公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

科沃斯（603486.SH）

2020 年 08 月 20 日

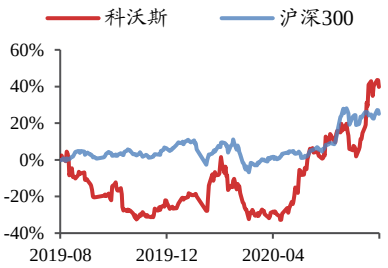
2020Q2 收入改善显著，净利率如期继续提升

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/19
当前股价(元)	38.58
一年最高最低(元)	40.64/17.90
总市值(亿元)	217.29
流通市值(亿元)	69.31
总股本(亿股)	5.63
流通股本(亿股)	1.80
近 3 个月换手率(%)	186.05

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩拐点有望出现，携手 iRobot 共同推动行业发展》-2020.5.25

《公司信息更新报告-主动收缩代工业务致 2019 年收入下滑，期待 2020 年业绩拐点》-2020.4.29

《公司首次覆盖报告-战略调整期后收入有望恢复，净利率提升空间较大》-2020.4.13

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

孟昕（联系人）
mengxin@kysec.cn
证书编号：S0790120040004

● 2020Q2 收入改善显著，拉动 2020H1 整体业绩改善

2020H1，公司实现营收 24.02 亿元（-1.05%），归母净利润 1.32 亿元（+0.47%），扣非归母净利润 0.93 亿元（-25.46%），EPS 为 0.24（+4.35%）。2020H1 公司收入跌幅收窄、利润转为正增长，主要系 2020Q2 国内疫情日益好转。2020Q2 收入为 14.39 亿元（+22%），归母净利润为 0.92 亿元（+49.63%），主要系科沃斯、添可自有品牌业务同比均增长。2019 年股权激励计划发布，调动积极性迸发经营活力。此次激励计划涉及对象共 298 人，拟授予限制性股票数量约 671.76 万股，占总股本约 1.20%。考虑公司战略调整后业绩继续恢复，上调 2020-2022 年净利润预测为 3.89/6.29/8.29 亿元（原值 3.71/5.98/7.87 亿元），对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69/1.12/1.47 元，当前股价对应 PE 为 55.8/34.5/26.2 倍。考虑公司调整期后收入有望继续恢复增长及净利率仍有提升空间，维持“买入”评级。

● 2020H1 自有品牌业务表现较好，添可品牌放量增速亮眼

分业务看：2020H1，服务机器人、清洁类小家电代工业务分别实现营收 0.06 亿元（-83.65%）、5.63 亿元（-6.05%）；科沃斯服务机器人、添可智能电器自有品牌业务分别实现营收 15.37 亿元（-6.15%）、2.22 亿元（+131.03%）。其中，自有品牌业务表现较好，尤其添可品牌放量，拉动整体业绩改善。

● 自有品牌拉动 2020H1 毛利率显著增长，战略调整后 2020H1 净利率如期回升

1）毛利率：自有品牌占比提升拉动 2020H1 毛利率显著增长。公司 2020H1 毛利率为 40.15%，同比增长 2.88pct。其中，科沃斯、添可自有品牌业务合计占比达 73.24%，同比提升 1.81pct，自有品牌业务占比提升推动整体毛利率显著提升。2）净利率：公司战略调整后 2020H1 净利率如期回升。公司 2020H1 净利率为 5.54%，同比提升 0.12pct，相比 2019 年底提升 3.26pct。随着公司主动收缩代工业务、退出低端产品等战略调整基本完成，公司在 2020H1 的净利率如期回升，战略调整成果显现。2020H1 公司全局规划类扫地机器人占比超过 80%，同比增加 26pct。

● 风险提示：国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,694	5,312	6,009	6,922	8,175
YOY(%)	25.1	-6.7	13.1	15.2	18.1
归母净利润(百万元)	485	121	389	629	829
YOY(%)	29.1	-75.1	222.4	61.6	31.9
毛利率(%)	37.8	38.3	38.5	39.0	39.4
净利率(%)	8.5	2.3	6.5	9.1	10.1
ROE(%)	19.4	4.9	13.6	19.2	21.4
EPS(摊薄/元)	0.90	0.22	0.69	1.12	1.47
P/E(倍)	42.9	175.4	55.8	34.5	26.2
P/B(倍)	8.7	8.8	7.6	6.6	5.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q2 收入改善显著，2020H1 自有品牌业务表现较好 3
2、 自有品牌占比提升拉动 2020H1 毛利率显著增长，战略调整后 2020H1 净利率如期回升 3
3、 坚持产品创新，积极延展产品线 5
4、 2019 年股权激励计划发布，调动积极性迸发经营活力 5
5、 盈利预测与投资建议 6
6、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 2020H1 公司毛利率提升至 40.15% 4
图 2： 2020H1 公司净利率提升至 5.54% 4
图 3： 公司 2020H1 存货周转天数增加 4
图 4： 公司 2020H1 应收账款周转天数增加 4
图 5： 公司经营性现金流净额 2020H1 回升 4

表 1： 2020Q2 疫情缓解，拉动 2020H1 整体业绩改善 3
表 2： 2020H1 公司自有品牌业务表现较好 3
表 3： 发布 2019 年限制性股票激励计划，充分迸发经营活力 5
表 4： 公司 2019 年股权激励分配包括管理、技术和其他骨干人员等 6

1、 2020Q2 收入改善显著，2020H1 自有品牌业务表现较好

2020H1，公司实现营收 24.02 亿元（-1.05%），归母净利润 1.32 亿元（+0.47%），扣非归母净利润 0.93 亿元（-25.46%），EPS 为 0.24（+4.35%）。2020H1 公司收入跌幅收窄、利润转为正增长，主要系 2020Q2 国内疫情日益好转。

1）分季度看：科沃斯、添可两大自有品牌业务 2020Q2 收入同比均增长，推动整体收入同比增长 22.00%，归母净利润同比增长 49.63%。

表1：2020Q2 疫情缓解，拉动 2020H1 整体业绩改善

	2020Q1	2020Q2	2020H1
收入（亿元）	9.63	14.39	24.02
同比	-22.84%	22.00%	-1.05%
归母净利润（亿元）	0.40	0.92	1.32
同比	-42.56%	49.63%	0.47%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2）分业务看：2020H1，服务机器人、清洁类小家电代工业务分别实现营收 0.06 亿元（-83.65%）、5.63 亿元（-6.05%）；科沃斯服务机器人、添可智能电器自有品牌业务分别实现营收 15.37 亿元（-6.15%）、2.22 亿元（+131.03%）。其中，自有品牌业务表现较好，拉动整体业绩改善。

表2：2020H1 公司自有品牌业务表现较好

项目	营业收入（亿元）	占比	同比
科沃斯品牌服务机器人	15.37	63.99%	-6.15%
服务机器人 ODM	0.06	0.26%	-83.65%
服务机器人业务合计	15.43	64.25%	-7.93%
添可品牌智能电器	2.22	9.25%	131.03%
清洁类小家电 OEM/ODM	5.63	23.45%	-6.05%
清洁类小家电业务合计	7.85	32.70%	12.90%
其他业务收入	0.73	3.05%	32.06%
合计	24.02	100.0%	-1.05%

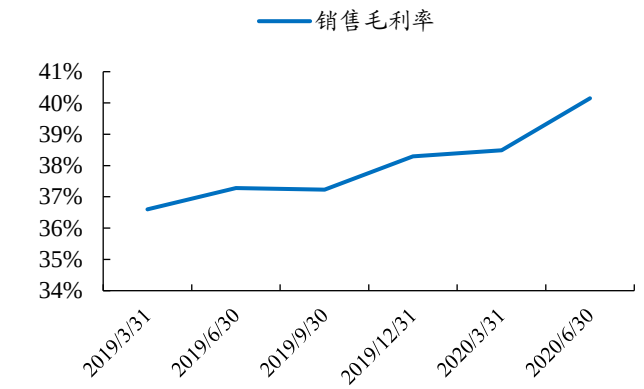
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 自有品牌占比提升拉动 2020H1 毛利率显著增长，战略调整后 2020H1 净利率如期回升

自有品牌占比提升拉动 2020H1 毛利率显著增长。公司 2020H1 毛利率为 40.15%，同比增长 2.88pct。其中，科沃斯、添可自有品牌业务合计占比达 73.24%，同比提升 1.81pct，自有品牌业务占比的提升推动公司整体毛利率显著提升。

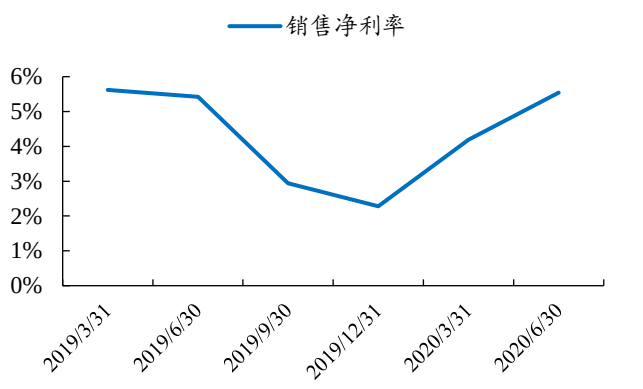
公司战略调整后 2020H1 净利率如期回升。公司 2020H1 净利率为 5.54%，同比提升 0.12pct，相比 2019 年底提升 3.26pct。随着公司主动收缩代工业务、退出低端产品等战略调整基本完成，公司在 2020H1 的净利率如期回升，战略调整成果显现。2020H1，公司全局规划类扫地机器人占比超过 80%，同比增加 26pct。

图1：2020H1 公司毛利率提升至 40.15%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

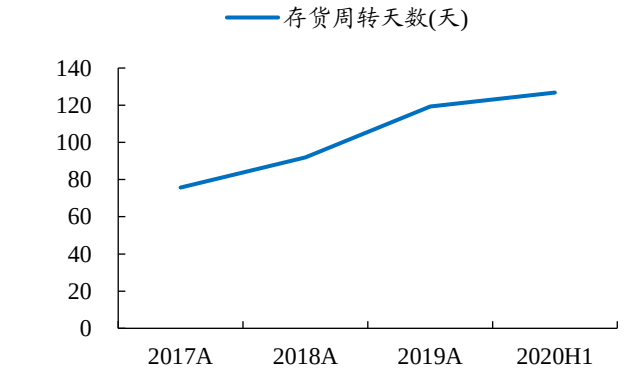
图2：2020H1 公司净利率提升至 5.54%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

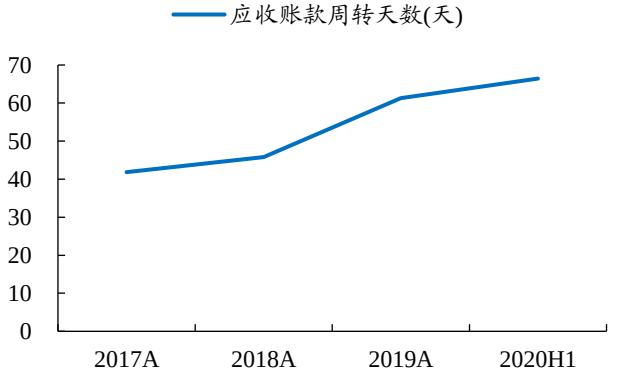
公司 2020H1 存货、应收账款周转天数均增加，营运周期拉长。2020H1，存货、应收账款周转天数分别增加至 126.80 天和 66.44 天。公司周转天数的双升，体现了营运周期的拉长，主要系疫情的持续影响。

图3：公司 2020H1 存货周转天数增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

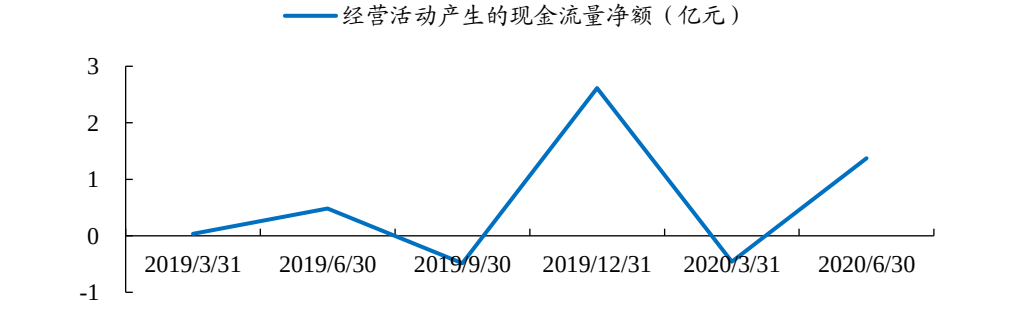
图4：公司 2020H1 应收账款周转天数增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司经营性现金流净额 2020H1 回升。2020H1，经营性现金流净额回升至 1.37 亿元（2020Q1 为-0.46 亿元），主要系公司控制库存，购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

图5：公司经营性现金流净额 2020H1 回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 坚持产品创新，积极延展产品线

1）积极进行技术迭代，推出创新产品。2020H1，公司推出在业界率先采用 D-ToF 定位导航传感器，3D 结构光识别、AIVI™人工智能技术的新一代 T8 系列智能扫地机器人产品，将扫地机器人行业在智能性、定位导航精准性及实时避障、防缠绕、防卡困效果等方面的能力提升到新高度。同时，针对性推出集尘桶及 OZMO PRO™高频振动拖地系统，在提升产品清洁力的同时免除用户频繁倾倒垃圾的痛点。2020 年 618 电商促销节期间，T 系列高端 LDS SLAM 机器人销量超 10 万台，旗舰新品 T8 系列成交量突破 6 万台，推动公司产品在高技术段和高价格段市场占比的持续提升。根据中怡康数据，2020H1 全局规划类扫地机器人中，科沃斯占比达 41.9%，零售额同比增长 32.3%。同时公司在 2000-3000 元价格段及 3000 元以上价格段占比分别达 53.0%（+11.5pct）和 31.5%（+17.7pct）。

2）构建添可智能生活电器品类体系。2020H1，公司推出智能洗地机芙万 FLOOR ONE 和智能吹风机摩万 MODA ONE。其中，芙万系列洗地机产品打造了全新的地面清洁工作模式，推出不久即迅速占领市场，全渠道市场占有率超过 70%，推动添可品牌业务的高速成长，同时也为无线手持地面清洁市场创造新的增长点。2020H1，添可品牌收入达 2.22 亿元，同比增长 131.03%，占收入的 9.25%。

4、 2019 年股权激励计划发布，调动积极性迸发经营活力

1）激励对象：此次激励计划涉及对象共 298 人，包括高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员以及公司其他骨干员工（不包括独立董事、监事）。

2）激励方案：拟授予的限制性股票数量约为 671.76 万股，占公司股本总额约 1.20%。其中，首次授予限制性股票 537.41 万股，占比 0.96%；预留限制性股票 134.35 万股，占比 0.24%。首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 13.90 元。

3）考核目标：a. 首次授予的限制性股票：以 2018 年公司自有品牌家用机器人营业收入为基数，2019-2022 年自有品牌家用机器人营业收入增长率分别不低于 10.0%、32.0%、58.4%、90.1%或以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年净利润增长率分别不低于 25.0%、56.3%、95.3%。b. 预留授予的限制性股票：以 2018 年公司自有品牌家用机器人营业收入为基数，2020-2022 年自有品牌家用机器人营业收入增长率分别不低于 32.0%、58.4%、90.1%或以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年净利润增长率分别不低于 25.0%、56.3%、95.3%。

表3：发布 2019 年限制性股票激励计划，充分迸发经营活力

年份	激励措施	持股数量	购买价格	总股本占比
2019	管理层、业务技术骨干限制性股票激励计划	671.76 万股	13.90 元/股	1.20%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：公司 2019 年股权激励分配包括管理、技术和其他骨干人员等

姓名	职务	获授的限制性股票数量（股）	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
JONATHAN TANG	副总经理	107,900	1.61%	0.02%
MOUXIONG WU	副总经理	107,900	1.61%	0.02%
公司中层管理人员、公司核心技术（业务）人员、公司其他骨干员工 296 人		5,158,300	76.79%	0.92%
预留		1,343,500	20.00%	0.24%
合计		6,717,600	100.00%	1.20%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

科沃斯是国内扫地机器人行业的龙头公司之一。 我们认为，长期看扫地机器人市场规模将随着渗透率的提升而逐步扩大，未来空间广阔。公司层面，随着战略调整的基本完成，技术与产品的升级、渠道的拓展以及品牌力的提升都将带动公司收入的恢复，净利率有望进一步提升。

我们预计，2020-2022 年：1）随着渗透率的提升，扫地机器人市场规模有望继续扩大，龙头公司市占率稳定；2）公司主动进行战略调整，发展自有品牌后毛利率将有提升，2020-2022 年毛利率分别为 38.5%、39.0%、39.4%，费用率保持稳定。

考虑公司战略调整后业绩继续恢复，上调 2020-2022 年净利润预测为 3.89/6.29/8.29 亿元（原值 3.71/5.98/7.87 亿元），对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69/1.12/1.47 元，当前股价对应 PE 为 55.8/34.5/26.2 倍。考虑公司调整期后收入有望逐渐恢复增长以及净利率仍有提升空间，维持“买入”评级。

6、 风险提示

国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3360	3166	3936	4439	5592
现金	1143	1088	1401	1745	2433
应收票据及应收账款	901	928	1475	1294	1976
其他应收款	23	27	30	35	42
预付账款	74	50	90	72	119
存货	1175	1000	895	1249	977
其他流动资产	45	73	44	44	44
非流动资产	848	1166	1170	1183	1209
长期投资	136	175	216	257	297
固定资产	413	775	732	697	678
无形资产	88	89	98	104	105
其他非流动资产	212	128	124	125	129
资产总计	4208	4332	5106	5623	6800
流动负债	1699	1832	2213	2325	2896
短期借款	54	195	195	195	195
应付票据及应付账款	1258	1201	1570	1597	2119
其他流动负债	387	436	448	533	582
非流动负债	12	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	14	14	14	14
负债合计	1711	1847	2228	2339	2910
少数股东权益	9	9	13	15	18
股本	400	564	564	564	564
资本公积	1094	990	990	990	990
留存收益	998	989	1349	1915	2640
归属母公司股东权益	2488	2476	2865	3269	3872
负债和股东权益	4208	4332	5106	5623	6800

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	15	262	431	694	1079
净利润	485	121	393	631	833
折旧摊销	94	111	133	140	157
财务费用	-28	5	-17	-17	-16
投资损失	13	2	2	-10	2
营运资金变动	-601	-3	-76	-48	106
其他经营现金流	52	26	-3	-2	-2
投资活动现金流	-354	-348	-135	-141	-182
资本支出	315	312	-38	-28	-14
长期投资	-35	-42	-42	-40	-40
其他投资现金流	-74	-78	-215	-208	-236
筹资活动现金流	774	20	17	-209	-210
短期借款	45	142	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	164	0	0	0
资本公积增加	710	-104	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-182	17	-209	-210
现金净增加额	434	-56	313	344	688

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5694	5312	6009	6922	8175
营业成本	3539	3278	3695	4223	4954
营业税金及附加	31	37	42	49	54
营业费用	1072	1232	1100	1211	1398
管理费用	294	329	415	450	490
研发费用	205	277	318	291	327
财务费用	-28	5	-17	-17	-16
资产减值损失	45	-31	0	0	0
其他收益	24	18	0	0	0
公允价值变动收益	-0	3	3	2	2
投资净收益	-13	-2	-2	10	-2
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	546	141	458	727	968
营业外收入	20	7	13	13	13
营业外支出	3	3	3	4	3
利润总额	562	144	468	737	978
所得税	77	23	75	106	145
净利润	485	121	393	631	833
少数股东损益	0	1	4	2	4
归母净利润	485	121	389	629	829
EBITDA	625	235	575	842	1084
EPS(元)	0.90	0.22	0.69	1.12	1.47

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.1	-6.7	13.1	15.2	18.1
营业利润(%)	20.7	-74.2	225.1	58.7	33.1
归属于母公司净利润(%)	29.1	-75.1	222.4	61.6	31.9
获利能力					
毛利率(%)	37.8	38.3	38.5	39.0	39.4
净利率(%)	8.5	2.3	6.5	9.1	10.1
ROE(%)	19.4	4.9	13.6	19.2	21.4
ROIC(%)	17.9	3.9	12.1	17.3	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	42.6	43.6	41.6	42.8
净负债比率(%)	-43.1	-35.6	-41.6	-47.0	-57.3
流动比率	2.0	1.7	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.2	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	7.5	5.8	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.22	0.69	1.12	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.46	0.76	1.23	1.92
每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.40	5.09	5.80	6.88
估值比率					
P/E	42.9	175.4	55.8	34.5	26.2
P/B	8.7	8.8	7.6	6.6	5.6
EV/EBITDA	33.1	89.1	35.8	24.1	18.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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