

前三季度业绩承压，静待行业景气度复苏

——电子行业三季度报综述

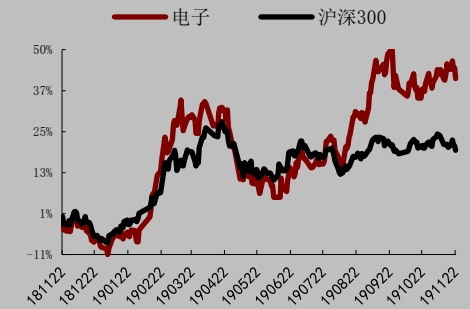
同步大市（维持）

日期：2019年11月25日

投资要点：

- **营收增速放缓，盈利能力企稳：**2019Q3 A股电子行业整体营收为15808.84亿元(+8.07pct)，较去年同期下滑11.50个百分点，归母净利润为724.15亿元(+3.50pct)，较去年同期下滑0.51个百分点。行业营收和净利润受经济下行压力影响，业绩承压处于近五年来的较低水平。从结构上来看，249只个股中营收增速在50%以上占比约一成；增速在0-50%占比接近六成；出现负增长的占比接近三成。显示多数公司营收增长维持在中低增速。归母净利润方面，增速在50%以上占比超过两成；增速在0-50%占比超过三成；净利润负增长的占比超过四成，显示行业内净利润增速出现分化，部分中小公司利润端接下来将承受较大压力，另外，行业毛利率也出现下滑，盈利能力有所减弱。
- **研发投入持续加码，带动期间费用率上行：**2019Q3行业期间费用率为10.69%(+0.18pct)。细分来看，销售费用率为2.65%(-0.17pct)，管理费用率为3.38%(-0.08pct)，财务费用率为1.10%(-0.02pct)。研发费用为580.25亿元，增幅为23.10%，研发费用率3.67%(+0.45pct)，是期间费用率的上行的主要因素。主要原因是国产替代化加速，公司加大研发投入打造技术和产品护城河是大势所趋，因此行业期间费用率也将会保持一定幅度上涨。
- **运营能力维稳，经营现金流良好：**2019Q3应收账款周转率为3.34次，存货周转率4.29，运营效率和经营状况表现良好，2019Q3流动比率和速动比率下降趋势在收敛，并企稳，很大可能出现见底迹象。经营性现金流净额为958.01亿元(+20.23pct)，经营性现金流占营收比为6.07%(+0.62pct)，近年来，公司净经营性现金流量净上升，始终为正，企业获取现金的能力在提高，现金流稳定。
- **国产替代契机下，关注半导体和消费电子领域：**子行业中半导体和消费电子行业表现亮眼。1) 受益于5G、新能源汽车、互联网的发展，全球半导体已进入存量时代。中国是全球最大的半导体消费市场，集成电路产业快速发展，产业规模倍增，我国半导体行业将迎来新机遇。2) 我国是智能手机的第一大市场和第一大生产国，华为产业链系列产品持续领跑，终端不断创新，换机需求将拉动消费电子产业需求，下游厂商均开启备货模式，拉动整个消费电子产业链景气度向上，预计将迎来消费电子大年。建议关注业绩稳定的龙头型企业。
- **风险因素：**行业景气度不及预期的风险；国内外政策变动风险

电子行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月22日

相关研究

万联证券研究所 20191118_电子行业周观点
_AAA_中国芯发展势头猛进，全球市场展露头角
万联证券研究所 20191111_电子行业周观点
_AAA_vivo与三星联合研发5G芯片，加速产业发展

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：13501696124

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、行业整体三季报表现	4
1.1 收入端：营收增速放缓，盈利能力企稳	4
1.2 费用端：研发投入持续加码带动期间费用率上行.....	5
1.3 现金端：运营能力维稳，经营现金流良好	6
2、子行业三季报表现	7
2.1 半导体：营收、净利润承压，盈利能力有所好转.....	7
2.2 消费电子：下游需求传导延时，内部业绩分化.....	8
2.3 电子元件：印刷电路板表现亮眼，向上带动电子元件.....	9
2.4 光学光电子：连续两年业绩下滑，等待行业拐点出现.....	11
2.5 电子制造：自身优势突出，将享受行业发展红利.....	12
3、投资建议	13
3.1 年内板块涨幅可观，板块估值仍需提升	13
3.2 国产替代契机下，关注半导体和消费电子领域新机遇	14
4、风险提示	15
图表 1：行业营业收入及增速	4
图表 2：行业归母净利润及增速	4
图表 3：行业扣非归母净利润及增速	4
图表 4：行业营收增速分布	5
图表 5：行业内净利润增速分布	5
图表 6：行业销售毛利率.....	5
图表 7：行业销售净利率.....	5
图表 8：行业期间费用率.....	6
图表 9：行业三费率.....	6
图表 10：行业研发费用及占比	6
图表 11：行业应收账款及其周转率	7
图表 12：行业存货及其周转率	7
图表 13：行业流动比率和速动比率	7
图表 14：行业经营性现金流/营业收入.....	7
图表 15：半导体营收及增速.....	8
图表 16：半导体归母净利润及增速	8
图表 17：半导体毛利率和净利率	8
图表 18：消费电子营收及增速	9
图表 19：消费电子净利润及增速	9
图表 20：消费电子毛利率和净利率	9
图表 21：电子元件营收及增速	10
图表 22：电子元件归母净利润及增速.....	10
图表 23：电子元件毛利率和净利率	10
图表 24：印刷电路板和被动元件营收及增速	10

图表 25: 印刷电路板和被动元件净利润及增速	10
图表 26: 印刷电路板和被动元件毛利率	11
图表 27: 印刷电路板和被动元件净利率	11
图表 28: 光学光电子营收及增速	11
图表 29: 光学光电子归母净利润及增速	11
图表 30: 光学光电子毛利率和净利率	12
图表 31: 电子制造营收及增速	12
图表 32: 电子制造归母净利润及增速	12
图表 33: 电子制造毛利率和净利率	13
图表 34: 电子板块 2019 年涨跌幅	14
图表 35: 电子行业 PE (TTM)	14

万联证券

1、行业整体三季报表现

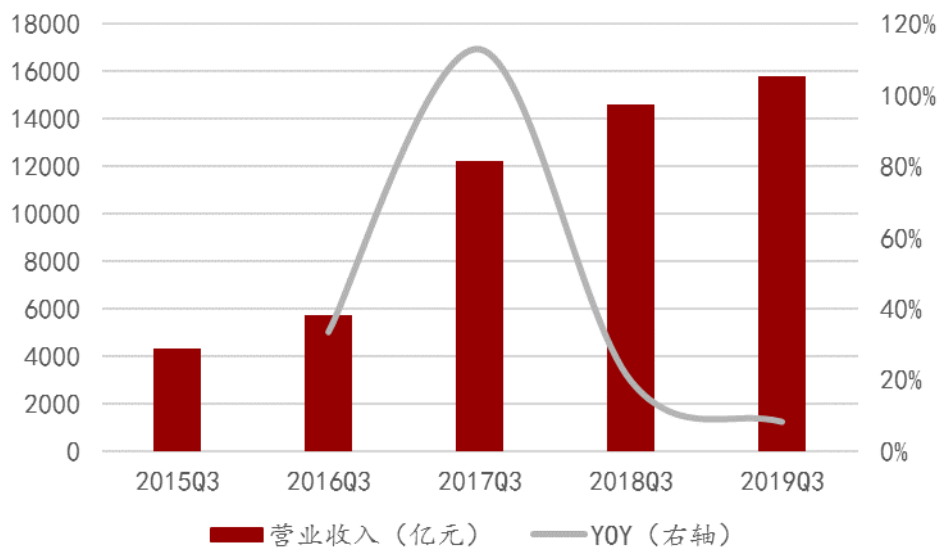
1.1 收入端：营收增速放缓，盈利能力企稳

2019年前三季度，申万标准分类下的A股电子行业249家上市公司(剔除掉B股和ST股)整体营收为15808.84亿元，同比增长8.07%，较去年同期大幅下滑11.50个百分点，可以看出2019年前三季度电子行业收入整体放缓，业绩表现依旧承压，归母净利润为724.15亿元，同比增长3.50%，归母净利润增速仍处于低位；扣非后归母净利润为549.39亿元，同比增长4.46%，较去年同期下降5.75个百分点。可以看出，行业整体营收和净利润受经济下行压力影响，增速均出现下滑趋势，均处于近五年来的较低水平。

从结构上来看，剔除部分股票后，249只个股中营收增速在50%以上的仅29只，占比约一成；增速位于0-50%区间的有146只，占比接近六成，显示多数公司营收增长维持在中低增速；出现负增长的有74只，占比接近三成。而归母净利润方面，增速在50%以上的有56只，占比超过两成；增速位于0-50%区间的有86只，占比超过三成；而净利润负增长的公司数量达到107只，占比超过四成，净利润出现高增长的公司远远少于净利润出现负增长的公司，显示行业内公司之间净利润增速出现一定差距，部分中小公司利润端接下来将承受较大压力。

毛利率方面，2019年前三季度行业毛利率为15.51%，较去年同期下降0.24个百分点；而净利率也达到了4.54%，较去年同期下降0.2个百分点，下降幅度逐渐缩小并企稳。2018年以来，电子行业遭受着“内忧外患”的局面，中美贸易摩擦为智能手机产业链带来不确定性，导致出货量增速持续放缓，半导体行业景气度下行等导致下游需求低迷从而导致行业整体毛利率略微下降。

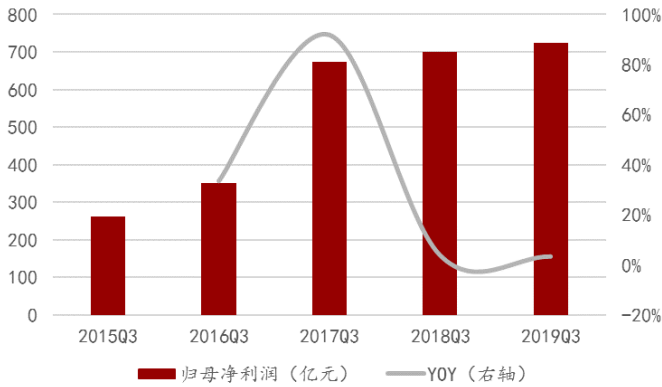
图表1：行业营业收入及增速



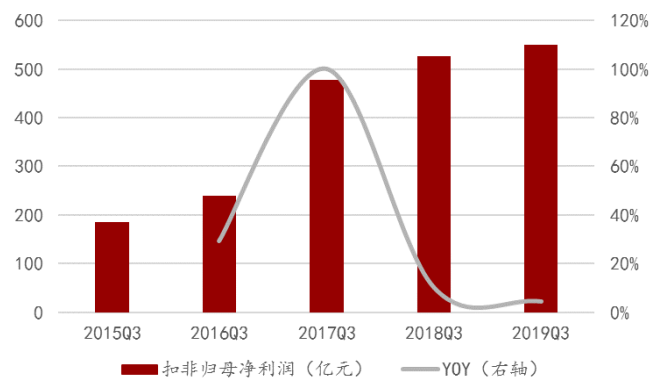
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：行业归母净利润及增速

图表3：行业扣非归母净利润及增速



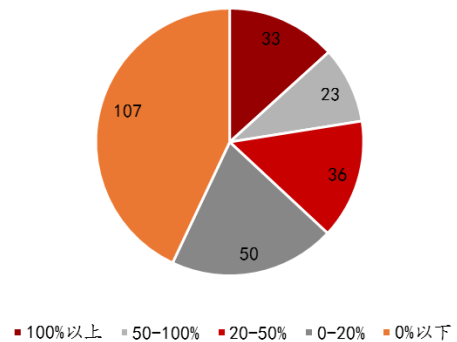
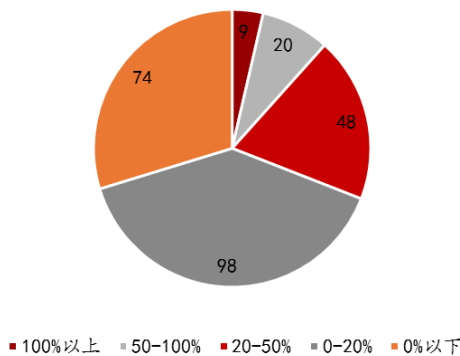
资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4: 行业营收增速分布

图表5: 行业内净利润增速分布

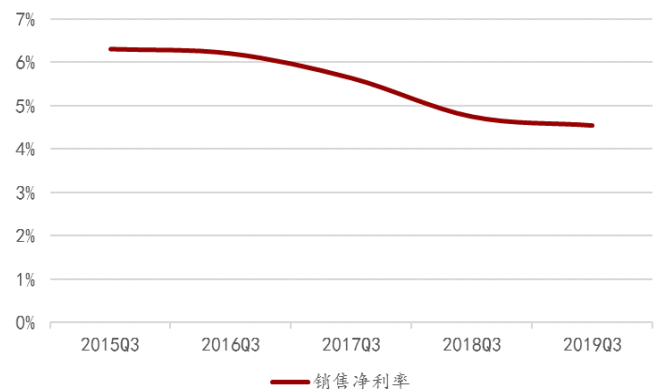
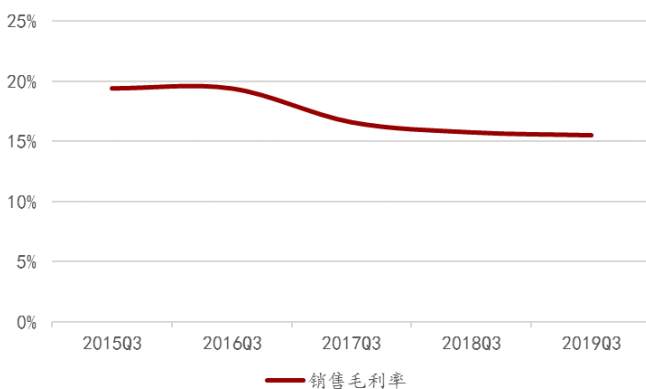


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 行业销售毛利率

图表7: 行业销售净利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

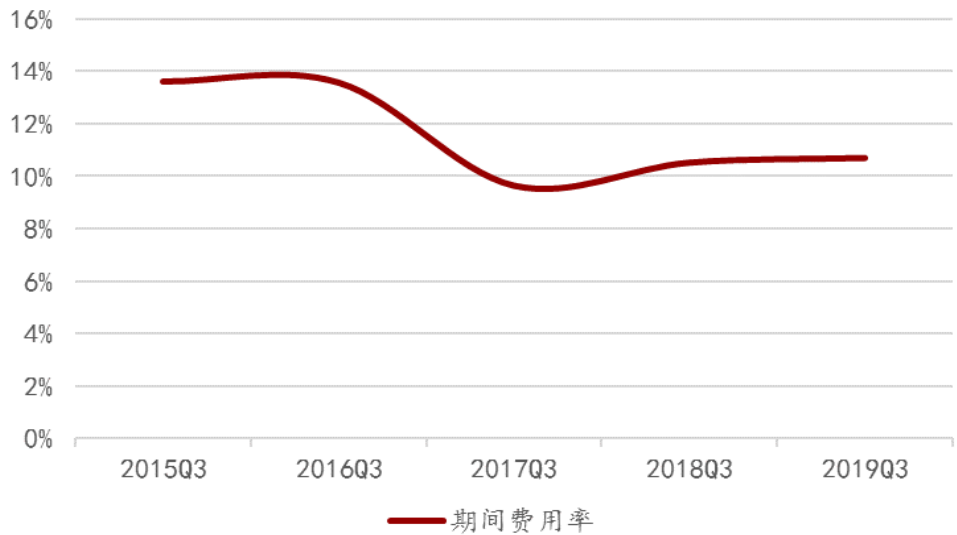
1.2 费用端: 研发投入持续加码带动期间费用率上行

2019年前三季度,行业整体期间费用率为10.69%,较去年同期提升0.18个百分点。2017年以来,电子行业的期间费用率一直处于低位,小于11%,主要由于管理费用率和销售费用率的下降。细分来看,销售费用率为2.65%,同比下降0.17个百分点,管理费

用率为3.38%，同比下降0.08个百分点，主要系部分公司加强内部管控所致；管理费用率在2017年大幅下降主要系研发费用被剥离而单独列出所致；财务费用率为1.10%，同比下降0.02个百分点，财务费用率始终保持在低位。

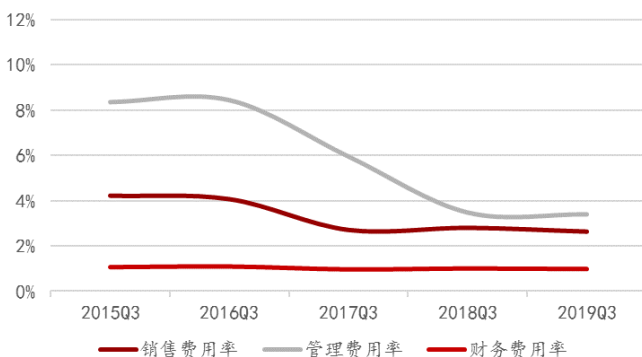
此外，前三季度行业研发投入进一步增加，是拉升期间费率的上行的主要因素。行业研发费用从2018Q3的471.37亿元增至2019Q3的580.25亿元，增幅为23.10%，其研发费率3.67%，同比增加0.45个百分点，主要原因是国产替代化加速，各公司加大研发打造技术壁垒，提高其产品竞争力，同时提高科研人员的薪酬。我们认为，电子行业主要是以半导体行业为生产对象的产业，伴随着第三次产业转移、大基金二期超预期成立，国家政策扶持，国内本土电子行业公司面临巨大机遇和挑战，而产品的更新和技术的迭代离不开高精尖的科研人才和持久稳定的资金链，因此加大研发投入打造技术和产品护城河是大势所趋，行业期间费用率也将会保持一定幅度上涨。

图表8：行业期间费用率



资料来源：wind，万联证券研究所

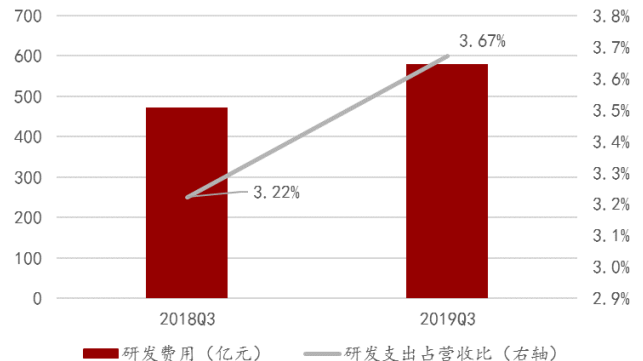
图表9：行业三费率



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：2018Q3及以后的管理费用剥离了研发费用

图表10：行业研发费用及占比

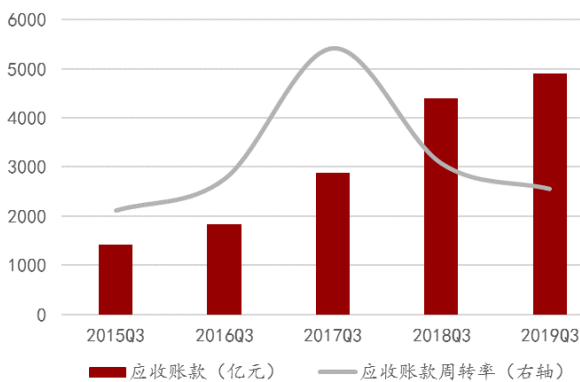


资料来源：wind，万联证券研究所

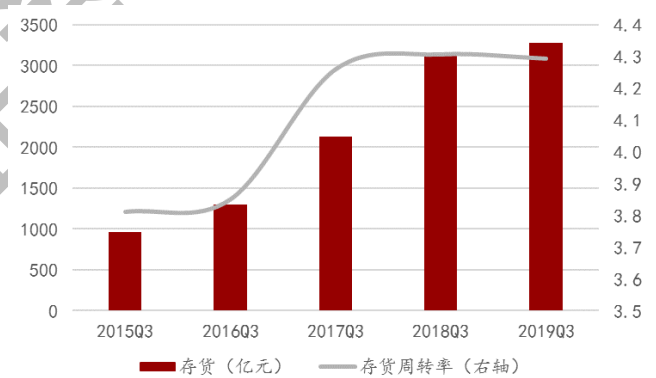
1.3 现金端：运营能力维稳，经营现金流良好

2019Q3行业应收账款为4897.41亿元，同比增长11.21%，应收账款周转率则由2018Q3的3.41次下降至3.34次；存货则为3281.38亿元，同比增长3.99%，存货周转率为4.30次下降为4.29，基本与去年同期持平，说明行业的运营效率和经营状况表现良好；从流动比率和速动比率来看，近五年来一直呈现同步下降趋势，但2019Q3两者均在1.0以上，说明公司短期偿债能力良好；另外，2018Q3和2019Q3流动比率和速动比率趋势出现基本持平，说明下降趋势在收敛，很大可能出现见底迹象。就现金流来看，经营性现金流净额为958.01亿元，较去年同期的796.84亿元，明显提升20.23个百分点，同时经营性现金流占营业收入比为6.07%，较去年同期提升0.62个百分点，近几年来，公司经营性现金流量净额始终为正，并且不断增加，可以看出企业获取现金的能力有所提高，现金流比较稳定。

图表11：行业应收账款及其周转率



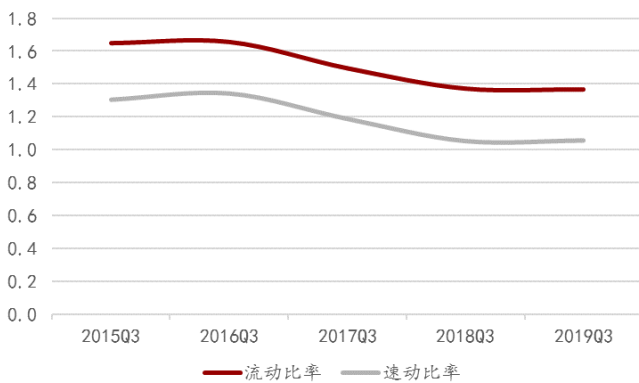
图表12：行业存货及其周转率



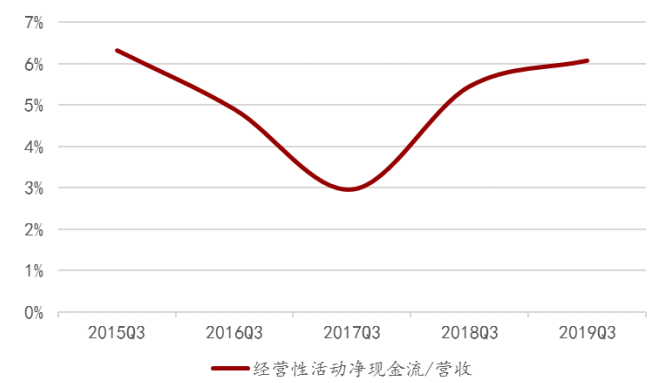
资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表13：行业流动比率和速动比率



图表14：行业经营性现金流/营业收入



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

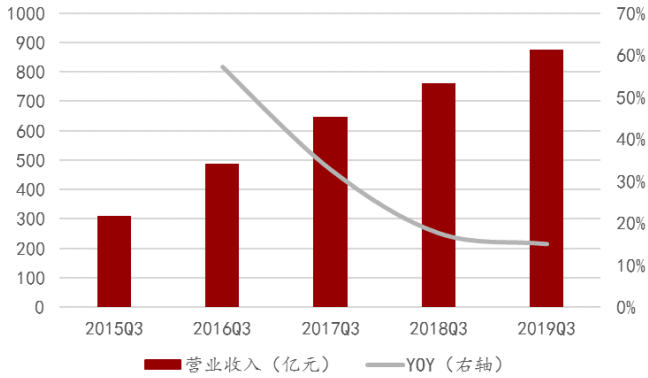
2、子行业三季报表现

2.1 半导体：营收、净利润承压，盈利能力有所好转

全球半导体景气度下行，半导体行业营收及净利润仍然承压，但优于电子行业整体表现，并且业绩高增长个股集中在半导体、PCB、消费电子领域，其中半导体行业高增长（涨幅>100%）个股为：卓盛微、北京君正、汇顶科技、博通集成。2019Q3半导体

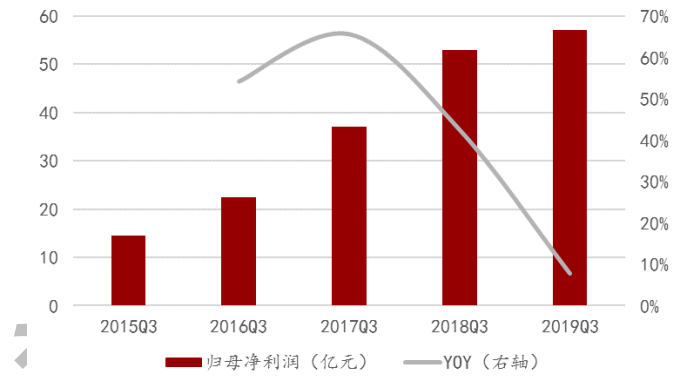
行业营收为875.55亿元，同比增加15.07%，较去年同期下滑1.58个百分点；实现归母净利润57.10亿元，同比增加7.87%，连续两年呈现下降趋势。

图表15：半导体营收及增速



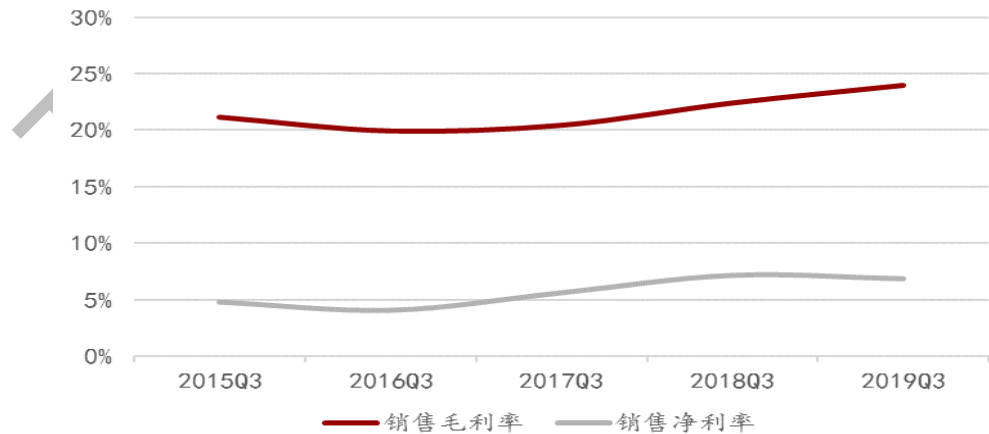
资料来源：wind，万联证券研究所

图表16：半导体归母净利润及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表17：半导体毛利率和净利率



资料来源：wind，万联证券研究所

盈利能力整体有所好转，2019Q3毛利率为23.93%，同比上升1.55%；净利率为6.84%，相较于2018Q3趋于稳定。近几年来，我国是全球最大的半导体消费市场，集成电路产业快速发展，产业规模也在倍增，但是半导体行业与国外仍然存在着一定的差距。受益于第三次产业转移、较大力度的产业政策以及超市场预期集成电路产业基金的设立，我国半导体产业将持续快速发展。硅周期反转、5G创新周期以及华为供应链国产替代等因素将会对我国半导体公司有较高的要求并且将产生巨大的半导体产品需求，因此我们认为半导体行业的景气度将触底反弹。

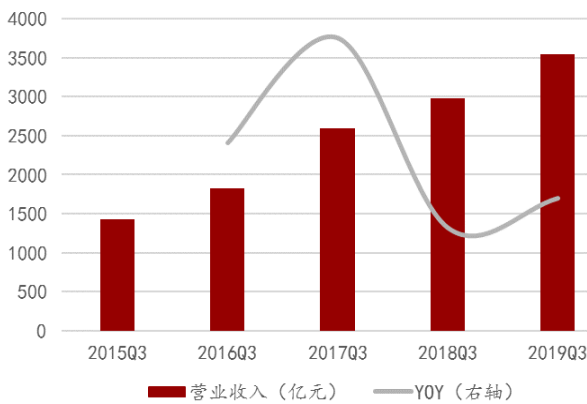
2.2 消费电子：下游需求传导延时，内部业绩分化

对于消费电子板块，我们以手机产业链为代表，选择苹果指数中归属于申万电子一级行业且数据完整的个股进行统计，共25只个股。这25家公司2019Q3合计实现营业收入3548.48亿元，同比增长19.14%，较上年同期增加4.27个百分点；实现归母净利润157.39亿元，同比增加14.22%，相较于去年同期增加38个百分点，可见利润增长

明显。盈利能力方面，2019Q3销售毛利率为16.57%，销售净利率为4.11%，呈下降趋势，可见盈利能力有所下滑。

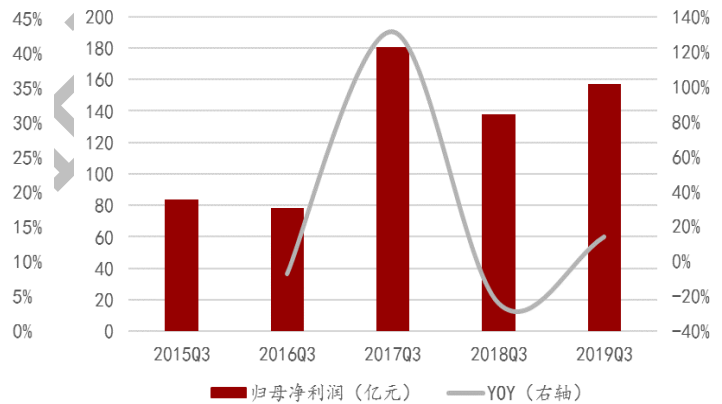
智能手机是消费电子行业最重要的下游领域之一，其出货量对消费电子企业有着重大影响。目前，国内智能手机市场经历了快速整合，主要品牌出货量占比持续攀升，大量中小品牌被淘汰，其中上升速度最快的是华为。据IDC数据显示，2019Q3全球智能手机出货量约为3.58亿台，前三季度累计出货量约10.02亿台，较18年同期下降约3%。而我国智能手机出货量约占全球总量的1/3。2019年前三季度，我国智能手机累计出货量约2.79亿台，较18年同期下降约5.4%，降幅有一定的收窄。目前，5G商用开启，三大运营商已发布5G商用套餐，5G系列手机也不断在市场活跃，预计2020年将迎来换机热潮，手机产业链系列厂商及供应商将受益。

图表18：消费电子营收及增速



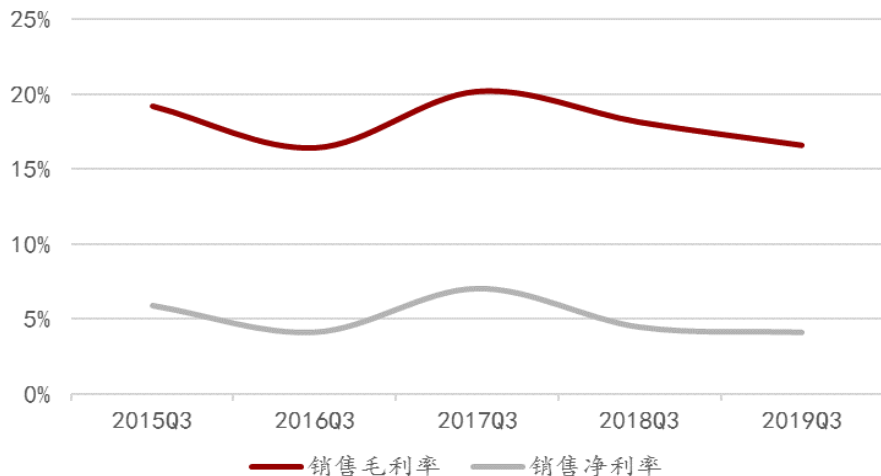
资料来源：wind，万联证券研究所

图表19：消费电子净利润及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表20：消费电子毛利率和净利率



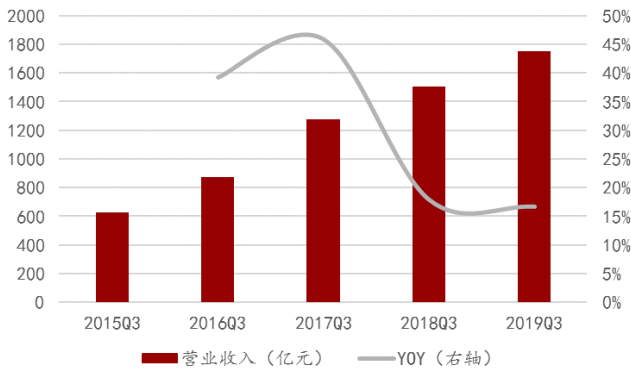
资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 电子元件：印刷电路板表现亮眼，向上带动电子元件

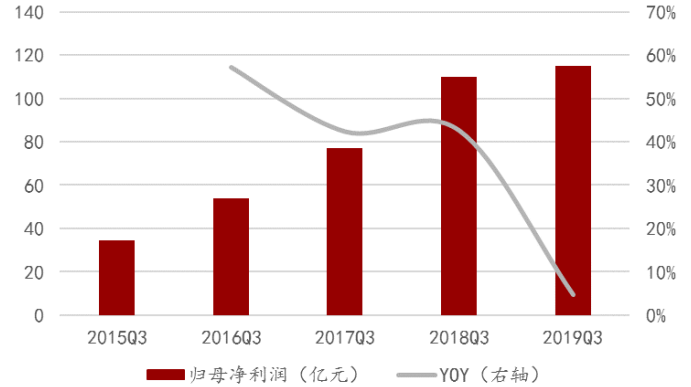
2019Q3，电子元件行业营业收入为1753.07亿元，同比增长16.71%，较去年同期下滑

1.20个百分点；归母净利润为115.06亿元，同比增长4.83%；毛利率为16.90%，同比下降1.08个百分点，整体处于平稳状态。

图表21：电子元件营收及增速



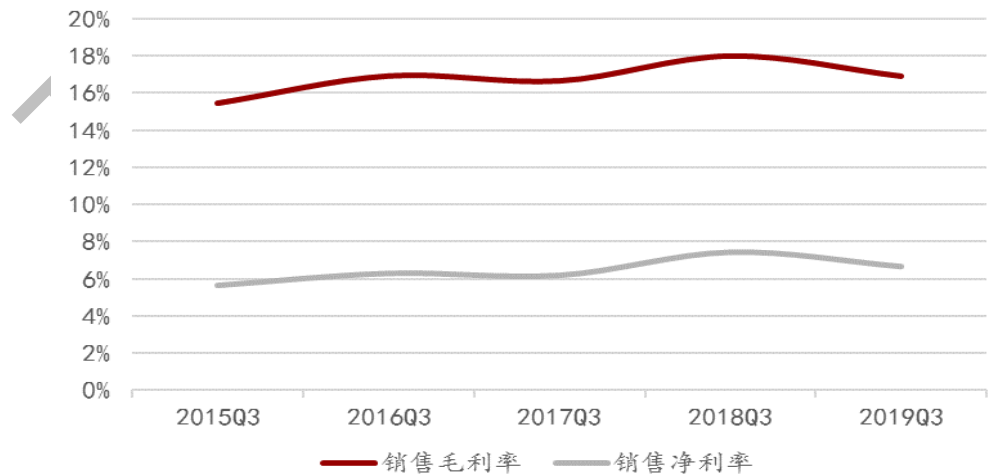
图表22：电子元件归母净利润及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表23：电子元件毛利率和净利率

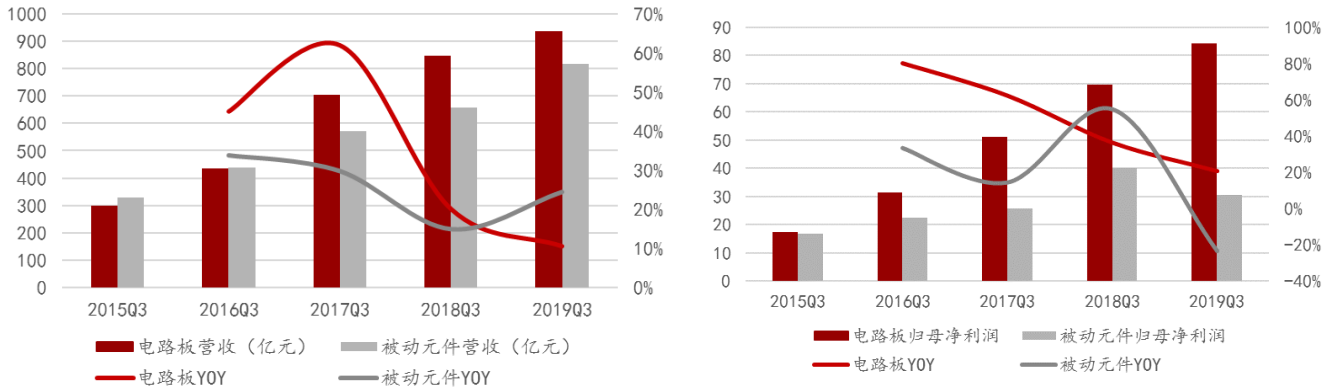


资料来源：wind，万联证券研究所

其中，电子元件细分板块印刷电路板表现亮眼。2019Q3，印刷电路板实现营业收入935.67亿元，同比增长10.66%，实现归母净利润84.36亿元，同比增长20.89%。盈利能力方面，2019Q3销售毛利率为23.03%，销售净利率为9.14%，盈利能力不断提升。2019年6月，5G牌照发放，5G建设加速，密集型建网带动小基站数量提升，并且5G商用带来的移动通讯网络、物联网等终端需求增加带动印刷电路板的业绩向上。被动元件实现营收817.40亿元，实现归母净利润30.70亿元，毛利率为9.89%，可以看出营收增长，而利润明显下滑，盈利能力下降。主要系被动元件技术水平不高，产品适用范围广，具有一定替代性，2018年价格上涨，导致下游需求疲软。

图表24：印刷电路板和被动元件营收及增速

图表25：印刷电路板和被动元件净利润及增速

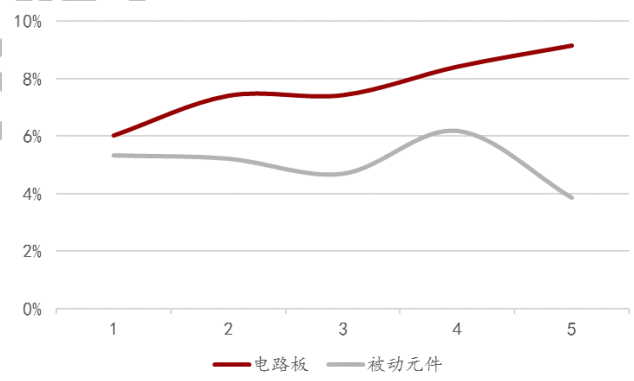
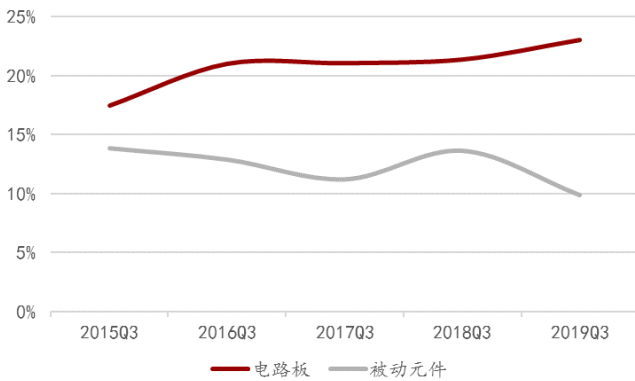


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图26: 印刷电路板和被动元件毛利率

图27: 印刷电路板和被动元件净利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

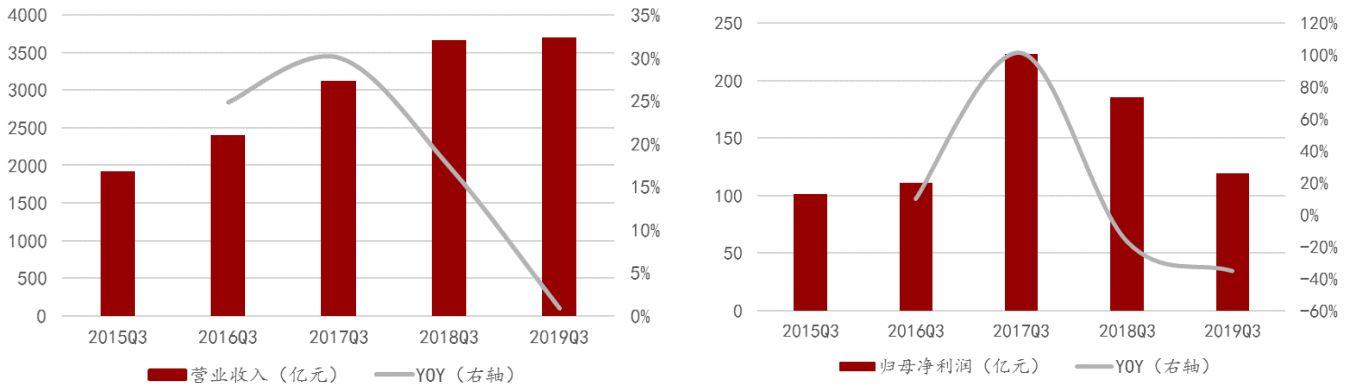
2.4 光学光电子: 连续两年业绩下滑, 等待行业拐点出现

2019Q3, 光学光电子实现营业收入3697.24亿元, 同比增长0.86%, 较去年同期大幅下滑16.53个百分点; 实现归母净利润119.54亿元, 同比下滑35.51%, 较去年同期大幅下滑18.63个百分点, 行业整体业绩连续两年下滑, 已接近触底; 行业毛利率进一步下降, 盈利能力持续向下, 毛利率同比下降2.22个百分点至17.18%, 净利率同比下降2.01个百分点至2.72%。

从细分板块来看。2019Q3, LED板块实现营收730.64亿元, 同比上涨4%, 实现归母净利润39.90亿元, 同比下降47%。LED产业链上游芯片行业出现资本涌入, 导致上游产能过剩, 芯片价格持续下降, 下游应用市场空间大、门槛低, 企业数量较多, 同业竞争严重。光学元件实现营业收入457.44亿元, 同比上升23%, 实现归母净利润11.33亿元, 同比下降51%; 显示器件实现营业收入2509.16亿元, 同比下降3%, 实现归母净利润68.32亿元, 同比下降21%。另外, 如今的手机市场, 三摄和四摄趋势已颇为明显, 并且光学市场像素持续升级, 3D摄像头、潜望式摄像头和屏下摄像头等将会带动移动光学市场的发展。

图28: 光学光电子营收及增速

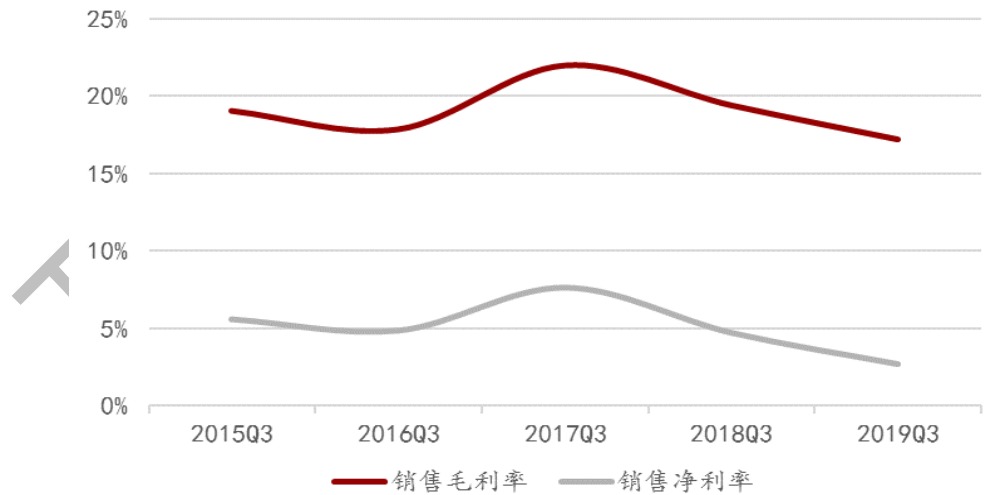
图29: 光学光电子归母净利润及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30: 光学光电子毛利率和净利率



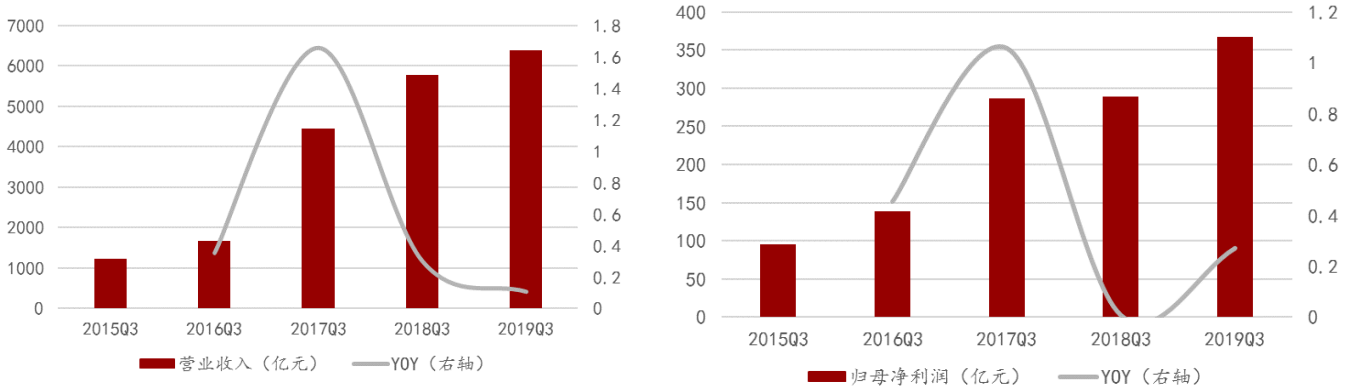
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.5 电子制造: 自身优势突出, 将享受行业发展红利

2019Q3, 电子制造行业实现营收6383.44亿元, 同比增长10.47%, 较去年同期下滑19个百分点; 归母净利润同比增长367.75%, 同比增长27.24%, 较去年同期增加26.38个百分点; 盈利能力较去年同期有所改善, 毛利率上升0.71个百分点至15.48%, 净利率上升0.82个百分点至5.83%。受益于智能手机等智能化设备、5G时代聚焦的物联网、新能源汽车等领域崛起, 拉动了电子制造行业发展。该行业本身具备技术难度易攻克, 投入成本不高、覆盖范围广等优势, 因此将持续受益于5G时代红利。

图表31: 电子制造营收及增速

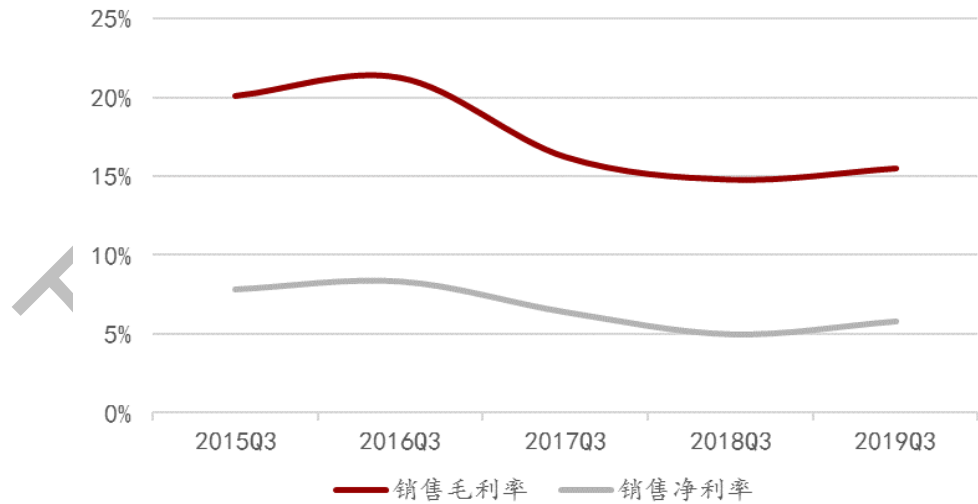
图表32: 电子制造归母净利润及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表33: 电子制造毛利率和净利率



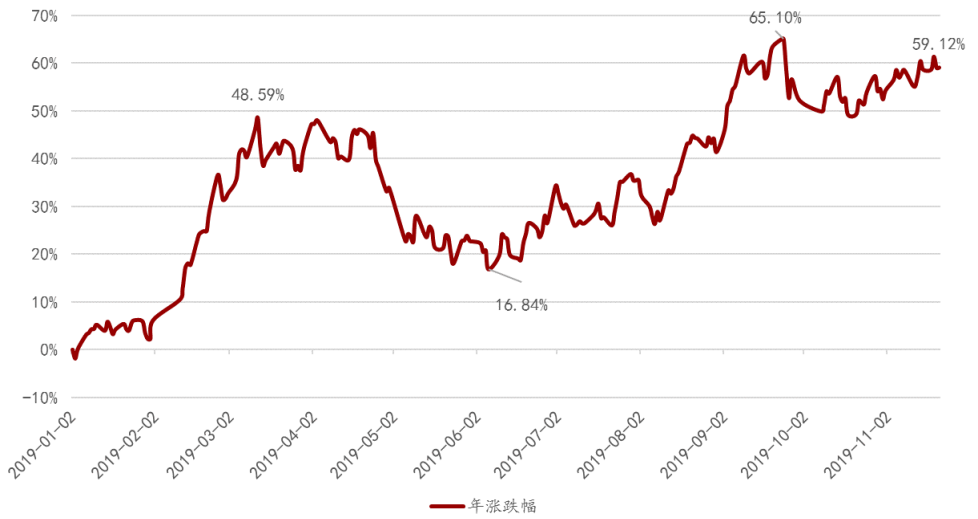
资料来源: wind, 万联证券研究所

3、投资建议

3.1 年内板块涨幅可观, 板块估值仍需提升

2019年年初至今, 申万电子板块整体上涨达到59.12%, 沪深300指数上涨30.98%, 跑赢沪深300指数28.14个百分点, 走势较优。回顾整体走势, 板块在Q1经历大幅上涨, 在3月12日涨幅达48.59%, 之后降至40%左右波动; Q2受中美贸易摩擦影响, 热度逐步回落, 并在6月6日降至2019年以来涨幅最低点, 为16.84%, 此后板块指数开始重启上扬走势, 在9月24日达到目前最高涨幅为65.10%, 迎来第二波上涨热潮。而对应至估值方面, 电子板块PE (TTM) 估值从年初的23.23倍升至当前的38.92倍, 年内估值提升已经较为可观。从长期来看, 年初估值基本处于历史最低位, 相比于2015年的79倍, 当前估值水平仍有相当的提升空间。近一个月板块估值小幅度上升, 虽然目前行业整体承压的情况下, 但是板块将随细分行业业绩转好驱动, 半导体、消费电子、PCB等板块仍存在较大机会。

图表34：电子板块2019年涨跌幅



资料来源：wind，万联证券研究所

图表35：电子行业PE (TTM)



资料来源：wind，万联证券研究所

3.2 国产替代契机下，关注半导体和消费电子领域新机遇

国产替代契机下，我国半导体行业将保持较高增速。受益于5G、新能源汽车、互联网的发展趋势下，全球半导体已进入存量时代。中国是全球最大的半导体消费市场，集成电路产业快速发展，产业规模也在倍增，2012年以来保持年均20%以上的复合增长，是同期全球增速的3倍多，2018年累计产量达1739.5亿颗芯片。同时，中国芯片领域内生长加速，在国际市场崭露头角，2019年以来，在芯片设计领域，全球首款5G SoC—华为海思麒麟990问世；在芯片制造领域，中芯国际14nm制程工艺芯片已经实现量产；在存储领域实现0的突破，64层3D NAND闪存芯片量产。可以看出，实体清单事件给中国半导体产业敲响警钟，也给中国半导体厂商带来国产替代的新机会。考虑到中美关系的不断变化，建议关注细分板块龙头的国产替代机会。

消费电子领域不断创新，将迎来新的机遇。我国已经成为智能手机的第一大市场和第一大生产国。5G网络全球领跑部署，物联网行业飞速发展，华为系列产品持续领

跑5G，苹果也将在2020年推出5G新机，终端不断创新，换机需求日日增高将拉动整个消费电子产业需求，带动电子制造领域和PCB领域发展，下游厂商均开启备货模式，拉动整个消费电子产业链景气度向上，预计将迎来消费电子大年。我们认为，手机换机潮要待2020年5G商用之后到来，建议关注业绩稳定的龙头型企业以及手机产业链的优质个股。

4、风险提示

行业景气度不及预期的风险；国内外政策变动风险

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场