华源证券 HUAYUAN SECURITIES

2025 年 09 月 16 日

中宠股份(002891.SZ)

——顶尖制造品质的“能力土壤”上，正长出“品牌之树”

投资评级：买入（首次）

证券分析师
雷轶
SAC：S1350524110001
leiyi@huayuanstock.com

联系人
李冉
liran02@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 15 日
收盘价（元）	55.09
一年内最高/最低（元）	74.00/19.96
总市值（百万元）	16,767.89
流通市值（百万元）	16,767.88
总股本（百万股）	304.37
资产负债率（%）	40.94
每股净资产（元/股）	9.47

资料来源：聚源数据

投资要点：

宠物经济蓬勃发展，宠物食品品牌的角逐正在进入下半场。宠物主粮作为其中消费频次最高、普及性最广的品类，对产品的安全性、稳定性有较高的要求，且切换产品需要过渡期，因此宠物主粮具有较高的粘性，行业具备高集中度的潜质。目前在行业流量红利消退、产品同质化严重的背景下，营销投入的资金能力及内生造血能力尤为关键，更高的毛利留存或可能为公司赢得更强的营销投入主动权。鉴于头部品牌长期积累的口碑及消费者心智的占领，马太效应凸显，无论是其复购还是制造成本均有较强的优势，据此拉开与中小品牌的差距，拉动行业份额的集中化。

品牌崛起始于顶尖制造能力。中宠核心优势始于制造，多年经验累积铸造顶尖制造能力，反哺自有品牌，赋予旗下品牌“出口第一，入口安心”的核心价值主张。用“出口第一”的口碑背书，做让消费者“安心”的产品，解决宠物食品行业食品安全不稳定的痛点，从而打动消费者。2024 年自有品牌实现质的飞跃，进入发展快车道。本报告试图解析中宠蛰伏多年、2024 年崛起的核心逻辑，进而探究未来发展的持续性。

- **经营思维转变，梳理明确品牌定位，探索出一条独一无二的品牌之路，2024 年旗下品牌表现全面提升。**2024 年公司推出了员工持股计划，以市场份额为导向，坚定市场投入。公司对“Wanpy 顽皮”品牌进行了战略性的重新定位与产品线梳理。以“TOPTREES 领先”品牌的成功经验为基础，团队发挥协同效应，使“Wanpy 顽皮”品牌焕发出新的活力。相比现阶段国内品牌以产品营销逻辑为主，缺乏品牌哲学及理念输出。中宠结合“出口第一”这一独一无二的领先地位，精准锚定核心价值，输出公司 27 年制造经验、经得起国际标准考验的产品品质，树立“入口安心”的品牌理念。另外，公司正在积极布局自有品牌出海业务，打造国际化品牌矩阵，建设国际化品牌形象，从而提升国内的品牌形象，赢得消费者心智。“Wanpy 顽皮”品牌在过去十年间稳健前行，2024 年份额提升有加快之势。“TOPTREES 领先”销售表现全面突破，在天猫双十一多个品类榜单中崭露头角，尤其在烘焙粮品牌中跻身前三甲。

- **顶尖制造能力的战略价值被低估。**外销代工业务是中宠的起点，也是中宠的立身之本，**连续 9 年取得正增长，收入 CAGR 达到 20.6%。**有别于市场认为代工业务是一项价值不高的业务，外销业务绝非简单的贸易活动，而是一项对公司综合实力要求极高的复杂业务。**尽管 2018 年以来国际贸易摩擦加大，中宠股份凭借其前瞻性的全球化布局、卓越的客户开发维护机制以及海外代工厂的高效商业模式，收入逆势增长，**表现出较强的抗风险能力，而这样的能力在整个行业都显得尤为稀缺，其价值不应被低估。

中宠内外销业务逆势而上，充分体现其核心优势，预计未来快速发展势不可挡，实现“中国制造”到“中国品牌”华丽转身。在中国宠物食品行业产品同质化竞争严重，营销流量成本攀升的背景下，中宠逆势而上，其背后的核心原因是市场打法另辟蹊径、顶尖制造能力、资金优势的协同的结果，公司的品牌业务链路已经打通。外销业务则

扫码加入
宠物行业交流/会员群

1、暗号“001”宠物行业交流群

2、暗号“999”宠物行业会员群

注：两群都可加入

发送暗号发你对应入群方式

宠物行业学习+圈子群

深度关注宠物圈，推荐加入杨Sir会员



关注公众号【杨Sir宠物圈】关注更新

到了全球化布局的收获期，品牌出海为公司外销业务注入新动力，推动公司在全球价值链中实现跨越式发展。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.71/6.06/8.16 亿元，同比增速分别为 19.6%/28.7%/34.6%，当前股价对应的 PE 分别为 35.6/27.7/20.6 倍。我们选取乖宝宠物、佩蒂股份为可比公司，2025-2027 平均 PE 为 36.5、29.1、23.8。鉴于品牌崛起进入向上经营周期，内销业务较高速增长；顶尖制造能力的战略价值或被低估，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。原材料价格波动风险，国内市场竞争加剧的风险，企业因管理不当导致出现食品安全的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,747	4,465	5,779	7,252	8,665
同比增长率（%）	15.37%	19.15%	29.44%	25.48%	19.50%
归母净利润（百万元）	233	394	471	606	816
同比增长率（%）	120.12%	68.89%	19.61%	28.65%	34.61%
每股收益（元/股）	0.77	1.29	1.55	1.99	2.68
ROE（%）	10.44%	16.22%	16.92%	18.70%	21.16%
市盈率（P/E）	71.91	42.58	35.60	27.67	20.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.71/6.06/8.16 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 35.6/27.7/20.6 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

2025-2027 内销收入增速分别为 37%、29%、28%；外销收入增速分别为 26%、24%、15%。

投资逻辑要点

顶尖制造能力赋能，品牌崛起进入向上经营周期，内销业务较高速增长。顶尖制造能力的战略价值或被低估，外销业务强者恒强，维持中高速稳健增长。

核心风险提示

原材料价格波动风险，国内市场竞争加剧的风险，企业因管理不当导致出现食品安全的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

内容目录

1. 中宠股份：顶尖制造力，奠定品牌崛起基础 9
1.1. 经营思维转变 9
1.2. 市场打法的转变 10
1.3. 顶尖制造能力护城河：一切源于制造优势 12
1.4. 资金实力及规模优势：行业竞争中的强力护城河 12
2. 自有品牌业务：进入发展快车道 14
2.1. 自有品牌发展历程：蛰伏多年终破局 15
2.2. 品牌表现 16
2.2.1. “Wanpy 顽皮”：市场份额持续提升 16
2.2.2. TOPTREES 领先：2024 年全面开花 18
2.2.3. ZEAL 真致：稳居犬零食头部地位 21
3. 顶尖制造能力的战略价值被低估 22
3.1. 中宠产能发展历程简介 24
3.1.1. 国内：国内全产品线产能的智能化跃迁 24
3.1.2. 全球化布局产能，全球化产能的提前卡位 25
3.2. 海外代工业务：综合实力要求极高的复杂业务 25
3.2.1. 外销业务在动荡的贸易环境下稳健发展 27
3.2.2. 北美工厂为具有稀缺性的优质资产 29
3.3. 顶尖制造能力的战略价值 30
3.3.1. 多年出口经验积累反哺自有品牌 30
3.3.2. 自主可控供应链优势 30
4. 未来发展前景 31
4.1. 国内自有品牌业务：向上经营周期势不可挡 31
4.2. 品牌出海：全球发展中国家市场大有可为 33
4.3. 结语："中国制造"到"中国品牌"的华丽转身 36
5. 盈利预测与评级 37
5.1. 盈利预测拆分表 37
5.2. 相对估值 37
6. 风险提示 37

图表目录

图表 1： “Wanpy 顽皮”店铺数、商品数变化（个）.....11
图表 2： 中宠、乖宝宣传费 VS 行业前 45 平均销售额.....13
图表 3： ROI 估算（内销收入/宣传费用）.....13
图表 4： 2024 年前 38 名品牌销售额分布.....13
图表 5： 中宠内外销收入（百万元）.....14
图表 6： 内外销收入结构.....14
图表 7： 中宠零食、主粮收入（百万元）.....14
图表 8： 中宠零食、主粮收入结构.....14
图表 9： 中宠分类目市场份额.....15
图表 10： 自有品牌发展历程.....15
图表 11： “Wanpy 顽皮”市场份额.....17
图表 12： 2015 年主要品牌市场份额.....17
图表 13： 2024 年主要品牌市场份额.....17
图表 14： 顽皮淘系平台分品类销售额结构.....18
图表 15： 顽皮淘系平台分价格带销售额结构.....18
图表 16： 领先淘系平台品类销售额结构.....18
图表 17： 领先线上销售额增速.....19
图表 18： 领先明星产品销售额.....19
图表 19： 领先天猫大促宠物品牌榜单成绩.....19
图表 20： 领先天猫大促宠物店铺榜单成绩.....19
图表 21： 小红书猫主粮主动搜索排行榜.....20
图表 22： 2024.10.19–2025.4.16 小红书估算投放金额.....20
图表 23： 2024.10.19–2025.4.16 小红书互动量（万次）.....20
图表 24： 小红书投放效率（2024.10.19–2025.4.16）.....21
图表 25： ZEAL 线上销售额增速.....22
图表 26： ZEAL 明星产品线上销售额.....22
图表 27： ZEAL 明星产品线上销售额.....22
图表 28： ZEAL 天猫大促宠物品牌榜单成绩.....22
图表 29： 外销收入连续 9 年正增长(百万元）.....23

图表 30： 中宠国内外产能扩张历程 24
图表 31： 国内产能发展历程 24
图表 32： 海外产能布局 25
图表 33： 欧美猫狗食品市场规模 26
图表 34： 中国宠物食品出口额 26
图表 35： 中国宠物食品出口增速 26
图表 36： 2017 年宠物食品出口结构 27
图表 37： 2024 年宠物食品出口结构 27
图表 38： 海外业务-分地区收入拆分 28
图表 39： 海外收入结构 28
图表 40： 除北美境外业务的海外业务收入结构 28
图表 41： 2014 年前五大客户占比 29
图表 42： 2024 年前五大客户占比 29
图表 43： 美国 Jerky 公司收入（百万元） 30
图表 44： 福贝毛利率、利润率 31
图表 45： 中国宠物食品市场份额集中度 32
图表 46： 中宠收入增速 32
图表 47： 中宠归母净利润增速 32
图表 48： 中宠毛利率：内销毛利率显著上升 33
图表 49： 中宠分产品毛利率：主粮毛利率显著上升 33
图表 50： 中宠净利率持续提升 33
图表 51： 销售费率拆解 33
图表 52： 主要发展中国家猫狗食品市场规模 34
图表 53： 主要发展中国家宠物食品市场规模复合增长率 35
图表 54： 泰国宠物食品市场主要公司份额 35
图表 55： 马来西亚宠物食品市场主要公司份额 35
图表 56： 波兰宠物食品市场主要公司份额 36
图表 57： 土耳其宠物食品市场主要公司份额 36
图表 58： 2020-2025E 狗干粮分价格带销量 CAGR 36
图表 59： 2020-2025E 猫干粮分价格带销量 CAGR 36
图表 60： 中宠股份内外销收入预测（亿元） 37
图表 61： 可比公司估值表 37

1. 中宠股份：顶尖制造力，奠定品牌崛起基础

中宠股份自 2002 年成立以来，专注于宠物食品领域，涵盖宠物主粮、零食等多个品类，拥有 1000 多个品种。公司以“宠物既是人类的朋友，更是我们的家人”为企业理念，致力于推动中国宠物行业的健康发展，愿景是成为全球宠物食品行业的领跑者。其产品不仅在国内市场占有一定份额，更出口至全球 85 个国家，展现出强大的国际影响力。

20 年来，中宠股份沿着自主品牌与 OEM 双轨并行的道路稳步前行，逐步成长为行业领跑者。公司积极拓展全球业务，精心构建了横跨五大洲的产业版图。截至 2024 年底，公司已在全球布局 22 个现代化生产基地，其中国内 14 个，海外 8 个，覆盖美国、新西兰、加拿大等地。凭借优质产品，中宠股份成功将业务拓展至全球 85 个国家，展现出非凡的国际影响力。至 2024 年，公司营收更是创下新高，外销收入达到 30.5 亿元，内销收入为 14.1 亿元。

公司凭借 1998 年创立的“Wanpy 顽皮”品牌进入宠物食品行业，2017 年上市，明确自主品牌与 OEM 双轨并行的领跑之路，提出“全球共享、同一品质”理念，开始大规模布局国内市场。2021 年确立“Wanpy 顽皮”“Zeal 真致”“Toptrees 领先”三大核心品牌矩阵，覆盖高中低端市场，当年国内收入占比达到 24%，品牌业务完成布局，初见雏形。

随着 2022 年 5.0 智慧工厂的主粮产能投产，公司自有品牌投入加大，**2024 年品牌发展更是驶入快车道，根据欧睿国际数据，“Wanpy 顽皮”市场份额成功跻身宠物食品前三阵营，实现跨越式发展。**

宠物食品经历了 2020–2023 的高速发展期，部分品牌抓住产品创新迭代、社交媒体流量红利的机遇，完成了从 0 到 1 的突破，进一步发展成今天的头部品牌。目前虽然行业仍在快速发展，但由于产品创新瓶颈导致同质化严重，品牌难以通过产品差异化突围而出。**品牌转向营销为主导的竞争，**但随着流量成本的攀升，流量的投资回报率（ROI）下降，且投资失败的风险加大，因此得当的市场打法及资金周转变得尤为关键。**公司的制造成本决定了内生造血能力，更高的毛利留存或为公司赢得更高的营销投入主动权。**

而中宠在如此的行业困境中，逆势而上，其背后的核心原因是经营思维转变、市场打法另辟蹊径、顶尖制造能力、资金优势的协同的结果，公司的品牌业务链路已经打通。未来公司的自有品牌出海将进一步强化公司的国际品牌形象，提升品牌影响力。

1.1. 经营思维转变

- 中宠股份在自有品牌业务上展现出坚定的决心与高度重视：**2024 年公司推出了员工持股计划，**这一举措不仅凝聚了团队力量，还激发了员工的积极性与创造力。同时，**公司明确了未来三年内销业务营收实现复合增长 27%的高增长目标，**彰显了其对自有品牌发展的坚定信心与战略规划。

- 坚定品牌建设的决心：**中宠股份秉持长期主义策略，不为短期财务结果而动摇，始终将市场份额作为首要导向。**在当前的竞争环境下，持续的投入与高效的运营是突围的必要条件。自 2023 年起，中宠股份大幅加大了宣传费用的投入，2024 年的宣传费用绝对值

较上一年度提升了 0.9 亿元，达到 3.8 亿元。在代工制造起家的企业中，这种魄力和对品牌营销的高度重视较为罕见，体现了公司对品牌建设的长期承诺和坚定决心。

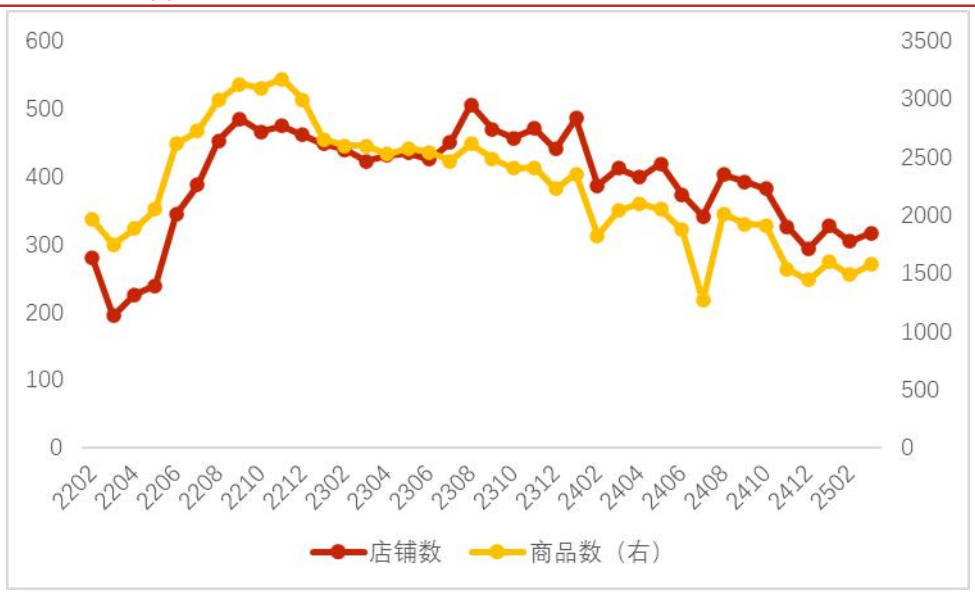
- 中宠股份逐渐形成了一套独特且难以被复制的品牌方法论：经过不断的探索与实践，2024 年，**公司对“Wanpy 顽皮”品牌进行了战略性的重新定位与产品线梳理。以“TOPTREES 领先”品牌的成功经验为基础，团队发挥协同效应，使“Wanpy 顽皮”品牌焕发出新的活力。**公司为“Wanpy 顽皮”量身定制了一套系统性的营销策略，并坚定地执行这一方法论，确保品牌能够精准触达目标消费者，提升品牌影响力和市场竞争力。

1.2. 市场打法的转变

- **“Wanpy 顽皮”找到独特且难以被复制的品牌定位及营销锚点：**“Wanpy 顽皮”以往定位不够清晰，营销记忆点和特点不够突出，2024 年重新梳理品牌卖点与定位，终于找到量身定做的品牌卡位“出口第一，入口安心”。**精准锚定核心价值，结合出口第一的行业领先地位，输出公司 27 年制造经验、经得起国际标准考验的产品品质的核心品牌立足点。**在食品安全问题频出的环境下，让消费者信服品牌的可靠性，塑造出鲜明营销记忆点，强化了消费者对品牌的记忆和认同感，提升了品牌知名度与美誉度。另外，**公司正在积极布局自有品牌出海业务，打造国际化品牌矩阵，建设国际化品牌形象，**从而提升国内的品牌形象，赢得消费者心智。**相比现阶段国内品牌的营销策略，仍是产品营销逻辑为主，**明星产品代表品牌。这种打法虽然能打造出大单品，但并非品牌，即：消费者选择的是产品而并非品牌，因此在进行产品种类扩张时，品牌赋能有限。

- **产品优化推进大单品策略：**自 2023 年起，“Wanpy 顽皮”品牌开启深度变革之旅，全面梳理产品线，砍掉超过 30%的低效 SKU，为品牌发展减负。这一决策旨在集中资源，精准发力，配合大单品策略，深度打磨产品。2025 年重点打造小金盾系列产品线，推出主粮，该系列凭借独特配方、卓越品质与创新设计，一经上市便收获市场高度关注，展现出强大的市场潜力，未来有望成为带动公司持续增长的明星产品系列，推动“Wanpy 顽皮”进一步深化主流主粮品牌的市场形象。另外，大单品有望促使供应链更加高效运转，有效降低管理难度及库存风险，提升反应速度。

图表 1：“Wanpy 顽皮”店铺数、商品数变化（个）



资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

- 创新营销与情感联结：在当今消费市场趋势下，消费者对品牌的认知经历了深刻转变，其决策过程也愈发感性化。**品牌与消费者之间的互动模式从传统的功能性和理性认知层面，进一步深化至情感联结与价值共鸣层面。**品牌本身不再只是冰冷的标识，逐渐演化为具有人格魅力和情感温度的实体，能够激发消费者的共情心理，并促使消费者愿意为之赋予情感溢价。为顺应这一情感营销新趋势，**中宠股份在塑造品牌形象的过程中，更加注重与消费者的深度沟通与情感互动。**

  - “Wanpy 顽皮”精准锚定年轻消费群体的情感需求，邀请青春活力且具广泛影响力的多宠艺人欧阳娜娜担任品牌代言人，成功地在年轻消费群体中建立起品牌与情感共鸣的桥梁。

  - 公司积极开展透明化营销活动，与权威媒体人民网《透明工厂》合作，举办探厂直播活动。通过这种公开透明的形式，向消费者直观展示产品的生产流程和质量管控环节。让消费者能够清晰了解产品的诞生过程，不仅增强了消费者对品牌品质的信任，更在情感上拉近了与消费者的距离，使消费者感受到品牌对产品品质的严谨态度和对消费者的真诚关怀，进一步强化了消费者与品牌之间的情感纽带。

  - 公司市场管理中心总经理郝宸龙参与探厂直播活动，接受关键意见领袖（KOL）采访，与消费者进行直接而深入的对话。通过打造具有个人魅力和专业素养的品牌企业家 IP，为品牌注入了更具人性化和可信度的元素，进一步深化了消费者对品牌的情感认同。

  - “领先”品牌则精准定位都市养宠年轻人群体，创新性地打造“领先青年”品牌故事，赋予品牌独特的文化和情感内涵。通过与知名 IP《甄嬛传》联名推出产品，巧妙地借助其广泛的文化影响力和粉丝基础，成功吸引了大量消费者的关注和兴趣。这种联名合作不仅为品牌带来了话题性和曝光度，更通过文化元素的融入，激发了消费者的情感共鸣，使品牌在消费者心中留下深刻印象。同时，凭借公司卓越的供应链管理能力和强大的产

品力，确保了产品的高质量和创新性，用优秀的产品承接流量，双十一销售表现亮眼，全面开花。

1.3. 顶尖制造能力护城河：一切源于制造优势

自有工厂确保了供应链的自主可控，从原料采购到生产加工的严格把控，为自有品牌提供了稳定且高质量的产品供应，以及灵活快速的供应链反应速度。另外，自有工厂也是研发重要的基础，拥有自有工厂意味着企业能够自主掌控研发流程，企业可以灵活分配资源，根据市场需求和消费者反馈迅速调整研发方向；且配方的保密性也得到保证。中宠股份凭借自有产能，突破了大多数品牌依赖代工厂生产的困局，确保了产品质量稳定可靠，也打开了产品扩容、规模扩张的天花板。

相比依赖代工厂的品牌，**中宠股份通过自有产能将制造利润留存体内，优化利润结构，增强了自身在市场竞争中的资金实力与持续投入能力。**这让中宠在高营销投入的行业竞争环境中，拥有更充足的资金用于品牌推广与市场拓展，同时也具备更强的价格竞争力，能够灵活应对市场变化与挑战。

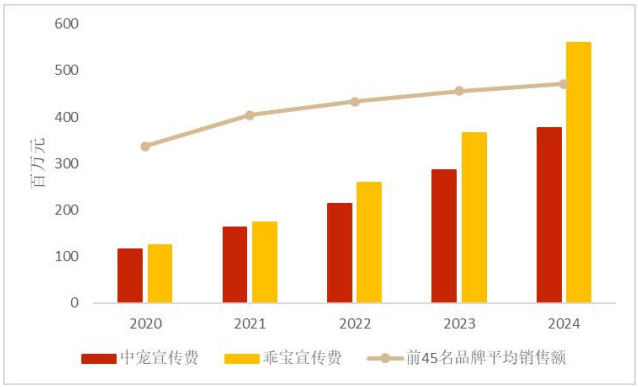
外销的代工制造口碑反哺品牌的公信力，利于品牌升级。海外代工经验及顶尖的行业地位为自有品牌提供了“出口第一、入口安心”的营销卖点，增强了消费者对自有品牌的信任度。在食品安全问题频发的环境下，产品的安全性成消费者最大的痛点之一，但消费者往往对与国际知名品牌有合作关系的供应商产生信任感，认为其产品在质量、标准等方面得到了权威认可。中宠多年的制造业深耕，为其品牌的建设及升级提供了不可复制的底蕴。

综上所述，中宠股份凭借自有工厂的优势，在供应链管理、研发创新、盈利能力、品牌建设等方面展现出强大的竞争力，有望稳步迈向更高的发展阶段。

1.4. 资金实力及规模优势：行业竞争中的强力护城河

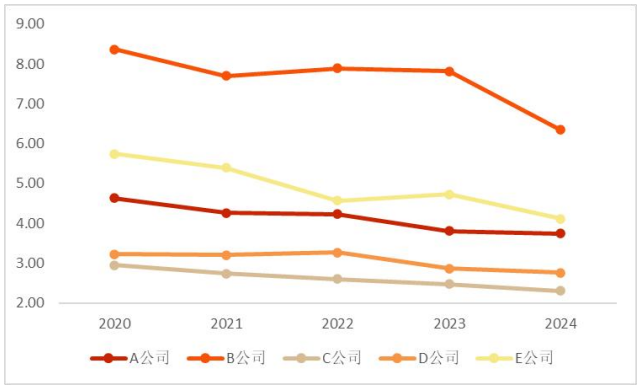
宠物食品行业当前竞争激烈，产品同质化现象严重。为了在市场中脱颖而出，品牌需要进行持续高强度的营销投入，以提升品牌知名度和市场占有率。近年来，营销成本不断攀升，头部品牌的竞争门槛日益提高。以 2024 年为例，中宠的宣传投入达到 3.8 亿元，占内销收入的 27%；而乖宝的宣传投入更是高达 5.6 亿元。这种营销投入的增加，可以从化妆品、母婴、宠物行业的投资回报率（ROI）下降趋势中得到印证。基于内销收入/宣传费用对 ROI 进行估算，美妆类头部品牌 ROI 从 2020 年的 3 下降至 2024 年的 2，母婴、宠物类的 ROI 也不同程度下降。

图表 2：中宠、乖宝宣传费 VS 行业前 45 平均销售额



资料来源：欧睿国际，Wind，华源证券研究所

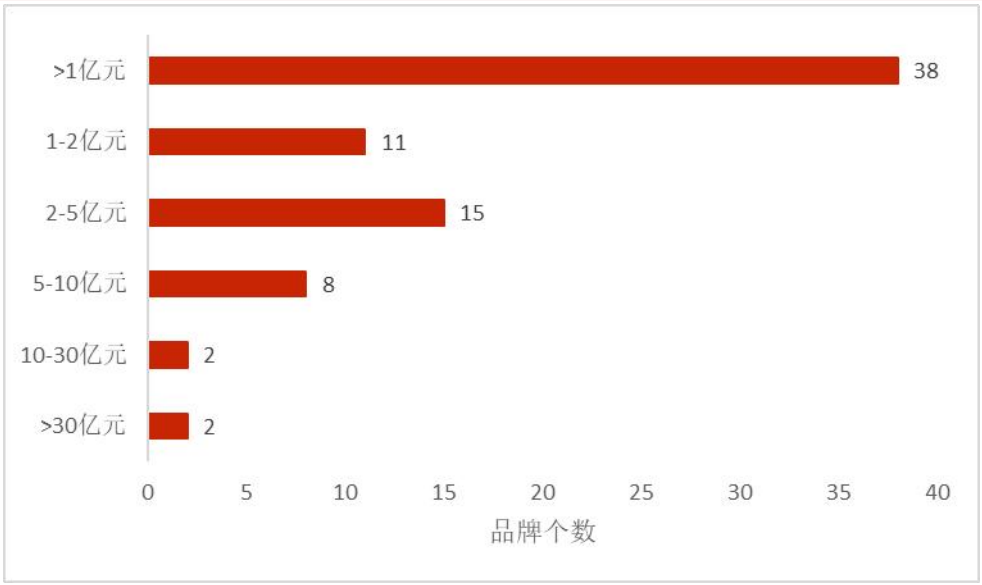
图表 3：ROI 估算（内销收入/宣传费用）



资料来源：Wind，华源证券研究所

在这种大环境下，未来营销投入的上升压力持续增加，小品牌难以跟上步伐。**根据欧睿国际数据，2024 年宠物食品行业前 43 名的平均销售额仅为 4.9 亿元，全行业超过 1 亿元销售额的品牌仅有 38 个，超过 5 亿元的品牌仅 12 个。**在这样的市场环境中，能够像乖宝、中宠这样进行大规模营销投入的品牌更是凤毛麟角。这种资金实力和规模优势，使得头部品牌能够在激烈的市场竞争中保持领先地位，同时也构成了对新进入者和小品牌的强大壁垒，进一步巩固了行业的集中度和头部品牌的市场地位。

图表 4：2024 年前 38 名品牌销售额分布



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

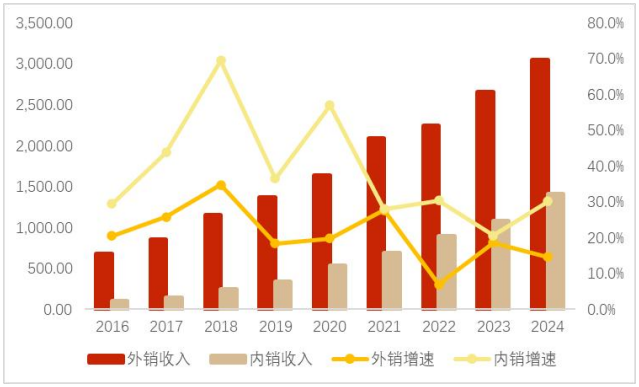
中宠股份凭借其卓越的制造能力、前瞻性全球化战略以及坚定的自主品牌建设，已然成为宠物食品行业的重要力量。在不断变化的市场环境中，中宠股份将继续秉承创新、品质和责任的理念，为全球宠物提供高品质、健康的产品，引领行业的持续发展。

自有品牌出海业务崭露头角，为公司未来国际品牌建设奠定基础，有助于提升品牌国际知名度与影响力。公司主要围绕“ZEAL”、“Great Jack’s”、“wanpy”建立国际品牌，产品销往全球 73 个国家和地区，高端品牌“新西兰 ZEAL 真致”主要销往发达国家如美国、加拿大、新西兰、澳大利亚，中高端品牌“Wanpy 顽皮”覆盖发展中国家、发达国家，“GREAT JACK’S”进驻北美市场，如今公司已然成为一家拥有着全球化视野与战略布局的国际化企业。

2. 自有品牌业务：进入发展快车道

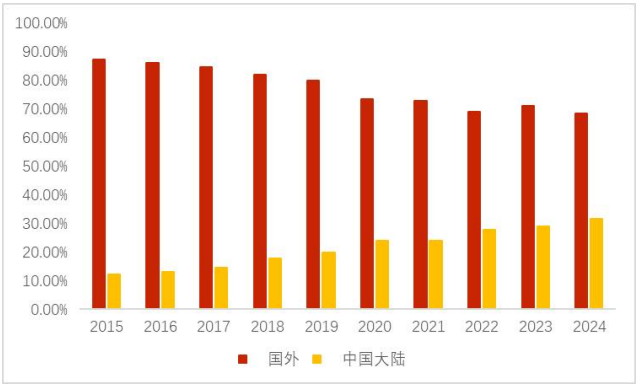
公司以外销代工起家，2015 年外销占比达 87%，内销占比仅 13%，经过十年发展，自有品牌的内销业务已成为公司的核心发展业务。2024 年内销占比已攀升至 32%，收入达到 14 亿元。零食品类曾是公司的主要内销收入来源，2015 年零食业务占收入达 97%，随着 2022 年公司的国内主粮产能投产，公司加大主粮业务的拓展，2023 年主粮占整体收入超过 15%，主粮占内销比例已超过 50%，公司已成为以主粮为主的宠物食品品牌。

图表 5：中宠内外销收入（百万元）



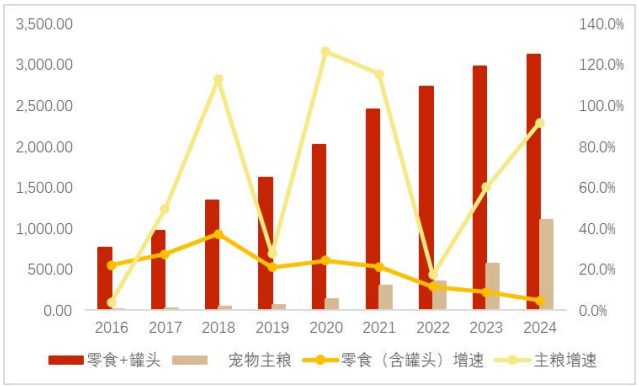
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：内外销收入结构



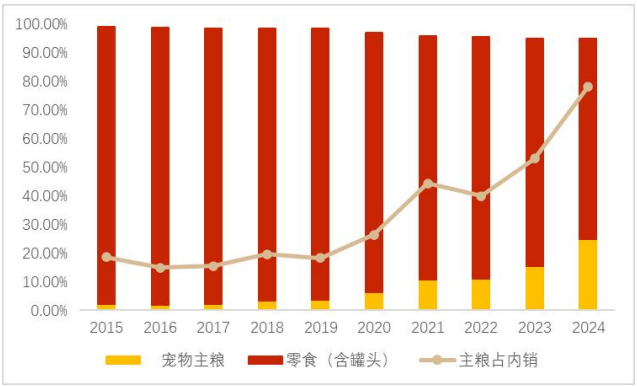
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：中宠零食、主粮收入（百万元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

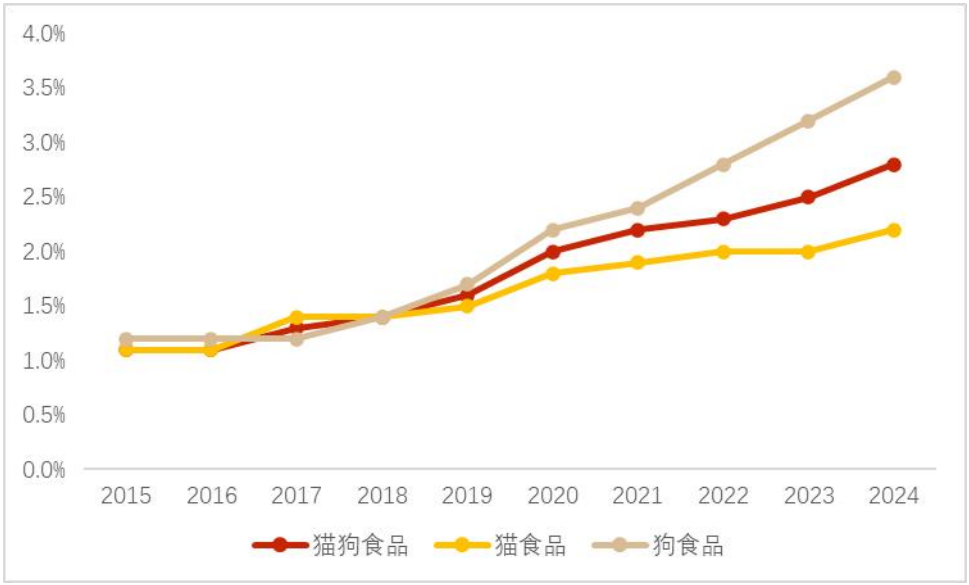
图表 8：中宠零食、主粮收入结构



资料来源：Wind，华源证券研究所

公司的猫狗食品市场份额从 2015 年的 1.1%提升至 2024 年的 2.8%，且 2024 年份额提升明显加速。**“Wanpy 顽皮”的份额排名从 2015 年的第十二名跃升至 2024 年的第三名。**在流量红利消退、营销效率下降及行业增速放缓的多重挑战下，成功实现逆势上扬。

图表 9：中宠分类目市场份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

我们认为这背后的原因是，公司保持战略定力，在 2023 年对 SKU 进行全面梳理与优化，精简了冗余复杂、效能低下的产品线，摈弃多而杂的无效 SKU，向大单品战略坚定迈进。公司深度洞察市场需求，精准打磨产品品质，为推出具有竞争力的大单品精心筹备，以更好地满足消费者核心诉求。同时，公司重新审视品牌架构，深度剖析品牌优势与特色，精准锚定品牌核心价值与独特卖点，成功塑造了鲜明且易识别的营销记忆点，为品牌注入新活力。此外，公司的员工持股计划也顺利落地，有效凝聚团队力量，激发员工积极性与创造力，为公司发展注入强劲内生动力。

2.1. 自有品牌发展历程：蛰伏多年终破局

公司 22 年自有主粮产能投产，虽然错过了 2020 年前后的国产品牌发展红利期，但公司自有品牌投入加大，经过 2 年探索，24 年开始收获成果，完成从 0 到 1 的突破。

图表 10：自有品牌发展历程

时间	阶段	里程碑事件
2017–2021	品牌矩阵建立：确立“Wanpy 顽皮”“Zeal 真致”“Toptrees 领先”三大核心品牌矩阵，覆盖高中低端市场。	2017：公司上市，明确自主品牌与 OEM 双轨并行的领跑之路，“Wanpy 顽皮”提出“全球共享、同一品质”理念，开始大规模布局国内市场。 2018 年：通过收购新西兰 NPTC 公司（The Natural Pet Treat Company），获得高端宠物食品品牌“Zeal 真致”。 2021 年：收购“杭州领先”50%股权，持股比例增加到 90%，“杭州领先”成为公司的控股子公司。实现对“Toptrees 领先”的运作全盘管理，加大对该品牌的投入，并与公司协同。

2022–2023	调整期：主动变革，重启增长动能	2022 年因全球公共卫生事件影响，海外客户过度备货，导致出现库存压力，外销因此而放缓。此外，随着 5.0 智慧工厂的 6 万吨主粮产能投产，公司开始重新梳理自有品牌的战略。
		2023 年：主动精简“Wanpy 顽皮”SKU，淘汰低效产品线，聚焦核心品类。
		2024：“Wanpy 顽皮”找到适合公司的品牌定位：“Wanpy 顽皮”以往定位不够清晰，公司终于找到量身定做的品牌卡位“出口第一，入口安心”。
		2024：“TOPTREES 领先”定位都市养宠年轻人，推出与《甄嬛传》联名的产品，成功出圈，基于公司优异的供应链管理能力与产品力，用优秀的产品承接流量，双十一销售表现亮眼，全面开花。
2024–今	加速发展期	2024：主粮开始发力：5.0 智慧工厂主粮生产供应链经过 2 年的运作与打磨，公司的主粮转型开始见到成效，主粮收入占比同比提升 9PCTs 至 25%。
		2024：员工持股计划落地，激励到位，营销加大投入。
		2025：“TOPTREES 领先”获得 CCTV 战略合作。
		2025：“Wanpy 顽皮”找到适合的爆品打造方法论：2025 年重点打造小金盾系列产品线，推出主粮产品，该系列凭借独特配方、卓越品质与创新设计，一经上市便收获市场高度关注，展现出强大的市场潜力，未来有望成为带动公司持续增长的明星产品系列。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 品牌表现

2.2.1. “Wanpy 顽皮”：市场份额持续提升

“Wanpy 顽皮”始于 1998 年，是中宠股份旗下创立时间最长、受众人群最广的核心自主品牌，也是中国宠物行业首个获得“中国驰名商标”的宠物食品品牌。“Wanpy 顽皮”品牌自创立以来，始终坚持“品质”“创新”“趣味”的产品创新理念，成功塑造了温暖、顽皮、活力的品牌形象。“Wanpy 顽皮”品牌销往全球五大洲、73 个国家。随着品牌策略的逐步落地，“Wanpy 顽皮”品牌在国产品牌中的知名度与声誉也得到了进一步加强，品牌壁垒初显。

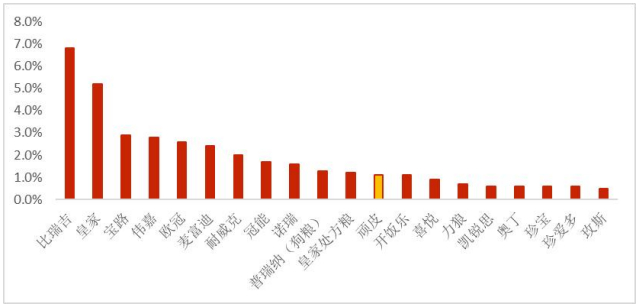
在宠物食品行业竞争激烈的赛道上，“Wanpy 顽皮”品牌在过去十年间稳健前行，市场份额持续攀升，增长态势强劲，从第 12 名成功跻身前三甲。2024 年份额提升有加快之势，自有品牌发展进入快车道。

图表 11：“Wanpy 顽皮”市场份额



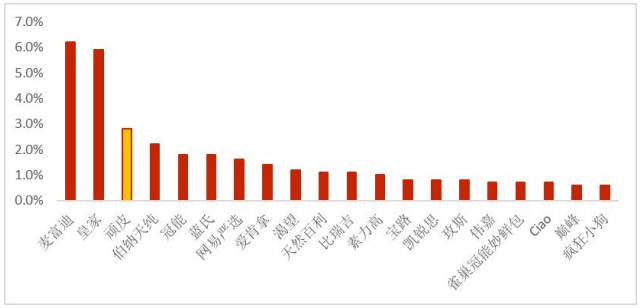
资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 12：2015 年主要品牌市场份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

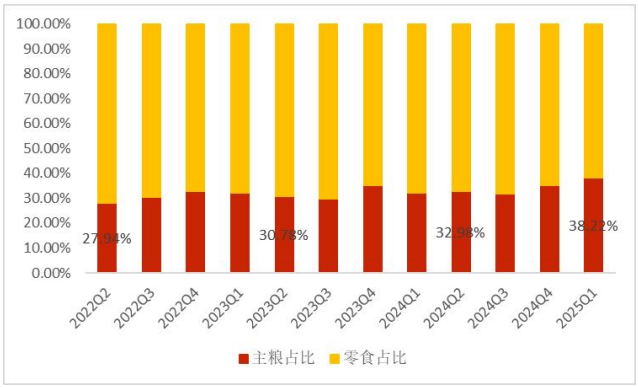
图表 13：2024 年主要品牌市场份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

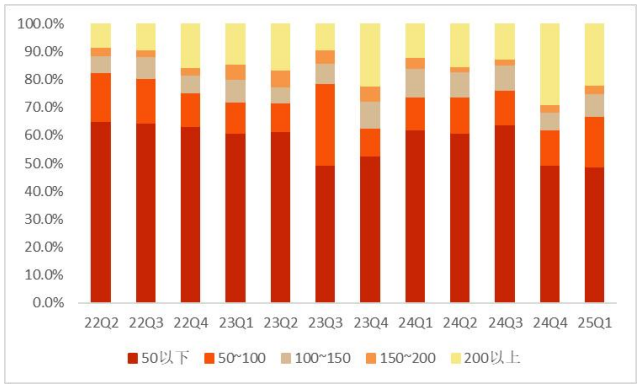
产品结构不断优化升级，“Wanpy 顽皮”早期以零食品类奠定市场基础，近年来，其主粮转型成效显著，2025Q1 主粮产品占比跃升至 38%，50 元以上中高端产品的销售额占比超过一半，达到 51.18%，产品附加值与竞争力实现质的飞跃。

图表 14：顽皮淘系平台分品类销售额结构



资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

图表 15：顽皮淘系平台分价格带销售额结构



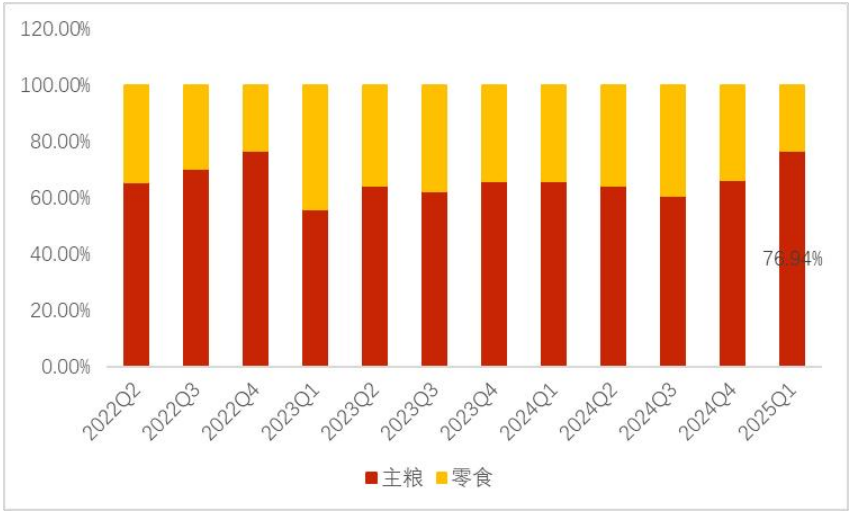
资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

展望未来，“Wanpy 顽皮”品牌凭借清晰的战略规划、持续的创新能力与卓越的运营管理水平，有望在宠物食品行业持续扩大影响力，继续扩大市场份额，强化行业领先地位。稳步迈向更高的发展阶段，引领国产品牌崛起的新潮流。

2.2.2. TOPTREES 领先：2024 年全面开花

“TOPTREES 领先”是公司旗下的高端宠物食品品牌，以“鲜美食材、科学配方、尖端科技”为品牌核心理念，致力于打造革新性宠物粮，满足犬猫健康成长的营养需求，以给用户打造“极致安心”的产品体验为品牌宗旨。产品包括犬用、猫用两大类别，涉及宠物主粮、湿粮、零食等。在产品布局上，“TOPTREES 领先”以主粮为主线，重点发展烘焙粮品类，有望持续扩大产品线和市场份额。

