

同花顺 (300033.SZ) / 非银 & 计算机

证券研究报告/研究简报

2022 年 01 月 17 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 128.01

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师: 闻学臣

职业证书编号: S0740519090007

Email: wensc@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴志锋

职业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	537.6
流通股本(百万股)	271.9
市价(元)	128.01
市值(百万元)	68819
流通市值(百万元)	37245

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1742	2844	3873	4923	6275
增长率 yoy%	25.6%	63.2%	36.2%	27.1%	27.5%
净利润 (百万元)	898	1724	2178	2678	3356
增长率 yoy%	41.6%	92.1%	26.3%	23.0%	25.3%
每股收益 (元)	1.67	3.21	4.05	4.98	6.24
每股现金流量	2.27	3.84	5.59	5.86	7.48
净资产收益率	22.5%	33.0%	32.2%	30.4%	30.3%
P/E	76.7	39.9	31.6	25.7	20.5
P/B	17.2	13.2	10.2	7.8	6.2

投资要点

- 同花顺在证券服务 APP 具有较大的流量优势。**同花顺 APP 在 2021 年 Q2 季度以 3620 万的活跃用户数列证券服务应用 APP 的首位, 领先第二位接近 2000 万月活, 追溯历史, 我们可以看到 **14-16 年是同花顺流量迅速增长, 拉开和竞争对手差距的关键时段:**

 - 14-16 年正是用户由 PC 端集中转移移动端的时期, 同花顺在 2013 年就开发移动端应用程序, 且和三大移动运营商建立合作关系, 在手机预装软件方面占得先机;**
 - 2015 上半年, 东财公布重组事宜, 选择自拿牌照从事券商业务, 而同花顺继续做开放平台, 在此期间同花顺在开放证券服务平台的市占率大幅提升;**
 - 14-15 年券商自有 APP 相较于同花顺 APP 的发展明显滞后: 以华泰涨乐通为例, 21 年 7 月起月活是同花顺同期的, 27.3%, 但 15 年初该比例仅为 5.24%;**
- 同花顺流量变现方式: 个人增值服务, 机构软件购买和券商导流仍有较大空间**

 - 增值电信服务: 客户通过购买公司提供的应用工具得到更多的数据和分析指标, 从而获取更好地投资辅助和体验, 当前增值服务主要分为以“金融大师”为代表的高件均和以 level2 行情为代表的低件均两类产品, 前者占据增值电信服务收入的 60%-70%。同花顺的增值电信服务收入是按照客户使用时间逐步确认, 21 年 Q3 同花顺的销售商品现金流入值为 10.2 亿元, 较当季度的营收高出 1.62 亿元, 为 6 年来的次高点, 且现金流入的绝对值也为历史第二高点, 显示 21 年增值服务销售情况良好;**
 - 软件销售及维护业务: 根据测算, 当前金融终端龙头 wind 在 20 年的营收接近 30 亿元, ifind 的价格有一定优势, 且我们认为大部分用户对使用 wind 或是 ifind 没有特别偏好, 近年来 ifind 在销售渠道, 考核激励上有所改善, 我们看好 ifind 未来 3 年获取 30% 以上的复合收入增速;**
 - 广告和互联网业务: 当前中国证券市场上每年仍有 10% 的新增用户, 同花顺给券商导流分别收取前端“人头费”和后端交易佣金分润, 我们测算得到 20 年同花顺成功导流客户体量约为 206 万, 占其月活的 7.5%; 同花顺收取的后端的分润具有持续性 (同花顺和券商签订的合作期一般为 5 年及以上), 我们看好其收入的阶梯型增长;**
- 投资建议:** 我们预计 2021-2023 年公司的归母净利润分别同比增长 26.3%, 23% 和 25.3% 至 21.8 亿元, 26.8 亿元和 33.6 亿元; 当前同花顺的股价对应 22 年的 PE 为 25.7 倍, 低于 2016 年至今平均 39.2 倍的估值, 维持“买入”评级;
- 风险提示:** 资本市场大幅波动, 交易金额大幅下降; 公司增值电信服务产品价格大幅下降; 客户退订大幅度增加; 第三方导流开户监管政策大幅变动; 假设测算结果较实际情况有偏差的风险;

内容目录

同花顺在证券服务 APP 具有较大的流量优势.....	- 3 -
同花顺流量变现方式：个人增值服务，机构软件购买和券商导流仍有较大空间 -	5 -
增值电信服务：3 季度较大的现金流入或预示着未来较高的收入确认.....	- 5 -
软件销售及维护业务：ifind 的收入增长空间充足.....	- 6 -
广告和互联网业务：给券商导流的佣金后端分润具有持续性.....	- 7 -
投资建议：	- 9 -
风险提示.....	- 9 -

同花顺在证券服务 APP 具有较大的流量优势

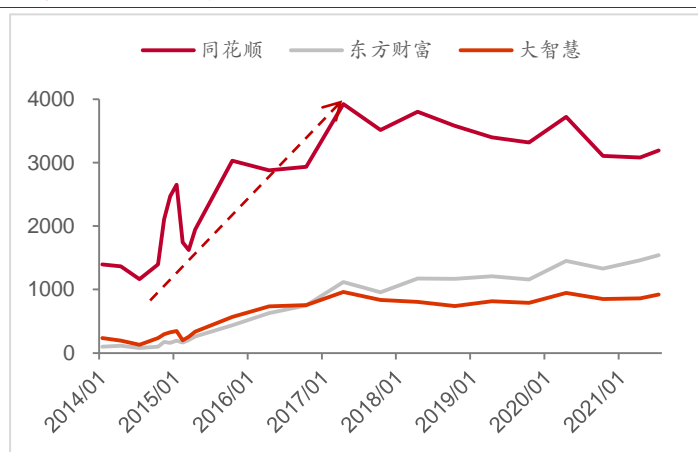
根据易观千帆的数据，2021 年 Q2 季度同花顺 APP 以 3620 万的活跃用户数列证券服务应用 APP 的首位，领先东方财富 APP 的 1841 万和大智慧 APP 的 1031 万活跃用户数量，流量优势比较显著。如果观察时间序列数据，我们可以看到 14-16 年是同花顺流量迅速增长，拉开和竞争对手差距的关键时段，我们推测该时间段同花顺的流量优势主要来自以下几个方面：

1、14-16 年正是用户由 PC 端集中转移移动端的时期，同花顺在 2013 年就开发了适用于包括安卓，苹果等主流机型的移动端应用程序，且和三大移动运营商建立合作关系，在手机预装软件方面占得先机；

2、2015 年 4 月，彼时同花顺在证券服务应用的主要竞争对手东方财富披露重大重组计划，拟通过发行股份购买西藏同信证券股份有限公司 100% 股份，自此同花顺和东方财富走上了不同的战略道路，东财选择自拿牌照从事券商业务，而同花顺继续做开放平台，因此在 15-16 年时期，同花顺在开放证券服务平台的市占率大幅提升，叠加 14-15 年的大牛市行情，同花顺允许用户通过其 APP 接入近 100 家券商的交易系统，从而进一步聚集了流量；

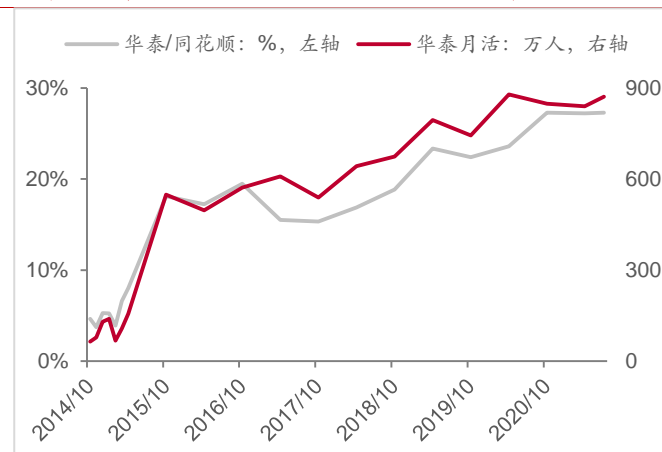
3、14-15 年券商自有 APP 相较于同花顺 APP 的发展明显滞后，2021 年 7 月的证券服务应用 APP 前十大月活排行榜上，券商类 APP 数量占到了 7 席，其中华泰涨乐通的月活数为 871 万人，是同期同花顺月活的 27.3%，但 14 年初华泰涨乐通的月活人数未进入证券服务应用 APP 的前十，15 年年初其 139 万的月活也仅是同期同花顺的 5.23%，因此 14-15 年期间券商自有 APP 发展的滞后也使得同花顺的竞争环境较优；

图表 1：14-16 年同花顺的流量优势迅速扩大：万人/月



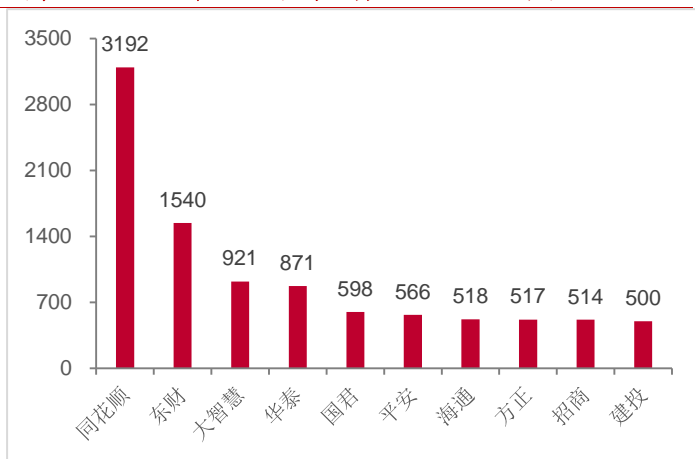
来源：易观千帆，中泰证券研究所

图表 2：华泰涨乐通 APP 的月活快速上升：万人，%



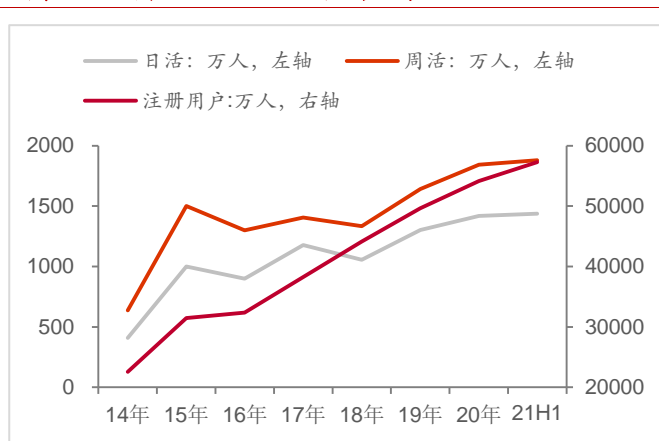
来源：易观千帆，中泰证券研究所

图表 3: 2021 年 7 月券商服务 APP 月活前十: 万人



来源: 易观千帆, 中泰证券研究所

图表 4: 同花顺 14-21H 的用户情况: 万人



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

16 年以来,同花顺的注册用户逐年走高,由 3.24 亿人增加至 21 年中报的 5.73 亿人,流量稳中有升,在 19-20 年的较好的市场环境下,日活和月活进一步由过去的 1100 万人,1400 万人中枢提升至 1500 万人和 1900 万人体量。根据我们前述的 14-18 年同花顺流量优势主要来自于其移动端的快速转型,核心竞争对手的战略选择,以及券商 APP 发展的滞后,而这种“天时地利”的机会在短期内可能很难重现,但借助先发的优势,开放性的平台((腾讯的微证券当前只允许添加招商证券和华林证券两家券商)),丰富的分析工具,新增的多项功能(比如每天三次免费投顾问答机会)以及证券市场健康发展的趋势,我们认为同花顺仍将在行业内保持领先的流量地位;

同花顺流量变现方式：个人增值服务，机构软件购买和券商导流仍有较大空间

同花顺 2021 年前三季度的营收和净利润分别同比增长 31.3%和 28.3%至 21.85 亿元和 9.91 亿元，其营业收入主要由增值电信业务，软件销售，广告和基金代销四块构成，2020 年这四大块业务分别占同花顺当前营收的 45.2%，8.5%，29.4%和 17%，我们认为除了基金代销之外，前三大块业务依然有着较充足的连续增长空间。

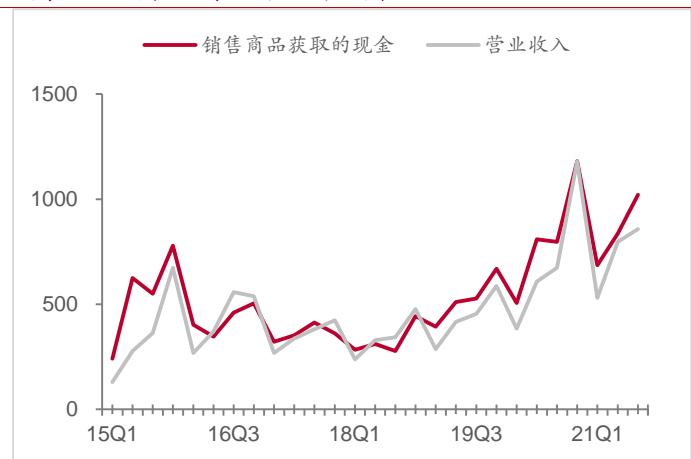
增值电信业务：3 季度较大的现金流入或预示着未来较高的收入确认

同花顺的增值电信业务主要是向 C 端客户销售股票分析工具，客户通过获取更多的数据和分析指标获得更好的投资辅助和体验。同花顺出售的增值电信业务产品根据单价的高低，可以分成两类：

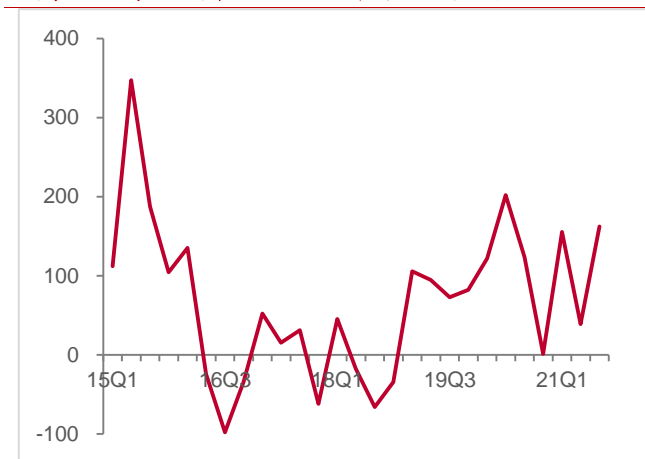
- 1、低件均产品主要是一些数据分析类工具，根据同花顺 APP 的显示，过去一个月销量最高的前三大应用工具分别是 LEVEL-2，神奇电波（提供买卖信号提醒）和金牛 VIP 服务（可以让客户进 APP 快 3 秒，看盘加速 81%，行情提速约 186ms），月销分别为 5.3 万单，2.3 万单和 2.3 万单，单价分别为 8 元/月，188 元/季和 98 元/年；
- 2、高件均产品主要是指“金融大师”，“财富先锋”，“价投至尊”和“大研究”等较为复杂的产品，单件销售价格都在万元以上；我们预计大部分高件均付费客户都是由低件均客户转化而来；考虑到高件均产品单价是低件均产品的百倍，我们预估同花顺增值电信业务收入的 60%-70%都来自于高件均产品；

由于考虑到退订风险，同花顺的增值电信业务收入是按照使用时间逐步确认，例如客户在年初购买了一年期的金牛 VIP 服务，但收入却是根据实际使用情况在 Q1-Q4 逐季确认，因此销售商品的现金流入值是一个更前瞻的指标：我们可以看到 21 年 Q3 同花顺的销售商品现金流入值为 10.2 亿元，较当季度的营收高出 1.62 亿元，为 6 年来的次高点（仅低于 20Q2 的 2.02 亿元），且销售商品现金流入的绝对值为历史第二高点，第一高点 20Q4 有季节性因素，即同花顺为券商导流获取的广告和互联网收入一般在全年的 4 季度结算，因此我们判断同花顺 21 年 Q3 的高现金流主要是增值电信业务贡献，整体销售情况良好。

2019 年，2020 年和 2021 上半年同花顺增值电信业务收入分别同比增长 7.54%，45.14%和 34.32%至 8.85 亿元，12.85 亿元和 7.8 亿元，我们认为未来的增长动力来自于低件均产品付费客户基数的增加，高件均产品转化率的提升和增值服务产品种类（例如资产种类由股票扩展至期货等）的丰富等，结合 21 年的销售情况和现金流情况，我们预测 21-23 年该业务营收分别同比增长 30%，25%和 25%至 16.7 亿元，20.9 亿元和 26.1 亿元；

图表 5: 同花顺季度营收和销售现金: 百万元


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 季度销售现金流入和营收的差值: 百万元


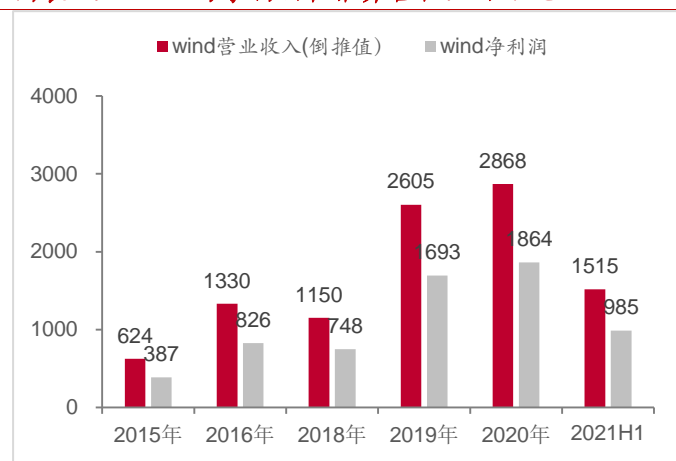
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

软件销售及维护业务: ifind 的收入增长空间充足

同花顺的软件销售及维护业务主要是指 ifind 终端的销售, 我们看好同花顺这块业务在未来 3-5 年可以达到 30% 以上的复合增速:

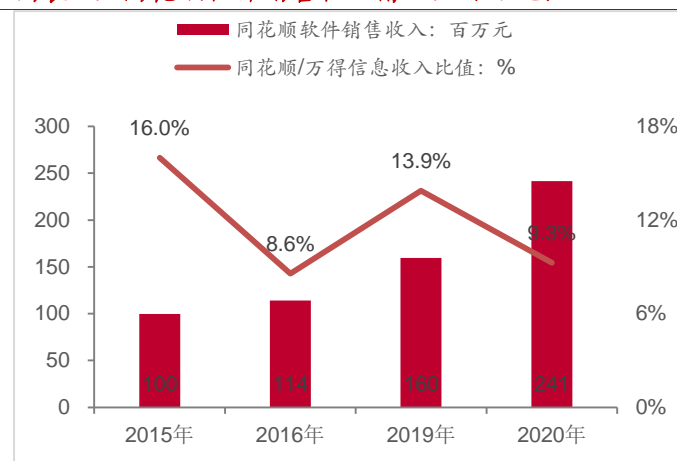
- 1、当前市场付费金融终端的龙头是万得信息 (wind), 2020 年 A 股上市公司新湖中宝持有万得信息 6.67% 的股份, 且将其列为联营企业, 2020 年新湖中宝使用权益法获取的万得信息的投资收益为 1.244 亿元, 倒推可得到万得全年的利润为 18.64 亿元, 又根据 2016 年万得在上海产权交易所披露的信息, 其 16 年营收和净利润分别为 13.3 亿元和 8.26 亿元, 净利润率为 62.11%, 考虑规模效应, 我们假设万得信息在 20 年的净利润率提升至 65%, 则 18.64 亿元的利润对应 28.7 亿元的收入, 而同花顺 20 年软件销售和维持的收入仅 2.41 亿元, 是 wind 营收的 9.3%, 因此 ifind 是有较为充足的市场空间;
- 2、ifind 的价格较万得有优势, 且 wind 近年来提价幅度较大, ifind 和 wind 在 A 股的数据准确性, 全面性, 及时性和专业性上接近, 只是在港美股数据覆盖率, 选股指标和产业链图谱等方面略有差异, 而我们认为大部分包括投行, 风控, 财务等金融机构用户对这些细微差异并无明显偏好, 因此 ifind 有机会借助价格优势替代部分 wind 市占率;
- 3、我们认为过去 ifind 的价格优势并没显著发挥主要是因为同花顺的销售端较弱, 但 20 年以来同花顺在组织渠道, 人员激励考核方面做了部分调整用以支持 ifind 的销售, 例如根据用户属性将渠道分为券商基金组, 私募基金组, 上市公司组等多个组别, 又例如提高销售的底薪, 并将老客户续订剔除出当年的核心业绩, 更看重新增用户的数量, 又例如制定了较为严格的销售轮换制度, 我们预计当前同花顺在全国布局的 ifind 销售人员接近 400 人;

图表 7: wind 的净利润和推算营收: 百万元



来源: 新湖中宝公告, 中泰证券研究所

图表 8: 同花顺软件销售收入情况: 百万元, %



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

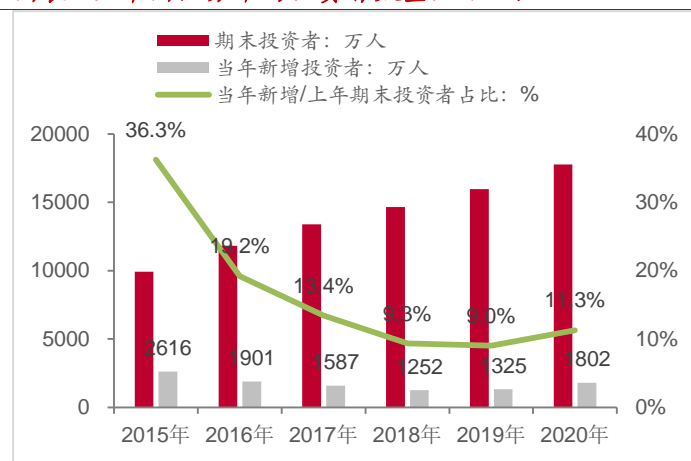
广告和互联网业务: 给券商导流的佣金后端分润具有持续性

同花顺的广告和互联网业务主要指其利用自身流量优势, 为 40 余家券商导流开户而获取的收入, 我们预估这部分收入有两部分构成, 一部分是前端费用, 即根据导流后成功开户的客户数量收取费用, 也就是“人头费”, 另一部分是后端持续分成费, A 股和港美股的分成标准略有区别, 但主要是收取合作期间开户成功客户交易净佣金的一个比例, 这个比例不同券商之间有差异, 我们预计平均值在 50% 左右;

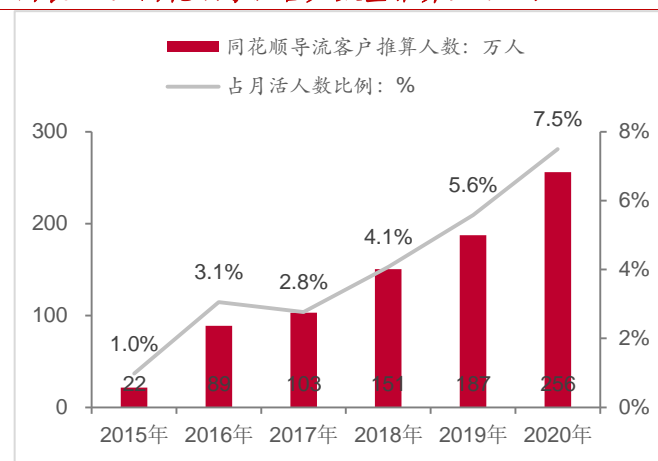
根据中国结算的数据, 17-20 年中国证券市场每年约新增 1200-1800 万投资者, 占上一年年末投资者数量的 10% 左右, 截止 2020 年期末投资者数量为 1.78 亿人。我们使用券商行业代理买卖证券佣金收入的数据作为分子, 可以算得 2017-2020 年投资者人均贡献佣金为 613 元, 426 元, 493 元和 653 元。

考虑到同花顺客户可能偏长尾分布, 假设其客均佣金贡献为行业的 80%, 后端分成占同花顺广告和互联网业务收入的 80%, 后端和券商的分润比例是 50%, 则可以测算得到 17-20 年同花顺导流开户成功的客户数量分别为 103 万, 151 万, 187 万和 260 万, 占当年同花顺月度活跃用户的 2.8%, 4.1%, 5.6% 和 7.5%。

当前中国证券市场上每年仍有 10% 的新增用户, 且后端的分润具有持续性 (同花顺和券商签订的合作期一般为 5 年及以上), 我们看好其收入的阶梯型增长, 我们预测 21-23 年同花顺的广告和互联网业务分别增长 60%, 25% 和 25% 至 13.4 亿元, 16.7 亿元和 20.9 亿元;

图表 9: 中国证券市场投资者数量: 万人, %


来源: 中国结算, 中泰证券研究所

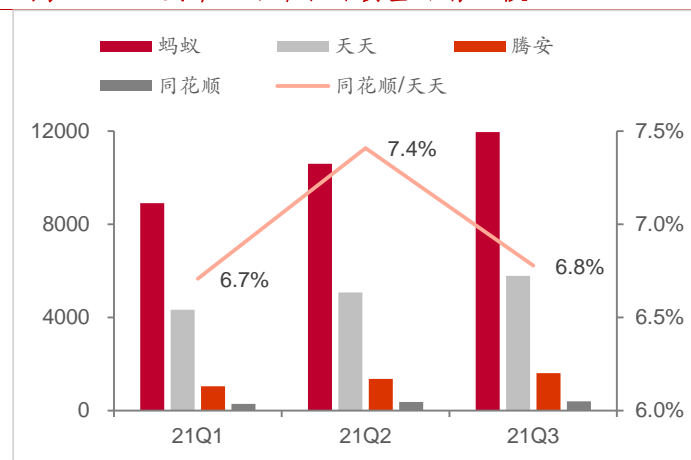
图表 10: 同花顺导流客户数量推算: 万人, %


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

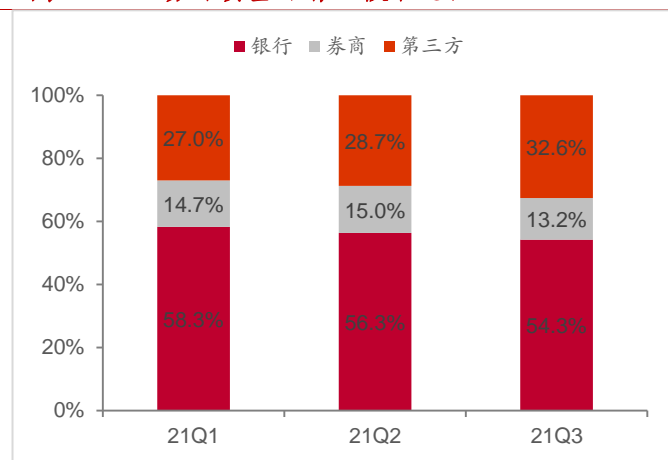
基金代销收入: 和头部第三方相比有较大差距

同花顺的基金销售及其他交易手续费主要是指公司通过爱基金平台代销公募基金, 2018-2020 年分别带来 1.01, 2.35 和 4.82 亿元的营收, 我们认为公司这块业务将充分受益于公募行业的发展, 但要获取超越行业的发展有一定难度:

- 1、从数据上看, 同花顺 2021 年 3 月末, 6 月末和 9 月末非货基保有规模分别为 290 亿, 376 亿和 392 亿元, 分别只有天天基金的 6.7%, 7.4% 和 6.8%, 且较小的基数也没有带来超越第三方龙头的保有量增速;
- 2、我们觉得核心在于同花顺的客户更加偏好交易股票, 和基金客户的画像所有不同, 从交易客户且转至基金客户的难度比较大;

图表 11: 主要第三方平台非货基保有规模: 亿元


来源: 中国基金业协会, 中泰证券研究所

图表 12: 公募非货基保有规模渠道占比: %


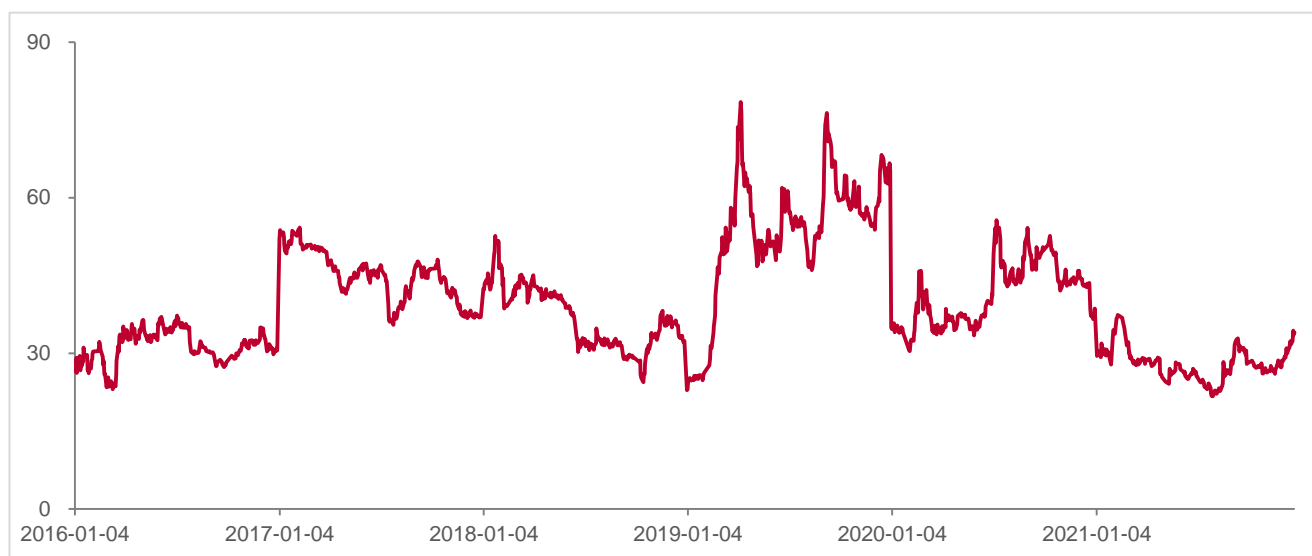
来源: 中国基金业协会, 中泰证券研究所

投资建议:

根据我们前文对同花顺流量的展望,以及各条主营业务线的分析,我们对公司未来3年的财务预测假设如下:

- 1、增值电信业务收入在21-23年分别同比增长30%,25%和25%至16.7亿元,20.9亿元和26.1亿元;软件销售维护收入同比增长35%,50%和50%至3.7亿元,4.9亿元和7.3亿元,广告和互联网业务收入同比增长60%,25%和25%至13.4亿元,16.7亿元和20.9亿元,基金代销及其他手续费收入跟随公募基金行业保有规模的平均增速同比增长12%,25%,25%至5.4亿元,6.7亿元和8.4亿元(21年代销增速较慢是因为20年手续费收入中包含了较多黄金代销收入);
- 2、受益于规模效应,我们预计同花顺21-23年的营业成本分别为8.4%,8.2%和8.1%,ifind销售人员的扩充使得销售费用率短期内留有提升,21-23年分别为5%,4.8%和4.6%,公司重视AI研发,因此我们预计21-23年研发费用率维持在21%的较高位置;
- 3、我们预计2021-2023年公司的归母净利润分别同比增长26.3%,23.0%和25.3%至21.8亿元,26.8亿元和33.6亿元;
- 4、当前同花顺的股价对应22年的PE为25.7倍,低于2016年至今平均39.2倍的估值,维持“买入”评级;

图表 13: 同花顺 2016 年至今市盈率表现: 倍数



来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 1、资本市场大幅波动,交易金额大幅下降;
- 2、公司增值电信业务产品单价大幅下降;客户退订大幅增加;
- 3、第三方导流开户监管政策大幅变动;
- 4、假设测算结果较实际情况有偏差的风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,125	7,955	9,963	12,649	营业收入	2,844	3,873	4,923	6,275
应收票据	0	0	0	0	营业成本	237	325	404	508
应收账款	44	61	79	101	税金及附加	26	35	44	56
预付账款	0	0	0	0	销售费用	288	426	517	646
存货	0	0	0	0	管理费用	117	194	236	289
合同资产	0	0	0	0	研发费用	585	813	1,034	1,318
其他流动资产	40	77	99	125	财务费用	-139	-199	-149	-149
流动资产合计	6,209	8,093	10,141	12,875	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	419	1,082	1,585	1,883	投资收益	16	-1	5	8
在建工程	157	257	382	482	其他收益	70	65	70	75
无形资产	363	327	294	265	营业利润	1,815	2,342	2,911	3,688
其他非流动资产	6	5	6	6	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	947	1,673	2,269	2,638	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	7,156	9,766	12,410	15,513	利润总额	1,814	2,342	2,911	3,688
短期借款	0	0	0	0	所得税	90	164	233	332
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,724	2,178	2,678	3,356
应付账款	44	62	77	97	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,724	2,178	2,678	3,356
合同负债	948	1,936	2,461	3,138	NOPLAT	1,592	1,992	2,540	3,221
其他应付款	520	520	520	520	EPS (摊薄)	3.21	4.05	4.98	6.24
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	279	334	405	526	主要财务比率				
流动负债合计	1,791	2,852	3,463	4,281	会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	63.2%	36.2%	27.1%	27.5%
其他非流动负债	141	141	141	141	EBIT增长率	97.4%	27.9%	28.9%	28.2%
非流动负债合计	141	141	141	141	归母公司净利润增长率	92.0%	26.3%	23.0%	25.3%
负债合计	1,932	2,993	3,604	4,422	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,224	6,773	8,806	11,091	毛利率	91.7%	91.6%	91.8%	91.9%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	60.6%	56.2%	54.4%	53.5%
所有者权益合计	5,224	6,773	8,806	11,091	ROE	33.0%	32.2%	30.4%	30.3%
负债和股东权益	7,156	9,766	12,410	15,513	ROIC	27.2%	27.6%	28.0%	28.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	27.0%	31.0%	29.7%	29.3%
					债务权益比	2.7%	2.1%	1.6%	1.3%
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E	流动比率	3.5	2.8	2.9	3.0
经营活动现金流	2,066	3,006	3,153	4,019	速动比率	3.5	2.8	2.9	3.0
现金收益	1,626	2,052	2,658	3,378	营运能力				
存货影响	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应收影响	-24	-17	-19	-22	应收账款周转天数	4	5	5	5
经营性应付影响	-508	18	15	20	应付账款周转天数	65	58	62	61
其他影响	972	953	499	642					
投资活动现金流	101	-800	-725	-540	每股指标 (元)				
资本支出	-368	-800	-725	-540	每股收益	3.21	4.05	4.98	6.24
股权投资	-2	0	0	0	每股经营现金流	3.84	5.59	5.86	7.48
其他长期资产变化	471	0	0	0	每股净资产	9.72	12.60	16.38	20.63
融资活动现金流	-457	-376	-420	-793	估值比率				
借款增加	0	0	0	0	P/E	39.92	31.60	25.70	20.51
股利及利息支付	-457	-645	-1,071	-1,342	P/B	13	10	8	6
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	70	54	41	32
其他影响	0	269	651	549					

来源: wind, 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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。