

农林牧渔

2025年06月29日

# 中宠股份 (002891)

## ——宠物食品巨头步入成长新周期

报告原因：强调原有的投资评级

**买入** (维持)

投资要点:

市场数据: 2025年06月27日

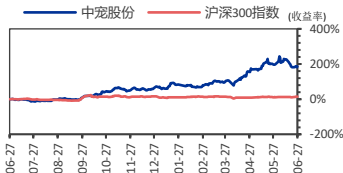
收盘价(元)	59.80
一年内最高/最低(元)	74.00/17.92
市净率	7.1
股息率(分红/股价)	0.67
流通A股市值(百万元)	18,065
上证指数/深证成指	3,424.23/10,378.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年03月31日

每股净资产(元)	8.64
资产负债率%	40.00
总股本/流通A股(百万)	302/302
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

盛瀚 A0230522080006  
shenghan@swsresearch.com  
胡静航 A0230524090002  
hujh@swsresearch.com

联系人

胡静航  
(8621)23297818x  
hujh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **中宠股份：深耕宠物食品廿余载，双轮驱动持续增长。**公司成立于1998年，聚焦和深耕宠物食品27年。截至目前，通过“自主建厂+并购整合”双模式，公司在全球共有22个生产基地（国内14个、海外8个），实现全球研发、本地生产、区域销售。公司目前以自有品牌业务与OEM业务双轨并行发展，境内以自有品牌为主（顽皮、领先、ZEAL等品牌），境外以OEM代工为主，同时也在积极拓展自有品牌的海外业务。2024年全年，公司实现营业收入44.65亿，同比+19.2%，其中境外收入30.5亿，同比+14.6%，境内销售收入14.1亿，同比+30.3%。2024年8月，公司发布员工持股计划，24-26年国内业务增速目标为+30%/+25%/+25%，境外业务营收增速目标约为+8%/+10%/+13%。
- **中国宠物食品进入竞争格局优化、头部企业加速成长阶段。**中长期来看，中国宠物行业仍处在“黄金年代”，00后成为当下宠养主力，而该年龄段人群在未来15-20年时间里依然有较强数量支撑，未来20年中国宠物数量仍将持续增长（日本经验也印证了相似的逻辑）。更短的视角来看，2024年以来，中国宠物食品行业景气度不降反升，25年1-5月线上GMV同比+17%（通常认为20年以后中国宠物食品行业逐步由爆发式增长期向成熟期过渡），“消费升级”与“国产替代”并行出现，25年该趋势继续得到强化。如此背景之下，电商平台积极拥抱行业景气，流量倾斜、扶持头部品牌，行业竞争格局开始优化，头部玩家有望步入市占率与利润率共振提升的阶段。对应到上市公司层面，得益于较早的市场布局与较优的产品品质，境内自有品牌业务将迎来发展良机，该类业务也是其估值的核心贡献。
- **三大业务布局助力公司步入成长新周期：①代工业务：全球化产能布局保障盈利能力。**2015年公司即在美国投资建设全美最大的宠物零食工厂，2018年在加拿大投资建厂，2023年在美投资建设第二工厂，预计2026年投产。贸易保护主义抬头的当下，稀缺的海外优质产能布局保障公司代工业务盈利能力持续领先。②内销业务：大单品战略开启全新增长。公司主品牌顽皮2023H2-2024H1进行深度调整，自24H2恢复增长，25H1进一步提速；高端子品牌领先仍处在快速增长期。2025年公司聚焦“大单品战略”，推出“小金盾”系列产品，市场反馈良好，在5月的它博会中，顽皮小金盾产品获得“抖音宠物猫干粮人气榜TOP1”，有望带动公司境内自有品牌营收快速增长。③品牌出海：前瞻布局，未来可期。2024年，公司自主品牌出海业务明显增长，新增进入9个国家，成功进入中东地区头部连锁超市。未来将继续加大东南亚、中东非等潜力市场的开拓，有望构筑公司全新增长极。
- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**由于公司内外销业务发展均持续向好，线上GMV数据回升明显，我们上调了公司盈利预测，预计2025-2027年公司实现营业收入54.35/66.10/80.95亿元，同比+21.7%/+21.6%/+22.5%，实现归母净利润4.5/5.7/7.3亿元，同比+14.2%/+27.2%/+27.5%（预测前值为4.4/5.3/6.5亿元），参考可比公司2025年PEG估值水平，给予公司目标市值267亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**自有品牌销售增长不及预期；原材料价格波动风险；汇率明显波动风险

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,465	1,101	5,435	6,610	8,095
同比增长率(%)	19.2	25.4	21.7	21.6	22.5
归母净利润(百万元)	394	91	450	572	729
同比增长率(%)	68.9	62.1	14.2	27.2	27.5
每股收益(元/股)	1.34	0.31	1.49	1.89	2.41
毛利率(%)	28.2	31.9	29.6	30.8	32.1
ROE(%)					
市盈率	46		40	32	25

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

预计 2025-2027 年公司实现营业收入 54.35/66.10/80.95 亿元，同比 +21.7%/+21.6%/+22.5%，实现归母净利润 4.5/5.7/7.3 亿元，同比 +14.2%/+27.2%/+27.5% (预测前值为 4.4/5.3/6.5 亿元)，参考可比公司 2025 年 PEG 估值水平，给予公司目标市值 267 亿元，维持“**买入**”评级。

### 关键假设点

宠物零食：预计公司 2025-2027 年实现宠物零食销量 6.8/7.4/8.2 万吨，同比 +10%/+10%/+11%。参考过去三年趋势，考虑到公司自有品牌业务占比的逐步提升，假设销售均价保持稳步上涨，25-27 年单价同比+5%/+5%/+5%。毛利率水平保持小幅提升，25-27 年分别为 26%/27%/28%。

宠物主粮：公司主粮业务处在快速发展阶段，我们预计公司 2025-2027 年主粮业务销量增速达到+28%/+29%/+30%。销售均价保持小幅稳定提升，分别同比 +5%/+5%/+3%。毛利率水平保持上行，分别为 36%/37%/38%。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为中国宠物食品市场竞争激烈，进入门槛较低，品牌商往往面临增收不增利的困境。对于中宠而言，市场过去将其定位为代工为主的企业，对公司自有品牌业务成长确定性认可度不足。

我们认为，中国宠物食品市场已进入竞争格局实质性优化的阶段，头部企业迎来发展良机，有望收获市占率与净利率水平的共振上行，诸如中宠股份一类的玩家将充分受益。对于其代工业务，得益于十年维度的前瞻战略布局，公司优质产能全球分布，盈利水平和稳定性远优于同业，理应享有一部分的估值溢价。自有品牌业务方面，公司经历了较为深度的调整，当前品牌战略明确、产品矩阵清晰、营销打法焕然一新，有望再次进入快速发展期。

### 股价表现的催化剂

新品销售表现持续向好；自有品牌营收维持高增；业绩增长

### 核心假设风险

自有品牌销售增长不及预期；原材料价格波动风险；汇率明显波动风险

## 目录

<b>1. 中宠股份：深耕宠物食品，双轮驱动稳步增长</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程：深耕宠物食品，内外双轮驱动	6
1.2 主粮、内销收入占比提升，盈利能力持续增长	7
1.3 股权结构稳定，激励计划绑定核心人员	9
<b>2. 宠物食品行业：优质赛道，格局优化</b>	<b>10</b>
2.1 长期：“少子化”驱动养宠量增，仍是中国时代背景	10
2.2 中期：国产替代与消费升级并行	12
2.3 短期：景气向上，格局优化	13
2.3.1 行业景气向上，25 年增长再加速	13
2.3.2 平台/渠道商流量倾斜，头部品牌 ROI 费效比提升	13
2.3.3 概念趋同，产品进入微创新阶段，“弯道超车”难度跃升	14
<b>3. 公司看点：三大方向助力成长新周期</b>	<b>15</b>
3.1 代工业务：全球布局，稀缺产能保障盈利能力	15
3.2 内销业务：调整结束，大单品战略引领全新增长	17
3.3 品牌出海：前瞻布局，成长可期	21
<b>4. 盈利预测与估值分析</b>	<b>22</b>
4.1 盈利预测	22
4.2 估值分析	23
<b>5. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：中宠股份发展历程.....	6
图 2：中宠股份营业收入及同比变化情况.....	7
图 3：中宠股份归母净利润变动情况.....	7
图 4：公司营业收入结构（分产品）.....	7
图 5：公司营业收入结构（分地区）.....	7
图 6：公司毛利率及净利率变动情况.....	8
图 7：公司 ROE（摊薄）变动情况.....	8
图 8：公司分产品毛利率水平.....	8
图 9：公司分地区毛利率水平.....	8
图 10：公司期间费用率变化情况.....	9
图 11：中宠股份股权结构情况（截至 2025Q1）.....	9
图 12：中国宠物主年龄段分布—90 后和 00 后占比超过 66%.....	10
图 13：中国新生儿人口数在 2016 年见顶后回落.....	11
图 14：预计中国应届毕业生数量在 26-40 年均将维持在 1500 万以上.....	11
图 15：日本出生人口数量在上世纪 70 年代后持续下滑.....	11
图 16：日本犬猫数量在 2004 年后基本达峰，后缓慢下滑.....	11
图 17：1980-2023 年日本部分食品与宠物食品的量价复合增速对比.....	12
图 18：宠均消费金额占人均可支配收入的比例.....	12
图 19：2019-2024 年 Top25 宠物食品品牌中，国产/外资品牌市占率.....	12
图 20：中国市场-猫粮品牌各价格带 GMV 增速.....	13
图 21：中国市场-猫粮品牌各价格带 GMV 占比.....	13
图 22：2020 年-2025 年 1-5 月宠物食品线上 GMV 及增速.....	13
图 23：24Q1-25Q1 各平台宠物食品 GMV 同比增速.....	13
图 24：李佳琪直播间宠物相关活动.....	14
图 25：2024 年中国宠物食品销售渠道占比.....	14
图 26：24 年抖音 GMVtop10 品牌商品卡销售额占比.....	14
图 27：抖音 top10 品牌商品卡销售额占比.....	14
图 28：头部国产宠食品品牌品牌定位及主打概念.....	15
图：年头部品牌新品推出情况.....	

图 30: 中宠股份境外业务营收.....	16
图 31: 中宠股份海外工厂营收情况.....	17
图 32: 中宠股份海外工厂净利率水平.....	17
图 33: 中宠股份国内自有品牌营收及增速情况.....	17
图 34: 领先持续快速增长, 顽皮调整后增速恢复.....	17
图 35: 顽皮“小金盾”系列产品矩阵.....	18
图 36: 顽皮品牌 2025 年部分营销举措.....	18
图 37: 顽皮小金盾系列线上 GMV 快速增长.....	18
图 38: 顽皮品牌主要产品矩阵.....	19
图 39: 领先线上 GMV 及市占率.....	19
图 40: 领先核心品类线上 GMV 占比.....	19
图 41: 领先品牌产品矩阵.....	20
图 42: 公司自有品牌出海布局情况.....	21
图 43: 公司自有品牌出口销售的主要产品.....	21
表 1: 公司 2024 年员工持股计划解锁营收目标.....	10
表 2: 中宠股份海外产能布局情况.....	16
表 3: 领先品牌历年 618 天猫、京东排名变化.....	20
表 4: 中宠股份盈利预测表.....	22
表 5: 中宠股份可比公司相对估值表 (截至 6 月 26 日).....	23

# 1. 中宠股份：深耕宠物食品，双轮驱动稳步增长

## 1.1 发展历程：深耕宠物食品，内外双轮驱动

公司成立于 1998 年，早期以鸡肉干等零食出口日本起家，深耕宠物食品行业近三十年。2017 年登陆深交所，成功上市。截至 2024 年，公司宠物食品及用品收入占营业总收入比例约 96%，走出了一条自主品牌与 OEM 双轨并行的发展之路，逐步形成了以 "Wanpy 顽皮"、"Zeal 真致"、"Toptrees 领先" 为核心的自主品牌矩阵。

**(1) 创业期 (1998-2002 年)：**1998 年，创始人郝忠礼先生从外贸行业中察觉到日本宠物食品行业的巨大商机，故创立了烟台中幸食品等企业，最初主要是为日本品牌商代工鸡肉干等宠物零食。

**(2) 扩张期 (2003-2008 年)：**随着代工规模的逐渐扩大，公司于 2003-2008 年间陆续建成并投产了 4 家宠物零食及罐头工厂。

**(3) 转型期 (2009-2013 年)：**2009 年，公司开始与外资公司合作，引进国外先进设备，建成干粮工厂。2013 年，由于美国在部分中国出口的鸡肉干宠物零食中检测出低量抗生素，中国宠物食品出口量大幅下滑，但这也给公司带来了战略转型的契机。

**(4) 成长期 (2014 年至今)：**首先是进行全球供应链布局，公司分别于 2014 和 2018 年在美国和加拿大设厂，当地生产当地销售，满足了核心客户对于产品品质和安全的要求；其次，由于宠物食品出口受阻，公司开始积极布局中国市场，加强自有品牌建设，逐步形成了以 "Wanpy 顽皮"、"Zeal 真致"、"Toptrees 领先" 为核心的自主品牌矩阵。得益于自有品牌的快速增长，公司营收及利润均进入快速增长期。

图 1：中宠股份发展历程



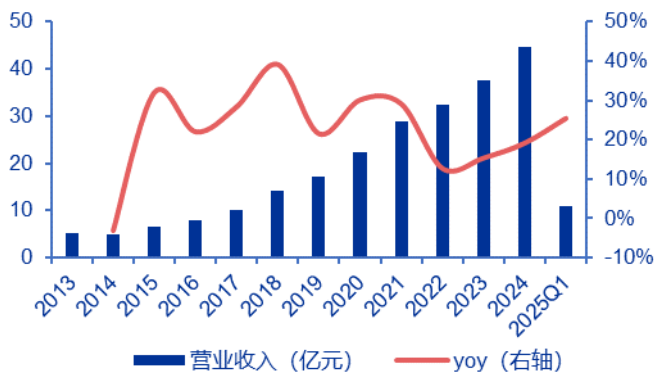
资料来源：公司公告，申万宏源研究



## 1.2 主粮、内销收入占比提升，盈利能力持续增长

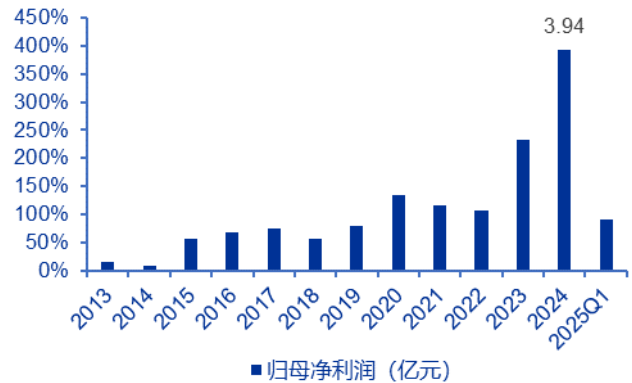
**营收稳步增长，业绩自 2022 年起加速上行。**从 2015 年起，公司营业收入保持持续稳步增长，2019-2024 年，公司营业收入从 17.16 亿元增长至 44.65 亿元，CAGR 为 21.08%。2025 年一季度，公司实现营业收入 11.01 亿元，同比+25.4%。2018 年后，公司归母净利润总体呈现增长态势（2021-2022 年受疫情影响，海外代工业务客户需求波动），2024 年全年，公司实现归母净利润 3.94 亿元，同比+68.9%，2025 年一季度，公司实现归母净利润 0.91 亿元，同比+62.1%。

图 2：中宠股份营业收入及同比变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

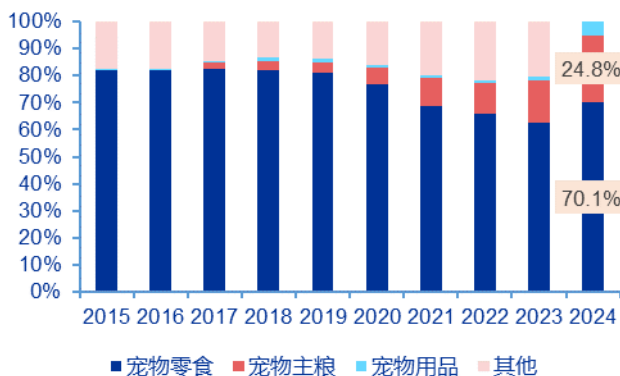
图 3：中宠股份归母净利润变动情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

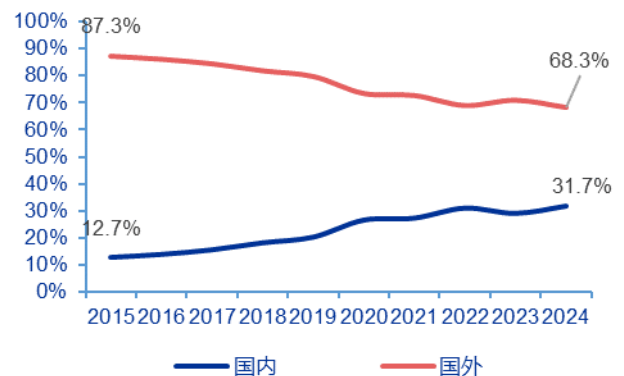
**国内业务收入快速增长，主粮占比持续提升。**分产品来看，宠物食品及用品是公司收入的主要来源，其中宠物零食贡献主要部分（代工业务以零食为主），近年来随着内销收入的快速增长，主粮占比明显提升，2024 年宠物主粮收入规模超过 10 亿。2024 年公司宠物零食收入占比约 70.1%，宠物主粮约 24.8%。按收入地区划分，公司内销增长迅速，2024 年内销收入占比提升至 31.7%。

图 4：公司营业收入结构（分产品）



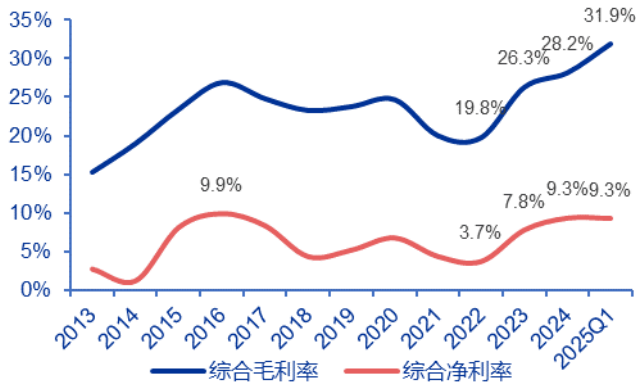
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司营业收入结构（分地区）

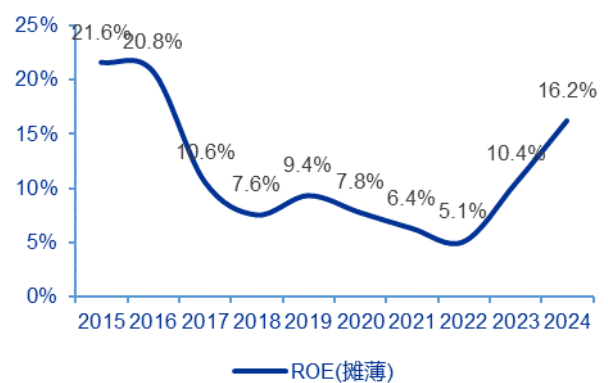


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2022年后，公司盈利能力明显上行。得益于产品结构与业务结构的优化（主粮占比提升、自有品牌占比提升），公司毛利率水平自22年后持续提升，至24年提升至28.2%，2025年一季度进一步提升至31.9%。由于国内自有品牌业务的稳步发展，逐步进入收获期，公司净利率水平也提升明显，2024年与2025年一季度净利率水平维持在9.3%，为2016年后最高水平。ROE水平（摊薄）回升至16.2%。

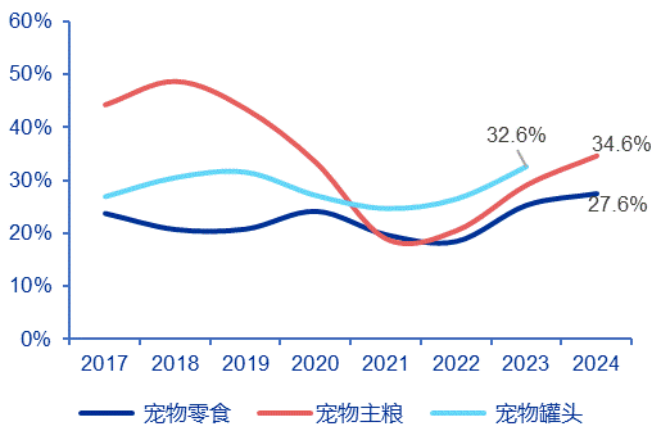
**图 6：公司毛利率及净利率变动情况**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

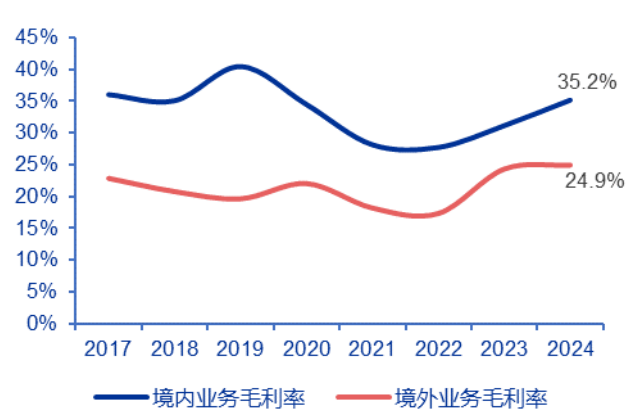
**图 7：公司 ROE（摊薄）变动情况**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

分产品来看，公司宠物主粮毛利率明显优于其他。2024年主粮毛利率达到34.6%，伴随主粮占比的提升，带动公司整体毛利率的上行。分地区来看，由于公司境外业务以代工为主，境内以自有品牌为主，因此境内业务毛利率水平明显高于境外，且2022后呈现明显提升的趋势，2024年达到35.2%，同比+4.0pct。

**图 8：公司分产品毛利率水平**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

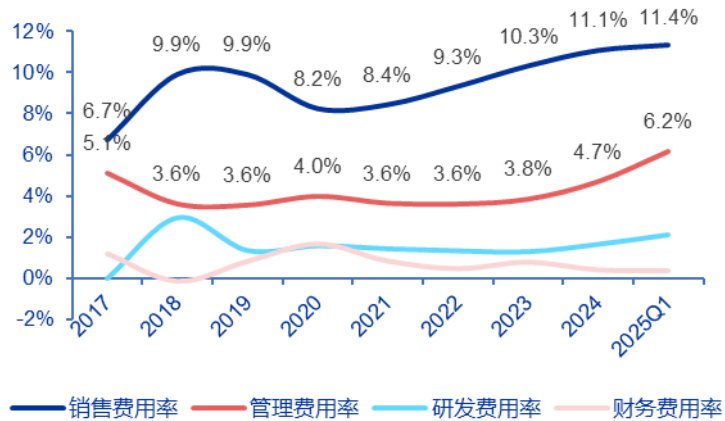
**图 9：公司分地区毛利率水平**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

境内业务加速发展，期间费用率有所上升。公司研发费用与财务费用基本保持稳定，由于境内业务的大力发展与收入占比的逐步提升，公司销售费用率与管理费用率呈逐年增长的趋势。



图 10: 公司期间费用率变化情况

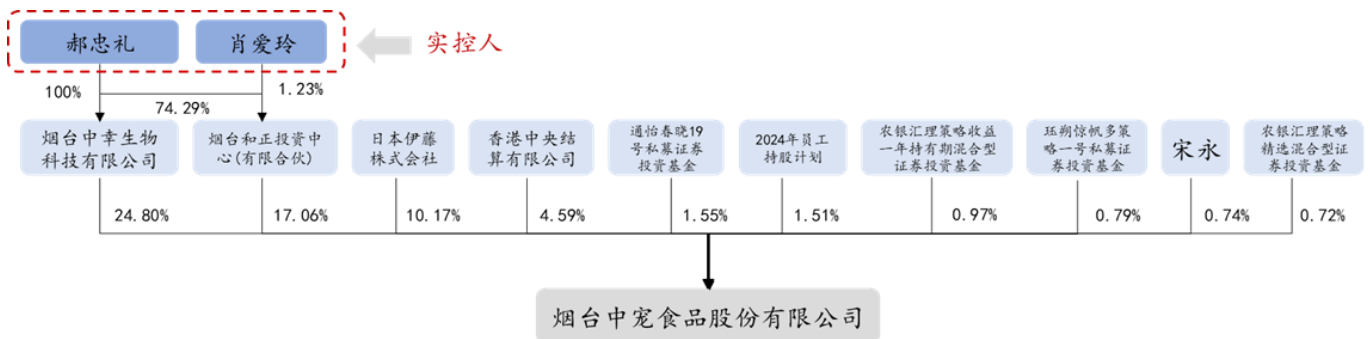


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 1.3 股权结构稳定, 激励计划绑定核心人员

**股权架构清晰, 创始人为实际控制人。**截至 2025 年 Q1, 公司实控人为董事长郝忠礼和肖爱玲夫妇, 二人通过持股烟台中幸和烟台和正投资合计间接持有公司 37.7%的股权。日本伊藤株式会社为公司成立时的第二大出资股东, 持股比例为 10.17%。

图 11: 中宠股份股权结构情况 (截至 2025Q1)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**员工持股计划分业务考核, 彰显公司发展信心。**2024 年 8 月, 公司发布员工持股计划, 覆盖员工总人数不超过 62 人, 其中公司董事、高级管理人员为 8 人, 加上合预留股份约 89 万股, 本次员工持股计划合计持有公司股份总数为 446.4 万股, 认购价格为 10.0 元/股。存续期为 60 个月, 共分三期解锁, 解锁比例为 40%/30%/30%。本次员工持股计划的考核年度为 2024-2026 年三个会计年度, 分境内业务与境外业务分别制定考核目标 (境内不超过 37 人, 境外不超过 39 人, 部分高级管理人员同时参与境内与境外业务考核)。具体考核解锁目标见下表, 测算得公司 24-26 年境内业务增速目标为+30%/+25%/+25%, 境外业务营收增速目标约为+8%/+10%/+13%, 较高的解锁目标, 彰显了公司对境外业务稳步发展, 境内业务维持较快发展的决心与信心。

