

投资评级：买入(首次评级)

 当前价格(元): 14.42
合理价格区间(元): 22.20~28.86

证券分析师
雷涛

 资格编号: S0120518060001
电话: 021-68761616-6307
邮箱: leitao@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.0	-7.5	13.7
相对涨幅 (%)	-1.5	-8.2	5.5

资料来源: 德邦研究所

相关研究

源远流长，综合金融服务穿越“牛熊”

东方财富(300059)

投资要点:

- 建设财经资讯、社交和服务全生态，打造高用户黏性的好产品。**公司旗下“东方财富网”是国内最大的财经资讯门户网站之一，也是公司流量生态内的核心网站，其平均单月访问次数高达 3880 万次。公司同时开发了配套基金代销服务的基金垂直板块“天天基金网”和深受股民喜爱的社区社交垂直板块“股吧”，进一步丰富了其互联网生态。另一方面，在移动互联网时代，App 用户成为各家互联网生态公司的必争资源。公司 App 的日活用户月平均值已从 2014 年初的 28 万人上升至 2019 年初的 750 万人左右，年复合增速高达 98%。易观数据显示其用户平均每 1.6 天就会使用一次，用户黏性在各可比头部 App 中最高。我们认为这与公司健全的流量生态和强大的互联网运营能力不无关系，也将为公司的业务变现打下坚实基础。
- 以专业财经生态为依托，金融电商业务独霸一方。**公司拥有第三方基金代销牌照，主要通过天天基金为用户提供一站式互联网自助基金交易服务。公司自开展该业务以来，金融电商平台的整体服务能力与水平一直阔步向前，基金代销规模持续增长，且增速较银行系、传统券商系基金代销渠道明显更快。另一方面，随着阿里系、腾讯系、百度系、京东系和平安系等拥有自身渠道优势的巨头们纷纷入场，行业竞争有所加剧。我们认为公司在自建互联网财经资讯和服务生态、海量财经类精准用户的基础上，基金代销规模有望继续保持高速增长，但认申购费率随着竞争加剧存在进一步下行的可能。
- 发挥互联网资源优势，证券业务市占率稳步提升。**2018 年沪深两市的股基总成交额约为 100.58 万亿元，总体体量呈现放大趋势。公司凭借其不断从互联网资源转化形成的用户增量优势，2 年半的时间里，其股基成交额市占率迅速提升至 2% 以上，两融余额市占率迅速提升至 1.2% 以上，在券商中的排名进步神速以月计算，可谓互联网的赋能效果显著。另一方面，证券经纪业务的行业平均佣金率降幅明显收敛，佣金战有缓和趋势。我们认为证券经纪业务与融资融券业务已成为公司证券业务板块的双引擎，也将继续为公司的业绩增长提供重要的支撑。
- 投资建议。**首次覆盖给予“买入”评级。基于公司以强大的互联网金融生态为重要基础、金融电商服务和证券服务持续增长的假设，我们预计公司 2019-2021 年营收为 40.38、54.67 和 74.59 亿元，净利润为 16.80、25.03 和 37.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.37 和 0.56 元。当前股价对应的 2019-2021 年 PE 为 58、39 和 26 倍。考虑到公司历史估值中位值约 78 倍和业内较高的 ROE、净利润增速水平，我们认为公司合理的估值区间为对应 2020 年市盈率 60-78 倍，对应目标价区间为 22.20-28.86 元，首次覆盖公司给予“买入”评级。
- 风险提示。**行业竞争加剧的风险，信用风险，市场风险，流动性风险。

股票数据

总股本(百万)	6,715.61
流通 A 股(百万)	6,715.61
52 周内股价区间(元)	22.22-11.85
总市值(百万)	101,204.22
总资产(百万)	53,332.40
每股净资产(元)	3.09

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2547	3123	4038	5467	7459
(+/-) YoY (%)	8.3	22.6	29.3	35.4	36.4
净利润(百万元)	637	959	1680	2503	3728
(+/-) YoY (%)	-10.8	50.5	75.2	49.0	48.9
全面摊薄 EPS	0.09	0.14	0.25	0.37	0.56
毛利率 (%)	84.4	88.1	90.6	92.9	94.7
净资产收益率	4.3	6.1	7.3	9.9	13.0

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：螺旋式业务转型，提供全方位用户服务	5
1.1 从财经资讯门户到金融电商平台，或向财富管理再升级	5
1.2 财务表现相对稳健，与金融市场行情强相关	7
2. 行业概况：强监管周期下，互金行业健康向上	9
2.1 人：互联网持续渗透，投资理财用户规模持续增长	9
2.2 资金：非现金及存款类投资需求旺盛且呈现多元化	10
3. 核心价值：“存量”时代，流量何来？	11
3.1 流量促活：以“东方财富网”为核心，打造资讯、社交和服务全生态	11
3.2 口碑拉新：用户结构合理，高活跃高黏性的好产品赢得好口碑	12
4. 证券业务：发挥互联网资源优势，市占率稳步提升	14
4.1 证券经纪：赋能效果显著，收购前后差异明显	14
4.2 融资融券：快速适应新兴业务，零售证券再添一翼	16
5. 金融电商业务：以专业财经生态为依托，多头格局渐成	17
5.1 基金代销市场格局：互联网 BATJ 纷纷入局，银行渠道比重趋弱	17
5.2 交易费用：第三方独立基金代销机构一折费率已成持久战	18
6. 投资建议	19
6.1 公司营收与 A 股成交额的关联性	19
6.2 盈利预测关键假设	19
6.3 投资建议	20
7. 风险提示	21

图表目录

图 1 2010-2019H1 公司的各业务营业收入占比情况.....	5
图 2 公司的股权结构.....	5
图 3 公司的历史沿革和业务发展路径.....	6
图 4 2009-2019Q3 各可比公司营业总收入及增速情况（亿元）.....	7
图 5 2009-2019Q3 各可比公司的净利润及增速情况（亿元）.....	7
图 6 2009-2019Q3 各可比公司的摊薄 ROE 情况.....	7
图 7 2009-2019Q3 各可比公司的资产负债率情况.....	7
图 8 2009-2019Q3 各可比公司的研发支出情况（亿元）.....	8
图 9 2009-2019Q3 各可比公司的三费费用率情况.....	8
图 10 2015-2019H1 各可比券商的证券经纪业务佣金和融资融券利息收入合计（亿元）.....	8
图 11 2014-2019Q3 各可比券商的摊薄 ROE 情况.....	8
图 12 2014-2019Q3 各可比券商的资产负债率情况.....	8
图 13 2005-2019H1 中国的网民规模及互联网普及率情况.....	9
图 14 2005-2019H1 中国的手机网民规模及其占整体网民比例情况.....	9
图 15 2014H1-2019H1 中国互联网理财用户规模及使用率情况.....	9
图 16 2015H1-2019H1 中国的期末投资者数量及增速情况.....	9
图 17 2013-2019H1 居民人均可支配收入情况（元）.....	10
图 18 2006-2019 年中国高净值人群的规模和构成情况（万人）.....	10
图 19 2008-2019 年中国的个人可投资资产规模和构成情况（万亿元）.....	10
图 20 2013H1-2019H1 公募基金规模及其增速情况（亿元）.....	10
图 21 2009-2019H1 中国 A 股总市值情况（亿元）.....	10
图 22 “东方财富网”的单月访问次数（万）.....	11
图 23 “东方财富网”的流量来源构成情况.....	11
图 24 “东方财富网”的导航流量引入和导向构成情况.....	11
图 25 “天天基金网”的单月访问次数（万）.....	11
图 26 “天天基金网”的流量来源构成情况.....	11
图 27 “股吧”的单月访问次数（万）.....	12
图 28 “股吧”的流量来源构成情况.....	12
图 29 2016-2019 年各可比头部 App 的相对活跃用户渗透率情况.....	12
图 30 2014-2019 年各可比头部 App 日活月平均数（万人）.....	13
图 31 2014-2019 年各可比头部 App 月活用户数（万人）.....	13

图 32 2016-2019 年各可比头部 App 的次月留存率情况.....	13
图 33 2016-2019 年各可比头部 App 的用户活跃度情况.....	13
图 34 2019Q1 各可比头部 APP 的用户年龄构成情况.....	14
图 35 2019Q1 各可比头部 APP 各省份用户占比（前五）情况.....	14
图 36 2015-2019H1 公司证券业务营收及增速情况.....	14
图 37 2015-2019H1 公司证券业务各细分业务营收占比情况.....	14
图 38 2002-2018 年沪深两市的股票、基金总成交金额（万亿元）.....	14
图 39 2000-2018 年证券公司股基成交额市场集中度情况.....	15
图 40 2000-2015Q3 原同信证券被收购前的股基成交额市占率及排名表现.....	15
图 41 2015Q4-2018Q1 公司的股基成交额市占率及排名表现.....	15
图 42 2012-2018 年证券经纪业务的行业平均佣金率情况.....	16
图 43 2013-2019 年沪深两市每月的期末融资、融券余额情况（亿元）.....	16
图 44 2015Q4-2018Q2 公司每月的期末融资融券余额市占率及排名表现.....	16
图 45 2013-2018 年公司上线代销基金产品数（只）.....	17
图 46 2013-2018 年公司代销基金的认申购交易数和销售额.....	17
图 47 银行系、券商系、第三方独立基金代销机构的代销基金数量对比.....	17
图 48 2013-2018 年银行系、券商系和第三方独立基金代销机构的基金代销规模对比（亿元）.....	18
图 49 公司金融电商营收与沪深两市成交额的关联性（亿元）.....	19
图 50 公司证券业务营收与沪深两市成交额的关联性（亿元）.....	19
图 51 公司营业总收入与沪深两市成交额的关联性（亿元）.....	19
图 52 2014-11-12 至 2019-11-13 期间的公司 PE-Band.....	20
表 1 公司的高管团队.....	6
表 2 银行系、券商系和第三方独立基金代销机构的申购费率对比.....	18
表 3 公司各业务营收预测（百万元）.....	20
表 4 2019-11-13 各可对比公司估值情况.....	20

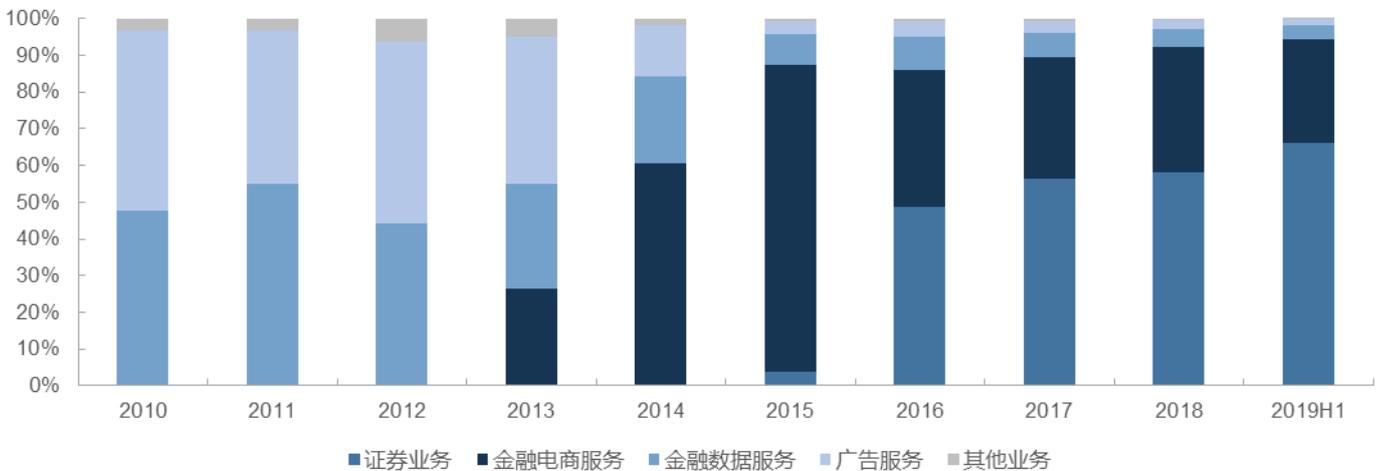
1.公司概况：螺旋式业务转型，提供全方位用户服务

1.1从财经资讯门户到金融电商平台，或向财富管理再升级

公司是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商，以“东方财富网”为核心，集财经资讯门户、金融电子商务平台、金融数据终端及移动终端等为一体，向海量用户提供基于互联网的全方位的产品和服务。

