

**值得买 (300785)**

公司研究/动态报告

# 股权激励彰显增长信心，内容导购平台再扬帆

——值得买股权激励点评及一季度业绩跟踪

动态研究报告/商贸零售

2020 年 04 月 08 日

## 报告摘要：

### 一、事件概述

公司 4 月 7 号公布 2020 年限制性股票激励计划：公司拟以 72.79 元/股（2020 年 4 月 7 日收盘价 152.48 元）的价格向 89 名员工共计授予 79.51 万股（其中首次授予 63.6 万股占比 80%，预留 15.9 万股占比 20%），合计授予股本数量约占公司总股本的 1.49%。

公司 3 月 31 号宣布聘任首席执行官的公告：原首席执行官、首席营销官那昕辞去公司职务（原任职期间为 2018 年 10 月至 2021 年 10 月），现聘任公司创始人及实际控制人隋国栋担任公司首席执行官。

### 二、分析与判断

#### ● 限制性股票激励涉及对象 89 人，覆盖面广力度大，考核目标彰显未来增长信心

本次限制性股票激励计划共涉及激励对象 89 人，包括董秘柳伟亮、首席财务官李楠、核心管理人员 10 人及核心技术人员 77 人，激励对象总数占公司 2018 年底员工总数 10.4%，覆盖面较广；首次授予股票数量 63.6 万股，平均每人授予 0.7 万股，授予价格 72.8 元/股，以 4 月 7 日收盘价计算平均单人溢价 57 万元，激励力度大。从解禁考核目标看，2020/2021/2022 年归母净利润分别不低于 1.5/1.8/2.0 亿元，相比 2019 年增速分别为 25%/50%/75%，三年复合增速不低于 20.5%，对应 4 月 7 日市值市盈率分别为 55.7X/46.4X/39.8X，业绩考核目标彰显公司未来增长信心。

### 三、一季度业绩跟踪

**业绩层面：**根据招股书，公司主营业务分为佣金和广告两大部分，拆分来看：2018 年佣金收入占比 39%，京东和阿里两平台的导购佣金占总佣金收入 80%以上；广告收入占比 60%，主要客户有苏宁、戴森、国美、阿里、京东、宝洁等品牌。根据阿里和京东最新财报电话会议：疫情影响下，一方面佣金收入由于供给端受制于实体生产可能出现缓慢甚至负增长；另一方面广告市场受疫情影响将面临更大压力。综上，短期看公司一季度业绩或受疫情影响承压明显，但长期来看疫情冲击无碍公司核心竞争力。

**运营层面：**根据七麦数据，值得买 APP2 月初~3 月中旬的用户下载量相较平时有较高增长，主因疫情期间公司上线了“口罩专区”等一系列运营活动，预计疫情期间月活(MAU)/日活(DAU)等数据相较平时亦有较高增长。

#### ● 投资建议

我们预计 2020-2021 年公司营收分别为 8.85/11.46 亿，同比+33.7%/29.5%；归母净利润分别为 1.47/1.79 亿，同比+25.6%/22.1%；2020~2021 年对应 PE 分别为 55.5X/45.4X。作为一家互联网内容导购平台，公司在 A 股具有稀缺性，较难针对 PE 等估值指标进行横向对比。我们对公司上市以来（剔除上市之初股价波动较大的半个月，自 2019.8.1 开始）PE (forward) 估值进行纵向对比，2019.8.1 以来 PE (forward) 估值最低 39X，最高 91X，当前估值 52X，处于 2019.8.1 以来 26%分位数。我们认为公司聘任实控人隋国栋为首席执行官及 4 月 7 日限制性股票激励计划的公布均彰显了大股东及管理层对公司未来业绩增长的目标和信心，同时公司自身质地优秀、盈利能力强，十年间深耕内容导购领域护城河深厚，积累了一群高粘性用户群体，综上，给予值得买“推荐”评级。

#### ● 风险提示：

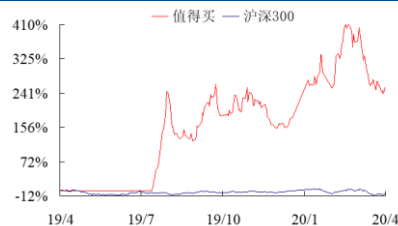
电商行业增长不及预期；电商平台佣金政策变化；导购行业竞争加剧。

**推荐**

维持评级

**当前价格： 152.48 元**
**交易数据 2020-4-7**

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 208.49/40.92 |
| 总股本(百万股)        | 53           |
| 流通股本(百万股)       | 13           |
| 流通股比例(%)        | 25.00        |
| 总市值(亿元)         | 81           |
| 流通市值(亿元)        | 20           |

**该股与沪深 300 走势比较**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**分析师：刘欣**

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127513

邮箱： liuxin@mszq.com

**分析师：钟奇**

执业证号： S0100518110001

电话： 010-85127513

邮箱： zhongqi@mszq.com

**相关研究**

1.值得买 2019 年业绩快报点评：业绩持续稳健增长，变现潜力带来高增空间

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 508   | 662   | 885   | 1,146 |
| 增长率 (%)          | 38.3% | 30.4% | 33.7% | 29.5% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 96    | 117   | 147   | 179   |
| 增长率 (%)          | 11.0% | 21.9% | 25.6% | 22.1% |
| 每股收益 (元)         | 2.39  | 2.19  | 2.75  | 3.36  |
| PE (现价)          | 63.8  | 69.7  | 55.5  | 45.4  |
| PB               | 18.6  | 18.3  | 13.8  | 10.6  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 一、三年股票激励计划，目标三年业绩复合增速超 20%.....                            | 4  |
| （一）公布限制性股票激励计划，聘任实控人隋国栋为首席执行官 .....                        | 4  |
| （二）股票激励涉及对象 89 人，覆盖面广力度大，考核目标彰显增长信心 .....                  | 5  |
| 二、一季度业绩预测：业绩层面预计佣金广告收入承压明显，用户层面预计受益“口罩专区”等活动相比平日较高增长 ..... | 6  |
| 三、风险提示 .....                                               | 10 |
| 插图目录 .....                                                 | 12 |
| 表格目录 .....                                                 | 12 |

## 一、三年股票激励计划，目标三年业绩复合增速超 20%

### (一) 公布限制性股票激励计划，聘任实控人隋国栋为首席执行官

公司 4 月 7 号公布 2020 年限制性股票激励计划：公司拟以 72.79 元/股（2020 年 4 月 7 日收盘价 152.48 元）的价格向 89 名员工共计授予 79.51 万股（其中首次授予 63.6 万股占比 80%，预留 15.9 万股占比 20%），合计授予股本数量约占公司总股本的 1.49%。

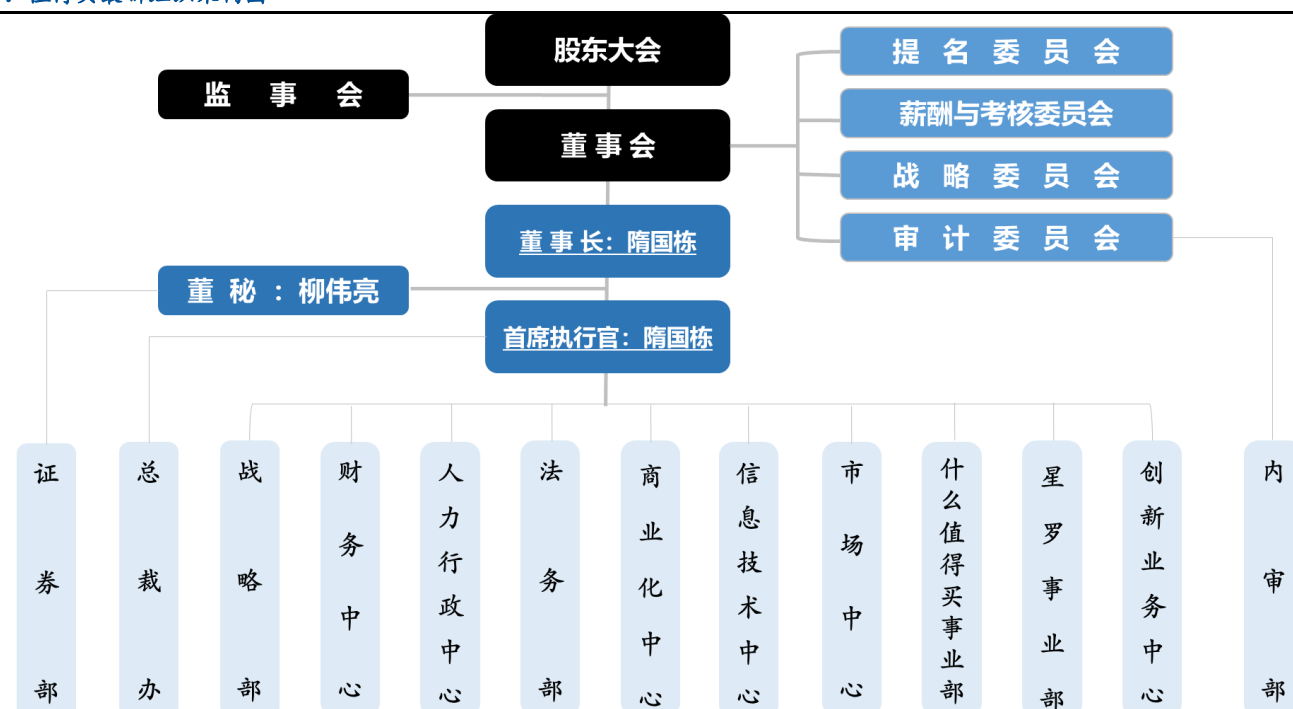
公司 3 月 31 号宣布聘任首席执行官的公告：原首席执行官、首席营销官那昕辞去公司职务（原任职期间为 2018 年 10 月至 2021 年 10 月），现聘任公司创始人及实际控制人隋国栋担任公司首席执行官。

表 1：历任首席执行官背景介绍

| 高管名称 | 履历介绍                                                                                                                                                                                                                               |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 隋国栋  | 1983 年出生，值得买创始人兼实控人（2010 年个人博客网站“什么值得买”起家），目前直接持股 43.33%。2015 年 10 月至今担任本公司董事长，2020 年 4 月始任值得买首席执行官。                                                                                                                               |
| 那昕   | 1977 年出生，中国国籍，无永久境外居留权，现任本公司董事兼首席执行官（相当于总经理），首席营销官（相当于副总经理）。2006 年~2010 年担任中国数码集团战略分析师，产品总监；2010 年~2015 年担任京东集团发展战略部战略投资高级总监，京东集团旗下公司京东智能副总裁。2015 年 6 月加入值得买，2015 年 10 月~2020 年 3 月担任值得买董事兼首席执行官，2016 年 12 月~2020 年 3 月兼任值得买首席营销官。 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 1：值得买最新组织架构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

## (二) 股票激励涉及对象 89 人，覆盖面广力度大，考核目标彰显增长信心

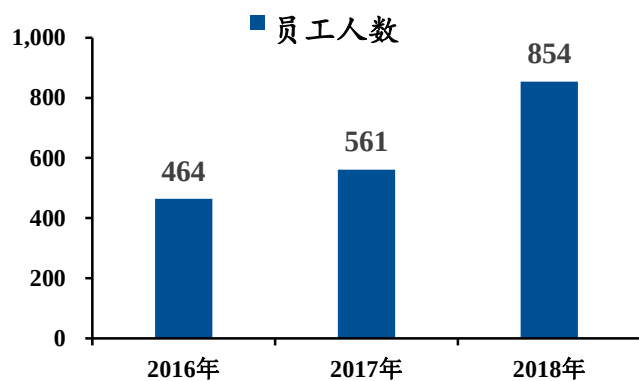
本次限制性股票激励计划共涉及激励对象 89 人，包括董秘柳伟亮、首席财务官李楠、核心管理人员 10 人及核心技术人员 77 人，激励对象总数占公司 2018 年底员工总数 10.4%，覆盖面较广；首次授予股票数量 63.6 万股，平均每人授予 0.7 万股，授予价格 72.8 元/股，以 4 月 7 日收盘价计算平均单人溢价 57 万元，激励力度大。从解禁考核目标看，2020/2021/2022 年归母净利润分别不低于 1.5/1.8/2.0 亿元，相比 2019 年增速分别为 25%/50%/75%，三年复合增速不低于 20.5%，对应 4 月 7 日市值市盈率分别为 55.7X/46.4X/39.8X，业绩考核目标彰显公司未来增长信心。

表 2：本次股权激励计划涉及主要员工及股票数量一览

| 姓名                      | 职务       | 获授股票数量<br>(万股) | 以 4/7 收盘价计算市<br>值 (万) | 占授予限制性股票<br>总数比例(%) | 占目前股份总额<br>比例(%) |
|-------------------------|----------|----------------|-----------------------|---------------------|------------------|
| 柳伟亮                     | 董秘；战略副总裁 | 2.5            | 381.2                 | 3.1%                | 0.0%             |
| 李楠                      | 首席财务官    | 2.2            | 335.5                 | 2.8%                | 0.0%             |
| 核心管理人员&核心技术（业务）人员（87 人） |          | 58.9           | 8982.6                | 74.1%               | 1.1%             |
| 预留                      |          | 15.9           | 2424.4                | 20.0%               | 0.3%             |
| 合计（89 人）                |          | 79.5           | 12123.7               | 100.0%              | 1.5%             |

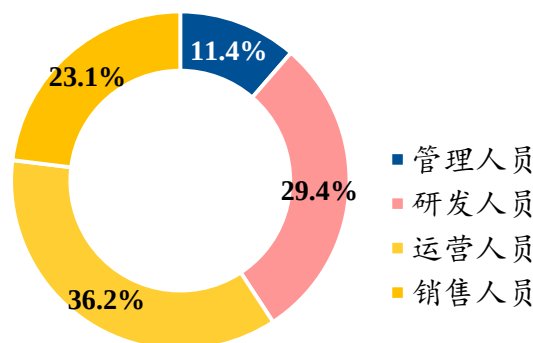
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2016~2018 年员工人数



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：2018 年公司员工结构示意图



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 3：2020~2022 年股权激励的业绩增长目标及对应的市盈率 (X)

| 时间            | 2019 年 | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 |
|---------------|--------|---------|---------|--------|
| 归母净利润目标(亿元)   | 1.17   | 1.46    | 1.75    | 2.04   |
| YOY(%)        |        | 25.0%   | 20.0%   | 16.7%  |
| 首次授予需摊销费用(万元) |        | 1787.51 | 1761.98 | 842.68 |
| 对应市盈率 (X)     | 69.6   | 55.7    | 46.4    | 39.8   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 二、一季度业绩预测：业绩层面预计佣金广告收入承压明显，用户层面预计受益“口罩专区”等活动相比平日较高增长

**业绩层面：**根据招股书，公司主营业务分为佣金和广告两大部分，**拆分来看：**2018 年佣金收入占比 39%，京东和阿里两平台的导购佣金占总佣金收入 80%以上；广告收入占比 60%，主要客户有苏宁、戴森、国美、阿里、京东、宝洁等品牌。根据阿里和京东最新财报电话会议：疫情影响下，一方面佣金收入由于供给端受制于实体生产可能出现缓慢甚至负增长；另一方面广告市场受疫情影响将面临更大压力。综上，短期看公司一季度业绩或受疫情影响承压明显，但长期来看疫情冲击无碍公司核心竞争力。

表 4：2020~2022 年股权激励的业绩增长目标及对应的市盈率（X）

| (单位：亿元)                              |           | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|--------------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总营收                                  |           | 0.50   | 0.97   | 2.01   | 3.67   | 5.08   |
|                                      | YOY (%)   |        | 94.0%  | 107.2% | 82.6%  | 38.4%  |
| 信息推广服务（佣金+广告费）                       |           | 0.50   | 0.97   | 1.99   | 3.18   | 4.07   |
| 其中：佣金                                |           | 0.42   | 0.61   | 0.98   | 0.89   | 1.00   |
| 其中：广告                                |           | 0.08   | 0.36   | 1.01   | 2.28   | 3.07   |
| 互联网效果营销平台                            |           |        |        | 0.02   | 0.48   | 1.00   |
| 海淘代购平台                               |           |        |        | 0      | 0.01   | 0.01   |
| 按业务实质调整后                             |           | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 佣金收入（京东+阿里+...，≈佣金+效果营销平台）           |           | 0.42   | 0.61   | 1.00   | 1.33   | 1.98   |
|                                      | YOY (%)   |        | 45.7%  | 63.5%  | 33.7%  | 48.4%  |
|                                      | 佣金/总营收%   | 83.8%  | 62.7%  | 49.6%  | 36.4%  | 39.0%  |
| 其中：京东                                |           |        |        | 0.1    | 0.4    | 0.8    |
|                                      | 京东/全佣金%   | —      | —      | 10.4%  | 27.6%  | 40.6%  |
| 其中：阿里                                |           |        |        | 0.5    | 0.6    | 0.8    |
|                                      | 阿里/全佣金%   | —      | —      | 50.5%  | 45.1%  | 42.6%  |
| 其中：亚马逊                               |           |        |        | 0.2    | 0.2    | 0.1    |
|                                      | 亚马逊/全佣金%  |        |        | 16.1%  | 11.3%  | 3.0%   |
| 其中：其他平台                              |           |        |        | 0.2    | 0.2    | 0.3    |
|                                      | 其他平台/全佣金% |        |        | 23.1%  | 15.9%  | 13.8%  |
| 广告收入                                 |           | 0.08   | 0.36   | 1.01   | 2.28   | 3.07   |
|                                      | YOY (%)   |        | 346.7% | 179.0% | 125.6% | 34.4%  |
|                                      | 广告/总营收%   | 16.2%  | 37.3%  | 50.3%  | 62.2%  | 60.4%  |
| 其中：蓝标集团（代理苏宁/戴森/国美/ 博世等品牌及京东的广告投放）   |           |        |        | 0.1    | 0.6    | 1.0    |
|                                      | 蓝标/全广告%   |        |        | 11.4%  | 27.2%  | 32.3%  |
| 其中：阿里                                |           |        |        | 0.0    | 0.3    | 0.1    |
|                                      | 阿里/全广告%   |        |        | 4.9%   | 15.1%  | 4.7%   |
| 其中：阳狮（代理宝洁/Visa/工商银 行/irobot 等品牌的广告） |           |        |        | 0.0    | 0.1    | 0.2    |
|                                      | 阳狮/全广告%   |        |        | 3.5%   | 6.1%   | 6.4%   |
| 其中：其他平台                              |           |        |        | 0.8    | 1.2    | 1.7    |
|                                      | 其他平台/全广告% |        |        | 80.2%  | 51.6%  | 56.5%  |
| (佣金+广告)/总营收%                         |           | 100.0% | 100.0% | 99.9%  | 98.5%  | 99.4%  |

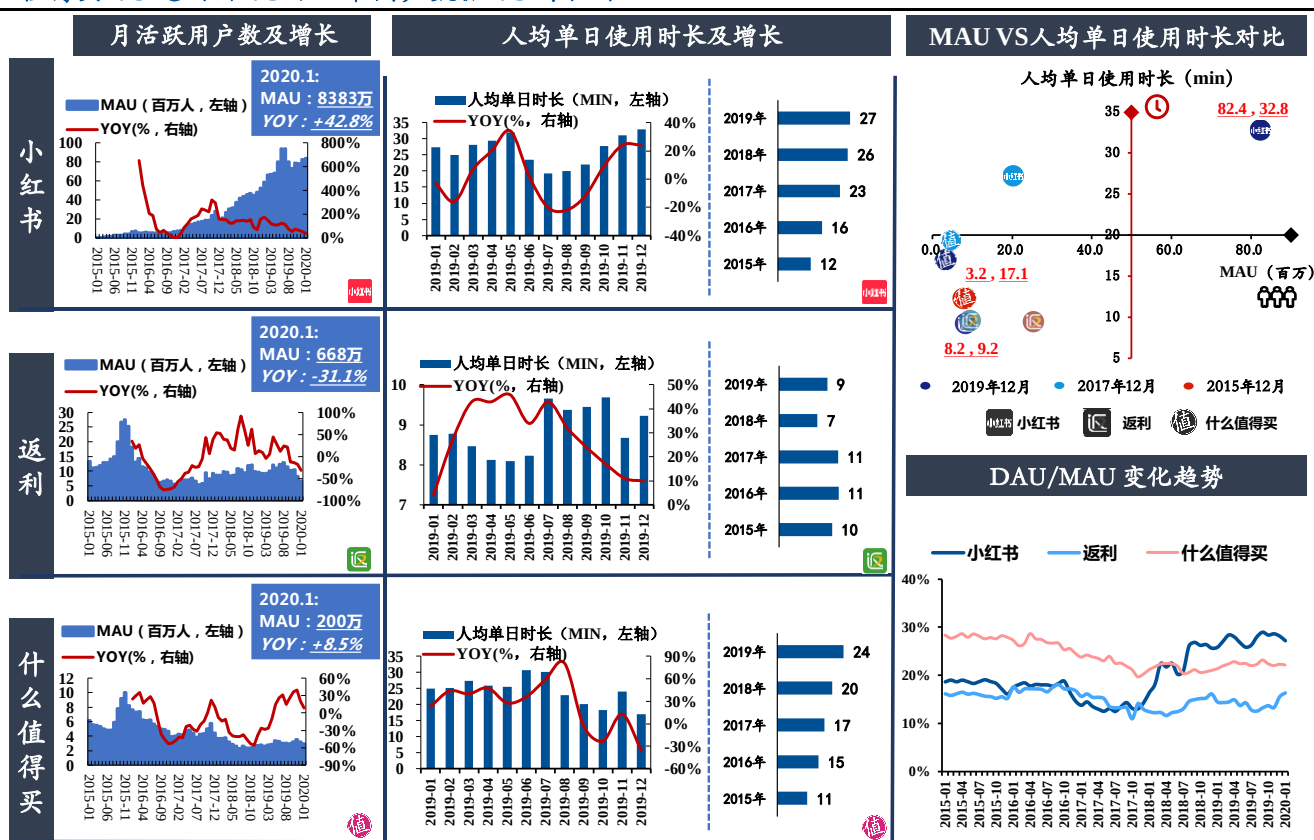
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 5: 阿里京东拼多多 2020Q1 业绩指引 (阿里的 2020Q1 指 2020 年 Q4 财报季)

| 公司名称 | 营业收入<br>(2020Q1 彭博一致预期) | 调整后净利润<br>(2020Q1 彭博一致预期) | 电话会议说明                                                                                  |
|------|-------------------------|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 阿里巴巴 | 14%                     | -17%                      | 根据 2 月初以来这 12 天~13 天的情况, 公司认为 3 月底止季度公司总体收入增长率会受到负面影响。客户管理和佣金收入由于供给端受制于实体生产, 收入可能出现负增长。 |
| 京东   | 13%                     | -61%                      | 公司口径 2020Q1 净收入同比增长 10% 以上; 2020 年整个中国的广告市场压力非常大, 疫情在中国广告市场带来的一系列影响已经体现出来了。             |
| 拼多多  | 8%                      | -85%                      | --                                                                                      |

资料来源: Bloomberg, 各公司官网, 民生证券研究院

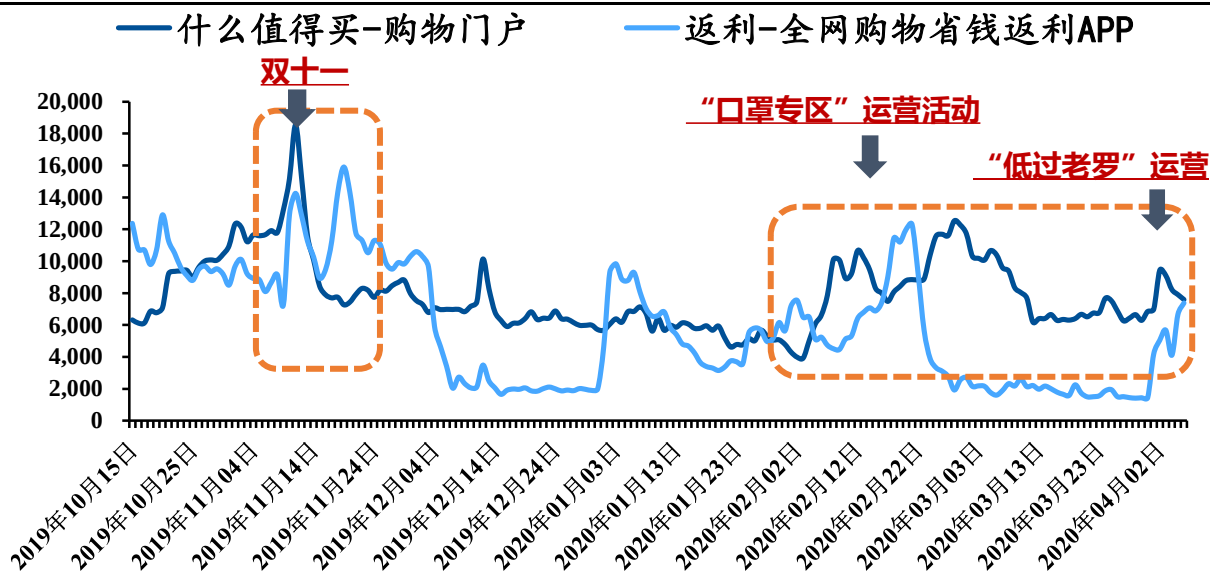
图 4: 值得买 VS 返利网 VS 小红书用户数据 VS 时长对比



资料来源: QUESTMOBILE, 民生证券研究院整理

**运营层面：**根据七麦数据，值得买 APP2 月初~3 月中旬的用户下载量相较平时有较高增长，主因疫情期间公司上线了“口罩专区”等一系列运营活动，预计疫情期间月活(MAU)/日活(DAU)等数据相较平时亦有较高增长。

图 5：值得买 VS 返利网 2019.10~2020.4 下载量对比



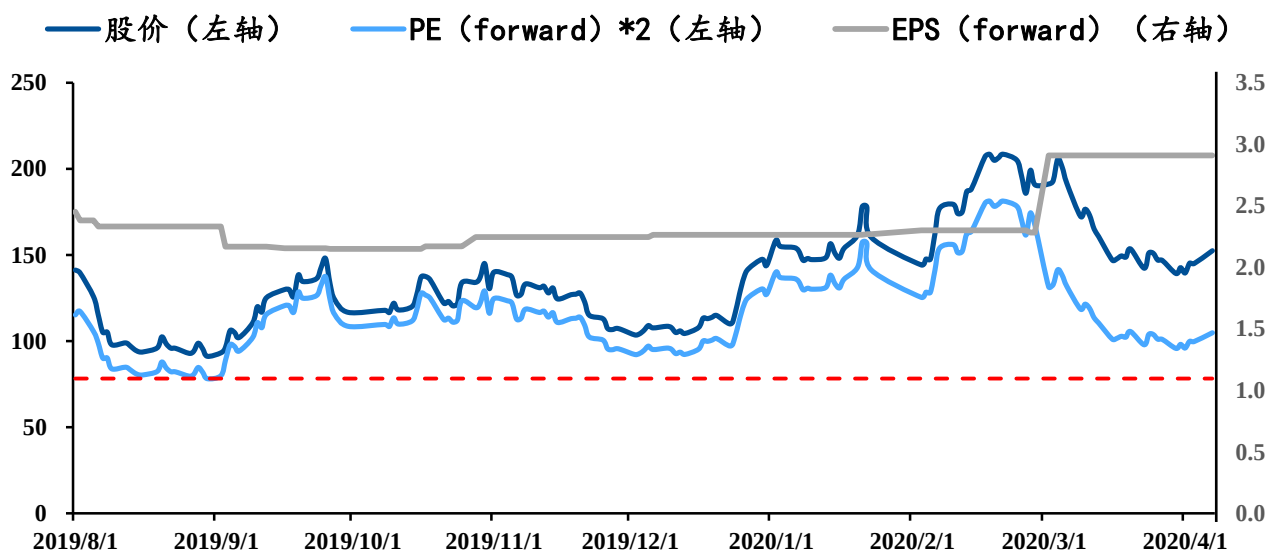
资料来源：七麦数据，民生证券研究院整理

图 6：值得买疫情期间运营活动示例



资料来源：什么值得买 APP，民生证券研究院整理

图 7：值得买股价分 PE\*EPS 拆分



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院整理

### 三、风险提示

电商行业增长不及预期；电商平台佣金政策变化；导购行业竞争加剧。

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元)   | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 508  | 662   | 885   | 1,146 |
| 营业成本        | 134  | 169   | 243   | 332   |
| 营业税金及附加     | 12   | 16    | 22    | 28    |
| 销售费用        | 135  | 172   | 217   | 287   |
| 管理费用        | 59   | 75    | 115   | 144   |
| 研发费用        | 72   | 99    | 129   | 167   |
| EBIT        | 96   | 130   | 159   | 189   |
| 财务费用        | (2)  | 5     | 0     | (6)   |
| 资产减值损失      | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 5    | 4     | 4     | 4     |
| 营业利润        | 106  | 129   | 162   | 198   |
| 营业外收支       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 106  | 129   | 163   | 198   |
| 所得税         | 11   | 13    | 16    | 19    |
| 净利润         | 96   | 117   | 147   | 179   |
| 归属于母公司净利润   | 96   | 117   | 147   | 179   |
| EBITDA      | 105  | 198   | 226   | 248   |
|             |      |       |       |       |
| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金        | 7    | 180   | 427   | 620   |
| 应收账款及票据     | 138  | 208   | 257   | 313   |
| 预付款项        | 3    | 3     | 6     | 9     |
| 存货          | 1    | 3     | 3     | 7     |
| 其他流动资产      | 154  | 154   | 154   | 154   |
| 流动资产合计      | 305  | 578   | 835   | 1143  |
| 长期股权投资      | 0    | 4     | 7     | 11    |
| 固定资产        | 200  | 200   | 200   | 200   |
| 无形资产        | 5    | 5     | 5     | 6     |
| 非流动资产合计     | 213  | 151   | 89    | 35    |
| 资产合计        | 518  | 729   | 924   | 1178  |
| 短期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 23   | 43    | 48    | 71    |
| 其他流动负债      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 95   | 189   | 239   | 313   |
| 长期借款        | 84   | 84    | 84    | 84    |
| 其他长期负债      | 11   | 11    | 11    | 11    |
| 非流动负债合计     | 95   | 95    | 95    | 95    |
| 负债合计        | 190  | 284   | 334   | 408   |
| 股本          | 40   | 53    | 53    | 53    |
| 少数股东权益      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计      | 328  | 444   | 591   | 770   |
| 负债和股东权益合计   | 518  | 729   | 924   | 1178  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 38.3% | 30.4% | 33.7% | 29.5% |
| EBIT 增长率        | 4.8%  | 35.3% | 22.0% | 18.5% |
| 净利润增长率          | 11.0% | 21.9% | 25.6% | 22.1% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 73.7% | 74.5% | 72.5% | 71.0% |
| 净利润率            | 18.9% | 17.6% | 16.6% | 15.6% |
| 总资产收益率 ROA      | 18.5% | 16.0% | 15.9% | 15.2% |
| 净资产收益率 ROE      | 29.2% | 26.3% | 24.8% | 23.2% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 3.2   | 3.1   | 3.5   | 3.6   |
| 速动比率            | 3.2   | 3.0   | 3.5   | 3.6   |
| 现金比率            | 0.1   | 0.9   | 1.8   | 2.0   |
| 资产负债率           | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.3   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 76.8  | 87.9  | 84.5  | 80.7  |
| 存货周转天数          | 4.7   | 4.0   | 4.5   | 5.4   |
| 总资产周转率          | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 2.4   | 2.2   | 2.7   | 3.4   |
| 每股净资产           | 8.2   | 8.3   | 11.1  | 14.4  |
| 每股经营现金流         | 1.3   | 3.4   | 4.8   | 3.7   |
| 每股股利            | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 63.8  | 69.7  | 55.5  | 45.4  |
| PB              | 18.6  | 18.3  | 13.8  | 10.6  |
| EV/EBITDA       | 46.5  | 27.0  | 22.0  | 18.3  |
| 股息收益率           | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 96    | 117   | 147   | 179   |
| 折旧和摊销       | 11    | 68    | 66    | 60    |
| 营运资金变动      | (46)  | (7)   | 40    | (40)  |
| 经营活动现金流     | 53    | 179   | 254   | 200   |
| 资本开支        | 205   | 1     | 1     | 2     |
| 投资          | (5)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (206) | (1)   | (1)   | (2)   |
| 股权募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 94    | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 70    | (5)   | (5)   | (5)   |
| 现金净流量       | (82)  | 173   | 248   | 193   |

## 插图目录

|                                           |   |
|-------------------------------------------|---|
| 图 1: 值得买最新组织架构图.....                      | 4 |
| 图 2: 2016~2018 年员工人数 .....                | 5 |
| 图 3: 2018 年公司员工结构示意图.....                 | 5 |
| 图 4: 值得买 VS 返利网 VS 小红书用户数据 VS 时长对比.....   | 7 |
| 图 5: 值得买 VS 返利网 2019.10~2020.4 下载量对比..... | 8 |
| 图 6: 值得买疫情期间运营活动示例.....                   | 8 |
| 图 7: 值得买股价分 PE*EPS 拆分 .....               | 9 |

## 表格目录

|                                                             |   |
|-------------------------------------------------------------|---|
| 表 1: 历任首席执行官背景介绍.....                                       | 4 |
| 表 2: 本次股权激励计划涉及主要员工及股票数量一览.....                             | 5 |
| 表 3: 2020~2022 年股权激励的业绩增长目标及对应的市盈率 (X) .....                | 5 |
| 表 4: 2020~2022 年股权激励的业绩增长目标及对应的市盈率 (X) .....                | 6 |
| 表 5: 阿里京东拼多多 2020Q1 业绩指引 (阿里的 2020Q1 指 2020 年 Q4 财报季) ..... | 7 |

## 分析师简介

**刘欣**，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

**钟奇**，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。