

水羊股份 (300740.SZ) 买入 (维持评级)

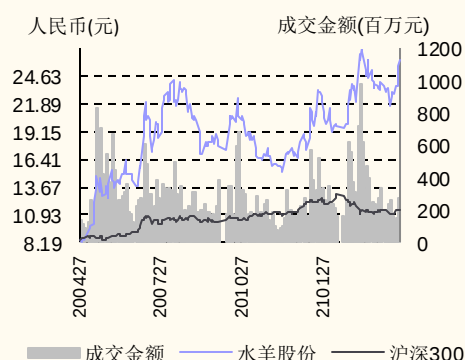
公司点评

市场价格 (人民币): 26.19 元

复苏态势延续, 双业务驱动动力足

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.11
已上市流通 A 股(亿股)	3.77
总市值(亿元)	107.66
年内股价最高最低(元)	27.36/8.19
沪深 300 指数	5135
创业板指	2994



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,412	3,715	4,826	6,180	7,685
营业收入增长率	7.43%	54.02%	29.91%	28.06%	24.35%
归母净利润(百万元)	27	140	258	403	621
归母净利润增长率	-79.17%	415.28%	83.81%	56.45%	54.00%
摊薄每股收益(元)	0.066	0.341	0.63	0.98	1.51
每股经营性现金流净额	-0.51	0.26	0.48	0.77	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.23%	10.37%	14.87%	20.41%	26.45%
P/E	143	53	42	27	17
P/B	3.20	5.50	6.21	5.45	4.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **复苏态势延续, 20Q4、21Q1 业绩持续大增:** 公司 4 月 25 日公告 20 年营收 37.15 亿元、同增 54%, 归母净利 1.40 亿元、同增 415%, 其中 20Q4 营收增 64%、净利增 245%、同时净利率由 20Q1 的 0.5% 提升至 20Q4 的 5%。21Q1 延续此前复苏态势, 营收同增 58%、净利同增 1040%。

经营分析

- **收入分拆: 1) 分业务看, 自有品牌、代理业务均靓丽增长:** 20 年自有品牌营收同增 35%+ (其中主品牌同增 55.98%、推算新锐品牌营收同增个数, 主品牌净利率提升至 10%), 代理业务营收增 80%+。2) 分品类看, 非贴片式面膜及水乳膏霜大增, 其中水乳膏霜占比过半: 20 年第一大品类水乳膏霜同增 71.91% (占比过半)、第二大品类贴片式面膜营收仅同增 5.52% (占比 26%)、非贴片式面膜营收大增 157.67% (占比 16%), 品牌管理营收同增 64.94% (占比 7%)。
- **20 年净利率逐季持续修复:** 20 年毛利率下降 (其中代理业务较 19 年增近 2PCT、推算自有品牌业务下滑) 受会计准则影响, 20Q1 毛利率较 20 年提升; 费用率 20 年收入快速增长下呈现下降, 21Q1 较 20 年提升、主要为营销及研发投入加大所致; 净利率由 20Q1 的 0.5% 提升至 20Q4 的 5%, 20 年全年为 3.78%、21Q1 3.74%; 20 年存货周转加快、现金流转正。
- **研发赋能产品, 数字赋能组织:** 1) 加强研发: 目前合作成果有与外部高校/研发机构合作开发的酶切小分子玻尿酸、灵芝发酵液、油茶籽提取物、依克多因, 并计划后续陆续推出新品、增强产品力; 2) 数字赋能: 公司所有业务已数据化, 不断积累的业务数据能够为研发、产品开发、市场策略等方面提供更深层次的决策参考。

投资建议

- **投资建议:** 20 年主品牌在爆款助力下恢复快速增长、代理业务在强生集团合作加深+其他品牌拓展下实现高速发展。公司本轮业绩复苏主要由自主品牌运营能力回升以及代理业务放量所驱动, 未来仍具有可持续性。考虑净利率修复超预期, 上调 21~22 年原盈利预测 10.19%、29.29%, 新增 23 年盈利预测, 预计 21~23 年 EPS 为 0.63/0.98/1.51 元, 对应 21~23 年 PE 分别为 42/27/17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品销售/营销投放不及预期、代理业务存货减值风险等。

相关报告

1. 《股权激励范围广, 目标高增长-御家汇股权激励点评》, 2021.3.6
2. 《“自有品牌+代运营业务”, 双轮发展动力足-御家汇深度报告》, 2021.2.24

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

1、业绩概况

业绩持续修复，20 年净利大增 415%。公司 4 月 25 日公告年报及一季报，20 年实现营收 37.15 亿元、同增 54.02%，归母净利 1.40 亿元、同增 415.28%，扣非归母净利 1.36 亿元、同增 2094.56%，EPS 0.37 元。

分季度看，收入增速持续提升、净利率水平亦持续提升。20Q1~20Q4 收入增速分别为 34.03%、52.86%、53.60%、64.35%，净利增速分别为 489.81%、462.08%、2398.17%、244.88%，扣非净利同比扭亏为盈、增 3586.43%、扭亏为盈、增 432.22%，净利率 0.52%、3.45%、4.17%、4.95%。

21Q1 复苏态势延续、营收同增 58%、净利同增 1040%。21Q1 公司营收 8.17 亿元、同增 58.03%，归母净利 3055 万元、同增 1040.09%，扣非归母净利 2443 万元、同增 1073.16%，净利增速大于收入主要为净利率同比去年同期有大幅提升，但净利率环比未有提升、主要为费用率环比提升幅度大于毛利率环比提升幅度。

2、财务分析

■ 收入分拆：自有品牌、代理业务均靓丽增长；水乳膏霜及非贴片式面膜高速增长

分业务看：20 年自有品牌营收增 35%+（其中主品牌同增 55.98%、推算新锐品牌营收同增个位数）、代理业务营收增 80%+。

分品类看：19 年水乳膏霜成公司第一大品类、20 年同增 71.91%、营收占比进一步提升至 51%；贴片式面膜 20 年营收仅同增 5.52%、占比进一步下降至 26%；非贴片式面膜 20 年营收大增 157.67%、占比提升至 15.98%；品牌管理业务营收 2.50 亿元、同增 64.94%、营收贡献提升至 6.73%。

分平台看：20 年淘系平台营收贡献 52.18%、同增 60.18%；唯品会营收贡献 10.35%、同增 34.31%；推算其他渠道营收同增 52.03%、其中线下渠道双位数增长。

■ 盈利能力：20 年费用率下滑幅度超过毛利率、盈利能力改善；21Q1 营销及研发投入加大、净利率水平环比未继续提升

毛利率：20 年毛利率 49.20%（同比-1.85PCT），其中 20Q4 下降幅度较多、毛利率为 41.25%（同比-10.18PCT）。分业务看，代理业务毛利率较 19 年提升近 2PCT，推算自有品牌业务毛利率同比下降、但较 18 年仍有提升。

20 年毛利率下降主要受会计准则影响，可比口径下毛利率提升 2.5PCT。

21Q1 毛利率 51.94%、同比+1.57PCT，因为 20Q1 公司仍处于业绩修复的早期，参考性相对较弱，对比 20 年全年数据、21Q1 毛利率提升 2.73PCT。

费用率：随着收入恢复正向增长、费用率下降，20 年销售费用率 38.71%（同比-4.44PCT）、管理费用率 3.27%（-0.98PCT）、研发费用率 1.38%（-0.54PCT）。

21Q1 销售费用率 41.72%、较 20 年全年提升 1.55PCT、主要为营销推广力度加大；管理费用率 4.49%、较 20 年全年提升 1.22PCT；研发费用率 2.08%、较 20 年全年提升 0.80PCT、研发投入加大。

净利率：20 年净利率为 3.78%（+2.65PCT）、21Q1 净利率 3.74%较 20 年全年略降 0.04PCT。

分季度看，20Q1~21Q1 净利率水平分别为 0.52%、3.45%、4.17%、4.95%、3.74%。20 年各季度净利率水平环比持续提升，其中前三个季度净利率水平环比持续提升主要为毛利率提升、管理费用率下降，20Q4 净利率提升

主要为销售费用率下降幅度超过毛利率下降幅度，21Q1 净利率水平未环比继续改善，主要为销售、管理费用率提升幅度超过毛利率提升幅度。

■ 营运能力：20 年存货周转加快、现金流转正

存货：20 年底存货 6.96 亿元、较期初下降 5.74%，存货周转天数为 137 天、较上一年减少 62 天；21Q1 存货较期初略增 0.50%。

应收账款：20 年底应收账款 2.17 亿元、较期初增加 83.99%，应收账款周转天数为 16 天、与上一年基础持平。21Q1 应收账款较期初增加 10.28%。

现金流：20 年经营活动现金流量净额为 1.31 亿元、较上一年转正。21Q1 经营活动现金流量净额为-2446 万元。

3、经营分析

公司提出“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能战略，“以自有品牌为核心，以自有品牌与代理品牌双业务驱动”的发展模型。

■ 战略升级：加强研发、储备新品，数字化赋能研发/产品/营销等、提升品牌运营效率

公司与江南大学、中国农业科学院麻类研究所、中南大学、湘雅医院等机构开展持续且深入的合作，通过多项产学研合作项目加强创新原料的开发及生产工艺创新。目前合作成果有江南大学院士团队独创的酶切小分子玻尿酸、历时 5 年与中国农科院合作开发的灵芝发酵液、与中南大学国家油茶工程研究中心联合开发油茶籽提取物、与江南大学院士团队联合开发依克多因，并计划后续陆续推出。此外，公司在研产品有金银花提取物、黑参提取物、黑茶提取物等。

公司以线上电商渠道销售为主，多年以来，公司投入了大量的资金进行自主技术开发，积累了丰富的数字化经验。在业务方面，公司的多个电商系统获得国家软件著作权，其中自主研发的销售管理信息系统，支持千万级日订单的处理能力。同时，公司所有业务已数据化，不断积累的业务数据能为公司在研发、产品开发、市场策略等方面提供更高层次的决策参考。

■ 自有品牌：主品牌爆款助力下复苏，新锐品牌亮点频现

公司主品牌御泥坊 2020 年成功打造两款爆品——氨基酸泥浆面膜、美白面膜贴，其中氨基酸泥浆面膜全网销量超 500 万瓶，取得了天猫全年涂抹式面膜销售额及销量第一；线下渠道能力进一步增强，全年线下销售收入实现双位数增长，其中御泥坊 2020 年在屈臣氏渠道面膜零售份额位居前三，并在屈臣氏渠道上线了护肤线产品。主品牌 20 年全年同增 36%、同时净利率水平提升至 10%。

21Q1 公司继续推进自有品牌的建设和升级，“御泥坊”品牌标签持续优化，以九道水飞、八繁九制、重酿发酵为核心工艺，实现业绩高速增长，新品按计划筹备，4 月全面上线。

新锐品牌：1) 小迷糊：完成品牌全面升级推出全新 IP 形象 MIHOO，与年轻用户进行情感链接；同时积极拥抱新媒体、新营销，通过短视频植入、网红直播、开发 IP 周边衍生品、影视剧植入等方式加强品牌推广，成功推出烟酰胺套装，实现业绩增长。

2) 御 MEN：在男士洁面品类中首创“皂基科学配方”概念，匹配中国男性消费者洁面诉求进行配方创新，竹炭洁面液整体产品升级后的使用效果收获到消费者及业内一众好评，全年累计销量超 160 万瓶，成为男士洁面类目超级单品，御 MEN 品牌天猫旗舰店全年销售额同比增长超过 60%，连续两年保持高速增长。

3) 薇风：全新升级 BIGDROP 大水滴，专注熬夜细分类目，打造首个专业熬夜肌肤护理品牌，爆款持续热销，大水滴熬夜面膜单品累计销售超 700 万片。

4) 花瑶花：品牌天猫旗舰店新增会员 30%，并通过优化产品及精细化会员管理持续提升会员复购率及盈利能力。

■ 代理业务：强生集团合作不断深入、其他代理品牌持续拓展

公司当前代理业务最大客户为强生，其他客户多为海外小众品牌。

强生集团代理：公司 2020 年开始全面承接强生代理业务，在帮助强生旗下品牌实现线上销售提价的同时，依然实现量价同比增长，20 年强生代理业务营收规模约 10 亿元。

其中，21Q1“城野医生”品牌通过抖音投放，打造内容电商生态，品牌爆款 377 精华，实现同期对比淘内渠道销售提升 30%；“李施德林”品牌通过抖音投放积累打造樱花蜜桃漱口水爆款带动女性用户提升，同时孵化功效型新品抗敏感漱口水，实现业绩增长；外用生发水“Rogaine”品牌一季度完成京东健康、考拉、拼多多、小红书入驻，进一步加速完成线上医药渠道渗透。

随着公司与强生的合作已经逐步进入正常轨道，未来将构建更健康、更稳定的财务和业务模式，21 年强生代理业务目标同增 20~30%。

其他国际品牌方面：日法奢美护肤品牌伊菲丹，通过合作多位明星和精选 KOL 打造小众贵妇品牌；意大利米兰时装周御用彩妆品牌 KIKO，成功打造爆款产品防晒粉饼，防晒粉饼销售额同比增长超 180%；法国尖端实验室品牌 LIERAC，主推产品妊娠纹精华是全球首款祛妊娠纹产品，2020 年品牌进入淘系妊娠纹护理类目前 10；芬兰国民护肤品牌 Lumene，2020 年持续打造天然护肤理念，极地品牌差异化获得消费者及顶级 KOL 认可，会员复购率持续提升。2020 年，公司还引入了英国男士理容品牌 Hawkins&Brimble、美国前卫大师级艺术彩妆 NATASHA DENONA 等品牌，截至 21 年 4 月公司已与超 30 个国际品牌达成业务合作。

4、投资建议

公司自有品牌加强研发、提升品牌调性、向水乳膏霜拓展、降低对贴片式面膜业务的依赖，打造爆款的能力已经得到验证、21 年将继续推出多款新品、有望驱动业绩继续快速发展；新锐品牌升级、持续减亏、盈利能力有望提升。

代理业务 19 年下半年与强生达成战略合作，20 年增速较高部分原因为 19 年低基数，预计 21 年增速将回归常态、预计增速在 20~30%；净利率水平在规模效应下有望进一步提升至 3~4%。

公司本轮业绩复苏主要由自主品牌运营能力回升以及代理业务放量所驱动，未来仍具有可持续性。公司净利率修复超预期，上调 21~22 年原盈利预测 10.19%、29.29%，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 为 0.63/0.98/1.51 元，对应 21~23 年 PE 分别为 42/27/17 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

新品销售/营销投放不及预期；代理业务存货减值风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,245	2,412	3,715	4,826	6,180	7,685
增长率		7.4%	54.0%	29.9%	28.1%	24.3%
主营业务成本	-1,085	-1,181	-1,887	-2,266	-2,744	-3,174
%销售收入	48.3%	48.9%	50.8%	46.9%	44.4%	41.3%
毛利	1,160	1,231	1,828	2,560	3,437	4,511
%销售收入	51.7%	51.1%	49.2%	53.1%	55.6%	58.7%
营业税金及附加	-15	-11	-17	-24	-31	-38
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-847	-1,041	-1,438	-1,930	-2,534	-3,228
%销售收入	37.7%	43.1%	38.7%	40.0%	41.0%	42.0%
管理费用	-104	-103	-122	-212	-278	-353
%销售收入	4.6%	4.3%	3.3%	4.4%	4.5%	4.6%
研发费用	-46	-44	-48	-97	-124	-154
%销售收入	2.0%	1.8%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	148	33	203	297	470	738
%销售收入	6.6%	1.4%	5.5%	6.2%	7.6%	9.6%
财务费用	-6	-14	-34	-9	-14	-17
%销售收入	0.3%	0.6%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-12	-22	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	-2	0	0	0
投资收益	20	14	4	10	10	10
%税前利润	12.6%	62.5%	2.4%	3.4%	2.1%	1.4%
营业利润	158	19	159	298	466	731
营业利润率	7.0%	0.8%	4.3%	6.2%	7.5%	9.5%
营业外收支	4	4	0	0	0	0
税前利润	162	23	159	298	466	731
利润率	7.2%	0.9%	4.3%	6.2%	7.5%	9.5%
所得税	-34	3	-21	-40	-63	-110
所得税率	21.2%	-11.4%	13.3%	13.5%	13.5%	15.0%
净利润	128	25	138	258	403	621
少数股东损益	-3	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	131	27	140	258	403	621
净利率	5.8%	1.1%	3.8%	5.3%	6.5%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	128	25	138	258	403	621
少数股东损益	-3	-2	-2	0	0	0
非现金支出	28	40	13	15	18	22
非经营收益	-12	-20	6	50	18	21
营运资金变动	-180	-255	-50	-124	-124	-116
经营活动现金净流	-35	-211	107	199	316	548
资本开支	-101	-19	-210	-197	-242	-252
投资	0	-129	30	0	0	0
其他	-412	309	5	10	10	10
投资活动现金净流	-513	162	-175	-187	-232	-242
股权募资	797	22	6	226	0	0
债权募资	17	106	80	109	113	-14
其他	-63	-251	16	-124	-189	-280
筹资活动现金净流	751	-123	101	212	-76	-293
现金净流量	203	-172	33	223	7	13

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	463	362	460	683	691	703
应收账款	124	136	249	245	313	389
存货	566	738	696	869	1,052	1,217
其他流动资产	534	254	215	188	203	216
流动资产	1,687	1,490	1,620	1,985	2,259	2,526
%总资产	88.7%	80.8%	74.6%	74.1%	71.1%	68.7%
长期投资	0	129	144	144	144	144
固定资产	115	112	279	465	687	915
%总资产	6.0%	6.1%	12.8%	17.3%	21.6%	24.9%
无形资产	22	87	84	86	88	90
非流动资产	216	353	553	696	919	1,149
%总资产	11.3%	19.2%	25.4%	25.9%	28.9%	31.3%
资产总计	1,903	1,843	2,173	2,681	3,178	3,675
短期借款	46	156	260	367	479	463
应付款项	378	397	455	519	642	751
其他流动负债	48	48	108	61	81	109
流动负债	471	602	822	948	1,201	1,323
长期贷款	29	24	0	0	0	0
其他长期负债	8	2	0	2	4	6
负债	507	627	823	950	1,205	1,329
普通股股东权益	1,400	1,218	1,353	1,734	1,976	2,349
其中：股本	272	411	411	411	411	411
未分配利润	353	377	517	672	914	1,286
少数股东权益	-4	-2	-4	-4	-4	-4
负债股东权益合计	1,903	1,843	2,173	2,681	3,178	3,675

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.481	0.066	0.341	0.627	0.981	1.511
每股净资产	5.146	2.963	3.292	4.219	4.808	5.715
每股经营现金净流	-0.130	-0.512	0.260	0.484	0.768	1.334
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.251	0.393	0.605
回报率						
净资产收益率	9.34%	2.23%	10.37%	14.87%	20.41%	26.45%
总资产收益率	6.87%	1.48%	6.46%	9.62%	12.69%	16.90%
投入资本收益率	7.92%	2.61%	10.96%	12.23%	16.56%	22.28%
增长率						
主营业务收入增长率	36.38%	7.43%	54.02%	29.91%	28.06%	24.35%
EBIT增长率	-15.76%	-77.86%	522.01%	46.08%	58.26%	56.91%
净利润增长率	-17.53%	-79.17%	415.28%	83.81%	56.45%	54.00%
总资产增长率	121.94%	-3.17%	17.89%	23.39%	18.56%	15.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.9	16.5	16.4	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	141.7	201.6	138.6	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	79.2	83.8	43.6	44.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	18.6	16.4	10.3	9.0	8.3	8.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.89%	-26.10%	-18.53%	-21.03%	-13.09%	-12.15%
EBIT利息保障倍数	23.0	2.3	6.0	33.7	34.3	44.1
资产负债率	26.64%	34.02%	37.87%	35.44%	37.93%	36.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	26	34	69
增持	0	2	8	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.22	1.24	1.24	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-24	买入	19.85	28.50~29.00
2	2021-03-06	买入	22.40	N/A

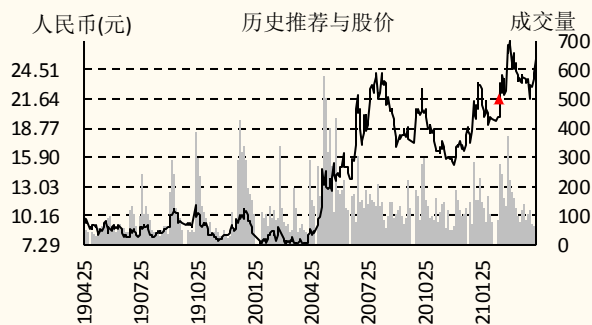
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402