

中宠股份（002891）

宠物食品龙头代工基本盘稳固，自有品牌突破瓶颈蓄势待发

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3248	3747	4454	5259	6171
同比（%）	12.72	15.37	18.87	18.07	17.34
归母净利润（百万元）	105.93	233.16	380.19	450.97	551.22
同比（%）	(8.38)	120.12	63.06	18.62	22.23
EPS-最新摊薄（元/股）	0.36	0.79	1.29	1.53	1.87
P/E（现价&最新摊薄）	105.32	47.85	29.34	24.74	20.24

投资要点

国内宠物食品龙头，自有品牌进入发展快车道。公司成立于1998年，以OEM/ODM起家，业务覆盖全球多国，在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等国均建设工厂。公司旗下拥有“Wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“Toptrees 领先”三个自有品牌，产品覆盖宠物主粮、零食、保健品等多种品类。2013-2023年，公司营收保持较快增长，2023年实现营收37.5亿元，同比+15.4%，近十年复合增速达22.15%；2023年以来公司境外代工业务持续增长，叠加境内品牌调整后成效显著促业绩释放，2023年归母净利润2.3亿元，同比+120.1%，2024年公司预告归母净利润同增54%-72%，业绩持续高增。

境内乘宠物行业东风，自有品牌快速成长。2023年公司境内业务营收14.1亿元，占总营收32%，以自有品牌销售为主。2023年初公司进行自有品牌调整，聚焦主粮产品发力，通过区隔渠道、精简SKU、打造核心爆品等方法，2024年顽皮主品牌重回增长通道，品牌势能拐点向上。品牌建设上，多品牌矩阵打开成长空间，“Wanpy 顽皮”以“鲜”为核心，定位中端，品牌焕新后成效显著；“ZEAL 真致”以天然原料、新西兰进口为卖点，定位高端；“Toptrees 领先”作为互联网品牌，线上运营经验丰富，打造出适合年轻消费群体的宠物食品系列。渠道建设上，线上渠道保持快速增长，逐渐提升直营占比；线下完善经销商体系，将线下渠道作为品牌宣传的窗口，持续深化品牌影响力。

境外代工龙头基本盘稳固，海外需求增长+新增产能释放提振业绩。2023年公司境外业务营收26.6亿元，占总营收68%，境外业务主要包括国内代工出口、海外工厂代工以及自有品牌出海，产能遍及中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨5个国家，共有国内工厂基地13间，国外生产基地5间，建设中工厂4间，依托全球产能规模优势和过硬的产品质量，逐步积累国际大型零售商和经销商，客户基础优质且稳定。需求端开拓欧洲新客户带来销售增量，供给端公司在美国/加拿大/新西兰持续进行代工产能扩张，预计分别新增产能1.2万吨/400吨/2万吨，国内山东工厂扩建6万吨干粮及4万吨湿粮产能。

盈利预测与投资评级：中宠股份作为国内宠物龙头公司，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，有望分享国内宠物食品行业快速成长红利，树立品牌影响力，境外业务与多家客户长期合作关系，客户基础稳定，同时完备海外产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.8/4.5/5.5亿元，同比+63%/+19%/+22%，对应PE分别为29/25/20X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期、行业竞争加剧、汇率大幅波动、原料价格大幅波动等。

2025年02月04日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.24
一年最低/最高价	17.92/41.70
市净率(倍)	4.58
流通A股市值(百万元)	11,246.96
总市值(百万元)	11,246.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.35
资产负债率(%,LF)	38.98
总股本(百万股)	294.12
流通A股(百万股)	294.12

内容目录

1. 国内宠物食品龙头，自有品牌进入发展快车道	5
1.1. 公司简介：国产宠物食物龙头，业务覆盖全球多国	5
1.2. 财务数据：业绩靓丽，盈利能力逐步加强	7
2. 境内境外双轮驱动，自主品牌+海外代工协同发展	9
2.1. 境内：乘宠物行业东风，自有品牌快速成长	9
2.1.1. 主品牌调整焕新，多品牌矩阵打开成长空间	11
2.1.2. 线上渠道保持快速增长，线下完善经销商体系	16
2.2. 境外：国内代工龙头基本盘稳固，海外需求增长+新增产能释放提振业绩	18
2.2.1. 海外整体需求稳定增长，欧美占主体，新兴市场崛起	18
2.2.2. 公司欧美客户需求持续增长，新增产能扩充贡献稳定增量	19
3. 盈利预测与投资建议	23
3.1. 盈利预测	23
3.2. 投资建议	24
4. 风险提示	25

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司业务构成.....	5
图 3:	公司股权结构（截至 2024Q3）.....	6
图 4:	15 年以来公司营收稳定增长.....	7
图 5:	23、24 年公司利润快速增长.....	7
图 6:	公司境外业务占比较大，境内占比快速提升.....	8
图 7:	国内业务维持高增.....	8
图 8:	宠物主粮业务占比快速增长.....	8
图 9:	宠物主粮业务增速突出.....	8
图 10:	公司 2022 年以来盈利能力不断提升.....	9
图 11:	中国宠物食品市场规模（亿元）.....	9
图 12:	宠物猫食品市场增速更高.....	9
图 13:	2021 年宠物食品占比.....	10
图 14:	2023 年犬猫主粮品类占比.....	10
图 15:	2022~2023 年宠物主年龄分布.....	10
图 16:	2021 年宠物主养宠原因.....	10
图 17:	中国宠物食品公司 CR5 玛氏、雀巢市占率大幅下降，国内乖宝、中宠、依蕴提升.....	11
图 18:	顽皮系列部分产品.....	12
图 19:	“鲜选系列”产品.....	13
图 20:	23 年调整后顽皮天猫月度销售重拾增长.....	13
图 21:	23 年顽皮调整后抖音季度开始增长.....	13
图 22:	ZEAL 当前主要产品一览.....	14
图 23:	2024 年领先天猫官旗销售 GMV 情况.....	15
图 24:	2024 年领先抖音 GMV 销售情况.....	15
图 25:	领先与甄嬛传联名产品.....	15
图 26:	领先品牌产品位居天猫双十一多榜单 TOP5.....	16
图 27:	顽皮举办线下首届人宠互动喜剧秀.....	17
图 28:	领先线下宣传柜台.....	17
图 29:	2024 年各品牌天猫销售额同比增速.....	17
图 30:	2024 年各品牌抖音销售额同比增速.....	17
图 31:	美国宠物行业市场规模.....	18
图 32:	欧洲宠物行业市场规模.....	18
图 33:	中国对主要国家 2015-2023 年犬猫食品出口金额（万美元）.....	19
图 34:	中国对主要国家 2015-2023 年犬猫食品出口量（吨）.....	19
图 35:	2019-2023 公司前五大客户收入及占比.....	20
图 36:	2023 年公司前五大客户收入占比 45%.....	20
图 37:	公司生产销售情况.....	22
图 38:	公司出海品牌主要为 wanpy、ZEAL、BUDDY Jack' s 三个品牌.....	23
表 1:	2024-2026 年公司员工持股计划业绩考核目标.....	6
表 2:	公司三大核心品牌情况一览.....	12

