

华利集团 (300979.SZ)

2023年04月24日

2022Q4 销量受去库影响，2023 年产能储备静待需求恢复
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

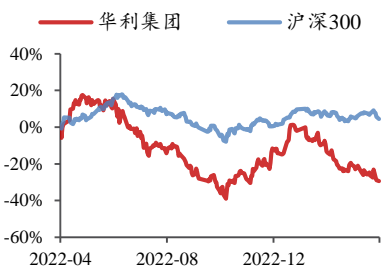
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/24
当前股价(元)	46.92
一年最高最低(元)	78.70/40.20
总市值(亿元)	547.56
流通市值(亿元)	68.54
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	84.22

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q4 下游去库致增速放缓，逆势下毛利率环比改善——公司信息更新报告》-2023.3.2

《Q3 延续价增高于量增趋势，第一大客户环比提速——公司信息更新报告》-2022.10.28

《2022Q2 量价齐增，订单稳定性好于同业，不改龙头本色——公司信息更新报告》-2022.8.18

● 2022Q4 销量承压，2023 年产能储备静待需求恢复，继续维持“买入”评级

2022 年公司实现收入 205.69 亿元 (+17.74%)，美元口径收入 +12.3%，归母净利润 32.28 亿元 (+16.63%)。拆分量价，2022 年销售运动鞋 2.21 亿双 (+4.7%)，人民币/美元单价 93.2 元/13.8 美元，分别 +12.5%/+7.3%。2022 年总产能 2.38 亿双，总产量 2.17 亿双，产能利用率 90.95% (-4.93pct)。考虑下游客户正积极去库存，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 33.9/40.4/47.2 亿元 (2023-2024 年原为 35.7/41.7 亿元)，对应 EPS 为 2.9/3.5/4.1 元，当前股价对应 PE 分别为 16.3/13.7/11.7 倍，公司作为大客户鞋类核心供应商订单调整幅度小于行业，且柔性生产及管理下 2022Q4 毛利率环比改善体现盈利韧性，2023 年产能已积极储备静待需求恢复，维持“买入”评级。

● 客户集中度再提升，新厂爬坡及老厂提效释放产能，期待 2023 年新工厂投产 2022 年 CR5 客户收入 87.7 亿元 (+17.3%)，占比 91.3% (-0.4pct)，前五大客户收入分别同比 +28.2%/+5%/+6%/+17.7%/+29.9%，预计 Nike 品牌及 Deckers 旗下 Hoka 品牌驱动增长，收入占比分别为 39%/19%/17%/11%/6%，其中 Nike 产品线拓宽显著提升单价，量价齐升之下占比进一步 +4pct 至 38.5%。**新品牌：**其他品牌收入 17.96 亿元 (+23.1%)，占比略提升，2023 年新增客户锐步预告订单量亮眼。

● 越北疫情&新工厂爬坡致 2022H1 毛利率承压，费用率及净利率基本保持稳定 2022 年毛利率为 25.86% (-1.78pct)，费用率基本平稳，2022 年期间费用率为 5.2%，同比 -0.15pct 主要系汇兑收益导致财务收入增加及 2022Q4 管理费用率明显下降，截至 2022 年底，员工人数 +2.8% 至 15.55 万人。2022 年所得税率 -3.8pct 至 21.1%，2022 年净利率为 15.7%，基本持平。2022 年经营净现金流 35.03 亿元 (+45%)，主要系收入规模扩大及税费返还增加，应收账款 31.15 亿元 (+25%)，存货规模 26.64 亿元 (-7.75%)，应收/存货周转天数约 49/61 天，同比 +5/-7 天，处于良好水平。**展望：**2023 年储备产能充分，除产能利用率恢复外 (2022 年产能利用率仅 91%)，主要产能增量为新老产能共同驱动，待客户库存去化后份额有望进一步提升。老工厂：2022 年三个越南新工厂永山、威霖和弘欣产能爬坡至 94/88/48 万双，2023 年将继续爬坡；新工厂：除永川外印尼及越南均有新工厂投产。

