

聚焦低线城市消费升级

投资要点：

- ◇ **市场回顾：**上周食品饮料行业指数下跌 1.08%，商业贸易指数下跌 4.29%，纺织服装指数下跌 3.38%。食品饮料、商业贸易、纺织服装板块估值分别为 32.4/25.9/25.7 倍 PE。
 - ◇ **行业要闻：**【3 月份化妆品、黄金珠宝销售总额快速增长】化妆品 3 月份销售总额为 249 亿元，同比增长 22.7%；金银珠宝 3 月份销售总额为 236 亿元，同比增长 20.4%。【无印良品公布去年业绩】总收入为 3795 亿日元，同比增加 13%，净利润为 301.1 亿日元，同比增加 16.6%，创下新高。【Puma 彪马上调全年销售及盈利预期】一季度综合销售在撇除汇率影响后按年上涨 21%至大约 11.31 亿欧元，涨幅较 2017 财年四季度的 14.5%和全年的 15.9%都显著扩大。【欧莱雅集团一季度超预期】期内奢侈品业务的增幅继续由中国消费者驱动，亚太市场销售大涨 10%，由 16.714 亿欧元增至 18.385 亿欧元，同比增幅暴涨 21.1%。【商务部：一季度我国网络零售额同比增长 35.4%】
 - ◇ **上周重要公告：**多公司发布一季报，顺鑫农业，安琪酵母业绩超预期。
 - ◇ **本周核心观点：**1) 上周消费股伴随市场继续调整，食品饮料跌幅较浅，有业绩支撑的避险品种属性再次显现。2) 在市场人气整体较低迷的大环境下，建议投资者密切关注有边际改善的，聚焦三四线城市消费升级的大众消费品企业。城镇化、棚改以及消费金融的普及带动三四线城市整体消费增速显著高于一二线城市。低线城市消费回暖得到大众品企业提价验证，低线城市消费者消费能力和消费意识提升，对具备高性价比品牌与产品的需求旺盛，从供给端看，低线市场供应链和渠道资源分散，因此，供应链基础扎实，渠道下沉优势显著，产品性价比高，品牌营销深入人心的大众消费品将大概率胜出，建议关注中低端白酒、家纺、化妆品。
 - ◇ **本周重点推荐：**综合考虑短期波动，成长性和估值水平，本周重点推荐 3 只个股：1) 珀莱雅-化妆品市场回暖；2) 水星家纺-品牌意识觉醒，低线城市消费增长助力；3) 顺鑫农业-低端酒量价齐升，蓝海市场正在打开。
- 风险提示：**终端消费不振；原材料价格波动；经济下行等。

作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：高驰

S0960518030001

0755-82026810

gaochi@china-invs.cn

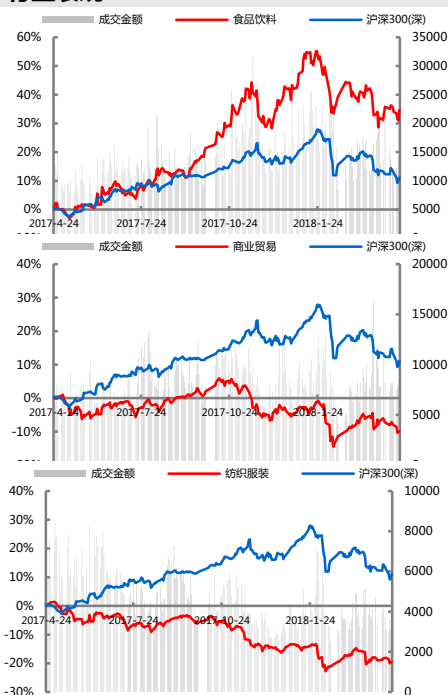
评级调整：

维持

基本资料

上市公司家数	278
总市值(亿元)	43342.07
占 A 股比例(%)	7.36%
平均市盈率(倍)	29.01

行业表现



相关报告

重点公司盈利预测表

股票代码	股票名称	16EPS	17EPS	18EPS	19EPS	16PE	17PE	18PE	19PE	投资评级
天虹股份	002419	0.44	0.53	0.65	0.78	28.63	23.40	19.28	16.13	天虹股份
跨境通	002640	0.28	0.52	0.81	1.10	63.36	34.12	21.90	16.13	跨境通
双汇发展	000895	1.33	1.31	1.53	1.70	19.46	19.76	16.92	15.22	双汇发展
中炬高新	600872	0.45	0.63	0.82	1.02	51.71	36.94	28.38	22.81	中炬高新
安井食品	603345	1.09	0.98	1.15	1.47	26.44	29.41	25.06	19.61	安井食品
贵州茅台	600519	13.31	21.56	26.63	32.72	50.36	31.09	25.17	20.48	贵州茅台
洋河股份	002304	3.87	4.38	5.40	6.43	28.94	25.57	20.74	17.42	洋河股份
青岛金王	002094	0.53	1.12	1.17	1.43	40.38	19.11	18.29	14.97	青岛金王
绝味食品	603517	1.06	1.27	1.50	1.83	37.77	31.53	26.69	21.88	绝味食品
罗莱生活	002293	0.45	0.61	0.70	0.84	31.96	23.57	20.54	17.12	罗莱生活
珀莱雅	603605	1.02	1.3	1.28	1.54	35.38	27.76	28.20	23.44	珀莱雅
水星家纺	603365	0.99	1.25	1.26	1.58	26.84	21.26	21.09	16.82	水星家纺
永辉超市	601933	0.14	0.19	0.25	0.32	64.14	47.26	35.92	28.06	永辉超市
顺鑫农业	000860	0.72	0.77	1.24	1.8	34.86	32.60	20.24	13.94	顺鑫农业
太平鸟	603877	1.02	0.97	1.37	1.75	28.45	29.92	21.18	16.58	太平鸟

