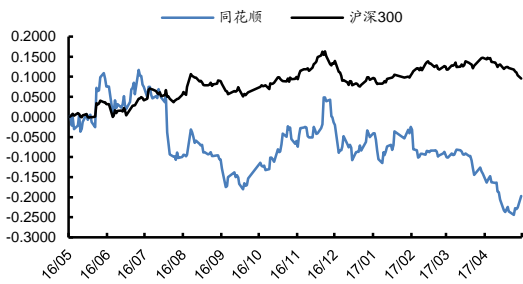


研究所
证券分析师： 孔令峰 S0350512090003
010-68366838
证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002
baoyc@ghzq.com
联系人： 刘浩 S0350116040007

平台价值越发明显，行业优势不断扩大

——同花顺（300033）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
同花顺	-6.5	-17.7	-22.3
沪深300	-4.5	-1.1	9.6

市场数据

2017-05-08

当前价格（元）	59.47
52周价格区间（元）	54.97 - 86.72
总市值（百万）	31971.07
流通市值（百万）	15677.49
总股本（万股）	53760.00
流通股（万股）	26362.01
日均成交额（百万）	431.43
近一月换手（%）	25.07

相关报告

《同花顺（300033）2016年3季报点评：增值电信业务稳步增长，看好公司C端用户价值》——2016-10-26

《同花顺（300033）2016年中报点评：增值电信和基金销售业务成长性初现，静待新业务放量》——2016-08-24

《同花顺（300033）深度报告：手握C端资源和人工智能，向“泛资管”服务领域进发》——2016-08-17

投资要点：

■ **从PC端均分市场，到移动端流量称雄，ARPU值不断提升。**传统的股票软件是PC时代的“电脑+炒股+资讯+渠道”的时代产物，然而，现在正在从传统的互联网时代转向移动互联网时代，移动互联网更多考验了企业对用户体验/需求的把控能力，并形成经验积累下来，呈现“胜者为王”格局。经历多年发展，同花顺已经脱颖而出成为移动互联网证券第三方平台的龙头。公司移动端“月活”和“粘性”指标排名均遥遥领先，月活跃用户达2500万人，是第二名的2倍以上；“移动理财”入口争夺战打响，大资管时代来临，垂直金融信息服务商、券商和互联网巨头成“三足鼎立”之势；公司恪守第三方属性，面对挑战，公司不断进行产品创新，注入社交和智能化元素，提供差异化服务以提高平台粘性。产品结构合理，产品价格从几百元/年到几千元/年到最高8万元/年不等，满足行业内不同客户不同层次的需要，陆续推出高端产品（8万/年的金融大师等），用户ARPU值不断提升。

■ **多业务变现熨平周期性，凸显成长性。**过去五年A股基本经历了一个完整牛熊，市场担心公司业绩通过预收款平滑，但是我们看到在经历了近两年的熊市后，按季度统计预收款，今年一季度公司的预收款已经出现拐点，2017Q1为7.65亿元，2016Q4为7.74亿元，基本持平，止住下滑态势，后续有望反弹增长，公司有一定的抗周期性。拥有庞大用户流量及产品增值变现渠道的同花顺业绩同比竞争对手成长性更优，且更稳健。在与竞争对手的比较中，可以看到同花顺在流量优势（二倍于竞争对手）基础上多元化布局增值业务矩阵的卓越能力，充分展现出龙头实力。公司第三方平台属性，决定了相比券商而言，公司的周期性并不明显。过去5年的收入和净利润表现情况来看：牛市中，券商和同花顺业绩均高增长，熊市中券商业绩下滑，同花顺依然维持增长。

■ **智能投顾行业快速发展，公司先发优势明显。**美国智能投顾市场2013-2016年三年时间管理资产规模巨幅提升100倍以上，用户接受度迅速完成从0到1跃迁，金融AI迎来爆发零界点。测算预计全球智能投顾市场佣金规模在2017年达到150亿美元，到2020年提升至660亿美元。同花顺智能投顾产品表现优异（泰达宏利同顺大数据A年化收益18.48%，表现处于市场前1/10），用户吸引力不断加强，理财规

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

模未来两年有望成几何级数量增长。我们认为，同花顺智能投顾业务 5 个优势（C 端变现路径短；技术底蕴；大数据资源；资金优势投入自营投资；品牌优势）形成了高壁垒。

- **维持“买入”评级。**我们基于对公司未来各项业务的发展趋势分析，预计公司 2017 年-2019 年净利润分别为 13.94 亿元、16.77 亿元和 20.13 亿元，同比增速分别为 15%、20%和 20%；对应公司目前股价的动态市盈率分别为 23 倍、19 倍和 16 倍。综合此前分析，我们认为公司现有业务有望保持 18%以上年复合增速；同时，公司依靠 C 端客户资源和人工智能为代表的技术积累，未来在投顾服务平台、机构金融数据服务业务以及投资机器人领域发展空间广阔；作为龙头企业，在市场成长长期的过程中，市场份额有望不断提升。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品研发与推广速度不及预期；行业竞争激烈，公司业务市场占有率提升不达预期；金融监管政策超预期变化所带来的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1734	2011	2407	2862
增长率(%)	20%	16%	20%	19%
净利润（百万元）	1212	1394	1677	2013
增长率(%)	27%	15%	20%	20%
摊薄每股收益（元）	2.25	2.59	3.12	3.74
ROE(%)	41.03%	32.07%	27.83%	25.05%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 移动证券霸主地位显著，客户粘性遥遥领先.....	5
1.1、 从 PC 端均分市场，到移动端流量称雄.....	5
1.2、 C 端完整产品线构筑互联网平台龙头.....	6
1.3、 B 端业务从布局走向成熟.....	9
1.4、 B 端、C 端同步发展.....	11
1.5、 行业渗透仍有较大成长空间.....	12
2、 多业务变现熨平周期性，凸显成长性.....	13
2.1、 同花顺收入结构趋于多元化.....	13
2.2、 增值电信业务：应收账款表现弱周期性，两因素向好，有望保持较快增长.....	14
2.3、 证券行情和交易系统业务：行业壁垒较高，业务发展稳定.....	17
2.4、 基金电销及广告：长期看空间广阔.....	18
2.5、 业绩兑现成长性.....	19
2.6、 相比券商业绩，周期属性极弱.....	20
3、 智能投顾行业快速发展，公司先发优势明显.....	20
3.1、 金融 AI 迎来爆发临界点.....	21
3.2、 新一轮快速成长期已至.....	24
4、 投资建议和盈利预测.....	27
5、 风险提示.....	27

图表目录

图 1: PC 端知名证券软件商	5
图 2: 同花顺、东方财富、大智慧周活跃用户比较	6
图 3: 同花顺、东方财富、大智慧月活跃用户比较	6
图 4: 同花顺、东方财富、大智慧活跃渗透率比较	6
图 5: 同花顺月活跃用户及渗透率情况	6
图 6: 同花顺 C 端平台构成——多样化 PC 和手机客户端	7
图 7: 同花顺 iFind 终端的投研 BBC 模块	10
图 8: 同花顺 C 端和 B 端业务分类: C 端业务收入占比达 73%	11
图 9: 移动互联网用户数量超越 PC 互联网用户数量	12
图 10: 移动应用在各领域的渗透率 (其中金融领域 38.6%)	13
图 11: 同花顺收入结构趋于多元化	13
图 12: 同花顺预收款项变动趋势与证券市场活跃度趋势比较	14
图 13: 同花顺增值业务收入同业排名领先	16
图 14: 同花顺增值业务市占率不断提升	16
图 15: 同花顺网上行情交易系统业务收入增长趋势	18
图 16: 同花顺基金电销及广告收入同比增长	19
图 17: 东方财富基金电销及广告收入同比下降	19
图 18: 同花顺、东方财富、大智慧营收对比	19
图 19: 同花顺、东方财富、大智慧净利润对比	19
图 20: 同花顺、东方财富、大智慧研发投入对比	20
图 21: 智能投顾代表未来财富管理服务方式	21
图 22: 智能投顾特性	21
图 23: 美国智能投顾公司 2010-2016 资产管理规模增长情况	22
图 24: 智能投资管理规模预估	23
图 25: 基金费率表	23
图 26: 泰达宏利同顺大数据基金净值变化	24
图 27: 同花顺智能投顾业务高壁垒	25
图 28: 同花顺“圈子”平台中 T 策略展示	26
图 29: 金融界 2015 年各季度的金融信息和咨询业务收入保持同比快速增长	27
表 1: 同花顺、东方财富、大智慧战略比较	7
表 2: 同花顺付费产品价格和主要功能	8
表 3: 同花顺上市以来的“大事件”	9
表 4: 同花顺注重产品研发, 研发人员和研发费用逐年增加	16
表 5: 2012-2016 年同花顺与券商净利润比较	20
表 6: 同花顺盈利预测表	29

1、移动证券霸主地位显著，客户粘性遥遥领先

1.1、从 PC 端均分市场，到移动端流量称雄

PC 时代证券软件群雄割据，以同花顺、东方财富通、钱龙经典、通达信、大智慧为代表的品牌企业势均力敌，分享 PC 时代证券软件的红利。

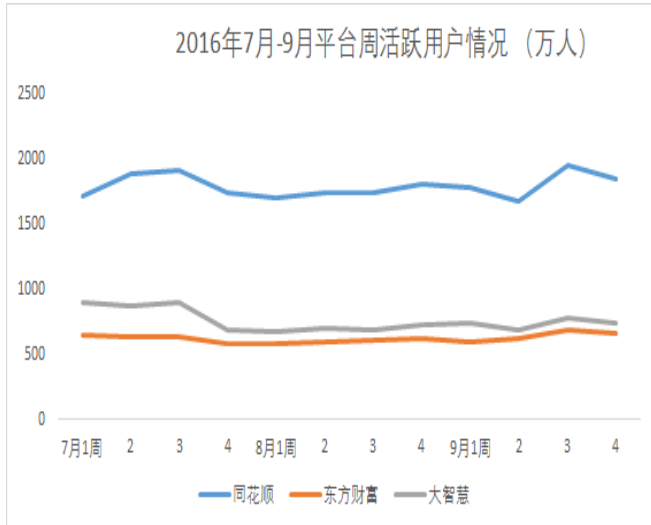
图 1：PC 端知名证券软件商

软件名	下载次数	好评率
1 同花顺免费股票软件 8.60.71	10,384	85%
2 东方财富通 8.8.9	5,665	91%
3 钱龙金典 5.80	4,190	92%
4 通达信股票行情 7.33	3,694	70%
5 大智慧免费炒股经典版 6.0	3,521	91%

