

评级：增持（首次）

市场价格：21.78 (CNY)

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,069	954	994	1,128	1,276
增长率 yoy%	75.7%	-10.8%	4.3%	13.4%	13.2%
净利润(百万元)	137	159	151	165	190
增长率 yoy%	64.5%	15.9%	-4.5%	9.0%	15.2%
每股收益(元)	1.00	1.16	1.11	1.21	1.39
每股现金流量	0.87	0.90	1.58	0.97	1.15
净资产收益率	21.4%	12.6%	11.2%	11.3%	12.0%
P/E	21.7	18.7	19.6	18.0	15.6
P/B	5.4	2.6	2.4	2.2	2.0

备注：股价数据截至2023年5月24日收盘。

报告摘要

■ **宠物用品是一个怎样的赛道？** 不同于宠食板块，我们认为宠物用品是重渠道、轻品牌的赛道，消费诉求在满足基本功能需求的基础上看重颜值等差异化选项，呈现产品多元、渠道为王的特征。反映在行业竞争要素上：产品端多 SKU 及快迭代，中游生产考验规模与效率平衡；品牌端核心考验渠道触达，下游渠道品牌集中、产品品牌分散。其中宠食产业链价值集中于品牌端，宠用产业链价值向代工和渠道端倾斜。在美国，伴随从养宠到爱宠的饲养观念升级，宠食、宠用及服务细分赛道均稳健扩容。对比国内市场渗透率仅 20%，单宠消费不足美国市场 30%，养宠观念升级下国内市场快速增长的同时，有望复制从必选到可选、从单一到多元的产品结构发展过程。

■ **源飞宠物：能力破圈的牵引用具代工龙头，赛道赋能盈利领先。** 公司围绕温州产业链优势以咬胶代工业务起家，随后重心发展牵引用具，2022 年，公司营收 9.5 亿元，19-22 年 CAGR 达 22.8%，归母净利润 1.59 亿元，19-22 年 CAGR 达 42.4%，是国内宠物牵引用具龙头。2019-2022 年，公司净利率从 10.46% 提至 17.98%，盈利能力逐年提升并领先行业均值 3-7pct。其超额利润来自于：1) 赛道禀赋差异，公司深耕宠物牵引用具注重产品设计，核心业务牵引用具毛利率在 30% 左右，对比零食代工业务毛利率 20% 左右，时尚属性加持下，牵引用具代工端利润更优。2) 内部运营效率领先，ODM 模式下费用控制优异；3) 全球化产销研布局体系完善，2019 年后伴随海外产能投产，公司盈利进一步提升。

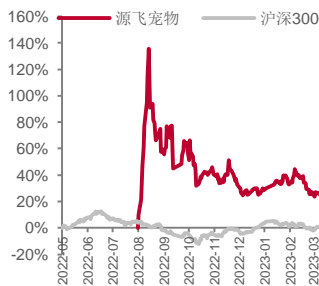
■ **从产业链视角看源飞核心竞争力。** 1) 绑定头部零售商客户，具备供应商能力背书，分享行业红利。源飞宠物 TOP5 客户占比 65% 以上，客户结构以 PetSmart、Petco、Walmart 等大型综合零售商与宠物零售巨头为主，客户资源深厚，共同分享行业成长红利。2) 产品研发为先，重视 SKU 迭代升级，带动份额提升。公司研发费用率位居行业前列，高品质产品设计及推新与终端销售形成正反馈，推动公司在单一客户订单及供应链份额提升。3) 生产端规模与效率兼备，海外产能护航成长。公司采用自产/外协相结合的生产方式，宠物用品自产外协均衡，宠物食品专注自产，产量效率兼备，同时于柬埔寨布局产能，规避宏观风险提升全球竞争力。4) 发力内销业务，蓄力第二成长曲线。公司依托在电商渠道代理成熟宠食品牌有望做大流量端口，为 OBM 业务奠定基础。

■ **盈利预测与投资建议：** 我们预计公司 2023-2025 年有望实现收入 9.94/11.28/12.76 亿元，分别同比增长 4.3%/13.4%/13.2%，实现归母净利润 1.51/1.65/1.90 亿元，分别同比增长 -4.5%/9.0%/15.2%，对应 23-25 年 PE 分别为 19.6x/18.0x/15.6x。国内市场成长性突出，公司盈利能力领先，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：** 下游需求不及预期风险；市场开拓低预期风险；汇率大幅波动风险；公开信息更新不及时风险等。

基本状况

总股本(百万股)	136
流通股(百万股)	34
市价(元)	21.78
市值(百万元)	2,962
流通市值(百万元)	740

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

能力破圈、盈利领先的宠物牵引用具龙头.....	- 2 -
能力破圈，宠物牵引赛道领军者.....	- 5 -
牵引优于零食，赛道赋能盈利领先.....	- 8 -
控股权集中稳定，募投扩充产能.....	- 10 -
宠物用品是一个怎样的赛道？.....	- 13 -
成长趋势：从养宠到爱宠，从单一到多元——美国市场为例.....	- 14 -
竞争要素：专业分工、渠道为王、产品多元.....	- 17 -
聚焦中游：对比宠食，宠物用品产业链价值向代工与渠道端倾斜.....	- 20 -
放眼国内：高潜赛道，空间可期.....	- 22 -
从产业链视角看公司核心竞争力.....	- 25 -
产品端：重视产品设计迭代，赋能客户终端销售.....	- 25 -
渠道端：外销深耕头部零售商，客户壁垒高企.....	- 27 -
生产端：效率、规模兼备，海外布局护航全球竞争力.....	- 29 -
战略端：发力国内电商，培育 OBM 业务.....	- 31 -
盈利预测与估值.....	- 33 -
风险提示.....	- 36 -
下游需求不及预期风险.....	- 36 -
市场开拓不及预期风险.....	- 36 -
汇率大幅波动风险.....	- 36 -
产能建设进度不及预期风险.....	- 36 -
公开信息更新不及时风险.....	- 36 -

图表目录

图表 1：源飞宠物营业收入及增速.....	- 5 -
图表 2：源飞宠物归母净利润及增速.....	- 5 -
图表 3：源飞宠物发展历程.....	- 6 -
图表 4：2019-2022 年源飞宠物分产品营收（亿元）.....	- 6 -
图表 5：2022 年源飞分产品营收占比.....	- 6 -
图表 6：2019-2021 源飞收入分市场情况（亿元）.....	- 7 -
图表 7：2021 年源飞收入分市场结构.....	- 7 -
图表 8：2019-2022 年公司前 5 大客户占比.....	- 7 -
图表 9：2021 年公司收入分客户结构.....	- 7 -
图表 10：源飞宠物增长动力拆分（2019-2022 年）.....	- 8 -
图表 11：源飞宠物主要产品量价拆分（2019-2021 年）.....	- 8 -
图表 12：源飞宠物分产品毛利率.....	- 9 -
图表 13：宠物行业公司毛利率对比.....	- 9 -

图表 14 : 源飞宠物 2019-2020 费用率.....	- 9 -
图表 15 : 行业公司 2019-2022 研发费用率.....	- 9 -
图表 16 : 宠物行业公司费用率对比.....	- 10 -
图表 17 : 宠物行业公司净利率对比.....	- 10 -
图表 18 : 源飞宠物股权结构.....	- 11 -
图表 19 : 源飞宠物 2019-2021 产能 (自产产品)	- 11 -
图表 20 : 源飞宠物 IPO 募投项目 (亿元)	- 12 -
图表 21 : 宠物行业产业链.....	- 13 -
图表 22 : 全球宠物市场 2022-27E 规模 (亿美元)	- 14 -
图表 23 : 2018-2022 中国宠物市场规模 (亿元)	- 14 -
图表 24 : 2020 年世界宠物市场规模占比	- 14 -
图表 25 : 2018-2023 年美国宠物行业规模 (亿美元)	- 15 -
图表 26 : 近五年美国 GDP 与宠物行业增速对比.....	- 15 -
图表 27 : 中美宠物数量对比 (亿只)	- 15 -
图表 28 : 2021 年中美单宠消费对比 (元)	- 15 -
图表 29 : 2023 年美国宠物主年龄结构	- 16 -
图表 30 : 2022 年美国宠物主调研结果.....	- 16 -
图表 31 : 2018-22 年美国人均宠物消费与人均可支配收入对比 (美元)	- 16 -
图表 32 : 2022-2023 美国细分市场结构 (亿美元)	- 17 -
图表 33 : 2023 年美国宠物预计细分市场结构占比.....	- 17 -
图表 34 : 2021 年美国宠物市场渠道品牌格局.....	- 17 -
图表 35 : 2020 年宠物用品市场产品品牌格局.....	- 17 -
图表 36 : 2019-2022 年 Chewy 与 Petco 营收情况 (亿美元)	- 18 -
图表 37 : 2022 年 Amazon 犬商品各类别比例.....	- 18 -
图表 38 : 2022 年 Amazon 猫商品各类别比例.....	- 18 -
图表 39 : 美国部分宠物相关法律规定.....	- 18 -
图表 40 : Chewy 犬用商品分类显示.....	- 19 -
图表 41 : 天元宠物部分产品展示	- 20 -
图表 42 : 2019-2021 福贝/乖宝业务结构.....	- 21 -
图表 43 : 2019-21 福贝/乖宝分销售模式毛利率.....	- 21 -
图表 44 : 2022 年产业链中游食品&用品毛利率对比	- 21 -
图表 45 : 2022 年宠物公司分产品结构.....	- 21 -
图表 46 : 2019-2022 年 Chewy/Petco 分产品营收占比.....	- 22 -
图表 47 : 2019-2022 年 Chewy/Petco 毛利率对比	- 22 -
图表 48 : 中国宠物用品市场规模 (亿元)	- 22 -

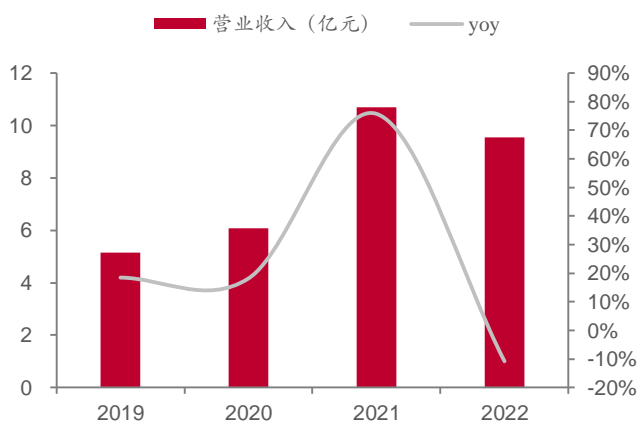
图表 49 : 中国宠物食品市场规模 (亿元)	- 22 -
图表 50 : 2019-21 我国猫狗数量变化趋势 (万只)	- 23 -
图表 51 : 2021 中美日宠物家庭渗透率对比	- 23 -
图表 52 : 2017-2021 中国宠物主单宠消费 (元/只/年)	- 23 -
图表 53 : 2019-2021 中国宠物主收入分布	- 24 -
图表 54 : 2019-2022 中国宠物主年龄结构分布	- 24 -
图表 55 : 中国宠物市场消费结构 (%)	- 24 -
图表 56 : 2021 中国宠物分市场渗透率 (%)	- 24 -
图表 57 : 源飞宠物产品展示	- 25 -
图表 58 : 行业公司 2019-2022 研发费用率	- 26 -
图表 59 : 公司核心技术人员履历	- 26 -
图表 60 : 源飞宠物在研项目	- 27 -
图表 61 : 公司知名客户	- 27 -
图表 62 : 源飞宠物前五大客户情况 (亿元)	- 28 -
图表 63 : 2016-21 财年 PetSmart 营收 (亿美元)	- 29 -
图表 64 : 2020-22 年 Petco 营收拆分 (亿美元)	- 29 -
图表 65 : 源飞宠物 2019-2021 自产、外协产量与占比	- 29 -
图表 66 : 公司海外工厂营收 (亿元)	- 30 -
图表 67 : 2020-2021 柬埔寨爱淘营业数据 (万元)	- 30 -
图表 68 : 2020-2021 柬埔寨莱德营业数据 (万元)	- 30 -
图表 69 : 2019-2022 公司销售渠道与增速 (万元)	- 31 -
图表 70 : 2019-2022 公司国内线上线下比例	- 31 -
图表 71 : 2021-2022 宠物主消费渠道偏好	- 31 -
图表 72 : 2020 宠物主信息获取渠道偏好	- 31 -
图表 73 : 营销中心投入资金明细 (万元)	- 32 -
图表 74 : 营销中心项目实施规划	- 32 -
图表 75 : 源飞宠物盈利预测	- 34 -
图表 76 : 行业可比公司估值比较	- 34 -
图表 77 : 源飞宠物三大财务报表	- 35 -

能力破圈、盈利领先的宠物牵引用具龙头

能力破圈，宠物牵引赛道领军者

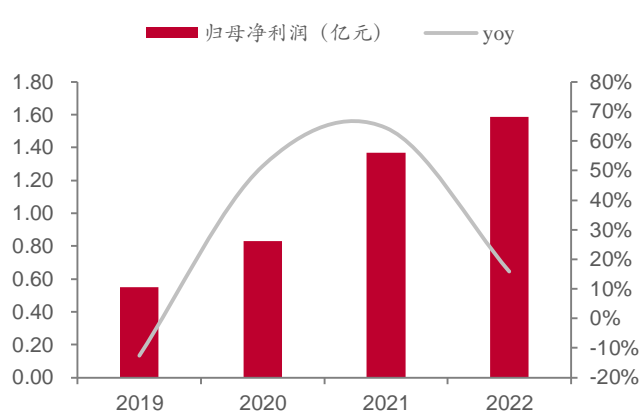
- 宠物牵引用具代工龙头，业绩高速增长。**源飞宠物是宠物零食及牵引用具生产商，凭借良好的设计能力与完整的供应链体系，公司积累了宠物用品零售巨头 PetSmart、国际大型连锁零售商 Walmart 等美、欧主流市场优质客户资源，是国内宠物牵引用具生产龙头。2019-2022 年，公司营收从 5.1 亿元增至 9.5 亿元，CAGR 达 22.8%；归母净利润从 0.55 亿元增至 1.59 亿元，CAGR 为 42.4%。2022 年，源飞宠物实现营收 9.54 亿元 (-10.77%)，归母净利润 1.59 亿元 (+15.87%)，2019 年起受益海外产能释放公司业绩高增，2022 年业绩波动主要系终端需求、客户库存、海运周期反转下，出口端承压。