**表 1：公司 2024 年员工持股计划解锁营收目标**

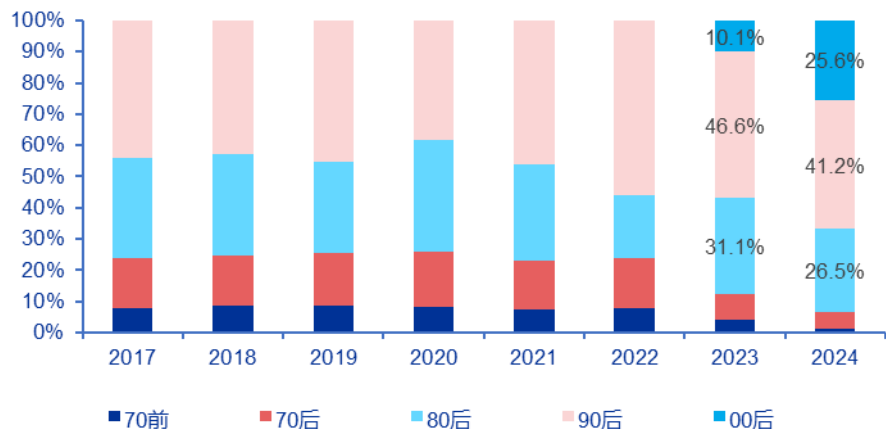
营收 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E
境内目标值	10.9	14.1	17.6	22.1
yoy		30%	25%	25%
境内触发值		13.8	17.0	21.0
yoy		27%	20%	19%
境外目标值	26.6	28.7	31.6	35.6
yoy		8%	10%	13%
境外触发值	26.6	28.5	28.5	32.0
yoy		7%	0%	13%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 宠物食品行业：优质赛道，格局优化

### 2.1 长期：“少子化”驱动养宠量增，仍是中国时代背景

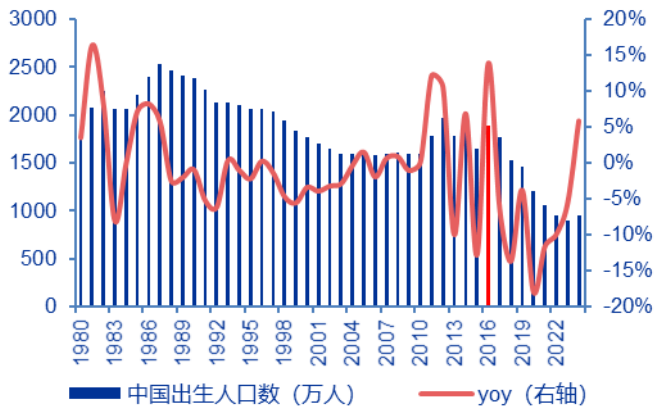
20-35 岁是国内养宠的主力人群，“00 后”占比快速提升。据行业白皮书数据，2024 年 90 后（24-34 岁）宠物主占比 41%，00 后为 26%（2023 年为 10%），初入社会的毕业生养宠率迅速提升。对标日本：20 代（20-29 岁）犬饲养率高于平均，24 年 20 代犬饲养率为 12.0%，同比+0.2pct，而平均犬饲养率下滑 0.2pct（据日本宠物食品协会）。

**图 12：中国宠物主年龄段分布—90 后和 00 后占比超过 66%**


资料来源：宠物行业白皮书，申万宏源研究

“少子化”驱动养宠量增，时代背景仍在延续。中国出生人口数量 2016 年见顶；预计 2025-2038 年中国应届毕业生数量持续增长，2040 年后快速下跌。往后看 15-20 年，“新晋宠物主”数量仍有强支撑。

图 13: 中国新生人口数在 2016 年见顶后回落



资料来源: wind, 申万宏源研究

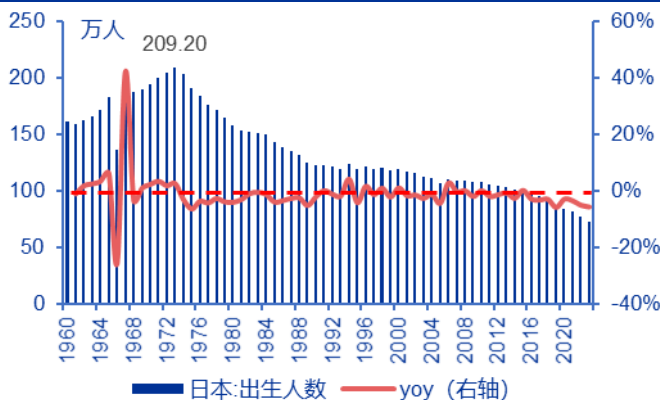
图 14: 预计中国应届毕业生数量在 26-40 年均将维持在 1500 万以上



资料来源: 国家统计局, 勾股大数据, 申万宏源研究

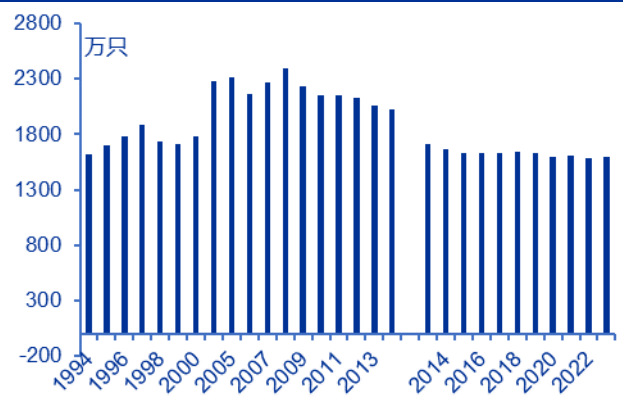
以日本为鉴，看宠物量增与养宠支出的增长韧性。(1) 养宠量增：日本新生人口数量在 1973 年见顶后持续下滑；犬猫数量在 2004 年左右达到顶峰。(2) 宠均支出：通缩期间，日本宠物食品价格增长韧性；截至 24 年，中国宠均支出占人均可支配收入比重，仍明显低于日本。

图 15: 日本出生人口数量在上世纪 70 年代后持续下滑



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 16: 日本犬猫数量在 2004 年后基本达峰，后缓慢下滑



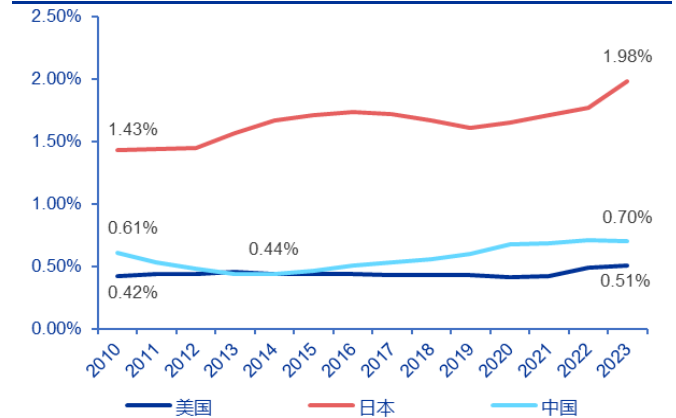
资料来源: 宠物食品工业协会, 申万宏源研究 (注: 2013 年统计口径发生调整, 数据均来自宠物食品工业协会)

图 17: 1980-2023 年日本部分食品与宠物食品的量价复合增速对比

	1980-89	1990-99	2000-09	2010-19	2020-23
<b>量</b>					
咖啡饮料	5.5%	21.2%	6.0%	7.9%	11.2%
矿泉水	40.1%	2.4%	1.1%	0.0%	7.0%
牛奶	3.3%	-1.0%	-2.2%	0.3%	0.0%
酸奶	11.4%	9.9%	1.9%	3.3%	-4.9%
食用油	3.0%	1.6%	0.5%	0.5%	-2.8%
牛肉	5.9%	3.8%	1.2%	5.1%	-1.8%
猪肉	2.3%	0.5%	1.0%	1.0%	0.1%
<b>宠物食品</b>		6.6%	-1.1%	-1.6%	-0.1%
<b>价</b>					
咖啡饮料	-0.4%	2.6%	-1.4%	-0.9%	3.5%
矿泉水	-0.4%	-1.5%	-1.4%	1.5%	3.1%
牛奶		-1.7%	-0.6%	0.9%	4.2%
酸奶		-2.3%	-0.6%	0.4%	3.1%
食用油	0.7%	11.2%	-1.8%	-2.5%	18.9%
牛肉	1.6%	0.8%	1.9%	1.2%	-2.0%
猪肉	0.8%	1.3%	0.5%	-0.1%	3.6%
<b>宠物食品</b>		-0.6%	2.5%	3.6%	7.3%
CPI	1.9%	1.0%	-0.2%	0.6%	1.8%

资料来源: 日本农林水产省, 申万宏源研究

图 18: 宠均消费金额占人均可支配收入的比例

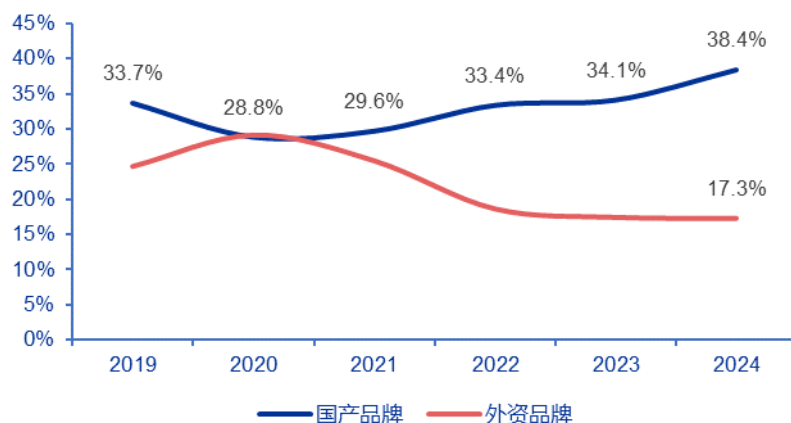


资料来源: wind, 申万宏源研究

## 2.2 中期: 国产替代与消费升级并行

国产替代加速, 中高端价格带享受“降级+升级”双重红利。(1) 中高端价格带 (60-100 元/kg) 增速远高于行业, GMV 占比持续提升。2024 年猫粮中高端价格带增速 (36%) 远超行业 (13%), GMV 占比连续 3 年提升, 2024 年提升至 32.4%。(2) 超高端价格带 (> 100 元/kg) 增速下降, 海外超高端品牌面临“消费降级”。2019 年至今猫粮超高端价格带增速呈现下降趋势, 2024 年出现负增长, GMV 占比均连续 3 年下降。

