

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 买入（首次）

当前价格： 57.8元

市场数据

总股本(百万股)	304.38
A 股股本(百万股)	304.38
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	74.00/30.03
第一大股东 烟台中幸生物科技有限公司	
第一大股东持股比例(%)	24.02
上证综指/沪深 300	4007.76/4693.40

数据来源：聚源 注：2025 年 11 月 6 日数据

近十二个月股价表现



相关研究报告

中宠股份 002891.SZ

农林牧渔行业

自主品牌延续高增，海外新增产能逐步释放

投资要点：

- ◆中宠股份自 1998 年创立，由生产出口高端宠物零食起步，成为中国宠物食品开创者。公司不断推进国际化，在多个国家投资建厂，目前在中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨和墨西哥 6 个国家均有产能。目前公司在全球拥有 23 间现代化宠物食品生产基地、1 所专家级研发中心及 1 所宠物营养健康研究院。公司将坚持“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，加速海外市场拓展，稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的发展战略。
- ◆品牌矩阵方面，公司目前通过“WANPY 顽皮、TOPTREES 领先、新西兰 ZEAL 真致”品牌抢占国内中高端市场，通过“WANPY 顽皮、TOPTREES 领先、新西兰 ZEAL 真致、Great Jack's、Jerky time、TRULY”品牌抢占海外市场，产品销往全球五大洲 73 个国家。
- ◆2020 年以来，公司宠物主粮收入增速较高，且宠物主粮收入占比持续提升，从 2020 年的仅 6.36% 收入占比提升至 2024 年的 24.78% 收入占比，宠物主粮收入占比的提升有助于提升公司整体毛利率水平。未来，公司将持续优化产品结构，提升主粮等毛利率高的产品的占比以提升整体毛利率水平，例如“WANPY 顽皮”品牌不断推出和升级主粮产品，包括小金盾鲜肉粮等。
- ◆根据艾媒咨询数据，2022 年中国宠物食品行业规模达到 1732 亿元。预计到 2025 年，中国宠物食品市场规模将达到 2670 亿元，复合年增长率为 15.5%，行业处于较快速增长的阶段。从 2019 年到 2023 年，中国养宠家庭户数渗透率逐年上升，从 2019 年的 13% 提升到了 2023 年的 22%。然而，与美国的 70% 宠物渗透率和欧洲其他国家渗透率相比，中国养宠家庭户数渗透率仍有较大提升空间。
- ◆估值和投资建议：随着国内养宠渗透率的提升，我国宠物食品行业仍有增长空间。公司将以自主品牌建设为核心，持续聚焦国内市场。公司目前仍以境外市场为主，国内自主品牌收入和盈利能力处于上升通道。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 55.33/69.00/85.12 亿元，同比增长 23.93%/24.70%/23.37%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.68/5.88/7.24 亿元，同比增长 18.81%/25.66%/23.18%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 37.6/30.0/24.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险提示：汇率波动风险，原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,747.20	4,464.75	5,533.03	6,899.55	8,511.82
增长率（%）	15.37%	19.15%	23.93%	24.70%	23.37%
归母净利润（百万元）	233.16	393.80	467.88	587.95	724.26
增长率（%）	120.12%	68.89%	18.81%	25.66%	23.18%
ROE（%）	12.07%	15.93%	17.08%	17.97%	18.29%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.77	1.29	1.54	1.93	2.38
P/E（倍）	75.45	44.67	37.60	29.92	24.29
P/B（倍）	7.88	7.25	6.17	5.17	4.31

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司深耕宠物食品近 30 年，业绩稳健增长	1
1.1 1998 年创立品牌，2017 年成功登陆深交所	1
1.2 公司股权结构清晰，管理层经验丰富	2
1.3 公司近年营业收入和净利润持续增长	6
2 借势宠物食品行业增长，公司持续打造产品力及开拓海内外市场	8
2.1 养宠渗透率持续提升，宠物食品行业规模增长	8
2.2 以自主品牌建设为核心，持续提升主粮收入占比	9
2.3 聚焦国内市场，加速海外市场发展	12
2.4 稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模	13
3 盈利预测及估值	16
3.1 盈利预测	16
3.2 估值及建议	18
4 风险提示	18

图表目录

图 1、公司发展时期变化	1
图 2、公司股权结构图	3
图 3、公司营业收入及增长情况	6
图 4、公司归母净利润及增长情况	6
图 5、公司毛利率及净利率变化	7
图 6、公司费用率变化	7
图 7、行业内主要公司毛利率对比	7
图 8、行业内主要公司净利率对比	7
图 9、2015-2025 年中国宠物食品行业规模及预测	8
图 10、全球宠物市场规模	8
图 11、2019-2023 年中国宠物家庭户数渗透率	9
图 12、国内外宠物渗透率水平对比	9
图 13、公司营业收入结构	9
图 14、公司分产品线增长情况	9
图 15、公司不同产品系列毛利率	10
图 16、公司三大核心品牌	10
图 17、顽皮小金盾 100%鲜肉系列产品	11
图 18、公司不同销售模式收入占比	12
图 19、公司不同销售模式毛利率	12
图 20、公司分地区营业收入结构	13
图 21、公司分地区营业收入增长率	13
图 22、公司分地区毛利率	13
图 23、公司全球化布局	14
图 24、公司国内工厂布局	14
图 25、公司海外产能布局	16

表 1、公司发展历史	1
表 2、2024 年 8 月推出的员工持股计划业绩考核	3
表 3、公司高管履历	4
表 4、销售收入结构预测	17
表 5、可比公司估值	18

1 公司深耕宠物食品近 30 年，业绩稳健增长

1.1 1998 年创立品牌，2017 年成功登陆深交所

中宠股份自 1998 年创立，由生产出口高端宠物零食起步，成为中国宠物食品开创者。与国内宠物行业同行相似，公司在发展初期主要集中于 OEM 业务，积累了丰富的加工制造经验。此后不断拓展国内市场，打造品牌知名度。期间，公司积极建设新厂、开展国际合资合作，分别于 2012 年和 2013 年获得“国家高新技术企业”称号与“中国驰名商标”。公司不断推进国际化，在多国投资建厂，目前在中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨和墨西哥 6 个国家均有产能。2017 年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。公司将坚持“以自主品牌建设为核心，聚焦国内市场，加速海外市场拓展，稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模”的发展战略。

图 1、公司发展时期变化



数据来源：公司官网，江海证券研究发展部

表 1、公司发展历史

年份	事件
1998 年	中宠股份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，是中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，一度创造了“Wanpy”就是鸡肉干代名词的神话。
2003 年	随着销售规模扩大，公司在烟台莱山经济开发区投资建设新工厂（第一工厂），按照人类出口食品工厂标准建设，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。
2008 年	公司与日本著名大型企业爱丽思（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。
2012 年	与全球宠物行业知名企业，拥有 180 多年历史的德国卫塔卡夫（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。这是中国宠物行业第一家中德合资工厂。
	公司被授予“国家高新技术企业”的荣誉称号。