图表 1：源飞宠物营业收入及增速



来源：源飞宠物招股书、公司公告、中泰证券研究所

图表 2：源飞宠物归母净利润及增速



来源：源飞宠物招股书、公司公告、中泰证券研究所

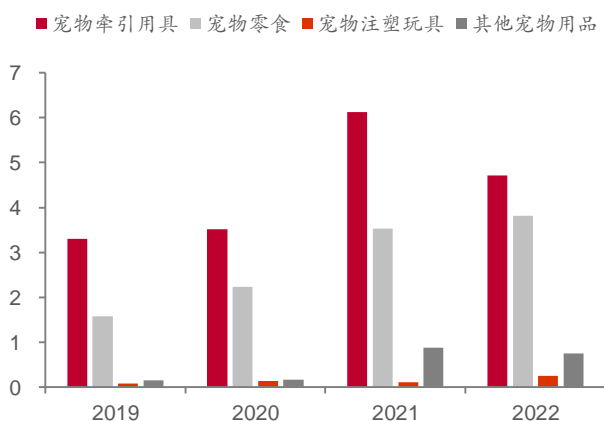
- 公司二十年发展历程可大致分为 3 个阶段，依托本地优势以狗咬胶起家，其后能力扩圈至宠物牵引行业，外贸出口业务积累大量优质客户资源，最终奠定宠物牵引赛道领跑者地位。**
- 1) 2004-2014 年：初创积累，沉淀转型。**公司于 2004 年在浙江省温州市平阳县成立，平阳是我国主要的皮质加工地，具有完整的上下游产业链，为公司生产以皮制品为主要原材料的“狗咬胶”提供优势。其后公司将主营业务拓展至宠物牵引用具行业。
- 2) 2014-2019 年：切入核心客户供应链，积累销售资源。**2014 年，源飞在美国创立海外公司，巩固并继续开拓美国海外市场，同年源飞与 Walmart 签订销售合同，业务涉及宠物零食与宠物牵引用具。2016 年，公司与 PetSmart 签订销售合同，业务涉及牵引用具、注塑玩具与其它宠物食品，2017 年，公司与 Petco 签订销售合同，标的涉及宠物牵引用具。2018 年，公司完成股份制改革，并在上海成立设计研发中心。
- 3) 2019-2022 年：海外产能布局，开启高速增长。**2019 年，公司与中宠股份就于柬埔寨成立合资子公司达成协议，合资子公司柬埔寨爱淘成立，同年独资企业柬埔寨莱德成立，分别进行宠物食品/用品的生产

制造，截至 2022 年，公司每年可生产 700 万公斤狗咬胶，5000 万条牵引带。2022 年 8 月，公司在深交所上市。经过 20 年 ODM 代工模式磨砺，公司在产品研发及生产效率上领先，并积累起大型渠道客户资源，成为宠物牵引用具行业龙头。

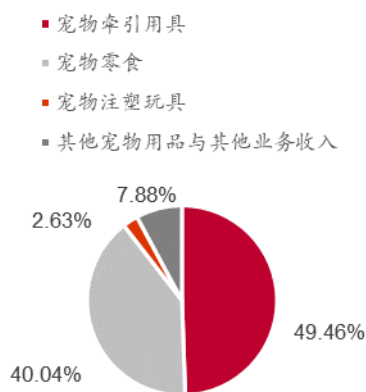
图表 3: 源飞宠物发展历程


来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- 受益于欧美日等境外宠物用品市场规模的不断扩大，叠加公司产研销一体化布局，公司逐步积累优秀客户资源，2022 年，源飞宠物营收 9.54 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 22.82%。
- **产品结构：宠物牵引用具与宠物零食业务营收比例合计超九成。**2022 年，公司宠物牵引用具与宠物零食业务分别营收 4.72/3.82 亿元，同比-23%/8.3%，占总业务比重 49%/40%。2019-2022 年，宠物用品（牵引+玩具）/宠物食品业务 CAGR 分别为 13.6%/34.0%，食品业务增速高于用品。

图表 4: 2019-2022 年源飞宠物分产品营收 (亿元)


来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 5: 2022 年源飞分产品营收占比


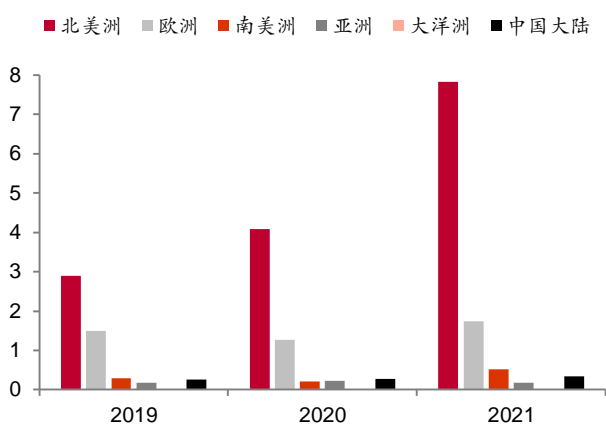
来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- **业务结构：海外 ODM 业务是核心销售模式，客户结构以零售商为主。**海外宠物市场发展较为完善，公司业务以出口 ODM 为主。2022 年，公司海外收入 9.17 亿元，营收占比 96%，均为 ODM 业务。拆分市场

看，2021 年北美与欧洲市场分别营收 7.83/1.74 亿元，占当年营收比重为 73%/16%。

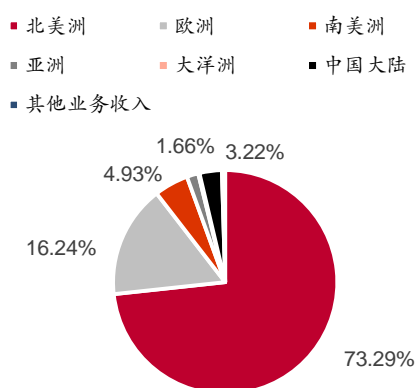
- **客户结构以线下零售商为主。**2021 年公司前五大客户分别为美国大型宠物零售商 PetSmart、中宠股份子公司美国好氏、北美著名宠物连锁商店 Petco、零售巨头 Walmart、与英国著名零售商 B&M。2019-2021 年，源飞凭借海外产能布局叠加良好的设计创新与供应链能力，大客户订单高增，是收入的核心增量贡献来源。2019-2022 年，TOP5 客户销售额占比提升 5.03pct 至 67.77%。

图表 6: 2019-2021 源飞收入分市场情况 (亿元)



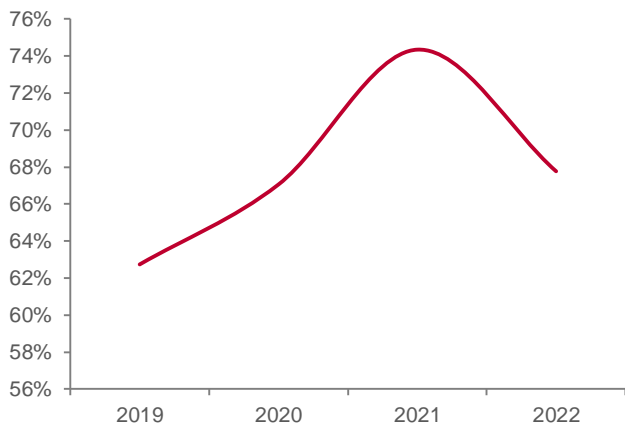
来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 7: 2021 年源飞收入分市场结构



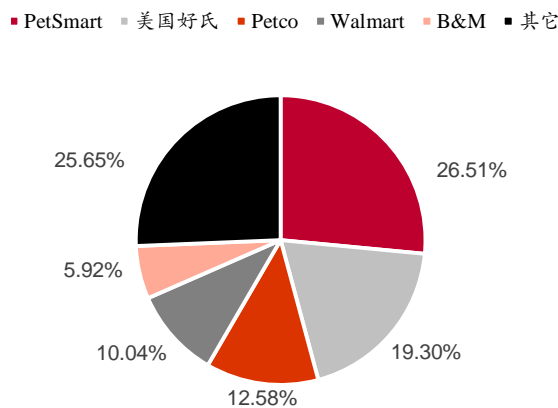
来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 8: 2019-2022 年公司前 5 大客户占比



来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 9: 2021 年公司收入分客户结构

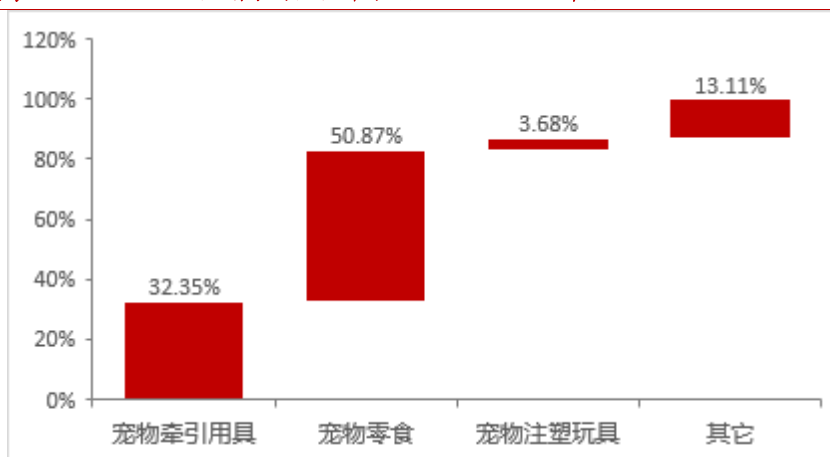


来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- **增长驱动力：牵引用具与宠物零食销量随产能及客户订单波动，均价逐年提升。**2019-2022 年，宠物牵引用具与宠物零食对收入增量贡献分别为 32.35%、50.87%，是公司业绩增长核心驱动力。
- **量价拆分上，1) 量：柬埔寨产能落地助力成长。**伴随柬埔寨爱淘基地（宠物零食）、莱德基地（宠物用品）分别于 2019、2020 年投产，公司扩大与美国好氏及 Petco、PetSmart 合作，宠物零食及牵引用具销

量上升，2020-2021 年，公司牵引用具销量分别增长 1.7%、48%，零食销量增长 25.2%、52.4%。2) 价：牵引品 SKU 持续迭代，禽肉类零食占比提升带动价增。受益牵引用具自身时尚属性及中高端产品订单提升，2021 年，宠物牵引用具单价同增 17.7%至 15.81 元/件；而随柬埔寨爱淘基地禽肉类零食订单起量，带动宠物零食单价同增 3.9%至 4.23 万元/吨。

图表 10: 源飞宠物增长动力拆分 (2019-2022 年)



来源：源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

图表 11: 源飞宠物主要产品量价拆分 (2019-2021 年)

		2021	yoy	2020	yoy	2019
宠物牵引用具	营收 (亿元)	6.13	74.20%	3.52	6.67%	3.30
	销量 (万件)	3,874.40	47.96%	2,618.62	1.68%	2,575.26
	单价 (元/件)	15.81	17.72%	13.43	4.92%	12.8
	销量影响	47.96%		1.68%		
	单价影响	26.24%		4.99%		
宠物零食	营收 (亿元)	3.53	58.21%	2.23	40.56%	1.59
	销量 (吨)	8,344.90	52.41%	5,475.39	25.22%	4,372.73
	单价 (万元/吨)	4.23	3.93%	4.07	12.12%	3.63
	销量影响	52.41%		25.22%		
	单价影响	5.80%		15.34%		

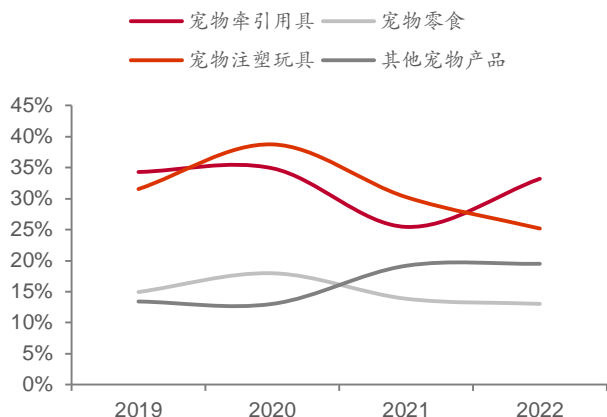
来源：公司公告、源飞宠物招股书、中泰证券研究所

牵引优于零食，赛道赋能盈利领先

- 毛利率有望企稳修复，盈利能力处于行业前列。**公司 2019-2022 年分别实现毛利率 27.42%/26.17%/22.80%/24.13%，领先行业内主要公司。拆分业务看，核心业务牵引用具毛利率在 30%左右，相较于同质化程度较高的零食代工业务，时尚属性加持赋予牵引用具产业链更丰厚的利润空间，且随 2020 年柬埔寨爱淘基地投产，混合肉类零食毛利率较高叠加关税成本降低，带动宠物零食毛利率走高。2021 年受原材料价格上涨及人民币升值影响公司毛利率下滑，2022 年原材料价格逐步回落

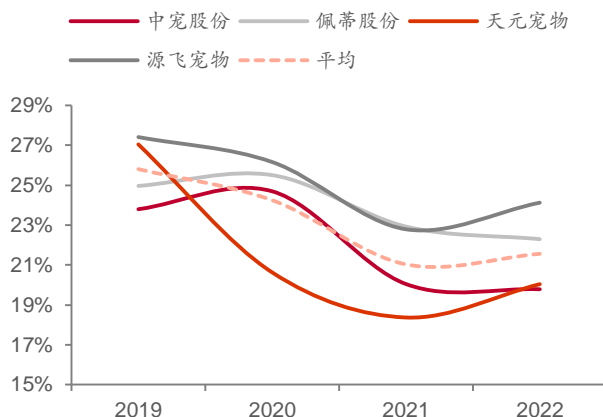
叠加汇兑贡献，公司盈利企稳修复。

图表 12: 源飞宠物分产品毛利率



来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

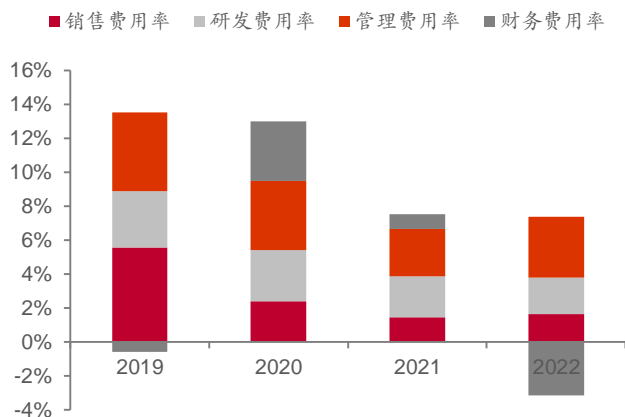
图表 13: 宠物行业公司毛利率对比



来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- 费用控制良好，注重产品设计与研发。**2019-2022 年公司总体费用率呈下降趋势，2022 年公司总费用率为 4.23% (-3.29pct)，其中财务费用率为 -3.15%，主要系汇兑损益。此外，公司敏锐把握消费者需求，紧抓宠物用品行业多 SKU 快速迭代的发展模式，研发费用率位居行业前列，公司于 2019-2022 年期间设计出高营养耐口型牛筋球狗咬胶、缓冲型纤维狗绳、长度可调节型双狗带等多项新型产品，2022 年公司研发费用率为 2.17%，对比中宠股份/佩蒂股份/天元宠物/行业平均分别为 1.34%/1.66%/1.00%/1.54%。