图 19: 2019-2024 年 Top25 宠物食品品牌中, 国产/外资品牌市占率



资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

**图 20: 中国市场-猫粮品牌各价格带 GMV 增速**

猫粮品牌增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024
> 100元/kg	165%	134%	57%	9%	1%	-1%
60-100元/kg	86%	31%	19%	53%	29%	36%
30-60元/kg	78%	49%	39%	59%	17%	9%
< 30元/kg	108%	22%	20%	10%	-1%	7%
宠物食品线上增速	77%	42%	24%	33%	17%	13%
猫粮线上增速	73%	45%	29%	34%	16%	14%

资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

**图 21: 中国市场-猫粮品牌各价格带 GMV 占比**

猫粮品牌GMV占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024
> 100元/kg	14.3%	22.0%	25.5%	19.9%	17.4%	15.0%
60-100元/kg	29.5%	25.5%	22.4%	24.5%	27.4%	32.4%
30-60元/kg	41.4%	40.5%	41.5%	47.3%	48.1%	45.9%
< 30元/kg	14.8%	11.9%	10.5%	8.3%	7.1%	6.7%

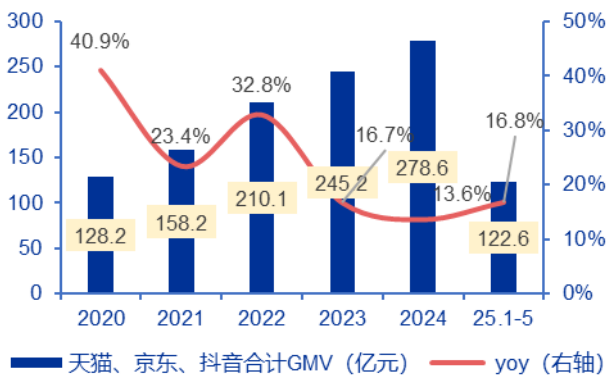
资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

## 2.3 短期: 景气向上, 格局优化

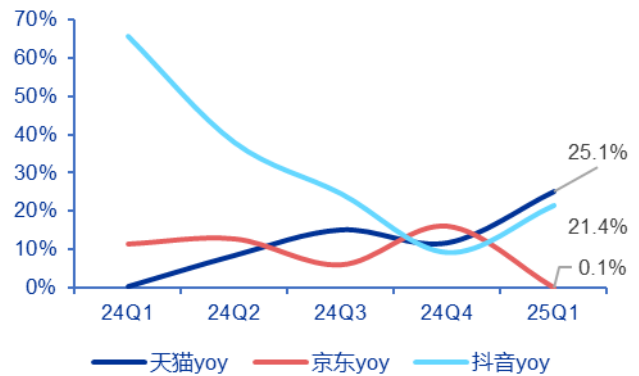
### 2.3.1 行业景气向上, 25 年增长再加速

行业景气上行, 25 年增速加快。25 年 1-5 月天猫、京东、抖音合计 GMV 增速达 16.8%, 24 年为 13.6%, 23 年为 16.7%。

头部平台积极加码宠物类目, 天猫、抖音增速领先。25Q1 天猫、抖音、京东 GMV 同比增速分别为 25.1%、21.4%、0.1%。

**图 22: 2020 年-2025 年 1-5 月宠物食品线上 GMV 及增速**


资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

**图 23: 24Q1-25Q1 各平台宠物食品 GMV 同比增速**


资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

### 2.3.2 平台/渠道商流量倾斜, 头部品牌 ROI 费效比提升

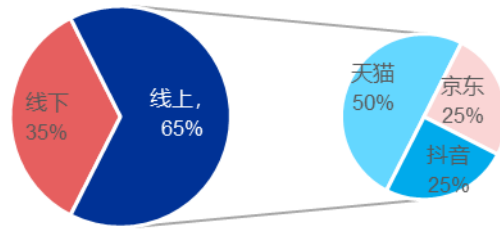
相对景气度凸显, 平台/渠道商流量倾斜, 加码宠物类目。2025 淘宝天猫宠物提出 5 大增长方向: 平台投资加码、精耕用户规模、强化和保护新品 (对超级新品提供资源倾斜)、扶持新趋供给、商家 ROI 提效。李佳琦直播间宣布将于 2025 年全面提升宠物专场直播的频次。25 年 38 节大促期间, 李佳琦直播间发布“宠物节”专场动态, 直播间销售品牌数达 60+。

图 24: 李佳琪直播间宠物相关活动



资料来源: 小红书, 申万宏源研究

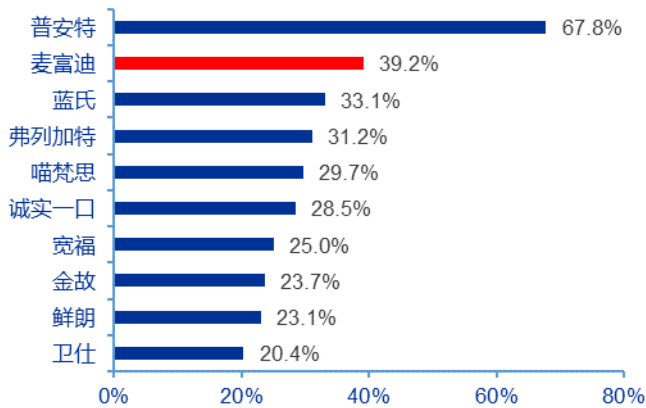
图 25: 2024 年中国宠物食品销售渠道占比



资料来源: 欧睿, 久谦咨询, 申万宏源研究

**头部品牌 ROI 费效比提升。**25 年抖音 TOP10 品牌中, 7 个品牌商品卡 (自然流量) 占比提升。得益于平台的流量倾斜与对头部品牌的扶持, 宠物行业头部品牌的自然流量占比明显提升, 在此趋势下, 线上 ROI 有望明显提升, 最终反应为净利率水平的提高, 可进一步反哺营销费用的投放, 维持领先身位。

图 26: 24 年抖音 GMVtop10 品牌商品卡销售额占比



资料来源: 蝉妈妈, 申万宏源研究

图 27: 抖音 top10 品牌商品卡销售额占比

	2022	2023	2024	2025.1-5
麦富迪	5.8%	37.8%	39.2%	41.5%↑
宽幅	3.8%	25.2%	24.9%	31.8%↑
诚实一口	4.7%	18.6%	28.4%	27.9%
金故	3.0%	15.3%	23.7%	19.4%
卫仕	9.1%	18.4%	20.4%	22.6%↑
喵梵思	6.2%	22.2%	29.7%	47.6%↑
蓝氏	9.6%	23.2%	33.2%	35.1%↑
弗列加特	7.3%	25.7%	31.1%	35.2%↑
鲜朗	9.3%	38.4%	23.1%	28.3%↑
普安特	5.9%	34.5%	67.7%	54.8%

资料来源: 蝉妈妈, 申万宏源研究

### 2.3.3 概念趋同, 产品进入微创新阶段, “弯道超车” 难度跃升

**产品端进入微创新阶段, 新概念、新产品形态的红利降低, “弯道超车” 难度增大。**头部国产品牌品牌定位逐步清晰, 品牌意识已经显现, 大单品逐步成熟, 原材料进阶 (稀有食材)、工艺升级 (烘焙粮、风干粮) 均已涉及, 产品端开始步入微创新时代。

**产品趋势:** 烘焙粮、全品类 (犬猫)、年龄段分期 (幼猫、成猫、老年猫)、功能粮 (美毛、养护肠胃)。**品牌概念引领或成为行业潮流:** 尊重天性、精准喂养、新鲜/鲜肉、安全安心。



**头部国产品牌：打造品牌标签，聚焦大单品战略。共性营销特点：**（1）打造品牌标签。（2）召开新品发布会，聚焦大单品战略，主粮类新品推出速度加快，烘焙粮、产品分期（幼猫、成猫、老年猫）、功能粮（美毛、养护肠胃）为行业趋势。

图 28：头部国产宠食品牌定位及主打概念



资料来源：小红书，申万宏源研究

图 29：2025 年头部品牌新品推出情况



资料来源：天猫，申万宏源研究

### 3. 公司看点：三大方向助力成长新周期

#### 3.1 代工业务：全球布局，稀缺产能保障盈利能力

前瞻布局，全球化产能投资与建设，保障供应链的稳定性。

（1）**美国**：2015 年，公司投资 2800 万美元在美国建设**全美最大的宠物零食工厂**，实现当年投产、当年盈利，也开创了**中国宠物行业到海外发达国家建厂的先河**。2023 年公司决定投资建设美国第二工厂，拟投资金额为 6000 万美元，设计零食产能为 1.2 万吨，拟于 2026 年投产。2024 年公司对美国第一工厂实施技术改造，运营效率及产能均有提升。

