

## 石头科技 (688169.SH) 发布扫地机新品 P10S 和 P10S Pro, 产品力领先竞品

2024 年 02 月 18 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

陆帅坤 (分析师)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

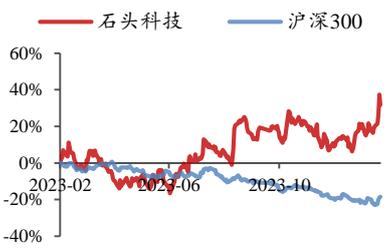
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790523060001

日期	2024/2/8
当前股价(元)	324.91
一年最高最低(元)	395.00/238.00
总市值(亿元)	427.18
流通市值(亿元)	427.18
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近 3 个月换手率(%)	53.56

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2023Q4 业绩超预期, 新品亮眼看好业绩持续高增—公司信息更新报告》-2024.1.23

《扫地机美国线下渠道实录: 石头科技美国线下渠道潜力大—公司深度报告》-2024.1.13

《石头 2024CES 展实录: 新旗舰扫地机保持行业引领—公司信息更新报告》-2024.1.11

### ● 发布扫地机新品 P10S 和 P10S Pro, 产品力领先竞品, 维持“买入”评级

2 月 18 日公司发布两款全能基站扫地机新品 P10S 和 P10S Pro, 其中 P10S 水箱版/上下水版价格 3299/3899, P10S Pro 水箱版/上下水版价格 3999/4599。公司采取同质低价的定价方式, 相较于竞品有更强的产品性价比优势, 能够限制竞争对手通过投过多营销费用的方式抢占市场份额, 另外公司具有较强的技术降本能力, 自身毛利率稳定性强, 可以很好应对竞争对手在定价方面的挑战。我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润 21.3/24.1/28.5 亿元, 对应 EPS 为 16.2/18.3/21.7 元, 当前股价对应 PE 为 20.1/17.8/15.0 倍, 维持“买入”评级。

### ● 扫拖双机械臂配置+双螺旋胶刷, 石头 P10S Pro 相较于竞品产品力亮眼

功能端与竞品追觅 S30 Pro 系列、科沃斯 T30 Pro 对比看, P10S、P10S Pro 产品力亮眼, 性价比优势显著。(1) 清扫能力方面。石头 P10S Pro 配置有伸缩机械臂边刷, 实现扫拖双臂出击, 边角清扫覆盖率达 100%。且石头 P10S Pro 配置有双螺旋胶刷、吸卷切毛发自维护, 能很好应对地毯上的宠物毛发, 胶刷本身不缠毛发, 主刷两侧增加切割刀片, 滚轴处也不会缠毛发。竞品均非双胶刷配置。石头 P10S Pro 可实现拖布、主刷双升降。(2) 导航避障能力方面。石头 P10S Pro 采用了 LDS、AI、结构光、reactive tech 动态避障引擎, 可识别 20 类 62 种障碍物。(3) 智能交互方面。石头 P10S Pro 配备语音、视频功能, 支持四川话, 粤语等方言; 有 AI 省心模式; 宠物模式 3.0; 地毯地垫算法, 产品力表现亮眼。

### ● 美亚 1 月公司市占率达 23.6%、超越 iRobot 成为第一

外销方面公司美亚渠道表现亮眼, 根据魔镜数据, 美亚 1 月扫地机行业销额 6249.3 万美元(+1.5%), 销量 24.1 万台(-5.6%), 其中石头 1476.9 万美元(+89.6%), 销量 3.6 万台(+85.8%), 销额市占达到 23.6%, 超越 iRobot 成为第一。美国线下渠道以中低端单集尘产品为主, 公司已进驻 Target 近 200 家门店、拓展空间大, 看好依托产品创新和渠道突破, 持续抢占海外全能基站扫地机渗透率提升机遇。

### ● 风险提示: 新品销售不及预期; 原材料价格风险; 海外高通胀下需求不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	8,750	10,507	12,608
YOY(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	2,125	2,406	2,848
YOY(%)	2.4	-15.6	79.6	13.2	18.4
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	24.3	22.9	22.6
ROE(%)	16.5	12.4	18.4	17.6	17.5
EPS(摊薄/元)	10.67	9.00	16.16	18.30	21.66
P/E(倍)	30.5	36.1	20.1	17.8	15.0
P/B(倍)	5.0	4.5	3.7	3.1	2.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司发布扫地机新品 P10S 和 P10S Pro，产品力领先竞品 .....	3
2、 外销新品亮眼、美亚 1 月份额超越 iRobot 成为第一 .....	6
3、 盈利预测与投资建议 .....	6
4、 风险提示 .....	7
附：财务预测摘要 .....	8

