

同花顺 (300033.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

互联网证券流量龙头，AI 赋能变现效率提升

公司介绍：

同花顺是国内领先的互联网金融信息服务公司，主营业务包括 C 端流量变现和 B 端行情软件服务两部分。由于 C 端业务贡献了公司 92% 的营收，公司整体营收增速与股市成交额增速显著相关，相关系数达到 0.86。

投资逻辑：

凭借先发优势及对牛市机遇的成功把握，公司活跃用户数居全行业之首。根据易观千帆统计，公司 2023 年 3 月 APP 月活量达 3,076 万人。庞大的 C 端流量池，叠加公司在 AI 领域的研发、数据、入口等综合优势，公司付费率和客单价依然有提升空间：1) 我们测算 2022 年公司付费用户数约占周活跃用户数的 3.8%。目前 i 问财在 APP 端免费提供，在 PC 端提供免费版和 1,192 元/年的专业版。随着生成式 AI 对问答智能水平的提升，公司或在 APP 端提供收费的专业版 i 问财，以提升付费率和 ARPU 值；2) 广告及互联网业务覆盖 81.7% 的券商，有望受益于 A 股交易额回升以及 APP 端持续活跃；3) 基金代销业务合作基金公司数及代销产品数行业领先，随着智能投顾水平的提升，公司产品可以更好地理解用户需求并提供个性化投资建议，有望促进基金代销规模的增长；4) 金融资讯终端领域，生成式 AI 通过简单的多轮对话方式降低了用户对于界面使用习惯的黏性。因此虽然 Wind 已率先推出 Alice，但 iFinD 也可能通过更好的 AI 问答、研报辅助写作等产品实现弯道超车，以获取更多金融资讯终端用户。

B 端业务主要面向券商等金融机构提供行情交易系统，我们测算公司目前市场份额达 36%，为行业第一。由于券商存在日常扩容需求，经营呈现较强韧性。公司持续受益于国密改造和信创推进：国密改造项目有望在 2~3 年内为公司带来 2.0 亿元增量收入；信创项目尚在落地早期，预计未来或将提供 1.2 亿元增量收入。

盈利预测：

我们预测，2023~2025 年公司实现营业收入 43.3/52.9/64.6 亿元，同比增长 21.8%/22.0%/22.2%；归母净利润 20.4/24.5/29.5 亿元，同比增长 20.3%/20.2%/20.4%，对应 EPS 为 3.79/4.55/5.48 元。我们采用市盈率法对公司进行估值，选取 4 家可比公司，给予公司 2023 年 60 倍 PE 估值，目标价 227.40 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

减持风险；AI 研发进度不及预期；市场剧烈波动风险。

计算机组

分析师：王倩雯 (执业 S1130522080001)

wangqianwen@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：172.19 元

目标价 (人民币)：227.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,510	3,559	4,334	5,287	6,459
营业收入增长率	23.43%	1.40%	21.78%	21.99%	22.16%
归母净利润(百万元)	1,911	1,691	2,035	2,447	2,946
归母净利润增长率	10.86%	-11.51%	20.32%	20.24%	20.41%
摊薄每股收益(元)	3.555	3.146	3.785	4.551	5.480
每股经营性现金流净额	3.96	3.25	4.39	5.33	6.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.51%	23.34%	24.80%	25.99%	27.00%
P/E	48.37	54.66	45.49	37.84	31.42
P/B	12.00	7.32	11.28	9.83	8.49

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1.	流量资源丰富，AI 赋能有望进一步提升变现效率.....	4
1.1	活跃用户数居同业之首，未来依靠丰富产品矩阵及提高留存.....	4
1.2	付费率及客单价提升大有可为，AI 有望带来新的发展机遇.....	5
2.	B 端市场份额逐年提升，国密改造+信创驱动持续增长.....	9
2.1	B 端业务市占率行业第一，且份额逐年提升.....	9
2.2	国密改造+信创，双重因素驱动增长.....	10
3.	盈利预测与投资建议.....	11
4.	风险提示.....	15

图表目录

图表 1:	公司业务分为 C 端流量变现和 B 端服务.....	4
图表 2:	同花顺 APP 月活数远高于同业.....	4
图表 3:	2007 年增值电信付费用户数激增.....	5
图表 4:	2015 年周活跃用户数激增.....	5
图表 5:	公司提供了丰富的付费 APP 产品（单位：元）.....	5
图表 6:	广告及互联网业务增速与行情有一定相关性.....	6
图表 7:	公司合作券商数量高于同业.....	6
图表 8:	公司代销基金保有规模仍有较大提升空间.....	7
图表 9:	iFinD 产品功能可与 Wind 比肩.....	7
图表 10:	iFinD 客户覆盖范围广泛.....	7
图表 11:	公司近三年研发费用率持续攀升.....	8
图表 12:	公司持续推出各类 AI 产品.....	8
图表 13:	AIGC 有望全面赋能公司现有业务.....	9
图表 14:	公司 B 端业务市场份额已跃升至第一（单位：亿元）.....	9
图表 15:	B 端收入与 A 股交易额变化正相关.....	10
图表 16:	自然人投资者数量平稳增长.....	10
图表 17:	政策驱动金融行业国密改造加速推进.....	10
图表 18:	国密改造项目有望为公司带来 2.0 亿元增量收入.....	11
图表 19:	信创项目有望为公司带来 1.2 亿增量收入.....	11
图表 20:	公司在牛市环境下获得更高的估值倍数.....	12
图表 21:	公司营收 YOY 与 A 股成交额 YOY 有一定正相关性.....	12
图表 22:	增值电信业务营收与前半年销售商品、提供劳务收到的现金显著正相关.....	13

图表 23: 公司非货公募基金保有规模持续增长.....	13
图表 24: 公司销售费用率处于同业较低水平.....	14
图表 25: 公司管理费用率也处于同业较低水平.....	14
图表 26: 公司研发费用率处于同业较高水平.....	14
图表 27: 盈利预测核心假设.....	15
图表 28: 可比公司估值比较 (市盈率法)	15

同花顺是国内领先的互联网金融信息服务公司，前身可追溯至 1994 年，于 2009 年登陆创业板。公司业务可以分为 C 端流量变现和 B 端服务两部分：1) C 端流量变现的方式包括为个人投资者提供金融市场行情、数据等证券信息服务，为券商提供广告及互联网推广服务，以及为金融机构提供基金代销及大宗商品交易服务；2) B 端服务主要为金融机构提供交易及行情资讯软件。

目前 C 端流量变现是公司整体营收的主要构成，2022 年相关营收为 32.8 亿元，占比达 92%；B 端服务 2006 至 2022 年营收复合增速为 22.7%；2022 年营收为 2.8 亿元，占比为 8%，因此下文主要围绕公司 C 端流量变现的潜力进行论述。

图表1：公司业务分为 C 端流量变现和 B 端服务

类别	主营业务	主要内容	2022 年营收及占比
C 端流量 变现	增值电信业务	· 出售行情及交易辅助软件，可按年/季/月付费 · 出售 ifind，按账号数/年付费	15.4 亿元；43.2%
	广告及互联网业务 推广服务	· 将用户引流至券商开户，收入与开户数和交易佣金相关	15.3 亿元；42.9%
	基金代销服务及大宗 商品交易手续费	· 收取代销基金及大宗商品的手续费	2.1 亿元；5.9%
B 端服务	证券行情交易系统 及维护服务	· 收取证券行情、交易等系统的软件销售费用、 软件维护费用及模块改造费用	2.8 亿元；8.0%