（2）**加拿大**：2018 年，中宠股份投资 1600 万美元建成**加拿大最大的宠物零食工厂**，生产自主品牌“Great Jack’s”、“Buddy Jack’s”等。目前，加拿大工厂产能扩建也在加速推进中，计划在 2025 年下半年加拿大工厂第二条产线建设完毕，持续补充北美市场产能需求。

（3）**新西兰**：2021 年 1 月，公司耗资 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，充分整合国内外宠物产业优质资源。2021 年 12 月，中宠股份投资 2.3 亿元的新西兰高端宠物湿粮工厂开工建设。

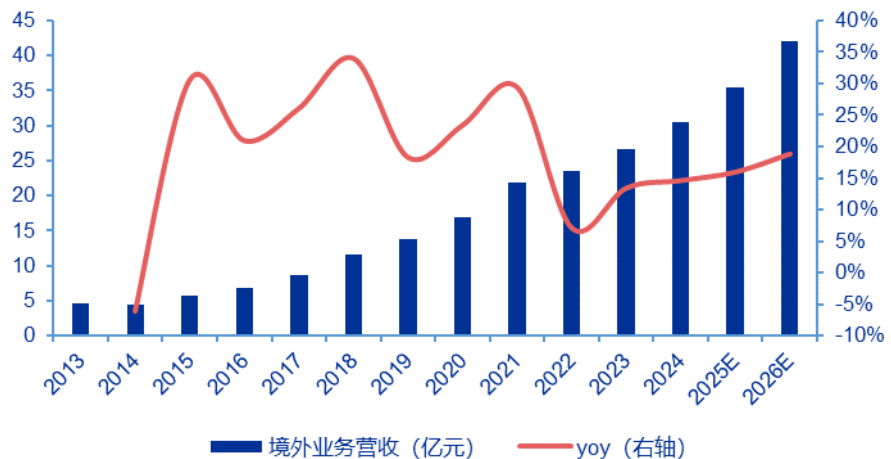
（4）**柬埔寨**：2019 年，公司在柬埔寨投建零食工厂，设计产能 6000 吨，2020 年投产，实现当年投产、当年盈利，成为**柬埔寨最大的零食工厂**，据公司官网，目前柬埔寨第二工厂正在建设。

**表 2：中宠股份海外产能布局情况**

地区	设计产能 (万吨)	24 年营业收入 (亿元)	品类	投产时间
新西兰	2	0.0	湿粮	2025 年
新西兰	0.8	1.5	湿粮	2021 年
美国 (第一工厂)	0.6	7.7	零食	2015 年
美国 (第二工厂)	1.2	0.0	零食	2026 年
加拿大	0.6	2.7	零食	2018 年
柬埔寨	0.6	3.7	零食	2020 年
<b>合计</b>	<b>5.8</b>	<b>15.6</b>		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

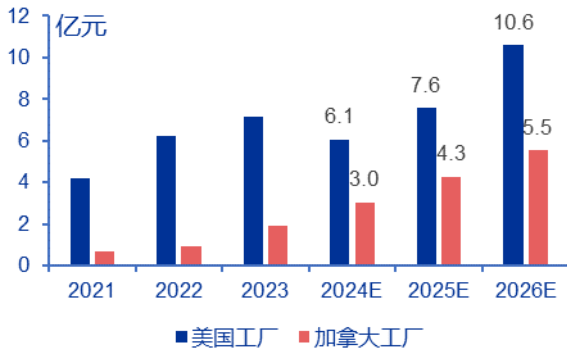
**绑定优质大客户，美国第二工厂投产将带动境外收入进一步增长。**在北美地区，公司是品谱、沃尔玛等企业的核心供应商。凭借与客户的长期合作和优异的产品品质，公司美国工厂、加拿大工厂订单充足。2026 年公司美国第二工厂即将投产，将带动公司境外业务营收快速增长。

**图 30：中宠股份境外业务营收**


资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：25-26 年为预测值）

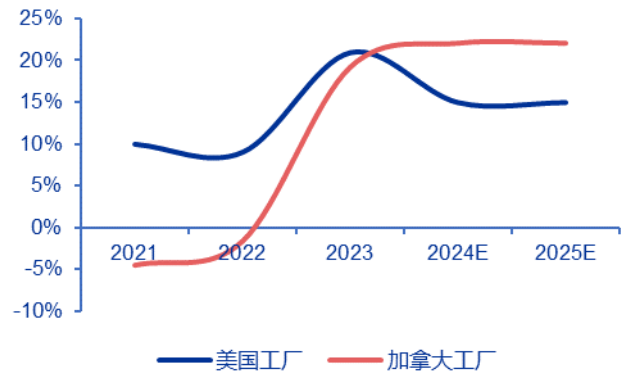
**客户粘性强，产品供不应求，代工利润率上行。**2022 年以来，受益于鸡肉等原料价格下降，同时凭借稳定的供应链和深度的客户绑定，以及产能利用率爬坡，公司美国、加拿大工厂净利率均显著提升，据公司公告，23 年美国工厂净利率约为 21%，加拿大工厂约为 19%，远高于公司代工业务整体利润率水平。

图 31: 中宠股份海外工厂营收情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究 (注: 24 年未披露数据, 故为预测值)

图 32: 中宠股份海外工厂净利率水平



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究 (注: 24 年未披露数据, 故为预测值)

### 3.2 内销业务: 调整结束, 大单品战略引领全新增长

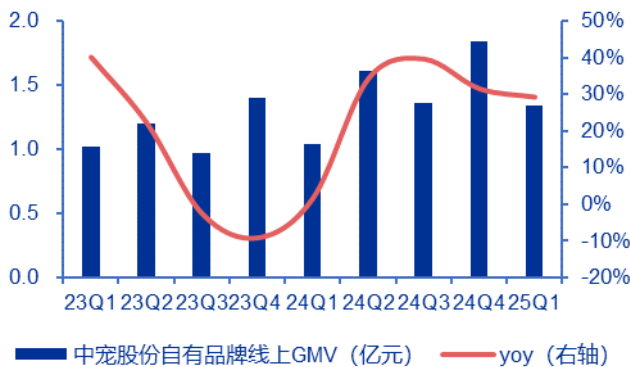
自有品牌调整卓有成效, 24H2 起增速明显恢复。公司目前境内自有品牌主要为顽皮、领先、zeal 三大品牌。公司自有品牌在 23H2 经历调整, 24 年上半年调整完成, 24H2 进入发力阶段, 增速明显恢复。

(1) **顽皮**: 精简 sku+线上线下产品区隔, 营收增速恢复, 毛利率提升。据久谦咨询, 24 年顽皮品牌线上平台增速逐季增长 (Q1-Q4 分别为-27%、-0.3%、+11%、+15%), 同时公司砍掉低毛利 sku, 带动品牌毛利率大幅提升。

(2) **领先**: 24 年领先品牌与《甄嬛传》联名, 拍摄甄嬛传联名短剧, 推出三大甄嬛传系列联名产品, 24 年线上 GMV 同比+72%。25Q1 领先加大新品推出力度, 推出新品烘焙粮-三文鱼口味、烘焙幼犬粮, 25Q1 线上 GMV 同比+59%。

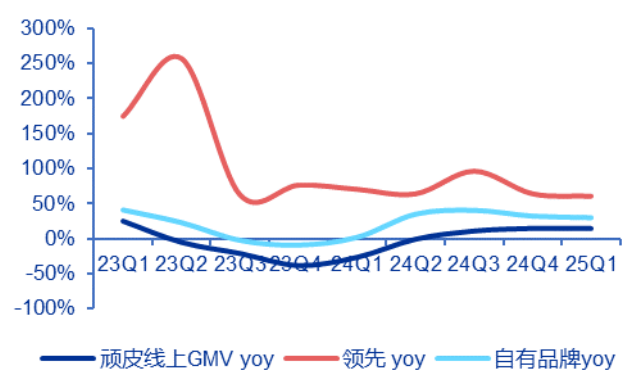
(3) **Zeal**: 品牌控价卓有成效, 实现高速增长, 24 年线上 GMV 同比+58%。24 年 zeal 品牌通过设立溯源码, 逐步完成线上线下价格管控, 重新实现高速增长。

图 33: 中宠股份国内自有品牌营收及增速情况



资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究 (注: 为久谦咨询不完全统计)

图 34: 领先持续快速增长, 顽皮调整后增速恢复



资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

**顽皮：品牌运营逐步进阶，营销聚焦“小金盾”系列。**3月邀请人民网探厂，打造“出口第一、入口安心”品牌标签；3月末顽皮上线了小金盾的烘焙粮；4月顽皮品牌聘请了代言人——欧阳娜娜，同时拍摄了系列短剧，打造小金盾系列关键词：安心、鲜美、守护、营养；5月它博会推出新品幼猫鲜肉粮，同时推出了主食餐盒、主食罐等，小金盾系列开始逐步完善。据久谦咨询不完全统计（不代表公司实际情况），2025年1月-5月小金盾系列线上GMV由41万元增长至529万元。

图 35：顽皮“小金盾”系列产品矩阵



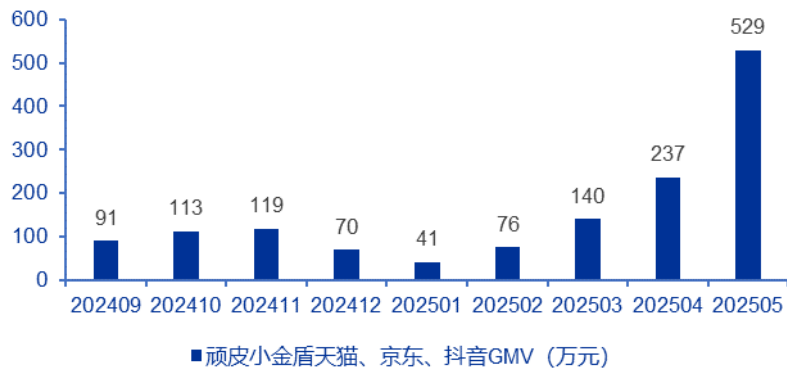
资料来源：天猫，申万宏源研究

图 36：顽皮品牌 2025 年部分营销举措



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：顽皮小金盾系列线上 GMV 快速增长



资料来源：久谦咨询，申万宏源研究（注：为久谦咨询不完全统计，不代表公司实际情况）



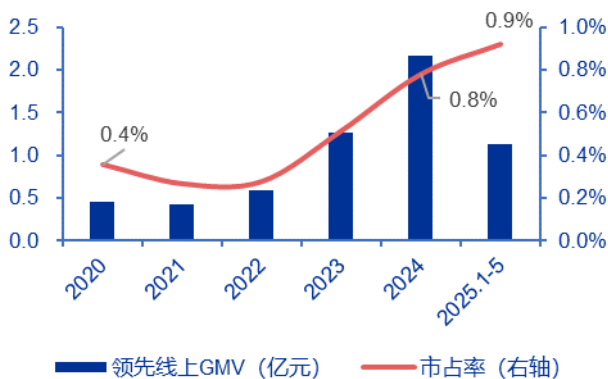
图 38: 顽皮品牌主要产品矩阵



资料来源: 天猫, 申万宏源研究

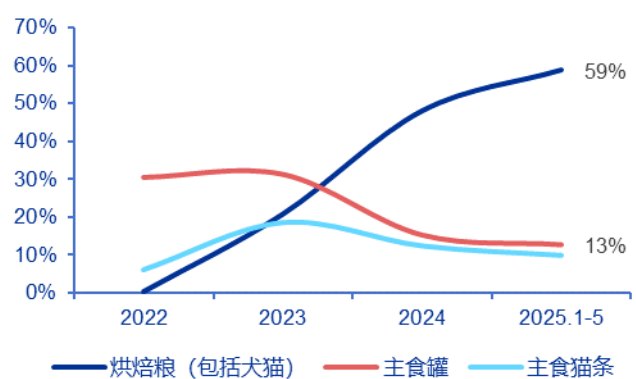
**领先: 互联网基因, 紧跟潮流多元营销, 持续高增。**领先作为主营线上的品牌, 具备互联网品牌基因, 且运营团队年轻, 紧跟潮流, 目标客群以年轻人为主, 品牌定位中高端。2020-2024年领先品牌线上GMV由0.46亿元增长至2.2亿元, 市占率由0.4%增长至0.8%。

图 39: 领先线上 GMV 及市占率



资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

图 40: 领先核心品类线上 GMV 占比



资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

**实施大单品战略, 烘焙粮贡献 5 成以上营收。**核心产品为领先烘焙粮、冻干福饼、领先猫条、99 主食罐, 据久谦咨询, 25 年 1-5 月烘焙粮、主食罐、猫条分别贡献约 59%、13%、10%线上营收。**多元化营销。**2024 年领先联名《甄嬛传》推出系列短剧及联名产品, 深度绑定核心用户群体 (年轻女性)。2025 年 4 月, 领先与 CCTV 签署合作协议, 荣获“CCTV 匠心品质, 领先制造”权威认证, 成为中国宠物食品行业首个获得央视战略合作的品牌。

**图 41：领先品牌产品矩阵**


资料来源：天猫，申万宏源研究

凭借核心单品及突出的品牌营销，逐步跻身头部品牌行列。25年618期间，领先品牌在天猫6个榜单中排名均有提升。位居宠物品牌 No.19（新增上榜），猫狗食品 No.14（新增上榜），猫狗食品店铺 No.10（上升10名），猫主粮店铺 No.10（新增上榜）。领先品牌继续践行大单品战略，且犬猫品类逐步完善，25年2月推出新品低温烘焙猫粮-三味鱼口味，3月推出新品低温烘焙幼犬粮，5月推出低温烘焙犬粮，618期间位居猫全价风干/烘焙粮 No.3（上升1名），狗全价风干/烘焙粮 No.3（新增上榜）。

**表 3：领先品牌历年 618 天猫、京东排名变化**

领先	品类	2024	2025	25年变化
京东	猫零食	10		
天猫	宠物品牌	未上榜	19	新增上榜
	猫狗食品	未上榜	14	新增上榜
	猫狗食品店铺	20	10	上升10名
	猫主粮店铺	未上榜	10	新增上榜
	猫全价风干/烘焙粮	4	3	上升1名
	狗全价风干/烘焙粮	未上榜	3	新增上榜
	猫零食	10	未上榜	

资料来源：天猫，京东，申万宏源研究



### 3.3 品牌出海：前瞻布局，成长可期

在海外市场上，中宠股份将自主品牌出海战略作为全球化发展的核心引擎，通过“WANPY 顽皮™”、“TOPTREES 领先®”、“新西兰 ZEAL 真致®”、“Great Jack's®”、“Jerky time®”、“TRULY®”等品牌构建全球市场布局产品销往全球五大洲 73 个国家。

凭借稳定的产品质量和精准的市场定位，公司海外业务保持稳健增长，2024 年新增进入 9 个国家，成功进入中东地区头部连锁超市。未来，公司将持续深化全球化战略，通过技术创新和品牌建设，提升品牌力和产品力，加大开拓东南亚、中东非等潜力市场，打造具有国际影响力的中国宠物食品品牌。

图 42：公司自有品牌出海布局情况



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 43：公司自有品牌出口销售的主要产品



资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 4.盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设点：

(1) **宠物零食**：预计公司 2025-2027 年实现宠物零食销量 6.8/7.4/8.2 万吨，同比 +10%/+10%/+11%。参考过去三年趋势，考虑到公司自有品牌业务占比的逐步提升，假设销售均价保持稳步上涨，25-27 年单价同比+5%/+5%/+5%。毛利率水平保持小幅提升，25-27 年分别为 26%/27%/28%。

(2) **宠物主粮**：公司主粮业务处在快速发展阶段，我们预计公司 2025-2027 年主粮业务销量增速达到 +28%/+29%/+30%。销售均价保持小幅稳定提升，分别同比 +5%/+5%/+3%。毛利率水平保持上行，分别为 36%/37%/38%。

表 4：中宠股份盈利预测表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>一、宠物零食</b>						
营业收入	2741	2986	3132	3618	4179	4870
yoy	12%	9%	5%	16%	16%	17%
毛利润	556	804	781	941	1128	1364
yoy	9%	45%	-3%	21%	20%	21%
毛利率	20%	27%	25%	26%	27%	28%
<b>二、宠物主粮</b>						
营业收入	360	577	1,107	1,535	2,079	2,784
yoy	17%	60%	92%	39%	35%	34%
毛利润	74	168	383	553	769	1,058
yoy	27%	128%	128%	44%	39%	38%
毛利率	20%	29%	35%	36%	37%	38%
<b>三、宠物用品及其他</b>						
营业收入	147	185	226	282	353	441
yoy	22%	26%	22%	25%	25%	25%
毛利润	134	172	132	169	212	265
yoy	23%	28%	-23%	28%	25%	25%
毛利率	9%	7%	42%	40%	40%	40%
<b>合计</b>						
营业收入	3,248	3,747	4,465	5,435	6,610	8,095
yoy	13%	15%	19%	22%	22%	22%
毛利润	643	985	1,257	1,606	2,039	2,598
yoy	11%	53%	28%	28%	27%	27%
毛利率	20%	26%	28%	30%	31%	32%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

参考以上关键假设以及盈利预测模型，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 54.35/66.10/80.95 亿元，同比+21.7%/+21.6%/+22.5%，实现归母净利润 4.5/5.7/7.3 亿元，同比+14.2%/+27.2%/+27.5%。

## 4.2 估值分析

由于宠物食品行业处在较快发展期，且由于不同公司间由于业务结构和品牌布局的差异，预期增速也有较大差异，因此我们采用 PEG 估值法对中宠股份进行估值。可比公司选取同为宠物食品行业的 A 股上市公司乖宝宠物、佩蒂股份。相关盈利预测均采用申万预测值，具体信息参考下表。