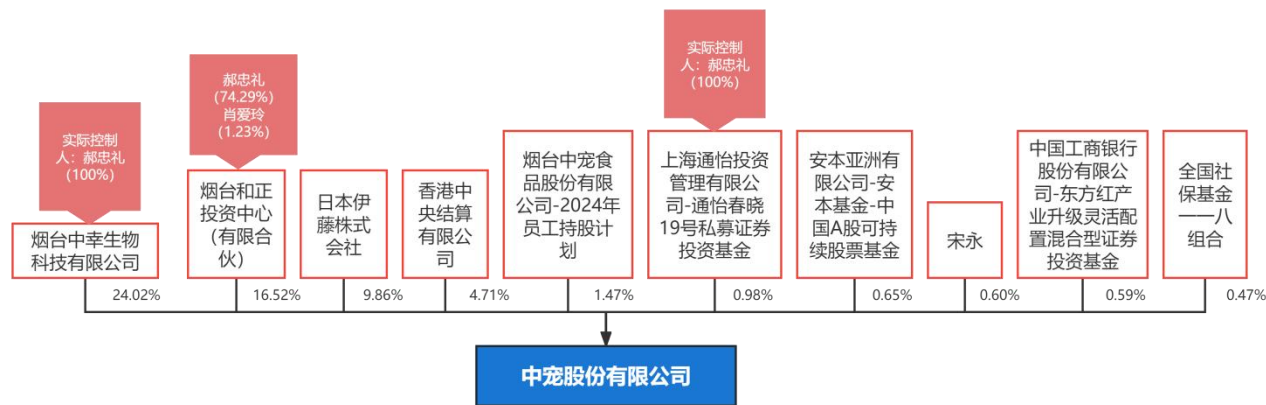
2013 年	公司“Wanpy”品牌荣膺中国宠物食品行业首个“中国驰名商标”。
2015 年	投资 2800 万美元的位于美国南加州、全美最大的宠物零食工厂正式建成投产，并实现了当年投产，当年盈利的佳话，这是中国宠物行业第一家到发达国家投资建厂的企业，公司国际化道路再迈上一个新的台阶。
2017 年	公司在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为中国宠物行业深交所主板第一股。
2018 年	中宠股份总投资 1600 万美元的加拿大工厂建成投产。成为目前加拿大规模最大的宠物零食工厂，旗下有自主品牌“Great Jack’s”、“Buddy Jack’s”等，成功进入 Costco、PetSmart、Petco 等北美著名零售连锁渠道销售。加拿大工厂于 2021 年实现盈利。
	中宠股份首发 IPO 募投项目——全球最大的宠物零食工厂（第九工厂）建成投产。工厂总建筑面积超 40000 平方米，设计产能 15000 吨，全球最大的宠物零食 4.0 版本的工厂正式落户中国宠物零食的发源地——烟台。
	中宠股份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。
	中宠股份正式入股中国最大的宠物医疗集团、一站式宠物服务平台——新瑞鹏宠物医疗集团，实现了中国优质宠物食品产业与高端宠物医疗产业的强强联合。
2019 年	中宠股份募投项目——总投资 4 亿元的新湿粮工厂开工建设，占地面积 70 亩，总建筑面积 4.5 万 m ² ，设计产能 5 万吨，是亚太最大的宠物湿粮工厂，2020 年 12 月投入使用。
	中宠股份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，实现了当年投产、当年盈利的佳绩。目前中宠股份柬埔寨第二间工厂，正在建设中。
2021 年	中宠股份投资人民币约合 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，充分整合国内外宠物产业优质资源，为国内及全球爱宠提供更多高品质的宠物食品。
	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。
2022 年	中宠股份投资 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，标志着目前全球最高端的干粮生产基地落户中宠股份。
2025 年	作为中国宠物食品行业首个在墨西哥布局的企业，投资 1 亿元，建成占地面积 1 万平方米的墨西哥工厂，产品覆盖宠物零食等品类。

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.2 公司股权结构清晰，管理层经验丰富

中宠股份实际控制人为郝忠礼和肖爱玲夫妇。截至 2025 年三季报数据，公司前三大股东分别为烟台中幸生物科技有限公司、烟台和正投资中心（有限合伙）和日本伊藤株式会社。郝忠礼先生持有烟台中幸生物科技有限公司和上海通怡投资管理有限公司两家公司的 100%股权，持有烟台和正投资中心（有限合伙）74.29%股权。

图 2、公司股权结构图



数据来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部，数据截至 2025 年第三季度

2024 年 8 月，公司推出员工持股计划，购买回购股票的价格为 10.00 元/股，涉及的标的股票规模不超过 446.3858 万股，约占公司当时总股本的 1.52%。

根据公司的发展战略，境内和境外业务相关人员所产生效益的考核标准存在差异，因此公司分两部分人员进行区分考核，境内业务所属的参与对象不超过 37 人，境外业务所属的参与对象不超过 39 人，该员工持股计划业绩考核年度为 2024-2026 年度。

表 2、2024 年 8 月推出的员工持股计划业绩考核

境内收入目标				
	目标值（亿元）	触发值（亿元）	目标值（%）	触发值（%）
2024 年	14.12	13.79	30.00%	27.00%
2025 年	17.64	16.96	62.45%	56.21%
2026 年	22.11	20.98	103.57%	93.21%
境外收入目标				
	目标值（亿元）	触发值（亿元）	目标值（%）	触发值（%）
2024 年	28.75	28.54	8.00%	7.20%
2025 年	31.62	28.46	126.80%	114.12%
2026 年	35.61	32.05	260.56%	234.50%
总收入目标				
	目标值（亿元）	触发值（亿元）	目标值（%）	触发值（%）
2024 年	42.87	42.33	14.41%	12.97%
2025 年	49.27	45.43	31.48%	21.23%
2026 年	57.71	53.03	54.03%	41.52%
净利润目标				
	目标值（亿元）	触发值（亿元）	目标值（%）	触发值（%）
2024 年	3.00	2.93	28.64%	25.78%
2025 年	3.90	3.74	67.24%	60.52%
2026 年	4.70	4.46	101.54%	91.39%

数据来源：公司公告，江海证券研究发展部，注：境外收入的目标/触发值增速为区间累计增速

公司管理团队经验丰富，为公司持续稳健发展提供了保障。董事长郝忠礼，自 1999 年起深耕宠物食品行业，现任多家子公司董事长，行业经验丰富。副董事长伊藤范和，来自日本伊藤株式会社，自 2012 年起担任日本伊藤株式会社总经理，并在中宠股份担任副董事长，为公司带来国际化的管理视野。常务副总裁江移山，拥有丰富的生产技术和企业管理经验，自 2000 年起在公司担任多个要职。副总裁团队包括刘淑清、张蕴暖、接元昕、朱红新及董海风等人，他们在财务、国际贸易、生产管理及项目管理等领域发挥着重要作用。财务总监肖明岩自 2023 年起担任公司 CFO。董事会秘书任福照，自 2022 年起负责公司信息披露及投资者关系管理。

表 3、公司高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	相关履历
郝忠礼	董事长 /董事/ 总裁	1962 年	本科	1999 年 7 月至 2011 年 7 月，任烟台爱思克食品有限公司董事长、经理；2011 年 7 月至今，任烟台爱思克食品有限公司（烟台好氏宠物食品科技有限公司）执行董事、总经理；2002 年 3 月至 2014 年 11 月，任烟台中宠食品有限公司董事长、总经理；2008 年 1 月至 2011 年 12 月，任烟台爱丽思中宠食品有限公司副董事长、经理；2011 年 12 月至今，任烟台爱丽思中宠食品有限公司执行董事、总经理；2011 年 3 月至今，任烟台顽皮宠物用品销售有限公司董事长；2012 年 6 月至今，任烟台中卫宠物食品有限公司副董事长；2012 年 10 月至今，任烟台顽皮国际贸易有限公司执行董事、总经理；2012 年 11 月至 2021 年 12 月，任上海中宠食品科技有限公司（原“烟台中宠宠物卫生用品有限公司”）执行董事；2014 年 1 月至今，任美国 Jerky 公司执行董事、经理；2014 年 3 月至今，任美国好氏执行董事、经理；2017 年 9 月至 2022 年 3 月，任烟台中宠德益宠物食品销售有限公司执行董事；2018 年 4 月至 2021 年 11 月，任安徽省中宠颂智科技有限公司董事长；2018 年 5 月至今，任北京中宠好氏宠物食品有限公司（原“威海好宠电子商务有限公司”）董事长；2018 年 6 月至 2021 年 12 月，任南京云吸猫智能科技有限公司董事长；2020 年 8 月至今，任上海中宠品牌管理有限公司董事长；2020 年 11 月至今，任杭州中宠华元宠物科技有限公司董事长；2020 年 12 月至 2024 年 10 月，任山东顽宠电子商务有限公司董事长；2020 年 12 月至 2022 年 9 月，任上海中宠网络科技有限公司董事长；2018 年 11 月至今，任 NPTC 董事；2018 年 8 月至 2021 年 6 月，任南京极宠家智能科技有限公司（原“滁州云宠智能科技有限公司”）副董事长；2021 年 7 月至今，任上海好氏宠物食品有限公司董事长；2023 年 3 月至今，任重庆乐檬宠物食品有限公司董事长；2024 年 7 月至 2024 年 8 月，任中宠科技（烟台）有限公司执行董事、总经理；2014 年 11 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司董事长、总裁（总经理）。
伊藤范和	副董事长/ 董事	1975 年	本科	2001 年 9 月至 2011 年 8 月任日本伊藤株式会社职员；2012 年 7 月至今任日本伊藤株式会社总经理；2002 年 1 月至 2014 年 11 月，任烟台中宠食品有限公司副董事长；2014 年 11 月至今任烟台中宠食品股份有限公司副董事长。

江移山	常务副总裁	1968 年	本科	2000 年 6 月至 2002 年 3 月，任烟台爱思克食品有限公司生产技术部部长；2008 年 1 月至 2010 年 9 月，任烟台爱丽思中宠食品有限公司监事；2010 年 9 月至 2011 年 12 月，任烟台爱丽思中宠食品有限公司董事；2011 年 3 月至今，任烟台顽皮宠物用品销售有限公司董事；2012 年 6 月至今，任烟台中卫宠物食品有限公司董事；2014 年 1 月至今，任美国 Jerky 公司董事；2021 年 12 月至今，担任烟台中宠联合供应链有限公司执行董事兼总经理；2002 年 3 月至 2014 年 11 月，先后任烟台中宠食品有限公司生产技术部部长、副总经理、常务副总经理、董事；2024 年 8 月至今，任中宠科技（烟台）有限公司董事、经理；2014 年 11 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司董事、常务副总裁（常务副总经理）；2020 年 7 月至今，担任爱淘宠物董事；2022 年 10 月至今，任九江华好共创宠物食品有限公司副董事长、副总经理；
刘淑清	副总裁	1975 年	本科	2002 年 9 月至 2014 年 11 月，任烟台中宠食品有限公司财务部长；2007 年 12 月至今，任烟台顽皮宠物用品销售有限公司监事；2012 年 6 月至今，任烟台中卫宠物食品有限公司监事；2012 年 11 月至今，任上海中宠真致宠物食品有限公司（原“上海中宠食品科技有限公司”）监事；2014 年 11 月至 2015 年 8 月，任烟台中宠食品股份有限公司董事会秘书；2014 年 11 月至 2016 年 4 月，任烟台中宠食品股份有限公司财务负责人、财务部部长；2016 年 4 月至 2019 年 8 月，任烟台中宠食品股份有限公司财务总监；2019 年 8 月至 2020 年 10 月，任烟台中宠食品股份有限公司审计部总监；2020 年 10 月至 2023 年 11 月，任烟台中宠食品股份有限公司财务总监；2023 年 11 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司副总裁；2020 年 11 月至今，任山东顽宠电子商务有限公司监事；2020 年 12 月至 2022 年 9 月，任上海中宠网络科技有限公司监事；2021 年 12 月至今，任烟台中宠联合供应链有限公司监事；2021 年 10 月至今，任杭州领先宠物食品有限公司监事；2021 年 7 月至今，任上海好氏宠物食品有限公司监事；2023 年 3 月至今，任重庆乐檬宠物食品有限公司监事。
张蕴暖	副总裁	1976 年	硕士	2020 年 11 月至 2024 年 10 月，任山东顽宠电子商务有限公司董事；2002 年 6 月至 2014 年 11 月，先后任烟台中宠食品有限公司国际贸易部部长、副总经理；2014 年 11 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司副总裁（副总经理）；2015 年 8 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司董事；2022 年 10 月至今，任九江华好共创宠物食品有限公司董事。
接元昕	副总裁	1979 年	本科	历任烟台中宠食品股份有限公司总裁助理、项目发展总监；现任烟台中宠食品股份有限公司副总裁，杭州领先宠物食品有限公司总经理，全面分管杭州领先宠物食品有限公司、项目发展等投后管理工作。
朱红新	副总裁	1977 年	大专	1999 年 9 月至 2002 年 12 月，先后任烟台爱思克食品有限公司仓库保管、车间班长、生产管理主管、烟台中宠食品股份有限公司总质检；2003 年 1 月至 2007 年 12 月，任烟台中宠食品有限公司生产部部长；2008 年 1 月至 2011 年 7 月，任烟台爱丽思中宠食品有限公司制造部部长；2011 年 8 月至 2014 年 11 月，任烟台中宠食品有限公司烘干制造部部长；现任美国 Jerky 公司董事、总经理；2014 年 11 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司副总裁（副总经理）。
董海风	副总裁	1979 年	硕士	现任烟台中宠食品股份有限公司董事长助理兼副总裁、中宠股份职工董事。
肖明岩	财务总监	1976 年	硕士	2023 年 9 月至今任烟台中宠食品股份有限公司 CFO，现任烟台中宠食品股

	监			份有限公司 CFO、财务总监。
任福照	董事会 秘书	1988 年	本科	2022 年 4 月至 2022 年 7 月任烟台中宠食品股份有限公司证券部部长；2022 年 7 月至今，任烟台中宠食品股份有限公司董事会秘书。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.3 公司近年营业收入和净利润持续增长

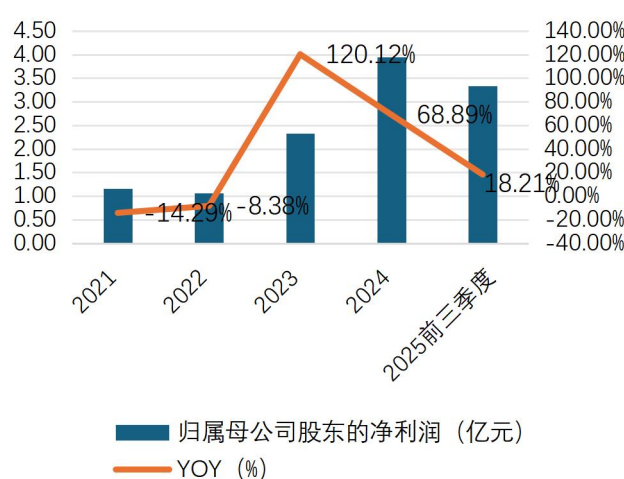
2022-2024 年公司营业收入增速处于上升通道，2023-2024 年公司归母净利润处于快速增长通道。2024 年实现营业收入 44.65 亿元，同比增长 19.15%，2024 年归母净利润为 3.94 亿元，同比增长 68.89%。

图 3、公司营业收入及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 4、公司归母净利润及增长情况

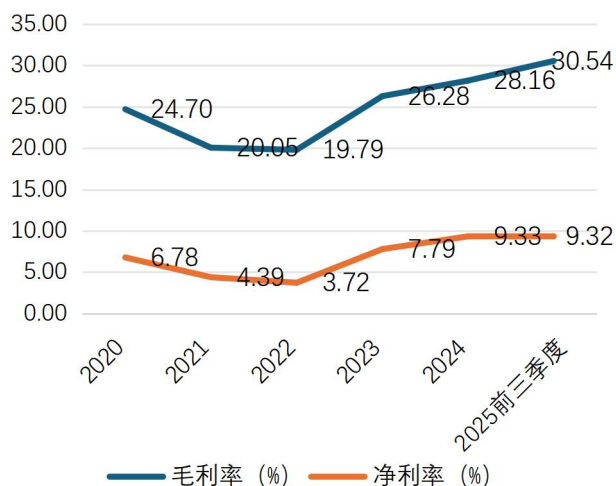


数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

近年公司毛利率稳步提升，主要得益于公司近年来持续推动产品结构调整和品牌升级，采取对产品 SKU 梳理、对渠道进行管控、推出高毛利新品等举措来推动公司整体毛利率的提升。未来公司仍将继续进行产品结构优化和提升自主品牌影响力，预计毛利率仍有望保持稳健上升的态势。

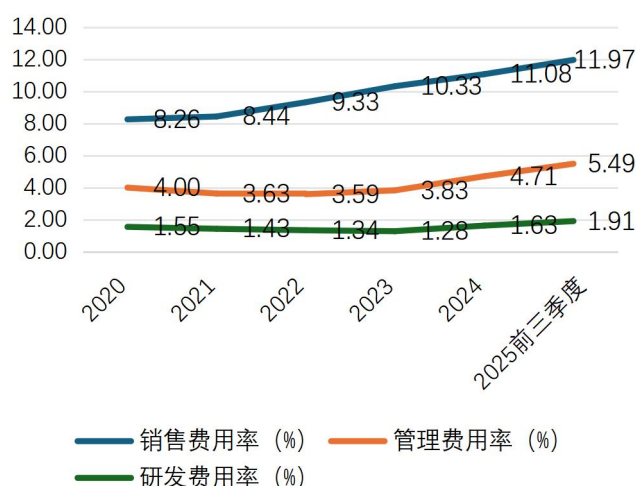
公司销售费用率自 2020 年以来处于稳步提升的趋势，从 2020 年的 8.26% 提升至 2025 年前三季度的 11.97%。公司的销售费用主要聚焦于自主品牌的构建与拓展。目前，公司自主品牌的产品在境内和境外市场均有销售，且境内业务的销售占比相对更高。因此，销售费用在很大程度上用于支持国内自主品牌的建设与发展。然而，自主品牌出海业务也是公司战略布局中的关键一环，公司会对此进行相应的资源倾斜，包括销售费用的投入，以推动自主品牌在国际市场上的影响力与份额的提升。

图 5、公司毛利率及净利率变化



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

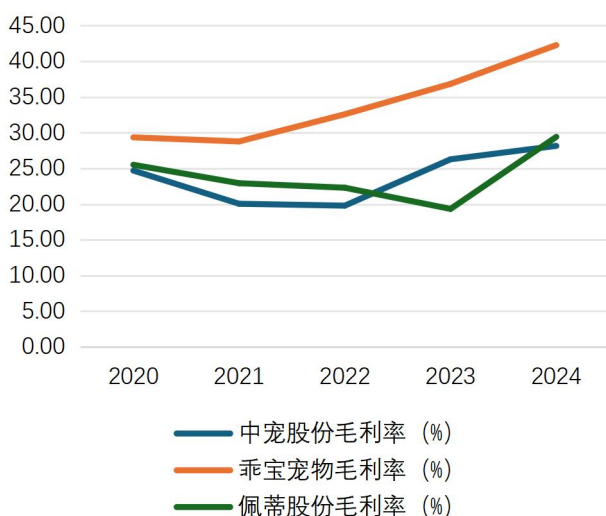
图 6、公司费用率变化



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

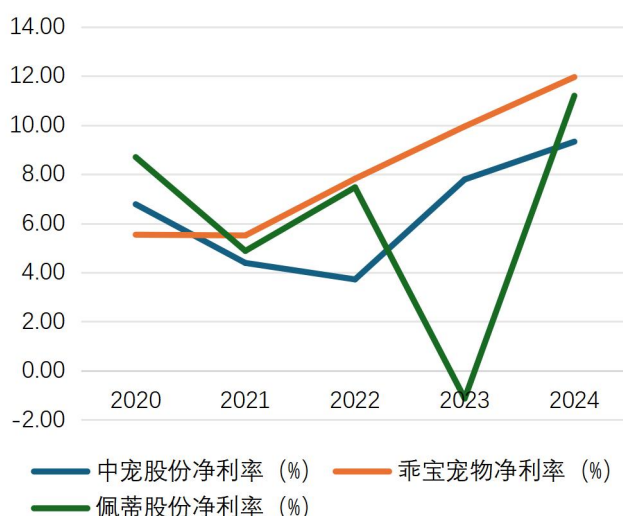
乖宝宠物自有品牌占比高，毛利率表现优于中宠和佩蒂。2024 年乖宝宠物毛利率 42.27%，而中宠和佩蒂主粮毛利率分别为 28.16%和 29.42%。乖宝毛利率高于中宠和佩蒂主要系乖宝主粮和自有品牌业务占比高，2020-2022 年公司自有品牌占比分别为 49.55%、51.95%和 60.55%，与中宠和佩蒂相比，乖宝自有产品占比较高。更高的自有品牌占比意味着公司拥有更大的自主权在产品价格设定和成本管控上，从而能更迅速且灵活地调整价格策略，提高利润率。此外，2024 年乖宝主粮收入占比 51.30%，高于 2024 年中宠主粮收入占比 24.78%，也高于 2024 年佩蒂主粮和湿粮收入占比 7.13%。

图 7、行业内主要公司毛利率对比



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 8、行业内主要公司净利率对比



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

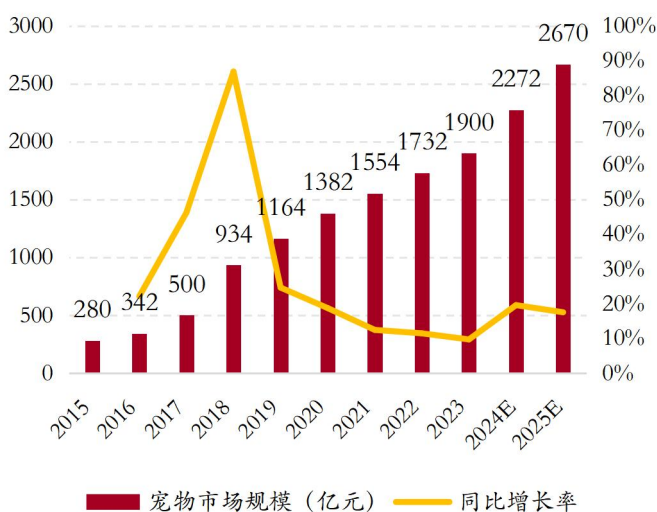
2 借势宠物食品行业增长，公司持续打造产品力及开拓海内外市场

2.1 养宠渗透率持续提升，宠物食品行业规模增长

根据艾媒咨询数据，2022 年中国宠物食品行业规模达到 1732 亿元。预计到 2025 年，中国宠物食品市场规模将达到 2670 亿元，复合年增长率为 15.5%，行业处于较快速增长的阶段。

