



豌豆加工产业引领者，结构优化业绩可期

双塔食品(002481.SZ)首次覆盖报告

核心观点

全产业链运营，业务不断焕发新活力，打造独特成本优势。公司以龙口粉丝起家。自2012年起，公司在原有业务基础上向豌豆加工业务进军，产品包括豌豆蛋白、淀粉、膳食纤维等产品。多元化经营策略下，公司业绩规模大幅扩张。全产业链运营模式下，公司建立起以豌豆等原材料为起点的循环经济模式，利用加工副产品降低生产环节的综合成本；在原材料端，公司通过与国际大粮商合作，减少国际粮价波动的影响。

粉丝为公司传统强势业务，有望受益于格局优化和产能扩张。粉丝业务长期以来是公司营收主要支柱之一。目前，公司发展成为最大的龙口粉丝企业，市占率20%以上，居业内第一。“双塔”牌粉丝在业内外具有良好口碑。渠道方面，公司在全国和区域层面完成立体化、差异化的商超、餐饮等七大渠道布局。粉丝行业竞争格局较为分散，在国内粉丝需求量不断上升，具有规模化生产能力的龙头企业优势将扩大。预计到2023年，公司的粉丝产能将提升至10万吨，粉丝市占率和收入规模有望进一步提升。

公司豌豆提取物业务具备先发优势，下游需求空间广阔，有望打开业绩增长新空间。豌豆蛋白等提取物毛利率高，收入占比不断上行，并在2020年超过50%，成为公司第一大营收来源。通过长期积累，公司在技术上领先于行业，豌豆蛋白、淀粉、膳食纤维产能稳居全球第一，而且规模优势逐步显现。公司在豌豆产品上与Beyond Meat等大客户建立起良好合作。同时，豌豆提取物的下游前景广阔，全球植物奶和植物肉规模均有望突破千亿元。公司预计到2023年间将新增50%高端豌豆蛋白产能。公司豌豆提取物业务有望持续提升收入和盈利能力。

投资建议

豌豆全产业链运营龙头，先发优势明显。伴随下游需求扩张和产能落地，业绩有望上行。预计2022年~2024年营收分别为24.10/26.96/30.49亿元，分别同比11.29%/11.86%/13.12%；归母净利润分别为3.00/3.53/4.35亿元，分别同比11.60%/18.21%/23.30%。EPS分别为0.24/0.28/0.35元/股，基于5月27日收盘价8.93元，对应PE分别为37.19/31.46/25.52。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

产能扩张不及预期；原材料涨价超预期；航运价格上涨。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2165.38	2409.79	2695.68	3049.22
增长率(%)	0.07	0.11	0.12	0.13
归母净利润	267.55	298.58	352.94	435.16
增长率(%)	-0.24	0.12	0.18	0.23
EPS(元/股)	0.22	0.24	0.28	0.35
市盈率(P/E)	39.59	37.19	31.46	25.52
市净率(P/B)	3.89	3.33	2.90	2.53

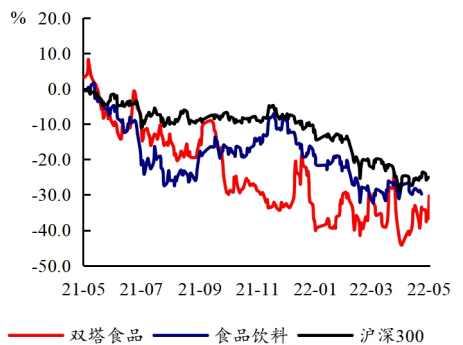
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 股价基准为2022年5月27日收盘价8.93元

评级 推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 王卓亚
 电子邮箱 wangzy695@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1243.39
流通A股/B股(百万股)	1243.39/0.00
资产负债率(%)	27.62
每股净资产(元)	2.26
市净率(倍)	3.95
净资产收益率(加权)	8.00
12个月内最高/最低价	13.87/7.15

相关研究

正文目录

1. 传统与现代融合，成功转型豌豆加工龙头.....	4
1.1. 1992年~2011年：深耕粉丝行业，业绩快速增长.....	4
1.2. 2012年~2021年：向豌豆全产业链切换，业绩规模大幅扩张.....	5
1.3. 股权集中且稳定，激励计划业绩导向明确.....	7
2. 全产业链运营打造独特成本优势.....	8
3. 粉丝行业第一龙头，受益于行业格局优化.....	10
4. 豌豆提取物赛道成长性强，公司领先优势显著.....	11
4.1. 公司的技术和产能等均领先于行业.....	11
4.2. 下游需求空间广阔，公司有望充分受益.....	13
5. 以国际龙头 Beyond Meat 为鉴，渠道和成本或是关键.....	16
6. 盈利预测.....	19
7. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1. 公司主要业务包括粉丝和豌豆提取物.....	4
图表 2. 2008 年改制后公司业绩快速增长.....	5
图表 3. 豌豆蛋白反超粉丝成第一大主营业务（亿元）.....	6
图表 4. 2018 年以来的归母净利润增长较快.....	6
图表 5. 期间费用率总体呈下降趋势.....	6
图表 6. 豌豆蛋白、膳食纤维等产品毛利率居前.....	7
图表 7. 产品结构优化助推毛利率上行.....	7
图表 8. 股权结构（截至 2022 年 Q1）.....	7
图表 9. 股权激励计划内容为向核心骨干授予限制性股票.....	8
图表 10. 股权激励计划的限售解除条件.....	8
图表 11. 公司循环经济产业链.....	9
图表 12. 原材料占营业成本 65%左右（2021 年）.....	9
图表 13. 公司前五大供应商集中度高达 34.50%（2021 年）.....	9
图表 14. 国内对于粉丝的需求量不断上升.....	10
图表 15. 粉丝行业市场规模不断扩大.....	10
图表 16. “双塔”品牌获得国家、行业等多个层面的荣誉和认可.....	10
图表 17. 公司保持较高的研发强度（亿元）.....	12
图表 18. 公司投资 6.68 亿元建设豌豆精深加工综合利用项目.....	12
图表 19. 粉丝、豌豆蛋白吨收入、成本、毛利总体呈上升趋势.....	12
图表 20. 粉丝、豌豆蛋白产销量不断提升.....	12
图表 21. 2021 年~2023 年公司预计扩充 50%豌豆蛋白产能.....	13
图表 22. 2015 年以来，膳食纤维营收保持 20%以上的高速增长.....	14
图表 23. 公司豌豆蛋白主要应用于固体饮料和植物肉等领域.....	14
图表 24. 全球植物奶零售额快速增长.....	15
图表 25. 2021 年美国植物肉销售规模达到 14 亿美元.....	15
图表 26. 豌豆蛋白收入快速增长，已成公司营收第一大来源.....	16
图表 27. 美股植物肉第一股 Beyond Meat 发展历程.....	17
图表 28. Beyond Meat2021 年 H2 营收增速放缓（百万美元）.....	17
图表 29. Beyond Meat 国内零售渠道及国际餐饮渠道增长明显（个）.....	18
图表 30. 2020 年 Beyond Meat 销售渠道增速达 293.99%（个）.....	18
图表 31. Beyond Meat 上市后营收、渠道、客户均实现增长.....	19
图表 32. 盈利预测.....	21
图表 33. 收入和毛利率预测.....	21

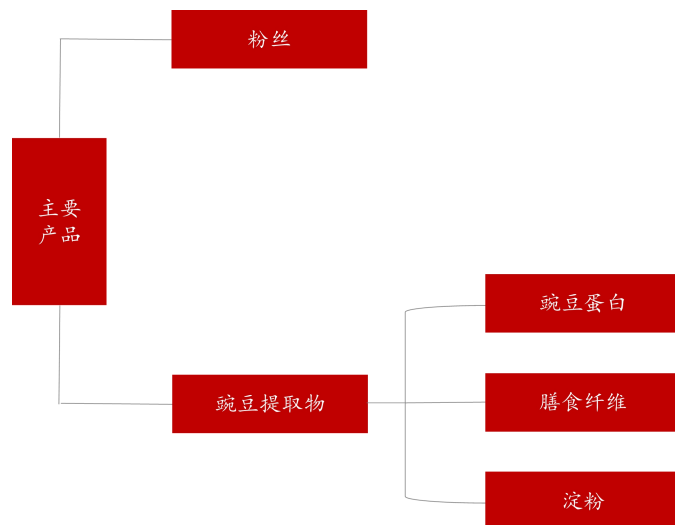


图表 34. 期间费用预测.....22

1. 传统与现代融合，成功转型豌豆加工龙头

豌豆加工龙头企业。公司成立于1992年，地处龙口粉丝起源地招远市。在生产传统美食粉丝的基础上，公司通过自主研发逐步转向豌豆全产业链经营，产品主要包括豌豆蛋白、粉丝、膳食纤维、豌豆淀粉等。历经多年发展，公司已成为全球最大的豌豆蛋白生产企业，和全球最大的龙口粉丝生产企业。根据业务类型，公司发展历程可分为两个阶段：1992年~2011年和2012年至今。

图表 1. 公司主要业务包括粉丝和豌豆提取物



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.1. 1992年~2011年：深耕粉丝行业，业绩快速增长

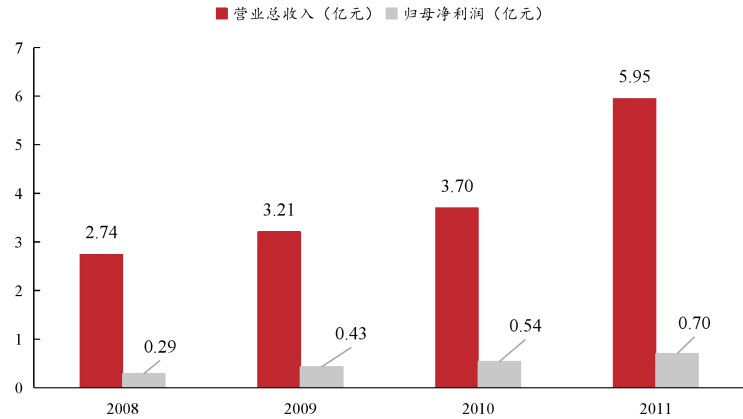
龙口粉丝的历史可追溯到300年前，最早产地是现今山东省烟台招远市。后来逐渐发展到龙口、蓬莱、莱州、栖霞、莱阳、海阳等地。一九一六年烟台龙口港开埠后，直接把龙口粉丝运往日本、韩国、香港和东南亚各国，在国际市场上称之为“春雨”、“马尾”、“玻璃丝”。因为历史上各商户以烟台龙口市为粉丝的重要集散地，然后通过龙口港销往海内外，故命名为“龙口粉丝”。

1992年~2007年，粉丝业务走向规模化、专业化。1992年~2000年，我国粉丝行业进入快速发展阶段，公司销售渠道逐步建立和完善，并构建起成熟的工厂化生产模式。2000年以后，粉丝行业进入整合阶段，公司开始引入生产流水线，规模经济开始显现；同时重视品牌建设，在2006年“双塔”牌粉丝获得“中国名牌”产品称号。

改制释放企业活力，公司业绩快速增长。2008年公司由镇办集体企业改制为股份有限公司，并于2010年成功完成A股上市。2008年~2011年，

公司 66% 以上的营收来源于粉丝业务；在公司体制经历市场化改革后，业绩快速提升。公司营收由 2.74 亿元增至 5.95 亿元，CAGR 为 29.50%；归母净利润由 0.29 亿元增至 0.70 亿元，CAGR 为 34.14%。

图表 2. 2008 年改制后公司业绩快速增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 2012 年~2021 年：向豌豆全产业链切换，业绩规模大幅扩张

豌豆是制作粉丝的重要原材料，而且其提取物富有营养和商业价值。公司在持续发展粉丝业务的基础上不断延伸产业链，积极投入研发，是国内最早投产豌豆蛋白生产线的厂商。经过长期研发和运营积累，公司以粉丝业务为基础积极开拓豌豆蛋白、淀粉、膳食纤维等产品。

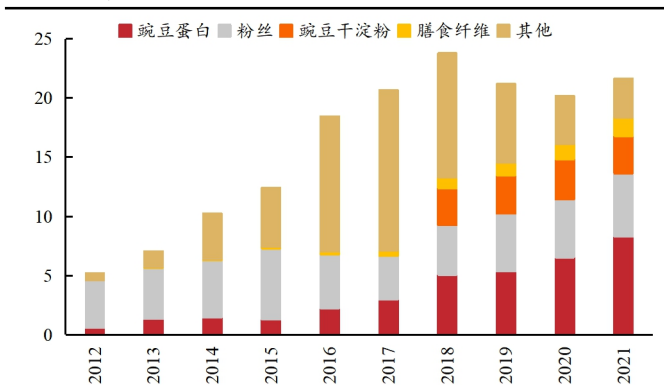
产品结构优化和规模效应抬升公司盈利能力。2012 年至今，公司开始延伸产业链，向多元化经营转型。虽然粉丝依然是营收的主要支柱，但营收占比趋于下降。营收来源多样化推动公司收入规模大幅扩张。公司归母净利润呈“V”型走势，而且自 2018 年以来不断创下新高。得益于规模效应，期间费用率总体呈下降趋势。各产品毛利率差别较大，以 2021 年 H1 的数据为例，从高到低依次为膳食纤维（65.29%）、豌豆蛋白（60.37%）、其他产品（17.70%）、粉丝（9.33%）和豌豆干淀粉（-3.52%）。伴随产品结构优化，公司总体毛利率自 2018 年以来持续上行。公司归母净利润与净利润（毛利减去期间费用）的走势趋同，说明归母净利润的增减主要与经营状况相关。2012 年至今，公司营收和归母净利润走势出现分化，具体可分为 2012 年~2017 年和 2018 年至今两个阶段：

1) 2012 年~2017 年，由于低毛利产品营收占比较大，归母净利润增长速度慢于营收。在此期间，公司营收由 5.22 亿元增至 23.79 亿元，CAGR 为 31.71%；而归母净利润由 0.93 亿元降至 0.37 亿元，CAGR 为 -16.83%。分产品来看，主营产品粉丝的营收占比由 76.82% 降至 17.83%，高毛利的豌

豆蛋白的占比在 10.29%~18.95%之间，而低毛利的其他产品占比则由 11.69%大幅增至 65.59%；由于低毛利产品营收占比提升，总体毛利率水平下跌；而期间费用率较为平稳，并略有下降。公司盈利能力并未随收入规模而同步提升，主要与低毛利产品占比大幅提升有关。

2) 2018 年~2021 年，高毛利产品豌豆蛋白营收占比居前，归母净利润快速增长。2018 年~2021 年，公司营业收入由 23.79 亿元降至 21.65 亿元，CAGR 为-3.09%；归母净利润由 0.92 亿元增至 2.68 亿元，CAGR 为 42.82%。2018 年~2021 年，粉丝的营收占比由 17.61%上升至 24.67%，而高毛利的豌豆蛋白营收占比由 21.31%增至 38.29%，低毛利的其他产品占比则由 44.22%降至 15.24%；伴随高毛利产品占比的提升，总体毛利率水平由 14.75%增至 26.40%。同时，期间费用率总体较 2018 年前有所下降。归母净利润增速显著快于营业收入，可归结为产品结构改善和经营效率提升。

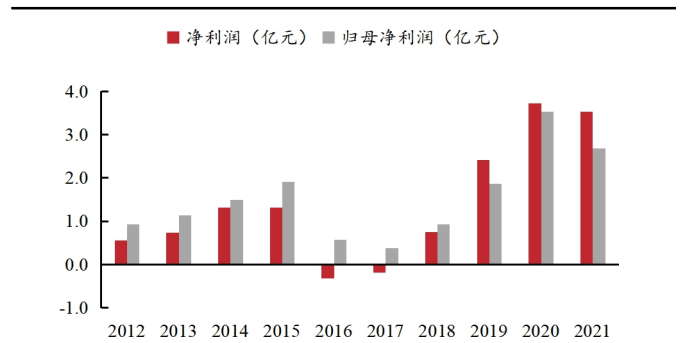
图表 3. 豌豆蛋白反超粉丝成第一大主营业务（亿元）



注：其他收入包括材料、食用菌蔬菜、大粉等产品的收入

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

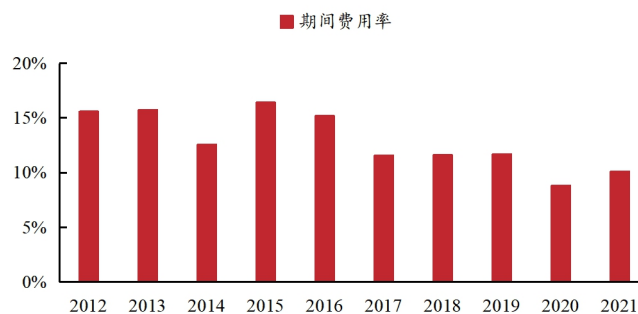
图表 4. 2018 年以来的归母净利润增长较快



注：净利润等于毛利减去期间费用；期间费用包括财务、管理、销售和研发费用

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

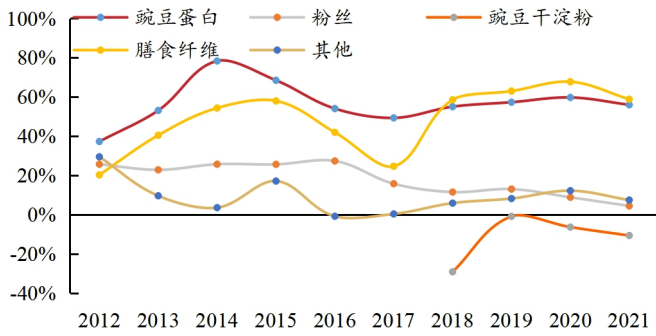
图表 5. 期间费用率总体呈下降趋势



注：期间费用率为财务、管理、研发和销售费用的加总与营业收入的比值

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

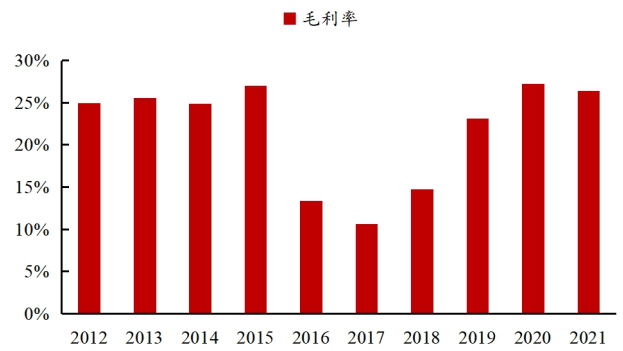
图表 6. 豌豆蛋白、膳食纤维等产品毛利率居前



注：其他毛利率等于其他产品毛利和其他产品收入的比值；其他产品包括材料、食用菌蔬菜、大粉等

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 7. 产品结构优化助推毛利率上行

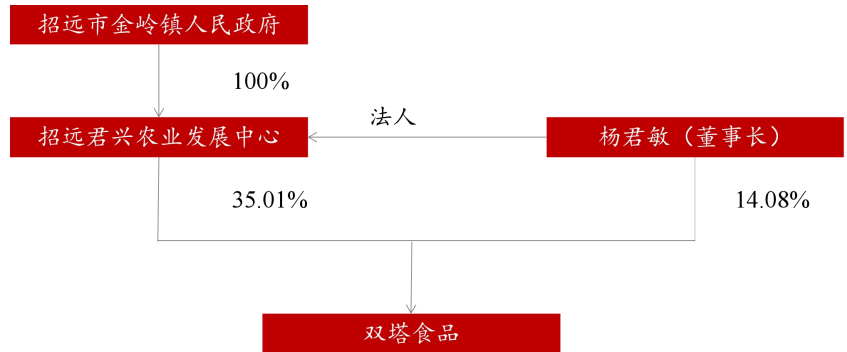


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 股权集中且稳定，激励计划业绩导向明确

高度集中的股权为公司稳健经营奠定基础。公司实际控制人为招远市金岭镇人民政府，通过全资子公司招远君兴农业发展中心持有约 35% 的公司股份。第二大股东为董事长杨君敏，直接持有约 14% 的股份。公司前两大股东共计持有约 49% 的股份，持股比例高度集中。实控人性质的集体企业，同时其法人为第二大股东董事长杨君敏。公司两大股东的行为较一致，而且持股比例长期保持稳定，有助于公司稳健经营和实施中长期规划。

图表 8. 股权结构（截至 2022 年 Q1）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

针对核心人员实施股权激励计划，公司业绩有望更上一层楼。公司于 2021 年 2 月发布股权激励计划，将授予核心管理人员、核心技术人员、核心业务人员等 158 人共计 968 万股限制性股票。激励对象需满足公司和个人层面的业绩考核要求：1) 2021 年净利润较 2019 年增长不低于 144% 或 2021 年营业收入不低于 27 亿元（相比 2019 年增长 27%）；2) 2022 年净利润较 2019 年增长不低于 220% 或 2022 年营业收入不低于 32 亿元（相比 2019 年增长 51%）。如果未达成目标，激励对象应当按照公司授予价格加上银行同期存款利息之和进行回购注销。根据业绩目标来看，净利润增速显著高于营收。公司运营效率和产品结构有望得到优化。以业绩为导向的股权激励计划，将员工利益和公司业绩进行绑定，能够有效激发员工积极

性。

图表 9. 股权激励计划内容为向核心骨干授予限制性股票

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占限制性股票授予总量 的比例	占本激励计划公告时公司 总股本的比例
李玉林	董事、总经理	8	0.80%	0.01%
隋君美	董事、财务总监、副总经理	8	0.80%	0.01%
张树成	董事、副总经理	8	0.80%	0.01%
师恩战	董事会秘书、副总经理	8	0.80%	0.01%
核心管理人员、核心技术人员、核心业务人员 (158 人)		968	96.80%	0.78%
合计		1000	100.00%	0.80%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 10. 股权激励计划的限售解除条件

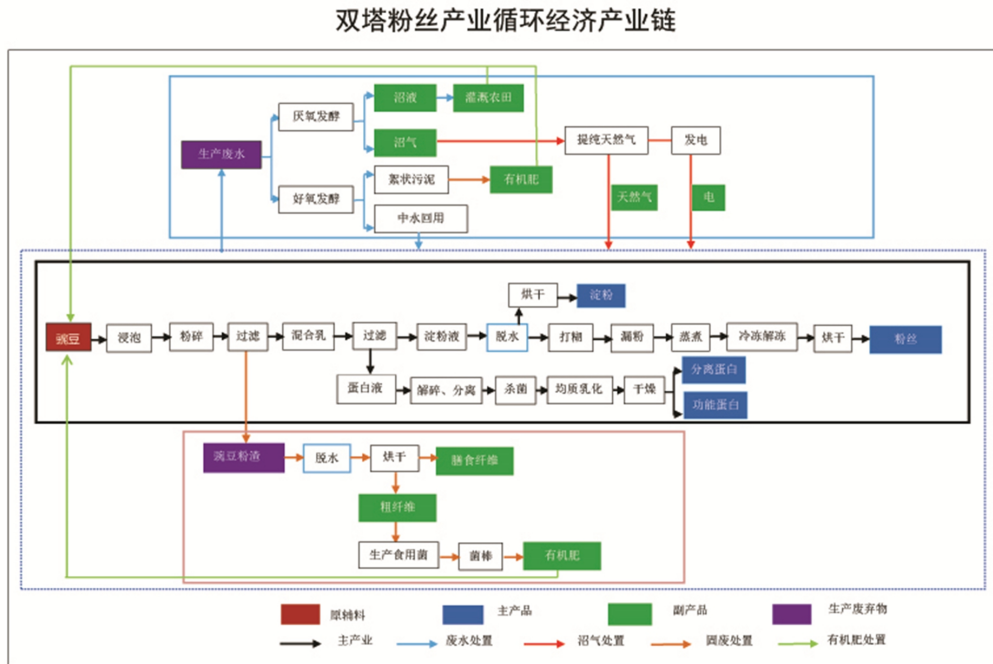
解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自限制性股票授予完成日起 12 个月后的首个交易日起至限制性股票授予完成日起 24 个月内的最后一个交易日当日止。	50%	2021 年净利润较 2019 年增长不低于 144% 或 2021 年营业收入不低于 27 亿元。
第二个解除限售期	自限制性股票授予完成日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票授予完成日起 36 个月内的最后一个交易日当日止。	50%	2022 年净利润较 2019 年增长不低于 220% 或 2022 年营业收入不低于 32 亿元。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 全产业链运营打造独特成本优势

在生产端，公司利用循环产业链优势实现了低成本生产。公司凭借自身的技术优势，通过对豌豆加工技术的深耕，形成了“淀粉提取-粉丝生产加工-分离豌豆蛋白-提取食用纤维-植物蛋白肉-白蛋白-低聚糖-废水沼气提纯-粉渣发展食用菌-菌渣生产有机肥”的“1+10”循环经济产业链条，通过利用加工过程中的副产品的价值，公司的综合成本处于较低水平。

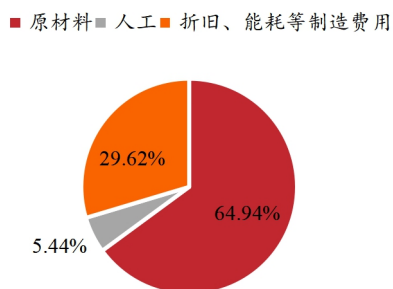
图表 11. 公司循环经济产业链



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

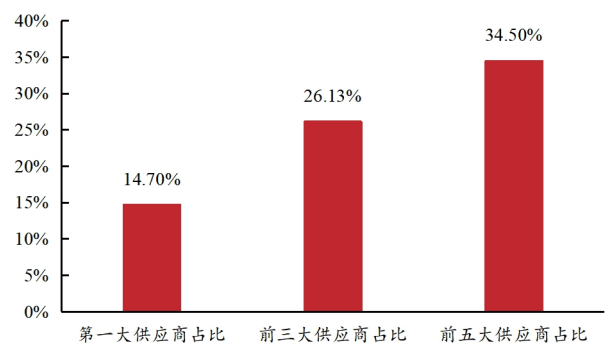
在原材料端，与国际大粮商达成合作，降低粮价波动对业绩的影响。原材料占公司营业成本 65%左右。公司主要原材料是进口豌豆等农产品，容易受到国际农产品价格波动的影响。同时，公司对主要供应商的依赖程度较大，2021 年前五大供应商的集中度达到 35%左右，采购规模达到 8.03 亿元。公司和主要供应商全球三大粮商嘉吉集团、佳能可集团达成合作，充分利用规模化采购优势，加大豌豆原料储备，以降低国际粮价波动对公司营业活动的影响。

图表 12. 原材料占营业成本 65%左右 (2021 年)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 13. 公司前五大供应商集中度高达 34.50% (2021 年)

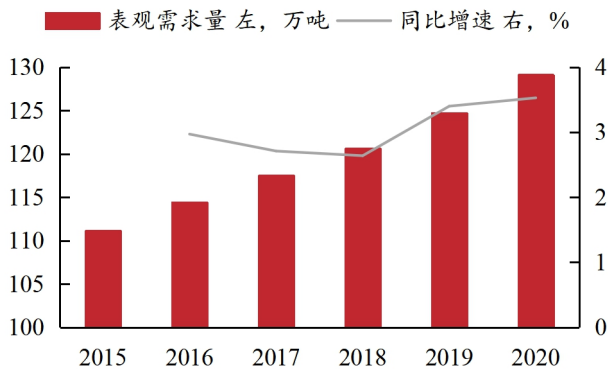


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3. 粉丝行业第一龙头，受益于行业格局优化

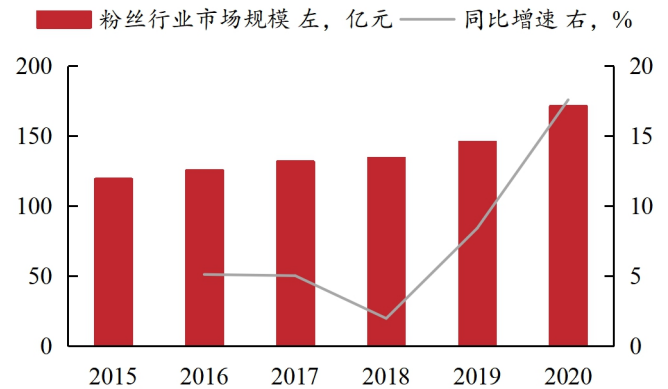
粉丝行业竞争格局较为分散，但随着国内粉丝需求量不断上升，龙头企业有望迎来规模化发展新机遇。国内粉丝行业的产品品类不断拓展，其市场规模也不断扩大。当前粉丝行业竞争格局较为分散，主要品牌包括双塔、六六顺、白家陈记、龙大食品、光友等。当前国内对于粉丝的需求量不断上升，同时粉丝的供给量也随之不断提高。根据智研咨询数据，2020年国内粉丝行业需求量为129.1万吨，2015年~2020年复合增速为3.05%；2020年粉丝行业市场规模为171.3亿元，2015年-2020年CAGR为7.5%。随着粉丝需求量的不断上升，行业内具有规模化生产能力的企业或将获得更大的发展优势。

图表 14. 国内对于粉丝的需求量不断上升



资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

图表 15. 粉丝行业市场规模不断扩大



资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

“双塔”牌粉丝已在市场上树立良好品牌形象，产品品质获得诸多专业权威认可。曾先后获得中华人民共和国质量奖、中国食品博览会金奖、中国农业食品博览会金奖、中国农业食品博览会“名牌产品”、中国国际农业博览会“名牌产品”，在行业内最早获得中国名牌、中国驰名商标，2019年被认定为“山东老字号”，是山东省制造业单项冠军企业、山东省制造业高端品牌企业。公司先后牵头制定了《GB/T 19048-2008 地理标志产品龙口粉丝》等多项行业标准。

图表 16. “双塔”品牌获得国家、行业等多个层面的荣誉和认可

"双塔"牌龙口粉丝所获荣誉
中华人民共和国质量奖
中国食品博览会金奖
中国农业食品博览会金奖
中国农业食品博览会“名牌产品”
中国国际农业博览会“名牌产品”
中国名牌、中国驰名商标

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

七大渠道已完成全国立体化布局，给公司不同粉丝产品的营销创造有利条件。公司在粉丝品牌渠道布局上，既有全国化的品牌布局，又有结合各地饮食习惯差异构建的区域性品牌，形成了从形象产品、高端产品、中高端产品的品牌布局、渠道布局、产品线布局，为不同消费者提供快捷便利的产品和服务。目前公司已经构建起完善的全渠道营销网络，包含商超、餐饮、流通、电商、特通、食品工业、OEM 七大销售渠道。商超、餐饮和流通渠道均实现全国化布局，并覆盖不同层级经销客户。以商超、餐饮和流通渠道为例：

1) **商超渠道**中有欧发、沃尔玛、家乐福等国际连锁商超（NKA）终端网点 1500 个，有永辉、华润等全国连锁商超（LKA）终端网点 16000 个，有红旗连锁、家家悦等区域性连锁超市（RKA）30000 个，合计商超渠道总的终端网点 47500 个。

2) **餐饮渠道**的终端网点有 76175 个，其中中国大饭店、希尔顿酒店等星级酒店 150 个，海底捞、杨国福、小杨生煎等全国性连锁 32996 个，芭比馒头、蓝白、艳阳天等区域性连锁 42999 个。

3) **流通渠道**终端客户有 210000 个，其中 52500 个食杂店，21000 个专业性农贸综合批发市场，统一银座、芙蓉兴盛等 42000 个便利店，94500 个便民社区菜市场。

公司为粉丝行业龙头，产能扩张有利于进一步提高市占率。如上文所述，公司的粉丝业务在渠道上存在着明显的领先优势，而且在品牌上也有深厚的积累。经过 20 多年经营，公司成长为业内规模最大的粉丝生产企业，是龙口粉丝龙头企业，占据龙口粉丝 20% 以上的市场份额。而且，公司计划在 3 年内将龙口粉丝产能扩充至 10 万吨，在四川西充投资的有机粉丝产业项目已正式启动。粉丝产能的扩张叠加行业需求量的增长，公司粉丝产品的市场份额有望得到提升。

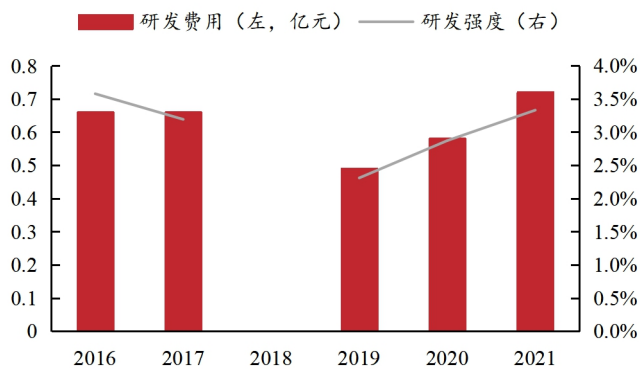
4. 豌豆提取物赛道成长性强，公司领先优势显著

4.1. 公司的技术和产能等均领先于行业

公司注重研发，并在豌豆加工技术上保持领先。2016 年来，公司的研发投入保持在 5000 万元以上，研发强度在 2% 以上。同时，公司与中国农业大学、江南大学以及中国工程院院士团队等达成合作，不断取得豌豆蛋白提取、豌豆抗性淀粉等技术突破。为促成科研项目落地为产业应用，公司共计投资 6.68 亿元建设豌豆精深加工综合利用项目，豌豆蛋白提取有很强的技术壁垒，公司同时掌握生物发酵工艺、干法工艺、新干法工艺三种

豌豆蛋白提取技术。其中新干法工艺是公司自主研发、公司可根据客户需求，针对不同行业提供不同纯度、不同功能的豌豆蛋白。

图表 17. 公司保持较高的研发强度 (亿元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

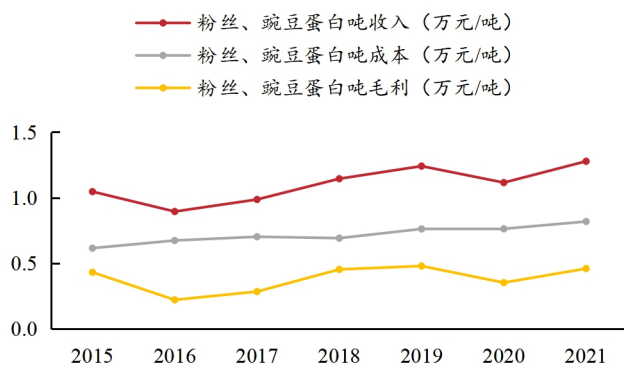
图表 18. 公司投资 6.68 亿元建设豌豆精深加工综合利用项目



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

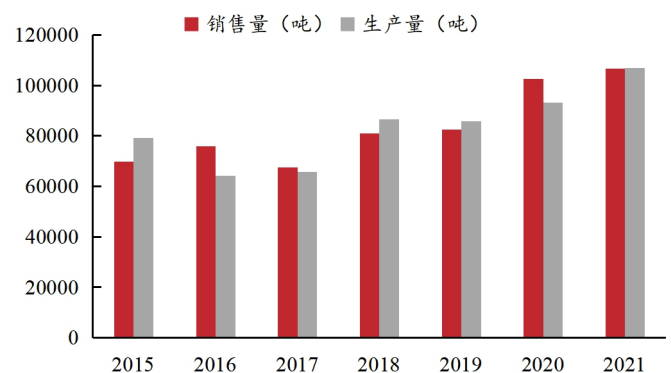
公司豌豆提取物产能第一地位稳固，大产能的规模优势逐渐显现。公司的豌豆蛋白、粉丝、膳食纤维产能多年稳居行业第一。根据公司公告，2021 年公司豌豆蛋白产能约占全球产能的 40%，规模约为 7 万吨。豌豆中蛋白含量仅为 20%。豌豆蛋白的产量受到全球豌豆产能和提取技术的限制；小厂商在技术水平和成本的限制下，提取纯度（豌豆蛋白实际提取量/豌豆蛋白理论提取量）很难达到 80% 以上；生产规模大的厂商易于平摊各项成本，在技术上也具有领先优势。大厂商的产能、成本和技术优势在短期内难以被超越，相较小厂商更易取得规模效应优势。由于产品结构变化等因素，公司粉丝、豌豆蛋白的综合吨收入（营业收入/销量）、吨成本（营业成本/生产量）以及吨利润（吨收入-吨成本）总体呈上升趋势；2015 年~2021 年，粉丝、豌豆蛋白的吨收入、吨成本、吨毛利分别累计上升约 22%、33%、7%。

图表 19. 粉丝、豌豆蛋白吨收入、成本、毛利总体呈上升趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 20. 粉丝、豌豆蛋白产销量不断提升

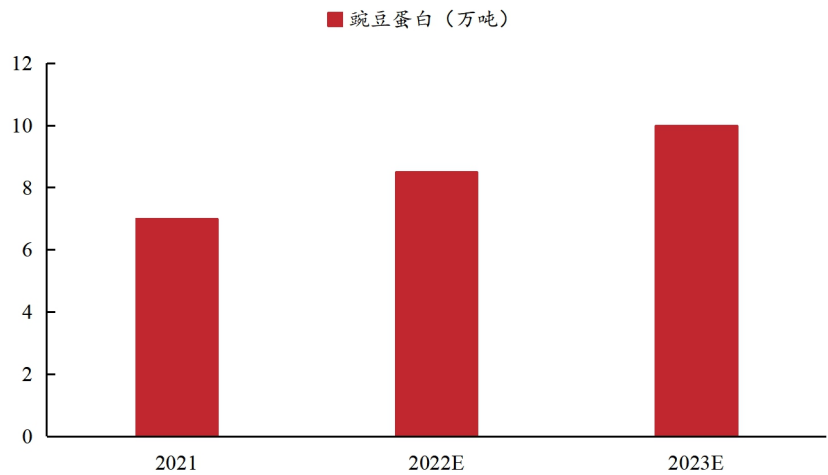


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

在豌豆提取物上，公司已与业内大客户建立良好合作关系。公司的豌豆加工产品主要面向海外客户，与全球大客户 Beyond Meat、Cargill（嘉吉）、Du Pont（杜邦）、Mars（玛氏）、Nestle（雀巢）、日本双日建立了良好的合作关系。大客户对产品质量要求严格，而且订单量大。大客户可为公司豌豆提取物良好品质背书，而且也侧面印证公司的生产和供货能力。

2023 年豌豆蛋白产能预计增至 10 万吨，豌豆提取物的产能等优势得到巩固。自 2021 年开始，公司将加快扩张产能，而且将以高端豌豆蛋白为主。2021 年~2023 年，公司将以每年 20% 的增速扩张高端豌豆蛋白产能，预计计到 2023 年豌豆蛋白产能将增至约 10 万吨。基于公司全产业链生产和经营模式，除豌豆蛋白以外的其他豌豆提取物产能预计将同步提升。公司在豌豆提取物行业的产能和规模优势有望得到巩固。

图表 21. 2021 年~2023 年公司预计豌豆蛋白产能将扩充至 10 万吨



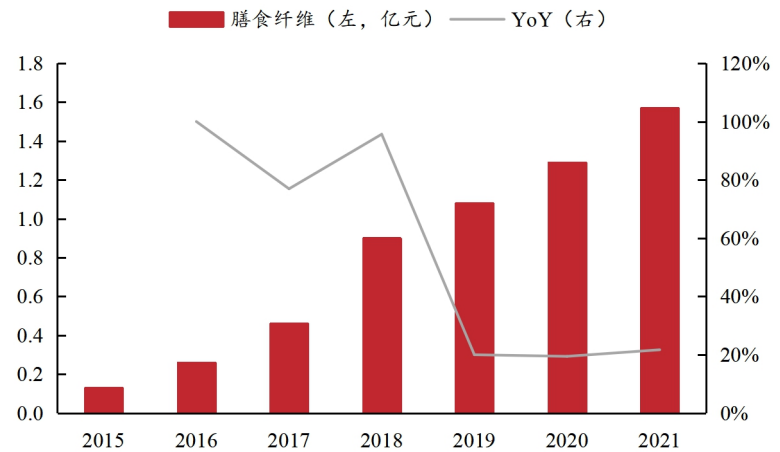
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 下游需求空间广阔，公司有望充分受益

膳食纤维有望成为公司收入新增长极。粗纤维是豌豆深加工的副产品，经过超微粉碎工艺，可生产出更高品质的豌豆纤维粉。膳食纤维主要作为食品原料、猫宠用品原料，应用于膳食纤维产品的生产，部分产成品也直接向保健食品生产企业销售。膳食纤维已被学术界列为继糖、蛋白质、脂肪、水、矿物质和维生素之后的“第七大营养素”。目前公司生产的膳食纤维主要集中在烘焙食品、肉制品、饮料制品、粗粮制品、果酱、猫砂等应用领域。2018 年，我国膳食纤维行业总产值约 36.56 亿元，全球膳食纤维行业总产值约为 174.11 亿元。预计到 2025 年，我国膳食纤维行业总产值将达到 57.15 亿元，全球膳食纤维行业总产值将达到 244.08 亿元。公司膳食纤维业务目前规模较小，2021 年营业收入在 1.57 亿左右，但保持快速增

长态势，2015年以来的营收同比增速维持在20%以上。伴随行业市场规模持续扩张，叠加产能、技术等领先优势的作用，未来膳食纤维有望成为公司营收的重要驱动力。

图表 22. 2015 年以来，膳食纤维营收保持 20% 以上的高速增长

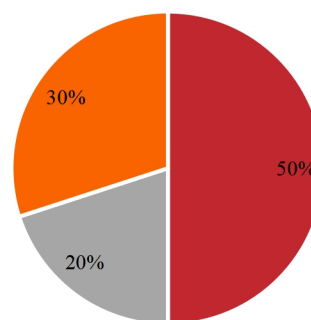


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

豌豆蛋白下游应用众多。豌豆蛋白与大豆蛋白等其他植物蛋白相比，具有非转基因、无过敏原、零胆固醇、低脂肪、分子量小、易吸收等优势，下游应用市场广阔。豌豆蛋白主要应用到固体饮料、植物肉、能量棒、早餐谷物、烘焙食品、宠物食品等领域。以公司2021年数据为例，豌豆蛋白在固体饮料领域的应用占到50%，在植物肉领域的应用占到20%左右，而其他应用领域则占30%左右。

图表 23. 公司豌豆蛋白主要应用于固体饮料和植物肉等领域

■ 固体饮料 ■ 植物肉 ■ 能量棒、早餐谷物、烘焙食品、宠物食品

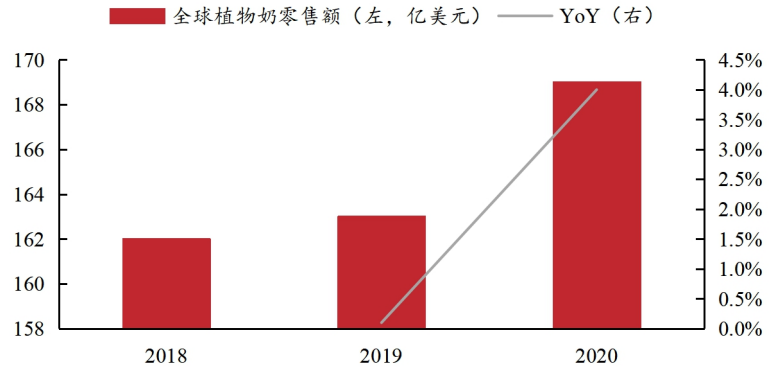


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

中国植物奶市场空间超 500 亿元，其中豆奶占比接近 50%。植物奶由含蛋白质和脂肪的植物种子或果实压榨而成，如豆奶、杏仁奶、燕麦奶、花生奶、椰奶、米奶等，我国乳糖不耐受人群占比约为 70%-82%，植物奶成为优质乳制替代品。根据星图数据，从我国电商渠道植物奶子品类看，

2021H1 豆奶为销售额占比最大品类，豆奶/椰奶/燕麦奶/核桃奶销售份额占比分别为 47%/23%/12%/9%。根据星图数据，2020 年，全球植物奶市场规模超千亿元，中国植物奶市场规模约为 550 亿元，预计 2019 年~2024 年复合增长率为 2.4%。

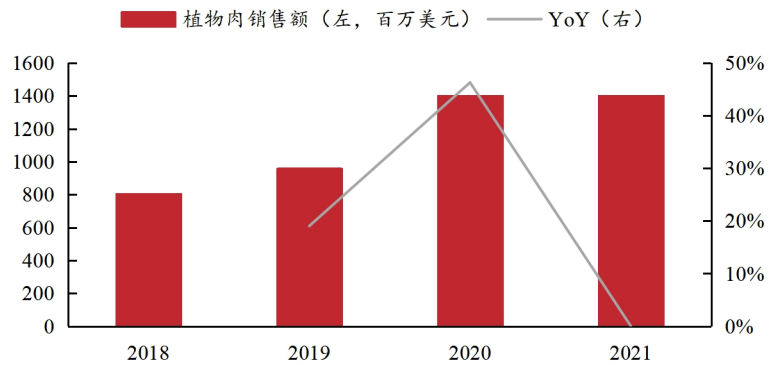
图表 24. 全球植物奶零售额快速增长



资料来源：星图数据，东亚前海证券研究所

全球植物肉市场方兴未艾，中国植物肉市场预计在 2023 年达到 130 亿美元。植物肉是以大豆、豌豆、小麦等作物中提取的植物蛋白为原料，经过化学分离、加热、挤压、定型等步骤，使其具备动物肉制品的质地和口感。植物肉最早在欧美市场兴起。美国植物性肉类在 2021 年实现了 14 亿美元的销售额，在 2018 年~2020 年的三年中，植物性肉类的销量累计增长了 74%。据《2021 中国植物肉行业洞察白皮书》指出，中国对植物性肉类的需求将在未来 5 年内增加 200%，据 Euromonitor 预测，2023 年中国人造肉市场规模将达到 130 亿美元。

图表 25. 2021 年美国植物肉销售规模达到 14 亿美元

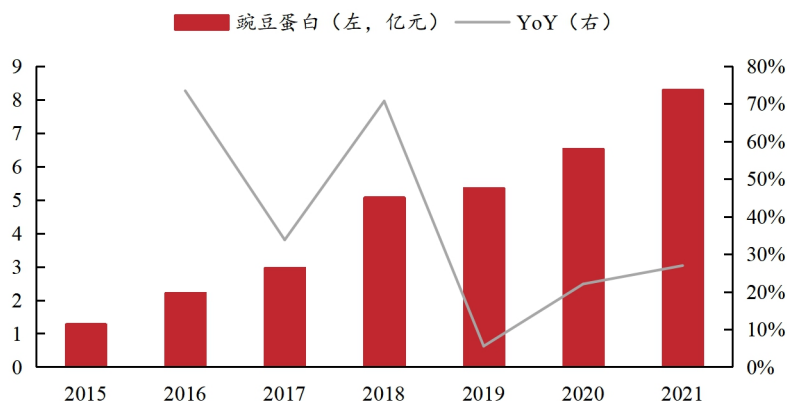


资料来源：PLANT BASED FOODS ASSOCIATION，东亚前海证券研究所

豌豆蛋白业务有望继续成为公司业绩增长主要引擎。在豌豆提取物中，豌豆蛋白的收入规模最大，在 2021 年达到 8.29 亿元，成为公司营收第一大来源，而且营收同比增速多年保持在 20% 以上。公司的豌豆蛋白业务在渠

道、产能、技术等方面均具有领先优势，伴随下游市场需求扩张，以及扩建产能的逐步落地，有望继续发挥公司业绩主引擎的作用。

图表 26. 豌豆蛋白收入快速增长，已成公司营收第一大来源

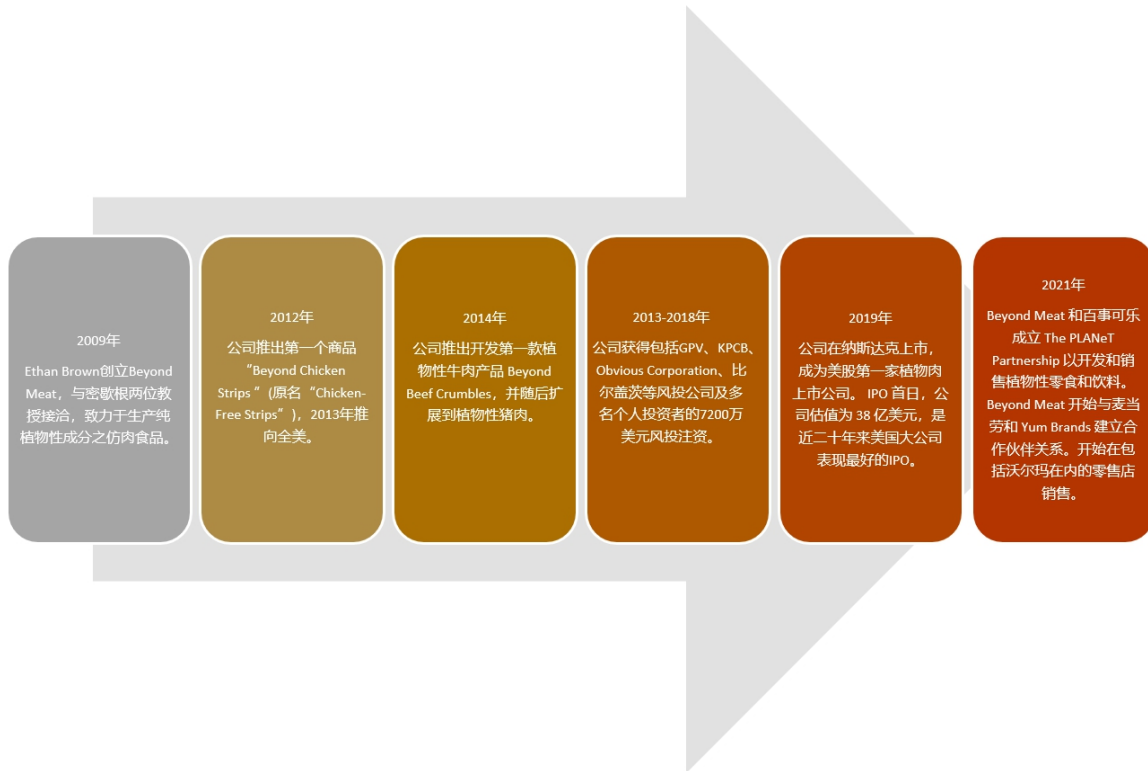


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 以国际龙头 Beyond Meat 为鉴，渠道和成本或是关键

Beyond Meat 是美国植物肉第一股，公司研发和制作一系列以植物性蛋白为基底的食物。产品是由大豆和豌豆分离蛋白、酵母及其他成分组成。公司成立于 2009 年，由 Ethan Brown 创立。2012 年，公司推出第一款产品并在 2013 年于全美销售。2013 年~2016 年，公司获得包括 GPV、KPCB、Obvious Corporation、比尔盖茨等风投公司及多名个人投资者的风投注资。2019 年，公司在纳斯达克上市，成为美股第一家植物肉上市公司，IPO 首日，公司估值为 38 亿美元。

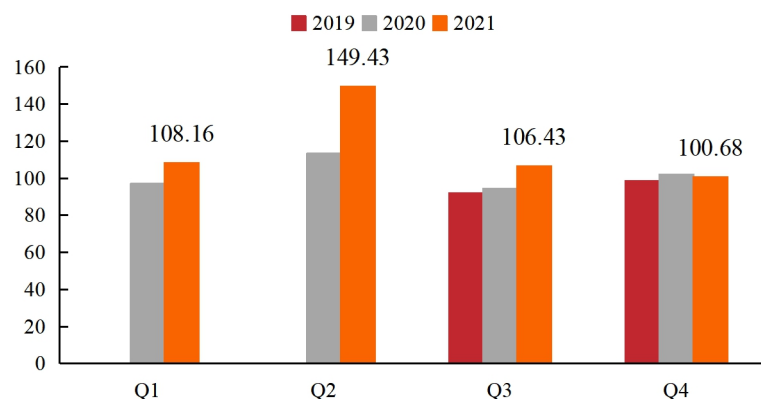
图表 27. 美股植物肉第一股 Beyond Meat 发展历程



资料来源: Wikipedia, 东亚前海证券研究所

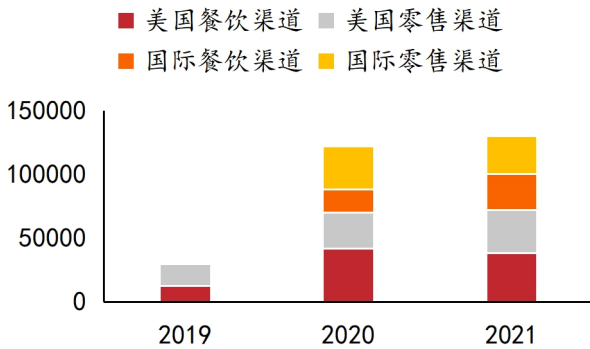
赴纳斯达克上市后, Beyond Meat 国际业务和各类渠道扩张全面推进, 营收不断增长。2019 年 Beyond Meat 上市纳斯达克后, 得益于渠道不断扩张, 全年营收涨幅达 239%。2020 年公司全面进行渠道扩张, 推进国际业务发展, 全年渠道个数同比增幅达 293%; 其中国际餐饮渠道个数增长尤为显著, 先由 2019 年的 1500 个增至 2020 年的 18000 个, 而且在 2021 年底继续增至 28000 个。2021 年, 零售渠道净利润增长主要由国际业务驱动, 国际零售渠道净利润增速达 123.4%, 美国国内零售渠道由于植物肉增速放缓、折扣及竞争加剧等原因, 零售渠道净利润增速仅为-7.9%。

图表 28. Beyond Meat 2021 年 H2 营收增速放缓 (百万美元)



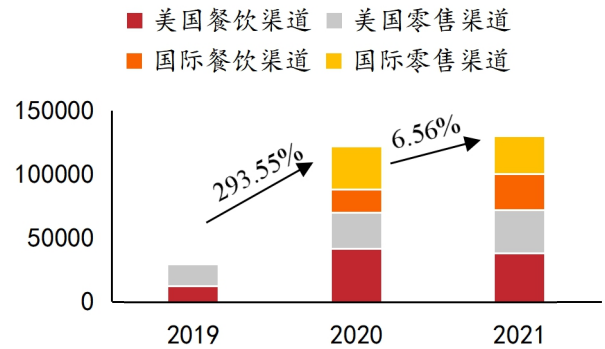
资料来源: Beyond Meat 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 29. Beyond Meat 国内零售渠道及国际餐饮渠道增长明显 (个)



资料来源: Beyond Meat 公司公告, 东亚前海证券研究所

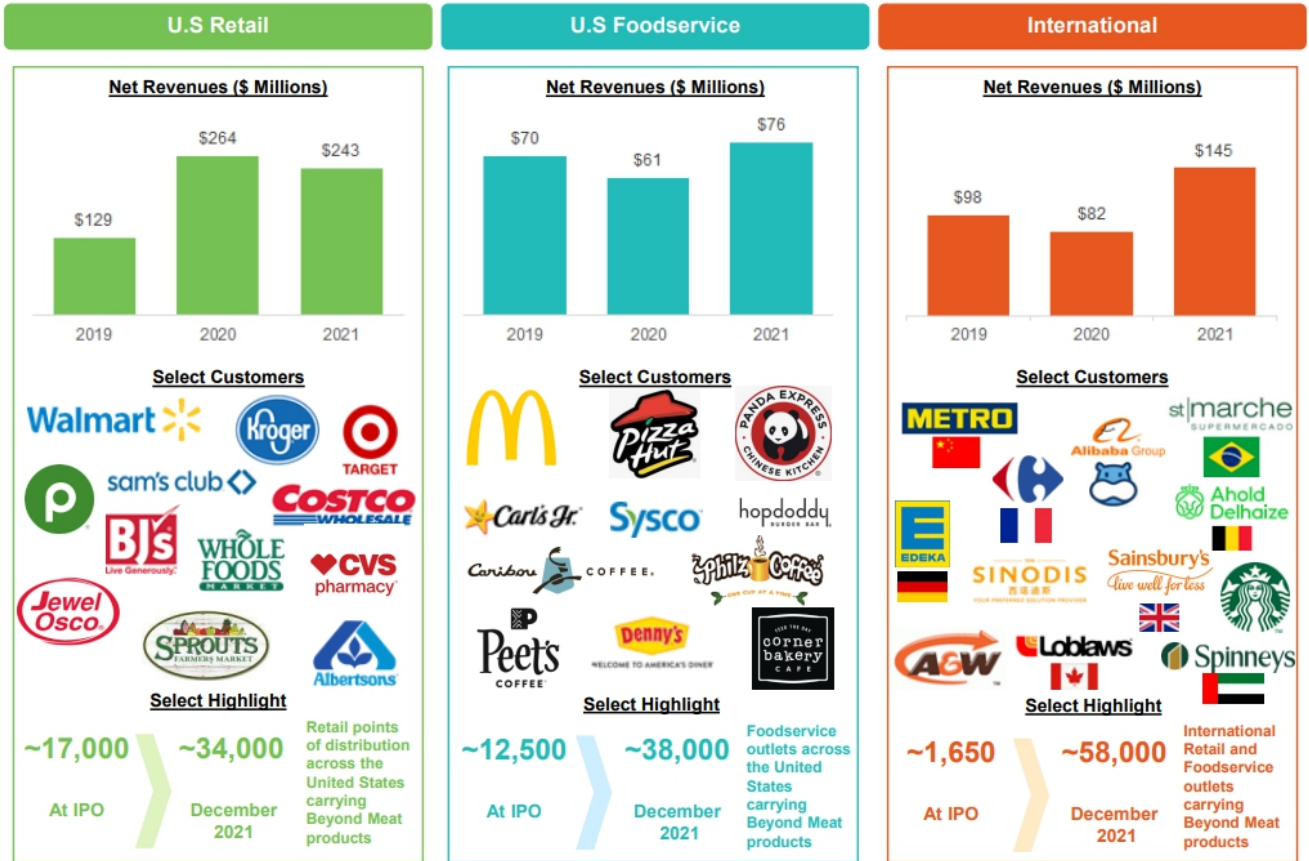
图表 30. 2020 年 Beyond Meat 销售渠道增速达 293.99% (个)



资料来源: Beyond Meat 公司公告, 东亚前海证券研究所

对标 Beyond Meat, 作为国内龙头, 期待双塔食品豌豆蛋白业务在渠道和成本端发力, 把握机遇并实现加速增长。分析 Beyond Meat 公司的经营经验可总结成以下两点。1) 注重渠道拓展: 渠道拓展与营收关联度较大。2021 年 Beyond Meat 营收增速及渠道扩张速度有所放缓, 市场扩张进入瓶颈期。2) 注重成本控制: 在短期内, 与传统肉类以及同类产品的相对价格对产品销量影响较大。2020 年, 牛肉价格回落冲击 Beyond Meat 产品销量; 2021 年竞争对手 Impossible Foods 于第二季度开始下调价格, 公司零售渠道净利润受到较大冲击。传统肉类和人造肉存在一定的替代关系。对于同质产品, 较低的价格对消费者吸引力更强。成本更低意味着存在更多的降价空间, 有助于开拓和抢占市场。当前, Beyond Meat 公司计划到 2024 年不仅要扩张规模, 也要实现产品价格至少在一种素食肉类上低于传统肉类。对标 Beyond Meat, 期待双塔食品豌豆蛋白业务在渠道扩张上不断推进, 实现加速增长。

图表 31. Beyond Meat 上市后营收、渠道、客户均实现增长



资料来源: Beyond Meat 公司官网, 东亚前海证券研究所

6. 盈利预测

本文的盈利预测基于以下条件:

收入端: 伴随疫情好转和下游需求回暖, 公司粉丝业务有望实现稳步增长。豌豆蛋白等提取物主要面向海外市场。自 2020 年公司与 Beyond Meat 达成供货协议以后, 豌豆蛋白销售收入快速增长; 预计 2022~2024 年豌豆蛋白等提取物业务依然保持较快增长。其他产品毛利率较低。在产能限制下, 出于经营效率最大化的考虑, 其他产品近几年营收占比和增速持续下降, 2022 年~2024 年预测将延续该趋势。预计 2022 年~2024 年, 营业收入增速分别为 11.29%/11.86%/13.12%。分具体产品来看:

- 1) 粉丝: 预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 9%/10%/10%;
- 2) 豌豆蛋白: 预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 16%/18%/20%;
- 3) 豌豆干淀粉: 预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 5%/3%/3%;
- 4) 膳食纤维: 预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 20%/20%/20%;
- 5) 其他产品: 预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 5%/2%/2%。

成本端: 伴随豌豆蛋白和粉丝的扩产, 以及提取技术的进步, 生产的

规模优势有望进一步得到巩固。同时，作为主要成本来源的豌豆等原材料，采购价格受到国际粮价波动的影响。但公司跟国际大型粮商达成合作，成本被国际粮价影响的程度减小。此外，航运运费也是影响利润的主要因素。2022年俄乌战争冲突和华东地区疫情背景下，粮食和大宗商品经历多轮涨价，全球航运运力紧张状态尚未完全缓解；预计2022年成本端压力依然较大，但影响偏短期。预计2022年~2024毛利率分别为26.47%/27.57%/28.34%。分具体产品来看：

- 1) 粉丝：预计2022年~2024年毛利率分别为6%/7%/7%；
- 2) 豌豆蛋白：预计2022年~2024年毛利率分别为55%/55%/55%；
- 3) 豌豆干淀粉：预计2022年~2024年毛利率分别为-12%/-13%/-16%；
- 4) 膳食纤维：预计2022年~2024年毛利率分别为53%/50%/48%；
- 5) 其他产品：预计2022年~2024年毛利率分别为4%/1%/-2%。

费用端：由于规模优势等因素，公司费用率总体呈下降趋势。粉丝产品的渠道铺设完善，而豌豆提取物等渠道建设尚不完全，而且依据Beyond Meat等经验，渠道扩张与收入存在较强关联性。预测公司销售费用呈上行趋势，但伴随收入规模逐年扩大，销售费用率趋于下降，管理费用率在2.8%左右波动，研发费用率则趋于上行，财务费用率趋于下行。具体来看：

- 1) 预计2022年~2024年销售费用率分别为4.6%/4.5%/4.0%；
- 2) 预计2022年~2024年管理费用率分别为2.8%/2.9%/2.7%；
- 3) 预计2022年~2024年研发费用率分别为2.2%/2.7%/2.8%；
- 4) 预计2022年~2024年财务费用率分别为2.6%/2.0%/1.7%。

按照上述假设，预计2022年~2024年营收分别为24.10/26.96/30.49亿元，分别同比11.29%/11.86%/13.12%；归母净利润分别为3.00/3.53/4.35亿元，分别同比11.60%/18.21%/23.30%。EPS分别为0.24/0.28/0.35元/股，基于5月27日收盘价8.93元，对应PE分别为37.19/31.46/25.52。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 32. 盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2165.38	2409.79	2695.68	3049.22
增长率 (%)	7.22	11.29	11.86	13.12
归母净利润 (百万元)	267.55	298.58	352.94	435.16
增长率 (%)	-24.12	11.60	18.21	23.30
EPS (元/股)	0.22	0.24	0.28	0.35
市盈率 (P/E)	39.59	37.19	31.46	25.52
市净率 (P/B)	3.89	3.33	2.90	2.53

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 股价基准为 2022 年 5 月 27 日收盘价 8.93 元

图表 33. 收入和毛利率预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2165.38	2409.79	2695.68	3049.22
YoY	7.22%	11.29%	11.86%	13.12%
毛利率	26.40%	26.47%	27.57%	28.34%
豌豆蛋白 (百万元)	828.99	961.63	1134.72	1361.67
YoY	26.90%	16.00%	18.00%	20.00%
毛利率	56.00%	54.75%	55.25%	54.75%
粉丝 (百万元)	534.18	582.26	640.48	704.53
YoY	8.90%	9.00%	10.00%	10.00%
毛利率	4.46%	5.96%	6.46%	6.96%
豌豆干淀粉 (百万元)	315.20	330.96	340.89	351.12
YoY	-6.65%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	-10.62%	-11.62%	-12.62%	-15.62%
膳食纤维 (百万元)	157.14	188.57	226.28	271.54
YoY	21.85%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	58.83%	52.83%	49.83%	47.83%
其他产品 (百万元)	329.88	346.37	353.30	360.37
YoY	-19.39%	5.00%	2.00%	2.00%
毛利率	7.45%	4.45%	1.45%	-1.55%

资料来源: 东亚前海证券研究所

图表 34. 期间费用预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用（百万元）	77.15	110.17	120.15	123.15
销售费用率	3.56%	4.57%	4.46%	4.04%
管理费用（百万元）	54.08	67.70	78.34	83.09
管理费用率	2.50%	2.81%	2.91%	2.72%
研发费用（百万元）	72.45	53.49	72.95	84.89
研发费用率	3.35%	2.20%	2.68%	2.75%
财务费用（百万元）	16.01	62.04	54.67	53.22
财务费用率	0.74%	2.56%	2.01%	1.73%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

7. 风险提示

产能扩张不及预期：公司在豌豆提取物和粉丝行业均具有明显的领先优势，产能扩张将有助于提高市占率。如果产能扩张不及预期，公司业绩的增长将会受到影响，增速可能慢于预期。同时，产能建设滞后可能会影响到成本的摊薄，对已有的规模优势可能构成不利影响。

原材料涨价超预期：原材料是公司最主要的成本来源，而且价格主要与国际粮价挂钩。虽然公司采取与上游供应商合作降低价格波动的影响，但价格涨幅超过预期，势必将抬升总的生产成本，无法避免对公司盈利能力的冲击。

航运价格上涨：疫情爆发以来，全球集装箱市场运力紧张，运价处于高位。公司的豌豆提取物产品主要面向海外市场，而且豌豆原材料依赖进口。一方面航运价格上涨将影响公司向海外输送货物的运输成本，另一方面还将通过豌豆等原材料影响公司的采购成本。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2165	2410	2696	3049
%同比增速	7%	11%	12%	13%
营业成本	1594	1772	1953	2185
毛利	572	638	743	864
%营业收入	26%	26%	28%	28%
税金及附加	23	25	28	32
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	77	110	120	123
%营业收入	4%	5%	4%	4%
管理费用	54	68	78	83
%营业收入	2%	3%	3%	3%
研发费用	72	53	72	84
%营业收入	3%	2%	3%	3%
财务费用	16	62	54	53
%营业收入	1%	3%	2%	2%
资产减值损失	-95	-55	-55	-55
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	51	53	51	46
投资收益	23	20	13	12
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-2	-2	-2
营业利润	303	335	398	490
%营业收入	14%	14%	15%	16%
营业外收支	-1	1	0	1
利润总额	302	336	398	490
%营业收入	14%	14%	15%	16%
所得税费用	35	38	45	56
净利润	267	298	353	435
%营业收入	12%	12%	13%	14%
归属于母公司的净利润	268	299	353	435
%同比增速	-24%	12%	18%	23%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
EPS (元/股)	0.22	0.24	0.28	0.35

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.22	0.24	0.28	0.35
BVPS	2.19	2.68	3.08	3.53
PE	39.59	37.19	31.46	25.52
PEG	—	3.21	1.73	1.10
PB	3.89	3.33	2.90	2.53
EV/EBITDA	22.82	22.68	20.20	17.29
ROE	10%	9%	9%	10%
ROIC	9%	9%	9%	9%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	231	350	360	420
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	262	261	306	362
存货	741	640	812	1030
预付账款	121	111	147	156
其他流动资产	229	365	422	473
流动资产合计	1584	1727	2046	2441
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1682	1804	1908	2019
无形资产	160	213	263	311
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	23	23	23	23
其他非流动资产	274	678	699	903
资产总计	3722	4445	4938	5696
短期借款	515	615	565	703
应付票据及应付账款	184	210	232	258
预收账款	0	10	6	7
应付职工薪酬	27	37	40	44
应交税费	42	44	49	56
其他流动负债	162	131	157	176
流动负债合计	931	1046	1048	1245
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	31	31	31	31
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	979	1095	1097	1293
归属于母公司的所有者权益	2726	3334	3825	4387
少数股东权益	17	16	16	16
股东权益	2742	3350	3841	4402
负债及股东权益	3722	4445	4938	5696

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	215	482	293	356
投资	230	-400	-100	-300
资本性支出	-364	-319	-230	-235
其他	16	-17	-3	11
投资活动现金流净额	-119	-736	-333	-524
债权融资	0	0	0	0
股权融资	17	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1088	100	-50	138
筹资成本	-143	-36	-38	-36
其他	-1302	0	0	0
筹资活动现金流净额	-339	64	-88	102
现金净流量	-243	-190	-128	-66

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>