# 稳健医疗（300888.SZ）

2020 年 11 月 01 日

# 三季度业绩超市场预期，继续看好医疗和消费品板块双轮驱动

## ——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

| 日期 | 2020/10/30 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 150.90 |
| 一年最高最低(元) | 181.77/103.70 |
| 总市值(亿元) | 643.58 |
| 流通市值(亿元) | 66.22 |
| 总股本(亿股) | 4.26 |
| 流通股本(亿股) | 0.44 |
| 近 3 个月换手率(%) | 620.62 |

**股价走势图**




数据来源：贝格数据

**相关研究报告**

《公司信息更新报告-海外医用防护用品需求大幅提升，2020Q3 业绩大超市场预期》-2020.10.14

《公司首次覆盖报告-医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头》-2020.9.22

**吕明（分析师）**

lvming@kysec.cn

**证书编号：S0790520030002**

**● 疫情下持续高增长，2020Q3 公司业绩超预期，维持“买入”评级**

稳健医疗 2020 年前三季度实现营业收入 95.23 亿元（+205.36%），归母净利润 31.50 亿元（+678.64%），其中 2020Q3 单季度实现营收 53.43 亿元（+427.36%），归母净利润 21.18 亿元（+1112.76%），业绩位于预告中枢。维持盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 37.01/28.63/33.05 亿元，对应 EPS 为 8.68/6.71/7.75 元，当前股价对应 PE 为 17.4/22.5/19.5 倍，维持“买入”评级。

**● 医疗业务大幅增长拉动业绩提升，日用消费品增长稳健**

1）医疗业务：2020 年前三季度实现收入 69.27 亿元（+680.67%），主要系公司防疫用品收入大幅增长所致。2）日用消费品：实现收入 23.17 亿元（+16.52%），疫情下公司发力线上，通过打造微信小程序等新兴渠道，使公司全棉时代在疫情下仍保持较快增长。3）全棉水刺无纺布：收入 2.13 亿元（+7.42%），增长稳定。

**● 受益防疫物资需求提升及规模化效益，盈利能力显著提升**

2020 前三季度公司整体毛利率为 62.70%（+9.41pct），净利率 33.08%（+20.1pct）；其中 2020Q3 单季度毛利率为 66.60%（+7.08pct），净利率为 39.64%（+22.36pct），毛利率提升主要受益于疫情期间防疫物资销售大幅增加，及公司成本端规模效应释放，营运能力方面，截至 2020Q3 公司存货周转天数同比下降 63.1 天至 86.3 天，应收账款周转天数下滑 14 天至 19 天，经营性现金流为 39.65 亿元（+1337%）。

**● 防疫产品预计将持续增厚业绩，全棉时代预售表现亮眼，四季度增长可期**

医用板块：全球疫情仍然严峻，预计公司防疫产品仍将持续增厚业绩；日用消费：根据魔镜数据，截至 10 月 29 日全棉时代双十一预售金额达 541.8 万元，稳居天猫双十一榜单洗护清洁/卫生巾/纸类第二名，在双十一催化下其四季度收入有望加速提升。由于往年其四季度销售占比约 30%，预计将有力带动全年业绩提升。

**● 风险提示：** 渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 3,839 | 4,575 | 13,269 | 12,465 | 14,188 |
| YOY(%) | 9.8 | 19.2 | 190.1 | -6.1 | 13.8 |
| 归母净利润(百万元) | 425 | 546 | 3,701 | 2,863 | 3,305 |
| YOY(%) | -0.6 | 28.6 | 577.5 | -22.7 | 15.5 |
| 毛利率(%) | 49.2 | 51.6 | 50.7 | 45.6 | 47.4 |
| 净利率(%) | 11.1 | 11.9 | 27.9 | 23.0 | 23.3 |
| ROE(%) | 16.0 | 17.3 | 54.0 | 29.5 | 25.4 |
| EPS(摊薄/元) | 1.00 | 1.28 | 8.68 | 6.71 | 7.75 |
| P/E(倍) | 151.5 | 117.8 | 17.4 | 22.5 | 19.5 |
| P/B(倍) | 24.2 | 20.4 | 9.4 | 6.6 | 4.9 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 1、 疫情下持续高增长，2020Q3 公司业绩超预期

