证券研究报告 公司深度报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

全球工厂 国内品牌的破局之路

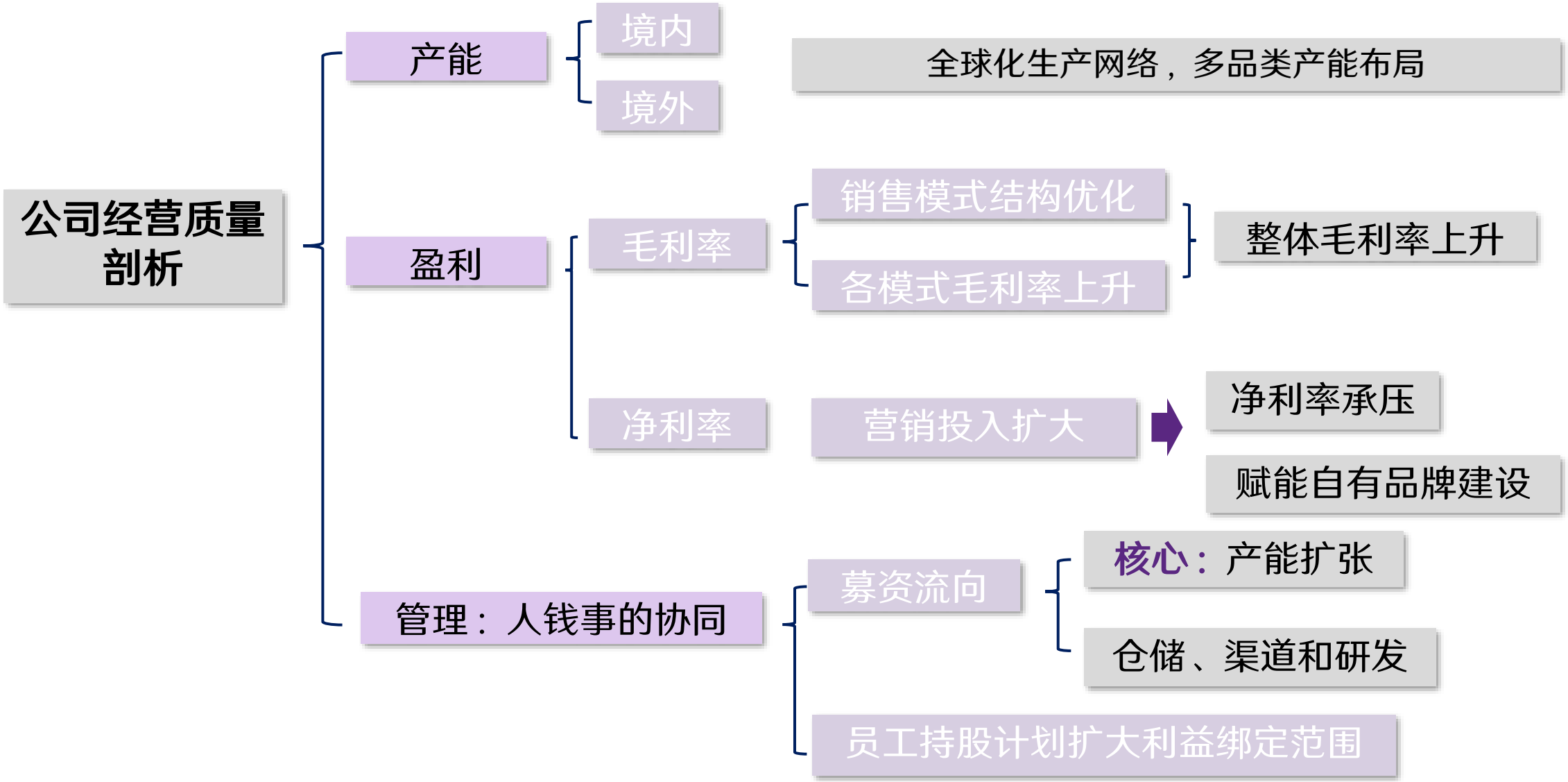
中宠股份

投资评级：买入（ 维持 ）

报告日期：2026年11月20日

- 分析师：娄倩
- SAC编号：S1050524070002

研究创造价值


公司经营质量剖析
产能
境内
境外
全球化生产网络，多品类产能布局
盈利
毛利率
销售模式结构优化
各模式毛利率上升
整体毛利率上升
净利率
营销投入扩大
净利率承压
赋能自有品牌建设
管理：人钱事的协同
募资流向
核心：产能扩张
仓储、渠道和研发
员工持股计划扩大利益绑定范围

产能：扩产持续释放，打开收入天花板

零食满产、干粮爬坡，产能瓶颈曾是制约收入释放的核心变量。公司通过 IPO、可转债、增发多渠道募资，宠物零食、罐头、干粮、冻干产能相继转固——2017 年上市后宠物零食产能逐步释放，可转债募投项目推动罐头与干粮产能松绑，产能周期对应收入释放节奏。

毛利率：收入结构优化与规模效应双轮驱动上行

收入端，销售模式结构优化叠加各模式毛利率上行：OEM 毛利率 2025 年升至 27.7%，对整体毛利率形成正向支撑。成本端，宠物零食单位收入营业成本自 2022 年高点 81.4 元降至 2025 年 70.7 元，成本率累计下降 10.7pct；单位收入制造费用 2020-2025 年 CAGR 为 -7.22%，规模摊薄与制造效率改善持续释放成本红利。

净利率：销售费用高增短期承压，人效修复支撑费用兑现为国内增长

期间费用结构稳定，销售费用占比 2022 年以来稳定在 63% 附近，其中业务宣传费及销售服务费 2017-2025 年 CAGR 达 45.30%，主要用于自主品牌建设。费用投放正在兑现：销售人员人均创收 2017-2025 年 CAGR 达 11.95%，ZEAL 帝王鲑猫罐头连续三周居天猫三文鱼猫罐头热销榜榜首，顽皮欧一吸鱼肉猫条霸榜天猫鱼肉猫条榜前三8周，国内市场增长对冲短期利润承压。

管理：激励扩面与高周转，支撑扩张质量

股权激励对象由 2024 年 63 人增至 2025 年 69 人，覆盖面向中层管理与核心技术业务人员延伸，利益绑定逐步深化。财务端，2023-2025 年资产负债率均值 42.94%，负债率较高，但资产周转效率居前，高杠杆由高周转对冲，扩张模式的风险整体可控。

盈利预测与评级

预计2026-2028年公司营业收入分别为64.58、79.98、95.76亿元，同比增长23.7%、23.8%、19.7%；归母净利润分别为3.00、4.10、5.60亿元，同比-17.8%、+36.5%、+36.6%，对应EPS分别为0.93、1.27、1.74元。2026-2028年PE分别为27.8/20.3/14.9倍，ROE分别为9.0%/11.4%/14.1%。基于公司长期成长逻辑及盈利修复预期，维持“买入”评级。

中宠股份盈利预测

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	5,221	6,458	7,998	9,576
增长率（%）	16.9%	23.7%	23.8%	19.7%
归母净利润（百万元）	365	300	410	560
增长率（%）	-7.3%	-17.8%	36.5%	36.6%
摊薄每股收益（元）	1.20	0.93	1.27	1.74
ROE（%）	11.6%	9.0%	11.4%	14.1%

