

买入（维持）

## 国产宠物食品开创者

中宠股份（002891）深度报告

2024年7月26日

## 投资要点：

魏红梅  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119410  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

■ 公司是我国宠物食品开创者。公司创立于1998年，公司创始人郝忠礼先生由外贸食品行业投身宠物食品行业，租赁厂房生产高端宠物零食一鸡肉干，并顺利出口日本，是我国宠物食品的开创者。公司发展至今经历了创业期、成长期、发展期、转型期以及跨越期。公司主营宠物食品的研发、生产和销售，产品涵盖犬用及猫用宠物主粮、湿粮、零食、保健品等品类，每个大类包含多个品种，包括宠物鲜肉粮系列、宠物主食湿粮系列、冻干零食系列、烘焙粮系列、鸡肉零食系列、鸭肉零食系列、牛肉零食系列、鱼肉零食系列、宠物饼干系列、洁齿骨系列等十余个产品系列，总计1000多个品种。目前公司产品已销往全球五大洲、73个国家和地区，致力于成为全球宠物食品行业领跑者。

## 主要数据 2024年7月25日

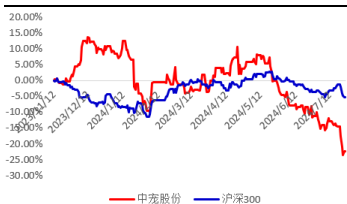
收盘价(元)	18.25
总市值(亿元)	53.68
总股本(亿股)	2.94
流通股本(亿股)	2.94
ROE(TTM)	6.49
12月最高价(元)	27.08
12月最低价(元)	17.92

■ 我国宠物食品市场有望快速扩容。2017-2022年，我国宠物（犬猫）食品市场规模由743亿元增长至1372亿元，CAGR约为13.1%。未来多重因素推动我国宠物食品市场扩容。我国经济发展及人均收入不断提高，将推动宠物食品市场快速发展。未来老龄化、少子化将带来宠物陪伴需求不断上升。与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率和单只宠物年均支出还有较大提升空间。目前我国宠物食品市场竞争格局较为分散，国产优质企业全渠道布局，不断丰富品类，凭借规模优势和供应链优势提供高性价比产品突围。

■ 投资建议：预计公司2024-2025年EPS分别为1.00元和1.20元，对应PE分别为18倍和15倍。我国宠物食品出口有望持续回升，国内宠物食品市场未来有望不断扩容，优质国产龙头有望受益。公司是国内宠物食品开创企业，自有品牌矩阵不断完善，品牌影响力不断提高；持续开拓国内外市场，市场份额有望不断提升；不断夯实研发实力，积极进行技术创新，打造差异化产品体系；不断发挥全球产能布局优势，提高竞争能力。维持对公司的“买入”评级。

■ 风险提示。竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动等风险。

## 股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 我国宠物食品开创者 具备较好的竞争优势	4
1.1 公司是我国宠物食品开创者	4
1.2 拥有三大核心自主品牌	5
1.3 持续开拓境内外市场	6
1.4 业绩保持较快增长 盈利能力有所回升	7
1.5 公司具备较好的竞争优势	8
1.5.1 成长性及盈利能力相对较好	8
1.5.2 全球化产能布局	9
1.5.3 品牌矩阵不断完善	10
1.5.4 技术研发优势	10
2. 宠物食品行业前景广阔	12
2.1 全球宠物食品市场发展较为成熟	12
2.2 我国宠物食品短期出口有望回升 中长期有望持续扩容	13
2.2.1 我国宠物行业起步较晚	13
2.2.2 我国宠物及宠物食品市场规模不断扩大	14
2.2.3 多重因素推动我国宠物食品市场扩容	15
2.2.4 短期我国宠物食品出口有望回升	18
2.3 我国宠物食品市场竞争格局分散 国产正在崛起	19
3. 投资策略	19
4. 风险提示	20

## 插图目录

图 1：公司分产品收入（亿元）	5
图 2：公司分产品收入占比（%）	5
图 3：公司境内外收入（亿元）	7
图 4：公司境内外收入占比（%）	7
图 5：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）	7
图 6：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）	7
图 7：公司毛利率净利率（%）	8
图 8：公司期间费用率（%）	8
图 9：公司与可比公司营业总收入（亿元）	8
图 10：公司与可比公司归母净利润（亿元）	8
图 11：公司与可比公司毛利率（%）	9
图 12：公司与可比公司净利率（%）	9
图 13：公司研发支出及其占比（万元，%）	11
图 14：研发支出占营业收入比例（%）	11
图 15：2018 年全球宠物行业市场占比（%）	12
图 16：2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费结构（%）	12
图 17：全球宠物市场规模（亿美元）	13
图 18：全球宠物食品市场规模（亿美元）	13
图 19：2018-2023 年中国城镇宠物犬猫数量（万只）	14
图 20：2018-2022 年中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）	14
图 21：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）	15
图 22：我国宠物（犬猫）食品市场规模及同比增速（亿元，%）	15

图 23: 我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比 .....	16
图 24: 我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%） .....	16
图 25: 我国出生率（‰） .....	16
图 26: 中国宠物家庭户数渗透率（%） .....	17
图 27: 我国养宠渗透率与欧美日相比（%） .....	17
图 28: 中国单只宠物犬年均支出（元） .....	18
图 29: 中国单只宠物猫年均支出（元） .....	18
图 30: 我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额当月值及其同比增速（万美元，%） .....	18
图 31: 我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%） .....	18
图 32: 宠物食品上市公司 2023 年境外收入（亿元） .....	19
图 33: 宠物食品上市公司 2023 年境外收入同比（%） .....	19
图 34: 2021 年全球宠物食品市场竞争格局 .....	19

## 表格目录

表 1: 公司发展历程 .....	4
表 2: 公司三大核心自主品牌简介 .....	6
表 3: 公司国内外工厂基地简要情况 .....	9
表 4: 公司主要研发项目 .....	11
表 5: 中国宠物行业发展历程 .....	14
表 6: 公司盈利预测简表（2024/7/25） .....	20

## 1. 我国宠物食品开创者 具备较好的竞争优势

### 1.1 公司是我国宠物食品开创者

公司是我国宠物食品开创者。公司创立于1998年，公司创始人郝忠礼先生由外贸食品行业投身宠物食品行业，租赁厂房生产高端宠物零食—鸡肉干，并顺利出口日本，是我国宠物食品的开创者。公司发展至今经历了创业期、成长期、发展期、转型期以及跨越期。公司主营宠物食品的研发、生产和销售，产品涵盖犬用及猫用宠物主粮、湿粮、零食、保健品等品类，每个大类包含多个品种，包括宠物鲜肉粮系列、宠物主食湿粮系列、冻干零食系列、烘焙粮系列、鸡肉零食系列、鸭肉零食系列、牛肉零食系列、鱼肉零食系列、宠物饼干系列、洁齿骨系列等十余个产品系列，总计1000多个品种。目前公司产品已销往全球五大洲、73个国家和地区，致力于成为全球宠物食品行业领跑者。

表 1：公司发展历程

发展阶段	时间	公司重要事件
创业期	1998-2002	1998年，公司创始人郝忠礼先生由外贸食品行业投身宠物食品行业，租赁厂房生产高端宠物零食—鸡肉干，并顺利出口日本，是我国宠物食品的开创者。 1999年，在中国国内市场销售自主品牌“Wanpy”鸡肉干产品。
成长期	2003-2008	2003年，公司在烟台莱山经济开发区投资建设新工厂（第一工厂），软、硬件达到国际一流水平。通过美国FDA（美国食品及药物管理局）注册。 2005年，公司宠物湿粮工厂（第二工厂）建成投产，成为当时中国宠物行业首家宠物湿粮工厂。 2007年，第三工厂（宠物零食）建成投产；成立烟台顽皮宠物用品销售有限公司，专门负责中国国内市场销售工作。 2008年，公司与日本爱丽思（IRIS）合资的第四工厂开工建设，全球最先进的高端宠物零食制造基地落户烟台。
发展期	2009-2013	2012年，与德国卫塔卡夫（Vitakraft）公司合资的干粮工厂（第五工厂）开工建设，并于年底正式投产。 2012年，公司被授予“国家高新技术企业”的荣誉称号。 2013年，公司“Wanpy”品牌荣膺中国宠物零食行业首个“中国驰名商标”。
转型期	2014-2017	2015年，投资2800万美元的位于美国南加州、全美最大的宠物零食工厂正式建成投产，并实现了当年投产，当年盈利的佳话。 公司在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为中国宠物行业深交所主板第一股。
跨越期	2018至今	2018年，公司总投资1600万美元的加拿大工厂建成投产，IPO募投项目—全球最大的宠物零食工厂（第九工厂）建成投产，投资超过1亿元的中宠股份现代化物流中心落成，收购旗下拥有新西兰真致ZEAL品牌的宠物食品公司-The Natural Pet Treat Company Limited的100%股权，进一步推动公司全球化战略布局。 2019年，公司在柬埔寨投资建设宠物零食工厂，总建筑面积20000平方米，设计产能6000吨，成为柬埔寨最大的宠物零食工厂。该工厂已于2020年3月实现投产。

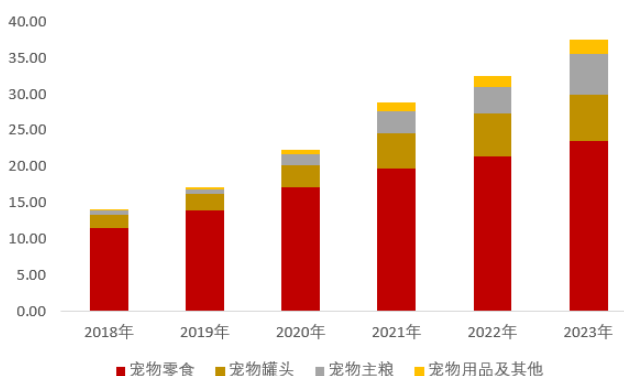
2021年，公司投资人民币约合1.545亿元，收购新西兰最大的宠物罐头工厂 PetfoodNZ International Limited 公司70%股权；公司投资2.3亿元的新西兰高端宠物湿粮工厂开工建设。

2022年，1月公司投资4亿元，占地100亩，年产10万吨，5.0智·慧宠物干粮工厂实现投产；5月，中宠产业园三期项目开工建设，投资1亿，建设中国宠物食品行业首家原料工厂，已于2023年3月投入使用。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

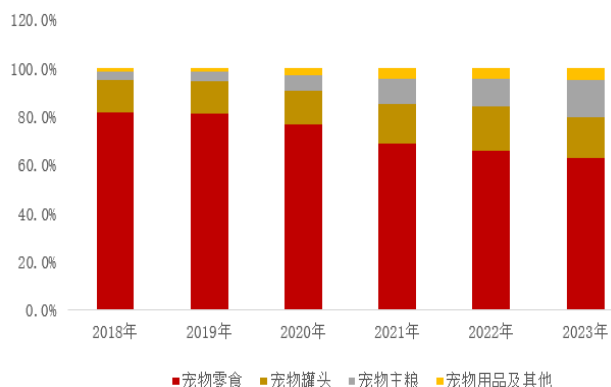
**宠物零食占比高，宠物罐头、主粮、用品占比不断提高。**公司的收入主要来自宠物零食、罐头、主粮、用品及其他。2018-2023年，公司宠物零食业务营收由11.55亿元提升至23.51亿元，CAGR约为15.3%，营收占比由81.8%下降至62.7%；宠物罐头业务营收由1.87亿元提升至6.35亿元，CAGR约为27.7%，营收占比由13.2%提升至16.9%；宠物主粮营收由0.49亿元提升至5.77亿元，CAGR约为63.6%，营收占比由3.5%提升至15.4%；宠物用品及其他营收由0.21亿元提升至1.85亿元，CAGR约为54.5%，营收占比由1.5%提升至4.9%。

图 1：公司分产品收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 2：公司分产品收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 1.2 拥有三大核心自主品牌

**公司拥有三大核心自主品牌。**公司旗下拥有“Wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“TOPTREES 领先”等三大核心自主品牌。其中“Wanpy 顽皮”成立于1998年，定位中高端，品类主要包括干粮、湿粮、零食等；近几年不断推出热门主粮产品：口味丰富的冻干四拼粮、真鲜肉高营养的肉无谷粮、添加主食级生骨肉冻干的冻干双拼粮、生骨肉配方的原生力犬主食罐、98%高肉高消化率的顽皮大满罐、浓郁汤汁的顽皮主食鲜封包、口碑与销量双丰收的欧一吸系列多肉芝士主食猫条等。“ZEAL 真致”始于1999年，为新西兰天然宠物食品公司（NPTC）自主品牌，公司于2018年完成对NPTC的收购。“ZEAL 真致”致力于提供纯天然、高品质的新西兰原装进口宠物食品，定位高端，其目前的产品线有主食湿粮、零食等，预计在今年第二季度推出风干粮产品。“TOPTREES 领先”是公司旗下中高端宠物食品品牌，以“鲜美食材、科学配方、尖端科技”为核心理念，产品涵盖犬猫主粮、湿粮、零食等，拥有烘焙粮、主食罐、主食猫条三大核心单品，99 主食罐系列-全价成猫主食罐、全价低温鲜肉烘焙猫粮多次获奖，并多次荣登各大电商销售平台榜首。公司的这三个自主



品牌销往全球 61 个国家和地区，其中高端品牌 ZEAL 在主要发达国家如美国、加拿大、新西兰、澳大利亚等均有强势的增长。

表 2：公司三大核心自主品牌简介

公司品牌	产品种类	具体产品列举	品牌简介
Wanpy 顽皮	零食、干粮、湿粮	55%鲜肉无谷犬/猫粮、62%鲜肉无谷冻干猫/犬粮、猫条、犬猫主食罐、肉干等	Wanpy 始于 1998 年，是中宠股份旗下核心自主品牌，始终坚持严选安全健康的原料，符合日本、美国、加拿大、澳大利亚、欧盟等全球主要发达国家检验检疫标准。
TOPTREES 领先	零食、干粮、湿粮	全价主食猫条、99 主食罐成猫/犬罐、冻干猫草棒、冻干鱼籽棒、果蔬卷等	杭州领先成立于 2018 年，同年成为中宠股份参股子公司，2021 年成为中宠股份控股子公司。TOPTREES 领先目前是中宠股份旗下的中高端宠物食品品牌。
ZEAL 真致	零食、湿粮	风干小牛尾骨、风干小牛肋骨、猫咪/狗专用配方牛奶、0 号罐全价无谷主食罐等	始于 1999 年，为新西兰天然宠物食品公司（NPTC）注册品牌，于 2018 年被中宠收购，致力于为爱宠提供一系列新西兰原产原装进口宠物食品，产品销往全球 30 多个国家和地区。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

### 1.3 持续开拓境内外市场

**收入主要来自境外市场，境内市场收入占比不断上升。**2018-2023 年，公司境内市场收入由 2.51 亿元增长至 10.86 亿元，CAGR 为 34%，收入占比由 17.8%提升至 29%；同期境外市场收入由 11.57 亿元增长至 26.62 亿元，CAGR 约为 18.1%，收入占比由 82%下降至 71%。从收入构成上看，公司收入主要来自境外市场，但近几年不断开拓境内市场，国内市场收入占比不断上升。

**持续开拓国内外市场。**公司设置了国际营销中心和国内营销中心，分别负责国外和国内的市场推广工作。海外市场方面，公司主要通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区。国外主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商。它们大多不从事生产，主要依靠从生产企业购买加工完成的宠物食品，再贴牌销售，少数客户为当地的宠物用品零售商店。公司采取与当地的知名厂商进行合作，以 OEM/ODM 方式进入当地市场。在努力扩大 OEM/ODM 产品市场规模的同时，公司通过参加国际展会、投放广告等方式逐步加强自主品牌在国外市场的推广力度，积极培育自主品牌市场。国际营销中心专设自主品牌部，专门负责自主品牌在海外市场的推广与销售。国内市场方面，公司主要通过抖音、小红书等新媒体投放、参加国内展会、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式开拓国内市场。公司销售的主要销售渠道包括：线上渠道（天猫、淘宝、京东、拼多多、抖音等综合平台，同时覆盖金多乐、波奇网、华元、易宠、萌宠拼拼等知名宠物产品销售平台等）、专业渠道（指面向各地宠物专门店、宠物医院的销售渠道）、商超渠道（山姆、沃尔玛、大润发、盒马、永辉、麦德龙、胖东来、永旺、华润 O1e、华润万家、苏果、杭州联华、贵州合力、家家

悦、天虹、物美、卜蜂莲花等大型连锁超市）、特殊渠道（犬、猫繁育场、CKU、工作犬）等。

图 3：公司境内外收入（亿元）

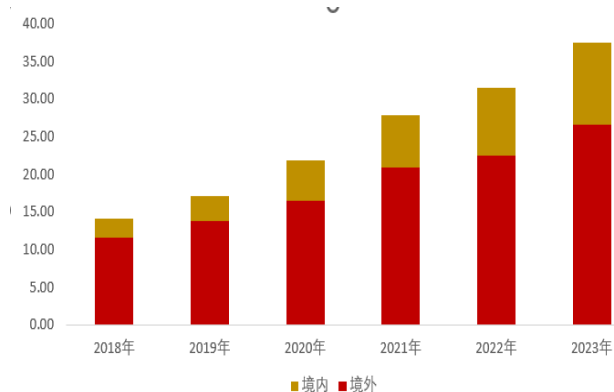
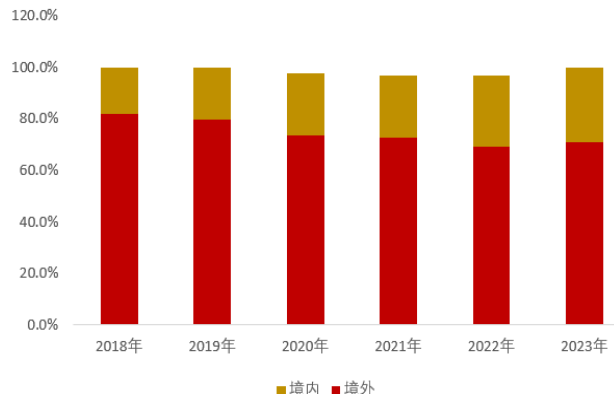


