

2020年01月21日

浙江富润 (600070.SH)

依托泰一指尚、数链、数金，持续外推业务边界

■公司主业稳健，已布局营销新业务方向。公司于1994年由国营单位浙江纺织厂等发起设立，1997年在上交所上市，2011年因国企改革原管理层受让诸暨市政府股权变更为实控人，持股比例长期稳定。公司成立后以纺织印染为主业，2008年对子公司增资并表使钢管销售与加工成为第二主业，2016年收购泰一指尚切入互联网营销领域，两次外延拓展均使业绩有所改善。目前公司以双主业模式发展，在稳定发展传统业务的同时不断拓展互联网营销边界提升业务弹性。

■泰一指尚深耕互联网营销，技术能力有望升级。泰一指尚拥有“手指客”、“SNS+”、“AdSmart”、“OTV”等多个子品牌，在移动端、PC、OTT等终端及社交媒体与视频平台等领域形成全面覆盖。在数据方面，泰一指尚拥有包括投放沉淀数据、电信、运营商、金融等第三方数据资源，旗下DMP平台曾获中国信通院“大数据星河奖优秀大数据产品奖”。根据公司公告，2019年11月公司对尼尔森网联增资3000万，持股5.77%，双方有望在数据分析、消费者洞察等领域展开合作，进一步升级公司技术能力。

■新成立数链、数金，持续外推业务边界。2019年12月，公司分别出资1亿元、5000万设立浙江富润数链科技有限公司与浙江富润数金科技有限公司，拓展区块链、金融科技方向业务；12月20日，富润数链联合泰一指尚、国信泰一推出可信计算平台，探索区块链技术在数据隐私安全领域的应用；2020年1月，富润数链携手中国联通发布盘卡。公司持续落地新业务，业务边界有望持续外推。

■2019年业绩预告超预期。2018年公司实现营收27.67亿，同比增长43.57%；归母净利润为2.17亿，同比增长30.47%，业绩表现突出。1月20日，公司公告2019年业绩预告，预计实现归母净利润6亿元左右，同比增长177%左右；扣非净利润1.8亿，同比增长8%左右，业绩表现进一步超预期。

■投资建议：公司传统业务稳健，营销业务受益于公司顺应行业趋势，积极升级迭代，持续外推业务边界，我们预计公司2019-2021年归母净利润为6.0亿、3.5亿、4.5亿，对应EPS为1.15元、0.67元、0.86元，给予2020年25倍PE，目标价为16.75元，给予“买入-A”评级。

公司分析

证券研究报告

长材

投资评级 **买入-A**

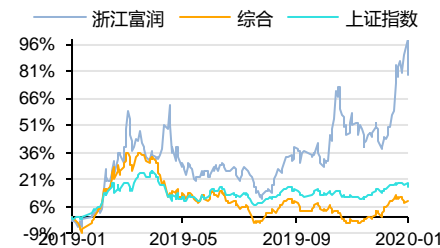
维持评级

6个月目标价：**16.75元**
股价(2020-01-21) **11.53元**

交易数据

总市值(百万元)	6,018.04
流通市值(百万元)	5,523.99
总股本(百万股)	521.95
流通股本(百万股)	479.10
12个月价格区间	6.12/12.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.76	35.54	60.17
绝对收益	25.33	39.42	77.74

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

■风险提示：数链、数金业务推进低于预期、行业竞争加剧风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,927.2	2,767.0	4,237.7	4,995.8	5,919.3
净利润	166.2	216.8	600.4	349.5	450.3
每股收益(元)	0.32	0.42	1.15	0.67	0.86
每股净资产(元)	4.41	4.53	5.00	5.37	6.00

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	36.2	27.8	10.0	17.2	13.4
市净率(倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
净利润率	8.6%	7.8%	14.2%	7.0%	7.6%
净资产收益率	7.2%	9.2%	23.0%	12.5%	14.4%
股息收益率	0.9%	0.7%	3.4%	1.6%	2.0%
ROIC	16.6%	16.4%	40.2%	18.1%	25.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 上市二十二年稳扎稳打，转型营销科技迎来高速增长	5
1.1. 历史沿革：顺应产业周期转型增厚业绩.....	5
1.2. 股东结构：控股股东股权稳定，富润控股辐射多产业.....	6
1.3. 财务状况：传统业务与营销科技两手抓，升级转型业绩高速增长.....	7
2. 顺应 Martech 趋势，数据化转型正当时	10
2.1. 数据信仰正当时，营销行业向 Martech 升级.....	10
2.2. 数据化转型是 Martech 的重中之重.....	11
3. 依托泰一指尚、数链、数金，持续外推业务边界	12
3.1. 传统业务回暖，数字营销带来业绩增量.....	12
3.2. 泰一指尚定位于构筑全网一站式整合营销能力.....	14
3.2.1. 依托大数据及技术优势，构筑全网一站式整合营销能力.....	15
3.2.2. 赋能企业数字化转型，技术水平行业领先.....	17
3.2.3. 走向数字科技公司，泰一指尚未来可期.....	18
3.3. 数链与数金，有望进一步外推公司的业务边界.....	18
4. 投资建议	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 估值分析.....	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司双主业发展格局.....	5
图 2：公司拓展业务边界驱动业绩增长.....	6
图 3：公司股权结构.....	6
图 4：2014-2019H1 营业收入及同比增速.....	7
图 5：2014-2019H1 归母净利润及同比增速.....	7
图 6：2018 年公司主营业务收入构成.....	8
图 7：2017-2018 年公司主要业务营业收入（单位：亿元）.....	8
图 8：2017-2018 年整体业务毛利率（单位：亿元）.....	8
图 9：2018 年公司分业务毛利率.....	8
图 10：2018 年分业务毛利占比.....	9
图 11：2016-2018 年公司主要业务毛利率变化.....	9
图 12：2018 年应收帐款结构得到优化.....	9
图 13：2016-2018 年应收账款周转率提升.....	9
图 14：2011-2018 年浙江富润历史高分红政策.....	10
图 15：流量获取由轻到重.....	10
图 16：2013-2016 主流信息流广告平台广告刊例价涨幅.....	10
图 17：传统营销目标与 MarTech 营销目标的差异.....	11
图 18：我国营销行业发展路径.....	11
图 19：大数据在互联网、金融、政务成熟度最高.....	12
图 20：企业大数据应用场景.....	12
图 21：2014-2018 年纺织品销售及加工营业收入及毛利.....	13

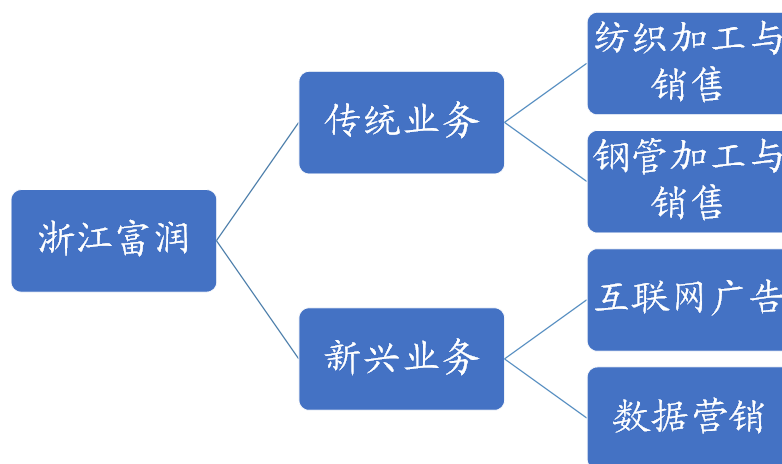
图 22: 2014-2018 年钢管销售及加工营业收入及毛利.....	13
图 23: 2017-2018 主营业务营收占比变化.....	13
图 24: 2017-2018 主营业务毛利占比变化.....	13
图 25: 泰一指尚营收及同比增速.....	14
图 26: 泰一指尚归母净利润及同比增速.....	14
图 27: 泰一指尚历史沿革.....	15
图 28: 泰一指尚产品矩阵.....	15
图 29: AdMatrix 为客户提供一站式智慧营销服务.....	16
图 30: AdTime 全网多屏触达能力矩阵.....	17
图 31: 泰一指尚部分合作伙伴.....	17
图 32: 泰一指尚所获荣誉.....	17
表 1: 盈利预测.....	19
表 1: 营销行业估值.....	20

1. 上市二十二年稳扎稳打，转型营销科技迎来高增长

1.1. 历史沿革：顺应产业周期转型增厚业绩

公司成立于 1994 年，由富润控股的前身国营单位浙江针织厂联合多家公司发起，1997 年浙江富润在上交所上市，是浙江省诸暨市第一家上市公司。经过二十多年的发展，公司目前形成以印染纺织、钢管加工销售等传统业务与营销科技新兴业务双轮驱动的业务模式。传统业务根基扎实，印染公司是全国印染行业 10 强，明贺公司是华东地区最大的无缝钢管生产企业之一；在新兴业务中，泰一指尚是国内布局营销科技较早的公司之一，形成了技术与数据资源的沉淀，具有先发优势。

图 1：公司双主业发展格局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

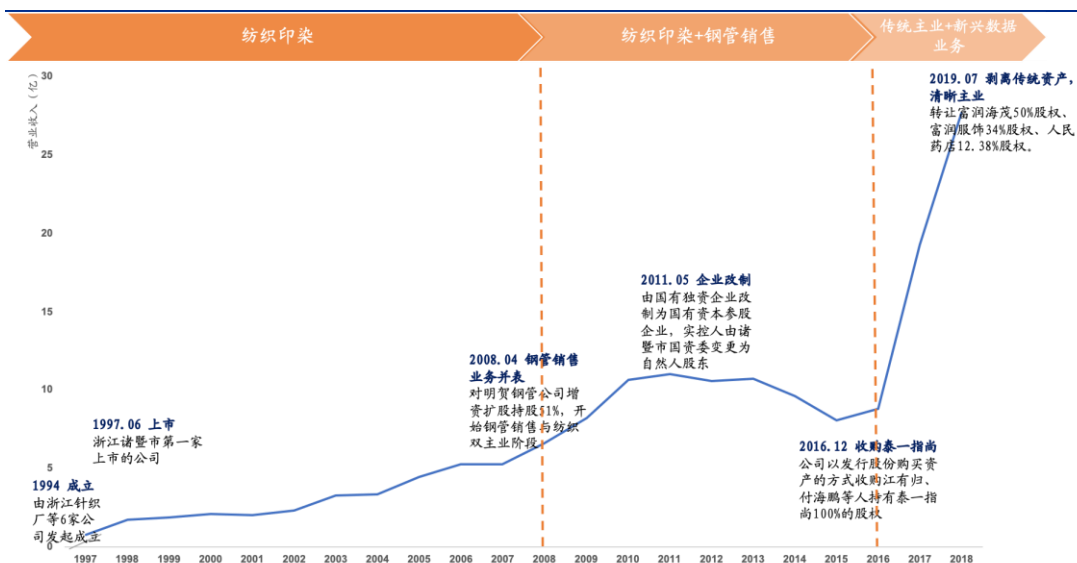
浙江富润成立 25 年以来，经过三个阶段发展，顺应产业周期调整逐步拓展业务边界，其营收也随着有显著提升。

1994 年-2007 年：以纺织印染起家，属国有大型纺织企业。浙江富润是经浙江省股份制试点工作协调小组批准，由富润集团公司(原浙江针织厂)、浙江省诸暨毛纺织厂、诸暨电力实业总公司、浙江省杭嘉湖技术开发公司、诸暨市银达经济贸易公司、诸暨市电视发展公司共同发起设立的股份制企业，并于 1994 年登记注册。主营针纺织品、精纺呢绒、绢纺织品和丝绸服装，是当时国有大型纺织企业。1997 年于上交所上市，营收由 0.8 亿增长至 2008 年的 6.62 亿。

2008 年-2016 年：拓展钢管销售第二主业。2008 年通过实行对明贺钢管的增资扩股，将钢管销售与加工发展成为公司的第二主业，截止 2016 年公司营业收入提升至 8.79 亿。

2017 年至今：向营销科技公司升级转型。在推动传统主业升级的同时，公司收购数字营销科技企业泰一指尚 100% 股权，实现向营销科技的转型。并入泰一指尚后，公司营收高速增长，由 2016 年的 8.79 亿增长至 2018 年的 27.67 亿。目前公司采用有进有退产业整合的策略，通过转让富润海茂、富润服饰、人民药店等股份，使主业进一步清晰。

图 2：公司拓展业务边界驱动业绩增长

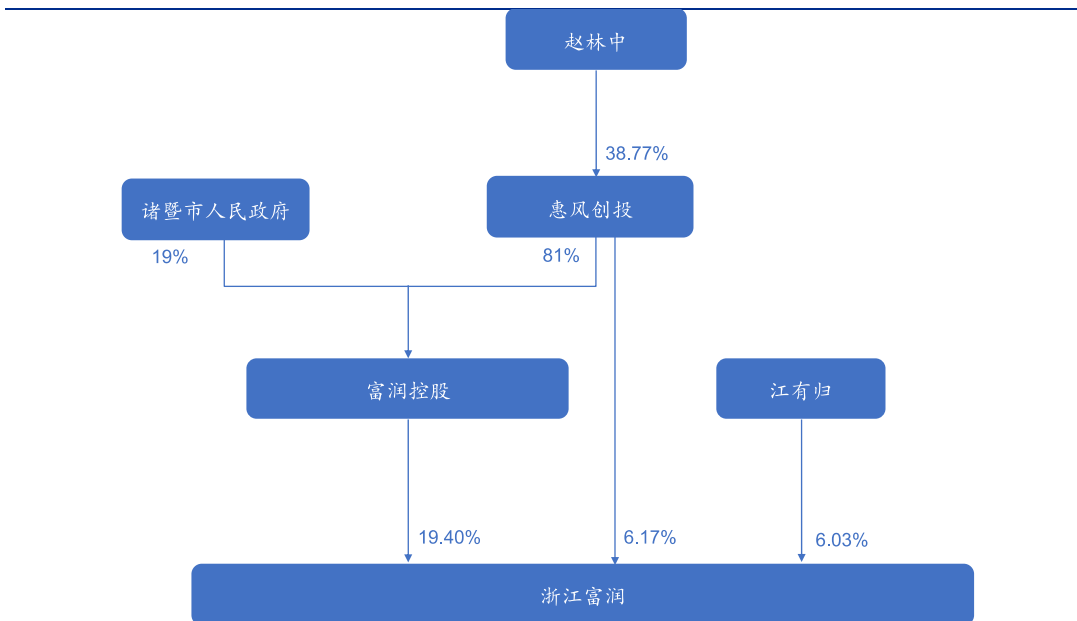


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 股东结构：控股股东股权稳定，富润控股辐射多产业

控股股东为富润集团，实际控制人为赵林中。截止 2019Q1，公司前四大股东分别为富润控股、惠风创投、江有归，持股比例分别为 19.40%、6.17%、6.03%。其中，惠风创投持有富润控股 81% 股权，赵林中通过持有 38.77% 股份控制惠风创投，间接控制富润控股，是上市公司的实际控制人。2016 年公司通过发行股份购买资产收购泰一指尚，绑定上市公司与泰一指尚原股东的利益后，原泰一指尚创始人江有归持股 6.03% 成为公司第三大股东。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

富润控股由国营厂改制，形成多产业辐射圈。富润控股集团创建于 1982 年，前身是国营诸

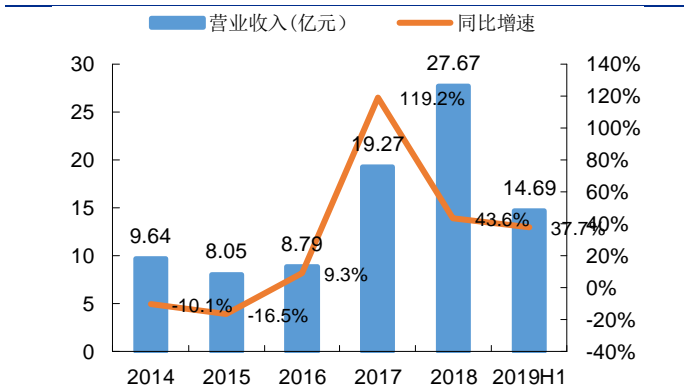
暨针织厂，2011年由国有独资企业改制为国有资本参股企业，目前除惠风创投外，诸暨市人民政府仍持有富润控股19%的股份。改制前，富润控股合并了国营诸暨酒厂、诸暨市商业(集团)公司(诸暨市商业局)及所属商贸公司、国营诸暨化肥厂等22家国有企业与二轻大集体企业诸暨纺织总厂；此后，集团已经将产业辐射金融、建材、影视、互联网、废旧纺织品高值化综合利用及互联网、房地产、养老服务、生态农业等多个领域。

实际控制人赵林中企业治理经验丰富。赵林中担任富润控股集团有限公司党委书记、董事局主席，是知名的浙商企业家。曾被评为全国劳动模范，获得过全国“五一”劳动奖章，任职浙江富润期间先后兼并22家困难企业，化解债务6亿多元，安置职工9450名，把濒临破产的小厂变成浙江省百强企业，资产增值500倍，2005年实现销售20亿元，利税1.1亿元。(资料来源：浙江在线)

1.3. 财务状况：传统业务与营销科技两手抓，升级转型业绩高速增长

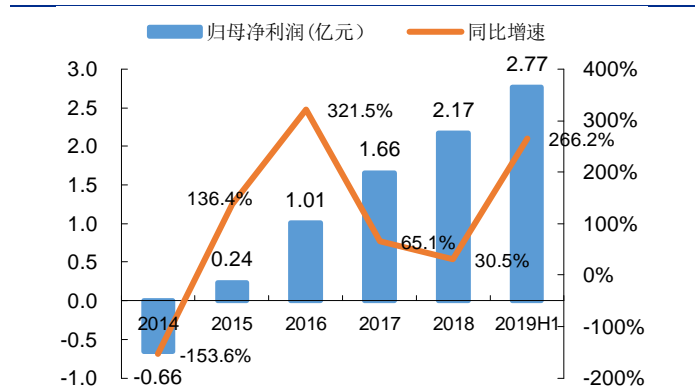
2014-2018年，公司分别实现营业收入9.64亿、8.05亿、8.79亿、19.27亿、27.67亿，同比增速分别为-10.1%、-16.5%、9.3%、119.2%、43.6%；归母净利润为-0.66亿、0.24亿、1.01亿、1.66亿、2.17亿，同比增速为-153.6%、136.4%、321.5%、65.1%、30.5%。2019H1，公司营业收入与归母净利润分别为14.69亿、2.77亿，同比增长37.69%、266.22%。

图 4：2014-2019H1 营业收入及同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

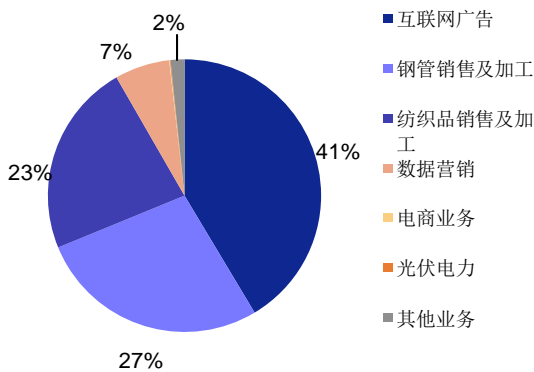
图 5：2014-2019H1 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

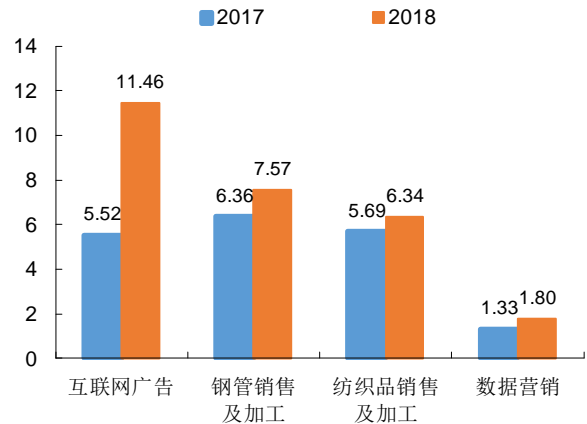
互联网广告营收占比最大，公司转型效果成果显现。公司主营业务包括互联网广告、钢管销售及加工、纺织品销售及加工、数据营销，2018年营收分别达到11.46亿、7.57亿、6.34亿、1.80亿，各项业务收入较2017年相比均出现增长，特别是互联网广告增速超过107%。从结构来看，互联网广告、钢管销售及加工、纺织品销售及加工、数据营销营收占比分别为41%、27%、23%、7%，互联网广告已经超过传统纺织及钢管业务，成为公司收入最主要的收入来源，公司向营销科技转型的战略在逐步推进。

图 6：2018 年公司主营业务收入构成



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：2017-2018 年公司主要业务营业收入（单位：亿元）

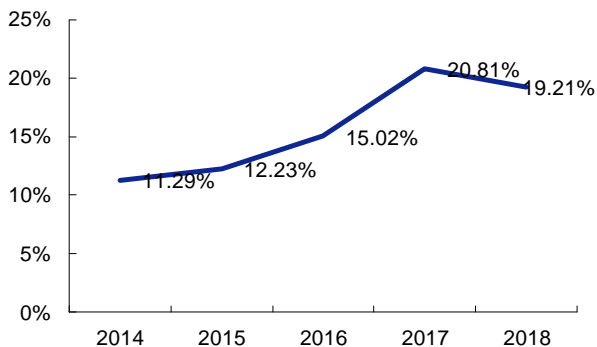


资料来源：wind，安信证券研究中心

泰一指尚并表后综合毛利整体提升。2014-2018 年公司综合毛利率为 11.29%、12.23%、15.02%、20.81%、19.21%，并入泰一指尚后毛利率明显提升。我们认为主要原因基于两个方面：1) 泰一指尚整体毛利率高于传统业务毛利率，并表后对于上市公司毛利率有提升作用；2) 传统业务订单增加，产品升级控费降成本效果显著，使得纺织与钢管销售业务毛利率提升。

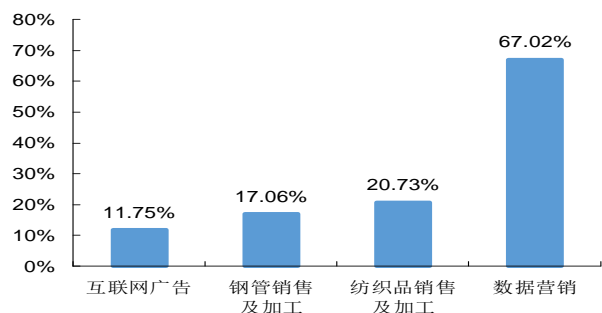
受数据营销与互联网广告影响，综合毛利率仍将承压。2018 年互联网广告、钢管销售及加工、纺织品销售及加工、数据营销毛利率分别为 11.75%、17.06%、20.73%、67.02%。其中数据营销毛利率最高，以 7% 的营收占比贡献了 23% 的毛利。但从趋势来看，由于客户对数据标签的维度、精准度与数据转换率的要求日益提升，使提供同一营销数据分析服务所需数据资源更多，导致数据资源采购成本上升，数据营销业务毛利率较 2017 年同比下降 17.47pct。此外，公司作为代理中介两头承压，互联网广告毛利率仍具下滑压力。

图 8：2017-2018 年整体业务毛利率（单位：亿元）



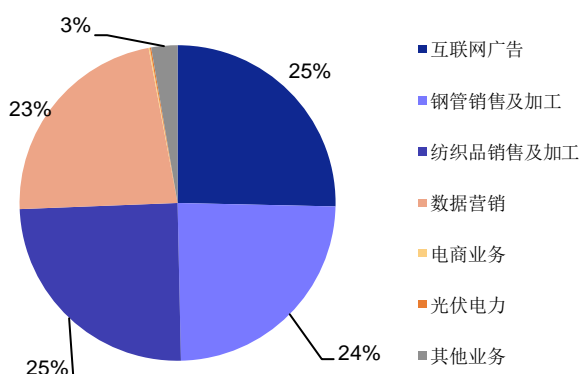
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：2018 年公司分业务毛利率



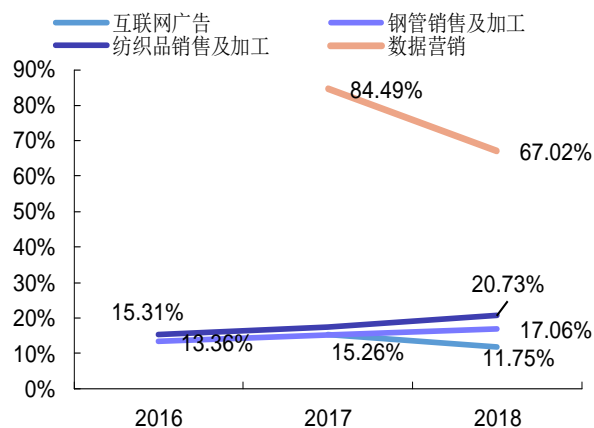
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10: 2018 年分业务毛利占比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

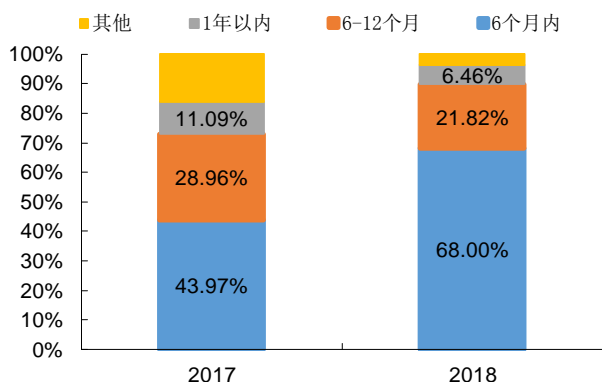
图 11: 2016-2018 年公司主要业务毛利率变化



资料来源: wind, 安信证券研究中心

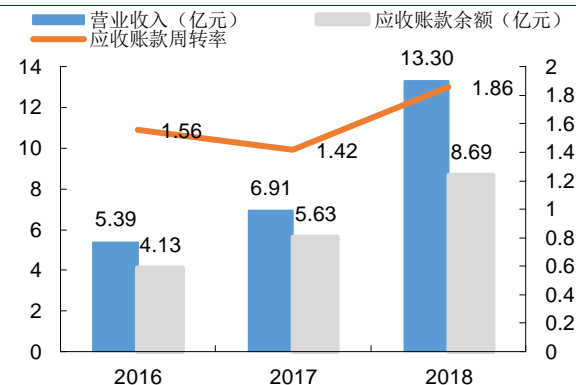
应收账款结构优化, 回款能力改善。2018 年公司 6 个月以内、6-12 个月、1 年以内的应收账款净值占比分别为 68%、21.82%、6.46%，与 2017 年相比，账期为 6-12 个月、1 年以内的应收账款占比下降，结构得到优化。从应收账款周转率角度看，2016-2018 年应收账款周转率分别为 1.56、1.42、1.86，2018 年周转率提升，公司回款能力得以改善。

