

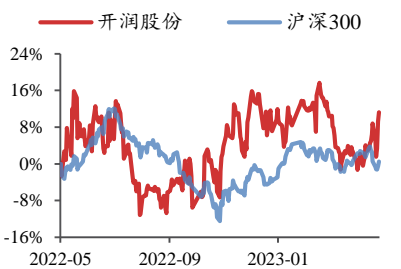
开润股份 (300577.SZ)

2023年05月03日

投资评级：买入（维持）

日期	2023/4/28
当前股价(元)	16.46
一年最高最低(元)	18.98/12.96
总市值(亿元)	39.47
流通市值(亿元)	22.05
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.34
近3个月换手率(%)	59.13

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《出行需求恢复催化 B2C 销售，B2B 静待 2023Q2 去库拐点—公司信息更新报告》-2023.1.31

《2022Q3 代工增速超预期，品牌端如期大幅减亏—公司信息更新报告》-2022.10.28

《2022H1 代工业务超预期，全年利润拐点已至—公司信息更新报告》-2022.8.30

2023Q1 代工表现靓丽，轻装上阵&出行恢复下全年业绩可期

——公司信息更新报告

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

● 2023Q1 代工表现靓丽，出行需求催化下全年业绩可期，维持“买入”评级

2022 年收入 27.4 亿元(+19.75%)/归母净利润 0.47 亿元(-73.98%)，扣非归母净利润 0.2 亿元(-79%)，归母与扣非差距主要系政府补助减少 0.4 亿元，扣非下滑主要受海外渠道缩减及疫情影响 2C 利润以及非主营中投资收益转负(疫情压制嘉乐利润表现)及资产减值增多影响。我们维持 2023 年、略上调 2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 1.5/2.1/2.7 亿元(2024 年原为 2.0 亿元)，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.1 元，当前股价对应 PE 为 26.3/19.0/14.6 倍，2023Q1 收入 7.4 亿元(+21%)，扣非净利润 0.35 亿元(+180%)，盈利向好，全年代工继续巩固优势，2C 随国内出行需求恢复&新品推出下预计由亏转盈，维持“买入”评级。

● 代工：2022 年收入高增&份额提升，2023Q1 表现亮眼，全年预计双位数增长

2022 年收入 21.98 亿元 (+50.1%)，占比 80%，其中预计 10%来自服装代嘉乐下单的新客户(阿迪达斯/PUMA/Muji 等)订单，剔除服装后预计箱包代工同比增长 30%+，分客户看：VF 实现翻倍以上增长、迪卡侬实现 70-80%增长、耐克在去库存影响下仍有高双增长。2023Q1 收入 6.1 亿元(+30%左右)剔除服装后箱包仍有低双增长，主要受益于差异化产能布局、箱包品类库存压力较其他品类轻。展望 2023 年收入预计双位数增长：箱包预计中单增长，服装预计 30%以上增长。

● 品牌：2022 年精简渠道&降本增效，2023Q1 国内出行需求催化高增

2022 年收入 6.22 亿元 (+21.1%)，分渠道看，线上渠道收入 2.28 亿元 (-46%) 主要系 90 分受出行需求疲软及主动调整渠道影响，2022Q2 90 分精简海外渠道及国内部分渠道，分销渠道收入 3.37 亿元 (-8%)。2023Q1 收入 1.3 亿元并实现盈亏平衡或小幅盈利，90 分整体增速仍受同期 90 分海外的基数影响，但国内增长 70%+；小米双位数增长。展望 2023 年 2C 端预计收入小幅增长且大幅减亏。

● 2023Q1 扣非净利率改善，营运能力稳健，经营性净现金流改善

2022 年毛利率为 21.63% (-4.96pct)，其中代工毛利率 21.98% (-3.99pct)，品牌毛利率 20.87%，(-7.41pct) 其中分销毛利率 20.87% (-6.68pct)、线上毛利率 21.59% (-8.2pct)。2022 年期间费用率为 16.98% (-6.31pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别-4.84/-0.18/-0.69/-0.60pct，净利率为 1.71% (-6.2pct)。2023Q1 毛利率/扣非净利率为 21.75% (-3.3pct) /4.8% (+2.7pct)，净利率 4.7% (+2.9pct)，毛/净利率跌幅收窄，2023Q1 扣非净利率改善。2023Q1 经营性现金流净额 1.12 亿元（同期为-0.9 亿元），存货为 4.85 亿元 (-10.68%)，存货周转天数 85 天 (-22 天)。

● 风险提示：出行需求复苏不及预期、欧美经济衰退。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	3,017	3,566	4,175
YOY(%)	17.8	19.7	10.1	18.2	17.1
归母净利润(百万元)	180	47	150	208	270
YOY(%)	131.0	-74.0	220.7	38.4	29.9
毛利率(%)	26.6	21.6	22.8	23.6	24.1
净利率(%)	7.9	1.7	5.0	5.8	6.5
ROE(%)	10.0	3.1	7.8	9.8	11.4
EPS(摊薄/元)	0.75	0.20	0.63	0.87	1.13
P/E(倍)	21.9	84.2	26.3	19.0	14.6
P/B(倍)	2.4	2.4	2.2	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年业绩承压，出行需求催化下全年业绩可期.....	3
2、 2022 年毛利率承压但控费见效，经营性净现金流改善.....	4
2.1、 盈利能力：2022 年积极控费见效，2023Q1 盈利能力改善.....	4
2.2、 营运能力：各项指标仍处于健康区间，经营性净现金流改善.....	5
3、 未来展望：B2B 巩固差异化优势，B2C 实现盈利.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 2022 年公司收入 27.41 亿元 (+19.75%)	3
图 2： 2022 年公司归母净利润 0.47 亿元 (-73.98%)	3
图 3： 2022Q4 公司收入 5.8 亿元 (-18.7%)	3
图 4： 2022Q4 公司归母净利润-0.23 亿元（同期 0.29 亿元）.....	3
图 5： 2022 年毛利率 21.6%/净利率 1.7%.....	4
图 6： 2022 年公司期间费用率为 16.98%，显著下降	4

目 录

1、 2022 年业绩承压，出行需求催化下全年业绩可期.....	3
2、 2022 年毛利率承压但控费见效，经营性净现金流改善.....	4
2.1、 盈利能力：2022 年积极控费见效，2023Q1 盈利能力改善.....	4
2.2、 营运能力：各项指标仍处于健康区间，经营性净现金流改善.....	5
3、 未来展望：B2B 巩固差异化优势，B2C 实现盈利.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 2022 年公司收入 27.41 亿元 (+19.75%)	3
图 2： 2022 年公司归母净利润 0.47 亿元 (-73.98%)	3
图 3： 2022Q4 公司收入 5.8 亿元 (-18.7%)	3
图 4： 2022Q4 公司归母净利润-0.23 亿元（同期 0.29 亿元）.....	3
图 5： 2022 年毛利率 21.6%/净利率 1.7%.....	4
图 6： 2022 年公司期间费用率为 16.98%，显著下降	4

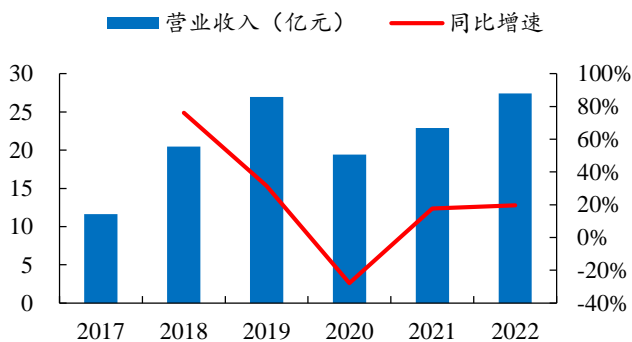
1、2022 年业绩承压，出行需求催化下全年业绩可期

2022 年公司收入 27.41 亿元 (+19.75%)，归母净利润 0.47 亿元 (-73.98%)，扣非归母净利润 0.2 亿元 (-79%)，归母与扣非差距主要系政府补助减少 0.4 亿元，扣非大幅下滑主要系 2022 年疫情压制上海嘉乐利润表现导致公司对联营企业和合营企业的投资收益为-0.44 亿元(同比减少 0.66 亿元)，以及资产减值损失为 0.31 亿元(同比增加 0.14 亿元)。

2022Q1-Q4 收入 6.12/7.07/8.41/5.81 亿元，同比+35.6%/+31.3%/+43.8%/-18.7%，Q4 收入增速转负，归母净利润分别为 0.47/0.03/0.2/-0.23 亿元 (+2.78%/-93.9%/-62.8%/-179.5%)。

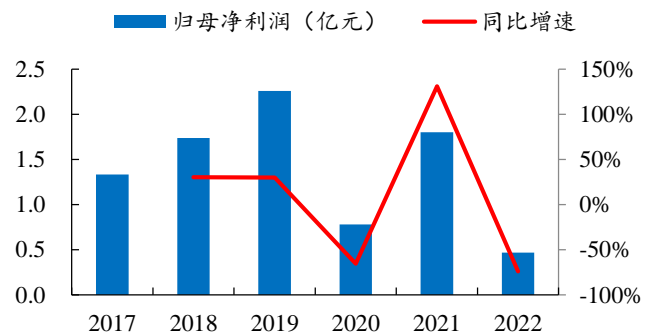
2023Q1 收入 7.4 亿元 (+21%)，扣非净利润 0.35 亿元 (+180%)，经营向好，归母净利润 0.35 亿元 (-24.72%) 主要系政府补助减少。

图1：2022 年公司收入 27.41 亿元 (+19.75%)



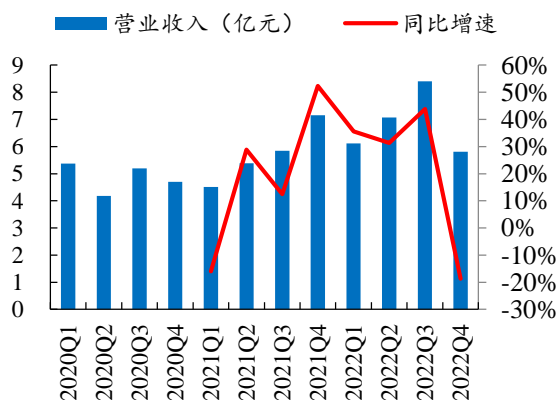
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年公司归母净利润 0.47 亿元 (-73.98%)



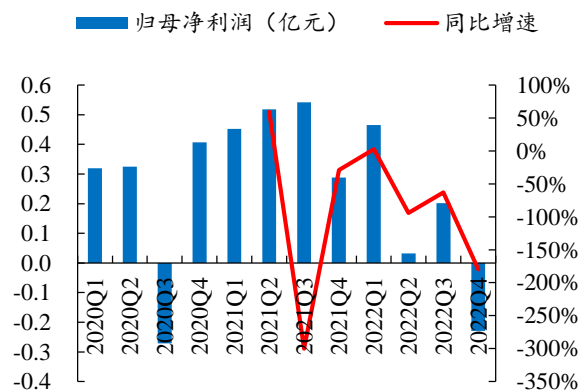
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q4 公司收入 5.8 亿元 (-18.7%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 公司归母净利润-0.23 亿元(同期 0.29 亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) B2B 业务：

2022 年营收 21.98 亿元，yoy+50.1%，占比 80.2% (+16.2pct)。分季度来看，预计 2022Q1-Q3 分别增长 40%/+80%/+79%，2022Q2/Q3 收入中剔除服装收入后箱包代工增速为 50%/+60%+。

报表外：2022 年嘉乐收入 10.1 亿元 (+3.8%)，亏损 0.67 亿元 (同期亏损 0.28

亿元)，主要系 2022H1 上海工厂停产两个月。2022 年公司对联营企业和合营企业的投资收益为-0.44 亿元（同比转负，减少 0.66 亿元），主要为嘉乐亏损影响。

(2) B2C 业务：

2022 年实现收入 5.13 亿元（-32.11%），占比 18.73%。

分季度来看，2022Q1/2022Q3 分别低单增长/40%-50%下降/高双下降，2022Q2 开始缩减渠道及降本增效措施落地。

分渠道来看，线上销售收入 0.87 亿元（-44%），分销渠道收入 3.37 亿元（-8%）。

(3) 分产品来看，2022 年旅行箱实现收入 5.4 亿元（+19.7%），包袋实现收入 17.3 亿元（+18.4%），其他品类实现收入 4.7 亿元（+25.2%）。

