



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 01 月 15 日

### 基础数据

01 月 14 日收盘价（元）	23.01
总市值（亿元）	43.92
总股本（亿股）	1.91

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证轻工】源飞宠物 2025 年三季度点评：Q3 利润表现靓丽，自主品牌加速成长-2025.11.01

【兴证轻工】源飞宠物 2025 年中报点评：Q2 业绩超预期，自主品牌未来可期-2025.09.04

### 分析师：林寰宇

S0190524080006  
linhuanyu@xyzq.com.cn

### 分析师：储天舒

S0190525070006  
chutianshu1@xyzq.com.cn

### 分析师：王月

S0190525070015  
wangyue1@xyzq.com.cn

源飞宠物(001222.SZ)

## 从制造走向品牌，双轮驱动筑壁垒

### 投资要点：

- **深耕宠物行业二十余年，内外销双轮发展，2024 年以来收入加速增长。**公司专注于宠物用品和宠物食品的研发、生产和销售，起步于外销代工，2023 年开始发力布局国内市场，并推出自主品牌，内外销双轮驱动下，2024 年以来收入加速增长。2025Q1-Q3，公司实现收入 12.8 亿元，同比+38%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比+9%，营业收入增长提速，国内自主品牌布局投入大，高费用投放阶段性导致利润增速稍慢。

- **外销端：美国宠物市场虽为存量市场，但国内代工企业的份额仍有较大提升空间，行业仍具备较强成长性，公司凭借优质的产品&客户，以及柬埔寨优势产能等，有望跑赢行业。**

（1）**行业角度：**公司外销以美国市场为主，根据欧睿数据，2025 年美国宠物用品/宠物食品市场规模分别为 261/603 亿美元，分别同比+2.3%/+4.2%，呈稳定增长趋势。

（2）**公司角度：**外销代工为公司的基本盘，2025H1 外销实现收入约 6.2 亿元，同比+31%，收入占比约 78.3%。产品方面，公司优势品类为牵引用具与零食，积极导入箱包和玩具等新品类；客户方面，公司与 Petco、PetSmart、Walmart 等客户深度合作；产能方面，2019 年便前瞻性布局柬埔寨产能建设，目前拥有爱淘与莱德两个基地，基本能够完全覆盖对美出口，且具备高效的生产水平与较强的盈利能力，2025H1 爱淘与莱德基地的净利率分别为 13%与 27%。此外，新产能预计在 2026 年释放，届时有望扩大生产规模并提升盈利中枢。

- **内销端：国内宠物经济高速发展，相比于美国市场成长性更强，公司 2023 年搭建了运营团队，并构建了销售渠道，经销代理雀巢等海外品牌，积累经验&完成磨合后，以零食品类为切入点，逐步布局自有品牌，双轨驱动拉动内销业务快速发展。**

（1）**行业角度：**国内宠物经济高速发展，量（宠物数量）价（单宠消费金额）齐升，2025 年我国城镇犬猫消费市场规模突破 3100 亿元。内容电商平台引领的渠道变革为新兴国产品牌提供了发展红利，帮助快速完成从 0 到 1 的原始积累。相较于主粮品类，零食品牌忠诚度低，更适合国产新品牌切入并突围。

（2）**公司角度：**公司 2023 年通过收购杭州肥圆网络科技有限公司，初步搭建了国内市场的运营团队及销售渠道，起初经销代理雀巢、玛氏旗下的众多品牌，在积累足够经验后，于 2024 年逐步推出匹卡噗等自有品牌，双轨驱动拉动内销业务快速发展，根据久谦数据，2025 年 3 月起，匹卡噗品牌线上 GMV 的同比增速均在 200%以上。我们认为，匹卡噗等自主品牌能够在竞争激烈的国内市场中逐渐兑现品牌势能主要得益于以下优势：一是核心品牌运营团队具备多年的线上代运营经验，能够实现产品+运营的协同；二是先从零食品类切入，通过打造爆款产品建立消费者认知，再逐渐布局主粮赛道。

- **投资建议及盈利预测：**公司保持双轮驱动战略，外销订单稳定增长，内销自主品牌高速增长。我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.83/2.26/2.74 亿元，分别同比+11.3%/+23.5%/+21.5%，对应 2026 年 1 月 14 日收盘价的 PE 分别为 24.0/19.5/16.0 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧风险，国际贸易环境变化风险，自主品牌发展不及预期风险

**主要财务指标**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1310	1752	2252	2702
同比增长	32.2%	33.8%	28.5%	20.0%
归母净利润（百万元）	164	183	226	274
同比增长	30.2%	11.3%	23.5%	21.5%
毛利率	22.9%	23.1%	23.2%	23.3%
ROE	12.4%	12.5%	13.6%	14.6%
每股收益（元）	0.86	0.96	1.18	1.44
市盈率	26.7	24.0	19.5	16.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

一、 源飞宠物：从制造走向品牌，多路径发展.....	5
（一） 深耕宠物行业，由外销代工延伸迈入内销自主品牌.....	5
（二） 营收增长提速，基本盘海外代工业务表现稳健.....	6
二、 外销：美国存量市场，优质产品&优势产能助力增长.....	9
（一） 美国宠物市场成熟，产品依赖于中国与东南亚进口.....	9
（二） 具备产品&客户&产能三大优势，成长可期.....	11
三、 内销：渠道搭建完成，看好内销自主品牌快速成长.....	15
（一） 国内宠物市场春风起.....	15
（二） 零食市场：更适合新品牌切入并突围.....	17
（三） 代理经销搭建核心渠道，发力自主品牌建设.....	19
四、 盈利预测与估值.....	24
五、 风险提示.....	25

## 图目录

图 1、 公司发展历程.....	5
图 2、 实控人庄明允及一致行动人持股 55.76%（截至 2025Q3）.....	6
图 3、 2025Q1-Q3 公司营业收入 12.8 亿元，同比+38%.....	7
图 4、 2025Q1-Q3 公司归母净利润 1.3 亿元，同比+9%.....	7
图 5、 分产品看，公司产品以零食与牵引用具为主.....	7
图 6、 分业务看，海外代工业务是基本盘.....	7
图 7、 受产品结构影响，公司毛利率稍有下滑.....	8
图 8、 分产品看，牵引用具业务毛利率高于零食业务.....	8
图 9、 分业务看，外销业务毛利率高于内销业务.....	8
图 10、 由于加大自主品牌费用投放等原因，期间费用率稍有提升.....	8
图 11、 2025 年美国宠物用品市场规模 261 亿美元，同比+2.3%.....	9
图 12、 2025 年美国宠物食品市场规模 603 亿美元，同比+4.2%.....	9
图 13、 美国宠物数量以及养宠家庭渗透率均呈现收敛趋势.....	9
图 14、 2025 年美国人均养宠支出约 1700 美元，相较于 2023 年提升约 200 美元.....	9
图 15、 美国进口的动物鞍具&挽具主要来自于中国、越南和柬埔寨.....	10
图 16、 美国进口的宠物零食主要来自于加拿大、泰国、中国、越南和柬埔寨.....	10
图 17、 美国专业宠物零售商中，PetSmart 和 Petco 市场份额领先.....	10
图 18、 Petco 营业收入及同比增速.....	11
图 19、 PetSmart 营业收入.....	11
图 20、 2024 年美国宠物食品电商渠道收入占比约 35%.....	11
图 21、 美国消费者线上购买宠物产品以亚马逊和 Chewy 为主.....	11
图 22、 2025H1 公司外销收入 6.2 亿元，同比+31%.....	12
图 23、 2025H1 公司外销收入占比约 78.3%.....	12
图 24、 公司积极投入研发，研发费用率行业领先.....	12
图 25、 公司客户结构相对分散，2024 年前五大客户收入占比约 55%.....	13
图 26、 莱德基地营业收入&净利润及同比.....	13
图 27、 爱淘基地营业收入&净利润及同比.....	13

图 28、	莱德基地&爱淘基地净利率水平.....	14
图 29、	截至 2025 年 12 月，爱淘基地公司持股 51%，中宠股份持股 49% .....	14
图 30、	2025 年我国宠物消费市场规模突破 3100 亿元.....	15
图 31、	从消费结构看，2025 年宠物食品仍是主要消费市场.....	15
图 32、	我国宠物数量整体保持上升.....	15
图 33、	2024-2025 年我国犬猫单宠消费水平持续回升 .....	15
图 34、	相较于美国，我国家庭宠物渗透率仍有较大提升空间.....	16
图 35、	我国宠物食品行业线上集中度 .....	16
图 36、	2021-2025E 国产与进口宠物食品品牌市场份额对比.....	16
图 37、	以主粮为例，国产品牌产品价格带低于国外品牌（元/kg） .....	17
图 38、	性价比是我国消费者购买宠物食品的决策因素之一 .....	17
图 39、	内容电商平台迅速崛起，成为宠物食品销售的阵地之一 .....	17
图 40、	宠物零食品类多种多样且消费者偏好各异.....	18
图 41、	大多数宠物主对于零食品牌忠诚度低，且更愿意进行品牌切换.....	18
图 42、	中宠股份收入结构拆分 .....	19
图 43、	乖宝宠物收入结构拆分 .....	19
图 44、	2025H1 公司内销收入 1.72 亿元，同比+137% .....	19
图 45、	2025H1 公司内销收入占比约 21.7%.....	19
图 46、	公司经销代理雀巢、玛氏旗下的众多品牌.....	20
图 47、	乖宝宠物品牌矩阵 .....	21
图 48、	公司销售费用以及销售费用率逐季攀升 .....	21
图 49、	公司积极参加线下展会提升品牌曝光度 .....	21
图 50、	2025 年 1-11 月公司线上销售仍以抖音平台为主 .....	22
图 51、	匹卡噗已陆续开通天猫、抖音、京东等线上店铺.....	22
图 52、	公司线上 GMV 高速增长 .....	22
图 53、	公司线上销售以爆品磨牙棒为主，逐渐导入猫/狗主粮等 .....	22
图 54、	2025 年双 11，匹卡噗品牌全网销量同比+500% .....	23
图 55、	源飞宠物分业务收入及盈利预测 .....	24

