

2022 年 09 月 09 日

中纺标：纺织服装全产业链检验检测领军企业，待产能扩张集中市场  
——北交所新股申购报告

## 北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

**● 中纺标为纺织服装检验检测服务行业领军企业，募投扩产拓展增长空间**

中纺标检验认证股份有限公司成立于 2004 年，是集标准、检测、计量、认证和检验多位一体的综合性技术服务机构。背靠控股股东中纺院有限公司，持股 82.18%。行业需求稳定增长，中纺标 2019-2021 年总营收分别为：1.61/1.62/1.82 亿元。“直销+代理”模式保障国内市场占有率的同时发掘国际高毛利率市场。募投项目将提升研发、数字化水平，新设立晋江运动用品检测实验室建设项目深挖运动用品，浙江检测实验室寻找新领域检测机会。

**● 纺织检测行业规模 69.65 亿，增长较稳且毛利率高，但客户分散需全国性布局**

2021 年我国纺织服装、棉花检验检测市场规模达 69.65 亿元，纺织品检验检测行业壁垒高，需要得到国家资质认定，同时存在区域性、季节性与周期性的特点。纺织品检测行业增长率较稳定，但毛利率更高，客户分散是纺织行业的常见特点之一，未来纺织服装检测行业需要行业龙头进行全国性整合布局。

## 相关研究报告

《射频同轴连接器领域龙头，储备技术、推进募投为市场新需求蓄势——北交所首次覆盖报告》-2022.9.6

《专精特新“小巨人”，环保塑料助剂细分赛道龙头——北交所首次覆盖报告》-2022.9.6

《IPO 跟踪（2022.8.27~9.02）：远航精密北交所成功过会——北交所策略专题报告》-2022.9.4

**● 背靠中纺院的集团优势，协助研发定标等专业能力，受益集中化发展趋势**

**集团优势：**集团产业的多元化，为中纺标新业务领域的拓展提供了协同效应。保障全产业链技术与市场，成为延伸领域的专业检验检测机构。

**专业优势：**中纺标设计的国家标准的检测方法 133 项，占总检测方法的 22.54%。在国际标准制定中纺标主导和参与 23 项，参与率近 60%。于 2014 年顺利发布了国际标准 ISO 14389，是入世后我国主导制定发布的首个纺织国际标准。

**集中优势：**当前市场集中度不高，中纺标近 3 年市占率虽稳步提升，但 2021 年市占率也仅为 2.27%。在行业集约化发展的大背景下，具备技术优势、品牌优势、资源优势的公司通过产业集群网络化布局，市场占有率或有提升空间。

**● 估值低，可比公司 2021PE 均值 40.1X，中纺标发行后对应 PE 21.4X**

本次方案中发行底价为 8 元/股，公司当前总股本为 8188 万股，预计发行股数不超过 925 万股，从估值来看，可比公司 2021PE 均值 40.1X，中纺标发行后对应摊薄市盈率为 21.4X 低于当下平均估值。考虑到中纺标市场地位，毛利率优势，并且注重研发投入未来有扩产项目的推进，建议申购。

**● 风险提示：**宏观经济环境风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争风险

## 目 录

1、 公司情况：纺织检测行业稳定增长，中纺标有优势.....	4
1.1、 发展历程：背靠中纺院，为纺织服装企业提供全产业链解决方案.....	4
1.2、 股权结构：中纺院有限公司持股 82.18% .....	4
1.3、 业务分析：轻纺产品检验检测需求稳，细分业务拓展带动增长 .....	5
1.4、 商业模式：“直销+代理”，把握平衡，获取市场利益最大化 .....	9
1.5、 募投项目：研发升级与数字化改造.....	10
2、 行业情况：客户分散且存在区域化，综合性检测市场更广 .....	11
2.1、 行业特点：准入壁垒高，客户群体分散.....	11
2.2、 下游市场：防疫类物资出口红利，纺织细分市场现增长新趋势 .....	13
2.3、 同行对比：综合性检测市场规模更大，纺织品检测利润率高 .....	14
3、 公司看点：技术保障市场集中化，估值 20.1X 低于可比公司 .....	16
3.1、 集团优势：背靠中纺院与通用技术集团，保障全产业链技术与市场 .....	16
3.2、 专业优势：技术定标与研发均具有先进性，检测能力全面覆盖 .....	17
3.3、 集中优势：围绕产业集群布局，受益集约化发展.....	19
3.4、 估值对比：可比公司 2021PE 均值 40.1X，发行摊薄 PE 为 21.4X.....	21
4、 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1： 前身历史悠久，2004 年公司组建后开启网络化布局.....	4
图 2： 控股股东中国纺织科学研究院有限公司合计持股 82.18% .....	5
图 3： 专注本业，检验检测业务为营收提供 85%以上比例 .....	6
图 4： 中纺标检验检测服务流程清晰 .....	7
图 5： 检验检测服务收入规模稳定（单位：万元） .....	7
图 6： 认证/标准服务 2021 年收入规模分别达到/862.04/651.86 万元，近年增长较快.....	8
图 7： 2021 年营收 18,170.27 万元，保持稳定.....	8
图 8： 2021 年利润 3,633.64 万元，保持稳定.....	8
图 9： 境外销售营收毛利率相比境内高出约 10%，扩展境外业务存在优势.....	9
图 10： 毛利率更高的其他技术服务营收占比加大 .....	10
图 11： 2019-2021 年收入结构变化导致毛利率稳定增长 .....	10
图 12： 前五大客户占比均值不超过 10%，客户群体分散 .....	13
图 13： 2020/2021 年我国纺织品出口规模同比增长 7.1%/8.4%，规模增速巨大 .....	13
图 14： 纺织品检测机构家数增加 .....	14
图 15： 疫情下 2021 年服装行业营收与净利回升显韧性.....	14
图 16： 2019 年中国运动鞋服首次达到 500 亿美元规模，市场不断增长 .....	14
图 17： 综合性检测行业营收 3 年 CAGR 更高（万元） .....	15
图 18： 净利润与营收趋势相同（万元） .....	15
图 19： 中纺标与天纺标 2021 年毛利率为 55.38%/58.45%，纺织品检测行业毛利率高 .....	15
图 20： 除国检集团外销售费用率平均 13%左右 .....	16
图 21： 受用工成本影响大，管理费用率不一.....	16
图 22： 研发费用率华测检测高于平均 1.5%左右 .....	16
图 23： 中纺标 2019-2021 年财务费用率均为负值 .....	16

图 24: 中纺院为公司纺织行业全产业链科技研发提供技术支持 .....	17
图 25: 在 CMA 与 CNAS 认可方面中纺标取得项数高于天纺标 .....	19

表 1: 2021 年销售额前五客户 .....	9
表 2: 募投项目覆盖面广, 存在协同效应 .....	10
表 3: 检测行业国际知名企 SGS、Intertek 为行业标杆 .....	11
表 4: 可比公司中, 中纺标处优秀水平, 在定标上存在优势 .....	17
表 5: 中纺标对国内与国际标准的制定参与率高 .....	18
表 6: 2019-2021 年公司市场占有率为 1.98%/2.16%/2.27%, 行业分散但集中度提升 .....	20
表 7: 分公司按区域布局, 具备良好规划 .....	20
表 8: 可比公司 2021PE 为 40.1X, 中纺标发行后 PE21.4X, 估值较低 .....	21

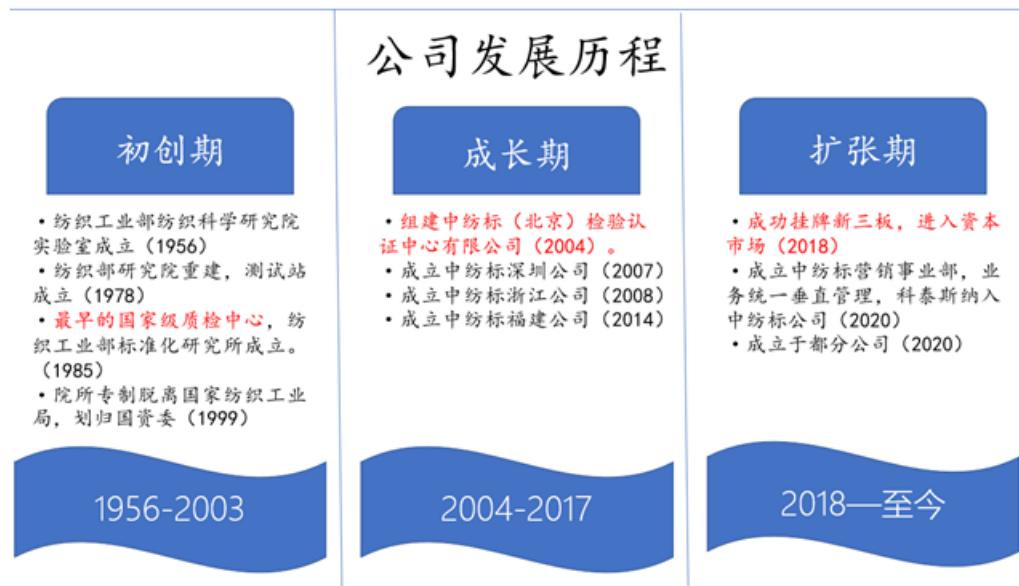
## 1、公司情况：纺织检测行业稳定增长，中纺标有优势

### 1.1、发展历程：背靠中纺院，为纺织服装企业提供全产业链解决方案

中纺标检验认证股份有限公司前身是纺织工业部标准化研究所(始于1956年)。公司由中国纺织科学研究院有限公司于2004年出资组建，是集标准、检测、计量、认证和检验多位一体的综合性技术服务机构。主要业务包括纺织标准研究和制修订、纺织及轻工产品检验检测和认证、试验用耗材研发及销售、纺织仪器检定校准和研制等，根据业务需求可为纺织服装企业提供全方位、全产业链解决方案。

