

2026 年 05 月 23 日

拥挤交易的消化，不是牛市的终点

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 微观结构拥挤后的消化，但牛市并未结束

近期市场连续调整，核心担忧来自微观结构拥挤。当前 A 股前 5% 成交额个股成交额占比持续运行在 44% 附近，已经非常接近 45% 的微观结构恶化阈值。历史上来看，当该指标突破 45% 后，市场往往出现显著变盘，其本质并不是基本面突然恶化，而是交易高度集中后，部分核心资产出现阶段性的“对手方缺失”。当前来看，A 股的 DDM 三大要素均未出现系统性恶化，当前市场的调整，本质上是高拥挤交易后的消化，而不是 DDM 三要素的系统性恶化。只要盈利、流动性、风险偏好没有同时出现趋势性逆转，牛市基础仍然存在。

● 调整不会很久：当前是高拥挤交易后的阶段性消化需求

复盘历史上几轮典型高拥挤阶段，微观结构恶化往往对应市场短期波动加大，但并不必然对应牛市结束。尤其在 2015 年 1 月、2021 年 2 月等阶段，市场更接近于牛市中的阶段性中继，而非熊市起点。换句话说，当前市场面临的核心矛盾，不是“牛市是否结束”，而是“高拥挤交易如何降温、市场如何完成再平衡”。拥挤度的消化，会降低行情斜率，但不改变行情方向。

● 风格判断：不是科技退潮，而是“牛三买点火”

市场担心交易拥挤后，科技成长是否会整体退潮。我们认为，更大概率不是“科技退潮”，而是科技内部切换，以及成长风格向更多“二次点火”资产扩散。当前微观结构接近敏感区，本质上是牛市进入第三阶段的催化剂。牛一买修复，牛二买重估，牛三买点火。进入牛三阶段后，市场不再无差别奖励弹性资产，而是开始筛选真正具备盈利兑现和景气加速度的方向。“二次点火”资产的核心是 G 与 ΔG 兼备：既有较高景气水平，也有景气继续改善的斜率。换言之，市场正在从“买修复”，逐步转向“买增长、买增长变化率”。

● 投资思路——以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动

整体来看，牛市仍在，但斜率预期要降低，结构筛选要提高。后续不是简单追涨，而是围绕“二次点火”寻找超额收益，同时用红利+ ΔG 降低组合波动。配置上，牛三阶段应以 G+ ΔG 作为主攻方向，同时用周期弹性、消费预期差和红利+ ΔG 构建更均衡的组合。

（1）AI 科技仍是主线。重点关注：算力，包括 GPU、先进封装、半导体设备、存储、算力二线；电力资本，包括电力设备；平台应用，包括大模型、互联网平台。

（2）顺周期关注涨价驱动的盈利修复。重点关注：有色金属，尤其是能源金属、铜；以及化工石化、建材。

（3）消费关注预期差。当前消费已有初步改善，但强右侧机会尚未全面到来，重点关注：纺服、高端商业物业、餐饮、旅游。

（4）底仓关注一季报后考虑 ΔG 的高股息。一季报后同时具备“高股息+ ΔG ”的品种主要集中在：城商行、医药、纺织服饰、公共事业、传媒。

● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

《成长逻辑延续，看好配置价值——非银金融行业 2026 年度中期投资策略》
-2026.5.20

《大模型商业化落地加速，国产算力强势崛起——计算机行业 2026 年中期投资策略》-2026.5.20

《机构关注度环比回升：医药生物、机械设备和电子——投资策略点评》
-2026.5.18

目 录

1、 微观结构拥挤后的消化，但牛市并未结束.....	3
2、 微观结构不是牛熊切换的充分条件，当前 DDM 三要素并未系统性恶化.....	5
3、 调整不会很久：高拥挤后往往短期降温，而非中期终结.....	9
4、 风格判断：不是科技退潮，而是“牛三买点火”.....	9
5、 行业比较：以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动	10
6、 风险提示	11

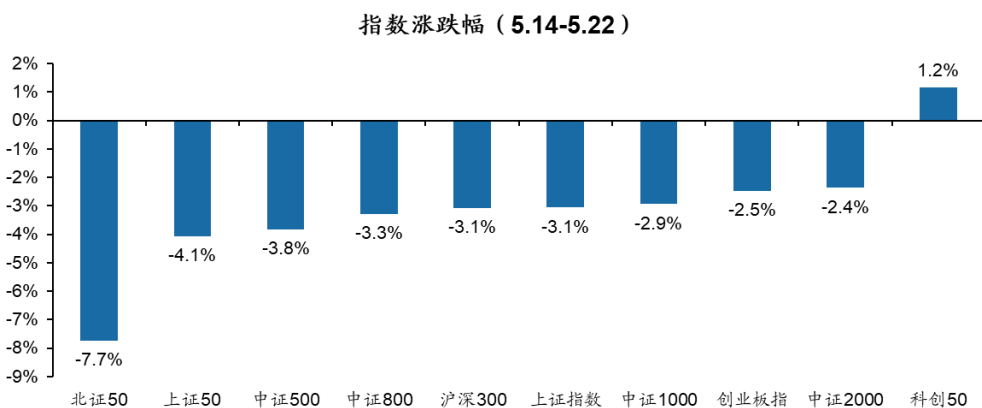
图表目录

图 1： A 股自 5.14 至 5.22 出现了较为明显的调整.....	3
图 2： 截至 5.22 收盘，A 股前 5%成交额个股成交额占比为 43.8%	3
图 3： 2007 年 11 月微观条件恶化期间市场风格切换.....	5
图 4： 2007 年 11 月微观条件恶化前后行业涨跌幅排名.....	5
图 5： 2008 年 10 月微观结构恶化期间的风格切换.....	6
图 6： 2008 年 10 月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名.....	6
图 7： 2015 年 1 月微观结构恶化期间的风格切换.....	6
图 8： 2015 年 1 月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名.....	6
图 9： 2018 年 2 月微观条件恶化期间市场风格切换.....	7
图 10： 2018 年 2 月微观条件恶化前后行业涨跌排名.....	7
图 11： 2021 年 2 月微观条件恶化期间市场风格切换.....	7
图 12： 2021 年 2 月微观条件恶化前后行业涨跌排名.....	7
图 13： 由于对未来通胀预期上行，近期美债利率上行较快.....	8
图 14： “现实/预期”四象限，关注现实和预期皆强的最强“二次点火”成长.....	10
图 15： 行业配置建议：以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动.....	11

1、微观结构拥挤后的消化，但牛市并未结束

自 5.14 以来，市场出现了较为显著的调整，投资者最关注的问题是：这一次调整，是否意味着此前强势的成长行情已经结束？

图1：A 股自 5.14 至 5.22 出现了较为明显的调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，当前市场的核心矛盾并不是牛市结束，而是微观结构拥挤后的阶段性消化。

5 月以来，A 股前 5% 成交额个股成交额占比持续运行在 44% 附近，已经非常接近 45% 的微观结构恶化阈值。这个指标的含义在于：当少数高成交个股占据全市场过高交易份额时，市场交易会变得越来越集中，部分核心资产开始出现“对手方缺失”。在这种情况下，只要短期风险偏好边际回落，或者部分资金兑现收益，就容易引发较为剧烈的价格波动。

图2：截至 5.22 收盘，A 股前 5% 成交额个股成交额占比为 43.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从历史来看，当该指标突破 45%后，市场确实容易出现显著变盘。但需要强调的是，微观结构恶化并不等同于牛市结束。它更像是一个“催化剂”：当交易过于拥挤后，市场会被迫重新评估盈利、流动性和风险偏好三要素，从而完成阶段性的再平衡。

因此，当前需要回答的不是“拥挤度是否值得重视”，而是“拥挤度对应的是牛市终点，还是牛市中继”。

我们的判断是：**当前更接近牛市中的阶段性中继，而非熊市起点。**

2、微观结构不是牛熊切换的充分条件，当前 DDM 三要素并未系统性恶化

微观结构恶化并不是牛熊切换的充分条件。历史上，每一轮牛市中都会出现阶段性的交易集中和拥挤消化，但真正决定行情性质的，仍然是 DDM 三要素：盈利、流动性和风险偏好。

复盘历史，每次 A 股微观结构恶化实际上是一个“催化剂”，催化市场重新对 DDM 三要素进行定价；而 A 股过去这 5 次微观结构恶化背后市场的变盘，均有 DDM 三要素的变化：

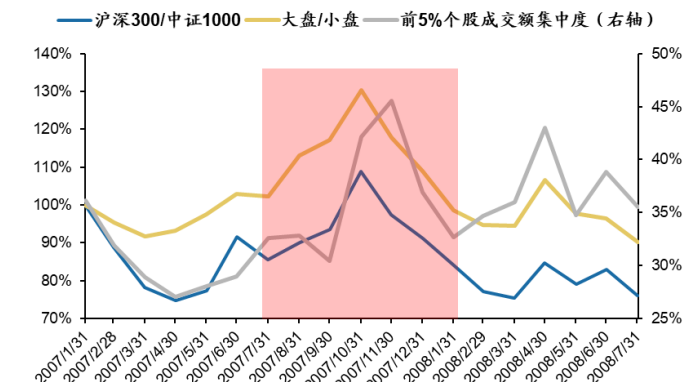
(1) 2007 年 11 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2007 年 4 月的 27.1% 快速上行，在 11 月达到 45.6%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 核心条件反转。美国次贷危机影响扩散至全球，A 股盈利周期也出现显著拐点（盈利顶在 2007Q1）。

图3：2007 年 11 月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2007 年 11 月微观条件恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电子	建筑装饰	农林牧渔
2	银行	计算机	食品饮料	计算机
3	国防军工	农林牧渔	农林牧渔	家用电器
4	采掘	医药生物	医药生物	医药生物
5	交通运输	轻工制造	通信	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	有色金属	银行	非银金融
2	纺织服装	非银金融	非银金融	银行
3	有色金属	钢铁	采掘	采掘
4	房地产	采掘	房地产	房地产
5	传媒	房地产	休闲服务	交通运输

资料来源：Wind、开源证券研究所

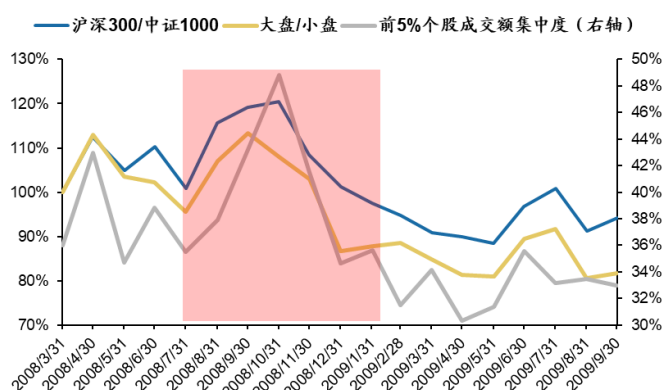
(2) 2008 年 10 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2008 年 7 月的 35.5% 快速上行，在 10 月达到 48.8%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“熊转牛”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 三要素逆转。2008 年 11 月初，“4 万亿”刺激政策出台救市，使得 DDM 模型分子分母端共同逆转。

图5：2008年10月微观结构恶化期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2008年10月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	公用事业	医药生物	建筑材料	建筑材料
2	建筑装饰	房地产	电气设备	电气设备
3	非银金融	公用事业	机械设备	国防军工
4	传媒	建筑装饰	建筑装饰	机械设备
5	医药生物	电气设备	家用电器	有色金属
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	有色金属	休闲服务	非银金融	交通运输
2	休闲服务	有色金属	银行	食品饮料
3	轻工制造	采掘	交通运输	钢铁
4	农林牧渔	钢铁	采掘	化工
5	综合	轻工制造	钢铁	银行

资料来源：Wind、开源证券研究所

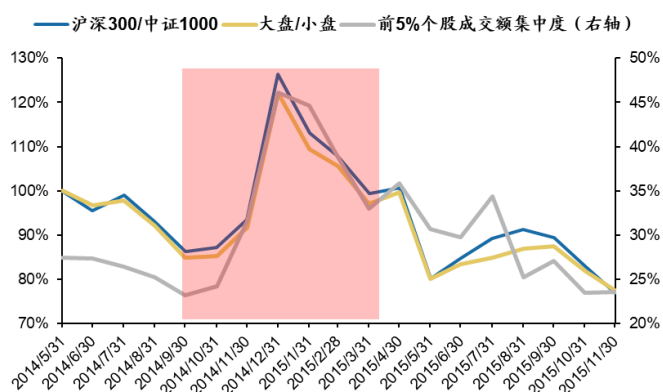
（3）2015年1月：

①微观结构表征现象：A股前5%成交额个股交易集中度从2014年9月的23.2%快速上行，在12月达到46.1%，超过45%阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：盈利并未发生显著变化，DDM三要素当中的流动性和风险偏好发生了显著扩散。2015年初，在“金融股对手方流动性枯竭+场内外杠杆资金快速入场”的组合下，市场中的交易者开始寻找不那么拥挤、但逻辑也在改善、且弹性更大的小盘股。

图7：2015年1月微观结构恶化期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2015年1月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	非银金融	非银金融	计算机	计算机
2	建筑装饰	建筑装饰	传媒	传媒
3	银行	银行	家用电器	纺织服装
4	钢铁	钢铁	农林牧渔	轻工制造
5	房地产	公用事业	电子	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	电子	电子	非银金融	银行
2	轻工制造	轻工制造	银行	非银金融
3	休闲服务	计算机	建筑装饰	食品饮料
4	医药生物	农林牧渔	建筑材料	采掘
5	电气设备	综合	采掘	公用事业

资料来源：Wind、开源证券研究所

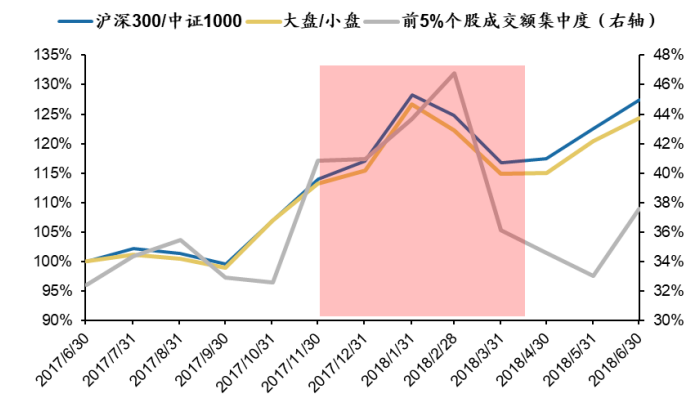
（4）2018年2月：

①微观结构表征现象：A股前5%成交额个股交易集中度从2017年10月的32.6%快速上行，在2018年2月达到46.8%，超过45%阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 三要素均反转。分母端，金融市场去杠杆带来持续紧信用，资管新规下股市流动性大幅减弱，同时中美贸易冲突导致风险偏好大幅下行；分子端，在紧信用背景下经济下行压力增大，内需转弱对企业盈利产生负面影响。

图9：2018年2月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2018年2月微观条件恶化前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	钢铁	计算机	医药生物
2	食品饮料	休闲服务	医药生物	计算机
3	钢铁	电子	国防军工	休闲服务
4	家用电器	计算机	电气设备	农林牧渔
5	房地产	有色金属	休闲服务	商业贸易
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	房地产	钢铁	钢铁
2	非银金融	非银金融	食品饮料	采掘
3	通信	农林牧渔	采掘	银行
4	国防军工	建筑装饰	银行	综合
5	电气设备	综合	家用电器	房地产

资料来源：Wind、开源证券研究所

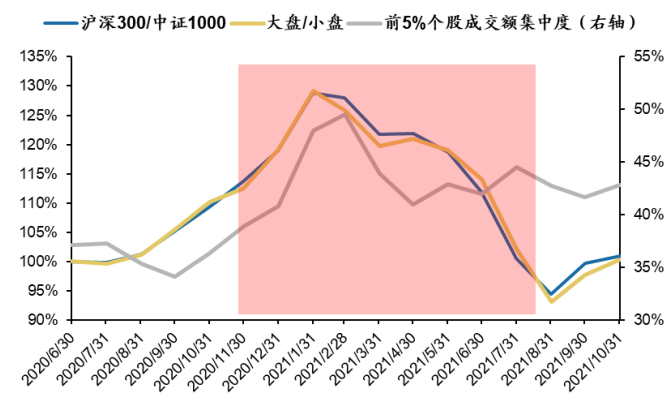
(5) 2021年2月：

①微观结构表征现象：A股前5%成交额个股交易集中度从2020年9月的34.1%快速上行，在2021年2月达到49.6%，超过45%阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM的盈利端发生结构性（ ΔG ）发生迁移变化，分母端流动性同样发生变化。分子端盈利：前期占优的“茅指数”的盈利增速边际改善幅度（ ΔG ）出现回落，而“新半军”为代表的成长制造业则接力出现“高增速（G）和高盈利增速改善（ ΔG ）兼备”；分母端流动性：中美利差在2020Q4触顶后回落，支撑大盘成长的流动性积极要素恶化。

图11：2021年2月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021年2月微观条件恶化前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	休闲服务	公用事业	钢铁
2	有色金属	房地产	纺织服装	采掘
3	电气设备	钢铁	钢铁	综合
4	化工	建筑装饰	综合	食品饮料
5	食品饮料	农林牧渔	建筑装饰	纺织服装
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电气设备	有色金属	农林牧渔
2	商业贸易	电子	国防军工	家用电器
3	纺织服装	汽车	农林牧渔	通信
4	非银金融	国防军工	化工	房地产
5	传媒	传媒	电子	国防军工

资料来源：Wind、开源证券研究所

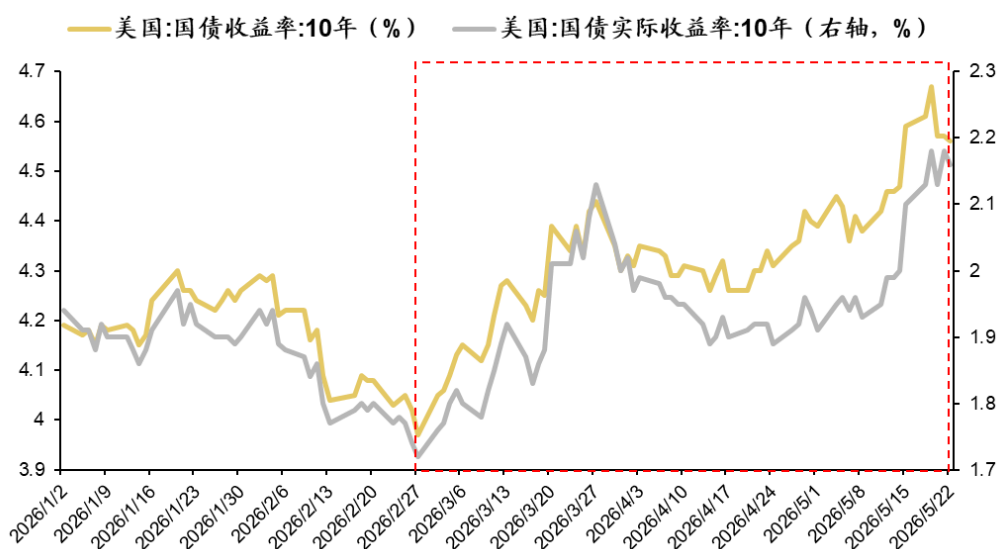
当前来看，A 股的 DDM 三大要素均未出现系统性恶化：

(1) 分子端更为积极。一季报已经给出较强的基本面线索：全 A 整体景气度进一步上行，需求端和利润端修复均显著提速，且结构上从“景气稀缺”走向“景气扩散”。这意味着市场并不是在缺乏盈利支撑的情况下单纯炒作估值，而是存在一定的分子端验证。

(2) 流动性环境仍然维持宽松。国内环境来看，当前并未看到流动性环境出现系统性收紧，市场调整更多来自交易结构本身，而非流动性条件发生逆转。只要分母端没有出现趋势性压力，权益市场的中期定价基础就没有被破坏。

(3) 风险偏好虽有扰动，但并未趋势性逆转。当前全球市场对未来的通胀预期持续上行，美债利率近期上行较快，引发投资者对科技行情的担忧，纳斯达克也出现了短期、小幅度的调整。海外科技品种的短期下跌会放大投资者对于“风格切换”“科技退潮”“牛市结束”的担忧，但从定价逻辑上看，风险偏好更多是从过热状态回到均衡状态，而非从风险偏好修复转向风险偏好系统性收缩。

图13：由于对未来通胀预期上行，近期美债利率上行较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，当前市场的调整，本质上是高拥挤交易后的消化，而不是 DDM 三要素的系统性恶化。只要盈利、流动性、风险偏好没有同时出现趋势性逆转，牛市基础仍然存在。

3、调整不会很久：高拥挤后往往短期降温，而非中期终结

历史复盘来看，微观结构拥挤后，市场往往会经历阶段性调整，但调整时间并不必然很长。

尤其在牛市中继阶段，拥挤度的上升更多意味着市场需要降温，而不是行情结束。典型如 2015 年 1 月、2021 年 2 月这两次典型的“牛市中继阶段发生微观结构恶化”，市场都曾出现交易高度集中、核心资产拥挤、短期波动放大的情况，但其本质更接近牛市中的阶段性再平衡，而非熊市起点。

从这个角度看，当前市场调整的意义，是让过热的交易结构重新降温，让资金从过度集中的方向向更多具备基本面支撑的方向扩散。**调整的结果，不是行情终结，而是市场主线从单一弹性修复，逐渐走向更高质量的增长验证。**

因此，我们认为，当前调整不会很久。更准确地说，市场可能需要用一小段时间完成拥挤交易的消化，但只要 DDM 三要素没有系统性恶化，调整后行情仍有望继续演绎。

当前市场面临的核心矛盾，不是“牛市是否结束”，而是“高拥挤交易如何降温、市场如何完成再平衡”。

4、风格判断：不是科技退潮，而是“牛三买点火”

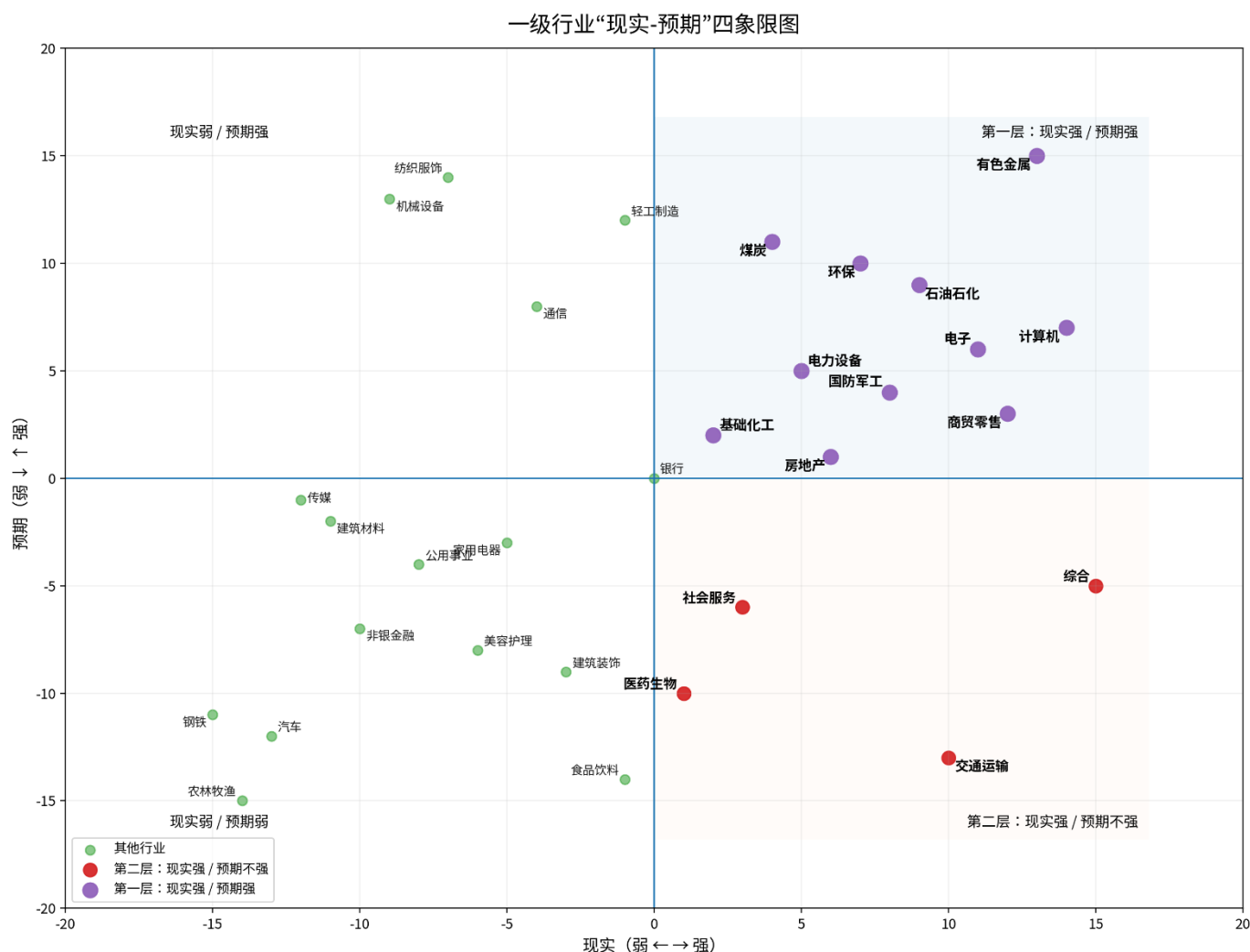
市场担心交易拥挤后，科技成长是否会整体退潮。我们认为，更大概率不是“科技退潮”，而是科技内部切换，以及成长风格向更多“二次点火”资产扩散。

当前微观结构接近敏感区，本质上是牛市进入第三阶段的催化剂。**牛一买修复，牛二买重估，牛三买点火。**进入牛三阶段后，市场不再无差别奖励弹性资产，而是开始筛选真正具备盈利兑现和景气加速度的方向。

“二次点火”资产的核心是 G 与 ΔG 兼备：既有较高景气水平，也有景气继续改善的斜率。换言之，市场正在从“买修复”，逐步转向“买增长、买增长变化率”。

因此，本轮调整后，成长仍是主线，但投资审美会提升。单纯依赖估值修复的方向弹性下降，具备产业趋势、盈利兑现和景气加速度的方向更容易胜出。

图14：“现实/预期”四象限，关注现实和预期皆强的最强“二次点火”成长



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、行业比较：以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动

整体来看，牛市仍在，但斜率预期要降低，结构筛选要提高。后续不是简单追涨，而是围绕“二次点火”寻找超额收益，同时用红利+ ΔG 降低组合波动。配置上，牛三阶段应以 $G+\Delta G$ 作为主攻方向，同时用周期弹性、消费预期差和红利+ ΔG 构建更均衡的组合。

第一，AI 科技仍是主线。重点关注：算力，包括 GPU、先进封装、半导体设备、存储、算力二线；电力资本，包括电力设备；平台应用，包括大模型、互联网平台。

第二，顺周期关注涨价驱动的盈利修复。重点关注：有色金属，尤其是能源金属、铜；以及化工石化、建材。

第三，消费关注预期差。当前消费已有初步改善，但强右侧机会尚未全面到来，重点关注：纺服、高端商业物业、餐饮、旅游。

第四，底仓关注一季报后考虑 ΔG 的高股息。一季报后同时具备“高股息+ ΔG ”

的品种主要集中在：城商行、医药、纺织服饰、公共事业、传媒。

图15：行业配置建议：以“二次点火”争取超额，以红利+ ΔG 降低波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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

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

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

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