



港股研究 | 公司深度 | 迈富时 (02556.HK)

迈富时：全栈 Token 工厂，构筑全新竞争壁垒

报告要点

公司成立于 2009 年，是中国领先的营销及销售 AI+SaaS 解决方案提供商。受到大模型的赋能，AI 营销从概念验证逐步走向规模化应用，推动中国 AI 营销 SaaS/Agent 市场进入高速增长长期。过去公司采用“AI SaaS+精准营销”双轮驱动模式，2025 年是公司战略转型的里程碑之年。经过多年积累，公司成功将“场景+数据+平台+模型”的四层架构全面跑通，完成了从传统 SaaS 服务商向 AI 原生应用平台的跨越。公司整体业务均已完成 AI 智能化转型，且大模型对于内部提效的效果十分显著。长期关注公司全面转型 Token 工厂，出海业务放量贡献新增量。

分析师及联系人



宗建树

SAC: S0490520030004

SFC: BUX668



卢之晗

SAC: S0490525120001

迈富时：全栈 Token 工厂，构筑全新竞争壁垒

发展复盘：十五年深耕铸就数字化底座

公司成立于 2009 年，是中国领先的营销及销售 AI+SaaS 解决方案提供商。行业层面看，根据弗若斯特沙利文的资料，中国企业总数于 2023 年达到 56.9 百万家，预期将于 2028 年增至 74.8 百万家。预计企业将面临日益激烈的潜在客户竞争，导致客户获取成本上升。随着营销及销售活动成为业务收入增长的更重要推动力，预期相关解决方案的需求及支付意愿将会增加。同时，受到大模型的赋能，AI 营销从概念验证逐步走向规模化应用，推动中国 AI 营销 SaaS/Agent 市场进入高速成长期。

公司业务采用"AI SaaS+精准营销"双轮驱动模式

过去公司采用"AI SaaS + 精准营销"双轮驱动模式，主要具备两块核心业务：1) AI+SaaS 业务：通过订阅制提供营销和销售软件服务，核心产品包括面向中小企业的 T 云和面向大型企业的珍客，涵盖营销云、销售云、商业云、分析云、智能云、组织云"六朵云"体系。2) 精准营销服务：提供在线广告解决方案和流量分发服务，帮助企业在媒体平台精准获客。过去公司业绩持续高增，并于 2024 年实现经调整净利润的扭亏。

完成了从传统 SaaS 服务商向 AI 原生应用平台的跨越

2025 年是公司战略转型的里程碑之年。经过多年积累，公司成功将“场景+数据+平台+模型”的四层架构全面跑通，完成了从传统 SaaS 服务商向 AI 原生应用平台的跨越。公司整体业务均已完成 AI 智能化转型。除去前文提及的传统 SaaS 业务之外，AI 应用业务中还包含 AI 一体机等新业务。除去业务侧新产品的不断迭代，AI 技术的广泛应用亦使得公司内部人效大幅提升。2025 年公司在员工总数增幅仅 11.1% 的情况下，AI 应用收入实现 76.5% 的增长。这一效率提升源自于公司将自研 AI 工具全面应用于内部运营，包括线索管理、销售跟进、客户服务、代码生成、员工培训等各业务节点，验证了 AI 技术在降本增效方面的实际价值。

未来核心：全面转型 Token 工厂+出海战略

AI 行业发展迅速，优秀的 AI 应用公司商业模式亦在不断进化。未来 AI 应用可能将直接使用“结果定价”的方式——谁输出的 Token 能带来更大的经济价值，谁的 Token 就可以出售更昂贵的价格。如何生产更高价值量的 Token，归根结底还是要回到对行业的深度理解中。长期看，公司同时具备算力、模型、应用的全面布局，并对深耕多年的行业有较高的理解，因此更大概率可以输出高质量的 Token，有望长期在 token 定价上具备较高的议价权。

出海方面，2025 年公司国际化战略进入第二阶段，并在收入侧有明确的体现。除继续服务中国企业出海外，公司开始直接服务海外本土企业。中国香港、美国、新加坡子公司已设立，中国香港已签约本地客户。未来，公司将充分利用国内研发及运营成本优势，进一步拓展海外市场，提升利润水平。

风险提示

- 1、客户数拓展不及预期风险；
- 2、AI 行业发展不及预期风险；
- 3、海外业务发展不及预期；
- 4、行业竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 36.76

注：股价为 2026 年 4 月 15 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

迈富时：国内 CRM 领军企业，AI 应用收入高增	6
发展复盘：十五年深耕铸就数字化底座	6
核心 AI 应用收入高增，证明公司 AI 造血能力	13
公司已经完成了从传统 SaaS 服务商向 AI 原生应用平台的跨越	13
AI 赋能营销行业：AI 时代优质软件行业的付费模式将打开	16
AI 时代软件的壁垒在于封闭数据和行业 know-how	16
公司深耕产业多年，具备深刻的行业 know-how 和数据	17
未来看点：AI 业务持续升级，出海寻机大有可为	17
发挥自身优势，转型全栈 Token 工厂	17
海外业务冒头，带来全新想象力	18
风险提示	20

图表目录

图 1：中国营销及销售 SaaS 潜在市场规模(TAM)	6
图 2：国内营销及销售 SaaS 解决方案提供商份额（单位：% ，以 2022 年收入计）	6
图 3：中国 AI 营销 SaaS/Agent 市场规模及同比	7
图 4：迈富时 Marketingforce 平台	7
图 5：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）	8
图 6：公司分业务营业收入及同比（单位：亿元，%）	8
图 7：公司经调整净利润（单位：亿元）	8
图 8：公司费用趋势（单位：亿元，%）	8
图 9：SMB 产品 T 云简介	9
图 10：官方平台智能构建工具功能图示	9
图 11：T 云 AI 绘画的咒语生成器功能	9
图 12：T 云短视频智能营销内容分发功能的界面	9
图 13：T 云营销活动数据可视化及分析功能界面	9
图 14：SMB 业务客户数（单位：家）	10
图 15：2025 年 SMB 业务情况	10
图 16：标准版 KA 产品简介	10
图 17：珍客产品功能示意图	11
图 18：2025 年 KA 业务情况	11
图 19：在线广告解决方案业务示意图	12
图 20：在线广告分发服务示意图	12
图 21：AI 应用收入及同比增速	13
图 22：AI 应用业务经营性现金流	13
图 23：公司 AI 应用业务用户总数及同比（单位：名，%）	13
图 24：公司 AI 应用业务每用户平均月收入及同比（单位：元，%）	13
图 25：公司 AI 产品体系	14

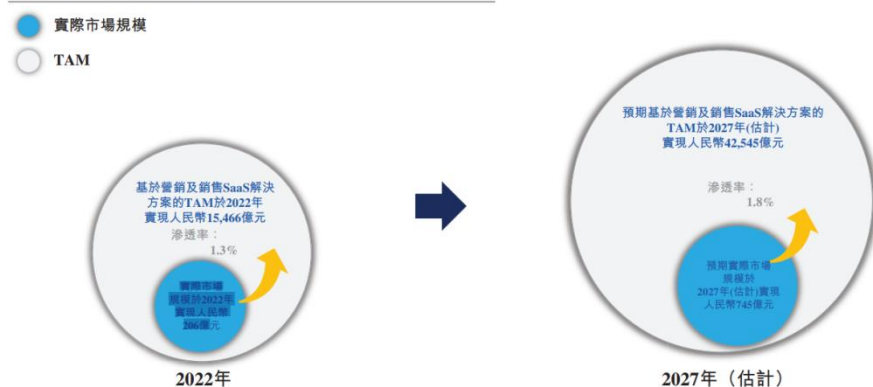
图 26: AI 营销智能体 T-GEO	14
图 27: AI 外贸场景智能体 EVA	14
图 28: AI 陪练智能体——导购陪练	15
图 29: Data Agent 本体驱动的自主归因分析	15
图 30: 迈富时政务版一体机	15
图 31: 迈富时与沐曦合作的一体机解决方案	15
图 32: 公司人效大幅提升	16
图 33: 公司合作行业标杆客户	17
图 34: 同样的 Token 可能具备完全不同的经济价值	18
图 35: 公司具备算力、模型、应用的全栈优势	18
图 36: 公司海外业务实现高增	19
图 37: 公司海外业务拓展情况	19

迈富时：国内 CRM 领军企业，AI 应用收入高增 发展复盘：十五年深耕铸就数字化底座

公司成立于 2009 年，是中国领先的营销及销售 AI+SaaS 解决方案提供商。行业层面看，根据弗若斯特沙利文的资料，中国企业总数于 2023 年达到 56.9 百万家，预期将于 2028 年增至 74.8 百万家。预计企业将面临日益激烈的潜在客户竞争，导致客户获取成本上升。随着营销及销售活动成为业务收入增长的更重要推动力，预期相关解决方案的需求及支付意愿将会增加。

图 1：中国营销及销售 SaaS 潜在市场规模(TAM)

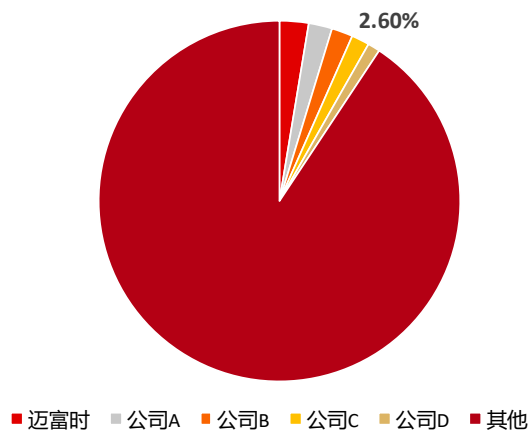
中國營銷及銷售SaaS解決方案潛在市場規模（「TAM」）
人民幣十億元，2022年至2027年（估計）



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

根据弗若斯特沙利文的资料，以 2022 年的收入计公司是中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商：2022 年公司 SaaS 业务的收入为人民币 5.3 亿元，占市场份额的 2.6%。

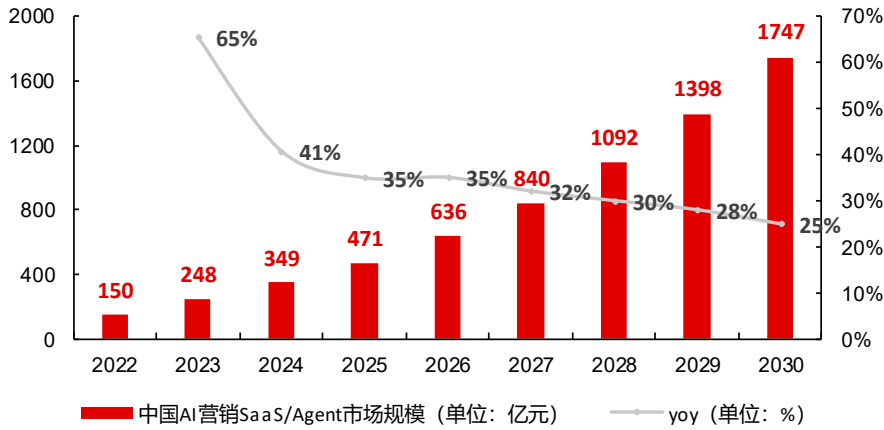
图 2：国内营销及销售 SaaS 解决方案提供商份额（单位：% ，以 2022 年收入计）



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

同时，收到大模型的赋能，AI 营销从概念验证逐步走向规模化应用，推动中国 AI 营销 SaaS/Agent 市场进入高速成长期。据易观分析的最新统计，AI 营销 SaaS/Agent 市场规模预计在 2026 年达 636 亿元，比 2025 年的 471 亿元同比增加 35%，2030 年预计将突破 1700 亿元。

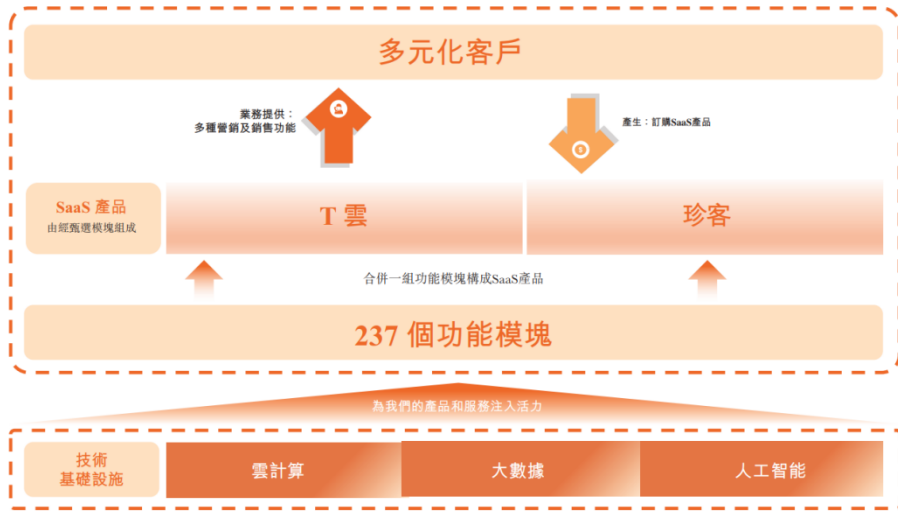
图 3: 中国 AI 营销 SaaS/Agent 市场规模及同比



资料来源: 易观数据, 长江证券研究所

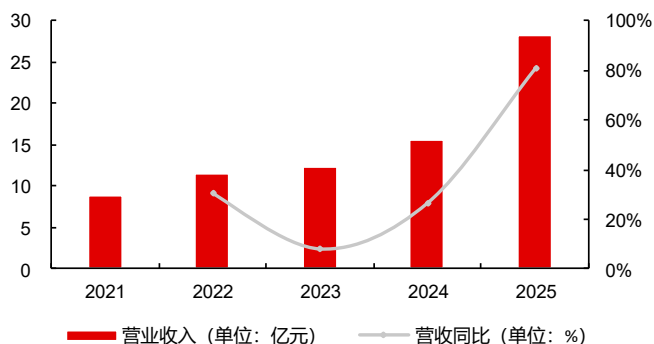
具体业务上看, 过去公司采用"AI SaaS + 精准营销"双轮驱动模式, 主要具备两块核心业务: 1) AI+SaaS 业务: 通过订阅制提供营销和销售软件服务, 核心产品包括面向中小企业的 T 云和面向大型企业的珍客, 涵盖营销云、销售云、商业云、分析云、智能云、组织云"六朵云"体系。2) 精准营销服务: 提供在线广告解决方案和流量分发服务, 帮助企业在媒体平台精准获客。过去公司业绩持续高增, 并于 2024 年实现经调整净利润的扭亏。

图 4: 迈富时 Marketingforce 平台



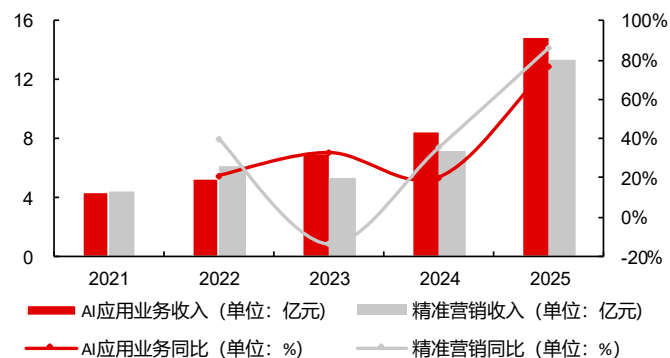
资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 5：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）



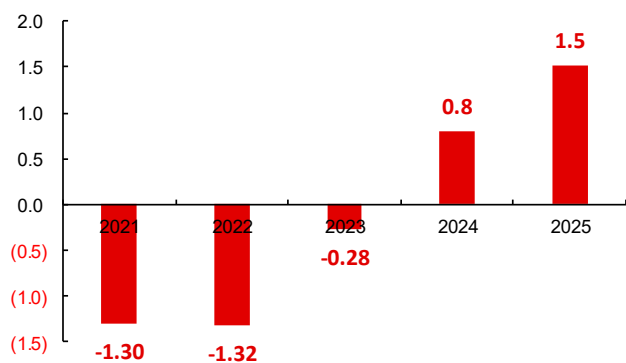
资料来源：同花顺，长江证券研究所

图 6：公司分业务营业收入及同比（单位：亿元，%）



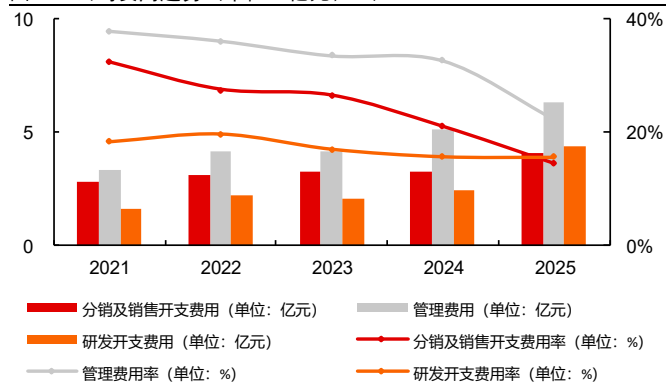
资料来源：同花顺，长江证券研究所

图 7：公司经调整净利润（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

图 8：公司费用趋势（单位：亿元，%）

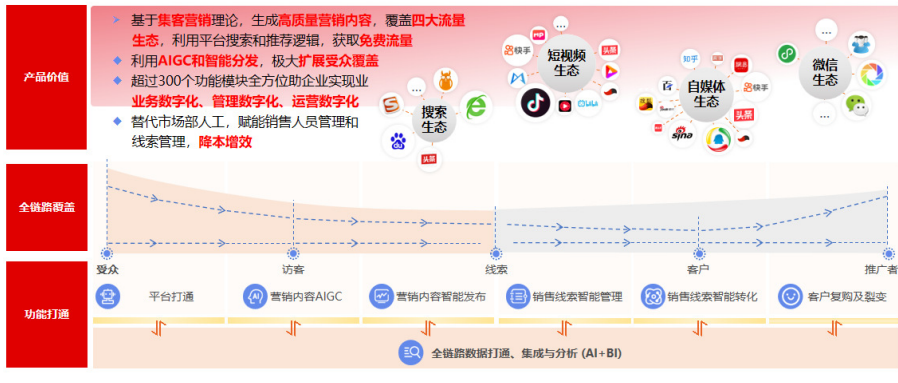


资料来源：Wind，长江证券研究所

➤ **SMB 业务核心产品【T 云】：公司面向中小企业（SMB）的核心 AI+SaaS 产品，定位为模块化智能营销工具集平台**

T 云产品主要服务于中小微企业，解决其营销获客难题，帮助企业实现全网精准获客，以更低成本一站式解决增长问题。依托 AI-SaaS、云计算、大数据中台等核心技术，T 云将传统数字营销服务进行工具化、智能化、生态化改造，帮助中小微企业实现全球互联网私域流量管理。

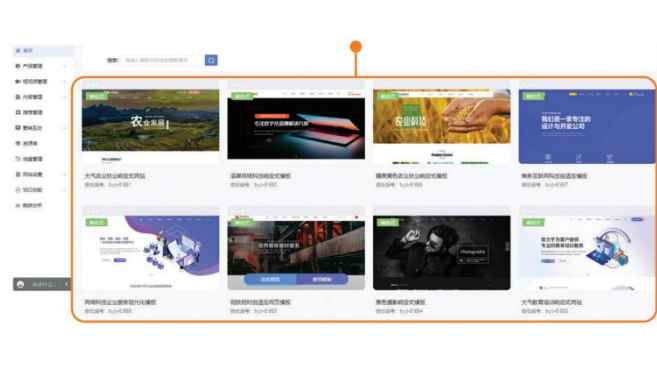
图 9: SMB 产品 T 云简介



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

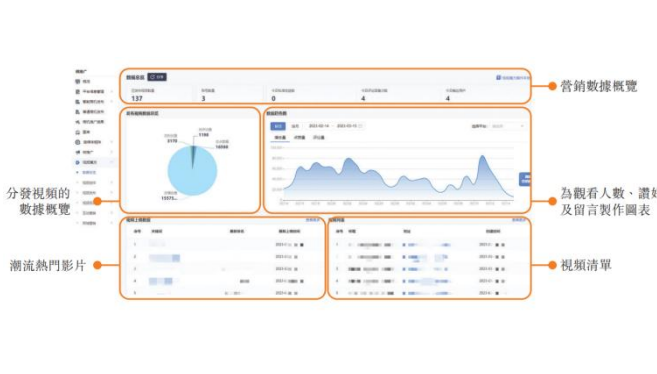
公司 T 云产品的竞争优势主要有以下几个方面: 1) 帮助中小企业让更多预算花在刀刃上: T 云对接更多网络付费资源, 集团采购价格更优惠; 2) 凭借过去海量行业数据沉淀, 可以为中小企业提供数据分析和行业精准建议。T 云采用模块化驱动策略, 客户数和客单价双提升带动收入高增。

图 10: 官方平台智能构建工具功能图示



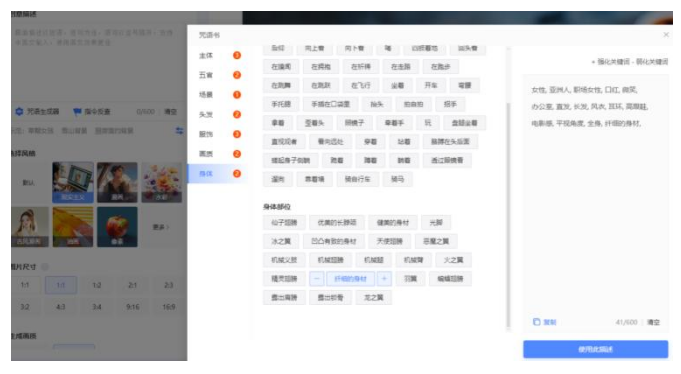
资料来源: 公司招股书, 长江证券研究所

图 12: T 云短视频智能营销内容分发功能的界面



资料来源: 公司招股书, 长江证券研究所

图 11: T 云 AI 绘画的咒语生成器功能



资料来源: T 云公众号, 长江证券研究所

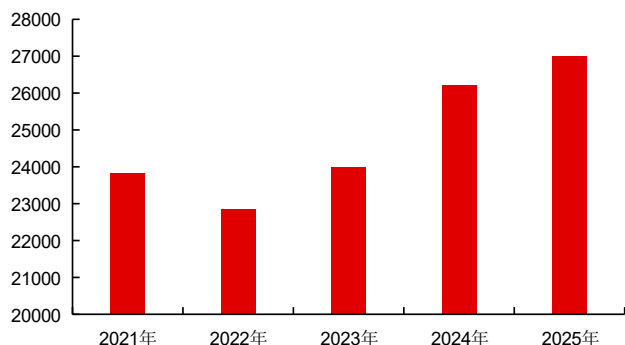
图 13: T 云营销活动数据可视化及分析功能界面



资料来源: 公司招股书, 长江证券研究所

2025 年公司 SMB 业务收入实现 5.8 亿元, yoy+16.9%, 客户数量为 2.7 万家, 基石客户盘稳健, 订单维持高速增长。

图 14: SMB 业务客户数 (单位: 家)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 2025 年 SMB 业务情况



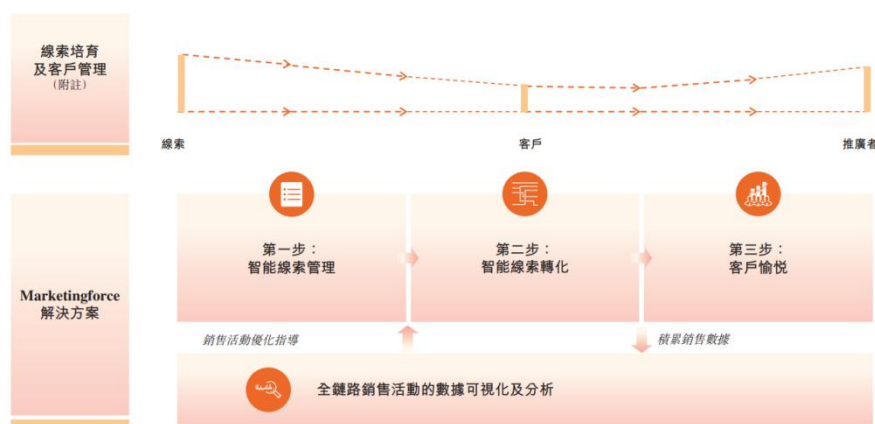
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

KA 客户产品【珍客】

珍客是公司为 KA 客户提供的结合主流社交平台（如微信）实现综合客户关系管理和数据分析的客户资源管理平台。该产品允许用户方便地将销售线索的联系方式及其他信息从相关社交平台传输至珍客。珍客的核心功能包括管理客户信息、与客户互动、提供客户服务、开展线上客户活动及进行客户数据分析。

AI 时代公司产品进行进一步升级。面向 KA 客户，公司提供 AI 原生的客户资产运营平台。基于底层数据中台和智能体能力，帮助大型企业实现全渠道客户资产的精细化运营，提升客单价与复购率。目前已在消费零售、汽车、金融、医疗大健康、文旅、制造业六大行业深度落地，成为众多头部企业的长期合作伙伴。

图 16: 标准版 KA 产品简介



资料来源: 公司招股书, 长江证券研究所

图 17：珍客产品功能示意图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2025 年公司 KA 业务收入实现 9.1 亿元，yoy+162.7%，客户数量实现翻倍增长，年底 KA 客户数达到 1609 家。我们认为，随着公司产品更加完善，有望带动 KA 业务实现量价齐升。

图 18：2025 年 KA 业务情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

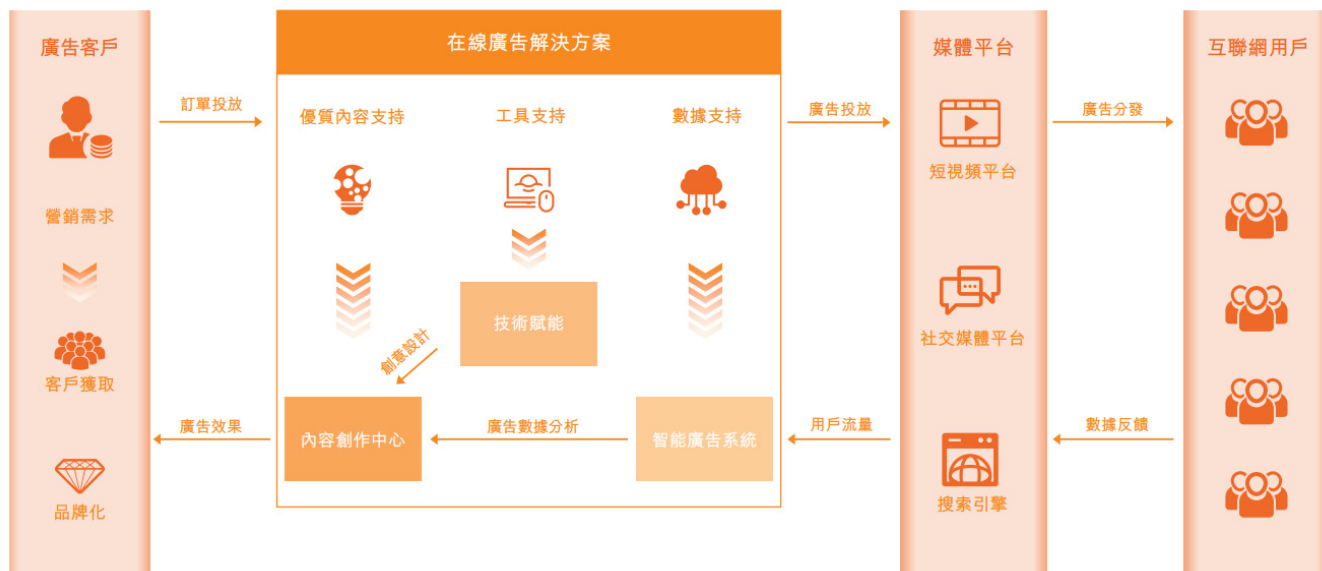
➤ 精准营销业务

公司精准营销业务的广告客户主要以提升品牌知名度或增加产品或服务的线上曝光率为目标。与前文所述的 SaaS 业务相似，公司的精准营销业务也是使用 Marketingforce 平台提供的专有技术基建层的特性及功能，在自有数据中心的支持下，使公司能够更有效地制作营销内容、实时分析营销结果并持续调整营销活动，最终提高营销支出的回报。

针对客户的具体需求，公司提供两种精准营销服务，即在线广告解决方案服务及在线广告分发服务。在线广告解决方案服务指的是公司通过设计、发布、监测及优化广告活动为各行各业的公司提供一站式跨媒体的线上营销解决方案，战略重点是头部媒体平台。

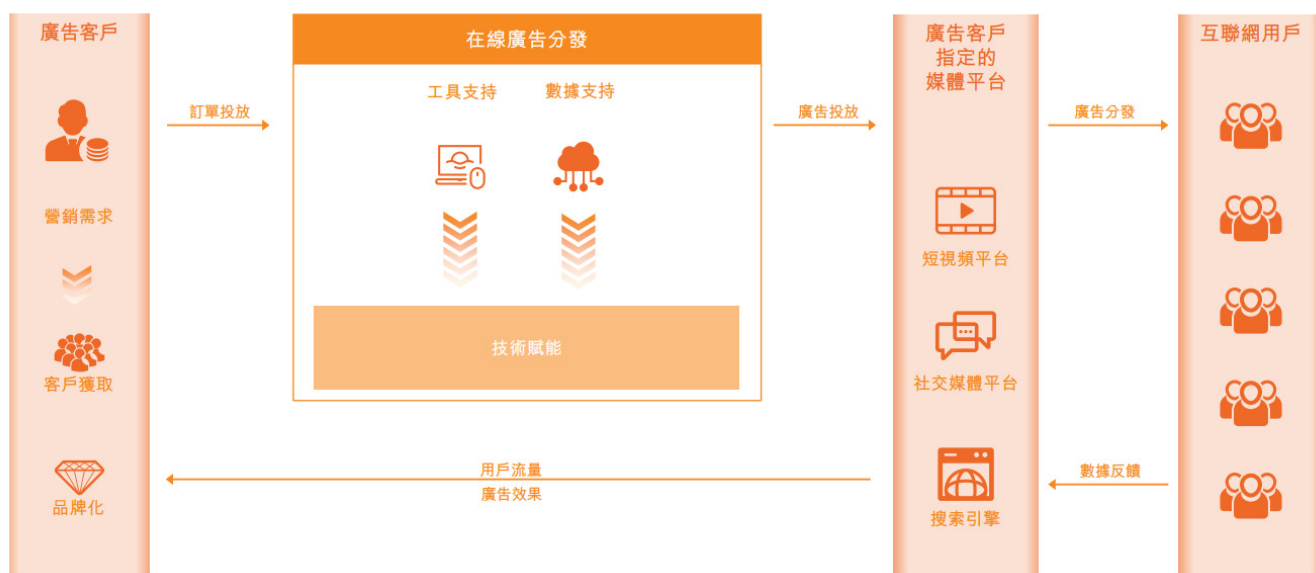
在线广告分发服务类似于广告代理，由客户决定将使用哪些媒体平台来分发营销内容。广告解决方案服务以总额法计入收入，在线广告分发服务以净额法计入收入。

图 19：在线广告解决方案业务示意图



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

图 20：在线广告分发服务示意图



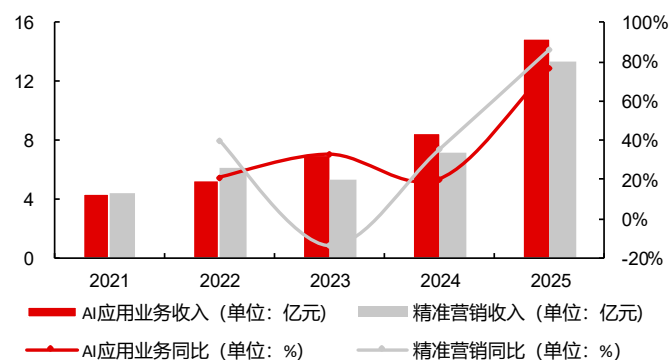
资料来源：公司招股书，长江证券研究所

2025 年是公司战略转型的里程碑之年。经过多年积累，公司成功将“场景+数据+平台+模型”的四层架构全面跑通，完成了从传统 SaaS 服务商向 AI 原生应用平台的跨越。

核心 AI 应用收入高增，证明公司 AI 造血能力

2025 年财报公司合并收入口径，将过去的 SaaS 业务（T 云、珍客）与新的 AI 产品如一体机、AI Agent 等业务收入合并，统一归为 AI 应用收入。2025 年，公司 AI 应用收入为 14.87 亿元，同比增长 76.53%，收入增长的核心驱动因素为 AI 应用的持续深耕带来的用户层面的量价齐升。具体看，2025 年的每用户平均月收入同比增加 60.3%，2025 年的 AI 应用业务付费客户数为 27,637 名，同比增加 3.9%。同时 AI 应用业务经营性现金流入为 1.9 亿元，已经证明核心业务的自我造血能力。

图 21: AI 应用收入及同比增速



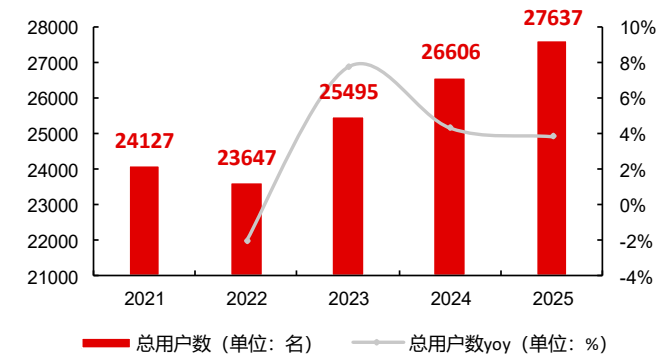
资料来源：同花顺，长江证券研究所

图 22: AI 应用业务经营性现金流



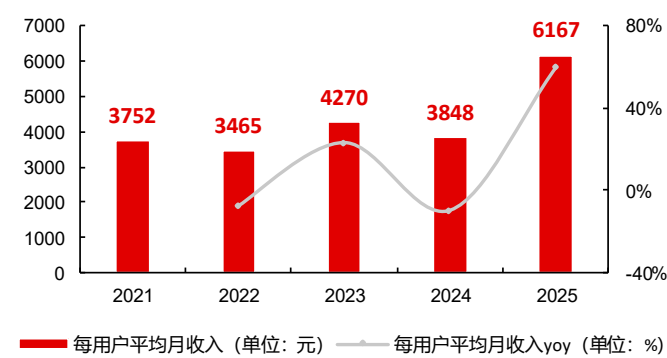
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23: 公司 AI 应用业务用户总数及同比 (单位: 名, %)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24: 公司 AI 应用业务每用户平均月收入及同比 (单位: 元, %)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司已经完成了从传统 SaaS 服务商向 AI 原生应用平台的跨越

经过过去两年的积累，公司的 AI 架构已经成型。公司目前的 AI 架构以 AI-Force 为底层的 AI 原生操作系统，搭建智能体中台（已升级至 3.0），具备 AI 工作流搭建、Agentic AI（自动化分解任务并执行）、自然语言构建智能体（NLG）、多智能体协作（multi-agent system）能力，同时搭建以本体论为基础的知识中台，以及 AI PaaS 开发层，软件工具通过大模型自然语言调用和搭建。工具 Agent 方面，公司结合营销、销售、客服、外贸等垂直领域知识，形成 AI 营销 Agent、销售 Agent、客服 Agent、外贸 Agent、培训

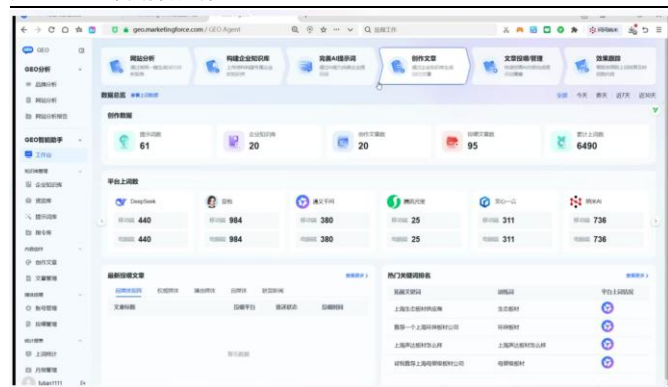
Agent、研发 Agent、经营分析 Agent 等多个 AI 员工集群，产品种类和形态实现突破式发展。

图 25：公司 AI 产品体系



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：AI 营销智能体 T-GEO



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：AI 外贸场景智能体 EVA



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28: AI 陪练智能体——导购陪练



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29: Data Agent 本体驱动的自主归因分析



资料来源：公司公告，长江证券研究所

AI 一体机是公司在 AI 方向上发力的新业务之一，帮助企业解决实际应用中的具体问题。今年年初迈富时与沐曦股份达成战略合作，携手打造开箱即用的智能体一体机解决方案，通过迈富时 AI-Agentforce 企业级智能体中台，推动“国产芯+智能体”在政务、消费零售、金融、制造四大关键领域规模化落地，为行业数智化转型提供安全可控、高效适配的核心支撑。

图 30: 迈富时政务版一体机



资料来源：公司视频号，长江证券研究所

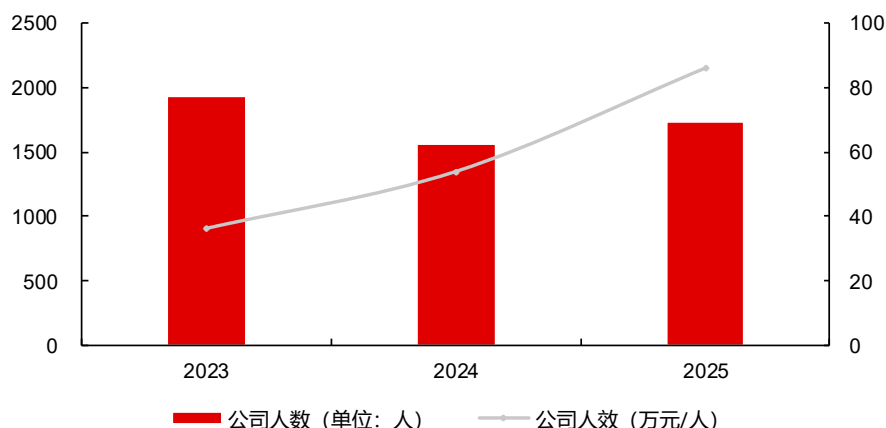
图 31: 迈富时与沐曦合作的一体机解决方案



资料来源：公司公众号，长江证券研究所

除去业务侧新产品的不断迭代，AI 技术的广泛应用亦使得公司内部人效大幅提升。2025 年公司在员工总数由 1563 人增至 1737 人，增幅仅 11.1% 的情况下，AI 应用收入实现 76.5% 的增长。这一效率提升源自于公司将自研 AI 工具全面应用于内部运营，包括线索管理、销售跟进、客户服务、代码生成、员工培训等各业务节点，验证了 AI 技术在降本增效方面的实际价值。

图 32：公司人效大幅提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

AI 赋能营销行业：AI 时代优质软件行业的付费模式将打开

AI 时代软件的壁垒在于封闭数据和行业 know-how

“模型吞噬软件”的观点一直是近期市场讨论的热点，不同机构各执一词，有些人认为模型吞噬软件是必然发生的事情，有些人认为 AI 之于传统软件行业是加强而不是毁灭。3 月海外顶级风投机构 a16z 公开反驳“软件末日论”，认为软件行业不会上演“大屠杀”，而是“大分化”——会有公司倒下，但整个行业会极大拓展能力边界、开发速度和市场规模。同时 a16z 指出，专业业务流程将成为最强护城河，因为在大模型带动智能高速增长的下，如何给 AI 搭好的一套专业流程、步骤、框架，让 AI 按专业路线输出结果是决定产品效果的重中之重。而做到这一点，需要软件公司过去在客户 workflow 方面有实打实的认知才可以做到。

其次，独占数据是另一个行业更加被广泛认可的壁垒。我们认为，AI 时代所有能被大模型爬取或者其他机构授权的数据都无法带来溢价，但是真正有价值且独占的数据因其稀缺性会变得极其昂贵。对于软件服务商来说，这需要有意识地从业务中提取、积累、管理相关数据，才能构建起长期的护城河。

在这样的时代背景下，对于传统软件公司来说，如何利用自身的优势在 AI 时代成功转型是决定长期竞争力的关键，而如何利用大模型能力提升公司产品的能力边界是所有软件公司共同的课题。迈富时认为，在数智化竞争日益激烈的今天，客户关系管理 (CRM) 系统早已不是简单的“客户信息记录本”。传统 CRM 虽然实现了流程线上化，却依然让企业陷入“人找事”的惯性困局：销售需要手动录入信息、凭经验判断商机、耗时撰写方案、靠记忆维护关系，系统更像一个被动的“数字档案柜”，而非驱动增长的引擎。因此，公司为解决行业中客户所实际问题，公司将自身产品结构和模式结合大模型能力进行了大刀阔斧的改进。

公司深耕产业多年，具备深刻的行业 know-how 和数据

行业知识的积累需要源源不断的数据支撑。想让大模型要真正成为“懂行”的工具，就不能仅靠公开语料，一个简单的案例是公开的资料可以解释什么是“汽车试驾”，但却无法解释“某品牌在华东地区的试驾转化率为何低于华南”，而后者是集团十七年服务客户积累的核心资产。截至 2025 年末，公司累计服务超过 21 万家企业客户，覆盖 30 个大行业、721 个细分行业，并将过去的客户行为、对话记录、转化路径进行清洗、脱敏、结构化处理，沉淀为行业知识图谱。2024 年 Tforce 营销领域大模型上线后，公司便开始将这些资产转化为模型训练的弹药——通过构建可检索、可推理的知识网络，让模型知道当客户提出某个问题时，应该从哪张图谱中寻找答案。

图 33：公司合作行业标杆客户

★ 行业标杆客户



资料来源：公司公告，长江证券研究所

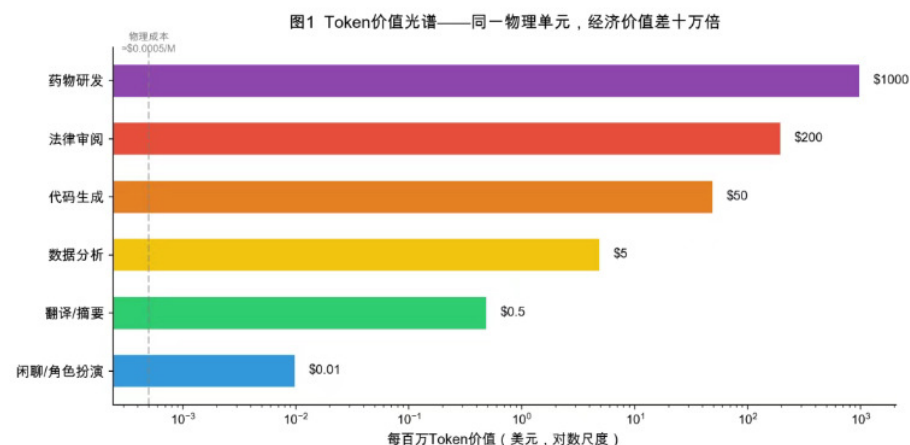
未来看点：AI 业务持续升级，出海寻机大有可为 发挥自身优势，转型全栈 Token 工厂

AI 产品和业务密不可分，不再采用传统 SaaS “人头费” 的模式，这会让一部分的企业感到压力，但同时会给部分能锚定业务价值的产品获取超额利润的空间。在 AI 的带动下，公司客户平均合同价值 (ACV) 稳步提升。2025 年，公司 KA 客户 ACV 提升 60.6%，SMB 客户 ACV 提升 33.1%。ACV 提升并非源于价格调整，而是客户采购模式的根本转变 - 从购买单一功能模块到采购 AI 智能体驱动的整体解决方案，从购买 CRM 席位账号到采购数字员工集群及配套插件。经过过去两年的调整，公司的核心收费模式已由传统的按席位收费，转向以效果为导向、销售 “场景+ 数据+平台+模型” 一体化解决方案的新模式。

AI 行业发展迅速，优秀的 AI 应用公司商业模式亦在不断进化。未来 AI 应用可能将直接使用 “结果定价” 的方式——谁输出的 Token 能带来更大的经济价值，谁的 Token

就可以出售更昂贵的价格，赚取更多的利润，未来 token 的定价可能天差地别。如何生产更高价值量的 Token？归根结底还是要回到对行业的深度理解中。

图 34：同样的 Token 可能具备完全不同的经济价值



资料来源：腾讯研究院，长江证券研究所

长期看，公司同时具备算力、模型、应用的全局布局，并对深耕多年的行业有较高的理解，因此更大概率可以输出高质量的 Token，有望长期在 token 定价上具备较高的议价权。

图 35：公司具备算力、模型、应用的全栈优势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

海外业务冒头，带来全新想象力

2025 年，公司国际化战略进入第二阶段，并在收入侧有明确的体现。除继续服务中国企业出海外，公司开始直接服务海外本土企业。中国香港、美国、新加坡子公司已设立，中国香港已签约本地客户。未来，公司将充分利用国内研发及运营成本优势，进一步拓展海外市场，提升利润水平。尤其在消费零售赛道，中国经验在全球范围内具有显著竞争优势。

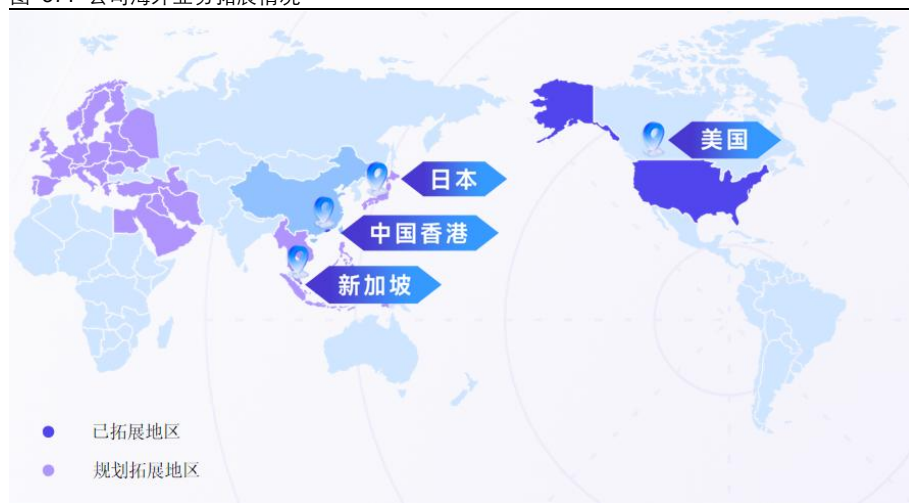
2025 年，公司外贸业务收入同比增长 134.4%，达到人民币 75.9 百万元。该增速主要源于公司伴随中国企业出海过程中积累的客户基础与服务能力。客户通过 Eva、Nora 等 AI 数字员工，使用支持 49 种语言版本的 T 云外贸版产品拓展东亚、东南亚、中东、欧美等海外市场。无论宏观经济周期如何变化，企业降本增效、拓展市场的需求始终存在，本集团通过 AI 应用帮助客户提升获客效率、降低运营成本，实现了与客户的共同成长。

图 36：公司海外业务实现高增



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：公司海外业务拓展情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、客户数拓展不及预期风险。客户数拓展不及预期可能导致公司收入侧存在压力。
- 2、AI 行业发展不及预期风险。公司发展依赖于大模型本身的变化，若 AI 行业发展不及预期，则有可能拖慢公司 AI 业务的进展。
- 3、海外业务发展不及预期。海外业务处于早期阶段，业务拓展存在一定的不确定性。
- 4、行业竞争加剧。行业竞争加剧可能会影响行业玩家整体的毛利水平。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。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。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。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。

本公司保留一切权利。