## 表目录

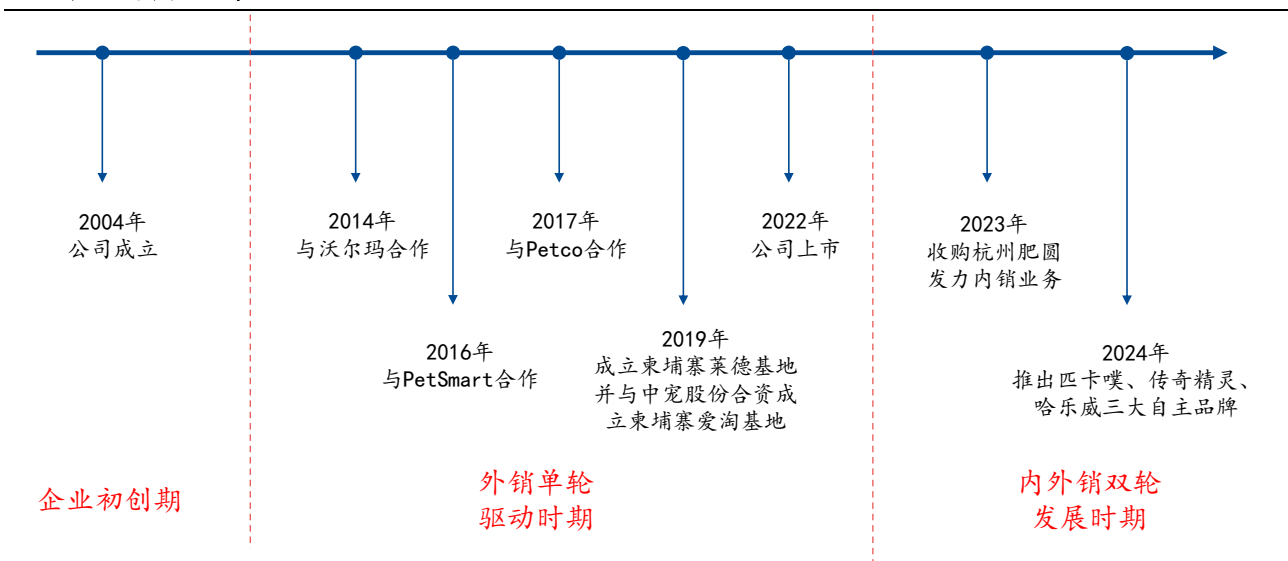
表 1、	公司主要产品包括牵引用具等宠物用品以及宠物零食+主粮等宠物食品 .....	5
表 2、	公司三大自主品牌梳理 .....	20
表 3、	2025 年 9-11 月，匹卡噗品牌部分产品上新梳理 .....	23
表 4、	可比公司盈利预测与估值对比（2026 年 1 月 14 日） .....	24

## 一、源飞宠物：从制造走向品牌，多路径发展

### （一）深耕宠物行业，由外销代工延伸迈入内销自主品牌

深耕宠物行业二十余年，内外销双轮发展。公司 2004 年成立，专注于宠物用品和宠物食品的研发、生产和销售，2014 年开始陆续与沃尔玛、Petco 和 PetSmart 等海外大客户合作并建立深度稳定的合作关系，2019 年在柬埔寨布局生产基地，2023 年开始发力内销市场。公司目前主要产品包括宠物牵引用具、宠物玩具等宠物用品，以及宠物零食、宠物干粮等宠物食品，其中，公司在宠物牵引用具领域具备优势地位。




图1、公司发展历程



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司主要产品包括牵引用具等宠物用品以及宠物零食+主粮等宠物食品

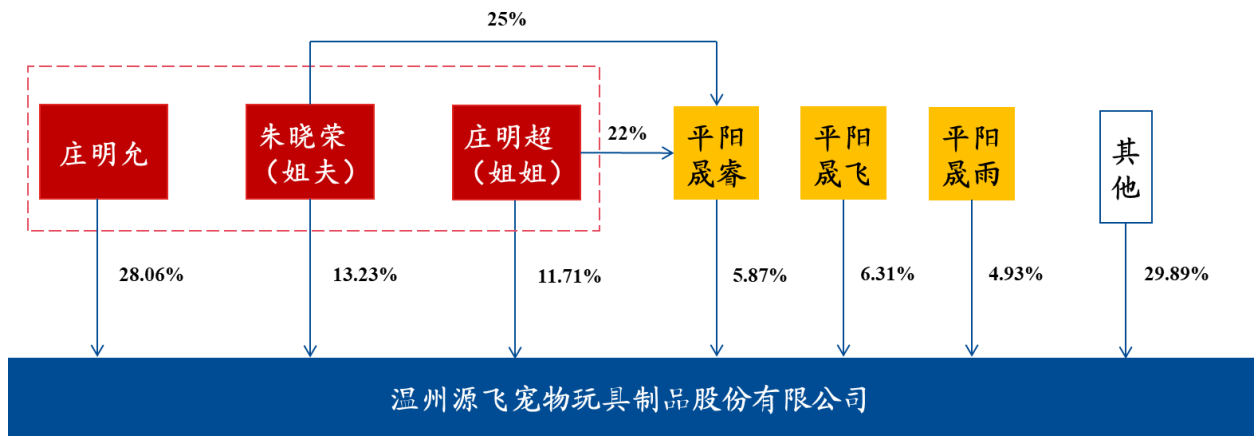
业务分类	产品&品牌分类	产品介绍及定位	产品示意图
	宠物牵引用具	主要产品包括牵引绳、胸背带、项圈及配饰等，用于宠物户外出行时的牵引控制，满足宠物的出行需求及户外防护需求	
外销代工	宠物零食	包括打结骨、压骨、洁齿骨等，用来保持宠物口腔健康、补充宠物营养物质，并帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动	
	宠物玩具及箱包等	用于改善宠物生活、提高宠物生活质量、增加互动等	
内销代理业务	经销雀巢、玛氏旗下的众多品牌		

内销自主品牌	匹卡噗	全品类高性价比的创新品牌，为宠物主提供多元化的商品选择，主要产品包括犬类磨牙棒、湿粮、冻干	
	传奇精灵	功能性的人宠生活品牌，满足宠物生命各阶段的营养需求，主要产品包括猫砂、猫粮等	
	哈乐威	高端营养，生鲜自然，为中国宠物家庭提供长效健康的喂养方案，主要产品包括烘焙主粮、冻干主粮等	

数据来源：公司公告，抖音肥圆宠物专营店，兴业证券经济与金融研究院整理

公司是浙江民营企业，股权结构稳定。实控人庄明允及一致行动人直接及间接合计持股 55.76%，公司股权较为集中，治理稳定。平阳晟睿、平阳晟飞、平阳晟雨均为持股平台，核心员工与公司利益深度绑定。

图2、实控人庄明允及一致行动人持股 55.76% (截至 2025Q3)

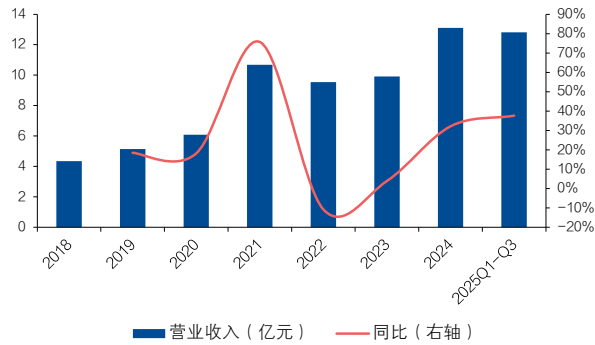


数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 营收增长提速，基本盘海外代工业务表现稳健

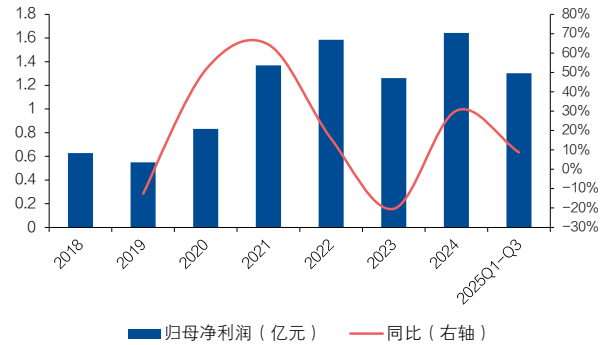
营业收入增长提速，国内自主品牌布局等阶段性挤压利润。(1) 收入端：由于下游客户去库周期结束，2024 年公司营收增长提速，共实现收入 13.1 亿元，同比+32%；2025Q1-Q3 共实现收入 12.8 亿元，同比+38%，主要得益于柬埔寨基地的稀缺性得到体现，开拓箱包&玩具等新品类，并发力国内市场等原因。(2) 利润端：2025Q1-Q3 共实现归母净利润 1.3 亿元，同比+9%，利润增速慢于收入增速，一方面源于公司产品结构变化(宠物零食收入占比提升)，另一方面源于内销自主品牌前期投放费用较大。

**图3、2025Q1-Q3 公司营业收入 12.8 亿元，同比 +38%**



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图4、2025Q1-Q3 公司归母净利润 1.3 亿元，同比 +9%**

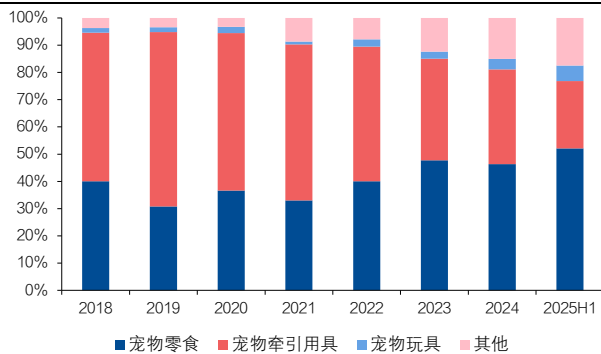


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**分产品看**，公司产品以零食与牵引用具为主，2025H1 收入占比合计为 77%。零食收入占比快速提升，已反超牵引用具成为公司第一大品类，零食收入占比由 2018 年的 40% 提升至 2025H1 的 52%，牵引用具收入占比由 2018 年的 55% 下降至 2025H1 的 25%。公司也在逐步开发箱包、玩具等新品类。

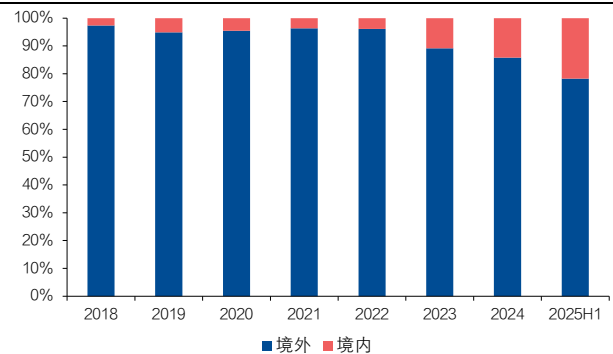
**分业务看**，海外代工业务是基本盘，主要给沃尔玛、Petco 和 PetSmart 等海外大客户做 OEM/ODM，2025H1 外销收入占比为 78.3%；2025H1 内销收入占比提升至 21.7%，以代理业务为主，自主品牌尚在起步期。

**图5、分产品看，公司产品以零食与牵引用具为主**



数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

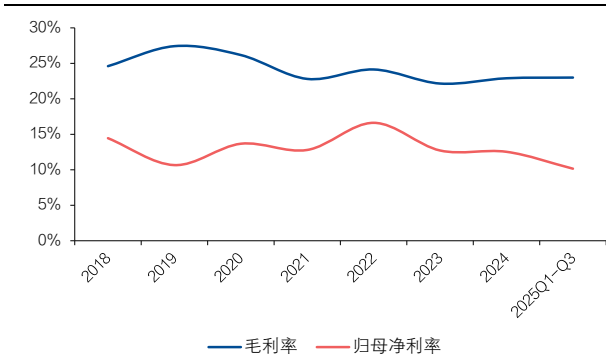
**图6、分业务看，海外代工业务是基本盘**



数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

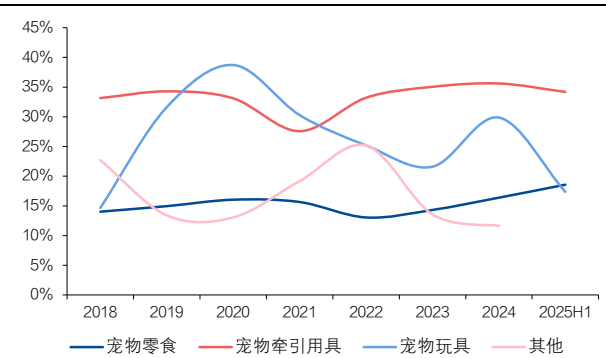
**盈利端看**，产品结构与业务结构使得毛利率有波动，期间费用率稍有上行。近几年，公司毛利率有波动，主要受结构性影响，低毛利的宠物零食业务以及内销业务占比提升；期间费用率上行，主要与公司战略性加大内销自主品牌费用投放，以及利息收入与汇兑收益减少有关。

图7、受产品结构影响，公司毛利率稍有下滑



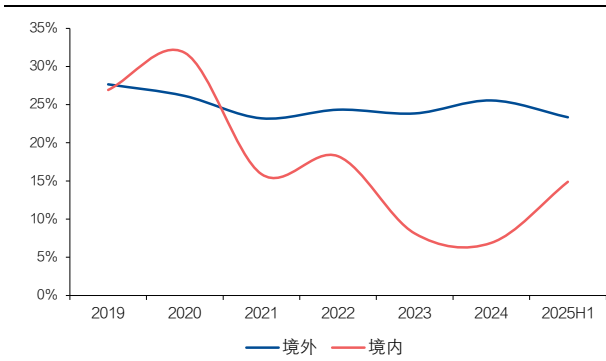
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、分产品看，牵引用具业务毛利率高于零食业务



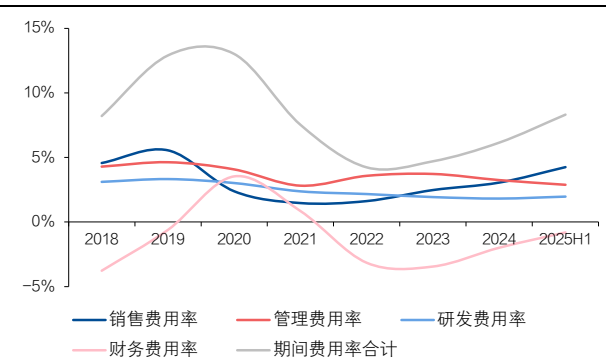
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、分业务看，外销业务毛利率高于内销业务



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、由于加大自主品牌费用投放等原因，期间费用率稍有提升



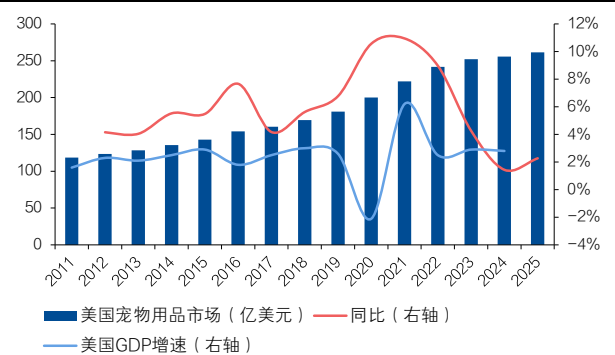
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、外销：美国存量市场，优质产品&优势产能助力增长

### （一）美国宠物市场成熟，产品依赖于中国与东南亚进口

美国宠物市场成熟，市场规模稳定增长。美国宠物市场成熟，具有宠物数量规模大、养宠家庭渗透率高、人均宠物消费支出高、宠物需求刚性等特点，是全球最大宠物市场。根据欧睿数据，2025年美国宠物用品/宠物食品市场规模分别为261/603亿美元，分别同比+2.3%/+4.2%，整体看近些年市场规模增速高于美国GDP增速。展望未来增长点，由于美国宠物数量以及养宠家庭渗透率均呈现收敛趋势，预计未来市场规模增长主要来自于人均养宠支出的提升。

图11、2025年美国宠物用品市场规模 261 亿美元，同比+2.3%



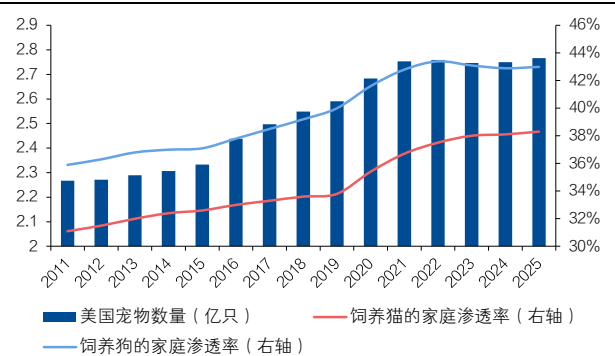
数据来源：欧睿，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2025年美国宠物食品市场规模 603 亿美元，同比+4.2%



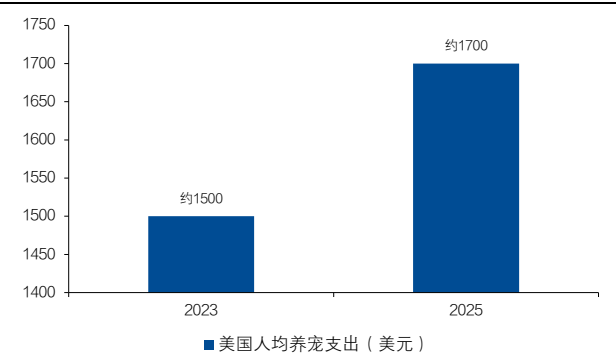
数据来源：欧睿，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、美国宠物数量以及养宠家庭渗透率均呈现收敛趋势



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2025年美国人均养宠支出约 1700 美元，相较于 2023 年提升约 200 美元



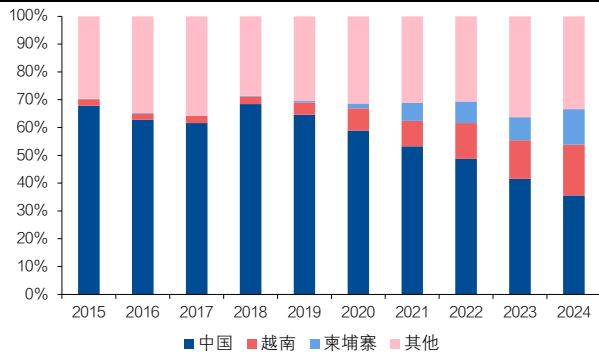
数据来源：全球宠业出海洞察公众号，AVMA，兴业证券经济与金融研究院整理

美国宠物行业较为依赖进口，中国及东南亚为主要出口国。

（1）宠物牵引用具：美国宠物牵引用具行业与中国产能深度绑定，对中国、越南和柬埔寨三国的进口占比合计约 60-70%，越南&柬埔寨的占比提升，主要源于中国部分产能转移。

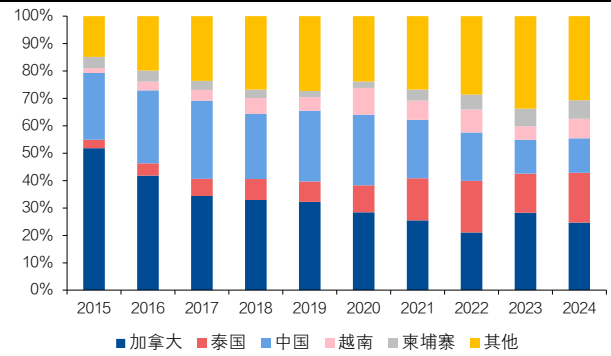
(2) 宠物零食：加拿大是第一进口国，但份额呈下降趋势，2024 年进口占比约 25% (2015 年占比超 50%)，中国以及东南亚也是主要进口来源，同样由于产能转移，2024 年来自于泰国、越南、柬埔寨的进口占比分别提升至 18%、7%、7%。

图15、美国进口的动物鞍具&挽具主要来自于中国、越南和柬埔寨



数据来源：Trademap，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、美国进口的宠物零食主要来自于加拿大、泰国、中国、越南和柬埔寨