表 3: 新西兰高端品牌罐头产品对比..... 14

表 4: 公司生产基地情况一览..... 20

表 5: 公司在建项目情况..... 22

表 6: 2024-2026 年中宠股份收入分拆预测 24

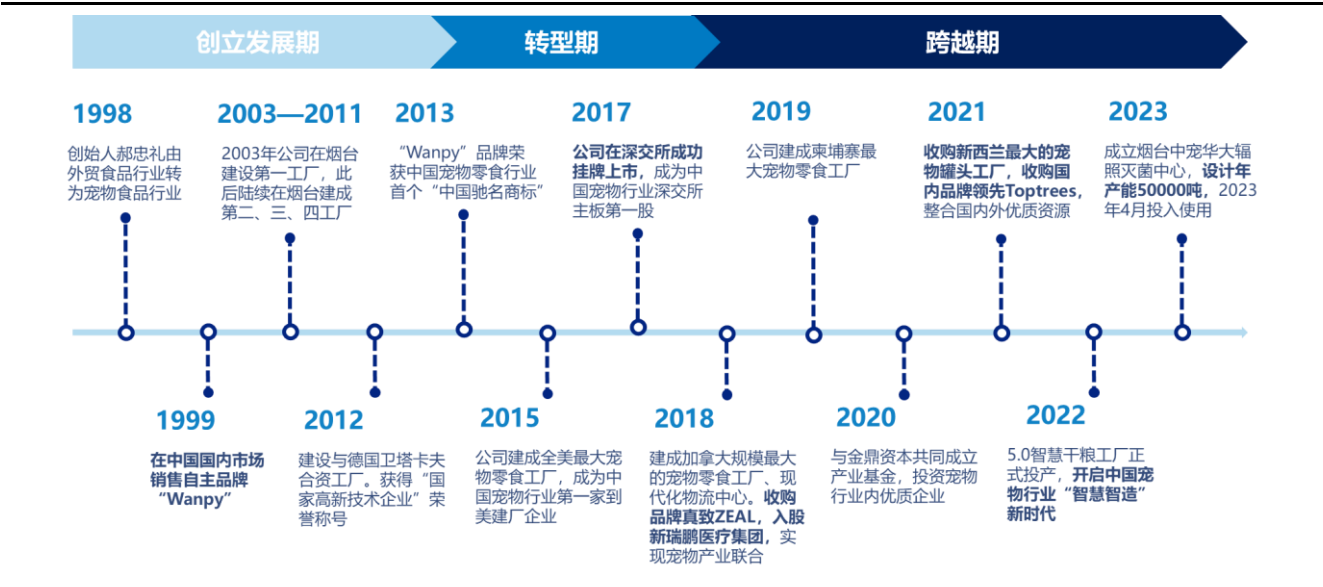
表 7: 中宠股份与可比公司估值比较..... 25

1. 国内宠物食品龙头，自有品牌进入发展快车道

1.1. 公司简介：国产宠物食物龙头，业务覆盖全球多国

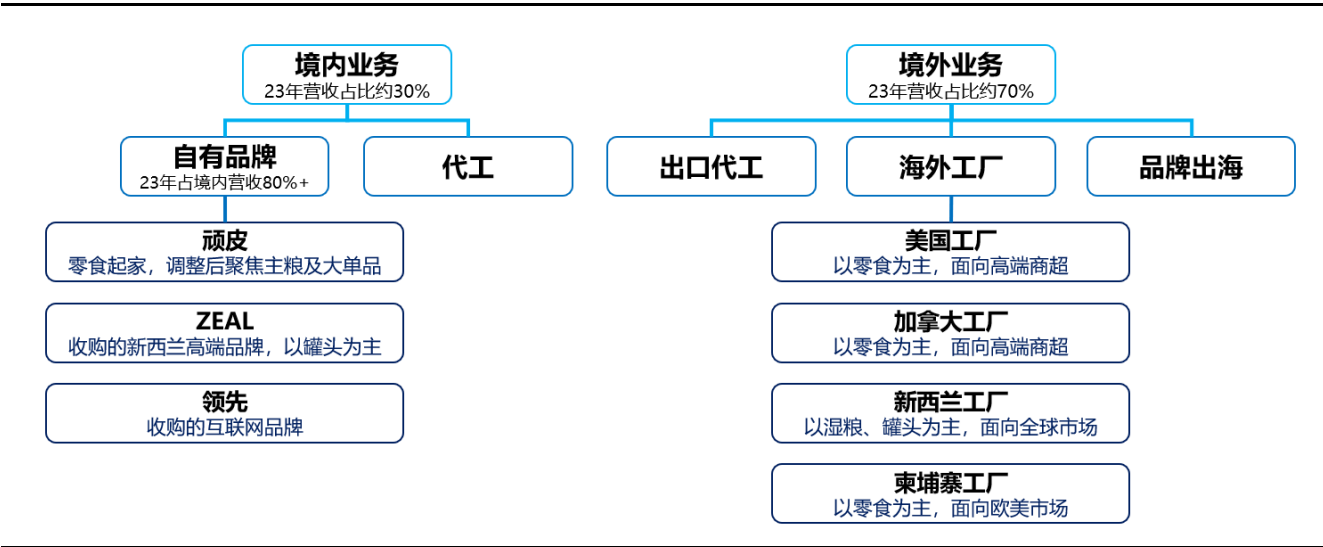
深耕宠物行业 26 年，整合国内外产业优质资源。公司成立于 1998 年，主要从事宠物食品的研发、生产和销售，是中国宠物食品的龙头企业，2017 年在深交所挂牌上市。公司以 OEM/ODM 起家，产品远销美国、日本、欧洲等 70 多个国家与地区，同时发展国内市场，形成以“Wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“Toptrees 领先”为核心的品牌矩阵。截至 2023 年，境外营收占比 68%，境内营收占比 32%。公司产品覆盖宠物主粮、零食、保健品等品类，共有十余个产品系列，总计 1000 多个品种。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

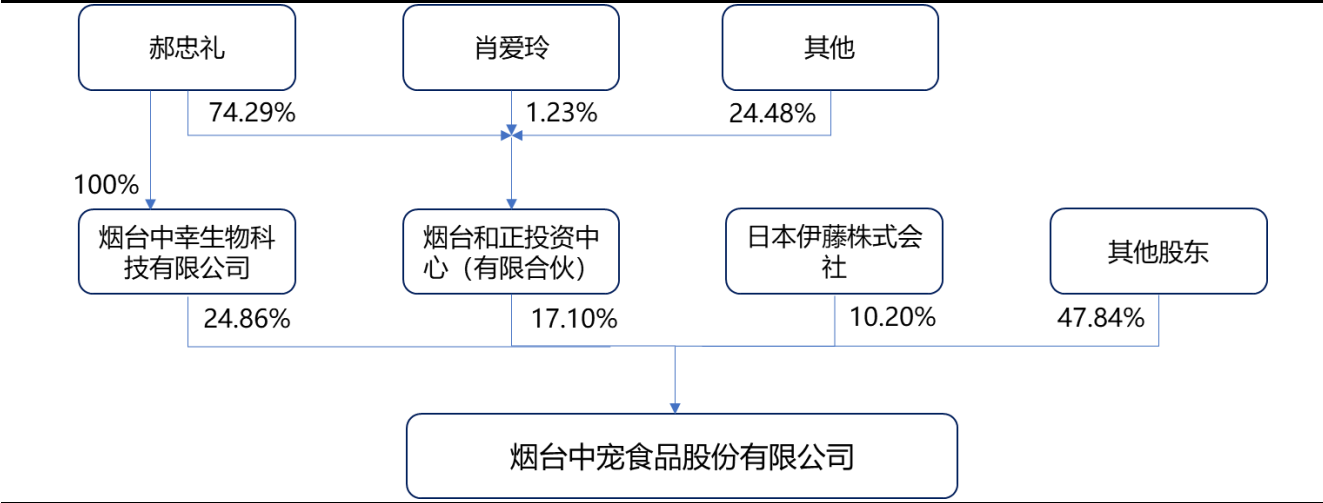
图2：公司业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构清晰，新管理团队经验丰富。公司实际控制人为郝忠礼和肖爱玲夫妇。董事长郝忠礼从 1998 年进入宠物食品行业，从业 26 年拥有丰富的从业经验和销售经验。截至 2024Q3，公司三大股东分别为烟台中幸生物科技有限公司（控股 24.86%）、烟台和正投资中心（有限合伙）（控股 17.10%）以及日本伊藤株式会社（控股 10.2%）。2023 年 2 月，公司聘任陆敏吉为公司副总裁，负责国内营销系统。陆敏吉曾任职于强生、联合利华、欧莱雅等快消品集团，具有丰富的销售及品牌建设经验，助力国内业务发展。

图3：公司股权结构（截至 2024Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司实施员工持股计划，锚定长期业绩增长。2024 年 8 月 20 日，公司发布员工持股计划，规模不超过 446 万股，约占当前公司股本总额的 1.52%，回购价格在 20.02-26.08 元/股，涉及成交总金额 99,15 万元。公司定调激励目标较为积极，根据公告公司 2024-2026 年整体收入目标同比增速分别为 14%/15%/17%，归母净利润同比增速为 29%/30%/21%，同时对境内业务和境外业务营收均有考核指标，2024-2026 年境内业务营收目标同比增速为 30%/25%/25%，境外业务营收目标同比增速约为 8%/10%/13%。员工持股计划有利于调动员工的积极性和创造性，促进公司长期持续健康发展。

表1：2024-2026 年公司员工持股计划业绩考核目标

	2023	2024E	2025E	2026E
解锁比例		40%	30%	30%
公司整体				
收入（亿元）	37.5	42.9	49.3	57.8
yoy	-	14%	15%	17%
归母净利润（亿元）	2.33	3.00	3.90	4.70
yoy	-	29%	30%	21%

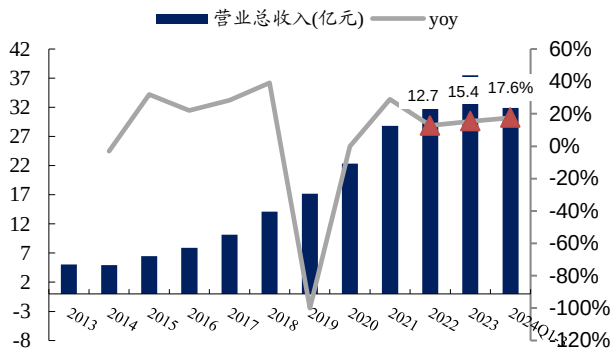
境内业务				
收入（亿元）	10.86	14.11	17.64	22.10
yoy	-	30%	25%	25%
境外业务				
收入（亿元）	26.62	28.75	31.62	35.73
yoy	-	8%	10%	13%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务数据：业绩靓丽，盈利能力逐步加强

