

苏宁云商 (002024)

证券研究报告

2017年08月31日

线下盈利恢复+线上规模效应凸显致 1H17 归母净利+341%，经营改善进入稳健上升期！

营收同比增长 21.87%，归母净利同比增长 340.53%。公司披露半年报，1H17 营收 837.46 亿，yoy+21.87% (Q1、Q2 分别为 374 亿，yoy+17.38%、464 亿，yoy+25.76%)，其中大陆地区营收同比增长 23.12%；整体 GMV (含税，包括线上线下自营及开放平台以及售后服务) 为 1046.24 亿，同比增长 22.26% (Q1、Q2 分别为 473.8 亿，yoy+19.14%、572.44 亿，yoy+24.96%)。线上平台商品交易规模为 500.39 亿，同比增长 52.75% (Q1、Q2 分别为 219.13 亿，yoy+55.18%、281.26 亿，yoy+50.92%)，线下交易规模为 545.85 亿，同比增长 3.34%(Q1、Q2 分别为 254.67 亿，yoy-0.7%、291.18 亿，yoy+7.15%)。归母净利 2.91 亿，同比增长 340.53% (Q1、Q2 分别为 0.78 亿，yoy+126.43%、2.13 亿，yoy+21.9%)。扣非后归母净利-1.96 亿，同比增长 71.58% (Q1、Q2 分别为-0.78 亿，yoy+76.64%、-1.18 亿，yoy+66.85%)。EPS 为 0.03 元/股。

毛利率减少 0.53 个百分点，费用率减少 1.52 个百分点，净利率增加 0.53 个百分点。1H17 公司综合毛利率为 14.16%，同比减少 0.53 个百分点，主要系报告期内线上销售占比由同期 31.88%提升至 42.22%，商品整体毛利率水平略有下降，同时金融、物流增值服务增加，一定程度上对综合毛利形成改善。1H17 费用率为 14.05%，同比减少 1.52 个百分点。其中销售费用率为 10.93%，同比减少 1.33 个百分点；管理费用率为 2.87%，同比减少 0.23 个百分点；销售费用率和管理费用率较去年同期合计下降 1.56 个百分点，主要因：①加强经营绩效导向，提高人效水平，致使人员费用同比下降 0.49%；②优化店面结构，调整关闭社区店的同时加快开设云店、苏宁易购直营店，积极推进门店经营面积调整，租赁费用相对稳定。随着可比店面收入的提升，租赁费用同比下降 0.74%；③销售收入的提升带来资产运营效率的提升，致使其他费用同比下降 0.32%；④继续关闭低效门店，并加强门店费用的管控，装潢费和水电费分别下降 0.15%和 0.14%。财务费用率为 0.25%，同比增加 0.04 个百分点，主要因销售增长带来支付手续费增加所致。净利率同比增加 0.53 个百分点至 0.26%。

上调盈利预测，维持买入评级。作为 A 股零售龙头，公司互联网零售转型深入，零售+物流+金融三大板块核心能力进一步凸显。公司持续践行规模化发展的模式，在收入较快增长，盈利凸显的良性发展轨道上稳步前行。1H17 盈利结构按照规划方向稳步向前：线下稳步提升销售规模，贡献利润；线上进一步获取用户，规模快速提升，金融、物流作为零售衍生业务提高盈利能力。上调盈利预测，预计 2017-19 年净利润分别为 9/15/30/亿，EPS 分别为 0.10/0.16/0.32 元，对应 PE 分别为 123/74/37 倍，维持买入评级。

风险提示：线上、线下调整升级效果不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,547.63	148,585.33	186,514.02	227,903.03	275,896.35
增长率(%)	24.44	9.62	25.53	22.19	21.06
EBITDA(百万元)	1,443.25	1,650.59	937.62	1,600.48	3,082.73
净利润(百万元)	872.50	704.41	900.34	1,507.90	2,966.41
增长率(%)	0.64	(19.27)	27.81	67.48	96.73
EPS(元/股)	0.09	0.08	0.10	0.16	0.32
市盈率(P/E)	126.55	156.75	122.64	73.23	37.22
市净率(P/B)	3.62	1.68	1.74	1.73	1.71
市销率(P/S)	0.81	0.74	0.59	0.48	0.40
EV/EBITDA	52.92	37.44	47.02	30.07	12.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.86 元
目标价格	19 元
上次目标价	19 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,310.04
流通 A 股股本(百万股)	4,986.56
A 股总市值(百万元)	110,417.07
流通 A 股市值(百万元)	59,140.66
每股净资产(元)	8.04
资产负债率(%)	46.15
一年内最高/最低(元)	12.76/9.90

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

吴晓楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050001
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《苏宁云商-公司点评:规模效应驱动盈利提升致 1H17 业绩达 2.92 亿超预期，经营进入稳健上升期》 2017-07-31
- 《苏宁云商-公司点评:16Q4 主业扭亏为盈，企业发展迎来新拐点》 2017-02-28
- 《苏宁云商-季报点评:线上线下联动营收规模持续增长，新零售为核心，不断深化金融+物流!》 2016-11-06

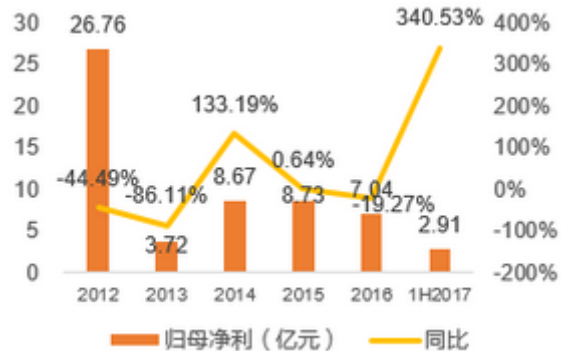
营收同比增长 21.87%，归母净利同比增长 340.53%。公司披露半年报，1H17 营收 837.46 亿，yoy+21.87%（Q1、Q2 分别为 374 亿，yoy+17.38%、464 亿，yoy+25.76%），其中大陆地区营收同比增长 23.12%；整体 GMV（含税，包括线上线下自营及开放平台以及售后服务）为 1046.24 亿，同比增长 22.26%（Q1、Q2 分别为 473.8 亿，yoy+19.14%、572.44 亿，yoy+24.96%）。线上平台商品交易规模为 500.39 亿，同比增长 52.75%（Q1、Q2 分别为 219.13 亿，yoy+55.18%、281.26 亿，yoy+50.92%），线下交易规模为 545.85 亿，同比增长 3.34%（Q1、Q2 分别为 254.67 亿，yoy-0.7%、291.18 亿，yoy+7.15%）。归母净利 2.91 亿，同比增长 340.53%（Q1、Q2 分别为 0.78 亿，yoy+126.43%、2.13 亿，yoy+21.9%）。扣非后归母净利-1.96 亿，同比增长 71.58%（Q1、Q2 分别为-0.78 亿，yoy+76.64%、-1.18 亿，yoy+66.85%）。EPS 为 0.03 元/股。**营收增长原因来自于：**①线下渠道互联网升级效果显著，经营质量改善同店销售提升，苏宁易购直营店有效引流线上；②线上巩固家电、3C 品类优势，拓展新品类，自营销售保持较快增长，另外消费行为积累数据有效指导精准营销，销售转换提高致使线下销售提升；③物流、金融稳步发展带来营收和效益稳步实现。**净利增长主要因：**线下渠道升级效果显著，充分发挥规模效应提升盈利能力所致。伴随互联网零售转型深入，零售、物流、金融三大板块核心能力凸显，公司盈利能力将持续增强。**公司已经成长为主流零售公司中唯一具备线上线下双向销售及服务能力优质标的。**未来，一方面，公司将加大广告促销投入，优化服务体验，用户规模有望快速增长；另一方面，线上持续发力将实现 GMV 较快增长，O2O 融合模式下规模效应有望进一步显现，经营效益有望持续改善。预计 3Q17 公司实现归母净利 3-4 亿，1-9 月实现归母净利 5.91-6.91 亿。

