

中宠股份 Yantai China Pet Foods (002891 CH)

首次覆盖：掘金全球宠物经济，品牌与供应链优势打开增量空间

Tapping into the Global Pet Economy, Brand and Supply Chain Advantages Unlock Incremental Growth Potential: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 *Initiate with OUTPERFORM*

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb49.11
目标价	Rmb57.15
HTI ESG	3.7-3.7-3.5
<i>E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)</i>	
市值	Rmb14.95bn / US\$2.16bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$28.29mn
发行股票数目	304.38mn
自由流通股 (%)	43%
1 年股价最高最低值	Rmb72.24-Rmb34.78
注：现价 Rmb49.11 为 2026 年 02 月 11 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-6.9%	-18.8%	32.7%
绝对值 (美元)	-5.9%	-16.4%	40.2%
相对 MSCI China	-6.7%	-15.6%	8.5%
Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E
Revenue	4,465	5,358	6,876
Revenue (+/-)	19%	20%	28%
Net profit	394	448	579
Net profit (+/-)	69%	14%	29%
Diluted EPS (Rmb)	1.34	1.52	1.97
GPM	28.2%	29.9%	30.7%
ROE	15.1%	15.0%	16.9%
P/E	37	32	25

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

宠物行业依靠“银发经济”和“单身经济”长坡后雪，国产品牌份额将持续提升。根据我们发布的宠物行业系列报告之一：全球宠物市场三国志，美日固本，中国奇袭，东南亚崛起，2025 年中国宠物市场规模超 3200 亿，同比增长中单位数，随着疫后宠物犬数量恢复、户籍人口城镇化率提升以及养宠文化的成熟，宠物行业长坡厚雪。宠物食品是犬猫消费的最大支出项，占比过半，其中干粮/湿粮/零食占比为 78.0%/13.6%/8.4%，干粮中膨化粮/烘焙粮和冻干粮/其他占比分别为 70%/20%/10%。根据 2025 年中国宠物行业白皮书，随着养宠理念的健康化，约 70%的猫宠主和 65%的狗宠主倾向选择烘焙粮，超过半数宠物粮消费者均考虑性价比因素，且消费者对国产品牌偏好度持续上升至 60%以上，目前国内品牌积极布局烘焙粮，而海外品牌仍以膨化粮研发为主，国内品牌有望加速获取主粮市场份额。

25 年以来宠物行业竞争加剧利润率承压，中宠产品持续升级有望实现收入利润双增。赛道长坡后雪，新进品牌和产业资本不断涌入，2025 年行业竞争明显加剧，行业销售费用普涨，有研发积累的头部企业份额提升，中小品牌生存压力陡增，均伴随着利润承压的困境。**顽皮**是中宠第一大自有品牌，早期定位大众主粮，2H24 成功推出全新中高端产品系列【小金盾 100% 鲜肉粮】，销售火爆，我们预期该系列 25 年收入或过亿，之后陆续推出【高汤鲜肉】【“大满罐”猫犬罐头】等系列，拉动顽皮品牌向中高端持续升级，有望消化费用投入。**领先**品牌定位高端宠物品牌，以羊奶配方为特色，差异化定位。**Zeal** 品牌 2018 年被正式收购，主打新西兰原装进口，定位高端，以犬猫风干粮、湿粮罐头产品为主。2025 年我们预期顽皮/领先品牌收入体量或过 10/4 亿，**Zeal** 品牌双位数增长，高毛利产品占比提升有助于利润率水平走高。

海外工厂稀缺性布局支持高毛利，依托全球产能自有品牌出海稳步推进。中宠起步于海外 OEM 代工，已在中/美/加/新西兰/柬埔寨/墨西哥等地布局 23 家工厂，各工厂功能定位清晰，其中国内工厂覆盖自有品牌“顽皮”和“领先”的产品生产以及部分 OEM 业务；美国/柬埔寨/墨西哥工厂分担部分 OEM 业务；加拿大和新西兰工厂主要生产 Great Jack's 和 Zeal 等自主品牌产品。中宠是市场上少见的成功在北美产能落地的宠物企业，稀缺性布局支持海外工厂业务高毛利，公司仍在积极推进美国和加拿大两地的第二零食工厂。此外，依托于全球产能，自有品牌全球化进展稳健，顽皮品牌已远销超过 60 个国家和地区，加拿大工厂运营的 Great Jack's 等品牌成功进入 Costco/PetSmart 等北美知名零售渠道；**ZEAL** 品牌自收购后 19 年开启全球化布局，已覆盖全球 30 余个国家和地区。我们预期 2025 年自有品牌出海营收超 3 亿元，是未来公司业务的重要增量。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com

林泽宇 Caleb Lin
caleb.zy.lin@htisec.com

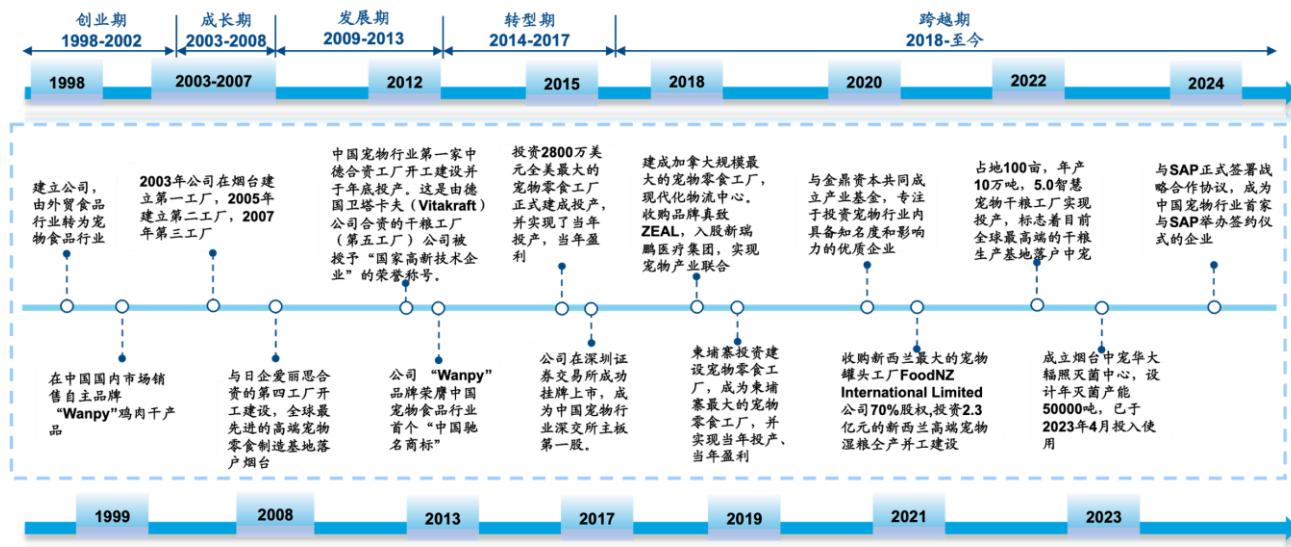
首次覆盖中宠股份，给予“优于大市”评级。中宠凭借全球化多点产能布局 + OEM 与自有品牌双轮驱动构建的供应链韧性壁垒，已在全球宠物食品市场建立起稳定的出口与本地制造体系。我们预期公司 2025-2027 年收入分别为 53.58/68.76/86.21 亿元，同比增长 20.0%/28.3%/25.4%；我们预期 2025-2027 年归母净利润为 4.5/5.8/7.5 亿元，同比增长 13.8%/29.2%/29.1%。我们首次覆盖给予中宠股份优于大市评级，给予 2027 年 22.5X 的 PE，对应目标价 57.15 元，有 16.4% 上行空间。

风险提示：市场竞争日益激烈。汇率波动及海外经营不确定性可能影响业绩稳定性。贸易政策变化亦是变数。

一、中宠股份是宠物食品头部企业，自主品牌和 OEM 双引擎驱动

中宠股份从宠物食品OEM到自有品牌发展，不断扩大国际化发展。1998年公司由外贸食品行业转向宠物食品行业，次年在中国市场推出自主品牌“Wanpy”鸡肉干产品，开启品牌化经营。2003年至2008年为企业成长期，公司先后在烟台建设第一、第二和第三工厂，并于2008年与日本爱丽思合作建成第四工厂，引进全球先进的高端宠物零食生产线。2009年至2013年进入发展期，2012年联合德国卫塔卡夫公司建成国内宠物行业首家中德合资干粮工厂（第五工厂），公司获评“国家高新技术企业”，2013年“Wanpy”品牌荣获中国宠物食品行业首个“中国驰名商标”。2014年至2017年为转型期，公司在美国投资建成全美最大宠物零食工厂并实现当年盈利，2017年在深交所主板成功上市，成为中国宠物行业第一股。2018年至今为跨越期，公司逐步实现全球布局：2018年在加拿大建成最大宠物零食工厂和现代化物流中心，收购ZEAL品牌，入股新瑞鹏医疗集团；2019年在柬埔寨建成当地最大宠物零食工厂并实现当年投产盈利；2020年与金鼎资本共建产业基金，专注宠物行业投资；2021年收购新西兰最大宠物罐头工厂FoodNZ International Limited 70%股权，并投资建设高端湿粮工厂；2022年投产年产10万吨的5.0智慧干粮工厂，打造全球高端干粮生产基地；2023年建成烟台中宠华大辐照灭菌中心并投入使用；2024年与SAP达成战略合作，成为中国宠物行业首家与SAP举办签约仪式的企业，持续推动数字化升级与全球业务拓展。

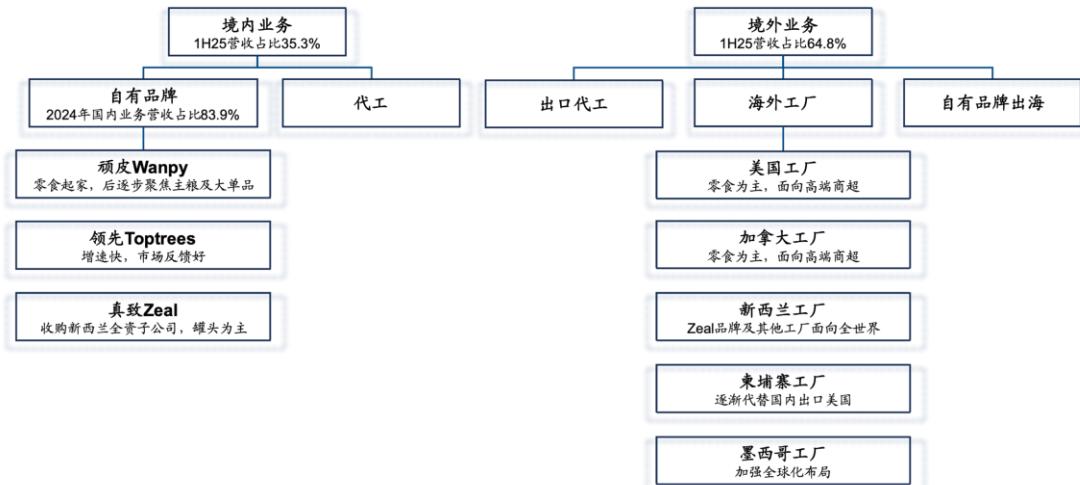
图1 中宠股份公司发展历程



资料来源：公司官网，海通国际整理

公司业务的战略排序为：自有品牌、海外工厂、出口 OEM。1H25年公司境外业务收入占比为64.8%，境内业务收入占比为35.3%，其中境内业务以自有品牌生产销售和宠物食品OEM为主，境外业务包括海外工厂、出口、品牌出海为主。

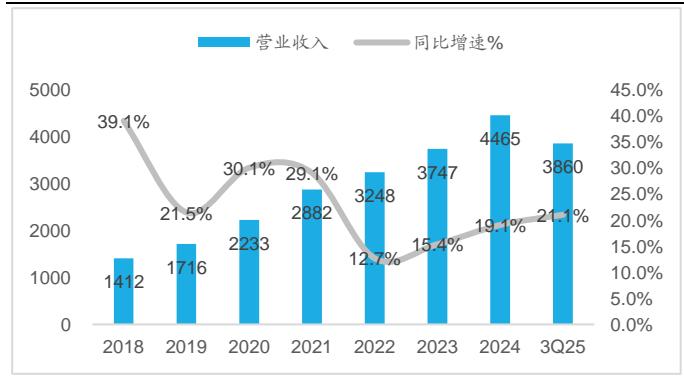
图2 中宠股份业务构成



资料来源：公司年报，海通国际整理

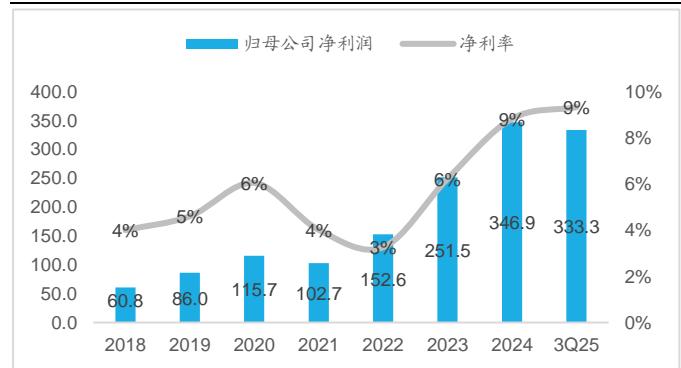
中宠股份自 2018 年以来持续展现出稳健而强劲的增长态势，2018-2024 年年均复合增长率高达 21.2%。2025 年前九个月，公司实现总营业收入 38.6 亿元，同比增长 21.1%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 18.2%；实现扣非归母公司净利润 3.2 亿元，同比增长 33.5%。实现 2025 年第三季度单季，公司总营收 14.3 亿元，同比增长 15.9%，环比增长 7.3%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比-6.6%，环比增长 16.4%；实现扣非归母公司净利润 1.2 亿元，同比增长 18.9%，环比增长 12.3%。

图3 中宠总体营收（单位：百万元）



资料来源：公司年报，海通国际整理

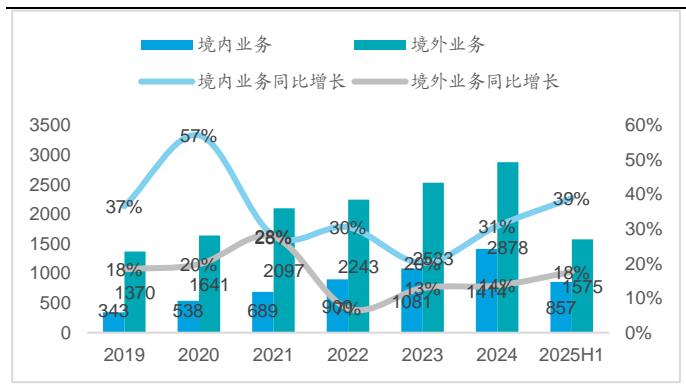
图4 中宠股份归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司年报，海通国际整理