资料来源：pconline，国海证券研究所

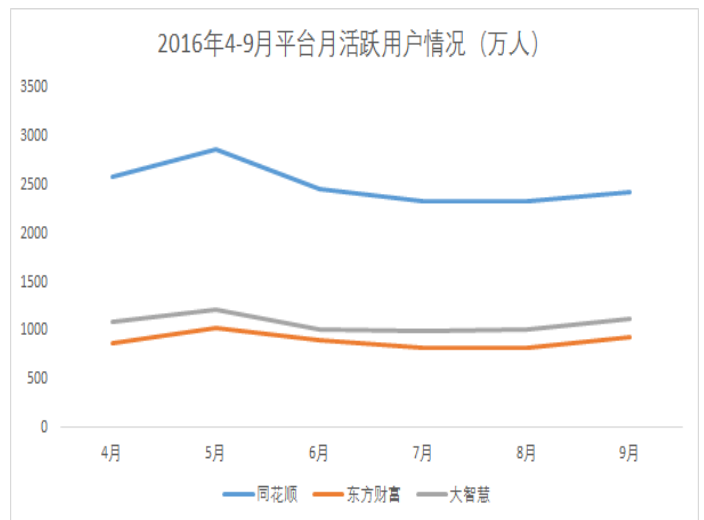
传统的股票软件是 PC 时代的“电脑+炒股+资讯+渠道”的时代产物，然而，现在正在从传统的互联网时代转向移动互联网时代，又进一步向数据时代进展，个性化的股票软件品牌可以借助网络渠道接触自己的受众。移动互联网更多考验了企业对用户体验/需求的把控能力，并形成经验积累下来，呈现“胜者为王”格局。经历多年发展，同花顺已经脱颖而出成为移动互联网证券第三方平台的龙头。在同花顺平台上的周活跃用户情况、月活跃用户情况及活跃渗透率都大幅高于其余竞争对手。同花顺平台的月活人数是竞争对手的 2 倍，月活渗透率接近 20%，在客户粘性方面遥遥领先，已经坐稳移动互联网证券霸主地位。

图 2: 同花顺、东方财富、大智慧周活跃用户比较



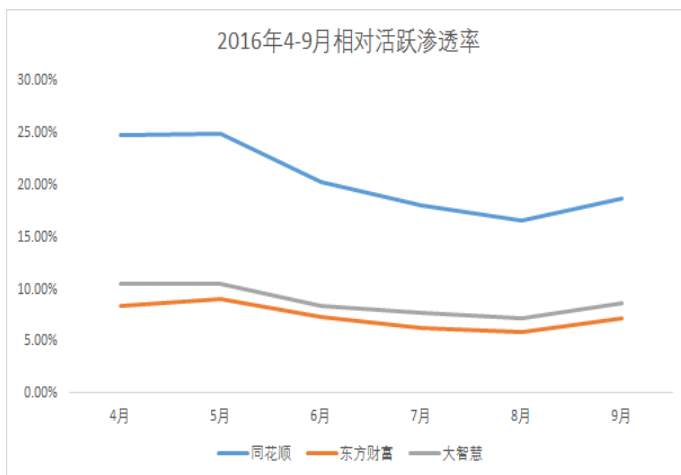
资料来源: 易观千帆, 国海证券研究所

图 3: 同花顺、东方财富、大智慧月活跃用户比较



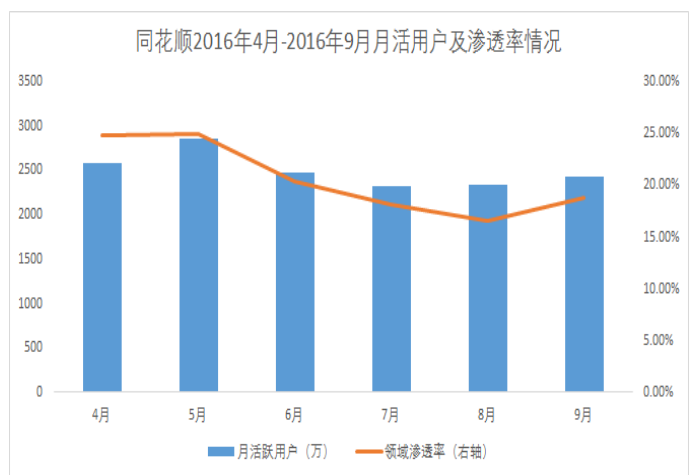
资料来源: 易观千帆, 国海证券研究所

图 4: 同花顺、东方财富、大智慧活跃渗透率比较



资料来源: 易观千帆, 国海证券研究所

图 5: 同花顺月活跃用户及渗透率情况



资料来源: 易观千帆, 国海证券研究所

1.2、C 端完整产品线构筑互联网平台龙头

同花顺、东方财富、大智慧是我国互联网证券三甲。三家公司拥有一些共同业务，为用户提供 PC 和手机端交易工具 level-2 实时行情，股票交易策略和股票研究专业工具等。但同时各自业务发展历程中，战略形成了一定差异。

同花顺始终坚持定位第三方服务平台的身份，在移动互联网的浪潮中建立起证券移动终端的龙头地位，通过建立在平台终端基础上的各类增值业务实现源源不断的利润。基于第三方平台的属性，公司与券商处于合作关系而无竞争关系。

东方财富由信息服务向金融销售渠道蜕变，并开拓一定金融业务，通过设立基金管理公司等公司，并收购同信证券和华宝证券，全面覆盖和服务股票、基金两大投资群体。

大智慧以软件平台为载体向国内外资本市场参与者提供金融信息服务成为公司的主营业务。向大宗商品交易平台、财富管理平台、互联网彩票平台三个方向发展。

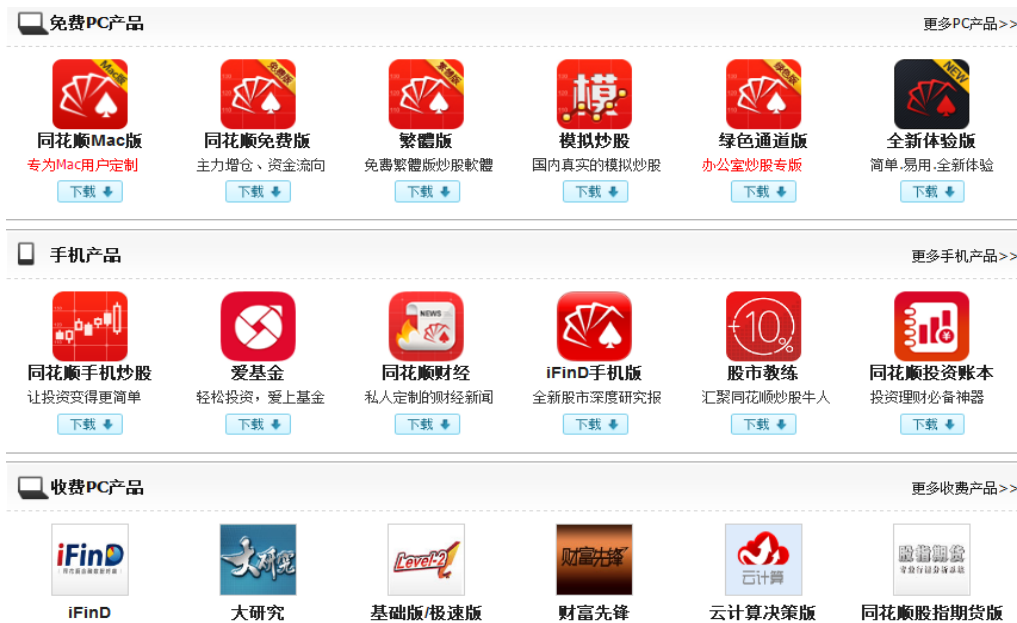
表 1: 同花顺、东方财富、大智慧战略比较

公司	同花顺	东方财富	大智慧
战略	定位第三方证券服务平台，围绕平台终端软件开发各类增值业务。利用用户群体行为数据以及投资顾问的 B/C 端互动数据，通过人工智能技术提升变现能力。开展 B 端金融数据、券商导流、基金销售、贵金属业务、投资机器人、互联网投顾、自营投资等业务	互联网金融第一阶段由信息服务向金融销售渠道蜕变。在此基础上进行一系列布局来完善金融服务能力，通过设立基金管理公司等公司，并收购同信证券和华宝证券，东财已经具备全面覆盖和服务股票、基金两大投资群体的能力，以及 P2B 等新业务亦蓄势待发。	以软件平台为载体向国内外资本市场参与者提供金融信息服务成为公司的主营业务。主要以贵金属交易所、基金代销、互联网彩票三项业务为契机，向大宗商品交易平台、财富管理平台、互联网彩票平台三个方向发展。
优势	策略软件	基金销售和券商业务	交易软件

资料来源：国海证券研究所

用户资源是平台战略的核心，完整产品线构筑同花顺互联网平台。平台战略下，公司平台所拥有的活跃用户规模是战略的基石，是业务增长的保障，是抵挡竞争者的护城河。公司完整的产品系列构成了 C 端互联网平台，主要由 PC 端免费产品、付费产品、网上行情交易系统（券商平台）、移动客户端以及网页几部分构成。