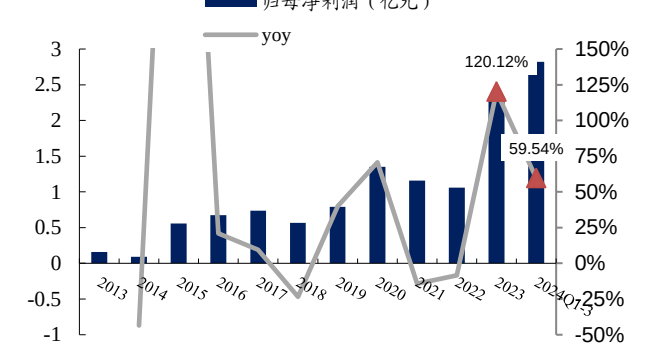
2023 年以来公司营收保持较快增长，利润快速释放。2013-2023 年公司营收持续增长，由 5.07 亿元上升至 37.47 亿元，CAGR 达 22.1%，系宠物主粮业务快速增长及宠物零食和罐头业务保持稳定增长。公司归母净利润波动较大，由 0.16 亿元上升至 2.33 亿元，CAGR 为 30.7%，2023 年利润大幅增加，系客户去库周期结束+原材料采购价格下降等多重因素增厚利润。2024Q1-3 营收同比增长 23.55%，归母净利润同比增长 59.54%，境外业务订单超预期高增+境内品牌调整后成效显著共同带动公司业绩释放。根据公司业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 3.6-4.0 亿元，同比增速 54%-72%。

图4：15 年以来公司营收稳定增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

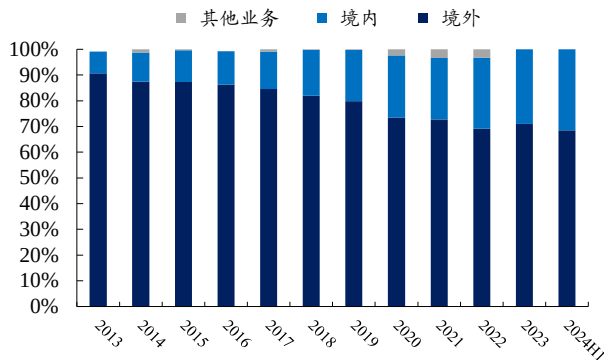
图5：23、24 年公司利润快速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

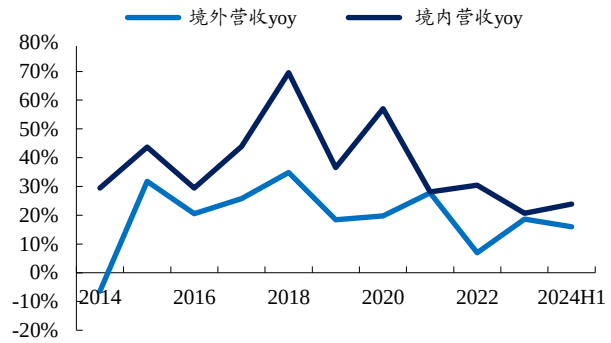
分地区：海外业务为基石，国内业务维持高速增长。境外代工业务为公司收入的基本盘，但随着近年来国内市场的加速拓展，境内尤其是自主品牌业务成为拉动公司快速成长的主动力，收入占比持续提升。2024 H1 公司境外业务收入 13.39 亿，占比 68.48%，同比增长 15.99%；境内业务收入 6.17 亿，占比 23.91%，同比增长 31.55%。

图6：公司境外业务占比较大，境内占比快速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

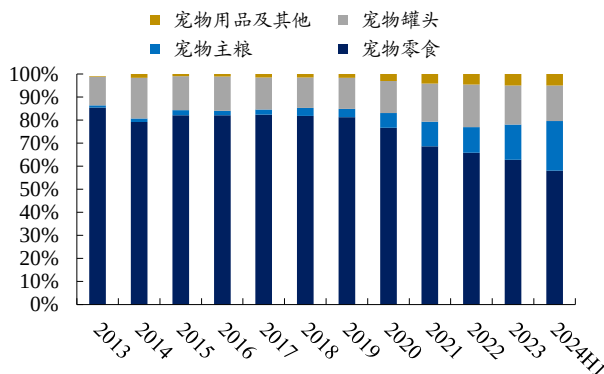
图7：国内业务维持高增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

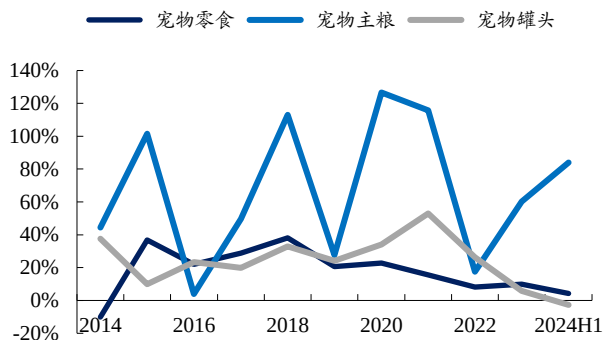
分产品：宠物零食为主力，宠物主粮占比攀升。公司主要产品为宠物零食、宠物罐头、宠物主粮、宠物用品等，其中宠物零食多公司为海外其他品牌代工生产，宠物主粮、罐头为自主品牌产品。2024H1，宠物零食收入 11.36 亿元，占比 58.06%，同比增长 4.19%；宠物主粮收入 4.22 亿元，占比 21.56%，同比增长 83.96%；宠物罐头收入 3.02 亿元，占比 15.43%，同比变化-2.72%。

图8：宠物主粮业务占比快速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：宠物主粮业务增速突出

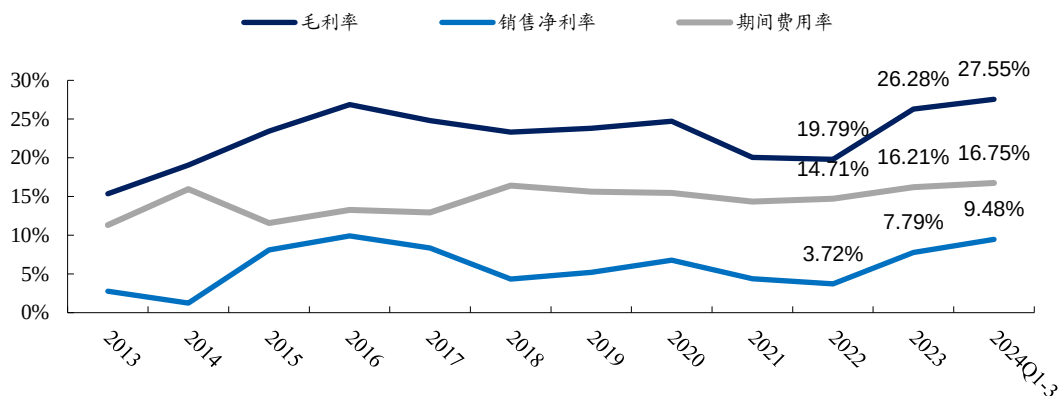


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利能力逐步增强。22-23 年公司毛利率由 19.79%提升至 26.28%，销售净利率由 3.72%提升至 7.79%，主要受益于原材料价格下跌、汇率等因素，其中宠物零食、宠物罐头和宠物主粮毛利率分别同比提升 6.8pct、6.2pct 和 8.6pct，主粮业务提升明显。22 年-23 年期间费用率从 14.71%增长至 16.21%，研发、管理、财务费用率较稳定，随国内自有品牌宣传推广加大，公司销售费用占比有所提升。24Q1-3 公司盈利能力进一步增强，国内品牌盈利改善叠加出口利润率提升，24Q1-3 毛利率/销售净利率分别提升至 27.55%/

9.48%。

图10: 公司 2022 年以来盈利能力不断提升



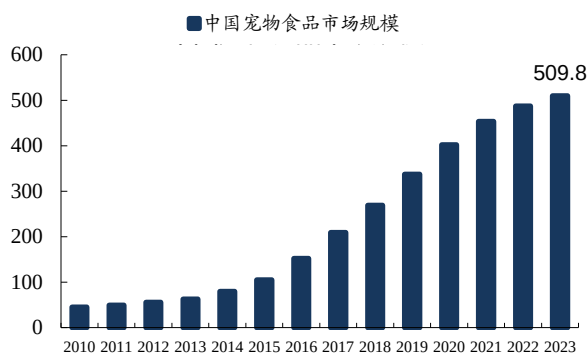
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 境内境外双轮驱动，自主品牌+海外代工协同发展

2.1. 境内：乘宠物行业东风，自有品牌快速成长

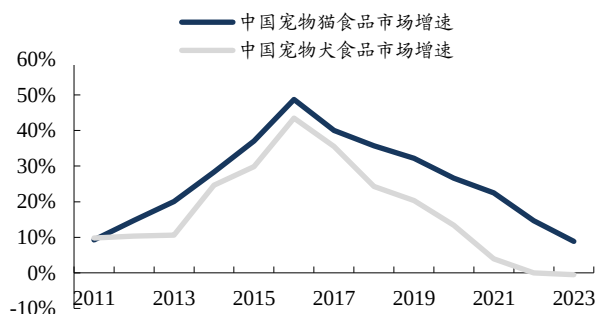
中国宠物食品市场发展迅速，其中宠物猫食品市场规模 CAGR 超 20%。据欧睿数据统计，2023 年中国宠物食品市场规模约为 510 亿元，2018-2023 年 CAGR 达 14%，其中宠物猫食品增速更高，CAGR 达 21%。