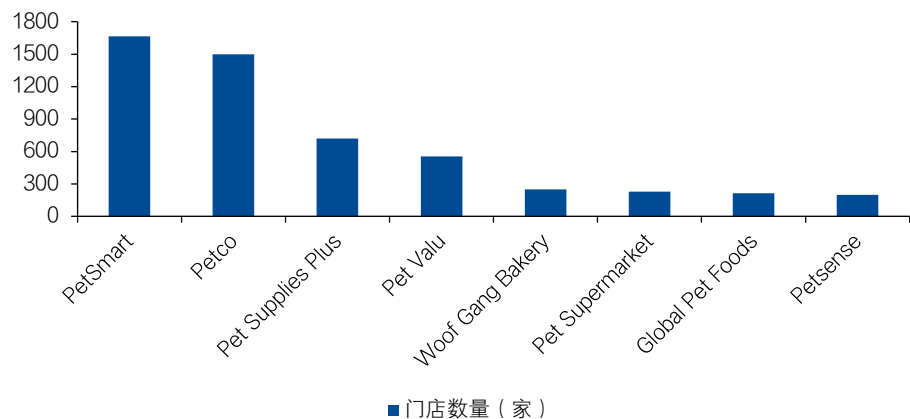


数据来源：Trademap，兴业证券经济与金融研究院整理

美国宠物食品购买渠道主要分三类：包括折扣店/连锁超市（以 Walmart、Target 等为主）、电商（以亚马逊和 Chewy 等为主）和专业宠物零售店（以 PetSmart 和 Petco 等为主）。

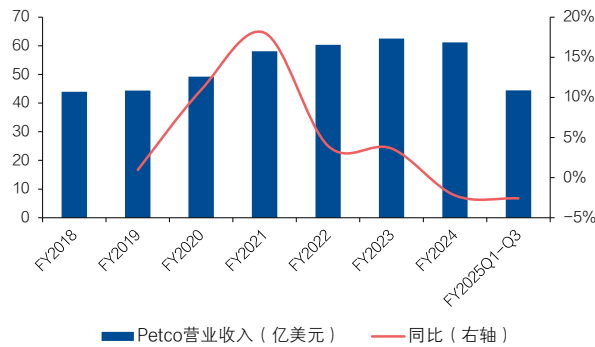
美国专业宠物零售渠道呈现寡头垄断格局，主要由 PetSmart 和 Petco 两家公司主导。截至 2024 年 3 月，这两家公司合计经营超过 3000 家门店，远远超过竞争对手。根据《美国宠物食品行业报告》，2023 年二者合计市场份额约 40% 左右。近年来，由于电商渠道销售占比提升，PetSmart 和 Petco 两家公司收入同比增速均有放缓。

图17、美国专业宠物零售商中，PetSmart 和 Petco 市场份额领先



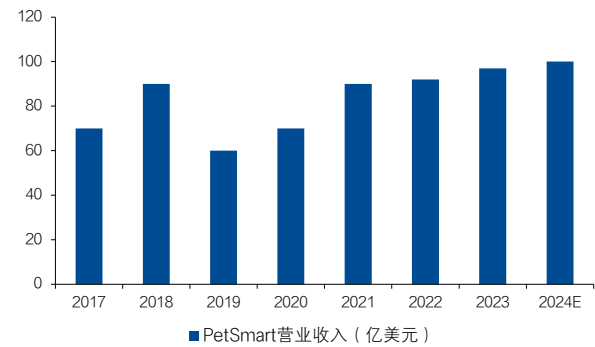
数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：门店数量数据截至 2024 年 3 月

图18、Petco 营业收入及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

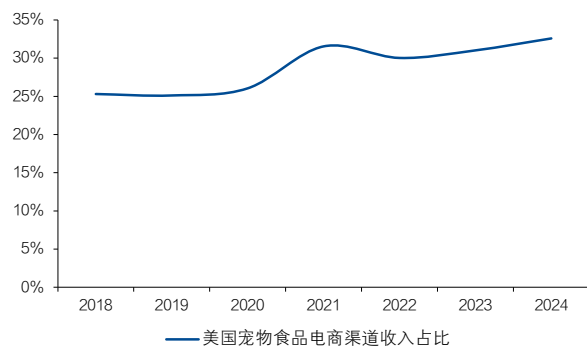
图19、PetSmart 营业收入



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

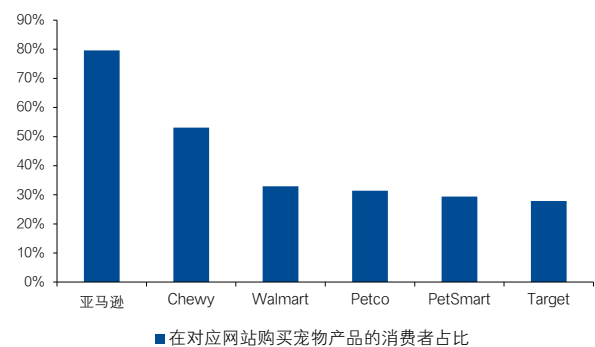
美国消费者通过线上渠道购买宠物产品的比例正逐年提升，根据 Statista 数据，2024 年美国宠物食品电商渠道收入占比提升至约 35%。其中，亚马逊和 Chewy 为主要渠道，分别有 79.6%/53.1% 美国消费者选择在亚马逊/Chewy 购买宠物产品，比例远超其他电商平台。

图20、2024 年美国宠物食品电商渠道收入占比约 35%



数据来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、美国消费者线上购买宠物产品以亚马逊和 Chewy 为主

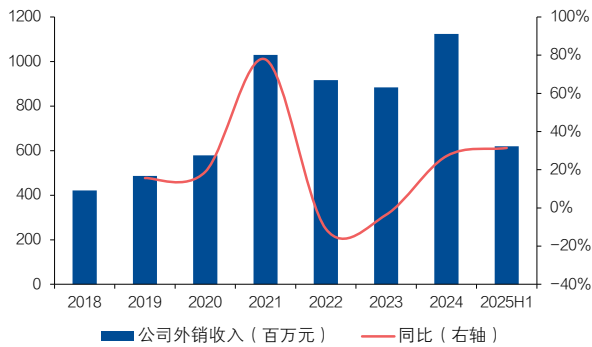


数据来源：globalpets，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：样本取样自 2024 年，N=1540 人

## （二）具备产品&客户&产能三大优势，成长可期

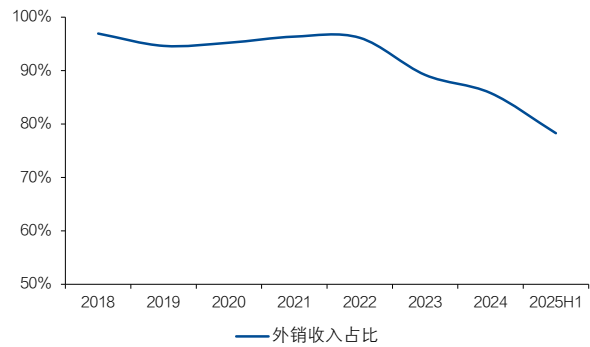
外销代工为公司的基本盘。2025H1 外销实现收入约 6.2 亿元，同比+31%，收入占比约 78.3%。

图22、2025H1 公司外销收入 6.2 亿元,同比+31%



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

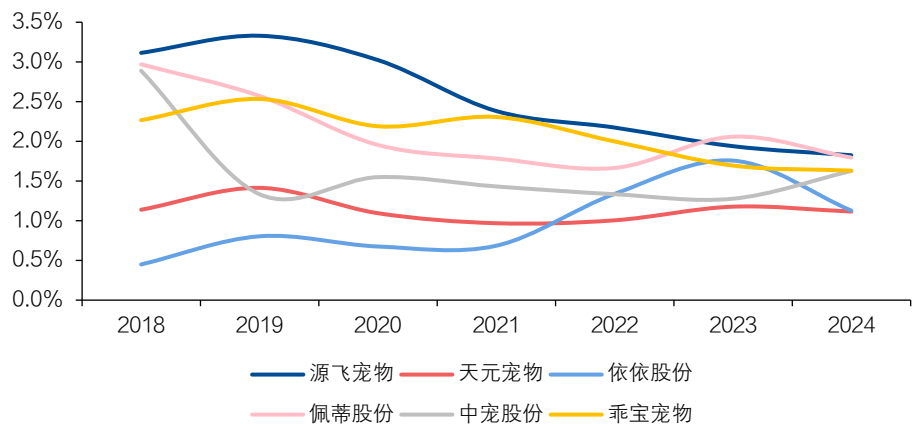
图23、2025H1 公司外销收入占比约 78.3%



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

产品方面, 公司优势品类为牵引用具与零食, 积极导入箱包和玩具等新品类。牵引用具与零食等优势品类, 公司积极进行产品研发, 研发费用率行业领先, 持续迭代优化 SKU, 满足市场动态需求, 持续推出具有竞争力的新产品, 其中宠物零食 SKU 达上千个, 年升级近百款; 宠物牵引用具 SKU 达十余万个, 年开发八千余款。箱包和玩具等新品类也逐步导入老客户的供应链体系, 2024 年宠物注塑玩具收入提高至 0.51 亿元, 同比+102%。

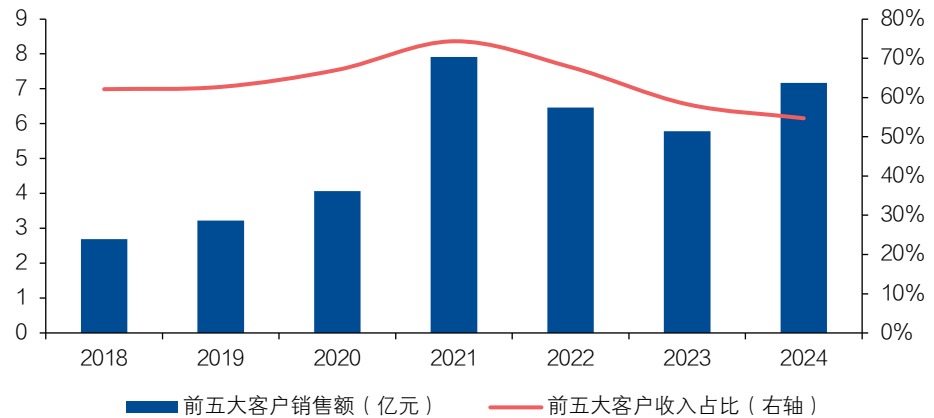
图24、公司积极投入研发, 研发费用率行业领先



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

客户方面, 公司深度合作海外头部宠物零售商/综合性商超。公司于 2014-2017 年, 通过 OEM/ODM 模式陆续与专业宠物产品连锁店 Petco、PetSmart 以及大型连锁商超 Walmart 等海外头部客户建立了稳定的合作关系; 后续通过大品牌的产品背书, 叠加产能扩张, 持续拓展客户。目前公司的客户结构相对分散, 2024 年前五大客户收入占比约 55%。

