房地产

2020 年 11 月 03 日

销售不悲观，业绩增速下滑，杠杆回落是确定性趋势

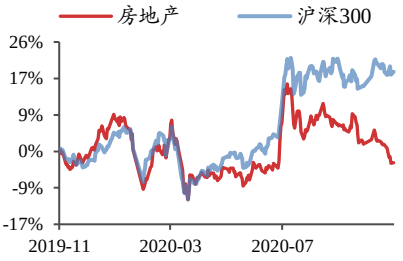
——行业点评报告

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（分析师）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790520100001

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

《行业周报-公积金可用于老旧小区加装电梯，百强房企销售景气度高位回落》-2020.11.1

《行业周报-中央持续完善长效机制，销售景气度高位回落，房贷利率维持不变》-2020.10.25

《行业点评报告-销售高位回落、开竣工表现萎靡，投资持续靓眼》-2020.10.19

● **板块业绩回落，但销售不悲观，优质房企周期对抗性更佳**

疫情大幅影响年内结算节奏，叠加板块盈利下行是大趋势，推动板块前三季度业绩增速为-14.7%。当前行业融资环境持续收紧，更考验房企精细化管控能力。逆周期环境下，龙头公司在土储、销售、经营管控、资金等方面都更具备优势，也具备更强的周期对抗能力。当前尽管结算端表现差强人意，但销售并不悲观，预计 4 季度销售累计增速将持续修复，但趋势渐缓。同时，物业及后服务公司多为轻资产模式，存量物业运营受外部扰动因素较小，后续盈利能力有望持续提升。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

● **结算规模回落、盈利能力下滑，推动板块业绩增速下滑**

1）疫情影响，板块营收增速有所回落，龙头公司表现较为优异。截至 2020Q3，房地产板块营业收入同比增长 6.9%，较 2019 年同期下降 15.6 个百分点；2）归母净利润同比下降 14.7%，较 2019 年同期下降 29.3 个百分点，业绩增速下滑主要源于结算规模增速下降，同时板块毛利率有所压缩。分类别看，龙头公司业绩表现最好，物业及后服务公司业绩增速为负，但后续趋势有望持续好转。3）板块毛利率高位回落，持续收窄是确定性趋势。4)板块销售净利率为 9.9%，较 2019 年同期下降 2.0 个百分点，自 2017 年开始持续下降。龙头公司尽管毛利率水平一般，但行之有效的管控能力推动费率低位，最终净利率在三类企业中最高。物业及后服务公司仍是人工密集型行业，人工成本相对刚性，盈利能力相对较低。

● **行业销售集中度持续提升，龙头公司销售额增速均值为 7%**

1）2020 年前三季度，TOP100 房企销售金额集中度达 75%，销售额同比增速为 7.4%；其中 TOP3\10\30\50 集中度分别为 14%、30%、51%、62%，龙头房企在资金、品牌、资源获取上具备得天独厚的优势，TOP50 后的房企对规模诉求更强。2）2020 年前三季度，14 个龙头公司销售金额增速均值为 7.1%，从销售目标完成度看，14 个龙头公司中仅招商蛇口、阳光城、金科股份、新城控股、中南建设 5 个公司公布年度销售目标，销售目标完成度一定程度受到疫情影响，分别为 76%、74%、67%、65%、62%。

● **融资新政下板块杠杆水平下滑是确定性趋势**

截至 2020Q3，板块剔除预收后的资产负债率为 72.1%，较 2019 年同期下降 0.3 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 73.1%、51.1%、71.1%，较 2019 年同期分别下降 1.2、下降 1.3、提升 0.9 个百分点。截至 2020Q3，板块净负债率为 90.3%，较 2019 年同期下降 9.0 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 76.8%、25.0%、110.7%，较 2019 年同期分别下降 16.1、提升 5.5、提升 1.5 个百分点。龙头公司对杠杆水平控制最为严格，且在持续下降；其他开发类公司杠杆仍未有明显变化；物业及后服务公司具备现金流好、可持续性等优点，杠杆水平持续低位。

● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

目 录

1、 疫情影响结算节奏，叠加毛利率回落，板块业绩有所下滑 3
2、 行业集中度持续攀升，百强房企销售超预期 7
3、 融资新政下板块杠杆水平有所回落 9
4、 投资建议 11
5、 风险提示 11

图表目录

图 1: 2020 年前三季度板块营收同比增速 6.9% 3
图 2: 2020 年前三季度板块净利润同比增速-11.4% 4
图 3: 2020 年前三季度板块归母净利润同比增速-14.7% 4
图 4: 2020 年前三季度板块毛利率为 28.4% 5
图 5: 2020 年前三季度板块三项费率为 10.2% 5
图 6: 2020 年前三季度板块净利率为 9.9% 6
图 7: 2020 年前三季度板块预收账款同比增速 8.3% 6
图 8: 2020 年前三季度板块预收账款对营收的覆盖度为 225% 7
图 9: 截至 2020Q3 百强房企销售额集中度达 75% 7
图 10: 截至 2020Q3 百强房企销售面积集中度达 54% 8
图 11: 2020 年前三季度板块资产负债率为 79.6% 9
图 12: 2020 年前三季度板块剔除预收后的资产负债率 72.1% 10
图 13: 2020 年前三季度板块净负债率 90.3% 10

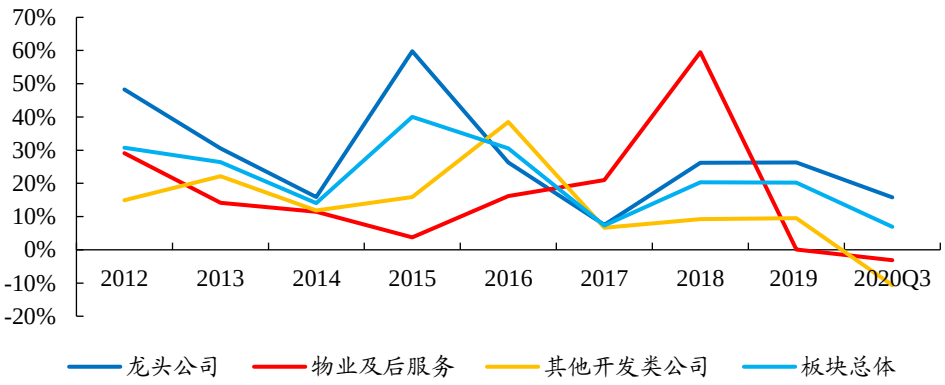
表 1: 2020 年 1-9 月 14 个龙头房企销售增速持续修复 8
表 2: 截至 2020Q3，14 个龙头房企三条红线指标情况（红色指标为踩线指标） 11

我们根据房地产板块，剔除部分 B 股标的及业务转型标的后，进一步将板块分为龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司三大类。龙头公司的划分标准主要是销售规模位列百强房企销售排行榜 TOP40，累计有 14 个公司（万科 A、招商蛇口、保利地产、绿地控股、金科股份、阳光城、中南建设、荣盛发展、滨江集团、华发股份、金地集团、蓝光发展、新城控股、华侨城 A）；物业及后服务类别有 7 个公司（招商积余、新大正、光大嘉宝、南都物业、世联行、我爱我家、国创高新）；其余为其他开发类公司，共 106 个。*（备注：华侨城主业务为旅游地产，业务具备特殊性，收入、业绩体量较大，此处列入龙头公司）*

1、 疫情影响结算节奏，叠加毛利率回落，板块业绩有所下滑

疫情影响，板块营收增速有所回落，龙头公司表现较为优异。截至 2020 年前三季度，房地产板块营业收入同比增长 6.9%，较 2019 年同期下降 15.6 个百分点。从各线房企看，龙头房企表现更具周期对抗性；物业及后服务公司受影响较小，存量物业经营具备可持续性，收入表现较为稳健；其他开发类公司表现较为惨淡，下滑幅度也最为明显。龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司营收同比增速分别为 15.8%、-3.1%、-10.6%，较 2019 年同期分别降低 9.5 个百分点、5.3 个百分点、29.2 个百分点。

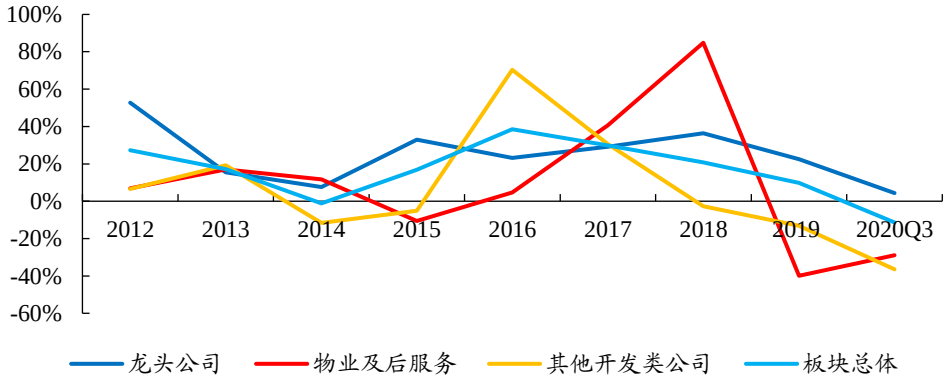
图1：2020 年前三季度板块营收同比增速 6.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

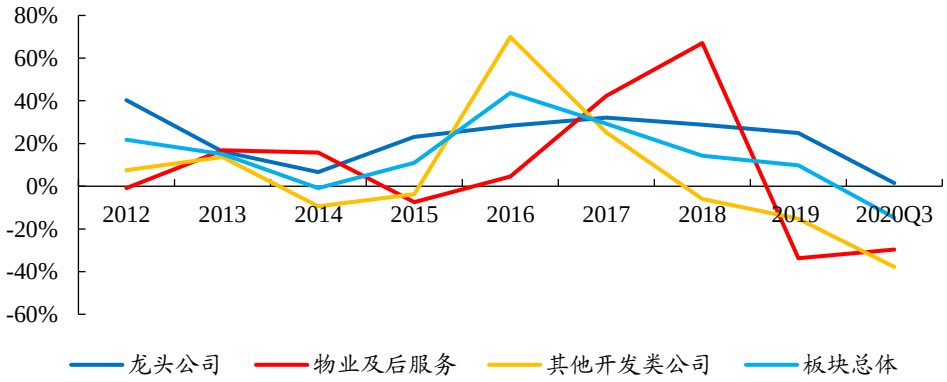
结算规模回落、盈利能力下滑，推动板块业绩增速下滑。截至 2020 年前三季度，房地产板块归母净利润同比下降 14.7%，较 2019 年同期下降 29.3 个百分点，业绩增速下滑主要源于结算规模增速下降，同时在房住不炒调控政策下，板块毛利率有所压缩。分类别看，龙头公司、 物业及后服务公司、其他开发类公司业绩增速分别为 1.5%、-29.7%、-37.8%，较 2019 年同期分别下降 21.2 个百分点、提升 8.1 个百分点、下降 44.5 个百分点；龙头公司业绩表现最好，物业及后服务公司业绩增速为负，但后续趋势有望持续好转。在我们筛选的 14 个龙头公司中，中南建设（62.7%）、新城控股（26.9%）、阳光城（21.6%）、金科股份（11.5%）增速超过 10%。

图2：2020 年前三季度板块净利润同比增速-11.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

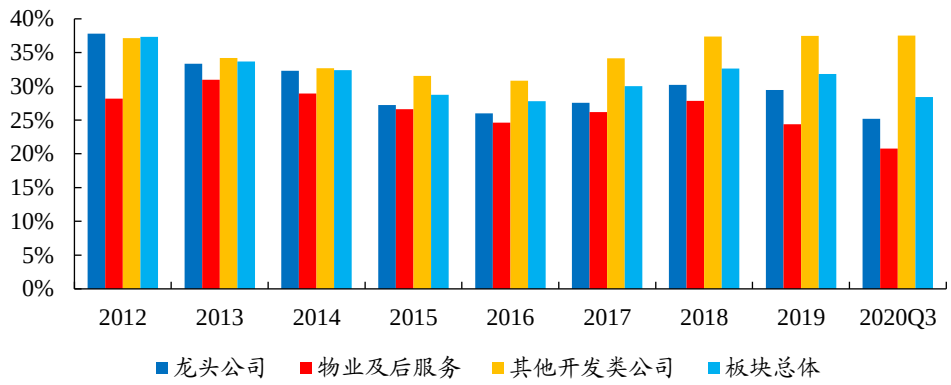
图3：2020 年前三季度板块归母净利润同比增速-14.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

板块毛利率高位回落，持续收窄是确定性趋势。截至 2020 年前三季度，房地产板块整体毛利率为 28.4%，较 2019 年同期下降 3.8 个百分点，毛利率仍然维持可观水平，但下滑趋势不改。龙头公司销售毛利率较低，仅 25.2%，较 2019 年同期下降 3.7 个百分点；此外物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 20.8%、37.5%，较 2019 年同期分别下降 2.8 个百分点、2.0 个百分点。2016 年后地产调控趋于常态化，限制政策持续高压，板块毛利率收窄是确定性趋势。龙头公司中，仅有绿地控股、中南建设毛利率低于 20%，滨江集团、金地集团、华侨城 A 销售毛利率均超过 35%，具备多元拿地能力的房企未来将更具发展优势。

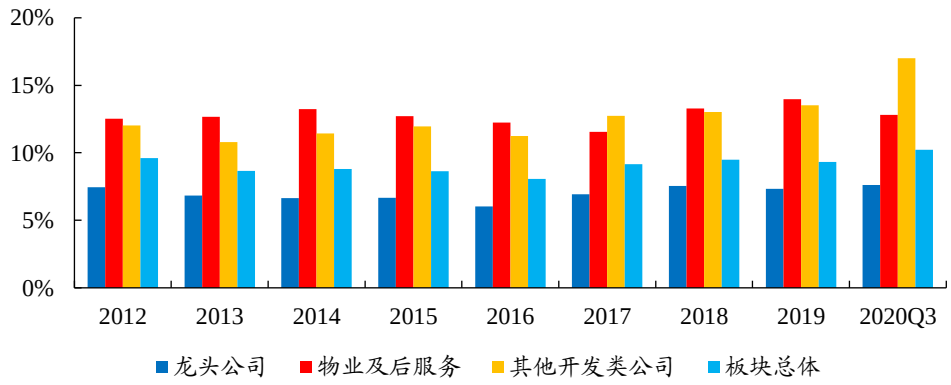
图4：2020 年前三季度板块毛利率为 28.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用管控较好，三项费用率维持稳定。截至 2020 年前三季度，房地产板块三项费用率为 10.2%，较 2019 年同期略降 0.3 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司三项费用率分别为 7.6%、12.8%、17.0%，较 2019 年同期分别下降 0.9 个百分点、下降 1.5 个百分点、提升 2.6 个百分点。销售和结转之间存在一定错配，龙头公司费率管控最为有效，主要源于龙头公司具备更为丰富的管理能力，且销售增速有所放缓。

图5：2020 年前三季度板块三项费率为 10.2%

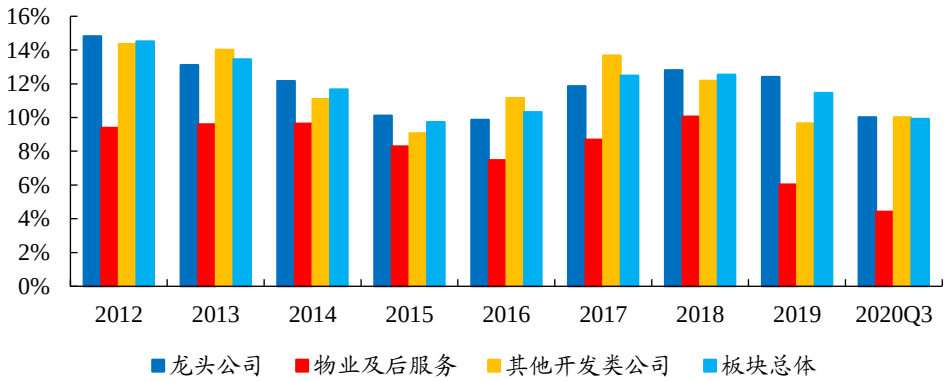


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售净利率自 2017 年开始持续回落。截至 2020 年前三季度，板块销售净利率为 9.9%，较 2019 年同期下降 2.0 个百分点，自 2017 年开始持续下降；板块毛利率下滑、三项费率及投资收益增速变化不大，推动板块净利率有所回落。龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司房企销售净利率分别为 10.0%、4.4%、10.0%，较 2019 年同期分别下降 1.1 个百分点、1.6 个百分点、4.1 个百分点。龙头公司尽管毛利率水平一般，但行之有效的管控能力推动费率低位，最终净利率在三类企业中最高。物业及后服务公司仍是人工密集型行业，人工成本相对刚性，盈利能力相对

较低。

图6：2020 年前三季度板块净利率为 9.9%

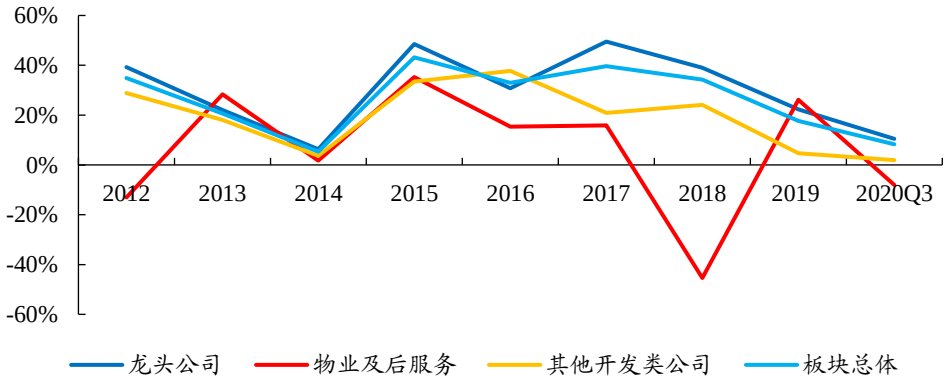


数据来源：Wind、开源证券研究所

合同负债增速有所放缓。截至 2020 年前三季度，房地产板块合同负债同比增长 8.3%，较 2019 年同期下降 12.1 个百分点；其中，龙头公司、其他开发类公司增速分别为 10.5%、1.9%，较 2019 年同期分别下降 14.3 个百分点、7.4 个百分点。房企合同负债增速均有回落，面对疫情影响，龙头公司具备更强的周期对抗性，货值布局及铺排更为灵活。未来板块融资持续收紧，粗放式发展的时代将成为过往，房企精细化管控将愈发重要。

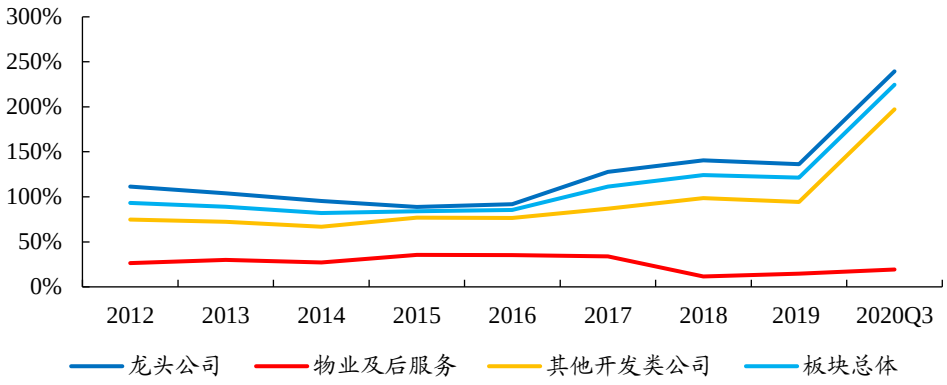
从合同负债对营收的覆盖倍数看，龙头公司仍然具备明显优势。截至 2020 年前三季度，房地产板块合同负债是当期营收的 225%，较 2019 年同期提升 2.9 个百分点；其中龙头公司、其他开发类公司覆盖倍数分别为 239%、197%，龙头公司业绩确定性仍然更强。

图7：2020 年前三季度板块预收账款同比增速 8.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年前三季度板块预收账款对营收的覆盖度为 225%

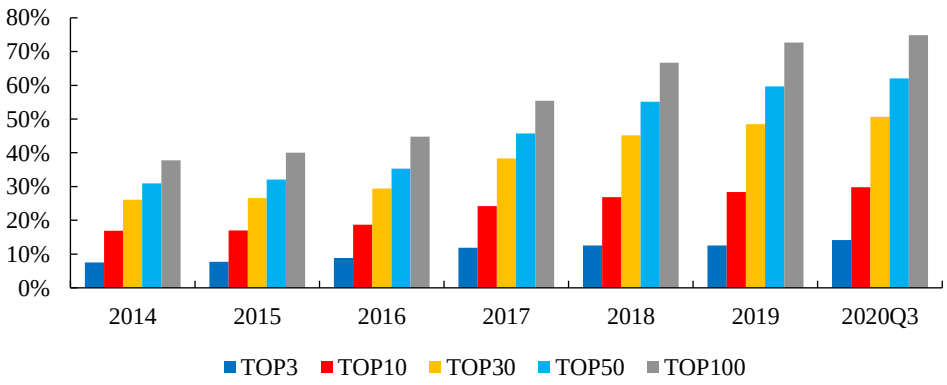


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 行业集中度持续攀升，百强房企销售超预期

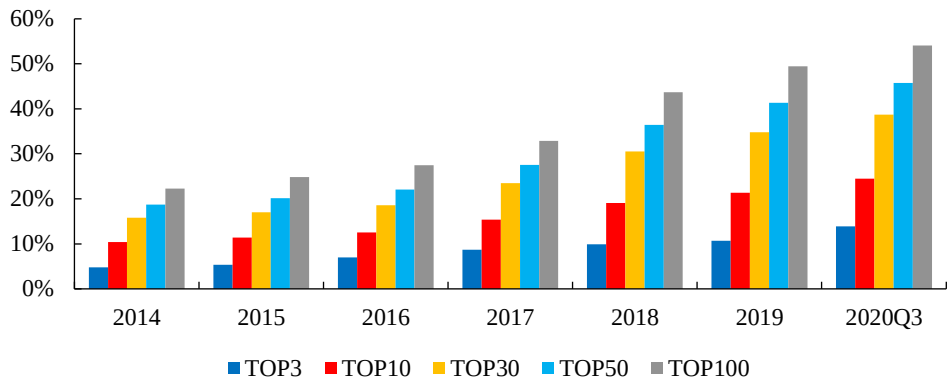
行业销售集中度持续提升，TOP50 后房企销售规模增速更为可观。2020 年前三季度，TOP100 房企销售金额集中度达 75%，其中 TOP3\10\30\50 集中度分别为 14%、30%、51%、62%，龙头房企在资金、品牌、资源获取上具备得天独厚的优势，TOP50 后的房企对规模诉求更强。

图9：截至 2020Q3 百强房企销售额集中度达 75%



数据来源：CRIC、开源证券研究所

图10：截至 2020Q3 百强房企销售面积集中度达 54%



数据来源：CRIC、开源证券研究所

2020 年 10 月，百强房企销售额单月同比增长 21.5%，较前值下降 3.3 个百分点，连续 2 个月出现下滑态势，但仍处于较高水平；销售面积单月同比下降 5.6%，较前值下降 34.0 个百分点，10 月销售规模增长靓眼主要源于价格端上涨明显。展望未来，流动性边际略有收紧，10 月房贷利率九连降的趋势终结，拐点或将出现。目前虽然银行整体信贷资金较为充裕，但贷款投向仍要严格遵循政策引导扶持实体经济融资的大方向，居民端融资成本或均已探底。预计后市量稳价升，4 季度地产销售累计增速仍有修复态势，但趋势逐渐放缓。

从龙头公司销售情况看，2020 年前三季度，14 个龙头公司销售金额增速均值为 7%，面积增速均值为 4%；其中华侨城（36%）、金科股份（22%）、金地集团（20%）、招商蛇口（17%）、滨江集团（16%）这 5 大公司销售额增速超过 15%；同时新城控股（-18%）、蓝光发展（-14%）、绿地控股（-7%）、阳光城（-2%）增速出现负增长态势。我们认为，这主要与公司本身货值铺排及结构相关，龙头公司土储相对充沛，后续随着推货规模持续提升，销售增速有望进一步改善。

从销售目标完成度看，14 个龙头公司中仅招商蛇口、阳光城、金科股份、新城控股、中南建设 5 个公司公布年度销售目标，销售目标完成度一定程度受到疫情影响，分别为 76%、74%、67%、65%、62%。

表1：2020 年 1-9 月 14 个龙头房企销售增速持续修复

代码	公司	2020Q1-3 销售额（亿元）	同比	2020Q1-3 销售面积（万平米）	同比
000002.SZ	万科 A	4928	4%	3265	7%
001979.SZ	招商蛇口	1902	17%	821	-1%
600048.SH	保利地产	3674	6%	2444	7%
600606.SH	绿地控股	2178	-7%	1760	-17%
000656.SZ	金科股份	1474	22%	1422	11%
000671.SZ	阳光城	1472	-2%	1071	-10%
000961.SZ	中南建设	1431	10%	1070	5%

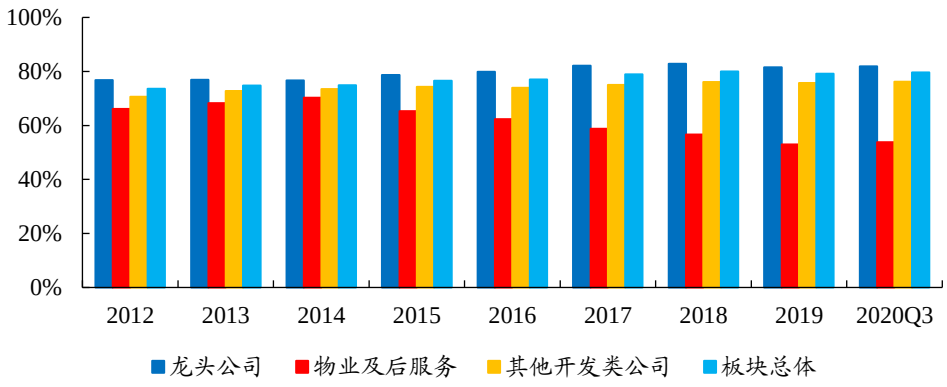
代码	公司	2020Q1-3 销售额（亿元）	同比	2020Q1-3 销售面积（万平米）	同比
002146.SZ	荣盛发展	737	9%	671	6%
002244.SZ	滨江集团	920	16%	274	3%
600325.SH	华发股份	441	1%	176	-1%
600383.SH	金地集团	1701	20%	824	16%
600466.SH	蓝光发展	662	-14%	775	-6%
601155.SH	新城控股	1630	-18%	1508	-12%
000069.SZ	华侨城 A	250.0	36%	80.6	56%
	增速均值		7%		4%

数据来源：CRIC、公司公告、开源证券研究所

3、 融资新政下板块杠杆水平有所回落

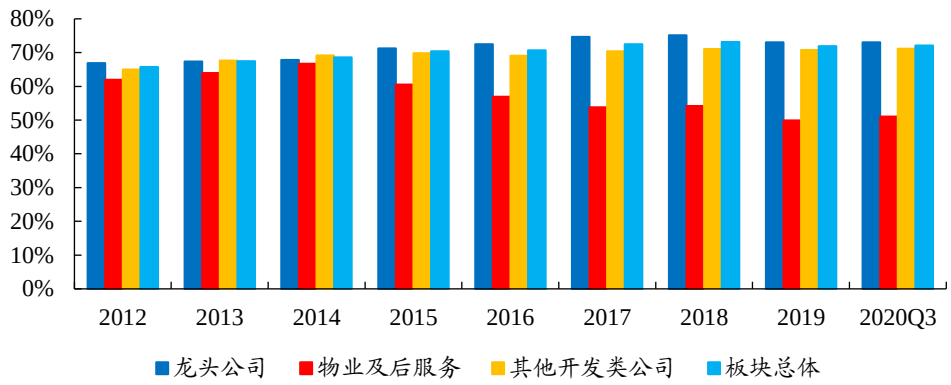
融资新政下杠杆水平下滑是确定性趋势。截至 2020 年前三季度，板块剔除预收（合同负债）后的资产负债率为 72.1%，较 2019 年同期下降 0.3 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 73.1%、51.1%、71.1%，较 2019 年同期分别下降 1.2、下降 1.3、提升 0.9 个百分点。截至 2020 年前三季度，板块净负债率为 90.3%，较 2019 年同期下降 9.0 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 76.8%、25.0%、110.7%，较 2019 年同期分别下降 16.1、提升 5.5、提升 1.5 个百分点。龙头公司对杠杆水平控制最为严格，且在持续下降；其他开发类公司杠杆仍未有明显变化；物业及后服务公司具备现金流好、可持续性等优点，杠杆水平持续低位。

图11：2020 年前三季度板块资产负债率为 79.6%



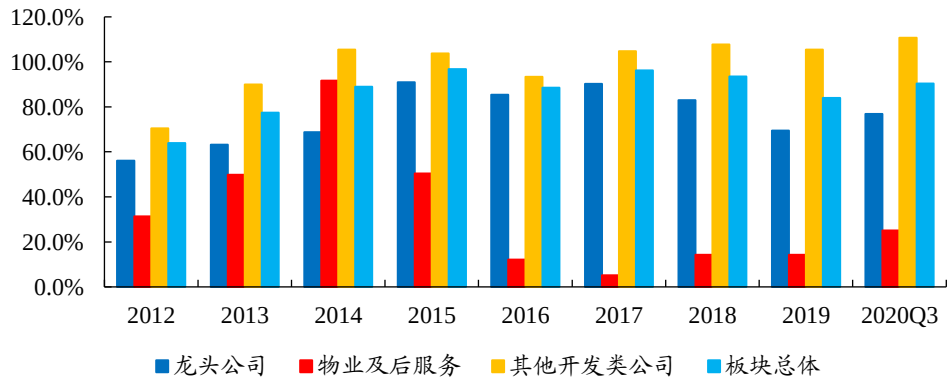
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020 年前三季度板块剔除预收后的资产负债率 72.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020 年前三季度板块净负债率 90.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据央行报道，2020 年 8 月 20 日，由央行牵头，包括住建部、银保监会、证监会、外汇局、交易商协会等部门的负责人，约谈 12 家房地产企业的负责人，提出了“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”，落实了房企融资政策监管方式的调整。

根据每日经济新闻报道，房企三条红线是：

1）剔除预收款后的资产负债率大于 70%；

2）净负债率大于 100%；

3）现金短债比小于 1 倍。

在 14 个龙头公司中，全部踩线的房企有绿地控股、金科股份、中南建设；踩 2 条线房企有阳光城、荣盛发展、华发股份、蓝光发展；踩 1 条线房企有万科、滨江集团、新城控股；而华侨城、招商蛇口、保利地产、金地集团经营情况较为稳健，三条红线均未触及。

表2：截至 2020Q3，14 个龙头房企三条红线指标情况（红色指标为踩线指标）

代码	公司	净负债率	剔除预收账款后的资产负债率	现金短债比
000002.SZ	万科 A	28.5%	**74.20%**	196%
001979.SZ	招商蛇口	36.8%	59.11%	102%
600048.SH	保利地产	70.9%	67.03%	171%
600606.SH	绿地控股	**183.5%**	**82.38%**	**69%**
000656.SZ	金科股份	**112.2%**	**72.71%**	**84%**
000671.SZ	阳光城	**108.3%**	**79.21%**	137%
000961.SZ	中南建设	**136.0%**	**82.51%**	**81%**
002146.SZ	荣盛发展	97.2%	**75.26%**	**75%**
002244.SZ	滨江集团	**103.0%**	69.76%	135%
600325.SH	华发股份	**148.4%**	**78.54%**	118%
600383.SH	金地集团	67.0%	69.91%	109%
600466.SH	蓝光发展	97.6%	**70.58%**	**71%**
601155.SH	新城控股	42.5%	**77.69%**	183%
000069.SZ	华侨城 A	96.4%	69.61%	110%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 投资建议

疫情大幅影响年内结算节奏，叠加板块盈利下行是大趋势，推动板块前三季度业绩出现负增长态势。当前行业融资环境持续收紧，更考验房企精细化管控能力。逆周期环境下，优质公司在土储、销售、经营管控、资金等方面都更具备优势，也具备更强的周期对抗能力。当前尽管结算端表现差强人意，但销售并不悲观，预计 4 季度销售累计增速将持续修复，但趋势渐缓。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

5、 风险提示

1）行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

3）融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

4）企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。

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