索菲亚（002572.SZ）

2020 年 10 月 30 日

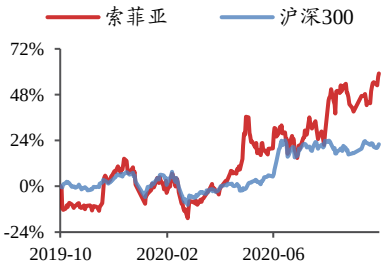
经销渠道环比提速，工程扩品类红利如期快速释放

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	30.16
一年最高最低(元)	30.65/16.20
总市值(亿元)	275.17
流通市值(亿元)	192.25
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.37
近 3 个月换手率(%)	136.79

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司深度报告-深度复盘：潜心变革近二载，又到一鸣惊人时》-2020.9.5

《公司信息更新报告-2020Q2 各品类均显著改善，业绩前瞻指标持续向好》-2020.8.31

《公司信息更新报告-终端服务能力再升级，零售复苏拐点预期将至》-2020.6.30

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 扣非后净利润增速超预期，工程扩品类红利如期快速释放，维持“买入”评级

2020Q1-Q3 公司实现营收 50.94 亿元（-4.1%），归母净利润 6.97 亿元（-3.2%），扣非归母净利润 5.84 亿元(-8.4%)。其中，2020Q3 公司收入 25.39 亿元(+17.1%)，归母净利润 3.54 亿元（+7.7%），扣非归母净利润 3.71 亿元（+28.3%），扣非后净利润增速较快源于 2020Q3 公司所持股票公允价值变动收益减少。业绩符合预期，维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 11.89/13.35/15.40 亿元，对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元，当前股价对应 PE 为 23/21/18 倍，维持“买入”评级。

● 分渠道看：经销环比提速，工程收入显著超预期，整装迎战略性拐点

1）经销：经销渠道 2020Q1-Q3 收入 41.8 亿元，2020Q3 单季度收入为 20.3 亿元，据我们估算 2020Q3 公司经销渠道收入同比约 7%，增速环比有较显著改善。康纯板占比继续大幅提升，带动 2020Q3 末客单价同比增长 12.6%至 12713 元/单。

2）工程：2020Q1-Q3 收入约 7.3 亿元，其中 2020Q3 收入约 4.2 亿元，我们估算单季度收入增速接近 115%，显著超出市场预期。公司橱柜和木门在工程渠道的品类拓展红利开始快速释放。一方面，公司经过近两年调整，工程渠道扩品类的意愿更为坚定。另一方面，借力衣柜前期的客户积累，公司扩品类阻力较小。

3）整装：2020 年 10 月公司与圣都家居装饰在浙江金华设立合资公司。圣都装饰是全覆盖江浙总部地区核心地级市场，并在合肥、武汉、成都等全国多个一二线省会城市有直营体系市场布局的家装公司，公司整装有望迎来战略性拐点。

● 毛利率继续提升，现金流环比大幅改善，业绩前瞻指标持续向好

受益于产品结构优化，公司毛利率同比继续提升。2020Q3 单季度毛利率为 38.65%（+0.54pct）。2020Q3 经营性现金流净额为 5.79 亿元，环比大幅改善。业绩前瞻指标中，2020Q3 期末预收款 7.37 亿元，同比增长 24.7%，环比 2020H1 期末有所提升并且优于收入增速。2020Q3 期末公司存货为 6.09 亿元，同比增长 75.91%。在 2020Q3 大宗收入确认大幅提速的情况下，公司存货依然保持着较快增速。

