，有助于大股东有效推行经营决策，制定长远发展战略，减少追求短期利益的行为。

图 2：公司股权结构图（截至 2022 年 8 月 18 日）

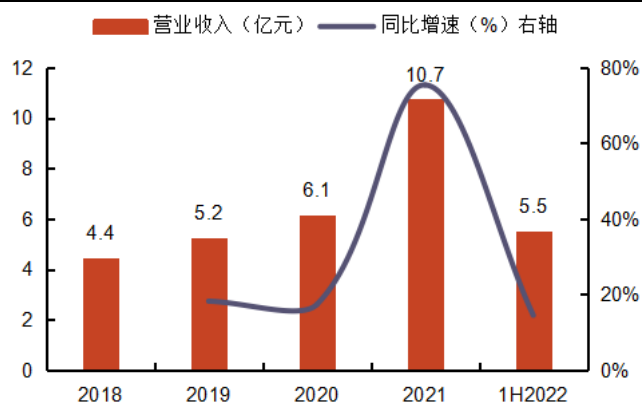


资料来源：wind，光大证券研究所

### 1.3、营收净利持续走高，产品主攻美国市场

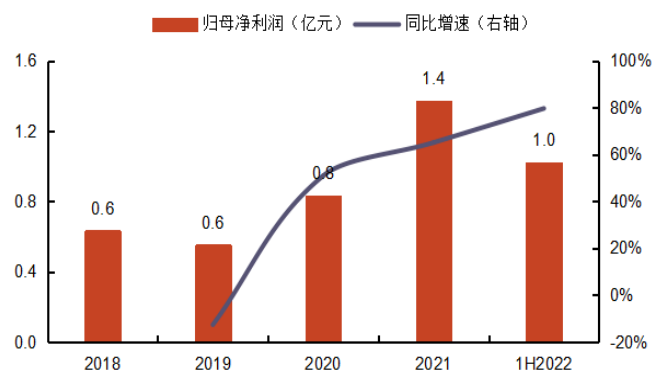
2018-2021 年公司营收由 4.4 亿元增至 10.7 亿元，CAGR 为 35%；同期归母净利润由 0.6 亿元增至 1.4 亿元，CAGR 为 30%。即使自 2020 年以来，在疫情及地缘政治冲击下，公司的营收与净利润仍然呈现较快增速，2021 年营收/归母净利润同比增速分别为 75.7%/64.5%，1H2022 营收/归母净利润分别为 5.5/1.0 亿元，分别同比增长 14.5%/79.6%。

图 3：2018-2021 年公司营业收入与同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：2018-2021 年公司归母净利润与同比增速



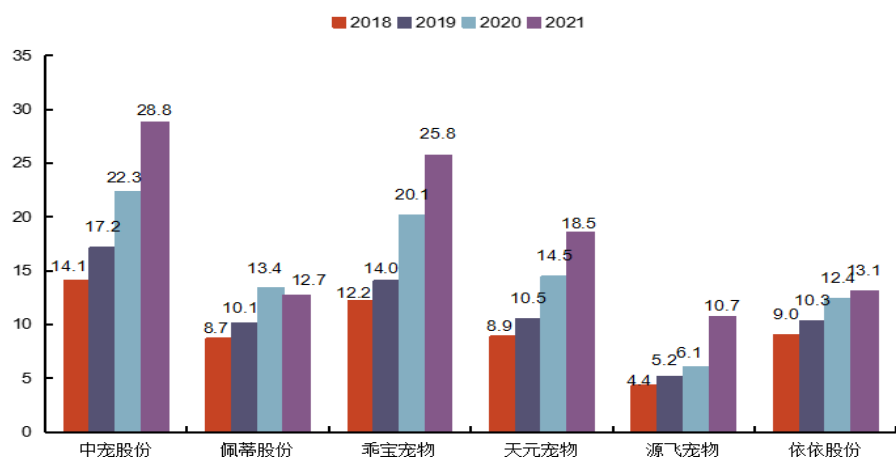
资料来源：Wind，光大证券研究所

新冠疫情期间，全球宠物市场并未受到疫情冲击，2018-2021 年宠物赛道各 A 股上市/即将上市的公司营收规模均快速上涨。虽然从营收体量看，中宠股份是营收体量最大的企业，乖宝宠物位居次席，2021 年营收分别为 28.8/25.8 亿元，但从 2018-2021 年的营收 CAGR 看，源飞宠物增速最快，达到 35%；同期，



中宠股份/佩蒂股份/乖宝宠物/天元宠物/依依股份的营收 CAGR 分别为 27%/13%/28%/ 28%/13%。

图 5: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市的公司营收

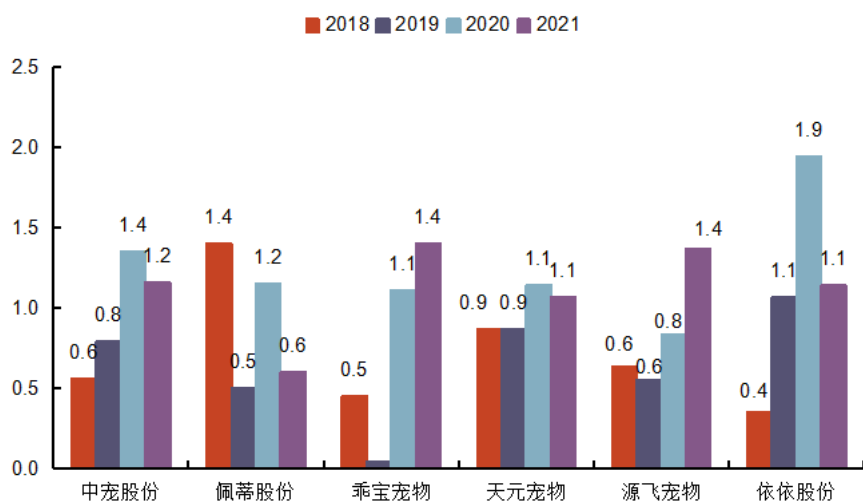


资料来源: wind, 光大证券研究所 单位: 亿元

注: 由于福贝宠物缺失 2021 年数据, 路斯股份于新三板上市, 此处剔除福贝宠物、路斯股份

从 2021 年归母净利润体量看, 源飞宠物与乖宝宠物归母净利润均达到 1.4 亿元, 并列行业第一, 2018-2021 年, 中宠股份/佩蒂股份/乖宝宠物/天元宠物/源飞宠物/依依股份的归母净利润 CAGR 分别为 27%/-25%/46%/7%/30%/48%, 源飞宠物的利润 CAGR 依然位居行业前列。

图 6: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市的公司归母净利润

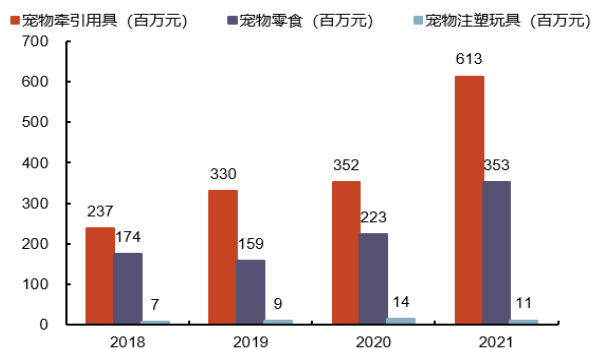


资料来源: wind, 光大证券研究所 单位: 亿元

注: 由于福贝宠物缺失 2021 年数据, 路斯股份于新三板上市, 此处剔除福贝宠物、路斯股份

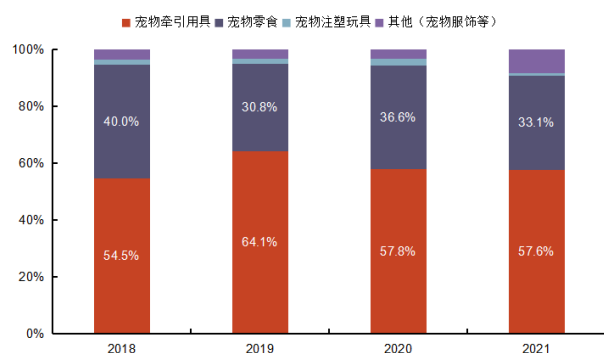
分品类看，宠物牵引用具是源飞宠物第一大业务支柱，宠物零食紧随其后。2021年，宠物牵引用具营收为 6.1 亿元，占比达到 57.6%；宠物零食营收为 3.5 亿元，份额占比为 33.1%。2018-2021 年宠物牵引用具/零食/注塑玩具的 CAGR 分别是 37%/27%/14%。

图 7：2018-2021 年公司各品类销售收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

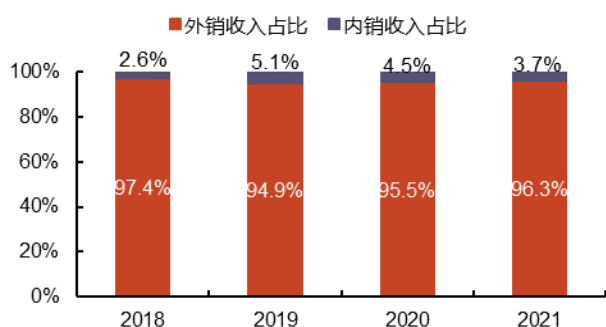
图 8：2018-2021 年公司各品类销售收入占比 (%)



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

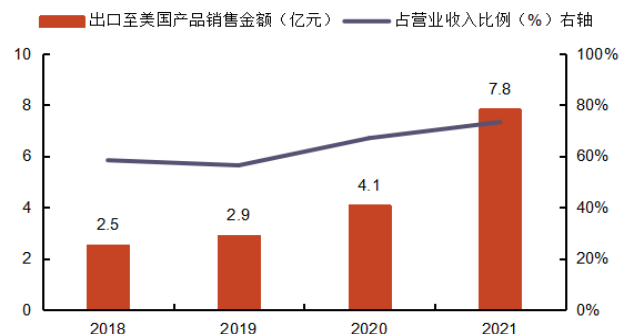
分地区看，公司产品主要用于出口，美国是第一大市场。公司近些年开始布局国内市场，且随着国内宠物市场规模扩大，宠物食品、用品的需求快速增长，内销收入占比从 2018 年的 2.6% 小幅上升到 2021 年的 3.7%。2018-2021 年，公司出口至美国的产品销售额分别为 2.5/2.9/4.1/7.8 亿元，占营收比例分别为 58.4%/56.4%/67.0%/73.3%。

图 9：2018-2021 年公司国内外业务收入占主营收入比例



资料来源：wind，光大证券研究所

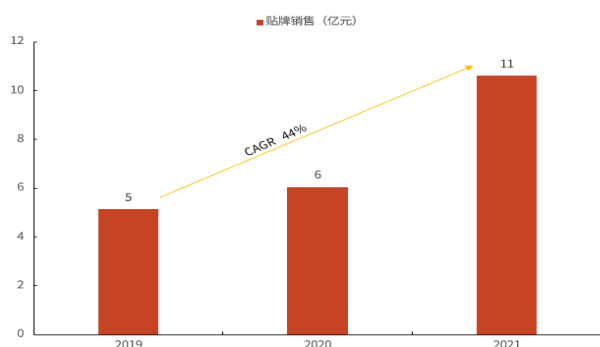
图 10：2018-2021 年公司出口至美国产品金额占营业收入比例



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

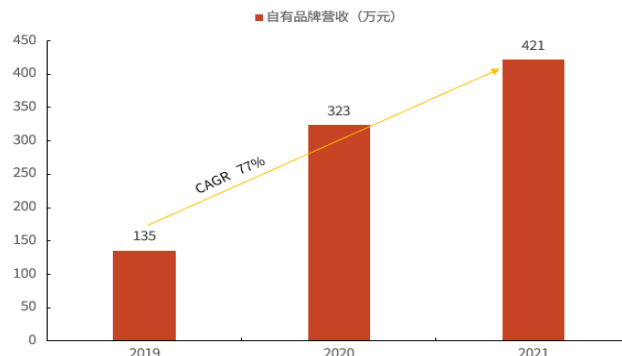
分业务模式看，公司主要采用贴牌销售的业务模式。2019-2021 年，公司贴牌业务营收从 5 亿元增至 11 亿元，CAGR 为 44%，2020 年 Q2 随着柬埔寨工厂投产，贴牌销售开始起量，2021 年营收同比增长超 75%。公司目前的自有品牌营收体量较小，2019-2021 年，自有品牌营收分别是 135/323/421 万元，占营收比重分别为 0.3%/0.5%/0.4%。

图 11：2019-2021 年公司贴牌业务营收 CAGR44%



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 12：2019-2021 年公司自有品牌营收 CAGR77%



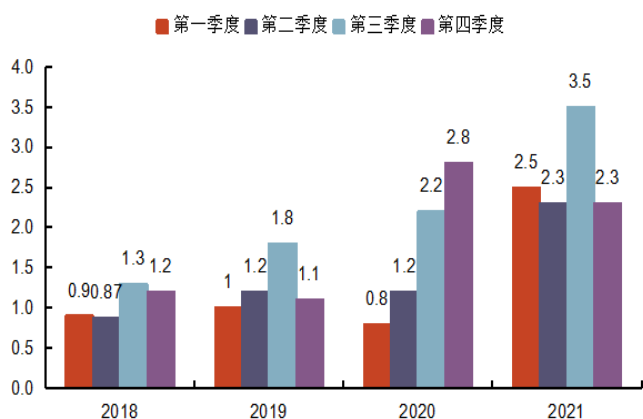
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司在境外的自主品牌业务主要由子公司美国 BA 开展，销售的产品全部为宠物牵引用具，主要在 Amazon、Shopify 等线上平台销售。公司在境内的自主品牌业务由上海质岑子公司负责推广，主要采取线下推广的方式。

我们认为虽然目前自有品牌营收规模体量较小，但是这意味着公司已经开始从代工厂商向自有品牌生产商转型，由于国外的宠物市场发展已经相对成熟，公司通过 ODM 打入国外市场，经营风险相对较小；国内的宠物市场竞争格局尚未固化，公司通过 OBM 自主品牌的方式主攻国内市场，更易博取未来的大收益。

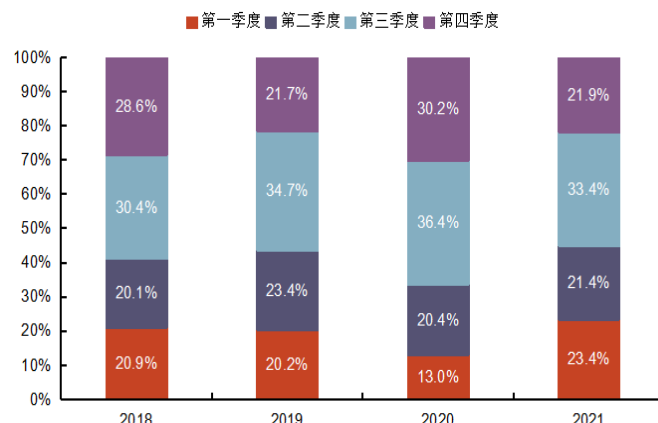
分季节看，第三、第四季度为公司的销售旺季。由于欧美国家的宠物市场较为发达，不少宠物主会给宠物过节日，而欧美国家的传统大型节日如感恩节、圣诞节等集中于每年的下半年，考虑到货物海上运输时间，公司的境外客户会提前备货，因此三、四季度为公司的传统销售旺季。

图 13: 2018-2021 年公司按季度销售收入



资料来源: wind, 光大证券研究所 单位: 亿元

图 14: 2018-2021 年公司按季度销售收入占比



资料来源: wind, 光大证券研究所

### 1.4、期间费用管控严格，盈利能力位于行业前列

由于 2021 年以来原料价格上涨，公司未将原料成本压力充分向下游客户传导，因此 2021 年的综合毛利率下滑 3.5pcts。细分品类来看，宠物牵引用具的毛利率为 27.6%，零食毛利率为 15.7%，注塑玩具毛利率为 30.3%。

图 15: 2018-2021 年公司毛利率 (%)

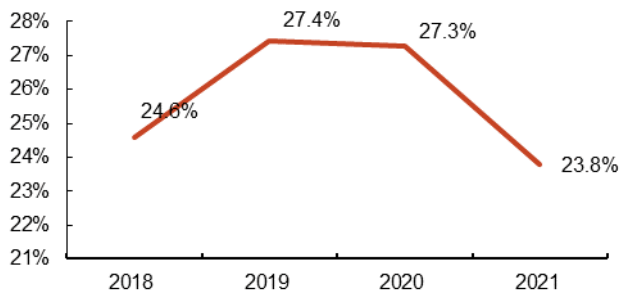
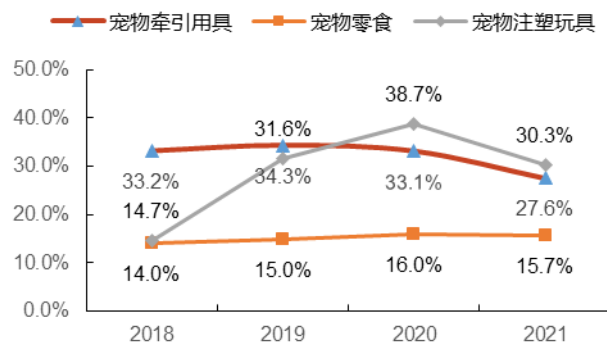
资料来源: wind, 光大证券研究所  
注:2020 与 2021 年使用剔除运输费用的营业成本计算毛利率

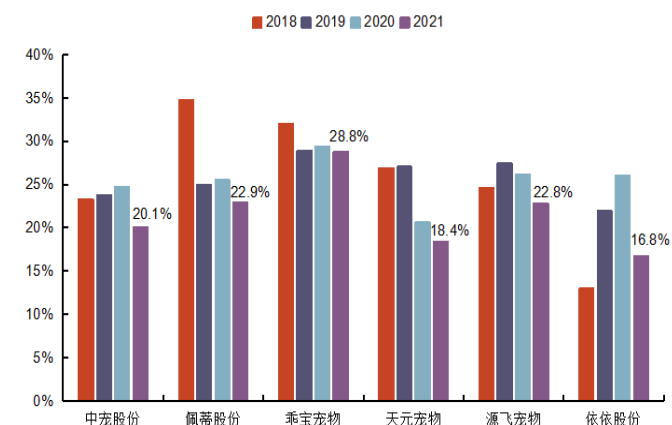
图 16: 公司各类产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

