

# 明略科技-W (02718)

证券研究报告  
2026年05月14日

## 国内领先数据智能软件公司，智能化业务开辟第二增长曲线

**明略科技是国内领先的数据智能应用软件公司：**公司通过结合行业数据、知识图谱和 AI 技术，为客户提供智能解决方案，并致力于通过整合大模型、行业特定知识和多模态数据，改变企业营销和营运决策及流程。公司于 2025 年 11 月在香港交易所上市公司，采用不同投票权架构，其业务包括数据智能和智能化服务两大板块。

**2025 年公司首次实现 Non-GAAP 净利润转正：**受益于公司组织架构调整和 AI 降本增效等因素，公司三费费用率总体稳步下降，并最终助力公司在 2025 年实现 Non-GAAP 营业利润增加和 Non-GAAP 净利润首次转正。

**中国数据智能应用软件市场未来增长潜力较大：**到 2029 年，中国数据智能应用软件市场规模有望达到 675 亿元，且 2024 年-2029 年期间 CAGR 有望达到 15.6%。作为两大子市场，到 2029 年，营销智能市场规模有望达到 202 亿元，2024 年-2029 年期间的 CAGR 有望达到 16.8%；营运智能市场规模有望达到 115 亿元，2024 年-2029 年期间的 CAGR 有望达到 17.7%。

**明略科技处于行业龙头地位：**2024 年明略科技在中国数据智能应用软件市场、营销智能市场和营运智能市场市场份额占比均排名第一，但市场集中度均偏低，呈现碎片化或高度碎片化特征。

**AI 发展会对相关市场未来趋势产生一定影响。**首先，AI 发展有望推动 AI 相关支出和技术服务市场规模扩张；其次，AI 有望推动企业工作流优化和改造；再者，AI 有望逐渐成为 CDP 提供的产品和服务的重要组成部分；最后，AI 有望推动 AI 短剧等 AIGC 领域不断发展。

**以 AI 技术为核心的丰富产品矩阵有望帮助公司提高核心竞争力：**公司业务架构由一个技术底座和两大业务引擎共同组成——DeepMiner 是支撑公司日常运转的底层组织级基础设施，其核心架构包括一个中枢和两大模型。依托于 AI 技术，营销智能、营运智能和智能化服务众多产品均能实现提价、提效和赋能等变化，这有助于增强公司核心竞争力。

**长期运营积累的数据资产有望转化为数据飞轮：**公司在 19 年经营过程中积累了丰富的多模态数据，有望促成数据沉淀→模型迭代→业务增长→数据再沉淀的正向循环。同时，公司长期投入知识图谱技术，为公司业务和技术提供知识储备。这均有助于增强公司竞争优势。

我们预测公司 2026 年-2028 年营收分别为 19.19 亿/26.53 亿/34.81 亿元，对应期间的净调整利润分别为 -4.22 亿元/-0.13 亿元/4.76 亿元。我们最终计算得出 2028 年明略科技目标价 253 元，换算得 291 港元（截止至 5 月 13 日，人民币兑换港元汇率为 1.15），相较于目前的市场价（237.4 港元，截止到 5 月 13 日）有 23% 左右的上涨空间，因此，给予“买入”评级。

**风险提示：**Agentic AI 渗透不及预期、数据智能应用软件市场竞争加剧、Agentic AI 市场竞争加剧、AI 相关产品服务竞争力不及预期和地缘政治冲突等

### 投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	237.4 港元
目标价格	291 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	145.46
港股总市值(百万港元)	34,532.48
每股净资产(港元)	18.16
资产负债率(%)	28.58
一年内最高/最低(港元)	309.80/168.60

### 作者

刘欣	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525120007	
liuxinb@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
李泽宇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002	
lizeyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 投资要点

### 核心观点

由于公司数据智能业务对应的行业市场规模未来增长潜力较大，且公司有以 AI 技术为核心的丰富产品矩阵和长期积累的数据资源优势，我们看好公司两大业务未来的发展。其中，我们认为，智能化服务有望受益于未来几年 Agentic AI 行业快速发展，从而有望实现营收高速增长。我们预测公司 2026 年-2028 年营收分别为 19.19 亿/26.53 亿/34.81 亿元，对应期间的净调整利润分别为 -4.22 亿元/-0.13 亿元/4.76 亿元。

基于可比公司法和 P/S 相对估值法，我们最终得出 2028 年目标价 291 港元，相较于目前的市场价 237 港元（截止至 5 月 13 日收盘）有 23% 左右的上涨空间，因此，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们假设在 2026 年到 2028 年，公司智能化服务未来有望实现高速增长，数据智能业务有望实现平稳增长；公司毛利率和三费费用率均会因为智能化服务前期投入呈现 V 字形。

### 与市场预期差

由于 Agentic AI 市场属于新兴市场，且公司前期相关收入较低，市场或认为公司的主要增长动力仍来源于营销智能和营运智能业务。但我们认为，随着智能化业务不断开展，公司有望通过提供 Agentic AI 产品在 B 端市场获得收入。同时，市场或有可能低估了明略科技 19 年以来的积累的数据优势和对自研大模型的助力作用。我们认为，由于积累了 19 年的营销和营运方面的数据，公司在在开发营销和营运智能应用的大模型方面具有“独特优势”。

### 股价催化剂

- 1) 公司未来一年有望迎来智能化新产品和服务发布
- 2) Agentic AI 在 B 端市场渗透率有望不断上升
- 3) AI 赋能进一步提升公司交付质量或实现降本增效

### 公司简介

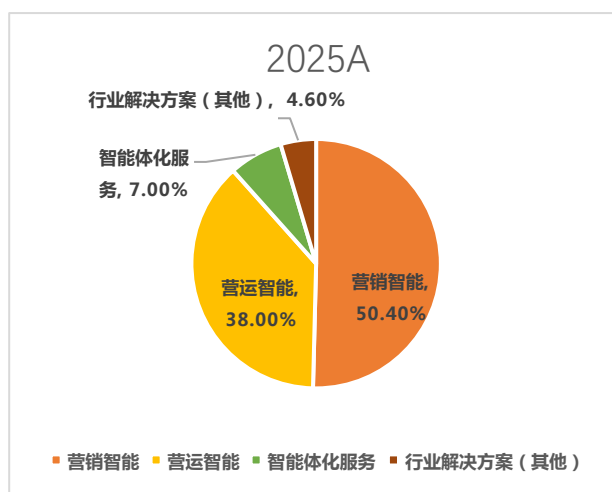
是国内领先的数据智能应用软件公司，通过结合数据智能、知识图谱和基于隐私保护的大数据技术，为客户提供智能解决方案。公司致力于通过整合大模型、行业特定知识和多模态数据，改变企业营销和营运决策及流程。公司主要业务包括两大板块：数据智能和智能化服务。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已为 135 家财富世界 500 强企业提供服务，客户遍及零售、消费品、食品及饮料、汽车、3C、化妆品、母婴用品等行业。2025 年公司营收为 14.26 亿元，调整后营业利润为 0.25 亿元。

### 简要行业分析

2024 年明略科技在中国数据智能应用软件市场、营销智能市场和营运智能市场市场份额占比均排名第一，但市场集中度均偏低，呈现碎片化或高度碎片化特征。

AI 对公司业务市场未来趋势有一定影响，具体体现在 AI 支出和相关服务市场规模、企业 workflows、CDP 产品服务以及内容生成市场等方面。

图：2025 年公司收入构成



数据来源：2025 年公司业绩公告，天风证券研究所

表：分产品毛利

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
数据智能	1,254	1,260	1,568	1,951	2,428
智能化服务	0	100	351	702	1,052
行业解决方案	128	65	0	0	0

数据来源：2025 年公司业绩公告，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 明略科技：国内领先的数据智能应用软件公司</b>	<b>5</b>
1.1. 采用不同投票权架构，持股占比相对集中	5
1.2. 公司管理层：分工明确、经验丰富	6
1.3. 公司董事会：法律和金融投资领域经验丰富	6
1.4. 业务架构：一个核心技术底座+两大业务引擎	7
<b>2. 财务分析</b>	<b>8</b>
2.1. 营收：2022 年-2025 年营收规模总体呈上升趋势	8
2.2. 营收细分：数据智能是基本盘，智能体化服务或成“第二增长曲线”	8
2.3. 毛利率：22 年-25 年总体呈 V 字形	10
2.4. 三费费用率总体呈下降趋势，25 年净利润首次扭亏为盈	10
<b>3. 市场分析、竞争格局和未来趋势</b>	<b>12</b>
3.1. 数据智能业务市场	12
3.1.1. 数据智能应用软件市场：24-29 年市场规模增长潜力较大	12
3.1.2. 营销智能子市场	12
3.1.3. 中国营运智能市场	13
3.2. 智能体化业务市场	14
3.2.1. 趋势 1:AI 相关支出不断增加，Agentic AI 有望推动技术服务 TAM 不断扩张	14
3.2.2. 趋势 2:AI 在企业端覆盖处于相对早期阶段，AI Agent 有望推动 workflow 优化和重设	14
3.2.3. 趋势 3:AI 有望成为 CDP 产品服务重要组成部分	14
3.2.4. 趋势 4:AI 短剧占比不断提高，降本增效效果明显	14
3.3. 小结	14
<b>4. 公司优势：以 AI 为核心的产品矩阵和数据飞轮</b>	<b>15</b>
4.1. 以 DeepMiner AI 大模型为底座的丰富产品矩阵	15
4.2. 长期运营积累的数据资产有望转化为数据飞轮	15
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司业务结构和产品矩阵	7
图 3：公司营业收入总体呈波动上升趋势（单位：百万人民币）	8
图 4：营销智能和营运智能构成营收基本盘（单位：百万人民币）	9
图 5：营销智能营收增速表现平稳，营运智能营收增速波动较大	9
图 6：2022 年-2025 年公司毛利率呈 V 字形，毛利总体维持上升趋势（单位：百万人民币）	10
图 7：三费费用率总体呈下降趋势，2025 年研发费用占比最高	10

图 8: 2022-2025 年调整后营业亏损和调整后净亏损大幅缩窄并扭亏为盈 (单位, 百万人民币) .....	11
图 9: 2024 年-2029 年中国数据智能应用市场 CAGR 有望达到 15.6% .....	12
图 10: 2024 年-2029 年中国营销智能市场 CAGR 有望达到 16.8% .....	13
图 11: 2024 年-2029 年中国营运智能市场 CAGR 有望达到 17.7% .....	13
表 1: 公司采用不同投票权架构, 股东持股相对集中 (IPO 发售后) .....	5
表 2: 第一轮禁售承诺涉及股份比例较大, 届时或对公司股票市场流动性产生影响 .....	6
表 3: 公司管理层在各自领域有丰富经验, 董事会成员有望在金融和法律领域提供更多支持 .....	6
表 4: 数据智能业务是公司营收基本盘, 智能化服务有望成为公司 “第二增长曲线” ..	8
表 5: 营销智能是公司主要业务线, 旗下包括媒体支出优化软件等多款产品 .....	9
表 6: 2024 年-2029 年营销智能和营运智能子市场 CAGR 均有望超过整体市场 CAGR (单位: 亿人民币) .....	12
表 7: DeepMiner 技术架构核心包括 Foundation Agent 中枢以及 Cito 和 Mano 两大模型 .....	15
表 8: 以 DeepMiner 为核心的技术底座帮助公司降本增效和提升交付质量 .....	15
表 9: 经过长期运营, 公司能够接触到丰富的多模态数据 .....	16
表 10: 公司长期投入知识图谱技术 .....	16
表 11: 2024 年-2028 年公司利润表 (含预测, 单位: 百万人民币) .....	17
表 12: 2026 年-2028 年三家可比公司 P/S (截止到 5 月 13 日) .....	17

## 1. 明略科技：国内领先的数据智能应用软件公司

明略科技是国内领先的数据智能应用软件公司。明略科技(2718.HK)成立于2006年,2025年11月在香港交易所上市,是国内领先的数据智能应用软件公司,通过结合数据智能、知识图谱和基于隐私保护的大数据技术,为客户提供智能解决方案。公司致力于通过整合大模型、行业特定知识和多模态数据,改变企业营销和营运决策及流程。公司主要业务包括两大板块:数据智能和智能体化服务。截至2025年6月30日,公司已为135家财富世界500强企业提供服务,客户遍及零售、消费品、食品及饮料、汽车、3C、化妆品、母婴用品等行业。2025年公司营收为14.26亿元,调整后营业利润为0.25亿元。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网、公司招股说明书、天风证券研究所

### 1.1. 采用不同投票权架构, 持股占比相对集中

明略科技采用不同投票权架构, 持股相对集中。明略科技采用不同投票权架构, 其中 A 类股每股 1 票投票权, B 类股每股 10 票投票权。A 类股股东持股占比前五名分别是腾讯 (26.23%)、金拓及中航 (8.06%)、红杉中国 (7.15%)、淡马锡 (4.14%) 和华兴资本 (3.89%), 合计占比 49.47%。IPO 完成后, 创始人吴明辉同时持有 B 类股 (共计 14,835,491 股) 和部分 A 类股 (431,996 股), 合计拥有 10.57% 经济权益, 且拥有占公司有关保留事项以外事宜的股东决议案投票权的约 53.54%。目前创始人吴明辉做出自愿承诺: 在 2029 年 11 月之前, 他自愿限制行使其所有 B 类股份附带的投票权, 投票权数不会超过公司总投票权的 30%。

表 1: 公司采用不同投票权架构, 股东持股相对集中 (IPO 发售后)

股东	持股比例及说明
<b>创始人及前五大 A 类股股东</b>	
吴明辉 (创始人)	10.57%
腾讯	26.23% (含基石配售)
金拓及中航	8.06%
红杉中国	7.15%
淡马锡	4.14%
华晨 (华兴资本)	3.89%
<b>其他重要股东</b>	
其他 IPO 前投资者	占总股本 33.60%, 包括星界(3.51%)、春华(2.78%)、快手(2.48%)、睿嘉(2.46%)、GSR(2.32%)、Hundreds Capital(2.11%)、KPCB(1.81%)、WPP(1.28%)等
员工持股平台	占总股本 1.08%, 为员工股份激励平台
公众股东	占总股本 5.00% (IPO 新股发行 7,219,000 股 A 类股)

资料来源: 公司招股书、天风证券研究所

2026 年公司主要有两方面禁售承诺, 预计 26 年 7 月解禁后市场理论可流通股份占比有望出现大幅上升。公司目前有两项禁售承诺: 第一, 截止到 2026 年 7 月 31 日, IPO 前已发行的 99.37% 的 A 类股份股东 (合计持股占比为 84.72%) 和基石投资者承诺不会出售股份。第二, 截止到 2026 年 11 月 3 日前, 创始人吴明辉不会出售其拥有的 B 类股份 (该部分持股占比为 10.28%)。两轮禁售承诺如表 2 所示。考虑到持股占比及公司股权架构, 我们认

为在两轮禁售承诺中，2026年7月31日这一轮禁售承诺结束对公司股份的流动性影响最大。由于2026年7月31日后，市场上理论可流通A类股份占比将从约5%大幅提升至90%左右，公司股份流动性有望提升。

表 2：第一轮禁售承诺涉及股份比例较大，届时或对公司股票市场流动性产生影响

禁售轮次	禁售截止日期	涉及股份类别	涉及股东	持股占比
第一轮	2026年7月31日	IPO 前已发行 A 类股份的 99.37%	IPO 前 A 类股份股东	84.72%
		基石投资者持有股份	基石投资者	
第二轮	2026年11月3日	B 类股份（不同投票权架构）	创始人吴明辉	10.28%

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

## 1.2. 公司管理层：分工明确、经验丰富

公司管理层分工明确，在各自领域都有丰富经验。创始人兼 CEO 吴明辉于 2006 年创办明略科技前身秒针系统，有将近 20 年的软件行业经验和企业管理经验，目前负责公司战略规划、产品设计和技术创新相关工作。总裁兼 CFO 姜平自 2008 年加入公司，曾带领公司完成多轮融资和两次重大收购，有超过 15 年的企业管理经验和战略投资经验，目前负责公司战略规划、财务运营和法律合规等方面工作。首席客户官赵洁于 2013 年加入公司，有超过 20 年的媒体和营销经验，主要负责公司营销相关工作。

## 1.3. 公司董事会：法律和金融投资领域经验丰富

公司董事会中腾讯代表和外部人士在法律和金融投资领域有丰富经验。董事会共有 8 名成员组成，其中四名执行董事均为管理层，共占据半数席位，非执行董事中腾讯代表姚磊文有超过 20 年的金融行业经验。另外独立非执行董事分别拥有法律和金融相关领域经验——任煜男有法律和管理方面背景，何庆源和曾庆飞均有超过 15 年的金融领域相关经验。我们认为，外部人士在法律和金融领域的丰富经验，有望为公司的法律事务和金融事务提供更多支持。

表 3：公司管理层在各自领域有丰富经验，董事会成员有望在金融和法律领域提供更多支持

姓名	职务	相关信息
<b>执行董事</b>		
吴明辉	创始人、董事长、CEO、CTO	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京大学数学学士，计算机科学硕士，电子与信息博士在读</li> <li>2006 年北大读硕期间创立明略科技，软件开发及算法研究超 20 年经验</li> <li>北京云迹科技联合创始人；北京大学及人民大学创业导师</li> </ul>
姜平	联合创始人、总裁、CFO	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京大学计算机学士 + 工商管理硕士，工程博士在读</li> <li>2008 年加入，2019 年起任 CFO，2020 年起任总裁；主管战略规划、财务运营、法律合规</li> <li>在研发质量控制及标准化方面发挥关键作用</li> </ul>
赵洁	执行董事、高级副总裁、首席客户官	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海理工大学学士 + 上海财经大学 MBA</li> <li>加入前曾任 CCTV 下属 CTR Corporation 上海分公司负责人（1999-2013）</li> <li>主责客户开发及监督营销智能业务</li> </ul>
于琦	执行董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>烟台大学生物技术学士 + 南开大学生物化学硕士</li> <li>2016 年加入，历任 HR、战略规划、总裁办经理；主责整体战略规划及管理</li> </ul>
<b>非执行董事</b>		
姚磊文	非执行董事（腾讯代表）	<ul style="list-style-type: none"> <li>对外经贸大学经济信息管理学士 + 金融硕士，INSEAD MBA</li> <li>现任腾讯投资部董事总经理，代表第一大股东腾讯（~26%持股）</li> <li>曾任迈瑞医疗投资总监、德意志银行全资子公司投资助理</li> <li>兼任金山软件(03888)、途虎养车(09690)、思派健康(00314)非执行董事</li> </ul>
<b>独立非执行董事</b>		

任煜男	独立非执行董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京大学法学学士 + 哈佛大学法学院法学硕士；纽约州/香港执业律师</li> <li>现任欧科云链(01499)主席、执行董事兼 CEO；兼任融信中国(03301)INED</li> </ul>
姓名	职务	相关信息
<b>独立非执行董事（续）</b>		
何庆源	独立非执行董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>加拿大滑铁卢大学系统设计工程学士 + 管理科学硕士</li> <li>Kiina Investment 创始人；现任 DBS 星展银行(D05.SG)、Sun Life(SLF.TO)独立董事</li> <li>曾任 Qorvo(QRVO)、Air Products、中国远洋海运、China Mobile 董事；诺基亚（中国）总裁</li> </ul>
曾庆飞	独立非执行董事	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国南加州大学 BBA + 纽约大学 MBA</li> <li>现任老虎证券(TIGR)CFO 及董事；曾任高盛融资部执行董事、UBS 全球资本市场董事等</li> </ul>

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

### 1.4. 业务架构：一个核心技术底座+两大业务引擎

公司业务架构由一个技术底座和两大业务引擎共同组成。技术底座 DeepMiner 是公司自主研发的企业级可信 AI 智能体平台，业务引擎包括数据智能和智能化服务。

DeepMiner 核心技术架构包括一个中枢和两大模型。DeepMiner 核心架构包括三部分：第一部分是多智能体协作中枢 Foundation Agent；第二部分是专家脑 Cito，聚焦行业知识深度应用与专业推理；第三部分是灵巧手 Mano，专注系统执行“最后一公里”。

数据智能包括营销智能和营运智能两个子业务。营销智能囊括秒针系统、基于腾讯生态系统的私域工具和金数据三大产品，覆盖了媒体支出优化、社交媒体管理、用户增长、客户互动以及零代码数据收集和管理等服务。营运智能包括智能门店营运系统和会话智能两大产品，覆盖人、货、场深度数字化和自动化，实现端到端的智能运营。

智能化服务包括传统商业链路的 AI 重构和 AI 原生新兴业务的独立开拓两条业务线。前者覆盖 DOMO 营销智能产品、多模态 AIGC 创意工厂和交易链路的智能化与全域运营生态重组等内容，后者包括生成式引擎优化、数字内容的智能化构建与投放和 AIGC 资产的量化筛选与效用评估系统（AdEff AI 创意测试平台）。

图 2：公司业务结构和产品矩阵



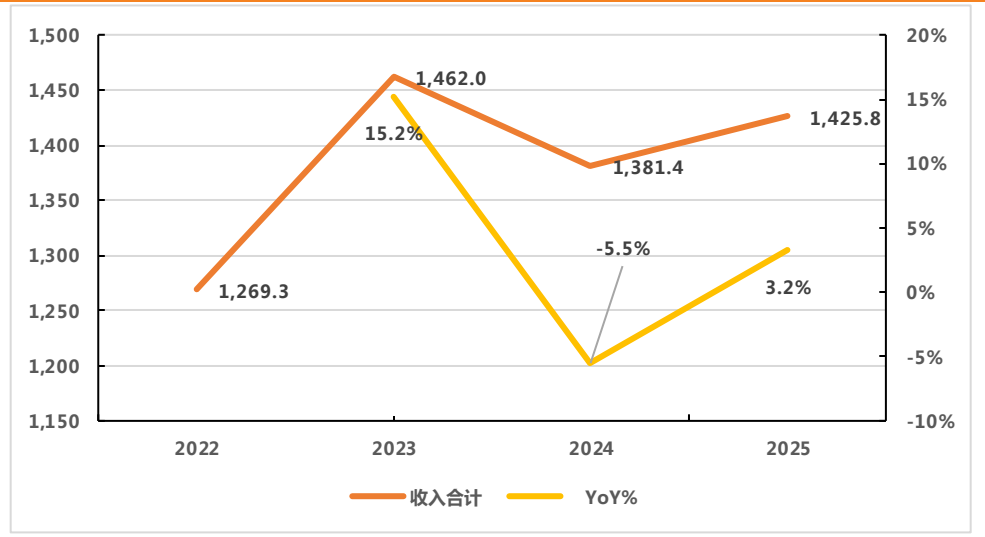
资料来源：招股说明书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

## 2. 财务分析

### 2.1. 营收：2022 年-2025 年营收规模总体呈上升趋势

由于业务调整等因素，公司营收在 2022 年-2025 年有所波动，但总体呈波动上升趋势。2023 年增长主要由营运智能收入增加驱动（+63.8% YoY）。2024 年收入下降主要由于营运智能业务收入减少（-12.1%），这主要因为公司主动推进从定制服务向标准化产品转型所致。2025 年营收规模实现小幅增长，主要系智能化服务等新业务贡献增量，但部分被行业解决方案业务的逐步退出和营销智能服务下降所抵消。

图 3：公司营业收入总体呈波动上升趋势（单位：百万人民币）



资料来源：公司招股书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

### 2.2. 营收细分：数据智能是基本盘，智能化服务或成“第二增长曲线”

公司有三大业务线：数据智能业务、智能化服务和行业解决方案。数据智能业务整体营收占比最高，并可细分为营销智能和营运智能两大板块：营销智能业务营收占比较高，主要提供媒体支出优化、社交媒体管理和用户增长等服务。营运智能业务营收占比较低，主要覆盖门店运营过程中的人、物和场三大关键要素，并对其服务流程进行深度数字化和自动化，实现端到端的智能营运。

智能化服务是公司 2025 年新设立的业务种类，借助专有数据与原生 AI 能力，提供短视频电商交易链路的智能化改造及 GEO（生成式引擎优化）等 AI 原生新服务，收费模式为按效果付费。行业解决方案主要服务于金融、制造及轨道交通等领域的客户。公司于 2022 年下半年决定逐步退出该业务线，目前该业务营收来源为已承诺项目的交付。

表 4：数据智能业务是公司营收基本盘，智能化服务有望成为公司“第二增长曲线”

明略科技业务线收费模式			2025 年营收占比
数据智能	营销智能	服务费、订阅制软件许可费、技术服务费及运营服务费	50.40%
	营运智能	订阅制软件许可费、技术服务费、营运服务费和硬件成本	38.00%
智能化服务		按效果付费	7.00%
其他	行业解决方案	已承诺项目的交付	4.60%

资料来源：公司招股书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

受公司业务调整及宏观环境影响，营销智能业务线营收在 2022-2025 年呈现下降趋势。2022 年至 2023 年，公司主动提高定制化项目筛选标准，叠加消费情绪疲弱、企业缩减营销开支，导致大客户在用户增长软件业务中私有部署平台收入减少，最终导致营销智能业务营收下降。2023 年-2024 年，公司继续提高定制化项目筛选标准，导致大客户定制化解

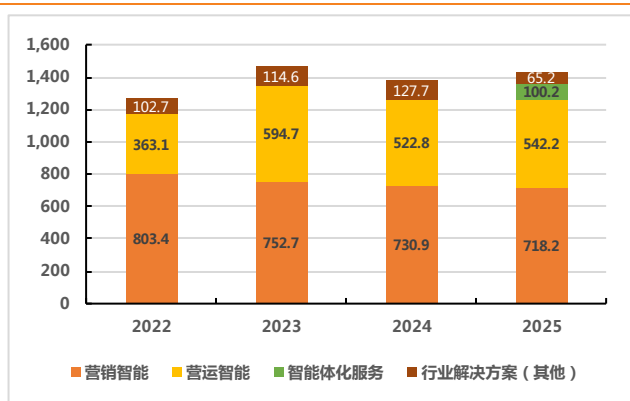
决方案收入下降，进而影响该业务线营收规模。2025 年，受公司业务口径影响，部分营销智能业务收入被归类至新业务智能化服务，营收规模有所下降。

受公司业务调整影响，2022-2025 年公司营运智能业务线营收规模上下波动。受益于产品组合扩张，2023 年该业务营业收入和占总收入比例均呈现上升趋势。2024 年下滑的核心逻辑是公司推进“标准化产品为重心”的战略，导致定制服务签约更谨慎。虽然标准化产品收入占比提升，但因定制服务收入下降幅度更大，该业务总营收仍呈现下降趋势。2025 年营运智能业务线表现相对稳定。

智能化服务是公司 2025 年新业务板块。2025 年智能化服务营收规模在 1 亿元左右，其中部分业务为原属营销智能中社交媒体管理的服务模式转型。我们认为，这部分业务未来有望成为公司“第二增长曲线”。

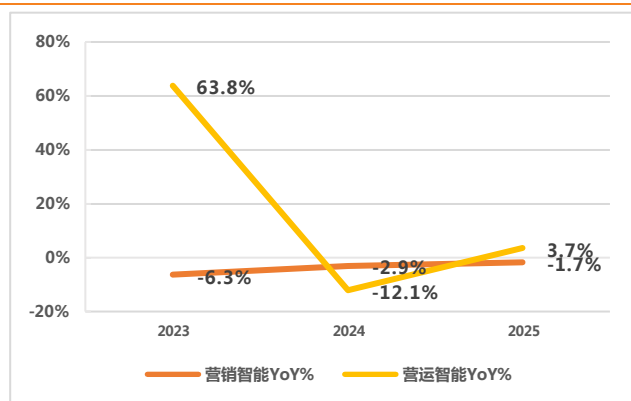
受公司战略调整，行业解决方案营收规模呈现先上升后下降的趋势。2022-2024 年行业解决方案业务营收和总收入占比呈现小幅上升，2025 年该业务线营收规模和占比明显下滑。

图 4：营销智能和营运智能构成营收基本盘（单位：百万人民币）



资料来源：公司招股书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

图 5：营销智能营收增速表现平稳，营运智能营收增速波动较大



资料来源：公司招股书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

秒针系统是营销智能业务旗舰产品。营销智能业务线提供的产品包括秒针系统、金数据和基于腾讯生态系统的私域工具。秒针系统是该业务线主要产品，具体细分产品包括媒体支出优化软件、社交媒体管理软件和用户增长软件。按 2024 年秒针系统占总营收比例看，媒体支出优化软件占比最高（53%），且 2022-2024 年表现稳定；社交媒体管理软件占比其次（27%），2022-2024 年呈现下降趋势；用户增长软件占比最低，2022-2024 年收入上下波动（10%）。

私域工具和金数据两款产品营收占营销智能业务线营收比例较低，2024 年占比分别为 6% 和 4%。2022-2024 年期间，私域工具营收总体呈现上升趋势，而金数据呈现下降趋势。

表 5：营销智能是公司主要业务线，旗下包括媒体支出优化软件等多款产品

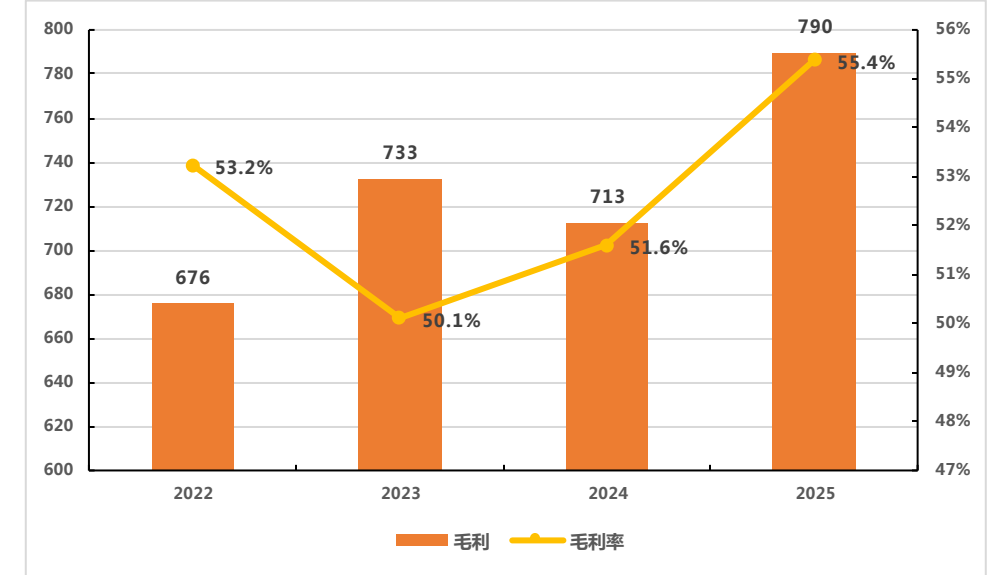
产品	描述	占营销智能营收比例 (2024 年)
<b>营销智能秒针系统</b>		
媒体支出优化软件	利用及数据分析和 AI 功能优化营销策略、促进广告投放并监测效果	53%
社交媒体管理软件	帮助企业实时监控和分析社交媒体数据	27%
用户增长软件	帮助企业数据，推动客户参与和增长	10%
<b>其他营销智能产品</b>		
私域工具	提供客户获取、内容生成、销售转化、客户关系管理和效果分析功能	6%
金数据	零代码数据收集和管理平台，使企业能够通过生成自定义表单和自动化工作流程	4%

资料来源：公司招股书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

### 2.3. 毛利率：22年-25年总体呈V字形

2022-2025年，公司毛利率总体呈V字形。2022年-2023年公司毛利有所上升，但公司总体毛利率有所下降。2023年-2024年，公司毛利和毛利率小幅回升。2024-2025年受益于AI工具推广带来的降本效应，公司毛利和毛利率有所上升。

图 6：2022年-2025年公司毛利率呈V字形，毛利总体维持上升趋势（单位：百万人民币）

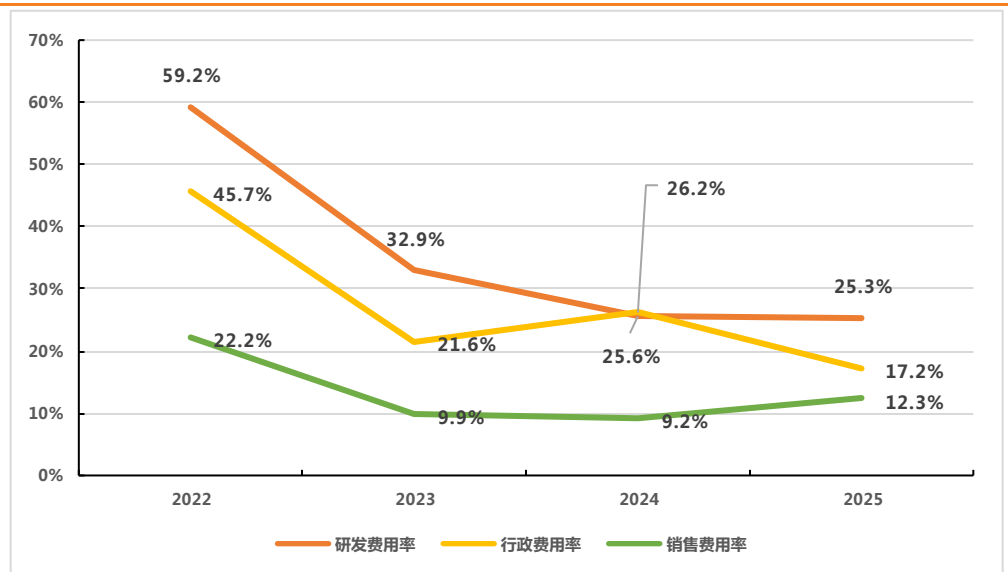


资料来源：公司招股书、2025年公司业绩公告、天风证券研究所

### 2.4. 三费费用率总体呈下降趋势，25年净利润首次扭亏为盈

2022-2025年公司三费费用率总体呈波动下降趋势，研发费用在三费中占比最高。2022年-2023年，由于研发人员的减少，公司研发费用有所下降；受益于组织架构调整，公司行政费用和销售费用有所下降。2023-2024年受益于AI降本增效和销售成本控制，研发费用和销售费用进一步下降，但由于以股份为基础的薪酬增长，行政费用有所回升。2024-2025年，由于技术服务采购增加，研发费用小幅上升；受益于以股份为基础的薪酬削减，公司行政费用有所下降；由于公司决定扩大销售团队并加大品牌推广力度，销售及营销费用规模有所上升。从占比来看，2025年研发费用占比最高，其次是行政费用，最后是销售费用。

图 7：三费费用率总体呈下降趋势，2025年研发费用占比最高



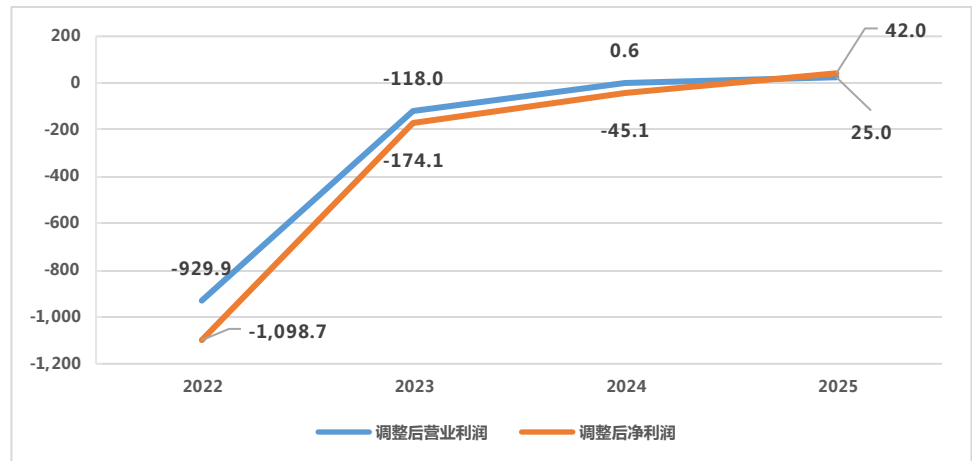
资料来源：公司招股书、2025年公司业绩公告、天风证券研究所

2022-2025年公司调整后营业利润和调整后净利润总体呈现上升趋势，且调整后净利润在

**2025 年均首次实现扭亏为盈。**由于 GAAP 营业利润会受到上市开支一次性费用影响，不能很好反映公司营业利润真实情况，这里采用公司调整后营业利润指标进行讨论。受益于毛利增长和经营费用下降，2022 年-2025 年公司调整后营业利润亏损先是大幅缩窄，并于 2024 年首次实现扭亏为盈。

由于 GAAP 净利润指标受到公司优先股公允价值变动科目影响，不能真实反映公司经营情况，这里采用公司调整后净利润指标讨论公司净利润变化。与调整后营业利润趋势类似，公司调整后净利润亏损大幅缩窄，并于 2025 年首次实现扭亏为盈。

图 8：2022-2025 年调整后营业亏损和调整后的净亏损大幅缩窄并扭亏为盈（单位，百万人民币）



资料来源：公司招股书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

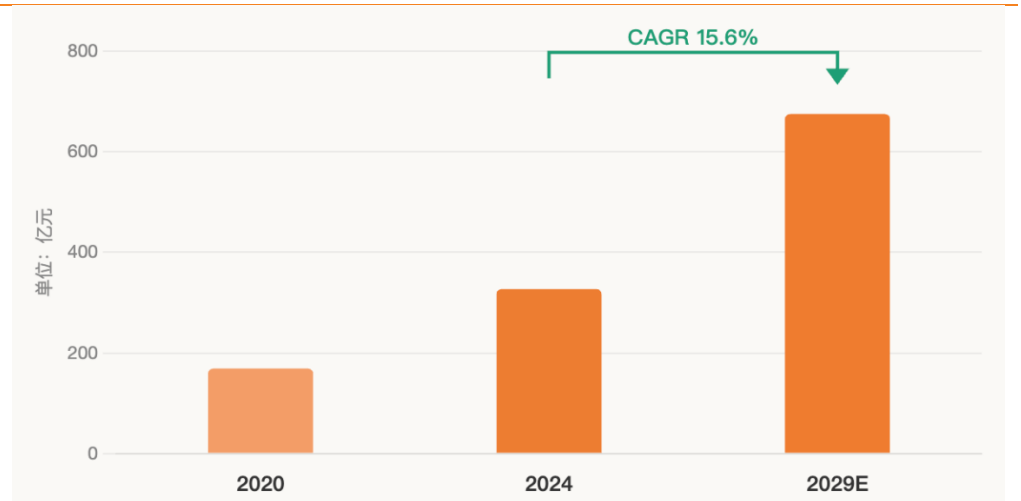
### 3. 市场分析、竞争格局和未来趋势

#### 3.1. 数据智能业务市场

##### 3.1.1. 数据智能应用软件市场：24-29 年市场规模增长潜力较大

2024 年-2029 年中国数据智能应用软件市场规模 CAGR 有望达到 15.6%，整体市场规模潜在增长空间较大。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国数据智能应用软件市场规模为 169 亿元，2024 年增长至 327 亿元，期间 CAGR 为 17.9%。该机构预计，到 2029 年，中国数据智能应用软件市场规模有望达到 675 亿元，且 2024 年-2029 年期间 CAGR 有望达到 15.6%，市场规模增长潜力较大。

图 9：2024 年-2029 年中国数据智能应用市场 CAGR 有望达到 15.6%



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书、天风证券研究所

营运智能和营销智能占整体市场比例较高，且 2024 年-2029 年期间两个子市场 CAGR 均有望高于整体市场 CAGR。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年营销智能市场占数据智能应用软件市场比例为 28%，排名第一；营运智能市场占数据智能应用软件市场比例为 16%，排名第三。该机构预测，2024-2029 年营销智能市场（16.8%）和营运智能市场（17.7%）的 CAGR 均高于整体市场增速（15.6%）。因此，我们认为，这两个子市场规模未来 5 年增长潜力相对较大，或有利于公司未来发展。

表 6：2024 年-2029 年营销智能和营运智能子市场 CAGR 均有望超过整体市场 CAGR（单位：亿人民币）

细分市场	2020	2024	2029E	CAGR 20-24	CAGR 24-29E
营销智能	44	93	202	20.6%	16.8%
营运智能	22	51	115	23.4%	17.7%
合规	47	87	186	16.6%	16.4%
制造	22	44	93	18.9%	16.1%
其他	36	52	79	9.6%	8.7%
总计	169	327	675	17.9%	15.6%

资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书、天风证券研究所

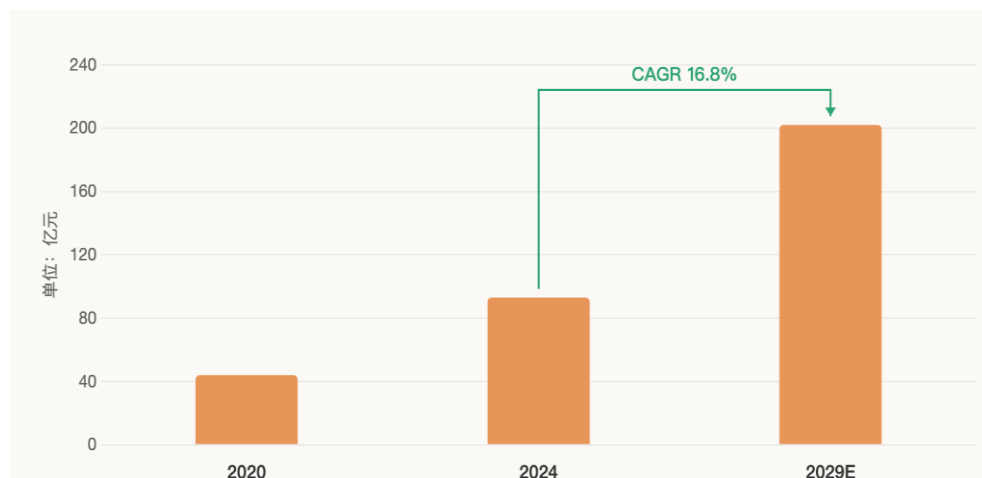
2024 年明略科技在该市场的份额占比第一，与竞争对手差距较小，且整体市场集中度极低。根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年公司在该市场份额达到 3.8%，占比第二和第三的公司市场份额分别为 1.6% 和 1.5%。从市场集中度看，市场份额前三的公司占比总计低于 10%，整体市场集中度极低，市场呈现高度碎片化特征。

##### 3.1.2. 营销智能子市场

2024 年-2029 年中国营销智能市场 CAGR 有望达到 16.8%，有较大增长潜力。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国营销智能市场规模为 44 亿元，2024 年增长至 93 亿元，期间

CAGR 为 20.6%。该机构预计，到 2029 年，营销智能市场规模有望达到 202 亿元，且 2024 年-2029 年期间的 CAGR 有望达到 16.8%。

图 10：2024 年-2029 年中国营销智能市场 CAGR 有望达到 16.8%



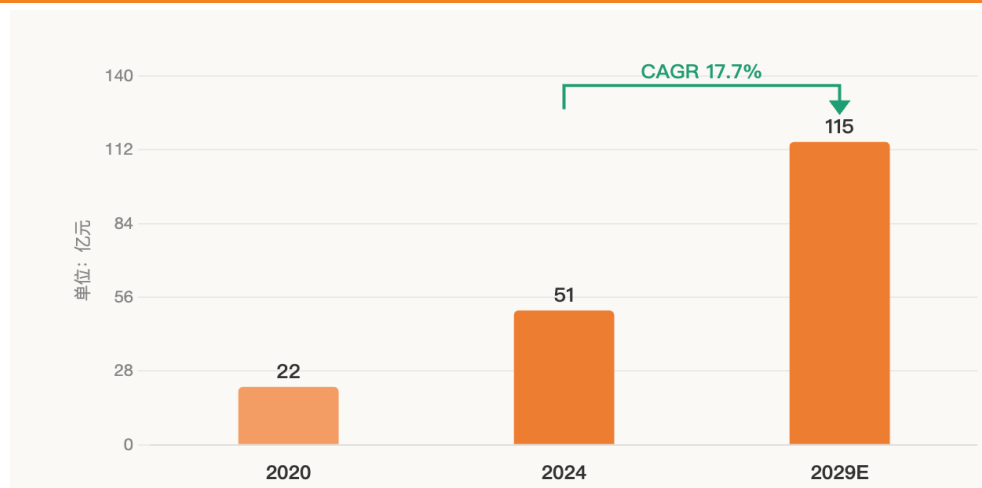
资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书、天风证券研究所

2024 年明略科技在该市场的份额占比第一，与竞争对手差距较小，且整体市场集中度较低。根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年公司在该市场份额达到 7.8%，占比第二和第三的公司市场份额分别为 5.1% 和 4.3%。从市场集中度看，市场份额前三的公司占比总计接近 18%，整体市场集中度较低。

### 3.1.3. 中国营运智能市场

2024 年-2029 年中国营运智能市场 CAGR 有望达到 17.7%，增长潜力较大。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国营运智能市场规模为 22 亿元，2024 年增长至 51 亿元，期间 CAGR 为 23.4%。该机构预计，到 2029 年，营运智能市场规模有望达到 115 亿元，且 2024 年-2029 年期间的 CAGR 有望达到 17.7%。

图 11：2024 年-2029 年中国营运智能市场 CAGR 有望达到 17.7%



资料来源：弗若斯特沙利文、招股说明书、天风证券研究所

2024 年明略科技在该市场的份额占比第一，与竞争对手相比有一定优势，且整体市场集中度较低。根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年公司在该市场份额达到 10.3%，占比第二和第三的公司市场份额分别为 3.5% 和 3.3%。从市场集中度看，市场份额前三的公司占比总计未超过 20%，整体市场集中度较低。

## 3.2. 智能化业务市场

AI Agent 的发展带来许多趋势变化，： AI 支出和技术服务 TAM 有望持续增长； AI 在企业端覆盖仍处于早期阶段，并有望参与到 workflow 优化和重设； AI 有望成为顾客数据平台( CDP ) 重要组成部分； AI 短剧占比不断提高，且 AI 降本增效效果显著。

### 3.2.1. 趋势 1: AI 相关支出不断增加， Agentic AI 有望推动技术服务 TAM 不断扩张

**AI 相关支出不断增加。**Gartner 预测 2026 年全球 GenAI 支出预计达 2.5 万亿美元，同比增长 44%。2025 年 BCG 相关报告认为只有 5% 的公司真正创造出 AI 规模化价值( BCG 称之为“future-built”企业)，且认为这类企业计划 IT 支出有望增加 26%( 占总收入比例接近 1% )，并有望把最多 64% 的 IT 预算投向 AI。

**Agentic AI 有望推动技术服务 TAM 不断扩张。**根据 BCG 预计， Agentic AI 预计有望提高 IT 支出占 GDP 比重 0.5%-1%。同时， BCG 相关报告指出 Agentic AI 最终会在未来五年( 26 年-30 年) 将技术服务 TAM 扩张到 2000 亿美元，对应 CAGR 为 6%-8%。

### 3.2.2. 趋势 2: AI 在企业端覆盖处于相对早期阶段， AI Agent 有望推动 workflow 优化和重设

**AI 在企业端覆盖取得一定进展，但仍未全面进入规模化部署阶段。**麦肯锡报告指出， 23% 企业正在规模化部署 agentic AI ( 至少在一个业务职能中 )，另外 39% 开始试验；但任何单一职能下，规模化部署的占比不超过 10%。这说明，目前市场仍处于相对早期的阶段。

**AI Agent 推动 workflow 优化和重设，并提高工作效率和加速业务流程。**麦肯锡指出，在高绩效公司中( 麦肯锡定义为 AI 贡献 EBIT 超过 5% 的企业 )，超过一半明确表示要用 AI 大范围或深度转型业务，且接近一半的企业会进行深度转型。BCG 报告指出，在 ERP 和 CRM 领域中，早期采用者看到 workflow 周期加速 20-30%，后台成本显著下降。整体来看， AI agents 可以使业务流程加速 30-50%。因此，我们认为，企业未来有望借助 AI 进一步进行转型，继续提高工作效率和加速业务流程。

### 3.2.3. 趋势 3: AI 有望成为 CDP 产品服务重要组成部分

**AI 有望成为 CDP 产品服务重要组成部分。**IDC 报告指出， AI 有望提高 CDP 能力，促使其更好地识别和划分受众、生成消费者洞察和创造高效互动方式。此外，该机构预测，到 2026 年，客户数据平台( CDP ) 将为预测式 AI 与生成式 AI 提供高质量数据，助力全球 2000 强企业规模化激活 80% 的实时个性化客户互动，并实现客户参与度提升 4 倍。因此，我们认为，未来 AI 有望成为 CDP 提供的产品服务中的一大重要组成部分。

### 3.2.4. 趋势 4: AI 短剧占比不断提高，降本增效效果明显

**25 年-26 年 AI 短剧市场供给快速增加。**Tv talk 统计数据显示， 2025 年 1 月抖音 TOP5000 短剧中全 AI 生成仅 4 部， 10 月增至 69 部， 11 月达 217 部； 2026 年春节档期间，全平台短剧总播放量 86.7 亿次， AI 漫剧占比 29.4%， AI 仿真人剧在百强榜中占比从 7% 攀升至 38%。

**AI 参与短剧制作后降本增效成果显著。**根据 Tv talk 数据， AI 漫剧约 5-15 万元，传统短剧 30-120 万元， AI 仅为传统的八分之一。制作周期从传统 1-3 个月压缩至 1-2 天( 极速 ) 或 15-30 天( 精品 )，团队规模从 30-50 人缩减至 1-10 人。我们认为， AI 生成内容市场有望继续高速增长，且 AI 生成有望继续发挥成本低、效率高的优势不断提高在短剧市场的占比。

## 3.3. 小结

我们认为，公司在营销智能市场和营运智能市场有一定份额领先优势。同时，公司目前正在积极布局 AI 业务，未来有望抓住 AI 推动的市场变化趋势，逐步建立收入的“第二增长曲线”。

## 4. 公司优势：以 AI 为核心的产品矩阵和数据飞轮

### 4.1. 以 DeepMiner AI 大模型为底座的丰富产品矩阵

公司的 Deepminer 大模型有较强技术竞争力，并已内化为公司底层组织级基础设施。DeepMiner，采用多智能体协作架构，其核心架构包括一个中枢和两大模型：Foundation Agent 负责跨任务调度，Cito（专家脑）负责专业推理和策略输出，Mano（灵巧手）覆盖系统执行的“最后一公里”。在最近的 V2 版本升级中，DeepMiner 针对系统集成范式、MCP 和业务能力组件化等方面进行了更新。此外，根据 2025 年业绩公告文件，公司的 Cito 和 Mano 模型均在国际榜单名列前茅。

表 7：DeepMiner 技术架构核心包括 Foundation Agent 中枢以及 Cito 和 Mano 两大模型

技术架构	定位	关键能力
Foundation Agent	多智能体协作中枢	跨任务资源调度、分配与结果整合；MoA 协作架构；Human-in-the-Loop 干预机制
Cito（专家脑）	行业知识深度应用与专业推理	内置公司 20 年隐性商业知识；BFCL 小尺寸模型领域排名第一；收敛大模型在定量分析中的不确定性
Mano（灵巧手）	系统执行的“最后一公里”	多模态视觉理解，精准解析异构软件前端界面；72B 参数量；OSWorld 全球专有模型第一；支持本地私有化部署
DM-Builder	开发端	基于 MCP 实现异构系统即插即用式连接；可视化 Agent 搭建与 workflow 编排；非技术人员可用
DM-Skill	应用端（技能空间）	将业务能力组件化；覆盖社媒营销复盘、广告效果调研、监测报告生成等场景；跨团队、跨业务线复用

资料来源：招股说明书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

截止到 2025 年底，公司内部已实现 DeepMiner 平台 100% 渗透，并沉淀为支撑公司日常运转的底层组织级基础设施。

依托于 AI 技术，营销智能、营运智能和智能化服务众多产品均能实现降本增效和交付质量提升。我们认为，公司以 DeepMiner 为底座的产品矩阵有望提升公司核心竞争力，进而拉动公司整体营收。

表 8：以 DeepMiner 为核心的技术底座帮助公司降本增效和提升交付质量

业务板块	产品	AI 赋能示例
营销智能	秒针系统	全链路 AI 自动完成率达 90%，社媒洞察报告人效提升 20 倍
	金数据	AI 直接接管生成表单比例从 4.68% 跃升至 ~15%
	腾讯私域工具	部署七大核心场景业务 Agent，渗透近 80 个垂直行业
营运智能	会话智能	从小模型向大模型架构跃迁，实现销售合规与转化逻辑全自动穿透
	智能门店营运系统	智能文档 Agent：非标合同审核耗时缩减超 95%，削减客户 70% 合规运营成本
智能化服务	DOMO 营销智能	数据洞察与 POC 方案产出效率分别提升 160% 和 300%
	多模态 AIGC 创意工厂	日产 10,000+ 篇文案与 10,000+ 张图片，交付周期从周级压缩至天级
	交易链路智能化	复盘决策从周度压缩至日更（提效 7 倍），KOL 智能匹配速度提升 24 倍
	GEO（生成式引擎优化）	目标关键词在三大 AI 平台可见度达 85%+，平均排名前 3
	数字内容智能化	自研 AI 系统 40 分钟内完成从创意提案到内容方案全流程
	AdEff（AI 创意测试）	传统调研周期压缩至最快 15 分钟完成量化评估

资料来源：2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

### 4.2. 长期运营积累的数据资产有望转化为数据飞轮

公司在 19 年经营过程中积累了丰富的多模态数据，有望形成数据飞轮优势。公司积累了 19 年的营销和营运行业经验及丰富的多模态数据，在开发营销和营运智能应用的大模型方

面具有“独特优势”。我们认为，公司在长期发展中积累了丰富的数据，有望促成数据沉淀→模型迭代→业务增长→数据再沉淀的正向循环，构成数据飞轮。

表 9：经过长期运营，公司能够接触到丰富的多模态数据

核心指标	相关数据（截止到 2025H1）
<b>营销智能（秒针系统）</b>	
媒体连接规模	通过技术手段连接 425 个媒体平台，月均触达约 30 亿台活跃设备
广告监测能力	日均处理和监控超过 50 亿个广告请求
社媒及 KOC 数据	日均监控近 1 亿条帖子和视频并处理约 400 万个 KOC 相关数据
<b>营运智能</b>	
设备连接规模	系统连线超过 200 万台设备
运维任务处理	日均完成超过 1,329 项维护任务
线下部署规模	已部署在超过 30,000 家餐厅和超过 53,000 家线下零售店

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司长期投入知识图谱技术，为公司业务和技术提供知识储备。公司从 2015 年起针对多个行业垂直领域开发知识图谱，并在后续不断优化改进，最终于 2025 年整合进 DeepMiner。目前，知识图谱已投入到公司业务中，并为 Cito 模型提供支持。我们认为，公司知识图谱技术的研发投入有助于提高数据资产使用效率和数据质量，进而巩固公司技术护城河，增强公司竞争优势。

表 10：公司长期投入知识图谱技术

明略科技知识图谱技术发展时间表	
2015	针对多个行业垂直领域开发知识图谱，帮助企业提升经营效率
2018	特定领域知识图谱与 LLM 结合
2019	知识图谱应用于了解消费者需求和销售策略优化
2022	将“事件”、“时间”和“空间”纳入知识图谱建模
2023	超图检索增强生成（HRAG）：升级知识图谱至多模态数据处理，支持图像、语音、视频的直接检索与利用
2025	DeepMiner 平台整合知识图谱：知识图谱为 Cito（专家脑）提供支持

资料来源：招股说明书、2025 年公司业绩公告、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

由于公司数据智能业务对应的行业市场规模（营销智能市场和营运智能市场）未来增长潜力较大，且公司有以 AI 技术为核心的丰富产品矩阵和长期积累的数据资源优势，因此我们看好公司两大业务未来的发展。此外，我们认为，智能化服务有望受益于未来几年 Agentic AI 行业快速发展，从而有望实现营收高速增长。

基于上述理由，我们预测公司 2026 年-2028 年营收分别为 19.19 亿/26.53 亿/34.81 亿元，对应期间的净调整利润分别为-4.22 亿元/-0.13 亿元/4.76 亿元。

表 11：2024 年-2028 年公司利润表（含预测，单位：百万人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	<b>1,381</b>	<b>1,426</b>	<b>1,919</b>	<b>2,653</b>	<b>3,481</b>
YoY %	(5.5%)	3.2%	34.6%	38.2%	31.2%
数据智能	1,254	1,260	1,568	1,951	2,428
YoY %	(7.0%)	0.5%	24.4%	24.4%	24.4%
智能化服务	—	100	351	702	1,052
YoY %	—	—	251.0%	100.0%	50.0%
行业解决方案	128	65	—	—	—
YoY %	11.5%	(49.0%)	—	—	—
<b>毛利</b>	<b>713</b>	<b>790</b>	<b>960</b>	<b>1,592</b>	<b>2,436</b>
YoY %	(2.7%)	10.8%	21.5%	65.9%	53.1%
Gross Margin %	51.6%	55.4%	50.0%	60.0%	70.0%
<b>营业利润</b>	<b>(132)</b>	<b>(16)</b>	<b>(442)</b>	<b>(33)</b>	<b>537</b>
YoY %	(37.3%)	(88.1%)	—	—	—
Op Margin %	(9.6%)	(1.1%)	(23.0%)	(1.3%)	15.4%
<b>GAAP 净利润</b>	<b>8</b>	<b>(6,413)</b>	<b>(442)</b>	<b>(33)</b>	<b>456</b>
YoY %	(97.5%)	—	—	—	—
Net Margin %	0.6%	—	(23.0%)	(1.3%)	13.1%
<b>经调整净利润</b>	<b>(45)</b>	<b>42</b>	<b>(422)</b>	<b>(13)</b>	<b>476</b>
Adj. Net Margin %	(3.3%)	2.9%	(22.0%)	(0.5%)	13.7%
流通股数 (百万股)	—	145.46	145.46	145.46	145.46
调整后 EPS (元)	—	—	—	—	3.27

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

为了进行盈利预测，我们将港股上市公司中滴普、五一视界和讯策三家作为可比公司，并采用三家可比公司 2026 年-2028 年 P/S 中位数进行估值。

表 12：2026 年-2028 年三家可比公司 P/S（截止到 5 月 13 日）

可比公司 P/S (x)	2026E	2027E	2028E
讯策 (3317.HK)	34.41x	20.77x	13.60x
滴普 (1384.HK)	22.56x	11.65x	6.80x
五一视界 (6651.HK)	30.34x	17.35x	10.59x
<b>可比公司 P/S 中位数</b>	<b>30.34x</b>	<b>17.35x</b>	<b>10.59x</b>

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

我们最终计算得出 2028 年明略科技目标价 253 元，换算得 291 港元（截止至 5 月 13 日，人民币兑换港元汇率为 1.15），相较于目前的市场价（237.4 港元，截止到 5 月 13 日）有 23% 左右的上涨空间，因此，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

公司未来可能会面临如下风险导致业绩不及预期：

- 1) **Agentic AI 在 B 端市场渗透不及预期。**若渗透率不及预期，则会直接影响公司“第二增长曲线”智能化服务的营收，进而对公司未来营收增速产生不利影响。
- 2) **数据智能应用软件市场竞争加剧。**由于公司目前营收主要来源是营销智能和营运智能，且两大业务对应的市场分散化程度较高。若未来公司面临的竞争加剧，可能会对公司业绩产生较大不利影响。
- 3) **Agentic AI 市场竞争加剧。**智能化服务是公司“第二增长曲线”，若该市场竞争加剧，会直接影响到公司未来增长潜力。
- 4) **AI 相关产品服务竞争力不及预期。**公司目前已经 100%接入自研大模型 DeepMiner，并全面赋能公司业务。若未来公司模型效果不及预期，会直接影响到公司降本增效表现和交付表现，进而影响公司收入和成本结构。
- 5) **地缘政治风险。**若中东局势或其他地区地缘冲突加剧，或影响市场情绪，进而直接影响公司股价。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com