

## 南山智尚 (300918.SZ)

2024年08月28日

## 2024Q2 业绩稳健，UHMWPE 纤维预计逐步回暖

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

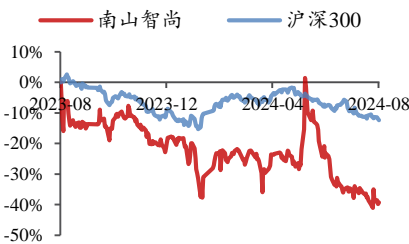
张霜凝（分析师）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790122070037

日期	2024/8/28
当前股价(元)	7.55
一年最高最低(元)	13.66/7.30
总市值(亿元)	27.18
流通市值(亿元)	27.18
总股本(亿股)	3.60
流通股本(亿股)	3.60
近3个月换手率(%)	158.47

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2024Q1 业绩符合预期，Q2 新材料有望迎来需求拐点——公司信息更新报告》-2024.4.26

### ● 2024Q2 业绩稳健，UHMWPE 纤维预计逐步回暖，维持“买入”评级

2024H1 收入 7.76 亿元（同比+6.9%，下同），归母净利润 0.82 亿元（+6.5%），扣非归母净利润 0.76 亿元（+1.57%），主要系政府补助增加至 584.70 万元（2023H1 为 20.60 万元）。分季度看，2024Q1/Q2 营收为 3.6 亿元（+10.3%）/4.2 亿元（+4.1%），归母净利润为 0.37 亿元（+15.4%）/0.45 亿元（+0.2%）。考虑 2024H1 超高分子量聚乙烯单价及出口订单承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 2.1/2.5/2.8 亿元（原为 2.4/2.9/3.3 亿元），毛精纺主业高附加值产品占比持续提升，超高分子量聚乙烯政策管控放松后预计订单及单价逐步回暖，同时锦纶长丝投产进度超预期，看好公司随纤维产品多元化、多领域发展并且向下游延伸，成为新材料应用型企业，当前股价对应 PE 12.8/11.0/9.8 倍，维持“买入”评级。

### ● 2024H1 主业稳健，UHMWPE 纤维量增而单价承压，锦纶项目加快推进

（1）精纺呢绒：2024H1 收入 4.07 亿元（-5.47%），产能利用率为 79.01%（-11.74pct），预计外贸订单好于内贸。（2）服装：2024H1 收入 2.76 亿元（+7%），预计收入增长主要系附加值较高的大客户订单出货。（3）UHMWPE 纤维：2024H1 收入 0.86 亿元（+241.34%），产能利用率为 97.13%（-15.47pct），量价上，预计 2024H1 销量为 1700 吨，均价为 5.6 万元/吨，预计单价及出口订单将逐步回暖。

（4）锦纶：8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目稳步推进，工程进度略超预期，预计 Q4 小部分投产。按地区分，国内/国外收入 5.6/2.2 亿元，同比+5.8%/+9.7%。

### ● 2024H1 毛利率略降主要系产品结构导致，纤维毛利率受单价压力影响

2024H1 毛利率为 33.8%（-0.3pct），2024Q1/Q2 毛利率分别为 32.8%（+0.1pct）/34.6%（-0.6pct）。分产品看，精纺呢绒/服装/UHMWPE 纤维业务毛利率为 37.81%/32.94%/14.17%，分别同比+2.31/+4.05/-19.66，主业毛利率改善，纤维收入占比提升且纤维毛利率受单价压力影响，主业中精纺呢绒毛利率提升主要系技改项目提升订单附加值，服装毛利率提升主要系高附加值的大客户订单增加。

### ● H1 利息支出及汇兑收益减少影响期间费用，Q2 盈利稳健，现金流改善

盈利能力：2024H1 期间费用率 16.9%（+0.3pct），销售/管理/财务/研发费用率分别-1.4/+0.02/-0.55/+2.1pct，财务费用率提升主要系超高二期投产可转债利息支出增加以及汇兑收益同比减少。2024H1 归母净利率 10.6%（同比持平），Q1/Q2 分别为 10.3%/10.9%。营运能力：截至 2024H1 存货为 6.3 亿元（同比持平），存货周转天数 230 天（-6 天），经营性现金流净额为 4248 万元（2023H1 为 -693 万元）。

