

# 兆易创新 (603986.SH)

## 兆易创新：思立微批文到手，逆势加大投入，合肥进展顺利

公司收购思立微批文到手，正式切入光学屏下指纹。此次切入传感领域，并购思立微优质研发团队，有望享受2019年屏下指纹识别行业爆发红利。从我们产业跟踪来看，去年仅OPPO、vivo、华为等品牌部分高端旗舰机型采用屏下方案，整体出货30+KK，19年以来华为P30系列、小米9系列、vivo x27、OPPO F11、三星s10等主力机型均采用屏下指纹识别，近期需求反馈强劲。我们预计行业整体迎来爆发，芯片出货预计由此前预计160-180KK上修至200KK以上。我们认为除了行业龙头外，思立微作为行业领先厂商、国内第二，同样有望受益行业爆发浪潮。我们与下游终端厂、模组厂持续跟踪确认，目前思立微已经进入以OPPO、华为为代表的国产终端龙头供应链，预计随着新一代产品迭代完成后二季度起正式放量。

受半导体行业整体从去年下半年开始景气下行影响，兆易创新18年营收增速放缓、19Q1单季度营收出现负增长，我们认为这一表现在需求疲软、价格下行的背景下符合预期。同时重点关注毛利率这一关键指标，18年公司综合毛利率38.25%相比17年39.16%仅有不到个位数下滑，同时18Q4/19Q1实现毛利率37.72%/38.48%，与去年同期相比Q1甚至稳中有升。我们认为毛利率指标体现公司在产品结构、客户结构改善以及代工成本改善/议价的综合实力。

逆势投入，研发强度与研发人员同步大幅提升。在去年下半年到今年一季度行业整体去库存背景下，公司大力逆势投入，研发费用绝对值、研发强度以及人员数量同步大幅提升。我们认为公司研发投入除了受两期股权激励费用影响外，还与主业Flash&MCU的持续研发扩张以及新品类产品团队的建立、研发高度相关，后续重点关注公司研发投入转换落地情况。

公司正式开始履行筹资义务，预计后续动作会持续落地。本次公司同时公告与合肥产投、合肥长鑫集成电路有限责任公司于2019年4月26日签署《可转债债权投资协议》，以可转债债权方式对本项目投资3亿元，履行《合作协议》中约定的部分筹资义务。

**风险提示：**1) 行业下游需求不达预期；2) 新制程工艺进展不达预期；3) 合肥DRAM进展不达预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,030	2,246	2,493	3,291	4,113
增长率 yoy (%)	36.3	10.6	11.0	32.0	25.0
归母净利润(百万元)	397	405	353	491	615
增长率 yoy (%)	125.3	1.9	-12.9	39.1	25.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.39	1.42	1.24	1.72	2.16
净资产收益率 (%)	22.6	21.3	16.3	19.1	20.0
P/E (倍)	54.0	53.0	60.8	43.7	34.9
P/B (倍)	12.2	11.3	9.9	8.3	7.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

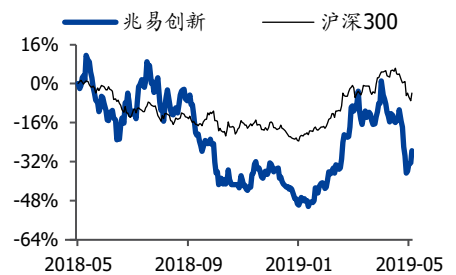
注：不考虑思立微及合肥DRAM项目并表

买入 (维持)

### 股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
最新收盘价	85.26
总市值(百万元)	24,290.10
总股本(百万股)	284.89
其中自由流通股(%)	72.80
30日日均成交量(百万股)	3.31

### 股价走势



### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

研究助理 余凌星

邮箱：shelingxing@gszq.com

### 相关研究

- 1、《兆易创新(603986.SH)：收购思立微进展顺利，龙头布局再下一城》2019-04-08
- 2、《兆易创新(603986.SH)：中国存储“芯”希望》2019-02-27



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,431	1,769	2,282	2,663	3,354	<b>营业收入</b>	2,030	2,246	2,493	3,291	4,113
现金	587	934	1,210	1,299	1,718	营业成本	1,235	1,387	1,541	2,007	2,509
应收账款	94	103	116	173	188	营业税金及附加	3	11	7	11	10
其他应收款	79	0	88	28	117	营业费用	72	77	89	112	136
预付账款	9	13	12	21	20	管理费用	260	126	499	658	823
存货	627	629	767	1,052	1,222	财务费用	27	-24	-38	-50	-65
其他流动资产	34	90	90	90	90	资产减值损失	57	73	17	23	41
<b>非流动资产</b>	1,144	1,092	1,053	1,066	1,069	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	4	11	15	18	22	投资净收益	54	3	14	18	22
固定投资	102	251	244	252	244	<b>营业利润</b>	437	417	392	547	682
无形资产	28	48	57	68	80	营业外收入	14	21	11	13	20
其他非流动资产	1,010	782	738	727	721	营业外支出	1	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	2,574	2,861	3,335	3,729	4,422	<b>利润总额</b>	449	436	401	558	700
<b>流动负债</b>	554	627	881	910	1,139	所得税	52	32	48	67	84
短期借款	45	78	78	78	78	<b>净利润</b>	398	404	353	491	616
应付账款	272	270	332	452	528	少数股东收益	0	-1	0	0	1
其他流动负债	237	279	470	380	532	<b>归属母公司净利润</b>	397	405	353	491	615
<b>非流动负债</b>	264	336	285	244	201	EBITDA	485	488	463	617	771
长期借款	184	213	162	121	78	EPS (元/股)	1.39	1.42	1.24	1.72	2.16
其他非流动负债	80	123	123	123	123						
<b>负债合计</b>	817	964	1,166	1,154	1,340						
少数股东权益	1	0	0	1	1	<b>主要财务比率</b>					
股本	203	285	285	285	285	<b>会计年度</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	716	735	735	735	735	<b>成长能力</b>					
留存收益	843	1,168	1,459	1,842	2,336	营业收入 (%)	36.3	10.6	11.0	32.0	25.0
归属母公司股东收益	1,756	1,897	2,169	2,574	3,081	营业利润 (%)	169.4	-4.4	-6.0	39.5	24.6
<b>负债和股东权益</b>	2,574	2,861	3,335	3,729	4,422	归属母公司净利润 (%)	125.3	1.9	-12.9	39.1	25.3
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	39.2	38.3	38.2	39.0	39.0
						净利率 (%)	19.6	18.0	14.2	14.9	15.0
						ROE (%)	22.6	21.3	16.3	19.1	20.0
						ROIC (%)	19.2	17.2	13.0	15.9	17.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	31.7	33.7	35.0	31.0	30.3
						净负债比率 (%)	-20.4	-33.9	-42.7	-41.0	-49.3
						流动比率	2.6	2.8	2.6	2.9	2.9
						速动比率	1.5	1.8	1.7	1.8	1.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.96	0.83	0.80	0.93	1.01
						应收账款周转率	20.6	22.8	22.8	22.8	22.8
						应付账款周转率	4.8	5.1	5.1	5.1	5.1
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	1.39	1.42	1.24	1.72	2.16
						每股经营现金流 (最新摊薄)	1.14	1.67	1.26	0.87	2.09
						每股净资产 (最新摊薄)	6.17	6.66	7.61	9.03	10.82
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	54.0	53.0	60.8	43.7	34.9
						P/B	12.2	11.3	9.9	8.3	7.0
						EV/EBITDA	43.6	42.9	44.6	33.2	26.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

注: 不考虑思立微及合肥 DRAM 项目并表

## 一、思立微批文顺利到手，切入光学屏下指纹共享行业红利

**公司收购思立微批文到手，正式切入光学屏下指纹。**此次切入传感领域，并购思立微优质研发团队，有望享受 2019 年屏下指纹识别行业爆发红利。从我们产业跟踪来看，去年仅 OPPO、vivo、华为等品牌部分高端旗舰机型采用屏下方案，整体出货 30+KK，19 年以来华为 P30 系列、小米 9 系列、vivo x27、OPPO F11、三星 s10 等主力机型均采用屏下指纹识别，近期需求反馈强劲。我们预计行业整体迎来爆发，芯片出货预计由此前预计 160-180KK 上修至 200KK 以上。我们认为除了行业龙头外，思立微作为行业领先厂商、国内第二，同样有望受益行业爆发浪潮。我们与下游终端厂、模组厂持续跟踪确认，目前思立微已经进入以 OPPO、华为为代表的国产终端龙头供应链，预计随着新一代产品迭代完成后二季度起正式放量。

我们在这里详细解读市场对思立微收购的核心疑虑：

### 对于溢价收购及业绩承诺兑现的质疑

市场此前对于公司溢价收购及业绩兑现可能性存在疑虑，我们认为这一疑虑随着思立微研发储备转化成果、屏下放量带动营收提升得以消除。

根据公告，由于思立微光学指纹新产品研发成功并实现大规模出货，凭借丰富的产品和技术储备，市场占有率快速提升带动营收迅速提升，预计 2018 年营业收入为 6.91 亿元（2017 年度为 4.48 亿元），净利润为 9439 万元。2018 年度预测数比 2017 年度增加 24,326.55 万元，增长 54.34%。

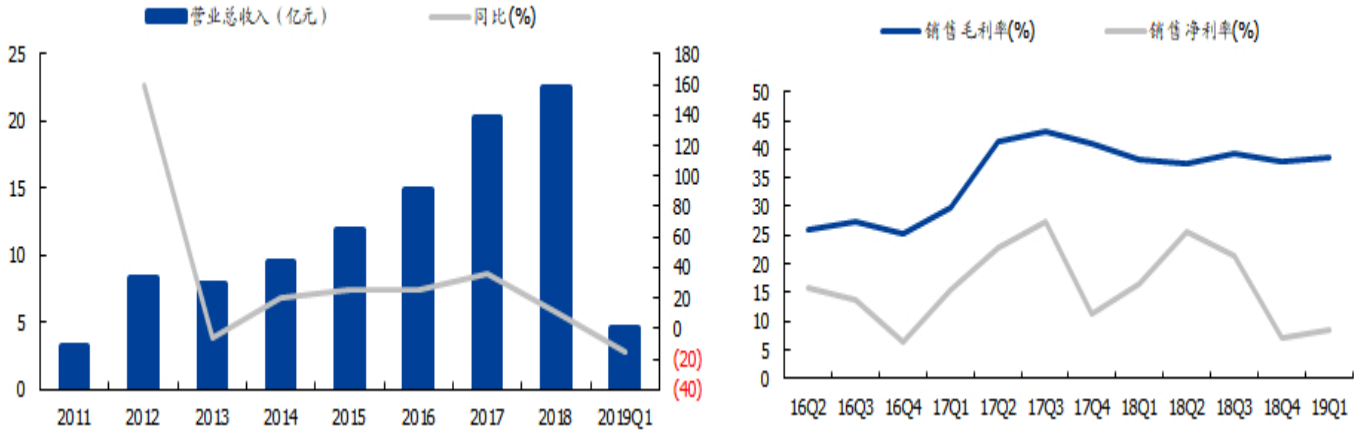
我们预计 2019 年随着屏下指纹机型出货 30+KK 向 200KK 提升及思立微客户导入份额提升，能够继续实现营收和业绩的快速成长。

除主业生物识别芯片之外，更要关注兆易与思立微在产品、客户以及数字芯片设计领域的协同整合效应。收购思立微后双方除在客户渠道和晶圆代工有望互相协同外，更有助于兆易补强数字芯片设计能力，在人机交互解决方案布局，打造“MCU-存储-交互”一体化解决方案。广泛应用于智能终端以外的工控、汽车、物联网领域。进一步来看，与战略联盟中芯国际共同攻克 14nm 工艺，集团军作战优势将有望率先在热度最高的 AI 领域展开。

## 二、景气下行周期中的变与不变

受半导体行业整体从去年下半年开始景气下行影响，兆易创新 18 年营收增速放缓、19Q1 单季度营收出现负增长，我们认为这一表现在需求疲软、价格下行的背景下符合预期。同时重点关注毛利率这一关键指标，18 年公司综合毛利率 38.25% 相比 17 年 39.16% 仅有不到个位数下滑，同时 18Q4/19Q1 实现毛利率 37.72%/38.48%，与去年同期相比 Q1 甚至稳中有升。我们认为毛利率指标体现公司在产品结构、客户结构改善以及代工成本改善/议价的综合实力。

图表 1: 公司营收及增速情况, 单季度利润率情况

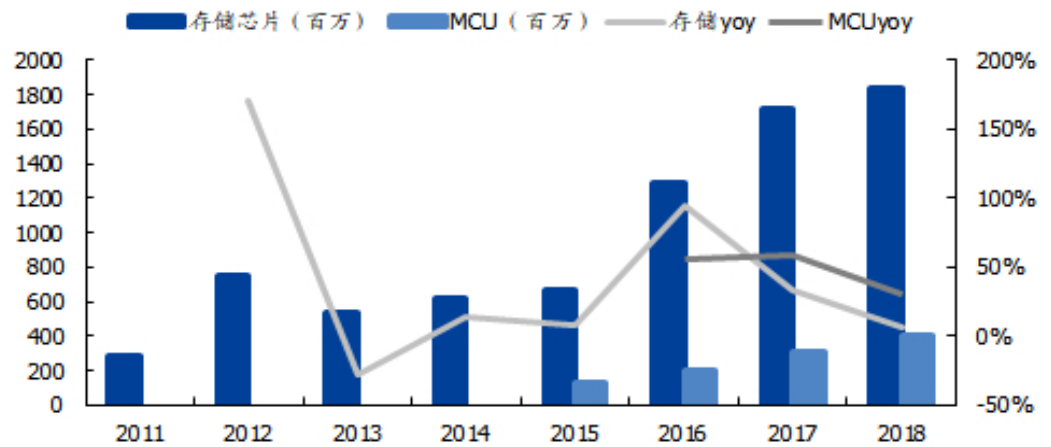


资料来源: wind、国盛证券研究所

业务分拆来看, 存储芯片仍然在占据大头, 2018 年存储芯片营收为 18.39 亿元, 同比增长 7.2%, 毛利率 37.04% 相比 2017 年 37.61% 仅有小幅下降。我们判断其中主要由 NOR Flash 构成, SLC NAND 销售体量预计在 1.3-1.7 亿之间;

NOR Flash 产品方面, 公司持续扩大经营规模和市场占有率。基于成熟 55nm 工艺平台, 针对市场新型应用、物联网、汽车应用、工业控制等领域持续推出具有竞争力产品。

图表 2: 兆易创新两大业务体量及增速情况

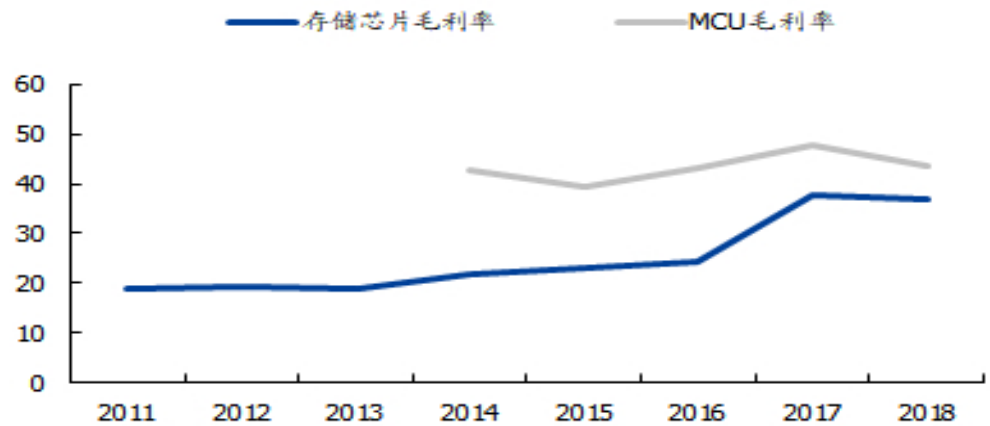


资料来源: wind、国盛证券研究所

MCU 实现营收 4.05 亿元, 同比维持 30% 的高增速, 毛利率 43.72% 正常水平。我们认为 MCU 增速较过去几年高增速下降主要受贸易影响出口以及消费级需求疲软所致, 跟踪下来去年呈现前高后低情况, 今年随着行业回暖、出口修复有望出现前低后高。同时重点关注在汽车、工控领域的拓展。

根据公司年报, MCU 产品累计出货数量已超过 2 亿颗, 客户数量超过 1 万家, 未来公司将继续沿着高性能、超低功耗两条主线布局。报告期内针对高性能、低成本和物联网应用分别开发新产品。高性能 M4 E10 系列产品实现量产, 在指纹识别、无线充电等新型热门领域取得广泛应用。GD32E230 系列超值型微控制器新品, 以最优异的性能和最经济的成本向市场推出。同时面对物联网发展需求, 规划并开展无线 MCU 产品的研发。

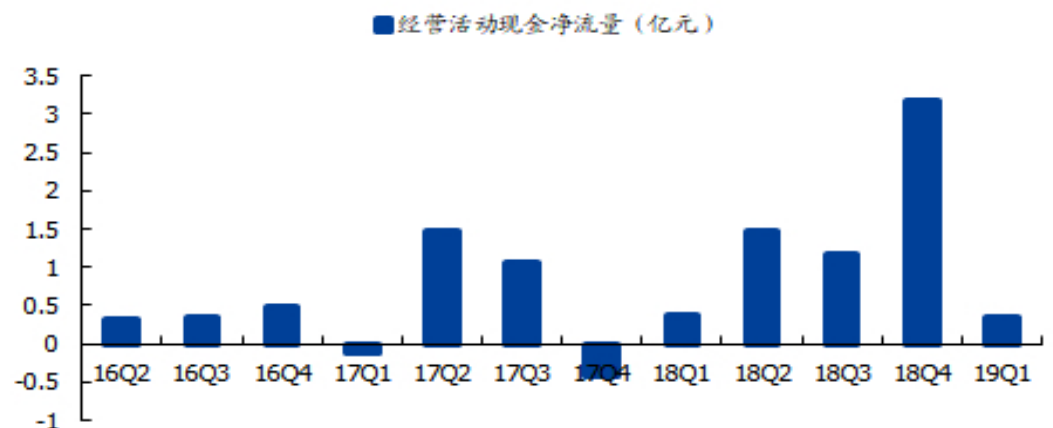
图表 3: 公司存储芯片及 MCU 毛利率情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

此外,公司经营性净现金流水平保持健康,连续五个季度为正,18Q4 单季度 3.18 亿创下历史高度,19Q1 继续维持了近 3400 万的净现金流。

图表 4: 公司单季度经营性净现金流水平 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

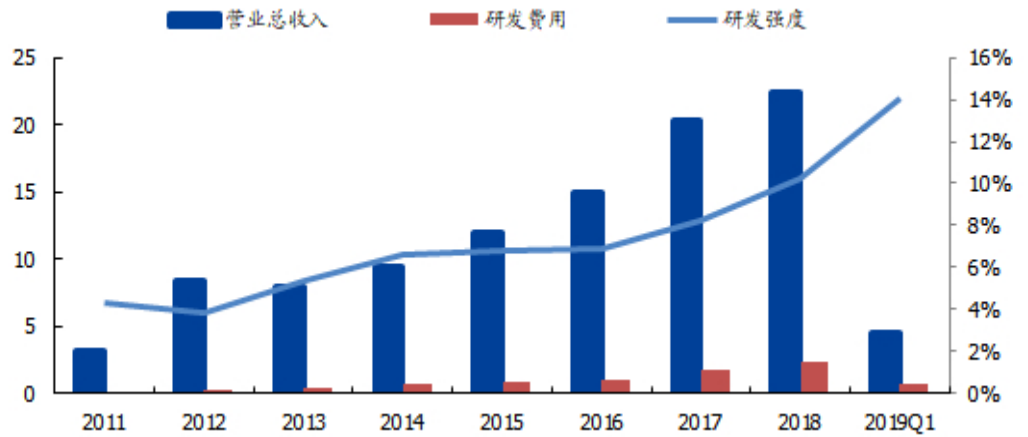
### 三、逆周期研发投入力度持续加大

逆势投入。研发强度与研发人员同步大幅提升。在去年下半年到今年一季度行业整体去库存背景下,公司大力逆势投入,研发费用绝对值、研发强度以及人员数量同步大幅提升。我们认为公司研发投入除了受两期股权激励费用影响外,还与主业 Flash&MCU 的持续研发扩张以及新品类产品团队的建立、研发高度相关,后续重点关注公司研发投入转换落地情况。

2018 年公司研发投入合计 2.3 亿,研发投入营收占比达到 10.24%、超越以往水平。其中 2.08 亿进行费用化处理。



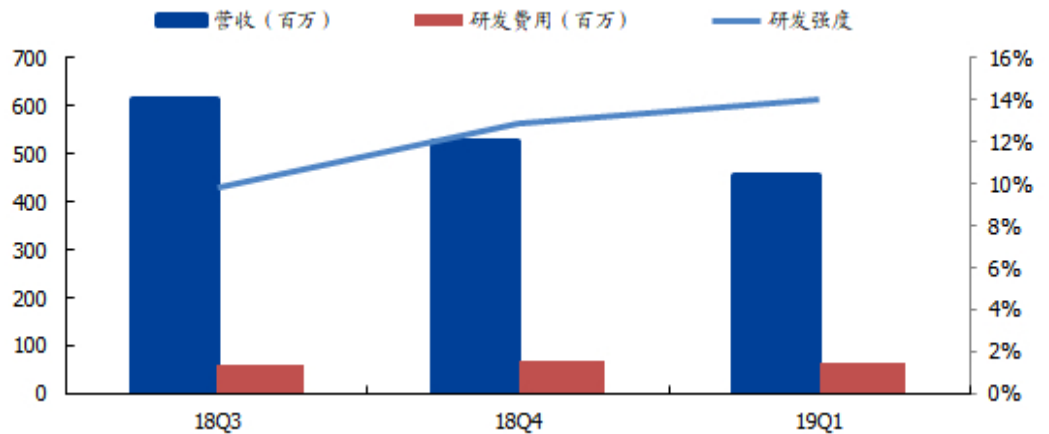
图表 5: 兆易研发强度呈现快速提升 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

最近三个季度公司研发投入强度持续提升,单季度研发费用均超过 6400 万,其中 19Q1 逆势加大投入,较 18Q1 研发费用多出 2463 万元,我们预计主要是因为 DRAM 配套研发人员扩充以及新一期股权激励费用影响所致。

图表 6: 18Q3-19Q1 公司研发投入强度持续提升 (百万)



资料来源: wind、国盛证券研究所

公司研发人员数量及比重大幅提升,其中研发人员数量从 17 年报的 253 人扩张至 344 人,研发人员数量占比从 17 年报的 61%提升至 66%。我们认为公司研发人员提升除了主业 Flash&MCU 的研发扩张外,更多可能集中在上市公司体内利基型 DRAM 设计业务的开发布局。

#### 四、费用、资产减值及存货分析

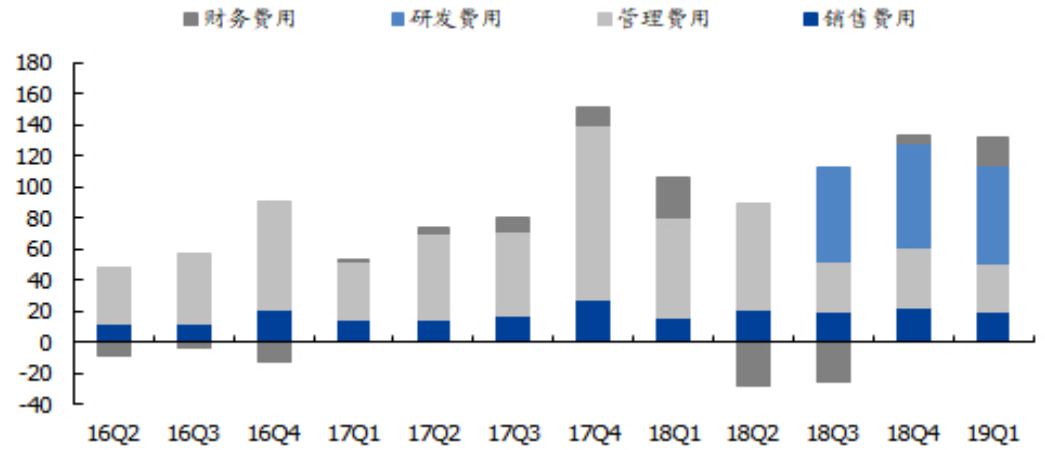
市场对于公司一季报中对 19H1 的“同比降幅可能超过 50%”十分关注,我们认为这属于公司出于谨慎考虑的判断,主要原因包括:

- 1) 高水平研发费用预计将在 Q2 维持,主要为了新品类扩张,绝对值上可能环比提升;
- 2) 18Q2 由于人民币贬值所以发生汇兑收益,财务费用为-2800 万,今年如果 Q2 人民

币继续走强则会产生汇兑损失，进而对表观业绩增速造成影响；

同时我们强调，这一谨慎判断仅仅是公司的预警，从经营情况来看公司三四月环比、同比均有望实现增长，具体情况仍要结合实际进行跟踪。

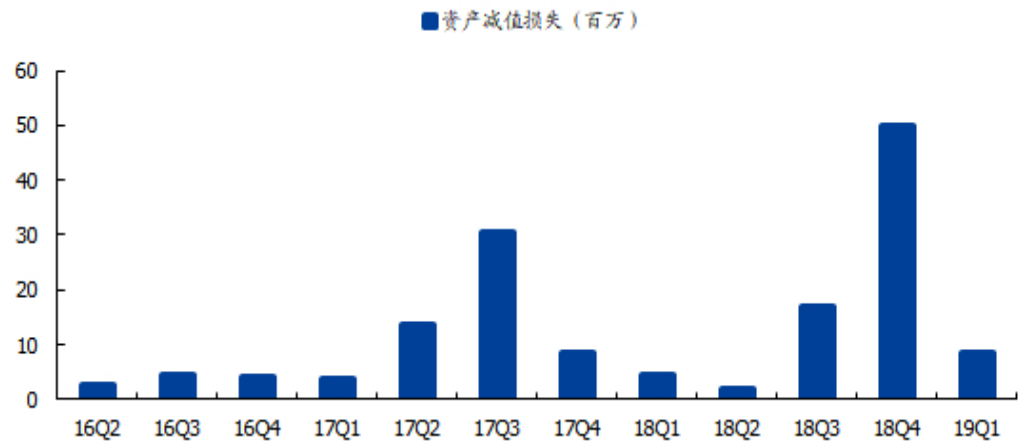
图表 7: 公司单季度费用情况 (百万元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

公司出于谨慎性考虑 18 年及 19Q1 继续进行资产减值损失计提。其中 18 年全年资产减值损失 7308 万元，存货跌价损失 6576.8 万元占据大头，且计提主要集中在第四季度。19Q1 公司继续计提了 861 万的资产减值损失。

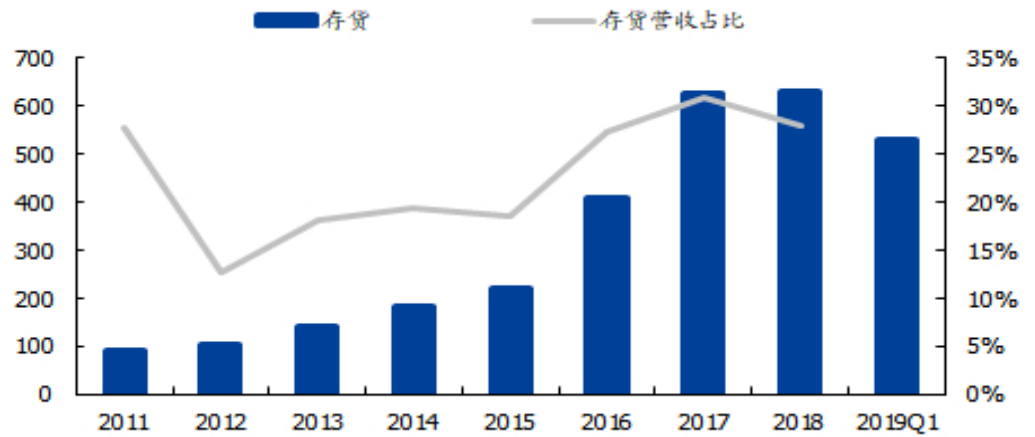
图表 8: 兆易创新单季度资产减值处理情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

经历了 18Q3 到 19Q1 的去库存阶段，目前公司存货水平呈现明显下降趋势。18 年报存储芯片库存量同比减少 15.53%、同时整体存货营收占比亦明显下降。19Q1 在年报基础上存货继续下降至 5.29 亿元。

图表 9: 公司存货水平显著下降 (百万元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

我们预计随着中美贸易摩擦缓和, 下游需求回暖和传统旺季回补库存有望在未来两个季度叠加形成, 同时跟踪下来目前渠道、终端的库存水位已经到较低水平, 预计后续产品跌幅将收窄。

图表 10: 18 年报公司存储芯片产品库存量同比显著下降

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
存储芯片	1,952,056,146	1,974,752,269	133,205,298	8.15	13.73	-15.53
微控制器	100,032,918	97,470,457	21,760,994	15.93	31.96	11.29

资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

## 五、正式联姻合肥 DRAM, 项目稳步推进中

公司正式开始履行筹资义务, 预计后续动作会持续落地。本次公司同时公告与合肥产投、合肥长鑫集成电路有限责任公司于 2019 年 4 月 26 日签署《可转股债权投资协议》, 以可转股债权方式对本项目投资 3 亿元, 履行《合作协议》中约定的部分筹资义务。

根据 2017 公告, 公司与合肥产投合作的 19nm DRAM 研发项目预算为 180 亿元, 公司需负责筹集 1/5 对应 36 亿元资金, 我们预计除本次可转股债权方式外后续还会有其他方式跟进。同时产业跟踪调研下来, 合肥 DRAM 一期产业化 12.5 万片月产能项目保守投资金额为 80 亿美金, 我们预计这一投资也会由兆易创新和合肥产投分别筹集。

合肥长鑫作为三大存储芯片厂商中第一家正式投片的 dram 大厂, 目前进展顺利, 新一代产品已经突破, 目前处于良率和产量爬坡关键阶段, 我们以最悲观情景为例进行假设测算:

- 1、今年底和明年底实现月产能 5000 片、40000 片, 2019 年、2020 年对应实现 1.5 万片 (12 寸 wafer)、18 万片的全年出货量;



2、DRAM 颗粒价格在目前基础上继续下跌近 40%，产品单颗跌至 4.5 美金；  
 在以上悲观假设下合肥 DRAM 项目 2019、2020 年能够分别实现营收 3900 万美金，6.48 亿美金，较目前上市公司营收体量有大幅提升。

图表 11: 合肥 DRAM 项目弹性测算

DRAM弹性测算	悲观情况			中性情况			乐观情况		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
年初产能 (万片/月)	0	0.7	4	0	2	7	0	2	8
年底产能 (万片/月)	0.5	4	8	1.5	7	12.5	1.5	8	12.5
全年月均产能(万片)	0.13	1.5	6	0.2	4.5	9	0.2	5	10
全年销量(万片)	1.56	18	72	2.4	54	108	2.4	60	120
单片切割数	800	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
单颗ASP (美金)	4.5	4.5	5	6	6	6	8	8	8
全年平均良率	70%	80%	85%	70%	80%	85%	75%	85%	90%
单片销售额 (美金)	2520	3600	4250	4200	4800	5100	6000	6800	7200
全年营收 (万美金)	3931.2	64800	306000	10080	259200	550800	14400	408000	864000

资料来源: 国盛电子测算

市场近期对于 DRAM 与 NAND 的持续降价十分担忧，DRAM 在二月份的下跌与 Intel CPU 持续缺货、PC-OEM 无法消化库存紧密相关。我们判断缺货问题随着 intel 14nm 新产线 Q3 ramp up、10nm 新品年底推出以及 AMD 出货提升能够在 H2 得到缓解。

同时我们认为无需担忧国产龙头存储项目【合肥长鑫】、【长江存储】在存储国产化后的需求问题，更加重点关注的应该是国产存储项目在主流存储芯片领域迈出的第一步，如果研发成功、良率提升则一定有足够的国内市场去承接对应产能。目前 700+亿美金的 DRAM 市场、500+亿美金的 NAND 市场，中国大陆份额为 0，出于安全可靠、供应链稳定等考虑需求迫切，急待研发突破、量产成功后的下游替代。目前合肥一期规划 12.5 万片/月产能仅占全球约 10%，长存 B1 规划 10 万片/月占比 10%不到，且产能爬坡仍需 2-3 年，逆周期投入扩张更有利于国产存储产业发展。

## 风险提示

- 1) 行业下游需求不达预期: NOR Flash 作为存储芯片具有一定周期性，受下游细分领域消费电子、通信、汽车、工控等景气度综合影响，如果行业下游需求不达预期会对芯片价格及出货量造成影响；
- 2) 新制程工艺进展不达预期: 半导体行业核心竞争力之一是制程以及工艺，如果公司 NOR 及 NAND 新制程、新工艺进展不达预期会对成本以及营收体量造成影响；
- 3) 合肥 DRAM 项目进展不达预期: 公司公告联合合肥产投进行 DRAM 产业化项目，存在进展不达预期的可能。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com