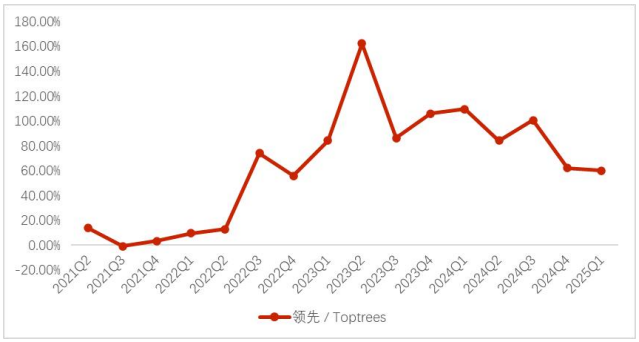
图表 16：领先淘系平台品类销售额结构



资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

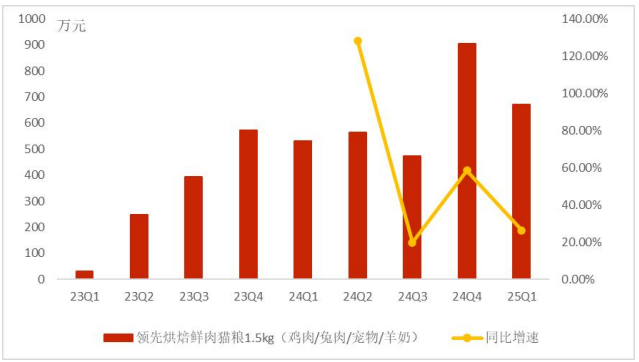
“TOPTREES 领先”品牌于 2022 年崭露头角，凭借猫狗主食罐头产品成功跻身天猫双十一排行榜。自 2023 年起，增长势头持续迅猛，至 2025Q1 增速保持在 60%以上。2024 年，销售表现全面突破，在天猫双十一多个品类榜单中崭露头角，尤其在烘焙粮品牌中脱颖而出，成功跻身前三甲。2025 年三八女神节大促期间，表现尤为突出，勇夺猫狗食品店铺排行榜第 9 名，大步迈向头部品牌阵营。

图表 17：领先线上销售额增速



资料来源：燃数科技，华源证券研究所

图表 18：领先明星产品销售额



资料来源：燃数科技，华源证券研究所

图表 19：领先天猫大促宠物品牌榜单成绩

品牌排行榜								
	2022 双十一			2024 双十一			2025 三八女神节	
	猫主食罐	犬主食罐	猫狗食品	猫主食罐	烘焙粮	猫零食	猫狗食品	宠物品牌
领先	5	4	17	5	3	9	13	13

资料来源：维宠宠物导航网，宠物食品联盟公众号等，华源证券研究所

图表 20：领先天猫大促宠物店铺榜单成绩

店铺排行榜					
	2024 双十一			2025 三八女神节	
	宠物店铺	猫狗食品	猫主粮	宠物店铺	猫狗食品
领先	16	12	10	9	9

资料来源：维宠宠物导航网，宠物食品联盟公众号等，华源证券研究所

优异的表现背后，其成功离不开中宠的供应链赋能及团队的优异运营能力。在小红书的猫主粮类目中，“TOPTREES 领先”主动搜索排名已稳步提升至 12 名，说明其在消费者心目中已占据一席。主动搜索为销售的前置指标，意味着更高的购买转化率，预计“TOPTREES 领先”未来仍将维持高增的态势。

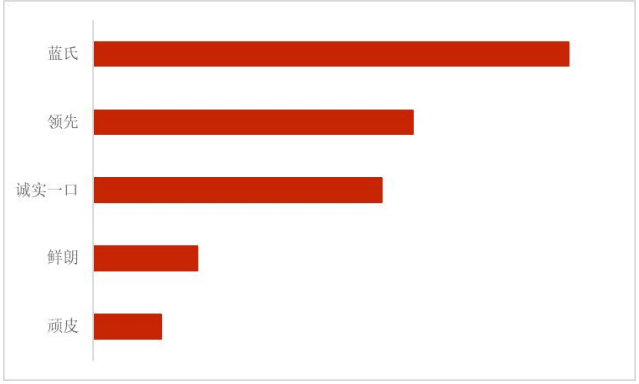
图表 21：小红书猫主粮主动搜索排行榜

搜索排名	25/04	25/03	25/02	25/01	24/12	24/11
1	蓝氏	蓝氏	蓝氏	蓝氏	蓝氏	蓝氏
2	诚实一口	皇家	麦富迪	麦富迪	麦富迪	麦富迪
3	INSTINCT	诚实一口	诚实一口	诚实一口	诚实一口	诚实一口
4	麦富迪	麦富迪	弗列加特	鲜朗	鲜朗	鲜朗
5	皇家	弗列加特	鲜朗	INSTINCT	INSTINCT	INSTINCT
6	鲜朗	鲜朗	INSTINCT	皇家	皇家	弗列加特
7	弗列加特	INSTINCT	皇家	弗列加特	弗列加特	皇家
8	渴望	喵梵思	渴望	喵梵思	冠能	渴望
9	喵梵思	渴望	喵梵思	冠能	渴望	冠能
10	冠能	冠能	冠能	渴望	爱肯拿	爱肯拿
11	爱肯拿	爱肯拿	爱肯拿	爱肯拿	江小傲	好主人
12	领先	领先	领先	纯福	好主人	江小傲
13	BARF	高爷家	江小傲	领先	领先	领先
14	江小傲	江小傲	高爷家	江小傲	高爷家	高爷家
15	好主人	BARF	阿飞和巴弟	高爷家	阿飞和巴弟	阿飞和巴弟
16	阿飞和巴弟	阿飞和巴弟	好主人	阿飞和巴弟	喵梵思	Solid Gold
17	网易严选	波奇	纯福	好主人	纯福	喵梵思
18	高爷家	网易严选	Solid Gold	Solid Gold	Solid Gold	纯福
19	Nutro	好主人	法米娜	醇粹	醇粹	醇粹
20	纯福	网易天成	网易天成	网易天成	倍内菲	网易天成
21	Solid Gold	纯福	倍内菲	法米娜	法米娜	法米娜
22	法米娜	Solid Gold	醇粹	倍内菲	网易天成	倍内菲
23	顽皮	金故	顽皮	顽皮	顽皮	伯纳天纯
24	倍内菲	顽皮	喔喔 WoWo	伯纳天纯	伯纳天纯	喔喔 WoWo
25	伯纳天纯	法米娜	帕特	喔喔 WoWo	喔喔 WoWo	顽皮

资料来源：宠物营销界公众号，华源证券研究所

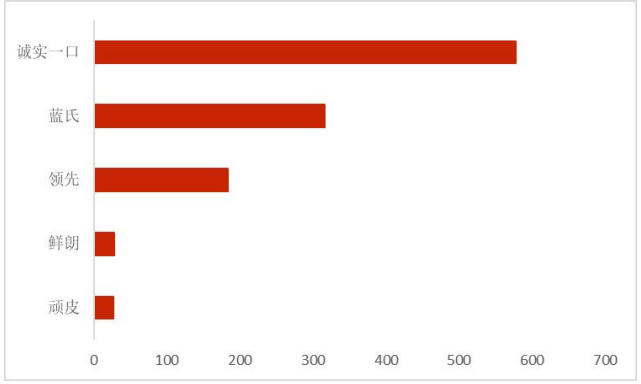
“TOPTREE 领先"小红书营销投入力度大，用户互动量表现较好，显示出其在小红书上的话题、笔记获得的用户的参与度高，引起用户的反馈。且运营效率优异，其单篇爆文的成本、互动成本均处于较低水平，显示出其较强的社交媒体运营能力，其内容营销能够吸引用户的目光。

图表 22：2024.10.19-2025.4.16 小红书估算投放金额



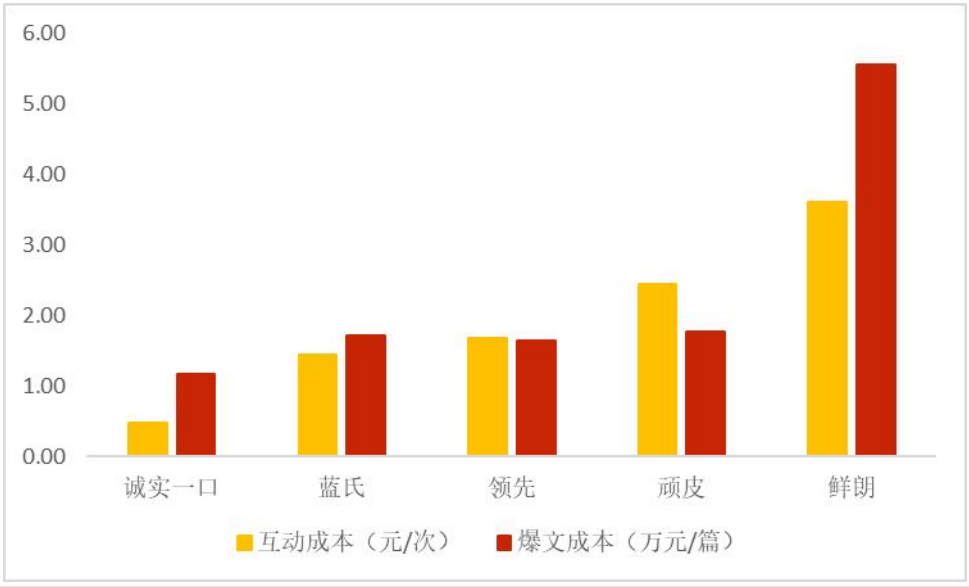
资料来源：灰豚数据，华源证券研究所
注：柱子的长度代表各公司投放金额的相对大小

图表 23：2024.10.19-2025.4.16 小红书互动量（万次）



资料来源：灰豚数据，华源证券研究所

图表 24：小红书投放效率（2024.10.19-2025.4.16）



资料来源：灰豚数据，华源证券研究所

社会化营销越战越勇，24 年甄嬛传联名出圈、25 年获 CCTV 战略合作。“TOPTREES 领先”打造了专属用户画像 IP“领先青年”，实现品牌与年轻用户的深度绑定，2024 年更是通过与“甄嬛传”联名破圈，成为消费者心中有文化共鸣的安心宠粮。2025 年品牌荣获“CCTV 匠心品质，领先制造”权威认证，成为中国宠物食品行业首个获得央视战略合作的品牌，借助国家级媒体的公信力，进一步强化品牌高端形象。

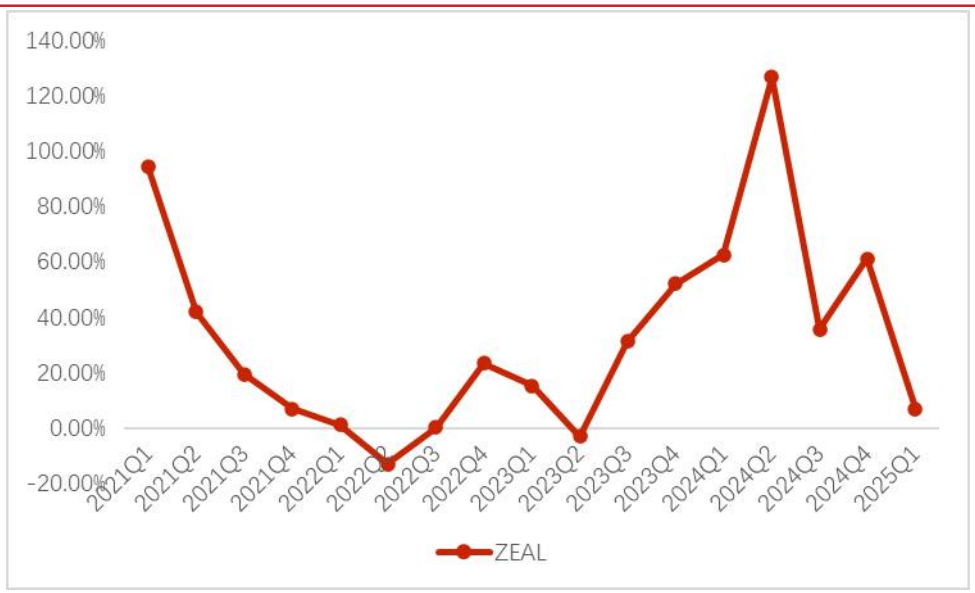
2.2.3. ZEAL 真致：稳居犬零食头部地位

“ZEAL 真致”品牌源于 1999，是新西兰天然宠物食品公司 The Natural Pet Treat Company(NPTC)旗下品牌，2018 年中宠完成对 ZEAL 品牌的收购。在全球供应链平台赋能下，ZEAL 品牌实现了华丽的蜕变，于 2019 年正式进军全球市场，为全球宠物主提供新西兰原装进口高端宠物食品，包括风干粮、犬猫专用牛奶、犬猫湿粮罐头、零食、鳕鱼油等，产品销往全球 30 多个国家和地区。

“自然本真，原生之美”ZEAL 坚信最好的营养源于自然，“0 妥协”更是 ZEAL 品牌对产品的态度，经过多年的经营，不论是畅销十年的风干零食产品还是主力的 0 号罐亦或者明星单品宠物牛奶，都以其优异的产品品质与品牌调性获得了消费者的认可，ZEAL 品牌也被消费者赋予了天然、纯净、稀缺、放心的标签，“原生”“原滋”“原味”塑造了顶级新西兰进口宠物食品品牌的形象，是公司立足高端市场的核心品牌。

ZEAL 的市场表现从 2023 年开始加速增长，稳居犬零食排行榜头部位置，2024 年双十一天猫大促中跃升至第 4 名。其明星产品“狗主食 0 号罐头”、磨牙棒表现亮眼，仍处于高速增长阶段。

图表 25：ZEAL 线上销售额增速



资料来源：燃数科技，华源证券研究所

图表 26：ZEAL 明星产品线上销售额



资料来源：燃数科技，华源证券研究所

图表 27：ZEAL 明星产品线上销售额



资料来源：燃数科技，华源证券研究所

图表 28：ZEAL 天猫大促宠物品牌榜单成绩

双十一犬零食品牌排行榜					
	2020	2021	2022	2023	2024
ZEAL	6	5	5	5	4

资料来源：维宠宠物导航网，宠物食品联盟公众号等，华源证券研究所

3. 顶尖制造能力的战略价值被低估

外销代工业务是中宠的起点，也是中宠的立身之本，为公司的收入和利润主要贡献来源。**过去 9 年间，外销业务持续正增长，收入 CAGR 达到 20.6%。**有别于市场认为代工业务是一项价值不高的业务，**外销业务绝非简单的贸易活动，而是一项对公司综合实力要求极高的复**

杂业务。尽管 2018 年以来国际贸易摩擦加大，中宠股份凭借其**前瞻性的全球化布局、卓越的客户开发维护机制以及海外代工厂的高效商业模式**，收入逆势增长，表现出较强的抗风险能力，而这样的能力在整个行业都显得尤为稀缺，其价值不应被低估。

图表 29：外销收入连续 9 年正增长(百万元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

中宠股份于 2015 年便洞察到全球化供应链布局的战略必要性，率先在美国筹建生产基地。这一超前决策在 2018 年中美贸易摩擦升级后凸显出较大价值，美国工厂凭借本土化生产，成功规避高额关税，保障了美国订单的稳定性和成本优势。2024 年，海外工厂的收入 10 亿元，占海外总收入三分之一的亮眼成绩，为公司开辟新的增长极。而随着二期产能扩建达产，预计还将进一步释放 30 亿元产值潜力。

公司在海外的布局，尤其是美国工厂，具有稀缺性。在北美地区建设工厂面临着诸多挑战，如复杂的政策法规、高昂的运营成本以及激烈市场竞争等诸多风险，落地难度较大。然而，中宠股份凭借自身的实力与专业度成功克服了这些困难，实现了工厂的顺利投产，并且**投产即盈利**，这在行业内堪称典范，充分体现了公司的优越性。从资产质量的角度来看，**美国工厂本身是一项高回报的优质资产。**它不仅为公司带来了稳定的收入和利润，还提升了公司在国际市场的品牌知名度和影响力，为自有品牌的推广和市场拓展奠定了坚实基础。

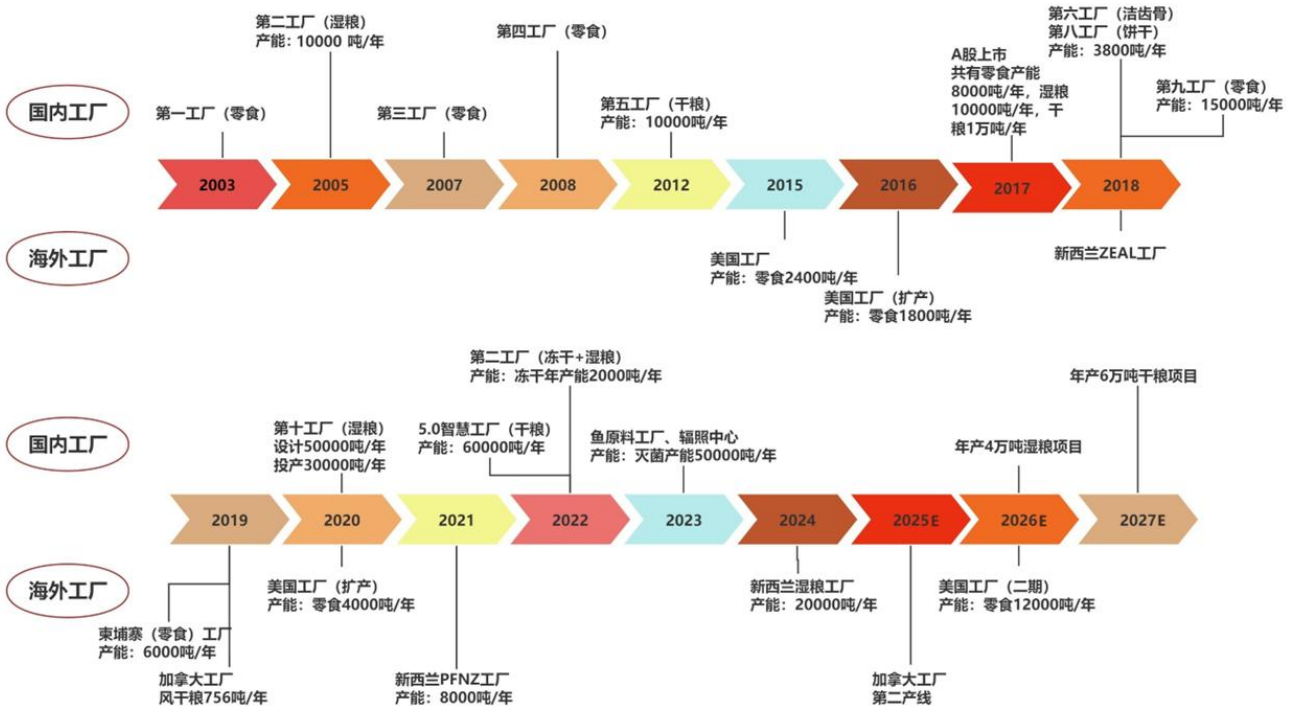
中宠股份的顶尖制造能力不仅是外销代工业务的收入和利润的重要来源，更在公司的发展历程中具有**不可替代的战略价值**。多年来，**代工制造为公司积累了丰富的海外经验和优质的客户资源，这些资源反哺自有品牌建设，助力品牌在国内外市场快速崛起，成为公司独特的发展路径。**代工制造培养的高标准生产能力保障了自有品牌的产品质量，保持竞争优势，为自有品牌提供了“出口第一、入口安心”的强大背书，增强了消费者对品牌的信任度和购买意愿。这一独特的优势为中宠股份在激烈的国内宠物食品竞争中保驾护航，奠定了其在宠物食品行业的领先地位，确保其在未来的市场竞争中能够持续领航，实现长期稳定的发展。

综上所述，中宠股份的代工业务、供应链能力，其价值不应被低估，它不仅是公司收入和利润的关键来源，更是公司展现强大抗风险能力、稀缺性优势以及战略布局眼光的重要体现，是公司未来发展不可或缺的重要支撑。

3.1. 中宠产能发展历程简介

自 2015 年起，中宠股份正式启动国内产能扩张与全球化布局战略，分阶段稳步推进产能升级，实现从传统制造向智能化生产的跨越，为公司发展注入澎湃动力。

图表 30：中宠国内外产能扩张历程



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

3.1.1. 国内：国内全产品线产能的智能化跃迁

图表 31：国内产能发展历程

时间	阶段	里程碑事件
2017 年以前	夯实基础	公司已构建起坚实的基础产能，涵盖零食 8,000 吨、湿粮 10,000 吨、主粮 10,000 吨，全面覆盖全品类宠物食品生产。这一体量的达成，得益于公司始终将技术升级置于产能扩张的核心地位，为后续发展筑牢根基。
2017–2021	先进零食产能加速扩张期：借助上市多次融资，开启先进零食产能的加速扩张之路。	2018 年 4.0 零食工厂正式建成落地，设计产能达 1.5 万吨，一跃成为全球最大的高端肉干零食生产基地。 2020 年亚太地区规模领先的湿粮工厂投产，总设计产能 5 万吨，首期 3 万吨产能迅速释放。
2022–今	先进主粮产能扩张	2022 年 5.0 智慧干粮工厂拔地而起，设计产能高达 10 万吨，目前已投产 6 万吨。该工厂采用先进的智能化控制系统，在行业内树立起智能化生产的全新标杆。

资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

3.1.2. 全球化布局产能，全球化产能的提前卡位

早在 2015 年，中宠股份便开启全球化征程，迈出中国，积极布局海外产能，展现出对全球市场的前瞻性视野。

图表 32：海外产能布局

全球工厂	战略定位	生产概况
美国工厂	精准规避贸易壁垒，服务北美零售巨头	2015 年，美国产能率先建成，初期年产能达 2400 吨。经过 2016、2020 年两次扩建后，年产能超过 8000 吨，产品专供北美知名连锁零售商，如 Petsmart。 公司启动美国工厂二期扩建项目，预计 2026 年投产，将新增 12000 吨年产能，进一步巩固中宠股份在北美市场的供应优势。
加拿大工厂	高端零食生产基地，发挥区位与原料优势	2018 年，加拿大工厂建成投产，定位北美高端零食生产基地。凭借当地优质肉类原料资源以及邻近美国市场的独特区位优势，该工厂迅速崛起为加拿大规模最大的宠物零食工厂，为中宠股份在北美市场的产品供应与品牌拓展提供了有力支撑。
新西兰工厂	依托高端原料，拓展高端湿粮市场	2018 年，中宠股份收购新西兰 The Natural Pet Treat Company（NPTC），充分挖掘当地草饲牛肉资源，专注于生产高端风干零食。 2020 年起，公司启动自建湿粮工厂项目，并于 2024 年建成年产能 2 万吨，持续强化在新西兰的高端产能布局。 2021 年，公司收购 PFNZ 罐头工厂，成功切入高端湿粮赛道，产品覆盖澳新及欧洲市场，年产能达 8000 吨。
柬埔寨工厂	分散出口风险，降低成本	2019 年，柬埔寨工厂建成，规划湿粮与肉干零食产能。该工厂将依托当地劳动力成本优势，降低生产成本，辐射东南亚及欧洲市场，助力中宠股份拓展新兴市场业务，提升全球市场份额。

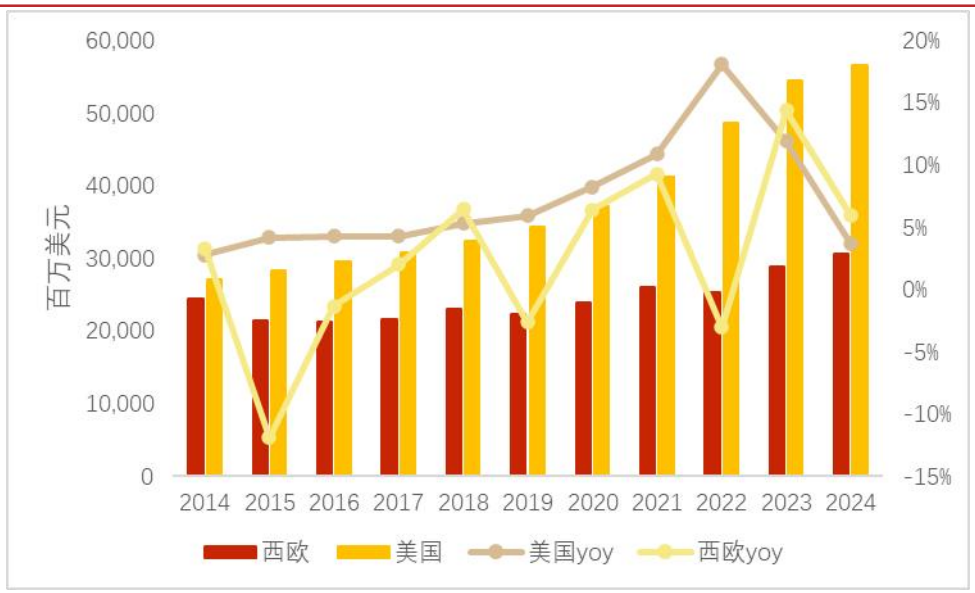
资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

通过国内产能的智能化升级与海外产能的前瞻性布局，中宠股份实现了从本土深耕到全球智能制造的跨越发展，已然成为宠物食品行业的领军企业，持续引领行业前行。

3.2. 海外代工业务：综合实力要求极高的复杂业务

欧美地区作为宠物消费的核心区域，2024 年，美国与西欧的猫狗食品市场规模分别高达 566 亿美元、307 亿美元，并保持着稳定的个位数增长态势。其宠物食品的代工业务，多年来持续为我国宠物行业提供了可观的市场需求，成为推动我国宠物行业发展的关键力量。

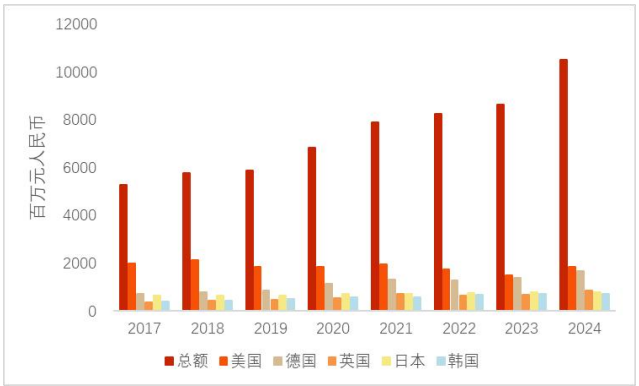
图表 33：欧美猫狗食品市场规模



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

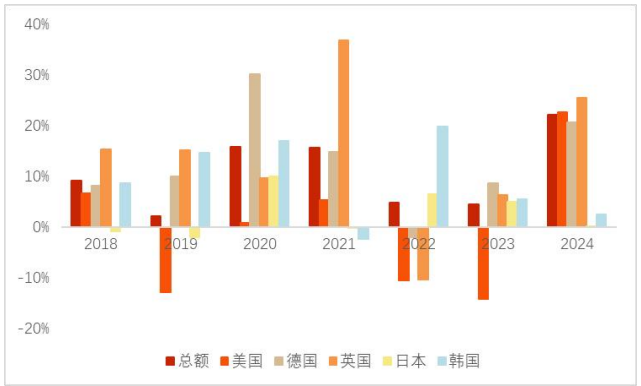
自 2018 年贸易摩擦加剧以来，中国向美国出口的猫狗食品金额显著缩减，从 2018 年的 21 亿元降至 2024 年的 18.5 亿元。与此同时，美国猫狗食品消费市场仍保持稳健增长态势，反映出美国订单向其他国家和地区转移的趋势。然而，我国宠物行业积极拓展非美地区市场，获取了大量外贸订单。在整体压力下，猫狗食品出口额从 2018 年的 57.7 亿元增长至 2024 年的 105 亿元，其中欧洲市场的代表性国家，如英国、德国等，订单量大幅增加，成为我国猫狗食品出口的重要增长点。2018–2024 年，美国订单出口占比从 37%下降至 18%，中国对美国的依赖明显下降。

图表 34：中国宠物食品出口额



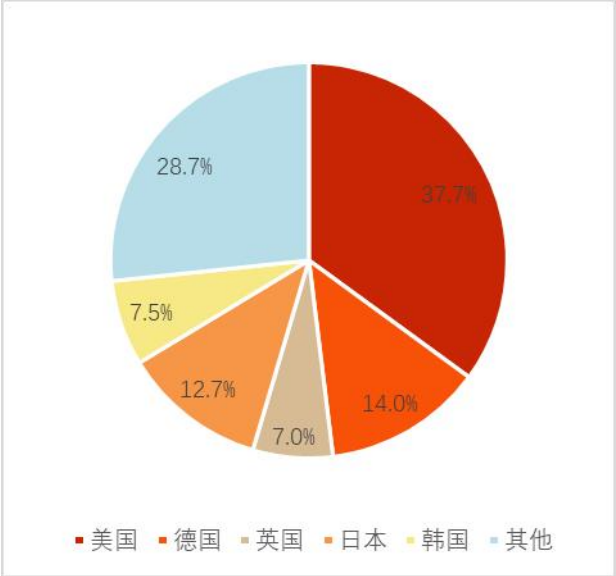
资料来源：中国海关总署，华源证券研究所

图表 35：中国宠物食品出口增速



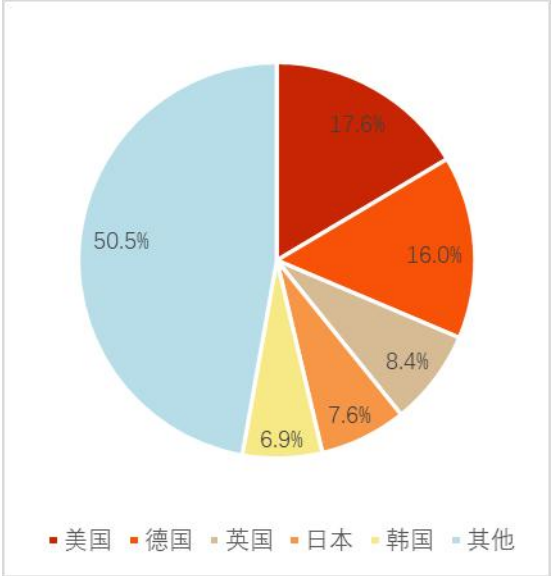
资料来源：中国海关总署，华源证券研究所

图表 36：2017 年宠物食品出口结构



资料来源：中国海关总署，华源证券研究所

图表 37：2024 年宠物食品出口结构



资料来源：中国海关总署，华源证券研究所

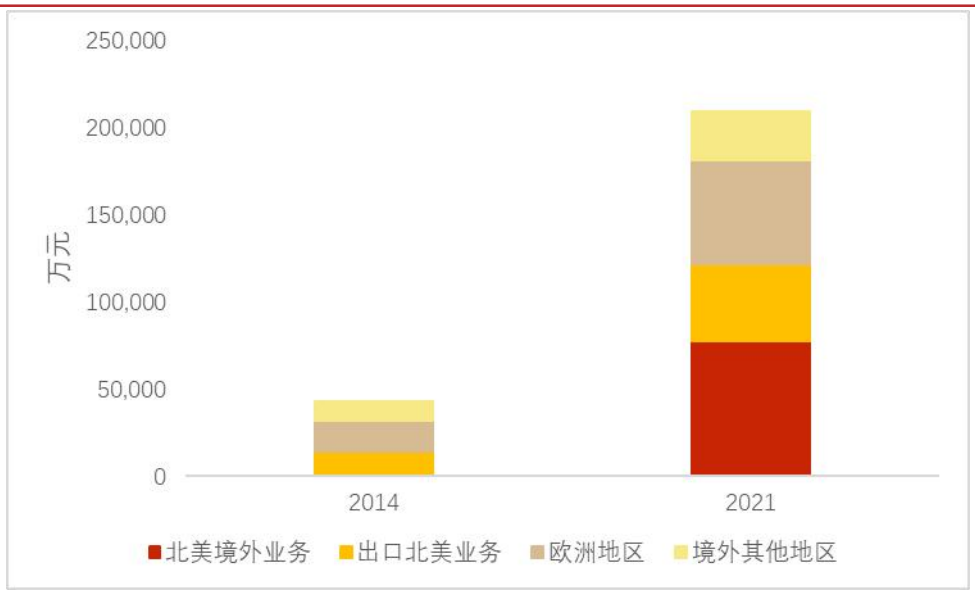
3.2.1. 外销业务在动荡的贸易环境下稳健发展

在如此动荡的外贸大环境中，有别于其他同行的外销业务大幅波动，中宠的外销业务连续 9 年取得正增长，其背后体现出公司较强的综合能力，核心原因在于其全球化产能布局分散风险，以及全球客户的开拓能力。

产能全球化规避风险：美国工厂凭借本土化生产，成功规避高额关税，保障了美国订单的稳定性和成本优势。2021 年北美工厂的产能约 8000 吨，其收入已占外销收入的 37%，贡献 7.7 亿元收入。2024 年，北美工厂的收入达到 10 亿元，占海外总收入三分之一，为公司开辟新的增长极。

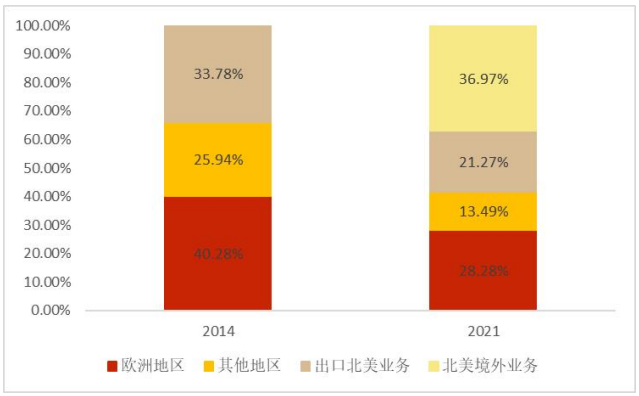
非美地区外销业务拓展：欧洲地区的出口业务也在快速发展，**2014 年欧洲订单收入为 1.7 亿元，2021 年已跃升至 5.9 亿元。除北美工厂海外业务的外销业务中，欧洲的订单是 2014–2021 期间增速最高的业务，增幅达到 243%，其占比提升 4.6PCTs 至 44.9%。**而同期非北美地区生产出口至北美业务从 1.5 亿元增长至 4.5 亿元，累计增长 207%。为应对新的一轮贸易摩擦，公司已加大负责日韩、欧洲订单业务的人员布局。

图表 38：海外业务-分地区收入拆分



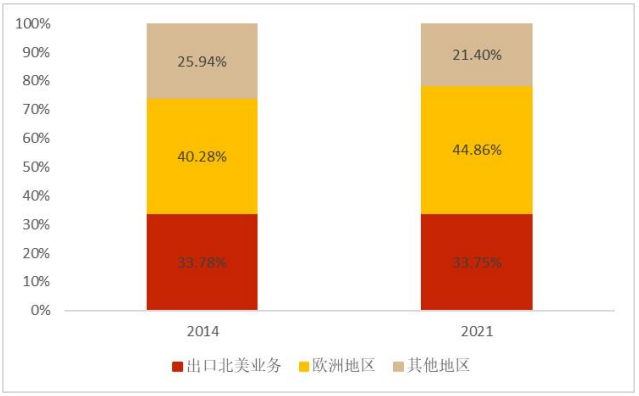
资料来源：中宠 IPO 招股说明书，可转债募集说明书，华源证券研究所
注：北美境外业务指北美本地生产销售业务；出口北美业务指非北美地区生产出口至北美业务。

图表 39：海外收入结构



资料来源：中宠 IPO 招股说明书，可转债募集说明书，华源证券研究所
注：北美境外业务指北美本地生产销售业务；出口北美业务指非北美地区生产出口至北美业务。

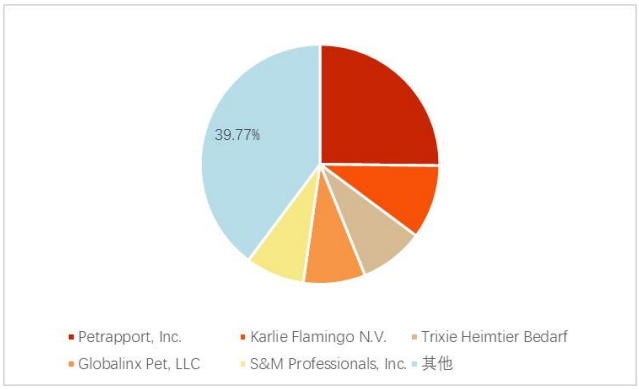
图表 40：除北美境外业务的海外业务收入结构



资料来源：中宠 IPO 招股说明书，可转债募集说明书，华源证券研究所
注：北美境外业务指北美本地生产销售业务；出口北美业务指非北美地区生产出口至北美业务。

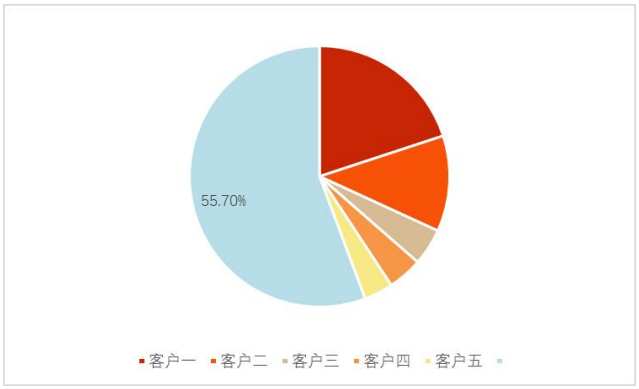
近年来，中宠股份通过卓越的拓客能力，不断优化客户结构，降低对大客户的依赖程度，显著提升抗风险能力。**2014 年，其前五大客户销售额占比高达 60.24%，而到了 2024 年，这一比例已降至 44.3%。**通过多元化客户群体，中宠股份有效减轻了对单一或少数大客户的依赖，降低了因大客户订单波动或流失可能引发的经营风险。同时，广泛的客户基础也为公司业务的持续稳定增长提供了有力支撑，使其能够在复杂多变的市场环境中保持韧性，从容应对各种挑战。

图表 41：2014 年前五大客户占比



资料来源：中宠 IPO 招股说明书，华源证券研究所

图表 42：2024 年前五大客户占比



资料来源：公司 2024 年年报，华源证券研究所

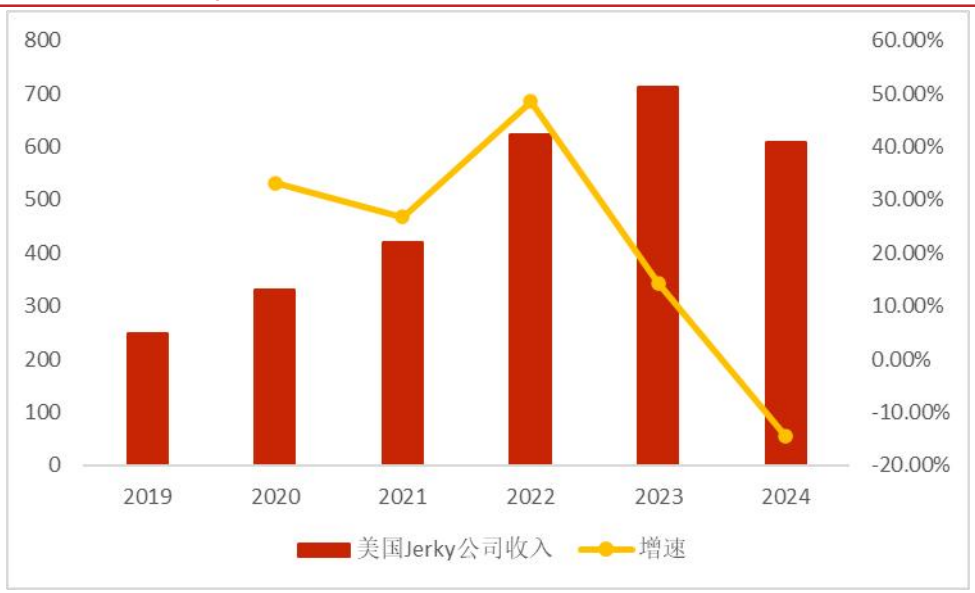
3.2.2. 北美工厂为具有稀缺性的优质资产

在北美地区建设工厂面临着诸多挑战，如复杂的政策法规、高昂的运营成本以及激烈市场竞争等诸多风险，落地难度较大。然而，中宠股份凭借自身的实力与专业度成功克服了这些困难，实现了工厂的顺利投产，并且投产即盈利，这在行业内堪称典范，充分体现了公司的优越性。

中宠在海外工厂布局中，采用与客户深度绑定的创新商业模式，实现与客户的共生共赢，有效规避产能闲置风险。根据中宠招股说明书，以美国 Jerky 公司为例，其大客户 Globalinx Pet LLC 持股 31.11%，中宠通过美国好氏持股 57.78%。Globalinx 作为美国知名宠物零食及用品分销商，主要向 Costco 等大型商超连锁供货。2016 年，**美国 Jerky 的销售收入中，93%来自 Globalinx 的采购。**这种紧密的合作模式，**先有客户订单再匹配产能，**使得中宠美国工厂在当年投产时便实现了满产运营，充分彰显了该商业模式在确保订单、规避产能风险方面的显著优势。

2020 年 9 月，美国工厂产能成功突破 8000 吨，推动美国 Jerky 公司收入进入快速增长通道：2019 年收入为 2.5 亿元，到 2023 年已突破 7 亿元。然而，由于产能限制，2024 年美国 Jerky 公司进行了产线改造扩产，这一过程对收入造成了一些影响。预计 2025 年，随着产能的释放，美国 Jerky 公司收入将逐步恢复并从中受益。同时，2026 年二厂预计将建成并新增 1.2 万吨产能，这将为美国 Jerky 公司未来三年的增长提供有力支持和保障。

图表 43：美国 Jerky 公司收入（百万元）



资料来源：公司年报，华源证券研究所

3.3. 顶尖制造能力的战略价值

3.3.1. 多年出口经验积累反哺自有品牌

海外制造能力、多年代工出口经验，形成抗风险能力、优质客户资源对自有品牌形成反哺作用，如“Wanpy 顽皮”打造“出口第一、入口安心”的卖点。

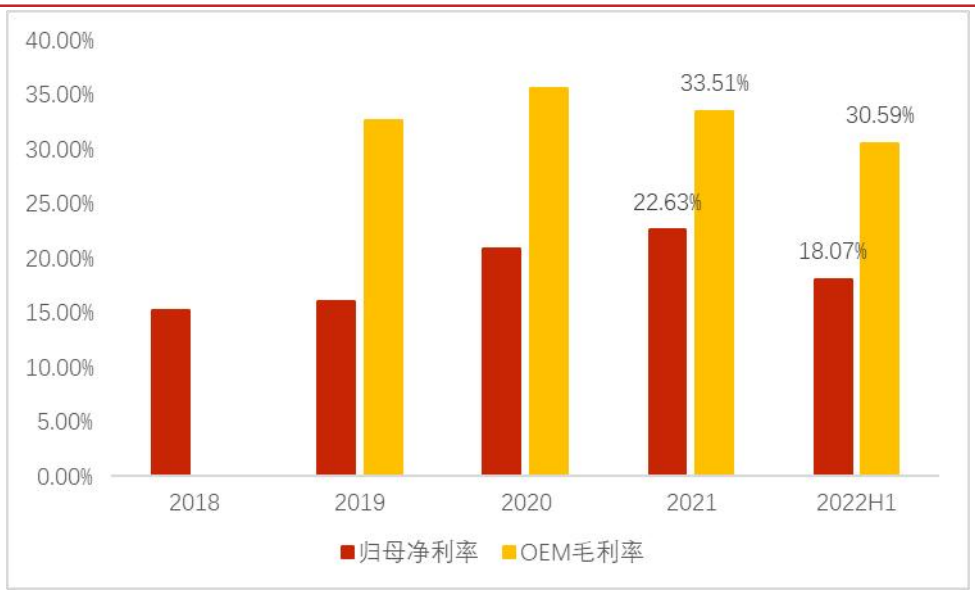
优质海外客户反哺自有品牌建设：中宠股份服务的海外客户多为大型知名宠物食品品牌，这些客户的严苛标准，磨炼出高标准的生产能力，可直接应用到自有品牌的生产中，为自有品牌产品的质量提供了坚实的保障。海外客户通常会根据市场反馈和消费需求变化提出产品改进和创新的建议，这些前沿的反馈信息为自有品牌的研发和创新提供了宝贵的思路和方向，有助于公司及时把握市场趋势，推出符合消费者需求的新产品，提升自有品牌的竞争力。

客户资源转化为品牌背书：消费者往往对与国际知名品牌有合作关系的供应商产生信任感，认为其产品在质量、标准等方面得到了权威认可。“出口第一、入口安心”的卖点正是基于这种信任基础，向消费者传递了自有品牌产品的高品质和安全性，从而增强消费者对自有品牌的信心和购买意愿。

3.3.2. 自主可控供应链优势

当前，宠物食品行业大部分品牌依赖代工厂生产，这种模式虽能在短期内实现轻资产快速扩张，但弊端显著。品牌因缺乏对供应链的深度掌控，常受制于代工厂的产能安排与品控标准，导致产品供应稳定性不足，质量问题时有发生，消费者信任难以稳固。而**优质代工厂因产能稀缺、议价能力强，利润率居高不下，如福贝 2022H1 归母净利率高达 18%，这吞噬了品牌企业的利润空间，压缩了品牌在营销、研发等环节的投入能力。**

图表 44：福贝毛利率、利润率



资料来源：福贝宠物 IPO 招股说明书，wind，华源证券研究所

相比之下，中宠凭借自有产能，成功突破这一困局。公司于 2015 年开启全球化产能战略布局，积极拓展海外基地，于美国、新西兰、加拿大等地建立生产据点，同时持续优化国内产能配置，合力强化供应链体系，为公司产品供应提供坚实保障，并以国际标准为产品质量背书。2022 年，国内 5.0 智慧工厂主粮产线正式投产，标志着公司主粮供应链建设迈入新阶段。历经两年的精细打磨与磨合，该产线已实现高效稳定运行，不仅解决了产能瓶颈问题，更为公司主粮转型提供了坚实基础，全方位提升了公司的生产效能与市场响应速度。

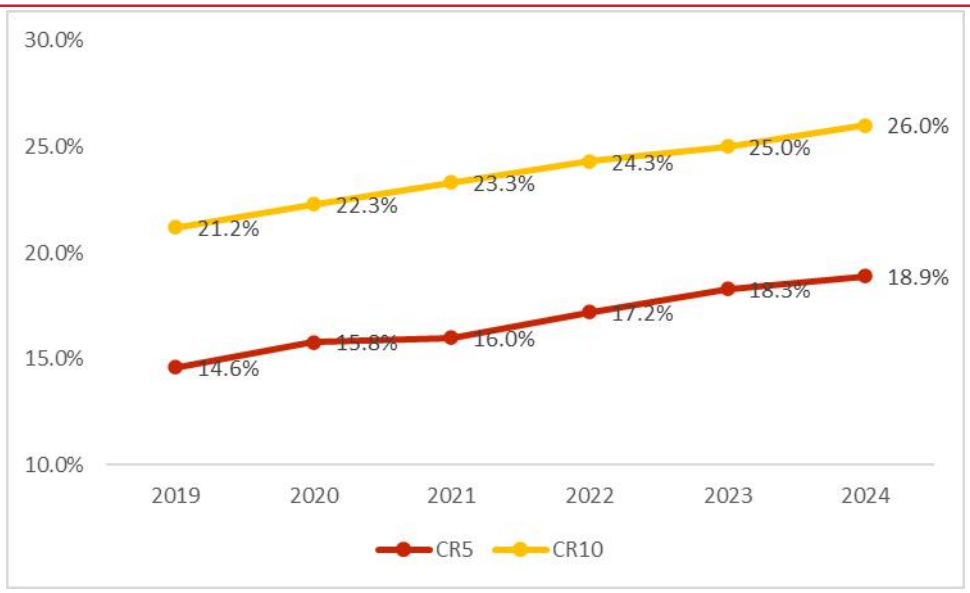
自有工厂不仅确保了供应链的自主可控，从原料采购到生产加工全程严格把关，保障产品质量稳定可靠，还使制造利润留存于企业内部，优化了利润结构。这让中宠在高营销投入的行业竞争环境中，拥有更充足的资金用于品牌推广与市场拓展，同时也具备更强的价格竞争力，能够灵活应对市场变化与挑战。在当前激烈的市场竞争中，中宠的这一优势使其能够更加从容地制定战略，不断提升市场份额与品牌影响力。

4. 未来发展前景

4.1. 国内自有品牌业务：向上经营周期势不可挡

当下，宠物食品行业正逐步迈入成熟期，市场格局愈发稳定。**头部品牌凭借强大的品牌影响力、成熟的供应链优势以及丰富的运营经验，牢牢占据主导地位。预计头部品牌增长远超行业平均，带动行业集中度持续攀升，**引领行业发展趋势。新品牌面临诸多挑战，难以复制头部品牌的成功，因产品创新在工艺与原料升级后空间变窄，电商流量成本上升致使渠道红利减少，营销资本难以与头部品牌竞争，且**头部品牌经多年沉淀，赢得消费者信任，已形成马太效应。我们认为，未来行业的机会更多是来自行业集中度的提升，大品牌的竞争优势将变得更加突出，头部地位预计将更固化。**

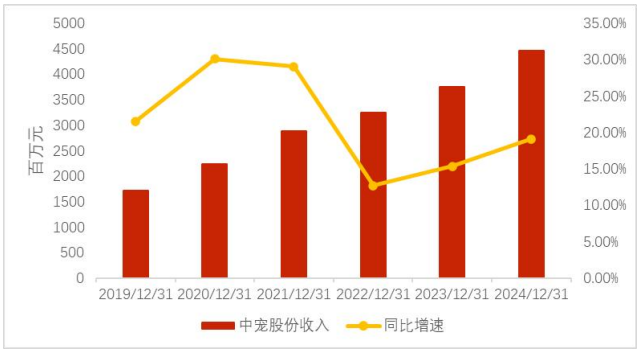
图表 45：中国宠物食品市场份额集中度



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

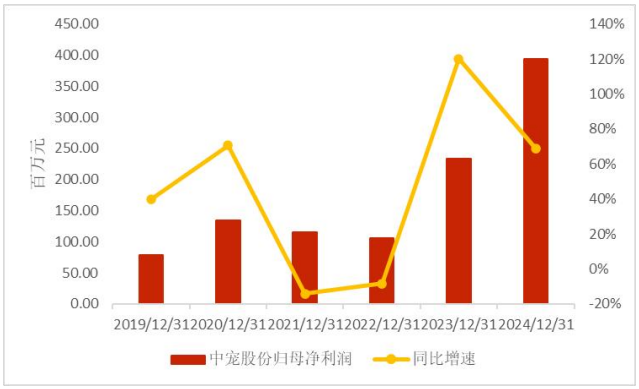
中宠股份基于其扎实卓越的制造基础，蛰伏多年的品牌底蕴，以及上文论述的种种战略转变、优势，预计其自有品牌进入发展的快车道，收入增速及利润率双升。

图表 46：中宠收入增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 47：中宠归母净利润增速

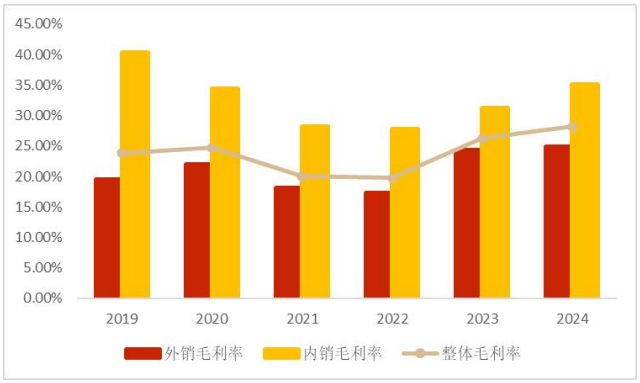


资料来源：Wind，华源证券研究所

虽然其品牌业务仍在投入期，但其经营表现已显现出良好的正反馈，其毛利率、净利率 2024 年分别提升 1.88、2.6PCTs，未来毛利率提升及费用节省有望共同拉动利润率。**毛利率提升主要来自内销毛利率拉动，2024 年毛利率提升 1.88PCTs，其中主粮毛利率提升最为显著，2024 年主粮毛利率提升 5.5PCTs，且主粮占总收入比例提升 9.4PCTs。**其销售费用主要投向内销市场，**销售费用占内销比例稳中略降，主要由于除宣传费外的销售费用占比持续下降，**2024 年下降 1.08PCTs，2024 年显示出规模效应及经营效率的提升，**虽然未来为获取**

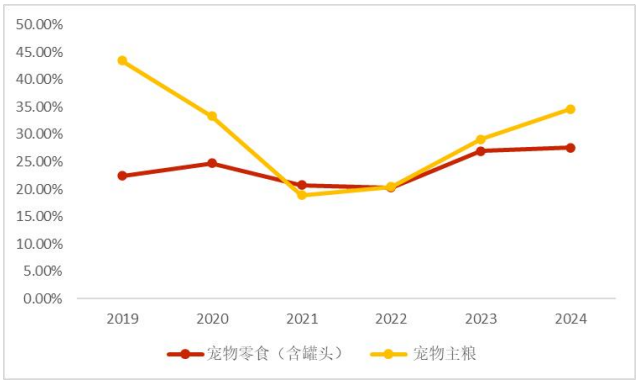
市场份额预计将维持高比例的宣传费用投入，但其他销售费用率有望持续下降，带动内销利润率提升。

图表 48：中宠毛利率：内销毛利率显著上升



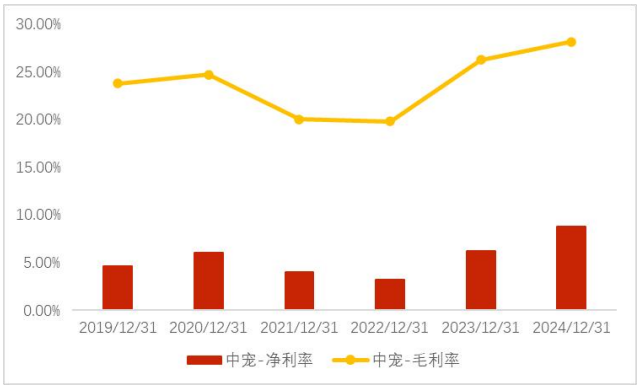
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 49：中宠分产品毛利率：主粮毛利率显著上升



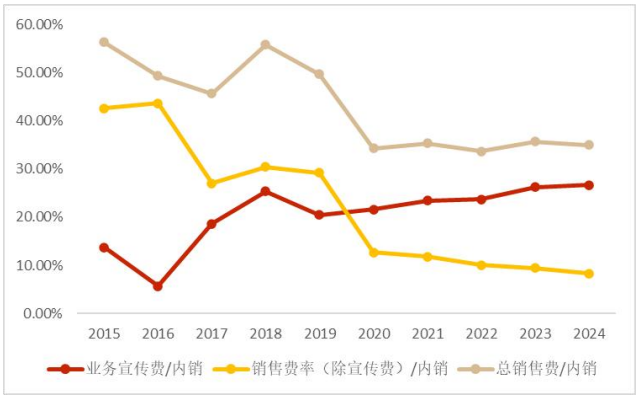
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 50：中宠净利率持续提升



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 51：销售费率拆解



资料来源：Wind，华源证券研究所

4.2. 品牌出海：全球发展中国家市场大有可为

自有品牌国际化正逐渐成为中宠股份业务拓展的关键增长极。在国内自有品牌取得显著成果的基础上，公司积极将目光投向全球市场，有序推动自有品牌的出海战略。这一战略布局，不仅有助于进一步提升中宠股份在国际市场的知名度与影响力，更能反哺公司在国内市场竞争中的国际化形象，形成差异化，全方位增强公司的市场竞争力。鉴于国内自有品牌已取得的良好口碑与市场表现，中宠股份的自有品牌具备在海外市场复制成功模式的潜力，有望成为公司未来业务增长的核心驱动力。

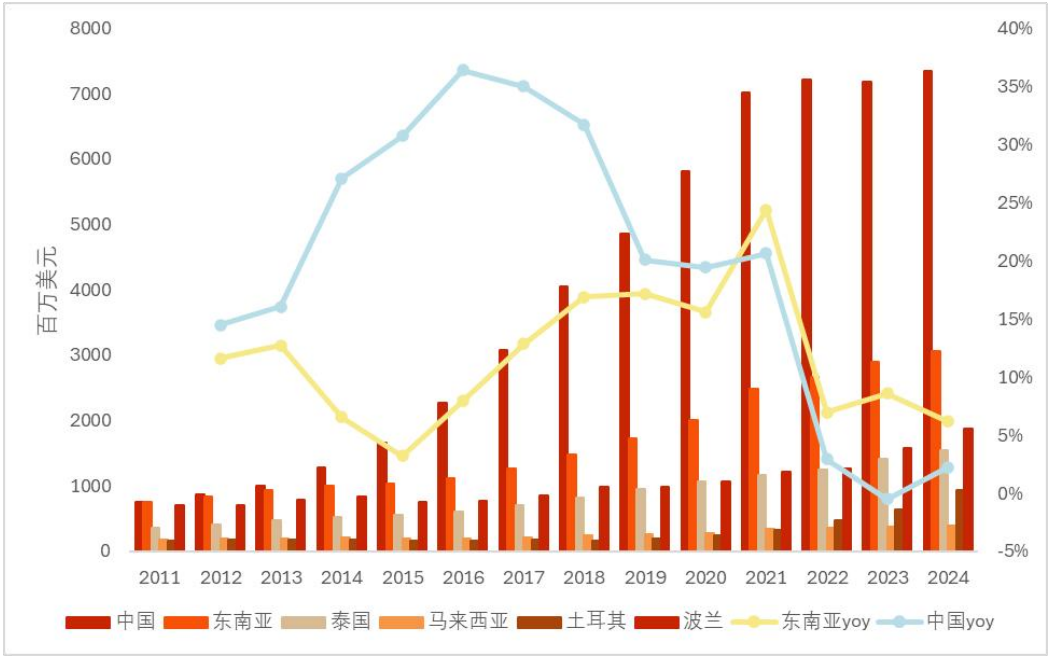
公司主要围绕“ZEAL”、“Great Jack’s”、“wanpy”建立国际品牌，产品销往全球73个国家和地区，高端品牌“新西兰 ZEAL 真致”主要销往发达国家如美国、加拿大、新

西兰、澳大利亚，中高端品牌“Wanpy 顽皮”覆盖发展中国家、发达国家，“GREAT JACK’S”进驻北美市场，如今公司已然成为一家拥有着全球化视野与战略布局的国际化企业。

由于发达国家市场已经较为成熟，主粮品牌的格局已经较为稳定，“ZEAL”和“GREAT JACK’S”以零食品类切入发达国家市场，未来零食品牌的发展空间或有限。因此，“Wanpy 顽皮”品牌成为公司出海战略的核心，其定位为中端主粮品牌，旨在通过突出的产品性价比与创新优势，开拓发展中国家市场。

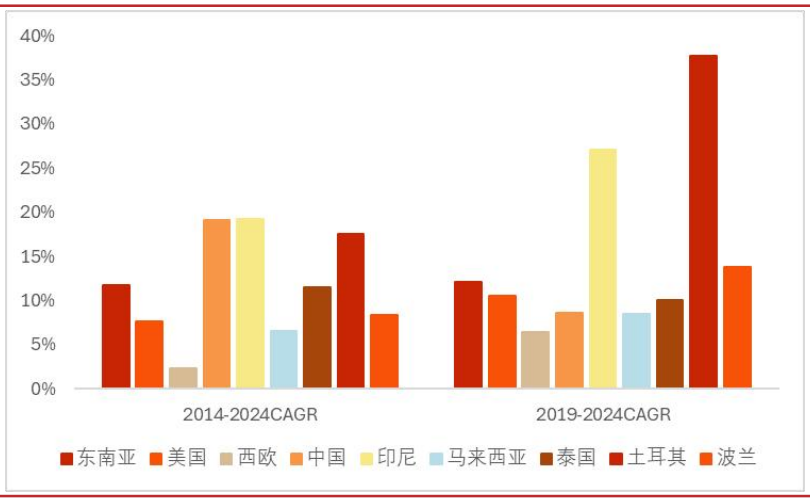
东南亚的宠物行业仍处于早期阶段，2024 年东南亚主要国家的猫狗食品市场规模约为 31 亿美元，仍不及中国市场的一半，但其增速自 2021 年以来已超过中国，2019–2024 年 CAGR 达到 12%，市场在快速发展。

图表 52：主要发展中国家猫狗食品市场规模



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所
注：东南亚指东南亚主要国家，包含泰国、印尼、越南、马来西亚、新加坡、菲律宾

图表 53：主要发展中国家宠物食品市场规模复合增长率

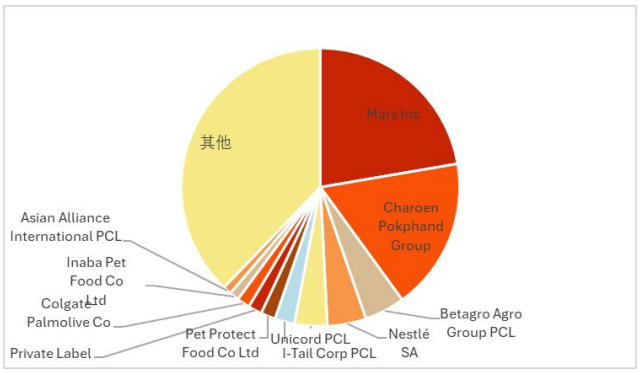


资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

注：东南亚指东南亚主要国家，包含泰国、印尼、越南、马来西亚、新加坡、菲律宾

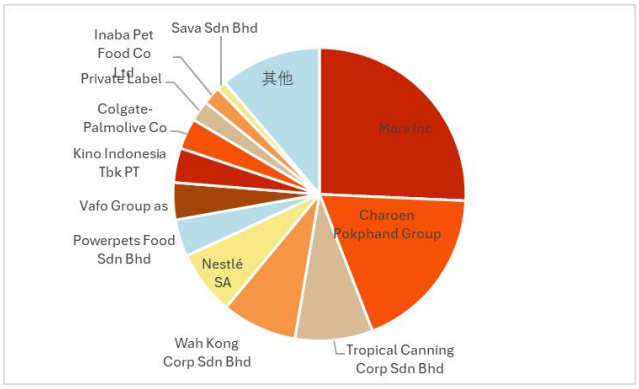
东南亚的猫狗食品市场的主要参与者以国际品牌及正大集团为主，其中玛氏集团和正大集团占据了泰国、马来西亚将近一半的市场份额。欧洲的发展中国家的猫狗食品市场则主要被玛氏、雀巢占据，此外波兰的渠道自有品牌占市场份额第一。与中国市场的早期阶段类似，国际巨头率先进入市场、培育市场，但随着宠物市场的发展，中国品牌凭借产品创新及快速的产品迭代，国产品牌逐渐替代国际品牌。在发展中国家市场中，与其他制造业类似，中国企业具备较强的成本、效率、产品的竞争力，预计宠物行业的中国企业出海机会较大。

图表 54：泰国宠物食品市场主要公司份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

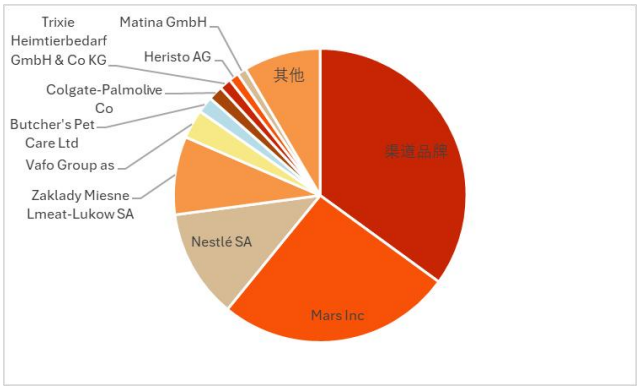
图表 55：马来西亚宠物食品市场主要公司份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

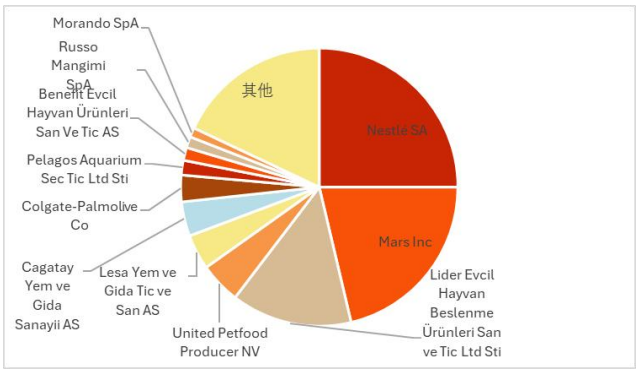
从分价格带的增长情况来看，各区域的代表性发展中国家的中端或高端产品的销量增速

图表 56：波兰宠物食品市场主要公司份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

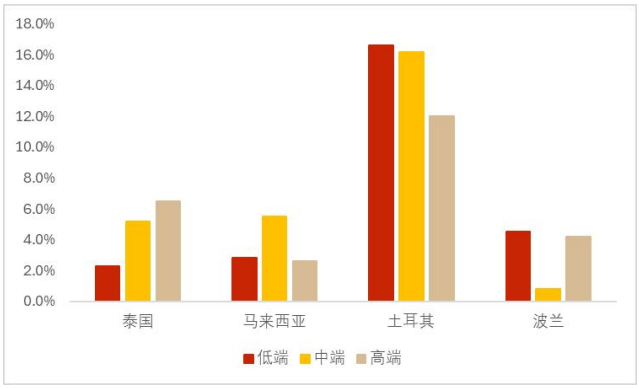
图表 57：土耳其宠物食品市场主要公司份额



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

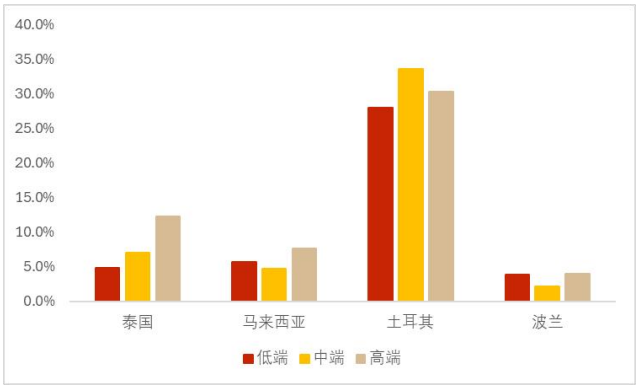
更高，显现出消费者对产品升级的需求。这些市场仍以传统的肉粉膨化粮为主，而中宠的冻干双拼粮、无谷膨化粮、鲜肉粮均在产品升级中，无论是产品力还是质价比，都具备较强的竞争力，支撑其在海外市场的发展。

图表 58：2020-2025E 狗干粮分价格带销量 CAGR



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 59：2020-2025E 猫干粮分价格带销量 CAGR



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

东南亚、东欧等新兴市场仍处于宠物食品消费升级的早期阶段，尽管国际巨头仍占据主导地位，但中宠有望凭借供应链效率、快速迭代能力及成本优势，有望复制国内市场的替代路径，逐步提升份额。我们认为未来，中宠股份的国际化战略将持续深化，自有品牌出海将成为公司增长的核心引擎，进一步提升其全球宠物食品行业的地位。

4.3. 结语："中国制造"到"中国品牌"的华丽转身

中宠股份用二十年时间完成了制造业转型升级，正在从代工头部企业蜕变为品牌巨头，展现了制造业企业在品牌建设上的独特优势。在行业流量红利消退、同质化竞争加剧的背景下，中宠股份凭借顶尖制造力构筑的护城河，通过战略定力与精准卡位实现逆势增长。这一成就的取得，源于公司多年来在供应链建设、产品研发和品牌培育上的持续投入。

展望未来，中宠股份的发展前景广阔，随着主粮战略的持续深化以及全球化布局的加速推进，公司有望持续扩大市场份额。特别值得注意的是，其"制造反哺品牌"的独特发展路径，不仅为国内业务提供了持续动能，更在东南亚等新兴市场展现出较大潜力。中宠股份在激烈的市场竞争中脱颖而出，正稳步迈向全球宠物食品行业的领军地位，实现从"中国制造"到"中国品牌"的华丽转身。

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测拆分表

图表 60：中宠股份内外销收入预测（亿元）

营收拆分	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
内销收入	9.0	10.9	14.13	19.4	25.0	31.9
yoy	31%	21%	30%	37%	29%	28%
外销收入	22.4	26.6	30.5	38.4	47.5	54.8
yoy	7%	19%	15%	26%	24%	15%
内销毛利率	23.50%	31.18%	35.17%	37.65%	39.27%	40.68%
外销毛利率	24.00%	24.34%	24.67%	26.03%	24.88%	25.35%

资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取乖宝宠物、佩蒂股份为可比公司，2025-2027 平均 PE 为 36.5、29.1、23.8。鉴于品牌崛起进入向上经营周期，内销业务较高速增长；顶尖制造能力的战略价值或被低估，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61：可比公司估值表

公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE			PB
	2025/9/15	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
乖宝宠物	93.35	1.91	2.46	3.08	48.98	37.89	30.26	8.60
佩蒂股份	18.40	0.77	0.90	1.06	23.93	20.35	17.35	2.55
平均值					36.45	29.12	23.81	5.54
中宠股份	55.09	1.55	1.99	2.68	35.6	27.67	20.56	5.94

资料来源：wind，华源证券研究所
注：收盘价单位为元，EPS 单位为元/股，乖宝宠物、佩蒂股份盈利预测来自 wind 一致预期，中宠股份盈利预测来自华源证券研究所，PB 来源于 wind。

6. 风险提示

(1)原材料价格波动风险。

禽肉、谷物等上游原材料是宠物食品的主要成本，原材料价格大幅上涨将影响行业盈利水平。当原材料价格出现大幅波动的情况，而公司无法将原材料上涨所产生的压力转移，所导致的经营风险。

(2)国内市场竞争加剧的风险。

在国内宠物食品市场的竞争中，宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。

(3)企业因管理不当导致出现食品安全的风险。

公司产品以宠物食品为主，若因管理不当出现食品安全风险，将大幅损害公司及行业形象。

(4)全球贸易摩擦加剧的风险。

海外市场是国内宠物食品公司收入的重要来源，若主要出口市场的关税等贸易限制措施进一步提升，出口业务将受到较大影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	513	578	725	867
应收票据及账款	627	812	1,019	1,218
预付账款	22	29	36	43
其他应收款	6	8	10	12
存货	579	731	919	1,080
其他流动资产	317	333	352	371
流动资产总计	**2,066**	**2,491**	**3,062**	**3,591**
长期股权投资	250	278	310	345
固定资产	1,414	1,391	1,429	1,454
在建工程	133	164	119	75
无形资产	92	94	100	107
长期待摊费用	76	61	46	30
其他非流动资产	420	422	419	417
非流动资产合计	**2,385**	**2,410**	**2,424**	**2,427**
资产总计	**4,450**	**4,901**	**5,485**	**6,018**
短期借款	397	480	525	379
应付票据及账款	411	542	681	800
其他流动负债	247	250	314	370
流动负债合计	**1,054**	**1,272**	**1,520**	**1,549**
长期借款	748	598	443	284
其他非流动负债	34	34	34	34
非流动负债合计	**782**	**632**	**477**	**318**
负债合计	**1,836**	**1,904**	**1,997**	**1,867**
股本	294	304	304	304
资本公积	1,096	1,086	1,086	1,086
留存收益	1,038	1,393	1,850	2,465
归属母公司权益	2,428	2,783	3,240	3,855
少数股东权益	187	214	249	296
股东权益合计	**2,615**	**2,997**	**3,489**	**4,151**
负债和股东权益合计	**4,450**	**4,901**	**5,485**	**6,018**

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**4,465**	**5,779**	**7,252**	**8,665**
营业成本	**3,208**	**4,049**	**5,088**	**5,980**
税金及附加	14	20	26	31
销售费用	495	646	819	1,000
管理费用	210	302	354	393
研发费用	73	94	118	141
财务费用	18	50	45	34
资产减值损失	-15	-28	-35	-42
信用减值损失	-9	-7	-9	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	72	36	39	42
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	-1	1	1	1
其他收益	12	7	7	7
营业利润	**508**	**626**	**806**	**1,084**
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**505**	**625**	**804**	**1,083**
所得税	89	127	164	220
净利润	**416**	**498**	**641**	**863**
少数股东损益	23	27	35	47
归属母公司股东净利润	**394**	**471**	**606**	**816**
EPS(元)	1.29	1.55	1.99	2.68

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	416	464	604	823
折旧与摊销	147	164	177	191
财务费用	18	50	45	34
投资损失	-72	-36	-39	-42
营运资金变动	-51	-227	-220	-212
其他经营现金流	38	42	45	48
经营性现金净流量	**496**	**456**	**612**	**843**
投资性现金净流量	**-59**	**-160**	**-161**	**-161**
筹资性现金净流量	**-400**	**-232**	**-304**	**-540**
现金流量净额	**51**	**64**	**147**	**141**

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	19.15%	29.44%	25.48%	19.50%
营业利润增长率	36.41%	23.40%	28.60%	34.56%
归母净利润增长率	68.89%	19.61%	28.65%	34.61%
经营现金流增长率	11.02%	-8.07%	34.13%	37.68%
盈利能力				
毛利率	28.16%	29.93%	29.84%	30.99%
净利率	9.33%	8.62%	8.84%	9.96%
ROE	16.22%	16.92%	18.70%	21.16%
ROA	8.85%	9.61%	11.05%	13.56%
估值倍数				
P/E	42.58	35.60	27.67	20.56
P/S	3.76	2.90	2.31	1.94
P/B	6.91	6.02	5.17	4.35
股息率	0.71%	0.69%	0.89%	1.20%
EV/EBITDA	17	21	17	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。