图 6: 同花顺 C 端平台构成——多样化 PC 和手机客户端






资料来源：公司官网，国海证券研究所

付费产品种类丰富，ARPU 值不断提升。公司增值业务收入主要由 PC 和移动端的付费金融资讯和数据服务产品产生，客户主要是 C 端个人投资者。金融资讯和数据信息服务是目前行业内收入规模最大、竞争最为激烈的业务，公司不断加大力度进行产品开发，积极进行产品创新和扩充，使得公司在该领域的市场份额排名一直位居行业前列。目前公司拥有业内最完整的产品系列，公司产品丰富、结构合理，产品价格从几百元/年到几千元/年到最高 8 万元/年不等，满足行业内不同客户不同层次的需要。今年 3 月上线‘金融大师’集合 AI-大数据能力，为客户投资提供分析支持，价格定价为当前最高档次 8 万元/年，大受客户欢迎，预计成为公司 2017 年新的重要业绩增长点。

表 2：同花顺付费产品价格和主要功能

产品 LOGO	产品系列	产品价格	主要功能简介
	金融大师 (AI 大数据版)	8 万元/年	<ul style="list-style-type: none"> ● AI-大数据揭示活跃机构秘密; ● 大盘趋势-多维智能分析系统; ● 九维理念-高端股票池系统; ● 板块热点-题材挖掘系统; ● 服务-资深投顾助力投资。
	大战略系列	7.8 万元/年	<ul style="list-style-type: none"> ● 投资理念九维分类，经典个性化高端股票池; ● 大战略分析系统：拓赢资金分析系统，止盈止损策略，抄底逃顶策略，波段决策密码，价值挖掘系统; ● 高级诊股和深度持仓诊断; ● 7*24 小时金融管家服务; ● 融合 iFind 金融终端多项重要功能。

	财富先锋系列	1.68 万元/年 (至尊版); 2.68 万元/年 (主力版)	<ul style="list-style-type: none"> ● 财富先锋股票池及选股系统; ● 财富先锋拓赢数据系统; ● 云参数买卖点系统及风险控制系统; ● 智能交易委托。
	短线宝	788 元/季; 2800 元/年	<ul style="list-style-type: none"> ● 数十种短线操作极速策略,同时采用人工智能研判行情并推荐高成功率策略; ● 买卖操作系统, 选股系统; ● 大盘分析系统; ● Level 2 核心功能。
	Level 2 系列	298 元/年 (电脑手机权限互通) 198 元/年 (手机版)	<ul style="list-style-type: none"> ● 特有“分时突破”功能,“高抛低吸”功能; ● 沪市 10 档行情, 深证 500 档行情; ● 独享 VIP 专属服务器, 委托联网速度提升; ● 股价预警功能
	实时港股系列	2880-5880 元/年	<ul style="list-style-type: none"> ● 实时港股资讯, 港股 Level2 大单数据; ● 港股选股模型; ● 大宗商品期货和全球金融指数

资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

1.3、B 端业务从布局走向成熟

公司开始大力推广融合了人工智能的 iFinD 金融终端。公司近两年推出的“i 问财”和“投资机器人”融合了对大数据、云计算和人工智能的等新技术的应用, 强化了公司金融科技属性, B 端业务有望从布局走向成熟, 成为公司业绩新增长点。

表 3: 同花顺上市以来的“大事件”

时间	事件	简介	拓展领域
2009 年 12 月	完成 IPO	同花顺完成 IPO, 实际募资 8.4 亿元, 投资于手机金融服务网二期项目、系列产品升级和机构版金融数据库	C 端+B 端
2012 年 10 月	进军线上基金销售	对外正式开展证券投资基金销售业务, 爱基金网站上线。	C 端
2013 年 5 月	推出 iFinD 2.0 版本	完善机构版金融数据终端 iFinD, 推出 iFinD 金融数据终端软件 V2.0 (当年 12 月份, 推出 iFinD 手机版)	B 端
2013 年	推出手机增值服务、推出智能垂直搜索“爱问财”	2013 年年报披露, 报告期内, 公司推出了手机财富先锋、手机诊股等一系列用户喜爱的增值服务; 基于大数据环境下运用云计算、语义识别、人工智能等新技术开发了财经垂直搜索引擎“爱问财”。	C 端+B 端
2014 年 1 月	涉足大宗商品现货交易领域	使用自有资金 5000 万元新设全资子公司国诚信安电子商务有限公司。主要建设大宗商品业务的专业网站平台, 为投资者提供交易系统、工具软件、行情、资讯等信息服务、大宗商品现货交易业务及电子商务服务等。(子公司后更名为国承信)	C 端
2014 年 7 月	与券商深度合作	与东吴证券达成全面战略合作协议。在互联网渠道模块、大数据服务模块和互联网信用平台模块展开合作。	C 端
2014 年	研发投资机器人	2014 年年报披露, 报告期内, 公司应用人工智能、金融大数据、语义	B 端

		分析等技术，成功研发了实现自动交易和风控，可模仿人类投资逻辑，并具有自主学习的“金融大脑”——投资机器人。	
2015年3月	成立金融大脑资管公司	为了探索和发展人工智能在金融投资和资产管理领域的创新应用，公司使用自有资金1000万元，新设全资子公司“金融大脑资产管理公司”。	B端
2016年1月	设立香港子公司	公司拟使用自有资金6000万美元，在香港新设全资子公司同花顺国际（香港）公司。一方面，利用香港丰富的资本和信息优势，逐步引进国际先进技术理念和优秀人才；另一方面，有助于公司发掘优质的海外投资项目，适时投资，进一步扩展产业链上下游，使公司产业经营与资本经营实现良性互动。	

资料来源：公司公告，公司网站，国海证券研究所

顺应资本市场发展趋势，挺进 B 端金融信息服务市场。我们认为，整个资本市场的投资模式在逐渐从“个人炒股”向“委托理财”的资管模式发展，机构投资者数量和规模在不断壮大，资管机构对于专业金融信息服务的需求在不断提升。我们认为，同花顺大力发展机构端金融信息服务，符合资本市场进化逻辑以及自身业务拓展需要，公司依靠深厚的金融资讯、数据和技术积累，有望在 B 端金融信息服务市场逐步扩大市占率，该业务有望成为公司新的业绩增长点。

通过产品差异化，打开市场空间。机构金融信息服务市场竞争较为激烈，同花顺通过打造差异化产品打开市场，有望实现公司产品市占率的逐步提升。

产品差异化体现在如下几个方面：

包括非上市公司深度数据；

通过爱问财的数据分析技术提供组合回测功能，包括历史的胜负概率等信息；

新增前沿行业产业链数据，目前已上线影视传媒、新能源汽车、高铁等 16 个前沿行业产业链数据，为机构客户进行行业研究带来了极大的方便；

提供的私密化聊天工具；

推出社区化平台——投研 BBC 平台；

智能投顾机器人。

投研 BBC 模块上线 iFind, 发展网络社区化。iFind 推出独家的投研 BBC 平台，平台上邀请研究员、投顾、上市公司以及私募基金等机构入驻，通过平台发布研究成果和策略组合等，并定期举行线上路演活动，构建了一个 B2B 模式的社交服务平台。同时，B 端用户的投资观点和组合策略也将推送至同花顺丰富的 C 端产品平台，扩大用户影响力。

图 7：同花顺 iFind 终端的投研 BBC 模块



资料来源：iFind 金融数据终端，国海证券研究所

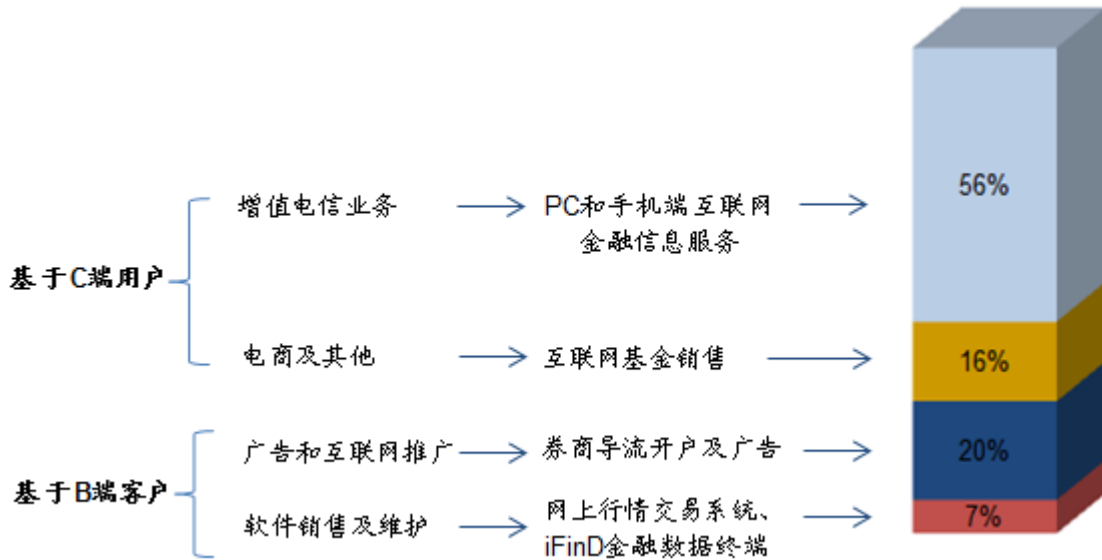
人工智能增添产品差异化属性。公司已在 iFinD 软件中推出“智能投资机器人”功能，其通过对 iFinD 金融数据库、舆情监控系统的深度学习来建立动态的资本市场知识图谱，对历史事件进行科学化决策思考后，对市场风险进行监控，判断大盘趋势和决定仓位的表动。

同花顺 iFinD 产品定价约为 6 千-2 万元区间，基本为竞争对手万得产品价格的一半，具有价格优势。当前万得占据 B 端行情软件近 10 亿市场，市占率高达 80-90% 之间，同花顺有望扩大自己的市场份额。

