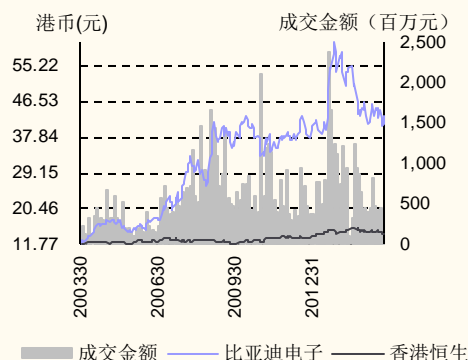


市价(港币): 43.000元
目标(港币): 54.00-54.00元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 2,253.20
总市值(百万元) 96,887.79
年内股价最高最低(元) 60.800/11.900
香港恒生指数 28336.43



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 13.46 17.01 251.31
相对香港恒生 5.77 -3.70 230.65

专注智能硬件精密制造，厚积薄发，行稳致远

主要财务指标

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,412	53,409	76,946	107,780	139,831
营业收入增长率	5.77%	28.97%	44.07%	40.07%	29.74%
归母净利润(百万元)	2,189	1,598	5,470	4,833	6,009
归母净利润增长率	-15.33%	-27.00%	242.36%	-11.65%	24.35%
摊薄每股收益(元)	0.971	0.709	2.428	2.145	2.667
每股经营性现金流净额	2.12	0.17	1.80	1.57	2.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.83%	9.40%	25.75%	19.76%	21.13%
P/E	41.90	57.40	16.77	18.98	15.26
P/B	5.79	5.40	4.32	3.75	3.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司历经 20 年发展，从零组件走向组装，公司已成为全球领先的智能硬件精密制造平台型公司。精密制造的核心在于对公差的控制，公司通过持续的研发投入，公司在“材料技术、模具设计制造、自动化水平”优势突出，3G 时代公司首创 PMH 技术开创金属手机时代，2017 年公司自研热弯设备成功突破 3D 玻璃制造，2019 年末切入 A 客户核心产品组装业务。展望未来，我们认为短期 A 客户订单放量为公司贡献增量业绩，长期来看公司在电子烟、无人机、IOT 等智能硬件制造大有可为。
- 安卓客户：下游需求稳定，玻璃业务快速增长。1) 公司是金属结构件绝对龙头，占金属中框 40% 以上的市场份额，预计未来需求维持稳定。2) 受益 5G+ 无线充电推广，玻璃后盖渗透率持续提升。公司于 2017 年成功突破 3D 玻璃制造，目前市占率较低且呈快速增长。
- A 客户：2021 年 iPad 订单放量，贡献主要收入增长。2019 年末公司切入 A 客户核心产品——iPad 供应链，预计 2020~2022 年 iPad 组装业务贡献收入 100、400、600 亿元。尽管 iPad 组装业务盈利能力较低（2019 年主力供应商仁宝电脑净利率仅 0.7%），考虑公司具备金属、玻璃、陶瓷结构件全制程方案，未来伴随结构件业务推进，利润率有望持续攀升。
- 新型智能产品：电子烟、无人机业务有望高速增长。1) 电子烟优势突出，预计 2024 年市场需求超万亿元、五年 CAGR 超 27%。2020 年公司电子烟收入规模约为 10 亿元、主要销往海外，2021 年公司被授权多项电子烟新型专利，未来伴随更多大客户突破，电子烟业务有望实现翻倍增长。2) 受益于应用场景不断开拓，预计 2024 年全球民用无人机需求达 3200 亿元、五年 CAGR 超 60%，公司携手行业龙头大疆无人机，未来无人机组装业务有望实现百亿规模。

盈利预测与估值

- 预计 2020~2022 年公司归母业绩为 55、48、60 亿元。采取 PE 估值，给予公司买入评级，目标价 45.3 元（折合港币 54 元）（17*2022EPS）。

风险：疫情反复、行业竞争加剧、大客户拓展、口罩业务不及预期风险，电子烟政策风险。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003 dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、全球领先的智能制造平台型公司	4
1.1 全球领先的智能制造平台型公司，2020 年跨入成长新阶段	4
1.2 公司兼具技术优势、一体化优势、客户优势	7
二、安卓客户：玻璃业务快速增长，金属、组装业务维持稳健	8
2.1 玻璃结构件：市占率仍低，预计处于快速发展阶段	9
2.2 金属结构件：安卓金属中框龙头，预计未来稳健增长	11
2.3 组装业务：大陆唯一前十 EMS 厂商，预计未来稳健增长	13
三、A 客户：2021 年 iPad 订单放量，贡献主要收入增长	14
四、新型智能产品：电子烟、无人机未来可期	15
4.1 电子烟需求蓬勃发展，千亿市场精密制造龙头大有可为	15
4.2 携手大疆无人机，未来放量可期	16
五、汽车智能系统：汽车智能化大势所趋，未来空间广阔	17
六、盈利预测及估值	18
七、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司历史营收情况	4
图表 2：公司历史归母净利润情况	4
图表 3：公司发展历程	5
图表 4：公司各类业务收入（亿元）	5
图表 5：公司各类业务收入占比	5
图表 6：公司净资产收益率长期高于 8%	6
图表 7：公司销售净利率和毛利率波动性较大	6
图表 8：公司主要业务一览	6
图表 9：公司资产周转率加快	7
图表 10：公司资产负债率较低	7
图表 11：近年来公司研发费率持续攀升	7
图表 12：公司研发费率远高于同业	7
图表 13：材料与技术	8
图表 14：客户涵盖国内外主流智能产品品牌厂商	8
图表 15：公司手机笔电业务整体呈现稳健增长	9
图表 16：HOM 出货量稳健增长	9
图表 17：玻璃材质视窗防护屏性能更优	9
图表 18：玻璃材质后盖性能更优	10
图表 19：5G 手机渗透率持续提升	10
图表 20：玻璃后盖逐步成为主流	10
图表 21：防护玻璃从 2D 玻璃走向 3D 玻璃	11

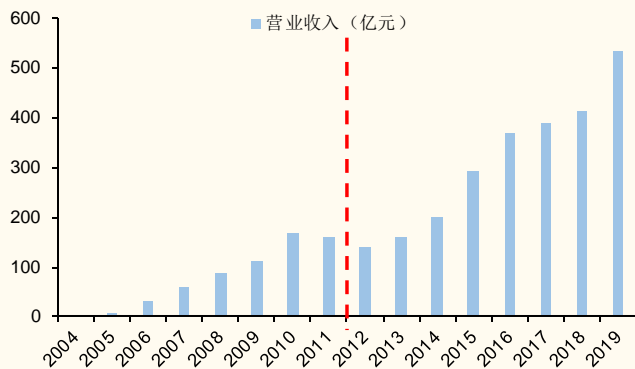
图表 22: 小米发布首款四曲瀑布屏概念手机、实现四面 88°超曲面设计	11
图表 23: 3D 玻璃渗透率持续提升	11
图表 24: 华为 P30 Pro 推出 5 个颜色, 渐变色尤为亮眼	11
图表 25: 苹果手机外观设计变迁过程	12
图表 26: 华为 Mate 系列手机外观设计变迁过程	12
图表 27: 金属中框主要企业介绍	12
图表 28: 公司组装业务整体实现稳健增长	13
图表 29: 全球系统组装市场超 5550 亿美元, 稳健增长	13
图表 30: 组装行业以计算机、通信设备为主	13
图表 31: 2019 年 MMI 全球 EMS 企业排名	14
图表 32: 公司与苹果合作历史	14
图表 33: 2020 年 iPad 需求稳健增长	15
图表 34: 公司新型智能产品收入实现快速增长	15
图表 35: 电子雾化烟、加热不燃烧设备渗透率较低	16
图表 36: 电子雾化烟、加热不燃烧设备市场快速增长	16
图表 37: 电子雾化烟需求分部 (亿美元)	16
图表 38: 2024 年电子雾化烟需求分部	16
图表 39: 无人机市场快速增长	17
图表 40: 大疆是消费级无人机的绝对龙头	17
图表 41: 公司智能汽车业务快速增长	17
图表 42: 2020 年 H2 汽车产量大幅回暖	17
图表 43: 智能网联渗透率持续提升	18
图表 44: 比亚迪超清智能旋转大屏	18
图表 45: 预计公司 2020、2021、2022 年收入为 765、1074、1394 亿元, 同 增 44%、40%、30%	18
图表 46: 给予公司目标价 45.3 元 (17*2022EPS)	19

一、全球领先的智能制造平台型公司

1.1 全球领先的智能制造平台型公司，2020 年跨入成长新阶段

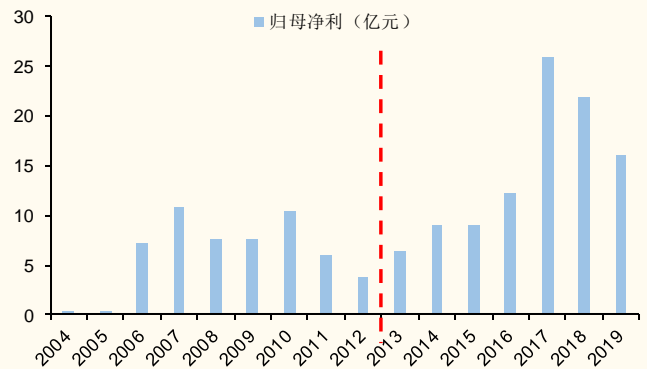
- 比亚迪电子前身是比亚迪股份于 2002 年成立的手机零部件及模组部门，2007 年于香港联交所上市，目前已成为全球领先的平台型电子产品制造商。
 - 2004 年~2012 年：公司切入手机组装业务，营收从 2004 年的 3.6 亿增长至 2012 年的 142 亿元，收入 CAGR 达 58%，归母净利为 2004 年的 0.4 亿增长至 2012 年的 3.8 亿元，业绩 CAGR 达 31%，公司主要客户为功能机时代王者诺基亚、摩托罗拉。但受功能机市场萎缩的影响，公司 2011、2012 年收入、利润连续下滑。
 - 2013~2019 年：2013 年，公司成功研发塑料与金属混融技术 (PMH)，提升外观质感的同时大幅改善金属部件的信号接收水平，凭借 PMH 技术的先发和垄断优势，公司金属部件业务快速增长，金属部件业务盈利能力较强、带动公司业绩快速增长。2017 年公司首创可实现柔性化自动生产的 3D 玻璃热弯设备，实现 3D 玻璃量产；2019 年，公司获得大量华为、小米的组装订单，跻身全球 EMS (Electronic Manufacturing Services, 电子制造服务) 代工厂前十强。公司营收从 2013 年的 161 亿元跃升至 2019 年的 530 亿元，收入 CAGR 达 22%；归母净利从 2013 年的 6.5 亿元跃升至 2019 年的 16 亿元，业绩 CAGR 达 16%。
 - 2020 年：公司成功切入 A 客户 iPad 组装供应链、并成功放量，伴随公司在苹果供应链的份额逐步提升、零部件业务拓展成功，苹果业务为公司注入新增长动力。此外，公司近几年积极布局的电子烟、无人机、智能家居、汽车智能系统等新兴业务，也将为公司贡献增量。2020 年疫情期间、公司迅速反应、启动口罩生产，H1 医疗产品为公司贡献收入达 86 亿元。2020 年前三季度公司收入达 515 亿元、同增 34%，归母业绩达 43.4 亿元、同增 187%。

图表 1：公司历史营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司历史归母净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

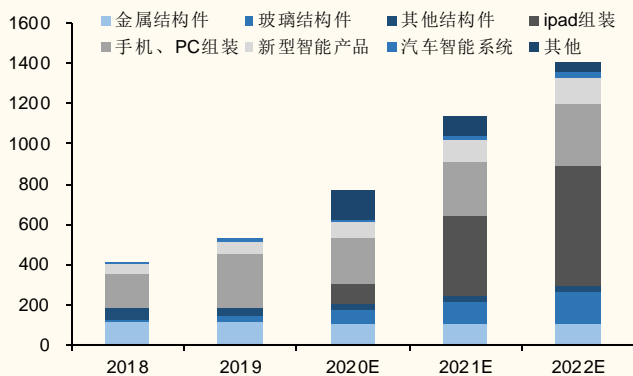
图表 3: 公司发展历程



来源: 公司公告, 国金证券研究所

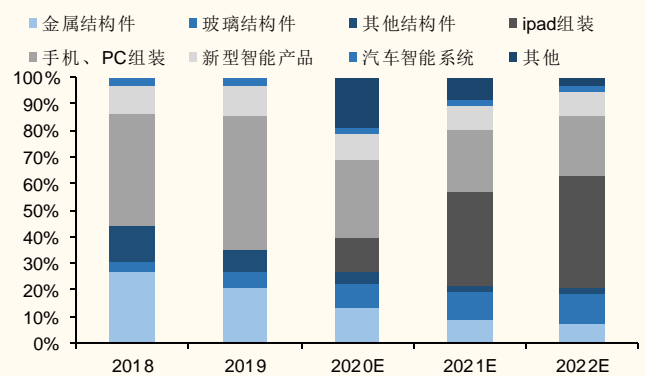
- 公司未来收入的增长主要看 A 客户、新型智能产品快速增长。1) 公司业务涵盖手机笔电的零部件业务、手机笔电的组装业务、新型智能产品、汽车智能系统。2019 年公司零部件、组装、新型智能产品、汽车智能系统收入占比为 35%、51%、11%、3%。2020 年公司积极应对新冠疫情, 公司快速反应, 新增医疗产品 (主要为口罩), 2020 年 H1 贡献收入 86 亿元, 占比达 27%。2) 展望未来, 我们认为公司未来的手机笔电业务的增长主要在于 A 客户业务快速放量, 新型智能产品 (电子烟、无人机等)、汽车智能系统受益行业需求快速增长。

图表 4: 公司各类业务收入 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

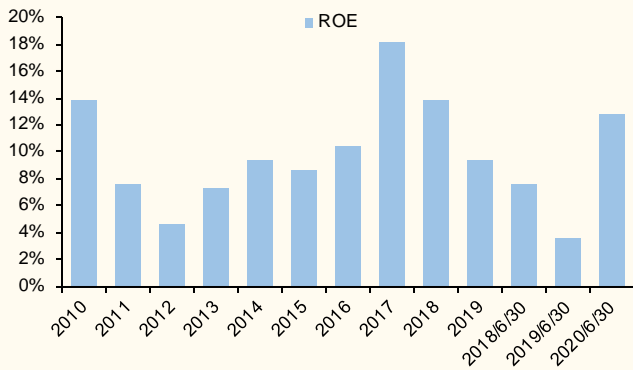
图表 5: 公司各类业务收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

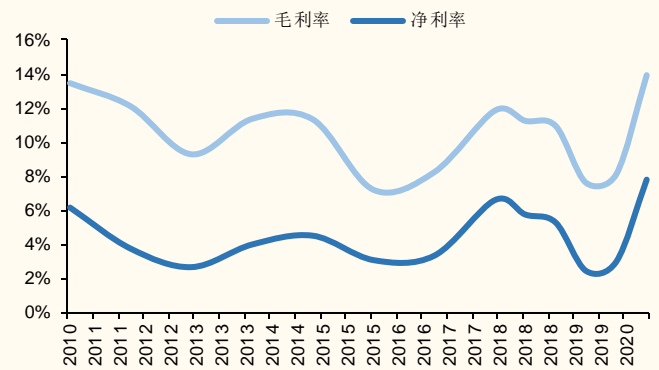
- 受益于新型智能产品、医疗防护产品大幅增长, 公司盈利能力大幅提升。过去 10 年公司 ROE 在 10% 上下波动, 净利率在 4% 上下波动, 毛利率在 10% 上下波动, 2020 年 H1 受益于新型智能产品、医疗防护产品大幅增长, 公司盈利能力大幅提升, 2020 年 H1 公司 ROE 达 13%、净利率达 8%。

图表 6：公司净资产收益率长期高于 8%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司销售净利率和毛利率波动性较大



来源：公司公告，国金证券研究所

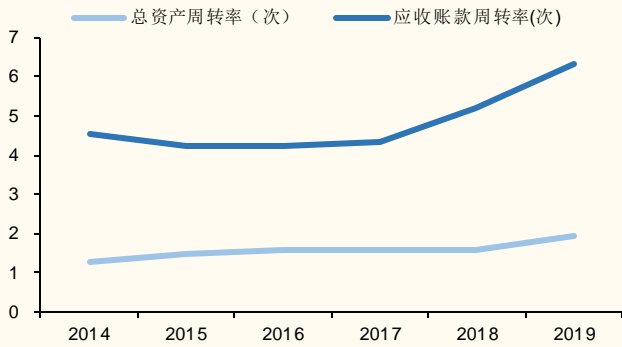
图表 8：公司主要业务一览

手机笔电业务 (67%)		新型智能产品 (10%)
<p>金属结构件 (13%)</p>	<p>手机、PC 组装 (29%)</p>	
<p>玻璃结构件 (9%)</p>	<p>iPad 组装 (13%)</p>	<p>汽车智能系统 (2%)</p>
<p>其他结构件 (4%)</p>		<p>其他 (19%)</p>

来源：公司公告，国金证券研究所

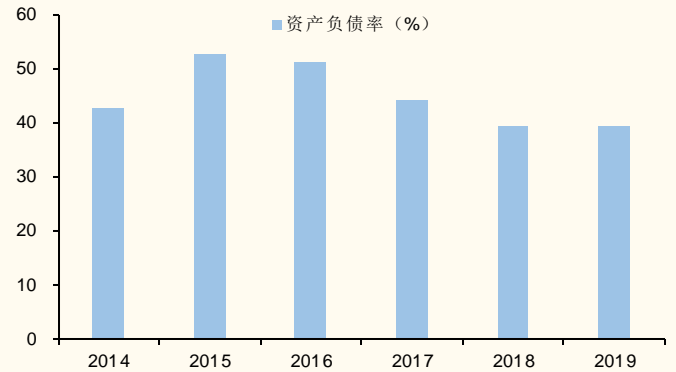
- 公司营运能力持续改善，负债率持续降低。1) 公司 2019 年总资产周转率和应收账款周转率分别为 1.96 和 6.31 次，均为历史新高，表明公司回款速度加快。2) 公司 2019 年资产负债率为 39.38%，创近六年来新低，资本结构稳定。

图表 9：公司资产周转率加快



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司资产负债率较低

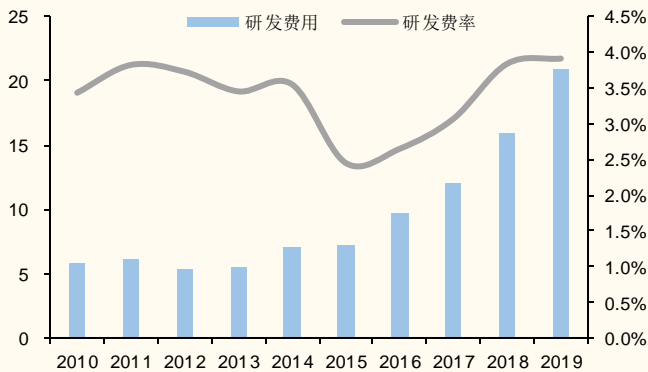


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 公司兼具技术优势、一体化优势、客户优势

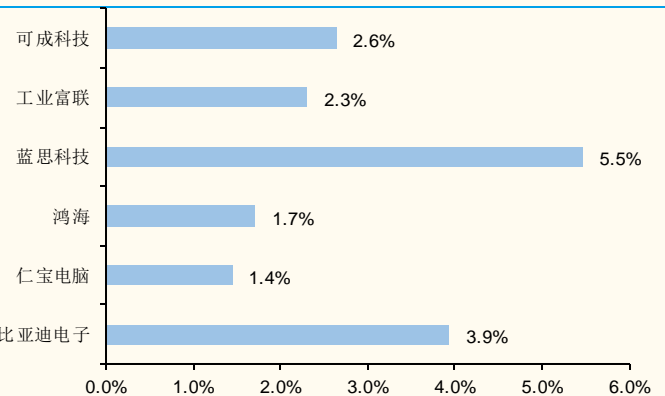
- 公司研发费率高于同业。**公司持续加大研发投入，2019 年研发费用达 21 亿，研发费率达 3.9%，创近十年新高。相较于可比公司，公司研发费率远高于金属结构件企业可成科技、工业富联，且远高于组装企业鸿海、仁宝。截至 2019 年二季度，公司拥有超过 12,000 人的工程师团队，累计申请专利 8281 项，已授权 6280 项。

图表 11：近年来公司研发费率持续攀升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司研发费率远高于同业



来源：公司公告，国金证券研究所

- 手机笔电业务：全球领先的手机零部件供应商。**具备塑胶、金属、玻璃、陶瓷全系列结构件及整机设计制造能力，持续推进“零部件+组装”垂直整合战略，成功打造垂直一体化的平台型企业，零部件、组装业务协同效应明显，成本优势突出，客户涵盖国内外主流安卓品牌厂商。
- 金属结构件：**1) 2019 年公司占全球安卓金属手机市场份额 40%，目前保有核心加工设备 CNC 30000 余台，位于行业前列。2) 掌握 PMH 纳米注塑、真空压铸、高光氧化、纳米着色等核心技术，产品品质行业领先。PMH 技术指在金属表面注入高分子材料溶体，以实现金属和塑料的无缝超强融合，完美解决手机金属外壳的天线信号问题、开创了轻薄、有质感的金属手机时代。3) 自主研发高强 7 系铝合金等高性能金属材料，强度更高、颜色更丰富，顺应手机中框轻量化、多彩化趋势。
- 玻璃结构件：**公司拥有关键设备 (3D 热弯机)、先进工艺 (玻璃熔接、AG 蚀刻、GMH 金属玻璃一体化技术) 以及完善的生产线，可实现 3D 玻璃从初期成型到产品组装的一站式服务。

- **新型智能产品：**1) 公司具备电子烟陶瓷雾化芯、金属烟杆、塑料零部件自供及整机设计制造能力，具有赛道内领先的资金和技术优势。2) 依托自身精密制造能力，成为大疆核心产品供应商，借力实现无人机业务营收增长。3) 公司智能家居与游戏硬件业务与国际头部客户 iRobot、NVIDIA 等深度合作，扫地机器人、智能音箱、游戏显卡等产品已实现量产。
- **汽车智能系统：**推出业内领先的 Dilink 汽车智能系统，开放所有传感器和控制权，具备智能自动旋转中控屏、智能语音识别、安卓操作系统、高开放度等优势。2) 依托母公司的国内新能源汽车龙头地位，为比亚迪汽车配套 DiLink 智能驾驶舱座，基本盘稳固，并借助比亚迪丰富客户资源，与国际主流 Tier1 厂商紧密合作。

图表 13：材料与技术

材料	具体描述
高强 7 系铝合金	具有较高的力学性能，屈服强度达 450MPa 以上，同时具有优异的阳极氧化外观效果和优良的加工性
非晶	ZrAlCuNi 高强锆基非晶合金，具有超强硬度和耐腐蚀性，熔化时具有良好流动性，可一次成型复杂结构
韧性陶瓷原材料	将氧化锆粉与添加剂结合造粒得到的陶瓷造粒，烧结产品具有高硬度、高强度、高韧性、色泽绚丽等性能
碳纤维	具有极高强度、刚性，良好导电性、导热性的工艺纤维，对于结构轻量化至关重要
技术	
CNC 精密加工技术	将原材料按照三维图纸形状把不需要部分通过数控切除，公司拥有超 30000 台精加工 CNC，规模在业内前列
PMH	该技术处理后的金属表面形成无数纳米级微孔结构，通过注塑使塑料渗透到微孔结构中，实现两种材质的紧密结合，该技术帮助消费电子产品实现从分段组装式到一体化成型的进阶
高光阳极	通过精密机械抛光处理获得表面光泽度高的外观
3D 热弯	将玻璃放在热弯机模具之间，加热到玻璃软化与模具贴合，冷却后得到 3D 玻璃

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：客户涵盖国内外主流智能产品品牌厂商

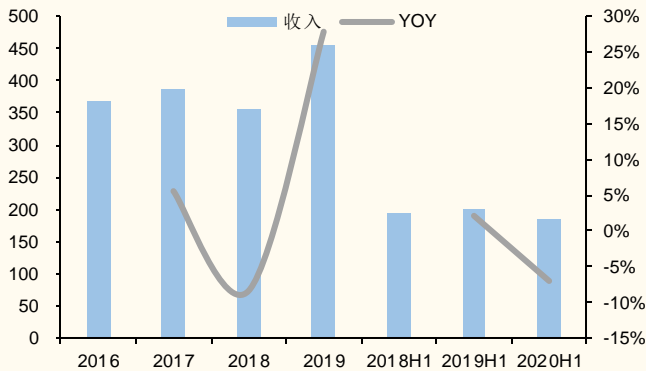
手机笔电	新型智能产品
	
	汽车智能系统
	

来源：公司公告，国金证券研究所

二、安卓客户：玻璃业务快速增长，金属、组装业务维持稳健

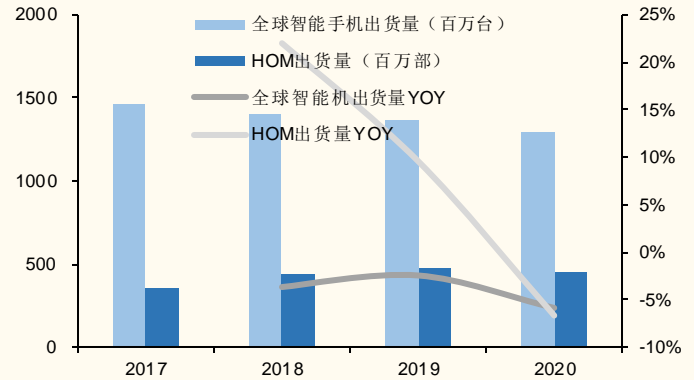
- 2019 年公司手机笔电业务营收达 454 亿元、同增 28%、占总收入的 86%，其中结构件业务营收达 186 亿元、同增 3%，组装业务营收达 268 亿元、同增 53%。公司手机笔电业务客户主要为安卓系客户，结构件客户包括 HOVM、韩系客户，组装客户主要为 H 公司、M 公司，受益于 HOVM 市占率提升，公司手机笔电业务稳健增长。

图表 15：公司手机笔电业务整体呈现稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：HOM 出货量稳健增长



来源：IDC，国金证券研究所

2.1 玻璃结构件：市占率仍低，预计处于快速发展阶段

- 玻璃结构件：初现规模，处于快速发展期。**公司自 2015 年切入玻璃板块，2019 年玻璃结构件收入约为 30 亿元，2020 年收入实现翻倍增长。玻璃结构件主要包括前盖玻璃和后盖玻璃，预计未来前盖玻璃需求稳健增长，后盖玻璃渗透率持续提升，玻璃 ASP 持续抬升。公司于 2017 年成功突破 3D 玻璃制造全流程并成功研发关键设备热弯机，目前已成为所有一线手机厂玻璃核心供应商，但相较于金属中框的市占率（安卓机 40%）、公司目前玻璃业务市占率尚低（估算为 13%），预计未来玻璃前盖、玻璃后盖业务呈现快速增长。
- 前盖防护屏以玻璃材质为主，预计未来稳健增长。**1) 防护屏是加之于显示屏外、用于对触摸屏的触控模组、显示屏和对非触摸屏的显示屏进行保护的透明镜片。2) 防护屏的材质主要包括亚克力和玻璃，相较于亚克力，玻璃视窗防护屏具备安全性更高、透光率更高、硬度更高增加耐用度等优点，智能机、平板电脑基本全部采用玻璃防护屏。预计未来在消费电子需求平稳的背景下，玻璃前盖防护屏需求保持稳定。

图表 17：玻璃材质视窗防护屏性能更优

	透光率	反射率/炫光	耐冲击性	表面硬度	安全性	抗老化抗黄化	成本
无防护屏	好	好	差	差	差	好	-
亚克力	一般	一般	较差	较差	一般	较差	较低
玻璃	较好	较好	好	好	好	好	较高

来源：公司公告，国金证券研究所

- 5G+无线充电推动，玻璃后盖渗透率持续提升。**1) 手机后盖材质包括塑料、金属、玻璃、陶瓷四种材质。其中金属材质存在“电磁屏蔽特性”的缺陷，玻璃存在抗摔性不佳的问题，陶瓷材质成本较高。2) 在功能机时代，塑料后盖具备成本低廉、对信号干扰小等优势，是功能机时代的主流后盖材质。3) 智能机时期，质感、刚性更佳金属材料逐步取代塑料材质，成为主流后盖材质。但由于金属材料存在“电磁屏蔽特性”的缺陷，从设计上天线是不能被金属后盖挡住，手机厂商一般采用 3 段式机身设计、上下两部分采取非金属材料后盖。伴随 5G 推广，手机内天线数量增多，手机后盖去金属化将成为主流趋势。此外伴随无线充电的普及，与无线充电无法兼容的金属后盖将逐渐退出舞台。4) 2015 年三星推出 Galaxy S6，玻璃材质再次进入人们的视野。2016 年康宁发布第五代大猩猩玻璃，相较于普通玻璃，大猩猩玻璃从 1.6 米高处跌落能够保证 80% 的完好率，大幅提升玻璃的抗摔性，2017 年苹果在 iPhone 8 系列产品采取玻璃后盖取代金属后盖，玻璃材质逐步替代金属后盖成为主流后盖材质。5) 在 5G+无线充电的浪

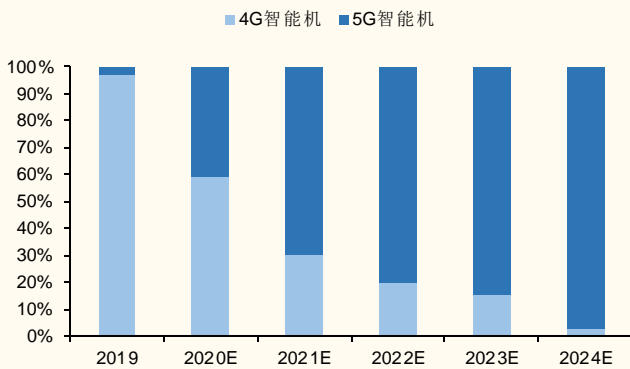
潮驱动下，玻璃后盖在 2017 年以后快速提升，2019 年玻璃后盖渗透率达 56%，玻璃逐步成为主流。目前国内已经形成“低端机塑料后盖，中高端机玻璃后盖”的局面。

图表 18：玻璃材质后盖性能更优

	抗摔性	耐磨性	散热性	电磁屏蔽性	成本
塑料	差	差	差	无影响	最低
金属	好	差	好	影响极大	居中
康宁大猩猩玻璃	居中	好	较差	无影响	较高
陶瓷	好	好	较好	无影响	最高

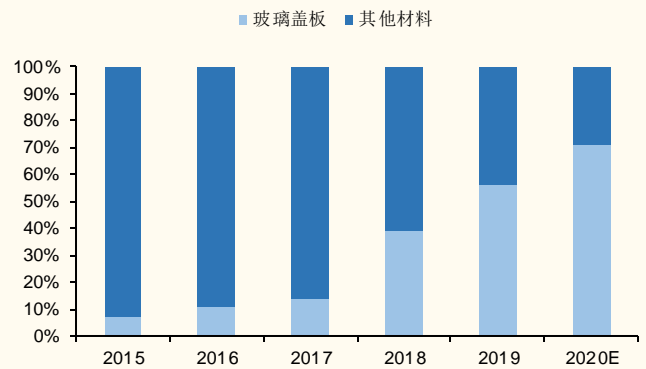
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：5G 手机渗透率持续提升



来源：公司官网，国金证券研究所

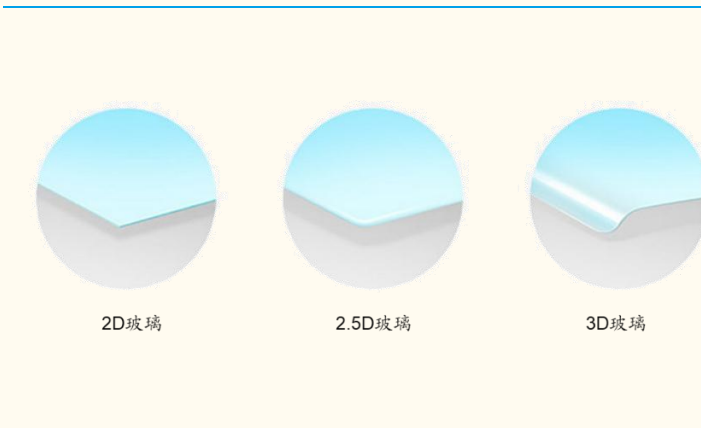
图表 20：玻璃后盖逐步成为主流



来源：公司官网，国金证券研究所

- 3D 曲面+彩色光学设计，助推玻璃 ASP 提升。** 1) 2D 玻璃指传统的平面玻璃，没有任何弧形设计；2.5D 玻璃中间是平面的，但边缘是弧形设计；3D 玻璃指边缘弧度更大的玻璃。相较于 2D 玻璃、2.5D 玻璃，3D 玻璃制造工艺更难、良品率更低、生产成本更高、产品附加值更高。3D 玻璃工艺难度主要体现在 3D 曲面热成型、曲面抛光、曲面印刷、曲面贴合四大工艺上，目前 3D 玻璃均价为 2D 玻璃的 3 倍左右。近年来 3D 玻璃渗透率快速提升，2019 年 Q2 国内 2.5D 玻璃、3D 玻璃渗透率分别为 34%、66%，预计在外观创新的大背景下，叠加 3D 玻璃工艺成熟、成本下降，未来更多机型将采用 3D 玻璃，3D 玻璃渗透率将持续提升，助推防护玻璃单机价值量抬升。2) 华为 Mate 30 Pro 推出 5 个颜色，包括丹霞橙、青山黛、罗兰紫、星河银、翡冷翠，华为 P30 Pro 推出 5 个颜色，包括墨玉蓝、嫣紫色、赤茶橘、天空之境、极光色。在各种色彩中渐变色尤为亮眼，渐变色由于颜色跨度大、工艺更加复杂（需要通过磁控溅射镀膜，在不同区段调整工艺参数轰击不同靶材，改变镀膜的厚度和层数，打造出的新一代镀膜结构色），渐变色玻璃生产成本更高、产品附加值更高。

图表 21: 防护玻璃从 2D 玻璃走向 3D 玻璃



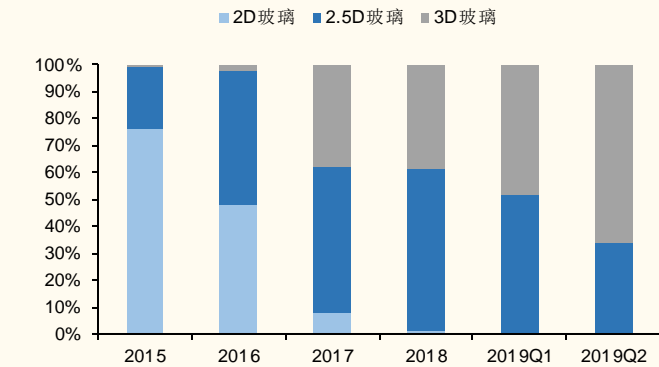
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 22: 小米发布首款四曲瀑布屏概念手机、实现四面 88° 超曲面设计



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 23: 3D 玻璃渗透率持续提升



来源: CINNO, 国金证券研究所

图表 24: 华为 P30 Pro 推出 5 个颜色, 渐变色尤为亮眼



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2.2 金属结构件: 安卓金属中框龙头, 预计未来稳健增长

- 金属结构件: 公司是金属结构件绝对龙头, 占金属中框 40% 以上的市场份额, CNC 机床超 3 万台, 2019 年公司金属结构件收入约为 110 亿元, 预计未来营收稳健增长。
- “金属中框+双面玻璃”是目前中高端机型的主流方案。1) 早期智能手机主要采用全塑料或全金属中框外壳, 但由于金属屏蔽信号等缺陷, 在中高端机均采用金属中框配套玻璃机壳, 苹果从 iPhone X 开始采用“金属中框+双面玻璃”的外观设计, 华为高端机型 mate 系列也从全金属外壳转向“金属中框+双面玻璃”的外观设计。预计伴随玻璃机壳渗透率提升, 金属中框行业需求稳健增长。

图表 25：苹果手机外观设计变迁过程



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 26：华为 Mate 系列手机外观设计变迁过程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **金属中框行业竞争格局稳定、盈利能力较强。**金属中框技术主要掌握在台系厂商手中，在镁铝合金压铸、铝合金与不锈钢一体成型等领域，因为技术难度、量产能力等因素进入壁垒较高、盈利能力较强。2018 年金属中框龙头可成科技毛利率达 40%、净利率达 29%。

图表 27：金属中框主要企业介绍

	营收	毛利率	净利率	主营业务	竞争项目	客户
可成科技	213	24%	12.33%	各种合金、复合材料产品及模具制造、加工销售业务；各种合金产品表面处理	铝镁合金、复合材料、及其他 3C 机构件等产品	苹果/戴尔/HP/宏碁/联想
鸿准	232	10%	7.05%	电脑终端机显示器及有关零部件的加工制造销售	镁合金及其他 3C 机构件等产品	苹果/谷歌/诺基亚/任天堂/微软/索尼/戴尔/宏碁
锐胜-KY	76	9%	-1.93%	轻金属加工全制程服务专业厂商	铝合金 3C 机构件	苹果/华硕/联想/三星/惠普/宏碁
工业富联	1428	8.2%	4.6%	通信网络及移动设备、高精机构件、云计算相关设备	铝镁合金、不锈钢	苹果/云计算企业
比亚迪电子	110	7.5%	3.0%	手机制造、结构件	铝合金等 3C 机构件	华为/小米/OPPO/MIVO

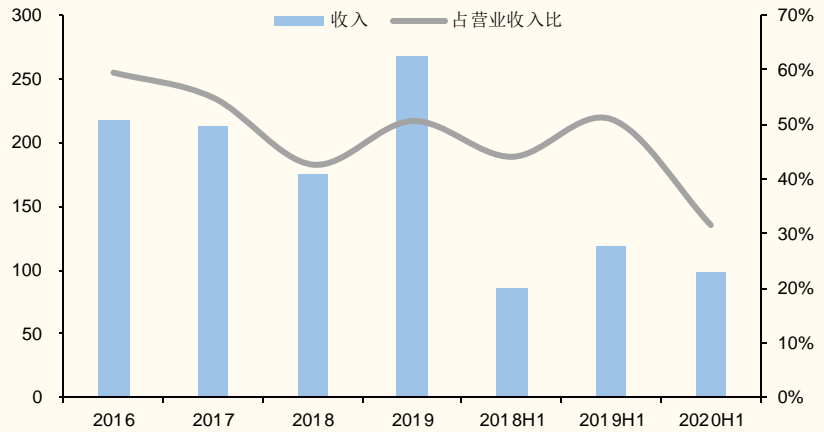
来源：公司官网，国金证券研究所

备注：工业富联营收为中框营收估算值，其他财务数据均为集团财务数据

2.3 组装业务：大陆唯一前十 EMS 厂商，预计未来稳健增长

- 公司具备 10 余年 ODM、OEM 制造经验，为国内外公司提供一站式制造服务。2019 年组装业务收入为 269 亿元、占收入的 51%。公司组装业务整体呈现稳健增长，2017/2018 年收入下滑主要系公司主动收缩盈利能力较低的笔电组装、重点发力手机组装。

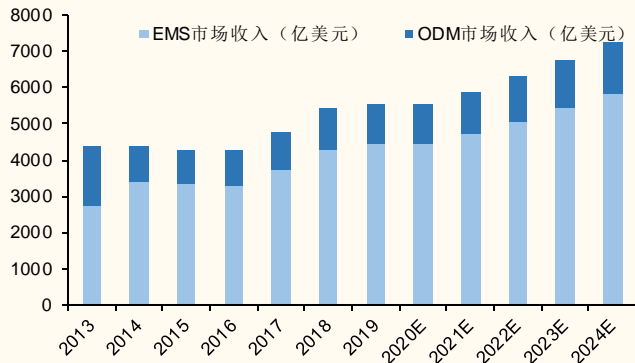
图表 28：公司组装业务整体实现稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

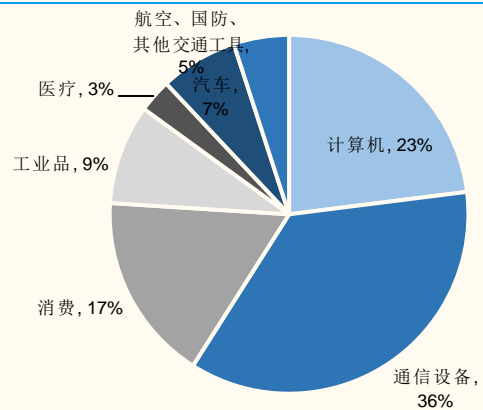
- 组装行业需求稳健增长。2019 年全球 ODM 和 EMS ((Electronic Manufacturing Services, 电子制造服务)) 市场规模合计达到 5553 亿美元，预计 2024 年市场规模增至 7242 亿美元，预计 2021~2024 年行业年均增长 7%。分行业来看，计算机、通信设备占比较高，达 23%、36%。

图表 29：全球系统组装市场超 5550 亿美元，稳健增长



来源：CINNO，国金证券研究所

图表 30：组装行业以计算机、通信设备为主



来源：公司官网，国金证券研究所

- 组装行业竞争格局稳定，垂直一体化的比亚迪电子盈利能力超群。1) EMS 行业格局整体维持稳定，CR8 市占率接近 60%。但行业利润率较低，净利率仅为 1%~2%。2) 公司组装业务主要客户为 H 客户和 M 客户，得益于国内客户手机出货量持续增长、公司市占率提升，公司组装业务体量稳健增长。根据 2019 年 MMI 全球 EMS 厂商排名，比亚迪电子位列第 8，是大陆唯一一家进入榜单前十名的公司。由于公司结构件自制，净利率超出同业。3) 展望未来，我们认为尽管 H 公司受制于芯片、出货量将大幅下滑，但是公司作为新荣耀、M 公司主要 EMS 厂商，所受影响有限。

图表 31：2019 年 MMI 全球 EMS 企业排名

名词	公司	营收 (亿美元)	市占率	毛利率	净利率	地区
1	鸿海	1,786	32%	5.9%	2.5%	中国台湾
2	和硕	457	8%	3.3%	1.3%	中国台湾
3	捷普	253	5%	7.6%	1.1%	美国佛罗里达州
4	伟创力	242	4%	5.5%	0.4%	美国加利福尼亚州
5	纬创	294	5%	4.8%	1.1%	中国台湾
6	新美亚电子	82	1%	7.2%	1.7%	美国加利福尼亚州
7	金宝电子	46	1%	6.3%	0.3%	中国台湾
8	比亚迪电子	77	1%	7.5%	3.0%	中国大陆

来源：MMI，国金证券研究所

三、A 客户：2021 年 iPad 订单放量，贡献主要收入增长

- 公司自 2015 年与 A 客户开始合作，初期通过键盘、充电器切入供应链，2017 年为 Apple watch 提供陶瓷后盖，2018 年为 airpods 提供塑料机壳、为 iPod 提供组装，2019 年公司切入 A 客户核心产品——iPad 供应链、并于年末实现量产交付，2020 年 iPad 组装快速放量。

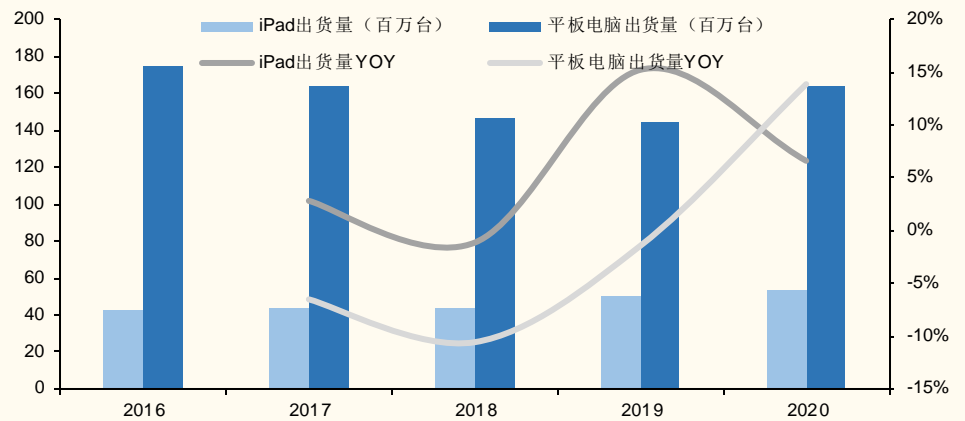
图表 32：公司与苹果合作历史



来源：公司官网，国金证券研究所

- 预计 2020 年 iPad 组装快速放量，未来伴随结构件业务推进、公司业绩快速增长。1) 2020 年平板电脑出货量达 1.6 亿部、同增 14%，受益于疫情下居家办公需求，平板电脑需求结束了 5 年下滑。2020 年 iPad 出货量达 0.53 亿部、同增 7%，预计 2021 年搭载 mini LED 显示屏的 iPad 上市、有望带动新一轮热销，预计 2021、2022 年 iPad 销量维持高景气度。2) 预计 2021 年公司组装 iPad 为 2000 万台、对应市占率约为 30%，假设出厂价为 2000 元，对应贡献收入达 400 亿元。3) 尽管 iPad 组装业务盈利能力较低（2019 年主力供应商仁宝电脑净利率仅 0.7%），考虑公司具备金属、玻璃、陶瓷结构件全制程方案，预计未来伴随高利润率的结构件业务推进、份额提升，公司业绩有望实现快速增长。

图表 33：2020 年 iPad 需求稳健增长

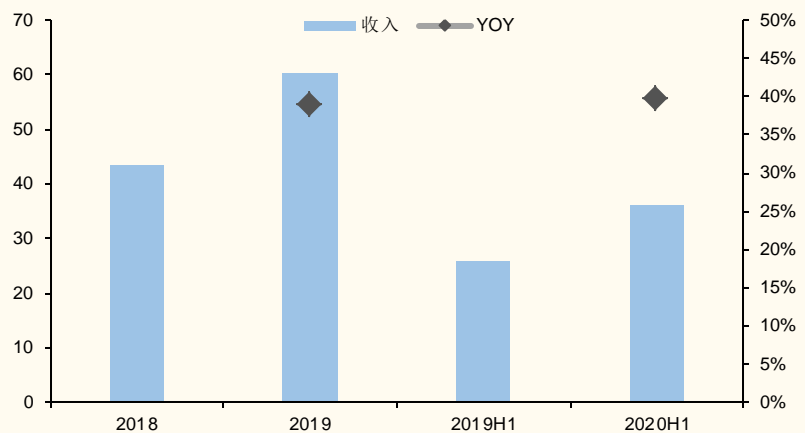


来源：IDC，国金证券研究所

四、新型智能产品：电子烟、无人机未来可期

- 2019 年公司新型智能产品营收达 60 亿元、同增 39%，2020 年 H1 公司新型智能产品营收达 36 亿元、同增 39%。新型智能产品业务实现快速增长，公司覆盖智能家居、游戏硬件、机器人、无人机、电子雾化等领域，预计未来将维持高速增长。

图表 34：公司新型智能产品收入实现快速增长



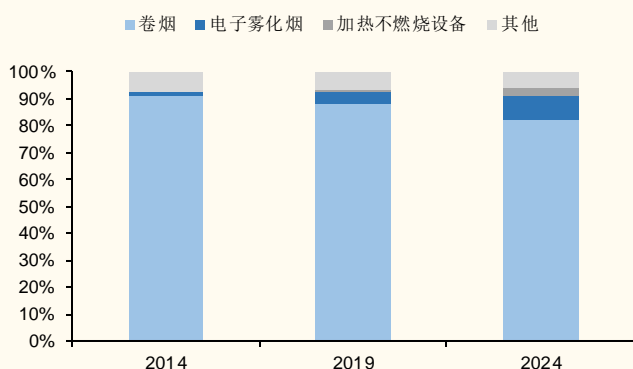
来源：公司公告，国金证券研究所

4.1 电子烟需求蓬勃发展，千亿市场精密制造龙头大有可为

- 公司自 2016 年开始切入电子烟领域，估算 2020 年贡献营收 10 亿元，主要销往海外、为加热不燃烧设备供应零部件。2021 年公司被授权多项电子烟新型专利，电子烟业务稳步推进，未来伴随更多大客户突破、电子烟业务放量可期。
- 电子雾化烟、加热不燃烧设备健康性更佳，预计 2024 年市场规模达 1118 亿美元、325 亿美元，未来 5 年 CAGR 达 25%、40%，需求以海外为主。1) 烟草制品包括卷烟、电子烟、加热不燃烧设备及其他，电子雾化设备主要是通过雾化器将加热烟油变为蒸汽，加热不燃烧设备 (HNB) 是由电池驱动对烟草进行加热，相较于传统卷烟燃烧而言，加热烟草产生的有害物质更少、更为健康，各大烟草企业、新势力纷纷布局电子烟领域。2)

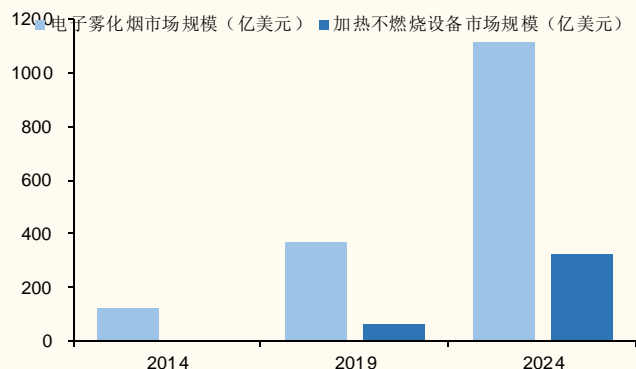
2019 年全球烟草制品市场规模达 8654 亿美元，2019 年电子雾化烟市场规模为 367 亿美元、渗透率为 4.2%、2014~2019 年 GAGR 达 24%，预计 2024 年电子雾化烟市场规模达 1118 亿美元、2019~2024 年 GAGR 达 25%，电子雾化烟需求以海外为主；2019 年加热不燃烧设备市场规模为 60 亿美元、渗透率为 0.7%、2014~2019 年 GAGR 超 200%，预计 2024 年加热不燃烧设备市场规模达 325 亿美元、2019~2024 年 GAGR 达 40%。
3) 目前封闭式电子雾化烟主要品牌包括 JUUL、RELX 等企业，加热不燃烧的品牌代表为菲莫国际 (IQOS)、英美烟草 (Glo)、日本烟草 (Ploom)。

图表 35：电子雾化烟、加热不燃烧设备渗透率较低



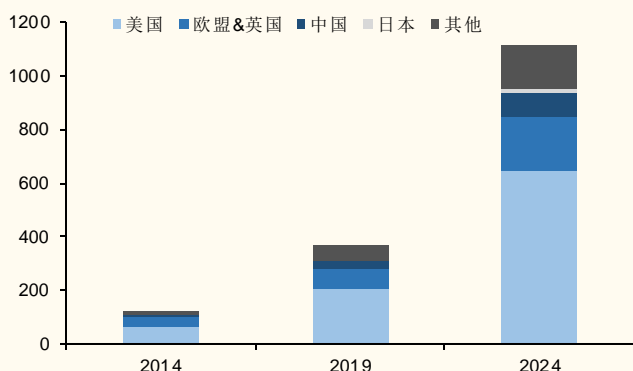
来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 36：电子雾化烟、加热不燃烧设备市场快速增长



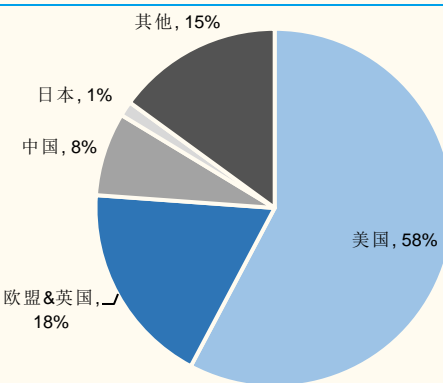
来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 37：电子雾化烟需求分部 (亿美元)



来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 38：2024 年电子雾化烟需求分部

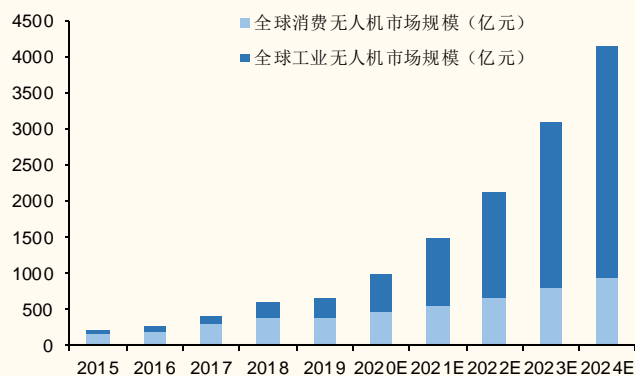


来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

4.2 携手大疆无人机，未来放量可期

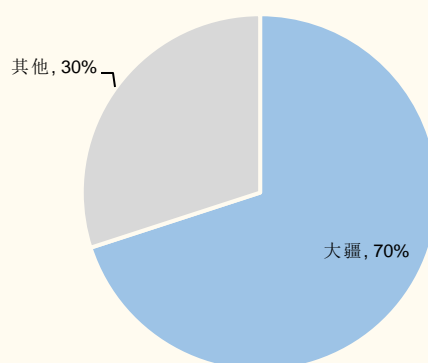
- **无人机市场规模快速增长。**2019 年全球民用无人机市场规模达 658 亿元，2015~2019 年 CAGR 达 51%，预计 2024 年市场规模增至 3200 亿元，2019~2024 年 CAGR 超 60%。分领域来看，消费级无人机需求日趋饱和，下游应用主要为航拍、灯光秀；受益于应用场景不断开拓、工业级无人机需求快速扩容，目前工业无人机下游应用主要涵盖农林植保、测绘、巡检、安防等领域。
- **携手行业龙头，无人机业务放量可期。**大疆是消费级无人机的绝对龙头，市占率超 70%，估计 2019 年大疆营收规模超 200 亿元。公司 2020 年快速导入大疆众多项目，并成为其畅销产品的主力供货商，为其提供零部件和组装的全套服务。后续伴随公司在在大疆供应链份额提升，无人机业务将为公司贡献可观营收。

图表 39: 无人机市场快速增长



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 40: 大疆是消费级无人机的绝对龙头

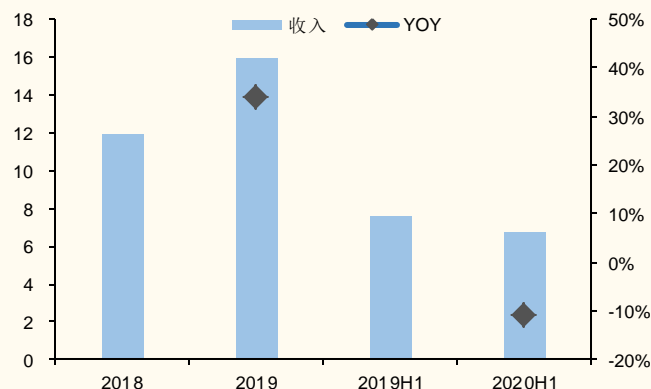


来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

五、汽车智能系统: 汽车智能化大势所趋, 未来空间广阔

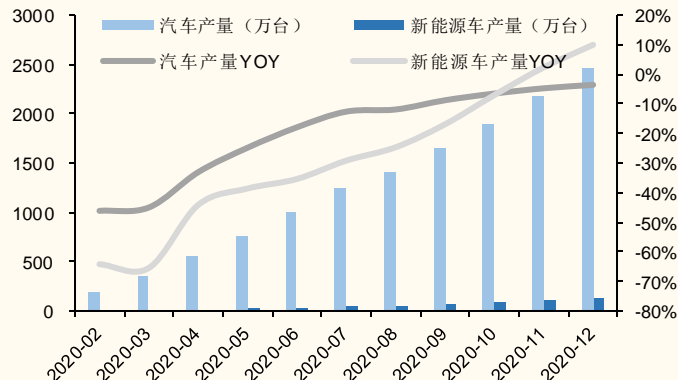
- 2019 年公司汽车智能系统营收为 16 亿元、同增 34%，2020 年 H1 公司汽车智能系统营收为 7 亿元、同减 11%，2020 年 H1 汽车智能系统收入下滑主要系上半年汽车销量低迷，2020 年 H1 中国汽车产量同减 18%、新能源车同减 35%，预计伴随下半年需求恢复，2020 年公司汽车智能系统实现正增长。

图表 41: 公司智能汽车业务快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

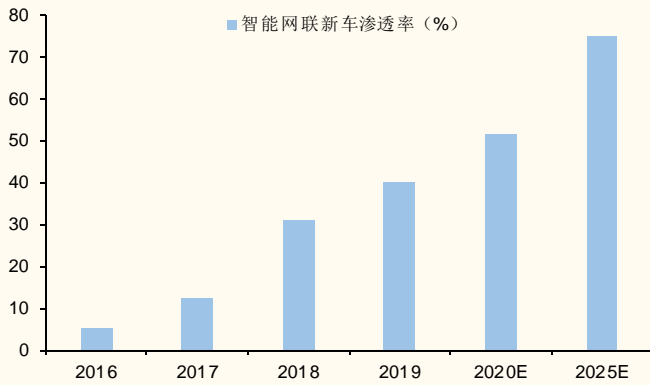
图表 42: 2020 年 H2 汽车产量大幅回暖



来源: wind, 国金证券研究所

- 车联网市场规模快速增长。**5G 通信技术在高速率低时延方面的优异表现将为车联网水平带来巨大提升，随之带动智能网联汽车规模高速增长。2019 年中国智能网联新车渗透率达 40.1%，预计 2025 年绝大部分新车都将配套智能网联系统，渗透率将达到 75%。
- 携手母公司比亚迪、大型 tier 1 厂商，汽车智能系统打造新增长点。**1) 公司汽车智能系统产品涵盖旋转显示屏、通讯模块等产品。公司汽车智能系统主要客户为母公司比亚迪股份、销往母公司的收入占比超 60%。2018 年比亚迪推出 DiLink 智能网联系统，定位为“智能、开放的软硬件平台及生态服务”，系统搭载全球首创 14.6 英寸超清智能旋转大屏，以及 100% 兼容手机生态应用的深度定制安卓系统。预计未来伴随比亚迪车型热销，公司汽车智能系统将快速发展。2) 除配套母公司全系车型的信息娱乐系统外，公司积极与第三方汽车厂商展开合作，预计将成为公司收入的有力增长点。

图表 43: 智能网联渗透率持续提升



来源: 工业信息安全发展研究中心, 国金证券研究所

图表 44: 比亚迪超清智能旋转大屏



来源: 公司官网, 国金证券研究所

六、盈利预测及估值

- 预计公司 2020~2022 年收入为 765、1074、1394 亿元，同增 44%、40%、30%。1) 考虑公司金属结构件市占率较高 (达 40%)、预计未来金属结构件业务维持在 100 亿收入，考虑公司玻璃结构件市占率较低 (仅 13%)、且处于快速提升阶段，预计公司玻璃结构件业务快速增长。预计公司手机笔电零部件业务稳健增长，2020~2022 年零部件业务同增 10%、20%、18%，伴随高毛利率的玻璃结构件业务占比提升、公司零部件业务毛利率持续攀升。2) 考虑公司 iPad 组装放量，预计 2020~2022 年 iPad 组装业务贡献收入 100、400、600 亿元。伴随产能利用率提升、良率爬升，预计组装业务毛利率逐步提升。3) 考虑新型智能产品、汽车智能系统需求向好，预计二者快速增长。4) 公司其他业务主要为口罩业务，考虑伴随疫情好转、口罩需求逐步减少，预计 2020~2022 年收入为 150、50、50 亿元。
- 预计公司 2020~2022 年归母业绩为 55、48、60 亿元，同比 242%、-12%、24%。伴随公司组装业务快速增长，预计公司销售费率降至 0.3%、管理费率降至 0.8%。

图表 45: 预计公司 2020、2021、2022 年收入为 765、1074、1394 亿元，同增 44%、40%、30%

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计					
收入	410	530	765	1074	1394
YOY	6%	29%	44%	40%	30%
毛利	42	40	94	100	129
毛利率	10%	7%	12%	9%	9%
一、手机笔电零部件					
收入	180	186	205	245	289
YOY		3%	10%	20%	18%
毛利	34	29	43	55	68
毛利率	19%	16%	21%	22%	24%
二、手机笔电组装					
收入	175	268	316	656	896
YOY		53%	18%	107%	37%
毛利	2	3	4	23	34
毛利率	1%	1%	1%	3%	4%
三、新型智能产品					
收入	43	60	78	102	132

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
YOY		39%	30%	30%	30%
毛利	4	6	8	10	13
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%
四、汽车智能系统					
收入	12	16	16	21	27
YOY		34%	0%	30%	30%
毛利	1	2	2	2	3
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%
五、其他					
收入			150	50	50
毛利			37.5	10	10
毛利率			25%	20%	20%

来源: wind, 国金证券研究所

- 采取 PE 估值, 给予目标价 45.3 元。选取消费电子平台型企业立讯精密、歌尔股份、蓝思科技和港股舜宇光学科技作为可比公司, 给予公司 2022 年 17 倍 PE 估值。给予目标价 45.3 元, 给予买入评级。

图表 46: 给予公司目标价 45.3 元 (17*2022EPS)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002475.SZ	立讯精密	32	2275	0.88	1.03	1.45	1.87	37	32	22	17
002241.SZ	歌尔股份	25	861	0.39	0.84	1.20	1.57	64	30	21	16
300433.SZ	蓝思科技	24	1209	0.58	0.99	1.32	1.64	42	25	18	15
2382.HK	舜宇光学科技	138	1515	3.64	4.45	5.37	6.55	38	31	26	21
	平均值							45	29	22	17
0285.HK	比亚迪电子	34	755	0.71	2.43	2.14	2.67	47	14	16	13

来源: wind, 国金证券研究所

七、风险提示

- 疫情反复: 如果海外疫情反复, 消费电子市场需求疲软, 智能手机出货量不及预期, 公司零部件和组装业务营收和利润将会受到冲击。
- 行业竞争加剧: 公司的金属部件、组装、3D 玻璃业务领域同行竞争激烈, 可能压缩公司的客户份额和利润空间。
- 大客户拓展不及预期: 若北美大客户平板组装良率不及预期, 可能导致与其业务拓展缓慢, 导致公司利润增长受阻。
- 口罩业务不及预期: 我们估计公司 2021、2022 年口罩业务收入为 50 亿元, 毛利率为 20%, 公司口罩业务主要为出口型业务, 如若口罩价格继续大幅下跌或海外疫情缓解, 公司口罩业务收入、毛利率或不及预期。
- 电子烟政策风险: 2021 年 3 月, 工信部公告有意将电子烟定义为烟草、并参考烟草进行管理。2020 年公司电子烟业务主要以出口海外为主, 所受影响有限, 但若公司未来加大与国内品牌合作、电子烟政策波动或对公司估值造成冲击。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	39,151	41,412	53,409	76,946	107,780	139,831	货币资金	2,822	4,741	1,651	2,234	1,883	2,174
增长率	5.9%	5.8%	29.0%	44.1%	40.1%	29.7%	应收账款	9,211	7,580	9,995	14,041	19,059	24,354
主营业务成本	34,510	36,875	49,071	67,145	97,392	126,572	存货	4,608	4,768	5,401	7,461	10,821	14,064
%销售收入	88.1%	89.0%	91.9%	87.3%	90.4%	90.5%	其他流动资产	0	0	36	16	16	16
毛利	4,264	4,172	3,957	9,401	9,988	12,859	流动资产	16,641	17,089	17,082	23,751	31,779	40,607
%销售收入	10.9%	10.1%	7.4%	12.2%	9.3%	9.2%	%总资产	65.6%	65.6%	60.9%	65.5%	69.4%	72.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	7,431	7,634	8,617	9,656	10,590	11,431
销售费用	229	229	257	245	322	390	%总资产	29.3%	29.3%	30.7%	26.6%	23.1%	20.4%
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	25	14	709	1,258	1,780	2,276
管理费用	434	536	619	765	816	1,060	非流动资产	8,745	8,962	10,945	12,533	13,989	15,326
%销售收入	1.1%	1.3%	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	%总资产	34.4%	34.4%	39.1%	34.5%	30.6%	27.4%
研发费用	1,201	1,589	2,088	2,909	4,080	5,298	资产总计	25,386	26,051	28,027	36,284	45,768	55,933
%销售收入	3.1%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	2,674	2,163	1,334	5,842	5,129	6,470	应付款项	8,983	7,892	7,340	10,022	14,536	18,891
%销售收入	6.8%	5.2%	2.5%	7.6%	4.8%	4.6%	其他流动负债	2,105	2,170	3,059	4,380	6,138	7,965
财务费用	-6	-8	-22	-34	-22	-19	流动负债	11,088	10,062	10,399	14,402	20,674	26,856
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	107	164	639	639	639	639
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	11,195	10,226	11,038	15,040	21,313	27,495
营业利润	2,674	2,163	1,334	5,842	5,129	6,470	普通股股东权益	14,191	15,825	16,989	21,243	24,455	28,439
营业利润率	6.8%	5.2%	2.5%	7.6%	4.8%	4.6%	其中：股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
营业外收支	312	365	340	340	340	340	未分配利润	10,308	11,955	13,113	17,367	20,579	24,562
税前利润	2,992	2,536	1,696	6,216	5,492	6,829	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	7.6%	6.1%	3.2%	8.1%	5.1%	4.9%	负债股东权益合计	25,386	26,051	28,027	36,284	45,768	55,933
所得税	407	347	99	746	659	819	比率分析						
所得税率	13.6%	13.7%	5.8%	12.0%	12.0%	12.0%		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,585	2,189	1,598	5,470	4,833	6,009	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.147	0.971	0.709	2.428	2.145	2.667
归属于母公司的净利润	2,585	2,189	1,598	5,470	4,833	6,009	每股净资产	6.298	7.023	7.540	9.428	10.854	12.621
净利率	6.6%	5.3%	3.0%	7.1%	4.5%	4.3%	每股经营现金净流	0.827	2.122	0.168	1.801	1.567	2.032
							每股股利	0.281	0.222	0.078	0.300	0.400	0.500
							回报率						
							净资产收益率	18.21%	13.83%	9.40%	25.75%	19.76%	21.13%
							总资产收益率	10.18%	8.40%	5.70%	15.07%	10.56%	10.74%
							投入资本收益率	2158.80%	1135.98%	196.75%	804.93%	706.73%	891.48%
							增长率						
							主营业务收入增长率	5.87%	5.77%	28.97%	44.07%	40.07%	29.74%
							EBIT 增长率	113.86%	-19.13%	-38.31%	337.90%	-12.20%	26.14%
							净利润增长率	109.56%	-15.33%	-27.00%	242.36%	-11.65%	24.35%
							总资产增长率	5.80%	2.62%	7.58%	29.46%	26.14%	22.21%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	80.5	64.1	65.9	64.0	61.9	60.8
							存货周转天数	48.7	47.2	40.2	40.6	40.6	40.6
							应付账款周转天数	95.0	78.1	54.6	54.5	54.5	54.5
							固定资产周转天数	69.3	67.3	58.9	45.8	35.9	29.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-19.13%	-28.92%	-6.05%	-7.58%	-5.15%	-5.45%
							EBIT 利息保障倍数	-452.2	-270.5	-59.4	-174.4	-229.6	-343.7
							资产负债率	44.10%	39.25%	39.38%	41.45%	46.57%	49.16%

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402