

兴发集团 (600141.SH) Q3 业绩环比改善，成功收购印尼艾莫克

2023 年 11 月 14 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

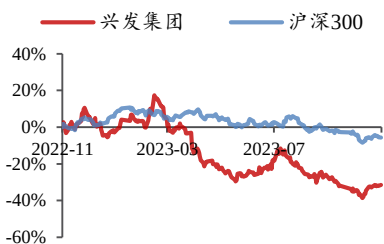
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

日期	2023/11/13
当前股价(元)	19.93
一年最高最低(元)	36.18/17.78
总市值(亿元)	221.56
流通市值(亿元)	221.37
总股本(亿股)	11.12
流通股本(亿股)	11.11
近 3 个月换手率(%)	49.29

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023H1 周期板块拖累整体业绩，成长板块盈利可观——公司信息更新报告》-2023.8.31

《一体化精细磷化工龙头，研发创新引领转型升级——公司首次覆盖报告》-2023.7.7

● Q3 营收、归母净利润环比改善，周期业务盈利延续承压

公司发布 2023 三季报，前三季度公司营收 219.28 亿元，同比-11.78%；归母净利润 9.34 亿元，同比-80.98%。其中 Q3 实现营收 83.18 亿元，同比+10.07%、环比+18.18%；归母净利润 3.25 亿元，同比-74.21%、环比+104.2%，Q3 营收、归母净利润环比改善。考虑磷肥、草甘膦、有机硅 DMC 等周期产品景气承压影响公司业绩表现，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.39（-8.42）、17.15（-15.03）、21.95（-15.37）亿元，EPS 分别为 1.20（-0.76）、1.54（-1.35）、1.97（-1.39）元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 16.5、12.9、10.1 倍。受传统周期业务影响，公司业绩短期承压，公司坚持发挥研发创新的核心支撑作用，多元产品结构有助于盈利缓步修复，我们看好公司新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

● 磷酸铁项目一期顺利投产，收购印尼艾莫克，国际化战略迈入新阶段

9 月 4 日，公司公告控股子公司湖北兴友新能源“新建 20 万吨/年磷酸铁项目（一期 10 万吨/年磷酸铁）”生产线已正式全面投产，该项目自动化程度高，工艺稳定可靠，产品一致性好，质量总体较优。该项目建成投产有助于公司发挥产业一体化优势，加快完善新能源产业布局，推动产业转型升级，培育新的利润增长点。10 月 24 日，公司公众号报道全资子公司兴发香港成功收购印尼艾莫克公司，后者 45%百草枯母药设计产能 5,694 吨，2022 年产能利用率 72.47%；同时建有包含百草枯、草甘膦水剂在内的除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长剂、杀螨剂和杀螺剂等产品配制灌装生产线，制剂的配制灌装产能 21,900 吨/年，拥有 1 升、5 升、20 升包装全自动分装线；共持有 36 个商标注册证书及 42 个农药产品许可证，其生产的百草枯系列产品占据印尼市场 10%的市场份额，所持有的 4 个百草枯品牌均为印尼市场知名品牌。印尼艾莫克是公司在海外收购的第一家生产型企业，股权收购工作的完成标志着公司的国际化战略迈入新的阶段。

● **风险提示：**原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,902	30,311	26,509	30,445	33,715
YOY(%)	30.0	26.8	-12.5	14.9	10.7
归母净利润(百万元)	4,282	5,852	1,339	1,715	2,195
YOY(%)	592.5	36.7	-77.1	28.1	28.0
毛利率(%)	33.5	35.6	15.8	18.0	19.5
净利率(%)	17.9	19.3	5.1	5.6	6.5
ROE(%)	29.9	31.8	6.7	8.1	9.7
EPS(摊薄/元)	3.85	5.26	1.20	1.54	1.97
P/E(倍)	5.2	3.8	16.5	12.9	10.1
P/B(倍)	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q3 营收、归母净利润环比改善，草甘膦、有机硅系列产品量价仍承压	3
2、 磷酸铁项目一期顺利投产，成功收购印尼艾莫克，延缓有机硅项目建设	4
3、 盈利预测与投资建议	5
4、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 2023 前三季度同比：磷矿石量价齐升，特种化学品、肥料、湿电子化学品量升价跌，草甘膦等产品量价齐跌....	3
表 2： 2023 前三季度：多种主要原材料进价同比下跌.....	3
表 3： 2023Q3 环比：磷矿石、黄磷量价齐升，草甘膦系列产品、有机硅系列产品量价齐跌	4

1、2023Q3 营收、归母净利润环比改善，草甘膦、有机硅系列

产品量价仍承压

Q3 营收、归母净利润环比改善，盈利能力有所修复。公司发布 2023 三季度报，前三季度公司营收 219.28 亿元，同比-11.78%；归母净利润 9.34 亿元，同比-80.98%。其中 Q3 实现营收 83.18 亿元，同比+10.07%、环比+18.18%；归母净利润 3.25 亿元，同比-74.21%、环比+104.2%，Q3 营收、归母净利润环比改善。**盈利能力方面**，2023 前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 13.14%、4.46%，较 2022 年分别-22.47、-17.96pcts；其中 Q3 销售毛利率、净利率分别为 12.16%、4.18%，环比 Q2 分别+1.53、+1.86pcts，盈利能力有所修复。

分产品看，2023 前三季度，草甘膦系列产品、有机硅系列产品、特种化学品、肥料、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品、磷矿石销量分别为 12.2、14.2、19.9、90.2、14.1、1.9、6.2、149.5 万吨，实现销售金额 31.1、16.9、19.1、26.5、14.2、4.6、5.4、9.3 亿元，平均售价为 25553.5、11879.1、9609.1、2937.8、10119.4、23726.2、8611.1、620.4 元/吨，同比来看，仅磷矿石实现量价齐升，特种化学品、肥料、湿电子化学品量升价跌，草甘膦系列产品、有机硅系列产品、食品添加剂、黄磷量价齐跌。

表1：2023 前三季度同比：磷矿石量价齐升，特种化学品、肥料、湿电子化学品量升价跌，草甘膦等产品量价齐跌

2023 前三季度	销量 (万吨)	销量同比	销售金额 (亿元)	销售金额同比	平均售价 (元/吨)	平均售价同比
草甘膦系列产品	12.2	-10.0%	31.15	-61.2%	25553.5	-56.9%
有机硅系列产品	14.2	-19.5%	16.87	-52.0%	11879.1	-40.4%
特种化学品	19.9	15.5%	19.10	-31.8%	9609.1	-41.0%
肥料	90.2	29.1%	26.49	6.2%	2937.8	-17.8%
食品添加剂	14.1	-10.2%	14.23	-25.3%	10119.4	-16.8%
黄磷	1.9	-40.8%	4.58	-52.6%	23726.2	-20.0%
湿电子化学品	6.2	18.4%	5.37	6.9%	8611.1	-9.6%
磷矿石	149.5	59.1%	9.28	86.8%	620.4	17.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：2023 前三季度：多种主要原材料进价同比下跌

主要原料	2023 年 1 至 9 月 平均进价 (元/吨)	2022 年 1 至 9 月 平均进价 (元/吨)	变动比率 (%)
白煤	1,310.92	1,645.93	-20.35
纯碱	2,359.00	2,455.11	-3.91
硫磺	975.03	2,581.09	-62.22
烟煤	1,048.19	1,337.33	-21.62
金属硅	14,006.93	18,545.64	-24.47
甲醇 (生产有机硅)	2,380.35	2,601.99	-8.52
浓硫酸	268.27	759.59	-64.68
甲醇 (生产草甘膦)	2,168.30	2,474.55	-12.38
冰醋酸 (生产甘氨酸)	2,978.65	4,050.12	-26.46
乌洛托品 (生产甘氨酸)	5,467.61	6,245.73	-12.46
工业盐	375.59	500.66	-24.98

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023Q3，草甘膦系列产品、有机硅系列产品、特种化学品、肥料、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品、磷矿石销量分别为 4.0、4.7、6.9、41.1、4.9、0.5、1.9、63.4 万吨，实现销售金额 9.4、5.0、6.0、10.3、4.4、1.2、1.9、4.0 亿元，平均售价为 23151.7、10510.5、8661.3、2509.0、9071.5、22526.1、9589.3、629.0 元/吨，环比来看，磷矿石、黄磷实现量价齐升，特种化学品、肥料、食品添加剂量升价跌，湿电子化学品量跌价升，草甘膦系列产品、有机硅系列产品量价齐跌。

表3：2023Q3 环比：磷矿石、黄磷量价齐升，草甘膦系列产品、有机硅系列产品量价齐跌

2023Q3	销量（万吨）	销量环比	销售金额（万元）	销售金额环比	平均售价（元/吨）	平均售价环比
草甘膦系列产品	4.0	-22.0%	9.4	-23.0%	23151.7	-1.3%
有机硅系列产品	4.7	-8.5%	5.0	-18.2%	10510.5	-10.6%
特种化学品	6.9	3.3%	6.0	-5.7%	8661.3	-8.7%
肥料	41.1	58.0%	10.3	18.3%	2509.0	-25.2%
食品添加剂	4.9	6.8%	4.4	-4.8%	9071.5	-10.9%
黄磷	0.5	6.1%	1.2	16.9%	22526.1	10.1%
湿电子化学品	1.9	-12.3%	1.9	3.7%	9589.3	18.2%
磷矿石	63.4	13.1%	4.0	23.0%	629.0	8.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、磷酸铁项目一期顺利投产，成功收购印尼艾莫克，延缓有机硅项目建设

磷酸铁项目一期顺利投产，加快完善新能源产业布局。9 月 4 日，公司公告控股子公司湖北兴友新能源“新建 20 万吨/年磷酸铁项目（一期 10 万吨/年磷酸铁）”生产线已正式全面投产，该项目自动化程度高，工艺稳定可靠，产品一致性好，质量总体较优。该项目建成投产有助于公司发挥产业一体化优势，加快完善新能源产业布局，推动产业转型升级，培育新的利润增长点。

成功收购印尼艾莫克，国际化战略迈入新阶段。10 月 24 日，公司公众号报道全资子公司兴发香港成功收购印尼艾莫克公司，后者 45%百草枯母药设计产能 5,694 吨，2022 年产能利用率 72.47%；同时建有包含百草枯、草甘膦水剂在内的除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长剂、杀螨剂和杀螺剂等产品配制灌装生产线，制剂的配制灌装产能 21,900 吨/年，拥有 1 升、5 升、20 升包装全自动分装线；共持有 36 个商标注册证书及 42 个农药产品许可证，其生产的百草枯系列产品占据印尼市场 10% 的市场份额，所持有的 4 个百草枯品牌均为印尼市场知名品牌。印尼艾莫克是公司在海外收购的第一家生产型企业，股权收购工作的完成标志着公司的国际化战略迈入新的阶段。

延缓有机硅单体项目符合产业发展趋势，选矿及管道输送项目有望增强磷化工上下游一体化配套能力。10 月 27 日，公司公告变更部分募集资金投资项目，2022 年以来，有机硅行业新增产能投放较多，房地产、电子电器等下游需求偏弱，叠加原材料金属硅价格下跌致成本支撑减弱等多重因素影响，有机硅产品盈利能力减弱。公司决定将内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目中的“40 万吨/年有机硅生产装置”尚未使用的募集资金及其产生的利息 38,255.59 万元变更投入到公司后坪 200 万吨/

年磷矿选矿及管道输送项目，新项目预计 2024 年 3 月建成投产。

我们认为，公司决定适当延缓有机硅单体项目建设，转而依托现有有机硅单体产能加大下游高附加值产品开发布局，更加符合当前的产业发展趋势；新项目建成后，设计磷矿石入选品位为 24.2%，可实现后坪磷矿全层入选，年产磷精矿约 121 万吨，全部供给宜都园区使用，供给不足部分再由宜都园区选矿装置对接。届时，外购高镁矿使用比例将由 31%降至 14%，自产高镁矿和低镁高倍半磷矿使用比例将由 69%升至 86%。自有低镁高倍半磷矿目前是公司最主要的磷矿石类型，本项目建成后可以大幅提高该类型磷矿石在湿法磷酸中的利用比例，为湿法磷酸生产提供充足用矿保障，进一步增强公司磷化工上下游一体化配套能力。

3、盈利预测与投资建议

2023Q3，公司营收、归母净利润环比改善。考虑磷肥、草甘膦、有机硅 DMC 等周期产品景气承压影响公司业绩表现，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.39 (-8.42)、17.15 (-15.03)、21.95 (-15.37) 亿元，EPS 分别为 1.20 (-0.76)、1.54 (-1.35)、1.97 (-1.39) 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 16.5、12.9、10.1 倍。受传统周期业务影响，公司业绩短期承压，公司坚持发挥研发创新的核心支撑作用，多元产品结构有助于盈利缓步修复，我们看好公司新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

4、风险提示

原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9069	9272	9686	10116	11725
现金	3241	4719	3861	4587	4995
应收票据及应收账款	935	929	876	1091	1145
其他应收款	362	48	401	57	480
预付账款	274	114	313	121	389
存货	2447	2521	3097	3220	3627
其他流动资产	1810	940	1138	1039	1089
非流动资产	27666	32358	34027	35353	35793
长期投资	1743	1937	2230	2523	2817
固定资产	18946	23341	24154	25413	25774
无形资产	2150	2457	2519	2636	2657
其他非流动资产	4827	4624	5125	4781	4545
资产总计	36735	41630	43713	45468	47517
流动负债	14051	10654	13981	15722	17702
短期借款	4103	1937	3621	5762	5982
应付票据及应付账款	4414	4561	6039	5622	7156
其他流动负债	5535	4156	4321	4338	4563
非流动负债	6854	9632	8048	6706	4981
长期借款	5346	7939	6588	5130	3463
其他非流动负债	1507	1693	1460	1577	1518
负债合计	20905	20287	22029	22428	22682
少数股东权益	1550	1036	1150	1305	1519
股本	1112	1112	1112	1112	1112
资本公积	6662	7179	7179	7179	7179
留存收益	6570	11874	12922	14300	16191
归属母公司股东权益	14280	20308	20535	21735	23316
负债和股东权益	36735	41630	43713	45468	47517

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5356	6884	3641	4135	5506
净利润	4734	6796	1453	1870	2410
折旧摊销	1291	1693	1820	2023	2220
财务费用	567	314	296	476	489
投资损失	-311	-316	-126	-128	-131
营运资金变动	-1515	-2540	331	-131	571
其他经营现金流	590	937	-133	25	-53
投资活动现金流	-1572	-2132	-3351	-3211	-2522
资本支出	1529	2364	3297	3005	2392
长期投资	-246	-206	-293	-293	-293
其他投资现金流	203	438	240	86	164
筹资活动现金流	-2396	-3080	-2832	-2338	-2796
短期借款	-2516	-2165	1684	2140	220
长期借款	526	2593	-1352	-1458	-1667
普通股增加	-8	-0	0	0	0
资本公积增加	651	517	0	0	0
其他筹资现金流	-1049	-4025	-3164	-3020	-1349
现金净增加额	1372	1694	-2542	-1414	188

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23902	30311	26509	30445	33715
营业成本	15898	19516	22331	24962	27137
营业税金及附加	206	256	265	335	371
营业费用	265	341	347	432	512
管理费用	376	482	477	639	708
研发费用	862	1232	1193	1527	1828
财务费用	567	314	296	476	489
资产减值损失	-152	-220	-27	-30	-34
其他收益	38	55	39	41	43
公允价值变动收益	0	-97	10	5	5
投资净收益	311	316	126	128	131
资产处置收益	3	0	3	4	2
营业利润	5935	8213	1817	2302	2904
营业外收入	43	58	42	48	48
营业外支出	554	400	150	150	150
利润总额	5423	7871	1709	2200	2802
所得税	690	1074	256	330	392
净利润	4734	6796	1453	1870	2410
少数股东损益	452	945	114	155	214
归属母公司净利润	4282	5852	1339	1715	2195
EBITDA	7219	10063	3812	4578	5380
EPS(元)	3.85	5.26	1.20	1.54	1.97

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	30.0	26.8	-12.5	14.9	10.7
营业利润(%)	674.6	38.4	-77.9	26.7	26.2
归属于母公司净利润(%)	592.5	36.7	-77.1	28.1	28.0
获利能力					
毛利率(%)	33.5	35.6	15.8	18.0	19.5
净利率(%)	17.9	19.3	5.1	5.6	6.5
ROE(%)	29.9	31.8	6.7	8.1	9.7
ROIC(%)	18.4	21.9	5.1	6.1	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	48.7	50.4	49.3	47.7
净负债比率(%)	67.2	37.3	41.8	39.7	29.2
流动比率	0.6	0.9	0.7	0.6	0.7
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	26.2	32.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.3	4.6	10.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.85	5.26	1.20	1.54	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	4.82	6.19	3.28	3.72	4.95
每股净资产(最新摊薄)	12.85	18.15	18.36	19.44	20.86
估值比率					
P/E	5.2	3.8	16.5	12.9	10.1
P/B	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.8	3.1	8.5	7.1	5.7

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