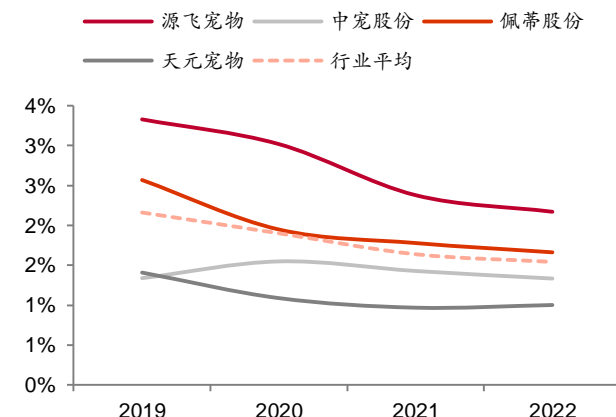
图表 14: 源飞宠物 2019-2020 费用率



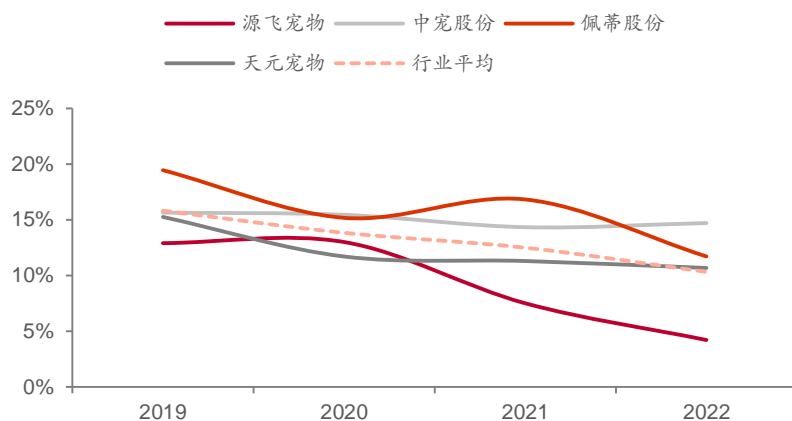
来源：源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

备注：按新收入准则要求，2020 年 1226.75 万元出口货物代理及运输费用从销售费用改计入营业成本核算。

图表 15: 行业公司 2019-2022 研发费用率

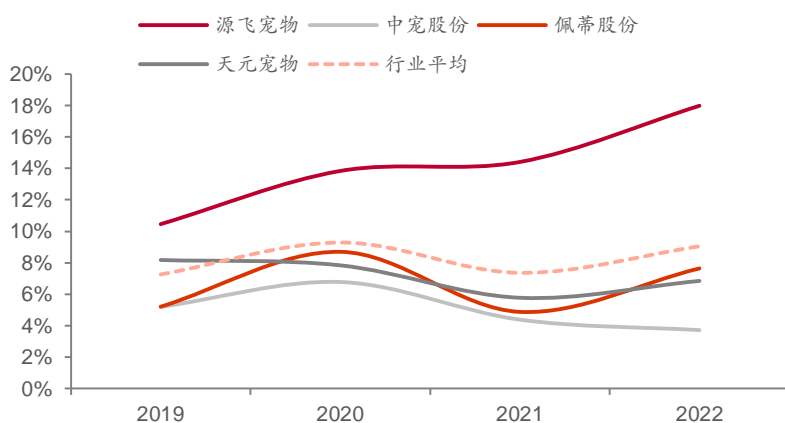


来源：源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

图表 16: 宠物行业公司费用率对比


来源：源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

- 盈利水平逐年提升，领先同业。**2019-2022 年，公司净利率分别为 10.46%/13.84%/14.41%/17.98%，盈利能力逐年提升，同时领先行业均值 3-10pct。横向对比中宠股份、佩蒂股份、天元宠物等同业可比公司，源飞宠物盈利能力领先，其超额利润来自于：1) 业务结构存在差异，公司深耕宠物牵引用具，主营产品与其余公司皆有一定区别；2) 公司注重产品设计，主营产品附加值较高，其牵引产品毛利率稳定在 30%左右，对比零食代工业务毛利率 20%左右。3) 内部运营效率领先，ODM 模式下费用控制优异；4) 公司全球化产销研布局体系完善，2019 年后伴随海外产能投产，公司议价及毛利率空间提升。(公司核心竞争力分析将在本文第三部分详述。)

图表 17: 宠物行业公司净利率对比


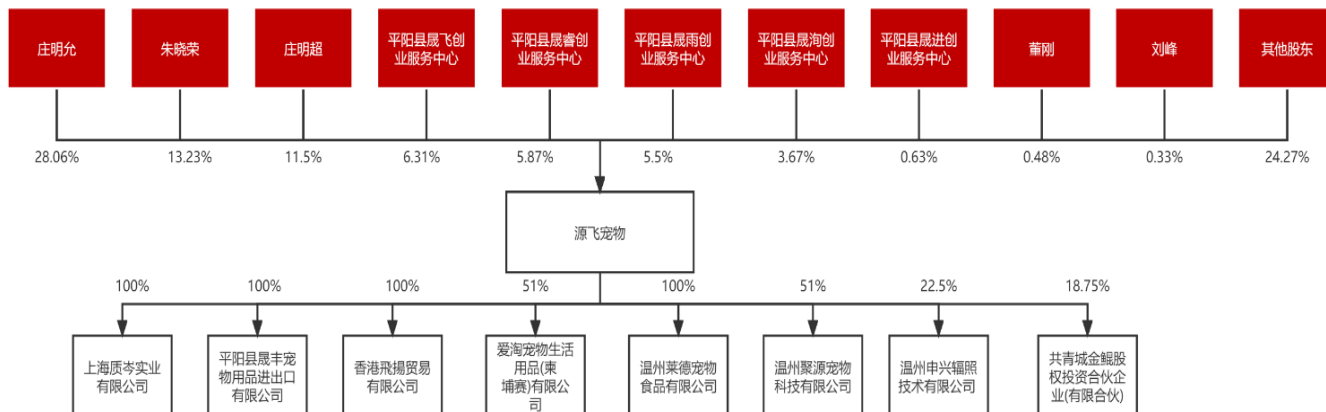
来源：源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

控股权集中稳定，募投扩充产能

- 公司股权结构集中稳定。**截至 2023 年 5 月，公司实际控制人庄明允及其姐姐庄明超、姐夫朱晓荣三人，合计持股 52.79%，股权结构较为集中稳定，公司拥有 4 家全资子公司和 2 家控股子公司，其中 2019 年新

增两家海外公司，分别为全资控股的柬埔寨莱德，和与中宠股份合资的柬埔寨爱淘。

图表 18: 源飞宠物股权结构



来源: Wind、中泰证券研究所 注: 股权数据截至 2023 年 5 月、除平阳县晟丰外图中所示平阳县 xx 皆为当地创业服务中心。

- 海外产能释放，募投资金进一步扩充产能。**随 2019、2020 年柬埔寨爱淘、莱德基地相继投产，公司宠物零食与宠物牵引用具产量高增，截至 2021 年，公司拥有宠物零食 9800 吨，宠物牵引用具 2200 万件，宠物注塑玩具 210 万件的产能。公司计划利用 IPO 募投资金提升咬胶产能 3000 吨、宠物牵引用具产能 2500 万条，预计将于 2024 年投入使用。

图表 19: 源飞宠物 2019-2021 产能 (自产产品)

	2019	2020	2021
宠物零食 (吨)	5200	7000	9800
产量	4231.55	5637.55	8085.41
产能利用率	81.38%	80.54%	82.50%
宠物牵引用具 (万条)	1400	1500	2200
产量	1272.14	1259.7	1936.98
产能利用率	90.87%	83.98%	88.04%
宠物注塑玩具 (万件)	210	210	210
产量	194.85	175.33	165.88
产能利用率	92.79%	83.49%	78.99%

来源: 源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

图表 20: 源飞宠物 IPO 募投项目 (亿元)

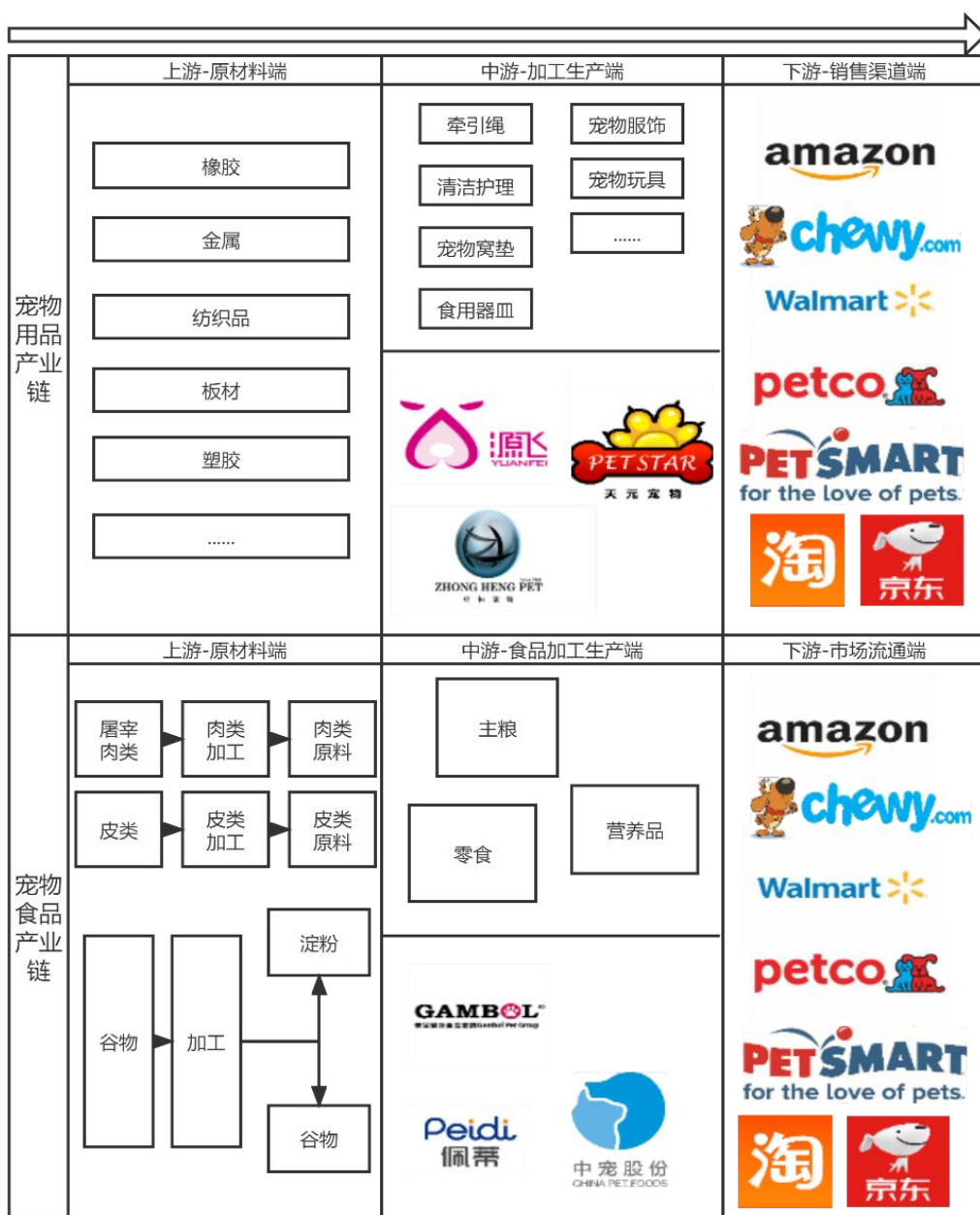
募投项目名称	计划投资额
年产咬胶 3,000 吨、宠物牵引用具 2,500 万条产能提升项目	1.71
源飞宠物生产技术及智能仓储技改项目	0.74
研发中心建设项目	0.48
营销运营中心建设项目	0.66
补充流动资金	0.50
合计	4.09

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

宠物用品是一个怎样的赛道？

- 我们认为，不同于宠食板块，宠物用品是重渠道、轻品牌的赛道。消费诉求在于满足基本功能需求的基础上看重颜值等差异化选项，呈现产品多元、渠道为王的特征。反映在行业竞争要素上：**在产品端呈现多SKU及快迭代的特征，中游生产考验规模与效率平衡；在品牌端核心考验渠道触达，下游渠道品牌集中、产品品牌分散。**产业链不同环节竞争要素的差异奠定专业化分工基础，其中宠食产业链价值集中于品牌端，宠用产业链价值向代工和渠道端倾斜。

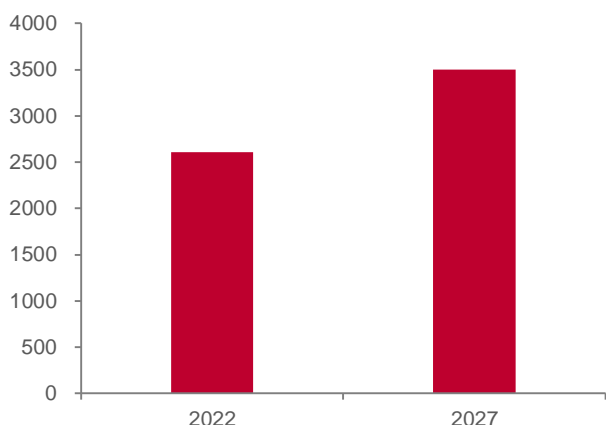
图表 21：宠物行业产业链



来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

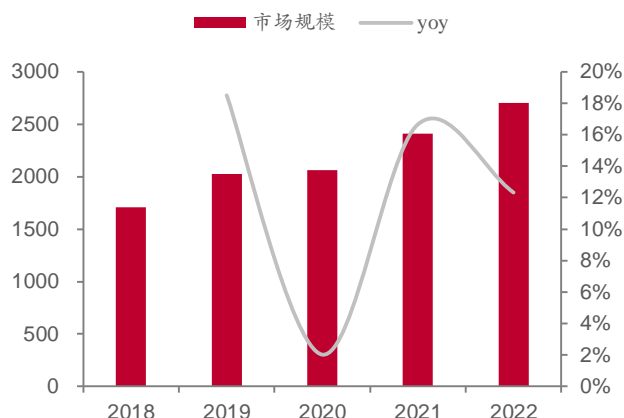
- **全球宠物市场发展平稳，中国市场增速亮眼。** CommonTrend 数据显示，2022 年，全球宠物市场规模达 2610 亿美元，预计 2027 年将达到 3500 亿美元，CAGR 达约 6.1%。其中，根据 APPA 及宠物行业白皮书数据，2022 年美国宠物市场规模达 1368 亿美元，同期中国市场规模 2706 亿元（2018-2022 年 CAGR 为 12.2%）。

