

2019年03月05日

索菲亚 (002572.SZ)

## 等待基本面边际改善

索菲亚年报：公司18年全年收入73.1亿元，同比增长18.7%，全年归母净利润9.6亿元，同比增长5.8%，扣非后增长4.6%。

■需求疲软，收入增长放缓：公司单四季度收入22.1亿元，增速15.4%，保持较低水平。分品类看：衣柜：索菲亚定制衣柜及配套产品18年收入63.9亿元，同比增长17.5%，从量价驱动上看，18年客单价10945元，同比增长9.9%，订单量贡献约7%。Q4单季收入18.9亿元，同比增长14.5%，增速环比下滑3.3pct；橱柜：司米橱柜18年收入7.1亿元，同比增长20%。Q4单季收入2.2亿元，同比增长21.9%，增速环比下滑26pct，对四季度整体收入增长有一定影响。司米门店数增长100家至822家，根据公告，19年计划新增100家门店。18年司米平均店效下滑4.9%，幅度大幅收窄；木门：木门18年收入1.6亿元，同比增长116.5%。截止18年底，米兰纳独立店181家（包含装修中），华鹤门店160家，根据公告，预计19年新增100家木门门店。

■市场投入加大致利润不达预期：单四季度公司归母净利润2.7亿元，同比下滑19.3%，单季利润增速首次出现负增长。其原因主要是在市场竞争加剧的背景下，公司加大营销投入及对经销商支持以抢夺市场份额，公司四季度营业利润率16.7%，同比下滑5.4pct，净利率12.6%，同比下滑4.8pct。主要原因公司单四季度毛利率同比下滑1.9pct至36.9%。另一方面，四季度公司加大营销推广力度，单四季度公司费用率17.5%，同比上升1.8pct，其中销售、财务费率分别上升2.5、0.7pct至9%、0.7%，管理费率下降1.4pct至7.8%

■投资建议：我们调整公司盈利预测，预计公司19-21年归属上市公司股东净利润分别为10.8亿元、12.5亿元、14.7亿元，分别增长12.3%、15.5%、18.1%，给予6个月目标价23.4元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：市场竞争持续恶化，橱柜销售进展低于预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	6,161.4	7,310.9	8,743.8	10,107.9	11,755.4
净利润	906.8	959.1	1,081.2	1,250.4	1,470.8
每股收益(元)	0.98	1.04	1.17	1.35	1.59
每股净资产(元)	4.84	5.23	6.37	7.80	9.42
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	20.4	19.3	17.1	14.8	12.6
市净率(倍)	4.1	3.8	3.1	2.6	2.1
净利润率	14.7%	13.1%	12.4%	12.4%	12.5%
净资产收益率	20.3%	19.8%	18.4%	17.4%	16.9%
股息收益率	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.8%	29.1%	32.8%	34.9%	42.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他轻工

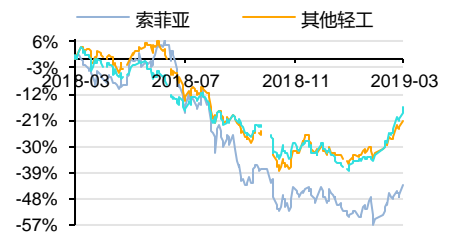
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**23.4元**  
股价(2019-03-05) **21.91元**

### 交易数据

总市值(百万元)	18,486.99
流通市值(百万元)	12,774.32
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	638.08
12个月价格区间	15.09/37.58元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.71	-15.85	-30.34
绝对收益	25.91	1.83	-44.68

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002  
leihh@essence.com.cn  
021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040002  
luokq@essence.com.cn

### 相关报告

索菲亚：周期的轮回/周文波	2019-01-30
索菲亚：冬季来临，竞争力是最好的防寒服/周文波	2018-10-31
索菲亚：索菲亚2018中报点评/周文波	2018-08-29
索菲亚：什么是索菲亚的核心竞争力？/周文波	2018-05-07
索菲亚：调整初见效，期待更好的自己/周文波	2018-04-17

