



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

依依股份（001206）

突破产能瓶颈，宠物卫生用品龙头制造商成长可期

西南证券研究发展中心  
轻工研究团队  
2022年1月

# 核心观点

- **推荐逻辑**：1) 宠物卫生用品市场空间充足，目前美国、日本宠物市场相对成熟，中国、欧洲品类渗透率依然较低，测算美国、日本、欧洲宠物卫生用品市场规模合计约85亿美元，预计伴随养宠数量稳步增长及消费习惯改变，全球宠物卫生用品市场有望扩容；2) 公司是出口代工为主的宠物卫生用品优质制造商，下游客户优质、订单较饱和，募投项目规划宠物尿垫产能22.5亿片，达产后产能接近翻倍，产能瓶颈得到缓解；3) 今年来由于原材料价格波动及海运出货困难，业绩暂时承压，未来成本回落后盈利能力有望边际改善。
- **宠物卫生用品行业仍有较大成长空间**，增长来自于1) 养宠渗透率和宠物数量增加，欧美日等地区宠物行业较成熟，养宠数量稳步增长，中国等新兴市场养宠渗透率依然较低；2) 老犬对宠物卫生用品需求更高，美/日等国家宠物老龄化带动需求增长；3) 宠物主普遍消费能力较高，消费升级趋势下单宠花销提升。
- **行业格局较稳定**：1) 公司市占率在海关出口金额中占比超过35%，国内第二大宠物卫生用品厂商芜湖悠派收入规模为公司的一半，公司市占率较高；2) 公司产线效率全国领先，客户切换其他小厂可能性低；3) 成人及婴儿纸尿裤厂商毛利率更高，进入宠物行业动力不足。
- **公司核心竞争力**：1) 大客户优势：公司主要大客户为PetSmart、沃尔玛、亚马逊等，均为核心渠道商，合作时间长，客户粘性高，客户需求快速增长，公司在大部分主要客户均为独家供应商；2) 产能优势：公司产能较饱和，募投项目在河北扩建产线，达产后将新增宠物垫产能22.5亿片，宠物尿裤产能2.2亿片，无纺布产能3.1万吨，产能接近翻倍，预计2023年达产；3) 供应链优势：掌握无纺布产能，保障稳定供货。
- **盈利预测与估值**：考虑到公司未来两年产能加速释放，预计原材料成本下行、海运费回落后业绩弹性较强，给予2022年30倍估值，对应目标价57.6元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险，产能释放不及预期的风险。

# 目 录

---

- ◆ **公司概况：优质宠物用品代工企业，规模稳步扩张**
- ◆ **行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间**
- ◆ **核心竞争力：产能、效率优势明显，大客户壁垒高筑**
- ◆ **盈利预测与估值**

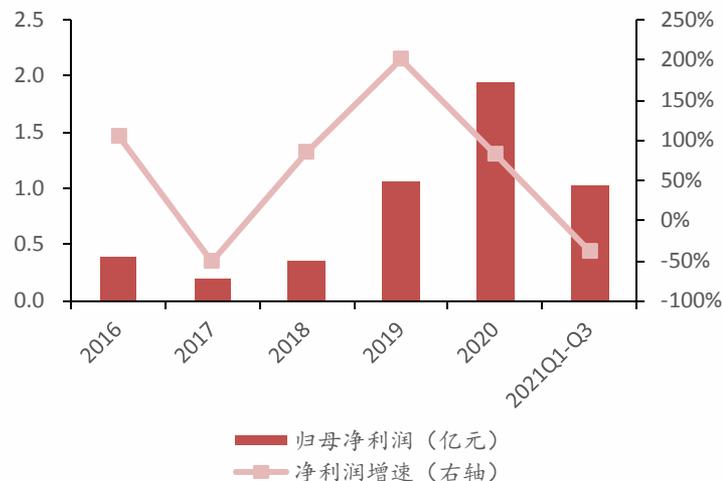
## 公司概况：收入规模稳步扩张

- **国内宠物护理领域第一股，收入规模稳步扩张。**公司主营业务为宠物一次性卫生护理用品，2020年宠物卫生用品/个人卫生用品/无纺布收入分别占比88%/3%/9%，产品以ODM/OEM方式外销为主（外销占比90%），销售渠道包括线上的亚马逊、Chewy等电商平台，及线下大型商超和宠物用品专卖店。受益于海外宠物用品市场扩容，公司凭借自身研发制造优势与核心客户建立稳定合作关系，收入稳步增长，2015-2020年收入复合增速为16%。
- 公司净利润受原材料、全球运力紧张、汇率等因素影响，波动较大，2015-2020年利润复合增速为58.2%。考虑到今年成本压力较大，盈利能力有所侵蚀，未来成本压力缓解后盈利能力有望明显反弹。

### 2016-2021前三季度公司收入及增速



### 2016-2021前三季度公司净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

# 公司概况：产品使用场景

## 宠物尿垫家用场景示意图

### 适用场合

适合多种场景 满足您的大部分需求



可直接铺在地上,让爱宠趴的更舒服



放在宠物厕所里,清理更方便



铺再便携包里,外出时方便清理



铺再窝里,保持干爽透气,方便清洁

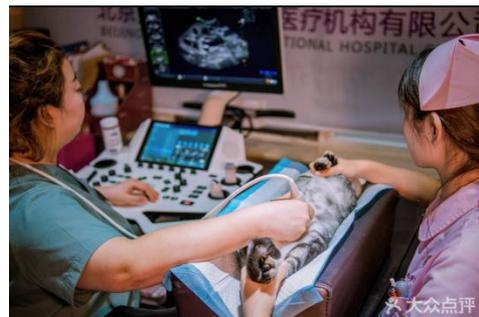


放在狗笼里



带爱宠外出时,铺在车内,保持车内卫生

## 宠物尿垫医用场景示意图



## 宠物尿裤家用/户外场景示意图

公狗专用-尿裤实拍展示



## 宠物尿垫幼宠使用场景示意图



数据来源: 天猫, 大众点评, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 公司概况：产品使用场景

## □ 消费场景：

- ✓ 1) 适用于居家、出行、医院、宠物店等不同环境，消费刚需且高频，属耗材产品；
- ✓ 2) 适用于犬、猫等不同品种，在宠物不同生命周期均有需求。

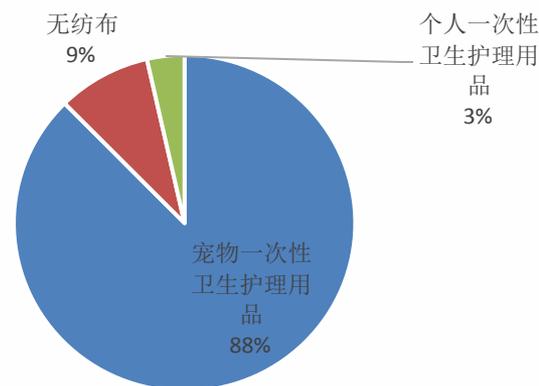
	宠物卫生用品消费场景梳理
使用地点	<p>家用：1) 宠物尿垫主要用于解决宠物居家如厕问题、训导宠物定点如厕；2) 宠物尿裤可用于携带宠物出行（户外、商场），及生理期病理期使用。</p> <p>宠物店、宠物医院用：不限猫狗，宠物垫在宠物医院是高频、刚需品，宠物常规检查卫生垫基本一宠一换，住院宠物也需要长期使用保持卫生。</p>
使用周期	<p>宠物狗：全生命周期使用，老犬使用更多，老犬由于不方便出门，宠物垫使用量更大，近年随着美日等国宠物老龄化使用量增加。</p> <p>宠物猫：幼猫使用更频繁，幼猫没学会用猫砂前普遍使用宠物垫。</p>
宠物尿垫不同国家消费偏好	<p>欧美：大型犬为主，偏好大面积的厚垫，单价价格高，使用频率1片/天</p> <p>日韩：小型犬为主，偏好小面积薄垫，单片价格低，使用频率3-4片/天</p>
渗透率	<p>欧美日韩：渗透率较高，使用场景较成熟</p> <p>中国：低于20%，使用频率低</p>