图11: 中国宠物食品市场规模（亿元）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

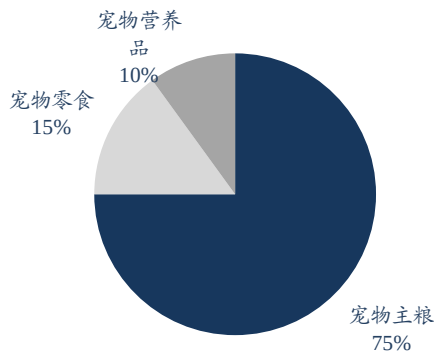
图12: 宠物猫食品市场增速更高



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

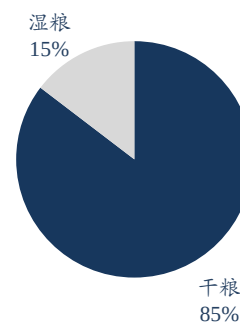
从宠物食品行业组成上看，主粮占比更高。宠物食品可分为宠物主粮、宠物零食以及宠物营养品。其中，宠物主粮主要按照水分含量可分为干粮和湿粮，宠物零食可分为罐头、饼干、奶酪等多种类别，宠物营养品可分为片剂、粉剂、膏剂等形式。根据艾瑞咨询的数据，2021年宠物食品中，主粮/零食/营养品占比分别为75%/15%/10%。根据欧睿数据显示，2023年犬猫主粮中干粮/湿粮占比分别为85%/15%。

图13: 2021年宠物食品占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图14: 2023年犬猫主粮品类占比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

年轻人群体注重情绪价值，少子化背景下宠物经济长期增长可期。通过《中国宠物行业白皮书》对当前宠物主画像分析：一二线城市占比达七成、80后~00后出生占比近九成、因爱养宠是主要原因。相比传统意义上的宠物，现代年轻人更看重宠物带来的情感共鸣和心灵慰藉。宠物不仅仅是生活中的“伙伴”，更是情绪调节的工具。因此，宠物行业在满足基础需求的同时，也会朝着情感连接和个性化体验的方向发展。随着中国生育率下降，传统的大家庭逐渐被小家庭取代，宠物逐渐成为“家庭成员”之一。年轻人群体的情感需求和消费升级，有望持续推动中国宠物经济长期快速增长。

图15: 2022~2023年宠物主年龄分布

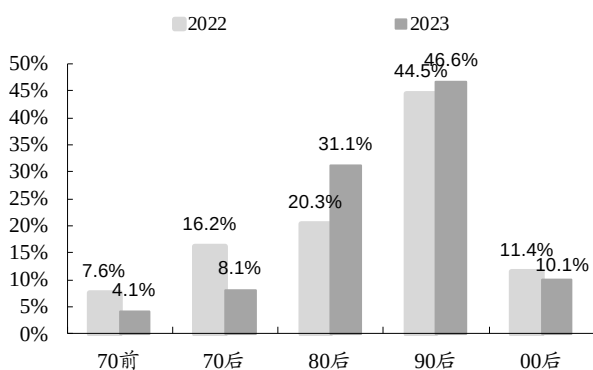
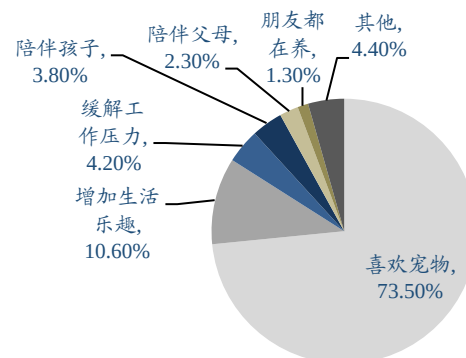


图16: 2021年宠物主养宠原因

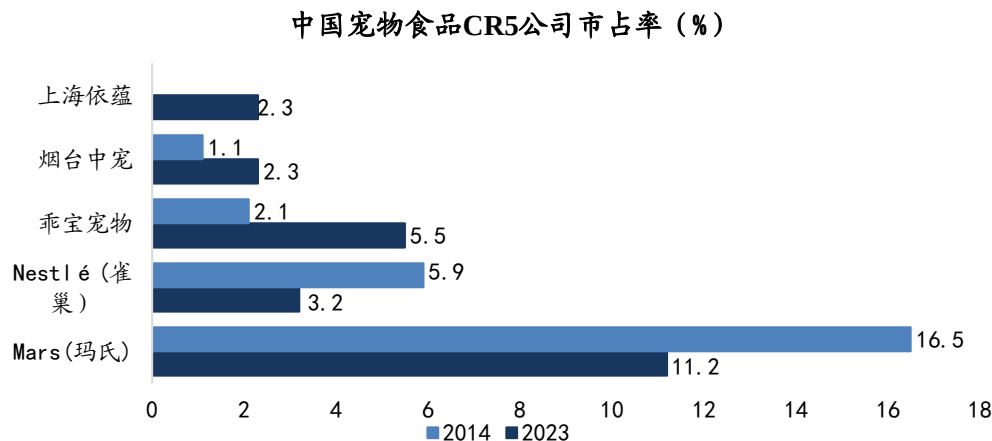


数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东吴证券研究所

国产品牌运营能力、研发能力、产品力不断增强，近年来脱颖而出，进口品牌市场份额呈逐年下滑。随着中国本土宠物食品品牌研发能力、运营能力和产品力不断增强，消费者对国产宠物食品品牌认可度不断提升。同时国产品牌在 2010 年初期较早布局线上渠道，吃足电商快速发展红利，并针对中国宠物设计多款新型产品，如烘焙粮等，成功树立国产品牌形象。据欧睿统计，2014-2023 年 TOP30 进口品牌市占率下降 7.5pct，国内品牌提升 3pct，其中品牌力卓越的国内 CR5 巨头市占率持续提升，2014-2023 年乖宝宠物/中宠股份市占率分别提升 3.2/1.2pct。

图17：中国宠物食品公司 CR5 玛氏、雀巢市占率大幅下降，国内乖宝、中宠、依蕴提升



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

2.1.1. 主品牌调整焕新，多品牌矩阵打开成长空间

建立三大差异化品牌矩阵，满足不同消费者宠物食品需求。在国内宠物食品市场快速发展，国产品牌崛起背景下，公司以“聚焦自主品牌、聚焦主粮产品”为主旨，通过多年开拓，形成了以“Wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“Toptrees 领先”为核心的品牌矩阵，覆盖从零食到主粮各类产品，从低价到高价各种定位，产品矩阵搭建完善。

表2：公司三大核心品牌情况一览

品牌	简介	产品品类	23 年营收体量	渠道	定位
Wanpy 顽皮	始于 1998 年，中宠旗下创立时间最长、收入占比最高的核心自主品牌	干粮、湿粮、零食全品类覆盖	约 6 亿	线上线下结合	中端
ZEAL 真致	始于 1999 年，新西兰本土宠物食品品牌，2018 年收购，产品面向全球 30+ 国家地区	主营湿粮、零食	约 1 亿	线上线下结合	高端
Toptrees 领先	始于 2018 年，2021 年收购，定位中高端宠物食品品牌	干粮、湿粮、零食全品类覆盖	约 2 亿	线上	中高端

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

➤ 顽皮：以“鲜”为核心，品牌焕新成效显著

初期采用低价性价比路线，SKU 冗杂、线上线下产品混卖问题影响品牌发展。品牌秉持“像给家人做饭一样”的理念，采用人类食用级原料，生产宠物干粮、湿粮、零食等全系列产品。顽皮早期采用偏平民化、性价比路线，推出多种高性价比产品如鲜封包、欧一吸猫条，每包仅 3-4 元以低价引流。品牌定位平价，同时出现 SKU 堆叠、线上线下产品区分度不足等问题，导致成本过高、供应链压力大、品牌定位不清，拖累公司整体营收水平。

图18：顽皮系列部分产品

冻干双鲜猫粮	欧一吸猫条	鲜封包猫湿粮	白金罐
			
主粮 69元/1.5kg 68.7%动物原料， 两种肉粒，5种膳食纤维	零食 33元/70g 鸡肉海藻，添加 益生元，呵护肠 道，美毛亮发	零食 70元/80g 纯肉0谷物0添加， 富含DHA，丝状鲜 肉，补水神器	罐头 88元/85g 含肉量97%，帮助 补水，特添益生 元呵护肠胃