图表 22: 全球宠物市场 2022-27E 规模 (亿美元)



来源: CommonTrend、中泰证券研究所

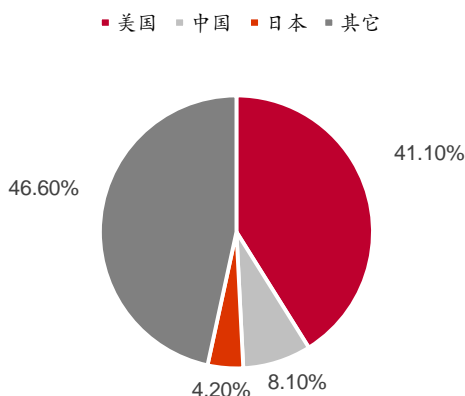
图表 23: 2018-2022 中国宠物市场规模 (亿元)



来源: 宠物行业白皮书、中泰证券研究所

备注: 为猫犬消费市场

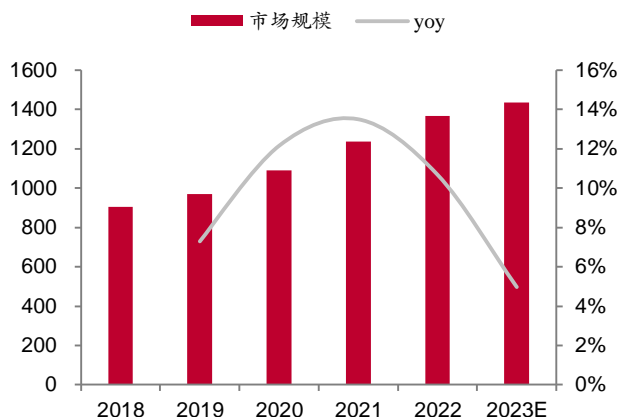
图表 24: 2020 年世界宠物市场规模占比



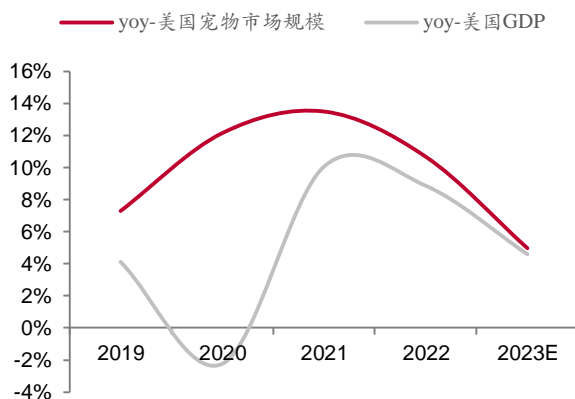
来源: Euromonitor、中泰证券研究所

成长趋势: 从养宠到爱宠，从单一到多元——美国市场为例

- **美国宠物市场: 规模稳健，需求韧性。** 根据 APPA 数据，2022 年美国宠物行业市场规模达 1368 亿美元，2018-2022 五年 CAGR 为 9.67%，增速较为平稳。此外，对比宠物市场与美国经济增速，宠物消费受经济周期影响较小，呈现出较强的消费需求刚性。2020 年疫情背景下，美国宠物行业增长提速。

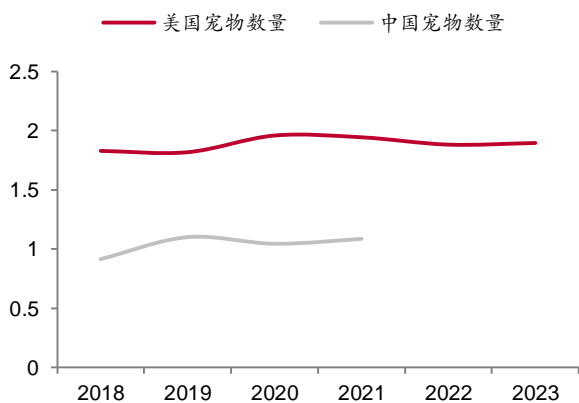
图表 25: 2018-2023 年美国宠物行业规模 (亿美元)


来源: APPA、中泰证券研究所

图表 26: 近五年美国 GDP 与宠物行业增速对比


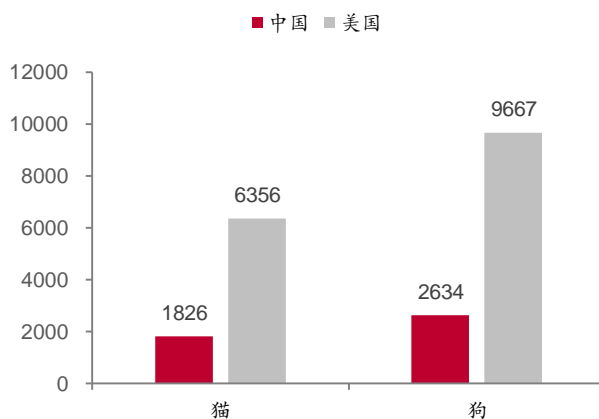
来源: APPA、同花顺、中泰证券研究所

- 量价拆分: 渗透率接近 70%，单宠消费提升提供长期成长驱动力。** IBI SWorld 数据显示，2021 年，美国拥有约 1.9 亿只宠物猫/狗，APPA 全国宠物主调研及数据显示，约 66% 的美国家庭拥有宠物，2021 年美国单只猫/狗消费金额约为 6357/9667 元人民币（按 1: 7 汇率近似计算），高单宠消费驱动美国宠物市场长期扩容。

图表 27: 中美宠物数量对比 (亿只)


来源: IBISWorld、《2021 中国宠物行业白皮书》、中泰证券研究所

注: 宠物数量仅统计猫+狗

图表 28: 2021 年中美单宠消费对比 (元)


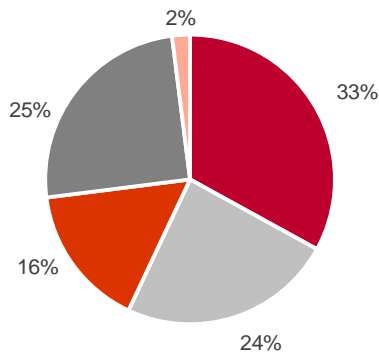
来源: APPA、《2021 中国宠物行业白皮书》、中泰证券研究所

- 从养宠到爱宠，观念转变带动美国宠物市场消费升级。** APPA 宠物主调研数据显示，2023 年，千禧一代已经成为美国最大宠物主人群，占比约为 33%，婴儿潮一代次之，占比约为 24%，宠物主年龄结构厚尾化，宠物的陪伴属性与社交属性逐渐被发掘，饲养观念从养宠向爱宠转变，带动人均宠物支出持续提升。2017-2021 年，美国宠物行业人均消费支出从 213.85 美元跃升至 370 美元，CAGR 达 14.7%。长期来看，宠物主消费观念转变持续推动宠物行业消费升级，与“爱宠”相关更为

多样化、精细化的需求扩张趋势凸显。

图表 29: 2023 年美国宠物主年龄结构

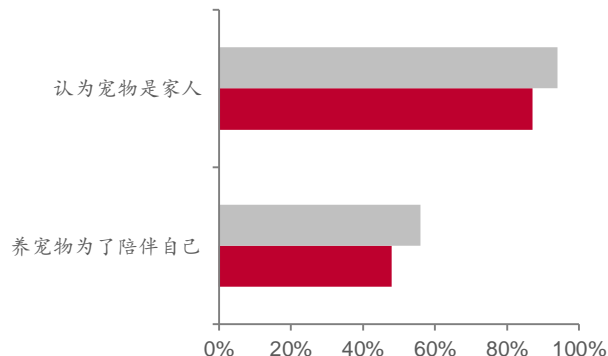
■ 千禧一代 ■ 婴儿潮一代 ■ Z世代 ■ X世代 ■ 建设者



来源: APPA、中泰证券研究所

图表 30: 2022 年美国宠物主调研结果

■ 女 ■ 男

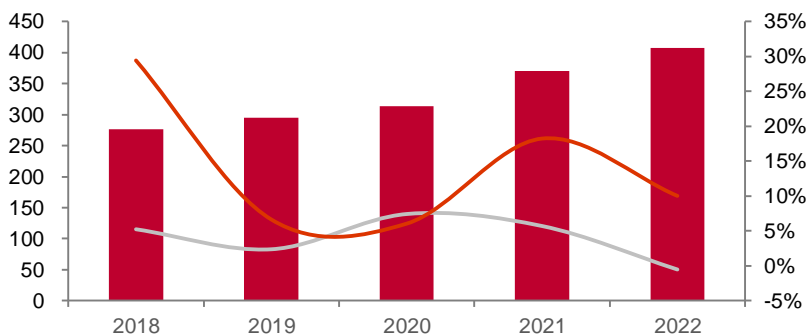


来源: YouGov、中泰证券研究所

样本容量>1000

图表 31: 2018-22 年美国人均宠物消费与人均可支配收入对比 (美元)

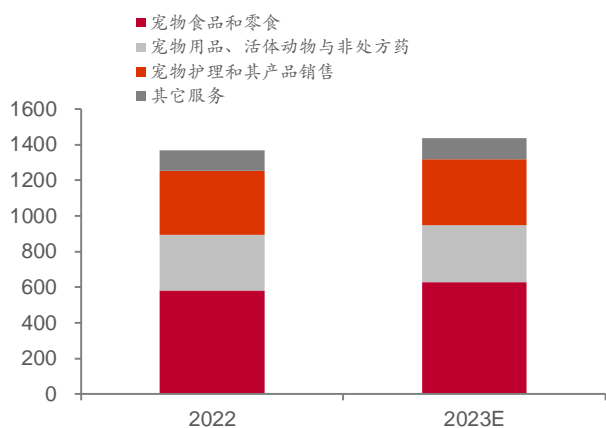
■ 美国人均宠物消费支出 — yoy-美国人均可支配收入
— yoy-美国人均宠物消费支出



来源: APPA、同花顺、中泰证券研究所

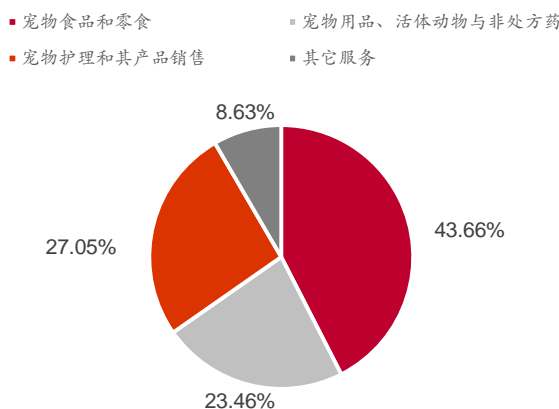
- **市场结构: 宠物食品仍为刚需, 养宠观念升级下细分领域多元、精细化发展。**根据 APPA 数据, 2023 年美国宠物食品与零食市场规模预计为 627 亿美元, 同比上涨 7.92%, 占比为 42.47%; 宠物用品市场占比 23.46%; 兽医护理与其产品销售则占据 27.05%, 其他服务如住宿、美容、保险、培训等占据 8.33% 的市场规模份额。在刚需基础上, 宠物市场消费呈现精细化和多元化趋势。

图表 32: 2022-2023 美国细分市场结构 (亿美元)



来源: APPA、中泰证券研究所

图表 33: 2023 年美国宠物预计细分市场占比

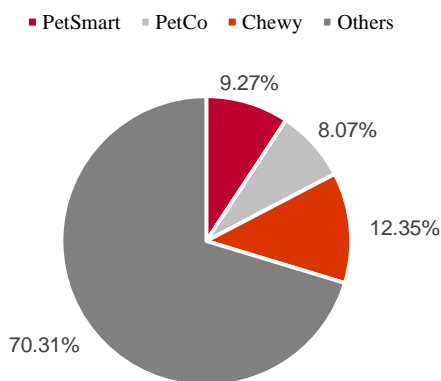


来源: APPA、中泰证券研究所

竞争要素: 专业分工、渠道为王、产品多元

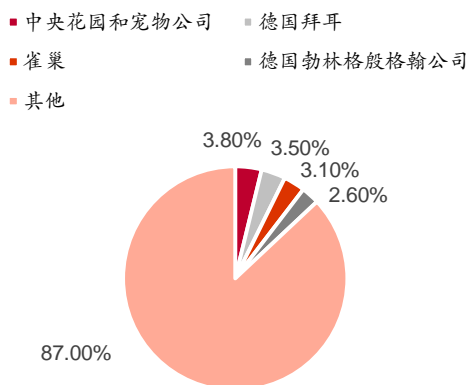
- 渠道端: 渠道格局集中, 品牌格局分散, 考验渠道触达。** 从全球宠物行业产值分布来看, 在产品品牌上, 宠物用品行业企业竞争格局分散。其中美国中央花园和宠物公司占据全球 3.8% 的市场份额, 德国拜耳耳之, 占据 3.5% 的全球市场份额。在渠道品牌上, 宠物行业格局相对集中, 2021 年 PetSmart、PetCo、Chewy3 家渠道巨头合计占据宠物市场份额 30% 左右。宠物用品消费中, 用户普遍缺乏品牌认知, 消费诉求在于满足功能需求的基础上具备颜值等差异化选项, 产业链下游核心考验企业渠道触达能力。

