

食品饮料

2021年10月31日

三季度低位盘整，两维度思考机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

证书编号：S0790521060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-白酒保持乐观态度，关注食品提价机会》-2021.10.24

《行业点评报告-9月电商数据分析：线上销售平淡，龙头表现分化》-2021.10.18

《行业周报-海天味业提价落地，糖酒会反馈稳健》-2021.10.17

● 核心观点：三季度业绩显分化，基金持仓比例持续回落

10月25日-10月29日，食品饮料指数跌幅为-1.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约0.1pct。子行业中啤酒（19.0%）、食品综合（6.8%）、乳品（6.3%）表现相对领先。啤酒表现较好，源于提价预期升温，以及啤酒上市公司三季报业绩普遍较好。本周三季报已全部披露完毕，整体来看食品饮料三季度呈现出营收增速回落、利润增速回暖的特点。白酒板块营收降速应是同期基数偏高有关，行业需求仍表现出较强韧性。大众品营收整体降速，应是消费需求偏弱，以及局部区域疫情影响有关，但部分行业龙头经过调整后已表现出回暖势头，领先于行业进行复苏。三季度大众品利润降幅收窄，在成本压力下部分企业缩减费用投放，业绩环比略有改善。我们预计四季度业绩可能回暖，展望2022年，我们可以从主题投资与业务反转两个维度思考投资机会，建议布局与消费升级、提价、乡村振兴相关的标的，以及关注业务反转的机会，如速冻食品、复合调味料等。

本周基金公布三季度持仓数据，2021Q3食品饮料基金重仓持股比例8.1%，环比回落10.7pct，持仓处于近五个季度新低。分子行业来看，白酒配置比例由2021Q2的7.8%回落至2021Q3的6.9%水平。三季度多数白酒的基金持仓数量有增加，但由于股价涨跌幅跑输大盘，导致白酒重仓市值比例仍有回落。非白酒食品饮料中，除乳制品外，其余行业配置比例均略有回落。2021Q3整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.16pct至1.21%水平。我们预判受益于春节时间错配，以及对于春节备货的乐观展望，四季度上市公司业绩可能好转，四季度食品饮料持仓情况可能略有改善。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、山西汾酒与海天味业

(1) 贵州茅台双节期间投放量增加，配合开箱等政策导致短期市场供给增加，价格适度回落，更有利于茅台酒长期持续发展。2021年规划营收增10.5%的目标大概率完成，公司在量价方面都有从容腾挪空间，未来量价齐升逻辑顺畅。(2) 五粮液双节供给增加，批价稳定在960-980元，渠道库存低位，动销良好。考虑经典五粮液的推广，预计2021年大概率完成双位数增长。(3) 山西汾酒高速增长显示公司基本面强劲，2021年超预期点将来自于高端产品进展，展望未来三年公司仍处于全国化和产品结构升级带来的收入、业绩快速增长阶段。(4) 海天味业公告提价，对于成本以及渠道利润都有积极影响。目前海天味业应处于恢复趋势当中，复苏曲线相对平缓。建议布局并长期持有。

● 板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘

10月25日-10月29日，食品饮料指数跌幅为-1.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约0.1pct。子行业中啤酒（19.0%）、食品综合（6.8%）、乳品（6.3%）表现相对领先。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：三季度业绩显分化，基金持仓比例持续回落.....	3
2、市场表现：食品饮料跑输沪深 300.....	3
3、上游数据：多数农产品价格上行.....	4
4、酒业数据新闻：宜宾白酒产业 1-8 月营收突破千亿.....	6
5、备忘录：关注 11 月 1 日南侨食品股东大会.....	6
6、风险提示.....	8

图表目录

图 1：食品饮料跌幅为-1.1%，排名 16/28.....	3
图 2：啤酒、食品综合、乳品表现相对较好.....	3
图 3：青岛啤酒、迎驾贡酒、重庆啤酒等涨幅领先.....	4
图 4：味知香、仲景食品、祖名股份等跌幅居前.....	4
图 5：2021 年 10 月 19 日全脂奶粉中标价同比+25.2%.....	4
图 6：2021 年 10 月 20 日生鲜乳价格同比+9.4%.....	4
图 7：2021 年 10 月 15 日猪肉价格同比-59.0%.....	4
图 8：2021 年 9 月生猪存栏数量同比+18.2%.....	4
图 9：2021 年 9 月能繁母猪数量同比+16.7%.....	5
图 10：2021 年 10 月 20 日白条鸡价格同比-4.6%.....	5
图 11：2021 年 9 月进口大麦价格同比+29.0%.....	5
图 12：2021 年 9 月进口大麦数量同比+12.7%.....	5
图 13：2021 年 10 月 29 日大豆现货价同比+24.7%.....	5
图 14：2021 年 10 月 20 日豆粕平均价同比+14.8%.....	5
图 15：2021 年 10 月 29 日柳糖价格同比+8.6%.....	6
图 16：2021 年 10 月 22 日白砂糖零售价同比-1.1%.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 30 日五粮液三季报披露.....	6
表 2：关注 10 月 26 日发布的得利斯首次覆盖报告.....	7
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	8

1、每周观点：三季度报业绩显分化，基金持仓比例持续回落

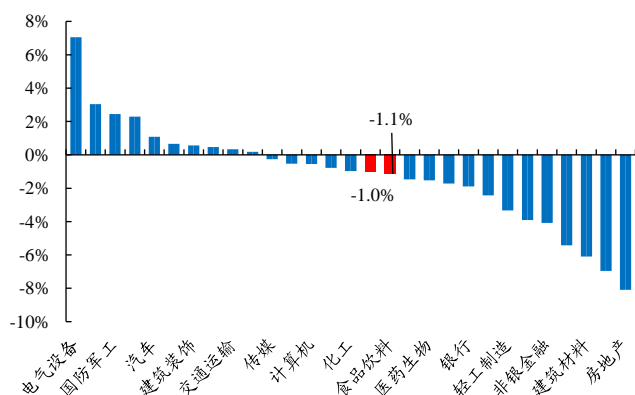
10月25日-10月29日，食品饮料指数跌幅为-1.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约0.1pct。子行业中啤酒（19.0%）、食品综合（6.8%）、乳品（6.3%）表现相对领先。啤酒表现较好，源于提价预期升温，以及啤酒上市公司三季度报业绩普遍较好。本周三季度报已全部披露完毕，整体来看食品饮料三季度呈现出营收增速回落、利润增速回暖的特点。白酒板块营收降速应是与同期基数偏高有关，行业需求仍表现出较强韧性。大众品营收整体降速，应是与消费需求偏弱，以及局部区域疫情影响有关，但部分行业龙头经过调整后已表现出回暖势头，领先于行业进行复苏。三季度大众品利润降幅收窄，在成本压力下部分企业缩减费用投放，业绩环比略有改善。我们预计四季度业绩可能回暖，展望2022年，我们可以从主题投资与业务反转两个维度思考投资机会，建议布局与消费升级、提价、乡村振兴相关的标的，以及关注业务反转的机会，如速冻食品、复合调味料等。

本周基金公布三季度持仓数据，2021Q3食品饮料基金重仓持股比例8.1%，环比回落10.7pct，持仓处于近五个季度新低。分子行业来看，白酒配置比例由2021Q2的7.8%回落至2021Q3的6.9%水平。三季度多数白酒的基金持仓数量有增加，但由于股价涨跌幅跑输大盘，导致白酒重仓市值比例仍有回落。非白酒食品饮料中，除乳制品外，其余行业配置比例均略有回落。2021Q3整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.16pct至1.21%水平。我们预判受益于春节时间错配，以及对于春节备货的乐观展望，四季度上市公司业绩可能好转，四季度食品饮料持仓情况可能略有改善。

2、市场表现：食品饮料跑输沪深300

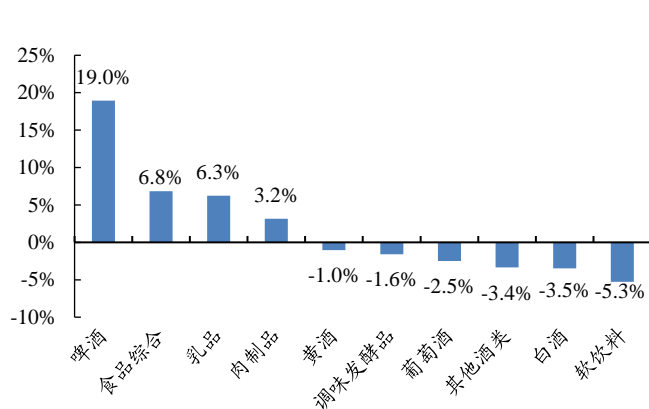
10月25日-10月29日，食品饮料指数跌幅为-1.1%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约0.1pct。子行业中啤酒（19.0%）、食品综合（6.8%）、乳品（6.3%）表现相对领先。个股方面，青岛啤酒、迎驾贡酒、重庆啤酒等涨幅领先；味知香、仲景食品、祖名股份等跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅为-1.1%，排名16/28



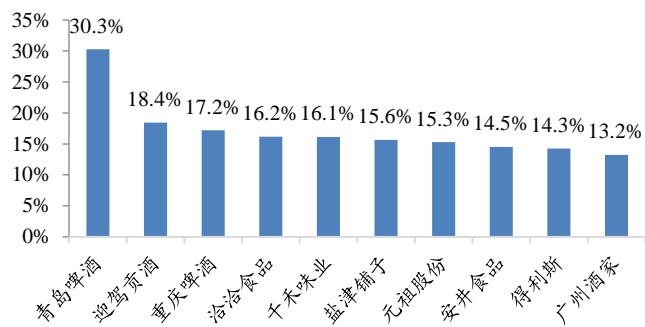
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：啤酒、食品综合、乳品表现相对较好



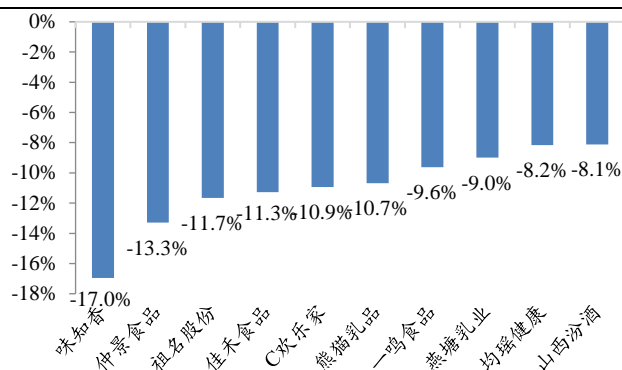
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 青岛啤酒、迎驾贡酒、重庆啤酒等涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 味知香、仲景食品、祖名股份等跌幅居前

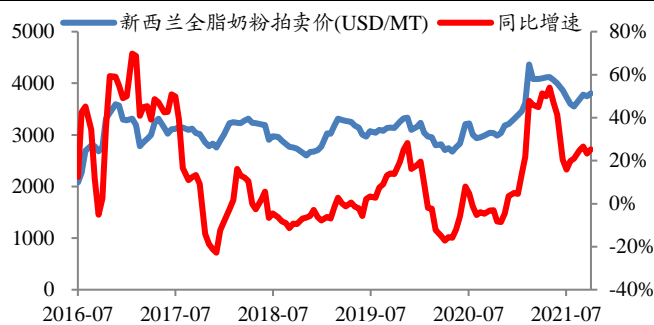


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、上游数据: 多数农产品价格上行

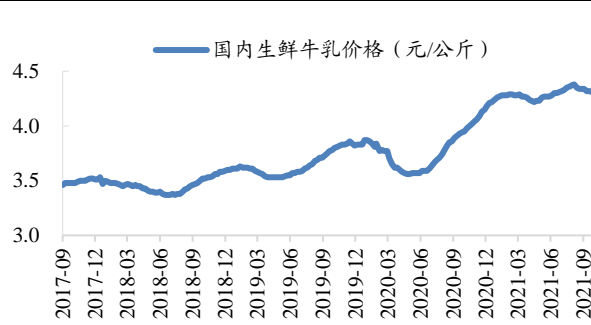
10月19日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3803 美元/吨, 环比+1.4%, 同比+25.2%, 奶价同比大幅提升。10月20日, 国内生鲜乳价格 4.3 元/公斤, 环比持平, 同比+9.4%。中短期看国内奶牛存栏量处于低位, 奶价估计持续上行。

图5: 2021年10月19日全脂奶粉中标价同比+25.2%



数据来源: GDT、开源证券研究所

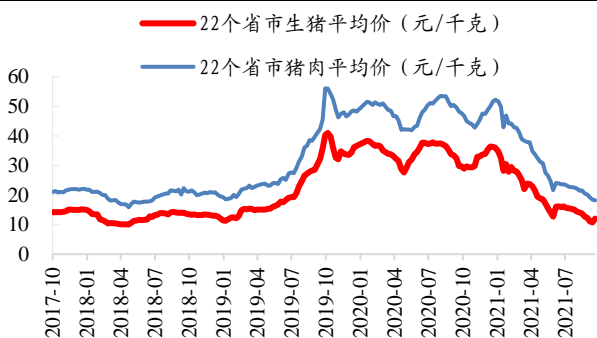
图6: 2021年10月20日生鲜乳价格同比+9.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

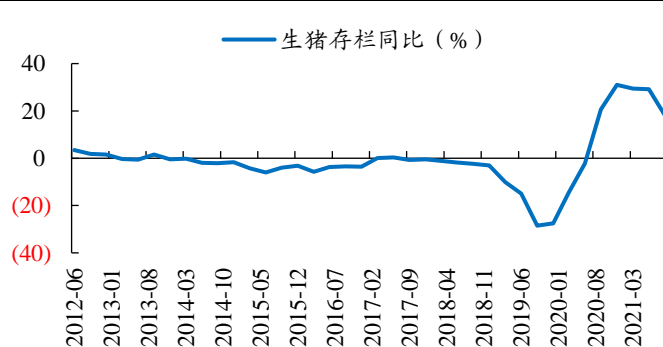
10月15日, 生猪价格 12.0 元/公斤, 同比-59.0%, 环比 11.6%; 猪肉价格 18.2 元/公斤, 同比-59.0%, 环比-1.2%。2021年9月, 能繁母猪存栏 4459 万头, 同比+16.7%, 环比-1.8%。2021年9月生猪存栏同比+18.2%。全年来看猪价下行趋势持续。10月20日, 白条鸡价格 21.3 元/公斤, 同比-4.6%, 环比+0.4%。

图7: 2021年10月15日猪肉价格同比-59.0%



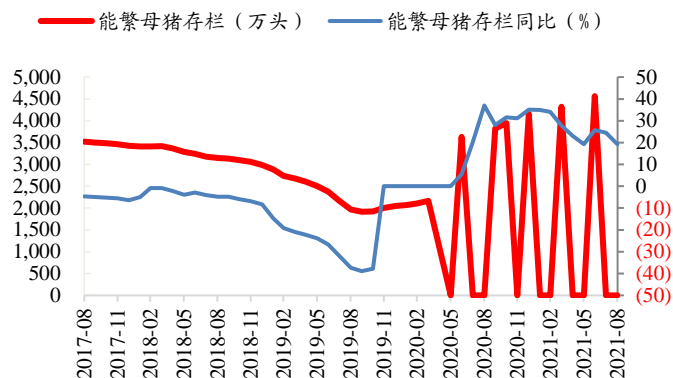
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2021年9月生猪存栏数量同比+18.2%



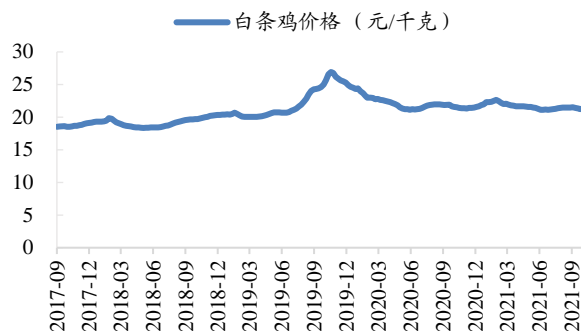
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2021年9月能繁母猪数量同比+16.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

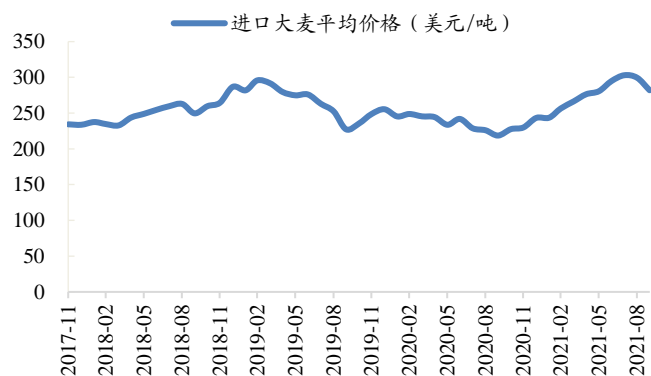
图10: 2021年10月20日白条鸡价格同比-4.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

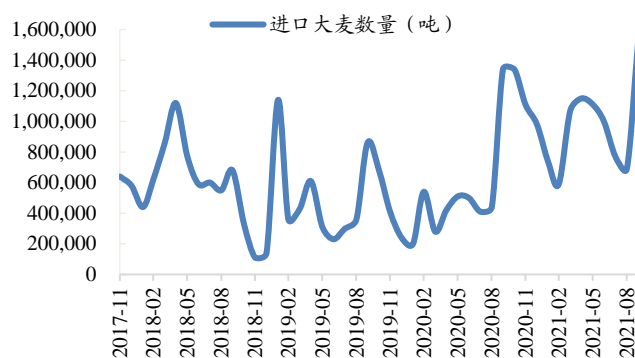
2021年9月, 进口大麦价格282.0美元/吨, 同比+29.0%。进口数量151万吨, 同比+12.7%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响, 后续进口大麦价格可能出现波动。

图11: 2021年9月进口大麦价格同比+29.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

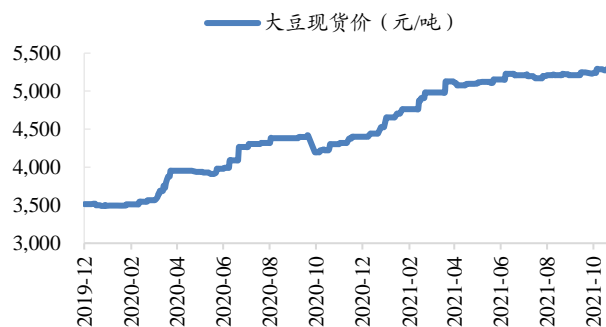
图12: 2021年9月进口大麦数量同比+12.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

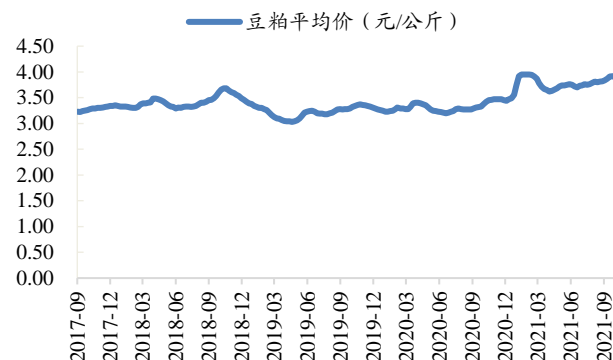
10月29日, 大豆现货价5259.8元/吨, 同比+24.7%。10月20日, 豆粕平均价格3.9元/公斤, 同比+14.8%。预计2021年大豆价格可能走高。

图13: 2021年10月29日大豆现货价同比+24.7%



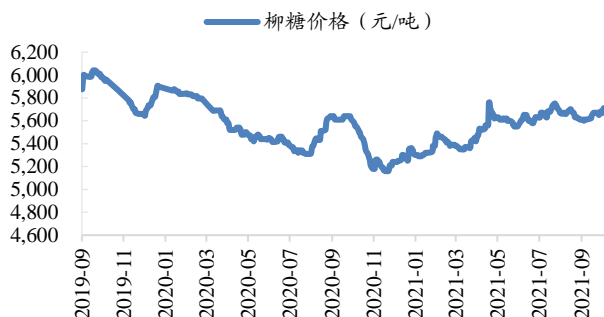
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021年10月20日豆粕平均价同比+14.8%

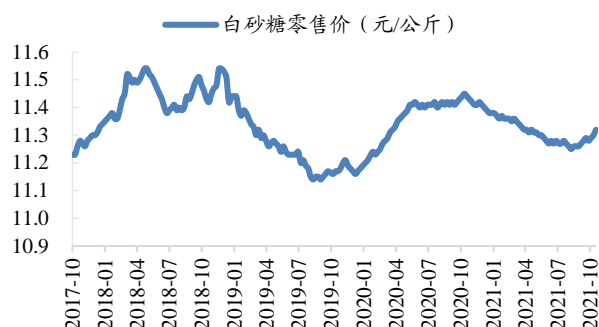


数据来源: Wind、开源证券研究所

10月29日，柳糖价格5690.0元/吨，同比+8.6%；10月22日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-1.1%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15: 2021年10月29日柳糖价格同比+8.6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021年10月22日白砂糖零售价同比-1.1%


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：宜宾白酒产业1-8月营收突破千亿

宜宾白酒产业1-8月营收突破千亿。10月25日，在“酒都宜宾，浓香天下”全国主流媒体走进长江“零公里”最优酿酒生态圈采风活动启动仪式上，宜宾市工业和军民融合局副局长李强透露，2021年1—9月，全市白酒产业继续保持较快发展态势，完成产量49.1万千升，同比增长2.6%；1—8月实现营业收入1080.3亿元、同比增长15.5%，利润总额236.1亿元、同比增长18.5%（来源于微酒）。

金沙酒业3万吨/年基酒扩能项目一期5000吨基酒扩能项目圆满竣工投产，金沙酒业年产能由1.9万吨提升至2.4万吨。金沙酒业提出“十四五”产能扩建项目稳步推进的目标规划是：总投资80亿元，争取两年内、确保三年内建成投产，到2025年实现年5万吨的基酒产能和20万吨的基酒储能规模（来源于酒说）。

中国从南非进口的葡萄酒数量跃升192.8%。数据显示，从2021年1月至6月，中国从南非进口的葡萄酒数量跃升了192.8%，与2020年同期相比，增幅居所有国家之首。2021年，南非对中国的葡萄酒出口可能高达3500万美元，三到五年内出口总额可能增加到1亿美元。根据南非葡萄酒协会的数据，2020年，南非向中国出口了价值2.88亿兰特（1,960万美元）的葡萄酒（来源于微酒）。

5、备忘录：关注11月1日南侨食品股东大会

下周（11月1日-11月7日）将有3家上市公司召开股东大会。

表1: 最近重大事件备忘录：关注10月30日五粮液三季报披露

日期	公司名称	财务报告	股东会	限售解禁
11月1日	南侨食品		上海市徐汇区(14:30)	
11月2日	星湖科技		广东省肇庆市(15:00)	
11月5日	海融科技		上海市奉贤区(14:30)	

资料来源: Wind、开源证券研究所

表2: 关注 10 月 26 日发布的得利斯首次覆盖报告

报告类型	报告名称	时间
公司点评	金字火腿: 定增扩产, 长期竞争力强化	8 月 29 日
公司点评	洋河股份: 战略调整成效显著, 多品牌共同发力	8 月 30 日
公司点评	五粮液: 各系列量价齐升, 直营占比明显提高	8 月 30 日
公司点评	煌上煌: 收入增幅回落, 蓄力未来成长	8 月 30 日
公司点评	海天味业: 短期业绩承压, 积极调整改善	8 月 31 日
公司点评	绝味食品: 门店拓展顺利, 未来稳健成长	9 月 1 日
公司点评	中炬高新: 业绩压力增大, 夯实基础静待花开	9 月 1 日
公司点评	伊利股份: 业绩超预期, 份额持续提升, 领先地位稳固	9 月 1 日
行业深度	食品饮料 2021 年中报综述: 白酒结构性繁荣, 大众品柳岸待花明	9 月 7 日
行业点评	8 月电商数据分析: 大众品表现分化, 集中度提升	9 月 22 日
行业周报	行业缓慢复苏, 建议逢低布局	9 月 26 日
行业周报	双节动销稳定, 板块持续改善	10 月 10 日
行业周报	海天味业提价落地, 酒糖会反馈稳健	10 月 17 日
行业点评	9 月电商数据分析: 线上销售平淡, 龙头表现分化	10 月 18 日
公司深度	水井坊首次覆盖报告: 重新聚焦高端化, 渠道革新再出发	10 月 20 日
公司点评	桃李面包: 需求放缓, 成本、促销压力较大	10 月 20 日
行业周报	白酒保持乐观态度, 关注食品提价机会	10 月 24 日
公司点评	贵州茅台: 改革持续推进, 经营稳中向上	10 月 25 日
公司深度	得利斯: 专注于肉制品深加工, 稳步推进全国化	10 月 26 日
公司点评	金徽酒: 疫情影响旺季节奏, 预计全年仍能达成预定目标	10 月 26 日
公司点评	洋河股份: 疫情扰动不碍稳健增长, 经营改善趋势持续	10 月 27 日
公司点评	李子园: 业绩稳步增长, 持续推进全国化	10 月 27 日
公司点评	新乳业: 低温鲜奶增速快, 协同效应强	10 月 27 日
公司点评	双汇发展: 利润短期承压, 吨利提升, 长期弹性大	10 月 27 日
公司点评	甘源食品: 收入稳步恢复, 底部反转可期	10 月 27 日
公司点评	口子窖: 恢复好于预期, 改善仍在途中	10 月 28 日
公司点评	味知香: 业绩短期承压, 静待产能释放	10 月 28 日
公司点评	广州酒家: 食品业务稳步增长, 餐饮业务逐渐恢复	10 月 28 日
公司点评	西麦食品: 业绩承压, 复合燕麦稳步增长	10 月 29 日
公司点评	东鹏饮料: 基数效应下增速放缓, 中长期成长性较高	10 月 29 日
公司点评	伊利股份: 业绩稳步增长, 多业务布局未来可期	10 月 29 日

资料来源: Wind、开源证券研究所

表3: 重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	买入	1826.1	41.76	48.03	55.52	43.7	38.0	32.9
五粮液	买入	216.5	6.33	7.74	9.45	34.2	28.0	22.9
洋河股份	增持	186.2	5.18	6.76	8.3	35.9	27.5	22.4
山西汾酒	买入	301.5	4.71	6.27	8.3	64.0	48.1	36.3
口子窖	增持	60.6	2.65	3.16	3.69	22.9	19.2	16.4
古井贡酒	增持	227.7	4.69	5.63	6.81	48.5	40.4	33.4
金徽酒	增持	34.4	0.8	1	1.28	43.0	34.4	26.9
水井坊	增持	126.7	2.14	2.97	4.01	59.2	42.6	31.6
伊利股份	买入	43.0	1.48	1.75	2.06	29.1	24.6	20.9
新乳业	增持	15.9	0.42	0.57	0.79	37.9	27.9	20.1
双汇发展	增持	29.5	1.56	1.92	2.18	18.9	15.4	13.5
中炬高新	增持	36.4	0.95	1.15	1.39	38.3	31.6	26.2
涪陵榨菜	买入	34.9	0.94	1.16	1.4	37.1	30.1	24.9
海天味业	买入	117.0	1.67	1.96	2.31	70.1	59.7	50.7
恒顺醋业	买入	16.2	0.33	0.39	0.47	48.9	41.4	34.4
西麦食品	增持	17.9	0.68	0.81	0.98	26.3	22.1	18.3
桃李面包	买入	31.5	0.81	0.96	1.12	38.9	32.8	28.1
嘉必优	买入	42.8	1.20	1.79	2.49	35.7	23.9	17.2
绝味食品	买入	65.9	1.57	1.97	2.42	41.9	33.4	27.2
煌上煌	增持	13.8	0.66	0.78	0.93	21.0	17.7	14.9
广州酒家	增持	22.7	0.94	1.13	1.31	24.2	20.1	17.4
甘源食品	增持	53.9	1.42	2.14	2.42	38.0	25.2	22.3

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021 年 10 月 29 日)

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

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