以已经上市和即将上市的 6 家宠物公司作为样本统计，2018-2021 年行业整体盈利能力呈现下降趋势，平均毛利率从 2018 年的 25.8% 下降至 2021 年的 21.6%。由于源飞宠物与依依股份主要是外销 ODM 业务，在一定程度上避开了国内宠物赛道的“内卷”，与国外多个优质宠物品牌商建立长期良好合作关系，源飞宠物 2018-2021 年的毛利率降幅最小，为 1.8pcts，依依股份同期毛利率上升 3.8pcts。同期，中宠股份/佩蒂股份/乖宝宠物/天元宠物的毛利率降幅分别为 3.3/11.8/3.3/8.5pcts。

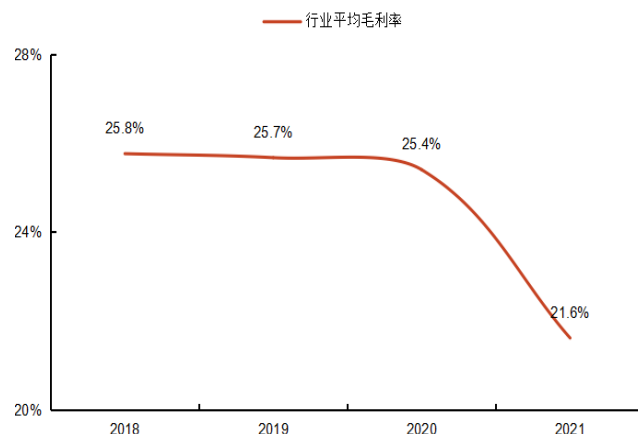
图 17: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/即将上市的公司毛利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

注: 由于福贝宠物缺失 2021 年数据, 路斯股份于新三板上市, 此处剔除福贝宠物、路斯股份

图 18: 2018-2021 宠物赛道 A 股上市/将上市的公司平均毛利率

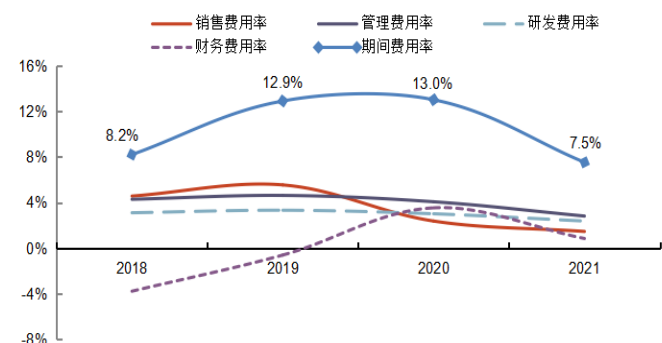


资料来源: wind, 光大证券研究所

注: 样本公司包括中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物、天元宠物、源飞宠物与依依股份。

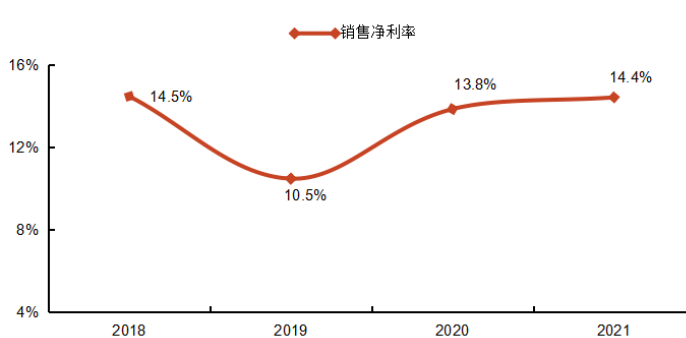
2018-2021 年, 源飞宠物的期间费用率从 2018 年 8.2% 降至 7.5%。由于汇兑损失增加, 2018-2021 年间, 公司的财务费用率上涨迅猛, 从-3.8% 升至 0.9%, 同期销售费用率、管理费用率、研发费用率均有所下降, 其中销售费用率从 4.6% 降至 1.5%, 管理费用率从 4.3% 降至 2.8%, 研发费用率从 3.1% 降至 2.4%。在严格的费用管控下, 2021 年公司的销售净利率回升至 14.4%。

图 19: 2018-2021 年公司期间费用控制严格



资料来源: wind, 光大证券研究所

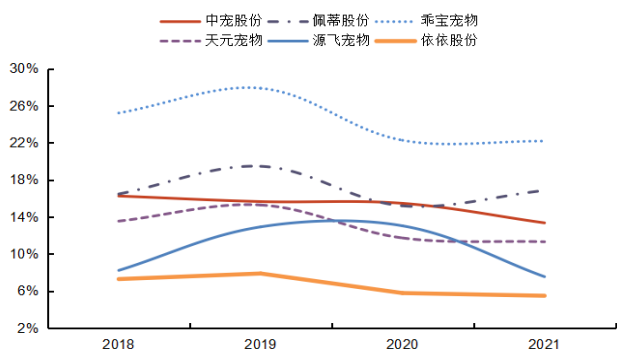
图 20: 2021 年公司销售净利率回升至 14.4%



资料来源: wind, 光大证券研究所

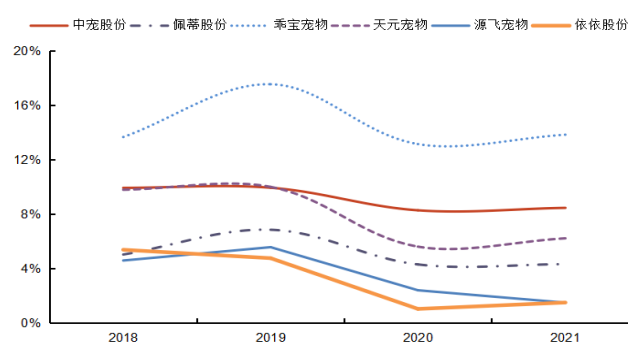
与同业对比看, 公司的业务结构以 ODM 为主, 在 OBM 上目前投入较低, 且客户渠道成熟, 因此期间费用率/销售费用率在同业中处于较低位置。2021 年, 中宠股份/佩蒂股份/乖宝宠物/天元宠物/源飞宠物/依依股份的期间费用率分别为 13.3%/16.8%/22.2%/11.3%/7.5%/5.5%, 较低的费用率助力公司获取远高于同业的净利率水平, 2021 年中宠股份/佩蒂股份/乖宝宠物/天元宠物/源飞宠物/依依股份的净利率分别为 4.4%/4.9%/6.8%/5.8%/14.4%/8.7%。

图 21: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市公司期间费用率



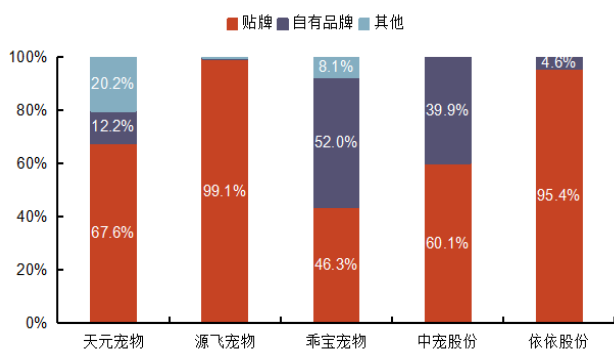
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 22: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/将上市公司销售费用率



资料来源: wind, 光大证券研究所

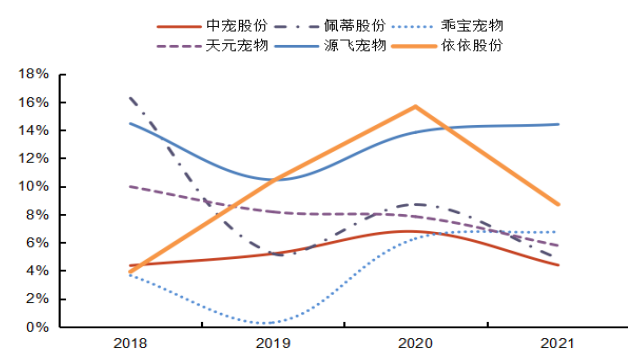
图 23: 2021 年选定上市公司的业务模式构成



资料来源: wind, 各公司公告, 光大证券研究所

注: 按各个公司的业务模式营收占比计算, 佩蒂未披露 2021 年该类业务模式构成

图 24: 2018-2021 年宠物赛道 A 股上市/即将上市的公司净利率

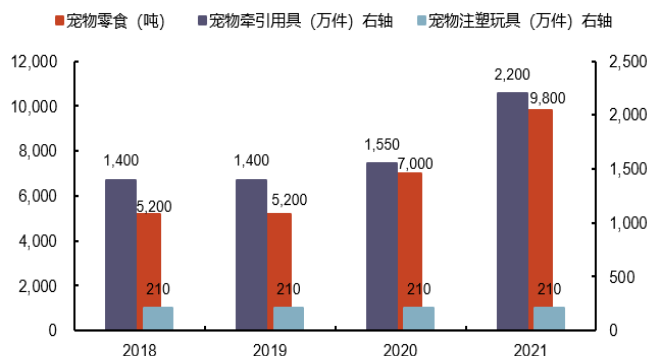


资料来源: wind, 光大证券研究所

## 1.5、宠物零食产能提升较快, 各品类产销两旺

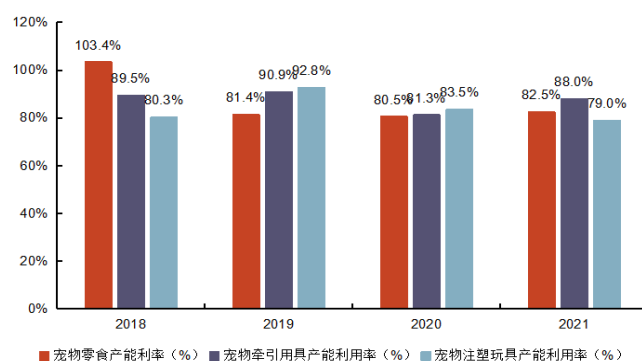
截至 2021 年, 公司拥有 9800 吨宠物零食、2200 万件宠物牵引用具以及 210 万件宠物注塑玩具的自有产能。从产能利用率来看, 随着柬埔寨新工厂的投产, 宠物零食的产能利用率整体有所下滑, 由 2018 年的 103.4% 下降至 2021 年的 82.5%; 宠物牵引用具的产能利用率除了 2020 年新冠疫情蔓延期间, 一直维持在 90% 左右; 宠物注塑玩具产能利用率波动较大, 但基本处于 75% 以上。

图 25: 2018-2021 年公司各品类自有产能变化



资料来源: wind, 光大证券研究所

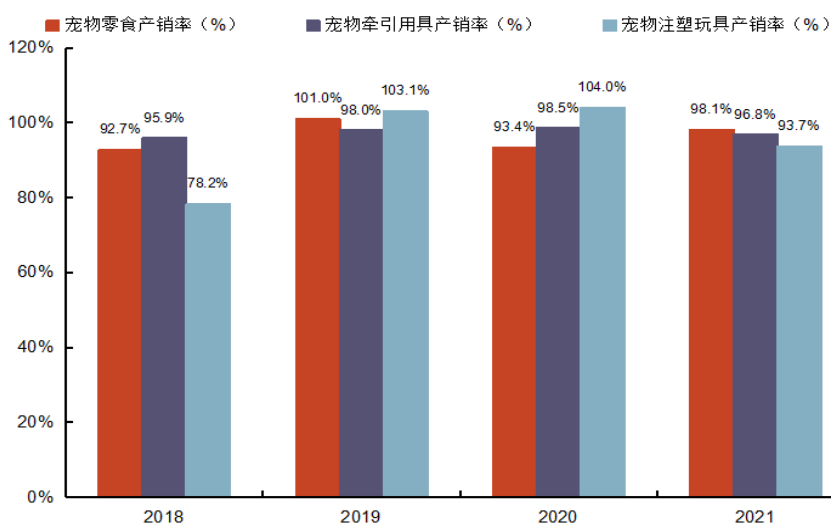
图 26: 公司各品类产能利用率



资料来源: wind, 光大证券研究所

由于下游需求旺盛，各品类的产销率较高。2021年，宠物零食/牵引用具/注塑玩具的产销率分别达到98.1%/96.8%/93.7%。

图 27：2018-2021 公司各品类产销率



资料来源：wind，光大证券研究所

## 1.6、募资扩充产能，规模效应有望提升

源飞宠物股票于 2022 年 8 月 18 日 在深圳证券交易所主板上市，发行募集资金净额为 40,870.87 万元，主要用于扩充产能、优化结构、完善营销运营流程、增强研发能力等。募投项目主要为：1) 扩充现有产能，其中计划扩增 3000 吨咬胶产能，2500 万条宠物牵引用具生产线；2) 建设研发中心；3) 对现有生产技术和智能仓储技术进行升级改造；4) 建设网络营销运营中心；5) 补充流动资金。若公司顺利完成募集资金目标，在提升现有产能的同时，有助于为公司后续打造自主品牌奠定坚实基础。虽然，在项目成立初期，短期内 ROE 会有所下降，长期来看，有助于提高公司的规模效应，推动盈利能力上行。

表 1：公司 IPO 募集资金用途

序号	项目名称	总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)
1	年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2,500 万条产能提升项目	17,127.26	17,127.26
2	源飞宠物生产技术和智能仓储技改项目	7,402.97	7,402.97
3	研发中心建设项目	4,769.00	4,769.00
4	营销运营中心建设项目	6,571.64	6,571.64
5	补充流动资金	5,000.00	5,000.00
合计		40,870.87	40,870.87

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

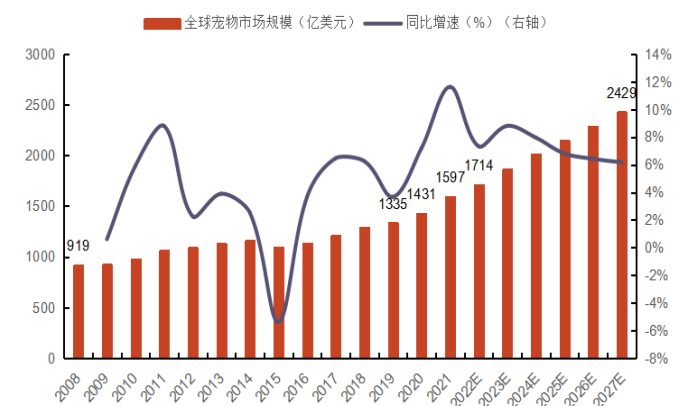
## 2、全球宠物市场：美国占主导，中国正崛起

从全球范围看，美国宠物行业占据 40% 市场份额，位居全球第一，目前已步入成熟阶段。中国的宠物市场虽起步较晚，但近年随着社会人口结构变迁、社交媒体发展、政策环境改善，中国的宠物市场快速崛起，根据欧睿的预测，行业规模将从 2008 年的 118 亿元增至 2027 年的 1636 亿元，CAGR 为 15%。从细分赛道看，消费者对宠物食品的品质要求较高，行业进入壁垒亦相对更高，竞争格局更加集中；宠物用品的细分品类较多，用具的设计更加个性化与多元化，研发门槛较低，行业竞争格局更为分散。

### 2.1、全球宠物经济：疫情之下，不降反升

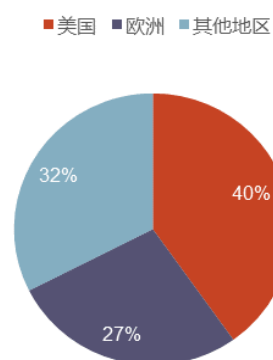
从全球市场看，根据欧睿数据，全球宠物行业市场规模从 2008 年的 919 亿美元增长至 2021 年的 1597 亿美元，CAGR 为 4.3%，2022-2027 年的 CAGR 预计为 7.2%。宠物行业的发展与地方经济紧密相连，全球宠物市场主要集中于美国和欧洲，2021 年二者合计占全球 67% 的市场份额。

图 28：2008-2027E 全球宠物市场规模



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

图 29：2021 年全球宠物市场的地域占比



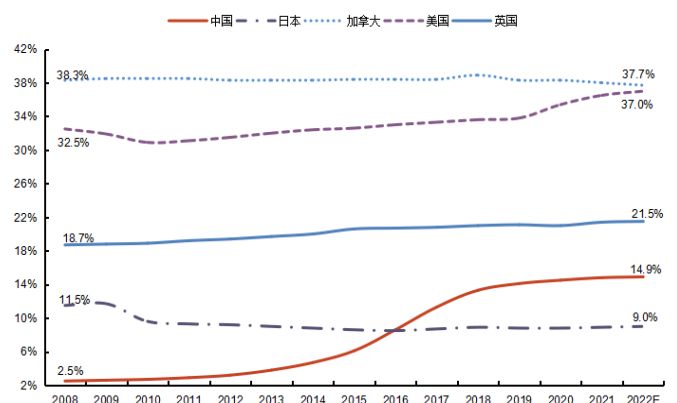
资料来源：欧睿，光大证券研究所

根据欧睿预测，从拥有宠物猫的家庭占比看，加拿大和美国的占比较高，2022 年分别达到 37.7%/37.0%；从拥有宠物狗的家庭占比看，美国的占比最高，2022 年达到 43.9%。值得注意的是，中国拥有宠物猫/狗的家庭占比分别在 2016/2015 年超过日本，不过与美加两国相比，中国拥有宠物的家庭比例依然较低，2022 年拥有宠物猫/狗的家庭占比仅 14.9%/16.9%，提升空间较大。

宠物行业可分为两大细分子行业：宠物食品与宠物用品。根据欧睿对 2022 年数据的预测，宠物食品具备刚需属性，在宠物行业规模中占据 73% 的份额，其中宠物猫/宠物狗的食品分别占比 27%/43%。

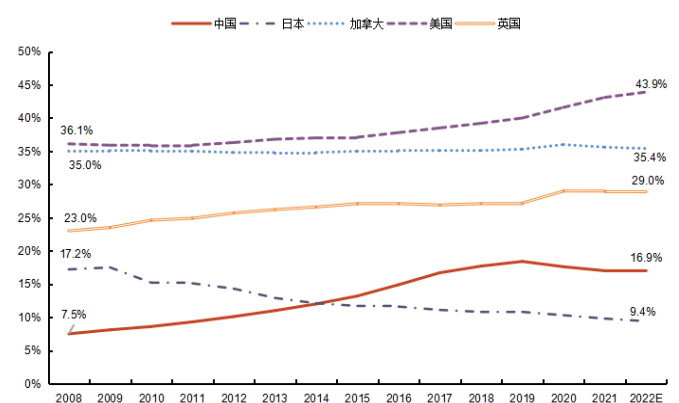


图 30: 2008-2022E 加/美两国拥有宠物猫的家庭占比最高



资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

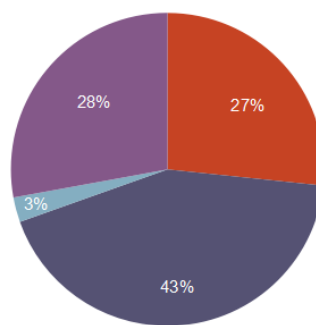
图 31: 2008-2022E 美国拥有宠物狗的家庭占比最高



资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

图 32: 2022E 全球宠物市场的分类占比 (按销售额)

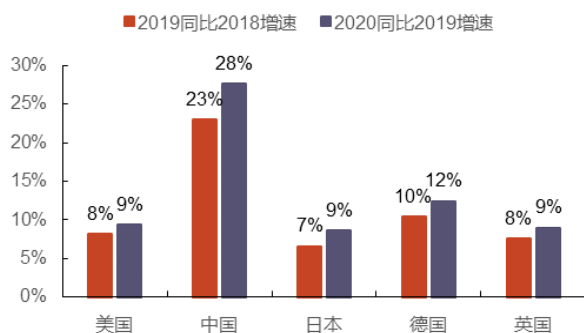
■ 宠物猫食品 ■ 宠物狗食品 ■ 其他宠物的食品 ■ 宠物用品



资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

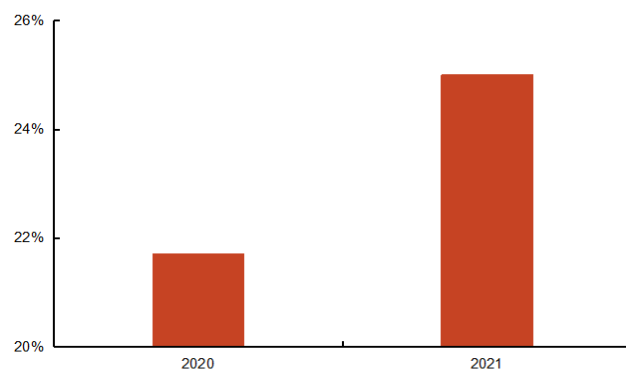
在新冠疫情的大背景下, 宠物市场显示出强劲的韧性, 2020-2022 年全球宠物市场规模分别为 1431/1597/1714 亿元, 同比增速分别为 7%/12%/7%, 尤其 2020 年, 美/中/日/德/英的宠物市场规模同比均实现增长, 增速分别为 9%/28%/9%/12%/9%。尤其值得关注的是, 2020-2021 年, 中国高消费宠物主的占比反而进一步提升, 由 21.7% 提升至 25%。

图 33: 2019-2020 年中/美/日/德/英国宠物市场同比增速



资料来源: statista, 光大证券研究所

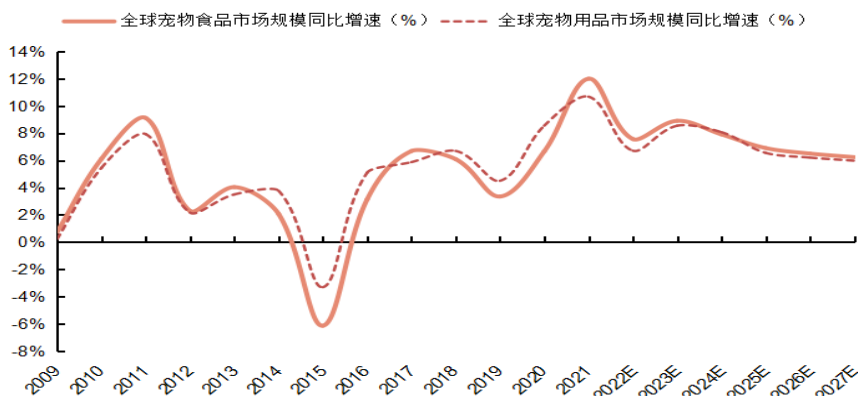
图 34: 2021 年中国高消费宠主占比提升至 25%

资料来源: 天猫&罗兰贝格《宠物品牌人群策略白皮书》, 光大证券研究所  
注: 高消费宠主指单月主粮消费超过 500 元的宠物主

我们认为产业现象背后的逻辑在于：1) 宠物角色的转化推动宠物消费升级，宠物已从传统的看家护院转化为宠物主的朋友/亲人。例如根据 Petco 年报披露，目前 77% 美国宠物主认为自己是宠物父母，60% 的美国宠物主溺爱他们的宠物；2) 居家办公令宠物主有更多时间陪伴宠物，为宠物消费的意愿更强。

2020 年，无论是宠物食品，抑或是宠物用品，从全球视角看，增速均超过 2019 年，足以证明居家办公有效提振了全球宠物经济。

图 35：2009-2027E 全球宠物食品/用品增速



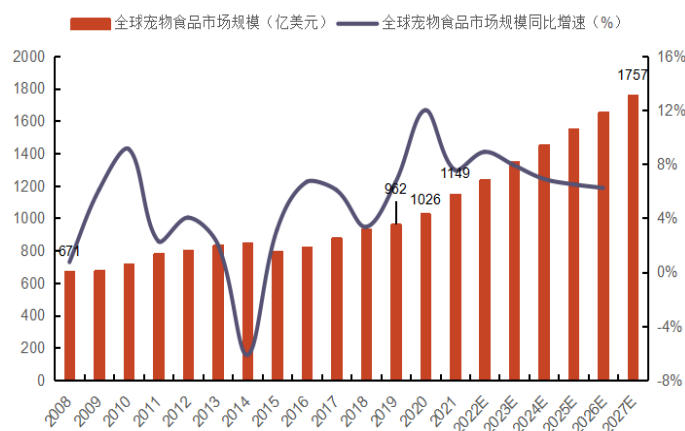
资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

## 2.2、全球宠物食品：海外企业控盘，中国发展潜力巨大

根据欧睿数据，2008-2021 年，全球宠物食品市场规模从 671 亿美元上涨至 1149 亿美元，CAGR 为 4%；2022-2027 年，全球宠物食品市场规模预计将从 1236 亿美元上涨至 1757 亿美元，CAGR 为 7%。

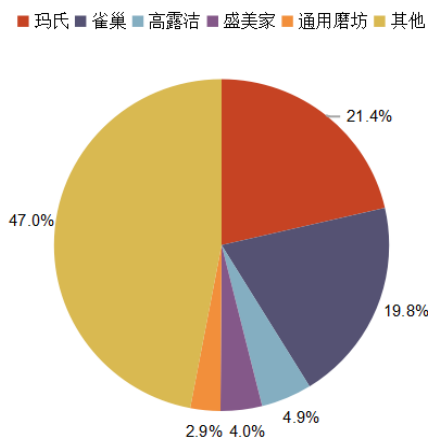
从竞争格局的角度看，全球宠物食品市场较为集中，前五大海外企业凭借丰富的市场开拓经验、雄厚的资金实力、突出的研发能力以及品牌优势在全球市场占有率超过一半的份额。2020 年玛氏和雀巢在全球宠物食品行业中的市占率排名前两位，分别为 21.4%、19.8%，牢牢把持着第一梯队的位置，高露洁、盛美家、通用磨坊的市占率分别为 4.9%/4.0%/2.9%，形成第二梯队。

图 36：2008-2027E 全球宠物食品行业规模



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

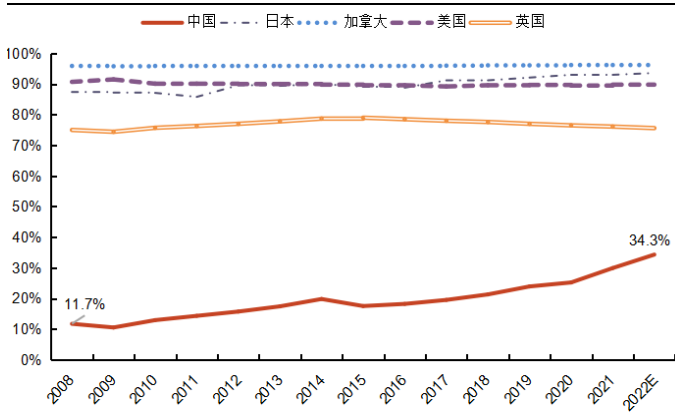
图 37：2020 年全球宠物食品竞争格局 (按销售额)



资料来源：欧睿，源飞宠物招股说明书，光大证券研究所

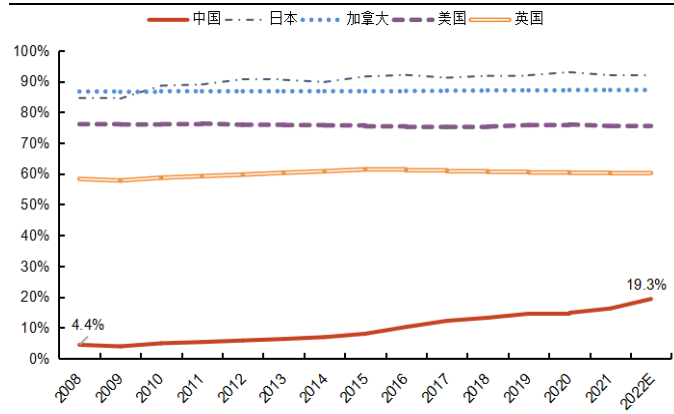
宠物食品需要搭配多种营养物质,形成健康完善的膳食结构,否则会因饮食缺陷导致宠物产生健康风险。国外的养宠理念较为先进,对宠物的喂养相对精致。1860年,美国即生产出全球第一份商业犬粮,开启宠物食品的工业化之路。无论是加工型猫粮,抑或是加工型狗粮,美欧与日本的渗透率均远高于国内。随着中国饲养宠物的理念提升,更多的宠物主开始关注宠物喂养的科学性,2008-2022年,中国加工型猫粮的渗透率从11.7%预计提升至34.3%,上涨22.6pcts;加工型狗粮的渗透率从4.4%预计提升至19.3%,上涨14.9pcts。与美欧和日本相比,中国的加工型猫粮、狗粮远未到达成长的天花板,存在较大的市场空间与机遇。

图 38: 中/日/加/美/英国的加工型猫粮渗透率



资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

图 39: 中/日/加/美/英国的加工型狗粮渗透率

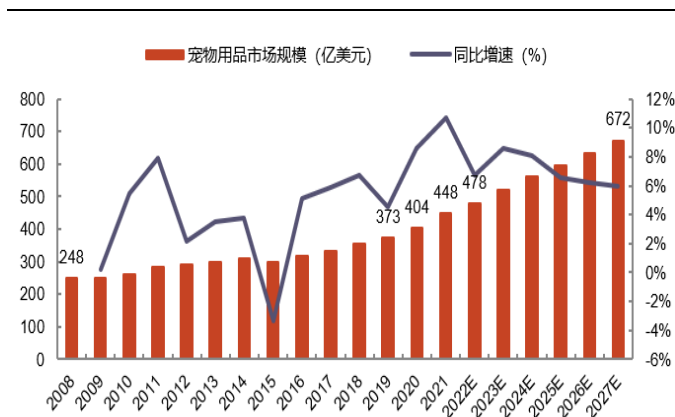


资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

## 2.3、全球宠物用品: 精细、多元化发展, 竞争格局分散

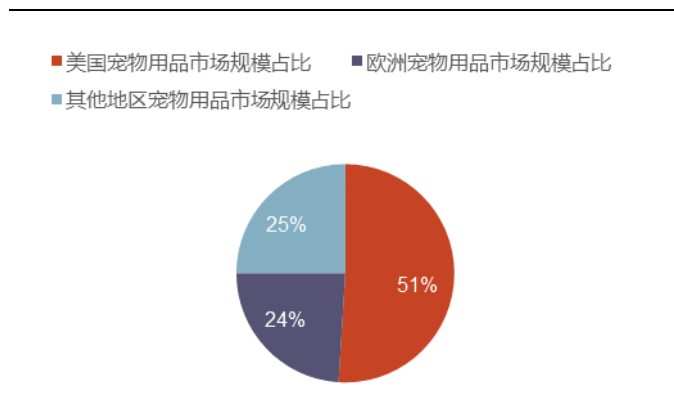
全球宠物用品市场的增速较为平稳,根据欧睿数据,2008-2021年,全球宠物用品市场规模从248亿美元增至448亿美元,CAGR为5%;2022-2027年,全球宠物用品市场规模预计将从478亿美元增至672亿美元,CAGR为7%。欧美依然是全球宠物用品的主要消费地区,2020年市场规模合计占比达75%。

图 40: 2017-2030E 全球宠物用品行业规模



资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

图 41: 2020 年全球宠物用品市场地域占比 (按销售额)



资料来源: Trixie 官网, 光大证券研究所

从竞争格局的角度看,宠物用品赛道因涵盖种类繁多、研发门槛较低、个性化程度强,呈现玩家众多,较为分散的局面。2012-2021年,CR3从6.0%增至10.3%,CR5从9.4%增至15.2%。目前,宠物用品市场排名靠前的公司仍然全部为海外企业,其中中央花园和宠物公司凭借高质量的宠物用品,位居市场前列,2021年占据3.7%市场份额;礼蓝动保凭借宠物医药用品占据3.5%市场份额。

表 2: 2012-2021 年全球宠物用品竞争格局 (%，按零售额口径)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Central Garden & Pet Co	2.6	2.4	2.2	3.1	3	3.4	3.4	3.6	3.7	3.7
Elanco Animal Health Inc									3.5	3.5
Nestlé SA	3.4	3.5	3.5	3.6	3	2.9	2.8	2.9	3	3.1
Boehringer Ingelheim GmbH					3.4	3.2	2.9	2.7	2.6	2.5
Unicharm Corp	3.4	3.1	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.4
Clorox Co,The	2	2	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7
Church & Dwight Co Inc	1.4	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
Doskocil Mfg Co Inc	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
Other Private Label	13.6	13.9	14.1	14.5	13.8	13.3	13.8	14.1	14.6	14.5
Others	72.2	72.5	72.6	71.2	69.3	69.9	69.8	69.5	65.6	66.2
CR3	6.0	5.9	5.7	6.7	6.0	6.3	6.2	6.5	10.2	10.3
CR5	9.4	9.0	8.6	9.5	12.1	12.2	11.7	11.8	15.4	15.2

资料来源: 欧睿, 光大证券研究所

与宠物食品相似, 国外的宠物用品更注重宠物的生活质量, 产品精细化程度较高, 体现出人文化的设计细节, 例如: 由于狗在吃东西时通常会狼吞虎咽, 且不咀嚼, 从而引发肠胃胀气、牙齿损坏等健康问题, Trixie 公司针对这种情况设计出慢食系列碗, 减缓宠物狗摄食的速度; 考虑到幼小宠物亦有外出活动的需求, 以保持身心健康, Trixie 公司设计出针对幼小宠物出行的代步工具。另外, 随着消费者饲养的宠物种类不断丰富, 宠物用品也逐渐多元化, 例如 Trixie 公司针对宠物兔、宠物鼠的天性, 推出了丰富的用品 SKU 矩阵, 仅宠物兔的户外用具就达 41 个 SKU。

我们认为, 国外宠物用具的逐步精细化、多元化为中国广大宠物用品代工厂提出了新的机遇与挑战, 机遇是必须适应国外养宠精致化的趋势, 针对不同的宠物, 在用品的设计与制造环节体现出人文关怀, 挑战是在保证产能利用效率的情况下, 设计灵活多样的产品线以响应市场越来越细分与多元的需求。

图 42: Trixie 旗下的小狗代步工具



资料来源: Trixie 官网, 光大证券研究所

图 43: Trixie 旗下的慢食系列碗



资料来源: Trixie 官网, 光大证券研究所

图 44: Trixie 旗下的宠物兔户外用具列举

Hutches & Runs (41 item)



资料来源: Trixie 官网, 光大证券研究所

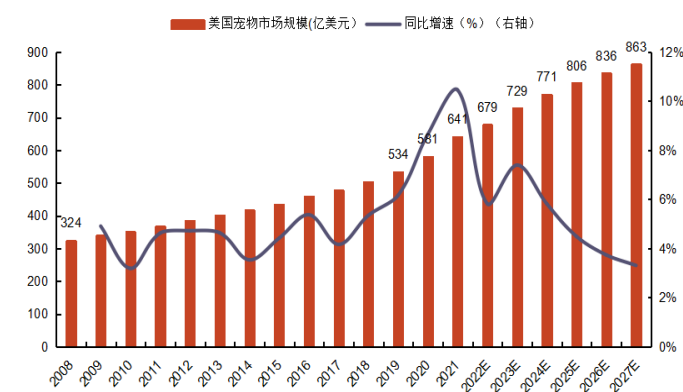
### 3、美国：宠物业步入成熟期，结构趋于稳定

作为全球最大的宠物消费市场，美国宠物行业已步入成熟期，但疫情期间，因居家时间变长以及美国发放消费券，宠物经济再度繁荣。此外，疫情再度刺激了线上渠道渗透的速度，虽然线下宠物产品连锁专卖店、大型连锁商超仍是主要销售渠道，但电商渠道的占比快速提升，尤其在宠物用品销售端。根据欧睿预测，美国宠物食品的市场规模将于 2027 年达到 588 亿美元，行业集中，竞争格局稳定；宠物用品的市场规模预计于 2027 年达到 276 亿美元，行业竞争格局相对分散。

#### 3.1、疫情令宠物经济再度繁荣，线上渠道异军突起

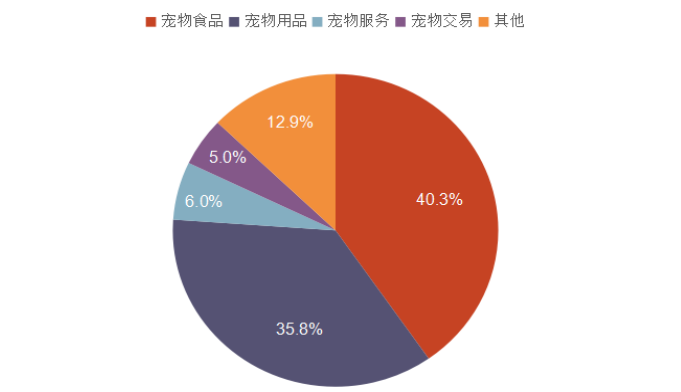
美国是全球最大的宠物消费市场，根据 APPA 的调查数据，约 67% 的美国家庭至少拥有一头宠物。2008-2021 年，美国宠物行业市场规模从 324 亿美元增长至 641 亿美元，CAGR 为 5%；2022-2027 年，美国宠物行业市场规模预计从 679 亿美元增长至 863 亿美元，CAGR 为 5%。在美国宠物经济多年保持 5% 左右增速的背景下，2020-2021 年疫情期间，美国宠物市场同比增速分别达到 9%/10%，居家时间变长令美国宠物经济再度繁荣。2021 年，美国宠物市场规模占比前两位的业务分别是宠物食品和宠物用品，占比分别为 40.3%/35.8%。

图 45：预计 2027 年美国宠物市场规模达到 863 亿美元



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

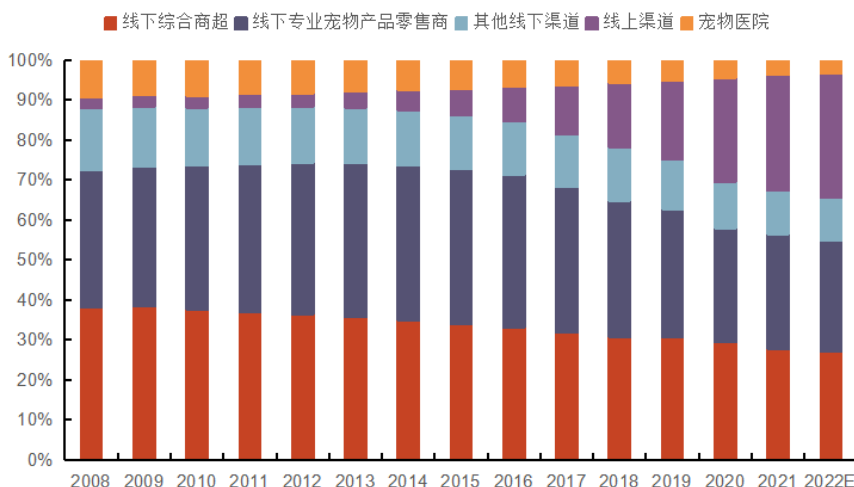
图 46：2021 年美国宠物市场构成（按销售额）



资料来源：statista，光大证券研究所

Petsmart、Petco 等宠物产品连锁专卖店以及 Walmart、Target 等大型连锁商超构成了美国宠物产品的主流销售渠道，根据欧睿预测，二者合计占比从 2008 年 73% 预计下降至 2022 年 56%。传统渠道占比下降，与线上渠道异军突起密不可分，电商占比从 2008 年 3% 预计上升至 2022 年 31%，大有与传统主流渠道平分秋色之势。

图 47：2008-2022E 美国宠物市场的渠道分布

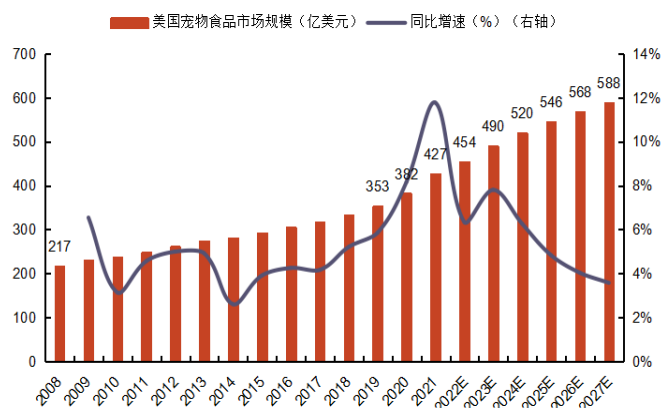


资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

### 3.2、宠物食品：雀巢、玛氏持续领跑，线下仍是主战场

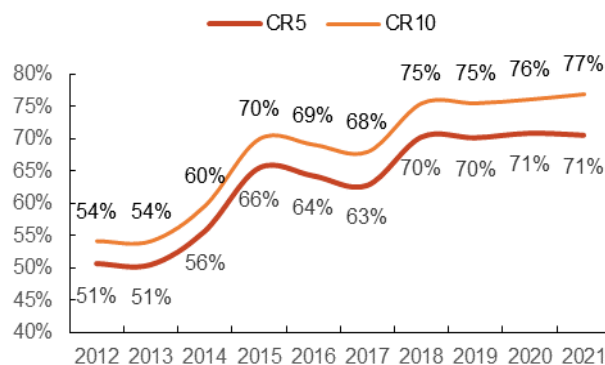
根据欧睿数据，2008-2021 年，美国宠物食品的市场规模从 217 亿美元上涨至 427 亿美元，CAGR 为 5%；2022-2027 年，预计美国宠物食品的市场规模将从 454 亿美元增至 588 亿美元，CAGR 仍维持在 5%。从市场份额占比看，2021 年排名前五位的企业分别是雀巢/玛氏/斯味可/通用磨坊/高露洁棕榄，市场份额分别是 28%/19%/9%/8%/8%，雀巢与玛氏的市场份额遥遥领先于其他三家企业。

图 48：2008-2027E 美国宠物食品市场规模



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

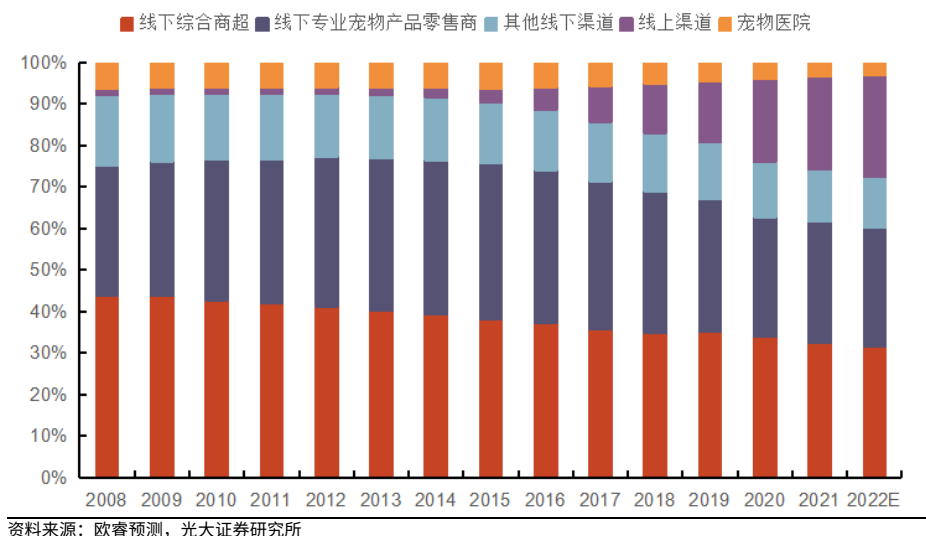
图 49：美国宠物食品市场集中度较高 (按销售额)



资料来源：欧睿，光大证券研究所

渠道方面，电商渠道发展较快，根据欧睿预测，2008-2022 年，电商渠道占比从 1% 预计提升至 24%；在电商的冲击下，线下综合商超在美国宠物食品市场的渠道占比从 44% 预计下降至 32%，线下专业宠物产品零售商由于专业服务与场景化销售，渠道占比从 31% 预计下降至 29%，仅下降 2pcts。考虑在宠物食品选购方面，宠物主存在获取专业建议的需求，比如搭配、营养等方面，这导致线上渗透率后续的提升存在阻碍，线下渠道受到线上冲击的力度相对较小，我们预计未来线上占比虽仍将提升，但线下渠道因具备服务属性，仍将是宠物食品销售的主战场。

图 50: 美国宠物食品的线上销售占比不断提升



### 3.3、宠物用品：星罗棋布，线上渠道已超过线下

根据欧睿数据，2008-2021 年，美国宠物用品的市场规模从 108 亿美元上升至 214 亿美元，CAGR 为 5%；2022-2027 年，预计美国宠物用品的市场规模将从 224 亿美元增至 276 亿美元，CAGR 为 4%。因行业准入门槛低于宠物食品，美国宠物用品市场集中度远低于宠物食品。从市占率看，2021 年排名前五位的企业分别是中央花园和宠物/雀巢/礼蓝/高乐士/丘奇&德怀特，市场份额分别是 7.6%/5.5%/4.4%/2.9%/2.7%。

根据 Packaged Facts 的数据，美国宠物用品市场呈高度分散的格局，大约有 2500 家制造商，主要是一些产品线有限的小公司。这些制造商大多没有专属的销售和物流网络，依赖一些独立的分销商向区域宠物专业连锁和零售商供应产品。在美国只有两家全国性的宠物专业零售商 Petco 和 PetSmart，以及大约 14000 家独立的宠物用品商店、小型宠物连锁店以及俱乐部和大众商品商店。

图 51: 2008-2027 年美国宠物用品市场规模

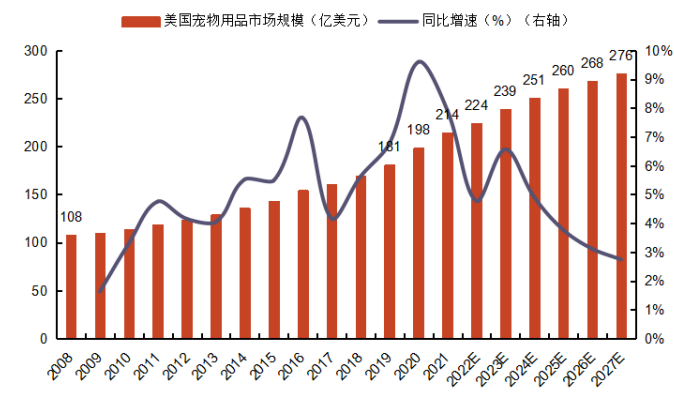
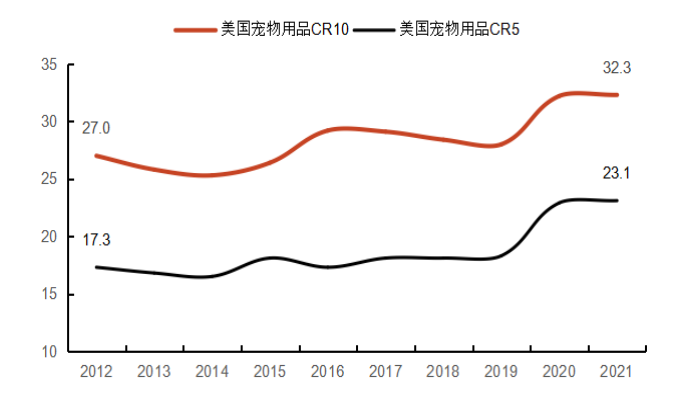


图 52: 2012-2021 年美国宠物用品市场集中度 (按销售额)

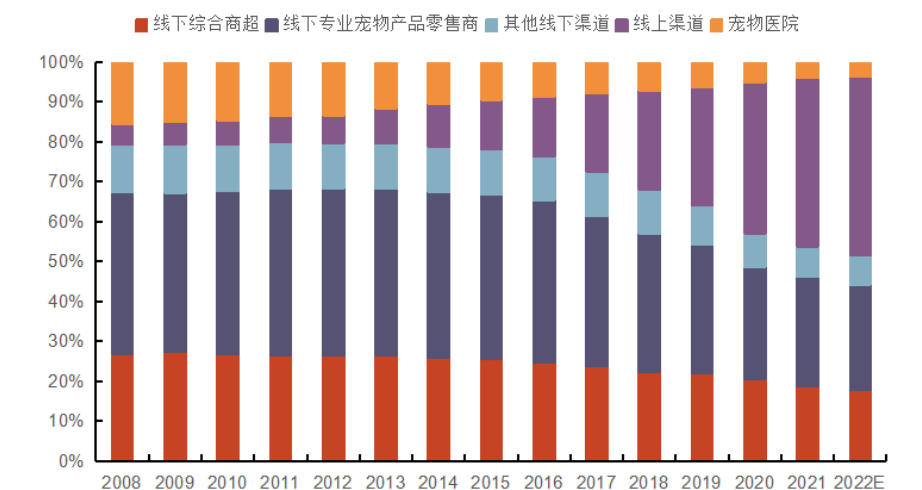


渠道方面，与宠物食品不同，美国宠物用品的线上渠道已与传统线下的“宠物产品零售商渠道+综合商超”形成分庭抗礼之势。根据欧睿预测，预计 2022 年宠



物产品零售商渠道与综合商超的占比将分别达到 44.8%/44.3%，线上渠道将首次超越线下。我们认为其背后的原因主要是：1) 相较宠物食品，宠物用品的购买决策相对随意，不需要太多的专业建议；2) 宠物用品的花色、规格等非常丰富多元，线下渠道受制于店铺面积只能展示小部分宠物用品，而线上渠道可以为消费者提供更全面丰富的选择；3) 疫情令更多消费者转向线上消费。

**图 53：美国宠物用品的线上渠道与线下渠道形成分庭抗礼之势**



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

## 4、中国：养宠段位较低，但发展势头迅猛

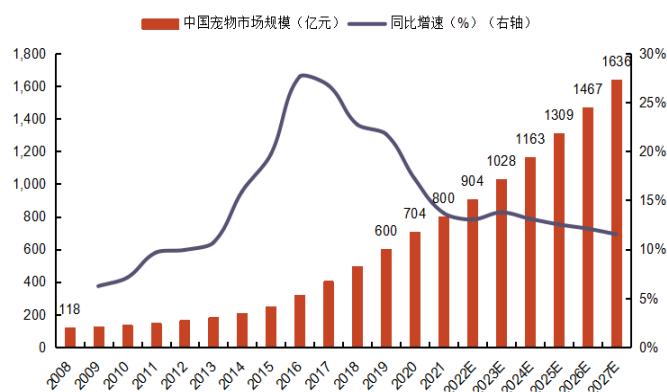
由于“它经济”与一国的 GDP 水平密切相关，只有民众具备一定的经济条件时，“它经济”才会兴起。中国宠物行业起源于 20 世纪 90 年代初，较美国晚一个世纪，与欧美发达国家相比，宠物行业在国内兴起的时间较短，国内养宠仍处于高线城市快速发展，低线城市刚起步的阶段，整体上处于粗放式养宠为主的初级阶段。但也正是受益于养宠渗透率较低，随着经济发展、社会结构变迁、社交媒体兴起与行业政策的完善，中国宠物行业仍处于发展的快车道。

### 4.1、宠物经济兴起，但养宠渗透率/意识提升空间很大

经过近 20 年的发展，中国宠物行业已经从 90 年代初的单一花鸟市场时代进入到有序增长的发展期。根据欧睿数据，2008-2021 年，中国宠物市场规模从 118 亿元增至 800 亿元，CAGR 为 16%，同期全球宠物市场规模 CAGR 为 4%，美国宠物市场规模 CAGR 为 5%；预计 2022-2027 年，中国宠物市场规模将从 904 亿元增至 1636 亿元，CAGR 为 13%。从市场结构看，中国宠物市场形成以宠物食品为主，宠物医疗、服务、用品为辅的市场结构。其中，宠物食品的市场占比达到 40%，而宠物用品的占比仅 10%。

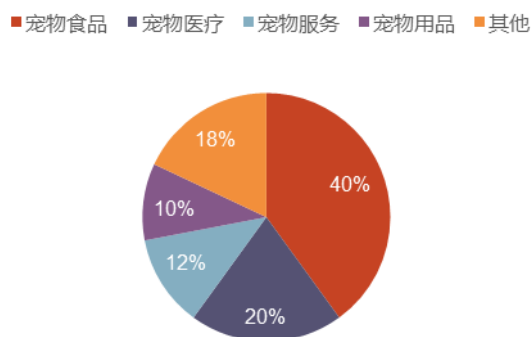
中国宠物经济的构成中与美国相比，存在一个相似，两个不同。其一、宠物食品在中美两国的宠物经济中占比都达到 40%，中国宠物主在喂食方面的消费意愿与美国相似，表明宠物在国人心目中的地位已经从原先的“看家护院，吃剩菜剩饭”，转变为“家人、朋友”，体现出了中国社会的进步。其二、宠物用品在美国宠物行业占据市场规模第二的位置，但在中国位居第四，且在两个国家的消费占比上差异显著；其三、国内宠物主在宠物医疗、宠物服务上的开支大于美国。我们认为了“两个不同”体现出了中、美在养宠方面的段位差异，美国已经形成了悠久的养宠历史以及养宠文化，宠物基本的“吃、养、护”是美国宠物主在养宠过程中的标准配置，美国宠物主的养宠聚焦点已经升级到宠物的“玩、乐”精神方面，因此宠物用品在美国宠物市场的占比接近于宠物食品，远超其他方面的占比。而国内宠物主在养宠问题上，一方面支出不及美国，另一方面养宠意识落后于美国，因此国内养宠消费主要服务于“把宠物养活”。

图 54：预计 2027 年中国宠物行业市场规模将达到 1636 亿元



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

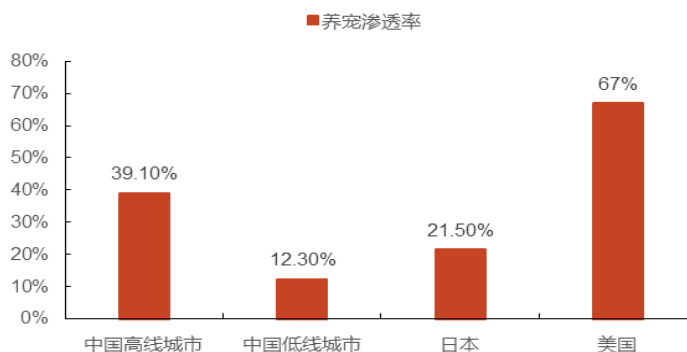
图 55：2020 年中国宠物食品/用品占据 40%/10%的份额（按销售额）



资料来源：艾瑞咨询《中国宠物消费趋势白皮书》，光大证券研究所

在养宠渗透率方面，2021年中国高线城市的养宠渗透率已超过日本，低线城市的养宠渗透率仅12.3%，与中国高线城市的养宠渗透率差距非常显著。而中国高线城市和美国的养宠渗透率仍存在明显的差距。我们认为经济发展，养宠段位的提升，养宠文化的行程，将在“量、价”两个方面驱动中国养宠经济继续高速发展。