资料来源：Wind，中国中投证券财富研究部，注：收盘价以4月20日收盘为准

重点公司投资要点/关键词

股票名称	股票代码	投资要点/关键词
天虹股份	002419	业态转型，稳步展店，管理层增持彰显信心
跨境通	002640	龙头优势不减，大股东增持彰显信心
双汇发展	000895	积极抢占屠宰市场份额，低温肉制品先发优势明显
中炬高新	600872	调味品高景气，产品结构优化，区域扩张，加码餐饮渠道
安井食品	603345	打破产能瓶颈，进行区域拓展，新品助力增长
贵州茅台	600519	白酒第一股，白酒行情有望延续至一季度
洋河股份	002304	蛰伏的次高端白酒，梦之蓝持续发力
青岛金王	002094	化妆品全产业链布局，深耕渠道整合
绝味食品	603517	休闲卤制品龙头，门店持续扩张，同店稳步增长
罗莱生活	002293	家纺行业景气度向上
珀莱雅	603605	化妆品市场回暖，电商快速增长
水星家纺	603365	品牌意识觉醒，低线城市消费增长助力
永辉超市	601933	新零售第一股，引领行业发展，牵手腾讯加速变革
顺鑫农业	000860	低端酒量价齐升，蓝海市场正在打开
太平鸟	603877	渠道资源优质，新零售延伸至时尚服装领域

资料来源：中国中投证券财富研究部

目 录

一、行情回顾（2017/04/16——2017/04/20）	5
1. 指数表现	5
2. 个股表现	5
二 行业重要新闻	6
1. 行业资讯速读	6
2. 重要公告点评（按时间顺序）	9
三 重点推荐公司投资要点	9
1. 珀莱雅：化妆品市场回暖，电商快速增长	9
2. 水星家纺：品牌意识觉醒，低线城市消费增长助力	10
3. 顺鑫农业：低端酒量价齐升，蓝海市场正在打开	11
四 其他推荐公司投资要点	12
1. 双汇发展：积极抢占屠宰市场份额，低温肉制品静待花开	12
2. 永辉超市：新零售第一股，牵手腾讯加速变革	12
3. 洋河股份：蛰伏的次高端白酒，梦之蓝持续发力	13
4. 贵州茅台：白酒第一股，白酒行情未完待续	13
5. 中炬高新：调味品高景气，产品渠道齐发力	14
6. 安井食品：产能逐步释放，新品助力成长	15
7. 青岛金王：化妆品全产业链布局，深耕渠道整合	15
8. 绝味食品：休闲卤制品龙头，门店扩张，同店增长	16
9. 天虹股份：业态转型、稳步展店，新零售标的	17
10. 跨境通：龙头优势不减，股东增持彰显信心	18
11. 罗莱生活：家纺行业景气回升	18
12. 太平鸟：渠道资源优质的时尚服装企业	20

表目录

表 1	上周 A 股市场指数表现.....	5
表 2	食品饮料上周个股表现.....	5
表 3	商业贸易上周个股表现.....	5
表 4	纺织服装上周个股表现.....	5
表 5	珀莱雅盈利预测表.....	10
表 6	水星家纺盈利预测表.....	11
表 7	顺鑫农业盈利预测表.....	11
表 8	双汇发展盈利预测表.....	12
表 9	永辉超市盈利预测表.....	13
表 10	洋河股份盈利预测表.....	13
表 11	贵州茅台盈利预测表.....	14
表 12	中炬高新盈利预测表.....	14
表 13	安井食品盈利预测表.....	15
表 14	青岛金王盈利预测表.....	16
表 15	绝味食品盈利预测表.....	17
表 16	天虹股份盈利预测表.....	17
表 17	跨境通盈利预测表.....	18
表 18	罗莱生活盈利预测表.....	19
表 19	太平鸟盈利预测表.....	20

一、行情回顾 (2017/04/16——2017/04/20)

1. 指数表现

上周沪深 300 下跌 1.34%、上证综指下跌 2.77%、中小板指下跌 3.11%、创业板指下跌 2.29%。食品饮料板块下跌 1.08%，申万 28 个行业中排行第 4；商业贸易板块下跌 4.29%，行业排行第 24；纺织服装板块下跌 3.38%，行业排行第 16。

表 1 上周 A 股市场指数表现

综合指数				申万消费行业指数			
指数	上周收盘	周涨幅	PE(TTM)	指数	周涨幅	排名	PE(TTM)
沪深 300	3760.85	-1.34%	12.9	食品饮料	-1.08%	4	32.4
上证综指	3071.54	-2.77%	13.9	商业贸易	-4.29%	24	25.9
中小板指	7065.41	-3.11%	30.1	纺织服装	-3.38%	16	25.7
创业板指	1782.81	-2.29%	39.5	休闲服务	-4.26%	23	40.5

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

2. 个股表现

表 2 食品饮料上周个股表现

涨幅前五		跌幅前五	
公司名称	周涨跌幅	公司名称	周涨跌幅
惠泉啤酒	11.37%	庄园牧场	-12.24%
华统股份	6.07%	兰州黄河	-10.76%
顺鑫农业	4.37%	来伊份	-9.87%
广州酒家	4.00%	华宝股份	-9.31%
洋河股份	3.63%	惠发股份	-9.06%

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

表 3 商业贸易上周个股表现

涨幅前五		跌幅前五	
公司名称	周涨跌幅	公司名称	周涨跌幅
国际医学	6.34%	爱婴室	-17.99%
南宁百货	5.14%	友好集团	-15.56%
爱施德	3.61%	宁波中百	-12.28%
国泰集团	1.07%	新华都	-11.17%
兰生股份	0.79%	博士眼镜	-11.12%

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

表 4 纺织服装上周个股表现

涨幅前五		跌幅前五	
公司名称	周涨跌幅	公司名称	周涨跌幅

哈森股份	10.82%	拉夏贝尔	-14.25%
梦洁股份	7.24%	振静股份	-13.72%
水星家纺	3.26%	欣龙控股	-12.57%
浙江富润	1.82%	万里马	-8.74%
多喜爱	0.69%	美尔雅	-8.52%

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

二、行业重要新闻

1. 行业资讯速读

■ 【零售】3月份化妆品、黄金珠宝销售总额快速增长(来源：联商网 2018/04/17)

4月17日，国家统计局发布最新零售数据：2018年3月份，社会消费品零售总额29194亿元，同比名义增长10.1%（扣除价格因素实际增长8.6%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中化妆品3月份销售总额为249亿元，同比增长22.7%；金银珠宝3月份销售总额为236亿元，同比增长20.4%。

2018年1-3月份，社会消费品零售总额90275亿元，同比增长9.8%。1-3月份化妆品销售总额为669亿元，同比增长16.1%。1-3月份金银珠宝销售总额为747亿元，同比增长7.9%。

■ 【零售】无印良品公布去年业绩，健康美妆品受中国市场欢迎(来源：好奇心日报 2018/04/16)

无印良品母公司良品计画公布去年(2017年3月-2018年2月)的财报。随着无印良品的海外扩张，它总收入和净利润都达到了新高。总收入为3795亿日元，同比增加13%。净利润为301.1亿日元，同比增加16.6%。这是它连续四年利润增加了。

其中，无印良品在日本市场收入为2347亿日元，增加了8%，基本是在没有扩张门店的情况下获得的——同店销售(开业一年以上店铺销售额变化)增加了6.8%。从同店销售来看，去年是5年以来成绩最好的一年。在日本市场，无印良品的男装和健康美妆品增长比较快。

中国市场收入为689亿日元，增加了25.4%——大部分是新店贡献的业绩。而同店销售仅增加4.6%，跟2016年同店(4.7%)差不多水平。一个值得参考的数值是，2015年无印良品在中国市场的同店销售额增长了20%。

松崎晓表示无印良品的健康美妆品(尤其是主打优质原料的产品线)在中国卖得很好，贡献了四分之一的销售额。而在日本市场美妆占总销售额的16%。除了健康美妆品，良品计画未公布中国市场具体的销售额构成。大概跟健康美妆品卖得好有关，松崎晓曾宣布到2019年年底在中国新开4~5家旗舰店(面积在3000平米左右)，新增面积将用于陈列健康美容产品。

去年无印良品在中国开了 29 家店 跟 2016-2017 年增开 40 家比放慢了不少。不过中国依然是无印良品开店扩张最快的地区。2018-2019 财年，他们计划新开 35 家门店。

【服装】Puma 彪马上调全年销售及盈利预期（来源：无时尚中文网 2018/04/16）

Puma SE (PUMG.DE) 彪马在看到一季度销售及盈利增长双双加速后，上调了全年业绩预期，刺激盘中股价急升最多 6.6% 至 437 欧元，再创历史新高。

该全球第三大体育用品制造商在年度股东大会前披露一季度初步数据，称综合销售在撇除汇率影响后按年上涨 21% 至大约 11.31 亿欧元，涨幅较 2017 财年四季度的 14.5% 和全年的 15.9% 都显著扩大。EBIT 从去年同期的 7,000 万欧元增加至约 1.12 亿欧元。

集团现在预计全年销售在撇除汇率影响后会有 10%-12% 的增长，此前预期为 10%，EBIT 指引也从 3.05-3.25 亿欧元调高到 3.10-3.30 亿欧元。管理层解释业绩预期只轻微上调的原因在于近期出现了几项不稳定因素，包括汇率的不利浮动以及中美政治和贸易环境的不确定性。

经过过去 5 年从品牌热度、产品、分销、架构和女性营销方面着手而重上高速增长轨道的 Puma SE 彪马在上月提出 2022 年中期目标，计划通过重新加入篮球市场并深入推进美国和中国市场，每年保持 10% 的固定汇率计收入增长，并把 EBIT 利润率从 2017 年的 5.6% 在 2022 年提高至 10%。

【化妆品】欧莱雅集团一季度超预期 依旧依靠奢侈品类别（来源：无时尚中文网 2018/04/16）

法国美容巨头 L'Oréal SA (OR.PA) 欧莱雅集团继续依赖奢侈品类别强劲表现，交付超预期一季度业绩。

受益于奢侈品类别 14.0% 的可比增幅，1-3 月，欧莱雅集团销售录得 6.8% 的可比增幅，好于市场预期的 5.6%，不过实际销售因不利汇率下跌 1.0%，由 68.478 亿欧元跌至 67.786 亿欧元，市场预期 67.5 亿欧元。固定汇率计算，一季度集团收入增幅 7.4%，其中出售 The Body Shop 业务有 0.6% 的影响。

期内奢侈品业务的增幅亦继续由中国消费者驱动，2018 财年首季，法国集团亚太市场销售大涨 10.0%，由 16.714 亿欧元增至 18.385 亿欧元，可比增幅更是暴涨 21.1%。

集团首席执行官 Jean-Paul Agon 对一季度业绩表示满意，他称首季欧元对美元较上年同期增长了 17%，因此为报告业绩带来不利影响，但表示对大众消费品部门的加速增长有信心，而奢侈品类别在中国的增长没有放缓迹象。

欧莱雅同时披露，首季在线业务增速达 33.8%，占比 8.8%。

【零售】商务部：一季度我国网络零售额同比增长 35.4%（来源：联商网 2018/04/20）

4月19日，商务部发布的数据显示，今年一季度我国网络零售额达到19318亿元，同比增长35.4%。

从地区结构看，一季度东、中、西和东北地区网上零售额分别为15418.8亿元、1689.2亿元、1631.9亿元和321.7亿元，同比分别增长30.9%、39.8%、39.7%和25.3%。

从品类结构看，一季度服装鞋帽、家用电器、通讯器材网上零售规模位居前三，交易额分别为4160.4亿元、2447.8亿元和1139.5亿元，同比分别增长32.2%、31.8%和14.4%。

全国农产品网上零售额为452.7亿元，同比增长38.8%。其中水果、坚果和茶叶的网上零售额分别为109.9亿元、95.4亿元和80.1亿元，同比分别增长30.1%、46.1%和35.2%。

一季度我国网络零售市场主要呈现以下特点：

一是消费提质升级趋势明显

商务大数据监测显示，文化、健康、旅游消费增长迅速，图书音像、文化办公用品和中西药品销售额增速均超过50%，反映市场消费需求加快转变，文化内涵、消费体验成为影响消费者选择的重要因素。

二是农村网络零售增长较快

商务大数据监测显示，2018年一季度全国农村网上零售额为2878.2亿元，同比增长34.7%，占全国网上零售额的14.9%。其中，实物商品网上零售额为2252.3亿元，同比增长32.2%；非实物商品网上零售额为625.9亿元，同比增长38.9%。分地区看，东部、中部、西部和东北农村网上零售额分别为2079.4亿元、413.5亿元、311.5亿元和73.9亿元，同比增长32.5%、40%、43.9%和31.8%，占该地区网上零售额的比重分别为13.5%、24.5%、19.1%和23%。

三是二手电商助推绿色发展

一季度二手电商增长迅速，线上线下互动的闲置物品交易活跃，帮助社会闲散资源的供求对接，有力推动了绿色循环发展。

四是社交电商培育市场增量

一季度社交电商通过社交平台“熟人”传播和“拼团”优惠等模式，吸引了大量中西部、农村地区消费者和中老年消费者“触网”，使更多消费者享受到网购的便利。

2. 重要公告点评（按时间顺序）

■ 【季报】顺鑫农业（000860）

公告内容：4月14日，公司预告一季度盈利同比增长50-100%。

点评：超预期。我们判断主要来自2017年底3%左右的提价刺激，同时低端白酒继续迎来20%左右的放量增长，经过多年坚持，公司在低端市场开始迎来市场份额提升的拐点。

■ 【年报】富安娜（002327）

公告内容：4月20日，公司发布年报：2017年收入26.16亿元，同比增长13.2%；归母净利润4.93亿元，同比增长12.4%；对应每股盈利0.57元。公司同时公布1Q18业绩：收入5.52亿元，同比增长28%；归母净利润9,686万元，同比增长22.1%，增长势头延续。

点评：业绩略超预期，因公司线上业务维持高增长且期内取得高新技术企业认证，获所得税税率优惠。

■ 【季报】永辉超市（601933）

公告内容：4月20日，公司发布一季报：营业收入187.7亿元，同比增长23.0%；归属母公司净利润7.48亿元，同比增长0.56%（主因云创新业务培育期亏损及股权激励当期计提摊销费用增加所致，剔除后预计净利润增35%），对应每股盈利0.08元。

点评：基本符合预期，看好永辉核心竞争优势及中长期成长为大市值超市龙头的潜质。

■ 【季报】安琪酵母（600298）

公告内容：4月20日，公司发布一季报：营业收入16.3亿元，同比增长14.9%；归属母公司净利润2.77亿元，同比增长30.2%，对应每股盈利0.34元。

点评：超预期。公司在去年1Q利润增长高基数下，今年依然实现了30%以上业绩增长。

三、重点推荐公司投资要点

1. 珀莱雅：化妆品市场回暖，电商快速增长

- **化妆品市场回暖。**2017年限额以上化妆品零售额全年同比增长13%，其中有9个月同比增速超过10%，最高的11月同比增速达21.4%。今年3

月化妆品零售额同比增长 22.7%，年轻群体以及中产群体对美妆产品的需求进入到快速释放阶段。

- **渠道优势显著，电商发展迅猛。**公司销售渠道以分销为主，直营为辅，16 年分销渠道收入占比 88%，分销渠道又主要分为经销商合作，连锁商超和大型 B2C 平台，目前公司与 400 余家经销商建立合作关系，旗下主品牌“珀莱雅”覆盖销售终端 1.3 万家。近年来渠道发展的趋势呈现经销商数量逐步精简，跟经销商的合作收入占比逐步下降，从 2014 年的 88% 下降到 2017 年上半年的 71%，另一方面，公司与京东、聚美优品等大型 B2C 网站合作产生的销售额迅速增长。公司的直营渠道主要是在各大电商网站上的官方旗舰店，以及小分子品牌的线下品牌专营店，直营业收入的占比也呈现向上的趋势，主要是由电商收入增长带来的。
- **业绩稳健增长。**2017 年公司实现营收 17.83 亿元，同增 9.83%，归母净利润 2.01 亿元，同增 30.70%，扣非业绩增长 38.7%，增速大幅超过公司此前三季报中预计的 16%-26% 的区间。
- **风险提示：**终端销售低迷；新品牌运营风险。

表 5 珀莱雅盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	1623	1783	2061	2363
收入同比（%）	-1.33	9.83	15.59	14.64
归属母公司净利润	154	201	256	308
净利润同比（%）	6.87	30.70	27.47	20.19
每股收益（元）	1.02	1.30	1.28	1.54
估值（PE）	35.38	27.76	28.20	23.44

资料来源：WIND，中国中投证券财富研究部

2. 水星家纺：品牌意识觉醒，低线城市消费增长助力

- **业绩稳步提升。**公司 2017 年营收 24.62 亿元，同比增长 24.53%，归母净利润 2.57 亿元，同增 30.17%。业绩增长高于营收增速主要源于毛利率水平的持续改善，以及良好的费用管控能力，带动净利率水平持续提升，从 2013 年的 6.8% 提升至 2017 年的 10.5%。
- **品牌意识觉醒带动行业回暖。**2017 年规模以上家纺企业营收增速恢复到双位数，行业经历数年调整，消化过剩库存，门店结构大幅改善，进入到补库存和正常开店新周期。消费代际更迭带来消费能力和消费观念变化，80/90 后对品牌和品质的要求高于父母辈，提升了市场容量和周转频次，替换需求取代乔迁需求成为长期持续推动行业增长的最重要动力。
- **三四线城市的消费增长带来的大众消费品投资机会，在这一轮家纺消费复苏中三四线城市需求的提升起到了重要作用，相对于同行业公司，公司是**

显著受益于低线城市消费崛起的标的，多年深耕三四线城市渠道先发优势明显。2004 年开始聘请刘嘉玲作为形象代言人，2016 年公司又聘请了吴亦凡，进一步推动了品牌的年轻化时尚化升级，高品牌知名度叠加高性价比产品，充分契合三四线城市市场需求。

- 风险提示：三四线城市消费不达预期、电商增速放缓。

表 6 水星家纺盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	1977	2462	3047	3680
收入同比 (%)	6.80	24.53	23.77	20.78
归属母公司净利润	198	257	336	422
净利润同比 (%)	46.68	30.17	30.58	25.66
每股收益 (元)	0.99	1.25	1.26	1.58
估值 (PE)	26.84	21.26	21.09	16.82

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

3. 顺鑫农业：低端酒量价齐升，蓝海市场正在打开

- **牛栏山品牌在低端 15~30 元光瓶酒市场快速放量，目前占有低端 800 万吨市场的 5%左右，蓝海市场正在打开。**竞争对手逐步高端化，缺乏在低端的品牌投入和产品酒体创新，牛栏山超强的产品性价比能够不断获取竞争对手的份额，代表性竞争对手泸州老窖二曲也在丢失市场份额，无法对抗牛栏山的品牌力和产品力，公司的渠道投入较小，基本依赖产品和品牌自身的竞争力，低成本固液法高品质的模式具备差异化竞争力。
- **低端酒迎来持续消费升级，光瓶酒继续向 15~50 元价位升级的空间更大，盈利弹性更大。**公司 2018 年的预计销量达到 52.2 万吨，成为低端市场的绝对销量和营收龙头，固液法产能不断在全国布局，颠覆了传统的单一产地模式，竞争壁垒不断提升。
- 在建筑资产剥离的基础上，房地产业务有望继续剥离，海南的房地产项目受益海南自贸区政策，有利于房地产业务加快剥离。
- 风险提示：原材料成本波动。

表 7 顺鑫农业盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	11197	11734	11370	12583
收入同比 (%)	16.18	4.79	-3.10	10.67
归属母公司净利润	413	438	706	1029
净利润同比 (%)	9.65	6.25	61.19	45.75
每股收益 (元)	0.72	0.77	1.24	1.80
估值 (PE)	34.86	32.60	20.24	13.94

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

四、其他推荐公司投资要点

1. 双汇发展：积极抢占屠宰市场份额，低温肉制品静待花开

- **屠宰行业集中度提升是必然趋势，行业龙头规模优势是重要竞争力。**国内屠宰格局分散，定点屠宰 CR4 不超过 15%。食品安全管理趋严以及中小企业自然淘汰构成未来行业整合核心驱动力。公司 2017 年三季度屠宰量同比增长 37.5%，受益于国内猪价下行，公司积极抢占份额。
- **下游低温肉制品基础扎实，静待行业爆发。**肉制品业务虽然增长温和，但是产品结构不断优化，公司坚持巩固高温制品优势地位，积极拓展低温市场的策略。随着生鲜超市不断渗透，新型零售业态不断加强消费者对低温肉制品认识，培育新世代消费习惯，低温肉制品行业有望迎来爆发。公司引入 Smithfield 美式产品，业务格局处于行业领先地位。
- **风险提示：**猪肉价格波动；低温肉制品市场增长不及预期。

表 8 双汇发展盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	51845	52333	55156	59021
收入同比 (%)	15.99	0.94	5.39	7.01
归属母公司净利润	4405	4601	5062	5615
净利润同比 (%)	3.51	4.45	10.02	10.93
每股收益 (元)	1.33	1.31	1.53	1.70
估值 (PE)	19.46	19.76	16.92	15.22

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

2. 永辉超市：新零售第一股，牵手腾讯加速变革

- **全国布局的生鲜超市龙头，高速成长。**2017 年前三季度公司实现营业收入 433 亿元，同比增长 17%，实现归母净利润 13.92 亿元，同比增长 70.74%。截至三季度末公司拥有超市 526 家，超级物种 9 家，生活店 102 家；其中三季度新开超市 33 家，超级物种 4 家，生活店 51 家，展店速度超预期，规模效应显著。
- **生鲜产品优势明显，新业态孵化引领行业发展。**公司在发展之初便立足生鲜产品，差异化优势显著领先竞争对手，目前生鲜直采比率超 60%。旗下永辉云创孵化新型零售业态，推出超级物种“超市+餐饮”模式，汇聚人气；永辉生活深入社区，满足小范围内居民的基本生活需求，扩张迅速。
- **承上启下，牵手腾讯，入股红旗连锁，后续协同效应可期。**腾讯拟受让 5% 公司股权，借力巨头流量入口和科技优势，推进公司新业态发展。另外公司拟受让红旗连锁 12% 股权，红旗连锁业态为社区便利店，与永辉门店形

成差异化互补，对未来永辉云创新业态拓展形成支撑。双方在四川地区的供应链和物流资源强强联合，更好地支撑未来云贵川渝地区规模扩张。

- 风险提示：新业态拓展不及预期；展店速度不及预期。

表 9 永辉超市盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	49232	58812	71290	86348
收入同比（%）	16.82	19.46	21.22	21.12
归属母公司净利润	1242	1865	2412	3109
净利润同比（%）	105.18	50.13	29.34	28.92
每股收益（元）	0.14	0.19	0.25	0.32
估值（PE）	64.14	47.26	35.92	28.06

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

3. 洋河股份：蛰伏的次高端白酒，梦之蓝持续发力

- 前三季度实现收入 168.78 亿元，同增 15.08%，归母净利润 55.82 亿元，同增 15.34%，预计全年利润增长 10%-20%。
- **一线白酒持续涨价凸显次高端白酒性价比，消费升级趋势下梦之蓝成为核心动力。**受益名酒提价，自身品牌持续打造，梦之蓝省内外保持高成长，梦之蓝上半年增速超 40%，下半年增速超 70%，增速高于海天系列，预计全年梦之蓝收入占比将上升至 27%，成为推动公司增长的主要动力。
- **省内去库存提价增强渠道动力，大力拓展省外市场。**在前期清理库存基础上，公司 2017 年下半年两次提价，并在节假日返利补贴渠道利润，改变原来经销商利润太薄动销困难的局面，推动省内市场健康发展。省外方面，2017 年公司预计新增新江苏市场 60 个达到 455 个，增幅超 15%，省外核心市场增速在 20%以上。
- 风险提示：食品安全风险等。

表 10 洋河股份盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	17183	19912	23320	27038
收入同比（%）	7.04	15.88	17.11	15.94
归属母公司净利润	5827	6789	8141	9695
净利润同比（%）	8.61	16.50	19.91	19.10
每股收益（元）	3.87	4.38	5.40	6.43
估值（PE）	28.94	25.57	20.74	17.42

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

4. 贵州茅台：白酒第一股，白酒行情未完待续

- **2017 年业绩兑现高于预期。**预计 2017 年茅台酒贡献收入 520 亿元左右，系列酒贡献 55 亿元左右，全年利息收入 25 亿元，营业总收入超 600 亿元，同比增长 50%左右；预计利润总额同比增长 58%左右。
- **产品提价幅度符合预期，时点超预期。**市场预期茅台在春节前后涨价，预期涨幅在 100-200 元区间。提价时点提前自 2018 年起，飞天茅台涨至 969 元，终端价格提升至 1499 元。预计公司会加大发货和电商投放，降低价格提升带来的影响，减小渠道囤货压力。
- **量价齐升逻辑延续至 2018 年。**预计 2018 年飞天茅台发货量在 3.1 万吨到 3.3 万吨，稳中有升（10%），叠加 18%提价幅度，费用率稳中有降，大概率实现 20%-30%业绩增速
- 风险提示：销售不及预期；食品安全风险。

表 11 贵州茅台盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	40155	57852	74195	89528
收入同比（%）	20.06	44.07	28.25	20.67
归属母公司净利润	16718	25337	33457	41097
净利润同比（%）	7.84	51.55	32.05	22.84
每股收益（元）	13.31	21.56	26.63	32.72
估值（PE）	50.36	31.09	25.17	20.48

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

5. 中炬高新：调味品高景气，产品渠道齐发力

- **核心业务高速增长，毛利率提升。**美味鲜公司 Q3 单季度营业收入 9 亿元，同比增长 23.29%，净利润 1.53 亿元，同比增长 55.23%。产品提价和阳西产能释放带来前三季度毛利率提升至 39.87%。
- **调味品受益于消费升级和品牌集中度提升。**餐饮行业收入恢复双位数增长推动调味品复苏，2016 年我国酱油 CR5=28%，远低于日本的 59%，公司位列行业次席，品牌和渠道优势显著，产品结构持续改善，市占率有望逐步提升。
- **产品结构改善，餐饮渠道发力。**公司积极布局蚝油等其他品类调味品，有望打开川渝地区市场，阳西产能投产将新增 20 万吨蚝油产能。公司目前经销商 700 多家，预计未来三年新增 300 家，除了进行区域拓展，还将发力餐饮渠道，力争餐饮渠道占比由目前的 20%提升至 40%。
- 风险提示：原材料价格波动；食品安全风险。

表 12 中炬高新盈利预测表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
--------	------	-------	-------	-------

营业收入	3158	3759	4436	5214
收入同比 (%)	14.48	19.02	18.03	17.53
归属母公司净利润	362	505	652	816
净利润同比 (%)	46.55	39.47	28.98	25.24
每股收益 (元)	0.45	0.63	0.82	1.02
估值 (PE)	51.71	36.94	28.38	22.81

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

6. 安井食品：产能逐步释放，新品助力成长

- 行业高增长，市场自沿海向内陆拓展，龙头受益。**我国速冻制品行业规模约 800 亿元，行业保持两位数增长，由于为饮食习惯差异，华东是速冻鱼糜制品消费核心区域，以复制性强、消费者教育成本低的火锅作为载体，内陆地区成为速冻鱼糜类火锅制品重要拓展区域，公司作为龙头将直接受益于行业发展红利。
- 产能扩充打破瓶颈，新品助力成长。**冷冻食品对仓储物流要求高，公司布局全国产能，目前在福建、辽宁、江苏、四川、湖北共有 6 个生产基地，泰州二期产能逐步释放，2017 年新增产能 5 万吨（18%）。公司不断加大研发投入，新品陆续上市有效带动销售规模扩大，进军小龙虾千亿市场，明年开始贴牌和委托加工，借助上游采购优势（与湖北水加工企业长期合作），有望挖掘营收增长新动能。
- 渠道基础扎实，费用率稳步下降。**公司经销模式、商超、特通客户收入占比约为 80%、17%、3%，合作经销商及大型商超 600 多个，包括沃尔玛、永辉、大润发、苏果等大型连锁超市以及海底捞等知名特通餐饮客户，营销网络健全健康有利于新品推进，规模效应逐渐显现，2017 年前三季度期间费用率同比下降 0.5%，预计未来将稳步下降。
- 风险提示：**市场拓展不及预期；产能扩充不及预期；新品开发不及预期。

表 13 安井食品盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	2997	3480	4095	4938
收入同比 (%)	17	16	18	21
归属母公司净利润	177	199	248	317
净利润同比 (%)	38	12	25	28
每股收益 (元)	1.09	0.98	1.15	1.47
估值 (PE)	26.44	29.41	25.06	19.61

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

7. 青岛金王：化妆品全产业链布局，深耕渠道整合

- 业绩高速增长。2017 前三季度公司实现营业收入 32.38 亿元，同比增长 97.82%，实现归母净利润 3.82 亿元，同比增长 232.46%，剔除杭州悠可一次性收益后归母净利润 1.56 亿元，同比增长 40.34%。
- **推进自有品牌建设**，公司形成了由自主品牌“蓝秀”、“LC”（广州韩亚旗下），植萃集（广州栋方研发、上海月泮代理）以及“肌养晶”“美津植秀”（上海月泮代理）构成的品牌矩阵，拥有国内领先产品开发和品牌运营能力，借助公司下属渠道资源推进品牌发展。
- **线上线下渠道同步发展，电商代运营业务借势国际品牌影响力，直营业务背靠屈臣氏等优质连锁资源**。公司 5 月份收购杭州悠可剩余股权形成 100% 控股，杭州悠可深耕海外中高端化妆品（如雅诗兰黛）运营，多平台布局，盈利能力强，2016 年实现净利润 7405 万元，同比增长 100%；公司通过上海月泮布局连锁专柜渠道，目前在屈臣氏等渠道拥有超过 700 个专柜遍布全国 30 个省市，从品牌总代理直接到终端消费者跳过层层加价，上海月泮毛利率超 80%。
- **整合经销商资源，打破区域壁垒发挥规模效应**。我国化妆品经销商市场格局分散，电商冲击下经营压力加剧，资源整合是大势所趋。公司成立产业链管理公司，目前已经收购全国 30 家经销商，嫁接公司品牌资源实现协同效应，发挥规模优势提升对零售端议价能力，未来将持续推进经销商资源整合。
- 风险提示：终端零售低迷；产业整合协同不及预期；经销商整合进度不及预期。

表 14 青岛金王盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	2371	5203	7351	9941
收入同比（%）	61%	119%	41%	35%
归属母公司净利润	185	552	511	636
净利润同比（%）	105%	198%	-7%	24%
每股收益（元）	0.47	1.12	1.30	1.62
估值（PE）	40.38	19.11	18.29	14.97

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

8. 绝味食品：休闲卤制品龙头，门店扩张，同店增长

- **休闲卤制品行业增速快，集中度具备提升空间**。2015 年我国休闲卤制品行业销售额达到 520 亿元，预计未来五年将保持 18.8% 的高复合增速。目前行业 CR4 仅 20%，以绝味食品为代表的全国性品牌连锁企业有望加速抢占无品牌的区域小作坊份额，实现集中度提升。

- **绝味以加盟为主导覆盖全国，视管理为核心竞争力。**绝味食品作为行业龙头，销售规模与门店数量远超对手，通过加盟为主导的商业模式实现低成本快速扩张，目前已初步全国化。预计 2017 年底公司门店数量可到 9000 家。食品及其他消费品行业中加盟店数量近万家的企业寥寥无几，公司视管理能力为核心，不断提升信息化水平与加盟商管理经验，我们认为具备门店管理的核心竞争力。
- **开店为主要增长点，单店收入有望提升。**单店收入上公司可通过提价、提升 MAP 产品占比、产品品类创新、以及店面升级缩小与周黑鸭差距。
- **风险提示：**原材料价格波动；开店速度低于预期；食品安全风险。

表 15 绝味食品盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	3274	3899	4601	5362
收入同比 (%)	12.08	19.07	18.01	16.55
归属母公司净利润	380	496	617	751
净利润同比 (%)	26.42	30.53	24.24	21.76
每股收益 (元)	1.06	1.27	1.5	1.83
估值 (PE)	37.77	31.53	26.69	21.88

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

9. 天虹股份：业态转型、稳步展店，新零售标的

- **百货门店改造，超市独立运营，推进渠道升级和供应链升级。**提高百货体验式业态占比，推动门店进行数字化改造，引入自助收银、手机 app 自助买单，大力发展天虹到家配送业务，实现线上线下协同发展，已成功培育 Cool+、U+、Discovery 等转型百货店，推出全新 sp@ce 超市，加大全球直采、生鲜直采比重。
- **稳步推进门店建设。**截至 2017 年 3 季度末，公司在 7 省 21 城拥有综合百货 66 家，购物中心 7 家，便利店 164 家。2017 年前三季度新开购物中心 3 家、便利店 16 家。购物中心可比同店上半年利润总额增长 87%，推进特色街区打造，将零售、娱乐、体验、培训、餐饮合为一体。便利店主要分布于广东和厦门，将继续完善独有供应链，大力拓展速食商品和生活服务内容，优化标准化商品。
- **业绩增长确定性高，同店利润稳步提升。**2017 年前三季度公司实现营业收入 129.39 亿元，同比增长 4.71%，实现归母净利润 4.92 亿元，同比增长 35.4%。其中超市收入稳步提升，自营比重提高带来整体毛利率提升 0.94 个 PCT，上半年可比同店利润总额增长 14%，复苏态势明显。
- **风险提示：**消费持续低迷；展店速度不及预期；业态转型效果不及预期。

表 16 天虹股份盈利预测表

请务必阅读正文之后的免责条款部分

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	17273	18218	19410	20564
收入同比 (%)	-1	5	7	6
归属母公司净利润	524	641	778	930
净利润同比 (%)	-57	22	21%	20
每股收益 (元)	0.44	0.53	0.65	0.78
估值 (PE)	28.63	23.40	19.28	16.13

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

10. 跨境通：龙头优势不减，股东增持彰显信心

- 跨境出口仍将处于高速发展期。**中国跨境电商交易规模由 2011 年的 1.7 万亿迅速增长至 2016 年的 6.3 万亿，近四年 CAGR33%。其中跨境出口近四年 CAGR 为 29%，规模达到 5.2 万亿。公司立足出口 B2C 业务，自营平台高速扩张，龙头先发优势明显，马太效应显著。
- 公司核心竞争力在于强大的数据挖掘能力、规模优势和品牌化优势。**公司拥有近千人的技术团队，在大数据算法以及应用研究方面优势明显，实现有效挖掘客户需求和精准营销。目前在线 SKU 数近 40 万，服务全球 7800 万买家，日发包裹数超 30 万个，规模优势有效降低了物流成本和采购成本，是国内品牌首选合作伙伴。自营电子类平台 Gearbest 全球排名 300 名附近，有较强的自赋流量。
- 构建跨境电商综合生态圈，夯实龙头地位。**公司目前形成了以跨境 B2C 为主（环球易购出口业务以及前海帕拓逊，业务占比 95%），跨境进口 B2C 为辅（五洲会，拟收购优壹电商），出口 B2B（Chinabrands）、电商综合服务（跨境翼等）综合发展的战略格局。未来将推进移动化，大力推广手机终端 App；落实本土化：重点推出自营平台小语种网站，促进仓储物流、售后服务等充分本地化；实现品牌化：推进自营网站渠道品牌化，推进自主研发产品品牌建设。
- 风险提示：库存积压风险；跨境电商政策变动风险。**

表 17 跨境通盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	8537	15068	22078	29163
收入同比 (%)	116	77	47	32
归属母公司净利润	394	741	1162	1574
净利润同比 (%)	134	88	57	35
每股收益 (元)	0.28	0.52	0.81	1.10
估值 (PE)	63.36	34.12	21.90	16.13

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

11. 罗莱生活：家纺行业景气回升

- 公司 2017 年实现营收 46.63 亿元，实现归母净利润 4.29 亿元，同比增长分别为 47.94%和 35.25%，其中 Q4 单季度收入增长 48.5%，主要受益于电商业务高速增长以及报告期内公司并购莱克星顿家居的影响，预计全年主业收入增长约 23%，电商业务全年达到 10 亿元左右，同比增长 40%，莱克星顿并表贡献 7-8 亿元收入。
- 罗莱生活是中高端家纺龙头，拥有罗莱、廊湾、乐优家三大事业部，覆盖中高端、高端和中低端不同定位的客群，其中主品牌罗莱收入占比接近七成。渠道以线下加盟为主，16 年线下加盟、线下直营、电商分别占比 58%、18%、24%，目前店铺总数约 2700 家（其中主品牌 1700 家）。公司行业地位突出，市占率 2.2%，连续多年稳居家纺行业第一名，线上以乐优家品牌为主、连续六年获得双十一销售冠军。
- **家纺行业整体景气度的回升。**2016 年底开始，家纺行业整体复苏趋势明显，截止 2017 年三季度，家纺行业营业总收入同比增长 32.66%，归母净利润同比增长 16.13%。主要是因为线上电商发力、龙头企业渠道下沉抢占三四线市场。家纺在纺织服装消费领域中标品属性最明显，功能性需求突出，备货压力小，并且类似于家居行业，直接受益于后房地产周期。
- **市场空间广阔，行业集中度有望提升，龙头率先受益。**目前行业的消费基数红利仍在，置业购买的需求以及婚庆需求、二胎政策影响等将带来行业扩容的机会。家纺市场长期处于市场极为分散的状态，因为消费的区域性强，各个地区长期有各自的强势品牌，此外市场还存在大量的地区杂牌，消费者的品牌意识较薄弱，但是随着消费代际的更迭，以及电商的大力发展，家纺消费的品牌意识觉醒，品牌的跨区域发展成为趋势，体现为家纺电商业务的快速发展，以及龙头企业不断的跨区域展店。
- **公司供应链基础扎实，运营经验丰富，大家纺小家居的战略逐步落地。**除了传统的床上用品，公司将品类拓展至消费频次更高的毛巾和客单价更高的家居品类，包括陆续并入日本高端毛巾品牌内野中国 60%股权、美国高档家具公司莱克星顿 100%股权，打造覆盖消费者日常生活需求的全品类模式
- **近期催化剂：**随着新零售趋势不断深化，阿里投资居然之家的经验表明，家纺也是一个潜在的整合对象。
- **风险提示：**并购整合不及预期；终端消费不及预期。

表 18 罗莱生活盈利预测表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	3152	4663	5379	6203
收入同比（%）	8.11	47.94	15.34	15.32
归属母公司净利润	317	429	521	625
净利润同比（%）	-22.63	35.25	21.50	19.92
每股收益（元）	0.45	0.61	0.70	0.84

请务必阅读正文之后的免责条款部分

估值 (PE)	31.96	23.57	20.54	17.12
---------	-------	-------	-------	-------

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

12. 太平鸟：渠道资源优质的时尚服装企业

- 业绩稳健增长，存货计提后转入良性发展。2017 年公司预计实现营业收入 73 亿元，同比增长 15.4%，实现归母净利润 4.73 亿元，同比增长 10.73%。上半年处理 15 年末积压存货导致资产减值大幅提升，下半年公司周转进入良性阶段。2018 年预计同店增长与加速展店将共同驱动业绩，副牌乐町、童装 MP 与女装 MH 将贡献重要增量。
- 战略合作阿里，新零售背景下获得平台优质资源支持。公司与阿里战略合作提出 2020 年实现线上线下零售额均突破百亿的计划，受邀参与纽约时装周。公司在供应链的长期积累弥补线上巨头短板，品牌力和渠道力优势明显。
- 布局时尚家居，丰富品牌生态。公司拟收购太平鸟巢 51% 股权，将时尚家居业务纳入上市公司层面。国外主流时尚品牌 ZARA、H&M 纷纷拓展家居产品业务，当前家居市场格局分散，公司此时布局有望抢占先机，有效延伸原有服饰业务的客户与渠道资源。
- 风险提示：终端零售疲软、库存风险。

表 19 太平鸟盈利预测表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6320	7189	8316	9568
收入同比 (%)	7.06	13.75	15.67	15.06
归属母公司净利润	428	466	660	844
净利润同比 (%)	-20.22	9.08	41.47	27.87
每股收益 (元)	1.02	0.97	1.37	1.75
估值 (PE)	28.45	29.92	21.18	16.58

资料来源：WIND, 中国中投证券财富研究部

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张轺,中国中投证券财富研究部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

高驰,中投证券行业研究助理,香港城市大学应用经济学硕士,中山大学岭南学院金融学学士

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434