数据来源：天猫、京东官方旗舰店，东吴证券研究所

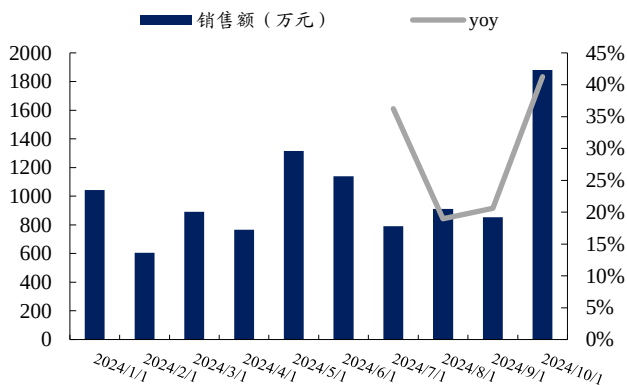
聚焦主粮产品发力，通过区隔渠道、精简 SKU、打造核心爆品，顽皮重回增长通道。2023 年起，公司针对顽皮主品牌开始进行大幅调整：**①渠道上：**区隔线上线下产品，实现旧有产品迭代，并逐步推出新品。**②产品上：**大幅精简 SKU，新品推出节奏更加克制。同时顽皮发力干粮，瞄准鲜肉粮赛道，着力打造“鲜选系列”。“鲜选系列”生产自 5.0 智慧宠物干粮工厂，坚持“鲜距离”、“鲜速度”、“鲜标准”、“鲜营养”、“鲜厨房”五大标准打造鲜肉主粮，保证原料品质与含量。与原有“双鲜系列”干粮相比，“鲜选系列”以鲜肉替代肉粉，蛋白质、粗脂肪等营养指标远超“双鲜”，价格也实现大幅提升，从 40 元/公斤价格带提升至 100 元/公斤的价格带。

图19：“鲜选系列”产品



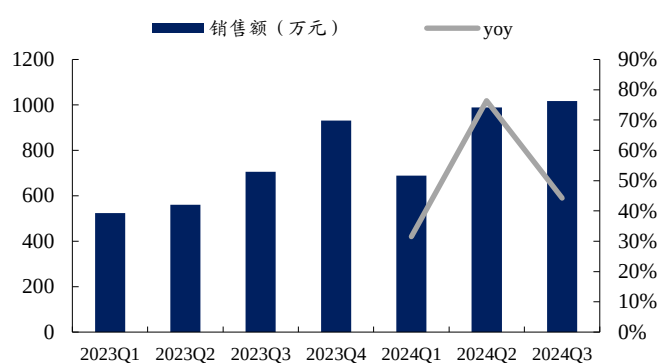
数据来源：天猫、京东官方旗舰店，东吴证券研究所

图20：23 年调整后顽皮天猫月度销售重拾增长



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

图21：23 年顽皮调整后抖音季度开始增长



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

➤ ZEAL：新西兰原装进口，定位高端品牌

以“天然”为核心，聚焦零食与罐头。2018 年公司收购的 ZEAL 品牌致力于生产天然宠物食品，包括罐头、零食、保健品等，产品原材料均来自新西兰本土，强调纯净、天然的品质。2018 年公司推出宠物专用牛奶，区分猫用和犬用，凭借差异化优势打造成爆款大单品，成功打开了品牌知名度及市场口碑，利用新西兰的天然地理优势，持续推

出牛类、鹿类、羊类、鸡类等多元化风干产品。

通过 ZEAL 进军高端湿粮赛道，原料优质，品质对标海外顶尖品牌。2021 年 4 月公司收购新西兰罐头工厂 PFNZ，增加 8000 吨湿粮产能，借助产业链优势推出新品“0 号罐”。0 号罐强调“0 谷 0 麸 0 胶 0 添加”，“与 ZIWI 巅峰、K9 同厂”，选用新西兰优质原材料，产品质量对标巅峰、K9 等新西兰顶尖品牌，同时性价比较高。

表3：新西兰高端品牌罐头产品对比

品牌	图片	单价	原料	营养价值
ZEAL 真致		20 元/90g	鸡肉 29%、水、鸡肝、新西兰绿唇青口贻贝、三文鱼油等	粗蛋白 ≥ 11%，粗脂肪 ≥ 4%，粗纤维 ≥ 1%，粗灰分 ≥ 2.5%，钙 ≥ 0.3%
ZIWI 巅峰		27 元/85g	鸡肉 55.3%、水、鸡肝、鸡心、鹰嘴豆等	粗蛋白 ≥ 9%，粗脂肪 ≥ 5.5%，粗纤维 ≤ 1%，粗灰分 ≤ 4%，钙 ≥ 0.3%
K9 Natural		38 元/170g	冻鸡肉 66.4%、水、冻鸡肝、新西兰绿唇贻贝、鳕鱼油等	粗蛋白 ≥ 9.5%，粗脂肪 ≥ 5.5%，粗纤维 ≤ 1.6%，粗灰分 ≤ 10%，钙 ≥ 0.25%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

ZEAL 布局风干粮，高端产品系列不断扩充。在完善湿粮产品线后，“ZEAL”于 23 年下半年引入最高端的干粮品类——风干粮，对标巅峰，进军超高端市场，丰富产品线。

“ZEAL 天然风干粮”精选全球珍稀食材，从选料、生产到标准全部源自新西兰，100% 纯净品质，价格达到 699 元/960g。

图22：ZEAL 当前主要产品一览

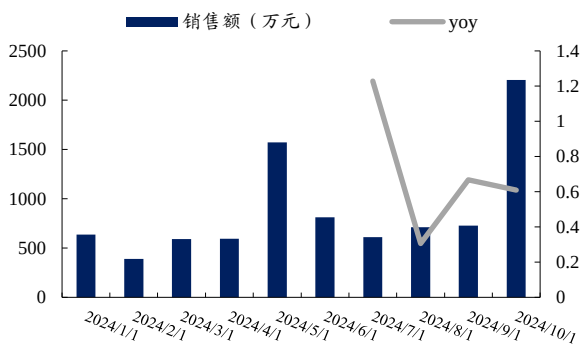


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

➤ 领先：互联网品牌，品牌势能持续向上

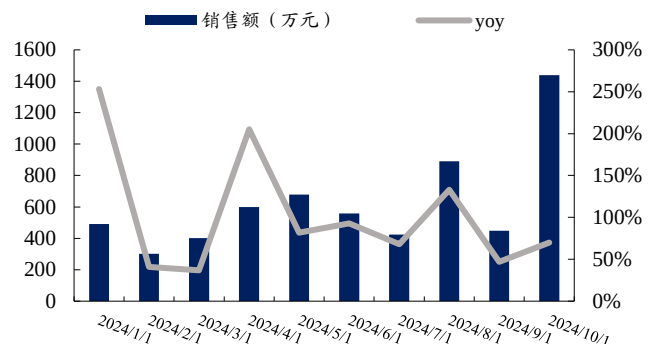
互联网新兴品牌，线上运营经验丰富。2018 年领先品牌于杭州成立，品牌秉持“鲜美食材、科学配方、尖端科技”的核心理念，产品涵盖主粮、湿粮和零食等多个品类。2021 年中宠收购领先品牌，品牌工厂由中宠股份与德国卫塔卡夫公司合资建设，采用国际先进设备，严格遵循国际宠物食品研发标准，确保产品品质。领先自成立以来搭建了经验丰富的线上运营团队，与天猫、淘宝、京东等平台建立了长期合作关系，业绩持续显著提升，据公司披露 2024 年双十一全周期领先品牌 GMV 同比翻倍。同时据炼丹炉及蝉妈妈统计，2024 年天猫官旗及抖音平台销售额均较为靓丽，其中抖音增速超 50%。

图23：2024 年领先天猫官旗销售 GMV 情况



数据来源：炼丹炉，东吴证券研究所

图24：2024 年领先抖音 GMV 销售情况



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

领先定位一二线年轻消费者，多种联名合作提升品牌知名度。领先品牌目标客群为更年轻的一二线消费者，具备个性化需求。公司针对年轻消费者进行针对性宣传策划，2024 年领先与甄媛传联名，通过三集“宫斗·甄安心情景剧”形式正式推出其限定联名产品，包括系列烘焙粮、主食罐、猫条、冻干等，提升品牌在年轻人群体的推广度。目前领先品牌势能持续向上，动销表现优异，2024 年双十一期间，天猫销售额达 409 万元，位居猫条好评榜第二名。“99 主食罐系列”2024 年双十一期间，天猫销售额达 160 万元，位居猫主食罐热卖榜第五名、狗罐头好评榜第一名。

图25：领先与甄媛传联名产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：领先品牌产品位居天猫双十一多榜单 TOP5



数据来源：天猫，东吴证券研究所

2.1.2. 线上渠道保持快速增长，线下完善经销商体系

自有品牌线上线下渠道各占半壁江山。分渠道看，公司境内自有品牌业务线上营收约占比 60%，线下约占 40%，其中顽皮、领先线上占比相对较高，ZEAL 线下占比略高。公司线上布局天猫、抖音、京东、拼多多等渠道，线下主要通过商超和经销进行销售。

线下渠道：坚持深耕，优化经销商体系，放大品牌影响力。作为公司历来的优势渠道，线下已覆盖国内主要宠物消费市场，以经销商渠道、商超渠道、专业渠道（宠物店、宠物医院等）为主。公司在商超渠道布局较早，产品进入沃尔玛、大润发、麦德龙等大型连锁商超。2018 年，以入股等方式达成与国内知名宠物医疗连锁机构新瑞鹏的战略协作关系。2022 年初，公司成立线下专渠部，对“Wanpy 顽皮”和“ZEAL 真致”品牌线下渠道进行整合，经销体系不断优化完善，同时将线下渠道作为品牌宣传的窗口，持续深化品牌线下渠道影响力。

