

# 双汇发展（000895）：站在新一轮盈利周期的起点上

2020年06月16日

强烈推荐/维持

双汇发展

公司报告

本篇报告试图从市场判断有分歧的点入手分析，阐释出双汇发展未来增长的大逻辑：站在全球资源布局的视角，看双汇未来在承接全球资源布局产业链上的能力。以及双汇在新管理层的带领下，经过过去两年的改革和管理建设，逐渐进入红利释放期，公司站在新一轮盈利周期的起点上。

**肉制品是否触到市场的天花板：**近几年双汇发展估值一直低于食品饮料其他子行业龙头的一个重要的原因，就是市场认为双汇肉制品业务近几年增长缓慢，或遇到市场增长天花板。但是我们并不认为双汇肉制品板块未来没有增长潜力，肉制品板块仍可以从销售规模扩大和销售吨价提升两个方面提高。

**提价能否带来业绩弹性：**双汇上一轮提价周期是在2011年提价，此后一直没有提价，主要通过降低原料肉含量、调整产品规格等方法去应对成本上涨，吨毛利提升主要依靠产品结构调整。上一轮提价周期中，猪价在2011年达到高点，公司在2011年上调肉制品价格累计幅度达到5%，随后在2012-2014年猪价下行周期中，猪肉价格从25.91元下降到21元，降幅达到18.9%，高温肉制品和低温肉制品的毛利率分别从2011年的10.55%和5.01%提升至2014年的28.24%和24.27%。能看到一方面提价带来的较好的毛利率改善，另一方面猪肉价格下降对肉制品毛利率提升也有较大的帮助。

**盈利预测：**长期来看，我们看好公司管理改善带来的业绩提升能力，短期看好公司贸易利润增量和提价后带来的肉制品弹性。预期2020年实现归母净利润同比增长11.7%，EPS实现1.83元，当前股价对应2020年业绩估值为22倍，考虑到双汇未来的成长性以及行业龙头地位，给予28倍目标估值，对应目标价51.24元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**公司业绩不及预期；管理层对行业趋势判断出现重大失误；非洲猪瘟疫情继续蔓延对猪价带来较大的影响；宏观经济出现大幅波动等。

## 财务指标预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	48932	60348	63580	62396	61121
增长率 (%)	-3.3%	23.3%	5.4%	-1.9%	-2.0%
归母净利润	4915	5438	6074	6895	7659
增长率	13.8%	10.6%	11.7%	13.5%	11.1%
净资产收益率	37.9%	33.0%	35.5%	35.1%	35.6%
每股收益(元)	1.49	1.64	1.83	2.08	2.31
PE	27	25	22	20	18
PB	10.40	8.23	7.93	6.90	6.31

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 公司简介：

公司是国内最大的肉类加工企业，主要从事畜禽屠宰，加工销售肉类食品等。以屠宰和肉类加工业为核心，向上游发展饲料业和养殖业，向下游发展包装业、商业、外贸等，形成了主业突出、行业配套的产业群。

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	42.92-21.03
总市值(亿元)	1,353.6
流通市值(亿元)	359.69
总股本/流通A股(万股)	331,928/88,202
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.51

## 52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 首席分析师：孟斯硕

010-66554017

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120060004

## 研究助理：张东雪

010-66554026

zhangdx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070051

## 目录

1. 市场判断的几个分歧 .....	4
1.1 肉制品是否触到市场的天花板 .....	4
1.2 进入养殖领域，是否能盈利 .....	6
1.3 冻肉能否释放利润 .....	7
1.4 提价能否带来业绩弹性 .....	9
2. 远景展望 .....	11
2.1 高端新品推动肉制品发展 .....	12
2.2 餐饮供应链切入新蛋糕 .....	14
2.3 屠宰集中度有望进一步提升 .....	15
2.4 薪酬体系调整为业绩保驾护航 .....	17
3. 盈利预测 .....	18
4. 风险提示 .....	18

## 插图目录

图 1：肉制品行业主营业务收入同比（%） .....	4
图 2：双汇肉制品板块收入增速（%） .....	4
图 3：我国猪肉年产量（万吨） .....	5
图 4：我国牛羊肉水产产量（万吨） .....	5
图 5：中国肉类加工行业生产规模预测（亿元） .....	5
图 6：中国肉类加工行业市场容量预测（亿元） .....	5
图 7：双汇肉制品吨价（元） .....	6
图 8：双汇与泰森肉制品吨价对比（元） .....	6
图 9：泰森食品上下游一体化模式 .....	7
图 10：双汇进口冻肉金额跟猪价正向关系 .....	8
图 11：美国猪价跟国内猪价价差表现 .....	8
图 12：双汇生猪屠宰量（万头） .....	8
图 13：双汇屠宰的头均毛利（元） .....	8
图 14：双汇冻肉进口链条 .....	9
图 15：双汇肉制品毛利率情况（%） .....	10
图 16：国内猪价变动（元） .....	10
图 17：双汇筷厨煎烤肠 .....	13
图 18：煎烤肠新品发布会现场 .....	13
图 19：餐饮行业增速 .....	14

## 表格目录

表 1：双汇肉制品销售量（万吨） .....	6
------------------------	---

表 2：双汇与罗特克斯的关联交易.....	8
表 3：双汇肉制品吨价和吨毛利变化.....	9
表 4：双汇肉制品吨价和吨毛利变化.....	10
表 5：2018 年双汇业绩进行弹性测算.....	11
表 6：管理层介绍.....	11
表 7：双汇近几年推出的新品.....	13
表 8：屠宰行业政策法规整理.....	15
表 9：人员薪酬.....	17
表 10：盈利预测.....	18

## 1. 市场判断的几个分歧

### 1.1 肉制品是否触到市场的天花板

2001年双汇肉制品板块上市后经历了10年高速发展期，当时主要是受益于低温休闲产品的大发展，以及大单品策略在这一时期有较强的成功率，双汇肉制品板块2001到2010年年均复合增长达到21.43%。2011年发生瘦肉精事件，给肉制品行业带来巨大的冲击，随后带来消费者多元化需求增加快，特别是休闲产品多元化，以及外卖平台的崛起等新的消费模式分流一部分消费需求，公司肉制品销量一直没有较大突破。

双汇这一增长趋势与行业增长趋势基本一致，肉制品行业自2001年以来进入高速增长期，至2011年瘦肉精事件发生成为行业的重要转折点，销售者对猪肉消费整体趋于稳定，导致肉制品消费量放缓，随后行业进入慢增长期。

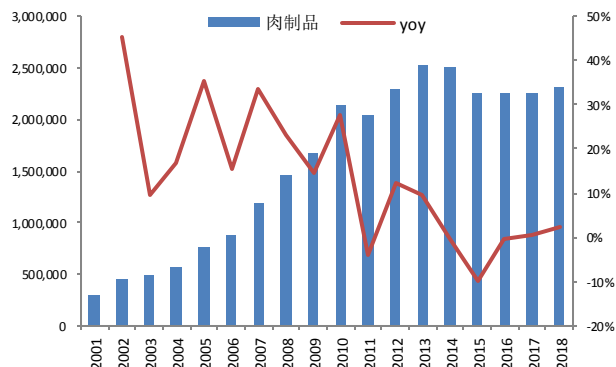
行业增长放缓是否会压制双汇的增长？事实上，近几年双汇发展估值一直低于食品饮料其他子行业龙头的一个重要的原因，就是市场认为双汇肉制品业务近几年增长缓慢，或遇到市场增长天花板。但是我们并不认为双汇肉制品板块未来没有增长潜力，肉制品板块仍可以从销售规模扩大和销售吨价提升两个方面提高。