图 4：公司境内外收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

### 1.4 业绩保持较快增长 盈利能力有所回升

业绩保持较快增长。2018 年-2023 年，公司营业总收入由 14.12 亿元增长至 37.47 亿元，CAGR 为 21.6%，其中宠物零食、宠物罐头、宠物主粮和宠物用品及其他 CAGR 分别为 15.3%、27.7%、63.6%和 54.5%；公司归母净利润从 0.56 亿元波动增长至 2.33 亿元，CAGR 为 33%。2024 年一季度，公司分别实现营业总收入和归母净利润 8.78 亿元和 0.56 亿元，分别同比增长 24.42%和 259%，营收实现较快增长主要得益于宠物零食和罐头保持稳增及宠物主粮和宠物用品保持快速增长，归母净利润实现大幅增长主要受益于收入增长、毛利率提升和费用率控制。

图 5：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）



图 6：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

盈利能力有所回升。2021 年-2023 年，公司综合毛利率由 20.05%回升至 26.28%，提升了 6.23 个百分点，其中宠物零食、宠物罐头和宠物主粮毛利率分别提升了 5.59 个百分点、8.01 个百分点和 10.16 个百分点；公司净利率由 4.39%提升至 7.79%，提升了 3.4 个百分点，主要得益于毛利率的提升及费用率的控制。公司 2024 年一季

度，毛利率和净利率分别同比提升了 3.5 个百分点和 3.58 个百分点，分别达到 27.85% 和 7.41%，毛利率提升主要得益于宠物零食、宠物罐头和宠物主粮毛利率均有所提升；净利率提升主要得益于毛利率提升和控费。

图 7：公司毛利率净利率（%）

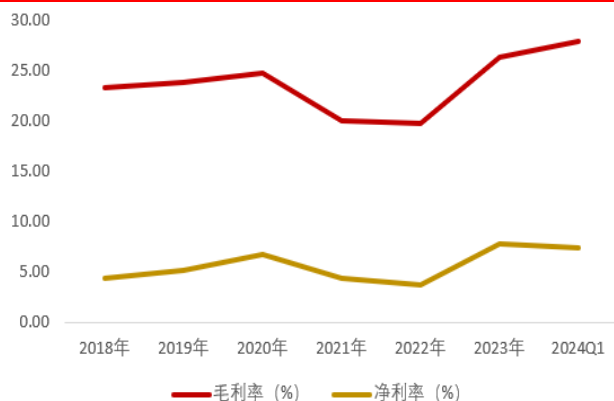
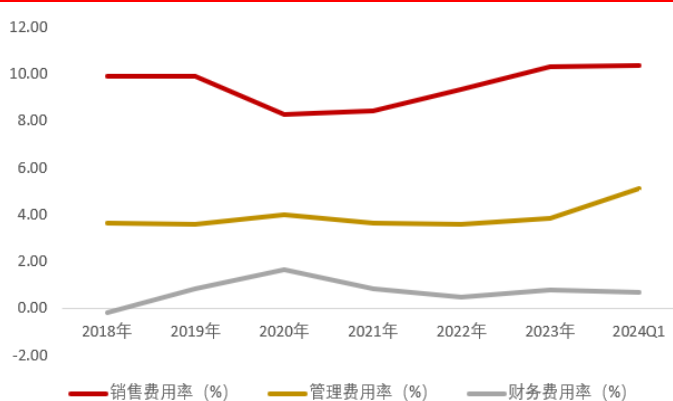


图 8：公司期间费用率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 1.5 公司具备较好的竞争优势

### 1.5.1 成长性及盈利能力相对较好

公司业绩成长性相对较好。公司 2018-2023 年营业总收入 CAGR 约为 21.6%，同期可比公司乖宝宠物、路斯股份、佩蒂股份营业总收入 CAGR 分别为 28.8%、15.5% 和 10.2%；公司 2018-2023 年归母净利润 CAGR 约为 33%，同期可比公司乖宝宠物、路斯股份、佩蒂股份归母净利润 CAGR 分别为 57.3%、9.2% 和 -160.2%。公司业绩成长性在可比公司中表现相对较好，仅次于乖宝宠物。

图 9：公司与可比公司营业总收入（亿元）

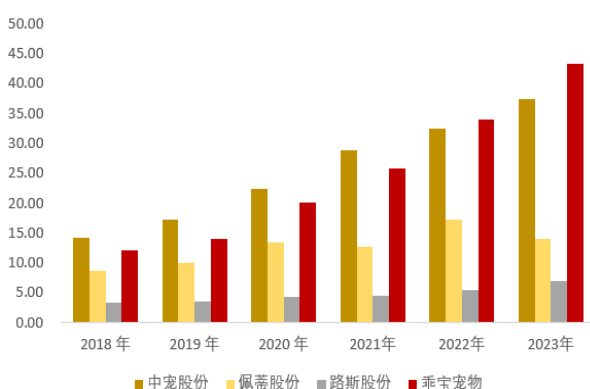
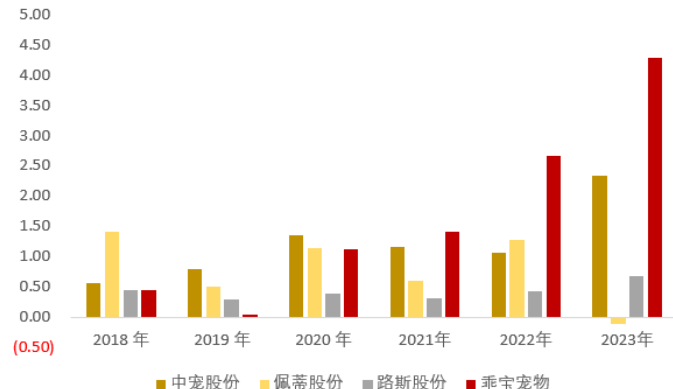


图 10：公司与可比公司归母净利润（亿元）



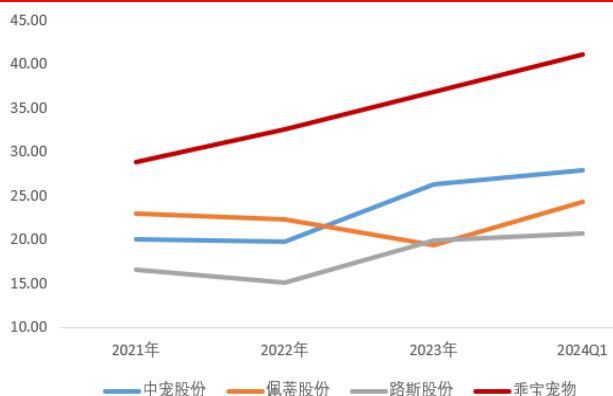
资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

公司盈利能力相对较好。公司 2023 年-2024Q1 综合毛利率保持回升，其境内外业务毛利率均保持回升，主要得益于优化产品结构，提高了产品附加值，稳定价盘等方面。与可比公司相比，公司 2023-2024Q1 毛利率低于乖宝宠物，但高于佩蒂股份和路斯股份，表现相对较好。

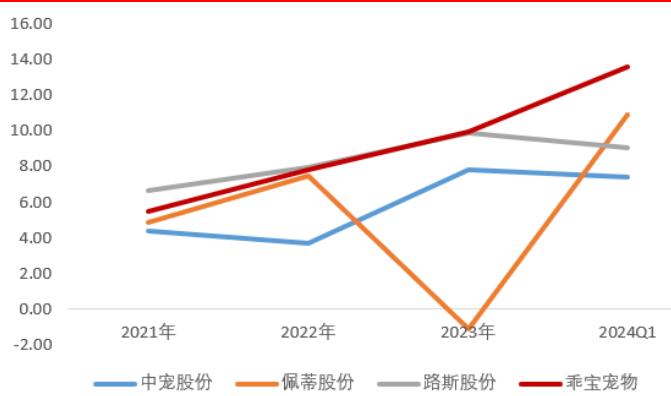


图 11：公司与可比公司毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 12：公司与可比公司净利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

### 1.5.2 全球化产能布局

公司目前产能遍及中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等 5 个国家。公司官网信息显示，除了在内地拥有 13 间工厂基地，公司还在在美国、加拿大、新西兰和柬埔寨等国家共设有 6 间工厂基地。全球化的产能布局，满足各地区客户的需求，保证公司产品对全球各个国家和地区的稳定供应，大大提升了公司的抗风险能力。公司不断推动产能扩张。公司 2022 年可转债募集资金项目“年产 6 万吨高品质宠物干粮”和“年产 4 万吨新型宠物湿粮”等预计在 2025 年前后投产；海外工厂方面，目前在建的有美国第二工厂和柬埔寨第二间工厂，新西兰高端宠物湿粮工厂预计于 2024 年实现投产。新增产能不断投产，有望助力公司拓展全球市场，增强全球市场竞争力。