图 12: 2018 年应收帐款结构得到优化



资料来源: wind, 安信证券研究中心

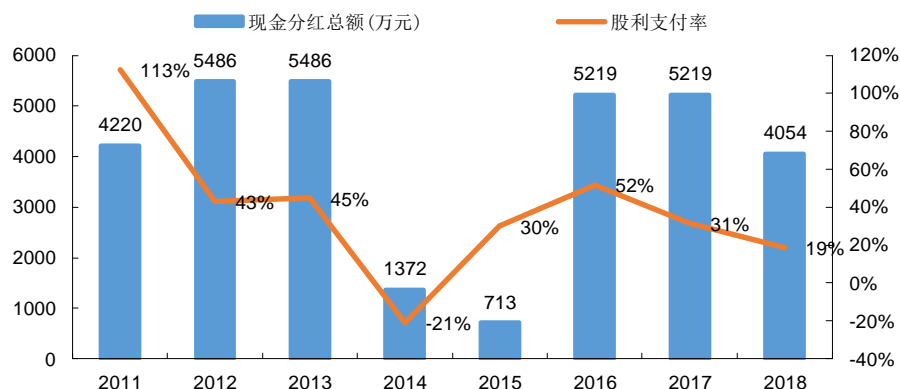
图 13: 2016-2018 年应收账款周转率提升



资料来源: wind, 安信证券研究中心

具有历史高分红政策。2018 年浙江富润向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.80 元(含税)，公司已经连续 8 年进行分红，而且在浙江富润上市 21 个完整的会计年度中，公司累计分红 19 次。从分红比例来看，自 2011 年以来公司每年的股利支付率基本维持在 20% 以上。上市以来公司累计实现净利润 13.54 亿，累计分红 4.73 亿，分红率达到 34.96%。基于公司历史分红政策和改制前是一家国企的基因，我们认为公司高比例的分红政策有望延续。

图 14：2011-2018 年浙江富润历史高分红政策



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 顺应 Martech 趋势，数据化转型正当时

2.1. 数据信仰正当时，营销行业向 Martech 升级

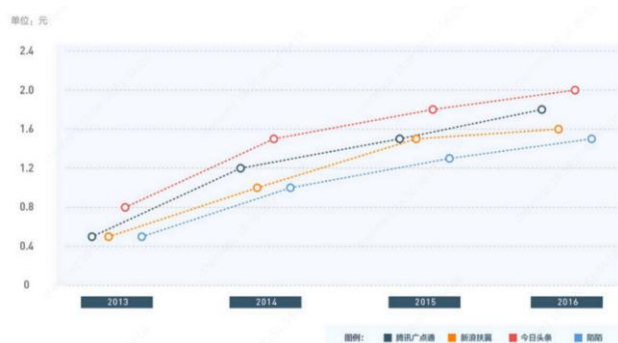
流量获取壁垒及成本提升，营销由拉新向存量运营转换。互联网上半场近 20 年的演进中，消费者的需求不断复杂化、重度化。为满足日益复杂的消费者需求，互联网公司投入的规模越来越大、回报周期越来越长，价值转换的过程（变现）也成为从一个简单到复杂的过程。伴随着流量获取方式的由轻到重，新用户获取成本日益攀升，公司的营运重心由拉新向运营存量用户转换。

图 15：流量获取由轻到重



资料来源：安信证券研究中心

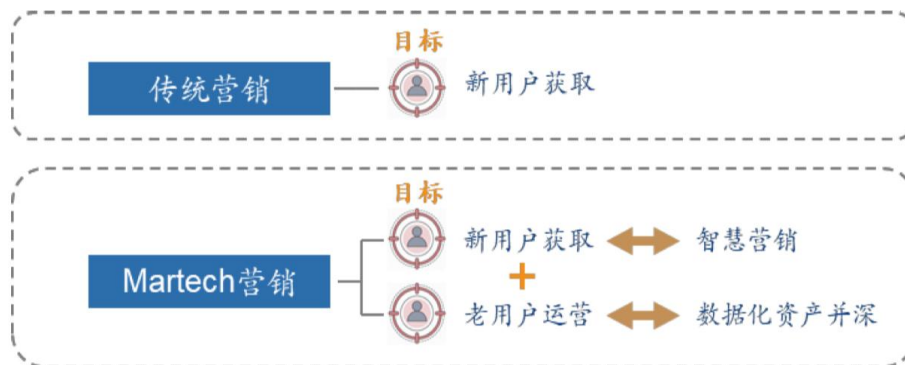
图 16：2013-2016 主流信息流广告平台广告刊例价涨幅



资料来源：36 氪，安信证券研究中心

基于存量用户运营，Martech 成为行业新趋势。在营销领域，Scott Brinker 提出 MarTech 概念，利用技术并运营随之产生的数据资产以实现营销目标，将营销关注重点由新用户获取转移到存量用户运营，表现为用户的精细运营及数据驱动增长，最终将发展为完备的营销生态系统。MarTech 将割裂的营销 (Marketing)、技术 (Technology) 与管理 (Management) 联系在一起，表现为营销技术手段的持续升级、资产化的沉淀数据价值的持续提高。

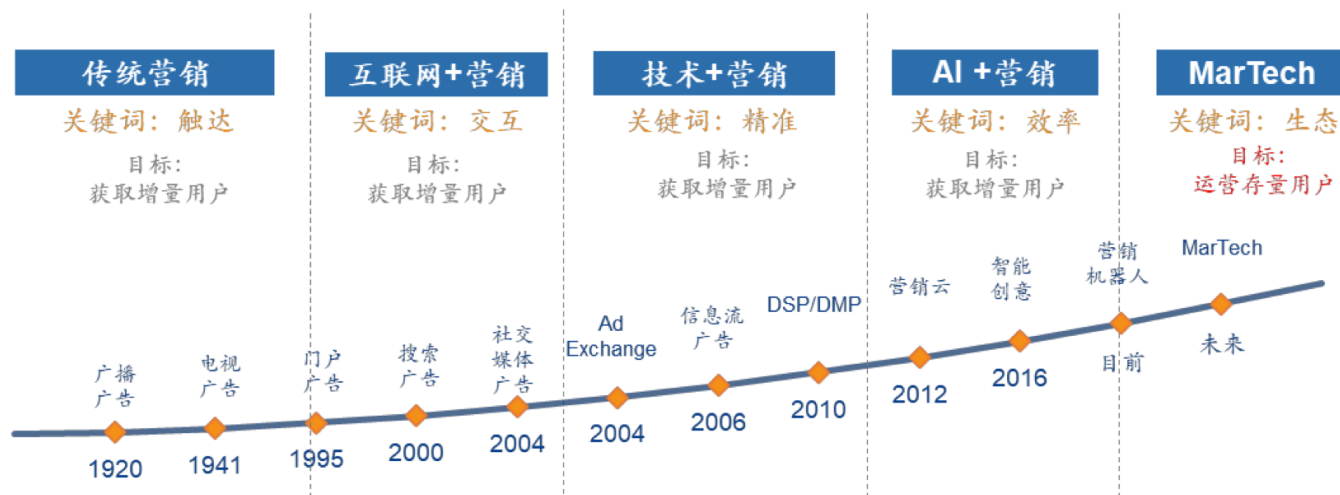
图 17: 传统营销目标与 MarTech 营销目标的差异



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

从 0 到 1: 智慧营销先行, 解决技术基础。以技术为代表的 DSP、AdX、DMP 公司在 2015-2016 快速发展之后, 已经进入洗牌期。随着数据能力对于行业的重要性加强, 现存公司的数据能力如果无法跟上, 会出现被淘汰或者并购的行业整合现象。BAT 均已开始布局智慧营销, 对于 BAT 来说, 其内容生产与媒介的广度与深度、技术水平、大数据资产等均已达到一定的高度, 但如何深度挖掘数据资产并最大化沉淀其商业价值, 通过更高效且个性化的营销模式强化用户连接并抢占新一代用户心智, 是巨头公司发展智慧营销的主要思考。从技术营销到智慧营销, 中国的 MarTech 营销生态在从 0 到 1 的过程中具有深厚积累。

图 18: 我国营销行业发展路径



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

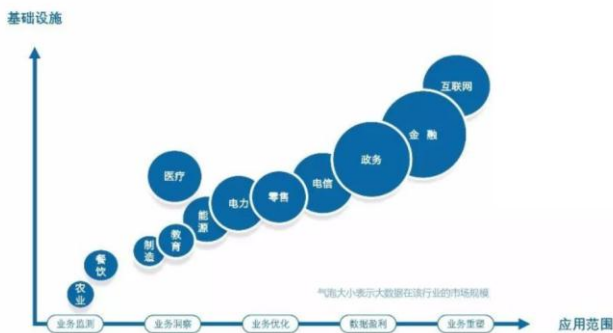
2.2. 数据化转型是 Martech 的重中之重

从 1 到 2: Martech 驱动数字化转型。智慧营销时代, 消费者决策全路径包括“兴趣、意向、决策、购买、复购”, 其关注重点为新用户的消费“兴趣、意向、决策及购买”。而在 MarTech 时代, 该路径将在复购之后增加“衍生消费”这一环节, 其关注重点为老用户的“复购”及“衍生消费”。品牌主将进行数据化转型, 贯穿于企业业务全路径, 而 MarTech 产品/服务

则是其数据化转型的重要推手（品牌主使用 MarTech 产品/服务的过程即数据化转型的过程）。数据化转型成为企业发展的重中之重。

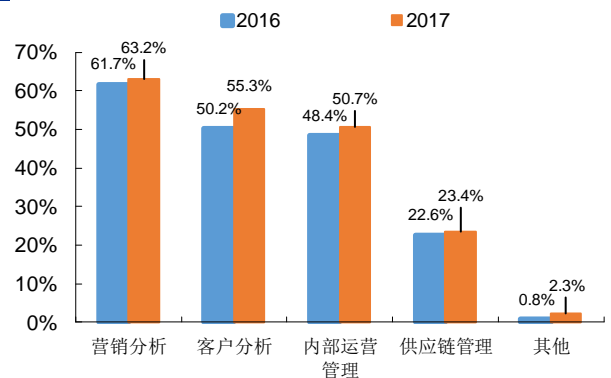
我们认为中国企业的数字化转型仍具有很大的空间：1) 企业亟待解决第一手数据收集的难题，大数据的应用发展主要集中于互联网、金融、政务等基础设施领域，传统制造行业与大数据的融合仍有待深化；2) 在精准营销的背景下，企业除了需要挖掘第一方数据，仍需要借助第二方、第三方补全数据，丰富消费者标签，对用户的洞察更加精细化；3) 生产-营销-销售的完整闭环有待打通。2017 年中国企业应用大数据的场景主要为营销分析、客户分析、内部运营管理、供应链管理，占比分别达到 63.2%、55.3%、50.7%、23.4%，大数据的应用集中在营销运营环节，与生产环节的融合程度较低。

图 19：大数据在互联网、金融、政务成熟度最高



资料来源：爱点击，安信证券研究中心

图 20：企业大数据应用场景



资料来源：中国信通院，安信证券研究中心

头部公司调整组织架构以适应数据转型。2017 年 3 月可口可乐撤掉了从 1993 年开始设立的首席营销官(CMO)，取而代之的是首席增长官(CGO)。据 Forrester 预测，2018 年将会有 8 家财富百强品牌取消 CMO,设计 CGO。这意味着越来越多的企业从单一营销进化为“以增长为主的大数据营销”。目前巨头公司基于“数据信仰”思考的布局已初现端倪，以腾讯为例，腾讯已于 2018 年下半年完成第三次组织架构调整，将原先的七大事业群调整为六大事业群，宣布向 B 端转型。

基于企业数据化转型和构筑 Martech 生态的背景，我们认为三类公司将成为建设 MarTech 生态的重要力量，其中第一类公司将成为开拓并引领行业发展的基石力量，解决从 0 到 1 的问题；第二类、第三类公司则在智慧营销发展成熟的基础上细化垂直领域服务生态，并有机会在细分领域发展成为龙头（目前仍有 2-3 年的发展时间窗口期），解决从 1-2 的问题。

第一类：拥有海量数据资源及高端技术能力的巨头公司（如 BAT）。该公司依托自身资源及技术优势发展智慧营销，其开拓出的营销新技术、新形态将引领行业发展方向；

第二类：接近业务实体、具备丰富营销服务经验的传统代理型营销公司。该公司承受转型压力，因接近业务实体可有的放矢的转型升级营销业务，技术化的营销产品/服务更接地气。

第三类：细分垂直领域的营销技术公司（如每日互动、极光等）。该公司技术出身且在垂直细分领域具备较大竞争优势，升级业务顺理成章。

3. 依托泰一指尚、数链、数金，持续外推业务边界

3.1. 传统业务回暖，数字营销带来业绩增量

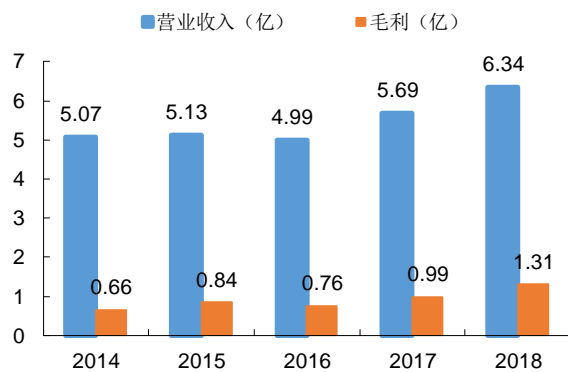
公司目前是以印染、钢管销售、数字营销多业务并行，形成两手都要抓，传统主业+数字科技双轮驱动的发展策略。

公司在纺织印染与钢管加工销售等传统行业深耕多年，具有领先的行业地位与规模成本优势。旗下印染公司有二十年的印花、染色经验，纺织公司具有三十年的专业生产精纺呢绒的经验，具有从开发到销售的全产业能力，是浙江省高新技术企业，“富润”牌印染面料、精纺呢绒被评为“中国名牌产品”，印染公司被评为中国印染行业 10 强。产品以棉制品为主，市场定位为中高端，客户主要分布在浙江、江苏、广东、香港等地区。

钢管销售及加工业务主要由子公司明贺公司开展，该公司是华东地区最大的无缝钢管生产企业之一，为国内大口径中厚壁钢管首创企业及生产基地，主要供应工程机械、汽车、石油钻具、机械加工、轨道交通等行业，市场定位以国内高端用户为主，同时积极开拓国际市场，客户覆盖境内长三角地区以及美国、墨西哥等海外地区。

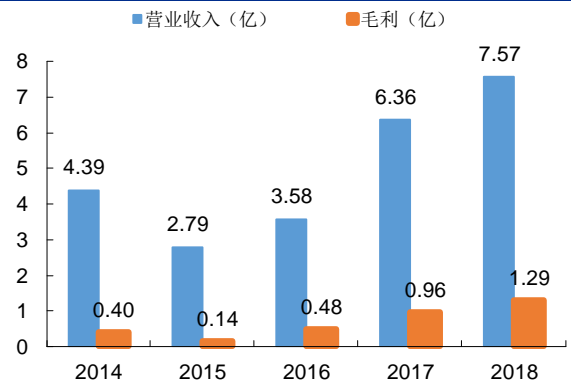
传统业务转型升级，业绩回暖。纺织印染与钢管销售均属于成熟行业，受行业影响，两项业务在 2014-2016 年增长乏力，营收和毛利双降。受益于行业整治、环保升级等影响，部分中小企业关停，2016 年后市场订单进一步向以浙江富润为代表的头部公司集中，公司传统业务营收及毛利有所提升。

图 21：2014-2018 年纺织品销售及加工营业收入及毛利



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：2014-2018 年钢管销售及加工营业收入及毛利



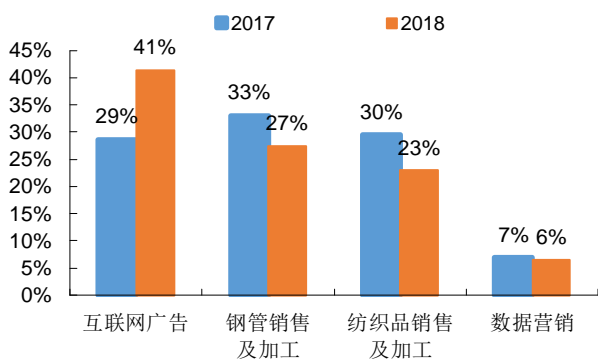
资料来源：Wind，安信证券研究中心

并购泰一指尚，以营销科技作为转型新方向。在传统业务增长乏力的背景下，公司通过并购泰一指尚寻求新的业绩增长点。2016 年公司以发行股份和支付现金相结合的方式收购泰一指尚 100% 的股权，作价 12 亿，同时向惠风创投发行股份募集配套资金 2.42 亿元，合计发行 1.65 亿股，发行定价为 7.50 元/股。收购完成后 2017 年泰一指尚财务并表，对上市公司营收和利润的提升有较为明显的作用。

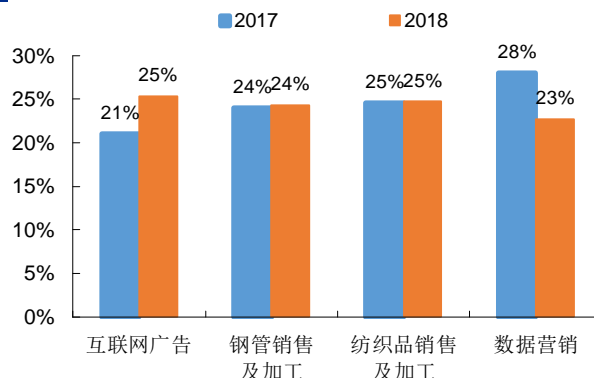
营销业务占比超传统业务，向数字化转型进一步迈进。公司逐步剥离传统业务，传统业务营收占比逐渐下降，互联网广告为创收的主要来源，2018 年互联网广告、钢管销售及加工、纺织品销售及加工、数据营销的占比分别为 41%、27%、23%、6%，较 2017 年相比分别提高 12pct、-6pct、-7pct、-1pct。从毛利来看，2018 年互联网广告、钢管销售及加工、纺织品销售及加工、数据营销的占比分别为 25%、24%、25%、23%，互联网广告对于利润的贡献提升了 4pct，公司向营销科技转型成果显现。

图 23：2017-2018 年主营业务营收占比变化

图 24：2017-2018 年主营业务毛利占比变化



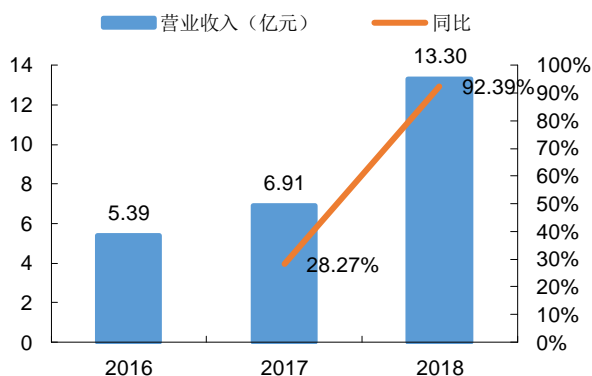
资料来源: Wind, 安信证券研究中心



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

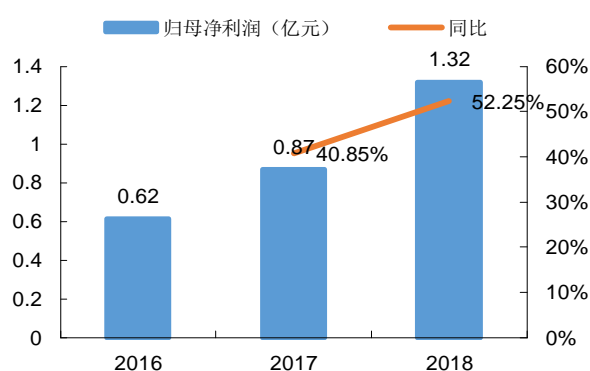
超额完成业绩承诺，管理层追加 2 年业绩承诺。2016-2018 年泰一指尚归母净利润为 0.62 亿、0.87 亿、1.32 亿，连续 3 年超额完成业绩承诺，即 2016-2018 年泰一指尚实现净利润 0.55 亿、0.85 亿、1.22 亿。2018 年 8 月开始，泰一指尚与腾讯广告、今日头条、抖音平台达成互联网营销服务的合作，对业绩提升影响显著，2018 年泰一指尚营收、净利润同比增速为 92.39%、52.25%。三年对赌期结束后，泰一指尚管理层自愿追加 2 年业绩承诺，其中 2019 年净利润不低于 1.59 亿元，2020 年净利润不低于 2.07 亿元，反映出管理层的信心。

图 25: 泰一指尚营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 26: 泰一指尚归母净利润及同比增速



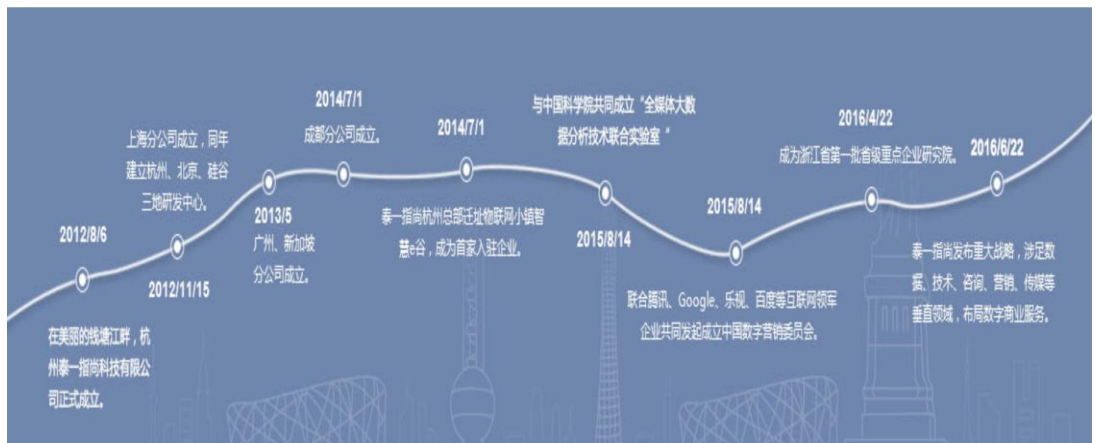
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2. 泰一指尚定位于构筑全网一站式整合营销能力

数字营销浪潮中的早期布局者。公司于 2012 年在杭州成立，由江有归、付海鹏等人发起，成立之初，泰一指尚在杭州、北京、硅谷三地建立研发中心，2015 年与中科院共同成立全媒体大数据分析技术联合实验室，并推出“ADAS 全媒体广告监测系统”，是行业内进入营销技术领域较早的公司之一。

创始人兼具实战经验和产业洞察。江有归是第十届中国商务广告协会副会长、浙江省大数据应用产业技术联盟发起人，曾获得《互联网周刊》2015 年年度人物，拥有丰富的行业经验和前瞻性的商业思维。（资料来源：企查查）。付海鹏拥有近 20 年的 IT、互联网领域从业经历，早期从事技术研发工作，具备良好的互联网技术底蕴，对国内互联网产业发展有深刻见解和丰富的行业管理经验，是较早投身数据广告营销领域人物之一。

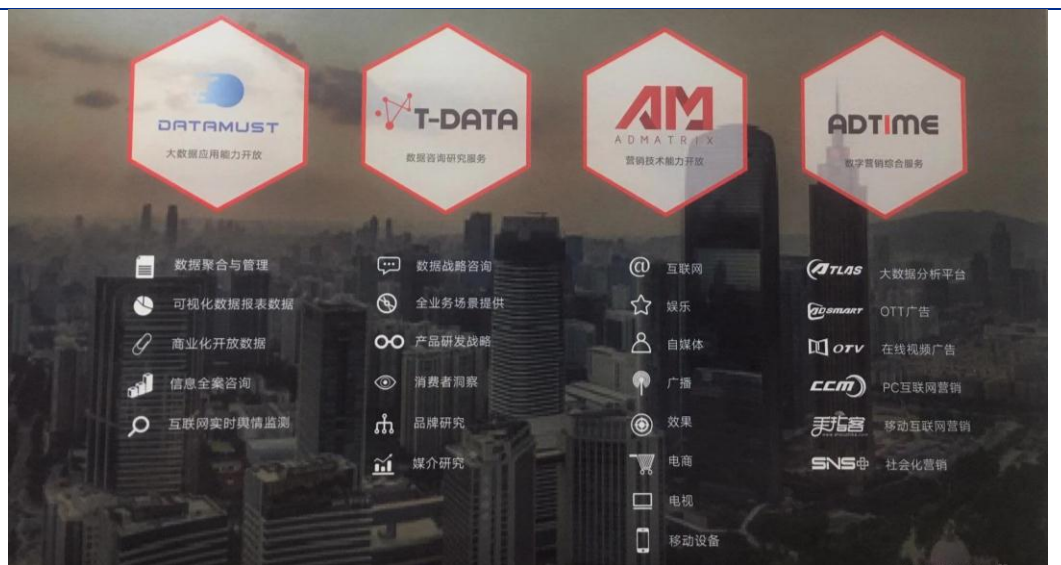
图 27：泰一指尚历史沿革



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

泰一指尚主营业务包括互联网营销业务与营销数据分析服务，旗下分别拥有营销技术能力开放平台 Admatrix、数字营销综合服务品牌 Adtime 与大数据应用能力开放平台 Datamust、数字咨询研究服务 T-data 等子品牌，致力于为客户提供大数据管理系统、数据能力开放、数据应用平台定制、用户标签管理、消费者研究、品牌研究、媒介研究、整合营销传播服务、数字营销平台定制开发等一体化的数字商业解决方案。

图 28：泰一指尚产品矩阵



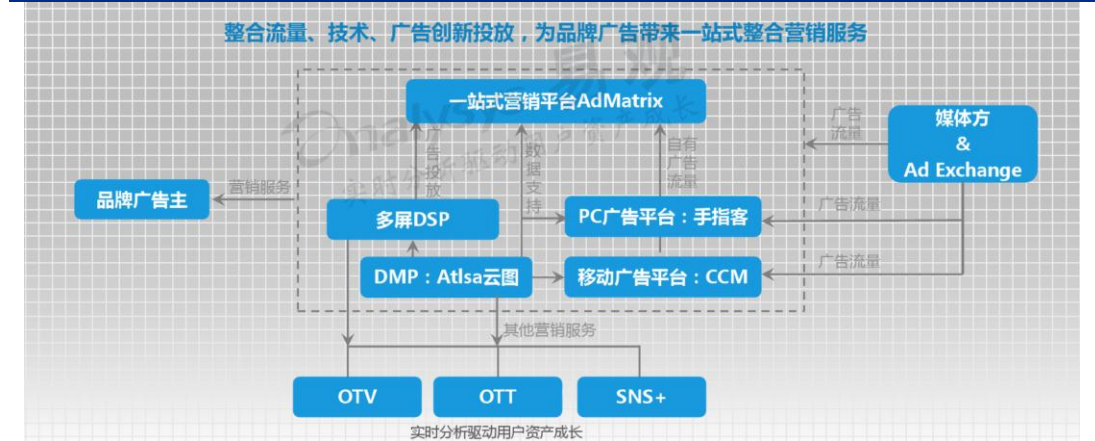
资料来源：公司年刊，安信证券研究中心

3.2.1. 依托大数据及技术优势，构筑全网一站式整合营销能力

依托扎实的大数据技术能力，助力客户智能营销。泰一指尚旗下拥有一站式营销平台 AdMatrix，该平台依托大数据技术，凭借多年的数据积累和算法优势，为客户提供包括 RTB 和 PMP 在内的全方位程序化解决方案，目前已能对接国内外全部主流广告交易平台，包括阿里、百度、腾讯、搜狐、优土、爱奇艺等全部主流广告交易平台。此外，AdMatrix 为广告

公司、品牌企业提供程序化购买、垂直行业定制、智能创意、用户画像、数据服务、LBS 场景营销、媒介资源聚合、品牌保护等八大营销能力，全面助力广告公司、品牌企业实现智能营销。

图 29: AdMatrix 为客户提供一站式智慧营销服务



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

下游构建全网全媒体触达能力。 AdTime 通过大数据应用能力开放，与电视、报刊、户外、广播等传统媒体建立战略合作关系并协同发展，可为广告主提供基于全网（PC 互联网、移动互联网、互动电视等）和全媒体的一站式整合营销服务，帮助品牌主实现品效合一的营销目标。具体的服务子品牌包括：

互动电视广告平台——“AdSmart”。 AdSmart 于 2013 年推出，是电视新网络生态广告系统，由智能电视前端的“开机广告”，到后端影视点播“菜单贴片广告”组成，为客户提供“大视频、高到达”的 OTT 智能电视营销解决方案。AdSmart 打通智能电视、IPTV、数字电视三大互动电视资源，并且已与海信、创维、康佳、长虹、TCL、乐视、小米、优朋普乐等十余家国内主流智能电视厂商、电信 IPTV、数字电视以及 ICNTV 达成战略合作，拥有丰富的投放资源。

互联网广告平台——“CCM”。 CCM 建立在大数据技术的支撑下，通过对全网流量的采集分析，挖掘用户的网站访问请求与上网行为的基础数据，对目标受众人群建立准确全面的了解，并由此指引传播策略与机制的设定，助力品牌营销效果提升。

移动互联网广告平台——“手指客”。 手指客是服务于品牌客户的精准移动互联网营销平台，具有较强的媒体资源整合能力，目前已经覆盖全网 8000 家热门 Wap 站、6000 家 APP 及 4.6 亿用户，日均曝光 6.13 亿次。通过运用云计算云存储等功能，将海量数据收集、处理、运算，为数以万计的广告主提供精准的产品营销与品牌推广服务。

社会化媒体营销服务平台——“SNS+”。 SNS+ 将目标对准 5 亿社交类网站用户群体，主要通过微博、微信平台为品牌广告客户提供微群体话题性广告执行策略。

网络视频营销平台——“OTV”。 OTV 已经打通全视频网站资源入口，为广告主提供更一站式的解决方案。

图 30: AdTime 全网多屏触达能力矩阵



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

对接跨行业多品牌广告主, 获得行业认可。泰一指尚已成功地为 500 多家汽车、日化、快消品等行业客户提供卓有成效的广告营销服务, 合作的广告主包括华为、吉利汽车、亚马逊、中粮、施华蔻等国内外大品牌。2016 年泰一指尚提交的“吉利汽车广告投放案例”、“丝蕴 syoss 互联网品牌传播案例” 被评选为中国广告主金远奖网络类案例银奖与铜奖。旗下 AdMatrix 获得“最具市场价值创意营销平台”奖。

图 31: 泰一指尚部分合作伙伴



资料来源: 公司年刊, 安信证券研究中心

图 32: 泰一指尚所获荣誉



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

3.2.2. 赋能企业数字化转型, 技术水平行业领先

DataMust 提供数据技术方案, 赋能企业数字化转型。DataMust 是泰一指尚大数据应用能力开放平台, 利用独有的数据挖掘算法、个性化的标签体系、全网实时数据监测分析以及可视化展现技术, 借助骨干数据网络以及自由数据沉淀, 逐步研发出行业领先的大数据产品, 为客户提供包括 DMP、DMC、DMM 等产品在内的大数据技术、数据商用服务能力、全网实时数据监测分析能力与商业决策服务能力, 赋能企业的数字化转型。其中, DMP 平台获中国信通院“大数据星河奖优秀大数据产品奖”, 公司的技术水平在行业内处于较为领先的位置。

汇聚海量数据资源, 深度挖掘数据价值。T-DATA 深入金融、教育、房产、汽车、电商、快消、3C、娱乐等众多垂直行业, 生成千亿级标签。利用独有的数据挖掘算法、个性化的标签体系、全网实时数据监测分析以及可视化展现技术, 为客户实际的全业务场景提供消费者洞

察、品牌研究与媒介研究。基于大数据的商业信息洞察，帮助客户实现大数据分析与应用，建构数据价值发现和应用创新能力。

技术升级叠加数据网络拓展，奠定发展根基。泰一指尚重视技术能力的构建：在内部，中高层管理人员在大数据、互联网、数字营销等领域从业多年，具有深厚的技术与产业背景；同时公司主动加强外部合作，与浙江大学、北京航空航天大学、中国科学院计算机技术研究所等多所高校与研究院达成合作关系，共同建立“全媒体大数据分析技术联合实验室”等。目前泰一指尚拥有发明专利 9 项，软件著作权 35 项。此外，公司重视数据资源网络的构建，目前已与数家传媒企业、通信设备企业、运营商等签署了战略合作协议，与国家信息中心合资成立国信泰一，与华为签署战略合作协议，通过对接上述合作单位的媒体资源及用户数据，初步建立了自身的资源网络，为未来的快速发展奠定了基础。

3.2.3. 走向数字科技公司，泰一指尚未来可期

数据公司与营销公司跨界融合。商业活动开展流程通常包含以下步骤：1) 对市场准入战略进行决策；2) 进行市场调研、消费者洞察；3) 对产品进行营销传播与推广；4) 评估落地效果并反馈。在整个决策和执行环节上，负责的公司依次为以 MBB 为主的战略咨询公司、以尼尔森为代表的市场调研公司、以 4A 为代表的传媒集团、以秒针为代表的效果监控公司。随着广告主对效果的重视，依赖数据做消费者洞察及精准营销变得非常重要，埃森哲、德勤等数据技术及拥有数据资源的公司纷纷跨界进入数字营销，国际 4A 也在开展对咨询公司的反向收购。

携纯粹数据营销基因诞生，以泰一指尚为代表的公司仍具竞争优势。数据公司与营销公司跨界融合浪潮下，泰一指尚成立于 2012 年，成立之初即以数字营销为主业。相比于传统营销公司，以泰一指尚为代表的营销科技公司具有更纯粹的数据基因，数据营销的思维根深蒂固；与互联网公司相比，这类公司在营销领域深耕多年，对营销的理解更加深刻，提供的营销服务也将会更加接地气。在目前广告主分散、传统营销公司与互联网公司融合不够充分的情况下，数据营销公司仍具有独特的竞争力与发展空间。

打通商业洞察与营销传播，发力数据科技升级。根据公司调研，泰一指尚将围绕企业客户，提供商业洞察与营销传播推广两个阶段的综合服务。未来发力的方向主要分为两个：1) 为企业主提供数据管理与数字营销投放的一站式数据产品，帮助企业打通从内部数据管理到外部投放的所有数据，从更深的层次赋能企业数字化转型；2) 构建数据汇聚平台。公司作为第三方 DMP 平台，沉淀数据以营销投放数据为主，未来将进一步引入第三方数据源，包括金融、运营商、其他互联网公司，以补全数据使得用户画像、行业竞争格局更加清晰，以此支持为商业决策提供咨询服务。根据公告，2019 年 11 月公司对尼尔森网联增资 3000 万，持股 5.77%，双方有望在数据分析、消费者洞察等领域展开合作，进一步升级公司技术能力。

3.3. 数链与数金，有望进一步外推公司的业务边界

公司向互联网业务转型的态度较为坚定，建立泰一指尚的基础之上，公司积极布局，持续拓展外延边界。2019 年 12 月，公司公告拟出资人民币 1 亿元设立浙江富润数链科技有限公司；拟出资人民币 5000 万元设立浙江富润数金科技有限公司，拓展区块链、金融科技业务；12 月 20 日，富润数链联合泰一指尚、国信泰一推出可信计算平台，探索区块链技术的数据隐私安全领域的应用；2020 年 1 月，富润数链携手中国联通发布盘卡，主要针对社区商铺店主、社区居民两大类人群，根据不同流量使用需求，推出水盘卡、地盘卡、天盘卡三大系列

套餐，旨在为用户提供网络优质、内容丰富的移动网络通信服务。

根据现有业务布局，我们认为公司在传统互联网营销业务毛利率承压的背景下积极转型，一方面探索在区块链、金融科技的业务创新，提前对新技术的应用进行布局；另一方面基于泰一指尚已有的数字营销能力进行业务协同，与中国联通、中国烟草等大型集团达成合作提供更丰富的营销能力与技术服务，后续有望充分释放业绩弹性。

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

盈利预测假设：

1) 收入与毛利率

- 根据半年报披露数据，互联网广告业务 2019 年收入增速较高，我们假设建立在 19 年形成的高收入基数上，2020-2021 年互联网广告业务收入增速将放缓至 25%；毛利率方面，短期仍将承压，预计随营销业务的升级、与新业务的协同逐渐显现，毛利率或将提升，假设 2020-2021 年毛利率为 13%；
- 假设数据营销业务将处于稳健增长的状态，由于数据源具有复用性，预计随收入增长前期数据采购成本将被逐渐消化，毛利率将有所提升；
- 钢管加工与销售、纺织品加工与销售传统业务受到环保整治影响订单集中，短期收入增速提高，中长期来看业务稳健增速将有所放缓；毛利率方面，由于公司积极升级传统业务，假设毛利率将略有提升。

2) 费用率方面，由于公司积极开展新业务，我们预期费用率会有所提升，在取近三年平均值的基础上小幅提升。

3) 根据 2019 年业绩预告，预计 2019 年将有 4.2 亿非经常性损益，基于 2019 年中报披露数据，我们判断为持有上峰水泥产生的公允价值损益。

基于以上假设，我们认为公司传统业务稳健，营销业务受益于公司顺应行业趋势，积极升级迭代，持续外推业务边界，预计公司 2019-2021 年将实现归母净利润为 6.0 亿、3.5 亿、4.5 亿，对应 EPS 为 1.15 元、0.67 元、0.86 元。

表 1：盈利预测

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,767.0	4,237.7	4,995.8	5,919.3
yoy	43.57%	53.15%	17.89%	18.49%
综合毛利率	19.21%	18.95%	18.59%	18.22%
互联网广告	1,146.15	2292.30	2865.38	3581.72
yoy	107.61%	100%	25%	25%
毛利率	11.75%	11%	13%	13%
数据营销	179.85	269.78	323.73	388.48
yoy	35.09%	50%	20%	20%
毛利率	67.02%	70%	70%	70%
纺织品加工与销售	633.86	728.94	765.39	803.66
yoy	11.45%	15%	5%	5%
毛利率	20.73%	22%	22%	22%
钢管加工与销售	757.34	946.68	1041.34	1145.48
yoy	19.03%	25%	10%	10%
毛利率	17.06%	18%	18%	18%
销售费用率	2.1%	2.4%	2.9%	2.8%
管理费用率	2.9%	3.8%	5.1%	4.4%
财务费用率	0.7%	0.7%	0.4%	0.3%
归属于母公司所有者的净利润	216.8	600.4	349.5	450.3

同比	30.5%	177.0%	-41.8%	28.8%
归母净利润率	7.8%	14.2%	7.0%	7.6%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2. 估值分析

根据 Wind 一致预期, 营销行业 2019-2021 年平均市盈率为 40.13 倍、30.17 倍、22.86 倍。基于谨慎考虑我们给予公司 2020 年 25 倍 PE, 目标价为 16.75 元, 给予“买入-A”评级。

表 2: 营销行业估值

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS (元)			PE (x)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002137.SZ	麦达数字	9.63	55.61	0.22	0.3	0.38	42.9	32.15	25.45
002400.SZ	省广集团	3.22	56.14	0.12	0.14	0.17	27.38	23.2	18.65
300038.SZ	数知科技	10.10	118.35	0.49	0.57	0.7	20.59	17.61	14.47
300058.SZ	蓝色光标	6.46	160.92	0.32	0.31	0.36	20.37	21.06	17.87
300766.SZ	每日互动	38.80	155.24	0.39	0.61	0.93	99.51	63.62	41.73
603825.SH	华扬联众	22.33	51.59	0.74	0.95	1.18	30.05	23.39	18.97
行业平均				0.38	0.48	0.62	40.13	30.17	22.86

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (注: 统计时间 2020.01.21)

5. 风险提示

数链、数金业务推进低于预期: 区块链、金融科技业务尚属于新兴业务, 公司仍在探索成熟的商业模式, 推进进度可能低于预期。

行业竞争加剧风险: 营销手段愈发多样化, 比如直播电商等内容营销方式, 可能会导致行业入局者增多, 使行业竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,927.2	2,767.0	4,237.7	4,995.8	5,919.3	成长性					
减:营业成本	1,526.2	2,235.5	3,465.9	4,040.9	4,798.8	营业收入增长率	119.2%	43.6%	53.2%	17.9%	18.5%
营业税费	17.9	12.7	35.4	37.0	40.2	营业利润增长率	61.2%	22.4%	190.3%	-41.0%	25.7%
销售费用	57.5	57.8	102.0	147.1	162.8	净利润增长率	65.1%	30.5%	177.0%	-41.8%	28.8%
管理费用	126.8	80.8	161.6	256.7	260.9	EBITDA 增长率	41.4%	50.3%	115.6%	-38.5%	22.1%
财务费用	15.4	20.3	31.0	21.9	18.6	EBIT 增长率	43.9%	61.9%	131.3%	-40.6%	24.2%
资产减值损失	13.1	14.4	11.0	12.8	12.7	NOPLAT 增长率	65.1%	26.6%	174.2%	-41.5%	26.6%
加:公允价值变动收益	-4.4	-4.0	420.9	0.8	-0.8	投资资本增长率	28.1%	11.7%	29.7%	-8.5%	33.1%
投资和汇兑收益	81.0	63.0	99.2	81.0	81.1	净资产增长率	9.5%	3.1%	16.6%	10.0%	13.8%
营业利润	267.7	327.6	951.0	561.2	705.6	利润率					
加:营业外净收支	0.0	1.1	1.8	1.0	1.3	毛利率	20.8%	19.2%	18.2%	19.1%	18.9%
利润总额	267.7	328.7	952.8	562.1	706.9	营业利润率	13.9%	11.8%	22.4%	11.2%	11.9%
减:所得税	40.7	41.6	144.2	91.9	104.0	净利润率	8.6%	7.8%	14.2%	7.0%	7.6%
净利润	166.2	216.8	600.4	349.5	450.3	EBITDA/营业收入	16.6%	17.4%	24.5%	12.8%	13.2%
						EBIT/营业收入	13.6%	15.3%	23.2%	11.7%	12.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	75	53	33	25	18
						流动营业资本周转天数	98	114	117	115	119
						流动资产周转天数	272	238	271	244	244
						应收帐款周转天数	104	100	105	103	102
						存货周转天数	76	55	94	75	75
						总资产周转天数	678	504	444	386	360
						投资资本周转天数	309	256	202	186	175
						投资回报率					
						ROE	7.2%	9.2%	23.0%	12.5%	14.4%
						ROA	6.3%	6.9%	12.8%	10.6%	8.1%
						ROIC	16.6%	16.4%	40.2%	18.1%	25.1%
						费用率					
						销售费用率	3.0%	2.1%	2.4%	2.9%	2.8%
						管理费用率	6.6%	2.9%	3.8%	5.1%	4.4%
						财务费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.4%	0.3%
						三费/营业收入	10.4%	5.7%	6.9%	8.5%	7.5%
						偿债能力					
						资产负债率	27.9%	35.3%	50.4%	22.1%	47.1%
						负债权益比	38.6%	54.7%	101.7%	28.4%	89.2%
						流动比率	1.86	1.77	1.45	3.31	1.86
						速动比率	1.35	1.41	0.84	2.91	1.13
						利息保障倍数	17.03	20.95	31.72	26.58	38.87
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.08	0.39	0.19	0.23
						分红比率	31.4%	18.7%	34.0%	28.0%	26.9%
						股息收益率	0.9%	0.7%	3.4%	1.6%	2.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	227.0	287.1	600.4	349.5	450.3	EPS(元)	0.32	0.42	1.15	0.67	0.86
加:折旧和摊销	58.2	57.0	54.7	54.7	54.7	BVPS(元)	4.41	4.53	5.00	5.37	6.00
资产减值准备	13.1	14.4	-	-	-	PE(X)	36.2	27.8	10.0	17.2	13.4
公允价值变动损失	4.4	4.0	420.9	0.8	-0.8	PB(X)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	16.8	21.6	31.0	21.9	18.6	P/FCF	-17.9	23.3	31.5	112.1	103.3
投资损失	-81.0	-63.0	-99.2	-81.0	-81.1	P/S	3.1	2.2	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	60.8	70.3	208.1	120.8	152.6	EV/EBITDA	14.4	6.5	5.9	8.9	7.9
营运资金的变动	-249.4	-398.2	-601.7	161.6	-883.9	CAGR(%)	27.5%	28.1%	81.2%	27.5%	28.1%
经营活动产生现金流量	-6.4	-51.4	614.2	628.3	-289.6	PEG	1.3	1.0	0.1	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-124.2	60.6	-443.1	136.2	85.1	ROIC/WACC	1.7	1.7	4.1	1.8	2.5
融资活动产生现金流量	60.0	95.6	-186.7	-703.8	278.3	REP	1.5	0.9	0.6	1.3	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
温鹏		北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
张莹		北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
姜东亚		北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
张杨		北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
王帅		北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034