

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

源飞宠物(001222)

投资评级

上次评级

姜文镮 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工制造行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

源飞宠物: 自主品牌快速起量, 海外产能扩张

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

源飞宠物: 代工业务表现靓丽, 自主品牌快速扩张

2025 年 10 月 30 日

事件: 源飞宠物发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度公司实现收入 12.81 亿元 (同比+37.7%), 归母净利润 1.30 亿元 (同比+8.7%), 扣非归母净利润 1.28 亿元 (同比+10.4%); 2025Q3 实现收入 4.89 亿元 (同比+26.6%), 归母净利润 0.56 亿元 (同比+22.3%), 扣非归母净利润 0.55 亿元 (同比+21.1%)。

代工业务表现靓丽, 积极拓展毛绒玩具新品类。我们预计公司代工业务有望取得靓丽表现, 柬埔寨已投产的生产基地基本处于满产状态, 公司多措并举保障增长, (1) 持续拓展新客户, 并逐渐从渠道客户向品牌客户拓展; (2) 扩张对存量客户的供应品类; (3) 推动海外生产线布局, 提升对抗突发事件及局部风险能力, 保证公司产品对全球各国家和地区的稳定供应; (4) 持续丰富产品品类, 拓展宠物箱包、宠物玩具等。公司近年来持续加大毛绒玩具品类研发投入, 计划在未来三年内逐步扩展该产品线, 以进一步巩固并提升国际市场竞争力, 具体来看, 产品定位双线并进, (1) 大众化产品: 深耕入门级产品, 满足欧洲大型商超 (如 Action、Fressnapf 等) 及北美零售渠道对高性价比产品的需求; (2) 高端化产品: 开发耐咬系列与功能创新型毛绒玩具, 满足 PetSmart、Petco、KONG 等国际客户对差异化和创新的需求。渠道方面多元化布局, 将在稳固现有战略客户基础上, 通过专业展会、线上电商平台和区域分销合作伙伴, 扩大覆盖范围; 特别关注线上渠道增长潜力, 计划与客户合作, 在亚马逊、Walmart.com 及 Target Plus 等平台推出定制化系列, 并借助电商数据反馈优化产品组合。

自主品牌快速扩张, 轻奢品牌 Pawky House 全面提速。公司通过各大线上平台建立自营品牌旗舰店与专营店, 全渠道全域自建销售渠道, 面向消费者逐步提高品牌影响力, 有效触达目标消费群体, 有望实现自主品牌业务快速扩张。公司计划加大对 Pawky House (有爪) 投入力度, 该品牌是专注于宠物生活方式的中国原创品牌, 定位轻奢中高端市场。品牌主张将宠物日常用品与时尚设计相结合, 主打精致养宠理念。目前 Pawky House 主要产品包括: 快捷胸背带、多功能牵引绳、零压项圈、狗狗玩具、可拆卸拼接项圈、防水系列产品等。渠道方面, Pawky House 已布局天猫旗舰店、小红书、抖音旗舰店等核心电商平台, 同时进入全国多家高端宠物门店。未来, 品牌将持续深化线上运营并逐步拓展线下零售场景, 实现全渠道触达消费者。

毛利率提升趋势良好, 营运能力基本稳定。2025Q1-Q3 公司实现毛利率 23.0% (同比+0.4pct), 期间费用方面, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/3.1%/2.0%/-0.7%, 分别同比+1.8pct/-0.2pct/+0.5pct/+1.3pct, 其中, 销售费用增长较多, 主要系拓展国内业务所致。2025Q3 公司毛利率为 25.4% (同比+2.7pct), 期间费用方面, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.4%/3.3%/2.1%/-0.5%, 分别同比+2.7pct/+0.3pct/+0.9pct/-0.3pct。营运能力方面, 公司 2025Q1-Q3 存货周转天数 82.4 天, 同比增加 4.6 天。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

现金流方面，公司 2025Q1-Q3 实现经营活动所得现金净额 0.17 亿元。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.2/2.8 亿元，PE 分别为 26.1X/21.0X/16.5X。

风险因素：消费疲软、行业竞争加剧、关税政策风险、新品推广不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	991	1,310	1,700	2,143	2,631
增长率 YoY %	3.9%	32.2%	29.8%	26.1%	22.7%
归属母公司净利润 (百万元)	126	164	180	223	283
增长率 YoY%	-20.5%	30.2%	9.3%	24.3%	26.8%
毛利率%	22.1%	22.9%	22.8%	22.5%	22.5%
净资产收益率ROE%	10.3%	12.4%	12.3%	13.5%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.86	0.94	1.17	1.48
市盈率 P/E(倍)	37.09	28.48	26.05	20.96	16.53
市净率 P/B(倍)	3.82	3.52	3.19	2.83	2.48

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,105	1,161	1,334	1,584	1,910
货币资金	723	420	468	616	842
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	171	266	343	401	471
预付账款	13	36	26	33	41
存货	180	292	349	385	408
其他	18	146	147	148	150
非流动资产	452	543	588	619	640
长期股权投资	18	28	28	28	28
固定资产(合计)	187	243	341	404	444
无形资产	35	34	34	34	34
其他	212	238	186	153	133
资产总计	1,557	1,704	1,922	2,203	2,550
流动负债	194	211	260	319	385
短期借款	21	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	142	169	211	258	311
其他	32	42	48	60	73
非流动负债	8	7	10	11	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	7	10	11	12
负债合计	202	218	269	329	396
少数股东权益	129	158	187	223	268
归属母公司	1,225	1,328	1,466	1,651	1,885
负债和股东权益	1,557	1,704	1,922	2,203	2,550

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	991	1,310	1,700	2,143	2,631
同比(%)	3.9%	32.2%	29.8%	26.1%	22.7%
归属母公司净利润	126	164	180	223	283
同比(%)	-20.5%	30.2%	9.3%	24.3%	26.8%
毛利率(%)	22.1%	22.9%	22.8%	22.5%	22.5%
ROE%	10.3%	12.4%	12.3%	13.5%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.86	0.94	1.17	1.48
P/E	37.09	28.48	26.05	20.96	16.53
P/B	3.82	3.52	3.19	2.83	2.48
EV/EBITDA	14.31	12.96	15.74	12.02	8.93

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	991	1,310	1,700	2,143	2,631
营业成本	772	1,010	1,312	1,661	2,038
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	25	40	65	79	89
管理费用	37	43	53	64	74
研发费用	19	24	31	39	47
财务费用	-34	-26	-8	-4	2
减值损失合	-6	-12	-15	-15	-15
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-4	-1	-1	0	0
营业利润	161	204	228	284	361
营业外收支	0	2	1	1	0
利润总额	161	206	229	285	361
所得税	16	15	21	26	33
净利润	146	191	209	259	329
少数股东损益	19	26	29	36	46
归属母公司净利润	126	164	180	223	283
EBITDA	147	201	268	339	431
EPS(当年)(元)	0.66	0.87	0.94	1.17	1.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	129	-1	173	273	362
净利润	146	191	209	259	329
折旧摊销	20	26	46	58	68
财务费用	-10	-8	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-40	-220	-93	-60	-50
其它	14	9	11	16	16
投资活动现金流	-78	-217	-86	-88	-88
资本支出	-79	-87	-82	-83	-83
长期投资	2	-131	-5	-5	-5
其他	-2	1	1	-1	-1
筹资活动现金流	-38	-96	-36	-38	-48
吸收投资	1	0	0	0	0
借款	21	-21	0	0	0
支付利息或股息	-55	-38	-31	-39	-49
现金流净增加额	29	-301	48	147	226

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美妆等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。