数据来源：天猫，公司公告，中国宠物行业白皮书，西南证券整理

# 公司概况：主营业务增速稳定，无纺布价格影响短期业绩

- 21年前三季度公司收入、利润增速承压，主要由于1) 由于疫情后口罩价格上涨，带动原材料无纺布价格高涨，子公司无纺布业务的收入及毛利率快速上行。20年公司无纺布收入约1.1亿元，同比+61%，毛利率为52.4% (+42.3pp)。21年无纺布价格已回落至正常水平。2) 全球运力紧张，出货困难，部分订单延迟交付。三季度开始有所改善。
- 除去无纺布收入影响，21H1宠物卫生用品收入增速9.4%，保持稳定。

## 2020年公司各品类收入占比



## 2014-2021H1宠物卫生用品收入及增速



## 2015-2021H1无纺布收入 (百万元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 公司概况：ODM/OEM外销为主，国内自主品牌尚处于起步期

- 公司核心品类宠物一次性卫生护理用品以ODM/OEM模式外销为主，占比90%左右。公司产品境外销售地区包括美国、欧洲和日本等，2020年收入占比分别为51%/21.9%/6.4%。合作客户以国际知名公司为主，如公司与美国 PETS M A R T、C H E W Y，沃尔玛、亚马逊、日本 D C M、I T O、山善、永旺等众多国际大型连锁商超均建立了稳定长久的合作关系。
- 随着国内经济水平的提高，国内宠物市场快速发展，公司也开始逐步布局国内宠物用品市场，公司“乐事宠（HUSHPET）”“一坪花房”等自主品牌宠物一次性卫生用品主要通过经销商、天猫、京东、拼多多等渠道进行销售，目前仍处于起步阶段。2020年除无纺布外，国内自主品牌收入约为1860万元。

表：公司ODM/OEM模式及自主品牌收入规模

单位：百万元	2017	2018	2019	2020
境外-ODM/OEM	649.2	813.5	928.7	1075.5
境外自主品牌	4.4	5.1	4.8	15.5
境内-ODM/OEM	0.5	0.7	4.7	19.2
境内自主品牌（除无纺布）	33.5	23.3	19.2	18.6

公司收入按区域拆分（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 公司概况：收入规模稳步扩张

表：公司ODM/OEM及自主品牌产品

亚马逊代工品牌 Amazon basics	PetSMART代工品牌 Great Choice	CHEWY代工品牌 Frisco	国内自主品牌 乐事宠
<p>AMAZON.COM SERVICES, INC. (亚马逊), 全球化的网络零售商, 提供各类零售产品的网络平台销售。</p>	<p>PETSMART HOME OFFICE, INC., 美国大型宠物专营店, 针对宠物在整个生命周期的不同需求提供服务, 曾在纳斯达克上市 (PETM.O), 2014年在被收购后退市。</p>	<p>CHEWY, INC, 美国最大的宠物电子零售商, 于2017年5月被PetSmart收购, 是纽约证券交易所上市公司 (CHWY.N), 2019年度营业收入48.47亿美元。</p>	<p>自主品牌宠物一次性卫生护理用品, 主要通过经销商、天猫、京东、拼多多等进行销售。</p>
 <p>Amazon's Choice</p> <p>Amazon Basics Dog and Puppy Pads, Leak-proof 5-Layer Pee Pads with Quick-dry Surface for Potty Training</p> <p>★★★★★ ~ 152,584</p>	 <p>3 Sizes Great Choice® Dog Pads - Leakproof - 23" x 24"</p> <p>\$2.99 - 24.99 <del>\$3.29 - 24.99</del> \$2.84 - 23.74 5% off Auto Ship</p> <p>★★★★★ 20% off with Free Same-Day Delivery! 20% off with Free Same-Day Delivery!</p> <p>3 Sizes Great Choice® X-Large Dog Pads</p> <p>\$4.99 - 34.99 \$4.74 - 33.24 5% off Auto Ship</p> <p>★★★★★ 20% off with Free Same-Day Delivery! 20% off with Free Same-Day Delivery!</p>	 <p>frisco. Premium POTTY PADS</p>	 <p>双旦礼遇季</p> <p>竹炭消臭 宠物尿垫</p> <p>八层吸水 强力除臭</p> <p>¥26.91 全场九折优惠</p> <p>¥29.90</p> <p>乐事宠 狗狗尿布尿垫宠物用品吸水垫竹炭消臭尿不湿一次性吸水垫</p> <p>总销量: 4000+   评价: 458</p>

数据来源: 亚马逊、PetSMART, 天猫, 西南证券整理

## 公司概况：核心品类价格具备一定韧性

- 2017-2020年公司各品类单价基本维持上升态势，2017-2019年宠物垫产品单价从0.35元/片上升至0.39元/片，在原材料上行时能顺利提价，原材料下行周期出厂价格没有跟随大幅下调，侧面证明公司凭借自身产品结构优化及研发制造能力，对下游客户议价能力较强。
- 销量方面，宠物垫及宠物尿裤销量整体增加，尤其2020年宠物垫销售量同增22.6%，主要由于公司产能逐步释放及产品结构变化，单价较低的小面积宠物垫占比提升。

表：公司主要产品销售量

	2017	2018	2019	2020
宠物垫（亿片）	17.3	21.4	21.2	26.0
yoy		23.4%	-0.7%	22.6%
宠物尿裤（亿片）	0.61	0.6	0.8	0.8
yoy		-3.3%	32.2%	-1.3%
无纺布（万吨）	1.3	1.4	1.5	0.6
yoy		10.3%	6.5%	-60.8%

表：公司主要产品均价

	2017	2018	2019	2020
宠物垫（元/片）	0.35	0.36	0.41	0.39
宠物尿裤（元/片）	0.64	0.69	0.74	0.8
无纺布（万元/吨）	0.97	1.07	1.02	1.88

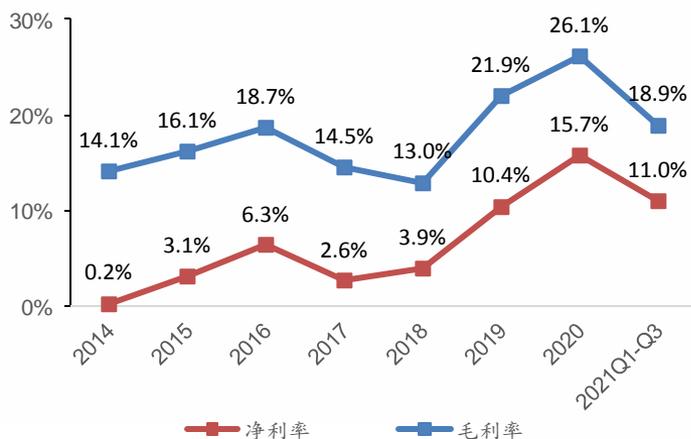
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

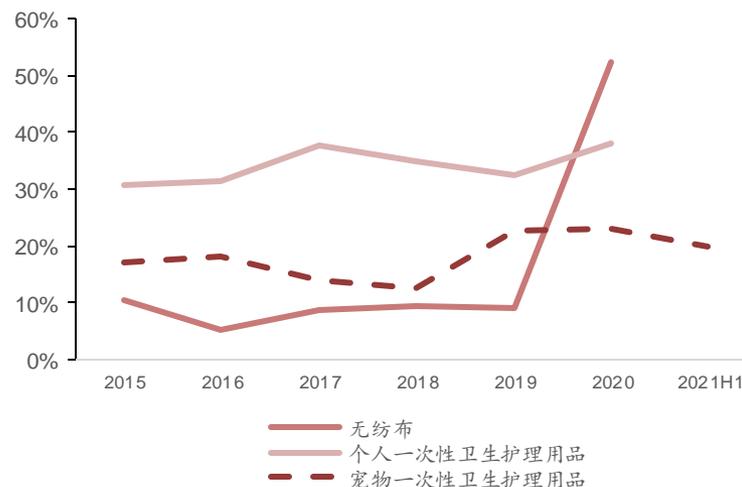
## 公司概况：原材料成本控制能力较强

毛利率主要受原材料价格波动及提价节奏影响。2014年来公司毛利率及净利率呈波动上行态势。2017年受原材料绒毛浆、卫生纸等价格上涨影响，盈利能力有所回落；18Q3公司对产品进行提价后，盈利能力触底回升；20年在公司销售高毛利防疫原料物资后毛利率达到26%的高位。2021年受到主要原材料价格快速上涨影响，公司毛利率有所回落。展望后续，公司对下游客户的调价机制已经较为完善，原材料价格连续上涨一定幅度后可重新议价，议价周期较2017-2018年缩短，随着原材料价格逐步企稳回落，公司毛利率有望回归常态水平。

### 2014-2021Q3公司毛利率/净利率



### 2014-2021Q3分产品毛利率



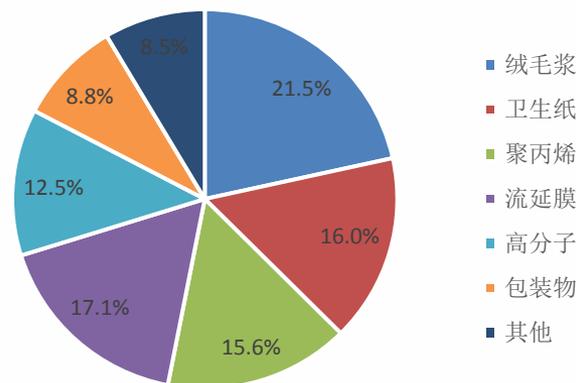
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 公司概况：原材料成本控制能力较强

- 公司产品前五大原材料为绒毛浆、卫生纸、聚丙烯、PE流延膜（聚乙烯）、高分子。去年Q4以来主要原材料涨幅较大，高点绒毛浆/卫生纸涨幅60%/30%，聚乙烯/聚丙烯涨幅30%/17%
- 2021年初以来人民币相对于美元、日元、欧元等外汇升值，公司以外汇结算收入，增速受到汇率压制。此外部分汇率影响在结汇过程中体现为汇兑损失。预计随着明年原材料成本下行和人民币贬值，公司盈利能力有望稳步回升。

## 公司各项原材料占采购成本比



## 针叶浆/生活用纸价格（元/吨）



## 聚乙烯/聚丙烯价格（元/吨）



数据来源：Wind, 卓创资讯, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

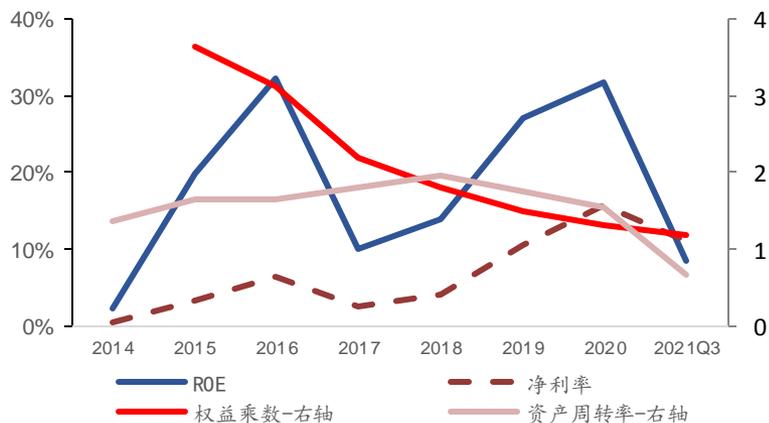
# 公司概况：渠道成熟，销售费用率低于同行

- 2014年至今公司销售费用率持续下降，主要由于公司已经建立成熟的2B渠道，与大客户关系稳固，并逐渐收缩国内KA渠道投放，费效比优化。2020年下降速度加快主要由于会计准则改变，商品相关运输费用调整至营业成本。同行业比较看，目前公司销售费用率远低于同行业水平，2020年仅为1%，可靠股份和豪悦护理分别为4%和4.9%，公司费用率控制效果良好。
- 公司ROE较高，2020年平均ROE为31.6%，ROE增长主要由盈利能力改善驱动。2020年公司资产周转率为1.55，在同业中处于较高水平。

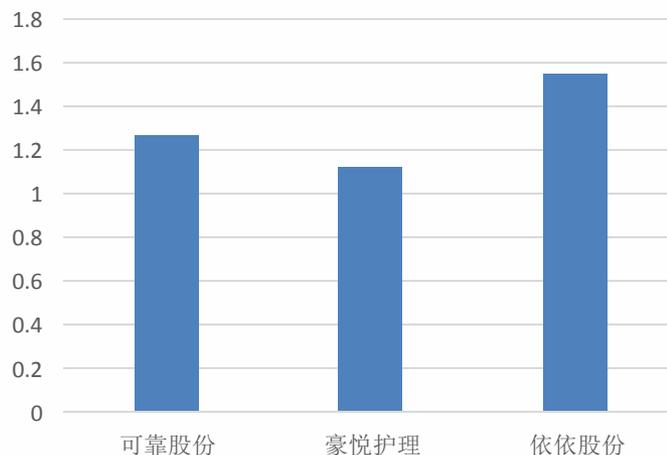
### 2014-2021Q3公司销售费用率



### 2014-2021Q3公司ROE拆分



### 2020年可比公司资产周转率



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 目 录

---

- ◆ **公司概况：优质宠物用品代工企业，规模稳步扩张**
- ◆ **行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间**
- ◆ **核心竞争力：产能、效率优势明显，大客户壁垒高筑**
- ◆ **盈利预测与估值**

# 行业：海外发达国家宠物市场成熟，宠物用品份额约为20%

## □ 海外发达国家宠物市场趋于成熟，需求稳步增长

- 根据美国宠物用品协会（APPA）发布的数据，2020年美国宠物行业的市场规模约为1036亿美元，同比增长约6.7%，保持稳定增长态势。其中宠物用品、宠物交易及OTC药物占比约21%。
- 欧洲的宠物卫生用品市场已进入成熟期，根据欧洲宠物食品工业联合会的统计数据，2018年，包括宠物卫生用品在内的宠物用品市场规模约为85亿欧元。
- 根据日本矢野经济研究所发布的数据，2020年日本宠物行业市场规模为1.6万亿日元，保持平缓增长。

### 美国宠物行业市场规模



### 日本宠物行业市场规模

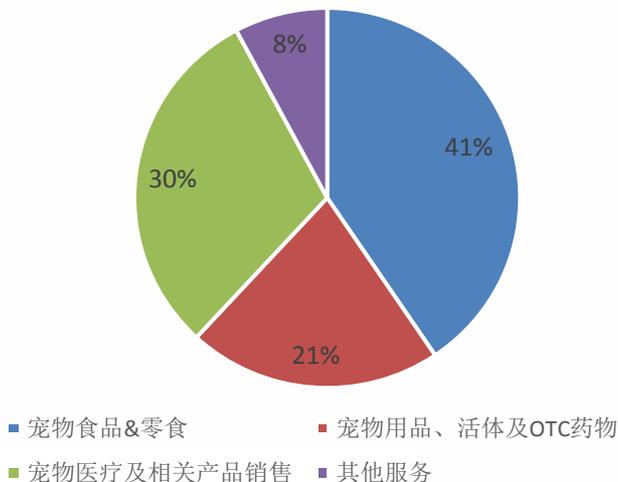


数据来源：APPA，矢野经济研究所，公司招股说明书，西南证券整理

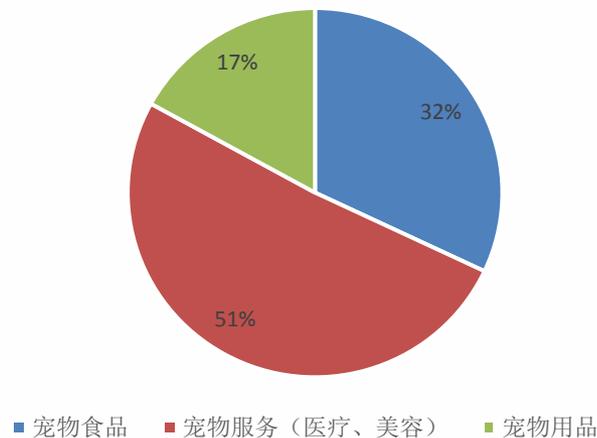
## 行业：海外发达国家宠物市场成熟，宠物用品份额约为20%

- 细分市场来看，宠物行业主要分为食品、医疗及宠物用品三大类，其中各国市场中宠物食品和医疗产品占行业份额的大部分，而宠物卫生用品市场份额较低。2020年美国/日本宠物行业中宠物食品占比分别达到41%/32%，宠物医疗美容市场份额分别为30%/51%，宠物用品份额分别为21%/17%（包含猫砂、宠物玩具、服饰、外出箱等多种品类）。从行业增长顺序来看，宠物用品的增长滞后于宠物食品和医疗等刚需产品，在美国刚刚进入快速成长阶段。

### 美国宠物细分市场规模占比



### 日本宠物细分市场规模占比



数据来源：APPA，矢野经济研究所，西南证券整理

# 行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间

## □ 宠物卫生用品市场规模测算：

- ✓ 按照美国、欧洲、日本养狗数量为9000万、9000万、850万只计算，假设每只宠物狗每天使用量2片，片单价0.4元人民币，测算得三个宠物卫生用品主要消费市场的市场规模合计约为550亿元人民币，对应85亿美元。

表：美、欧、日宠物卫生用品市场规模测算

	美国	欧洲	日本
养狗数量（万只）	9000	9000	850
日均使用数量（片）	2	2	2
每年使用天数（天）	365	365	365
单片零售价（元/片）	0.4	0.4	0.4
市场规模（亿元）	262.8	262.8	24.82
市场规模（亿美元）	40.43	40.43	3.82

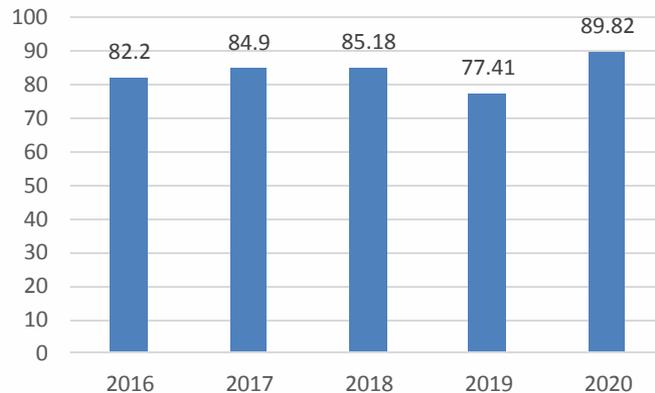
数据来源：前瞻产业研究院，中国宠物行业白皮书，西南证券整理，汇率1美元=6.5元人民币

# 行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间

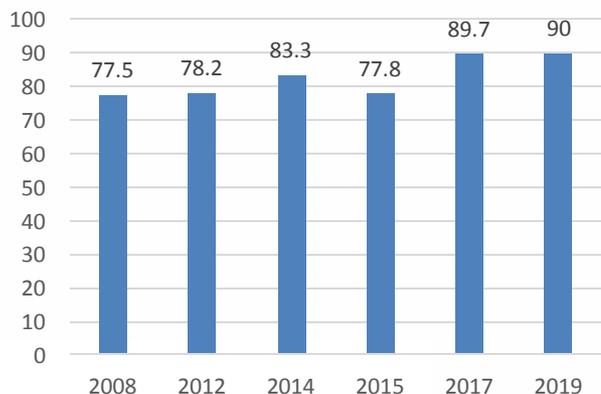
## □ 宠物一次性卫生用品市场规模增长来自于：

- **1) 全球养宠数量增加：**欧美日韩等国宠物数量稳定增长，2020年美国、欧洲、中国宠物狗数量分别达到9000万、9000万、5200万只，整体呈现稳定增长趋势。国内户均养宠物量远低于欧美等国，据统计美国养宠家庭占比达到67%，而中国仅17%，随着国内消费水平提升和养宠情感需求增加，未来养宠渗透率有较大提升空间。

### 欧洲宠物狗数量（百万只）



### 美国宠物狗数量（百万只）



### 中国宠物狗数量（百万只）



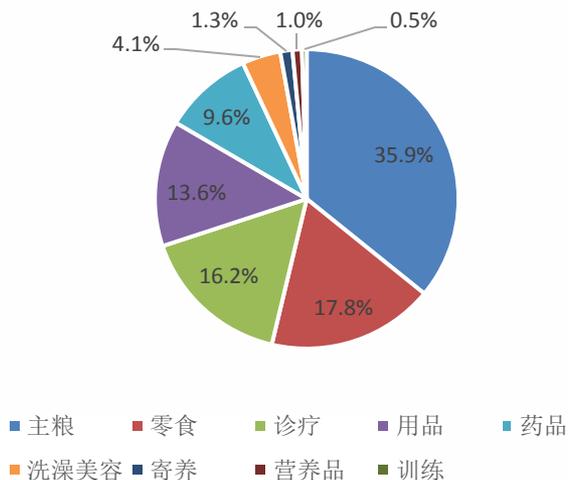
数据来源：APPA, statista, FEDIAF, 前瞻产业研究院, 中国宠物行业白皮书, 西南证券整理

# 行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间

## ➤ 2) 宠物卫生用品消费频次及渗透率提升

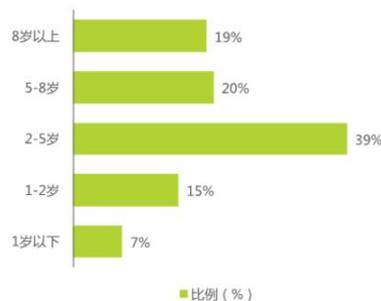
- ✓ 老年犬使用频次更高，宠物老龄化带动宠物垫需求增长。根据美国宠物医疗协会数据，美国宠物狗平均寿命11-13岁，7岁以上中老年犬占比超过50%；日本宠物狗老龄化程度较美国更深，根据日本宠物食品协会，2014年日本7岁以上高龄犬占比53.4%，2018年上升至56%。国内5岁以上宠物狗占比达39%，3-5年后逐步进入老龄化阶段，未来国内宠物垫的使用频次有望快速提升。
- ✓ 一次性卫生用品目前在国内渗透率依然不高，而在欧美等国家基本是养宠必需品。预计伴随室内养宠的用户增多，宠物主对环境清洁的要求提升，国内宠物卫生用品渗透率仍有提升空间。从我国宠物消费分布来看，国内宠物消费以食品为主，用品占比仅13%，根据APPA数据，美国宠物用品占比21%，用品占比有望长期提升。

### 2020年中国宠物行业消费结构

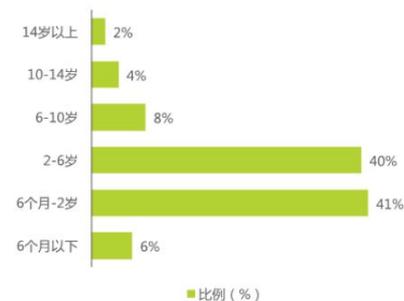


### 2019年中国宠物年龄结构

#### 2019年中国宠物犬年龄结构



#### 2019年中国宠物猫年龄结构



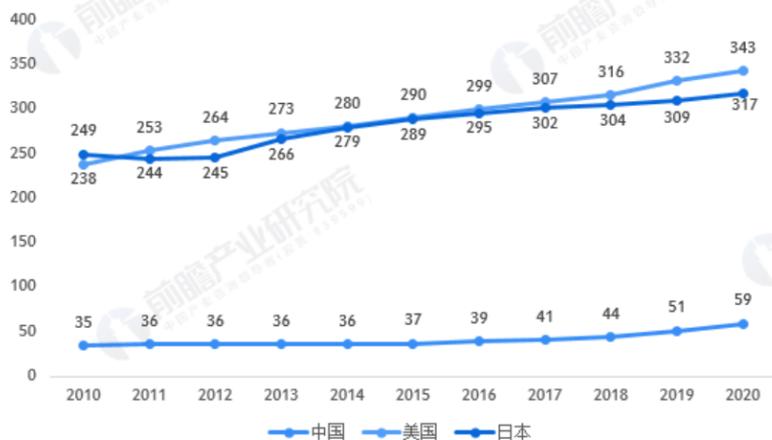
数据来源：中国宠物行业白皮书，艾瑞咨询，西南证券整理

# 行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间

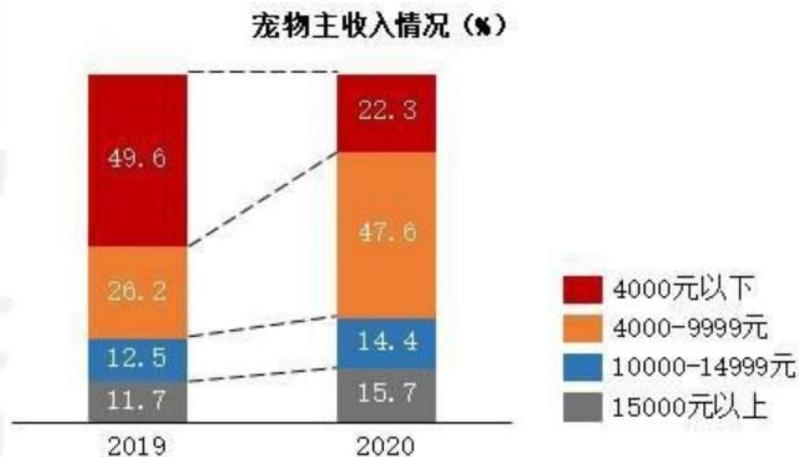
## ➤ 3) 单宠消费金额提升

- ✓ 我国单宠消费额低，未来有较大提升空间。对比来看，中国2020年单宠消费59美元，美日在300美元以上，仍呈稳步上升趋势。
- ✓ 从我国养宠人群画像来看，中国宠物主普遍收入、学历更高，月均收入4000元以上宠物主占比78%，有意愿在宠物上花钱，但消费以价格而非品牌为主导。

### 中美日单宠消费金额对比（美元/年）



### 中国宠物主年收入分布



数据来源：前瞻产业研究院，中国宠物行业白皮书，西南证券整理

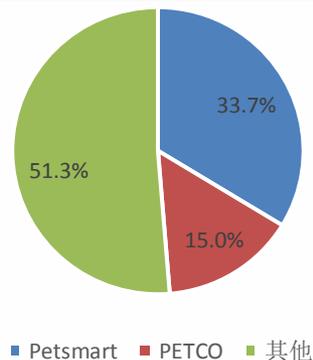
## 行业：海外宠物渠道格局较为集中

- **美国渠道以连锁批发卖场和宠物专营渠道为主，线上渠道近几年增速迅猛。**美国宠物用品主要通过四个渠道销售，其中大型批发商超和宠物专营渠道分别占比36%和32%，电商渠道占比虽仅为13%，但近几年电商渠道增速高于线下零售，呈现出明显的线上消费趋势。
- **渠道格局较为集中**，以宠物专营渠道为例，头部两家企业Petsmart和PETCO占据近50%市场份额；电商渠道中亚马逊/chewy同样占据主要市场份额，渠道格局集中。

### 美国宠物行业各渠道份额



### 美国宠物店渠道竞争格局



### 美国宠物线下/线上渠道增速对比



数据来源：IBISWorld，西南证券整理

# 行业：海外宠物渠道格局较为集中

- 由于海外品牌自身渠道优势较强，市场份额较高，且不具备生产能力，行业代工和品牌分工趋势明显。宠物用品品牌商和销售渠道商均有自己的品牌，且有长期稳定的销售渠道。海外产品以品牌为导向，美国主要品牌有Amazon、petsmart、chewy，日本品牌有尤妮佳、ITO、JAPPELL等，品牌力较强。其中渠道品牌的产品主要依靠全球供应链进行采购，自身并不开设工厂进行生产。
- 中国宠物卫生用品仍以价格导向为主，处于消费者教育阶段，消费者没有品牌忠诚度。拼多多畅销榜前三名S码单片价格在0.05-0.1元，厂商毛利率较低，价格下行空间不大。

## 国外宠物卫生用品品牌价格



3 Sizes  
Top Paw® X-Large Adhesive Leakproof Dog Pads - 28" x 34"

\$7.99 - 59.99  
**\$7.59 - 56.99** 🚚 auto ship & save  
 ★★★★★  
 20% off with Free Same-Day Delivery!  
 Buy 1, Get the 2nd 50% Off Cleanup



3 Sizes  
Top Paw® Dog Pads

\$3.99 - 35.99 ~~\$5.99 - 37.99~~  
**\$3.79 - 34.19** 🚚 auto ship & save  
 ★★★★★  
 20% off with Free Same-Day Delivery!  
 Buy 1, Get the 2nd 50% Off Cleanup

## 拼多多宠物卫生用品价格较低



数据来源：petsmart, 拼多多, 西南证券整理

# 行业：宠物行业有望成为未来核心消费赛道之一

- 将宠物行业规模增速与人均GDP增速对比来看，美国宠物行业增速高于GDP增速，日本宠物行业增速表现出较强韧性。以美国和日本宠物行业市场规模为例，美国宠物行业规模增速在5%左右，整体高于GDP增长，即使在2008-2009年美国人均GDP负增长的两年中，美国宠物市场增速分别保持在4.9%/5.4%，增速平稳；同样的规律在2015-2020年的日本市场也得到了验证，2020年日本人均GDP同比下滑5.5%，而宠物行业保持1.9%的增速，表现出宠物行业较强的消费韧性。

## 美国宠物行业增速VS人均GDP增速



## 日本宠物行业增速VS人均GDP增速



数据来源：Wind, APPA, 西南证券整理

# 行业：宠物行业有望成为未来核心消费赛道之一

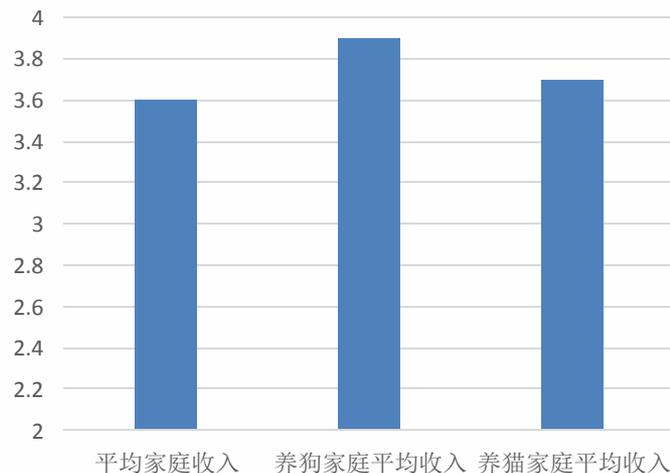
□ 我们认为未来宠物消费市场仍有充足增长空间：

- 1) 随着人口老龄化进程加速，结婚率、生育率降低，老人和青年人对宠物的情感陪伴需求持续增加。
- 2) 宠物主饲养方式更科学健康，细分需求增多。对比不同年份美国每个家庭平均对宠物消费金额来看，2000-2013年各品类消费金额均保持增长趋势。全球宠物主消费者画像较为一致，均为平均消费能力以上的中产阶级，消费能力强。随着80-90后逐渐成为主流消费群体，宠物主喂养方式也越来越科学健康，产业链各环节细分需求增多，消费升级趋势明显。

表：美国家庭年均宠物消费（美元）

	2000	2006	2010	2013
家庭平均宠物消费	283.32	365.15	512.9	459.7
宠物食品	116.3	153.7	176.49	182.91
宠物用品/活体/OTC药品	51.54	63.8	173.62	119.06
宠物医疗	89.29	108.36	121.28	115.85
其他服务	26.19	39.3	41.53	41.98

美国养宠家庭平均年收入（万美元）



数据来源：APPA, Pet statistics, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

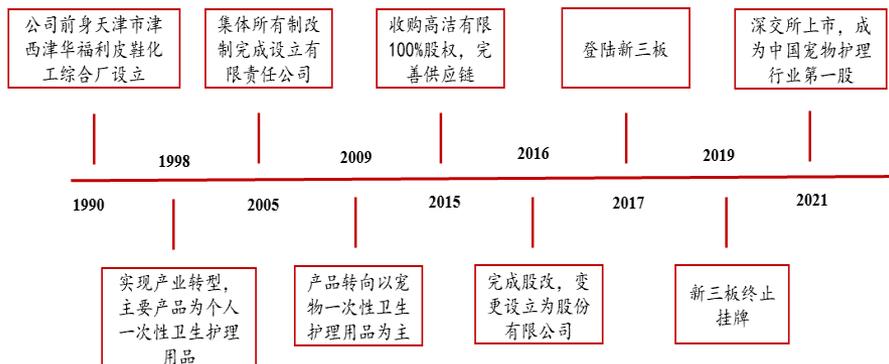
---

- ◆ **公司概况：优质宠物用品代工企业，规模稳步扩张**
- ◆ **行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间**
- ◆ **核心竞争力：产能、效率优势明显，大客户壁垒高筑**
- ◆ **盈利预测与估值**

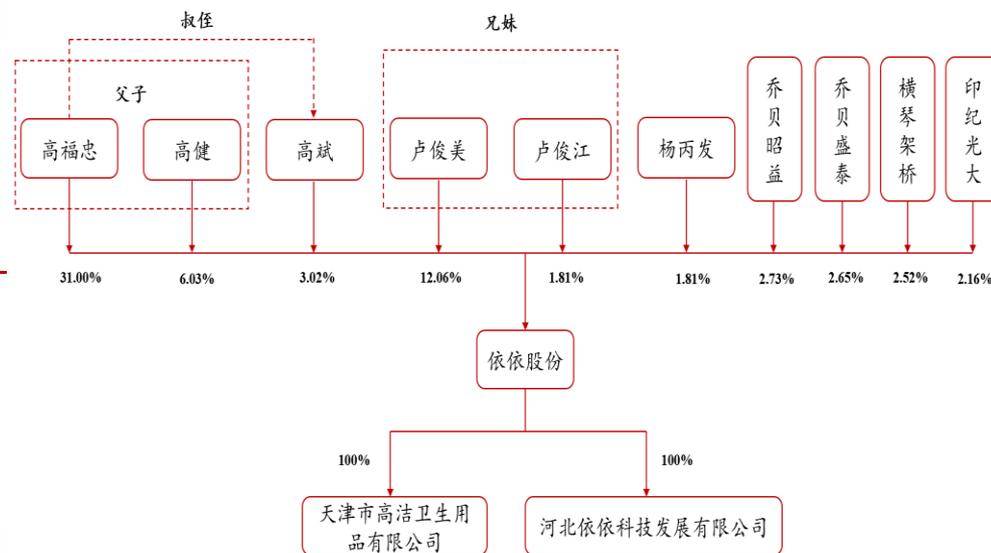
# 公司股权结构

- 公司于1998年起实现产业转型，起初经营产品为一次性卫生护理用品，2004年公司上线了宠物护理垫设备，并打入日本市场，2007年实现了美国市场零的突破。美国和日本行业准入门槛苛刻，公司在国际市场知名度因此打开。经过多年客户积累和市场培育，公司产品远销美日欧等40多国和地区。2021年公司在深交所上市，成为我国宠物护理行业第一股。
- 公司总经理高福忠、副总经理高健为公司实际控制人，两者为父子关系，合计持股37%。公司前十大股东中，乔贝昭益、乔贝盛泰、横琴架桥、印纪光大为战略投资人，卢俊江为非高管自然人持股，除战略投资人和卢俊江外，前十大股东全部系公司管理层，且均于公司创立初期加入，高管均为自然人直接持股。

## 公司发展历程



## 公司股权结构（截止2021年三季报）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 核心竞争力：大客户优质，粘性较高

- **大客户为海外核心渠道商，公司合作年限长、粘性强、供货比例高。**公司主要大客户为PetSmart、沃尔玛、亚马逊等，均为核心渠道商，合作时间长，客户粘性高，客户需求快速增长，抗风险能力强。公司在PetSmart、亚马逊、JAPPELL、ITO等均为独家供应商。由于产能受限，2019年公司主动减少毛利率较低的沃尔玛订单，目前占沃尔玛供货比例40%。
- 2020年排名前6-10的客户变化较大，新拓展的COUPANG等新客户销售金额已经排进前十，逐渐起量。
- 海外客户对产品质量管理、生产能力、品质、员工待遇、企业社会责任等综合素质考察标准较高，进入合格供应商名单的企业数量较少，更换供应商的成本高，客户粘性强。以PetSmart为例，要求供应商符合BSCI人权验厂、国际通用的QMS质量验厂，和反恐验厂等多项标准，考察标准繁琐苛刻。

表：前十大客户销售金额（亿元）

	2018	2019	2020
PetSmart（包含CHEWY）	1.4	2.19	1.96
沃尔玛	1.37	0.99	1.27
亚马逊	0.61	1.05	1.18
JAPPELL	0.89	0.9	0.98
ITO	0.57	0.63	0.65
TARGET	-	-	0.41
AEON	0.3	0.37	0.36
Fetch for pets	-	-	0.36
COUPANG	-	-	0.32
MANNA PRO DBA HERO	-	-	0.31
前十大客户占比	71.5%	69.8%	63%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 核心竞争力：新产能投放在即，进一步满足客户需求

- 2017-2020年公司主要产品宠物垫的产能利用率接近100%，产能较饱和；宠物尿裤产能利用率较低，主要由于切换产品型号时调试设备带来的产能损耗，剔除产能切换影响产能利用率在85%以上。近几年产能瓶颈为限制公司扩展新客户和新订单的主要因素。
- 公司募投项目拟在河北扩建产线，达产后将新增宠物垫产能22.5亿片，宠物尿裤产能2.2亿片，无纺布产能3.1万吨，产能接近翻倍。2021年项目已经逐渐投产，新增宠物垫产线7条、产能7亿片；预计2022Q1再释放5条生产线，2022年底到2023年达产。公司和大客户粘性高，产品力强，预计产能释放后能较快消化，满足客户订单需求增长。

表：公司产能投放规划

产能	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
宠物垫（亿片）	17.13	20.69	22.25	26.35	28	36.75	48.85
yoy		20.8%	7.5%	18.4%	6.3%	31.3%	32.9%
宠物尿裤（亿片）	1.39	1.80	1.86	1.86	2	3	4.06
无纺布（吨）	16800	16800	16800	16800			
产能利用率	2017	2018	2019	2020			
宠物垫	101.7%	103.9%	97.4%	99.1%			
宠物尿裤	44.2%	34.1%	43.0%	42.4%			
无纺布	76.2%	83.1%	88.2%	101.8%			

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

# 核心竞争力：市占率领先，生产效率显著优于小厂

- 由于无纺布等核心原材料和产业链主要在中国，海外宠物卫生用品的制造产业集中在中国出货。中国规模较大的供应商还包括芜湖悠派、江苏中恒等企业，市占率第二的芜湖悠派收入规模约为公司一半，2019年芜湖悠派收入5.4亿元。公司在“纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品”细分品类的出口总金额中，市场份额在1/3以上，竞争力优越。
- 宠物垫的生产效率全国最高。依依股份产线生产效率、转速全国领先，国外品牌商客户更换供应商的可能性较低。
- 国内其他婴儿及成人卫生用品厂商具备一定生产宠物卫生用品的能力，但由于婴儿及成人卫生用品厂商毛利率较高，且原本客户群较稳定，主观上切换赛道动力不足，行业格局总体稳定。

表：中国宠物卫生用品出口格局

单位：亿元	2018	2019	2020
公司出口金额	8.2	9.3	10.9
中国出口金额	24.6	28.2	30.0
公司出口市占率	33.2%	33.1%	36.3%

表：中国一定规模宠物卫生用品生产商

公司名称	成立时间	经营范围	主要客户	销售规模
芜湖悠派护理用品科技股份有限公司	2006年	护理垫、纸尿裤、湿纸巾卫生用品及一次性宠物垫、宠物服装、宠物护理产品及相关电子产品	HARTZ MOUNTAIN、 Unicharm Corporation、 Amazon.com	2019年营收规模为5.4亿元
江苏中恒宠物用品股份有限公司	2009年	宠物用品、箱包、服装制作		

数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 核心竞争力：掌握无纺布产能，具备成本保障优势

- **掌握上游供应链，原材料成本控制能力强。**公司旗下全资子公司高洁有限主要从事无纺布的研发、生产和销售，公司将其纳入产业链体系，可有效控制无纺布的产品质量，减弱无纺布价格波动幅度，保障供货能力。2018-2020年公司宠物垫、宠物尿裤产品单位原材料成本均下行。
- **供货稳定性是客户考虑的核心要素。**2020年受疫情影响，中国无纺布产能供给不足，小厂不能出货。公司由于自备无纺布产能，未受原材料波动影响，实现稳定供货，提升客户粘性与信任度。2020年单位原材料成本并未伴随无纺布价格上涨，供应链稳定性优于同业。

表：公司单位成本拆分

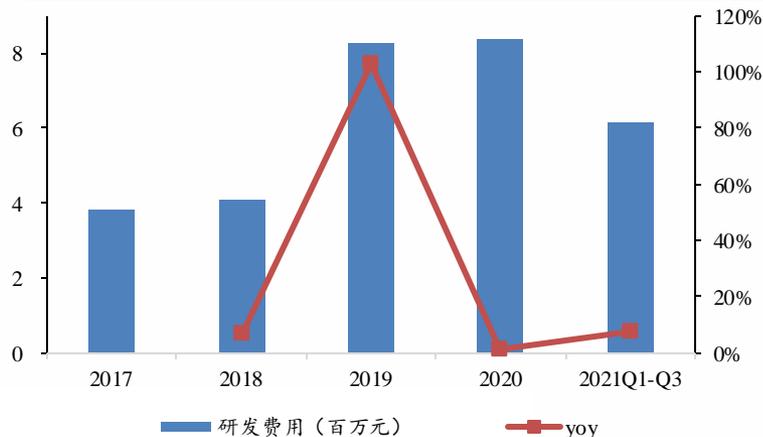
宠物垫 单位：元/片	2018	2019	2020
单位原材料成本	0.29	0.28	0.26
单位制造成本	0.02	0.03	0.02
单位人工费用	0.01	0.01	0.01
无纺布 单位：万元/吨	2018	2019	2020
单位原材料成本	0.85	0.81	0.77
单位制造成本	0.10	0.10	0.09
单位人工费用	0.02	0.02	0.02
宠物尿裤 单位：元/片	2018	2019	2020
单位原材料成本	0.37	0.34	0.32
单位制造成本	0.02	0.02	0.03
单位人工费用	0.01	0.01	0.02

数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理

## 核心竞争力：研发设计壁垒较高，有助于维护大客户粘性

- **功能性产品研发专利壁垒较高，有助于增强大客户粘性。**市场大部分产品处于较低端、同质化竞争，而具有特定功能产品的研发技术壁垒较高。此外，客户越来越倾向于要求供应商具备一些产品的研发设计能力，比如亚马逊等电商平台客户，为持续吸引消费者关注，产品更新迭代速度快，看重供应商的产品研发设计能力，对供应商依赖度较高。
- **新品研发方向依赖于对不同市场消费者偏好的洞察，SKU众多，对行业经验要求高。**新品研发方面，为培养宠物定时定点如厕的习惯，公司开发了添加诱导剂的宠物垫，以保持饲养者居住环境的干净整洁；为满足消费者所在地环保要求，研发出具有可降解环保性能的宠物垫等。截至2020年公司拥有 55 项专利权，除尿垫（天然本色抑菌环保未漂白）为外观设计专利外，其余全部为实用新型专利，专利壁垒较高。

### 2017-2021前三季度公司研发费用及增速



数据来源：公司招股说明书，Wind，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

### 公司部分专利

序号	专利权人	专利名称	专利号	专利申请日	期限	取得方式
1	依依股份	一次性手套湿巾	ZL 2015 2 0950727.6	2015/11/25	10年	继受取得
2	依依股份	用于显示宠物健康状况的宠物尿垫和宠物尿垫包装盒	ZL 2015 2 0950728.0	2015/11/25	10年	继受取得
3	依依股份	宠物尿垫盒抽	ZL 2015 2 0953266.8	2015/11/25	10年	继受取得
4	依依股份	用于防泄漏的宠物尿垫和宠物尿垫包装盒	ZL 2015 2 0953733.7	2015/11/25	10年	继受取得
5	依依股份	带有异味的宠物尿垫和宠物尿垫包装盒	ZL 2015 2 0953735.6	2015/11/25	10年	继受取得
6	依依股份	防抓破及防渗漏宠物尿垫	ZL 2016 2 0600683.9	2016/6/15	10年	继受取得
7	依依股份	具有除臭功能的宠物尿垫	ZL 2016 2 0688553.5	2016/6/30	10年	继受取得
8	依依股份	一种未漂白原生天然竹浆抑菌环保尿垫	ZL2019211735122	2019/7/24	10年	原始取得

# 目 录

---

- ◆ **公司概况：优质宠物用品代工企业，规模稳步扩张**
- ◆ **行业：全球宠物卫生用品市场仍有较大成长空间**
- ◆ **核心竞争力：产能、效率优势明显，大客户壁垒高筑**
- ◆ **盈利预测与估值**

# 盈利预测与估值

## 关键假设：

假设1：2021年由于原材料上涨毛利率暂时承压，2022-2023年原材料成本回归正常水平，宠物卫生用品毛利率分别达到19%、20.5%、20.7%；

假设2：疫情缓解后，2021年起无纺布价格恢复常态，2021-2023年无纺布毛利率分别为9.2%；9.5%；9.5%；

假设3：募投项目产能如期释放，2021-2023年新工厂投产产能分别占规划产能的10%、50%、100%。

**表：收入成本拆分**

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	1241.01	1303.50	1675.23	2187.51
yoy	20.8%	5.0%	28.5%	30.6%
营业成本	917.78	1,057.9	1,334.8	1,737.9
毛利率	26.0%	18.8%	20.3%	20.6%
<b>宠物一次性卫生护理用品</b>				
收入	1084.96	1220.58	1586.75	2094.52
yoy	16.5%	12.5%	30.0%	32%
成本	836.26	988.7	1261.5	1661.0
毛利率	22.9%	19.0%	20.5%	20.7%
<b>无纺布</b>				
收入	109.65	54.8	57.6	60.4
yoy	60.5%	-50%	5%	5%
成本	52.18	49.8	52.1	54.7
毛利率	52.4%	9.2%	9.5%	9.5%
<b>个人一次性卫生护理用品</b>				
收入	43.83	26.3	28.9	30.4
yoy	69.9%	-40%	10%	5%
成本	27.16	17.9	19.5	20.4
毛利率	38.0%	32.0%	32.5%	32.8%
<b>其他</b>				
收入	2.57	1.8	2.0	2.2
yoy	30.5%	-30%	10%	10%
成本	2.18	1.5	1.7	1.9
毛利率	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%

# 盈利预测与估值

表：盈利预测与估值

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1241.01	1303.50	1675.23	2187.51
增长率	20.76%	5.04%	28.52%	30.58%
归属母公司净利润（百万元）	194.46	124.80	180.83	242.53
增长率	82%	-36%	45%	34%
每股收益EPS（元）	2.06	1.32	1.92	2.57
净资产收益率ROE	27.30%	6.89%	9.08%	10.85%
PE	23	35	24	18
PB	6.22	2.44	2.22	1.98

数据来源：Wind，西南证券

- 我们选取一次性卫生用品制造商百亚股份、可靠股份、豪悦护理为可比公司，考虑到公司未来两年产能加速释放，预计原材料成本下行、海运费回落后业绩弹性较强，2021-2023年净利润复合增速为39.4%，具有较强成长性，给予2022年30倍估值，对应目标价57.6元，首次覆盖给予“买入”评级。

表：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE			PEG	
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
003006.SZ	百亚股份	18.8	0.55	0.70	0.88	34.13	27.05	21.45	1.03	0.82
301009.SZ	可靠股份	18.77	0.62	0.80	1.01	30.42	23.33	18.63	0.77	0.74
605009.SH	豪悦护理	55.73	2.74	3.48	4.22	20.33	16.00	13.21	0.59	0.63
平均值						27.44	21.35	17.23	0.80	0.73

数据来源：Wind，西南证券整理

## 附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1241.01	1303.50	1675.23	2187.51	净利润	194.46	124.80	180.83	242.53
营业成本	917.78	1057.86	1334.77	1737.91	折旧与摊销	24.57	31.08	43.32	55.01
营业税金及附加	7.08	7.43	9.61	15.09	财务费用	23.15	12.90	20.25	25.53
销售费用	12.57	18.25	20.10	24.06	资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.31	46.93	56.96	70.00	经营营运资本变动	-54.27	-8.06	-51.49	-63.49
财务费用	23.15	12.90	20.25	25.53	其他	-3.73	-1.11	0.04	0.31
资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	183.33	159.61	192.95	259.89
投资收益	4.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-166.12	-300.00	-300.00	-200.00
公允价值变动损益	1.21	0.88	0.99	0.95	其他	-36.84	-20.19	0.88	4.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-202.96	-320.19	-299.12	-195.48
<b>营业利润</b>	250.34	161.02	234.52	315.86	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.62	3.90	4.43	4.62	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	256.96	164.91	238.95	320.48	股权融资	0.00	974.55	0.00	0.00
所得税	62.50	40.11	58.12	77.95	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	194.46	124.80	180.83	242.53	其他	-1.20	-12.90	-20.25	-25.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1.20	961.65	-20.25	-25.53
归属母公司股东净利润	194.46	124.80	180.83	242.53	<b>现金流量净额</b>	-26.79	801.07	-126.41	38.88

数据来源: Wind, 西南证券

WWW.SWSC.COM.CN

### 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	55.83	856.90	730.49	769.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	223.52	228.50	294.42	385.12	销售收入增长率	20.76%	5.04%	28.52%	30.58%
存货	108.14	121.34	155.11	201.86	营业利润增长率	80.08%	-35.68%	45.65%	34.68%
其他流动资产	11.46	32.99	36.11	36.69	净利润增长率	82.16%	-35.82%	44.89%	34.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	88.25%	-31.22%	45.41%	32.98%
投资性房地产	1.04	1.08	1.07	1.07	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	407.79	682.60	945.18	1096.06	毛利率	26.05%	18.84%	20.32%	20.55%
无形资产和开发支出	52.01	46.48	40.96	35.43	三费率	5.08%	5.99%	5.81%	5.47%
其他非流动资产	52.48	52.11	51.75	51.38	净利率	15.67%	9.57%	10.79%	11.09%
<b>资产总计</b>	<b>912.27</b>	<b>2022.01</b>	<b>2255.08</b>	<b>2576.98</b>	ROE	27.30%	6.89%	9.08%	10.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.32%	6.17%	8.02%	9.41%
应付和预收款项	179.62	192.34	244.17	322.95	ROIC	35.48%	15.11%	16.26%	17.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.02%	15.73%	17.79%	18.12%
其他负债	20.39	18.06	18.47	19.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>200.01</b>	<b>210.40</b>	<b>262.64</b>	<b>342.01</b>	总资产周转率	1.55	0.89	0.78	0.91
股本	70.75	94.33	94.33	94.33	固定资产周转率	6.46	4.55	3.74	3.71
资本公积	268.25	1219.23	1219.23	1219.23	应收账款周转率	6.72	6.15	6.82	6.86
留存收益	373.25	498.05	678.89	921.42	存货周转率	9.27	9.07	9.53	9.64
归属母公司股东权益	712.25	1811.61	1992.44	2234.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>712.25</b>	<b>1811.61</b>	<b>1992.44</b>	<b>2234.98</b>	资产负债率	21.92%	10.41%	11.65%	13.27%
负债和股东权益合计	912.27	2022.01	2255.08	2576.98	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.17	6.39	4.94	4.28
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	速动比率	1.58	5.77	4.31	3.66
EBITDA	298.06	205.00	298.09	396.41	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	22.78	35.49	24.49	18.26	<b>每股指标</b>				
PB	6.22	2.44	2.22	1.98	每股收益	2.06	1.32	1.92	2.57
PS	3.57	3.40	2.64	2.02	每股净资产	7.55	19.20	21.12	23.69
EV/EBITDA	10.78	17.06	12.16	9.05	每股经营现金	1.94	1.69	2.05	2.76
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn