

公司研究

三季度受去库存和原料涨价影响，业绩同比下滑

——源飞宠物（001222.SZ）2022年三季度报点评

买入（维持）

当前价：28.41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

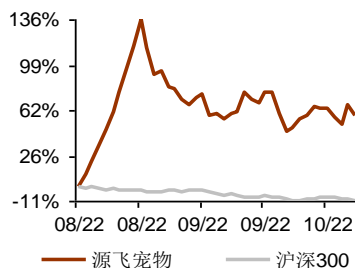
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.36
总市值(亿元)	38.74
一年最低/最高(元)	16.45/46.55
近3月换手率	229.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.67	57.99	69.27
绝对	-18.83	43.92	43.92

资料来源：Wind

相关研报

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（2022-10-08）

要点

事件：

公司发布2022年三季度报，前三季度营收/归母净利润分别为7.84/1.38亿元，分别同比-6.1%/+21.1%；3Q2022实现营收/归母净利润分别为2.36/0.36亿元，分别同比-33.7%/-37.0%，单季度净利润低于我们此前预期的4000-4500万元。

点评：

3Q2022 国内宠物用品、食品的出口金额逐月放缓：受海外通货膨胀，美国消费者购买力下降，以及美国市场去库存节奏低于预期的影响，3Q公司的营收同比下滑。3Q2022中国宠物用品、食品的出口金额增速放缓。根据中国海关数据，3Q2022，中国宠物用具的出口总金额是28.81亿元，同比+3.7%，环比+30.4%；拆分到3Q单月，7/8/9月中国宠物用具的出口金额分别是11.17/9.49/8.15亿元，分别同比+35.8%/-6.9%/-13.0%，分别环比+17.7%/-15.0%/-14.2%。3Q2022，中国猫狗饲料的出口总金额是21.08亿元，同比+3.9%，环比-5.5%；拆分到3Q单月，7/8/9月中国猫狗饲料的出口金额分别是7.97/7.26/5.85亿元，分别同比+26.5%/+7.9%/-19.4%，分别环比+6.7%/-8.9%/-19.4%。随着客户端库存的逐步去化，我们预计公司4Q的营收规模将有所恢复。

受益于汇兑收益，公司净利率显著提高：2022年前三季度，公司毛利率同比+0.5pcts至24.1%，归母净利率同比+4.0pcts至17.6%。公司期间费用率同比-4.1pcts至2.4%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.5%/3.3%/2.1%/-4.4%，分别同比持平/+0.6/持平/-4.8pcts。2022年前三季度，受益于人民币贬值，公司的财务费用为-3451万元，同比-1259.7%，汇兑收益增加推升公司净利率水平。

3Q2022，公司毛利率为20.1%，同比-4.6pcts；净利率为15.3%，同比-0.8pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.5%/4.1%/2.1%/-7.7%，分别同比+0.3/+1.9/+0.4/-7.4pcts。我们认为3Q2022，公司毛利率下滑主要因原料价格上涨以及美国市场购买力下降，高端产品销售疲软，令公司出货结构劣化所致。

深耕宠物外贸市场20余年，宠物代工积累深厚：公司总部位于温州宠物小镇，区位优势显著，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。公司与海外知名宠物零售商（Petco、PetSmart、Petsathome等）、综合商超（Walmart、Target等）建立了长期且稳定的合作关系，形成较高的客户壁垒。与此同时，公司位于柬埔寨的两大子公司，后续随着规模的扩张，规模效应有望进一步释放。

宠物代工龙头企业，未来订单情况有望转暖，维持“买入”评级：考虑到美国消费者购买力下降、疫情影响公司拓客且国外客户去库存速度低于预期，如果未来疫情缓解，公司拓客活动增加，且自主品牌成长需要进一步的营销推广，我们上调了 2022-2024 年的期间费用率，相应调低了公司 2022-2024 年的营收与归母净利润预期，将 2022-2024 年的归母净利润下调至 1.79/1.94/2.36 亿元（下调幅度分别是 11.8%/16.0%/16.9%），折合 EPS 分别是 1.31/1.42/1.73 元，对应 PE 分别是 22/20/16 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，维持“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。

表 1：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	1,017	1,246	1,618
营业收入增长率	18.17%	75.71%	-4.87%	22.52%	29.86%
净利润（百万元）	83	137	179	194	236
净利润增长率	51.51%	64.46%	30.60%	8.33%	22.14%
EPS（元）	0.81	1.34	1.31	1.42	1.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.73%	24.68%	15.25%	14.82%	15.98%
P/E	35	21	22	20	16
P/B	6.9	5.2	3.3	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-27 注：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。

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	1,017	1,246	1,618
营业成本	449	825	777	953	1,225
折旧和摊销	10	16	14	17	23
税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	15	16	16	19	29
管理费用	25	30	32	35	42
研发费用	18	25	22	27	37
财务费用	22	9	-46	-23	-6
投资收益	3	8	0	0	0
营业利润	92	157	219	234	287
利润总额	97	164	224	239	291
所得税	13	10	27	29	35
净利润	84	154	197	211	256
少数股东损益	1	17	18	17	20
归属母公司净利润	83	137	179	194	236
EPS(元)	0.81	1.34	1.31	1.42	1.73

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	88	119	246	195	255
净利润	83	137	179	194	236
折旧摊销	10	16	14	17	23
净营运资金增加	29	183	-96	62	103
其他	-34	-216	150	-77	-107
投资活动产生现金流	-59	-30	-156	-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	-6	0	0
融资活动现金流	39	27	484	-35	-56
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	52	72	111
净现金流	61	111	574	-10	0

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.2%	22.8%	23.6%	23.5%	24.3%
EBITDA 率	19.4%	18.3%	18.3%	18.5%	18.9%
EBIT 率	17.6%	16.7%	16.9%	17.1%	17.5%
税前净利润率	15.9%	15.3%	22.0%	19.2%	18.0%
归母净利润率	13.7%	12.8%	17.6%	15.5%	14.6%
ROA	11.2%	17.0%	12.3%	11.6%	12.1%
ROE (摊薄)	19.7%	24.7%	15.3%	14.8%	16.0%
经营性 ROIC	22.9%	27.4%	23.1%	21.6%	21.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	37%	30%	20%	22%	24%
流动比率	1.92	2.48	3.81	3.29	2.82
速动比率	1.42	1.73	3.25	2.73	2.26
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	1,595	1,818	2,122
货币资金	215	253	827	817	816
交易性金融资产	35	19	27	27	27
应收账款	129	161	145	178	230
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	1	5	6	8
存货	136	201	178	219	282
其他流动资产	12	25	24	29	37
流动资产合计	531	662	1,210	1,281	1,408
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	29	29	29
非流动资产合计	220	247	385	537	714
总负债	278	269	320	392	503
短期借款	42	0	0	0	0
应付账款	211	239	287	353	453
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	318	389	499
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	2	3
非流动负债合计	1	2	2	3	4
股东权益	472	639	1,274	1,426	1,619
股本	102	102	136	136	136
公积金	194	201	613	633	641
未分配利润	131	261	422	537	702
归属母公司权益	422	554	1,172	1,306	1,479
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%	1.60%	1.50%	1.80%
管理费用率	4.07%	2.82%	3.10%	2.80%	2.60%
财务费用率	3.54%	0.85%	-4.55%	-1.88%	-0.40%
研发费用率	3.02%	2.38%	2.20%	2.20%	2.30%
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	0.43	0.46	0.56
每股经营现金流	0.86	1.16	1.80	1.43	1.87
每股净资产	4.12	5.42	8.59	9.58	10.85
每股销售收入	5.95	10.45	7.46	9.14	11.86

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	35	21	22	20	16
PB	6.9	5.2	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	24.3	14.8	17.5	14.4	11.1
股息率	0.0%	0.0%	1.5%	1.6%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 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所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 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