

【实控人持股及控制力专题二】从 A 股非科创板板块看 知识型企业面对股权稀释如何提升控制力

2020.5.7

袁季(首席研究官)

李嘉文(研究助理)

电话: 020-88836102

邮箱: yuanj@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512070003

lijiawen1@gzgzhs.com.cn

A1310118080007

相关报告

- 1、【实控人持股及控制力专题一】从科创板看知识型企业面对股权稀释如何提升控制力
- 2、同股不同权——新三板深改给创新企业的又一制度红利
- 3、【极客看科创】首家！优刻得设置同股不同权结构后获上交所火速受理

广证恒生

做中国新三板研究极客



摘要:

在利益共享乃至股份共享的诉求不断强化的产融时代，权利保护的事实改善和风险分担的意识加强使原控股股东逐渐倾向于选择股权分散的股权结构。继科创板专题后，本篇报告将截至 2019 年底 A 股（除科创板外）上市的 133 家企业的数据作为截面，进一步研究实控人在分散股权背景下保持控制力的办法。同时，本文将通过与科创板对比的维度，以及 A 股新上市企业内部不同行业对比的维度，分析知识型企业面对股权稀释时提升控制力的手段，以期为企业的融资集智决策提供参考。

- **整体看 A 股企业平均研发占比为 4.37%，技术人员占比 17.69%，不及科创板水平**
首先分析 2019 年 A 股新上市企业知识型资源。从与科创板对比的维度看，截至 2019 年 12 月 31 日，共 133 家企业 A 股（不含科创板）完成发行并上市，平均研发占比为 4.37%，技术人员占比 17.69%，知识型资源不及科创板水平。从 A 股新上市企业内部不同行业对比的维度看，电子、计算机、国防军事三个行业知识资源较丰富且高于平均水平，代表性相对突出，后文用“知识资源型企业”指代。
- **A 股企业上市前实控人平均持股 59.21%，知识资源型企业实控人持股比例较整体低 6.04pct**

从控制类型看，2019 年 A 股（不含科创板）上市的企业中共同控制的企业最多，占比 47.37%。其中，A 股中无实际控制人的企业占比低于科创板，A 股内部知识型企业无实际控制人的比例高于非知识资源型企业。从持股比例来看，A 股企业上市前实控人整体平均持股比例为 59.21%，比科创板实控人上市前平均持股比例高 8.84pct。从 A 股内部看，知识型企业实控人持股比例较整体低 6.04pct。从持股方式来看，A 股实控人的持股方式以直接+间接持股的模式为主，占比 54.17%，且知识型企业中有采用间接持股的企业比例多于非知识型企业。

- **实控人平均控制权为 66.27%，多通过金字塔结构持股实现加强控制**

从控制权的角度看，A 股企业实控人平均控制权为 66.27%，较科创板高 11.72pct。与持股比例相比，控制权比例平均增加了 7.06pct，控制比例/持股比例的均值为 1.23。从加强控制的角度看，50.38%的企业采取了加强控制的方法，包括了金字塔结构（通过中间公司间接持股）、有限合伙和一致行动人等方法。整体看，通过金字塔结构增强控制的比例较高。但相对而言，知识型企业更愿意通过有限合伙形式增强控制。

我们得出以下结论与建议：**第一**，本文进一步验证了知识型企业实控人控制权稀释的压力更大这一判断。对于知识型企业而言，建议企业家在设立企业之初便规划好股权结构与融资节奏，避免控制权旁落。**第二**，从持股方式的角度来看，尽管采用间接持股的形式有利于增强控制权，但实践中实控人直接持股仍多于间接持股。建议企业家设计股权结构时仍以直接持股为主，面临较大稀释压力的企业家可在创办企业或融资过程中引入间接持股作为辅助。**第三**，从增强控制的手段来看，同时采用金字塔结构、有限合伙、一致行动人三种方式时，增强控制权的效果更好。此外，知识型企业采用有限合伙增强控制权的案例多于非知识型企业。建议面临稀释压力的企业家酌情结合三种方式保持控制权，而知识型企业实控人可更多地考虑使用有限合伙的模式。

目录

目录.....	2
图表目录.....	3
引言.....	4
1. A 股企业知识资源较科创板略低.....	4
2. 股权结构：上市前实控人平均持股 59.21%，知识资源型企业实控人持股比例较整体低 6.04pct.....	5
2.1 控制类型：共同控制占比最大，无实际控制人企业占比少于科创板.....	6
2.2 持股比例：上市前实控人平均持股 59.21%，知识型行业实控人平均持股较整体低 6.04pct.....	7
2.3 持股方式：54.17%的企业实控人选择直接+间接方式持股.....	9
3. 控制权：实控人平均控制权为 66.27%，通过金字塔结构持股加强控制的方式占主流.....	11
3.1 控制权：实控人平均控制 66.27%的表决权，较持股比例平均增强 7.06pct.....	11
3.2 加强控制方式：41.79%企业搭建了金字塔结构，加强控制权.....	12
结语.....	14

图表目录

图表 1 整体研发占营收及技术人员占比情况对比	4
图表 2 研究人员占比（前 6 行业）	5
图表 3 研发占营收（前 6 行业）	5
图表 4 企业实际控制类型	6
图表 5 A 股控制类型分布（剔除银行行业）	7
图表 6 科创板控制类型分布	7
图表 7 知识型行业控制方式分布	7
图表 8 非知识型控制方式分布	7
图表 9 A 股以及科创板实控人总持股比例情况	8
图表 10 A 股不同属性实际控制人总持股比例	8
图表 11 科创板不同属性实际控制人总持股比例	8
图表 12 各行业实际控制人总持股比例	9
图表 13 直接和间接持有的特点	9
图表 14 A 股持股情况分布	10
图表 15 A 股直接和间接持股比例	10
图表 16 科创板持股情况分布	10
图表 17 科创板直接和间接持股比例	10
图表 18 现金流量权与控制权分离方式	11
图表 19 平均控制权对比	12
图表 20 知识型行业平均控制权	12
图表 21 持股与控股比例情况与科创板对比	12
图表 22 知识型行业持股与控股比例情况	12
图表 23 控制权加强的企业数及加强方式	13
图表 24 不同方式增强强度（pct）	13
图表 25 各行业所采取加强控制方式	14
图表 26 知识资源性企业所采取加强控制方式	14

引言

在利益共享与股权分享的大背景下，实控人，特别是知识资源型企业的实控人如何在融资、集智的过程中保持控制力，将成为一大挑战。针对这一问题，广证恒生推出实控人持股及控制力专题报告，以为广大科技型、知识资源型企业家的融资集智之路提供参考样本与操作建议。

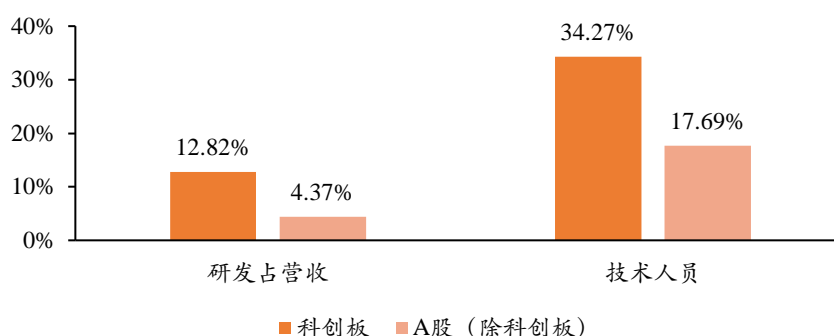
上篇报告以 2019 年在科创板上市的企业作为样本，研究了不同企业实控人的持股情况以及加强控制所用的方式。本报告我们将以 2019 年在 A 股（不含科创板）上市的企业为样本，进一步研究知识型企业实控人的持股情况、控制情况以及加强控制所用的方式，以为企业的融资集智决策提供参考。需要说明的是，后文中所提及的 A 股均不包含在科创板上市的企业，且报告结论存在因样本数量和时间跨度不足以及部分企业受行业数据影响未纳入样本带来的风险。

1. A 股企业知识资源较科创板略低

我们首先通过两个角度分析 2019 年 A 股新上市企业知识型资源。一是与科创板对比的维度，二是 A 股新上市企业内部不同行业对比的维度。

2019 年 1 月 1 日-12 月 31 日，A 股共有 133 家企业上市，平均研发占营销收入比为 4.37%，技术人员占比 17.69%。相比之下，科创板定位于服务科技创新型企业，科创板企业知识资源投入较多。从数据上看，2019 年在科创板上市的 70 家企业平均研究开发费用总额占营业收入总额平均为 12.82%，技术人员占比为 34.27%，均高于 A 股其他板块。

图表 1 整体研发占营收及技术人员占比情况对比



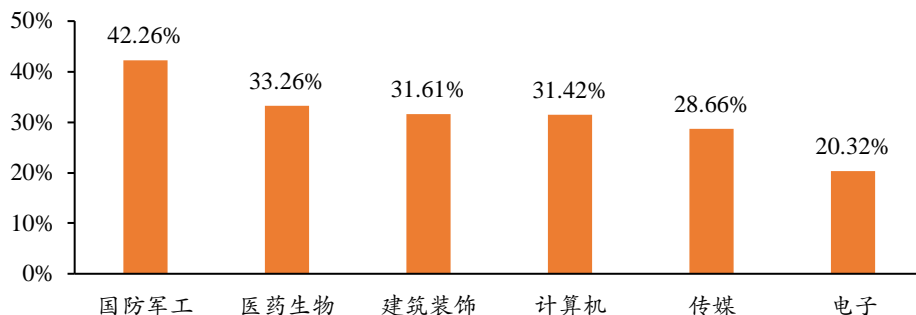
资料来源：公司公告、广证恒生

我们进一步结合研发投入占比以及技术人员占比等维度分析 A 股不同行业知识性资源的丰富度，剔除企业数小于 3 家的行业后，分别对不同行业按照两个指标进行排名。其中，国防军工、电子、计算机行业在两个指标中均排名前六。

三个行业技术人员占比平均为 27.54%，平均研发占比 9.18%，均高于 133 家企业平均值 17.69%及

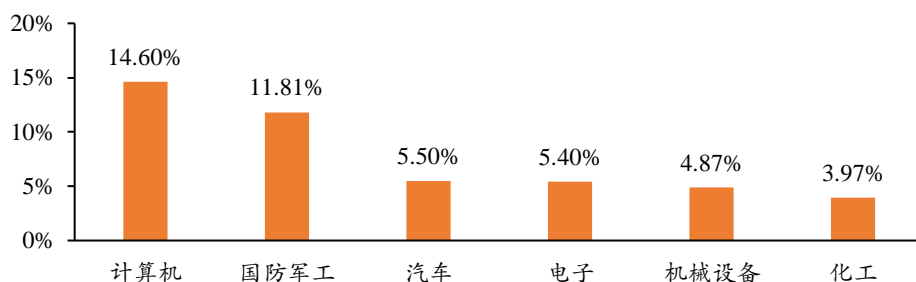
4.37%。可见，从横向的角度看，国防军工、电子、计算机的知识型资源较为丰富，我们将这三个行业的企业归到知识资源型企业的范畴。

图表 2 研究人员占比（前 6 行业）



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 3 研发占营收（前 6 行业）



资料来源：公司公告、广证恒生

在本文后面章节的分析中，我们将分析 A 股企业实控人的持股情况以及加强控制权的策略，结合科创板分析情况并简要对比知识型企业与其他企业的区别。

2. 股权结构：上市前实控人平均持股 59.21%，知识资源型企业实控人持股比例较整体低 6.04pct

首先分析 133 家已上市企业及知识资源型企业的持股情况。整体来看，2019 年新上市 A 股企业实控人平均持股比例为 59.21%，知识资源型企业实控人平均持股比例为 53.17%，较整体低 6.04pct。同时，科创板 2019 年上市企业实控人平均持股比例为 50.37%，低于 2019 年 A 股上市企业实控人平均持股比例，

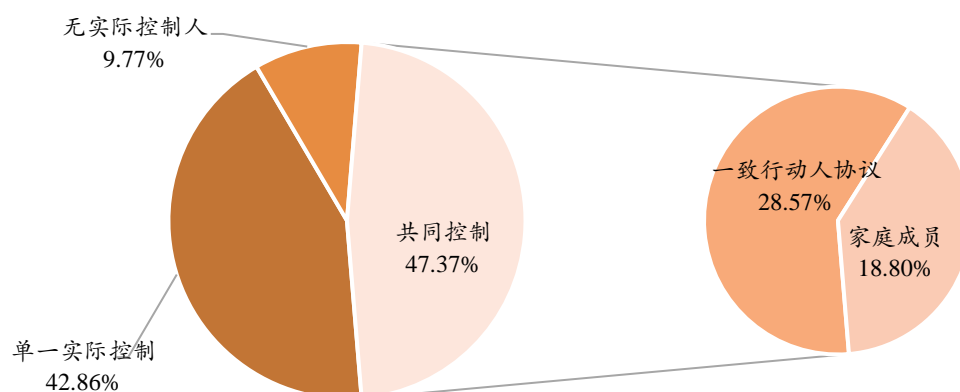
两个维度均印证了知识资源型企业利益共享及股权分享特征更为突出这一判断。

我们从控制类型、持股比例以及持股方式三个维度展开分析。

2.1 控制类型：共同控制占比最大，无实际控制人企业占比少于科创板

2019 年 A 股新上市企业中存在三类实际控制类型，其中共同控制的企业最多，有 63 家，占比 47.37%。单一控制次之，共有 57 家，无实际控制人控制的最少，仅有 13 家。其中，共同控制可分为家庭成员共同控制以及通过结成一致行动人所达成的共同控制。在 2019 年新上市企业中，采用一致行动人协议达成共同控制的企业占比为 28.57%，因家庭成员而被判定为共同控制的则占比 18.80%。

图表 4 企业实际控制类型

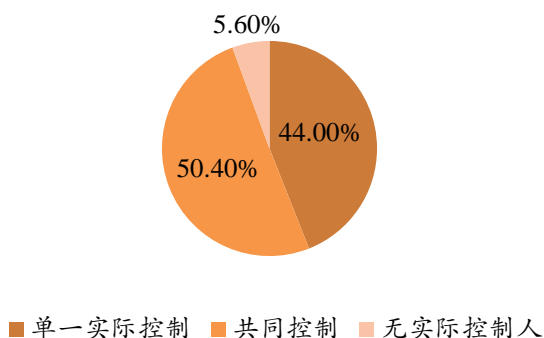


资料来源：公司公告、广证恒生

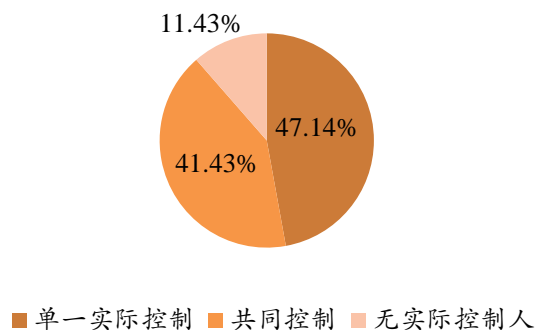
我们进一步对比 2019 年 A 股新上市企业以及科创板新上市企业的控制情况。需要说明的是，由于银行业无实际控制人的企业比例较高，且科创板不存在上市银行，从可比角度考虑，我们剔除银行业后对比 2019 年 A 股及科创板上市公司的控制类型。

剔除银行业后 2019 年 A 股新上市企业中 50.4% 的企业采取了共同控制，单一实际控制的企业有 44.00%，无实际控制人的企业有 5.60%。科创板已发行的 70 家企业中，41.43% 是共同控制，11.43% 是无实际控制人。科创板 2019 年存在无实际控制人情况的企业多于 A 股其他板块，一定程度上可反映出知识型资源更高的企业大股东面临的股权分散压力越大。

图表 5 A 股控制类型分布（剔除银行行业）



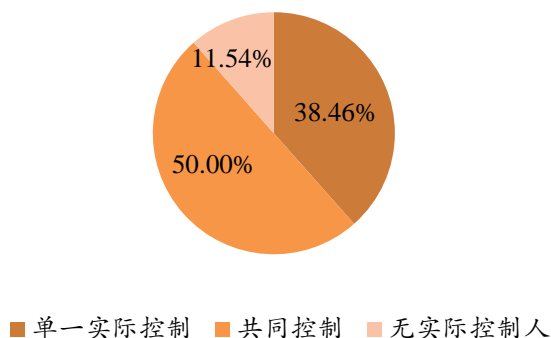
图表 6 科创板控制类型分布



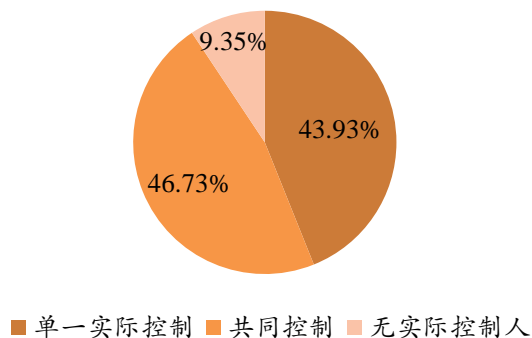
资料来源：公开信息、广证恒生

A 股知识型行业 50%的企业采取了共同控制的方式，无实际控制人的企业占比 11.54%，非知识型行业 46.73%的企业采用了共同控制的方式，无实际控制人的企业占比 9.35%。相比而言，知识型行业无实际控制人的企业占比非知识型行业多，同样可以说明知识型资源越丰富的企业控制权稀释的压力更大。

图表 7 知识型行业控制方式分布



图表 8 非知识型控制方式分布

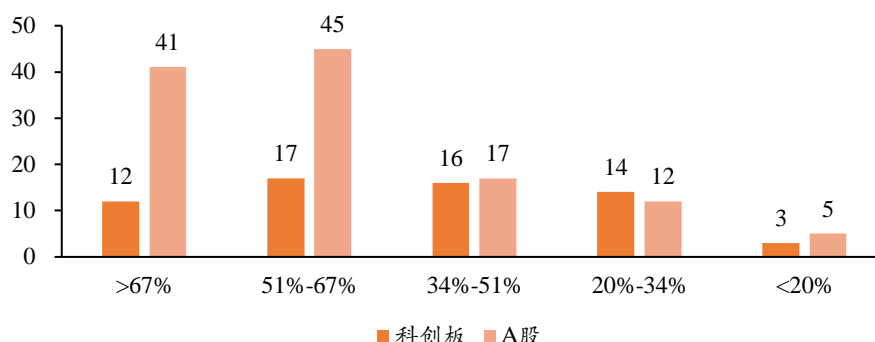


资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 持股比例：上市前实控人平均持股 59.21%，知识型行业实控人平均持股较整体低 6.04pct

从 A 股上市企业存在实际控制人的企业情况来看，上市前实控人平均持股比例为 59.21%，比科创板实控人上市前平均持股比例高 8.84pct。其中实际控制人持股比例大于 51%的企业数有 86 家，即 71.67%企业中实控人拥有绝对控制权。其中，实际控制人持股比例超过 67%的有 41 家，即 34.17%的企业拥有完全绝对控制权，可以修改公司分立、合并、变更主营业务、重大决策。

图表 9 A 股以及科创板实控人总持股比例情况

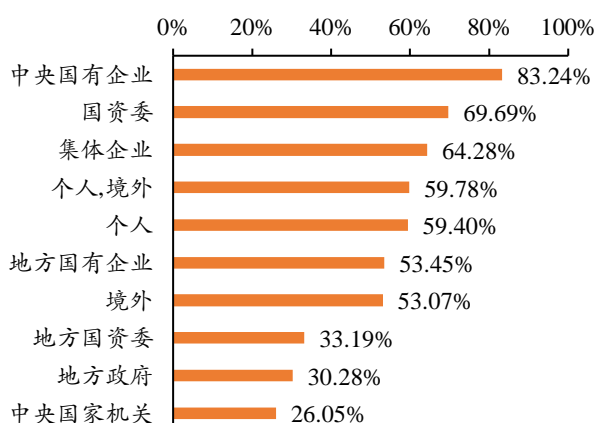


资料来源：公司公告、广证恒生

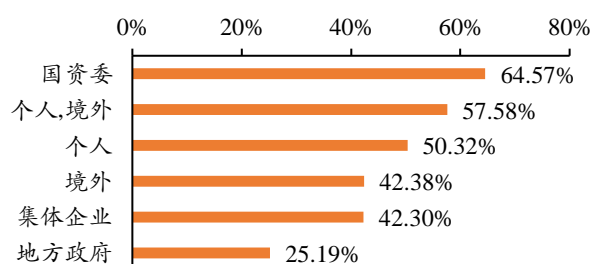
根据同花顺分类，从已上市实控人属性来看，74.17%企业实际控制人为个人。其他实际控制人类型主要包括：地方国资委、地方国有企业、地方政府、个人、个人境外、国资委、集体企业、境外、中央国家机关、中央国有企业。

不同性质实际控制人的持股比例存在差异，2019 年在 A 股上市的企业中，实际控制人为中央国有企业的上市公司实控人平均持股比例最高，为 83.24%，其次为国资委，为 69.69%。与之相比，科创板实际控制人为国资委的上市公司实控人持股比例最高。其次为境外个人实际控制人，地方政府性质的实际控制人占比最低。值得注意的是，中央国家机关只有一家企业，样本数量不足可能导致结果未能反映全貌，后续研究中我们将会进行补充分析。

图表 10 A 股不同属性实际控制人总持股比例



图表 11 科创板不同属性实际控制人总持股比例

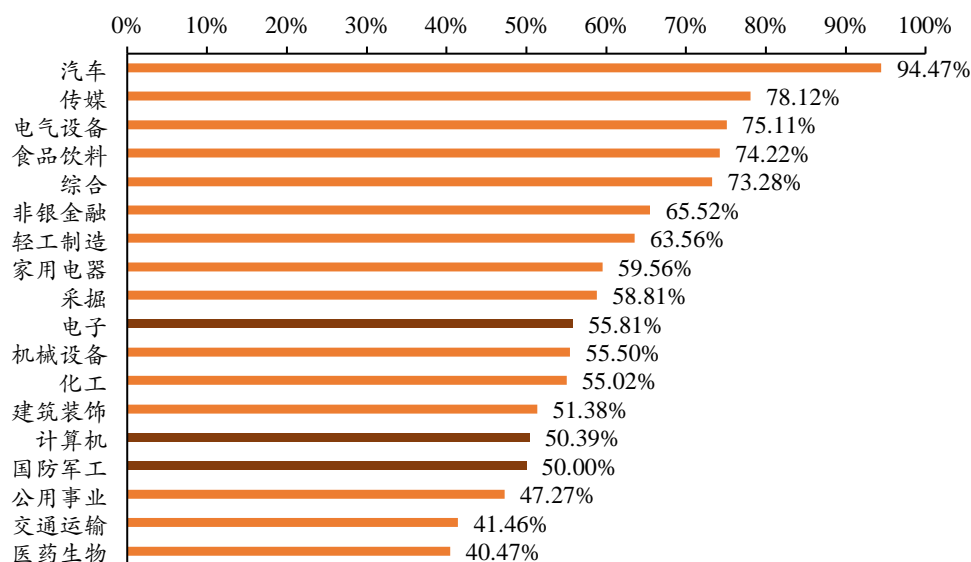


资料来源：公开信息、广证恒生

2019 年上市 A 股的企业中，电子、计算机、国防军事等高知识投入的行业实控人的平均持股比例为 53.17%，较整体低 6.04pct。在 2019 年上市 A 股的企业中，实控人持股比例较高的行业包括汽车、商业贸易

易、传媒以及电器设备等，实控人持股比例较低的行业包括交通运输、医药生物、公共事业等。

图表 12 各行业实际控制人总持股比例



资料来源：公开信息、广证恒生

2.3 持股方式：54.17%的企业实控人选择直接+间接方式持股

实控人可通过直接或间接的方式持有上市企业股权，而间接持股主要又可分为通过中间公司间接持股以及通过有限合伙企业间接持股。不同的方式在股票转让流通、控制力、运作成本以及税负等方面存在着差异。通过间接持有公司股权的实控人，能够在实际出资额相仿的情况下通过中间公司或者有限合伙企业控制上市公司更多表决权；而直接持有上市企业股权，能够减少中间公司运作成本。

图表 13 直接和间接持有的特点

项目	直接持有	间接持有	
		通过中间公司	通过有限合伙制企业
控制力	根据股权数量和比例控制公司。一般情况下持股比例=控制比例。	通过控制中间公司，在实际出资相仿的情况下可以控制上市公司更多表决权	通过控制有限合伙企业，在实际出资相仿的情况下可以控制上市公司更多表决权
运作成本和效率	不涉及中间公司运作成本，但若涉及自然人较多时，签署文件较麻烦	通过控制中间公司进行运作，中间公司维系需要成本，但签署文件很方便	通过控制有限合伙企业进行运作，有限合伙企业维系需要成本，但签署文件很方便
企业上市后流转和流通	锁定期后，股份可以直接流通	锁定期后，只有中间公司持有的股份可以直接流通	锁定期后，只有有限合伙企业持有的股份可以直接流通

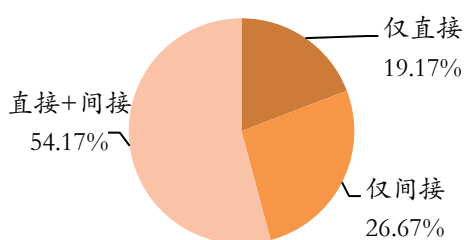
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

分红的税务成本	适用 20% 的税率计征个人所得税	上市公司分红中间公司不需要缴纳企业所得税，但如果分配到自然人则需要缴纳 20% 个人所得税	个人需要缴纳个人所得税，税率 10%
转让股份的税务成本	按照"财产转让所得"适用的征免规定计算缴纳 20% 的个人所得税	中间公司按 25% 的税率缴纳企业所得税，公司向自然人股东分红时，自然人股东按 20% 的税率缴纳个人所得税	自然人按转让收入扣除限售股原值以及合理税费后，按 20% 的税率缴纳个人所得税

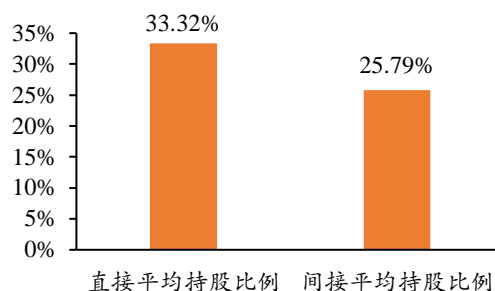
资料来源：公开信息、广证恒生

本文研究的上市企业中存在实际控制人的共有 120 家，实际控制人的持股方式以直接+间接持股的模式为主，占比 54.17%，直接持股方式下的平均持股比例高于间接持股方式下的平均持股比例。截至 2019 年 12 月 31 日，直接+间接持股方式的企业有 65 家，占 54.17%，其次采取间接持股的方式有 32 家，占比 26.67%，采取直接持股的公司有 23 家，占比 19.17%。

图表 14 A 股持股情况分布



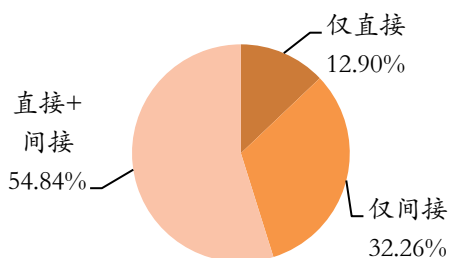
图表 15 A 股直接和间接持股比例



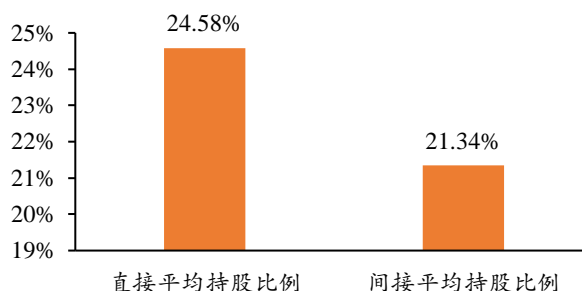
资料来源：公司公告、广证恒生

相比截至 2019 年 12 月 31 日在科创板上市企业的情况，采取直接+间接持股方式的企业有 34 家，仅通过直接方式持股的企业占 12.9%，直接平均持股比例为 24.58%，间接平均持股比例为 21.34%，均低于 A 股整体情况。

图表 16 科创板持股情况分布



图表 17 科创板直接和间接持股比例



资料来源：公司公告、广证恒生

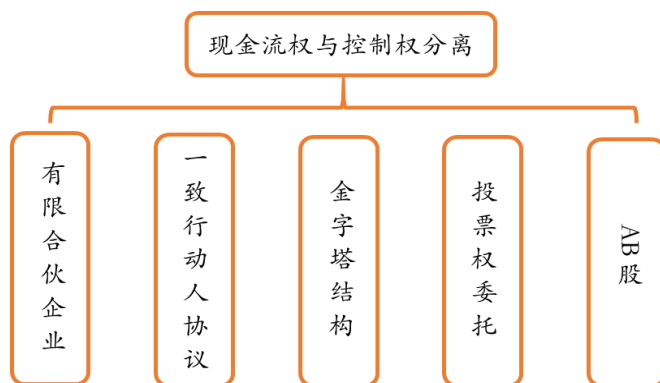
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

整体而言，直接持股还是实际控制人持股方式的主流，但如果公司融资融智的需求较大，则有必要在初始设置或后续融资的过程中加入间接持有的方式。从实践情况看，19.17%的A股上市公司实控人仅通过直接持股的方式控制上市公司，远高于科创板企业，主要原因便是A股上市公司控制权稀释的压力相对更低，实控人更愿意采用直接持股的方式。

3.控制权：实控人平均控制权为 66.27%，通过金字塔结构持股加强控制的方式占主流

从已上市企业来看，常见的几种加强控制权的具体方法有：一致行动协议、作为有限合伙 GP 间接持有公司股权的形式、金字塔结构、AB 股和投票权委托等。金字塔持股结构指公司实际控制人通过间接持股形成一个金字塔式的控制链来实现对公司的控制，这种控制方式可达到融资与控制并举的效果。

图表 18 现金流量权与控制权分离方式

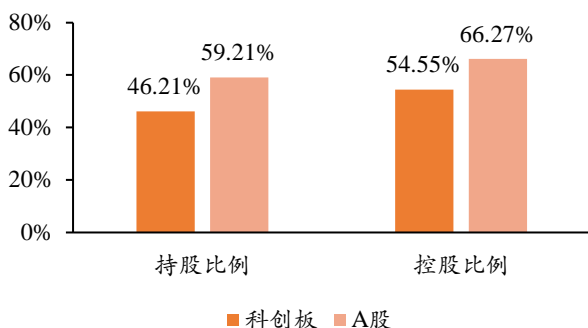


资料来源：公开信息、广证恒生

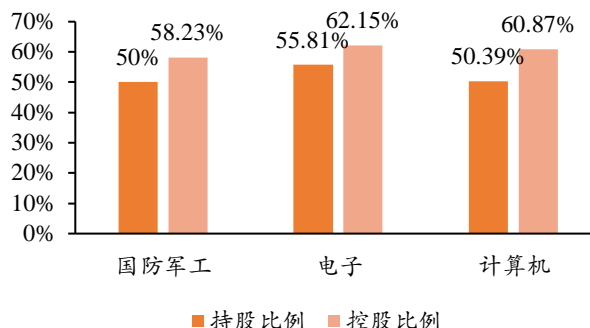
3.1 控制权：实控人平均控制 66.27%的表决权，较持股比例平均增强 7.06pct

A 股 2019 年新上市企业控制平均控制权为 66.27%，比科创板整体高 11.72pct。知识型行业平均控制权为 61.20%，低于 A 股整体平均水平，其中国防军工行业企业实控人持股比例以及控股比例都较低。

图表 19 平均控制权对比



图表 20 知识型行业平均控制权

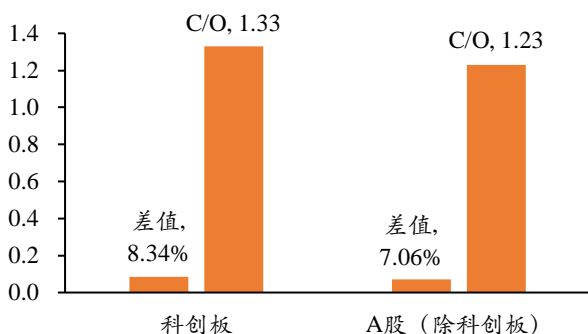


资料来源：公司公告、广证恒生

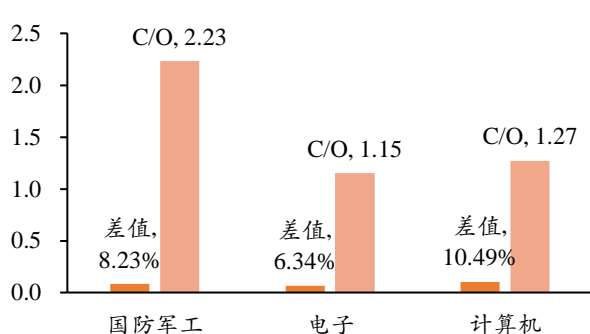
在衡量实控人表决权与持股比例增强程度时，我们采用 C/O 指标（实控人控制的表决权/实控人持有股份）来表示。C/O 越大，说明实控人增强控制力的力度越大。反之越靠近 1，说明实控人增强控制力的力度越小，当 C/O 值为 1 时控制的表决权比例等于持股比例。

从 120 家存在实际控制人的企业整体情况来看，控制权比例较持股比例平均增加 7.06pct，C/O（控制权与持股权之比）指数均值为 1.23，低于科创板的 8.34pct、1.33。国防军工、电子以及计算机等知识型行业中实控人平均控制权为 61.20%，控制权平均增加 8.03pct，C/O 指数均值为 1.33，高于整体水平。由此可见，知识资源型企业确实也会通过更多得手段来增强控制力，以抵消融资融智过程中带来控制权稀释的压力。

图表 21 持股与控股比例情况与科创板对比



图表 22 知识型行业持股与控股比例情况



资料来源：公司公告、广证恒生

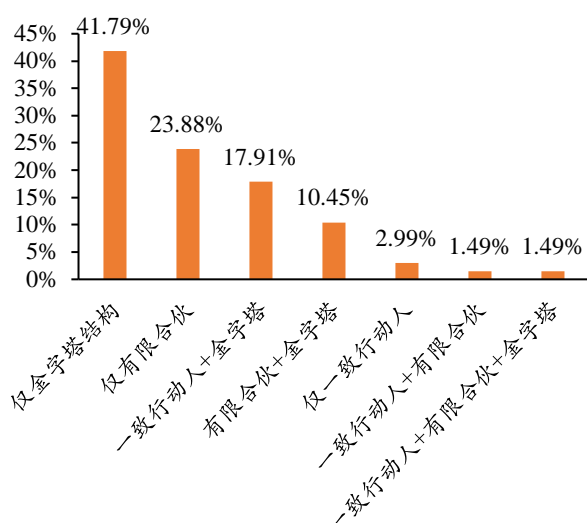
3.2 加强控制方式：41.79%企业搭建了金字塔结构，加强控制权

133 家上市企业中，50.38%的企业采取了加强控制的方法，涉及了金字塔结构、有限合伙和一致行动人等方式，三者结合的情况下控制的表决权比例增加最多，平均为 26.84pct。

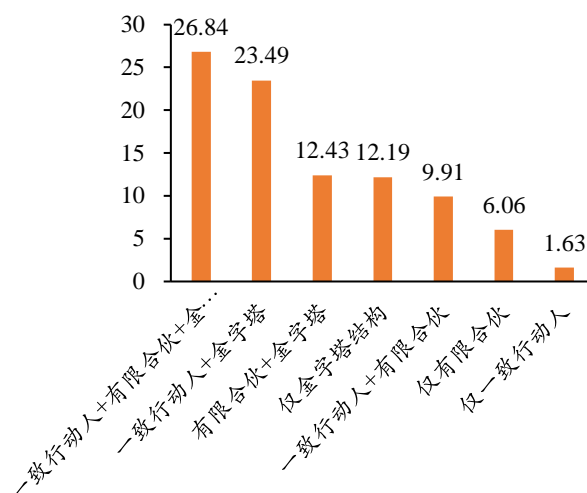
在有加强控制的企业中，除了 41.79%的上市公司实控人因持有中间公司造成控制权大于持股比例之外，23.88%的企业仅采取有限合伙方式，2.99%的企业仅存在通过一致行动人增强控制的情形。31.34%的企业结合了多种方式。

从不同方式下实控人控制权增强的幅度看，仅采用金字塔结构持股的实控人控制权增强的幅度高于仅采用有限合伙或一致行动人协议的实控人。而如果适当结合上述方式，则实控人控制权的增强幅度则更大。

图表 23 控制权加强的企业数及加强方式



图表 24 不同方式增强强度 (pct)

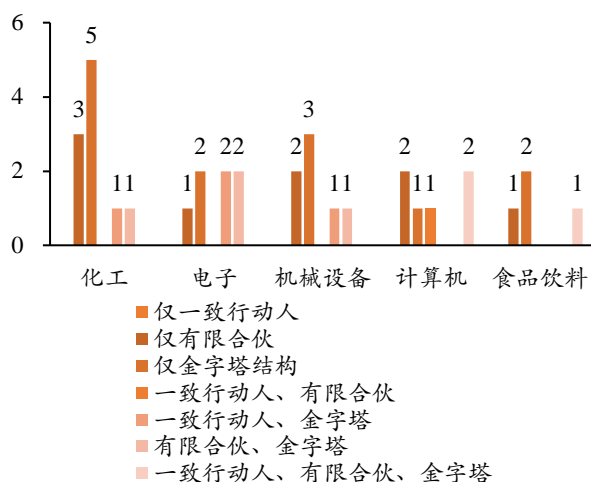


资料来源：公司公告、广证恒生

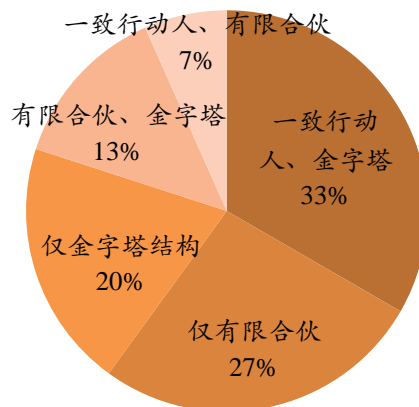
从运用了加强控制方法的企业所属行业来看，化工、电子、机械设备行业占比最多，各占 14.93%、10.45%、10.45%。

知识型行业 33%的企业采取了一致行动人结合金字塔结构的方式，仅采取有限合伙方式的企业均为知识资源型行业。在知识型行业中，采用有限合伙的形式增强控制力的情形多于采用金字塔结构增强控制力的情形。我们认为这可能源于两方面的原因，一是在有限合伙的形式下，不论持有比例是多少，GP 都拥有有限合伙的绝对控制权，因而在出资相仿的条件下，实控人可以控制的股权比例更高。二是在知识型企业中，企业对实控人的依赖或高于非知识型企业对实控人的依赖，因而实控人更容易在融资集智的时候通过有限合伙的形式增强控制权。

图表 25 各行业所采取加强控制方式



图表 26 知识资源性企业所采取加强控制方式



资料来源：公司公告、广证恒生

结语

通过对 2019 年在 A 股（不含科创板）上市的企业中，实控人的持股情况、控制情况以及加强控制所用的方式的分析，我们得出以下结论与建议：

第一、本文在《实控人持股与控制力专题一》的基础上进一步验证了知识资源型企业实控人控制权被稀释的压力更大这一判断。建议企业家需在设立企业之初便规划好股权结构与融资节奏，避免控制权旁落。

其二，从持股方式的角度来看，实践中实控人直接持股多于间接持股，但采用间接持股的形式有利于增强控制权。建议企业家设计股权结构时仍以直接持股方式为主，面临较大稀释压力的企业家可在初始设置时或中间融资的过程中引入间接持股。

第三，从增强控制的手段来看，同时采用金字塔结构、有限合伙、一致行动人三种方式时，增强控制权的效果更好。此外，知识型企业采用有限合伙增强控制权的案例多于非知识型企业。建议面临稀释压力的企业家酌情结合三种方式保持控制权，而知识型企业实控人可更多地考虑使用有限合伙的模式。

数据支持：胡诗婕

新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季(广证恒生总经理兼首席研究官):长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏(新三板研究总监、副首席分析师):英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会(新三板副团队长):南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞(新三板副团队长):英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

司伟(新三板高端装备行业负责人):中国人民大学管理学硕士,理工与经管复合专业背景,多年公募基金从业经验,在新三板和A股制造业研究上有丰富积累,对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜(新三板TMT行业高级研究员):金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

田鹏(新三板教育行业研究员):新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

于栋(新三板高端装备行业高级研究员):华南理工大学物理学硕士,厦门大学材料学学士,具有丰富的一二级市场研究经验,重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林(新三板大消费&教育行业研究员):暨南大学资产评估硕士、经济学学士,重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文(新三板主题策略研究员):暨南大学金融学硕士,具有金融学与软件工程复合背景,目前重点关注新三板投资策略,企业资本规划两大方向。

联系我们:

邮箱: lijiawen1@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832319

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（中信证券华南股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。