图表 34: 2021 年美国宠物市场渠道品牌格局



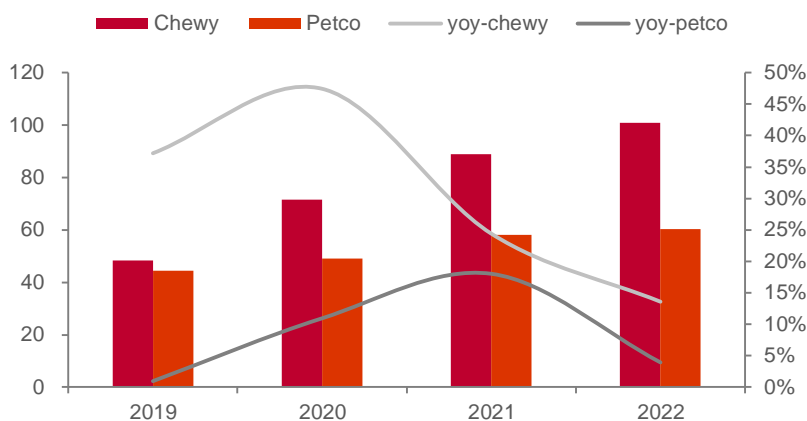
来源: 同花顺、Statista、Petco 年报、中泰证券研究所

图表 35: 2020 年宠物用品市场产品品牌格局



来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所

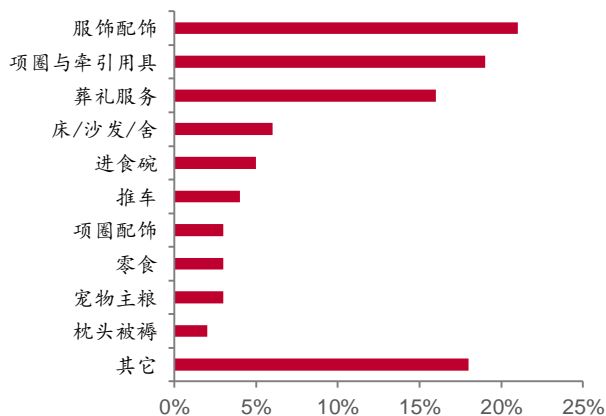
图表 36: 2019-2022 年 Chewy 与 Petco 营收情况 (亿美元)



来源: 同花顺、中泰证券研究所

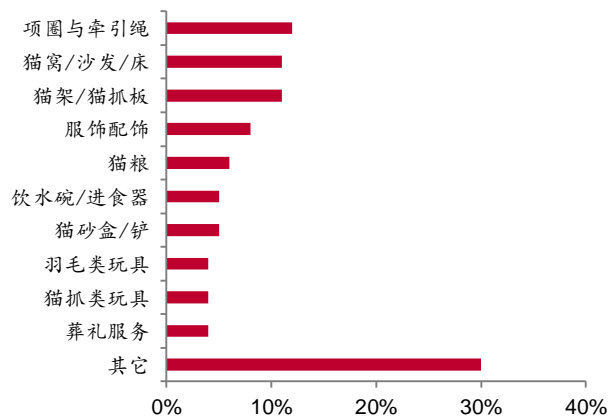
- **产品端: SKU 丰富、持续创新, 产品快速迭代。**
- **横向对比: 用品 SKU 远高于食品, 项圈与宠物牵引用具占比最大。** Oalor 数据显示, 截至 2022 年 7 月, Amazon 美国站宠物犬猫商品类别中, 犬类宠物食品商品比例约占 6%, 猫类食品产品比例约占 8%, 除较少服务类产品外其余皆为宠物用品。其中牵引绳与项圈在宠物猫、狗产品中占比分别为 12%、19%。项圈与牵引用具或作为标明宠物身份标识的载体、或作为满足法律要求的宠物约束用品, 有着作为食品外另一养宠刚需品的地位。

图表 37: 2022 年 Amazon 犬商品各类别比例



来源: Oalor、Amazon、中泰证券研究所

图表 38: 2022 年 Amazon 猫商品各类别比例



来源: Oalor、Amazon、中泰证券研究所

图表 39: 美国部分宠物相关法律规定

法律名称	相关条例
《恶犬法案》	在公共场所, 主人必须每时每刻都要为对人有威胁的狗戴上约束皮带和防止咬人的口套, 而且任何时候都不要散养。咬人的犬的主人要处以 400 美元罚款, 造成严重后果的要处罚 880 美元, 咬伤致死的要处以 1000 美元罚款。如果一条犬已经被认定有危险倾向, 主

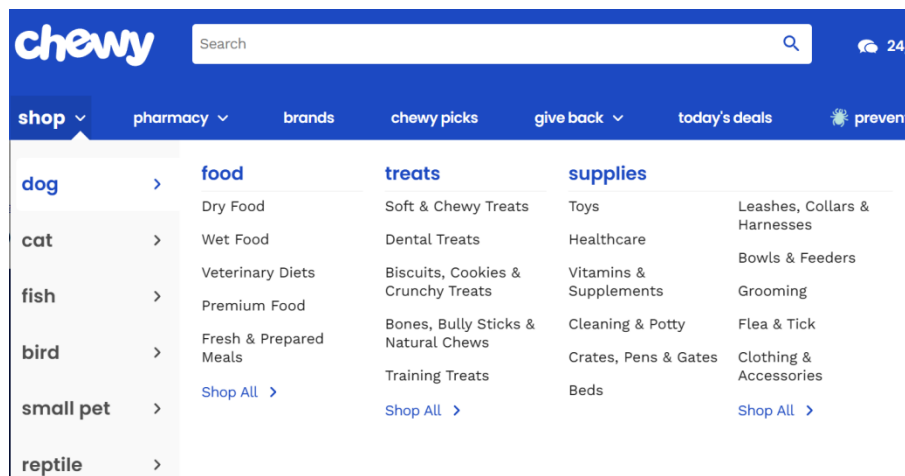
	人却没有严加防范和处理，而后又继续咬伤、咬死他人，狗的主人要被判入狱 90 天，同时罚款 1000 美元。
《明尼苏达州法规第 347 章》	任何人都可以捕捉无证或无人看管的犬只，没有佩戴注册项圈的犬只，视为无证。危险犬种的犬只，在离开饲养者居所或者特定场所时，必须戴口套、用锁链或者拴狗绳加以拘束。口套必须能够确保避免犬只咬伤其他人或者动物。

来源：快懂百科、明尼苏达州立法机关、中泰证券研究所

注：美国各州《恶犬法案》各异，本表以纽约州为例

- 在下游：用户追求个性表达，细分品类精细化发展。**以垂直电商 Chewy 为例，Chewy 年报显示，截至 2022 年，与其合作品牌已超过 3500 家，同时为客户提供 11 万种以上产品。Chewy 用食物、零食、用品三个词条将超过二十个细分类目的犬用商品分为三个大类，截至 2023 年 3 月，Chewy 官网可直接购买包括犬用衬衫、夹克衫、睡衣、帽衫、裙子、毛衣、雨衣等多个类目超过 6500 种适合不同狗体型、不同颜色、风格的宠物服装。此外，Chewy 还以人宠互动为卖点，同步售卖与宠物同类型同系列的个性化礼品、家具用品、服饰等不同商品。宠物主天然追求非同质化的个性表达，使得宠物用品呈现多样化、高迭代的特征。为满足下游客户较高频次、不定类目的采购需要，中游 ODM 代工企业需要加速产品的研发迭代。

图表 40: Chewy 犬用商品分类显示



来源：Chewy 官网、中泰证券研究所

- 在中游：匹配客户需求，SKU 高频迭代，考验研发推新、规模与效率平衡。**以天元宠物为例，为满足客户采购要求，其产品在商品企划、创意设计、功能开发、打样检测等多方面实现了对窝垫、爬架、玩具等九大类别的全面覆盖。天元宠物旗下 SKU 众多，在已拥有超过 5000 款基本产品的基础上，每年持续更新超过 2000 款新品，满足不同客户的采购需求。
- 产业链上中下游竞争要素差异较大，呈现出产品多元渠道为王的特点。产业链上下游之间竞争要素差异化明显，产业链分工明确，为国内出口

代工企业发展提供土壤。

图表 41: 天元宠物部分产品展示

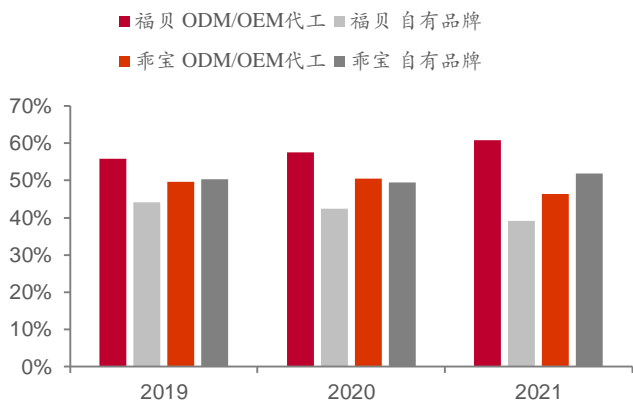
产品类目	功能用途	产品图鉴
猫爬架	猫爬架又称“猫跳台”，主要用于拓展猫的日常活动空间，满足其磨爪、玩耍、跳跃、休息的生活习性。	 <p>可充式猫爬架 集玩耍、栖息、攀爬于一体，能同时满足 4-5 岁猫咪的爬架需求，可随猫家庭空间调整或不需拆卸。</p>  <p>家庭风格式猫爬架 采用环保生态木材料，结实耐用，具有安装方便、使用寿命长等特点，设计风格新颖、简约。</p>  <p>简约风猫爬架 针对大型宠物猫设计开发，采用 E1 级环保板材以及耐抓、耐磨物厚实用料，结构稳固，结实。</p>  <p>一体式家居猫爬架 采用稳固耐抓材质，同时配备家居存储空间，与家居设计紧密结合的同时可满足猫咪宠物玩耍、栖息、攀爬等多样化需求。</p>
宠物窝垫	宠物窝垫主要用于宠物的睡眠与休憩，具有保暖、纳凉等功能，并强调健康、舒适、方便清洁与储藏的产品设计。	 <p>舒适透气窝垫 内部采用新型透气材料，呈立体网状空间和结构，表面搭配透气网格面料，散热均匀，可折叠。</p>  <p>健康驱虫窝垫 面料上采用天然驱蚊驱虫剂，对蚊虫起到驱离效果，可驱赶、击毙等具有良好驱蚊作用。</p>  <p>抗菌材料窝垫 采用抗菌抗菌纤维面料，透气孔，透气效果好，有助于抑制有害菌群的生成，保护宠物健康。</p>  <p>宠物沙发 采用皮革材质，符合宠物生理构造，具有舒适、美观的效果。</p>
宠物玩具	宠物玩具主要用于宠物玩耍、锻炼，促进人宠互动，兼具耐咬、耐磨特性。	 <p>仿真电动老鼠</p>  <p>耐咬棉绳玩具</p>  <p>猫抓板游戏转盘</p>  <p>猫抓窝玩具</p>
电子宠物用品	电子宠物用品主要通过将电子技术应用于宠物产品，使相关产品具有智能喂宠、智能逗宠、定位防丢等功能。	 <p>APP 喂食器</p>  <p>电子饮水器</p>  <p>感应碗</p>  <p>喷泉饮水机</p>
宠物服饰	宠物服饰主要用于宠物的出行、保暖、防护等，同时还兼具美观、耐磨、耐撕咬等特性。	 <p>抗菌户外服饰</p>  <p>自发热宠物外套</p>  <p>安全反光救生衣</p>  <p>独角兽主题角色服</p>
牵引出行用品	牵引出行用品主要用于宠物的出行、户外活动及户外近身控制等，满足宠物出行及户外防护的需求。	 <p>户外牵引带</p>  <p>老年犬保护带</p>  <p>自行车遛狗牵引链</p>  <p>车用安全伸缩链</p>
清洁护理用品	清洁护理用品主要用于宠物的方便、清洁打理及护理等，同时兼具除臭、安全舒适等特性。	 <p>宠物刷子</p>  <p>宠物除毛器</p>  <p>宠物拾便器</p>  <p>宠物洗澡刷</p>

来源：天元宠物招股书、中泰证券研究所

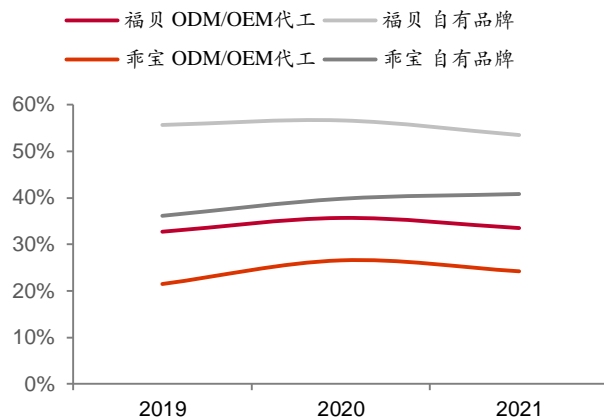
聚焦中游：对比宠食，宠物用品产业链价值向代工与渠道端倾斜

- **宠食：产业链利润向下游品牌倾斜，品牌价值壁垒凸显。**以福贝、乖宝两家宠食产品公司为例，福贝与乖宝均采用自主品牌+ODM/OEM 结合的销售模式，2021 年福贝/乖宝自有品牌营收规模占比分别为 52%/3

9%，自有品牌毛利率分别达 53.5%/40.8%，横向对比其 ODM/OEM 业务毛利率分别为 33.5%/24.2%，差额为 19.98/16.6pct。

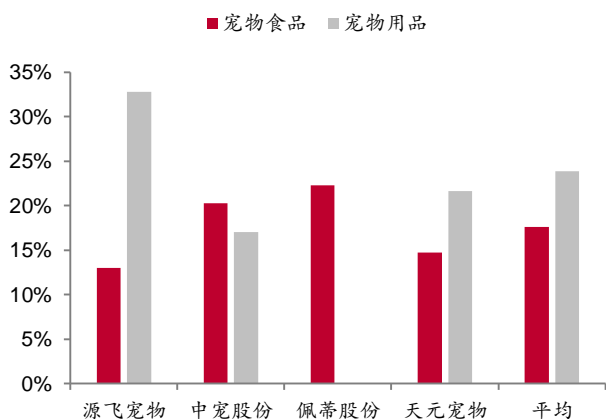
图表 42: 2019-2021 福贝/乖宝业务结构


来源：福贝宠物招股书、乖宝招股书、中泰证券研究所

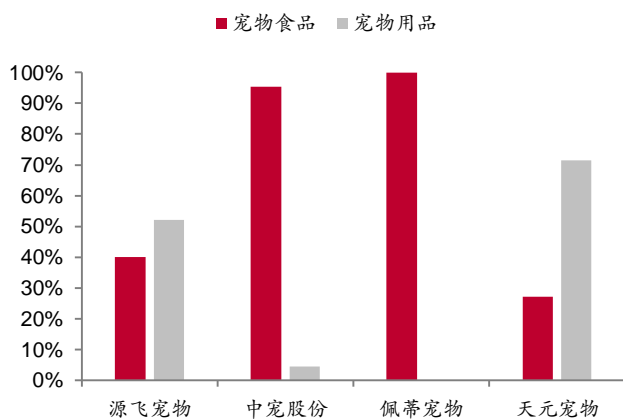
图表 43: 2019-21 福贝/乖宝分销售模式毛利率


来源：福贝宠物招股书、乖宝招股书、中泰证券研究所

- 宠物用品：对比宠食代工，宠物用品代工端享有更高产业链价值。**以源飞宠物、天元宠物、佩蒂宠物、中宠股份四家产业链中游企业为例，源飞与天元主营业务以宠物用品为主，2022 年源飞/天元宠物用品营收规模占比分别为 52%/71.5%，而佩蒂与中宠宠物食品收入占比高，2022 年中宠/佩蒂宠物食品营收规模占比分别为 95.47%/100%。分品类看，2021 年四家公司宠物食品（中宠含部分 OBM 业务）平均毛利率为 17.04%，宠物用品代工平均毛利率为 26.70%，高出 9.66pct。

