

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：吴雁宇

执业证书编号：S1410124010015

投资评级： 增持（首次）

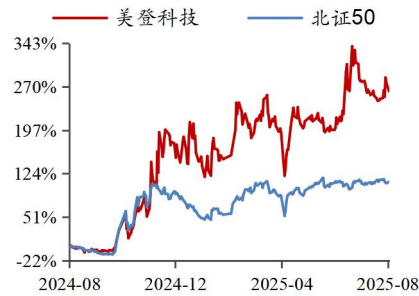
当前价格： 70.68元

市场数据

总股本(百万股)	38.94
A 股股本(百万股)	38.94
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	45.26
12 个月最高/最低(元)	92.99/18.01
第一大股东	邹宇
第一大股东持股比例(%)	36.26
上证综指/沪深 300	3583.31/4070.70

数据来源：聚源 注：2025 年 8 月 4 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4.07	8.64	148.87
绝对收益	-4.69	16.31	252.58

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

美登科技 838227.BJ

计算机行业

电商 SaaS 领军者，积极拥抱 AI 技术

投资要点：

◆公司股权结构较为集中，实控人邹宇先生直接持有公司股权比例为 36.26%。截至 2025 年一季报，公司实际控制人为董事长邹宇先生，其直接持有公司股权比例为 36.26%；公司副总经理王良晶先生是公司第二大股东，直接持有公司股权比例为 19.79%；公司董事苏鑫先生是公司第三大股东，直接持有公司股权比例为 14.85%；公司总经理马原先生是公司第五大股东，直接持有公司股权比例为 1.54%。综上可知，公司股权结构整体较为集中，截至 2025 年一季报前十大股东持股比例合计高达 78.85%。公司核心管理层以 80 后为主，整体教育背景良好，均具备丰富的行业经验，且稳定性高。

◆我国电商 SaaS 行业增速逐步下降，AI 和大数据正在重塑电商 SaaS 行业。我国电商 SaaS 行业主要监管部门包括商务部、工信部和市场监督管理总局。历年来，政府部门出台多个行业相关监管政策，整体方向是鼓励电商行业规范发展。我国电商行业逐步进入成熟期，行业增速逐步下降；电商服务业收入增速预计将随之下降。电商 SaaS 行业属于电商服务业的细分行业之一，产业内部环节较多，预计未来增速也将随之下降。兴趣电商的兴起、多电商平台运营复杂度的提升、商家对于精准推荐客户的需求使得电商 SaaS 软件需求增加。电商 SaaS 行业发展趋势是，AI 与大数据的深度融合正在重塑电商 SaaS 行业。在电商 SaaS 行业中，公司处于领先地位；公司自成立以来，以阿里巴巴商家服务市场作为 SaaS 业务开展的起点，逐步向其他类型电商平台渗透；公司旗下产品多次被阿里巴巴商家服务市场评为“淘拍档”，在行业内具有良好的口碑。

◆公司收入主要来自于电商 SaaS 软件，且积极拥抱 AI 技术。公司主营业务包括电商 SaaS 软件、短信服务和电商客服外包服务等。其中，电商 SaaS 软件包括营销管理软件美折、订单管理软件我打、直播管理软件光圈智播等，是公司的主要收入来源。公司持续深耕电商 SaaS 软件行业；产品层面，实现了从美折、我打到光圈智播的拓展；下游平台层面，实现了从淘宝/天猫到抖音、快手、小红书、微信小店等多平台的拓展。公司积极拥抱 AI 技术，当前 AI 研发项目包括基于生成式 AI 的数智框架和 AI 客服。

◆估值和投资建议：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1.75、2.03、2.23 亿元，同比增长率分别为 18.81%、15.70%、10.08%；归母净利润分别为 0.58、0.66、0.73 亿元，同比增长率分别为 40.00%、13.36%、10.24%；EPS 分别为 1.50、1.70、1.88 元/股，对应 PE 分别为 47.05、41.51、37.65 倍。考虑公司为稀缺的电商 SaaS 类软件标的，随着宏观经济复苏业绩有望加速，且积极拥抱 AI 技术；首次覆盖，给予增持评级。

◆风险提示：电商平台依赖风险、产品结构相对单一风险、研发风险、商誉和无形资产减值风险、税收政策风险、监管风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	114.14	147.50	175.24	202.76	223.20
增长率（%）	0.90%	29.23%	18.81%	15.70%	10.08%
归母净利润（百万元）	42.48	41.78	58.49	66.31	73.10
增长率（%）	1.38%	-1.64%	40.00%	13.36%	10.24%
ROE（%）	10.31%	9.97%	13.43%	14.31%	14.69%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.09	1.07	1.50	1.70	1.88
P/E（倍）	64.80	65.87	47.05	41.51	37.65
P/B（倍）	6.74	6.69	6.39	6.01	5.59

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司简介	1
1.1 公司发展历史	1
1.2 公司股权结构	1
1.3 公司核心管理层	2
2 电商 SaaS 行业分析	3
2.1 电商 SaaS 行业监管政策	3
2.2 电商行业市场规模	5
2.3 我国电商 SaaS 行业发展现状	6
2.4 我国电商 SaaS 行业发展趋势	6
2.5 公司市场地位	7
3 主营业务分析	7
3.1 公司 SaaS 软件业务分析	8
3.2 公司主要客户	10
3.3 公司主要供应商	11
3.4 公司 AI 研发项目	12
3.5 公司发展战略	13
4 公司财务分析	14
4.1 公司收入和归母净利润平稳增长	14
4.2 公司毛利率呈下降趋势	14
4.3 公司资产负债率极低	15
4.4 公司期间费用率呈上升趋势	15
5 盈利预测及估值	16
5.1 盈利预测	16
5.2 估值及建议	17
6 风险提示	18

图表目录

图 1、公司股权结构	2
图 3、中国电子商务交易额及增速	5
图 4、2012-2022 年中国电子商务服务业营业收入	5
图 4、公司主营业务分类	8
图 5、公司营业收入及同比增速	14
图 6、公司扣非归母净利润及同比增速	14
图 7、公司毛利率持续下降	15
图 8、公司资产负债率极低	15
表 1、公司发展历史	1
表 2、公司核心管理层	2
表 3、电商 SaaS 行业监管政策	4
表 4、公司 2022-2024 年细分业务收入及占比（万元）	8
表 5、公司 2022 年收入拆分（万元）	9

表 6 、公司电商 SaaS 软件产品介绍	10
表 7 、公司 2022-2024 年前五大客户	11
表 8 、公司 2022-2024 年前五大供应商	12
表 9 、公司 AI 研发项目	13
表 10 、公司期间费用率	16
表 11 、公司收入结构预测	17
表 12 、可比公司估值	18

1 公司简介

杭州美登科技股份有限公司成立于 2013 年 12 月，总部位于浙江省杭州市；2022 年 12 月，公司在北京证券交易所上市，股票代码为 838227.BJ。公司主营业务是电商软件的研发、销售和运营。公司主力产品是美折和我打，全面布局淘宝、天猫、1688、拼多多、京东、快手、抖音等电商平台。

1.1 公司发展历史

2011 年，公司首个产品美折开发上线，在淘宝服务市场上线。2013 年，公司在杭州注册成立。2016 年，公司在新三板挂牌，股票代码 838227.NQ。2017 年，公司短信功能上线。2018 年，公司实现全面数据化经营。2020 年，公司并购威海领新 100%股权，新增订单管理产品-我打，丰富公司产品矩阵。2022 年，公司在北交所上市，股票代码 838227.BJ。

纵观公司发展历史，可知公司持续深耕主业，不断丰富产品矩阵。

表 1、公司发展历史

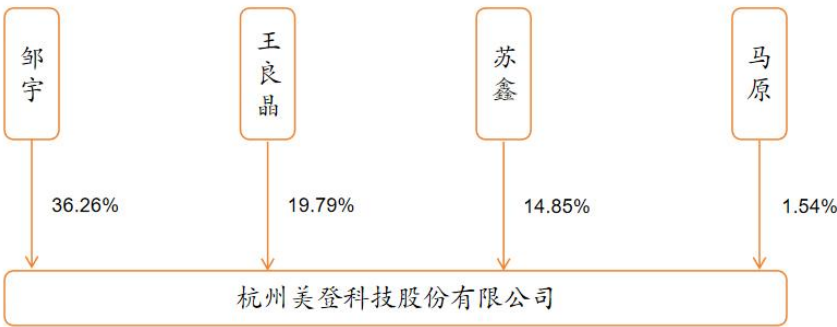
时间	事件
2011 年	公司首个产品美折开发上线，在淘宝服务市场上线。
2013 年	公司在杭州注册成立。
2016 年	公司在新三板挂牌，股票代码 838227.NQ。
2017 年	公司短信功能上线。
2018 年	公司实现全面数据化经营。
2020 年	公司并购威海领新 100%股权，新增订单管理产品-我打，丰富公司产品矩阵。
2022 年	公司在北交所上市，股票代码 838227.BJ。

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.2 公司股权结构

截至 2025 年一季报，公司实际控制人为董事长邹宇先生，其直接持有公司股权比例为 36.26%；公司副总经理王良晶先生是公司第二大股东，直接持有公司股权比例为 19.79%；公司董事苏鑫先生是公司第三大股东，直接持有公司股权比例为 14.85%；公司总经理马原先生是公司第五大股东，直接持有公司股权比例为 1.54%。综上可知，公司股权结构整体较为集中，截至 2025 年一季报前十大股东持股比例合计高达 78.85%。

图 1、公司股权结构



资料来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部（截至 2025 年一季度）

1.3 公司核心管理层

公司核心管理层以 80 后为主，整体教育背景良好，均具备丰富的行业经验，且稳定性高。

公司实控人邹宇先生是公司领军人物，现任公司董事长；其于 2008 年本科毕业于华东理工大学数学与应用数学专业，在加入美登科技以前，曾在微软（中国）有限公司上海分公司、北京创新工场投资中心等知名企业担任研发工程师。

表 2、公司核心管理层

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	个人简历
邹宇	董事长	2015-12-18	男	中国	本科	1987	无境外永久居留权，2008 年 7 月毕业于华东理工大学数学与应用数学专业。2008 年 8 月至 2010 年 1 月，担任微软（中国）有限公司上海分公司研发工程师；2010 年 2 月至 2010 年 8 月，担任北京创新工场投资中心软件开发工程师；2010 年 8 月至 2011 年 5 月，担任北京风灵创景科技有限公司项目经理；2011 年 6 月至 2014 年 12 月，担任北京万维商联科技有限公司执行董事；2013 年 12 月至 2015 年 12 月，担任美登有限技术总监；2015 年 7 月至 2015 年 12 月，兼任美登有限执行董事、总经理；2015 年 12 月至 2022 年 1 月，担任杭州美登科技股份有限公司董事长兼总经理；2022 年 1 月至今，担任杭州美登科技股份有限公司董事长。
马原	总经理	2022-07-26	男	中国	硕士	1985	无境外永久居留权，毕业于复旦大学经济学专业。2011 年 7 月至 2014 年 12 月，担任国泰君安证券股份有限公司并购融资部助理董事；2015 年 1 月至 2022 年 1 月，担任杭州美登科技股份有限公司财务总监，2015 年 12 月至 2022 年 1 月，兼任杭州美登科技股份有限公司董事、董事会秘

							书；2022 年 1 月至今，担任杭州美登科技股份有限公司董事、总经理。
王良晶	副总经理	2017-12-25	男	中国	本科	1986	无境外永久居留权，毕业于华中科技大学测控技术与仪器专业。2008 年 6 月至 2009 年 9 月，担任淘宝（中国）软件有限公司研发工程师；2009 年 10 月至 2011 年 5 月，担任网易有道信息技术（北京）有限公司高级开发工程师；2011 年 6 月至 2013 年 12 月，担任北京万维商联科技有限公司工程师；2014 年 1 月至 2015 年 12 月，担任美登有限工程师、监事；2015 年 12 月至今，担任杭州美登科技股份有限公司董事；2017 年 12 月至今，担任杭州美登科技股份有限公司副总经理。
徐靓依	财务总监,董事会秘书	2022-07-26	女	中国	硕士	1985	无境外永久居留权，本科毕业于浙江大学数学系，硕士研究生毕业于浙江工业大学国际贸易学专业。2011 年 4 月至 2012 年 8 月，任职于中国银行开元支行，担任清算员；2012 年 9 月至 2013 年 4 月，任职于杭州飘哲电子科技有限公司，担任综合管理部行政人员；2013 年 5 月至 2013 年 8 月，任职于华西证券杭州学院路营业部，担任理财经理；2013 年 9 月至 2014 年 6 月，任职于杭州祺汇财务管理有限公司，担任管理咨询部主管；2014 年 7 月至 2017 年 10 月，任职于公司，担任财务专员；2017 年 11 月至 2021 年 12 月，任职于公司，担任财务经理；2022 年 1 月至今，任职于公司，担任财务总监、董事会秘书。

资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

2 电商 SaaS 行业分析

2.1 电商 SaaS 行业监管政策

电商 SaaS 行业主要监管部门包括商务部、工信部和市场监督管理总局。其中，商务部主要负责制定我国电子商务行业的整体发展规划和相关行业标准；工信部主要负责拟定产业政策指导推进信息化工作，协调电子商务的发展；市场监督管理总局则负责监督管理网络商品交易行为及有关的服务。

历年来，政府部门出台多个行业相关监管政策，整体方向是鼓励电商行业规范发展。

表 3、电商 SaaS 行业监管政策

时间	发布部门	政策名称	内容要点
2016 年 4 月	国务院	《国务院办公厅关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》	加快推动流通转型升级，支持企业充分应用移动互联网、物联网、大数据等信息技术，在营销、支付、售后服务等方面线上线下互动。鼓励拓展智能消费新领域，大力发展绿色流通和消费，深入推进农村电子商务，积极促进电子商务进社区。
2017 年 1 月	商务部	《商务部关于进一步推进国家电子商务示范基地建设工作的指导意见》	争取到 2020 年，示范基地内电子商务企业数量达到 10 万家，孵化电子商务企业数量超过 3 万家，带动就业人数超过 500 万，形成国企互动、要素汇聚、服务完备、跨域合作、融合发展的电子商务集聚区。
2019 年 1 月	全国人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	为了保障电子商务各方主体的合法权益，规范电子商务行为，维护市场秩序，促进电子商务持续健康发展，制定该法。
2020 年 7 月	发改委、中央网信办、工信部等十三部委	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	加快传统企业数字化转型步伐。助力降低数字化转型难度，发展线上线下融合的业务发展模式，提升企业发展活力。培育一批数字化服务企业和创新应用企业，发挥引领带动作用。组织面向数字化转型基础软件、技术、算法等联合攻关。
2021 年 8 月	全国人大常委会	《中华人民共和国个人信息保护法》	个人信息处理者应当对其个人信息处理活动负责，并采取必要措施保障所处理的个人信息的安全；个人信息处理者应当根据个人信息处理目的、处理方式、个人信息的种类以及对个人权益的影响、可能存在的安全风险等，采取措施确保个人信息处理活动符合法律、行政法规的规定，并防止未经授权的访问以及个人信息泄露、篡改、丢失。
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	提升商务领域数字化水平。打造大数据支撑、网络化共享、智慧化协作的智慧供应链体系。健全电子商务公共服务体系，汇聚数字赋能服务资源，支持商务领域中小微企业数字化转型升级。提升贸易数字化水平。引导批发零售、住宿餐饮、租赁和商务服务等传统业态积极开展线上线下、全渠道、定制化、精准化营销创新。

2025 年 6 月	市场监管总局	《直播电商监督管理办法（征求意见稿）》	1.从事直播电商活动，应当遵循自愿、平等、公平、诚信的原则，遵守法律法规和商业道德，公平参与市场竞争，承担商品和服务质量责任，接受政府监管和社会监督，维护良好的直播电商生态。2.直播电商监管坚持线上线下监管一体化原则。3.直播电商平台经营者应当建立健全账号及功能注册注销、交易行为规范、商品和服务质量保障、消费者权益保护、个人信息保护、网络和数据安全管理、直播营销人员服务机构和直播营销人员管理等机制、措施。4.直播电商平台经营者应当加强技术升级和标识标注，防范直播间运营者利用人工智能等技术手段假冒他人进行宣传、营销的违法现象，并采取有效措施防范直播间运营者利用技术手段生成和传播虚假信息。5.直播间运营者应当在直播页面，以显著方式展示商品或服务价格相关信息。
------------	--------	---------------------	---

资料来源：公司公告，各政府官网，江海证券研究发展部

2.2 电商行业市场规模

据国家统计局数据，2024 年我国电子商务交易额为 46.41 万亿元，同比增速为 3.90%。据商务部《2022 年中国电子商务报告》，2022 年我国电子商务服务业营业收入为 6.79 万亿元，同比增速为 6.10%。

考虑到我国电商行业逐步进入成熟期，行业增速逐步下降；电商服务业收入增速预计将随之逐步下降。而电商 SaaS 行业属于电商服务业的细分行业之一，产业内部环节较多，预计未来增速也将随之下降。

图 3、中国电子商务交易额及增速



资料来源：iFinD，国家统计局，江海证券研究发展部

图 4、2012-2022 年中国电子商务服务业营业收入



资料来源：《2022 年中国电子商务报告》，江海证券研究发展部

2.3 我国电商 SaaS 行业发展现状

传统电商模式是人找货逻辑；兴趣电商则通过算法推荐和内容驱动消费，形成货找人逻辑。兴趣电商的迅猛发展对商家的运营能力提出了更高要求，使得电商 SaaS 软件需求井喷。

随着多电商平台运营复杂度的日益提升，跨平台管理类 SaaS 软件的需求应运而生并持续增长。在兴趣电商生态中，抖音、快手、小红书等平台占据主导地位，而商家为了实现更广泛的市场覆盖，需要同时运营这些内容平台以及传统的电商平台如淘宝、京东。然而，不同平台在流量分配规则、内容形式（包括短视频、直播、图文等）以及用户行为方面存在显著差异，这给商家的运营带来了诸多挑战。因此，商家亟需借助 SaaS 软件来实现统一的商品与订单管理、内容的智能生成与分发以及跨平台数据的聚合等功能。

兴趣电商的发展高度依赖数据驱动的精准推荐机制，这一需求也促使 SaaS 软件不断向智能化方向升级。兴趣电商平台通过算法实时分析用户的浏览、点赞、评论等行为数据，从而精准预测用户的潜在需求。在此背景下，商家需要借助 SaaS 工具来构建用户画像、实现实时反馈与迭代等功能，以更好地适应兴趣电商的运营需求，提升运营效率和用户体验。

2.4 我国电商 SaaS 行业发展趋势

在数字化时代，人工智能（AI）与大数据的深度融合正在重塑电商 SaaS 行业。这一融合不仅为电商 SaaS 行业奠定了全新的技术底座，更推动其加速向智能化与实时化的方向演进。自然语言处理（NLP）技术在智能化运营工具中的应用尤为突出，通过深度分析用户评论、搜索关键词以及社交互动内容，能够构建出多维动态的用户画像，从而精准识别消费者的偏好与潜在需求。与此同时，图像识别技术也广泛应用于商品自动分类、视觉搜索及内容审核等多个环节，有效提升了推荐系统的转化率。生成式 AI 技术的出现进一步拓展了技术边界，基于 Transformer 架构的大模型能够自动生成适配不同平台的营销内容，包括短视频分镜脚本、社交媒体图文以及多语言商品描述，大幅提升了内容创作的效率。

在跨境电商业务中，AI 驱动的跨语言翻译工具发挥了重要作用，支持实时语义转换与本地化适配，帮助商家有效降低跨境运营中的沟通壁垒，更好地拓展全球市场。此外，云端与边缘计算的协同创新为电商 SaaS 行业的实时性需求提供了坚实的技术保障。云端集中处理海量数据的训练与复杂计算任务，而边缘端则依托分布式节点实现毫秒级响应，确保在直播电商等高流量场景下，订单能够秒级触达，支付过程零延迟。这种技术架构的优化不仅

提升了用户体验，也为电商企业的高效运营提供了有力支持。

展望未来，AI 与大数据的深度融合将持续推动电商 SaaS 工具从“功能辅助”向“智能决策”升级。这一升级将使电商 SaaS 工具成为企业降本增效的核心引擎，并进一步向个性化、自适应方向迭代。

2.5 公司市场地位

在电商 SaaS 行业中，公司处于领先地位。公司自成立以来，以阿里巴巴商家服务市场作为 SaaS 业务开展的起点，逐步向其他类型电商平台渗透。公司旗下产品多次被阿里巴巴商家服务市场评为“淘拍档”，在行业内具有良好的口碑。

据市场公开信息，按付费用户数量统计，公司美折产品在阿里巴巴商家服务所属功能类目下处于领先地位，我打产品在拼多多、1688、快手、抖音服务市场所属功能类目下处于领先地位，光圈智播产品在抖音服务市场所属功能类目下处于领先地位。

3 主营业务分析

公司主营业务包括电商 SaaS 软件、短信服务和电商客服外包服务等。

其中，电商 SaaS 软件包括营销管理软件美折、订单管理软件我打、直播管理软件光圈智播等。

公司短信服务主要内嵌于公司电商 SaaS 软件中，采用先充值后消费的收费模式，电商商家通过软件的内购链接预充值购买短信服务，获得相应数量的短信，公司在电商商家实际使用短信服务时进行结算。

公司电商客服外包服务通过抖店服务市场线上及线下多种方式销售，电商商家主要购买包月套餐，套餐内包含固定数量的客服会话；如果实际产生的客服会话数超过套餐包含的数量，则超量部分按实际使用数量计费。

图 4、公司主营业务分类



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

2022-2024 年，公司电商 SaaS 软件业务收入占比分别为 91.07%、93.89%、78.84%，公司短信服务业务收入占比分别为 4.40%、2.92%、1.98%，公司电商客服外包业务收入占比分别为 0.00%、1.84%、18.40%，公司其他业务收入占比分别为 4.54%、1.34%、0.77%。

说明公司收入来源主要来自电商 SaaS 软件业务；且公司为了进一步丰富收入来源，拓展了短信服务和电商客服外包业务。

表 4、公司 2022-2024 年细分业务收入及占比（万元）

	2022 年	2023 年	2024 年
电商 SaaS 软件	10,300.93	10,716.53	11,629.69
- 电商 SaaS 软件收入占比	91.07%	93.89%	78.84%
短信服务	497.25	333.72	292.01
- 短信服务收入占比	4.40%	2.92%	1.98%
电商客服外包	0.00	209.89	2,714.34
- 电商客服外包收入占比	0.00%	1.84%	18.40%
其他业务	513.34	153.49	114.13
- 其他业务收入占比	4.54%	1.34%	0.77%
合计	11,311.52	11,413.63	14,750.17

数据来源：iFinD，公司年报，江海证券研究发展部

3.1 公司 SaaS 软件业务分析

由于公司 2023、2024 年报并未披露美折、我打的收入明细，我们选取公司 2022 年报相关数据进行分析。据公司 2022 年报数据，公司我打收入占比为 53.14%、美折收入占比为 37.93%，二者合计收入占比为 91.07%；说明公司收入主要来自电商 SaaS 软件中的我打和美折等。

表 5、公司 2022 年收入拆分（万元）

科目	营业收入
总收入	11,311.52
我打	6,010.43
我打收入占比	53.14%
美折	4,290.50
美折收入占比	37.93%
我打+美折收入合计占比	91.07%

数据来源：iFinD，公司年报，江海证券研究发展部

据公司官网，公司电商 SaaS 软件主要包括营销管理软件美折、订单管理软件我打、直播管理软件光圈智播等。

营销管理软件美折包含 2 款产品，美折促销和美折·短信 CRM。美折促销主要功能包括价格促销，图片视觉营销，会员营销，视频内容营销，互动营销等；适用平台为淘宝/天猫。美折·短信 CRM 为公司内嵌在美折的短信服务，适用平台包括淘宝/天猫、抖店、快手、美信等。

订单管理软件我打包含 3 款产品，我打打单、我打分销代发和我打 ERP。我打打单产品功能包括无缝对接各大平台，自动同步订单，批量打印发货；适用平台包括淘宝、抖音、快手、拼多多、微信小店、1688、京东、小红书、快团团、有赞等。我打分销代发产品功能包括分销商自动推送订单，厂家密文代发打单，发货单号自动回传分销商店后台；适用平台包括抖音、快手、微信小店、淘宝/天猫、拼多多、1688、京东、小红书、淘工厂等。我打 ERP 产品功能包括为商家提供订单、采购、库存、售后、报表等电商企业全链路经营管理服务；适用平台包括淘宝/天猫、拼多多、抖音、快手、微信小店、1688、京东、小红书、淘工厂等。

直播管理软件光圈智播包含 3 款产品，光圈智播、光圈智播·选品库和 Livepilot。光圈智播产品功能包括商品自动弹窗、自动发评/回评、自动发欢迎语/感谢语、自动发福袋/优惠券/红包、中控台一键改价/改库存等；适用平台包括抖音、快手、淘宝、视频号、小红书。光圈智播·选品库拥有 100 万+商品库，比官方更高佣，直播/橱窗一键替换高佣商品，收益更可观；适用平台是抖音。Livepilot 是光圈智播 Tik Tok 版，适用平台是 Tik Tok。

表 6、公司电商 SaaS 软件产品介绍

名称	示意图	产品功能	适用平台
美折	 美折促销	集多种营销、管理功能于一体，拓展到整个店铺运营领域，有效帮助商家降低运营成本，提升经营效率。	淘宝/天猫
	 美折·短信CRM	一键群发召回老客，自动设置订单关怀提升用户体验，支持各平台加密信息发送，高速稳定专业。	淘宝/天猫、抖店、快手、美信
我打	 我打打单	无缝对接各大平台，自动同步订单，批量打印发货；让订单管理更轻松，让打印发货更高效。	淘宝、抖音、快手、拼多多、微信小店、1688、京东、小红书、快团团、有赞等
	 我打分销代发	分销商自动推送订单，厂家密文代发打单，发货单号自动回传分销店铺后台；代发效率提升 10 倍以上，对账轻松精准。	抖音、快手、微信小店、淘宝/天猫、拼多多、1688、京东、小红书、淘工厂等
	 我打ERP	为商家提供订单、采购、库存、售后、报表等电商企业全链路经营管理服务；支持多平台多平台聚合统一管理，助力商家一体化经营，高效管理。	淘宝/天猫、拼多多、抖音、快手、微信小店、1688、京东、小红书、淘工厂等
光圈智播	 光圈智播	赋能直播间中控智能化，有效节省人力成本，提升 GMV。明星功能有商品自动弹窗、自动发评/回评、自动发欢迎语/感谢语、自动发福袋/优惠券/红包、中控台一键改价/改库存。	抖音、快手、淘宝、视频号、小红书
	 光圈智播·选品库	光圈智播选品库，100 万+商品库，比官方更高佣，直播/橱窗一键替换高佣商品，收益更可观。	抖音
	 Livepilot	光圈智播 TikTok 版，支持直播间 pin 效果的自动收起、弹出；支持评论区自动发评、自动回评。	TikTok

数据来源：公司官网，江海证券研究发展部

综上所述，公司持续深耕电商 SaaS 软件行业；产品层面，实现了从美折、我打到光圈智播的拓展；下游平台层面，实现了从淘宝/天猫到抖音、快手、小红书、微信小店等多平台的拓展。

3.2 公司主要客户

2022-2024 年，公司前五大客户收入占比合计分别为 0.70%、0.56%、1.64%，来自单一客户收入占比均不超过 1%；说明公司客户非常分散，单一客户依赖风险较小。

表 7、公司 2022-2024 年前五大客户

年份	序号	客户名称	收入占比
2022 年	1	徐小米教搭配（快手 ID：902640167）	0.31%
	2	杭州驭势品牌管理有限公司	0.12%
	3	衡阳慧用工服务有限公司	0.10%
	4	熠保科技（上海）有限公司	0.09%
	5	北京青橙信息技术有限公司	0.08%
	合计		0.70%
2023 年	1	熠保科技（上海）有限公司	0.19%
	2	北京青橙信息技术有限公司	0.14%
	3	tb9545233544(淘宝 ID)	0.08%
	4	杭州市人防工程平战结合服务保障中心	0.08%
	5	杭州驭势品牌管理有限公司	0.07%
	合计		0.56%
2024 年	1	熠保科技（上海）有限公司	0.54%
	2	宁波燕知洲文化传媒有限公司	0.36%
	3	西咸新区沛东新城宝屠百货店	0.25%
	4	成都美洽网络科技有限公司	0.25%
	5	金华桔焱服饰有限公司	0.24%
	合计		1.64%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.3 公司主要供应商

2022-2024 年，公司前五大供应商年度采购占比合计分别为 98.59%、89.14%、68.09%；特别的，来自阿里巴巴采购占比分别为 87.51%、73.04%、48.05%。

说明公司前五大供应商较为集中，存在对单一供应商阿里巴巴依赖风险；但我们认为，阿里巴巴作为互联网巨头，整体经营稳健，公司单一供应商依赖风险整体可控。

表 8、公司 2022-2024 年前五大供应商

年份	序号	供应商名称	年度采购占比
2022 年	1	阿里巴巴集团	87.51%
	2	字节跳动有限公司	3.65%
	3	上海寻梦信息技术有限公司	2.81%
	4	杭州云片网络科技有限公司	2.77%
	5	京东集团	1.85%
	合计		98.59%
2023 年	1	阿里巴巴集团	73.04%
	2	抖音集团	8.94%
	3	上海寻梦信息技术有限公司	3.20%
	4	成都快购科技有限公司	2.15%
	5	京东集团	1.81%
	合计		89.14%
2024 年	1	阿里巴巴集团	48.05%
	2	抖音集团	6.82%
	3	平顶山大树电子商务有限公司	4.92%
	4	新泰鲲鹏电子商务咨询服务有限公司	4.23%
	5	云账户（天津）共享经济信息咨询有限公司	4.07%
	合计		68.09%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.4 公司 AI 研发项目

据公司年报披露，公司积极拥抱 AI 技术，当前 AI 研发项目包括基于生成式 AI 的数智框架和 AI 客服。

基于生成式 AI 的数智框架旨在通过深度学习与计算机视觉技术的研发与创新，以数学讲题为技术验证载体，突破图像特征提取、相似度计算、光学字符识别（OCR）及图像预处理等核心技术难点；项目 1.0 版本开发已经完成；预计项目研发完成后将拓宽公司产品领域。

AI 客服旨在通过人工智能技术开发高效、智能的客户服务系统，以提升客户响应效率、降低人工成本，并实现 7×24 小时全天候服务；项目 1.0 版本开发已经完成；预计项目研发成功后将增强水手客服用户粘性及品牌忠诚度。

表 9、公司 AI 研发项目

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达成目标	预计对公司的影响
基于生成式 AI 的数智框架	旨在通过深度学习与计算机视觉技术的研发与创新，以数学讲题为技术验证载体，突破图像特征提取、相似度计算、光学字符识别（OCR）及图像预处理等核心技术难点。重点研究基于深度网络的特征向量提取与相似性评估方法、预训练模型与注意力机制的融合优化、以及复杂场景下的文本检测与识别技术，从而提升图像识别与处理的精度与效率。	1.0 版本开发完成	完成相似度计算、模型架构、基于光学字符识别技术（OCR）实现图像文字信息提取、图像预处理等技术的突破。	拓宽公司产品领域，实现新的收入增长点。
AI 客服	旨在通过人工智能技术开发高效、智能的客户服务系统，以提升客户响应效率、降低人工成本，并实现 7×24 小时全天候服务。通过自然语言处理（NLP）、机器学习及多模态交互技术，打造可覆盖多渠道、支持个性化推荐的智能客服解决方案，优化用户体验并增强企业服务竞争力。	1.0 版本开发完成	通过集成自然语言处理（NLP）、知识图谱及多模态交互技术，实现智能问答；支持全渠道无缝接入，提供个性化推荐及情绪化应答策略；同步整合企业 CRM/ERP 系统实现数据实时同步，并优化知识库自迭代能力，确保服务稳定性。	增强水手客服用户粘性 & 品牌忠诚度，助力市场份额拓展。

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

3.5 公司发展战略

公司将持续聚焦电商 SaaS，坚持“产品创新+生态整合”双轮驱动，加速布局直播电商、AI 应用等新业态。

- 1. 营销管理：在直播电商领域，迭代“光圈智播”并拓展多平台覆盖；AI 赋能直播间智能场控；以“多宝分销”打造智能选品供应链，深度参与平台生态。
- 2. 订单管理：升级全链路自动化，打通打单、发货、售后；向供应链上下游延伸，构建厂家-订单-分销一体化体系。
- 3. 客服服务：整合多渠道接入、智能工单及数据看板能力，构建一体化客服解决方案；引入 AI 技术实现智能话术生成，实现高效智能客服闭环。
- 4. 技术赋能：加大 AI 研发投入，推动产品智能化、个性化，并探索增量市场，构建持续增长引擎。

4 公司财务分析

4.1 公司收入和归母净利润平稳增长

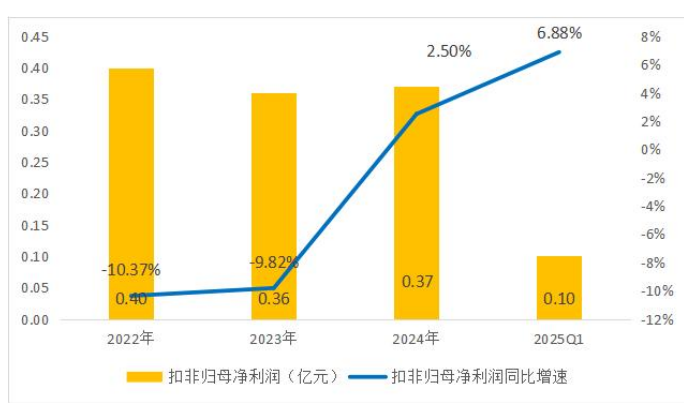
2022 年-2025 年一季报，公司营业收入分别实现 1.13、1.14、1.48、0.37 亿元，对应同比增速分别为-4.80%、0.90%、22.93%、7.40%；公司扣非归母净利润分别实现 0.40、0.36、0.37、0.10 亿元，对应同比增速分别为-10.37%、-9.82%、2.50%、6.88%。2022 年，公司收入和扣非净利润同比下滑主要系疫情及淘宝/天猫平台对商家提供免费官方软件导致美折收入下滑。2023 年，公司收入保持平稳，扣非净利润下滑；主要系行业环境变化导致客户发短信需求变少及公司收购成都西阿爱木拓展电商客服外包业务。2024 年，公司收入同比增速较快，主要系电商客户外包业务收入同比大幅增长 1,193.24%。我们认为，随着宏观经济的复苏以及公司对 AI 技术的投入，未来公司收入有望保持稳健增长。

图 5、公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

图 6、公司扣非归母净利润及同比增速

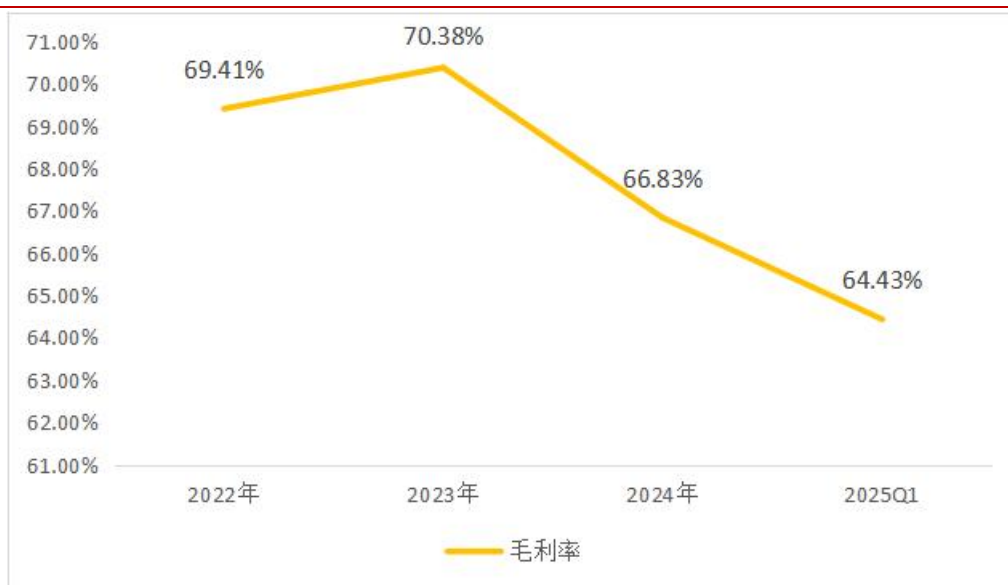


数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

4.2 公司毛利率呈下降趋势

2022 年-2025 年一季报，公司毛利率分别为 69.41%、70.38%、66.83%、64.43%，呈下降趋势。我们认为，公司毛利率呈下降趋势主要系公司收购成都西阿爱木拓展电商客服外包业务，而电商客服外包业务初期规模小，毛利率较低；预计随着公司电商客服外包业务规模体量增加，以及 AI 客服的发力；公司整体毛利率有望逐渐修复。

图 7、公司毛利率持续下降

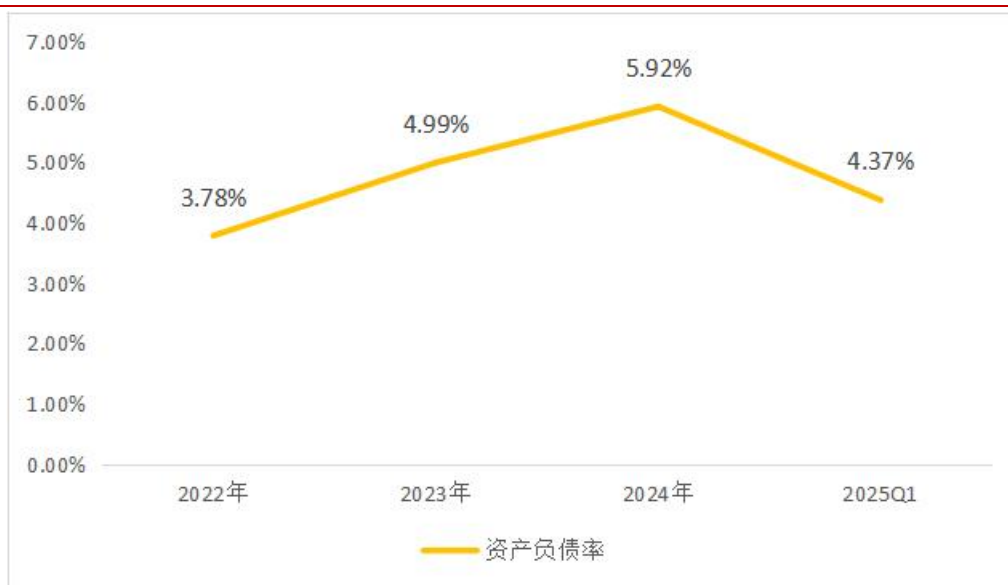


数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

4.3 公司资产负债率极低

2022 年-2025 年一季报,公司资产负债率分别仅为 3.78%、4.99%、5.92%、4.37%。观察公司资产负债表可知,公司总负债金额极低,且没有有息负债。我们认为,公司资产负债率极低,反应其较高抗风险能力。

图 8、公司资产负债率极低



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

4.4 公司期间费用率呈上升趋势

2022 年-2025 年一季报,公司期间费用率分别为 29.11%、35.22%、

37.98%、33.99%。2022 年，公司管理费用同比增长 38.45% 导致管理费用率增长明显，主要系公司向不特定合格投资者公开发行股票，产生较多中介费用。2023 年，销售费用同比增长 72.28% 导致销售费用率增长明显，主要系公司加大对运营人员和推广的投入。2024 年，公司销售费用率和管理费用率均明显增长，主要是公司收购成都西阿爱木，合并报表导致相关费用增加。2025 年一季报，公司销售费用率增加明显，主要系公司销售人员及推广费用增加。我们认为，随着公司收入增长带来的规模效应，公司期间费用率有望保持平稳。

表 10、公司期间费用率

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1
销售费用率	1.76%	3.00%	6.88%	7.46%
管理费用率	10.00%	11.60%	12.21%	10.99%
研发费用率	17.56%	22.01%	19.15%	16.04%
财务费用率	-0.21%	-1.39%	-0.27%	-0.50%
期间费用率合计	29.11%	35.22%	37.98%	33.99%

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司各年报披露口径不一致，为简化，我们把公司主营业务分为电商 SaaS 软件、短信服务、电商外包服务及其他业务。

1) 电商 SaaS 软件：电商行业步入成熟期，观察公司 2022 年-2025 年一季报收入增速数据，假设公司电商 SaaS 软件业务 2025-2027 年收入同比增速分别为 10.00%、8.00%、6.00%。观察公司电商 SaaS 软件业务 2022-2024 年毛利率呈现逐年小幅上升趋势，合理假设公司电商 SaaS 软件业务 2025-2026 年毛利率每年增加 0.50 个百分点。

2) 短信服务：由于行业环境变化，下游客户对于发短信需求逐步减少；假设公司 2025-2027 年短信服务收入同比增速分别为 -10.00%、-8.00%、-6.00%。考虑公司短信服务业务收入逐年下降，而有关固定成本刚性，假设公司短信服务业务毛利率 2025-2027 年每年减少 3 个百分点。

3) 电商外包服务：电商客服外包业务系公司收购成都西阿爱木而来，2024 年收入同比增速大幅增长 1,193.24%；考虑公司将发力 AI 客服，假设 2025-2027 年公司电商客服外包业务收入同比增速分别为 60.00%、40.00%、20.00%。考虑公司发力 AI 客服，且电商客服外包业务收入扩大带来一定规模效应；假设 2025-2027 年电商客服外包业务毛利率每年增加 3 个百分点。

4) 其他业务: 体量较小, 简化假设其他业务 2025-2027 年收入同比增速均为 10.00%, 毛利率每年增加 1 个百分点。

表 11、公司收入结构预测

业务	科目	2022 年报	2023 年报	2024 年报	2025E	2026E	2027E
电商 SaaS 软件	营业收入 (万元)	10,300.93	10,716.53	11,629.69	12,792.66	13,816.07	14,645.04
	YOY		2.73%	8.52%	10.00%	8.00%	6.00%
	营业成本 (万元)	2,817.66	2,912.19	3,016.98	3,254.71	3,446.01	3,579.55
	毛利率	72.65%	72.83%	74.06%	74.56%	75.06%	75.56%
短信服务	营业收入 (万元)	497.25	333.72	292.01	262.81	241.79	227.28
	YOY		-32.89%	-12.50%	-10.00%	-8.00%	-6.00%
	营业成本 (万元)	350.81	227.74	228.55	213.58	203.75	198.34
	毛利率	29.45%	31.76%	21.73%	18.73%	15.73%	12.73%
电商客服外包	营业收入 (万元)		209.89	2,714.34	4,342.94	6,080.11	7,296.14
	YOY		100.00%	1193.24%	60.00%	40.00%	20.00%
	营业成本 (万元)		159.66	1,560.62	2,366.71	3,130.99	3,538.30
	毛利率		23.93%	42.50%	45.50%	48.50%	51.50%
其他业务	营业收入 (万元)	513.34	153.49	114.13	125.54	138.10	151.91
	YOY		-70.10%	-25.64%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本 (万元)	291.19	81.15	86.92	94.35	102.41	111.13
	毛利率	43.28%	47.13%	23.84%	24.84%	25.84%	26.84%
合计	营业收入 (万元)	11,311.52	11,413.63	14,750.17	17,523.95	20,276.07	22,320.36
	YOY	-4.80%	0.90%	29.23%	18.81%	15.70%	10.08%
	营业成本 (万元)	3,459.66	3,380.75	4,893.07	5,929.36	6,883.16	7,427.32
	毛利率	69.41%	70.38%	66.83%	66.16%	66.05%	66.72%

数据来源: iFinD, 公司公告, 江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1.75、2.03、2.23 亿元, 同比增长率分别为 18.81%、15.70%、10.08%; 归母净利润分别为 0.58、0.66、0.73 亿元, 同比增长率分别为 40.00%、13.36%、10.24%; EPS 分别为 1.50、1.70、1.88 元/股, 对应 PE 分别为 47.05、41.51、37.65 倍。

选取值得买、金山办公为可比公司, 可比公司 2025-2027 年 PE 算术平均值分别为 66.38、55.38、45.64 倍。公司估值略低于可比上市公司。

考虑公司为稀缺的电商 SaaS 类软件标的, 随着宏观经济复苏业绩有望加速, 且积极拥抱 AI 技术; 首次覆盖, 给予增持评级。

表 12、可比公司估值

	证券名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE				
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
	300785.SZ	值得买	36.88	0.38	0.64	0.76	0.92	97.05	57.63	48.53	40.09
	688111.SH	金山办公	311.80	3.56	4.15	5.01	6.09	87.58	75.13	62.24	51.20
	算术平均值							92.32	66.38	55.38	45.64
	838227.BJ	美登科技	70.68	1.07	1.50	1.70	1.88	65.87	47.05	41.51	37.65

数据来源：iFinD，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于iFinD一致预期，截至2025年8月4日数据）

6 风险提示

电商平台依赖风险：公司主营电商 SaaS 软件及短信服务，主要面向电商商家，业务依托淘宝/天猫、拼多多等电商平台服务市场开展。这些平台在电商行业具优势，为入驻服务商制定收益分成规则，提供 API、服务器等业务资源。若平台将资源向公司竞争对手倾斜，或调整技术服务费、API、数据同步服务收费规则不利于公司，将影响公司业绩。公司业务明细及收益分成数据存于平台服务器，平台定期提供数据，公司依平台规则及数据核对、结算，按账单确认收入与成本。若平台业务数据源偏差或结算规则重大变化，将影响公司结算。综上，公司存在对电商平台依赖风险。

产品结构相对单一风险：公司产品结构相对单一，核心产品电商商家管理服务软件美折、我打占收入比重较大；如后续公司主要产品未能及时升级以满足客户需求，或公司无法推出新产品进一步丰富产品结构；则可能对公司经营产生不利影响。

研发风险：公司研发投入较大，如公司研发的产品无法上线或上线以后不能获得市场认可，将会对公司的收入产生不利影响。

商誉和无形资产减值风险：2020 年 6 月，公司因收购威海领新 100% 股权，在合并层面确认了商誉 7,294.71 万元以及无形资产原值 1,724.11 万元；2023 年 11 月公司因收购成都西阿爱木网络科技有限公司，在合并层面确认了无形资产原值 781.59 万元。截至 2025 年一季报，公司无形资产和商誉余额合计为 8,550.29 万元，占公司总资产比重为 19.25%；若后续公司发生无形资产或商誉减值，将对公司经营业绩产生不利影响。

税收政策风险：公司及重要子公司威海领新均为高新技术企业，均享受 15% 的高新技术企业所得税税率；如公司后续无法继续获得高新技术企业资格认定，则公司所得税率将上升，会对公司经营业绩产生不利影响。

监管风险：2025 年 7 月 3 日，公司公告收到《中国证券监督管理委员会浙江监管局行政监管措施决定书》；因公司信息披露事项违规，浙江证监局对杭州美登科技股份有限公司、邹宇、马原、王良晶、苏鑫、徐靓依分别采

取出具警示函的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。我们认为，该处罚不影响公司主业经营，不会造成公司重大风险，整体影响可控。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	302	313	327	362	379
现金	145	142	276	340	327
应收票据及应收账款	7	8	43	9	41
其他应收款	1	3	0	4	0
预付账款	5	6	8	8	9
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	144	153	2	1	1
非流动资产	130	127	132	137	139
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	36	34	41	47	51
无形资产	16	13	14	12	10
其他非流动资产	78	80	77	78	78
资产总计	432	440	460	499	518
流动负债	21	25	26	38	24
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2	2	0	3	0
其他流动负债	19	23	26	35	24
非流动负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	22	26	26	39	25
少数股东权益	2	3	2	2	1
股本	39	39	39	39	39
资本公积	226	226	226	226	226
留存收益	144	147	151	156	161
归属母公司股东权益	408	411	431	458	492
负债和股东权益	432	440	460	499	518

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	47	43	23	100	19
净利润	42	41	58	66	73
折旧摊销	5	6	4	5	5
财务费用	-2	-0	-6	-9	-10
投资损失	-3	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	5	2	-33	42	-45
其他经营现金流	-0	-1	2	-1	0
投资活动现金流	-56	-8	144	-5	-3
资本支出	2	1	12	8	7
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-54	-7	156	3	4
筹资活动现金流	59	-39	-34	-30	-29
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	59	-39	-34	-30	-29
现金净增加额	50	-3	134	65	-13

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	114	148	175	203	223
营业成本	34	49	59	69	74
营业税金及附加	1	1	1	1	2
销售费用	3	10	7	9	11
管理费用	13	18	20	24	26
研发费用	25	28	34	41	44
财务费用	-2	-0	-6	-9	-10
资产和信用减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	4	3	3	3
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	43	46	63	71	79
营业外收入	4	0	1	2	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	46	64	73	80
所得税	4	5	6	7	8
净利润	42	41	58	66	73
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	42	42	58	66	73
EBITDA	50	51	62	68	75
EPS (元)	1.09	1.07	1.50	1.70	1.88

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.9	29.2	18.8	15.7	10.1
营业利润(%)	-7.0	6.2	38.0	12.8	11.4
归属于母公司净利润(%)	1.4	-1.6	40.0	13.4	10.2
获利能力					
毛利率(%)	70.4	66.8	66.2	66.1	66.7
净利率(%)	37.1	28.0	33.2	32.5	32.5
ROE(%)	10.3	10.0	13.4	14.3	14.7
ROIC(%)	10.0	9.9	12.2	12.6	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	5.0	5.9	5.7	7.8	4.7
净负债比率(%)	-35.1	-34.0	-63.6	-73.9	-66.2
流动比率	14.7	12.3	12.7	9.5	15.8
速动比率	14.4	12.0	12.3	9.3	15.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	15.8	18.9	7.0	8.0	9.0
应付账款周转率	30.0	25.6	58.7	40.3	43.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.07	1.50	1.70	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.11	0.59	2.56	0.50
每股净资产(最新摊薄)	10.49	10.56	11.07	11.77	12.65
估值比率					
P/E	64.8	65.9	47.1	41.5	37.7
P/B	6.7	6.7	6.4	6.0	5.6
EV/EBITDA	49.8	48.2	39.8	35.4	32.3

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 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。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。