

公牛集团 (603195.SH) 营收增长稳健，盈利能力持续提升

2024年04月28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）

林文隆（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

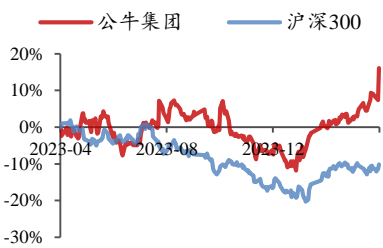
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

日期	2024/4/26
当前股价(元)	116.50
一年最高最低(元)	158.50/87.78
总市值(亿元)	1,038.65
流通市值(亿元)	1,034.50
总股本(亿股)	8.92
流通股本(亿股)	8.88
近3个月换手率(%)	9.13

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q3 业绩稳健，长期看好主业稳健+新业务/新渠道贡献增量——公司信息更新报告》-2023.11.2

《2023Q2 营收稳健，供应链降本驱动利润超预期增长——公司信息更新报告》-2023.8.18

《盈利能力延续提升趋势，新业务渠道体系趋于完善——公司信息更新报告》-2023.5.4

● 2024Q1 营收增长稳健，盈利能力持续提升，维持“买入”评级

2023年公司实现营收156.95亿元（同比+11.46%，下同），归母净利润38.7亿元（+21.4%），扣非净利润37.03亿元（+27.5%）。2023Q4营收40.88亿元（+13.34%），归母净利润10.57亿元（+27.75%），扣非净利润10.8亿元（+36.45%）；2024Q1营收38.03亿元（+14.06%），归母净利润9.29亿元（+26.27%）。产品结构升级+内部供应链精益降本等持续带动盈利提升，我们上调盈利预测，并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润44.66/51.35/58.32亿元（2024-2025年原值为43.59/49.73亿元），对应EPS为5.01/5.76/6.54元，当前股价对应PE分别为23.3/20.2/17.8倍，国内以全品类旗舰店为核心的渠道优化有望带动营收稳步增长，国外积极开拓东南亚及欧美市场长期或提供增量，维持“买入”评级。

● 电连接/墙开业务增长稳健，新能源业务快速发展

2023年电连接/智能电工照明/新能源业务营收分别为73.87/79.02/3.8亿元，同比分别+4.77%/+15.37%/+148.64%。产品结构升级带动电连接增长稳健，墙开补齐中高端的产品同时性价比产品驱动量增长。渠道方面，装饰渠道积极布局全品类旗舰店，2024年建店目标3000家，品类协同加强有望推动店效持续提升；新能源渠道C端网点已超1.7万家、运营商客户超1500家，2024年将发力国内工商业储能及海外户用储能市场；无主灯渠道2023年沐光门店已基本覆盖全国省会城市、大部分地级市及经济发达区域，伴随动销增长2024年盈利有望逐步提升。

● 原材料成本回落+结构升级+供应链精益降本共同驱动毛利率持续提升

2023年毛利率43.2%（+5.2pct），2023Q4/2024Q1毛利率46.77%（+5.8pct）/42.16%（+5.0pct），原材料成本下降+内部降本增效+产品结构升级带动毛利率持续提升。费用端，2023/2023Q4/2024Q1期间费用率14.41%（+1.8pct）/16.83%（+3.0pct）/15.45%（+1.87pct）。细分上看，2023年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.14/+0.43/+0.11/+0.08pct，2023Q4同比分别+0.38/+1.33/+1.0/+0.24pct，2024Q1同比分别+1.05/+0.2/+0.68/-0.05pct。销售/研发费用率增加主系市场开拓及研发投入增加所致，管理费用率提升主系股权激励费用等增加所致。综合影响下2023年公司净利率24.66%（+2.01pct），扣非后净利率23.6%（+2.97pct）。2023Q4/2024Q1净利率25.85%（+2.92pct）/24.44%（+2.36pct）。

