

## 太极集团 (600129.SH) 大单品增长超过目标预期，利润端明显改善，看好下半年业绩增长

2022年08月26日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2022/8/25
当前股价(元)	25.66
一年最高最低(元)	28.37/14.24
总市值(亿元)	142.90
流通市值(亿元)	142.90
总股本(亿股)	5.57
流通股本(亿股)	5.57
近3个月换手率(%)	107.19

蔡明子（分析师）  
caimingzi@kysec.cn  
证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）  
guyihan@kysec.cn  
证书编号：S0790121020007

### ● 大单品增长超过目标预期，利润端明显改善，维持“买入”评级

8月25日，公司发布2022年半年报：2022H1实现营收71.85亿（+11.52%）；归母净利润1.24亿元（+61.40%）；扣非净利润1.79亿（+112.48%）。2022Q2收入实现17%的较高增长，归母净利润实现翻倍增长，国药入主后公司改革成效逐步显现，中成药大单品收入按照目标增速快速增长，我们维持2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为3.10/5.08/7.61亿元，当前股价对应PE分别为46.1/28.1/18.8倍，维持“买入”评级。

### ● 呼吸系统、消化系统用药收入快速增长，大部分工业品类毛利率提升

医药工业分产品领域来看，呼吸系统增长最快，2022H1收入增长71%，主要系急支糖浆销售收入增长63%；消化系统收入增长66%，主要系藿香正气口服液销售收入增长79%，以上两个大品种销售收入增速皆明显超过50%的目标预期。神经系统销售收入增长38%，其中，贡献主要收入的思为普销售收入增长20%，表明其他神经用药较多实现40%+的增长。抗感染用药收入增长25%，其中收入占比72.5%的益保世灵增长18%，其他较多抗感染用药实现25%+的增长。医药工业毛利率明显提升7.17pct原因：（1）高毛利品种收入占比提升，产品领域中毛利率最高的神经系统用药、抗感染用药收入占比皆提高2pct+；（2）除泌尿系统用药外，其他类型产品毛利率皆有提升。

### ● 2022下半年公司致力于加强品牌建设、持续优化品类、拓展销售渠道

在品类优化方面，完善补充品种，着力抓好独家产品、特色高毛利产品（如麻精、急救易短缺药品等）销售，降低产品结构性风险；有针对性为常见病、多发病、慢性病人提供太极全品种解决方案，打造特色品类；完成年度规划新品种上市，增补新品规补位新渠道；试点心脑血管治疗领域产品的品类组合营销模式。

### ● 风险提示：市场竞争加剧；产品推广不及预期；精细化管理能力提升不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,208	12,149	14,145	16,522	19,439
YOY(%)	-3.7	8.4	16.4	16.8	17.7
归母净利润(百万元)	66	-523	310	508	761
YOY(%)	193.3	-891.9	159.2	64.1	49.8
毛利率(%)	40.4	42.5	44.0	45.3	46.5
净利率(%)	0.3	-4.8	2.4	3.4	4.3
ROE(%)	1.0	-22.2	11.6	16.0	19.3
EPS(摊薄/元)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37
P/E(倍)	216.3	-27.3	46.1	28.1	18.8
P/B(倍)	4.4	5.2	4.7	4.0	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《聚焦主业、突破销售成效初显，开启发展新历程—公司首次覆盖报告》  
-2022.8.5

## 目 录

1、 2022H1 大单品增长超过目标预期，利润端明显改善.....	3
2、 产业布局优化升级，加大中药资源业务协同.....	5
3、 工业营销破圈升级，2022 下半年优化品类、拓展销售渠道.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

## 图表目录

图 1： 2022H1 毛利率和净利率皆实现同比提升.....	4
图 2： 2022H1 销售费用率同比基本持平，管理费用率略有下降.....	4
表 1： 2022Q2 收入实现 17%的较高增长，归母净利润实现翻倍增长.....	3
表 2： 呼吸系统、消化系统用药收入快速增长，大部分工业品类毛利率提升.....	3
表 3： 藿香正气口服液、急支糖浆收入增速皆明显超过 50%的目标预期.....	4
表 4： 太极集团盈利预测.....	6

