

公司深度报告

2022年11月3日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

坚定酒肉主业，产品持续升级助增长

——顺鑫农业（000860.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司聚焦白酒和猪肉两大核心业务，股权集中且管理层经验丰富。白酒产业拥有“牛栏山”和“宁城”两大品牌；公司猪肉业务主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。管理层年中更替，彰显公司战略信心。新任管理层均在顺鑫集团任职多年，对公司业务具备较深的熟悉度，有利于公司未来业务战略的统一贯彻和执行。

营收规模持续扩大，盈利能力长期有望改善。2012-2021年公司营业收入由83.42亿元上升至148.69亿元，年均复合增速达6.63%，收入规模呈稳健增长趋势。2012-2019年公司归母净利润由1.26亿元上升至8.09亿元，CAGR为30.43%；2019-2021年归母净利润由8.09亿元下滑至1.02亿元，归母净利润有待提升。2012-2021年公司白酒业务收入占比由38.90%增加至68.77%，外埠地区收入占比由20.07%提升至67.06%，全国化进程效果明显。当前公司毛利率与净利率维持在较低水平，随着房地产业务剥离及白酒产品结构升级、生猪价格回升与养殖成本逐渐下降，盈利能力长期有望改善。

中国光瓶酒市场扩容空间大且具备较高增速，竞争格局较分散。据华经产业研究院统计，2013-2021年中国光瓶酒市场规模由352亿元增长至988亿元，年均复合增速达13.77%。目前市场上光瓶酒品牌众多，竞争格局分散，名酒企业入局促使竞争愈发激烈。**需求端：消费升级助力中高端光瓶酒发展。**我国人均GDP、城镇与农村居民人均可支配收入持续增加，恩格尔系数不断降低，居民消费更加多元化，产品力更强的中高端光瓶酒将受益。同时，光瓶酒消费群体呈现年轻化趋势，年轻消费群体也具备相应的经济实力，这为中高端光瓶酒的发展奠定基础。**供给端：名酒企业入局打开光瓶酒价格上升空间。**光瓶酒向全价位带发展，价格上升空间打开，行业想象空间进一步加大。在众多厂商的加入下，光瓶酒在价格重构和消费者培育上，都将迎来新的发展契机。

白酒看点：积极推进全国化，产品升级竞争力强。市场上，公司深耕北京区域，积极布局全国化，提出“一城两洲三区”、“1+4+5”、“2+6+2”、“1+4+N”逐步打开外埠市场，全国化进程取得阶段性成果。产品上，公司产品横跨高中低端，建立丰富产品矩阵，持续进行品牌建设，坚持“民酒”中的“名酒”，品牌知名度持续提升。同时不断进行产品升级，推出金标陈酿顺应新国标，并发力超高端领域，布局多线产品策略，创造新的业绩增长点。在研发上，公司积极进行新工艺试验，建立产学研体系，独创“牛栏山”酒风格。

猪肉总体业绩稳定，房地产业务待剥离。公司猪肉业务已形成一体化产业链，北京地区具备较强的品牌力。从历年数据来看，猪肉业务整体保持比较稳健的经营状态，2012-2021年猪肉业务营收稳定在30亿元左右，毛利率保持在个位数。2022H1由于疫情影响生猪调运，叠加生猪价格回落及养殖成本居于高位及产能去化速度放缓等因素，猪肉业务毛利首次出现亏损，一定程度上拖累了公司整体业绩。未来随着养殖成本逐步下降，叠加生猪价格回升及需求回暖，公司猪肉业务反转可期。当前公司坚定剥离房地产业务，并采取多种措施推动地产业务转型发展，若公司顺利剥离地产业务将进一步促进公司聚焦主业，推动酒肉业务长期发展。

投资建议

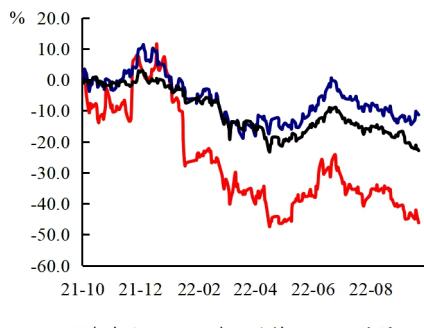
公司聚焦酒肉主业，产品结构持续升级有望迎来业绩改善。我们预

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

股价走势



——顺鑫农业 —— 食品饮料 —— 沪深300

基础数据

总股本(百万股)	741.77
流通A股/B股(百万股)	741.77/0.00
资产负债率(%)	58.33
每股净资产(元)	10.98
市净率(倍)	1.81
净资产收益率(加权)	5.96
12个月内最高/最低价	41.33/19.48

相关研究

计公司 2022-2024 年营收分别为 126.27/142.52/159.53 亿元，同比增长分别为 -15.08%/12.87%/11.94%；归母净利润为 1.70/4.19/5.27 亿元，同比增长分别为 66.46%/145.79%/25.83%，EPS 分别为 0.23/0.56/0.71 元/股。对应 11 月 2 日收盘价，公司 2022-2024 年 PE 分别为 104.06X/42.34X/33.65X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

宏观经济不景气风险；市场竞争加剧风险；疫情反复风险；生猪价格大幅下降或养殖成本大幅上涨风险。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14869.38	12626.86	14251.58	15952.58
增长率 (%)	-4.14	-15.08	12.87	11.94
归母净利润	102.30	170.29	418.56	526.68
增长率 (%)	-75.64	66.46	145.79	25.83
EPS (元/股)	0.14	0.23	0.56	0.71
市盈率 (P/E)	276.87	104.06	42.34	33.65
市净率 (P/B)	3.65	2.21	2.09	1.95

资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价基准为 2022 年 11 月 2 日收盘价 23.89 元/股

正文目录

1. 聚焦白酒猪肉，双轮驱动公司业绩增长.....	5
1.1. 确认酒肉主业陆续剥离其他业务.....	5
1.2. 国有资本控股且管理层经验丰富.....	5
1.3. 营收持续扩大，盈利空间有待提升.....	6
2. 光瓶酒市场空间大，行业长远发展可期.....	9
2.1. 光瓶酒市场规模大且竞争格局分散.....	9
2.2. 需求端：消费升级助力中高端光瓶酒发展.....	10
2.3. 供给端：名酒企业入局打开光瓶酒价格上升空间.....	11
3. 白酒看点：积极推进全国化，产品升级竞争力强.....	12
3.1. 深耕北京市场，积极布局全国化.....	12
3.2. 覆盖全价格带产品，品牌知名度提升.....	14
3.3. 产品升级顺应新国标，业绩增量空间大.....	16
3.4. 研发工艺精进，产能供给充足.....	16
4. 猪肉业务稳健，房地产业务待剥离.....	17
4.1. 猪肉总体业绩稳定，短期成本承压.....	17
4.2. 积极推进房地产业务剥离.....	18
5. 盈利预测.....	19
6. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1. 公司资产剥离情况（截至 2022 年 11 月 2 日）	5
图表 2. 公司股权架构示意图（截止 2022 年 9 月 30 日）	6
图表 3. 公司新任管理层情况（截至 2022 年 11 月 2 日）	6
图表 4. 2012-2021 公司收入规模稳健增长.....	7
图表 5. 2019 年归母净利润达峰值随后逐渐下降.....	7
图表 6. 白酒与猪肉业务构成公司收入主要来源.....	7
图表 7. 白酒收入规模持续增加成为第一大业务.....	7
图表 8. 公司业务以北京地区为中心向全国推进.....	8
图表 9. 自 2018 年起外埠地区收入占比超过北京.....	8
图表 10. 毛利率与净利率偏低，具备较大提升空间.....	8
图表 11. 白酒与猪肉业务毛利率未来有望迎来改善.....	8
图表 12. 公司期间费用历年情况（单位：亿元）	9
图表 13. 期间费用率逐渐下降，管理效率有所提升.....	9
图表 14. 2013-2024E 中国光瓶酒市场规模及增速.....	9
图表 15. 2020 年中国光瓶酒各品牌市场份额情况.....	10
图表 16. 我国历年人均 GDP 持续增加.....	10
图表 17. 消费成为推动 GDP 增长的主要驱动力	10
图表 18. 城镇与农村居民人均可支配收入逐年增加.....	11
图表 19. 改革开放后居民恩格尔系数呈下降趋势.....	11
图表 20. 市场上光瓶酒产品及价格示意图.....	12
图表 21. 2004-2010 年北京市快速扩张.....	13
图表 22. 2004-2010 年北京地区收入占比持续提升.....	13
图表 23. 公司全国化战略推进历史示意图.....	14
图表 24. 目前低档酒业务构成公司业绩基本盘（营收：亿元）	14
图表 25. 公司白酒部分产品示意图.....	15
图表 26. 2018-2021 年研发费用及费率呈上升趋势.....	17

图表 27. 2018-2021 年公司研发人员持续增加.....	17
图表 28. 公司历年猪肉业务营收及毛利率比较稳定.....	18
图表 29. 房地产业务常年亏损拖累公司整体业绩.....	18
图表 30. 公司收入及毛利预测.....	19

1. 聚焦白酒猪肉，双轮驱动公司业绩增长

1.1. 确认酒肉主业陆续剥离其他业务

当前公司聚焦白酒和猪肉两大核心业务，均拥有知名品牌。顺鑫农业成立于1998年并于同年上市，是北京市第一家农业类上市公司。目前公司业务分为三大部分，包括白酒酿造与销售、种猪繁育—生猪养殖—屠宰及肉制品加工一体化产业以及房地产开发业务。公司前期业务呈现多元化发展，包括白酒、猪肉、房地产、种业、物流、建筑等，2014年公司开始陆续剥离其他业务，当前公司正积极剥离房地产业务，聚焦白酒和猪肉两大产业。其中白酒产业拥有“牛栏山”和“宁城”两大品牌，“牛栏山”包括“经典二锅头”、“传统二锅头”、“百年牛栏山”、“珍品牛栏山”、“陈酿牛栏山”五大系列产品；“宁城”主要产品为绵香型宁城老窖白酒。公司猪肉业务主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。

图表 1. 公司资产剥离情况（截至 2022 年 11 月 2 日）

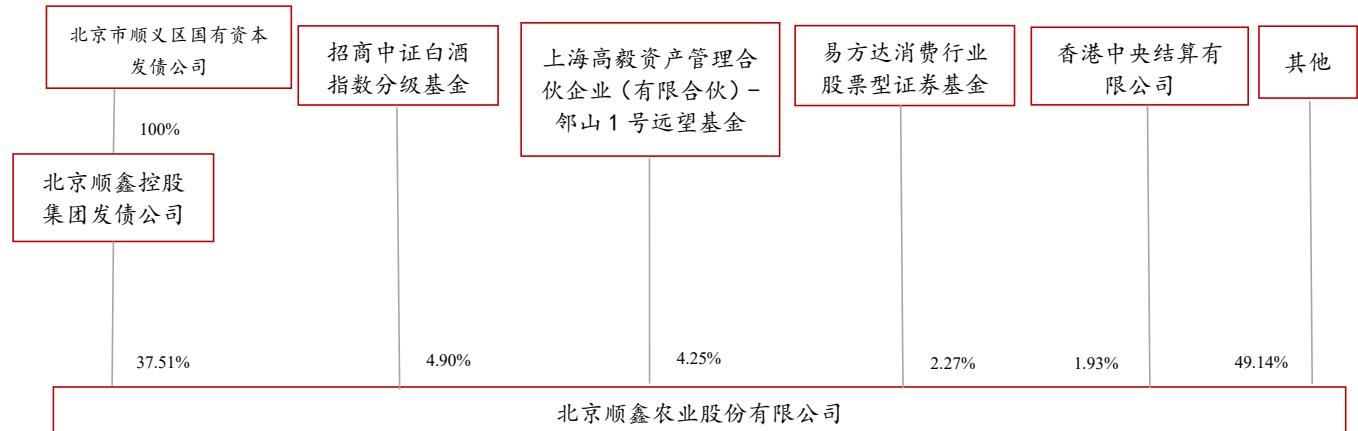
时间	资产剥离事项	受让方
2014-03-25	转让北京顺鑫明珠文化发展有限公司股权	顺鑫控股
2014-09-30	转让北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司股权	顺鑫控股
2015-01-13	转让北京顺鑫国际种业有限公司股权，出售耕耘种业分公司	顺鑫控股
2015-09-01	转让顺科农业技术开发公司股权	顺鑫控股
2015-12-25	转让北京国际电子商务有限公司股权	顺鑫控股
2016-01-12	转让北京顺鑫天宇建设工程有限公司股权	顺鑫控股
2016-01-12	转让北京顺鑫创新国际物流有限公司股权	顺鑫控股
2016-11-12	转让北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司股权	顺鑫控股
2017-09-01	转让北京鑫大禹水利建筑工程有限公司股权	顺鑫建设科技

资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 国有资本控股且管理层经验丰富

股权结构集中，北京市顺义区国有资本经营管理有限公司发债公司为实控人。北京市顺义区国有资本经营管理有限公司发债公司通过北京顺鑫控股集团有限公司发债公司持有顺鑫农业股份37.51%，第二大股东和第三大股东分别为招商中证白酒指数分级证券投资基金管理（4.90%）、上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）-邻山1号远望基金（4.25%）。总体而言，公司股权结构简单清晰，国有资本实际控股有利于决策的稳定型和统一性。

图表 2. 公司股权架构示意图（截止 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

公司管理层年中更替，彰显公司战略信心。公司总经理李秋生、副总经理和法文、董事会秘书康涛、财务总监董文彬于 2022 年 6 月履新。新任管理层均在顺鑫集团任职多年，对公司业务具备较深的熟悉度，有利于公司未来业务战略的统一贯彻和执行。公司大力培养年轻骨干，勇于挖掘年轻管理层，比如核心骨干和法文与董文斌均为 80 后，有助于激发公司管理层活力。同时旗下分、子公司众多，分别负责不同的业务类型，职责划分清晰，助力公司业务良性发展。

图表 3. 公司新任管理层情况（截至 2022 年 11 月 2 日）

新任管理层	职位	主要经历
李秋生	总经理	1968 年出生，研究生学历。最近五年历任顺鑫农业董事、副总经理、财务总监，现任顺鑫农业董事、总经理。
和法文	副总	1983 年出生，研究生学历。最近五年历任顺鑫农业办公室主任、信息化管理部经理、战略投资部经理，现任顺鑫农业副总经理、战略投资部经理，北京顺鑫国际种业集团有限公司董事、北京福通互联科技集团有限公司董事。
康涛	副总，董秘	1975 年出生，本科学历。最近五年历任顺鑫农业战略投资部经理、北京福通互联科技集团有限公司党支部委员、董事、副经理，现任顺鑫农业董事、副总经理、董事会秘书，北京福通互联科技集团有限公司党支部委员、董事。
董文彬	副总，财务总监	1980 年出生，本科学历。最近五年历任顺鑫农业风险管理部经理、北京顺鑫控股集团有限公司计划财务部经理、资产管理部经理，现任顺鑫农业副总经理、财务总监，北京顺鑫建设科技集团有限公司董事等。

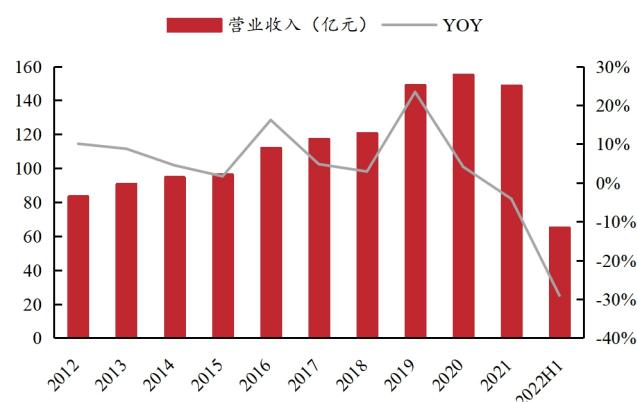
资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 营收持续扩大，盈利空间有待提升

公司收入规模稳健增长，近年归母净利润有待提升。2012-2021 年公司营业收入由 83.42 亿元上升至 148.69 亿元，年均复合增速达 6.63%，收入规

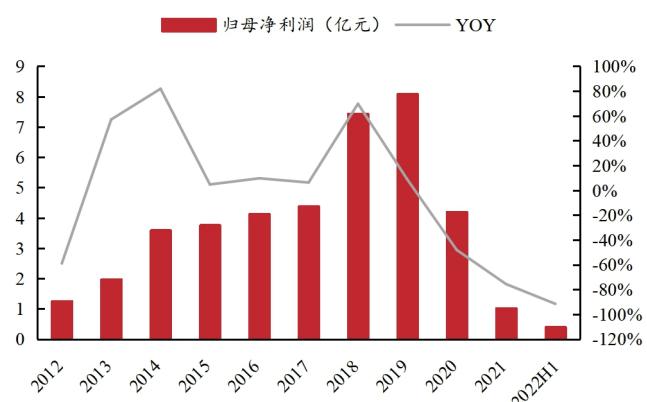
模呈稳健增长趋势。其中，2021年收入为148.69亿元，同比减少4.14%，主要系猪肉业务收入下滑幅度较大，同比减少21.29%。2022H1收入为65.19亿元，同比减少29.07%，主要系两大核心业务收入均下滑，白酒/猪肉业务收入分别同比减少24.88%/44.72%。2012-2019年公司归母净利润由1.26亿元上升至8.09亿元，CAGR为30.43%；2019-2021年归母净利润由8.09亿元持续下滑至1.02亿元，长期来看归母净利润具备较大提升空间。

图表4. 2012-2021公司收入规模稳健增长



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表5. 2019年归母净利润达峰值随后逐渐下降

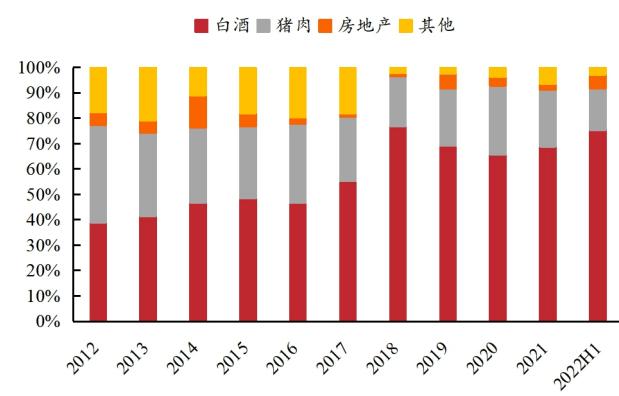


资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

白酒与猪肉构成公司收入主要来源，以北京区域为中心辐射全国。

2012-2021年白酒与猪肉成为公司两大核心业务，自2012年开始白酒业务收入规模超越猪肉成为公司第一大收入来源，公司白酒业务收入占比由38.90%增加至68.77%，猪肉业务收入占比由38.44%下降至22.28%，2022H1白酒业务收入占比超过70%，达75.32%。分地区来看，公司业务以北京为核心展开逐步向全国化推进，2012-2021年北京地区收入由66.53亿元下降至48.97亿元，北京地区收入占比由79.93%下滑至32.94%；2012-2021年外埠地区收入由16.71亿元增长至99.72亿元，年均复合增速达21.96%，外埠地区收入占比由20.07%提升至67.06%，全国化进程效果明显。

图表6. 白酒与猪肉业务构成公司收入主要来源



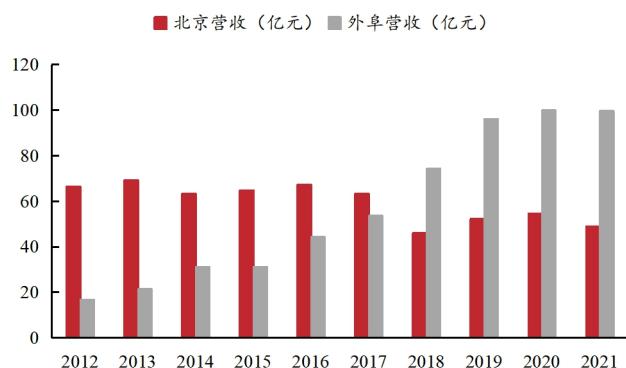
资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表7. 白酒收入规模持续增加成为第一大业务



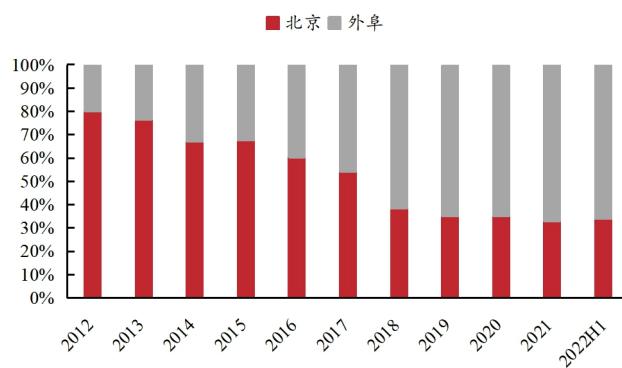
资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 8. 公司业务以北京地区为中心向全国推进



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 9. 自 2018 年起外埠地区收入占比超过北京



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

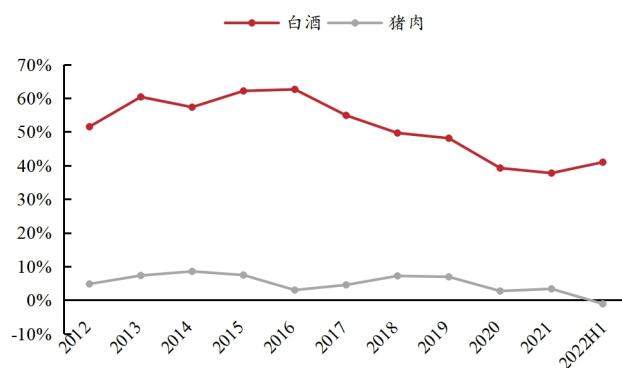
公司毛利率与净利率维持低水平，具备较大提升空间。2012-2018年公司毛利率由 26.82%持续提升至 39.96%，随后进入波动下滑阶段，2022H1 毛利率为 30.96%。净利率在 2018 年达到峰值为 6.03%，近年来不断下降，2022H1 净利率仅为 0.43%。分业务来看，与同行业相比白酒业务毛利率偏低，2018 年至今呈明显下滑趋势，主要系公司以中低档白酒为主要产品。随着白酒产品结构升级，未来毛利率有望实现提升。猪肉业务毛利率整体处于低水平，2022H1 由于成本端压力及终端猪价的低迷导致猪肉业务毛利率为负数，随着下半年猪价回升及养殖成本逐步下降，猪肉业务毛利率有望迎来改善。未来随着房地产业务的剥离，公司聚焦主业将有助于提升整体毛利率与净利率。

图表 10. 毛利率与净利率偏低，具备较大提升空间



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

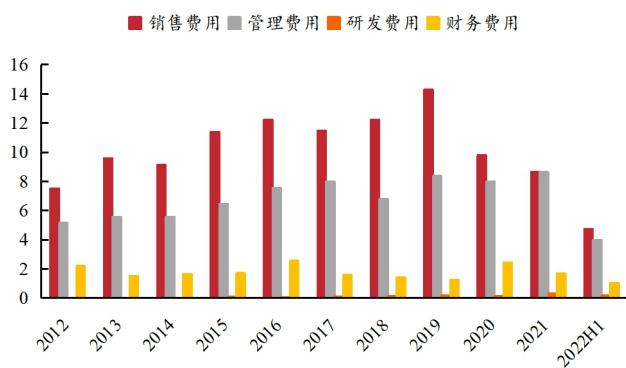
图表 11. 白酒与猪肉业务毛利率未来有望迎来改善



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

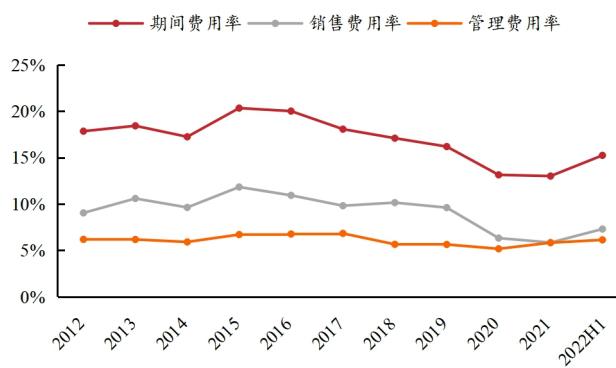
期间费用率近年来逐渐下降，公司治理取得成效。2012-2021 年，公司期间费用率由 17.84%下降至 13.00%，整体管理效率得到提升。其中销售费用率由 9.03%下降至 5.83%，可见公司在销售费用投放上有所管控；管理费用率整体比较平稳，由 2012 年 6.17%略微下降至 5.81%。2022H1 期间费用率上升至 15.23%，主要系公司根据白酒产品结构及市场形势变化，调整产品宣传促销策略，提高市场精准促销，促销费用同比增加 48.03%，销售服务费等其他费用同比增加 32.46%。

图表 12. 公司期间费用历年情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 13. 期间费用率逐渐下降，管理效率有所提升



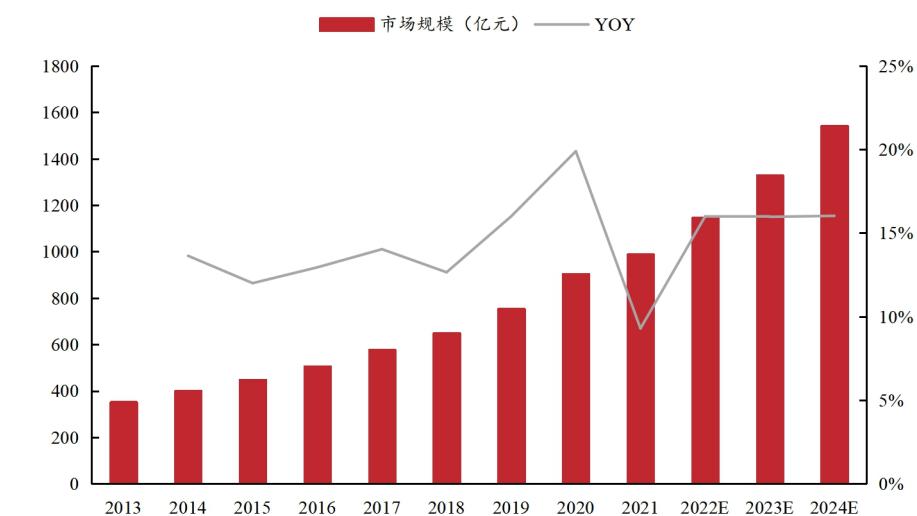
资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

2. 光瓶酒市场空间大，行业长远发展可期

2.1. 光瓶酒市场规模大且竞争格局分散

中国光瓶酒市场扩容空间大且具备较高增速。光瓶酒是指能够直接看到瓶子，没有华丽包装盒的白酒。据华经产业研究院统计，2013-2021年中国光瓶酒市场规模由352亿元增长至988亿元，年均复合增速达13.77%，除2021年外，市场规模同比增速均达到两位数。预计2024年，光瓶酒市场规模将超过1500亿元，2022-2024年年均复合增速达16.00%，光瓶酒行业长远发展可期。

图表 14. 2013-2024E 中国光瓶酒市场规模及增速

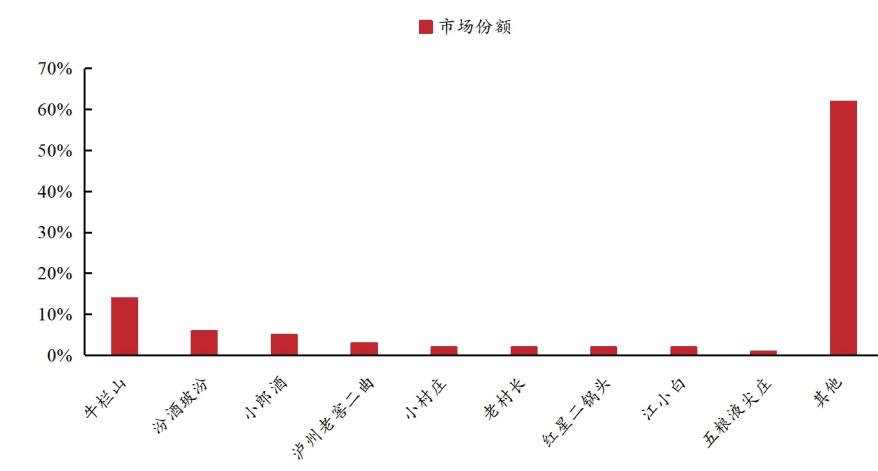


资料来源：中国酒业协会，华经产业研究院，东亚前海证券研究所

市场上光瓶酒品牌众多，竞争格局分散。光瓶酒具有生产工艺相对简单、消费成本低、复购频率高等特点，这吸引了众多酒企参与。目前市场上光瓶酒包括牛栏山、老村长、红星二锅头、汾酒玻汾、五粮液尖庄、泸

州老窖黑盖、舍得沱牌等众多品牌。据华经产业研究院统计，2020年光瓶酒CR5仅31%，行业前三分别为牛栏山、汾酒玻汾、小郎酒，占比分别为14%、6%、5%。总体来看，光瓶酒市场品牌参差不齐，名酒企业参与度也较高，市场竞争较为激烈。

图表 15. 2020年中国光瓶酒各品牌市场份额情况

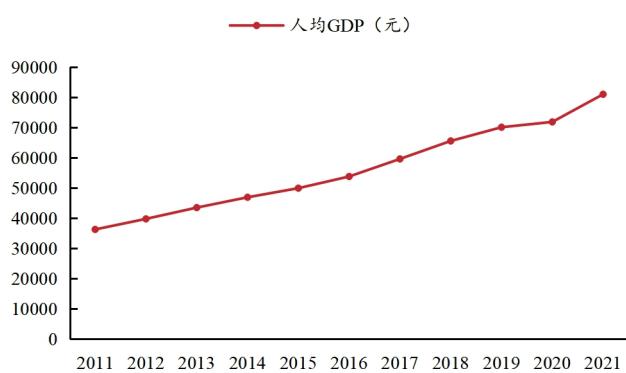


资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

2.2. 需求端：消费升级助力中高端光瓶酒发展

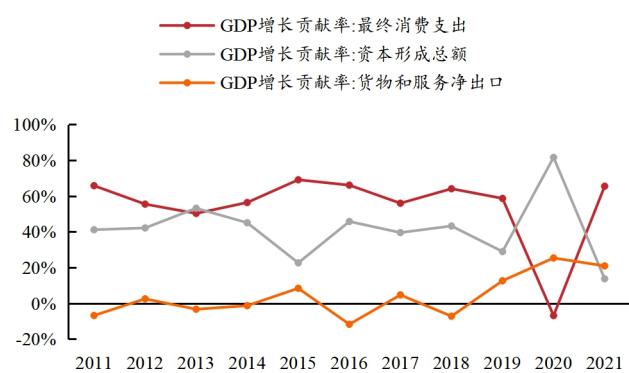
我国人均GDP持续增加，消费成为经济增长的主要推动力，白酒作为重要消费板块，具备可持续发展潜力。2011-2021年我国人均GDP仍保持增长趋势，人均GDP由3.63万元增长至8.10万元，十年年均复合增速为8.36%。从GDP增长贡献率来看，除2020年因突发疫情影响外，消费始终是推动GDP增长的主要因素，2021年恢复至疫情前水平，消费对GDP增长贡献率达到65.40%。

图表 16. 我国历年人均GDP持续增加



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 17. 消费成为推动GDP增长的主要驱动力

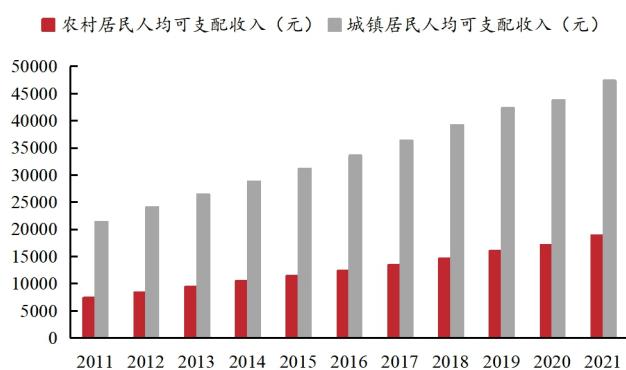


资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

城镇与农村居民人均可支配收入持续增加，恩格尔系数不断降低，居民消费多元化，产品力更强的中高端光瓶酒将受益。改革开放至今，我国居民人均可支配收入不断增加，2021年我国城镇与农村居民人均可支配收入分别达到4.74万元/1.89万元。同时，1978年至今居民恩格尔系数由不断

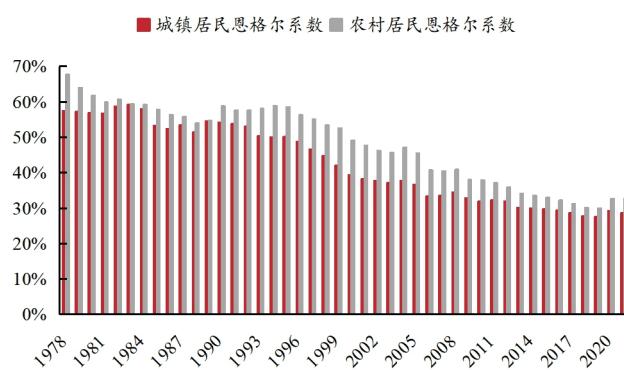
下降，城镇居民恩格尔系数由 57.50%下降至 28.60%，农村居民恩格尔系数由 67.70%下滑至 32.70%。这说明居民消费水平得以提升，消费多元化选择空间大。在消费升级趋势下，消费者不再只考虑价格指标，对于白酒消费倾向于品质更高的产品，而中高端光瓶酒相对中低端盒装白酒性价比优势明显，可用于聚饮（品质好、体面）、自饮（更愿意选择品质好的酒，而不是包装好的酒）等场景，因此会挤压中低端盒装白酒需求。

图表 18. 城镇与农村居民人均可支配收入逐年增加



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 19. 改革开放后居民恩格尔系数呈下降趋势



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

当前光瓶酒消费群体呈现年轻化趋势，年轻群体更愿意为高品质生活付出，为中高端光瓶酒的发展奠定基础。据华经产业研究院统计，2021年光瓶酒消费群体中主力为 80 后（42%），其次分别为 70 后（29%）、90 后（23%），并且正逐步从 80 后向 90 后、95 后过渡，年轻化趋势明显，年轻消费群体有望成为光瓶酒新的意见领袖。就中高端光瓶酒来说，相对于中低端光瓶酒更满足年轻消费者对于产品品质的需求，同时年轻消费群体具备相应的经济实力，有助于支撑中高端光瓶酒的长期发展。

2.3. 供给端：名酒企业入局打开光瓶酒价格上升空间

名酒企业入局，光瓶酒迎来新的发展机遇。老牌光瓶酒包括牛栏山陈酿、老村长、红星二锅头等品牌，近年来多家知名酒企开始参与光瓶酒市场，包括泸州老窖、五粮液、舍得、汾酒、郎酒等公司。在众多厂商的加入下，光瓶酒在价格重构和消费者培育上，都将迎来新的发展契机。2022 年 6 月国家标准规定非粮谷酿造酒不再归属白酒类别，这意味着白酒重品质、品牌的规范性时代开启。顺应高品质白酒消费趋势，部分白酒企业借机推出百元价格带光瓶酒，比如泸州老窖针对新国标推出高端光瓶酒黑盖（108 元/瓶），光良 59 系列推出 600 元/箱高端光瓶酒（500ml*6 瓶），光瓶酒有望迎来新的发展。

图表 20. 市场上光瓶酒产品及价格示意图

品牌	规格	产品示意图	价格
泸州老窖黑盖	42 度/500ml		108 元/瓶
光良 59	42 度/500ml		81.34 元/瓶
红星二锅头	65 度/500ml		150 元/6 瓶
牛栏山白牛二	42 度/500ml		185 元/12 瓶
五粮液尖庄大光	50 度/500ml		248 元/6 瓶
沱牌舍得 9T68	50 度/480ml		458 元/6 瓶
汾酒玻汾	42 度/475ml		308 元/6 瓶
老村长香知酒系列	40 度/450ml		209 元/12 瓶

资料来源：各家京东旗舰店（价格已包含折扣，为 2022 年 10 月 11 日价格），东亚前海证券研究所

光瓶酒向全价位带发展，价格上升空间打开，行业想象空间进一步加大。随着众多品牌的加入，光瓶酒的价格带也得到扩充，从专业价格带向全价位带发展，逐渐形成大众消费段（10-30 元）、提升价位段（30-50 元）、中高价位段（50-100 元）、高端或超高端价位段（300 或 500 元以上）四部分。30-50 元左右的光瓶酒已经成为消费端的主流价格，各家参与企业通过品牌创新、战略升级等实现光瓶酒销量快速增长，行业上升空间进一步提高。

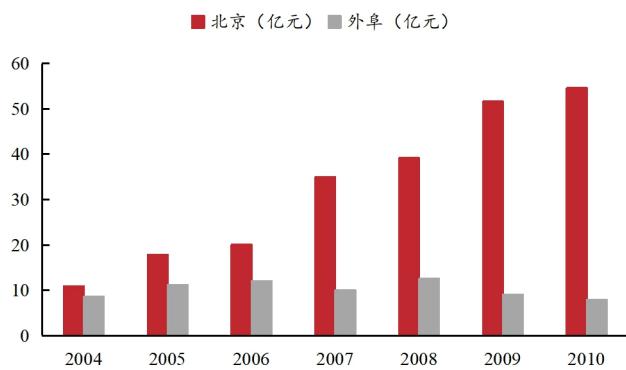
3. 白酒看点：积极推进全国化，产品升级竞争力强

3.1. 深耕北京市场，积极布局全国化

2004-2010 年：牛栏山二锅头打开北京市场，独领一枝秀。2004 年公司提出“一城两洲三区”的发展战略，明确深耕北京；两洲是指长江三角洲（代表城市江苏）与珠江三角洲（代表城市广东）；三区包括西北地区、东北地区与华北地区。该阶段公司在北京地区重点覆盖分销渠道和酒店餐饮（取消牛栏山餐饮直营店），主要推出牛栏山二锅头和百年系列，通过核心经销商开发餐饮渠道，与创意堂合作打开市场通路，最终实现北京市场全渠道覆盖，市场规模超越同城知名品牌“红星二锅头”。2009 年公司推出超级大单品白牛二（牛栏山 42 度陈酿），该产品独创低度兼浓香口味，树立正宗二锅头形象，通过大商渠道积极抢占陈列深入触达消费者，十年

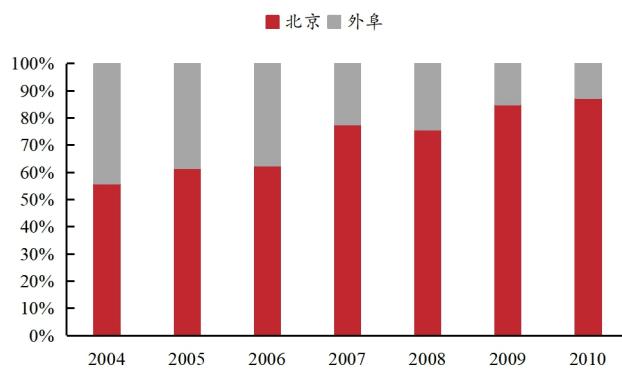
磨一剑，打造超级大单品。2004-2010年，北京地区收入逐年递增，年均复合增速高达25.88%，收入占比由55.92%提升至87.32%。北京市场的巩固和深化，为公司全国化布局奠定了基础。

图表 21. 2004-2010 年北京市场快速扩张



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 22. 2004-2010 年北京地区收入占比持续提升



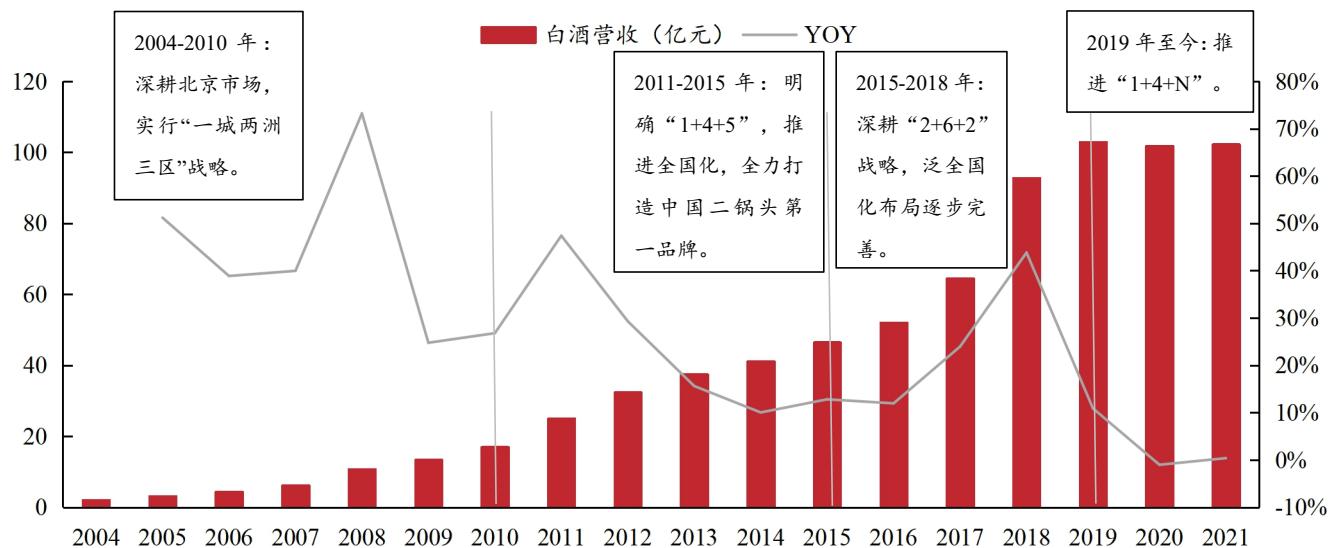
资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

2011-2015 年：明确“1+4+5”全国化战略，效果初显。“1+4+5”指以北京为核心市场，打造4个亿元市场（天津、保定、呼市、沧州），培育5个省级亿元市场（山东、山西、河南、内蒙、辽宁）。在研发上，公司开展了“大麸结合酿酒实验”，创造新的研发工艺，打造口味独特的牛栏山特色基酒，提高差异化产品竞争力。市场上，公司深挖“1+4+5”亿元市场同时拓展长三角、珠三角及海外区域，聚集全力打造中国二锅头第一品牌；并积极推进“全蒙战略”，积极开发新市场；围绕“1+4+5”战略，白酒外埠市场销售收入逐步超越北京，全国化推进效果初步见效。品牌上，通过传统媒介与新兴媒介结合对外传递品牌形象，冠名赞助世界杯节目《今日牛人》，品牌影响力进一步提升。

2015-2018 年：深耕“2+6+2”市场战略，加快泛全国化市场布局。该阶段公司市场格局逐步完善，“一城、两洲、三区”得到全面发展，华南、东南、西北市场得以渐次推进。产品上，公司聚焦清香型“二锅头”和浓香型“百年”两大系列产品，推出全价位带多种单品，培育高中低端明星产品集，其中最突出的是陈酿系列，广受消费者喜爱，进一步推进了全国化进程。研发上，打造产学研用相结合优势，在分离保藏酿酒微生物方面取得了新突破，赋予“牛栏山”特色意义。

2019 年至今：贯彻“深分销、调结构、树样板”，推进“1+4+N”样本市场。“1+4+N”是指以北京为中心，以南京、长春、东莞、苏州为样板模式市场，以及培育多个外埠样板市场。产品上，产品结构持续优化，升级产品如“珍牛”、“中国牛”、“魁盛号”等实现销售突破。基地建设上，北京总部基地、外埠三大生产基地完成布局，为全国化战略提供充足产能。

图表 23. 公司全国化战略推进历史示意图

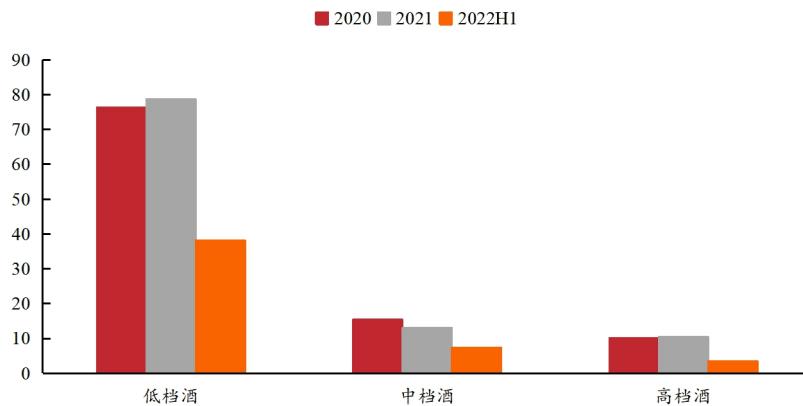


资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 覆盖全价格带产品，品牌知名度提升

公司产品横跨高中低端，产品矩阵丰富。目前公司白酒产品包括传统二锅头、经典二锅头、牛栏山陈酿、珍品系列、百年系列及魁盛號等。产品价格带齐全，从十元到百元甚至千元都有布局。公司对于白酒产品分类有三种，低档酒 (< 10 元/500ml)、中档酒 ($\leq 10 < 50$ 元/500ml)、高档酒 (≥ 50 元/500ml)。按照分类公司中低档酒主要包括传统二锅头、白牛二、牛栏山陈酿等，中高档酒包括珍品系列、百年系列、经典二锅头黄龙，超高端酒为魁盛號系列产品。公司目前以中低端白酒为主，2022年上半年42度500ml 牛栏山陈酿销量为18.78万吨，占比达84.64%，形成公司业绩的基本盘。

图表 24. 目前低档酒业务构成公司业绩基本盘（营收：亿元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 25. 公司白酒部分产品示意图

品牌	产品	类别	规格	终端价 (元/瓶)	示意图
传统二锅头	牛栏山绿牛二	中低端	46 度/500ml	13-14	
	牛栏山绿牛二	中低端	56 度/500ml	14-15	
经典二锅头	经典二锅头黄龙	高端	52 度/500ml	502	
	经典二锅头黄龙	高端	45 度/500ml	458	
陈酿牛栏山	白牛二牛白瓶	中低端	42 度/500ml	15-16	
	白牛二牛白瓶	中低端	52 度/500ml	16.25	
	牛栏山精制陈酿	中低端	43 度/500ml	20.50	
珍品牛栏山	牛栏山精制陈酿	中低端	52 度/500ml	27-28	
	金标陈酿	中端	42.3 度/500ml	48	
	珍品陈酿 20 黑标	中高端	43 度/500ml	72.25	
百年牛栏山	珍品陈酿 20 红标	中高端	42 度/500ml	66	
	珍品 15	中高端	45 度/400ml	47.50	
	百年陈酿三牛	高端	36 度/400ml	128	
百年牛栏山	百年陈酿三牛	高端	53 度/500ml	196-197	
	百年特酿 15	高端	42 度/500ml	112.5	
高端系列	魁盛號大师级手工原浆	高端	53 度/618ml	798	
	魁盛號樽堡大师级手工原浆	超高端	53 度/618ml	1598	

资料来源：牛栏山京东旗舰店（为 2022 年 10 月 13 日显示价格），东亚前海证券研究所

持续打造品牌形象，品牌知名度不断提升。牛栏山作为二锅头的代表品牌，公司坚持“民酒”中的“名酒”打造亲民形象，“正宗二锅头，地道北京味”的品牌理念已深入触达消费者。白牛二凭借自身高性价比、较好的口感、广泛的消费人群基础成为公司业绩增长的主要驱动力，并在全国化进程中走出北京市场，这带动公司品牌知名度进一步提升。同时，公司在品牌建设上持续采取多种措施，巩固“民酒”地位。2021 年，“牛栏

山”以 613.22 亿元的品牌价值荣登第 13 届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单。

3.3. 产品升级顺应新国标，业绩增量空间大

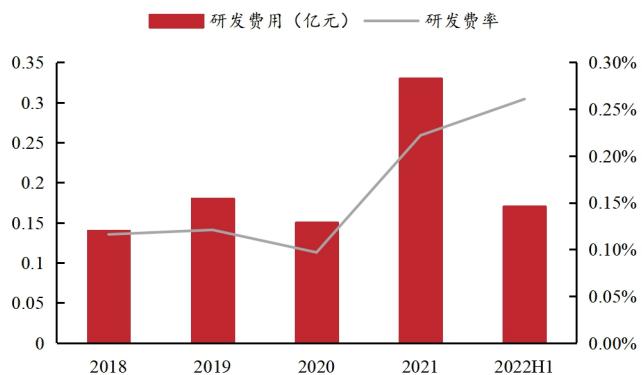
推出金标陈酿新品，推动产品结构升级。2022 年 6 月 1 日，白酒新国标正式实施，所谓新国标是指 2021 年 6 月市场监管总局发布了新修订的饮料酒、白酒相关国家标准《白酒工业术语》和《饮料酒术语和分类》，其中的重点在于液态法白酒和固液法白酒将明确不得使用非谷物食用酒精和食品添加剂。根据新国标，公司的畅销产品白牛二不能再称为白酒，只能名为配制酒。公司于今年推出金标陈酿，主打“纯粮固态”，顺应新国标并有聚焦主业倾向，实现了产品结构升级。

布局多线产品策略，创造新的业绩增长点。对于白酒业务的产品策略，公司聚焦三条产品线，包括光瓶产品、次高端产品及超高端产品。在光瓶酒产品上，公司采取不同工艺，推动“纯粮固态”与“新工艺白酒”双轮驱动发展，在巩固陈酿大单品市场地位的同时，支撑金标陈酿的全国化布局。在高端产品上，着力打造牛栏山次高端核心产品，以期带动关联产品的整体销售。在超高端产品上，打造魁盛號樽玺作为标杆产品，随着居民可支配收入持续提升及消费升级趋势，魁盛號樽玺打破了牛栏山二锅头低价的形象，弥补了二锅头千元价格带的缺失，得以满足品牌认可度强的高消费人群需求。总体而言，各产品线策略清晰，叠加公司全国化扩张，有望打开业绩增长空间。

3.4. 研发工艺精进，产能供给充足

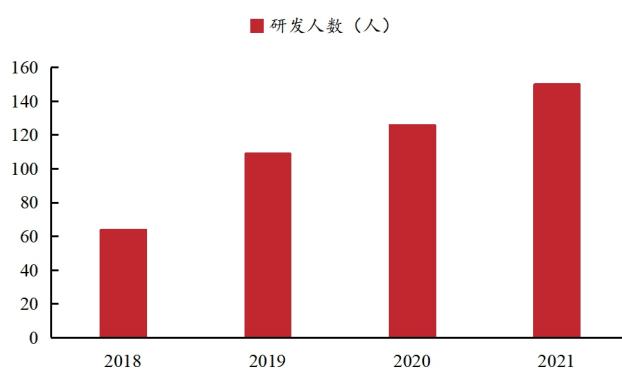
建立产学研体系，独创“牛栏山”酒风格。公司先后建立“博士后科研工作站”和“院士工作站”（双院士入驻），使用产学研合作方式等，对生物发酵和风味技术进行了研究开发，持续完善牛栏山二锅头风味轮廓构建和菌种资源库建设，独创特别的“牛栏山”酒风格。同时，公司深度调研市场，探索多种工艺技术，对产品的优雅度、丰满度、层次感持续改进，满足新时期消费者多元化需求。在研发投入上，2018-2021 年公司持续加大投入，2020 年由于疫情及宏观环境影响，公司研发投入略有下降，但 2021 年实现大幅增加，研发费率在 2021 年也得到明显提升。研发人员方面，2018-2021 年由 64 人增加至 150 人，研发人数翻番，彰显公司对于产品工艺的重视。长远来看，公司对于产品工艺的重视，有助于推动白酒业务走上新台阶，打造独特牛酒风格。

图表 26. 2018-2021 年研发费用及费率呈上升趋势



资料来源: iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 27. 2018-2021 年公司研发人员持续增加



资料来源: iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

公司布局四大生产基地，产能供给充足。公司产品主要以自产为主，近年来积极布局生产基地，形成北京本厂、河北香河、四川成都及山西吕梁四大生产基地。截至 2021 年年底，公司牛栏山酒厂设计产能 81 万千升，实际产能 64.46 万千升，产能利用率为 79.58%，近年来使用率相对稳定；宁城设计产能为 1.55 万千升，实际产能为 0.21 万千升，产能利用率仅为 13.32%，具备较大提升空间。

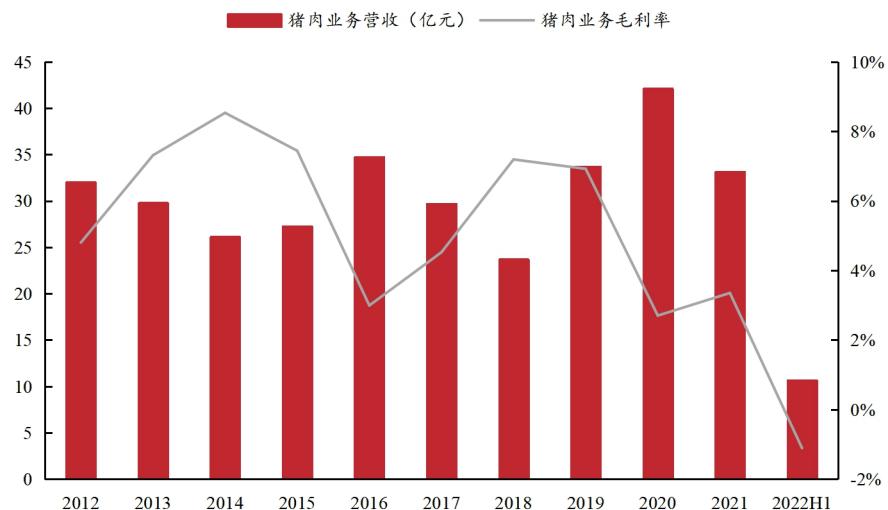
4. 猪肉业务稳健，房地产业务待剥离

4. 1. 猪肉总体业绩稳定，短期成本承压

公司猪肉业务已形成一体化产业链，北京地区具备较强的品牌力。公司猪肉业务包括种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工及冷链物流配送，全产业链有助于公司统筹资源配置、规模化及集约化生产、并根据市场行情进行灵活调整，各产业链之间协同融合，促使猪肉业务良性发展。公司猪肉产品包括“鹏程”和“小店”两大品牌，拥有北京最大的安全猪肉生产基地和完善的食品安全保障体系，公司也是各大会议的肉食品供应商，包括北京奥运会、青奥会、全国两会、亚洲文明对话大会、建党 100 周年庆典活动等。“鹏程”品牌获得多个奖项，如“5A 级优质猪肉奖”、“全国三绿工程畅销品牌”，在北京地区拥有较强的知名度和品牌影响力。

猪肉业绩较为稳定，短期成本承压出现亏损。从历年数据来看，猪肉业务整体保持比较稳健的经营状态，2012-2021 年猪肉业务营收稳定在 30 亿元左右，毛利率保持在个位数。2022H1 由于疫情影响生猪调运，叠加养殖成本居于高位及产能去化速度放缓等因素，猪肉业务毛利首次出现亏损（毛利率为 -1.11%），一定程度上拖累了公司整体业绩。在严峻的外部环境下，公司着力调整猪群结构，整合顺双龙猪场，积极推进河北蔚县原种场及陕西种猪选育公司原种猪选育场建设，促进猪肉业务长期良性发展。未来随着生猪养殖成本逐步下降，叠加生猪价格回升及需求回暖，公司猪肉业务反转可期。

图表 28. 公司历年猪肉业务营收及毛利率比较稳定

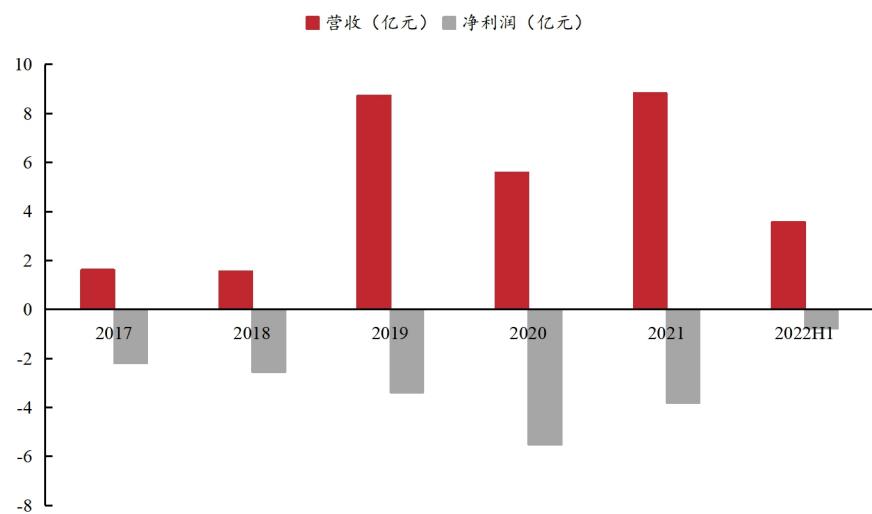


资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 积极推进房地产业务剥离

公司业绩受房地产业务拖累，退出地产业务为既定战略目标。2017-2021 年房地产业务营收由 1.62 亿元增长至 8.83 亿元，营收规模持续扩大，但净利润却连年亏损，五年累计亏损 17.49 亿元，对公司业绩造成较大程度拖累。当前公司坚定剥离房地产业务，并采取多种措施推动地产业务转型发展，若公司顺利剥离地产业务将进一步促进公司聚焦主业，推动酒肉业务长期发展。

图表 29. 房地产业务常年亏损拖累公司整体业绩



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测

公司全国化持续推进，叠加产品结构升级，大力发展光瓶酒的同时进军高端及超高端白酒领域，有望打开新的业绩增长空间。猪肉业务稳步推进，随着养殖成本逐步下降及需求回暖，业绩反转可期。此外，坚定剥离房地产业务，推动公司管理层聚焦主业，助力公司长远发展。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 126.27/142.52/159.53 亿元，同比增长分别为 -15.08%/12.87%/11.94%；归母净利润为 1.70/4.19/5.27 亿元，同比增长分别为 66.46%/145.79%/25.83%，EPS 分别为 0.23/0.56/0.71 元/股。对应 11 月 2 日收盘价，公司 2022-2024 年 PE 分别为 104.06X/42.34X/33.65X。首次覆盖，给予“推荐”评级。对公司不同业务，我们分别做出以下盈利预测：

1) 白酒业务：由于今年疫情反复影响物流运输，市场拓展受外部环境影响较大，结合公司半年报情况，我们预计 2022-2024 年公司白酒的销量增速分别为 -25%/12%/10%，单价增速分别为 2%/4%/4%，对应收入分别为 78.22/91.12/104.24 亿元，收入同比增速分别为 -23.50%/16.48%/14.40%；

2) 猪肉业务：由于猪肉业务年度需求较为稳定，且国家会适度进行宏观调控猪价，我们预计 2022-2024 年公司猪肉的销量增速分别为 2%/4%/4%，单价增速分别为 2%/4%/4%，对应收入分别为 34.47/37.28/40.33 亿元，收入同比增速分别为 4.04%/8.16%/8.16%；

3) 其他业务：公司目前其他零星业务较多，近年来呈现逐渐增长趋势，我们预计 2022-2024 年公司其他业务对应收入分别为 13.57/14.12/14.96 亿元，收入同比增速分别为 2%/4%/6%。

图表 30. 公司收入及毛利预测

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14869.38	12626.86	14251.58	15952.58
YOY	-4.14%	-15.08%	12.87%	11.94%
其中：白酒收入	10225.48	7822.49	9111.64	10423.71
猪肉收入	3313.17	3447.02	3728.30	4032.53
其他收入	1330.73	1357.34	1411.64	1496.34
毛利润	4149.78	3114.08	4257.12	5115.19
YOY	-5.68%	-24.96%	36.71%	20.16%
毛利率	27.91%	24.66%	29.87%	32.06%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

6. 风险提示

提示一：宏观经济不景气风险。宏观经济波动和行业政策等对白酒有一定影响，若宏观经济不景气，白酒企业收入可能萎缩，同时猪肉业务也会受居民收入影响。

提示二：市场竞争加剧风险。当前众多酒企布局光瓶酒行业，若市场竞争异常加剧，将影响公司白酒全国化进程的效果，进而影响公司业绩。

提示三：疫情反复风险。疫情反复对消费场景造成一定影响，可能影响白酒终端需求。同时疫情会对物流造成阻碍，若供应链出现问题则一定程度影响公司白酒产品动销情况。

提示五：生猪价格大幅下降或养殖成本大幅上涨风险。若生猪价格大幅下滑或养殖成本持续上涨，将会侵蚀公司猪肉业务利润。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14869.38	12626.86	14251.58	15952.58
%同比增速	-4.14%	-15.08%	12.87%	11.94%
营业成本	10719.62	9512.78	9994.46	10837.39
毛利	4149.76	3114.08	4257.12	5115.19
%营业收入	27.91%	24.66%	29.87%	32.06%
税金及附加	1590.72	1388.95	1710.19	1914.31
%营业收入	10.70%	11.00%	12.00%	12.00%
销售费用	867.33	580.04	813.77	1081.58
%营业收入	5.83%	4.59%	5.71%	6.78%
管理费用	864.43	669.73	855.66	1034.37
%营业收入	5.81%	5.30%	6.00%	6.48%
研发费用	32.97	25.25	31.35	47.86
%营业收入	0.22%	0.20%	0.22%	0.30%
财务费用	169.10	136.37	149.64	164.31
%营业收入	1.14%	1.08%	1.05%	1.03%
资产减值损失	-70.48	-70.00	-70.00	-70.00
信用减值损失	0.39	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.00	1.57	1.77	1.98
投资收益	8.11	6.31	7.13	7.98
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.71	0.80
营业利润	563.23	251.61	636.11	813.52
%营业收入	3.79%	1.99%	4.46%	5.10%
营业外收支	-1.56	-1.32	-2.85	-4.79
利润总额	561.67	250.29	633.26	808.73
%营业收入	3.78%	1.98%	4.44%	5.07%
所得税费用	456.40	75.09	202.64	266.88
净利润	105.27	175.20	430.62	541.85
%营业收入	0.71%	1.39%	3.02%	3.40%
归属于母公司的净利润	102.30	170.29	418.56	526.68
%同比增速	-75.64%	66.46%	145.79%	25.83%
少数股东损益	2.97	4.91	12.06	15.17
EPS (元/股)	0.14	0.23	0.56	0.71

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.14	0.23	0.56	0.71
BVPS	10.47	10.80	11.46	12.26
PE	276.87	104.06	42.34	33.65
PEG	—	1.57	0.29	1.30
PB	3.65	2.21	2.09	1.95
EV/EBITDA	26.34	27.96	16.51	14.15
ROE	1.32%	2.13%	4.93%	5.79%
ROIC	0.93%	2.12%	3.74%	4.34%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7639.31	6335.99	7330.23	7126.02
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	436.85	299.72	531.62	398.95
存货	5509.32	5853.17	6362.28	6883.42
预付账款	124.39	114.15	119.93	130.05
其他流动资产	506.22	499.07	510.28	503.32
流动资产合计	14216.09	13102.10	14854.34	15041.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	944.60	944.60	944.60	944.60
固定资产合计	2825.98	2879.36	2826.83	2717.26
无形资产	702.26	693.26	685.26	678.26
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	178.11	178.11	178.11	178.11
其他非流动资产	525.46	333.05	245.35	212.50
资产总计	19392.50	18130.49	19734.49	19772.49
短期借款	2880.00	2880.00	2880.00	2880.00
应付票据及应付账款	1232.54	88.68	1021.81	182.34
预收账款	47.43	41.67	47.03	52.64
应付职工薪酬	104.33	95.13	99.94	108.37
应交税费	364.49	315.67	356.29	398.81
其他流动负债	4402.88	4103.31	4222.77	4431.81
流动负债合计	9031.67	7524.46	8627.84	8053.99
长期借款	2046.22	2046.22	2046.22	2046.22
应付债券	500.00	500.00	500.00	500.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.83	21.83	21.83	21.83
负债合计	11599.72	10092.51	11195.89	10622.04
归属于母公司的所有者权益	7769.61	8009.90	8498.46	9095.14
少数股东权益	23.17	28.08	40.13	55.30
股东权益	7792.78	8037.98	8538.59	9150.44
负债及股东权益	19392.50	18130.49	19734.49	19772.49

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-348.68	-966.31	1270.65	12.61
投资	-7.35	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-119.85	-45.32	-38.14	-31.99
其他	8.11	-3.69	-7.87	-12.02
投资活动现金流净额	-119.09	-49.01	-46.01	-44.01
债权融资	-4268.34	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	3899.54	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-329.87	-288.00	-230.40	-172.80
其他	-20.46	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-719.13	-288.00	-230.40	-172.80
现金净流量	-1186.90	-1303.33	994.24	-204.21

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/>