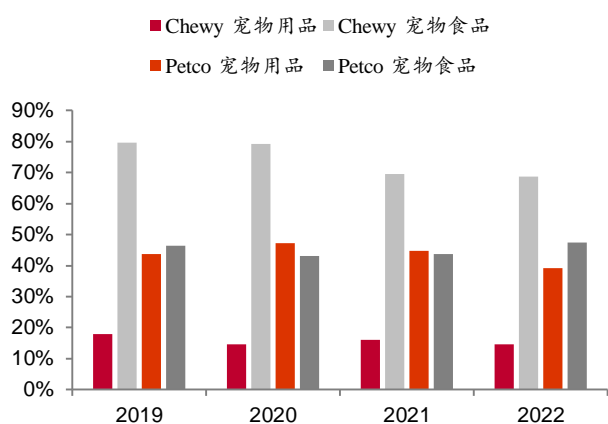
图表 44: 2022 年产业链中游食品&用品毛利率对比


来源：Wind、中泰证券研究所

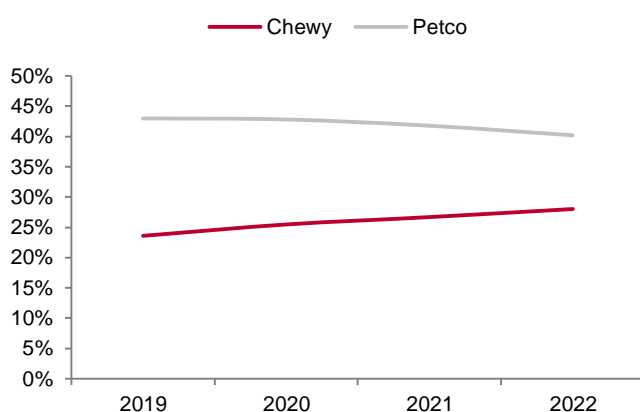
图表 45: 2022 年宠物公司分产品结构


来源：Wind、中泰证券研究所

- 宠物用品：下游渠道零售环节，用品消费低频同时享有更优利润空间。**以 Petco、Chewy 两家宠物专业零售商为例，Petco/Chewy 均为美国宠物专业零售商，业务结构上，Chewy 以销售宠物食品为主，2022 年宠食/宠用占比为 68.6%/14.7%；Petco 产品结构均衡，2022 年宠食/宠用占比为 47%/39%。2022 年 Petco/Chewy 分别取得毛利率 40.2%/28%。我们认为，宠物食品产业链利润主要集中于品牌端，而用品产业链价值则分散于代工与渠道端。

图表 46: 2019-2022 年 Chewy/Petco 分产品营收占比


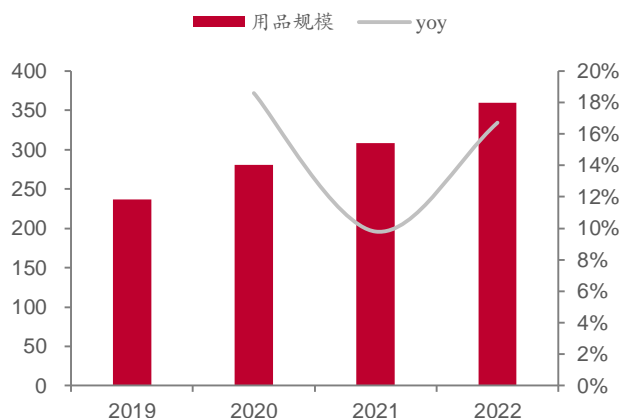
来源：同花顺、中泰证券研究所

图表 47: 2019-2022 年 Chewy/Petco 毛利率对比


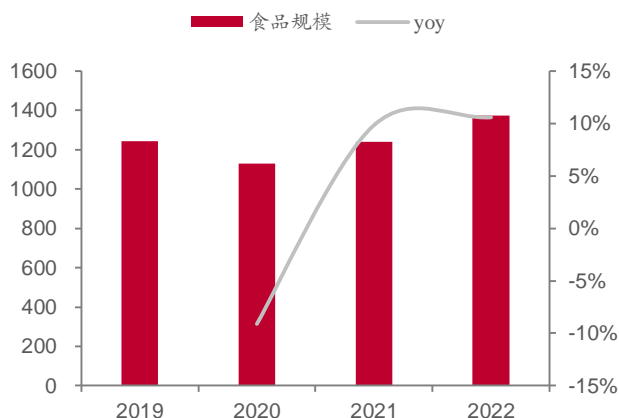
来源：同花顺、中泰证券研究所

放眼国内：高潜赛道，空间可期

- 中国宠物市场：快速扩容，宠用增速高于宠食。**根据行业白皮书数据，2022 年，我国宠物食品/用品市场规模达 1372/360 亿元，同比上涨 10.6%/16.7%，2019-2022CAGR 分别为 3.4%/15%。伴随养宠观念升级，国内市场高速增长，其中宠物用品增速高于宠物食品。

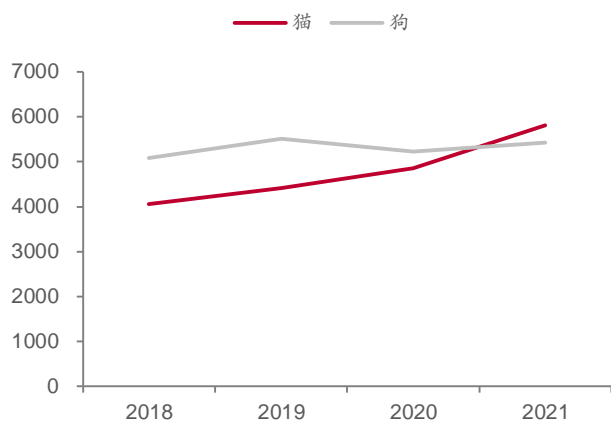
图表 48: 中国宠物用品市场规模 (亿元)


来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

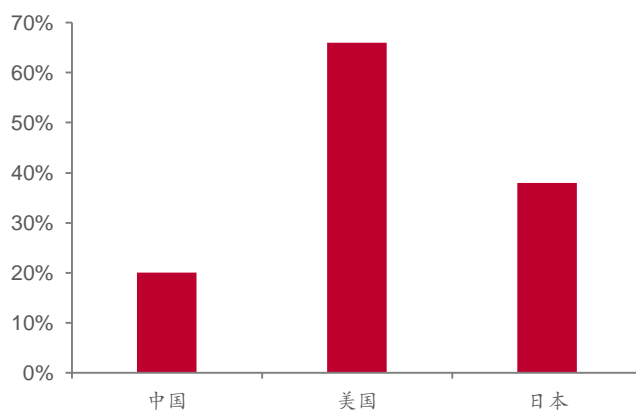
图表 49: 中国宠物食品市场规模 (亿元)


来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

- **量：横向对比国内宠物渗透率有望持续提升。**2021年中国宠物行业白皮书数据显示，我国约有5806万只宠物猫、5429万只宠物狗，主要宠物数量超1.1亿只。横向对比美国、日本，根据APPA与2021年中国宠物行业白皮书数据，美、日宠物家庭渗透率分别达66%、38%，我国宠物在家庭渗透率仅为20%。国内宠物渗透率有望持续提升，带动行业扩容。

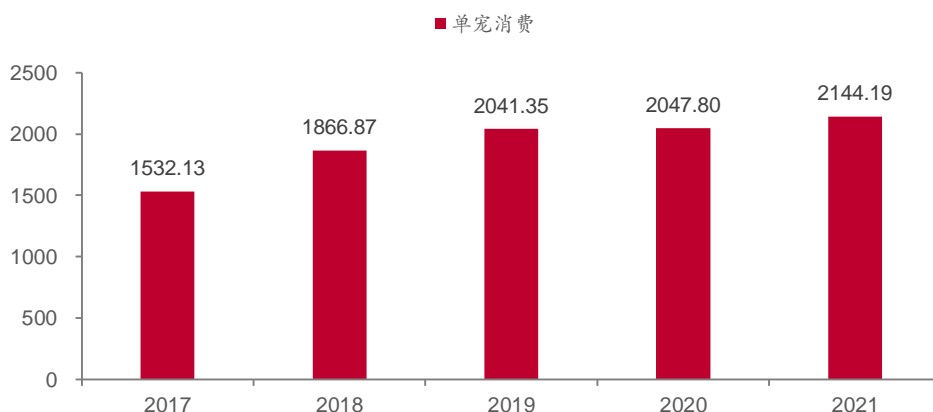
图表 50: 2019-21 我国猫狗数量变化趋势 (万只)


来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 51: 2021 中美日宠物家庭渗透率对比


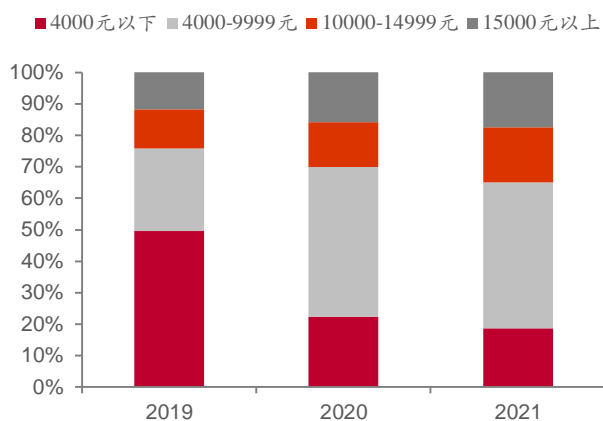
来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

- **价：单宠消费不足美国市场 30%，宠主年龄结构、养宠观念、消费能力三重变化驱动消费升级。**《2021 宠物行业白皮书》及 APPA 数据显示，2021 年，国内猫、狗单宠消费为 1826 元/年，2634 元/年，不足美国市场单宠消费 30%。我们认为与美国情况类似，宠物主画像改变及由养宠到爱宠所带来的饲养观念迭代，会显著影响人们对于宠物的情感与消费投入，带动单宠消费持续提升。

图表 52: 2017-2021 中国宠物主单宠消费 (元/只/年)


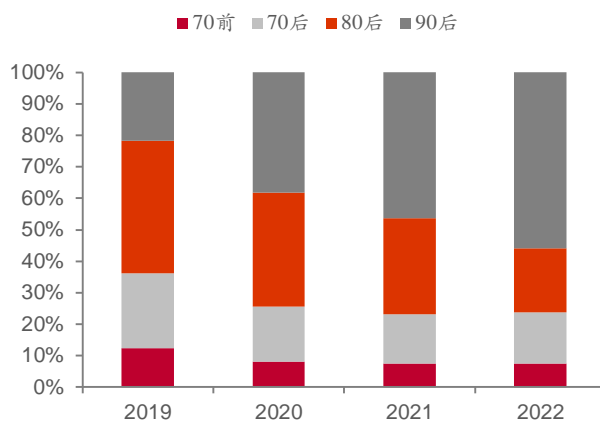
来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 53: 2019-2021 中国宠物主收入分布



来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

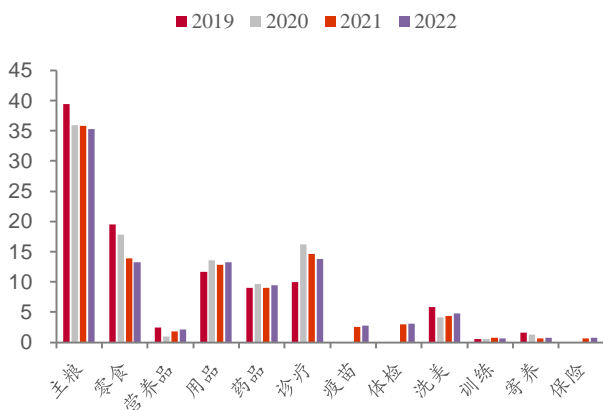
图表 54: 2019-2022 中国宠物主年龄结构分布



来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

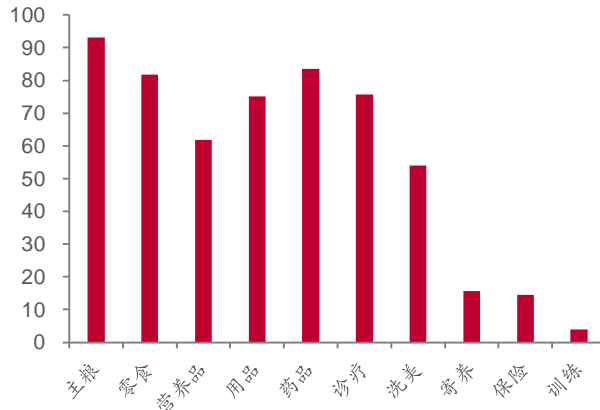
- 市场结构：细分市场份額凸显，可选消费项渗透率仍存上行空间。**根据 2022 宠物市场白皮书显示，2022 年我国宠物市场消费结构进一步精细化，2022 年，我国宠物市场食品消费占比为 50.7%，同比下降 0.8pct，宠物用品消费占比 13.3%，宠物医疗消费占比达 29.1%，同比下降 0.1pct。渗透率方面，2021 年我国宠物市场主粮渗透率较高，达 93.2%，宠物用品、零食、营养品等可选消费细分项渗透率仍存上行空间。参考海外市场经验，养宠观念及宠物消费升级下，产品结构上国内宠物消费有望复制从必选到可选，从单一到多元的发展过程。

图表 55: 中国宠物市场消费结构 (%)



来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 56: 2021 中国宠物分市场渗透率 (%)



来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

从产业链视角看公司核心竞争力

- 从产业链视角看，在中游制造环节我们认为公司的竞争优势在于：1) 产品研发为先，重视 SKU 推新及迭代升级，带动份额提升。2) 绑定渠道大客户，获取优质资源背书，分享行业红利。3) 生产端平衡外协与自产，效率、规模兼备，海外布局护航全球竞争。在外销代工之外，公司 2023 年起逐步开拓国内市场，借助电商渠道培育 OBM 业务，蓄力第二成长曲线。