图27: 顽皮举办线下首届人宠互动喜剧秀



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

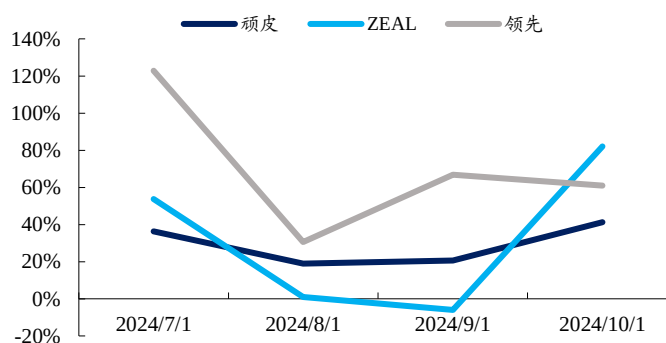
图28: 领先线下宣传柜台



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

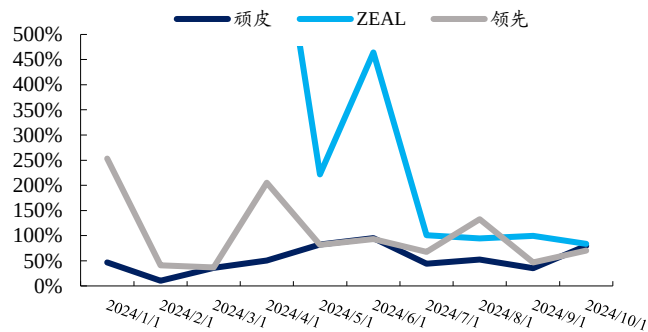
线上渠道: 多平台布局, 全渠道增长迅猛。公司线上分品牌、分平台进行营销, 营销团队人数超 200 人, 先后与阿里巴巴、京东等签订战略合作, 积极借助直播带货、抖音、小红书种草等新媒体, 综艺冠名、签约代言人、产品联名等多元化营销方式推动线上渠道发展及品牌力的提升, 成效显著。根据蝉妈妈、炼丹炉数据统计, 2024 双十一大促中, 公司三大核心品牌销售表现强劲, 顽皮天猫官旗/抖音销售额分别同比+41%/81%; ZEAL 天猫官旗/抖音销售额同比+82%/57%; 领先天猫官旗/抖音销售额同比+61%/55%。

图29: 2024 年各品牌天猫销售额同比增速



数据来源: 炼丹炉, 东吴证券研究所

图30: 2024 年各品牌抖音销售额同比增速



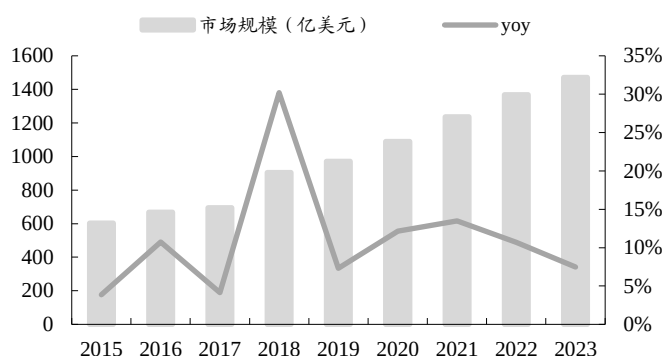
数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

2.2. 境外：国内代工龙头基本盘稳固，海外需求增长+新增产能释放提振业绩

2.2.1. 海外整体需求稳定增长，欧美占主体，新兴市场崛起

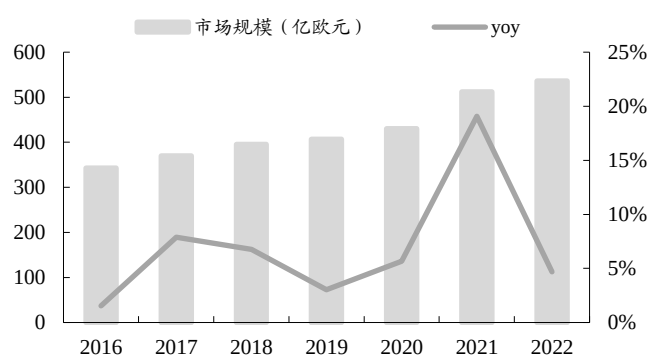
站在全球宠物食品市场维度看，欧美市场仍为主要组成，新兴市场增速迅猛。全球宠物市场规模呈现稳步上升趋势，2023 年全球宠物市场约 3044 亿美元。根据 Common Thread 数据显示，2022-2027 年，全球宠物行业 CAGR 约为 6.1%，2027 年预计达到 3,500 亿美元。美国仍是全球最大的宠物饲养和消费国家，其次为欧洲、日本以及新兴市场。2023 年美国宠物行业总开支达到 1470 亿美元，并预计到 2030 年将实现稳健持续增长，其中宠物食品和零食为 644 亿美元。欧洲是全球另一大宠物消费市场，市场规模则呈现稳定增长趋势，宠物产品销售额逐年扩大。2022 年欧洲宠物市场消费总额达 536 亿欧元，同比增长 4.69%，欧洲家庭养宠渗透率达 46%。

图31：美国宠物行业市场规模



数据来源：《APPA NATIONAL PET OWNERS SURVEY》，东吴证券研究所

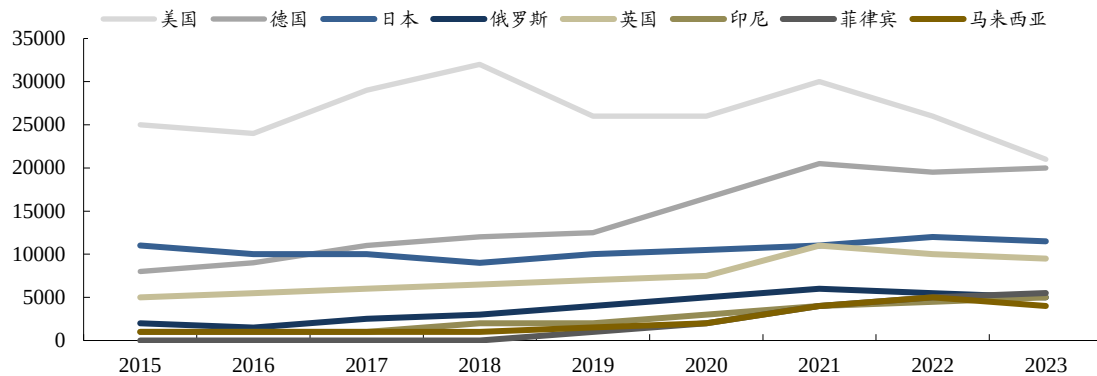
图32：欧洲宠物行业市场规模



数据来源：FEDIAF，东吴证券研究所

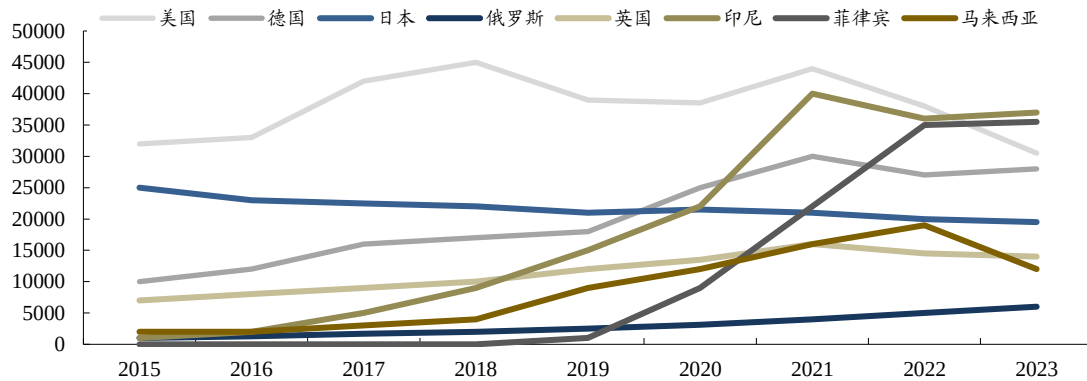
我国宠物食品出口欧美为主，出口东南亚等地区量大但单价较低。2023 年我国宠物食品出口总金额约为 52 亿美元（约合人民币 360 亿元），出口总吨数约为 80 万吨。从出口地区看，根据 Trade Map 数据显示，或由于中国直接出口欧美关税增长，因此通过出口东南亚间接出口至欧美市场，中国出口东南亚市场 2017 年左右开始迅速增长。印尼出口量从 2016 年起快速提升，CAGR 达到 141.95%，2023 年升至第 1，实现 3.93 万吨出口量。菲律宾出口量从 2019 年起迅速增长，2023 年出口 3.48 万吨，排名升至第 2。各国出口均价差异大，我国出口东南亚市场量较大，出口金额却远不及欧美市场，系中国向东南亚国家出口以低端犬猫粮为主。

图33: 中国对主要国家 2015-2023 年犬猫食品出口金额 (万美元)



数据来源: Trade Map, 东吴证券研究所

图34: 中国对主要国家 2015-2023 年犬猫食品出口量 (吨)