● 风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	8,232	9,483	10,868
YOY(%)	18.7	5.1	7.1	15.2	14.6
归母净利润(百万元)	959	1,077	1,189	1,335	1,540
YOY(%)	5.8	12.3	10.4	12.3	15.3
毛利率(%)	37.6	37.3	38.0	37.9	37.7
净利率(%)	13.1	14.0	14.4	14.1	14.2
ROE(%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.2
EPS(摊薄/元)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69
P/E(倍)	28.7	25.5	23.1	20.6	17.9
P/B(倍)	5.7	5.1	4.5	4.0	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q3 业绩显著回暖，扣非后净利润增速略超预期 3
2、 经销环比提速，工程收入显著超预期，整装迎战略拐点 3
3、 盈利能力：2020Q3 毛利率显著提升 4
4、 2020Q3 现金流环比大幅改善，业绩前瞻指标向好 5
5、 开店情况：新开店情况良好，渠道进一步下沉 6
6、 盈利预测与投资建议 6
7、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

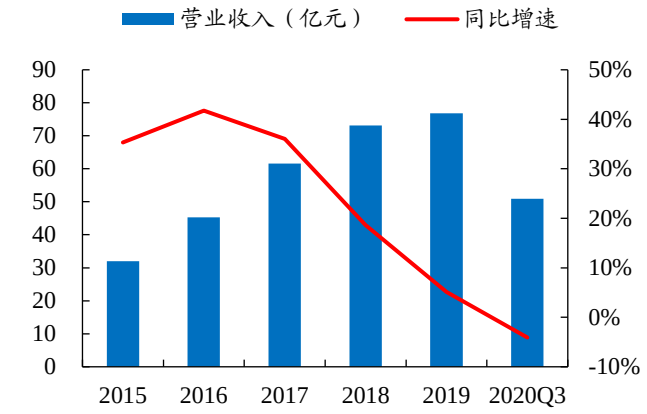
图 1： 2020Q1-Q3 公司营业收入同比下降 4.1% 3
图 2： 2020Q3 公司营业收入同比增长 17.1% 3
图 3： 2020Q1-Q3 公司归母净利润同比下降 3.2% 3
图 4： 2020Q3 公司归母净利润同比增长 7.7% 3
图 5： 2020Q1-Q3 毛利率同比提升 0.82pct 5
图 6： 2020Q3 毛利率同比提升 0.54pct 5
图 7： 2020H1 收入下滑导致期间费用率整体仍有所上升 5
图 8： 公司扣非前销售净利率基本平稳，略有下滑 5

表 1： 2020 年前三季度经营性现金流净流入 4.8 亿元 6

1、 2020Q3 业绩显著回暖，扣非后净利润增速略超预期

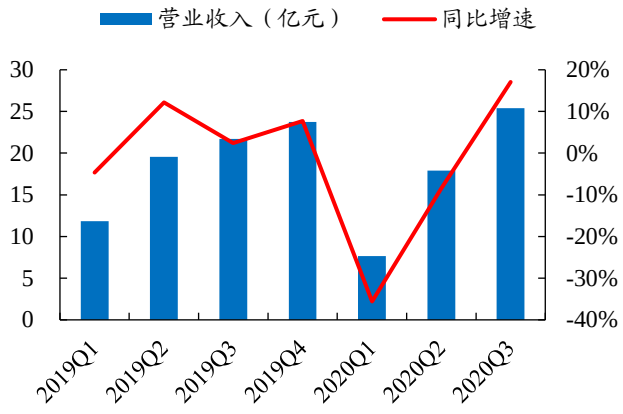
公司 2020Q3 业绩显著回暖，扣非后净利润增速略超市场预期。2020Q1-Q3 公司实现营收 50.94 亿元（-4.1%），归母净利润 6.97 亿元（-3.2%），扣非归母净利润 5.84 亿元（-8.4%）。其中，2020Q3 公司收入 25.39 亿元（+17.1%），归母净利润 3.54 亿元（+7.7%），扣非归母净利润 3.71 亿元（+28.3%），扣非后净利润增速较快主要系 2020Q3 公司所持股票公允价值变动收益减少。

图1：2020Q1-Q3 公司营业收入同比下降 4.1%



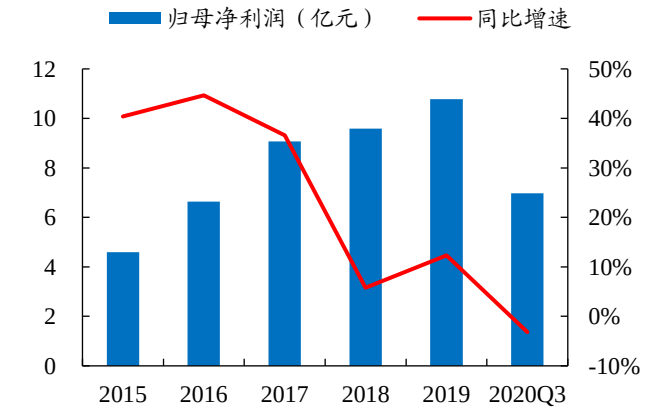
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q3 公司营业收入同比增长 17.1%



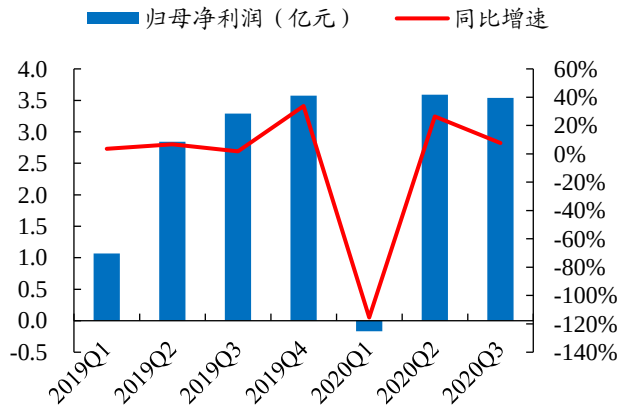
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q1-Q3 公司归母净利润同比下降 3.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q3 公司归母净利润同比增长 7.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 经销环比提速，工程收入显著超预期，整装迎战略拐点

分主要渠道看：

（1）经销渠道：2020Q3 增速环比提速，仍有较大回暖空间

经销渠道 2020Q1-Q3 收入 41.8 亿元，其中 2020Q3 单季度收入为 20.3 亿元，据我们估算 2020Q3 公司经销渠道收入同比约 7%，增速环比有较显著改善。

康纯板占比继续大幅提升，带动客单价持续上行。截止 2020 年 9 月底，公司康纯板客户占比提升至 64%（2020H1 期末为 49%），订单占比提升至 52%（2020H1 期

末为 34%）。在此带动下，公司客单价同比增长 12.59%至 12713 元/单，相比 2020H1 期末增长 3.16%。

我们认为 2020Q3 只是公司经销渠道回暖的起点：2020Q3 单季度的修复，更多的是疫情影响消退后积压消费的集中释放。因此，一方面这些需求的释放仍有望持续，终端前端接单依然保持环比较快的增长而 2021H1 的基数也较低。另一方面竣工数据的回暖还未带来，但我们认为竣工缺口回补是刚需，疫情只能使其延后但不会消失。因此竣工回暖后，有望进一步带动家居消费。

（2）工程渠道：2020Q3 大超市场预期，品类拓展红利已经到来

工程渠道 2020Q1-Q3 工程渠道收入约 7.3 亿元，其中 2020Q3 收入约 4.2 亿元，我们估算单季度收入增速接近 115%，显著超出市场预期。

公司橱柜和木门在工程渠道的品类拓展红利开始快速释放。一方面，公司经过近两年对品牌战略的梳理以及与合作方的沟通，橱柜和木门在工程渠道拓展的决心更为坚决。另一方面，借助前期衣柜在工程渠道积累的优质地产客户资源，公司橱柜和木门在工程渠道的拓展相对阻力更小。

（3）整装/家装渠道：探索整装深度合作模式，2021 年有望表现业绩

2020 年公司全年计划签约 500 家整装企业，主要有两种模式：

①在全国范围与实力较强的装企开展合作，并针对该渠道，推出了多个风格多个系列的专供产品，有专属的价格体系，与传统经销商渠道形成区隔。

其中，2020 年 10 月，公司公告与圣都家居装饰有限公司在浙江金华设立合资公司，注册资本为 5000 万元，公司持股 51%。圣都装饰始创于 2002 年，是一家以“设计为入口、工程为基石”的大家居集成化服务商。历经 18 年发展，圣都装饰已成为拥有品牌“圣都装饰、温暖家软装、圣都精工装、刨子科技、妙窝装配、圣都金义产业园”等服务于一体的集团化企业，并已完成江浙总部地区核心地级市场全覆盖，及合肥、武汉、成都等全国多个一二线省会城市直营体系市场布局。

②推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。

（4）线上渠道：线上营销重要性不断提升

截止至 2020 年三季度，电商引流的客户总体占比已从 16%提升到 25%；一线城市的电商客户占比逾 45%。

3、 盈利能力：2020Q3 毛利率显著提升

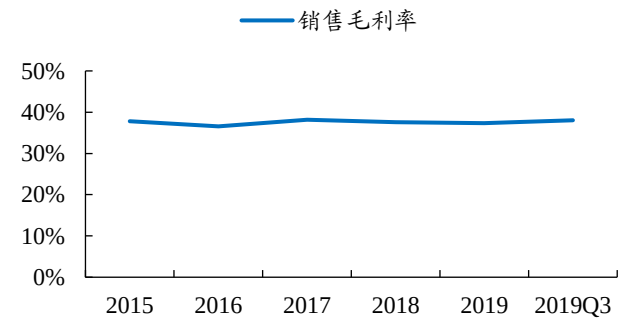
2020Q3 公司整体毛利率同比继续提升。2020Q1-Q3 公司毛利率为 38.07%，同比提升 0.82pct，2020Q3 单季度毛利率为 38.65%，同比提升 0.54%。

公司毛利率同比显著提升主要源于产品结构的优化：①康纯板、轻奢都高毛利

产品占比提升；②近年的轻奢风产品生产端规模效应更强；③高价套餐占比提升。

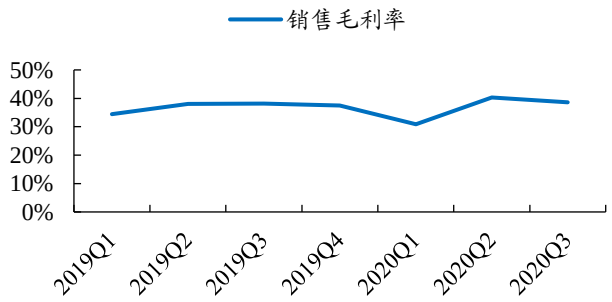
而 2020Q3 单季毛利率环比略有下降，我们认为主要源于工程渠道占比提升。

图5：2020Q1-Q3 毛利率同比提升 0.82pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q3 毛利率同比提升 0.54pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q1-Q3 公司期间费用率同比增长 1.01pct，2020Q3 单季度期间费用率同比下降 1.26pct，其中：

1）销售费用率达 10.85%（+0.3pct）。2020Q3 单季度为 9.84%（-0.18pct）。

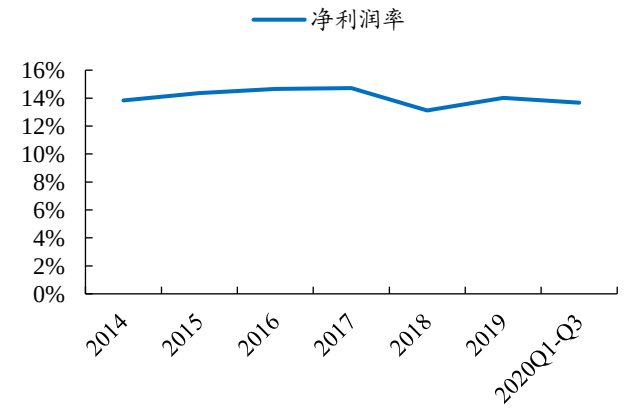
2）管理费用率达 8.29%（+0.16pct）。2020Q3 单季度为 6.38%（-1.3pct），主要是国家社保减免政策优惠以致社保费用减少，以及差旅费用的减少。

3）研发费用率达 2.83%（+0.41pct）。2020Q3 单季度为 2.31%（+0.05pct）。

4）财务费用率达 0.52%（+0.15pct）。2020Q3 单季度为 0.44%（+0.17pct）。

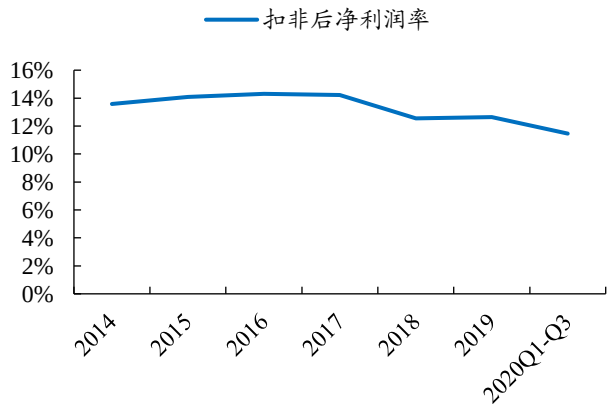
整体来看，公司 2020Q1-Q3 扣非后净利率为 11.46%（-0.53pct），其中 2020Q3 扣非净利率为 14.61%（+1.29pct）。

图7：2020H1 收入下滑导致期间费用率整体仍有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司扣非前销售净利率基本平稳，略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 2020Q3 现金流环比大幅改善，业绩前瞻指标向好

（1） 现金流：2020Q3 经营性现金流金额环比大幅改善

2020Q1-Q3 公司经营性现金流净流入 4.80 亿元，同比下降 20.4%。其中，2020Q3 经营性现金流净额为 5.79 亿元，环比大幅改善。

表1：2020 年前三季度经营性现金流净流入 4.8 亿元

	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	6.03	4.80	-20.35%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	56.68	54.76	-3.39%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	52.19	51.73	-2.89%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	31.77	28.8	-0.87%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2） 应收账款：受大宗业务增长影响，增速处于正常范围内

2020Q3 期末，公司应收账款及应收票据合计 10.7 亿元，同比增长 21.2%。其中，应收票据 6.01 亿元（+81.2%），应收账款 4.66 亿元（-15.1%）。应收票据有较大幅度提升，我们估计主要或源于部分大宗客户改为应收票据结算。

（3） 业绩前瞻指标：2020H1 期末预收账款、存货同比较快增长

2020Q3 期末公司预收款 7.37 亿元，同比增长 24.7%，环比 2020H1 期末有所提升并且明显优于收入增速。伴随线下销售继续复苏，经销渠道环比持续改善可期。

2020Q3 期末公司存货为 6.09 亿元，同比增长 75.91%。在 2020Q3 大宗收入确认大幅提速的情况下，公司存货依然保持着较快增速。

5、 开店情况：新开店情况良好，渠道进一步下沉

2020H1，公司新开店情况良好，分品类看如下：

1）**索菲亚衣柜：**截至 2020Q3 期末，专卖店（含大家居店、轻奢店）2666 家，相较 2020H1 期末净增加 74 家。

2）司米橱柜： 2020Q3 末，专卖店达 1056 家，相较 2020H1 期末净增加 1 家。

3）木门：截止 2020Q3 期末，“索菲亚”木门共有独立店达 287 家（含在装修门店），融入店逾 604 家；“华鹤”木门共有 207 家专卖店（含在装修店铺）。木门 2020Q3 单季度净开店速度较快。

此外，公司经销渠道进一步呈现渠道下沉趋势。2020Q3 末，索菲亚四五线城市的经销渠道店铺数占比达 57%，相较 2019 年提升 3pct；四五线城市的经销渠道收入占比达 37%，相较 2019 年提升 1pct。

6、 盈利预测与投资建议

业绩符合预期，维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 11.89/13.35/15.40 亿元，对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元，当前股价对应 PE 为 23/21/18 倍，维持“买入”评级。