产品端：重视产品设计迭代，赋能客户终端销售

- 深耕细分赛道，重视 SKU 迭代推新。公司以狗咬胶起家，经多年发展深耕牵引用具、注塑玩具等细分赛道，宠物牵引用具涵盖多种款式的牵引绳、项圈与胸背带，宠物零食方面，公司推出以结骨、压骨、洁齿骨为主要产品的多种生皮咬胶。公司注重产品迭代推新，2020 年新推禽肉类零食及中高端牵引用具，终端销售良好、形成正反馈，推动公司单一客户订单及供应链份额持续提升。

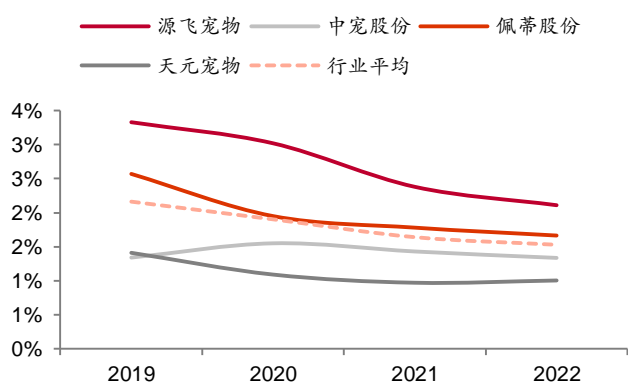
图表 57：源飞宠物产品展示

产品名称	产品用途	产品展示			
		款式	牵引绳	项圈	胸背带
宠物牵引用具	主要用于宠物户外出行时的牵引控制，满足宠物的出行需求及户外防护的需求，主要产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等，主要材质为尼龙、真皮、PU 皮革等	基本尼龙款			
		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					
宠物零食	宠物零食包括打结骨、压骨、洁齿骨等，主要材质为天然生皮、漂白生皮、发泡生皮、再生皮、鸡肉和猪皮等。宠物零食主要用来保持宠物口腔健康、补充宠物营养物质，并帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动。		打结骨		压骨		
			扭力棒		压缩环		
			脆片		双色卷		发泡圆结骨
			发泡编织棒		再生皮打结骨		洁齿骨
			生皮面包		猪皮辫状骨		生皮橄榄球
			粒制卷		猪皮辫状骨		生皮橄榄球
			节日产品		生皮橄榄球		节日产品
宠物注塑玩具	宠物注塑玩具用于改善宠物生活、提高宠物生活质量并增加爱宠人士与宠物的互动，公司的宠物注塑玩具主要采用环保、耐咬的TPR、TPE和尼龙等材质，外形设计新颖。		组合玩具		骨头		
			塑料咬胶		球		
			水果蔬菜系列		冰&水系列		碗系列
			猫玩具		碗系列		猫玩具

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- 研发费用持续投放，提升大客户份额占比。**公司赓续廿载理念，始终注重研发投入，2022，公司研发费用率 2.17%，高于行业其余可比公司，同期中宠股份/佩蒂股份/天元宠物/行业平均分别为 1.34%/1.66%/1.00%/1.53%。2014 年起设立美国设计团队、依据客户需求进行研发，2018 年在上海设立研发中心设计以宠物牵引绳和宠物塑胶玩具为主的宠物用品。

图表 58：行业公司 2019-2022 研发费用率


来源：源飞宠物招股书、同花顺、中泰证券研究所

图表 59：公司核心技术人员履历

姓名	毕业院校	设计履历
谢东燊	帕森斯设计学院	曾获得康泰纳仕中国新锐设计师奖，于上海时装周展出个人作品，先后与 ATTOS，奥美广告，施华洛世奇合作。历任纽约 Fashion Snoops 绘图员、台北聚阳实业股份有限公司产品设计师，迪维达股份有限公司资深女装设计师

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 60: 源飞宠物在研项目

研发项目名称	研发目标与内容	研发所处阶段	研发方式
基于狗体工程学的宠物狗鞍具	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	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
高硬度干硬骨膨化挤出工艺	含玉米、小麦、花生蛋白的淀粉+适口性肉类夹心, 源飞自主研发的膨胀挤出核心机器装置, 熟化工艺改良, 硬度高, 耐磨牙	开发中	自主研发
高适口性宠物夹心 零食	玩具与畜皮夹心食品, 改进后的模具工艺可适应多种高适口性食物的夹心创意	开发中	自主研发
软质膨化宠物零食	营养成份和制作工艺专门针对老幼犬研发, 主要原料淀粉, 膨化工艺, 食品特征: 松软	开发中	自主研发
高阻燃性宠物胸背带	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
透气抗菌宠物服饰	采用的面料涤纶和锦纶各占 50% 的比例, 面料的特点是柔软、与宠物身体表面的亲和性好、轻薄、透气、速干, 通过后处理可以抗紫外线、抗菌	开发中	自主研发

来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- **募投建设研发中心, 前瞻性研究将继续扩充公司产品库。**公司将利用募投资金 4769 万元进行研发中心建设工作, 在研发中心基础建设完毕后, 公司将利用研发中心开展关于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究工作, 研发中心预计于 2025 年完工。多项前瞻性研究将进一步持续丰富公司产品库, 进一步优化公司产品结构, 提升公司竞争力。

渠道端: 外销深耕头部零售商, 客户壁垒高企

- **公司深耕头部零售商, 收获大量高质量客户, 具备供应链资质背书。**公司在欧美等发达国家市场经营多年, 并于美国、香港和柬埔寨等地区设立子公司, 与诸多下游大型零售商建立了长期而稳定的合作关系。通过对优质宠物零售商供应链的切入, 公司获得了优质供应商能力背书, 为客户拓展打下基础。

图表 61: 公司知名客户

位置	名称
北美洲	Petco、Walmart、PetSmart、Target、Amazon

亚洲	利丰集团、KOHANAN、CAINZ
欧洲	B&M、家乐福、Fressnapf、Pets at Home、LIDL
南美洲	CENCOSUD、Zeedog

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

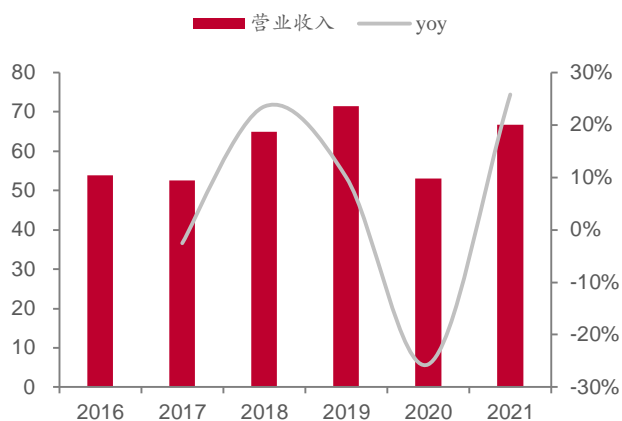
- **优质客户粘性提升，绑定头部渠道品牌。**2019-2021年，公司前五大客户取得营收占比从62.74%提升至74.34%，增加约9pct。PetSmart、Petco、Walmart、B&M、Pets at home皆为欧美市场知名零售商，好氏为中宠股份在美国的经销公司。

图表 62：源飞宠物前五大客户情况（亿元）

客户名称	简介	2021 年度			2020 年度			2019 年度	
		金额	增速	占主营业务 收入比重	金额	增速	占主营业务 收入比重	金额	占主营业务 收入比重
PetSmart	美国市占率第一的线下宠物专营零售商	2.82	138.21%	26.51%	1.18	21.48%	19.52%	0.97	18.99%
美国好氏	中宠股份在美国的销售子公司	2.05	164.76%	19.30%	0.78	/	12.79%	/	/
Petco	美国市占率第二的线下宠物专营零售商	1.34	67.42%	12.58%	0.80	13.29%	13.18%	0.71	13.75%
Walmart	全球最大百货公司，连续九年为世界500强之首	1.07	14.16%	10.04%	0.94	15.24%	15.43%	0.81	15.82%
B&M	英国最大的商品零售商公司之一	0.63	/	5.92%	/	/	/	0.31	6.08%
Pets at Home	英国最大的宠物零售服务商	/	/	/	0.37	-10.47%	6.13%	0.42	8.09%
合计		7.91	194.53%	74.34%	4.07	26.31%	67.06%	3.22	62.74%

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- **渠道端客户自身发展稳健，市占率提升。**公司前五大客户中PetSmart和Petco为美国TOP2线下宠物用品专业零售商，两家企业在全美各自拥有1500余家宠物零售商店。2021年，PetSmart、Petco收入规模分别为67亿、58亿美元，增速25.8%、18%，均领先行业增速（2021年美国宠物市场增速13.50%），市占率为9.27%及8.07%（按2021年销售额计算）。

图表 63: 2016-21 财年 PetSmart 营收 (亿美元)


来源: Statista、中泰证券研究所

图表 64: 2020-22 年 Petco 营收拆分 (亿美元)

	2020	2021	2022
Consumables	21.23	25.34	28.60
yoy	/	19.32%	12.86%
Supplies and companion animals	23.29	26.03	23.70
yoy	/	11.79%	-8.95%
Services and other	4.68	6.70	8.05
yoy	/	43.21%	20.16%
Net sales	49.20	58.07	60.35
yoy	/	18.03%	3.93%

来源: Petco 年报、中泰证券研究所

备注: 对应 2021-2023 财年数据

生产端: 效率、规模兼备, 海外布局护航全球竞争力

- 自产外协平衡, 产量效率兼顾。**考虑淡旺季及“多 SKU、小批量”的生产特点, 公司主要采用“以销定产”的发展模式, 通过“自产”与“外协”相结合的模式完成产品生产。2021 年, 公司宠物牵引用具自主生产与外协生产占比分别为 48.39%/51.61%, 95% 的宠物零食为自主生产。公司与外协厂商签订协议, 使用公司采购的原材料, 严格按照公司提供的产品设计方案或样品进行生产。自产外协相结合的模式缓解公司产能压力, 在满足客户需求的同时提高规模效应, 提高公司效率。

图表 65: 源飞宠物 2019-2021 自产、外协产量与占比

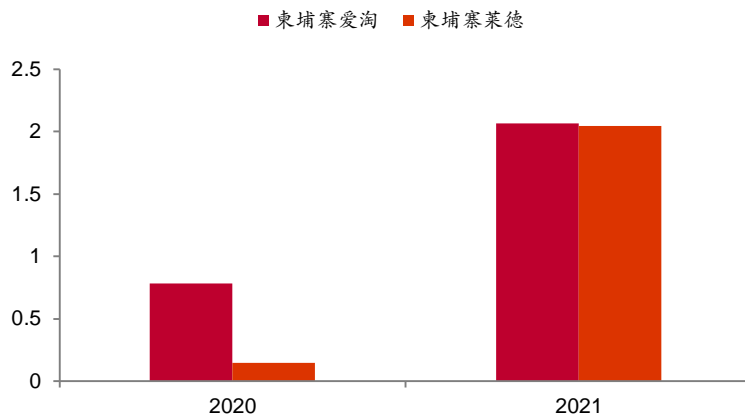
	2019		2020		2021	
	产量 (万件)	占比	产量 (万件)	占比	产量 (万件)	占比
宠物牵引用具						
自主生产	1,272.14	48.40%	1,259.70	47.38%	1,936.98	48.39%
外协生产	1,356.24	51.60%	1,398.75	52.62%	2,065.89	51.61%
宠物零食						
	产量 (吨)	占比	产量 (吨)	占比	产量 (吨)	占比
自主生产	4231.55	97.75	5637.55	96.16%	8085.41	95%
外协生产	97.2	2.25	224.91	3.84%	425.11	5%

来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所

- 外建厂规避宏观风险。**2018 年 9 月 24 日, 美国正式对中国出口的 2000 亿美元商品加征 10% 关税, 并于 2019 年 6 月将这一关税调至 25%。公司为应对宏观风险, 同时扩充产能、稳定经营, 于柬埔寨设立与中宠股份合资子公司柬埔寨爱淘与独资子公司柬埔寨莱德, 分别从事宠物食品与宠物用品的生产。2020 年, 公司与中宠股份子公司美国好氏合作, 以美国好氏为经销商进行销售。2021 年, 柬埔寨爱淘/柬埔寨莱德实现营收 2.07/2.05 亿元, 分别占公司营收 19.14%/19.34%。柬埔寨

寨莱德已通过 Petsmart、Petco 等客户的供应商认证，并已取得相关客户的订单，柬埔寨爱淘前已通过 SPECTRUM、MARUKAN、Petco 等客户的供应商认证，未来会形成相关收入。

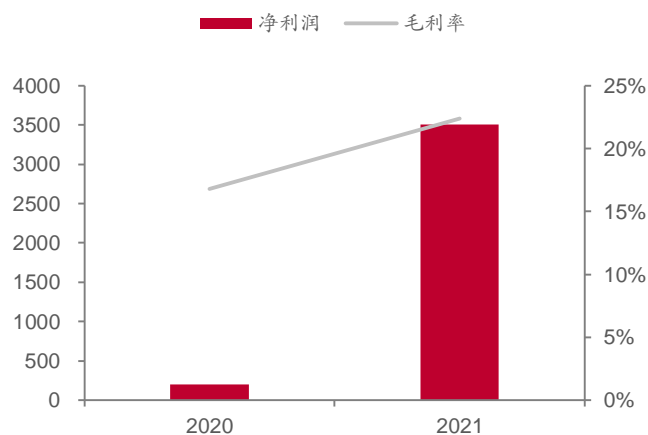
图表 66: 公司海外工厂营收 (亿元)



来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所

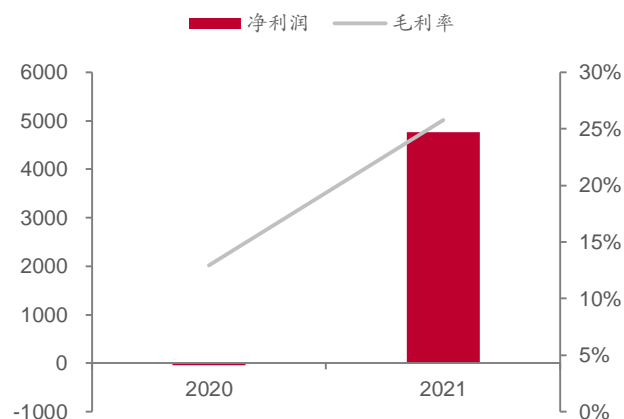
- 柬埔寨产能布局开始贡献盈利。** 柬埔寨位于东南亚地区，交通便利、人力成本较低，且无需加征关税，公司于柬埔寨布局产能可以充分利用当地人口、税收等优势，同时应对宏观经济波动与贸易风险。2021 年柬埔寨爱淘/莱德分别取得毛利率 22.38%/25.77%，并贡献净利润 3505.06/4761.9 万元，爱淘工厂 2021 年毛利率 (22.38%) 高于公司宠物零食业务毛利率 (17.43%)。莱德工厂 2021 年毛利率 (25.77%) 低于公司宠物用品业务毛利率 (29.42%)，预计随产能利用率爬坡整体盈利能力有望进一步提升。

