

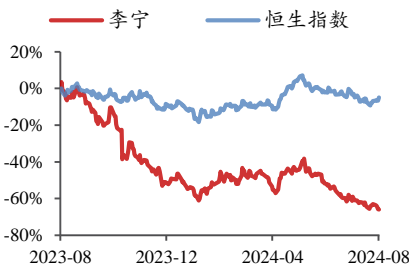
李宁 (02331.HK)

2024年08月18日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/16
当前股价(港元)	13.100
一年最高最低(港元)	41.450/12.880
总市值(亿港元)	338.57
流通市值(亿港元)	338.57
总股本(亿股)	25.84
流通港股(亿股)	25.84
近3个月换手率(%)	62.89

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《2024Q1 流水符合预期, 零售折扣低单改善—港股公司信息更新报告》-2024.4.25
- 《2023 年批发及电商短暂调整, 期待2024 年货通价顺—港股公司信息更新报告》-2024.3.21
- 《2023Q3 批发及电商流水承压, 预计短期调整后轻装上阵—港股公司信息更新报告》-2023.10.26

2024H1 跑步核心大单品表现亮眼, 派息率提升

——港股公司信息更新报告

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: S0790524070006

● 2024H1 跑步核心大单品表现亮眼, 派息率提升, 维持“买入”评级

公司2024H1 营收143.45亿元(同比+2.3%, 下同), 归母净利润19.52亿元(-8.0%), 中期派息比例自2023H1的45%提升至50%, 考虑2024H1 线下客流承压且篮球品类主动控货, 我们下调盈利预测至31/34.1/37.0亿元(此前为33.4/38.4/43.5亿元), 当前股价对应PE为10.0/9.1/8.4倍, 公司现金管控能力优异, 跑步品类预计持续高增, 积极扩充新产品及渠道建设应对多层次市场, 维持“买入”评级。

● **收入: 线下高层级提效新兴市场加速拓展, 批发控货下DTC收入占比提升**

分品类, 2024H1 鞋/服/配件收入78.4/53.8/11.3亿元, 分别+4.4%/-4.7%/+30.3%。**分渠道**, 2024H1 批发/零售/电商/海外收入为65.9/35.0/40.0/2.5亿元, 分别-2.0%/+2.7%/+11.4%/-14.39%, 批发控货下DTC占比提升至55%。**店数**: 截至2024H1 共有7677家门店(+3.1%), 李宁核心品牌门店6239家(+1.2%), 李宁Young门店1438家(+12.3%), 年初至今李宁核心/YOUNG分别净-1/+10家。**面积及店效继续提升**: 截至2024H1 平均面积同增单位数至245m²、平均月店效31万元, 聚焦高层级市场店铺运营效率提升并加速拓展新兴市场, 大店数量1650家, 高层级市场流水贡献保持稳定, 新兴市场新开/整改/关闭100+/80/80家。

● **流水: 2024H1 全渠道流水-1%, 跑步流水增25%, 量下降中单/ASP增低单**

2024Q1/Q2/H1 全渠道流水低单增长、低单下降、-1%。分量价: ASP在稳定的吊牌价及低单的折扣改善下提升低单位数, 销量受线下客流影响下降中单位数。**分渠道**: 线上流水增加10-20%中段, 线下流水中单下降。**分品类**: 运动生活/篮球/跑步/健身流水分别增长-7%/-20%/+25%/+7%, 流水占比为33%/-1pct、22%/-6pct、30%/+6pct、14%/+1pct。受益于专业品类的战略性聚焦及持续夯实产品矩阵的策略, 跑鞋三大核心IP销量超500万双, 同时积极扩充新产品、新人群、新市场, 运动生活新系列Soft销量突破100万双。

● **2024H1 盈利能力好于预期, 销售费用及利息收入减少影响净利润**

盈利能力: 2024H1 毛利率50.4%(+1.6pct), 主要系渠道组合及电商毛利率提升, 销售/管理/财务费用率为30.2%/4.7%/-0.7%, 同比+2.0/+0.5/+0.9pct, 主要系广告及宣传费用投入加大2亿元及利息收入减少, 经营利润率16.7%(-1.0pct), 归母净利率13.6%(-1.5pct)。**营运能力**: 截至2024H1 拨备前公司存货24.57亿元(+9%), 全渠道存货增加中单位数, 全渠道库销比3.9月, 渠道存货中新品占比83%; 存货/应收/应付账款周转天数为62/15/46天(+5/+1/-5天)。净现金为175.81亿元(-2.2%), 经营性净现金流27.30亿元(+40.6%), 现金管理能力优秀。

● **风险提示**: 市场竞争加剧, 产品升级和渠道优化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	28,185	30,438	32,574
YOY(%)	14.3	7.0	2.1	8.0	7.0
净利润(百万元)	4,064	3,187	3,096	3,410	3,701
YOY(%)	1.3	-21.6	-2.9	10.1	8.5
毛利率(%)	48.4	48.4	49.2	49.2	49.2
净利率(%)	15.7	11.5	11.0	11.2	11.4
ROE(%)	16.7	11.9	10.1	9.2	8.4
EPS(摊薄/元)	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4
P/E(倍)	7.6	9.7	10.0	9.1	8.4
P/B(倍)	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2024年8月16日汇率: 1港币 = 0.92人民币)

目 录

1、 2024H1 跑步核心大单品表现亮眼，派息率提升.....	3
1.1、 线下渠道：持续提升店铺形象，拓展高质量可盈利店铺.....	5
1.2、 线上渠道：经营环境有所改善，各项经营指标均符合预期.....	5
2、 电商去库致公司毛利率承压，净利润受其他收入影响微降.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 2024H1 公司收入同比增长 2.3%至 143.45 亿元.....	3
图 2： 2024H1 公司归母净利润同比下降 8.0%.....	3
图 3： 2024H1 跑步流水占比提升 6pct 至 30%.....	3
图 4： 2024H1 跑步流水大幅增长 25%.....	3
图 5： 李宁牌零售收入占比同比持平.....	4
图 6： 李宁牌:线下新品流水占比为 87%.....	4
图 7： 2024H1 公司库龄结构保持健康可控.....	7
图 8： 2024H1 渠道存货结构仍然保持稳定.....	7
表 1： 2024H1 全渠道流水低单下降，线上 10-20%中段增长、线下中单下降.....	4
表 2： 2024H1 加速店铺形象升级，拓展高质量可盈利店铺.....	5

1、2024H1 跑步核心大单品表现亮眼，派息率提升

2024H1 公司实现营收 143.45 亿元(+2.3%)，经营利润为 24.02 亿元 (-3.0%)，归母净利润 19.52 亿元(-8.0%)，归母净利率 13.6%，中期派息比例自 2023H1 的 45% 提升至 50%。

图1：2024H1 公司收入同比增长 2.3% 至 143.45 亿元

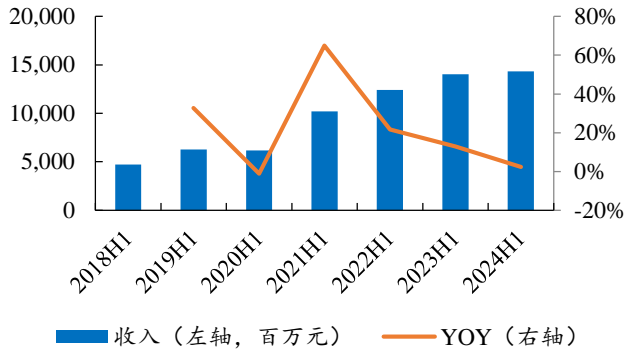
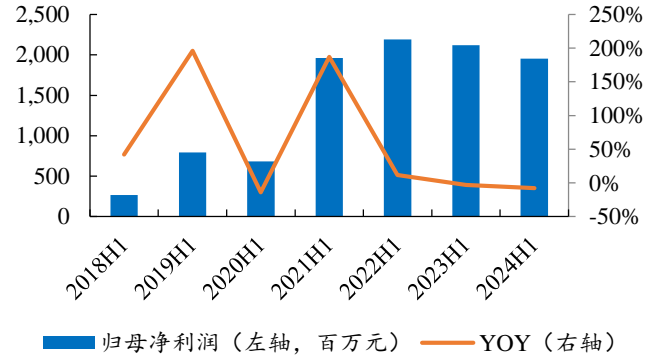


图2：2024H1 公司归母净利润同比下降 8.0%



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) 收入方面：2024H1 零售占比持平，鞋类占比基本稳定

按渠道：2024H1 线下批发/线下零售/线上电商渠道收入分别为 65.90/35.03/40.04 亿元，分别同比-2.0%/+2.7%/+11.4%。李宁牌（不含国际市场和李宁 Young）批发/零售/电商渠道收入占比分别为 45%/25%/30%，零售渠道收入占比同比持平。

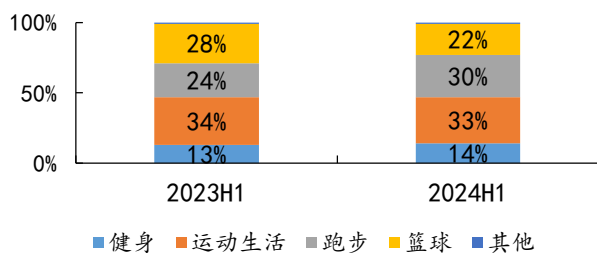
按品类：2024H1 鞋类、服装、配件分别实现收入 78.44 /53.75/11.26 亿元，分别同比+4.4%/-4.7%/+30.3%，配件增长快于鞋，占总收入比分别为 54.7%/37.5%/7.8%。

(2) 流水方面：2024H1 全渠道流水下降 1%，跑步流水高增驱动

分渠道看：2024H1 线上直营流水提升 10-20% 中段，线下流水中单下降。

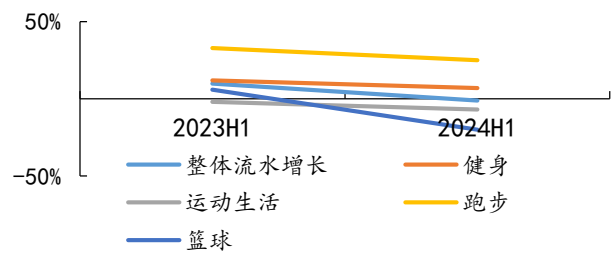
分品类看：2024H1 运动生活/篮球/跑步/健身流水分别增长-7%/-20%/+25%/+7%，流水占比分别为 33%/-1pct、22%/-6pct、30%/+6pct、14%/+1pct。篮球的增速和占比大幅下降，主要是由于目前整体篮球市场的增速放缓以及公司主动控货。跑步品类高增，主要系公司继续深耕专业跑鞋的矩阵，（1）超轻、赤兔、飞电三大核心跑鞋系列累计销售量突破 500 万双，为业务的增长提供强有力的支撑。（2）迭代代表品牌前沿科技创新的设计水平的“绝影 3”跑鞋，实现回弹、省力、稳定三大性能的强势进阶，力求为消费者提供更卓越的运动体验。

图3：2024H1 跑步流水占比提升 6pct 至 30%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2024H1 跑步流水大幅增长 25%

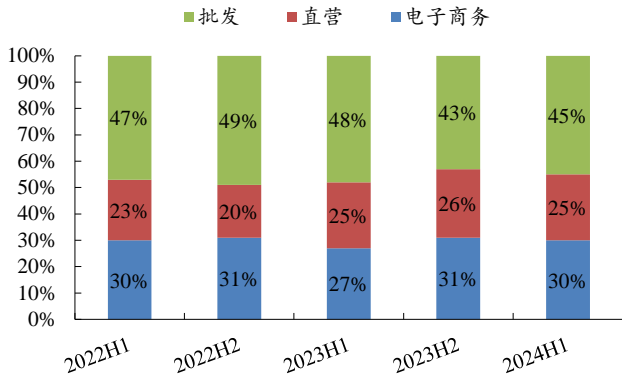


数据来源：公司公告、开源证券研究所

分量价看：ASP 提升低单位数主要系折扣改善低单，销量下降中单位数。

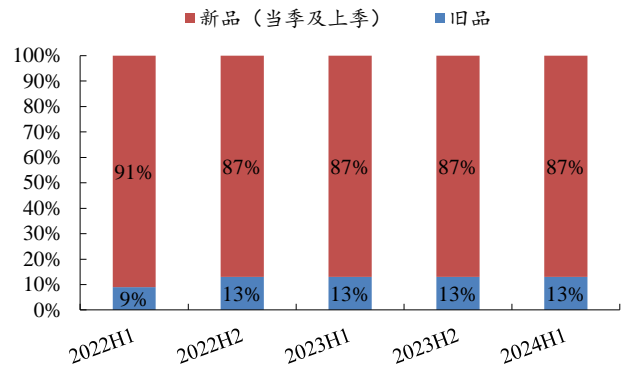
分新旧品看：李宁牌（不含国际市场和李宁 Young）的线下流水中，新品销售占比达 87%（持平），保持在健康水平。3 个月新品折扣率为 80-90%低段，6 个月新品售罄率为 70-80%高段，同比下降 3pct，有待改善。

图5：李宁牌零售收入占比同比持平



数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：不含李宁 Young 和国际市场

图6：李宁牌:线下新品流水占比为 87%



数据来源：公司官网、开源证券研究所，注：包含零售及批发流水，不含李宁 Young 和国际市场

流水分季度看：2024Q1、Q2、H1 全渠道流水低单增长、低单下降、低单下降。

2024Q1、Q2、H1 线下低单/中单/中单下降。

(1) 2024Q1、Q2 零售录得中单增长、持平。

(2) 2024Q1、Q2、H1 批发录得中单/高单/低单下降。

2024Q1、Q2、H1 电商流水 20-30%低段/高单/10-20%中段增长。

表1：2024H1 全渠道流水低单下降，线上 10-20%中段增长、线下中单下降

季度	全渠道流水增长	线下渠道	直营	批发	电商
2021Q1	80%-90%高段	80%-90%低段	90%-100%低段	80%-90%低段	100%
2021Q2	90%-100%低段	90%-100%低段	80%-90%高段	90%-100%低段	90%-100%高段
2021Q3	40%-50%低段	30%-40%高段	30%-40%中段	30%-40%高段	50%-60%中段
2021Q4	30%-40%低段	20%-30%高段	20%-30%高段	20%-30%高段	40%-50%低段
2022Q1	20%-30%高段	20%-30%中段	30%-40%中段	20%-30%低段	30%-40%中段
2022Q2	负高单	负高单	负高单	负高单	中单增长
2022Q3	10-20%中段	10-20%中段	20-30%低段	10-20%低段	20-30%中段
2022Q4	10%-20%低段下降	10%-20%高段下降	10%-20%中段下降	得 20%-30%低段下降	中单增长
2023Q1	中单	高单	10-20%中段	中单	10%-20%低段下降
2023Q2	10-20%中段	10-20%高段	20-30%高段	10-20%中段	10-20%低段
2023Q3	中单	高单	20-30%低段	低单	低单下降
2023Q4	20-30%低段	20-30%高段增长	50-60%低段	10-20%高段	中单增长
2024Q1	低单增长	低单下降	中单增长	中单下降	20-30%低段增长
2024Q2	低单下降	中单下降	持平	高单下降	高单增长
半年度	全渠道流水增长	线下渠道	直营	批发	电商
2024H1	-1%	中单下降		低单下降	10-20%中段增长

数据来源：公司公告、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

(3) 童装业务方面

2024H1 童装业务收入占比预计中单，全渠道流水提升中单，零售折扣改善低单，整体毛利率进一步得到改善。截至 2024H1 共有门店 1438 家，同比+12.26%，较 2023 年末净开店 10 家。2024H1 平均月店效为 13 万元，单店面积 120-130m²，平均件单价提升中单。

1.1、线下渠道：持续提升店铺形象，拓展高质量可盈店铺

截至 2024H1，公司共有 7677 家门店 (+3.1%)，较 2023H1 净开 229 家门店。

(1) 不含李宁 Young 和国际市场，李宁核心门店 6239 家 (+72 家，+1.2%)，较 2024Q1 净开 25 家，较 2023 年末净闭 1 家，其中零售净闭 3 家至 1495 家、批发净开 2 家至 4744 家。

(2) 李宁 YOUNG 门店 1438 家 (+157 家，+12.3%)，较 2024Q1 净开 33 家，较 2023 年末净开 10 家。

面积及店效继续提升，持续聚焦高效大店。店铺总销售面积同比增长中单位数，2024H1 平均面积达 245 平方米，平均月店效 31 万元。其中，大店数量超过 1650 家，平均面积超过 410 平方米；九代店数量超 450 家，较 2023 年末增长约 96%，平均月店效约 45 万元。

聚焦高层级市场店铺运营效率的提升，调整部分不符合集团渠道战略的店铺，优化整体渠道效率。同时加速新兴市场的渠道建设，新兴市场新开/整改/关闭 100+/80/80 家，为新兴市场消费者提供更好的购物体验。

优化零售运营效率，确保成交率保持稳定，连带率接近 2023H1 水平。线下折扣同比改善低单位数，带动 ASP 低单提升。

表2：2024H1 加速店铺形象升级，拓展高质量可盈店铺

	2022H1	2023H1	2024H1
总店铺	总面积增加 20-30%低段，平均面积约 220 m ²	总面积+10~20%中段，平均面积 240 m ²	总面积提升中单位数，平均面积 245 m ²
月店效	平均月店效+10-20%低段	平均月店效+中单	平均月店效 31 万元
店铺维度	新开店>240，平均面积 320 m ²	大店数量>1630，平均面积>410 m ²	大店数量 1650 家，平均面积约 410 m ²
流水结构	大店流水占比提升高单位数，高级市场流水贡献稳定，购物中心流水贡献+高单	大店流水占比进一步提升，高层级市场流水贡献稳定，购物中心中心流水贡献进一步提升	高层级市场流水贡献保持稳定，核心商业体进驻率约 90%
成交率	中单	保持良好水平	保持稳定
折扣	零售折扣加深中单位数，ASP 提升低单	零售折扣略有加深，ASP 提升中单	零售折扣改善低单，ASP 提升低单

资料来源：公司公告、开源证券研究所，大店：面积>300 平方米

1.2、线上渠道：经营环境有所改善，各项经营指标均符合预期

2024H1 公司持续强化电商经营效率，全平台深化零售布局，加大对各个电商平台的投入来应对平台竞争的变化，同时线上消费环境逐步回暖，客流回升。电商渠道收入同比增长 11.4%，线上直营流水提升 10-20%中段，线上客流提升 10-20%中段。

转化率保持稳定，折扣率同比改善低单位数。针对不同渠道的需求，公司提升

差异化组货的精准度，同时加大滚动翻单的频次，提升库存有效性，上半年电商库存周数同比大幅改善。

2、电商去库致公司毛利率承压，净利润受其他收入影响微降

毛利率：2024H1 公司毛利率为 50.4% (+1.6pct)，主要系渠道组合及电商毛利率提升，具体分析：

- (1) 电商渠道经营环境及销售效率优化带动折扣改善，使集团毛利率上升 0.9pct。
- (2) 直营渠道优化，销售效率带动折扣改善，使集团毛利率上升 0.5pct；
- (3) DTC 渠道占比上升，带动集团毛利率上升 0.4pct；
- (4) 其他业务单元商品结构变化影响集团毛利率下降 0.2pct。

费用率：进行策略性的费用投入与控制，以推动实现更好的长期投资回报

2024H1 年公司 SG&A 占比 34.9% (+2.5pct)，主要系广告及宣传费用投入加大 2 亿元及利息收入减少，其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 30.2%/4.7%/-0.7%，分别同比+2.0pct、+0.5pct、+0.9pct。各费用具体分析：

(1) 销售相关非固定费用，如直营店铺费用、平台佣金、物流费用等，总计增加 2.05 亿元，主要由于直营渠道拓展，巩固核心商圈，使店铺费用增加，以及电商平台流水恢复带来的佣金增加。

(2) 广告与营销费用增加 2.07 亿元，费用率同比上升 1.3pct 至 8.7%。营销费用上升主要由于体育大年背景下加大品牌营销投放以及驱动流水复苏而增加的推广促销费用。

(3) 为巩固与提升品牌核心竞争力，研发和人员费用、资产折旧等增加，导致其他平台费用增加 8100 万元，其他收入减少 9200 万元，主要由于投资理财收益及利息收益的减少。

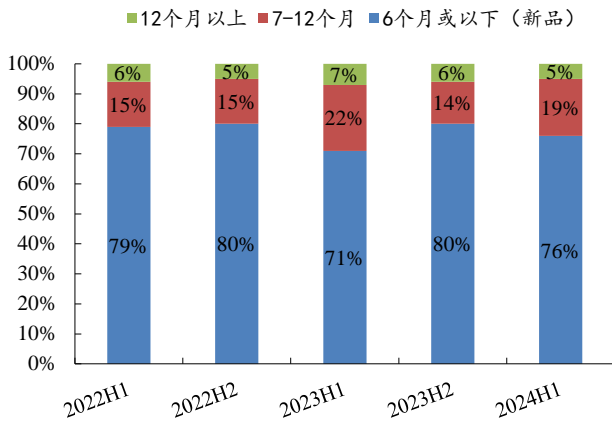
经营利润率及净利率：2024H1 公司经营利润为 24.0 亿元 (-3.0%)，经营利润率为 16.7% (-1.0pct)，2024H1 归母净利润为 19.5 亿元 (-8.0%)，归母净利率为 13.6% (-1.5pct)。

(2) 公司营运能力保持良好

公司库存：2024H1 公司存货拨备前成本金额为 24.57 亿元 (+9%)，存货周转天数 62 天/+5 天。6 个月或以下（新品）、7-12 个月、12 个月以上的存货占比分别为 76%/+5pct、19%/-3pct、5%/-2pct。

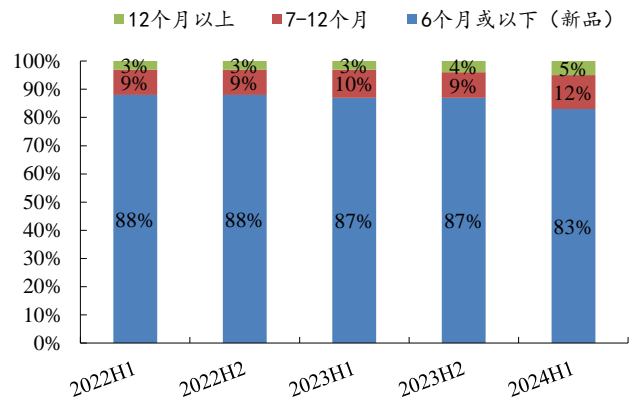
渠道库存：2024H1 公司渠道存货（包括线上及线下）总额同比增加中单位数，处于合理水平，全渠道存货周转 3.9 个月 (+0.1 月)。6 个月或以下（新品）、7-12 个月、12 个月以上的存货占比分别为 83%/-4pct、12%/+2pct、5%/+2pct。

图7：2024H1 公司库龄结构保持健康可控



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2024H1 渠道存货结构仍然保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

应收账款：2024H1 公司拨备前的应收账款为 12.59 亿元 (-6%)，应收账款周转天数为 15 天，同比+1 天。90 天以内的应收贸易款项占比由 2023H1 的 84%提升到 85%。

现金流：2024H1 公司净现金为 175.81 亿元，较 2023 年末-2.2%，现金及现金等价物 61.47 亿元，较 2023 年末+12.9%，经营活动净现金流为 27.30 亿元 (+40.6%)，现金储备充裕。

3、盈利预测与投资建议

考虑 2024H1 线下客流承压且篮球品类主动控货，我们下调盈利预测至 31/34.1/37.0 亿元(此前为 33.4/38.4/43.5 亿元)，当前股价对应 PE 为 10.0/9.1/8.4 倍，公司现金管控能力优异，跑步品类预计持续高增，积极扩充新产品及渠道建设应对多层级市场，维持“买入”评级。

4、风险提示

市场竞争加剧，产品升级和渠道优化不及预期。

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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