图1：肉制品行业主营业务收入同比（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：双汇肉制品板块收入增速（%）



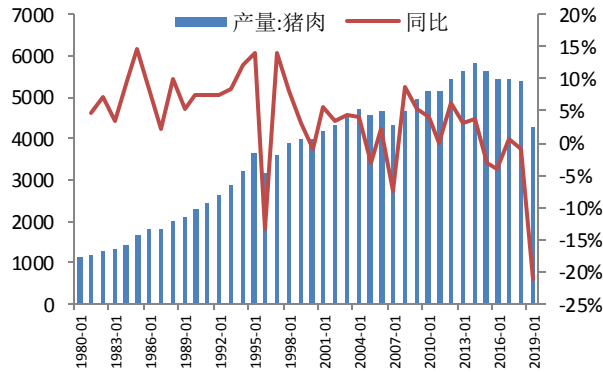
资料来源：wind，东兴证券研究所

#### 1.1.1 市场拓展仍有空间

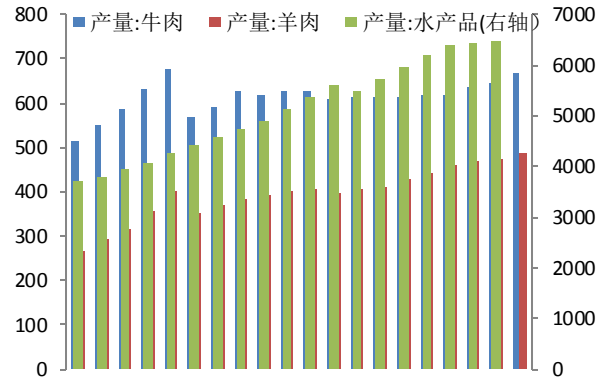
自2015年起，国内猪肉消费量和产量便呈现出连年下滑的趋势，2018年国内猪肉消费量5540万吨，产量5404万吨，分别同比下滑0.95%和0.88%。猪肉消费量的减少，主要是随着国内消费市场的转型升级，居民饮食开始向多样化、科学化转变，老百姓对牛羊肉、海鲜、蛋奶类消费增加，猪肉的需求量有所减弱。

所以我们认为，目前以猪肉原材料为主的肉制品的增速下降主要是受制于国内猪肉消费量的下降，但是未来肉制品转化率提升是肉制品行业的重要增量。

按照历史经验,国内猪肉的生熟转化率约 12%-13%,按 2019 年猪肉产量 4255 万吨计算,估算肉制品产量 510-553 万吨。虽然从现在看猪肉消费逐步趋于饱和,行业增量空间有限,但是对比国外肉类消费的生熟转化率基本都在 50%-60%以上,国内肉制品仍有很大的转化空间。

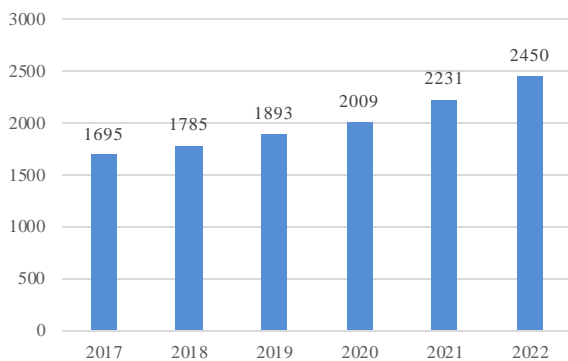
**图3: 我国猪肉年产量(万吨)**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

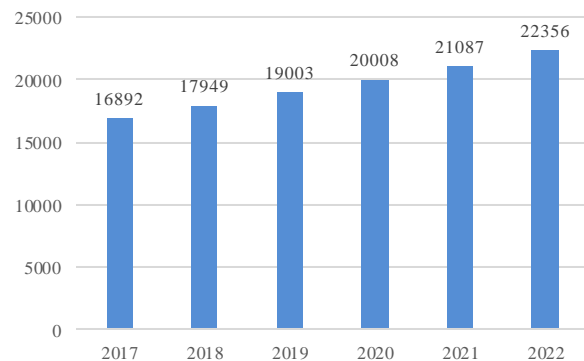
**图4: 我国牛羊肉水产产量(万吨)**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

另一方面,从国内市场竞争格局来看,双汇近几年肉制品产量较为稳定,年产量稳定在 160 万吨左右,按此计算市占率约 30%。从行业市场来看,高低温行业竞争格局相差较大。高温肉制品中,双汇市场份额超过一半,达到 60%。而低温肉制品,因为受到冷链物流等因素的影响,相对分散,龙头双汇占比仅 15%。我们认为双汇在高温和低温肉制品市场都有进一步提升的空间,随着未来双汇在渠道端的完善,产业链一体化的深入,优势会得到进一步的发挥。

**图5: 中国肉类加工行业生产规模预测(亿元)**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图6: 中国肉类加工行业市场容量预测(亿元)**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

表1：双汇肉制品销售量（万吨）

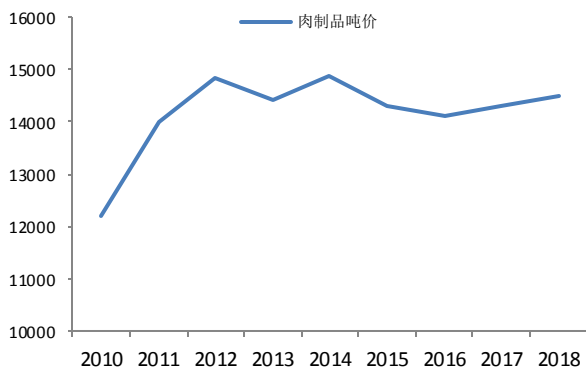
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
肉制品销售量	146	155.13	175	168.77	158.34	160	158.36	160.08

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.1.2 吨价提升仍有空间

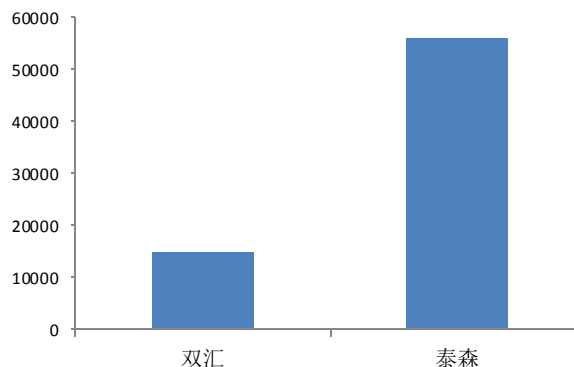
双汇肉制品近几年依靠结构调整的推动，销售吨价有所提升，但是对比海外肉制品销售公司的销售吨价，仍有较大的差距。美国肉制品龙头公司泰森食品 2018 年年报披露预制食品销售吨价为 8418 美元（按照 6.9 汇率计算为 58084 元），远高于双汇 2018 年肉制品销售吨价 14500 元。考虑到中美两国人工成本差距、机械设备成本差距、销售费用差距、人们饮食习惯差距等因素，判断双汇肉制品吨价仍有向上的空间，高端产品占比提升仍是双汇肉制品吨价提升的重要推动力。

