



2019 年 07 月 17 日

增持(维持)

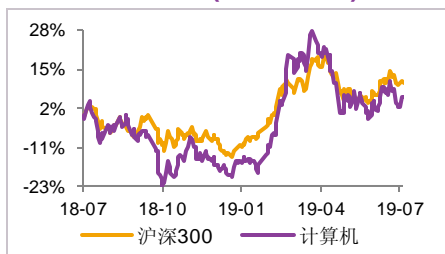
分析师：陈铮娴

执业编号：S0300516090001

电话：021-51759911

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

计算机

# 【联讯计算机】光云科技 (A03553) 电商 SaaS 行业领先者

投资要点

## ◇ 电商 SaaS 行业发展迅速

互联网的出现和大规模应用，信息技术得以高速发展，SaaS 的现代应用模式逐渐成型，形成了基于互联网和云计算提供软件服务的应用模式。SaaS 产品对于客户而言降低了其使用成本，使得之前无力承担软件使用费的中小微企业也可以负担相应的支出成本，使得 SaaS 应用的客户群体范围大大增加。我国 SaaS 市场规模增长迅速，预计 2020 年 SaaS 市场将达到 473.40 亿元，未来发展空间十分广阔。

## ◇ 公司简介

公司是业内领先的电商 SaaS 企业，主营业务是基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品,在此基础上提供配套硬件,运营服务及 CRM 短信等增值服务.公司主要产品及服务包括以超级店长,快递助手为代表的电商 SaaS 产品,以快麦电子面单打印机为主的配套硬件,以快麦电商为代表的运营服务及以营销目的为主的 CRM 短信等.公司在淘宝、天猫、1688、速卖通、京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街、Lazada 等各大电商平台上提供 SaaS 产品及增值服务，在行业内具有良好的口碑和品牌效应。上交所已受理光云科技的上市申请。

## ◇ 建议关注电商 SaaS 行业带来的投资机会

我国 SaaS 市场规模增长迅速，预计 2020 年 SaaS 市场将达到 473.40 亿元，未来发展空间十分广阔。我国的电子商务渗透率已经居于世界领先地位，以淘宝、天猫、京东、拼多多为代表的电商平台的商家流量降低了 SaaS 企业的获客成本，使得电商 SaaS 企业拥有自身独特的发展路径。

## ◇ 风险提示

行业政策风险，发行风险。



## 目 录

一、行业分析 .....	1
(一) 市场规模 .....	1
(二) 市场渗透率 .....	1
(三) 行业发展趋势 .....	1
二、公司分析 .....	1
(一) 公司简介 .....	1
(二) 产业链 .....	1
(三) 业务及财务分析 .....	10
1、主营业务收入分析 .....	10
2、业务结构分析 .....	11
3、研发费用分析 .....	11
4、主要财务指标 .....	11

## 图表目录

图表 1: SaaS 市场规模及增速 .....	1
图表 2: 电子商务市场及零售市场规模 .....	1
图表 3: 2014-2020 年中国电商衍生服务业交易规模 .....	1
图表 4: 电商服务市场付费渗透率 .....	1
图表 5: 电商 SaaS 行业发展趋势 .....	1
图表 6: 公司主要 SaaS 产品和服务 .....	1
图表 7: 公司股权结构 .....	1
图表 8: 产业链生态 .....	1
图表 9: 公司产业链 .....	1
图表 10: 主营业务收入及增幅 .....	10
图表 11: 营业收入占比 .....	10
图表 12: 电商 SaaS 业务与可比公司比较 .....	11
图表 13: 电商 SaaS 产品分类 .....	11
图表 14: 研发费用及占比 .....	11
图表 15: 主要财务指标 .....	11
图表 16: A 股计算机软件及服务公司估值一览 .....	11

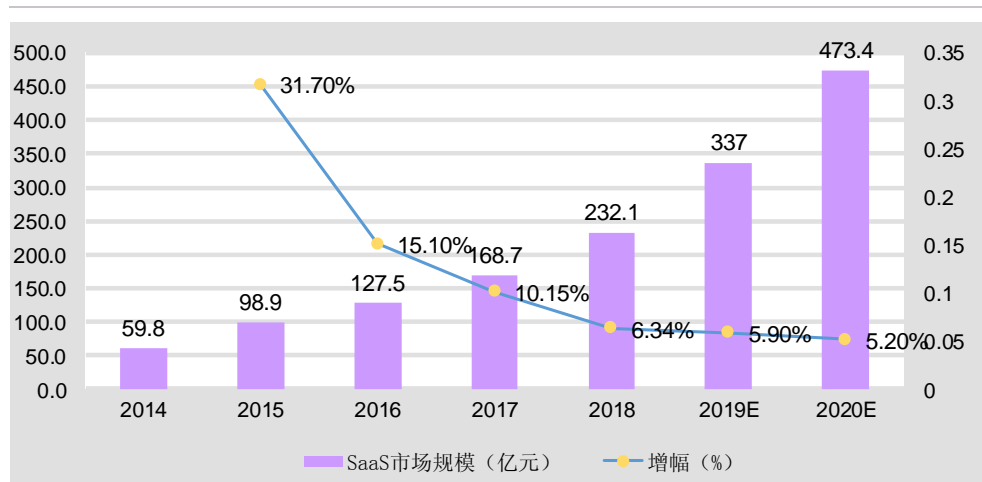


## 一、行业分析

### （一）市场规模

随着互联网的出现和大规模应用，信息技术得以高速发展，SaaS 的现代应用模式逐渐成型，形成了基于互联网和云计算提供软件服务的应用模式。SaaS 产品对于客户而言降低了其使用成本，使得之前无力承担软件使用费的中小微企业也可以负担相应的支出成本，使得 SaaS 应用的客户群体范围大大增加。我国 SaaS 市场规模增长迅速，预计 2020 年 SaaS 市场将达到 473.40 亿元，未来发展空间十分广阔。

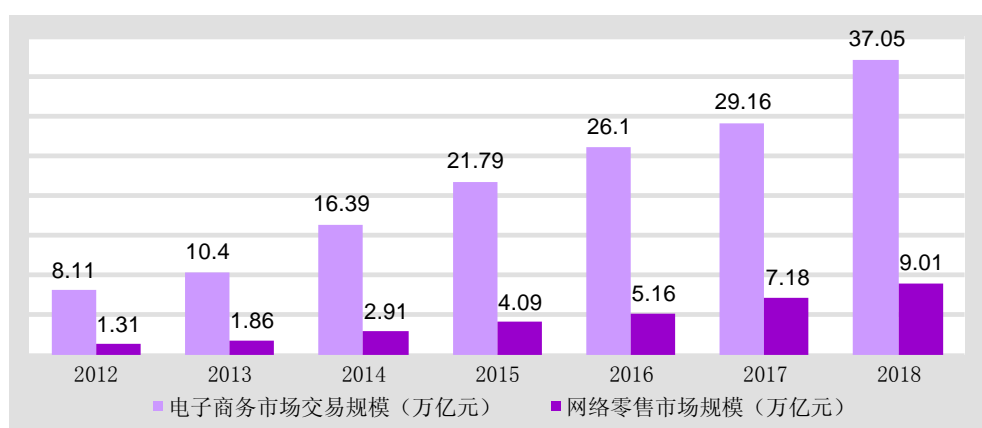
图表1： SaaS 市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

近年来，互联网基础设施的不断完善，网络购物用户数量持续增长，我国电子商务市场交易规模呈现高速增长的态势。根据国家统计局电子商务交易平台的统计，2017 年中国电子商务市场交易规模达到 29.16 万亿元，同比增长 11.7%，2012 年至 2017 年年均复合增长率达到 29.17%；2018 年网络零售市场交易规模为 9.01 万亿元，同比增长 25.49%，2012 年至 2018 年年均增速为 37.90%。

图表2： 电子商务市场及零售市场规模



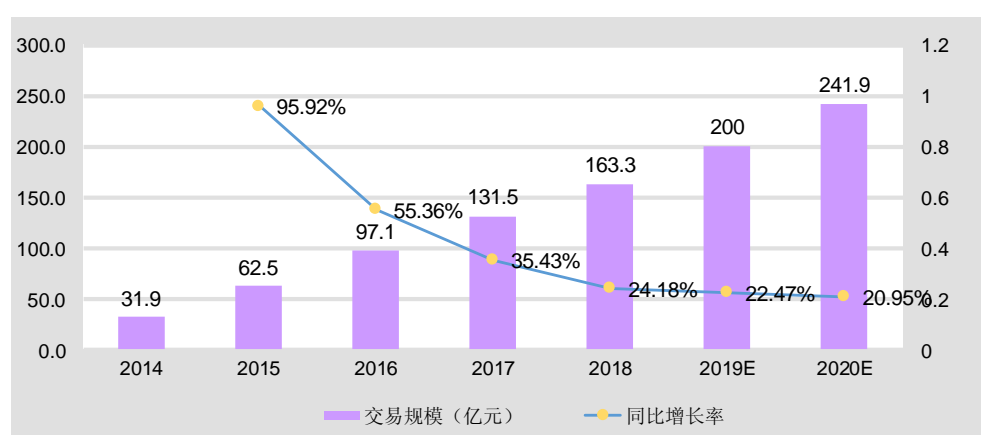
数据来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

电子商务衍生服务指满足电商商家衍生配套需求的配套硬件、电商运营服务、CRM 等各类专业服务。电商 SaaS 企业开展衍生服务可以更好的增加与客户的互



动与黏性，降低客户的流失率，促成客户对电商 SaaS 企业系列产品的使用习惯，是电商 SaaS 企业维护客户的有力抓手。2018 年，阿里、京东、拼多多、微店四大主流电商平台活跃卖家数量达到 1,196.47 万。未来，随着技术升级、应用场景的多样化及网络购物进一步发展等因素的影响，我国电商衍生服务业的市场规模有望继续增长，但增速较之前将逐渐趋于平稳，预计到 2020 年我国的电商衍生服务业市场规模将达到 241.9 亿元。

图表3： 2014-2020 年中国电商衍生服务业交易规模

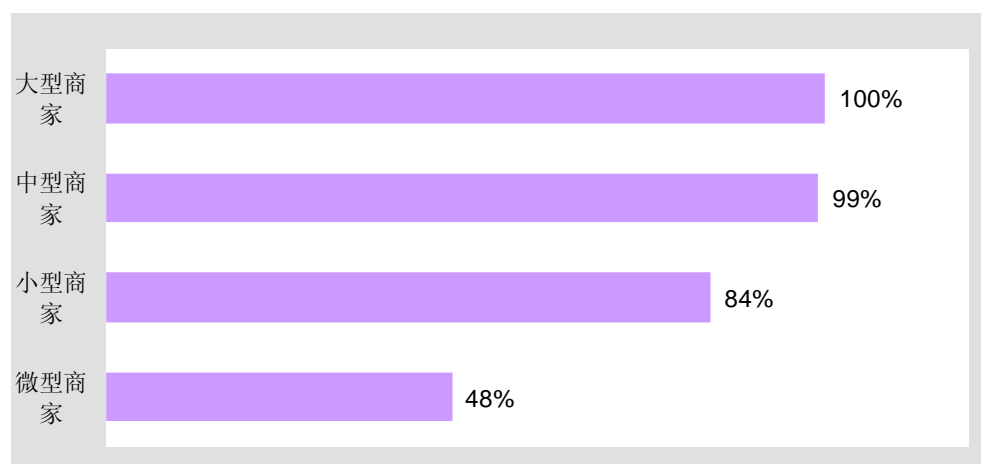


资料来源：艾瑞咨询，联讯证券研究院

## （二）市场渗透率

我国的电子商务渗透率已经居于世界领先地位，以淘宝、天猫、京东、拼多多为代表的电商平台的商家流量降低了 SaaS 企业的获客成本，使得电商 SaaS 企业拥有自身独特的发展路径。随着电商商家数量的增长，市场竞争环境越显激烈，愿意对电商服务付费的优质商家的市场优势地位愈发明显，电商服务市场的付费渗透率进一步上升。电商商家的规模越大，付费的渗透率也越大。

图表4： 电商服务市场付费渗透率



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院



### （三）行业发展趋势

2014 年以来，我国电商 SaaS 行业内的产品及服务类目逐渐增多，服务形式更多样化，整个产业链分工明确，市场交易规模稳步增长，行业进入高速发展期。

图表5： 电商 SaaS 行业发展趋势

发展趋势	趋势概览
聚焦中大型电商客户需求趋势	随着电商行业竞争的日益激烈，马太效应日趋明显，相较于小微商家，中大型商家未来在资金、获客渠道、供应链管理等方面的竞争优势将愈发明显，其将聚焦于增强内部经营管理以提升盈利能力，主要路径之一为利用SaaS产品提升管理效率。未来，电商SaaS头部企业需要更多从中大型商家的视角，思考产品和服务的技术突破点和功能有效性，提供满足中大型商家需求的解决方案。
多平台	电商SaaS行业上游是以淘宝、天猫、京东为代表的电商平台，其积累了行业的大量资源，对电商SaaS企业有较大的影响力。近年来，以拼多多为代表的社交电商平台、以抖音、快手为代表的短视频平台、以AliExpress、Lazada、Wish等跨境电商平台的出现，使得行业的多平台发展趋势愈发明显。为满足商家多平台发展的需求，电商SaaS企业需要开发符合平台规则、具备各平台特色的产品和服务。
多场景	商家在平台上对于商品描述由初期的纯文字向图片、视频、直播等方式衍变，未来视频、直播等可能成为商家的主流商品描述模式，电商SaaS企业需要针对上述趋势提供相应的产品及服务。
SaaS产品智能化	随着近年来人力成本逐年上升，电商商家的运营成本也相应增加，以智能化产品来替代人力投入，成为行业的普遍趋势。同时，人工智能的底层技术逐渐成熟，其在电商SaaS产品中具有良好的应用场景。
向中小企业用户拓展	目前国内企业集团或者大中型企业的信息化管理水平相对较高，传统软件公司多聚焦于满足前述客户的诉求。目前我国中小微企业数量众多，其在财务、CRM、会务、人事行政等各个细分领域缺乏合适的信息化管理软件，或者软件使用成本较高。SaaS产品部署于云平台，初始投入和使用成本较低，因此天然适用于中小微企业。预计未来中小微企业将是SaaS企业的主要客户群体，市场潜力巨大。

资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

## 二、公司分析

### （一）公司简介

公司是业内领先的电商 SaaS 企业，主营业务是基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品，在此基础上提供配套硬件、运营服务及 CRM 短信等增值产品。公司主要产品及服务包括以超级店长、快递助手为代表的电商 SaaS 产品，以快麦电子面单打印机为主的配套硬件，以快麦电商为代表的运营服务及以营销目的为主的 CRM 短信等。公司在淘宝、天猫、1688、速卖通、京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街、Lazada 等各大电商平台上提供 SaaS 产品及增值服务，在行业内具有良好的口碑和品牌效应。

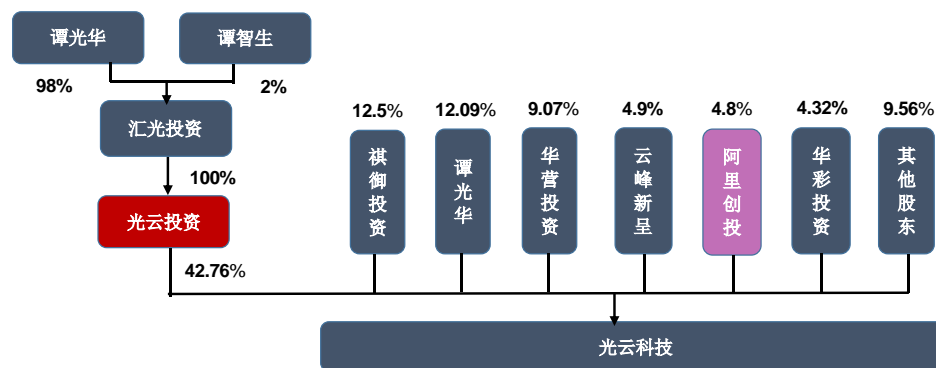


图表6： 公司主要 SaaS 产品和服务



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

图表7： 公司股权结构



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

公司的主要产品为，

- (1) 电商 SaaS 产品：公司通过研发和销售以超级店长、快递助手、超级快车、旺店系列为代表的 SaaS 产品，满足电商商家的店铺综合管理、营销推广和移动端业务经营的需求。
- (2) 配套硬件：公司销售的配套硬件主要为快麦电子面单打印机。该硬件设备与公司旗下快递助手、超级店长、旺店交易、快麦 ERP 等 SaaS 产品配套使用能大幅提高商家打单发货效率。





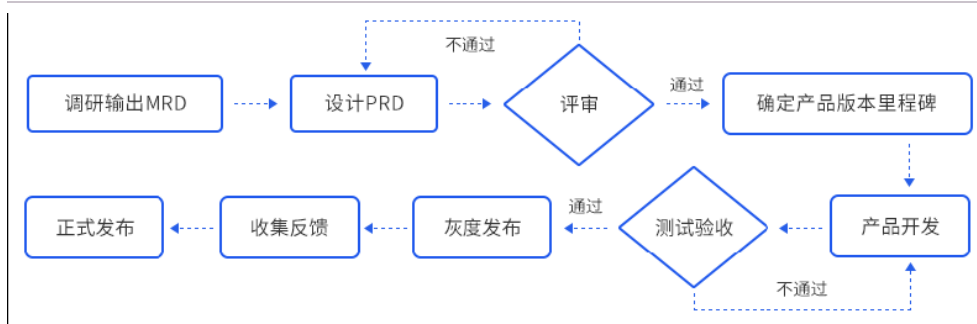
- (3) 运营服务：针对部分在流量推广方面有更大投入和更高转化率需求的优质商家，公司的快麦电商基于超级快车软件提供定制化运营方案，帮助商家通过淘宝直通车和钻石展位获得更好的营销效果，具体包括超级快车人机、云托管等产品。
- (4) CRM 短信：CRM 短信内嵌于超级店长等软件中，具备短信营销、自动化短信通知、不同人群营销效果分析和会员积分互动等功能，帮助商家实现精细化会员管理，提升会员粘性、活跃度和忠诚度，增加会员复购率和销售额，强化产品品牌，协助商家全方位建设会员营销体系，提升会员营销能力。

公司的研发模式为，在公司管理层制定的战略方向下，市场部及各事业部客服人员不定期汇总市场调研信息和用户反馈信息。同时，产品经理和核心技术人员会不定期对重要客户及潜在种子客户进行拜访与调研，整合信息形成相应的 **MRD**（市场需求文档）。各事业部基于对市场需求的调研编制 **PRD**（产品需求文档），组织人员从各自的专业角度提出产品开发意见并进行产品综合评审。

产品综合评审通过后，由总经理、事业部负责人、财务、技术人员等相关人员成立的项目研发评审委员会，针对项目的技术可行性、研发周期、财务投入、成员配备和预计成果等各方面进行综合评审，并最终确定是否立项。

公司研发立项通过后，研发组根据 **PRD** 设立产品版本里程碑，采用敏捷研发模式对产品版本进行开发、测试、验收、发布。在产品开发过程中采用灵活的灰度发布策略，先投放部分客户，根据客户反馈进行产品调整，待稳定后逐渐扩大灰度范围，直至全部上线正式发布。

图表8： 公司的研发模式流程图



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

## （二）产业链

云计算技术的快速发展推动了 **SaaS** 服务模式的快速推广，通过将应用程序部署在云服务器避免本地安装与部署，大大的减少了 **SaaS** 产品的前期投入成本，也使得更多的中小微企业可以成为 **SaaS** 产品的应用客户群体。对于电商领域而言，中小微电商商家是电子商务交易 **B** 端的主流群体，电商 **SaaS** 是基于云技术发展而产生的三种云计算服务模式之一。

随着电子商务市场的不断发展，各类电商平台的商家对店铺管理、营销推广、运营服务、



客户关系管理等各方面，提出了专业化和个性化的需求，以提升店铺运营管理效率，基于前述市场需求逐步出现了一批向商家提供各类应用的电商 SaaS 企业。公司自成立以来，始终围绕着电商商家的需求，提供相应的电商 SaaS 产品及增值服务，帮助商家实现精细化运营管理，降低运营成本、提升经营效率。

图表9： 产业链生态



资料来源：联讯证券研究院

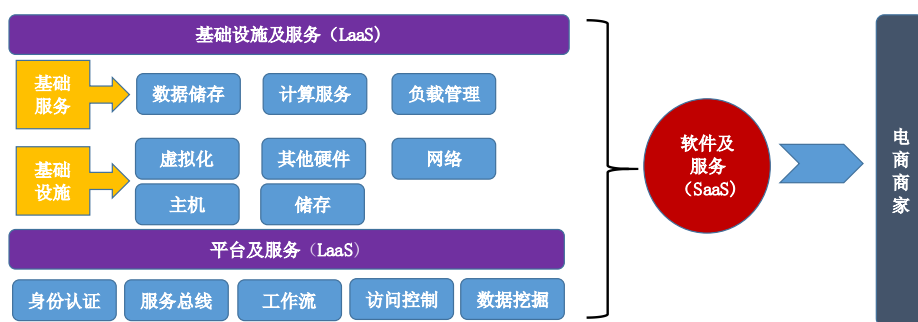
近些年来，基于电子商务市场的快速发展及云计算技术的普及，互联网平台纷纷推出了各自的 IaaS 基础设施，如阿里云、腾讯云等，各电商平台也相继通过提供开发程序平台供 ISV 独立开发 SaaS 产品，入驻的电商 SaaS 企业需遵守市场制定的收益分成、日常运行收费等规则。IaaS 与 PaaS 的服务提供商提供了云服务的基础设施与运行环境，为 SaaS 产品的研究与开发提供了有力支撑。

本行业的下游行业主要为各类电商平台的商家，商家利用从服务提供商处购买的产品及服务来实现对店铺的高效管理，提升经营效率。下游商家较为分散，覆盖面较广，需求多样。随着电子商务市场的不断发展，下游客户的需求不断提高，促进了电商 SaaS 企业的快速发展。





图表10： 公司产业链



资料来源：联讯证券研究院

电子商务服务业是指电子商务环境中，依托电子信息技术，为交易主体提供各类电商服务的服务商集合。根据商务部的相关分类，电子商务服务业可细分为电子商务交易服务业、电子商务支撑服务业和电子商务衍生服务业。其中，电子商务支撑服务是确保电子商务活动顺利完成的基础支撑体系，目前主要包括电子支付服务、物流服务、信息技术服务三大类。电商 SaaS 产品应归类于电子商务支撑服务业项下的信息技术服务。

图表11： 电子商务商业模式简介



资料来源：联讯证券研究院

SaaS 行业主要分为两种业态。

- (1) SaaS 公司主要通过线下推广来获得客户，客户以订阅模式来获取软件服务，如 Salesforce、Shopify、北森云等。在此类模式下，推广与营销成本即期发生并计入费用，而订阅收入在服务期内摊销计入，因此在该模式下 SaaS 公司具有在扩张期出现较大亏损但具备良好现金流表现的特征。



图表12: 以 SaaS 产品为例, 预先购买, 按月摊销结算



资料来源: 联讯证券研究院

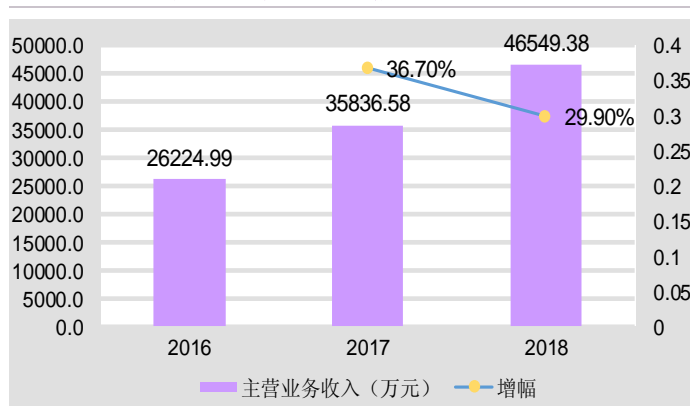
- (2) 随着互联网和新经济的发展, 出现了阿里巴巴、微信、钉钉、Facebook 等平台型企业。平台通过设立应用中心或服务市场, 引入 SaaS 企业服务商来满足平台用户快速增长和多元化的需求。SaaS 企业在获取用户收入时将按照一定的分成比例支付平台相应的费用, 该种模式下 SaaS 收入与平台费用正相关, 具备快速取得正向盈利、现金流表现良好的特征。

### (三) 业务及财务分析

#### 1、主营业务收入分析

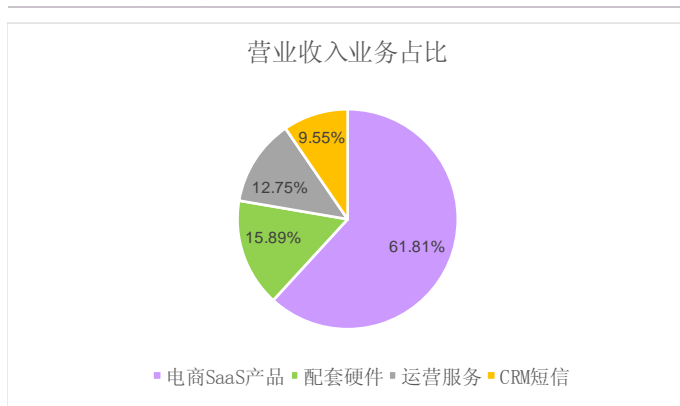
2016-2018 年, 公司的主营业务收入逐年上升, 由 2016 年的 26224.99 万元上升至 2018 年的 46549.38 万元。2017 年的增幅为 36.7%, 2018 年的增幅为 29.9%。公司的主营业务收入中, 电商 SaaS 产品的占比最高, 为 61.81%, 远高于其他业务占比。而近些年电商 SaaS 行业的发展速度较快, 公司也具备一个较好的发展条件。

图表13: 主营业务收入及增幅



资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院

图表14: 营业收入占比



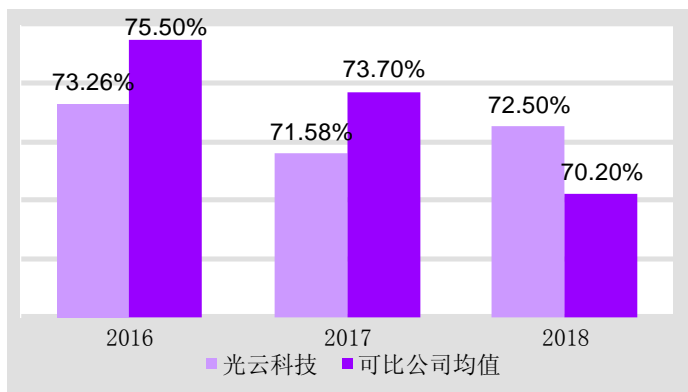
资料来源: 招股说明书, 联讯证券研究院



## 2、业务结构分析

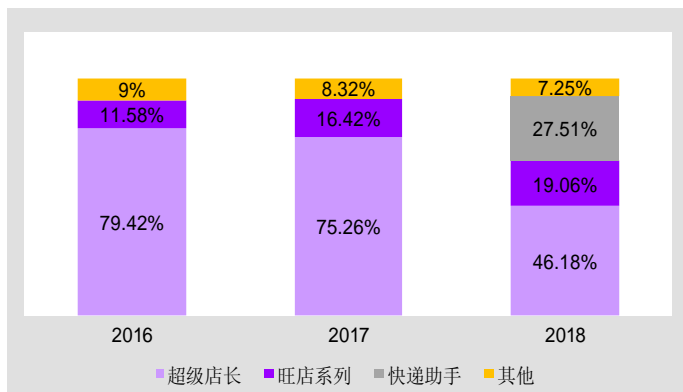
通过与可比公司的电商 SaaS 毛利率对比发现，2018 年公司的毛利率为 72.50% 高于可比公司的平均水平，公司在行业内的竞争力有一定的提高。此外，通过对电商 SaaS 产品分类，发现公司在 2016, 2017 年主要以“超级店长”产品为主，2018 年实现了产品的多样化。

图表15： 电商 SaaS 业务与可比公司比较



资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

图表16： 电商 SaaS 产品分类

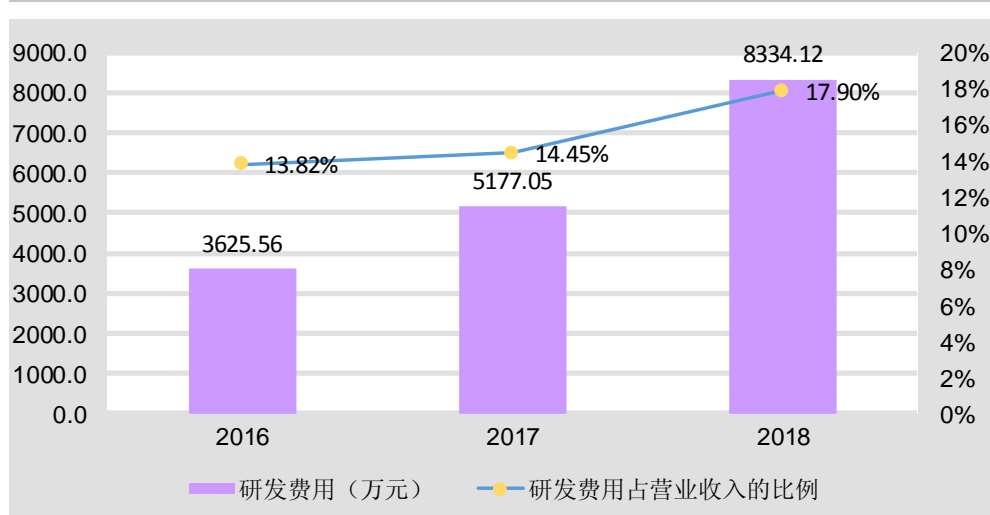


资料来源：招股说明书，联讯证券研究院

## 3、研发费用分析

近三年公司的研发费用逐年走高，由 2016 年的 3625.56 万元增加至 2018 年的 8334.12 万元，年复合增长率达到 50%。研发支出占营业收入的比例也逐年连续上升，2018 年的占比达到 17.9%。目前公司拥有 6 项自主研发的核心技术。

图表17： 研发费用及占比



资料来源：Wind, 联讯证券研究院

## 4、主要财务指标

公司的偿债能力良好，有较为充足的流动资产偿还到期负债，资产负债率较低，财务杠杆小，风险小。公司的营运能力较强，盈利能力良好，2018 年度总资产收益率和净资产



收益率分别达到 12.93%和 13.69%。

**图表18： 主要财务指标**

	2016 年度	2017 年度	2018 年度
流动比率（倍）	4.52	9.21	7.3
资产负债率	18.21%	10%	13.86%
应收账款周转率（次/年）	18.2	18.96	18.56
存货周转率（次/年）	141.98	48	23
ROA	6.94%	20%	12.93%
ROE	8.70%	17%	13.69%

资料来源：Wind,联讯证券研究院



证券代码	证券简称	股价	总市值	EPS (元)				PE (倍)				每股净资产	每股收入	2018-2021年净利润	PB	PS	PEG
		(元)	(亿元)	2018	2019F	2020F	2021F	2018	2019F	2020F	2021F	(元)	(元)	复合增长率 (百分比)	(倍)	(倍)	(倍)
计算机软件																	
601360.SH	三六零	20.63	1,400	0.53	0.65	0.74	0.86	38.9	31.7	27.9	23.9	6.79	2.29	17.7	3.0	9.0	1.8
002230.SZ	科大讯飞	33.66	703	0.26	0.41	0.61	0.88	129.5	83.0	54.8	38.2	4.10	5.22	50.2	8.2	6.4	1.7
600588.SH	用友网络	27.27	679	0.32	0.33	0.44	0.54	85.2	81.5	62.2	50.2	2.96	3.86	19.3	9.2	7.1	4.2
600570.SH	恒生电子	68.94	550	1.04	1.07	1.37	1.77	66.3	64.5	50.4	38.9	4.73	5.20	19.4	14.6	13.3	3.3
300033.SZ	同花顺	94.54	500	1.18	1.70	2.14	2.57	80.1	55.7	44.1	36.8	7.49	3.52	29.7	12.6	26.8	1.9
300454.SZ	深信服	96.19	390	1.55	1.73	2.25	2.93	62.1	55.5	42.7	32.8	10.27	10.47	23.6	9.4	9.2	2.3
002153.SZ	石基信息	33.80	359	0.43	0.51	0.63	0.76	77.8	65.8	54.0	44.4	7.89	3.28	20.6	4.3	10.3	3.2
002410.SZ	广联达	33.00	380	0.39	0.42	0.55	0.73	84.2	79.3	59.9	45.4	3.18	2.90	22.9	10.4	11.4	3.5
002405.SZ	四维图新	14.70	287	0.37	0.23	0.27	0.36	39.5	64.9	53.6	41.3	3.88	1.25	(1.5)	3.8	11.8	(43.1)
600845.SH	宝信软件	28.88	271	0.80	0.76	0.96	1.19	36.1	38.2	30.1	24.3	6.74	6.27	14.0	4.3	4.6	2.7
600536.SH	中国软件	53.20	255	0.22	0.56	1.04	1.71	241.8	95.4	51.2	31.0	5.11	14.27	98.2	10.4	3.7	1.0
002439.SZ	启明星辰	28.00	251	0.63	0.78	0.97	1.20	44.4	35.8	28.8	23.3	4.79	3.58	24.1	5.9	7.8	1.5
300253.SZ	卫宁健康	14.25	233	0.19	0.26	0.34	0.46	76.4	54.9	41.8	30.7	2.19	1.20	35.5	6.5	11.9	1.5
600446.SH	金证股份	21.40	183	(0.14)	0.24	0.37	0.54	(157.0)	90.4	58.3	39.7	2.14	6.73	(258.1)	10.0	3.2	(0.4)
300271.SZ	华宇软件	20.02	162	0.67	0.76	0.94	1.14	29.9	26.5	21.3	17.6	6.38	4.40	29.2	3.1	4.6	1.4
300768.SZ	迪普科技	42.52	175	0.56	0.64	0.82	1.00	75.9	66.4	51.9	42.3	4.26	2.07	21.5	10.0	20.5	3.1
601519.SH	大智慧	6.69	132	0.05	0.05	0.11	N.A.	123.9	133.0	62.7	N.M.	0.78	0.41	N.M.	8.6	16.4	N.M.
300188.SZ	美亚柏科	17.34	137	0.38	0.49	0.65	0.86	45.6	35.7	26.7	20.2	3.50	2.65	31.1	5.0	6.5	1.1
300212.SZ	易华录	25.96	140	0.67	0.84	1.25	1.78	38.8	30.9	20.8	14.6	6.44	6.64	38.5	4.0	3.9	0.8
300168.SZ	万达信息	12.30	135	0.21	0.37	0.47	0.62	57.3	33.1	26.3	19.8	3.58	2.65	42.5	3.4	4.6	0.8
300166.SZ	东方国信	11.78	124	0.50	0.62	0.77	0.96	23.6	19.1	15.3	12.3	5.36	2.39	24.2	2.2	4.9	0.8
300496.SZ	中科创达	31.01	123	0.41	0.57	0.77	1.02	76.2	54.7	40.3	30.4	4.23	4.68	35.9	7.3	6.6	1.5
300451.SZ	创业慧康	15.58	114	0.44	0.38	0.49	0.65	35.4	40.5	31.8	24.1	3.64	2.				

资料来源：Wind，联讯证券研究院



## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)