图 1：17H1 营收同比增长 21.87%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：17H1 归母净利同比增长 340.53%



资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率减少 0.53 个百分点，费用率减少 1.52 个百分点，净利率增加 0.53 个百分点。1H17 公司综合毛利率为 14.16%，同比减少 0.53 个百分点，主要系报告期内线上销售占比由同期 31.88% 提升至 42.22%，商品整体毛利率水平略有下降，同时金融、物流增值服务增加，一定程度上对综合毛利形成改善。1H17 费用率为 14.05%，同比减少 1.52 个百分点。其中销售费用率为 10.93%，同比减少 1.33 个百分点；管理费用率为 2.87%，同比减少 0.23 个百分点；销售费用率和管理费用率较去年同期合计下降 1.56 个百分点，主要因：①加强经营绩效导向，提高人效水平，致使人员费用同比下降 0.49%；②优化店面结构，调整关闭社区店的同时加快开设云店、苏宁易购直营店，积极推进门店经营面积调整，租赁费用相对稳定。随着可比店面收入的提升，租赁费用同比下降 0.74%；③销售收入的提升带来资产运营效率的提升，致使其他费用同比下降 0.32%；④继续关闭低效门店，并加强门店费用的管控，装潢费和水电费分别下降 0.15% 和 0.14%。财务费用率为 0.25%，同比增加 0.04 个百分点，主要因销售增长带来支付手续费增加所致。净利率同比增加 0.53 个百分点至 0.26%。

图 3：2012-2017H1 公司毛利率&净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2012-2017H1 公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

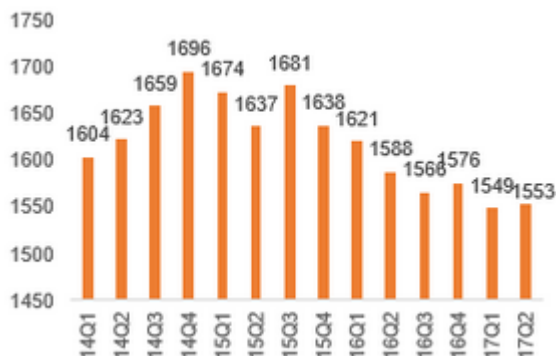
报告期内公司零售、物流、金融三大业务单元核心能力进一步凸显，在盈利凸显的良性发展轨道上稳步前行。

①零售：规模发展效果显著，经营质量稳步提升。

线下：报告期内加速门店互联网化升级，主动优化店面，合计关店 65 家。截至 6 月，大陆市场拥有连锁店 1489 家（云店 204 家+常规店 1214 家+县镇店 34 家+红孩子店 30 家+超市店 7 家），可比店收入同比增长 4.54%，门店经营质量稳步提升。此外，推进易购服务站建设，目前拥有直营店 2079 家+加盟店 833 家。目前苏宁易购服务直营店经营日趋成熟，效益逐步体现，实现可比店面收入同比增长 33.51%。新开云店 13 家，升级改造云店 50 家，实现云店可比店面收入同比增长 6.4%，经营质量进一步提升；另外，创新推出苏宁小店，南京地区开设 13 家，下半年计划重点城市加快苏宁小店的推广。海外方面，港、澳门地区合计拥有 24 家店面，日本市场合计拥有 40 家店面。综上，截至 6 月底公司合计拥有各类自营门店 3645 家。

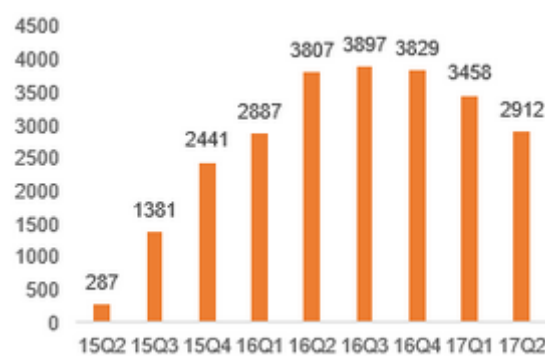
线上：报告期内公司聚焦用户体验及平台运营能力提升，打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现苏宁生态会员的一账通；大力发展移动端，提升用户活跃度及转化率，上半年苏宁易购 APP 日均活跃用户数同比增长 80%，2017 年 6 月移动端订单数量占线上整体比例 83.66%。综合来看，1H17 线上 GMV500.39 亿（含税），同比增长 52.76%，其中自营规模 413.65 亿（含税），yoy+61.39%；开放平台交易规模 86.74 亿（含税），线上销售占比进一步提升。

图 5：苏宁线下门店数量



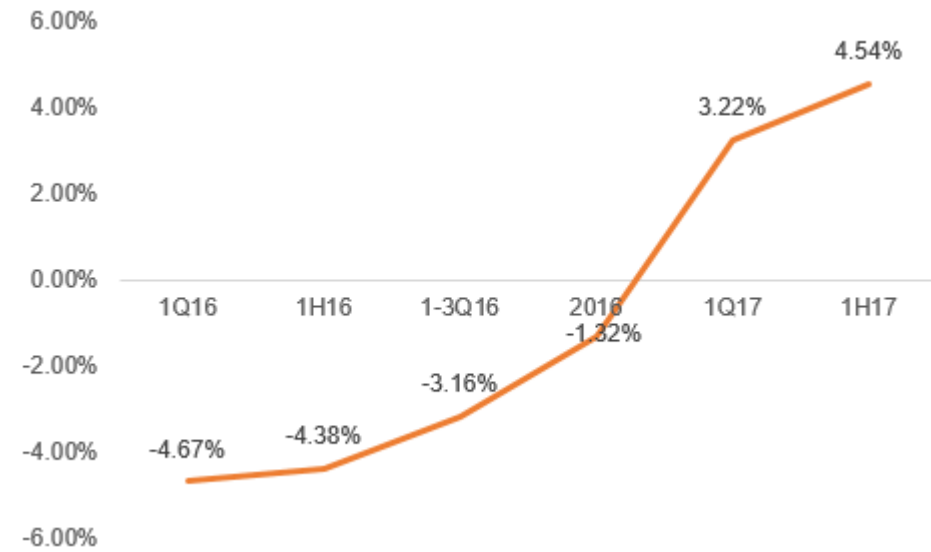
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：苏宁易购服务站（直营+加盟）数量



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：同店增速逐季改善



资料来源：公司年报，天风证券研究所

线上线下打造最完整消费生态，依靠强大自营实力，盈利能力持续提升。1.线下各类门店形成对消费需求的全面覆盖，满足各种体验型、便利型的购物需求；线下通过苏宁易购和苏宁易购天猫旗舰店提供海量产品和极致购物体验。同时依托集团文化、体育产业资源，公司消费生态引领的快乐、健康的品质生活方式帮助其有效获得忠诚用户，形成长期发展的持续动力。2.公司作为自营能力最强的互联网零售商，坚持在可产生规模效应的品类和服务方面自营，有效提高经营附加值。同时围绕渠道、商品、物流，不断加大投入，在开放的基础上形成苏宁自身的能力，企业盈利能力有望持续增强。

②金融+物流：聚焦效率和用户体验的提升，收入规模和盈利稳健快速发展

物流：17年4月公司完成对天天快递70%股权收购，5月开始并表。截至2017年6月苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积614万平，快递网点18769个，物流网络覆盖全国352个地级城市、2810个区县级城市。报告期内注重服务质量及对外开放程度，社会化收入（不含天天快递）同比增长152.67%，

金融：聚焦消费金融、支付、供应链融资等，交易规模同比增长172%，收入和经营效益稳步提升。17年6月苏宁银行开业，以“科技驱动的O2O银行”为定位，打造线上线下高度融合发展的新型互联网科技银行模式；此外，加强与政府、第三方等在数据资源方面合作，夯实苏宁金融科技发展基础，金融精准营销和数据风控能力明显提升。

③积极参与联通混改，借助彼此资源优势实现互利共赢。8月公司拟出资不超过40亿元认购中国联通5.86亿股，持股比例1.94%，关联方阿里创投拟出资43.25亿认购6.33亿股，持股比例2.09%。参与联通混改方案，借助彼此资源优势，以资本为纽带建立战略合作，有望在O2O全渠道建设、零售终端、金融物流、会员营销等业务领域开展深度合作，有效聚合资源、整合优势，实现能力互补、互利共赢。

上调盈利预测，维持买入评级。作为A股零售龙头，公司互联网零售转型深入，零售+物流+金融三大板块核心能力进一步凸显。公司持续践行规模化发展的模式，在收入较快增长，盈利凸显的良性发展轨道上稳步前行。1H17盈利结构按照规划方向稳步向前：线下稳步提升销售规模，贡献利润；线上进一步获取用户，规模快速提升，金融、物流作为零售衍生业务提高盈利能力。上调盈利预测，预计2017-19年净利润分别为9/15/30亿，EPS分别为0.10/0.16/0.32元，对应PE分别为123/74/37倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,115.56	27,209.23	44,046.96	39,942.84	47,899.48
应收账款	3,110.45	5,198.75	3,306.69	7,521.91	6,184.47
预付账款	6,706.52	9,750.55	6,593.96	14,397.72	12,267.82
存货	14,004.80	14,392.30	31,101.17	18,792.63	46,976.81
其他	5,814.54	25,832.81	12,979.28	15,472.01	18,189.43
流动资产合计	56,751.87	82,383.64	98,028.07	96,127.11	131,518.01
长期股权投资	219.80	417.05	417.05	417.05	417.05
固定资产	13,253.60	12,813.17	12,777.95	12,489.12	12,035.13
在建工程	1,915.10	1,586.52	987.91	640.75	414.45
无形资产	7,152.74	5,687.73	5,368.61	5,049.50	4,730.39
其他	8,782.56	32,990.18	32,199.38	31,735.48	31,753.18
非流动资产合计	31,323.81	53,494.65	51,750.91	50,331.90	49,350.19
资产总计	88,075.67	137,167.24	150,208.63	147,031.88	181,632.03
短期借款	3,225.64	6,159.52	0.00	0.00	0.00
应付账款	15,292.78	20,674.09	24,717.80	28,511.06	37,485.21
其他	27,216.24	34,621.42	49,531.97	42,780.20	68,980.46
流动负债合计	45,734.66	61,455.03	74,249.76	71,291.26	106,465.67
长期借款	357.92	18.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	7,977.10	3,500.02	6,479.43	5,985.52	5,321.66
其他	2,080.93	2,272.22	2,005.92	2,119.69	2,132.61
非流动负债合计	10,415.95	5,790.24	8,485.36	8,105.21	7,454.27
负债合计	56,150.61	67,245.26	82,735.12	79,396.47	113,919.93
少数股东权益	1,442.51	4,212.30	4,055.70	3,741.33	3,055.55
股本	7,383.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	5,237.74	35,835.36	35,835.36	35,835.36	35,835.36
留存收益	23,009.82	53,765.25	54,107.77	54,584.03	55,346.51
其他	(5,148.04)	(33,200.97)	(35,835.36)	(35,835.36)	(35,835.36)
股东权益合计	31,925.07	69,921.98	67,473.51	67,635.41	67,712.10
负债和股东权益总	88,075.67	137,167.24	150,208.63	147,031.88	181,632.03

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	757.73	493.23	900.34	1,507.90	2,966.41
折旧摊销	2,574.58	1,805.83	1,014.82	1,036.23	1,050.08
财务费用	372.16	502.63	298.42	227.90	165.54
投资损失	(1,654.76)	(1,445.42)	(200.00)	(150.00)	(100.00)
营运资金变动	12.03	(15,292.83)	23,655.93	(5,018.85)	7,118.12
其它	(328.40)	17,775.79	(110.09)	(268.09)	(638.59)
经营活动现金流	1,733.34	3,839.24	25,559.41	(2,664.91)	10,561.56
资本支出	319.07	(1,070.31)	326.29	(33.77)	37.08
长期投资	(1,127.06)	197.25	0.00	0.00	0.00
其他	521.81	(38,739.46)	583.87	(130.38)	(270.78)
投资活动现金流	(286.19)	(39,612.52)	910.16	(164.15)	(233.70)
债权融资	11,705.05	14,272.98	8,131.77	8,116.24	8,114.49
股权融资	610.61	34,653.48	(2,932.81)	(227.90)	(165.54)
其他	(9,419.28)	(12,168.39)	(14,830.80)	(9,163.40)	(10,320.17)
筹资活动现金流	2,896.38	36,758.06	(9,631.84)	(1,275.06)	(2,371.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,343.53	984.78	16,837.73	(4,104.12)	7,956.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	135,547.63	148,585.33	#####	#####	#####
营业成本	115,981.18	127,247.54	#####	#####	#####
营业税金及附加	585.80	583.46	716.67	918.52	1,085.15
营业费用	16,644.68	17,451.42	21,318.55	25,798.62	30,541.73
管理费用	4,291.48	3,946.27	4,718.80	5,355.72	6,207.67
财务费用	104.28	415.83	298.42	227.90	165.54
资产减值损失	198.09	350.50	241.18	263.26	284.98
公允价值变动收益	(6.92)	(33.69)	46.51	46.28	47.20
投资净收益	1,654.76	1,445.42	200.00	150.00	100.00
其他	(3,295.69)	(2,823.47)	(493.01)	(392.55)	(294.40)
营业利润	(610.02)	2.05	(375.62)	336.34	1,867.12
营业外收入	1,665.22	1,060.16	1,550.00	1,425.13	1,345.09
营业外支出	166.25	161.32	182.72	170.10	171.38
利润总额	888.96	900.89	991.65	1,591.37	3,040.83
所得税	131.23	407.66	247.91	397.84	760.21
净利润	757.73	493.23	743.74	1,193.53	2,280.62
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(156.60)	(314.37)	(685.79)
归属于母公司净利润	872.50	704.41	900.34	1,507.90	2,966.41
每股收益(元)	0.09	0.08	0.10	0.16	0.32

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.44%	9.62%	25.53%	22.19%	21.06%
营业利润	-58.19%	-100.34%	#####	-189.54%	455.13%
归属于母公司净利润	0.64%	-19.27%	27.81%	67.48%	96.73%
获利能力					
毛利率	14.44%	14.36%	14.30%	14.35%	14.50%
净利率	0.64%	0.47%	0.48%	0.66%	1.08%
ROE	2.86%	1.07%	1.42%	2.36%	4.59%
ROIC	-5.22%	3.03%	-0.28%	-14.52%	94.68%
偿债能力					
资产负债率	63.75%	49.02%	55.08%	54.00%	62.72%
净负债率	60.93%	24.78%	38.18%	45.18%	46.28%
流动比率	1.24	1.34	1.32	1.35	1.24
速动比率	0.93	1.11	0.90	1.08	0.79
营运能力					
应收账款周转率	48.76	35.76	43.86	42.09	40.26
存货周转率	9.02	10.46	8.20	9.14	8.39
总资产周转率	1.59	1.32	1.30	1.53	1.68
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.08	0.10	0.16	0.32
每股经营现金流	0.19	0.41	2.75	-0.29	1.13
每股净资产	3.27	7.06	6.81	6.86	6.94
估值比率					
市盈率	126.55	156.75	122.64	73.23	37.22
市净率	3.62	1.68	1.74	1.73	1.71
EV/EBITDA	52.92	37.44	47.02	30.07	12.73
EV/EBIT	-151.02	147.89	-571.05	85.31	19.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com