## 图表目录

图 1： 公司发布两款扫地机新品 P10S 和 P10S Pro .....	3
图 2： 石头 P10S Pro 实现扫拖双臂出击，边角清扫覆盖率达 100%， .....	4
图 3： 石头 P10S Pro 配置有双螺旋胶刷、吸卷切毛发自维护 .....	5
图 4： 石头 P10S Pro 具有 AI 省心模式、地毯特定算法等智能化功能 .....	6

## 1、公司发布扫地机新品 P10S 和 P10S Pro，产品力领先竞品

2月18日公司发布两款全能基站扫地机新品 P10S 和 P10S Pro，其中 P10S 水箱版/上下水版价格 3299/3899，P10S Pro 水箱版/上下水版价格 3999/4599。

水箱版的到手价看，石头 P10S Pro 低于追觅 S30 Pro Ultra，与追觅 S30 Pro、科沃斯 T30 Pro 持平，均为 3999。上下水版本到手价看，石头 P10S Pro 低于追觅 S30 Pro，与科沃斯 T30 Pro 持平，均为 4599。

公司采取同质低价的定价方式，相较于竞品有更强的产品性价比优势，能够限制竞争对手通过投过多营销费用的方式抢占市场份额，另外公司具有较强的技术降本能力，自身毛利率稳定性强，可以很好应对竞争对手在定价方面的挑战。

图1：公司发布两款扫地机新品 P10S 和 P10S Pro



资料来源：石头科技京东自营旗舰店

功能端与竞品追觅 S30 Pro 系列、科沃斯 T30 Pro 对比看，P10S、P10S Pro 产品力亮眼，性价比优势显著。

表1：国内扫地机头部品牌新品参数对比

型号	石头 P10S	石头 P10S Pro	石头 S8 MaxV Ultra	追觅 S30 Pro Ultra	追觅 S30 Pro	科沃斯 T30 Pro
单机到手价/元	3299	3999	\$1,800	4299	3999	3999
上下水组件价格/元	600, mini 基站高度仅 40.5cm	600, mini 基站高度仅 40.5cm	基站高度仅 30cm	1000, 基站高度 59.1cm	1000, 基站高度 59.1cm	600, 嵌入式基站高 40cm
基站类型	全能基站	全能基站	全能基站	全能基站	全能基站	全能基站
吸力	7000Pa	11000Pa	10000Pa	11000PA	11000PA	11000Pa
边拖	动态机械臂边拖	动态机械臂边拖	边角小圆盘边拖	动态机械臂边拖	动态机械臂边拖	动态机械臂边拖
边刷	固定边刷	伸缩机械臂边刷	动态机械臂边刷	伸缩机械臂边刷	固定边刷	固定边刷
主刷模组	单向浮动胶刷	双螺旋胶刷 毛发自维护	双胶刷	胶毛一体+割毛滚刷 2.0	胶毛一体+割毛滚刷 2.0	V 型螺旋滚刷
拖地方式	双圆盘	双圆盘	震动平板擦地	双圆盘	双圆盘	双圆盘
智控升降	拖布升降	拖布、主刷双升降	拖布、主刷双升降	(拖布+主刷+边刷)两重	(拖布+主刷)两重	拖布升降

型号	石头 P10S	石头 P10S Pro	石头 S8 MaxV Ultra	追觅 S30 Pro Ultra	追觅 S30 Pro	科沃斯 T30 Pro
导航技术	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	Dtof
避障技术	结构光融合式避障	AI+结构光, reactive tech 动态避障引擎	结构光+RGB 摄像头+AI	LDS+单线激光+双目 AI+LED 补光	LDS+单线激光+双目 AI+LED 补光	结构光+LDS
物体识别能力	×	可识别 20 类 62 种障碍物	√	超 70 种障碍物识别	超 70 种障碍物识别	×
APP 外控制方式	/	配备语音、视频功能, 支持四川话、粤语等方言	Helo Rocky 内置语音可直接呼叫操作, 接入 Google Home 进行智能家居全屋管理	视频、语音通话;	视频、语音通话	ok yiko 语音控制
其他功能	AI 省心模式+地毯个性化算法+宠物模式 3.0	AI 省心模式+地毯个性化算法+宠物模式 3.0	拖布抬升达 2cm, 适用海外长毛绒地毯场景; 地面脏污识别	智能托管、清洁任务中支持房间加扫/跳过; 地毯智能清洁策略、宠物关爱清洁模式	智能托管、清洁任务中支持房间加扫/跳过; 地毯智能清洁策略、宠物关爱清洁模式	/