● 风险提示：渠道改革效果不及预期；地产销售持续疲软；原材料成本快速上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,081	15,695	17,942	20,358	22,912
YOY(%)	13.7	11.5	14.3	13.5	12.5
归母净利润(百万元)	3,189	3,870	4,466	5,135	5,832
YOY(%)	14.7	21.4	15.4	15.0	13.6
毛利率(%)	38.0	43.2	43.7	44.0	44.2
净利率(%)	22.6	24.6	24.9	25.2	25.4
ROE(%)	25.7	26.7	27.6	28.8	29.3
EPS(摊薄/元)	3.58	4.34	5.01	5.76	6.54
P/E(倍)	32.6	26.8	23.3	20.2	17.8
P/B(倍)	8.4	7.2	6.4	5.8	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q4/2024Q1 营收增长稳健，供应链精益降本带动盈利提升	3
2、 原材料成本回落+产品结构升级+供应链精益降本带动毛利率持续提升	4
3、 盈利预测与投资建议	5
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 156.95 亿元 (+11.46%)	3
图 2： 2023 年公司实现归母净利润 38.7 亿元 (+21.4%)	3
图 3： 2023Q4/2024Q1 实现营收 40.88 亿元 (+13.34%) /38.03 亿元 (+14.06%)	3
图 4： 2023Q4/2024Q1 实现扣非归母净利润 10.8 亿元 (+36.45%) /8.18 亿元 (+26.73%)	3
图 5： 2023 年公司整体毛利率为 43.2% (+5.2pct)，扣非净利率 24.66% (+2.01pct)	5
图 6： 2023Q4/2024Q1 公司毛利率 46.77% (+5.79pct) /42.16% (+5.01pct)，扣非净利率同比分别+4.5/+2.2pct.....	5
图 7： 2023 年期间费用率 14.41% (+1.76pct)，渠道开拓及产品研发下销售/管理/研发费用率同比均有所提升.....	5
图 8： 2023Q4/2024Q1 期间费用率 16.83% (+2.95pct)，/15.45% (+1.87pct)	5

1、2023Q4/2024Q1 营收增长稳健，供应链精益降本带动盈利提升

2023 年公司实现营收 156.95 亿元(+11.46%)，归母净利润 38.7 亿元(+21.4%)，扣非归母净利润 37.03 亿元(+27.5%)。单季度上看 2023Q4 营收 40.88 亿元(+13.34%)，归母净利润 10.57 亿元(+27.75%)，扣非归母净利润 10.8 亿元(+36.45%)；2024Q1 营收 38.03 亿元(+14.06%)，归母净利润 9.29 亿元(+26.27%)，扣非归母净利润 8.18 亿元(+26.73%)。2024Q1 期末公司合同负债 12.45 亿元，较 2023 年年末增长 135.6%。

图1：2023 年公司实现营收 156.95 亿元 (+11.46%)

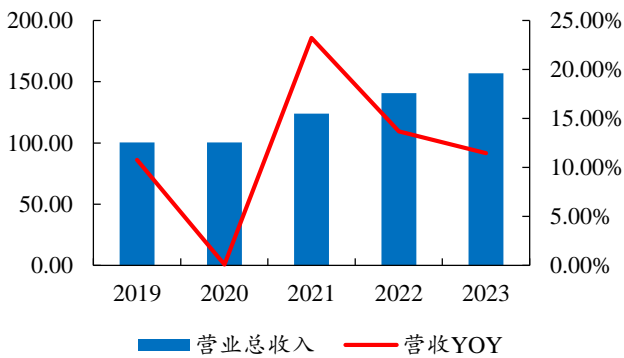
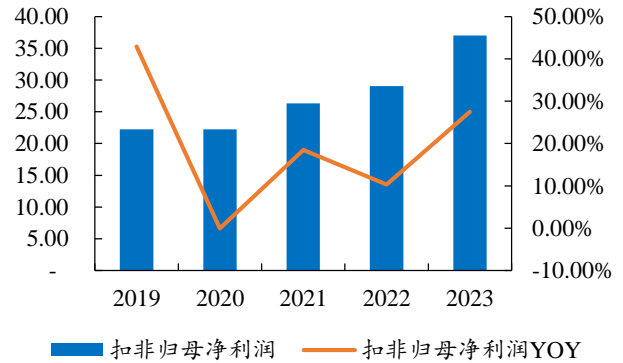