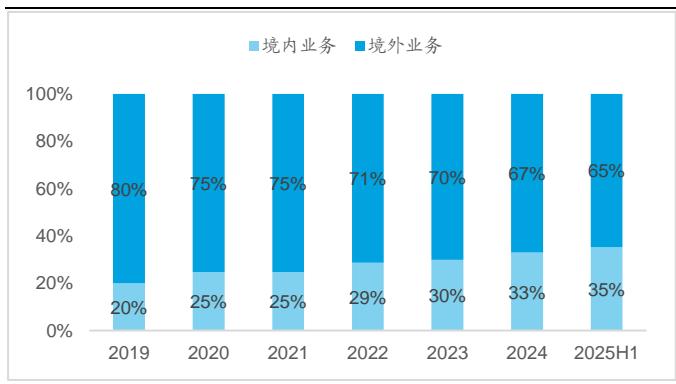
从收入结构来看，公司营收目前仍以海外市场为主(海外工厂+OEM)，但近年来由于自有品牌迅速崛起国内收入占比持续提升。2025年上半年，公司境内业务实现收入 15.75 亿元，占总营收的 64.75%，同比增长 17.61%；境外业务实现收入 8.57 亿元，占比 35.25%，同比增长 38.89%。相比 2019 年海外业务占比为 80%，国内业务仅为 20%。尽管海外市场仍保持稳健增长，2019-2024 年复合增长率为 16.0%，但国内业务表现更为突出，五年复合增长率达到 32.8%，显著高于海外业务。由于境内业务以高毛利的自有品牌产品为核心，其盈利能力显著优于境外业务，报告期内境内业务毛利率为 37.68%，远高于境外业务的 27.95%。

图5 中宠营收：境内境外对比（单位：百万元）



资料来源：公司年报，海通国际整理

图6 中宠国内业务、海外业务收入占比



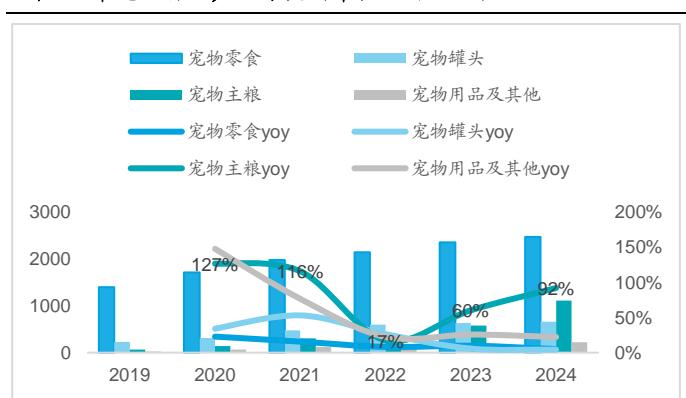
资料来源：公司年报，海通国际整理

从产品结构来看，零食生产（海外工厂和OEM业务为主）仍是中宠股份当前营收的核心组成，但主粮品类（自有品牌为主）增长迅速，正逐步改变公司的收入构成。作为国内最早涉足宠物零食OEM的企业之一，公司在该领域长期保持领先地位。2024年零食业务实现收入24.7亿元，占总营收的57.6%，2019–2024年复合增长率为12.1%。尽管零食业务持续增长，其在总营收中的占比已由2019年的81.4%下降至当前的57.6%，反映出其他品类的快速崛起。

宠物主粮业务表现尤为亮眼，宠物湿粮业务也实现稳步扩张。2024年公司主粮营收达11.1亿元，较2019年仅6271万元的收入实现大幅增长，五年复合增长率高达77.7%，成为公司近年来营收增速最快的品类，2019年公司营收主粮占比为3.7%，2024年增长至25.8%。目前，主粮已成为公司在国内市场的重点发展方向。2024年公司宠物湿粮业务营收为6.6亿元，较2019年的2.3亿元增长显著，五年复合增长率达到23.3%，2019年公司营收湿粮（罐头）占比为13.5%，2024年增长至15.4%。宠物用品及其他品类同样增长强劲，2024年营收2.3亿元，相较2019年的2749万元增长迅速，复合增速达38.6%。

2025上半年年湿粮统计口径分别并入主粮和零食，2025年上半年零食收入达15.3亿元，占比为62.9%；主粮收入达7.8亿元，占比为32.2%；宠物用品及其他收入达1.2亿元，占比为4.9%。整体来看，中宠股份在巩固零食业务基本盘的同时，主粮、湿粮、宠物用品等新兴业务快速崛起，带动公司收入结构持续优化，多品类协同发展的趋势日益显现。

图7 中宠股份：产品分类（单位：百万元）



资料来源：公司年报，海通国际整理

图8 中宠股份：产品分类占比



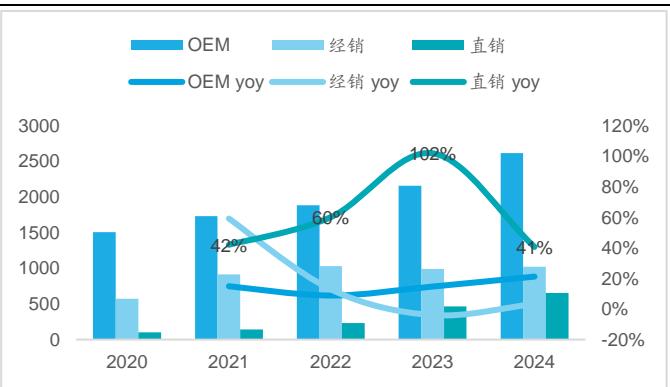
资料来源：公司年报，海通国际整理

从销售渠道上来看，国内公司坚持“线上+线下”的全渠道运营模式销售方面。2024年公司通过经营营收为10.2亿元，年复合增长率为15.5%，线下和线上均有布局。公司直营发展迅猛，2024年直营销售额为6.5亿元，占比为总销售收入的15.2%，2020-2024年其复合年增长率高达60.3%。公司的客户较为稳定且集中，2024年公司前五大客户占年度销售总额比例达44.3%，前五大客户总销售额达19.7亿元。

在国内市场，公司设立了专门的营销中心，围绕品牌建设与渠道拓展“双轮驱动”战略持续发力，加大市场资源投入。在渠道布局方面，公司已构建起涵盖线上电商、专业终端与商超体系的全渠道销售网络。线上渠道，进入主流综合电商平台，同时覆盖波奇网、易宠等宠物垂类平台；线下渠道，公司聚焦宠物门店、宠物医院等专业渠道，同时积极拓展商超体系，产品已进入山姆、沃尔玛、胖东来等全国性知名连锁商超。营销上，公司通过抖音、小红书等新媒体投放、参与行业展会及冠名大型宠物活动，提升品牌曝光与用户粘性。

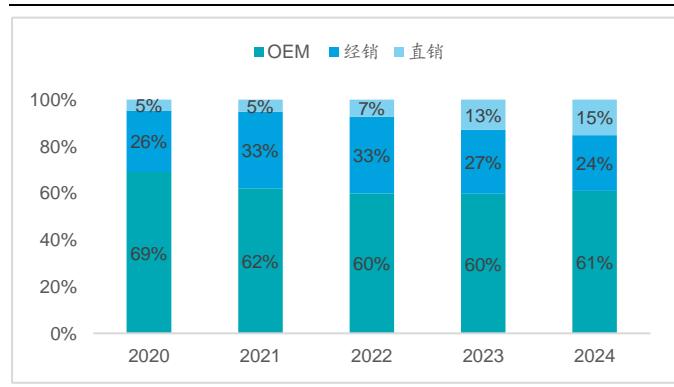
公司高度重视海外市场的开拓与运营，设立国际营销中心，专门负责海外品牌推广与销售管理。依托官网宣传、广告投放、国际展会参与及客户转介绍等多元方式，公司产品现已销往美国、欧盟、日本、东南亚等70多个国家和地区。海外客户以本地拥有品牌的宠物食品经销商为主，这类客户多数不具备生产能力，主要依赖OEM方式采购中宠产品后进行贴牌销售，部分客户则为本地宠物零售商。考虑到欧美等发达国家宠物食品市场竞争格局稳定，渠道集中度高，新品牌进入成本和风险较高，公司在该市场主要通过与当地成熟品牌厂商合作，以OEM模式切入，从而降低市场壁垒并实现稳定出货。2024年公司OEM销售收入为26.2亿元，2020-2024年复合增长率为14.9%。为进一步增强自主品牌影响力，公司在国际营销中心内设立自主品牌事业部，持续通过展会推广、广告宣传等方式扩大“Wanpy”、“ZEAL”等品牌在海外市场的知名度与接受度。当前公司自主品牌出口规模稳步扩大，品牌全球化战略初见成效。

图9 中宠营收：按销售模式划分（百万元）



资料来源：公司年报，海通国际整理

图10 中宠营收：销售渠道占比

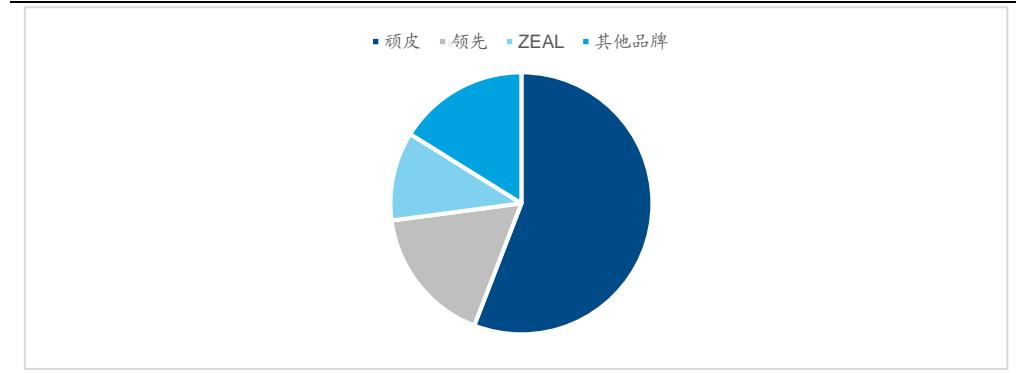


资料来源：公司年报，海通国际整理

二、顽皮+领先(Toptrees)+ZEAL 构建以主粮为核心的自有品牌矩阵，营收高速增长

顽皮+领先(Toptrees)+ZEAL 构建中宠以主粮为核心的自有品牌矩阵。根据我们预测，“顽皮”作为核心品牌，2024 年营收贡献 50%+的自有品牌收入，其次是“领先”品牌，维持高增，或贡献高双位数营收占比，“ZEAL”品牌的营收贡献在 10%以上，其他品牌共同构成了剩余收入。

图11 2024 年中宠自有品牌国内营收占比情况



资料来源：公司公告，海通国际整理

1. 顽皮是第一大自有品牌，25 年营收规模或超 10 亿

顽皮是公司第一大自有品牌，我们预期 25 年单品牌营收或过 10 亿。顽皮品牌创立于 1998 年，贡献自有品牌一半以上营收，早期定位大众主粮，其中顽皮经典系列是主要收入来源，2024 年公司成功推出全新中高端产品系列【小金盾 100% 鲜肉粮】，销售火爆，我们预期该系列 25 年营收或过亿，同时推出【高汤鲜肉】【“大满罐”猫犬罐头】等系列，拉动顽皮品牌向中高端升级，我们预期 25 年顽皮品牌营收或过 10 亿。

图12 中宠股份顽皮 (Wanpy) 品牌展示图



资料来源：公司年报，海通国际整理

表1 中宠股份旗下顽皮品牌主要产品

产品类别	产品名	介绍	产品图片	SKU 数量	价格带
猫主粮	小金盾 100% 低温烘焙粮	100% 鲜肉烘焙，粗蛋白 $\geq 46\%$ 、粗脂肪 $\geq 21\%$ 。添加蔓越莓、蓝莓、有机南瓜等九种膳食纤维，添加新佳岚草饲羊奶粉和冰岛鱼油	100%烘焙猫粮 	2 (50g 试吃装、1.35kg 正装)	约 64 元/kg
	小金盾 100% 全价猫粮	100% 鲜肉加工，粗蛋白 $\geq 42\%$ 、粗脂肪 $\geq 15\%$ ，6% 肉松饼干添加，冰岛进口深海鱼油添加，FPP 添加	100%鲜肉猫粮 	5 (50g 试吃装、1.8kg 正装，幼猫粮、成猫粮，鸡肉、鸭肉)	45 元/kg
	顽皮冻干双鲜肉猫粮	双鲜肉 5.0 > 80.8% 动物性原料、95% 动物原料占比，粗蛋白 $\geq 32\%$ 、粗脂肪 $\geq 26\%$ ，0 谷物添加	双鲜 2.0 双鲜 4.0 双鲜 5.0 	10 (50g 试吃装、1.5kg 正装、8kg 大袋装。鸡肉+三文鱼冻干、鸡肉+鸡肉冻干)	83-87 元/kg
猫湿粮 零食	泰国白金猫罐头 (零食罐头)	21 种维生素和氨基酸，添加 4.0 益生菌，97% 含肉量，粗蛋白粗蛋白 $\geq 11\%$ 、粗脂肪 $\geq 0.1\%$	顽皮白金罐 	5 (肉冻款：金枪鱼+凤尾鱼、金枪鱼+沙丁鱼；浓汤款：金枪鱼、金枪鱼+虾仁、金枪鱼+牛肉)	4.4 元/罐 85g
	顽皮鲜封包	可见真实肉丝、选取浓煲鸡汤有效补充水分，添加低聚异麦芽糖，添加 DHA 和维生素；粗蛋白 $\geq 8\%$ 、粗脂肪 $\geq 0.1\%$	鲜封包 	8 (鸡肉味、鸡肉+虾仁、金枪鱼+小银鱼、金枪鱼+三文鱼、鸡肉+蟹肉、金枪鱼、鸡肉+鳕鱼)	2.9 元/包 80g
	主食餐盒	有菜有肉，99% 动物蛋白添加 (鸡肉+蛋粉+新西兰进口 A2 羊乳)，冰岛鱼油添加，2% 有机果蔬添加，粗蛋白 $\geq 58\%$ 、粗脂肪 $\geq 10\%$	双享主食餐盒 	4 (鸡肉南瓜、鸡肉甜菜、鸡肉羽衣甘蓝)	7 元/罐 40g
	主食猫条	0 谷物、0 胶质、0 食诱，每支猫条 omega3 含量 $\geq 150\text{mg}$ ，粗蛋白 $\geq 43\%$ 、粗脂肪 $\geq 27\%$	主食猫条 	2 (8 支 12g 试吃装、20 支 12g 正装，鸡肉、金枪鱼、鳕鱼、兔肉)	1.7 元/支 12g
狗主粮	双拼冻干群粮	升级款冻干双鲜 0 谷物配方，95% 优质动物蛋白，74.5 动物性原料，5% 真鲜肉冻干，粗蛋白 $\geq 28\%$ 、粗脂肪 $\geq 14\%$	升级冻干双鲜 鸭肉梨 	5 (50g 试吃装、1.5kg 正装、10kg 大袋装，鸭肉梨、鸡鸭双拼冻干)	29 元/kg
	四拼冻干狗粮	3 种营养功能冻干 +1 种原切鸡肉冻干，添加乳杆菌，粗蛋白 $\geq 36\%$ 、粗脂肪 $\geq 17\%$	四拼犬粮 	1 (鸡肉冻干、乳清蛋白鸡肉冻干、水果鸡肉冻干、蔬菜鸡肉冻干)	37 元/kg