图7：双汇肉制品吨价（元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：双汇与泰森肉制品吨价对比（元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 1.2 进入养殖领域，是否能盈利

非洲猪瘟以来，由于猪瘟病死以及农户本身养殖意愿下降，导致生猪存栏量大幅下降，猪肉价格波动巨大，并带动其他肉类大幅波动。为了鼓励大型企业养猪提高存栏量，国家给予了一系列帮扶政策。在这个背景下，双汇决定进军上游养殖业。2020 年 5 月 17 日公司发布非公开发行股票预案，拟向不超过 35 名投资者发行不超过 3.31 亿股，募集不超过 70 亿元资金投向肉鸡、生猪养殖及屠宰、肉制品技改项目。公司募资拟投资项目包括：（1）肉鸡产业化产能建设项目（拟使用募资 33.3 亿元，下同）；（2）生猪养殖产能建设项目（9.9 亿元）；（3）生猪屠宰及调理制品技术改造项目（3.6 亿元）；（4）肉制品加工技术改造项目（2.7 亿元）；（5）中国总部项目（7.5 亿元）；（6）补充流动资金（13 亿元）。

此前公司具有生猪养殖规模 30 万头，白羽鸡养殖规模 5000 万只，预计双汇未来 3-5 年时间使养殖上规模，目标使生猪养殖业和屠宰业的配比达 30-50%。

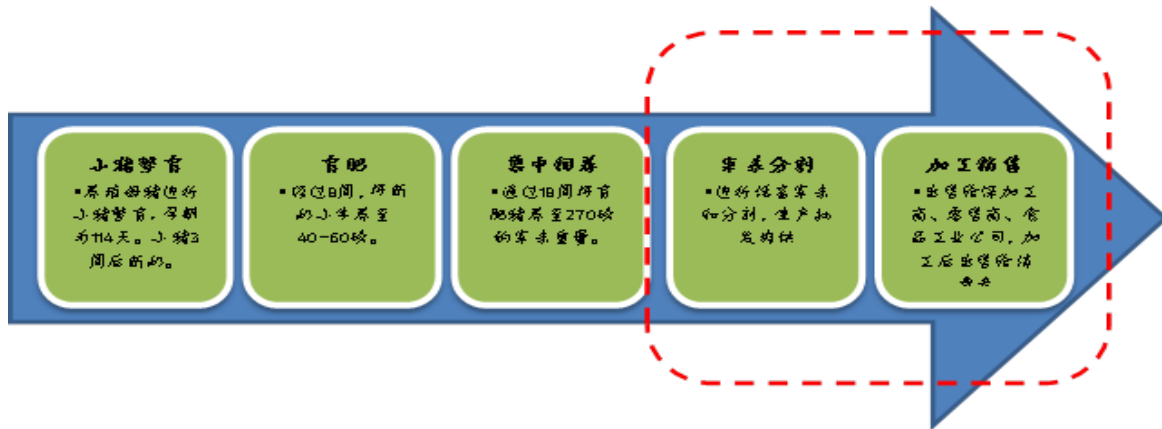
市场对于双汇进军养殖行业有两点疑虑：一是上游养殖能否盈利，二是养殖是否会带来大规模投资，进而带来巨额资本开支。

对于这两点疑虑我们认为，首先双汇发展母公司万洲国际具有丰富的生猪养殖经验，2018年万洲国际在欧洲、美国以及国内拥有生猪养殖出栏规模2095万头，其中美国养殖规模较大，约占总出栏量的85%，欧洲占10%，国内占5%。从国外的养殖环节来看，美国子公司通过改进种猪基因提高生产效率，PSY均值24，欧洲子公司的PSY更是接近30。同时欧洲也是非洲猪瘟受害国，对非洲猪瘟有较强的预防经验，这一经验可以向国内复制和传输。

其次，双汇对上游的布局，主要采取公司加农户模式扩张，不排除对外投资或者收购，投资主要通过合资并购、股权投资等方式，自建只占很小一部分，一方面是减少了投资总额，一方面是降低养殖风险。

第三，发力养殖业要从产业一体化角度来看，双汇进军养殖目的使养殖业务与自身屠宰业务进行配套，稳定原料供给，降低成本波动，相当于将肉制品原料库存前置，养殖对下游成本端的贡献或超过养殖盈利本身。借鉴美国生猪产业，屠宰、养殖上下游一体化是行业龙头的必经之路，虽养殖上游周期性较强，但是可以保证原料将为下游屠宰、肉制品加工发展提供稳定基础。

图9：泰森食品上下游一体化模式



资料来源：Wind，公司官网，东兴证券研究所

### 1.3 冻肉能否释放利润

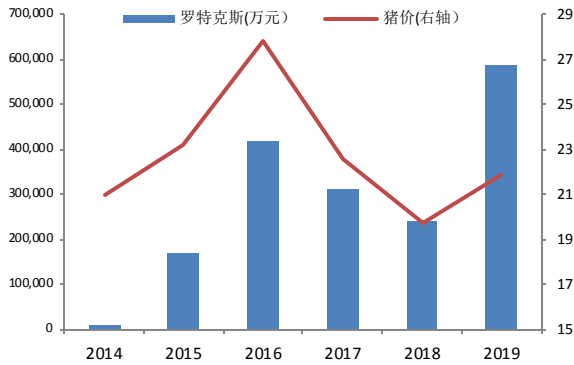
万洲国际2014年收购史密斯菲尔德之后，双汇就开始逐渐进口史密斯菲尔德冻肉来平抑国内肉制品成本波动，补充冷鲜肉市场的不足。特别是上一轮国内猪周期猪价在高位时，进口猪肉对双汇屠宰板块有较大的利润贡献。但是由于双汇冻肉进口主要是母公司罗特克斯进口，双汇和罗特克斯的结算价并不透明，所以市场一直怀疑双汇进口冻肉的利润能否释放出来。

表2：双汇与罗特克斯的关联交易

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
罗特克斯(万元)	7,814	169,888.53	419,062.51	310,812.96	241,024.30	586219
预计进口量(吨)	3990	133256	327783	222377	171965	300000+

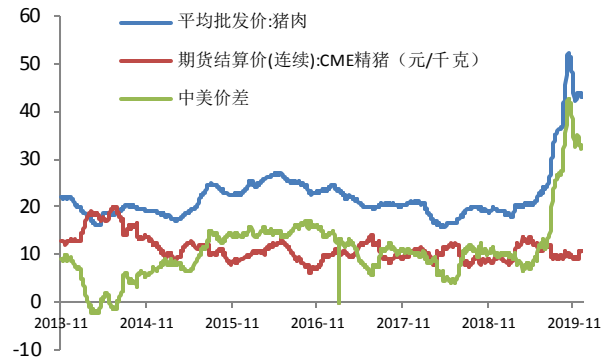
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：双汇进口冻肉金额跟猪价正向关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

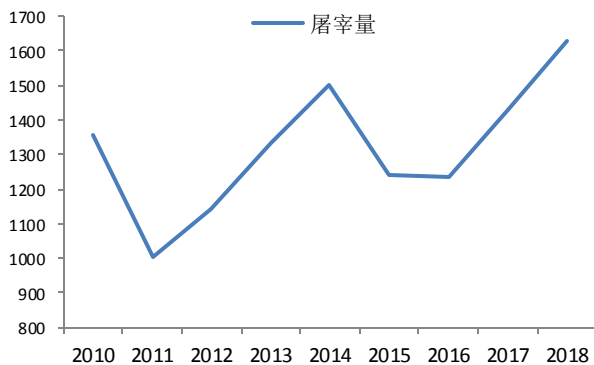
图11：美国猪价跟国内猪价价差表现



资料来源：wind，东兴证券研究所

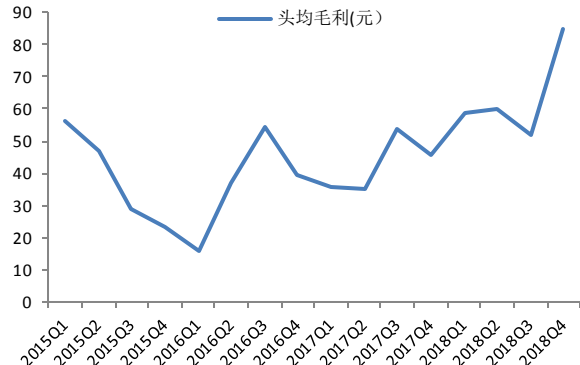
一般来说，屠宰板块的利润跟猪价呈反比，主要是因为猪价高的时候生猪存栏量比较低，导致屠宰开工不足，屠宰产能利用率低影响盈利。2015年和2016年是上一轮猪周期的顶点，公司加大了美国冻肉进口（罗特克斯关联交易增加），能看到2015年和2016年屠宰量明显下滑，但是头均毛利并没有明显下降，说明进口冻肉对冷鲜肉板块有效补充。

图12：双汇生猪屠宰量（万头）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：双汇屠宰的头均毛利（元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

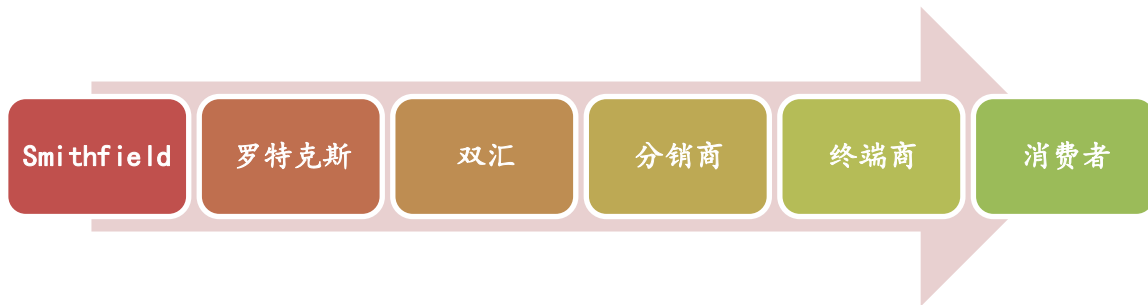


### 2020 年冻肉对利润贡献可期

公司从 2019 年开始加大海外冻肉进口，2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4 公司从罗特克斯进口猪肉分别为 3.35、11.6、18.7、24.97 亿元，进口量逐季增加，2019 年全年公司与罗特克斯实际发生额为 58.6 亿元。按照美国生猪平均价格 1.16 美元/公斤粗略估算（到岸价是收购价的 2 倍+），按照 20 元/公斤人民币计算，2019 年公司从海外进口 29.3 万吨猪肉。

根据双汇披露 2020 年度日常关联交易预计额，其中预计向罗特克斯进口分割肉等产品金额为 175 亿元。假设 2020 年进口冻肉毛利率 3-8%，则 2020 年进口冻肉销售毛利为 5.25 亿-14 亿元，对业绩有较大贡献。2020 年公司冷鲜肉板块主要依赖进口冻肉放量来弥补屠宰量下降带来的亏损。

图 14：双汇冻肉进口链条



资料来源：公开信息整理、公司官网，东兴证券研究所

## 1.4 提价能否带来业绩弹性

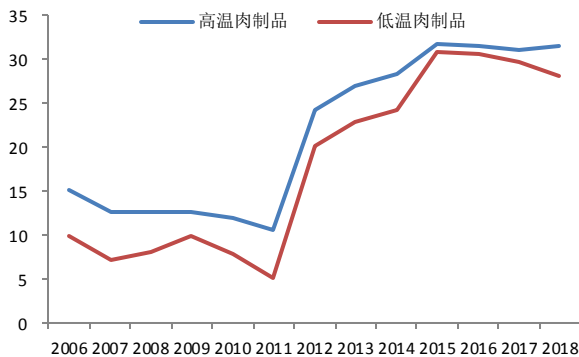
双汇上一轮提价周期是在 2011 年提价，此后一直没有提价，主要通过降低原料肉含量、调整产品规格等方法去应对成本上涨，吨毛利提升主要依靠产品结构调整。上一轮提价周期中，猪价在 2011 年达到高点，公司在 2011 年上调肉制品价格累计幅度达到 5%，随后在 2012-2014 年猪价下行周期中，猪肉价格从 25.91 元下降到 21 元，降幅达到 18.9%，高温肉制品和低温肉制品的毛利率分别从 2011 年的 10.55% 和 5.01% 提升至 2014 年的 28.24% 和 24.27%。能看到一方面是提价带来的较好的毛利率改善，另一方面猪肉价格下降对肉制品毛利率提升也有较大的帮助。

表 3：双汇肉制品吨价和吨毛利变化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
肉制品收入 (万元)	2,133.0	2,045.8	2,300.2	2,522.4	2,511.9	2,263.9	2,257.7	2,265.9	2,321.1	25163
	71.83	40.45	75.14	46.80	52.05	03.59	16.57	40.41	33.43	06.87
肉制品吨价	12,195.	14,012.	14,828.	14,413.	14,883.	14,297.	14,110.	14,308.	14,499.	15,711
	95	61	05	98	88	74	73	79	83	
yoy		14.90%	5.82%	-2.79%	3.26%	-3.94%	-1.31%	1.40%	1.34%	8.35%
肉制品吨毛利 (元/吨)	1,245.5	1,152.9	3,349.5	3,649.8	3,983.4	4,484.5	4,404.4	2,965.0	2,965.2	2,963.
	3	5	6	6	1	8	4	1	6	8
yoy		-7.43%	190.52%	8.97%	9.14%	12.58%	-1.79%	-32.68%	0.01%	-0.05%
			%					%		
猪肉价格 (元/千克)	18.08	25.91	23.23	22.92	21.00	23.21	27.83	22.59	19.73	21.82

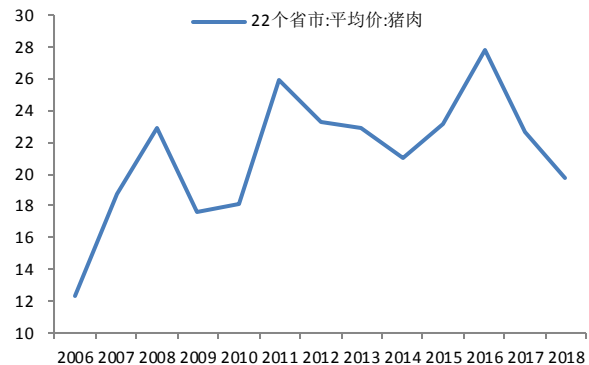
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图15：双汇肉制品毛利率情况（%）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图16：国内猪价变动（元）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

2011年-2018年公司肉制品一直没有提价，主要是依靠产品结构升级来推动肉制品吨价的上涨。直到2018年底，公司开启提价周期，2018年12月底肉制品开始第一次提价，至2019年年底公司累计提价6次，提价幅度累计达到20%。

此次提价，一方面是肉制品板块应对猪价上涨带来的成本压力，另一方面，也通过提价对渠道利润进行改善，提价后一部分利润也会反哺给市场，以双汇王中王产品为例，提价后经销商毛利由原来的5%提升至10%，终端毛利也接近翻番，调动了经销商的积极性。

表4：双汇肉制品吨价和吨毛利变化

提价时间	提价幅度
2018年12月	2%
2019年4月	2%
2019年7月	
2019年8月	
2019年10月	
2019年11月	8%
累计提价幅度	20%

资料来源：Wind，公司官网，东兴证券研究所

由于猪价下行带来的成本回落往往会在猪价出现高点后的2年内慢慢体现，所以提价对肉制品毛利率的贡献也是在提价后的2-3年逐渐体现出来。我们按照2018年数据进行线性推导，假定提价带来收入增长10%，成本不变，则毛利润增加33.01%，毛利率增加6.34%。我们判断如果猪价进入下行期，提价带来的毛利润弹性会逐渐显现出来。

**表5: 2018年双汇业绩进行弹性测算**

	2017-12-31	2018-12-31	假设成本不变, 价格上浮10%
营业总收入	5,057,832.63	4,893,188.20	
肉制品营业收入	2,265,940.41	2,321,133.43	2,553,246.77
营业成本	4,090,713.22	3,832,364.50	
肉制品营业成本	1,574,750.57	1,618,067.34	1,618,067.34
毛利	954,020.39	1,044,375.84	
肉制品毛利	691,189.85	703,066.11	935,179.43
增长			33.01%
毛利率(%)	18.91	21.42	
肉制品毛利率	30.50%	30.29%	36.63%

资料来源: Wind, 公司官网, 东兴证券研究所

## 2. 远景展望

双汇现任管理团队于2018年正式组建, 马相杰任公司总裁, 马相杰此前一直负责双汇生鲜事业部, 有很强的市场敏感, 对行业判断比较准确。新团队中成员年龄普遍为70后, 较为年轻有魄力, 过去两年对公司进行了大刀阔斧的改革, 并且初见成效。

**表6: 管理层介绍**

姓名	职务	出生年份	个人简历
马相杰	总裁	1972	1972年出生, 曾任漯河双汇海樱调味料食品有限公司总经理, 漯河天瑞生化有限公司总经理, 生鲜品事业部生产副总经理, 综合事业部总经理, 漯河双汇食品销售有限公司董事总经理, 生鲜品事业部总经理, 公司副总裁
刘松涛	常务副总裁	1976	1976年出生, 曾任双汇集团财务中心管理会计, 漯河华意食品有限公司, 漯河汇特食品有限公司财务主管, 公司漯河屠宰厂财务主管, 双汇集团财务中心主任, 公司财务总监
张立文	副总裁	1970	1970年出生, 曾任漯河高新区经济发展总公司贸易部经理, 郑州双汇大豆食品公司销售副总经理, 杜邦双汇漯河蛋白有限公司, 杜邦双汇漯河食品有限公司副总经理, 总经理, 公司董事会秘书。
乔海莉	副总裁	1964	1964年出生, 曾任漯河双汇罐头食品股份有限公司董事长, 唐山双汇食品有限公司董事长, 肉制品分厂厂长, 公司肉制品事业部生产副总经理, 公司副总裁兼肉制品事业部总经理
宁洪伟	副总裁	1977	1977年出生, 曾任阜新双汇肉类屠宰业副经理, 望奎双汇屠宰业副经理, 淮安双汇屠宰业副经理, 金华双汇项目经理, 宜昌双汇项目经理, 生鲜品事业部销售副总经理。
孟少华	副总裁	1975	1975年出生, 曾任公司低温研究所所长, 副主任, 总部研发中心主任, 高温研发中

			心主任。
赵国宝	副总裁	1975	1975 年出生，曾任漯河双汇海樱调味料食品有限公司，漯河双汇海樱调味料食品有限公司，漯河天瑞生化有限公司，漯河双汇生物工程技术有限公司项目经理，公司综合事业部总经理。
焦永丽	副总裁	1975	1975 年出生，曾任股份肉制品分厂一车间副主任，股份肉制品分厂调度员，调度室副主任，股份肉制品分厂二车间主任，企业管理中心主任。现任公司副总裁。
周霄	副总裁	1972	1972 年出生，曾任双汇技术中心副主任，漯河双汇食品销售有限公司销售部长，肉制品事业部湖北大区经理，市场部部长，金华双汇项目经理，市场服务中心副主任，主任，公共关系中心主任
王玉芬	总工程师	1967	1967 年出生，大专学历，中共党员，高级工程师。曾任漯河肉联厂技术员，分厂主任，分厂副厂长，食品研究所所长，双汇集团技术中心主任，董事，总工程师，常务副总经理，公司董事，双汇集团总工程师，公司副总裁，现任河南建地产集团有限公司董事，公司总工程师。

资料来源：Wind，公司官网，东兴证券研究所

管理层从 2018 年开始调整公司发展思路，从产品和渠道两个方向入手，在产品改革上，公司更加重视发展高端产品，重视市场营销。在渠道改革上，双汇近两年也是大刀阔斧。公司于 2018 年提出做立体网络结构，按照渠道横向区域化、纵向专业化的思路，将原有渠道网络建设更加立体和严密，重视开发新的客户。

我们看好管理团队在过去两年进行的改革布局，认为改革红利会在未来 2-3 年逐渐释放，双汇有望在新团队带领下重新回到业绩高增长的通道中。

## 2.1 高端新品推动肉制品发展

双汇肉制品近几年吨价提升一直依靠产品结构升级来推动，过去几年双汇做的主要是中低端产品，高端产品比较空白，这几年国内消费升级趋势明显，公司不断推出高端产品来填补高端空白。

特别是 2018 年以后，公司在战略层面定下肉制品产品结构要从中低端向中高端转、由休闲向餐饮转、由高温向低温，以产品结构升级提升毛利率的策略，所以在推新品的方向上，也开始向高端化、功能化、餐桌化转型。

低温产品方面，公司现有圆腿、培根、方腿、烤肠等四大品类，其中圆腿、培根属高档低温产品，是公司打造高质量低温产品的重点发力发现。2018 年以来，公司在继续推广 Smithfield 美式产品的基础上，又引入了马可波罗这一具有浓郁欧式产品特征的低温品牌，产品线得到进一步完善。公司将采取和运营 Smithfield 类似的方式运作马可波罗品牌，在卖场内为其设路专门的促销员和专柜，增大品牌影响力。

高温产品方面，新品开发围绕三个方向展开：1) 围绕“肉蛋奶菜粮”相结合的开发理念，改变消费者对火腿肠的传统认识，推出包括乳酸菌肠、巴达木肠等高品质高价格产品，主攻高端渠道；2) 朝着家庭食材化发展，生产不含香精和色素的产品，以契合家庭健康消费的理念；双汇专门针对家庭餐桌推出“双汇筷厨”，煎烤肠以操作简单、营养美味为特点，吸引消费者将煎烤肠作为正餐食材来进行选择。3) 针对年轻人多样化的需求，开发麻辣味、香辣味等新品香肠，填补高温产品口味上的空白。

公司新推出的高档产品吨价和吨利润都较现有高温肉制品盈利能力有了大幅提升，我们认为公司向高端化发展的思路有利于肉制品长期发展，思路正确但是需要时间去验证新品能否成功上量并在市场取得占有率。

**表7：双汇近几年推出的新品**

年份	当年推出的代表新品
2014-2015	美式热狗肠、夏威夷香肠、黄金热狗肠、西式培根、西式火腿切片、双汇早餐肠、蜜汁香肠、五谷烤肠、椰果烤香肠、港式叉烧、奥尔良风味烤肠
2016	蒜味肠、米斯奇肯、双汇萌宝、手掰肉肠
2017	双汇大骨肠、挂炉烤肉肠、Q 奇幻系列、无淀粉圆火腿、夹心肠、寻海记、火山时尚烤肠、腐皮渣卷、
2018	无淀粉王中王、润口甜甜脆、马可波罗低温系列、老味道肉肠、鸿运当头卤肉系列、香卤蛋系列
2019	双汇筷厨、辣吗辣、无淀粉王中王、香菇粒肉肠、俄式蒜香大肉块、斜切特嫩烤火腿、慢烤老味道烤肠、猪头肉

资料来源：Wind，公司官网，东兴证券研究所

### 2.1.1 加大营销力度，首次请黄磊代言

2019 年双汇肉制品提出“进家庭、上餐桌”的新战略性，并在 2019 年下半年推出“双汇筷厨”品牌，旨在拓展家庭消费市场、带动肉制品行业转型。双汇筷厨煎烤炒菜肠作为双汇筷厨品牌下的第一个产品，煎烤炒菜肠猪肉含量 80%以上，相较于传统火腿肠，工艺更加严苛，是双汇高温肉制品中较为高端的产品。

此次双汇还聘请黄磊为“双汇筷厨”的代言人，希望通过黄磊温暖，睿智的形象为双汇品牌注入新的活力。这也是双汇近 10 年来首次为产品聘请代言人，显示出双汇在营销思路上的重大变化。

在营销渠道方面，在线双汇筷厨产品将投放天猫、京东等主流电商平台，透过微信、微博、抖音等社交媒体平台进行营销，与美食 KOL 强强联合，传达双汇筷厨煎烤炒菜肠简单、时尚、美味的特点。线下方面则广泛铺货沃尔玛、家乐福、大润发等大型连锁商超，将新营销和传统渠道结合起来。

**图17：双汇筷厨煎烤肠**

**图18：煎烤肠新品发布会现场**


资料来源：CEIC，东兴证券研究所

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

### 2.1.2 中式肉制品有望成为新增长点

中式肉制品主要中国传统风味中式肉制品，如：德州扒鸡、金华火腿、南京板鸭、广式腊肠等全国各地多种有名的小吃，中式肉制品符合国人的口味和饮食习惯，从市场规模来看，中式肉制品占肉制品总消费量的比例约 50%，与西式肉制品占比几乎相当。但是目前中式肉制品行业尚未形成工业化大品牌，小作坊生产模式占据相当比例。中式肉制品熟食产品工业化、产业化存在广阔空间。

双汇熟食目前主要包括猪头肉、猪肚、猪心、猪肝、猪舌、猪耳、猪蹄等产品，发展中式产品不仅可以双汇的优势资源最大化，将猪头肉猪耳猪肝等屠宰副产品利用起来。早在 2013 年，双汇便在河南试水中式肉制品“卤福斋”，并将“中式产品工业化”上升到经营战略层面。

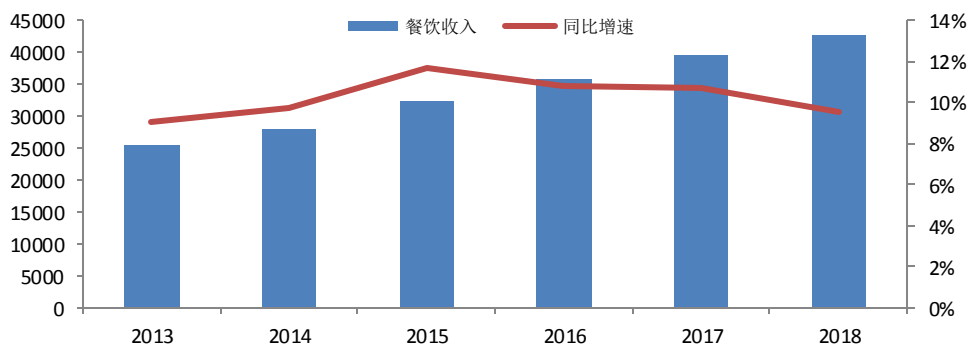
2018 年双汇重新将中式肉制品作为重要的新品来进行推广，公司将总部和营销体系进行了改变，总部将肉制品划分为高温、低温和中式肉制品事业部，同时拆分研发部门。营销体系专门成立中式肉制品销售团队。2019 年双汇继续扩大中式肉制品的产能，并通过 6 种渠道来建立中式肉制品销售：（1）直营橱窗店，目前双汇所在漯河市已有 20 家；（2）经销商建立门店，部分原有肉制品经销商以及招募一批新经销商；（3）生鲜品特约店划出熟食专区；（4）商超特约店中开设店中店；（5）社会加盟店；（6）并购地方区域熟食品牌门店，使用双汇熟食品牌，由双汇供货。双汇目前规模经销商约 2,600 家，生鲜品特约店约 35,000 家，商超特约店约 6,000 家，这些都为双汇熟食门店的开设提供基础。

## 2.2 餐饮供应链切入新蛋糕

我国餐饮行业消费快速增长，近年来每年保持 10% 左右的复合增速，2018 年全年餐饮消费收入达到 42716 亿元，同比增长 7.7%，占到社会消费品零售总额的 11.2%，预计未来几年，我国餐饮市场仍将保持快速发展态势，预计到 2020 年全国餐饮收入将超过 5 万亿元。

餐饮供应链变革是近年来非常大的产业趋势，下游餐饮连锁化加速带动上游食材需求增长，驱动上游食材工业化、标准化及规模化发展。粗略来看，餐饮供应链规模约为餐饮行业的 30%。在 2018 年，我国餐饮供应链规模超过 1.3 万亿，受益于餐饮市场的蓬勃发展，餐饮供应链市场也将保持 10% 左右的增速。

图19：餐饮行业增速



资料来源: Wind, 公司官网, 东兴证券研究所

面对巨大的餐饮市场, 双汇也开始着手布局, 切入万亿市场蛋糕。2019年双汇成立餐饮销售团队, 发力做食材、进厨房、上餐桌, 一方面是做消费者买回来可以直接(加工)吃的成品和半成品, 另一方面是进军餐饮供应链市场, 大方向是做肉菜蛋奶粮结合的大健康食品。目前公司已经跟一些餐饮连锁企业进行合作, 未来随着新客户进一步开拓, 餐饮部分贡献会更加明显。

我们认为双汇发展餐饮供应链有几大优势: 1、公司产品线丰富, 无论是品类还是研发上都具有领先优势; 2、拥有上下游优势, 成本会较其他竞争对手有竞争力; 3、公司全国化布局, 冷链运输等配套服务齐备更有综合优势。

### 2.3 屠宰集中度有望进一步提升

由于我国生猪屠宰行业呈现产能过剩、竞争极其分散的局面, 行业产能利用率过低, 所以国内屠宰行业集中度较低, 规模以上定点企业屠宰量占全国屠宰量的比重在 30%-35%, 国内屠宰行业 CR5 占比仅为 5%左右, 其中行业屠宰龙头占比仅为 2.35%。国内生猪屠宰产能利用率处于较低水平, 定点屠宰企业开工率仅 30%。而对比国外市场, 如美国屠宰行业 CR5 占比超 70%, 荷兰 CR2 则达到 95%以上。在美国和欧洲的屠宰产能利用率分别达到 100.5%和 98.8%。

针对国内屠宰行业散、乱的情况, 国家也开始出拳治理, 特别是非洲猪瘟以后, 对小屠宰企业的出清起到加速的作用。2015年以来国家对生猪产业链的环保要求趋严, 倒逼大量违法违规的养殖企业和屠宰企业退出市场。根据农业部新闻, 2016年农业部查处屠宰违法案件 4839起, 捣毁私屠滥宰窝点 2715个。2018年非洲猪瘟爆发促使政策再度加码, 农业部连发多项文件, 要求加快推进生猪屠宰清理整顿和标准化创建。同时国家开始建立自检制度, 检测设备按照农业部要求, 单一一个厂增加成本投入 130万元(不算后期运营成本), 一些小厂屠宰量不高, 一次性购入成本过高, 所以也有很多小屠宰场关厂。

**表8: 屠宰行业政策法规整理**

时间	发布单位	政策法规/重大事件	主要内容
2014年	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国环境保护法》	畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。从事畜禽养殖和屠宰的单位和个人应当采取措施, 对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置, 防止污染环境。
2016年	农业部	《全国生猪生产发展规划(2016-2020年)》	根据生猪养殖产业区域优势, 合理调整优化屠宰企业布局, 积极推进养殖屠宰结合; 推进“就近屠宰、冷链配送经营方式, 提高综合生产能力和市场竞争力。
2016年	农业部	《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》	到2020年, 基本形成权责一致、分工明确、运行高效的屠宰环节质量安全监管体系, 规模以上屠宰企业基本建立质量安全控制体系; 屠宰环节肉品质量安全抽检合格率稳定在97%以上, 生猪“代宰率”下

降 10%以上；生猪屠宰场点“小、散、乱”状况得以基本改善

2017 年	环境保护部	《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》	屠宰及肉类加工行业排污许可证于 2018 年启动核发，生猪屠宰行业按照规模不同实行差异化管理
2018 年	农业部	《打击生猪屠宰领域违法行为做好非洲猪瘟防控专项行动方案》、《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》、《关于开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理行动的通知》	要结合非洲猪瘟防控实际，在非洲猪瘟防控风险较大的重点市、县深入开展生猪屠宰企业清理整治行动。联合生态环境部门，加大屠宰资格清理、压点提质力度，加快屠宰行业转型升级，对屠宰非洲猪瘟疫区、受威胁区生猪等违法违规行的小型生猪屠宰场点，一律要求停业限期整改，整改仍达不到要求的，坚决予以取缔
2019 年	农业农村部	《非洲猪瘟疫情应急实施方案（2019 版）》	在经农业农村部认定和发布的非洲猪瘟疫情应急处置工作中，对强制扑杀的生猪及人工饲养的野猪，按照有关规定给予补偿，扑杀补助经费由中央财政和地方财政按比例承担。
2019 年	农业农村部	《农业农村部关于开展落实生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和官方兽医派驻制度百日行动》	自 2019 年 4 月 15 日起，农业农村部实行工作进展每周调度制度；月 30 日前，全国所有屠宰企业基本信息进入数据库，初步建立屠宰企业信息电子档案；5 月 1 日前，年屠宰 5 万头到 10 万头的生猪屠宰企业全部实现自检；5 月 15 日前，补齐所有屠宰企业派驻官方兽医缺口；7 月 1 日前，年屠宰量 5 万头以下的生猪屠宰企业全部实现自检；7 月 31 日前，农业农村部发布全国所有合法合规生猪屠宰企业名单；2019 年年底以前，所有生猪屠宰企业相关信息纳入动物检疫证明电子出证系统，与检疫出证相关联，实现精准监管

资料来源：Wind，公司官网，东兴证券研究所

从行业角度来看，未来随着生猪养殖规模化进一步提升，屠宰集中度提升将是一个主要的方向。作为屠宰行业的龙头企业，在这个趋势中更显现出优势。2019 前三季度，全国屠宰量下降 16%，但是双汇屠宰量仅下降 6%，双汇在国内屠宰行业的集中度在提升。

根据公司公开信息，2017 年双汇单班生猪屠宰产能在 2000 万头左右，双班能够达到 3000-4000 万头。2011 年以来，双汇生猪年屠宰量最高为 1630 万头，以单班产能计（2,000 万头），产能利用率为 81%，以双班产能计（4,000 万头），产能利用率 40%，仍有很大的提升空间。

目前，双汇在全国有 19 家屠宰企业，为全国化布局，其中华中 5 家（河南 3 家、湖北 2 家）、华东 5 家（安徽 1 家、山东 1 家、江苏 1 家、浙江 1 家、江西 1 家）、东北 4 家（黑龙江 2 家、辽宁 2 家）、华北 1 家（河北 1 家），华南 2 家（广东 1 家、广西 1 家）、西南 1 家（四川 1 家）、西北 1 家（陕西 1 家）。由于不同区域之间的饮食习惯差异，对肉品需求也存在较大分化，比如南方人偏好有骨猪肉来煲汤，北方人则偏好不带骨猪肉，全国化的铺设可最大程度对肉品进行精细化分割，提升经济效益。



我们预期一方面是非洲猪瘟疫情推动屠宰行业集中度的提升，另一方面从长期来看，随着养殖规模化程度增加，屠宰龙头企业的优势会越来越明显，双汇的市场占有率会进一步加强。

## 2.4 薪酬体系调整为业绩保驾护航

2018年以来，双汇进行了全员薪酬体系改革，并且连续两年给基层员工增加薪资。旨在为了能够吸引和留住更多优秀人才，通过薪酬体系改革来激发员工的动力。其中，销售人员考核增加了利润考核、新品考核、市场维护等指标，更加重视基层销售思路向公司战略的引导。生产人员考核增加生产全成本考核指标，更加重视生产效率的提高。

双汇薪酬体系调整对未来公司发展有较为长期的影响，且会慢慢在生产和销售中体现出来，为业绩的发展保驾护航。

表9：人员薪酬

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售费用人员工资	78065.94	81107.7	77097.18	77749.5	85912.57	94,101.34
yoy	8.85%	3.90%	-4.94%	0.85%	10.50%	9.53%
管理费用职工薪酬	48473.44	50766.14	48265.39	49753.47	56645.59	71,492.41
yoy	11.45%	4.73%	-4.93%	3.08%	13.85%	26.21%

资料来源：Wind，公司官网，东兴证券研究所

### 3. 盈利预测

#### 核心假设：

- 1、假设 2020 年上半年猪肉价格冲高后逐渐下行，2021 年全年猪价都在下行期，且 2020 年全年猪肉平均价格不超过 35 元。
- 2、公司与罗特克斯的关联交易毛利可以稳定在 3% 以上，且当年进口的产品当年进行销售。
- 3、2020 年是双汇的布局年，无论是销售费用还是管理费用比例均高于 2019 年。

长期来看，我们看好公司管理改善带来的业绩提升能力，短期看好公司贸易利润增量和提价后带来的肉制品弹性。预期 2020 年实现归母净利润同比增长 11.7%，EPS 实现 1.83 元，当前股价对应 2020 年业绩估值为 22 倍，考虑到双汇未来的成长性以及行业龙头地位，给予 28 倍目标估值，对应目标价 51.24 元，维持“强烈推荐”评级。

表10：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
屠宰收入	2891677	3910026	4050000	3720000	3400000
yoy	-4.90%	35.22%	3.58%	-8.15%	-8.60%
肉制品	2366233	2573007	2812608	3101696	3402882
yoy	4.43%	8.74%	9.31%	10.28%	9.71%
销售收入	4893188	6034831	6358023	6239620	6112113
yoy	-3.26%	23.33%	5.36%	-1.86%	-2.04%
归母净利润	491450	543761	607375	689512	765882
yoy	13.78%	10.64%	11.70%	13.52%	11.08%
EPS	1.49	1.64	1.83	2.08	2.31

资料来源：wind，东兴证券研究所

### 4. 风险提示

公司业绩不及预期，管理层对行业趋势判断出现重大失误，非洲猪瘟疫情继续蔓延对猪价带来较大的影响，宏观经济出现大幅波动等。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元							
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E			
<b>流动资产合计</b>	9761	16303	15033	18439	21956	<b>营业收入</b>	48932	60348	63580	62396	61121			
货币资金	2618	3455	6686	9580	13867	<b>营业成本</b>	38324	48977	50394	47513	44662			
应收账款	100	154	146	151	144	营业税金及附加	343	297	380	340	349			
其他应收款	33	85	90	88	86	营业费用	2632	2706	3578	4119	4497			
预付款项	64	212	281	385	464	管理费用	1129	1308	1560	1826	2094			
存货	4228	8801	7308	7714	6864	财务费用	55	97	112	121	128			
其他流动资产	316	359	326	330	338	研发费用	73	88	106	127	153			
<b>非流动资产合计</b>	12587	12330	11394	10490	9589	资产减值损失	385.04	-334.91	127.20	59.11	-49.53			
长期股权投资	178	178	178	178	178	公允价值变动收益	30.24	27.88	19.37	25.83	24.36			
固定资产	11098	10575	9729	8883	8037	投资净收益	47.53	142.74	88.14	92.80	107.89			
无形资产	942	981	922	867	815	加:其他收益	259.27	188.37	149.21	198.95	178.84			
其他非流动资产	7	21	0	0	0	<b>营业利润</b>	6347	6852	7620	8638	9624			
<b>资产总计</b>	22348	28633	26427	28928	31544	营业外收入	14.01	16.58	90.93	40.51	49.34			
<b>流动负债合计</b>	8131	11284	8492	9319	9855	营业外支出	29.48	29.76	29.79	29.68	29.74			
短期借款	2322	3277	0	0	0	<b>利润总额</b>	6332	6838	7681	8649	9643			
应付账款	1928	2946	2745	2704	2487	所得税	1255	1173	1420	1541	1750			
预收款项	987	1894	2648	3488	4261	<b>净利润</b>	5076	5666	6262	7108	7893			
一年内到期的非流动负债	0	68	68	68	68	少数股东损益	162	228	188	213	234			
<b>非流动负债合计</b>	218	234	4	-1074	-1074	归属母公司净利润	4915	5438	6074	6895	7659			
长期借款	5	16	-63	-1140	-1140	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0	2018	2019	2020E	2021E	2022E				
<b>负债合计</b>	8349	11518	8496	8245	8781	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	1025	628	815	1028	1263	营业收入增长	-3.26%	23.33%	5.36%	-1.86%	-2.04%			
实收资本(或股本)	3300	3319	3319	3319	3319	营业利润增长	14.42%	7.95%	11.22%	13.36%	11.41%			
资本公积	1925	1250	1250	1250	1250	归属于母公司净利润增长	13.78%	10.64%	11.70%	13.52%	11.08%			
未分配利润	5894	10022	10714	13254	15100	<b>获利能力</b>								
归属母公司股东权益合计	12974	16488	17115	19655	21501	毛利率(%)	21.68%	18.84%	33.14%	33.11%	33.20%			
<b>负债和所有者权益</b>	22348	28633	26427	28928	31544	净利率(%)	10.37%	9.39%	9.85%	11.39%	12.91%			
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	总资产净利润(%)								
					2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROE(%)				
					2018	2019	2020E	2021E	2022E	37.88%	32.98%	35.49%	35.08%	35.62%
<b>经营活动现金流</b>	5195	4424	9092	8396	10053	<b>偿债能力</b>								
净利润	5076	5666	6262	7108	7893	资产负债率(%)	37%	40%	32%	29%	28%			
折旧摊销	1861.65	1903.98	846.03	846.03	846.03	流动比率	1.20	1.44	1.77	1.98	2.23			
财务费用	55	97	112	121	128	速动比率	0.68	0.66	0.91	1.15	1.53			
应收帐款减少	0	0	8	-5	7	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	754	839	773	总资产周转率	2.15	2.37	2.31	2.25	2.02			
<b>投资活动现金流</b>	-2251	-1375	3053	52	175	应收账款周转率	417	476	424	420	414			
公允价值变动收益	30	28	19	26	24	应付账款周转率	25.91	24.76	22.34	22.90	23.55			
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	48	143	88	93	108	每股收益(最新摊薄)	1.49	1.64	1.83	2.08	2.31			
<b>筹资活动现金流</b>	-6357	-2385	-8915	-5554	-5941	每股净现金流(最新摊薄)	-1.03	0.20	0.97	0.87	1.29			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.97	5.16	5.92	6.48			
长期借款增加	0	0	-79	-1078	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	20	0	0	0	P/E	27.45	24.95	22.34	19.68	17.72			
资本公积增加	39	-674	0	0	0	P/B	10.40	8.23	7.93	6.90	6.31			
<b>现金净增加额</b>	-3413	664	3231	2894	4287	EV/EBITDA	16.29	15.32	14.94	12.94	11.34			

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 孟斯硕

工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

## 研究助理简介

---

### 张东雪

南开大学金融学硕士，2019年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖乳制品、食品、部分白酒板块。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526