下沉市场，风光无限！
——“消费和创新”系列之六

相关研究

《现代服务业的美好时代——服务业系列之一》2019.11.28

《高通胀的前世今生（中国篇）》2019.11.26

《高通胀的前世今生（海外篇）》2019.11.11

分析师:姜超
Tel:(021)23212042
Email:jc9001@htsec.com
证书:S0850513010002

分析师:于博
Tel:(021)23219820
Email:yb9744@htsec.com
证书:S0850516080005

分析师:陈兴
Tel:(021)23154504
Email:cx12025@htsec.com
证书:S0850519110001

联系人:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

投资要点:

- **消费结构“下沉”：宏观层面的三条线索。**近年来，消费结构的“下沉”引起了市场广泛关注，宏观层面有三条线索。**一是全国层面**，社会消费品零售总额增速相对稳定，而限额以上零售增速持续大幅下滑。**二是区域层面**，乡村消费增速持续高于城镇，中西部省份消费增速持续高于东部。**三是城市层面**，三四线城市消费增速持续高于一线城市，并在近两年反超二线城市。

- **线下消费：增速领跑市占提升，品质升级渠道下沉。必需消费品：消费品质升级，龙头渠道下沉。**首先来看食品，以乳制品为例，19 年上半年地级市和县级市的乳制品销售额增速明显高于省会城市，而北上广成增长陷入停滞。这一方面与龙头奶业渠道下沉、加速拓展低线城市有关，另一方面也离不开低线级城市消费升级的大背景。再来看服装，过去几年，深耕三四线城市的运动品牌安踏实现了远超耐克大中华地区的收入增速，15-17 年女装品牌拉夏贝尔也在三线城市收入高增，这也反映了低线级城市居民在服装消费中逐渐从杂牌向优质品牌升级。**可选消费品：从物质到精神，商业地产助力。**在物质消费领域，10-15 年，三线及以下城市的珠宝市场销售增速远超一二线，且渗透率仍有空间。在精神消费领域，小镇青年已成为电影票房贡献的主力军，三四五线城市票房增速自 14 年以来持续高于一二线，18 年票房占比升至 41.2%。而过去几年商业地产加速下沉、购物中心遍地开花，也间接带动了三四线城市的珠宝销售和电影票房的高增长。此外，出行方面，三四线城市居民在旅游消费上同样表现抢眼。以境外游为例，18 年三四线城市居民出境游用户增速高于国内游 31 个百分点，高于全国出境游增速 15 个百分点。

- **线上消费：群众基础巨头崛起，三大优势弯道超车。线上消费：下沉市场巨头崛起，低线城市网民过半。**三四线城市消费的高增长在网络平台更为突出，“下沉市场”网络巨头的营收增长非常迅速，如拼多多和趣头条在 18 年的营收增速分别超过 650%和 480%。移动网络在低线级城市的普及为线上市场的扩张奠定了坚实基础。目前三线及以下城市移动网民数量已过半，并成为网络平台的主要力量。如“下沉市场”三巨头拼多多、快手和趣头条，截至 19 年 3 月其三线及以下城市的用户量占比分别达 64.1%、68.8%和 64.9%，约是一二线的两倍。**弯道超车：高便利性，高性价比，娱乐需求旺盛。**首先，线上平台为三四线消费者提供了极大便利，比如 17 年三线、四线及以下城市奢侈品线上消费者占比均已超过 40%。其次，受限于收入水平，三四线居民更注重性价比，对待国货的态度也更为积极。最后，在网络服务消费，特别是娱乐消费领域，三四线网民并不落后。比如在网络游戏、网络直播和网络动漫方面，三线及以下城市手机网民的付费转化率均高于一二线。短视频市场是另一个典型案例，19 年上半年三线及以下城市的短视频活跃渗透率、用户规模占比均超过一二线城市，扎根下沉市场令短视频行业迎来发展的春天。

- **“消费下沉”的实质：增加有效供给，低线消费升级。**如何理解“消费下沉”对经济的影响？**在我们看来，“消费下沉”与“消费升级”并不矛盾，两者其实是同一枚硬币的两面。**如何扩大消费？从长期看，必然是通过改革来提升居民收入。从短期看，增加有效供给是扩大需求的必经之路。近几年线下渠道的不断下沉，线上新三巨头的崛起，本质上都是在改善三线及以下城市的供给，从而满足其旺盛的消费需求。而在新型城镇化的背景下，广大三四五线城市将成为吸纳人口的主力，我们预计，十年后三四五线城市建成区户籍人口的比重有望从目前的 21%提升至 41%。而伴随居民贫富差距持续缩窄，全社会边际消费倾向有望提升，**未来十年“下沉市场”消费升级将具备广阔的空间。**

目 录

1. 消费结构“下沉”：宏观层面的三条线索 4
2. 线下消费：增速领跑市占提升，品质升级渠道下沉 5
2.1 必需消费品：消费品质升级，龙头渠道下沉 5
2.2 可选消费品：从物质到精神，商业地产助力 6
3. 线上消费：群众基础巨头崛起，三大优势弯道超车 8
3.1 线上消费：下沉市场巨头崛起，低线城市网民过半 8
3.2 弯道超车：高便利性，高性价比，娱乐需求旺盛 9
4. “消费下沉”实质：增加有效供给，低线消费升级 11

图目录

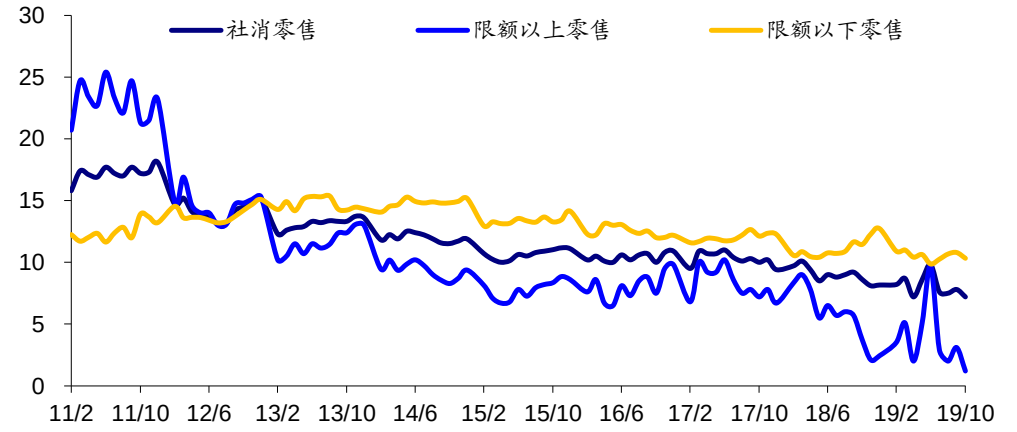
图 1 社消零售、限额以上零售、限额以下零售当月同比增速（%）.....4
图 2 城镇和乡村社消零售同比增速（%）.....4
图 3 东部、中部、西部、东北社消零售同比增速（%）.....4
图 4 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）.....5
图 5 19 年上半年各级城市乳制品销售额同比增速（%）.....5
图 6 13-19 年乳制品公司 CR2 与 CR5 市占率（%）.....5
图 7 安踏与耐克大中华区营收同比增速（%）.....6
图 8 拉夏贝尔各线城市收入增速（%）.....6
图 9 10-15 年各线城市珠宝市场复合年增长率（%）.....6
图 10 16 年黄金、钻石和铂金饰品在各线城市的渗透率（%）.....6
图 11 13-18 年各线城市票房占比趋势（%）.....7
图 12 14-18 年各线城市电影票房同比增速（%）.....7
图 13 17-18 年各线城市开业购物中心数量占比（%）.....7
图 14 15-17 年各线城市商场客流指数增长率（%）.....7
图 15 18 年春节各线城市游客在境外消费额同比增速（%）.....7
图 16 19 年春节人均境外消费增速 Top5 城市及北上广（%）.....7
图 17 18 年各大互联网平台营业收入增长率（%）.....8
图 18 移动网民各城市等级分布（%）.....8
图 19 拼多多、快手和趣头条用户城市等级分布（%）.....9
图 20 淘宝和京东手机端三线及以下活跃与新增用户占比（%）.....9
图 21 各级城市奢侈品线上零售消费者占比（%）.....9
图 22 各级城市网民调查中对于国货的态度（%）.....10
图 23 三线及以下城市网民未来想买的手机品牌偏好（%）.....10
图 24 手机网民泛娱乐细分项目用户付费转化率（%）.....10
图 25 各大短视频平台用户规模分布（%）.....10
图 26 未来 10 年后中国户籍人口分布预测.....11

1. 消费结构“下沉”：宏观层面的三条线索[1]

近年来，消费结构的“下沉”引起了市场的广泛关注，宏观层面主要有以下三条线索：

一是全国层面，社会消费品零售总额增速相对稳定，而限额以上零售增速大幅下滑。观察中国的消费数据，13 年是一个重要的分水岭。13 年之前，限额以上零售增速明显高于社消零售增速；但在 13 年之后，限额以上零售增速持续低于社消零售增速，并且两者之间的“裂隙”在 18 年进一步扩大。这意味着，“限额以下”在 13 年反超“限额以上”。比如，今年 10 月社消零售累计同比增速为 8.1%，而限额以上零售增速仅为 3.8%，再反观限额以下零售增速，则稳定在 10.6%。

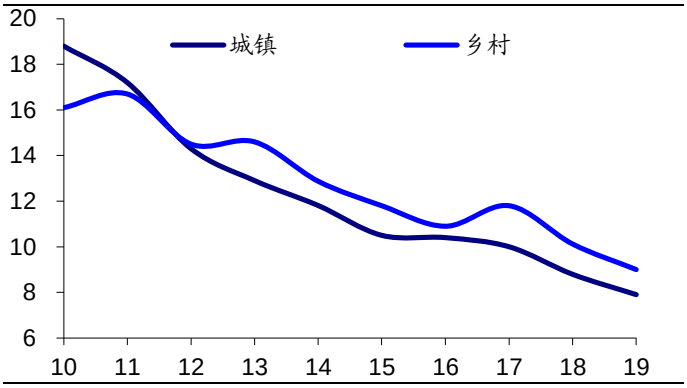
图1 社消零售、限额以上零售、限额以下零售当月同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所。1-2 月为累计同比

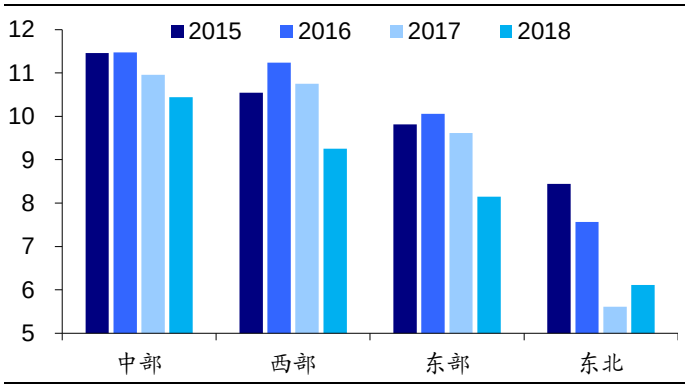
二是区域层面，乡村消费增速持续高于城镇，中西部省份消费增速持续高于东部。进一步观察中国消费数据的城乡结构和区域结构，也都出现了明显分化。一方面，乡村消费增速在 13 年后反超城镇，乡村消费占社消零售的比重也从 12 年的 13.4%上升至 18 年的 14.5%。另一方面，过去几年间，经济相对落后的中西部省份消费增速持续高于经济较发达的东部省份。18 年中部 6 省、西部 12 省加权平均消费增速分别为 10.4%和 9.3%，明显高于东部 10 省 8.2%的增速。

图2 城镇和乡村社消零售同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所。19 年为前 10 月累计同比

图3 东部、中部、西部、东北社消零售同比增速（%）



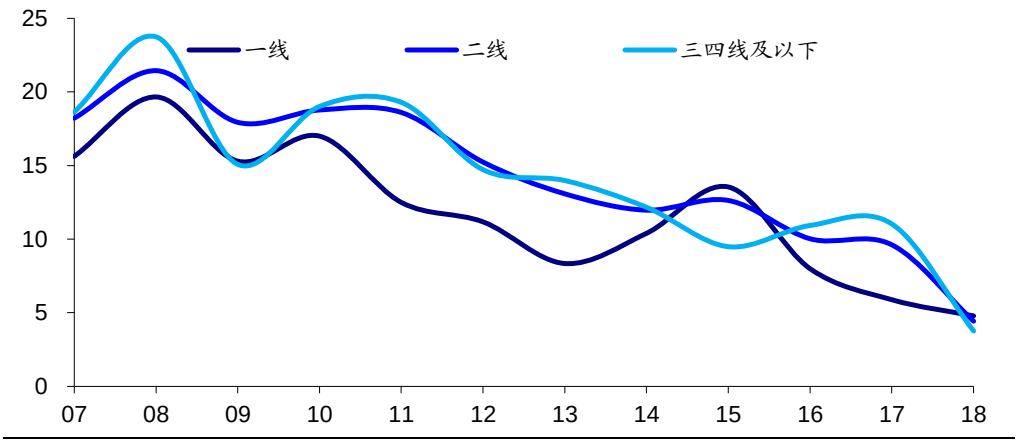
资料来源：Wind，海通证券研究所

三是城市层面，三四线城市消费增速持续高于一线城市，而 16-17 年反超二线城市。过去 10 年间，一线城市消费增速从 08 年的 19.7%持续下滑至 18 年的 4.8%。同期三四线及以下城市消费增速不仅持续高于一线（平均每年高出 2.5 个百分点），并在 16-17 年持续高于二线城市。从过去十年对消费增长的贡献率看，4 个一线城市仅为 7.2%，31

[1] 感谢实习生陈逸凡、蔡奕娴、郝禹对本报告所做的贡献。

个二线城市为 28.2%，而广大三四线及以下城市贡献率高达 64.6%。

图4 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所
注：一线为北上广深，二线为 31 个省会城市和计划单列市，其余为三四线及以下城市

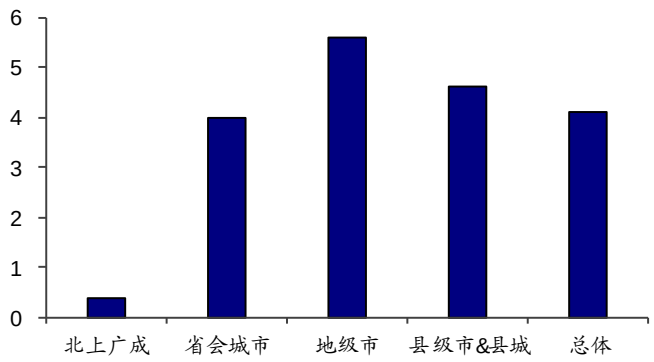
接下来，我们分别从线下、线上两个方面对三四线及以下城市的消费展开分析。

2. 线下消费：增速领跑市占提升，品质升级渠道下沉

2.1 必需消费品：消费品质升级，龙头渠道下沉

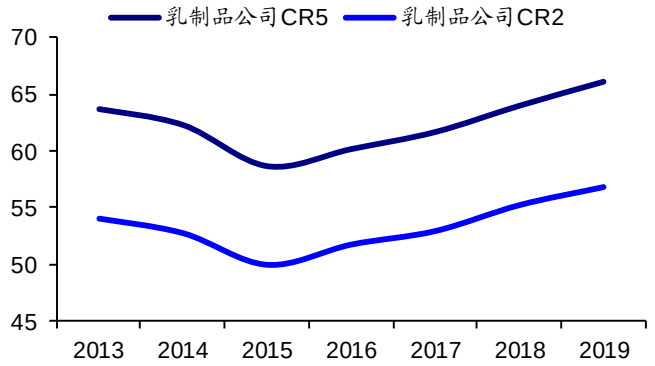
乳制品：地县增速领跑，龙头渠道下沉。民以食为天，首先来看必需消费中的食品，乳制品是其中的典型代表。19 年上半年普通地级市和县级市的乳制品销售额同比增速分别为 5.6%和 4.6%，均明显高于省会城市的 4%，而北上广成的销售增长则陷入停滞。低线级城市成为乳制品市场的重要增长点，一方面与龙头奶业加速拓展低线级城市渠道有关，另一方面也离不开三四线城市消费升级的大背景。从行业结构看，过去 4 年间，以伊利和蒙牛为代表的五大大乳制品公司的市占率持续提升，从 15 年的 58.6%上升至 19 年的 66.0%。

图5 19 年上半年各级城市乳制品销售额同比增速（%）



资料来源：《经济日报-伊利集团消费趋势报告》，海通证券研究所

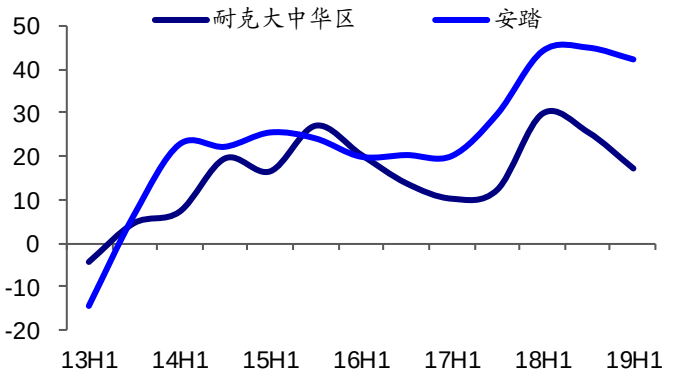
图6 13-19 年乳制品公司 CR2 与 CR5 市占率（%）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所，19 年数据为预测值

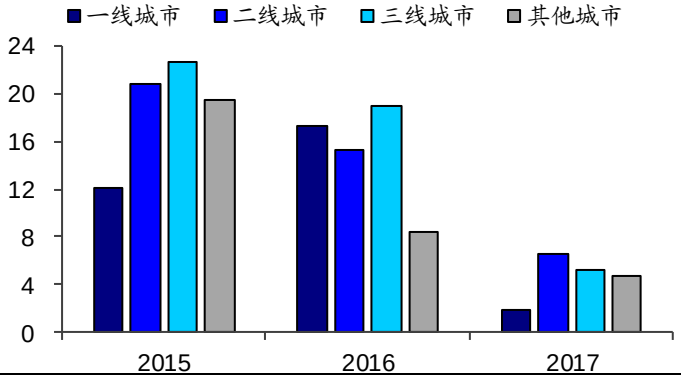
服装：低线城市增长红利，小镇青年品牌升级。近年来，三四线城市在服装消费上同样呈现出数量升级与品牌升级的趋势。在体育服装方面，深耕三四线城市的国产运动品牌安踏，其收入增速自 17 年起明显走强，且超过了主营一二线市场的国际品牌耐克。而受益于低线城市增长红利，18 年其收入增速高达 44.5%。而在女装方面，以拉夏贝尔为例，15-17 年间其同样在三线城市收获了较高的收入增速，而这也从侧面印证了低线级城市居民在服装消费中已逐渐从杂牌向优质品牌升级。

图7 安踏与耐克大中华区营收同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 拉夏贝尔各线城市收入增速（%）

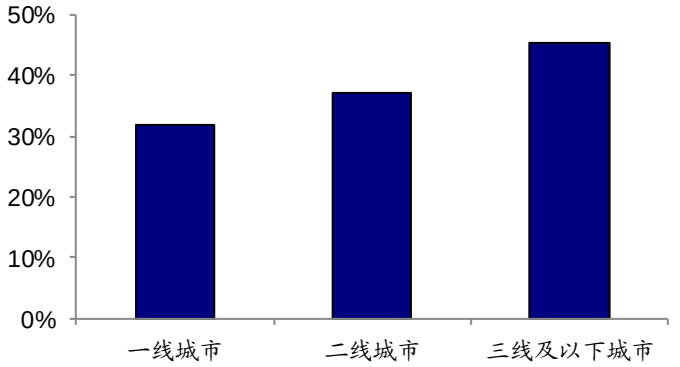


资料来源：拉夏贝尔招股说明书、17 年年报，海通证券研究所

2.2 可选消费品：从物质到精神，商业地产助力

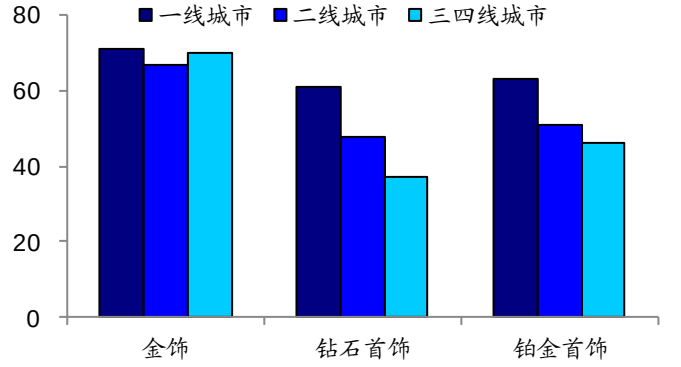
珠宝：销售持续高增，渗透率空间仍大。对于金银珠宝等客单价较高的可选消费品，低线级城市同样呈现出更高的销售增速，并带动市占率不断提升。根据周大生招股说明书，10-15 年间，三线及以下城市的珠宝市场销售年复合增速高达 45.3%，远超一线（31.9%）和二线城市（37.3%）。而在近几年，周大生、老凤祥等国内知名珠宝品牌，已纷纷将低线级城市作为重要的战略市场。尽管 16 年金饰在三四线的渗透率已接近一线水平，但钻石、铂金饰品的渗透率仍有较大提升空间。

图9 10-15 年各线城市珠宝市场复合年增长率（%）



资料来源：周大生招股说明书，海通证券研究所

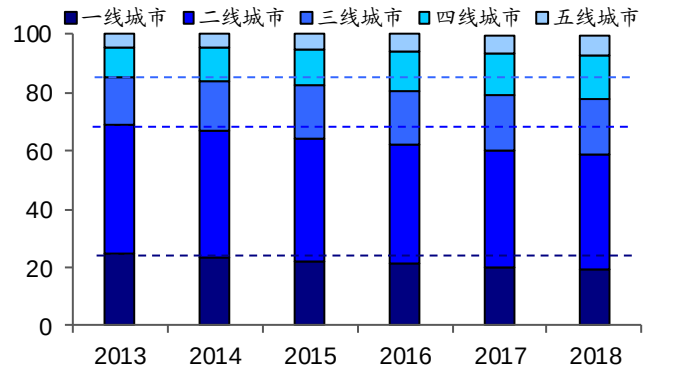
图10 16 年黄金、钻石和铂金饰品在各线城市的渗透率（%）



资料来源：世界黄金协会，海通证券研究所

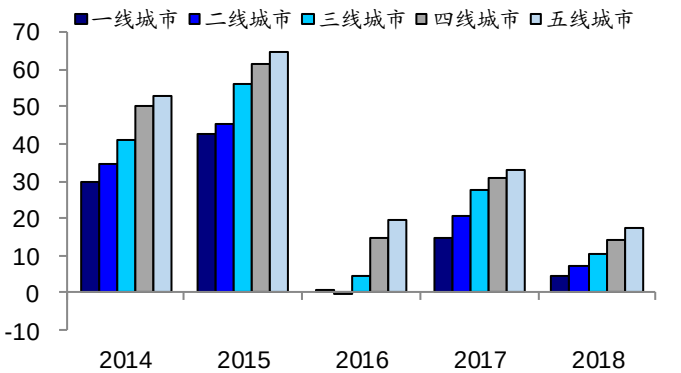
电影：小镇青年渐成主力，消费从物质到精神。低线级城市居民可选消费的高增长不仅体现在物质层面，更体现在精神层面。近年来，随着一二线城市观影群体的逐渐饱和，三线及以下城市的“小镇青年”成为了电影票房贡献的主力军。根据艺恩的统计，14-18 年间，三四五线城市票房增速持续高于一二线，三线及以下城市票房占比也从 13 年的 31.3%上升至 18 年的 41.2%。

图11 13-18 年各线城市票房占比趋势（%）



资料来源：艺恩，海通证券研究所

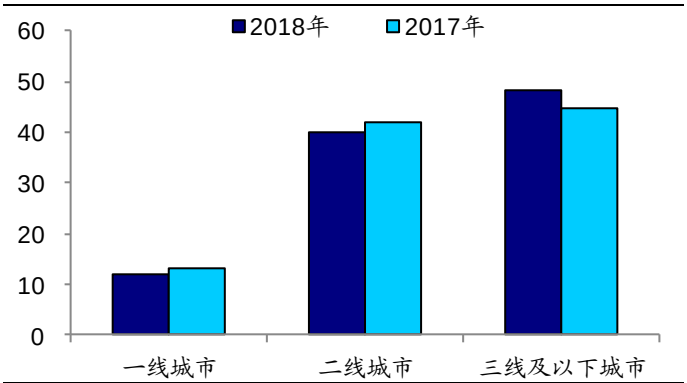
图12 14-18 年各线城市电影票房同比增速（%）



资料来源：艺恩，海通证券研究所

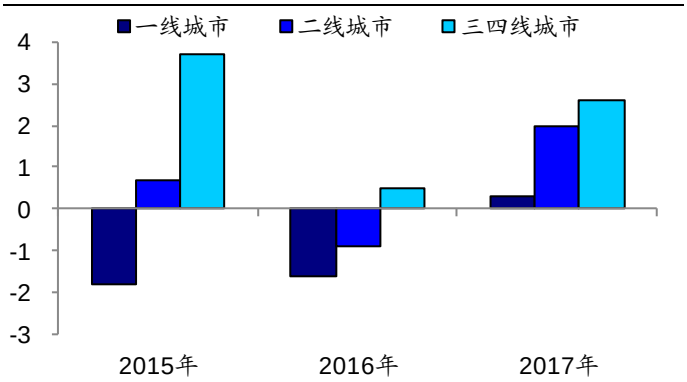
商业地产加速下沉，购物中心遍地开花。而无论是珠宝企业的渠道门店下沉，还是低线级城市电影市场的高歌猛进，在很大程度上都与近年来低线城市商业地产的加速拓展有关。根据赢商网的统计，17、18 年三线及以下城市开业的购物中心数量占比分别高达 45%和 48%，接近一二线的总和。而从汇纳科技统计的商场客流指数看，三四线城市在过去几年都实现了可观的增长，反观一二线城市在 16 年都曾出现负增长，17 年增速也仅在零值附近。

图13 17-18 年各线城市开业购物中心数量占比（%）



资料来源：赢商网，海通证券研究所

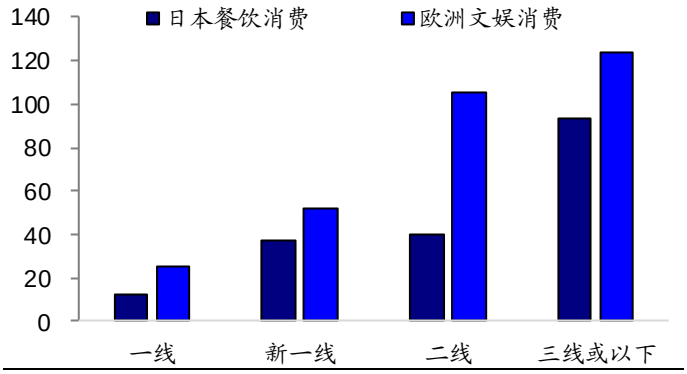
图14 15-17 年各线城市商场客流指数增长率（%）



资料来源：汇纳科技，海通证券研究所

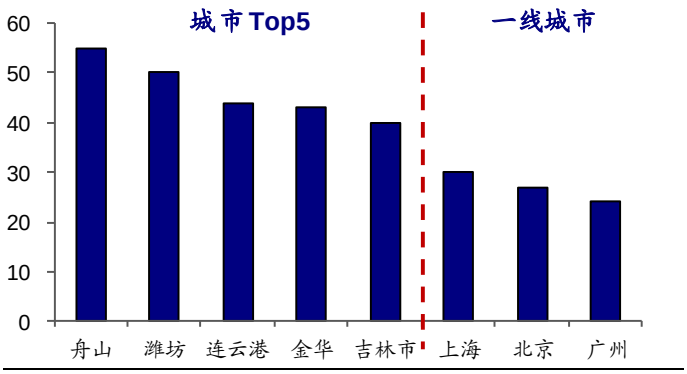
旅游：文娱消费全面升级，境外游增速亮眼。此外，出行方面，三四线城市居民在旅游消费上同样表现抢眼。以境外游为例，根据飞猪发布的《18 年度旅行报告》，18 年三四线城市居民出境游用户同比增速高于国内游 31 个百分点，高于全国出境游增速 15 个百分点。根据中国银联统计，18 年春节三线及以下城市游客在日本的餐饮消费和在欧洲的文娱消费增速分别高达 94%和 124%，大幅领先其他城市。到 19 年春节，支付宝数据显示，全国人均境外消费增速最高的前五位均为三线或以下城市，其中位列第一的舟山增速高达 55%，而一线城市增速普遍在 20%左右。

图15 18 年春节各线城市游客在境外消费额同比增速（%）



资料来源：中国银联，海通证券研究所

图16 19 年春节人均境外消费增速 Top5 城市及北上广（%）



资料来源：支付宝，经济日报，海通证券研究所

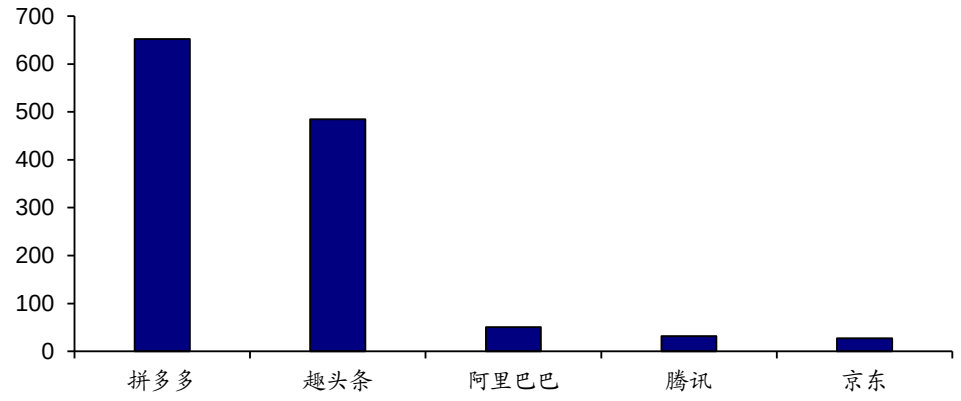
总结来看，对于客单价较低的必需消费品，比如食品，三四线城市增速普遍高于一二线，并同时伴随品质升级。对客单价较高的可选消费品，三四线城市已经成为重要的战略市场，市占率也在不断提升，并逐步从物质需求扩展到精神需求，比如金银珠宝市场的渗透率仍有空间，电影业、旅游业也同样呈现出蓬勃发展的态势。

3. 线上消费：群众基础巨头崛起，三大优势弯道超车

3.1 线上消费：下沉市场巨头崛起，低线城市网民过半

下沉市场巨头，营收快速增长。三四线城市消费的高增长并不局限于线下，在网络平台上这一现象更为突出，“下沉市场”的消费能力也得到经营者的广泛关注，如从各大平台的营业收入增速上来看，深耕于三四线及以下城市的网络巨头，其营收增长非常迅速，18 年拼多多营收增速超过 650%，趣头条营收增速也超过 480%，而阿里、腾讯和京东等平台营收增速均未超过 60%。

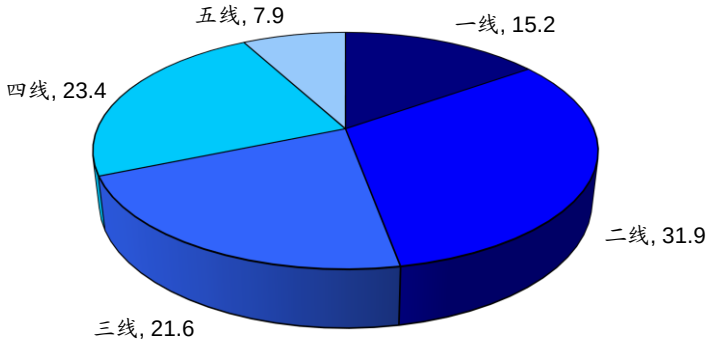
图17 18 年各大互联网平台营业收入增长率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

移动网民占比过半，低线城市网络普及。当前低线级城市网络已经普及开来，三线及以下城市移动网民数量占比约为 53%，领先于一二线城市并且超过半数，这也为线上市场的扩张奠定了坚实基础。

图18 移动网民各城市等级分布（%）

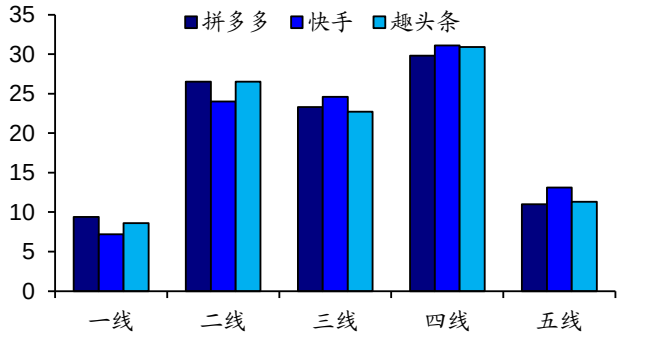


资料来源：CEIC，海通证券研究所，数据为 19 年 3 月。

三四线新兴势力，平台主要力量。随着移动网民数量的增多，三四线城市用户群体正在成为网络平台的主要力量。根据 Questmobile 数据，被誉为“下沉市场”三巨头的拼多多、快手和趣头条，截至 19 年 3 月其三线及以下城市的用户数量占比已分别达到 64.1%、68.8%和 64.9%，约是一二线城市的两倍。而像淘宝和京东等老牌头部平台，三线及以下城市活跃和新增用户数量占比也均超过了 50%，可见用户下沉趋势已经形

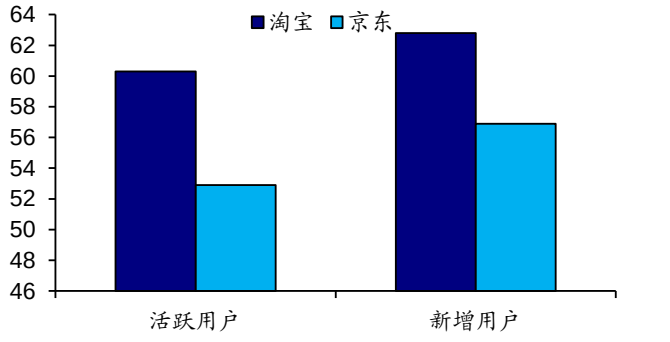
成。

图19 拼多多、快手和趣头条用户城市等级分布（%）



资料来源：Questmobile，海通证券研究所，数据为 19 年 3 月。

图20 淘宝和京东手机端三线及以下活跃与新增用户占比（%）

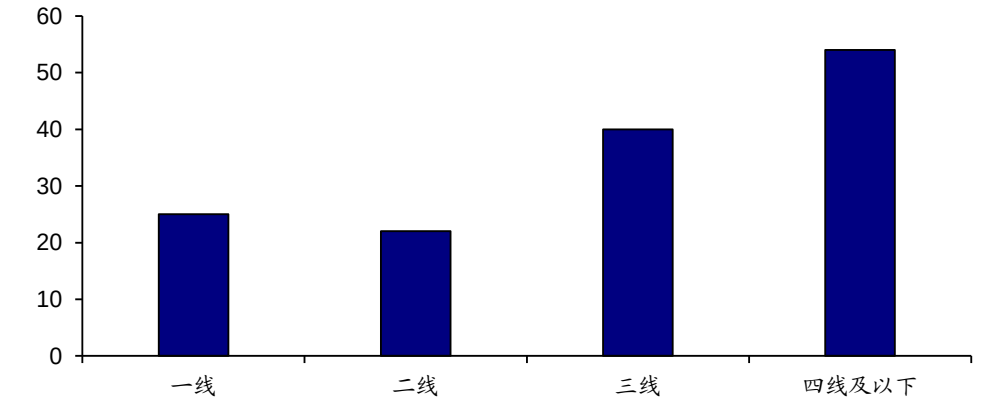


资料来源：Questmobile，海通证券研究所，数据为 19 年 5 月。

3.2 弯道超车：高便利性，高性价比，娱乐需求旺盛

奢侈品消费领跑，线上平台提供便利。首先，线上平台为三四线消费者提供了极大的便利性，克服了城市因为能级不足所造成的部分线下实体店没有覆盖的缺点。比如在奢侈品消费方面，根据 Questmobile 数据，17 年四线及以下城市线上零售消费者占比超过 50%，三线城市也达到了 40%，而相比之下，一二线城市仅有 20%-25%的水平。

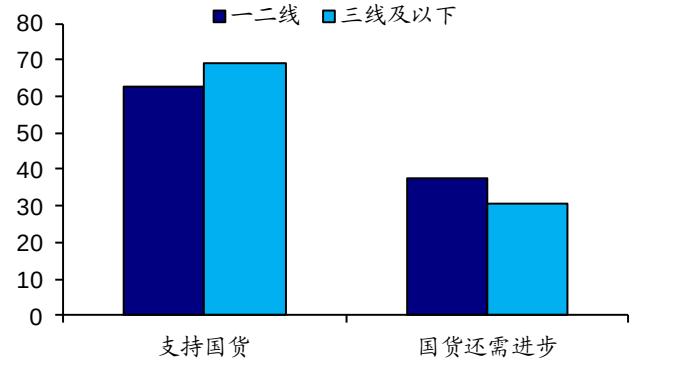
图21 各级城市奢侈品线上零售消费者占比（%）



资料来源：Questmobile，海通证券研究所，数据为 17 年。

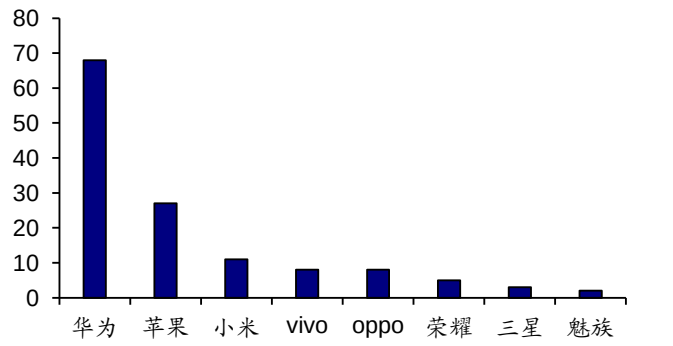
三四线注重性价比，对待国货态度积极。其次，由于低线级城市居民收入较一二线城市依然偏低，而国内制造业在转型升级的过程中，已经逐渐建立了性价比优势，甚至部分产品在性能上和海外高端产品已相差无几，受制于有限的收入，低线级城市网民对于国货的态度更为积极。从腾讯研究院所做的调查来看，三线及以下城市网民“非常看好，支持国货”的比重高达 69.2%，而一二线城市仅约为 62.6%，在三线及以下城市网民未来想买的手机品牌中，国产的华为也是力压苹果。

图22 各级城市网民调查中对于国货的态度（%）



资料来源：企鹅智库，海通证券研究所，数据为 19 年 11 月。

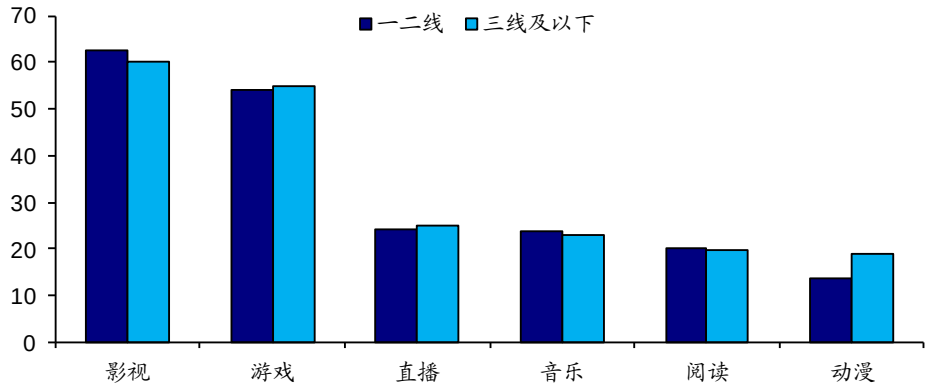
图23 三线及以下城市网民未来想买的手机品牌偏好（%）



资料来源：企鹅智库，海通证券研究所，数据为 19 年 11 月。

娱乐消费并不落后，小镇青年也可逆袭。最后，在商品消费方面，或许三线及以下城市和一二线尚不能相提并论，但是在网络服务消费，特别是娱乐消费领域，三四线网民并不落后。比如在网络游戏、网络直播和网络动漫方面，根据企鹅智库，17 年三线及以下城市手机网民的付费转化率分别达到 54.9%、24.8%和 19.1%，而相比之下，一二线城市手机网民的付费转化率分别只有 54.3%、24%和 13.5%，均低于三线及以下城市水平。

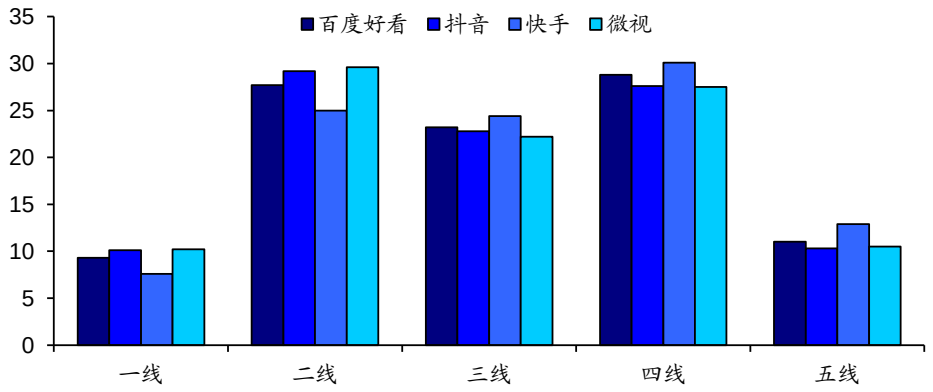
图24 手机网民泛娱乐细分项目用户付费转化率（%）



资料来源：企鹅智库，海通证券研究所，数据为 17 年。

短视频市场下沉，扎根广阔天地。以如火如荼的短视频市场为例，其正是由于扎根下沉市场才迎来发展的春天。根据 Questmobile，19 年上半年三线及以下城市的下沉市场短视频活跃用户渗透率达到 55.5%，而短视频整体的活跃渗透率仅为 50.6%。从百度好看、抖音、快手和微视等四家主要短视频平台来看，三线及以下城市用户规模的占比也均超过了 60%。

图25 各大短视频平台用户规模分布（%）



资料来源：Questmobile，海通证券研究所，数据为 19 年 6 月。

4. “消费下沉”实质：增加有效供给，低线消费升级

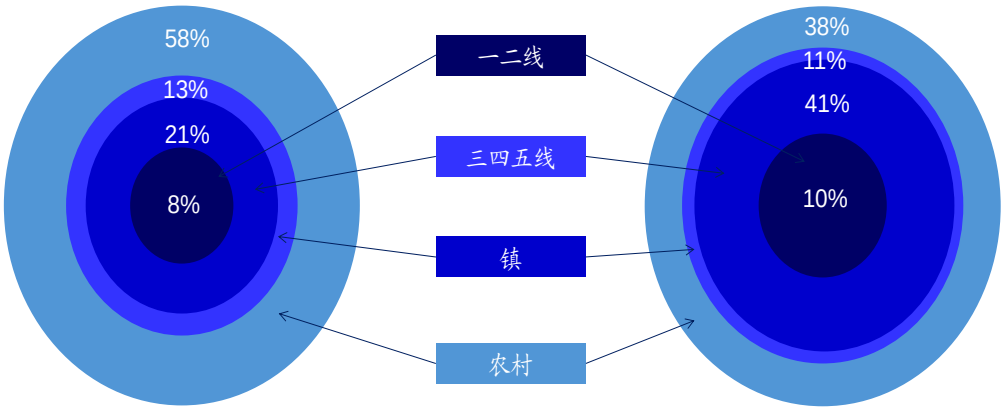
那么，如何理解“消费下沉”对经济的影响，“消费下沉”是否等同于“消费降级”呢？

在我们看来，“消费下沉”与“消费升级”并不矛盾，两者其实是同一枚硬币的两面。在今年 7 月底召开的政治局会议上，高层曾明确提出要“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”。如何扩大消费？从长期看，必然是通过改革来提升居民收入。而从短期看，增加有效供给是扩大需求的必经之路。近几年线下渠道的不断下沉，线上新三巨头的崛起，本质上都是在改善三线及以下城市的供给，从而满足其旺盛的消费需求。

而在新型城镇化的背景下，未来十年“下沉市场”的消费升级具备广阔空间。一方面，新型城镇化的核心在于人口的城镇化，广大三四五线城市将成为吸纳人口的主力。我们预计，十年后，三四五线城市建成区户籍人口的比重有望从目前的21%提升至41%。另一方面，随着常住人口户籍的转入，以及农村和镇区人口的流入，贫富差距有望缩小，从而提高全社会边际消费倾向。

中国消费升级之路并非一蹴而就，而是在不同线级城市间轮动。如果说“房住不炒”意味着一二线城市消费仍在“休养生息”，那么“消费下沉”则表明三线及以下城市仍具备较强的消费潜力、亟待释放，而中国消费升级之路也从未停步。

图26 未来 10 年后中国户籍人口分布预测



资料来源：国家统计局，海通证券研究所，左边圆形为 17 年数据

信息披露

分析师声明

姜超　　宏观经济研究团队
于博　　宏观经济研究团队
陈兴　　宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称"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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com
李　凡　lf12596@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
吴佳栓 0755-82900465　wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756　fqh12888@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立(021)23154138　ll11383@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
联系人
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154145　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133　wyq10541@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com