■需求疲软，收入增长放缓：公司单四季度收入 22.1 亿元，增速 15.4%，保持较低水平。分品类看：

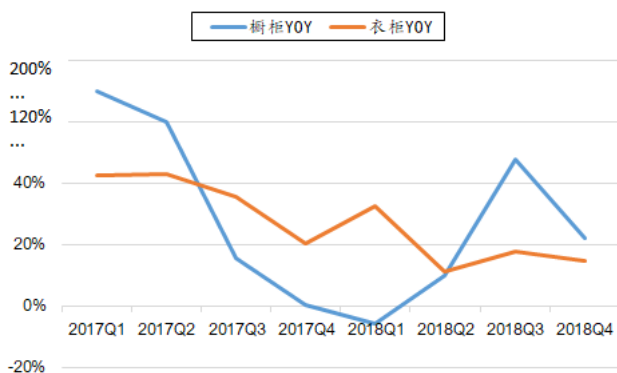
-衣柜：索菲亚定制衣柜及配套产品 18 年收入 63.9 亿元，同比增长 17.5%，从量价驱动上看，18 年客单价 10945 元，同比增长 9.9%，订单量贡献约 7%。Q4 单季收入 18.9 亿元，同比增长 14.5%，增速环比下滑 3.3pct。

- 分渠道看，受一线城市地产疲软影响，直营增长的下滑是导致四季度收入下滑的重要原因，Q4 单季直营收入 5310 万元，同比下滑 5.1%；全年收入 1.95 亿元，同比增长 4.8%。经销渠道增长相对平稳，Q4 单季收入 16.4 亿元，同增 16.3%，增速较二、三季度有所好转，全年收入 53.5 亿元，同比增长 13.7%。截止 18 年底，索菲亚截止 18 年底共拥有 2510 家专卖店以及 98 家大家居门店，根据公告，19 年计划新增 300 家专卖店，同时继续践行大家居战略，计划新增 150 家大家居门店。大宗渠道全年收入 4.8 亿元，同比增长 104%，Q4 单季收入 1 亿元，同增 15.3%。另外，18 年家具家品收入 3.3 亿元，同比增长 16%。公司 19 年将积极开拓多元渠道，实现全渠道营销。
- 分城市看，18 年省会/地级/四五线城市门店数分别约 452/728/1330 家，收入分别为 22.4/20.4/21.1 亿元，分别同比增长 14%/17%/21%。各级城市收入增速均有不同程度下滑，其中四五线城市增速下滑较多，下滑约 26pct；省会、地级城市增速分别下滑约 19pct、5pct。

-橱柜：司米橱柜 18 年收入 7.1 亿元，同比增长 20%。Q4 单季收入 2.2 亿元，同比增长 21.9%，增速环比下滑 26pct，对四季度整体收入增长有一定影响。司米门店数增长 100 家至 822 家，根据公告，19 年计划新增 100 家门店。18 年司米平均店效下滑 4.9%，幅度大幅收窄。

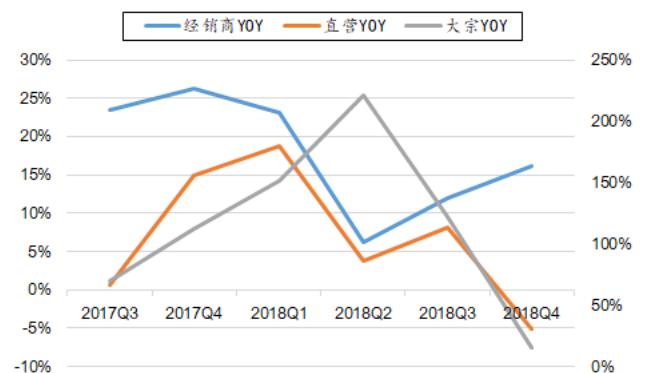
-木门：木门 18 年收入 1.6 亿元，同比增长 116.5%。截止 18 年底，米兰纳独立店 181 家（包含装修中），华鹤门店 160 家，根据公告，预计 19 年新增 100 家木门门店。