	双拼无谷狗粮	62%真鲜肉，0肉粉，添加40g三文鱼+鸡肉冻干，添加甘露寡糖和果寡糖，添加蛋黄、蔓越莓、蓝莓、樱桃等，粗蛋白≥34%、粗脂肪≥16%	无谷双拼粮 	8 (幼猫粮、成猫粮、老年猫粮；鸡肉、鸽肉)	36元/kg
狗湿粮 零食	犬用鲜封罐	0谷物、0色素、0防腐剂、0诱食剂，荤素搭配营养均衡	拌饭零食罐头 	4 (牛肉、鸡肉+蔬菜、鸡肉、牛肉+蔬菜)	5.5元/罐/375g
	原生力狗肉罐	多重营养均衡，肉+内脏+骨骼，96%生骨肉，粗蛋白≥28%、粗脂肪≥26%	96%生骨肉主食罐 	4 (成犬、老年犬罐 鸡肉胡萝卜味、鸡肉牛肉味、鸡肉牛肉胡萝卜味、牛肉三文鱼口味)	6.3元/罐 185g
	狗慕斯罐头	慕斯质地呵护肠胃，富含多种维生素矿物质，粗蛋白≥5%、粗脂肪≥3%	慕斯罐头 	2 (鸡肉+牛肝，鸡肉+鸡肝)	3.2元/罐 95g

资料来源：天猫，海通国际整理

2. 领先品牌以羊奶配方为特色，维持高速增长

领先品牌是公司营收增速最快的品牌，我们预期2025年仍维持高速增长。Toptrees领先品牌定位高端宠物品牌，是由公司于2019年携手杭州青梅共同打造的高端宠物食品品牌，秉持“优质食材、科学配比、技术驱动”的核心理念，致力于通过技术创新和精细化产品设计，打造覆盖宠物主粮、湿粮与零食等多个品类的综合性产品体系。品牌自创立以来，已推出低温烘焙粮、主食罐等多个受到市场认可的明星单品，逐步确立其在高端宠物食品市场的差异化定位。进入2024年，新推出的“蛋黄兔口味低温烘焙全价鲜肉猫粮”、“Toptrees幼猫专属系列”以及适用于小型宠物的“mini小餐盒”，精准回应了不同养宠人群在营养成分、适口性和便捷性方面的多元需求。我们预测该品牌继续维持高增，25年收入或过4亿元。

图13 中宠股份领先 (Toptrees) 品牌展示图



资料来源：公司年报，海通国际整理

表2 中宠股份旗下领先品牌主要产品

产品类别	产品名	介绍	产品图片	SKU 数量	价格带
猫主粮	领先烘焙鲜肉粮	羊奶鸡 65%鲜肉占比，约 92 动物蛋白，三段式变温慢烘，三文鱼味 35%北太平洋三文鱼，添加挪威 Epax 鱼油和 20%心肝血，粗蛋白 ≥38%、粗脂肪 ≥18%。	100%烘焙猫粮 	5 (成猫粮 1.5kg 正装: 羊奶鸡、蛋黄兔、三文鱼、羊奶鸡幼猫粮，幼猫粮 1kg 正装: 羊奶鸡)	约 77 元/kg
	海陆双拼	双拼白肉原料、0 谷物 0 食盐，添加菊苣根调节肠胃，71%含肉量，三文鱼款添加 2%鸡肉绒和 1%三文鱼冻干，粗蛋白 ≥36%、粗脂肪 ≥16%	海陆双拼 海陆双拼 (三文鱼) 	3 (鸡肉鳗鱼 2kg 装、兔鱼三文鱼、鸡肉三文鱼)	36 元/kg
	领先主食冻干	99%动物蛋白 0-4 度冷链运达，-35 度速冻锁鲜每袋包装含 110.4mg 专利后生元，0 肉粉、0 谷物、0 诱食剂，粗蛋白粗蛋白 ≥58%、粗脂肪 ≥18%	主食冻干 	2 (羊奶鸡、血鸽)	304 元/kg
猫湿粮 零食	99 系列主食罐	96%去水动物性原料，添加洋车前子壳粉保护肠胃，鸡肉三文鱼款粗蛋白粗蛋白 ≥60%、粗脂肪 ≥9%	领先猫主食罐头 	12 (舔舐质地、食肉质地，鸡肉三文鱼、鸡肉叶酸、南极金枪鱼、伊拉兔肉、南极磷虾、虎斑墨鱼)	10 元/罐 85g

	主食猫条	2.0 重磅升级, 99%动物蛋白, ≥ 69 动物性原料; 粗蛋白 $\geq 48\%$	 主食猫条	6 (鸡肉味、鸭肉味、三文鱼味、金枪鱼味、兔肉味、磷虾味)	1.8 元/支 14g
	主食小餐盒	90%去水动物性原料, 肉蛋果蔬均衡营养, 99%初食率, 0 淀粉、0 诱食剂、0 胶质, 粗蛋白 $\geq 49\%$	 主食小餐盒	1 (贻贝味、蟹黄味、牛肉味、榴莲味、鸡蛋味、羊奶味)	5 元/罐 40g
	主食汤包	9:1 汤肉比增加喝水性, 99%动物蛋白, 20 种营养元素, 添加牛磺酸保护视力, 粗蛋白 $\geq 55\%$ 、粗脂肪 $\geq 9\%$	 主食汤包	3 (鸡肉、牛肉、椰子鸡)	4 元/支 70g
狗主粮	烘焙犬粮	三段式低温烘焙, 营养酥脆, 80.5%动物性原料, 80%动物性蛋白, 10 种果蔬添加, 粗蛋白 $\geq 35\%$ 、粗脂肪 $\geq 16\%$	 烘焙犬粮	5 (成犬粮 1.5kg 正装: 鸭肉梨、羊奶奶鸡、蓝莓牛; 中大型犬 5.4kg 正装: 鸭肉梨; 幼犬粮: 羊奶鸡)	70 元/kg
	金装鲜肉犬粮	A 级鲜肉, 90%动物蛋白, 添加牛油果、鳀鱼油、月见草籽油、亚麻油, 富含 omega-3/6, 粗蛋白 $\geq 36\%$ 、粗脂肪 $\geq 17\%$	 金装鲜肉犬粮	1 (正装 1.5kg、5.4kg, 试吃装 300g, 鸭肉鸡肉)	53 元/kg
	饱饱系列狗粮	添加 3% 鸡肉松+1% 冻干牛肝+1% 牛肉粒, 66% 动物性原料, 3 重护骨配方, 6 种草本果蔬: 菊花粉、山药粉、菊苣根粉、西兰花粉, 添加牛肉骨粉。益生元添加, 粗蛋白 $\geq 28\%$ 、粗脂肪 $\geq 16\%$	 肉粒多拼犬粮	1 (1.5kg 正装, 200g 试吃装)	47 元/kg
狗湿粮/零食	99 系列主食罐	99%动物蛋白, 96%去水动物性原料, 添加山药粉、车前子壳、骨胶原蛋白和蛋黄粉, 人级别安全性, 粗蛋白 $\geq 59\%$ 、粗脂肪 $\geq 9\%$	 主食罐头	4 (鸡肉梨、鸡肉胡萝卜、牛肉玉米青豆、鹅肉南瓜西芹)	6 元/罐 85g
	全价生骨肉主食罐头	生骨肉配方模拟犬类原始饮食, 91%去水动物性原料, 68%高肉含量, 粗蛋白 $\geq 28\%$ 、粗脂肪 $\geq 26\%$	 全价生骨肉主食罐头	3 (牛肉+奶酪, 鸡肉+胡萝卜, 鸡肉+牛肉)	9.6 元/罐 375g

厚切牛肝	牛肝硬度适合狗狗磨牙 防止牙结石，好零食无 诱食剂无防腐剂，粗蛋白 ≥44%、粗脂肪≥1%	牛肝罐头 	1 (牛肝)	27 元/罐 120g
------	--	---	--------	-------------

资料来源：天猫，海通国际整理

3. Zeal 品牌主打新西兰原装进口，定位高端

ZEAL 真致品牌发展态势良好，品牌主打高端和新西兰原装进口。Zeal 真致品牌创立于1999年，2018年被公司正式收购，并于2019年开启全球化布局，产品目前已覆盖全球30余个国家和地区，逐步确立其在高端宠物食品市场的国际影响力。品牌以“新西兰原装进口、高品质天然配方”为核心定位，产品涵盖犬猫风干粮、湿粮罐头及多样化宠物零食，旗下犬猫专用牛奶、“0号罐”等多个单品已在市场中积累了良好口碑。2023和2024年营收分别约为1.1亿元和1.6亿元，同比增长47.6%。2024年，Zeal 持续推进高端化产品战略，推出全新天然风干主粮系列，继续坚持新西兰原装进口的品牌承诺，新品围绕“超级食材”“仅占全球1%的稀缺蛋白肉源”以及“天然果蔬搭配”三大核心卖点展开，旨在满足高端养宠人群对营养纯净度与原材料溯源性的双重需求。此举标志着 Zeal 正式进军新西兰进口主粮核心赛道，并进一步强化其在“纯天然、高营养、高附加值”维度的品牌认知，我们预期 ZEAL 品牌25年维持双位数增长。

图14 中宠股份真致 (ZEAL) 品牌展示图



资料来源：公司年报，海通国际整理

表3 中宠股份旗下ZEAL品牌主要产品

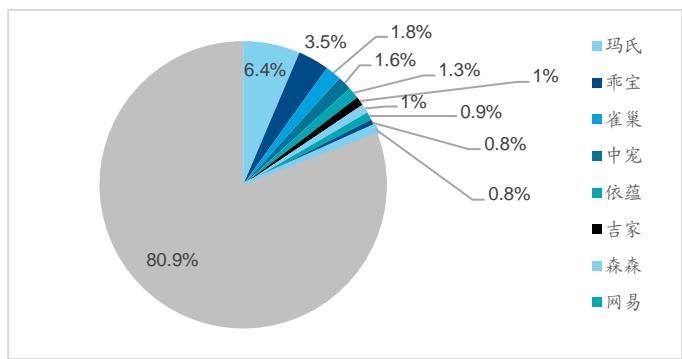
产品类别	产品名	介绍	产品图片	SKU 数量	价格带
主粮	0号主食罐头 (猫粮、狗粮)	100%新西兰制造, 94%高肉含量, 99%蛋白和脂肪源自动物, 添加新西兰优质帝王鲑鱼油, 鱼油含量为普通三文鱼3倍, 富含omega-3美毛护目促发育, 添加野生绿唇贻贝。粗蛋白≥10%、粗脂肪≥4%。	0号主食罐头 (猫粮 170g 装) 	16 (猫粮: 90g 和 170g 两种规格; 犬粮: 170g 和 390g 两种规格。牛肉、鸡肉、羊肉、鹿肉)	猫粮: 15 元/罐 90g、21 元/罐 170g 狗粮: 25 元/罐 170g、31 元/罐 390g
零食	肉干零食 (狗用)	72 小时低温烘干, 100% 新西兰草饲肉源, 硬度适中啃咬畅快	肉干零食 	20 (小牛肋骨、小牛尾骨、小牛脆饼、小牛肉棒、羊肉棒、蓝鳕鱼皮、小牛腿、牛舌、鹿肝片、小牛筋、羊肝片。85g、125g、150g、300g、500g 不同规格)	约 480/kg
	原切冻干 (猫用、狗用)	完整鱼肉无任何粘合剂添加剂, 选取新西兰海域帝王鲑鱼, 天然优质鱼油成分明显高于其他三文鱼, 精选高纯净海域吞拿鱼, 富含优质蛋白质, 专治挑食, 整条凤尾鱼冻干富含微量元素, 有效补充钙、铁、B族、锌、硒等营养元素	原切肉干 	4 (帝王鲑三文鱼原切冻干 85g、深海吞拿鱼原切冻干 70g、整鱼风味鱼冻干 70g、整切帝王鲑佐餐肉松饼 85g)	约 1350 元/kg

资料来源：天猫，海通国际整理

4. 国产品牌接纳程度逐渐提升，顽皮积极抢市占率

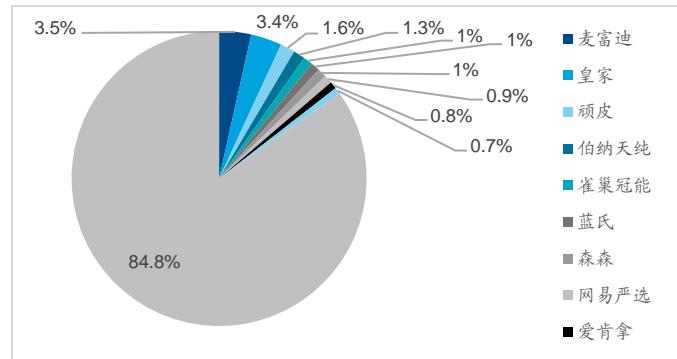
根据 Euromonitor 数据, 2024 年中宠食品在中国宠物行业市占率位列企业排行榜第四, 本土品牌市占率位列第二, 以 1.6% 的市场份额紧随雀巢之后, 展现出其在行业中的强劲竞争力与稳定增长势头。与此同时, 旗下主力品牌顽皮 (Wanpy) 表现尤为亮眼, 市占率为 1.6% 紧随玛氏旗下的老牌宠物品牌皇家。公司旗下主品牌市占率从 2019 年的 0.9% 提升 2024 年的 1.6%, 自主品牌业务打造成果显著。公司一直以来以 OEM 和自主品牌打造双驱动, OEM 一直是公司强项, 未来公司在稳定优势的前提下会把战略重心转移至自主品牌的打造和销售。

