

## 宠物食品渠道系列一：萌宠能否搭上电商快车？

### 报告摘要：

2018年，我国宠物市场规模已达1709亿，同比增速超27%，然而从渠道增速分布上来看，我国与其他国家有很大差别。美国、日本、德国等发达国家的宠物市场已有较长历史，增速较为缓慢，早已形成了杂货零售商和专业零售商为主、其他途径为辅的渠道结构。而中、韩等新兴市场的增速大部分由电商渠道贡献。这主要是由于中韩电商渗透率高，宠物和电商的受众人群一致，电商渠道容易被接受。另外，中韩宠物市场规模小，线下门店运营成本高，而线上受益于运费低廉有更高的性价比。我们未来仍然看好消费者在电商平台购买宠物食品的需求。

对于宠物企业来说，目前电商渠道直营的利润薄弱，但能够给企业快速带来大规模的营收增量。电商直营的优点是可以将零售价直接计入营收，但是需要支付电商平台费、交易佣金、主动或被动买赠活动带来的促销费用。整体来看，京东的佣金率比天猫略高，食品类商家向京东支付3-5%的佣金，向天猫支付1-2%的佣金。在电商的销售费用中，运费、广告费、营销费一般占比较高。供货给经销商的情况下，公司仅每月支付大批量发货至经销商仓库的运输费用，而电商直营需要支付货到消费者的多订单运输费用。广告费方面，平台上的流量费、展示费也是十分昂贵的。另外，大量的电商促销活动导致营销费用高启。在销售人员人数上以及差旅费上，电商一般小于经销，因为销售主要通过网络沟通，不需要大量与渠道商对接。综合来看，电商直营的毛利率能够比经销高10个百分点，但是相应的销售费用的增加远高于10%。

对比国内外的电商平台，在综合类平台中，京东的宠物板块最为出众，分类清晰、入口便捷，热销产品价格段也略高于其他平台。在专业类平台中，美国的宠物零售商PetSmart分类指标最全面详细，包含营养成分、颗粒大小等专业分类。在收购了美国最大宠物电商网站Chewy.com后，电商布局进一步完善。

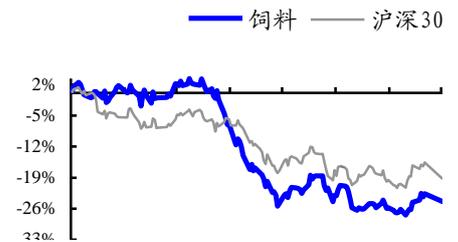
**投资建议：**电商渠道布局完成的中宠股份，逐步发力国内市场的佩蒂股份。

**风险提示：**核心客户占比大；原材料价格变动；汇率变动

### 重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
中宠股份	40.07	0.74	0.61	0.96	54.15	65.69	41.74	买入
佩蒂股份	44.98	1.33	1.26	1.66	33.82	35.70	27.10	买入

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1.07%	7.75%	-22.50%
相对收益	-19.56%	-13.19%	-17.13%

### 行业数据

成分股数量 (只)	17
总市值 (亿)	2679
流通市值 (亿)	2301
市盈率 (倍)	22.55
市净率 (倍)	3.31
成分股总营收 (亿)	2729
成分股总净利润 (亿)	102
成分股资产负债率 (%)	49.62

### 相关报告

《宠物市场高速发展，适口性是核心竞争力》

2018-09-11

《乘萌宠破竹之势，内资品牌步入新时代》

2018-09-03

### 证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001  
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

### 研究助理：马雪薇

执业证书编号：S0550118060011  
(021)20363239 maxw@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 各国渠道对比.....</b>	<b>5</b>
1.1. 宠物销售渠道分为两级六类.....	5
1.2. 中韩电商占比更高，美日德以线下为主.....	5
<b>2. 为何中韩宠物食品市场中，电商渠道占比高？ .....</b>	<b>7</b>
2.1. 各国电商发展水平不一致.....	7
2.2. 中国宠物行业仍处于初期阶段，规模不足以支持大型线下门店发展.....	8
2.3. 中国养宠主力与电商用户群体匹配.....	9
2.4. 中韩运费低，电商购买适合大部分关注性价比的养宠人士.....	11
<b>3. 电商渠道在盈利能力上并不占优.....</b>	<b>12</b>
3.1. 电商直营与经销的区别在营收以及销售费用.....	12
3.2. 宠物公司开拓电商后毛利率上升并不明显.....	13
3.3. 电商直营使销售费用率上升 5-8%.....	14
3.4. 根据产品定位选择渠道，电商更适合高性价比产品.....	15
<b>4. 电商网站对比.....</b>	<b>16</b>
4.1. 大型综合网站：天猫、京东 VS Amazon、Gmarket .....	16
4.2. 专业宠物网站：波奇、E 宠 VS PetSmart .....	18
<b>5. 投资建议 .....</b>	<b>20</b>
5.1. 电商渠道布局完成的中宠股份.....	20
5.2. 逐步发力国内市场的佩蒂股份.....	21

图目录

图 1: 宠物产品销售渠道总结.....	5
图 2: 美国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元) .....	5
图 3: 美国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元) .....	5
图 4: 日本宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元) .....	6
图 5: 日本宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元) .....	6
图 6: 德国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元) .....	6
图 7: 德国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元) .....	6
图 8: 中国宠物食品线上销售贡献率 .....	6
图 9: 中国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元) .....	7
图 10: 中国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元) .....	7
图 11: 韩国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元) .....	7
图 12: 韩国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元) .....	7
图 13: 世界各国电商渗透率 (2017 年) .....	7
图 14: 世界各国电商零售占总零售规模对比.....	7
图 15: 各国宠物行业发展阶段对比.....	8
图 16: 中美宠物食品零售额对比 (2018 年) .....	8
图 17: 各国拥有宠物猫的家庭占比.....	9
图 18: 各国拥有宠物狗的家庭占比.....	9
图 19: 中国养宠物狗人士年龄特征.....	9
图 20: 中国养宠物狗人士职业特征.....	9
图 21: 中国养宠物猫人士年龄特征.....	10
图 22: 中国养宠物猫人士职业特征.....	10
图 23: 中国电商用户年龄特征.....	10
图 24: 中国电商用户职业特征.....	10
图 25: 天猫用户群体月收入分布.....	10
图 26: 2018 年中国单只宠物月均支出 (元) .....	11
图 27: 四通一达零售运费时效 (部分) .....	12
图 28: 天猫的新零售“分钟达”体系.....	12
图 29: 品牌成交量分布.....	15
图 30: 疯狂小狗卡通形象“福佳” .....	15
图 31: 同款狗粮在天猫旗舰店、天猫超市、京东超市 (京东自营) 价格对比.....	18
图 32: 波奇网整体商品分类.....	19
图 33: E 宠网整体商品分类.....	19
图 34: PetSmart shop by brand.....	19
图 35: PetSmart shop by pet.....	19
图 36: 波奇网狗粮分类.....	19
图 37: E 宠网狗粮分类.....	19
图 38: E 宠网“每日疯抢”鼓励消费作用显著.....	20
图 39: 波奇网产品直接显示每斤单价, 便于比价.....	20
图 40: 公司国内销售渠道划分.....	21

## 表目录

表 1: 主要养宠地区与电商平台用户常住地.....	11
表 2: 各国快递零售运费时效(美元, 首重).....	11
表 3: 电商直营与线上/线下经销区别.....	13
表 4: 广告费.....	13
表 5: 淘宝广告及平台佣金收费模式.....	13
表 6: 安奈儿品牌分渠道毛利率.....	14
表 7: 电商品牌销售费用率.....	14
表 8: 线下品牌销售费用率.....	15
表 9: 外销公司销售费用率.....	15
表 10: 各电商平台宠物产品分类对比.....	16
表 11: 各电商平台狗粮分类指标.....	16
表 12: 各平台热销狗粮产品特点.....	17
表 13: 各平台热销猫粮产品特点.....	17
表 14: 三大专业宠物电商热销狗粮特点.....	20
表 15: 三大专业宠物电商热销猫粮特点.....	20
表 16: 公司国内销售渠道划分(万元).....	21

## 1. 各国渠道对比

### 1.1. 宠物销售渠道分为两级六类

2018年，我国宠物市场规模已超1709亿，同比增速超27%，在资本加速布局的背景下，能否抓住行业增长点成为企业脱颖而出的关键。龙头企业对于高增长渠道的争夺，将直接影响未来行业排位和企业的经营情况。

参考欧睿所使用的分类方法，我们将宠物产品的销售渠道分为两级六类。不同的销售渠道在交易方式、客户群体和商品品牌等方面有着明显差异，电商凭借其品牌档次全面和交易便捷的特点与其他渠道产生了明显的区分度。

图 1: 宠物产品销售渠道总结

一级分类	二级分类	定义	特点	品牌构成
有店面零售	杂货和混合零售商	主要经营食品、饮料等日常杂货的零售商和类似形式的商店，包括超市、便利店、烟酒糖茶店和会员店等。	由主营业务支持的客流量较为可观且稳定，消费者的搜寻成本较低。	以中高端、有一定知名度的品牌为主。
	非杂货专业零售商	经营非日常杂货的零售商，包括休闲用品店、宠物产品专营店等。	客户群体明确，定位精准，营销费用可控。	以中高端产品为主，不同零售商可能倾向于某一品牌或某一集团旗下品牌。
无店面零售	直销	由商家或其代表直接前往客户家庭或工作场景下推销商品的零售方式。	电商作为当前无店面零售的代表形式，具有增速高、潜在客户众多、形式多样、便捷、体验性弱等特点；准入门槛低，竞争激烈，产品质量差异大。	品牌较为多样化，高中低端均有覆盖。
	家庭购物	包括商品目录和电视购物节目在内的订购零售方式。		
	电商	透过网络向客户销售商品的零售方式，包括经由专业电商（如淘宝、京东等）、宠物网站（如波奇网、狗民网等）和品牌自有网站发生的交易。		
非零售渠道	宠物诊所	由专业的宠物医护人员提供就医服务的场所，是否能售卖与医护无关的宠物产品视各国法律规定有所差异。	专业性强，销售产品几乎以优质、高附加值产品为主。	除了常规宠物产品，还有处方粮等特殊产品。

数据来源：Euromonitor，宠业家，东北证券

### 1.2. 中韩电商占比更高，美日德以线下为主

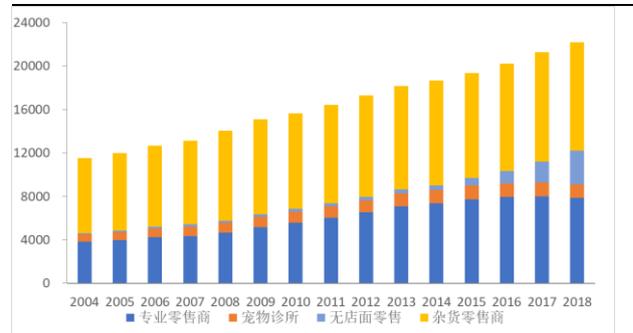
美国、日本、德国等发达国家的宠物市场已有较长历史，增速较为缓慢。早在电商兴起前就形成了杂货零售商和专业零售商为主、其他途径为辅的渠道结构，且这一结构不太可能发生大的逆转。以美国宠物猫狗食品为例，线下销售占比一直在90%以上，尽管近年来线上交易比例有所上升，但绝对值仍然较小。

图 2: 美国宠物猫食品分渠道销售额（百万美元）



数据来源：Bloomberg，东北证券

图 3: 美国宠物狗食品分渠道销售额（百万美元）



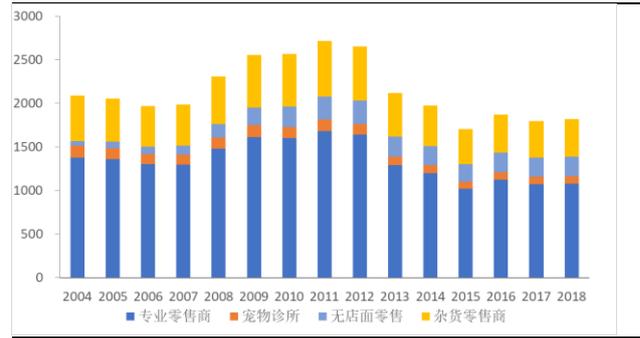
数据来源：Bloomberg，东北证券

图 4: 日本宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元)



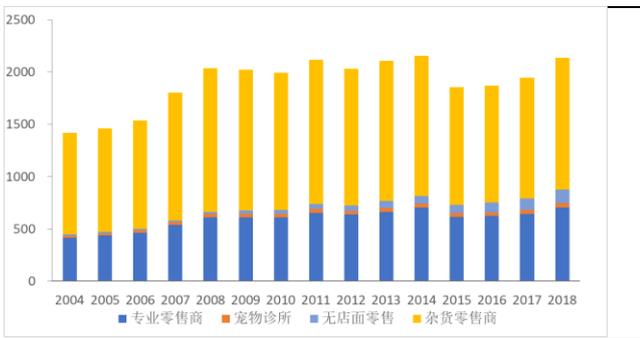
数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 5: 日本宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元)



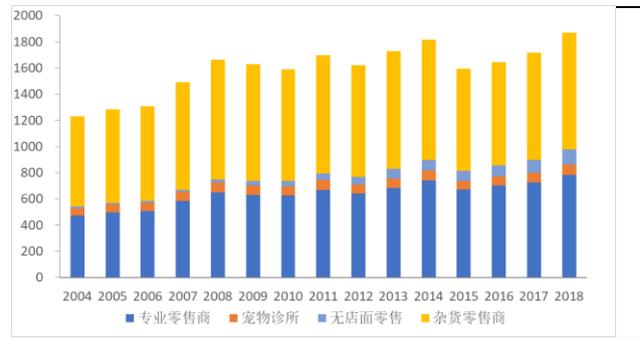
数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 6: 德国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东北证券

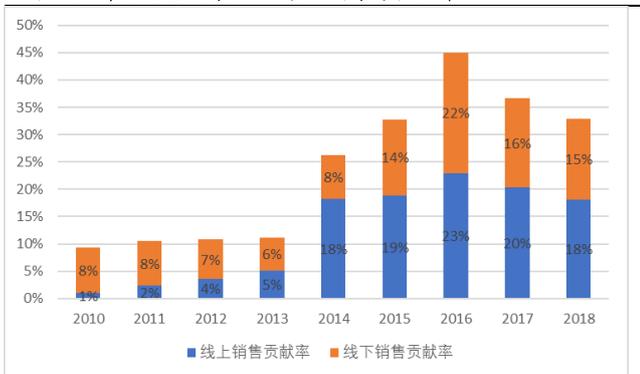
图 7: 德国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东北证券

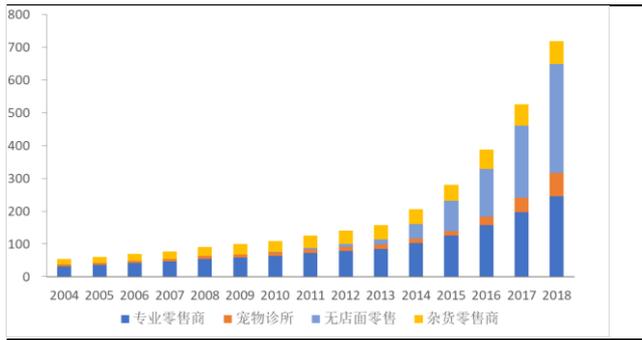
与前述情况完全不同, 中国的猫、狗食品市场以及韩国的猫食品市场正处在高速发展的成长期 (销售额呈现出指数增长趋势)。在中国和韩国这样的新兴宠物市场, 宠物产品总体销售规模的持续扩张绝大部分源于无店面零售, 其中很大一部分则要归功于电商渠道, 另外, 专业门店也实现了较快的发展, 杂货零售商占比较小。2014年以后, 中国宠物食品线上销售对整体增速的贡献率一直高于线下。从供给角度分析, 定位养宠新手、性价比较高的新品牌选择电商渠道进入市场更为高效; 从需求端看, 大多数养宠家庭并未养成前往实体店购买的习惯, 电商在时间成本、产品性价比上都占有优势。从这一角度看, 宠物电商在中国这一新兴市场有其得天独厚的竞争优势。

图 8: 中国宠物食品线上销售贡献率



数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 9: 中国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元)



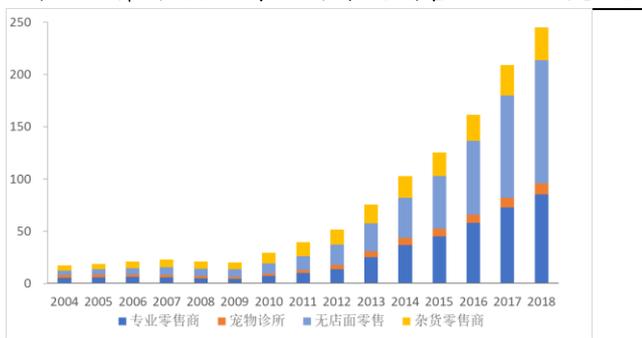
数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 10: 中国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元)



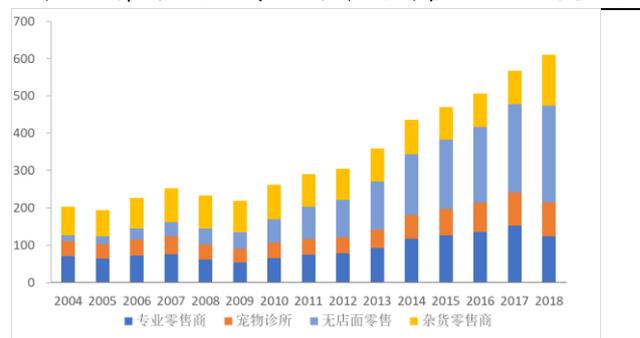
数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 11: 韩国宠物猫食品分渠道销售额 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 12: 韩国宠物狗食品分渠道销售额 (百万美元)



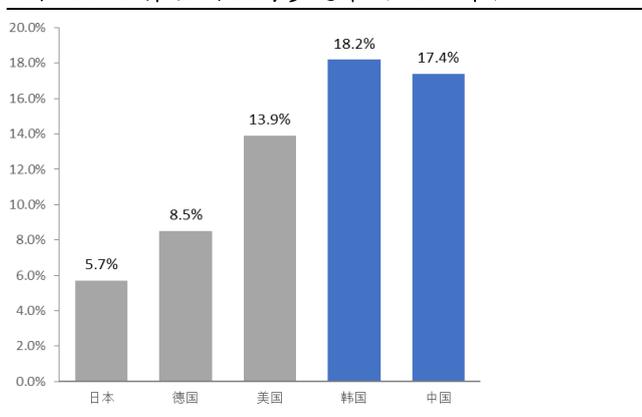
数据来源: Bloomberg, 东北证券

## 2. 为何中韩宠物食品市场中, 电商渠道占比高?

### 2.1. 各国电商发展水平不一致

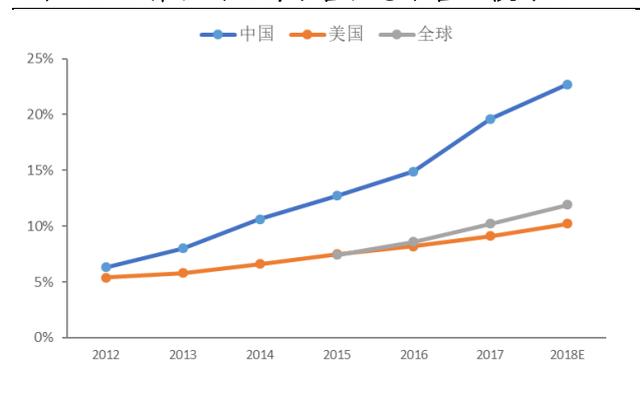
各国宠物渠道占比不一致的一大原因是各国电商发展水平不一致。从渗透率的角度来看, 中韩两国电商渗透率最高, 韩国渗透率为 18.2%, 中国为 17.4%。另外, 中国的电商渠道零售额占总零售额的比重也远超美国以及世界平均水平。国内电商售卖的产品也从早期单一的低附加值行业转向全行业模式, 高中低档品牌都有所覆盖, 居民对于电商的接受度进一步增强。

图 13: 世界各国电商渗透率 (2017 年)



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 14: 世界各国电商零售占总零售规模对比



数据来源: 网经社, CIECC, 东北证券

## 2.2. 中国宠物行业仍处于初期阶段，规模不足以支持大型线下门店发展

如果将宠物行业的发展分为四个阶段，那么我国仍处于行业规模高速增长的发展期：2008年后人均GDP突破3000美元后出现大面积的“养宠潮”，宠物产品市场也因而得到快速发展的契机；2018年我国宠物市场规模达到1708亿元，相当于2010年水平的12.2倍。尽管如此，我国宠物行业的体量仍然很小。

图 15: 各国宠物行业发展阶段对比

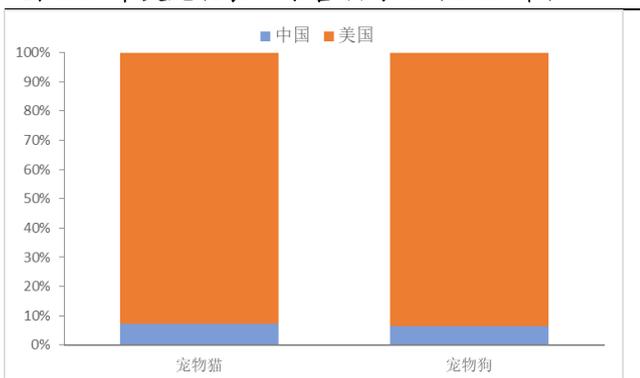
国家	萌芽期	发展期	成熟期
中国	1992-2010	2010-2020	2020-2030
韩国	1985-2009	2009-2020	2020-2030
美国	1860-1980	1980-2000	2000-2010
日本	1948-1978	1978-2000	2000-2012

数据来源：公开资料整理，东北证券

对标美国的成熟市场，我国的宠物产业落后世界领先水平20-30年，宠物食品的市场规模还不足美国的十分之一。人均宠物拥有数量少、单只宠物消费不足，导致了我国宠物消费在地理位置上的分散化。一个规模较大社区中的猫狗数量才能够支撑一家线下宠物专业门店的经营。并且线下门店规模一般较小，以美容、洗澡、寄养等服务为主，能够留给宠物产品销售的位置有限。这就导致了线下宠物门店中产品的品牌、种类单一，新品牌进店竞争激烈。而宠物产品进驻商超等零售渠道也会受到入场费、品牌知名度等限制，并且线下商超自身就在承受来自线上的竞争压力，对宠物产品行业的发展很难有加成。

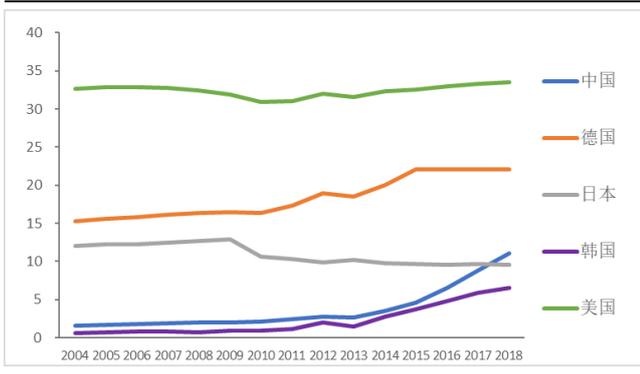
在这种情况下，电商成为新品牌快速放量最具优势的销售渠道。天猫、京东等购物平台的存在相当于将众多分散的宠物产品零售商集中起来，弥补了单一商家货源品类不足的缺点，降低了消费者的搜寻成本。电商渠道很好地利用了我国人口和宠物人口总量大但密度低的特点，通过网络拉近了买卖双方的距离，有效地解决了我国宠物产品市场不够发达的问题。

图 16: 中美宠物食品零售额对比（2018年）



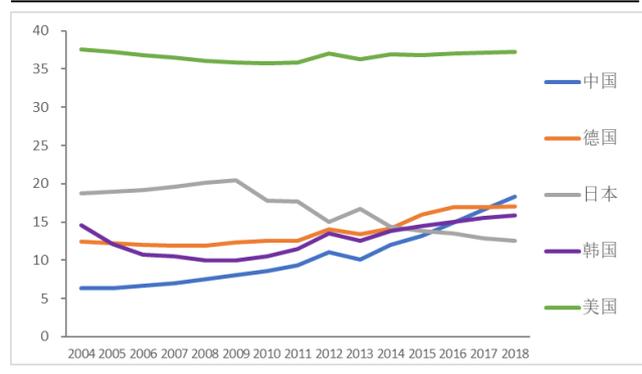
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 17: 各国拥有宠物猫的家庭占比



数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 18: 各国拥有宠物狗的家庭占比



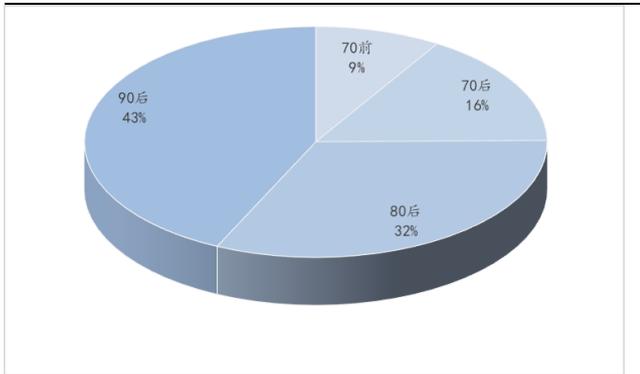
数据来源: Bloomberg, 东北证券

### 2.3. 中国养宠主力与电商用户群体匹配

宠物行业白皮书的统计显示, 中国目前养宠的主力军是 80-90 后, 占比高达 75%-79%。从职业划分, 企业员工、专业人士和事业单位员工组成的养宠群体占据总体的 50% 以上。将电商用户画像与宠物主进行匹配, 我们发现二者有着相当显著的一致性: 网购用户中 80 后和 90 后占到 75% 以上, 大多具有相对稳定的工作岗位。品牌电商用户中约 65% 有超过 3000 元的月收入, 能够承担起养育宠物猫或狗的基本支出。

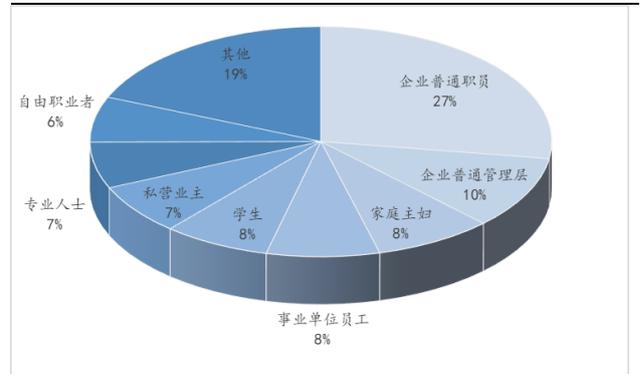
宠物主人正值青壮年, 有稳定的收入流, 消费能力较强, 有较多的时间和金钱能够被花费在宠物的饲养和其他兴趣爱好上。年轻人也更乐于接受通过电商一类的新渠道来购买宠物产品和服务, 这构成了宠物电商发展的主要动力。

图 19: 中国养宠物狗人士年龄特征



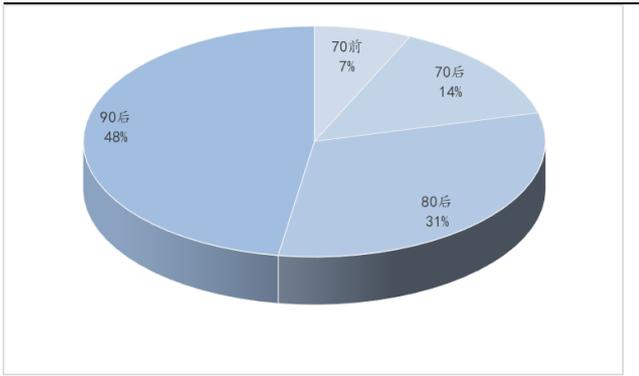
数据来源: 《2018 年宠物行业白皮书》, 东北证券

图 20: 中国养宠物狗人士职业特征



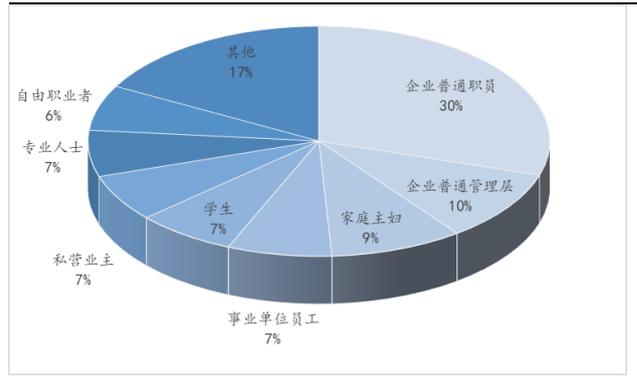
数据来源: 《2018 年宠物行业白皮书》, 东北证券

图 21: 中国养宠物猫人士年龄特征



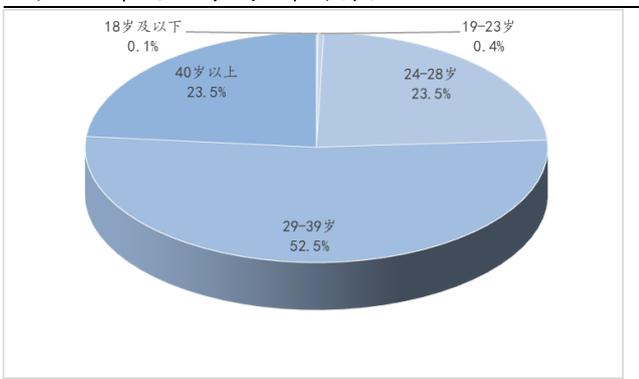
数据来源:《2018年宠物行业白皮书》, 东北证券

图 22: 中国养宠物猫人士职业特征



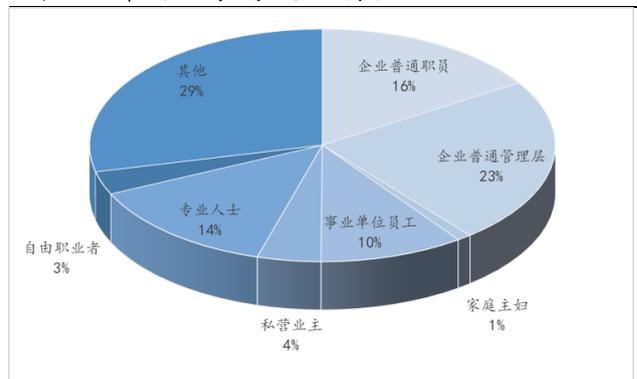
数据来源:《2018年宠物行业白皮书》, 东北证券

图 23: 中国电商用户年龄特征



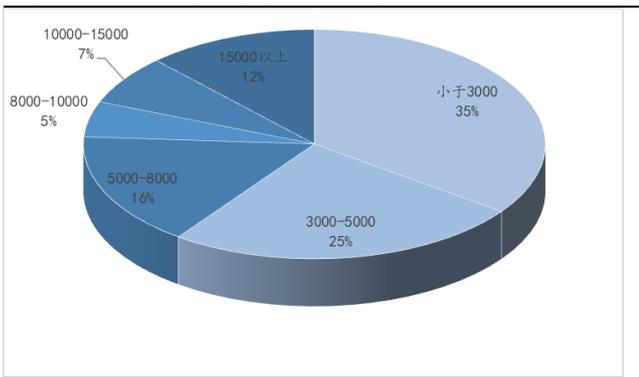
数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

图 24: 中国电商用户职业特征



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

图 25: 天猫用户群体月收入分布



数据来源: 讯飞广告平台, 东北证券

电商的主要缺点在于不能实地预览, 对产品和服务质量的预期容易发生偏差; 平台商家良莠不齐, 部分缺乏经销资质、不能提供售后服务, 买方潜在利益得不到保障。而 80-90 一代对电商优缺点比较熟悉, 能有意识地择选商家和产品, 在产品未达到预期时能通过正确方式进行维权, 部分地缓解了信息不对称问题, 进一步提升了宠物电商渠道的实用性。

从主要养宠城市和电商平台用户居住地相关性来看, 宠物市场繁荣地区也更多使用网络渠道购买商品及服务。这可能是由于特大城市中生活忙碌、压力较大, 更多年

轻居民通过养育宠物的方式来实现情感的寄托。同时，生活忙碌导致居民线下购物花费的时间成本较高，养宠人士更有可能选择电商渠道来购买宠物相关产品。

**表 1: 主要养宠地区与电商平台用户常住地**

	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	第六名
养宠城市繁荣度	北京	上海	广州	天津	成都	深圳
养宠省份繁荣度	广东	北京	上海	江苏	山东	辽宁
天猫用户分布比例	广东	北京		华东（江浙沪）		
京东用户分布比例	北京	广东	河北	山东	河南	四川

数据来源：《2018 电商行业人群洞察报告》，《2018 年中国宠物行业白皮书》，东北证券

## 2.4. 中韩运费低，电商购买适合大部分关注性价比的养宠人士

中国、韩国快递运费较低，均低于 4 美元。相比中韩，美日电商物流费用更高，只有 Amazon 旗下 Prime 会员等少数渠道能够享有免运费服务（运费还被隐含在会员费 12.99 美元/月中）。作为对比，美国汽车保有量巨大（千人保有量达到 790 辆），几乎每个家庭至少有一款汽车，同时美国大卖场发达，因此通过线下渠道购买宠物产品的成本和附加费用都极低，网购从性价比和时效性上都不占优势，这一点和中国存在极大差异。

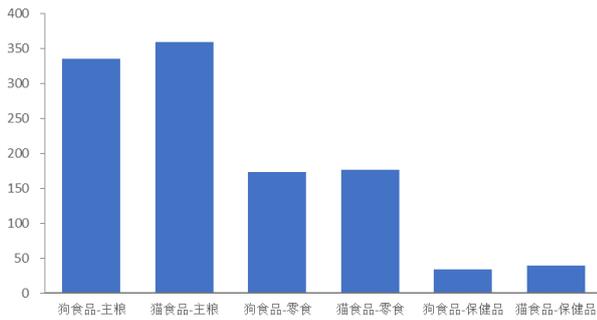
**表 2: 各国快递零售运费时效（美元，首重）**

到达时效	当日达	次日达	两日达	四日达	更长时间
顺丰	(顺丰次晨) 上浮 10%-20%	(标快) 1.7-3.6		(特惠) 下浮 20%	
韩国平均	无		1.99		
宅急送	无		(标快) 8.75-12.08		
UPS	无	40.86	无	29.36	14.1
Fedex	无	40.13	28.71	无	25.43
Amazon Prime	5.99	0	0	0	0

数据来源：公司官网，公开数据，东北证券整理

从数据来看，我国宠物主对于宠物的消费还非常有限，占总支出 60% 以上的主粮支出月均也不足 350 元，宠物主对价格仍然比较敏感。消费者希望除去商品价格本身，相关费用（包装、运输等）尽量放低，因此廉价的快递带来的高性价比对消费者有着至关重要的意义。美国宠物主支出显著更高，且大量消费宠物医疗、看护等高附加值服务，对于费用的边际提升更不敏感，对于“性价比”的追求不如中国宠物主明显。这是由两国经济发展水平和宠物市场周期所决定的。

**图 26: 2018 年中国单只宠物月均支出（元）**



数据来源：《2018年宠物行业白皮书》，东北证券

中国的物流快递业因为规模效应和完善的交运基础设施有着费用低、时效快的优势。电商卖家客单量大，能以优惠运费首重 2-8 元/单（视收货地距离远近而定）向客户发货，将物流费用的绝对值和占货物价格比例控制在一个较低的水平上。对于消费者而言，购买邻近电商卖家产品的邮费要等同甚至低于在线下购买产品隐含的交通和时间成本，网上价格又更低，这就给消费者以选择宠物电商的动力。

新零售的发展“当日达”“小时达”甚至“分钟达”等概念，目前天猫超市在上海等地已经能在 30-60 分钟内上门送达商品，克服了传统电商无法解用户“燃眉之急”的弊端。对于较为忙碌、无暇线下购买产品的饲养者，或者粗心大意、家中临时缺少必需品的宠物主，线上零售甚至比线下渠道能更快地解决问题，这无疑是非常有吸引力的。

图 27: 四通一达零售运费时效（部分）

目的地	始发地：上海		预估时间（天）
	首重 1kg	续重 1kg	
浙江, 江苏, 上海	8	2	1
北京, 广东	12	6	2
辽宁, 四川	15	8	2-3
内蒙古	8	12	4

数据来源：物流公司官网，东北证券

图 28: 天猫的新零售“分钟达”体系



数据来源：公司公告，东北证券

### 3. 电商渠道在盈利能力上并不占优

#### 3.1. 电商直营与经销的区别在营收以及销售费用

电商直营与线上/线下经销的主要区别在于收入以及销售费用的不同。首先，电商直营的优点是可以将零售价直接计入营收，但是相应的需要支付电商平台费、交易佣金、主动或被动买赠活动带来的促销费用。整体来看，京东的佣金率比天猫略高，食品类商家向京东支付 3-5% 的佣金，向天猫支付 1-2% 的佣金。

另外，销售费用也是电商直营的一大开支。运费、广告费、营销费一般占比较高。供货给经销商的情况下，公司一般每月支付大批量发货至经销商仓库的运输费用，

而电商直营需要支付货到消费者的多订单运输费用。广告费方面，平台上的流量费、展示费也是十分昂贵的，分为 CPM、CPC、CPS 等收费形式。在营销费用方面，大量的电商促销活动导致营销费用高启。在销售人员人数上以及差旅费上，电商一般小于经销，因为销售主要通过网络沟通，不需要大量与渠道商对接。

**表 3: 电商直营与线上/线下经销区别**

	电商直营	线上/线下经销	
销售费用	广告费	除展会、植入外，还有流量费、展示费	展会广告、短视频、综艺植入等
	运费	运送至消费者的快递费	大批量运送至经销商费用
	营销费	线上折扣	线下折扣
	拍摄费	对图片质量要求高	基本产品图片
	销售人员薪酬	销售人员数量一般较少	销售人员数量多
	差旅费	较少	销售人员出差较多
	平台费	收取固定费用	超市有入场费
	交易佣金	通过支付宝的每笔交易收取佣金	无
	促销费	买赠活动，折扣	经销商返点等
营收	零售价	出厂价、批发价	

数据来源：东北证券，公开资料整理

**表 4: 广告费**

	收费方式	常用客户量级	各平台产品
展示广告	CPM (Cost Per Thousand Impression)	品牌商	智展、京选展位、聚焦展位
搜索广告	CPC (Cost Per Thousand Click-Through)	大中型商家	直通车、京东快车、多多直投
交易广告	CPS (Cost Per Sales)	小型商家	淘宝客、京挑客、多多进宝

数据来源：东北证券，公开资料整理

借助大数据支持，广告投放的精准度在提升，客户转化率相应有所提升。天猫、京东的广告投放受益于母公司的多方位业务布局，可以获得用户在各个场景下的信息，对于消费者的行为喜好预测更加准确，有效提升客户转化率。例如阿里已经开始建立 Uni Marketing 系统，以用户个体为单位的、在不同平台上的数据可以被搜索串联。

**表 5: 淘宝广告及平台佣金收费模式**

	收费方式	计费模式
广告	P4P 直通车	在淘宝搜索页的竞价排名，按照 CPC 计费
	广告展示费	按固定价格或竞价 CPM 计费
	淘宝客项目	按照交易额比例收取佣金
	聚划算位置费	购买促销页面费用
交易佣金	天猫和聚划算卖家通过支付宝的每笔交易需支付 0.4-5% 的佣金	
平台费	天猫卖家向平台支付每年 1-6 万的平台费，达到一定规模后可享受 50%-100% 的年费折扣	
淘宝旺铺使用费	每月收取固定费用	

数据来源：东北证券，公开资料整理

### 3.2. 宠物公司开拓电商后毛利率上升并不明显

以服装品牌安奈儿为例，线上直营的毛利率较线下直营更低，主要因为线上产品折扣较多。为了良好的线上线下控价，公司一般采取在线上销售老款产品或者电商专供产品，保证线下利益。一般来讲，线上直营毛利率相比经销更高，但是差额不超过10%，与线下渠道相比毛利率优势也并不明显。

**表 6: 安奈儿品牌分渠道毛利率**

产品类别	2016H	2015	2014	2013
<b>线下渠道</b>	62.78%	61.87%	60.09%	57.52%
<b>直营</b>	63.43%	62.87%	62.16%	59.56%
<b>加盟</b>	59.42%	59.19%	56.02%	53.83%
<b>线上渠道</b>	58.82%	56.64%	56.83%	57.96%
<b>直营</b>	59.79%	57.00%	57.93%	59.11%
<b>加盟</b>	53.20%	54.25%	45.16%	44.88%
<b>合计</b>	62.05%	60.99%	59.70%	57.56%

数据来源：东北证券，公司公告

### 3.3. 电商直营使销售费用率上升 5-8%

目前宠物公司对于未来主营业务的规划基本一致：国内国外营收各占一半。国内营收电商渠道、线下渠道各占 50%，以自有品牌为主；国外营收以代工为主。那我们就可以选取具有类似主营业务的公司推测宠物公司未来合理的销售费用率。

$25% * 1/4 + 15% * 1/4 + 4.85% * 1/2 = 12.43%$ 。考虑到线上线下销售有可能带来  $1+1 > 2$  的规模效应，合理销售费用率可能略低于 12.43%。

目前中国主营业务聚焦于电商的消费类公司有很多，例如御泥坊、韩都衣舍、百草味、三只松鼠等等，这些公司的销售费用率集中在 20%-35%。值得注意的是，三只松鼠以及百草味的销售费用属 4 家中较低水平，且有逐年下降的趋势。这是因为这两家公司的入仓业务（商品直供天猫超市等线上 B 端）不断增加，另外，全国的仓储配送中心的布局逐步完善，提高了发货效率，并降低了物流成本的支出。以百草味为例，线上入仓渠道销售的产品比重从 2013 年占比约 1.12% 上升至 2015 年 Q3 的 18.90%，促使公司扭亏为盈。

宠物食品与人类食品的销售方式更加接近，也可以采取入仓销售，于是我们采用三只松鼠及百草味的销售费用率作为参考。在电商品牌发展初期，销售费用率约为 25%，随着入仓比例提高以及配送中心的建立销售费用率会将降低至 18%。

**表 7: 电商品牌销售费用率**

	2014	2015	2016	2017	2018Q3
<b>三只松鼠</b>	25.35%	24.35%	20.75%	17.14% (2017H)	
<b>韩都电商 (韩都衣舍)</b>	36.23%	32.99%	31.11%	28.41% (2017H)	
<b>御家汇 (御泥坊)</b>	36.91%	30.83%	35.03%	33.94%	37.70%
<b>郝姆斯 (百草味)</b>	20.18%	18.64% (2015Q3)			

数据来源：东北证券，公司公告

以线下销售为主的消费类公司我们选取主要以 2C 业务为主的调味品公司，如千禾、涪陵、恒顺、中炬等。2017 年四家公司平均销售费用率为 15%。

表 8: 线下品牌销售费用率

	2014	2015	2016	2017
千禾味业	15.14%	16.65%	20.18%	18.52%
涪陵榨菜	22.56%	20.26%	15.88%	14.44%
恒顺醋业	13.15%	14.77%	15.3%	15.16%
中炬高新	8.74%	9.8%	8.72%	11.81%

数据来源: 东北证券, 公司公告

华亨、佩蒂基本以海外营收为主, 其数据一定程度上可以作为外销企业的合理销售费用率水平。2017 年两家公司平均销售费用率为 4.86%。

表 9: 外销公司销售费用率

	2014	2015	2016	2017
华亨股份	5.21%	5.9%	5.71%	6.01%
佩蒂股份	3.49%	3.13%	3.2%	3.7%

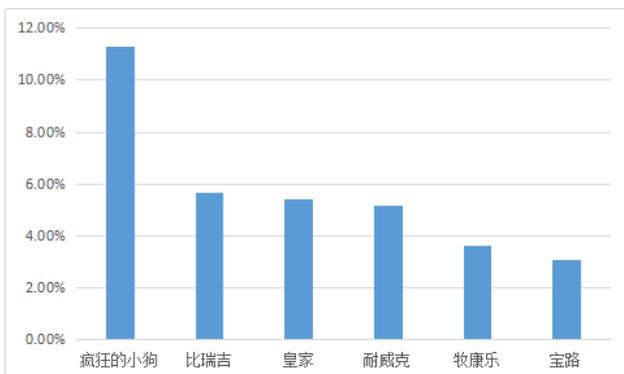
数据来源: 东北证券, 公司公告

### 3.4. 根据产品定位选择渠道, 电商更适合高性价比产品

公司需要根据产品定位选择主攻渠道, 针对年轻的养宠新人和追求高性价比的中年消费者的品牌更适合电商销售。而定位高端、超高端的新品牌则更适合从线下做起, 或者选择专业程度更高的电商平台、论坛, 逐步培育自己品牌形象。尽管电商渠道目前的销售费用高企导致净利润单薄, 但是对于新品牌来说, 电商直营能带来较大的营收规模, 迅速起量, 在行业新兴阶段占据品牌优势与规模优势。

以“疯狂小狗”为例, 公司仅仅成立两年就在狗主粮品牌成交量排名中位居第一, 比排在第二、三位的比瑞吉、皇家高出一倍左右。2017 年公司销售额超 3.2 亿元。聚焦新手市场, 打造天猫爆款。不同于其他主粮产品面向资深养宠人士的特点, 疯狂的小狗抓住了中国养宠的新手市场, 以入门级价格和简单直白的文案吸引年轻的养宠新手。疯狂的小狗主要在天猫、京东等综合类电商平台有售, 在波奇、E 宠商城等专业宠物电商平台鲜有出现。

图 29: 品牌成交量分布



数据来源: 东北证券, 宠物行业内参

图 30: 疯狂小狗卡通形象“福佳”



数据来源: 东北证券, 网络资料整理

目前两家上市公司的产品定位中, 中宠更加适合电商销售, 因为产品价位段中等,

配合促销活动，容易被追求高性价比的人群所接受。佩蒂定位高端，更加适合从线下宠物俱乐部等方式传播口碑。

另外，公司需要严格控价，保障线下经销商的利益。随着养宠人数增加，宠物渗透率提升，未来线下专业门店发展仍然值得期待。目前，公司可以通过线上副品牌、线上专供产品等方式控制价格。中宠目前采取了副品牌的措施：顽皮品牌线上线下均有，但是顽皮 happy 100 仅供线上销售。

## 4. 电商网站对比

### 4.1. 大型综合网站：天猫、京东 VS Amazon、Gmarket

#### 4.1.1 京东宠物产品入口、分类更专业

中国的养宠主主要在天猫、京东这种综合类电商购买宠物食品。美国的宠物主同样偏爱综合类电商，在亚马逊购买过宠物产品达 55%，在专业类电商购买分别为 Chewy(26%)、PetSmart(19%)、Petco(17%)。在天猫、京东、亚马逊、Gmarket 四大平台中，京东设置的宠物产品专门入口及整体分类最为便捷专业。京东有专门的宠物商品入口，分类层级清晰、类别齐全，便于消费者快速根据需求查找对应产品。而同为国内电商的天猫，按品牌、狗猫、其他宠物、宠物配件、宠物智能设备、狗狗活体等混合分类，专业性和指标的统一性稍差。在产品分类方面，Amazon 作为面向全球市场的大型综合平台，对于众多需求提供了丰富清晰的筛选条件，Gmarket 的分类排序则仅与品类销量相关，没有清晰的层级。

