

# 【广发海外】微盟集团 (02013.HK)

## 收入增长超预期，内生预计维持高增长

### 核心观点:

- **收入快速增长，扭亏为盈，业绩好于一致预期。**2019 年收入 14.37 亿元 (+66.1%)，经营利润 0.38 亿元，归母净利 3.12 亿(含优先股公允价值变动收益 2.98 亿)，经调整 EBITA 实现 1.68 亿(+131%)，经调整净利 0.77 亿 (+52.1%)。毛利率同比下降 4.3 个点至 55.5%，主要是毛利率较低的营销收入占比提升。费用率收窄，销售费用率和管理费用率降至 49.9%、9%。
- **SaaS 收入同比+46%，预计 20 年内生收入保持高增长，智慧零售、餐饮处于快速增长中，以中大型品牌商户为主，ARPU 值高，流失率低。**19 年 SaaS 付费商户数、ARPU 值分别同比+23%、+18.8%，流失率降至 22.2%，毛利率 80.5%，主要是宽带及硬件成本和研发投入摊销增长。截至 2019 年底，智慧零售收入 4,474 万元，其中品牌商户达到 217 家，ARPU 值达 12.5 万元，预计未来几年保持翻倍增长；智慧餐饮收入 3,966 万元，收购雅座打造一体化智慧餐饮解决方案。
- **精准营销毛收入翻倍增长，预计 20 年仍有高增长。**19 年毛收入 52.81 亿元(+111.9%)，净佣金率 7.7%，付费客户数和 ARPU 分别同比 +19.4%、+77.4%，广告主复投率升至 68.3%。与腾讯广展开深度合作，获得腾讯多个重点区域牌照和行业牌照、以及 KA 全国牌照，加强更多媒体流量合作 (抖音/快手/头条等)。
- **维持“买入”评级。**2020 年微信商业生态提速，微盟作为腾讯生态领先的商业 SaaS 公司将受益；营销保持高增长；宕机事件公司承担 1 亿元拨备金，目前业务已恢复正常，中大客户流失率低。预计 20~22 年收入分别增长 46.9%、41.0%、41.3%，经调整净利 0.47 亿 (考虑宕机事件支出)、1.07 亿、2.26 亿。根据 SoTP 合理价值为 6.9 港元/股。
- **风险提示。**微信商业生态发展不及预期，SaaS 收入增长不及预期，亏损扩大；广告主预算收窄，佣金率下降，费用增长；现金流变差。

### 盈利预测:

(人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	865	1,437	2,111	2,977	4,206
增长率(%)	62.0%	66.1%	46.9%	41.0%	41.3%
EBITDA(百万元)	-15	49	67	137	257
归母净利(百万元)	-1,089	312	-17	97	216
增长率(%)		-128.6%	-105.5%	-665.7%	121.6%
EPS (元/股)	-0.49	0.14	-0.01	0.04	0.10
市盈率 (P/E)	-	30.0	-	96.3	43.5
经调整净利润(百万元)	51	77	47	107	226
增长率(%)	357.7%	52.1%	-39.0%	126.1%	111.9%
EV/EBITDA	-	367.6	270.2	132.8	70.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 备注: EPS 按最新股本计算

### 公司评级

买入

当前价格	4.73 港元
合理价值	6.9 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-24

### 相对市场表现



### 分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

### 相关研究:

【广发海外】微盟集团 (02013.HK): 受益于微信商业生态提速	2020-01-16
【广发海外】微盟集团 (02013.HK): 业务稳健增长, 回购彰显信心	2019-10-09
【广发海外】微盟集团 (02013.HK): 业务处于快速增长中, SaaS 服务能力持续增强	2019-08-29

备注: 报告中汇率采用 1 人民币兑 1.13 港元

收入快速增长,扭亏为盈,业绩好于一致预期。2019年收入实现14.37亿元(+66.1%),经营利润实现0.38亿元,归母净利润3.12亿(含优先股公允价变动收益2.98亿),经调整EBITA实现1.68亿(+131%),经调整净利实现0.77亿(+52.1%)。毛利率同比下降4.3个百分点至55.5%,主要是毛利率较低的精准营销收入占比提升所致。费用率收窄,销售费用7.17亿元(+59.4%),管理费用1.3亿(-14.2%),费用率分别降至49.9%、9%。

客户数和ARPU值驱动SaaS收入提速,销售成本提升导致毛利率下降。19年SaaS收入5.07亿元(+46.1%),付费商户数接近7.95万家(+23%),ARPU值达到6,373元(+18.8%),受益于智慧零售中大型客户拓展,流失率降至22.2%(18年流失率为26.8%),全年新增付费商户数2.92万。SaaS毛利率下降4.5个点,为80.5%,主要是宽带及硬件成本和研发投入摊销增长。

智慧零售板块处于快速增长中,收入占比持续提升,智慧零售以中大型客户为主,ARPU值高、流失率低,与腾讯智慧零售形成业务协同。截至2019年12月31日,智慧零售收入4,474万元(占SaaS收入8.8%),智慧零售商户达到1,101家,ARPU值达到4.1万元,其中品牌商户达到217家,ARPU值达12.5万元。公司是腾讯智慧零售官方合作伙伴,与腾讯智慧零售在客户开拓、产品研发、运营服务形成协同。与数字零售CRM服务提供商达摩网络进行战略合作,深度融合微盟智慧零售解决方案的数字化能力和达摩的会员营销能力,形成“小程序+会员+导购”的一体化解决方案。未来将与更多数字零售第三方服务提供商合作,预计智慧零售板块收入将持续增长,占SaaS总收入比将持续提升。

加强智慧餐饮板块布局。截至2019年12月31日,智慧餐饮收入3,966万元(占SaaS收入7.8%),餐饮商户数达到4,602家,ARPU值为8,619元。2020年2月收购餐饮综合解决方案提供商雅座,结合微盟本身的会员管理和营销体系优势,打造集会员、收银、外卖、点餐、预订和供应链管理的一体化智慧餐饮解决方案。与餐饮行业的外卖代运营服务提供商商有网络深度合作,形成“代运营+云小店+云管家+商学院”的立体式战略布局,从“产品-服务-赋能”全方位服务餐饮品牌,在到家、到店、途中、外带4个场景中,提供“全局会员+私域流量”的一体化解决方案。

精准营销毛收入翻倍增长。19年实现毛收入52.81亿元(+111.9%),净佣金率7.7%,营销付费客户数和ARPU分别实现3.41万(+19.4%)和15.5万元(+77.4%),广告主复投率同比增长12.9个百分点至68.3%。与腾讯广展开深度合作,获得腾讯多个重点区域牌照和行业牌照、以及KA全国牌照,在微盟上海总部成立首家腾讯授权区域营销服务中心,深耕垂行业区和区域市场。同时加强更多媒体流量合作(抖音/快手/头条等)。成立短视频中心,为广告主提供进行短视频创意形式投放。

疫情加速SaaS服务需求增长,删库事件后SaaS业务已恢复,影响主要体现在2020年。据公司业绩会,今年3月中小商户与KA客户新增速度快,其中KA客户签约数量同比增长快速。2月底删库事件据管理层透露,从销售和售后人员得到的整体客户反

绩较正面，从流失率看，大客户因为业务系统、客户系统等与微盟系统绑定紧密不易迁移，中小客户流失率待观察，同时管理层认为因为本次事故更多是突发意外而非微盟本身技术问题，因此对公司长期影响有限。我们考虑本次删库事件直接影响有二：（1）公司承担1亿元人民币的赔付拨备金，预计对20年利润有一定影响；（2）推出数据安全保障计划的投入支出，增长可控。

**智慧零售与智慧餐饮是公司重要方向，预计未来几年维持高增长态势。**智慧零售板块刚起步，19年智慧零售收入达0.44亿。雅座拥有连锁餐饮KA客户，拥有会员管理软件，及收银、供应链管理。通过收购雅座微盟能够结合自身中小客户优势与同时直接面向雅座KA客户，同时成为集移动端微信小程序商城、会员管理系统、POS收银系统、供应链系统为一体的餐饮整体解决方案提供商。

**雅座主要服务于KA餐饮客户，流失率较低。**截至2019年底雅座累计注册商户数达9,115家，付费商户数1,625家，流失率11.9%，平均每用户平均收益18,355元。截至2019年底覆盖门店数5,944家，会员数7,100万，GMV达155亿元。酒店行业去年在中小商户布局，疫情结束后可能会加快步伐。

**销售云是20年将推出的重要产品**，是销售推的升级版，是“名片营销+CRM管理+呼叫中心+营销顾客”的一套完整的CRM解决方案，目前在内测中。

**营销预计保持强劲增长。**1、2月份广告流水同比增长100%~200%，环比高于去年12月最高峰值。据业绩会，受大环境影响，整体广告主预算可能逐步收缩，效果广告依然会更加受广告主欢迎（短视频和信息流广告依然是主流），考虑效果广告本身处于高速增长，受整体环境影响有限，管理层认为公司广告增长承压不大。

**维持“买入”评级。**2020年微信商业生态提速，微盟作为腾讯生态领先的商业SaaS公司将受益；公司通过内生和投资并购，深化多垂直行业和多元业务的服务能力矩阵；营销保持高增长，通过拓展KA、更多行业和区域、非腾讯媒体，继续做大收入规模。预计20~22年收入分别增长46.9%、41.0%、41.3%，经调整净利0.47亿（考虑宕机事件支出）、1.07亿、2.26亿。根据分部估值结论，对应合理价值6.9港元/股。

**风险提示：**疫情影响持续发酵；智慧零售和智慧餐饮发展不及预期；SaaS服务竞争加剧，获客成本增加；广告主预算下降，广告渠道费用增长。

表 1: 微盟SaaS业务关键经营数据分析

单位: 百万元人民币		2018	2019	2020E	2021E	19H1	19H2
<b>收入</b>		347	507	718	1,059	219	288
	同比增长	32.2%	46.1%	41.6%	47.6%	41.1%	50.1%
付费商户数量(万)		6.47	7.95	9.55	11.84	7.00	7.95
	同比增长	25.6%	23.0%	20.0%	24.0%	24.3%	23.0%
	流失率	26.8%	22.2%	20.0%	19.0%	8.9%	12.3%
ARPU(元)		5,365	6,374	7,521	8,950	3,129	3,130
	同比增长	5.2%	18.8%	18.0%	19.0%	13.5%	5.6%
LTV(元)		20,029	28,691	37,605	47,105		
	同比增长	6.8%	43.2%	31.1%	25.3%		
<b>成本</b>		2018	2019	2020E	2021E	19H1	19H2
营业成本		52	99	147	193	42	57
毛利率		85.0%	80.5%	79.5%	81.8%	80.8%	80.2%
销售费用(根据我们估算)		349	506	636	841	215	394
	销售费用率	100.6%	99.8%	88.6%	79.4%	98.1%	136.9%
新增付费商户数(万)		2.70	2.92	3.18	4.10	1.11	1.81
	流失商户数	1.38	1.44	1.59	1.81	0.58	0.86
	净增商户数	1.32	1.49	1.59	2.29	0.53	0.95
CAC(元)		12,934	17,310	19,992	20,483	19,385	21,726
	同比增长	24.1%	33.8%	15.5%	2.5%		
LTV/CAC		1.55	1.66	1.88	2.30		

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 标蓝色数字为我们估算值或预测值。

**表 2: 营销业务关键经营数据分析**

单位: 百万元人民币	2018	2019	2020E	2021E	19H1	19H2
收入	518	930	1,393	1,918	438	492
同比增长	90.9%	79.5%	49.8%	37.7%	147.5%	44.3%
收入占比	59.9%	64.7%	66.0%	64.4%	66.6%	63.1%
占毛收入比例	20.8%	17.6%	14.6%	13.7%	24.3%	14.1%
毛收入(流水)	2,493	5,281	8,103	10,907	1,797	3,484
同比增长	167.1%	111.9%	53.4%	34.6%	86.1%	128.2%
净佣金(净收入)	232	406	606	777	196	209
同比增长	97.9%	75.2%	49.4%	28.2%	92.9%	61.3%
净佣金率	9.3%	7.7%	7.5%	7.1%	10.9%	6.0%
营业成本	295	541	827	1,181	249	292
毛利率	43.0%	41.8%	40.6%	38.4%	43.0%	40.8%
广告流量成本	287	524	787	1,141	241	283
占总额法的广告流水比例	74.7%	77.9%	78.0%	78.0%	73.3%	82.4%
销售费用	101	186	307	430		
销售费用/毛收入	4.0%	3.5%	3.8%	3.9%		

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 标蓝色数字为我们预测值。

**表 3: 微盟分业务预测表(人民币百万元)**

营业收入	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
SaaS 产品	347	507	718	1,059	155	192	219	288
精准营销	518	930	1,393	1,918	177	341	438	492
合计	865	1,437	2,111	2,977	332	533	657	780
收入增速	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
SaaS 产品	32.1%	46.1%	41.6%	47.6%	26.9%	36.8%	41.1%	50.1%
精准营销	90.9%	79.5%	49.8%	37.7%	97.3%	87.7%	147.5%	44.3%
合计	62.0%	66.1%	46.9%	41.0%	56.7%	65.5%	97.7%	46.4%
收入占比	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
SaaS 产品	40.1%	35.3%	34.0%	35.6%	46.8%	36.0%	33.4%	36.9%
精准营销	59.9%	64.7%	66.0%	64.4%	53.2%	64.0%	66.6%	63.1%
合计	100%	100%	100%	100%	600%	700%	800%	900%
毛利率	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
SaaS 产品	85.0%	80.5%	79.5%	81.8%	84.4%	85.5%	80.8%	80.2%
精准营销	43.0%	41.8%	40.6%	38.4%	56.5%	36.0%	43.0%	40.8%
合计	59.8%	55.5%	53.9%	53.9%	69.5%	53.8%	55.6%	55.3%
毛利润	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
SaaS 产品	295	408	571	867	131	164	177	231
精准营销	223	389	566	737	100	123	188	201
合计	518	797	1,137	1,603	231	287	365	432

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 4: 微盟利润表简表

(百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
营业收入	865	1,437	2,111	2,977	332	533	657	780
营业成本	347	640	974	1,374	101	246	291	348
其他收益净额	25	27	27	27	5	20	1	26
销售费用	450	717	1,003	1,370	188	262	323	394
管理费用	151	130	158	194	75	76	63	67
财务费用	5	12	15	20	1	5	4	7
除税前溢利	(1,091)	328	(3)	112	(621)	(470)	292	37
归母净利润	(1,089)	312	(17)	97	(617)	(472)	289	23
经调整净利润	51	77	47	107	28	21	29	48
EPS(元/股)	(0.49)	0.14	(0.01)	0.04	(0.28)	(0.21)	0.13	0.01
主要比率	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
毛利率	59.8%	55.5%	53.9%	53.9%	69.6%	53.8%	55.6%	55.3%
销售费用率	52.0%	49.9%	47.5%	46.0%	56.5%	49.2%	49.2%	50.5%
管理费用率	17.5%	9.0%	7.5%	6.5%	22.6%	14.3%	9.5%	8.6%
营业利润率	-4.8%	2.6%	2.5%	3.9%	-5.7%	-4.3%	-0.4%	5.2%
财务费用率	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.2%	0.9%	0.6%	1.0%
税前利润率	-126.1%	22.9%	-0.1%	3.7%	-186.8%	-88.2%	44.4%	4.7%
所得税率	-0.1%	5.2%	-524.5%	13.4%	-0.3%	0.0%	0.5%	1.7%
归母净利率	-125.9%	21.7%	-0.8%	3.3%	-185.8%	-88.6%	44.0%	2.9%
经调整净利率	5.9%	5.4%	2.2%	3.6%	8.5%	4.0%	4.5%	6.1%
YoY	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
营业收入	62.0%	66.1%	46.9%	41.0%	56.7%	65.5%	97.7%	46.4%
归母净利润	-	-	-105.5%	-665.7%	-	-	-	-
经调整净利润	358%	52.1%	-39.0%	126.1%			3.6%	127.1%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 经调整净利润在净利润基础上, 加“以股份为基础的补偿、上市及其他一次性开支、利息开支、税务影响”, 减“金融负债公允价值变动”。以2018年为例, 经调整净利润(0.51亿元)=净利润(-10.91亿元)+以股份为基础的补偿(0.33亿元)+上市及其他一次性开支(0.60亿元)+利息开支(0.05亿元)、税务影响(0.01亿元)-金融负债公允价值变动(10.44亿元)。

表 5: 微盟分部估值表

分业务	收入 (RMB 百万元)			净利润 (RMB 百万元)			PE(X)	PS(X)	各业务估值 (RMB 百万元)	各业务估值 (百万港元)
	2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2020E		
SaaS 产品	507	718	1,059					13	9,333	10,546
精准营销	930	1,393	1,918	206	284	382	15		4,254	4,807
合计	1,437	2,111	2,977						13,587	15,353
合理价值										6.9 港元/股

数据来源: 公司财报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心 备注: 汇率为1元人民币=1.13港元。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	846	2,855	2,881	3,938	5,511	
货币资金	128	870	3	0	71	
应收及预付	588	1,383	2,095	2,956	4,204	
存货	0	0	0	0	0	
其他流动资产	130	602	782	982	1,235	
<b>非流动资产</b>	234	449	613	779	959	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	17	21	28	33	38	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	57	139	229	320	414	
其他长期资产	160	289	357	425	507	
<b>资产总计</b>	1,081	3,304	3,494	4,716	6,470	
<b>流动负债</b>	613	1,174	1,188	2,223	3,673	
短期借款	80	300	200	973	100	
应付及预收	6	0	0	0	0	
其他流动负债	528	874	988	1,250	3,573	
<b>非流动负债</b>	2,900	140	333	427	520	
长期借款	0	0	200	300	400	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	2,900	140	133	127	120	
<b>负债合计</b>	3,513	1,314	1,522	2,649	4,193	
股本	0	2	2	2	2	
资本公积	(1,169)	2,942	2,942	2,942	2,942	
留存收益	(1,262)	(954)	(970)	(875)	(664)	
归属母公司股东权益	(2,431)	1,990	1,973	2,069	2,280	
少数股东权益	(1)	(0)	(1)	(2)	(2)	
<b>负债和股东权益</b>	1,081	3,304	3,494	4,716	6,470	

利润表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	865	1,437	2,111	2,977	4,206	
营业成本	347	640	974	1,374	1,955	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	
销售费用	450	717	1,003	1,370	1,856	
管理费用	151	130	158	194	236	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	5	12	15	20	21	
资产减值损失	0	7	0	0	0	
公允价值变动收益	42	94	77	77	77	
投资净收益	0	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	(42)	38	52	117	236	
营业外收支	(1,044)	302	(40)	15	15	
<b>利润总额</b>	(1,091)	328	(3)	112	230	
所得税	1	17	15	15	15	
<b>净利润</b>	(1,091)	311	(18)	97	215	
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	
<b>归属母公司净利润</b>	(1,089)	312	(17)	97	216	
EBITDA	(15)	49	67	137	257	
EPS (元)	(0.49)	0.14	(0.01)	0.04	0.10	

现金流量表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	(264)	(451)	(859)	(760)	979	
净利润	(1,089)	312	(17)	97	216	
折旧摊销	22	0	0	0	0	
营运资金变动	842	(695)	(772)	(793)	828	
其它	(38)	(68)	(70)	(65)	(64)	
<b>投资活动现金流</b>	(111)	(668)	(164)	(164)	(179)	
资本支出	11	0	(97)	(97)	(98)	
投资变动	(122)	(668)	(67)	(68)	(81)	
其他	0	0	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	455	1,856	155	921	(728)	
银行借款	(1,233)	427	100	873	(773)	
股权融资	(1,125)	4,113	0	0	0	
其他	2,813	(2,683)	55	48	45	
<b>现金净增加额</b>	81	737	(867)	(3)	71	
期初现金余额	22	128	870	3	0	
期末现金余额	128	870	3	0	71	

### 主要财务比率

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	62%	66%	47%	41%	41%
营业利润增长	-	-190%	38%	124%	102%
归母净利润增长	-	-129%	-106%	-666%	122%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60%	55%	54%	54%	54%
净利率	-126%	22%	-1%	3%	5%
ROE	45%	16%	-1%	5%	9%
ROIC	2%	2%	18%	4%	9%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	325.1	39.8%	43.6%	56.2%	64.8%
净负债比率	7.4%	9.1%	11.4%	27.0%	7.7%
流动比率	1.38	2.43	2.42	1.77	1.50
速动比率	1.38	2.43	2.42	1.77	1.50
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.80	0.43	0.60	0.63	0.65
应收账款周转率	18.25	12.91	10.97	10.82	10.83
存货周转率	-	-	-	-	-
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	(0.49)	0.14	(0.01)	0.04	0.10
每股经营现金流	(0.12)	(0.20)	(0.38)	(0.34)	0.44
每股净资产	(1.09)	0.89	0.88	0.92	1.02
<b>估值比率</b>					
P/E	-	30.0	-	96.3	43.5
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	367.6	270.2	132.8	70.6

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。