## 1、2022H1 大单品增长超过目标预期，利润端明显改善

8月25日，公司发布2022年半年报：2022H1实现营收71.85亿（+11.52%）；实现归母净利润1.24亿元（+61.40%）；实现扣非净利润1.79亿（+112.48%）；经营现金流净额3.25亿（2021H1为0.23亿元）；基本EPS 0.22元/股（+0.08元/股）。

2022Q2收入实现17%的较高增长，归母净利润由于毛利率提升同时销售费用率下降，实现翻倍增长，扣非净利润由于剔除公允价值变动收益等非经常性损益项目实现118%的高增长，经营净现金流在销售增长的同时加速收款，同比增长4%。

**表1：2022Q2 收入实现 17%的较高增长，归母净利润实现翻倍增长**

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
营业收入（亿元）	32.97	31.46	31.27	25.79	35.05	36.81
同比 YOY	23%	2%	8%	1%	6%	17%
归母净利润（亿元）	0.25	0.52	1.71	-7.71	0.20	1.04
同比 YOY	181%	27%	2733%	-1648%	-20%	100%
扣非净利润（亿元）	0.35	0.49	0.94	-6.97	0.71	1.07
同比 YOY	243%	1103%	270%	-39%	105%	118%
经营现金流净额（亿元）	-3.30	3.53	0.28	5.08	-0.41	3.66
同比 YOY	-39%	285%	187%	-45%	88%	4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分业务看**，2022H1 公司医药工业收入增长 12.5%，医药商业增长 7.34%，医药工业收入占比进一步提升；毛利率来看，医药工业毛利率提升明显，同比 2021H1 增加 7.17pct，医药商业下降 0.84pct。

**医药工业分产品领域来看**，呼吸系统增长最快，2022H1 收入增长 71%，主要系急支糖浆销售收入增长 63%；消化系统收入增长 66%，主要系藿香正气口服液销售收入增长 79%，以上两个大品种销售收入增速皆明显超过 50%的目标预期。神经系统销售收入增长 38%，其中，贡献主要收入的思为普销售收入增长 20%，表明其他神经用药较多实现 40%+的增长。抗感染用药收入增长 25%，其中收入占比 72.5%的益保世灵增长 18%，其他较多抗感染用药实现 25%+的增长。

**医药工业毛利率明显提升 7.17pct 原因**：（1）高毛利品种收入占比提升，产品领域中毛利率最高的神经系统用药、抗感染用药收入占比皆提高 2pct+；（2）除泌尿系统用药外，其他类型产品毛利率皆有提升。

**表2：呼吸系统、消化系统用药收入快速增长，大部分工业品类毛利率提升**

	2022H1 收入	收入 yoy	收入占比变化	毛利率	毛利率变化
医药工业	45.49	12.50%	1.16%	63.22%	7.17%
医药商业	40.75	7.34%	-1.18%	9.18%	-0.84%
服务业及其他	0.20	23.13%	0.02%	31.43%	-1.05%
分部间抵消	15.18	-	-	-	-
抗感染	9.48	25.27%	2.12%	75.59%	5.06%
消化系统	12.04	66.07%	8.54%	53.22%	2.02%
呼吸系统	7.86	70.97%	5.91%	59.52%	3.86%

	2022H1 收入	收入 yoy	收入占比变化	毛利率	毛利率变化
神经系统	6.06	37.77%	2.44%	76.22%	6.65%
心脑血管	1.96	13.47%	0.04%	69.56%	0.45%
平衡电解质	1.46	8.07%	-0.13%	49.72%	5.19%
泌尿系统	1.65	3.04%	-0.33%	54.21%	-4.82%
骨骼肌肉系统	1.94	17.01%	0.16%	74.72%	0.83%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：藿香正气口服液、急支糖浆收入增速皆明显超过 50% 的目标预期**