● 风险提示：下游客户去库存节奏、产能爬坡及新工厂建设不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	21,993	25,519	29,506
YOY(%)	25.4	17.7	6.9	16.0	15.6
归母净利润(百万元)	2,768	3,228	3,390	4,036	4,722
YOY(%)	47.3	16.6	5.0	19.0	17.0
毛利率(%)	27.2	25.9	25.8	26.2	26.3
净利率(%)	15.8	15.7	15.4	15.8	16.0
ROE(%)	25.3	24.5	20.4	20.2	19.4
EPS(摊薄/元)	2.37	2.77	2.90	3.46	4.05
P/E(倍)	19.9	17.1	16.3	13.7	11.7
P/B(倍)	5.0	4.2	3.3	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022Q4 销量承压，2023 年产能储备静待需求恢复.....	3
2、 2022Q4 毛利率环比改善，费用率及净利率基本稳定.....	4
3、 预计 2023 年新增越南及印尼工厂，储备产能充足.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2022 年公司实现收入 205.69 亿元 (+17.74%)	3
图 2： 2022 年归母净利润 32.28 亿元 (+16.63%)	3
图 3： 2022 年 CR5 收入 188 亿元 (+17%) (单位：亿元)	4
图 4： 2022 年第一大客户占比提升 4pct 至 39%	4
图 5： 2022 年整体毛利率为 25.86%，同比下滑 1.4pct	5
图 6： 2022Q4 毛利率为 25.8%，环比 Q3 改善	5
图 7： 2022Q4 收入承压下期间费用率略有走高.....	5
图 8： 2022 年公司期间费用率为 5.23% (-0.15pct)	5
图 9： 2022 年期间费用率下降主要系财务费用率降低.....	5
图 10： 2022 年员工人数增长 2.8%至 15.55 万人 (单位：万人)	6
图 11： 2022 年应收账款 31.2 亿元 (+25%)	6
图 12： 2022 年存货规模为 26.64 亿元 (-7.75%)	6

1、2022Q4 销量承压，2023 年产能储备静待需求恢复

2022 年公司实现收入 205.69 亿元 (+17.74%)，剔除汇率影响后收入+12.3%，归母净利润 32.28 亿元 (+16.63%)。拆分量价，2022 年销售运动鞋 2.21 亿双 (+4.7%)，美元/人民币单价 13.8 美元/93.2 元，分别+7.3%/+12.5%。2022 年总产能 2.38 亿双，总产量 2.17 亿双，产能利用率 90.95% (-4.93pct)。

前三季度量价齐升，2022Q4 出货受下游去库存影响。2022Q1-Q4 销量分别 +7.1%/+18.7%/+3.3%/-9.3%，2022Q1 出货主要受越北疫情影响，2022H2 出货主要受欧美通胀影响需求以及下游客户去库存影响。2022Q1-Q4 人民币单价分别 +4%/+8.3%/+19.3%/+18.5%，单价提升显著主要系第一大客户产品线拓宽及整体产品结构调整 (2022 年凉拖占比-3.17pct)。

图1：2022 年公司实现收入 205.69 亿元 (+17.74%)

