

## 新能源汽车组

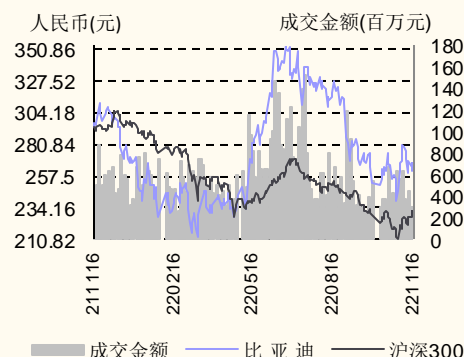
## 比亚迪 (002594.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 261.08 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	29.11
已上市流通 A 股(亿股)	11.65
流通港股(亿股)	10.98
总市值(亿元)	7,600.41
年内股价最高最低(元)	353.39/212.73
沪深 300 指数	3834
深证成指	11236



## 相关报告

- 1.《规模化效应显现,单车净利近万创新高-比亚迪 2022 年三季报点评...》, 2022.10.20
- 2.《规模化效应尽显,业绩超预期亮眼-比亚迪三季报业绩预告点评》, 2022.10.18
- 3.《业绩亮眼超预期,规模化效应初显-比亚迪中报点评》, 2022.8.30
- 4.《品牌向上带来量价齐升,智能化接棒厚积薄发-比亚迪深度研究系列...》, 2022.7.30

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001  
chenchuanhong@gjzq.com.cn

## 海外拓展有望成为第二增长点 ——比亚迪深度研究系列 (二)

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	156,598	216,142	448,343	679,057	902,239
营业收入增长率	22.59%	38.02%	107.43%	51.46%	32.87%
归母净利润(百万元)	4,234	3,045	16,409	33,744	53,408
归母净利润增长率	162.27%	-28.08%	438.86%	105.64%	58.28%
摊薄每股收益(元)	1.552	1.046	5.637	11.591	18.346
每股经营性现金流净额	16.64	22.49	11.29	25.07	33.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.44%	3.20%	14.94%	24.08%	28.38%
P/E	125.19	256.32	46.24	22.49	14.21
P/B	9.32	8.21	6.91	5.41	4.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 中国已成为全球第二大汽车出口国,新能源车出口表现亮眼。在疫情冲击和全球产业链的双重压力下,我国新能源车市场逆势而上。根据中汽协数据,今年 1-10 月,我国汽车出口共 245.6 万辆,同比+54.1%。其中乘用车共出口 197.5 万辆,新能源汽车 49.9 万辆,同比达+96.7%。受消费者习惯、各国差异化税率、产品竞争力等影响,电车主要出口欧美等发达国家和地区。
- 关税体系的差异,塑造不同的出海战略。以丰田为例,2022 年 7 月,海外销量占比达 87%,产量占比达 68.5%。在北美地区整车生产先行,零部件供应商跟进策略;在中国等发展中国家则零部件先行,整车生产跟进。而面对当前国家间差异化税率、整车与零部件差异化税率的关税体系,国产品牌针对发达国家主要以整车本土生产,直接出口为主,针对发展中国家采用当地生产,核心零部件进口模式,预计今后国产汽车全球占比 30%-40%。
- 出口地区新能源车竞品少,比亚迪优势显著。商用车塑造品牌形象,乘用车紧随其上。借助商用车消费基础积累,公司着眼于海外乘用车市场。2022.01-10 乘用车累计出口 31906 辆。价格上,汉、唐及 ATTO 3 在德国售价 49.8 万/ 26.3 万元,皆高于国内。公司宣布参加 10 月巴黎车展、与欧洲知名经销商合作,预计出口重心在欧洲地区,而欧洲电动车市场目前竞争尚不充分,主要以 Tesla、大众为主,主力车型价格集中在 14~35 万人民币,而比亚迪在国内价格集中在 10~28 万人民币,产品力更强。
- 海外渠道扩充中,预计销量火爆。未来出口方面,与公司合作的欧洲三大经销商旗下约 340 多家销售门店,预计 23 年欧洲出口 15 万+, 占出口一半以上,加上亚太、拉美等市场发力,我们预计 2022-2024 年出口销量达 5/ 30/ 60 万辆。

## 投资建议

- 2022 年公司新能源汽车推出多款车型,产销量大幅上升,带动公司业绩大幅增长,预计公司 2022-2024 年归母净利润为 164.09/ 337.44/ 534.08 亿元,对应 PE 分别为 46.24/22.49/14.21 倍,维持买入评级。

## 风险提示

- 整车行业竞争加剧;原材料价格波动;电动车销量不及预期;汇率波动。

## 内容目录

1、芯片危机带来的中国汽车出口机遇 .....	4
1.1 中国汽车出口总体走势 .....	4
1.2 特斯拉为龙头，头部车企新能源车出口增加 .....	4
1.3 汽车海外出口市场格局 .....	6
1.4 汽车海外出口政策 .....	6
2、先投资后出口，日韩车企出口战略成效显著 .....	7
2.1 以丰田为主，日系车企开始海外布局 .....	7
2.2 本土市场饱和，韩系车企增加海外出口 .....	8
3、海外出口有望成为第二强增长点 .....	10
3.1 商用车塑造品牌形象，乘用车紧随其上 .....	10
3.2 出口地区竞争格局 .....	12
3.3 海外产品定位中高市场，订单火爆 .....	13
3.4 出口机遇与挑战 .....	14
3.5 未来出口预测 .....	15
4、盈利预测与投资建议 .....	17
5、风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1：2007-2022.09 中国汽车出口情况（万辆） .....	4
图表 2：我国乘用车月度出口量（万辆） .....	4
图表 3：2022H1 部分车企出口量（万辆） .....	5
图表 4：2022.01-09 头部车企新能源车出口量（万辆） .....	5
图表 5：特斯拉直营店和展厅、服务中心及其分布 .....	5
图表 6：2022H1 特斯拉各国销量占比 .....	6
图表 7：特斯拉产品各国售价（补贴前，万人民币） .....	6
图表 8：2018-2021 国产车出口地区及销量（万辆） .....	6
图表 9：各国汽车进口关税 .....	7
图表 10：各国整车进口与零部件进口税率 .....	7
图表 11：丰田汽车国际化进程 .....	7
图表 12：2004-2021 日本市场车企销量占比 .....	8
图表 13：2021 年日本汽车市场竞争格局 .....	8
图表 14：2004-2021 丰田集团各国销量占比情况 .....	8
图表 15：2004-2021 韩国市场车企销量占比 .....	9
图表 16：2021 年韩国汽车市场竞争格局 .....	9
图表 17：2004-2021 现代-起亚集团各国销量占比 .....	9
图表 18：比亚迪海外布局进度 .....	10
图表 19：比亚迪海外工厂布局 .....	10

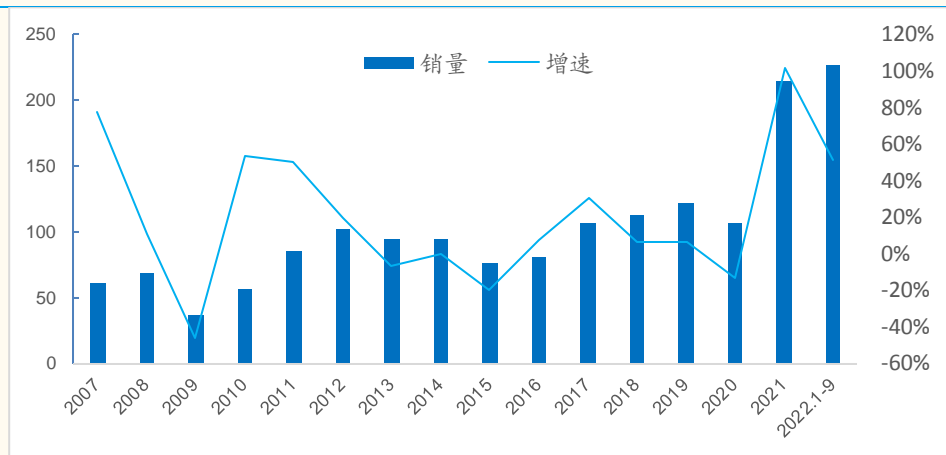
图表 20: 比亚迪乘用车海外市场布局 .....	11
图表 21: 2021.01-2022.10 比亚迪出口量 (辆) .....	12
图表 22: 2021-2022.09 西欧电动车 厂商销量 (辆) .....	12
图表 23: 2021-2022.09 西欧电动车 车型销量 (辆) .....	12
图表 24: 22.01-09 西欧新能源车销量头部车型 .....	13
图表 25: 比亚迪部分车型出口价格 .....	13
图表 26: 比亚迪欧洲车型及 23 年销量预测 .....	13
图表 27: 比亚迪部分车型国内外价格 .....	14
图表 28: 2021 年各国新能源汽车市场渗透率 .....	14
图表 29: 海外主要车企 23-24 年新车规划 .....	15
图表 30: 2021-2023E 部分地区新能源车市场增长 (万辆) .....	15
图表 31: 比亚迪、RSA 以及车主合影 .....	16
图表 32: 比亚迪与 Louwman Group 签约仪式 .....	16
图表 33: 2022E-2024E 比亚迪各区域出口预测 (万辆) .....	17
图表 34: 比亚迪海外出口销量 (预测, 万辆) .....	17

