

# 兆易创新 (603986.SH)

## 营收业绩高增，盈利水平大幅提升彰显高景气

兆易创新发布 2021 年半年报。上半年、二季度业绩均实现大幅增长。2021 年上半年收入同比增长 119.6%至 36.4 亿元，归母净利润 7.9 亿元，同比 +116.3%，扣非归母净利润同比大幅增长 137.6%至 7.40 亿元，上半年计提股权激励费用 1.02 亿，加回后实际经营性利润达到 8.4 亿元。公司 2021Q2 营收 20.4 亿元，yoy+139.0%，qoq+27.0%，归母净利润 4.8 亿元，yoy+148.0%，qoq+60.8%。上半年市场需求持续旺盛，公司产品供应量提升带动营收与净利润大幅增长。消费电子、物联网、工业互联、汽车电子应用需求快速增长及国产化优势背景下，行业景气延续，产业链涨价趋势明显，公司预计 21 年下半年以及 2022 年，NOR Flash 市场仍将呈现供不应求情况。

**产品结构优化，盈利能力快速提升。**公司 2021H1 毛利率、净利率均环比大幅提升，各个产品线毛利率均有增长，上半年综合毛利率 40.3%，净利率 21.6%，Q2 单季毛利率环比提升 8 个点至 43.8%、净利率环比提升 5 个点至 23.8%，充分体现高景气！我们认为随着年中公司自研 DRAM 产品量产，产品不断导入客户，自研 DRAM 占比提升，存储业务毛利有望持续修复；MCU 营收占比不断提升，21H1 达到 22%，公司 MCU 毛利率 2018 年以来持续提升，2020 年达到 47.6%，2021 年行业供需紧张，缺货严重，当前市场需求远超公司供给，预计全年盈利水平再上一个台阶。

**自研 DRAM 问世，NOR Flash、SLC NAND Flash 后，切入 DRAM 千亿级别大市场，存储版图布局完善。**2021 年 6 月 3 日，公司自研 4Gb DDR4 的 DRAM 产品 GDQ2BFAA 系列量产，下游应用主要包括机顶盒、电视、监控、网络通信、平板电脑、智慧家庭、车载影音系统等消费电子产品领域。与标准型 DRAM 相比，利基型 DRAM 以客制化为主，小众市场，采用相对成熟的制程，以 DDR3/LPDDR3 为主，台系厂商主流制程为 20+ nm，公司 DRAM 采用 17nm 制程，成本上具有竞争优势，未来 DRAM 将成为公司重要营收来源。

**三个角度看 MCU 穿越周期增长。**1) MCU 市场规模在不断增长，以汽车 MCU 为例，根据 IC Insights，约占全球 40%的汽车 MCU 市场规模预计 2021 年同比增长 23%至 76 亿美元，市场空间的增长使得业内具有竞争力的供应商同时受益；2) 全球各地本土化供应链保障需求提升，本土化供应链的长期布局是大趋势；3) 客户认可公司现有产品，并有望在未来持续合作，兆易产品线丰富完善，实现原生增长。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 17.1/25.1/32.4 亿元，对应 PE 为 57.5x/39.1x/30.3x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，新制程工艺进展不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,203	4,497	8,235	11,665	14,581
增长率 yoy (%)	42.6	40.4	83.1	41.7	25.0
归母净利润(百万元)	607	881	1,708	2,510	3,238
增长率 yoy (%)	49.9	45.1	93.9	47.0	29.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.91	1.33	2.57	3.78	4.87
净资产收益率 (%)	11.6	8.2	14.1	17.4	18.7
P/E(倍)	161.9	111.5	57.5	39.1	30.3
P/B(倍)	18.8	9.2	8.1	6.8	5.7

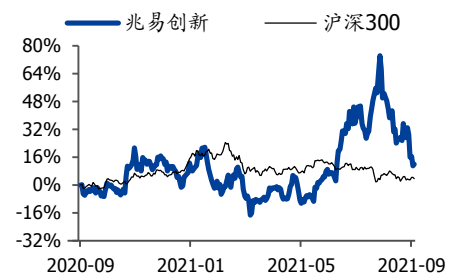
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 3 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
9月3日收盘价(元)	147.87
总市值(百万元)	98,232.27
总股本(百万股)	664.32
其中自由流通股(%)	92.61
30日日均成交量(百万股)	23.56

### 股价走势



### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号: S0680520010001

邮箱: shelingxing@gszq.com

### 相关研究

- 1、《兆易创新 (603986.SH): 股权激励彰显信心，自研 DRAM 问世完善存储版图》2021-07-12
- 2、《兆易创新 (603986.SH): MCU 高景气，存储迈入成长新阶段》2021-05-05



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2869	8729	10657	12504	15893
现金	1970	7362	8057	9868	12206
应收票据及应收账款	191	235	545	560	822
其他应收款	9	18	32	39	50
预付账款	8	2	16	10	23
存货	629	739	1635	1654	2420
其他流动资产	62	372	372	372	372
<b>非流动资产</b>	3304	2982	3383	3769	4061
长期投资	15	19	21	24	26
固定资产	557	694	984	1230	1397
无形资产	253	338	400	474	558
其他非流动资产	2479	1931	1977	2042	2079
<b>资产总计</b>	6174	11711	14040	16273	19953
<b>流动负债</b>	678	776	1596	1534	2246
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	395	423	996	970	1466
其他流动负债	283	353	600	564	780
<b>非流动负债</b>	269	240	305	363	368
长期借款	82	0	64	122	128
其他非流动负债	187	240	240	240	240
<b>负债合计</b>	947	1017	1901	1897	2614
少数股东权益	1	0	-2	-6	-11
股本	321	472	664	664	664
资本公积	3213	7521	7332	7332	7332
留存收益	1695	2752	4073	5998	8458
归属母公司股东权益	5225	10694	12142	14383	17350
<b>负债和股东权益</b>	6174	11711	14040	16273	19953

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	967	1060	1482	2523	3083
净利润	605	880	1705	2505	3234
折旧摊销	110	189	184	225	296
财务费用	-26	61	-98	-43	-36
投资损失	-15	-71	-36	-31	-38
营运资金变动	259	94	-430	-115	-350
其他经营现金流	34	-93	156	-18	-22
<b>投资活动现金流</b>	-668	318	-705	-563	-527
资本支出	277	361	399	384	288
长期投资	-158	607	-2	-3	-3
其他投资现金流	-550	1287	-308	-182	-241
<b>筹资活动现金流</b>	714	4125	-82	-149	-219
短期借款	-78	0	0	0	0
长期借款	-131	-82	64	58	6
普通股增加	36	151	193	0	0
资本公积增加	2478	4308	-189	0	0
其他筹资现金流	-1592	-251	-150	-207	-224
<b>现金净增加额</b>	1030	5390	695	1811	2338

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3203	4497	8235	11665	14581
营业成本	1905	2816	4886	6768	8384
营业税金及附加	22	18	33	58	73
营业费用	125	194	313	450	583
管理费用	171	215	412	755	992
研发费用	363	498	749	1131	1414
财务费用	-26	61	-98	-43	-36
资产减值损失	-41	-151	29	-30	-165
其他收益	40	98	55	64	73
公允价值变动收益	0	226	-156	18	22
投资净收益	15	71	36	31	38
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	661	939	1846	2688	3469
营业外收入	22	7	16	17	16
营业外支出	40	8	13	16	19
<b>利润总额</b>	644	939	1849	2689	3466
所得税	38	59	144	184	233
<b>净利润</b>	605	880	1705	2505	3234
少数股东损益	-2	0	-2	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	607	881	1708	2510	3238
EBITDA	700	907	1803	2649	3436
EPS (元)	0.91	1.33	2.57	3.78	4.87

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.6	40.4	83.1	41.7	25.0
营业利润(%)	58.5	42.0	96.5	45.6	29.1
归属于母公司净利润(%)	49.9	45.1	93.9	47.0	29.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.5	37.4	40.7	42.0	42.5
净利率(%)	18.9	19.6	20.7	21.5	22.2
ROE(%)	11.6	8.2	14.1	17.4	18.7
ROIC(%)	10.2	6.2	12.1	15.4	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	15.3	8.7	13.5	11.7	13.1
净负债比率(%)	-33.8	-67.6	-64.6	-66.6	-68.6
流动比率	4.2	11.2	6.7	8.1	7.1
速动比率	3.2	10.2	5.6	7.0	6.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	21.8	21.1	21.1	21.1	21.1
应付账款周转率	5.7	6.9	6.9	6.9	6.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.33	2.57	3.78	4.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.60	2.23	3.80	4.64
每股净资产(最新摊薄)	7.87	16.10	18.27	21.64	26.11
<b>估值比率</b>					
P/E	161.9	111.5	57.5	39.1	30.3
P/B	18.8	9.2	8.1	6.8	5.7
EV/EBITDA	137.7	100.0	50.0	33.4	25.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 3 日收盘价

## 内容目录

营收业绩高增，盈利水平环比大幅提升彰显高景气.....	4
投资建议.....	8
风险提示.....	8

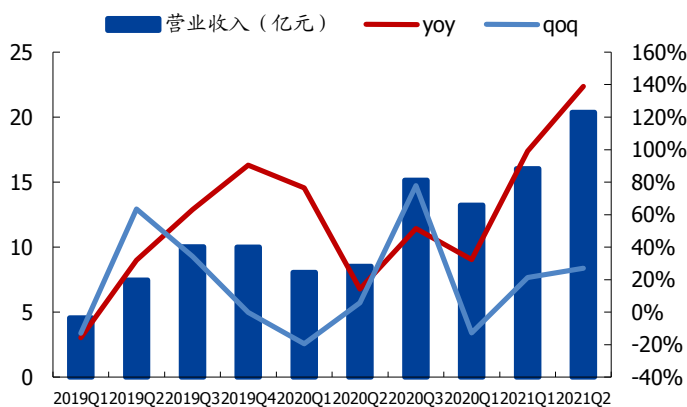
## 图表目录

图表 1: 公司季度总营收及增速.....	4
图表 2: 公司季度归母净利润及增速.....	4
图表 3: 公司年营收及增速.....	4
图表 4: 公司年归母净利润及增速.....	4
图表 5: 公司年毛利率及净利率情况.....	5
图表 6: 公司季度毛利率及净利率情况.....	5
图表 7: 公司分业务营收及占总营收比.....	5
图表 8: 公司分业务毛利率情况.....	5
图表 9: 公司研发费用情况.....	6
图表 10: 公司费用率情况.....	6
图表 11: 2021 年股票期权与限制性股票激励计划会计处理 (万股, 万元).....	6
图表 12: 公司库存情况.....	7
图表 13: 全球汽车 MCU 市场规模.....	7
图表 14: 2021 年汽车 MCU 市场按产品分占比.....	7

## 营收业绩高增，盈利水平环比大幅提升彰显高景气

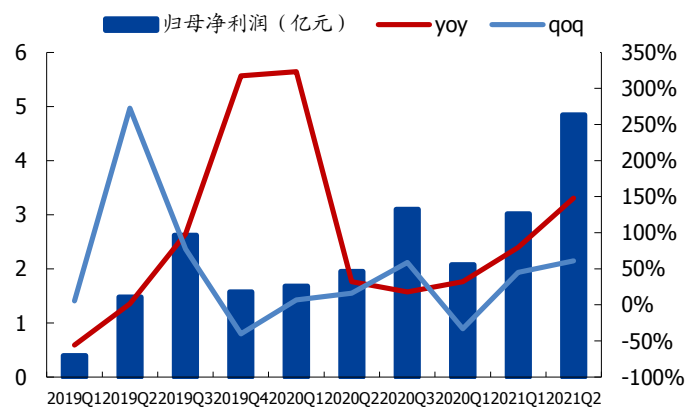
上半年、二季度业绩均实现大幅增长。2021年上半年收入同比增长119.6%至36.4亿元，归母净利润7.9亿元，同比+116.3%，扣非归母净利润同比大幅增长137.6%至7.40亿元，上半年计提股权激励费用1.02亿，加回后实际经营性利润达到8.4亿元。公司2021Q2营收20.4亿元，yoy+139.0%，qoq+27.0%，归母净利润4.8亿元，yoy+148.0%，qoq+60.8%。上半年市场需求持续旺盛，公司产品供应量提升带动营收与净利润大幅增长。消费电子、物联网、工业互联、汽车电子应用需求快速增长及国产化优势背景下，行业景气延续，产业链涨价趋势明显，公司预计21年下半年以及2022年，NOR Flash市场仍将呈现供不应求情况。

图表1: 公司季度总营收及增速



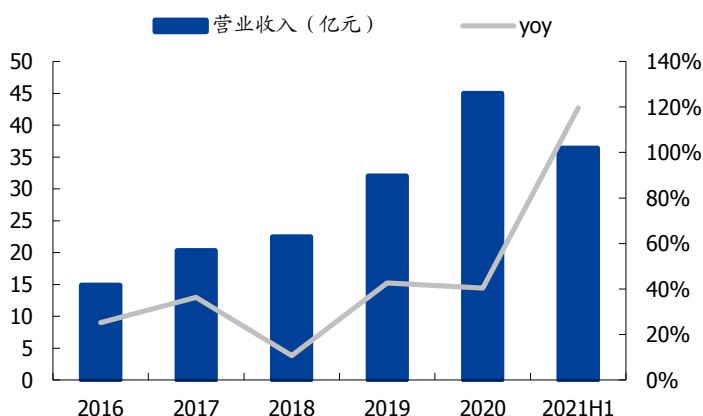
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 公司季度归母净利润及增速



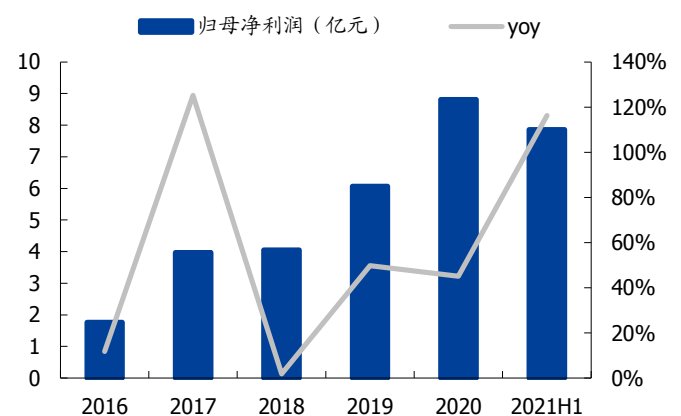
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司年营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

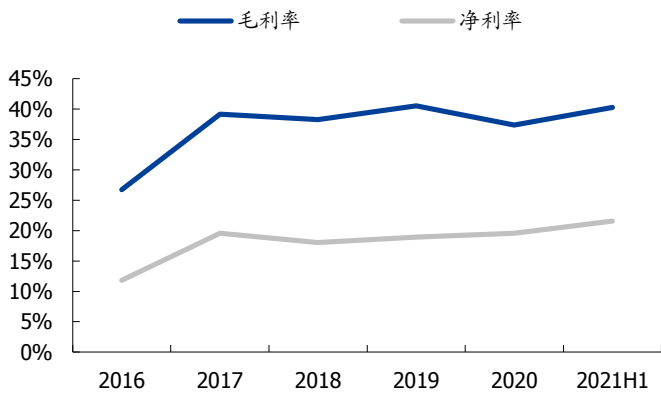
图表4: 公司年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

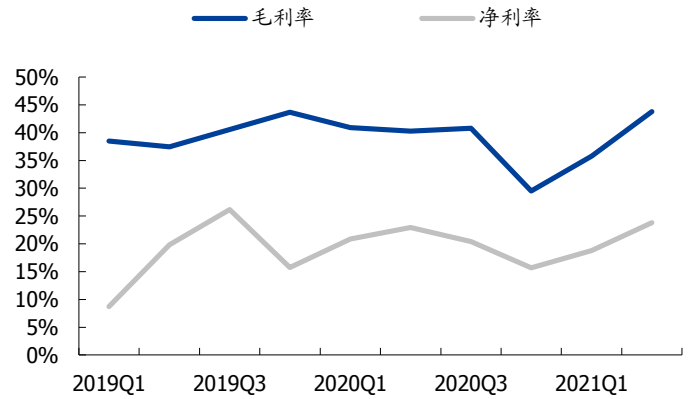
盈利水平持续改善。公司2021H1毛利率、净利率均环比大幅提升，各个产品线毛利率均有增长，上半年综合毛利率40.3%，净利率21.6%，Q2单季毛利率环比提升8个百分点至43.8%、净利率环比提升5个点至23.8%，充分体现高景气！

图表 5: 公司年毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

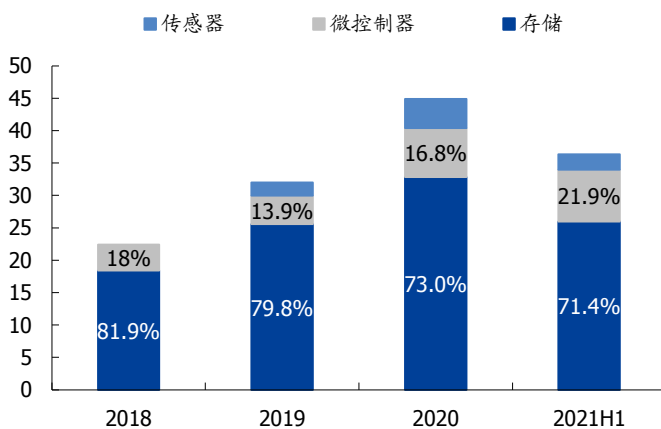
图表 6: 公司季度毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

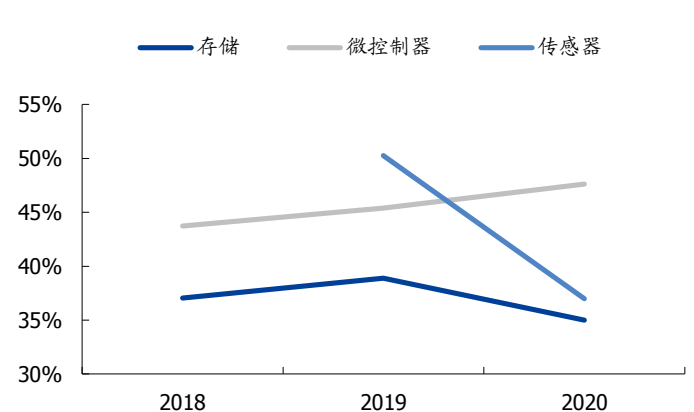
从产品结构来看, 2021H1 存储类产品营收 26.0 亿、同比增长 97.5%, MCU 上半年实现营收 7.97 亿元, 已经超过去年全年收入、同比增长 222.1%。2019 年以来公司存储业务营收占总营收比重持续降低, MCU 营收占比不断提升, 上半年存储器业务营收占总营收比重 71%, MCU 占 22%, 传感器营收 2.4 亿元, 占比近 7%。盈利水平上, 公司 MCU 毛利率 2018 年以来持续提升, 2020 年达到 47.6%, 2021 年行业供需紧张, 缺货严重, 当前市场需求远超公司供给, 预计全年盈利水平再上一个台阶。

图表 7: 公司分业务营收及占总营收比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

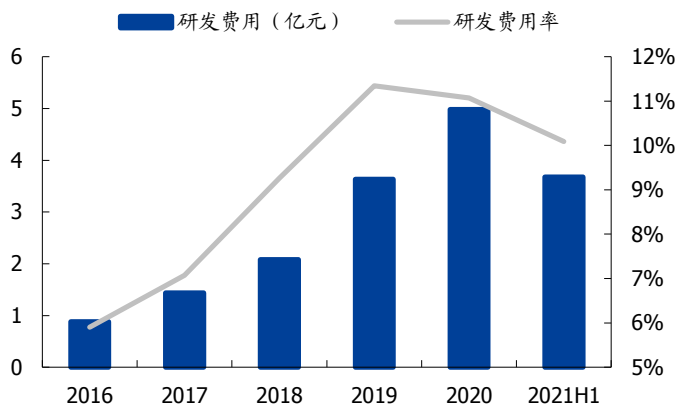
图表 8: 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

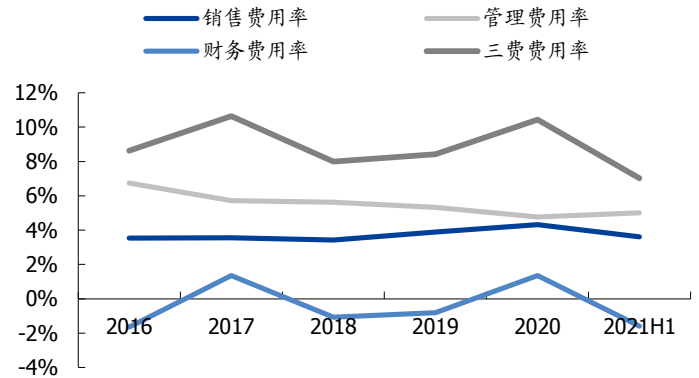
持续大力投入研发。兆易 2021H1 研发投入达到 4 亿元, 约占营收 11%, 同比+75%, 研发费用 3.67 亿元, 同比+66.2%, 占营收比达到 10.1%。截至上半年底, 公司技术人员占比 67.2%, 公司共拥有授权专利 770 项, 2021 年上半年公司新申请 50 项国内外专利, 新获得专利授权 66 项。公司始终重视并保持高研发投入, 注重自主知识产权和技术领先性, 为新产品研发、技术迭代提供有力保障。

图表 9: 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 新品研发及应用领域推广情况:

- **NOR Flash 车规级业务进展喜人。**其中 GD55 的 2G 大容量产品通过车规 AECQ-100 认证, 产品线全面覆盖 2Mb-2Gb 容量, GD25 系列已在多家车企批量采用!
- **MCU 爆发式增长, 国产替代正当时!**在 2021 年 MCU 极度缺货背景下, 本就是国内 32 位第一的 GD32 全系列产品替代加速, 增速超过 220%。2021H1 公司量产了电机驱动芯片(应用于电动工具、机器人、工业自动化三相 BLDC 和 PMSM 电机)和电源管理芯片(应用 TWS 耳机、便携医疗设备等)。此外公司也成功开发出无线产品线第一代 WIFI 产品以及第一代低功耗产品。
- **自研 DRAM 正式放量, 提升空间大!**公司 2021 年 6 月量产首款 4Gb DDR4 产品, 已在消费类应用领域通过了众多主流平台的认证, 已在 IPTV、安防及消费类等领域获得了 DRAM 客户的订单和信任, 为后续长期合作打下了坚实基础。此外, 未来公司 DRAM 产品自研比例会逐步提高, 代销比例会逐步降低, 盈利水平有望提升。

**股权激励彰显信心。**公司披露《2021 年股票期权与限制性股票激励计划》, 拟向激励对象授予权益总计 566.6 万股, 占公司总股本 0.85%, 其中股票期权 346.3 万股, 行权价格为 187.96 元/股, 限制性股票 220.3 万股, 授予价格为 93.98 元/股。本次激励对象共 409 人, 为公司高级管理人员, 管理人员以及核心及骨干人员。本次股票期权与限制性股票激励计划业绩考核目标为, 以 2018-2020 年营收均值(33.2 亿元)为基数, 2021-2024 年营收比基数增长率分别不低于 80%、100%、110%、120%, 分别对应 59.7、66.3、69.6、72.9 亿元。强有力股权激励计划彰显公司未来发展信心, 助力公司实现发展战略及经营目标。

图表 11: 2021 年股票期权与限制性股票激励计划会计处理 (万股, 万元)

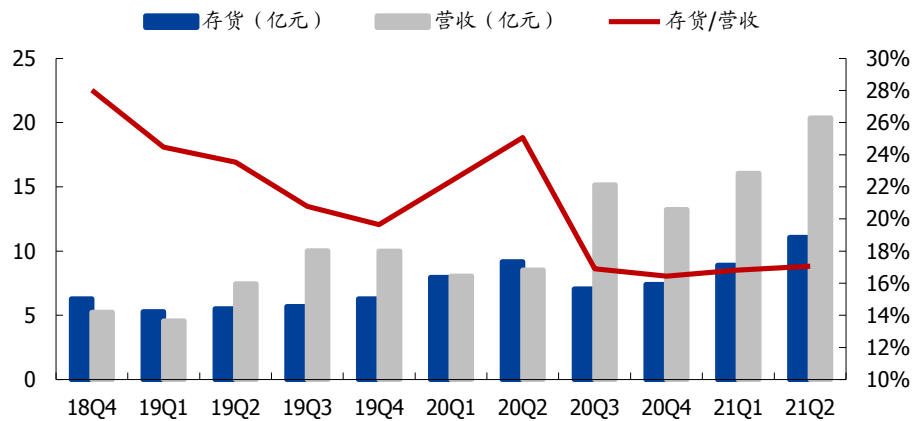
股票期权数量	需摊销的总费用	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
346.31	8880.3	1589.8	3320.6	2228.4	1293.7	447.7
限制性股票数量	需摊销的总费用	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
220.26	20929.1	4541.9	8720.5	4578.2	2325.5	763.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**库存仍处于低位。**公司加大备货力度, 存货绝对值在 2021Q1 基础上从 8.9 亿提升至 11.1 亿, 其中主要为原材料和在产品。从存货占过去 12 个月营收比来看, 当前库存水位仍处于低位, 反应行业供不应求情况, 因此我们认为三季度公司将继续受益行业高景气, 实现营收高增长。



图表 12: 公司库存情况

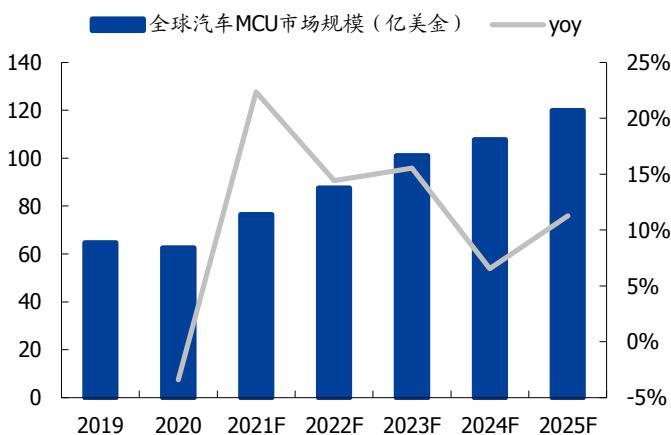


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

自研 DRAM 问世, NOR Flash、SLC NAND Flash 后, 切入 DRAM 千亿级别大市场, 存储版图布局完善。2021 年 6 月 3 日, 公司自研 4Gb DDR4 的 DRAM 产品 GDQ2BFAA 系列量产, 下游应用主要包括机顶盒、电视、监控、网络通信、平板电脑、智慧家庭、车载影音系统等消费电子产品领域。与标准型 DRAM 相比, 利基型 DRAM 以客制化为主, 小众市场, 采用相对成熟的制程, 以 DDR3/LPDDR3 为主, 台系厂商主流制程为 20+ nm, 公司 DRAM 采用 17nm 制程, 成本上具有竞争优势, 未来 DRAM 将成为公司重要营收来源。

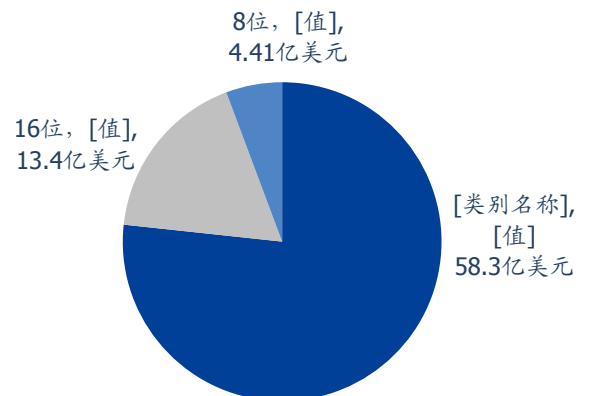
MCU 长期有望实现穿越周期增长。从三个角度理解公司 MCU 长期增长, 1) MCU 市场规模在不断增长, 市场空间的增长使得业内具有竞争力的供应商同时受益; 2) 全球各地本土化供应链保障需求提升, 本土化供应链的长期布局是大趋势; 3) 客户认可公司现有产品, 并有望在未来持续合作, 兆易产品线丰富完善, 实现原生增长。

图表 13: 全球汽车 MCU 市场规模



资料来源: IC Insights, 国盛证券研究所

图表 14: 2021 年汽车 MCU 市场按产品分占比



资料来源: IC Insights, 国盛证券研究所

并购思立微切入人机交互, 打造“MCU-存储-交互”一体化解决方案。思立微主要产品为电容触控芯片和指纹识别芯片。公司的电容触控芯片主要为电容屏触控芯片, 产品应用于智能手机、平板电脑等智能终端触摸屏的控制。2021 年上半年公司传感器营收 2.4 亿元, 传感器产品方面, LCD 触控产品在行业应用广泛, 公司持续大力进行研发投入,

即将推出 OLED 触控产品和新一代 LCD 触控产品,并积极尝试布局 AI 和超声领域的 ToF、3D 图像和血压监测等在手机、可穿戴、医疗、IoT 等领域应用。

## 投资建议

**存储:** 公司从 2020Q4 开始代销 DRAM, 凭借渠道优势, 我们认为未来三年代销业务将快速增长, 但代销毛利率较低。今年 6 月公司成功量产自研首款 4Gb DDR4 产品, 已在消费类应用领域通过了众多主流平台的认证, 广泛应用在机顶盒、电视、监控、网络通信、智能家电等领域, 兆易自研利基型 DRAM 定位高毛利市场, 未来自研 DRAM 有望成为公司重要收入利润来源, 且随着自研产品营收占比初步增加, 存储业务盈利水平有望提升。闪存在往年基础上保持稳步增长。

**MCU:** 公司 MCU 业务处于窗口期。当前全球 MCU 供需失衡严重, 兆易 32 位 MCU 产品国内领先, 产品具有通用性, 供需吃紧情况下市场份额或将加速提升, 叠加国产替代大趋势, 未来 2-3 年 MCU 业务有望保持高速增长。

**传感器:** 思立微成功并入公司, 未来在兆易大平台上持续投入研发, 不断顺应市场需求推出新产品, 逐步放量。

我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 17.1/25.1/32.4 亿元, 对应 PE 为 57.5x/39.1x/30.3x, 维持“买入”评级。

## 风险提示

**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。

**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。



### 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中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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com