图2：2023 年公司实现归母净利润 38.7 亿元 (+21.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4/2024Q1 实现营收 40.88 亿元 (+13.34%) /38.03 亿元 (+14.06%)

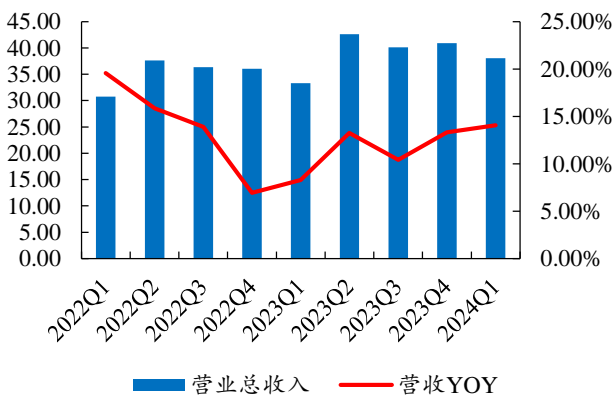
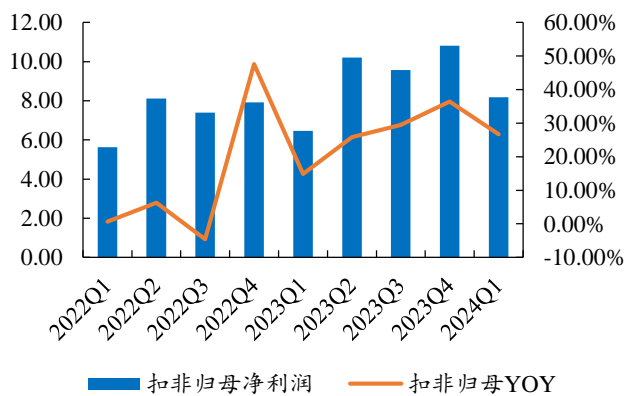


图4：2023Q4/2024Q1 实现扣非归母净利润 10.8 亿元 (+36.45%) /8.18 亿元 (+26.73%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

● 收入按产品拆分：新能源业务快速增长，电连接业务增长稳健

(1) 2023 年电连接业务(含数码配件)实现营收 73.87 亿元(+4.77%)，2023 年转换器完成了轨道插座、高颜值插座、全球旅行转换器、Z 世代系列插座等深受用户喜爱的产品系列升级。

(2) 2023 年智能电工照明业务实现营收 79.02 亿元(+15.37%)，墙开方面推出蝶翼超薄开关、玻璃开关插座以增强中高端产品竞争力；基础光源逐步完善面向中

小工程项目、中小工商业体用户的空间照明解决方案；公牛品牌无主灯继续定位高性价比；沐光无主灯推出专业灯光套餐；断路器完善家装产品线的同时补齐工厂工程类及新能源类客户产品矩阵。

(3) 2023 年新能源业务实现营收 3.8 亿元 (+148.64%)，2023 年创新开发出铝挤一体化“可移动式充电桩”以及局以群充为代表的快充直流桩；储能领域先后布局了针对欧洲市场的家庭储能以及针对国内市场的工商业储能。

● **渠道方面：新能源和沐光无主灯专业渠道建设稳步推进，组建海外新兴事业部发力东南亚、欧美等市场**

(1) 装饰渠道，门店综合化、专卖化持续升级。2023 年产品下沉至乡镇市场，同时进行全品类旗舰店建设布局。

(2) 五金渠道，引入电动工具协同品类，提升门店陈列、打造专卖区等方式有效提高单店店效。同时公司积极开发精品店、潮玩店、文具用品店、高端超市等新渠道网点。

(3) 新能源渠道，截至 2023 年年末，C 端网点超 1.7 万家、运营商客户超 1500 家。

(4) 沐光无主灯专业渠道，2023 年完成系统性营销网络建设，目前沐光门店已经基本覆盖全国省会城市、大部分地级市以及经济发达区域。

(5) 海外渠道，2023 年，公司成立了国际事业部，组建了德国、印尼等海外子公司。东南亚市场，完成了主要国家经销体系的升级工作同时开启了对中东、南美等新兴市场更深入的调研以及经销商招募。欧美市场，以新能源充电以及储能业务为核心，2023 年在在德国等代表性国家进行试点招商和试销工作，完成了商业模式的初步验证。