根据 Research And Markets 数据，2022 年全球宠物食品市场规模达到 1189 亿美元。展望未来，预计到 2028 年，该市场规模将增至 1616 亿美元，复合年增长率为 5.35%，增速低于中国宠物食品行业市场规模增速。

图 9、2015-2025 年中国宠物食品行业规模及预测



数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

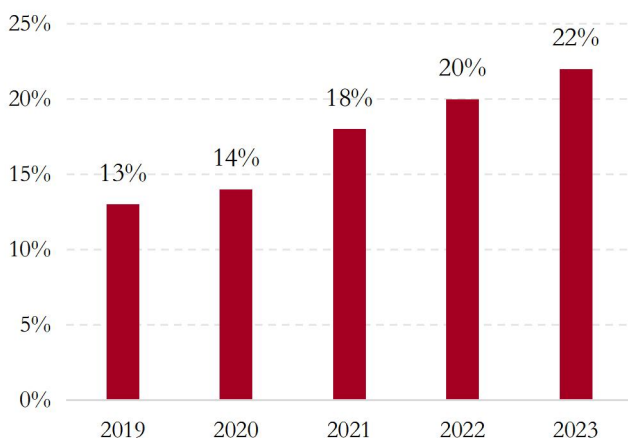
图 10、全球宠物市场规模



数据来源：Research And Markets，江海证券研究发展部

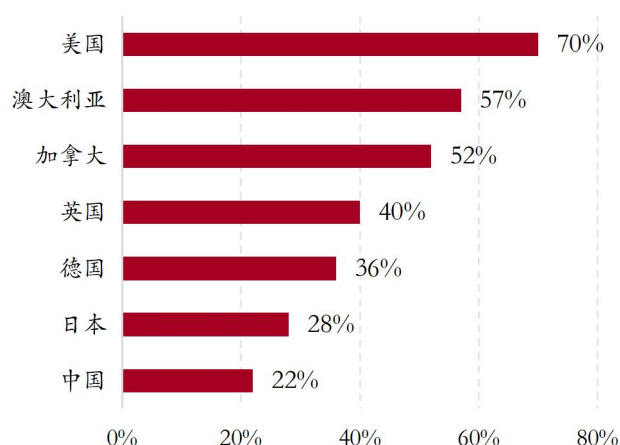
从 2019 年到 2023 年，中国养宠家庭户数渗透率逐年上升，从 2019 年的 13% 提升到了 2023 年的 22%。然而，与美国的 70% 宠物渗透率和欧洲其他国家渗透率相比，中国养宠家庭户数渗透率仍有较大提升空间。

图 11、2019-2023 年中国宠物家庭户数渗透率



数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

图 12、国内外宠物渗透率水平对比

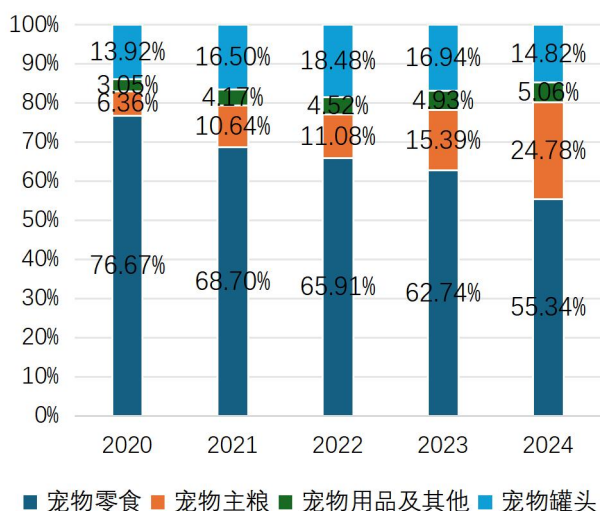


数据来源：勤策消费研究，江海证券研究发展部

2.2 以自主品牌建设为核心，持续提升主粮收入占比

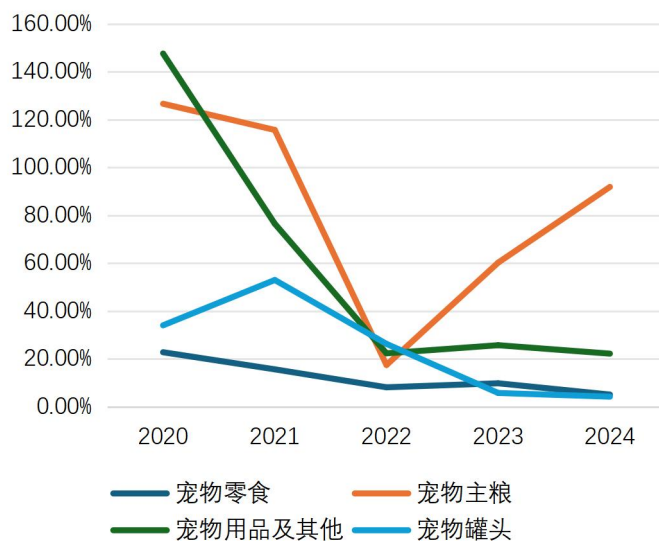
在宠物食品的分类中，宠物主粮现行分类包含干粮、半干粮和湿粮主粮三大形态，宠物零食现行分类包含咬胶、冻干、烘干及湿粮类零食等。2020 年以来，公司宠物主粮收入增速较高，且宠物主粮收入占比持续提升，从 2020 年的仅 6.36% 收入占比提升至 2024 年的 24.78% 收入占比。宠物零食仍是公司营业收入占比最高的品类，但收入占比持续下降，2024 年该品类收入占比下降至 55.34%。从不同品类毛利率水平来看，近年公司宠物主粮毛利率水平高于宠物零食毛利率水平，宠物主粮收入占比的提升有助于提升公司整体毛利率水平。

图 13、公司营业收入结构



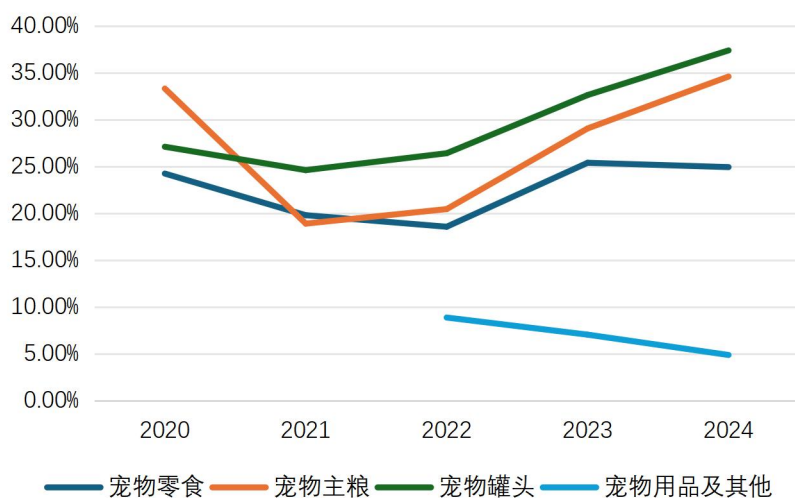
数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