## 1、芯片危机带来的中国汽车出口机遇

### 1.1 中国汽车出口总体走势

- 2017 年以来，中国汽车出口市场表现相对较强。2018 年和 2019 年中国汽车出口都出现 6% 的正增长，2020 年汽车出口下滑 13%。2021 年的出口市场销量 213.8 万台，同比增长 102%，其中中国新能源车出口 58.8 万台，增长市场持续走强。
- 芯片危机带来的中国汽车出口机遇。中国汽车完整的工业产业链带来的供给优势在海外疫情影响下被进一步放大，尤其是芯片短缺对中国汽车出口利好明显，中国自主品牌的乘用车因此出口超强。

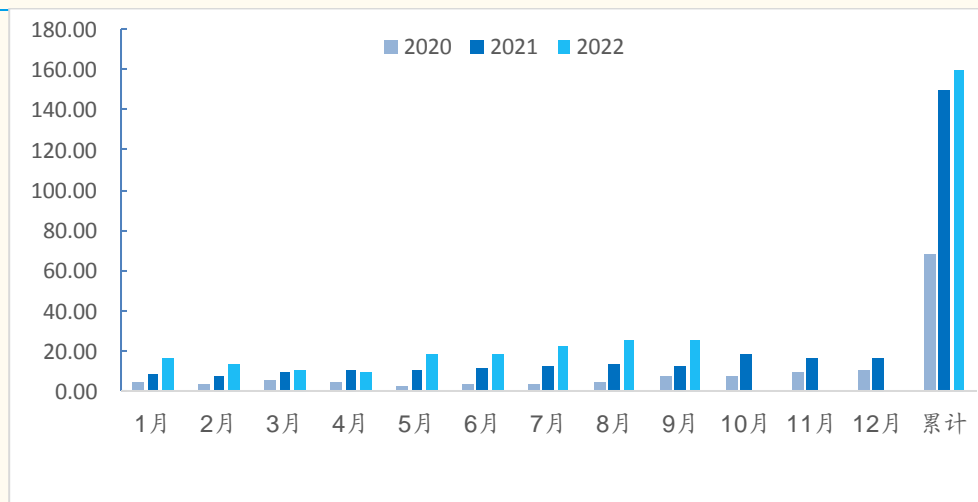
图表 1：2007-2022.09 中国汽车出口情况（万辆）



来源：乘联会，国金证券研究所

- 中国新能源汽车市场的表现仍然很亮眼。尽管受到疫情的冲击和全球产业链的双重压力，几乎全球汽车市场都出现了疲软现象，而中国汽车市场，尤其是新能源车市逆势而上。9 月，我国乘用车出口 25 万辆，同比增长 85%，新能源占比 18.4%；从累计情况来看，2022 年 1-9 月，我国乘用车市场出口共 159 万辆，其中新能源乘用车共出口 35.59 万辆，占乘用车出口总量的 22.4%。

图表 2：我国乘用车月度出口量（万辆）



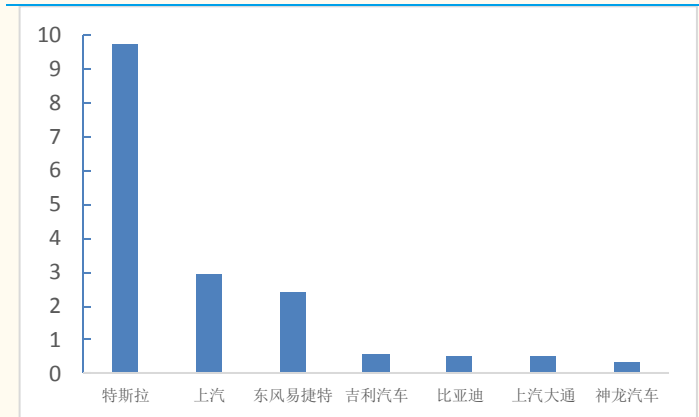
来源：乘联会，国金证券研究所

### 1.2 特斯拉为龙头，头部车企新能源车出口增加

- 特斯拉上海超级工厂今年上半年共实现出口 9.72 万辆汽车，占我国新能源出口总数的 48%，同比增长 132.66%。主要出口到欧洲、澳大利亚、日本、

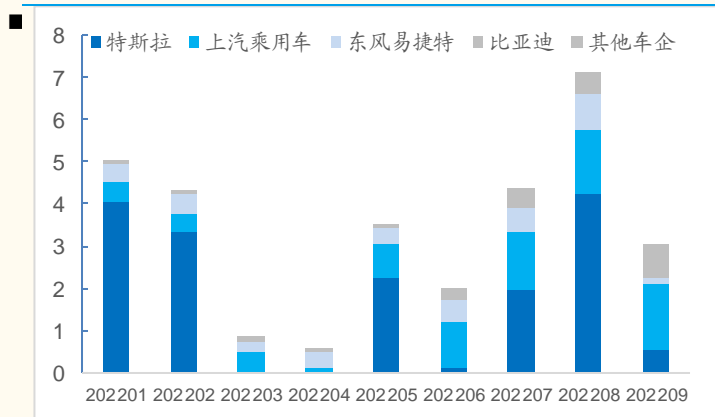
新加坡等发达国家，尤其是在澳大利市场，新车上线后市场反响非常火爆。其次是上汽集团，出口 2.95 万辆。

图表 3：2022H1 部分车企出口量(万辆)



来源：乘联会，国金证券研究所

图表 4：2022.01-09 头部车企新能源车出口量(万辆)



来源：乘联会，国金证券研究所

- 特斯拉进入海外市场主要采取特许经营和投资建厂两种方式。目前，特斯拉已在全球设立了 378 家直营店和展厅，其中包括美国 144 家、中国 52 家、欧洲 141 家，以及 231 家服务中心，包括美国 89 家、中国 37 家、欧洲 75 家。投资建厂方面，特斯拉目前在全球共有四大超级工厂和一家主要汽车工厂，支撑起从电池生产到整车总装，从电动车制造到太阳能电储能业务的持续推进。

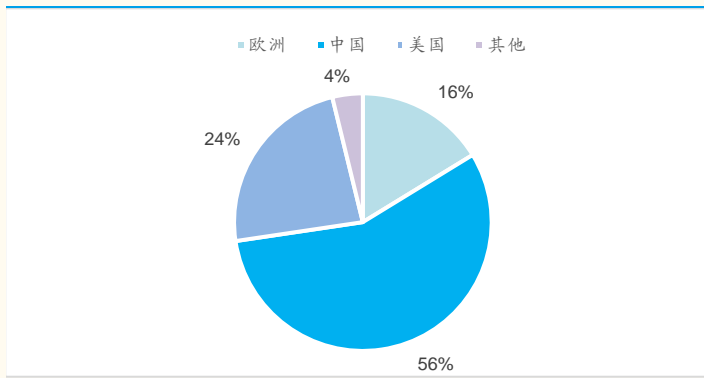
图表 5：特斯拉直营店和展厅、服务中心及其分布

地区	直营店和展厅数量	服务中心数量	覆盖区域
美国	144	89	-
欧洲	141	75	英国、法国、德国、比利时等
中国	52	37	北京、上海、广东等
其他地区	41	30	东京、悉尼等

来源：特斯拉官网，国金证券研究所

- 特斯拉主要出口中国及欧洲地区。特斯拉优先聚焦于本土，随后向欧洲及亚太地区扩散，2022H1 特斯拉共销售 52.27 万辆汽车，其中在中国销量占比 56%，其次是美国和欧洲地区，欧洲地区中英国销量最高，达 2.13 万辆。
- Model 3 作为特斯拉当前销量最高的车型，正在被逐渐推向全球市场。但出口价格方面，却存在明显差异。以 Model 3 为例，价格最低的是美国，其次是韩国，售价最高的是欧洲。

图表 6: 2022H1 特斯拉各国销量占比



来源: Marklines, 国金证券研究所

图表 7: 特斯拉产品各国售价 (补贴前, 万人民币)

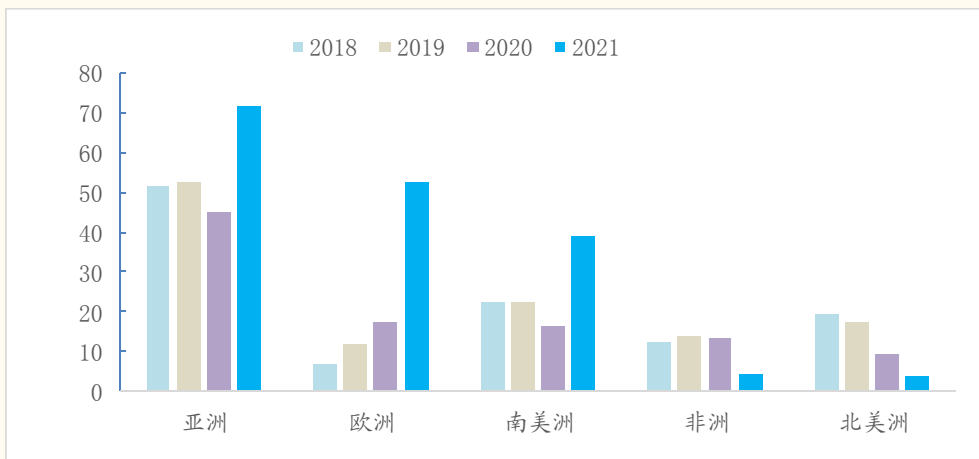
	Model 3	Model Y	Model S	Model X
中国	29.10 万	31.69 万	89.00 万	94.00 万
美国	31 万	46.51 万	74.00 万	85.28 万
韩国	30 万	48.74 万	74.00 万	70.48 万
德国	38.33 万	37.47 万	70.76 万	70.76 万

来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 1.3 汽车海外出口市场格局

- 2018-2021 年出口逐步回升, 主要是非洲和欧洲的贡献。近期欧洲市场份额增长突出, 前两年对北美出口形成持续大幅提升的趋势, 近期回落, 而非洲和南美洲的表现稍有回升。

图表 8: 2018-2021 国产车出口地区及销量 (万辆)



来源: 中汽协, 国金证券研究所

- 出口结构方面, 2022H1 中国新能源乘用车出口中, 西欧市场占比 34%, 东南亚占比 16%, 比利时是从中国进口新能源汽车数量最多的国家。区别于燃油车出口以亚非拉地区为主, 西欧等发达国家和地区成为新能源车出口主力市场,
- 出口结构不同原因主要有以下几点: 第一, 电动车使用习惯问题, 目前欧美消费者习惯较为成熟; 第二, 欧美市场相对关税较低, 加上本土供应链的成本优势, 出口车有很强价格优势; 第三, 目前电动车在产品力超越了当地车型。

### 1.4 汽车海外出口政策

- 在进口关税方面, 国家层面来看, 日本、德国等发达国家关税较低, 日本采用零进口税率, 其他发达国家税率基本低于 10%; 中国、巴西等发展中国家关税高, 皆在 10%以上。
- 零部件与整车方面, 核心零部件税率低于整车进口税率, 以我国为例, 整车进口关税在 15%, 零部件进口 6%左右, 因此, 整体上看, 我国车企面对发达国家主要是以整车本土生产, 直接出口为主, 因为发达国家关税低。针对体量大的发展中国家, 采用当地生产, 核心零部件进口模式。



图表 9: 各国汽车进口关税

进口国 出口国	中国	巴西	日本	德国	澳大利亚	美国
中国	-	20%	0%	10%	0%	2.50%
巴西	15%	-	0%	10%	5%	2.50%
日本	15%	20%	-	5%	0%	2.50%
德国	15%	20%	0%	-	5%	2.50%
澳大利亚	15%	20%	0%	10%	-	2.50%
美国	15%	20%	0%	10%	0%	-

来源: 中华人民共和国商务部, 国金证券研究所

图表 10: 各国整车进口与零部件进口税率

	整车进口税率	零部件进口税率
中国	15%	6%
日本	0	0%
德国	0	-
澳大利亚	0	0%
美国	0	0%
巴西	20%	14%

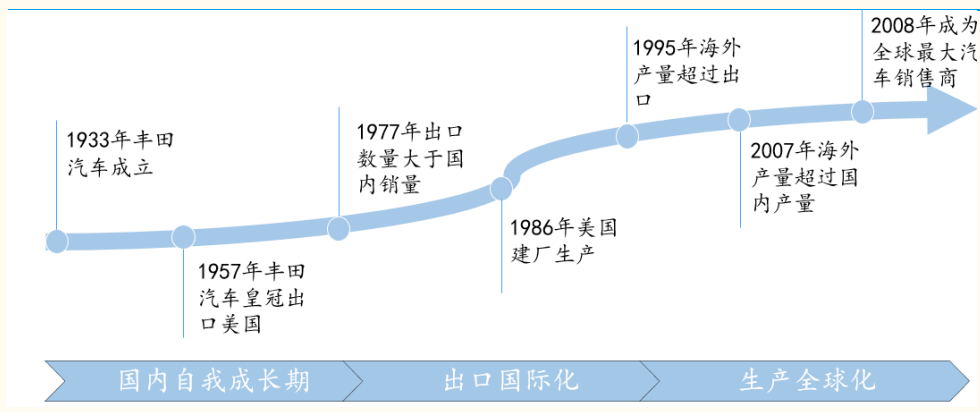
来源: 中华人民共和国商务部, 国金证券研究所

## 2. 先投资后出口, 日韩车企出口战略成效显著

### 2.1 以丰田为主, 日系车企开始海外布局

- 日本汽车产业二十世纪初期萌芽, 最初发展思路为引进与模仿。1904 年, 日本第一家汽车厂——东京汽车制造厂成立。20 世纪 70 年代初期, 日本丰田、本田、日产、三菱等车企陆续进入我国市场。石油危机带来的油价上涨, 以大排量车为主流的美国汽车市场受创, 给日系车带来机会, 1980 年, 日本汽车总产量达 1104 万辆, 超过美国成为全球最大汽车生产国。近年来, 日本产量排名仅次于中国和美国, 位居全球第三。
- 日本汽车产业的海外建设经历了先出口后投资的发展顺序后, 保持了二者协同的海外发展方式。日本通过对外直接投资在海外设厂, 将一部分汽车出口能力转移到其他国家, 再向欧美出口。
- 丰田集团作为知名日系车品牌, 60 年代初期至 80 年代中期, 丰田汽车的海外整车生产主要是在发展中国家进行组装生产, 主要生产国包括肯尼亚、南非、印度尼西亚、泰国等, 主要回避整车进口高关税的限制, 扩大销售。80 年代中期后, 日美出现贸易摩擦, 广场协议使日元汇率不断攀升, 为回避风险, 丰田开始在北美、欧洲等发达国家生产汽车。
- 90 年代, 丰田系零部件供应商在丰田的动员纷纷在中国投资建厂, 初步确定了电子零部件、离合器、座椅等供应商群。在零部件供应体系框架基本确立后, 开始为整车生产做准备。2003 年一汽丰田车成立, 丰田获得了在中国生产、销售平台, 形成了在中国生产全线丰田品牌乘用车框架。

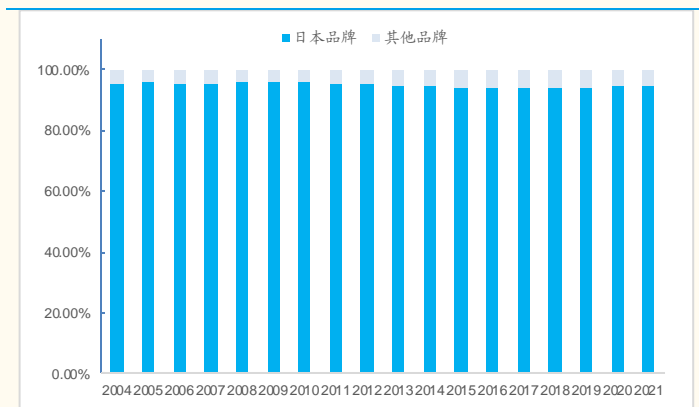
图表 11: 丰田汽车国际化进程



来源: 有驾, 国金证券研究所

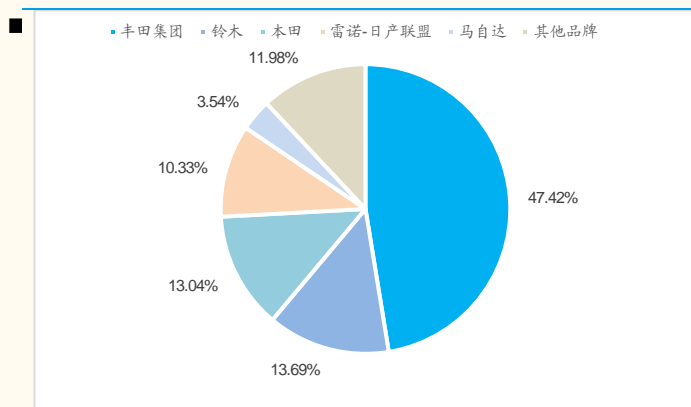
- 目前日本品牌销量占比维持在 90%以上，2021 年汽车销量前五的车企均为日本品牌，其中丰田集团销量最好，占比 47.42%，前五销量占比达 88.02%，竞争较激烈。

图表 12：2004-2021 日本市场车企销量占比



来源：Marklines, 国金证券研究所

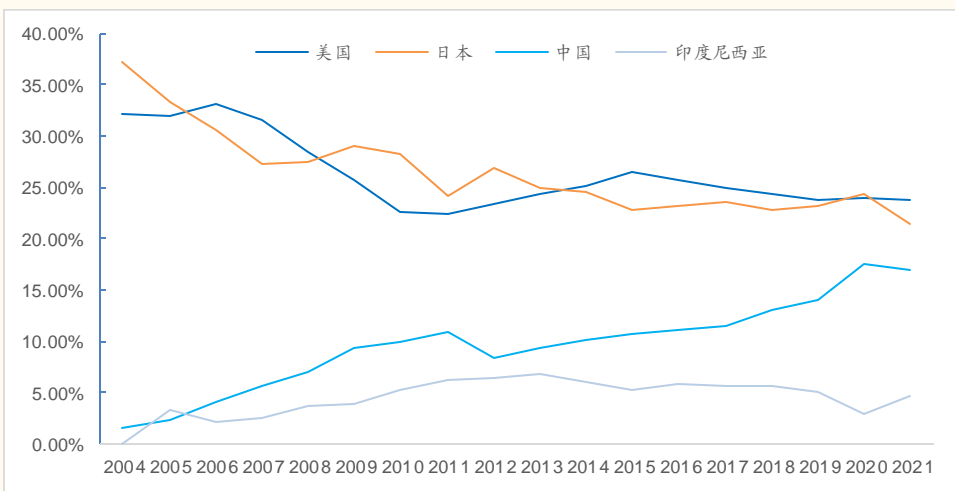
图表 13：2021 年日本汽车市场竞争格局



来源：Marklines, 国金证券研究所

- 近年来丰田本国销量占比呈下降态势，由 2004 年的 37.2%，下降到 2021 年的 21.4%，主要出口至美国、中国、印度尼西亚等地区，出口至中国占比显著增加。
- 2022 年 7 月，丰田汽车全球销量 79.7 万辆，其中，丰田日本本土销量 10.4 万辆，海外市场销量 69.3 万辆；全球产量 70.7 万辆，其中日本国内产量 22.2 万辆，同比减少 28.2%，国外产量 48.5 万辆，同比增加 4.5%，可见丰田汽车无论是生产端还是消费端重点都在海外市场。

图表 14：2004-2021 丰田集团各国销量占比情况



来源：Marklines, 国金证券研究所

## 2.2 本土市场饱和，韩系车企增加海外出口

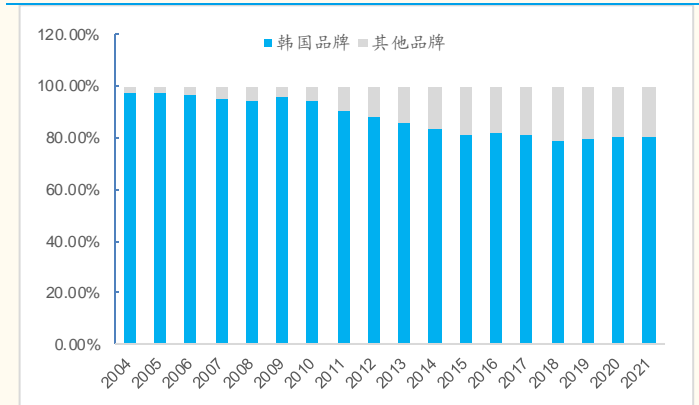
- 1944 年，起亚汽车公司开始从事汽车生产；20 世纪 70 年代，韩国政府实行“汽车国产化”政策，开始大规模引进国外生产技术；20 世纪 80 年代，韩国汽车开始出口海外；20 世纪 90 年代，韩国汽车业先后在欧美、亚洲等建立生产基地，实现生产本地化；进入 21 世纪，韩国车企仍然稳步发展。
- 韩国在汽车首先国产化后，开始大量出口。韩国政府制定汽车专车种生产计划，要求现代和大宇主攻小轿车，起亚和东亚主攻消防车和 5 吨以下的货车，细亚细主攻吉普车，要求汽车生产厂家根据国际轿车市场对轿车需求的特点出发，到 1986 年韩国汽车出口占比 50%。
- 在出口地区方面，韩系车首先出口到中东和南美地区，到 80 年代中期，由于美日贸易摩擦，韩系车进入北美等地区；进入 90 年代中后期，韩国汽车



在西欧、美洲、东欧、亚洲、大洋洲建立生产基地，实现生产本地化，在此基础上建立了海外生产体系和全球营销网络。

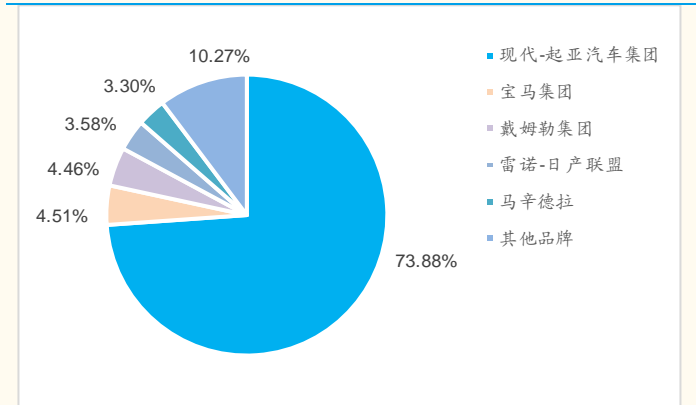
- 韩国车企竞争格局：韩国汽车市场上本土品牌占比总体呈下降趋势，由 2004 年的 97.64% 下降到 2021 年的 80.48%，但总体占比大，在 80% 以上；韩国汽车市场上以现代-起亚集团为首，2021 年销量占比 73.88%，其次是德国的宝马集团，韩国销量前五车企占比 89.73%，集中度较高。

图表 15：2004-2021 韩国市场车企销量占比



来源：Marklines, 国金证券研究所

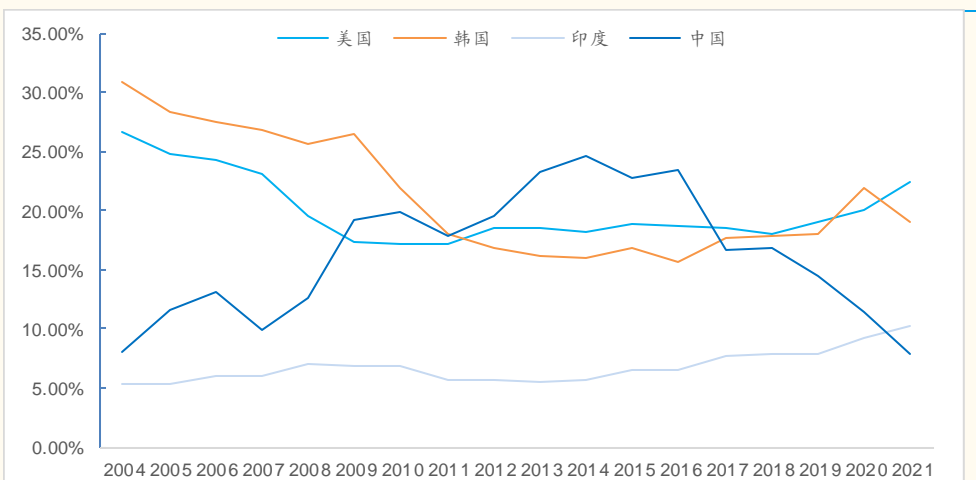
图表 16：2021 年韩国汽车市场竞争格局



来源：Marklines, 国金证券研究所

- 以现代-起亚集团为例的韩系车在韩国本土销量占比由 2004 年的 30.95% 逐步下降到 2021 年的 18.96%，近年来主要出口至美国、印度、中国等地区，其中印度出口占比逐年增加，随着印度乘用车市场的开发，预计出口会进一步增加。

图表 17：2004-2021 现代-起亚集团各国销量占比



来源：Marklines, 国金证券研究所

- 日韩车企销量在本国占比减少，一方面由于国内乘用车市场小，另一方面，随着国外其他品牌进入本国市场，加剧国内竞争。据韩国国土、基础设施和交通运输部公布的数据显示，截至 2022 年 3 月底，韩国人口总数为 5200 万，汽车注册量达到 2507 万辆，同比增长 2.12%，这意味着平均每两名韩国人中就有一人拥有一辆汽车，国内市场饱和，本土品牌需要进行海外拓展。
- 从日韩车企发展历史可知，未来国际市场开发，一方面看直接的出口量，另一方面也要看品牌国际工厂的建设情况。在今后的出口中，要从简单的出口贸易模式逐渐发展成为海外建厂、当地采购零部件、当地销售的方式，在一定程度上实现战略市场深度本地化的目标。
- 比亚迪公司的海外布局正是采用了这种直接出口与投资建厂并行的策略。7 月 21 日宣布进军日本市场，元 PLUS、海豚及海豹将在日本发售；9 月与

泰国 WHA 伟华集团大众有限公司签约，正式签署土地认购、建厂协议，全资投建首个海外乘用车工厂泰国落地。

图表 18：比亚迪海外布局进度

策略	国家	内容
投资建厂	乌兹别克斯坦	2022.02，与乌兹别克斯坦国有汽车集团 UZAVTOSANOAT JSC 签订协议，共同投资建厂。
	泰国	2022.09，与泰国 WHA 伟华集团大众有限公司签约，正式签署土地认购、建厂协议，预计 2024 年运营，年产能 15 万辆。
出口	日本	元 PLUS 于 2023 年 1 月发售，海豚和海豹预计 2023 年年中和下半年发售
	德国、瑞典	比亚迪与瑞典的 Hedin Mobility Group 建立合作伙伴关系，拟今年年底在瑞典和德国分销和销售比亚迪汽车并提供相关服务。
	以色列	8 月 2 日，比亚迪宣布与以色列 Shlomo 汽车公司合作，在当地销售新能源汽车（NEV）。
	泰国	8 月 8 日，比亚迪宣布正式进入泰国乘用车市场；
	柬埔寨	8 月 13 日，比亚迪在柬埔寨召开元 PLUS 上市发布会，助力碳中和

来源：搜狐网汽车，国金证券研究所

### 3、海外出口有望成为第二强增长点

#### 3.1 商用车塑造品牌形象，乘用车紧随其上

- 除整车出口，比亚迪还选择在海外组装与自主建厂，目前海外已经有 6 座工厂。采用纯电动商用车路线切入海外新能源市场。2018 年 3 月，比亚迪宣布在法国北部大区博韦市建立其在欧洲的第二座电动车工厂。加上此前的日本、美国、巴西等工厂，这家以高端新能源车切入国外市场的中国品牌让人眼前一亮。中国自主品牌市占率将不断提高。

图表 19：比亚迪海外工厂布局

国家	产品及配套设施
法国工厂	产品：纯电动巴士系列、后期计划增加更多纯电动车型 配套设施：售后服务中心、备件物流中心
美国工厂	产品：纯电动巴士系列、纯电动卡车系列 配套设施：研发、产品设计中心、培训中心及售后服务中心
匈牙利工厂	产品：纯电动巴士系列、纯电动卡车系列、纯电动叉车系列 配套设施：售后服务中心、物流中心
巴西工厂	产品：纯电动巴士系列、纯电动卡车系列、纯电动叉车系列、电池、太阳能板等 配套设施：研发中心、原型车制造中心
日本工厂	车辆等模具研发和生产。前身为日本最大的汽车冲压模具厂商
厄瓜多尔工厂	产品：纯电动卡车系列、纯电动卡车系列

来源：比亚迪官网，国金证券研究所

- 此前主要出口客车、货车等商用车，随着海外口碑及消费基础的积累，目前着眼于乘用车市场。7月21日，比亚迪宣布正式进入日本乘用车市场，首批车型将于2023年1月在日本市场销售；8月1日，比亚迪宣布与HedinMobility合作，进入瑞典、德国等欧洲市场；9月8日，比亚迪汽车泰国有限公司与WHA伟华集团大众有限公司签约，正式签署土地认购、建厂相关协议。这标志着比亚迪全资投建的首个海外乘用车工厂正式在泰国落地，企业全球化进程开启崭新篇章。
- 比亚迪出口地区遍布亚洲、欧洲和美洲。截至9月初，首批Atto 3在澳大利亚已经成功交付客户，Atto 3全电动标准续航版SUV将于22年底或23年初抵达澳大利亚。同时，公司在不同的区域采取不同的投放策略，以满足当地的消费偏好，获得竞争优势，例如澳大利亚、日本等地主要投放右舵版e平台3.0技术的纯电动汽车，欧美市场倾向于优先销售成熟的汉唐系列。

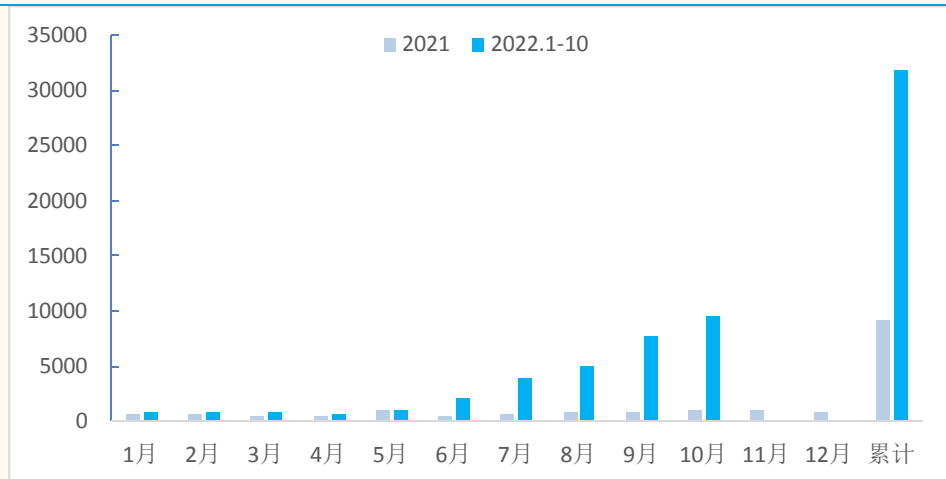
图表 20：比亚迪乘用车海外市场布局

地区	国家	车型	自营/合作经销商	门店渠道数量
亚洲	日本	Atto 3、海豹、海狮	自营	预计到 2025 年开设 100 家门店
	新加坡	Atto 3、海豹、海狮	Vantage Automotive	1 家
	泰国	Atto 3、海豹、海狮及 DM-i/ DM-p 车型	REVER Automotive	预计 22 年底建成 31 家门店。 23 年将建成 60-70 家
	柬埔寨	Atto 3	环亚合众(柬埔寨)贸易有限公司	/
	以色列	唐、汉、Atto 3	Shiomo Motoers	/
欧洲	德国	唐、汉、Atto 3	Hedin Mobility	/
	瑞典	唐、汉、Atto 3	Hedin Mobility	/
	挪威	唐、汉、Atto 3	RSA	51 家
	荷兰	唐、汉、Atto 3	Louwman	/
	丹麦	唐、汉、Atto 3	Nic. Christiansen	/
大洋洲	澳大利亚	Atto 3、海豹、海狮	EVDirect	12 家（更新中）
	新西兰	Atto 3	Andrew Simms	7 家
拉丁美洲	巴西、哥伦比亚，乌拉圭。巴哈马、多米尼亚、哥斯达黎加	汉 EV、唐 EV	巴西与 Eurobike、Saga、Servopa、IESA、Agula Branca、GNC、Parvi 和 Dahruj 合作	巴西：2023 年底前拥有 100 家指定经销商

来源：凤凰网汽车，国金证券研究所

- 今年以来，除了四、五月份受疫情影响，出口增速环比下降，自4月以来，出口量逐月增加，今年乘用车累计出口 31906 辆，随着公司海外布局的步伐，预计后续出口量保持增长态势。

图表 21: 2021.01-2022.10 比亚迪出口量(辆)

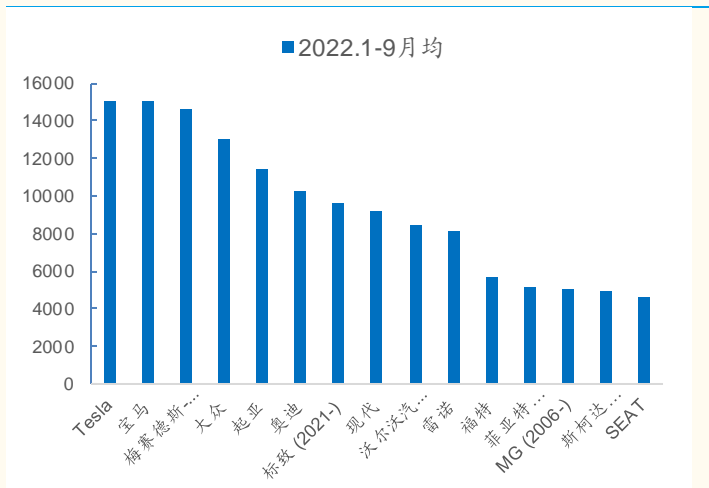


来源: Marklines, 乘联会, 国金证券研究所

### 3.2 出口地区竞争格局

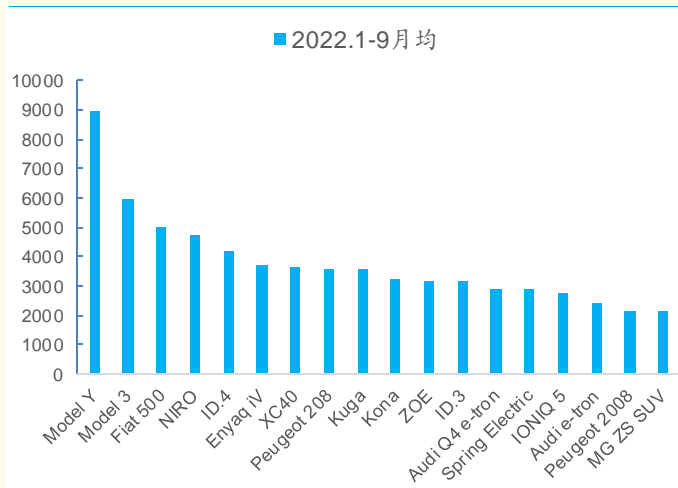
- 7月27日, 比亚迪宣布今年10月参加巴黎车展, 携新能源乘用车产品矩阵亮相欧洲, 预计今年第四季度在欧洲发售并交付。
- 欧洲电动车市场目前竞争尚不充分: 欧洲作为全球汽车市场大本营, 一直是车企的聚焦地。西欧新能源电动车渗透率高, 2022年1-9月前三的电动车企品牌为 Tesla、宝马、奔驰; 而前三的电动车型销量为 Model Y、Model 3、Fiat 500。

图表 22: 2021-2022.09 西欧电动车厂商销量(辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

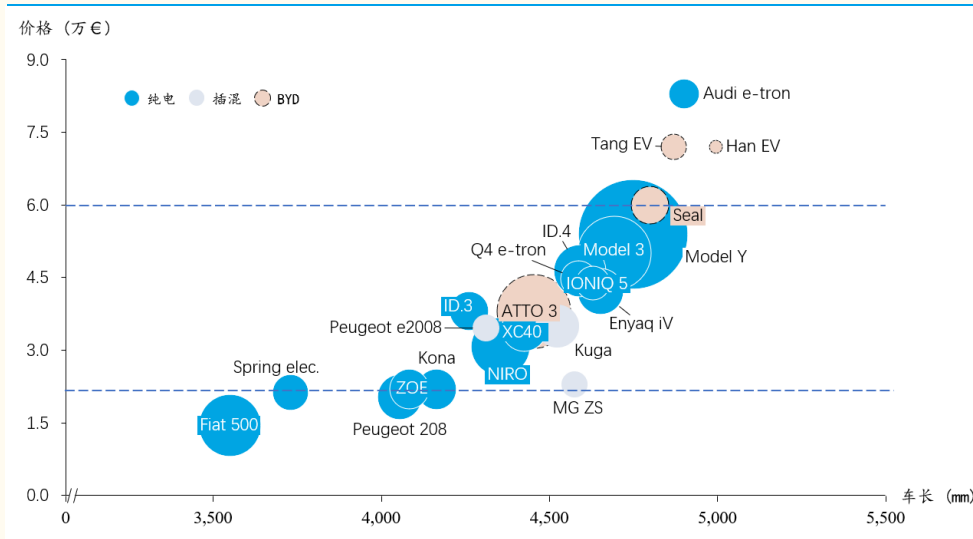
图表 23: 2021-2022.09 西欧电动车车型销量(辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

- 目前欧洲销量主力车型的价格带集中在 2~6 万欧元价格带(15w~45 万人民币), 而比亚迪在国内车型价格带集中在 1.5~4 万欧元 (10.5w~28 万人民币)。具备很高的价格优势。其中特斯拉 Model Y+Model 3 月销 1.5 万, 大众 ID4, ID3, 以及斯柯达 Enyaq iV 合计月销 1.1 万。比亚迪欧洲车型元 Plus (ATTO 3)、海豹、唐、汉 EV, 预计合计月销 1-1.5 万。

图表 24: 22.01-09 西欧新能源车销量头部车型



来源：公司官网，Marklines，国金证券研究所

- 公司主要竞争力在于其纯电动车的续航里程优势，与售价相同的大众相比，公司出口挪威的唐 EV，拥有超过 600 公里的续航里程，与性能高的特斯拉相比，公司车型价格较平价；公司往拉美地区销售的 DM-i 系列插电混动汽车，与当地欧洲汽车相比，动力相当，能耗更低。

图表 25: 比亚迪部分车型出口价格



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 26: 比亚迪欧洲车型及 23 年销量预测

车型	价格（欧元€）	月销（预计）
ATTO 3 (元 Plus)	3.8 万（27.6 万 RMB）	6000
海豹	6-7 万（预计，45-50 万 RMB）	3000
唐 EV	7.2 万（52.4 万 RMB）	1500
汉 EV	7.2 万（52.4 万 RMB）	1500

来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.3 海外产品定位中高市场，订单火爆

- 出口价格方面，比亚迪乘用车出口价格普遍高于国内市场价格。例如汉 EV 车型来看，其国内售价在 21.48-32.98 万元，而在俄罗斯均价超过 50 万元，其中四驱顶配车型售价高达 60 万元，在挪威售价 35-44 万人民币，在德国定价 49.85 万元。比亚迪海外定价策略与其他国内品牌以价换量策略有所不同，有利于提高比亚迪海外品牌影响力。
- 今年以来，面对全球经济变局，比亚迪凭借过去在海外开展电动大巴的团队、经销商以及售后服务网络，基本覆盖前期海外团队的所有成本以及前期费用，进一步加速比亚迪乘用车海外布局之路。
- 即使比亚迪海外售价高于国内，但海外销量仍取得不俗成绩。以向挪威销售的比亚迪唐 EV 为例，刚上市 2 个月便已进入当地月度销量榜单前列；出口至新西兰的 Atto 车型已经销售一空。一方面由于出口海外，关税、运输费用增加导致销售成本增加，另一方面也是由于比亚迪产品技术具有竞争力。



图表 27：比亚迪部分车型国内外价格

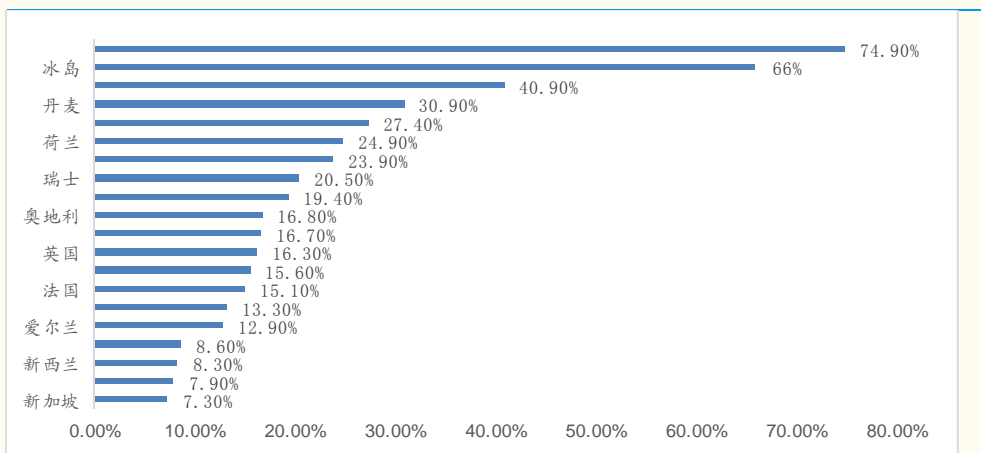
车型	国内价格(元)	国家	国外价格(元)
汉 EV	21.48-32.98 万	俄罗斯	超 50 万
		挪威	35-44 万
		巴西	超 70 万
		德国	49.85 万
元 PLUS	13.18-15.98 万	澳大利亚	20.41 万
		德国	26.31 万
海豚	10.28-13.08 万	澳大利亚	23.97 万
唐 EV	25.99-35.99 万	挪威	45.8 万
		德国	52.39 万

来源：凤凰网汽车，国金证券研究所

### 3.4 出口机遇与挑战

- 顺应日韩国家政策，抢占纯电市场。即使日韩本土品牌市场份额占比达 80% 以上，但日韩本土品牌目前销售的车型以燃油车居多，日韩车企在混动、氢燃料汽车方面领先，但电动方面较弱，缺电池、少芯片，比亚迪可抓住此机遇，在日韩市场创建纯电动车市场。另一方面，日韩政府大力推广碳中和目标，推广新能源市场环境有利于减少比亚迪进入日本市场阻力。
- 挪威本土缺少电动车品牌，这给外来品牌进入带来了便利；另一方面，挪威政府要求 2025 年禁止销售燃油车，说明新能源汽车在挪威市场仍有发展潜力，随着比亚迪汉唐系列出口挪威，预计销量会进一步提升。
- 渗透率较低，市场依旧广阔。2021 年，挪威渗透率达 74.9%，韩国市场新能源汽车市场渗透率 7.9%，而日本渗透率只有 1% 左右，说明公司出口国家新能源汽车覆盖率不足，仍有很大市场空间。

图表 28：2021 年各国新能源汽车市场渗透率



来源：EV Volumes，国金证券研究所

- 日韩两国本土品牌占比高，特斯拉抢先进驻市场。一方面，日韩本土品牌根基深厚，国内受众面大，比亚迪作为外来品牌，如何快速获得日本消费者的喜爱具有不确定性；另一方面，特斯拉较比亚迪更早进入日韩等市场，



2021 年，日本不到 2 万辆的电动车销量中，特斯拉销量占比超 30%，意味着比亚迪要想抢占国外新能源汽车市场，首先要面临特斯拉的挑战与威胁。特斯拉作为新能源汽车市场的龙头企业，有着更高的单车均价以及品牌形象。

- 目前海外新能源车布局方面，相对国内车企新车爆发的节奏，比较缓慢。留给比亚迪海外出口的时间窗口较长。

图表 29：海外主要车企 23-24 年新车规划

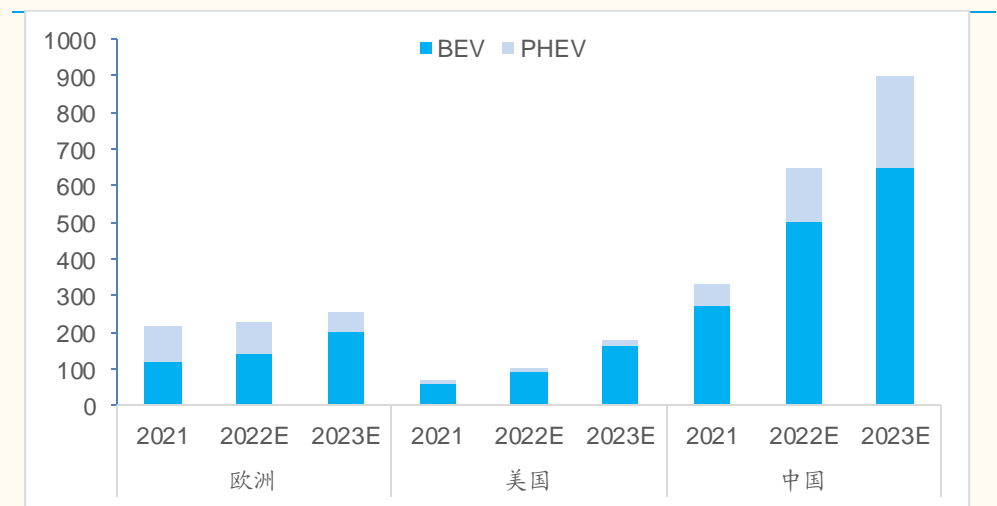
车企	2023	2024
大众	AERO B	SSP 平台车型
宝马	5 系，7 系，X1 电动版	eDrive 新平台车型
奔驰	EQE SUV，EQB 等	EQ 系列其他新车
奥迪	A6L e-tron，Q8 e-tron 等	e-tron 系列其他新车
特斯拉	Cyber Truck	Model Q
现代起亚	EV9 等	IONIQ 7 等

来源：国金证券研究所

### 3.5 未来出口预测

- 各国家及地区新能源车市场增长方面，欧洲地区新能源车预计从 21 年 220w 增长到 23 年的 255w，其中纯电动车占比逐年增大；美国新能源车预计从 21 年的 66.7w 增长到 23 年的 180w，纯电动车占比约 90%；中国新能源车市场增长迅速，预计 23 年可达 900w，其中纯电 650w。

图表 30：2021-2023E 部分地区新能源车市场增长（万辆）



来源：Marklines, 国金证券研究所

- 未来出口方面，公司 2021 年 8 月与北欧领先的经销商 RSA 合作；RSA 在全国拥有超过 40 多家分销商门店以及完善的售后服务网络，可为当地终端消费者提供市场、销售、售后以及零部件供应等一体化服务，2022 年 8 月公司累计出口 182 辆汽车。

图表 31: 比亚迪、RSA 以及车主合影



来源: 比亚迪汽车, 国金证券研究所

图表 32: 比亚迪与 Louwman Group 签约仪式



来源: 比亚迪汽车, 国金证券研究所

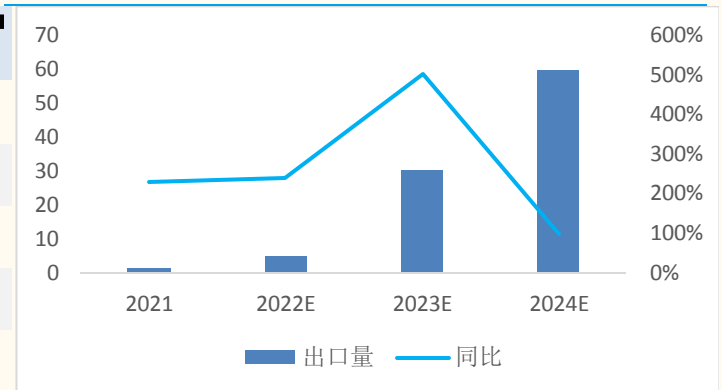
- 2022 年 7 月, 公司与荷兰经销商 Louwman Group 达成合作, 以线上平台和线下门店结合的方式, 为公司提供销售及售后服务。据悉, 其位于阿姆斯特丹首家线下店将于今年 9 月开业。作为经验丰富的老牌经销商, 目前代理有包括丰田、雷克萨斯及奔驰、标致等在内 14 家品牌、70 个零售网点, Louwman 在荷兰乘用车市场具备极高的认可度和美誉度, 其庞大的本地化资源以及优质平台有助于比亚迪汽车快速打入当地市场, 并树立品牌知名度。
- 2022 年 8 月, 公司选择欧洲经销商 Hedin Mobility Group 在瑞典和德国销售其乘用车。作为欧洲最大的经销商集团之一, Hedin Mobility 集团具备优质的本土化资源和成熟的经销商体系, 旗下拥有 230 多家经销商门店, 业务涵盖瑞典、德国等欧洲 8 个国家和地区。比亚迪与 Hedin Mobility 集团联合, 将助力比亚迪欧洲市场的顺利开拓。
- 10 月 4 日, 比亚迪与汽车租赁公司 SIXT 就欧洲市场签署了一项长期协议。根据协议, 首批数千辆纯电动比亚迪汽车将于 2022 年第四季度向 SIXT 交付, 并在德国、法国、荷兰和英国市场投放。预计未来六年内, SIXT 将进一步补充这一初步订单, 增购 10 万辆比亚迪电动汽车。
- 我们预计 2022-2024 年出口销量达 5w、30w、60w 辆。其中, 23 年预计欧洲月销 1.5 万辆, 全年 18 万, 占出口 60%。24 年欧洲月销预计 3 万辆, 全年 36 万。公司与欧洲合作的三大经销商旗下约 340 多家销售门店, 随着欧洲各大经销商线下门店的推广, 欧洲地区销量预计飞速提升。
- 澳洲方面, 公司在澳洲上市的 Atto 3 在 8 月份开始交付, 海豚、海豹 2023 年在澳洲开始交付, 据比亚迪澳大利亚分销商 EVDirect 信息, 公司目前已有 3500 订单, 预计 22 年公司在澳洲销量可达 2 万辆。23 年预计月销 3~4 千辆, 全年 4~5 万。24 年预计月销 7~8 千, 全年 8 万左右。
- 日本方面, 23 年预计月销 3k, 全年 3-4 万。24 年预计月销 4k, 全年 5 万。加之泰国等国家地区发力, 23/24 年共同达到 30/60 万辆。

图表 33: 2022E-2024E 比亚迪各区域出口预测 (万辆)

国家 (地区)	2022E	2023E	2024E
欧洲	2	18	36
澳洲	2	5	8
亚洲	0.5	4	10
其他地区	1	3	6
总计	5	30	60

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 34: 比亚迪海外出口销量(预测, 万辆)



来源: Markline, 国金证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

- 2022 年公司新能源汽车推出多款车型, 产销量大幅上升, 带动公司业绩大幅增长, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 164.09/ 337.44/ 534.08 亿元, 对应 PE 分别为 46.24/22.49/14.21 倍, 维持买入评级。

#### 5、风险提示

- 整车行业竞争加剧。新进入厂商、新的车型增多, 存在行业竞争加剧的风险;
- 原材料价格波动。电池原材料成本上涨, 对电动车销量、整车厂利润可能产生影响;
- 电动车销量不及预期。报告内涉及行业供需规模及公司销量等测算均基于一定前提假设, 存在实际达不到, 不及预期的风险。
- 汇率波动。公司大力开展海外客户, 海外收入占比 3 成, 汇率波动可能对公司造成影响。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	127,739	156,598	216,142	448,343	679,057	902,239
增长率		22.6%	38.0%	107.4%	51.5%	32.9%
主营业务成本	-106,924	-126,251	-187,998	-375,813	-559,877	-739,242
%销售收入	83.7%	80.6%	87.0%	83.8%	82.4%	81.9%
毛利	20,814	30,346	28,145	72,530	119,181	162,998
%销售收入	16.3%	19.4%	13.0%	16.2%	17.6%	18.1%
营业税金及附加	-1,561	-2,154	-3,035	-6,277	-9,507	-12,631
%销售收入	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-4,346	-5,056	-6,082	-14,481	-22,001	-25,894
%销售收入	3.4%	3.2%	2.8%	3.2%	3.2%	2.9%
管理费用	-4,141	-4,321	-5,710	-10,626	-16,026	-21,293
%销售收入	3.2%	2.8%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-5,629	-7,465	-7,991	-17,261	-26,619	-35,187
%销售收入	4.4%	4.8%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	5,137	11,350	5,327	23,885	45,028	67,992
%销售收入	4.0%	7.2%	2.5%	5.3%	6.6%	7.5%
财务费用	-3,014	-3,763	-1,787	-1,808	-3,353	-3,556
%销售收入	2.4%	2.4%	0.8%	0.4%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-636	-1,858	-1,246	-1,647	-1,293	-1,549
公允价值变动收益	10	-51	47	40	40	40
投资收益	-1,328	-572	-146	-200	-200	-200
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,312	7,086	4,632	20,270	40,222	62,727
营业利润率	1.8%	4.5%	2.1%	4.5%	5.9%	7.0%
营业外收支	119	-203	-114	-54	-160	-160
税前利润	2,431	6,883	4,518	20,216	40,062	62,567
利润率	1.9%	4.4%	2.1%	4.5%	5.9%	6.9%
所得税	-312	-869	-551	-2,507	-4,968	-7,758
所得税率	12.8%	12.6%	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%
净利润	2,119	6,014	3,967	17,709	35,094	54,808
少数股东损益	504	1,780	922	1,300	1,350	1,400
归属于母公司的净利润	1,614	4,234	3,045	16,409	33,744	53,408
净利率	1.3%	2.7%	1.4%	3.7%	5.0%	5.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,119	6,014	3,967	17,709	35,094	54,808
少数股东损益	504	1,780	922	1,300	1,350	1,400
非现金支出	10,476	14,377	15,354	18,635	24,544	31,695
非经营收益	3,777	3,560	1,940	2,764	5,449	6,255
营运资金变动	-1,631	21,441	44,206	-6,251	7,907	3,430
经营活动现金净流	14,741	45,393	65,467	32,858	72,994	96,189
资本开支	-20,214	-11,515	-36,517	-42,877	-42,722	-47,677
投资	-736	-1,739	-3,304	-1,250	-500	-500
其他	68	-1,190	-5,582	-200	-200	-200
投资活动现金净流	-20,881	-14,444	-45,404	-44,327	-43,422	-48,377
股权募资	2	2,800	37,314	0	0	0
债权募资	9,879	-24,490	-17,006	48,280	14,475	17,633
其他	-3,770	-3,918	-3,145	-4,772	-8,603	-11,621
筹资活动现金净流	6,112	-25,607	17,163	43,508	5,872	6,012
现金净流量	24	5,364	37,181	32,040	35,444	53,824

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,650	14,445	50,457	82,015	117,012	170,512
应收款项	52,504	51,129	46,405	93,005	146,948	203,313
存货	25,572	31,396	43,355	76,372	118,090	157,600
其他流动资产	16,241	14,634	25,893	25,169	35,072	44,179
流动资产	106,967	111,605	166,110	276,561	417,122	575,604
%总资产	54.7%	55.5%	56.2%	63.5%	70.0%	74.5%
长期投资	7,366	9,070	12,310	13,360	13,860	14,360
固定资产	60,118	60,696	81,499	105,627	123,082	138,718
%总资产	30.7%	30.2%	27.6%	24.3%	20.7%	18.0%
无形资产	18,596	16,823	19,853	18,408	19,372	20,209
非流动资产	88,675	89,412	129,670	158,972	178,883	197,053
%总资产	45.3%	44.5%	43.8%	36.5%	30.0%	25.5%
资产总计	195,642	201,017	295,780	435,533	596,005	772,657
短期借款	49,080	27,813	23,188	68,284	80,220	94,432
应付款项	42,989	61,188	121,840	179,157	268,734	353,776
其他流动负债	15,960	17,430	26,276	44,240	69,386	94,267
流动负债	108,029	106,431	171,304	291,681	418,340	542,474
长期贷款	11,948	14,745	8,744	12,744	15,244	19,244
其他长期负债	13,063	15,387	11,488	10,818	10,434	9,523
负债	133,040	136,563	191,536	315,242	444,018	571,240
普通股股东权益	56,762	56,874	95,070	109,816	140,162	188,192
其中：股本	2,728	2,728	2,911	2,911	2,911	2,911
未分配利润	21,056	24,457	26,456	41,213	71,559	119,589
少数股东权益	5,839	7,580	9,175	10,475	11,825	13,225
负债股东权益合计	195,642	201,017	295,780	435,533	596,005	772,657

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.592	1.552	1.046	5.637	11.591	18.346
每股净资产	20.806	20.847	32.657	37.723	48.147	64.646
每股经营现金净流	5.403	16.639	22.488	11.287	25.074	33.042
每股股利	0.060	0.156	0.105	0.568	1.167	1.847
回报率						
净资产收益率	2.84%	7.44%	3.20%	14.94%	24.08%	28.38%
总资产收益率	0.83%	2.11%	1.03%	3.77%	5.66%	6.91%
投入资本收益率	3.35%	8.53%	3.37%	10.27%	15.79%	18.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.78%	22.59%	38.02%	107.43%	51.46%	32.87%
EBIT增长率	-9.94%	120.93%	-53.07%	348.38%	88.52%	51.00%
净利润增长率	-41.93%	162.27%	-28.08%	438.86%	105.64%	58.28%
总资产增长率	0.55%	2.75%	47.14%	47.25%	36.84%	29.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.2	99.2	65.4	59.0	62.0	65.0
存货周转天数	88.6	82.3	72.6	75.0	78.0	79.0
应付账款周转天数	81.4	94.7	112.7	112.0	112.0	112.0
固定资产周转天数	141.3	127.2	103.4	62.0	47.4	38.8
偿债能力						
净负债/股东权益	93.15%	57.40%	-21.19%	-3.90%	-16.77%	-30.44%
EBIT利息保障倍数	1.7	3.0	3.0	13.2	13.4	19.1
资产负债率	68.00%	67.94%	64.76%	72.38%	74.50%	73.93%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	10	63	84	139	295
增持	1	20	24	33	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.09	1.24	1.22	1.19	1.01

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-30	买入	320.36	470.00 ~ 500.00
2	2022-08-30	买入	313.55	N/A
3	2022-10-18	增持	260.66	N/A
4	2022-10-29	买入	239.89	N/A

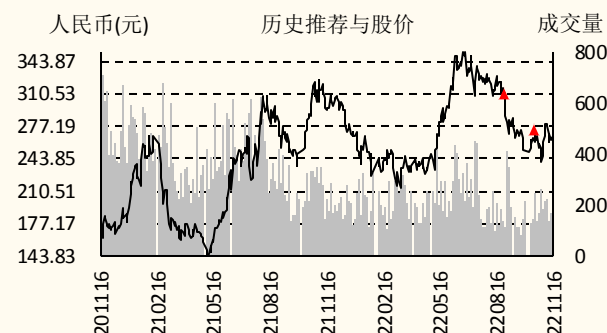
来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**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