● **供应链端：自动化、信息化、智能化持续升级**

(1) **转换器工厂**：利用数字化技术、智能化技术有效提升供应链信息化、精益化能力。生产工艺持续改善实现无线产品自动化规模化生产。

(2) **墙开工厂**：首次打造全自动线体，实现了从前端来料到成品装箱全线自动化装配。

(3) **光源工厂**：先后开发出行业首条投光灯一件流高效人机结合线、首条柱形灯无人组装线、首条灯贴组包一体线等、

(4) **灯饰工厂**：投入了卧室灯等基本覆盖全品类的自动化线体。

(5) **无主灯工厂**：实现部分关键零部件自制。2023 年公司在惠州仲恺高新区投建了智能无主灯产业基地，目前项目已进入实质性建设阶段。

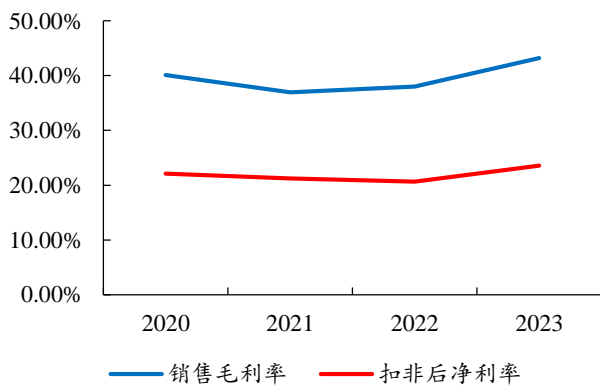
(6) **新能源工厂**：2023 年实现直流群充产品、功率模块、欧洲家庭储能产品、工商业储能产品的自研自制，尤其是充电桩设计年产能实现了阶梯式跨越。

2、原材料成本回落+产品结构升级+供应链精益降本带动毛利率持续提升

(1) 盈利能力: 2023 年毛利率 43.2%(+5.2pct), 2023Q4 毛利率 46.77%(+5.79pct), 2024Q1 毛利率 42.16% (+5.01pct), 内部降本增效带来的毛利率提升趋势明显。全年毛利率拆分上看, 电连接/智能电工照明/新能源业务毛利率同比分别 +6.64/+3.88/+1.82pct。

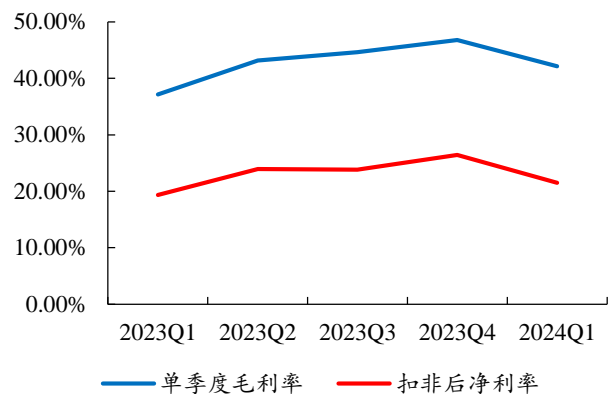
2023 年公司净利率 24.66%(+2.01pct), 扣非后净利率 23.6%(+2.97pct)。2023Q4 净利率 25.85%(+2.92pct), 扣非后净利率 26.43%(+4.46pct)。2024Q1 净利率 24.44%(+2.36pct), 扣非后净利率 21.51% (+2.15pct)。

图5: 2023 年公司整体毛利率为 43.2% (+5.2pct), 扣非净利率 24.66% (+2.01pct)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

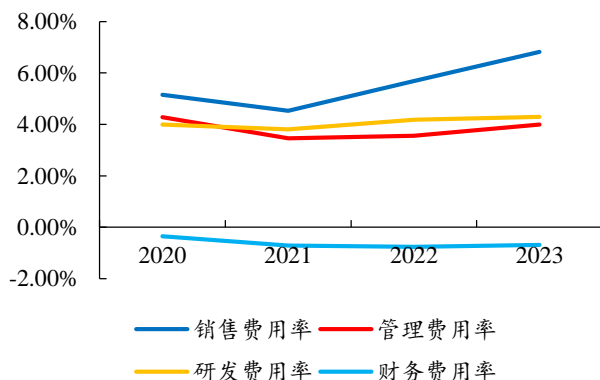
图6: 2023Q4/2024Q1 公司毛利率 46.77% (+5.79pct) /42.16% (+5.01pct), 扣非净利率同比分别+4.5/+2.2pct



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

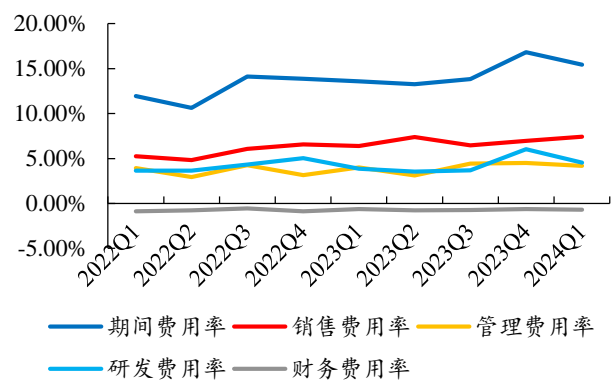
(2) 费用端: 2023 年公司期间费用率 14.41% (+1.76pct), 2023Q4 期间费用率 16.83% (+2.95pct), 2024Q1 期间费用率 15.45% (+1.87pct)。拆分来看, 2023 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.14/+0.43/+0.11/+0.08pct, 2023Q4 同比分别 +0.38/+1.33/+1.0/+0.24pct, 2024Q1 同比分别+1.05/+0.2/+0.68/-0.05pct。销售/研发费用率增加主要系市场开拓和推广, 以及新品研发投入增加所致, 管理费用率提升主要系股权激励费用增加以及职工薪酬增加所致。

图7: 2023 年期间费用率 14.41% (+1.76pct), 渠道开拓及产品研发下销售/管理/研发费用率同比均有所提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2023Q4/2024Q1 期间费用率 16.83% (+2.95pct), /15.45% (+1.87pct)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2023 年公司实现营收 156.95 亿元(+11.46%), 归母净利润 38.7 亿元(+21.4%),

扣非归母净利润 37.03 亿元 (+27.5%)。2023Q4 营收 40.88 亿元 (+13.34%)，归母净利润 10.57 亿元 (+27.75%)，扣非归母净利润 10.8 亿元 (+36.45%)；2024Q1 营收 38.03 亿元 (+14.06%)，归母净利润 9.29 亿元 (+26.27%)。产品结构升级+内部供应链精益降本等持续带动盈利提升，我们上调盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 44.66/51.35/58.32 亿元(2024-2025 年原值为 43.59/49.73 亿元)，对应 EPS 为 5.01/5.76/6.54 元，当前股价对应 PE 分别为 23.3/20.2/17.8 倍，国内以全品类旗舰店为核心的渠道优化有望带动营收稳步增长，国外积极开拓东南亚及欧美市场长期或提供增量，维持“买入”评级。

4、风险提示

渠道改革效果不及预期；地产销售持续疲软；原材料成本快速上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13560	16348	17377	19856	21765
现金	4612	4744	5423	7759	9276
应收票据及应收账款	227	265	307	337	387
其他应收款	72	11	84	24	97
预付账款	50	56	65	73	82
存货	1285	1421	1648	1813	2072
其他流动资产	7315	9851	9851	9851	9851
非流动资产	3092	3414	3490	3546	3580
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1858	1986	2183	2333	2437
无形资产	326	335	317	300	285
其他非流动资产	908	1093	989	914	859
资产总计	16652	19762	20867	23402	25345
流动负债	4086	5070	4479	5378	5214
短期借款	845	588	648	588	588
应付票据及应付账款	1644	2057	1917	2605	2531
其他流动负债	1597	2425	1914	2185	2094
非流动负债	151	232	232	232	232
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	232	232	232	232
负债合计	4237	5302	4711	5610	5446
少数股东权益	16	14	8	0	-9
股本	601	892	1293	1293	1293
资本公积	3864	3761	3360	3360	3360
留存收益	8059	9946	11221	12686	14351
归属母公司股东权益	12399	14446	16148	17793	19908
负债和股东权益	16652	19762	20867	23402	25345

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3058	4827	3831	5937	5305
净利润	3186	3864	4459	5127	5823
折旧摊销	251	269	283	337	392
财务费用	-108	-109	-109	-109	-109
投资损失	-272	-199	-213	-239	-250
营运资金变动	-192	767	-603	804	-569
其他经营现金流	194	234	14	16	18
投资活动现金流	-1746	-3434	-150	-159	-180
资本支出	1019	655	358	393	425
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-727	-2779	209	235	245
筹资活动现金流	-1945	-1987	-3062	-3382	-3608
短期借款	345	-257	60	-60	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	290	401	0	0
资本公积增加	-51	-103	-401	0	0
其他筹资现金流	-2240	-1918	-3122	-3322	-3608
现金净增加额	-627	-593	620	2396	1517

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14081	15695	17942	20358	22912
营业成本	8730	8914	10110	11399	12796
营业税金及附加	116	133	149	151	169
营业费用	800	1070	1364	1568	1718
管理费用	501	626	736	814	894
研发费用	588	673	843	936	1031
财务费用	-108	-109	-109	-109	-109
资产减值损失	-12	-63	6	7	7
其他收益	133	253	237	250	250
公允价值变动收益	0	18	0	0	0
投资净收益	272	199	213	239	250
资产处置收益	-3	-5	-4	-4	-5
营业利润	3814	4727	5310	6100	6928
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	63	194	27	24	28
利润总额	3754	4536	5286	6079	6904
所得税	569	672	827	951	1080
净利润	3186	3864	4459	5127	5823
少数股东损益	-3	-6	-7	-8	-9
归属母公司净利润	3189	3870	4466	5135	5832
EBITDA	3918	4699	5459	6260	7080
EPS(元)	3.58	4.34	5.01	5.76	6.54

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	11.5	14.3	13.5	12.5
营业利润(%)	4.5	23.9	12.3	14.9	13.6
归属于母公司净利润(%)	14.7	21.4	15.4	15.0	13.6
获利能力					
毛利率(%)	38.0	43.2	43.7	44.0	44.2
净利率(%)	22.6	24.6	24.9	25.2	25.4
ROE(%)	25.7	26.7	27.6	28.8	29.3
ROIC(%)	182.2	354.1	250.7	504.7	355.1
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	26.8	22.6	24.0	21.5
净负债比率(%)	-29.6	-24.9	-28.6	-39.4	-42.9
流动比率	3.3	3.2	3.9	3.7	4.2
速动比率	2.9	2.9	3.5	3.3	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	63.1	63.9	62.8	63.3	63.3
应付账款周转率	5.2	4.8	5.1	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.58	4.34	5.01	5.76	6.54
每股经营现金流(最新摊薄)	3.43	5.41	4.30	6.66	5.95
每股净资产(最新摊薄)	13.91	16.20	18.11	19.96	22.33
估值比率					
P/E	32.6	26.8	23.3	20.2	17.8
P/B	8.4	7.2	6.4	5.8	5.2
EV/EBITDA	35.7	29.2	25.0	21.4	18.7

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