资料来源：wind，华鑫证券研究

原材料价格波动风险；汇率波动风险；国内市场竞争加剧风险；产能投放及消化不及预期风险；海外市场需求及贸易政策风险;股权激励进展低于预期风险

目 录

CONTENTS

1. 产能：全球工厂的多品类布局之路

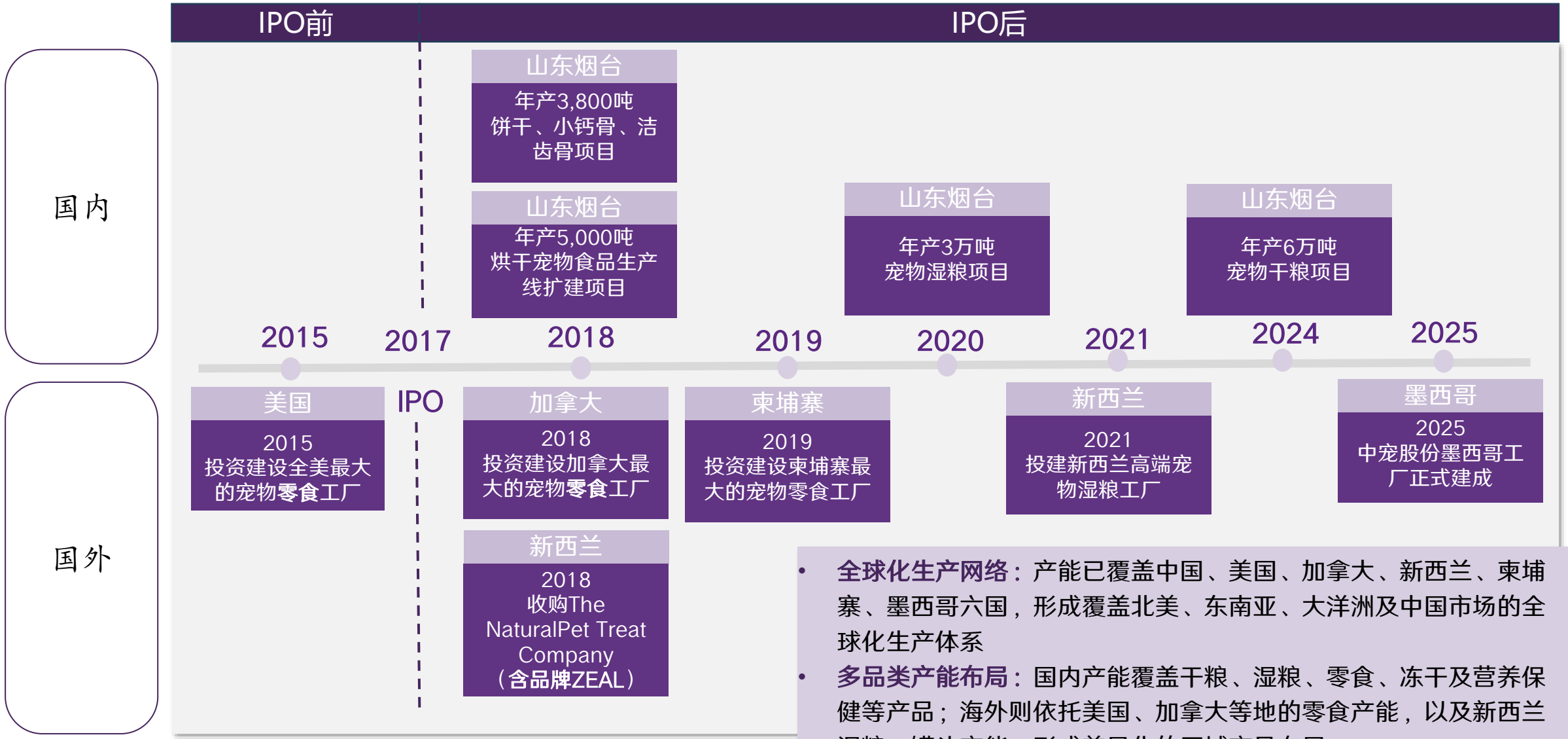
2. 盈利：成本、费用和品牌的动态演变

3. 管理：募资和股权的人钱加码

4. 盈利预测和估值

01 产能：全球工厂的多品类布局之路

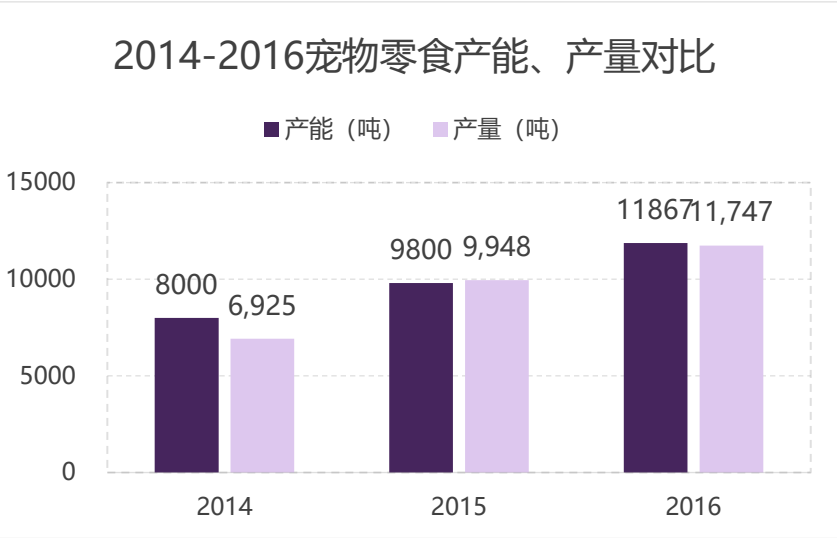
全球工厂布局：持续构筑多区域、多品类产能矩阵

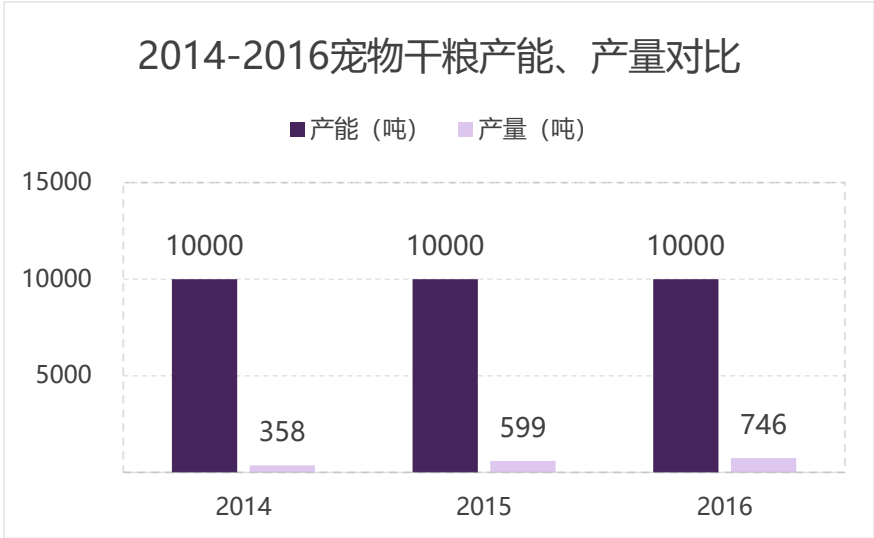


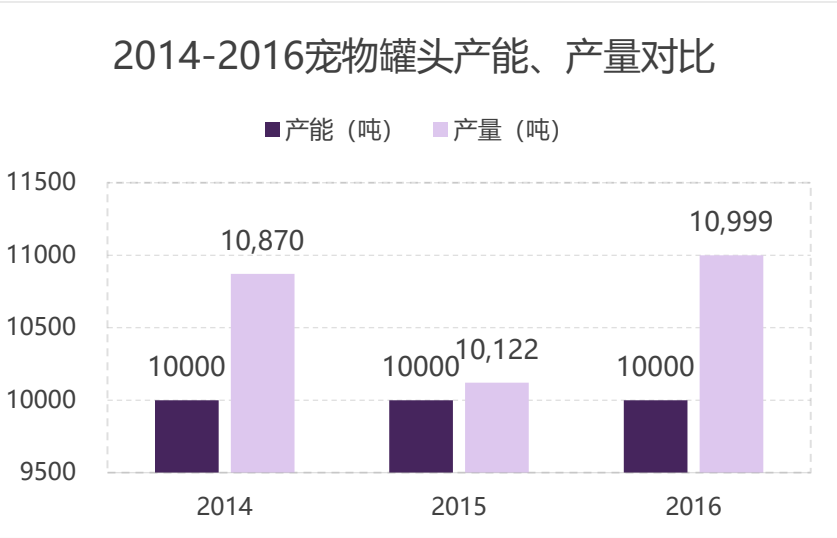
- **全球化生产网络：**产能已覆盖中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨、墨西哥六国，形成覆盖北美、东南亚、大洋洲及中国市场的全球化生产体系
- **多品类产能布局：**国内产能覆盖干粮、湿粮、零食、冻干及营养保健等产品；海外则依托美国、加拿大等地的零食产能，以及新西兰湿粮、罐头产能，形成差异化的区域产品布局

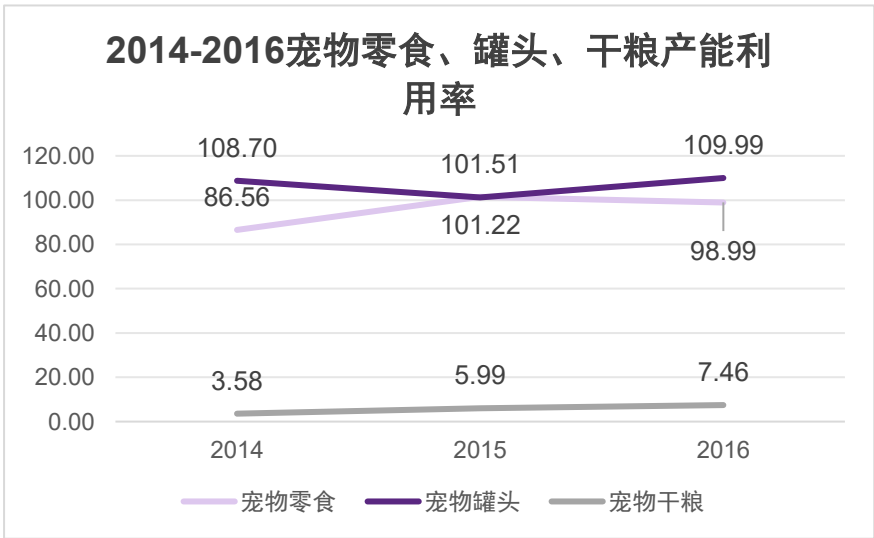
资料来源：公司年报，公司官网，ifind，华鑫证券研究

IPO前产能状态：零食满产、干粮爬坡，产能瓶颈凸显









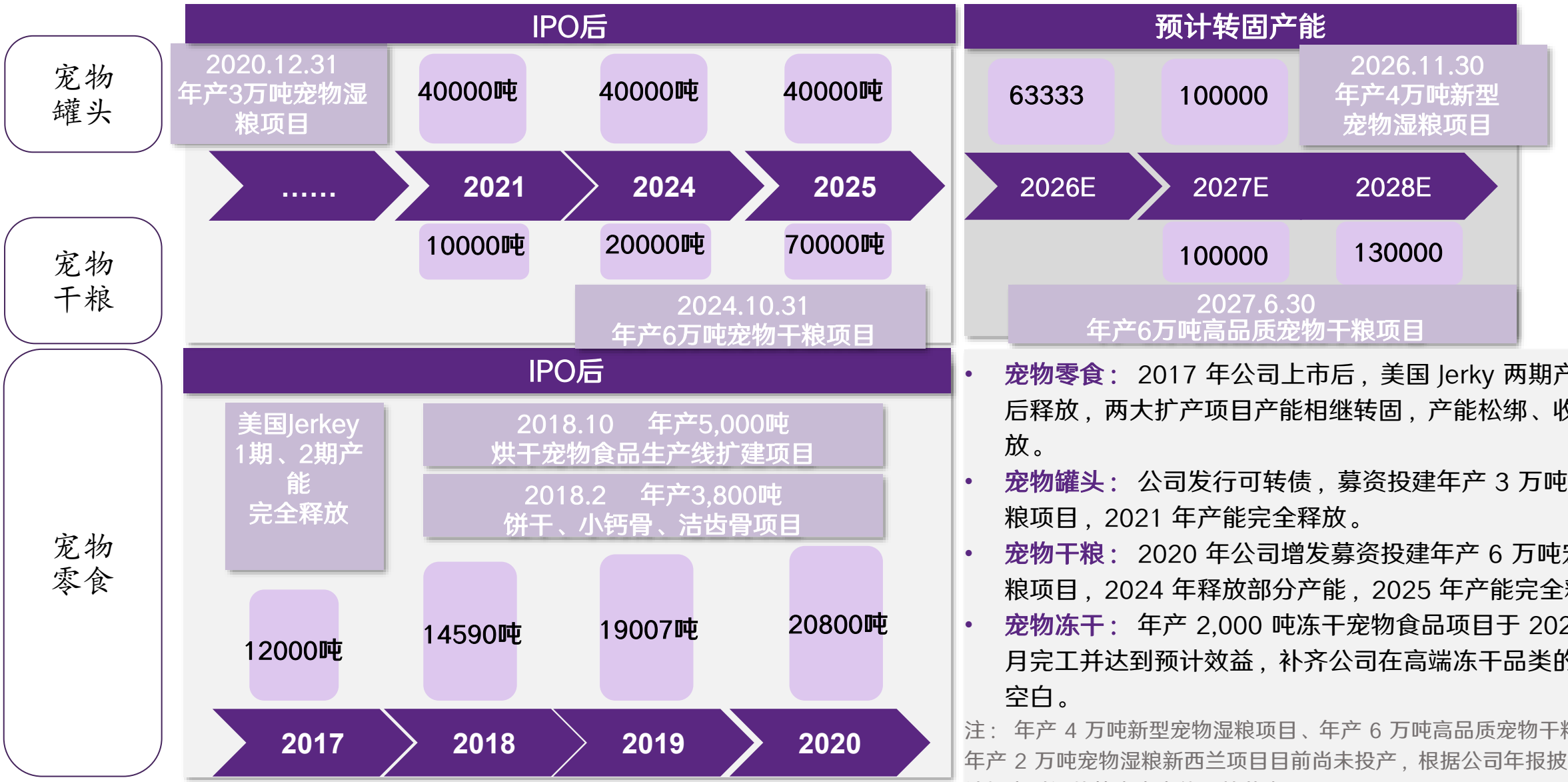
- **产能规模：** 2014－2016 年，**宠物干粮、宠物罐头**产能均维持 1 万吨，**三年未新增**；同期宠物零食为扩产主力，**美国 Jerky 一期、二期相继投产**，分别释放年产能 2,400 吨、1,600 吨。

- **产能利用率：三类产品明显分化。** 2014－2016 年，**宠物零食与宠物罐头**产能利用率均**逼近乃至超过 100%**，存在供给不足制约订单承接的风险；与之相对，**宠物干粮**产能利用率虽持续走高，但始终不足 10%，**大量产能闲置**。

- **应对路径：** 公司借 IPO 募资启动两项扩产工程：一是**年产 5,000 吨烘干宠物食品生产线扩建项目**，二是**年产 3,800 吨饼干、小钙骨、洁齿骨项目**，以应对宠物零食产能不足与需求增加的问题。

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

IPO后分品类产能进展：多次募资扩产推动各品类产能相继释放



- **宠物零食：** 2017 年公司上市后，美国 Jerky 两期产能先后释放，两大扩产项目产能相继转固，产能松绑、收入释放。
- **宠物罐头：** 公司发行可转债，募资投建年产 3 万吨宠物湿粮项目，2021 年产能完全释放。
- **宠物干粮：** 2020 年公司增发募资投建年产 6 万吨宠物干粮项目，2024 年释放部分产能，2025 年产能完全释放
- **宠物冻干：** 年产 2,000 吨冻干宠物食品项目于 2022 年 9 月完工并达到预计效益，补齐公司在高端冻干品类的产能空白。

注：年产 4 万吨新型宠物湿粮项目、年产 6 万吨高品质宠物干粮项目及年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目目前尚未投产，根据公司年报披露的预计投产时间估算未来产能释放节奏。

资料来源：公司年报、招股书，华鑫证券研究

IPO及募资效能：扩产时间线及收益率梳理

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

募资净值	投资扩产项目	年收益	项目ROI
2017.8 IPO募资 3.22亿元	年产5,000吨烘干宠物食品生产线扩建项目 实际投入1.20亿元	3649.47万元	29.91%
	年产3,800吨饼干、小钙骨、洁齿骨项目 实际投入2656万元	1155.54万元	25.68%
2019.2 发行可转债 1.84亿元	年产3万吨宠物湿粮项目 实际投入1.84亿元	5369万元	19.22%
2020.10 增发 6.34亿元	年产6万吨宠物干粮项目 实际投入2.39亿元	6105.95万元	25.76%
	年产2万吨宠物湿粮新西兰项目 实际投入2.79亿元	未披露	未披露
2022.10 发行可转债 7.55亿元	年产6万吨高品质宠物干粮项目 计划投入2.84亿元	1.21亿元 （未达产，预计）	42.67% （未达产，预计）
	年产4万吨新型宠物湿粮项目 计划投入3.12亿元	预计实现收益 新增利润1.10亿元	35.27% （未达产，预计）
	年产2000吨冻干宠物食品项目 计划投入5254.86万元	1762.12万元	33.53%

资料来源：公司招股书，年报，ifind，华鑫证券研究

分品类收益：扩产项目投资效率品类间趋同，品类内分化

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

项目名称	产品类别	吨建设成本（万元/吨）	吨实现收益（万元/吨）	项目ROI
年产5,000吨烘干宠物食品生产线扩建项目	零食	2.44	0.66	29.91%
年产3,800吨饼干、小钙骨、洁齿骨项目	零食	1.18	0.30	25.68%
年产6万吨宠物干粮项目	干粮	0.40	0.10	25.76%
年产6万吨高品质宠物干粮项目	干粮	0.38	0.20	42.67%
年产3万吨宠物湿粮项目	湿粮	0.61	0.12	19.22%
年产2万吨宠物湿粮新西兰项目	湿粮	1.39	0.00	/
年产4万吨新型宠物湿粮项目	湿粮	0.64	0.28	35.27%
年产2000吨冻干宠物食品项目	冻干	2.63	0.88	33.53%

- **吨建设成本零食 > 湿粮 > 干粮：**零食项目吨投资 1.18－2.44 万元/吨，湿粮 0.61－1.39 万元/吨，干粮仅 0.38－0.40 万元/吨——加工深度越深、单位产能投入越高。
- **吨实现收益零食 > 湿粮 > 干粮：**排序与吨成本一致，高投入对应高产出，二者大体抵消，故普通项目 ROI 均落在 19%－29% 的窄区间内。
- **品类内升级项目 ROI 显著更高：**高品质干粮 ROI 42.67%（vs 普通干粮 25.76%），新型湿粮 35.27%（vs 普通湿粮 19.22%）；吨建设成本几乎不增，吨实现收益翻倍——ROI 抬升靠产品升级，而非切换品类。

资料来源：公司招股书，年报，ifind，华鑫证券研究

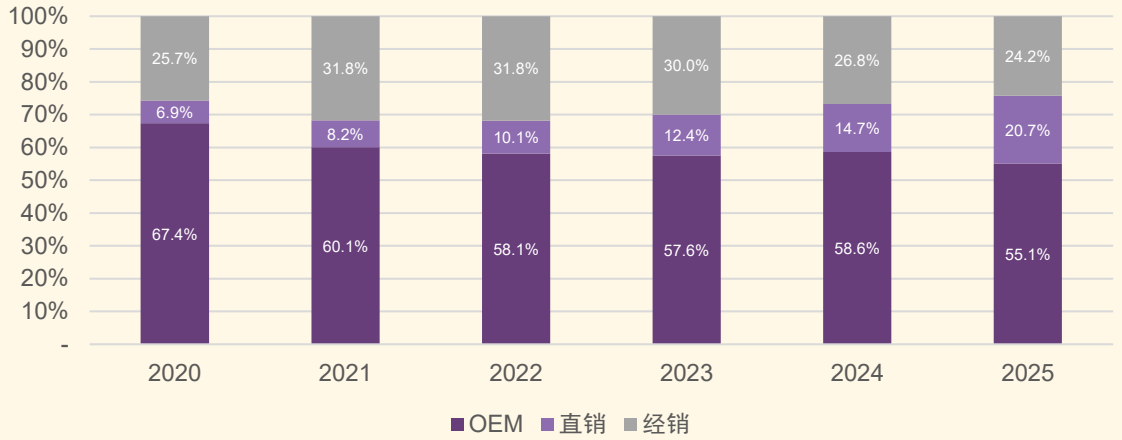
02 盈利：成本、费用和品牌的动态演变

收入端：销售模式结构优化&各模式毛利率上行双轮驱动整体毛利抬升

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

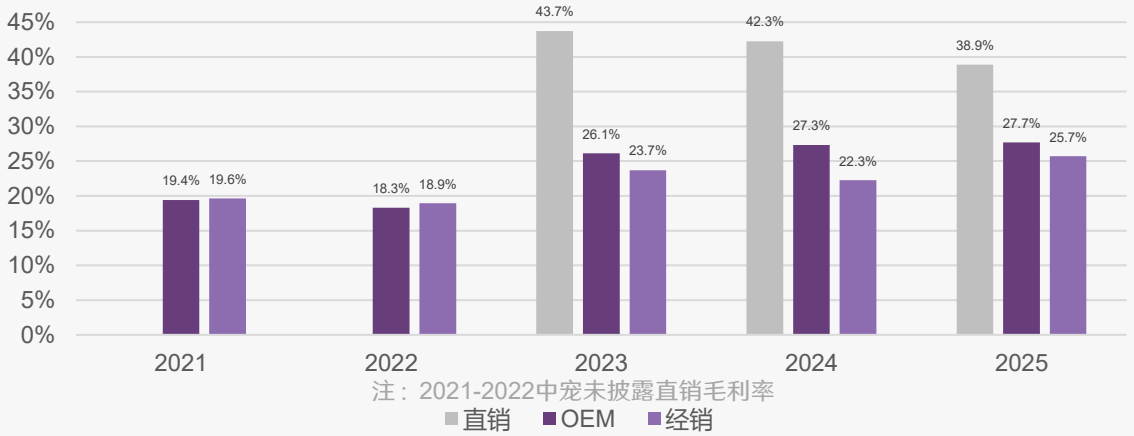
$\sum_i$ 销售模式收入占比$_i$ × 销售模式毛利率$_i$

中宠：三大销售模式收入占比结构



- **高毛利直销占比持续提升，推动收入结构向高毛利模式倾斜：**直销收入占比由2020年的6.9%提升至2025年的20.7%，五年提升13.8pct，销售结构持续向高毛利直销模式迁移。
- **OEM占比下降，自有品牌贡献提升：**短期内公司仍具明显代工业务属性，但OEM占收入比重较2020年的67.4%已下降12.3pct，自主品牌渠道的重要性持续提升。

中宠：不同销售模式毛利率差异

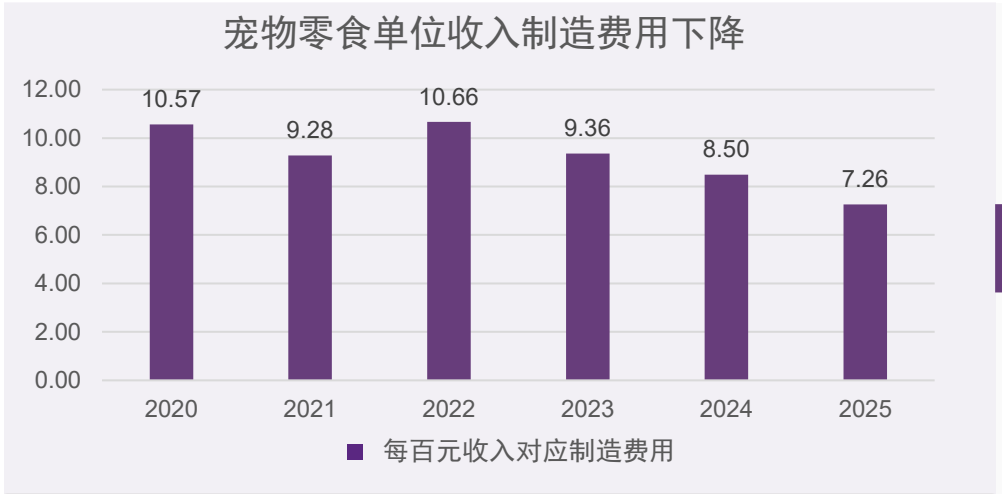


- **OEM模式毛利率自2023显著改善并维持高位：**OEM毛利率2023跃升至26.1%，此后进一步提升至2025年的27.7%，对整体毛利率形成正向支撑。
- **直销毛利率随业务快速扩张有所回落，但仍显著高于其他模式：**24-25年，直销模式提升6pct，毛利率下降3.4pct，推断与渠道快速扩张过程中降价促销等行为有关。
- **经销模式毛利率震荡上行：**2025年同比提升3.5pct至25.7%，对整体毛利率改善形成正向贡献。

整体毛利率改善

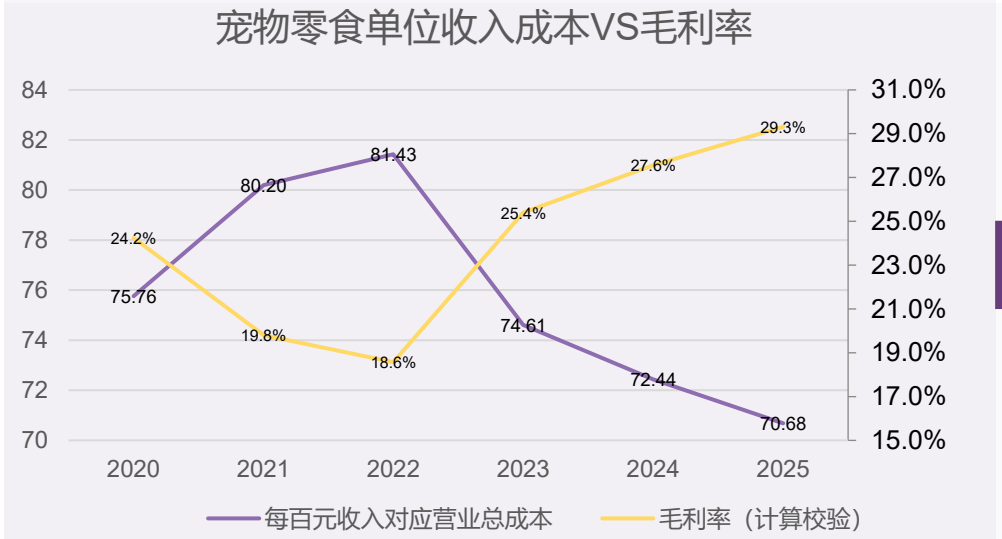
资料来源：中宠2017-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

成本端：单位收入成本下降，规模效应释放支撑毛利率提升



CAGR= -7.22%

- **单位收入制造费用长期趋降**，2020年-2025年CAGR为-7.22%，显示伴随生产规模扩大，固定制造成本摊薄及制造效率改善**持续释放成本红利**。
- 2022年以来制造费用率连续三年下降，由**10.7元/百元收入**降至2025年的**7.3元/百元收入**；考虑公司同期持续扩产并提升生产规模，制造端经营杠杆逐步释放。



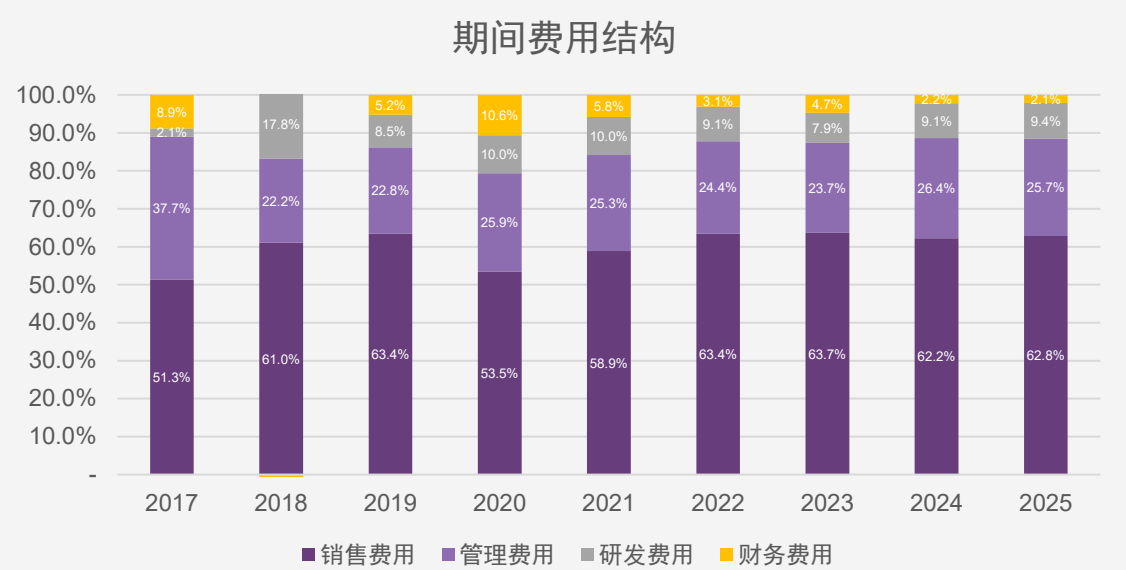
单位收入成本下降推动毛利率上行

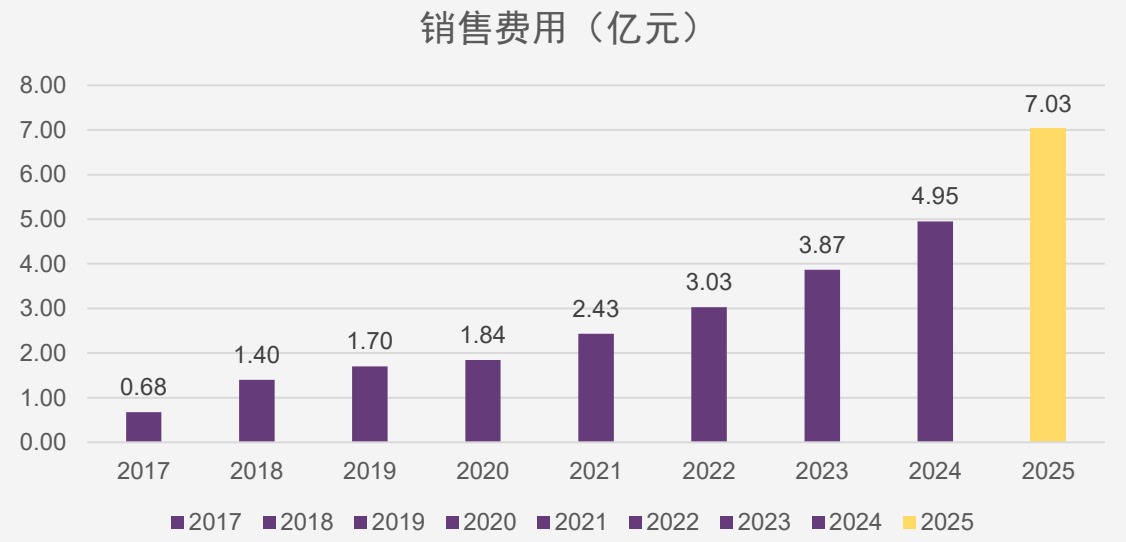
- 宠物零食单位收入营业成本自2022年高点持续下降，由81.4元降至2025年的70.7元，**成本率累计下降10.7pct**。
- 成本率改善转化为毛利率修复，2022-2025年宠物零食**毛利率由18.6%提升至29.3%**，成本端成为毛利率上行的重要支撑。

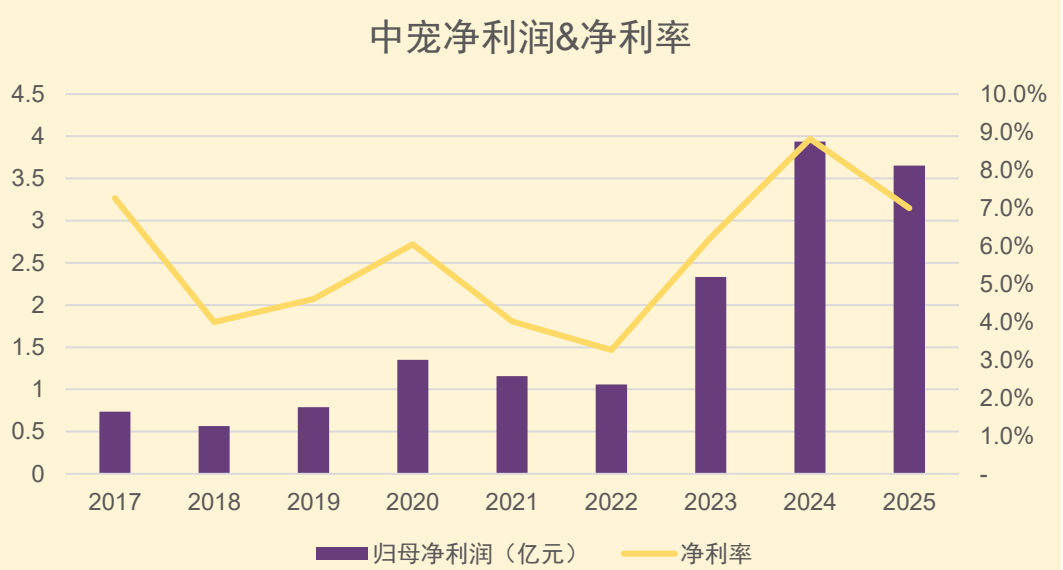
注：宠物零食为公司唯一连续披露详细成本结构的产品类别，以下以宠物零食作为成本端观察样本。

资料来源：中宠2017-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

净利率：销售费用高增使短期净利润承压



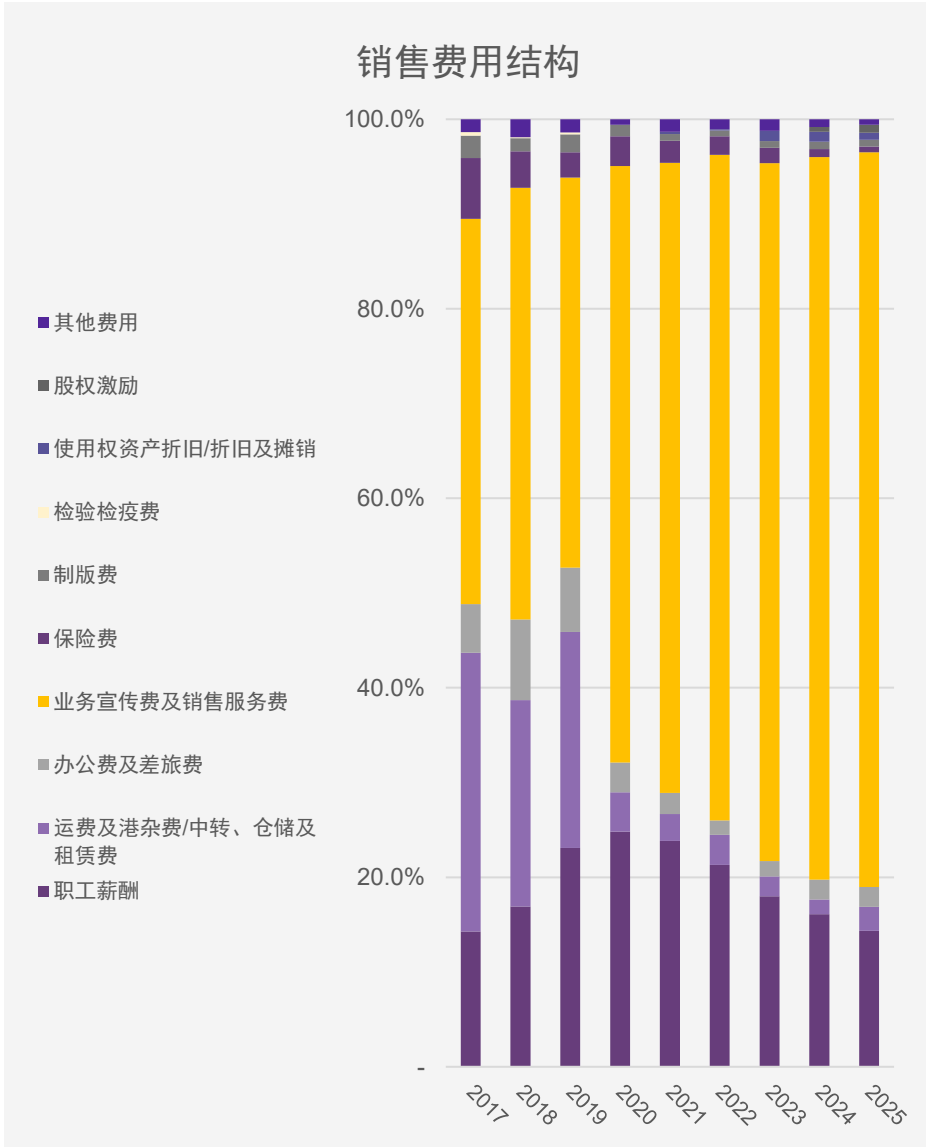


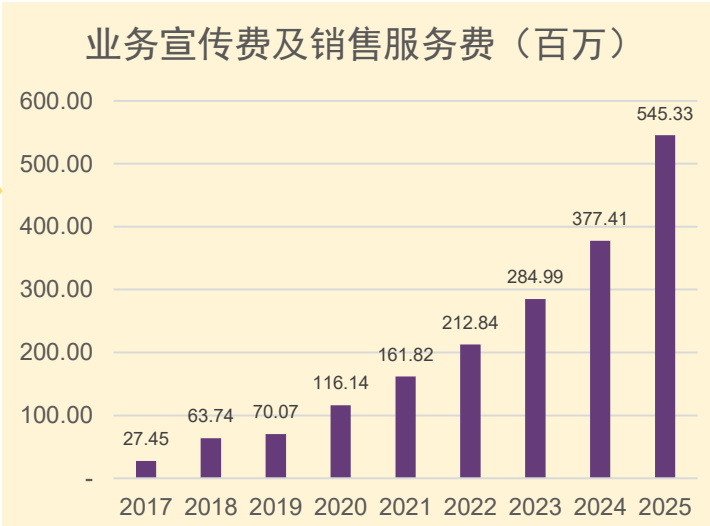


- **期间费用结构整体较为稳定。**其中，**销售费用**占比显著最高，2022年以来稳定在**63%**附近，且**绝对值不断攀升。**
- 自2022年触底至2024年，中宠净利率与净利润**维持高增**；2025年净利润承压系**业务宣传力度加大**使得销售费用由2024年的4.95亿元大幅提升至7.03亿元导致。

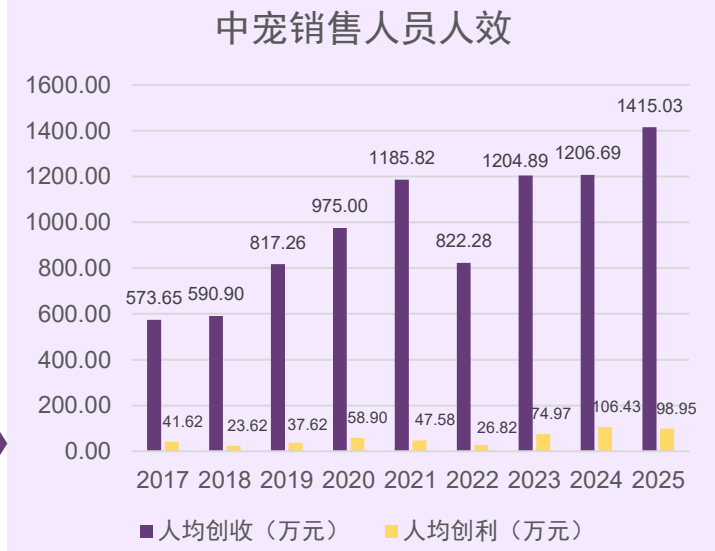
资料来源：中宠2017-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

销售费用：业务宣传及服务费高增，销售人效修复提升





- 销售费用中**业务宣传费及销售服务费**占比显著最高且持续高增，2017-2025**CAGR达到45.30%**，主要用于支持**国内自主品牌**发展，通过加大品牌宣传、市场推广、渠道拓展及终端动销投入，推动**国内市场增长**。

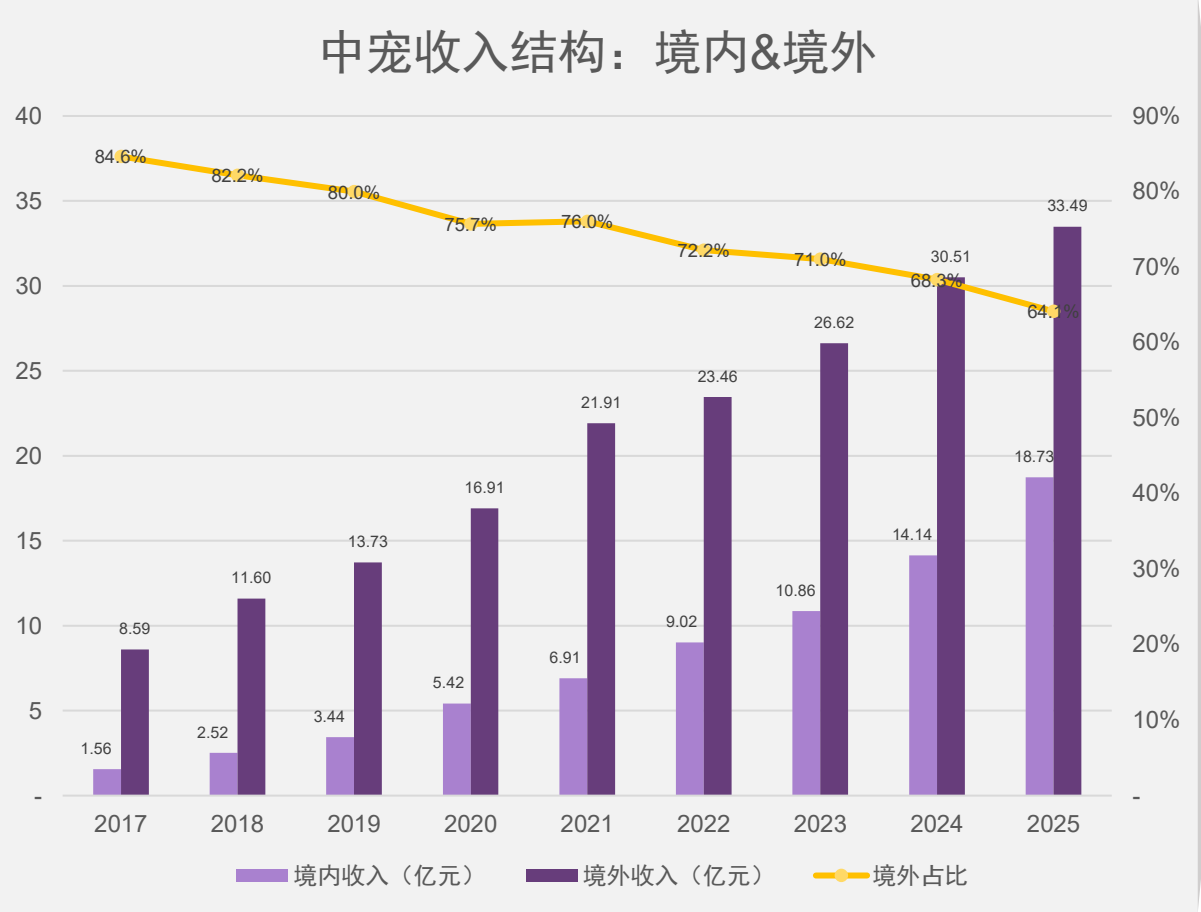


- **销售团队收入承载效率显著提升：**人均创收2017-2025**CAGR达11.95%**，销售人员单体产出持续走高。
- **盈利能力修复**，人均创利自2022年低点修复后维持较高水平，销售体系**盈利效率明显改善**。

资料来源：中宠2017-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录，华鑫证券研究

品牌：销售费用赋能自有品牌建设，兑现国内市场增长

品牌矩阵	中端		高端
	顽皮 鲜肉粮、干粮/湿粮/零食全品类	领先 烘焙粮、主食罐	Zeal真致 风干粮、天然湿粮罐头



三大品牌覆盖国内市场多元化消费需求，持续积累消费者信任：

- **ZEAL**帝王鲑猫罐头**连续三周蝉联**天猫三文鱼猫罐头热销榜首，
- **顽皮**欧一吸鱼肉猫条霸榜**天猫鱼肉猫条热销前三8周**，

牛肉狗零食罐头位居**狗罐头热销榜榜首**

- **领先**猫主食罐位列**猫主食罐热销榜第四**，领先的多款猫条也位居鱼肉猫条榜单**Top6**

境内业务快速增长，收入占比持续提升：

2017-2025，中宠境内收入由**1.56亿**元增长至**18.73亿**元，**CAGR达36.43%**

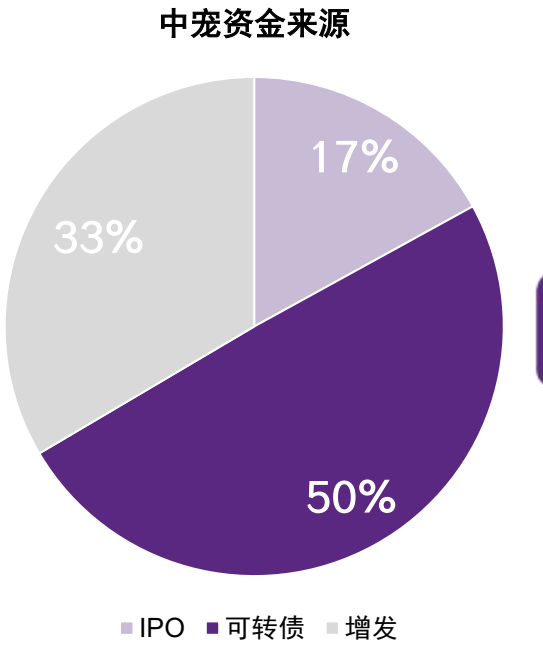
注：榜单截止至2026.11.07下午15:00

资料来源：中宠2017-2025年度报告、公司公告、投资者关系活动记录、天猫榜单，华鑫证券研究

03 管理：募资和股权的人钱加码

研究创造价值

管理：募资以产能扩张为核心，配套完善研发与运营能力





- 募资方式及去向：公司通过**IPO、可转债及增发**等多种方式筹集资金，在补充流动资金的同时，**主要用于产能扩张**，并持续完善**研发、营销渠道及仓储**等配套能力。

1. 研发项目：

2019年，公司宠物食品研发中心项目结项，累计投入**1607.05万元**，持续提升研发能力，为后续新型宠物湿粮、高品质宠物干粮及冻干食品等**高端产品扩产项目奠定基础**，推动产品结构优化及高端市场拓展。