表 3：公司国内外工厂基地简要情况

工厂类别	工厂名称	简介
国内工厂	第一工厂（零食工厂）	于 2003 年 2 月正式投产，先后通过美国 FDA 注册、欧盟宠物食品工厂注册、澳大利亚检验检疫局官方注册以及日本农林水产省宠物食品热加工等官方注册。
	第二工厂（冻干工厂）	投资超 1 亿的冻干工厂于 2022 年 8 月正式投产。
	第三工厂（零食工厂）	占地面积 25000 平方米，建筑面积 8000 平方米，设计产能 8000 吨，主要生产宠物零食。
	第四工厂（零食工厂）	2008 年，与日本著名大型企业爱丽丝合资建设，是当时全球最先进的高端宠物零食制造基地。
	第五工厂（宠物干粮）	与拥有 180 多年历史的欧洲宠物行业翘楚-德国卫塔卡夫公司合资建设，是真正的中国首家宠物干粮合资企业。
	第六工厂（宠物洁齿骨）	是集饼干、洁齿骨产品研发及生产于一体的现代化工厂，总建筑面积 6600 平方米。
	第七工厂（宠物营养保健品）	--
	第八工厂（宠物饼干）	是集饼干、洁齿骨产品研发及生产于一体的现代化工厂，总建筑面积 6600 平方米。

	第九工厂（宠物零食）	2019 年建成投产，全球最大的宠物零食 4.0 版本的工厂，总建筑面积超 40000 平方米，设计产能 15000 吨。
	第十工厂（宠物湿粮）	总投资 4 亿元，占地面积 76 亩，总建筑面积 4.5 万平方米，设计产能 5 万吨，是亚太最大的宠物湿粮工厂。
	5.0 智慧干粮工厂	投资 4 亿元，占地 100 亩，年产 10 万吨的 5.0 智慧宠物干粮工厂。
	鱼原料工厂	投资 1 亿，建设中国宠物食品行业首家原料工厂，已于 2023 年 3 月份投入使用。
	辐照中心	中宠股份辐照工厂于 2023 年 3 月投入使用，设计灭菌产能 50000 吨/年。
国外工厂	美国工厂	2015 年投资 2800 万美元在美国建设全美最大的宠物零食工厂，当年投产、当年盈利。2023 年，更大规模的美国第二工厂已开工建设。
	加拿大工厂	2018 年投资 1600 万美元，建成加拿大最大的宠物零食工厂，旗下拥有 Great Jack's（大杰克）/Buddy Jack's（节课兄弟）等自主品牌，充分利用当地肉类原料优势，服务全球市场。
	新西兰高端宠物湿粮工厂	2020 年投资 2.3 亿元在新西兰新建高端宠物湿粮工厂，预计 2024 年实现投产。
	新西兰 PFNZZ 工厂	2021 年投资 1.545 亿元收购新西兰最大的宠物罐头工厂 PetfoodNZ International Limited 公司 70% 股权。
	新西兰 ZEAL 工厂	2018 年收购旗下具有 20 多年历史，拥有新西兰 ZEAL 真致品牌的天然宠物食品 GIS100% 股权，进一步推动全球化布局。
	柬埔寨工厂	2019 年公司在柬埔寨投资建成东南亚最大的宠物零食工厂，当年投产、当年盈利。目前公司柬埔寨第二间工厂正在建设中。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

### 1.5.3 品牌矩阵不断完善

**品牌矩阵不断完善。**通过多年的市场开拓，公司目前形成了以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”、“Toptrees 领先”为核心的三大自主品牌矩阵。其中“Wanpy 顽皮”定位中高端，品类包括零食、干粮和湿粮，主打“鲜厨房”理念，用源头鲜肉打造“鲜距离”、“鲜速度”、“鲜标准”、“鲜营养”、“鲜厨房”五鲜标准的宠物鲜粮。“健康宠物才顽皮”，随着品牌策略的逐步落地，顽皮品牌在国产品牌中的知名度与声誉也得到了进一步加强，品牌壁垒初显。“Zeal 真致”品牌是新西兰 NPTC 旗下品牌，于 2018 年被公司收购，于 2019 年正式进军全球市场，为全球宠物主提供一系列新西兰原厂原装进口高端宠物食品，产品主要包括风干粮、犬猫专用牛奶、犬猫湿粮罐头、零食、鳕鱼油等，产品销往全球 30 多个国家和地区。目前，ZEAL 已获新西兰国家级品质认证 FernMark 银蕨证书、新西兰官方背书 RMP 认证。

“Toptrees 领先”品牌定位中高端，致力打造革新性宠物粮；曾先后斩获天猫最具潜力新品牌、宠物新国货 20 年度黑马品牌、年度营销案例、连续 3 年获得金麦奖·品质奖及营销案例铜奖、金物奖·新国货创新大赛提名等。公司品牌矩阵不断完善，品类覆盖从零食到主粮，定位从大众到高端，通过打造差异化的品牌矩阵，满足了不同需求、不同爱好、不同层次的消费者。

### 1.5.4 技术研发优势

**夯实研发能力。**公司于 1998 年设立研发中心，现总建筑面积已超 12000 平方米，包括新产品研发中心、宠物营养与健康研究中心、宠物营养健康研究院以

及中国宠物行业最高标准的检测中心。公司研发中心以市场需求为创新方向，从营养、健康、科学的角度出发，不断研发新产品，引领新趋势。公司拥有一支涵盖食品、兽医、动医、营养等 80 余位专业人才的研发团队，并聘请美国、德国、加拿大、新西兰以及中国国家级专家作为研发顾问。

**保持较快研发投入。**公司保持较快研发投入。公司 2020-2023 年研发支出由 3460.8 万元增长至 4791.0 万元，CAGR 约为 11.5%，增速居于可比公司中等水平。公司研发能力较强。公司近三年自立科技项目 20 余项，省级技术项目获批 3 项，主导开发的十余项科技研发成果，填补了行业空白。截至 2024 年 3 月 1 日，公司共获得国家专利授权 267 项、15 项发明专利、10 项实用型专利和 242 项外观专利。

图 13：公司研发支出及其占比（万元，%）

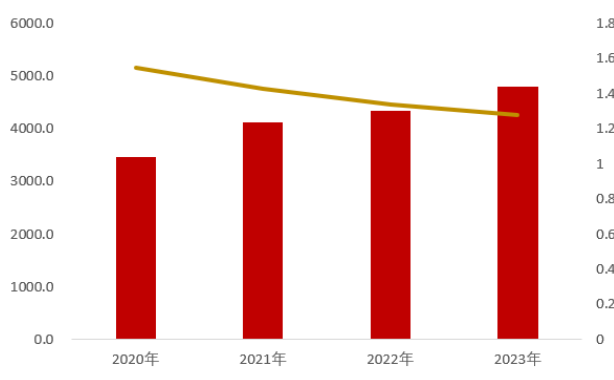
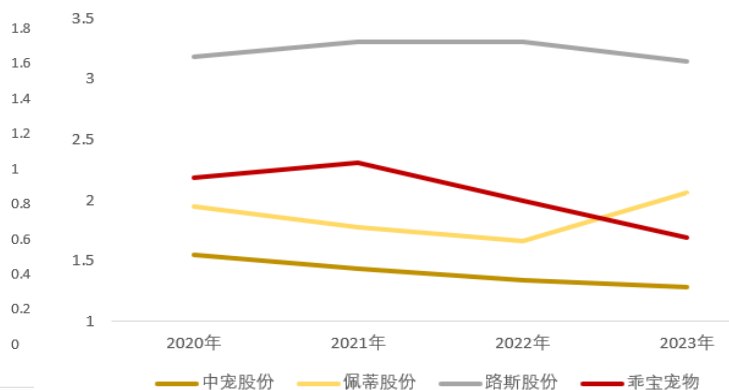


图 14：研发支出占营业收入比例（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

**积极进行技术创新。**公司不断突破行业内技术难题，拥有多项行业内先进技术，如“高比例鲜肉宠物膨化主粮产品及其制作方法”、“富含益生菌的宠物干粮及其制作方法”、“均衡营养马口铁罐头加工关键技术”、“风干宠物食用肉制品及其制作方法”、“宠物食用软质膨化零食及其制作方法”、“新型酶解技术在宠物湿粮产品加工关键技术的应用”等。

表 4：公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目进度	预计对公司未来发展的影响
新型宠物含肉饼干制品及其加工关键技术的研究	确认产品工艺及核心技术参数，进行适口性测试及市场体验调查	增加产品多样性，增强产品市场竞争力
蒸汽-冷冻干燥联合加工技术对宠物食品品质影响的研究	中试生产中成果转化应用，建立标准化加工工艺，实现宠物零食标准化加工	提高产线效能，建立节能、省时、高效的宠物零食干燥方法
注塑-烘干复合型宠物食品加工关键技术及品质影响因素研究	完成初步试验，基本确定工艺参数	丰富产品多样性；为宠物提供营养全面的产品；最大限度节能环保

基于鲜肉高效瞬时注入技术，高比例鲜肉宠物膨化主粮产品的研究与开发	特定比例产品已投放市场，高比例产品在研	增加产品形式的多样性，增强产品市场竞争力，提高品牌价值
基于定向生物酶解技术，研究不同酶制剂对原料营养的作用，以及不同酶解原料对宠物健康与营养的影响	某些产品已投放市场，特定分子多肽作用在研。	改善传统膨化干粮原料性质，提高产品功能性，丰富产品多样性
全生命周期营养呵护宠物精准营养需求研究与应用	部分产品已投放市场，深入细节的功能性产品在研。	以宠物需求为根本，改善宠物生活品质，提高伴侣动物陪伴质量和时间
营养素的数据建模在宠物湿粮罐头中的研究与应用	已结题	提高新湿粮工厂的效率，减少人工成本，提高产品竞争力
新型酶解技术对宠物湿粮产品品质及适口性的研究与应用	完成初步试验，基本确定配方及工艺数据即将中试。	从适口性及营养价值两方面对产品赋能，提高品牌竞争力

资料来源：公司 2023 年年度报告，东莞证券研究所

## 2. 宠物食品行业前景广阔

宠物食品在宠物产业链上占据着最大市场份额。宠物食品作为宠物的刚需用品，在宠物产业链上占据着主要的消费市场。根据欧睿国际 2018 年数据显示，在全球宠物市场上，宠物食品占比达到 50%，宠物医疗和宠物用品占比为 28%和 19%。根据《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，在我国宠物市场上，2023 年宠物（犬猫）消费品类中，宠物食品占比达到 52.3%，宠物医疗和宠物用品占比分别为 28.5%和 12.5%。

图 15：2018 年全球宠物行业市场占比（%）

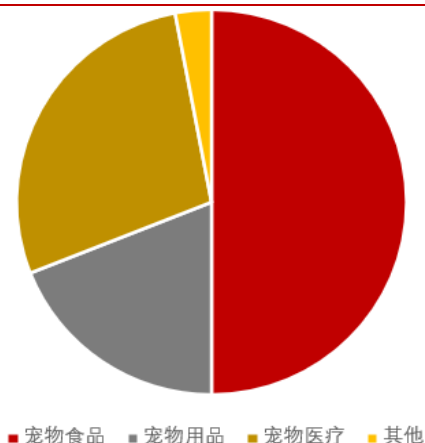
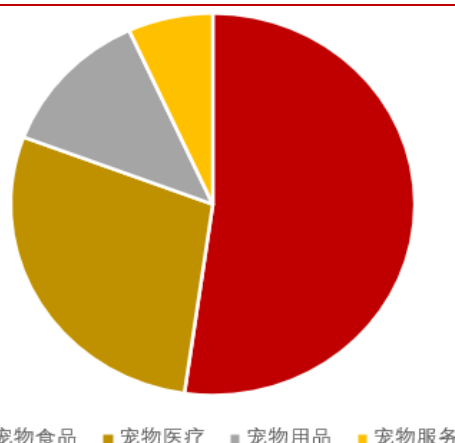


图 16：2023 年我国城镇宠物（犬猫）消费结构（%）

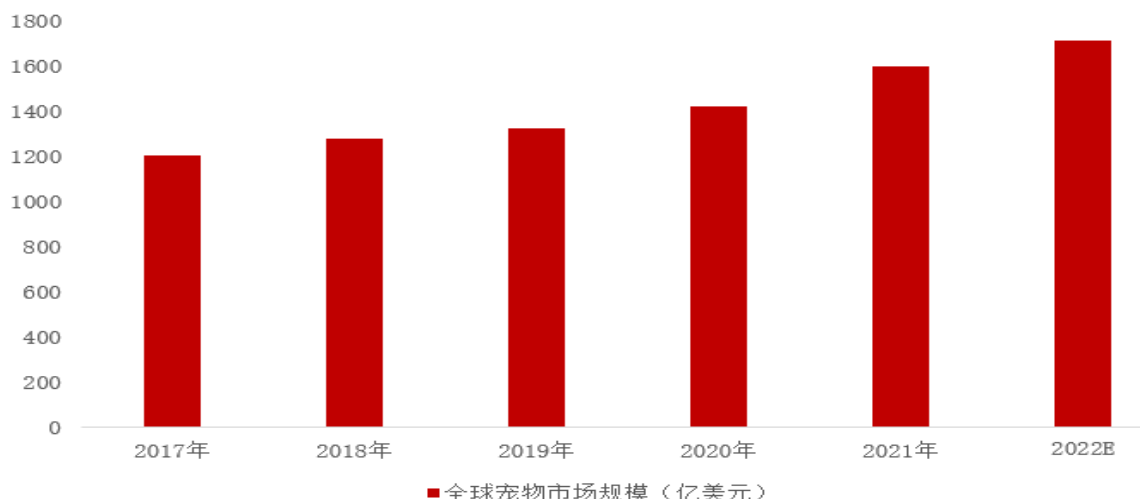


资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册资料来源：《2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所稿）》，东莞证券研究所

### 2.1 全球宠物食品市场发展较为成熟

发达国家宠物行业起步早，目前发展较为成熟。发达国家宠物行业起步早，目前产业链较为完整和成熟，已形成了宠物食品、宠物用品、宠物美容、宠物医疗、宠物训练、宠物保险等产业链条。近几年来，全球宠物市场进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物市场规模由 1204 亿美元增长至 1713 亿美元，CAGR 约为 7.3%。

图 17：全球宠物市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International,《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

**全球宠物食品市场规模保持稳增。**全球宠物食品市场近年来已进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物食品市场规模由 881 亿美元增长至 1235 亿美元，CAGR 约为 7.0%。未来随着宠物食品品类的不断丰富以及渗透率的持续提升，全球宠物食品市场有望保持平稳增长的态势。

图 18：全球宠物食品市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International,《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所，东莞证券研究所

## 2.2 我国宠物食品短期出口有望回升 中长期有望持续扩容

### 2.2.1 我国宠物行业起步较晚

**我国宠物行业起步较晚。**我国现代意义上的宠物行业于 20 世纪 90 年代起步，大致经历了启蒙期、成长期和高速发展期。我国宠物行业已步入高速发展时期，各类新型服务模式在宠物行业展开，国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、

标准化。

表 5：中国宠物行业发展历程

启蒙期（1990 年-1999 年）	成长期（2000 年-2014 年）	高速发展期（2015 年至今）
1992 年，中国小动物保护协会成立	宠物角色发生转变，由“功能性”角色逐渐转型为“情感性”角色	伴随国民经济的发展、人均可支配收入的提升和消费升级的趋势，我国宠物行业步入高速发展的阶段
“宠物伴侣”理念在中国兴起	伴随互联网的发展，第一批网络宠物服务平台兴起	各类新型服务模式在宠物行业展开
1993 年，国际品牌“皇家”、“玛氏”正式进入中国市场	国内开始出现宠物用品制造厂商，但规模较小	国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化

资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

### 2.2.2 我国宠物及宠物食品市场规模不断扩大

我国宠物和宠主数量总体上保持上升。宠物犬和猫仍是我国宠物的主要类型，2018-2023 年我国城镇犬猫数量由 9149 万只增长至 12155 万只，CAGR 约为 5.8%；其中宠物犬数量由 5085 万只增长至 5175 万只，CAGR 约为 0.4%；宠物猫数量由 4064 万只增长至 6980 万只，CAGR 约为 11.4%。宠主数量总体保持上升。2018-2022 年，我国城镇宠物（犬猫）主由 5648 万人增长至 7043 万人，CAGR 约为 5.7%；其中城镇宠物（犬）主由 3390 万人增长至 3412 万人，CAGR 约为 0.2%；城镇宠物（猫）主由 2258 万人增长至 3631 万人，CAGR 约为 12.6%。

图 19：2018-2023 年中国城镇宠物犬猫数量（万只）

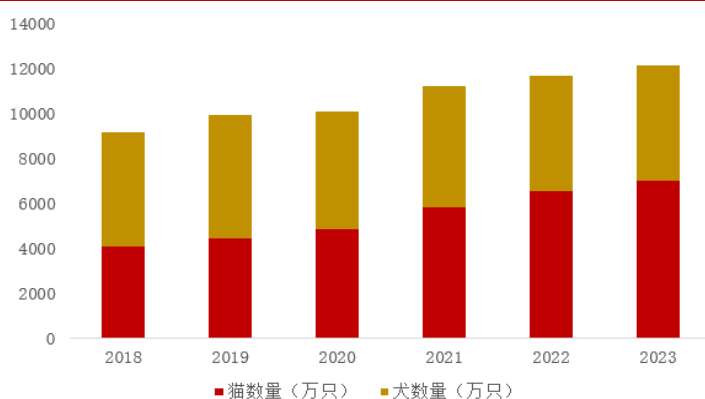
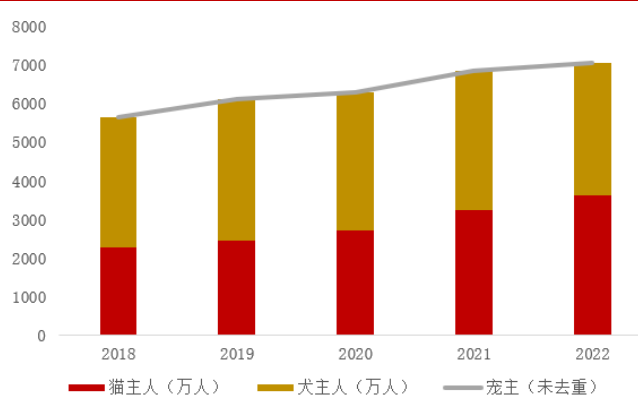


