



从产能、盈利、品牌、管理四维度解析乖宝

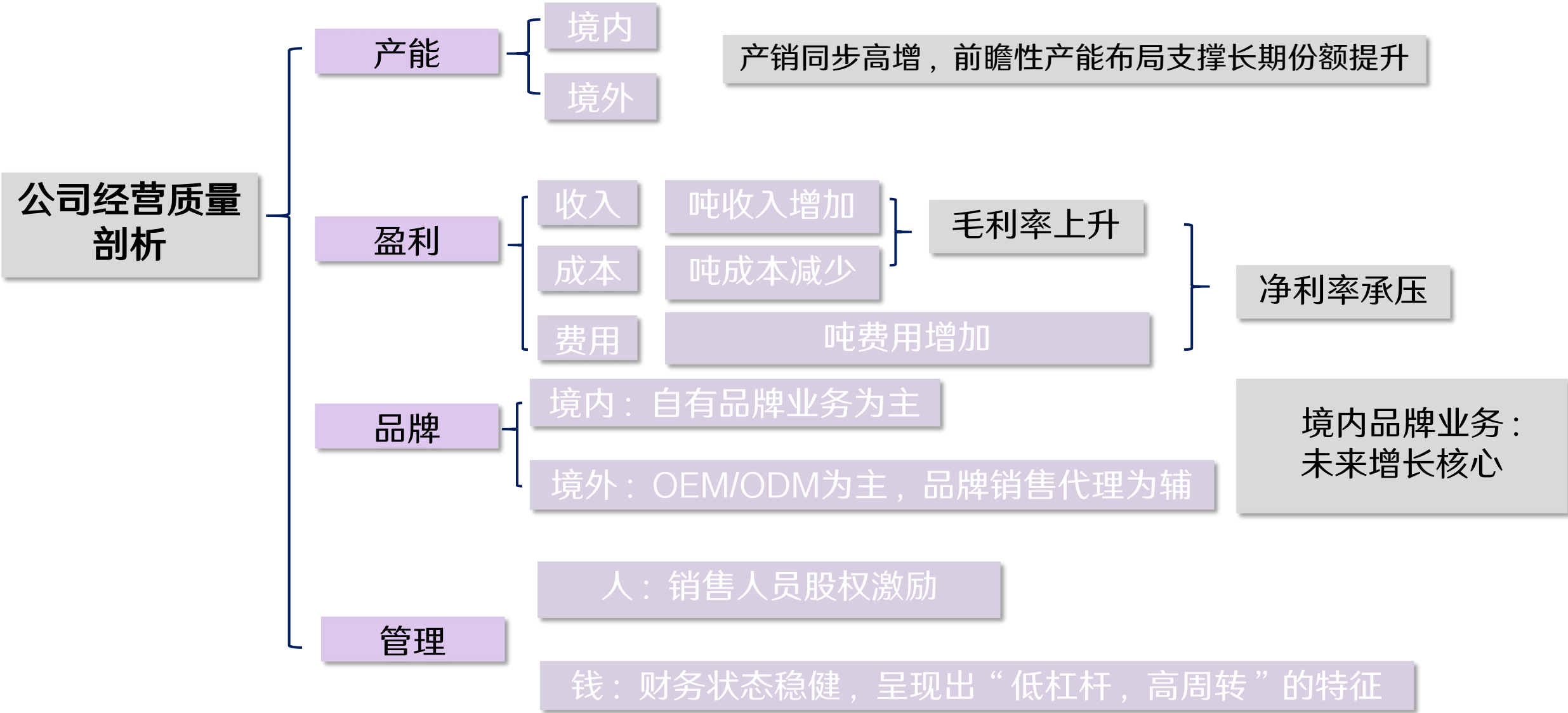
——乖宝宠物（301498.SZ）公司深度报告

投资评级：买入（ 维持 ）

报告日期：2026年09月18日

- 分析师：姜倩
- SAC编号：S1050524070002

研究创造价值



产能：产销同步高增，国内外前瞻布局支撑长期份额提升

公司持续推进国内、泰国及新西兰产能布局，2020-2025年产量由9.76万吨增至28.06万吨，产销率长期维持高位；随着10万吨高端宠物食品项目、30万吨高端宠物主粮项目及新西兰项目陆续投产，公司产能规模及产品覆盖进一步提升，有望为收入增长及市场份额提升提供支撑。

盈利：生产端降本增效，品牌投入短期压制利润空间

公司单位生产成本持续优化，推动毛利率持续改善；但随着自有品牌扩张，公司持续加大营销及销售投入，2025年单位期间费用升至0.73万元/吨，短期对净利率形成一定压力，后续伴随收入规模扩大及费用效率提升，盈利能力有望逐步修复。

品牌：自有品牌持续扩张，业务结构优化驱动盈利能力改善

公司持续由境外OEM/ODM向境内自有品牌驱动转型，随着高毛利境内品牌业务占比持续提升，公司整体盈利能力有望进一步改善。

管理：股权激励绑定核心团队，低杠杆高周转夯实经营基础

公司通过2024、2025年两期股权激励覆盖销售、电商运营、品牌及产品等核心人员，强化核心团队与公司业绩的利益绑定；同时2023-2025年资产负债率均低于主要同行，平均为16.3%，总资产周转率平均达1.25次，呈现低杠杆、高周转特征，为公司持续扩产及业务增长提供稳健的财务基础。

盈利预测

预计2026-2028年公司营业收入分别为77.11、90.23、109.28亿元，同比增长13.9%、17.0%、21.1%；归母净利润分别为4.32、6.25、8.58亿元，同比-35.9%、+44.7%、+37.4%，对应EPS分别为1.08、1.56、2.14元。2026-2028年PE分别为34.5/23.8/17.4倍，ROE分别为8.8%/11.8%/14.8%。基于公司长期成长逻辑及盈利修复预期，维持“买入”评级。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	6,769	7,711	9,023	10,928
增长率（%）	29.1%	13.9%	17.0%	21.1%
归母净利润（百万元）	673	432	625	858
增长率（%）	7.8%	-35.9%	44.7%	37.4%
摊薄每股收益（元）	1.68	1.08	1.56	2.14
ROE（%）	14.5%	8.8%	11.8%	14.8%

资料来源：wind，华鑫证券研究

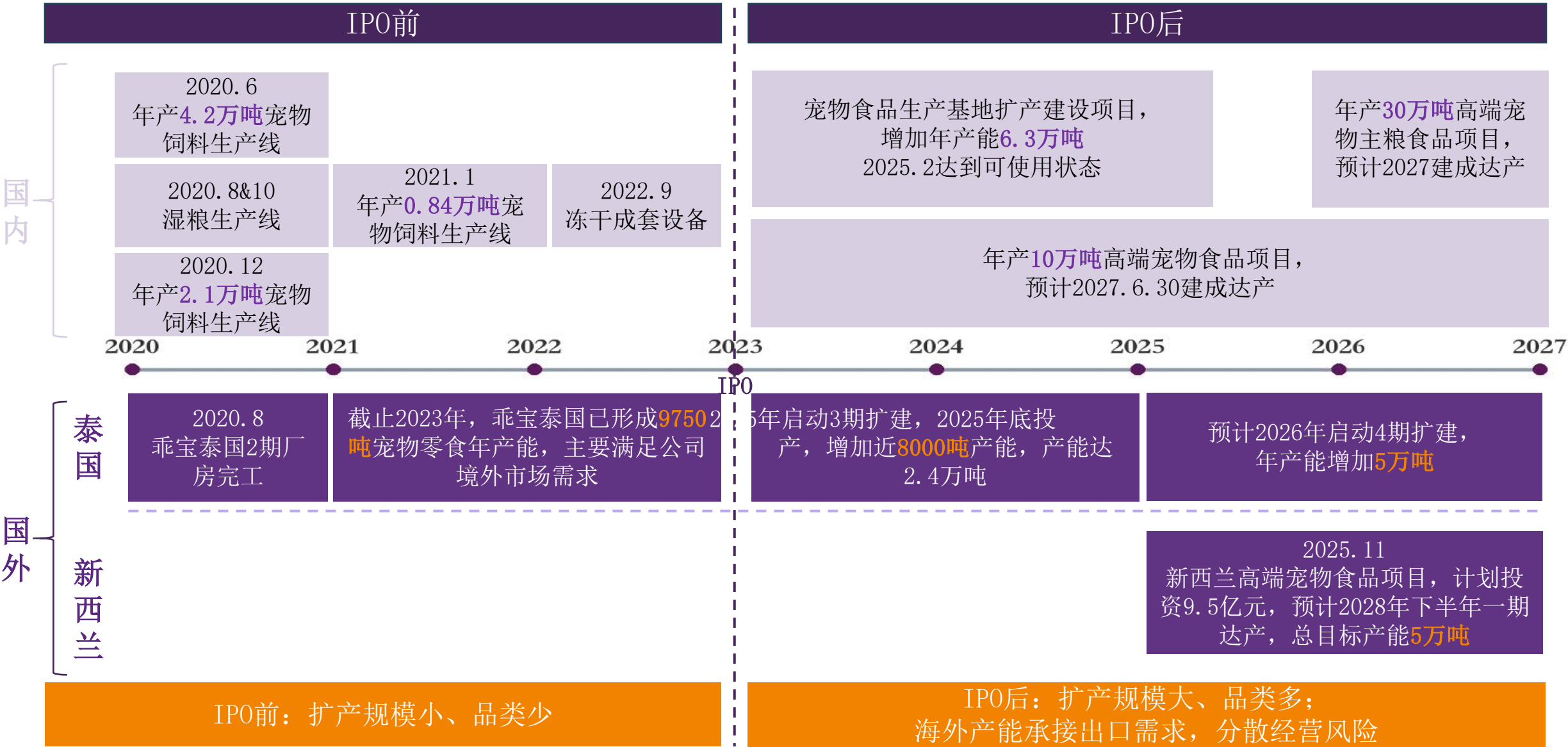
目录

CONTENTS

1. 产能：产能布局能否支撑销售高增长
2. 盈利：成本和费用波动如何影响利润空间
3. 品牌：品牌矩阵构建如何驱动盈利能力改善
4. 管理：股权激励与财务管理如何支撑经营效率
5. 盈利预测和估值