公司的主要业务有证券业务、金融电子商务业务、金融数据业务及互联网广告业务等。从各业务的营收占比看，公司的业务重心存在明显的三个时期。上市之初，公司的业务以金融数据服务和互联网广告服务为主，两者营收合计占比一直稳定在 95%左右；2013-2015 年，公司的金融电商业务得到快速发展，业务营收占比从 27%迅速提升至 83%；2016-至今，公司的证券业务得到快速发展，业务营收占比从 49%稳步提升至 66%；2018 年，公司获批公募基金牌照，往后的业务重心或向财富管理方向再升级。

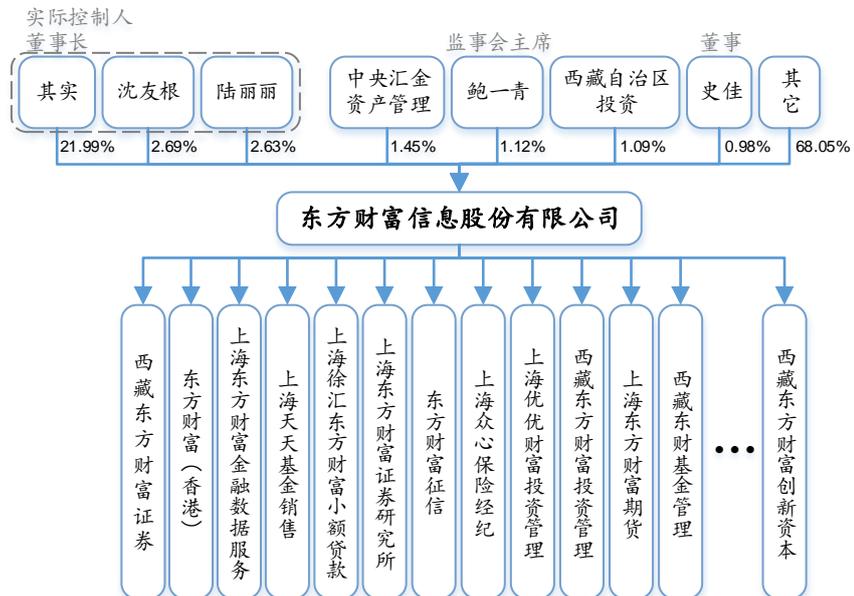
图 1 2010-2019H1 公司的各业务营业收入占比情况



资料来源: wind, 德邦研究所

公司的实际控制人其实先生，是公司的现任董事长和总经理，也是东方财富网及天天基金网的创始人。另外，十大股东中的沈有根先生、陆丽丽女士与其实先生分别系父子关系和夫妻关系，三者合计持股比例为 27.31%。

图 2 公司的股权结构



资料来源: wind, 德邦研究所

表 1 公司的高管团队

姓名	现任职务	简介
其实	董事长/总经理	复旦大学博士,兼任全国政协委员、中国民主建国会中央委员、全国青年企业家协会副会长、中国证券投资基金业协会副会长、上海市青年联合会副主席、上海市信息化青年人才协会会长等社会职务。
陈凯	副董事长/副总经理	博士,兼任全国政协第十一届委员,全国青联第十一届常委,曾任职长江计算机集团公司、共青团上海市委员会、上海市人民政府外事办公室。
史佳	副董事长	复旦大学学士,曾任职于上海美宁计算机软件有限公司。
程磊	副总经理	复旦大学硕士,曾任职于上海美宁计算机网络有限公司、环球外汇网。
陆威	副总经理/董秘/财务总监	复旦大学硕士,兼任上海漫道金融信息服务股份有限公司董事、上海天洋热熔粘接材料股份有限公司独立董事,曾任职于中外运江苏集团、中外运集装箱运输有限公司。

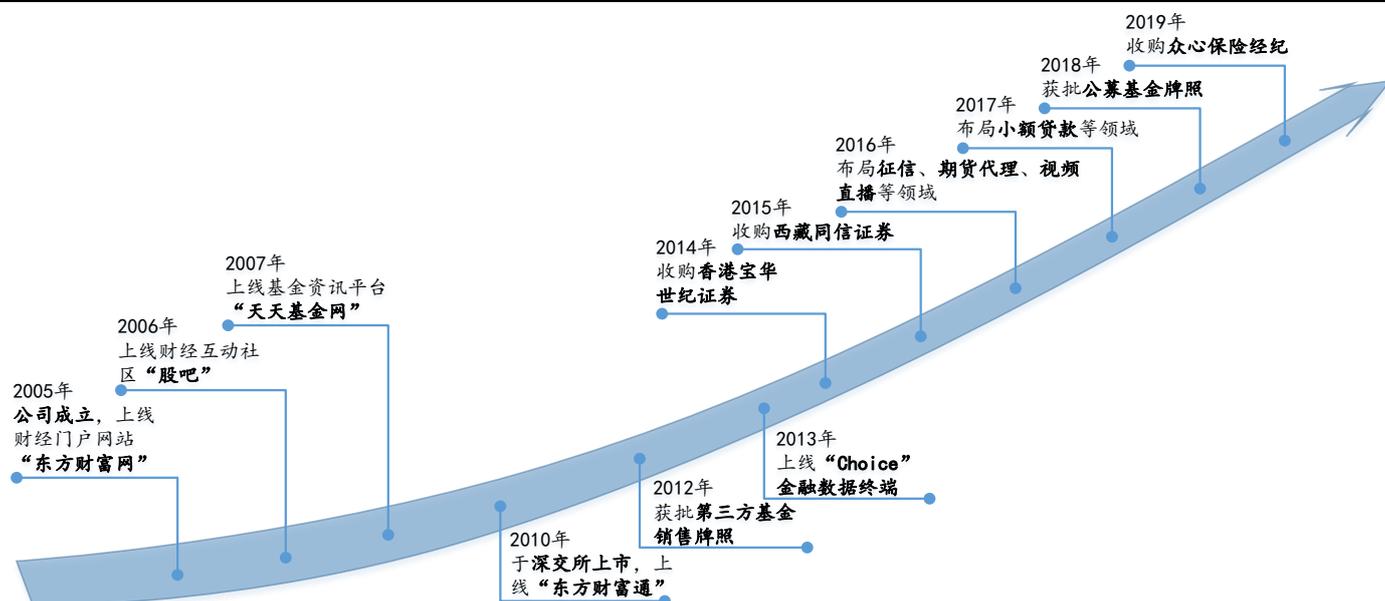
资料来源:公司官网,德邦研究所

公司成立于 2005 年,并于同年上线了财经资讯门户网站“东方财富网”,以提供专业、及时、海量的资讯信息来满足广大互联网用户对于财经资讯和金融信息的需求。后分别于 2006 年和 2007 年上线了财经互动社区“股吧”和基金资讯平台“天天基金网”。前者为“东方财富网”社区板块子频道,也是国内推出最早、用户访问量最大、用户粘性最高的互联网财经互动社区之一;后者为“东方财富网”基金板块子频道,也是国内推出最早、关注度最高的专门面向基金投资者的互联网财经信息平台之一。2010 年上市前,公司围绕“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”,形成了“财经门户+垂直频道+互动社区”的流量敞口,积累了丰富且优质的用户资源,进而以提供金融数据服务和互联网广告服务为主要收入来源。

2012 年,公司获批第三方基金销售牌照,金融电子商务服务业务随之起步。公司始终坚持以客户为中心的原则,积极丰富互联网金融电商平台的基金产品线,强调产品和服务创新,不断完善交易服务功能和提升用户体验。公司基金销售额逐季大幅增长,金融电子商务服务逐步成为主要收入来源。

2014 年,公司收购香港宝华世纪证券,以国家推进“沪港通”和促进中国资本市场国际化为契机,进一步拓宽了公司互联网财经金融服务大平台的服务范围。2015 年公司收购西藏同信证券,进一步完善和促进了一站式互联网金融服务整体战略目标的实现。随后几年,公司充分发挥整体协同效应,不断加强流量转化,持续提升市场份额,使证券服务业务得到了健康快速发展。公司也形成了以证券服务和金融电商服务为主要业绩支撑的双螺旋结构。

图 3 公司的历史沿革和业务发展路径



资料来源:公司公告,德邦研究所

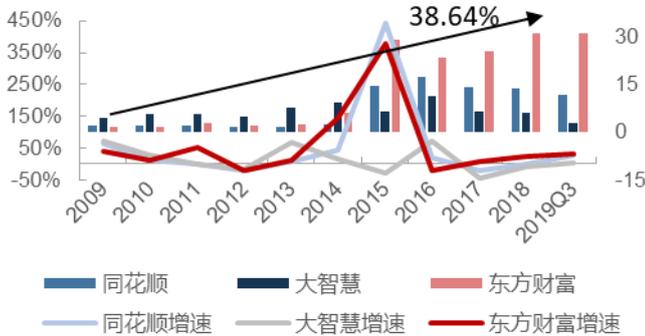
2016-2019年,公司积极布局了征信、期货代理、小额贷款、保险经纪等领域,努力探索互联网金融服务新业务,延伸和完善服务链条。2018年,公司获批了公募基金牌照,有望完成从下游销售渠道向上游产品生产端的拓展,并基于自身强大的渠道优势和丰富的电商销售经验,加速开拓财富管理新业务,离整体战略目标更进一步。

1.2 财务表现相对稳健,与金融市场行情强相关

公司与同花顺、大智慧均为国内领先的互联网金融服务提供商,主要客户涵盖金融市场的各层次参与主体,为国内外的各类机构客户和广大个人投资者提供相关服务,具有较高的可比性。

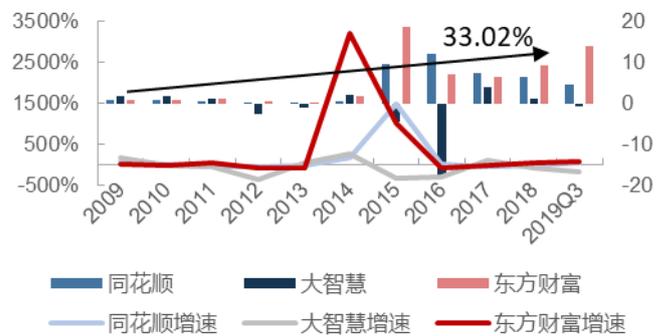
过去十年,中国的证券交易市场经历了完整的“牛熊”周期。从各可比公司的营业收入和净利润表现看,其业绩爆发时点基本与市场行情走势趋同。并且,基于公司在战略层面的深远布局和在业务层面的积极转型,公司的业绩爆发窗口期较其他两家更长。公司的十年复合增速同样非常可观,营业总收入方面高达 38.64%,净利润方面高达 33.02%。即使抛开市场的牛熊周期因素,公司的业绩增长状态和趋势依然非常向好。

图 4 2009-2019Q3 各可比公司营业总收入及增速情况 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

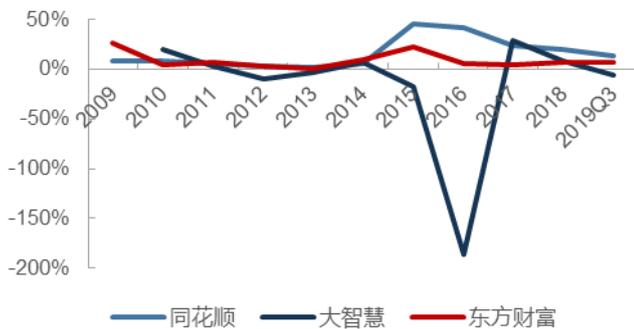
图 5 2009-2019Q3 各可比公司的净利润及增速情况 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

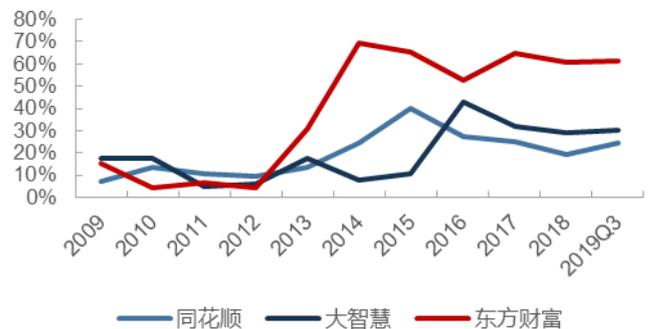
公司的摊薄 ROE 一直处于可比公司的中游水平,但波动幅度相对较小,相对更为稳定。资产负债率方面,2013 年以前公司处于可比公司偏低区位。但随着基金第三方销售服务业务的快速发展、代理买卖证券款的增加,2013-2014 年公司的资产负债率快速上升,同样的情况也一定程度上影响了其他两家可比公司的资产负债率。目前,公司的资产负债率基本稳定在 60% 左右。

图 6 2009-2019Q3 各可比公司的摊薄 ROE 情况



资料来源: wind, 德邦研究所

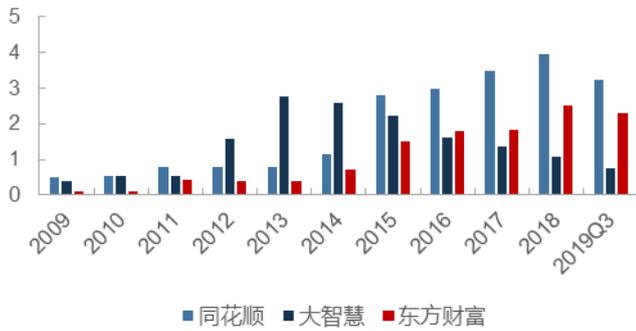
图 7 2009-2019Q3 各可比公司的资产负债率情况



资料来源: wind, 德邦研究所

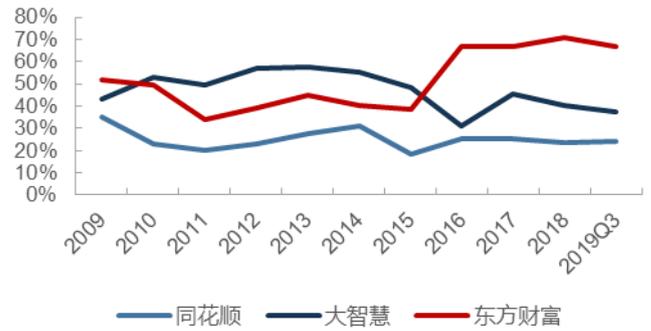
公司在研发上的投入呈逐年加大之势,为公司积极跟踪和把握行业技术动向、做好产品创新和技术储备工作、提升平台服务能力奠定基础。三费费用率方面,2015 年之前公司一直处于可比公司中游水平。但随着 2015 年底公司并表同信证券,2016 年之后,公司的三费费用率一直保持在 66% 左右的相对高位。

图 8 2009-2019Q3 各可比公司的研发支出情况 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

图 9 2009-2019Q3 各可比公司的三费费用率情况



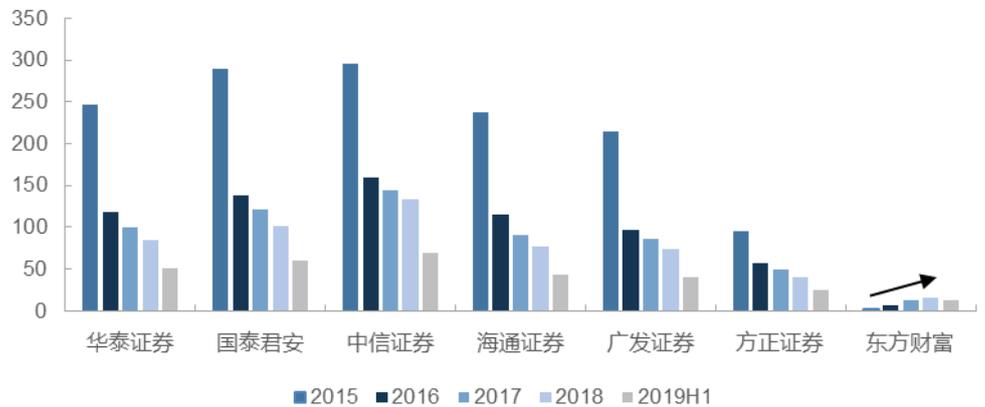
资料来源: wind, 德邦研究所

备注: 为了统一口径, 2009-2017 年的管理费用中已扣除研发费用

由于公司在 2015 年分别并表东财国际证券和同信证券, 发展路径与同花顺、大智慧开始出现差异化。2016 年之后, 公司在战略高度持续推进和加快证券业务的发展, 但其仍以海量用户的需求为中心, 强调整体协同效应和流量转化, 侧重于零售证券, 以证券经纪业务和融资融券业务为主要增长点。因此, 公司与华泰证券、国泰君安证券、中信证券、海通证券、广发证券和方正证券等经纪业务头部券商存在较高的可比性。

2015-2018 年证券交易市场“牛熊”切换的过程中, 各经纪业务头部券商的证券经纪业务佣金和融资融券利息收入合计均呈下降趋势。而公司通过发挥自身优势持续提升市场份额, 形成了两块业务收入合计逆势增长之势, 其三年复合增长率仍高达 51.42%。

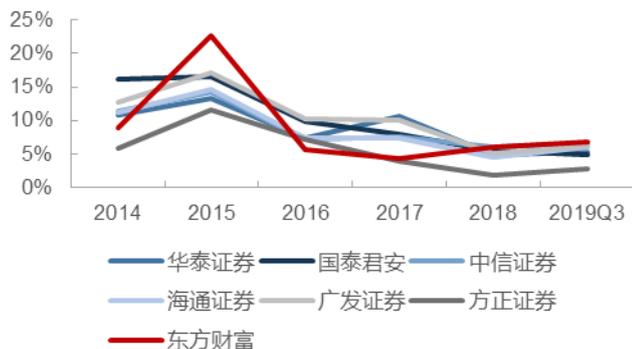
图 10 2015-2019H1 各可比券商的证券经纪业务佣金和融资融券利息收入合计 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

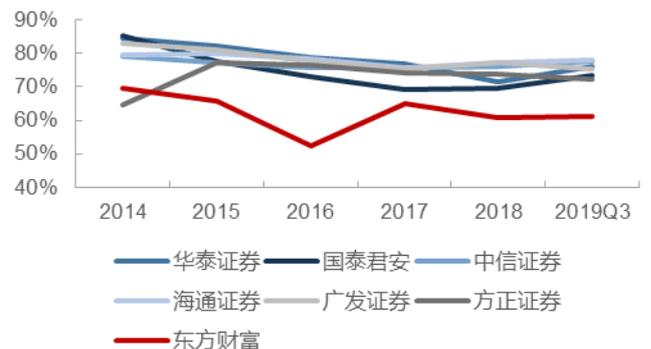
公司的摊薄 ROE 一直处于可比券商的中上游水平, 但波动幅度相对较大, 与金融市场行情的关联性更强。而公司的资产负债率一直处于可比券商的偏低区位, 且总体呈进一步下降趋势。

图 11 2014-2019Q3 各可比券商的摊薄 ROE 情况



资料来源: wind, 德邦研究所

图 12 2014-2019Q3 各可比券商的资产负债率情况



资料来源: wind, 德邦研究所

2.行业概况：强监管周期下，互金行业健康向上

2.1人：互联网持续渗透，投资理财用户规模持续增长

截至2019年6月，我国网民规模达8.54亿人，互联网普及率达到61.2%，但相比美国约85%的互联网普及率仍有增长空间。

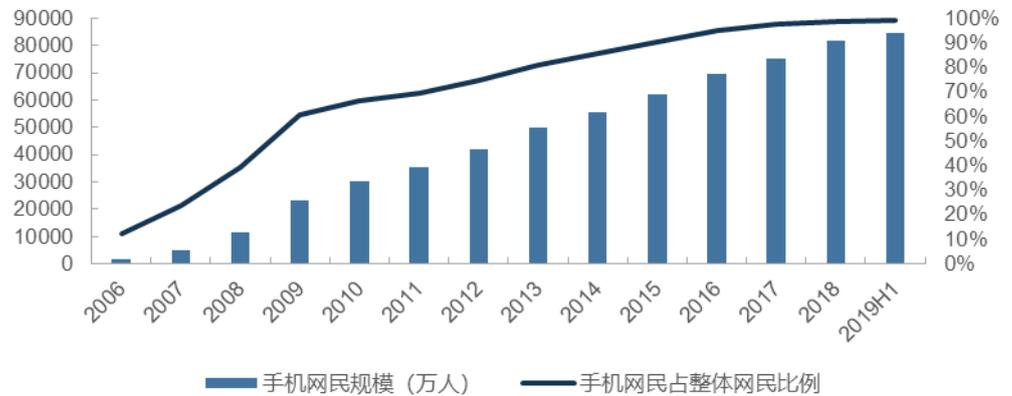
图 13 2005-2019H1 中国的网民规模及互联网普及率情况



资料来源：中国互联网络信息中心 (CNNIC)，德邦研究所

截至2019年6月，我国手机网民规模达到8.47亿人，手机上网比例达到99.1%。

图 14 2005-2019H1 中国的手机网民规模及其占整体网民比例情况



资料来源：中国互联网络信息中心 (CNNIC)，德邦研究所

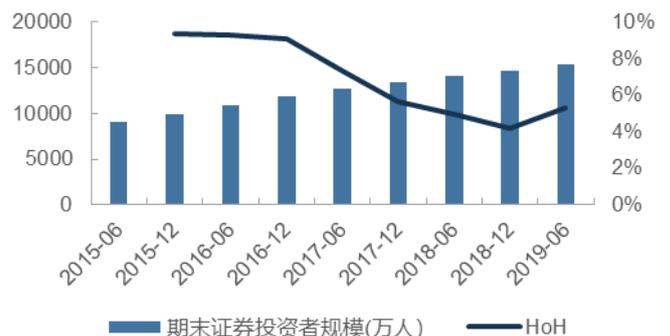
截至2019年6月，我国互联网理财用户规模达1.70亿人，占网民整体的比例达到19.9%；同期投资者（指持有未注销、未休眠的A股、B股、信用账户、衍生品合约账户的一码通账户）规模达1.54亿人，较2018年底增长5.3%。

图 15 2014H1-2019H1 中国互联网理财用户规模及使用率情况



资料来源：中国互联网络信息中心 (CNNIC)，德邦研究所

图 16 2015H1-2019H1 中国的期末投资者数量及增速情况

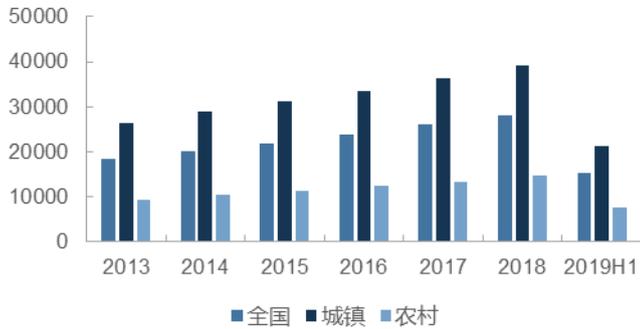


资料来源：中国证券登记结算有限责任公司，德邦研究所

2.2 资金：非现金及存款类投资需求旺盛且呈现多元化

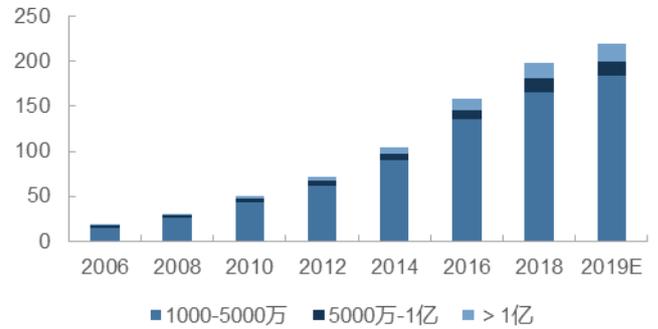
随着国民经济的稳步快速增长，居民的收入和生活水平逐年提高。2018 年全国居民人均可支配收入已超 2.8 万元，人民对财富管理的需求不断增加。

图 17 2013-2019H1 居民人均可支配收入情况（元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

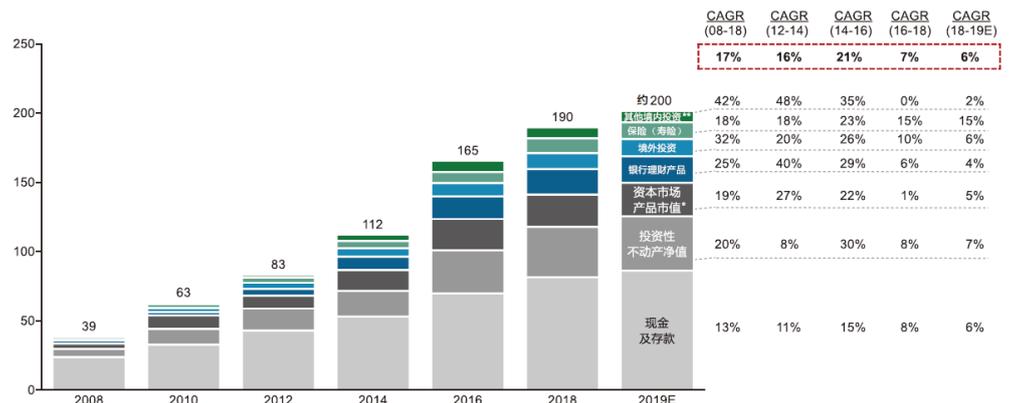
图 18 2006-2019 年中国高净值人群的规模和构成情况（万人）



资料来源：招商银行，贝恩咨询，德邦研究所

2018 年，中国的个人可投资资产总规模达 190 万亿元，2008-2018 年的年均复合增速为 17%。现金及存款类资产增速在所有资产类别中最低，2008-2018 年的年均复合增速仅为 13%。“资本市场产品”和“其他境内投资”的规模占比提升明显。

图 19 2008-2019 年中国的个人可投资资产规模和构成情况（万亿元）

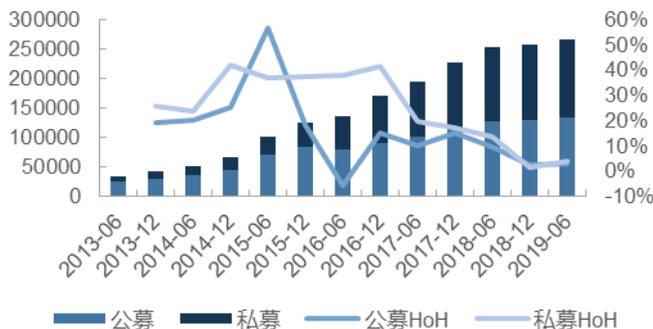


资料来源：招商银行，贝恩咨询，德邦研究所

备注：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券；“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股票投资产品、黄金、私募股权、互联网金融产品等

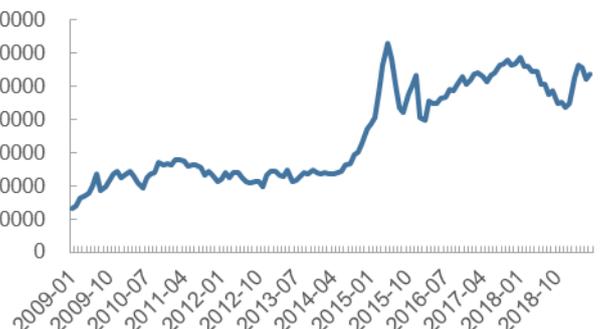
截至 2019 年 6 月，我国境内公募基金规模达 13.46 万亿元，2013-2018 年的年均复合增速为 34.13%；私募基金规模达 13.28 万亿元，2013-2018 年的年均复合增速为 59.99%。A 股总市值达 53.63 万亿元，2013-2018 年的年均复合增速为 12.71%。

图 20 2013H1-2019H1 公私募基金规模及其增速情况（亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，德邦研究所

图 21 2009-2019H1 中国 A 股总市值情况（亿元）



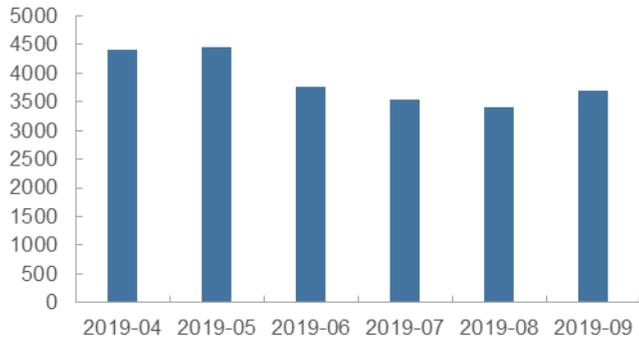
资料来源：wind，德邦研究所

3.核心价值：“存量”时代，流量何来？

3.1流量促活：以“东方财富网”为核心，打造资讯、社交和服务全生态

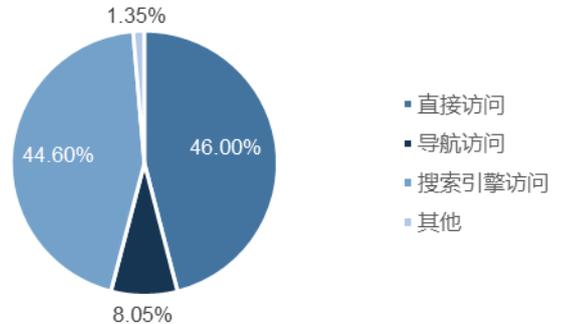
“东方财富网”是国内最大的财经资讯门户网站之一，也是公司流量生态内的核心网站，其平均单月访问次数为3880万次，平均访问持续时间约17.87分钟。其中，46.00%为直接访问，8.05%为通过导航访问，44.60%为通过搜索引擎访问。

图 22 “东方财富网”的单月访问次数（万）



资料来源：similarweb，德邦研究所

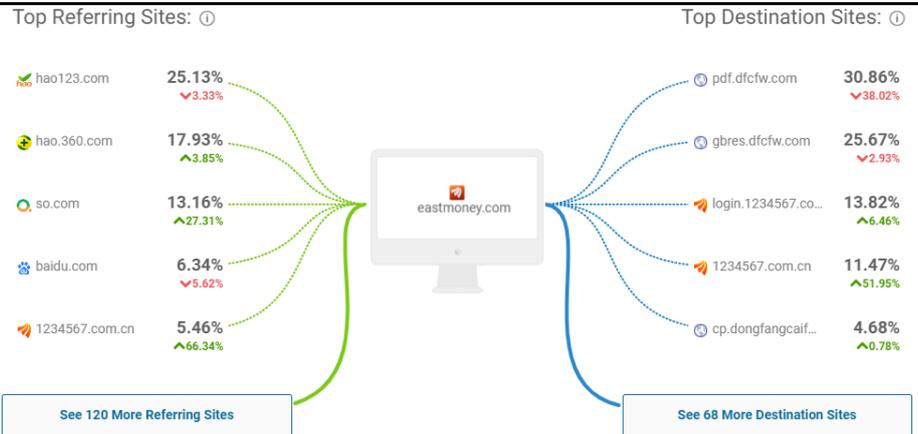
图 23 “东方财富网”的流量来源构成情况



资料来源：similarweb，德邦研究所
备注：数据统计日期为2019年9月

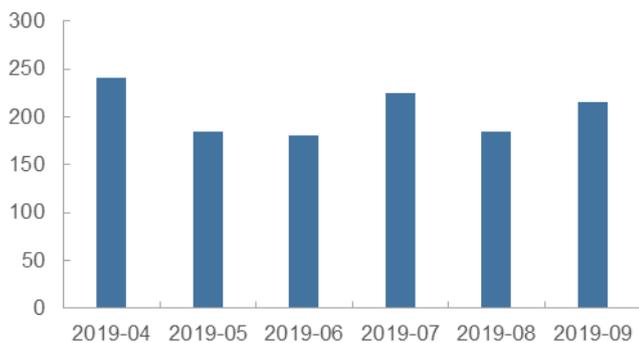
在导航访问中，“东方财富网”主要靠“hao123”、“hao.360”等网站引流，而其自身的导航则主要将流量导向了“天天基金网”、“股吧”等垂直板块。

图 24 “东方财富网”的导航流量引入和导向构成情况



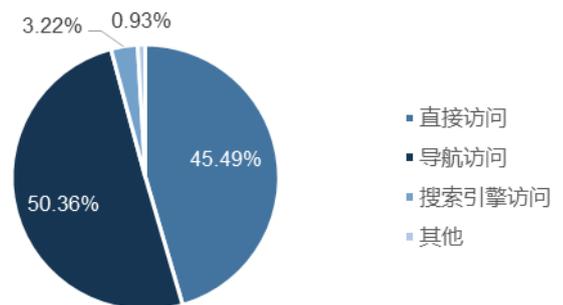
资料来源：similarweb，德邦研究所
备注：数据统计日期为2019年9月

图 25 “天天基金网”的单月访问次数（万）



资料来源：similarweb，德邦研究所

图 26 “天天基金网”的流量来源构成情况

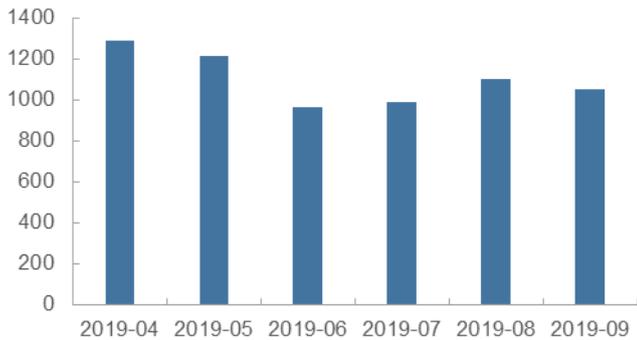


资料来源：similarweb，德邦研究所
备注：数据统计日期为2019年9月

“天天基金网”为公司流量生态内的基金垂直板块，其平均单月访问次数为 205 万次，平均访问持续时间约为 14.78 分钟。其中，45.49%为直接访问，50.36%为通过导航访问，3.22%为通过搜索引擎访问。在导航访问中，“天天基金网”主要靠“东方财富网”、“股吧”等生态内网站引流，而其自身的导航则主要将流量导向“行情中心”、“数据中心”、“交易中心”等生态内其他板块或反馈“东方财富网”和“股吧”。2018 年，“天天基金网”的日均页面浏览量为 562 万。其中，交易日的日均页面浏览量为 763 万，非交易日的日均页面浏览量为 161 万。

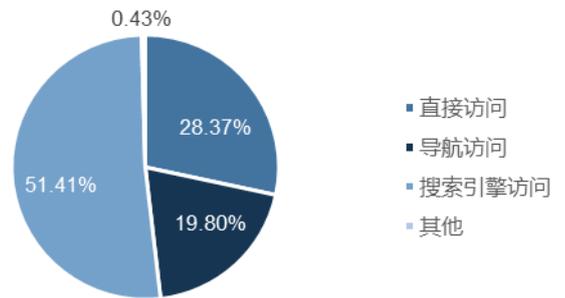
“股吧”为公司流量生态内的社区社交垂直板块，其平均单月访问次数为 1101 万次，平均访问持续时间约为 6.35 分钟。其中，28.37%为直接访问，19.80%为通过导航访问，51.41%为通过搜索引擎访问。同样，在导航访问中，“股吧”主要靠“东方财富网”、“天天基金网”、“搜索引擎中心”、“行情中心”等生态内网站引流，而其自身的导航同样主要将流量导向“行情中心”、“数据中心”、“搜索引擎中心”、“交易中心”等生态内其他板块。

图 27 “股吧”的单月访问次数（万）



资料来源：similarweb，德邦研究所

图 28 “股吧”的流量来源构成情况



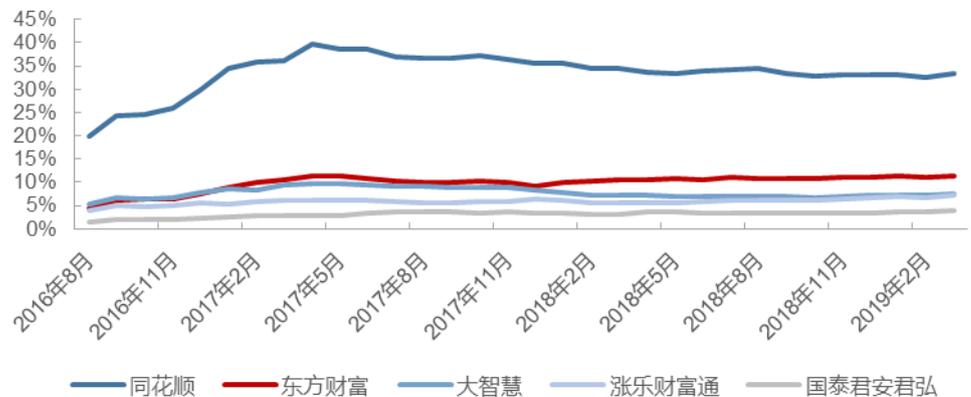
资料来源：similarweb，德邦研究所
备注：数据统计日期为 2019 年 9 月

3.2 口碑拉新：用户结构合理，高活跃高黏性的好产品赢得好口碑

移动互联网时代，App 用户成为各家互联网生态公司的必争资源。用户的触达和服务频次成为公司流量变现的重要影响因素。在证券业和基金业的互联网服务生态中，互联网系的头部 App 产品主要有同花顺和大智慧等，券商系的头部 App 产品主要有华泰证券的涨乐财富通和国安君安证券的国泰君安君弘等，以及作为互联网券商的东方财富。

目前，东方财富 App 在证券服务类网络活跃用户中的相对渗透率约为 11%，处于各可比头部 App 中的中游水平，但缓步上行趋势较其他头部 App 更为明显。

图 29 2016-2019 年各可比头部 App 的相对活跃用户渗透率情况



资料来源：易观千帆，德邦研究所

东方财富 App 的日活跃用户月平均值已从 2014 年初的 28 万人上升至 2019 年初的 750 万人左右，年复合增速高达 98%；月活跃用户数已从 2014 年初的 97 万人上升

至 2019 年初的 1229 人，年复合增速高达 69%，继续保持稳步上行趋势同样明显。

图 30 2014-2019 年各可比头部 App 日活月平均数 (万人)

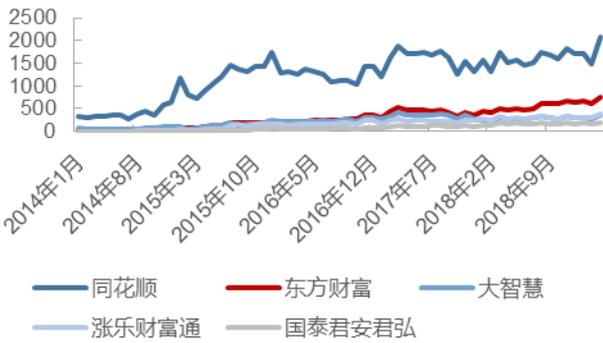
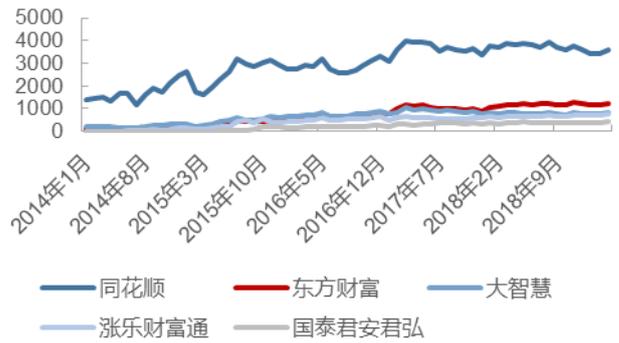


图 31 2014-2019 年各可比头部 App 月活用户数 (万人)

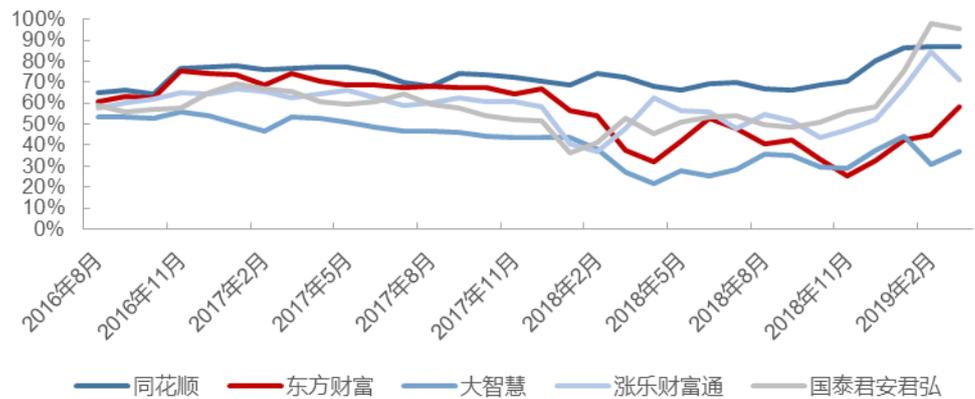


资料来源：易观千帆，德邦研究所

资料来源：易观千帆，德邦研究所

东方财富 App 的次月留存率较高，处于各可比头部 App 中的中上游水平，大致在 35%-75% 的范围内波动。

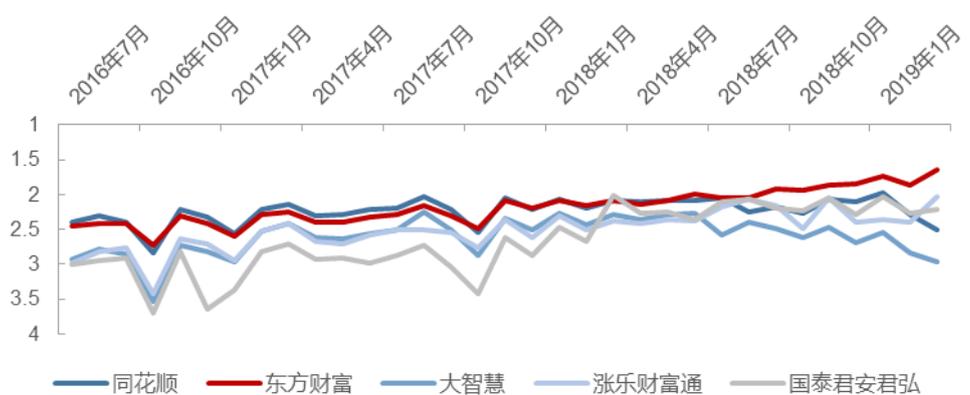
图 32 2016-2019 年各可比头部 App 的次月留存率情况



资料来源：易观千帆，德邦研究所

东方财富 App 的用户活跃度非常高，也是各可比头部 App 中最高的，用户平均每 1.6 天就会使用一次，这与公司打造的健全的流量生态和流量运营能力不无关系。

图 33 2016-2019 年各可比头部 App 的用户活跃度情况

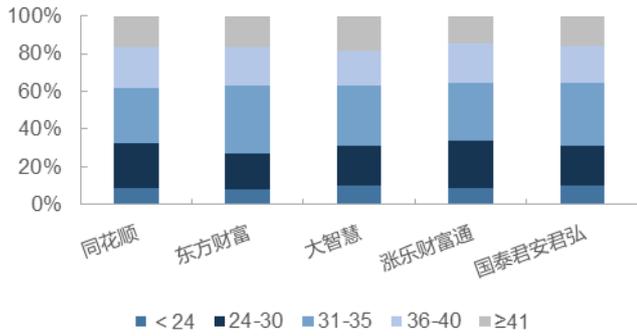


资料来源：易观千帆，德邦研究所

备注：数值代表用户平均几天使用一次，数值越接近 1 表示用户活跃度越大

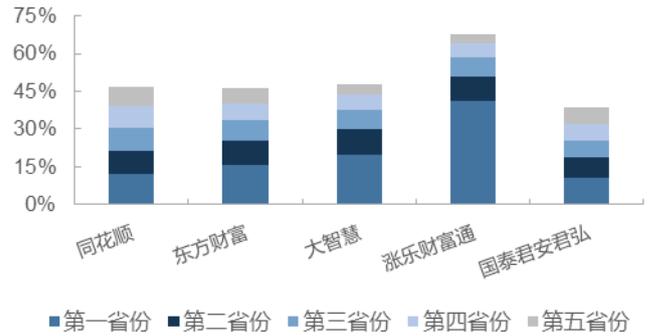
从用户的年龄分布结构看，各可比头部 App 的差异较小且都较为合理，但从用户的地域分布结构看，东方财富 App 用户的地域集中程度相对较低，地域拓展更为均衡。

图 34 2019Q1 各可比头部 APP 的用户年龄构成情况



资料来源: 易观千帆, 德邦研究所

图 35 2019Q1 各可比头部 APP 各省份用户占比 (前五) 情况



资料来源: 易观千帆, 德邦研究所

4. 证券业务: 发挥互联网资源优势, 市占率稳步提升

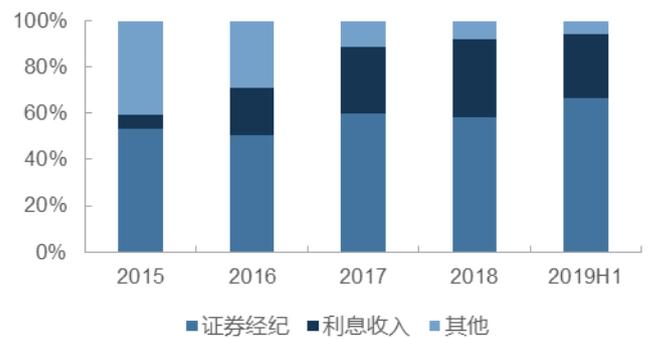
公司旗下东方财富证券拥有证券经纪、证券自营、财务顾问、证券投资咨询、证券资产管理、融资融券、证券承销与保荐等证券业务全牌照, 依托全国主要中心城市的分支机构, 为海量用户提供证券服务。从各细分业务的营收占比看, 公司的证券业务主要依靠证券经纪和利息收入支撑, 而利息收入中又以融资融券利息收入为重。

图 36 2015-2019H1 公司证券业务营收及增速情况



资料来源: wind, 德邦研究所

图 37 2015-2019H1 公司证券业务各细分业务营收占比情况

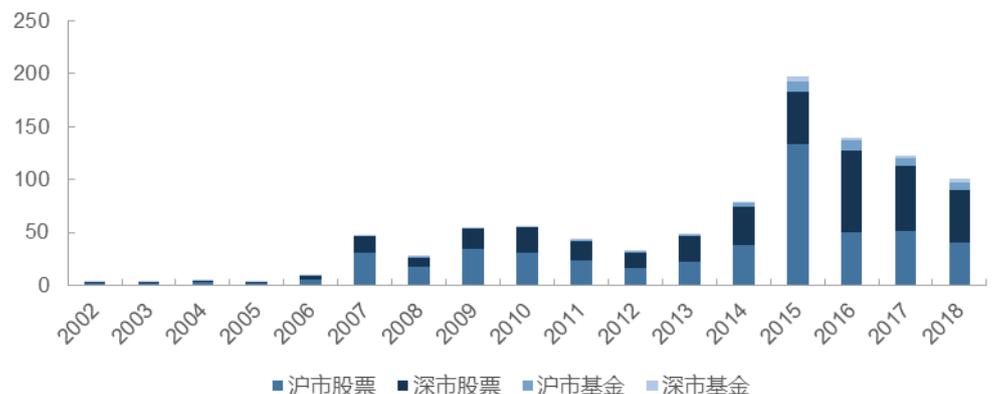


资料来源: wind, 德邦研究所

4.1 证券经纪: 赋能效果显著, 收购前后差异明显

根据交易所统计年鉴数据, 2018 年沪深两市的股基总成交额约为 100.58 万亿元, 2015 年时的峰值水平更是高达 197.87 万亿元。成交金额总体体量呈放大趋势, 已明显迈上新的台阶。

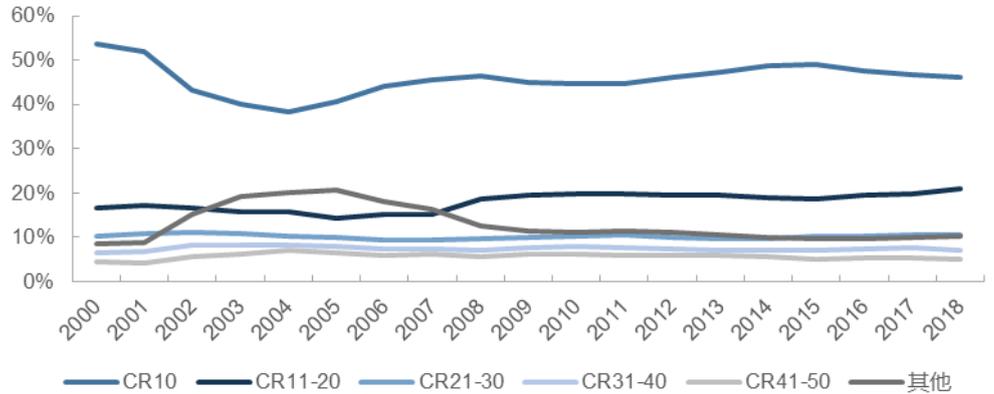
图 38 2002-2018 年沪深两市的股票、基金总成交额 (万亿元)



资料来源: 上海证券交易所统计年鉴, 深圳证券交易所统计年鉴, 德邦研究所

就证券公司股基成交额的行业集中度而言，在经历了 21 世纪头十年的激烈竞争后已逐步趋向于总体格局稳定的阶段。但马太效应开始显现，前二十的公司正在挤占更多的市场份额。

图 39 2000-2018 年证券公司股基成交额市场集中度情况

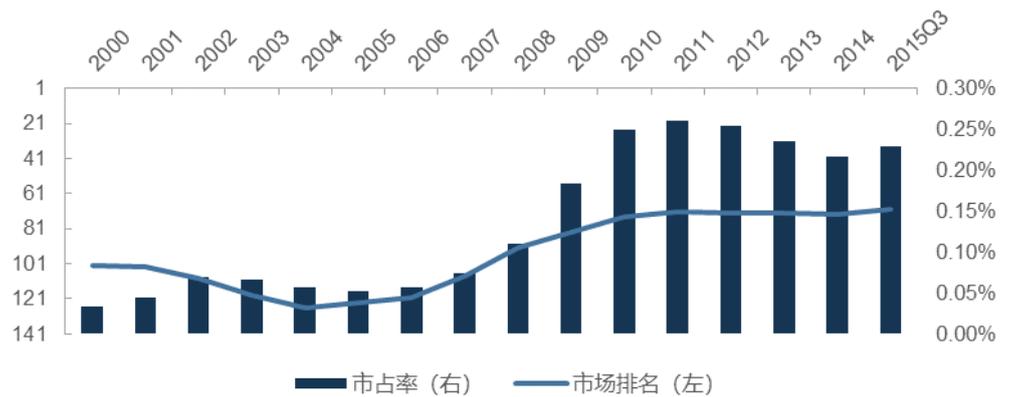


资料来源: choice, 德邦研究所

备注: 自 2018-04 月开始, 交易所不再披露相关数据, 故图中 2018 年依据 1-3 月份的数据进行计算

在同信证券被公司收购之前, 其股基成交额的市占率表现和排名一直不佳, 常年徘徊在行业底部, 15 年的时间仅仅提高了约 0.05% 的市占率。

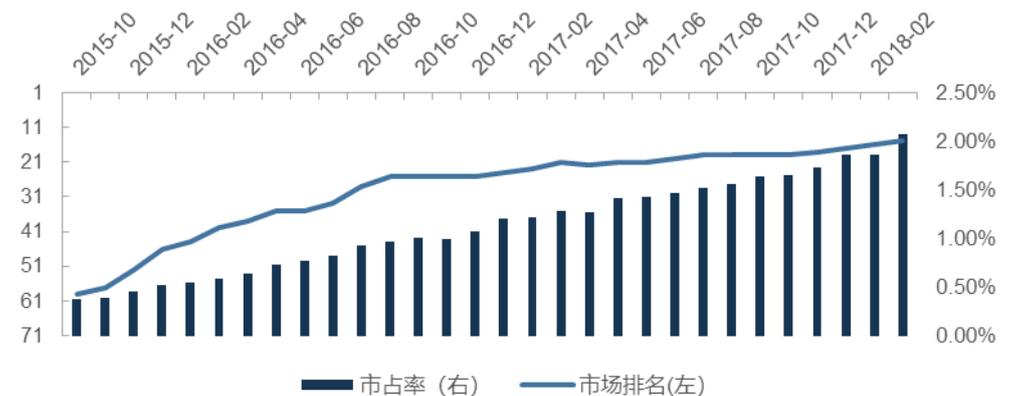
图 40 2000-2015Q3 原同信证券被收购前的股基成交额市占率及排名表现



资料来源: choice, 德邦研究所

收购之后, 东方财富证券 (原同信证券) 的股基成交额市占率在 2 年半的时间里迅速提升至 2%, 排名进步神速以月计算, 2018 年 3 月已挺进 15 强, 可谓赋能效果显著。

图 41 2015Q4-2018Q1 公司的股基成交额市占率及排名表现

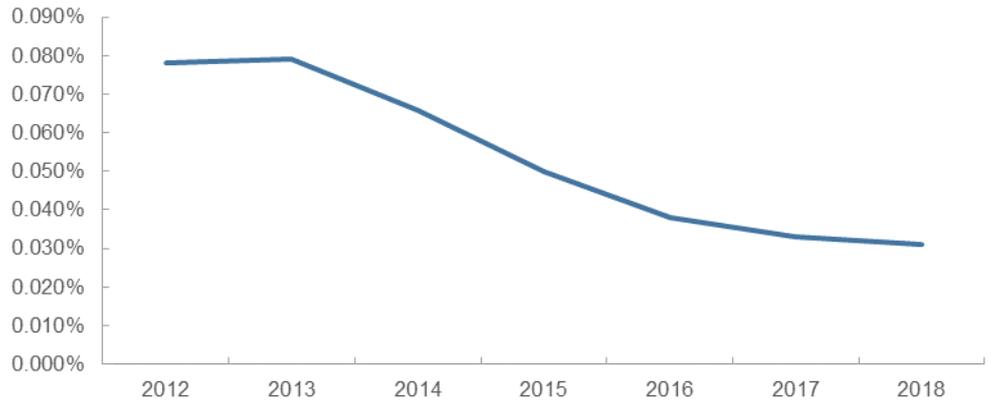


资料来源: choice, 德邦研究所

备注: 自 2018-04 月开始, 交易所不再披露相关数据

另一方面,业务的行业平均佣金率降幅明显收敛,券商经纪业务佣金战有缓和趋势。

图 42 2012-2018 年证券经纪业务的行业平均佣金率情况

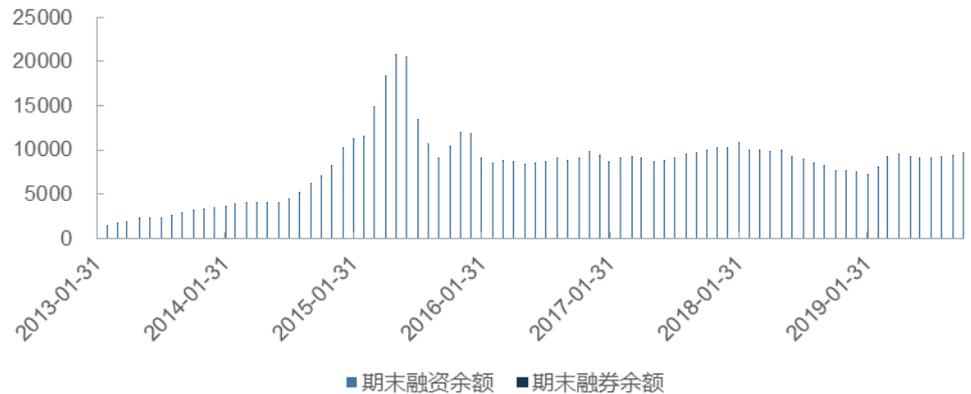


资料来源: wind, 证券业协会, 德邦研究所

4.2 融资融券: 快速适应新兴业务, 零售证券再添一翼

2018 年末两市期末融资融券余额约 7557 亿元, 2015 年峰值水平曾超过 200 万亿元。虽然两融业务是推出时间较短的券商创新业务, 但其已然成为券商的重要收入支柱。

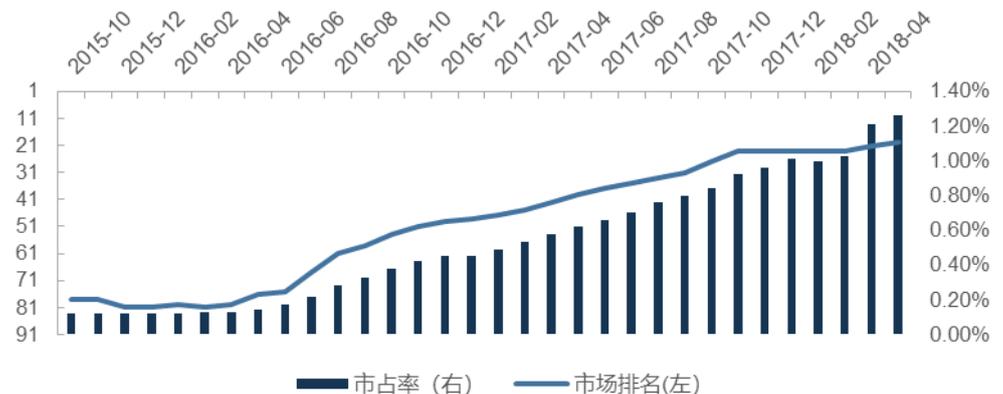
图 43 2013-2019 年沪深两市每月的期末融资、融券余额情况 (亿元)



资料来源: choice, 德邦研究所

与证券经纪业务一样, 两融业务偏“零售性质”。东方财富证券凭借其不断从互联网资源转化形成的用户增量优势, 两融余额市占率在 2 年时间里迅速提升至 1.2% 以上, 市场排名挺进前 20。两融业务与证券经纪业务已成为公司证券业务板块的双引擎。

图 44 2015Q4-2018Q2 公司每月的期末融资融券余额市占率及排名表现



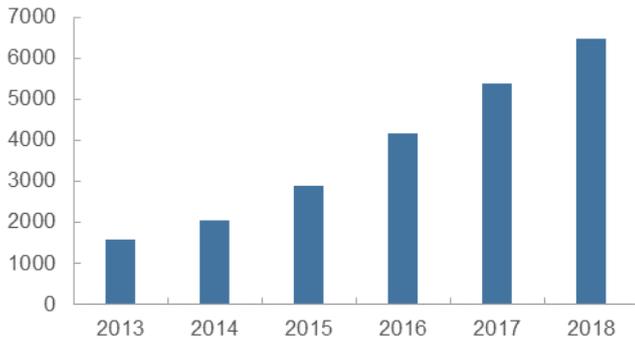
资料来源: choice, 德邦研究所

5.金融电商业务：以专业财经生态为依托，多头格局渐成

公司拥有第三方基金代销牌照，主要通过天天基金为用户提供一站式互联网自助基金交易服务。

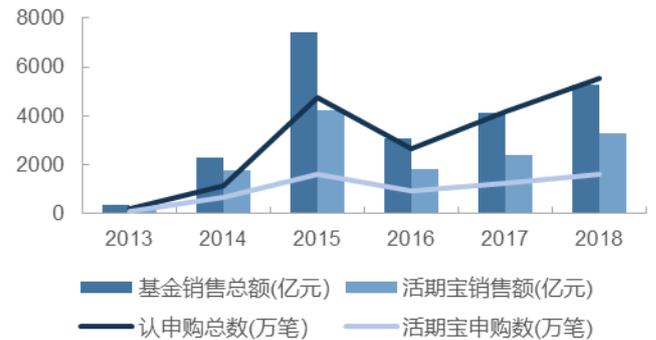
公司自开展基金第三方销售服务业务以来，金融电商平台的服务能力与水平一直阔步向前，基金代销规模持续增长。2018年，公司平台共上线128家公募基金管理人的6470只基金，实现基金认申购及定期定额申购交易5536.12万笔，实现基金销售额5251.62亿元。2013-2018年，上线基金数量的年复合增速高达32.60%，认申购交易数量的年复合增速高达91.28%，基金销售总额的年复合增速高达70.84%。

图 45 2013-2018 年公司上线代销基金产品数（只）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 46 2013-2018 年公司代销基金的认申购交易数和销售额

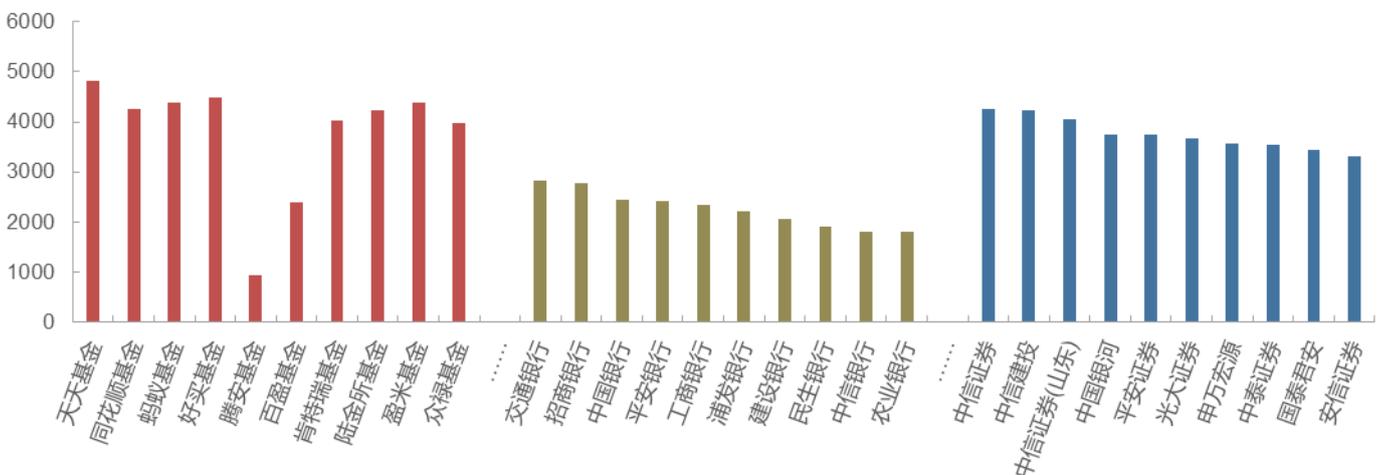


资料来源：公司公告，德邦研究所

5.1 基金代销市场格局：互联网 BATJ 纷纷入局，银行渠道比重趋弱

基金代销市场的持牌机构按大类可以分为银行系、券商系、第三方独立系、期货系和保险系等。从多维度指标看，该市场的中坚力量主要集中在银行系、券商系和第三方独立代销机构中。其中，银行系的典型代表有五大国有银行及招商银行、平安银行、浦发银行、民生银行和中信银行等全国性股份制商业银行；券商系的典型代表有中信证券等；第三方独立系的典型代表有天天基金（东方财富）、蚂蚁基金（阿里巴巴系）、腾安基金（腾讯系）、好买基金（腾讯系）、百盈基金（百度系）、肯特瑞基金（京东系）、陆金所基金（平安系）和同花顺基金等。

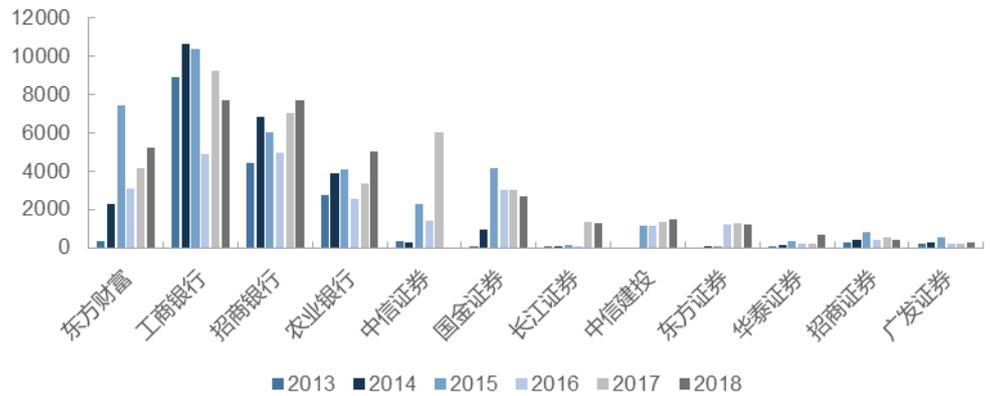
图 47 银行系、券商系、第三方独立基金代销机构的代销基金数量对比



资料来源：wind，德邦研究所
备注：截至2019年11月9日

从代销基金的覆盖数量看，单一银行的覆盖面并不占据优势，但银行系基金代销机构凭借其优质的线下渠道和高度认可的社会信誉，在基金代销规模上仍然占据主要地位。2018年，工商银行、招商银行和农业银行的代销基金规模分别高达7681亿元、7679亿元和5017亿元。

图 48 2013-2018 年银行系、券商系和第三方独立基金代销机构的基金代销规模对比 (亿元)



资料来源：公司公告，德邦研究所

券商系与第三方独立系的代销机构虽然总体体量尚不能与银行系比肩，但近几年的代销规模增速明显更快，银行渠道的比重正在削弱。尤其是随着互联网巨头 BATJ 的纷纷入场“降维打击”，新的格局正在形成。

5.2 交易费用：第三方独立基金代销机构一折费率已成持久战

自第三方基金销售牌照开放以来，第三方独立基金代销机构数量骤增，显然具有先发优势的持牌机构将拥有更多市场机会。但随着阿里系、腾讯系、百度系、京东系和平安系等拥有自身渠道优势的巨头们纷纷入场，行业竞争持续加剧。

2016 年公司旗下天天基金主动降低基金认申购费率至 1 折作为卖点，其他第三方独立机构纷纷跟随。至今，认申购费率 1 折仍为第三方独立基金代销行业的普遍水平，但银行系和券商系的认申购费率仍普遍维持在原来水平或相对较高位置。

表 2 银行系、券商系和第三方独立基金代销机构的申购费率对比

机构	100 万以下	100-500 万	500-1000 万	1000 万以上
天天基金	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
同花顺基金	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
蚂蚁基金	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
腾安基金	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
好买基金	0.15%(需预存)	0.12%(需预存)	0.03%(需预存)	1000 元/笔
肯瑞特基金	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
百盈基金	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
陆金所基金	0.15%	0.10%(100-200 万) 0.06%(200-500 万)	0.03%	1000 元/笔
工商银行	1.50%	1.20%	0.30%	1000 元/笔
农业银行	1.50%	1.20%	0.30%	1000 元/笔
建设银行	1.50%	1.20%	0.30%	1000 元/笔
中国银行	0.90%	0.72%	0.30%	1000 元/笔
交通银行	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
招商银行	1.50%	1.20%	0.30%	1000 元/笔
中信证券	1.50%	1.20%	0.30%	1000 元/笔
国金证券	1.50%	1.20%	0.30%	1000 元/笔
长江证券	0.60%	0.60%	0.30%	1000 元/笔
华泰证券	0.15%	0.12%	0.03%	1000 元/笔
国泰君安	0.75%	0.60%	0.15%	1000 元/笔

资料来源：公司 APP 交易规则说明，德邦研究所

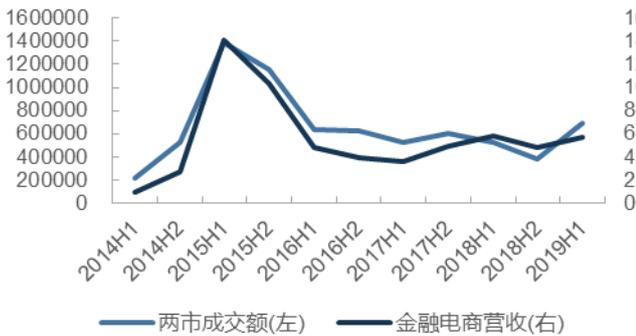
备注：以 2019 年 10 月 21 日易方达消费行业股票型基金（110022）为例

6.投资建议

6.1公司营收与 A 股成交额的关联性

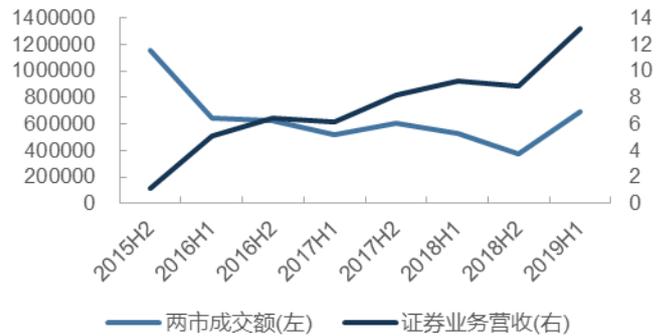
从公司两大支柱性业务营收与沪深两市成交额的趋势看，以基金代销为主的金融电商业务与成交额之间的匹配程度很高，主要原因是基金认申热情与 A 股市场的交易活跃度有很高的相关性；而以零售证券为主的证券服务业务与成交额之间呈现逆势增长，主要原因是该业务的市占率提升完全超过了大盘行情回落带来的冲击，使其得以在“熊市”中可以保持线性增长，而在“牛市”中有望呈现“双击式”指数型增长。

图 49 公司金融电商营收与沪深两市成交额的关联性 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

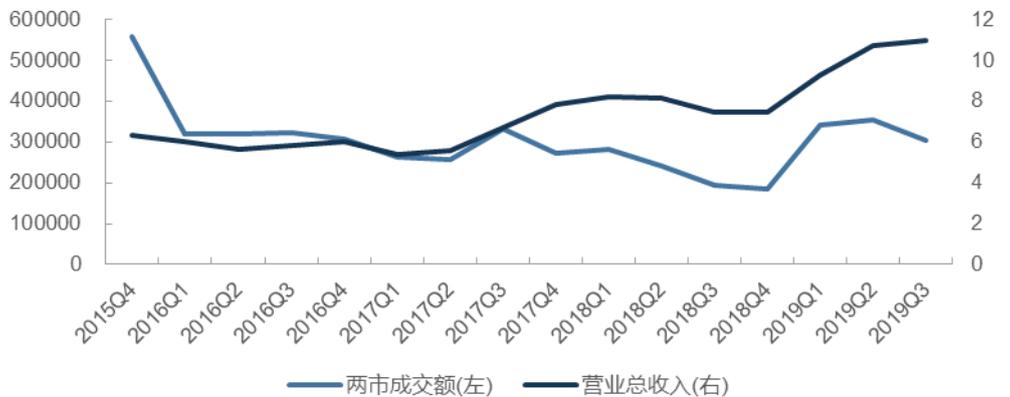
图 50 公司证券业务营收与沪深两市成交额的关联性 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

整体而言，公司的营业收入具备“熊市稳增”、“牛市暴涨”的基本面，成长性凸出。

图 51 公司营业总收入与沪深两市成交额的关联性 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究所

6.2盈利预测关键假设

金融电子商务服务业务：公司拥有第三方基金代销牌照，主要通过天天基金为用户提供一站式互联网自助基金交易服务。公司自开展该业务以来，金融电商平台的整体服务能力与水平一直阔步向前，基金代销规模持续增长，且增速较银行系、传统券商系基金代销渠道明显更快。另一方面，随着阿里系、腾讯系、百度系、京东系和平安系等拥有自身渠道优势的巨头们纷纷入场，行业竞争有所加剧。我们认为公司在自建互联网财经资讯和服务生态、海量财经类精准用户的基础上，基金代销规模有望继续保持高增长，但认申购费率随着竞争加剧有进一步下行的可能。预计 2019-2021 年公司该业务的营收增速分别为 10.47%、17.21%和 17.77%。

证券业务：2018 年沪深两市的股基总成交金额约为 100.58 万亿元，总体体量呈现放大趋势。公司凭借其不断从互联网资源转化形成的用户增量优势，2 年半的时间里，其股基成交额市占率迅速提升至 2% 以上，两融余额市占率迅速提升至 1.2% 以上，在券商中的排名进步神速以月计算，可谓互联网的赋能效果显著。另一方面，证券经纪业务

的行业平均佣金率降幅明显收敛，券商佣金战有缓和趋势。证券经纪业务与融资融券业务已成为公司证券业务板块的双引擎。预计 2019-2021 年公司该业务的营收增速分别为 44.98%、47.08%和 45.09%。

表 3 公司各业务营收预测 (百万元)

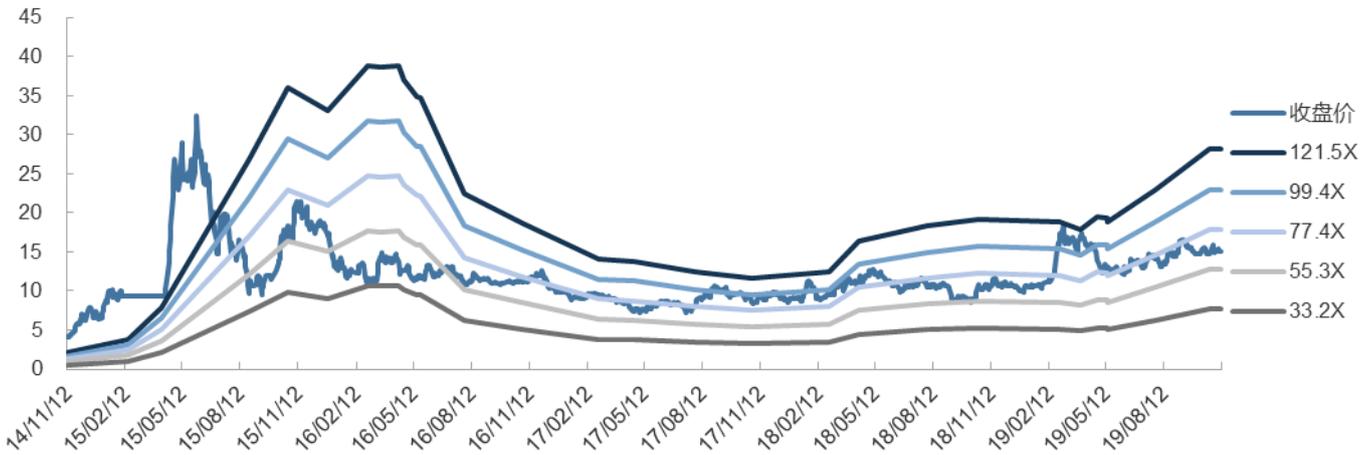
细分业务	指标	2018	2019E	2020E	2021E
金融电子商务	营收	1065	1176	1379	1624
服务业务	YOY(%)		10.47%	17.21%	17.77%
证券业务	营收	1813	2629	3866	5609
	YOY(%)		44.98%	47.08%	45.09%
金融数据服务	营收	160	156	156	172
业务	YOY(%)		-3.00%	0%	10%
互联网广告服	营收	71	60	48	37
务业务	YOY(%)		-16.00%	-19.00%	-23.00%
其他主营业务	营收	14	17	17	17
	YOY(%)		23.21%	0%	0%

资料来源: wind, 德邦研究所

6.3 投资建议

基于上述盈利预测关键假设，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 40.38、54.67 和 74.59 亿元，同比增速分别为 29.29%、35.39%和 36.45%；实现归母净利润分别为 16.80、25.03 和 37.28 亿元，同比增速分别为 75.18%、48.99%和 48.94%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.25、0.37 和 0.56 元，以 2019-11-13 收盘价 14.42 元计算，对应 PE 分别为 58、39 倍和 26 倍。

图 52 2014-11-12 至 2019-11-13 期间的公司 PE-Band



资料来源: wind, 德邦研究所

从公司的 PE-Band 看，其近 5 年的历史估值中位值约为 78 倍，当前估值 62 倍处于中枢偏低位置。参考同花顺、华泰证券、国泰君安等可比公司的 2019 年预期市盈率、ROE 水平和归母净利润增速，我们认为公司合理的估值区间为对应 2020 年市盈率 60-78 倍，对应目标价区间为 22.20-28.86 元，首次覆盖公司给予“买入”评级。

表 4 2019-11-13 各可对比公司估值情况

可比公司	股票代码	ROE 2018	ROE 2018 扣非	PE TM	PE 2019E	PE 2020E
同花顺	300033.SZ	18.98%	17.63%	66	57	43
大智慧	601519.SH	7.51%	-0.42%	230	--	--
平均值	--	13.25%	17.63% (除去负值)	66 (除特大值)	57	43
华泰证券	601688.SH	4.87%	4.84%	23	20	17
国泰君安	601211.SH	5.43%	4.70%	19	17	14
中信证券	600030.SH	6.13%	5.88%	21	20	18

海通证券	600837.SH	4.42%	4.07%	18	18	16
广发证券	000776.SZ	5.06%	4.59%	18	15	13
方正证券	601901.SH	1.75%	1.90%	42	34	33
中信建投	601066.SH	6.49%	6.43%	36	36	30
中国银河	601881.SH	4.38%	4.36%	23	23	21
长江证券	000783.SZ	0.97%	0.83%	31	20	15
光大证券	601788.SH	0.22%	2.13%	44	20	17
东方证券	600958.SH	2.38%	2.28%	33	29	24
平均值	--	3.83%	3.82%	28	23	20
东方财富	300059.SZ	6.11	6.03	62	58	39

资料来源: wind, 德邦研究所

备注: 上述市盈率均以2019-11-13收盘价计算

7.风险提示

信用风险: 信用风险一般是指因客户或交易对手未履行合约责任而引致的损失。公司的信用风险主要来自公司代理客户买卖证券, 若公司没有提前要求客户依法缴足交易保证金, 在结算当日客户的资金不足以支付交易所需的情况下, 或客户资金由于其他原因出现缺口, 公司有责任代客户进行结算而造成信用损失。为了控制经纪业务产生的信用风险, 公司代理客户进行的证券及期货交易均以全额保证金结算。公司通过全额保证金结算的方式在很大程度上控制了与公司交易业务量相关的结算风险。另外, 公司建立了信用风险管理流程, 通过对投资品种信用等级评估来控制证券发行人的信用风险, 且通过分散化投资以分散信用风险。

市场风险: 市场风险是由于市场的一般或特定变化对货币、利率和衍生金融工具交易敞口头寸造成影响而产生。公司主要涉及的市场风险是指在以自有资金进行各类投资时因证券市场价格变动、利率变动或汇率变动而产生盈利或亏损。管理层制定了公司所能承担的最大市场风险敞口。该风险敞口的衡量和监察是根据本金及止损额度而制定, 并规定整体的市场风险均控制在管理层已制定的范围内。

流动性风险: 流动性风险一般是指在履行与金融负债有关的义务时遇到资金短缺的风险。而流动性是指资产在不受价值损失的前提下是否具有迅速变现的能力, 资金的流动性影响到公司偿还到期债务的能力。由于公司的流动资产绝大部分为现金及银行存款, 因此具有能于到期日应付可预见的融资承诺或资金被客户提取的需求。公司的各子公司负责其自身的现金流量预测。总部财务部门在汇总各子公司现金流量预测的基础上, 持续监控短期和长期的资金需求, 以确保维持充裕的现金储备和可供随时变现的有价证券, 以满足日常营运以及偿付有关到期债务的资金需求。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3123	4038	5467	7459
每股收益	0.14	0.25	0.37	0.56	营业成本	371	381	387	395
每股净资产	2.34	3.43	3.76	4.26	毛利率%	88.1	90.6	92.9	94.7
每股经营现金流	0.40	-0.65	0.17	0.26	营业税金及附加	31	40	54	74
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.06	营业税金率%	1.0	1.0	1.0	1.0
价值评估 (倍)					营业费用	260	411	543	727
P/E	84.76	57.64	38.69	25.98	营业费用率%	8.3	10.2	9.9	9.7
P/B	5.18	4.21	3.83	3.38	管理费用	1192	1182	1310	1438
P/S	24.94	25.06	18.51	13.57	管理费用率%	38.2	29.3	24.0	19.3
EV/EBITDA	44.88	47.51	30.98	20.54	研发费用	250	363	547	821
股息率%	0.0	0.2	0.3	0.4	研发费用率%	8.0	9.0	10.0	11.0
盈利能力指标 (%)					EBIT	1019	1660	2626	4005
毛利率	88.1	90.6	92.9	94.7	财务费用	156	-102	-86	-132
净利率	30.7	41.6	45.8	50.0	财务费用率%	5.0	-2.5	-1.6	-1.8
净资产收益率	6.1	7.3	9.9	13.0	资产减值损失	12	12	10	14
资产回报率	2.4	3.8	5.4	7.7	投资收益	211	200	200	200
投资回报率	20.1	13.6	19.0	24.8	营业利润	1131	1971	2932	4363
盈利增长 (%)					营业外收支	-10	-9	-9	-9
营业收入增长率	22.6	29.3	35.4	36.4	利润总额	1121	1962	2923	4354
EBIT 增长率	94.6	62.9	58.2	52.5	EBITDA	1266	1893	2874	4268
净利润增长率	50.5	75.2	49.0	48.9	所得税	163	285	424	632
偿债能力指标					有效所得税率%	14.5	14.5	14.5	14.5
资产负债率%	60.6	48.5	45.3	40.7	少数股东损益	0	-3	-4	-5
流动比率	1.8	1.9	2.0	2.2	归属母公司所有者净利润	959	1680	2503	3728
速动比率	1.8	1.9	2.0	2.2					
现金比率	0.6	0.5	0.5	0.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	11334	10000	10000	10000
应收帐款周转天数	34.3	39.5	38.4	38.1	应收款项	258	437	575	778
存货周转天数	141.5	125.9	131.4	131.3	存货	146	131	139	142
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	其它流动资产	22634	28738	30167	32162
固定资产周转率	1.8	2.4	3.4	4.9	流动资产合计	34372	39306	40881	43082
					长期股权投资	445	461	461	461
					固定资产	1716	1645	1562	1469
					在建工程	10	7	7	7
					无形资产	77	74	68	57
					非流动资产合计	5439	5410	5321	5216
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	39811	44716	46202	48298
净利润	959	1680	2503	3728	短期借款	213	1292	1214	205
少数股东损益	0	-3	-4	-5	应付账款	106	100	99	102
非现金支出	259	245	258	278	预收账款	137	177	240	327
非经营收益	427	-133	-127	-173	其它流动负债	18833	18910	18964	19028
营运资金变动	1023	-6169	-1470	-2060	流动负债合计	19289	20479	20516	19662
经营活动现金流	2667	-4380	1160	1767	长期借款	0	0	0	0
资产	-197	-196	-168	-168	其它长期负债	4827	1217	417	17
投资	-459	-16	0	0	非流动负债合计	4827	1217	417	17
其他	-520	200	200	200	负债总计	24116	21696	20933	19679
投资活动现金流	-1176	-13	32	32	实收资本	5168	6716	6716	6716
债权募资	-1505	-2532	-878	-1409	普通股股东权益	15695	23023	25276	28631
股权募资	75	5812	0	0	少数股东权益	0	-3	-7	-12
其他	-376	-222	-314	-390	负债和所有者权益合计	39811	44716	46202	48298
融资活动现金流	-1806	3059	-1192	-1799					
现金净流量	-314	-1334	0	0					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 13 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦研究所

信息披露

分析师声明

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦研究所并获得许可，并需注明出处为德邦研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。