

广告营销

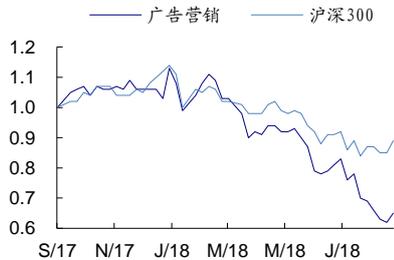
营销云行业专题

超配

(维持评级)

2018年10月15日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

- 《数字营销那点事系列报告:大数据广告:互联网货币化的发动机》——2015-12-25
- 《广告行业系列研究之三:高景气度支持外延扩张》——2014-05-22
- 《国信证券-广告行业景气度专题研究:景气度高位,仍具长线价值》——2013-09-23
- 《广告行业系列研究之二:需求回顾,持续增长动力未改》——2013-05-23
- 《央视广告招标点评:可比口径提价24.4%,预示广告行业景气度高位》——2012-11-19

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

证券分析师:侯帅楠

电话: 021-60875168
E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

Adobe 收购 Marketo, 究竟买了什么?

● 前言

2018年9月21日, Adobe Systems 宣布拟以47.5亿美元向私募股权投资公司 Vista Equity 收购 Marketo 100%股权, 拟提升其营销云业务实力。

当前全球营销云市场参与者以巨头为主: IBM、Oracle、Salesforce 近年来在自身业务基础上通过大量收购奠定在营销云领域的优势; 我们本篇报告将对 Marketo 公司情况及营销云市场格局进行详细解读。

● 营销云: 巨头争相布局, 市场格局集中化

1) 何为营销云? 营销云服务实际是为企业客户搭建了聚合大量营销资源、具备营销分析能力的第三方平台, 是 SaaS 模式在企业营销领域的一种应用。营销云起源在于, 在海量信息的网络营销环境中, 大多数企业并不具备充分的时间、数据和资源去完成全面的营销管理; 而营销云服务商就成为企业的营销大数据、解决方案等的服务商, 辅助企业实施相关的营销活动。

2) 营销云行业参与者主要有三类: 巨头参与者、独角兽参与者及小型参与者。三类参与者目标客户领域有所不同; 巨头和独角兽参与者对客户提供服务较为全面, 而小型参与者多为为客户点解决方案。巨头参与者 IBM、Oracle、Salesforce、Adobe 在 2010 年以来通过在营销云技术及内容营销方向的大量收购, 成为营销云市场的龙头。2017 年 TOP8 的营销云公司占据 72.1% 的企业客户。

● Marketo 是美国营销云领域独角兽, 收购在于补充 Adobe 营销业务链

1) Marketo 成立于 2006 年, 已成为领先的营销云系统服务商; 公司通过 LaunchPoint 生态系统和超过 60000 名营销人员专业知识的整合体系, 为 4000 多家大中型企业和小型企业提供第三方营销服务, 主要包含(电子邮件营销、客户引导、基础营销、移动营销等业务)。其中公司总收入的 10%-12% 来自 TOP20 客户; 美国本土为公司主要服务市场, 国际客户收入占比仅为 15% 左右。

2) 收入增长迅速。2014-2016H1 公司收入同比增速维持在 33%-56% 高成长区间, 2016H1 公司收入规模为 1.28 亿美元, 其中订购和技术支持收入占比高达 88%, 为公司主要收入来源; 2017 年约实现营收 3.21 亿美元; 2013-16H1 公司毛利率呈上升趋势, 虽 2016H1 公司续亏 3918.2 万美元, 但亏损率持续收窄。

3) Adobe 收购 Marketo 意在加强营销服务领域布局。1) Adobe 2009 年进入营销云领域, 并先后收购 Omniture、Day Software、Neolane 等公司强化业务布局。Adobe 当前已经在营销云、分析云以及广告云领域深入布局, 2018 年 Q3 实现营业收入 6.14 亿美元, 同比增长 21%, 营收占比达到 27%。2) 本次收购价格 47.5 亿美元对应 2017 年 14.8x PS。

● 风险提示: 宏观经济风险、并购整合风险等。

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
300058	蓝色光标	增持	3.90	8,510	0.27	0.34	14.4	11.5
600986	科达股份	增持	4.05	5,369	0.52	0.67	7.8	6.0
002137	麦达数字	增持	5.82	3,371	0.23	0.33	25.3	17.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

内容目录

营销云：巨头争相布局，市场格局集中化.....	3
Marketo：营销云领域独角兽，客户数量增长迅速	4
发展史：深耕营销云市场 12 年.....	4
业务分析：解决方案适应多层次客户，头部客户收入集中度较高.....	5
财务数据：收入增长迅速，亏损率持续收窄.....	7
Adobe 在营销云领域的投入和进展.....	9
风险提示.....	10
国信证券投资评级.....	11
分析师承诺.....	11
风险提示.....	11
证券投资咨询业务的说明.....	11

图表目录

图 1：营销云产品举例.....	3
图 2：营销云服务简介.....	3
图 3：营销云行业市场份额（服务公司数目占比，美国市场）.....	4
图 4：Marketo TOP20 客户收入的 12%.....	5
图 5：2013-2016H1 Marketo 收入地区分布（万美元）.....	7
图 6：2016H1 Marketo 收入地区分布占比.....	7
图 7：2013-2016H1 Marketo 用户数及同比增速.....	7
图 8：2013-2016H1 Marketo 营业收入及同比增速.....	8
图 9：2013-2016H1 Marketo 各业务收入及同比增速.....	8
图 10：2013-2016H1 Marketo 营业收入各项构成.....	8
图 11：2013-2016H1 Marketo 营业收入构成占比.....	8
图 12：2013-2016H1 Marketo 营业成本及同比增速.....	8
图 13：2013-2016H1 Marketo 营业成本构成占比.....	8
图 14：2013-2016H1 Marketo 毛利润及同比增速.....	9
图 15：2013-2016H1 Marketo 毛利率.....	9
图 16：2013-2016H1 Marketo 费用及同比增速.....	9
图 17：2013-2016H1 Marketo 净利润及同比增速.....	9
表 1：营销云市场参与者分类（美国市场）.....	4
表 2：营销云市场主要参与者详解（美国市场）.....	4
表 3：Marketo 发展史.....	5
表 4：Adobe 主营业务财务分析.....	10

营销云：巨头争相布局，市场格局集中化

营销云服务商（Salesforce、Marketo 等）简言之就是为企业客户搭建了聚合大量营销资源、具备营销分析能力的第三方平台。营销云平台之所以会出现、迅速发展，主要在于在海量信息的网络营销环境中，大多数企业并不具备充分的时间、数据和资源去完成全面的营销管理；而 Salesforce、Marketo 等服务商就成为企业的营销信息提供商，辅助企业实施相关的营销活动。通过营销云模式，企业得到更快的、定制化的帮助和服务商（Salesforce、Marketo 等）基于市场研究和品牌管理的专业知识，而服务商（Salesforce、Marketo 等）也能够持续积累企业提供的全面充分的消费者偏好信息。

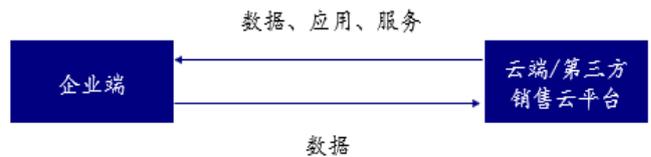
营销云的产品有例如邮件营销，短信营销，会议营销，营销自动化等。邮件营销可提供集邮件编辑、发送、报表统计于一体的服务，短信营销支持营销类和通知类短信服务，会议营销可分析客户参会行为轨迹，营销自动化由系统来完成重复的市场营销工作以提升营销效果。