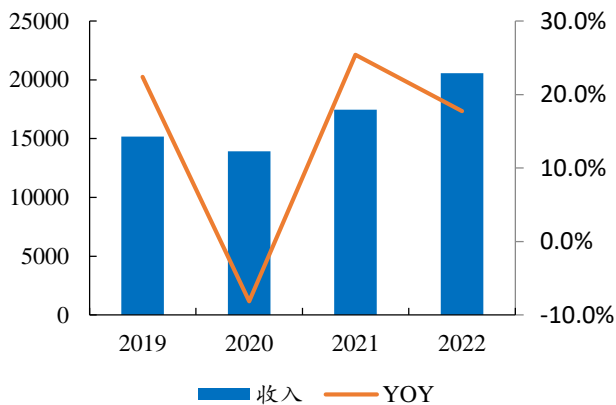
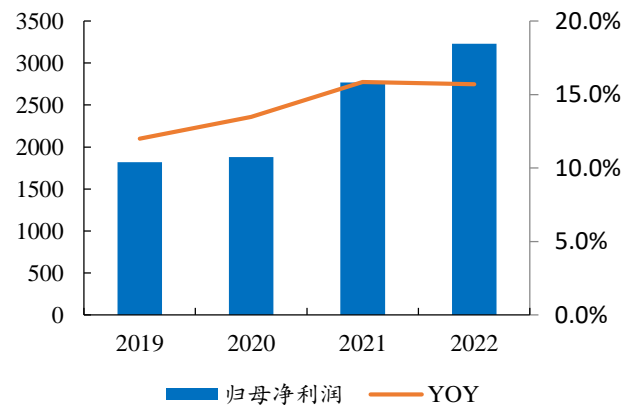


图2：2022 年归母净利润 32.28 亿元 (+16.63%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(1) 分客户看：CR5 客户收入占比略有下降体现新品牌订单强劲。2022 年公司前 5 大客户收入合计 188 亿元 (+17%)，占比 91% (+0.38pct)，预计 2022 年前 5 大客户：

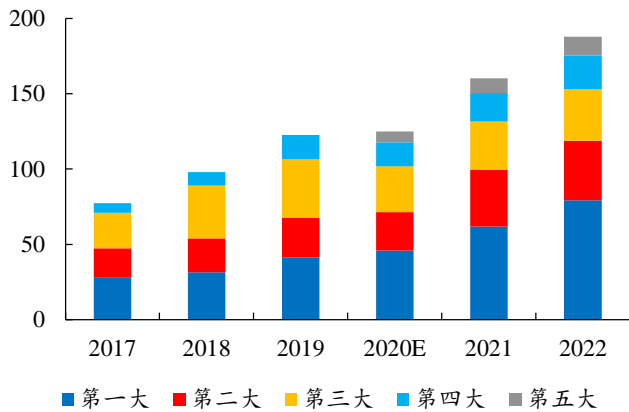
预计第一大客户收入 79.2 亿元，同比增长 28.2%，收入占比 38.5% (+4pct) 收入占比进一步提升，其中 2022Q3/Q4 同比+36%/+18.44%。

预计第二大客户收入 39.6 亿元，同比增长 5.1%，收入占比 19.2%，其中 2022Q3/Q4 同比-10%/-13%。

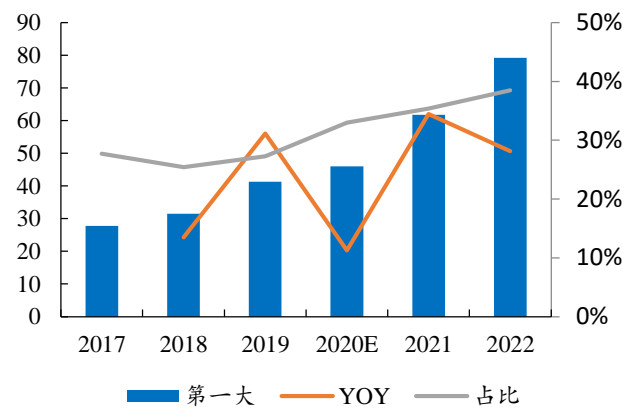
预计第三大客户收入 34.1 亿元，同比增长 6.4%，收入占比 16.6%，其中 2022Q3/Q4 同比-6%/-9%。