图15 2024年中宠在中国宠物公司排名第4，市占率1.6%



资料来源：Euromonitor，海通国际整理

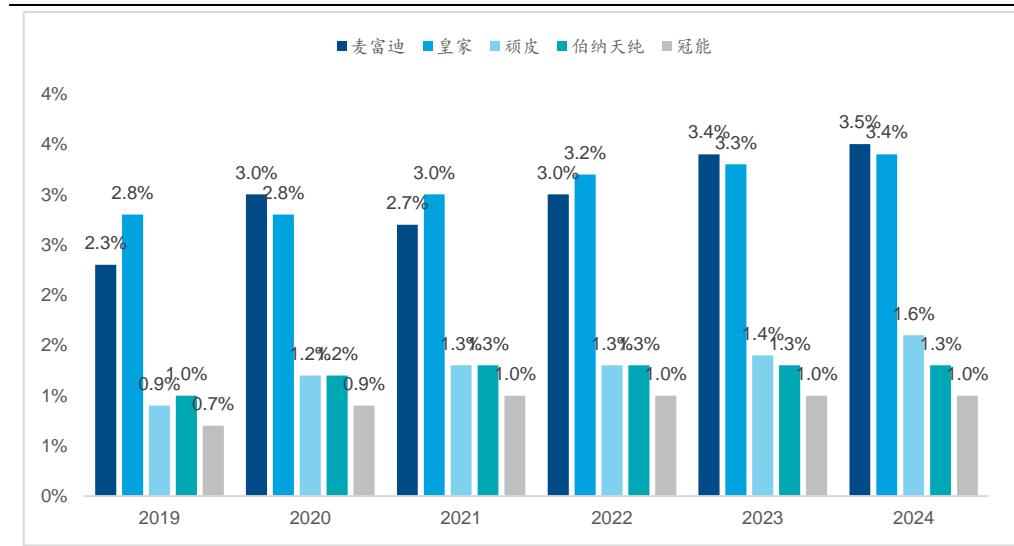
图16 2024年顽皮在中国宠物品牌排名第3，市占率1.6%



资料来源：Euromonitor，海通国际整理

2019-2024年，中国宠物食品市场头部品牌集中度显著提升，前五名品牌合计市占率较五年前明显扩大，行业头部化趋势持续强化。具体来看，2019年玛氏旗下皇家宠物以2.8%的市占率居于领先，麦富迪为2.3%，二者差距较为明显。2020年起，麦富迪市占率快速攀升，逐步逼近皇家宠物，既体现出其强劲的增长势头，也反映出皇家作为成熟品牌所具备的持续影响力。中宠股份旗下品牌顽皮表现突出，2024年市占率达1.6%，五年提升0.7个百分点，增长幅度领先同业。伯纳天纯与雀巢冠能亦实现稳健增长，2024年市占率分别为1.3%和1.0%，较2019年分别提升0.3个百分点。

图17 中宠旗下自主品牌顽皮国内市占率情况



资料来源：Euromonitor，海通国际整理

中宠旗下品牌在宠物零食领域表现突出，旗下品牌在主流电商平台持续保持领先地位。以天猫平台为例，2025年顽皮品牌和领先品牌在“双十一猫零食品牌榜”分别位列第2和第8名。在2023至2025年“618猫食品类品牌榜”中，顽皮品牌排名分别为第9、第6和第4名，呈现稳步上升趋势，品牌影响力持续增强。在狗零食赛道，顽皮与ZEAL两大品牌在2023至2025年间始终稳定在第3至第5名之间，体现出在犬用零食市场的长期竞争力。在京东平台，2023年“618宠物零食榜”中顽皮位列第5名。2024-2025年，京东平台“猫零食”与“猫湿粮”品类中，顽皮稳定在3-4名之间；在“狗零食/湿粮”赛道，ZEAL与顽皮连续两年保持在第4、第5名，排名稳定，市场接受度高。

图18 2023-2025年双十一和618天猫、京东宠物零食排名情况

天猫618							京东168								
猫零食	2023	2024	2025	狗零食	2023	2024	2025	宠物零食	2023	猫零食/湿粮	2024	2025	狗零食/湿粮	2024	2025
1 麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	1 麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	1 麦富迪	1 麦富迪	麦富迪	1 麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2 希宝	网易严选	希宝	希宝	2 MEATYWAY	MEATYWAY	MEATYWAY	MEATYWAY	2 滋益巅峰	2 麦富迪	蓝氏	2 MEATYWAY	爵宴	MEATYWAY	爵宴	MEATYWAY
3 朗诺	希宝	网易严选	3 疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	3 珍致	3 珍致	顽皮	3 疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗
4 网易严选	瓜洲牧	顽皮	4 顽皮	ZEAL	顽皮	顽皮	顽皮	4 富力鲜	4 顽皮	弗列加特	4 ZEAL	ZEAL	ZEAL	ZEAL	ZEAL
5 瓜洲牧	朗诺	5 朗诺	5 顽皮	ZEAL	顽皮	ZEAL	顽皮	5 顽皮	5 网易天成	网易严选	5 顽皮	顽皮	顽皮	顽皮	顽皮
6 万物一口	顽皮	蓝氏	6 培皮狗	培皮狗	培皮狗	培皮狗	培皮狗	6 希宝	6 希宝	皇家	6 宝路	宝路	宝路	宝路	宝路
7 伊纳宝	阿飞与巴弟	阿飞与巴弟	7 益和	益和	雅礼颂	雅礼颂	雅礼颂	7 皇家	7 皇家	皇家	7 益和	益和	益和	益和	益和
8 珍致	万物一口	瓜洲牧	8 凯锐思	雅礼颂	益和	益和	益和	8 蓝氏	8 蓝氏	朗诺	8 滋益巅峰	滋益巅峰	滋益巅峰	滋益巅峰	滋益巅峰
9 顽皮	江小傲	诚实一口	9 宝路	凡可奇	路斯	路斯	路斯	9 朗诺	9 朗诺	HELLOJOY	9 朗诺	HELLOJOY	HELLOJOY	HELLOJOY	HELLOJOY
10 阿飞与巴弟	领先	伊纳宝	10 瓜洲牧	凯锐思	萌萌酷	萌萌酷	萌萌酷	10 领先	10 领先	蒙贝	10 蒙贝	蒙贝	蒙贝	蒙贝	蒙贝

天猫双十一							京东双十一								
猫零食	2023	2024	2025	狗零食	2023	2024	2025	热卖品牌	2023	猫零食/湿粮	2024	2025	狗零食/湿粮	2024	2025
1 麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	1 麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	1 皇冠	1 麦富迪	麦富迪	1 麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2 希宝	SHEBA希宝	顽皮	2 Meatyway	Meatyway	Meatyway	Meatyway	Meatyway	2 麦富迪	2 滋益巅峰	弗列加特	2 Meatyway	爵宴	爵宴	爵宴	爵宴
3 网易严选	网易严选	网易严选	3 顽皮	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	3 网易严选	3 珍致	滋益巅峰	3 疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗	疯狂小狗
4 朗诺	朗诺	朗诺	4 疯狂小狗	ZEAL	ZEAL	ZEAL	ZEAL	4 渴望	4 顽皮	4 顽皮	4 ZEAL	ZEAL	ZEAL	ZEAL	ZEAL
5 珍致	顽皮	SHEBA希宝	5 ZEAL	顽皮	顽皮	顽皮	顽皮	5 伯纳天纯	5 网易天成	5 蓝氏	5 顽皮	顽皮	顽皮	顽皮	顽皮
6 顽皮	万物一口	鲜明	6 培皮狗	雅礼颂	培皮狗	培皮狗	培皮狗	6 爱肯拿	6 富力鲜	网易严选	6 宝路	滋益巅峰	滋益巅峰	滋益巅峰	滋益巅峰
7 阿飞和巴弟	伊纳宝	蓝氏	7 益和	培皮狗	益和	益和	益和	7 Pidan	7 蓝氏	珍致	7 益和	HELLOJOY	HELLOJOY	HELLOJOY	HELLOJOY
8 万物一口	阿飞和巴弟	领先	8 Smaribones	益和	蓝氏	8 素力高	8 皇家	8 皇家	8 希宝	8 多特恩	9 HELLOJOY				
9 伊纳宝	领先	万物一口	9 凯锐思	路斯	伴它金牌	9 冠能	9 希宝	9 多特恩	9 弗列加特	9 朗诺	10 蒙贝	10 蒙贝	蒙贝	蒙贝	蒙贝
10 宽福	蓝氏	阿飞和巴弟	10 宝路	多格漫	路斯	路斯	路斯	10 天然百利	10 弗列加特	朗诺	10 蒙贝	蒙贝	蒙贝	蒙贝	蒙贝

资料来源：宠物行业白皮书，宠物行业观察，抖音电商营销观察，天下网商，亿邦动力，海通国际整理

三、公司宠物食品 OEM 起家，海内外工厂本土布局成功，是最核心的竞争力之一

全球产能覆盖自有品牌、OEM 业务，产能建设持续扩张推动公司营收利润增长。公司目前产能覆盖中国、美国、加拿大、新西兰、墨西哥、柬埔寨等国，其中国内工厂覆盖膨化粮、烘焙粮、湿粮、冻干、宠物饼干、洁齿骨、保健品、鱼饲料等等完整品类等自有品牌和部分 OEM 业务；美国工厂、柬埔寨工厂、墨西哥工厂分担部分 OEM 出口业务；加拿大工厂主要生产销售 Great Jack's (大杰克) /Buddy Jack's (杰克兄弟) 等自主品牌。新西兰工厂生产销售 ZEAL 真致品牌自有品牌业务，推动其全球化布局。

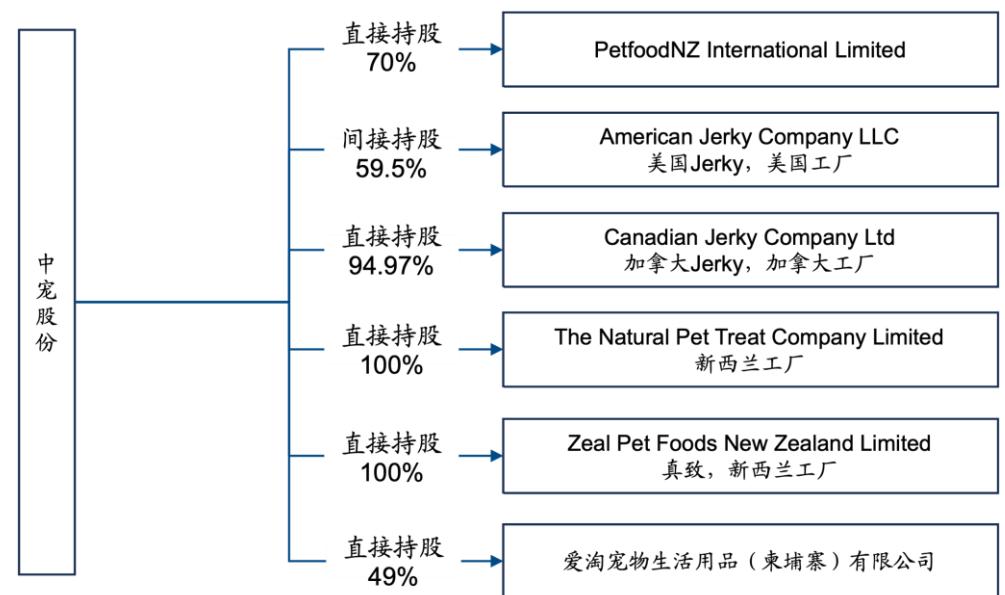
图19 中宠股份全球产能地图



资料来源：公司 2025 年中报，海通国际整理

中宠股份通过直接持股或者间接持股的方式在海外成立了 6 家公司用于生产和销售。

图20 欧美国家工厂布局股权情况



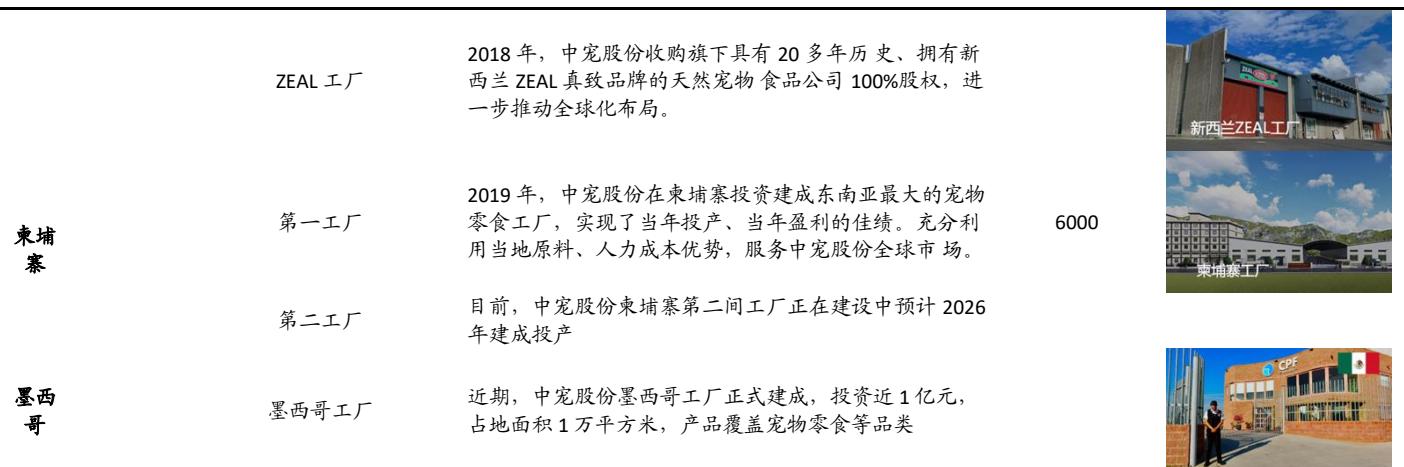
资料来源：公司年报，公司公告，海通国际整理

公司拥有国内 13 家工厂和海外 10 个工厂及生产线，每个工厂生产产品功能目标明确，产能清晰。公司分为零食工厂、冻干工厂、干粮工厂、洁齿骨工厂、保健品工厂、饼干工厂、湿粮工厂、鱼料工厂和辐照中心等。

表4 中宠股份工厂情况

总产能	工厂名称	介绍	产能	
	第一工厂（零食工厂）	于 2003 年 2 月正式投产，先后通过美国 FDA（美国食品及药物管理局）注册、欧盟宠物食品工厂注册、澳大利亚检验检疫局官方注册以及日本农林水产省宠物食品热加工等官方注册		 第一工厂（零食工厂）
国内 千粮产能 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）	第二工厂（冻干工厂）	投资超 1 亿的冻干工厂于 2022 年 8 月正式投产		 第二工厂（冻干工厂）
	第三工厂（零食工厂）	占地面积 25000mi，建筑面积 8000m，设计产能 8000 吨，主要生产宠物零食。	8000	 第三工厂（零食工厂）
	第四工厂（零食工厂）	2008 年，与日本著名大型企业爱丽思（IRIS）合资建设，是当时全球最先进的高端宠物零食制造基地。	5000	 第四工厂（零食工厂）
	第五工厂（宠物干粮）	与拥有 180 多年历史的欧洲宠物行业翘楚—德国卫塔卡夫公司 Vita Kraft 合资建设，是真正的中国首家宠物干粮合资企业	60000	 第五工厂（宠物干粮）

