

评级: 买入 (维持)

市场价格: 139.75 美元

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qizq.com.cn

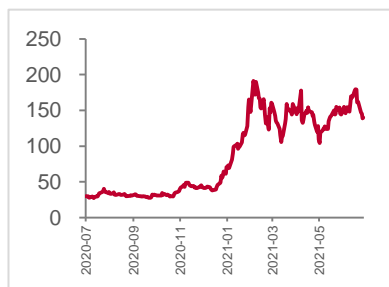
分析师: 戴志锋

职业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1162
流通股本(百万股)	667
市价(美元)	139.75
市值(百万美元)	20298
流通市值(百万美)	11659

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《有效高速全球化扩张的互联网券商——富途控股首次覆盖》——2020年12月27日

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万港币)	1,062	3,311	8,654	13,652	19,157
增长率 yoy%	30.8%	211.9%	161.4%	57.8%	40.3%
净利润(百万港币)	143	1,326	4,811	7,926	11,155
增长率 yoy%	287.6%	826.1%	262.8%	64.8%	40.7%
净资产收益率	11.94%	24.4%	46.7%	46.4%	41.9%
P/E	1101.4	118.9	32.8	19.9	14.1

备注:

报告摘要

■ **2021年7月美国互联网券商 Robinhood 正式向美国 SEC 递交招股申请书**, 本文将从盈利模式, 获客方式, 生态体系和争议焦点等几个方面分析 Robinhood 的扩张之路, 也借此探讨富途的特有优势和未来边界。

■ **快速增长的 Robinhood 在售卖订单流和游戏化设置上充满争议**

1、Robinhood 宣扬每个人都有获取现代金融服务的权利, 因此其交易免佣金且不设最低账户额度, 当前其提供美股交易, 加密货币交易 (1 季度有 950 万客户参与加密货币交易, 成交额达到 880 亿美元), 碎股交易 (21Q1 期间碎股占 Robinhood 交易笔数的 40%), 现金管理 (借记卡功能和高额活期利息), 黄金会员 (取现, 深度研究, 深度行情的会员服务) 和 IPO 申购等服务; 2021 年 1 季度末, Robinhood 平台托管金额同比增加 321% 至 809 亿美元;

2、截止 2021 年 Q1 末, Robinhood 付费客户数量达到 1800 万, 同比增加 150%, 单季度净增 550 万, 其 80% 的新客户来自于自然增长和推荐平台。推荐平台指老客户拉新成功后的股票激励措施, 随着拉新成功标准的提升, 以及公司更有效率的分配市场资源, Robinhood 的单个获客成本已经由 2019 年的 53 美元下降至 21 Q1 的 15 美元, 收入回收期短于 5 个月, 客户在首次入金后, 未来 12 个月和 24 个月入金额度分别增加 3.3 倍和 4.1 倍;

3、Robinhood 的客均资产不足 5000 美元, 平均年龄 31 岁, 少数种族比例显著高于市场, 2015 年以来超过 50% 的客户是首次开立证券账户, 当前 Robinhood 通过投教方式增强客户和平台互动, 每天客户打开 APP 次数为 7 次;

4、Robinhood 的免佣是指不对客户收取佣金, 但其 80% 的收入来自于向做市商销售订单流 (PFOF, pay for order flow), PFOF 的争议在于经纪商是根据做市商的“回扣”报价高低决定订单的对手方, 并没有基于客户角度为其执行最佳价格, Robinhood PFOF 售卖价格显著高于 etrade 等同业, 2020 年末 SEC 基于此对 Robinhood 开出了 6500 万美元的罚单;

5、Robinhood 设计中包含着高度的游戏化: 赠送股票过程设置为盲盒刮刮乐形式, 在客户完成第一次股票交易, 第一次开通现金管理功能等时点上会在 APP 屏幕上显示五彩纸屑, 通过“触发-行动-多变的奖励-继续投入”的游戏化刺激客户交易; 通过界面设计诱导期权交易等;

■ **富途在合规性, 客户质量和获客方式上优于 Robinhood**

1、Robinhood 和富途均在 20 年初迎来大爆发, 美国个人投资者占全市场的成交金额比重也由 2010 年的 10% 增加至 2020 年的 20%, 香港也是由 6.9% 攀升至 2019 年的 11.5%, 2020 年底香港散户数量较 11 年底增加 67% 至 174 万, 显示互联网券商的交易便利性和其他外部环境使得发达国家地区的券商零售业务天花板打开。富途新加坡入金客户已经超过 10 万, 新加坡全市场体量可以上调至 200 万人;

2、富途的获客方式在内生增长和老客拉新打法上和 Robinhood 较为相似, 但其 E SOP 等 B 端业务的部署使得富途相较于 Robinhood 有着更多比例的低成本获客

渠道以及高质量客户，2020年富途新客户的收入回收期2-3个月，是Robinhood的一半；

3、富途2021Q客均资产和ARPU值是同期Robinhood的16.8倍和12.7倍，因此其在美国和Robinhood是错位竞争，更多瞄准Robinhood的成熟高端客户；在收入上，富途有IPO打新和财富管理两大增量；

4、受PFOF模式的争议以及年初限制客户对GME股票的交易，Robinhood一季度客户流失超过5%，富途主动拥抱监管，季度客户留存率保持在98%左右，金融需要建立长期信任关系，富途的合规经营理念或许可以使其走的更远；

- **盈利预测：**富途对21年全年新增入金客户的指引为70万，基于Q1净增27万入金客户的强劲表现，3月以来较为顺利的新加坡客户开拓情况，以及卓有成效的获客体系，我们看好公司能够完成全年指引。我们预测21年至23年年末入金客户数量将分别达到120万，160万和200万，且ARPU值保持在10000-11000港币的稳定水平，自清算系统的采用和规模效应将进一步提升富途的净利润率，我们预测富途21-23年的净利润将分别达到48.1亿港元，79.3亿港元和111.5亿港元。
- **投资建议：**参考Robinhood的快速发展情况，我们认为互联网券商使得美国，中国香港等地区的个人客户数量天花板持续提升，富途既有着和Robinhood类似的推荐激励获客方式，更有低成本的ESOP和IPO承销的获客体系，富途的客均资产和ARPU值是Robinhood同期的16.8倍和12.7倍，客户质量更优，也意味着富途在美国和Robinhood是错位竞争，同时立体化的平台和合规的经营使得富途客户的留存率长期保持在98%以上。我们预测富途21-23年的营业收入分别为86.5亿港元，136.5亿港元和191.6亿港元，净利润为48.1亿港元，79.3亿港元和111.5亿港元。当前股价对应21年PE为32.8倍，维持买入评级。
- **风险提示：**富途在香港本土的客户扩展慢于预期；2)富途在交易地点和品种的拓展慢于预期，国际化战略受阻；3)权益市场变化使得客户的交易金额大幅下降；4)受同业竞争等影响，获客成本大幅度上升；5)研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；

投资主题

报告亮点

Robinhood 是当前美国最受瞩目的互联网券商，美国券商行业高度竞争，其能够突出重围快速增长有天时地利和自身独到之处，我们在本篇报告中解读其外部环境，盈利模式，获客方式，界面设计和潜在风险，特别是用详实数据解读美国特有的售卖订单流（PFOF）盈利模式。

富途作为领先的美港股交易互联网券商，在业务结构，客户画像等方面区别于 Robinhood，在获客方式，合规经营等方面又优于 Robinhood。本文通过详细比较，认为整个互联网券商行业的存在拉高了个人投资者数量的天花板，富途在未来 3 年仍将快速发展。

投资逻辑

第一部分主要从 Robinhood 提供的服务种类，客户使用情况，获客方式，客户画像粘性，盈利模式和争议情况进行阐述；

第二部分比较富途和 Robinhood 在业务结构，客户错层，获客模式上的区别和优劣；

关键假设、估值与盈利预测

参考 Robinhood 的快速发展情况，我们认为互联网券商使得美国，中国香港等地区的个人客户数量天花板持续提升，富途既有着和 Robinhood 类似的推荐激励获客方式，更有低成本的 ESOP 和 IPO 承销的获客体系，富途的客均资产和 ARPU 值是 Robinhood 同期的 16.8 倍和 12.7 倍，客户质量更优，也意味着富途在美国和 Robinhood 是错位竞争，同时立体化的平台和合规的经营使得富途客户的留存率长期保持在 98% 以上。我们预测富途 21-23 年的营业收入分别为 86.5 亿港元，136.5 亿港元和 191.6 亿港元，净利润为 48.1 亿港元，79.3 亿港元和 111.5 亿港元。当前股价对应 21 年 PE 为 32.8 倍，维持买入评级。

内容目录

快速增长的 Robinhood 在售卖订单流和游戏化设置上充满争议	- 5 -
Robinhood 宣扬“每个人都有获取现代金融服务的权利”	- 5 -
平台托管资产增长至 809 亿美元，提供免佣交易，碎股交易，现金管理，黄金会员多种服务	- 5 -
80%的新客户来源于自然增长和 Robinhood 推荐平台	- 7 -
客均资产 5000 美元，投教带动客户和平台之间的互动	- 10 -
具有争议性的售卖订单流的盈利模式	- 11 -
游戏化设置可能诱导冲动交易	- 14 -
富途在合规性，客户质量和获客方式上优于 Robinhood	- 17 -
香港和美国等地区个人投资者天花板打开，富途在新加坡有良好开端	- 17 -
富途有更多元化的获客体系，ESOP 有着获客成本低，客均资产高的优势	- 18 -
富途的客户层和 Robinhood 错开，业务结构上有差异.....	- 19 -
富途立体化的平台和合规的经营使得客户的留存率高于 Robinhood.....	- 21 -
我们预测富途 2023 年净利润突破 100 亿港币	- 22 -
投资建议	- 22 -
风险提示	- 23 -

快速增长的 Robinhood 在售卖订单流和游戏化设置上充满争议

2021年7月1日，美国互联网券商 Robinhood 正式向美国 SEC 递交招股申请书，本文将从盈利模式，获客方式，生态体系和争议焦点等几个方面分析 Robinhood 的扩张之路，也借此探讨富途的特有优势和未来边界。

Robinhood 宣扬“每个人都有获取现代金融服务的权利”

Robinhood 由斯坦福大学两位毕业生 Vladimir Tenev 和 Baiju Bhatt 在 2013 年正式成立，其理念是“无论财富，收入和背景的区别，每个人都有获取现代金融服务的权利”。这在美股迭创新高成为重要的财富创造渠道，而传统的金融机构收取较高的交易佣金以及规定了最低账户余额的背景下得到了众多的拥护。根据 2019 年 Pew Research 的调研，大约有 60% 的美国人只有退休账户一个投资渠道，68% 的 18 岁-29 岁的年轻人缺少可用于股票投资的资金。瞄准这些痛点，Robinhood 以零佣，提供碎股交易，大幅下调融资利率等颠覆传统券商的服务开启了扩张之路。

平台托管资产增长至 809 亿美元，提供免佣交易，碎股交易，现金管理，黄金会员多种服务

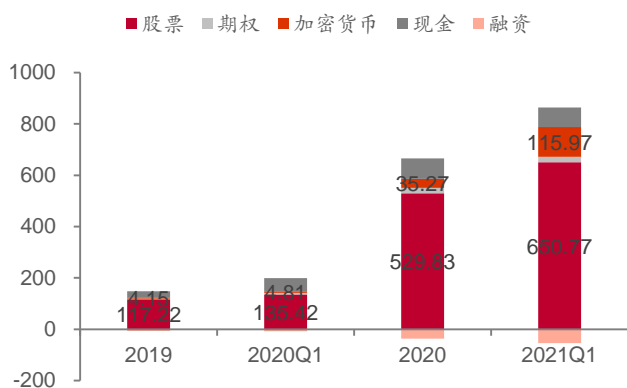
Robinhood 集团主要下设三个子公司，分别是 Robinhood Financial LLC (“RHF”)，Robinhood Securities LLC (“RHS”) 和 Robinhood Crypto LLC (“RHC”)，RHF 和 RHS 均是在 SEC 和 FINRA 注册的经纪商，其中 RHF 是介绍经纪商，负责在信息全披露下将客户账户介绍给 RHS，RHS 则有自清算功能，RHC 是 Robinhood 旗下加密货币的交易平台。当前 Robinhood 平台提供的产品和服务主要包括：

- 1、在美国上市的股票，ETF，期权和 ADR 的免佣交易：2015 年初至 2021 年 1 季度末，Robinhood 客户中有一半以上是首次开通证券账户，免佣服务使得美国零售客户的数量和可投资资产的天花板得以提升，过去十年，美国零售投资者的交易金额占比由 10% 提升至 20%；
- 2、在 RHC 平台上的加密货币免佣交易；RHC 于 2018 年 2 月首次在 5 个州推出两种加密货币的交易，截止 21 年 Q1 末，RHC 覆盖的范围已经扩大至 46 个州和华盛顿特区，并支持包括比特币，狗狗币，以太币等 7 种加密货币的交易，同时 RHC 还给所有客户提供 10 种加密货币的实施市场数据；截止 2021 年 1 季度末，Robinhood 客户持有的加密货币资产同比增加 23 倍至 116 亿美元，仅今年 1 季度就有超过 950 万的客户在 RHC 交易了约 880 亿美元的加密货币；
- 3、碎股交易，该项服务允许客户投资少于 1 股的股票，从而使得客户在预算不足的情况下可以建立一个多样化的组合，减少投资高价股的障碍；在 2021 年第一季度，Robinhood 40% 的股票交易次数来源于碎股交易。从 Robinhood 2019 年推出该项服务到 2021 年 3 月 31 日，大约有 1100 万客户进行了碎股交易；

- 4、定投交易，该项功能可以使客户建立定期的投资习惯；
- 5、现金管理：Robinhood 于 19 年推出现金管理服务，可以为客户未使用的资金提供年化 3%左右的非常有竞争力的“活期利息”，同时自带一张万事达联名借记卡。通过这个卡片，现金管理的客户可以在超过 75000 个 ATM 上取现，Robinhood 的现金管理账户零月费，零透支费，零新换卡费，零交易费，零外汇费用，也没有最低账户要求，同时有 FDIC（Federal Deposit Insurance Corporation，联邦存款保险公司）提供的最高 125 万美元的存款保险；现金管理服务丰富了 Robinhood 的生态体系，使其客户不仅仅局限于证券账户客户；截止 2021 年 3 月末，使用现金管理功能的 Robinhood 客户数量达到 340 万；
- 6、Robinhood Gold，是一个给客户包括快速取款，专业研究报告，纳斯达克 LEVEL2 行情，以及保证金投资的增值月付收费项目（第一个月免费，后续每月收取 5 美金的会费）。截止 2021 年一季度末，Robinhood Gold 共有 140 万付费客户；
- 7、IPO 申购：Robinhood 在 21 年 5 月上线没有最小持仓金额限制的 IPO 申购服务，在本次 Robinhood 自身的 IPO 发行计划中，将会预留 20%-35% 的拱其客户申购；

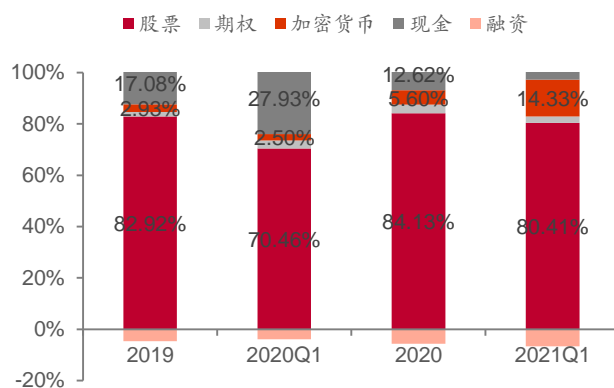
Robinhood 业务快速扩展，2020 年末和 2021 年 1 季度末，平台账户持有的托管金额（AUC，asset under custody）分别达到了 629.8 亿美元和 809.3 亿美元，同比分别增加 345.5%和 321.1%，其中股票资产占据 80%左右的托管份额，加密货币的资产总额由 2020 年末的 35.3 亿美元快速飙升至 21 年 1 季度末的 116 亿美元，占 1 季度末总托管资产的 14.3%；

图表 1: Robinhood 平台托管资产金额: 亿美元



来源：Robinhood 招股书，中泰证券研究所

图表 2: Robinhood 平台托管各资产占比: %



来源：Robinhood 招股书，中泰证券研究所

80%的新客户来源于自然增长和 Robinhood 推荐平台

Robinhood 自成立以来付费客户持续增长（由 2013 年的 4 万名增加至 2019 年的 510 万），但 2020 年 Q1 以来呈现显著的加速趋势，我们认为和疫情使得投资者由线下转线上，美股在 2020 年 1 季度熔断后屡创新高以及 2021 年初大量个人投资者参与 GME 游戏驿站等事件均有关。截止 2021 年 1 季度末，Robinhood 的付费客户和月度活跃客户分别达到 1800 万和 1770 万，同比增加 150%和 106%；

图表 3: Robinhood 付费客户数量变化: 千人, 百万人



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 4: Robinhood 日活跃和月活跃用户数量: 人



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

○

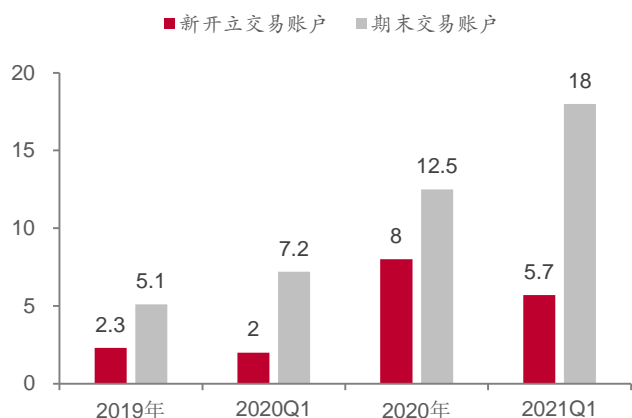
Robinhood 的获客渠道包括大规模线下广告，在线广告点击等。其中自然增长(家人,同事,朋友等口口相传推荐)和 Robinhood 推荐项目(Robinhood Referral Program)贡献了新增客户的 80%。

Robinhood 推荐项目是指老客拉新,当一个老客户成功推荐一个新客户成为 Robinhood 付费用户时, Robinhood 将免费赠送推荐人和被推荐人各一股股票,赠送的股票来自于 RHF 专门为该推荐计划持有的结算股票池, 98%赠送的股票价格在 2.5 至 10 美元区间。推荐人引流多个新客将会获取叠加的激励金,但单人累计最高 500 美元。

2021Q1 末 Robinhood 有 3300 万客户,但入金付费客户是 1800 万,剩余 1500 万客户虽然开户但主要是浏览行情和咨询,并不贡献收入,因此 Robinhood 将推荐成功的标准由开立证券账户提高至入金付费,从而激励真正会产生收入的潜在客户; 2020 年全年和 2021Q1, Robinhood 推荐项目支出分别为 7906 万美元和 5790 万美元,占当期市场营销支出的 42.6%和 56.6%

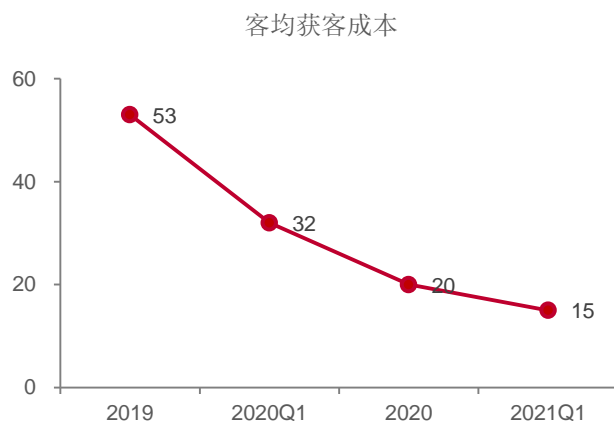
受益于 Robinhood 推荐标准的提高以及公司将营销资源更多配置于高效率的渠道, Robinhood 的客均获客成本由 2019 年的 53 美元下降至 2020 年的 20 美元, 21 年第一季度进一步下降至 15 美元,收入回收期(获取收入可以覆盖获客成本)由 19 年的 13 个月提升至 2020 年的 5 个月以内;

图表 5: Robinhood 新开立账户和期末账户数: 百万

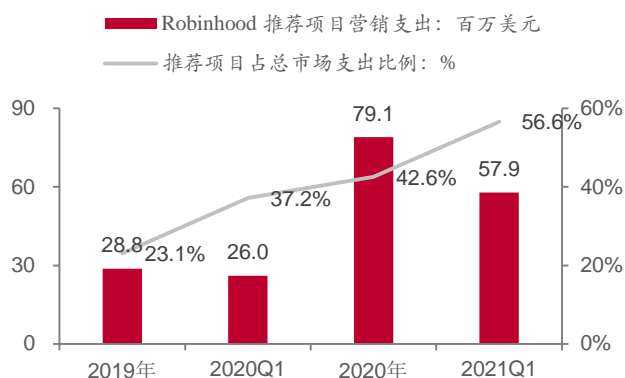


来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 6: Robinhood 客均获客成本: 美元/人



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 7: Robinhood 推荐项目支出: 百万美元


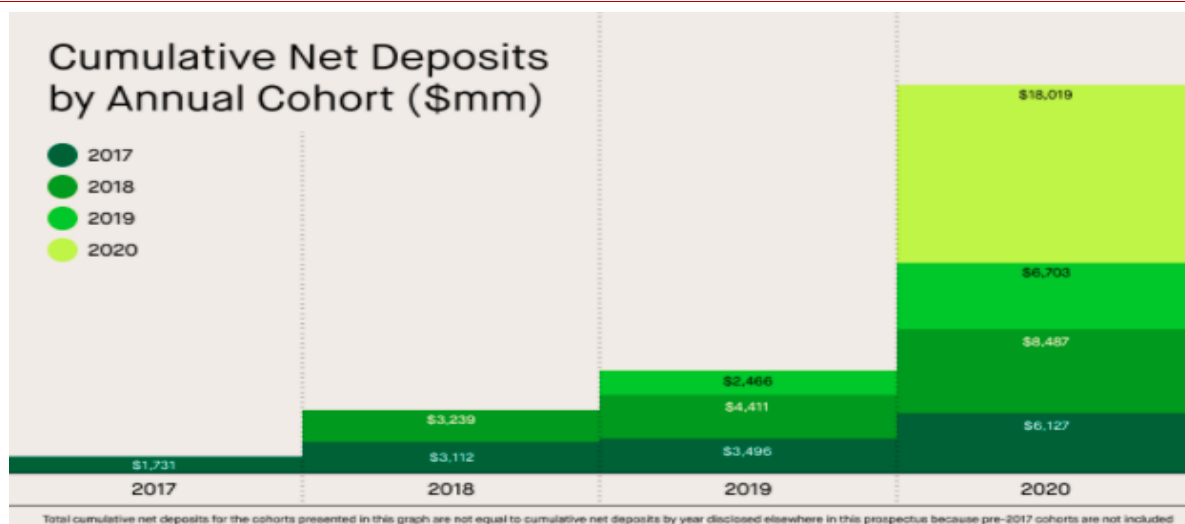
来源: 公司招股书, 中泰证券研究所

图表 8: Robinhood 推荐项目股票池: 千美元

(in thousands)	2019	2020Q1	2020	2021Q1
Beginning balance	978	303	303	695
Fair value of current period	37893	28978	85849	61535
Changes in estimate of unclaimed awards	-1886	-408	927	-2034
Reversals related to unclaimed, expired awards	-7256	-2576	-7715	-1597
Claimed awards	-29426	-25652	-78669	-53930
Ending balance	303	645	695	4669

来源: 公司招股书, 中泰证券研究所

客户粘度是互联网券商非常重要的指标, 2017 至 2020 年 Robinhood 客户呈现持续入金的趋势: 首次入金的 12 个月和 24 个月, 客户追加的金额将分别提高 3.3 倍和 4.1 倍。但随着 2020 年 3 月, 2021 年 4-5 月的宕机和 2021 年初对部分股票的限制交易等争议事件的发生, 也出现了部分客户流失的现象: 2021 年一季度, 客户自动转换服务 (Automated Customer Account Transfer Services “ACATS”, 可理解为客户转向其他券商) 涉及到 20.6 万个账户, 总价值达到 41 亿美元, 占季度末 Robinhood 托管资产的 5%, 远高于 2020 年季军的 2.2 万个账户和 1.2% 的资产托管占比。

图表 9: Robinhood 按年度度的累计净流入资金: 百万美元


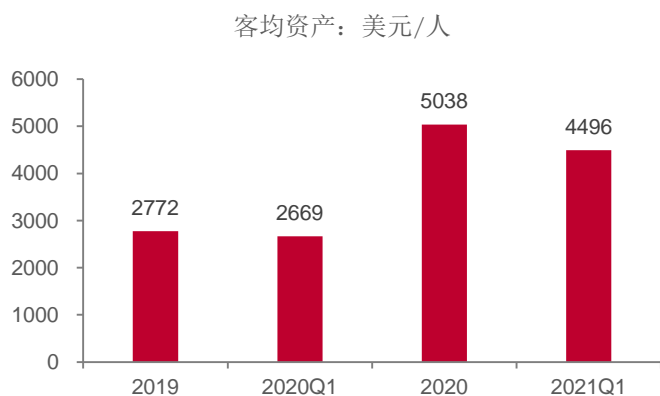
来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

客均资产 5000 美元，投教带动客户和平台之间的互动

受疫情期间政府大额补助的影响，Robinhood 平台付费客户的客均资产由 2019 年的 2772 美元增长至 2021Q1 的 4496 美元，但和嘉信理财为代表的中产富裕客户 25-30 万美元的数值相比，Robinhood 的客户属于不折不扣的长尾客户。

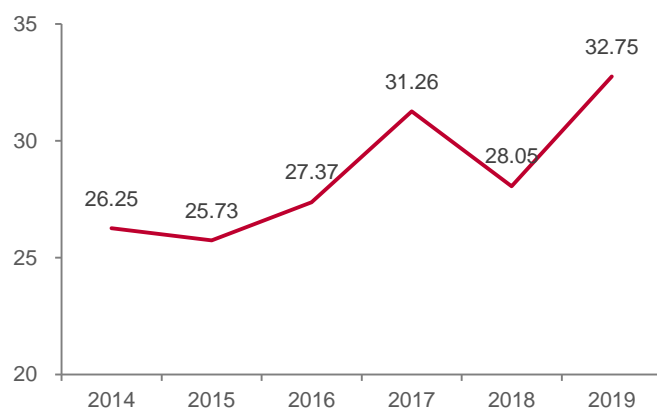
Robinhood 付费客户平均年龄 31 岁，约有 70% 的托管资产来自于 18 至 40 岁的客户。非裔美国投资者和西班牙裔投资者占 Robinhood 客户群的比例分别为 9% 和 16%，而全市场的比例则是 3% 和 7%，显示出种族多样性。此外 Robinhood 客户中有 65% 的信用评级在优以上，超过 65% 的客户的债务收入比低于 20%。年化 APRU 值从 2020Q1 的 82.9 美元提高至 2021Q1 的 137 美元。

图表 10: Robinhood 客均资产: 美元/人



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 11: 嘉信理财客均资产: 万美元/人



来源: 嘉信理财年报, 中泰证券研究所

由于 Robinhood 客户中有 50% 是首次开立证券账户进行资本市场交易，他们中的大部分缺乏相应的金融知识，因此 Robinhood 在其生态体系上搭建了众多投教内容，同时进一步增进客户和平台的互动，2020 年每个 Robinhood 客户每天平均打开 7 次 APP:

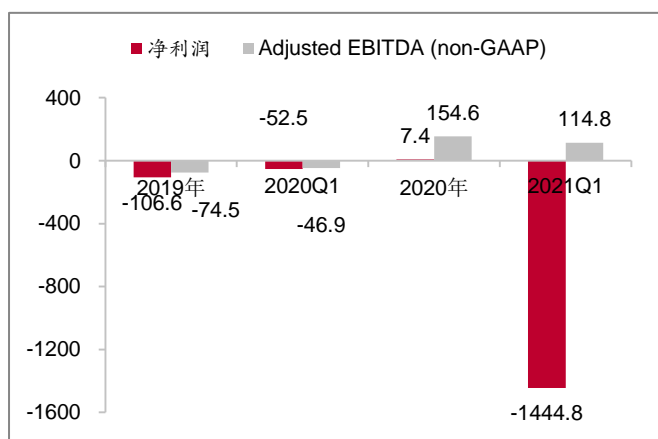
- 1、Robinhood Snacks: Snacks 通过播客，时事通讯等方式以书面，音频或者视频的方式讲述商业新闻，截止 2021 年 1 季度末，Robinhood Snacks 共有 3200 万订阅者；
- 2、Robinhood Learn: Learn 集合了有超过 650 篇的文章，旨在提供广泛的金融基础知识，截止 2021 年 1 季度末 Learn 获得了超过 700 万次的累计浏览量；
- 3、新闻推送: Robinhood 提供来自巴伦周刊(Barron's)、路透社(Reuters)和华尔街日报(The Wall Street Journal)等网站的可靠新闻，帮助客户了解最新的新闻和事件。在 2020 年共有 640 万的新闻推送客户；
- 4、Robinhood lists: 事客户可以创建自定义列单以跟踪他们感兴趣的证券、etf 或加密货币的实时行情；

具有争议性的售卖订单流的盈利模式

2020 年和 2021 年 Q1 Robinhood 的营业收入同比分别增长 245.5% 和 309.4% 至 9.59 亿美元和 5.22 亿美元，调整后 EBITDA（将股东期权等价格变化加回）分别为 1.55 亿美元和 1.15 亿美元。

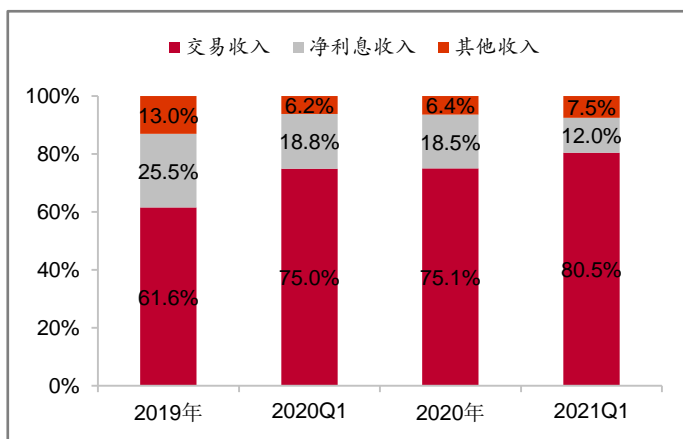
Robinhood 营业收入主要由交易收入，净利息收入和其他收入三部分构成。其中 2021Q1 净利息收入同比增加 160% 至 6250 万美元，驱动因素一方面来自于融券余额同比增长 236% 以及部分热门券源利率的提升，另一方面保证金融资客户数量由 20Q1 的 10 万大幅增长至 50 万，且客均融资额度由 6613 美元增加至 10800 美元；而其他收入在 2021Q1 也实现了 396% 的大幅增长，一半来自于 Robinhood 黄金会员数量由 30 万增加至 140 万带来的订阅费增量，另一半来自于客户转至其他经纪商（ACATS）的费用；

图表 12: 净利润和调整后 EBITA: 百万美元



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 13: Robinhood 营收结构: %



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 14: Robinhood 净利息收入: 千美元

净利息收入	2019 年	2020 年	2020Q1	2021Q1
—— 融券业务	6380	98165	6505	35626
—— 融资业务	19104	66781	7829	27731
—— 现金和证券的利息	36281	13401	9196	1110
—— 其他利息收入	9865	3972	1990	829
利息支出	-991	-4882	-1504	-2799
净利息收入	270639	177437	24016	62497

来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

21 年 Q1 Robinhood 营收的 80.5% 来自于交易收入，由于 Robinhood 的对客户是 0 佣金收费，因此其交易收入贡献不是直接来自于客户，而是来自于极具争议性的做市商 (market maker) 的订单流收费 (PFOF, pay for order flow)，PFOF 的争议性在于其未给客户提供最优的报价，也就是说客户的成交价格中隐含了额外的成本，交易并不是真正免费的。具体而言：

- 1、美国的证券交易可以跨市场成交，例如在纽交所上市的股票，既可以在纽交所系统完成交易，也可以在纳斯达克等其他系统交易，同时也有一定比重是在 ATS 等另类系统完成交易，其中直接去场内交易所寻找全国最优价格（NBBO “National best bid and offer”）的模式称为 directed order，而**售卖订单流**则是指**经纪商将订单交由做市商（一般是高频交易商）在 ATS 系统进行撮合，被称为 non-directed order，该模式是场外交易（Off-Exchange-Traded）**；
- 2、**售卖订单流的 Non-direct order 隐含了交易成本**：比如当前某只股票在交易所的买卖价格分别是 10 美元和 11 美元，当客户向经纪商发出 10 美元每股的卖出指令，如果经纪商是把订单直接发给交易所做 directed order，那么客户的成交价会是 10.5 美元，但如果经纪商将此订单卖给高频交易商，则卖价可能就是 10 美元（当然大部分情况下高频做市商会对价格做一定优化），较 NBBO 价格增加 0.5 美元的成本，对于高频交易做市商而言，则可以将 10 美元每股买入的股票再以 10.5 元的价格卖出，赚取 0.5 美元的价差；
- 3、正是由于 PFOF 业务模式的存在，2018 年美国证券监管机构通过了 Rule 606 的修正案，强制经纪商披露订单的交易通道以提高透明度。我们查阅了 Robinhood 的披露文件，可以看到以下几个特征：
 - 1) 相较于仅部分采用 PFOF 的互联网券商同行，**Robinhood 所有的订单均是通过做市商撮合成交，且 Robinhood 售卖的价格显著高于同业**，例如 2020Q1 和 Q2，Robinhood 每 100 股股票交易的售卖价格是 24 美分和 17 美分，较嘉信理财，Etrade，TDAmeritrade 的 11 美分至 16 美分高出较多；

图表 15: Robinhood 和其他主要互联网经纪商的 PFOF 收费比较: 美元

		2020Q1	2020Q2
经纪商	交易品种	rate per 100 shares	
Robinhood	股票	0.24	0.17
	期权	0.48	0.58
	合计	0.36	0.3
嘉信理财	股票	0.11	0.11
	期权	0.36	0.37
	合计	0.18	0.18
Etrade	股票	0.16	0.15
	期权	0.45	0.46
	合计	0.27	0.18
TDAmeritrade	股票	0.15	0.15
	期权	0.53	0.58
	合计	0.28	0.26

来源：美国 SEC，中泰证券研究所

2) Robinhood 合作的做市商的集中度较高, 主要的对手方是 Citadel, Virtu American, Wolverine 等;

图表 16: Robinhood 在 2020 年 12 月订单流销售收入来源: %

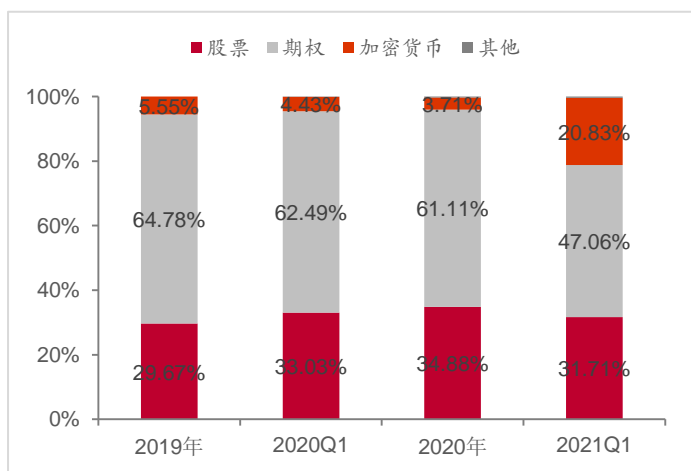
SP500 股票		非 SP500 股票		期权	
Virtu Americans,LLC	50.03%	Virtu Americans,LLC	43.69%	Citadel execution services	55.34%
Citadel execution services	20.17%	Citadel execution services	25.43%	Gobal execution brokers,LP	22.55%
G1X execution services	14.53%	G1X execution services	15.72%	Wolverine execution services,LLC	13.55%
Two Sigma Securities	12.76%	Two Sigma Securities	11.87%	Morgan Stanley &Co,LLc	8.56%
Wolverine Securities LLC	2.51%	Wolverine Securities LLC	3.30%		

来源: 美国 SEC, 中泰证券研究所

3) 期权获取的订单流回扣最多: 期权资产以 3%左右的托管占比获取了 50%-60%的交易收入份额。2020 年 12 月, Robinhood 售卖 SP500 股票, 非 SP500 股票以及期权获取的订单流交易收入分别为 172 万美元, 3242 万美元和 5721 万美元;

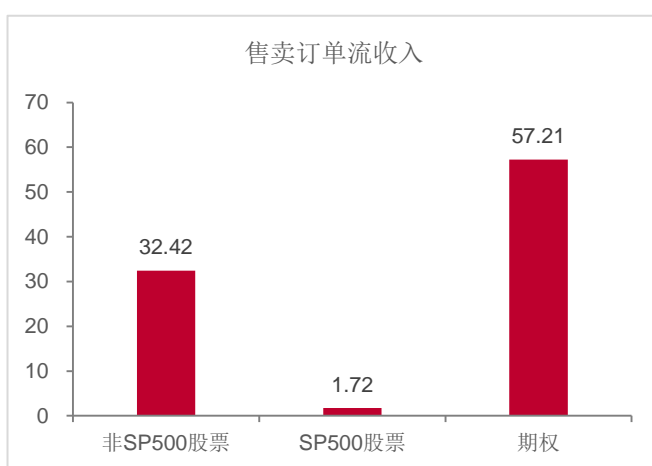
4) Robinhood 订单流的出售对象和做市商的报价高度相关: 例如 2020 年 12 月的期权售卖订单中, 占比最高的 Citadel 给出的每 100 期权的报价为 65.8218 美分, 高于其他做市商 60.4446 至 62.2391 美分的报价, 引发了市场对于 Robinhood 的怀疑和抨击, 认为 Robinhood 没有为客户寻找最优的订单执行价格, 而仅仅考虑自身收益;

图表 17: Robinhood 交易收入分布: %



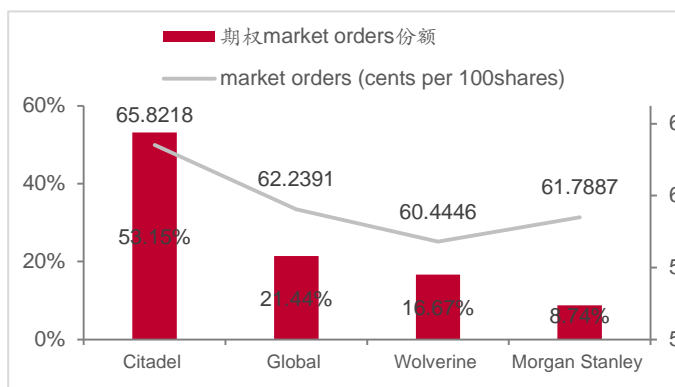
来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 18: 2020 年 12 月 PFOF 收入: 百万美元



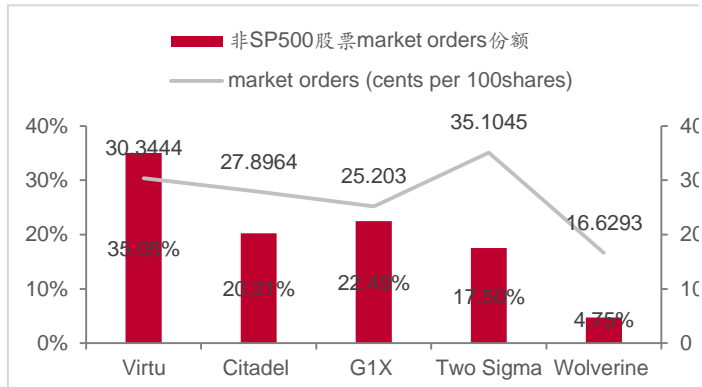
来源: 美国 SEC, 中泰证券研究所

图表 19: 2020 年 12 月期权 PFOF: %, 美分



来源: 美国 SEC, 中泰证券研究所

图表 20: 2020 年 12 月非 SP500 PFOF: %, 美分



来源: 美国 SEC, 中泰证券研究所

基于 Robinhood 在出售订单流的部分违规行为, 美国 SEC 于 2020 年 12 月对 Robinhood 实行了 6500 万美元的处罚, 违规内容是公司向客户隐瞒了从高频做市商获取订单流回扣是公司主要盈利来源的事实, 在官网渠道误导性的宣称自己公司的交易质量优于竞争者, 另一方面根据 SEC 的调查, 即使考虑免佣因素, 由于较低的执行质量, Robinhood 在 2015 年至 2018 年给客户带来了合计 3410 万美元的损失;

游戏化设置可能诱导冲动交易

Robinhood 在设计上有着直观简洁优雅的特色, 曾获得 Google Play 的设计卓越奖。相比于其他券商 APP 较为复杂的技术指标界面, Robinhood 在展示个股时只会显示最基本的股价曲线, 下单采用上划提交的特效; Robinhood 只开立基础账户, 免去让客户进行传统 IRA 或是 Roth IRA 的选择困扰; Robinhood 使用颜色来传达关键变化, 让客户不用阅读文字就知道市场的运转情况; Robinhood 通过动画形式的过渡来引导客户, 从其初始位置开始填充屏幕, 并配有精美的插画;

图表 21: Robinhood APP 界面插画:



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

但 Robinhood 设计中包含着高度的游戏化，招致了众多争议：

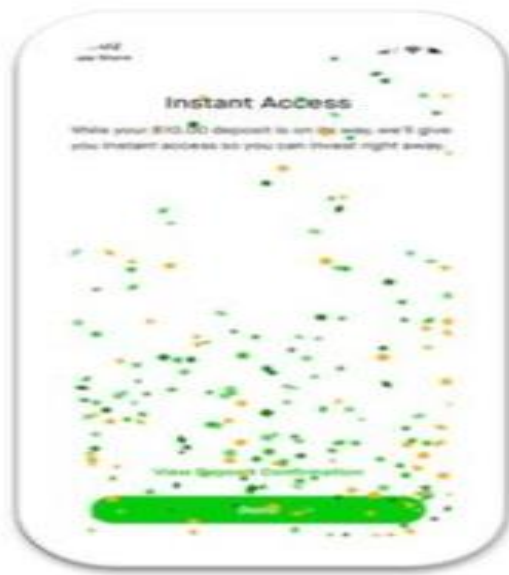
- 1、Robinhood 推荐平台有“盲盒”刺激：在前文中我们提到通过赠送推荐人和被推荐人股票是其主要获客手段，但 Robinhood 将赠送股票设置为抽盲盒的过程，仅告诉客户赠送股票的价格在 2.5-225 美元之间，通过随机刮刮乐形式来揭晓赠送的股票，巨大不确定性的刺激感诱导了部分客户的冲动开户行为；
- 2、游戏化的记录客户的“第一次”：Robinhood 在客户完成第一次股票交易，第一次开通现金管理功能，第一次成功推荐朋友和家人开户等时点上会在 APP 屏幕上显示五彩纸屑，2021 年 3 月在监管和媒体的压力下，Robinhood 用三维设计替代了五彩纸屑，但通过“触发-行动-多变的奖励-继续投入”的游戏化刺激的本质没有改变；
- 3、诱导交易：Robinhood 给股价设定了最大的字体尺寸，把“buy now”放在显著位置；Robinhood 会在每个交易页面上设置显眼的期权使用按钮“trade option”，并在期权的注册页面上会显示“释放更多的可能性”字眼，对开通期权这一复杂衍生品业务的权限门槛极低，监管和舆论质疑由于期权的订单流售价最高，所以 Robinhood 有诱导客户多进行期权交易的冲动。2020 年 6 月美国一名 20 岁的青年因使用 Robinhood 进行期权交易欠下 73 万美元自杀，从而将 Robinhood 的期权交易低门槛推上风口浪尖；

图表 22: Robinhood 赠送股票界面:



来源: Robinhood APP, 中泰证券研究所

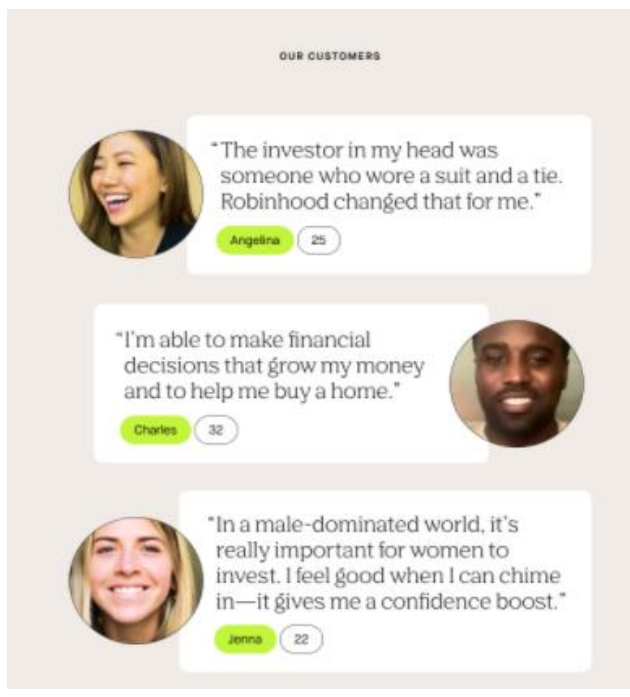
图表 23: 庆祝完成交易行为后的五彩纸屑



来源: Robinhood APP, 中泰证券研究所

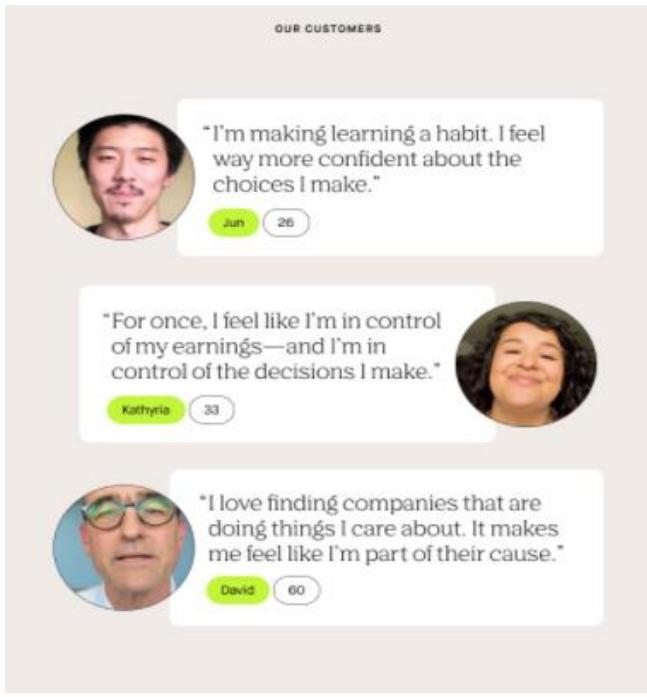
Robinhood 的招股书中引用了大量客户对产品的评论,大部分集中在感谢 Robinhood 帮助他们进入到资本市场,使得他们可以自行做投资决定和把握人生。投资者可能对于资本市场的环境过于乐观,Robinhood 在风险提示上可能仍有欠缺,这也是 Robinhood 潜在的风险之一。

图表 24: Robinhood 招股书的客户评论 (1)



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 25: Robinhood 招股书的客户评论 (2)



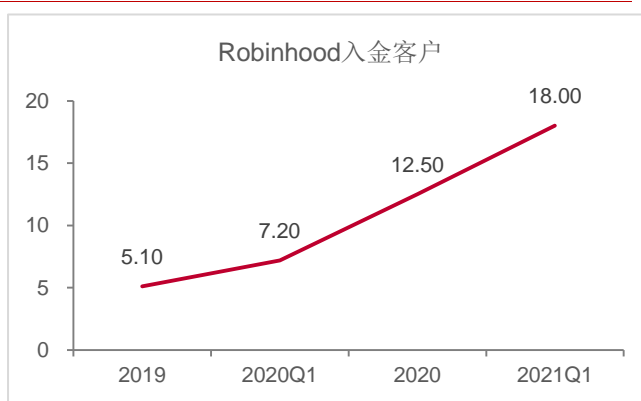
来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

富途在合规性，客户质量和获客方式上优于 Robinhood

香港和美国等地区个人投资者天花板打开，富途在新加坡有良好开端

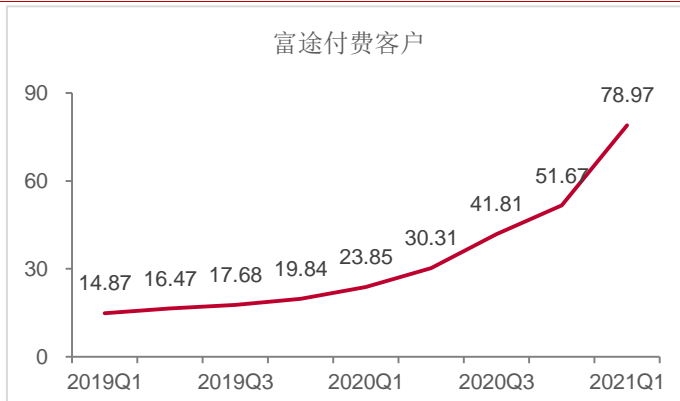
富途和 Robinhood 均是在 2020Q1 迎来爆发时点，21 年 Q1 再创各项数据新高。其中 Robinhood 于 2020 年 Q1 新增 210 万付费客户，占 2013 年成立至 2019 年末 510 万总客户的 41.2%，今年 1 季度新增付费客户更是达到 550 万人，占期初 1250 万入金客户的 44%，富途也是类似的情况，2020 年 Q1 单季度净增入金客户 4.02 万人，占 2012 年富途运行以来总入金客户的 20.2%，2021 年 Q1 新增入金客户达到了 27.3 万人，占年初付费客户的 52.8%。

图表 26: Robinhood 付费客户数量: 百万人



来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

图表 27: 富途付费客户数量: 百万人

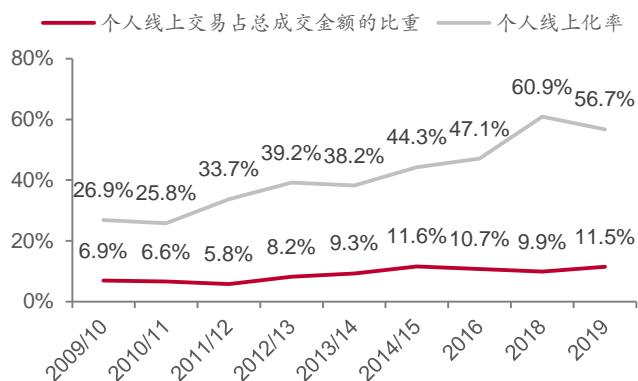


来源: Robinhood 招股书, 中泰证券研究所

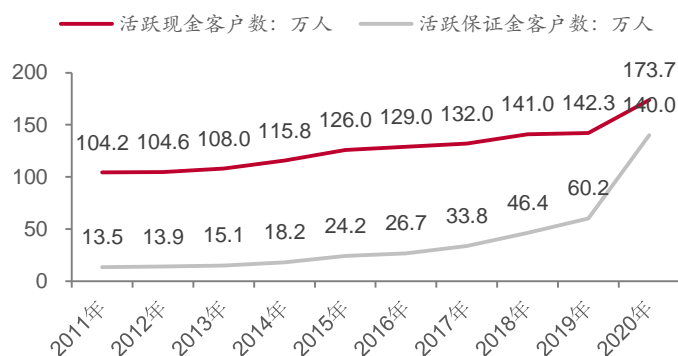
我们认为两家顶级互联网券商流量爆发的时点均在 2020 年 Q1 不是巧合，新冠疫情使得传统线下交易转向线上交易，并且美国和香港个人投资者的线上化交易在彼时仍处于较低的水平：香港 19 年个人投资的线上化比例仅为 56.7%，美国零售客户在 18 年使用手机 APP 进行下单的占比仅有 30%；

更重要的是，交易便利性和较好的投资收益驱动下个人投资者数量和可投资金额的天花板被打开，和中国大陆地区证券市场逐渐走向机构化的趋势相反，近年来美国和香港市场个人投资者的数量和比例均在提升：

- 1、美国个人投资者占全市场的成交金额比重由 2010 年的 10% 增加至 2020 年的 20%，正如 Robinhood 在招股书上所说“根据嘉信理财的预测，美国个人投资者的资产超过 50 万亿美元，从 2015 年至今 Robinhood 平台上一半以上的客户均是首次开立证券入金账户，考虑到这个强劲的动能，我们相信我们正在扩大市场的投资者，让原来并不在这个金融体系的个人参与进来”。
- 2、香港市场也是类似的情况，香港的个人投资者占港交所的成交金额比重由 2010 年的 6.9% 攀升至 2019 年的 11.5%，2020 年底香港市场现货交易的客户达到 173.7 万，较 2011 年末增加 66.7%，2020 当年就净增 31.4 万，2020 年末使用融资功能的证券客户为 140 万，是 10 年前的 10 倍；

图表 28: 香港个人投资者成交比重提升: %


来源: 香港交易所, 中泰证券研究所

图表 29: 香港市场个人客户数量持续增加: 万人


来源: 香港证监会, 中泰证券研究所

新加坡市场的潜力也优于预期。自 2021 年 3 月正式进军新加坡以来, 截止 6 月 1 日, 富途的入金客户突破 10 万人, 另一家华人互联网券商龙头老虎证券 2021Q1 净增的 11.7 万入金客户中也有 50% 来自于新加坡地区, 因此我们认为新加坡可开发的零售客户总量可能远不止当前存量的 120-150 万, 预计可达 200 万人, 接近香港市场体量;

富途有更加多元化的获客体系, ESOP 有着获客成本低, 客均资产高的优势

富途的获客方式在某些方面和 Robinhood 有共性, 例如富途当前 50% 的新增客户来自于内生增长, 又例如在新市场上对获客有较大的成本投入, 比如 3 月进军新加坡后采取的打法是对开立证券账户的客户免佣 3 个月, 无限期免费提供美股 level2 行情, 并对前 10000 名首次入金 2700 新币的客户将赠送 1 股苹果股票和 30 新币现金券, 这和 Robinhood 的推荐平台激励异曲同工。