中纺标总部设在北京，下设深圳、浙江、福建子公司，于都分公司、绍兴科泰斯检验公司，上海、广州运营中心，并在长沙、海安、宁波、常州、中国香港等地设有10余个办事处和工作站。形成了以环渤海、长三角、珠三角、海西沿海等产业集群为基地，辐射全国的集团化服务网络，为相关行业的发展提供强有力的技术支持。

图1：前身历史悠久，2004年公司组建后开启网络化布局



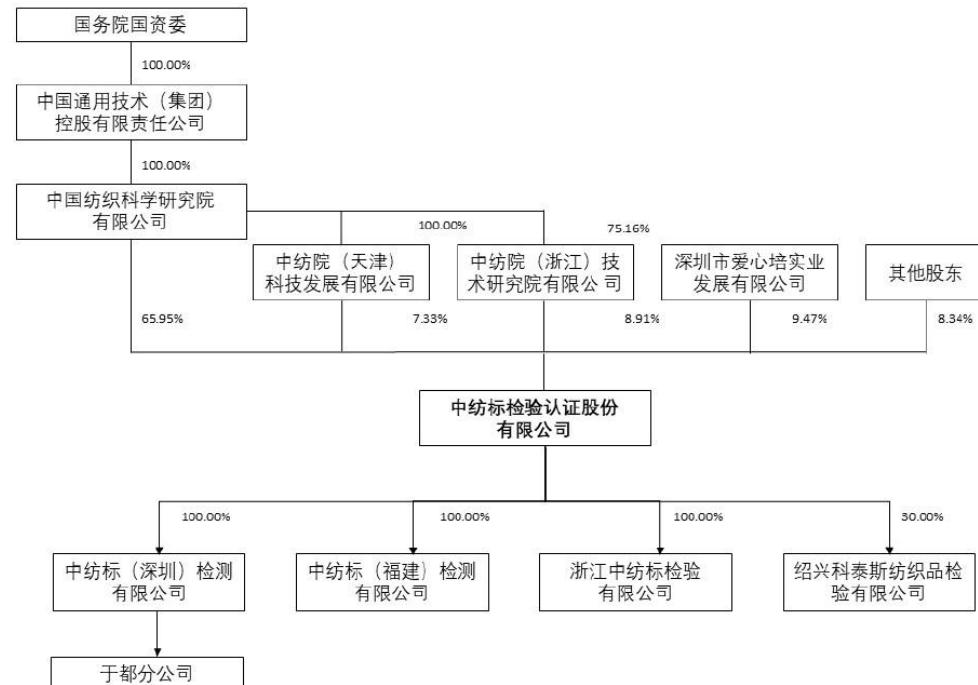
资料来源：公司官网、开源证券研究所

在稳固纺织检测技术服务的同时，跟踪国内外最新标准、检验检测技术和行业发展动态，在开辟新的检验检测、校准、认证服务项目等方面紧跟国际趋势，着力打造多领域并举的综合性检验认证技术服务集团。

### 1.2、股权结构：中纺院有限公司持股 82.18%

中国纺织科学研究院有限公司直接和间接控制公司 82.18% 股权，为控股股东。其中直接持有公司 65.95% 股权，通过中纺院（浙江）技术研究院有限公司间接控制公司 8.91% 股权、通过中纺院（天津）科技发展有限公司间接控制公司 7.33% 股权。中国通用技术（集团）控股有限责任公司持有中国纺织科学研究院有限公司 100% 股权，国务院国资委授权管理中国通用技术（集团）控股有限责任公司国有资产，为中纺标的实际控制人。

图2：控股股东中国纺织科学研究院有限公司合计持股 82.18%



资料来源：招股说明书

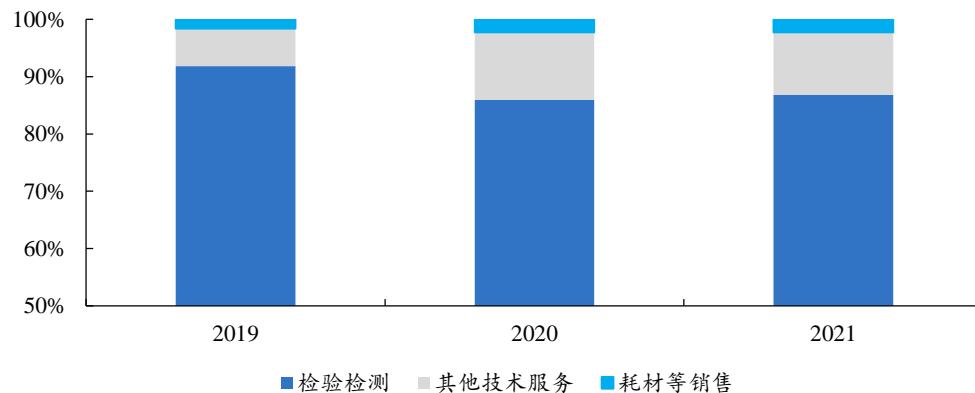
### 1.3、业务分析：轻纺产品检验检测需求稳，细分业务拓展带动增长

中纺标是一家提供轻纺产品检验检测相关技术服务的独立第三方专业机构，业务覆盖纺织品、服装、鞋类、皮革制品及箱包等领域，主要客户涵盖国内外品牌服装及上下游供应链企业、中央企业、军需、政府机关等，测试产品应用场景除日常使用、工业应用外还包括军工、航天、防疫、极寒等特殊领域和环境。

此外，公司也是我国纺织品领域多项检验检测方法的主要研究者、多项国家标准和行业标准的制修订者，拥有强大的研发能力和资质齐全的实验室，拥有专利 103 项，其中发明专利 6 项，中纺标近十年牵头及参加制修订标准 400 余项。公司及子公司取得中国计量认证(CMA)资质认定和中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认可。

依托上述能力，提供的主要产品或服务包括检验检测服务、其他技术服务与耗材等销售。2019-2021 年，公司业务营收分别为：1.61/1.62/1.82 亿元，主营业务收入占比超 99%，检验检测业务为主营业务收入。

图3：专注主业，检验检测业务为营收提供 85%以上比例



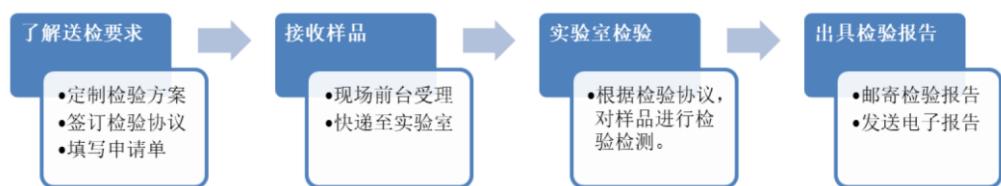
数据来源：Wind、开源证券研究所

#### #检验检测服务

中纺标为纺织、轻工产品等提供包括常规检测、功能性检测及特种性能测试在内的检测服务。测试标准覆盖 GB、FZ、ISO、EN、AATCC、ASTM、IWS、JIS、BS、DIN 等国内国际主要标准，检验检测的产品涵盖各类服用、家用、产业用纺织品及轻工产品，包含：各类纤维、长丝、纱线等原材料；各类服装服饰及纺织制品；各类复合材料、土工合成材料、膜结构材料、汽车内饰、医用防护、应急物资等特种材料及制品；各类皮革制品、鞋类箱包、玩具、塑料制品、纸张及纸制品、包装材料等轻工产品。