01 产能： 产能布局能否支撑销售高增长

产能扩张：扩产节奏与全球布局



资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

价格提升：SKU高端化、多样化

国内

2023					2026
宠物食品生产基地扩产建设项目		年产10万吨高端宠物食品项目			年产30万吨高端宠物主粮食品项目
高端零食	年产3133吨	湿粮	高端主食罐头、猫条、软包类产品	年规划产能3.5万吨	高端宠物主粮；计划投资5亿元，预计2027年初步建成达产
高端主粮	年产5.85万吨	液态奶	高端液态羊奶	年规划产能2万吨	
		冻干产品	高端羊奶棒、肉类冻干等	年规划产能5000吨	
高端保健品	年产1230吨	宠物食品烘焙粮	高端狗粮、猫粮、饼干	年规划产能4万吨	

泰国

2025	2026
3期扩建完成，增加近8000吨产能	计划启动4期扩建，预计年产能增加5万吨
品类从零食拓展至冻干	重点投资烘焙、冻干、湿粮等高附加值产线

新西兰

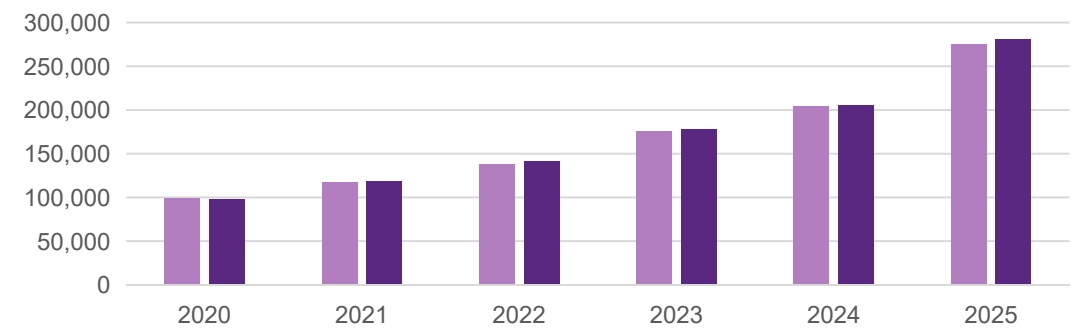
2025
新西兰高端宠物食品项目，预计年产5万吨高端宠物食品 计划投资9.5亿元，建设周期五年；一期投资3.5亿元，预计2027年达产
建设冻干、烘干零食、湿粮、烘焙食品、保健食品等产线

SKU拓展至湿粮、液态奶、冻干、保健食品等高附加值产品 + 主粮高端化

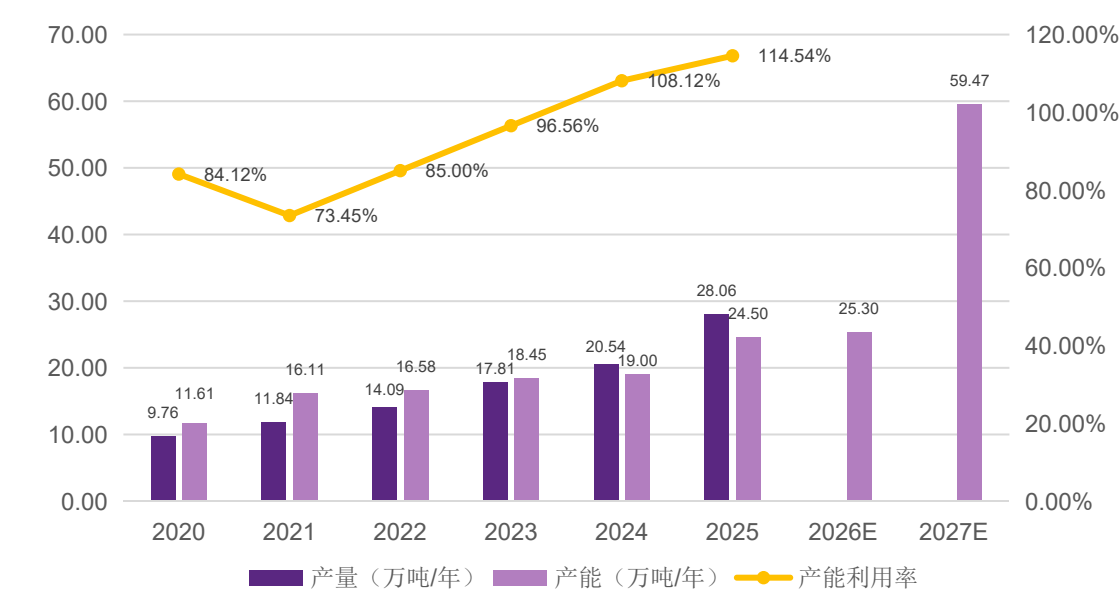
↓
支撑产品价格上行

资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

乖宝2020-2025产销量对比



乖宝宠物产量、产能及产能利用率



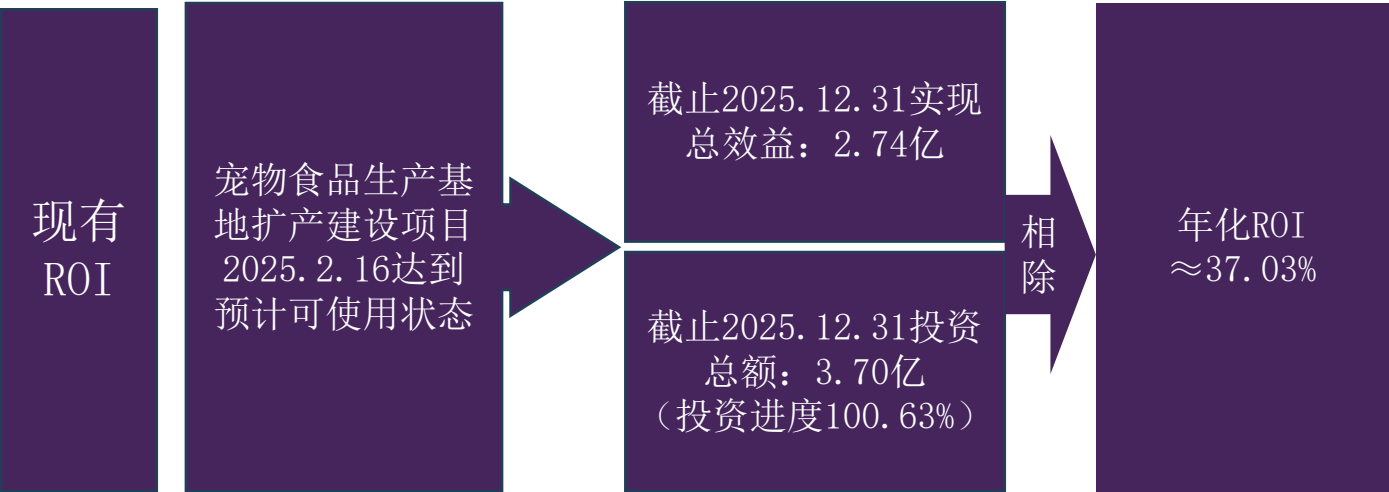
- 销量与产量同步扩张。2020—2025年，公司销量由9.90万吨增至27.53万吨，CAGR为22.71%；产量由9.76万吨增至28.06万吨，CAGR为23.52%。两者增长斜率接近，说明生产扩张有效转化为销量增长。
- 产销缺口整体较小。2021—2025年产量略高于销量，差额约0.09—0.53万吨，占当年产量的1%—3%，产销衔接顺畅。
- 2027新建产能集中释放，产能扩张快于行业规模增长，为持续承接增量需求、提升市场份额提供基础。

2020-2025产量CAGR	2020-2025产能CAGR	2020-2025宠物食品市场规模CAGR
23.52%	16.12%	8.25%

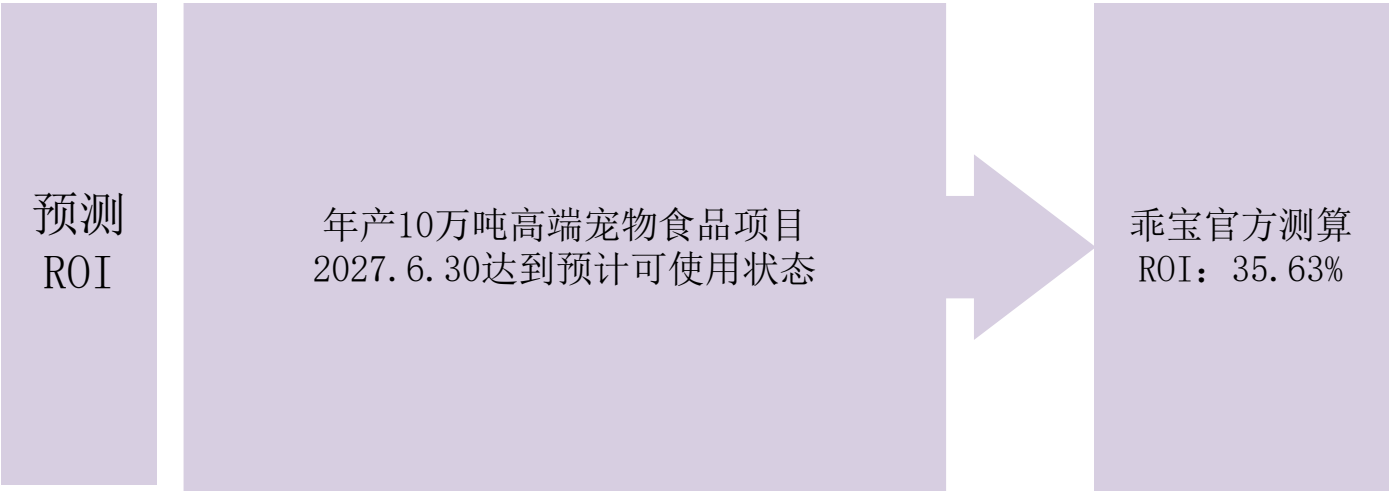
注：产能以每日开工15小时，每年开工280天计算。因此，考虑到加时生产等因素，会出现产能利用率>100%的情况。

资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

募投项目回报率维持35%+，国内规模化扩产有望提升资本效率



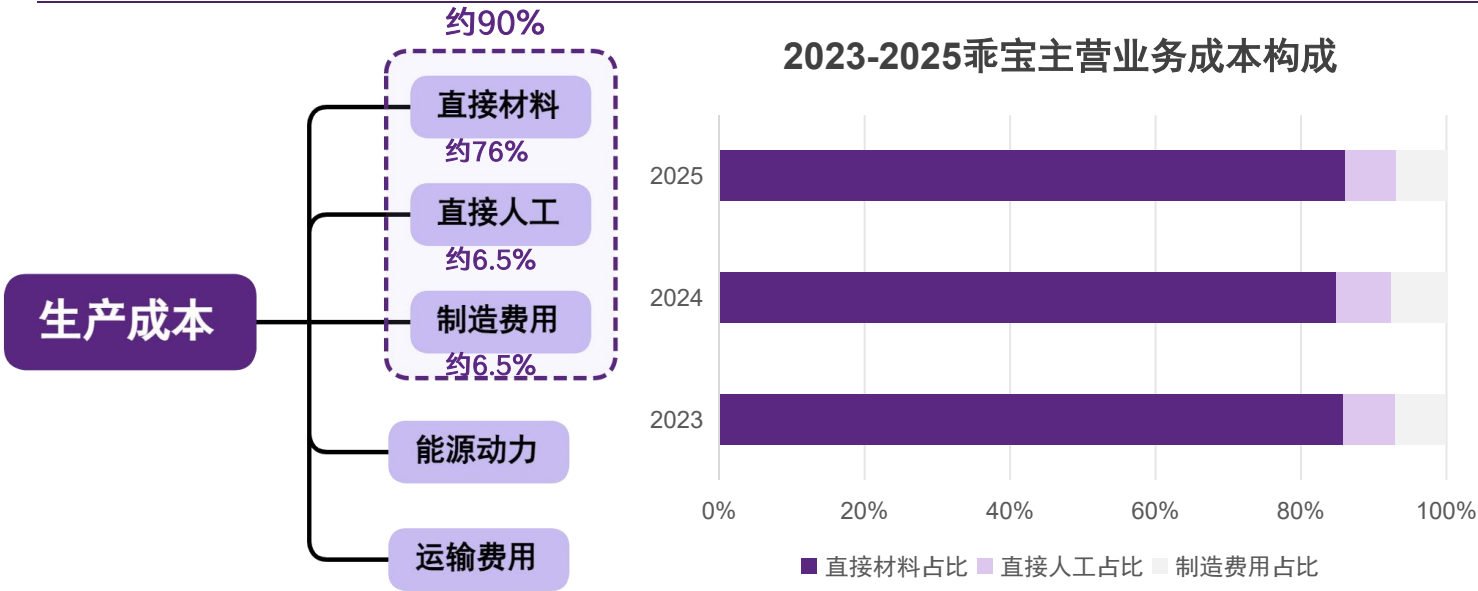
已投产项目年化ROI约37%，后续项目预计维持35%+；
国内规模化扩产显著摊薄单位产能投资，产能投入具备较强盈利转化潜力。



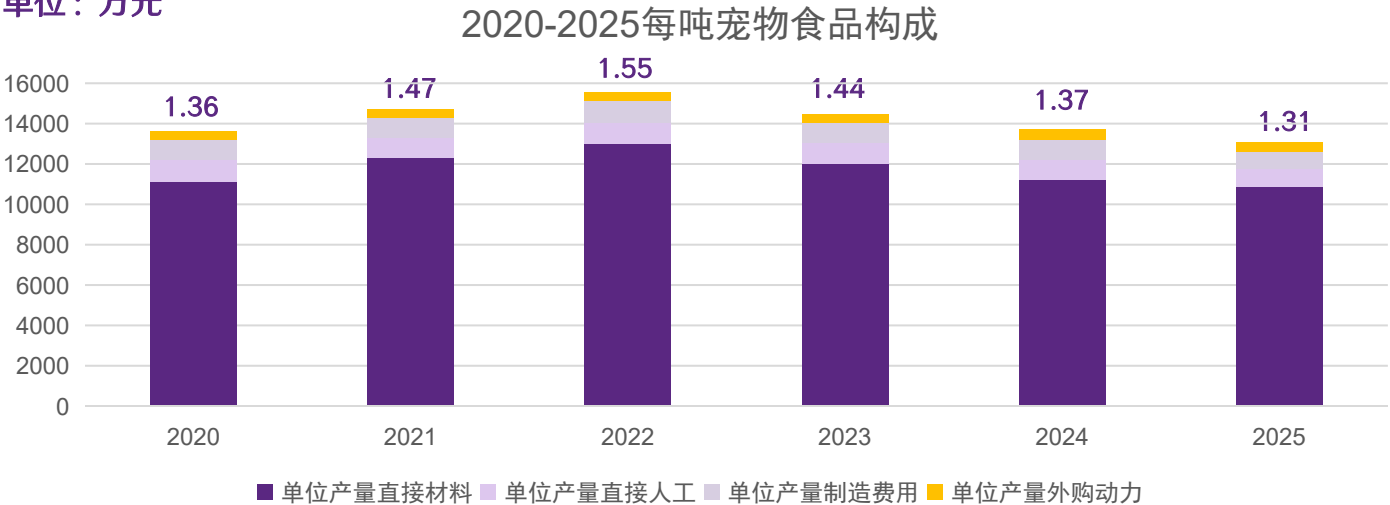
项目	宠物食品生产基地扩产建设项目	年产十万吨高端宠物食品项目	年产30万吨高端宠物主粮食品项目	新西兰高端宠物食品项目
单位宠物食品投资成本（元/kg）	5. 88	5. 60	1. 67	19. 00

02 盈利： 成本和费用波动如何影响利润空间

成本：成本结构与单位成本保持稳定，规模效应推动生产成本持续优化



单位：万元



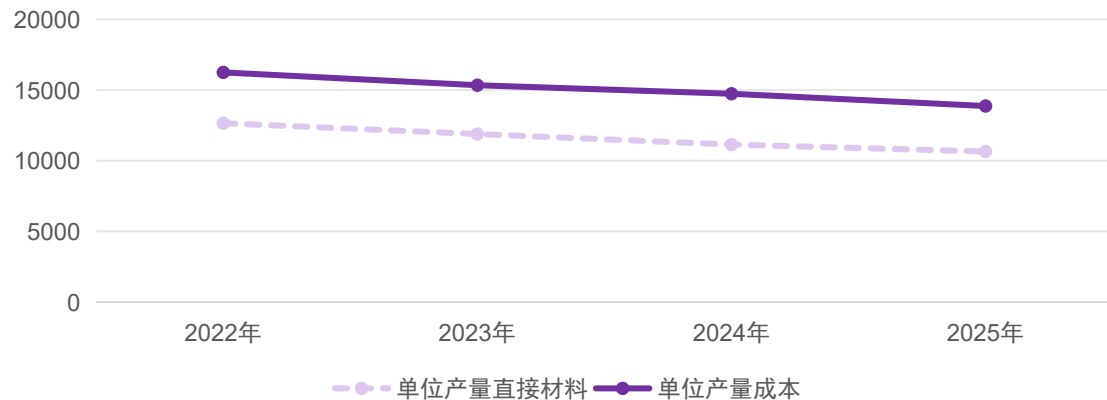
- 成本结构稳定：**公司生产成本结构长期保持稳定，直接材料、直接人工及制造费用为营业成本主要构成，三者合计占比约**90%**。
- 单位生产成本平稳：**生产成本长期稳定在**1.4-1.5万元/吨**区间，整体波动较小，体现公司生产端成本控制能力。
- 成本结构持续优化：**随着生产规模扩大及制造效率提升，采购降本与人效提升逐步显现。**吨直接材料成本**由2020年的1.11万元下降至2025年的1.09万元；**自动化水平提升**推动人工效率改善，**吨直接人工成本**由1,074元下降至875元。与此同时，**能源及动力成本**伴随产能扩张有所上升，吨外购动力成本由411元增长至481元。

资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告，华鑫证券研究

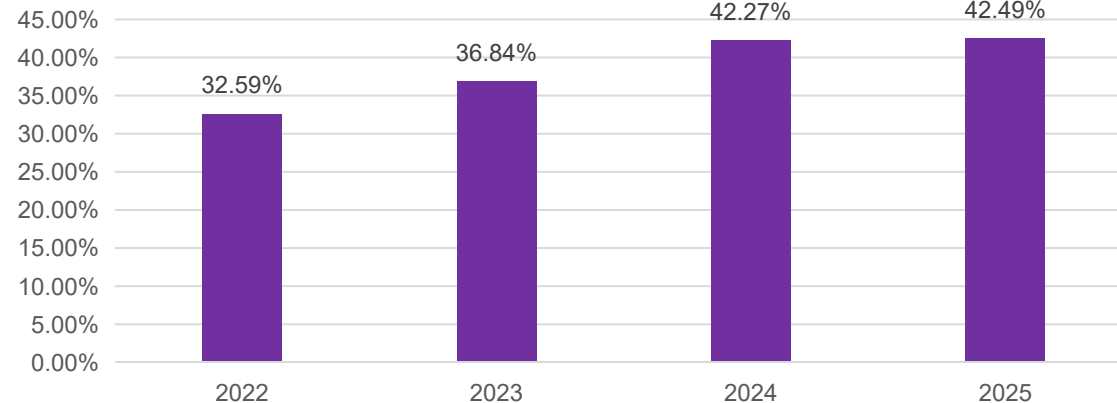
成本：成本优化与效率提升驱动毛利率改善，盈利能力持续增强

2022-2025乖宝单位产量总成本与直接材料成本变化

单位：元/吨

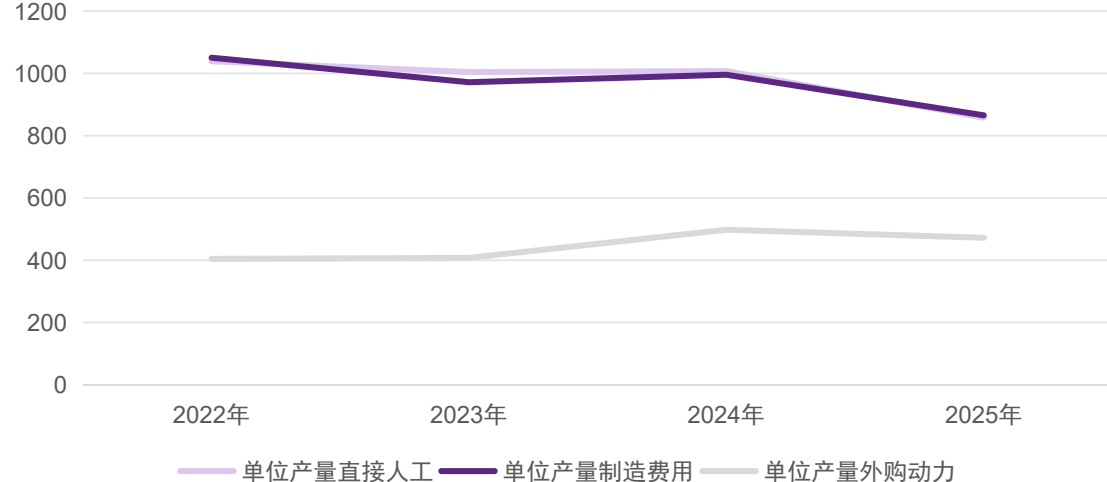


2022-2025公司毛利率变化



2022-2025单位产量直接人工、制造费用与外购动力

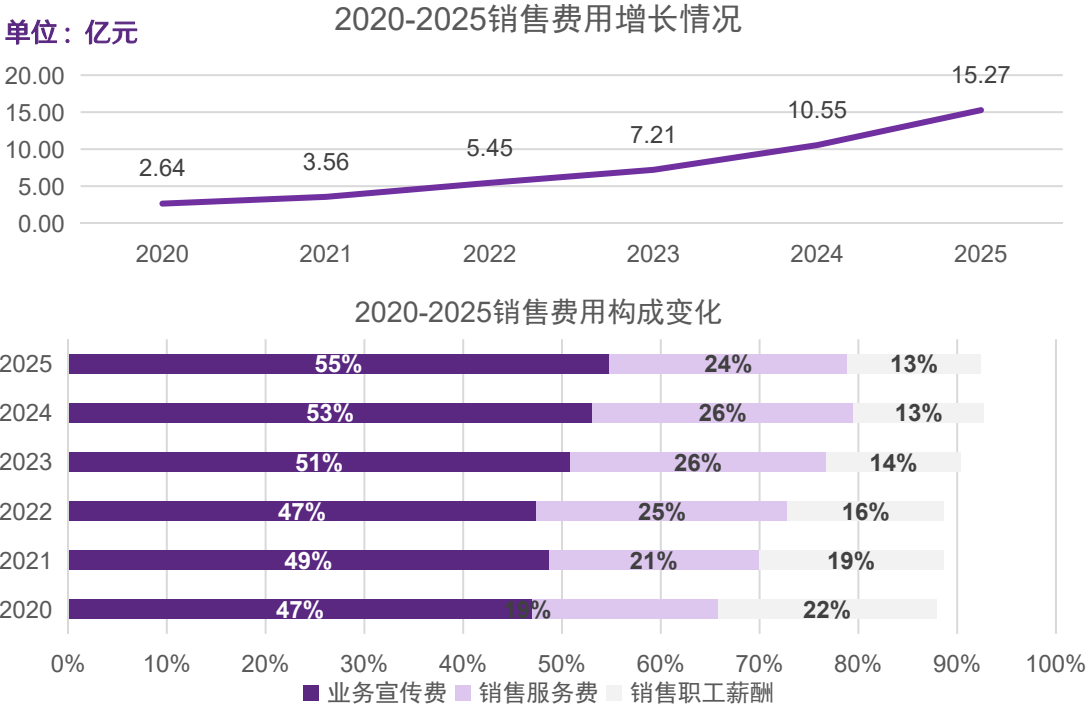
单位：元/吨



- 单位生产成本下降提升盈利空间：**公司每吨宠物食品生产成本持续降低，主要由**单位直接材料成本下降**驱动。随着采购规模扩大，公司单位产品成本得到有效控制，为毛利率改善提供基础。
- 人工与制造费用下降释放成本优势：**单位产量**直接人工和制造费用持续走低**，体现公司生产自动化水平提升及规模效应释放。生产流程优化使每吨宠物食品所需人力投入和设备摊销成本降低，进一步增强制造端成本优势。
- 成本优化与产品提价共同推动毛利率提升：**生产成本持续优化与**产品价格提升**共同推动公司毛利率稳步改善。2022 - 2025年，公司毛利率由32.59%提升至42.49%，其中吨生产成本下降是毛利率改善的重要驱动因素。

资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告，ifind，华鑫证券研究

销售费用：业务宣传费驱动品牌建设，销售团队扩张实现效率提升



年份	2022	2023	2024	2025
销售人员数量	668	736	852	1,023
人均创收（万元）	508.61	587.90	615.61	661.68
人均创利（万元）	39.77	58.47	73.63	65.87
销售人员人均薪酬（万元）	12.91	13.37	16.32	20.14

营销投入加码：销售费用增长推动品牌建设

自有品牌战略驱动下，公司持续加大营销投入，销售费用规模保持较快增长，有效支撑品牌曝光、渠道拓展及营业收入提升。

宣传费用为主：营销推广是费用增长核心驱动

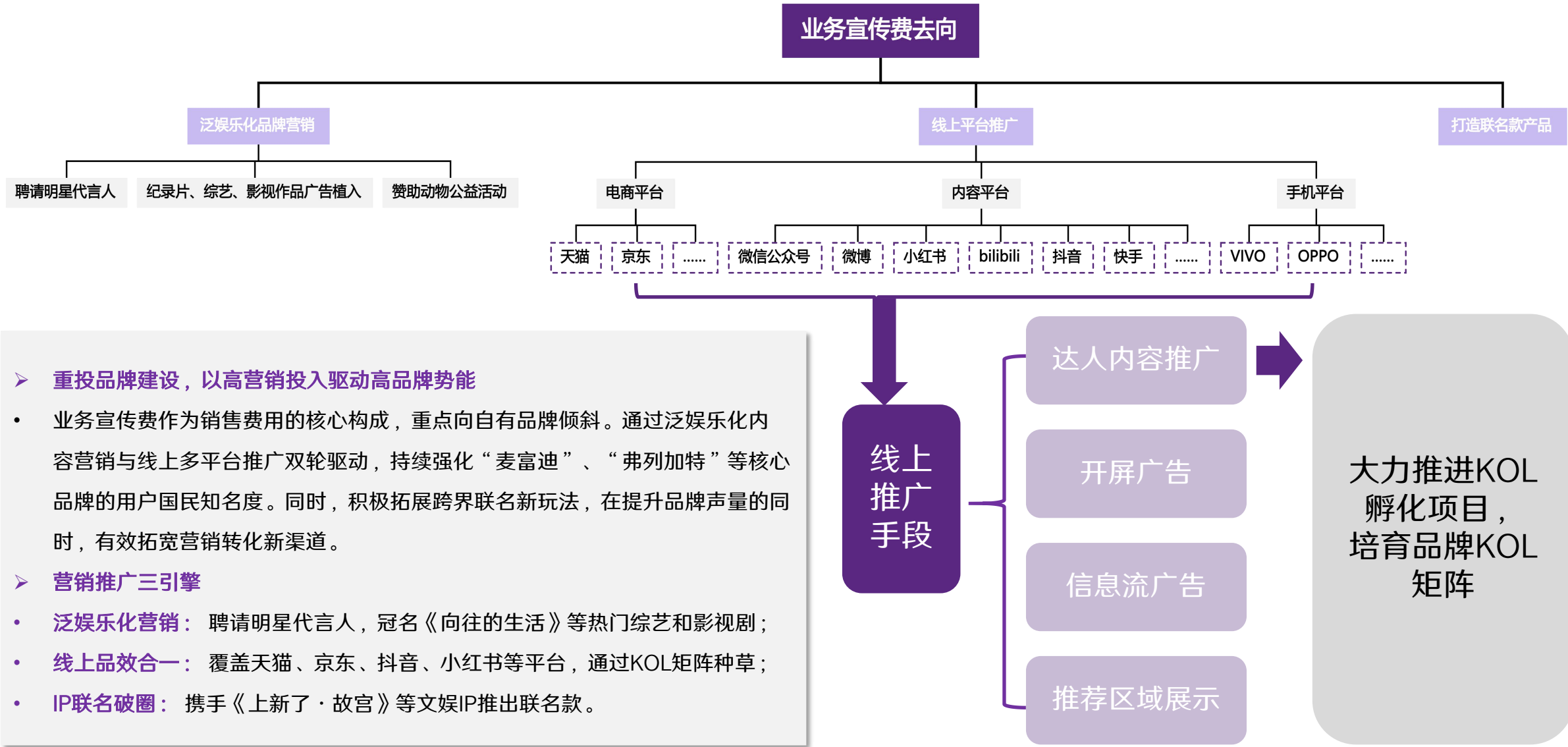
销售费用主要由业务宣传费、销售服务费和销售职工薪酬构成，其中业务宣传费占比最高，是销售费用增长的主要来源，反映公司通过广告投放、品牌推广等方式持续强化消费者认知。

销售团队持续扩张：

公司加大市场投入，销售人员数量稳步提升，销售人员薪酬持续增长，反映公司对品牌建设与渠道拓展的重视。

销售投入产出效率提升：

销售团队扩张并未导致人效下降，随着品牌影响力增强及渠道拓展，销售人员人均创收、人均创利均呈上升趋势。



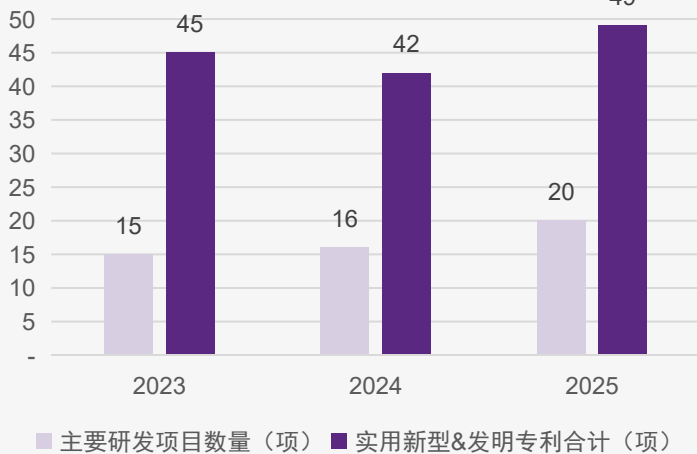
资料来源：乖宝招股书，华鑫证券研究

费用投入：品牌与研发双轮驱动，构筑差异化竞争壁垒

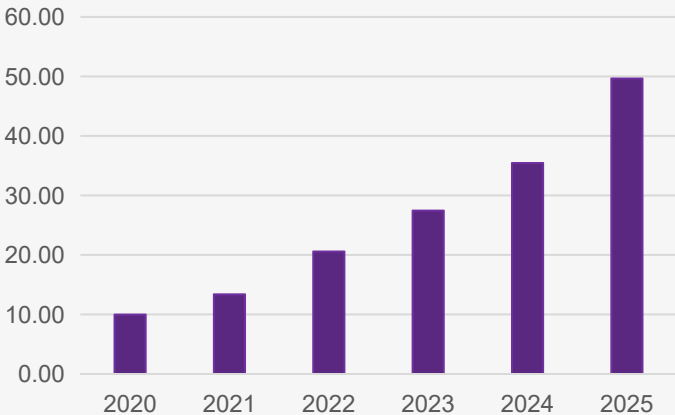
乖宝研发投入持续加码



项目储备与专利成果同步积累



乖宝自有品牌收入稳步提升



研发投入持续加码，创新护城河逐步夯实：

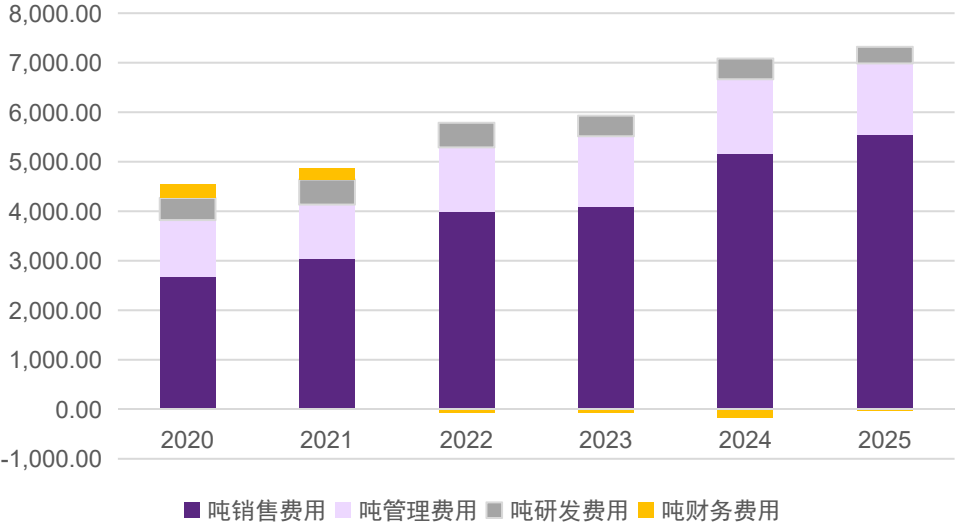
- 2020—2025年研发费用由4,405万元增至9,235万元，**主要研发项目**持续增加，**专利成果**不断积累，**研发投入**逐步转化为**产品与技术储备**。
- 公司围绕犬猫营养、功能配方及生产工艺持续创新，**为差异化、高附加值产品开发提供支撑**，与“**品牌高端化、产品创新化**”战略方向一致。

品牌投入持续转化，自有品牌战略逐步兑现：

- 2020—2025年，**销售费用及宣传推广费CAGR**分别达**42.0%**和**46.4%**，公司持续强化**品牌曝光与渠道触达**。
- 同期**自有品牌收入**由**9.93亿元**增至**49.65亿元**，收入占比由49.6%提升至73.4%，其中，**麦富迪国内市占率**2024年达到**6.2%**，品牌投入已初步转化为收入增长与份额提升。
- 持续营销投入与公司“**品牌高端化、渠道壁垒化**”战略方向一致，为**高端品牌矩阵培育及后续利润释放奠定基础**。

注：截止2025年底公司拥有的专利数量未披露，图表中为2025年半年度报告披露的截止2025.06.30公司拥有的专利情况情况
资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告、乖宝2025年半年度报告、公司公告，ifind，华鑫证券研究

单位：元
2020-2025乖宝每吨宠物食品费用变化



• 销售费用增加推动单位费用提升：

随着自有品牌战略推进，公司持续加大营销推广和渠道建设投入，销售费用快速增长，每吨宠物食品期间费用由2021年的4878元提升至2025年的7290元，成为单位费用增长的主要驱动力。

2020-2025吨收入、费用、成本变化

	吨收入 (万元)	吨费用 (万元)	吨成本 (万元)	收入增速	费用增速	成本增速
2021	2.20	0.49	1.57	27.92%	27.40%	28.96%
2022	2.48	0.57	1.67	31.93%	36.52%	24.88%
2023	2.46	0.59	1.55	27.36%	32.20%	19.32%
2024	2.57	0.69	1.48	21.22%	36.99%	10.80%
2025	2.46	0.73	1.41	29.06%	42.16%	28.56%

• 销售投入短期承压盈利能力：

公司持续加大品牌营销及渠道建设投入，2022年后吨销售费用增长速度超过吨收入增长速度，费用端扩张对产品盈利能力形成阶段性压力。与此同时，生产端降本增效持续推进，吨生产成本逐步下降，但销售费用增长仍对净利率提升形成一定制约。

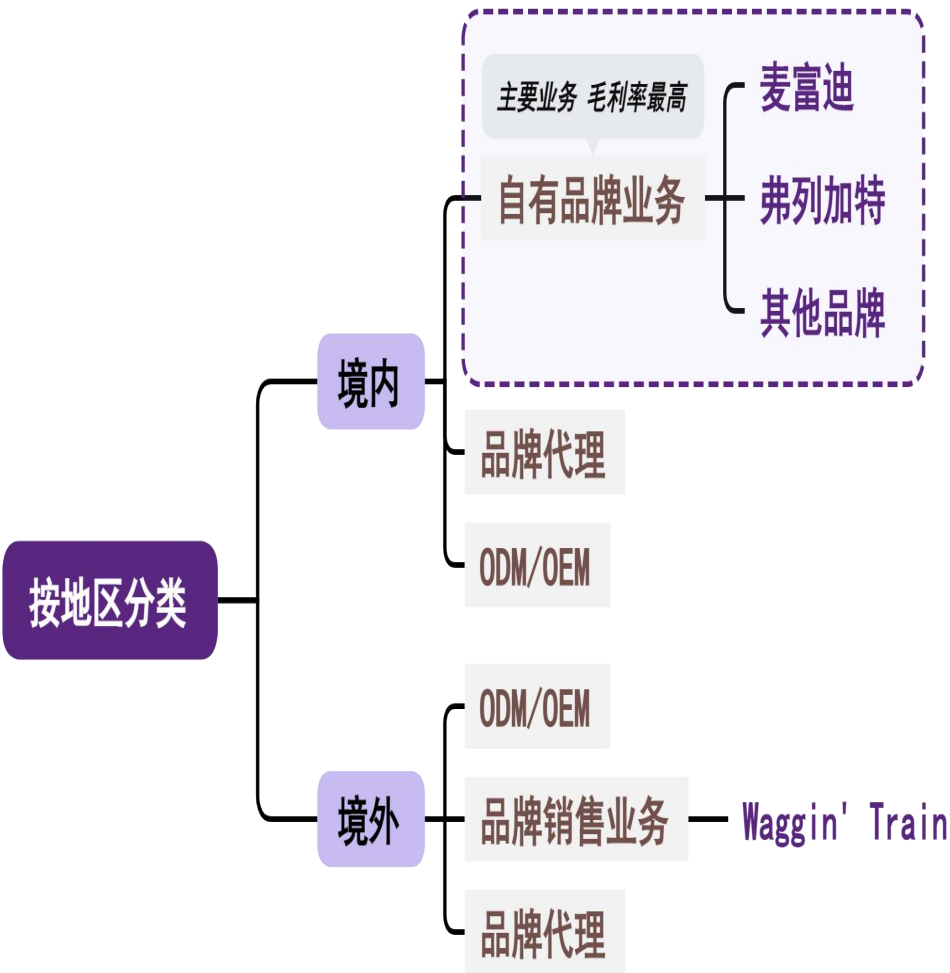
资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告，ifind，华鑫证券研究

03 品牌： 品牌矩阵构建如何驱动盈利能力改善

研究创造价值

境内&境外：业务结构持续优化，高毛利境内业务推动盈利能力改善

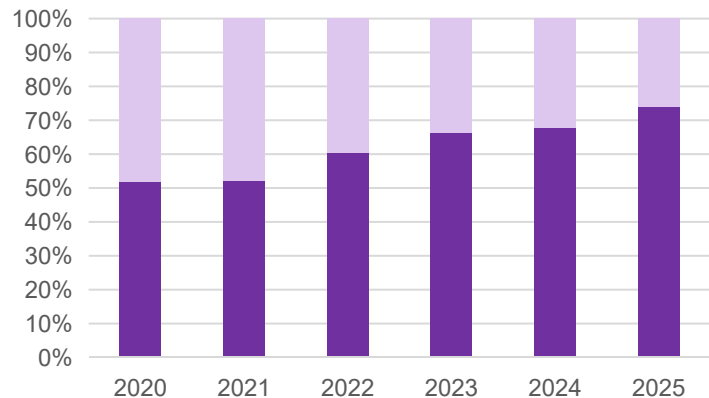
公司业务拆分示意图



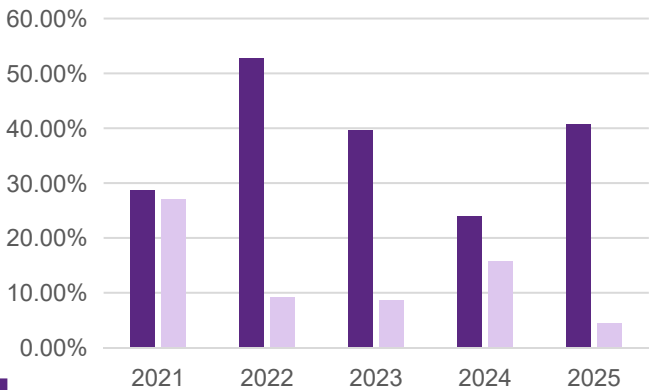
境内业务高速增长，收入占比提升

■ 境内 ■ 境外

2020-2025境内外收入占比变化

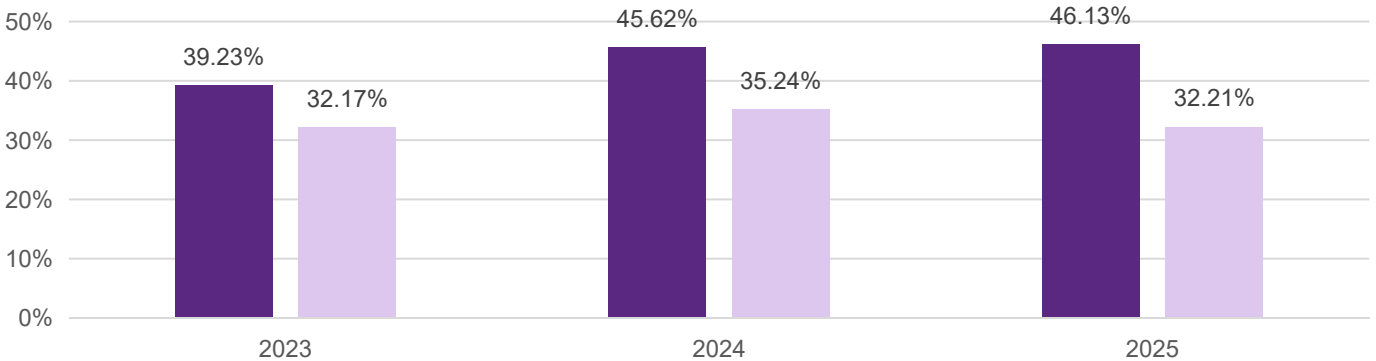


2021-2025境内外业务增长率变化



毛利率：境内>境外，自有品牌业务> OEM/ODM

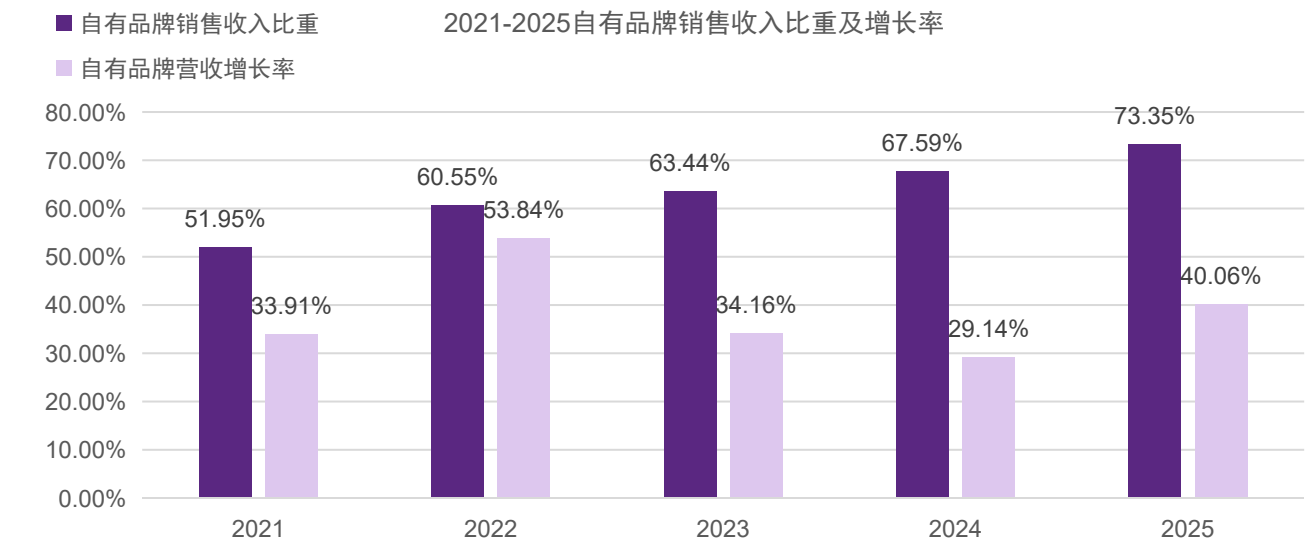
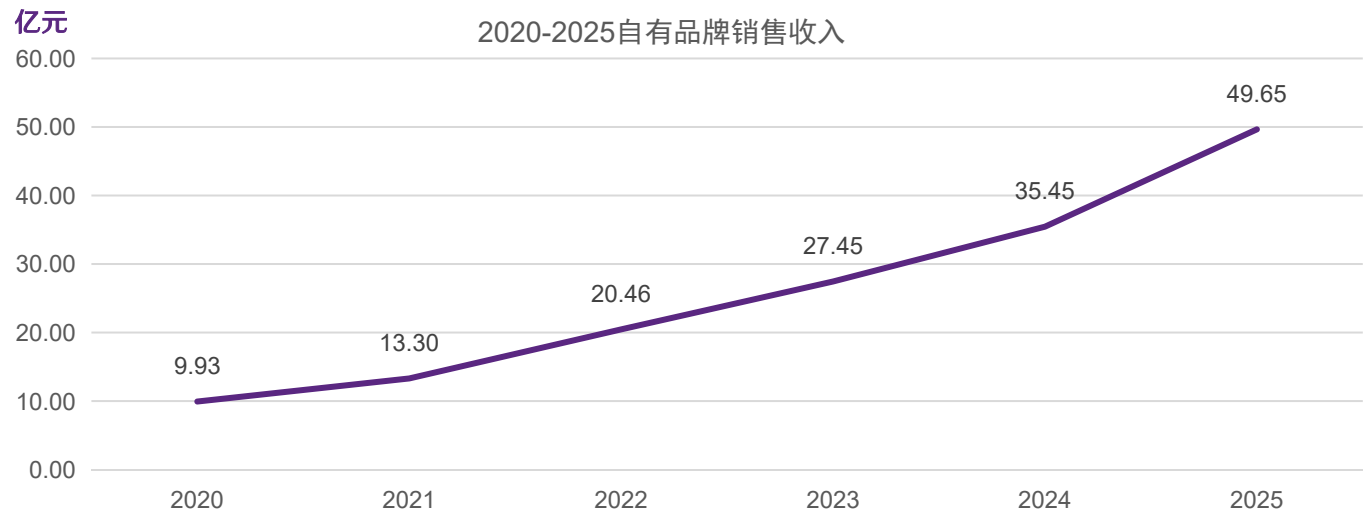
2023-2025境外、境内业务毛利率变化



公司整体毛利率上升

资料来源：乖宝招股书、乖宝2024-2025年度报告，华鑫证券研究

自有品牌业务持续扩张，麦富迪领跑，公司加速向高端品牌延伸

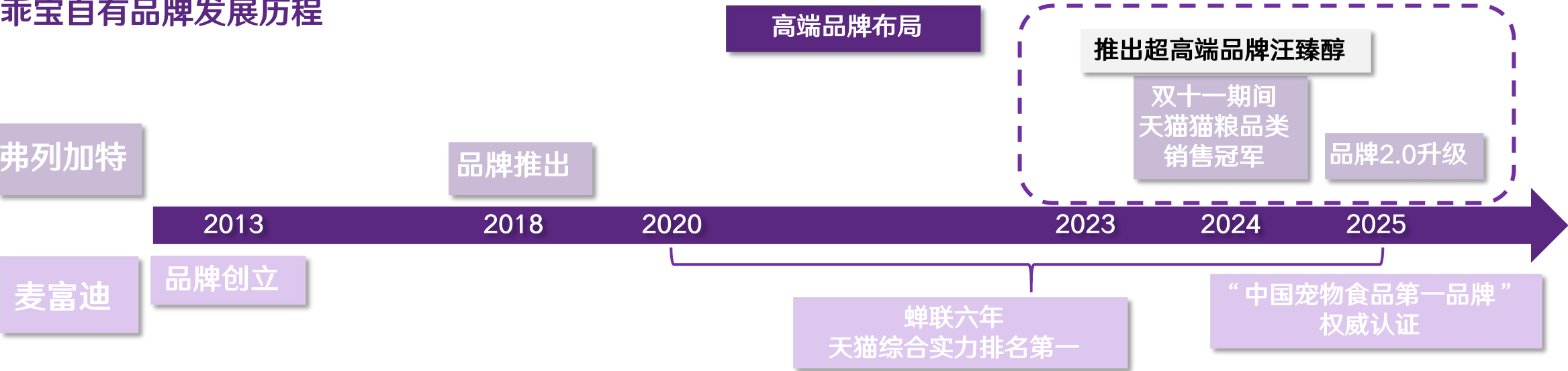


资料来源：乖宝招股书、乖宝2023-2025年度报告，华鑫证券研究

- 自有品牌收入持续增长：2020-2025年，公司自有品牌销售收入由9.93亿元增长至49.65亿元，规模持续扩大；同时保持较快增长，2025年同比增速超过40%，成为公司境内业务增长的重要驱动力。
- 自有品牌重要性持续提升：2020-2025年，公司自有品牌收入占营业收入的比重由49.55%提升至73.35%，收入贡献持续提高，自有品牌已逐步成为公司最核心的业务板块。

自有品牌业务持续扩张，麦富迪领跑，公司加速向高端品牌延伸

乖宝自有品牌发展历程



- 麦富迪规模优势突出：麦富迪于2013年创立，定位中高端宠物食品，是公司最核心的自有品牌之一；2015-2024年，麦富迪国内市场份额由2.4%提升至6.2%，已成为**国内品牌市占率第一**，持续巩固市场领先地位。
- 持续完善高端品牌矩阵：公司在麦富迪基础上持续向高端市场延伸，分别于2018年、2024年推出**高端猫粮品牌弗列加特**和**超高端狗粮品牌汪臻醇**；其中，弗列加特于2024年完成品牌2.0升级，进一步强化高端品牌定位。

资料来源：乖宝招股书，乖宝2023-2025年度报告，华鑫证券研究

04 管理： 股权激励与财务管理如何支撑经营效率

研究创造价值

股权激励：绑定核心管理层，重点聚焦前台关键岗位

股权激励历程

>

2024启动第一期股权激励

- 授予价格：25.18元/股
- 业绩考核目标与实现情况：（注：净利润指标剔除股权激励影响）

考核年度	各年度营业收入增长率 (A) (以2023年为基数)	各年度净利润增长率 (B) (以2023年为基数)
	目标值 (Am)	目标值 (Bm)
2024年	21.22%>19%	53.89%>21%
2025年	56.44>42%	61.28%>39%
2026年	68%	59%