稳健医疗 2020 年前三季度实现营业收入 95.23 亿元（+205.36%），归母净利润 31.50 亿元（+678.64%），其中 2020Q3 单季度实现营收 53.43 亿元（+427.36%），实现归母净利润 21.18 亿元（+1112.76%），业绩位于预告中枢。公司收入利润高增长主要系疫情期间防护物资销售大幅增长。

**按业务拆分：医疗业务大幅增长拉动业绩提升，日用消费品线上增速较快。**

**1）医疗业务：**2020 年前三季度实现收入 69.27 亿元（+680.67%），大幅增长主要系防疫用品需求大幅提升，尤其欧美等海外市场需求。医疗业务收入占比约 72.74%，同比提升 44.39pct，收入贡献显著增加，有力拉动公司整体收入提升。

**2）日用消费品业务：**2020 年前三季度实现收入 23.17 亿元（+16.52%），占比约 33.45%（-40.17pct）。疫情下公司发力线上，通过打造微信小程序等新兴渠道，使公司全棉时代在疫情下仍保持较快增长。2020 年前三季度全棉时代线上销售占比提升 10pct 至 65%左右。

**3）全棉水刺无纺布业务：**实现收入 2.13 亿元（+7.42%），占比约 2.24%（-4.19pct），收入稳定增长。

**表1：医疗业务大幅增长拉动业绩提升**

| 业务类别 | 2020Q1-3 | | 2019Q1-3 | | 变动 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入（亿元） | 占比 | 收入（亿元） | 占比 | 收入 | 占比（pct） |
| 医疗业务 | 69.27 | 73.25% | 8.87 | 28.85% | 680.67% | 44.39 |
| 日用消费品业务 | 23.17 | 24.50% | 19.88 | 64.67% | 16.52% | -40.17 |
| 全棉水刺无纺布业务 | 2.13 | 2.25% | 1.98 | 6.44% | 7.42% | -4.19 |
| 合计 | 94.57 | 100.00% | 30.74 | 100.00% | 207.66% | - |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、 毛净利率显著提升，存货周转速度加快

**毛利率：**2020 前三季度公司整体毛利率为 62.70%（+9.41pct），其中 2020Q3 单季度毛利率为 66.60%（+7.08pct），毛利率提升主要受益于疫情期间防疫物资销售大幅增加，及公司成本端规模效应释放。**净利率：**2020 前三季度公司净利率 33.08%（+20.1pct），其中 2020Q3 单季度净利率为 39.64%（+22.36pct），盈利能力整体有所上升。公司净利率的显著增长主要受益于毛利率大幅提升且销售、管理、研发费用率下降。

**费用率：**2020 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.28%（-14.6pct）、2.75%（-1.89pct）、3.59%、0.93%（+0.86pct）；2020Q3 单季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.70%（-18.5pct）、1.94%（-3.17pct）、3.24%（-1.88pct）、1.67%（+2.30pct）。其中销售、管理、研发费用率下降幅度较大主要系公司医用防护业务需求大超预期，促营业收入大幅增加所致；财务费用率有所提升主要系由于人民币升值使得当期汇兑损失增加所致。

**营运能力方面，**相较于 2019 年，公司存货周转天数下降 63.1 天至 86.3 天，应收账款周转天数下滑 14 天至 19 天，疫情下公司营运水平显著提升。经营性现金流

2020 年前三季度为 39.65 亿元（+1337%），2020Q3 单季度为 14.92 亿元（+4691%），现金流大幅增加主要由于国内国外新冠疫情的蔓延致使防疫产品的销售大幅增长。

## 3、 医用敷料板块：疫情带动防疫物资需求持续上升，扩客户扩渠道提升增长潜力

短期来看，海外疫情持续蔓延，欧洲等地呈二次爆发趋势；国内 2020 年 7 月出台《关于健全公共卫生应急物资保障体系的实施方案》，向地方提供 300 亿元资金补助用于购买防护用品等应急保障物资，有利于公司产品销售。且 9 月以来国内局部地区出现新增病例，预计将刺激四季度防疫物资需求继续提升，防疫物资产品将持续增厚业绩。

中长期来看，本次疫情期间公司拓宽销售渠道，新增大量国内医院、药店，国外 OEM、商超、电商等不同渠道新客户，自有品牌稳健医疗知名度显著提升，有利于未来订单持续增长。并且，疫情使得消费者卫生意识增强，预计未来感染防护产品需求将长期保持刚性，家庭护理产品需求预计大幅增长，医用敷料行业仍将保持快速发展，有利于龙头品牌持续扩张，公司医用板块业绩增长具备可持续性。

## 4、 日用消费板块：线下渠道持续扩张，双十一预售表现亮眼，新品牌增长潜力较大

**线下渠道：**公司将继续提升门店规模，并采用精细化管理，根据不同商圈定位调整商品类型，增强线下门店的展示、体验作用，提升品牌形象与知名度。在门店费用管控方面，公司将进一步提升店效、人效，加强对租金的谈判，通过高效运营管理严格把控费用，提升门店盈利能力。

**线上渠道：**2020 年前三季度全棉时代线上销售占比提升 10pct 至 65%左右，全棉时代小程序等线上渠道增长势头良好，截至 2020 年第三季度小程序端会员同比增加 4-5 倍至 500-600 万人，品牌知名度持续提升。未来小程序+官网+线下门店将构成公司的零售新生态，线上线下充分融合，促进产品销售。

根据魔镜数据，截至 10 月 29 日，全棉时代双十一预售金额已达到 541.8 万元，稳居天猫双十一预售榜单“洗护清洁/卫生巾/纸”类第二名。我们预计，在双十一催化下其四季度收入有望加速提升。由于往年其四季度销售占比约 30%，预计将有力带动全年业绩提升。

**品牌拓展：**“津梁生活”品牌仍处于起步期，截至三季度总门店数为 6 家，2020 年 10 月于北京、武汉、深圳新开三家门店。目前其业务范围全方位覆盖健康美丽生活场景，未来将主打大健康赛道，与全棉时代品牌经营范围互补，并实现与全棉时代共享数字化运营、会员共享，为公司业绩带来增量。

## 5、 盈利预测与投资建议

公司 2020 年前三季度业绩维持高速增长，超出预期。我们认为，依靠稳固的技术研发壁垒、深厚的品牌积淀及公司独创的棉柔巾等全棉水刺无纺布相关产品，公司未来业绩有望持续快速提升。维持盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 37.01/28.63/33.05 亿元，对应 EPS 为 8.68/6.71/7.75 元，当前股价对应 PE 为

17.4/22.5/19.5 倍，继续看好长期增长逻辑，维持“买入”评级。

## 6、 风险提示

渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1939 | 2675 | 6925 | 7153 | 13628 |
| 现金 | 404 | 481 | 1934 | 4654 | 7952 |
| 应收票据及应收账款 | 442 | 416 | 2124 | 269 | 2442 |
| 其他应收款 | 101 | 596 | 60 | 767 | 166 |
| 预付账款 | 70 | 97 | 333 | 86 | 391 |
| 存货 | 843 | 992 | 2387 | 1288 | 2566 |
| 其他流动资产 | 79 | 92 | 88 | 90 | 110 |
| **非流动资产** | 2019 | 1857 | 4906 | 4304 | 4617 |
| 长期投资 | 7 | 9 | 11 | 14 | 17 |
| 固定资产 | 972 | 1275 | 3659 | 3287 | 3573 |
| 无形资产 | 132 | 132 | 137 | 142 | 149 |
| 其他非流动资产 | 908 | 442 | 1098 | 860 | 878 |
| **资产总计** | 3958 | 4531 | 11831 | 11457 | 18246 |
| **流动负债** | 1256 | 1187 | 4718 | 1536 | 5060 |
| 短期借款 | 295 | 120 | 405 | 257 | 222 |
| 应付票据及应付账款 | 650 | 736 | 3360 | 886 | 3785 |
| 其他流动负债 | 312 | 331 | 953 | 393 | 1052 |
| **非流动负债** | 42 | 181 | 192 | 144 | 114 |
| 长期借款 | 5 | 134 | 145 | 98 | 67 |
| 其他非流动负债 | 37 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| **负债合计** | 1298 | 1368 | 4910 | 1681 | 5173 |
| 少数股东权益 | 4 | 3 | 10 | 14 | 20 |
| 股本 | 376 | 376 | 426 | 426 | 426 |
| 资本公积 | 949 | 949 | 949 | 949 | 949 |
| 留存收益 | 1332 | 1835 | 5449 | 8225 | 11405 |
| **归属母公司股东权益** | 2657 | 3160 | 6911 | 9762 | 13052 |
| 负债和股东权益 | 3958 | 4531 | 11831 | 11457 | 18246 |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 468 | 600 | 4375 | 2693 | 4084 |
| 净利润 | 425 | 547 | 3708 | 2867 | 3311 |
| 折旧摊销 | 129 | 155 | 246 | 355 | 387 |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | 20 | 18 |
| 投资损失 | -1 | 14 | 7 | 8 | 8 |
| 营运资金变动 | -118 | -97 | 421 | -541 | 379 |
| 其他经营现金流 | 24 | -25 | -13 | -16 | -19 |
| **投资活动现金流** | -637 | -420 | -3289 | 255 | -689 |
| 资本支出 | 638 | 447 | 3047 | -605 | 311 |
| 长期投资 | 0 | 0 | -3 | -3 | -3 |
| 其他投资现金流 | 1 | 27 | -245 | -352 | -381 |
| **筹资活动现金流** | 143 | -98 | 180 | -40 | -97 |
| 短期借款 | -100 | -175 | 97 | 39 | -35 |
| 长期借款 | 5 | 129 | 11 | -48 | -31 |
| 普通股增加 | 8 | 0 | 50 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 292 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -61 | -53 | 21 | -32 | -32 |
| **现金净增加额** | -24 | 84 | 1265 | 2908 | 3298 |