资料来源: 石头科技京东自营旗舰店、追觅科技京东自营旗舰店、科沃斯京东自营旗舰店、开源证券研究所

(1)清扫能力方面。石头 P10S Pro 配置有伸缩机械臂边刷, 实现扫拖双臂出击, 边角清扫覆盖率达 100%, 竞品方面仅追觅价格更高的 S30 Pro Ultra 有同等配置。且石头 P10S Pro 配置有双螺旋胶刷、吸卷切毛发自维护, 能很好应对地毯上的宠物毛发, 胶刷本身不缠毛发, 主刷两侧增加切割刀片, 滚轴处也不会缠毛发。竞品均非双胶刷配置。石头 P10S Pro 可实现拖布、主刷双升降, 竞品方面追觅 S30 Pro 系列有该功能, 而科沃斯 T30 Pro 不具备该功能。

图2: 石头 P10S Pro 实现扫拖双臂出击, 边角清扫覆盖率达 100%,



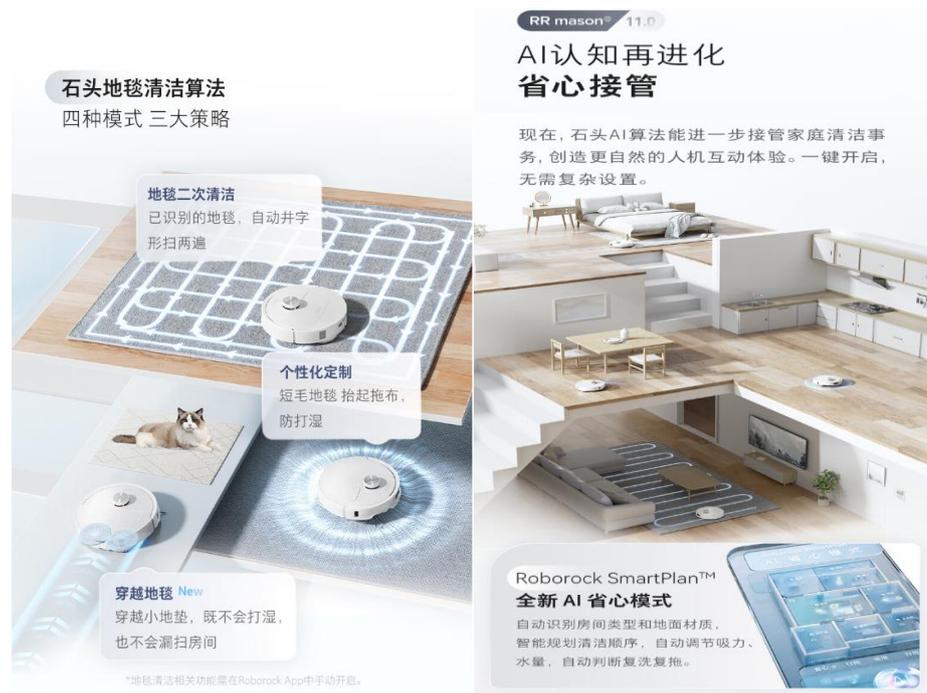
资料来源: 石头科技京东自营旗舰店

**图3：石头 P10S Pro 配置有双螺旋胶刷、吸卷切毛发自维护**


资料来源：石头科技京东自营旗舰店

(2) 导航避障能力方面。石头 P10S Pro 采用了 LDS、AI、结构光、reactive tech 动态避障引擎，可识别 20 类 62 种障碍物；竞品方面科沃斯 T30 Pro 未配置物体识别能力，而追觅 S30 Pro 系列采用了 LDS、单线激光、双目 AI、LED 补光，可识别超 70 种障碍物。

(3) 智能交互方面。石头 P10S Pro 配备语音、视频功能，支持四川话，粤语等方言；有 AI 省心模式（自动识别地板材质&房间类型，调整清扫参数），可以随时切换模式，竞品不行；宠物模式 3.0（增加一键巡宠自动找宠物、宠物抓拍、宠物用品深度清洁等）；地毯地垫算法（增加穿越地毯功能，例如穿越地垫直接进浴室，以前模式只有规避地毯地垫，会导致进不去浴室等），产品力表现亮眼。

**图4：石头 P10S Pro 具有 AI 省心模式、地毯特定算法等智能化功能**


资料来源：石头科技京东自营旗舰店

(4) 上下水版的嵌入性方面。石头 P10S Pro 的 mini 基站高度仅 40.5cm，明显低于追觅 S30 Pro 系列，和科沃斯 T30 Pro 接近。更低的基站高度可以更好融入家居环境。

## 2、外销新品亮眼、美亚 1 月份额超越 iRobot 成为第一

外销方面，公司 CES 展发布年度旗舰产品 S8 MaxV Ultra & S8 Max Ultra，性价比全基站产品 Q Revo MaxV & Q Revo Pro。S8 MaxV Ultra 产品力亮眼：新增动态机械臂“边刷”、边角固定小圆盘拖布、基站小拖布自清洁和烘干功能，更好解决边角扫拖问题；拖布抬升到 2 厘米；吸力升级为 10000 帕；配有双胶刷以及抬升功能、语音控制、动态热水洗拖，AI 避障。

公司美亚渠道表现亮眼，根据魔镜数据，美亚 1 月扫地机行业销额 6249.3 万美元 (+1.5%)，销量 24.1 万台 (-5.6%)，其中石头 1476.9 万美元 (+89.6%)，销量 3.6 万台 (+85.8%)，销额市占达到 23.6%，超越 iRobot 成为第一。

美国线下渠道方面石头目前已进驻 Target 近 200 家门店，以洛杉矶为例，当前石头 S7 Max Ultra 在 Target 当地 13 家线下门店有售，售价 950 美金。此外石头扫地机在 4 家 KA 的线上平台中均有销售。美国线下 KA 渠道扫地机商品多为中低端单集尘产品。看好石头科技依托产品创新和渠道突破，看好持续抢占海外全能基站扫地机渗透率提升机遇。

## 3、盈利预测与投资建议

公司新品产品力亮眼、性价比优势强，内销以价换量成效显著，外销持续抢夺中高端份额。公司技术降本持续，新品按毛利率成本加成式定价，严控费率，净利率稳定性强。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 21.3/24.1/28.5 亿元，对应 EPS 为 16.2/18.3/21.7 元，当前股价对应 PE 为 20.1/17.8/15.0 倍，维持“买

入”评级。

#### 4、风险提示

新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6520	7286	8651	10839	13483
现金	1321	1804	3180	5301	7552
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	213	116	279
预付账款	29	43	52	62	75
存货	596	694	849	1003	1220
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
<b>非流动资产</b>	3287	3547	3520	3464	3455
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1212	1093	1003
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2272	2326	2398
<b>资产总计</b>	9807	10833	12171	14303	16939
<b>流动负债</b>	1298	1204	536	535	596
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	0	0	0
其他流动负债	478	502	536	535	596
<b>非流动负债</b>	17	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	72	72	72
<b>负债合计</b>	1315	1276	608	606	668
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	131	131	131
资本公积	5058	5096	5059	5059	5059
留存收益	3380	4423	6335	8501	11064
<b>归属母公司股东权益</b>	8492	9556	11562	13696	16270
负债和股东权益	9807	10833	12171	14303	16939

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1519	1120	1415	2246	2343
净利润	1402	1183	2125	2406	2848
折旧摊销	37	96	233	255	283
财务费用	-52	-106	-275	-319	-426
投资损失	-191	-33	-27	-29	-30
营运资金变动	266	-216	-637	-62	-326
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-1461	-505	-179	-171	-244
资本支出	439	255	197	191	265
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	27	29	30
<b>筹资活动现金流</b>	-155	-202	139	46	152
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	37	0	0
资本公积增加	118	38	-37	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	139	46	152
<b>现金净增加额</b>	-103	433	1375	2122	2251

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5837	6629	8750	10507	12608
营业成本	3029	3363	4025	4833	5800
营业税金及附加	26	33	41	51	61
营业费用	938	1318	1750	2154	2648
管理费用	119	141	175	263	315
研发费用	441	489	621	777	946
财务费用	-52	-106	-275	-319	-426
资产减值损失	-30	-66	-66	-92	-103
其他收益	42	61	47	57	51
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	27	29	30
资产处置收益	0	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	1598	1344	2416	2735	3237
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1598	1349	2420	2740	3242
所得税	196	166	295	334	394
<b>净利润</b>	1402	1183	2125	2406	2848
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1402	1183	2125	2406	2848
EBITDA	1596	1391	2597	2887	3351
EPS(元)	10.67	9.00	16.16	18.30	21.66

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
营业利润(%)	2.7	-15.9	79.7	13.2	18.4
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	79.6	13.2	18.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	24.3	22.9	22.6
ROE(%)	16.5	12.4	18.4	17.6	17.5
ROIC(%)	69.6	56.6	79.4	88.3	92.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.0	4.2	3.9
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-27.5	-38.7	-46.4
流动比率	5.0	6.1	16.1	20.3	22.6
速动比率	4.4	5.0	13.4	17.2	19.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	44.7	29.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.4	11.5	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	10.67	9.00	16.16	18.30	21.66
每股经营现金流(最新摊薄)	11.55	8.52	10.76	17.09	17.82
每股净资产(最新摊薄)	64.59	72.68	87.94	104.17	123.75
<b>估值比率</b>					
P/E	30.5	36.1	20.1	17.8	15.0
P/B	5.0	4.5	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	23.3	26.6	13.7	11.6	9.3

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