1.4、B 端、C 端同步发展

同花顺在 C 端和 B 端同步发展，作为最大的第三方其中 C 端客户资源变现方式不断升级，收入贡献达到 73%。公司从传统的 PC 终端付费到移动端上的增值业务，再到后续的基金销售和券商开户导流，均是公司基于 C 端客户资源的变现模式创新。目前公司 C 端业务主要包括增值电信业务和电子商务业务，收入贡献达到 73%。公司目前 B 端业务主要是广告和互联网推广业务，以及向机构投资者销售软件并提供维护服务，产品主要包括网上行情交易系统和 iFinD 金融数据终端等。

图 8：同花顺 C 端和 B 端业务分类：C 端业务收入占比达 73%



资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.5、行业渗透仍有较大成长空间

同花顺把握了PC互联网切换到移动互联网时代的机遇。2012年我国移动互联网用户数量达到5.7亿，超过PC互联网用户数，移动互联网正式接力PC互联网，开启引领移动互联科技的发展。截止2015年底，我国移动互联网用户数量达到7.9亿，已大幅度超越PC互联网6.8亿的用户数量，基于移动端流量开发业务成为时代的趋势。

图9：移动互联网用户数量超越PC互联网用户数量



资料来源：易观，国海证券研究所

移动应用在金融领域的用户覆盖率仅为38.6%，拥有较大的成长空间。移动互联网的迅猛发展，人与人（社交）、人与服务的‘连接’变得越来越紧密，在多个领域衍生出巨大商业价值。2016Q2统计我国移动应用领域用户覆盖率，社交、视频、新闻、工具、购物领域渗透率已超50%，因此在这几个领域也诞生了相

应的巨头企业。社交领域渗透率为最高 96.2%，腾讯微信成为该领域当之无愧的王者；视频领域渗透率达到 70.2%，相应的巨头有腾讯视频、爱奇艺、优酷等；工具领域渗透率为 59%，巨头有百度；购物领域渗透率为 51.9%，诞生了阿里巴巴、京东两大巨头。目前金融领域渗透率则为 38.6%，金融作为人们生活最密切相关的活动之一，可衍生的商业价值实际可估量为巨大的领域。同花顺在移动互联的近 2500 万月活跃用户流量红利，仍有较大的增长空间，互联网赢者通吃的原理在互联网证券领域适用。

图 10：移动应用在各领域的渗透率（其中金融领域 38.6%）



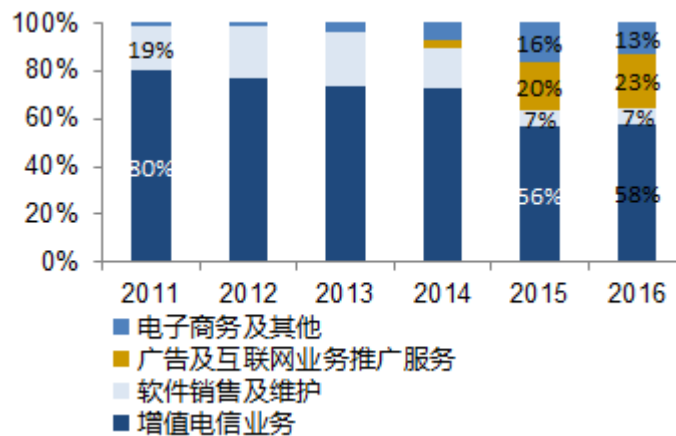
资料来源：易观，国海证券研究所

2、多业务变现熨平周期性，凸显成长性

2.1、同花顺收入结构趋于多元化

自 2015 年起，在牛市的放大效应下，公司基金销售（电子商务）和券商合作导流开户（互联网业务开户推广）业务均实现快速增长，两项业务收入占比达到 36%，传统的增值服务业务占比降至 56%，收入结构呈多元化趋势。

图 11：同花顺收入结构趋于多元化



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

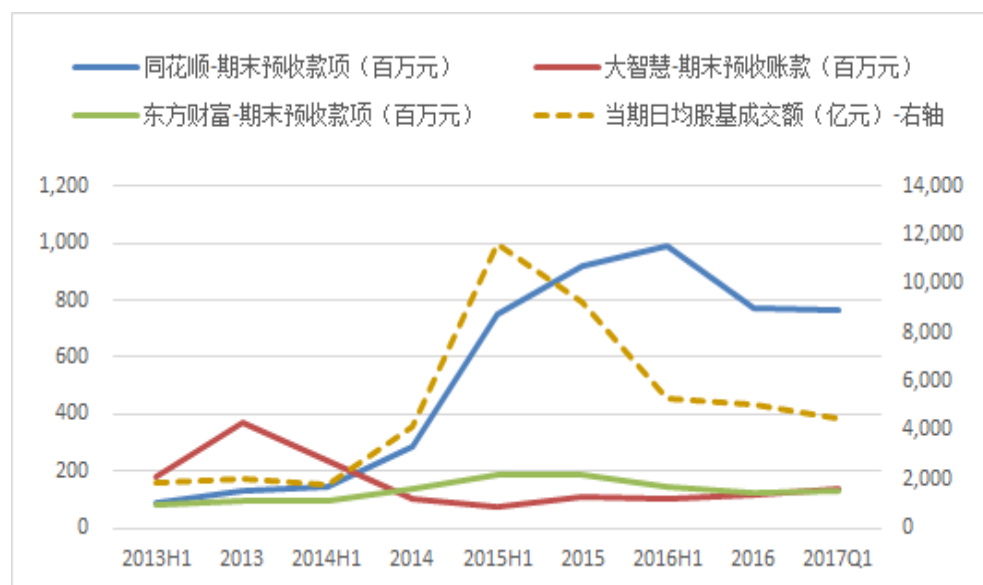
增值业务趋于多元化，一定程度上降低公司业务周期性。公司从传统的 PC 终端产品付费到移动端的增值业务，再到后续的基金销售和券商开户导流，均是公司基于 C 端平台用户资源的变现模式创新，多元化业务在一定程度上熨平公司业绩的周期性。同时，通过向客户提供多元化服务，可以提升用户粘性。

基于公司的平台化战略，我们认为分析未来公司 C 端业务的三个着眼点：（1）关注平台用户规模和活跃度的变化，以及公司打造平台差异化特征、提升平台粘性的举措；（2）分析现有 C 端业务的发展空间和增长趋势；（3）跟踪目前公司业务布局并预判未来可能新增的增值业务。

2.2、增值电信业务：应收账款表现弱周期性，两因素向好，有望保持较快增长

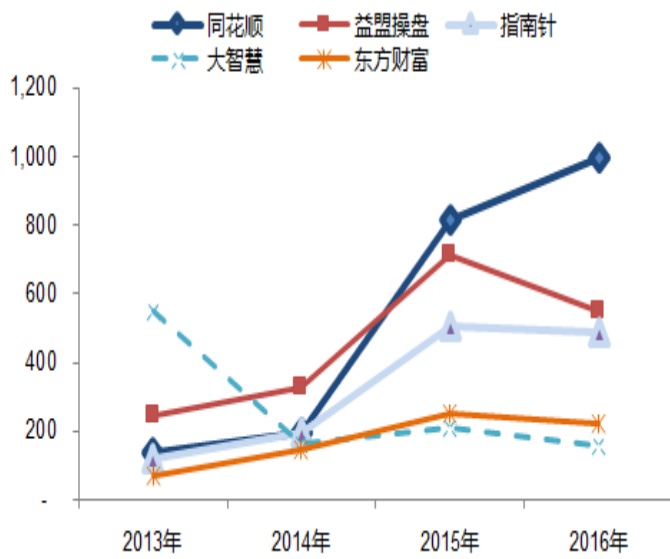
增值业务是典型大数据服务，证券行情强时业务更强，行情弱时业务仍保持强劲。股票市场活跃时，投资者更倾向于购买金融信息服务增值付费产品，尤其是新客户。在市场行情偏弱时，股市呈现结构性+主题性行情趋势下，同花顺大数据服务属性的增值业务模式对客户吸引力强，预计客户付费意愿甚至更强。由于增值业务多为预付款模式，我们可以通过公司预收款的变动情况观察该业务的周期性特征。过去五年 A 股基本经历了一个完整牛熊，市场担心公司业绩通过预收款平滑，但是我们看到在经历了近两年的熊市后，按季度统计预收款，今年一季度公司的预收款已经出现拐点，2017Q1 为 7.65 亿元，2016Q4 为 7.74 亿元，基本持平，止住下滑态势，后续有望反弹增长，公司有一定的抗周期性。从下图中可以看出，同花顺表现出证券行情强时业务更强，行情弱时业务仍保持强劲。

图 12：同花顺预收款项变动趋势与证券市场活跃度趋势比较



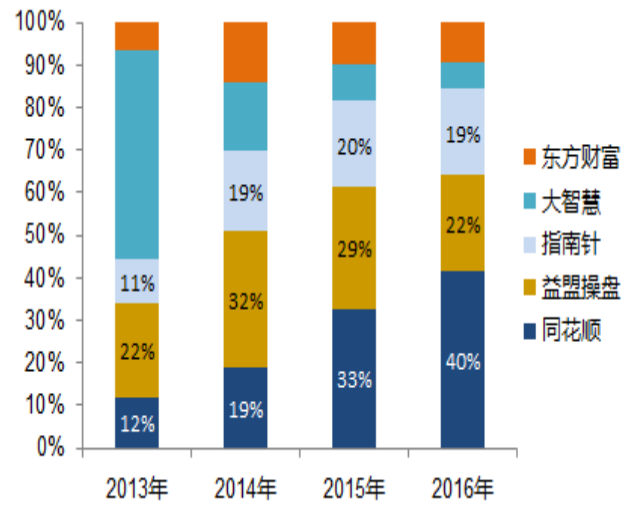
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 同花顺增值业务收入同业排名领先



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 同花顺增值业务市占率不断提升



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

专注于金融信息增值服务, 带动市场占有率快速提升。从上表中可以看出, 同花顺增值业务收入快速增长, 2016 年收入规模达到 9.98 亿元, 高于同业可比公司, 位于行业领先地位。同花顺金融信息增值业务的市占率在 2013-2016 年内快速提升, 2016 年市占率达到 40%, 与可比公司相比, 公司该业务市占率第一。公司多年来始终专注于 C 端金融信息服务产品的打造, 积极进行产品创新, 这是带动公司市占率快速提升的重要原因。同时, 我们可以看到东方财富和大智慧在公司业务重心发生转移时, 两家公司的增值业务市占率均出现下降。

不断加大研发投入, 研发费用占比明显高于同业可比公司。公司研发人员数量近四年复合增速近 43%, 2016 年公司研发人员占员工总数比重达到 57%; 公司研发费用近四年复合增速达到 55%, 研发费用占比明显高于同业可比公司, 彰显了公司对产品研发和技术创新的重视。

表 4: 同花顺注重产品研发, 研发人员和研发费用逐年增加

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
研发人员数量 (人)	506	605	836	1469
研发人数占比 (%)	44%	42%	36%	57%
研发费用 (百万元)	80	115	279	297
研发费用占营业收入比重 (%)	44%	43%	19%	17%

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

金融信息服务深度和产品市占率两因素向好, 有望带动公司增值业务收入保持

较快增长。同花顺增值业务收入受金融信息服务深度和产品市占率两方面因素影响：（1）随着我国股票市场的扩容、多层次资本市场的发展以及金融产品的不断丰富，金融信息和数据呈爆发式增长，投资者对专业金融信息服务的需求不断深化；（2）同花顺专注于金融信息服务，不断加大研发投入，产品向智能化和移动化发展，同时公司客户粘性较高，这些因素均有助于带动公司产品市占率保持较快增长。综上，两方面因素向好有望带动公司增值业务收入保持较快增长。

同花顺向其他金融市场拓展业务，实现新领域收入的快速增长。我们认为，同花顺产品定位更偏向于活跃交易型投资者，在新的交易品种和金融市场兴起后，公司有较强优势把握住该领域的金融服务商机。公司在 2014 年 1 月成立子公司“国承信”涉足大宗商品现货交易市场，于 2016 年推出“国承信专版”软件，在原有同花顺软件中增加了现货行情和交易功能、20 多种技术指标分析和即时行业资讯。

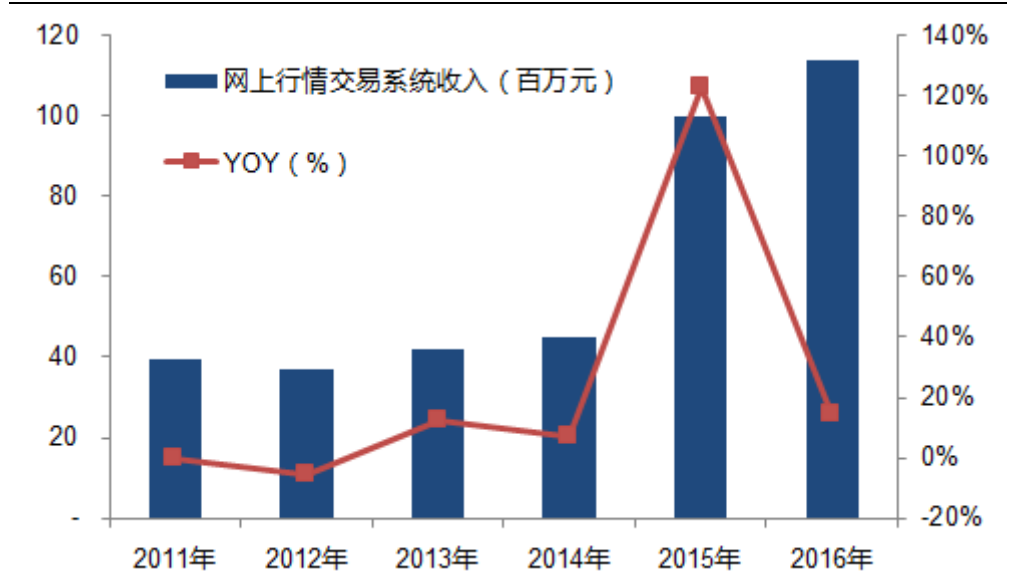
2.3、证券行情和交易系统业务：行业壁垒较高，业务发展稳定

行业壁垒较高，业务发展稳定。公司证券行情和交易系统服务主要是为证券公司设计、开发和安装基于互联网和无线网络的行情、交易、资讯、安全等系统，以及提供相应的升级和维护服务。证券公司通常要求供应商具有非常安全稳定的系统和十分完备的售后服务，所以该项业务是互联网金融信息服务行业市场进入技术壁垒最高的业务之一，竞争相对缓和，业务发展比较稳定。

客户合作关系良好，产品技术优势突出。同花顺是最早进入该研发并推出网上证券交易系统的公司之一，经过多年的自主开发，拥有 40 余项自主知识产权或专有技术，与国内 90% 以上的证券公司建立了业务合作关系。公司 2015 年年报披露，伴随着公司新一代网上行情交易系统的开发完成，进一步巩固了公司在该领域领先地位。

未来业务收入有望继续维持稳健增长趋势。行情和交易系统服务业务主要面向券商等 B 端机构，收入增长比较稳定，2015 年受股市大繁荣影响，机构采购量有所增加，该项业务收入接近 1 亿元，同比增长 123%。未来随着股市扩容和金融产品的丰富，券商对于行情交易软件的内容和技术要求提高，或使该项业务具有更强的成长性。然而我们也注意到，随着证券行业竞争的加剧，越来越多的大券商开始自主开发线上交易平台，这或对同花顺该项业务带来一定负面影响，但众多中小券商对于网上行情和交易系统产品依然有较强的需求。

图 15: 同花顺网上行情交易系统业务收入增长趋势



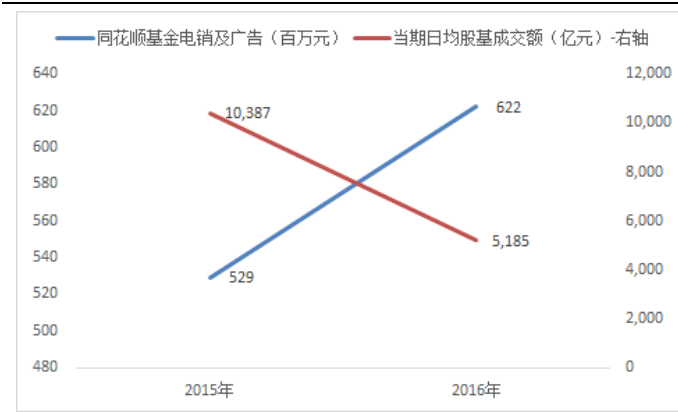
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

2.4、基金电销及广告：长期看空间广阔

基金电销及广告——基于 C 端用户资源向泛资管服务业迈进第一步。在投资者理财需求多样化和基金电商渠道放开的背景下,公司顺应行业趋势,打造了以基金为主的理财产品线上销售平台,是公司基于 C 端用户资源和自身技术实力进行了流量变现新业务,也是公司从个人股票投资服务向泛资管服务业迈进的第一步。公司目前进行理财产品线上销售的业务平台包括同花顺软件中的爱基金频道、爱基金网站和移动 APP 等,销售产品包括货币、债券、股票型基金产品、固收和私募基金等理财产品,截止 2017 年 3 月 31 日,公司上线 92 家基金公司,共计 3,867 支基金产品。

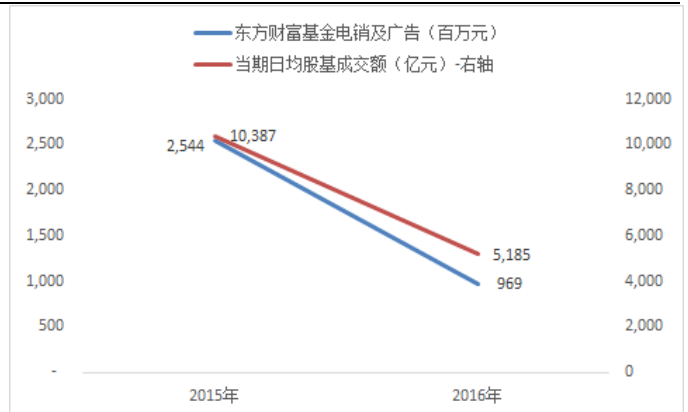
2016 年股市日均成交量虽同比下降 50%, 但同花顺基金电销及广告收入同比增长 18%。基金销售规模和代销费率是影响基金代销收入的核心因素,受股市回落影响,2016 年股市日均成交量降低至 5185 亿,同比下降 50%,基金电销龙头东方财富受整体行业影响相应收入同比大幅下滑近 60%,而同花顺基金电销及广告收入同比增长 18%,公司在“流量+粘性+变现”取得较优成绩。从长期看基金等理财产品的市场空间广阔,同花顺依靠自身 C 端的用户资源有望带动公司平台市占率继续提升。

图 16: 同花顺基金电销及广告收入同比增长



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 东方财富基金电销及广告收入同比下降

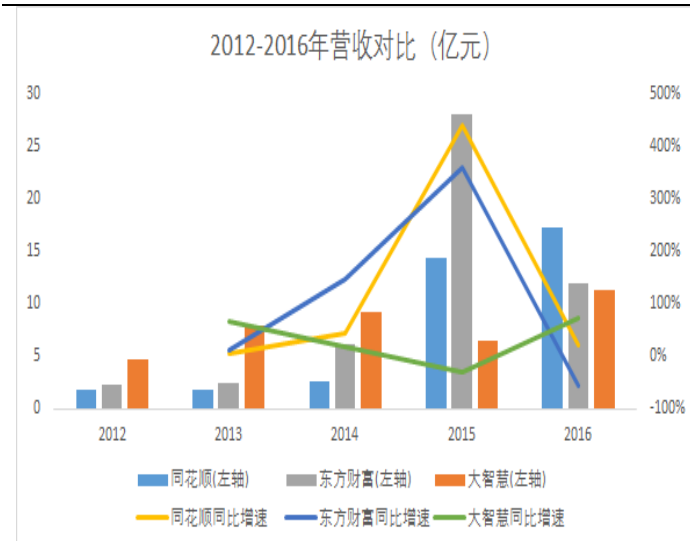


资料来源: wind, 国海证券研究所

2.5、业绩兑现成长性

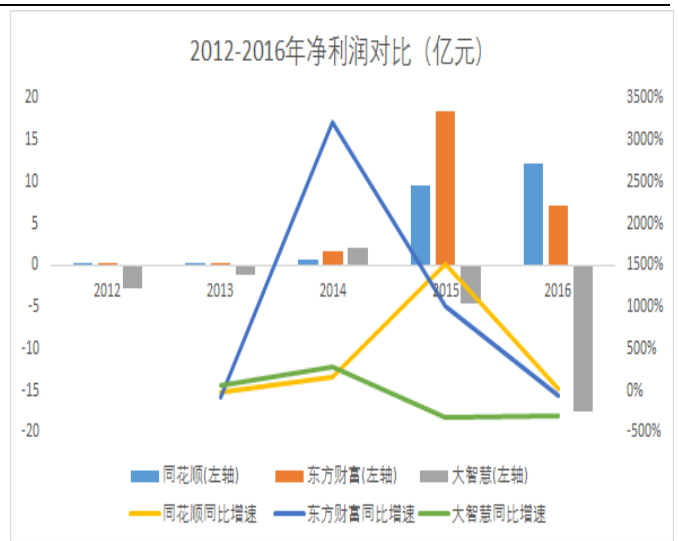
拥有庞大用户流量及产品增值变现渠道的同花顺业绩相比竞争对手体现出良好的成长性，且更稳健。同花顺营收和净利润在 2013-2016 四年一直递增，体现出良好的成长性，得益于其不断夯实提升的用户流量（根据公司年报周活跃用户数从 2013-2015 年分别为 573 万、637 万、1500 万），以及此基础上增值业务变现转化率的不断提升。同花顺相对竞争对手而言成长更显稳健，研发投入稳定增长（相比东方财富投入研发费用更多，相比大智慧投入研发费用转化为营收利润更见效），东方财富营收、净利润在 2013-2015 三年显示递增趋势，但在 2016 年增速出现下降，主要因为其重要增值极的基金销售业务受周期影响较大。大智慧营收、净利润在 2015-2016 两年出现较大亏损，源于其新业务（视频直播社交平台等）投入但未产生利润，造成经营性亏损，以及业务合规造成的诉讼影响。从比较中，可以看到同花顺在流量优势（二倍于竞争对手）基础上多元化布局增值业务矩阵的卓越能力。

图 18: 同花顺、东方财富、大智慧营收对比



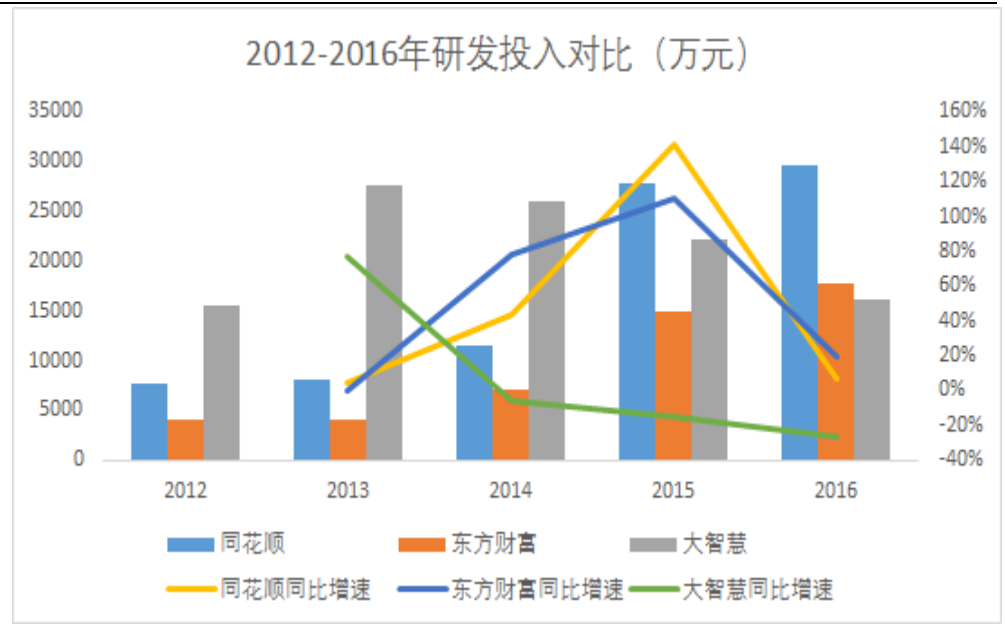
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 19: 同花顺、东方财富、大智慧净利润对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 20: 同花顺、东方财富、大智慧研发投入对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

2.6、相比券商业绩，周期属性极弱

因为公司第三方平台属性，决定了相比券商而言，公司的周期性并不明显。过去 5 年的收入和净利润表现情况来看：牛市中，券商和同花顺业绩均高增长，熊市中券商业绩下滑，同花顺依然维持增长。

公司的业绩持续性较好，公司的增值业务产品一般按年收取费用，平滑至每月确认收入，对业绩形成了一定持续支撑作用。2016 年末公司预收款 7.75 亿元，将有保证至少 6 亿元在 2017 年确认收入，叠加今年新推出的金融大师等增值产品，预计今年电信增值业务收入将同比稳中有升。相比而言，券商或受当期行情影响造成即期业绩变动。

表 5: 2012-2016 年同花顺与券商净利润比较

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
同花顺营收 (亿元)	0.26	0.22	0.6	9.67	12.12
同花顺同比增速		-15%	173%	1512%	25%
券商合计营收 (亿元)	260	340	715	1790	902
券商同比增速		31%	110%	150%	-50%

资料来源: wind, 国海证券研究所

3、智能投顾行业快速发展，公司先发优势明显

3.1、金融 AI 迎来爆发临界点

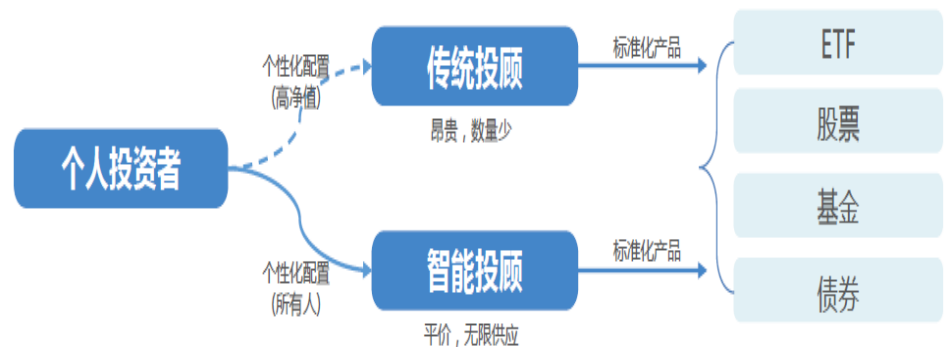
公司积极投入智能投顾、第三方理财服务。相比传统券商经纪业务、基金代销而言，创新业务变现模式壁垒更高，空间更大，代表了产业的趋势。

3.1.1、智能投顾无限供应长尾客群

智能投顾成为新兴财富管理服务的趋势。传统投顾存在两个明显痛点，一是投顾人数有限，服务人群有限（覆盖高净值人群），边际扩张成本高。二是服务费用昂贵，由于覆盖人数较少导致分摊费用的人数也少，因此抬高了服务费。智能投顾引领了新的潮流，其低成本和低门槛的特点可覆盖广阔的长尾人群，算法驱动的模式使得其边际复制成本几乎为 0，可以说提供了无限的供应。

图 21：智能投顾代表未来财富管理服务方式

新兴的在线财富管理服务：



资料来源：国海证券研究所

图 22：智能投顾特性

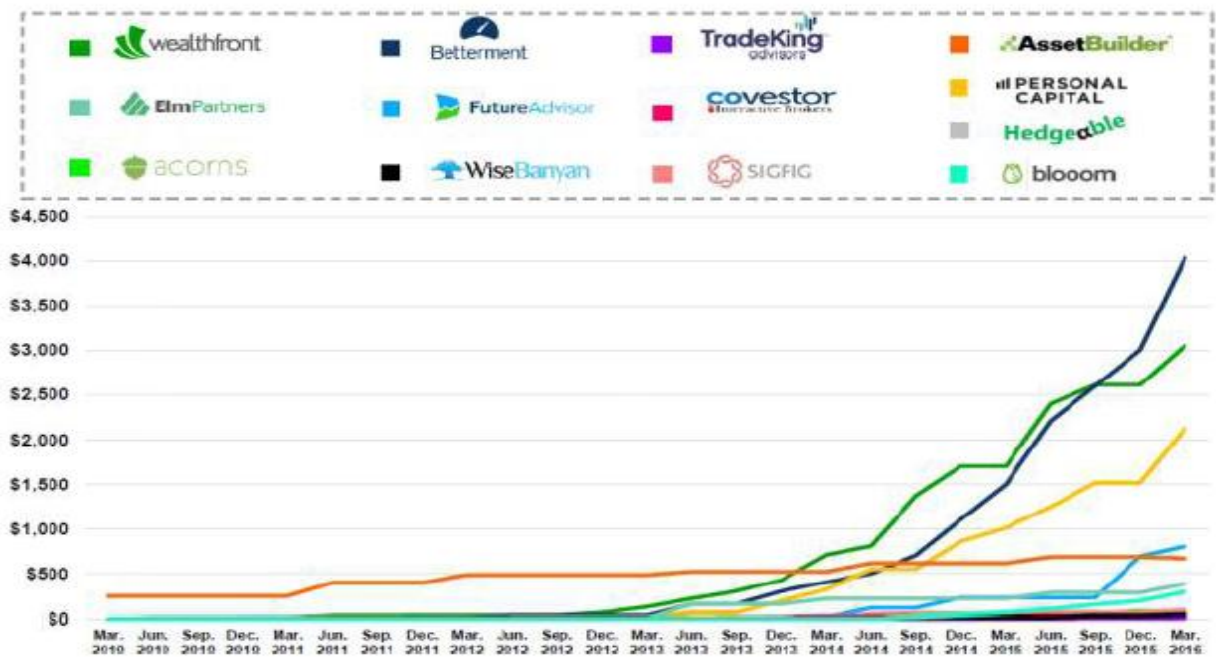


资料来源：国海证券研究所

3.1.2、金融 AI 在美国完成从 0 到 1 的跃迁

智能投顾在美国市场最先发展，经过 2010-2012 三年的探索期发展，在 2013 年开启了高速发展阶段。wealthfront、betterment、personal capital 三家企业管理资金规模从 2013 年 1 亿美金增长到 2016 年 30 亿美金，资金管理规模高速增长，用户对智能投顾接受度快速提升，从市场探索期到市场普及期转换极为迅速，完成从 0 到 1 的跃迁。

图 23: 美国智能投顾公司 2010-2016 资产管理规模增长情况



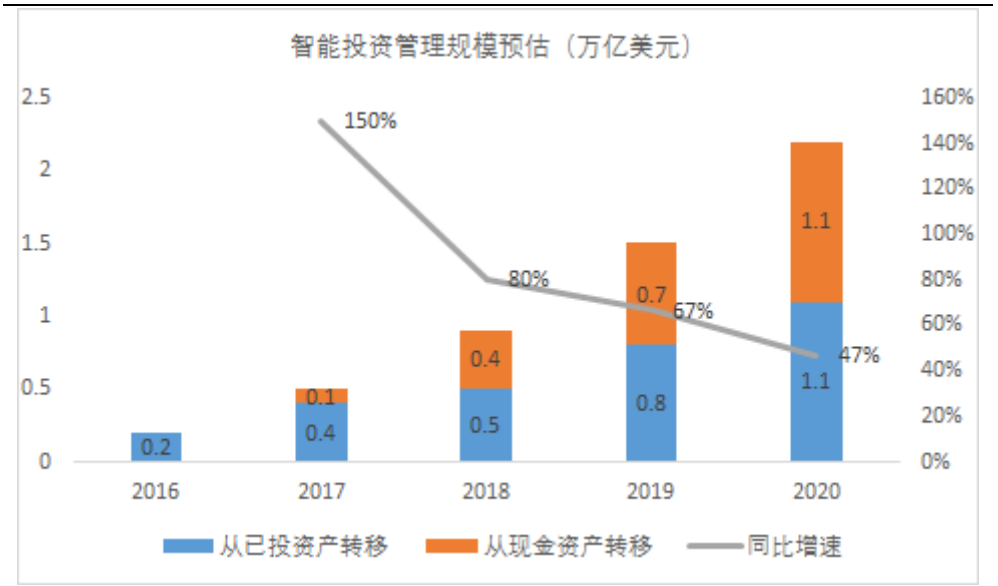
资料来源：财鲸，国海证券研究所

注：左轴单位为百万美元

3.1.3、行业市场规模超越千亿

根据科尔尼咨询的预计，智能投顾全球管理规模在未来四年（2016-2020 年）复合增速超过 80%，从 2016 年 0.2 万亿美元上升至 2020 年 2.2 万亿美元。

图 24: 智能投资管理规模预估



资料来源: A.T.Kearney, 国海证券研究所

按照基金费率 3% 计算, 智能投顾佣金市场规模在 2017 年达到 150 亿美元, 到 2020 年提升至 660 亿美元。基金费用一般包括两大类: 一类是在基金销售过程中发生的由基金投资人自己承担的费用, 主要包括申购费、赎回费。通常申购费率在 0.15%-1.5% 之间, 赎回费率为 0.5%。另一类是在基金管理过程中发生的费用, 主要包括基金管理费、基金托管费等, 这些费用由基金资产承担。管理费率为 1.5% (每年), 托管费率 0.25% (每年)。按照基金平均申购赎回平均一年期限的计算, 每年合计费率在 2.4%-3.75% 之间, 按照 3% 测算的话, 智能投顾市场规模在 2017 年 150 亿美元 (管理规模 5000 亿美元), 到 2020 年提升至 660 亿美元 (管理规模 22000 亿美元)。

图 25: 基金费率表

运作费用					
管理费率	1.50% (每年)	托管费率	0.25% (每年)	销售服务费率	---

申购费率 (后端)		
适用金额	适用期限	申购费率
---	小于 1 年	1.80%
---	大于等于 1 年, 小于 2 年	1.50%
---	大于等于 2 年, 小于 3 年	1.20%
---	大于等于 3 年, 小于 4 年	1.00%
---	大于等于 4 年, 小于 8 年	0.50%
---	大于等于 8 年	0.00%

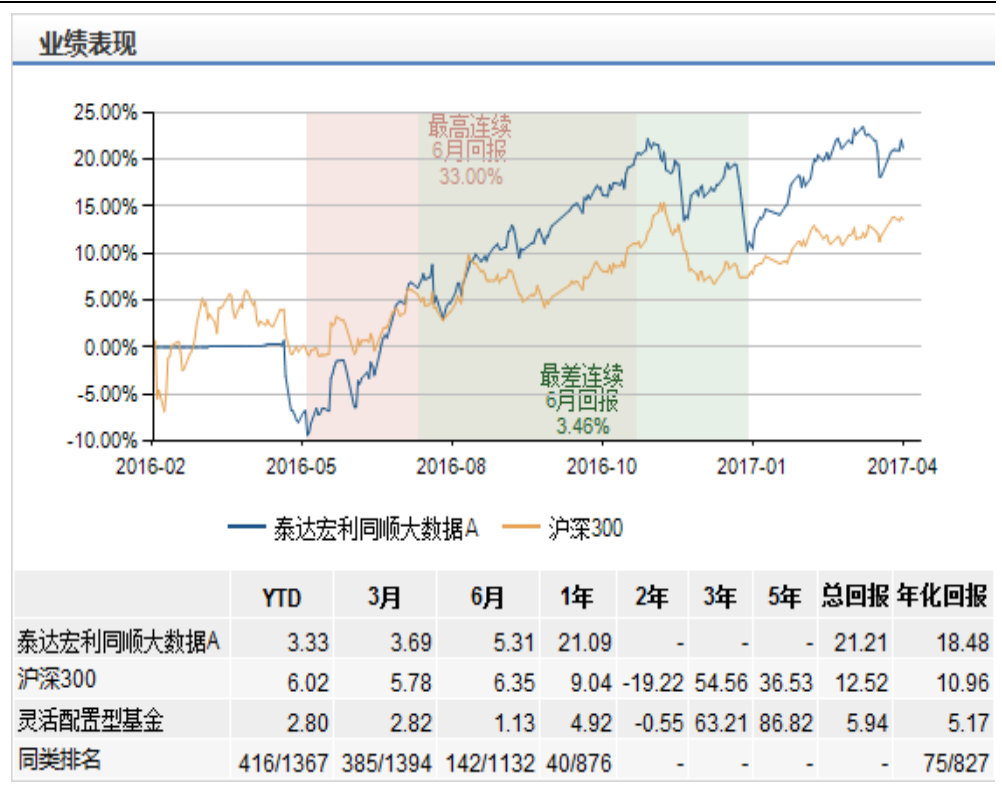
赎回费率		
适用金额	适用期限	赎回费率
---	---	0.50%

资料来源: 天天基金网, 国海证券研究所

3.2、新一轮快速成长期已至

同花顺智能投顾产品表现优异，理财规模有望成几何级数量增长。2015 年我国智能投顾市场起步，2016 年智能投顾行业热度急剧提升。同花顺投放于市场的智能投顾基金泰达宏利同顺大数据 A 在 2016 年 2 月 23 日成立，基金规模 2 亿元，年化回报 18.48%（大幅超越灵活配置型基金 5.17% 年化回报），表现处于市场前 1/10。净值持续 1-2 年大幅跑赢市场，将对客户形成强大的吸引力，预计规模将成几何级数量增长。

图 26：泰达宏利同顺大数据基金净值变化



资料来源：wind，国海证券研究所

同花顺智能投顾业务具有较高护城河。

1.盈利模式佳，丰富的 C 端渠道资源。公司是互联网证券龙头，超过 2500 万月活流量，C 端变现路径短，可直接面向 C 端开发业务，独占产业链利润。而其他智能投顾企业，通常缺少 C 端流量，需要通过同大 B 端机构合作再服务 C 端的模式获取盈利（由于与大 B 端谈判能力偏弱，一般仅收取技术服务费，难以获得利润分成）。

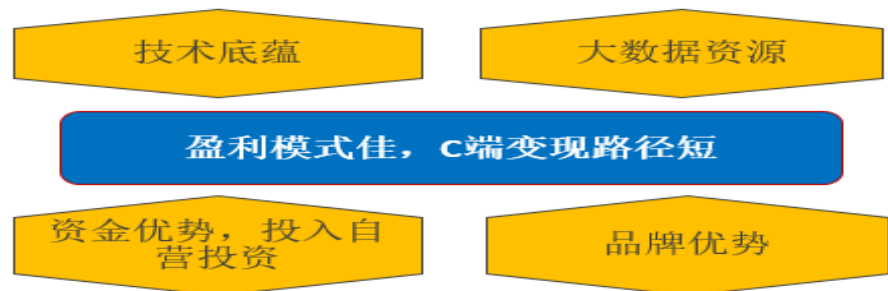
2.技术积累有底蕴。公司除拥有互联网属性外，技术基因显著。一直开发证券软件类产品，能力强大，2016 年扩展 600 多人技术团队投入人工智能研发，力度极大。

3. **大数据资源难有对手匹敌。**公司天然的互联网属性,拥有巨量的金融大数据资源,挖掘数据价值应用于业务产品线。

4. **资金优势明显,投入自营投资开辟新利润增长点。**2016年12月31日,公司宣布用自有资金不超过10亿元投资证券及衍生品。参照过去1年运营的智能投顾基金泰达宏利同顺大数据A年化18.48%收益,计算可盈利1.85亿元。

5. **品牌优势壁垒。**品牌无形的吸引力,通常是用户选择上第一位的考虑。

图 27: 同花顺智能投顾业务高壁垒



资料来源: 国海证券研究所

同花顺投顾服务平台业务。打通C端和B端资源,大力发展投顾服务平台。同花顺目前的投顾服务平台主要以同花顺“圈子”网站、“股市教练”APP以及同花顺APP中的“股市直播”板块为载体,主要为券商投顾、投资达人构建一个与个人投资者进行互动并展销组合策略和增值服务的社交平台。投顾服务平台是既开户引流服务之后,又一个打通公司C端用户资源和B端客户资源的新模式,该模式一方面为B端券商投顾提供了展业平台,另一方面提升了C端用户的服务体验,社交元素的注入将更好的突出公司平台的差异化特征。

提供股市直播、策略展示和订阅服务。平台圈子主要由满足一定能力条件的券商投顾和投资达人创建(以下统称为“圈主”),圈主的服务模式主要包括:(1)在“主题圈”中进行观点直播、投资者互动和股票答疑;(2)在“T策略”平台上创建、展示策略组合,并提供签约开户、策略组合订阅和增值资讯服务订阅服务。目前,投顾平台的合作券商包括东方、财富、东吴、东北、中山、华林等8家券商,实战高手达到1.35万人。

盈利模式猜测:平台上的“资深投顾”所提供的策略组合和资讯服务需要签约开户才有资格进行订阅,而策略组合和资讯服务的订阅也需要付费。基于公司产品以及同业发展模式,我们猜测公司作为平台方可以在签约开户和服务订阅等付费增值服务中获得收入分成。我们认为,公司投顾服务平台发展还处于初期,更会注重平台规模和客户体验的提升,目前盈利模式还在探索阶段。

同花顺智能投顾入驻投顾平台,崭露头角。互联网技术的变革和金融大数据的爆炸式增长促进了智能投资模式的发展。同花顺开发的智能投顾也入驻“T策略”平台,并推出多个智能投资组合。我们认为,目前公司推出的智能投资组合更类

似于量化或智能选股，智能投资组合的上线能为投资者带来多元化的服务体验，未来有望演化成为更加综合智能投顾服务模式。

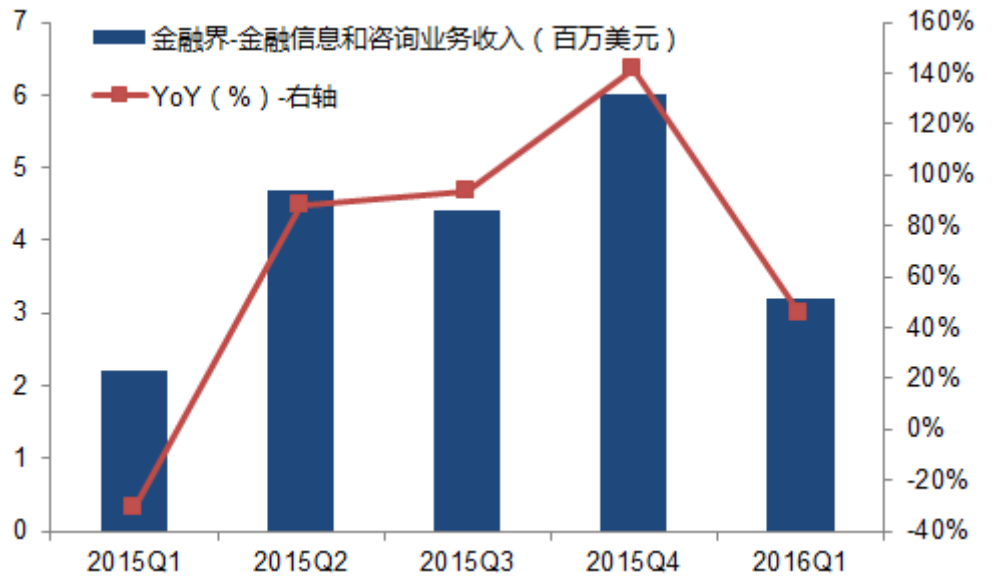
图 28: 同花顺“圈子”平台中 T 策略展示



资料来源: 公司网站, 国海证券研究所

参照国内第三方投顾服务平台——爱投顾: 金融界(纳斯达克上市公司)于 2014 年 12 月 25 日上线投顾服务平台“爱投顾”，投顾和投资达人可以在该平台上进行股市直播、互动答疑、观点和策略组合展示以及股票推荐等，收入形式主要是投资组合和金融资讯的订阅费。金融界 2016 年 1 季报显示，截止 2016 年 3 月末，爱投顾平台活跃用户数超过 440 万人；官网显示，截止 2016 年 8 月 15 日，该平台的入驻机构包括长江、国金、平安等 16 家券商，入驻投顾数量达到 5099 位。2015 年，金融界金融信息和咨询业务净收入为 1720 万美元（合 1.16 亿人民币），同比增长 66.1%，该项业务的增长主要由爱投顾平台的个人投资者订阅费贡献，收入的快速增长证明了投顾平台业务模式的发展潜力。

图 29: 金融界 2015 年各季度的金融信息和咨询业务收入保持同比快速增长



资料来源: 金融界公告, 国海证券研究所

4、投资建议和盈利预测

维持“买入”评级。我们基于对公司未来各项业务的发展趋势分析, 预计公司 2017 年-2019 年净利润分别为 13.94 亿元、16.77 亿元和 20.13 亿元, 同比增速分别为 15%、20%和 20%; 对应公司目前股价的动态市盈率分别为 23 倍、19 倍和 16 倍。综合此前分析, 我们认为公司现有业务有望保持 18%以上年复合增速; 同时, 公司依靠 C 端客户资源和人工智能为代表的技术积累, 未来在投顾服务平台、机构金融数据服务业务以及投资机器人领域发展空间广阔; 作为龙头企业, 在市场成长期的过程中, 市场份额有望不断提升。维持“买入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	1734	2011	2407	2862
增长率 (%)	20%	16%	20%	19%
净利润 (百万元)	1212	1394	1677	2013
增长率 (%)	27%	15%	20%	20%
摊薄每股收益 (元)	2.25	2.59	3.12	3.74
ROE (%)	41.03%	32.07%	27.83%	25.05%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 产品研发与推广速度不及预期;
- 2) 行业竞争激烈, 公司业务市占率提升情况不达预期;
- 3) 金融监管政策超预期变化所带来的风险。

表 6: 同花顺盈利预测表

2017-05-0									
证券代码:	300033.SZ	股价:	59.47	投资评级:	买入	日期:	8		
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	41%	32%	28%	25%	EPS	2.25	2.59	3.12	3.74
毛利率	92%	92%	92%	92%	BVPS	5.49	8.09	11.21	14.95
期间费率	27%	27%	26%	24%	估值				
销售净利率	70%	69%	70%	70%	P/E	39.58	22.93	19.07	15.88
成长能力					P/B	10.83	7.35	5.31	3.98
收入增长率	20%	16%	20%	19%	P/S	18.44	15.90	13.28	11.17
利润增长率	27%	15%	20%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.43	0.36	0.32	0.29	营业收入	1734	2011	2407	2862
应收账款周转率	27.45	27.45	27.45	27.45	营业成本	142	156	187	222
预收账款周转率	2.05	2.41	2.40	2.36	营业税金及附加	24	27	33	39
偿债能力					销售费用	97	112	115	126
资产负债率	28%	23%	20%	17%	管理费用	409	475	548	642
流动比	3.19	4.11	4.82	5.53	财务费用	(53)	(73)	(102)	(135)
速动比	3.19	4.11	4.82	5.53	其他费用/(-收入)	181	180	180	200
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	1296	1494	1807	2168
现金及现金等价物	3352	4898	6798	9024	营业外净收支	24	25	20	25
应收款项	63	73	88	104	利润总额	1320	1519	1827	2193
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	108	125	150	180
其他流动资产	145	168	202	240	净利润	1212	1394	1677	2013
流动资产合计	3560	5140	7088	9367	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	390	341	299	261	归属于母公司净利润	1212	1394	1677	2013
在建工程	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
无形资产及其他	82	82	74	67	经营活动现金流	848	1554	1901	2225
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1212	1394	1677	2013
资产总计	4079	5610	7507	9742	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	35	57	51	45
应付款项	43	56	67	79	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	774	898	1108	1317	营运资金变动	(398)	103	173	167
其他流动负债	297	297	297	297	投资活动现金流	(105)	49	43	37
流动负债合计	1115	1251	1472	1693	资本支出	15	49	43	37
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(121)	0	0	0
长期负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流	803	0	0	0
负债合计	1126	1262	1483	1705	债务融资	0	0	0	0
股本	538	538	538	538	权益融资	0	0	0	0
股东权益	2953	4347	6024	8037	其它	803	0	0	0
负债和股东权益总计	4079	5610	7507	9742	现金净增加额	1546	1603	1943	2262

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机组介绍】

孔令峰，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

孔令峰、宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。