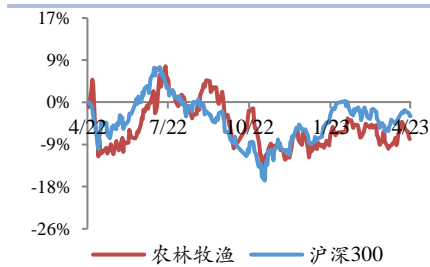


“它”经济百花齐放，宠物食品行业发展趋势观察

行业评级：增持

报告日期：2023-04-15

行业指数与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1.《宠物系列研究之二：从乖宝看宠物食品自有品牌何以突围》2022-01-24
- 2.《宠物系列研究之三：以源飞宠物看国产宠物产品出海战略》2022-9-29
- 3.《宠物系列研究之四：国产自有品牌先行者，乖宝宠物资本扬帆》2022-11-1

主要观点：

●美国宠物市场持续发展，高通胀下消费韧性显现

据美国宠物用品协会（APPA）数据，美国宠物市场销售额在高宠物渗透率和超预期通胀的影响下保持较快增长，2022年美国宠物市场销售额超过1368亿美元，同比增长10.7%，其中，宠物食品销售额627亿美元，同比增长16.2%，宠物食品在人宠情感联结下消费韧性显现。

养宠习惯进一步迭代，细分市场挖掘和人性化概念兴起为美国宠物行业发展提供动力。宠物主对宠粮的选择逐渐向健康化、功能化、人性化方向发展，天然粮、无谷粮以及有机宠粮越来越受到宠物主认可，同时DTC（直接面对消费者）宠物食品品牌在在线支付和精致喂养趋势下迅速崛起，越来越多的线下实体零售品牌逐渐与电子商务模式融合以满足消费者个性化需求。

在供应链问题和超预期通货膨胀影响下，美国宠物产品成本及销售价格持续提升。海外宠物市场销售额快速增长或更多受宠物相关产品价格高企推动，伴随未来通胀下行趋势演绎，美国宠物市场规模或回归平稳增长。美国宠物用品协会预计2023年美国宠物行业销售额有望超过1436亿美元，同比增长5.0%，宠物食品仍是发展较快的细分市场，2023年宠物食品零食销售额有望增至627亿美元，同比增长7.9%。

●国内宠物消费维持高景气，猫经济表现亮眼

据宠物行业白皮书数据，2022年我国城镇犬猫宠物消费市场2706亿元，同比增长8.7%，其中，2022年宠物食品市场份额50.7%，同比下降0.8个百分点，仍为宠物行业最大的细分市场。从宠物主层面看，新晋宠物主数量增长明显，宠主年龄呈现两端增长态势，年龄层分布变化与单身经济、银发经济发展趋势相契合，消费意愿和消费能力较强的两类养宠群体有望推动宠物行业持续扩容。从消费趋势看，消费升级与追求性价比趋势共存，布局趋势性品类以及差异化产品有望获取更为确定的增长；犬主粮方面，膨化粮和冻干粮为宠物主主要偏好选择的主粮产品，2022年偏好渗透率同比分别提升5.1和6.0个百分点；猫主粮方面，工艺升级的烘干粮和冻干粮渗透率增长较快，冻干猫粮成为最受宠物主偏好的主粮品类。部分新晋宠物主仍处于由基础饲养向健康饲养、精致饲养发展的阶段，伴随养宠经验以及观念的发展，优质产品和细分品类仍有较大发展空间。

海外出口方面，受海外市场通胀压力以及海外客户调整库存周期影响，宠物食品出口承压，2023年1、2月零售包装宠物食品出口数量同比分别下降34.2%、12.9%，出口金额分别同比下降26.9%和6.8%，出口量同比下滑有所收窄，预计随着海外库存逐渐消化，宠

物食品出口未来有望持续迎来边际改善。

● **风险提示**

原材料价格波动风险；国内宠物市场开拓不达预期风险；市场竞争加剧风险等。

正文目录

1 海外宠物市场持续发展，高通胀下消费韧性显现.....	5
2 国内宠物消费维持高景气，猫经济表现亮眼.....	9
风险提示:	15

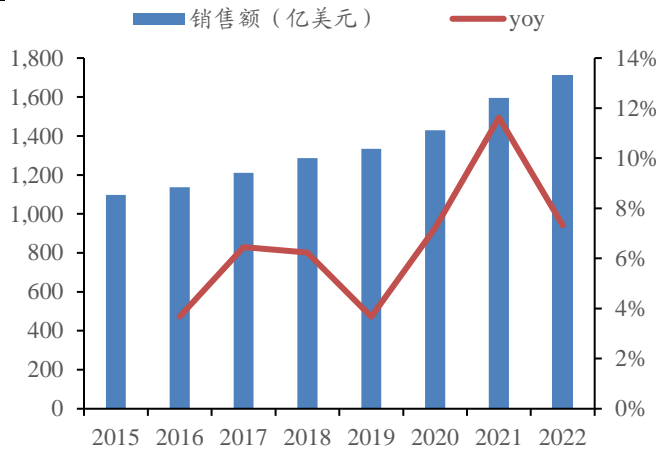
图表目录

图表 1 2015-2022 全球宠物护理行业销售额及 YOY	5
图表 2 2015-2022 全球宠物食品市场规模及 YOY	5
图表 3 宠物食品行业全球行业竞争格局	5
图表 4 2016-2023E 美国宠物市场消费额变化及 YOY	6
图表 5 2021-2023E 美国宠物市场分品类销售额, 亿美元	6
图表 6 2023E 美国饲养不同品类宠物家庭数量	6
图表 7 2023E 美国宠物主年龄结构 (按世代划分)	6
图表 8 2021-2023 美国食品及宠物食品 CPI 变动	7
图表 9 2021-2023 年美国单位宠粮价格变动情况	7
图表 10 2023 美国部分宠粮新品展示	7
图表 11 2017-2022 年美国宠物电商渠道占比	8
图表 12 2021 年在线宠物电商平台竞争格局	8
图表 13 2017-2022 年美国宠物电商渠道占比	8
图表 14 2021 年北美消费者支付方式偏好	8
图表 15 城镇犬、猫消费市场规模变化, 亿元	9
图表 16 城镇犬猫数量变化趋势, 万只	9
图表 17 2022 我国不同品类宠物市场规模占比	10
图表 18 2021-2022 宠物食品细分市场占比变化	10
图表 19 2022 年宠物主年龄层占比变化	10
图表 20 2021-2022 年不同线城市宠物主占比变化	10
图表 21 2021-2022 年宠物主养宠年龄占比	11
图表 22 2021-2022 年不同线城市宠物主养宠年龄占比	11
图表 23 不同工艺宠物主粮产品特点	11
图表 24 2021-2022 犬主粮购买品类偏好变化	12
图表 25 2021-2022 猫主粮购买品类偏好变化	12
图表 26 不同线城市宠物产品消费动因占比	12
图表 27 2022 年淘宝平台猫主粮购买影响因素	12
图表 28 宠物主饲养观念逐渐更新	13
图表 29 猫主粮购买渠道偏好	13
图表 30 猫零食购买渠道偏好	13
图表 31 2021-2022 年天猫双十一宠物销售额及增速	14
图表 32 2020-22 年天猫双十一全价猫主粮销售额及增速	14
图表 33 天猫宠食销售额及环比变化, 亿元、%	14
图表 34 天猫分品类宠食销售额, 亿元	14
图表 35 2021-2022 零售包装宠物食品出口数量及增速	15
图表 36 2021-2022 零售包装宠物食品出口金额及增速	15

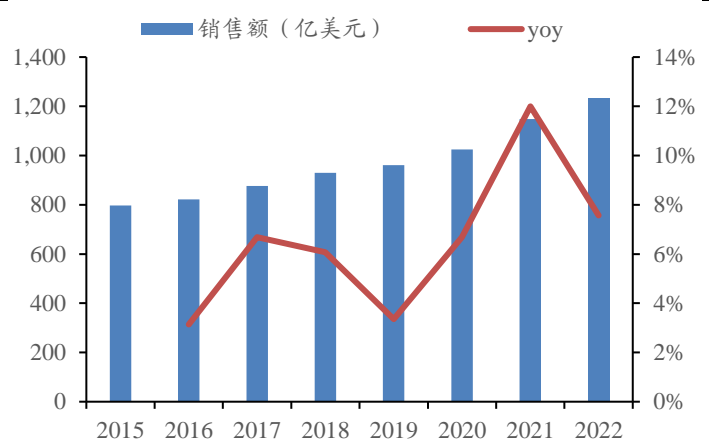
1 海外宠物市场持续发展，高通胀下消费韧性显现

宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务已发展成为居民日常消费的重要组成部分。Euromonitor 数据显示，2015-2022 年全球宠物护理行业销售额从 1096.9 亿美元增长至 1712.6 亿美元，年复合增长率 6.6%；其中 2022 年全球宠物食品市场销售额达 1234.9 亿元，同比增长 7.6%。

图表 1 2015-2022 全球宠物护理行业销售额及 yoy



图表 2 2015-2022 全球宠物食品市场规模及 yoy



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

全球宠物食品竞争格局较为稳定，市场份额以美国公司为主导，呈两超多强格局。玛氏和雀巢公司旗下产品线品牌矩阵完整，价格带全方位覆盖，凭借其综合实力在全球宠物食品市场中占据绝对优势，市占率分别为 21.2% 和 19.8%。

图表 3 宠物食品行业全球行业竞争格局

排名	公司	国家	市场份额
1	Mars Petcare Inc 玛氏	美国	21.2%
2	Nestlé SA 雀巢	美国	19.8%
3	Colgate-Palmolive Co 高露洁棕桐	美国	4.9%
4	JM Smucker Co, The JM 斯马克	美国	3.4%
5	General Mills Inc 通用磨坊	美国	3.2%
6	Spectrum Brands Holdings Inc 品谱	美国	1.2%
7	Agrolimen SA	西班牙	0.9%
8	Grandfood Industria e Comercio Ltda	巴西	0.9%
9	Inaba Pet Food Co Ltd 稻叶宠物食品株式会社	日本	0.7%
10	Champion Petfoods LP 冠军 (玛氏收购)	加拿大	0.7%

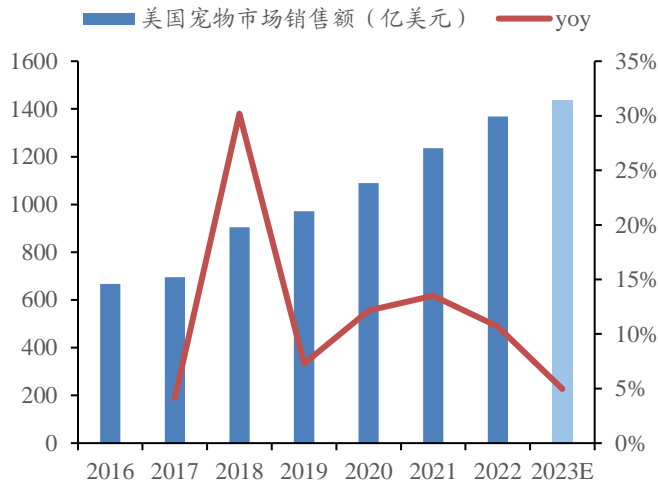
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

作为全球最大的宠物市场，2022 年美国宠物行业在高宠物渗透率和超预期通胀的影响下实现较快发展，根据美国宠物用品协会 (APPA) 数据，2022 年美国宠物市场销售额超过 1368 亿美元，同比增长 10.7%。其中，宠物食品零食销售额 581 亿美元，同比增长 16.2%，兽医护理及产品销售额 359 亿美元，同比增长 4.7%；宠物用品、活体及 OTC 药物销售额 315 亿美元，同比增长 5.7%，其他宠物服务销售额 114 亿美元，同比增长 20.0%。

美国宠物用品协会预计 2023 年美国宠物市场保持稳健发展，行业销售额有望

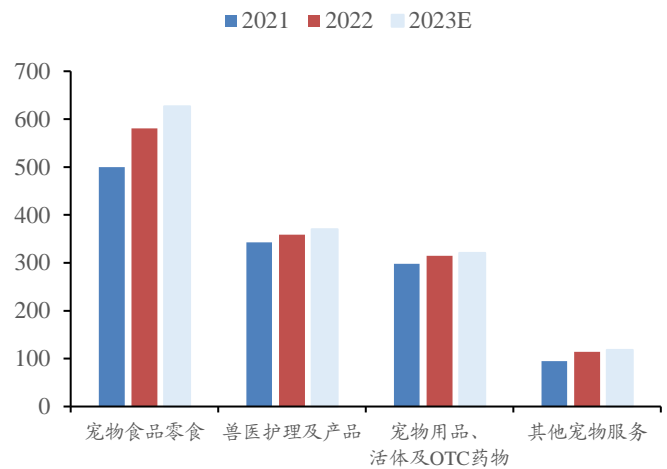
超过 1436 亿美元，同比增长 5.0%，宠物食品行业为发展最快的细分市场，预计 2023 年宠物食品零食销售额 627 亿美元，同比增长 7.9%。

图表 4 2016-2023E 美国宠物市场消费额变化及 yoy



资料来源：APPA，华安证券研究所

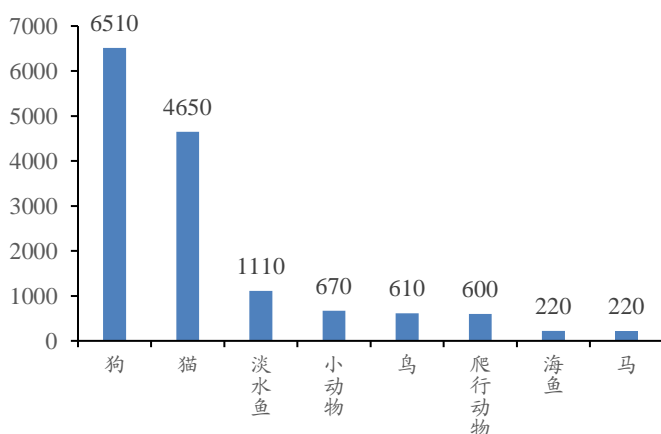
图表 5 2021-2023E 美国宠物市场分品类销售额，亿美元



资料来源：APPA，华安证券研究所

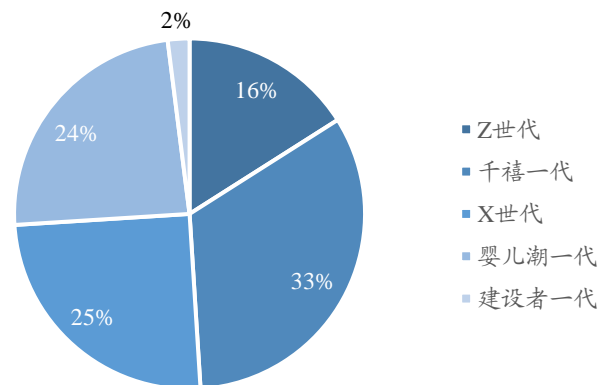
根据 2023-2024 年 APPA 美国宠物主人调查数据，美国约有 66% 的家庭饲养宠物，宠物主数量达 8690 万户，其中预计拥有宠物猫、宠物狗的家庭数量分别为 4650 万和 6510 万户，有相当一部分的美国家庭拥有多只宠物。从宠物主年龄结构来看，全美 Z 世代和千禧一代宠物主数量继续上升，并首次与 X 世代和婴儿潮一代宠物主数量持平，年轻化的消费者情感消费趋势明显，对新鲜事物接受度更高，日益年轻化的宠物消费群体有望为宠物市场持续发展提供动力。

图表 6 2023E 美国饲养不同品类宠物家庭数量



资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 7 2023E 美国宠物主年龄结构（按世代划分）

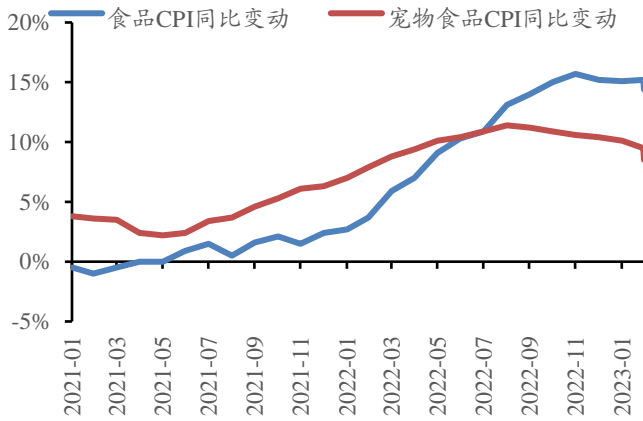


资料来源：APPA，华安证券研究所

在供应链问题和超预期通货膨胀影响下，美国宠物产品成本及销售价格持续提升。根据美国劳工统计局 (BLS) 数据，2023 年 3 月美国宠物食品及用品 CPI 同比上涨 10.3%，其中宠物食品同比上涨 14.4%，远高于整体食品 8.5% 的同比上涨。受宠物食品刚需属性影响，海外宠物市场销售额快速增长或更多受宠物相关产品价格高企推动，伴随未来通胀下行趋势演绎，美国宠物市场规模或回归平稳增长。另

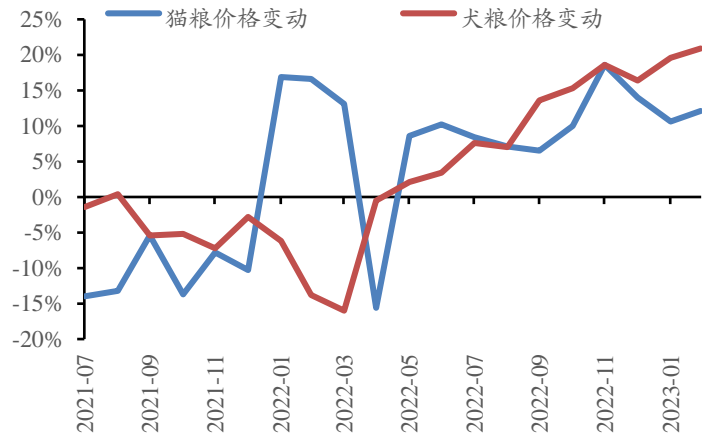
一方面，通胀压力也对美国宠物主的消费决策造成一定影响，消费者洞察平台 Zappi 通过对一千名宠物主调研显示，约一半的宠物主在过去一年曾尝试采取措施降低宠物的护理成本。

图表 8 2021-2023 美国食品及宠物食品 CPI 变动



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2021-2023 年美国单位宠粮价格变动情况



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

注: 模型 sku 数量选择存在月度变化

养宠习惯进一步迭代，细分市场挖掘和人性化概念兴起为行业发展提供动力。伴随宠物主在疫情期间与宠物联系的加强，宠物食品的选择也逐渐向健康化、功能化、人性化方向发展，天然、无谷粮以及有机宠粮越来越受到宠物主认可，部分宠粮公司正在逐渐淘汰人工添加剂并采用天然抗氧化剂进行替代，部分宠物主也会适当使用新鲜食材为宠物自制食物。

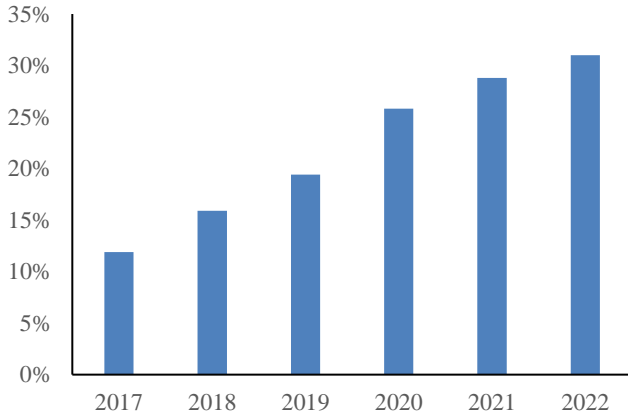
图表 10 2023 美国部分宠粮新品展示

产品	产地	推出时间	图例	配方介绍
Nature's Logic 有益饼干	美国	2023		功能性狗粮，采用纯天然成分，推出针对狗狗常见健康问题的三种烘焙配方（镇静支持、皮肤和毛发护理以及帮助消化）。
Frankly Pet 膨化胶原蛋白零食	美国	2023		牛肉膨化零食，配方中含有高含量的胶原蛋白和蛋白质，以支持毛发、骨骼、关节以及指甲和牙齿的健康。
PHOENIX — Artie™ 自制犬粮	美国	2023		预制混合冻干和脱水的肉类、水果、蔬菜以及谷物，消费者通过料理机自制犬餐。
Full Moon Pet 冻干粮	美国	2023		人类食品级犬粮，使用农场饲养的、经美国农业部批准的蛋白质和其他天然原料，配方不含谷物及添加剂。

资料来源：华安证券研究所整理

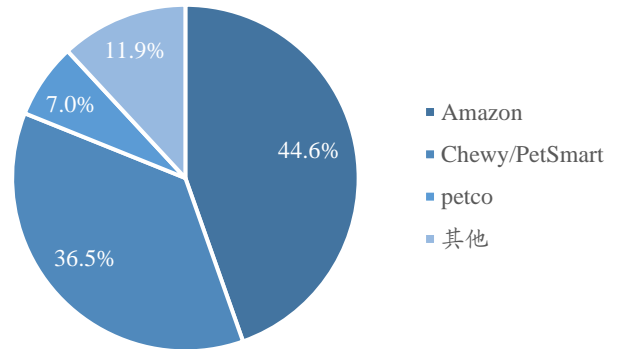
疫情期间电子商务的加速发展推动了消费者在线购物习惯的形成，美国电商渠道销售份额持续提升，部分线下专业宠物渠道呈现与电子商务融合趋势。2017-2022年，美国宠物行业在电商渠道的销售占比从11.9%提升至31.0%，累计增加19.1个百分点。宠物食品品牌商以及专业宠物门店开始越来越多使用“大数据”和算法来分析和满足消费者的需求，提供更加个性化、更加便捷的在线服务。

图表 11 2017-2022 年美国宠物电商渠道占比



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

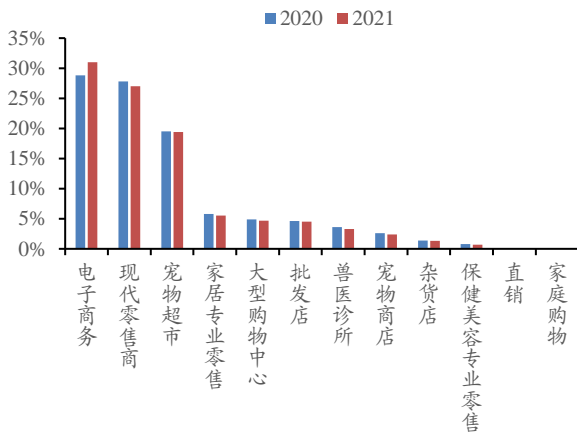
图表 12 2021 年在线宠物电商平台竞争格局



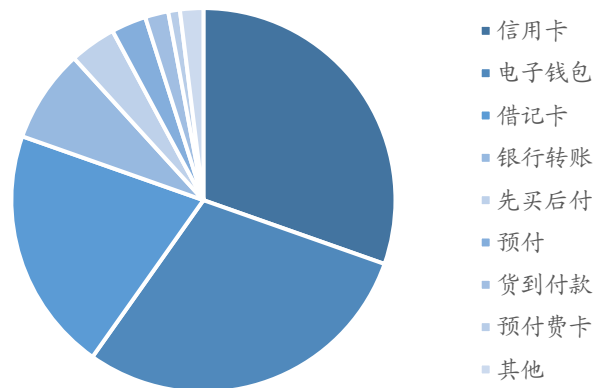
资料来源：IBIS World、Capstone Partners、华安证券研究所

消费和支付习惯的变化带动了新兴品牌发展，DTC（直接面对消费者）宠物食品品牌迅速崛起。随着线上支付以及消费者购买需求的增加，影响消费者做出购买决定的因素不断增加，据 MRI Simmons 调研数据，在网购前会参考客户评论的成年消费者比例从 2012 年的 59% 增长至 2022 年的 81%，认为在线购物免运费有吸引力的消费者比例从 2012 年的 62% 增加至 2022 年的 81%。DTC 宠物食品品牌一方面适配在线购物的便利性，实现快速送货上门；另一方面可以通过多种途径直接触达消费者，为宠物主提供符合宠物个体差异的新鲜定制化产品。2023 年 3 月，Petco 宣布与 Freshpet 合作为顾客提供定制化的新鲜宠物食品，实体零售逐渐与电子商务模式融合以满足消费者个性化需求。

图表 13 2017-2022 年美国宠物电商渠道占比



图表 14 2021 年北美消费者支付方式偏好

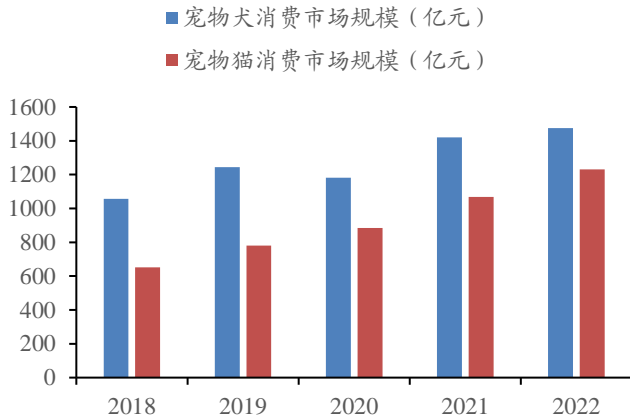


2 国内宠物消费维持高景气，猫经济表现亮眼

宠物消费市场持续扩容，猫经济表现亮眼。根据宠物行业白皮书数据，2022年我国城镇犬猫宠物消费市场达 2706 亿元，同比增长 8.7%，其中犬消费市场 1475 亿元，增长同比放缓至 3.1%；猫消费市场规模达 1231 亿元，同比增长 16.1%。从养宠数量来看，2022 年我国城镇犬猫数量 11655 万只，同比增长 3.7%，其中宠物犬数量 5119 万只，同比减少 5.7%，宠物猫数量 6536 万只，同比增长 12.6%。我们认为宠物猫饲养数量的强势提升主要原因在于：

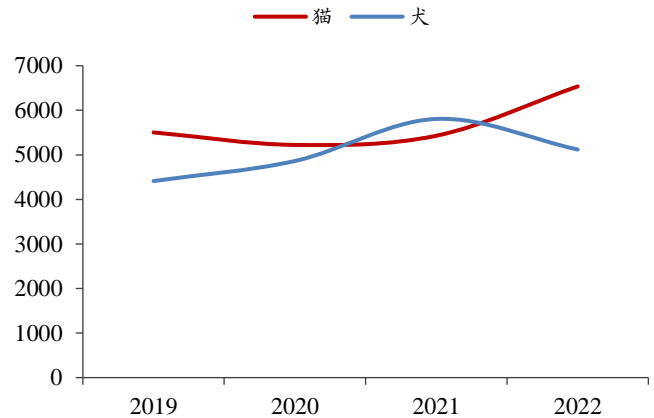
- 1、宠物猫独立性较强，相对于需要每天散步的宠物犬更加适合忙碌的城市节奏；
- 2、宠物猫饲养成本相对较低。2022 年单只宠物犬年均消费 2882 元，同比增长 9.4%，单只宠物猫年均消费 1883 元，同比增长 3.1%，宠物犬年均消费明显高于宠物猫，且差距较 2021 年有所增加；
- 3、宠物猫体型较小且对活动空间要求较低，更加符合城镇住房以及单身人群的养宠需求。

图表 15 城镇犬、猫消费市场规模变化，亿元



资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

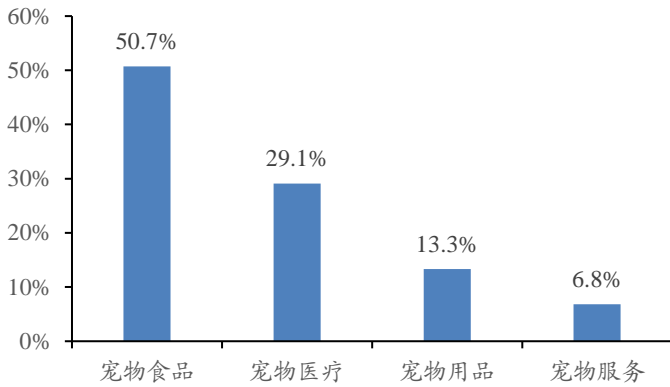
图表 16 城镇犬猫数量变化趋势，万只



资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

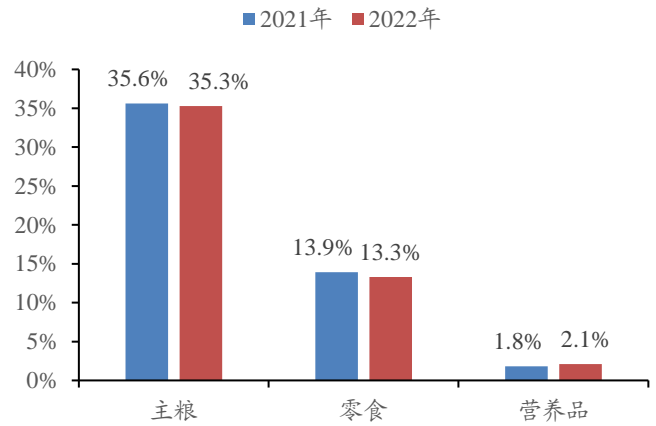
宠物食品消费占比微降，精细化需求带动细分市场发展。2022 年宠物食品市场份额占比为 50.7%，同比下降 0.8 个百分点。宠物医疗市场份额占比 29.1%，同比下降 0.1 个百分点。宠物用品和宠物服务市场份额占比分别为 13.3%和 6.8%，对比海外市场仍有较大提升空间。

图表 17 2022 我国不同品类宠物市场规模占比



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 18 2021-2022 宠物食品细分市场占比变化

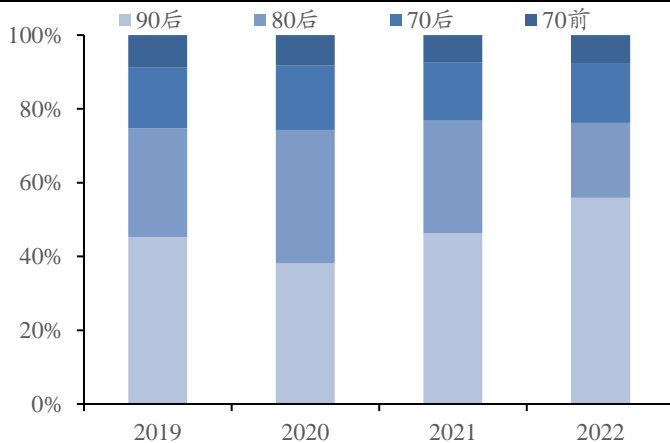


资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

宠物主年龄层呈现两端增长态势，90 后宠物主占比超半数。据宠物行业白皮书数据，2022 年我国 90 后宠物主占比达 55.9%，同比增加了 9.6 个百分点，其中 95 后宠物主占比达 36.8%；80 后宠物主占比下降至 20.3%，同比下降 10.2 个百分点，70 后宠物主 16.2%，同比提升 0.5 个百分点。我们认为宠物主年龄层分布变化与单身经济、银发经济发展趋势相契合，消费意愿和消费能力较强的两类养宠群体有望推动宠物行业持续扩容。

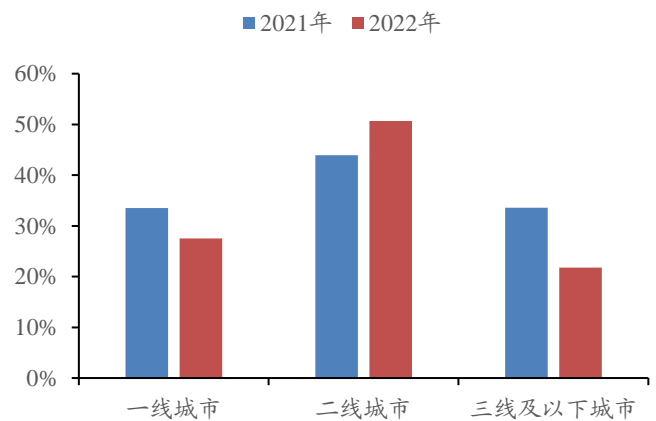
新晋宠物主增加，二线城市宠物主数量明显上升。宠物行业白皮书数据显示，2022 年一线城市宠物主占比为 27.5%，同比下滑 6.0 个百分点，二线城市占比提升至 50.7%，同比提升 6.8 个百分点。亚宠研究院调研数据同样表明，2022 年养宠时间在 3 年及以下的养宠人群占比快速增长，其中以二线城市新晋宠物主数量增长最为明显。

