

2026年01月25日

## 春季躁动，中小盘领衔

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhuan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

### ● 勿需惊慌，躁动或继续

我们在 11.30 的报告《提前布局春季躁动》当中指出：“近期市场出现了一定的调整，但我们认为当下已经可以更加积极。”但是近两周春季躁动迎来较为明显的结构分化：中小盘涨势较好，大盘相对低迷，且对应宽基 ETF 出现净流出加速的现象。对此，我们认为“勿需惊慌，躁动或继续”。

### ● 宽基指数 ETF 大幅净流出是否是离场信号？并不是，而是健康的表征

本周，宽基指数 ETF 仍在加速流出。截至 1 月 23 日，1 月各类型宽基 ETF 净流出规模已超出汇金 2025Q2 的净买入规模。其中，宽基指数 ETF 当中的流出主力是沪深 300ETF 而非 A500ETF。

(1) 当前类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著。这不是在压制市场，而是居安思危，中央汇金有更好的窗口重新收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气。

(2) 自 2025 年 6 月以来，宽基型 ETF 净流出时，往往非宽基型 ETF 迎来净流入，一来一回形成对冲。在市场较为积极的环境下，部分居民及机构投资者更多买入弹性较大的非宽基型 ETF，而中央汇金的筹码更多集中在宽基型 ETF 当中，最终呈现宽基型 ETF 净流出，非宽基型 ETF 净流入组合。

### ● 成交额支撑下，春季躁动中小盘或优于大盘

市场“牛市”行情中，成交额变化往往易触发大小盘风格切换，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘大概率优于大盘，占优时长 2-3 个月。复盘 2006-2007、2014-2015、本轮 2024 年至今，均呈现该规律。

成交额变化引发风格切换的背后，是流动性逻辑。市场流动性充裕，中小盘股票易触发“估值修复+成长预期”的双击，带来“流动性溢价”。1 月以来，成交额放量上新台阶，目前中小盘占优时长仅在 1 个月内，据 2-3 个月规律范围较远。只要日均成交额未出现明显缩量，中小盘占优的概率仍相对较高。

### ● 投资思路——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞

本轮牛市的核心理驱动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。

两翼齐飞兼顾仓位平衡：(1) AI 硬件需跟踪  $\Delta G$  的变化，重视机构仓位较低的 AI 端侧相关板块及科技内部高低切；(2) 十五五规划首年可以更加重视新的主题向主线过渡的情况比如商业航天、脑机接口等；(3) 本轮行情我们一直强调是科技+周期的双主线，提价线索叠加反内卷的加持下周风格同样也大有可为。行业配置建议：(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；(2) PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、保险、电力、机械；(3) 中长期底仓：黄金、优化的高股息。

### ● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化风险。

## 相关研究报告

《机构关注度环比回升：电力设备、计算机、有色金属—机构调研周跟踪》  
-2026.1.19

《毋需惊慌，躁动或继续—投资策略专题》-2026.1.18

《景气投资方法论—投资策略专题》  
-2026.1.17

## 目 录

1、 勿需惊慌，躁动或继续 .....	3
2、 成交额支撑下，春季躁动中小盘或优于大盘 .....	6
3、 投资建议——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞 .....	8
4、 风险提示 .....	8

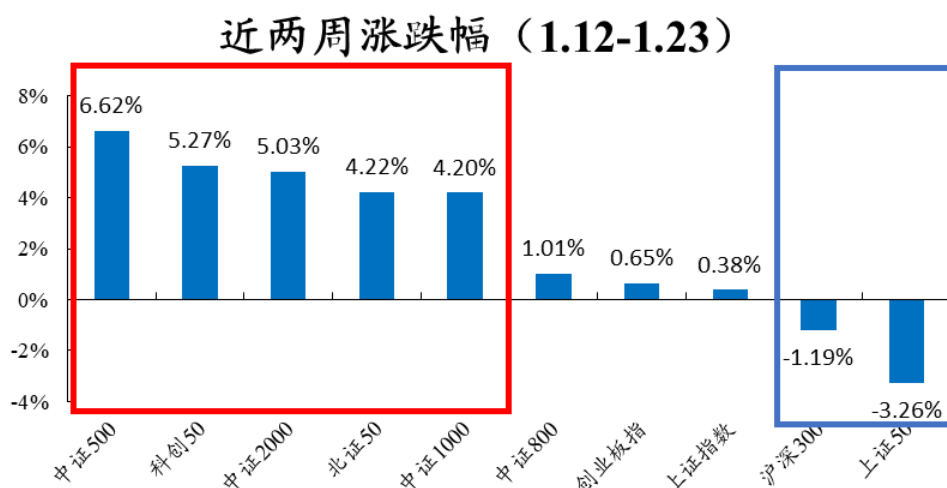
## 图表目录

图 1： 近两周，市场出现明显的结构分化，中小盘涨势较好，大盘相对较弱 .....	3
图 2： 截至 1 月 23 日，宽基 ETF 仍在加速净流出 .....	3
图 3： 中央汇金公司 2025Q2 大幅买入宽基 ETF .....	4
图 4： 类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著 .....	5
图 5： 宽基型 ETF 流出时，往往非宽基型 ETF 迎来流入 .....	5
图 6： 2006-2007 年上涨行情中，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘优于大盘 .....	6
图 7： 2014-2015 年上涨行情中，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘大概率优于大盘，持续时长 2-3 个月 .....	6
图 8： 2024 年以来，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘优于大盘，持续时长 2-3 个月 .....	7

## 1、勿需惊慌，躁动或继续

我们在 11.30 的报告《提前布局春季躁动》当中指出：“近期市场出现了一定的调整，但我们认为当下已经可以更加积极。”但是近两周春季躁动迎来较为明显的结构分化：一方面，以中证 500、中证 2000、中证 1000 为代表的中小盘继续躁动，已突破前期高点，呈现显著的“小优于大”的特征；另一方面，主要宽基指数当中，上证 50、沪深 300、上证指数等平均市值较大的指数表现相对较弱，对应指数 ETF 出现净流出加速的现象。

图1：近两周，市场出现明显的结构分化，中小盘涨势较好，大盘相对较弱

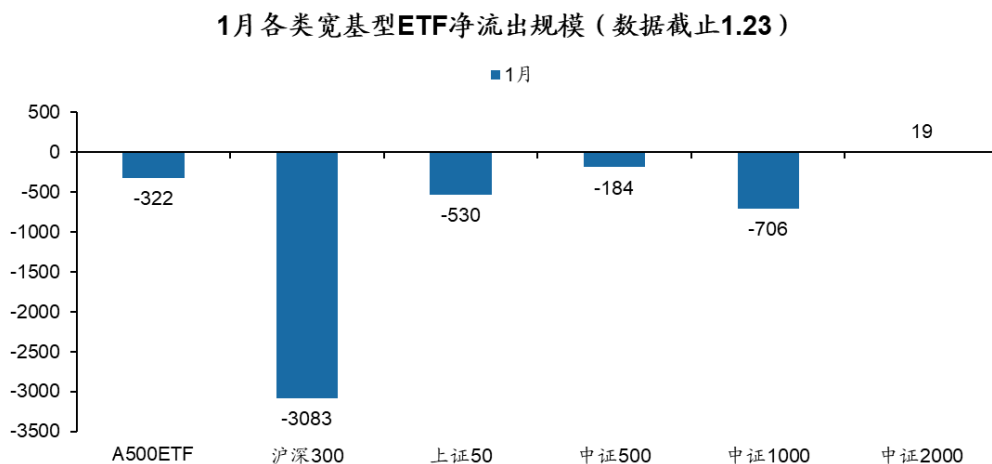


数据来源：Wind、开源证券研究所

### (1) 宽基指数 ETF 大幅净流出是否是离场信号？并不是

本周，宽基指数 ETF 仍在加速流出。截至 1 月 23 日，1 月各类型宽基 ETF 净流出规模已超出 2025Q2 的净买入规模。其中，宽基指数 ETF 当中的流出主力是沪深 300ETF 而非 A500ETF。

图2：截至 1 月 23 日，宽基 ETF 仍在加速净流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：中央汇金公司 2025Q2 大幅买入宽基 ETF**

序号	代码	ETF基准指数	名称	2025Q1 申购基金市值 (亿元)	2025Q2 申购基金市值 (亿元)
1	510050.SH	上证50指数	华夏上证50ETF	0.00	218.68
2	510300.SH	沪深300指数	华泰柏瑞沪深300ETF	14.45	414.90
3	510330.SH		华夏沪深300ETF	6.28	356.13
4	510310.SH		易方达沪深300ETF	19.18	308.54
5	159919.SZ		嘉实沪深300ETF	4.77	213.10
6	510500.SH	中证500指数	南方中证500ETF	0.00	185.08
7	512100.SH	中证1000指数	南方中证1000ETF	0.00	130.68
8	159845.SZ		华夏中证1000ETF	0.00	89.45
合计				44.68	1916.56

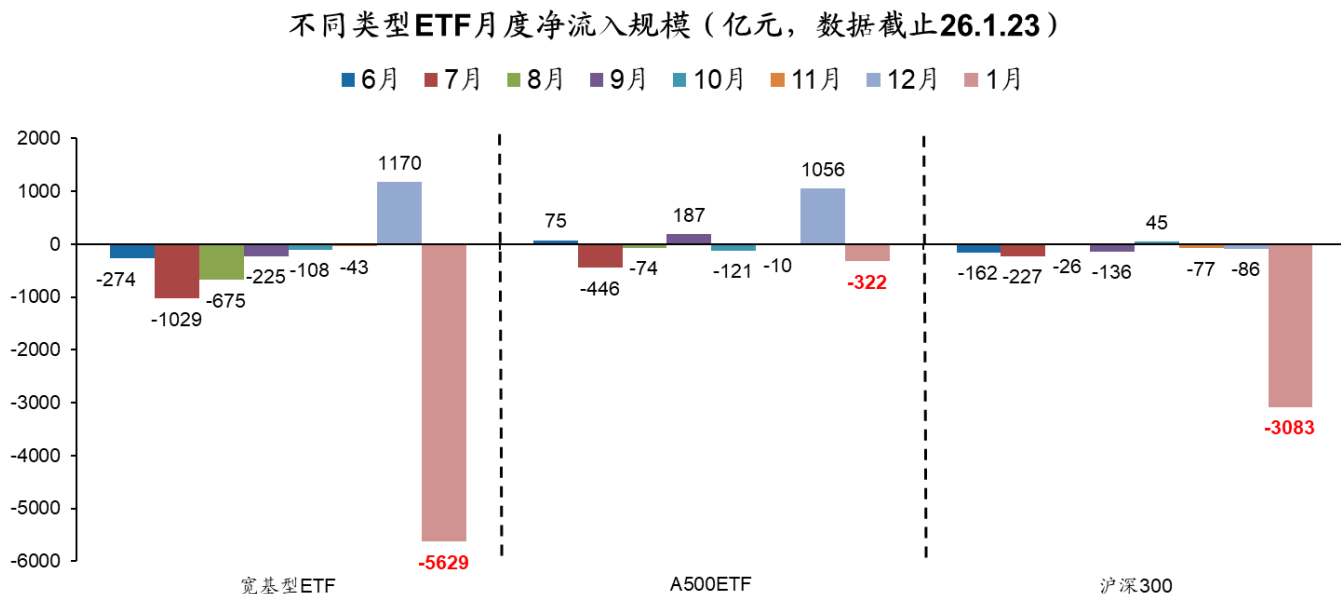
数据来源：Wind（2025Q1 汇金没有发布申购公告因此使用报告期收盘价均价估算市值；2025Q2 市值使用4月7日后10个交易日内均价计算）、开源证券研究所

许多投资者担心，如此大规模的宽基型 ETF 的快速流出，是否意味着行情要出现拐点，要暂时离场呢？**我们认为并不是，反而这是市场健康的另一种表征：**

**(1) 类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著。**如图 4 所示，2025 年 6-9 月宽基型 ETF 出现了显著的净流出，总规模达 2203 亿元，刚好对应本轮自 6 月以来的加速上行行情斜率强势期。而本月上中旬 A 股再度呈现大幅上行斜率，行情积极下再次出现宽基型 ETF 的再度净流出。对此还有另一个解读视角供投资者参考：**积极行情下，中央汇金有更好的窗口重新收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气；这不是在压制市场，而是居安思危。**

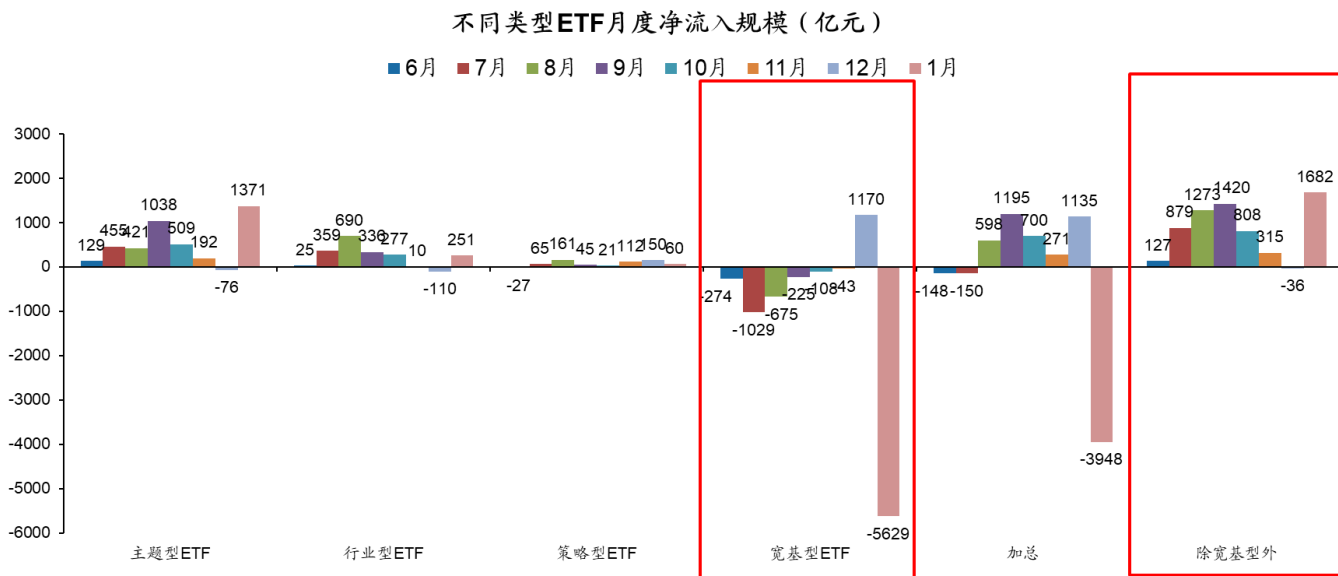
**(2) 宽基型 ETF 净流出时，往往非宽基型 ETF 迎来净流入，一来一回形成对冲。**如图 5 所示，自 6 月以来，当宽基型 ETF 呈现流出时，往往非宽基型 ETF（包括主题型、行业型、策略型 ETF）往往迎来流入，一来一回形成对冲。由于 ETF 的买入者身份没有足够的穿透数据，我们猜测这背后的原因是：**① 市场赚钱效应较好的背景下，部分居民及机构投资者开始投入更多的增量资金并通过 ETF 入市，而此时中央汇金有更好的窗口收回子弹，为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气；② 结构上，部分居民及机构投资者则是更多买入弹性较大的非宽基型 ETF，而中央汇金的筹码更多集中在宽基型 ETF 当中，所以最终在市场较为积极的环境下，往往呈现“宽基型 ETF 净流出，非宽基型 ETF 净流入”的组合。**

图4: 类似 2025 年 6-9 月, 行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著



数据来源: Wind、开源证券研究所(数据截至2026年1月23日)

图5: 宽基型ETF流出时, 往往非宽基型ETF迎来流入



数据来源: Wind、开源证券研究所(数据截至2026年1月23日)

## 2、成交额支撑下，春季躁动中小盘或优于大盘

市场“牛市”行情中，成交额变化往往易触发大小盘风格切换，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘大概率优于大盘，占优时长 2-3 个月。复盘过去两轮“牛市”及本轮行情，每当日均成交额放量上新台阶，资金易流向场阻力最小的方向——中小盘。总结 2006-2007、2014-2015、本轮 2024 年至今，成交额放量上新台阶，中小盘占优的时长维持在 2-3 个月。

成交额变化引发风格切换的背后，是流动性逻辑。许多高成长的小票在流动性枯竭时会有明显的“流动性折价”，一旦日均成交额上台阶，流动性充裕，易触发“估值修复+成长预期”的双击。在“牛市”行情中后期，市场成交活跃，风险偏好显著提升，投资者易从防御心态转向进攻，追求超额往往是其主要目的，中小盘相较于大盘估值弹性较大。

1 月以来，成交额放量上新台阶，目前中小盘占优时长仅在 1 个月内，据 2-3 个月规律范围较远。1 月以来，日均成交额触及 3 万亿附近，中证 2000 等为代表的中小盘显著优于沪深 300 代表的大盘，且占优时长仅 1 个月不到。根据复盘规律，只要日均成交额未出现明显缩量，中小盘占优的概率仍相对较高。

图6：2006-2007 年上涨行情中，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘优于大盘

日均成交额		新台阶										缩量		旧台阶		
指数代码	宽基指数	2006-01-25	2006-02-28	2006-03-31	2006-04-28	2006-05-31	2006-06-30	2006-07-31	2006-08-31	2006-09-29	2006-10-31	2006-11-30				
881001.WI	万得全A	210	202	163	342	573	400	383	234	311	381	464				
月超额（相对万得全A）																
指数代码	宽基指数	2006-01-25	2006-02-28	2006-03-31	2006-04-28	2006-05-31	2006-06-30	2006-07-31	2006-08-31	2006-09-29	2006-10-31	2006-11-30				
000300.SH	沪深300	0.57%	1.15%	-1.27%	-0.56%	-3.28%	-1.69%	-1.76%	-0.30%	0.08%	2.14%	5.08%				
000905.SH	中证500	2.59%	-2.42%	1.64%	3.09%	3.08%	2.19%	1.28%	0.12%	0.05%	-2.81%	-6.66%				
000852.SH	中证1000	-3.43%	1.55%	-2.71%	-6.49%	7.05%	5.43%	3.37%	-1.69%	0.89%	-3.25%	-10.23%				

日均成交额		新台阶										缩量		旧台阶		
指数代码	宽基指数	2006-12-29	2007-01-31	2007-02-28	2007-03-30	2007-04-30	2007-05-31	2007-06-29	2007-07-31	2007-08-31	2007-09-28	2007-10-31				
881001.WI	万得全A	724	1,266	1,159	1,459	2,342	3,244	2,599	1,506	2,399	2,321	1,950				
月超额（相对万得全A）																
指数代码	宽基指数	2006-12-29	2007-01-31	2007-02-28	2007-03-30	2007-04-30	2007-05-31	2007-06-29	2007-07-31	2007-08-31	2007-09-28	2007-10-31				
000300.SH	沪深300	5.07%	-1.74%	-3.67%	-2.68%	-1.23%	0.34%	4.61%	-0.98%	3.14%	0.54%	3.38%				
000905.SH	中证500	-7.69%	5.54%	6.95%	4.41%	4.26%	-0.71%	-7.20%	3.33%	-4.39%	-1.03%	-9.04%				
000852.SH	中证1000	-9.52%	4.64%	9.84%	12.15%	4.67%	-3.47%	-10.28%	7.57%	-2.88%	-3.34%	-11.05%				

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2014-2015 年上涨行情中，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘大概率优于大盘，持续时长 2-3 个月

日均成交额		新台阶										缩量		新台阶			
指数代码	宽基指数	2014-06-30	2014-07-31	2014-08-29	2014-09-30	2014-10-31	2014-11-28	2014-12-31	2015-01-30	2015-02-27	2015-03-31	2015-04-30	2015-05-29				
881001.WI	万得全A	1,601	2,292	2,872	3,613	3,598	4,418	7,835	6,252	4,959	9,402	14,246	15,506				
月超额（相对万得全A）																	
指数代码	宽基指数	2014-06-30	2014-07-31	2014-08-29	2014-09-30	2014-10-31	2014-11-28	2014-12-31	2015-01-30	2015-02-27	2015-03-31	2015-04-30	2015-05-29				
000300.SH	沪深300	-2.68%	-0.02%	-3.34%	-4.86%	0.27%	2.96%	14.57%	-4.78%	-2.22%	-5.39%	-1.72%	-13.13%				
000905.SH	中证500	-0.58%	-0.11%	1.18%	1.35%	-0.64%	-3.82%	-9.76%	3.86%	0.59%	1.73%	-2.19%	2.63%				
000852.SH	中证1000	2.00%	-3.84%	3.15%	3.34%	-0.74%	-4.67%	-18.19%	6.65%	2.84%	4.17%	-3.02%	12.92%				
932000.CSI	中证2000	2.98%	-1.83%	4.74%	9.77%	0.30%	-4.23%	-23.54%	7.37%	2.45%	7.89%	1.01%	20.23%				

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2024年以来，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘优于大盘，持续时长2-3个月**

日均成交额				新台阶		缩量		旧台阶		
指数代码	宽基指数	2024-08-30	2024-09-30	2024-10-31	2024-11-29	2024-12-31	2025-01-27	2025-02-28	2025-03-31	2025-04-30
881001.WI	万得全A	5,972	7,969	20,145	19,676	16,111	12,055	18,402	15,276	12,359
月超额（相对万得全A）										
指数代码	宽基指数	2024-08-30	2024-09-30	2024-10-31	2024-11-29	2024-12-31	2025-01-27	2025-02-28	2025-03-31	2025-04-30
000300.SH	沪深300	0.46%	-1.24%	-5.43%	-0.69%	2.43%	-0.68%	-2.83%	0.33%	0.15%
000905.SH	中证500	-1.09%	1.59%	0.47%	-2.18%	-0.20%	-0.06%	0.10%	0.37%	-0.71%
000852.SH	中证1000	-1.34%	1.11%	4.87%	-0.16%	-1.78%	0.44%	2.52%	-0.30%	-1.29%
932000.CSI	中证2000	0.19%	0.28%	7.45%	2.62%	-3.02%	1.24%	4.73%	-0.72%	0.31%

日均成交额				新台阶		缩量				新台阶
指数代码	宽基指数	2025-05-30	2025-06-30	2025-07-31	2025-08-29	2025-09-30	2025-10-31	2025-11-28	2025-12-31	2026-01-22
881001.WI	万得全A	12,148	13,360	16,336	23,078	24,172	21,637	19,145	18,808	30,330
月超额（相对万得全A）										
指数代码	宽基指数	2025-05-30	2025-06-30	2025-07-31	2025-08-29	2025-09-30	2025-10-31	2025-11-28	2025-12-31	2026-01-22
000300.SH	沪深300	-0.54%	-2.25%	-1.20%	-0.60%	0.40%	0.04%	-0.24%	-1.01%	-4.48%
000905.SH	中证500	-1.69%	-0.43%	0.51%	2.20%	2.43%	-1.06%	-1.86%	2.88%	5.85%
000852.SH	中证1000	-1.10%	0.73%	0.05%	0.74%	-0.97%	-0.87%	-0.08%	0.26%	2.90%
932000.CSI	中证2000	1.72%	1.66%	-0.24%	-1.26%	-3.07%	0.37%	1.82%	0.32%	3.36%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2026年1月22日）

### 3、投资建议——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞

A 股当下处在牛市逻辑当中，我们建议投资者不要因为非常短期的波动和调整就动摇对积极行情的信心——没有每天只涨不跌的股市，要理性看待市场。本周宽基 ETF 呈现大幅净流出并不会导致牛市的结束，**毋需惊慌，躁动或继续**。本轮牛市的核心驱动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。

结构上，当前全 A 角度尚处在相对安全的环境下，且证券化率指标角度来看仍有扩张空间，结合 TMT 板块的相对盈利优势，AI+ 的高 beta 现阶段依然有望获得支撑。但我们认为从整体投资角度可以更合理的做好均衡：

(1) AI 硬件需跟踪  $\Delta G$  的变化，且可以适当关注机构仓位较低的 AI 端侧相关板块机会，以及科技内部高低切，AI 硬件端或将出现分化（如存储和 CPO 等）；

(2) 十五五规划首年可以更加重视新的主题向主线过渡的情况比如商业航天、脑机接口等；

(3) 本轮行情我们一直强调是科技+周期的双主线，提价线索叠加反内卷的加持下周期风格同样也大有可为；

行业配置建议：科技与周期的双轮驱动。

(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；

(2) PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、保险、电力、机械；

(3) 中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

### 4、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

地缘政治恶化风险。

产业政策发生变化的风险。

## 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（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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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