图 56：中国/日本/美国的养宠渗透率（2021）



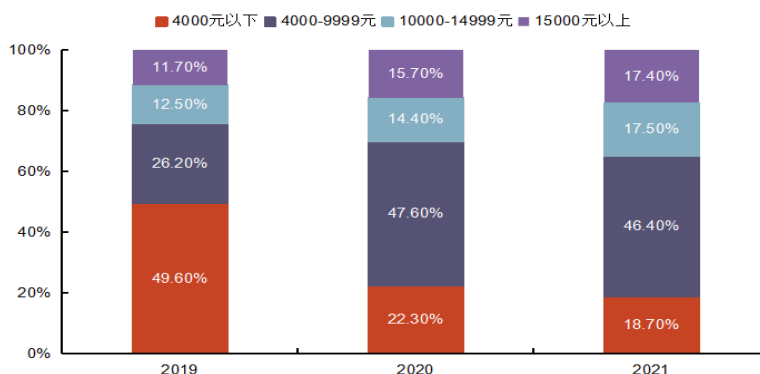
资料来源：艾瑞咨询《中国宠物消费趋势白皮书》、《中国宠物食品行业研究报告》，光大证券研究所  
注：高线城市指一、新一线及二线城市，低线城市指三线及以下城市

#### 4.1.1、养宠主力转向高学历年轻群体，有助于“量、价”齐升

根据《2021年中国宠物行业白皮书》，2018-2021年90后在国内养宠人群中的占比由43%提升至46.3%，与之对应，大学及以上学历在国内宠物主中的占比由2019年57.3%提升至2021年62.6%。2019-2021年，从收入分布看，平均月收入4000元以下的宠物主在整体占比迅速降低，平均月收入4000元以上占比提升明显。

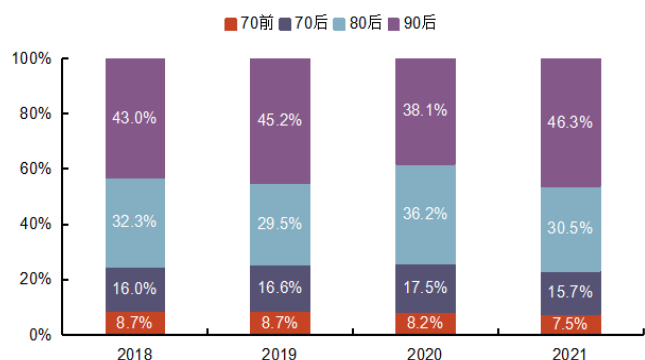
我们认为国内养宠人群逐渐演变成以90后，高知、高收入阶层为主的群体，有助于提升国内宠物行业的渗透率，以及提升饲养单只宠物的消费开支。中国的年轻群体整体受教育程度更高，与西方文化的连接程度更强，素质、文明意识不断进步，因此我们相信随着00后进入职场，其饲养宠物的意愿将比90前的群体更强，拉动中国养宠渗透率继续提升；而对西方文化的接受度更高，素质、文明意识的整体进步则有助于提升中国养宠的整体段位，即从“养活宠物”向“养活宠物”转变，提升中国在饲养宠物上的消费意愿。

图 57：2019-2021年中国宠物主的平均月收入分布情况



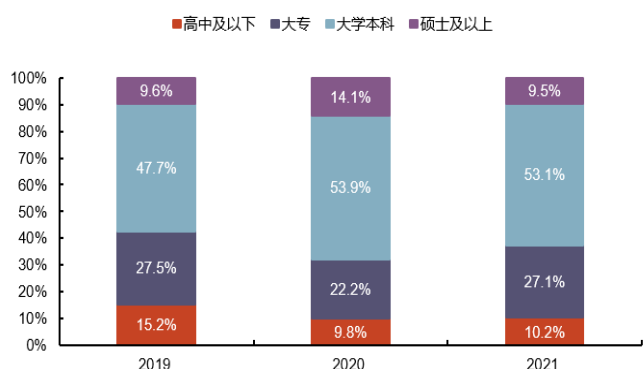
资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》，光大证券研究所

图 58: 2018-2021 年中国宠物主年龄分布



资料来源:《2021 中国宠物行业白皮书》, 光大证券研究所

图 59: 2019-2021 年中国宠物主学历分布

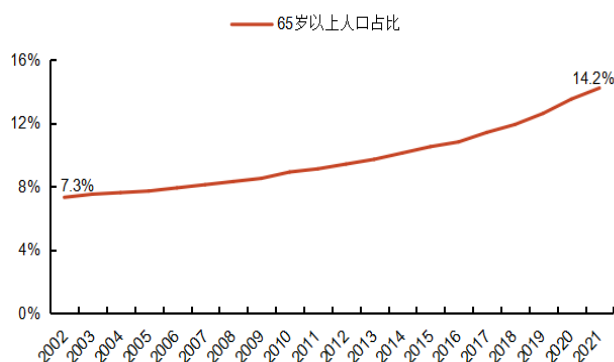


资料来源:《2021 中国宠物行业白皮书》, 光大证券研究所

### 4.1.2、社会、人口的变迁有助于提升国内养宠渗透率

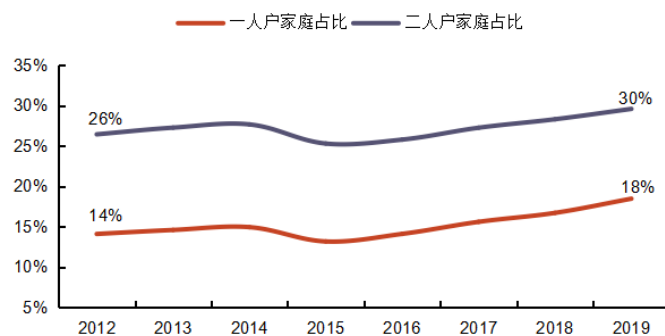
社会人口结构变迁, 宠物精神陪伴属性愈加明显。宠物作为人类的重要伙伴, 一直在人类的生活中占据重要地位。根据国家统计局, 中国一人户家庭占比从 2012 年的 14% 上升至 2019 年的 18%, 二人户家庭占比从 2012 年的 26% 上升至 2019 年的 30%。除此之外, 自 2000 年迈入老龄化社会之后, 中国人口老龄化的程度一直持续加深, 65 岁以上人口占比从 2002 年的 7.3% 上升至 2021 年的 14.2%。人口老龄化、家庭的独居化令宠物的精神陪伴属性正逐步凸显, 有助于提升国内养宠的渗透率。

图 60: 国内 65 岁以上人口占比



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 61: 国内一人户、二人户家庭占比



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

### 4.1.3、社交媒体助力行业发展, 助力宠物文化的形成

与年轻群体成为养宠主力相对应, 宠物行业在社交媒体上的发展进入快车道。越来越多的社交媒体开辟宠物专题, 网红宠物博主借助多个社交媒体平台, 提高萌宠关注度, 助推宠物经济发展。目前, 宠物话题主要分布在微博、抖音、快手、小红书等平台上, 根据微博数据, 截至 2021 年 9 月, 微博萌宠领域兴趣用户规模超过 1.3 亿。当前以萌宠为核心的内容创作者人数已超过 10 万, 人均拥有 1 万粉丝以上。而泛宠物内容创作者的人数已超过 100 万。

我们认为养宠的媒体化, 有助于国内形成养宠的社交圈, 通过达人提高国人养宠的专业度和段位, 加快形成养宠文化。

图 62：不同平台宠物内容特征



资料来源：艾瑞咨询《2021年中国宠物内容价值研究白皮书》，光大证券研究所

图 63：宠物账号创作者账号规模及用户比例

资料来源：艾瑞咨询《2021年中国宠物内容价值研究白皮书》，光大证券研究所  
注：平台包括微博、小红书、抖音、快手、知乎、B站

#### 4.1.4、政策规范养宠行为，有助于提升家庭宠物消费开支

政策构建更优质的营商环境，细化标准加深全产业链监管。1980年，为预防和消灭狂犬病，卫生部、农业部等四部门联合发布《家犬管理条例》。条例明确县级以上城市及近郊区、新兴工业区禁止养犬，生产(包括牧犬)、科研用犬、警犬必须实施检疫免疫，凡未注射狂犬病疫苗的犬(包括无标记犬)，一律视为野犬，公安人员、民兵以及广大群众都有权捕杀，不负任何责任。这一条例于1998年被全面废除，反映了人们对宠物态度的转变，动物保护意识的提升。随着海外宠物文化的流入、国外知名宠物品牌陆续进入中国市场，中国宠物行业逐渐步入正轨，2008年起国家陆续出台多项监管规范制度，为保障宠物食品安全、促进宠物用品高质量发展奠定基石。

图 64：宠物行业政策发展

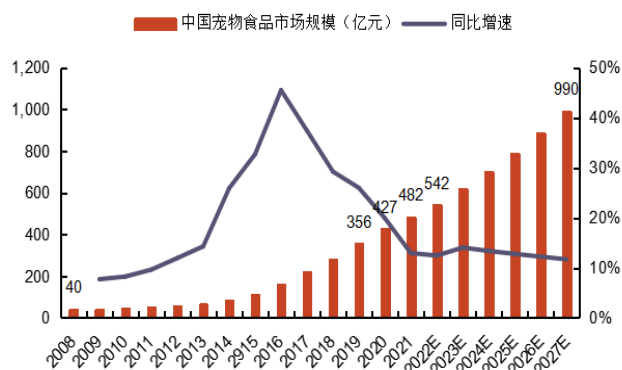


资料来源：各政府部门官网，光大证券研究所整理

#### 4.2、宠物食品：电商为主，国产与海外品牌并驾齐驱

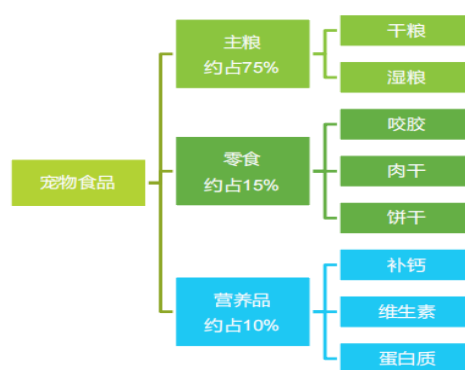
2008-2021年，中国宠物食品的市场规模从40亿元快速上涨至482亿元，CAGR为21%；根据欧睿预测，2022-2027年中国宠物食品的市场规模将从542亿元增至990亿元，CAGR为13%。其中，宠物主粮的占比最高，达到75%；宠物零食次之，占比为15%。

图 65: 中国宠物食品市场规模及预测



资料来源: 欧睿预测, 光大证券研究所

图 66: 中国宠物食品细分品类与占比

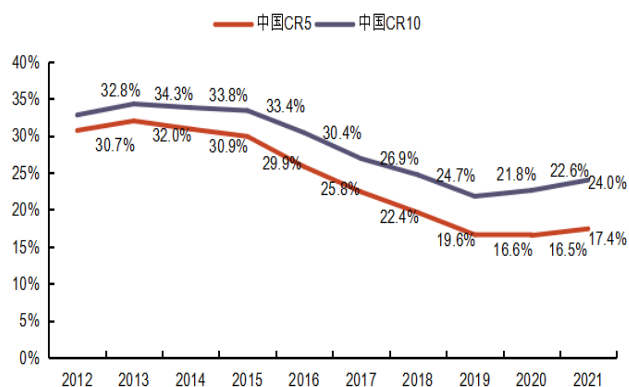


资料来源: 艾瑞咨询《2021 中国宠物消费趋势白皮书》, 光大证券研究所

中国宠物食品的市场集中度较低, 竞争格局较为分散。2021 年 Top10 企业市占率合计仅 24%, 而同期美国 Top10 企业市占率合计 77%。2021 年, 中国宠物食品行业市占率排名前五位的企业分别是玛氏/雀巢/华星宠物/中宠食品/上海布瑞奇宠物, 市场份额分别是 7.9%/2.8%/2.4%/2.2%/2.1%。从渠道分布看, 不同于美国, 中国的主要购买渠道为线上渠道, 2020 年末占比为 57.2%。

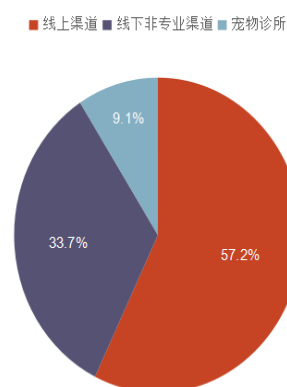
我们认为从 2012-2021 年, 中国宠物食品行业的集中度不断走低, 是国产宠物食品品牌涌现的结果。之所以国内宠物食品集中度远低于美国, 国内宠物食品的销售渠道以线上为主, 核心逻辑在于国内目前养宠的段位较低, 国民对宠物食品品牌的辨识度、忠诚度都较差, 而且在喂养宠物方面, 专业度不高, 缺乏在喂养宠物过程中, 寻求线下渠道专业建议的意识, 即本质上仍停留在“将宠物喂饱”的阶段, 而不是科学喂养。

图 67: 2012-2021 年中国宠物食品 CR10 从 32.8%降至 24% (按销售额)



资料来源: 欧睿, 光大证券研究所

图 68: 2020 年中国宠物食品的渠道分布 (按销售额)

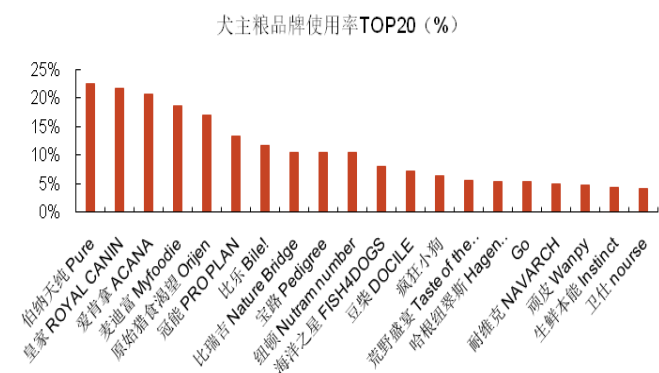


资料来源: statista, 光大证券研究所

当前中国养宠段位偏低现状对国产品牌的发展有利有弊, 弊端在于不利于宠物食品的消费升级, 但益处在于, 给了国产品牌与海外品牌同时起跑的机会。

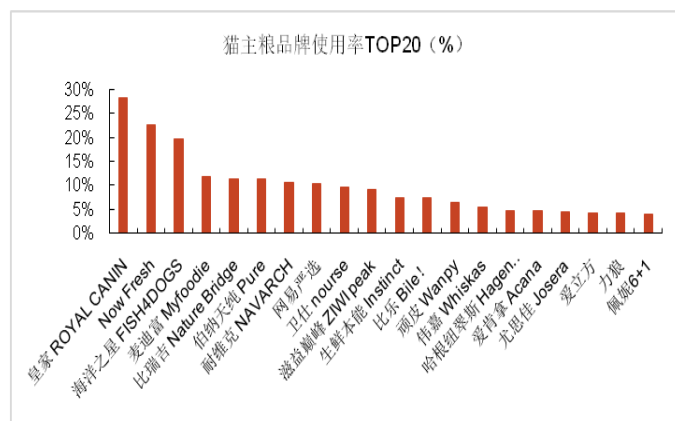
根据《2021 年宠物行业白皮书》, 国内 49.1% 的犬类主人对宠物主粮没有明确的品牌偏好, 24.1% 的宠物主人选择只购买国产品牌。TOP20 的犬主粮品牌中, 国产品牌有 9 个, 国外品牌有 11 个, 国产品牌伯纳天纯排名第一。对于猫宠主人而言, 国内 40.5% 的养猫主只购买国外品牌, 36.3% 的养猫主同时使用国外品牌和国产品牌; TOP20 的猫主粮品牌中, 国产品牌占 11 个, 国外品牌占 9 个。

图 69：2021 年中国犬类主粮品牌使用率 TOP20



资料来源：《2021 宠物行业白皮书》，光大证券研究所

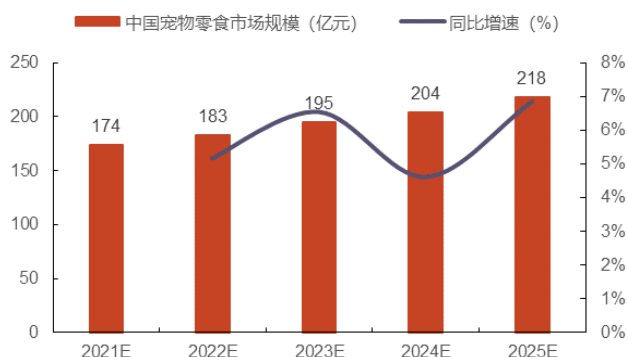
图 70：2021 年中国猫类主粮品牌使用率 TOP20



资料来源：《2021 宠物行业白皮书》，光大证券研究所

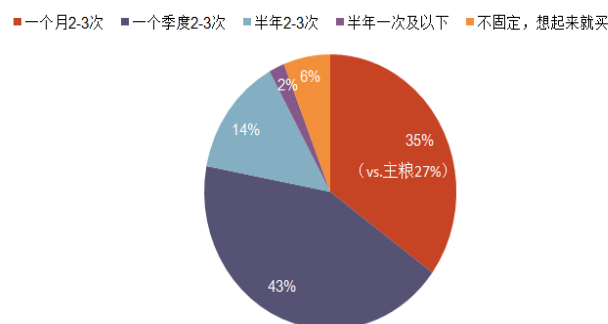
宠物零食作为宠物食品的子分类，包含有宠物咬胶、肉干、饼干等产品。它既可以安抚宠物情绪、奖励宠物、促进宠物主与宠物情感沟通等，也迎合了宠物消费升级的需求。根据艾瑞咨询《2021 年中国宠物食品行业研究报告》，预计 2021 年至 2025 年宠物零食市场规模将从 174 亿元增至 218 亿元，CAGR 为 6%。另外，宠物零食的消费具有高频次、冲动消费等特点，一个月购买 2-3 次宠物零食的比例达到 35%，高于主粮的 27%；非计划性购买的零食占比为 6%，而主粮为 3%。