来源：公司年报，国金证券研究

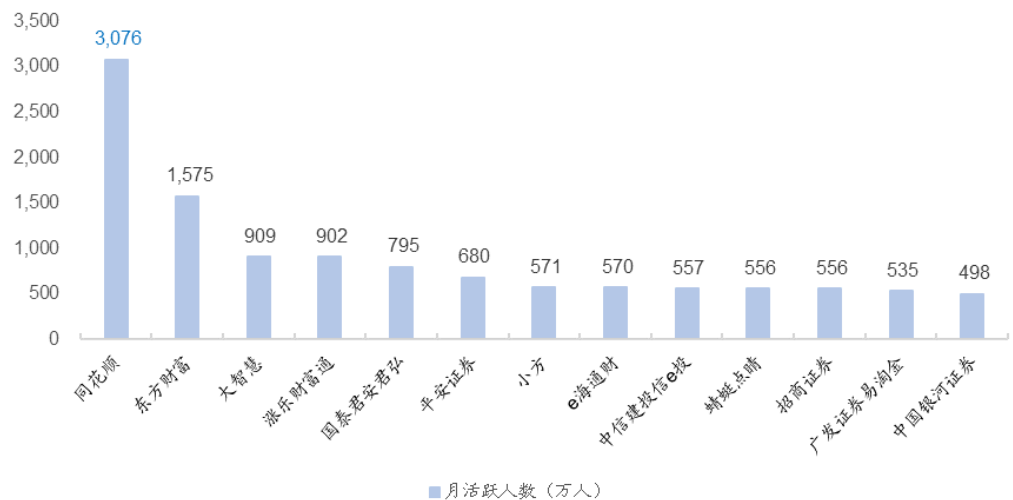
1. 流量资源丰富，AI 赋能有望进一步提升变现效率

由于 C 端流量变现收入=活跃用户数×付费率×客单价，我们将分别围绕这三个变量进行讨论。

1.1 活跃用户数居同业之首，未来依靠丰富产品矩阵及提高留存

公司居国内证券服务 APP 流量之首，注册用户数及月活用户数均远高于同业。截至 2022 年末，同花顺金融服务网注册用户数达 6.1 亿人，周度活跃用户数达 1,942 万人。根据易观千帆统计，2023 年 3 月公司 APP 月度活跃用户数为同业第一，达 3,076 万人，超过同业第二、第三名的月活用户数之和；而根据中国结算官网统计，2023 年 3 月自然人投资者数量为 21,655 万人，公司 APP 月活占自然人投资者比例达 14.2%。

图表2：同花顺 APP 月活数远高于同业



来源：易观千帆，国金证券研究所；说明：数据为 2023 年 3 月 APP 月度活跃人数

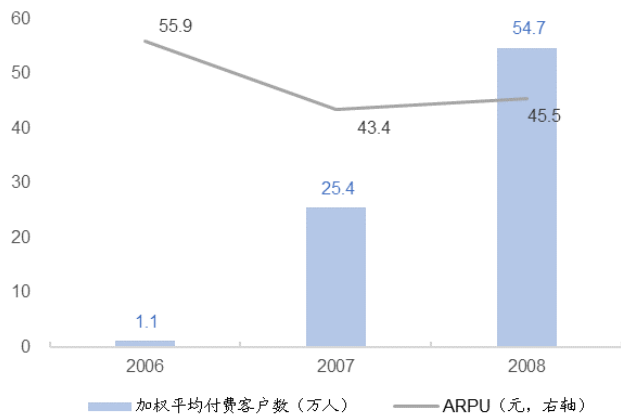
公司过往的流量积累主要源于对移动端市场的提前布局，以及对 2007、2014 年两次牛市机遇的精准把握。

- 公司 C 端业务始于 2004 年，早期以 PC 端软件为主。2006 年公司开始推出手机炒股功能，领先同业 2~4 年；2007 年凭借先发优势成为三大运营商唯一的手机金融信

息服务提供商，以短信付费套餐等方式提供证券信息，2007 年手机端按月加权平均付费客户数达 50 万人，较 2006 年增长 50 倍。这是公司 C 端用户数的第一次跃升。

- 2014~2015 年 A 股迎来牛市，伴随着智能手机的普及以及凭借公司在移动端的先发优势，同花顺金融服务网注册用户数自 2013 年的 1.6 亿人，增长至 2014 年的 2.3 亿人，再突破至 2015 年的 3.1 亿人，两年实现接近翻倍增长。公司 C 端周活跃用户数从 2014 年的 637 万人增长至 2015 年的 1,500 万人，MAU 也跃升至行业第一并蝉联至今。由于 APP 具有黏性，即使之后不处于牛市行情，公司的周活也一直保持在 1,300 万人以上。

图表3: 2007 年增值电信付费用户数激增



图表4: 2015 年周活跃用户数激增



来源: iFind, 公司年报, 国金证券研究所

来源: iFind, 公司年报, 国金证券研究所

未来，由于公司月活基数较高，且股票存在散户机构化的趋势。公司想进一步提高月活需要进一步拓展诸如商品期货、基金等产品矩阵，以及依靠 i 问财、投顾、社区等功能提高用户留存。

1.2 付费率及客单价提升大有可为，AI 有望带来新的发展机遇

- 行情及交易辅助软件方面，预计当前付费率仍有较高的提升空间。目前公司共提供 10 款付费版 PC 产品（包含 iFind 及公告审核/股东分析大师）、40 款付费版 APP 产品，年化使用价格在 60~80,000 元不等，且中高端产品较同业更加丰富。

由于公司并未披露付费用户数及客单价，我们参考同业指南针（3 款产品，价格区间为 190~20,351 元）2021 年的平均客单价 2,086 元，测算 2022 年公司付费用户数约 73.7 万人，占 2022 年周活跃用户数的 3.8%。即使取公司产品付费产品价格低 70% 分位数的 1,072 元，2022 年公司付费用户数约 143.5 万人，也仅为公司周活用户数的 7.4%。参考同业指南针 APP 2022 年 12 月 MAU 为 50.2 万人，付费用户数占 MAU 比重超过 80%，我们预计公司付费率依然有较高的提升空间。

图表5: 公司提供了丰富的付费 APP 产品 (单位: 元)

产品	价格	简介	产品	价格	简介
金融大师	80,000	AI 大数据，与活跃资金共舞	云参数	1,176	为每个个股定制买卖点
价投至尊	80,000	价值投资新方向	金牛情报	1,176	每月特供多只个股，附短期、长期操作建议
财富先锋至尊版	32,800	一站式高端投资服务体系	美股高级行情	1,176	VIP 线路，行情更快更稳定
大研究内参版	19,800	消息面金股挖掘机	热点擒龙	1,152	把握热点炒作方向，跟踪龙头机会
同顺管家	18,800	智能决策	荐股师	1,152	王牌荐股师推荐股票，给出目标价和上涨空间
手财至尊	9,800	紧跟财富热点，高端 VIP 投资战略	AI 价值回归	1,152	优选价值个股，附买卖点操作建议
操盘秘籍	6,880	操盘实战课程+名师陪伴服务	神奇电波	1,072	红波买、绿波卖
手财经典	6,498	选股+买卖点全搞定	涨停助手	1,072	抓涨停、擒龙头、抢连板
决策先锋主力版	5,880	从主力资金、趋势、活跃度 3 个维度选股、诊股、判断买卖时机	AI 分时顶底	752	盘中实时发出高/低信号
港股 Level-2 全球版	5,496	十档实时行情，不限国家地区	避险宝	672	监控市场利空，规避风险个股
早盘选股宝	4,656	涨停潜力股/热点强势股/自选股竞价异动监控，早盘强弱分析，抢筹，选股择时	涨价概念	672	第一时间获取涨价品种关联个股
AI 龙头寻宝手机版	3,576	跟热点，找逻辑，挖龙头，选补涨潜力股	港股智能盯盘	600	行情交易，快人一步
短线宝	3,192	每天 14:50 捡钱包，尾盘卖、次日卖	Level-2 云端版	298	十档盘口，比普通行情快 3 秒

产品	价格	简介	产品	价格	简介
港股主力资金	2,792	让港股主力给你抬轿子	形态掘金	216	根据龙头股K线形态选出相似股
机构情报	2,598	先人一步洞察行业机会,挖掘潜力黑马	决策助手	144	判断个股趋势,学习炒股方法
壹号研报	2,376	脱水、干货;发现第一手机会	手机高级诊股	144	多维度诊断,给出个股诊断报告
手机短线宝	2,072	盘中荐股,专做短线强势股	手机超级 Level-2	100	超级盘口,看穿主力意图
主力密码	2,016	跟踪主力动向,智能发出进/出场、加/减仓信号提醒	金牛会员	73	行情提速、理财免佣
AI机构探测器	2,016	监控个股机构活跃度,把握个股机会	机构持仓	72	跟踪机构动向,挖掘潜力个股
AI波段雷达	1,552	K线提示高/低点,助力高抛低吸做波段	股价预警(短信)	60	个股异动监控,短信+App全方位提醒

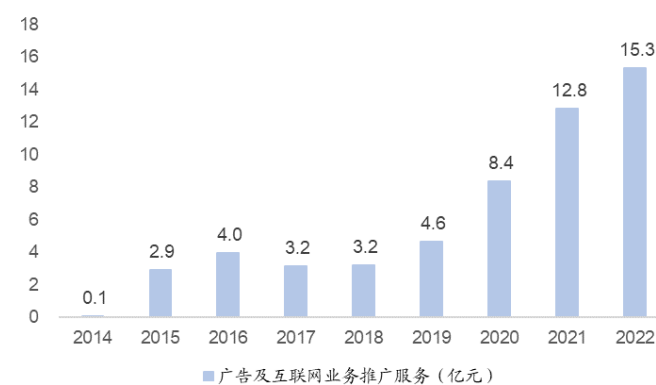
来源:同花顺APP,国金证券研究所

基于庞大的C端流量池,公司在获取付费软件收入的同时,也逐步拓展广告及互联网推广、基金代销、贵金属交易等流量变现方式。

■ 目前广告及互联网业务是公司最为成熟的流量变现方式,营收增速与A股行情相关,主要系券商会在行情较差的时期降低广告投放频率。2013年中证登发布的《证券账户非现场开户实施暂行办法》允许券商网上开户,因此公司于2014年上线同花顺开户平台,通过与多家券商合作获取开户导流和交易分成收入。伴随牛市行情,公司流量池大幅扩充,2015年起广告及互联网业务成为公司第二大主营业务。

截至2023年5月,公司APP中支持77家A股券商在线开户,支持85家A股券商客户在线交易,覆盖券商总数的81.7%,合作数量远高于同业。作为流量池最大且合作券商最全的第三方证券APP,公司有望充分受益于A股日均交易额的回升。

图表6: 广告及互联网业务增速与行情有一定相关性



来源: iFind, 公司年报, 国金证券研究所

图表7: 公司合作券商数量高于同业

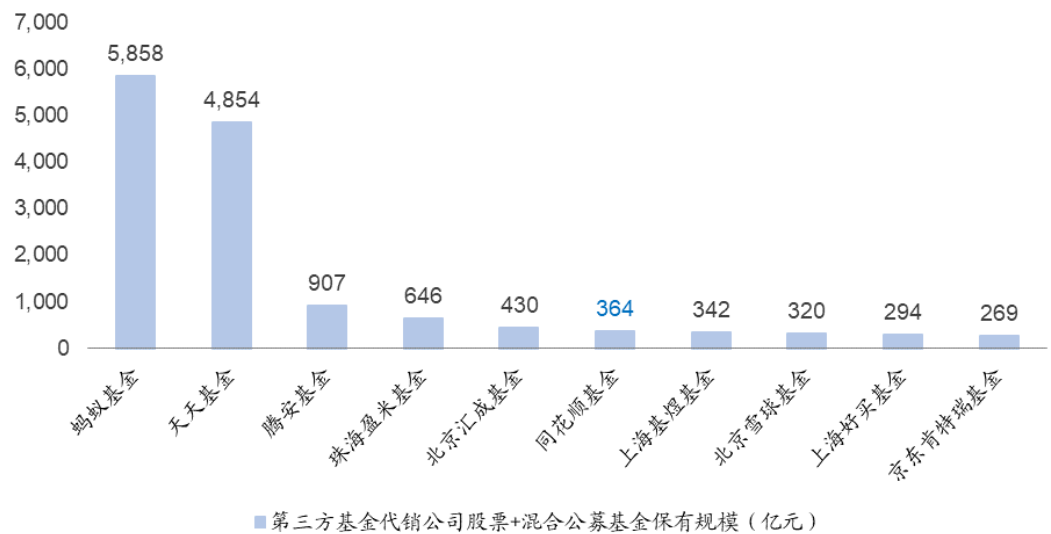
软件名称	A股开户券商	A股交易券商
同花顺	77	85
大智慧	34	47
通达信	38	40
益盟	22	19

来源: 各公司APP, 国金证券研究所

说明: 数据截至2023年5月8日

■ 基金代销产品丰富,市场份额仍有较大提升空间。公司于2007年成立“爱基金网”,2012年4月获得第三方理财销售资格,正式开启基金代销业务。“爱基金”平台定位为“基金超市”,截至2022年12月,合作基金公司数量达194家、代销产品1.7万只,高于天天基金。目前公司代销基金保有量仍有较大提升空间,截至2023年一季度末,公司股票+混合公募基金保有量为364亿元,占市场总量的0.48%,在第三方代销机构中排名第六。

图表8: 公司代销基金保有规模仍有较大提升空间



来源: 基金行业协会官网, 国金证券研究所; 说明: 图中数据截至 2023 年 3 月

目前基金保有规模排名靠前的第三方机构中, 天天基金依托“天天基金网”的社区属性实现流量集聚, 蚂蚁基金、腾安基金则借助支付宝、微信等流量入口实现用户引流。同花顺作为证券 APP 龙头, 有望通过 AI 投顾和模块进一步丰富实现内部产品交叉引流。2023 年 3 月公司 APP “理财” 页面正式面容, 与“行情”、“交易”、“资讯”等页面并列展示, 同时提供“大数据选基”、“涨停股选基”、“指数估值”、“智能投顾”等特色功能, 有望带动代销收入增长。

- 高性价比+用户习惯培养, iFinD 有望实现份额突围。万得资讯于 2003 年推出 Wind, 凭借先发优势, 在金融机构中拥有较高覆盖率。iFinD 金融终端于 2010 年上线, 2014 年推出针对高校、银行、上市公司的衍生版本。经过十余年打磨, 目前 iFinD 软件功能丰富程度可与 Wind 匹敌, 但产品报价明显低于 Wind, 同时还可免费提供试用账号, 近年 Wind 的持续提价为金融机构采购 iFinD 提供契机。此外, 公司于 2015 年成立高校业务部, 目前已有超 30 家头部院校为在校生采购 iFinD 产品。深入校园场景有助于培养金融行业“后备军”的使用习惯, 增加客户黏性, 未来有望推动市场份额进一步提升。

图表9: iFinD 产品功能可与 Wind 比肩

软件功能	同花顺 iFinD	万得资讯 Wind	东方财富 Choice	恒生聚源
Excel 函数引用	✓	✓	✓	✓
7*24h 综合资讯	✓	✓	✓	✓
经济数据库 EDB	✓	✓	✓	✓
在线客服	✓	✓		
PE/VC 数据	✓	✓		
量化数据回测	✓	✓	✓	

来源: iFinD, 各公司软件, 国金证券研究所

图表10: iFinD 客户覆盖范围广泛

客户类别	具体情况
券商	中信、安信、招商、平安、海通、华西、国盛、财信、长江、德邦等
学校	清华、北大、复旦、南开、上海交通大学、对外经贸、上海财经、上海大学、深圳大学、电子科技大学、厦门大学、湖南大学、华中科技大学等
资管及银行	浦发银行、平安银行、招商银行、宁波银行、易方达基金、博时基金、富国基金、万家基金

来源: 公司公众号, 公司官网, 国金证券研究所

- AI 方面, 公司是最早拥抱 AI 技术的金融信息服务公司之一, 在生成式 AI 领域具有研发、数据、入口等综合优势:

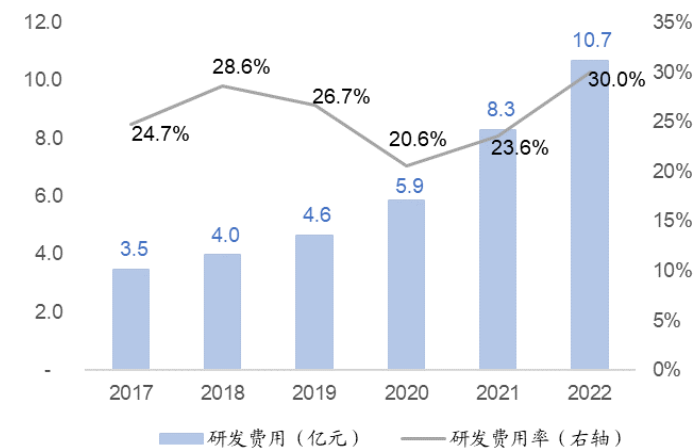
1) 研发方面, 公司是研发驱动型企业, 2022 年研发费用达 10.7 亿元, 占营收比重达 30.0%, 在计算机 (申万) 行业中均处于前 12% 分位。且公司较早进行 AI 的研发布局, 于 2009 年就开始布局 AI 领域, 成立“i 问财”部门。

2) 数据方面, 由于在金融资讯 (iFinD)、金融问答 (i 问财)、金融用户行为 (同花顺 APP) 等领域有十多年积累, 公司拥有大量高质量的金融行业、资讯和用户行为

数据，可为大模型提供充足的训练语料。

3)入口方面,公司 APP 2023 年月活超过 3,000 万人,在证券服务 APP 中一骑绝尘。得益于丰富的流量,目前“i 问财”日活超过 200 万人,日均问答超过 1,000 万次。入口优势能帮助公司更加精准地进行用户行为强化学习,也使得大模型的规模化推广变现更加高效。

图表 11: 公司近三年研发费用率持续攀升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表 12: 公司持续推出各类 AI 产品



来源: 公司公众号, 公司年报, 国金证券研究所

公司不仅在智能金融问答领域有所布局, 还提供智能语音、量化投资、智能投顾、智能质检机、会议转写、数字人、智能医疗辅助系统等 40 余项 AI 产品及服务。未来有望赋能“获客——留存——变现”全业务环节:

1) 获客方面, 公司可赋能金融产品营销环节, 面向个人生成推荐信息和数字广告。公司还可以借助 AI 数字人和短视频生成技术, 帮助零基础使用者通过简单拖拽方式批量产出短视频、虚拟人视频等内容。视频交互方式有助于进一步扩大流量池, 进而带动增值电信业务、广告及互联网服务收入增长。

此外, 在金融资讯终端领域, 生成式 AI 通过简单的多轮对话方式降低了用户对于界面使用习惯的黏性。因此虽然 Wind 已率先推出 Alice, 但 iFinD 也可能通过更好的 AI 问答、研报辅助写作等产品实现弯道超车, 以获取更多金融资讯终端用户。

2) 留存方面, 生成式 AI 可以更好地提升智能客服对话水平, 从而提升客户满意度, 实现更好的用户留存。

3) 变现方面, 目前 i 问财在 APP 端免费提供, 在 PC 端提供免费版和 1,192 元/年的专业版。随着生成式 AI 对问答智能水平的提升, 公司或在 APP 端提供收费的专业版 AI 问财, 以提升付费率和 ARPU 值。此外, 随着智能投顾水平的提升, 公司产品可以更好地理解用户需求并提供个性化投资建议, 有望促进基金代销规模的增长。

图表13: AIGC 有望全面赋能公司现有业务

AIGC 技术	应用场景
AI 短视频平台	<ul style="list-style-type: none"> · 可实现金融数据特效可视化, 支持精炼行业叙事逻辑, 自动批量生成视频 · 对接抖音、快手等第三方短视频平台, 可实现视频自动投放 · 无缝对接 2.5D/3D 等多类虚拟人模型, 可灵活定制个性化虚拟形象
AI 数字人	<ul style="list-style-type: none"> · 通过文本或语音交互方式, 提供选股、诊股、基金搜索、基金经理风格查询、行业百科、闲聊等垂类业务功能, 可解决人工投顾不足等问题
多轮对话机器人	<ul style="list-style-type: none"> · 提供多维度股债基数据, 投资者可输入自然语言搜索想要的数据和信息 · 支持条件选股、研报图表、精选策略、产品搜索、策略回测、宏观经济等功能
研报写作与翻译	<ul style="list-style-type: none"> · 使用已有研报及数据库进行模型二次训练, 可根据需求生成相应的研报文字或投资新闻, 并能够根据原有研报模板进行报告翻译
AI 预测	<ul style="list-style-type: none"> · 通过对市场大量指标和研报进行分析整理, 构建金融知识图谱数据库, 可形成对宏观、微观重点指标数据的实时预测 · 已覆盖国内外 30 余个重点宏观经济指标及 A 股 4,000 余家上市公司, 可提供未来 3 年盈利预测

来源: iFind, 公司公众号, 公司年报, 国金证券研究所

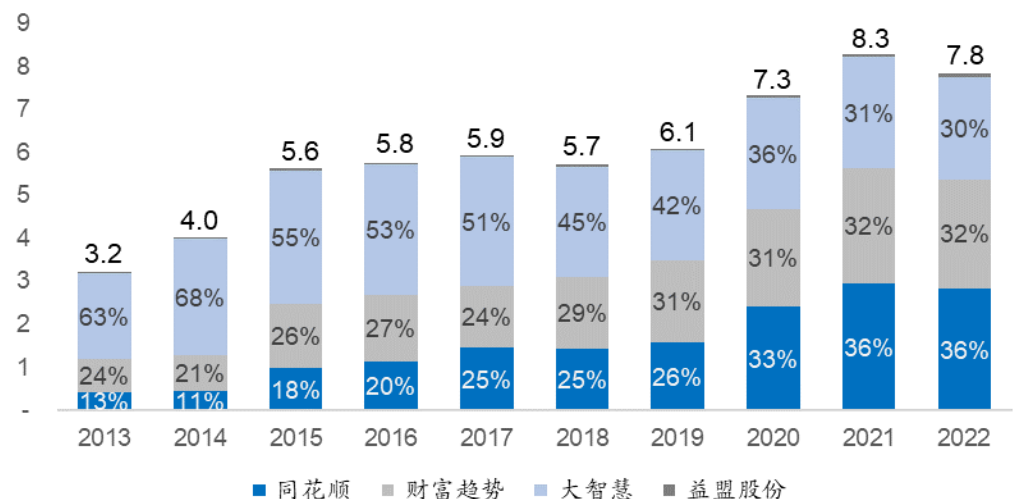
2. B 端市场份额逐年提升, 国密改造+信创驱动持续增长

2.1 B 端业务市占率行业第一, 且份额逐年提升

公司在券商行情交易系统领域深耕近三十年。创始人易峥于 1994 年开发期货交易分析软件“龙虎榜”; 1997 年推出面向券商的网上行情交易系统; 1998 年公司中标江苏省证券公司项目, 产品开始在行业内加速推广。

公司不断根据客户需求进行架构升级和功能扩充, 市场份额逐年提升。公司 B 端行情交易系统的市场份额自 2015 年开始逐年提升, 至 2022 年已达 36.3%, 成为行业第一。截至 2022 年末, 公司 B 端产品和服务已覆盖国内 90% 以上的证券公司, 同时还覆盖大量公募、私募、银行、保险公司、政府、科研院所、上市公司等机构客户。

图表14: 公司 B 端业务市场份额已跃升至第一 (单位: 亿元)



来源: iFind, 各公司年报及招股书, 国金证券研究所

说明: 1) 百分比为各公司市场份额, 柱状图上方数字为市场规模; 2) 同花顺数据为网上行情交易系统服务业务收入, 大智慧数据为证券行情及资讯、港股服务系统业务收入之和; 益盟股份数据为信息费和软件开发费收入

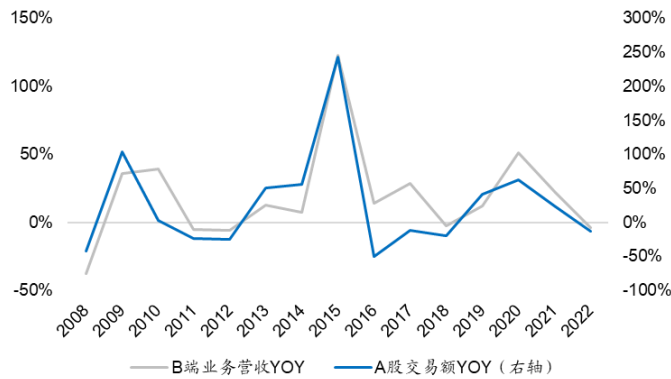
公司 B 端业务收入与 A 股交易额增速呈现较强相关性, 当 A 股交易额增长时, 公司 B 端业务需求主要来自于两方面:

- 券商系统扩容需求: 每套网上交易软件产品存在一定的并发数量限制, 即同时支持在线人数不能超过一定数量, 否则会导致交易堵塞。当投资者数量增多或交易量放大时, 券商需要增加交易软件购买数量, 进行系统扩容。
- 券商机构业务需求: 在市场情绪较好的时期, 证券公司会基于私募机构客户对极速交

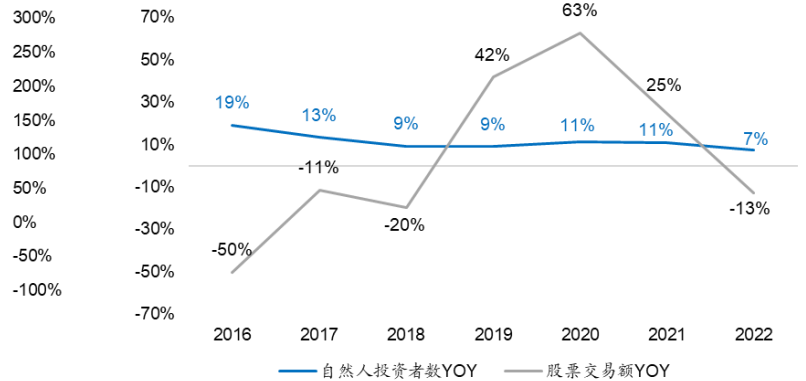
易、行情资讯的需求，增加对公司相关软件系统的采购量。

由于行情交易系统存在日常扩容维护需求，公司 B 端营收增速向下波动幅度较小。近年我国自然人投资者数量增速较为稳定，2018~2022 年增速均维持 10% 左右，与股票交易额相关性并不明显；即使在股票交易额相对较低的年份，券商也需要进行行情交易系统的扩容及维护。因此公司 B 端业务会随交易额增长而高增，但交易额下滑时受影响相对有限。2006 年至今，公司仅有极少数年份出现营收同比下滑，且下滑幅度远小于交易额变动幅度，体现出较强的经营韧性。

图表 15: B 端收入与 A 股交易额变化正相关



图表 16: 自然人投资者数量平稳增长



来源: iFind, 公司年报及招股书, 国金证券研究所

来源: iFind, 中证登, 国金证券研究所

2.2 国密改造+信创，双重因素驱动增长

- 预计 2023 年券商国密改造将进入加速期。金融行业国密改造于 2012 年启动，但由于早期主流操作系统、浏览器等客户端尚未广泛兼容国密算法，证券业改造进展较缓。近年来金融信创加速，国密适配环境日趋成熟；同时国家相关立法落地，监管部门加大国密改造推广和考核力度，相关项目有望加速落地。

图表 17: 政策驱动金融行业国密改造加速推进

发布时间	政策	发布机构	主要内容
2023.4	《商用密码管理条例(修订草案)》	国务院	督促平台企业依法履行用户密码保护责任，确保个人隐私、商业秘密和政府敏感数据的安全；建立健全商用密码科技创新机制，推动商用密码科技成果转化和产业化应用。
2021.9	《中华人民共和国数据安全法》	全国人大	从数据全场景构建数据全监管体系，明确行业主管部门对本行业、本领域的数据安全监管职责
2019.10	《中华人民共和国密码法》	全国人大	商用密码管理条例规定的全环节严格管理调整为重点把控产品销售、服务提供、使用、进出口等关键环节
2018.7	《金融和重要领域密码应用与创新发展规划(2018-2022)》	中央办公厅、国务院办公厅	要求金融和重要领域(包括电子政务网站系统)在 2022 年底前落实并完成国产密码应用改造工作
2015	《证券期货业密码应用工作规划(2015-2020)》	证监会	要求在证券期货业实现 SM 系列商用密码的全面应用，充分发挥其在保障行业信息安全中的重要作用
2014.3	《关于加强证券期货领域国产密码应用推进工作的通知》	证监会	2015 年初步实现国产密码在网上证券的广泛应用 2020 年实现国产密码在证券期货领域中的全面应用
2014	《金融领域密码应用指导意见》	国务院办公厅	5 年内完成网上银行、移动支付、网上证券等重点领域国产密码算法的全面应用

来源: 证监会官网, 国务院办公厅官网, 中国人大网, 国金证券研究

公司在国密改造领域积累深厚。早在 2007 年公司便已取得 SSL 安全产品支持硬件证书，开始支持国密算法；2012 年公司通过国密认证并推出同花顺 SSL 安全服务平台国产密码改造方案；2019 年公司为银河证券打造的国密改造项目通过国密局评审。券商可采购多家公司的行情和交易系统，以满足不同类型经纪业务客户的交易和行情

使用习惯，如一家券商可同时采购同花顺、财富趋势、大智慧的交易和行情系统，但每家供应商系统的国密改造均只能由原供应商进行，商机确定性较高。2022年6月至今，公司先后中标红塔、长城、华金等多家证券国密改造项目，项目平均成交价格为211万元。目前公司市场客户覆盖率超过90%，则预计国密改造项目有望在2~3年内为公司带来2.0亿元增量收入。

图表18: 国密改造项目有望为公司带来2.0亿元增量收入

招标券商	成交金额 (万元)	国密改造项目 平均金额 (万元)	✕	券商总数	104家	=	国密改造项目 增量收入
华金证券	198			公司客户占比	90%		2.0亿元
长城证券	260			对应客户数	94家		
红塔证券	174						
		211					

来源: 采招网, 公司年报, 证券行业协会, 国金证券研究所

说明: 1) 券商数量为证券行业协会《2021年度证券公司经营业绩排名情况》中拥有经纪业务收入的证券公司数量; 2) 券商会同时购买多家金融IT厂商的行情交易系统, 采购金额与券商体量等因素相关, 公开资料中仅能查到3家券商数据, 测算结果可能有所偏差

- 金融信创向业务应用系统深入推进。金融信创于2020年开始试点推进, 至2022年试点机构信创投入占全年IT支出比例提升至30%, 该比例依然有进一步提升的空间, 且结构上有望从基础软硬件向业务应用系统倾斜。

公司有望持续受益于行情交易系统信创改造。目前公司客户覆盖国内90%券商, 由于金融客户黏性较高, 假设其中90%的客户会选择公司进行信创改造。参考2022年9月公司为华泰证券进行PC端信创改造的项目成交金额为70万元, 考虑PC和APP端均有改造需求, 则该业务有望为公司带来1.2亿元增量收入。目前行情交易系统的信创推进尚处于早期, 预计未来会持续落地。

图表19: 信创项目有望为公司带来1.2亿增量收入

招标券商	成交金额 (万元)	✕	券商总数	104家	✕	=	信创改造项目 增量收入		
华泰证券	70		公司客户占比	90%			PC端改造	手机APP改造	1.2亿元
			信创改造比例	90%					
			对应客户数	84家					

来源: 采招网, 公司年报, 证券行业协会, 国金证券研究所

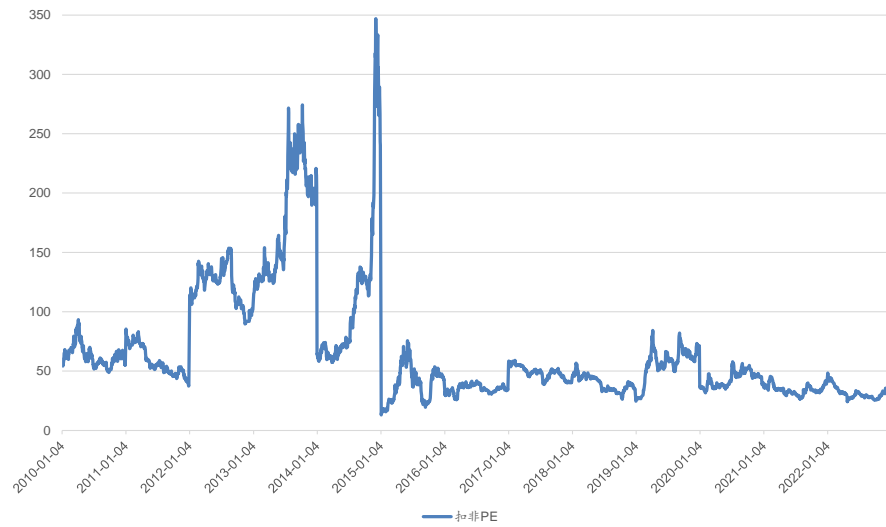
说明: 1) 券商数量为证券行业协会《2021年度证券公司经营业绩排名情况》中拥有经纪业务收入的证券公司数量; 2) 券商会同时购买多家金融IT厂商的行情交易系统, 采购金额与券商体量等因素相关, 由于公开资料中仅能查到华泰证券数据, 测算结果可能有所偏差

3. 盈利预测与投资建议

由于C端业务占营收比重较高, 因而对公司进行盈利预测和估值, 实际上是对公司C端流量变现的潜力进行预测和估值。过往公司在牛市环境下展现出更强的流量变现潜力, 因此市场倾向于在牛市环境下给予公司更高的估值倍数。非牛市环境下, 公司PE区间一般在30~50倍之间; 牛市环境下, 公司PE一般在50倍以上, 2019~2020年高达80倍, 2014~2015年甚至高达100倍以上。

如前文分析, 生成式AI有望进一步提升公司C端业务的付费率和客单价, 对公司流量变现潜力的挖掘可能超过牛市行情, 实现公司的价值重估。

图表20: 公司在牛市环境下获得更高的估值倍数

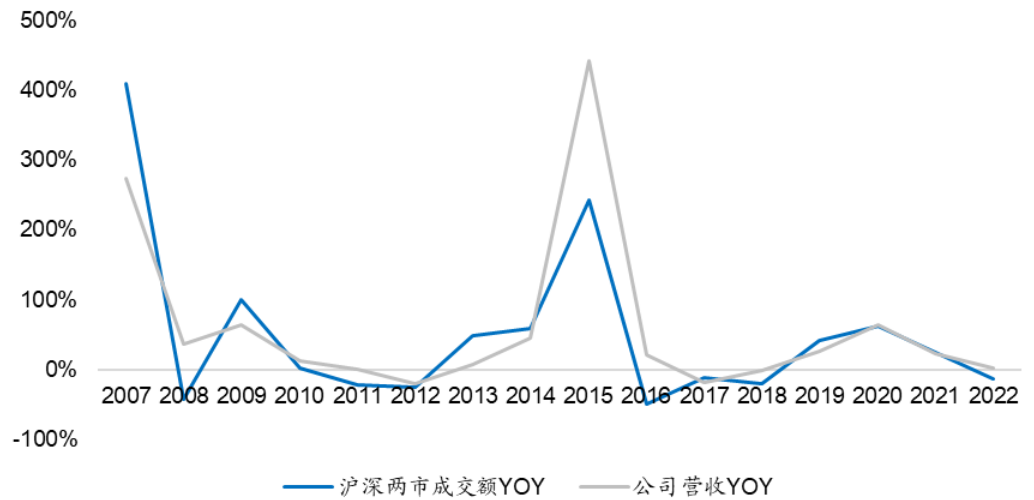


来源: iFind, 各公司年报及招股书, 国金证券研究所

■ 核心假设:

1) 营收及毛利率: 公司营收增速与股市成交额增速显著正相关, 相关系数达到 0.86。由于公司生成式 AI 产品推出时间未知, 后续盈利预测暂不考虑 AI 带来的潜在营收提升。

图表21: 公司营收 YOY 与 A 股成交额 YOY 有一定正相关性



来源: iFind, 国金证券研究所

经回溯, 公司增值电信业务营收与上半年销售商品、提供劳务收到的现金存在显著正相关。考虑到 2023 年 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 14.8%, 较 2022 年下半年同比下滑 2.1% 明显回暖, 我们保守假设 2023~2025 年增值电信业务营收均处于弱修复态势, 营收增速均为 15%、毛利率均为 87%。

图表22: 增值电信业务营收与上半年销售商品、提供劳务收到的现金显著正相关

SUMMARY OUTPUT

回归统计	
Multiple R	0.946459
R Square	0.895785
Adjusted R	0.891443
标准误差	8745.42
观测值	26

方差分析

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	1.58E+10	1.58E+10	206.2932	2.7826E-13
残差	24	1.84E+09	76482372		
总计	25	1.76E+10			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	8012.106	2525.54	3.172432	0.004105	2799.64642	13224.57	2799.646	13224.57
X Variable	0.393106	0.02737	14.36291	2.78E-13	0.33661785	0.449594	0.336618	0.449594

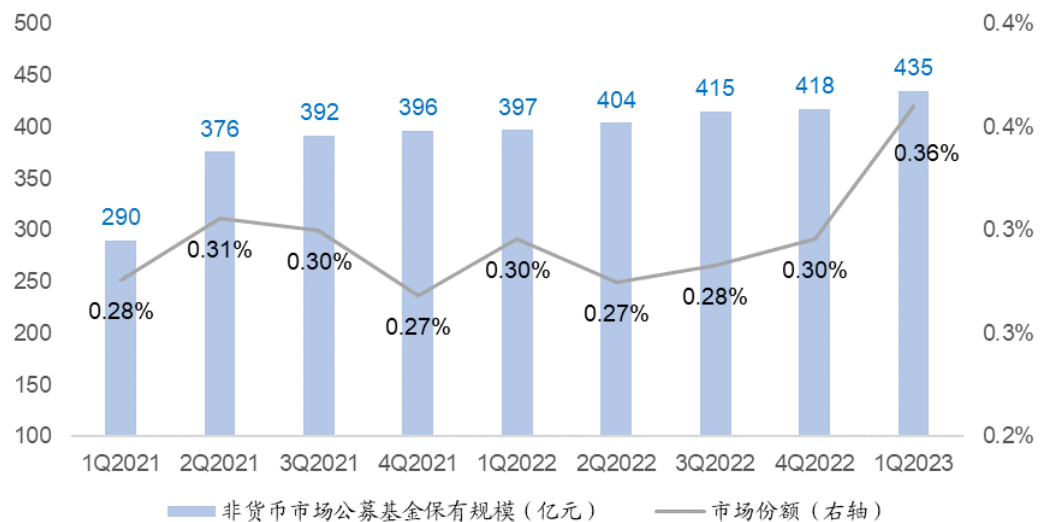
来源: iFind, 国金证券研究所

证券行情交易系统及维护服务 2006-2022 年营收复合增速为 22.7%。考虑到 2022 年部分项目竣工受到宏观经济影响而递延, 以及 2023~2024 年预计存在全面注册制改造、国密改造和信创加持, 预计 2023~2025 年营收增速分别为 30%、25%、20%, 毛利率均为 85%。

广告及互联网业务推广服务与 A 股日均交易额增速相关性较高。2023 年 1~4 月 A 股日均成交额为 9,423 亿元, 同比增长 5.5%; 而 2021、2022 年 A 股日均成交额分别为 10,586 亿元、9,256 亿元, 分别同比增长 25%、下滑 13%, 因此我们预计 2023 年公司整体营收增速慢于 2021 年, 但快于 2022 年。假设 2023~2025 年广告及互联网推广服务营收均增长 30%, 毛利率均为 95%。

基金代销服务及大宗商品交易手续费近年增速有所下滑, 2021 年下滑 35.3%主要系大宗商品交易手续费减少、2022 年下滑 32.8%主要系行情疲软带来的基金代销手续费减少。我们认为公司非货公募基金保有规模持续增长, 随着行情回暖, 基金代销服务及大宗商品交易手续费预计止跌。假设 2023~2025 年该业务增速均为 0%, 毛利率均为 84%。

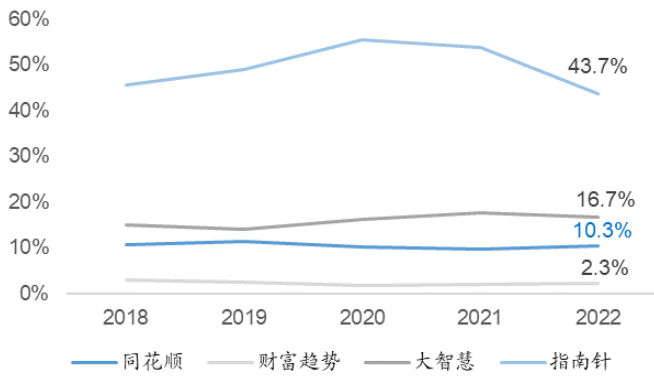
图表23: 公司非货公募基金保有规模持续增长



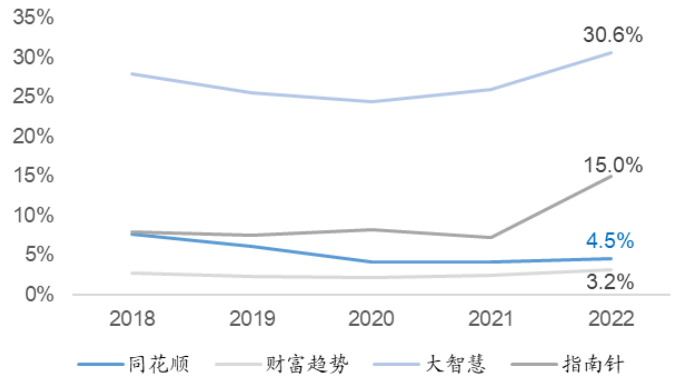
来源: 基金行业协会官网, 国金证券研究所

2) 销售费用: 2022 年受到宏观经济的影响, 差旅费用减少, 因而销售费用同比仅增长 9.1%。2023 年之后预计差旅恢复正常, 假设销售费用增长 20%, 对应销售费用率 10.2%。假设 2024、2025 年销售费用率与 2023 年相近, 均为 10.2%。

图表24: 公司销售费用率处于同业较低水平



图表25: 公司管理费用率也处于同业较低水平



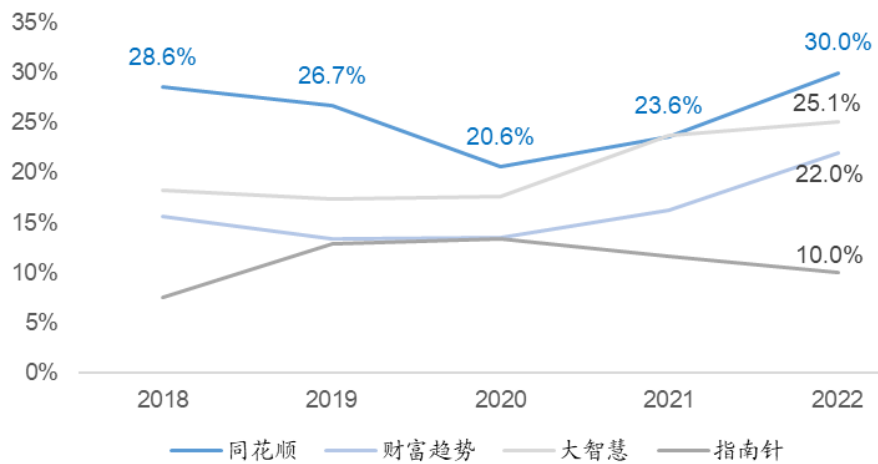
来源: iFind, 各公司年报, 国金证券研究所

来源: iFind, 各公司年报, 国金证券研究所

3) 管理费用: 公司管理费用主要由人员薪酬组成, 2022 年受宏观经济影响, 公司人员招聘减少, 管理费用同比增长 10.3%。假设 2023 年公司招聘略有回升, 管理费用同比增长 15%, 对应管理费用率 4.3%。假设 2024、2025 年销售费用率与 2023 年相近, 均为 4.3%。

4) 研发费用: 考虑到公司在生成式 AI 模型方面的潜在投入, 我们假设 2023~2025 年公司研发费用率增长, 假设 2023~2025 年研发费用率分别为 31.0%、32.0%、33.0%。

图表26: 公司研发费用率处于同业较高水平



来源: iFind, 各公司年报, 国金证券研究所

■ 盈利预测:

基于上述假设, 我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 43.3/52.9/64.6 亿元, 归母净利润分别为 20.4/24.5/29.5 亿元, 对应 EPS 分别为 3.79/4.55/5.48 元。

图表27: 盈利预测核心假设

单位: 亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	35.1	35.6	43.3	52.9	64.6
YOY	23.4%	1.4%	21.8%	22.0%	22.2%
毛利率	91.4%	89.6%	90.3%	90.6%	90.9%
——增值电信业务	16.2	15.4	17.7	20.3	23.4
YOY	25.9%	-5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	89.9%	89.5%	87.0%	87.0%	87.0%
——证券行情交易系统及维护服务	3.0	2.8	3.7	4.6	5.6
YOY	22.6%	-3.7%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	86.4%	84.3%	85.0%	85.0%	85.0%
——广告及互联网业务推广服务	12.8	15.3	19.8	25.8	33.5
YOY	53.6%	18.9%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	96.9%	94.8%	95.0%	95.0%	95.0%
——基金代销服务及大宗商品交易手续费	3.1	2.1	2.1	2.1	2.1
YOY	-35.3%	-32.8%	0%	0%	0%
毛利率	83.7%	83.9%	84.0%	84.0%	84.0%
销售费用率	9.6%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%
管理费用率	4.2%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用率	23.6%	30.0%	31.0%	32.0%	33.0%

来源: iFind, 国金证券研究所

■ 投资建议及估值:

我们采用市盈率法对公司进行估值, 选取金融科技板块对标公司财富趋势、恒生电子, 以及 AI 板块对标公司科大讯飞、拓尔思作为可比公司。给予公司 2023 年 60 倍 PE 估值, 目标价 227.40 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表28: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
600570.SH	恒生电子	44.89	1.01	0.57	1.07	1.40	1.64	44.45	78.75	41.95	32.06	27.37
688318.SH	财富趋势	157.82	4.23	1.65	4.04	4.89	6.07	37.31	95.65	39.06	32.27	26.00
002230.SZ	科大讯飞	63.24	0.67	0.24	0.74	1.05	1.42	94.39	263.5	85.49	60.36	44.62
300229.SZ	拓尔思	27.23	0.34	0.18	0.37	0.49	0.60	80.09	151.28	73.02	56.06	45.41
平均值								64.06	147.30	59.88	45.19	35.85
300033.SZ	同花顺	172.19	3.56	3.15	3.79	4.55	5.48	48.37	54.66	45.49	37.84	31.42

来源: wind, 国金证券研究所

说明: 1) 以 2023 年 5 月 12 日收盘价计算现价对应 PE; 2) 科大讯飞和拓尔思的盈利预测按照 wind 一致预期, 恒生电子和财富趋势的盈利预测按照国金证券此前公开发布的研究报告。

4. 风险提示

■ 减持风险

2023 年 3 月 27 日, 公司公告拟自公告发布之日起 15 个交易日后的六个月内, 董事长易峥、董事叶琼玖、上海凯士奥信息咨询中心(有限合伙)、董事于浩淼、董事王进拟以集中竞价或大宗交易方式合计减持本公司股份不超过 45,500,358 股(占公司总股本的 8.46%)。减持可能会使得公司股价发生波动。

■ AI 研发进度不及预期

若生成式 AI 产品研发进度不及预期,可能会对公司市场份额、付费率及客单价产生影响。

■ 市场剧烈波动风险

由于公司营收与 A 股行情息息相关,若未来货币政策、财政政策及海内外宏观经济形势发生重大变化,导致 A 股成交额发生剧烈波动,将影响投资者交易意愿,进而对与行情相关性较高的增值电信业务、广告及互联网业务推广服务等 C 端业务收入产生一定的不利影响,整体业绩有可能不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,844	3,510	3,559	4,334	5,287	6,459
增长率		23.4%	1.4%	21.8%	22.0%	22.2%
主营业务成本	-237	-301	-370	-419	-497	-590
%销售收入	8.3%	8.6%	10.4%	9.7%	9.4%	9.1%
毛利	2,607	3,209	3,190	3,915	4,790	5,870
%销售收入	91.7%	91.4%	89.6%	90.3%	90.6%	90.9%
营业税金及附加	-26	-27	-47	-56	-69	-84
%销售收入	0.9%	0.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-288	-337	-368	-442	-539	-659
%销售收入	10.1%	9.6%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%
管理费用	-117	-146	-161	-186	-227	-278
%销售收入	4.1%	4.2%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-585	-828	-1,067	-1,344	-1,692	-2,132
%销售收入	20.6%	23.6%	30.0%	31.0%	32.0%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	1,591	1,870	1,547	1,887	2,263	2,718
%销售收入	55.9%	53.3%	43.5%	43.5%	42.8%	42.1%
财务费用	139	173	184	217	264	323
%销售收入	-4.9%	-4.9%	-5.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	0	0	0	0	0
%税前利润	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,815	2,096	1,841	2,212	2,659	3,202
营业利润率	63.8%	59.7%	51.7%	51.0%	50.3%	49.6%
营业外收支	0	-7	1	0	0	0
税前利润	1,814	2,089	1,842	2,212	2,659	3,202
利润率	63.8%	59.5%	51.7%	51.0%	50.3%	49.6%
所得税	-90	-178	-151	-177	-213	-256
所得税率	5.0%	8.5%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	1,724	1,911	1,691	2,035	2,447	2,946
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,724	1,911	1,691	2,035	2,447	2,946
净利率	60.6%	54.5%	47.5%	46.9%	46.3%	45.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,724	1,911	1,691	2,035	2,447	2,946
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	42	51	55	74	74	74
非经营收益	-11	-1	-8	1	0	0
营运资金变动	311	166	12	253	346	455
经营活动现金净流	2,066	2,128	1,750	2,363	2,867	3,475
资本开支	-370	-236	-282	0	0	0
投资	-2	0	-9	7	0	0
其他	473	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	101	-236	-290	7	0	0
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-99	0	0
其他	-457	-646	-969	-1,075	-1,236	-1,452
筹资活动现金净流	-457	-646	-969	-1,174	-1,236	-1,452
现金净流量	1,672	1,233	544	1,195	1,630	2,023

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,125	7,275	7,538	8,733	10,363	12,386
应收款项	74	70	68	89	109	133
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	10	11	10	10	10	10
流动资产	6,209	7,356	7,616	8,832	10,482	12,529
%总资产	86.8%	86.5%	84.4%	86.9%	89.3%	91.4%
长期投资	3	3	10	4	4	4
固定资产	576	769	1,047	977	907	837
%总资产	8.0%	9.0%	11.6%	9.6%	7.7%	6.1%
无形资产	367	360	351	347	344	340
非流动资产	947	1,145	1,412	1,330	1,256	1,183
%总资产	13.2%	13.5%	15.6%	13.1%	10.7%	8.6%
资产总计	7,156	8,501	9,028	10,162	11,738	13,712
短期借款	0	0	1	0	0	0
应付款项	564	544	320	354	432	527
其他流动负债	1,227	1,411	1,361	1,603	1,891	2,275
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	141	69	101	1	1	0
负债	1,931	2,025	1,782	1,957	2,323	2,803
普通股股东权益	5,224	6,477	7,245	8,205	9,415	10,909
其中：股本	538	538	538	538	538	538
未分配利润	3,985	5,251	5,975	6,934	8,145	9,639
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,156	8,501	9,028	10,162	11,738	13,712

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.207	3.555	3.146	3.785	4.551	5.480
每股净资产	9.718	12.047	13.477	15.262	17.513	20.292
每股经营现金净流	3.843	3.958	3.254	4.395	5.333	6.464
每股股利	1.200	1.800	2.500	2.000	2.300	2.700
回报率						
净资产收益率	33.00%	29.51%	23.34%	24.80%	25.99%	27.00%
总资产收益率	24.09%	22.48%	18.73%	20.02%	20.84%	21.48%
投入资本收益率	28.93%	26.41%	19.60%	21.16%	22.11%	22.92%
增长率						
主营业务收入增长率	63.23%	23.43%	1.40%	21.78%	21.99%	22.16%
EBIT 增长率	107.72%	17.55%	-17.29%	21.99%	19.94%	20.10%
净利润增长率	92.05%	10.86%	-11.51%	20.32%	20.24%	20.41%
总资产增长率	73.23%	18.80%	6.19%	12.57%	15.51%	16.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.6	4.4	4.0	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	61.7	74.5	93.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	53.8	42.2	71.9	53.1	38.7	27.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-117.25%	-112.32%	-104.03%	-106.44%	-110.07%	-113.54%
EBIT 利息保障倍数	-11.5	-10.8	-8.4	-8.7	-8.6	-8.4
资产负债率	26.99%	23.81%	19.74%	19.26%	19.79%	20.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402