

## 王府井 (600859)

增持 (维持)

## 有税业态稳步复苏, 免税业态扬帆新启

2023年04月25日

## 投资要点

## 市场数据

日期	2023/04/24
收盘价(元)	22.34
总股本(百万股)	1135.05
流通股本(百万股)	1093.47
净资产(百万元)	19142.34
总资产(百万元)	36192.10
每股净资产(元)	16.86

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《王府井 2022H1 点评: 上半年业绩承压, 积极推进免税项目落地》2022-08-28

《王府井 2022Q1 点评: 1-2 月高基数下正增长, 3 月受疫情影响较大》2022-05-01

《王府井 2021 年报点评: 疫情下加快复苏, 重组+免税积蓄力量》2022-04-24

## 分析师:

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

- **事件:** 1) 2022 年, 公司分别实现营收、归母净利润、扣非后归母净利润 108.00/1.95/-0.10 亿元, 同比-15.32%/-85.45%/-101.01%; 分别实现毛利率、净利率 38.28%/1.26%, 同比-3.86pct/-9.54pct; 2) 2022Q4, 公司分别实现营收、归母净利润、扣非后归母净利润 23.33/-2.20/-2.51 亿元, 同比-59.37%/129.30%/-165.73%; 分别实现毛利率、净利率 37.63%/-10.93%, 同比-7.40pct/-24.74pct。
- **2022 年疫情冲击线下零售, 门店关停叠加减租对公司业绩造成拖累。**2022 年公司实现营业收入 108.00 亿元, 同比-15.32%; 实现归母净利润 1.95 亿元, 同比-85.45%; 实现扣非归母净利润-0.10 亿元, 同比-101.01%。受疫情影响, 王府井旗下门店不同程度闭店或缩短营业时间, 到店客流下滑, 此外公司还为商户减租让利多重因素影响下, 公司 2022 年业绩较去年同期大幅下降。
- **百货业态贡献主要收入, 奥莱业态毛利最高。**1) 百货实现营收 55.38 亿元, 同比-22.11%, 毛利率 31.77%, 同比-5.37pct; 2) 购物中心作为承载更多新生活方式内容的大体量商业空间, 总体波动较为平稳, 实现营收 21.66 亿元, 同比+5.07%, 受公司收购购物中心公司的影响整体毛利率达 49.13%, 同比-1.36pct; 3) 奥特莱斯受 3-6 月闭店数量多、时间长的影响, 实现营收 14.78 亿元, 同比-8.03%, 毛利率 64.40%, 同比-5.30pct; 4) 超市受刚需消费带动, 降幅减缓, 毛利率同比小幅提升, 实现营收 4.60 亿元, 同比-6.64%, 毛利率 14.85%, 同比+0.39pct; 5) 专业店市场需求萎缩, 实现营收 12.97 亿元, 同比-15.91%, 毛利率 14.28%, 同比-3.51pct。
- **疫情导致盈利能力下滑, 叠加刚性费用支出拉高整体费用率。**1) 利润端, 2022 年公司实现毛利率 38.28%/同比-3.86pct, 净利率 1.26%/同比-8.70pct, 或主要由于公司闭店较久、为租户减免租金, 但联营模式下运营成本较为刚性而导致公司利润率下滑。其中, 减免租金和保底及相关费用约 3.92 亿元; 2) 费用端, 2022 年公司整体期间费用率增加 5.76pct 至 32.62%, 销售/管理/财务费率分别为 15.75%/14.45%/2.43%, 分别同比+2.86pct/+3.32pct/-0.42pct, 其中财务费用率下降主要由于利息收入、汇兑收益增加的同时利息支出、手续费减少所致。
- **有税业态稳步增长, 免税业态扬帆起航。**2023 年 1-2 月公司规模销售同比增长近 13%此外, 公司还以 0.86 亿元增持王府井购物中心 12%股权, 收购完成后共计持有其 60%股权, 可确认投资收益 3.01 亿元, 进一步增厚整体业绩。随着线下消费逐步回暖, 预计公司传统零售业务今年业绩将恢复可期。此外, 万宁国际免税港于今年初对外营业, 小程序也已上线。截至 2022 年末, 招商团队共深入对接免税品牌 823 个, 涉及 8 大业态 29 个细分品类。公司积极推进线上线下共同发展, 打通会员体系, 全年会员数量近 2000 万, 助力有税+免税相互赋能。
- **盈利预测与评级:** 公司积极推进免税业态落地, 打造“有税+免税”新模式。我们对公司盈利预测做出调整, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 9.85/10.79/13.26 亿元, 对应 EPS0.87/0.95/1.17 元, 对应 2023 年 4 月 24 日收盘价 PE 分别为 25.7/23.5/19.1 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险、市场竞争加剧、新业态发展不及预期风险

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10800	13426	16006	19777
同比增长	-15.3%	24.3%	19.2%	23.6%
归母净利润(百万元)	195	985	1079	1326
同比增长	-85.5%	405.3%	9.6%	22.8%
毛利率	38.3%	38.2%	37.2%	36.2%
ROE	1.0%	4.9%	5.2%	6.1%
每股收益(元)	0.17	0.87	0.95	1.17
市盈率	130.1	25.7	23.5	19.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 1、事件

1) 2022 年, 公司分别实现营收、归母净利润、扣非后归母净利润 108.00、1.95、-0.10 亿元, 同比-15.32%、-85.45%、-101.01%; 分别实现毛利率、净利率 38.28%、1.26%, 同比-3.86pct、-9.54pct;

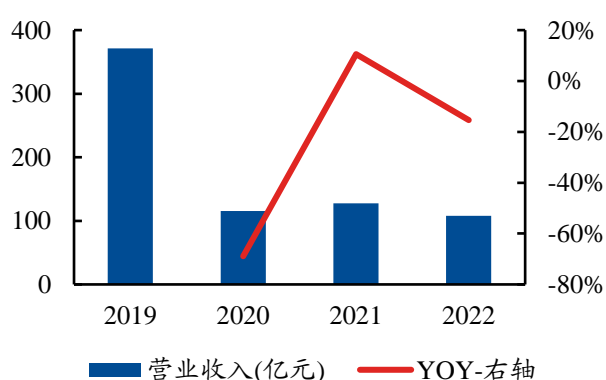
2) 2022Q4, 公司分别实现营收、归母净利润、扣非后归母净利润 23.33、-2.20、-2.51 亿元, 同比-59.37%、-129.30%、-165.73%; 分别实现毛利率、净利率 37.63%、-10.93%, 同比-7.40pct、-24.74pct。

### 2、点评

#### 2.1、整体情况分析

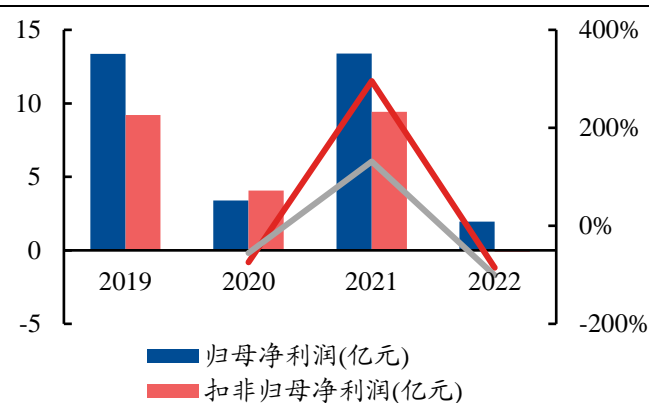
2022 年疫情冲击线下零售, 门店关停叠加减租对公司业绩造成拖累。2022 年公司实现营业收入 108.00 亿元, 同比-15.32%; 实现归母净利润 1.95 亿元, 同比-85.45%; 实现扣非归母净利润-0.10 亿元, 同比-101.01%。受疫情影响, 王府井旗下门店不同程度闭店或缩短营业时间, 到店客流下滑, 此外公司还为商户减租让利多重因素影响下, 公司 2022 年业绩较去年同期大幅下降。

图 1、公司 2019-2022 年营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2019、2020、2021 年采用调整后的数据

图 2、公司 2019-2022 年归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2019、2020、2021 年采用调整后的数据

## 2.2、分板块

分业态来看，2022年，百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店分别实现营业收入55.38亿元、21.66亿元、14.78亿元、4.60亿元、12.97亿元，同比分别-22.11%、+5.07%、-8.03%、-6.64%、-15.91%，分别实现毛利率31.77%、49.13%、64.40%、14.85%、14.28%，毛利率分别同比-5.37pct、-1.36pct、-5.30pct、+0.39pct、-3.51pct，分别营业收入占比48.86%、19.11%、13.04%、4.06%、11.44%。

**百货业态贡献主要收入，奥莱业态毛利最高。**1) 百货实现营收55.38亿元，同比-22.11%，毛利率31.77%，同比-5.37pct；2) 购物中心作为承载更多新生活方式内容的大体量商业空间，总体波动较为平稳，实现营收21.66亿元，同比+5.07%，受公司收购购物中心公司的影响整体毛利率达49.13%，同比-1.36pct；3) 奥特莱斯受3-6月闭店数量多、时间长的影响，实现营收14.78亿元，同比-8.03%，毛利率64.40%，同比-5.30pct；4) 超市受刚需消费带动，降幅减缓，毛利率同比小幅提升，实现营收4.60亿元，同比-6.64%，毛利率14.85%，同比+0.39pct；5) 专业店市场需求萎缩，实现营收12.97亿元，同比-15.91%，毛利率14.28%，同比-3.51pct。

**表 1、公司 2022 年分业态营收情况**

	营业收入(亿元)	YOY	毛利率(%)	毛利率同比变化	营收占比
百货	55.38	-22.11%	31.77%	-5.37pct	48.86%
购物中心	21.66	5.07%	49.13%	-1.36pct	19.11%
奥特莱斯	14.78	-8.03%	64.40%	-5.30pct	13.04%
超市	4.60	-6.64%	14.85%	+0.39pct	4.06%
专业店	12.97	-15.91%	14.28%	-3.51pct	11.44%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**关停拖累业绩门店，经营打法灵活。**2022年，公司新增3家门店、关闭2家，共运营75家大型综合零售门店，其中29家为自有物业，46家为租赁物业。百货/购物中心/奥莱/超市/专业店各36/23/16/14/385家，总经营建筑面积449.25万平方米，共计新增营业面积24.65万平方米。

表 2、公司 2022 年门店情况

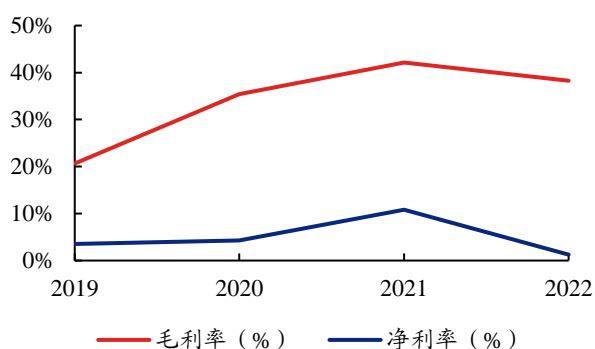
地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平米)	门店数量	建筑面积 (万平米)
华北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	11	48.7	14	69.5
华中地区	购物中心/百货/奥特莱斯	5	36.6	5	26.8
华南地区	购物中心/奥特莱斯	2	28.95	0	0
西南地区	购物中心/百货/奥特莱斯	3	10	17	91.7
西北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	4	34.4	9	50.3
华东地区	购物中心/百货	1	1.8	1	13
东北地区	购物中心 /奥特莱斯	3	37.5	0	0
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	29	197.95	46	251.3

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、财务分析

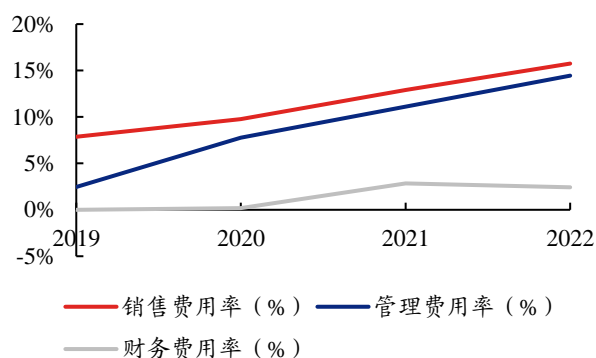
疫情导致盈利能力下滑，叠加刚性费用支出拉高整体费用率。1) 利润端，2022 年公司实现毛利率 38.28%/同比-3.86pct，净利率 1.26%/同比-8.70pct，或主要由于公司闭店较久、为租户减免租金，但联营模式下运营成本较为刚性而导致公司利润率下滑。其中，减免租金和保底及相关费用约 3.92 亿元；2) 费用端，2022 年公司整体期间费用率增加 5.76pct 至 32.62%，销售/管理/财务费率分别为 15.75%/14.45%/2.43%，分别同比+2.86pct/+3.32pct/-0.42pct，其中财务费用率下降主要由于利息收入、汇兑收益增加的同时利息支出、手续费减少所致。

图 3、公司 2019-2022 年毛利率、净利率 (%)



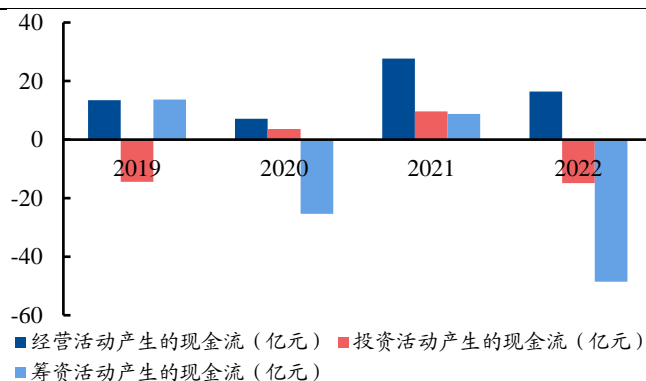
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司 2019-2022 年期间费用率 (%)



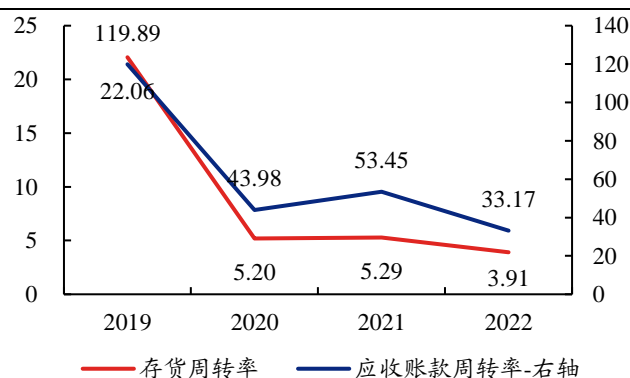
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司 2019-2022 年现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司 2019-2022 年周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### **2.4、有税业态稳步复苏，免税业态扬帆起航**

**有税业态受益于消费复苏收入增长较快，股权收购增厚业绩。**公司 2023 年 1-2 月规模销售同比增长近 13%，分业态来看，奥莱、购物中心及专业店增长亮眼，今年 1-2 月公司奥莱业绩同比增长超 26%，购物中心销售同比增长近 10%，买手制潮奢品牌集合店睿锦尚品销售同比增长超 47%。分渠道来看，公司 1-2 月线上销售同比增长近 50%。此外，公司还以 0.86 亿元增持王府井购物中心 12% 股权，收购完成后共计持有其 60% 股权，可确认投资收益 3.01 亿元，进一步增厚整体业绩。随着线下消费逐步回暖，预计公司传统零售业务今年业绩同比 2019 年恢复可期。

**免税业态正式落地，线上线下全渠道布局，推动有税+免税共同发展。**万宁国际免税港于 1 月 18 日对外营业，小程序“王府井海南免税线上商城”也已上线。截至 2022 年末，免税公司共计 780 人（含万宁一线员工），招商团队共深入对接免税品牌 823 个，涉及 8 大业态 29 个细分品类。同时，公司积极筹备跨境电商体验店，赛特奥莱店跨境电商体验店于 2023 年 1 月对外营业，跨境电商小程序“WFJ 王府井全球购”也已于同期上线运营。此外，公司积极推进线上线下共同发展，打通会员体系，全年会员数量近 2000 万，其中会员消费占比近 65%，助力有税+免税相互赋能。

### 3、经营计划

2023年,公司将抢抓政策机遇、市场机遇,站在集团发展全局和战略的高度,打造有税+免税双轮驱动,聚焦经营管理上的问题与短板,弥补不足,提升优势,稳固效益平台,扭转经营困局。

- 1) **深化“一店一策”,探索新的经营模式,促进效益增长。**紧紧把握市场和行业变化,精准定位,探索百货业态可持续经营模式和路径,打造创新性的商业生态组合,优化奥莱和购物中心业态的管理,提升资源优势,紧抓顾客资源、抢抓品牌资源,把握推广节奏,扩大市场影响力。
- 2) **倾力打造有税+免税双轮驱动、多业态协同发展的新格局。**免税业态方面,强化免税公司的组织建设和团队建设,完善万宁项目、海垦项目、数字化公司、香港公司的业务流程、管理体系、仓储物流体系,提升国际化运营水平。万宁项目全力力保二期顺利开业,全力建设旅游零售旗舰店;积极推进口岸、市内免税店建设的布局。百货业态转型调整、奥莱业态巩固优势、购物中心业态打造优质项目, 临汾王府井购物中心、苏州王府井购物中心、金街王府井购物中心预计年内开业。
- 3) **强化专业管理,整合提升线上业务。**重点强化经营链条中的薄弱环节,加速完善现有专业管理环节,做好数字化顶层设计,打造资源融合、组织协同的运营体系。建设王府井一体化在线商城,加大会员资源整合力度,最终实现业态间会员资源共享;启动百货业态信息系统整合升级,助力核心业务的线上线下一体化运营与智能协同。

### 4、盈利预测与评级

王府井在传统零售业态良好协同发展的基础上,积极推进免税业态落地,打造“有税+免税”、“线上+线下”发展模式。我们对公司盈利预测做出调整,预计2023-2025年公司归母净利润分别至9.85、10.79、13.26亿元, EPS分别为0.87、0.95、1.17元,对应2023年4月24日收盘价的PE分别为25.7、23.5、19.1倍,维持“增持”评级。

### 5、风险提示

- (1) 宏观经济风险;
- (2) 市场竞争加剧;
- (3) 新业态发展不及预期等。



附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	12633	15105	15537	16072
货币资金	9997	11393	11419	11271
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	383	381	472	596
预付款项	182	234	266	343
存货	1657	2053	2499	3124
其他	415	1044	881	739
<b>非流动资产</b>	23559	23838	23984	24214
长期股权投资	1873	1736	1750	1766
固定资产	8208	9044	9868	10641
在建工程	220	360	430	465
无形资产	1143	1105	1039	974
商誉	1225	1103	1144	1130
长期待摊费用	869	485	84	-313
其他	10020	10005	9669	9550
<b>资产总计</b>	36192	38943	39521	40286
<b>流动负债</b>	7778	9960	10150	10285
短期借款	197	1069	745	197
应付票据及应付账款	2098	2739	3213	3991
其他	5483	6153	6192	6096
<b>非流动负债</b>	8471	8258	7972	7753
长期借款	738	722	712	699
其他	7733	7536	7260	7054
<b>负债合计</b>	16249	18218	18122	18038
股本	1135	1135	1135	1135
资本公积	10160	10160	10160	10160
未分配利润	5688	6560	7343	8346
少数股东权益	801	711	601	448
<b>股东权益合计</b>	19943	20725	21399	22248
<b>负债及权益合计</b>	36192	38943	39521	40286

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	195	985	1079	1326
折旧和摊销	897	975	1060	1144
资产减值准备	69	-26	29	33
资产处置损失	-3	-3	-2	-2
公允价值变动损失	55	1	1	2
财务费用	473	-3	-6	-11
投资损失	-300	-230	-300	-350
少数股东损益	-58	-89	-110	-153
营运资金的变动	-810	100	428	483
<b>经营活动产生现金流量</b>	1641	1622	2207	2463
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1488	-1541	-1601	-1620
<b>融资活动产生现金流量</b>	-4852	1315	-580	-991
现金净变动	-4683	1396	26	-148
现金的期初余额	13827	9997	11393	11419
现金的期末余额	9143	11393	11419	11271

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10800	13426	16006	19777
营业成本	6665	8301	10056	12623
税金及附加	276	342	330	453
销售费用	1701	1732	2131	2728
管理费用	1560	1717	2015	2095
研发费用	0	0	0	0
财务费用	262	-3	-6	-11
其他收益	28	40	50	60
投资收益	300	230	300	350
公允价值变动收益	-55	-1	-1	-2
信用减值损失	-4	-1	-1	-1
资产减值损失	-69	-45	-49	-51
资产处置收益	3	3	2	2
<b>营业利润</b>	539	1562	1780	2247
营业外收入	31	55	53	51
营业外支出	37	53	49	48
<b>利润总额</b>	533	1563	1784	2250
所得税	397	668	815	1077
净利润	137	895	969	1173
少数股东损益	-58	-89	-110	-153
<b>归属母公司净利润</b>	195	985	1079	1326
<b>EPS(元)</b>	0.17	0.87	0.95	1.17

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-15.3%	24.3%	19.2%	23.6%
营业利润增长率	-71.7%	189.8%	14.0%	26.3%
归母净利润增长率	-85.5%	405.3%	9.6%	22.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	38.3%	38.2%	37.2%	36.2%
归母净利率	1.8%	7.3%	6.7%	6.7%
ROE	1.0%	4.9%	5.2%	6.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.9%	46.8%	45.9%	44.8%
流动比率	1.62	1.52	1.53	1.56
速动比率	1.41	1.31	1.28	1.26
<b>营运能力</b>				
资产周转率	28.7%	35.7%	40.8%	49.6%
应收帐款周转率	32.19	34.25	36.53	36.05
存货周转率	3.76	4.28	4.25	4.31
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.17	0.87	0.95	1.17
每股经营现金	1.45	1.43	1.94	2.17
每股净资产	16.86	17.63	18.32	19.21
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	130.1	25.7	23.5	19.1
PB	1.3	1.3	1.2	1.2



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn