

寻找新三板精选层标的专题报告（二）

尚航科技（836366.OC）：小米生态链企业，优质 IDC 服务商

2019 年 8 月 6 日

研究员：唐海深、方俊杰

报告摘要：

- ✓ **公司概况：**国内迅速成长的 IDC 服务商。尚航科技成立于 2010 年，雷军是创始人之一。自成立以来公司备受资本市场青睐，先后获天使轮、A 轮、B 轮融资。公司主营业务为 IDC 业务及其增值服务，并致力于业务协同与多元化，涉足云计算、VPN 领域，致力于互联网数据领域产业生态链建设。近年来，公司营业收入与净利润平稳增长，现金流状况稳健。
- ✓ **需求与供给、云计算市场对外开放共同推动 IDC 行业发展壮大。**随着移动互联网等行业的蓬勃发展，数据流量呈现爆发式增长，数据中心作为数据集中汇聚和交互的地方，在可预见的 3-5 年内，行业需求确定性很强；一线城市对于 IDC 产业监管和限制日益趋严，造成了市场供需失衡，IDC 项目稀缺性和价值量将日益提升；中国云计算市场向外资云厂商开放的大趋势逐渐明朗，中长期将有利于上游整个 IDC 产业不断发展壮大。
- ✓ **突出的融资能力、优质的客户资源、卓越的业务覆盖能力是公司的核心竞争力。**（1）雷军作为公司联合创始人及第二大股东，持股比例 19.47%，为公司资本市场融资树立了品牌效应，相比其他 IDC 服务商在融资渠道上更具优势。（2）经过多年客户拓展，公司积累了 YY、搜狗、UC 等忠诚度高、消费能力强的优质客户，其优质的服务也获得了市场的广泛认可。（3）公司在北京、广州、深圳等一线城市，以及西安、成都等二线城市均已建成数据中心，并且在全国拥有八大数据核心节点，业务覆盖遍及全国。
- ✓ **风险提示：**技术风险、市场竞争风险、关联方依赖风险、资金投入风险。

研究领域

- ◆ TMTM
- ◆ 先进制造
- ◆ 大健康
- ◆ 消费升级

新三板智库智库

政策研究、产业研究、
企业研究综合智库

电话：86-020-80926342

微信：zhikumei

广州：海珠区新港西路 135
号中大科技园 B 座 902北京：海淀区厂洼路半壁
街长昆名居首层上海：静安区南京西路中
信泰富广场 1008 室

目 录

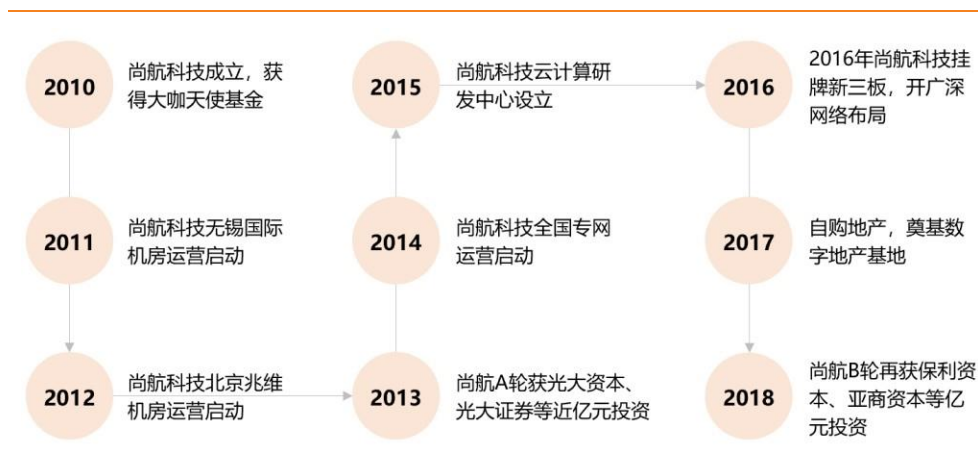
1. 尚航科技：迅速成长的 IDC 服务商	3
1.1. 公司先后获天使轮、A 轮、B 轮融资，股权较为集中	3
1.2. 专注 IDC 业务及其增值服务，并致力于实现业务多元化	3
1.3. 公司由营业收入和利润稳定增长，现金流状况稳健	5
2. 需求和供给、云计算对外开放共同推动 IDC 行业发展	5
2.1. IDC 行业景气度高，需求确定性强	5
2.2. 一线城市监管趋严，存量 IDC 稀缺性提升	8
2.3. 云计算市场对外开放，有利于行业发展壮大	9
3. 融资能力、客户资源、业务覆盖能力铸就公司核心竞争力	9
3.1. 雷军作为第二大股东铸就公司融资品牌	9
3.2. 获得市场广泛认可，拥有大量稳定优质客户	10
3.3. 数据中心区位优势，八大核心节点覆盖全国	11
4. 公司发展战略	12
4.1. IDC 业务：建设多线数中心，为客户提供低价优质的服务	12
4.2. ISP 业务：搭建虚拟数据传输网络，拓展业务覆盖范围	12
4.3. 云服务：扩大覆盖范围，提供差异化云服务	12
5. 风险提示	13
重要声明	13

1. 尚航科技：迅速成长的 IDC 服务商

1.1. 公司先后获天使轮、A 轮、B 轮融资，股权较为集中

广州尚航信息科技股份有限公司（以下简称“尚航科技”、“公司”）成立于 2010 年，并于 2016 年在新三板挂牌上市。尚航科技总部设在广州，在北京、无锡等地设有分公司或办事处。公司成立之初便获得天使基金，之后又于 2015 年 A 轮获光大资本、光大证券等近亿元投资，于 2018 年 B 轮再获保利资本、亚商资本等亿元投资。

图 1：尚航科技发展历程



资料来源：公司官网

截止 2018 年底，尚航科技的大股东及实际控制人为兰满桔，其直接持股比例为 40.69%；第二大股东为雷军，持股比例 19.67%。公司股权结构较为集中。

表 1：截止 2018 年底公司前五大股东及持股比例

排名	股东名称	持股数量	持股比例
1	兰满桔	35,100,000	40.69%
2	雷军	16,800,000	19.47%
3	上海亦联股权投资合伙企业（有限合	4,414,800	5.12%
4	广州市动景计算机科技有限公司	4,200,000	4.87%
5	刘杰	3,900,000	4.52%
合计		64,414,800	74.67%

资料来源：公司公告

1.2. 专注 IDC 业务及其增值服务，并致力于实现业务多元化

公司为互网络数据领域的一站式服务提供商，致力于互联网数据中心 IDC、增值服 务、数据接入、虚拟网络 VPN、数据存储、数据安全以及云围绕互联网数据领域产业生态链的建设，从服务端的 IDC 基础服务、云主机产品

到终端的 VPN 产品、宽带产品、云产品等等，将公司打造成从服务端到客户终端的服务供应商，即给目标用户提供一个互联网数据接入、传输、存储的解决方案，一次性解决目标用户的所有需求，极大提高目标用户体验和使用效率，降低用户使用成本。公司致力于发挥生态链强大的优势，即服务优势、成本优势、效率优势。这也将降低公司对某个单一产品规模和利润的依赖性。对不同阶段的产品可以不同的发展策略，新产品迅速抢占市场，成熟化产品追求效益。

表 2：尚航科技商业模式

项目	内容
采购模式	公司采购的产品主要为向电信基础运营商采购带宽，租用机柜等；电信基础运营商主要为中国电信、中国联通、中国移动针对公司采购的带宽资源和租用机柜等，公司会考虑资源使用量，潜在客户需求和资源分布配置等情况
销售模式	公司主要采取 直接销售 的方式，与客户实现面对面的服务数据接入 IDC 产品为用户提供跨区域，跨运营商的网络接入解决方案公司在销售上更加注重个性化服务，以满足客户需求的解决方案来吸引客户，改变了以往网络服务的模式化，更加强调方案的量身打造
盈利模式	IDC 基础服务：公司整合运营商的核心骨干网络等资源后，通过尚航网络优化技术后，提供更优的 IDC 网络和托管服务，获取相应服务费用 增值服务：公司提供数据灾备、网络安全、运维外包等增值业务并向客户收取服务费用 云业务：按照用户需求配置成私有云、公有云、融合云等虚拟化产品出售或者租赁给用户收取相应费用。

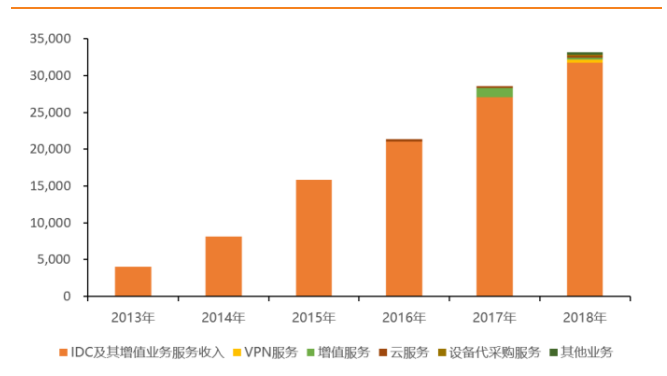
资料来源：公司公告

IDC 及其增值服务包括基础性服务和增值服务，基础性服务主要包括机房、带宽租用、服务器托管等资源类业务和虚拟主机、域名等服务。增值服务主要包括网络安全、网络管理、数据备份等服务。近年来，公司 IDC 业务保持持续稳定增长态势。

图 2：IDC 及其增值服务示意图



图 3：2013-2018 年公司 IDC 业务增长情况



资料来源：Wind，公司公告

资料来源：Wind

1.3. 公司由营业收入和利润稳定增长，现金流状况稳健

公司成立之初营业收入高速增长，近年来步入稳定发展轨道。2018 年公司实现营业收入 3.32 亿元，同比增长 16.09%；实现归属于挂牌公司股东的净利润 3,814.13 万元，同比增长 1.83%。2018 年公司经营活动净现金流为-2,596.77 万元，较去年同比降低 226.68%，是所属期支付职工以及为职工支付的现金 53.31%；支付的其他与经营活动有关的现金-业务招待费、推广服务费增加 46.82%。2013-2018 年期末现金流均为正，并且总体上保持增长趋势，主要是因为公司业务成长性受到资本市场认可，持续获得外部融资所致。2018 年公司期末现金 1.02 亿元。

图 4：2013-2018 年营业收入和归母净利润（万元）



资料来源：Wind

图 5：2013-2018 年经营活动净现金流和期末现金流（万元）



资料来源：Wind

2. 需求和供给、云计算对外开放共同推动 IDC 行业发展

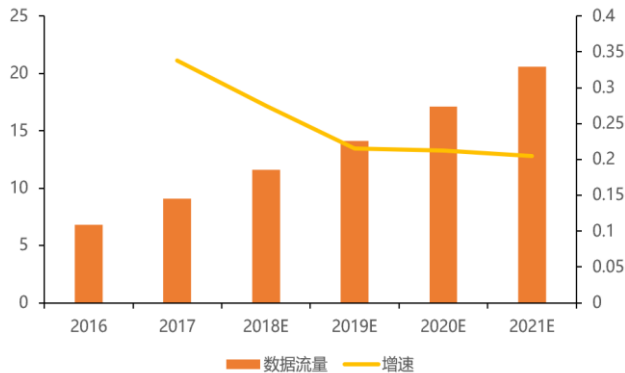
在数据流量爆发式增长的大背景下，数据中心作为互联网数据集中汇聚和交互的地方，在可预见的 3-5 年内，我们很难看到行业发展的瓶颈；一线城市对于 IDC 产业监管和限制日益趋严，人为造成了市场供需失衡，因此一线城市存量 IDC 项目稀缺性和价值量将日益提升；中国云计算市场向外资云厂商开放的大趋势逐渐明朗，中长期将有利于上游整个 IDC 产业不断发展壮大。

2.1. IDC 行业景气度高，需求确定性强

自 2008 年开始，绝大部分数据流量都发生在数据中心之中，据 Cisco 在《Global Cloud Index 2016-2021》中预测，2016 年，全球数据中心流量已经达到 6.8ZB（Zettabyte，十万亿亿字节），预计在 2020 年达到 20.6ZB，增长 3 倍，年

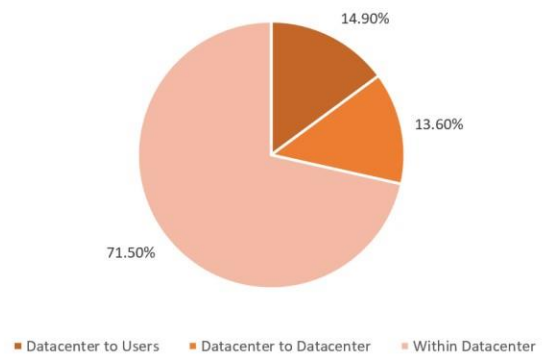
复合增速高达 25%，其中超过七成的数据发生在数据中心内部。

图 6：全球数据中心流量预测（ZB）



资料来源：Cisco

图 7：2021 年全球数据中心流量分类预测



资料来源：Cisco

从微观角度，随着移动互联网时代的发展，智能手机、ipad、智能手表等终端的普及，用户对数据流量的消费呈现爆发式增长。

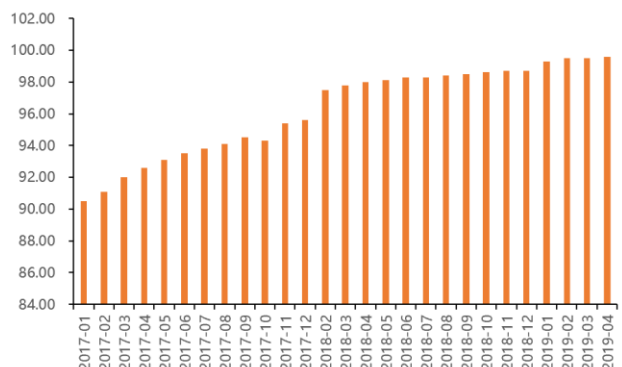
据工信部统计，截至 2019 年 4 月，国内移动互联网用户月均移动互联网接入流量（DOU）达到 7.27GB，同比增长 121.1%，是 2017 年同期 DOU 的近 6 倍。同时手机上网流量占移动互联网接入流量的比重也不断提升，至 2019 年 4 月其比例已达 99.6%。

图 8：移动互联网月接入流量（万 GB）及月户均流量（GB/户）



资料来源：工信部

图 9：手机上网流量占移动互联网接入流量比重（%）

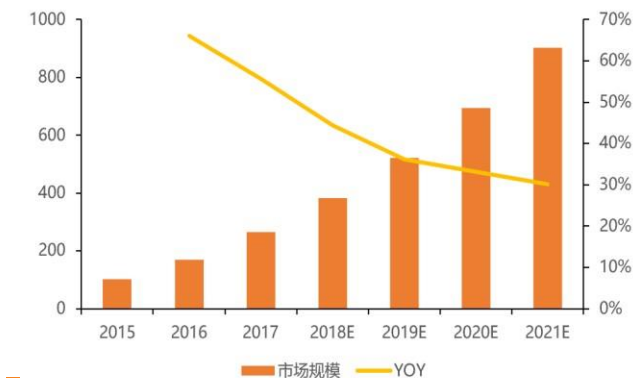


资料来源：工信部

此外，云计算厂商作为当前 IDC 市场最重要的需求方，国内云计算行业正处于如火如荼的发展之中，因此行业需求确定性非常强。

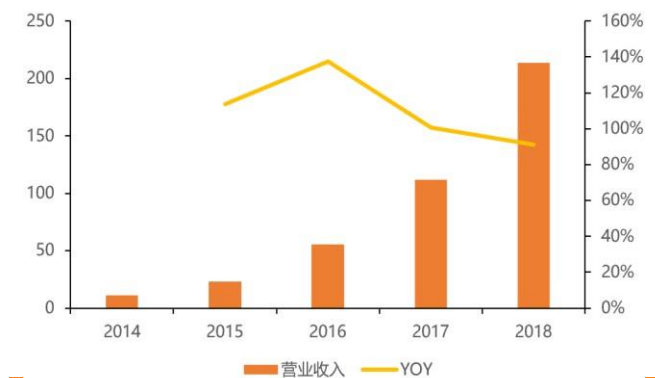
据信通院统计，2017 年，我国云计算整体市场规模达 691.6 亿元，同比增长 34.3%。其中，公有云市场规模达到 264.8 亿元，同比增长 55.7%，预计 2018-2021 年仍将保持快速增长态势，到 2021 年市场规模达到 902.6 亿元。作为中国公有云龙头的阿里云亦保持高速增长。2018 财年，阿里云实现收入 213.6 亿元，同比大幅增长 91.26%，远高于行业增速。

图 10：中国公有云市场规模（亿元）及预测



资料来源：信通院

图 11：阿里云收入（亿元）及增长情况



资料来源：阿里

IDC 作为云计算行业的基础资源提供方，在下游云计算、移动互联网客户需求的强劲拉动下，在可预见的 3-5 年内仍将保持高景气度。

据信通院测算，2017 年国内 IDC1 收入为 650.4 亿元，同比增长 26%，其中传统 IDC 业务收入为 512.8 亿元（剔除云服务）。2012-2017 年行业规模复合增长率为 32%，预计行业未来保持高速增长，到 2020 年市场规模将达到 1500 亿。

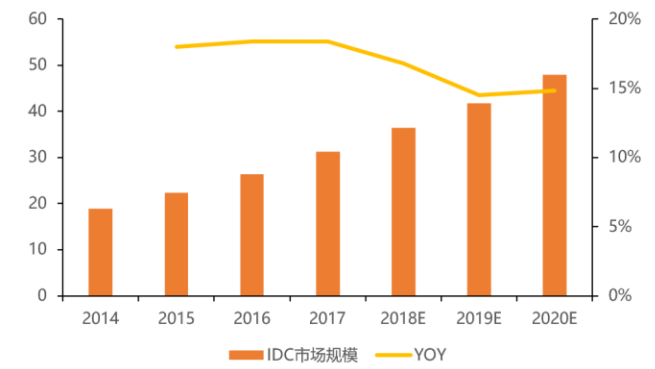
据 Research & Markets 预测，2017 年全球 IDC 市场规模约为 312.5 亿美元，到 2020 年超过 480 亿美金，三年复合增速达到 15.4%。

图 12：国内 IDC 市场规模及预测（亿元）



资料来源：信通院

图 13：全球 IDC 市场规模及预测（十亿美元）



资料来源：Research & Markets

综上，我们认为，IDC 作为互联网数据集中汇聚和交互的地方，在可预见的 3-5 年内，我们很难看到行业的天花板。下游需求确定性强，市场空间广阔，是一个非常具有吸引力的赛道。

2.2. 一线城市监管趋严，存量 IDC 稀缺性提升

IDC 行业和房地产行业有类似之处，人们称之为“数字地产”，既然是地产，则其所处的地段是决定其价值的一个非常重要甚至是最重要的因素。

一线城市，是中国网络资源最发达的地方，也是互联网、金融、云计算公司云集的地方，一线城市的 IDC 可谓是兵家必争之地。然而，IDC 也是一个高耗能的产业，一线城市电力资源相对紧缺，对于产业的支撑能力是有限的，因此能耗指标逐渐成为制约新建数据中心的一个重要因素。

在节能减排的背景下，一线城市相继出台 IDC 新政，在总量限制的基础上推进绿色数据中心建设。北京方面，全市范围内禁止新建和扩建 IDC (PUE 低于 1.4 以下云计算数据中心除外)；上海方面，到 2020 年全市新增 IDC 机架严格控制在 6 万架以内，新建 IDC 的 PUE 严格控制在 1.3 以下，改建 IDC 的 PUE 严格控制在 1.4，对于单项目机架数不低于 3000，平均单机架功率不低于 6 千瓦。我们认为节能减排政策将减缓一线城市新增 IDC 供给，供需剪刀差或将加大。

我们认为，一线城市对于新建和改造 IDC 监管趋严是未来发展的大趋势，一线城市的供给受到政策等因素限制，在需求仍然十分旺盛的情况下，一线存量的 IDC 资源稀缺性将进一步提升。

表 3：北京、上海、深圳 IDC 新政汇总

城市	文件名称	核心内容
北京	《北京市新增产业的禁止和限制目录 (2018 年版)》	北京全市范围内禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心 (PUE 值低于 1.4 以下的云计算数据中心除外)；禁止新建和扩建信息处理和存储支持服务中的数据中心 (PUE 值在 1.4 以下的数据中心除外)。中心城区禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心、信息处理和存储支持服务中的数据中心。
上海	《上海市经济信息化委、市发展改革委关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》	主要目标：到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；减持有能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。规模布局：本市新建互联网数据中心，单项目规模原则上应不低于 3000 个机架，且平均单机架功率不低于 6 千瓦。
深圳	《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知》	实施减量替代，加强数据中心建设政策引导，促进老旧数据中心 (含公共机构数据中心) 绿色化改造，新建数据中心需按照“以高代低、以大代小、以新代旧”等减量替代方式，严格控制数据中心年综合能源消费新增量，推进全市绿色数据中心建设。

资料来源：《北京市新增产业的禁止和限制目录（2018 年版）》、《上海市经济信息化委、市发展改革委关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》、《深圳 市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知》

2.3. 云计算市场对外开放，有利于行业发展壮大

2018 年 7 月，国家发改委发布的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018）》中，明确指出，“增值电信业务的外资股比不超过 50%（电子商务除外），基础电信业务 须由中方控股”。这就意味着外资企业不能单独获得增值电信业务牌照。

近期，据华尔街日报报道：“中国正在考虑向外国科技公司提供进入该国快速增长的云计算市场的机会，在自由贸易区开展“云计算试点”，向外国公司开放云计算市场。”

我们认为，中国云计算市场向外资厂商开放的大趋势逐渐明朗，中长期将有利于整个 IDC 产业不断发展壮大。

一方面，外资云企业进入中国市场，将增加对于一线城市数据中心需求，一线城市 IDC 项目价值提升。云计算厂商面对客户多元化需求，对于数据中心的需求也各不相同。对于一些实时性要求比较高的客户，比如游戏公司、实时直播公司、交易支付公司，云厂商需要把数据部署在一线城市节点，因为一线城市拥有核心网络节点，时延比较低。面对一线城市新建 IDC 监管趋严，外资云企业仍然需要向第三方 IDC 服务商租赁资源，所以有利于光环新网等这类在一线城市具有较多项目资源储备的企业。

另一方面，外资云厂商进入中国市场，无论租赁还是自建数据中心，将拉动数据中心产业链上游需求。我们知道数据中心属于重资产行业，除了发电机、精密空调、UPS 等传统设备外，对于光模块、交换机、服务器等需求仍然巨大，因此对于国内 IDC 相关 行业的需求都有积极拉动作用。

3. 融资能力、客户资源、业务覆盖能力铸就公司核心竞争力

3.1. 雷军作为第二大股东铸就公司融资品牌

雷军作为公司第二大股东，为公司资本市场融资树立了品牌效应。公司第二大股东及 联合创始人为小米创始人雷军。公司创立时雷军出资比例为 57.15%，截止 2018 年底 其股份占比降至 19.47%。

雷军投资公司一方面代表了对企业管理团队的认可，另一方面有助于提升

公司在资本市场的知名度。公司自成立起就受到资本市场的持续关注与青睐，先后于 2010 年获得 大咖天使基金；2015 年 A 轮获光大资本、光大证券等近亿元投资；2018 年 B 轮再获 保利资本、亚商资本等近亿元投资，相比于其他 IDC 运营商在融资渠道上更具优势。

表 4：公司三轮融资一览

年份	融资轮次	投资方	投资金额
2010 年	天使轮	天使基金	--
2015 年	A 轮	光大资本、光大证券	近亿元
2018 年	B 轮	保利资本、亚商资本	近亿元

资料来源：公司公告

3.2. 获得市场广泛认可，拥有大量稳定优质客户

公司已在行业内形成了较高的品牌认知度，拥有诸如 YY、搜狗、UC 等忠诚度高、消费能力强的知名客户。公司自成立以来凭借优质的服务获得了广泛认可。

2011 年，公司先后获得 2011 中国 IDC 产业年度大典中的“指定 IDC 托管服务商”、“优秀 IDC 托管服务商”、计算机世界及计世网联合颁布的“2011 年最佳 IT 基础服务 企业奖”、“2011 最佳 IDC 服务质量奖”；

2016 年，公司获中国 IDC 产业年度大典组委会授予的“2016 年度中国 IDC 产业优质服务奖”、中国计算机报社授予的“2015 年度 IDC 领域领军企业奖”、GITC 全球互联网技术大会主办方麒麟会颁发的“2016 年度全球互联网技术大会最佳合作伙伴奖”、AAMA 亚杰商会授予的“亚杰之星”等称号，同时获得广州市科技金融综合服务中心 联合德勤中国颁发的 2016 年度“德勤-广州高科技成长 20 强”奖项；

2017 年公司获得中国电信股份有限公司广东分公司授予“2017 年度 IDC 最佳合作伙伴”奖项；2018 上半年，公司先后获得 CTOA 首席技术官领袖联盟颁发的“最佳品质 IDC 服务提供商”、魅族颁发的“最佳合作伙伴奖”。

股东支持及优质的服务使得公司获得了诸如 YY、搜狗、UC 等忠诚度高、消费能力强的知名客户，公司的优质客户在公司的业务量普遍连年增长，续约率一直保持在较高水平，良好的品牌形象和优质稳定的客户资源为公司的持续发展和新业务的拓展奠定了扎实的基础。。

表 5：2018 年公司前五大客户

序号	客户	销售金额（万元）	年度销售比
1	广州华多网络科技有限公司	9,411.20	32.95%
2	北京搜狗信息服务有限公司	4,681.58	16.39%

3	广州市动景计算机科技有限公司	4,338.54	15.19%
4	北京扬帆伟业科技有限公司	1,640.86	5.74%
5	广州优视网络科技有限公司	1,527.68	5.35%

资料来源：公司公告

3.3. 数据中心区位优势，八大核心节点覆盖全国

在考虑数据中心的区域性主要注意两点：一是数据中心与国家骨干核心节点的距离，距离越近，整体访问速度就越快；二是需要在全国范围部署多个数据中心时，需用专线打通各数据中心，真正具有全国部署能力的服务商则更具竞争优势。国内很多 IDC 服务商是区域性的，而尚航科技是在全国范围有高品质 IDC 资源和专线资源的服务商。

公司在北京、广州、深圳等一线城市，以及西安、成都、武汉等二线城市均已建成数据中心，这些地区对数据中心的强烈需求将拉动公司未来的业绩增长。目前我国大的市场主要集中在经济发达的大中城市，尤其是北上广深等地区，使得北上广深地区的 IDC 资源供不应求，上架率显著高于其它地区。同时随着一线城市土地、能源的稀缺和对新建数据中心的政策限制，未来数据中心有向一线城市外延中的趋势，目前北京已全面禁止中心城区新建和扩建数据中心，上海也严格控制新建数据中心，因此公司在二线城市的布局将在未来有更大的用武之地。

图 14：公司八大数据核心节点



资料来源：公司官网

4. 公司发展战略

2019 年，公司将深耕基础数据领域。通过 IDC 业务、云业务等各业务板块的聚合发展、资源共振，扩大规模效应，提高资源利用率和内部运营效率，降低资源成本、提高产品和服务的质量，打造和不断强化公司核心竞争力。

4.1. IDC 业务：建设多线数中心，为客户提供低价优质的服务

IDC 业务追求的核心竞争力是在全国核心地区建设有规模优势及市场地位的 IDC 资源网络，在价格、互联、稳定性、售后服务等方面排前锋。公司将通过建设多线 IDC 数据中心，为用户提供跨区域、跨运营商的 IDC 解决方案，让用户花最少的时间、最低的带宽成本、最少的设备投入获得最优质的价格和服务。

4.2. ISP 业务：搭建虚拟数据传输网络，拓展业务覆盖范围

ISP 业务将积极搭建虚拟数据传输网络，并以华东、华南地区为基础并向全国范围扩展覆盖北上广深等一二线城市，为企业客户提供安全稳定的数据传输、网络接入、系统集成等相关技术服务。SD-WAN 产品打通企业虚拟数据传输网络最后一公里的瓶颈，连接各类企业虚拟数据传输网络服务。

4.3. 云服务：扩大覆盖范围，提供差异化云服务

公司将扩大云专线传输覆盖范围，提供差异化云服务。目前，企业对于多云服务、混合云、私有云、云灾备等需求日益增强。为适应市场需求，进一步巩固公司在云服务领域的优势和地位，公司将在此方面加大投入。公司将依托江浙沪地区的云互连网络，向南北及海外延伸并与阿里云、腾讯云、AWS、UCloud、Azure 等云数据中心连接，云专线传输网络将连接中国、日韩、东南亚、欧洲、美洲等区域，形成贯通全球的云互连网络，将世界顶尖的云服务与公司自身资源技术优势相结合，为企业提供差异化的云服务，帮助企业进行云数据传输、迁移、灾备、内容交换等。云广泛覆盖的专线网络，可降低交付成本，帮助企业快速实现业务上云。

公司将依托 IDC 业务、云业务等各业务板块的聚合发展、资源共享，扩大规模效应，深耕基础数据领域，提高资源利用率和内部运营效率，降低资源成本、提高产品和服务的质量，提升盈利空间，打造和不断强化公司核心竞争力。

5. 风险提示

技术风险。公司所属行业技术发展更新速度快。公司必须准确把握客户业务所需的行业技术和应用发展趋势，持续推出适应市场需求的新产品。若公司产品应用和技术趋势判断不准确，或平衡满足不及时，公司的份额将受到威胁和影响。

市场竞争风险。随着 IDC 市场的持续增长，越来越多的企业涉足 IDC 及相关领域，尤其是国内外云服务商和资本巨头也逐渐完成拓展 IDC 相关市场的布局，行业竞争日益加剧，竞争者有可能以降价等促销战术，争取市场份额。公司有可能面临毛利率下降，业务份额下降等风险。

关联方依赖风险。2018 年，公司关联交易占比仍较大，占当期营业收入的 44.80%，比去年同期 54.43%，降低了 9.63 个百分点，对关联方仍存在一定程度的依赖。

资金投入风险。为持续提高公司市场规模，公司购买了位于无锡的厂房用于自建机房，后续将有大量资金的投入进行机房建设，未来可能会导致公司资金投入过大，原有的资金规模不足以支撑快速的发展。

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，但新三板智库不对其准确性和完整性做任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映新三板智库于发布报告当日的判断。该等观点、意见和推测不需通知即可作出更改。在不同时期，或因使用不同的假设和标准、采用不同分析方法，本公司可发出与本报告所载观点意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成新三板智库对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成个人投资建议，且并未考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告版权归新三板智库所有，新三板智库对本报告保留一切权利，未经新三板智库事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得新三板智库同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新三板智库”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。