预计第四大客户收入 22.3 亿元，同比增长 17.7%，收入占比 10.8%，其中 2022Q3/Q4 同比+31%/+26%。

预计第五大客户收入 12.5 亿元，同比增长 29.9%，收入占比 6.9%，其中 2022Q3/Q4 同比+60%/+71%。

图3：2022年CR5收入188亿元(+17%) (单位：亿元)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022年第一大客户占比提升4pct至39%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 分品类看：运动休闲鞋占比进一步提升。

运动休闲鞋：实现营收 184.8 亿元 (+30%)，占比 89.8% (+3.8pct)，占比进一步提升，毛利率为 26.7% (-2.16pct)。

户外靴鞋：实现营收 10.4 亿元 (-34.5%)，占比 5.1% (-0.63pct)，毛利率为 16.48% (-2.18pct)。

运动凉鞋/拖鞋及其他：实现营收 10.1 亿元 (-38.5%)，占比 0.2% (-3.17pct)，毛利率为 18.59% (-1.93pct)。

(3) 分地区看：对欧洲销售增长快于美国，毛利率跌幅好于美国。

美国：实现营收 173.2 亿元 (+14%)，占比 84.2% (-2.78pct)，毛利率为 26.23% (-1.27pct)。

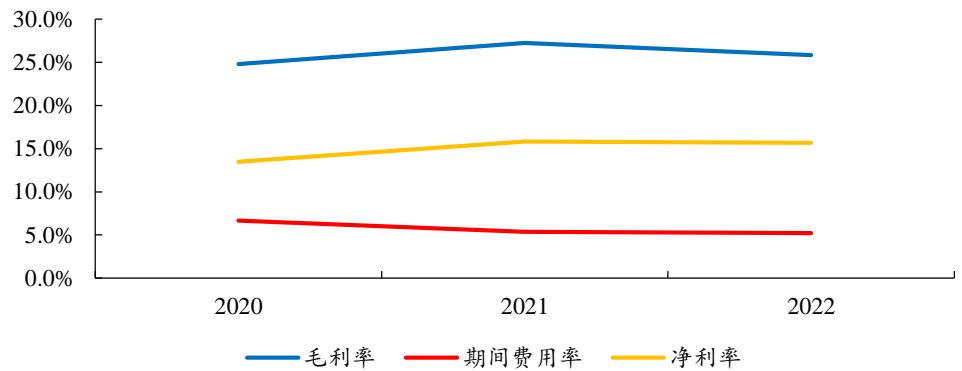
欧洲：实现营收 28.1 亿元 (+37.2%)，占比 13.66% (+1.94pct)，毛利率为 24.38% (-1.13pct)。