图 20：2018-2022 年中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）



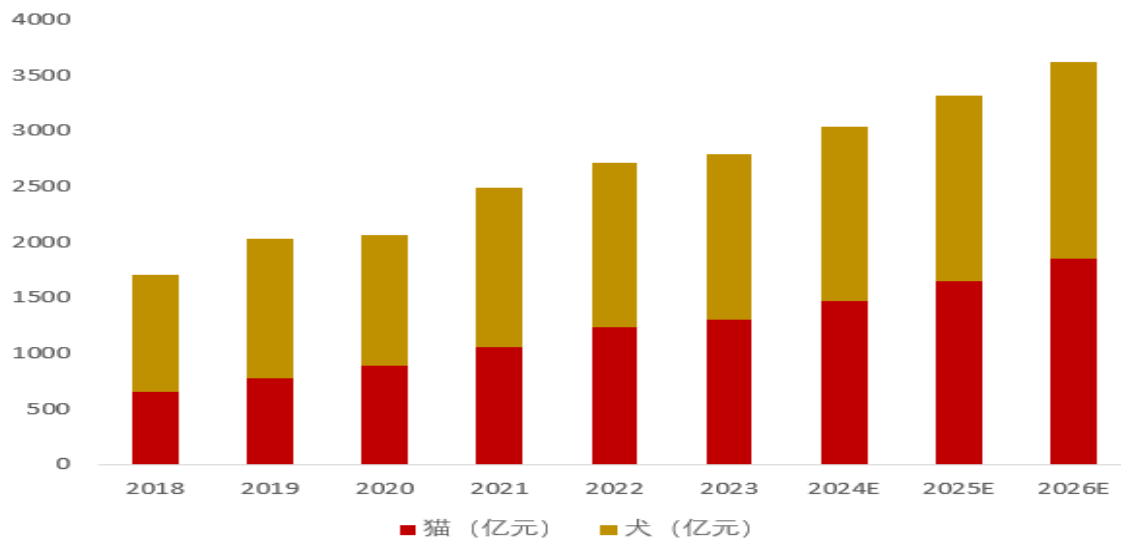
资料来源：《2021-2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物市场规模有望不断发展壮大。根据 2022 年和 2023 年中国宠物行业白皮书数据，2018-2023 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模由 1708 亿元增长至 2793 亿元，CAGR 约为 10.3%；其中城镇宠物犬消费市场规模由 1056 亿元增长至 1488 亿元，CAGR 约为 7.1%；城镇宠物猫消费市场规模由 652 亿元增长至 1305 亿元，CAGR 约为 14.9%。预计到 2026 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模有望达到 3613 亿元，其中城镇宠物犬和猫消费市场规模分别有望达到 1847 亿元和 1766 亿元。



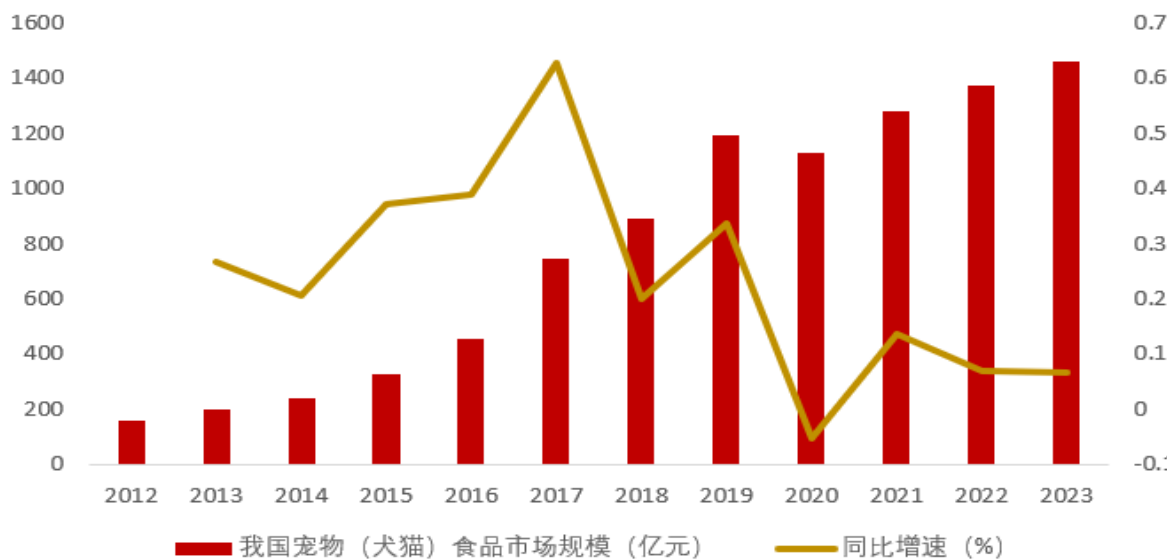
图 21：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：《2022-2023 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物食品市场规模以快于全球市场增速扩容。根据历年《中国宠物行业白皮书》，2017-2023 年，我国宠物（犬猫）食品市场规模由 157 亿元增长至 1461 亿元，CAGR 约为 22.5%，增速远快于全球宠物食品市场，主要受益于我国经济增长、人均收入提高、养宠人数增加及宠物支出增长等因素。

图 22：我国宠物（犬猫）食品市场规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，《乖宝宠物 2023 年年度报告》，东莞证券研究所

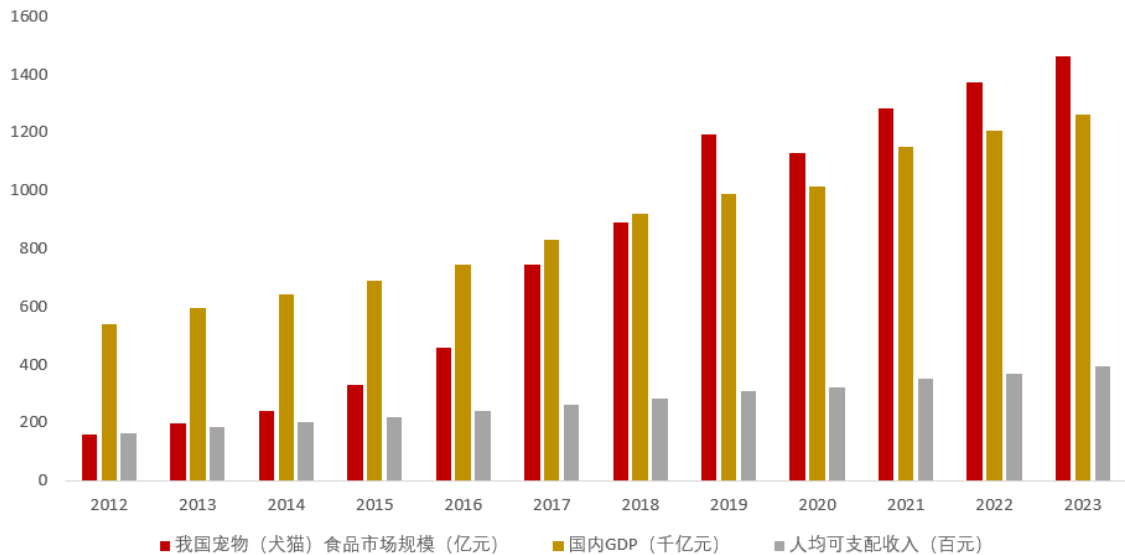
### 2.2.3 多重因素推动我国宠物食品市场扩容

#### (1) 我国经济发展及人均收入不断提高，将推动宠物食品市场快速发展

我国经济发展和人均可支配收入不断提高带动宠物食品消费需求上升。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关。2013-2023 年，我国国内 GDP 规模由 59.3 万亿元增长至 126.1 万亿元，CAGR 约为 7.8%；我国居民人均可支配收入由

18311 元增长至 39218 元，CAGR 约为 7.9%。伴随着我国经济不断增长及居民人均可支配收入不断提升，物质生活水平不断提高，人们越发注重精神需求的满足，养宠物作为情感寄托的需求上升，宠物食品市场规模也随之增长。2013-2023 年，我国宠物食品行业市场规模由 199 亿元增长至 1461 亿元，CAGR 达到 22.1%；除 2020 年受到疫情影响规模有所回落外，其他年份均保持较快增长。未来随着我国经济持续发展，人均收入持续提升，宠物食品市场有望保持较快发展。