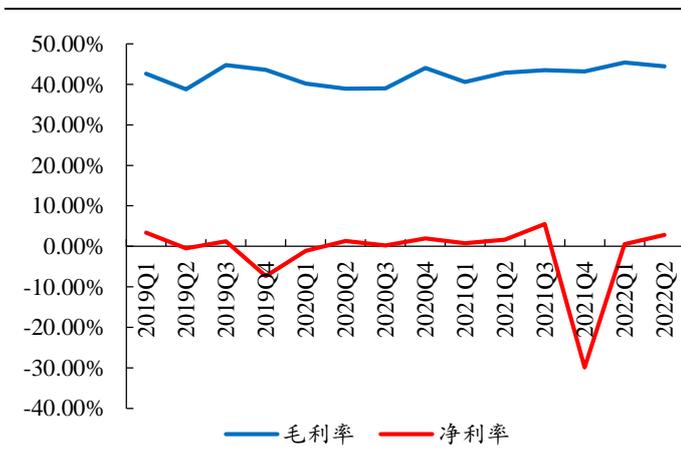
	藿香正气口服液	急支糖浆	通天口服液	鼻窦炎口服液	小金片	益保世灵	思为普	美菲康
2021H1	5.58	1.30	0.84	0.68	1.56	6.87	1.97	1.05
2022H1	9.98	2.12	1.21	1.02	1.87	8.11	2.36	1.16
yoy	79%	63%	44%	49%	20%	18%	20%	11%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从毛利率和净利率来看，2022H1 公司毛利率为 44.88%（同比+3.17pct），预计主要与医药工业大部分产品毛利率提升有关，2022H1 归母净利率为 1.73%（+0.53pct），2022Q2 利润端表现较之前季度有明显改善。

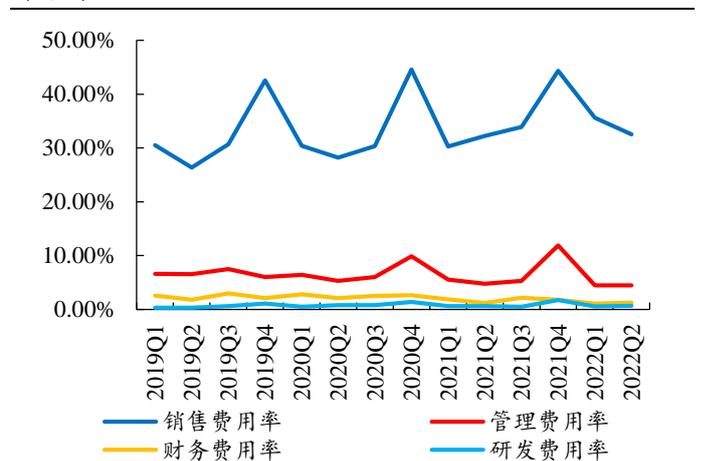
从费用率来看，2022Q2 公司销售费用率为 32.51%（+0.26pct），同比基本持平，管理费用率为 4.48%（-0.32pct），略有下降，财务费用率为 1.27%（+0.08pct），基本持平，研发费用率为 0.70%（+0.05pct），略有增长。

**图1：2022H1 毛利率和净利率皆实现同比提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2022H1 销售费用率同比基本持平，管理费用率略有下降**



数据来源：Wind、开源证券研究所

从现金流来看，2022H1 经营现金流净额 3.25 亿元（2021H1 为 0.23 亿元），明显增长，主要系销售增长和加速收款，销售商品收到的现金增加；投资现金流净额 -2.06 亿元（-130.43%），主要系公司持续建设和改造工程项目投入所致；筹资现金流净额 0.85 亿元（+105.96%），主要系 2021H1 大量归还银行借款导致 2021H1 筹资活动净现金流为负所致。期末现金及现金等价物为 11.19 亿元（+92.76%），现金较为充足。

营运能力方面，2022H1 应收账款周转天数从 2021H1 的 55.8 天下降至 54.0 天，存货周转天数从 2021H1 的 120.7 天快速下降至 99.2 天，公司原材料、在产品以及库存商品账面余额皆同比下降，应收账款和存货周转能力皆提升，表明国药集团入主后公司改革管理体系，营运能力得到提升。

## 2、产业布局优化升级，加大中药资源业务协同

2022 上半年涪陵制药厂做好统筹谋划狠抓生产质量及节本降费，确保主品（藿香正气口服液、急支糖浆等）安全稳定的供应。太极医药城 B 区于 3 月正式取得生产许可证，现太极医药城 A 区、B 区实现全面投产；桐君阁药厂完成液体制剂车间产能扩建。下半年工业生产系统将积极推进“3143”产能战略规划落地实施，升级打造 3 个中药和 1 个化药智能制造产能中心，提质增效 4 个产能协同厂，专业聚焦 3 个特色药品生产厂。

中药资源业务协同方面，2022 下半年公司将积极推进与中国中药的中药材资源整合和业务协同；加快种植和加工全国“双基地”建设布局，稳步推进 20 个核心品种、50 个重点品种基地建设；三是启动冬虫夏草的产业化。

## 3、工业营销破圈升级，2022 年下半年优化品类、拓展销售渠道

**工业营销破圈升级：**一是围绕品类布局，推动整合营销。围绕“6+1”重点领域，整合公司产品优势资源，打造产品集群；稳步推进市场整合，以山东市场为试点，探索藿香正气全品类产品营销，为后续更广泛的整合营销、创新销售模式积累了较好的基础。二是 OTC 市场品牌提升、品类规划、渠道整合、终端促销，主品藿香正气口服液、急支糖浆、天胶深调研、明定位、定赛道、多举措，全方位促销售突破。三是处方药市场落实精细招商，夯实学术营销，紧紧围绕“准入、开发、上量”三大关键环节精细化招商。

**2022 年下半年公司致力于加强品牌建设、持续优化品类、拓展销售渠道。**在品类优化方面，完善补充品种，着力抓好独家产品、特色高毛利产品（如麻精、急救易短缺药品等）销售，降低产品结构性风险；有针对性为常见病、多发病、慢性病人提供太极全品种解决方案，打造特色品类；完成年度规划新品种上市，增补新品种规补位新渠道；试点心脑血管治疗领域产品的品类组合营销模式。

## 4、盈利预测与投资建议

太极集团自 1972 年创建以来，拥有药材种植、中成药、饮片、流通、零售等中药全产业链布局，以及麻精特色化药业务板块。2021 年国药集团入主以来，在“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”16 字经营方针指导下，改革成效逐步显现，中成药大单品收入按照目标增速快速增长，麻精化药、医药商业两大辅业协同主业，助力公司开启发展新历程，我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.10/5.08/7.61 亿元，当前股价对应 PE 分别为 46.1/28.1/18.8 倍，维持“买入”评级。

表4: 太极集团盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,208	12,149	14,145	16,522	19,439
YOY(%)	-3.7	8.4	16.4	16.8	17.7
净利润(百万元)	66	-523	310	508	761
YOY(%)	193.3	-891.9	159.2	64.1	49.8
毛利率(%)	40.4	42.5	44.0	45.3	46.5
净利率(%)	0.3	-4.8	2.4	3.4	4.3
ROE(%)	1.0	-22.2	11.6	16.0	19.3
EPS(摊薄/元)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37
P/E(倍)	216.3	-27.3	46.1	28.1	18.8
P/S(倍)	4.4	5.2	4.7	4.0	3.3

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、风险提示

市场竞争加剧; 产品推广不及预期; 精细化管理能力提升不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8322	6706	8931	8509	11146
现金	2084	1454	1693	1978	2327
应收票据及应收账款	1703	1818	2137	2359	2792
其他应收款	1130	220	1352	485	1676
预付账款	315	265	410	379	549
存货	2570	2280	2670	2641	3133
其他流动资产	520	668	668	668	668
<b>非流动资产</b>	6423	6464	6835	7239	7713
长期投资	73	50	27	5	-18
固定资产	3058	3422	3909	4431	5025
无形资产	1372	1369	1373	1371	1366
其他非流动资产	1921	1622	1525	1433	1340
<b>资产总计</b>	14745	13170	15765	15748	18858
<b>流动负债</b>	9392	8997	11236	10754	13182
短期借款	3202	2988	4128	4021	4244
应付票据及应付账款	3592	2446	4398	3405	5576
其他流动负债	2597	3563	2709	3328	3361
<b>非流动负债</b>	2188	1571	1588	1493	1340
长期借款	1486	703	720	625	472
其他非流动负债	701	868	868	868	868
<b>负债合计</b>	11580	10568	12823	12248	14521
少数股东权益	-72	-125	-95	-44	31
股本	557	557	557	557	557
资本公积	2065	2074	2074	2074	2074
留存收益	702	179	519	1078	1914
<b>归属母公司股东权益</b>	3236	2727	3037	3545	4306
负债和股东权益	14745	13170	15765	15748	18858

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	750	559	704	1477	1435
净利润	32	-577	340	559	837
折旧摊销	292	299	296	349	409
财务费用	280	214	236	259	285
投资损失	-407	17	0	0	0
营运资金变动	635	267	-128	311	-95
其他经营现金流	-83	339	-40	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-742	601	-627	-754	-882
资本支出	802	500	690	776	905
长期投资	-344	6	23	23	23
其他投资现金流	404	1095	40	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	282	-1562	-979	-332	-427
短期借款	416	-214	1140	-107	223
长期借款	669	-783	17	-94	-154
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	10	0	0	0
其他筹资现金流	-809	-574	-2136	-130	-496
<b>现金净增加额</b>	289	-401	-901	392	126

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	11208	12149	14145	16522	19439
营业成本	6679	6988	7920	9030	10393
营业税金及附加	114	137	160	187	220
营业费用	3701	4215	4385	5122	6026
管理费用	763	805	905	1041	1205
研发费用	97	103	210	222	269
财务费用	280	214	236	259	285
资产减值损失	-16	-286	0	0	0
其他收益	107	54	84	82	73
公允价值变动收益	109	115	0	0	0
投资净收益	407	-17	0	0	0
资产处置收益	8	30	40	0	0
<b>营业利润</b>	157	-497	453	744	1114
营业外收入	8	11	11	10	10
营业外支出	12	7	10	9	9
<b>利润总额</b>	153	-494	454	745	1115
所得税	121	83	113	186	279
<b>净利润</b>	32	-577	340	559	837
少数股东损益	-34	-54	31	50	75
<b>归属母公司净利润</b>	66	-523	310	508	761
EBITDA	674	-11	930	1266	1686
EPS(元)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.7	8.4	16.4	16.8	17.7
营业利润(%)	95.5	-417.5	191.1	64.1	49.9
归属于母公司净利润(%)	193.3	-891.9	159.2	64.1	49.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.4	42.5	44.0	45.3	46.5
净利率(%)	0.3	-4.8	2.4	3.4	4.3
ROE(%)	1.0	-22.2	11.6	16.0	19.3
ROIC(%)	1.3	-6.3	7.7	11.0	14.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.5	80.2	81.3	77.8	77.0
净负债比率(%)	116.1	148.0	136.3	101.3	75.6
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	6.4	6.9	7.2	7.4	7.6
应付账款周转率	4.3	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.12	-0.94	0.56	0.91	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.00	1.26	2.65	2.58
每股净资产(最新摊薄)	5.81	4.90	5.45	6.37	7.73
<b>估值比率</b>					
P/E	216.3	-27.3	46.1	28.1	18.8
P/B	4.4	5.2	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	26.1	-1566.6	19.1	13.7	10.2

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