表 10: 各电商平台宠物产品分类对比

	界面入口	产品分类
天猫	直接展示各品类热销宠物产品	按品牌、宠物种类、宠物配件、智能设备等分类
京东	有专门宠物商品入口	按宠物种类(狗、猫、异宠、水族分类)，层次清晰，类别齐全
Amazon	“家居、厨具、家装”的子层级中寻找入口	按宠物种类和品牌分类，各品类细分筛选条件丰富
Gmarket	“爱好/音乐”的子层级中寻找入口	按照各细分品类销量排序，狗粮分类指标仅有品牌

数据来源：公开官网、东北证券

在具体产品(以狗粮为例)的选购分类方面，京东和 Amazon 的分类指标更加详细专业，为消费者提供了清晰的选购指导。在四大平台中，Gmarket 仅有品牌、干粮/湿粮两个指标，难以帮助消费者查找满足具体需求的产品。而其他三家电商均设置了品牌、犬龄、体型、价格的基础分类指标。除此之外，天猫还提供了狗粮属性分类(奶糕、专用粮、犬粮)、原产地的分类指标，体现其向全球电商平台靠拢的定位。由于国内狗粮市场中干粮占据主要份额，京东、淘宝两家平台的产品主要为干粮，无干粮/湿粮指标。Amazon 作为全球电商巨头，在产品配送、货源国等提供了筛选条件，便捷全球消费者的购买。

表 11: 各电商平台狗粮分类指标

分类指标	犬种	口味	评价	干粮/湿粮	其他
天猫	✓	✓			狗粮属性(奶糕、专用粮、犬粮)、产地、包邮等
京东	✓	✓	✓		配方、净含量、国产/进口、功效、到付、有无货等
Amazon			✓	✓	配送方式、货源国、Prime 产品、卖家

**Gmarket**

仅有品牌、干粮/湿粮

数据来源：公开官网、东北证券

#### 4.1.2 京东热销狗粮价格高于淘宝

各大平台的热销狗粮产品以通用型为主，随着价格区间的升高，消费者对产品的需求趋向于专用、营养、健康等。天猫平台的热销狗粮产品主要采取低价、通用战略，店铺经销、品牌自营均有，用户评论数主要在5万到30万之间。京东热销产品对应的消费层级更高，价格在7~15元/500g之间，以品牌自营为主。产品卖点多样，在通用的基础上更追求天然、健康和丰富的口味。同时，热销产品中皇家占据较大，体现出强大的品牌效应。Amazon和Gmarket热销狗粮的价格稍高于京东，适用犬种方面更加专门化，追求健康和口味。由于在两家平台的销售模式中，客户评论数对消费者起到的引导作用较弱，Amazon和Gmarket热销产品的评论数远少于国内的淘宝和京东。

**表 12: 各平台热销狗粮产品特点**

	价格区间	适用犬种	店铺类型	评论数	关键卖点
天猫	主要为 2.7~3 元/500g 及 10-14 元/500g	大部分通用， 少数小型犬专用	经销、自营	主要为 5 万~30 万， 最高约 65 万	通用
京东	主要为 7~15 元/500g	几乎均为通用型	品牌自营为主	主要为 4 万~7 万、 40 万~60 万	通用、健康、口味
Amazon	主要为 10~15 元/500g	成犬和通用型为主	品牌自营为主	1000~6000	无谷、健康
Gmarket	主要为 13~25 元/500g	小中型犬和通用型为主	经销	4000~5500	健康、口味

数据来源：公开官网、东北证券

各大平台的热销猫粮价格断层较明显，主要采取低价\高端优质两种战略，京东平台在国内猫粮市场优势明显。天猫热销猫粮的价格区间为 2~8 元/500g 及 10~25 元/500g，卖点上通用仍占多数。京东热销猫粮的价格差别更大，高价区间达到 33~38 元/500g，在四家平台中为最高。产品专用性更强，均为品牌自营，评论数远超淘宝，体现出国内消费者对猫粮较高层次的消费需求。京东销量前十的猫粮中皇家品牌占七个，更体现出京东品牌自营的强大吸引力。Amazon和Gmarket热销猫粮的定价适中，产品既有全年龄通用型，也有成猫专用型。评论数较少，卖点多样，这与狗粮相似。

**表 13: 各平台热销猫粮产品特点**

	价格区间	适用阶段	店铺类型	评论数	关键卖点
天猫	主要为 2~8 元/500g 及 10~25 元/500g	大部分全年龄 少数幼猫专用	经销、 品牌自营	主要为 7 万~10 万及 20~30 万	通用、天然
京东	主要为 33~38 元/500g 及 5~10 元/500g	幼猫、成猫	品牌自营	主要为 45 万~65 万	营养、天然
Amazon	主要为 10~20 元/500g	全年龄、成猫	品牌自营	600~2000	口味、天然
Gmarket	主要为 5~7 元/500g 及 20~30 元/500g	全年龄、成猫	经销	2500~8000	健康、口味、无谷

数据来源：公开官网、东北证券

#### 4.1.3 天猫和京东旗下的超市平台宠物食品对比

京东超市宠物食品品牌和产品数量更丰富，但两家平台的界面设计均有不足之处。天猫超市的品牌分类中狗粮和猫粮品牌数分别为 17 和 18，京东超市则分别为 123 和 106。由于品牌和产品数量较少，天猫超市没有宠物产品独立入口，且缺少宠物“主粮”分类，需在搜索框手动检索。在京东超市入口下，将宠物产品按销量排序时所显示产品仍有大量非京东超市产品，需进一步手动输入“京东超市”进行筛选。

天猫超市热销宠物粮整体价格偏高，但低于品牌旗舰店。天猫超市热销狗粮的价格区间为 9~15 元/500g 及 26~38 元/500g，热销猫粮的价格区间为 12~20 元/500g 及 27~35 元/500g。京东超市热销狗粮的价格区间为 4~20 元/500g，热销猫粮的价格区间为 4~10 元/500g 及 17~37 元/500g。两大超市与各自品牌旗舰店相比，同一款热销狗粮产品，天猫超市的价格比天猫旗舰店略低，京东超市和京东自营相等，但天猫旗舰店可包邮，天猫超市和京东超市分别需 88 元以上和 99 元以上才可免除运费。

图 31: 同款狗粮在天猫旗舰店、天猫超市、京东超市（京东自营）价格对比



数据来源：公开官网、东北证券

## 4.2. 专业宠物网站：波奇、E宠 VS PetSmart

### 4.2.1 各网站商品分类对比

E宠网商品分类最清晰，专业性更强，PetSmart 界面简洁，按品牌选购入口十分便捷。波奇和 E宠网站整体都按照宠物种类分类，再根据用途细分品类。相较而言，E宠网的分类设置更全面且详细，界面左栏的用途分类发挥了更直接的引导作用，首页醒目的“每日疯抢”可显著鼓励消费者购物。而波奇网在首页提供的“波奇服务”较为独特，可由平台直接提供宠物清洁、保健等上门服务。PetSmart 作为线上线下结合的美国宠物零售巨头，在 2017 年 4 月以 33.5 亿美元的价格收购了同类型产品电商网站 Chewy.com，进一步完善了在电商渠道的布局。PetSmart 网站整体界面简洁美观，由于与众多品牌合作，它在首页专门设置了按品牌选购的入口，且与其他平台按销量或广告费展示品牌的做法不同，PetSmart 按首字母展示品牌，对于有特定品牌需求的用户来说更加方便定向查找。

图 32: 波奇网整体商品分类



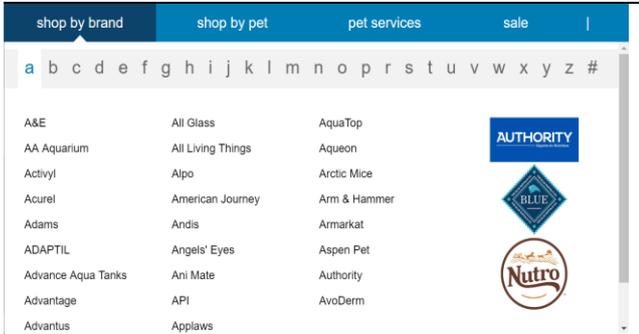
数据来源: 公开官网、东北证券

图 33: E宠网整体商品分类



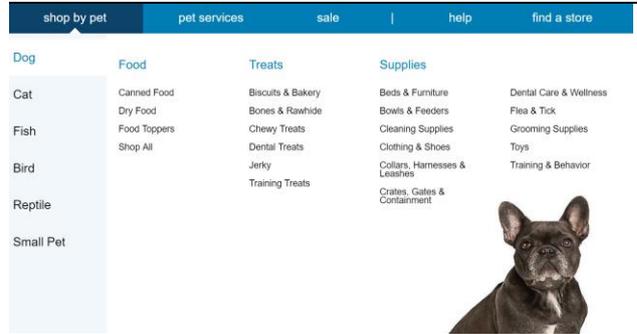
数据来源: 公开官网、东北证券

图 34: PetSmart shop by brand



数据来源: 公开官网、东北证券

图 35: PetSmart shop by pet



数据来源: 公开官网、东北证券

在具体产品(以狗粮为例)的选购分类方面,三家平台各有优缺, PetSmart 的分类指标最全面详细。三家平台都设置了品牌、适用犬龄、体型、规格、功效等基础指标。除此之外,波奇网还提供适用犬种、产地、口味分类,且浏览产品时会直接显示每斤单价,便于消费者比价。E 宠网则提供狗粮颗粒大小、单斤价格区间、配方等指标。PetSmart 对狗粮本身的属性进行了更多区分,包括 canned food、dry food、food toppers、fresh food、frozen food、milk replacers、veterinary diets 等,以及用户评分、线上/门店有售、营养成分、颗粒大小、产品关键词等,十分详细。

图 36: 波奇网狗粮分类



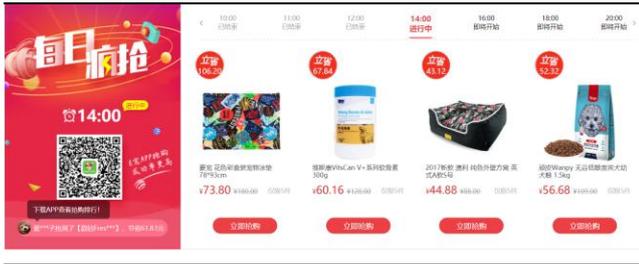
数据来源: 公开官网、东北证券

图 37: E宠网狗粮分类



数据来源: 公开官网、东北证券

图 38: E 宠网“每日疯抢”鼓励消费作用显著



数据来源: 公开官网、东北证券

图 39: 波奇网产品直接显示每斤单价, 便于比价



数据来源: 公开官网、东北证券

#### 4.1.2 各平台热销宠物商品 (以狗粮、猫粮为例) 对比

E 宠网热销狗粮定价相对较高, 用户反馈更佳。三大专业宠物平台均与品牌合作, 厂商直销, 保证正品。热销产品特点也相似, 价位偏中高端, 适用犬种专业化, 追求营养和配方。而在用户评论数上, E 宠网表现更佳。PetSmart 与国内网站相比, 热销产品更多为中大型犬。

E 宠网热销的高端猫粮定价最高, 且偏向全猫龄通用。波奇网热销猫粮的价格区间相对居中, PetSmart 的热销猫粮均为罐装, 且为成猫专用。

表 14: 三大专业宠物电商热销狗粮特点

	价格区间	适用犬种	店铺类型	评论数	关键卖点
波奇	主要为 12~15 元/500g 及 30~40 元/500g	小型幼犬、成犬	品牌自营	2000 左右	营养、正品
E 宠	多数为 28~36 元/500g 少数为 8~18 元/500g	幼犬、成犬	品牌自营	1 万~2 万	配方 (低敏、天然、无谷、果蔬等)、正品
PetSmart	主要为 11~20 元/500g	中大型成犬	品牌自营	多数为 5~30 少数为 100~60	无谷、营养

数据来源: 公开官网、东北证券

表 15: 三大专业宠物电商热销猫粮特点

	价格区间	适用阶段	店铺类型	评论数	关键卖点
波奇	主要为 27~35 元/500g 及 13~22 元/500g	幼猫、成猫	品牌自营	大多数 700~1000 最高 7000+	营养、专用
E 宠	主要为 70~90 元/500g 及 8~17 元/500g	大部分全猫龄	品牌自营	主要为 2000~5000 及 8000~12000	功效、营养
PetSmart	主要为 13~30 元/500g	成猫	品牌自营	主要为 300~1000	营养

数据来源: 公开官网、东北证券

## 5. 投资建议

### 5.1. 电商渠道布局完成的中宠股份

中宠股份旗下顽皮品牌在零食领域品牌认可度很高, 旗下大部分品牌的价格档定在中等价位, 符合大量宠物主的购买水平, 更适合于电商渠道销售。公司于 2018 年三季度末完成国内市场的电商渠道布局, 四季度电商渠道开始发力, 从原来的以经

销为主转变为直营为主，目前处于快速发展期。中宠对于国内渠道采取电商为重，多品牌发展的模式。并且以股权投资的形式与多个电商团队合作，例如俊慕电子、威海粉橙、云吸猫、云宠智能、宁波冠纯，实现了旗下品牌的专业化运营。另外，公司除品牌旗舰店的运营外还将开设卖场型旗舰店，利用和品牌方以及其他资源对接获取的优势，在品牌和品类上充分满足消费者的需求。

表 16: 公司国内销售渠道划分 (万元)

	2016 年度		2018 年度 (估计)	
	金额	比例	金额	比例
直销	979.9	9.53%	13500+	45.76%+
经销-电商渠道	3666.55	35.65%		
经销-商超渠道	1194.5	11.61%		
经销-专业渠道	4444.62	43.21%		

数据来源: 东北证券, wind

图 40: 公司国内销售渠道划分



数据来源: 东北证券, wind

未来三年，公司国内目标年均营收增速 100%，在目前宠物行业大发展的环境下，公司短期内业绩实现难度不大，看好 2019 年业绩增长。利润端受到毛利率以及销售费用率影响较大。随着研发水平提高以及产品结构改善，公司毛利率上行概率大。公司仍会大量投放销售费用，但预计销售费用率增长幅度较 18 年稍缓，利润拐点或将显现。

## 5.2. 逐步发力国内市场的佩蒂股份

随着人民生活水平的提高，饲养品种宠物的人数在增加，但是宠物消费能力仍有待增强，宠物食品消费水平和品种宠物存在部分错位，高端市场发展空间大。另外，进口政策方面也利好国内高端品牌以及澳大利亚、新西兰进口品牌的发展。根据我国《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》，非经向农业部审查合格并颁发饲料、饲料添加剂进口等级证，境外企业不得直接在中国境内销售进口饲料。

佩蒂在新西兰生产的高端主粮和零食会在 2019 年于国内面市。高端产品的销售路径与中低端差别较大：一般需要通过海外成熟市场的验证；利用线下专业门店、医院渠道推广；举办宠物俱乐部、会所等高端养宠人士聚集的小型活动，以精准达到高端人群。

2018 年，佩蒂股份同时加强了线上布局以及线下布局。在杭州成立了佩蒂智创全资子公司，已经组建 50 人左右的团队，借助杭州在电商领域的区位优势，专门从事国内市场的开发。目前公司在国内品牌布局以中等价位的禾仕嘉以及 Meatyway 为主，这两个品牌比较适合电商渠道的推广。线上方面，公司通过加强与第三方平台如天猫、京东的合作，并且以股权形式投资了 E 宠商城；线下方面，加强专业渠道的布局，如宠物医院、宠物门店以等，从而实现全渠道布局。尽管佩蒂股份的国内市场布局晚于中宠，旗下品牌的市场认知度较低，但受益于行业大发展，公司高速增长可确定性强。

### 分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

熊鹏: 上海交通大学与挪威科技大学工学双硕士。2017年起从事卖方研究工作, 2018年加入东北证券食品饮料组。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn