

# 张治琛

上海市浦东新区花木街道 (地址)  
100871 (邮编)

15810028083 (电话)  
zhangzc@pku.edu.cn (邮件)  
xueqiu.com/u/1376056330 (雪球主页)



## 教育经历

- **北京大学** 国家发展研究院 · 金融学 2016.09 – 2019.06 硕士学位  
– 高级计量经济学 (91), 高级宏观经济学 (91), 高级微观经济学 (84), 公司财务案例 (90), 宏观经济专题 (91), 数理经济学 (89), 量化投资策略 (93) 等
- **北京航空航天大学** 软件学院 · 软件工程 2009.09 – 2013.06 学士学位  
– 数据结构与算法, 计算机组成原理, 操作系统, 计算机网络, 数据库系统原理, 编译原理, 离散数学等

## 技能专长

- **宏观**: 2018 年 8 月预判未来一年半债牛, 2020 年 4 月预判股市底部, 2021 年春节前预判抱团股将见顶
- **选股**: 选择标的长安汽车、小熊电器、分众传媒、隆基股份股价均已翻倍, 2020 年实盘收益率 126%
- **数学**: 数理能力较强, 高考数学 146/150, 考研数学 149/150
- **编程**: Python, C/C++, R, MATLAB

## 实习/工作经历

- **喜岳投资** 高频组-交易系统开发工程师 2019.07 – 2020.04  
– 开发重构高频交易系统底层数据传输组件和交易柜台模块
- **嘉实基金** 投资顾问部-投研实习生 2018.06 – 2018.09  
– 研究利率债市场, 广泛阅读宏观、固收类书籍, 撰写 7 期《嘉实投顾债市动态报告》, 对利率债市场未来走势从基本面、去杠杆、去产能、地方债、资金面等多个方面进行分析, **预测债牛走势将持续到 19 年底**  
– 通过 OLS-post LASSO 算法对宏观变量进行特征过滤, 开发了宏观动量策略
- **灵均投资** 金融交易部-量化实习生 2017.10 – 2018.01  
– 对日内交易特征进行统计学分析, 开发出隔日动量量化策略, 买入具有显著正回报, 样本外夏普比达到 1.1
- **AvePoint 中国** 软件研发部-软件开发工程师 2013.07 – 2015.09  
– 从事公司核心企业级软件产品内数据处理引擎模块和流数据抓取模块的开发

## 获奖情况

- **第十五届中国研究生数学建模竞赛** 一等奖 2018.09
- **2016–2017 学年北京大学三好学生** 2017.12
- **第二十二届“冯如杯”学生学术科技作品竞赛** 二等奖 2012.05

## 校园实践

- **北京大学国家发展研究院学生会文体部** 部长 2017.09 – 2018.06
- **北京航空航天大学软件学院学生会宣传部** 部长 2010.09 – 2012.06

## 业余爱好

- **阅读**：热爱阅读经济类和投资类书籍，学习辜朝明、彭文生、高善文、张明等的宏观分析，学习波特的商业逻辑，学习巴菲特、邓普顿、马克斯等的投资经验，学习唐朝、郭永清等的财务分析
- **运动**：热爱健身，涉猎滑雪、羽毛球等运动

## 投资理念

- **核心**：从行业前景与商业分析角度出发，选择长短周期逻辑均向上且估值合理的公司持有
- **操作**：多行业 3 到 6 支股票持有，单股仓位不超过 30%，逻辑证伪或估值较高时卖出，极端行情做择时

## 投资历史

- **长安汽车** 汽车整车 2019.11.19 – 2020.11.05
  - 基本面：汽车行业整体萧条，公司合资品牌销量塌陷，陷入亏损
  - 买入逻辑：估值低，经营杠杆高，新产品周期支撑短期业绩，行业困境反转支撑长期业绩，风险收益比高
  - 预判可能利空：行业持续低迷；国企盈利意愿低；合资品牌持续亏损
  - 投资总结：**持有期间股价上涨 108%，期初投资逻辑得到印证**，国企盈利问题限制股价上涨空间，目标价清仓
- **小熊电器** 小家电 2020.02.25 – 2020.04.28
  - 基本面：小家电行业景气度高，公司经营历史良好，爆款研发与营销能力强
  - 买入逻辑：估值低，成长高，产品线上销售，疫情下宅经济受益
  - 预判可能利空：行业竞争升级
  - 投资总结：**持有期间股价上涨 49%，期初投资逻辑得到印证**，一季报不及预期、跌停加仓导致仓位过重心态不稳等原因清仓
- **东阿阿胶** 中医保健品 2020.04.03 – 2021.01.20
  - 基本面：阿胶市场稳步增长，公司品牌溢价高，但公司连年提价并向渠道压货，导致销售不畅，存货应收双高
  - 买入逻辑：公司管理层换届暂停提价策略，控制发货清理渠道库存，预计在 2021 年之前库存可以基本出清，大概率困境反转
  - 预判可能利空：公司长期对消费者培育能力减弱；渠道去库存不及预期
  - 投资总结：**持有期间股价上涨 39%，期初投资逻辑未得到印证**，因新管理层改革想法过多而清仓
- **分众传媒** 梯媒 2020.04.28 至今
  - 基本面：电梯广告行业波动增长，公司因价格战、经济下行和疫情影响收入下滑成本上升，陷入经营困境
  - 买入逻辑：公司 19 年开始优化点位表明新潮等竞争者对分众已不构成威胁，成本下降，收入受经济复苏和疫情消退影响逐步上升，进入复苏周期
  - 预判可能利空：经济下行；物业公司抢占市场
  - 投资总结：**持有期间股价上涨 143%，期初投资逻辑得到印证**，公司 2021 年业绩向好，继续持有
- **隆基股份** 光伏 2020.06.29 – 2021.11.06
  - 基本面：光伏行业进入高景气周期，公司精细化管理且行业经验领先，成本领先，前向一体化导致行业议价能力强，管理层战略眼光与执行力优秀
  - 买入逻辑：估值低；平价上网拓宽了行业成长空间，减弱了行业周期性，公司具备最强势的行业地位，能够最大程度享受到行业红利
  - 预判可能利空：原材料价格上涨影响行业规模扩张；新技术路径改变行业格局
  - 投资总结：**持有期间股价上涨 95%，期初投资逻辑得到印证**，行业波动大个人投资者难以持续跟踪，公司短期在行业内利润分配中处于不利地位，清仓

## 推荐标的：分众传媒

### • 行业：具备竞争优势的周期成长性行业

- 梯媒从物业手中租赁点位再出租给广告主，点位成本较为固定，经营杠杆高
- 优质点位资源有限，行业内企业具有**先发优势**，**壁垒高**，上下游面对的物业和广告主较为分散，**议价能力强**
- 广告行业受宏观经济影响具有**周期性**，梯媒属于品牌广告，周期性高于广告行业整体
- **广告行业长期增速高于 GDP 增速**，因相比其他广告渠道性价比高，**梯媒在广告行业内份额不断扩大**

### • 基本面：地位稳固的行业寡头

- 分众占据一二线城市的核心点位，面向人群消费能力强，不断扩充点位巩固市场，**市占率高达 70%**
- 分众点位质量高、触达人群广，管理层销售能力强，对点位标签化管理、打包销售，吸引大广告主，获得溢价
- 行业竞争格局固化，**分众垄断地位无可挑战**

### • 核心逻辑：价格战重塑梯媒行业

- 价格战使行业竞争格局固化，**分众垄断地位无可挑战**，新潮无力竞争，行业潜在进入者也无足够空间立足，**点位租金成本未来增幅有限**，投资安全性有足够保障
- 价格战使行业出现投资机遇，**分众点位扩充了 75%，刊例价下降了 55%**，梯媒渠道体现出较高性价比，**为未来业绩高弹性创造了空间**

### • 短期逻辑：景气周期提价带来业绩确定性

- 宏观经济高景气，下半年或逐步呈现下行压力但幅度不大，政策选择最差温和去杠杆，不会重复 18 年景象，**经济周期影响业绩的风险较小**
- 注册制带动一级市场繁荣，创业公司增加广告投放支撑短期业绩
- 因刊挂率较高、刊例价较低，**2020、2021 年均提价 10%**，目前看未来几年提价趋势可以延续

### • 长期逻辑：量价齐升带动业绩长期向好

- 价格战使刊例价大幅下降，只有历史最好水平的 50%，相比其他广告渠道性价比极高，2020 年梯媒仍能逆势增长，**随着梯媒商业价值的逐步回归，刊例价有 1 倍的增长空间**
- **17 到 19 年中国电梯保有量增速在 13% 左右**，随着老旧小区加装电梯的政策支持，未来增速有望进一步走高，为分众点位扩张创造空间
- 梯媒随着商业价值回归、电梯数量增长和渗透率提升，能够实现**量价齐升**，预计 2026 年行业规模高于 500 亿
- 目前分众谨慎尝试下沉三四线市场，长期看分众有能力逐渐**抢占小公司的优质点位和市场份额**，进一步提高自己的市场占有率和盈利空间

### • 估值：有一定安全边际

- 分众 2021 年考核目标梯媒收入 130-150 亿、影媒收入 30 亿，有较大概率实现，假设梯媒净利润率 42-45%，影媒净利率 25%，预估净利润 62-75 亿，**动态市盈率 20-24 倍**（按 2021 年 3 月 12 日收盘市值 1491 亿测算）
- 按照量价齐升的长期增长逻辑测算，**未来 5 年分众的营收和净利润年均增长率在 20% 以上**，体现出不错的安全边际

### • 风险评估：经济波动影响短期业绩

- 宏观经济超预期下行，公司业绩将受到一定影响
- 疫情反复，对公司业绩有影响但程度有限
- 梯内资源归业主有政策风险，但业主方反对梯媒的可能性不大
- 物业公司自营梯媒进行竞争，物业公司扩张整合能力有限，销售能力较差，规模较小，不构成威胁