图 1：营销云产品举例



资料来源：互联网公开资料，国信证券经济研究所整理

图 2：营销云服务简介



资料来源：Technology Advice，国信证券经济研究所整理

目前营销云市场参与者主要分为三类：

- **巨头参与者：**全球来看主要有 IBM (Unica)、Oracle (Eloqua、Responsys)、Salesforce (Pardot、ExactTarget)、Adobe (Neolane、Marketo) 以及 Teradata (Aprimo) 等，国内则有腾讯等公司。
- **独角兽参与者：**如 Hubspot、Marketo (即将被 Adobe 收购) 等。细分独角兽目标客户群体较广、各有侧重。
- **点解决方案参与者：**多为小型公司，主要面对中小型企业。

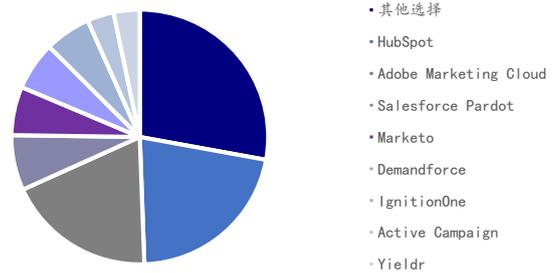
据 Technology Advice 统计，截止 2017 年 7 月，Marketo 服务着美国市场上 6.17% 的公司。

表 1：营销云市场参与者分类（美国市场）

分类	参与者	特征
巨头	IBM、甲骨文、Salesforce、Adobe 等	目标客户均为大型企业
独角兽	Hubspot、Marketo（即将被 Adobe 收购）等	传统的数目目标客户群体较广、各有侧重。
其他	Infusion Soft 等（多为小型公司，提供点解决方案）	目标客户多为中小企业

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：营销云行业市场份额（服务公司数目占比，美国市场）



资料来源：Technology Advice，国信证券经济研究所整理

表 2：营销云市场主要参与者详解（美国市场）

公司	创立年份	上市/收购情况	2017 年财务数据
Hubspot	2006	2014 年上市	营收 3.76 亿美元 扣非归母净利润-0.40 亿美元
Infusion Soft	2001	-	营收 1 亿美元
Salesforce	1999	Pardot 于 2012 年被 ExactTarget 收购；后者 2013 年被 Salesforce 收购；Demandware 2016 年被 Salesforce 收购；Salesforce 于 2012 年上市	营收 104.80 亿美元 扣非归母净利润 1.27 亿美元
Pardot	2006		-
ExactTarget	2000		-
Demandware	2004		-
Adobe	1982	Adobe 于 2009 年收购 Omniture，2010 年收购 Day Software，2013 年收购 Neolane；Marketo 2013 年上市，2016 年被 Vista 私有化，2018 年被 Adobe 收购	营收 3.21 亿美元
Marketo	2006		营收 72.02 亿美元 扣非归母净利 16.94 亿美元
Nealane	2001		-
Omniture	1996		-
Day Software	1993		-
Teradata	1979	2011 年 Teradata 收购 Aprimo	营收 21.56 亿美元 扣非归母净利润为-0.67 亿美元
Aprimo	1998		-
Oracle	1977	甲骨文 1986 年上市，于 2012 年收购 Eloqua，2013 年收购 Responsys，2015 年收购 Maxymiser	营收 398.31 亿美元 扣非归母净利 44.65 亿美元
Maxymiser	2006		-
Responsys	1998		-
Eloqua	1999		-
IBM	1911	IBM 于 1978 年上市，2010 年收购 Unica、Coremetrics、2014 年收购 Silverpop	营收 791.39 亿美元 净利润 57.53 亿美元
Unica	1992		-
Coremetrics	1999		-
Silverpop	1999		-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Marketo：营销云领域独角兽，客户数量增长迅速

发展史：深耕营销云市场 12 年

公司由 Fernandez 与 Jon Miller 于 2006 年 1 月 20 日创立，成立之初以电子邮件营销服务为主。2008 年推出其第一个智能营销产品 Marketo Lead Management，2009 年和 2010 年相继推出产品 Marketo Sales Insight 和 Marketo Revenue Cycle Analytics。2012 年 4 月 Marketo 完成对 Crowd Factory 的收购，公司自此进军社交媒体营销领域。2012 年 11 月，Marketo 发布

LaunchPoint 为市场营销者提供服务。2013 年 5 月 17 日，Marketo 登录纳斯达克上市。同年 12 月，收购主营 Web 个性化业务的公司 Insightera。2016 年 Marketo 被私募机构 Vista 以 18 亿美元价格私有化。2018 年 9 月 20 日，Adobe 宣布将以 47.5 亿美元收购 Marketo。

表 3: Marketo 发展史

时间	事件
2006 年	公司创立
2008 年	推出产品 Marketo Lead Management
2009 年	推出产品 Marketo Sales Insight
2010 年	推出产品 Marketo Revenue Cycle Analytics
2011 年	为打开 EMEA 市场，在都柏林开设国际办公室
2012 年	完成对 Crowd Factory 的收购
2012 年	为打开亚太地区市场，在悉尼开设国际办公室
2012 年	发布 LaunchPoint
2013 年	公司上市
2013 年	收购 Insightera
2016 年	被私募机构 Vista 以 18 亿美元价格私有化
2018 年	Adobe 宣布将以 47.5 亿美元收购 Marketo

资料来源：Marketo 招股书，国信证券经济研究所整理

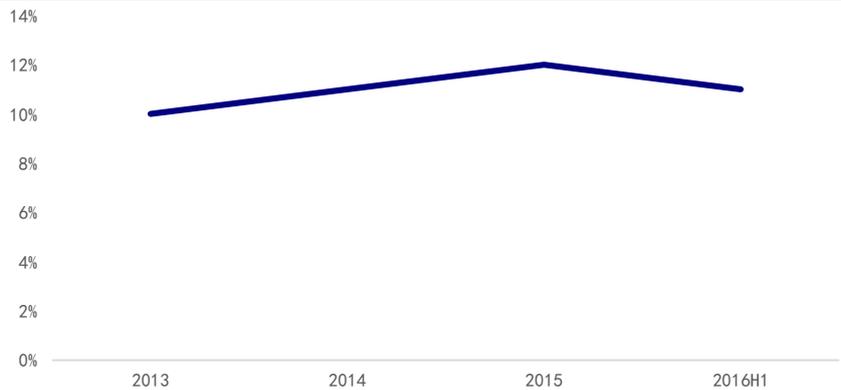
业务分析：解决方案适应多层次客户，头部客户收入集中度较高

1) 业务概况

Marketo 是领先的基于云的营销解决方案平台的提供商（营销云系统服务商），为各种行业的 4000 多家大中型企业和小型企业提供服务。其应用程序 Marketo Marketing Nation 是一个由超过 550 个第三方解决方案组成的网络；通过 LaunchPoint 生态系统和超过 60,000 名营销人员以发展其营销专业知识，以广泛满足现代营销的专业需求；Engagement Marketing 平台将功能和速度组合为客户提供服务，其 10 类应用吸引着大型企业和中小型企业的 B2B 和 B2C 客户。

Marketo 通过需要提供解决方案的用户进行订阅的方式实现盈利，2015 年，2014 年和 2013 年的收入分别为 2.10 亿美元，1.50 亿美元和 0.96 亿美元，分别同比增长 33%，40%和 56%。Marketo 的客户群多样性虽然较强，但是头部客户集中度较高，其总收入的 10%-12%来自其 20 家最大客户。

图 4: Marketo TOP20 客户收入的 12%



资料来源：Marketo 招股书，国信证券经济研究所整理

2) 产品及市场定位

Marketo 同时为大型全球企业（公司目前定义为拥有 1,500 名或更多员工的企业）和中小型企业（公司目前定义为拥有少于 1,500 名员工的企业）推广和销售其解决方案。