美国	第六工厂 (宠物洁齿骨)	饼干、洁齿骨制造工厂，是集饼干、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，是中宠股份实现饼干、洁齿骨产品自产自销以及出口外销的第一步。	15000	
	第七工厂 (宠物营养保健品)	饼干、洁齿骨制造工厂，是集饼干、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，是中宠股份实现饼干、洁齿骨产品自产自销以及出口外销的第一步。		
	第八工厂 (宠物饼干)	饼干、洁齿骨制造工厂，是集饼干、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，是中宠股份实现饼干、洁齿骨产品自产自销以及出口外销的第一步。		
	第九工厂 (宠物零食)	2019 年建成投产，全球最大的宠物零食 4.0 版本的工厂，总建筑面积超 40000 平方米，设计产能 15000 吨。		
	第十工厂 (宠物湿粮)	总投资 4 亿元的新湿粮工厂，占地面积 76 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。		
	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。		
	鱼料工厂	投资 1 亿，建设中国宠物食品行业首家原料工厂，已于 2023 年 3 月份投入使用。		
	辐照中心	中宠股份辐照工厂于 2023 年 4 月投入使用，设计灭菌产能 50000 吨/年。		
	第一工厂	2015 年中宠股份投资 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、当年盈利的神话，也开创了中国宠物行业到海外发达国家建厂的先河。	8000	
加拿大	第二工厂	2023 年，更大规模的美国第二工厂已经开建，预计 2026 年初投产。	12000	
	第一产线	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，旗下拥有 Great Jack's (大杰克) /Buddy Jack's (杰克兄弟) 等自主品牌，充分利用当地肉类原料优势，服务中宠股份全球市场。	800	
新西兰	第二产线	预计 2026 年初投产。	400	
	高端宠物湿粮工厂	2020 年，中宠股份投资 23 亿元在新西兰新建高端宠物湿粮工厂，预计 2024 年实现投产。	20000	
	PFNZ 工厂	2021 年，中宠股份耗资人民币约合 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。	8000	



资料来源: 公司官网, 海通国际整理

公司主要生产包括宠物零食、湿粮(罐头)和主粮三大类, 整体产能规模持续扩张, 产能利用率保持较高水平, 多个海外及国内新工厂也在稳步推进中。其中, 零食是公司传统优势品类, 近年来持续保持高强度产能利用。2018-2024 年间, 零食产能利用率几乎年年超过 100%, 2024 年零食产量达 3.99 万吨, 同比增长 26.5%。

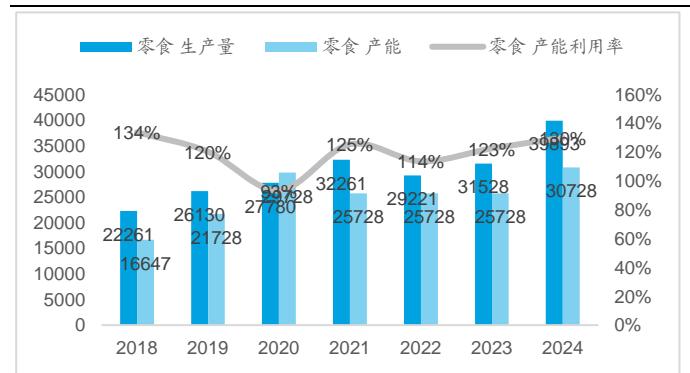
图21 中宠股份 2018-2024 产能利用情况 (单位: 吨)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
零食	生产量	22261	26130	27780	32261	29221	31528	39893
	产能	16647	21728	29728	25728	25728	25728	30728
	产能利用率	134%	120%	93%	125%	114%	123%	130%
罐头(湿粮)	生产量	10911	11797	13684	22957	24628	27629	30617
	产能	10000	10000	30000	22833	38000	38000	44000
	产能利用率	109%	118%	46%	101%	65%	73%	70%
主粮	生产量	2448	3341	6234	10722	23791	26095	54171
	产能	10000	10630	10630	10756	40760	40760	70760
	产能利用率	24%	31%	59%	100%	58%	64%	77%

资料来源: 公司年报, 海通国际整理

湿粮(罐头)产品方面, 2024 年设计产能为 4.4 万吨, 实际产量为 3.1 万吨, 同比提升 10.8%, 产能利用率近三年保持在较为稳定水平, 2022-2024 年分别为 65%、73% 和 70%。

图22 中宠零食生产量 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 海通国际整理

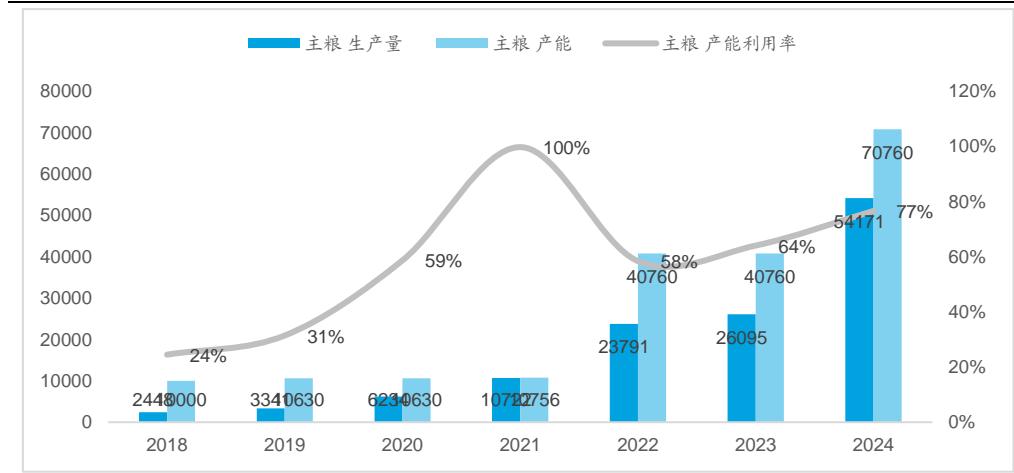
图23 中宠罐头生产量 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 海通国际整理

主粮作为公司近年来重点发展的业务板块，产能扩张速度更为显著。2024年主粮产量达5.4万吨，较2023年实现翻倍增长，同比增幅高达107.6%。该品类的产能利用率亦持续提升，2022-2024年分别为58%、64%和77%。

图24 中宠主粮生产量 (单位: 吨)



资料来源：公司公告，海通国际整理

公司积极推进海内外宠物零食/湿粮/主粮产能布局。宠物零食方面，公司正在建设美国第二工厂与加拿大第二工厂。美国工厂规划年产能1.2万吨，主要用于烘干类零食及风干粮；加拿大工厂预计零食年产能为400吨。两座工厂将于2025年中至2026年初陆续释放产能，预计将带动零食业务规模显著增长。宠物湿粮/罐头方面，公司在新西兰投资的高端湿粮项目也计划于2024年内释放新增产能2万吨，将进一步提升湿粮产品的供给能力和结构优化。宠物主粮方面，公司正在推进烟台新工厂项目，预计于2026-2027年新增干粮年产能6万吨，将为主粮业务的中长期发展提供强有力的产能保障。整体来看，公司通过持续扩充产能和优化产能布局，已形成多品类协同推进、海内外产能联动的战略格局，有望为未来收入规模扩大和产品结构升级奠定坚实基础。

表5 在建工厂情况

地点	项目名称	产能情况	预计投产时间
美国	美国第二工厂	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	约年产400吨烘干类零食及风干粮	2025H2
新西兰	新西兰宠物湿粮项目	年产2万吨湿粮	2025年
柬埔寨	柬埔寨第二工厂	待公布	待公布
山东	高品质宠物干粮项目	年产6万吨干粮	2026-2027年
	新型宠物湿粮项目	年产4万吨湿粮	2026年，已开工建设

资料来源：公司公告，公司年报，海通国际整理

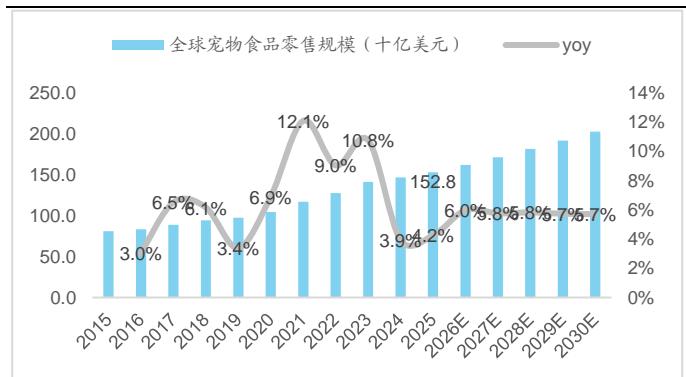
四、中宠多品类产能布局全球，支持国内和海外自有品牌出海

1. 美国贡献了全球宠物零售市场约42%的市场份额，占据绝对主导地位

根据Euromonitor数据，全球宠物食品市场预计将在2025年达到1528.4亿美元，2015至2025年期间的年均复合增长率约为6.5%，体现出行业的成熟度与长期成长价值。

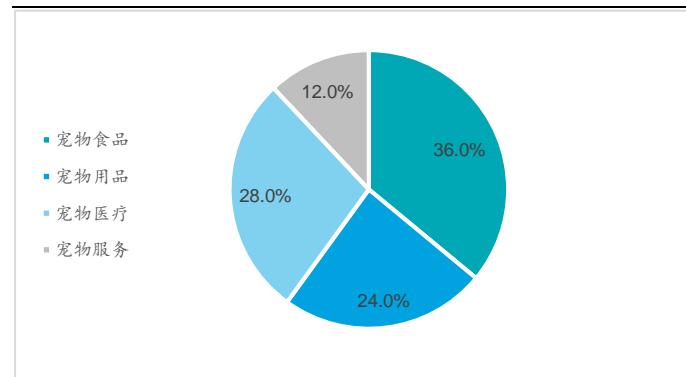
在全球宠物行业的细分市场结构中，宠物食品和零食依然占据着举足轻重的地位，宠物食品消费占据整个宠物市场的百分之36%。这表明，无论经济状况如何，宠物主在满足宠物基本饮食需求上的投入依然是行业增长的主要驱动力。宠物食品行业是增长最为稳健的核心赛道。

图25 2025年全球宠物市场消费结构



资料来源：Euromonitor，海通国际整理

图26 中宠罐头生产量（单位：吨）



资料来源：第14届国际宠物业高峰论坛，海通国际整理

美国作为全球宠物经济最发达的国家，长期占据全球宠物食品消费的主导地位。根据亚宠研究院数据，2024年美国宠物食品市场规模将达到597亿美元。

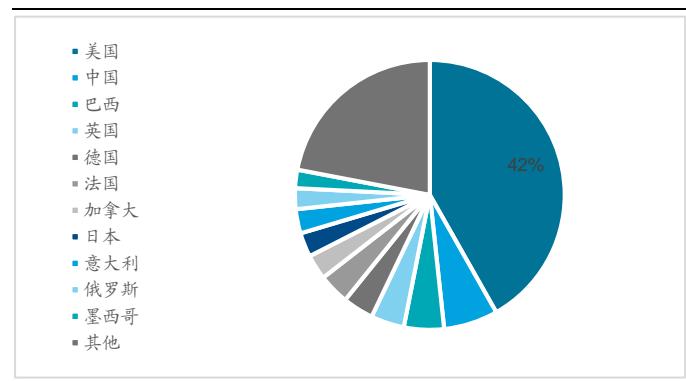
美国、中国、巴西是全球前三大宠物市场。美国贡献了全球宠物零售市场约42%的市场份额，占据绝对主导地位，其次是中国占比6.5%，巴西位列第三占比4.8%。随着全球养宠人群的持续扩大，宠物产业展现出强劲的增长态势。

图27 美国宠物市场规模（单位：亿美元）



资料来源：亚宠研究院，海通国际整理

图28 全球宠物零售市场TOP10国家



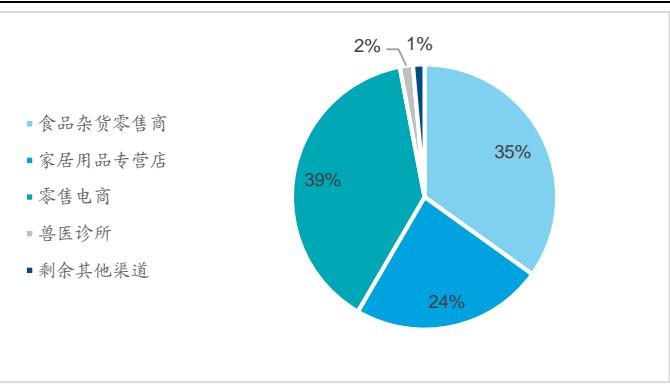
资料来源：亚宠研究院，海通国际整理

根据美国宠物用品协会数据，美国宠物产业市场规模由2013年的557亿美元发展到2024年的1519亿美元，复合年增长率约为9.58%，不仅远高于同期美国GDP增长水平，也反映出宠物行业具备较强的“穿越经济周期”能力，是一个抗波动、稳定性较高的投资方向。

宠物主群体的年轻化趋势也正在深刻重塑行业生态。2022年，美国Z世代与千禧一代养宠人群的占比首次与X世代与婴儿潮一代持平，年轻消费者的情感消费特征、对品牌故事与新产品的接受度，使其逐渐成为推动行业增长的主力军。这也促使品牌在产品设计、营销模式和渠道布局上更加注重互动性与数字化体验。2025年美国宠物食品线下购买比例为60%，其中大型商超占多数还有小部分仓储会员店，家居用品专营店中宠物店及宠物超级卖场和家居装修与园艺用品店占比约为24%，线上渠道为39%。美国宠物行业经过逾百年发展，产业链高度成熟，销售渠道布局全面，覆盖了从线下专业宠物连锁（如 PetSmart、Petco），到大型综合超市（如沃尔玛、Target），再到线上平台（如亚马逊、Chewy）等多种形式。根据欧睿国际，这种多元化、全国覆盖的渠道体系，为品牌的广泛触达与销售规模化提供了坚实支撑。

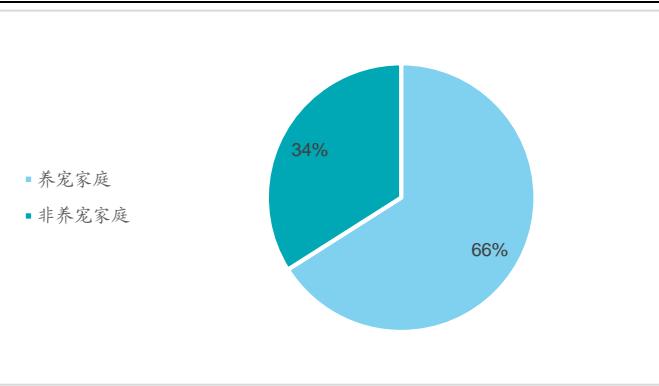
在消费基础层面，美国宠物行业拥有较高的市场渗透率和家庭覆盖率。2022年，APPA数据显示，美国约有8,690万户家庭（占总家庭的66%）饲养宠物，其中以狗和猫为主。这种高度普及的养宠文化为整个行业提供了坚实的用户基础和持续的消费动力。

图29 美国宠物食品线下渠道发达



资料来源：Euromonitor，海通国际整理

图30 美国家庭养宠文化普及率较高



资料来源：美国宠物产品协会 APPA，海通国际整理

2. 美国市场主要依赖美国本土、柬埔寨和中国工厂承接OEM订单

美国市场主要依赖美国本土、柬埔寨和中国工厂承接OEM订单。在关税提升后，更多去美国的产能向美国和柬埔寨倾斜。早在2019年，中宠股份便前瞻性地布局东南亚市场，在柬埔寨投资设立爱淘宠物生活用品（柬埔寨）有限公司，持股比例为49%。该工厂当时为东南亚地区最大的宠物零食加工基地，实现了当年投产、当年盈利的良好开局。项目主要是对美国出口零食并为日后愈发不确定的关税政策提前布局，目前柬埔寨工厂生产原料由国内运出，我们预期25年柬埔寨工厂营收或达4亿元以上，目前柬埔寨第二工厂已在建设当中。

尽管当前美国对华加征关税仍处于暂缓阶段（10%），而柬埔寨出口至美国的关税高达36%，但中宠在东南亚的产能布局依然在缓解中美贸易波动方面发挥了积极作用。尤其是在未来关税政策存在较大不确定性的背景下，柬埔寨的布局仍具备相对优势。中宠通过优化供应链与订单转移，已展现出较强的短期抗压能力。

从战略角度看，中宠海外建厂的核心目的并非单一规避某一市场的关税，而是着眼于构建更具弹性的国际生产网络与长期发展格局。此次关税事件反而验证了其“多点生产+本地响应”模式的前瞻性与适应性，有助于企业在全球市场环境持续波动中稳步前行。

表6 近年涉及公司出口业务的关税政策变化

时间	主要内容
2018.9.24	特朗普政府于 2018 年 9 月 24 日开始向包含宠物食品在内的 2000 亿美元中国商品加征 10% 的关税。
2019.6.1	美国对中国宠物食品征收关税水平上调至 25%。
2025.2.1	美国政府宣布以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征 10% 关税；4 日美国对所有来自中国和香港的商品额外加征 10% 关税，合计加征 20%。
2025.4.2	美国宣布对中国商品在 10% 基准关税基础上额外加征 34% 附加税，综合税率达 54%；对来自柬埔寨的进口商品加征 49% 的关税。
2025.4.8	美国宣布将对中国输美商品征收的“对等关税”税率由 34% 提高至 84%，综合税率达 104%。
2025.4.9	美国再次加码，在 104% 的基础上，继续对中国产品加税至 125%。
2025.4.11	美国对包括柬埔寨在内的多个国家实施为期 90 天的关税减免措施，在此期间临时大幅下调互惠关税至 10%。
2025.5.12	美国因与中国的贸易谈判取得进展，临时将对华互惠关税从最高 125% 下调至 10%，为期 90 天。并将小包裹关税从 120% 降至 54%。
2025.7.8	美国对多数国家实施的 10% “互惠关税”暂停期延长至 2025 年 8 月 1 日，并向多个国家发出将于该日生效的具体关税调整信函。将柬埔寨的关税调整设定为 36%。
2025.7.30	全球价值不超过 800 美元的商业包裹将全面取消 de minimis 免税待遇（此前此豁免已于 5 月对中国生效），同时为未来全面废除该豁免设立机制。

资料来源：美国贸易代表办公室，海通国际整理

3. 加拿大市场以自有品牌Great Jack's 运营，收入稳健利润率高

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，中宠约拥有 Canadian Jerky 95% 的股权，旗下拥有 Great Jack's(大杰克)/BuddyJack's(杰克兄弟) 等自主品牌，成功进入 Costco 、 PetSmart 、 Petco 等北美著名零售连锁渠道销售。 Canadian Jerky 旗下品牌只在当地采购最优质、最新鲜的原料来制作宠物食品和宠物零食，我们预期 Jack's 系列 24-25 年营收体量几千万水平，利润率维持高位。

图31 Great Jack's 部分产品展示



资料来源：公司年报，公司官网，海通国际整理

表7 中宠股份加拿大公司 Canadian Jerky旗下Great Jack's主要产品

产品类别	产品名	介绍	产品图片	SKU 数量	价格带
零食	Great Jack's Freeze-Dried Treats (犬猫冻干零食)	冻干零食	Great Jack's Freeze-Dried Raw Dog Treats - Turkey 	16 (犬猫零食: 7oz 和 14oz 两种规格。火鸡肉、鸡肉、牛肝、三文鱼)	7oz 装约 20 加元; 14oz 约 40 加元
	Great Jack's Big Bitz (犬零食)	无谷物零食, 营养美味, 适合训练, 也适合所有犬种、体型和生命阶段的狗狗。	猪肝蔓越莓 	16 (14oz 包装, 蔓越莓猪肝、奶酪和猪肝、海藻猪肝、纯肝脏、鸡肉和亚麻籽、羊肉和海带、火鸡和枸杞、鸡肉和蔓越莓)	约 13.2 加元 /14oz; 约 7 加元/7oz
	Great Jack's Air-Dried Dog treats (风干犬粮)	提供种类繁多的肉干产品, 无论是想寻找优质的本地食材还是经济实惠的进口肉类, 都能找到心仪之选。采用世界领先的设备制作所有风干产品, 并采用特制的低温肉干工艺, 确保营养和风味的完美融合。	鸡肉南瓜棒 	8 (鸡、火鸡、生肉、猪肉、羊肉、羊心、牛肺、生肚)	7-9oz 包装, 约 9-12 加元

资料来源: 天猫, 海通国际整理

4. 多品牌积极探索巴西市场

巴西展会展现品牌实力, 坚定全球发展决心。公司于 8 月 13 日至 15 日同时亮相了美国拉斯维加斯宠物用品展 (SUPERZOO) 和巴西国际宠物用品展览会 (PETSA) 两大国际顶级行业盛会, 集中向全球市场展示了其旗下的 WANPY、ZEAL 和 Great Jack's 等自主品牌。此次亮相不仅是产品的展示, 更是一次战略的宣示。在北美这一全球核心市场, 中宠股份正式设立了北美总部, 旨在整合研发、销售与供应链管理, 推动“全球研发+北美制造+全球销售”的协同模式, 标志着其从过去的“产能出海”向更深层次的“品牌出海”战略升级。同时, 在南美最大的市场巴西, 公司也着力深化布局, 将其作为全球开拓的重点区域。展会上, 公司全新的集团英文标识“CPF”首次亮相, 其承载的“陪伴、先进、责任、专业”核心价值, 向全球客户传达了专业的品牌主张与长期承诺。各品牌表现亮眼: wanpy 凭借其国际供应链实力和精准推出的高端新品吸引了大量关注; ZEAL 品牌完成了产品升级并成功登陆北美电商新渠道; Great Jack's 则以独特风味丰富了产品矩阵。

图32 中宠股份美国拉斯维加斯宠物用品展团队合影



资料来源：公司官网，海通国际整理

图33 中宠股份巴西国际宠物用品展览会团队合影



资料来源：公司官网，海通国际整理

5. 顽皮品牌出海乘风破浪

顽皮品牌作为公司最有影响力的品牌之一，在出海方面表现优于超过公司和市场预期。除公司已有坚实基础的还是OEM业务和【Great Jack's®】等自有品牌外，公司近年来推动【Wanpy 顽皮】品牌出海，自1998年成立以来，顽皮品牌一直深耕宠物食品配方，近年来积极布局海外版图，目前已远销超过60个国家，各大洲均有覆盖，主要集中在东南亚、中东等发展中国家。我们预期顽皮品牌24年自有品牌出海业务过亿，25年或过3亿元。

图34 自有品牌销往世界



资料来源：公司年报，海通国际整理

6. 多项国际权威认证为开拓海外市场提供坚实保障

公司及旗下子公司已通过 ISO9001、ISO22000、ISO14001、HACCP、GMP、BRCGS 等 19 项国际权威认证，并完成对美国、日本、加拿大、澳大利亚、欧盟等多个发达国家和地区的官方注册，是目前国内获得认证最多的宠物食品企业之一。这些认证充分体现了公司在质量、安全和环境管理方面的高标准，也为公司开拓国内外市场提供了坚实保障。此外，公司已通过 SMETA 和 BSCI 等社会责任相关认证，覆盖劳工权益、工作环境、商业道德和环境保护等方面，公司具备良好的国际公信力和社会责任履行能力，有利于承接海外订单，提升全球合作形象。

图35 中宠产品严格通过质量检验



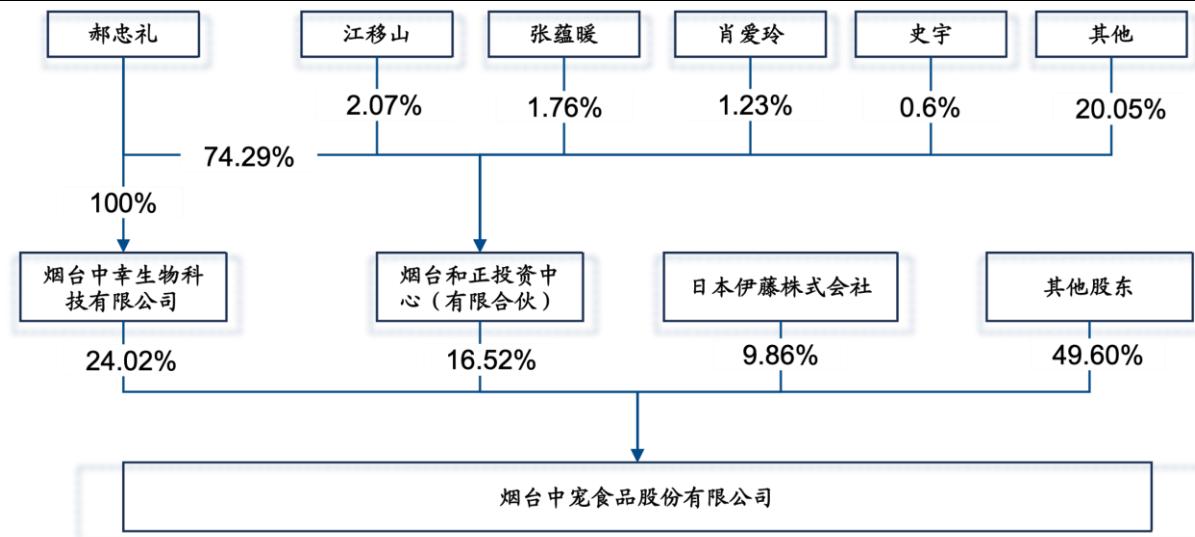
资料来源：公司年报，海通国际整理

五、专业管理层、大量研发投入和高效的营销共筑品牌长久护城河

1. 中宠股份股权架构稳定及管理层履历出众

公司股权结构保持稳定，董事长郝忠礼先生作为实际控制人，持股比例为 36.3%。第二大股东烟台和正投资中心作为公司核心持股平台，第三大股东日本伊藤株式会社则为重要下游客户，两者与公司业务联系紧密，利益高度协同，有助于强化产业链合作稳定性。在治理结构方面，公司自 2017 年上市以来，持续优化组织架构，形成以差异化销售团队为核心的多业务协同机制。当前组织体系较为扁平，有利于提升内部沟通效率与决策响应速度，进一步支持公司在国内市场的渠道拓展和业务落地。通过与行业内优质资源的深度合作，公司在市场层面不断强化竞争优势，形成灵活、高效的运营体系。

图36 中宠股份股权解构



资料来源：WIND，海通国际整理

梳理公司高管团队履历可见，郝忠礼作为公司总裁拥有丰富的外贸及管理经验。在1985至1998年间，曾任烟台对外经济技术交流中心副主任、烟台对外经济技术贸易公司职员、烟台国际航空客货代理总公司副总经理等职位。1998年亚洲金融危机后，郝忠礼先生凭借其敏锐的市场洞察力，率先发现并投身于宠物食品行业，也是首位将日本宠物零食鸡肉干产品引入中国市场的人。

表 8 董事会成员主管方向及个人履历介绍

姓名	职位	出生年份	薪酬 (万元)	履历
郝忠礼	董事 长, 总 裁	1962	151.6	中国国籍,无境外永久居留权,1962年10月出生,本科学历,中共党员,烟台市莱山区政协委员,中国礼仪休闲用品工业协会副理事长,1983年1月至1985年10月,任吉林省四平市第一高级中学教师;1985年至1998年间,曾任烟台对外经济技术交流中心副主任、烟台对外经济技术贸易公司职员、烟台国际航空客货代理总公司副总经理等职位;1999年创立烟台爱思克食品有限公司,任董事长,经理;2002年创立烟台中宠食品有限公司,任董事长,总经理;2014年1月至今,任American Jerky Company LLC执行董事,经理;2014年3月至今,任美国好氏CEO;2017年9月至今,任烟台中宠德益宠物食品销售有限公司执行董事;2018年4月至今,任安徽省中宠颐智科技有限公司董事长;2018年6月26日至今,任南京云吸猫智能科技有限公司董事长;2018年11月至今,任The Natural Pet Treat Company Limited董事。
伊藤范和	副董事 长, 董 事	1975	0.0	日本国籍,1975年7月出生,本科学历。1998年4月至2002年,任三井食品有限公司PETCARE事业部销售部;2002年至2012年8月,任日本伊藤株式会社营业部;2012年8月至今,任日本伊藤株式会社总经理;2011年8月至2014年11月,任烟台中宠食品有限公司副董事长;2014年12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	104.8	江移山, 1968年出生, 中国国籍, 本科学历, 中级工程师。拥有20余年食品行业技术研发与管理经验, 现任烟台中宠食品股份有限公司董事、常务副总经理, 同时兼任烟台顽皮宠物用品、烟台中卫宠物食品、美国 Jerky 公司、ITAO PET SUPPLIES (CAMBODIA) 等多家公司董事。
朱红新	副总裁	1977	190.1	1977年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历, 高级技师。1999年起在食品行业从事生产、质检、管理工作, 历任烟台爱思克食品仓库保管、车间班长、生产管理主管、总质检;后加入烟台中宠食品体系, 先后担任生产部部长、烟台爱丽思中宠制造部部长、中宠食品烘干制造部部长。2014年1月至今任美国 Jerky 公司董事、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经理。
张蕴暖	副总裁	1976	102.6	1976年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历。早年从事外贸相关工作, 历任山东物产进出口烟台分公司外销员、烟台武州养蜂园有限公司出口部主管; 2002年6月加入烟台中宠食品, 历任国际贸易部部长、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经理, 2015年8月起同时担任公司董事。
董海风	副总裁	1979	71.6	1979年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历, 中共党员。先后任职于烟台欣和企业食品、烟台金岭汽车集团、海普智联科技等公司, 历任人力资源、管理等相关部门负责人及董事; 现任上海中宠品牌管理、杭州中宠华元宠物科技、山东顽宠电子商务、上海好氏宠物食品等公司董事, 同时担任公司董事长助理兼副总经理。
刘淑清	副总裁	1975	55.6	本科学历。历任烟台泰鸿橡胶有限公司会计, 烟台中宠食品有限公司财务部部长, 董事会秘书, 审计部总监, 财务总监, 现任公司副总裁。
接元昕	副总裁	1979	93.5	中共党员, 本科学历。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。
肖明岩	财务总 监	1976	184.8	硕士研究生学历, 中共党员, 拥有丰富的跨国企业财务管理经验。历任南京依维柯财务主管、湘火炬汽车集团财务监控经理、新加坡维信集团子公司财务经理及财务总监、ABB(中国)华东区共享服务中心总经理、西门子工业软件亚太区财务总监兼中国公司副总裁等职, 还曾担任固安捷、新加坡GMG Global、科勒、瑰丽酒店集团等多家知名企业高级财务负责人。自2023年9月起担任公司财务总监。
任福照	董事会 秘书	1988	55.5	本科学历, 曾任山东南山铝业股份有限公司信息披露主管, 投资者关系经理, 南山集团有限公司资本市场部总经理助理, 山东南山智尚科技股份有限公司证券事务代表。现任烟台中宠食品股份有限公司证券部部长, 任福照先生已取得深圳证券交易所董事会秘书资格证。
郝宸龙	董事	1988	101.9	1988年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2014年5月至2018年8月担任加拿大 Jerky 公司市场部经理; 2018年9月起任职于烟台中宠食品股份有限公司, 历任市场部副经理, 自2019年6月至今担任市场管理中心总经理。

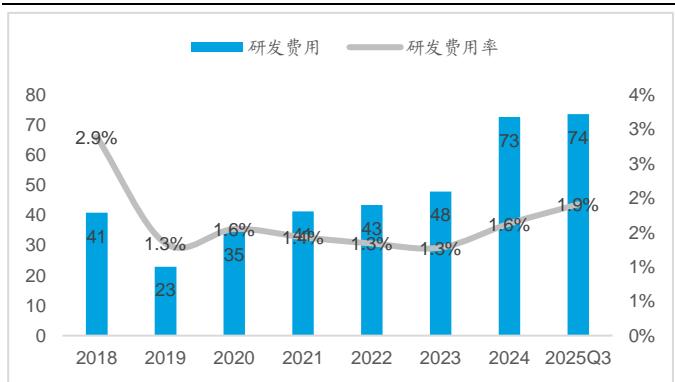
资料来源: WIND, 海通国际整理

2. 持续的研发投入推动技术创新和产品迭代

公司已构建起行业领先的研发体系，依托占地约 12,000 平方米的研发中心，持续推进技术创新与产品迭代。截至 2025 年 4 月 2 日，公司累计获得国家专利 301 项，其中包括 15 项发明专利，并连续多次被认定为国家高新技术企业，研发实力稳居行业前列。过去三年内，公司自立科技项目累计超过 20 项，另有 3 项省级技术项目获批，主导开发的十余项科技成果填补了行业多项技术空白，在宠物营养、加工工艺、食品安全等多个领域实现突破，显著提升了行业整体技术水平，并为中国宠物食品产业的可持续发展注入科技动能。

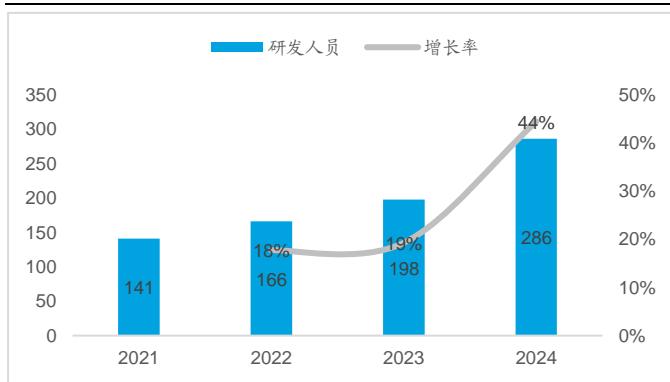
2025 年前九个月，研发支出为 7363 万元，同比增长 44.5%。公司不断加大对产品研发的力度。2024 年公司研发费用达 7268 万元，同比增长 51.7%，2024 年研发费用率为 1.6%，2024 年公司研发人员为 286 人，同比增加 44.4%，研发人员占比为 7.2%。

图37 中宠研发费用及费用率 (单位:百万元)



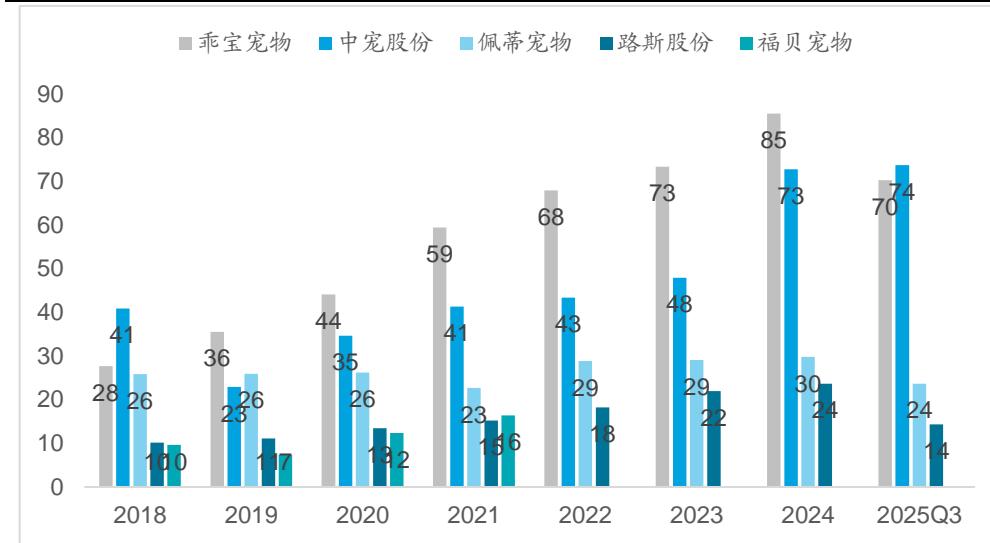
资料来源：公司年报，海通国际整理

图38 中宠研发人数



资料来源：公司年报，海通国际整理

图39 同行研发费用水平 (单位:百万元)



资料来源：公司公告，海通国际整理

3. 顽皮和领先团队均有出色的营销能力

公司营销方面有着相当强的热点发掘和跟随和情怀共情能力，领先品牌营销团队尤为突出。团队 2025 年公司通过人民网透明工厂让投资者与消费者见证“Wanpy 顽皮®”生产链条的可靠性与高品质；“TOPTREES 领先®”则专注主粮领域，其烘焙粮呈现出迅猛的增长态势，在数字化营销方面成果显著，2024 年推出联名甄嬛传系列获得广大消费者好评，2025 年更是荣获“CCTV 匠心品质，领先制造”认证，成为国内宠物行业首家 CCTV 深度合作品牌。

图40 领先联名甄嬛传对客户群体了解深刻



资料来源：公司年报，海通国际整理

图41 领先团队投放紧跟潮流热点



资料来源：小红书官方账号，海通国际整理

六、首次覆盖中宠股份，给予“优于大市”评级

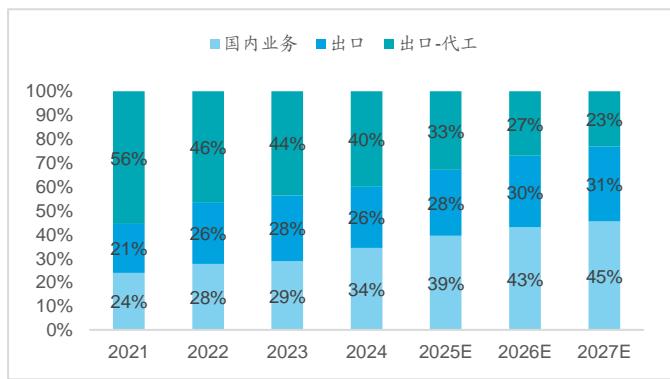
我们预测公司 2025E-2027E 营收将维持高速增长态势，2025E-2027E 营业收入同比增速分别达 20%、28%、25%，其中 2026E 增速迎来峰值，营收规模从 5358 百万元攀升至 8621 百万元，增长动能强劲。业务结构持续优化，国内业务占比稳步提升，从 2025E 的 39% 逐步升至 2027E 的 45%，逐步成为营收核心支柱；出口业务占比稳步提升至 31%，但出口代工占比持续下滑，从 33% 降至 23%，凸显公司正持续降低对代工业务的依赖，自有品牌（国内及出海）与海外工厂的支撑作用不断强化，契合公司战略发展方向。

图42 收入同比预计持续稳增



资料来源：公司年报，海通国际整理

图43 国内业务占比预计扩大



资料来源：公司年报，海通国际整理

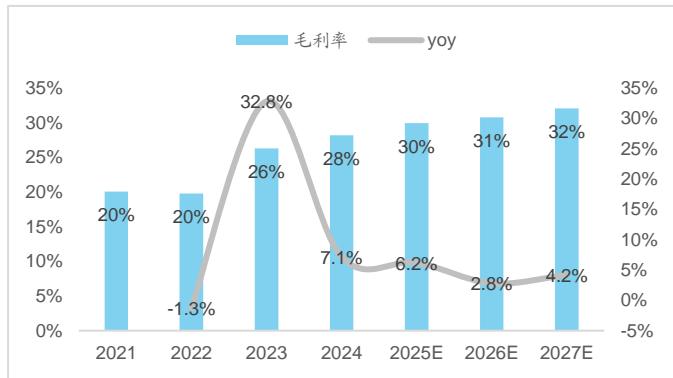
我们预计中宠股份 2025E-2027E 公司盈利水平将持续稳步提升，盈利质量不断优化。毛利规模呈高速增长态势，2025E-2027E 分别达 1602 百万元、2114 百万元、2761 百万元，同比增速维持在 27%-32% 区间。毛利率持续稳步攀升，从 2025E 的 30% 逐步提升至 2027E 的 32%，同比增速保持正向增长，虽增速较 2023 年峰值有所放缓，但整体呈现稳步上行趋势，核心得益于公司国内高毛利自有品牌占比提升、产品结构持续优化，叠加全球产能布局带来的成本优势，盈利能力的持续性和稳定性较强。

图44 得益于自由品牌发展，毛利预计提高



资料来源：公司年报，海通国际整理

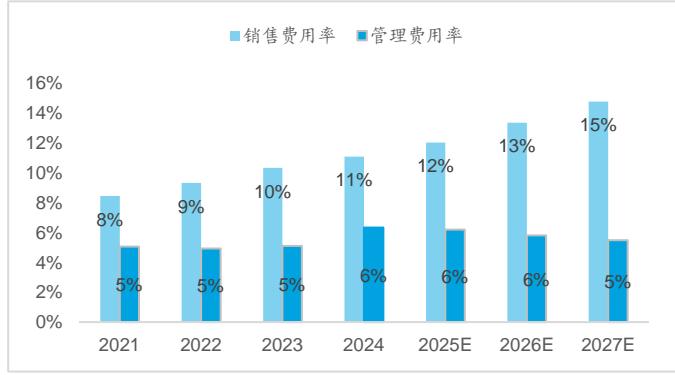
图45 预计自由品牌营收占比增大，提高毛利率



资料来源：公司年报，海通国际整理

公司费用管控与净利润增长形成良性平衡。费用端，由于自由品牌竞争加剧，销售费用率呈稳步上升态势，我们预计从 2025E 的 12% 升至 2027E 的 15%，主要系公司加大自有品牌推广、渠道拓展及全球化布局的营销投入所致；管理费用率保持稳定，维持在 5%-6% 区间，体现出公司高效的管理运营水平。盈利端，我们预计净利润规模持续扩大，2025E-2027E 分别达 448 百万元、579 百万元、748 百万元，2026E-2027E 同比增速均达 29%，较 2025E 的 14% 大幅提升，核心预期为毛利率稳步上行叠加管理费用管控得力，有效对冲了销售费用上升带来的压力，盈利质量持续优化。

图46 品牌竞争加剧，销售费用预计上涨



资料来源：公司年报，海通国际整理

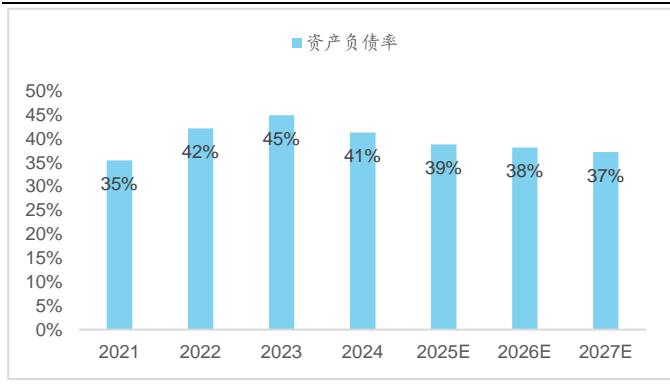
图47 预计公司净利润持续增长



资料来源：公司年报，海通国际整理

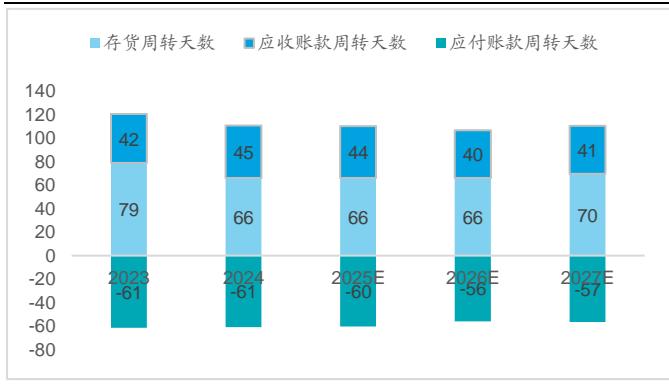
我们预计公司财务结构趋于稳健，营运效率保持良好水平。资本结构方面，资产负债率将逐年缓慢减小，较 2023-2024 年的 40% 以上回落至 2027E 的 37%，彰显公司债务压力缓解，财务稳定性显著提升。营运能力方面，我们预计公司存货周转天数整体保持平稳，2025E-2026E 维持 66 天，2027E 小幅升至 70 天，整体周转效率可控；应收账款周转天数呈现优化态势，从 2025E 的 44 天降至 2026E 的 40 天，后续稳定在 41 天，回款效率提升；预计 2025E-2027E 应付账款周转天数基本稳定在 56 至 60 天区间，供应链付款节奏平稳。整体来看，公司未来财务状况稳健，营运各环节周转效率保持合理水平，为业务持续扩张提供有力支撑。

图48 预计未来资产负债率稳定



资料来源：公司年报，海通国际整理

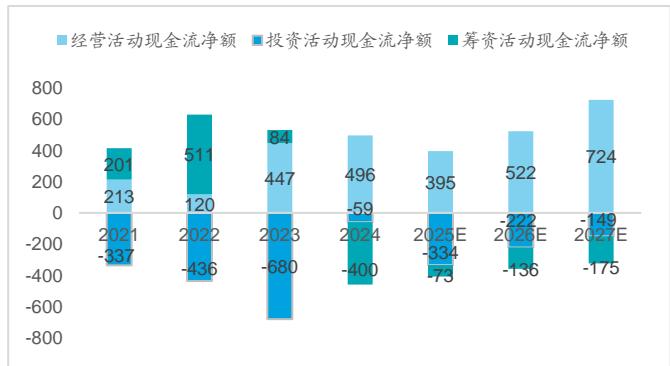
图49 存货周转天数平稳



资料来源：公司年报，海通国际整理

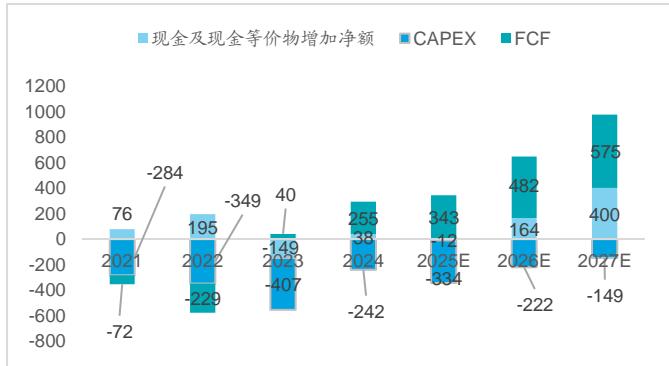
公司现金流整体呈现良性运转态势，我们预计 2025E-2027E 经营活动现金流净额保持正向流入，分别达 395 百万元、522 百万元、724 百万元，呈稳步增长趋势。投资端，资本开支逐步收缩并转向正向，2025E-2026E 仍为净流出（分别为 -334 百万元、-222 百万元），较前几年缩减，体现公司前期产能布局逐步落地，后续投资趋于谨慎，2027E 为-149 百万元，标志着前期投资逐步见效、投资压力大幅缓解，对应投资活动现金流净额同步改善。预计筹资活动现金流净额持续为负（2025E-2027E 分别为 -73 百万元、-136 百万元、-175 百万元），结合此前资产负债率稳步回落的趋势，推测主要系公司偿还债务、回馈股东所致，进一步彰显公司财务结构优化、资金状况稳健的特点。在此支撑下，我们预计现金及现金等价物增加净额持续增长，2025E-2027E 分别达 -12 百万元、164 百万元、400 百万元，公司现金储备不断充裕，为后续业务扩张、品牌升级及潜在布局提供充足资金保障。我们预计公司自由现金流呈持续攀升的良好态势，资金储备与造血能力进一步强化预计 2025E-2027E 自由现金流分别达 343、482、575 百万元，逐年稳步增长，相较此前从负值转正后的增长趋势，现金流质量持续优化。

图50 经营现金流稳步增长、整体资金运转稳健



资料来源：公司年报，海通国际整理

图51 资本开支大幅收窄、前期投资逐步兑现



资料来源：公司年报，海通国际整理

表 9 中宠股份收入及盈利预期 (2024-2027E)

	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万元)	4,465	5,358	6,876	8,621
同比增速	19%	20%	28%	25%
收入拆分 (按业务)				
宠物零食	2,471	2,904	3,464	4,134
宠物罐头	662	715	794	883
宠物主粮	1,107	1,494	1,942	2,525
宠物用品及其他	53	57	676	1,080
收入拆分 (按地区)				
境外	1,414	1,933	2,651	3,460
境内	3,051	3,425	4,225	5,162
毛利率	28.2%	29.9%	30.7%	32.0%
销售管理费用率	18%	19%	19%	21%
净利润 (百万元)	394	448	579	748
净利润率	8.8%	9.2%	9.0%	9.5%

资料来源：公司年报，海通国际整理

我们首次覆盖中宠股份，给予“优于大市”评级。我们认为，公司凭借全球化多点产能布局 + OEM 与自有品牌双轮驱动构建的供应链韧性壁垒，已在全球宠物食品市场建立起稳定的出口与本地制造体系，其“海外建厂 + 品牌出海”模式不仅有效对冲贸易政策波动，更具备海外市场持续扩张的复制潜力。随着主粮品类高速放量、境内高毛利自有品牌占比持续提升、顽皮等核心品牌出海加速，公司正从“中国宠物零食出口龙头”稳步迈向“全球宠物食品平台型企业”。我们预期公司 2025-2027 年收入分别为 53.58/68.76/86.21 亿元，同比增长 20.0%/28.3%/25.4%；我们预期 2025-2027 年归母净利润为 4.5/5.8/7.5 亿元，同比增长 13.8%/29.2%/29.1%。考虑到公司在宠物食品行业稀缺的全球化制造与品牌运营能力和已验证的跨市场扩张模式，我们首次覆盖给予中宠股份优于大市评级，给与 2027 年 22.5X 的 PE，对应目标价 57.15 元，有 16.4% 上行空间。

表 10 可比上市公司估值预测

证券代码	公司简称	币种单位	收盘价	EPS			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
920419 CH	路斯股份	(元)	15.4	0.67	0.78	0.91	23.1	19.8	17.0
001222 CH	源飞宠物	(元)	22.6	0.93	1.16	1.43	24.2	19.3	15.8
301498 CH	乖宝宠物	(元)	63.5	1.74	2.21	2.81	36.3	28.7	22.5
300673 CH	佩蒂股份	(元)	17.7	0.65	0.85	1.05	27.7	21.3	17.4
平均							27.8	22.3	18.1

资料来源：Bloomberg，海通国际整理

注：收盘价为 2026 年 02 月 11 日数据，盈利预测来源于 Bloomberg 一致预期

风险提示：市场竞争日益激烈。汇率波动及海外经营不确定性可能影响业绩稳定性。贸易政策变化亦是变数。

Table 1 财务报表分析和预测

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,465	5,358	6,876	8,621	每股收益	1.34	1.52	1.97	2.54
营业成本	(3,208)	(3,756)	(4,762)	(5,860)	每股净资产	8.89	10.19	11.65	13.53
其他成本	-	-	-	-	每股经营现金流	0.19	0.13	0.15	0.17
毛利	1,257	1,602	2,114	2,761	每股股利	0.40	0.46	0.60	0.77
税金及附加					毛利率%	28.2%	29.9%	30.7%	32.0%
销售、一般和管理费用	(792)	(994)	(1,340)	(1,775)	EBITDA率%	12.7%	13.6%	13.6%	13.8%
EBITDA	568	728	936	1,186	营业利润率%	9.9%	10.9%	10.9%	11.2%
营业利润	442	585	750	963	净利率%	8.8%	9.2%	9.0%	9.5%
财务费用	(18)	(24)	(22)	(19)	净资产收益率%	15.1%	15.0%	16.9%	18.8%
投资收益/损失					营业收入yoy%	19.1%	20.0%	28.3%	25.4%
税前利润	505	590	758	973	EBIT yoy%	17.6%	32.5%	28.3%	28.3%
所得税费用	(89)	(117)	(152)	(196)	扣除非净利润yoy%	68.9%	13.8%	29.2%	29.1%
少数股东权益	(23)	(25)	(27)	(30)	资产负债率%	41%	39%	38%	37%
净利润	394	448	579	748	流动比率	2.0	2.3	2.5	2.7
扣除非净利润	394	448	579	748	存货周转天数	66	66	66	70
					应收账款周转天数	45	44	40	41
					应付账款周转天数	61	60	56	57
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	394	448	579	748	现金及等价物	513	783	1,130	1,656
少数股东权益	(23)	(25)	(27)	(30)	应收账款	634	676	868	1,088
折旧摊销	(126)	(151)	(185)	(223)	存货	579	789	1,001	1,231
运营资产的增加/减少	1,817	2,116	2,693	3,335	流动性资产	2,066	2,588	3,337	4,315
应收账款	634	676	868	1,088	固定资产	1,507	1,698	1,739	1,664
存货	579	789	1,001	1,231	无形资产	318	317	316	316
应付账款	604	651	825	1,016	总资产	4,450	4,898	5,543	6,336
其他运营相关现金	-	-	-	-	应付账款	604	651	825	1,016
经营活动产生的现金流	496	395	522	724	短期有息负债	397	397	397	397
资本支出	(242)	(334)	(222)	(149)	流动性负债	1,054	1,119	1,333	1,575
资产收购和剥离	0	-	-	-	长期有息负债	726	726	726	726
投资	144	-	-	-	长期负债	782	782	782	782
其他投资相关的现金流	39	-	-	-	总负债	1,836	1,901	2,115	2,357
投资活动产生的现金流	(59)	(334)	(222)	(149)	股本	294	294	294	294
支付的股息	(71)	(118)	(136)	(175)	留存收益	1,094	1,406	1,810	2,331
其他融资相关的现金流	(191)	45	-	-	其他普通股权益	1,085	1,085	1,085	1,085
融资活动产生的现金流	(400)	(73)	(136)	(175)	总股本	2,428	2,785	3,189	3,710
汇率变化的影响	13	-	-	-	所有者权益	2,615	25,745	27,149	28,798
总现金流	51	270	347	400	总负债和所有者权益	4,450	4,898	5,543	6,336

资料来源：公司年报，海通国际

APPENDIX 1

Summary

The pet industry enjoys a long-term growth path supported by the "silver-haired economy" and "single economy", and the market share of domestic brands will continue to rise. According to *Pet Industry Series Report I: Records of the Global Pet Market — The U.S. and Japan Strengthen Their Foundations, China's Surprise Offensive, and the Rise of Southeast Asia*, China's pet market scale will exceed 320 billion yuan in 2025, with a mid-single-digit year-on-year growth. With the recovery in the number of pet dogs after the pandemic, the rising urbanization rate of registered population and the maturity of pet ownership culture, the pet industry boasts a long growth slope with thick snow. Pet food is the largest expenditure item for dog and cat consumption, accounting for more than half, among which dry food/wet food/treats account for 78.0%/13.6%/8.4%, and within dry food, extruded food/baked and freeze-dried food/others account for 70%/20%/10% respectively. According to the 2025 China Pet Industry White Paper, with the healthier concept of pet raising, about 70% of cat owners and 65% of dog owners tend to choose baked food. More than half of pet food consumers consider cost performance, and consumers' preference for domestic brands has continuously risen to over 60%. At present, domestic brands are actively laying out baked food, while overseas brands still focus on the research and development of extruded food, and domestic brands are expected to accelerate the capture of staple food market share.

Since 2025, competition in the pet industry has intensified and profit margins have been under pressure. Continuous product upgrading of China Pet Foods is expected to achieve both revenue and profit growth. The track enjoys a long-term growth prospect, with continuous influx of new brands and industrial capital. Competition in the industry has intensified significantly in 2025, sales expenses across the industry have risen generally. Leading enterprises with R&D accumulation have gained market share, while small and medium-sized brands have faced a sharp increase in survival pressure, accompanied by the dilemma of profit pressure. Wanpy is the largest own brand of China Pet Foods, initially positioned as mass-market staple food. The company successfully launched a new mid-to-high-end product line [Golden Shield 100% Fresh Meat Food] in 2H24, which achieved strong sales. We expect this series to exceed 100 million yuan in revenue in 2025. Subsequently, the company successively launched [High-Broth Fresh Meat], ["Big Full Can" canned food for cats and dogs] and other series, driving the continuous upgrading of Wanpy brand to the mid-to-high end, which is expected to absorb expense investment. Positioned as a high-end pet brand, Toptrees features goat milk formula with differentiated positioning. ZEAL was officially acquired in 2018, positioned as high-end with original New Zealand imports, mainly featuring air-dried food and wet canned food for dogs and cats. In 2025, we expect the revenue of Wanpy/Toptrees to exceed 1 billion/400 million yuan respectively, and ZEAL to achieve double-digit growth. The rising proportion of high-margin products will help improve profit margin levels.

The scarce layout of overseas factories supports high gross margins, and the overseas expansion of own brands is progressing steadily relying on global production capacity. Starting from overseas OEM manufacturing, China Pet Foods has laid out 23 factories in China, the U.S., Canada, New Zealand, Cambodia, Mexico and other regions, with clear functional positioning for each factory. Among them, domestic factories cover the production of own brands "Wanpy" and "Toptrees" as well as part of the OEM business; factories in the U.S., Cambodia and Mexico undertake part of the OEM business; Canadian and New Zealand factories mainly produce own-brand products such as Great Jack's and ZEAL. China Pet Foods is a rare pet enterprise in the market that has successfully implemented production capacity in North America. The scarce layout supports high gross margins of overseas factory business, and the company is still actively promoting the second snack factories in both the U.S. and Canada. In addition, relying on global production capacity, the globalization of own brands has made steady progress. Wanpy has been exported to more than 60 countries and regions. Brands such as Great Jack's operated by the Canadian factory have successfully entered well-known North American retail channels such as Costco/PetSmart; ZEAL launched global layout in 2019 after acquisition and now covers more than 30 countries and regions worldwide. We expect overseas revenue from own brands to exceed 300 million yuan in 2025, which will be an important incremental driver of the company's business in the future.

We initiate coverage on China Pet Foods and assign an "Outperform" rating. With its global multi-point capacity layout plus a resilient supply chain barrier built by the dual-wheel drive of OEM and own brands, China Pet Foods has established a stable export and local manufacturing system in the global pet food market. We expect the company's revenue for 2025-2027 to be 5.358 billion yuan, 6.876 billion yuan and 8.621 billion yuan respectively, up 20.0%/28.3%/25.4% year-on-year; we expect the net profit attributable to the parent company for 2025-2027 to be 450 million yuan, 580 million yuan and 750 million yuan respectively, up 13.8%/29.2%/29.1% year-on-year. We initiate coverage on China Pet Foods with an Outperform rating. Applying a 22.5X PE for 2027, we derive a target price of 57.15 yuan, representing 16.4% upside potential.

Risks: Intensified market competition. Exchange rate fluctuations and uncertainties in overseas operations may affect the stability of performance. Changes in trade policies are also variables.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

Adopts green manufacturing practices and promotes eco-friendly packaging to reduce its carbon footprint.

Social:

Maintains a strong products safety record and fosters a positive workplace culture for its global workforce.

Governance:

Implements sound corporate governance structures and ensures transparent financial disclosure

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，林泽宇，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Caleb Lin, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2025 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布		
优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%
投资银行客户*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX，韩国 – KOSPI，台湾 – TAIEX，印度 – Nifty100；其他所有中国概念股 – MSCI China。

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025		
Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%
IB clients*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.hisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定,否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称"SFO") 所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor") 和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。 HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。 HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国 (下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何收益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」 ("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 ("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 ("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 ("FIEL")) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSPL") 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI授予的注册和NISM的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.hjisec.com/x/legal.html>