检验检测的项目主要包括材质鉴定、纤维鉴别及成分分析；

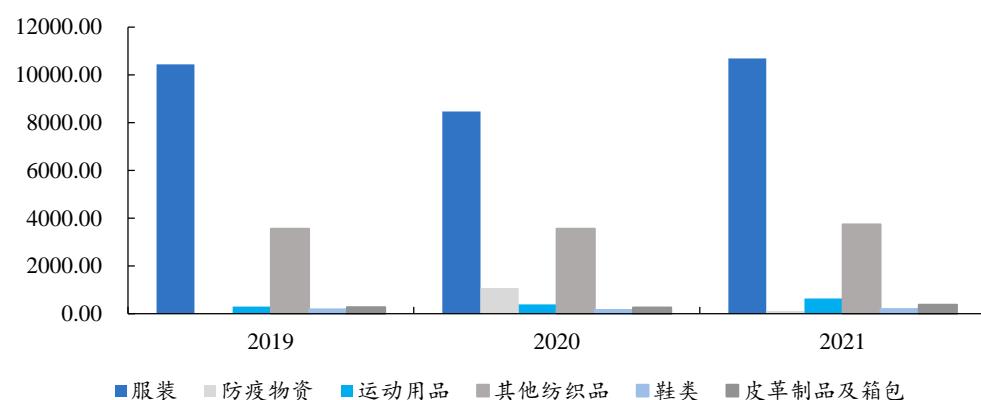
- 有害物质检测：甲醛、pH 值、偶氮染料、阻燃剂、重金属、邻苯二甲酸酯、烷基酚聚氧乙烯醚（APEO）、全氟化合物、多环芳烃、挥发物质等；
- 色牢度、尺寸变化、洗后外观等检测；
- 强伸度、撕破、耐磨、剥离、滑移等坚牢度检测；
- 羽绒含量、清洁度、微生物等羽绒全套检测；
- 阻燃、静电、抗菌、消臭、防水、拒油、防污、抗紫外、凉感等功能性检测；
- 起毛起球、透气透湿、吸湿速干、热阻湿阻等服用舒适性测试；
- 纤维纱线线密度、条干、强伸度等检测；
- 过滤效率、合成血液穿透、泄露率、呼吸阻力等防护性能检测；
- 防霉、防螨、细菌过滤效率、无菌检查等安全健康检测；
- 再生聚酯鉴别、可降解性能等可持续环保项目检测；
- 耐折、鞋跟结合力、勾心、硬度等鞋类箱包检测。

**图4：中纺标检验检测服务流程清晰**


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2019-2021 年检验检测服务收入分别为 14,761.41 万元、13,921.99 万元和 15,757.94 万元，规模较为稳定。

其中纺织品检验检测服务收入分别为 14,307.65 万元、13,501.32 万元和 15,177.43 万元，占中纺标检验检测服务收入的比例分别为 96.92%、96.98% 和 96.31%，占比相对稳定为收入的主要来源。由于受新冠肺炎疫情影响，2020 年防疫物资检测业务量增加但总收入略有下滑，2021 年疫情逐步得到控制后，中纺标业务规模快速恢复并实现增长。

**图5：检验检测服务收入规模稳定（单位：万元）**


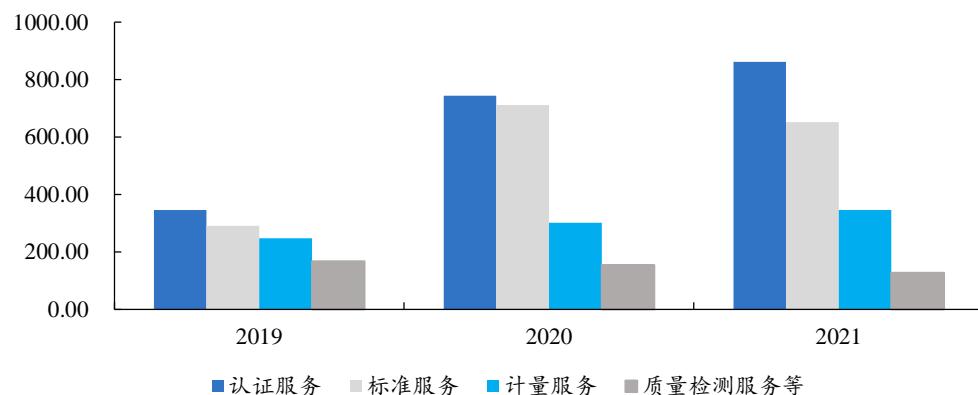
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：其他纺织品主要包括纱线、纤维、羽绒、絮片等

为保障发展的可持续性，公司已对运动品等其他纺织品相关领域检测业务作出战略规划，待晋江运动用品检测实验室建设募投项目顺利实施后，将大幅提升运动品检验检测能力。

### #其他技术服务

其他技术服务包括认证服务、计量服务、标准服务及质量监测服务等，其中认证服务、标准服务 2019-2021 年收入规模分别达到 346.31/743.89/862.04 万元与 290.19/711.50/651.86 万元，增长较快。认证服务得益于绿色、低碳、可回收利用理念的增强以及境内外消费者对绿色纺织品、可回收利用纺织品消费需求引起的绿色相关认证需求增加。

**图6：认证/标准服务 2021 年收入规模分别达到 862.04/651.86 万元，近年增长较快**



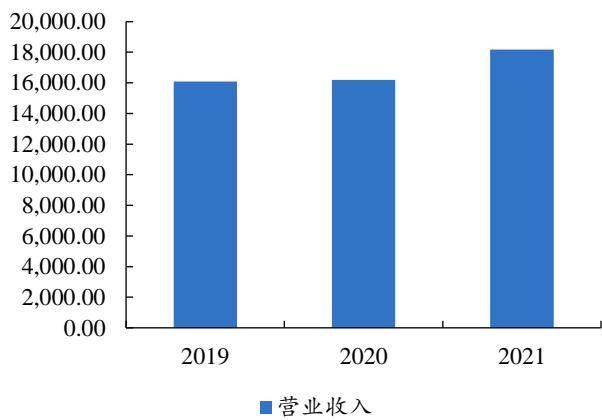
数据来源：Wind、开源证券研究所

#### #试验用耗材销售

公司作为全国纺织标准和实物标准的制定单位，能够为客户提供权威可靠、全面专业的实物标样和耗材产品，以保证标准试验方法的正确实施以及检测试验数据的准确性和可比性。2019-2021 年收入分别为 265.94 万元、367.17 万元和 414.42 万元，主要销售单纤贴衬、多纤维贴衬、水洗及稳定性试验用标准耗材。

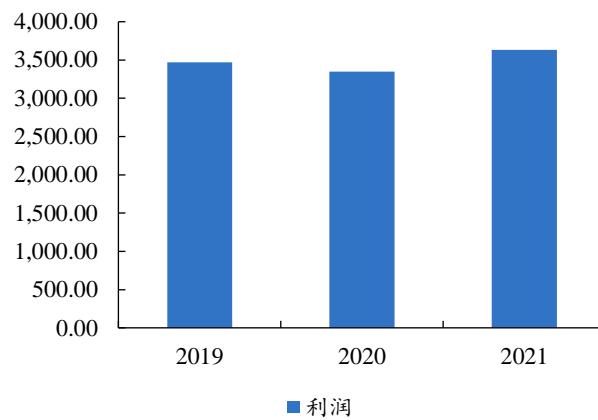
综上，2019-2021 年公司营业收入分别为 16,079.15 万元、16,200.98 万元和 18,170.27 万元，净利润分别为 3,468.25 万元、3,349.72 万元及 3,633.64 万元。2019 年以来检验检测等服务收入增长较稳，2020 年疫情造成的不利效应基本与疫情带来的替代效应（防疫物资检测收入）相持平，2021 年则保持了各条线业务的增长。

**图7：2021 年营收 18,170.27 万元，保持稳定**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2021 年利润 3,633.64 万元，保持稳定**



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司近年增长不快主要受制于检测能力限制，我国纺织检验检测市场订单主要集中在长三角、珠三角等沿海地区，目前中纺标在该区域检测能力有限，检测实验室规模较小，人员配置数量也存在提升空间，部分订单需送样至母公司集中检测。由于部分客户的要求，受检测能力限制无法承接此部分订单，从而对市拓展造成一定影响。

## 1.4、商业模式：“直销+代理”，把握平衡，获取市场利益最大化

### #直销模式

公司设有市场管理等部门专门负责客户的业务与技术咨询服务工作，对重点客户定期走访维护，建立客户信息档案并及时对系统相关信息进行维护，通过不同渠道，拓展新的客户。

**表1：2021年销售额前五客户**

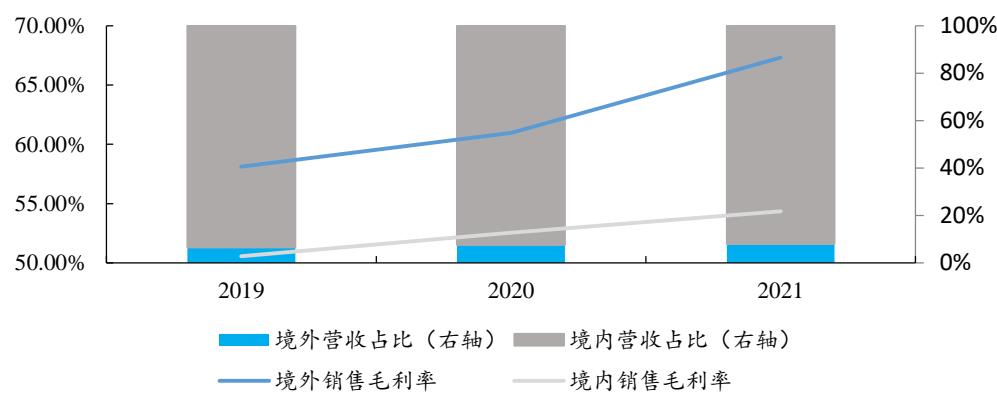
序号	客户名称	销售额(万元)	当期销售占比
1	CHINACERTIFICATIONANDINSPECTIONGROUPCO.,LTDSUCURSALENESPANA (中检西班牙)	1,310.70	7.21%
2	世优认证（上海）有限公司	828.58	4.56%
3	上海诺领检测技术服务有限公司	671.25	3.69%
4	浙江森马服饰股份有限公司	274.53	1.51%
5	朗姿股份有限公司	266.61	1.47%

资料来源：Wind、开源证券研究所

### #代理模式

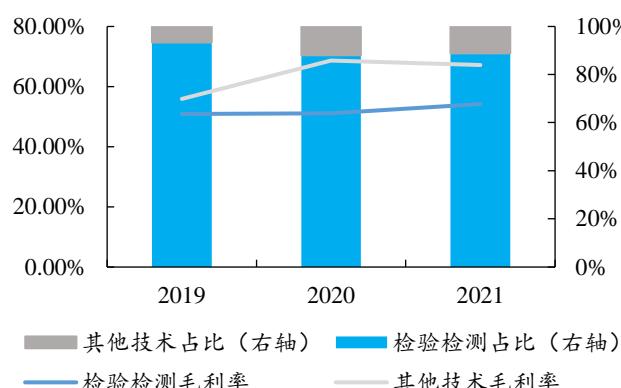
由于业内知名度较高，客户数量众多且较为分散，为更好的开拓业务及节约销售成本，公司与具有一定客户资源的代理商进行合作。上海诺领检测技术服务有限公司为该模式下收入的主要构成，其具有一定国际品牌客户资源，通过给予一定的折扣，扩充了国际业务渠道，增强公司品牌国际影响力。例如借此渠道拓展的中检西班牙业务代理商相对终端客户议价能力更强。2019-2021年中检西班牙检测项目平均定价分别高于公司检验检测业务平均价格 36.22%、29.42%、41.11%。

**图9：境外销售营收毛利率相比境内高出约 10%，扩展境外业务存在优势**



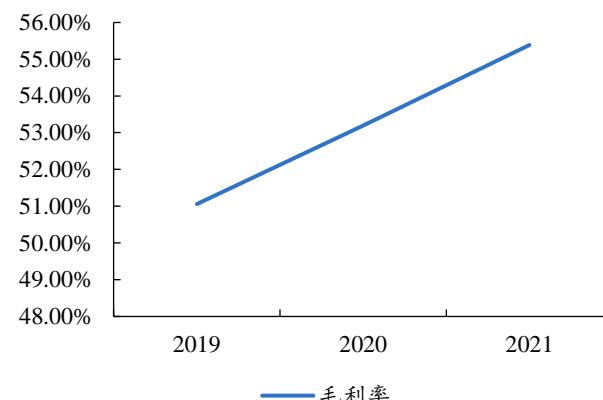
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：毛利率更高的其他技术服务营收占比加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2019-2021年收入结构变化导致毛利率稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.5、募投项目：研发升级与数字化改造

此次计划募集 7400 万元资金用于研发、数字化与扩产四大项目建设。

表2：募投项目覆盖面广，存在协同效应

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	新检测技术研发中心建设项目	2,568.29	2,026.96
2	全业务数字化管理平台建设项目	1,927.31	1,521.08
3	浙江检测实验室建设项目	3,048.65	2,406.07
4	晋江运动用品检测实验室建设项目	1,832.03	1,445.88

数据来源：Wind、开源证券研究所

### (一) 新检测技术研发中心建设项目

**适应持续发展需求，增强核心竞争力。**随着市场规模的逐步扩大和市场竞争的加剧，以及研发方向和课题逐步增多，拟利用现有场所新建检测技术研发中心，建成后可吸引高端研发人才，紧密跟踪前沿技术，从而提高研发能力以及综合竞争力，有助于提高纺织品检测行业的整体水平。

### (二) 全业务数字化管理平台建设项目

数字化浪潮下，数字技术在各行各业中开启了加速度的跨界融合。随着中纺标业务快速发展、规模不断扩张，来自业务、运营、市场营销等各种数据呈现高增长。设一套符合全公司发展的管理系统，涵盖行政和业务的专业数字化系统，全面实现企业数字化、智能化管理，能够提升整体管理水平，提高经营效率，增强综合竞争力。

### (三) 浙江检测实验室建设项目

**开拓业务板块，提高市场占有率。**检验检测业务多元化和外延式发展是浙江中纺标未来发展的方向，长三角一体化将形成高质量发展的区域集群，为适应发展趋势，在维持原有业务板块优势的基础上，扩充新的业务板块，可全方位开发产业用纺织品应用领域。

### (四) 晋江运动用品检测实验室建设项目

**扩大运动用品类检测服务能力。**在市场和政策双重驱动下，体育运动用品检测行业迎来了巨大的市场契机。新建运动用品检测实验室，购置先进检测设备、提升检测智能化、信息化水平，并增加检测项目，提高检测能力，为客户提供更全面、高质量的运动用品检测服务，能够提升公司在运动用品行业的整体检测能力并形成差异化的竞争优势。

## 2、行业情况：客户分散且存在区域化，综合性检测市场更广

### 2.1、行业特点：准入壁垒高，客户群体分散

中纺标是一家致力于提供检验检测的独立第三方专业技术服务机构，主营业务为提供轻纺产品检验检测相关技术服务及耗材销售等，所处行业为质检技术服务。

2016 年，国家发改委制定了《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016)》，将检验检测服务业列为战略性新兴产业，明确大力培养质量和安全检验、检测、检疫、计量、认证技术等第三方服务机构，加强战略性新兴产业产品质量检验检测体系建设。

第三方检验检测主要是指由介于买卖双方的第三方检验检测公司提供产品质量检验检测服务，经过第三方检验检测在很大程度上保证了产品质量，减少了对外贸易中的纠纷、赔偿、投诉及退换货的风险。随着我国消费的不断升级，第三方检验检测在我国迅速发展起来。

#### 纺织品检验检测行业

从检验检测的角度看，产品质量包括内在质量和外在质量，就纺织品而言，内在质量主要是通过检测的手段来评判，检测的基础项目有纤维含量、色牢度、纰裂、尺寸变化率、甲醛、pH 值、重金属等，内在质量无法通过眼睛观测的方法直观的检出，只能通过实验室仪器测出结果，再对比相应的国家标准或其他的行业标准判断内在质量是否达标。纺织品的外在质量的符合性，包含产品的样式、颜色、标识、尺寸、工艺等，外观质量能够通过感官检验的方式在生产现场直接观测和测量得到结果，再根据相关产品标准、客户要求、合同要求、确认样品等判断其外在质量是否达标。

SGS、Intertek 等纺织品检验领域国际机构 21 世纪初先后通过与原技术监督局的下属机构合资合作的方式进入我国市场，逐步占领了国内检测市场份额，在纺织品检验检测领域也表现突出。

表3：检测行业国际知名企业 SGS、Intertek 为行业标杆

机构简称	上市公司所在地	机构类型	服务区域	检测标准
SGS	瑞士	综合性检测机构	国内（进出口业务）、国际市场	以国外标准为主
Intertek	英国	综合性检测机构	国内（进出口业务）、国际市场	以国外标准为主

资料来源：SGS 官网、Intertek 官网、开源证券研究所

但 SGS、Intertek 主要从事进出口检测业务，国内纺织品检测机构主要业务来源于国内市场，主要目标客户为在国内销售的纺织服装品牌及进口品牌服装企业，加之在检测方面存在较大差异，所以国外知名机构具有参考价值但不具备可比性。

行业整体存在如下特点：

## 壁垒高

检测机构出具的检测数据和检测报告广泛应用于投标招标、质量认证、产品研发、政府质量监督等领域，具有“证明”或“公证”作用，因此国家对检测行业实行严格的资质管理制度，使得市场新进入者面临较高行业准入门槛。

一般机构从事技术检测业务须获得政府行业主管部门核准，在我国从事技术检测业务须向所在地主管部门申请计量认证评审，通过评审后，检测机构才具有向社会出具具有证明作用的数据和结果的资质，主管部门会定期对检测机构进行复评检。通常检测机构实验室还需申请 CNAS 认可达到相关标准。因此政府对检测行业的市场准入制度构成进入壁垒。

中纺标所处行业市场空间充足，随着全球疫情影响的逐步消散，相关领域消费需求的逐步提振，市场空间将得到进一步提升。与此同时，公司业务发展与纺织行业景气度关系密切

## 季节性

在业务开展过程中，主要受专业设备、技术人员水平、品牌影响力以及技术能力等因素的综合影响，每年一季度受春节假期影响，工厂开工较晚订单数量会有一定减少。

## 区域性

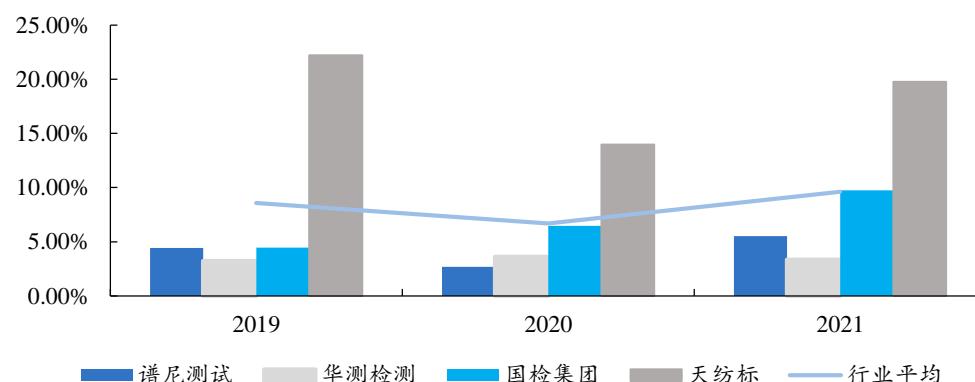
纺织品检测行业具有一定的区域性特征。我国幅员辽阔，各地经济文化发展不平衡，地理环境也有很大差异，我国的纺织品工业主要集中在南方地区，所以主要的纺织品检测业务也集中在华东、华南地区。

## 周期性

纺织品检测与整个经济周期的变化紧密相关，一定程度上依赖于国民经济运行状况、国际贸易等因素，具有一定的周期性特征，一方面，国民经济持续增长、全国零售行业规模不断扩大，会推动本行业的发展，提高行业的景气度；另一方面，国际贸易的周期性因素也对纺织品检测行业产生影响。

## 客户群体分散

分析观察检测行业 4 家公司可比数据，2019-2021 年前五大客户占比均值为 8.59%、6.69%、9.60%，极大值为 22.21%、13.98%、19.75%，可以得出客户分散是检验检测行业的常见特点之一。

**图12：前五大客户占比均值不超过 10%，客户群体分散**


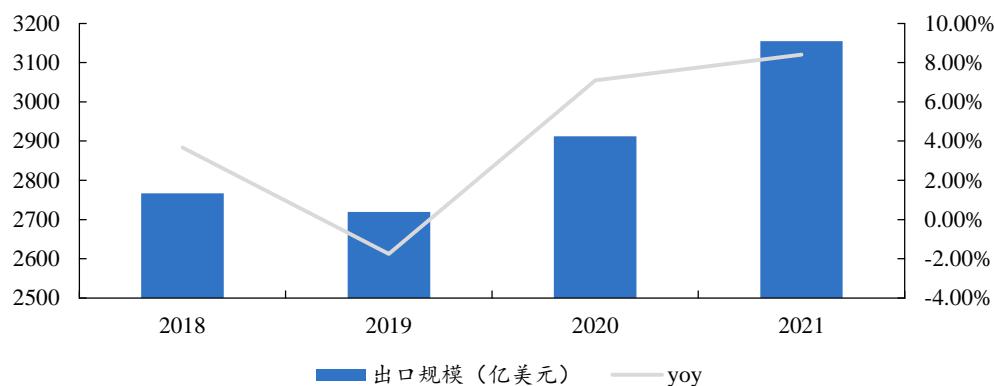
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

中纺标所处行业市场空间充足，随着全球疫情影响的逐步消散，相关领域消费需求的逐步提振，市场空间将得到进一步提升。与此同时，公司业务发展与纺织行业景气度关系密切。

## 2.2、下游市场：防疫类物资出口红利，纺织细分市场现增长新趋势

下游行业需求与中纺标业务增长速度关系紧密。

**纺织工业：**2019-2021 年我国纺织工业增加值同比增速分别为 0.9% 和 1.4%，纺织工业保持平稳增长。我国纺织品行业的营业利润除了受到国内纺织品服装销售的影响之外，还受到纺织品服装出口额的影响。根据中国棉花协会数据，2020 年，疫情挑战催生了机遇我国纺织品服装累计出口金额为 2,912 亿美元，在防疫物资带动下，同比增长 7.1%，创 2015 年以来新高。2021 年出口 3,155 亿美元，同比增长 8.4%。

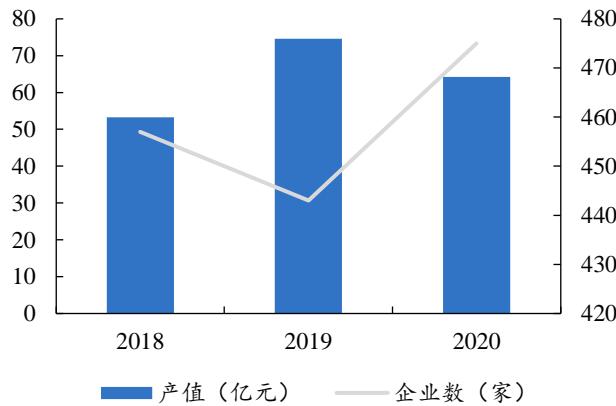
**图13：2020/2021 年我国纺织品出口规模同比增长 7.1%/8.4%，规模增速巨大**


数据来源：中国棉花协会、开源证券研究所

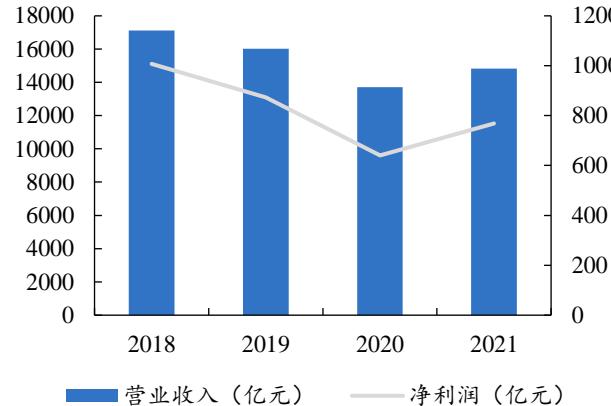
**我国纺织服装与棉花检测行业发展情况：**根据《全国检验检测服务业统计简报》的统计，2020 年度受新冠疫情的影响，纺织服装与棉花检测行业的收入出现小幅下降但是相关检测机构的数量由 2019 年的 443 家增长至 475 家，增幅 7.22%，反映出该行业稳健向上的增长潜力。

**服装行业未来发展空间：**纺织品检测行业未来发展主要取决于国家和居民对纺织服装的品质要求的提升和整个纺织服装行业的整体规模，中国服装行业规模以上

企业营业收入及净利润在 2019 年和 2020 年出现了下滑。2021 年，面对疫情冲击、综合成本上涨、能源供应紧张、国际物流不畅等叠加交织的困难和压力，展现出强大韧性，行业经济恢复发展。

**图14：纺织品检测机构家数增加**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**图15：疫情下 2021 年服装行业营收与净利回升显韧性**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**运动鞋服行业：**居民健康意识提升，叠加国家政策支持，全民运动消费需求迎来新一轮增长阶段，带动运动鞋服行业的市场需求不断扩大。中国运动鞋服行业经历了 2011-2013 年低谷期后，增速回升且远超鞋服总体增速，根据欧睿的调查数据显示，2007 年中国运动鞋服行业规模为 123 亿美元，到 2020 年中国运动鞋服行业规模达 492 亿美元，年复合增长率为 11.25%，预计 2023 年将达到 677 亿美元。

**图16：2019 年中国运动鞋服首次达到 500 亿美元规模，市场不断增长**


数据来源：欧睿、荣大研究院、开源证券研究所

### 2.3、同行对比：综合性检测市场规模更大，纺织品检测利润率高

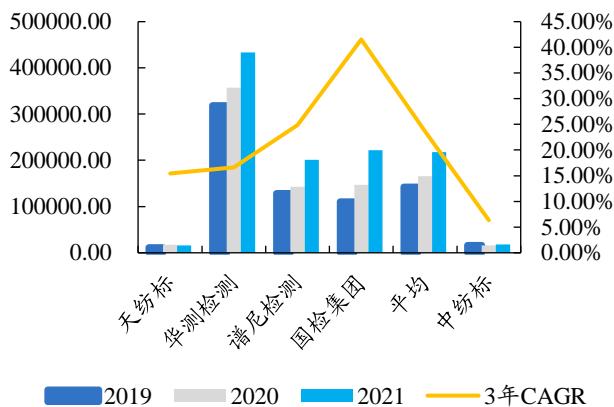
从财务指标可比性方面，我们选取同处于纺织品检验检测行业的天纺标及几家第三方检测上市公司如华策检测、谱尼检测、国检集团进行比较分析。

**营业收入：**2021 年天纺标、华策检测、谱尼检测、国检集团、中纺标营收增速分别为 -8.36%/21.34%/40.70%/50.53%/12.16%。相对于单一纺织品检测行业，综合性检测市场成长速度更快。

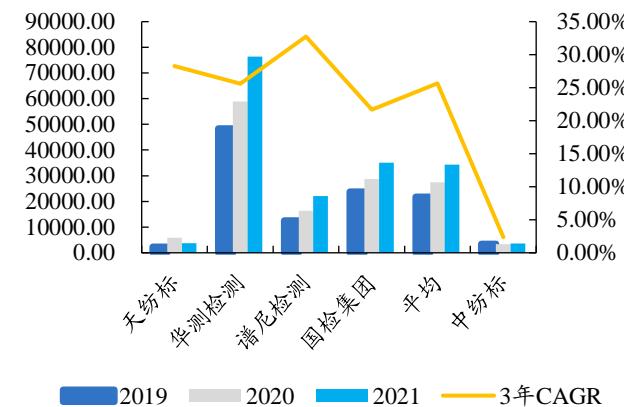
**净利润：**净利润与营收相关度较高，各企业在各自营收水平上保持净利润稳定，

平均 3 年 CAGR25.65%。

**图17：综合性检测行业营收 3 年 CAGR 更高（万元）**



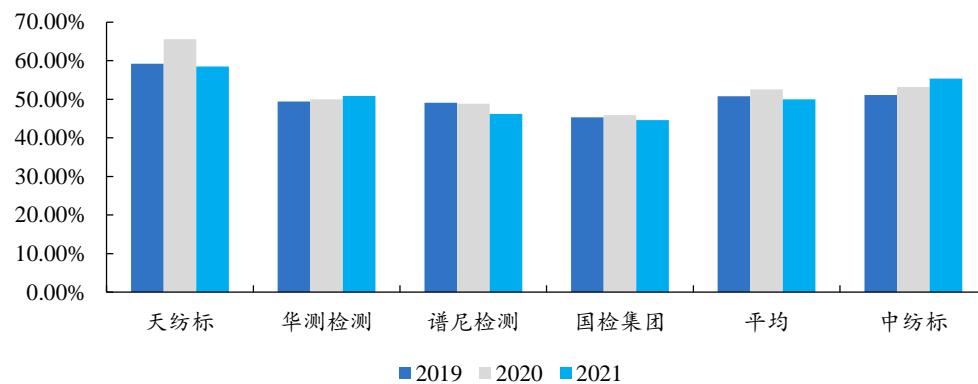
**图18：净利润与营收趋势相同（万元）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

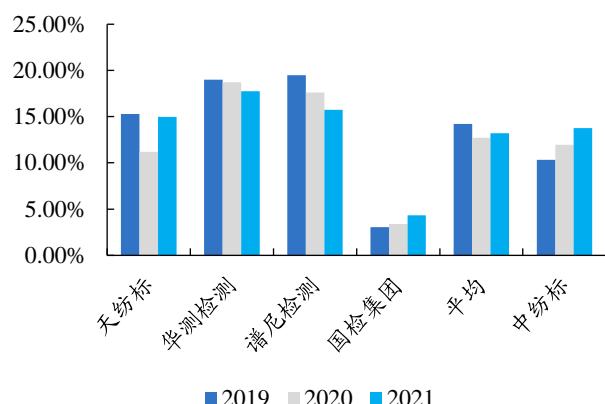
**毛利率：**中纺标毛利率介于纺织品检验检测公司天纺标与各综合性检测公司之间，纺织品检验检测行业总体具有毛利率较高的特征。

**图19：中纺标与天纺标 2021 年毛利率为 55.38%/58.45%，纺织品检测行业毛利率高**

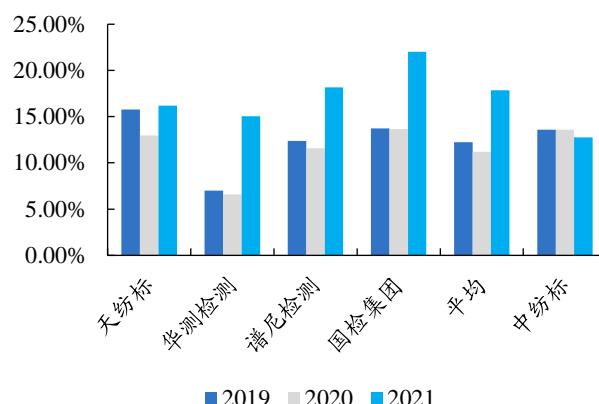


数据来源：Wind、开源证券研究所

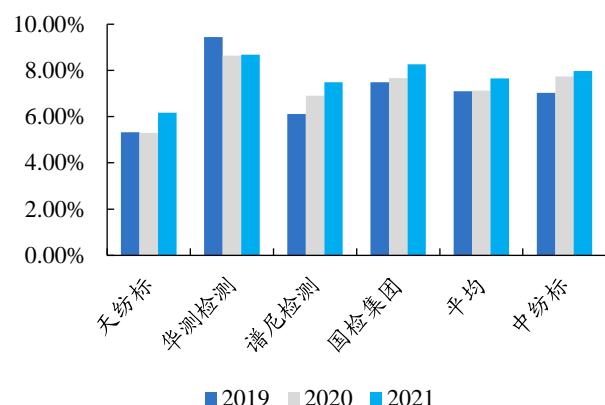
**期间费用率：**销售费用率除国检集团显著低于平均水平，行业平均 13% 左右。管理费用率主要受职工薪酬影响且存在各工厂选址的地域性。研发费用率平均 7.5% 左右，华测检测高出 1-1.5 个百分点。中纺标通过银行存款获得一定的财务费用收入。

**图20：除国检集团外销售费用率平均 13%左右**


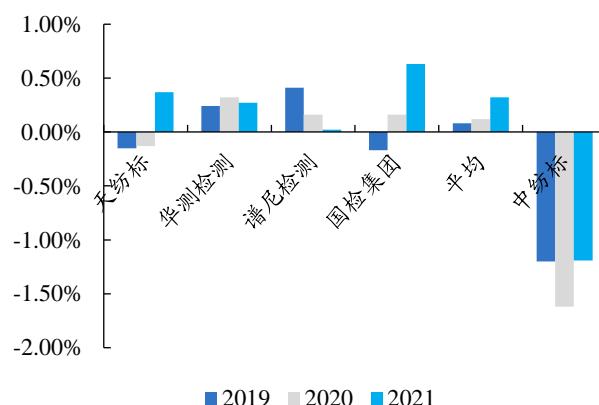
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图21：受用工成本影响大，管理费用率不一**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图22：研发费用率华测检测高于平均 1.5%左右**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图23：中纺标 2019-2021 年财务费用率均为负值**


数据来源：Wind、开源证券研究所

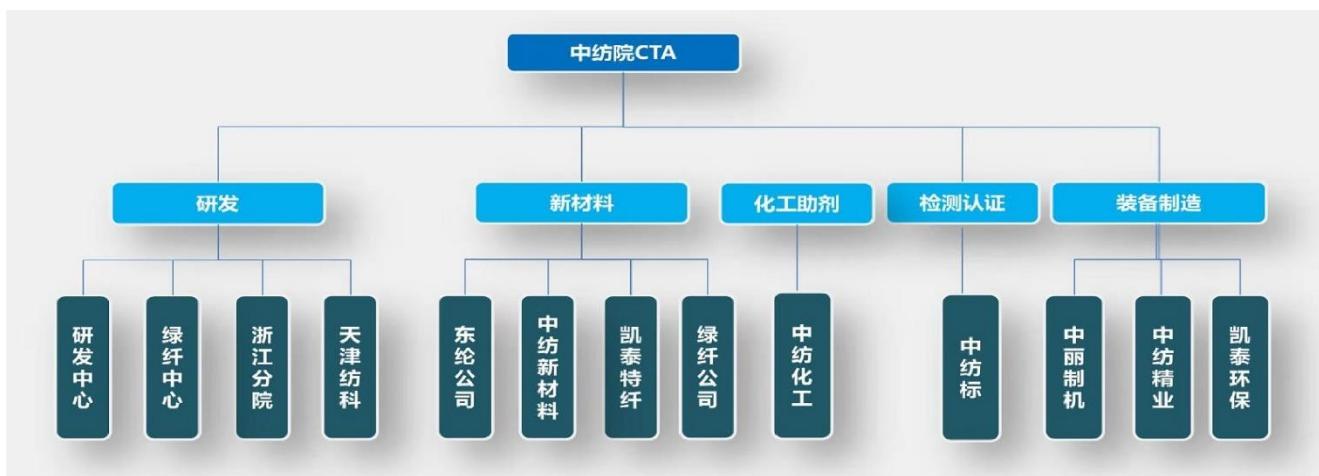
### 3、公司看点：技术保障市场集中化，估值 20.1X 低于可比公司

#### 3.1、集团优势：背靠中纺院与通用技术集团，保障全产业链技术与市场

集团产业的多元化，为公司新业务领域的拓展提供了协同效应，通用技术集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，核心主业包括先进制造与技术服务、医药医疗健康、贸易与工程承包，产业用纺织品广泛应用于汽车内饰、医疗健康、安全防护等领域，可借助同为集团系统内优势，通过跨公司之间产业的整合，助力新业务领域的拓展，构建满足快速发展的业务支撑体系。

例如本次募投项目中的浙江检测实验室建设项目，拟通过扩大检验检测场地，购置先进检验检测实验设备，吸引行业内高级人才，以此对检验检测业务板块进行拓展。项目建成后，可将公司打造成为纺织及其延伸领域的专业检验检测机构。

图24：中纺院为公司纺织行业全产业链科技研发提供技术支持



资料来源：中纺院官网

### 3.2、专业优势：技术定标与研发均具有先进性，检测能力全面覆盖

中纺标是多个全国性技术机构的依托单位，相关机构主要包括纺织工业标准化研究所、国家纺织制品质量检验检测中心、中国产业用纺织品测试中心（北京）、中国石化合成纤维质量监督检验中心、国家纺织计量站、全国纺织标准与耗材中心、《纺织标准与质量》杂志社等。中纺标还是国际标准化组织纺织品技术委员会（ISO/TC38）主席单位和国内对口单位，承担着 ISO/TC38/SC2（洗涤、整理和拒水试验）、ISO/TC38/SC23（纤维和纱线）、全国纺织品标准化技术委员会、全国纺织品标委会基础标准分会、全国纺织品标委会产业用纺织品分会、全国纺织品标委会麻纺织品分会、纺织计量技术委员会、中国计量协会纺织分会等秘书处工作。

表4：可比公司中，中纺标处优秀水平，在定标上存在优势

机构简称	技术人员专业程度	实验室面积	仪器设备数量	先进程度
中纺标	员工总计 538 人，其中，技术人员 431 人。按教育程度分类：本科学历 213 人，硕士及以上学历 70 人。	实验室面积 1.6 万平方米。	截至 2021 年度公司拥有检测仪器设备 1565 台	是我国纺织品领域多项检验检测方法的主要研究者、多项国家标准和行业标准的制修订者，拥有强大的研发能力和资质齐全的实验室。
天纺标	拥有包括 3 名博士，教授级及副教授级高级工程师 18 人在内的先进技术团队，检测人员 280 余人，研发及技术人员超过员工总数的 80%。	实验室面积 14,704 平方米，配备恒温恒湿室 1,210 平方米，生物安全实验室 409 平方米。	检测设备 1,000 余台。	已形成多项核心技术，在特定领域引领我国纺织品检测行业达到国际领先水平、在日常经营过程中显著提升了产品检验检测效率及精准度、填补国内部分检测仪器空白等。
广检集团	拥有一支经验丰富、技术精湛、团结协作、具有国际化视野的专业技术团队，现有员工 1000 多人。	办公场地超 6 万多平方米。	检测设备 3000 多台（套）。	汇集了代表当今国际先进水平的专用检测器材，拥有纤维产品检测、食品检测、皮革服饰制品检测等全国领先的专业检测实验室。检验检测能力和技术服务水平处于国内领先地位。
上检标	现有人员 218 人，其中大专及以上学历的有 192 人，教授级高级工程师 3 人，高级工程师、工程师职称	建筑面积 12000 平方米，其中实验室面积 11000 平方米。	其中大型仪器 38 台套。	能满足国家标准、行业标准、团体标准及相应的国际标准、国外先进标准要求开展检测活动，检测能力达 995 项。

机构简称	技术人员专业程度	实验室面积	仪器设备数量	先进程度
------	----------	-------	--------	------

的有 78 人，技术力量雄厚，检测人员经验丰富。

资料来源：中纺标招股说明书、天纺标招股说明书、广检集团官网、上检标官网、开源证券研究所

综上，中纺标与同行业竞争对手天纺标、广检集团、中纺联检、上检标在收费标准、客户资源、技术人员的专业程度、实验室面积及管理运营体系、仪器设备数量及先进程度方面相比不存在明显差异，同时具备额外的定标优势。

目前国家标准的总检测方法为 590 项，由中纺标设计的国家标准的检测方法 133 项，占总检测方法的 22.54%。在国际标准制定方面，截至 2022 年 5 月，我国主导制修订的纺织品 ISO 国际标准约 40 项，其中已发布约 35 项，中纺标主导和参与 23 项，参与率近 60%，其中 ISO 14389:2014、ISO 17881（所有部分）、ISO 22992-2: 2020 和 ISO 24040: 2022 等多项纺织品中有害物质检测方法是将我国自主研发检测技术成果推向国际的成功转化。尤其是于 2014 年顺利发布了国际标准 ISO 14389，是入世后我国主导制定发布的首个纺织国际标准。

通过上述数据可以看出中纺标在国家纺织服装检测标准方面具有较高的技术经验，具有创新性及先进性，为国家的标准制定做出了较大的贡献。

**表5：中纺标对国内与国际标准的制定参与率高**

标准类型	自行设计	总检测方法（已发布）	占比
国际标准	133	590	22.54%
国家标准	23	35	65.71%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

此外，中纺标是由中纺院出资组建的独立第三方检验检测机构，拥有“国家纺织制品质量检验检测中心”等七个检测服务平台，同时承担了“全国纺织品标准化技术委员会 TC209 秘书处”等七个行业技术平台，在业内有较强的影响力。

#### 研发实力雄厚，具有较强的创新能力

公司拥有一支经验丰富、技术娴熟的人才队伍及知名专家，具备行业领先的技术创新能力，已形成技术领先优势，取得发明专利 6 项，实用新型 97 项。随着研发项目和标准项目的不断产业化，研发与创新能力已成为公司的核心竞争力。

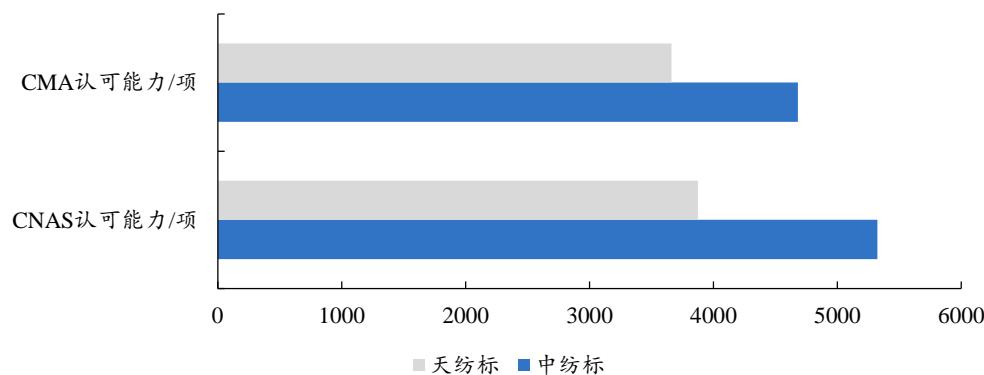
作为纺织品标准的引领者，近十年来制、修订标准包括各术语符号、安全要求、试验方法等基础通用标准，在全国范围内得到广泛应用，为行业提供了统一的测试方法和评价手段，为规范市场秩序和保护消费者的健康和利益提供了重要的技术支撑；承担了国家重点研发计划、国家科技支撑计划、质检公益性行业科研专项等国家和省部级标准化科研项目近 40 项，荣获国家科技奖、国家标准创新贡献奖和纺织科学技术奖等近 40 项，重点围绕纺织行业的科技创新和产业发展，在纺织品生态安全、功能性纺织品、纺织新材料、高性能产业用纺织品等重点领域取得了重大突破，研制了一批具有创新意义的标准。

#### 检测能力覆盖全面，技术实力雄厚

获得认可的检测能力、技术人员专业化程度、仪器设备数量、实验室面积等方面优势明显，服务客户能力强。公司运用国际先进的检测设备和专业的技术团队不

不断拓展检测能力，检测对象覆盖棉纤维、毛/绒纤维、茧/丝、化学纤维、纱线、纺织品及其制品、产业用纺织品、防护用品、皮革/毛皮及其制品、羽绒羽毛及其制品、鞋及鞋材、纸张及纸制品、包装材料、塑料等十几个领域，是纺织品检测项目最全的检测机构之一。

图25：在 CMA 与 CNAS 认可方面中纺标取得项数高于天纺标



数据来源：公司公告、开源证券研究所

经 CNAS 认可的检测技术能力共计 5,322 项，包括 3,458 个方法参数，1,864 项产品标准，较天纺标多 37.30%；获得 CMA 认定的国内外检测标准 4,680 个，较天纺标多 27.80%。

在设备总数量、价值、种类等方面也有明显优势，30 万以上的重点设备是天纺标的 2 倍。利用大型精密仪器对样品中物质进行化学分析能力是实验室实力的体现，公司配置了液相色谱质谱联用仪、电感耦合等离子体质谱仪等先进分析仪器 40 台，达到天纺标的 3 倍。

利用相关设备积极拓展生态纺织品、功能性纺织品、循环再利用纺织品及可降解产品的测试，初步形成在绿色可持续发展及产品功能性评价方面的领先优势。有利于在认证业务方面的拓展。

### 3.3、集中优势：围绕产业集群布局，受益集约化发展

#### 当前市场客户分散，集中度不高

2021 年我国纺织服装、棉花检验检测市场规模达 69.65 亿元。中纺标 2021 年检验检测业务收入 1.58 亿元，占比仅为 2.27%。根据全国检验检测服务业统计简报显示，2019 年、2020 年、2021 年全国纺织品检测机构数量分别为 443 家、475 家和 476 家。2020 年检测机构总数较 2019 年增长 32 家，但中纺标同期市场占有率仍提升了 0.18 个百分点，中纺标业务收入并未受行业参与者数量增加影响，市场占有率达到 3.30%，保持稳定增长。在行业集约化发展的大背景下，市场占有率仍有较大提升空间。

**表6：2019-2021年公司市场占有率为1.98%/2.16%/2.27%，行业分散但集中度提升**

年度	营业收入	行业规模	市场占有率
2019	1.48亿元	74.61亿元	1.98%
2020	1.39亿元	64.22亿元	2.16%
2021	1.58亿元	69.65亿元	2.27%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

### 公司具备处理分散订单的能力

中纺标牵头制定了多项国家检测标准，在纺织品检测行业内有较高影响力，许多中小客户主动选择与中纺标建立合作关系。为了合理满足客户高频的检测订单需求，报告期内，中纺标使用 GLIMS 业务管理系统流程化处理订单，较好的保障了业务的高效开展，公司的业务未受到部分客户订单较小且分散带来的不利影响。

### 围绕产业集群布局实验室，定位清晰，均衡发展

全国纺织服装产业产销量的 80% 分布在山东、浙江、江苏、福建、广东，中纺标除在北京外，还在广东、福建、浙江等纺织行业发达地区拥有多家分子公司，进一步完善了业务的地域性布局，形成了完善的服务网络。

**表7：分公司按区域布局，具备良好规划**

地区（公司）	简介
北京（总部）	<p>(1) 成立时间: 2004-09-23。</p> <p>(2) 注册资本 8188.2608 万元，100%股权。</p> <p>(3) 主营业务: 纺织品检测。</p> <p>(4) 总资产 263,903,216.25 元，净资产 235,317,381.39 元。</p> <p>(5) 2021 年营业收入 99,323,557.95 元，净利润 23,282,567.60 元。</p>
长三角地区（浙江中纺标）	<p>(1) 成立时间: 2008-10-15。</p> <p>(2) 注册资本 500 万元，100%股权。</p> <p>(3) 主营业务: 纺织品检测。</p> <p>(4) 总资产 41,635,047.39 元，净资产 37,319,541.53 元。</p> <p>(5) 2021 年营业收入 31,906,845.68 元，净利润 4,195,256.04 元。</p>
长三角地区（绍兴科泰斯）	<p>(1) 成立时间: 2011-04-18。</p> <p>(2) 注册资本 500 万，30%股权。</p> <p>(3) 主营业务: 检验业务。</p> <p>(4) 总资产 13,687,375.69 元，净资产 8,825,279.20 元。</p> <p>(5) 2021 年营业收入 8,989,524.27 元，净利润 5,651.02 元。</p>
珠三角地区（深圳中纺标）	<p>(1) 注册时间: 2007-09-21。</p> <p>(2) 注册资本 1,100 万元，100%股权。</p> <p>(3) 主营业务: 纺织品检测。</p> <p>(4) 总资产 58,806,738.01 元，净资产 50,896,091.65 元</p> <p>(5) 2021 年营业收入 39,274,389.01 元，净利润 8,406,881.99 元。</p>
福建地区（福建中纺标）	<p>(1) 注册时间: 2014-03-14。</p> <p>(2) 注册资本 1000 万，100%股权。</p> <p>(3) 主营业务: 纺织品检测。</p> <p>(4) 总资产 16,357,005.23 元，净资产 11,661,903.37 元。</p> <p>(5) 2021 年营业收入 7,169,416.00 元，净利润 446,061.07 元。</p>

地区(公司)	简介
江西地区	<p>(1) 主营业务: 纺织品检测。</p> <p>(2) 实验室面积: 2,500 平方米。</p> <p>(3) 报告期内, 尚处于建设期;</p>

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

在发挥网络优势的同时, 各实验室结合属地化的资源禀赋做差异化发展, 本部以研发为主导, 在保证技术创新的基础上加强与政府、央企、军需等部门合作, 同时, 服务华北、东北区域; 浙江中纺标除常规检测业务外, 积极拓展产业用纺织品检测; 福建中纺标突出运动用品检测; 深圳中纺标以常规项目为主, 服务于华南区域, 同时注重出口业务的开发, 利用 CPSC 资质的优势, 挖掘跨境电商业务, 拓展外标检测份额; 于都分公司发挥生产要素优势, 以高性价比吸引线上、线下客户。

综上, 中纺标以北京为中心、在纺织服装产业集聚的长三角、珠三角均建立了实力较强的实验室, 目前均已实现良好盈利。浙江中纺标、深圳中纺标、福建中纺标等子公司均为全资子公司, 有利于总部整合各子公司优势资源、协同推进、增强客户服务效率和提升客户满意度。同时, 公司拥有行业领先的研发创新能力、雄厚的检测技术能力及合理的实验室网络布局, 共同构成了核心竞争力。

益于行业集约化发展, 公司作为我国行业内领军企业之一, 市场份额或有望进一步提升。同时, 若公司运动品检测实验室募投项目顺利实施, 也将对成长性形成更有力的支撑。

### 3.4、估值对比: 可比公司 2021PE 均值 40.1X, 发行摊薄 PE 为 21.4X

本次方案中发行底价为 8 元/股, 中纺标当前总股本为 8188 万股, 预计发行股数不超过 925 万股(未考虑超额配售选择权), 从估值来看, 可比公司 2021 年市盈率均值达 40.1X, 中纺标发行后对应摊薄市盈率为 21.4X, 低于可比公司平均值。考虑到中纺标市场地位, 毛利率优势, 并且注重研发投入未来有扩产项目的推进, 建议申购。

表8: 可比公司 2021PE 为 40.1X, 中纺标发行后 PE21.4X, 估值较低

公司名称	股票代码	PE 2021	2021 营收/亿元	2021 归母净利润 /万元
天纺标	871753.NQ	42.05	1.56	3725.01
华测检测	300012.SZ	47.21	43.29	76322.77
谱尼测试	300887.SZ	49.17	20.07	22028.71
国检集团	603060.SH	21.94	22.17	35095.29
	均值	40.09		
中纺标	873122.NQ	21.4	1.82	3633.64

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

宏观经济环境风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争风险

## 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形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