图 71：2021-2025E 中国宠物零食市场规模



资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国宠物食品行业研究报告》，光大证券研究所

图 72：2021 年中国宠物零食购买频率分布

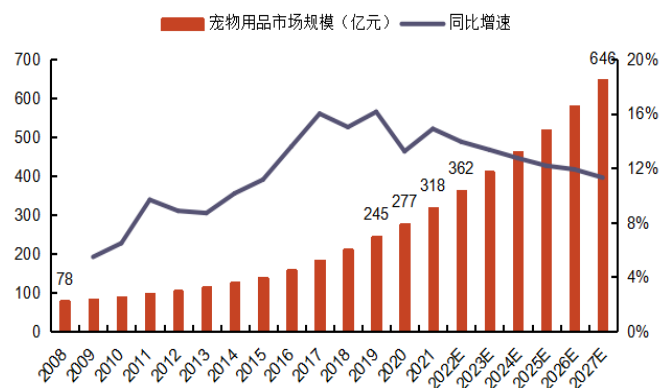


资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国宠物消费趋势白皮书》，光大证券研究所注：统计来源于艾瑞咨询 2021 年 3 月 online 调研

### 4.3、宠物用品：市场逐步集中，但仍有较大的提升空间

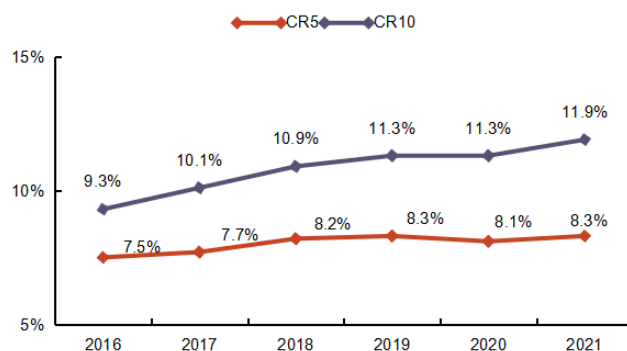
根据欧睿数据，2008-2021 年，中国宠物用品的市场规模从 78 亿元快速上涨至 318 亿元，CAGR 为 11.4%；2022-2027 年，预计中国宠物用品的市场规模将从 362 亿元增至 646 亿元，CAGR 为 12.3%。从竞争格局看，中国宠物用品市场逐渐集中，Top10 企业市占率从 2016 年的 9.3% 增至 2021 年 11.9%，但与 2021 年美国 CR10 32.3% 相比仍然较低。

图 73：2008-2027 年中国宠物用品市场规模及预测



资料来源：欧睿预测，光大证券研究所

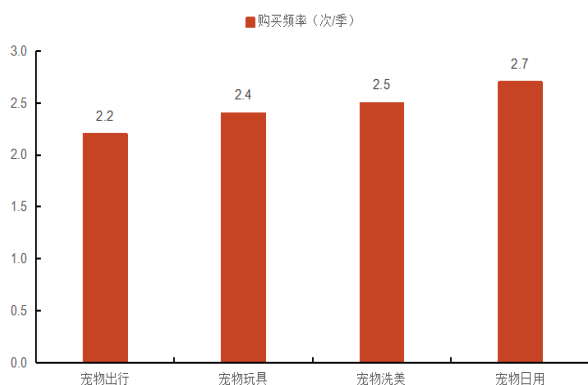
图 74：2016-2021 年中国宠物用品市场集中度逐步提高



资料来源：欧睿，光大证券研究所

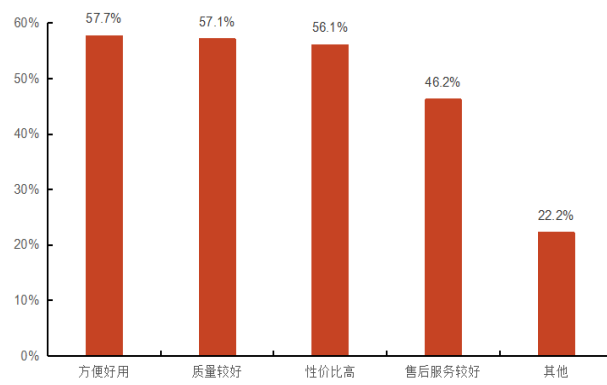
进一步细分看，2021 年，国内宠物主在购买宠物日用品类（宠物窝/垫、猫砂、猫狗厕所、食具水具等）方面的频次较高，宠物出行用品由于耐用属性，购买频率相对较低，约为 2.2 次/季。消费者选购宠物用品的前三位考虑因素分别是方便好用/质量较好/性价比高。

图 75：2021 年宠物用品细分品类的购买频次



资料来源：艾瑞咨询《2021 中国宠物消费趋势白皮书》，光大证券研究所

图 76：用户选择宠物用品的考虑因素



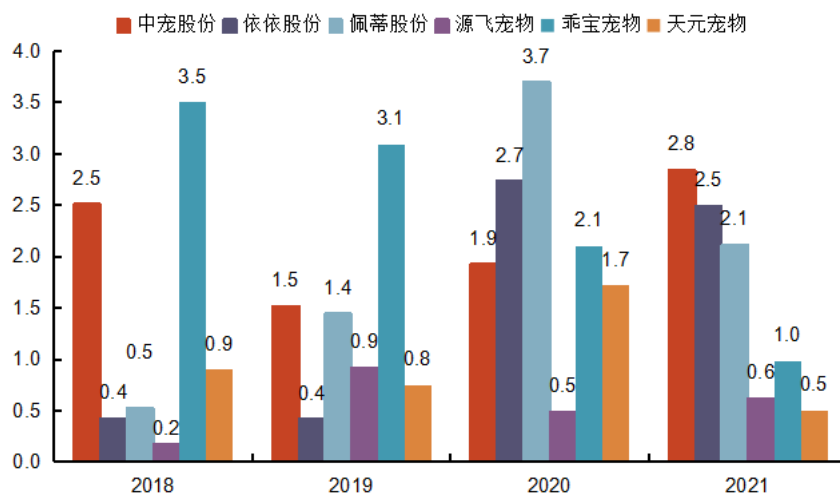
资料来源：statista，光大证券研究所；统计时点为 2021 年 7 月

#### 4.4、资本实力与产品质量共建行业准入门槛

美国拥有全球最大的宠物市场，专业宠物产品连锁店、大型综合连锁零售商和电商平台掌控着市场销售渠道，一般通过自有的供应链渠道进行采购，不涉及产品生产。为保护品牌价值，这些宠物连锁店、零售商通常会制定严格的供应商筛选标准，对供应商的经营资质、生产规模、产品质量与技术水平等方面有严格的要求。对于处于产业链加工制造环节的中国宠物食品和宠物用品企业来说，需要大量的资金建设厂房、购买设备、打造出成熟的生产工艺并且持续开发新品、扩充产能。2018-2021 年，中宠股份/依依股份/佩蒂股份/源飞宠物/乖宝宠物/天元宠物用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金总额分别达到 8.8/6.1/7.8/2.2/9.7/3.9 亿元。我们认为资金实力与产品质量是行业的主要准入门槛，也是决定一家宠物企业最终能够在激烈的市场竞争中胜出的关键因素。



图 77: 各公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源: wind, 光大证券研究所 单位: 亿元

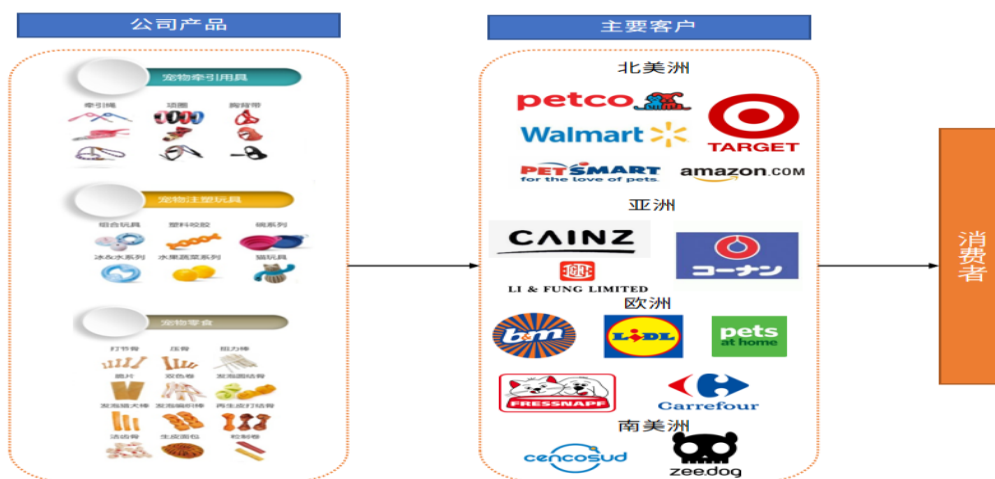
## 5、公司核心竞争力

我们认为公司的四大核心竞争力是：1) 海外优质供应链入局的资质背书；2) 充分利用外协产能控制生产成本与折旧费用，在快速响应市场需求的同时提高资产周转率；3) 设立柬埔寨子公司，规避地缘政治风险与获得当地便宜的生产要素；4) 位于宠物小镇，区位优势明显。

### 5.1、打入国外宠物零售供应链，客户壁垒高筑

公司已与国内外知名宠物零售商、综合商超建立了长期且稳定的合作关系，形成较高的客户壁垒。公司的海外客户多集中于欧美，包括：美国宠物用品零售巨头 Petco、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、Target 等。我们认为进入这些优质客户的供应链体系，即是对公司产品质量、交付能力的最有力背书，有助于公司开拓其他客户。

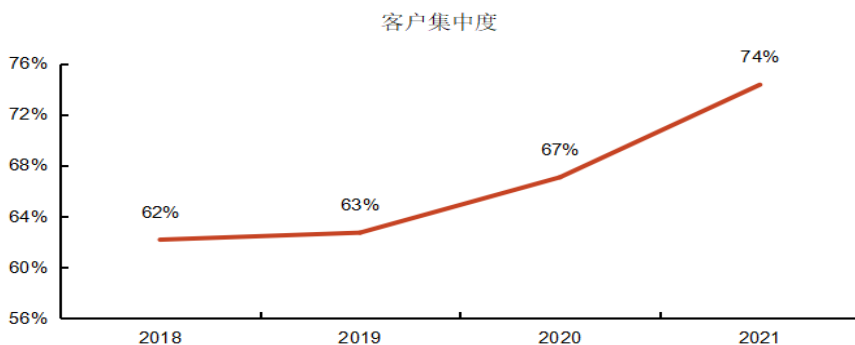
图 78：公司已形成较高的客户壁垒



资料来源：公司招股说明书，各公司官网，光大证券研究所

源飞宠物前五大客户集中度逐年提高，从 2018 年 62% 上升至 2021 年的 74%，表明来自优质客户的收入增速持续超过边缘客户。

图 79：2018-2021 公司前五大客户集中度持续提升（按采购额）

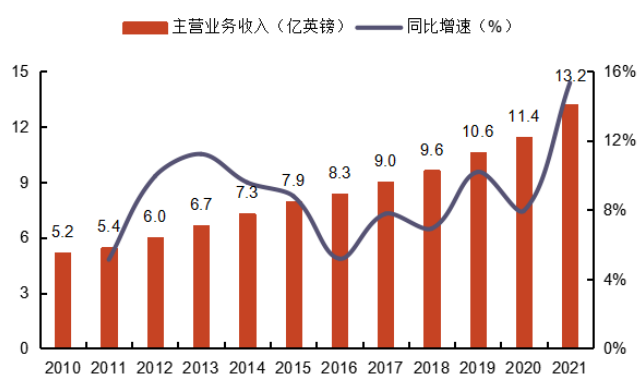


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

宠物专业零售商在欧美国家的发展已经相对成熟，对比 Walmart 等综合商超，其目标客户群体更精准，对供应商的要求也较高。我们重点分析公司在欧美市场的三家宠物专业零售商客户：Pets at Home、Petco、PetSmart。

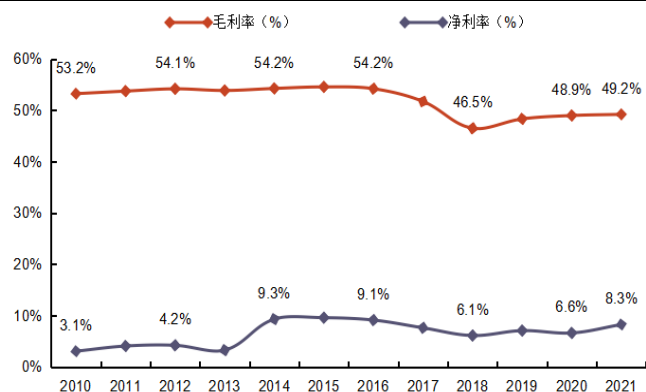
Pets at Home 是一家英国本土的宠物用品零售商，主营业务包括宠物食品、宠物用品、宠物服务和宠物交易，销售渠道覆盖全英国，截至 2021 年底，拥有 452 家线下商铺以及线上平台。凭借着优惠的价格和专业的宠物相关服务，Pets at Home 在疫情期间仍然实现收入的正增长，从 2019 年 10.6 亿英镑增至 2021 年 13.2 亿英镑。2022 财年，Pets at Home 在英国的市场份额达到 24%。从盈利能力角度看，2010-2014 年，Pets at Home 的净利率呈上升趋势，2015-2021 年，Pets at Home 的毛利率与净利率相对比较稳定。

图 80：2010-2021 年 Pets at Home 主营业务收入与同比增速



资料来源：彭博，光大证券研究所

图 81：2010-2021 年 Pets at Home 毛利率与净利率



资料来源：彭博，光大证券研究所

2018-2020 年，Pets at Home 对公司的采购额基本保持稳定，由于公司收入规模的扩大，Pets at Home 采购额占源飞宠物总营收的份额逐步下降，从 2018 年 8.0% 下降至 2021 年上半年的 5.3%，从 2021 年全年数据看，Pets at Home 已跌出源飞宠物前五大客户行列。

图 82：2018-1H2021 Pets at Home 的采购额

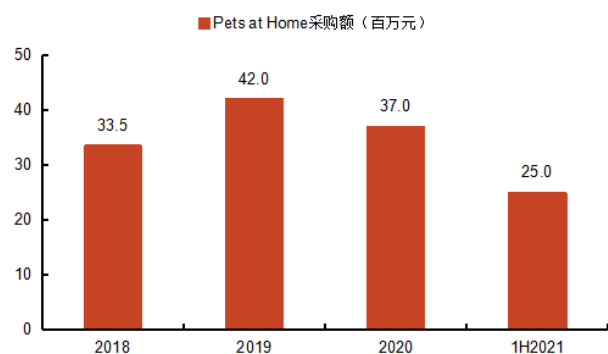
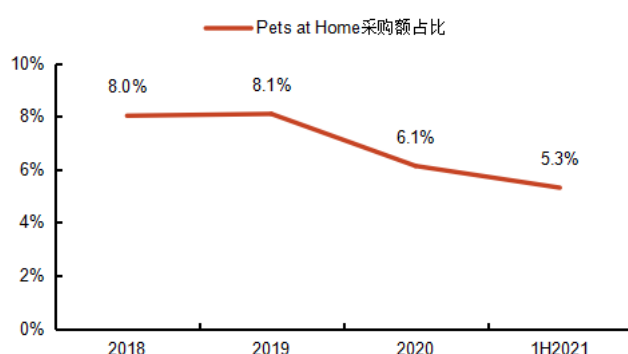
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所  
注：2021 全年 Pets at Home 采购额未披露

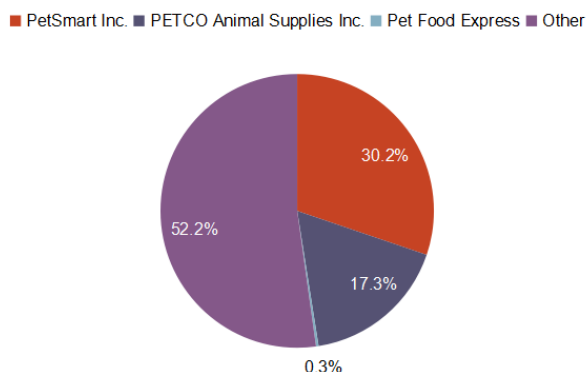
图 83：2018-1H2021 Pets at Home 采购额占比下降



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

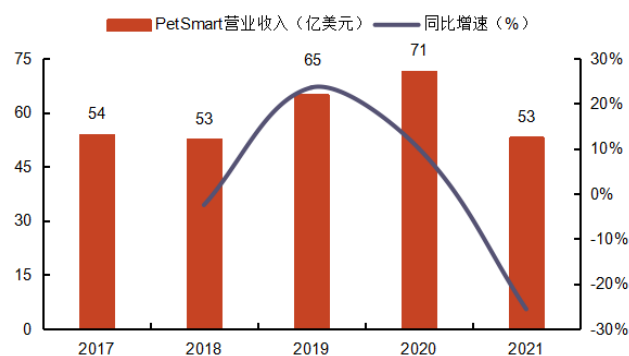
PetSmart 是一家总部位于美国的全球连锁宠物专业零售商，业务包含宠物食品、宠物用具线下宠物配套服务等，在美国、加拿大和波多黎各等地拥有大约 1,650 家宠物店。2021 年 PetSmart 在美国市场份额达到 30%，排名第一；2017-2020 年，PetSmart 的营业收入从 54 亿美元增至 71 亿美元，CAGR 为 9.8%。

图 84: 2021 年 PetSmart 美国市场份额占比 (按销售额)



资料来源: Statista, 光大证券研究所

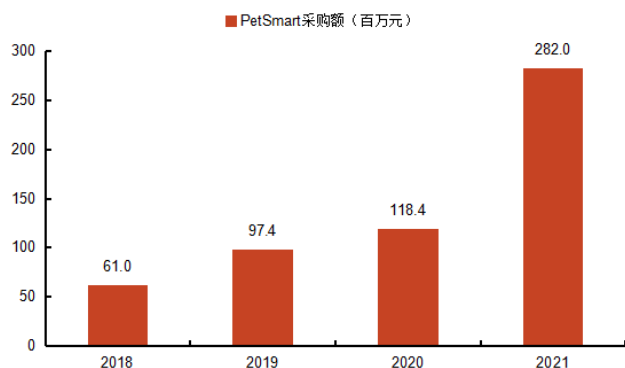
图 85: 2017-2021 年 PetSmart 营业收入及同比增速



资料来源: Statista, 光大证券研究所

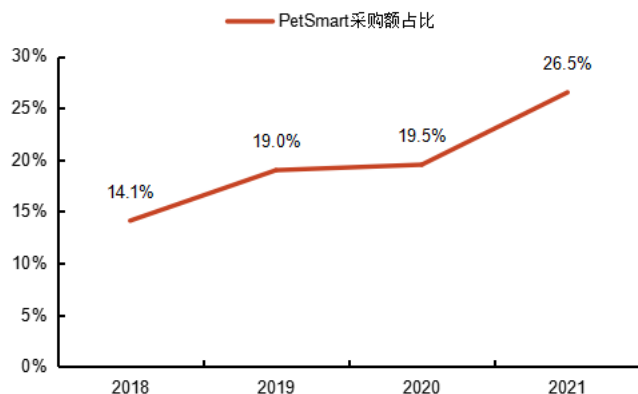
2019 年以来, Petsmart 是源飞宠物的第一大客户, 2018-2021 年 PetSmart 采购额逐步上升, 占营收的比重从 2018 年的 14.1% 上升至 2021 年的 26.5%。第一大客户的采购额持续提高, 说明对公司产品和服务的认可度持续增强。

图 86: 2018-2021 年 PetSmart 采购额



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

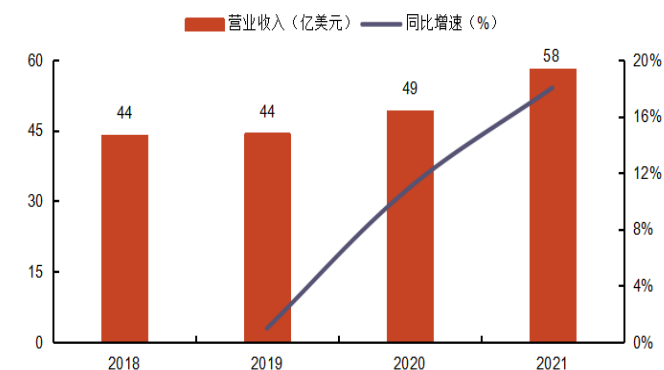
图 87: 2018-2021 年 PetSmart 采购额占公司营收比重



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

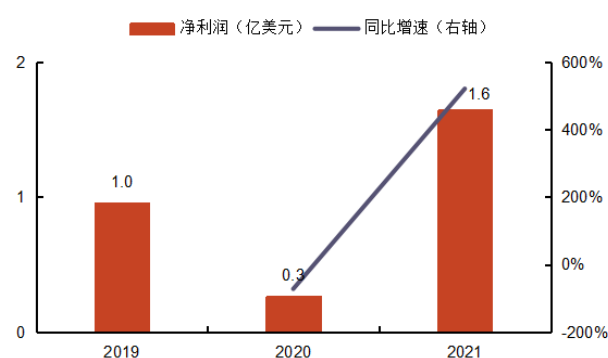
Petco 是美国市占率排名第二的宠物专业零售商, 成立于 1965 年, 业务涵盖宠物美容、宠物培训、宠物疫苗接种、收养服务、宠物医疗等, 在美国、墨西哥和波多黎各等地经营了 1,500 多个线下店铺, 包括 100 多家线下宠物医院, 同时也在 petco.com 和 Petco 应用程序上提供完整的宠物健康在线咨询和服务。2021 年, 公司业务强劲复苏, 营业收入同比增长 18%, 达到 58 亿美元, 创下公司历史新高; 净利润增速为 521%, 达到 1.6 亿美元。

图 88: 2018-2021 年 Petco 营业收入与同比增速



资料来源: 彭博, 光大证券研究所

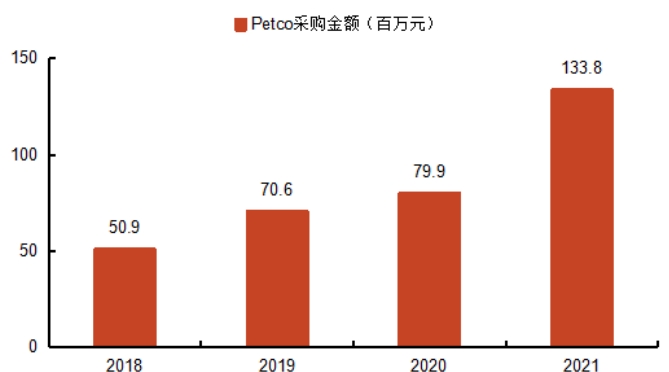
图 89: 2019-2021 年 Petco 净利润和同比增速



资料来源: 彭博, 光大证券研究所

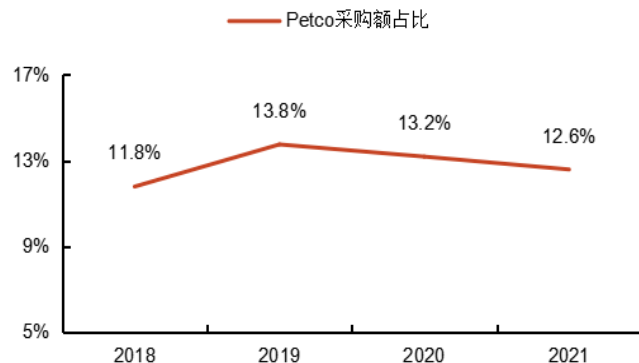
与 PetSmart 相同, Petco 对公司的认可也在逐年增强。2018-2021 年, Petco 的采购额逐步提升, 占营收的比重从 2018 年的 11.8% 上升到 2021 年的 12.6%。

图 90: 2018-2021 年 Petco 采购额



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 91: 2018-2021 年 Petco 采购额占公司营收的比重



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

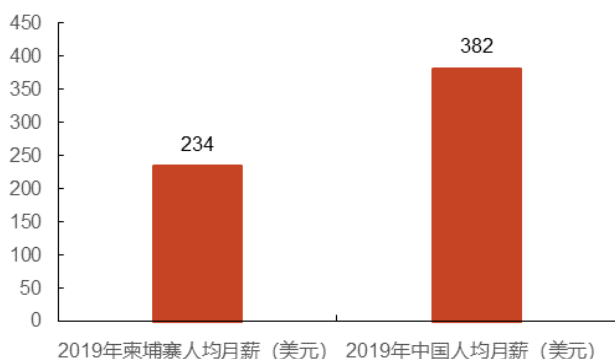
## 5.2、海外设厂, 有效降低政治风险与劳动力成本

2018 年以来, 随着中美贸易摩擦加剧, 美国对从中国进口的部分商品加征关税, 公司的部分宠物零食、宠物牵引用具在加征范围内, 对公司业务产生了一定影响。且随着近年来国内人工成本上升、全球疫情反复和中美地缘政治的影响, 汇率风险也在逐渐增大。为减轻用工成本、贸易摩擦的不利影响以及更好的平滑汇率波动带来的风险, 公司 2019 年在柬埔寨建立两大子公司: 柬埔寨爱淘、柬埔寨莱德, 公司分别持有柬埔寨爱淘 51% (剩余 49% 股权由中宠股份持有)、柬埔寨莱德 100% 的股权。两大子公司的厂房面积均达到 2.8 万平方米, 2020 年上半年投入生产, 逐步释放规模效应。

柬埔寨作为“东方十字路口”, 交通便利、劳动力资源丰富, 劳动成本较低, 2019 年, 柬埔寨的人均月薪为 234 美元, 仅为中国的 61%。另外, 柬埔寨政府颁布一系列政策鼓励招商引资, 中国是柬埔寨最大的投资国。截至 2021 年, 柬埔寨累积吸引的外来直接投资达 410 亿美元, 中国 (包括港澳和台湾) 累积投资达 180 亿美元, 占总外资的 43.9%。公司子公司柬埔寨爱淘和柬埔寨莱德的项目是

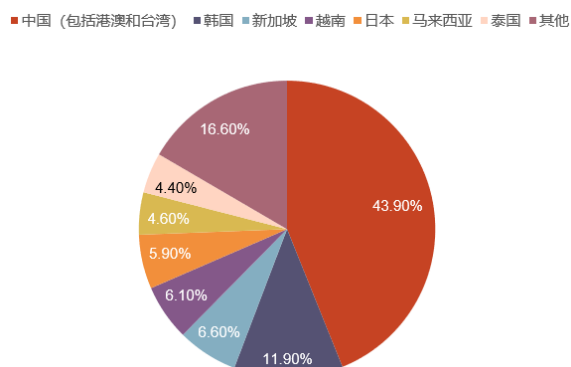
经柬埔寨发展委员会批准的合格投资项目 (QIP)，享受一定年限的免缴企业所得税、免缴生产设备、建筑材料、零配件和原材料等的进口关税及免缴增值税。

图 92：2019 年柬埔寨人均月薪与中国人均月薪对比



资料来源：柬埔寨 National Institute of Statistics Ministry of Planning，中国国家统计局，光大证券研究所

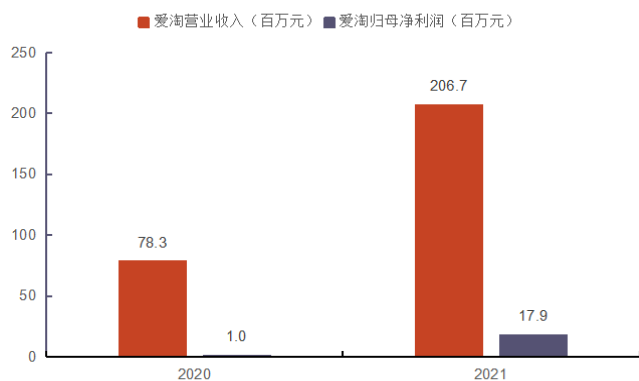
图 93：2021 年中国是柬埔寨最大的投资国



资料来源：中国东盟博览杂志，光大证券研究所

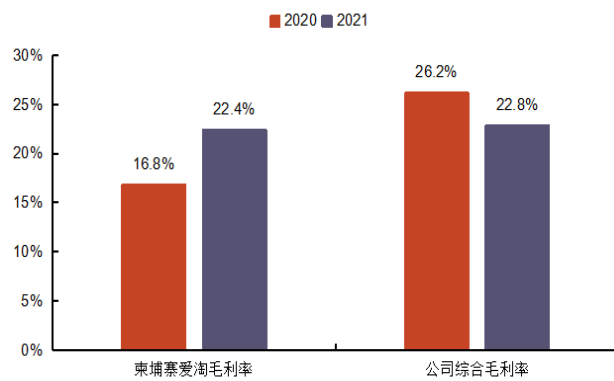
成立后的一年半时间内，柬埔寨爱淘也为公司带来了新的利润增长点，爱淘已通过 SPECTRUM、MARUKAN、Petco 等客户的供应商认证，获取相应订单。2020-2021 年，柬埔寨爱淘的营收从 78.3 百万元增至 206.7 百万元，同比增长 164%，对总营收的贡献从 12.9% 提升至 19.3%；归母净利润从 1 百万元增至 17.9 百万元，同比增长 1647%。从毛利率角度来看，由于 2020 年上半年才逐渐投产，柬埔寨爱淘 2020 年的毛利率为 16.8%，低于公司整体水平；随着生产渐入佳境，2021 年柬埔寨爱淘的毛利率上涨至 22.4%。

图 94：2020-2021 年柬埔寨爱淘的营业收入与归母净利润



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

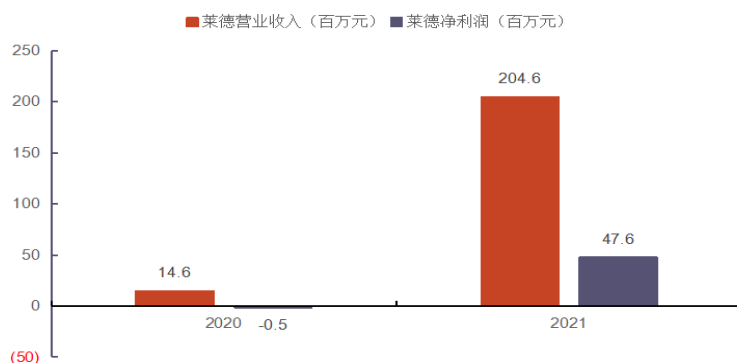
图 95：2021 年柬埔寨爱淘毛利率与公司综合毛利率差距缩小



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2020-2021 年，柬埔寨莱德的营业收入从 14.6 百万元增至 204.6 百万元，同比增长 1297%，对公司总营收的贡献从 2.4% 提升至 19.1%；2021 年莱德净利润扭亏为盈，达到 47.6 百万元。目前莱德已通过 Petsmart、Petco 等客户的供应商认证，并已取得订单。我们认为随着国际疫情的放缓，柬埔寨爱淘、柬埔寨莱德有望成为公司业绩快速增长的新动力。

图 96：2020-2021 年柬埔寨莱德的营收与净利润

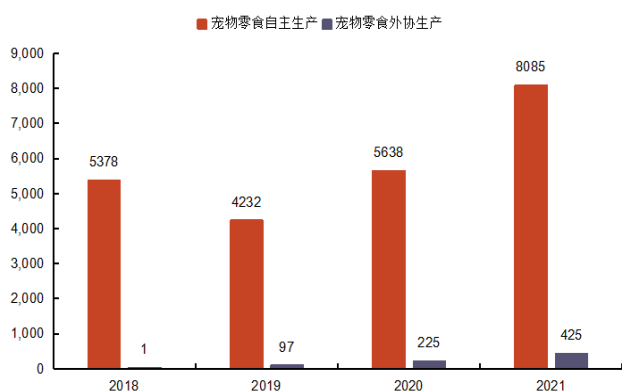


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 5.3、擅于利用外协产能提高生产灵活度与资产使用效率

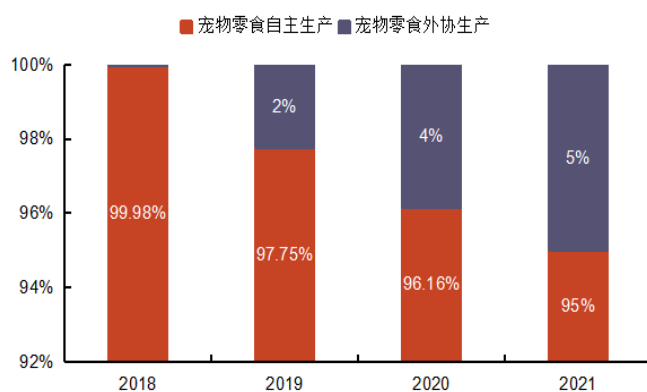
公司的产品生产包括自产和外协生产两种模式。由于宠物牵引用具品类分散、单批次生产量较小且国内配套加工资源较为丰富，因此公司宠物牵引用具的生产部分采用外协加工，不仅可以快速响应市场需求，也可以降低生产成本与折旧费用。对于品质控制较为严苛的宠物食品，公司多采取自主生产。2018-2021 年，公司零食的自主产量从 5378 吨增至 8085 吨，占比始终维持在 95%以上；公司的宠物牵引用具自主产量与外协产量则基本持平。

图 97：2018-2021 年公司宠物零食的自主产量和外协产量



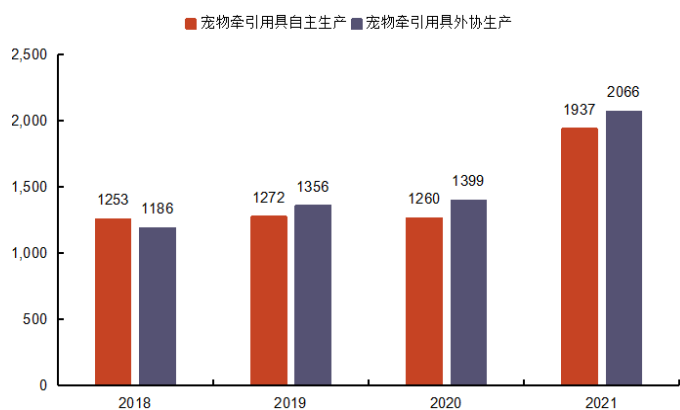
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所 单位：吨

图 98：2018-2021 年公司宠物零食的自主产量与外协产量占比



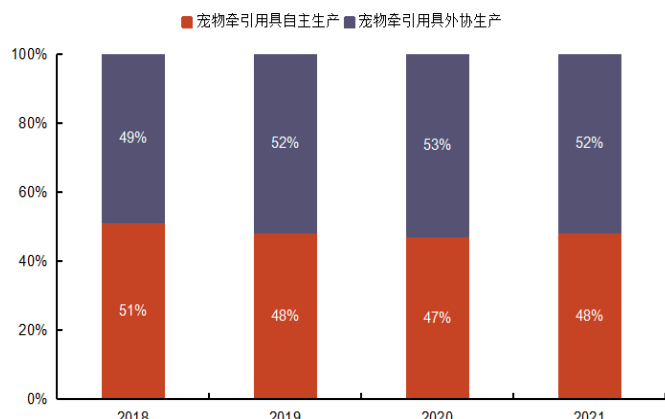
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 99：公司宠物牵引用具的自主产量和外协产量



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所 单位：万条

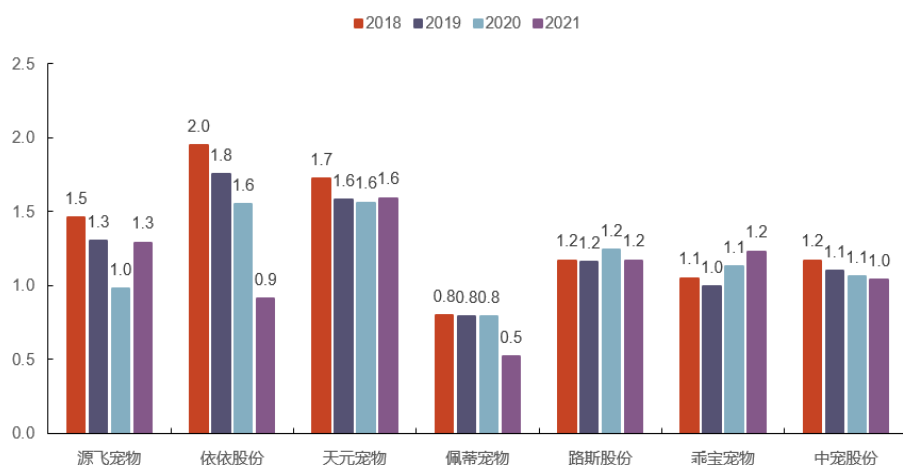
图 100：公司宠物牵引用具的自主产量和外协产量占比



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

由于外协产能的助力，公司的资产使用效率较高，总资产周转率在同业中处于前列。2018-2021 年，源飞宠物的总资产周转率分别为 1.5/1.3/1.0/1.3 次。

