

## 中际旭创 (300308.SZ) 并购完善产业链竞争力再加强, 全年业绩高增长可期

2020年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

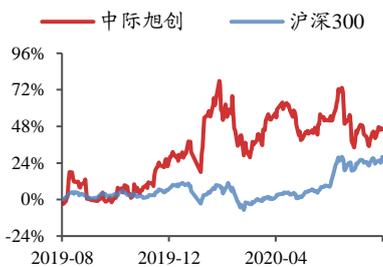
赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2020/8/28
当前股价(元)	59.42
一年最高最低(元)	73.45/39.00
总市值(亿元)	423.76
流通市值(亿元)	400.90
总股本(亿股)	7.13
流通股本(亿股)	6.75
近3个月换手率(%)	70.45

### 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-光模块王者乘风破浪, 静待数通放量再腾飞》-2020.7.13

《公司首次覆盖报告-数通造就龙头, 电信再铸辉煌》-2020.4.29

### ● 半年报业绩超预期, 收购优质企业完善产业链布局, 维持“买入”评级

公司公告 2020 年半年报, 受益于全球数通市场回暖和国内新基建的带动, 公司 2020 年 H1 实现归母净利润为 3.65 亿元, 同比增长 76.13%; 扣非后实现归母净利润为 3.35 亿元, 同比增长 66.09%。2020 年 Q2 公司实现归母净利润为 2.11 亿元, 同比增长 96.15%; 扣非后实现归母净利润为 2.00 亿元, 同比增长 93.47%。我们看好公司拥有领先的 COB 封装技术、光路设计能力以及优质的客户资源。近期公司收购成都储翰科技 67.19% 的股权, 充分发挥协同效应, 增长公司 OSA、PON 等全产业链低成本规模生产的能力, 强化公司在电信市场布局, 使公司在数通市场确保龙头优势的同时, 在电信市场再创辉煌。我们调整预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 8.04/11.12/14.87 (此前为 7.17/9.78/12.99) 亿元, 同增 56.5%/38.3%/33.7% (此前为 39.6%/36.5%/32.7%), EPS 为 1.13/1.56/2.09 (此前为 1.01/1.37/1.82) 元, 当前股价对应 PE 分别为 52.7/38.1/28.5 倍, 相对可比公司, 存在一定估值溢价, 维持“买入”评级。

### ● 公司高速光模块龙头核心竞争力凸显, 全年业绩高增长可期

需求端看, 数通市场方面, 国外数据中心升级及架构切换, 叠加国内“新基建”对数据中心建设的推动, 高速光模块市场需求量激增; 电信市场方面, 国内 5G 基建步入加速发展期, 电信光模块市场引入增量需求, 前传市场放量明显。供给端看, 公司 100G 和 400G 产品出货量同比提升并在数通行业继续保持领先的市场份额, 25G 前传、50G 中传和 200G 回传等 5G 产品也凭借良好的技术性能和交付能力等优势实现在出货量及市场份额的稳步增长。此外, 公司继续加快新产品与新技术的开发和市场化进度, 800G 数通产品已向客户送样测试, 25G 前传 MWDW 彩光光模块和 200G 回传等 5G 产品已率先通过客户认证并量产出货。随着数据中心及 5G 基站建设需求共振, 光模块市场将迎来新一轮的爆发, 公司凭借领先的技术优势和稳定合作的全球头部客户资源, 经营业绩高增长可期。

### ● 风险提示: 5G 建设不及预期; IDC 建设不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,156	4,758	7,184	9,699	13,093
YOY(%)	118.8	-7.7	51.0	35.0	35.0
归母净利润(百万元)	623	513	804	1,112	1,487
YOY(%)	285.8	-17.6	56.5	38.3	33.7
毛利率(%)	27.3	27.1	27.6	27.6	27.6
净利率(%)	12.1	10.8	11.2	11.5	11.4
ROE(%)	13.0	7.4	10.5	12.7	14.7
EPS(摊薄/元)	0.87	0.72	1.13	1.56	2.09
P/E(倍)	68.0	82.5	52.7	38.1	28.5
P/B(倍)	8.9	6.1	5.5	4.9	4.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目录

1、 公司技术优势明显，业绩表现超预期 .....	
2、 高速光模块持续放量，龙头企业技术领先，持续收益 .....	
3、 收购储翰科技，完善产业链布局，提升综合竞争力 .....	
4、 盈利预测与估值 .....	
5、 风险提示 .....	
附： 财务预测摘要 .....	

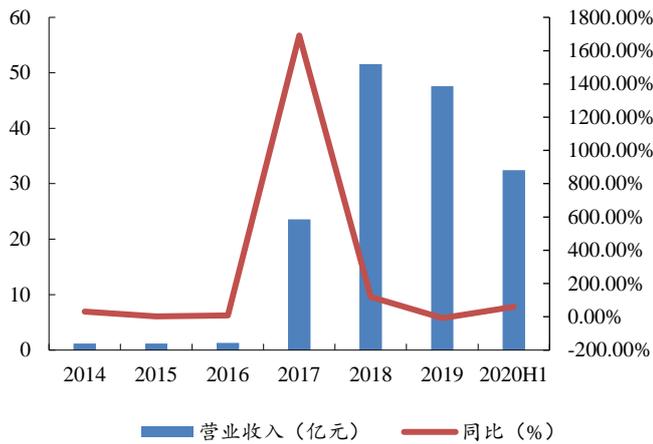
## 图表目录

图 1: 公司营业收入 2020 年高速增长 .....	
图 2: 公司 Q2 业绩表现亮眼 .....	
图 3: 公司整体归母净利润呈增长态势 .....	
图 4: 公司 2020Q2 归母净利润高速增长 .....	
图 5: 公司单季度毛利率有所上升 .....	
图 6: 公司近年来费用控制效果较为明显 .....	
图 7: 光模块市场前景广阔 .....	
图 8: 公司注重研发投入 .....	
表 1: 2020H1 公司高端产品持续突破 .....	
表 2: 储翰科技拥有较为完整的光电器件产业链，应用领域广泛 .....	

## 1、公司技术优势明显，业绩表现超预期

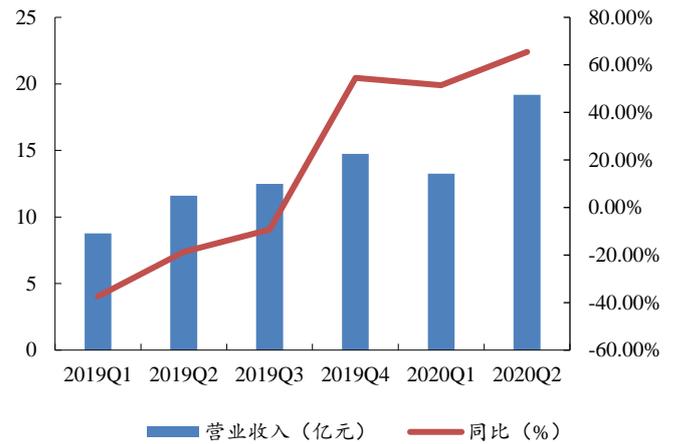
公司并表后营收总体呈增长态势，Q2 营收 YOY 达 65.46%。根据公司半年报，受益于全球数通市场回暖，海外市场 400G 产品需求逐步上量、100G 产品需求继续增长；国内 5G 网络建设等“新基建”项目带来 25G、50G 和 200G 等产品的需求增长，公司产品系列更加丰富、营业收入较去年同期大幅增长。2020H1 营收达 32.45 亿元，同比增长 59.43%；2020 年 Q2 实现营收 19.19 亿元，同比增长 65.46%，保持持续增长趋势。

图1：公司营业收入 2020 年高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：公司 Q2 业绩表现亮眼

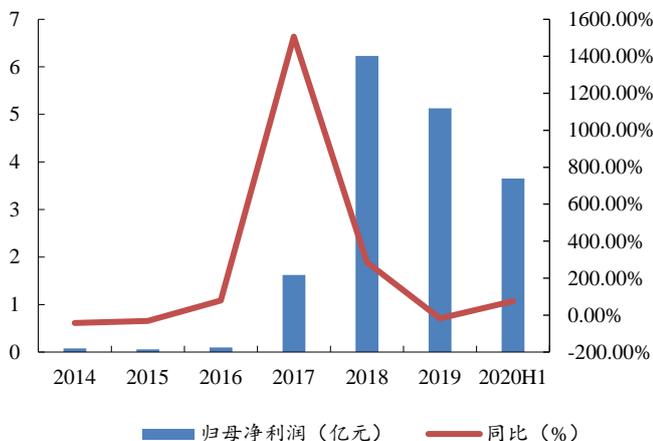


数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司 2020Q2 归母净利润高速增长，YOY%高达 96.15%，盈利能力进一步增强。**

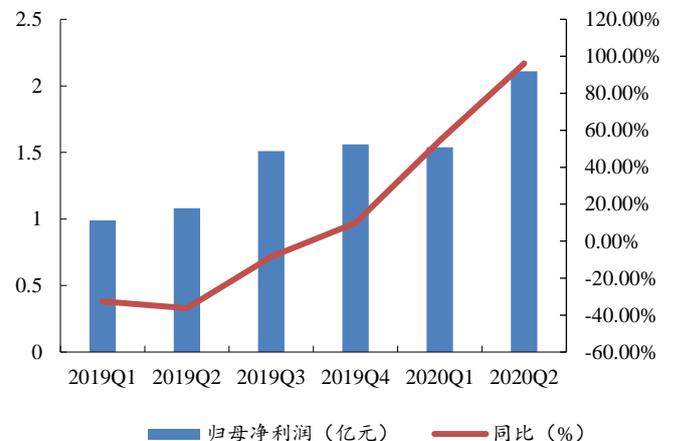
公司近期取得了储翰科技 67.19% 的股份表决权，并自 2020 年 5 月 19 日起将储翰科技纳入公司合并报表范围，使公司的净利润进一步增加。2020H1 实现归母净利润 3.65 亿元，同比增加 76.13%，2020Q2 实现归母净利润 2.11 亿元，同比增加 96.15%。随着数据中心及 5G 基站建设需求共振，产品有望量价齐升，公司作为光模块龙头企业，盈利能力将会进一步增加。

图3：公司整体归母净利润呈增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

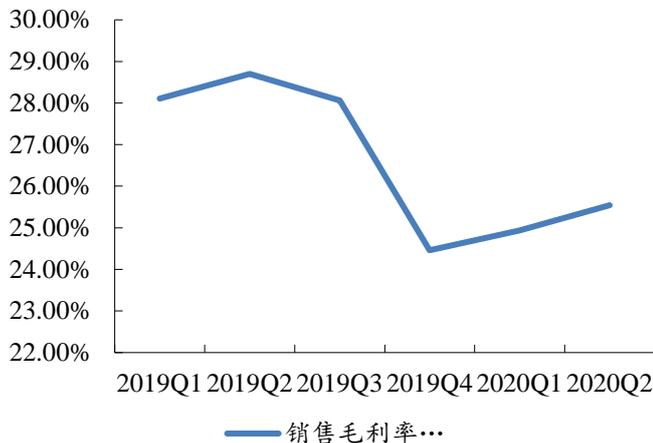
图4：公司 2020Q2 归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

单季度毛利率有所上升，费用控制效果较好。毛利率方面，公司 2020Q2 毛利率

为 25.54%，同比增加 2.41%，随着高毛利的 400G 产品放量，公司毛利率会持续上升。费用方面，公司 2020H1 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.94%、10.16%、0.96%，除了由于票据贴现导致利息支出增加及平均存款减少带来利息收入减少从而导致财务费用率上升之外，销售费用率和管理费用率相比 2019 年均有所下降，预计随公司经营经验、客户资源等方面的积累，规模化优势将得以体现。

**图5：公司单季度毛利率有所上升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：公司近年来费用控制效果较为明显**

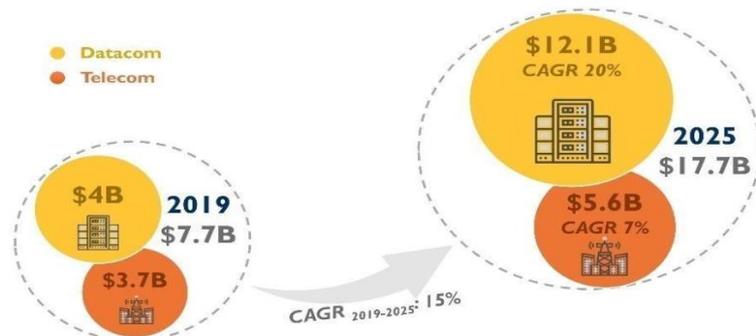

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、高速光模块持续放量，龙头企业技术领先，持续收益

**光模块市场将会迎来新一轮的爆发。**随着全球数据流量的持续性增长，光模块正在加速更新迭代。根据 Yole 测算，光模块的市场规模在 2019 年已达到约 77 亿美元，预计到 2025 年将增长一倍约至 177 亿美元，2019-2025 年的复合年增长率为 15%，前景广阔。

**图7：光模块市场前景广阔**

OPTICAL TRANSCEIVER MARKET – ANALYSIS BY APPLICATION  
Optical transceiver market revenue forecast by segment (2019 vs. 2025)



YOLE

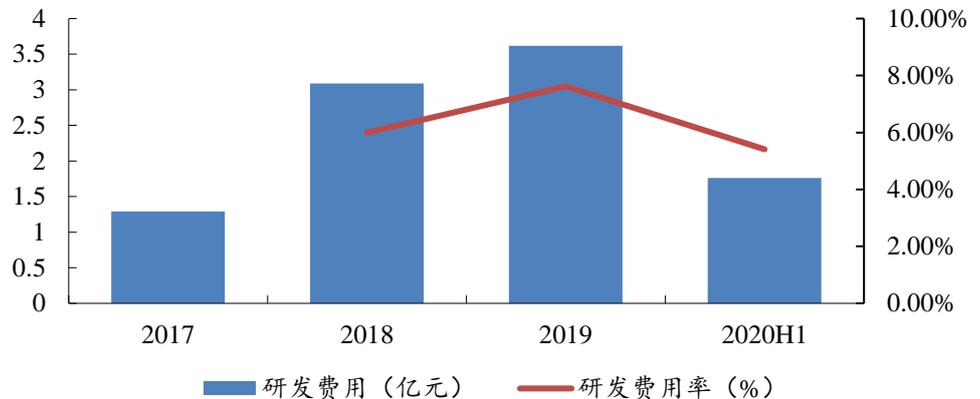
Optical Transceivers for Datacom &amp; Telecom | Sample | www.yole.fr | 02020

资料来源：公司公告

**公司专注研发，技术优势明显。**公司一直致力于追踪行业前沿技术的发展，重视研发人才储备，加大研发投入的力度，以确保核心技术根据市场需求及时迭代升级。2019 年 H1 公司研发投入达到 1.76 亿，研发费用率达到 5.41%。此外，公司在报告期内累计获得国外授权专利 16 项，国内专利 100 项，其中发明 50 项，领先的

研发与创新能力促进了产品的高性价比和公司的持续稳定发展。

图8: 公司注重研发投入



数据来源: Wind、开源证券研究所

**公司保持行业领先地位，高端产品持续突破。**公司在光模块行业景气度高的背景下，100G 和 400G 产品出货量同比提升并在数通行业继续保持领先的市场份额，相关 5G 产品也凭借良好的技术性能和交付能力等优势实现在出货量及市场份额的稳步增长，同时不断推出新产品。此外，公司在电机绕组装备制造领域中积极调整产品结构和营销策略，持续扩大市场份额，保持公司领先地位。

表1: 2020H1 公司高端产品持续突破

业务	成就
高端光通信收发模块业务	100G 和 400G 产品出货量同比提升
	25G 前传、50G 中传和 200G 回传等 5G 产品实现在出货量及市场份额的稳步增长
	800G 数通产品已向客户送样测试
	25G 前传 MWDW 彩光光模块和 200G 回传等 5G 产品已率先通过客户认证并量产出货
电机绕组装备制造业务	苏州旭创开展了一系列新技术和新工艺的预研项目
电机绕组装备制造业务	中际智能在新能源汽车驱动电机、工业电机方面的订单情况持续向好

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、收购储翰科技，完善产业链布局，提升综合竞争力

**公司收购储翰科技，电信侧实力有望进一步提升。**公司于 2020 年 2 月 14 日收购了成都储翰科技 67.19% 的股权，并于 2020 年 5 月 19 日将储翰科技纳入合并报表范围储翰科技将纳入上市公司合并范围，成为上市公司的控股子公司。公司此举措完善了公司在产业链的布局，强化在电信市场的布局，从而进一步推动上市公司业务拓展。

**储翰科技拥有较为完整的光电器件产业链。**储翰科技是一家专业从事通信类光电器件产品研发、生产与销售的企业，业务主要分为芯片封装、光电器件组件及光模块三大类。公司经过多年发展构建了从芯片封装、光电器件组件、光电模块为主的较为完整的光电器件产业链，可以根据用户的需求提供多元化的产品方案，同时

在成本控制方面更具优势。

**表2: 储翰科技拥有较为完整的光电器件产业链, 应用领域广泛**

产品类别	产品使用及功能	应用领域
用于FTTX的光电器件组件、光电模块	产品使用在光通信的局端和用户端, 主要用于把图像、数据、语音和视频等多种任务综合传送到用户端或者从用户端传送到通讯网过程中的光电转换, 产品主要类别是EPON/GPON/10GEPONOLT/BOSA(局端)、EPON/GPON/10GEPONONUBOSA(用户端)、EPON/GPONBOB(BOSAonBoard), 也包括EPON/GPON的单纤三向传输组件(Triplexer)、单纤四波长产品组件如RFoG组件	光纤接入网、三网融合
用于移动通信的光电器件组件、光电模块	用于4G/5G移动通信基站之间光纤传输, 有6Gb/s、10Gb/s、25Gb/s、40Gb/s光电器件组件, 可分为TOSA、ROSA组件; 10G/sCombopon模块, XG(S)pon模块, P2P10GXFP/SFP+模块	4G/5G移动通信基站
数据中心用的光电器件组件、光电模块	储翰科技的光电模块可用于数据中心等领域, 具体包括(4X10G、4X25G、4X100G等)	通讯传输、接入领域、数据中心

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**收购储翰科技产生后产生良好的协同效应。**虽然中际旭和和储翰科技同属光通信行业, 但在主要产品的研发方向、生产制造、产品应用领域、客户群体、市场区域等侧重点不同, 供应链又有所重合, 两家同行业企业的整合, 可使两家企业在技术进步、客户资源共享、规模化交付能力、成本控制、市场占有率提升、供应链整合等形成协同效应, 有利于进一步提升公司在全球数据中心与电信光模块市场的竞争能力, 并将对公司的长远发展产生积极影响。

## 4、盈利预测与估值

近期公司收购成都储翰科技67.19%的股权, 充分发挥协同效应, 增长公司OSA、PON等全产业链低成本规模生产的能力, 强化公司在电信市场布局, 使公司在数通市场确保龙头优势的同时, 在电信市场再创辉煌。假设公司2020/2021/2022年10G/40G光模块营收增速为44%/34%/33%(此前为35%/34%/32%), 25G/100G/400G光模块营收增速为54%/36%/36%(此前为35.2%/34.5%/32%)

我们调整预测公司2020/2021/2022年可实现归母净利润为8.04/11.12/14.87(此前为7.17/9.78/12.99)亿元, 同增56.5%/38.3%/33.7%(此前为39.6%/36.5%/32.7%), EPS为1.13/1.56/2.09(此前为1.01/1.37/1.82)元, 当前股价对应PE分别为52.7/38.1/28.5倍, 相对可比公司, 存在一定估值溢价, 维持“买入”评级。

## 5、风险提示

**5G建设不及预期。**5G建设进程与运营商资本开支相关性较大, 运营商对于网络的投入将会对设备需求产生影响。公司电信光模块作为5G承载设备重要组件之一, 其需求量将受到5G建设影响。

**IDC建设不及预期。**数通光模块主要应用场景在IDC。IDC作为底层架构, 为云计算等服务提供支持。若云计算等业务需求增速下滑将对IDC需求减少, IDC建

设及升级的步伐将有所减缓，对公司数通光模块的需求产生间接影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4158	5991	7604	8011	10336
现金	1041	1236	1437	1455	1781
应收票据及应收账款	880	1133	1685	2082	2906
其他应收款	4	10	19	24	41
预付账款	55	65	140	154	215
存货	2119	2504	3441	3581	4662
其他流动资产	59	1044	883	716	731
<b>非流动资产</b>	3922	4500	5182	5820	6568
长期投资	103	221	370	537	714
固定资产	1497	1950	2509	2994	3562
无形资产	414	407	342	284	238
其他非流动资产	1909	1922	1961	2005	2054
<b>资产总计</b>	8080	10491	12787	13831	16904
<b>流动负债</b>	2868	2826	4315	4245	5760
短期借款	390	652	1174	786	854
应付票据及应付账款	942	1431	2095	2435	3224
其他流动负债	1536	742	1046	1024	1682
<b>非流动负债</b>	436	739	802	864	995
长期借款	270	466	511	552	653
其他非流动负债	167	273	291	312	342
<b>负债合计</b>	3304	3565	5117	5109	6755
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	475	713	713	713	713
资本公积	3697	5064	5064	5064	5064
留存收益	871	1321	2031	3013	4326
<b>归属母公司股东权益</b>	4776	6926	7670	8722	10149
负债和股东权益	8080	10491	12787	13831	16904

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	660	569	524	1017	1085
净利润	623	513	804	1112	1487
折旧摊销	203	246	295	360	440
财务费用	79	17	5	-5	-33
投资损失	-7	-68	-80	-91	-96
营运资金变动	-473	-384	-484	-322	-666
其他经营现金流	234	244	-15	-37	-47
<b>投资活动现金流</b>	-673	-1939	-732	-688	-1044
资本支出	608	759	544	461	564
长期投资	-72	-700	-149	0	-177
其他投资现金流	-137	-1880	-337	-228	-657
<b>筹资活动现金流</b>	137	1557	-84	153	314
短期借款	-45	262	30	75	97
长期借款	28	196	45	42	101
普通股增加	2	238	0	0	0
资本公积增加	141	1368	0	0	0
其他筹资现金流	10	-507	-159	36	116
<b>现金净增加额</b>	139	195	-291	481	355

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	5156	4758	7184	9699	13093
营业成本	3750	3468	5201	7022	9479
营业税金及附加	10	17	28	29	26
营业费用	60	55	83	112	154
管理费用	253	275	413	524	694
研发费用	309	362	562	761	1034
财务费用	79	17	5	-5	-33
资产减值损失	66	-142	169	215	302
其他收益	33	85	66	60	70
公允价值变动收益	14	0	22	38	46
投资净收益	7	68	80	91	96
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	682	576	891	1230	1647
营业外收入	3	1	8	10	10
营业外支出	-10	0	1	2	2
<b>利润总额</b>	695	577	898	1238	1656
所得税	72	63	94	126	169
<b>净利润</b>	623	513	804	1112	1487
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	623	513	804	1112	1487
EBITDA	914	865	1233	1641	2128
EPS(元)	0.87	0.72	1.13	1.56	2.09

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	118.8	-7.7	51.0	35.0	35.0
营业利润(%)	231.2	-15.5	54.7	38.0	34.0
归属于母公司净利润(%)	285.8	-17.6	56.5	38.3	33.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.3	27.1	27.6	27.6	27.6
净利率(%)	12.1	10.8	11.2	11.5	11.4
ROE(%)	13.0	7.4	10.5	12.7	14.7
ROIC(%)	9.7	6.5	8.7	11.0	12.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.9	34.0	40.0	36.9	40.0
净负债比率(%)	15.4	4.3	7.6	3.4	2.8
流动比率	1.5	2.1	1.8	1.9	1.8
速动比率	0.7	1.1	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	5.2	4.7	5.1	5.2	5.3
应付账款周转率	2.9	2.9	3.0	3.1	3.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.72	1.13	1.56	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.80	0.74	1.43	1.52
每股净资产(最新摊薄)	6.70	9.71	10.76	12.23	14.23
<b>估值比率</b>					
P/E	68.0	82.5	52.7	38.1	28.5
P/B	8.9	6.1	5.5	4.9	4.2
EV/EBITDA	47.2	48.6	34.4	25.8	19.9

数据来源：贝格数据、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