(4) 分地区来看，2022 年公司在国内实现收入 6.3 亿元（-21.37%），国外实现收入 21.1 亿元（+42%）。

2、2022 年毛利率承压但控费见效，经营性净现金流改善

2.1、盈利能力：2022 年积极控费见效，2023Q1 盈利能力改善

(1) 毛利率：2022 年公司整体毛利率为 21.63%（-4.96pct），分业务来看，

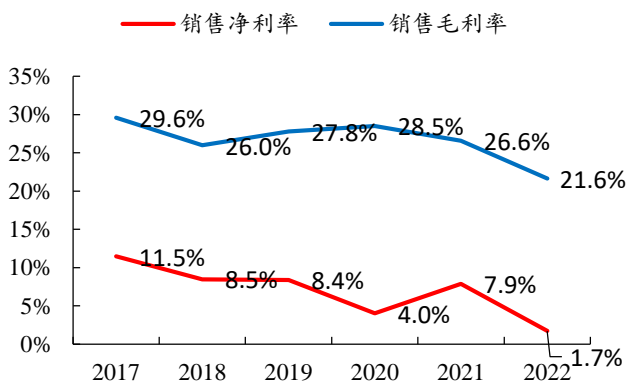
B2B 业务毛利率为 21.98%（-3.99pct），主要系原材料及物流成本上涨、低毛利客户增速较高收入占比增加、以及服装收入留存较低毛利所致。

B2C 业务毛利率为 20.87%，（-7.41pct），主要系 90 分海外分销渠道较大折扣出售货品；90 分国内渠道及小米业务毛利率保持稳定。预计 2023 年在 90 分及小米新品推动下毛利率将稳中有升。

(2) 费用端：2022 年公司期间费用率为 16.98%（-6.31pct）。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.92%/7.25%/2.07%/0.75%，同比 -4.84/-0.18/-0.69/-0.60pct。

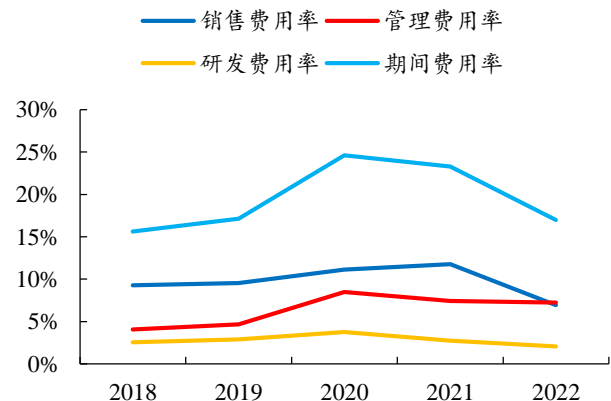
(3) 归母净利率：2022 年净利率为 3.77%（-6.04 pct）。

图5：2022 年毛利率 21.6%/净利率 1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022 年公司期间费用率为 16.98%，显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 2023Q1 扣非净利率同比有较大改善，毛利率及净利率跌幅收窄：2023Q1 毛利率为 21.75% (-3.29pct)，期间费用率 16% (-6.22pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.43%/6.25%/1.76%/1.57%，分别同比-3.85/-1.72/-0.81/+0.15pct，销售及管理费用率下降显著同期仍有 90 分海外渠道运营。2023Q1 净利率 4.73%(-2.87pct)，扣非净利率 4.8% (+2.7pct)。

2.2、营运能力：各项指标仍处于健康区间，经营性净现金流改善

(1) 存货：截至 2022 年，公司存货金额为 6 亿元，较 2021 年末增加 12.5%，存货周转天数为 96 天，较 2021 年末减少 5 天。

(2) 应收账款：截至 2022 年，公司应收账款为 4.79 亿元，基本持平，应收账款周转天数为 72 天，较 2021 年末减少 5 天。

(3) 现金流：2022 年/2023Q1 经营活动现金流净额 1.07 亿元 (+125%) /1.12 亿元(同期为-0.9 亿元)，经营活动现金流净增加额高于净利润。截至 2022 年/2023Q1 公司现金及现金等价物余额为 6.3/6.1 亿元。

3、未来展望：B2B 巩固差异化优势，B2C 实现盈利

(1) B2B：2022 年自有产能 3972.73 万件(+49%)，产能利用率 88.1%(+3.2pct)，海外占比 67.5% (+7.8pct)，滁州 96.93%/印度及印尼 83.81%，同比均有提升。预计 2023 年稳老拓新，巩固差异化产能的竞争优势，全年代工端预计保持双位数增长，其中箱包端由于欧美需求疲软预计中单增长，服装代工预计 30%+增长。2023Q1 投资收益为正，我们预计嘉乐端 2023Q1 已基本实现盈利，全年有望达成低-中单净利率。

(2) B2C：预计 2023 年收入端，考虑仍有部分 90 分海外基数，预计实现小幅增长；利润端，毛利率随小米及 90 分新品推出有望显著提升，全年利润端有望实现利润贡献。