图表 19 2022 年宠物主年龄层占比变化



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

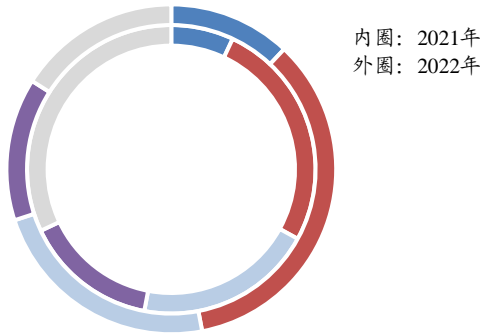
图表 20 2021-2022 年不同线级城市宠物主占比变化



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

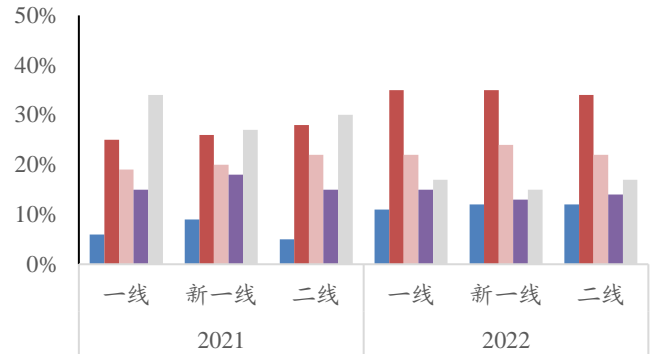
图表 21 2021-2022 年宠物主养宠年龄占比

■ 一年及以下 ■ 2-3年 ■ 4-5年 ■ 6-8年 ■ 9年及以上



图表 22 2021-2022 年不同线级城市宠物主养宠年龄占比

■ 一年及以下 ■ 2-3年 ■ 4-5年 ■ 6-8年 ■ 9年及以上



资料来源：亚宠研究院，华安证券研究所

资料来源：亚宠研究院，华安证券研究所

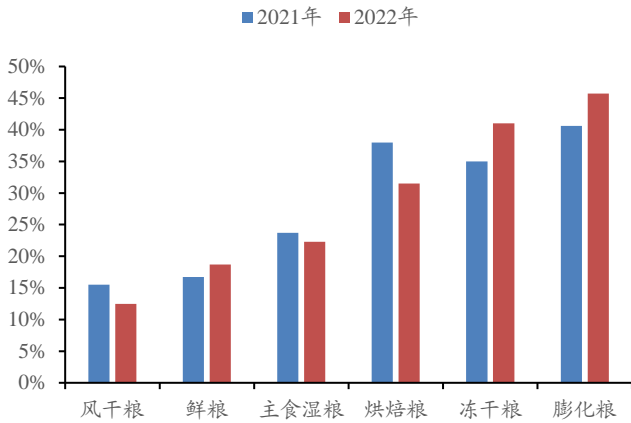
精细化、科学化饲养逐渐成为养宠趋势，布局趋势性的升级品类以及差异化产品有望获取更为确定性的增长。犬主粮方面，膨化粮和冻干粮是宠物主主要选择的主粮产品，偏好渗透率分别同比提升 5.1 和 6.0 个百分点；猫主粮方面，工艺升级的烘干粮和冻干粮渗透率增长较快，冻干猫粮成为最受宠物主偏好的主粮品类。

图表 23 不同工艺宠物主粮产品特点

产品类型	生产工艺	产品特点
膨化粮	将原料经过混合放入膨化机中，在加热、加压的情况下突然减压而使之膨胀制作而成，也就是高温膨化挤压成型。	工艺成熟、性价比高、高温有灭菌功效、耐储存、易携带；但原料含有淀粉、营养物质流失比较严重、含水量少。
风干粮	模拟自然风干的条件，让原材料在低温干燥和高风速的条件下快速脱水后，再对原材料进行杀菌处理和脱水干燥。	高肉含量，营养保留较好，消化率高，适口性较好；但脂肪含量较高且不易保存。
冻干粮	低温真空冷冻干燥脱水的方法制作。	重量轻、易保存，营养保存较完整，适口性好；但营养相对单一，较易造成宠物挑食。
烘焙粮	低温冷压烘焙技术，将食材在低温状态（60℃-90℃）下进行烘烤，慢熟缓成。	营养保存较完整，油脂少，无淀粉；但不易储存且价格较高。

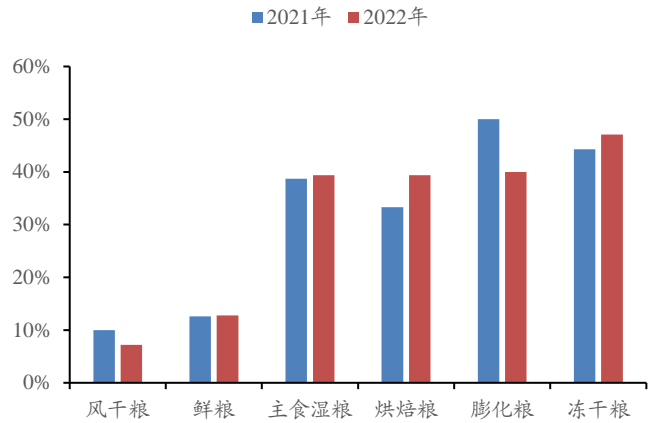
资料来源：华安证券研究所整理

图表 24 2021-2022 犬主粮购买品类偏好变化



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

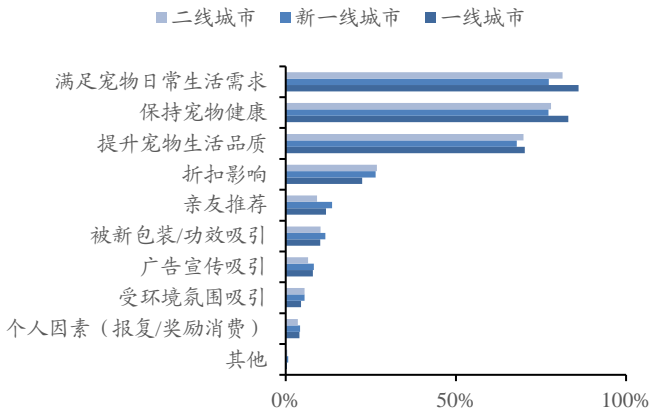
图表 25 2021-2022 猫主粮购买品类偏好变化



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

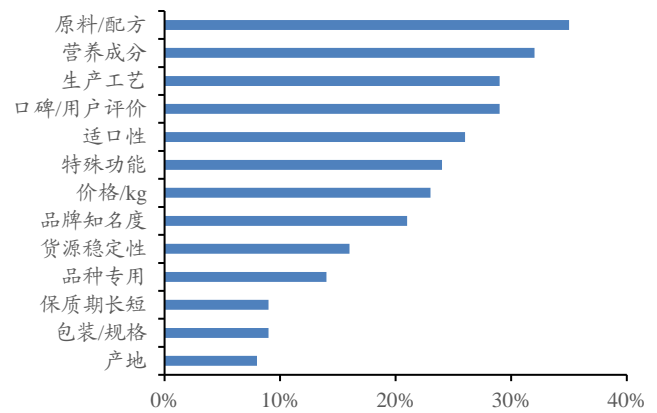
消费升级与追求性价比趋势共存，伴随消费养宠认知的提升，成分党、品质党宠物主不断涌现。据淘宝宠物主调研数据显示，原料/配方和营养成分是目前消费者购买猫主粮的核心决策因子，其中粗蛋白含量、钙磷比这类基础营养成分指标更受关注。目前我国幼年宠物占比相对较高，部分新晋宠物主仍处于由基础饲养向健康饲养、精致饲养发展的阶段，伴随养宠经验以及观念的发展，优质产品和细分品类仍有较大发展空间。

图表 26 不同线城市宠物产品消费动因占比



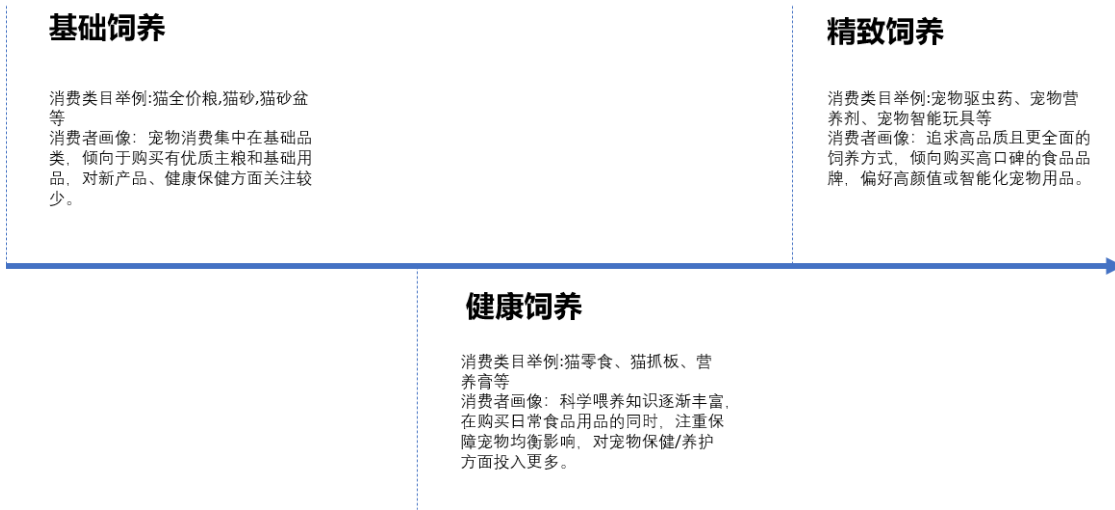
资料来源：亚宠研究院，华安证券研究所

图表 27 2022 年淘宝平台猫主粮购买影响因素



资料来源：淘宝平台宠物主问卷调研，华安证券研究所

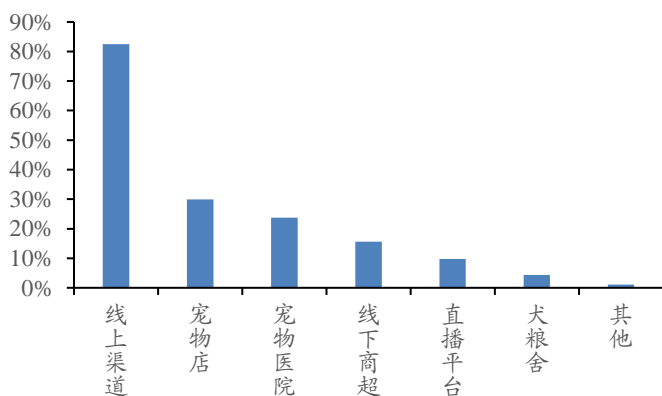
图表 28 宠物主饲养观念逐渐更新



资料来源: 淘宝宠物销售数据, 华安证券研究所

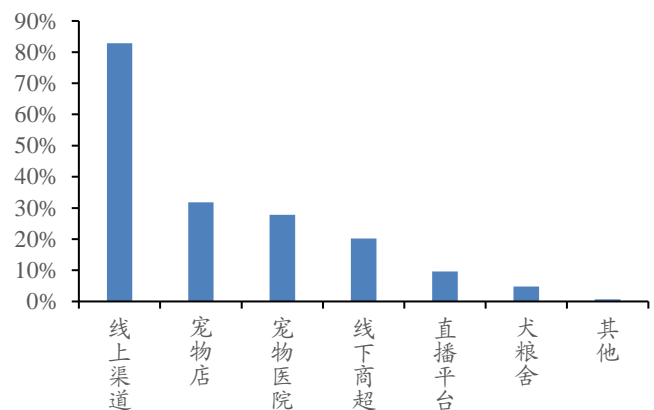
从渠道端来看, 线上平台已成为宠物主购买宠物食品的主要渠道。宠物食品消费者高频、刚需以及要求便利性的购物习惯与电子商务的特点高度契合, 根据宠物行业白皮书数据, 超过 80% 的宠物主偏好在线上渠道购买宠物主粮和零食, 国产自有品牌有望凭借线上渠道优势加速突围; 线下渠道方面, 宠物主对于宠物店和宠物医院购买的偏好相对较高, 随着未来线下消费复苏以及线上流量的非中心化趋势发展, 我们认为线下渠道开拓有望成为宠物品牌提升品牌形象以及客户粘性的重要方向。

图表 29 猫主粮购买渠道偏好



资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 30 猫零食购买渠道偏好

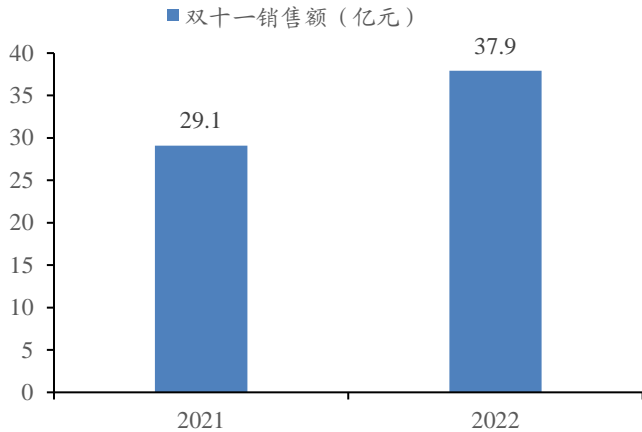


资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

2022 年双十一期间, 天猫平台宠物市场销售额达 37.9 亿元, 同比增长 30.2%。宠物食品整体高增, 受我国宠物猫数量快速增长 (2021 年我国宠物猫数量首次超过宠物犬, 2022 年数量进一步增加) 以及高端猫粮品牌激烈竞争驱动, 猫主粮品类销量增长尤为明显, 全价猫主粮销售额达 12.97 亿元, 同比增长 49%。根据第三方电商平台监测数据, 受消费复苏以及春节后销售逐渐恢复影响, 2023 年以来天猫宠物食品销售额环比逐渐改善, 2023 年 3 月份犬、猫主粮分别环比增长 19.1%

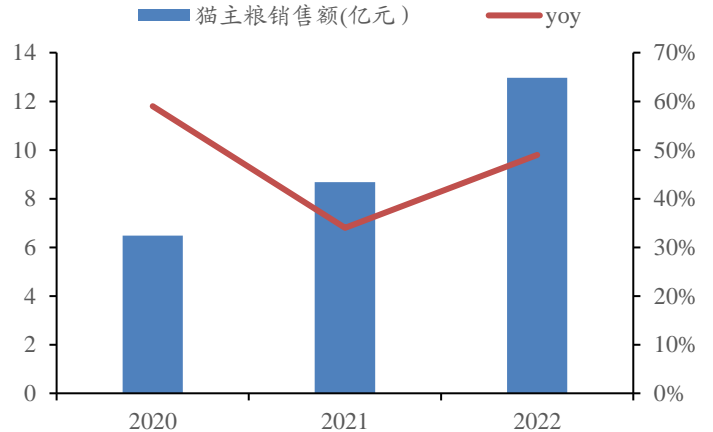
和 14.1%。

图表 31 2021-2022 年天猫双十一宠物销售额及增速



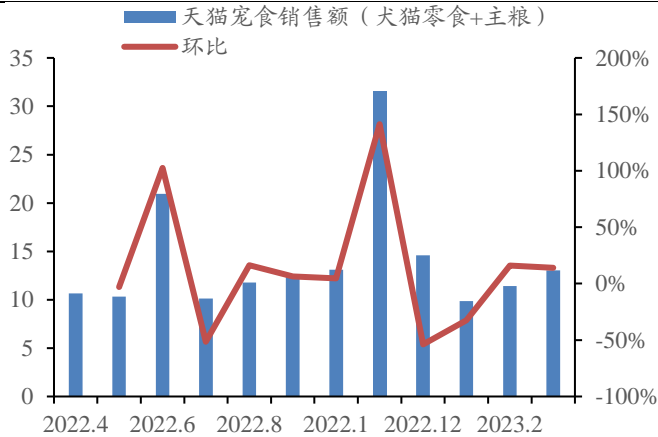
资料来源：魔镜市场情报，华安证券研究所

图表 32 2020-22 年天猫双十一全价猫主粮销售额及增速



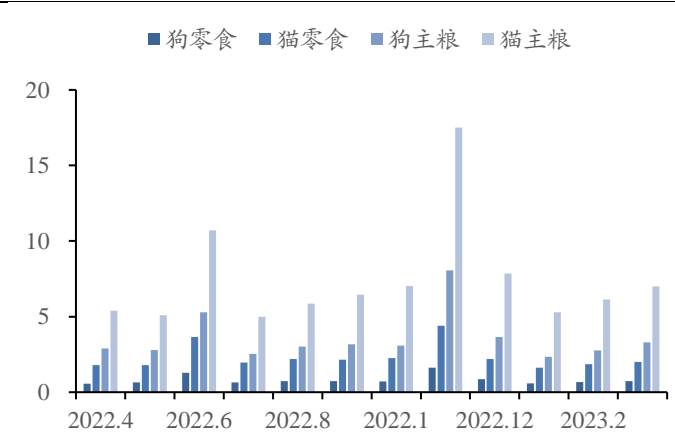
资料来源：魔镜市场情报，华安证券研究所

图表 33 天猫宠食销售额及环比变化，亿元、%



资料来源：第三方电商数据平台，华安证券研究所

图表 34 天猫分品类宠食销售额，亿元

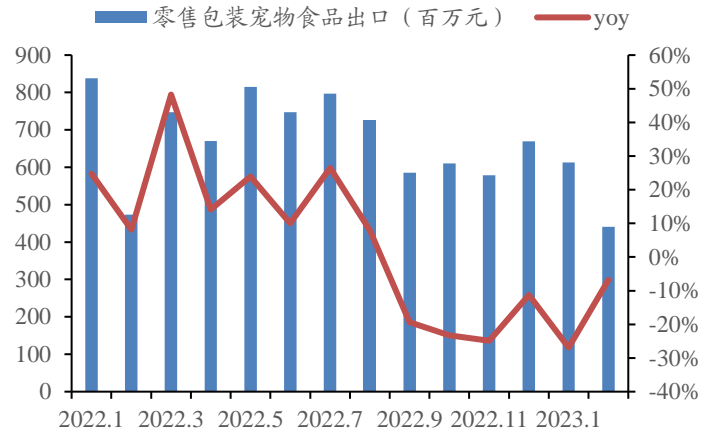
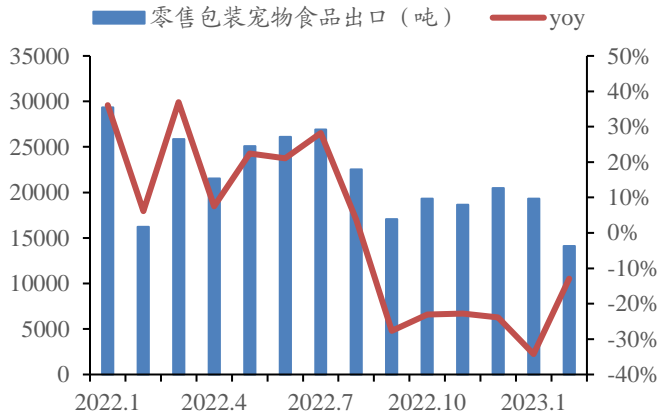


资料来源：第三方电商数据平台，华安证券研究所

海外出口方面，受海外市场通胀压力以及海外客户调整库存周期影响，2022年下半年以来宠物食品出口承压，2023年1、2月零售包装宠物食品出口数量分别同比下降34.2%、12.9%，出口金额分别同比下降26.9%和6.8%，出口量同比下滑有所收窄。我们预计随着海外库存逐渐消化，宠物食品出口未来有望持续迎来边际改善，我们将持续跟踪海外及细分地区宠物食品出口边际变化。

图表 35 2021-2022 零售包装宠物食品出口数量及增速

图表 36 2021-2022 零售包装宠物食品出口金额及增速



资料来源：海关总署，华安证券研究所

资料来源：海关总署，华安证券研究所

风险提示：

原材料价格波动风险；国内宠物市场开拓不达预期风险；市场竞争加剧风险等。

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。