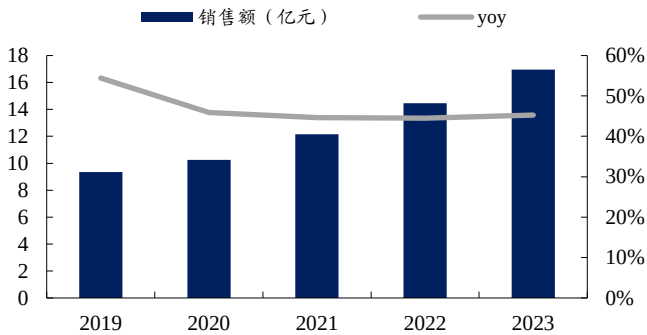


数据来源: Trade Map, 东吴证券研究所

2.2.2 公司欧美客户需求持续增长, 新增产能扩充贡献稳定增量

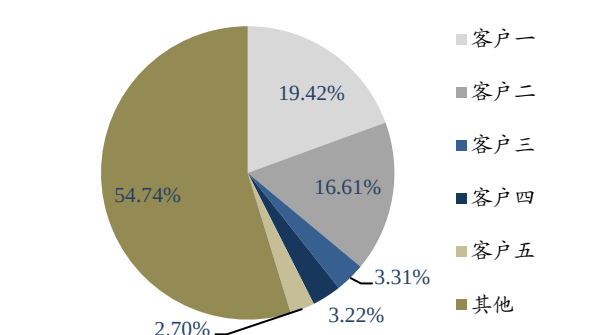
海外市场成熟, 欧洲新客户带来销售增量。境外业务占公司 2024 年总营收约 70%, 其中大部分为 OEM/ODM 业务。公司依靠规模优势、过硬的产品质量及全球化生产能力, 逐步积累了一批优质海外大客户, 包括美国品谱、英国 Armitages、德国 Fressnapf、日本欧雅玛等国际大型宠物用品零售商及经销商, 前五大客户营收占比约 45%。2024Q3 以来公司海外销量增长 30%, 主要因为欧洲、东南亚地区客户增加, 新客户的不断拓展推动整体业绩增长。

图35: 2019-2023 公司前五大客户收入及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 2023 年公司前五大客户收入占比 45%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司产能持续增长, 生产基地全球化布局。公司目前产能遍及中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨 5 个国家, 共有国内工厂基地 13 间, 国外生产基地 5 间, 建设中工厂 4 间。柬埔寨和国内工厂主要出口低端零食产品, 主要出口国家为欧洲美国和加拿大面向高端零食商超出口。本土化的生产和销售能有效帮助公司规避外部环境变化带来的风险, 满足各地区客户的需求, 保证公司产品稳定供应。截至 2024 年 11 月, 公司总产能超 32 万吨, 其中干粮约 17 万吨, 湿粮约 5 万吨, 零食超 6 万吨。同时公司在美国/加拿大/新西兰分别进行代工产能扩张, 预计分别新增产能 1.2 万吨/400 吨/2 万吨, 国内山东工厂扩建 6 万吨干粮及 4 万吨湿粮产能。

表4: 公司生产基地情况一览

地区	总产能	名称	简介	产能 (吨)
国内	干粮产能超 16 万吨, 零食、湿粮、营养剂等产能超 6 万吨 (未包含在建的 6 万吨干粮、4 万吨湿粮产能)	第一工厂(零食工厂)	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等官方注册。	
		第二工厂(冻干工厂)	2022 年 8 月正式投产, 投资超 1 亿。	
		第三工厂(零食工厂)	占地面积 25000 m², 建筑面积 8000 m², 主要生产宠物零食。	8000
		第四工厂(零食工厂)	2008 年与日本著名大型企业丽思 (IRIS) 合资建设, 全球先进的高端宠物零食制造基地之一。	5000
		第五工厂(宠物干粮)	与欧洲宠物行业翘楚——德国卫塔卡夫公司合资建设, 是中国首家宠物干粮合资企业。	60000

		第六工厂(宠物洁齿骨)	集饼干、洁齿骨产品研发及生产一体的现代化工厂，总建筑面积 6600 平方米。	3800
		第七工厂(宠物营养保健品)	-	
		第八工厂(宠物饼干)	集饼干、洁齿骨产品研发及生产一体的现代化工厂，总建筑面积 6600 平方米。	15000
		第九工厂(宠物零食)	2019 年投产，全球最大的宠物零食工厂，总建筑面积超 40000 平方米。	
		第十工厂(宠物湿粮)	2020 投产，总投资 4 亿元，占地面积 76 亩，建筑面积 4.5 万 m ² ，是亚太最大的湿粮工厂。	30000
		5.0 智慧干粮工厂	2022 投产，投资 4 亿元，占地 100 亩。工厂参照 BRCGS 食品标准进行厂房设计、建设，采用国际上最先进的智能化生产控制系统。	100000
		鱼原料工厂	2023 年 3 月投产，投资 1 亿，是中国宠物食品行业首家原料工厂。	50000
		辐照中心	2023 年 4 月投产	
美国	零食产能 2 万吨（包含 1.2 万吨在建）	第一工厂	2015 年投产，投资 2800 万美元，是全美最大的宠物零食工厂，开创了中国宠物行业到海外发达国家建厂的先河。	8000
		第二工厂	2023 年开建，预计 2026 年初投产。	12000
加拿大	零食产能 1200 吨（包含 400 吨在建）	第一产线	2018 年投产，投资 1600 万美元，是加拿大最大的宠物零食工厂。	800
		第二产线	预计 2026 年初投产。	400
新西兰	湿粮产能 2.8 万吨（包含 2 万吨在建）	高端宠物湿粮工厂	2020 年开始建设，投资 2.3 亿元，预计 2025 年实现投产。	20000
		PFNZ 工厂	2021 年投产，投资 1.55 亿元，收购新西兰最大的宠物罐头工厂 70% 股权。	8000
		ZEAL 工厂	2018 年投产，收购新西兰 ZEAL 真致品牌 100% 股权，推动全球化布局。	
柬埔寨	零食产能 6000 吨	柬埔寨工厂	2019 年投产，是东南亚最大的宠物零食工厂。	6000

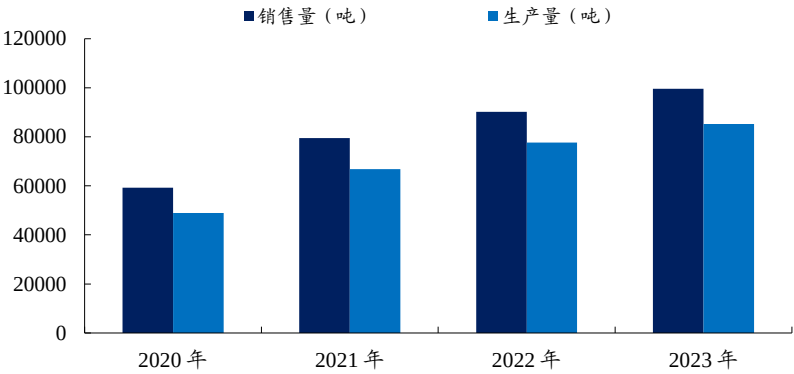
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

表5: 公司在建项目情况

地点	项目	在建产能	预计投产时间
美国	美国第二工厂项目	年产 1.2 万吨烘干类零食及风干粮	2026 年初
加拿大	加拿大第二工厂项目	约年产 400 吨烘干类零食及风干粮	2025H2
新西兰	年产 2 万吨新西兰宠物湿粮项目	年产 2 万吨湿粮	2025 年
国内山东	年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	年产 6 万吨干粮	2026-2027 年
	年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	年产 4 万吨湿粮	2026 年, 已开工建设