7、 风险提示

受新冠疫情影响，竣工数据和家居消费需求回暖不及预期；整装大家居招商拓展不及预期；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3668	4128	4318	5802	6091
现金	2165	1340	1830	2615	3160
应收票据及应收账款	596	1041	712	1307	1007
其他应收款	32	42	37	54	50
预付账款	62	38	69	54	87
存货	303	339	341	443	458
其他流动资产	510	1329	1329	1329	1329
非流动资产	4144	4356	4370	4686	5032
长期投资	4	39	39	39	39
固定资产	2403	2731	2811	3089	3388
无形资产	579	546	588	635	687
其他非流动资产	1158	1041	933	923	919
资产总计	7812	8484	8689	10488	11124
流动负债	2188	2444	1955	2900	2442
短期借款	427	313	296	337	343
应付票据及应付账款	672	835	639	1130	862
其他流动负债	1090	1296	1020	1433	1237
非流动负债	265	130	125	128	131
长期借款	177	30	24	27	30
其他非流动负债	88	100	100	100	100
负债合计	2454	2575	2079	3028	2573
少数股东权益	526	465	477	495	514
股本	923	912	912	912	912
资本公积	1475	1304	1304	1304	1304
留存收益	2612	3267	3901	4618	5440
归属母公司股东权益	4832	5445	6132	6965	8037
负债和股东权益	7812	8484	8689	10488	11124

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1100	1301	1324	1771	1584
净利润	964	1095	1202	1353	1558
折旧摊销	289	347	286	280	323
财务费用	23	26	17	8	-3
投资损失	-32	-52	-31	-37	-38
营运资金变动	-159	-82	-50	204	-211
其他经营现金流	15	-32	-100	-37	-46
投资活动现金流	-318	-1400	-169	-521	-586
资本支出	735	686	14	315	346
长期投资	371	-781	-0	-0	-0
其他投资现金流	789	-1495	-155	-206	-240
筹资活动现金流	-431	-739	-665	-464	-453
短期借款	116	-114	-17	41	6
长期借款	-76	-147	-6	3	3
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	-4	-171	0	0	0
其他筹资现金流	-467	-296	-642	-508	-462
现金净增加额	351	-837	490	785	545

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7311	7686	8232	9483	10868
营业成本	4564	4817	5104	5889	6765
营业税金及附加	76	72	85	98	110
营业费用	700	765	807	901	1032
管理费用	566	591	617	711	815
研发费用	191	185	198	228	261
财务费用	23	26	17	8	-3
资产减值损失	11	-18	0	0	0
其他收益	34	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	46	100	37	46
投资净收益	32	52	31	37	38
资产处置收益	-10	-2	0	0	0
营业利润	1234	1348	1535	1722	1971
营业外收入	1	2	5	2	2
营业外支出	4	3	3	3	4
利润总额	1231	1347	1536	1721	1969
所得税	267	252	334	368	411
净利润	964	1095	1202	1353	1558
少数股东损益	5	17	13	18	19
归母净利润	959	1077	1189	1335	1540
EBITDA	1492	1674	1794	1954	2227
EPS(元)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	5.1	7.1	15.2	14.6
营业利润(%)	4.4	9.2	13.9	12.2	14.4
归属于母公司净利润(%)	5.8	12.3	10.4	12.3	15.3
获利能力					
毛利率(%)	37.6	37.3	38.0	37.9	37.7
净利率(%)	13.1	14.0	14.4	14.1	14.2
ROE(%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.2
ROIC(%)	16.9	18.0	18.0	17.7	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	31.4	30.3	23.9	28.9	23.1
净负债比率(%)	-26.3	-13.3	-21.6	-29.0	-31.5
流动比率	1.7	1.7	2.2	2.0	2.5
速动比率	1.3	1.5	2.0	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	17.8	9.4	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	7.5	6.4	6.9	6.7	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.43	1.45	1.94	1.74
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.97	6.72	7.63	8.81
估值比率					
P/E	28.7	25.5	23.1	20.6	17.9
P/B	5.7	5.1	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.8	15.5	14.1	12.6	10.8

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	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