图 14、公司分产品线增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

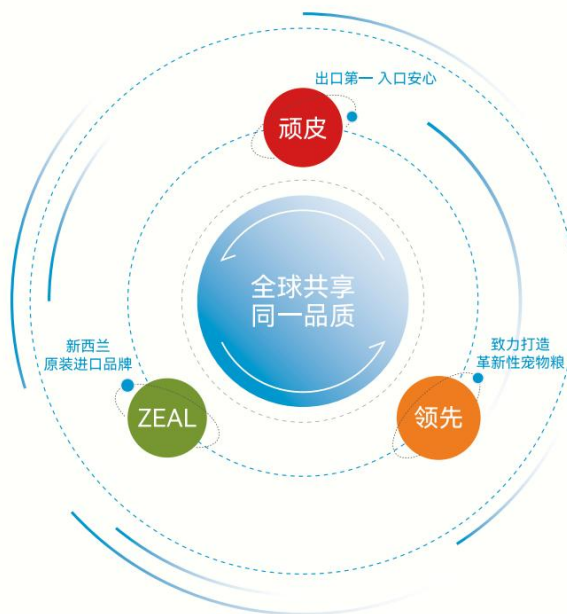
图 15、公司不同产品系列毛利率



数据来源：同花顺 iFind，公司公告，江海证券研究发展部

品牌矩阵方面，公司目前通过“WANPY 顽皮、TOPTREES 领先、新西兰 ZEAL 真致”品牌抢占国内中高端市场，通过“WANPY 顽皮、TOPTREES 领先、新西兰 ZEAL 真致、Great Jack's、Jerky time、TRULY”等品牌抢占海外市场，产品销往全球五大洲 73 个国家。

图 16、公司三大核心品牌



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

“WANPY 顽皮”品牌始建于 1998 年，是中宠股份旗下创立时间最长的品牌，也是中国宠物行业首个获得“中国驰名商标”的宠物食品品牌。2024 年 10 月，“WANPY 顽皮”品牌提出“100% 鲜肉全价猫粮”产品系列，产

品定位中高端，升级鲜肉无谷系列。突出产品具备高比例鲜肉添加的优势，同时强化锁鲜工艺，确保产品品质与新鲜度。小金盾系列在上市首年便展现出了卓越的市场表现，成功斩获“抖音宠物猫干粮爆款榜、人气榜 TOP1”等多项权威荣誉。顽皮小金盾 100% 鲜肉猫粮凭借其出色的品质，在今年 5 月的它博会上荣获“主粮 TOP3”行业大奖。

图 17、顽皮小金盾 100% 鲜肉系列产品



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

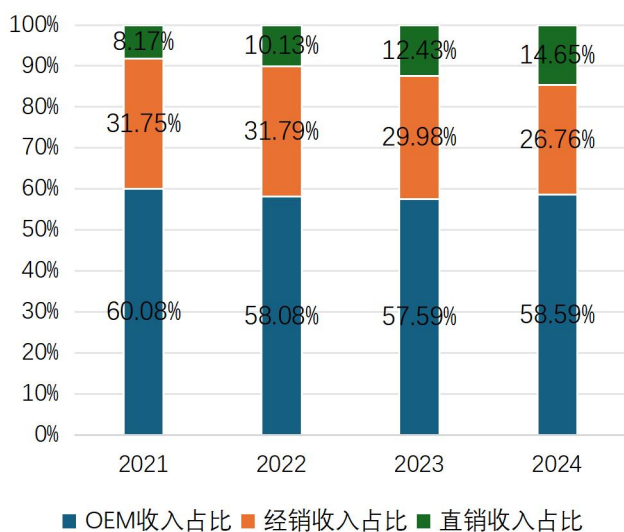
“WANPY 顽皮”积极推进产品创新战略，小金盾系列实现全面上新，产品矩阵覆盖烘焙粮、膨化粮、主食猫条、主食罐、主食餐包等 5 大核心品类，共计 12 款产品，满足了宠物主多样化的消费需求。在明星合作领域，“WANPY 顽皮”成功与国民偶像欧阳娜娜达成合作，邀请其担任品牌代言人。欧阳娜娜在年轻群体中拥有广泛的影响力和极高的认可度，借助其强大的明星效应，增强了年轻消费者对该品牌的好感度和认同感。

“新西兰 ZEAL 真致”品牌源于 1999 年，是新西兰天然宠物食品公司 The Natural Pet Treat Company (NPTC) 旗下品牌，2018 年公司完成对“新西兰 ZEAL 真致”品牌的收购。2019 年该品牌开始进军全球市场，产品为新西兰原装进口高端宠物食品，包括犬猫风干粮、犬猫湿粮罐头、犬猫专用牛奶、零食、鳕鱼油等，产品销往全球 30 多个国家和地区。

“TOPTREES 领先”是公司旗下的高端宠物食品品牌，产品包括犬用、猫用两大类，涉及宠物主粮、湿粮和零食等。

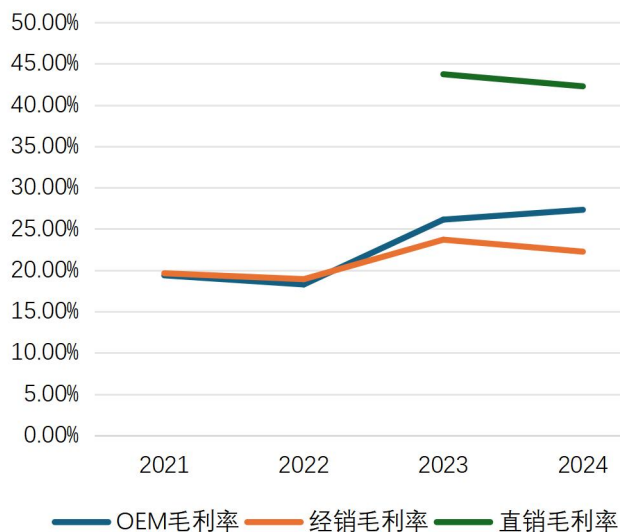
未来，公司将持续优化产品结构，提升主粮等毛利率高的产品的占比以提升整体毛利率水平，例如“WANPY 顽皮”品牌不断推出和升级主粮产品，包括小金盾鲜肉粮等。

图 18、公司不同销售模式收入占比



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 19、公司不同销售模式毛利率



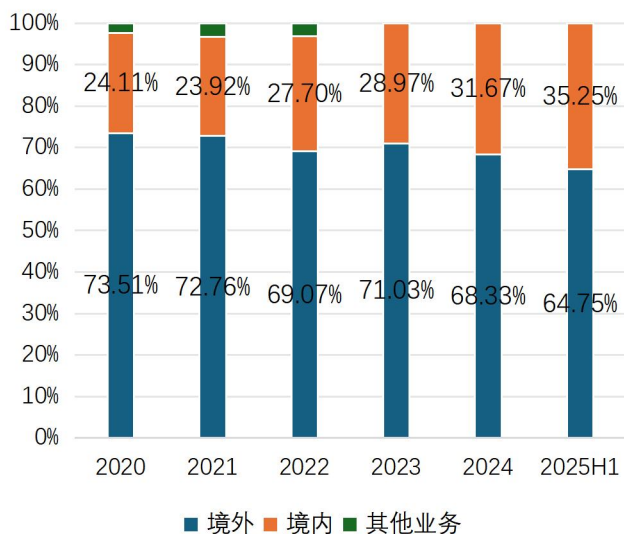
数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

2.3 聚焦国内市场，加速海外市场发展

公司以境外收入为主，近年境外收入占比处于震荡下行的趋势，2020 年公司境外收入占比为 73.51%，2025 年上半年该占比下降至 64.75%。境外方面，北美市场是公司最大的销售市场，中宠已建立起美国、加拿大、墨西哥三国工厂协同运营的格局，形成了完善的当地生产体系。境外业务方面，公司将持续扩大 OEM/ODM 产品市场规模，通过积极参与国际展会、精准投放广告等多元化营销手段，持续加大自主品牌的海外市场推广力度。