Marketo 根据具体应用对产品进行打包和定价。企业客户可以选择一个或多个在 Engagement Marketing Platform 之上运行的现有应用程序，并可以在以后随着需求的发展添加其他应用程序。2016 年，公司将应用程序和参与营销平台打包成五个业务解决方案。这些解决方案经过预先配置，可针对每个独特的业务需求提供符合的应用程序和平台功能：

- **电子邮件营销：**Marketo 的电子邮件营销解决方案提供了批量和爆炸式电子邮件的复杂替代方案，允许营销人员以个性化和相关的方式自动和大规模地与客户进行通信。
- **引导管理：**通过这种全方位的解决方案，营销人员可以吸引合适的买家，通过个性化的营销活动培养他们，为销售提供准备好的销售线索，并衡量营销对收入的影响。
- **消费者营销：**B2C 营销人员致力于吸引和留住消费者。Marketo 的消费者营销解决方案帮助 B2C 营销人员瞄准合适的消费者，并提供相关信息以建立忠诚度。
- **客户基础营销：**Marketo 的客户基础营销解决方案允许营销人员通过向市场补充产品来扩大与客户的关系，从而推动增长。
- **移动营销：**许多公司将移动应用程序用作主要渠道。Marketo 的移动营销解决方案可让营销人员监听并动态响应移动应用用户活动，位置和行为，以提供从单一到统一平台的相关的、跨渠道的用户体验。

而对于中小企业客户公司主打四种不同价位的营销平台版本：

- **Spark Edition，**针对小型企业和首次营销自动化用户进行了优化。Spark Edition 提供完整的电子邮件营销功能，以及 CRM 集成和关系营销活动，包括入门级潜在客户培养，评分，登录页面，社交活动，活动管理和报告等模块。
- **标准版，**包括所有 Spark Edition 功能，其他功能包括更高级的潜在客户评分和 CRM 集成，电子邮件和登录页面中的动态内容，A/B 测试，社交参与应用程序和收入分析仪表盘。
- **Select Edition，**专为具有更复杂营销需求的公司而打造。它包括所有标准版功能以及其他功能，包括时间序列收入分析，更复杂的社交促销工具以及支持扩展团队的基于权限的访问控制。
- **Dialog Edition 旨在帮助消费者实现自动化，个性化，基于行为的对话，从而推动客户参与。**

3) 收入分布及客户情况

产品定价主要基于功能包中的功能和服务以及营销数据库中的联系人数量，而不是功能使用次数。用户可根据其自身需求定制其功能包，其产品的分层定价策略如下：Basic 功能包每月 895 美元，包括客户参与引擎、搜索引擎优化、A/B 测试等功能；

Pro 功能包每月 1795 美元，除包含 Basic 功能包以外，还提供数字广告、API 与集成、预测内容等功能；Elite 功能包每月 3195 美元，除包含 Pro 功能包以外，还提供匿名重定向、收益建模、高级报表生成器等功能。

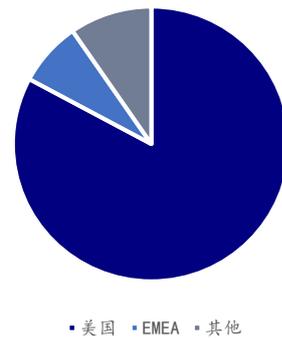
从行业上看，公司客户广泛分布在各个行业，包括商业服务、消费、金融服务、医疗、制造业、传媒、科技、通信等行业；从地理分布来看，美国仍然是公司的主要市场，2013 年、2014 年、2015 年公司的国际客户产生的收入占总收入比重分别为 14.5%、16.1%和 15.3%。

图 5：2013-2016H1 Marketo 收入地区分布（万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

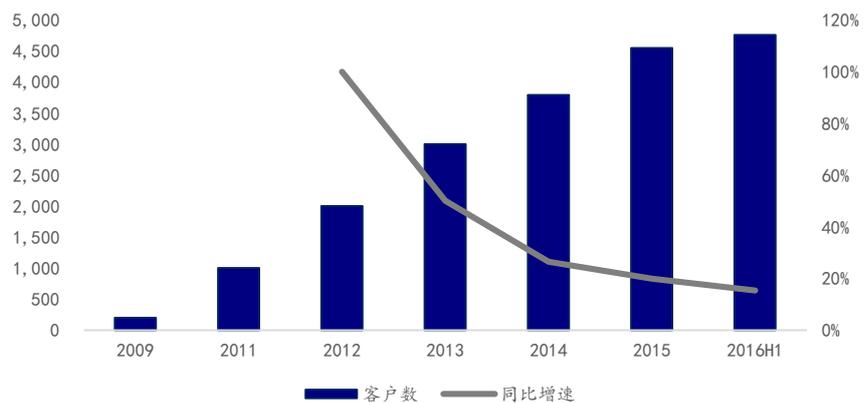
图 6：2016H1 Marketo 收入地区分布占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司用户数增长迅速，用户数量从 2009 年的 200 个用户增加到了 2016H1 的 4,761 个，2016H1 依然保持 15% 的客户数量增速。

图 7：2013-2016H1 Marketo 用户数及同比增速



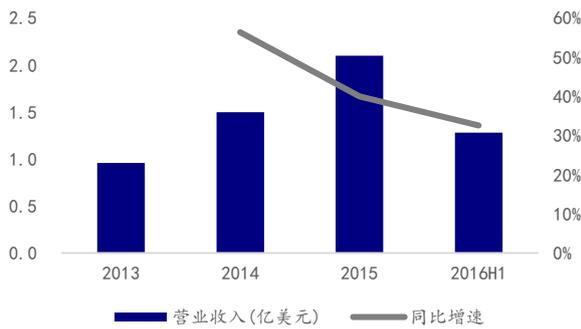
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务数据：收入增长迅速，亏损率持续收窄

营业收入及增速

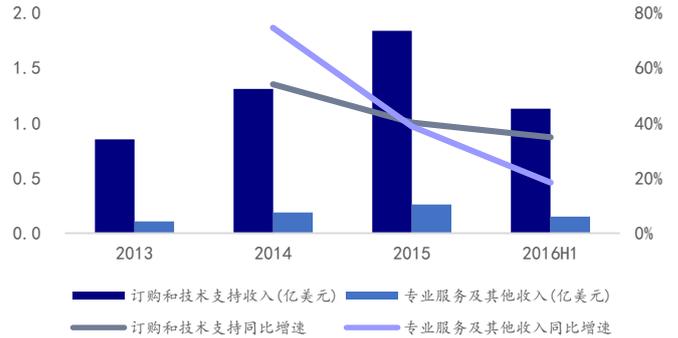
从 2013 年到 2015 年，Marketo 的营业收入从 0.96 亿美元增加到 2.10 亿美元；2014-2016H1 公司收入同比增速维持在 33%-56% 高成长区间。

图 8: 2013-2016H1 Marketo 营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2013-2016H1 Marketo 各业务收入及同比增速

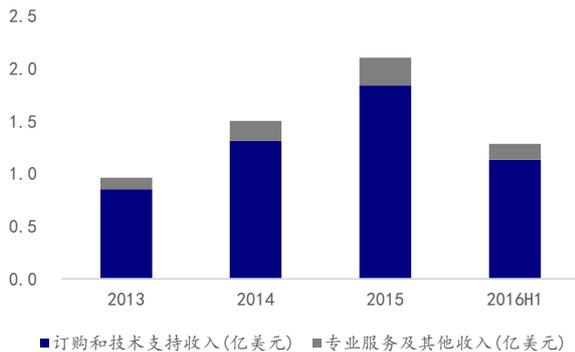


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营业收入构成

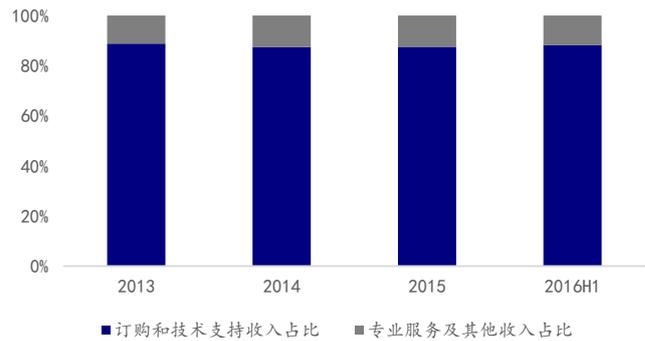
2016H1 订购和技术支持收入为 1.13 亿美元, 同比增长 35%, 占总收入 88%; 专业服务及其他收入收入为 0.15 亿美元, 同比增长 18%, 占总收入 12%。近年来订购和技术支持收入占比较稳定, 是公司的主要收入来源。而根据穆迪最新的评级报告, 2017 年公司大约实现收入 3.21 亿美元。

图 10: 2013-2016H1 Marketo 营业收入各项构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2013-2016H1 Marketo 营业收入构成占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营业成本及增速

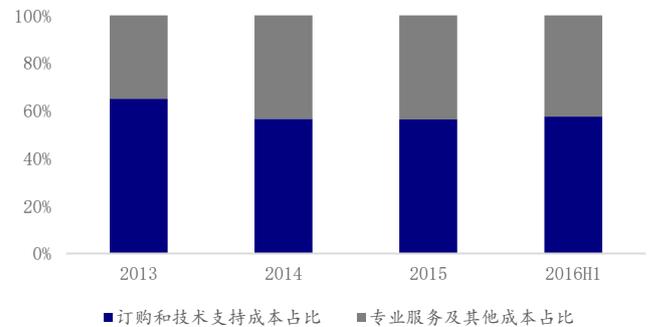
2016H1 营业成本 0.43 亿美元, 同比增长 24%, 同比增速较 2014 年、2015 年有所降低。营业成本构成较为稳定, 2016H1 订购和技术支持成本占比 57%。

图 12: 2013-2016H1 Marketo 营业成本及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2013-2016H1 Marketo 营业成本构成占比



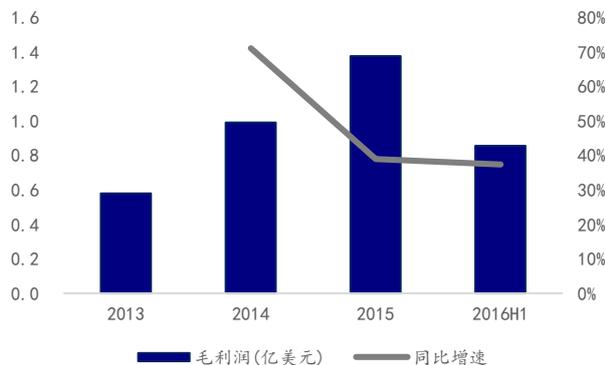
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

毛利润及毛利率

2016H1 毛利润为 0.86 亿元, 同比增长 37%; 毛利率为 67%, 从 2013 年到 2016

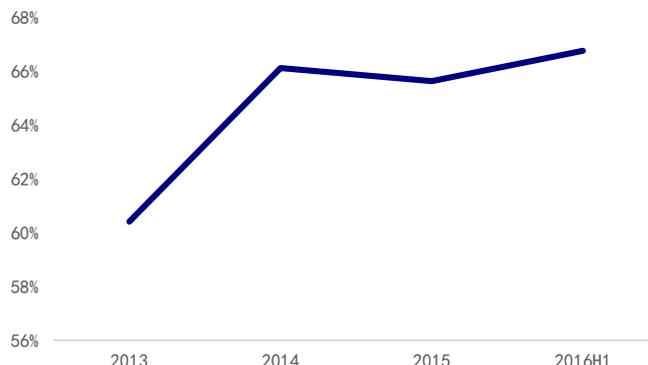
年上半年，公司毛利率皆呈现上升趋势。

图 14: 2013-2016H1 Marketo 毛利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2013-2016H1 Marketo 毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

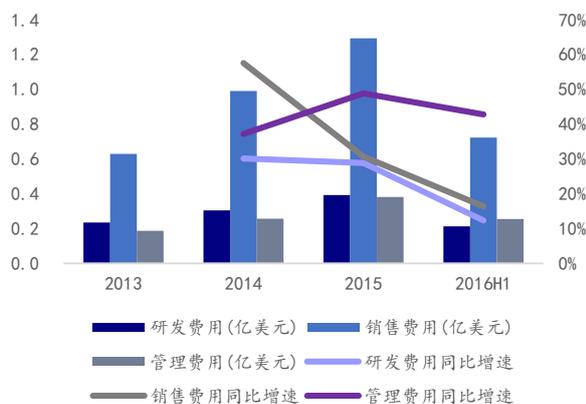
研发、销售、管理费用及增速

管理费用增速稳定，研发费用及销售费用增速趋缓。研发费用中大部分资源用于开发新解决方案和增强现有解决方案，进行质量保证测试和核心技术改进，公司定期监控和测试其解决方案，并维护定期发布流程以改进和更新解决方案，每年部署新版本并更新十次以上。

净利润及同比增速

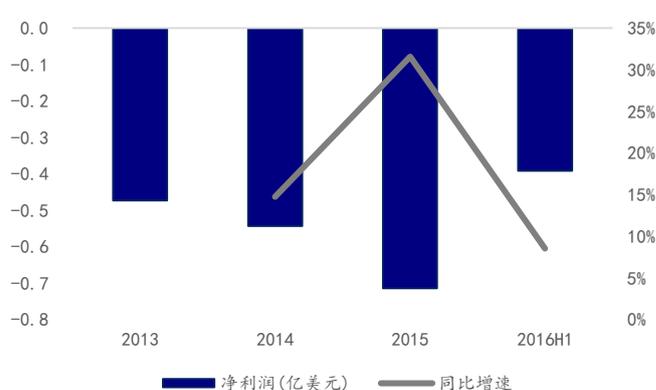
从2013年至2015年，Marketo持续亏损，2016年上半年续亏3918.2万美元，但亏损率收窄。

图 16: 2013-2016H1 Marketo 费用及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2013-2016H1 Marketo 净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

Adobe 在营销云领域的投入和进展

Adobe 在营销方面的布局 and 提供的产品形态

Adobe 是数字媒体市场的霸主，此外通过一系列收购，包括 Omniture、Day Software、Neolane、Marketo 等公司，发展其数字营销业务。

Adobe 当前主要业务为数字媒体 (Digital Media)、数字体验 (Digital Experience) 以及出版 (Publishing)。其数字体验业务主要提供 Adobe 营销云 (Adobe Marketing

Cloud)、Adobe 分析云 (Adobe Analytics Cloud) 以及 Adobe 广告云 (Adobe Advertising Cloud) 三项服务。

其中 Adobe 营销云包括系列产品 Adobe Experience Manager、Campaign、Target、Primetime、Social 和 Primetime 等, 致力于为用户提供完整的集成数字营销解决方案。

Adobe 营销业务财务分析

2018Q3 Adobe 的数字体验业务营收 6.14 亿美元, 同比增长 21%, 占总营业收入的 27%。数字体验业务收入增长的主要原因为营销云产品 Adobe Experience Manager 及分析云产品订阅收入的增加。

表 4: Adobe 主营业务财务分析

	2018Q3 营收(亿美元)	2017Q3 营收(亿美元)	同比增速
数字媒体	16.09	12.70	27%
占总收入比重	70%	69%	
数字体验	6.14	5.08	21%
占总收入比重	27%	28%	
出版	0.68	0.63	8%
占总收入比重	3%	3%	
总营业收入	22.91	18.41	24%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济风险、并购整合风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032