其他：实现营收 4 亿元 (+110%)，占比 1.9% (+0.84pct)，毛利率为 17.183% (-0.9pct)。

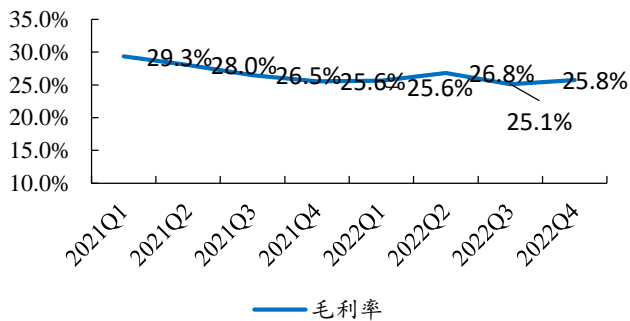
2、2022Q4 毛利率环比改善，费用率及净利率基本稳定

(1) 盈利能力：毛利率-1.4pct，费用率稳定&所得税率下降致净利率基本持平

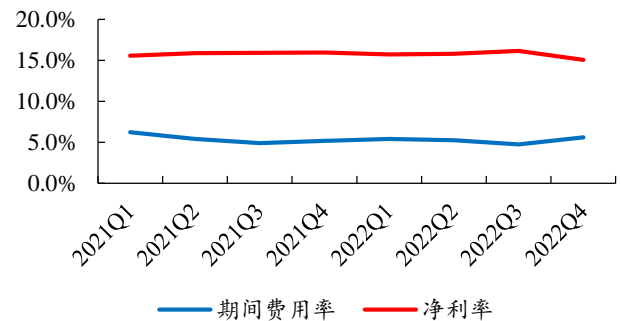
2022 年毛利率为 25.86%，同比口径下，毛利率下降 1.4pct，2022Q1-Q4 毛利率分别为 25.6%/26.8%/25.1%/25.8%，通过柔性产能和持续改善成本控制保持毛利率基本平稳，其中 2022Q4 毛利率环比改善。公司持续推进自动化以提升效率。在各量产工厂大力推进技改，新开发的电脑针车车装饰带技术、整个鞋面多层部件复合定位电脑车技术、自动电烙铁定位器等技术开始在各量产工厂实施。对于不适合自动化设备的工序，一方面关键工序普及自动化设备，另一方面推广自研自创辅助夹制具提升产品品质稳定性和生产效率，例如“电脑车接鞋舌工艺”“自动翻折创新型夹板”等工艺技术升级并推广。

图5：2022年整体毛利率为25.86%，同比下滑1.4pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022Q4毛利率为25.8%，环比Q3改善


数据来源：公司公告、开源证券研究所

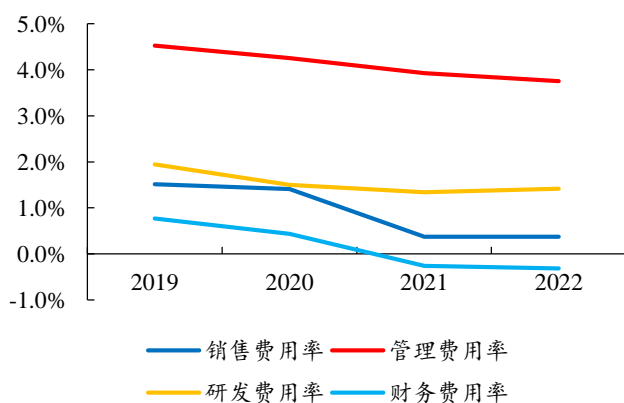
图7：2022Q4收入承压下期间费用率略有走高


数据来源：公司公告、开源证券研究所

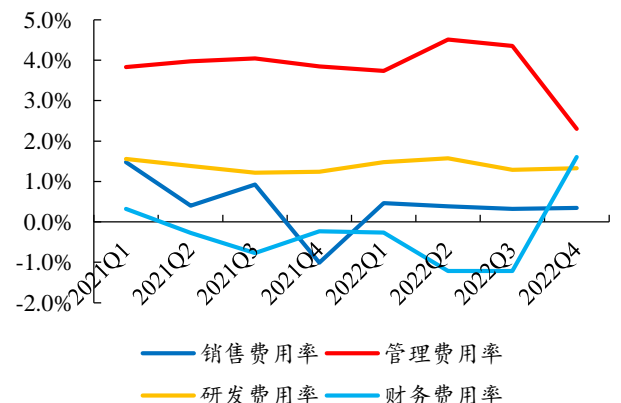
(2) 费用端：2022年人民币贬值促期间费用率下降0.15pct

2022年费用率基本平稳，2022年期间费用率为5.2%，同比下降0.15pct主要系2022年人民币贬值下汇兑收益导致财务收入增加带动财务费用率下降，以及2022Q4管理费用率明显下降。截至2022年底，员工人数同比增长2.8%至15.55万人。

