行业观点

● 电子

思瑞浦(688536)：股权激励维系人才，业绩目标彰显信心

公司发布股权激励草案，拟授予的限制性股票数量不超过 93 万股，占公司股本总额 8000 万股的 1.16%，授予价格为 129 元，约占前 20 个交易日均价的 40%。

报告要点：

？ 股权激励“雨露均沾”，保持公司人才吸引力

整体看，公司此次的股权激励方案可保持公司人才的吸引力，提高研发的持续力。从人数上看，此次激励的人员为 192，占公司在职人员的绝大数比例，“雨露均沾”式的股权激励可使公司所有员工都享受到激励，并提高公司对外部人才的吸引力；从归属期设置方面看，若需获得激励，员工需至少工作制 2023 年，此方案可提高员工对公司的粘性，从而提高研发的持续力度。

？ 激励业绩目标超预期，彰显公司发展信心

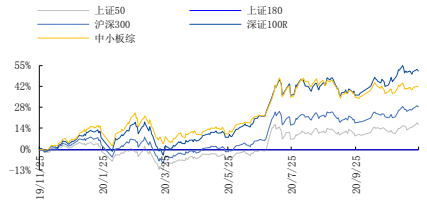
此次股权激励方案的最大亮点为设置的年度业绩考核目标。公司此次设置的考核目标为 2020-2023 年的业绩分布为 5.5 亿、7.43 亿、10.4 亿、14.55 亿元，净利润目标为 1.65 亿、2.4 亿、3.3 亿、4.8 亿元。此前，因公司通讯类大客户存在着诸多不确定性因素，引发市场对公司失去通讯类大客户之后业绩是否仍能持续增长的担心。我们认为，业绩考核的目标一般为较为保守的业绩预测，未来公司业绩有望进一步超出此预期。公司将 40%的业绩增速作为考核目标，彰显了公司对未来的发展信心，一扫市场对公司无法供货通讯大客户之业绩不确定的担心，有利于公司估值水平的提升。

？ 模拟芯片市场广阔，国产替代稳步前行

从中长期逻辑上看，全球模拟芯片的市场规模广阔，根据 IC Insights 统计，2016 年模拟芯片市场规模为 494 亿美元，2023 年有望达到 861 亿美元，复合增长率为 8.3%。中国的模拟芯片市场是全球的重要组成部分，2013-2018 年的复合增速为 9.16%。在当前外部环境不确定性增大的背景下，国产替代势在必行。思瑞浦在信号链领域具有较深的积累，在放大器与比较器领域有较为稳固的市场地位，部分产品性能不输竞争对手，在当前国产替代的潮流下，公司将享受行业增长与份额扩张的双重红利。

？ 投资建议与盈利预测

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
C 仲景	201.06	405.94	0.00	0.00
明新旭腾	37.99	63.96	0.00	0.00
鹏辉能源	25.06	25.87	26.44	41.59
康泰医学	139.00	20.96	8.88	-14.64
贝仕达克	57.54	20.33	13.74	50.27

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
三峡新材	2.31	-20.07	-21.96	-26.20
海利生物	14.46	-20.02	-21.96	13.53
凯迪退	0.24	-20.00	-40.00	-71.76
步科股份	59.06	-19.15	-18.53	-35.99
天迈科技	59.95	-15.02	17.39	2.48

预计 2020-2022 营收 5.48、7.68、10.76 亿元，归母净利润 1.94、2.58、3.79 亿元，当前市值对应 PE 分别为 134、101、69 倍。考虑国产替代下巨大的成长空间，公司应给予充分的估值溢价，维持“增持”评级。

？ 风险提示

1） 研发进展不及预期；2）客户拓展不及预期：3）大客户依赖风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

重点报告

丽人丽妆（605136.SH）首次覆盖报告：数据赋能行业，电商+美妆尽享行业红利

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

*以经销模式为主的美妆头部电商零售服务商

丽人丽妆是国内头部电商零售服务商，聚焦美妆、个护等垂直品类。公司最早以运营相宜本草淘宝商城起家，2011 年起开始陆续承接欧美及日系品牌的天猫旗舰店零售及运营业务，曾助力相宜本草、施华蔻等品牌实现线上渠道快速发展。目前公司与汉高、爱茉莉太平洋、佳丽宝等国际知名化妆品集团达成授权合作，获得包括后、雪花秀、兰芝、施华蔻、雅漾、奥伦纳素等六十多个品牌在中国的代运营权。公司营收与业绩整体呈良性增长态势，2019、2020M1-9 分别实现营业收入 38.74、24.64 亿元，同比增长 7.18%、9.72%，其中电商零售业务（经销模式）占比均接近 95%。

*电商代运营行业：品牌需求旺盛，头部服务商市占率有望持续提升

2019 年品牌电商服务市场规模 5635 亿元，4 年复合增速 39.19%，显著高于天猫大盘增速，对 B2C 电商渗透率 10.50%。2020 年新冠疫情加剧了线上对线下渠道替代，品牌数字化转型加速，同时主流平台发力引入跨境品牌，为品牌电商服务市场扩容奠定基础，预计 2025 年行业规模有望达 2.04 万亿，对 B2C 电商渗透率有望提升至 13.7%。目前天猫认证电商服务商 1086 家，其中顶级六星仅 9 家，CR5 14.10%，行业相对分散，头部企业专业度高、资源丰富，不断拓展品类、品牌，市占率有望持续提升。

*丽人丽妆：重经销模式，数据能力、品牌孵化、爆品打造能力领跑行业

（1）品类：深耕高毛利美妆品类，拓展母婴、食品等细分品类。（2）品牌：与多个日韩、欧美美妆集团合作，形成金字型的品牌矩阵，未来有望通过集团化合作形式拓展新品牌。（3）模式：以重资产经销模式为主，对品牌影响力更强，在品牌产品策略、营销策略上话语权强，可帮助品牌实现 0-1 与 1-N 的成长。（4）数据能力：消费终端数据回流赋能营销投放，精准触达目标群体，实现更高的营销、运营效率。（5）品牌孵化:有望复制奥伦纳素的成功经验，帮助更多中小品牌实现品牌口碑的快速建立与销量的增长。

*投资建议与盈利预测

电商服务行业处于高速成长期，公司作为美妆垂类头部玩家将充分收益于行业增长红利，未来在拓品牌、拓品类、及新品牌孵化等方向均有较大潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.84/1.03/1.18 元/股，对应 PE 分别为 44x/36x/31x，首次覆盖，给予“增持”评级。

*风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

重要新闻

- 工信部：今年上半年中国人工智能核心产业规模达到了 770 亿元，人工智能企业超过了 260 家，已成为全球独角兽企业主要集中地之一。
- 中汽协：11 月上中旬，11 家重点企业汽车产量完成 161.2 万辆，同比增长 9.6%；其中乘用车产量完成 137.9 万辆，同比增长 7.2%，商用车产量完成了 23.3 万辆，同比增长 27.1%。
- 《中国工程机械》总编、全球工程机械 T50 峰会组委会秘书长孙哲表示，2019 年中国挖掘机产销量在全球的占比达到了 62%，2020 年这个数字可能会突破 70%。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188