4、盈利预测与投资建议

我们维持 2023 年、略上调 2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 1.5/2.1/2.7 亿元(2024 年原为 2.0 亿元)，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.1 元，当前股价对应 PE 为 26.3/19.0/14.6 倍，2023Q1 收入 7.4 亿元(+21%)，扣非净利润 0.35 亿元(+180%)，盈利向好，全年代工继续巩固优势，2C 随国内出行需求恢复&新品推出下预计由亏转盈，维持“买入”评级。

5、风险提示

出行需求复苏不及预期、欧美经济衰退。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2053	1934	2159	2272	2879
现金	848	679	550	668	797
应收票据及应收账款	477	479	654	653	865
其他应收款	24	20	40	27	48
预付账款	27	14	35	24	42
存货	533	600	741	757	986
其他流动资产	144	143	140	142	142
非流动资产	1460	1582	1809	2101	2378
长期投资	678	641	869	1085	1301
固定资产	222	441	479	556	634
无形资产	95	87	71	55	39
其他非流动资产	465	413	389	406	404
资产总计	3513	3516	3968	4373	5257
流动负债	1359	1433	1784	2027	2689
短期借款	530	479	502	1171	1165
应付票据及应付账款	605	501	1030	615	1242
其他流动负债	223	454	252	242	282
非流动负债	422	316	266	232	190
长期借款	365	259	207	174	132
其他非流动负债	58	56	59	58	58
负债合计	1781	1749	2050	2259	2879
少数股东权益	45	54	54	54	54
股本	240	240	240	240	240
资本公积	702	715	715	715	715
留存收益	758	781	921	1122	1379
归属母公司股东权益	1687	1713	1864	2060	2324
负债和股东权益	3513	3516	3968	4373	5257

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	47	107	382	-185	490
净利润	173	55	150	208	270
折旧摊销	44	49	41	47	55
财务费用	31	21	42	65	85
投资损失	-33	44	-23	-76	-115
营运资金变动	-135	-158	164	-427	194
其他经营现金流	-32	96	8	-3	-1
投资活动现金流	-436	-226	-233	-257	-226
资本支出	180	240	18	61	65
长期投资	-287	-12	-228	-149	-216
其他投资现金流	-543	2	-443	-345	-377
筹资活动现金流	157	-31	-279	-106	-138
短期借款	34	-51	23	2	-9
长期借款	202	-105	-53	-33	-42
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-19	12	0	0	0
其他筹资现金流	-60	113	-249	-75	-87
现金净增加额	-232	-151	-130	-548	126

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2289	2741	3017	3566	4175
营业成本	1681	2148	2329	2725	3169
营业税金及附加	9	9	10	13	15
营业费用	269	190	210	257	305
管理费用	170	199	219	259	303
研发费用	63	57	62	74	86
财务费用	31	21	42	65	85
资产减值损失	-11	-28	-15	-18	-21
其他收益	90	50	30	20	20
公允价值变动收益	24	-10	0	0	0
投资净收益	33	-44	23	76	115
资产处置收益	-3	-0	0	0	0
营业利润	195	83	183	252	326
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	195	79	179	248	322
所得税	22	24	29	40	51
净利润	173	55	150	208	270
少数股东损益	-7	8	0	0	0
归属母公司净利润	180	47	150	208	270
EBITDA	269	154	239	334	431
EPS(元)	0.75	0.20	0.63	0.87	1.13

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.8	19.7	10.1	18.2	17.1
营业利润(%)	128.0	-57.3	120.6	37.5	29.4
归属于母公司净利润(%)	131.0	-74.0	220.7	38.4	29.9
获利能力					
毛利率(%)	26.6	21.6	22.8	23.6	24.1
净利率(%)	7.9	1.7	5.0	5.8	6.5
ROE(%)	10.0	3.1	7.8	9.8	11.4
ROIC(%)	7.5	2.6	6.2	6.9	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	50.7	49.7	51.7	51.7	54.8
净负债比率(%)	8.1	20.9	13.7	37.0	25.6
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.3	5.7	5.3	5.5	5.5
应付账款周转率	3.0	3.9	3.0	3.3	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.20	0.63	0.87	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.44	1.59	-0.77	2.04
每股净资产(最新摊薄)	6.76	6.87	7.50	8.32	9.42
估值比率					
P/E	21.9	84.2	26.3	19.0	14.6
P/B	2.4	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.2	27.9	17.5	14.1	10.5

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