| 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 3839 | 4575 | 13269 | 12465 | 14188 |
| 营业成本 | 1952 | 2212 | 6538 | 6779 | 7457 |
| 营业税金及附加 | 41 | 40 | 136 | 125 | 140 |
| 营业费用 | 1041 | 1356 | 1486 | 1418 | 1683 |
| 管理费用 | 176 | 197 | 449 | 461 | 695 |
| 研发费用 | 117 | 155 | 317 | 348 | 387 |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | 20 | 18 |
| 资产减值损失 | -20 | -22 | -66 | -62 | -70 |
| 其他收益 | 22 | 22 | 12 | 15 | 18 |
| 公允价值变动收益 | -8 | 11 | 1 | 2 | 2 |
| 投资净收益 | 1 | -14 | -7 | -8 | -8 |
| 资产处置收益 | -2 | 62 | 12 | 14 | 17 |
| **营业利润** | 496 | 642 | 4422 | 3400 | 3907 |
| 营业外收入 | 7 | 4 | 9 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | 2 | 7 | 6 | 5 | 5 |
| **利润总额** | 500 | 638 | 4425 | 3401 | 3909 |
| 所得税 | 75 | 91 | 717 | 534 | 598 |
| **净利润** | 425 | 547 | 3708 | 2867 | 3311 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 6 | 5 | 6 |
| **归母净利润** | 425 | 546 | 3701 | 2863 | 3305 |
| EBITDA | 641 | 802 | 4673 | 3731 | 4250 |
| EPS(元) | 1.00 | 1.28 | 8.68 | 6.71 | 7.75 |

| 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 9.8 | 19.2 | 190.1 | -6.1 | 13.8 |
| 营业利润(%) | -4.0 | 29.5 | 589.0 | -23.1 | 14.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -0.6 | 28.6 | 577.5 | -22.7 | 15.5 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 49.2 | 51.6 | 50.7 | 45.6 | 47.4 |
| 净利率(%) | 11.1 | 11.9 | 27.9 | 23.0 | 23.3 |
| ROE(%) | 16.0 | 17.3 | 54.0 | 29.5 | 25.4 |
| ROIC(%) | 14.5 | 16.0 | 49.5 | 28.0 | 24.5 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 32.8 | 30.2 | 41.5 | 14.7 | 28.4 |
| 净负债比率(%) | -2.4 | -5.4 | -18.9 | -43.4 | -58.2 |
| 流动比率 | 1.5 | 2.3 | 1.5 | 4.7 | 2.7 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.3 | 0.9 | 3.7 | 2.1 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 1.1 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 9.9 | 10.7 | 10.4 | 10.4 | 10.5 |
| 应付账款周转率 | 2.8 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| **每股指标(元)** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.00 | 1.28 | 8.68 | 6.71 | 7.75 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.10 | 1.41 | 10.26 | 6.31 | 9.58 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.23 | 7.41 | 16.09 | 22.77 | 30.49 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 151.5 | 117.8 | 17.4 | 22.5 | 19.5 |
| P/B | 24.2 | 20.4 | 9.4 | 6.6 | 4.9 |
| EV/EBITDA | 100.2 | 80.0 | 13.5 | 16.1 | 13.4 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 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 | 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 | 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