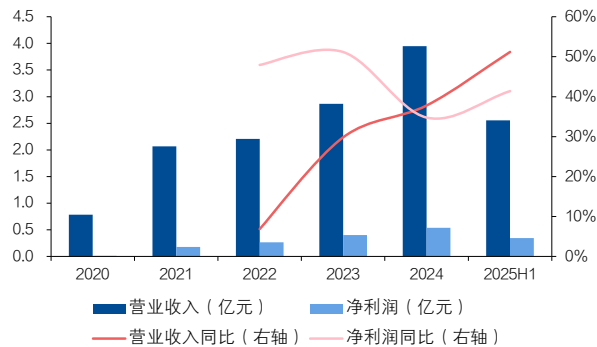
图25、公司客户结构相对分散，2024年前五大客户收入占比约55%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

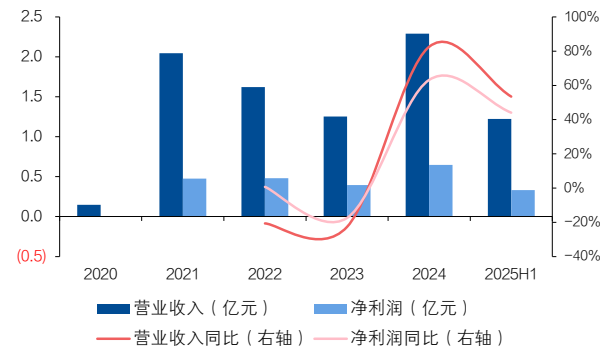
生产方面，前瞻性布局柬埔寨产能建设，助力订单增长。公司在柬埔寨共建有爱淘（主要生产宠物食品，与中宠股份合资建设）与莱德（主要生产宠物用品）两个基地，均在2020H1投入生产，经过多年深耕，两个基地已组建了成熟的管理团队，具备高效的生产水平与较强的盈利能力，2025H1爱淘与莱德基地的净利率分别为13%与27%。目前两大基地现有产能基本处于满产状态，基本能够覆盖对美订单，新产能预计在2026年正式释放，届时有望显著扩大整体生产规模，提升订单承接能力，并提升整体盈利中枢。此外，孟加拉基地的建设也在稳步推进中，建成后将进一步增强公司全球供应链韧性。

图26、莱德基地营业收入&净利润及同比



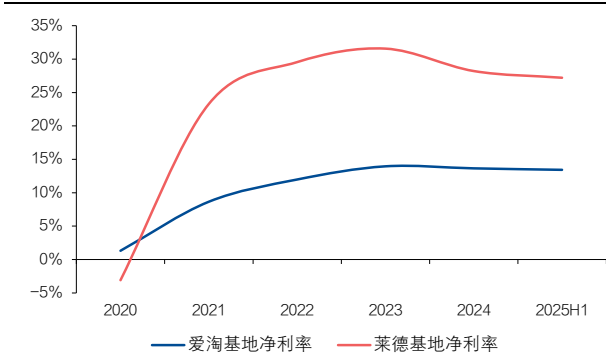
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、爱淘基地营业收入&净利润及同比



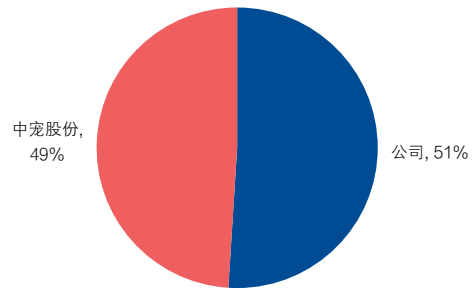
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、莱德基地&爱淘基地净利率水平



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、截至 2025 年 12 月，爱淘基地公司持股 51%，中宠股份持股 49%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

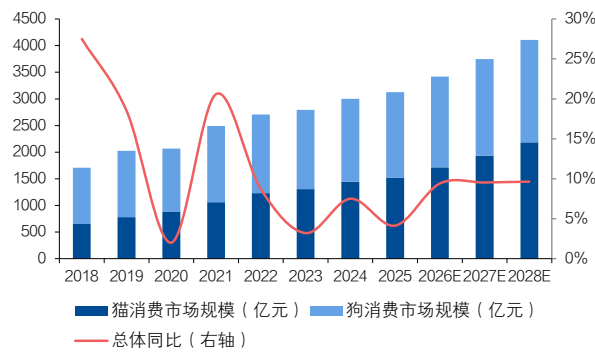
### 三、内销：渠道搭建完成，看好内销自主品牌快速成长

#### （一）国内宠物市场春风起

国内宠物经济高速发展，量（宠物数量）价（单宠消费金额）齐升。随消费者养宠意识的转变和宠物角色的转换，我国宠物行业进入快速发展时期，2025年我国城镇犬猫消费市场规模突破3100亿元，具体看，市场规模增长依靠双轮驱动，宠物数量和单宠消费金额均有提升。2025年我国城镇犬猫数量为1.26亿只，同比+1.8%，犬猫单宠消费水平继续回升，摆脱2023年的颓势，单只犬年均消费同比+3.2%，单只猫年均消费同比+1.5%。

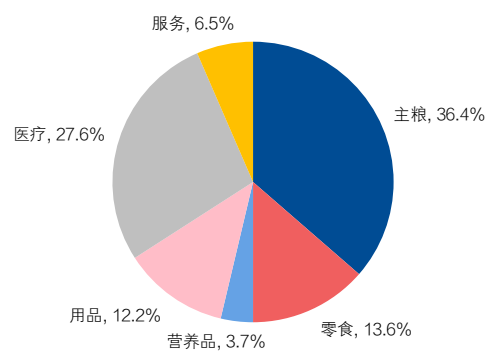
从消费结构看，宠物食品仍是主要消费市场，伴随宠物市场规模持续增长，需求较为刚性、消费占比最高的宠物食品赛道最先享受到行业扩容红利。

图30、2025年我国宠物消费市场规模突破3100亿元



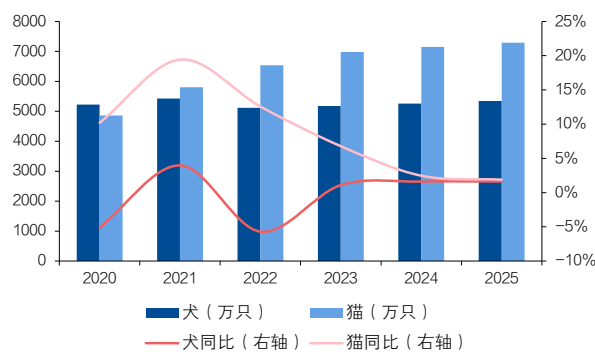
数据来源：派读《中国宠物行业白皮书》，今日头条，央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、从消费结构看，2025年宠物食品仍是主要消费市场



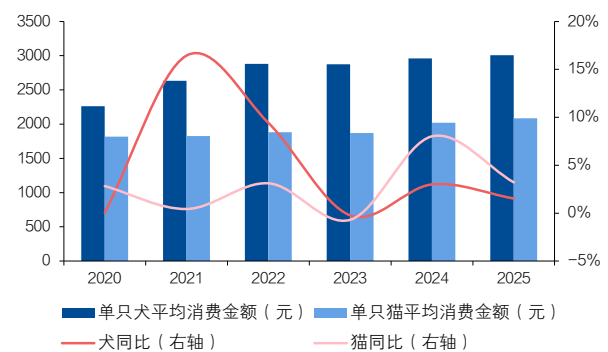
数据来源：派读《中国宠物行业白皮书》，央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、我国宠物数量整体保持上升



数据来源：依依股份公告，派读《中国宠物行业白皮书》，央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、2024-2025年我国犬猫单宠消费水平持续回升

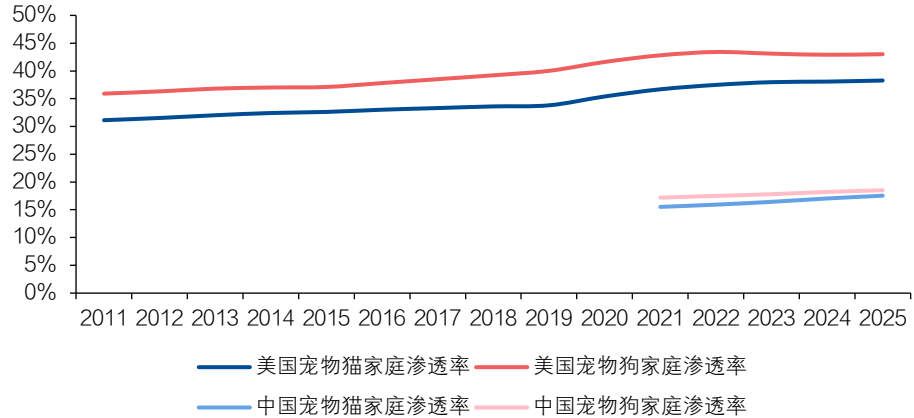


数据来源：依依股份公告，派读《中国宠物行业白皮书》，央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

渗透率角度，相较于欧美发达国家，我国养宠渗透率仍有较大提升空间。根据测算，2025年国内宠物犬/猫家庭渗透率分别达到约为18.5%/17.5%，与美国等成

熟宠物市场相比，存在约 2-3 倍的差距，未来国内家庭养宠渗透率将迎来进一步提升，释放潜在市场空间。

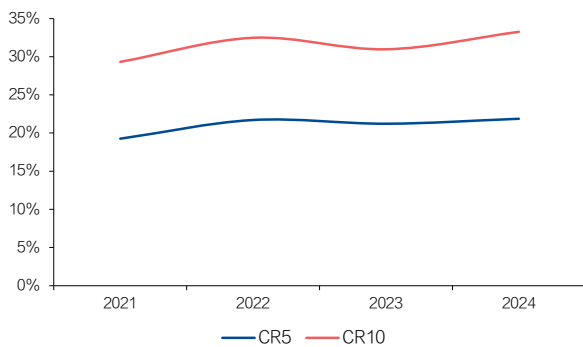
图34、相较于美国，我国家庭宠物渗透率仍有较大提升空间



数据来源：艾瑞咨询，欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

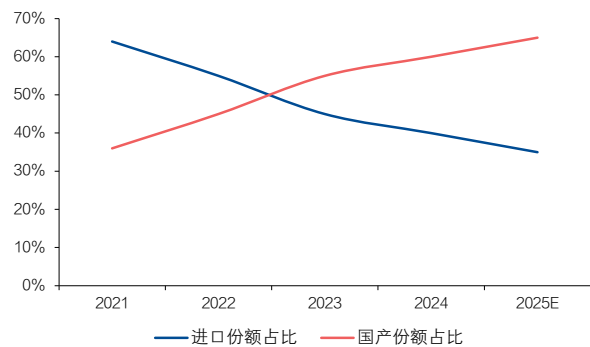
供给端看，我国宠物食品市场百家争鸣，国产替代进行时。我国宠物食品市场竞争格局较为分散，2024 年线上渠道 CR5/CR10 分别为 21.9%/33.3%，近几年保持相对稳定；但过去由外资品牌主导的市场格局正在被打破，麦富迪等国产品牌成功突围，市场份额持续提升。从发展阶段看，部分国产品牌已找准产品定位、建立专业化品牌形象（例如鲜朗定位鲜肉烘焙宠物食品），逐步进入精耕细作的发展阶段，但大部分品牌仍处在从 0 到 1 的原始积累阶段。

图35、我国宠物食品行业线上集中度



数据来源：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、2021-2025E 国产与进口宠物食品品牌市场份额对比



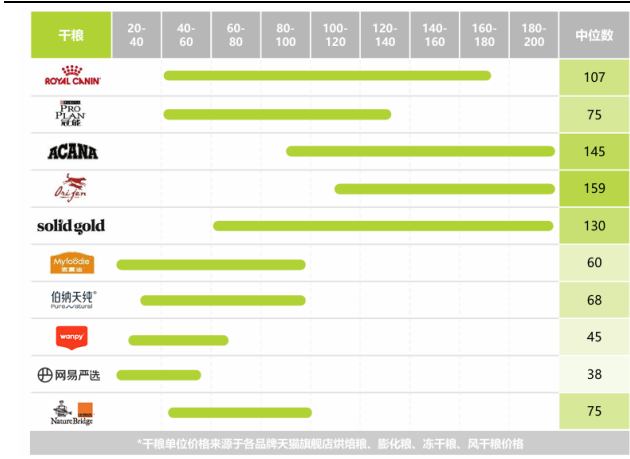
数据来源：嘉世咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

国产品牌能够突围，主要靠性价比以及抓住渠道变革红利。

(1) 性价比：以皇冠、爱肯拿、渴望为代表的国外品牌产品均价往往高于 100 元/kg，而国产品牌往往更具性价比。

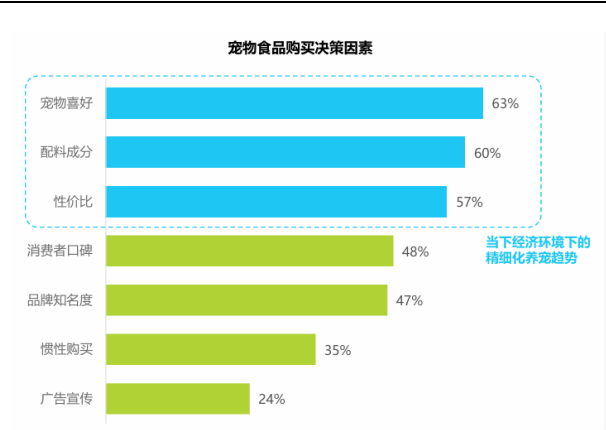
**(2) 渠道变革：**以天猫、京东为代表的传统电商平台虽仍是主阵地，但其流量红利正逐渐见顶，抖音、小红书等内容电商迅速崛起为新的增长引擎，新兴国产品牌大多借助内容电商平台流量红利，完成从 0 到 1 的原始积累。线下渠道的宠物店、宠物医院等专业渠道则主要承接高端产品销售、提供深度用户体验等职责。

图37、以主粮为例，国产品牌产品价格带低于国外品牌（元/kg）



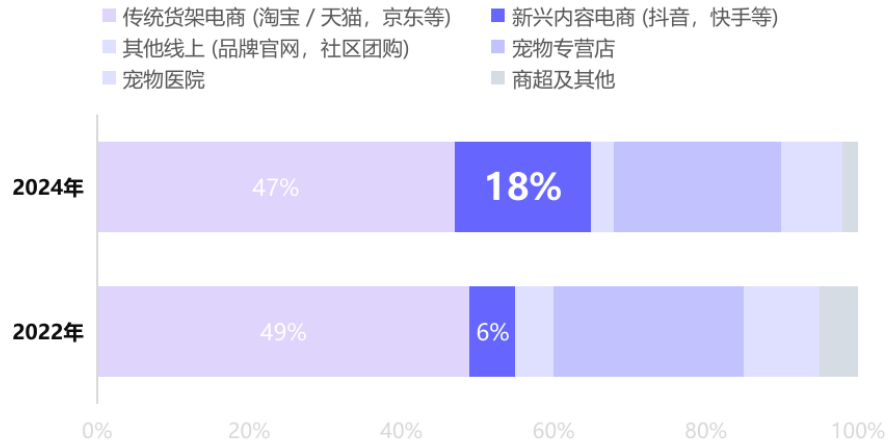
数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、性价比是我国消费者购买宠物食品的决策因素之一



数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：样本取样自 2024 年 9 月，N=996 人

图39、内容电商平台迅速崛起，成为宠物食品销售的阵地之一



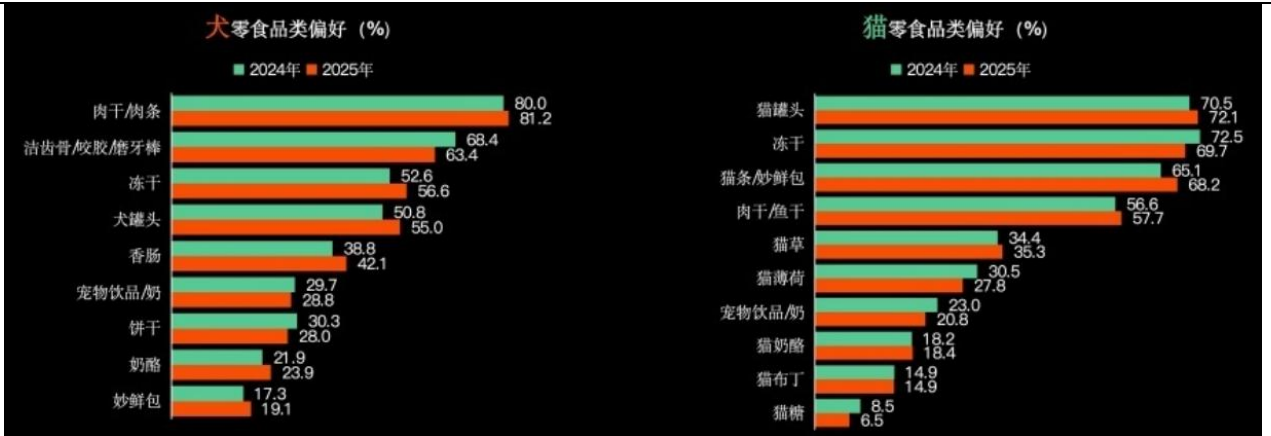
数据来源：嘉世咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 零食市场：更适合新品牌切入并突围

宠物零食市场正在摆脱“非必需品”的定位，成为连接人宠情感、实现多元化喂养的重要补充。尽管宠物零食具有一定的需求弹性，不及主粮的刚需性，但宠物零食在养宠过程中仍是不可或缺的存在。一方面，零食能够满足宠物主在特定场景下的情感需求，可用于互动&训练等场景；另一方面，零食能够将健康功能与味道结合，提升了产品的附加值和实用性。

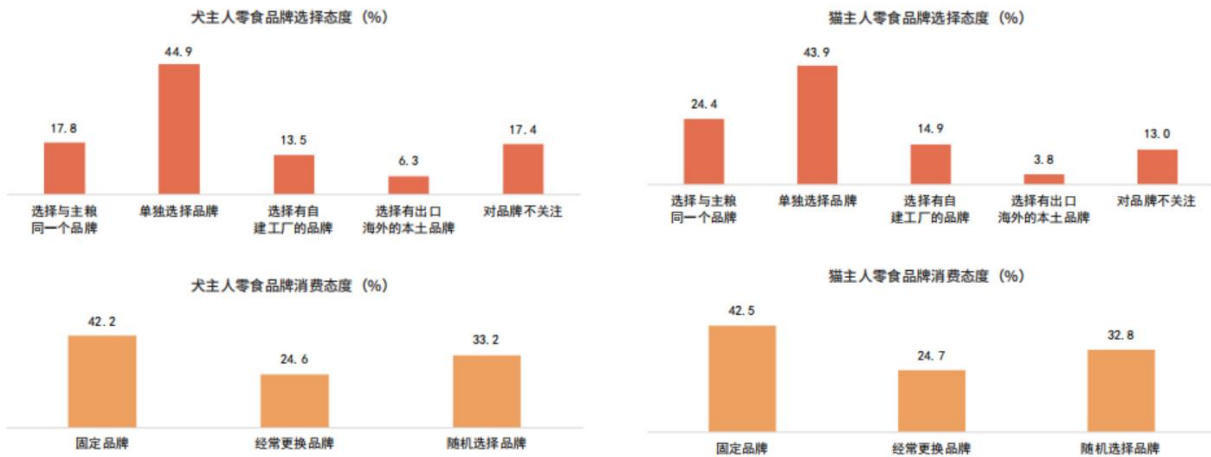
零食品类更适合新品牌切入并突围。宠物零食品类多种多样且功能各异，相较于主粮，大多数宠物主对于零食品牌忠诚度低，且更愿意进行品牌切换。国产新兴品牌可以采取差异化竞争的策略，与头部企业形成错位竞争，率先在零食赛道进行突围。

图40、宠物零食品类多种多样且消费者偏好各异



数据来源：派读《中国宠物行业白皮书》，央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、大多数宠物主对于零食品牌忠诚度低，且更愿意进行品牌切换

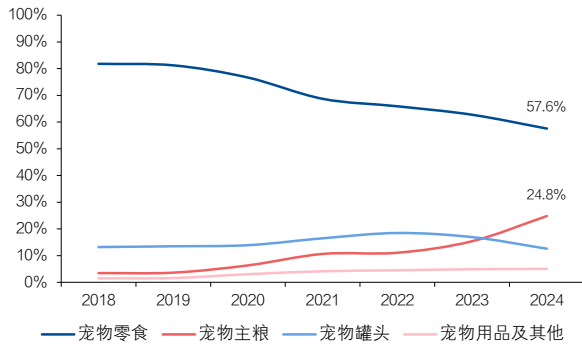


数据来源：派读《2024年中国宠物零食消费报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

注：样本取自 1000 位 2023 年 5 月至 2024 年 6 月期间购买过宠物零食的中国大陆地区宠物主

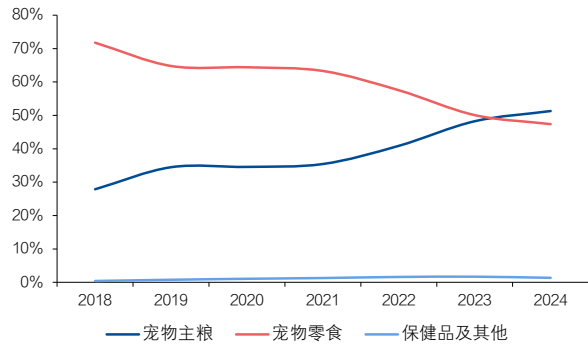
复盘国内宠物龙头成长路径，往往通过零食品类建立品牌知名度，并逐步切入主粮品类。以顽皮品牌为例，起初顽皮以“鸡肉干”等宠物零食为主产品打造其“领先国产宠物零食品牌”的形象。随知名度提升、建立成熟品牌形象后，顽皮愈发重视干粮市场，抓住“鲜肉无谷”这一切入点，推出无谷冻干粮等产品，逐步打造品牌的干粮基因。

图42、中宠股份收入结构拆分



数据来源：中宠股份公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、乖宝宠物收入结构拆分

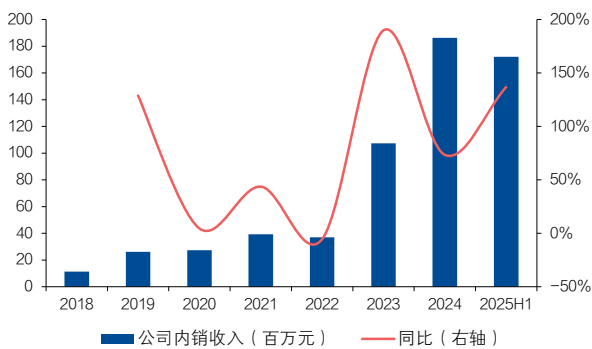


数据来源：乖宝宠物公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### (三) 代理经销搭建核心渠道，发力自主品牌建设

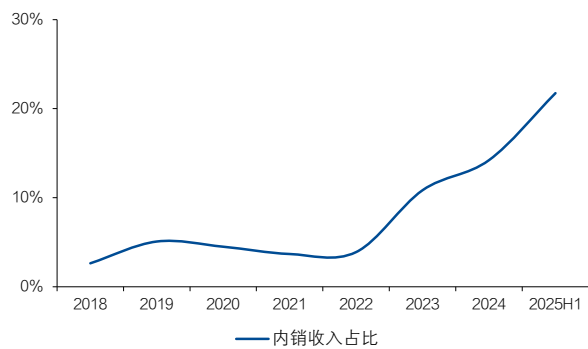
公司内销业务双轨发展，收入快速提升。公司 2023 年通过收购杭州肥圆网络科技，搭建了国内市场的运营团队并自建销售渠道，经销代理雀巢、玛氏旗下的众多品牌；在积累足够经验后，公司于 2024 年开始逐步推出匹卡噗 (PIKAPOO)、哈乐威、传奇精灵等自有品牌，双轨驱动拉动内销业务快速发展。2025H1，公司实现内销收入 1.72 亿元，同比+137%，收入占比也提升至 21.7%。

图44、2025H1 公司内销收入 1.72 亿元，同比 +137%



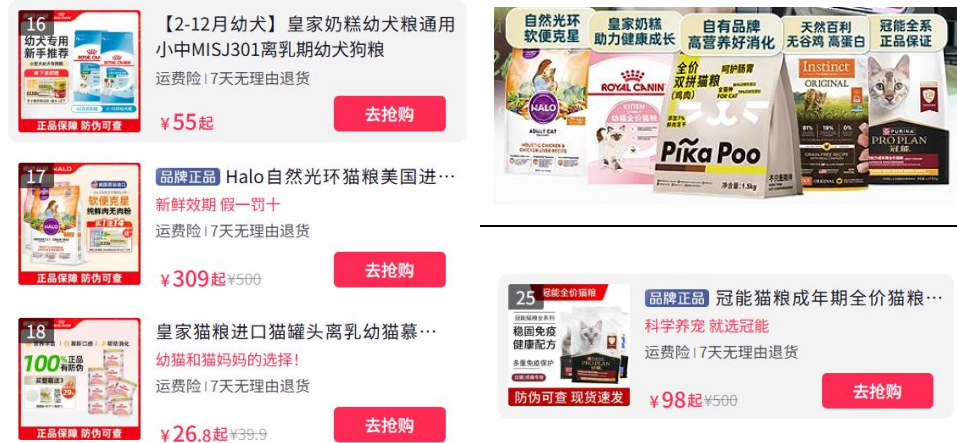
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2025H1 公司内销收入占比约 21.7%



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、公司经销代理雀巢、玛氏旗下的众多品牌



数据来源：抖音肥圆宠物专营店，兴业证券经济与金融研究院整理

公司三大自有品牌已初步搭建完整的品牌矩阵，满足不同爱好、不同层次的消费者需求。匹卡噗定位于全品类高性价比的创新品牌，为宠物主提供多元化的商品选择，主要产品包括犬类磨牙棒、湿粮、冻干等；哈乐威定位于功能性的人宠生活品牌，满足宠物生命各阶段的营养需求，主要产品包括猫砂、猫粮等；传奇精灵定位于高端营养，生鲜自然，主要产品包括烘焙主粮、冻干主粮等。公司通过“大众—功能—高端”的品牌梯度战略，构建差异化竞争壁垒。

表2、公司三大自主品牌梳理

品牌	产品定位	品牌起量时间	主要产品	代表产品价格
匹卡噗	中高端	2024年	磨牙棒、湿粮、冻干等	 69元（原价138元）2kg
哈乐威	中低端	2025年	猫砂、猫粮等	 14.8元（原价25.9元）1.25kg
传奇精灵	高端	2025年	烘焙主粮、冻干主粮等	 139元（原价159元）1.85kg

数据来源：公司公告，匹卡噗、哈乐威抖音官方旗舰店，传奇精灵京东自营旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：提取时间为2025年12月26日

图47、乖宝宠物品牌矩阵

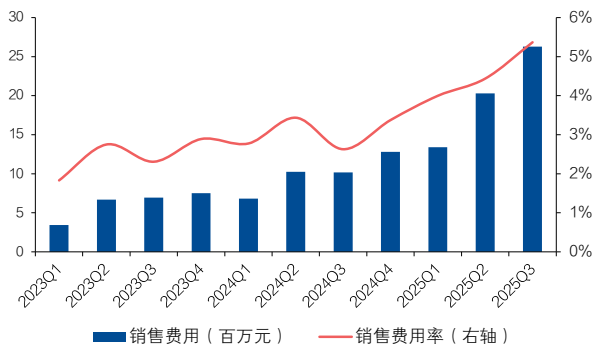
品牌定位	高端		中高端	中低端
子品牌	弗列加特	汪臻醇	麦富迪	佰萃
logo				
主推品	烘焙猫粮	狗粮	冻干双拼粮猫粮	金标猫粮
主图				
售价	1.5kg 135元	908g 159元	2kg 48元	2kg 29元

数据来源：解数谘询，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，匹卡噗等自主品牌能够在竞争激烈的国内市场中逐渐兑现品牌势能主要得益于以下优势。一是核心品牌运营团队具备多年的线上代运营经验，能够实现产品+运营的协同；二是先从零食类切入，通过打造爆款产品建立消费者认知，再逐渐布局主粮赛道。

公司运营团队具备丰富经验，抓住内容电商红利期，快速积累品牌知名度。公司加码国内自主品牌建设，积极进行产品曝光，加深用户认知，销售费用投放以及销售费用率逐季攀升，2025Q3 单季度销售费用率超过 5%。核心品牌运营团队具备多年的品牌线上代运营经验，熟悉市场环境及抖音等内容电商平台打法规则，拥有成熟网店以及一批高粘性客群。匹卡噗品牌目前的销售也以抖音渠道为主。根据久谦数据，2025 年 1-11 月公司线上渠道中抖音平台销售占比达到 84%。

图48、公司销售费用以及销售费用率逐季攀升



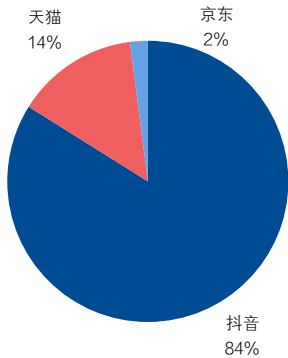
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、公司积极参加线下展会提升品牌曝光度



数据来源：源飞宠物微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、2025年1-11月公司线上销售仍以抖音平台为主



数据来源：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：渠道结构占比仅为根据第三方数据估算，不代表公司实际渠道结构

