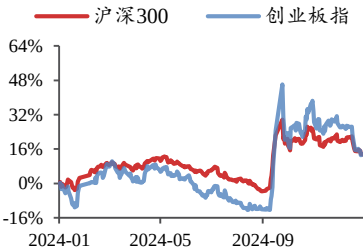


2025 年 01 月 14 日

开源晨会 0114

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	1.811
美容护理	1.186
房地产	1.117
石油石化	0.958
钢铁	0.880

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-2.454
银行	-1.160
纺织服饰	-0.721
机械设备	-0.644
电子	-0.538

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】外需韧性与“抢出口”效应同在——宏观经济点评-20250113

【固定收益】央行暂停购债，汇率或只是表象——事件点评-20250112

行业公司

【农林牧渔】1月 USDA 农产品报告下调全球玉米、大豆、水稻产量，上调全球小麦产量——行业点评报告-20250113

【机械】特斯拉量产指引超预期，机器人执行器放量在即——行业点评报告-20250113

【农林牧渔】12月生猪加速出栏，大猪年前供给短期偏紧——行业点评报告-20250113

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250112

【社服】对比奢侈品、迪士尼看二手潮玩发展之路，春节亲子游、银发族出游火热——行业周报-20250112

【有色钢铁】1月坚定看多黄金投资机会——行业月报-20250112

【传媒】CES展或预示端侧AI发展加速，关注电影春节档——行业周报-20250112

【地产建筑】REITs市场交易态势活跃，保障房REITs表现持续优异——行业周报-20250112

【传媒：引力传媒(603598.SH)】内容营销领军者，新兴平台、出海、AI助力再启航——公司首次覆盖报告-20250113

研报摘要

总量研究

【宏观经济】外需韧性与“抢出口”效应同在——宏观经济点评-20250113

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：以美元计，中国 12 月出口同比+10.7%，前值+6.7%；12 月进口同比+1.0%，前值-3.9%；12 月贸易顺差 1048.4 亿美元，前值为 974.4 亿美元。

外需韧性放缓趋势未变，“抢出口”助力出口增速回升

1.出口回升主因或在于“抢出口”效应与外需韧性。(1)12 月韩国出口同比+6.6%，较前值(+1.4%)回升，存在基数变化的影响，越南出口同比+8.0%，较前值(+8.5%)略有回落，从整体趋势看，外部领先指标指向外需韧性放缓。(2)2024 年 12 月出口逆势回升，值得怀疑的主要原因有二：一是 2025 年春节阳历日期为 1 月，存在春节前的 12 月企业集中发货的可能性；二是面对未来可能的外部关税冲击，企业“抢出口”。数据验证发现，春节前 1 个月可能并不存在大规模集中发货现象；而从出口地区结构看，对美出口明显超出季节性，因此我们推测出口逆势回升主因或在于“抢出口”效应。

2.地区结构看，对美国、东盟等地区出口环比明显超季节性。从边际变化来看，除日本、印度外，对其他主要地区出口增速均边际回升。此外，12 月对美国、东盟出口明显超出季节性，其中对美出口环比特征或表明存在一定的“抢出口”影响，若按季节性平均值测算出口美国金额，则 12 月总出口同比+9.8%，低于实际出口同比 0.9 个百分点。另外需要注意的是出口东盟、拉美环比超季节性，目前尚难以确定是否亦受关税预期影响，若将美国、东盟、拉美超季节性金额一并排除，则 12 月出口同比+8.5%，低于实际出口 2.2 个百分点。排除“抢出口”影响后，出口同比读数同样较高，或表明外需仍具韧性。

3.产品结构看，多数产品出口同比均边际回升。从边际变化来看，除消费电子产品外，其他多数产品出口同比均边际回升，其中生产设备、零部件、汽车回升较为显著。

4.量价拆分来看，12 月多数产品出口价格贡献边际回升，实际外需仍具一定韧性。边际贡献方面，在纳入统计的 16 类产品中，8 类产品出口数量贡献边际回升，11 类产品出口价格贡献边际回升。出口价格边际回升的产品种类多于出口数量，或同样表明即便排除抢出口带来的数量影响，实际外需仍具一定韧性。

进口：同比有所回升

12 月进口同比有所回升，较前值回升 4.9 个百分点至 1.0%，主因国际大宗商品价格回升影响。后续来看，随着海外大宗商品价格企稳回升及国内增量政策发力，预计进口同比或将稳中有升。

高频指标指向 1 月出口回落，但中短期外需或仍具韧性

1.短期看，1 月出口同比或有回落。根据截至 1 月 12 日的的数据，港口集装箱吞吐量与 AIS 高频数据一致性回落，同时 1 月末为春节，因此我们预期 1 月出口同比大概率回落。

2.中短期外需韧性与“抢出口”或将共同支撑出口，预计 2025 年出口节奏或受关税因素扰动。2024 年 12 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 49.3%，较前值有所回升，指向当前外需仍具一定韧性，且从剔除“抢出口”效应后的高出口增速及出口量价结构来看，可以得到同样的结论。中长期看，美国大选尘埃落定，2025 年对美出口或面临一定关税压力，从历史经验看，其一，外部关税政策执行或需一定时间，且或将视施行效果渐进式推进；其二，关税政策施行前存在“抢出口”效应，将短期内抬高出口增速。初步预计 2025 年出口节奏或受关税政策扰动，但年内总体出口金额下行压力仍然可控，中性条件下，2025 年出口同比仍有望实现正增长。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

【固定收益】央行暂停购债，汇率或只是表象——事件点评-20250112

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025年1月10日，中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债。

央行购债，理论上对债市影响中性

2025年1月10日，央行公告“鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复”。

受央行公告影响，1月10日1年国债收益率上行2.6BP，一种可能的传导逻辑为，“央行暂停购买国债，意味着央行希望国债收益率上行，背后或与人民币汇率压力有关”。

但我们认为，央行买入或暂停买入国债理论上对债市影响中性，央行购债本质上是投放基础货币的方式之一。

央行包括MLF投放、OMO投放、降准、央行买入国债等，本质都是基础货币投放，单一渠道投放对债市的影响理论上都是中性的，重要的是央行总量上是超额投放、还是缩量投放，以及资金利率水平高还是低。

另一方面，历史上看央行可以实现“稳定汇率、货币宽松”的政策组合，即央行汇率政策与利率政策是可以兼顾的，不宜把汇率政策与利率政策直接挂钩。

2025年1月3日央行货币政策例会提及“坚决防范汇率超调风险”，但央行可以通过收紧离岸人民币流动性和调控外汇掉期等方式调控汇率，历史上看2018年美联储四次加息合计100BP，但2018年央行连续四次降准。

债券市场调整，或与资金利率下行落空有关

2024年12月24日，1年国债收益率最低下行至0.93%，低于1%整数点位。

历史上看，仅2008年底-2009年上半年、2020年4月末1年国债收益率为1%左右，但上述两次资金利率均低于1%，即1年国债收益率与资金利率基本匹配。

但我们观察到，2024年12月24日DR001利率为1.34%，显著高于1%的水平，1年国债收益率已经明显偏离资金利率。

这意味着，市场预期“未来资金利率大幅下行”，但实际上，2024年12月24日至今DR001利率不仅没有明显下行，反而是从1.34%水平上行至2025年1月10日1.67%，市场资金利率下行预期被证伪，或是当前债券市场调整的原因。

我们认为，当前已经处于“适度宽松”之中，央行或无意进一步大幅宽松实现“明显偏低的资金利率”。

第一，央行定调“适度宽松”，或指的是资金利率相对于历史水平低位，当前已经处于适度宽松之中；第二，2008年同样定调“适度宽松”，但2009年并未出现降准降息；第三，2020年央行资金利率一度低于1%以下，但资金利率过低容易引起债市波动，央行更希望债市平稳；第四，2024年9月央行降息之后，资金利率持续偏高，或已经反映央行态度。

债市观点：防范债市的潜在波动

我们发现，这一轮债市调整以1年国债调整为主，10年国债收益率保持稳定。

背后或是这一轮债市调整主要与资金预期落空有关，以及市场对央行购债理解偏误的纠正。因此，1年国债债券收益率上行明显，但10年国债由于市场对后续经济走势依然存在不确定性，10年国债收益率保持稳定。

我们认为，债市有望进入“基本面验证阶段”。

当前债券收益率曲线相对平坦，比如，“10-1 国债利差”仅为 44BP，为 2024 年 2 月至今的最低值，即 1 年国债相对 10 年国债性价比明显。后续债市如果要进一步上行，则需要基本面数据的改善，推动 10 年国债收益率上行，进而打开整个国债收益率曲线的上行空间。

我们认为，未来经济数据是核心变量，投资者需要重点关注“社融、M1、消费、PMI、房地产销量和房价”，来跟踪基本面的走势。

考虑到当前政策已经确定性转向扩张性政策，经济大概率重回上升趋势，需要防范债市的潜在波动。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【农林牧渔】1 月 USDA 农产品报告下调全球玉米、大豆、水稻产量，上调全球小麦产量——行业点评报告-20250113

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

玉米：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

（1）USDA 下调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 1 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，与 12 月（2024/2025 年）预测报告相比，1 月报告下调玉米产量，主要系美国玉米单产下滑。（2）供需情况：产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调减 354 万吨至 12.14 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调减 163 万吨至 1.91 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调减 103 万吨至 7.78 亿吨，国内消费环比调增 81 万吨至 12.38 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 310 万吨至 2.93 亿吨。

大豆：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

（1）USDA 下调全球大豆产量。与 12 月报告相比，1 月报告下调大豆产量，主要系美国、俄罗斯大豆单产下滑，中国收获面积减少。（2）供需情况：产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量环比调减 288 万吨至 4.24 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球大豆出口量环比持平为 1.82 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 187 万吨至 3.49 亿吨，国内消费环比上调 189 万吨至 4.06 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调减 350 万吨至 1.28 亿吨。

小麦：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比下调

（1）USDA 上调全球小麦产量。与 12 月报告相比，1 月报告上调小麦产量，主要系中国小麦单产增加，巴基斯坦、叙利亚收获面积增加。（2）供需情况：产量方面，2024/2025 年全球小麦产量环比调增 29 万吨至 7.93 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球小麦饲用消费环比调增 10 万吨至 1.53 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球小麦进口量环比调减 107 万吨，出口量环比调减 165 万吨。库存方面，2024/2025 年全球小麦期末库存环比调增 94 万吨至 2.59 亿吨。

水稻：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比下调

（1）USDA 下调全球水稻产量。与 12 月报告相比，1 月报告下调水稻产量，主要系中国水稻单产下滑，孟加拉国收获面积减少。（2）供需情况：产量方面，2024/2025 年全球水稻产量环比调减 81 万吨至 5.33 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球水稻消费环比调减 8 万吨至 5.30 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球水稻进口量环比调减 65 万吨，出口量环比调减 21 万吨。库存方面，2024/2025 年全球水稻期末库存环比调减 34 万吨至 1.82 亿吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【机械】特斯拉量产指引超预期，机器人执行器放量在即——行业点评报告-20250113

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

执行器：人形机器人的核心部件，有望出现新的进入者

执行器是高精密的机电一体化结构，用机电的方式模仿人类的关节，又称为关节模组，是人形机器人的核心部件。特斯拉机器人的执行器包括线性和旋转两种，共同点在于动力来源（无框力矩电机）、传感器（编码器、力矩传感器），不同之处在于传动机构分别是行星滚柱丝杠和减速器。根据马斯克最新新品发布及量产指引，预生产版本 Optimus V1 将在 2025 年开始限量供应，2025 年底前将有数千个机器人在工厂使用；量产目标 2025 年几千台，2026 年 5-10 万台，2027 年有望再增加 10 倍。按照人形机器人量产 0.5 万、10 万、100 万台，我们测算执行器市场分别为 12 亿、164 亿、586 亿元。目前特斯拉机器人身体关节 28 个执行器，未来若机器人需要运动能力更强，执行器数量将进一步提升，带来更大的市场空间。

特斯拉要建立精密、复杂、持续优化的供应链，关节执行器是核心，供应商需密切配合特斯拉参与共同开发。目前国内已有三花智控、拓普集团在机器人执行器领域具备领先优势。随着机器人走向量产，部分有实力的供应链企业有机会成为新的进入者。我们认为该类厂商具备以下特质：（1）本身是特斯拉直接供应商，有直接对话渠道；（2）具备精密制造、机电一体化技术沉淀及产业资源组织能力、大规模量产交付能力。受益标的：震裕科技。

丝杠：最值得关注的零部件，国内企业面临重塑全球产业格局契机

丝杠是人形机器人价值量最高的核心硬件，成本占到机器人整体约 20%。特斯拉机器人历次迭代最大的边际变化就是丝杠用量持续增加；除线性关节外，灵巧手也使用微型丝杠。我们认为，类比特斯拉在星舰项目中的模式，未来同样会将机器人平台开源，引领其他人形机器人企业向特斯拉的路线靠拢。目前国内近百家机器人企业中，使用丝杠方案仅为个位数，渗透率有望大幅提升。国内供应链积极布局，加大研发投入和量产准备，相比国外厂商有望更快实现落地。推荐标的：五洲新春；受益标的：震裕科技、双林股份、北特科技、南京化纤（南京工艺）。

减速器：新型行星减速器兼具传动效率及成本优势，有望成为量产后首选

特斯拉公开的旋转关节方案采用谐波减速器；国内厂商多采用行星减速器为主、谐波减速器为辅的方案。我们认为从技术趋势和成本考量，前期谐波减速器和行星减速器并存，未来新型行星减速器基于体积小、精度高，传动效率高、谐波减速器等优势，会成为首选方向。日本哈默纳科的谐波减速器与行星减速器技术领先，并开发出搭载微型谐波减速器的灵巧手，在减速器领域位居全球前列。国内同时具备行星和谐波减速器制造能力、通过滚插路线能够实现大规模量产降本的企业优势突出。受益标的：丰立智能、中大力德、绿的谐波。

电机、传感器：国产链有望在量产阶段切入

综合轻量化、集成化需求，人形机器人使用定制化无框力矩电机，国产厂商积极配合研发定制工作。推荐标的：雷赛智能；受益标的：步科股份、伟创电气。传感器是人形机器人感知系统最重要元器件，主要包括编码器、力传感器、触觉传感器三个方向，具备量产及大规模降本能力的企业占优。推荐标的：雷赛智能；受益标的：柯力传感。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【农林牧渔】12 月生猪加速出栏，大猪年前供给短期偏紧——行业点评报告-20250113

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

行业：12月生猪加速出栏，大猪年前供给短期偏紧

12月生猪加速出栏猪价下行，年前需求驱动猪价有支撑。据涌益咨询，2024年12月全国生猪销售均价15.71元/公斤，环比-5.30%，同比+9.54%。涌益监控样本12月屠宰量达573.03万头，环比+19.98%，同比+1.06%。12月行业生猪加速出栏，涌益样本规模场12月生猪出栏完成率达106.5%，2025年1月规模场日均计划出栏较2024年12月日均实际出栏+9.81%。虽2025年1月生猪日均出栏压力仍不小，但受12月生猪超卖影响，大猪供给偏紧叠加需求旺季提振，年前猪价仍有支撑，或偏震荡运行，生猪供给恢复大趋势下，年后消费淡季猪价或开启进一步下跌。

存出栏结构：大猪供给偏紧存出栏均下降。截至2025年1月9日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比5.61%，90-150kg占比89.75%，大猪供给偏紧，小体重猪出栏占比提升。从Mysteel样本生猪月度存栏结构看，12月行业7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg以上生猪存栏占比分别为34.0%、30.0%、35.1%、1.0%，140kg以上大体重肥猪存栏占比月环比-0.30%，同比-0.38%。

12月生猪养殖利润环比收窄，行业能繁存栏环比增加。行业12月自繁自养头均盈利降至142.67元/头（月环比-35.38%），自8月利润高点以来逐月下降。涌益监控样本12月能繁存栏环比+1.27%，行业能繁存栏持续增加，2025年猪价承压。当前逐步进入仔猪补栏旺季，截至2025年1月9日，规模场15kg仔猪价格升至537元/头（周环比+9.37%），后备母猪价格相对维稳。

企业：12月上市猪企生猪出栏量同比分化，出栏均价环比下降

截至2025年1月10日，主要12家生猪养殖上市企业均已发布12月生猪销售数据。生猪养殖上市企业12月合计出栏生猪1694.36万头，同比+13.76%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、ST天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团12月出栏量分别为857.80、304.10、159.15、59.37、54.25、76.76、42.90、31.50、55.24、12.53、19.61、21.15万头，分别同比+29.4%、+2.5%、+8%、+29.7%、-35.8%、+6.4%、-43%、+12.6%、+53.9%、+26.2%、+10.3%、+63.2%。

出栏均重方面，2家企业公布出栏均重，正邦科技、大北农12月商品猪出栏均重分别为132.7/130.8公斤/头，分别环比变动-6.3/-0.5公斤/头。

销售均价方面，主要10家上市猪企销售均价环比下降，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、ST天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团12月商品猪销售均价分别为15.29、15.89、15.51、15.96、15.72、15.46、15.45、14.84、16.11、15.64元/公斤，分别环比变动-5.7%、-4.9%、-5.9%、-3.4%、-5.7%、-5.4%、-5.6%、-5.8%、-7%、-6.4%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250112

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会

1月10日，国新办举行“中国经济高质量发展成效”新闻发布会，财政部表示，2025年，财政部门将按照中央经济工作会议部署，实施更加积极的财政政策。其中提到，提高财政赤字率；安排更大规模政府债券，包括超长期特别国债、地方政府专项债券等；在时机上做到主动靠前发力，加快支出进度，尽快形成实际支出，带动更多社会投资。在促进房地产市场止跌回稳方面提出，降调整相关税收政策，降低交易、开发环节的税收负担。2025年新增发行的专项债额度内，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房这两个方面的专项债项目，并已经明确了土地储备专项债管理的相关要求，地方政府已可以实施。收购存量商品房用作保障性住房方面，将抓紧明确相关政策，明确之后地方政府就可按此推进落实。1月10日，广州市南沙区住房和城乡建设局发布《南沙区关于促进房地产高质量发展的若干措施》，其中指出，实时监测房地产市场动态变化，加强房地产政策研究，

探索“购房入学”。在加大存量商品房去化力度方面明确了，积极落实现有的税费优惠政策；盘活存量商办用房，按规定程序推进商改租、商改住，探索执行居民水电气价格收费标准；鼓励房地产企业采用“先租后售”的商业模式。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。无碱粗纱市场报盘主流暂稳，部分成交存灵活空间。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺特玻；受益标的：山东药玻。

本周（2025 年 1 月 6 日至 1 月 10 日）建筑材料指数下跌 1.63%，沪深 300 指数下跌 1.13%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.50pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 5.15%，建筑材料指数下跌 4.28%，建材板块跑赢沪深 300 指数 0.87pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 13.25%，建筑材料指数下跌 9.17%，建材板块跑输沪深 300 指数 22.42pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 1 月 10 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 352.87 元/吨，环比下跌 1.00%；水泥-煤炭价差为 248.22 元/吨，环比下跌 1.42%；全国熟料库容比 49.71%，环比上升 2.20pct。

玻璃：截至 1 月 11 日，全国浮法玻璃现货均价为 1377.00 元/吨，环比下跌 4.00 元/吨，跌幅为 0.29%；光伏玻璃均价为 121.09 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 26.45 元/重量箱，环比下跌 1.40%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 14.30 元/重量箱，环比上涨 2.38%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 16.43 元/重量箱，环比上涨 0.41%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 66.09 元/重量箱，环比上涨 0.23%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3700-4000 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 用合股纱报 4700-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4000-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 1 月 10 日，原油价格为 80.52 美元/桶，周环比上涨 3.74%，较 2025 年年初上涨 4.94%，同比下跌 0.38%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【社服】对比奢侈品、迪士尼看二手潮玩发展之路，春节亲子游、银发族出游火热——行业周报-20250112

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（联系人）证书编号：S0790122120005 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

出行旅游：春节亲子游、银发族出游火热，同程 HopeGoo 接入八达通

结合各 OTA 平台前瞻数据，春节 2025 年假期长线、出境游预订飘红，短线自由行将迎预订高峰。分结构看，亲子游占据主流，50/60 后银发族出游时间长、付费能力高，旅游消费潜力逐步释放。同程：旗下国际旅游预订平台 HopeGoo 正式入驻八达通 APP（中国香港地区渗透率达到 98%），将加深同程海外市场布局。

潮玩：对比奢侈品、迪士尼看二手潮玩发展之路，CES 展 AI+陪伴大放异彩

二手潮玩：奢侈品保值性建立在品牌和产品吸引力之上，而非单纯投资。其保值率和收入增速并非呈线性关系，更多和整体经济周期、品牌产品策略相挂钩。奢侈品公司主动区隔经典款和限量款聚焦大众和圈层客群。多请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

重主动整治下，2024 年迪士尼代购退潮但不改其有机增长，亚太地区乐园及商品销售收入在高基数下仍保持 22% 的同比增长。玲娜贝儿、星黛露等 IP 正逐步由网红、现象级新星，成长为新一代的经典 IP。潮玩行业黄牛猖獗严重影响普通粉丝购买，主动放货后取得显著成效，泡泡玛特小红书账号的黄牛相关评论数大幅减少。2024 年潮玩市场规模达到 764 亿元，我们预计二手潮玩市场规模或约为 10 亿元，影响有限。儿童玩具：国内销售规模增速逐年放缓，品牌方加速 IP 成人化、产品/服务多元化升级，受益标的：布鲁可。智能潮玩：CES 展上 AI+陪伴类型小机器人爆发，有望替代部分宠物需求，受益标的：亿道信息、奋达科技。

抖音本地生活业务稳步推进，CES2025 大会 AI 眼镜成热门领域

抖音：2024 年本地生活业务成果丰厚。新增破亿连锁品牌超 100 个，连锁商家生意同比增长超 80%；74% 连锁品牌实现经营门店数量增长，2024Q4 商家新增门店数超过 12 万个，商家店均 GMV 达 2023 年 1.2 倍。礼赠：美团和淘宝均上线礼赠功能，美团即时零售能力与礼赠有天然契合性。AI 眼镜：2025 年 CES 大会上，大量 AI 眼镜产品出现，据统计共有 59 家中国 AI 眼镜厂商参展。AI 眼镜轻量化成为未来主要趋势，2025 年 1 月 7 日，雷鸟创新于 CES 展期间以"Meta, Beyond"为主题发布旗下的 AI 拍摄眼镜雷鸟 V3，售价为 1799 元（单机版），多项性能优于 MetaRay-ban。发布不足 10 小时，部分型号已售罄。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（1.6-1.10）社会服务指数-9%，跑输沪深 300 指数 2.25pct，在 31 个一级行业中排名第 28，检测、教育类领涨；本周（1.6-1.10）港股消费者服务指数-7.23%，跑输恒生指数 3.71pct，在 30 个一级行业中排名第 28。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：西域旅游、九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：凯文教育、有道；（3）美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平；（4）运动：力盛体育；（5）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）新兴消费：赤子城科技；（7）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）餐饮：百胜中国。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【有色钢铁】1 月坚定看多黄金投资机会——行业月报-20250112

李怡然（分析师）证书编号：S0790523050002 | 温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009 | 陈权（联系人）证书编号：S0790123100016

行业策略：1 月坚定看多黄金板块投资机会

1 月推荐黄金板块标的。随着特朗普就任时间窗口临近，特朗普 2.0 政策落地预期交易活跃度逐渐增加。我们认为，交易热度在该阶段仅对商品波动率产生影响。保守策略下仍选择胜率较高的黄金板块作为配置首选。2024 年，金价上行阶段，黄金权益标的收益率表现疲软，主要受制于业绩释放对估值的被动消化能力偏弱。随着板块整体回调消化估值后，投资胜率得到强化。2025 年作为“十四五”的收官之年，我们看好黄金企业业绩更加线性释放。叠加对 2025 年金价继续上行判断，我们在年初第一篇月度策略中给出坚定看好黄金板块的判断。

自上而下：伴随特朗普 2.0 政策落地，1 月金价或将震荡走高

2025 年 1 月市场或将围绕美国债务上限与特朗普竞选政策修正展开交易。当前市场对于特朗普上台后的政策兑现预期较高，担忧通胀抬头，降息预期不断下修，反映在强势的美元指数与 10 年期国债收益率，这使得金价承压，但是通胀担忧托底金价。目前，降息预期下修空间有限，此时边际变量为通胀预期的变化。我们认为特朗普兑现政策决心较强，1 月金价在通胀担忧中震荡上行。推荐标的：中国黄金国际、山金国际、中金黄金、山东黄金，受益标的：招金矿业。

自下而上：看好电解铝 2025 年价格与成本逐步偏离

铝：2025 年，国内产能基本见顶，海外产能中短期增量有限，全球原铝产量增长较为刚性。需求端，地产用铝对需求有一定拖累，但伴随“两新”政策的支持，家电、汽车等领域的消费有望弥补地产拖累，且“铝代铜”有望进一步拉升终端需求，进而对电解铝价格形成有力支撑。此外，氧化铝价格上涨系结构性矛盾，预计新增产能将在 2025 年 3 月之后大规模释放，产业链利润转移利好下游电解铝厂，推荐标的：云铝股份、天山铝业、中国宏桥，受益标的有中国铝业。

铜：根据 ICSG 数据，受益于刚果（金）、印尼等主要产铜区矿山产量提升，2024 年前十月全球铜精矿产量同比增长 1.6%，精炼铜产量同比增长 3.7%，两者差速将催化铜精矿库存进一步消耗。但考虑到全球库存仍处于近三年高位，且海外降息节奏略低于预期，海外需求修复拐点或延后，宏观预期及基本面双重扰动下，预计短期内铜价或以震荡为主。推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业，受益标的：金诚信等。

锂：商务部于 2025 年 1 月 2 日发布关于《中国禁止出口限制出口技术目录》调整公开征求意见的通知，将多项锂辉石提锂生产锂盐、原卤直接提锂结束等纳入限制出口技术目录，我们预计该政策的落地或将对南美盐湖提锂产能增长带来阻碍，对全球供应造成扰动。展望 2025 年，全球锂行业仍将处于供需过剩状态，供给端仍将不断出清，供应端的扰动和需求端的阶段性旺盛或将导致阶段性的供需错配，导致锂盐价格反复，推荐标的有中矿资源，受益标的有永兴材料等。

风险提示：全球新能源汽车、储能、光伏装机、半导体需求不及预期；地产开工和竣工面积不及预期；各矿山项目进展超预期；地缘政治风险。

【传媒】CES 展或预示端侧 AI 发展加速，关注电影春节档——行业周报-20250112

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

AI 陪伴硬件、AI 眼镜等闪耀 CES2025，继续布局 AI 陪伴/AI 影视等 AI 应用

1 月 7-10 日，CES2025（国际消费电子展）于美国拉斯维加斯举行。根据多知、智东西等报道，本次 CES 展出了大量 AI 硬件新品，尤其 AI 陪伴玩具/机器人、AI 眼镜等引发广泛关注，如日本初创公司 YukaiEngineering 推出了可模仿婴儿眼神的毛茸机器人 Mirumi 及可给咖啡吹气的 AI 小猫，来自中国的萌友智能推出可聊天、识别食物及随音乐跳舞的 AI 宠物 Ropet，日本公司 Mixi 推出拥有 150 多种面部表情及动作、可以唱 30 首歌的机器人 Romy，未目科技发布镜框内侧内置近眼显示模块 DigiWindow 的智能眼镜 Halliday，XREAL、李未可、雷神科技、雷鸟创新、闪极均发布了全新 AI 拍摄眼镜；此外，AI 吊坠、AI 吉他、AI 戒指等 AI 硬件也有多款新品展出。作为全球科技产业发展的风向标，CES2025 或预示 AI 硬件出货开始放量，叠加大模型视觉理解/生成能力的不断提升，或继续推动 AI 应用用户量增长及商业化空间打开，建议继续布局 AI。（1）AI+陪伴/玩具：重点推荐奥飞娱乐、盛天网络、顺网科技、云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；（2）视觉/3D/动捕数据语料：重点推荐锋尚文化，受益标的包括捷成股份、天娱数科、视觉中国；（3）AI+影视/IP：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括捷成股份、华策影视、中文在线；（4）AI+广告/电商：重点推荐汇量科技、值得买，受益标的包括引力传媒、因赛集团、蓝色光标、易点天下、浙文互联；（5）AI+教育/出版：受益标的包括世纪天鸿、盛通股份、南方传媒；（6）大模型/Agent：重点推荐腾讯控股、快手，受益标的包括昆仑万维。

春节档头部新片云集，关注对影片出品、发行方及影投院线公司的拉动

根据猫眼专业版，2025 年春节档有 6 部新片将于大年初一上映，包括（1）《唐探 1900》：万达电影、猫眼、中国儒意等出品，想看人数 69 万+，前作《唐人街探案 2/3》分别于 2018/2021 年春节档实现票房 33.97/45.23 亿元；（2）《哪吒之魔童闹海》：光线传媒主投主控，动画题材，想看人数 60 万+，前作《哪吒之魔童降世》2019 年暑期档实现票房 50.35 亿元，豆瓣评分 8.4；（3）《射雕英雄传：侠之大者》：中国电影、横店影视等出品，源自金庸经典武侠 IP，想看人数 49 万+；（4）《封神第二部：战火西岐》：北京文化等出品，神话/史诗题材，想看人数

45 万+, 前作《封神第一部》2023 年暑期档实现票房 26.34 亿元, 豆瓣评分 7.8; (5)《蛟龙行动》: 博纳影业出品, 前作《红海行动》2018 年春节档实现票房 36.52 亿元, 豆瓣评分 8.2; (6)《熊出没·重启未来》: 华强方特出品, 合家欢影片, IP 系列电影连续多年登陆春节档。考虑到 2025 年春节档新片多为头部 IP 电影续作, 市场期待度高, 用户圈层各有差异, 或扩大观影覆盖面, 带来观影人次提升, 并有望创春节档票房新高。近日, 国家电影局、商务部联合印发《关于开展“跟着电影品美食”活动的通知》, 或助力电影、餐饮消费相互融合赋能。我们建议积极布局电影板块, 重点推荐上海电影, 受益标的包括万达电影、光线传媒、博纳影业、北京文化、中国电影、横店影视、幸福蓝海、猫眼娱乐、中国儒意。

风险提示: AI 应用商业化进展低于预期; 电影撤档或票房低于预期。

【地产建筑】REITs 市场交易态势活跃, 保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250112

齐东(分析师)证书编号: S0790522010002 | 胡耀文(分析师)证书编号: S0790524070001 | 杜致远(联系人)证书编号: S0790124070064

更大力度支持基础设施 REITs 市场扩围扩容, 保障房 REITs 表现持续优异

2025 年第 2 周, 我们跟踪的中证 REITs(收盘)指数为 819.46, 同比上涨 17.28%, 环比上涨 1.83%; 中证 REITs 全收益指数 1005.81, 同比上涨 26.35%, 环比上涨 1.83%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 8.92 亿份, 同比增长 32.94%; 成交额达 35.27 亿元, 同比增长 68.11%; 区间换手率 5.44%, 同比下降 9.63%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.48%、+0.33%、-0.15%、+2.86%、+2.25%、+0.32%、+1.12%; 一月涨跌幅分别为+11.37%、+1.55%、+0.41%、+5.81%、+8.25%、+3.53%、+10.25%。本周华泰紫金苏州恒泰租赁住房封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈, 21 只基金等待上市。我们认为, 债券市场利率中枢下行压力下, “资产荒”逻辑将继续演绎, REITs 作为高分红、中低风险的资产, 在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下, 将持续提升配置性价比, 板块具备较好的投资机会, 维持行业“看好”评级。

国泰君安济南能源 REIT、易方达华威 REIT 发布认购申请确认比例公告

国泰君安济南能源供热 REIT 披露了基金认购申请确认比例公告, 基金战略投资者 100%配售, 网下投资者配售比例为 0.709%, 公众投资者比例为 0.123%; 易方达华威市场 REIT 披露基金认购申请确认比例公告, 基金战略投资者 100%配售, 网下投资者有效认购申请确认比例为 1.27%, 公众投资者比例为 0.25%。

一周行情: 保障房 REITs 单周上涨 1.48%, 单月累计上涨 11.37%

2025 年第 2 周, 中证 REITs(收盘)指数为 819.46, 同比上涨 17.28%, 环比上涨 1.83%, 2024 年年初至今累计上涨 8.33%, 同期沪深 300 指数累计上涨 8.78%, 累计超额收益-0.45%。中证 REITs 全收益指数 1005.81, 同比上涨 26.35%, 环比上涨 1.83%; 2024 年年初至今累计上涨 16.71%, 累计超额收益+7.93%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 8.92 亿份, 同比增长 32.94%; 成交额达 35.27 亿元, 同比增长 68.11%; 区间换手率 5.44%, 同比下降 9.63%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.48%、+0.33%、-0.15%、+2.86%、+2.25%、+0.32%、+1.12%; 一月涨跌幅分别为+11.37%、+1.55%、+0.41%、+5.81%、+8.25%、+3.53%、+10.25%。

华泰紫金租赁住房 REIT 首发申请已反馈, 21 只 REITs 基金等待上市

2025 年第 2 周, 共有 21 只 REITs 基金等待上市, 本周华泰紫金苏州恒泰租赁住房封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈, 中银中外运仓储物流封闭式基础设施证券投资基金扩募申请已反馈。

风险提示: (1) 公募 REITs 价格变动及运营风险; (2) 调控政策超预期变化, 行业波动加剧; (3) 各类别资金入市进度不及预期; (4) 项目长期分派率不及预期。

【传媒: 引力传媒(603598.SH)】内容营销领军者, 新兴平台、出海、AI 助力再启航——公司首次覆盖报告

-20250113

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

内容营销领域头部公司，“新兴平台+出海+AI 赋能”驱动长期成长

公司为国内内容营销头部公司，以品牌营销为基石业务，社交营销、电商营销与运营服务全面发力。经二十载深耕内容营销，公司具备突出的资质与客户优势，拥有阿里、字节双平台顶级资质，累计服务超 1000 家知名品牌，并持续探索短剧、出海等创新业务发展，通过 AI 技术赋能内容创作及流量分发。我们看好公司营销主业持续修复，合作新兴平台、出海、AI 共同驱动公司长期成长，预计公司 2024-2026 年收入分别为 61.07、80.20、105.43 亿元，归母净利润分别为 0.38/0.79/1.47 亿元，EPS 分别为 0.14/0.29/0.55 元，当前股价对应 PS 分别为 0.7/0.5/0.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

公司内容创意能力强大，“资质+客户”优势明显

公司品牌营销业务稳健，在长短视频等平台累计合作执行 1000+ 剧综项目，并持续发力社交营销、电商营销及运营业务，自研“核力系统”具备素材创作发布、自动化精准投放等服务能力。作为 IP 全链路全域营销先行者，公司内容营销能力突出，优质项目屡获阿里、字节广告大奖，资质与客户资源优势显著。服务品牌方面，公司在深耕美妆客户基础上，进一步拓展日化、餐饮等多元化广告主，2024H1 开拓波司登、拼多多等新客户，实现“品效销一体化”增长。

国内布局小红书、华为等蓝海市场，出海业务整装待发，AI 赋能降本增效

国内新兴平台方面，公司 2021 年全面布局小红书，客户服务数量达 100+，双投客户数占比 70% 以上，已成为小红书深度合作伙伴。此外，公司 2024 年携手鲸鸿动能共建共享会，有望依托鲸鸿动能鸿蒙全场景智慧营销平台拓展新应用场景。出海方面，公司积极布局 TikTok 出海等新兴全球营销市场，已获得 TikTokTSP 和 TAP 双经营牌照认证，有望借助在电商营销行业的全链路运营经验，进一步开拓国际优质供应链。AI 方面，公司利用 AI 赋能营销业务，自研“核力 AI”提高内容产出效率，与澜舟科技合作共建“AIGC 联合实验室”辅助内容生成与流量分发，后续商业化空间或打开。

风险提示：竞争加剧风险、短视频营销业务不及预期风险、广告主预算收缩风险。

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。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

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。

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