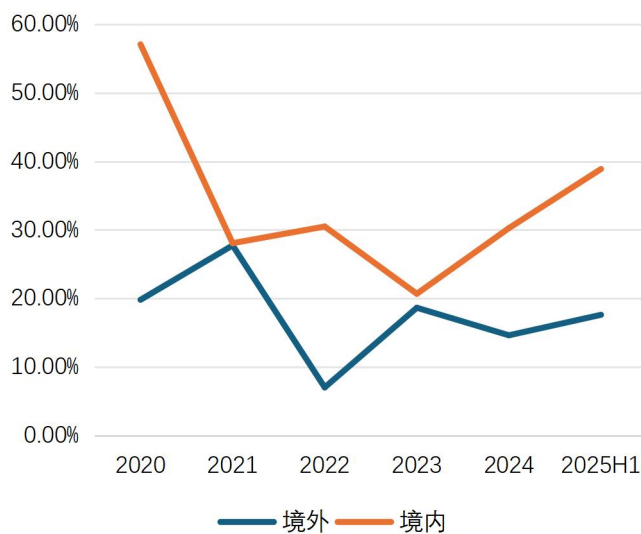
公司持续加大境内业务的投入，近年境内业务收入增速持续高于境外业务收入增速。2024 年，公司境内业务板块达成全面盈利。展望后续发展，公司计划持续提升境内市场的盈利水平。通过采取一系列举措，包括提高高毛利产品在公司销售中的占比、不断优化产品结构、增加直营渠道的销售以及提升工厂的稼动率等，公司整体的毛利率有望实现稳步改善。

图 20、公司分地区营业收入结构



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

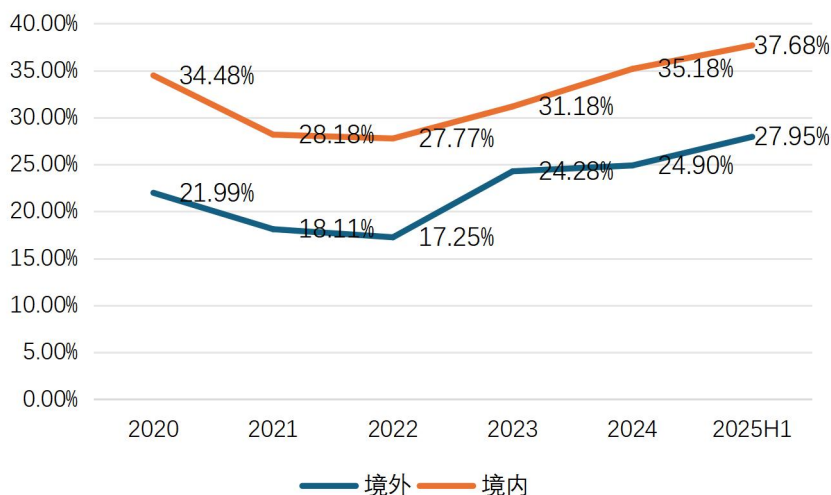
图 21、公司分地区营业收入增长率



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

近年公司境内外毛利率均稳步提升，2024 年公司境内毛利率为 35.18%，同比提升 4.00pct，2024 年境外毛利率为 24.90%，同比提升 0.62pct。境内毛利率提升得益于公司近年持续移动产品结构调整和品牌升级，采取对产品 SKU 进行梳理、渠道进行管控和推出高毛利新品等举措。未来公司仍将继续进行产品创新和品牌建设，持续优化产品结构，提升自主品牌影响力。

图 22、公司分地区毛利率



数据来源：同花顺 iFind，公司公告，江海证券研究发展部

2.4 稳步推进全球产业链布局，巩固传统代工业务规模

公司产能分布在中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨和墨西哥 6 个国家，其中公司的美国/墨西哥工厂是中国宠物食品行业第一家在美国/墨西哥建

设的工厂。目前公司在全球拥有 23 间现代化宠物食品生产基地、1 所专家级研发中心及 1 所宠物营养健康研究院。其中，国内拥有 14 间现代化工厂，海外拥有 9 间现代化工厂。公司凭借全球化的工厂布局战略，增强了应对突发事件以及局部风险的能力。这种布局能契合各地区客户的多样化需求，同时确保公司产品能够稳定、持续地供应至全球各个国家和地区。

图 23、公司全球化布局



数据来源：公司官网，江海证券研究发展部

顽皮 5.0 智慧工厂在鲜肉原料品质检测方面，构建了严苛的体系，采取 25 道工序与 49 项数据监测双轨并行的模式，全方位保障鲜肉原料的安全。其宠粮生产线由瑞士布勒（作为全球两大顶级设备供应商之一）专属定制，能够在 45 分钟内快速切换生产模式，得以应对多样化的生产需求。工厂内所有生产管道均采用医药生产级别的 316L 不锈钢材质，生产线可 24 小时不间断高效运转。

图 24、公司国内工厂布局





数据来源：公司官网，江海证券研究发展部

今年加拿大工厂第二条生产线顺利建成，墨西哥工厂亦同时完成了建设。墨西哥工厂投资近1亿元，占地面积1万平方米，产品覆盖宠物零食等品类。墨西哥工厂是中国宠物食品行业首个在墨西哥布局的工厂，继美国工厂、加拿大工厂、柬埔寨工厂和新西兰工厂之后，公司在全球产业链的布局上又更进一步。展望未来，中宠股份将积极整合北美地区的区位优势资源。通过推动墨西哥工厂与现有海外基地之间的紧密协作，构建起一个协同高效的运营网络。

按照公司产能建设规划情况，2026年美国第二工厂也将建成投产，届时将显著提升公司在北美的产能和市场响应效率，有利于巩固公司在北美市场的生产规模。

图 25、公司海外产能布局



数据来源：公司官网，江海证券研究发展部

在本轮关税加征政策落地前，公司销往北美市场的产品主要由美国工厂、加拿大工厂以及柬埔寨工厂生产。国内产能专注于满足欧洲、东南亚以及国内市场的需求。因此，本轮关税调整仅对国内出口业务中出口至美国的部分产生影响，该部分业务在公司整体营收中所占比例相对较低。并且，公司已制定应对策略，未来这部分订单将逐步转移至柬埔寨工厂进行生产。综合来看，关税调整对公司造成的影响处于可控范围之内。

3 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

我们对公司分产品类别进行盈利预测：

宠物零食：2024 年宠物零食板块营业收入增速较快，主要系公司产品分类进行了调整所致。宠物零食是公司营业收入占比最高的品类，但收入占比持续下降，2024 年该品类收入占比下降至 55.34%。预计宠物零食板块仍将实现稳健增长，我们预计 2025-2027 年宠物零食营业收入增长率分别为 15.00%/18.00%/20.00%，预计 2025-2027 年宠物零食毛利率分别为 29.00%/29.50%/30.00%。

宠物主粮：2020 年以来，公司宠物主粮收入增速较高，且宠物主粮收入

占比持续提升，从 2020 年的仅 6.36% 收入占比提升至 2024 年的 24.78% 收入占比。我们预计 2025-2027 年宠物主粮营业收入增长率分别为 50.00%/40.00%/30.00%，预计 2025-2027 年宠物主粮毛利率分别为 38.00%/39.00%/40.00%。

宠物用品及其他：我们预计 2025-2027 年宠物用品及其他业务营业收入增长率分别为 20.00%/20.00%/20.00%，预计 2025-2027 年宠物用品及其他业务毛利率分别为 15.00%/15.00%/15.00%。

综合毛利率：预计公司毛利率水平将稳步提升，预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 30.48%/31.50%/32.36%。