2. 营销投入：

投入**269.42万元**用于**营销中心建设及渠道智能化升级**，为自有品牌及直销业务发展提供基础设施支持，剩余募集资金主要用于**品牌宣传。**

3. 仓储升级：

预计投入**3,636.68万**元进行平面仓库智能立体化改造，以匹配产能扩张后的仓储需求，**提升仓储运营效率。**

资料来源：公司公告、招股书、ifind、华鑫证券研究

管理：员工持股覆盖面扩大，利益绑定逐步向核心人才延伸

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

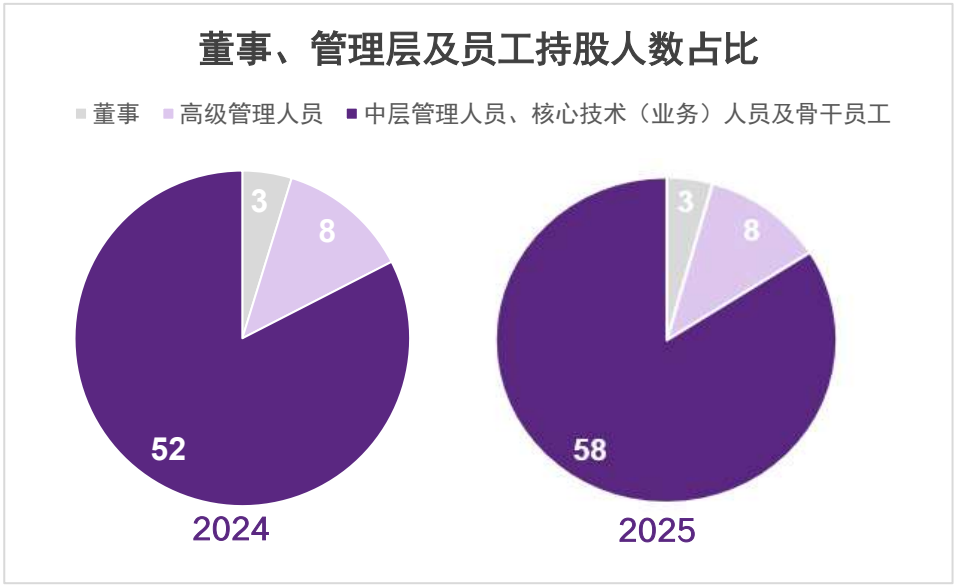
境内业绩考核目标

解锁期	对应考核年度	对应考核年度境内营业收入定比2023年增长率			对应考核年度归母净利润定比2023年增长率	
		目标值（Am）	触发值（An）	实际值	目标值（Bm）	触发值（Bn）
第一个	2024年	30.00%	27.00%	30.26%	28.64%	25.78%
第二个	2025年	62.45%	56.21%	72.52%	67.24%	60.52%
第三个	2026年	103.57%	93.21%	/	101.54%	91.39%

境外业绩考核目标

解锁期	对应考核区间	对应考核区间实现的境外营业收入定比2023年增长率			对应考核年度	对应考核年度归母净利润定比2023年增长率	
		目标值（Cm）	触发值（Cn）	实际值		目标值（Bm）	触发值（Bn）
第一个	2024年	8.00%	7.20%	14.62%	2024年	28.64%	25.78%
第二个	2024~2025年	126.80%	114.12%	140.43%	2025年	67.24%	60.52%
第三个	2024~2026年	260.56%	234.50%	/	2026年	101.54%	91.39%

资料来源：公司2024、2025年年报、2024年员工持股计划（草案）摘要、华鑫证券研究



- **2024-2025年持股员工数由63人增至69人，覆盖范围持续扩大：**公司高层持股人数整体保持不变，2024、2025年获授股份的**董事及高级管理人员基本一致**；与此同时，中层管理人员、核心技术（业务）人员及普通员工持股人数有所增加，员工持股计划逐步从核心管理层向更多**业务及技术骨干**延伸。
- **利益绑定范围扩大，激发核心人才长期动力：**持股员工结构更加多元，高层持股占比有所下降，员工持股覆盖面提升，有助于加强公司与中层管理、核心技术及业务人员之间的**长期利益绑定**，为业务持续发展提供**人才激励**。

04 盈利预测与估值

研究创造价值

中宠股份盈利预测

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	5,221	6,458	7,998	9,576
增长率（%）	16.9%	23.7%	23.8%	19.7%
归母净利润（百万元）	365	300	410	560
增长率（%）	-7.3%	-17.8%	36.5%	36.6%
摊薄每股收益（元）	1.20	0.93	1.27	1.74
ROE（%）	11.6%	9.0%	11.4%	14.1%

资料来源：wind，华鑫证券研究

公司产能扩张持续释放，收入结构优化与规模效应共同推动毛利率上行；销售费用投向自主品牌建设使短期净利率承压，人效修复带动国内市场增长，股权激励扩面、高周转对冲高杠杆，扩张风险整体可控。

预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 64.58、79.98、95.76 亿元，同比增长 23.7%、23.8%、19.7%；归母净利润分别为 3.00、4.10、5.60 亿元，同比-17.8%、+36.5%、+36.6%，对应EPS分别为0.93、1.27、1.74元。2026-2028年PE分别为27.8/20.3/14.9倍，ROE分别为 9.0%/11.4%/14.1%。基于公司长期成长逻辑及盈利修复预期，维持“买入”评级。

盈 利 预 测 表

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

资产负债（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,273	1,181	1,138	1,439
应收款	644	761	920	1,102
存货	693	795	957	1,110
其他流动资产	94	116	144	182
流动资产合计	2,703	2,853	3,160	3,832
固定资产	1,508	1,638	1,824	1,941
在建工程	264	384	484	444
无形资产	139	145	151	157
长期股权投资	307	322	337	352
资产总计	5,498	5,918	6,532	7,303
短期借款	988	1,168	1,388	1,648
应付账款、票据	556	615	738	870
其他流动负债	195	195	195	195
流动负债合计	1,788	2,014	2,365	2,766
长期借款	498	498	498	498
其他非流动负债	60	60	60	60
非流动负债合计	558	558	558	558
负债合计	2,346	2,572	2,923	3,324
股本	304	322	322	322
股东权益	3,152	3,345	3,609	3,979
负债和所有者权益	5,498	5,918	6,532	7,303

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,221	6,458	7,998	9,576
营业成本	3,679	4,659	5,704	6,724
营业税金及附加	16	19	24	29
销售费用	703	936	1,160	1,389
管理费用	288	355	440	527
财务费用	23	25	30	35
研发费用	106	129	168	211
营业利润	463	380	518	708
利润总额	464	380	518	708
所得税费用	66	54	73	100
净利润	398	326	445	609
少数股东损益	33	26	36	49
归母净利润	365	300	410	560
现金流量表（百万元）				
净利润	398	326	445	609
少数股东权益	33	26	36	49
折旧摊销	134	165	178	198
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	-32	-195	-219	-232
经营活动现金净流量	534	323	441	624
投资活动现金净流量	-221	-264	-301	-93
筹资活动现金净流量	-16	60	56	36
现金流量净额	298	119	196	567

每股数据(元/股)	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	1.20	0.93	1.27	1.74
P/E	21.6	27.8	20.3	14.9
P/S	1.5	1.3	1.0	0.9
P/B	2.7	2.7	2.5	2.3
财务指标				
成长性				
营业收入增长率	16.9%	23.7%	23.8%	19.7%
归母净利润增长率	-7.3%	-17.8%	36.5%	36.6%
盈利能力				
毛利率	29.5%	27.9%	28.7%	29.8%
四项费用/营收	21.4%	22.4%	22.5%	22.6%
净利率	7.6%	5.1%	5.6%	6.4%
ROE	11.6%	9.0%	11.4%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	42.7%	43.5%	44.8%	45.5%
营运能力				
总资产周转率 0.9	1.1	1.2	1.3	
应收账款周转率	8.1	8.5	8.7	8.7
存货周转率	5.3	5.9	6.0	6.1

资料来源：wind，华鑫证券研究

股权激励进展低于预期风险：

员工持股计划能否完成目标及实际激励效果不及预期可能削弱对核心人员的绑定效果，股份支付成本持续侵蚀利润却无法匹配产出；

原材料价格波动风险：

鸡肉等主要原材料价格上行将侵蚀成本端改善成果，影响毛利率修复节奏；

汇率波动风险：

公司海外业务收入占比较高，人民币汇率大幅波动将影响境外收入折算及 OEM 业务盈利；

国内市场竞争加剧风险：

行业竞争加剧可能导致费用投放效率下降，销售费用高增对净利率的压制时间超预期；

产能投放及消化不及预期风险：

募投项目建设进度放缓或下游需求不足，可能导致新增产能利用率爬坡低于预期；

海外市场需求及贸易政策风险：

主要出口市场需求波动、国际贸易政策变化将直接影响海外订单与收入。

农业轻纺组介绍

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10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。

免责条款

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	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
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相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

报告编号：261120212601