● 风险提示：产能投放不及预期、下游需求萎靡、市场竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,634	1,600	1,740	1,917	2,100
YOY(%)	9.5	-2.1	8.7	10.2	9.5
归母净利润(百万元)	187	203	213	246	277
YOY(%)	22.5	8.5	5.1	15.6	12.5
毛利率(%)	33.5	34.7	34.0	33.3	32.4
净利率(%)	11.4	12.7	12.2	12.8	13.2
ROE(%)	10.3	10.0	9.8	10.4	10.7
EPS(摊薄/元)	0.52	0.56	0.59	0.68	0.77
P/E(倍)	14.6	13.4	12.8	11.0	9.8
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 内容目录

1、 2024H1 主业产品结构升级，UHMWPE 纤维营收占比提升 .....	3
1.1、 精纺呢绒：毛利率同比改善显著，内销疲软导致收入下滑 .....	3
1.2、 服装：2024H1 营收同比+7%，高附加值订单带动业绩持续向好 .....	3
1.3、 新材料：UHMWPE 纤维量增而价承压，8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目投产超预期 .....	4
1.4、 经销收入增速亮眼，经销、内销毛利率均有提升 .....	4
2、 2024H1 期间费用率略受财务费用率影响，现金流显著改善 .....	5
3、 盈利预测与投资建议 .....	6
4、 风险提示 .....	6
附：财务预测摘要 .....	7

## 图表目录

图 1： 2024H1 公司收入 7.76 亿元（同比+6.9%） .....	3
图 2： 2024H1 公司归母净利润 0.82 亿元（同比+6.5%） .....	3
图 3： 2024H1 精纺呢绒/服装类/UHMWPE 纤维/其他业务毛利率分别为 37.81%/32.94%/14.17%/69.87% .....	4
图 4： 2024H1 公司期间费用率为 16.9%（+0.25pct） .....	5
图 5： 截至 2024 年 6 月，存货为 6.3 亿元（同比持平），存货周转天数为 230 天（同比-6 天） .....	5
图 6： 截至 2024 年 6 月，应收账款 2.72 亿元（同比+7.2%），应收账款周转天数 50 天（-3 天） .....	5

## 1、2024H1 主业产品结构升级，UHMWPE 纤维营收占比提升

2024H1 公司实现营收 7.76 亿元（同比+6.9%，下同），毛利率 33.8%（-0.34pct），期间费用率 16.94%（+0.25pct）。归母净利润 0.82 亿元（+6.5%），归母净利率 10.6%（-0.04pct），扣非归母净利润 0.76 亿元（+1.57%），其中非经常性损益中政府补助增加至 584.70 万元（2023H1 为 20.60 万元）。

分季度看，2024Q1/Q2 公司实现营收 3.59 亿元（+10.3%）、4.17 亿元（+4.1%），归母净利润为 0.37 亿元（+15.4%）、0.45 亿元（+0.2%），毛利率为 32.8%、34.6%，分别同比+0.07pct/-0.62pct，归母净利率 10.3%（0.45pct）、10.9%（-0.42pct）。

图1：2024H1 公司收入 7.76 亿元（同比+6.9%）

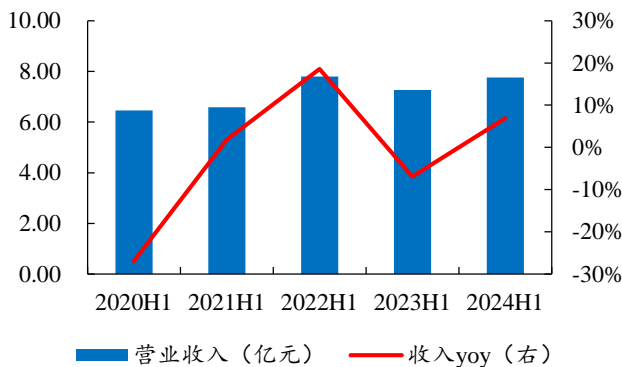
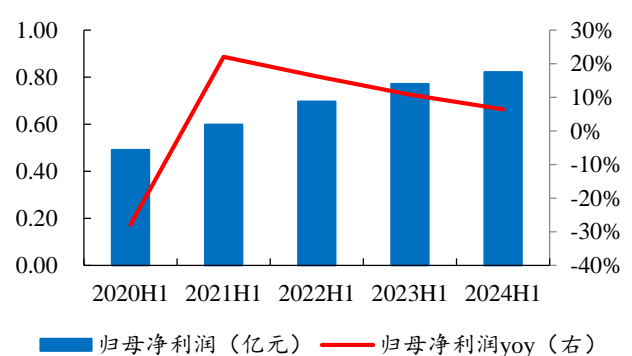


图2：2024H1 公司归母净利润 0.82 亿元（同比+6.5%）



数据来源：wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、精纺呢绒：毛利率同比改善显著，内销疲软导致收入下滑

2024H1 精纺呢绒收入 4.07 亿元（-5.47%），毛利率为 37.81%（+2.31pct）。营收下滑主要系内销收国内消费需求疲弱影响，订单下滑，但外贸订单略有恢复，毛利率提升显著主要系技改项目提升订单附加值。预计 2024Q2 精纺呢绒收入环比增长 0.3 亿元，毛利率环比+5pct。

**产能：**2024H1 公司精纺呢绒产能为 1600 万米/年，产能利用率为 79.01%（-11.74pct）。

**营销：**推出“和合”系列时装，以诗意中国色为色彩基调，从性能科技、工艺面料、设计研发等多重维度提升了面料层次与表现力，更把自然美学、人文情绪和当代文化融入时装语言中，展现了全新的时尚表达，拓展了精纺羊毛的多场景应用。

### 1.2、服装：2024H1 营收同比+7%，高附加值订单带动业绩持续向好

2024H1 服装类收入 2.76 亿元（+7.00%），毛利率为 32.94%（+4.05pct），毛利率提升主要受益于高附加值订单。分季度来看，预计 2024Q2 营收环比增长 0.2 亿，毛利率环比+14pct。

**产能：**2024H1 西装产能 75 万套/年，产能利用率达 79.52%（-23.71pct）；衬衣产能 65 万件/年，产能利用率为 75.29%（-13.87pct）。

**营销：**公司成衣业务实施自主品牌与 ODM/OEM 并进的策略，运营了中国职

业装领军品牌“缔尔玛”、高定品牌“织尚”；同时依托公司“面料+服装”完整产业链一体化研发优势，开展服装个性化需求高级定制业务，及职业装定制业务，为众多国内外一线品牌客户提供优质产品研发、生产服务。

### 1.3、新材料：UHMWPE 纤维量增而价承压，8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目投产超预期

#### (1) UHMWPE 纤维

2024H1 UHMWPE 纤维实现营收 0.86 亿元(+241.34%)，2024H1 毛利率为 14.2% (-19.66pct)，毛利率主要受到单价影响。量价拆分，预计 2024H1 销量为 1700 吨，均价为 5.6 万元/吨。分季度看，预计 2024Q1/Q2UHMWPE 纤维收入约为 3600/5000 万元。

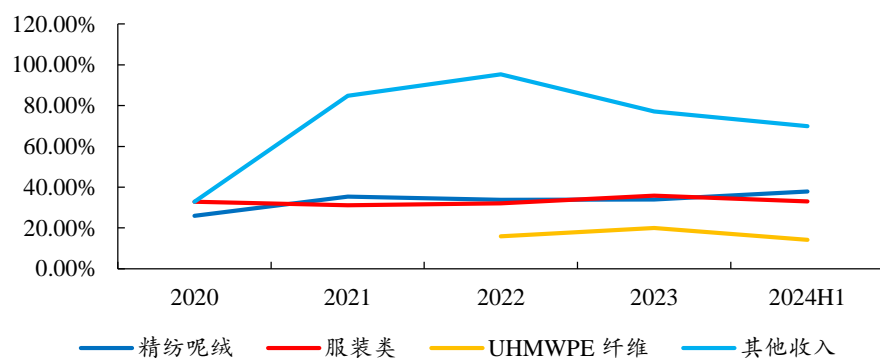
**产能：**超高分子量聚乙烯纤维一期 600 吨、二期 3000 吨项目已全面投入运营。2024H1 UHMWPE 纤维产能利用率为产能利用率为 97.13% (-15.47pct)。

**销售：**公司参加第 18DSA2024 马来西亚(吉隆坡)国际防务展，展会上马来西亚、印尼、土耳其、巴基斯坦、波兰、罗马等多个国家的政府防务要员及买家代表团参观体验交流公司超高产品，对公司品牌形象、技术实力、产品效果予以高度评价。

**(2) 锦纶：**目前 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目投产超预期，目前 80%主设备安装完成，预计 2024 年 10-11 月将会投产，2025Q2 完成部分产线爬坡，预计 2025 年锦纶将会有 8000 万元业绩贡献。

**(3) 其他业务：**2024H1 实现营收 0.08 亿元 (-40.47%)，毛利率为 69.87% (-24.04pct)。

**图3：2024H1 精纺呢绒/服装类/ UHMWPE 纤维/其他业务毛利率分别为 37.81%/32.94%/14.17%/69.87%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.4、经销收入增速亮眼，经销、内销毛利率均有提升

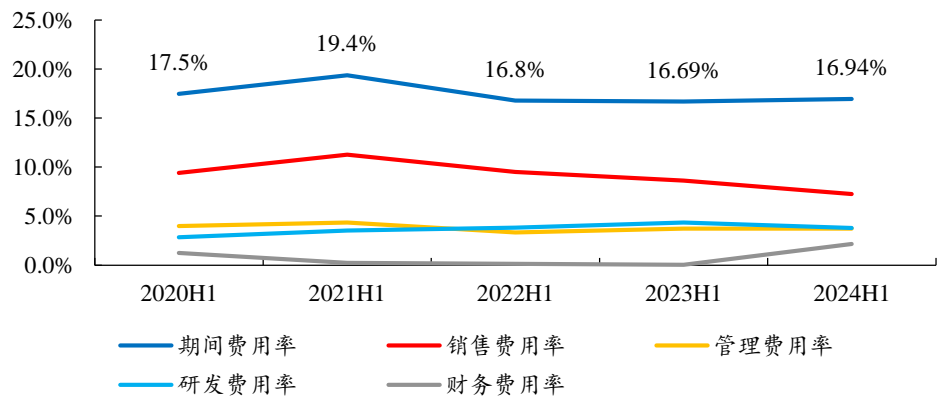
**按渠道看：**2024H1 直营/经销收入分别为 6.6/1.1 亿元，分别同比+5.06%/+19.18%。毛利率分别为 34.5%/29.5%，分别同比-0.45pct/+1.02pct。

**按地区看：**2024H1 国内/国外收入分别为 5.6/2.2 亿元，分别同比+5.8%/+9.7%。毛利率分别为 35.7%/ 28.8%，分别同比+0.2pct/ -1.7pct。

## 2、2024H1 期间费用率略受财务费用率影响，现金流显著改善

**费用率:** 2024H1 期间费用率为 16.9% (+0.25pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.4/+0.02/-0.55/+2.1pct。2024H1 财务费用同比+8733.61%，主要系超高二期投产可转债计提利息费用化导致利息支出增加至 2036.47 万元（同比+69.12%）与汇兑收益减少至 57.11 万元（同比-90.26%）。

**图4：2024H1 公司期间费用率为 16.9% (+0.25pct)**



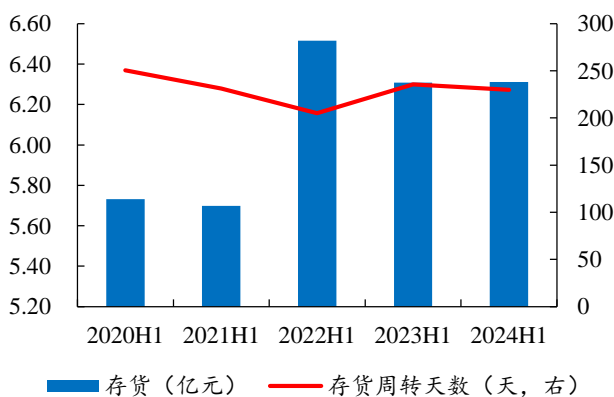
数据来源：Wind、开源证券研究所

**存货:** 截至 2024 年 6 月，公司存货为 6.3 亿元（同比持平），存货周转天数为 230 天，同比-6 天。分产品看，2024H1 精纺呢绒（库龄 2 年）/西装（1 年）/衬衫（1 年）存货余额分别同比+0.01%/-22.06%/+90.28%，其中衬衫存货同比增加显著主要系按订单生产但未到交货期。

**应收账款:** 截至 2024 年 6 月，应收账款 2.72 亿元（同比+7.2%），应收账款周转天数 50 天（-3 天）。

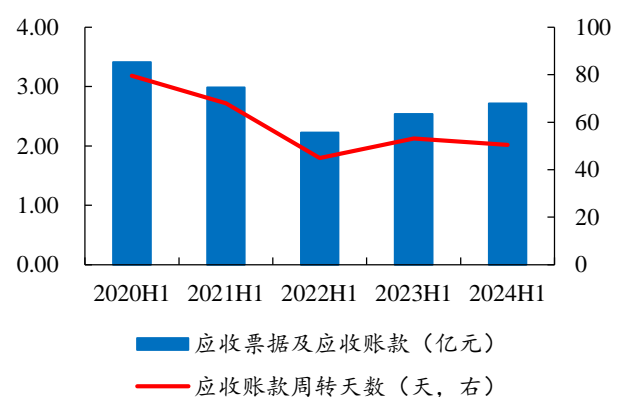
**经营性现金流和现金:** 截至 2024 年 6 月，经营性现金流量净额为 4248 万元（2023H1 为-693 万元）。

**图5：截至 2024 年 6 月，存货为 6.3 亿元（同比持平），存货周转天数为 230 天（同比-6 天）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：截至 2024 年 6 月，应收账款 2.72 亿元（同比+7.2%），应收账款周转天数 50 天（-3 天）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

考虑 2024H1 超高分子量聚乙烯单价及出口订单承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 2.1/2.5/2.8 亿元（原为 2.4/2.9/3.3 亿元），毛精纺主业高附加值产品占比持续提升，超高分子量聚乙烯政策管控放松后预计订单及单价逐步回暖，同时锦纶长丝投产进度超预期，看好公司随纤维产品多元化、多领域发展并且向下游延伸，成为新材料应用型企业，当前股价对应 PE12.8/11.0/9.8 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

产能投放不及预期、下游需求萎靡、市场竞争加剧。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1983	1681	1815	2032	1791
现金	1022	634	722	786	478
应收票据及应收账款	182	165	225	192	268
其他应收款	37	53	33	62	46
预付账款	3	6	7	6	8
存货	588	666	627	815	815
其他流动资产	151	158	201	170	177
<b>非流动资产</b>	1221	1998	2039	2254	2464
长期投资	0	0	0	1	3
固定资产	510	1124	1248	1386	1515
无形资产	201	276	339	399	456
其他非流动资产	510	599	453	468	491
<b>资产总计</b>	3204	3679	3854	4285	4255
<b>流动负债</b>	1345	1022	1160	1464	1298
短期借款	555	271	405	410	393
应付票据及应付账款	512	454	331	639	462
其他流动负债	278	297	423	415	443
<b>非流动负债</b>	47	629	516	452	369
长期借款	0	582	475	407	324
其他非流动负债	47	48	41	45	45
<b>负债合计</b>	1391	1651	1676	1916	1667
少数股东权益	6	6	6	5	5
股本	360	360	360	360	360
资本公积	845	845	845	845	845
留存收益	600	745	893	1064	1256
<b>归属母公司股东权益</b>	1807	2022	2173	2364	2583
<b>负债和股东权益</b>	3204	3679	3854	4285	4255

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	233	217	188	436	156
净利润	187	202	213	246	277
折旧摊销	46	60	63	73	84
财务费用	0	11	14	28	26
投资损失	-4	-2	-4	-5	-7
营运资金变动	-78	-128	-95	95	-222
其他经营现金流	81	73	-3	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-534	-657	-159	-240	-292
资本支出	662	676	172	188	182
长期投资	178	0	0	-2	-2
其他投资现金流	305	20	14	-54	-113
<b>筹资活动现金流</b>	66	263	59	-132	-203
短期借款	164	-284	135	5	-48
长期借款	0	582	-106	-69	-82
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-98	-34	31	-68	-72
<b>现金净增加额</b>	-230	-175	88	64	-339

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1634	1600	1740	1917	2100
营业成本	1086	1046	1149	1280	1419
营业税金及附加	13	11	12	14	15
营业费用	158	128	141	154	164
管理费用	67	83	90	81	86
研发费用	60	58	63	67	67
财务费用	0	11	14	28	26
资产减值损失	-53	-60	-55	-45	-43
其他收益	7	10	8	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	2	4	5	7
资产处置收益	2	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	208	218	229	264	297
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	0	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	211	218	229	265	297
所得税	24	15	16	19	21
<b>净利润</b>	187	202	213	246	277
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	187	203	213	246	277
EBITDA	260	314	309	354	399
EPS(元)	0.52	0.56	0.59	0.68	0.77

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.5	-2.1	8.7	10.2	9.5
营业利润(%)	11.4	4.7	5.1	15.5	12.4
归属于母公司净利润(%)	22.5	8.5	5.1	15.6	12.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.5	34.7	34.0	33.3	32.4
净利率(%)	11.4	12.7	12.2	12.8	13.2
ROE(%)	10.3	10.0	9.8	10.4	10.7
ROIC(%)	7.9	8.1	7.1	7.8	8.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.4	44.9	43.5	44.7	39.2
净负债比率(%)	-23.3	13.1	14.3	8.4	16.2
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.9	1.0	0.8	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.4	9.2	8.9	9.2	9.1
应付账款周转率	2.8	2.2	2.9	2.6	2.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.56	0.59	0.68	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.60	0.52	1.21	0.43
每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.25	5.67	6.20	6.81
<b>估值比率</b>					
P/E	14.6	13.4	12.8	11.0	9.8
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.6	9.3	9.4	8.0	7.6

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3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