图 101：2018-2021 年公司总资产周转率与同业的对比



资料来源：wind，光大证券研究所 单位：次

## 5.4、总部位于宠物小镇，坐拥显著区位优势

浙江省平阳县水头镇是“中国宠物用品出口基地”、“国家级出口宠物食品质量安全示范区”与“国家外贸转型升级基地”。2020 年，宠物咬胶食品出口额占全国同类产品总量 60%以上，宠物行业从业人员超过 1 万人。截至 2022 年上半年，平阳县宠物用品出口额为 8.6 亿元，占当地出口额的比重达到 9.84%。2012-2021 年，平阳县宠物用品出口额从 9.6 增至 17.3 亿元，CAGR 为 7%。当地已形成完善的宠物产业集群与配套。

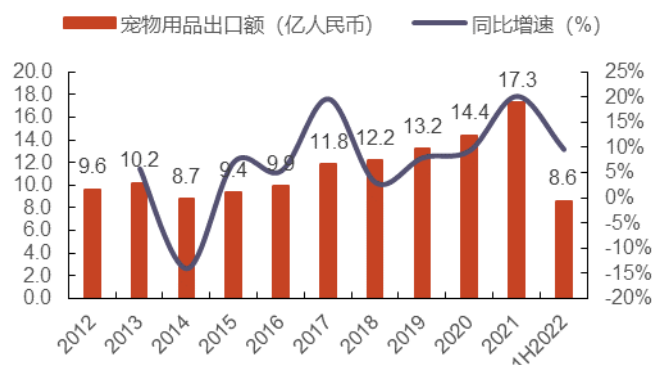


图 102: 平阳县宠物小镇



资料来源: 浙江舆情网, 光大证券研究所

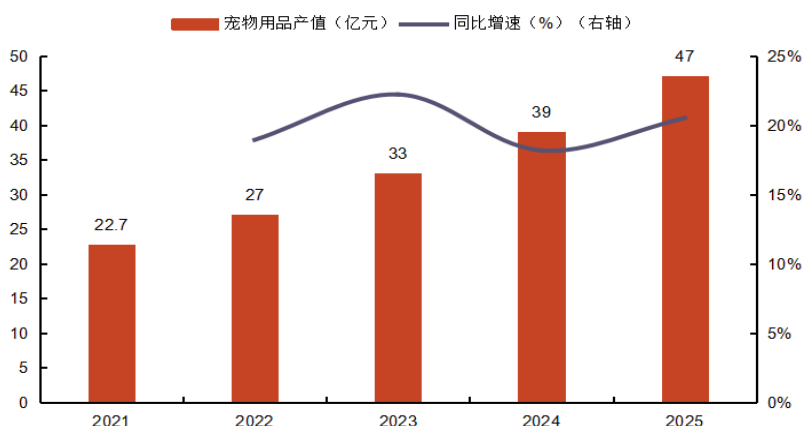
图 103: 2012-1H2022 年平阳县宠物用品出口额



资料来源: 平阳县人民政府, 光大证券研究所

根据平阳县政府的规划, 宠物用品产业将依托以佩蒂、源飞为主的龙头企业, 以健康化、品牌化、时尚化、差异化为主攻方向, 重点发展营养保健型、功能型、专业型宠物食品; 同时发展多元化的宠物用具产品的产业延伸, 包括面向宠物全生命周期关爱服务的宠物用品。2021年平阳县宠物用品产业链产值为 22.7 亿元, 到 2025 年宠物用品产业链的产值目标是达到 47 亿元, CAGR 目标为 20%。

图 104: 平阳县政府设置 2025 年宠物用品产业链的产值目标是 47 亿元



资料来源: 平阳县政府《平阳县实施制造业产业基础再造和产业链提升工程行动方案》, 光大证券研究所

公司的总部位于浙江省平阳县水头镇, 较强的区位优势可为公司节省交易成本, 帮助公司与上游供应商建立长久的合作关系。以委外加工业务为例, 在公司的采购前五大供应商名录中, 有三家公司来自温州市平阳县, 其中对温州盛发宠物用品的采购额占比最高, 2021 年为 34.1%, 与公司自 2018 年即建立了合作关系。

表 3: 2021 年公司部分委外加工供应商名单

供应商名称	供应商地址	合作历史	2021 年相应采购额占委外加工总额比重 (%)
温州盛发宠物用品有限公司	平阳县水头镇	2018 年开始合作	34.1%
中广核达胜加速器技术有限公司	江苏省苏州市	2018 年开始合作	13.5%
章吉运动休闲用品(上海)有限公司	上海市青浦区	2021 年开始合作	8.8%
平阳县皇吉宠物用品厂	温州市平阳县	2018 年开始合作	8.9%
温州奋起服饰有限公司	平阳县水头镇	2021 年开始合作	6.1%

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

## 6、盈利预测

### 6.1、关键假设与盈利预测

考虑公司与国外客户的合作关系稳固，美国市场处于去库存的阶段，结合公司 2022 年 1-9 月的业绩指引（2022 年 1-9 月公司预计实现营业收入 7.51-8.51 亿元，较上年同比增长约-10%-2%；预计实现净利润 1.40-1.66 亿元，较上年同比增长约 10-30%），我们对公司各个业务板块做出以下假设与预测：

**宠物牵引用具：**受国外客户去库存影响，公司 2022 年的宠物牵引用具收入预计增速较低，2023-2024 年，假设公司可顺利参加国内外宠物展会，开拓新客户顺利，且考虑到国外的宠物牵引用具更换频次相对较高，宠物用具收入增速可逐步恢复。我们预计 2022-2024 年，公司宠物牵引用具的营收分别为 6.26/8.11/10.79 亿元，同比增速分别为 2.2%/29.6%/33.0%。受益于柬埔寨产能投放，且公司在宠物牵引用具上的议价能力较强，2022-2024 年的毛利率有望小幅提高，我们预计 2022-2024 年，宠物牵引用具的毛利率分别为 27.9%/28.4%/28.7%。

**宠物零食：**受国外客户去库存影响，公司 2022 年的宠物零食收入增速预计较低，2023-2024 年，假设公司可顺利参加国内外宠物展会，开拓新客户顺利，宠物零食的收入增速可逐步恢复。我们预计 2022-2024 年，公司宠物零食的营收分别为 3.60/4.49/5.92 亿元，同比增速分别为 2.0%/24.8%/32.0%。受益于柬埔寨产能投放带来的规模效应，我们预计 2022-2024 年，宠物零食的毛利率分别为 16.8%/18.3%/19.5%。

**宠物注塑玩具：**公司的宠物注塑玩具具有自有品牌，在国内外市场均有布局，而国内业务增速较快（2021 年由于产品结构调整，原材料成本上涨导致收入与毛利率下滑），可部分对冲 2022 年国外客户去库存的负面影响。假设公司的宠物注塑玩具产品结构不断优化，国内市场进展顺利，预计 2022-2024 年，宠物注塑玩具的营收分别为 16.5/40.7/73.3 百万元，同比增速分别为 50.0%/146.5%/80.0%，毛利率分别为 30.3%/30.7%/32.1%。

**其他宠物产品（宠物服饰等）：**我们预计 2022-2024 年，其他宠物产品（宠物服饰等）的营收分别为 88.4/99.0/111.9 百万元，同比增速分别为 1.0%/12.0%/13.0%，毛利率分别为 19.5%/19.5%/19.5%。

**公司综合毛利率：**考虑柬埔寨工厂产能投放与公司募集资金增加产能，规模效应有望继续提升，我们预计 2022-2024 年的综合毛利率分别是 23.4%/24.4%/25.2%。

**期间费用方面：**考虑到公司未来将加大对国内市场的开发，我们假设 2022-2024 年公司的销售费用率分别为 1.5%/1.5%/1.8%；假设 2022-2024 年的管理费用率保持稳定，维持在 2.8%的水平；研发费用率保持稳定，假设 2022-2024 年的研发费用率保持在 2.4%的水平。

表 4：公司盈利预测假设表

业务板块	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>						
宠物牵引用具	营收 (百万元)	351.7	612.7	626.2	811.5	1079.3
	YoY	6.7%	74.2%	2.2%	29.6%	33.0%
	毛利率	33.1%	27.6%	27.9%	28.4%	28.7%
宠物零食	营收 (百万元)	222.9	352.6	359.6	448.7	592.3
	YOY	40.6%	58.2%	2.0%	24.8%	32.0%

	毛利率	16.0%	15.7%	16.8%	18.3%	19.5%
宠物注塑玩具	营收 (百万元)	14.1	11.0	16.5	40.7	73.3
	YOY	57.8%	-21.7%	50.0%	146.5%	80.0%
	毛利率	38.7%	30.3%	30.3%	30.7%	32.1%
其他宠物产品 (宠物服饰等)	营收 (百万元)	17.7	87.5	88.4	99.0	111.9
	YOY	11.2%	395.7%	1.0%	12.0%	13.0%
	毛利率	13.1%	19.2%	19.5%	19.5%	19.5%
其他	营收 (百万元)	2.0	5.0	5.2	5.5	6.4
<b>总营收 (百万元)</b>		<b>608.28</b>	<b>1,068.78</b>	<b>1,095.94</b>	<b>1,405.43</b>	<b>1,863.07</b>
<b>YOY</b>		<b>18.17%</b>	<b>75.71%</b>	<b>2.54%</b>	<b>28.24%</b>	<b>32.56%</b>
<b>毛利率</b>		<b>26.2%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.4%</b>	<b>24.4%</b>	<b>25.2%</b>
<b>费用率</b>						
销售费用率		2.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%
管理费用率		4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用率		3.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
<b>归母净利润</b>						
<b>归母净利润 (百万元)</b>		<b>83.20</b>	<b>136.83</b>	<b>202.69</b>	<b>231.26</b>	<b>284.39</b>
<b>YOY</b>		<b>51.51%</b>	<b>64.46%</b>	<b>48.14%</b>	<b>14.09%</b>	<b>22.98%</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

根据上述假设,我们预计2022-2024年公司营收分别为10.95/14.05/18.63亿元,同比增速分别为2.5%/28.2%/32.6%。公司归母净利润分别为2.03/2.31/2.84亿元,折合EPS分别是1.49/1.70/2.09元,归母净利润的同比增速分别为48.1%/14.1%/23.0%。

## 6.2、相对估值

我们选取佩蒂股份、中宠股份与依依股份作为公司的可比公司。佩蒂股份与中宠股份均具备宠物零食业务,佩蒂股份与源飞宠物的总部均位于温州平阳宠物小镇,中宠股份则与源飞宠物合资建立柬埔寨爱淘,依依股份具备宠物卫生护理用品业务,与源飞相同,业务主要布局在海外市场。综合考虑以下因素:1)源飞宠物打入国外宠物专业零售渠道与综合商超渠道的供应链,客户壁垒较高;2)源飞宠物不仅拥有宠物牵引用具业务,也兼具宠物零食业务,并在柬埔寨设厂布局产能,未来有望继续受益于欧美宠物行业的稳定增长。可比公司2022年PE均值为37倍,相对源飞宠物较高。

表5: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 (元) 9月30日	EPS (元)				PE (X)				CAGR-3 2021	PEG 2021
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
佩蒂股份	300673.SZ	22.12	0.24	0.63	0.82	1.02	92	35	27	22	62%	1.5
中宠股份	002891.SZ	29.3	0.39	0.57	0.83	1.15	75	51	35	26	43%	1.7
依依股份	001206.SZ	28.3	0.86	1.07	1.3	1.57	33	26	22	18	22%	1.5
均值							67	37	28	22	43%	1.6
源飞宠物	001222.SZ	28.58	1.00	1.49	1.70	2.09	28	19	17	14	28%	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 依依股份、源飞宠物2021年的EPS按最新股本摊薄, CAGR亦按此计算, A股可比公司取自WIND一致预期, 源飞宠物盈利数据为光大证券研究所预测

## 6.3、绝对估值

我们采取FCFF与FCFE绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设, FCFF估值法下, 公司每股价值为52元; FCFE估值法下, 公司每股价值为49元。

- 1、长期增长率：公司的产品主要面向欧美宠物市场，欧美宠物市场已进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2.3%；
- 2、β值选取：采用申万一级行业分类-轻工制造的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 12.00%。

表 6：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.30%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	0.74
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.39%
税率	12.00%
Kd	3.83%
Ve	1,645.3
Vd	1.4
目标资本结构	20.00%
WACC	5.88%

资料来源：光大证券研究所预测

表 7：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	381.58	5.54%
第二阶段	1,939.33	28.13%
第三阶段 (终值)	4,572.68	66.33%
企业价值 AEV	6,893.59	100.00%
加：非经营性净资产价值	147.03	2.13%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	1.41	-0.02%
总股本价值	7,039.21	102.11%
股本 (百万股)	136.35	-
每股价值 (元)	51.63	-
PE (隐含 2022)	34.73	-
PE (动态 2022)	19.23	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.30%	1.80%	2.30%	2.80%	3.30%
4.88%	56.65	62.92	71.63	84.51	105.56
5.38%	49.58	54.07	60.01	68.26	80.48
5.88%	44.05	47.37	51.63	57.26	65.08
6.38%	39.59	42.12	45.28	49.31	54.66
6.88%	35.93	37.90	40.30	43.29	47.12

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	52	36	— 106	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	49	31	— 99	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

结合 FCFF 和 FCFE，绝对估值法下，公司的合理价值区间为 49-52 元，估值中枢为 51 元。

## 6.4、估值结论与投资评级

考虑到公司作为中国宠物用品代工龙头企业，已与海外知名宠物零售商、综合商超建立了长期且稳定的合作关系，形成较高的客户壁垒；通过在柬埔寨建立子公司，在一定程度上可规避政治风险，降低生产成本；另外，公司选用外协产能，可以快速灵活的响应市场需求，并提高总资产周转率，且总部位于宠物小镇，坐拥区位优势。我们预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 2.03/2.31/2.84 亿元，折合 EPS 分别是 1.49/1.70/2.09 元，对应 PE 分别是 19/17/14 倍。鉴于公司是宠物用品代工龙头企业，国外客户壁垒较高，产能优势逐步释放且具备一定的区位优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6.5、股价驱动因素

美欧经济向好，居民消费能力提高，下半年感恩节、圣诞节等节日增加对宠物产品的采购。

# 7、风险分析

### 汇率波动风险

公司业务以出口为主，若美元兑人民币的汇率波动加大，人民币升值将导致公司产生较大金额的汇兑损失风险。

### 国外消费低迷，居民对宠物产品需求减少

若国外消费低迷，居民对宠物产品的需求减少，可能会导致客户降低对公司产品的采购，对公司的销售收入造成不利影响。

### 中美贸易摩擦加剧的风险

若未来美国等对公司加征关税或者制定其他不利于公司的贸易政策，将导致公司的经营环境恶化，在市场竞争中处于不利地位。

### 新股价格波动风险

公司于 2022 年 8 月 18 日上市，有一定的股价波动幅度较大风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	608	1,069	1,096	1,405	1,863
营业成本	449	825	839	1,062	1,393
折旧和摊销	10	16	14	17	23
税金及附加	3	3	3	4	6
销售费用	15	16	16	21	34
管理费用	25	30	31	39	52
研发费用	18	25	26	34	45
财务费用	22	9	-61	-29	-7
投资收益	3	8	0	0	0
营业利润	92	157	246	277	341
利润总额	97	164	251	282	346
所得税	13	10	30	34	42
净利润	84	154	221	248	304
少数股东损益	1	17	18	17	20
归属母公司净利润	83	137	203	231	284
EPS(元)	0.81	1.34	1.49	1.70	2.09

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	88	119	252	221	299
净利润	83	137	203	231	284
折旧摊销	10	16	14	17	23
净营运资金增加	29	183	-75	86	127
其他	-34	-216	111	-114	-136
投资活动产生现金流	-59	-30	-159	-170	-200
净资本支出	-49	-62	-150	-170	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-11	32	-9	0	0
融资活动现金流	39	27	499	-36	-67
股本变化	10	0	34	0	0
债务净变化	16	-43	0	0	0
无息负债变化	85	34	77	91	135
净现金流	61	111	592	15	32

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.2%	22.8%	23.4%	24.4%	25.2%
EBITDA 率	19.4%	18.3%	18.1%	19.0%	19.4%
EBIT 率	17.6%	16.7%	16.9%	17.8%	18.1%
税前净利润率	15.9%	15.3%	22.9%	20.1%	18.6%
归母净利润率	13.7%	12.8%	18.5%	16.5%	15.3%
ROA	11.2%	17.0%	13.4%	13.0%	13.3%
ROE (摊薄)	19.7%	24.7%	17.0%	17.0%	18.1%
经营性 ROIC	22.9%	27.4%	24.0%	24.0%	24.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	37%	30%	21%	23%	25%
流动比率	1.92	2.48	3.66	3.18	2.76
速动比率	1.42	1.73	3.10	2.62	2.20
归母权益/有息债务	9.75	1119.74	-	-	-
有形资产/有息债务	16.14	1761.11	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	750	908	1,644	1,917	2,282
货币资金	215	253	845	860	892
交易性金融资产	35	19	27	27	27
应收账款	129	161	156	200	265
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	1	5	7	9
存货	136	201	193	244	320
其他流动资产	12	25	25	32	42
流动资产合计	531	662	1,257	1,377	1,565
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	150	180	209	259	329
在建工程	13	0	68	130	192
无形资产	49	31	51	69	88
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	31	31	31	31
非流动资产合计	220	247	387	540	717
总负债	278	269	346	436	571
短期借款	42	0	0	0	0
应付账款	211	239	310	393	515
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	277	267	343	433	567
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	3	4
非流动负债合计	1	2	3	3	4
股东权益	472	639	1,298	1,481	1,710
股本	102	102	136	136	136
公积金	194	201	616	639	641
未分配利润	131	261	444	586	793
归属母公司权益	422	554	1,196	1,361	1,570
少数股东权益	50	85	103	120	140

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.38%	1.47%	1.50%	1.50%	1.80%
管理费用率	4.07%	2.82%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用率	3.54%	0.85%	-5.55%	-2.09%	-0.36%
研发费用率	3.02%	2.38%	2.40%	2.40%	2.40%
所得税率	13%	6%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.49	0.55	0.67
每股经营现金流	0.86	1.16	1.85	1.62	2.19
每股净资产	4.12	5.42	8.77	9.98	11.52
每股销售收入	5.95	10.45	8.04	10.31	13.66

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	35	21	19	17	14
PB	6.9	5.3	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	24.5	14.9	16.5	12.5	9.4
股息率	0.0%	0.0%	1.7%	1.9%	2.3%

## 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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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与、不与，也将不会与本报告中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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 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  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE