

旗天科技（300061）深度研究

立足数字营销基本盘，开拓数字生活新曲线

2022 年 12 月 27 日

【投资要点】

- ◆ 公司是 A 股市场稀缺的数字生活科技创新企业，其业务交易规模和影响力均在行业中居于龙头地位。公司先后并购上海旗计智能科技和江苏小旗欧飞科技进入银行卡生活服务和数字生活营销领域。2022 年公司实现国有资本控股，聚焦数字生活科技服务主赛道，深耕各类行业客户，并积极拓展互联网等其他行业客户，打造数字科技服务生态圈；同时加强对数字政务、数字人民币等创新业务的布局。
- ◆ 多因素边际改善，传统业务触底反弹。分业务来看：1) 数字生活营销：行业龙头稳固，场景化优势明显。公司数字生活营销业务年交易额 200 亿，日均订单 200 万，位列行业第一梯队；覆盖 1 万以上的 B 端客户、200 个细分生活场景和 50 多种数字商品品类。2) 银行卡生活服务：业务调整接近尾声，市场需求仍然旺盛。公司是国内最早开创银行信用卡 2B2C 营销服务商业模式的企业之一，累计为近 40 家银行提供服务。受客户调整合作模式影响，该业务收入持续承压，目前调整接近尾声。
- ◆ 凭借场景化和资源优势，创新业务加速落地。公司基于本身平台化优势和机构客户集群化优势，持续扩大 B 端业务市场份额，同时打造数字人民币应用“场景+支付”生态闭环，未来打造创新业务第二增长曲线。1) 数字政务：深挖盐城本地资源，助力政企数字化转型。未来公司将发挥资源和差异化竞争优势，切入更多数字政务细分领域和应用场景，打造覆盖华东、辐射全国的数字政务服务平台。2) 数字人民币：把握场景和资源优势，顺应时代发展潮流。未来，公司将打造领先的数字人民币场景营销平台，结合公司聚合支付资质，形成“场景+支付”闭环，进一步夯实公司在数字人民币营销推广及后续支付应用领域的优势地位。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

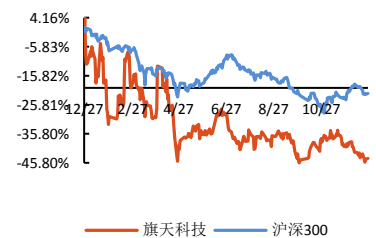
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	4402.08
流通市值（百万元）	3787.85
52 周最高/最低（元）	13.30/6.40
52 周最高/最低（PE）	126.53/-17.82
52 周最高/最低（PB）	6.39/3.62
52 周涨幅（%）	-44.38
52 周换手率（%）	1349.56

相关研究

《核心业务稳健增长，创新业务顺利推进》

2022.10.27

【投资建议】

- ◆ 我们建议关注公司后续传统业务触底反弹以及创新业务加速落地。结合当前公司经营状况，我们调整公司营收预测（不考虑数字政务和数字人民币业务），预计 2022-2024 年营业收入 12.4/15.4/19.3 亿，归母净利润分别为 0.6/0.9/1.2 亿，EPS 分别为 0.09/0.14/0.18 元，对应 PE 分别为 75/49/38 倍，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1054.37	1240.40	1539.40	1928.08
增长率（%）	-28.04%	17.64%	24.10%	25.25%
EBITDA（百万元）	81.60	91.72	111.54	146.45
归属母公司净利润（百万元）	-365.97	60.52	92.71	119.86
增长率（%）	51.17%	116.54%	53.20%	29.28%
EPS（元/股）	-0.55	0.09	0.14	0.18
市盈率（P/E）	—	74.92	48.90	37.83
市净率（P/B）	5.93	3.64	3.39	3.11
EV/EBITDA	88.66	51.59	43.12	32.70

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 数字生活营销不及预期
- ◆ 创新业务拓展不及预期

1、关键假设

公司传统业务触底反弹以及创新业务加速落地。我们预计 2022-2024 年增速分别为 17.6%/24.1%/25.2%。其中 1) 数字生活营销：收入增速分别为 35.0%/30.0%/30.0%，毛利率约为 22.0%，保持稳定增长。2) 银行卡生活服务：收入增速分别为-10.0%/5.0%/5.0%，业务调整接近尾声。

图表：公司盈利测算主要假设

单位：百万	2021	2022E	2023E	2024E
数字生活营销	626	845	1,099	1,428
yoy	49.8%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	25.5%	22.0%	22.0%	22.0%
商品邮购分期	284	256	268	282
yoy	-65.6%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	70.2%	70.0%	70.0%	70.0%
信用卡账单分期	77	69	73	76
yoy	-24.5%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
航旅信息服务	45	41	61	91
yoy	-47.1%	-10.0%	50.0%	50.0%
毛利率	51.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	23	30	39	51
yoy	-34.3%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	1,055	1,240	1,539	1,928
yoy	-28.0%	17.6%	24.1%	25.2%
毛利率	38.6%	33.2%	31.8%	30.7%

资料来源：东方财富证券研究所预测

2、创新之处

公司是数字生活营销龙头公司，逐步切入数字政务和数字人民币领域，市场上的研究相对较少。本文的创新之处在于：1) 指出公司传统业务拐点已至，数字生活营销、银行卡生活服务均呈现边际向好趋势；2) 分析公司数字政务和数字人民币等创新业务的核心护城河，数字人民币红包、对公场景是数字人民币推广的重要场景，公司兼具场景化和股东资源优势。

3、潜在催化

数字人民币推广超预期：公司凭借着场景化和资源优势，迅速切入数字人民币领域。数字人民币红包是产业推广的重要手段和场景，推广超预期有望带动公司该业务收入业绩增长。

银行信用卡新规推动数字生活营销业务增长：信用卡新规要求，睡眠信用卡超过 20%的银行不得新增发卡，迫使银行加大对 C 端运营投入，各地城商行、农商行、大行分支机构都有望成为公司潜在客户，数字生活营销业务有望大幅增长。

正文目录

1. 公司概况	6
1.1. 公司简介：数字生活科技创新龙头再启航	6
1.2. 股权结构：盐城国资控股，核心管理团队持股比例高	6
1.3. 财务情况：负面因素逐步消除，商誉减值减负前行	7
2. 传统业务	9
2.1. 数字生活营销：行业龙头稳固，场景化优势明显	9
2.2. 银行卡生活服务：业务调整接近尾声，市场需求仍然旺盛	11
3. 创新业务	13
3.1. 数字人民币：把握场景和资源优势，顺应时代发展潮流	13
3.2. 数字政务：深挖盐城本地资源，助力政府数字化转型	17
4. 财务分析	19
4.1. 营业收入：负面影响逐步消退，数字生活营销增长强劲	19
4.2. 成本费用：结构变化致毛利率承压，费用率持续改善	20
4.3. 净利润：业绩触底回升，商誉减值风险消除	21
5. 盈利预测	22
6. 估值和投资建议	23
7. 风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权结构（截至 2022 年第三季度）	7
图表 3：2018-2022Q3 公司营业收入及增速（单位：亿）	8
图表 4：2022 年中报公司营业收入构成	8
图表 5：2018-2022Q3 公司毛利率及费用率	8
图表 6：2018-2022Q3 公司净利润及净利润率（单位：亿）	8
图表 7：公司数字生活营销业务位列行业第一梯队	9
图表 8：公司数字生活营销业务模式	9
图表 9：小旗欧飞营业收入（单位：万）	10
图表 10：小旗欧飞净利润（单位：万）	10
图表 11：利用场景化优势入局数字人民币	10
图表 12：银行卡生活服务解决方案	11
图表 13：银行卡生活服务业务基本模式	12
图表 14：2019-2022H1 旗计智能营业收入（单位：万）	12
图表 15：2019-2022H1 旗计智能净利润（单位：万）	12
图表 16：数字政务和数字人民币是未来新增长点	13
图表 17：推动数字人民币研发应用试点	13
图表 18：2022 年北京冬奥会数字人民币试点	14
图表 19：数字人民币的价值	15
图表 20：旗天科技数字人民币解决方案	15
图表 21：公司盐城数字消费券分销业务	16
图表 22：2015-2020 年中国数字经济规模（单位：万亿）	17
图表 23：2015-2020 年中国数字经济增速及 GDP 增速	17
图表 24：数字经济产业图谱	17
图表 25：“十四五”数字经济发展主要指标	18
图表 26：我的盐城 APP 生活板块	18
图表 27：盐城市大数据集团致力于数字经济	19

图表 28: 2018-2022Q3 公司营业收入及增速（单位：亿）	20
图表 29: 2022 年中报公司营业收入构成	20
图表 30: 数字生活营销营业收入（单位：亿）	20
图表 31: 银行卡生活服务营业收入（单位：亿）	20
图表 32: 2018-2022Q3 公司毛利率	21
图表 33: 2018-2022Q3 公司费用率	21
图表 34: 2018-2021 公司电话销售业务毛利率	21
图表 35: 2018-2021 公司数字生活营销业务毛利率	21
图表 36: 2018-2022Q3 公司净利润（单位：亿）	22
图表 37: 2018-2022Q3 公司经营活动现金流净额（单位：亿）	22
图表 38: 公司商誉情况（单位：亿）	22
图表 39: 2022Q3 公司商誉构成	22
图表 40: 公司盈利测算主要假设	23
图表 41: 可比公司盈利及估值一览	23

1. 公司概况

1.1. 公司简介：数字生活科技创新龙头再启航

公司是 A 股市场稀缺的数字生活科技创新企业，主营业务分别是数字生活营销服务、银行卡生活服务和创新业务等，其业务交易规模和影响力均在行业中居于龙头地位。2010 年公司于深交所创业板上市，先后并购上海旗计智能科技和江苏小旗欧飞科技进入银行卡生活服务和数字生活营销领域。2022 年公司实现国有资本控股，围绕数字生活科技服务大方向，深挖金融机构客户需求，并积极拓展互联网、政企等其他行业客户，打造数字科技服务生态圈；同时聚焦数字商品营销主赛道，加强对数字政务、数字人民币等创新业务的培育。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

数字生活营销：公司于 2019 年全资收购小旗欧飞，并开始布局数字生活营销业务。小旗欧飞致力于整合数字商品、营销方案和技术资源，依托多年数字营销经验，推出权益解决方案 SaaS 平台，助力银行等金融客户持续数字化转型，为客户实现获客、营销与用户全生命周期管理的全方位一站式服务。小旗欧飞位列行业第一梯队，年交易额超 200 亿，覆盖 1 万+B 端客户和 200+ 细分生活场景。

银行卡生活服务：公司于 2016 年全资收购旗计智能，开始进入银行卡生活服务领域。旗计智能是国内最早开创银行信用卡 2B2C 营销服务商业模式的企业，获得工信部审批的 CMMI 系统、ISO27001 等权威认证，累计为近 40 家银行提供上述服务，并在此基础上衍生出分期搭销、呼入转营销等创新合作模式。

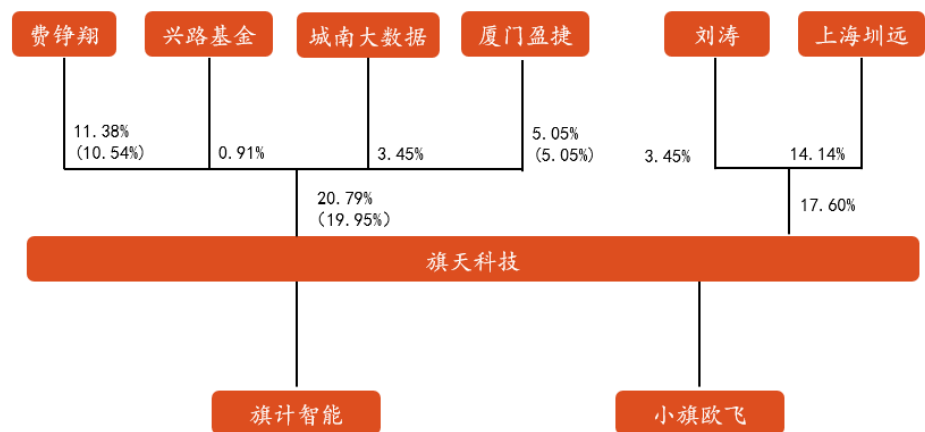
1.2. 股权结构：盐城国资控股，核心管理团队持股比例高

盐城市人民政府通过兴路基金及其一致行动人实施对公司的控制。兴路基金及其一致行动人合计持股比例 4.36%，拥有表决权占比 19.95%，其中包括费

铮翔 10.54%表决权以及厦门盈捷 5.05%表决权。公司管理层持股比例高，其中公司副董事长刘涛总通过个人和上海圳远合计持股 17.60%；公司董事、首席执行官张莉总通过厦门盈捷持股 5.05%，表决权授予兴路基金。

根据公司近期公告显示，11月3日，上海圳远企业管理合伙企业（有限合伙）通过大宗交易方式以均价 7.36 元/股的价格将上市公司 422 万股股份（占公司总股本的 0.64%）转让给兴路基金；11月9日，洛阳盈捷（厦门盈捷为曾用名）通过大宗交易方式向兴路基金转让了上市公司 275 万股股份（占公司总股本的 0.42%）；洛阳盈捷还剩余 4.63%。

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年第三季度）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

公司董监高核心人员为国资背景和重要子公司创始人：

李天松：公司董事长，盐城市城南新区开发建设投资有限公司副总经理，盐城市大数据集团有限公司总经理。李天松先生未持有公司股票，与兴路基金之外的持有公司 5%以上有表决权股份的股东等不存在关联关系。

刘涛：公司副董事长，上海圳远执行事务合伙人，清华五道口金融 EMBA。曾任旗计智能董事长兼总经理，公司首席执行官（2019/4-2022/2）、董事长（2019/11-2022/2）。

张莉：公司首席执行官、董事，厦门盈捷执行事务合伙人，小旗欧飞董事长，99 Technology Ltd 非执行董事。曾任携程香港区总经理，上海瀚银信息董事长、总裁、创始人之一，99 Technology Ltd 执行董事。

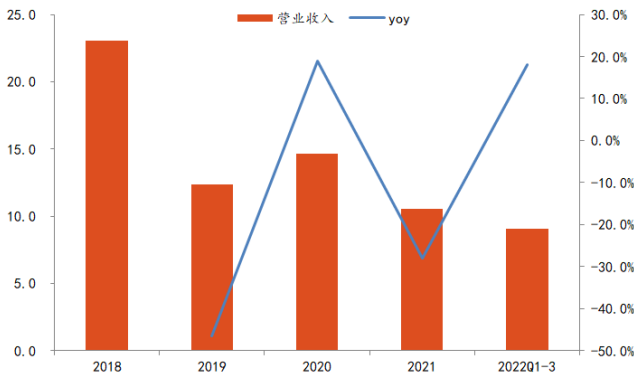
陈明骏：公司总裁，曾任上海锦江国际集团投资副经理、金融事业部总经理助理、投资总监，公司副总裁（2019/11-2022/2）。

1.3. 财务情况：负面因素逐步消除，商誉减值减负前行

受客户调整合作模式影响，银行卡生活服务业务下滑较为明显，但负面影响已经逐步消退。2022 年前三季度，公司实现营业收入 9.1 亿，同比增长 18.1%，

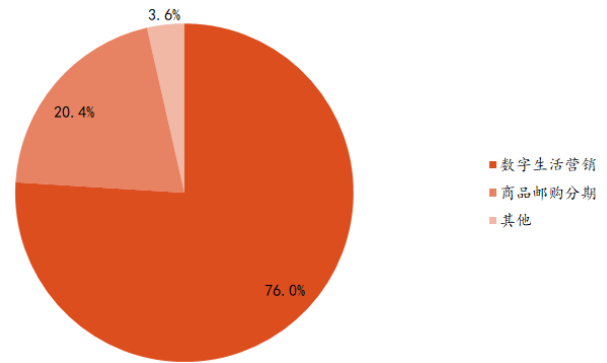
合作模式调整后，重新回到增长轨道。收入结构中，数字生活营销占比 76.0%，银行卡生活服务占比 20.4%，其他占比 3.6%。由于监管机构加强对商业银行与第三方合作机构的合规管理力度，公司银行卡生活服务项目实施缩紧。

图表 3：2018-2022Q3 公司营业收入及增速（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

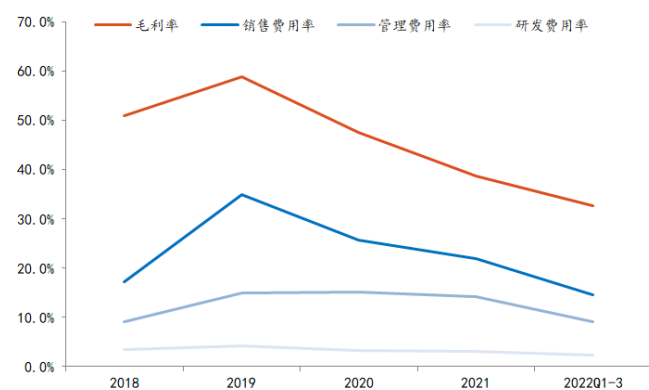
图表 4：2022 年中报公司营业收入构成



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（2022年中报数据）

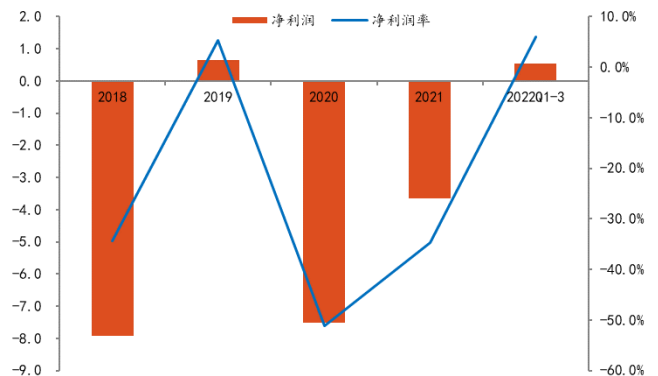
受商誉减值影响，2020 年、2021 年净利润持续承压，当前商誉账面值较小，业绩减负前行。2022 年前三季度，公司实现归母净利润 0.54 亿，净利润率 6.0%，实现扭亏为盈。自 2019 年年底至 2022 年三季度，公司商誉账面值从 17.4 亿下降至 6.0 亿，受商誉减值拖累，2020 年、2021 年业绩出现亏损，目前商誉账面值较低且子公司各业务逐步向好，未来减值风险较小（商誉主要为小旗欧飞账面值）。

图表 5：2018-2022Q3 公司毛利率及费用率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：2018-2022Q3 公司净利润及净利润率（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 传统业务

2.1. 数字生活营销：行业龙头稳固，场景化优势明显

公司于 2019 年全资收购小旗欧飞，并开始布局数字生活营销业务。作为致力于数字营销与权益服务的创新企业，小旗欧飞整合数字商品、营销方案和技术资源，推出权益解决方案 SaaS 平台，助力客户实现获客、营销与用户生命周期管理的全方位一站式服务。公司数字生活营销业务年交易额 200 亿，日均订单 200 万，位列行业第一梯队；覆盖 1 万以上的 B 端客户、200 个细分生活场景和 50 多种数字商品品类。

图表 7：公司数字生活营销业务位列行业第一梯队



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司围绕数字化产业上下游资源，打造数字化营销服务中台，通过专业级的数字商品分发和营销活动引擎，构建海量数字商品+营销活动+平台代运营+精准营销的 SaaS 化数字营销生态体系，产品服务覆盖用户全生命周期，实现个人客户价值的深度挖掘和持续增长。公司合作伙伴涵盖金融、证券、保险、能源、运营商、互联网电商、传统零售等多行业，并与中国银联、中国工商银行、平安银行等多家大型金融机构达成战略合作，同时也是腾讯车生活、微信支付、浦发银行的优质服务商，在泛金融领域长期居于头部服务商地位。

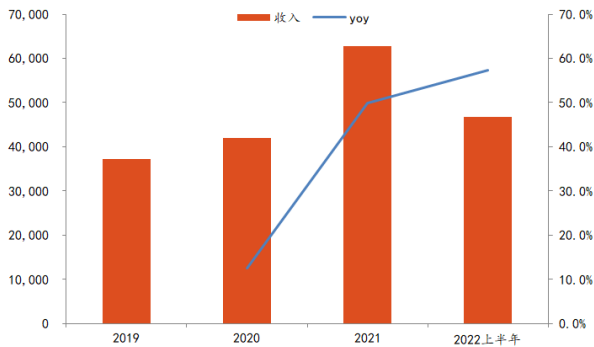
图表 8：公司数字生活营销业务模式



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

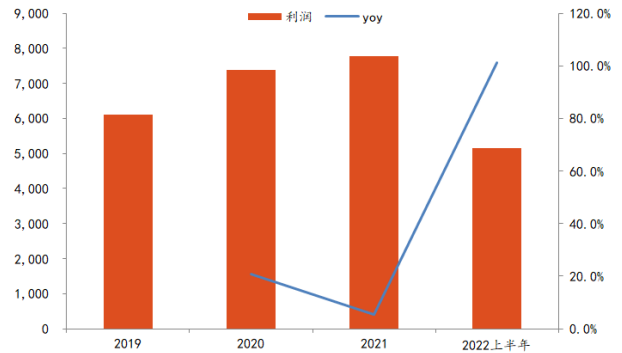
小旗欧飞增长强劲，成为公司业务重要增长引擎。2022年上半年，数字生活营销板块实现营业收入4.7亿，同比增长57.3%；业务主体小旗欧飞实现营业收入4.7亿，同比增长57.3%，净利润0.51亿，同比增长101.2%，近两年收入和利润增长非常强劲。根据公司与江苏欧飞（即小旗欧飞）原股东签订资产购买协议，盈利承诺方厦门盈捷承诺江苏欧飞2019-2022年度合并报表中扣除经常性损益后归属于母公司的净利润0.6亿/0.8亿/1.0亿/1.2亿。截至2021年12月31日，江苏欧飞累计实现扣非归母净利润2.4亿，超额完成承诺业绩。

图表 9：小旗欧飞营业收入（单位：万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（2019年收入根据利润预测）

图表 10：小旗欧飞净利润（单位：万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

国家密集出台系列政策支持和推进数字人民币试点应用，由于数字人民币处于发展初期，主要应用于试点城市的小额零售场景，未来在逐步向B端和G端、大额支付延伸。小旗欧飞凭借数字生活营销场景化优势，与多家国有大行、股份制银行、城商行在数字人民币红包业务上建立了实质合作，提供数字人民币营销推广综合解决方案，产品具有可复制性，在同业中具有先发优势。

图表 11：利用场景化优势入局数字人民币



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

信用卡促活唤醒需求强劲，为行业及公司带来新机遇。2022年7月7日，中国银保监会、中国人民银行发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》，以提升信用卡业务惠民便民服务质效，切实保护金融消费者合法权益

益，以高质量发展更好支持科学理性消费。通知明确要求连续 18 个月以上无客户主动交易且当前透支余额、溢缴款为零的长期睡眠信用卡数量占本机构总发卡量的比例在任何时点均不得超过 20%，超过该比例的银行业金融机构不得新增发卡。

公司作为细分领域的头部企业，发挥对市场和行业的前瞻性，在 2021 年开始主动优化业务结构，将低效项目和亏损项目出清，从“规模化”向“精益化”转型，在销售团队大幅缩减的情况下，仍保持相当规模。公司积极拓展新的合作银行，扩大优质合作项目数量，整体银行卡生活服务业务实现触底回升态势。

2.2. 银行卡生活服务：业务调整接近尾声，市场需求仍然旺盛

公司全资子公司旗计智能是国内最早开创银行信用卡 2B2C 营销服务商业模式的企业之一，获得工信部审批的 CMMI 系统、ISO27001 等权威认证，累计为近 40 家银行提供上述服务，并在此基础上衍生出分期搭销、呼入转营销等多种创新合作模式。

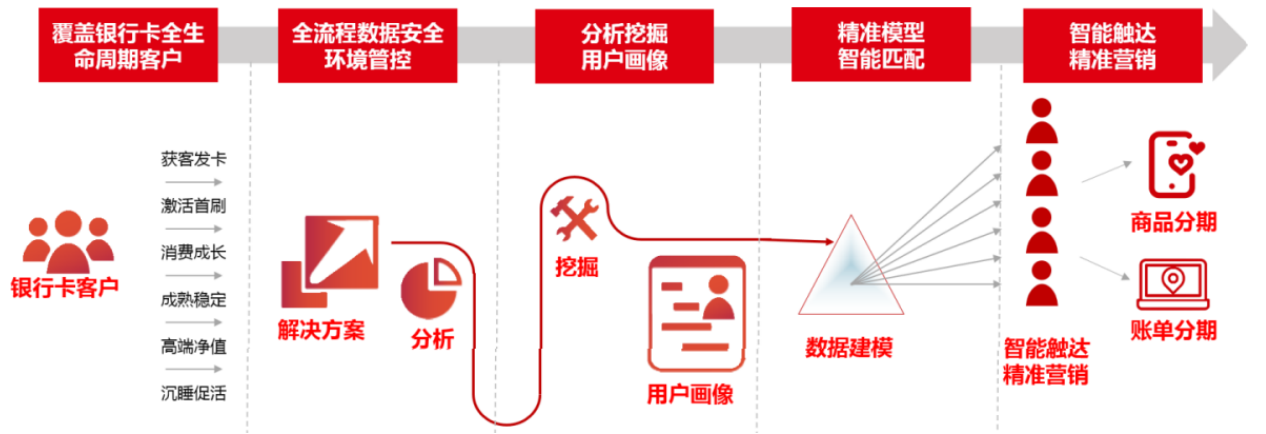
图表 12：银行卡生活服务解决方案



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司主要为银行卡持卡人提供全生命周期增值营销服务，提供产品定制、用户促活、精准营销等解决方案。公司除了持续夯实传统业务资源和市场外，在产品端将实物商品品类进一步扩充，并延伸至高端权益等数字商品领域，既满足银行卡用户的多元化、差异化服务需求，又培育业务发展的新动能。

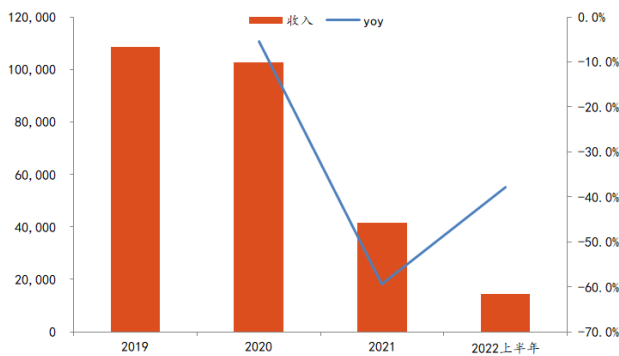
图表 13：银行卡生活服务业务基本模式



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

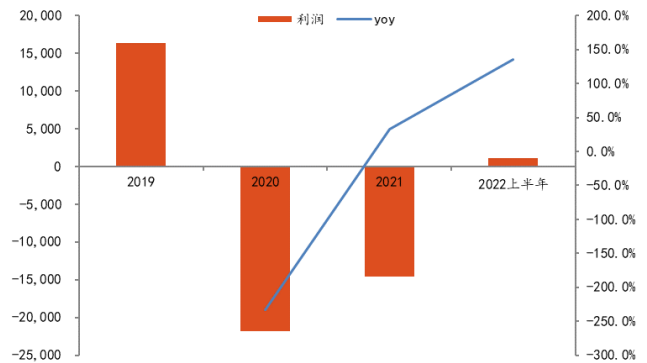
受客户调整合作模式影响，旗计智能收入持续承压，目前调整接近尾声。2022年上半年，银行卡生活服务业务实现收入1.3亿，同比下降34.1%；业务主体旗计智能实现营业收入1.4亿，同比下滑37.9%，净利润0.11亿，同比增长135.6%，逐步从负面影响中走出来。银行卡生活服务业务下滑，主要由于客户调整合作模式，同时监管机构进一步加强对商业银行与第三方合作机构的合规管理力度，公司为了响应监管要求，主动对部分商品邮购分期项目实施紧缩。从谨慎性角度出发，公司预计2022年相关收入下滑30%左右，2023-2026年收入增长率维持在0.65%-1.19%。

图表 14：2019-2022H1 旗计智能营业收入（单位：万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 15：2019-2022H1 旗计智能净利润（单位：万）

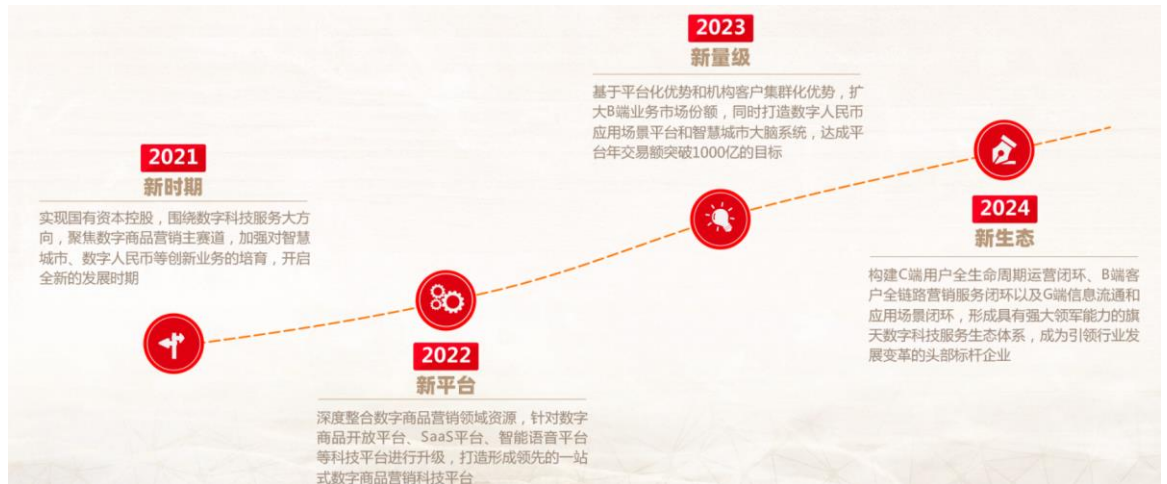


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

3. 创新业务

公司立足于数字营销基本盘，积极开拓数字生活新增长曲线。公司基于本身平台化优势和机构客户集群化优势，持续扩大B端业务市场份额，同时打造数字人民币应用场景平台，未来打造数字政务和数字人民币第二增长曲线。

图表 16：数字政务和数字人民币是未来新增长点



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.1. 数字人民币：把握场景和资源优势，顺应时代发展潮流

数字人民币是人民银行发行的数字形式的法定货币，由指定运营机构参与运营，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与实物人民币等价。我国是法定数字人民币研究的先行者。早在 2014 年就开展了系列研究。2016 年，人民银行成立数字人民币研究所，作为具体推进数字人民币工作的金融基础设施单位。2018 年，人民银行制定了数字人民币研发框架，作为研发工作的基础性指引。2021 年 7 月，人民银行数字人民币研发工作组发布《中国数字人民币的研发进展》白皮书，首次系统披露顶层思路——在双层运营体系下，一方面，央行通过实施中心化管理保证对货币发行和货币政策的调控能力；另一方面，充分利用商业机构的现有资源、人才、技术等优势，通过市场驱动、竞争选优、分散化解风险，避免“金融脱媒”。2022 年 10 月，人民银行数字人民币研究所发布《扎实开展数字人民币研发试点工作》，表示支持在财政、税收、政务等对公领域发挥数字人民币优势，为政府数字化和智能化治理提供先进的支付服务。

图表 17：推动数字人民币研发应用试点

时间	事件
2014 年	开展数字人民币系列研究
2016 年	人民银行成立数字人民币研究所
2018 年	人民银行制定数字人民币研发框架，作为基础性指引
2021 年 7 月	人民银行数字人民币研发工作组发布《中国数字人民币的研发进展》白皮书，首次系统披露顶层思路

2022 年 10 月 中国人民银行数字人民币研究所发布《扎实开展数字人民币研发试点工作》

资料来源：中国人民银行，东方财富证券研究所

数字人民币在批发零售、餐饮文旅、教育医疗、公共服务等领域已形成一大批涵盖线上线下、可复制可推广的应用模式。截至 2022 年 8 月 31 日，15 个省（市）的试点地区累计交易笔数 3.6 亿笔、金额 1,000 亿，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个。2022 年以来，各试点地区政府围绕“促进消费”“抗击疫情”“低碳出行”等主题累计开展了近 30 次数字人民币消费红包活动，各商业机构还开展了多次市场化推广活动，有力促进社会消费回补与潜力释放。多地电子政务服务平台开通数字人民币支付服务，支持线上线下渠道办理各类公共事业缴费，利用数字人民币发放退税资金、医保月结款专项资金、困难群众帮扶资金、“专精特新”企业扶持资金等。

图表 18：2022 年北京冬奥会数字人民币试点



资料来源：盐城市国资委，东方财富证券研究所

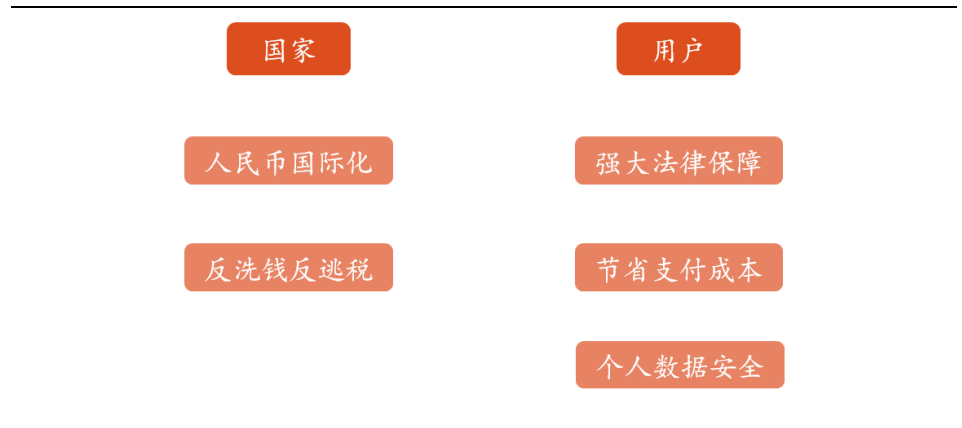
数字人民币的普及具有非常长远的价值：

对于国家来说，数字人民币有利于人民币国际化和反洗钱、反逃税。对外：我国经济实力进一步加强，从 2013 年开始，中国就已经成为世界最大的贸易国，2021 年我国全年货物进出口达 39.1 万亿，进一步增强了人民币在国际支付体系和储备体系的影响力。当前的跨境支付体系是以 SWIFT 与 CHIPS 为核心建立的全球网络，存在效率低、价格高、安全性差的问题。特别是现有跨境支付体系的核心均是美国公司，美国可以将跨境支付作为金融制裁的工具，限制被制裁国家的企业进行跨境经营活动，威胁国家金融主权。此前，美国就通过 SWIFT 系统制裁朝鲜、伊朗等国，其系统性风险不可忽视。数字人民币的发行和使用会提升人民币的国际竞争力，有效隔离人民币清算风险，降低对 SWIFT 系统依赖。对内：数字人民币可以溯源，在精准监控大额转账的同时，又能够保证用户的日常生活隐私。数字人民币可以反洗钱、防止偷税和漏税，防止资金不健康流动，解决了现金监管上的弊端。

对于用户来说，数字人民币拥有更强的法律保障、节省支付成本并且保护个人数据安全。其一，数字人民币是国家的法定货币，由国家信用担保，相比于微信、支付宝等第三方支付，更加具有法律保障。其二，数字人民币的支付更加便捷，节省成本。一方面，数字人民币的发行成本比纸币、硬币成本更低；另一方面，使用银行卡需要支付 0.6% 的手续费，二维码支付（微信、支付宝等）需要支付 0.38% 的手续费。相比之下，数字人民币是非赢利性的，支付更加便捷、节省成本。其三，数字人民币更加安全，对用户的保护更加完善。一方面，

数字人民币的挂失功能和实名制可以使用户持有数字人民币更加安全。另一方面，政府可以更好地保护消费者、商户等在数字人民币交易过程中产生的大数据信息。

图表 19：数字人民币的价值



资料来源：东方财富证券研究所绘制

极布局数字人民币业务，抢占先发优势。公司作为业内领先的数字科技服务商，分别在银行合作、场景建设、硬件服务等方面夯实数字人民币发展。

银行合作：公司已经分别在北京，上海，苏州，杭州，深圳等几个主要城市进行了试点，开设了覆盖五大银行系统的数字人民币法人账户，并在国有省级分行农村地区振兴数字人民币营销活动，大型城市商业银行数字人民币红包营销活动等项目获得了行业认可。截至目前，旗天科技已与多家国有大行开展数字人民币营销推广业务合作，部分股份制银行和城商行正在洽谈合作项目。

场景建设：公司以原有银行数字营销服务业务为基础，探索数字人民币应用支付场景，并构建了从活动策划、活动落地到红包发放，用户使用数据的数字人民币券一站式解决方案，形成了以数字人民币红包分发能力为核心，以消费场景建设和营销策划为助推的综合解决方案。

合作硬件服务商：公司还与数字人民币硬件服务商达成战略合作，共同打造数字人民币营销推广等数字生活营销综合平台，进一步助力数字人民币在各领域的推广应用。

图表 20：旗天科技数字人民币解决方案



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所绘制

数字人民币试点推广加速，其中数字人民币红包是产业推广的重要手段和场景，公司在营销场景建设端具有先发优势。2022年，公司同盐南文旅开展业务合作，协同政府完成两次 2000 余万元盐城消费券发放工作，实现数倍消费乘数效应，获得地方政府的一致好评。以此为标杆案例，公司在盐城市的其他合作项目、华东周边地市的消费券项目及数字人民币红包项目正在陆续上线。此外，公司与多家国有大行、股份制银行、城商行在数字人民币红包业务上建立了实质合作，提供数字人民币营销推广综合解决方案，产品具有可复制性，在同业中具有先发优势。未来，公司将打造领先的数字人民币场景营销平台，结合公司聚合支付资质，形成“场景+支付”闭环，进一步夯实公司在数字人民币营销推广领域的优势地位。

图表 21：公司盐城数字消费券分销业务



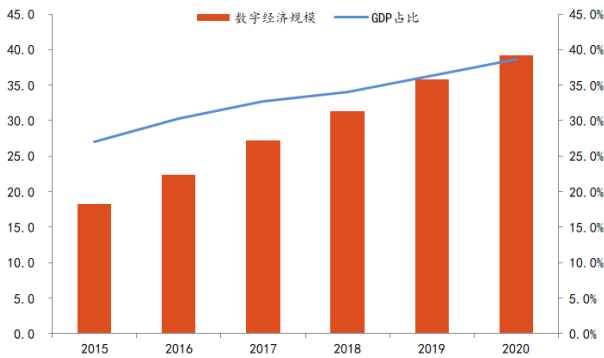
资料来源：盐南文旅，东方财富证券研究所

对公场景也是数字人民币未来重要的应用领域。根据人民银行数字人民币研究所发布《扎实开展数字人民币研发试点工作》，数字人民币在批发零售、餐饮文旅、教育医疗和公共服务等领域形成了一批涵盖线上线下、可复制可推广的应用模式。目前多地电子政务服务平台开通数字人民币支付服务，支持线上线下渠道办理各类公共事业缴费，利用数字人民币发放退税资金、医保月借款专项资金、困难群众帮扶资金、“专精特新”企业扶持资金等。相比于个人消费场景而言，对公场景尤其是泛政府相关的场景在数字人民币推广应用方面更具备优势，为数字人民币的推广创造更为刚需的应用场景。公司通过国资资源切入数字政务细分领域和应用场景，进一步与数字人民币推广形成协同。

3.2. 数字政务：深挖盐城本地资源，助力政府数字化转型

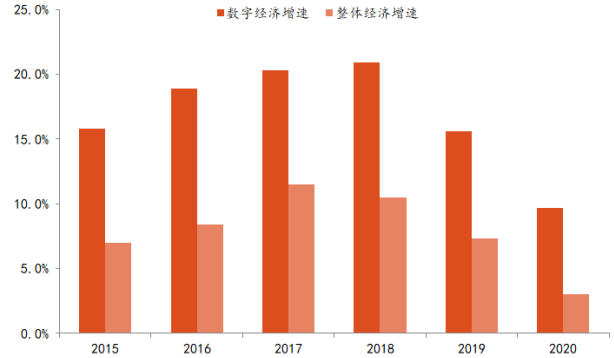
数字经济是国内经济高质量发展的重要引擎。2020 年中国数字经济规模达 39.2 万亿，占国内生产总值的 38.6%，GDP 占比持续提升。数字经济是当前最具活力、最具创新力、辐射最广泛的经济形态，是国民经济的核心增长极之一。2020 年，中国数字经济依然保持 9.7% 的高位增长，远高于同期 GDP 名义增速约 6.7%。数字经济成为推动国民经济持续稳定增长的关键动力。

图表 22：2015-2020 年中国数字经济规模（单位：万亿元）



资料来源：中国信息通信研究院，东方财富证券研究所

图表 23：2015-2020 年中国数字经济增速及 GDP 增速



资料来源：中国信息通信研究院，东方财富证券研究所

公共服务数字化是数字经济的重要应用领域之一。按照产业链划分，数字经济主要包括数字基础设施、数字要素处理、数字化应用、数字国际化以及数字安全。我国在数字应用领域，尤其是电商、线上娱乐等领域全球领先，数字政务有望成为新的发力点。根据清华大学数据治理研究中心《2020 数字政府发展指数报告》中显示，我国数字政府发展并不均衡，东部地区数字政府的发展显著领先于中部和西部地区。

图表 24：数字经济产业图谱



资料来源：东方财富证券研究所绘制

“十三五”期间，数字政府建设成效显著，一体化政务服务和监管效能大幅度提升。数字经济为经济社会持续健康发展提供了强大动力。根据《“十四五”数字经济发展规划》发展目标：到 2025 年，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10.0%，软件和信息技术服务业规模达 14.0 万亿，全国网上零售额达 17.0 万亿，数据经济规模持续增长。2020 年至 2025 年，工业互联网平台应用普及率从 14.7% 上升至 45.0%，制造业数字化、网络化、智能化更加深入；在线政务服务实名用户规模从 4.0 亿上升至 8.0 亿，网络化、数字化、智慧化的利企便民服务体系不断完善。

图表 25：“十四五”数字经济发展主要指标

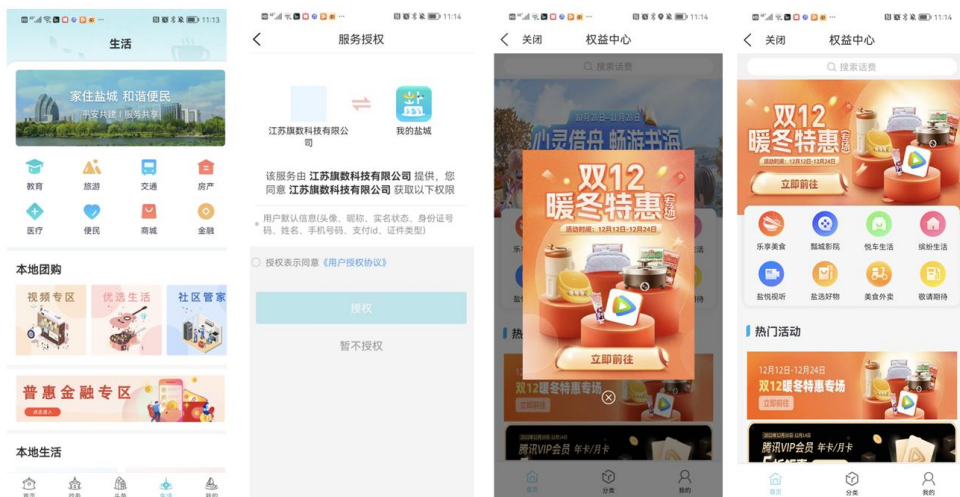
指标	2020 年	2025 年
数字经济核心产业增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10.0
IPv6 活跃用户数 (亿户)	4.6	8.0
千兆宽带用户数 (万户)	640	6,000
软件和信息技术服务业规模 (万亿元)	8.2	14.0
工业互联网平台应用普及率 (%)	14.7	45.0
全国网上零售额 (万亿元)	11.8	17.0
电子商务交易规模 (万亿元)	37.2	46.0
在线政务服务实名用户规模 (亿)	4.0	8.0

资料来源：《“十四五”数字经济发展规划》，东方财富证券研究所

在数字政务方面，公司响应国家层面关于加强数字政府建设工作的号召，抓住国资实控公司后的机遇，进一步深挖股东战略合作资源，以盐城为基础，逐渐深度参与本地数字经济相关的业务。在上市公司层面，利用好上市公司平台优势，最大化地团结各方力量，协同作战，有力推动公司战略落地。

公司以城市政务服务 APP（如“我的盐城”）为载体，在场景搭建、消费券等方面提供综合解决方案，有力拉动了当地消费增长，获得当地政府机构的一致好评。未来公司将发挥资源和差异化竞争优势，切入更多数字政务细分领域和应用场景，打造覆盖华东、辐射全国的数字政务服务平台。

图表 26：我的盐城 APP 生活板块



资料来源：我的盐城 APP，东方财富证券研究所

公司以智慧城市、数字政务为流量入口，实现商业模式升级。后疫情时代，市民对政务 APP 粘性增加，政府对政务 APP 需求由建设投入为主逐步转变为运维+商业化运营。公司发挥基石业务数字生活营销的禀赋，对接政务机构、平台运营方和 B 端商户，一方面为平台提供一整套数字生活服务解决方案，提升市民的粘性、活跃度和满意度，丰富市民消费场景，拉动城市消费增长；另一方面，同本地商户及其他 B 端企业合作，整合上下游海量信息资源，帮助 B 端企业进行业务推广，盈利模式从 2G 逐步转向 2G+2B。

公司以盐城总部为 TO G 业务根据地，深挖盐城本地 G 端市场资源，将公司打造为盐城市大数据产业的亮丽名片。公司董事长李天松先生为盐城市大数据集团有限公司总经理，而盐城市大数据集团由盐南高新区组建成立，以城市数字化、“数字产业化、产业数字化”为发展方向，重点推进大数据基础设施建设、政务数据资产创新应用、信息化项目开发运营、数字产业投资发展、数字经济生态打造等产业业态，努力用数据赋能高质量发展。依托盐城市大数据集团，公司有望在数字经济尤其是城市数字化领域实现突破。

图表 27：盐城市大数据集团致力于数字经济

盐城市大数据集团有限公司成立

发布日期：2021-03-02 16:24 [大中小] 浏览次数：326

3月1日上午，盐城市大数据集团有限公司成立大会暨揭牌仪式在盐南高新区举行。市长曹路宝揭牌并讲话。中国科学院院士鄂维南、中国电子科技开发有限公司董事长谢庆华等参加。

近年来，我市深入贯彻习近平网络强国战略思想，抢抓5G和新一代信息技术机遇，以信息资源共享为核心，以智慧应用推广为抓手，建成部省市合作共建大数据产业园，先后开发启用“我的盐城”App、政务“一张网”等平台，全面促进产业转型升级和城市能级提升。盐城市大数据集团由盐南高新区组建成立，以城市数字化、“数字产业化、产业数字化”为发展方向，重点推进大数据基础设施建设、政务数据资产创新应用、信息化项目开发运营、数字产业投资发展、数字经济生态打造等产业业态，努力用数据赋能高质量发展。

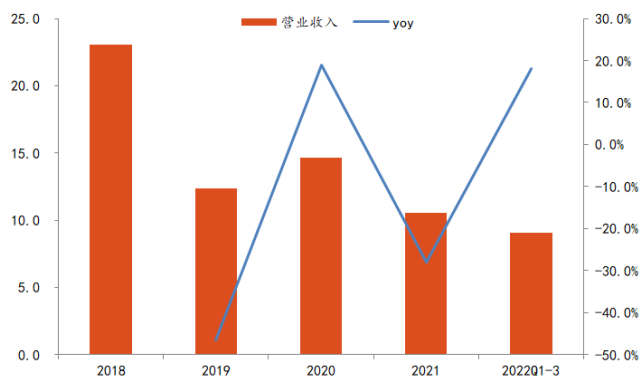
资料来源：盐城市国资委，东方财富证券研究所

4. 财务分析

4.1. 营业收入：负面影响逐步消退，数字生活营销增长强劲

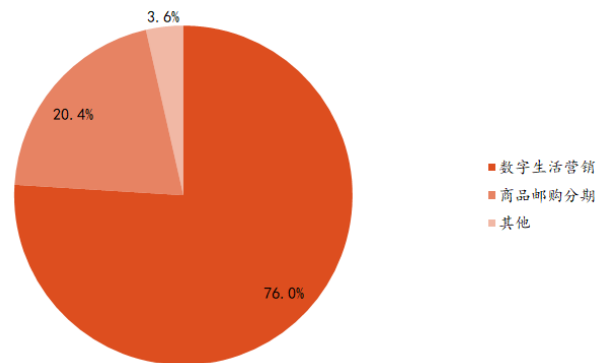
受客户调整合作模式影响，旗计智能银行卡生活服务业务下滑较为明显，但负面影响已经逐步消退。2022 年前三季度，公司实现营业收入 9.1 亿，同比增长 18.1%，受合作模式调整后，重新回到增长轨道。收入结构中，数字生活营销占比 76.0%，商品邮购分期占比 20.4%，其他占比 3.6%。由于监管机构加强对商业银行与第三方合作机构的合规管理力度，公司商品邮购分期项目实施缩紧，目前处于业务调整尾声。

图表 28：2018-2022Q3 公司营业收入及增速（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

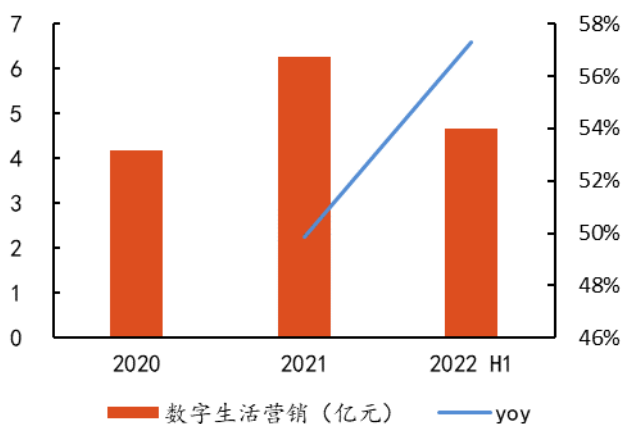
图表 29：2022 年中报公司营业收入构成



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（2022年中报数据）

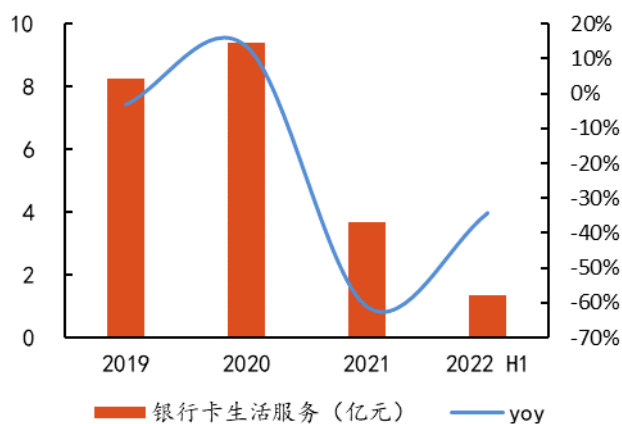
分业务看：1) 数字生活营销业务增长强劲，成为公司业务重要增长引擎。2022 年上半年，数字生活营销板块实现营业收入 4.7 亿，同比增长 57.3%。2) 受合作模式调整影响，银行卡生活服务业务收入短期承压，业务调整已接近尾声。2022 年上半年，银行卡生活服务板块实现营业收入 1.4 亿，同比下滑 34.1%。

图表 30：数字生活营销营业收入（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（2019年收入数据根据利润估计）

图表 31：银行卡生活服务营业收入（单位：亿）

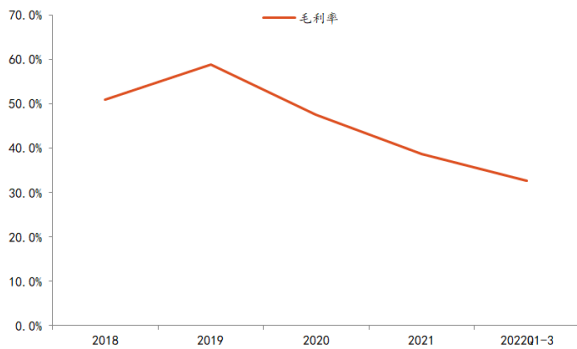


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.2. 成本费用：结构变化致毛利率承压，费用率持续改善

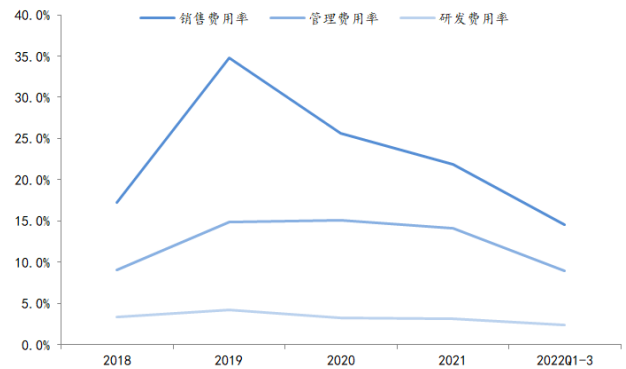
受收入结构变化影响，公司毛利率持续承压。2022 年前三季度，公司毛利率 32.7%，持续呈现下降趋势，主要由于低毛利率的数字生活营销业务占比上升导致。同样因素所致，公司各项费用率改善明显。2022 年前三季度，公司销售费用率 14.6%，管理费用率 9.0%，研发费用率 2.4%，均呈现不同程度的改善，同样由于低费用率的数字生活营销业务占比提升所致。

图表 32：2018-2022Q3 公司毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

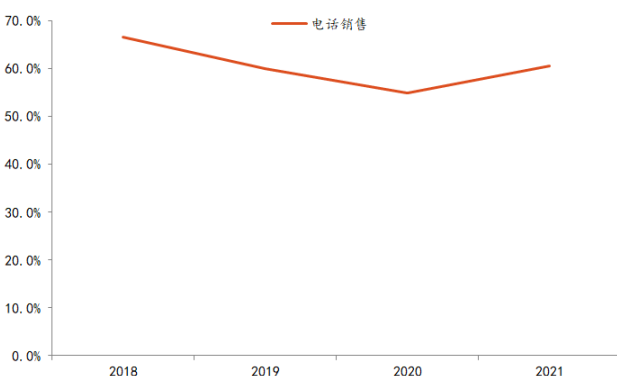
图表 33：2018-2022Q3 公司费用率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

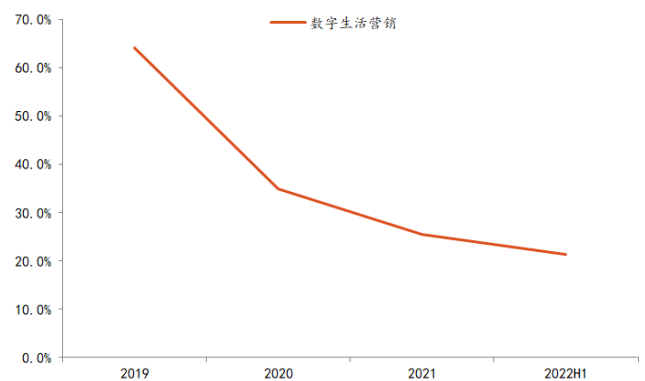
分业务来看：1) 2021 年，公司电话销售业务毛利率 60.4%，相对保持稳定。2) 2021 年，数字生活营销业务毛利率 25.5%，随着业务规模和商品品类增多，毛利率呈现一定下滑趋势。

图表 34：2018-2021 公司电话销售业务毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 35：2018-2021 公司数字生活营销业务毛利率

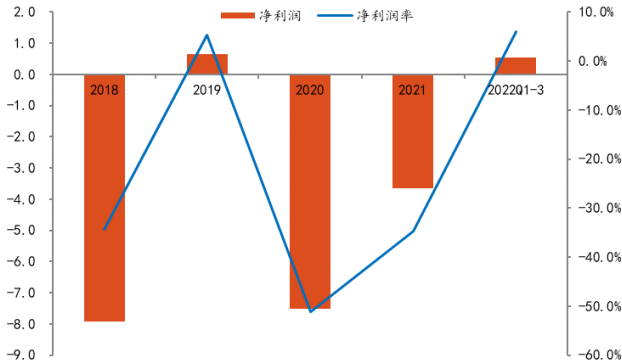


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.3. 净利润：业绩触底回升，商誉减值风险消除

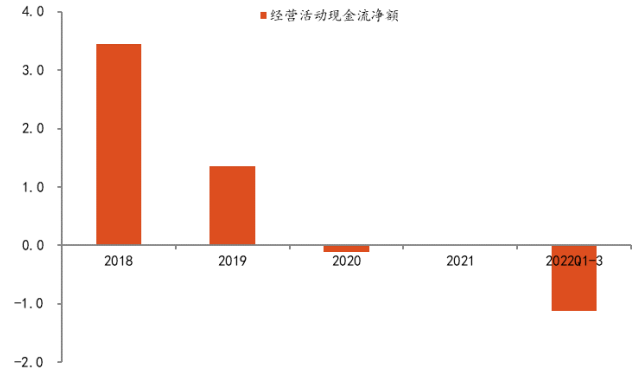
受商誉减值影响，2020 年、2021 年净利润持续承压，当前商誉账面值较小，业绩减负前行。2022 年前三季度，公司实现归母净利润 0.54 亿，净利润率 6.0%，实现扭亏为盈。公司现金流较为良好，回款存在一定季节性。

图表 36：2018-2022Q3 公司净利润（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

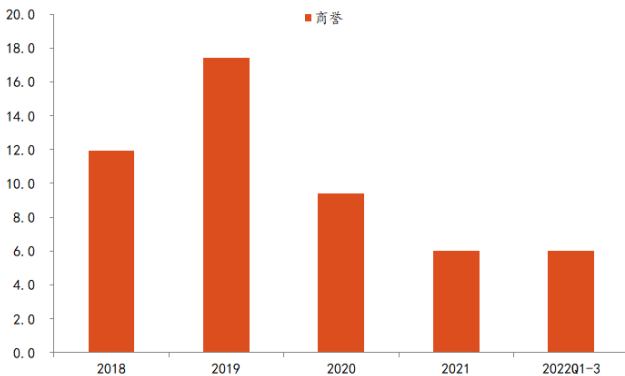
图表 37：2018-2022Q3 公司经营活动现金流净额（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

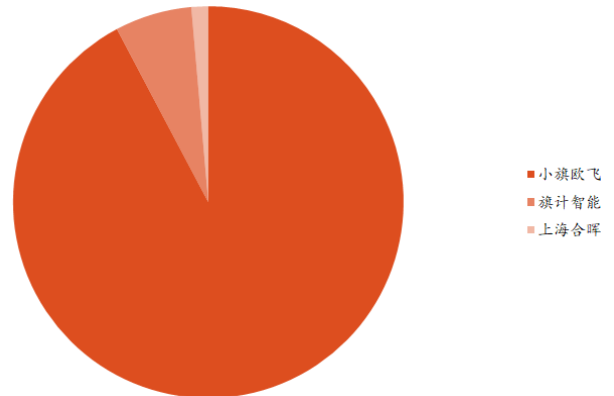
商誉减值已经完成，剩余部分减值风险小。截至 2022 年第三季度，公司账面商誉 6.0 亿，从 2019 年峰值 17.4 亿逐步下滑，减值主要由于旗计智能业务持续收缩所致。目前，公司商誉中 92% 属于并购小旗欧飞所致，而小旗欧飞经营情况稳定，2022 年上半年完成 5,145 万净利润，商誉减值风险低。

图表 38：公司商誉情况（单位：亿）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 39：2022Q3 公司商誉构成



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

整体业绩稳定增长。我们预计 2022-2024 年收入增速 17.6%/24.1%/25.2%；其中数字生活营销收入增速分别为 35.0%/30.0%/30.0%，银行卡生活服务业务收入增速为-10.0%/5.0%/5.0%。

由于数字生活营销业务占比提升，我们预计 2022-2024 年综合毛利率 33.2%/31.8%/30.7%，其中数字生活营销业务毛利率约为 22.0%；银行卡生活服务业务毛利率约为 70.0%。

随着收入规模上升，各项费用率小幅改善。我们预计 2022-2024 年销售费用率约为 14.6%，管理费用率约为 9.0%，研发费用率约为 2.4%。

图表 40：公司盈利测算主要假设

单位：百万	2021	2022E	2023E	2024E
数字生活营销	626	845	1,099	1,428
yoy	49.8%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	25.5%	22.0%	22.0%	22.0%
商品邮购分期	284	256	268	282
yoy	-65.6%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	70.2%	70.0%	70.0%	70.0%
信用卡账单分期	77	69	73	76
yoy	-24.5%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
航旅信息服务	45	41	61	91
yoy	-47.1%	-10.0%	50.0%	50.0%
毛利率	51.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	23	30	39	51
yoy	-34.3%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	1,055	1,240	1,539	1,928
yoy	-28.0%	17.6%	24.1%	25.2%
毛利率	38.6%	33.2%	31.8%	30.7%

资料来源：东方财富证券研究所预测

6. 估值和投资建议

我们建议关注公司后续传统业务触底反弹以及创新业务加速落地。结合当前公司经营状况，我们调整公司营收预测（不考虑数字政务和数字人民币业务），预计 2022-2024 年营业收入 12.4/15.4/19.3 亿，归母净利润分别为 0.6/0.9/1.2 亿，EPS 分别为 0.09/0.14/0.18 元，对应 PE 分别为 75/49/38 倍，给予“增持”评级。

图表 41：可比公司盈利及估值一览

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
003040.SZ	楚天龙	80.05	0.14	0.40	0.48	193.44	43.57	36.17	17.36	未评级
300766.SZ	每日互动	44.73	0.29	0.08	0.26	53.90	148.10	42.56	11.18	增持
300168.SZ	万达信息	102.73	0.06	-0.05	0.09	223.31	-191.19	92.21	8.65	未评级
000948.SZ	南天信息	83.41	0.23	0.36	0.49	62.52	59.15	43.22	21.15	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2022 年 12 月 23 日，未评级股票盈利预测来自 choice 一致预期）

7. 风险提示

数字生活营销不及预期：公司数字生活营销业务是公司主要增长引擎，其增长不及预期会对整体业绩带来负面影响。

创新业务拓展不及预期：公司数字政务和数字人民币业务仍处于发展早期，商业模式和拓展等都存在一定不确定性。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	878.51	981.02	1106.30	1326.06
货币资金	121.46	139.65	61.29	81.82
应收及预付	486.11	553.55	731.16	880.60
存货	13.94	33.67	31.93	77.09
其他流动资产	257.00	254.16	281.92	286.55
非流动资产	853.11	853.11	853.11	853.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10.30	10.30	10.30	10.30
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	90.46	90.46	90.46	90.46
其他长期资产	752.35	752.35	752.35	752.35
资产总计	1731.63	1834.13	1959.41	2179.17
流动负债	537.86	588.87	630.45	739.36
短期借款	318.79	318.79	318.79	318.79
应付及预收	28.83	63.28	53.34	95.19
其他流动负债	190.24	206.79	258.31	325.38
非流动负债	33.89	33.89	33.89	33.89
长期借款	5.78	5.78	5.78	5.78
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	28.11	28.11	28.11	28.11
负债合计	571.75	622.76	664.34	773.25
实收资本	660.94	660.94	660.94	660.94
资本公积	1867.50	1867.50	1867.50	1867.50
留存收益	-1320.72	-1260.20	-1167.48	-1047.62
归属母公司股东权益	1184.03	1244.55	1337.27	1457.13
少数股东权益	-24.16	-33.17	-42.19	-51.21
负债和股东权益	1731.63	1834.13	1959.41	2179.17

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1054.37	1240.40	1539.40	1928.08
营业成本	647.16	829.01	1049.60	1336.79
税金及附加	3.54	3.10	3.85	4.82
销售费用	230.94	192.26	223.21	260.29
管理费用	149.53	117.84	143.16	173.53
研发费用	33.28	34.73	43.10	50.13
财务费用	19.29	7.74	7.47	8.64
资产减值损失	-351.21	-20.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.40	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-1.64	0.62	0.77	0.96
其他收益	25.98	28.26	35.07	43.93
营业利润	-350.55	64.59	104.84	138.77
营业外收入	1.58	0.08	0.08	0.08
营业外支出	7.62	0.30	0.30	0.30
利润总额	-356.59	64.38	104.62	138.55
所得税	18.40	12.88	20.92	27.71
净利润	-374.99	51.50	83.70	110.84
少数股东损益	-9.02	-9.02	-9.02	-9.02
归属母公司净利润	-365.97	60.52	92.71	119.86
EBITDA	81.60	91.72	111.54	146.45

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	0.27	27.34	-69.35	29.35
净利润	-374.99	51.50	83.70	110.84
折旧摊销	64.13	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-50.89	-53.32	-162.06	-90.31
其它	362.03	29.16	9.01	8.82
投资活动现金流	-9.02	0.40	0.55	0.75
资本支出	-10.14	0.40	0.55	0.75
投资变动	1.13	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-213.68	-9.56	-9.56	-9.56
银行借款	525.01	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-738.69	-9.56	-9.56	-9.56
现金净增加额	-222.42	18.18	-78.36	20.53
期初现金余额	331.16	108.74	126.92	48.56
期末现金余额	108.74	126.92	48.56	69.09

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-28.04%	17.64%	24.10%	25.25%
营业利润增长	56.36%	118.43%	62.30%	32.37%
归属母公司净利润增长	51.17%	116.54%	53.20%	29.28%
获利能力 (%)				
毛利率	38.62%	33.17%	31.82%	30.67%
净利率	-35.56%	4.15%	5.44%	5.75%
ROE	-30.91%	4.86%	6.93%	8.23%
ROIC	1.23%	4.74%	5.47%	6.72%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.02%	33.95%	33.90%	35.48%
净负债比率	18.62%	16.33%	21.32%	18.18%
流动比率	1.63	1.67	1.75	1.79
速动比率	1.12	1.15	1.25	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.68	0.79	0.88
应收账款周转率	2.47	2.55	2.38	2.49
存货周转率	75.64	36.84	48.22	25.01
每股指标 (元)				
每股收益	-0.55	0.09	0.14	0.18
每股经营现金流	0.00	0.04	-0.11	0.04
每股净资产	1.79	1.89	2.03	2.21
估值比率				
P/E	—	74.92	48.90	37.83
P/B	5.93	3.64	3.39	3.11
EV/EBITDA	88.66	51.59	43.12	32.70

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。