

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

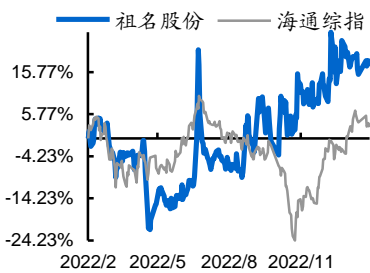
# 江浙沪豆制品领导品牌之一，区域扩张进行中

## 股票数据

02月06日收盘价(元)	27.30
52周股价波动(元)	18.03-31.46
总股本/流通A股(百万股)	125/50
总市值/流通市值(百万元)	3406/1374

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.0	2.9	1.8
相对涨幅(%)	-6.7	-0.1	-6.7

资料来源: 海通证券研究所

 分析师: 颜慧菁  
 Email: yhj12866@haitong.com  
 证书: S0850520020001

 分析师: 张宇轩  
 Tel: (021)23154172  
 Email: zyx11631@haitong.com  
 证书: S0850520050001

## 投资要点:

- 深耕江浙沪豆制品领导品牌之一，历史业绩稳健成长。** 公司总部位于浙江省杭州市，是业内少有的“生鲜+饮品+休闲”三大系列豆制品皆生产的企业，产品涵盖生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品、其他类产品等系列，共计400余个品种。公司凭借优质的产品和完善的服务，成为江浙沪地区的豆制品领导品牌之一。过去几年公司营收规模稳步增长，2013-2021年营业收入由7.74亿元增长至13.37亿元，年复合增长率为7.08%，归母净利润由0.12亿元增长至0.56亿元，年复合增长率为21.57%。此外，2022年前三季度公司实现营业收入11.13亿元 (YOY=15.62%)，实现归母净利润0.37亿元 (YOY=-12.97%)。
- 豆制品市场稳健扩容，行业集中度不断提升。** 根据豆制品专业委员会发布的《2021中国大豆食品行业状况及发展趋势》数据，2015-2021年我国豆制品行业50强规模企业的投豆量由100.44万吨增长至185.09万吨 (CAGR=10.73%)，传统的小作坊生产模式规模小，生产环境、卫生条件等很难符合食品安全的要求，随着人们饮食安全意识的提升，大企业优势越来越明显。2015-2021年，50强规模企业的投豆量市场占有率由8.73%增长至12.10%。
- “生鲜+饮品+休闲”三大系列协同发展，产品不断升级创新。** 公司形成了以生鲜豆制品为基础、植物蛋白饮品和休闲豆制品为发展重点、其他类产品为补充的产线格局。(1) 公司生鲜豆制品主要包括豆腐、千张、素鸡、豆腐干、油豆腐等，以家庭、饭店、食堂等为消费群体。2017-2021年公司生鲜豆制品营业收入由4.96亿元增长至8.94亿元 (CAGR=15.86%)，2022H1生鲜豆制品实现营收4.94亿元 (YOY=18.30%)。(2) 2021年，公司推出了高膳食纤维且保质期较长的“养自己”全豆豆乳系列，同时公司在2022年推出新品鲜榨玉米汁。
- 立足江浙沪地区稳健发展，股权投资+生产基地建设进行区域扩张。** 由于公司产品特点，公司销售的区域性特征明显，主要集中在浙江省、江苏省、上海市。2021年，公司在浙江省/江苏省/上海市的营收占比分别为64.14%/18.70%/12.01%。
- 公司还通过股权投资的方式实现区域化扩张。2021年7月份，公司先后与南京果果食品有限公司、贵州龙缘盛豆业有限公司、太原市金大豆食品有限公司等公司签订了《合作框架协议》，拟采用增资入股或受让原股东股权的方式，对上述几家公司进行投资。此外，公司拟在武汉江夏经济开发区投资豆制品生产基地建设项目，该项目建设是公司在华中地区的重要战略布局。

## 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1225	1337	1547	1800	2106
(+/-)YoY(%)	16.9%	9.1%	15.7%	16.4%	17.0%
净利润(百万元)	101	56	42	99	144
(+/-)YoY(%)	12.0%	-44.8%	-24.9%	137.8%	45.0%
全面摊薄EPS(元)	0.81	0.45	0.34	0.80	1.16
毛利率(%)	33.3%	26.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净资产收益率(%)	10.2%	5.5%	4.0%	8.6%	11.1%

 资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**期待后续大豆价格下行带来公司盈利能力修复。**据公司 2022 年半年报显示，大豆作为公司产品生产的主要原材料，占生产成本的比例较高，对公司毛利率和盈利能力有一定影响，其价格波动将直接影响公司效益。大豆价格自 2020 年下半年以来持续上涨——据 wind 数据显示，2020-2021 年全国大豆（黄豆）市场平均价格由 4658.76 元/吨增长至 5334.04 元/吨，同比增长 14.49%，2022 年上半年大豆（黄豆）市场平均价格增长至 5689.30 元/吨，2021 年公司毛利率同比下降 7.09pct、2022 年上半年毛利率同比下降 12.08pct。据公司 2022 年 5 月 13 日投资者关系活动记录表显示，随着国家通过大豆种植补贴政策调整种植结构、扩大大豆种植面积，大豆价格在新采购季有望回落。我们认为，如果后续大豆价格持续下降，看好公司盈利能力得到修复。

**盈利预测与估值。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 15.47/18.00/21.06 亿元，归母净利润分别为 0.42/0.99/1.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.80/1.16 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 30-35 倍的 PE（2023E）估值区间，对应合理价值区间为 24.00-28.00 元，我们首次覆盖并给予“优于大市”评级。

**风险提示。**（1）食品安全风险，（2）下游需求不及预期，（3）市场竞争加剧，（4）新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，（5）上游原材料成本价格以及费用投放波动。

## 目 录

1. 深耕江浙沪豆制品领导品牌之一，历史业绩稳健成长.....	6
2. 豆制品市场稳健扩容，行业集中度不断提升.....	7
3. “生鲜+饮品+休闲”三大系列协同发展，产品不断升级创新.....	9
4. 经销&商超模式发展稳定、直销模式快速成长.....	12
5. 立足江浙沪地区稳健发展，股权投资+生产基地建设进行区域扩张.....	13
6. 已有三大生产基地，新产能不断布局.....	14
7. 期待后续大豆价格下行带来公司盈利能力修复.....	14
8. 盈利预测与估值.....	15
9. 风险提示.....	17
财务报表分析和预测.....	18

## 图目录

图 1 2013-2021 年公司营业总收入及增速 .....	6
图 2 2013-2021 年公司归母净利润及增速 .....	6
图 3 公司毛利率、净利率、期间费用率变化情况.....	7
图 4 公司发展历程.....	7
图 5 豆制品行业 50 强规模企业投豆量变化（万吨） .....	8
图 6 50 强规模企业投豆量占比变化.....	8
图 7 子行业投豆量变化（万吨） .....	8
图 8 公司产品示意图 .....	9
图 9 2013-2021 年公司生鲜豆制品营业收入及增速.....	10
图 10 2013-2021 年公司生鲜豆制品毛利率变化.....	10
图 11 生鲜豆制品结构拆分（2019 年） .....	10
图 12 生鲜豆制品产品示意图 .....	11
图 13 2013-2021 年公司植物蛋白饮品营业收入及增速 .....	11
图 14 2013-2021 年公司植物蛋白饮品毛利率变化 .....	11
图 15 养自己和玉米汁产品示意图 .....	12
图 16 2013-2021 年公司休闲豆制品营业收入及增速.....	12
图 17 2013-2021 年公司休闲豆制品毛利率变化.....	12
图 18 公司分渠道业绩增长情况（万元） .....	13
图 19 2021 年公司不同区域分布占比 .....	14
图 20 公司不同区域营业收入情况（万元） .....	14
图 21 大豆价格走势（元/吨） .....	15

## 表目录

---

表 1	可比上市公司估值表(2022 年预测 PE, 倍) .....	16
表 2	公司营业收入预测.....	16

## 1. 深耕江浙沪豆制品领导品牌之一，历史业绩稳健成长

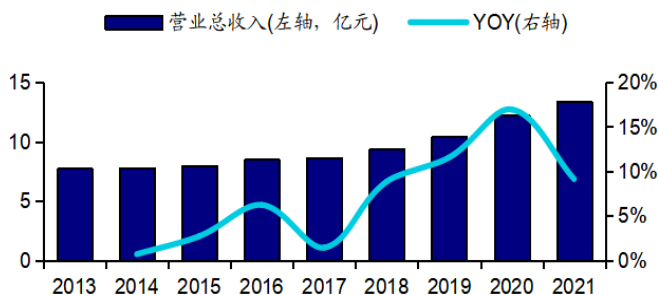
公司总部位于浙江省杭州市，是业内少有的“生鲜+饮品+休闲”三大系列豆制品皆生产的企业，产品涵盖生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品、其他类产品等系列，共计 400 余个品种。

公司前身创立于 1994 年，于 2000 年成立祖名豆制品股份有限公司。2003-2007 年，公司实现一体化流程，成为中国豆制品行业知名企业。2009-2010 年，公司先后成立扬州和安吉子公司，打造长三角高端生产基地。2018 年，公司投资 1.5 亿元引进日本全自动智能化设备和国际先进技术，成为全系列豆制品生产企业。2021 年 1 月 6 日公司在深交所敲钟上市，成为“豆制品第一股”。营收方面，公司从 2013 年的 7.74 亿元增长至 2021 年的 13.37 亿元 (CAGR=7.08%)。盈利能力方面，公司归母净利润由 2013 年的 0.12 亿元增长至 2021 年的 0.56 亿元 (CAGR=21.57%)，净利率由 2013 年的 1.51% 提升至 2021 年的 4.17%，期间费用率由 2013 年的 33.80% 下降至 2021 年的 20.55%。

目前公司形成了以生鲜豆制品为基础、植物蛋白饮品和休闲豆制品为发展重点、其他类产品为补充的产线格局。由于公司产品具有多样性，不同产品间能产生良好的协同效应，能够提高设备利用率、降低采购成本、提高产品品质，不同产品间还可以实现资源共享，满足消费者多样化的消费需求。

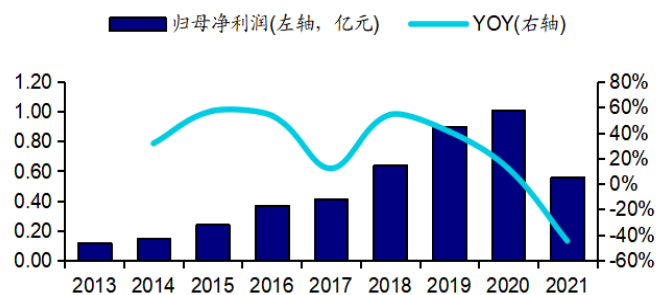
公司凭借优质的产品和完善的服务，成为江浙沪地区的豆制品领导品牌之一，并荣获农业产业化国家重点龙头企业、全国农产品加工示范企业等称号。未来公司将坚持创新引领发展，在不断优化提升原有产品的同时研发更多符合市场需求的适销豆制品，同时对生鲜豆制品保鲜技术、专豆专用技术等方面进行研究，不断提升产品附加值和产品品质。

图1 2013-2021 年公司营业总收入及增速



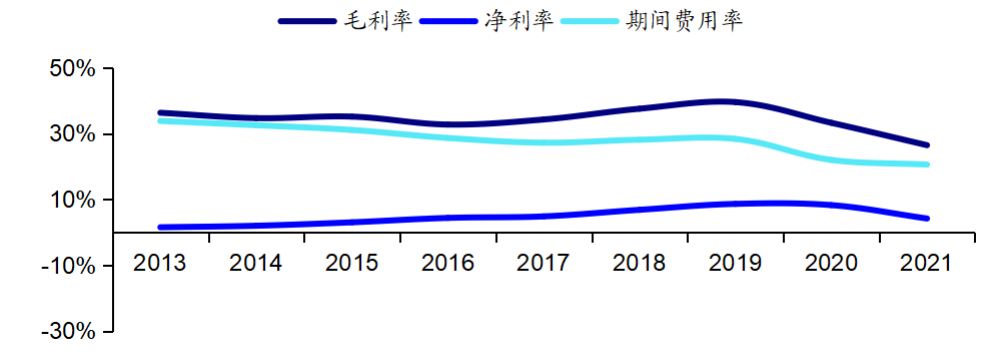
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 2013-2021 年公司归母净利润及增速



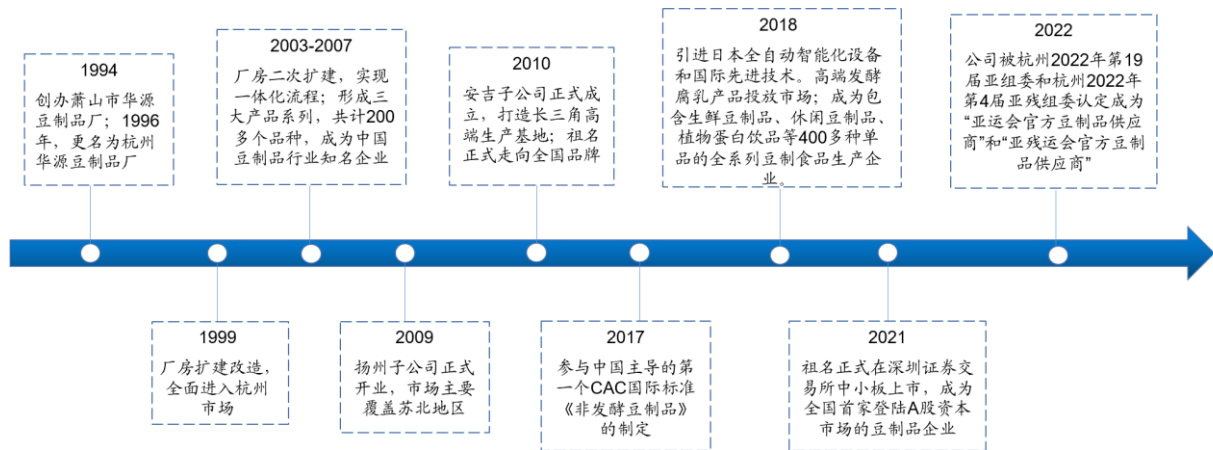
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司毛利率、净利率、期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司发展历程



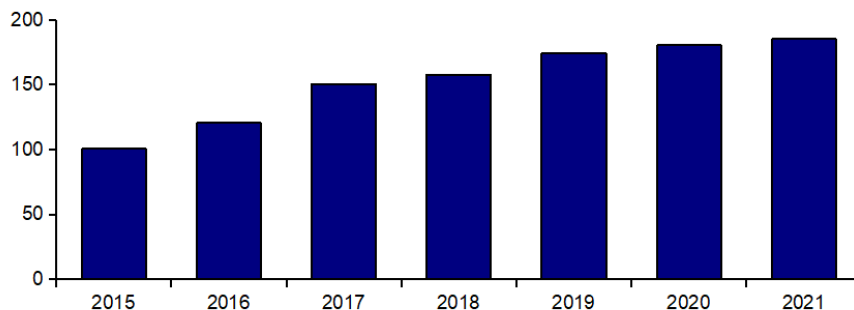
资料来源: 公司官网, 公司 2022 年半年报, 海通证券研究所

## 2. 豆制品市场稳健扩容, 行业集中度不断提升

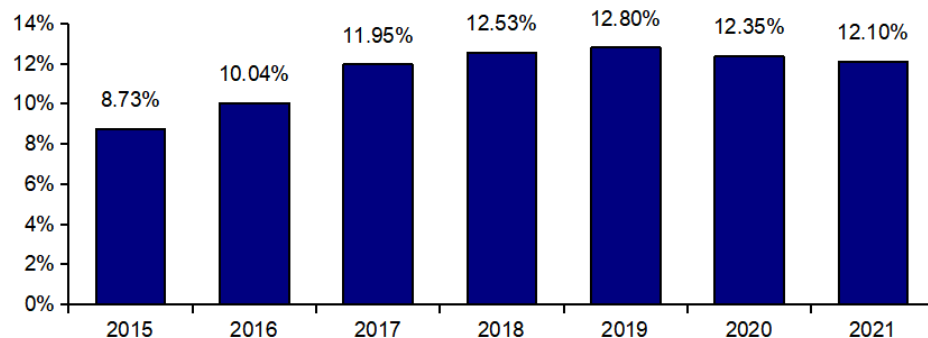
豆制品具有人体必需的钙、磷、铁等人体需要的矿物质, 并且含有维生素 B1、B2 和纤维素, 其消费在百姓饮食消费中不断增长。根据豆制品专业委员会发布的《2021 中国大豆食品行业状况及发展趋势》数据, 2015-2021 年我国豆制品行业 50 强规模企业的投豆量由 100.44 万吨增长至 185.09 万吨 (CAGR=10.73%), 其中用于生鲜豆制品的投豆量从 35.07 万吨增至 62.79 万吨 (CAGR= 10.19%), 用于植物蛋白饮品的投豆量从 31.11 万吨增至 48.74 万吨 (CAGR =7.77%), 用于休闲豆制品的投豆量从 24.76 万吨增至 36.91 万吨 (CAGR= 6.88%)。

豆制品市场区域化特征明显, 行业集中度逐步提升。豆制品尤其是生鲜豆制品保质期较短, 而且运输储存均需要冷藏条件, 所以生产商基本都以生产基地为中心, 呈圆形向四周辐射, 辐射半径通常为 150-300 公里, 一定程度上限制了市场的竞争。同时, 由于我国区域经济发展的不平衡, 小作坊、小企业生产的产品仍然占据一定市场份额, 因此行业集中度总体较低。厂商辐射半径、产品生产工艺和口味等差别, 导致了豆制品市场呈现区域化、块状分布, 行业中逐步形成了一批较大规模的地方性企业, 对豆制品产

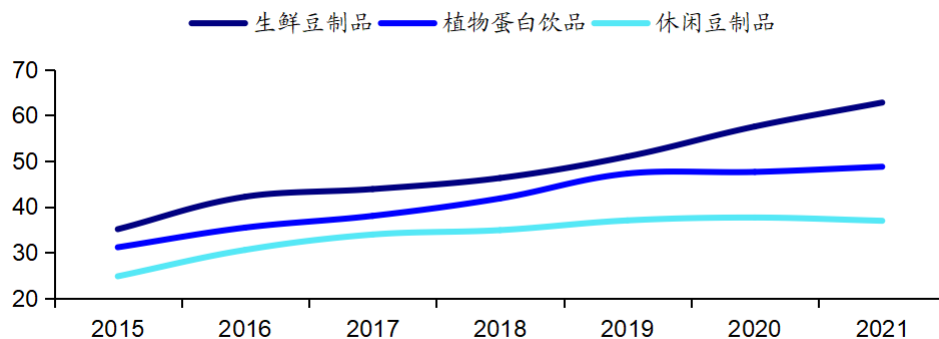
业的发展起到了带头作用。传统的小作坊生产模式规模小，生产环境、卫生条件等很难符合食品安全的要求，随着人们饮食安全意识的提升，大企业优势越来越明显。根据《中国豆制品产业》杂志及中豆委微信公众号数据，2015-2021年，我国用于食品工业的大豆量由1150万吨增长至1530万吨，其中50强规模企业的投豆量由100.44万吨增长至185.09万吨，市场占有率由8.73%增长至12.10%。

**图5 豆制品行业50强规模企业投豆量变化(万吨)**


资料来源:《中国豆制品产业》杂志,海通证券研究所

**图6 50强规模企业投豆量占比变化**


资料来源:《中国豆制品产业》杂志,中豆委微信公众号,海通证券研究所

**图7 子行业投豆量变化(万吨)**


资料来源:《中国豆制品产业》杂志,海通证券研究所



### 3. “生鲜+饮品+休闲”三大系列协同发展，产品不断升级创新

公司形成了以生鲜豆制品为基础、植物蛋白饮品和休闲豆制品为发展重点、其他类产品为补充的产线格局。由于公司产品具有多样性，不同产品间能产生良好的协同效应，能够提高设备利用率、降低采购成本、提高产品品质，不同产品间还可以实现资源共享，满足消费者多样化的消费需求。

图8 公司产品示意图



资料来源：公司官网，产品手册，京东官方旗舰店，海通证券研究所

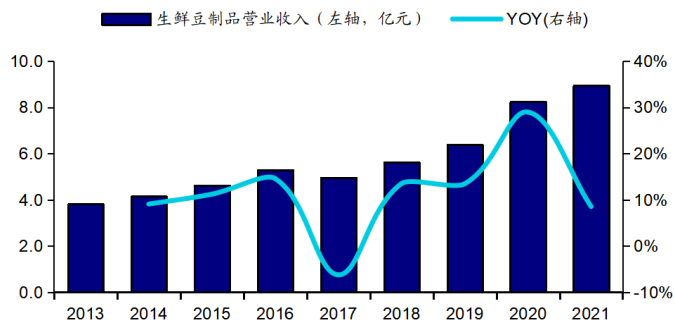
**(1) 生鲜豆制品。**公司生鲜豆制品主要包括豆腐、千张、素鸡、豆腐干、油豆腐等，以家庭、饭店、食堂等为消费群体。2017-2021年公司生鲜豆制品营业收入由4.96亿元增长至8.94亿元(CAGR=15.86%)，2022H1生鲜豆制品实现营收4.94亿元(YOY=18.30%)。

**1) 豆腐：**据招股说明书，2019年，公司豆腐产品实现营业收入2.36亿元，占生鲜豆制品收入36.96%。公司拥有多套国内外领先的高端自动化设备，并在2022年引进日本全自动豆腐生产线，生产工艺达到了行业领先水平。公司2020年开发了动植物蛋白的鸡蛋豆腐，2021年重点推出以“别太急”美食倡导理念的迈系列豆腐，产品包括迈品尝、迈锅炖、迈细润、迈特别（富贵绢豆腐）以及迈好滴（油扬豆腐）等，2022年推出以“浓浆工艺 蛋白质含量高”产品理念的浓浆系列豆腐，产品包括木绵、绢等，采用日本全自动标准化生产线生产，适合多种烹饪方式。

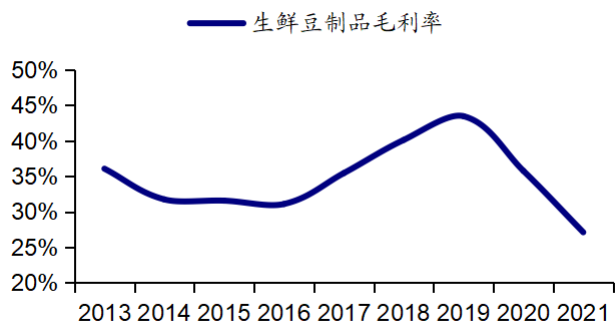
**2) 千张及素鸡：**据招股说明书，2019年，公司千张及素鸡产品实现营业收入1.48

亿元，占生鲜豆制品收入 23.19%。2021 年，公司推出了有机系列产品，采用东北的有机大豆加工而成，包括有机千张和有机素鸡等。

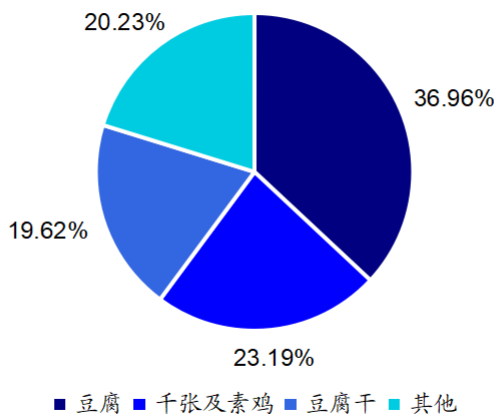
**3) 豆腐干：**据招股说明书，2019 年，公司豆腐干产品实现营业收入 1.25 亿元，占生鲜豆制品收入 19.62%。2022 年，公司开发了有机腐皮、蒸豆干等新品。

**图9 2013-2021 年公司生鲜豆制品营业收入及增速**


资料来源：Choice，海通证券研究所

**图10 2013-2021 年公司生鲜豆制品毛利率变化**


资料来源：Choice，海通证券研究所

**图11 生鲜豆制品结构拆分 (2019 年)**


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

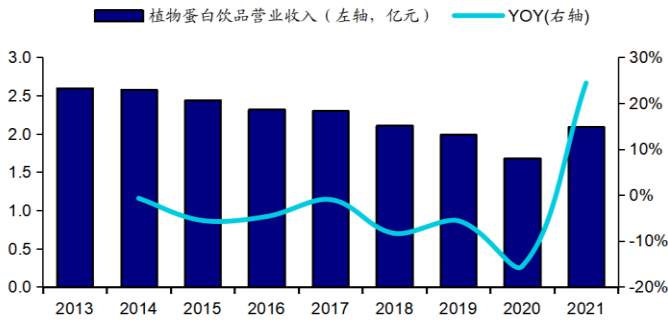
图12 生鲜豆制品产品示意图



资料来源：公司官网，产品手册，天猫旗舰店，海通证券研究所

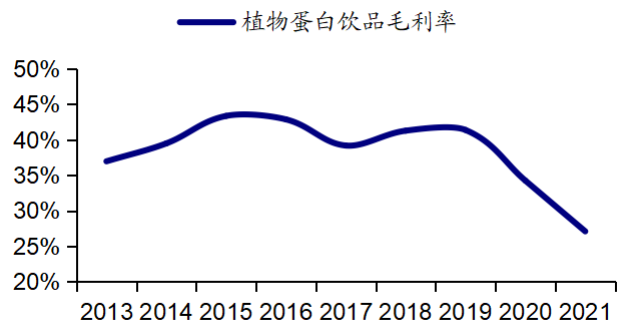
(2) **植物蛋白饮品**。公司植物蛋白饮品主要包括自立袋豆奶、利乐包豆奶、瓶装豆乳等，2017-2021 年公司植物蛋白饮品营业收入由 2.30 亿元下降至 2.09 亿元(CAGR=-2.37%)。2022H1，植物蛋白饮品实现营收 0.90 亿元(YOY=-8.56%)。2021 年，公司推出了高膳食纤维且保质期较长的“养自己”全豆豆乳系列，顺应低糖低脂、健康养生的饮品消费趋势；此外，公司在 2022 年引进自动化瓶装豆奶生产线，以及多套国内外领先的高端自动化设备等，并开发发酵植物蛋白饮品、咖啡豆乳、果蔬豆乳等新品；同时公司在 2022 年推出新品鲜榨玉米汁，玉米添加量大于 33%，是公司首款谷物饮品，口感浓郁自然、低脂肪、含膳食纤维。

图13 2013-2021 年公司植物蛋白饮品营业收入及增速



资料来源：Choice，海通证券研究所

图14 2013-2021 年公司植物蛋白饮品毛利率变化



资料来源：Choice，海通证券研究所

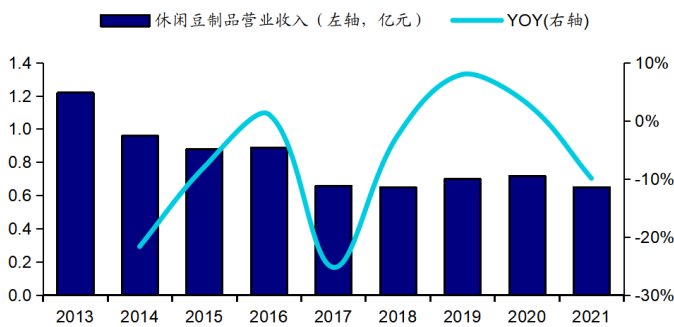
图15 养自己和玉米汁产品示意图



资料来源：京东官方旗舰店，海通证券研究所

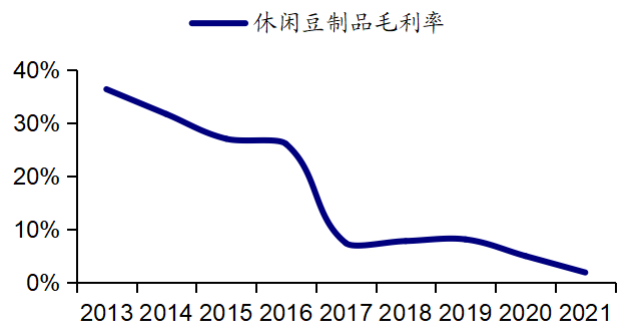
**(3) 休闲豆制品。**公司休闲豆制品主要包括休闲豆干、休闲豆卷、休闲素肉等，2017-2021年公司休闲豆制品营业收入由0.66亿元下降至0.65亿元(CAGR=-0.59%)，2022H1休闲豆制品实现营收0.40亿元(YOY=27.49%)。2021年，公司对休闲产品进一步提升改进口感、品质和包装，推出多款新品，如针对卤制休闲豆干的产品特性，摒弃一般的塑料真空包装，选用铝箔包装以更好地保持产品口味等。

图16 2013-2021年公司休闲豆制品营业收入及增速



资料来源：Choice，海通证券研究所

图17 2013-2021年公司休闲豆制品毛利率变化



资料来源：Choice，海通证券研究所

经过多年的运作和发展，公司的“祖名”品牌在豆制品消费市场有较强的认知度，得到消费者的广泛认可，拥有良好的品牌形象。近年来，公司持续加大技术创新力度和新品研发投入，2021年公司共完成二十多个新品的开发，同时对甑豆卷、纤层豆卷、植物牛肉干等老产品配方和工艺进行优化改良，还相继推进了圆素鸡坯机器自动挤压、微压煮浆等十余项技术和工艺革新，公司产品先后获得第十四届和第十六届中国国际农产品交易会参展农产品金奖、长江三角洲地区名优食品等荣誉或称号。

#### 4. 经销&商超模式发展稳定、直销模式快速成长

公司已形成了深耕江浙沪、辐射国内大中型城市的全国性稳定优质的销售网络，主要销售模式为经销模式、商超模式和直销模式。

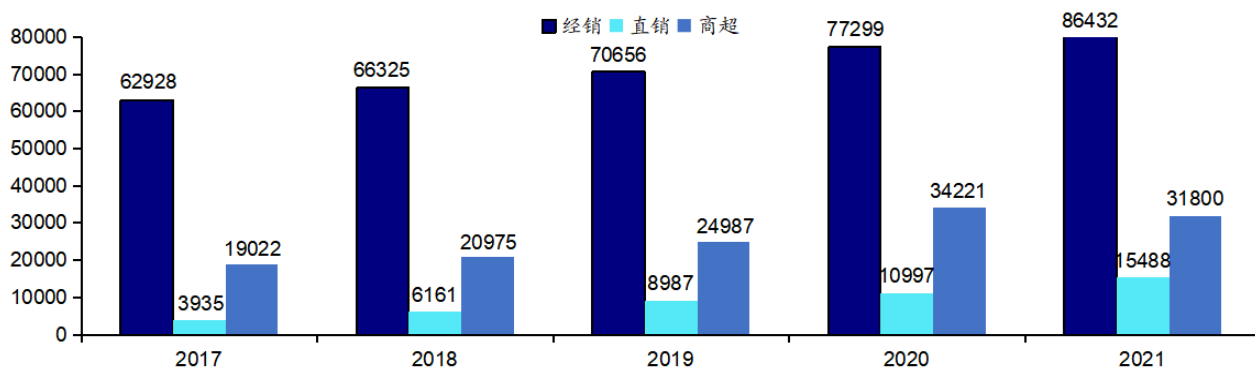
**(1) 经销模式。**经销模式为公司目前主要的销售模式，销售终端主要为农贸

市场、早餐门店、小型超市、便利店等。2017-2021 年公司经销模式收入由 6.29 亿元增长至 8.64 亿元 (CAGR=8.26%)，公司合作的经销商数量由 1393 家增长至 1453 家，平均每家经销商销售收入由 45.17 万元增长至 59.49 万元，主要系公司在原有营销网络的基础上，进一步向周边省市进行扩张，扩大市场覆盖范围，强化销售渠道；2022 年上半年经销模式营收进一步提升至 4.62 亿元 (YOY=14.93%)。

**(2) 商超模式。**公司的商超客户涵盖高鑫零售、永辉、世纪联华、华润万家、物美、三江超市、家乐福等大中型超市。2017-2021 年商超模式收入由 1.90 亿元增长至 3.18 亿元 (CAGR=13.71%)，其中 2021 年商超模式收入较 2020 年同比减少 7.08%，主要系商超被两个渠道分流：一是盒马、叮咚买菜、每日优鲜等新零售平台，二是明康汇、钱大妈、肉联帮等社区生鲜店。2022 年上半年，商超模式营收提升至 1.79 亿元 (YOY=22.32%)。

**(3) 直销模式。**公司直接将产品销售给最终用户，包括向食堂、餐饮机构等客户销售产品。直销模式下，公司加大了与海底捞、老乡鸡、老娘舅等餐饮机构的合作，加大了与各类学校、企事业单位食堂等伙食团体的合作，实现销售的持续增长。2017-2021 年直销模式收入由 0.39 亿元增长至 1.55 亿元 (CAGR=40.85%)，2022 年上半年直销模式营收进一步提升至 0.73 亿元 (YOY=9.92%)。

图18 公司分渠道业绩增长情况(万元)



资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年年报，海通证券研究所

## 5. 立足江浙沪地区稳健发展，股权投资+生产基地建设进行区域扩张

由于公司产品的特点，公司销售的区域性特征明显，主要集中在浙江省、江苏省、上海市。2021 年，公司在浙江省/江苏省/上海市的营收占比分别为 64.14%/18.70%/12.01%，其中浙江省 2017-2021 年主营业务收入由 6.01 亿元增长至 8.58 亿元 (CAGR=9.28%)，江苏省营收由 1.55 亿元增长至 2.50 亿元 (CAGR=12.62%)，上海市过去营收增长较快，由 0.73 亿元增长至 1.61 亿元 (CAGR=21.87%)，2022 年上半年上海市实现营收 1.01 亿元 (YOY=39.77%)，主要系疫情期间团购业绩增

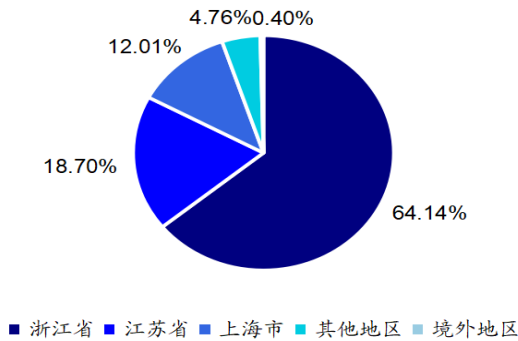
加较为明显所致。

同时，公司还通过股权投资的方式实现区域化扩张。公司先后与南京果果食品有限公司、贵州龙缘盛豆业有限公司、太原市金大豆食品有限公司等公司签订了《合作框架协议》，拟采用增资入股或受让原股东股权的方式，对上述几家公司进行投资。

南京果果是南京地区主要的豆制品生产企业，其自有的“豆果果”品牌是南京区域有较强竞争力的豆制品品牌之一，通过与南京果果合作，公司有望进一步扩大在江苏周边地区的市场份额，提升公司持续成长能力和市场竞争力，巩固公司在行业中的领先地位；龙缘盛是贵州地区规模较大的生鲜豆制品生产企业，对于龙缘盛的投资，是公司走出长三角的第一步。

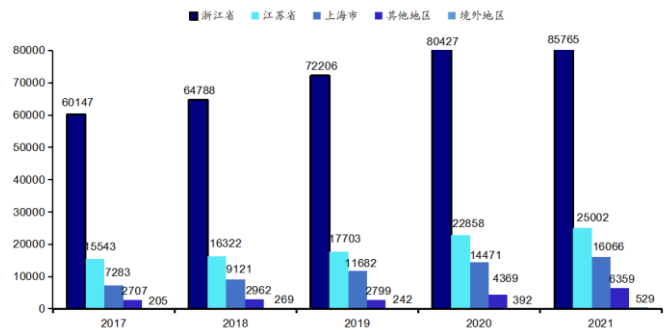
此外，公司拟在武汉江夏经济开发区投资豆制品生产基地建设项目，武汉是中国内地最大的水陆空三路交通枢纽，地理位置优越，且豆制品消费需求大，该项目建设是公司在华中地区的重要战略布局，有利于提升公司豆制品生产加工能力，符合公司“立足长三角，面向全国、走向世界”的发展规划。

图19 2021年公司营业收入在不同区域分布占比



资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

图20 公司不同区域营业收入情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，公司 2021 年年报，海通证券研究所

## 6. 已有三大生产基地，新产能不断布局

公司 2021 年已经投产的有杭州、安吉、扬州三大生产基地，年加工大豆能力 10 万吨，是国内先进的豆制品生产加工企业之一。2021 年杭州和安吉生产基地的生鲜豆制品/植物蛋白饮品/休闲豆制品产能分别为 6.2/3.12/ 0.14 万吨、13.4/7.6/ 0.32 万吨，扬州生产基地的生鲜豆制品/植物蛋白饮品产能分别为 1.7/0.34 万吨。

2021 年，公司全资子公司扬州祖名为满足市场增长需求、遵照政府的产业区域规划，拟申请新的工业用地建设厂房并迁址，该项目计划投资 3.3 亿元，预计项目达产后可实现年产 5 万吨生鲜类豆制品和植物蛋白饮品；此外，公司拟在武汉江夏经济开发区投资豆制品生产基地建设项目，项目总投资 3 亿元，主要产品为生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品及其他类豆制品，预计项目建成投产后 5 年内产值可达到 3.3 亿元。

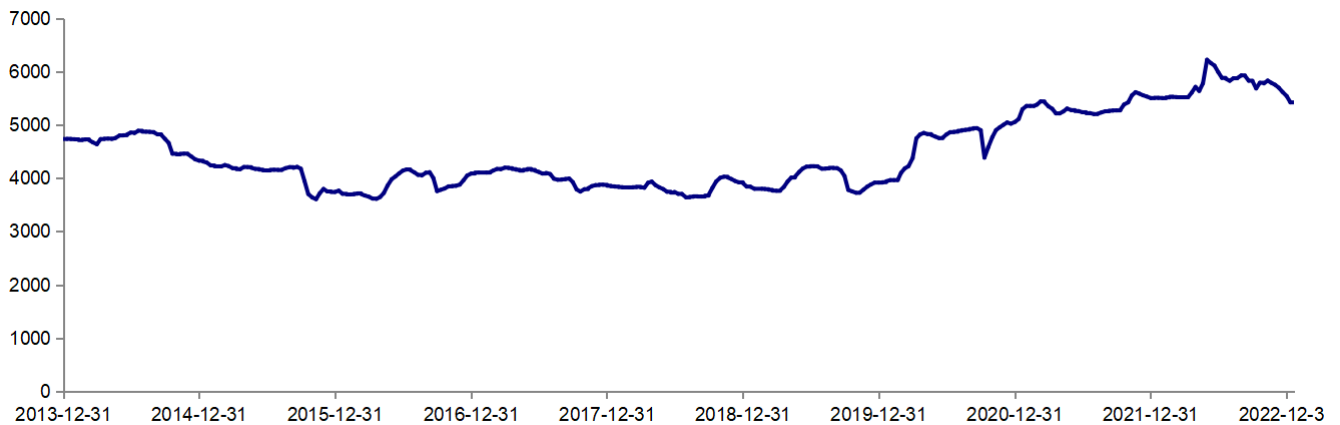
## 7. 期待后续大豆价格下行带来公司盈利能力修复

据公司 2022 年半年报显示，大豆作为公司产品生产的主要原材料，占生产成

本的比例较高,对公司毛利率和盈利能力有一定影响,其价格波动将直接影响公司效益。大豆价格自2020年下半年以来持续上涨——据wind数据显示,2020-2021年全国大豆(黄豆)市场平均价格由4658.76元/吨增长至5334.04元/吨,同比增长14.49%,2022年上半年大豆(黄豆)市场平均价格增长至5689.30元/吨,2021年公司毛利率同比下降6.81pct、2022年上半年毛利率同比下降3.41pct。

据公司2022年5月13日投资者关系活动记录表显示,随着国家通过大豆种植补贴政策调整种植结构、扩大大豆种植面积,大豆价格在新采购季有望回落。根据wind数据显示,大豆价格在2022年5月31日达到6224.00元/吨,之后价格整体持续呈现下降趋势,到2023年1月20日,大豆价格降低至5412.00元/吨。我们认为,如果后续大豆价格持续下降,看好公司盈利能力得到修复。

图21 大豆价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 8. 盈利预测与估值

**(1) 生鲜类豆制品业务。**公司本块业务2019-2021年收入复合增速为18.30%,此外2022年上半年该业务营收同比增长18.30%。综合过去3年增长情况以及2022年上半年表现情况,我们给予本块业务2022-2024年18.00%/18.00%/18.00%的营收增长预测。

此外毛利率端,2019-2021年毛利率分别为43.44%/35.75%/27.10%,且2022年上半年本块业务毛利率同比降低4.24pct,综合参照于此,以及考虑到2022年下半年大豆价格开始呈现下降趋势,出于审慎考虑,我们给予本块业务2022-2024年23.00%/23.00%/23.00%的毛利率预测。

**(2) 大豆植物蛋白饮料业务。**公司本块业务2019-2021年收入复合增速为2.50%,此外2022年上半年该业务营收同比下滑8.56%,综合过去3年增长情况以及2022年上半年表现情况,我们给予本块业务2022-2024年-3.00%/-3.00%/-3.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2019-2021 年毛利率分别为 91.61%/34.23%/27.09%，波动较大，此外 2022 年上半年本块业务毛利率同比下滑 4.54pct，综合参照于此，以及考虑到 2022 年下半年大豆价格开始呈现下降趋势，出于审慎考虑，我们给予本块业务 2022-2024 年 22.50%/22.50%/22.50%的毛利率预测。

**(3) 休闲类豆制品业务。**公司本块业务 2019-2021 年收入复合增速为-3.68%，此外 2022 年上半年该业务营收同比增长 27.51%。综合过去 3 年增长情况以及 2022 年上半年增长情况，我们给予本块业务 2022-2024 年 12.00%/ 12.00%/12.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2019-2021 年毛利率分别为 8.13%/5.01%/1.92%，此外 2022 年上半年本块业务毛利率同比增长 3.98pct，综合参照于此，我们给予本块业务 2022-2024 年 5.90%/5.90%/5.90%的毛利率预测。

**(4) 其他业务。**公司本块业务 2019-2021 年收入复合增速为 9.95%，此外 2022 年上半年该业务营收同比增长 46.91%，综合过去 3 年增长情况以及 2022 年上半年增长情况，给予本块业务 2022-2024 年 28.00%/28.00%/ 28.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2019-2021 年毛利率分别为-36.64%/32.06%/31.56%，波动较大，此外 2022 年上半年本块业务毛利率同比减少 9.48pct，综合参照于此，出于审慎考虑，我们给予本块业务 2022-2024 年 22.00%/22.00%/22.00%的毛利率预测。

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 15.47/18.00/21.06 亿元，归母净利润分别为 0.42/0.99/1.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.80/1.16 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 30-35 倍的 PE (2023E) 估值区间，对应合理价值区间为 24.00-28.00 元，我们首次覆盖并给予“优于大市”评级。

**表 1 可比上市公司估值表 (2023 年预测 PE, 倍)**

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2023E)
香飘飘	603711	20.02	30.63
劲仔食品	003000	13.38	37.44
盐津铺子	002847	119.00	35.33
李子园	605337	24.30	25.21
平均 PE (倍, 2023E)			32.15

资料来源: Wind, 海通证券研究所  
 备注: 按 2023 年 02 月 06 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

**表 2 公司营业收入预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入 (百万元)</b>	1337.20	1547.03	1800.22	2105.79
生鲜类豆制品	893.95	1054.86	1244.74	1468.79
大豆植物蛋白饮料	209.07	202.80	196.71	190.81
休闲类豆制品	64.92	72.71	81.44	91.21
其他合计	169.27	216.67	277.33	354.98
<b>营业收入同比增长</b>	9.14%	15.69%	16.37%	16.97%
生鲜类豆制品	8.52%	18.00%	18.00%	18.00%
大豆植物蛋白饮料	24.39%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
休闲类豆制品	-9.92%	12.00%	12.00%	12.00%
其他合计	4.94%	28.00%	28.00%	28.00%
<b>毛利率 (%)</b>	26.44	21.99	22.02	22.05
生鲜类豆制品	27.10	23.00	23.00	23.00
大豆植物蛋白饮料	27.09	22.50	22.50	22.50



休闲类豆制品	1.92	5.90	5.90	5.90
其他合计	31.56	22.00	22.00	22.00
<b>毛利（百万元）</b>	<b>353.58</b>	<b>340.20</b>	<b>396.37</b>	<b>464.23</b>
生鲜类豆制品	242.28	242.62	286.29	337.82
大豆植物蛋白饮料	56.63	45.63	44.26	42.93
休闲类豆制品	1.25	4.29	4.80	5.38
其他合计	53.42	47.67	61.01	78.10

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 9. 风险提示

（1）食品安全风险，（2）下游需求不及预期，（3）市场竞争加剧，（4）新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，（5）上游原材料成本价格以及费用投放波动。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1337</b>	<b>1547</b>	<b>1800</b>	<b>2106</b>
每股收益	0.45	0.34	0.80	1.16	营业成本	984	1207	1404	1642
每股净资产	8.14	8.48	9.28	10.43	毛利率%	26.4%	22.0%	22.0%	22.0%
每股经营现金流	1.01	1.08	0.90	1.07	营业税金及附加	6	6	7	8
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	196	217	216	232
P/E	62.03	82.62	34.75	23.96	营业费用率%	14.6%	14.0%	12.0%	11.0%
P/B	3.40	3.27	2.99	2.66	管理费用	64	68	58	53
P/S	2.58	2.23	1.92	1.64	管理费用率%	4.8%	4.4%	3.2%	2.5%
EV/EBITDA	22.07	40.06	21.51	15.37	EBIT	78	42	107	161
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	5	2	-1	-1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	26.4%	22.0%	22.0%	22.0%	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
净利润率	4.2%	2.7%	5.5%	6.9%	投资收益	2	5	5	5
净资产收益率	5.5%	4.0%	8.6%	11.1%	<b>营业利润</b>	<b>72</b>	<b>47</b>	<b>119</b>	<b>175</b>
资产回报率	3.3%	2.5%	5.6%	7.4%	营业外收支	-2	5	5	5
投资回报率	4.1%	2.4%	5.7%	7.9%	<b>利润总额</b>	<b>70</b>	<b>52</b>	<b>124</b>	<b>180</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	149	78	146	204
营业收入增长率	9.1%	15.7%	16.4%	17.0%	所得税	14	10	25	36
EBIT 增长率	-46.9%	-46.8%	155.9%	51.1%	有效所得税率%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-44.8%	-24.9%	137.8%	45.0%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>56</b>	<b>42</b>	<b>99</b>	<b>144</b>
资产负债率	40.0%	35.6%	35.0%	33.0%					
流动比率	1.73	1.78	1.73	1.84	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.53	1.43	1.39	1.46	货币资金	464	300	300	300
现金比率	1.09	0.89	0.80	0.76	应收账款及应收票据	142	153	178	213
<b>经营效率指标</b>					存货	77	104	114	135
应收帐款周转天数	38.65	36.16	36.13	36.98	其它流动资产	58	41	52	73
存货周转天数	28.71	31.57	29.74	30.01	流动资产合计	742	599	645	721
总资产周转率	0.79	0.94	1.01	1.08	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.64	1.71	1.82	1.96	固定资产	814	904	991	1075
					在建工程	64	69	74	79
					无形资产	29	27	26	24
					非流动资产合计	952	1045	1135	1223
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1693</b>	<b>1644</b>	<b>1780</b>	<b>1944</b>
净利润	56	42	99	144	短期借款	240	69	79	69
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	67	102	112	127
非现金支出	76	39	42	45	预收账款	0	1	0	1
非经营收益	9	-2	-6	-6	其它流动负债	121	165	182	195
营运资金变动	-15	56	-22	-49	流动负债合计	428	337	373	393
<b>经营活动现金流</b>	<b>125</b>	<b>135</b>	<b>113</b>	<b>134</b>	长期借款	218	218	218	218
资产	-129	-125	-125	-125	其它长期负债	32	32	32	32
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	249	249	249	249
其他	-38	5	5	5	<b>负债总计</b>	<b>677</b>	<b>586</b>	<b>623</b>	<b>642</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-166</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>	实收资本	125	125	125	125
债权募资	422	-171	11	-10	归属于母公司所有者权益	1016	1058	1158	1302
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-392	-8	-4	-4	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1693</b>	<b>1644</b>	<b>1780</b>	<b>1944</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>-179</b>	<b>7</b>	<b>-14</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-11</b>	<b>-164</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业  
张宇轩 食品饮料行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,金龙鱼,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,祁连山

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 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@haitong.com邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

## 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com  
王宇晴 wyq14704@haitong.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

## 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com

## 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com  
联系人  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com  
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com  
舒子宸 szc14816@haitong.com  
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

## 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23154132 gs10373@haitong.com  
郑子勤(021)23219733 zzz12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com  
刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

## 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com  
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧 jy14213@haitong.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
联系人  
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com  
肖治键(021)23219164 xzj14562@haitong.com

## 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com  
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

## 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
联系人  
余玫翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

## 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
联系人  
张冰清 021-23154126 zbzq14692@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com

## 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
联系人  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

## 有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com  
陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

## 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23219748 hjs14155@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxx12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com	

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金焯(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.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