随着品牌知名度的增加, 规模效应和内生增长动力的增强, 富途的单个获客成本和 Robinhood 一样也呈现显著下降趋势, 由 2019 年的 2000 以上港币每人下降至当前的 1000 港币每人。同时两家均提供比传统券商更优惠的佣金。例如富途当前交易的综合佣金率在万 5 至万 6, 较香港市场上过去主流的综合券商费率低 50%。

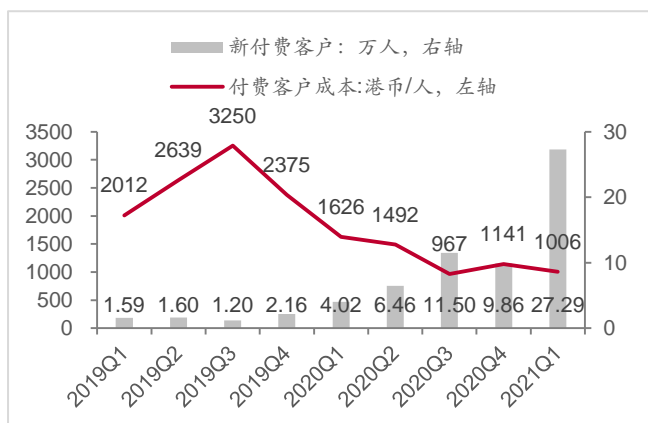
除去内生增长和推荐激励, 富途在 B 端 ESOP (员工股权激励) 和 IPO 承销业务的前瞻部署使得其相较 Robinhood 有着更为多元的获客方式:

- 1、截止 2021 年 Q1 末, 富途的 ESOP 客户达到 200 家, 囊括了大部分市值在 50 亿美元以上的新经济体, 例如腾讯, 快手, 小鹏和泡泡玛特等。ESOP 作为 B2B2C 的业务模型, 其对获客的贡献体现在: a) 我们预估当前富途的付费客户中约有 15% 来自于 ESOP, ESOP 的获客成本极低; b) 由于采用富途 ESOP 系统的新经济企业的员工有着较好的收入, 对海外投资有着更多的热情, 我们预计 ESOP 客户

的客均资产要高于富途平均客户资产 20%-30%: c) 随着 ESOP 系统的公司持续给员工派发期权以及招募新员工, 从而 ESOP 获取的客户也会持续增加;

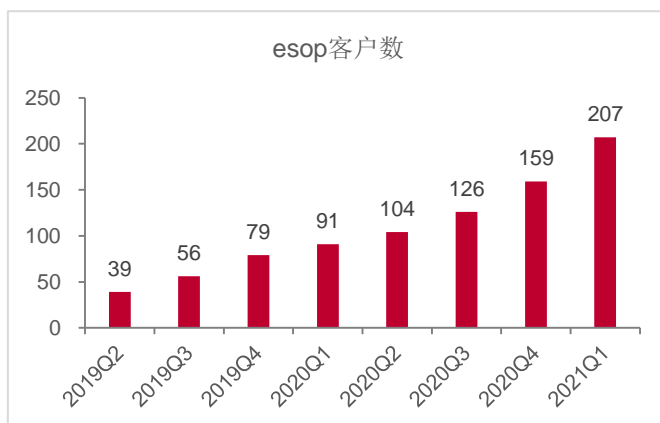
2、另一个有助于富途获客的 B 端业务是 IPO 承销业务, 由于美股个人投资者获取新股的概率和数量是由经纪商从上市公司获取股票的能力所决定, 富途积极参与到上市公司的承销, 再叠加富途平台上活跃客户对上市后标的流动性的支持, 形成了富途在美股 ipo 市场上斩获颇丰以及更多个人投资者选择富途的良性双向循环; 在上述多重助力下, 2020 年富途新客户的收入回收期已经降至 2-3 个月, 优于 Robinhood 的 5 个月。

图表 30: 富途获客成本逐渐下降: 万人, 港币/人



来源: 富途公告, 中泰证券研究所

图表 31: 富途前瞻布局 ESOP 业务: 家



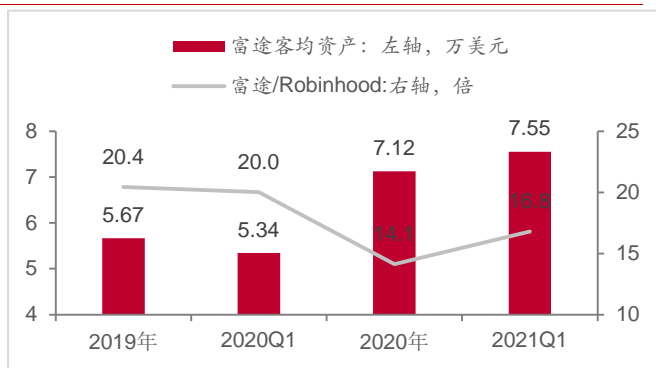
来源: 富途公告, 中泰证券研究所

富途的客户层和 Robinhood 错开, 业务结构上有差异

相较于 Robinhood 客均资产不足 5000 美元的典型长尾特征, 富途的客户质量更高:

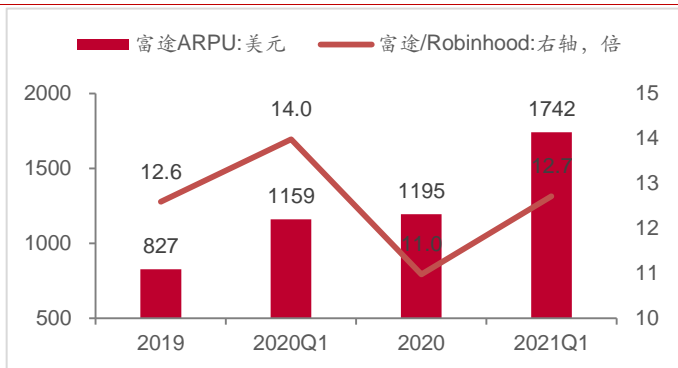
- 1、富途自上市以来, 客均资产呈现逐渐上升趋势, 2021Q1 的客均资产达到 58.5 万港币 (约 7.55 万美元), 是同期 Robinhood 的 16.8 倍, 且单个呈现持续入金的现象;
- 2、在 ARPU 值上, 2021Q1 富途客户的年化 ARPU 值约为 1.35 万港币, 是 Robinhood 同期的 12.7 倍;

图表 32: 客均资产比较: 万美元, 倍



来源: Robinhood 招股书, 富途公告, 中泰证券研究所

图表 33: ARPU 比较: 美元, 倍



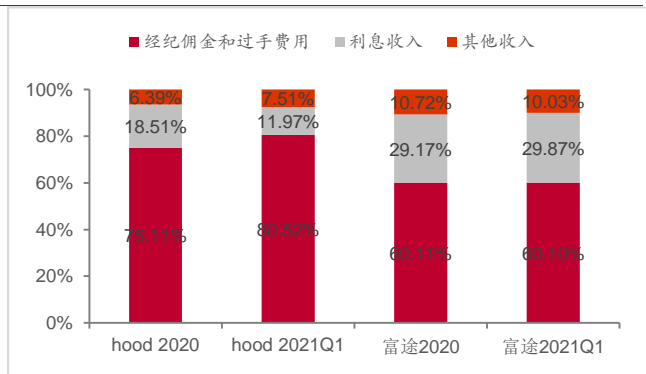
来源: Robinhood 招股书, 富途公告, 中泰证券研究所

因此我们认为富途在美国市场和 Robinhood 是错位竞争, 富途只需引入 Robinhood 一小部分高阶成熟客户即可获取较好的收益:

此外, 相较于 Robinhood 75% 收入来自于做市商“回扣”的营收结构, 富途有着不同的特征:

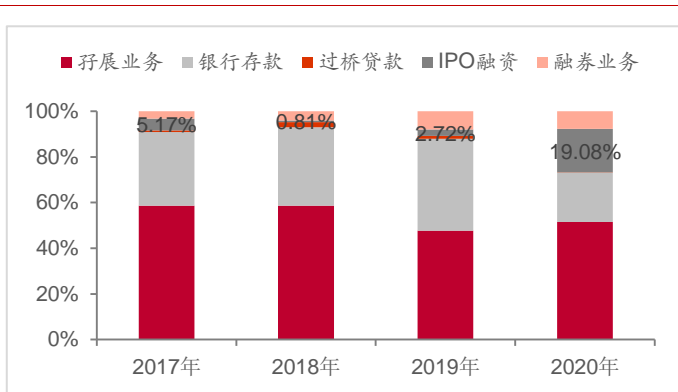
- 富途 2020 年和 2021Q1 的净利息收入占比为 29%, 远高于 Robinhood 12%-19% 的比例, 我们认为一方面是由于 Robinhood 在 2020 年 12 月对融资业务做了大幅调整, 将过去 5% 的利率调低至 2.5%, 且对 1000 元美元以内的融资免利息, 这使得 21Q1 Robinhood 的净利息收入比例大幅下降, 另一方面得益于富途在香港地区向客户收取 3.98% 的 IPO 打新利率, 受 2020 年港股打新较高的收益率以及富途实用的暗盘功能, 更多的客户选择在富途进行 IPO 融资, 2020 全年富途的 IPO 融资利息收入达到 1.84 亿港币, 占利息收入的比重由 19 年的 2.7% 大幅增加至 19.1%, 贡献增量。今年 6 月富途认购时代天使的客户达到 98140 人, 认购金额接近 454 亿港币再创新高;

图表 34: 富途和 Robinhood 的营收结构: %



来源: Robinhood 招股书, 富途公告, 中泰证券研究所

图表 35: 富途 IPO 融资收入占比快速提升: %



来源: 富途公告, 中泰证券研究所

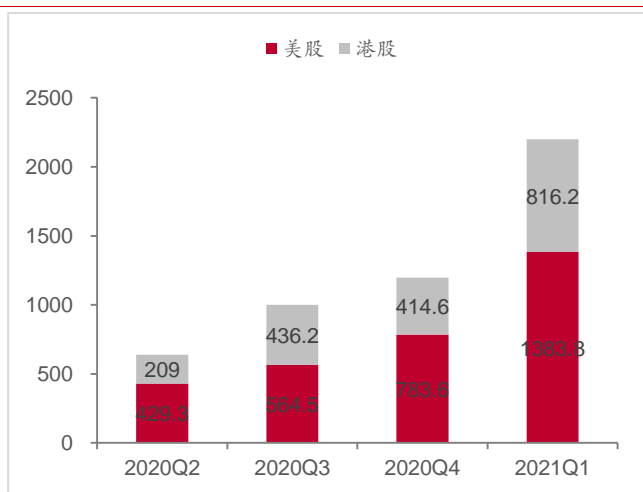
- 2、由于对客户开展期权业务设置了较高的门槛，我们预估富途交易衍生品的客户占比约在 10%，期权占交易收入的比重在 20%-30%，大幅低于 Robinhood 45%-60%的期权收入占比；
- 3、其他收入的构成不同：Robinhood 的其他收入几乎都来与黄金会员的收费，而富途则主要来自于 IPO 承销，基金销售和外汇兑现，截止 21 年 1 季度末，富途共有 5.9 万客户持有基金资产，资金总资产合计 131 亿港元；

富途立体化的平台和合规的经营使得客户的留存率高于 Robinhood

富途不断扩展交易品种，由期初的港股交易，逐步扩展到美股，指数期货，融资融券，期权，货币基金，固收基金，私募基金和 CME 商品期货等，2021Q1 富途交易金额中港股和美股的占比为 37:63。

富途关注客户“开户-入金-行情-交易-咨询-社交”全流程，为了解决用户信息不对称和信息盲点的问题，富途将用户，客户，投资者，上市公司，专业机构，分析师，媒体和意见领袖共同汇集和链接起来。今年以来富途平台用户日均打开富途牛牛 App 的次数达到 22 次，2 月起平台的日活量超过 100 万，用户日均停留时长由 2020Q1 的 26 分钟提高至 21Q1 的 38 分钟。

图表 36: 富途美股和港股交易额: 10 亿港币



来源：富途公告，中泰证券研究所

图表 37: 富途产品推出时点

时间	IPO	2019Q1	2019Q2	2019Q3
产品	综合性的交易产品	美股实时 level2 股票报价；	货币市场基金	money plus 财富管理品牌： 香港暗盘交易； 香港期权； 固收类基金；
时间	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
产品	提供 PIMCO 的固收类产品	香港指数期货； 短期投资产品	私募股权基金	香港融券业务； 香港股票期货； MSCI 指数期货； 债券基金； 基金组合；

来源：富途公告，中泰证券研究所

前文我们提到 Robinhood 的售卖订单流盈利模式和游戏化的界面设置有更多的争议，叠加在 2021 年初限制客户交易游戏驿站 GameStop 和电影院线 AMC 等多只股票，使得部分客户对 Robinhood 的合规有所质疑，2021Q1 流失的客户账户总规模达到 41 亿美元，占 Q1 日均托管金额的 5.7%，留存率较 2020 年显著下降，美国监管机构也对 Robinhood 出具多张巨额罚单。

富途客户的季度留存率持续在 98%左右，同时富途坚持主动拥抱监管，一方面其所有的牌照均是自主申请，包括申请到了 16 年之后香港券商唯一的一家 7 号自动化交易牌照得以开展暗盘业务，2021 年 3 月富途又申请到 3 号外汇牌照，富途在美股交易上不参与订单流出售。金融是一个需要建立长期信任关系的行业，富途的合规经营理念或许可以使其走的更远；

我们预测富途 2023 年净利润突破 100 亿港元

富途对 21 年全年新增入金客户的指引为 70 万，基于 Q1 净增 27 万入金客户的强劲表现，3 月以来较为顺利的新加坡客户开拓情况，以及卓有成效的获客体系，我们看好公司能够完成全年指引。

我们认为由于互联网券商的金融科技便利性和较强的资本市场回报拉高了美国和中国香港等地区的个人投资者数量天花板，以及根据花旗的测算中国内地当前有超过 3000 万居民有海外资产，富途在 22-23 年仍将保持较快的新入金获客，我们预测 21 年至 23 年年末入金客户数量将分别达到 120 万，160 万和 200 万，且 ARPU 值保持在 10000-11000 港币的稳定水平，自清算系统的采用和规模效应将进一步提升富途的净利润率，我们预测富途 21-23 年的净利润将分别达到 48.1 亿港元，79.3 亿港元和 111.5 亿港元。

图表 38: 富途 21 年-23 年入金客户数量和分布预测: 万人

	2020 年	2021E	2022E	2023E
中国内地	29.6	55	70	85
中国香港	22	45	50	55
新加坡		15	25	35
美国		5	10	15
其他地区			5	10
合计	51.6	120	160	200

来源: 富途公告, 中泰证券研究所

投资建议

参考 Robinhood 的快速发展情况，我们认为互联网券商使得美国，中国香港等地区的个人客户数量天花板持续提升，富途既有着和 Robinhood 类似的推荐激励获客方式，更有低成本的 ESOP 和 IPO 承销的获客体系，富途的客均资产和 ARPU 值是 Robinhood 同期的 16.8 倍和 12.7 倍，客户质量更优，也意味着富途在美国和 Robinhood 是错位竞争，同时立体化的平台和合规的经营使得富途客户的留存率长期保持在 98%以上。我们预测富途 21-23 年的营业收入分别为 86.5 亿港元，136.5 亿港元和 191.6 亿港元，净利润为 48.1 亿港元，79.3 亿港元和 111.5 亿港元。当前股价对应 21 年 PE 为 32.9 倍，维持买入评级。

风险提示

1) 富途在香港本土的客户扩展慢于预期; 2) 富途在交易地点和品种的拓展慢于预期, 国际化战略受阻; 3) 权益市场变化使得客户的交易金额大幅下降; 4) 受同业竞争等影响, 获客成本大幅度上升; 5) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险;

图表 39: 富途控股利润表预测: 百万港币

单位: 百万港币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经纪佣金和过手费用	511	1,990	4,191	5,654	7,211
利息收入	465	966	3,220	5,264	7,024
其他收入	85	355	1,243	2,734	4,921
营业收入	1,062	3,311	8,654	13,652	19,157
佣金手续费	-101	-361	-398	-509	-577
利息支出	-89	-185	-708	-1,053	-1,405
服务费用支出	-92	-149	-209	-261	-340
营业成本	-282	-696	-1,316	-1,823	-2,322
毛利	780	2,615	7,338	11,829	16,835
营运支出	-592	-1,147	-2,042	-3,063	-4,441
除税前溢利	178	1,451	5,286	8,758	12,394
所得税	-12	-125	-476	-832	-1,239
净利润	166	1,326	4,811	7,926	11,155
归属普通股股东净利润	143	1,326	4,811	7,926	11,155
综合收益总额	163	1,326	4,811	7,926	11,155

来源: 富途公告, 中泰证券研究所

图表 40: 富途控股资产负债表预测: 百万港币

单位: 百万港币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产总计	21400	71338	148261	208498	277957
现金及现金等价物	363	1335	1735	2082	2394
代客户持有存款	14541	42487	84974	118964	157032
可供出售金融资产	94	0	0	0	0
权益法核算的投资	6	0	0	0	0
贷款和垫款	4189	18825	49140	68796	89435
应收资产	1794	8077	11047	15465	23555
预付款项	12	11	16	21	25
经营租赁使用权资产	162	209	200	200	250
其他资产	239	393	1149	2970	5266
负债及股东权益总计	21400	71338	148261	208498	277957

负债合计	18851	63030	135133	187444	245748
应付一间关连公司	34	87	90	100	100
应付负债	16924	51054	101969	142757	188439
短期借款	1468	5483	23576	31828	41376
证券借出及回购协议的债项	2	222	7500	10000	12000
经营租赁使用权负债	172	0	170	200	250
应计费用及其他负债	252	731	1828	2559	3583
股东权益合计	2549	8308	13128	21055	32210
普通股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A类普通股	0.04	0.05	0.12	0.12	0.12
B类普通股	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
股本溢价	2536	6960	6970	6970	6970
累计其他综合损失-	-4	5	5	5	5
权益					
留存收益	17	1342	6153	14079	25234

来源：富途公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。