图 23：我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比



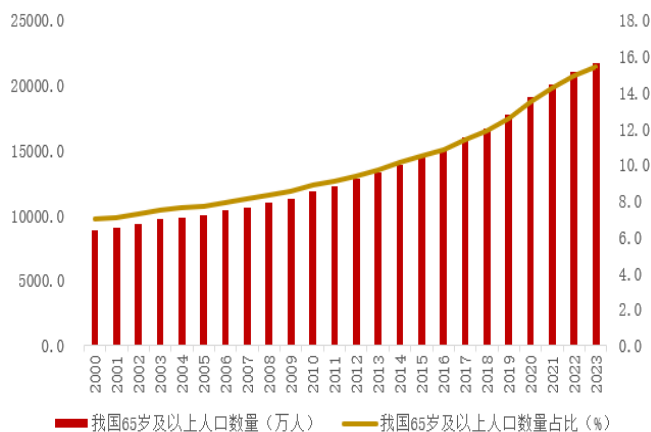
数据来源：国家统计局，wind，《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

## （2）人口结构变化带来宠物陪伴需求上升

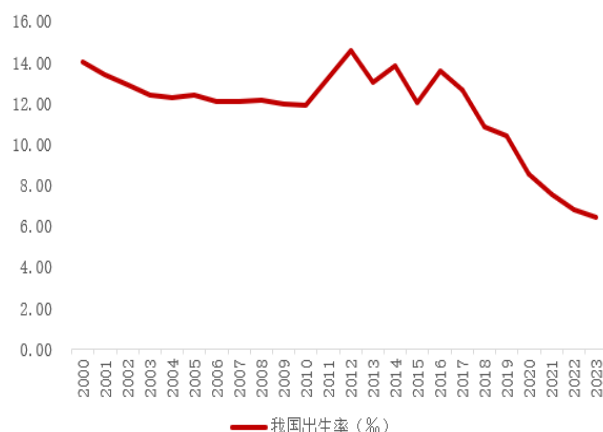
**老龄化、少子化带来宠物陪伴需求不断上升。**我国于 2000 年进入老龄化社会。截至 2023 年底，我国 65 岁及以上老年人口数量达到 2.17 亿人，占我国总人口的比例达到 15.4%。当前我国已处于深度老龄化社会时期，未来我国老龄化还将加速。根据联合国发布的《世界人口展望 2022》预测，到 2050 年，我国 60 岁及以上老年人口将超过 5 亿人，占比将达到 38.81%，将进入重度老龄化社会。随着老年人口的增多，我国空巢老人数量将持续增长。目前我国空巢老人占比已超过一半。另外，再加上近几年我国出生率下降，少子化、家庭规模小型化，人们对于宠物作为精神陪伴的需求不断上升。

图 24：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%）

图 25：我国出生率（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

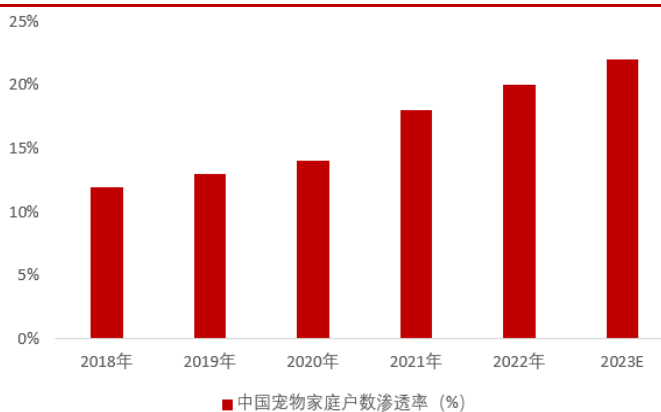


数据来源：wind，东莞证券研究所

### (3) 我国养宠渗透率未来还有较大提升空间

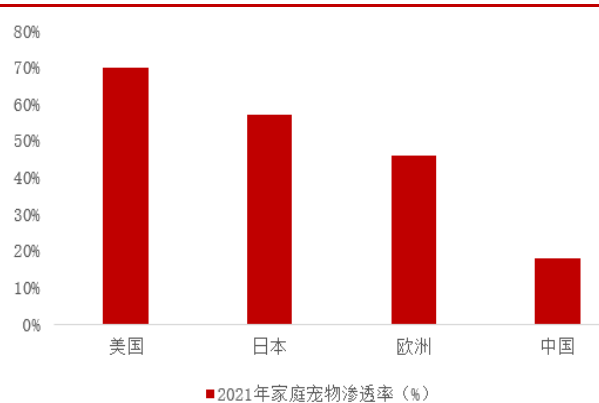
与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率还有较大提升空间。根据《2022年中国宠物行业白皮书》数据，2022年我国单只宠物犬年均支出2882元，单只宠物猫年均支出1883元。而同期，日本单只宠物犬年均支出34万日元（按目前汇率折算约合人民币1.6万元），单只宠物猫支出16万日元（按目前汇率折算约合人民币0.74万元）；2020年美国单只宠物犬年均支出约1381美元（按目前汇率折算约合人民币1万元），单只宠物猫年均支出908美元（按目前汇率折算约合人民币0.66万元）。未来随着我国经济发展、人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 26：中国宠物家庭户数渗透率 (%)



数据来源：京东《2022-2023年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

图 27：我国养宠渗透率与欧美日相比 (%)



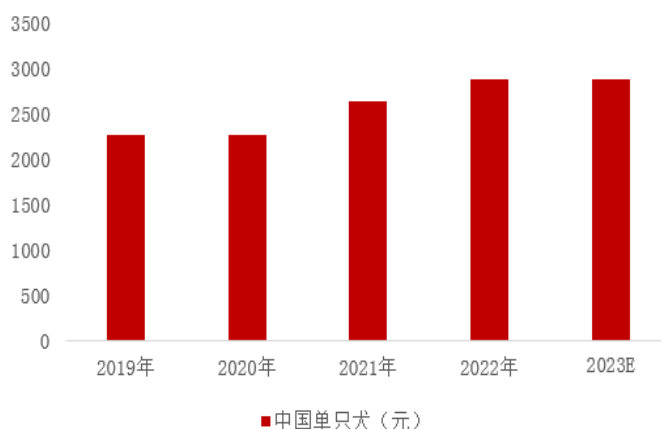
数据来源：京东《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

### (4) 我国单只宠物年均支出还较低

我国单只宠物年均支出与成熟市场相比还较低。根据《2022年中国宠物行业白皮书》数据，2022年我国单只宠物犬年均支出2882元，单只宠物猫年均支出1883元。而同期，日本单只宠物犬年均支出34万日元（按目前汇率折算约合人民币1.62万元），单只宠物猫支出16万日元（按目前汇率折算约合人民币0.76万元）；2020年美国单只宠物犬年均支出约1381美元（按目前汇率折算约合人民币1万元），单只宠物猫年均支出908美元（按目前汇率折算约合人民币0.66万元）。未来随着我国经济发展、

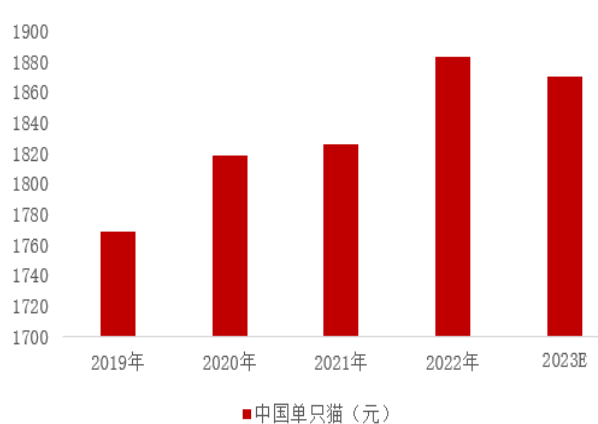
人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 28：中国单只宠物犬年均支出（元）



数据来源：《2022年-2023年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

图 29：中国单只宠物猫年均支出（元）

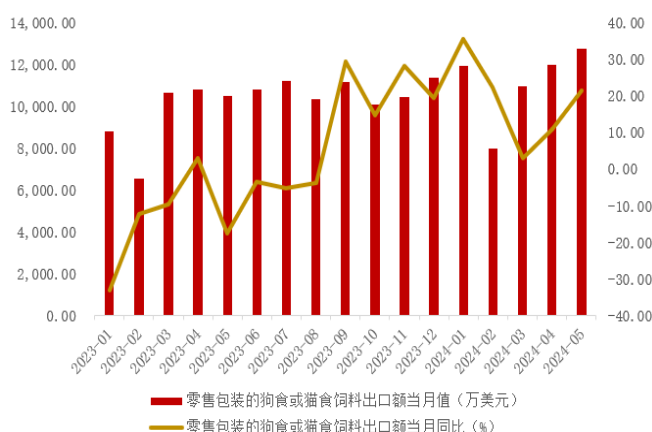


数据来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

### 2.2.4 短期我国宠物食品出口有望回升

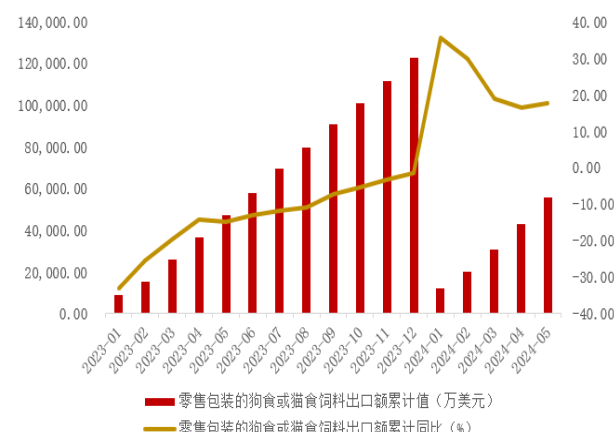
**短期我国宠物食品出口有望回升。**自 2023 年 9 月开始，我国宠物食品出口持续回暖。根据海关总署数据，2023 年 9-12 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额分别为 1.12 亿美元、1.01 亿美元、1.04 亿美元、1.13 亿美元，分别同比增长 29.35%、14.61%、28.15%和 19.34%。进入 2024 年，我国宠物食品出口保持回升。2024 年 5 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额 1.27 亿美元，同比增长 21.4%；2024 年 1-5 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料累计出口额 5.56 亿美元，同比增长 17.58%。