图 1：索菲亚分产品增速



资料来源：WIND、安信证券研究中心

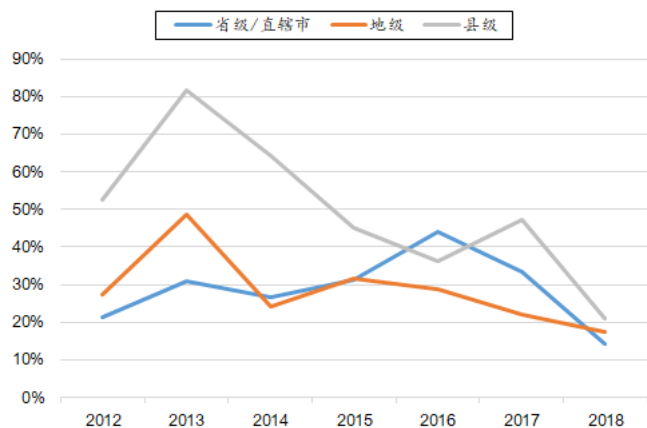
图 2：索菲亚衣柜分渠道增速



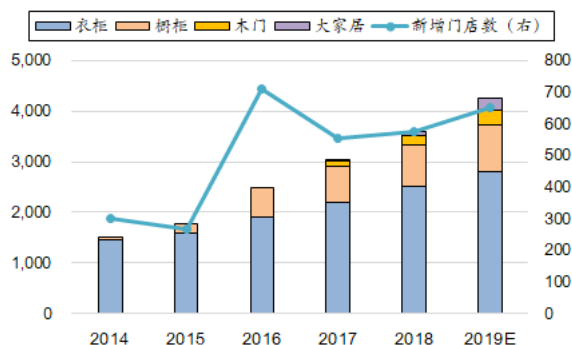
资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 3：索菲亚衣柜分城市增速

图 4：索菲亚门店数



资料来源: WIND、安信证券研究中心



资料来源: WIND、安信证券研究中心

公司业绩增长较弱与市场环境和公司的经营调整有关: 1) 地产景气下行对行业需求带来一定影响, 加上各大品牌扩张加速, 终端竞争加剧。18 年公司自然客流来源客户 28.8 万, 同比下滑 3.9%; 新房的订单量约 37 万, 同比下滑约 0.8%, 对公司业绩增速带来一定影响。2) 公司 Q2 以来产品促销力度加大, 公司 18 年客单价同比增长 9.9%, 增速下降约 6pct, 对整体收入增长造成一定影响; 3) 公司重新装修了 500 家索菲亚门店, 同时 18 年更换了 100 名经销商, 占比约 8%, 往年平均更换约 2% 的经销商, 对收入造成一定影响。19 年公司将继续优化经销商队伍, 加速优胜劣汰。产品方面, 18 年以来公司加大推新力度, 新推十几个系列新品, 补充吸塑、烤漆等中高端产品, 提升康纯板占比, 推出多个康纯板新花色。19 年公司将继续推出高品质新品, 加大对康纯板的推广。

**■市场投入加大致利润不达预期:** 单四季度公司归母净利润 2.7 亿元, 同比下滑 19.3%, 单季利润增速首次出现负增长。其原因主要是在市场竞争加剧的背景下, 公司加大营销投入及对经销商支持以抢夺市场份额, 公司四季度营业利润率 16.7%, 同比下滑 5.4pct, 净利率 12.6%, 同比下滑 4.8pct。主要原因公司单四季度毛利率同比下滑 1.9pct 至 36.9%, 具体看: 1) 为了促进销售, 公司 18 年二季度开始下调出厂价; 2) “爱家季活动”等促销活动收入占比提升影响毛利率; 3) 公司加大力度鼓励经销商开店及重装门店, 对新开店的上样产品给予较高折扣的优惠, 18 年新开门店和重装门店合计 1 070 家, 对毛利带来一定拖累; 4) 工程业务持续增长, 其毛利及整体盈利能力均低于零售端。另一方面, 四季度公司加大营销推广力度, 单四季度公司费用率 17.5%, 同比上升 1.8pct, 其中销售、财务费率分别同比上升 2.5、0.7pct 至 9%、0.7%, 管理费率同比下降 1.4pct 至 7.8%

图 5: 索菲亚费用率

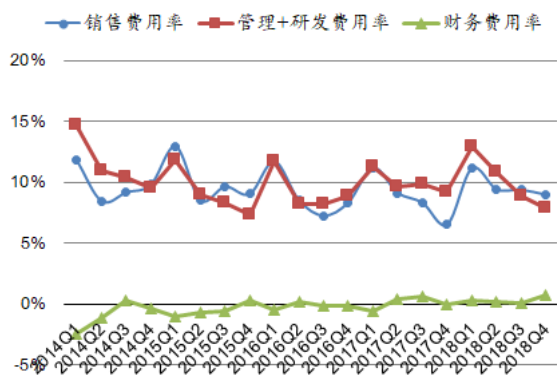
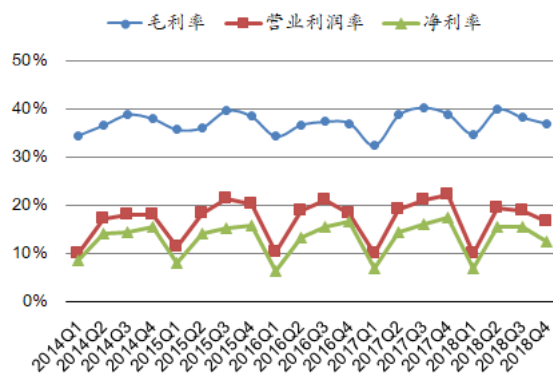


图 6: 索菲亚利润率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

资料来源：WIND、安信证券研究中心

全年看，18年公司综合毛利率37.6%，同比下滑0.6pct；其中衣柜业务由于加大促销力度等因素，18年毛利率40%，同比下滑0.7pct，橱柜业务毛利率28%，同比提升5pct。18年公司期间费用率同比上升1.9pct至20.3%。18年销售费率同比上升1.2pct至9.6%，其中主要是广告宣传费增加，18年广告宣传费3亿元，同比上升50.6%，占收入比例上升0.9pct至4.1%；管理费率同比上升0.6pct至10.4%；18年财务费率0.3%，基本保持稳定。我们测算18年衣柜业务利润增长约6%，净利率同比下滑约1.5pct；司米橱柜18年扭亏为盈，净利润30.5万元；华鹤木门18年亏损5057万元。18年底公司应收账款及票据总计6亿元，较17年底增加3.7亿元，主要因为大宗业务快速增长；预收账款5.3亿元，较17年底末增加4900万元。上半年公司经营现金流11亿元，较为稳健。

■ **定制家具迎来周期挑战：**18年以来，定制家具行业竞争明显加剧，企业增长压力加大，业绩增速逐季下行。除了看得见的地产因素外，行业本身的内在变化则是主因。首先在需求端，受地产销售下滑，加上行业渗透率提升速度放缓影响，行业整体需求增速低于以往；其次在供给端，因定制家具较好的成长性及盈利性，且门槛不高，导致大量企业涌入；同时头部企业纷纷上市，产能/门店扩张大幅加速，导致定制行业供需矛盾凸显。此外，精装房、整装在整个市场蛋糕的占比提升，也对定制的C端零售造成压力。后续关注地产销售以及竣工数据的复苏情况、定制行业竞争格局的演变以及企业对市场策略的调整情况。

■ **或有分化，寻找企业a面：**在行业下行期，企业之间可能有所分化，关注龙头企业的应对策略及效果。对企业的观察一方面是商业模式的进化，精装房/整装/新零售/大家居等新业态/新渠道陆续涌现，定制家具企业如何应对新局面；另一方面是竞争力的打造，如产品设计、成本控制、门店优化、体系运营效率优化等，寻找企业独特的竞争力。此外，定制企业主要依靠经销商获取订单及落地服务，经销商之间的差异性最终也将影响企业的竞争力，关注企业经销商层面的变化，包括盈利/扩张/效率等。长期来看，我们认为此轮行业洗牌，将加速抗风险能力较弱的中小型企业退出，利于行业的净化，利好具有核心竞争力的龙头。索菲亚18年下半年以来加大对经销商让利，虽然短期影响利润，但从策略上来说，我们认为没有问题，但未来我们期望能在报表端得到正反馈。公司在智能化设备和信息化系统的投入、生产基地规模的扩大，使公司定制家具产品的生产产能大为增加，市场竞争力稳步上升。

■ **风险提示：**市场竞争持续恶化，橱柜销售进展低于预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	6,161.4	7,310.9	8,743.8	10,107.9	11,755.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,809.8	4,564.0	5,569.8	6,479.1	7,558.8	营业收入增长率	36.0%	18.7%	19.6%	15.6%	16.3%
营业税费	68.2	76.5	91.4	105.7	122.9	营业利润增长率	44.0%	4.4%	12.2%	20.3%	17.0%
销售费用	518.7	700.3	874.4	993.6	1,136.8	净利润增长率	36.6%	5.8%	12.7%	15.6%	17.6%
管理费用	605.5	566.4	839.4	909.7	1,058.0	EBITDA 增长率	46.1%	22.6%	0.3%	17.8%	15.6%
财务费用	10.0	23.4	3.6	-24.5	-42.9	EBIT 增长率	45.2%	20.2%	-2.5%	18.2%	16.2%
资产减值损失	7.9	11.3	8.0	8.0	7.0	NOPLAT 增长率	45.7%	8.0%	9.9%	18.2%	16.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.9%	-2.5%	11.1%	-4.6%	-7.3%
投资和汇兑收益	33.9	32.1	28.0	30.0	35.0	净资产增长率	23.1%	9.0%	19.5%	21.4%	19.9%
<b>营业利润</b>	1,181.9	1,234.3	1,385.2	1,666.2	1,949.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.5	-3.4	1.0	1.0	-0.1	毛利率	38.2%	37.6%	36.3%	35.9%	35.7%
<b>利润总额</b>	1,181.4	1,230.9	1,386.2	1,667.2	1,949.8	营业利润率	19.2%	16.9%	15.8%	16.5%	16.6%
减:所得税	276.8	266.7	305.0	366.8	428.9	净利润率	14.7%	13.1%	12.4%	12.4%	12.5%
<b>净利润</b>	906.8	959.1	1,081.2	1,250.4	1,470.8	EBITDA/营业收入	22.2%	22.9%	19.2%	19.6%	19.5%
						EBIT/营业收入	19.2%	19.5%	15.9%	16.2%	16.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	98	113	104	96	86
货币资金	1,812.6	2,165.0	2,623.1	4,000.9	5,776.8	流动营业资本周转天数	28	3	-2	0	-6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	198	179	169	190	214
应收账款	293.2	437.7	202.3	617.3	378.9	应收账款周转天数	13	18	13	15	15
应收票据	-	189.5	4.9	89.2	53.2	存货周转天数	16	15	16	16	16
预付账款	93.0	62.0	140.9	103.2	169.0	总资产周转天数	362	366	334	330	335
存货	286.9	302.9	470.7	423.3	599.9	投资资本周转天数	174	165	144	128	103
其他流动资产	1,116.4	511.1	1,101.7	909.7	840.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	100.5	313.5	100.0	171.3	194.9	ROE	20.3%	19.8%	18.4%	17.4%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	12.3%	12.8%	12.9%	12.9%
长期股权投资	-	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	35.8%	29.1%	32.8%	34.9%	42.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	2,184.7	2,402.8	2,632.1	2,782.7	2,863.0	销售费用率	8.4%	9.6%	10.0%	9.8%	9.7%
在建工程	470.2	576.8	431.8	333.8	268.6	管理费用率	9.8%	7.7%	9.6%	9.0%	9.0%
无形资产	504.1	579.2	553.2	526.6	499.3	财务费用率	0.2%	0.3%	0.0%	-0.2%	-0.4%
其他非流动资产	198.3	267.5	158.4	144.1	150.5	三费/营业收入	18.4%	17.6%	19.6%	18.6%	18.3%
<b>资产总额</b>	7,059.9	7,812.0	8,423.1	10,106.1	11,799.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	311.1	426.9	129.1	-	-	资产负债率	30.4%	31.4%	24.0%	23.1%	21.0%
应付账款	613.9	761.8	817.5	1,064.7	1,141.1	负债权益比	43.6%	45.8%	31.5%	30.0%	26.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.98	1.68	2.33	2.73	3.26
其他流动负债	890.0	999.7	1,001.9	1,186.4	1,258.2	速动比率	1.83	1.54	2.09	2.54	3.01
长期借款	252.5	176.9	-	-	-	利息保障倍数	118.54	60.89	385.19	-67.05	-44.47
其他非流动负债	77.7	88.4	70.0	78.7	79.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,145.2	2,453.6	2,018.5	2,329.8	2,478.3	DPS(元)	0.45	-	-	-	-
少数股东权益	443.4	526.0	526.0	576.0	626.0	分红比率	45.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	923.4	923.4	923.4	923.4	923.4	股息收益率	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,548.0	4,087.4	4,955.1	6,276.9	7,771.3						
<b>股东权益</b>	4,914.8	5,358.4	6,404.6	7,776.3	9,320.8						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	904.6	964.2	1,081.2	1,250.4	1,470.8	EPS(元)	0.98	1.04	1.17	1.35	1.59
加:折旧和摊销	211.6	288.8	291.7	337.5	380.4	BVPS(元)	4.84	5.23	6.37	7.80	9.42
资产减值准备	7.9	11.3	-	-	-	PE(X)	20.4	19.3	17.1	14.8	12.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.8	3.1	2.6	2.1
财务费用	20.9	38.4	3.6	-24.5	-42.9	P/FCF	40.8	16.0	110.5	14.1	10.7
投资损失	-33.9	-32.1	-28.0	-30.0	-35.0	P/S	3.0	2.5	2.1	1.8	1.6
少数股东损益	-2.2	5.2	-	50.0	50.0	EV/EBITDA	24.1	8.3	9.7	7.5	5.7
营运资金的变动	490.9	386.5	-200.0	209.0	235.8	CAGR(%)	12.9%	16.4%	19.3%	12.9%	16.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,242.7	1,099.8	1,148.5	1,792.3	2,059.1	PEG	1.6	1.2	0.9	1.1	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-919.8	-317.9	-105.2	-405.2	-357.7	ROIC/WACC	3.4	2.8	3.1	3.3	4.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	128.4	-430.8	-585.1	-9.3	74.5	REP	2.8	1.5	1.4	1.3	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034