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

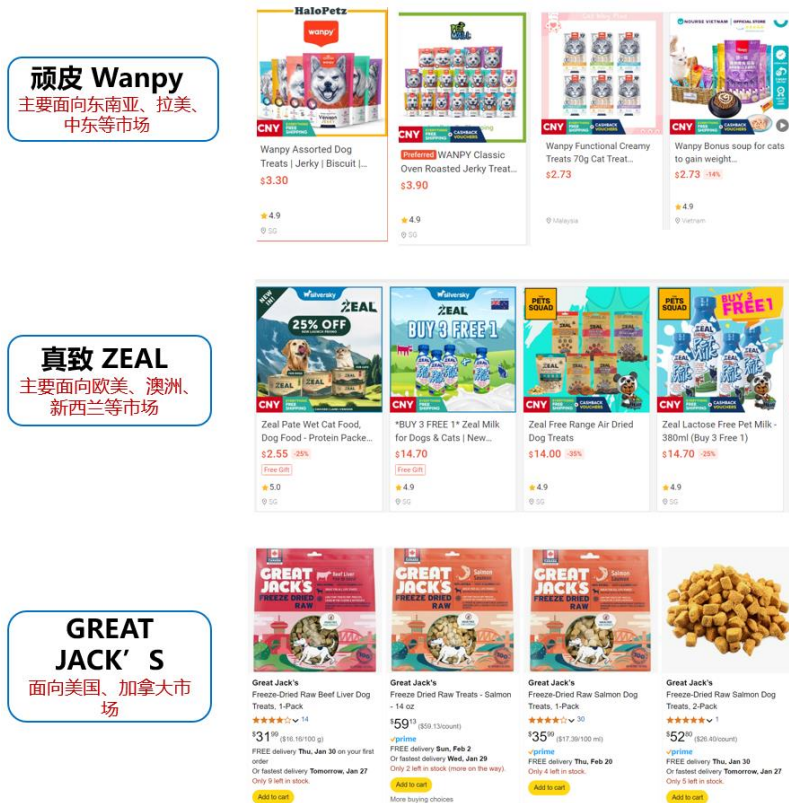
图37: 公司生产销售情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自有品牌出海空间广阔，三大品牌提前试水海外市场。据欧睿统计，东南亚地区宠物食品市场仍处于快速发展期，2022 年东南亚宠物食品市场规模约合人民币 250 亿元（中国约为 510 亿元），至 2027 年年复合增速约为 8%，市场较大且增速较高，品牌发展空间较大。国内宠食品牌近年在产品力、运营能力层面不断进步，且产品对标国际品牌更具性价比，布局东南亚等价格敏感地区优势较为显著。同时供给端跨境电商平台快速发展，如 Shopee、Lazada、Amazon 等，国内宠物品牌将能够更轻松地进入国际市场，快速实现品牌全球布局。中宠股份率先进行出海市场试水，开拓未来业绩增长点，公司主要通过 Wanpy、ZEAL、BUDDY Jack’s 三个品牌进行出海拓展，其中顽皮 Wanpy 聚焦东南亚、拉美、非洲、中东等发展中国家市场，ZEAL 定位更加高端，主要针对新西兰、美国、澳洲、欧洲等发达国家，BUDDY Jack’s 聚焦美国和加拿大市场。

图38: 公司出海品牌主要为 wanpy、ZEAL、BUDDY Jack's 三个品牌



数据来源: Shopee、Amazon、东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

营收端: 公司境内业务大力发展自主品牌, 不断丰富细化产品矩阵、持续迭代更新, 聚焦主粮, 打造大单品引领品牌升级, 我们预计宠物主粮产品实现快速增长, 营收占比不断扩大; 宠物零食、宠物罐头、宠物用品及其他受益于境外代工不断吸引新客户, 工厂产能扩张, 同时境内品牌销售亦有贡献。我们以产品角度拆分, 预计主粮增速明显高于其他产品, 零食、罐头、用品维持稳健成长, 综上我们预计 2024-2026 年公司整体营收同比增速分别为 19%/18%/17%。

毛利率: 主粮产品盈利能力较强, 公司不断调整产品结构, 横向更新迭代、纵向延伸, 聚焦主粮产品有望拉动公司毛利率, 因此我们预计公司毛利率将持续提升。我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 28%/29%/30%。

由于公司自主品牌快速发展前景可期，境外产能持续扩张，业绩有望长期维持较快增长，我们预计公司 2024-26 年营收分别为 44.5/52.6/61.7 亿元，同比增速分别为 19%/18%/17%；2024-2026 年归母净利润 3.8/4.5/5.5 亿元，同比+63%/+19%/+22%。

表6：2024-2026 年中宠股份收入分拆预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3747	4454	5259	6171
yoy	15%	19%	18%	17%
毛利率	26%	28%	29%	30%
归母净利（百万元）	233	380	451	551
yoy	120%	63%	19%	22%
主营业务分产品划分（百万元）				
宠物零食	2351	2539	2729	2920
yoy	10%	8%	8%	7%
占比	63%	57%	52%	47%
宠物主粮	577	980	1471	2059
yoy	60%	70%	50%	40%
占比	15%	22%	28%	33%
宠物罐头	635	730	832	940
yoy	6%	15%	14%	13%
占比	17%	16%	16%	15%
宠物用品及其他	185	205	227	251
yoy	27%	11%	11%	11%
占比	5%	5%	4%	4%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.2. 投资建议

中宠股份作为国内宠物龙头公司，凭借完善的品牌矩阵（“Wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“Toptrees 领先”）和全球化的生产布局，境内业务方面，自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，有望分享国内宠物食品行业快速成长红利，树立品牌影响力。海外业务方面与多家国际零售商建立了长期合作关系，客户基础稳定，同时完备海外产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。

考虑公司宠物行业赛道和龙头地位，我们选择宠物食品赛道的乖宝宠物、佩蒂股份、路斯股份作为可比公司。截至 2025 年 1 月 25 日，可比公司乖宝宠物、佩蒂股份、路斯股份 2025 年归母净利润对应 PE 平均值为 28 倍，高于中宠股份 25 年 PE 估值 25 倍，同时中宠股份作为宠物食品海外出口代工龙头，产能布局全球，壁垒较高，境内品牌业务 2024 年拐点已显，未来有望迎来持续放量，长期业绩高增可期，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

表7：中宠股份与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002891.SZ	中宠股份	112	2.3	3.8	4.5	5.5	48	29	25	20
可比公司平均估值							54	36	28	22
301498.SZ	乖宝宠物	367	4.3	5.7	7.3	9.3	85	64	50	39
300673.SZ	佩蒂股份	45	-0.1	1.8	2.3	2.9	-	25	19	15
832419.BJ	路斯股份	16	0.7	0.8	1.0	1.3	23	20	16	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测，采用 2025/1/25 行情数据。乖宝宠物、佩蒂股份盈利预测来自东吴证券研究所，路斯股份盈利预测来自 Wind 一致预期

4. 风险提示

- 1) 海外需求不及预期：若海外消费需求放缓，行业增速大幅降低，导致公司业绩增速不及预期。
- 2) 行业竞争加剧：龙头企业发展较早，具有技术、品牌和渠道优势，占据较大市场份额。市场竞争的加剧将造成品牌推广、活动促销等销售费用的增长，
- 3) 汇率大幅波动：若美元兑人民币汇率发生波动，导致公司的业绩产生不确定性。
- 4) 原料价格大幅波动：若原材料价格上涨，导致短期内公司毛利率水平下滑。若原材料价格下降，公司将面临存货出现跌价损失的风险，影响其盈利水平。

中宠股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,022	2,626	3,331	4,141	营业总收入	3,747	4,454	5,259	6,171
货币资金及交易性金融资产	916	1,388	1,994	2,720	营业成本(含金融类)	2,763	3,203	3,751	4,324
经营性应收款项	484	531	625	732	税金及附加	14	13	16	19
存货	580	659	661	637	销售费用	387	477	615	784
合同资产	0	0	0	0	管理费用	144	169	200	235
其他流动资产	41	48	50	53	研发费用	48	53	63	74
非流动资产	2,369	2,188	2,023	1,857	财务费用	29	20	6	(12)
长期股权投资	215	215	215	215	加:其他收益	4	9	11	12
固定资产及使用权资产	1,119	964	809	653	投资净收益	21	45	53	62
在建工程	468	468	468	468	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	93	83	73	63	减值损失	(19)	(10)	(10)	(10)
商誉	226	226	226	226	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	67	67	67	67	营业利润	372	562	661	813
其他非流动资产	180	164	164	164	营业外净收支	(2)	(3)	2	(2)
资产总计	4,390	4,814	5,354	5,998	利润总额	370	559	663	811
流动负债	1,186	1,260	1,356	1,458	减:所得税	78	112	133	162
短期借款及一年内到期的非流动负债	684	688	688	688	净利润	292	447	531	648
经营性应付款项	378	133	156	180	减:少数股东损益	59	67	80	97
合同负债	10	13	16	19	归属母公司净利润	233	380	451	551
其他流动负债	113	425	496	571	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	1.29	1.53	1.87
非流动负债	785	786	786	786	EBIT	380	579	669	799
长期借款	40	40	40	40	EBITDA	518	750	841	970
应付债券	677	677	677	677	毛利率(%)	26.28	28.10	28.68	29.93
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	6.22	8.54	8.57	8.93
其他非流动负债	35	36	36	36	收入增长率(%)	15.37	18.87	18.07	17.34
负债合计	1,971	2,045	2,142	2,243	归母净利润增长率(%)	120.12	63.06	18.62	22.23
归属母公司股东权益	2,233	2,515	2,879	3,324					
少数股东权益	187	254	333	431					
所有者权益合计	2,419	2,769	3,212	3,754					
负债和股东权益	4,390	4,814	5,354	5,998					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	447	563	682	814	每股净资产(元)	7.59	8.55	9.79	11.30
投资活动现金流	(680)	37	49	54	最新发行在外股份(百万股)	294	294	294	294
筹资活动现金流	84	(140)	(123)	(143)	ROIC(%)	8.37	11.50	12.09	12.98
现金净增加额	(144)	472	607	725	ROE-摊薄(%)	10.44	15.11	15.66	16.58
折旧和摊销	137	171	171	172	资产负债率(%)	44.89	42.48	40.00	37.40
资本开支	(405)	(9)	(4)	(8)	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.85	29.34	24.74	20.24
营运资本变动	(13)	(73)	(12)	8	P/B(现价)	5.00	4.43	3.87	3.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>