图表 67: 2020-2021 柬埔寨爱淘营业数据 (万元)



来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 68: 2020-2021 柬埔寨莱德营业数据 (万元)

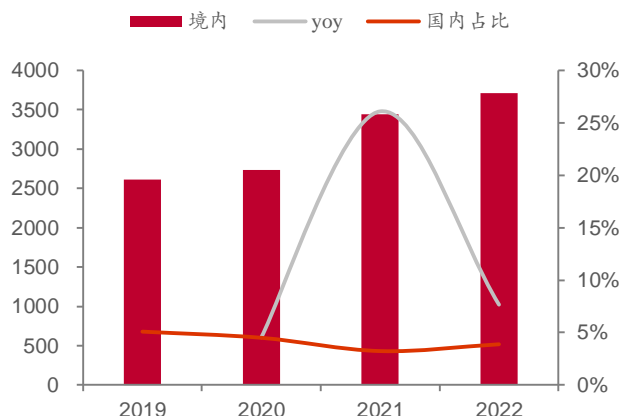


来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所

战略端：发力国内电商，培育 OBM 业务

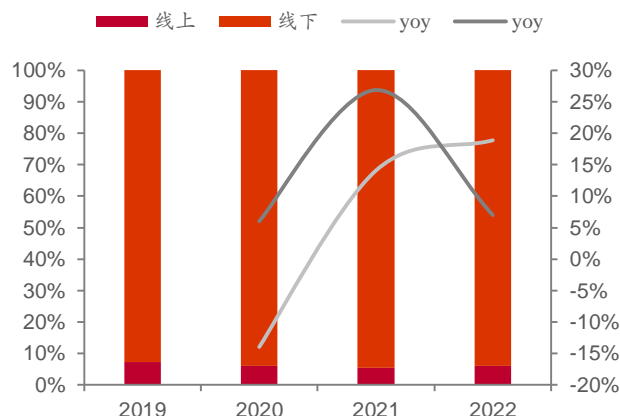
- 乘行业之风，战略转变发力国内市场。公司历史业务以海外业务为主，国内业务中，线下业务占比较高。2022 年，公司取得海外/境内营收 9.17/0.37 亿元，同比-11%/+7.7%，内销业务占比不足 5%。国内业务中，线上/线下业务分别营收 226/3481 万元，同比增加 18.9%/7%，线下业务占比 90%以上。

图表 69：2019-2022 公司销售渠道与增速（万元）



来源：源飞宠物招股书、公司年报、中泰证券研究所

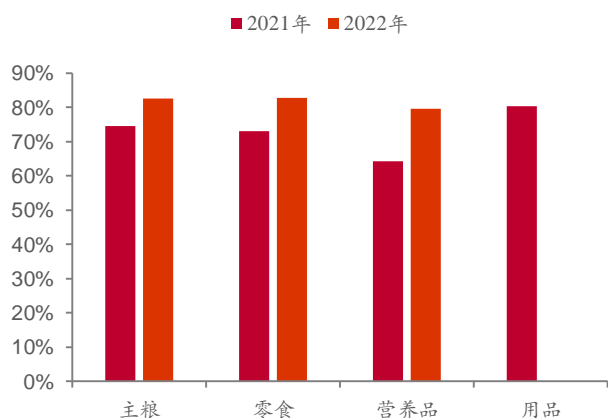
图表 70：2019-2022 公司国内线上线下比例



来源：源飞宠物招股书、公司年报、中泰证券研究所

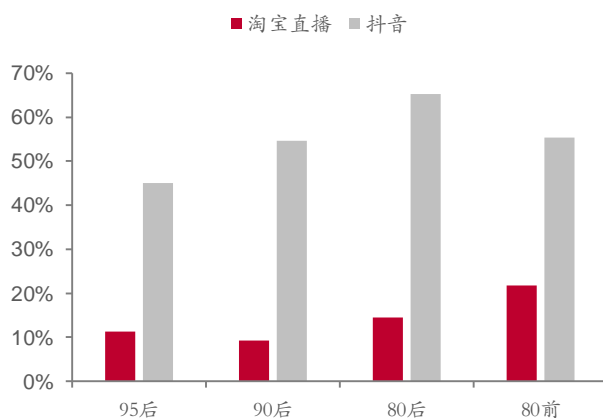
- 国内宠物行业渠道结构：非医疗消费首选线上渠道，直播电商兴起。根据近两年中国宠物白皮书显示，宠物主购物时，线上渠道是首选购买方式，2022 年，约八成的宠物主会选择线上渠道购买宠物食品，2021 年，八成左右的宠物主会选择线上渠道购买宠物用品。

图表 71：2021-2022 宠物主消费渠道偏好



来源：宠物行业白皮书、中泰证券研究所

图表 72：2020 宠物主信息获取渠道偏好



来源：宠物行业白皮书中泰证券研究所

- 建设电商运营平台，发力国内线上渠道。线下业务公司主要将产品销售至贸易商，终端门店等客户，并通过少量经销商销售推广公司自有品牌；线上方面，公司依托在电商渠道代理成熟宠食品品牌有望做大流量端口，为 OBM 业务奠定基础。IPO 募投项目上，公司预计使用 6572 万

元建设营销运营中心，通过打造建设数据中心、电商全渠道营销系统及智能分拣物流中心等现代化电商运营团队开拓电商业务，项目预计于2024年末建设完成。考虑国内市场扩容及养宠观念转变带来的消费升级机遇，公司主动发力国内市场、以消费渠道偏好更高的电商渠道为切入点，培育 OBM 业务，长期看有望打开第二增长曲线。

图表 73: 营销中心投入资金明细 (万元)

	费用	占比
项目总投资	6571.64	100%
工程费用	665	10.12%
数据中心投入	666.8	10.15%
电商全渠道营销系统投入	1370	20.85%
智能分拣物流中心建设	2,394.30	36.43%
预备费	39.9	0.61%
项目实施启动费用	1,435.64	21.85%

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

图表 74: 营销中心项目实施规划

	T+1				T+2			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
建筑工程								
渠道智慧管理系统								
社交电商系统								
全面预算								
运营数据分析及预警分析								
SAP								
智能分拣物流中心建设								

来源：源飞宠物招股书、中泰证券研究所

盈利预测与估值

■ 预测核心假设

- **1) 外销:** 2022 年受需求与国外客户去库存影响, 公司产能利用率与销售出现波动, 预计 2023 年随下游库存逐步消化, 公司订单逐步恢复。此外, 公司持续拓展优质客户渠道, 带动订单增长。在生产端, 随 2024 年公司 IPO 募投项目完工投产, 公司 2024-2025 年新增产能逐步释放。我们预计公司 2023-2025 年外销收入分别为 9.17/10.27/11.50 亿元, 同比增长 0%/12%/12%。
- **2) 内销:** 公司逐步发力国内市场, 依托在电商渠道代理成熟宠食品牌有望做大流量端口, 内销业务有望从 0 到 1, 实现突破。我们预计公司 2023-2025 年内销收入分别为 0.78/1.01/1.26 亿元, 同比增长 110%/30%/25%。
- **3) 成本:** 公司产品设计能力优异, 持续推新带动产品结构优化、单价提升。考虑到柬埔寨工厂产能进一步释放减少关税成本、IPO 募投项目投产带来的规模效应提升, 与五金锁扣等原材料价格回落, 我们预计 2023-2025 整体毛利率水平略有提升。
- 综上, 我们预计公司 2023-2025 年有望实现收入 9.94/11.28/12.76 亿元, 分别同比增长 4.3%/13.4%/13.2%, 实现归母净利润 1.51/1.65/1.90 亿元, 分别同比增长-4.5%/9.0%/15.2%。
- **赛道成长属性突出, 公司盈利能力领先, 给予“增持”评级。**从估值水平来看, 源飞宠物 2023/2024/2025 预期 PE 分别为 19.6x/18.0x/15.6x。国内宠物行业成长性突出、公司处高毛利牵引用具赛道, 在产品设计、销售资源及生产效率上优势突出, 具备行业领先的盈利能力, 内销业务拓展有望打开第二成长曲线, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 75: 源飞宠物盈利预测

		2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
外销	营业收入 (亿元)	4.87	5.79	10.29	9.17	9.17	10.27	11.50
	yoy		18.9%	77.8%	-10.9%	0.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	27.7%	26.1%	23.2%	24.4%	25.0%	25.2%	25.4%
内销	营业收入 (亿元)	0.28	0.29	0.39	0.37	0.78	1.01	1.26
	yoy		5.3%	34.6%	-5.9%	110.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	23.9%	27.0%	12.1%	18.3%	20.0%	23.0%	28.0%
合计	营业收入 (亿元)	5.15	6.08	10.69	9.54	9.94	11.28	12.76
	yoy		18.17%	75.71%	-10.74%	4.28%	13.41%	13.17%
	毛利率	27.42%	26.17%	24.80%	24.13%	24.61%	25.00%	25.66%
	归母净利润(亿元)	0.55	0.83	1.37	1.59	1.51	1.65	1.90
	yoy		51.51%	149.18%	15.87%	-4.52%	8.99%	15.42%
	归母净利率	10.67%	9.03%	12.80%	16.62%	15.22%	14.63%	14.92%

来源: 源飞宠物招股书、中泰证券研究所预测

图表 76: 行业可比公司估值比较

公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)					PE					PEG 2023E
		2020	2021	2022A	2023E	2024E	2020	2021	2022A	2023E	2024E	
源飞宠物	30	0.83	1.37	1.59	1.51	1.65	35.7	21.7	18.7	19.6	18.0	-4.3
天元宠物	32	1.14	1.07	1.29	1.45	1.75	28.0	29.8	24.8	22.1	18.3	1.8
依依股份	28	1.94	1.14	1.51	1.69	2.00	14.7	25.0	18.9	16.8	14.2	1.4
佩蒂股份	35	1.15	0.60	1.27	1.36	1.85	30.8	58.9	27.8	25.9	19.1	3.6
中宠股份	67	1.35	1.16	1.06	1.57	2.17	49.9	58.3	63.6	42.9	31.1	0.9
行业平均							31.8	38.7	30.8	25.5	20.1	0.7

来源: Wind、中泰证券研究所, 除源飞宠物外均为 Wind 一致预期, 截至 2023 年 5 月 24 日收盘价

图表 77: 源飞宠物三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	694	845	881	928	营业收入	954	994	1,128	1,276
应收票据	0	0	0	0	营业成本	724	750	846	948
应收账款	128	182	192	203	税金及附加	2	3	5	5
预付账款	4	4	4	4	销售费用	16	16	20	23
存货	170	173	214	228	管理费用	34	36	41	46
合同资产	0	0	0	0	研发费用	21	22	29	33
其他流动资产	53	54	57	61	财务费用	-30	-19	-21	-17
流动资产合计	1,049	1,258	1,347	1,425	信用减值损失	2	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-5	-6	-5
长期股权投资	9	3	4	5	公允价值变动收益	0	0	-2	0
固定资产	180	217	236	251	投资收益	0	4	4	3
在建工程	86	85	109	146	其他收益	2	3	3	3
无形资产	34	31	23	21	营业利润	186	179	180	206
其他非流动资产	37	38	38	39	营业外收入	10	8	8	9
非流动资产合计	346	374	411	461	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,395	1,632	1,758	1,886	利润总额	195	186	187	214
短期借款	0	14	5	6	所得税	24	23	25	27
应付票据	0	0	0	0	净利润	171	164	163	187
应付账款	111	240	260	254	少数股东损益	13	12	-2	-3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	159	151	165	190
合同负债	2	2	3	3	NOPLAT	145	147	144	172
其他应付款	0	1	0	1	EPS (按最新股本摊薄)	1.16	1.11	1.21	1.39
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	25	25	29	31	主要财务比率				
流动负债合计	139	283	298	296	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-10.8%	4.3%	13.4%	13.2%
其他非流动负债	2	2	2	2	EBIT增长率	-4.6%	1.5%	-0.7%	18.3%
非流动负债合计	2	2	2	2	归母公司净利润增长率	15.9%	-4.5%	9.0%	15.2%
负债合计	141	285	300	298	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,148	1,229	1,342	1,475	毛利率	24.1%	24.6%	25.0%	25.7%
少数股东权益	107	119	116	113	净利率	18.0%	16.5%	14.4%	14.6%
所有者权益合计	1,255	1,348	1,458	1,588	ROE	12.6%	11.2%	11.3%	12.0%
负债和股东权益	1,395	1,632	1,758	1,886	ROIC	13.2%	12.4%	11.4%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率	10.1%	17.5%	17.1%	15.8%
					债务权益比	0.2%	1.3%	0.5%	0.6%
					流动比率	7.5	4.4	4.5	4.8
					速动比率	6.3	3.8	3.8	4.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7
					应收账款周转天数	55	56	60	56
					应付账款周转天数	87	84	106	98
					存货周转天数	92	82	82	84
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.16	1.11	1.21	1.39
					每股经营现金流	0.90	1.58	0.98	1.14
					每股净资产	8.42	9.01	9.84	10.82
					估值比率				
					P/E	18.7	19.6	18.0	15.6
					P/B	2.6	2.4	2.2	2.0
					EV/EBITDA	24.1	23.5	23.3	20.0

来源: Wind、中泰证券研究所预测

风险提示

下游需求不及预期风险

- 公司订单受下游需求、及库存周期影响明显，若下游需求不及预期，公司多个品类的销售会受不利影响，进而影响公司整体收入和盈利能力。

市场开拓不及预期风险

- 公司内销业务处于起步阶段，若区域或渠道开拓不利，公司将面临OBM业务成长低预期的风险，对公司长期成长产生不利影响。

汇率大幅波动风险

- 公司以国外销售为主，若汇率大幅波动，公司成本及财务费用可能大幅抬升，影响公司的盈利空间。

产能建设进度不及预期风险

- 公司的成长性部分取决于产能建设及投放的进度，若由于资金等限制因素造成产能建设进度不及预期，可能影响公司业绩的增长。

公开信息更新不及时风险

- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。