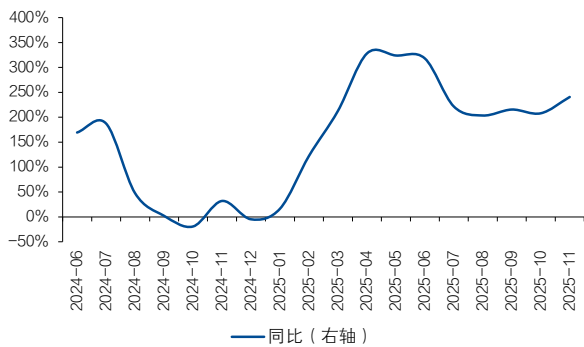
图51、匹卡噗已陆续开通天猫、抖音、京东等线上店铺

<b>天猫</b>	<b>微信小店</b>
PikaPoo匹卡噗旗舰店	匹卡噗PikaPoo
<b>抖音</b>	<b>京东</b>
匹卡噗PikaPoo官方旗舰店 匹卡噗PikaPoo宠物食品旗舰店 抖音超市	匹卡噗官方旗舰店 匹卡噗京东自营店
<b>小红书</b>	<b>小程序商城</b>
匹卡噗PikaPoo旗舰店	匹卡噗PikaPoo
<b>快手</b>	<b>拼多多</b>
匹卡噗旗舰店	匹卡噗宠物用品旗舰店

数据来源：匹卡噗微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

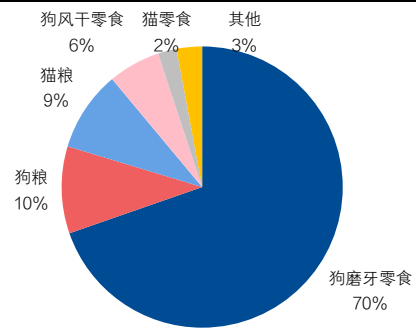
匹卡噗依靠爆品犬咬胶零食起步，逐步扩张产品品类切入主粮。根据久谦数据，2025年2月起匹卡噗品牌步入高速放量期，3月起线上GMV同比增速均在200%以上。分产品看，磨牙零食仍是优势品类，2025年双11期间零食品类销量同比+445%，狗零食产品排名抖音TOP1，猫/狗主粮也逐步获得消费者认可，并积极推动新品，打造差异化卖点，持续丰富产品矩阵。

图52、公司线上GMV高速增长



数据来源：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：第三方数据不代表实际销售数据

图53、公司线上销售以爆品磨牙棒为主，逐渐导入猫/狗主粮等



数据来源：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：为2025年11月数据，产品结构占比仅为根据第三方数据估算，不代表公司实际产品结构

表3、2025年9-11月，匹卡噗品牌部分产品上新梳理

上新时间	品类	差异化卖点	售价
2025年9月	鸡肉蔓越莓燕麦饼干	泌尿护理+磨牙	20元/120g
	雪花鸡肉/鸭肉/三文鱼肉/牛肉条	磨牙+美毛+去泪痕	18.9元/185g
2025年10月	全价犬用主粮罐	守护消化健康	8.8元/85g
2025年11月	鸡肉泥夹心牛皮卷	延长咀嚼时间	15.9元/80g
	鸡肉菠菜燕麦饼干	呵护肠道磨牙洁齿	19.8元/120g

数据来源：匹卡噗微信公众号，匹卡噗抖音官方旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：价格不包含折扣，提取时间为2025年12月27日

图54、2025年双11，匹卡噗品牌全网销量同比+500%



数据来源：源飞宠物微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、盈利预测与估值

(1) 外销：预计外销业务短期内仍为公司的基本盘，增长主要来源于箱包和玩具等新品类的放量，老客户份额提升&导入新客户，柬埔寨基地生产效率爬坡&新产能的释放等。预计 2025-2027 年外销业务的收入分别为 14.02、17.02、20.02 亿元，保持稳定增长势头。

(2) 内销：预计内销业务增长势头更快，其中代理业务预计 2026-2027 年收入体量保持稳中有升态势，逐步追求盈利能力的稳定提升，而自主品牌预计收入加速成长。预计 2025-2027 年内销业务的收入分别为 3.50、5.50、7.00 亿元。

综上，预计公司 2025-2027 年分别实现收入 17.52、22.52、27.02 亿元，分别同比+33.8%、+28.5%、+20%；分别实现归母净利润 1.83、2.26、2.74 亿元，分别同比+11.3%、+23.5%、+21.5%。

图55、源飞宠物分业务收入及盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
外销业务						
营收 (百万元)	917	884	1124	1402	1702	2002
YOY	-11.0%	-3.6%	27.1%	24.8%	21.4%	17.6%
占比	96.1%	89.2%	85.8%	80.0%	75.6%	74.1%
内销业务						
营收 (百万元)	37	107	186	350	550	700
YOY	7.7%	189.8%	73.4%	87.9%	57.1%	27.3%
占比	3.9%	10.8%	14.2%	20.0%	24.4%	25.9%
总收入						
营收 (百万元)	954	991	1310	1752	2252	2702
YOY	-10.8%	3.9%	32.2%	33.8%	28.5%	20.0%
归母净利润						
利润 (百万元)	159	126	164	183	226	274
YOY	15.9%	-20.4%	30.2%	11.3%	23.5%	21.5%

数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我们选取同为宠物行业的上市公司中宠股份、依依股份、天元宠物作为可比公司，具备较强的可比性。三家可比公司 2025E-2027E 的 PE 均值分别为 33.0、25.2、19.9 倍，公司内外销双轮发展，我们预计公司 2025-2027 年 PE 分别为 24.0、19.5、16.0 倍（对应 2026 年 1 月 14 日收盘价）。

表4、可比公司盈利预测与估值对比（2026 年 1 月 14 日）

代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002891	中宠股份	158.95	1.34	1.51	1.91	2.42	26.7	34.5	27.3	21.6	
001206	依依股份	53.10	1.18	1.27	1.54	1.83	14.2	22.6	18.7	15.7	
301335	天元宠物	40.62	0.37	0.76	1.09	1.42	61.7	41.9	29.4	22.6	
			平均值					34.2	33.0	25.2	19.9
001222	源飞宠物	43.92	0.86	0.96	1.18	1.44	26.7	24.0	19.5	16.0	

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中宠股份、依依股份、天元宠物的 EPS 来源于 wind 一致预期

## 五、风险提示

**(1) 市场竞争加剧风险:** 由于国内外宠物市场规模大且近年来下游需求持续增长,吸引了众多资本加入该行业。如果竞争对手在资金、技术、管理水平、人才储备或产能等方面具有优势,公司将面临较为激烈的市场竞争风险。激烈的市场竞争可能导致公司市场份额与市场地位下降,进而对公司的经营业绩产生不利影响。

**(2) 国际贸易环境变化风险:** 公司目前以外贸业务为主,对美出口业务占比较大,如果未来国际贸易政策变化持续或加剧,可能导致客户降低对公司产品的采购量或采购价,从而对公司销售规模 and 经营业绩造成不利影响。

**(3) 自主品牌发展不及预期风险:** 公司近年来发力布局国内自主品牌,如果自主品牌发展不及预期,将影响公司的业绩以及长期成长性。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1161</b>	<b>1311</b>	<b>1523</b>	<b>1775</b>
货币资金	420	408	373	438
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	266	329	441	518
预付款项	36	47	61	73
存货	292	374	490	582
其他	146	152	159	165
<b>非流动资产</b>	<b>543</b>	<b>635</b>	<b>735</b>	<b>820</b>
长期股权投资	28	37	77	116
固定资产	243	356	409	438
在建工程	152	101	70	55
无形资产	34	34	34	34
商誉	0	0	0	0
其他	86	106	145	176
<b>资产总计</b>	<b>1704</b>	<b>1946</b>	<b>2258</b>	<b>2595</b>
<b>流动负债</b>	<b>211</b>	<b>281</b>	<b>369</b>	<b>434</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	169	226	299	351
其他	42	55	70	83
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	7	10	11	12
<b>负债合计</b>	<b>218</b>	<b>291</b>	<b>380</b>	<b>446</b>
股本	191	191	191	191
未分配利润	591	711	864	1050
少数股东权益	158	187	223	266
<b>股东权益合计</b>	<b>1486</b>	<b>1656</b>	<b>1878</b>	<b>2149</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>1704</b>	<b>1946</b>	<b>2258</b>	<b>2595</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	164	183	226	274
折旧和摊销	26	45	63	79
营运资金的变动	-220	-92	-159	-122
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1</b>	<b>161</b>	<b>166</b>	<b>275</b>
资本支出	-87	-110	-110	-110
长期投资	-131	-24	-52	-53
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-217</b>	<b>-133</b>	<b>-163</b>	<b>-164</b>
债权融资	-20	0	1	1
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-96</b>	<b>-36</b>	<b>-38</b>	<b>-46</b>
现金净变动	-301	-12	-35	65

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>1310</b>	<b>1752</b>	<b>2252</b>	<b>2702</b>
营业成本	1010	1347	1729	2072
税金及附加	3	4	6	7
销售费用	40	82	108	135
管理费用	43	62	81	97
研发费用	24	35	45	54
财务费用	-26	-9	-1	-7
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>204</b>	<b>235</b>	<b>288</b>	<b>348</b>
营业外收支	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>206</b>	<b>235</b>	<b>288</b>	<b>348</b>
所得税	15	23	26	30
净利润	191	212	262	318
少数股东损益	26	29	36	43
<b>归属母公司净利润</b>	<b>164</b>	<b>183</b>	<b>226</b>	<b>274</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.86</b>	<b>0.96</b>	<b>1.18</b>	<b>1.44</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	32.2%	33.8%	28.5%	20.0%
营业利润增长率	26.5%	15.2%	22.6%	21.1%
归母净利润增长率	30.2%	11.3%	23.5%	21.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22.9%	23.1%	23.2%	23.3%
归母净利率	12.5%	10.4%	10.0%	10.2%
ROE	12.4%	12.5%	13.6%	14.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.8%	14.9%	16.8%	17.2%
流动比率	5.49	4.66	4.12	4.09
速动比率	3.26	2.64	2.22	2.22
<b>营运能力</b>				
资产周转率	80.4%	96.0%	107.1%	111.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.86	0.96	1.18	1.44
每股经营现金	-0.01	0.84	0.87	1.44
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	26.7	24.0	19.5	16.0
PB	3.3	3.0	2.7	2.3

### 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>