期间费用率：我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 12.00%/13.00%/14.00%；预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 1.42%/1.42%/1.43%；预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 4.50%/4.50%/4.50%。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 55.33/69.00/85.12 亿元，同比增长 23.93%/24.70%/23.37%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.68/5.88/7.24 亿元，同比增长 18.81%/25.66%/23.18%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 36.7/29.2/23.7 倍。

表 4、销售收入结构预测

收入(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
合计营收	4,464.75	5,533.03	6,899.55	8,511.82
YOY	19.15%	23.93%	24.70%	23.37%
宠物零食营收	3132.49	3602.36	4250.79	5100.95
YOY	33.25%	15.00%	18.00%	20.00%
宠物主粮营收	1106.51	1659.77	2323.68	3020.79
YOY	91.85%	50.00%	40.00%	30.00%
宠物用品及其他营收	225.75	270.90	325.08	390.09
YOY	22.20%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
整体	28.16%	30.48%	31.50%	32.36%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.2 估值及建议

公司的主营业务为宠物食品，产品品类主要包括宠物主粮、宠物零食和宠物用品。我们选取路斯股份、佩蒂股份和乖宝宠物为公司的可比公司，选取依据为主营业务类似。参考同花顺 iFinD 一致预期及此前我们对路斯股份的估值，可比公司 2025 年 PE 均值为 28.58 倍。中宠股份深耕宠物食品行业近 30 年，相比较龙头乖宝宠物而言，公司仍有较大成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300673.SZ	佩蒂股份	0.73	0.74	0.90	1.07	23.27	22.87	18.84	15.95
301498.SZ	乖宝宠物	1.56	1.82	2.32	2.92	46.55	39.97	31.25	24.93
920419.BJ	路斯股份	0.76	0.77	1.01	1.29	23.15	22.90	17.36	13.58
	算术平均值					30.99	28.58	22.48	18.15
002891.SZ	中宠股份	1.29	1.54	1.93	2.38	43.56	36.66	29.18	23.69

资料来源：同花顺 iFinD，数据截至 2025 年 10 月 28 日，江海证券研究发展部（注：佩蒂股份和乖宝宠物数据来自于同花顺 iFinD 一致预期）

4 风险提示

汇率波动风险。公司营业收入结构中，外销业务占据较大比重，且结算所使用的币种以美元为主，同时涉及部分其他外汇。伴随公司业务规模的扩大，汇率的波动变化可能引发相应的汇兑损失。这种汇兑损失将对公司的整体经营业绩以及子公司的经营成果产生一定程度的负面影响。

原材料价格波动风险。公司主营业务成本的构成中，原材料成本占据着最大的比例。公司的主要原材料涵盖鸡肉、鸭肉等肉类产品，原材料价格的波动会对公司经营产生双重影响。其一，原材料价格波动直接作用于公司的营业成本。当原材料价格上涨时，由于公司与客户之间的调价机制通常存在滞后性，在短期内，公司无法及时将成本上升的压力转嫁给客户，这将致使公司的毛利率水平出现下滑。其二，为了维持公司的正常生产运营，公司一般会保留一定数量的原材料安全库存。然而，若原材料价格在短期内大幅下降，公司所持有的存货就可能面临跌价损失的风险，进而对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧风险。近年来，得益于居民收入水平的稳步提升，国内宠物食品市场呈现出较为迅猛的增长态势。国内主要的宠物食品生产企业加大了市场拓展的力度，国内宠物食品行业的进入门槛相对较低，近年来涌现出

大量新增的宠物食品加工企业，市场竞争主体日益多元化。市场竞争的加剧必然会导致品牌推广、活动促销等销售费用的增加，压缩公司的利润空间。在这种情况下，公司在进行国内市场开拓时面临着较大的风险，需要审慎应对市场变化，制定有效的竞争策略。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2022	2066	2528	3014	3657
现金	527	513	636	793	979
应收票据及应收账款	468	627	730	963	1125
其他应收款	5	6	8	10	12
预付账款	17	22	26	34	40
存货	580	579	811	897	1184
其他流动资产	425	317	317	317	317
非流动资产	2369	2385	2682	3063	3509
长期股权投资	215	250	278	309	345
固定资产	1070	1374	1619	1934	2306
无形资产	93	92	98	102	101
其他非流动资产	990	669	687	719	757
资产总计	4390	4450	5211	6078	7167
流动负债	1186	1054	1420	1727	2099
短期借款	666	397	539	679	895
应付票据及应付账款	378	411	535	627	789
其他流动负债	142	247	345	421	416
非流动负债	785	782	691	615	547
长期借款	717	726	635	560	492
其他非流动负债	68	55	55	55	55
负债合计	1971	1836	2111	2342	2646
少数股东权益	187	187	248	332	434
股本	294	294	294	294	294
资本公积	1144	1096	1096	1096	1096
留存收益	817	1094	1533	2083	2752
归属母公司股东权益	2233	2428	2852	3404	4087
负债和股东权益	4390	4450	5211	6078	7167

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	447	496	420	650	688
净利润	292	416	530	671	827
折旧摊销	120	126	132	162	199
财务费用	29	18	43	36	34
投资损失	-21	-72	-33	-38	-41
营运资金变动	-13	-51	-259	-191	-340
其他经营现金流	41	59	7	9	10
投资活动现金流	-680	-59	-397	-505	-603
资本支出	407	242	401	512	609
长期投资	-289	144	-28	-31	-36
其他投资现金流	16	39	33	38	42
筹资活动现金流	84	-400	-42	-127	-115
短期借款	325	-269	143	140	216
长期借款	20	9	-91	-75	-68
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	-48	0	0	0
其他筹资现金流	-261	-92	-94	-191	-263
现金净增加额	-144	51	-20	18	-30

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3747	4465	5533	6900	8512
营业成本	2763	3208	3847	4726	5758
营业税金及附加	14	14	18	24	29
销售费用	387	495	664	897	1192
管理费用	144	210	249	310	383
研发费用	48	73	78	98	122
财务费用	29	18	43	36	34
资产和信用减值损失	-19	-24	-7	-9	-10
其他收益	4	12	7	7	8
公允价值变动收益	2	1	-1	-1	0
投资净收益	21	72	33	38	41
资产处置收益	0	-1	1	1	0
营业利润	372	508	667	844	1034
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	2	3
利润总额	370	505	665	843	1032
所得税	78	89	136	172	205
净利润	292	416	530	671	827
少数股东损益	59	23	62	83	103
归属母公司净利润	233	394	468	588	724
EBITDA	522	662	833	1042	1272
EPS (元)	0.77	1.29	1.54	1.93	2.38

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	19.1	23.9	24.7	23.4
营业利润(%)	140.5	36.4	31.3	26.6	22.5
归属于母公司净利润(%)	120.1	68.9	18.8	25.7	23.2
获利能力					
毛利率(%)	26.3	28.2	30.5	31.5	32.4
净利率(%)	7.8	9.3	9.6	9.7	9.7
ROE(%)	12.1	15.9	17.1	18.0	18.3
ROIC(%)	8.6	12.2	13.2	14.4	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	41.2	40.5	38.5	36.9
净负债比率(%)	37.5	25.5	23.5	17.6	14.3
流动比率	1.7	2.0	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.1	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	9.0	8.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.5	8.2	18.9	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.29	1.54	1.93	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	1.63	1.38	2.14	2.26
每股净资产(最新摊薄)	7.34	7.98	9.37	11.18	13.43
估值比率					
P/E	75.5	44.7	37.6	29.9	24.3
P/B	7.9	7.2	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	33.9	26.6	21.3	17.0	14.0

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。