

计算机行业海外研究

证券研究报告

2020年08月05日

明源云：“四优”地产数字化领航者

作者

沈海兵

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030001

1. 优基本面：双轮驱动，经营健康

公司由 ERP+SaaS 双轮驱动发展，近年公司 SaaS 业务已初具规模，增长势头良好。受益于疫情期间对在线营销及物业管理的需求，云客及云空间产品于 2020 年 Q1 取得高速增长。

从经营指标来看，公司毛利率基本保持稳定，净利率逐年上升，且整体现金流健康，有能力为将来的业务发展提供充足流动性。

2. 优赛道：发展初期，空间广阔

房地产行业软件解决方案渗透率较低，行业处于发展初期。行业增速放缓、竞争加剧，催生地产企业内部精细化管理需求；疫情影响、差异竞争，催生地产企业科技赋能需求。而行业整体数字化水平的提升、解决方案不断丰富带来的 ARPU 值增加、以及与行业合作伙伴形成的产业链协同将为公司进一步打开市场空间。

3. 优格局：竞争领先，来者难追

公司是面向中国房地产开发企业的第一大软件解决方案提供商。1) 从产品市占率的角度：无论是整体份额还是细分产品，明源云市占率均超过第 2~5 名市占率的总和。2) 从头部地产商覆盖率的角度：百强房地产开发商中，公司服务了 99 家，其中超过 70 家百强地产开发商合作超过 5 年。头部地产商在行业由高速增长向平稳增长过渡的外部形势下抗风险能力强，被头部地产商青睐有助于公司未来保持长期稳定增长。

4. 优管理：组织活力，合作稳定

SaaS 新业务以各家子公司为主体开展，有利于充分激发组织活力。且开展 SaaS 业务的公司全部或部分由员工持股，有利于充分调动子公司员工创新积极性。

公司搭建了直销与区域渠道合作伙伴相结合的营销网络，并采取一系列措施对伙伴进行管理和培训。优质合作伙伴有机会获得股权，分享公司发展成果；且部分区域合作伙伴为公司前雇员所有，彼此信任和了解。稳固的合作关系有助于降低公司更换合作伙伴的搜寻、信任及培训成本。

风险提示：1) 房地产行业不景气，数字化进程低于预期；2) 公司产品推广及创新进程不及预期；3) 竞争格局变化，行业出现强有力的挑战者

内容目录

1. 优基本面：双轮驱动，经营健康	4
1.1. ERP+SaaS 双轮驱动发展	4
1.2. SaaS 业务初具规模，增长势头良好	4
1.3. 经营指标健康，账面现金充足	5
2. 优赛道：发展初期，空间广阔	6
2.1. 为什么目前房地产企业需要科技赋能？	6
2.1.1. 节流：增速放缓、竞争加剧，催生地产企业内部精细化管理需求	6
2.1.2. 开源：疫情影响、差异竞争，催生地产企业科技赋能需求	7
2.2. 公司未来增长空间在哪里？	7
2.2.1. 看行业：房地产行业数字化水平的提升	7
2.2.2. 看产品：不断丰富的行业解决方案产品矩阵	9
2.2.3. 与行业合作伙伴形成产业链协同	10
3. 优格局：竞争领先，来者难追	10
4. 优管理：组织活力，合作稳定	11
4.1. 新业务、新组织、新活力	11
4.2. 管理+分享，与区域合作伙伴长期同行	12
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：公司发展阶段及历年营收（单位：万元）	4
图 2：云客营收及增速	5
图 3：云链营收及增速	5
图 4：云采购营收及增速	5
图 5：云空间营收及增速	5
图 6：合同负债保持高增速	5
图 7：公司毛利率基本保持稳定（2017-2019）	6
图 8：公司净利率逐年上升（2017-2019）	6
图 9：经营活动现金流量净额持续增长（2017-2019）	6
图 10：公司应收账款周转天数较少（2017-2019，单位：天）	6
图 11：2017 年以来，商品房销售增速放缓	7
图 12：2011-2019 年我国头部房企市占率年均增速对比	7
图 13：2019 年，中美各行业软件解决方案渗透率及市场规模	8
图 14：中国房地产产业软件解决方案的市场规模预测（2015-2024 年）（单位：十亿元）	8
图 15：中国房地产开发商软件解决方案市场规模预测（2015-2024 年）（单位：十亿元）	9
图 16：公司 SaaS 产品与 ERP 解决方案可完全整合	9
图 17：ERP 收入中，产品支持及增值服务占比持续上升	10
图 18：SaaS 营收增速远超传统 ERP 业务	10

图 19: 2019 年中国房地产软件解决方案供应商市占率及排名	10
图 20: ERP 集团客户数量及增长率 (单位: 家)	11
图 21: SaaS 产品集团客户数量及增长率 (单位: 家)	11
图 22: 公司股权架构及员工持股情况	12
图 23: 2018-2019 年, 区域合作伙伴的 ERP&SaaS 销售占比均有所增长	12
图 24: 有股权的合作伙伴平均营收贡献更高 (2020Q1, 单位: 万元)	13
表 1: 公司 SaaS 产品发展情况	4
表 2: 2020 年以来, 房地产企业线上营销部分案例	7
表 3: 中国房地产产业软件解决方案的市场规模预测 (2015-2024 年)	8
表 4: 中国房地产开发商软件解决方案市场规模预测 (2015-2024 年)	9
表 5: 广联达与明源云的合作渐趋紧密	10
表 6: 成员公司成立时间及主要业务活动	11
表 7: 公司对区域合作伙伴的管理措施	13
表 8: 公司区域渠道合作伙伴数量逐年增长、更替率逐年下降 (单位: 家)	13

1. 优基本面：双轮驱动，经营健康

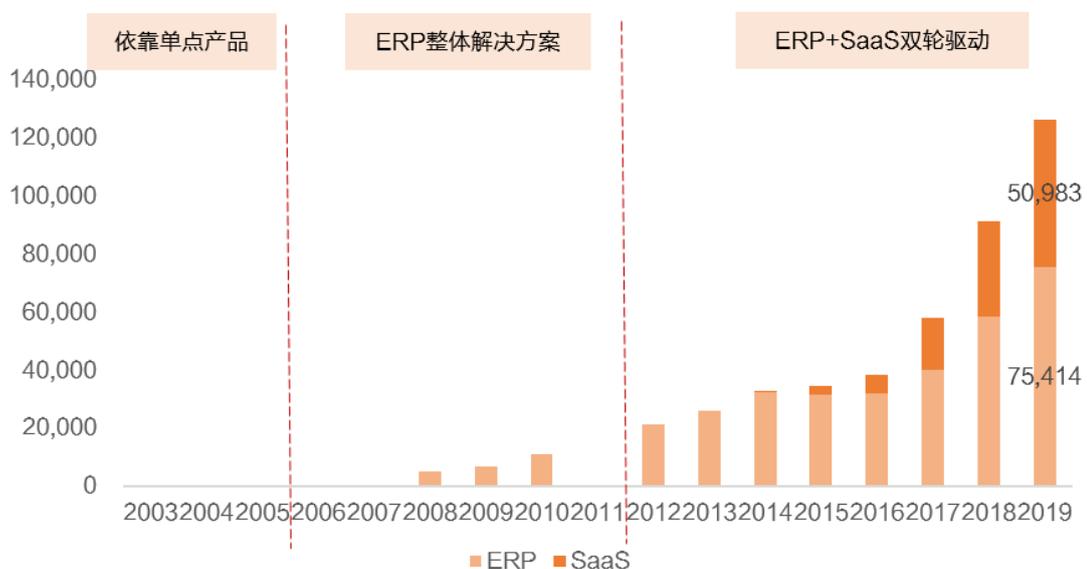
1.1. ERP+SaaS 双轮驱动发展

明源云是面向中国房地产开发企业的第一大软件解决方案提供商，一直致力于推动中国房地产业向数字化转型。

公司发展历程大致可划分为三个阶段：

- 1) 2003-2005 年：以售楼、成本管理系统等单点产品打开市场；
- 2) 2006-2011 年：推出房地产 ERP 整体解决方案，进行行业推广及深耕；
- 3) 2012-至今：升级 ERP 架构、成立云系列公司，ERP+SaaS 双轮驱动发展。

图 1：公司发展阶段及历年营收（单位：万元）



资料来源：明源软件创业板招股说明书，明源软件公开转让说明书，明源软件年报，明源云招股说明书，天风证券研究所

说明 1：2008 年之前及 2011 年未有正式财务数据披露，因而空缺

说明 2：2015 年 SaaS 收入以 2016 年年报披露为准，2014 年 SaaS 收入等于 2015 年收入减去 2015 年年报中披露较 2014 年增加的金額

1.2. SaaS 业务初具规模，增长势头良好

SaaS 业务近年已初具规模，且增长势头良好。公司自 2014 年开始推出云产品，分别针对售楼处、施工现场、建筑材料及服务供应商、商业及住宅物业等多种客群推出“云客”、“云链”、“云采购”、“云空间”四款 SaaS 产品。至 2019 年，百强地产开发商中有 97 家至少订阅一种公司的 SaaS 产品。

表 1：公司 SaaS 产品发展情况

产品名称	针对场景及功能	至 2020 年 Q1 的发展成果
云客	售楼处：新房营销、案场管理	2,200 名终端客户订阅
云链	施工现场：建造协同、项目管理	400 名终端客户订阅
云采购	建筑材料及服务供应商：材料采购、投标流程	连接 2,000 多家房地产开发商及 60,000 多家供应商
云空间	商业及住宅租赁物业：物业运营、租赁管理、资产优化	管理超过 1.3 亿平方米的商业及住宅物业

资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 2：云客营收及增速



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 3：云链营收及增速



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 4：云采购营收及增速



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

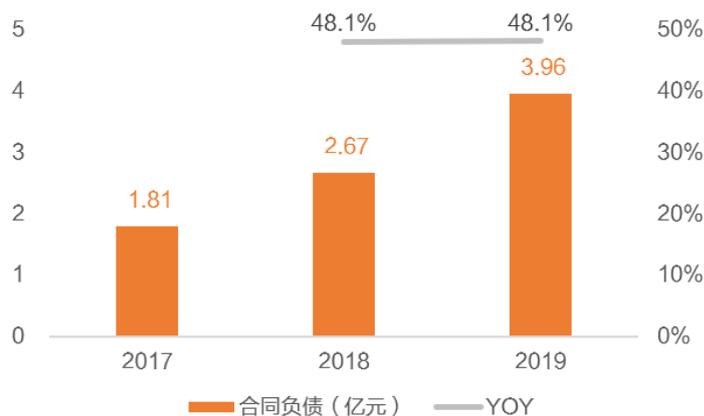
图 5：云空间营收及增速



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

由于合同负债主要反映公司 SaaS 产品的预收款项，因此合同负债的高增长也能体现公司 SaaS 产品未来的高增长势头。

图 6：合同负债保持高增速



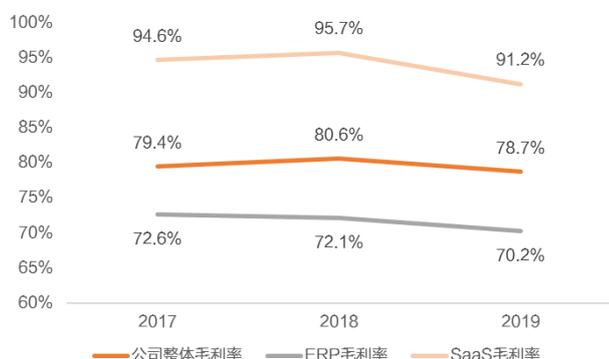
资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

1.3. 经营指标健康，账面现金充足

公司毛利率基本保持稳定，净利率逐年上升。2019 年公司整体实现 78.69%毛利率，同比下降 1.91pct。其中，ERP 毛利率为 70.20%，由于雇员及外包成本增加，同比下降 1.90pct；

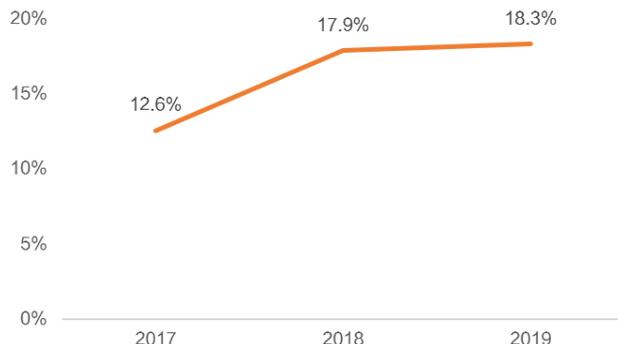
SaaS 产品毛利率为 91.20%，由于云客 2019 年开始销售智慧设备，使得同比下降 4.50pct。2019 年公司净利率为 18.33%，同比增加 0.47pct。我们认为，这主要是由于交叉营销带来的销售费用率降低以及规模效应带来的研发费用率降低所致。

图 7：公司毛利率基本保持稳定（2017-2019）



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 8：公司净利率逐年上升（2017-2019）



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

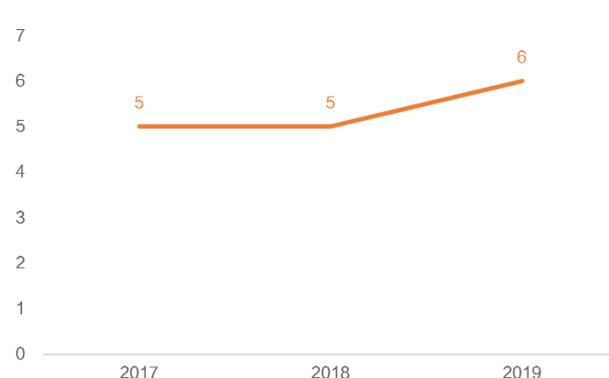
公司现金流健康，有能力为业务发展提供充足支持。公司近年经营活动产生的现金流量净额保持增长，调整项营运资金增加（包括合同负债、合同收购成本等增加）**实际意味着公司 SaaS 业务的高速增长**。公司近年投资金融资产、应收账款周转天数短、至 2020 年 Q1 账上保有 7.09 亿元现金，整体来看现金流健康，有能力为将来的业务发展提供充足流动性。

图 9：经营活动现金流量净额持续增长（2017-2019）



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 10：公司应收账款周转天数较少（2017-2019，单位：天）



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

下文将对公司的空间、竞争、组织管理优势分别进行分析：

2. 优赛道：发展初期，空间广阔

房地产行业软件解决方案渗透率较低，行业处于发展初期。房地产行业增速放缓带来的开源节流需求，匹配明源云解决方案的不断丰富以及与行业伙伴的产业链协同，有望推动房地产行业向数字化高速发展。

2.1. 为什么目前房地产企业需要科技赋能？

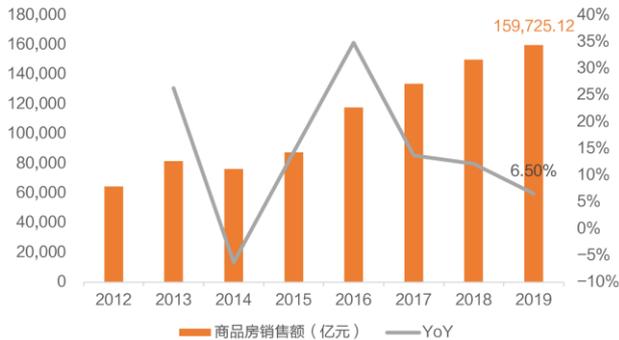
过往数年，房地产企业业务增长的步伐已远超内部管理及技术系统的发展。而今，随着行业增速放缓、竞争加剧，房地产企业不得不通过科技手段提升内部管理水平、开展差异化竞争，以实现开源节流的的目的。

2.1.1. 节流：增速放缓、竞争加剧，催生地产企业内部精细化管理需求

房地产行业由高速增长向平稳增长阶段转变，相应要求内部管理由粗放式向精细化管理转变。行业整体增速放缓之后，地产企业被迫苦练内功、精打细算，对企业内部进行精细化管理，如通过产品流程标准化降低管理费用率，通过渠道风控降低销售费用率等。

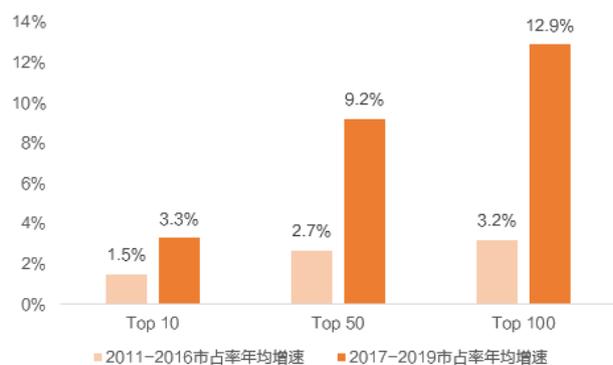
房地产行业集中度提升，疫情加速中小房企出清，为大企业内部管理提出更高要求。根据 Wind 并购库中的数据，2020 年 Q1 房地产行业并购金额 368.6 亿元，同比增长 702.4%。行业集中度的提升催生了大企业内部精细化管理的需求，从而实现公司整体协同发展。

图 11：2017 年以来，商品房销售增速放缓



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2011-2019 年我国头部房企市占率年均增速对比



资料来源：明源地产研究院公众号，天风证券研究所

2.1.2. 开源：疫情影响、差异竞争，催生地产企业科技赋能需求

受今年疫情催化，房企开启了线上多样化营销模式。2020 年 2 月，恒大率先进行网上卖房，打造线上与线下销售闭环，半个月线上认购近十万套，推动其销售业绩有力增长。4 月，复地集团联合薇娅进行直播卖房。据克尔瑞统计，上半年超过 150 家房企开展线上营销，其中超过 140 家搭建了线上售楼处。未来，随着线上售楼趋于常态，差异化的数字营销手段将成为房地产企业差异化竞争的重要手段之一。

表 2：2020 年以来，房地产企业线上营销部分案例

时间	企业名称	具体案例
2 月	恒大地产	推出“恒房通”平台，提供网上 VR 看房、网上选房、网上认购等一站式服务
4 月	复地集团	携手薇娅、阿里房产进行在线直播卖房
5 月	碧桂园	携手汪涵、大张伟，在碧桂园官方抖音账号直播间，助阵“5 爱 5 家”购物节
5 月	中骏集团、京东	京东上线自营房产业务，中骏集团成为首个在京东开设自营旗舰店的房地产开发商

资料来源：网易新闻，澎湃新闻，凤凰网，天风证券研究所

地产公司的盈利模式逐步由单纯的规模扩张向产品增值演进，而科技可以提升产品附加值。随着行业增速放缓，标准的产品和服务难以应对市场需求，创新的差异化产品、升级的住宅和物业品质将成为房企未来发展的核心竞争力。科技能在智慧社区、空间管理、智能家居等方面为住房、物业增值，为房企提供营销亮点和溢价空间。

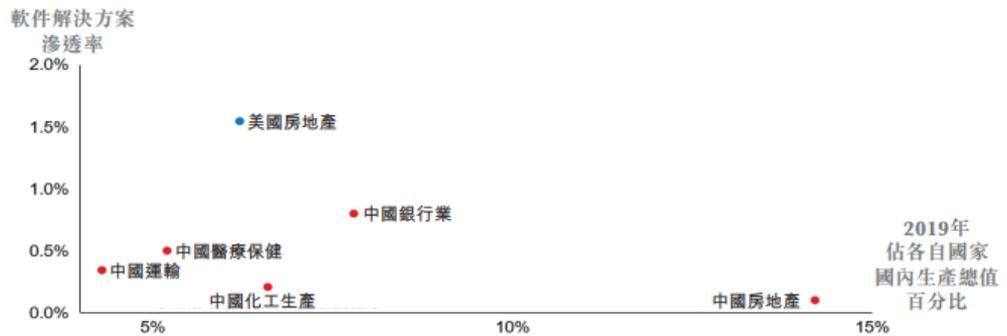
2.2. 公司未来增长空间在哪里？

2.2.1. 看行业：房地产行业数字化水平的提升

我国房地产企业软件解决方案渗透率相对较低。中美对比：2019 年中国房地产软件解决方案市场渗透率为 0.10%，远低于美国市场的 1.55%。国内各行业对比：相对于其他占 GDP

比重较高的银行、医疗等行业，软件解决方案在房地产行业的渗透率仍然偏低，具有可观的增长潜力。

图 13：2019 年，中美各行业软件解决方案渗透率及市场规模



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

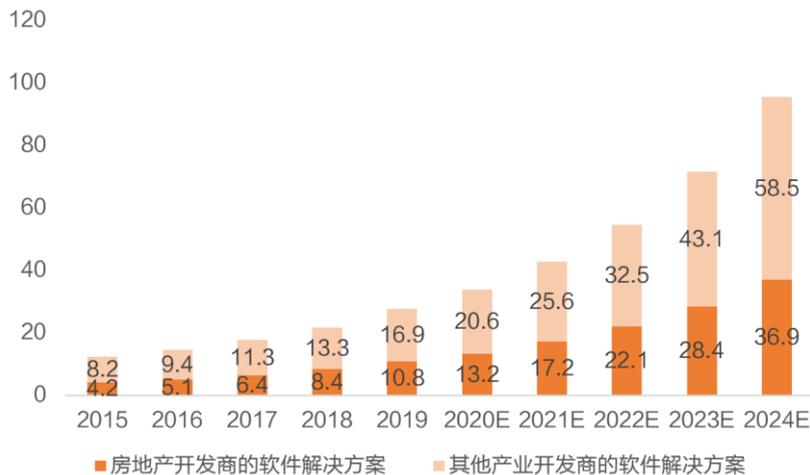
中国房地产产业链软件解决方案市场将保持健旺的增长势头。房地产软件解决方案市场规模由 2015 年的 125 亿元增至 2019 年的 277 亿元，并预期将于 2024 年达到 954 亿元。2019-2024 年市场规模复合年增长率预计为 28.1%。

表 3：中国房地产产业链软件解决方案的市场规模预测（2015-2024 年）

	复合年增长率	2015-2019 年	2019-2024 年 (预测)
房地产开发商的软件解决方案		26.2%	28.0%
其他产业参与者的软件解决方案		19.7%	28.2%
总计		22.0%	28.1%

资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 14：中国房地产产业链软件解决方案的市场规模预测（2015-2024 年）（单位：十亿元）



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

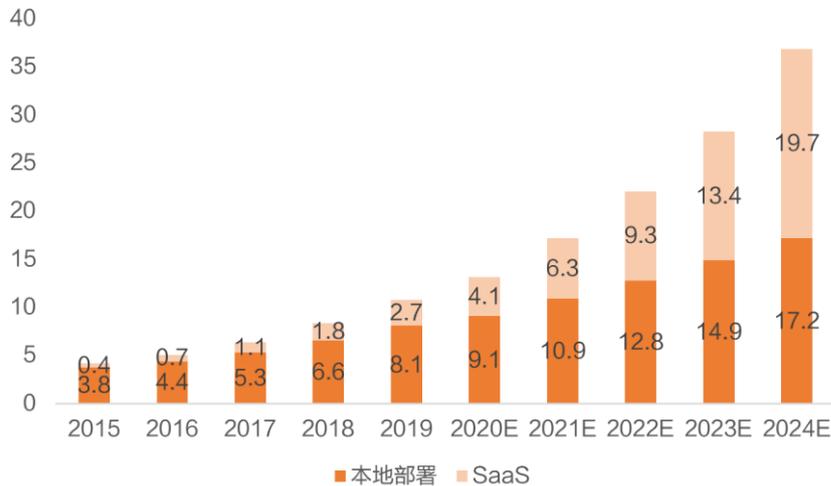
分产品而言，未来 SaaS 产品的市场规模将高速增长，有望超过本地部署型产品成为房地产开发商的解决方案主要构成。

表 4：中国房地产开发商软件解决方案市场规模预测（2015-2024 年）

复合年增长率	2015-2019 年	2019-2024 年（预测）
本地部署	20.4%	16.4%
SaaS	60.9%	49.0%
总计	26.2%	28.0%

资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

图 15：中国房地产开发商软件解决方案市场规模预测（2015-2024 年）（单位：十亿元）



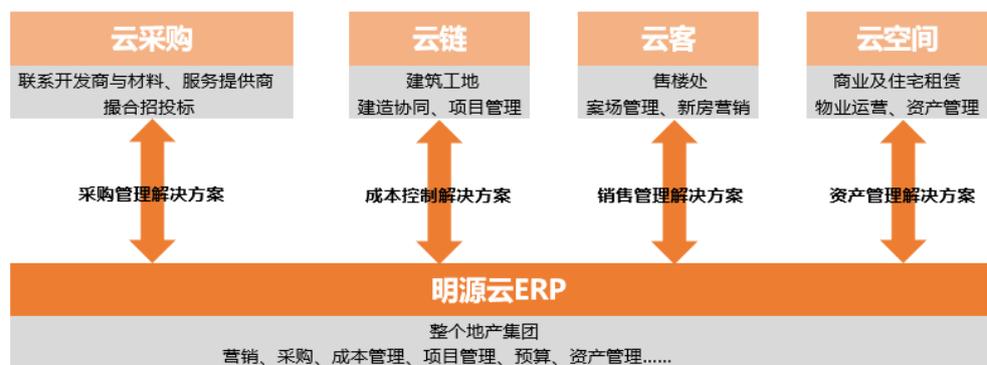
资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

2.2.2. 看产品：不断丰富的行业解决方案产品矩阵

公司为地产集团提供 ERP 解决方案及 SaaS 产品。以 ERP 解决方案卡位，公司可拓展丰富的地产 SaaS 应用场景，并通过云技术整合 SaaS 产品及 ERP 解决方案以形成协同；尤其是推出具备可扩展的云 ERP 解决方案及低代码 PaaS 平台之后，更为这种协同提供了坚实底座。受益于协同效应，2019 年百强房地产开发商中有 90 家同时使用公司的 ERP 解决方案和至少 1 种 SaaS 产品。

未来，立足 ERP 现有模块，公司可面向不同的场景开发云系列产品，形成地产行业一体化解决方案；也可以丰富各个云系列产品模块，以提高产品 ARPU 值，进一步打开市场空间。

图 16：公司 SaaS 产品与 ERP 解决方案可完全整合

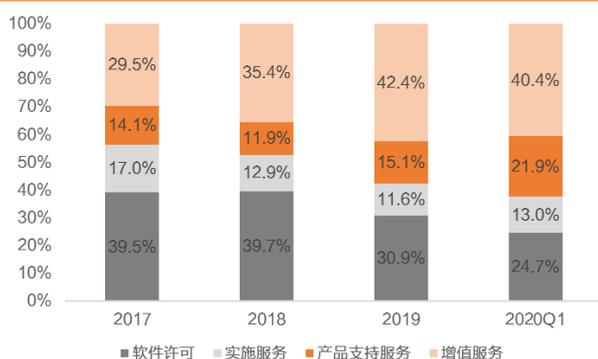


资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

ERP 及 SaaS 的收入趋势也可印证上述观点。拆解公司近年 ERP 的收入明细，软件许可及实施服务收入占比逐渐下降，而后续产品支持服务+增值服务的营收占比持续上升；同时，SaaS 营收增速远高于传统 ERP 业务。公司有望通过 ERP 增值服务及 SaaS 产品 ARPU 值提

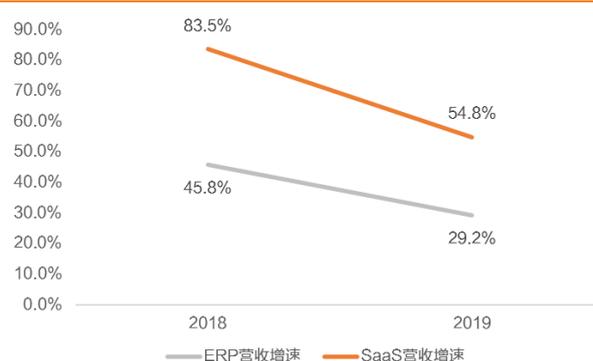
升获得持续增长。

图 17: ERP 收入中, 产品支持及增值服务占比持续上升



资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

图 18: SaaS 营收增速远超传统 ERP 业务



资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

2.2.3. 与行业合作伙伴形成产业链协同

广联达是明源云的参股方及战略合作方, 双方分属建筑业与房地产业数字化服务的先行者, 二者合作有望进行优势互补, 为建设方和施工方提供一体化数字解决方案。广联达与明源云可为地产供应链提供精准高效的资源匹配与供需调度, 实现采购需求方与地产供应方的智能交易, 为建筑行业全生态链实现数字化而赋能。

表 5: 广联达与明源云的合作渐趋紧密

时间	具体案例
2019 年 3 月	明源云链与广联达签署战略合作协议
2019 年 10 月	广联达参股明源云
2019 年 12 月	明源云与广联达签署战略合作协议, 双方合作层次上升

资料来源: 广联达官网, 明源云官网, 明源云招股说明书, 天风证券研究所

3. 优格局: 竞争领先, 来者难追

公司是面向中国房地产开发企业的第一大软件解决方案提供商。

从产品市占率的角度: 无论是整体份额还是细分产品, 明源云市占率均超过第 2-5 名市占率的总和。按合约价值, 2019 年明源云在房地产软件解决方案市场占比 24.6%; 分产品看, 明源云也是中国房地产 ERP 解决方案和 SaaS 产品两个领域最大的供应商, 2019 年市占率分别为 25.1% 和 23.3%。

图 19: 2019 年中国房地产软件解决方案供应商市占率及排名



资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

从头部地产商覆盖率的角 度: 2019 年, 公司直接或间接地服务了 4,000 名终端集团客户, 包括近 3,000 家房地产开发商。从 2017-2019 年公司 ERP 及 SaaS 产品的集团客户数量趋势来看, 增长势头仍在持续。

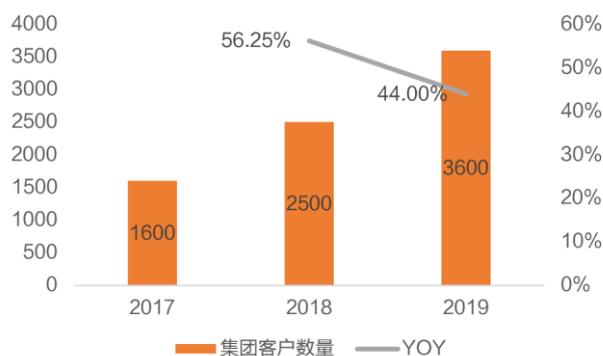
百强房地产开发商中，公司服务了 99 家，其中超过 70 家百强地产开发商合作超过 5 年。2019 年，百强地产开发商贡献了公司总营收的 42%，其 ERP 产品支持服务及增值服务实现 159% 的收入留存率，其 SaaS 产品实现 138% 的收入留存率。头部地产商在行业由高速增长向平稳增长过渡的外部形势下抗风险能力强，被头部地产商青睐有助于公司未来保持长期稳定增长。

图 20: ERP 集团客户数量及增长率 (单位: 家)



资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

图 21: SaaS 产品集团客户数量及增长率 (单位: 家)



资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

4. 优管理：组织活力，合作稳定

4.1. 新业务、新组织、新活力

SaaS 新业务以各家子公司为主体开展, 有利于充分激发组织活力。明源云于 2003 年成立, 主要负责销售 ERP 及部分 SaaS 软件产品。其后, 为进一步拓展 SaaS 业务, 公司并未在内部新设事业部, 而是相继成立明源云采购、云客、云空间、云链等公司。新公司有望带来更多的岗位, 为公司整体组织及业务注入活力。

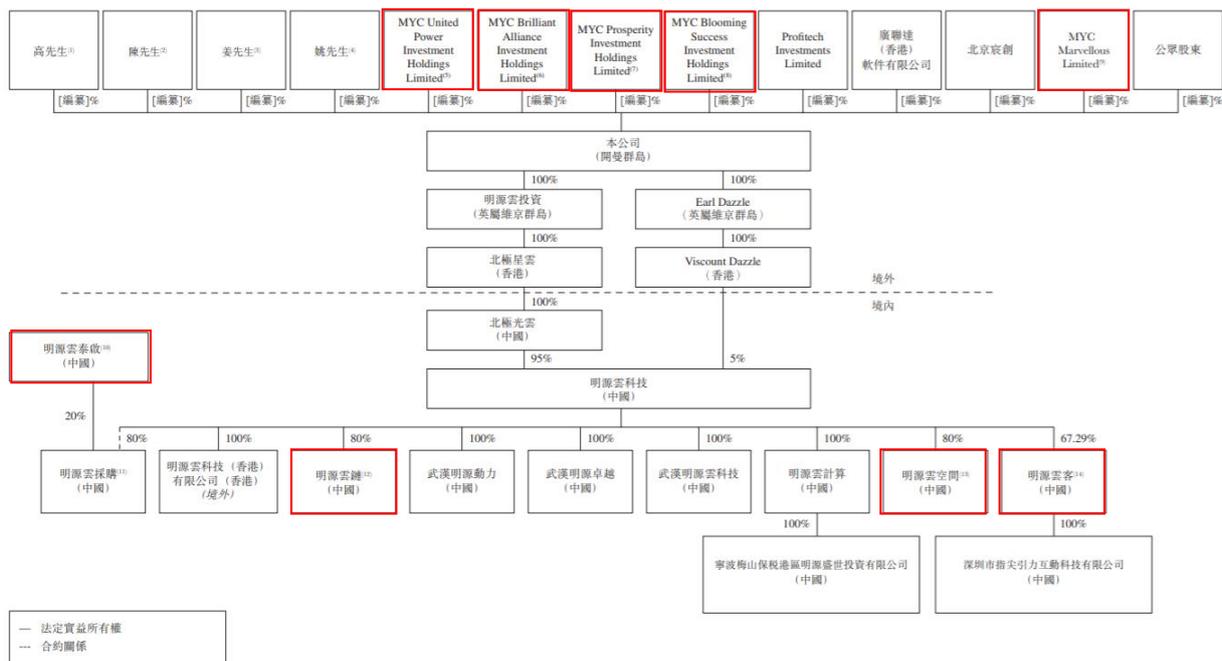
表 6: 成员公司成立时间及主要业务活动

公司名称	成立时间	主要业务活动
明源云科技	2003 年 11 月	销售 ERP 及 SaaS 软件产品
明源云采购	2014 年 4 月	为房地产开发商、建筑材料供应商提供采购信息、网站营运及维护
明源云客	2014 年 7 月	设计及研发云客产品和相关服务
明源云空间	2015 年 8 月	设计及研发云空间产品和相关服务
明源云链	2019 年 4 月	设计及研发云链产品和相关服务

资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

开展 SaaS 业务的公司全部或部分由员工持股, 有利于充分调动子公司员工创新积极性。根据公司股权架构, 云采购、云链、云空间及云客均部分由员工持股, 且母公司留出股份储备作为股权激励计划, 体现公司乐于分享的文化, 并有助于调动员工创新积极性。

图 22：公司股权架构及员工持股情况



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

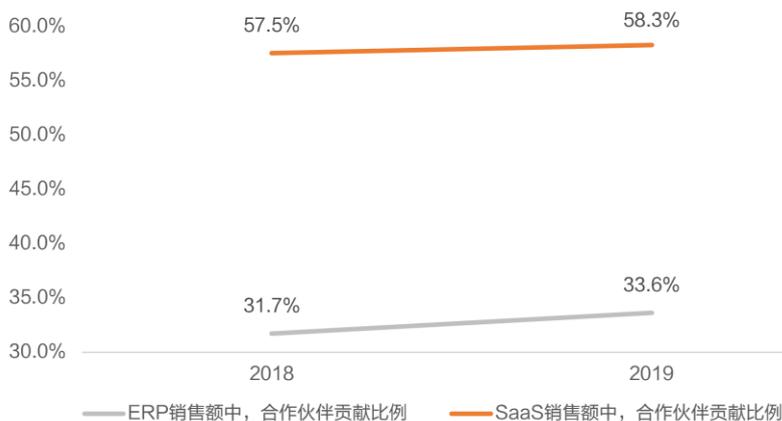
说明：红框框出的机构全部或部分为员工持股或股权激励平台

4.2. 管理+分享，与区域合作伙伴长期同行

公司搭建了直销与区域渠道合作伙伴相结合的营销网络。直销团队主要负责北京、上海、深圳、广州等一线城市的大型全国房地产开发商总部，69 家区域合作伙伴主要负责对全国 27 个省份的中小型房地产开发商进行营销。

尽管直销一直是公司的主要收入来源，但 SaaS 销售额大部分由区域合作伙伴贡献；且 2019 年无论是 ERP 解决方案或是 SaaS 产品，区域合作伙伴的销售占比均有所提升。中国约有 30,000 家中小型及区域房地产开发商，公司仅向其中小部分提供过服务，未来这部分客群仍有可观拓展空间。

图 23：2018-2019 年，区域合作伙伴的 ERP&SaaS 销售占比均有所增长



资料来源：明源云招股说明书，天风证券研究所

对公司而言，通过区域合作伙伴扩大客户群体是经济高效的手段。为了稳定渠道合作伙伴基本盘，公司采取了一系列措施对伙伴进行管理和培训。

表 7: 公司对区域合作伙伴的管理措施

序号	管理措施
1	签订排他协议: 区域合作伙伴不得营销竞品
2	保证服务质量: 区域合作伙伴不得聘用任何二级分销商
3	确保现金流健康: 在向区域合作伙伴提供 ERP 解决方案和 SaaS 产品之前, 要求其全额预付款
4	业绩检测及审核: 根据年度采购额及业务服务能力审核区域合作伙伴的年度业绩, 并要求合作伙伴管理层定期出席公司高管会议
5	定价管理: 提供 ERP 及 SaaS 产品的价格指引, 且不允许以高出指引的价格出售 SaaS 产品
6	营销及培训支持: 为区域合作伙伴提供产品及技术培训、销售和营销技巧培训、信息及技术支持等服务

资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

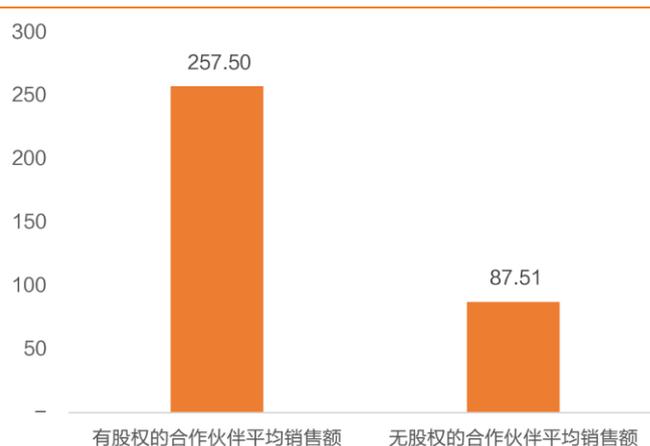
优质合作伙伴有机会获得股权, 分享公司发展成果; 且部分区域合作伙伴为公司前雇员所有, 彼此信任和了解, 因而公司与合作伙伴之间关系稳固。从结果来看, 公司与 69 名区域合作伙伴的平均合作时间为 5 年、合作伙伴更替率逐年下降、拥有股权的合作伙伴平均营收贡献更高。稳固的合作关系有助于降低公司更换合作伙伴的搜寻、信任及培训成本。

表 8: 公司区域渠道合作伙伴数量逐年增长、更替率逐年下降 (单位: 家)

	2017	2018	2019	2020Q1
截至期初	36	40	53	68
增加数量	9	16	15	2
减少数量	5	3	0	1
截至期末	40	53	68	69
合作伙伴更替率	13.9%	7.5%	0%	1.5%

资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

图 24: 有股权的合作伙伴平均营收贡献更高 (2020Q1, 单位: 万元)



资料来源: 明源云招股说明书, 天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 房地产行业不景气，数字化进程低于预期
- 2) 公司产品推广及创新进程不及预期
- 3) 竞争格局变化，行业出现强有力的挑战者

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。



让企业科技闪耀人性光芒

THANKS

www.yuanquan.com

上海原圈网络科技有限公司

总部地址：上海市闵行区申滨路88号·虹桥丽宝广场5号楼3层

联系电话：021-68388750