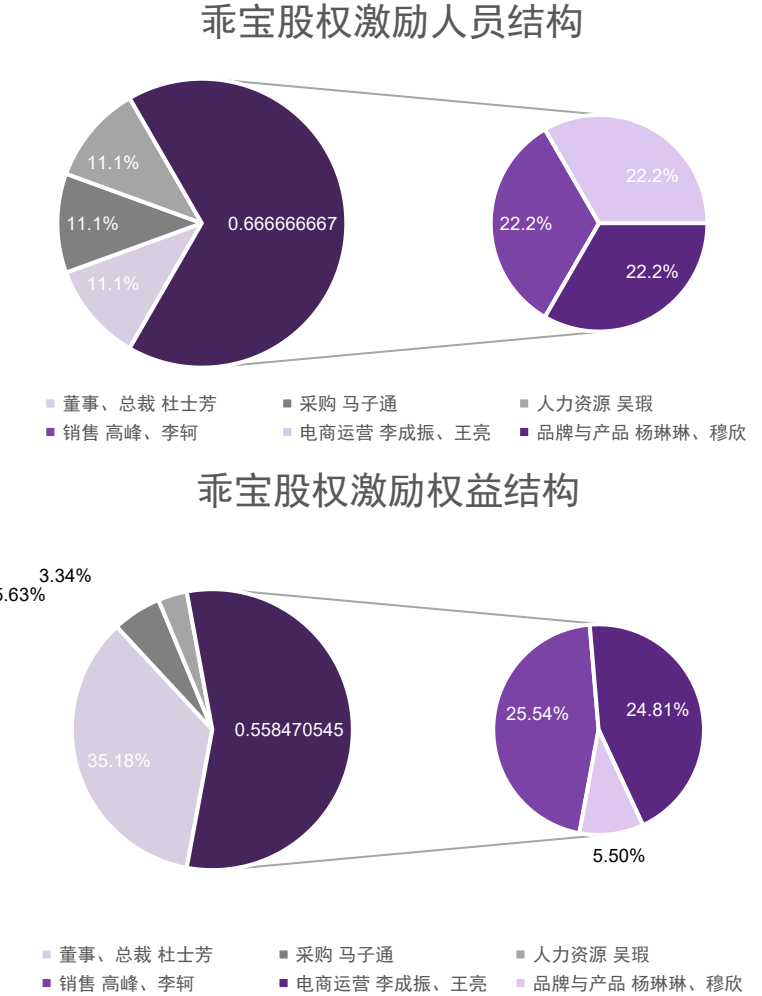
>

2025启动第二期股权激励

- 授予价格：47.30元/股
- 与一期激励人员名单相同
- 业绩考核目标与实现情况：（注：净利润指标剔除股权激励影响）

考核年度	各年度营业收入增长率 (A) (以2024年为基数)	各年度净利润增长率 (B) (以2024年为基数)
	目标值 (Am)	目标值 (Bm)
2025年	29.06%>25%	9.39%<16%
2026年	53%	32%
2027年	84%	45%

股权激励结构



两次股权激励覆盖同一批核心管理层，重点聚焦销售、电商运营、品牌与产品等前台岗位

与渠道拓展、品牌建设及产品迭代等增长抓手形成岗位匹配

推动渠道壁垒化、品牌高端化与产品创新落地，实现用户心智强化

财务状况稳健，资产运营效率领先同行

2023-2025主要宠物公司资产负债率

	2025	2024	2023	均值
乖宝	20.45%	17.13%	11.43%	16.34%
中宠	42.67%	41.25%	44.89%	42.94%
佩蒂	33.99%	34.26%	35.91%	34.72%
路斯	19.97%	21.75%	24.94%	22.22%

2023-2025主要宠物公司资产周转率

	2025	2024	2023	均值
乖宝	1.25	1.15	1.35	1.25
中宠	1.05	1.01	0.91	0.99
佩蒂	0.49	0.56	0.48	0.51
路斯	1.05	1.08	1.15	1.09

资料来源：ifind，华鑫证券研究

融资情况

- 公司于2023年IPO期间完成一次公开募资，实际募集资金净额约14.72亿元。
- 2026年8月，公司发布向不特定对象发行可转换公司债券预案，拟募集资金总额不超过11亿元。

财务状况

- 低杠杆**：2023-2025年，公司资产负债率持续低于同行，表明公司债务融资依赖程度较低，财务杠杆相对较低，资本结构较为稳健。
- 高周转**：2023-2025年，公司资产周转率持续高于同行，表明公司资产投入转化为营业收入的效率较高，资产运营效率和资产利用能力较强。
- 综合来看，公司在保持较低财务杠杆的同时，仍具备较高的资产周转效率，整体呈现出“**低杠杆、高周转**”的财务特征，具备较为稳健的财务基础。

5 盈利预测和估值

研究创造价值

		2025A	2026E	2027E	2028E
净利润（亿元）		6.74	4.32	6.25	8.58
净利润增长率		7.50%	-35.91%	44.68%	37.28%
收入（亿元）		67.69	77.11	90.23	109.28
收入增长率		29.06%	13.92%	17.01%	21.11%
净利率		9.96%	5.60%	6.93%	7.85%
境内	收入（亿元）	50.00	58.00	69.60	87.00
	收入增长率	40.81%	16.00%	20.00%	25.00%
境外	收入（亿元）	17.69	19.11	20.63	22.28
	收入增长率	4.43%	8.03%	7.95%	8.00%

■ **营业收入及净利润预测：**预计公司海外业务保持平稳增长，国内业务在自主品牌驱动下快速增长。当前阶段公司主动加大费用投放、优先做大收入体量，短期利润承压；随收入规模扩大、费用率逐步摊薄，利润有望进入改善通道。预计2026-2028年公司营业收入分别为77.11、90.23、109.28亿元，同比增长13.9%、17.0%、21.1%；归母净利润分别为4.32、6.25、8.58亿元，同比-35.8%、+44.7%、+37.2%，对应EPS分别为1.08、1.56、2.14元。

■ **成本及费用预测：**预计2026年受销售费用投入增加影响，公司盈利能力阶段性承压。随着自有品牌持续扩张、产品结构升级及新增产能逐步释放，预计2027年起公司盈利能力逐步修复，毛利率及净利率均有望进入改善通道。

■ **估值及评级：**基于公司长期成长逻辑及盈利修复预期，我们预计乖宝宠物自有品牌持续扩张及盈利能力修复趋势，维持“买入”评级。

资料来源：ifind，华鑫证券研究

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	6769	7711	9023	10928
增长率（%）	29.1	13.9	17.0	21.1
归母净利润（百万元）	673	432	625	858
增长率（%）	7.8	-35.8	44.7	37.2
摊薄每股收益（元）	1.68	1.08	1.56	2.14
ROE（%）	14.5	8.8	11.8	14.8

资料来源：wind，华鑫证券研究

产能扩张进度不及预期风险

公司未来收入增长及市场份额提升在一定程度上依赖新增产能释放。公司国内、泰国及新西兰均规划新增产能，若受项目建设、设备调试、审批验收或其他因素影响，相关产能建设及投产进度不及预期，可能导致新增产能释放延迟，进而影响公司产销规模及收入增长。

品牌营销效果不及预期风险

公司持续加大销售及品牌营销投入，通过广告投放、内容营销、KOL推广及IP联名等方式强化自有品牌影响力。若品牌营销投入未能有效转化为消费者认知、产品销量及市场份额，或营销获客成本持续上升，公司销售费用率可能进一步提高，品牌投入回报及盈利能力可能不及预期。

收入增长不及预期风险

公司未来收入增长主要依赖自有品牌业务扩张、产品结构升级及新增产能释放。若宠物食品消费需求增长不及预期、核心品牌市场份额提升受阻、新产品推广效果不佳或新增产能消化不足，公司销量及收入增速可能低于预期，进而影响公司盈利水平。

盈利能力改善不及预期风险

公司毛利率提升受单位生产成本下降及产品价格提升等因素共同影响，同时销售费用持续增长对净利率形成一定压力。若原材料价格上涨、产品提价不及预期、产能利用率下降或销售及研发投入持续增加，公司单位成本及期间费用可能超过预期，导致毛利率及净利率改善不及预期。

盈利预测表

资产负债（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	819	854	1,059	1,455
应收款	435	465	569	659
存货	933	1,103	1,244	1,449
其他流动资产	1,031	1,069	1,112	1,153
流动资产合计	3,218	3,492	3,983	4,715
固定资产	1,627	1,424	1,250	1,094
在建工程	59	259	356	356
无形资产	162	154	146	138
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	5,837	6,099	6,505	7,074
短期借款	301	301	301	301
应付账款、票据	377	385	405	443
其他流动负债	247	247	247	247
流动负债合计	994	997	1,028	1,081
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	200	200	200	200
非流动负债合计	200	200	200	200
负债合计	1,194	1,197	1,228	1,282
股本	400	400	400	400
股东权益	4,643	4,902	5,278	5,792
负债和所有者权益	5,837	6,099	6,505	7,074

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,769	7,711	9,023	10,928
营业成本	3,893	4,628	5,215	6,145
营业税金及附加	30	54	63	76
销售费用	1,527	1,977	2,346	2,863
管理费用	396	463	543	667
财务费用	-9	-45	-46	-48
研发费用	92	93	99	109
营业利润	876	565	817	1,122
利润总额	882	565	817	1,122
所得税费用	208	133	192	264
净利润	674	432	625	858
少数股东损益	1	0	1	0
归母净利润	673	432	625	858

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	674	432	625	858
少数股东权益	1	0	1	0
折旧摊销	144	211	186	164
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	24	-236	-257	-282
经营活动现金净流量	842	408	555	740
投资活动现金净流量	-664	3	78	156
筹资活动现金净流量	-16	-173	-250	-343
现金流量净额	163	239	383	552

每股数据(元/股)	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	1.68	1.08	1.56	2.14
P/E	22.1	34.5	23.8	17.4
P/S	2.2	1.9	1.7	1.4
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6

财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	29.1%	13.9%	17.0%	21.1%
归母净利润增长率	7.8%	-35.9%	44.7%	37.4%
盈利能力				
毛利率	42.5%	40.0%	42.2%	43.8%
四项费用/营收	29.6%	32.3%	32.6%	32.9%
净利率	10.0%	5.6%	6.9%	7.9%
ROE	14.5%	8.8%	11.8%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	20.5%	19.6%	18.9%	18.1%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	15.6	16.6	15.9	16.6
存货周转率	4.2	4.2	4.2	4.3

资料来源：wind，华鑫证券研究

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有8年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024年7月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对证券市场涨跌幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值