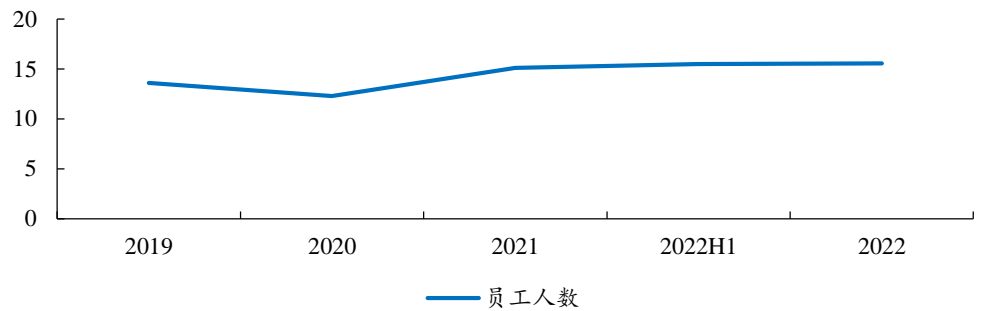
2022年所得税率-3.8pct至21.1%，2022年净利率为15.7%，基本持平。

图8：2022年公司期间费用率为5.23% (-0.15pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2022年期间费用率下降主要系财务费用率降低


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022 年员工人数增长 2.8%至 15.55 万人（单位：万人）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 营运能力：应收账款略有提升、存货规模下降，现金流处于健康水平

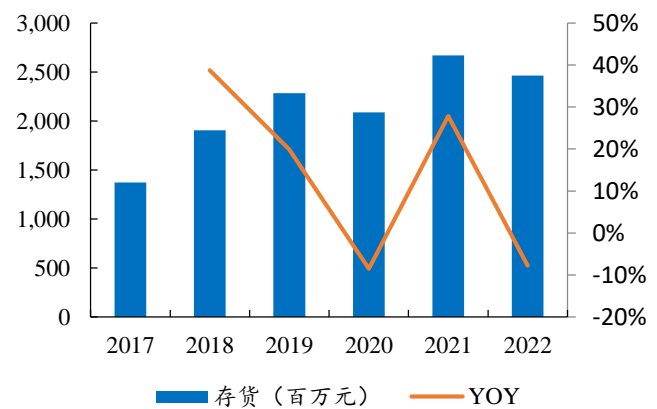
2022 年公司经营净现金流 35.03 亿元 (+45%)，主要系收入规模扩大及税费返还增加。

2022 年应收账款 31.15 亿元 (+25%)，应收账款周转天数约 49 天，同比提升 5 天，处于健康水平。

2022 年存货规模 26.64 亿元 (-7.75%)，存货周转天数 60.6 天，同比缩短 7 天。

图11：2022 年应收账款 31.2 亿元 (+25%)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2022 年存货规模为 26.64 亿元 (-7.75%)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、预计 2023 年新增越南及印尼工厂，储备产能充足

2022 年资本开支 16.85 亿元，总产能增长 9%至 2.38 亿双，预计 2023 及 2024 年仍保持资本开支水平。

2023 年除产能利用率恢复外，主要产能增量为新老产能共同驱动：一方面，2022 年公司三个越南新工厂永山、威霖和弘欣产能爬坡至 94/88/48 万双，2023 年将继续爬坡。另一方面，除收购英雄心外（永川工厂 2022 年 1-8 月产量 729 万双），自有新产能投放预计于下半年落地，包括越南及印尼各 1-2 家工厂。

4、盈利预测与投资建议

考虑下游客户正积极去库存，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，

预计 2023-2025 年归母净利润分别为 33.9/40.4/47.2 亿元(2023-2024 年原为 35.7/41.7 亿元), 对应 EPS 为 2.9/3.5/4.1 元, 当前股价对应 PE 分别为 16.3/13.7/11.7 倍, 公司作为大客户鞋类核心供应商订单调整幅度小于行业, 且柔性生产及管理下 2022Q4 毛利率环比改善体现盈利韧性, 2023 年产能已积极储备静待需求恢复, 维持“买入”评级。

5、风险提示

下游客户去库存不畅、产能爬坡及新工厂建设不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11865	11504	16806	19335	24308
现金	4408	3620	8678	10200	13550
应收票据及应收账款	2487	3115	2746	3895	3962
其他应收款	93	50	95	85	117
预付账款	163	59	220	94	256
存货	2671	2464	3623	3167	4578
其他流动资产	2044	2198	1444	1895	1845
非流动资产	4314	5606	5147	5581	5903
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3006	3655	3555	3755	3939
无形资产	279	437	560	674	780
其他非流动资产	1029	1515	1032	1152	1184
资产总计	16179	17110	21953	24917	30211
流动负债	5083	3743	5247	4783	5682
短期借款	1876	683	1352	1304	1113
应付票据及应付账款	1835	1502	2471	1976	3078
其他流动负债	1371	1558	1424	1504	1491
非流动负债	170	172	121	154	149
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	170	172	121	154	149
负债合计	5253	3915	5368	4937	5831
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	4834	6778	9382	12949	16850
归属母公司股东权益	10927	13195	16585	19979	24380
负债和股东权益	16179	17110	21953	24917	30211

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2423	3503	3970	3630	4816
净利润	2768	3228	3390	4036	4722
折旧摊销	518	690	681	633	738
财务费用	-46	-65	-22	-24	-26
投资损失	-25	-68	-22	-26	-30
营运资金变动	-1114	-417	-65	-994	-583
其他经营现金流	322	136	9	5	-5
投资活动现金流	-4350	-2025	482	-1468	-975
资本支出	1277	1685	-147	306	304
长期投资	-3127	-329	0	0	0
其他投资现金流	-6200	-669	334	-1161	-671
筹资活动现金流	2805	-2723	606	-641	-491
短期借款	380	-1193	669	-48	-191
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	117	0	0	0	0
资本公积增加	3546	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1238	-1529	-63	-593	-300
现金净增加额	834	-1057	5058	1522	3350

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17470	20569	21993	25519	29506
营业成本	12712	15250	16308	18833	21746
营业税金及附加	3	3	4	4	5
营业费用	65	77	80	93	106
管理费用	686	772	796	921	1062
研发费用	234	291	311	361	417
财务费用	-46	-65	-22	-24	-26
资产减值损失	-134	-227	-232	-233	-233
其他收益	4	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	24	0	0	0
投资净收益	25	68	22	26	30
资产处置收益	-2	-0	-0	-0	-0
营业利润	3702	4105	4310	5128	5997
营业外收入	8	3	3	3	3
营业外支出	26	17	17	17	17
利润总额	3684	4090	4295	5113	5983
所得税	917	862	905	1078	1261
净利润	2768	3228	3390	4036	4722
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2768	3228	3390	4036	4722
EBITDA	4184	4712	4853	5543	6438
EPS(元)	2.37	2.77	2.90	3.46	4.05

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	25.4	17.7	6.9	16.0	15.6
营业利润(%)	60.6	10.9	5.0	19.0	17.0
归属于母公司净利润(%)	47.3	16.6	5.0	19.0	17.0
获利能力					
毛利率(%)	27.2	25.9	25.8	26.2	26.3
净利率(%)	15.8	15.7	15.4	15.8	16.0
ROE(%)	25.3	24.5	20.4	20.2	19.4
ROIC(%)	21.2	22.6	18.3	18.1	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	22.9	24.5	19.8	19.3
净负债比率(%)	-21.7	-21.1	-43.7	-44.0	-50.6
流动比率	2.3	3.1	3.2	4.0	4.3
速动比率	1.7	2.3	2.4	3.3	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	8.2	7.3	7.5	7.7	7.5
应付账款周转率	8.1	9.1	8.2	8.5	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.77	2.90	3.46	4.05
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	3.00	3.40	3.11	4.13
每股净资产(最新摊薄)	9.36	11.31	14.21	17.12	20.89
估值比率					
P/E	19.9	17.1	16.3	13.7	11.7
P/B	5.0	4.2	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	12.2	10.7	9.6	8.1	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn