食品饮料

2021 年 03 月 21 日

白酒板块企稳，婴配食品新国标落地

——行业周报

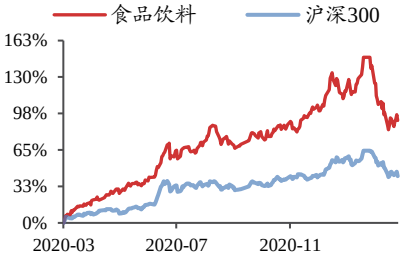
张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）
yesonglin@kysec.cn
证书编号：S0790120030038

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-2 月电商数据分析：春节需求较好，行业集中度提升》-2021.3.17

《行业点评报告-低基数推动社零数据高增长，烟酒类表现强劲》-2021.3.16

《行业周报-白酒已近稳态，能量饮料渐入视野》-2021.3.14

● 核心观点：白酒估值已至合理区间，新国标落地嘉必优确定性增强

本周白酒板块下跌 0.8pct，与食品饮料指数涨跌幅相仿，跑赢沪深 300 指数。白酒行业基本面仍然强劲，随着前期股价波动，我们认为板块估值基本调整到位，目前茅台、五粮液、泸州老窖对应 2022 年估值在 35～40 倍之间。市场情绪对美债利率敏感性降低，板块已逐步企稳。展望 2021 全年，高端白酒价格上行是确定性趋势。五粮液拿货成本逐步提升，批发价格已达到千元以上。在此趋势下，次高端价格带主战场将升级至 600～800 元价格，次高端价格带参与者较多，品牌力与执行力尤为重要。市场情绪已有企稳迹象，预计 4 月初的糖酒会产业应有乐观反馈。白酒升级趋势贯穿全年，建议把握长趋势的基调下，优选龙头标的布局：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。

3 月 18 日卫健委和市场监管总局正式公布了婴幼儿奶粉新国标，ARA 与 DHA 要求的添加量如期提升，预计将带动 ARA 与 DHA 需求约一倍以上的提升，增强嘉必优业绩确定性。如果从实施节奏上来看，虽然新国标给予了 2 年的过渡期，但估计奶粉产业将提前研发配方来抢占配方注册先机，预计第一批配方年底前有望完成注册。嘉必优是在 ARA、DHA 领域具有全球竞争力，产品品质、工艺、成本以及质量管控体系具有领先优势。新国标落地后奶粉行业开启新一轮配方升级，加速奶粉行业的中高端化，公司有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利。首个逻辑已经兑现。公司业绩释放节奏可能是脉冲式增长，2022 年业绩应是加速期。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，节前市场严格管控抑制酒价过快上涨势头。估计淡季 100%拆箱政策可能放松，预计散瓶飞天价格可能缓慢回升。公司长逻辑未变，直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率平稳增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计 2021 年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新公布业绩预告，2020 年扣非利润如期增长。公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，预计 2021 年收入增速应在 15%以上。（4）海天味业动销良性发展，全年按节奏完成目标。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

● 板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

3 月 15 日-3 月 19 日，食品饮料指数跌幅为 0.7%，一级子行业排名第 15，跑赢沪深 300 约 2.0pct。子行业中其他酒类（5.3%）、啤酒（4.8%）、葡萄酒（1.9%）相对领先。个股方面，ST 西发、嘉必优、ST 舍得等涨幅领先；新乳业、泉阳泉、兰州黄河等跌幅居前。

● 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：白酒估值已至合理区间，新国标落地嘉必优确定性增强 3
2、市场表现：食品饮料跑赢沪深 300 3
3、上游数据：多数农产品价格上行 4
4、酒业数据新闻：泸州老窖十代特曲调价 6
5、备忘录：关注 3 月 24 日中炬高新年报披露 6
6、风险提示 9

图表目录

图 1：　上周食品饮料跌幅为 0.7%，排名 15/28 3
图 2：　上周其他酒类、啤酒、葡萄酒表现相对较好 3
图 3：　上周 ST 西发、嘉必优、ST 舍得等涨幅领先 4
图 4：　上周新乳业、泉阳泉、兰州黄河等跌幅居前 4
图 5：　2021 年 3 月 16 日 GDT 全脂奶粉中标价同比+38% 4
图 6：　2021 年 3 月 10 日生鲜乳价格同比+13.2% 4
图 7：　2021 年 3 月 19 日猪肉价格同比-12% 5
图 8：　2020 年 12 月生猪存栏数量同比+31% 5
图 9：　2020 年 12 月能繁母猪数量同比+35.1% 5
图 10：　2021 年 3 月 10 日白条鸡价格同比+3.7% 5
图 11：　2021 年 2 月进口大麦价格同比+3.1% 5
图 12：　2021 年 2 月进口大麦数量同比+9.3% 5
图 13：　2021 年 3 月 19 日大豆现货价同比+35.1% 6
图 14：　2021 年 3 月 9 日豆粕平均价同比+17.6% 6
图 15：　2021 年 3 月 19 日柳糖价格同比-3.9% 6
图 16：　2021 年 3 月 12 日白砂糖零售价同比+0.6% 6

表 1：　最近重大事件备忘录：关注 3 月 24 日中炬高新年报披露 7
表 2：　关注 3 月 17 日发布的行业点评报告 8
表 3：　重点公司盈利预测及估值 8

1、 每周观点：白酒估值已至合理区间，新国标落地嘉必优确定性增强

3 月 15 日-3 月 19 日，食品饮料指数跌幅为 0.7%，一级子行业排名第 15，跑赢沪深 300 约 2.0pct。子行业中其他酒类（5.3%）、啤酒（4.8%）、葡萄酒（1.9%）相对领先。个股方面，ST 西发、嘉必优、ST 舍得等涨幅领先；新乳业、泉阳泉、兰州黄河等跌幅居前。

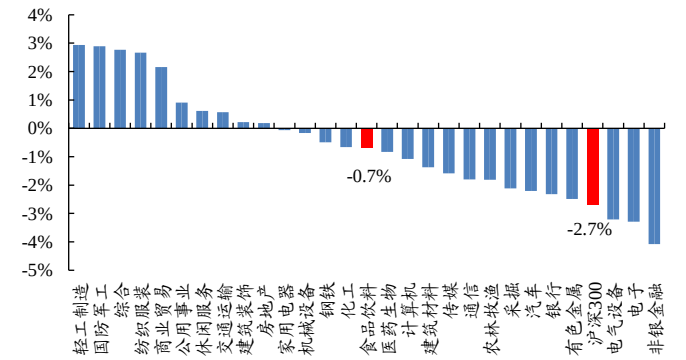
本周白酒板块下跌 0.8pct，与食品饮料指数涨跌幅相仿，跑赢沪深 300 指数。白酒行业基本面仍然强劲，随着前期股价波动，我们认为板块估值基本调整到位，目前茅台、五粮液、泸州老窖对应 2022 年估值在 35～40 倍之间。市场情绪对美债利率敏感性降低，板块已逐步企稳。展望 2021 全年，高端白酒价格上行是确定性趋势。五粮液拿货成本逐步提升，批发价格已达到千元以上。在此趋势下，次高端价格带主战场将升级至 600～800 元价格，次高端价格带参与者较多，品牌力与执行力尤为重要。市场情绪已有企稳迹象，预计 4 月初的糖酒会产业应有乐观反馈。白酒升级趋势贯穿全年，建议把握长趋势的基调下，优选龙头标的布局：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。

3 月 18 日卫健委和市场监管总局正式公布了婴幼儿奶粉新国标，ARA 与 DHA 要求的添加量如期提升，预计将带动 ARA 与 DHA 需求约一倍以上的提升，增强嘉必优业绩确定性。如果从实施节奏上来看，虽然新国标给予了 2 年的过渡期，但估计奶粉产业将提前研发配方来抢占配方注册先机，预计第一批配方年底前有望完成注册。嘉必优是在 ARA、DHA 领域具有全球竞争力，产品品质、工艺、成本以及质量管控体系具有领先优势。新国标落地后奶粉行业开启新一轮配方升级，加速奶粉行业的中高端化，公司有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利。首个逻辑已经兑现。公司业绩释放节奏可能是脉冲式增长，2022 年业绩应是加速期。

2、 市场表现：食品饮料跑赢沪深 300

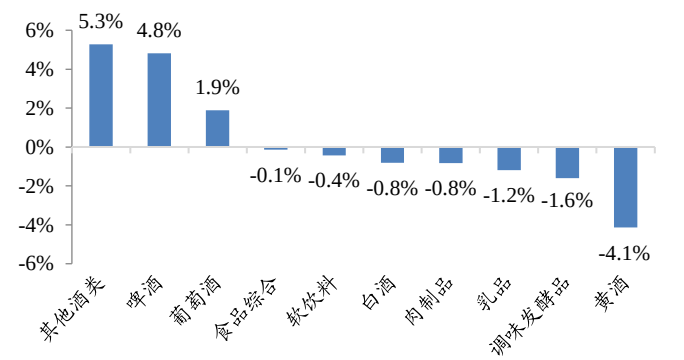
3 月 15 日-3 月 19 日，食品饮料指数跌幅为 0.7%，一级子行业排名第 15，跑赢沪深 300 约 2.0pct。子行业中其他酒类（5.3%）、啤酒（4.8%）、葡萄酒（1.9%）相对领先。个股方面，ST 西发、嘉必优、ST 舍得等涨幅领先；新乳业、泉阳泉、兰州黄河等跌幅居前。

图1：上周食品饮料跌幅为 0.7%，排名 15/28



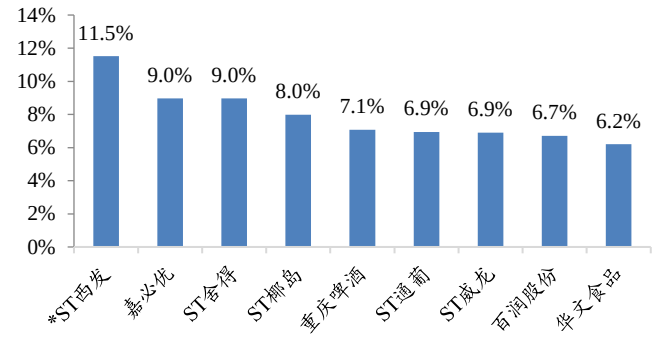
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周其他酒类、啤酒、葡萄酒表现相对较好



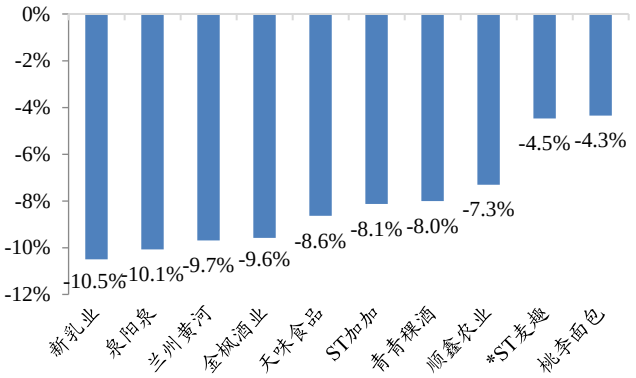
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周 ST 西发、嘉必优、ST 舍得等涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周新乳业、泉阳泉、兰州黄河等跌幅居前

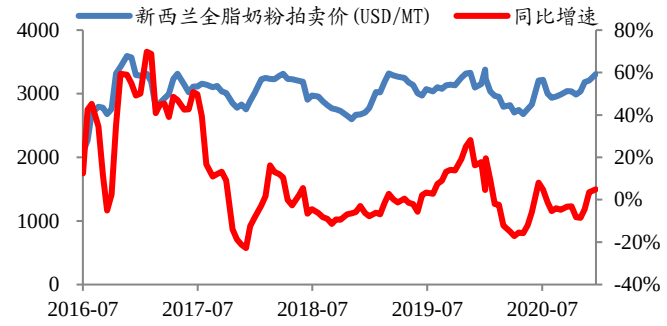


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：多数农产品价格上行

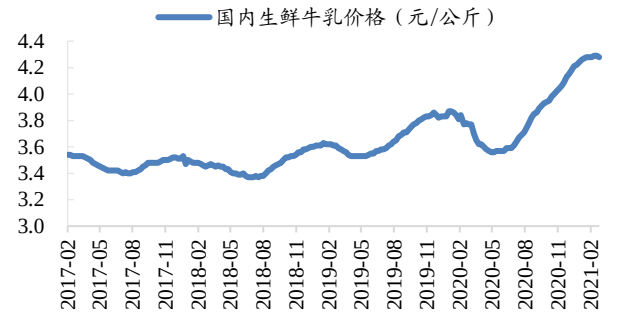
3 月 16 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 4083 美元/吨，环比-6.2%，同比+38.3%，奶价同比大幅提升。3 月 10 日，国内生鲜乳价格 4.3 元/公斤，环比-0.2%，同比+13.2%。中短期看国内奶牛存栏量处于低位，奶价估计持续上行。

图5：2021 年 3 月 16 日 GDT 全脂奶粉中标价同比+38%



数据来源：GDT、开源证券研究所

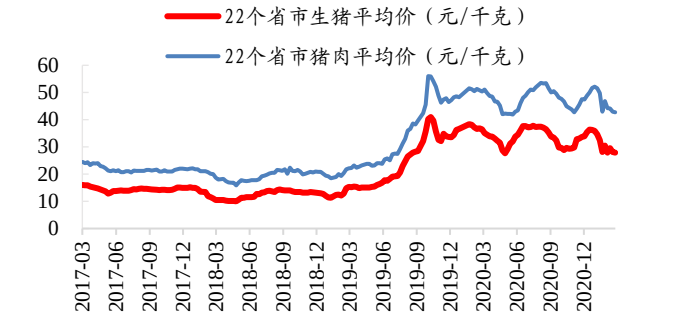
图6：2021 年 3 月 10 日生鲜乳价格同比+13.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

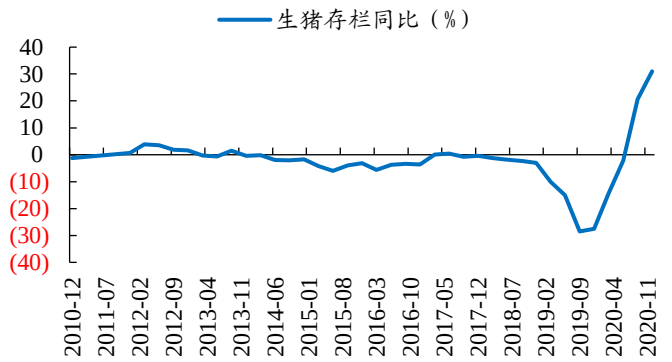
3 月 19 日，生猪价格 27.9 元/公斤，同比-17.2%，环比-0.8%；猪肉价格 42.7 元/公斤，同比-12.0%，环比-0.5%。2020 年 12 月，能繁母猪存栏 4161.0 万头，同比+35.1%，环比+3.4%。2020 年 12 月生猪存栏同比+31%。由于疫苗毒的影响，各地出现不同程度去产能，全年来看猪价仍有上行预期。3 月 10 日，白条鸡价格 22.0 元/公斤，同比+3.7%，环比-0.7%。

图7：2021 年 3 月 19 日猪肉价格同比-12%



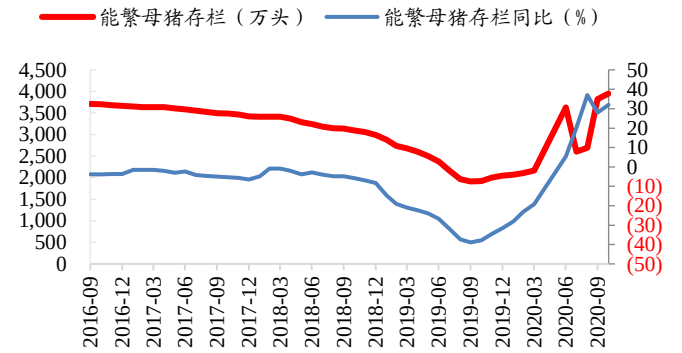
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 12 月生猪存栏数量同比+31%



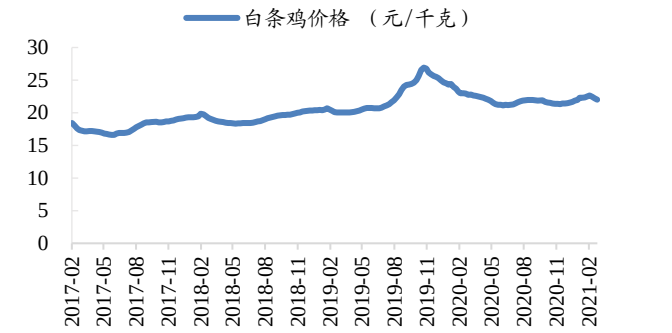
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 年 12 月能繁母猪数量同比+35.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

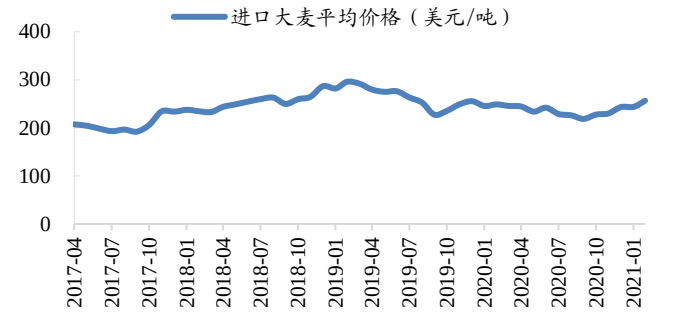
图10：2021 年 3 月 10 日白条鸡价格同比+3.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

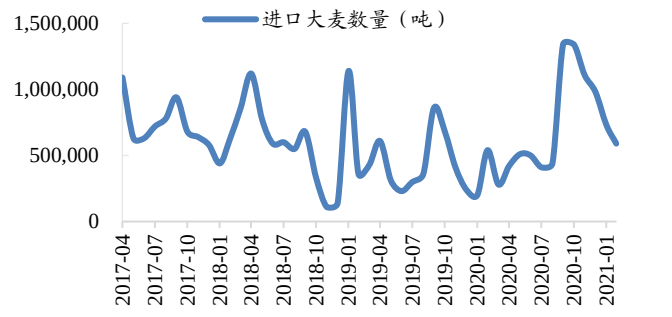
2021 年 2 月，进口大麦价格 256.5 元/公斤，同比+3.1%。进口数量 59 万吨，同比+9.3%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2021 年 2 月进口大麦价格同比+3.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

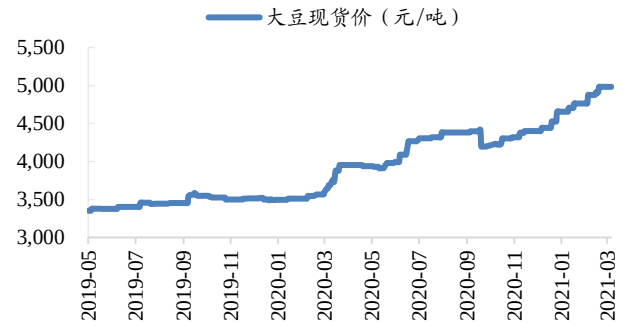
图12：2021 年 2 月进口大麦数量同比+9.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

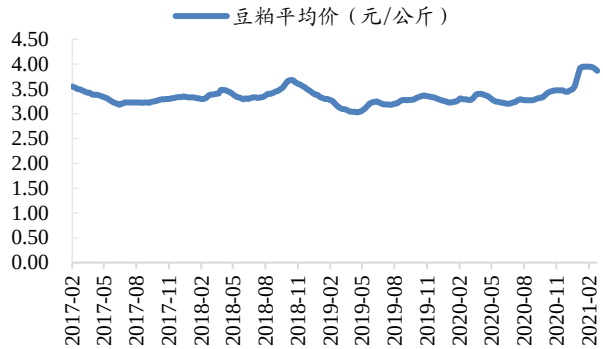
3 月 19 日，大豆现货价 4982.6 元/吨，同比+35.1%。3 月 10 日，豆粕平均价格 3.9 元/公斤，同比+17.6%。预计 2021 年大豆价格可能走高。

图13：2021 年 3 月 19 日大豆现货价同比+35.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

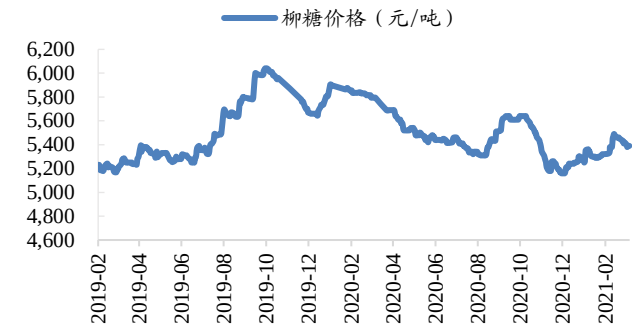
图14：2021 年 3 月 9 日豆粕平均价同比+17.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

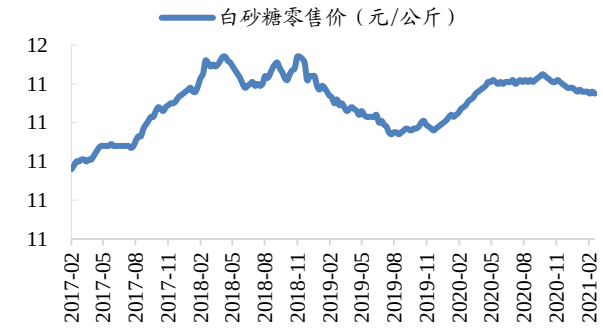
3 月 19 日，柳糖价格 5390.0 元/吨，同比-3.9%；3 月 12 日，白砂糖零售价格 11.4 元/公斤，同比+0.6%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15：2021 年 3 月 19 日柳糖价格同比-3.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021 年 3 月 12 日白砂糖零售价同比+0.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：泸州老窖十代特曲调价

金沙酒业作为金沙白酒龙头企业，2020 年完成 27.3 亿元销售收入。2021 年，公司站在新的历史起点，着力推动企业高质量创新、转型、跨越发展，启动了 4 万吨产能规模的扩能技改工程，目前总投资 3.5 亿元的 5000 吨项目工程已完成施工量的 20%，预计 2021 年 11 月份完工投产（来源于酒说）。

3 月 16 日，四川日报刊发《四川省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标纲要》。其中提到，要优化提升攀乐宜泸沿江经济带，壮大世界级白酒产业集群；打造具有国际竞争力的先进制造业集群，推动优质白酒和精制川茶等特色轻工等创新发展；深度挖掘长江源头酒、灯、盐、茶、竹文化价值和“三线”工业基地人文底蕴，做强沿长江休闲度假旅游带（来源于酒业家）。

3 月 16 日，泸州老窖特曲酒类销售股份有限公司陕北片区发布通知，自 2021 年 3 月 16 日起，建议 52 度泸州老窖十代特曲团购价 328 元/瓶（来源于酒说）。

5、备忘录：关注 3 月 24 日中炬高新年报披露

下周（3 月 22 日-3 月 26 日）将有 5 家上市公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 3 月 24 日中炬高新年报披露

日期	公司名称	股东会	限售解禁	财务报告
3 月 22 日	华康股份	浙江省衢州市（14:30）		
3 月 24 日	品渥食品		解禁 128.97 万股	
3 月 24 日	仙乐健康		解禁 276.48 万股	
3 月 24 日	ST 椰岛			年报披露
3 月 24 日	中炬高新			年报披露
3 月 24 日	桃李面包			年报披露
3 月 25 日	李子园	浙江省金华市（14:30）		
3 月 25 日	金字火腿	浙江省金华市（14:30）		
3 月 25 日	承德露露	河北省承德市（14:30）		
3 月 25 日	珠江啤酒			年报披露
3 月 25 日	桂发祥			年报披露
3 月 26 日	汤臣倍健	广东省广州市（14:30）		
3 月 27 日	煌上煌			年报披露
3 月 29 日	青岛啤酒			年报披露
3 月 30 日	嘉必优			年报披露
3 月 30 日	良品铺子			年报披露
3 月 30 日	金枫酒业			年报披露
3 月 30 日	光明乳业			年报披露
3 月 30 日	恒顺醋业			年报披露
3 月 30 日	庄园牧场			年报披露
3 月 30 日	龙大肉食			年报披露
3 月 31 日	华康股份			年报披露
3 月 31 日	天味食品			年报披露
3 月 31 日	海天味业			年报披露
3 月 31 日	伊利股份			年报披露
3 月 31 日	贵州茅台			年报披露
3 月 31 日	莲花健康			年报披露
3 月 31 日	上海梅林			年报披露
3 月 31 日	华文食品			年报披露
3 月 31 日	盐津铺子			年报披露
3 月 31 日	贝因美			年报披露
3 月 31 日	双汇发展			年报披露
3 月 31 日	星湖科技	广东省肇庆市（14:30）		
4 月 1 日	惠发食品	山东省潍坊市（14:30）		
4 月 2 日	皇氏集团	广西省南宁市（14:30）		

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 3 月 17 日发布的行业点评报告

报告类型	报告名称	时间
公司深度	甘源食品：搭建炒货零食矩阵，渠道发力快速成长——公司首次覆盖报告	2 月 25 日
行业周报	基本面是重要支撑，短期波动不改长期趋势——行业周报	2 月 28 日
行业周报	冷静看待估值回落，食品饮料仍需守正出奇——行业周报	3 月 7 日
公司点评	山西汾酒：2020 年圆满收官，一季度开门红可期——公司信息更新报告	3 月 10 日
公司点评	中炬高新：扣非利润略超预期，管理改善是长期趋势——公司信息更新报告	3 月 14 日
行业周报	白酒已近稳态，能量饮料渐入视野——行业周报	3 月 14 日
行业点评	低基数推动社零数据高增长，烟酒类表现强劲——行业点评报告	3 月 16 日
行业点评	2 月电商数据分析：春节需求较好，行业集中度提升——行业点评报告	3 月 17 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵州茅台	买入	2010.0	36.83	43.1	48.23	54.6	46.6	41.7
五粮液	买入	260.8	5.19	5.97	7.12	50.2	43.7	36.6
洋河股份	增持	159.7	5.11	5.76	6.62	31.3	27.7	24.1
山西汾酒	买入	313.0	3.56	4.92	6.27	87.9	63.6	49.9
口子窖	增持	55.0	2.71	3.2	3.63	20.3	17.2	15.1
古井贡酒	增持	187.4	4.45	5.35	6.3	42.1	35.0	29.7
伊利股份	买入	39.0	1.23	1.35	1.53	31.7	28.9	25.5
新乳业	增持	16.0	0.33	0.41	0.52	48.5	39.1	30.8
双汇发展	增持	4.8	0.11	0.24	0.4	43.5	20.0	12.0
金字火腿	增持	40.5	1.92	2.24	2.4	21.1	18.1	16.9
中炬高新	增持	49.3	1.12	1.33	1.59	44.1	37.1	31.0
涪陵榨菜	买入	41.0	0.94	1.09	1.27	43.6	37.6	32.3
海天味业	买入	152.1	1.32	1.71	1.98	115.2	88.9	76.8
恒顺醋业	买入	19.0	0.34	0.42	0.52	55.9	45.2	36.5
西麦食品	增持	28.0	0.99	1.22	1.52	28.3	23.0	18.4
桃李面包	买入	45.3	1.3	1.47	1.78	34.9	30.8	25.5
嘉必优	买入	39.2	1.08	1.39	1.86	36.3	28.2	21.1
绝味食品	买入	73.5	1.32	1.71	1.98	55.7	43.0	37.1
煌上煌	增持	18.8	0.53	0.64	0.78	35.5	29.4	24.1
广州酒家	增持	36.3	1.04	1.33	1.61	34.9	27.3	22.5
甘源食品	增持	79.5	2.18	2.77	3.46	36.4	28.7	23.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021 年 3 月 19 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	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