图 30：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额当月值及其同比增速（万美元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

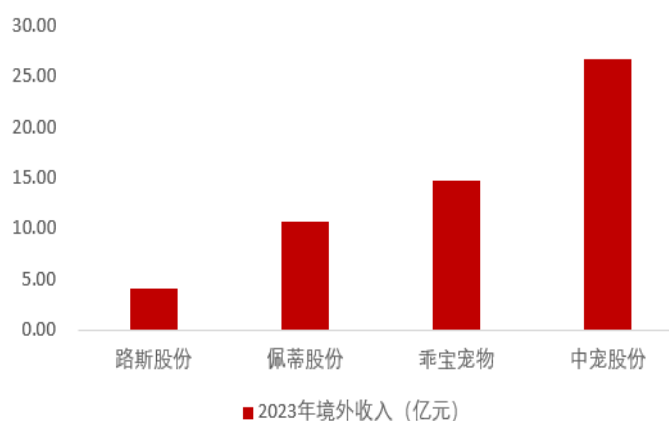
图 31：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

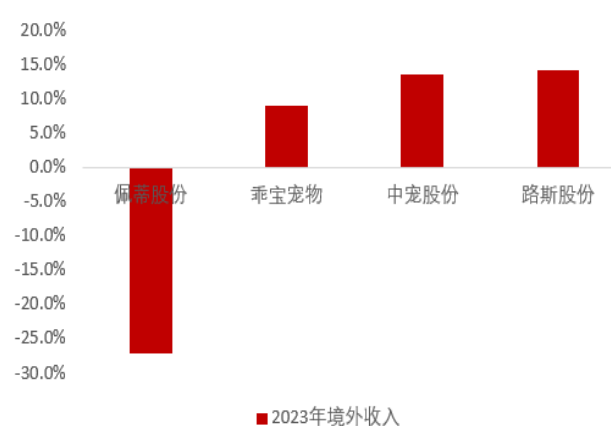
**宠物食品上市公司 2023 年出口收入大多实现增长。**2023 年，宠物食品上市公司中，除了佩蒂股份境外收入同比有所下滑外，中宠股份、乖宝宠物和路斯股份境外收入均实现同比增长，其中中宠股份境外收入 26.62 亿元，同比增长 13.4%；乖宝宠物境外收入 14.64 亿元，同比增长 9%；路斯股份境外收入 4.14 亿元，同比增长 14.2%。

图 32：宠物食品上市公司 2023 年境外收入（亿元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 33：宠物食品上市公司 2023 年境外收入同比（%）

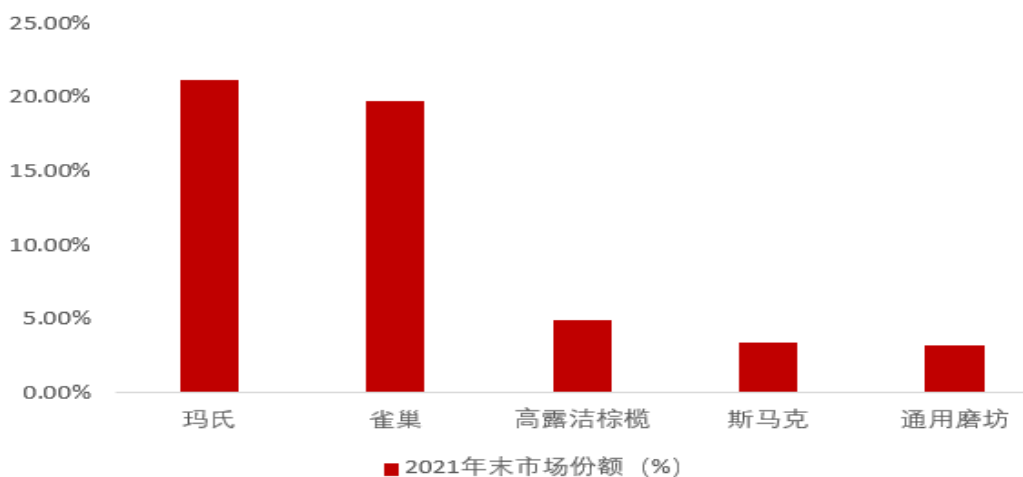


数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 2.3 我国宠物食品市场竞争格局分散 国产正在崛起

我国宠物食品市场竞争格局较为分散，国产正在崛起。全球宠物食品市场集中度较高，2021 年，CR5 约为 52.5%，前五大厂商玛氏、雀巢、高露洁棕榄、斯马克和通用磨坊市场份额分别约为 21.2%、19.8%、4.9%、3.4%和 5.2%。同期我国宠物食品市场 CR10 约为 24%，其中国际龙头美国玛氏市场占比仅为 8%，竞争格局较为分散。国内宠物食品企业早期大多以 OEM/ODM 业务为主。近几年随着线上渠道的迅速发展，本土宠物食品企业借助电商渠道抢占市场份额，头部外资品牌市场份额受到挤压。海外企业多采用多品牌战略来覆盖不同品种、品类和价格区间的产品。国内企业多采用单一品牌战略，以爆款产品打开市场，后迅速拓展产品品类，并凭借供应链优势打造出高性价比。

图 34：2021 年全球宠物食品市场竞争格局



数据来源：欧睿国际，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

## 3. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。预计公司 2024-2025 年 EPS 分别为 1.00 元和 1.20 元，对应 PE 分别为 18 倍和 15 倍。我国宠物食品出口有望持续回升，国内宠物食品

市场未来有望不断扩容，优质国产龙头有望受益。公司是国内宠物食品开创企业，自有品牌矩阵不断完善，品牌影响力不断提高；持续开拓国内外市场，市场份额有望不断提升；不断夯实研发实力，积极进行技术创新，打造差异化产品体系；不断发挥全球产能布局优势，提高竞争能力。维持对公司的“买入”评级。

表 6：公司盈利预测简表（2024/7/25）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,747	4,466	5,419	6,659
营业总成本	3,383	4,054	4,922	6,050
营业成本	2,763	3,260	3,921	4,773
营业税金及附加	14	17	20	25
销售费用	387	484	587	721
管理费用	144	194	262	355
财务费用	29	39	52	71
研发费用	48	62	80	105
公允价值变动净收益	2	2	2	2
资产减值损失	-15	-25	-26	-35
营业利润	372	386	468	571
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	3	2	2	2
利润总额	370	385	467	570
减：所得税	78	85	103	125
净利润	292	300	365	444
减：少数股东损益	59	8	11	13
归母公司所有者的净利润	233	293	354	431
摊薄每股收益(元)	0.79	1.00	1.20	1.47
PE（倍）	23	18	15	12

数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

## 4. 风险提示

**（1）原材料价格波动的风险。**公司的主要原材料为鸡胸肉、鸭胸肉等肉类产品。原材料价格波动对公司经营的影响有两方面。一方面，原材料价格波动直接影响公司营业成本，如果原材料价格上涨，公司与客户的调价一般存在滞后性，会导致短期内公司毛利率水平下降；另一方面，公司通常保留一部分原材料安全库存以维持公司正常生产，如果原材料价格短期内大幅下降，公司将存在存货出现跌价损失的风险。

**（2）汇率波动的风险。**公司外销收入占比较高，结算币种主要为美元及部分其他外汇。随着业务规模的扩大，汇率波动可能会产生相应汇兑损失，将对公司及子公司的经营业绩造成一定影响。



**（3）海外市场拓展风险。**公司产品境外销售收入占主营业务收入比例较高，存在一定的海外市场拓展风险。随着全球经济一体化进程的推进，泰国、越南等新兴经济体也逐渐加入到国际市场竞争中，尽管目前上述国家内宠物零食生产企业数量较少，但由于其人工成本低廉，未来将可能在国际市场上对中国产宠物食品形成一定冲击，公司产品出口面临海外市场竞争加剧的风险。

**（4）国内市场竞争加剧的风险。**在国内宠物食品市场的竞争中，以玛氏、雀巢普瑞纳为代表的外资企业先于本土企业建立了技术、品牌和渠道的优势，占据较高的市场份额。我国宠物食品行业起步较晚，近年来随着市场规模的扩张，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争，公司将面临市场竞争加剧格局。

**（5）创新风险。**公司生产的宠物食品产品更新换代速度快。如果公司新产品研发或者销售未能跟上行业发展的新趋势，将可能对公司的持续竞争能力和未来业务发展产生不利影响。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn