

玄武云 (02392.HK)：聚焦 AI+快消，打造第二增长曲线

2024 年 4 月 26 日

推荐/首次

玄武云

公司报告

头部 CRM SaaS 厂商，营收增长稳定。公司为快消、金融、政企、互联网等行业客户，提供全触点、全渠道、全生命周期管理的智慧 CRM 产品及服务。2023 年，公司积极布局 AI+快消业务。按 2021 年国内本土智慧 CRM 服务供货商收入统计，公司是国内最大的智慧 CRM 服务供货商，市场份额为 13.8%。2023 年公司营收 12.81 亿元，同比增长 22.80%，主要受益于 PaaS 服务与营销云业务增长较快。

云通信、智慧金融稳步发展，AI+快消成为公司发展亮点。根据客户行业划分，公司业务分为云通信、智慧金融、AI+快消三个板块。其中：（1）云通信业务的基础为 cPaaS 平台以及 aPaaS 平台，主要为客户提供综合通信能力。（2）智慧金融由营销云和客服云两部分组成，客户以银行等金融客户为主，营销云为客户提供一站式营销活动解决方案，客服云提高客户云语音相关服务能力。（3）AI+快消业务包括公司销售云业务，AI 平台、DI 平台，以及 AIoT 智慧冰柜等应用产品，赋能快消业务场景，成为公司发展亮点。2023 年四季度销售云进入快速发展期，客户数快速增加，销售云合同订单金额实现同比增长 30.0%，为 2024 年销售云收入增长奠定基础。

快消行业智能化改造具有良好市场前景。消费行业数字化成熟度较高，但智能化能有较大提升空间。对于消费企业，营销是其数字化重要“战场”之一，营销端的数智化转型将为企业带来更短的产品创新周期，企业具有较强付费意愿。同时，快消行业具有市场规模庞大，企业数量众多，相关企业销售费用支出较高，具有较强付费能力。

拓展玄讯智慧 100 系列 SaaS 产品，助力消费品企业全渠道营销管理。当前公司加强旗下销售云玄讯智慧 100 系列 SaaS 产品人工智能(AI)和数据智能(DI)能力。具体功能方面，智慧 100 围绕人-货-场，连接品牌商、经销商、店老板、销售、导购、DSR、会员等终端全链条，借助 AI 智能采集+DI 大数据分析技术，覆盖大客开拓、终端拓店、访销过程、KPI 考核、进销存、营销费用、主数据管理等消费品终端渠道核心环节和场景。

AI 技术和产品落地客户实际业务。在技术方面，公司构建消费品行业的独家数据，拥有超 30 万的 SKU 类别和超 1000 万个特征的商品库。2023 年，公司发布国内首个垂直于大消费行业的多模态大模型—玄韬，在端侧模型覆盖率和价签整体识别率分别达到了 92%以上和 95%以上。在产品创新方面，公司推出大消费领域的 AIGC 应用（陈列指挥官、拜访总结助手）并落地应用于客户实际业务；推出基于 DI 技术打造的“智慧拓店”，以数智化的解决方案帮助消费品企业终端规模和销量的提升。AIoT 智慧冰柜有望成为公司打造的爆款 AI 应用。公司基于 AIoT 智慧盒子 Pro+，研发出 AIoT 智慧冰柜。2023 年，公司已经与新希望乳业股份有限公司、南京百事可乐饮料有限公司等多个标杆快消头部企业的业务落地；也已随合作消费品企业落地大型商

公司简介：

公司成立于 2010 年，于 2022 年 7 月在香港主板上市。公司以 aPaaS（低代码开发平台）、cPaaS（云通信平台）、AI（人工智能）、DI（数据智能）平台为技术底座，以营销云、销售云、客服云为核心 SaaS 产品应用，为快消、金融、政企、互联网等行业客户，提供全触点、全渠道、全生命周期管理的智慧 CRM 产品及服务。

资料来源：公司官网，恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示：

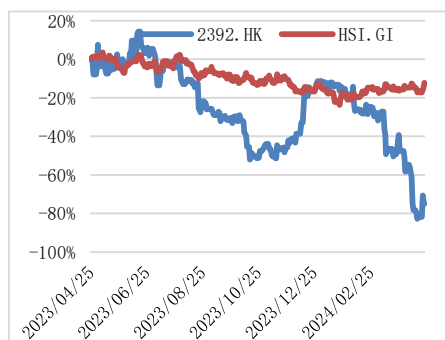
发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（港元）	3.2-0.485
总市值（亿港元）	3.92
流通市值（亿港元）	3.92
总股本/流通股数（万股）	56,032/56,032
A 股/B 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.115

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

超，拓展产品可应用的终端销售渠道。

当前公司在AI技术赋能消费行业领域具有技术优势。公司国内首家拥有完整自建的3D建模平台，建模资源占用仅为传统建模方式的1/10，建模时间仅为传统建模方式的1/3，适应快消企业推陈出新不断的现实需要。**另一方面，公司在此赛道具有客户优势。**公司旗下销售云玄讯智慧100系列SaaS产品推出市场多年，积累了一批消费者客户。当前销售云产品拓展AI能力，客户转化率高，目前公司AI技术和产品服务消费客户数超过100家，在饮料、白酒、日化、食品等多种行业均有丰富服务经验。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内头部 CRM SaaS 厂商，当前公司聚焦 AI+大消费，垂直深耕行业大客，销售云订单合同加速增长。我们预计 2024 年-2026 年公司收入分别为 15.31/17.60/20.22 亿元，归母净利润分别为 0.01/0.15/0.35 亿元。基于港股天润云主营业务包含客服云、营销云、通信云等板块，与公司业务模式、市值规模较为接近，因此参考港股天润云 PS 估值 0.76X，给予公司 2024 年 0.55X PS，对应市值 9.1 亿港元，对应目标价 1.62 港元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：客户留存率下降，头部客户毛利率较低，AI 产品未能获得客户普遍认可等。

财务指标预测

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1043.38	1281.28	1531.48	1759.79	2022.20
增长率（%）	5%	23%	20%	15%	15%
归母净利润（百万元）	-35.68	-72.36	1.41	14.99	34.93
PS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 头部 CRM SaaS 厂商，营收增长稳定	4
1.1 SaaS 模式向 AI+快消赛道拓展	4
1.2 营收增长稳定，目标实现盈亏平衡	6
2. 聚焦 AI+快消，打造第二增长曲线	9
2.1 快消行业智能化改造具有良好市场前景	9
2.2 AI 技术和产品落地客户实际业务	11
3. 投资建议	13
4. 风险提示	13

插图目录

图 1：玄武云发展历程	4
图 2：玄武云股权结构	5
图 3：玄武云业务版图	5
图 4：2018-2023 年玄武云各业务收入构成（百万元）	6
图 5：2018-2023 年玄武云各业务收入占比	6
图 6：2018-2023 年玄武云营业收入（百万元）及增长率	6
图 7：2018-2023 年玄武云营业成本（百万元）及毛利率	7
图 8：2018-2021 年玄武云营业成本主要构成（百万元）	7
图 9：2018-2023 年玄武云研发费用情况（百万元）	7
图 10：2018-2023 年玄武云销售费用情况（百万元）	8
图 11：2018-2023 年玄武云管理费用情况（百万元）	8
图 12：2018-2023 年玄武云净利润（百万元）	8
图 13：中国产业数智化转型成熟度比较	9
图 14：2022 年各细分行业市场规模（亿元）	9
图 15：2020 年各细分行业企业数目（家）	10
图 16：2022 年各细分行业销售费用率	10
图 17：公司销售云解决方案	11
图 18：AI 算法赋能线下零售渠道	12
图 19：公司 AIoT 冰柜优势	13
图 20：公司 AIoT 智慧冰柜价值输出	13

表格目录

附表：公司盈利预测表	14
------------------	----

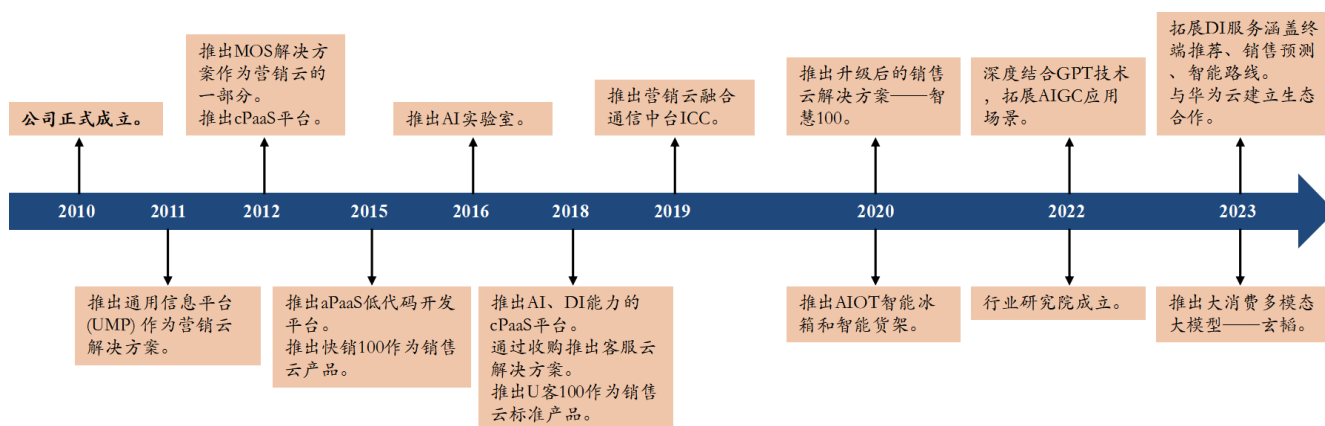
1. 头部CRM SaaS厂商，营收增长稳定

1.1 SaaS 模式向 AI+快消赛道拓展

公司由SaaS模式向AI+快消赛道拓展。公司成立于2010年，于2022年7月在香港主板上市。公司以aPaaS（低代码开发平台）、cPaaS（云通信平台）、AI（人工智能）、DI（数据智能）平台为技术底座，以营销云、销售云、客服云为核心SaaS产品应用，为快消、金融、政企、互联网等行业客户，提供全触点、全渠道、全生命周期管理的智慧CRM产品及服务。按2021年国内本土智慧CRM服务供货商收入统计，公司是国内最大的智慧CRM服务供货商，市场份额为13.8%。

2023年，公司积极布局AI+快消业务。公司拓展涵盖终端推荐、销售预测以及智能路线功能的DI服务，同时与华为云建立生态合作，推出玄韬大消费多模态大模型。

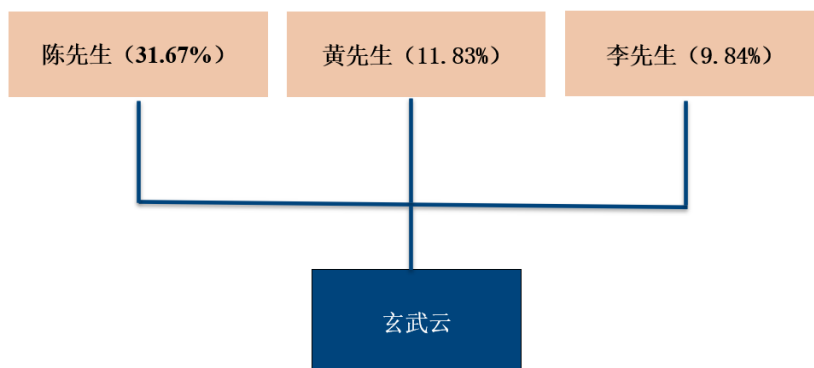
图1：玄武云发展历程



资料来源：公司投资者关系部，东兴证券研究所

公司创始人团队稳定。根据公司2023年半年报显示，公司主要持股人为陈永辉先生，黄仿杰先生和李海荣先生。其中，陈永辉持股31.67%，目前担任公司主席兼行政总裁职务，分管集团整体管理及业务营运、董事会事务、制定策略及营运规划，以及主要业务决策；黄仿杰持股11.83%，分管本公司内部审计及内部控制职能；李海荣持股9.84%，分管公司业务运营。三人均为公司董事，彼此为一致行动人。

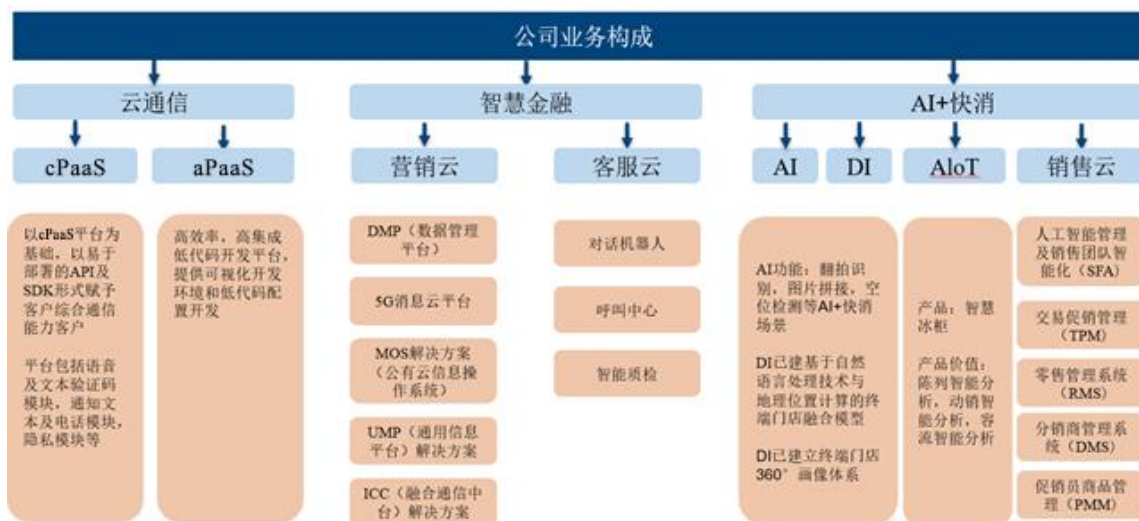
图2：玄武云股权结构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

云通信、智慧金融稳步发展，AI+快消成为公司发展亮点。根据客户行业划分，公司业务分为云通信、智慧金融、AI+快消三个板块。其中：（1）云通信业务的基础为 cPaaS 平台以及 aPaaS 平台，主要为客户提供综合通信能力。（2）智慧金融由营销云和客服云两部分组成，客户以银行等金融客户为主，营销云为客户提供一站式营销活动解决方案，客服云提高客户云语音相关服务能力。（3）AI+快消业务包括公司销售云业务，AI 平台、DI 平台，以及 AIoT 智慧冰柜等应用产品，赋能快消业务场景，成为公司发展亮点。

图3：玄武云业务版图



资料来源：公司投资者关系部，东兴证券研究所整理

云通信营收占比过半，AI+快消有望快速提升。根据公司2023年年报，云通信业务营收6.90亿元，营收占比为53.9%；以营销云和客服云为主的智慧金融业务营收5.21亿元，占比为40.7%。以销售云为主的AI+快消业务营收0.70亿元，营收占比为5.4%。2023年四季度销售云进入快速发展期，客户数快速增加，销售云合同订单金额实现同比增长30.0%，为2024年销售云收入增长奠定基础。

图4：2018-2023 年玄武云各业务收入构成（百万元）

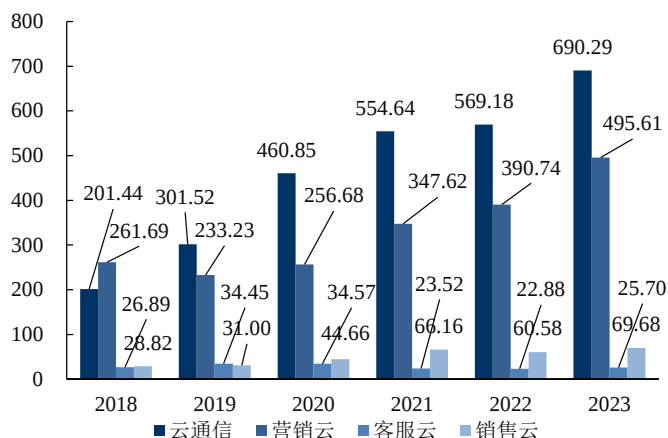
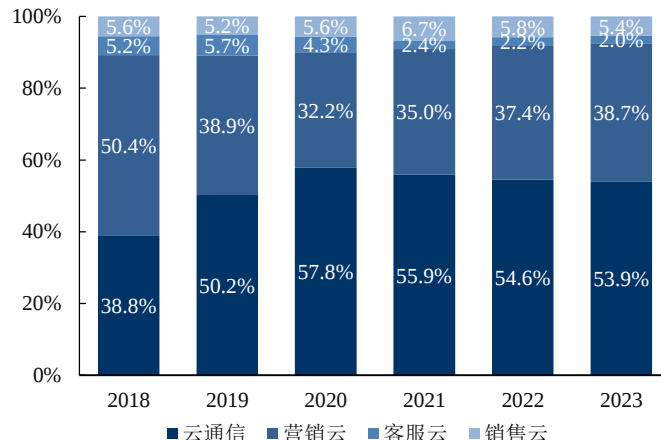


图5：2018-2023 年玄武云各业务收入占比



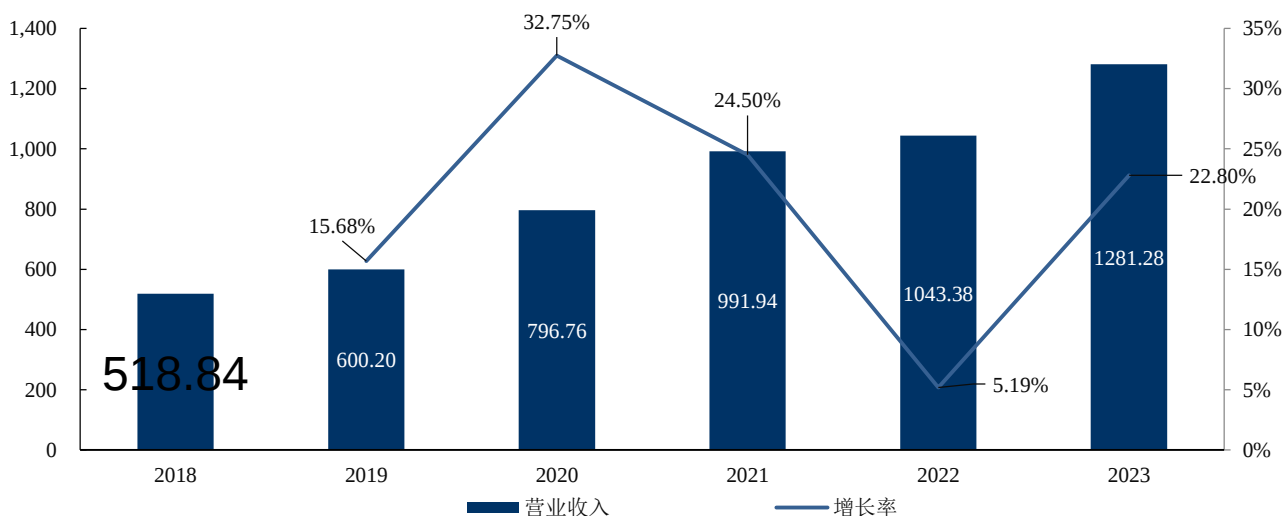
资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

1.2 营收增长稳定，目标实现盈亏平衡

2018-2023 年公司营收稳步增长。公司营业收入由 2018 年的 5.19 亿元增涨至 2023 年的 12.81 亿元。2023 年公司营收 12.81 亿元，同比增长 22.80%，主要受益于 PaaS 服务与营销云业务增长较快。

图6：2018-2023 年玄武云营业收入（百万元）及增长率



资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

2023 年毛利率下降源于业务收入结构变化。公司公告显示，公司营业成本主要包括电信资源成本，雇员福利开支，基础设施及设备开支等，其中电信资源成本占比最高。2023 年公司总毛利率 15.97%，相比 2022 年下降 5.65%，主要源于 PaaS 服务与营销云业务毛利率相对较低。2024 年，在 AI 赋能下，公司销售云业务收入预计实现较快增长，毛利率较高，预计将带动公司整体毛利率有所提升。

图7：2018-2023 年玄武云营业成本（百万元）及毛利率

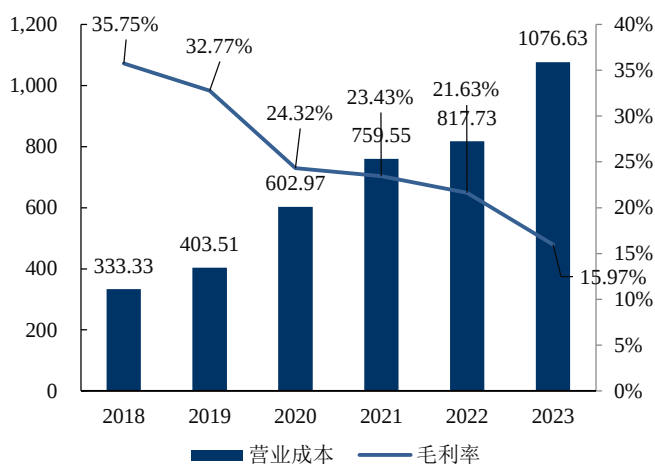
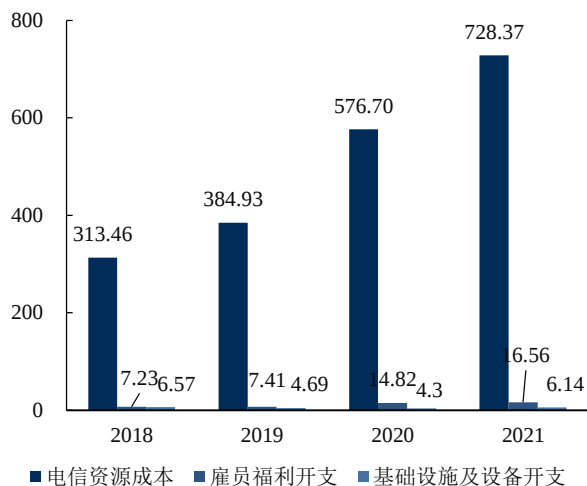


图8：2018-2021 年玄武云营业成本主要构成（百万元）

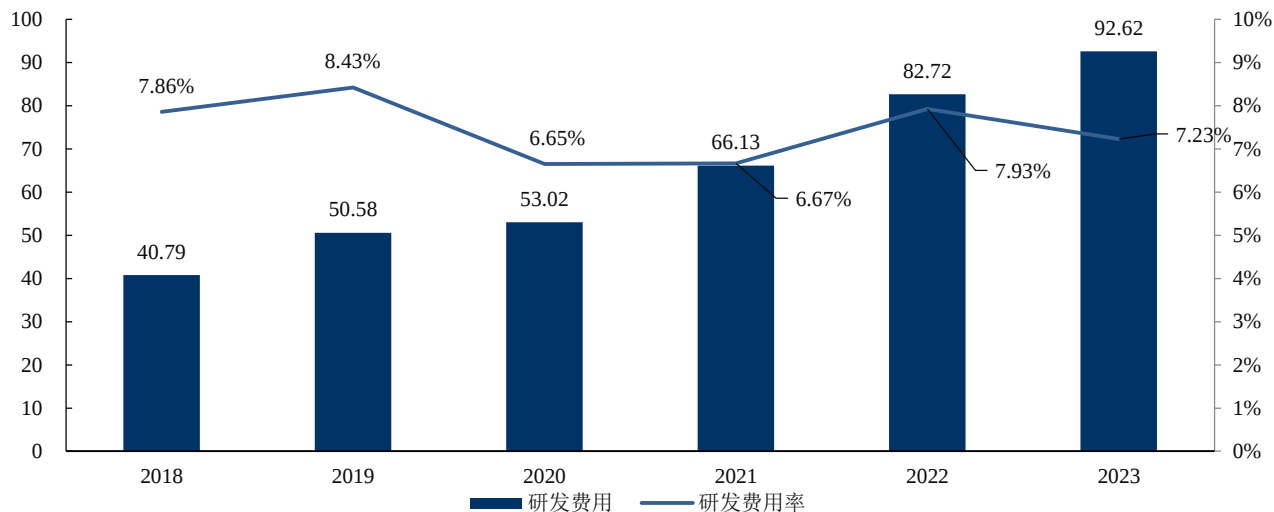


资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司的研发费用由 2018 年的 0.41 亿元增长至 2023 年的 0.93 亿元。公司 2023 年研发费用为 0.93 亿元；研发费用率为 7.23%。2023 年研发费用有所上升，主要由于加大 AI 相关研发人员引入。

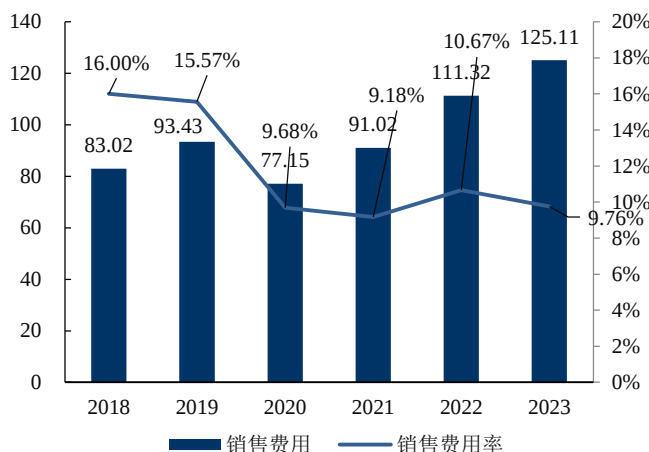
图9：2018-2023 年玄武云研发费用情况（百万元）



资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

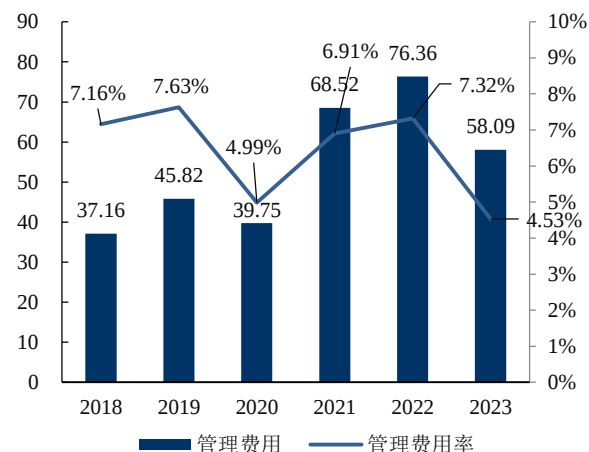
2023 年公司销售费用 1.25 亿元,同比增长 12.4%,主要由于业务扩张;管理费用 0.58 亿元,同比减少 23.9%,主要由于同期去年产生上市费用。目前公司正处于降本增效阶段,预计 2024 年销售费用与管理费用将趋于稳定。

图10：2018-2023 玄武云销售费用情况（百万元）



资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

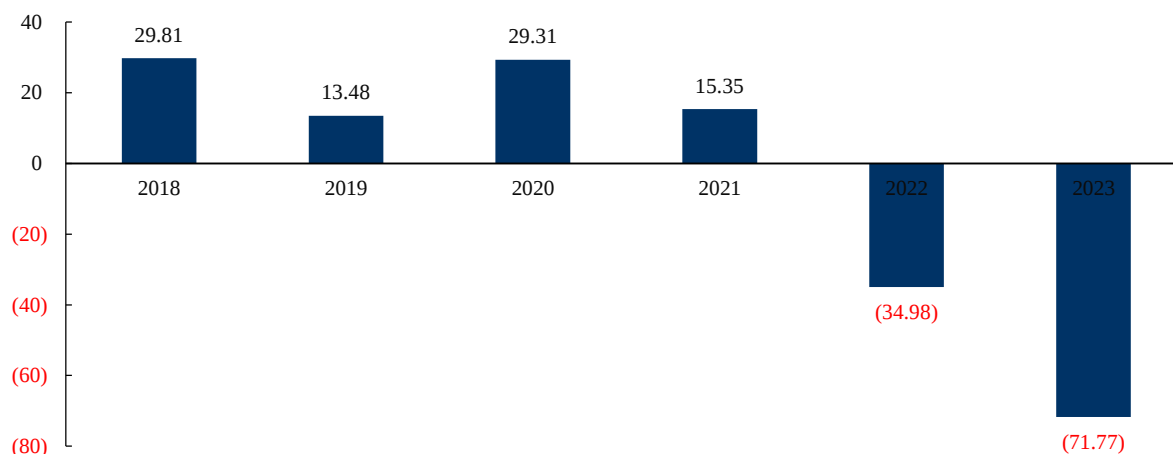
图11：2018-2023 玄武云管理费用情况（百万元）



资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

多因素导致 2023 年亏损加大。2023 年公司净利润-0.72 亿元。主要由于：CRM 市场竞争加剧；CRM SaaS 研发开支持增加；销售及分销开支增加；以股份为基础的薪酬开支增加。展望 2024 年，公司将加强降本增效措施，目标实现盈亏平衡。

图12：2018-2023 年玄武云净利润（百万元）



资料来源：公司年报，公司招股说明书，东兴证券研究所

2. 聚焦AI+快消，打造第二增长曲线

2.1 快消行业智能化改造具有良好市场前景

消费行业数字化成熟度较高，但智能化能有较大提升空间。对于消费企业，营销是其数字化重要“战场”之一，营销端的数智化转型将为企业带来更短的产品创新周期。消费企业具有较强付费意愿。

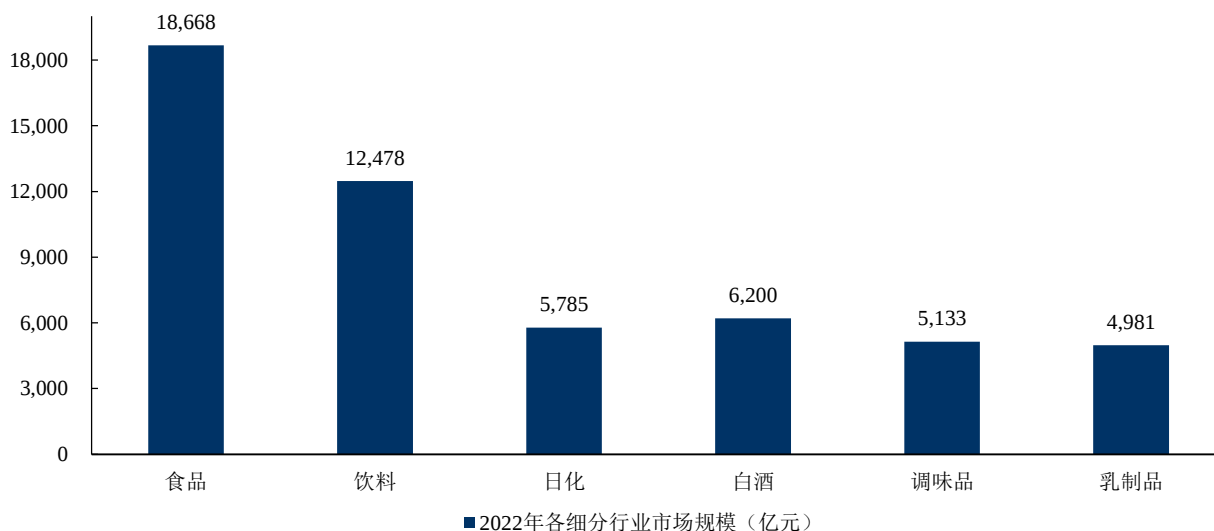
图13：中国产业数智化转型成熟度比较



资料来源：玄武云行业研究院，东兴证券研究所

国内消费市场规模庞大。消费行业主要包括食品、饮料、日化、白酒、调味品、乳制品等。根据第三方统计，2022年调味品行业市场规模为5133亿元；食品行业市场规模达到18668亿元；饮料行业市场规模达12478亿元；日化行业市场规模为5785亿元；白酒行业市场规模6200亿元；乳制品行业市场规模为4981亿元。

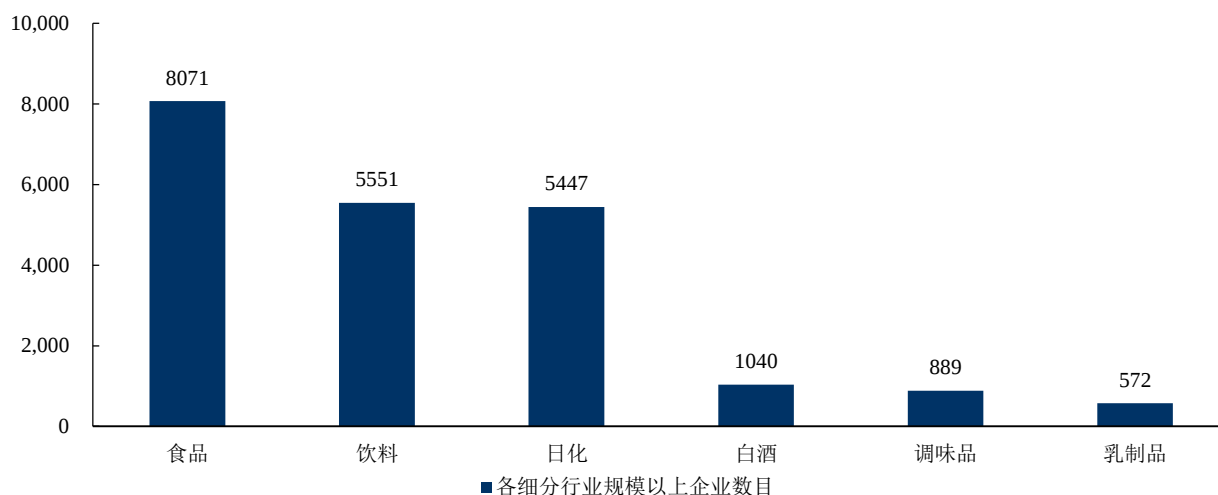
图14：2022年各细分行业市场规模（亿元）



资料来源：国家统计局，中国食品报，中商产业研究院，中商情报网，艾媒咨询，东兴证券研究所

消费细分行业企业数量众多。根据第三方统计，2020 年食品制造业企业数量为 8071 家；饮料制造行业企业数量 5551 家；化妆品生产企业 5447 家（2020 年《药品监督管理统计年度报告》）；白酒规模以上企业数量为 1040 家；新注册调味品制造企业且存续经营规模以上企业 889 家；乳制品行业规模以上企业 572 家。

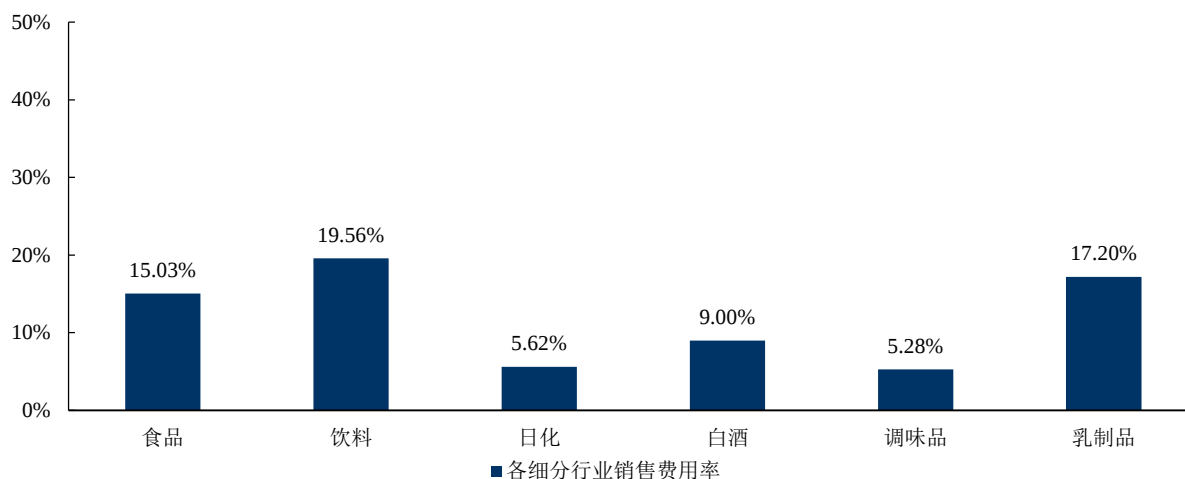
图15：2020 年各细分行业企业数目（家）



资料来源：观研报告网，中商情报网，华经情报网，智研咨询，国家统计局，2020 年《药品监督管理统计年度报告》，东兴证券研究所

快消行业智能化改造具有良好市场前景。快消行业具有市场规模庞大、企业数量众多的特点。同时，相关企业销售费用支出较高。根据细分行业上市公司财报数据统计，2022 年饮料行业、食品行业、乳制品行业、调味品行业、日化、白酒行业平均销售费用率分别为 19.56%，15.03%，17.20%，5.28%，5.62%，9.00%。消费企业具有较强付费能力。当前 AI 技术兴起，公司开发 AI SaaS 产品助力快消行业智能化建设，具有良好市场前景。

图16：2022 各细分行业销售费用率



资料来源：iFind，东兴证券研究所

2.2 AI 技术和产品落地客户实际业务

拓展玄讯智慧 100 系列 SaaS 产品，助力消费品企业全渠道营销管理。当前公司加强旗下销售云玄讯智慧 100 系列 SaaS 产品人工智能（AI）和数据智能（DI）能力。具体功能方面，智慧 100 围绕人-货-场，连接品牌商、经销商、店老板、销售、导购、DSR、会员等终端全链条，借助 AI 智能采集+DI 大数据分析技术，覆盖大客开拓、终端拓店、访销过程、KPI 考核、进销存、营销费用、主数据管理等消费品终端渠道核心环节和场景。

图17：公司销售云解决方案

玄武云面向资源与动销运营的销售云解决方案



资料来源：公司投资者关系部，东兴证券研究所

AI技术和产品落地客户实际业务。在技术方面，公司构建消费品行业的独家数据，拥有超30万的SKU类别和超1000万个特征的商品库。2023年，公司发布国内首个垂直于大消费行业的多模态大模型—玄韬，在端侧模型覆盖率和价签整体识别率分别达到了92%以上和95%以上。在产品创新方面，公司推出大消费领域的AIGC应用（陈列指挥官、拜访总结助手）并落地应用于客户实际业务；推出基于DI技术打造的“智慧拓店”，以数智化的解决方案帮助消费品企业终端规模和销量的提升。在此新兴领域，纷享销客等公司是主要竞争者，以及一些初创企业。

当前公司在AI技术赋能消费行业领域具有技术优势。公司国内首家拥有完整自建的3D建模平台，建模资源占用仅为传统建模方式的1/10，建模时间仅为传统建模方式的1/3，适应快消企业推陈出新不断的现实需要。

另一方面，公司在此赛道具有客户优势。公司旗下销售云玄讯智慧100系列SaaS产品推出市场多年，积累了一批消费者客户。当前销售云产品拓展AI能力，客户转化率高，目前公司AI技术和产品服务消费客户数超过100家，在饮料、白酒、日化、食品等多种行业均有丰富服务经验。

图18：AI 算法赋能线下零售渠道



资料来源：公司投资者关系部，东兴证券研究所

AIoT 智慧冰柜有望成为公司打造的爆款 AI 应用。传统冰柜数字化程度相对较低，公司基于 AIoT 智慧盒子 Pro+，研发出 AIoT 智慧冰柜。该产品实现陈列智能分析、动销智能分析、容流智能分析、消息提醒和问题告警、视频和语音广告播放以及冰柜状态数据实时获取等功能。2023 年，公司已经与新希望乳业股份有限公司、南京百事可乐饮料有限公司等多个标杆快消头部企业的业务落地；也已随合作消费品企业落地大型商超，拓展产品可应用的终端销售渠道。

图19：公司 AIoT 冰柜优势

AIoT智慧盒子 Pro+

针对已投放的传统冰柜进行数字化升级，可实现排面识别与消息提醒、冰柜客流监测、资产定位

快速升级

智慧盒子通过AIoT软硬一体化的能力，可以在改造冰柜原有电源线路的情况下，5分钟即可完成传统冰柜的数字化升级

双模供电

同时支持外接电源+电池混合供电模式，保障设备续航

识别率高

行业唯一在饮料、啤酒、乳业三种业态上全品类SKU真实识别率达到95%以上的产品

语音促销

盒子可外接喇叭，系统自定义语音广告推送，实现开门语音促销



资料来源：公司投资者关系部，东兴证券研究所

图20：公司 AIoT 智慧冰柜价值输出

冰柜陈列智能分析-为陈列改善提供决策依据

冰柜动销智能分析-为冰柜销量提升提供依据

冰柜客流智能分析-为决策执行和验证提供参考

消息提醒和问题告警-提升冰冻化陈列效果

视频和语音广告播放-提高终端宣传和促销能力

冰柜状态数据实时获取-保障固定资产安全



资料来源：公司投资者关系部，东兴证券研究所

3. 投资建议

公司是国内头部CRM SaaS厂商，当前公司聚焦AI+大消费，垂直深耕行业大客，销售云订单合同加速增长。我们预计2024年-2026年公司收入分别为15.31/17.60/20.22亿元，归母净利润分别为0.01/0.15/0.35亿元。基于港股天润云主营业务包含客服云、营销云、通信云等板块，与公司业务模式、市值规模较为接近，因此参考港股天润云PS估值0.76X，给予公司2024年0.55X PS，对应市值9.1亿港元，对应目标价1.62港元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

客户留存率下降，头部客户毛利率较低，AI产品未能获得客户普遍认可等。

附表：公司盈利预测表
单击或单击此处输入文字。
财务报表预测及比率分析

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	88.26	164.56	192.28	153.15	175.98	202.22	991.94	1043.38	1281.28	1531.48	1759.79
应收账款	264.25	285.21	252.73	376.23	432.32	496.79	759.55	817.73	1076.63	1248.15	1420.15
预付款项、按金及其他应	103.07	156.23	181.24	201.69	231.76	266.32	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	91.02	111.32	125.11	137.83	158.38
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	134.64	159.09	150.71	153.15	175.98
其他流动资产	29.15	13.44	18.27	18.10	20.73	23.74	财务费用	1.83	2.95	2.81	7.18
流动资产总计	484.73	619.44	644.52	749.18	860.79	989.07	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	8.37	7.77	5.92	5.00	4.07	3.14	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	4.90	-47.71	-73.98	-14.84
无形资产	35.58	26.94	30.58	25.48	20.39	15.29	其他非经营损益	7.58	11.40	2.27	16.25
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	12.48	-36.30	-71.71	1.41
其他非流动资产	19.29	20.51	10.00	10.00	10.00	10.00	所得税	-2.87	-1.33	0.06	-0.00
非流动资产合计	63.24	55.22	46.50	40.47	34.45	28.43	税后利润	15.35	-34.97	-71.77	1.41
资产总计	547.97	674.65	691.02	789.65	895.24	1017.49	归属于非控制股东	0.84	0.71	0.59	0.00
短期借款	58.48	88.48	157.24	189.10	231.73	269.59	归属于母公司股东利	14.51	-35.68	-72.36	1.41
应付账款	94.13	50.09	64.44	101.95	115.99	131.80	EBITDA	27.90	-20.11	-68.90	14.62
其他流动负债	83.93	95.13	118.43	135.72	155.40	177.86	NOPLAT	8.27	-43.11	-71.23	-8.11
流动负债合计	236.55	233.70	340.11	426.76	503.12	579.25	EPS (元)	0.03	-0.06	-0.13	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	10.57	24.80	36.00	主要财务比率				
其他非流动负债	24.27	18.17	11.89	11.89	11.89	11.89	2021	2022	2023	2024E	2025E
非流动负债合计	24.27	18.17	11.89	22.46	36.69	47.89	成长能力				
负债合计	260.81	251.86	352.00	449.22	539.81	627.14	营收增长率	24.50%	5.19%	22.80%	19.53%
股本	0.03	0.36	0.36	1000.36	2000.36	3000.36	EBITDA增长率				
储备	285.37	419.97	335.61	-664.40	-1664.40	-2664.40	EBIT增长率				
留存收益	0.00	0.00	0.00	1.41	16.40	51.33	税后利润增长率				
归属于母公司股东权益	285.40	420.33	335.97	337.37	352.37	387.30	盈利能力				
归属于非控制股东权益	1.75	2.46	3.06	3.06	3.06	3.06	毛利率	23%	22%	16%	19%
权益合计	287.15	422.79	339.02	340.43	355.42	390.35	净利率	2%	-3%	-6%	0%
负债和权益合计	547.97	674.65	691.02	789.65	895.24	1017.49	ROE				1%
现金流量表（百万元）						估值倍数					2026E
2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	ROA					
税后经营利润	6.03	-45.95	-74.04	-14.84	-4.16	13.18	ROIC				
折旧与摊销	13.59	13.24	0.00	6.02	6.02	6.02	P/E				
财务费用	1.83	2.95	2.81	7.18	9.43	11.72	P/S				
其他经营资金	-38.90	-113.48	71.23	-88.99	-55.05	-63.77	P/B				
经营性现金流量	-17.46	-143.24	0.00	-90.62	-43.75	-32.85	股息率				
投资性现金流量	2.98	20.47	0.00	16.25	19.15	21.75	EV/EBIT				
筹资性现金流量	5.66	191.93	0.00	35.24	47.43	37.34	EV/EBITDA				
现金流量净额	-8.82	69.15	0.00	-39.13	22.83	26.24	EV/NOPLAT				

数据来源：同花顺iFind

分析师简介

石伟晶

首席分析师，覆盖传媒、互联网、云计算、通信等行业。上海交通大学工学硕士。8 年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526