

## 美的集团 (000333.SZ) 2021H1 业绩符合预期, 多元化业务齐头并进

2021年09月02日

——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

日期	2021/9/1
当前股价(元)	69.15
一年最高最低(元)	108.00/61.11
总市值(亿元)	4,827.57
流通市值(亿元)	4,717.20
总股本(亿股)	69.81
流通股本(亿股)	68.22
近3个月换手率(%)	38.85

### ● 2021H1 业绩符合预期, 长期竞争优势明显, 维持“买入”评级

2021H1 公司营业总收入 1748.5 亿元(+25.1%), 较 2019 年同期增长 13.3%。公司 2021H1 归母净利润 150.1 亿元(+7.8%), 较 2019 年同期下降 1.2%。主系 2021H1 原材料大涨对盈利能力造成影响。公司作为全品类家电龙头, 业务布局多元化、国内外市场协同发展, 在原材料涨价逐步缓解下, 长期竞争优势明显。我们维持盈利预测, 2021-2023 年归母净利润为 291.78/334.09/370.09 亿元, 对应 EPS 分别为 4.18/4.79/5.30 元, 当前股价对应 PE 为 16.5/14.4/13.0 倍, 维持“买入”评级。

### ● 多元化业务齐头并进, 内外销市场协同发力

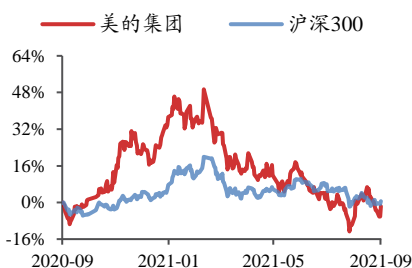
分产品看, 公司 2021H1 暖通空调营收 764.1 亿(+19.3%), 家用电器营收 649.6 亿(+22.5%)。家电龙头地位稳固, 2021H1 主要家电产品市场份额线上、线下均位居前三, 其中公司家用空调产品在 2021H1 线上、线下市场份额分别达到 37.6%和 36.5%, 均位居行业第一。高端化战略持续推进, 2021H1 子品牌 COLMO 在 1.5w+ 空调柜机线下市场份额超过 30%。2021H1 公司机器人、自动化与其他业务营收 126.9 亿(+33.3%), 增速较快主系全球经济复苏、子公司库卡集团业务规模增长带动。分区域看, 公司 2021H1 国内收入 998.5 亿(+29.3%), 国外业务收入 739.6 亿(+19.6%)。2021H1 公司新增海外零售网点 1.8 万家, 海外网络进一步完善。

### ● 原材料、海运价格大涨致盈利能力承压, 周转效率有所提升

2021H1 公司毛利率 23.2%(-2.3pcts), Q2 公司毛利率 23.4%(-2.4pcts)。毛利率的下降, 主系上游原材料价格大涨, 公司 2021H1 暖通空调/家用电器毛利率分别同比下降 3.35/2.0pcts。管理改善下公司实现降费提效, 公司 2021H1 销售/研发/管理/财务费用率+0.25/-0.12/-0.5/-0.72pcts, 销售费用率增长主系海运价格上涨。毛利率下降拖累净利率表现, 2021H1 净利率 8.8%(-1.4pcts), Q2 净利率 9.3%(-1.9pcts)。营运能力方面, 2021H1 经营净现金流 201.76 亿元(+9.62%), 2021H1 应收账款周转天数与存货周转天数分别同比-2.5/-2.9 天, 周转效率有所提升。

### ● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格上涨; 海外运营风险。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩超预期, 内外销高速增长东芝库卡表现向好》-2020.10.31

《公司首次覆盖报告-以变革拥抱变化, 赋能全价值链打造多元化科技集团》-2020.10.13

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	278,216	284,221	335,381	362,212	387,566
YOY(%)	7.1	2.2	18.0	8.0	7.0
归母净利润(百万元)	24,211	27,223	29,178	33,409	37,009
YOY(%)	19.7	12.4	7.2	14.5	10.8
毛利率(%)	28.9	25.1	23.1	25.2	26.0
净利率(%)	8.7	9.6	8.7	9.2	9.5
ROE(%)	23.5	22.1	21.3	20.8	19.7
EPS(摊薄/元)	3.47	3.90	4.18	4.79	5.30
P/E(倍)	19.9	17.7	16.5	14.4	13.0
P/B(倍)	4.7	4.1	3.6	3.1	2.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2021H1 业绩符合预期，海运受阻拖累 2021Q2 增速表现.....	3
1.1、 收入利润分析：海运运力紧张致 2021Q2 收入增速放缓.....	3
1.2、 收入拆分：公司家电，国内国外业务同步发展.....	3
1.3、 公司经营亮点：业务推进顺利、治理持续完善.....	3
2、 盈利能力：降费提效成效初显，毛利率下降拖累净利率表现.....	4
2.1、 原材料上涨影响下毛利率承压 .....	4
2.2、 公司管理改善下实现降费提效 .....	4
2.3、 毛利率下降拖累净利率表现 .....	5
3、 营运能力：公司现金流稳健，周转效率有所提升 .....	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

## 1、2021H1 业绩符合预期，海运受阻拖累 2021Q2 增速表现

### 1.1、收入利润分析：海运运力紧张致 2021Q2 收入增速放缓

(1) **收入端**：2021H1 公司营业总收入 1748.5 亿元 (+25.1%)，较 2019 年同期增长 13.3%。单季度来看，2021Q2 实现营业总收入 918.3 亿元 (+12.9%)，较 2019 年同期增长 16.5%。2021Q2 收入增速放缓，主系海运运力持续紧张所致。

(2) **利润端**：公司 2021H1 归母净利润 150.1 亿元(+7.8%)，较 2019 年同期下降 1.2%。单季度来看，2021Q2 实现归母净利润 85.4 亿元 (-6.3%)，较 2019 年同期下降 5.7%。可以看到，原材料大涨、海运受阻等因素在 2021Q2 对公司的利润端造成影响，盈利能力有所下降。

### 1.2、收入拆分：公司家电，国内国外业务同步发展

(1) **分产品看**：公司 2021H1 暖通空调营收 764.1 亿(+19.3%)，家用电器营收 649.6 亿(+22.5%)。2021H1 公司机器人、自动化与其他业务营收 126.9 亿(+33.3%)。

公司家电龙头地位稳固。根据奥维云网，2021H1 公司主要家电品类在国内市场的份额占比均实现不同程度的提升，其中家用空调产品在线上、线下市场份额均位居行业第一，分别达到 37.6%和 36.5%。

公司机器人、自动化与其他业务营收增速较快，主系子公司库卡集团业务规模增长所致。库卡集团业务规模增长主要得益于全球经济复苏、下游客户工业自动化投入增加以及自身效率提升的变革。

(2) **分地区看**：公司 2021H1 国内收入 998.5 亿(+29.3%)，国外业务收入 739.6 亿(+19.6%)。

国内渠道方面，公司已构建包括综合家电卖场、家装公司联名店、自有专卖体系、传统零售商以及电商下沉加盟店的全业态网络布局，拥有超过 10 万家线下零售网点。

国外渠道方面，公司以用户为中心，推进零售终端转型，加速自主品牌海外突破，2021H1 新增海外零售网点超过 18000 家，2021 年全年计划新增渠道网点 30000 家以上。

### 1.3、公司经营亮点：业务推进顺利、治理持续完善

#### (1) B 端业务推进顺利：

公司机电事业群不断巩固行业领先地位。根据产业在线，2021H1 公司家用空调压缩机销量+29%，全球市场占比提至 42%，并继续稳居全球第一；冰箱压缩机全球销量+37%，全球市场占比达到 15%；家用空调与洗衣机的电机全球销量份额分别提升至 42%和 19%，表现亮眼。中央空调业务方面，根据产业在线，2021H1 公司中央空调国内市场占有率继续稳居第一。机器人与自动化业务保持高增长。库卡品牌在保持汽车领域领先地位的同时，大幅提升电子、机械、弧焊及激光等行业的订单与出货占比，2021H1 出货量同比+80%。

#### (2) 渠道扁平化转型成效初显：

公司通过聚焦线上与线下一盘货、并完善送装一体服务网络，拉通从生产制造到消费端的全流程；通过公司旗下安得物流，可覆盖全国 99%以上的乡镇；通过革新

组织架构，设置运营中心负责制，不断为渠道扁平化打造底层基础。

截止 2021 年 6 月底，公司超过 90% 的线下专卖体系零售商可向公司直接下单采购，初步实现代理商向运营商的转型目标。使得美的全渠道库存水平不断优化，存销比降幅达到 20%。

渠道扁平化推动线上与线下市场进一步加速融合。2021H1 公司全网销售规模超过 520 亿元，同比增幅超过 20%，在京东、天猫、苏宁易购等主流电商平台连续 9 年保持家电全品类行业第一。

### (3) 借助 IoT 技术提升用户粘性：

公司通过 IoT 技术、App 平台，深度经营用户。截止 2021 年 6 月底，接入公司 IoT 开发者平台的产品品类累计超过 100 个，美的智能场景累计执行近 2 亿次，公司智能云管家活跃用户数同比增长超过 260%，美居 APP 服务家庭超 3700 万个。

### (4) COLMO 品牌高端化成效良好：

市场端，根据奥维云网，公司副品牌 COLMO 的空调柜机、挂机、净水机、洗衣机、洗碗机在 2021H1 线下高价位段市场占比均有明显提升，其中在 1.5w+ 空调柜机线下市场份额超过 30%，全球已服务用户超 22 万。

渠道端，公司在 2021H1 已新建超过 300 家 COLMO 全品类体验合厅和 15 家体验馆，目前国内市场已累计布局近 7000 家门店及网点。

### (5) 公司长期激励机制不断完善：

2021 年公司进一步完善长期激励机制，已推出八期股票期权激励计划、五期限制性股票激励计划、七期全球合伙人持股计划及四期事业合伙人持股计划，进一步强化了公司高层、核心骨干与公司全体股东的利益一致性。

## 2、盈利能力：降费提效成效初显，毛利率下降拖累净利率表现

### 2.1、原材料上涨影响下毛利率承压

公司毛利率水平下降幅度较大。2021H1 公司毛利率 23.2%(-2.3pcts)，2021Q2 公司毛利率 23.4%(-2.4pcts)。毛利率的下降，主系上游原材料价格大涨所致。

分产品来看，公司 2021H1 暖通空调毛利率 20.85%(-3.35pcts)，2021H1 家用电器毛利率 29.60%(-2.0pcts)，公司 2021H1 机器人、自动化系统及其他制造业毛利率 22.94%(+3.94pcts)。公司机器人、自动化业务毛利率对原材料上涨韧性较强。

分区域来看，公司国内业务毛利率 23.96%(-0.82pcts)，国外业务毛利率 22.23%(-4.29pcts)。国外业务毛利率下降幅度更大，主系海运受阻后运输价格高增所致。

### 2.2、公司管理改善下实现降费提效

公司费用率方面稳中有降。公司 2021H1 销售期间费用率 13.51%(-1.08pcts)，分季度看，公司 2021Q2 销售期间费用率 13.14%(-0.16pcts)，分项目来看，主要表现为海运价格上涨下销售费用率的推升，以及公司在数字化转型下管理改善实现的降费提效。

(1) 公司 2021H1 销售费用率 9.29%(+0.25pcts)，分单季度看，公司 2021Q2

销售费用率 9.57% (+0.99pcts)。销售费用率的提升，主系海运价格上涨带来的运输费用提升。

(2) 公司 2021H1 管理费用率 2.43% (-0.5pcts)，分单季度看，公司 2021Q2 管理费用率 2.01% (-0.56pcts)。管理费用率的下降，主系公司通过数字化转型效率提升所致。

(3) 公司 2021H1 研发费用率 3.04% (-0.12pcts)，分单季度看，公司 2021Q2 研发费用率 3.04% (+0.18pcts)。公司坚持通过持续投入研发巩固技术壁垒，研发费用率保持平稳。

(4) 公司 2021H1 财务费用率-1.33% (-0.72pcts)，分单季度看，公司 2021Q2 财务费用率-1.48% (-0.76pcts)。财务费用率稳步下降，主系利息收入及汇兑收益增加所致。

### 2.3、毛利率下降拖累净利率表现

尽管从期间费用率角度，公司在积极降费提效，但毛利率下降幅度较大，盈利能力仍有所下降。2021H1 公司销售净利率 8.8%(-1.4pcts)，分季度看，2021Q2 公司销售净利率 9.3%(-1.9pcts)。

我们预计，2021Q2 或是公司利润率压力最大的季度，后续伴随原材料、海运涨价逐渐好转，公司产品结构改善、高毛利业务占比提升，盈利能力有望得到修复。

## 3、营运能力：公司现金流稳健，周转效率有所提升

(1) 2021H1 公司经营性现金流 201.76 亿元 (+9.62%)，分季度看，2021Q2 经营净现金流 116.23 亿元(+8.25%)。公司在手现金充足，具备较强的抗风险能力。

(2) 2021H1 应收账款周转天数 26.19 天 (-2.5 天)，反映为公司对下游客户议价能力增强，周转效率有所提升。

(3) 2021H1 存货周转天数 44.23 天 (-2.9 天)，主系公司营收增速较快，加快周转效率。

## 4、盈利预测与投资建议

公司作为全品类家电龙头，业务布局多元化、国内外市场协同发展，在原材料涨价逐步缓解下，长期竞争优势明显。我们维持盈利预测，2021-2023 年归母净利润为 291.78/334.09/370.09 亿元，对应 EPS 分别为 4.18/4.79/5.30 元，当前股价对应 PE 为 16.5/14.4/13.0 倍，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

行业竞争加剧；原材料价格上涨；海外运营风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	216483	241655	279393	290745	339614
现金	70917	81210	98526	120520	148445
应收票据及应收账款	23432	28283	32741	33165	37354
其他应收款	2713	2974	3737	3511	4244
预付账款	2246	2764	3148	3237	3595
存货	32443	31077	45894	34964	50628
其他流动资产	84731	95348	95348	95348	95348
<b>非流动资产</b>	85473	118727	124667	127084	127476
长期投资	2791	2901	3404	3927	4466
固定资产	21665	22239	25248	25482	25300
无形资产	15484	15422	16937	18128	18049
其他非流动资产	45533	78164	79077	79547	79662
<b>资产总计</b>	301955	360383	404060	417828	467090
<b>流动负债</b>	144318	184151	215171	213652	245077
短期借款	5702	9944	9944	9944	9944
应付票据及应付账款	66427	82180	89758	107285	117656
其他流动负债	72189	92026	115469	96424	117477
<b>非流动负债</b>	50141	51995	45275	36965	27692
长期借款	41298	42827	36107	27797	18524
其他非流动负债	8842	9168	9168	9168	9168
<b>负债合计</b>	194459	236146	260446	250617	272768
少数股东权益	5827	6721	8171	9612	10966
股本	6972	7030	7030	7030	7030
资本公积	19640	22488	22488	22488	22488
留存收益	79161	95041	112200	131861	153444
<b>归属母公司股东权益</b>	101669	117516	135442	157599	183356
负债和股东权益	301955	360383	404060	417828	467090

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	38590	29557	32550	37694	40752
净利润	25277	27507	30628	34850	38363
折旧摊销	0	0	3426	3956	4304
财务费用	-2232	-2638	-7499	-8148	-10031
投资损失	-164	-2362	-1316	-1187	-1258
营运资金变动	11800	1574	7882	8945	10479
其他经营现金流	3909	5477	-572	-721	-1104
<b>投资活动现金流</b>	-23108	-35311	-7477	-4465	-2334
资本支出	3452	4657	5437	1894	-147
长期投资	-23605	-34800	-503	-519	-539
其他投资现金流	-43261	-65454	-2543	-3090	-3020
<b>筹资活动现金流</b>	-3274	-756	-7757	-11235	-10494
短期借款	4831	4242	0	0	0
长期借款	9207	1529	-6720	-8310	-9273
普通股增加	309	58	0	0	0
资本公积增加	1189	2848	0	0	0
其他筹资现金流	-18810	-9433	-1037	-2924	-1221
<b>现金净增加额</b>	12489	-6893	17316	21994	27924

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	278216	284221	335381	362212	387566
营业成本	197914	212840	257908	270934	286799
营业税金及附加	1721	1534	1987	2149	2271
营业费用	34611	27522	29514	34772	39919
管理费用	9531	9264	9391	11229	12402
研发费用	9638	10119	10397	12315	13952
财务费用	-2232	-2638	-7499	-8148	-10031
资产减值损失	-872	-705	0	0	0
其他收益	1195	1424	0	0	0
公允价值变动收益	1361	1763	572	721	1104
投资净收益	164	2362	1316	1187	1258
资产处置收益	-131	-61	0	0	0
<b>营业利润</b>	29683	31493	35572	40870	44616
营业外收入	613	385	599	456	598
营业外支出	367	215	190	380	288
<b>利润总额</b>	29929	31664	35981	40946	44926
所得税	4652	4157	5353	6095	6563
<b>净利润</b>	25277	27507	30628	34850	38363
少数股东损益	1066	284	1450	1441	1354
<b>归母净利润</b>	24211	27223	29178	33409	37009
EBITDA	30873	32656	38616	43273	46562
EPS(元)	3.47	3.90	4.18	4.79	5.30

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.1	2.2	18.0	8.0	7.0
营业利润(%)	16.1	6.1	13.0	14.9	9.2
归属于母公司净利润(%)	19.7	12.4	7.2	14.5	10.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.9	25.1	23.1	25.2	26.0
净利率(%)	8.7	9.6	8.7	9.2	9.5
ROE(%)	23.5	22.1	21.3	20.8	19.7
ROIC(%)	16.9	15.7	15.4	16.1	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.4	65.5	64.5	60.0	58.4
净负债比率(%)	-17.2	-14.9	-27.7	-41.8	-55.1
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	10.0	11.0	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	3.1	2.9	3.0	2.8	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.47	3.90	4.18	4.79	5.30
每股经营现金流(最新摊薄)	5.53	4.23	4.66	5.40	5.84
每股净资产(最新摊薄)	14.56	16.83	19.40	22.57	26.26
<b>估值比率</b>					
P/E	19.9	17.7	16.5	14.4	13.0
P/B	4.7	4.1	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	15.3	13.7	11.0	9.2	7.8

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R3（中风险），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C3、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C3、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的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	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	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，属于机密材料，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16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