表 5：中宠股份可比公司相对估值表（截至 6 月 27 日）

证券代码	公司名称	亿元	归母净利润（百万元）			CAGR	PE			PEG		
		总市值	25E	26E	27E	25E-27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
301498.SZ	乖宝宠物	433	794	990	1221	24%	55	44	36	2.28	1.82	1.48
300673.SZ	佩蒂股份	40	174	182	215	11%	23	22	19	2.07	1.98	1.66
平均						18%	39	33	27	2.17	1.90	1.57
002891.SZ	中宠股份	181	450	572	729	27%	40	32	25	1.47	1.16	0.91

资料来源：Wind，申万宏源研究

参考可比公司估值水平，给予中宠股份 2025 年 2.17 倍 PEG，对应 59X PE，目标市值 267 亿元，较当前市值仍有 47.7% 的上行空间，维持“买入”评级。

## 5.风险提示

(1) **自有品牌销售增长不及预期**：公司自有品牌业务（境内销售+出海）处在快速发展期，也是公司营销投放的重点，若公司新品投放与销售情况不及预期，会对公司业绩和估值水平造成负面影响。

(2) **原材料价格波动风险**：公司生产的宠物食品原材料以白羽肉鸡鸡胸肉为主，若原材料价格大幅上涨，公司产品售价端难以完全转嫁，会对公司盈利水平产生一定的影响。

(3) **汇率明显波动风险**：公司业务以出口代工宠物零食为主，且主要采用美元结算，外汇结算周期通常为 10-90 天，期间人民币兑美元的汇率波动将产生汇兑损益，对公司业绩产生一定影响。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,747	4,465	5,435	6,610	8,095
营业收入	3,747	4,465	5,435	6,610	8,095
宠物零食	2,986	3,132	3,618	4,179	4,870
宠物主粮	577	1,107	1,535	2,079	2,784
宠物用品及其他	185	226	282	353	441
营业总成本	3,383	4,017	4,853	5,871	7,118
营业成本	2,763	3,208	3,829	4,572	5,497
宠物零食	2,182	2,352	2,677	3,051	3,507
宠物主粮	409	724	982	1,310	1,726
宠物用品及其他	172	132	169	212	265
税金及附加	14	14	22	26	32
销售费用	387	495	679	892	1,133
管理费用	144	210	217	264	324
研发费用	48	73	82	99	121
财务费用	29	18	24	17	10
其他收益	4	12	12	12	12
投资收益	21	72	20	20	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	0	0	0
信用减值损失	-4	-9	0	0	0
资产减值损失	-15	-15	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	372	508	613	771	988
营业外收支	-2	-2	0	0	0
利润总额	370	505	613	771	988
所得税	78	89	138	166	217
净利润	292	416	475	605	771
少数股东损益	59	23	26	33	42
归母净利润	233	394	450	572	729

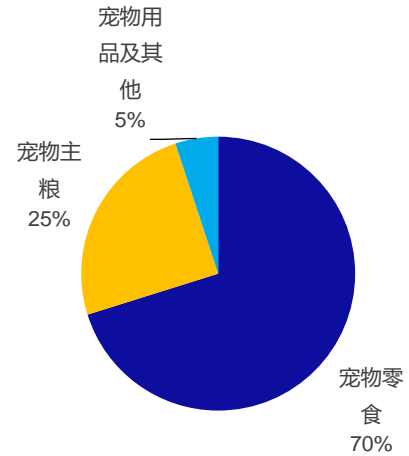
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

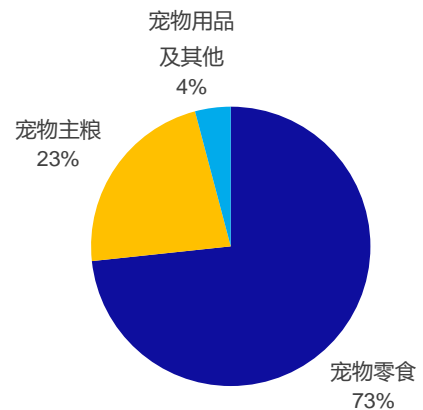
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	292	416	475	605	771
加：折旧摊销减值	139	151	105	118	131
财务费用	31	20	24	17	10
非经营损失	-22	-75	-19	-19	1
营运资本变动	-13	-51	35	-41	-51
其它	20	34	0	0	0
经营活动现金流	447	496	620	679	862
资本开支	405	241	100	100	100
其它投资现金流	-275	183	19	19	-1
投资活动现金流	-680	-59	-81	-81	-101
吸收投资	4	2	0	0	0
负债净变化	316	-289	-130	-10	0
支付股利、利息	55	176	103	287	354
其它融资现金流	-181	63	45	0	0
融资活动现金流	84	-400	-189	-297	-354
净现金流	-144	51	351	301	408

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

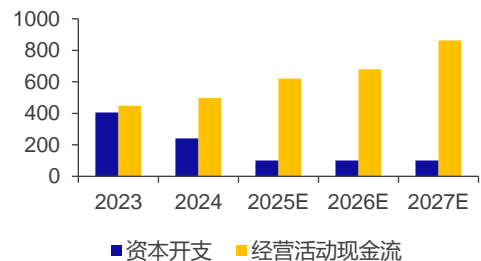
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



**合并资产负债表**

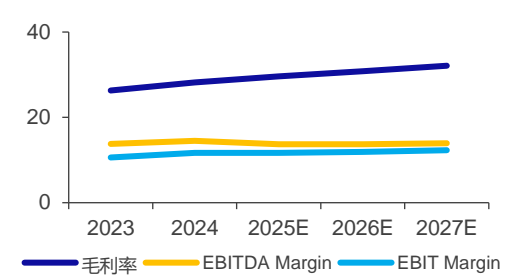
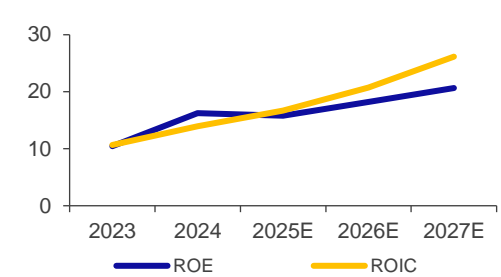
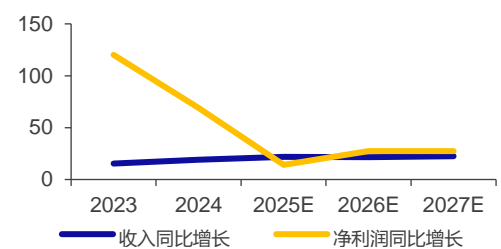
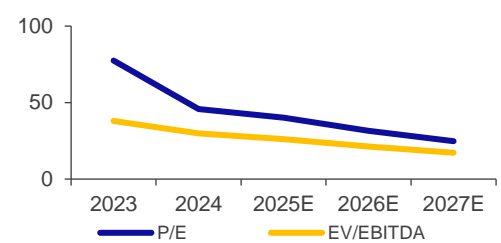
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,022	2,066	2,485	2,954	3,569
现金及等价物	916	771	1,122	1,423	1,831
应收款项	489	656	706	885	1,091
存货净额	580	579	598	586	588
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	35	60	60	60	60
长期投资	284	319	319	319	319
固定资产	1,538	1,507	1,502	1,484	1,454
无形资产及其他资产	546	559	559	559	559
资产总计	4,390	4,450	4,865	5,316	5,901
流动负债	1,186	1,054	1,037	1,163	1,320
短期借款	684	420	300	300	300
应付款项	471	546	649	775	932
其它流动负债	31	89	89	89	89
非流动负债	785	782	772	762	762
负债合计	1,971	1,836	1,809	1,925	2,082
股本	294	294	302	302	302
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,074	1,051	1,088	1,088	1,088
其他综合收益	48	-11	-11	-11	-11
盈余公积	60	102	147	204	204
未分配利润	757	992	1,318	1,563	1,949
少数股东权益	187	187	213	245	288
股东权益	2,419	2,615	3,056	3,391	3,819
负债和股东权益合计	4,390	4,450	4,865	5,316	5,901

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.77	1.30	1.49	1.89	2.41
每股经营现金流	1.48	1.64	2.05	2.25	2.85
每股红利	0.00	0.00	0.26	0.89	1.14
每股净资产	7.39	8.04	9.41	10.41	11.69
关键运营指标(%)					
ROIC	10.7	14.0	16.7	20.7	26.1
ROE	10.4	16.2	15.8	18.2	20.6
毛利率	26.3	28.2	29.6	30.8	32.1
EBITDA Margin	13.8	14.5	13.7	13.7	13.9
EBIT Margin	10.6	11.7	11.7	11.9	12.3
营业总收入同比增长	15.4	19.1	21.7	21.6	22.5
归母净利润同比增长	120.1	68.9	14.2	27.2	27.5
资产负债率	44.9	41.2	37.2	36.2	35.3
净资产周转率	1.68	1.84	1.91	2.10	2.29
总资产周转率	0.85	1.00	1.12	1.24	1.37
有效税率	22.4	20.5	23.2	22.1	21.9
股息率	0.0	0.0	0.4	1.5	1.9
估值指标(倍)					
P/E	77.5	45.9	40.2	31.6	24.8
P/B	8.1	7.4	6.4	5.7	5.1
EV/Sale	5.3	4.4	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	38.0	30.0	26.1	21.4	17.2
股本	294	294	302	302	302

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**




## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。