

挖掘最具成长性的港股 SaaS 赛道

计算机行业

► 港股市场具备明显投资价值，挖掘 SaaS 优质赛道

我们从宏观流动性层面分析，当前 A 股蓝筹估值高企的背景下，我们发现港股市场具备明显投资价值：在海外经济体受疫情影响和中国企业高速成长的背景下，港股市场兼具美股的流动性溢价和企业资产的高成长性。

1、港股市场受益于全球“流动性充裕”表现强劲。在疫情影响下，以美国为首的全球主要经济体实行货币宽松政策刺激经济复苏，美股市场流动性充裕水涨船高。港股作为中国的离岸金融市场，货币自由流通，同样受益于流动性充裕逻辑。

2、港股市场标的主要源自中国，更具成长性和活力。中国科技企业正处于蓬勃发展的高成长阶段，极具成长性与活力。

► 企业级 SaaS：云计算 SaaS 产业的核心主赛道

1、金蝶国际：我国领先的企业级 SaaS 企业，受益于国产化和 SaaS 化时代机遇，未来 3 年云业务复合增速超 60%。

2、浪潮国际：背靠浪潮集团强大资源，公司已经形成完善的 SaaS 产品线，有望重点发力政企市场。

► 地产 SaaS：渗透率低，空间巨大的 SaaS 赛道

3、明源云：房地产 SaaS 领军，掌握产业链核心定价权，先发优势+产品力+渠道优势，持续强化企业壁垒，深挖护城河。

► 电商 SaaS：坐享私域流量红利的高增长赛道

4、中国有赞：卡位私域电商黄金赛道，定位“卖铲子”的角色，掘金私域流量爆发的电商市场。

5、微盟集团：微信生态最大的第三方服务商，SaaS+精准营销双轮驱动，受益微信生态流量爆发红利。

► 综合云：公有云市场持续高景气，拓展长尾市场

6、金山软件：公有云+办公软件+娱乐软件三家马车齐头并进，受益于公有云持续高景气，办公软件 MAU&ARPU 双提升。

7、中软国际：云智能贡献主要增长，未来 3 年复合增速 57%。解放号拓展千亿元长尾市场，有望打开企业成长空间。

投资建议：

我们从“资本市场流动性”和“企业资产成长性”2 个视角分析，我们遵循“中国核心成长资产”嫁接“全球流动性”的逻辑，精选云计算 SaaS 领域 4 大高景气的细分赛道，分别是企业级 SaaS、房地产 SaaS、电商 SaaS 和综合云，以下标的有望受益于细分赛道的高成长：

1) 企业级 SaaS：金蝶国际、浪潮信息。**2) 房地产 SaaS：**明源云。**3) 电商 SaaS：**中国有赞、微盟集团。**4) 综合云计算：**金山软件、中软国际。

风险提示：1) 疫情加剧的全球经济下行的风险。2) 美联储货币政策可能收紧的风险。3) SaaS 企业云产品推广不顺利的风险。4) 云计算市场竞争加剧的风险。

评级及分析师信息

行业评级：中性

行业走势图



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

正文目录

1. 港股市场具备明显投资价值，精选四大 SaaS 细分赛道	4
1.1. 从流动性和企业资产成长性，港股市场具备明显投资价值	4
1.2. 港股云计算四大细分赛道，主流 SaaS 标的极具成长性	5
2. 港股云计算 SaaS 板块高景气，精选四大优质细分赛道	7
2.1. 企业级 SaaS 赛道：云计算 SaaS 产业的核心主赛道	7
2.2. 地产 SaaS 赛道：渗透率低，空间巨大的 SaaS 赛道	11
2.3. 电商 SaaS 赛道：坐享私域流量红利的高增长赛道	14
2.4. 综合云：公有云市场持续高景气，混合云是发展方向	18
3. 投资主线与细分赛道	22
4. 风险提示	22

表目录

表 1 当前港股主流 SaaS 公司的市值业务定位（截止至 2021 年 4 月 1 日，单位亿元）	5
--	---

图目录

图 1 近两年 A 股与港股大盘整体走势趋同	4
图 2 2020 年 Q4 季度开始 A 股小盘股与大盘分化	4
图 3 中国 A 股小盘股明显跑输港股和美股小盘股	5
图 4 中国 A 股科技龙头跑输港股和美股科技股	5
图 5 2020 年主流港股 SaaS 公司营业收入情况	6
图 6 2020 主流港股 SaaS 公司净利润情况	6
图 7 2020 年主流港股 SaaS 公司市值情况	6
图 8 主流港股 SaaS 公司对应 2021 年 PS 估值情况	6
图 9 2020 年港股 SaaS 公司云业务收入和增长	7
图 10 2020 年港股 SaaS 公司云业务收入占比	7
图 11 近年金蝶国际营业收入及增长情况	7
图 12 近年金蝶国际净利润及增长情况	7
图 13 金蝶国际主要业务构成（截止至 2020 年）	8
图 14 金蝶国际云业务收入和增长情况	8
图 15 外资 ERP 厂商在中国的发展的 30 年历程	8
图 16 2015 年后国产厂商收入增速明显高于国外厂商	8
图 17 传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比	9
图 18 传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测（亿元）	9
图 19 近年浪潮国际营业收入及增长情况	9

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 20	近年浪潮国际净利润及增长情况	9
图 21	浪潮国际主要业务构成	10
图 22	浪潮国际云业务收入和增长情况	10
图 23	浪潮国际企业服务客户行业分布广泛	10
图 24	浪潮集团下属三大上市平台：浪潮国际、浪潮信息、浪潮软件	11
图 25	近年明源云营业收入及增长情况	12
图 26	近年明源云净利润及增长情况	12
图 27	明源云主要的云产品和软件产品体系	12
图 28	2017 年-2019 年明源云客 ARPU 值提升	13
图 29	2017 年-2019 年明源云客客户留存率提升	13
图 30	中国各行业软件解决方案的信息化率（信息化投入/行业市场规模）比较	14
图 31	近年中国有赞营业收入及增长情况	14
图 32	近年中国有赞净利润及增长情况	14
图 33	传统公域电商（淘宝网）渠道流量成本逐年提升	15
图 34	微信生态电商规模及增长情况	15
图 37	中国有赞下游客户类型分布占比	15
图 36	中国有赞产品体系：覆盖微商、零售、连锁、教育等场景	16
图 37	近年微盟集团营业收入及增长情况	16
图 38	近年微盟集团净利润及增长情况	16
图 39	微盟集团主要业务构成（截止至 2020 年）	17
图 40	微盟集团云业务收入和增长情况	17
图 41	中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模	17
图 42	微信生态第三方服务市场份额	17
图 43	微盟集团电商解决方案产品体系	18
图 44	近年金山软件营业收入及增长情况	18
图 45	近年金山软件净利润及增长情况	18
图 46	金山软件主要业务构成（截止至 2020 年）	19
图 47	金山软件云业务收入和增长情况	19
图 48	中国公有云市场规模及增长预测	19
图 49	2019 国内公有云市场占比情况	19
图 50	WPS 用户家庭月收入分布（元）	20
图 51	近年 WPS 移动端 MAU 持续增长	20
图 52	近年中软国际营业收入及增长情况	20
图 53	近年中软国际净利润及增长情况	20
图 54	2019 年-2023 年中软国际业务结构变化及云业务	21
图 55	中软国际培育中的一亿元美金级的大客户及增长情况	21
图 56	中国 IT 外包长尾及新模式市场规模	22
图 57	2019-2021 年中软国际解放号收入利润预测	22

1. 港股市场具备明显投资价值，精选四大 SaaS 细分赛道

1.1. 从流动性和企业资产成长性，港股市场具备明显投资价值

从整体视角看，我们分析 A 股与港股、A 股小盘股与大盘股的表现：

1) 2020 年四季度 A 股小盘股与大盘明显分化：通过 Wind 数据，从 2020 年四季度开始，代表 A 股小盘股的中证 1000 指数与代表大盘的沪深 300 指数出现分化，小盘股明显跑输，市场拥抱确定性蓝筹。

2) 近两年 A 股与港股大盘股走势趋同：从另一个角度，代表 A 股大盘股的中证 100 指数与恒生沪港通指数趋同，南下资金看好港股市场投资机会。

从结构性视角看，我们分析 A 股、美股和港股的小盘股和科技股表现：

3) 中国 A 股小盘股明显跑输港股和美股小盘股：从小盘股角度分析，A 股代表指数中证 1000 明显跑输港股（恒生沪港通小型股）和美股（罗素 2000）小盘股指数。

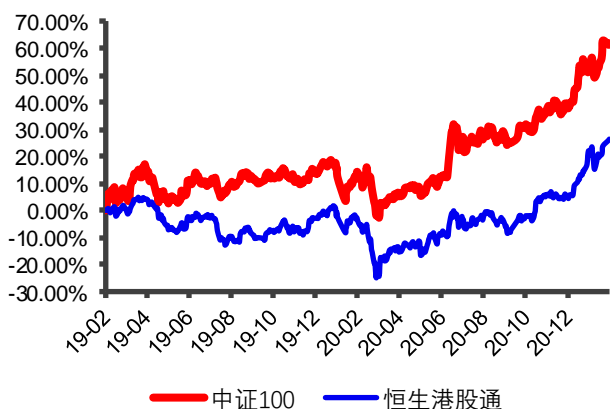
4) 中国科技龙头股跑输恒生科技纳斯达克中国科技股：从科技股角度分析，A 股代表指数 A 股科技龙头明显跑输港股（恒生科技）和美股（纳斯达克中国科技股）小盘股指数。

我们从宏观流动性层面分析，参考当前 A 股蓝筹估值高企的背景下，我们发现港股市场具备明显投资价值：在海外经济体受疫情影响和中国企业高速成长的背景下，港股市场兼具美股的流动性溢价和企业资产的高成长性。

1、港股市场受益于全球“流动性充裕”表现强劲。在疫情影响下，以美国为首的全球主要经济体实行货币宽松政策刺激经济复苏，美股市场流动性充裕水涨船高。港股作为中国的离岸金融市场，货币自由流通，同样受益于流动性充裕逻辑。

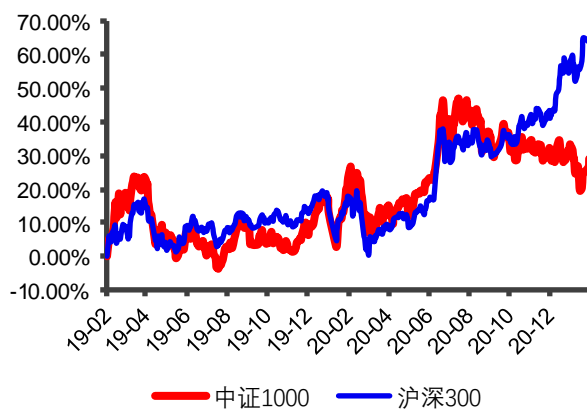
2、港股市场标的主要源自中国，更具成长性和活力。港股市场标的以中国企业为主，相对于海外经济体，中国疫情受控效果最理想，宏观经济和企业复苏明显。其次，相对于欧美成熟经济体，中国科技产业正处于蓬勃发展的高成长阶段。

图 1 近两年 A 股与港股大盘整体走势趋同



资料来源：Wind，华西证券研究所

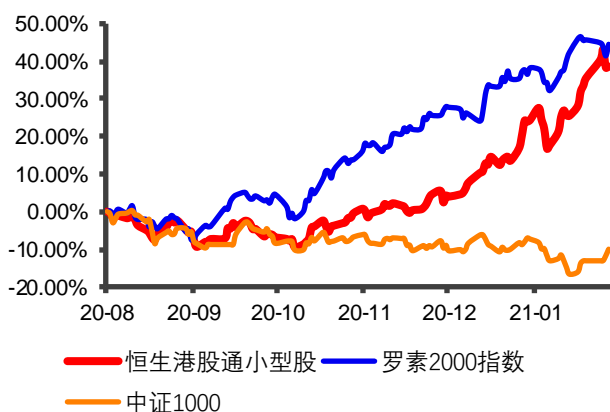
图 2 2020 年 Q4 季度开始 A 股小盘股与大盘分化



资料来源：Wind，华西证券研究所

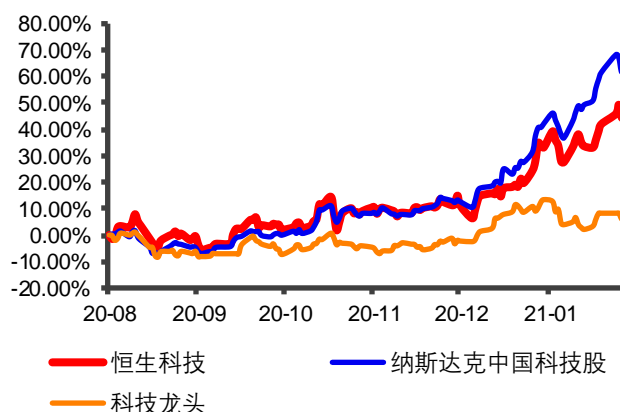
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图3 中国A股小盘股明显跑输港股和美股小盘股



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 中国A股科技龙头跑输港股和美股科技股



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 港股云计算四大细分赛道，主流 SaaS 标的极具成长性

我们根据港交所行业分类，选取“资讯科技类”中的“软件服务”类合计 72 家上市公司作为总标的池进行研究分析。考虑到全球和中国云计算产业发展的巨大前景和行业高景气，我们本次重点分析云计算板块，精选 4 大优质细分赛道，以下标的有望受益云计算 SaaS 板块高景气：

- 1) 企业级 SaaS：金蝶国际、浪潮信息。
- 2) 房地产 SaaS：明源云。
- 3) 电商 SaaS：中国有赞、微盟集团。
- 4) 综合云计算：金山软件、中软国际。

表 1 当前港股主流 SaaS 公司的市值业务定位（截止至 2021 年 4 月 1 日，单位亿元）

分类	公司	市值	城市	业务定位
企业级SaaS	金蝶国际	707	深圳	中国领先的企业管理软件及应用解决方案供应商
	浪潮国际	21	济南	中国领先的开发软件及提供软件外包服务
房地产SaaS	明源云	577	深圳	中国房地产开发商的第一大软件解决方案提供商
电商SaaS	中国有赞	371	杭州	中国移动社交电商和全渠道新零售的SaaS软件服务商
	微盟集团	334	上海	中国领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商
综合云	金山软件	599	珠海	中国领先的应用软件和互联网服务提供商
	中软国际	205	北京	中国大型综合性软件与信息服务企业

资料来源：各公司官网，华西证券研究所

注：按人民币与港元 1: 1.18 进行兑换

港股主流 SaaS 公司收入体量在 10-35 亿元级，少数公司仍在早期亏损阶段。

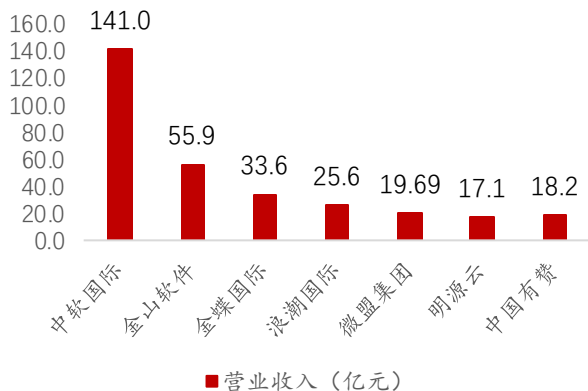
从收入端来看，除中软国际和金山软件公司体量大于 50 亿元，剩下的港股 SaaS 公司位于 10-35 亿元之间。从利润端来看，金山软件净利润 100.5 亿元主要是分拆金山云的投资收益所致，中国有赞、微盟集团、金蝶国际、明源云均出现账面亏损。

事实上，明源云和微盟亏损分别是由于优先股和可转债公允价值的变动导致的，剔除该因素的影响，明源云和微盟分别盈利 3.83 亿元和 1.08 亿元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

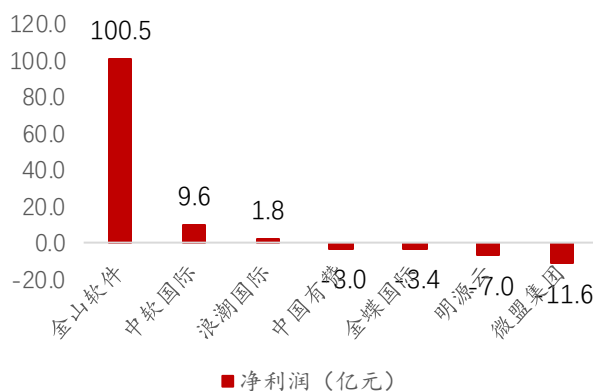
中国有赞和金蝶国际出现亏损：中国有赞当前处于发展初期，销售和研发费用较高，并且拓展市场和渠道的成本短时间内无法弥补。金蝶国际由于研发支出费用化比例提升，叠加苍穹云推广销售费用率提升导致。

图 5 2020 年主流港股 SaaS 公司营业收入情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2020 主流港股 SaaS 公司净利润情况



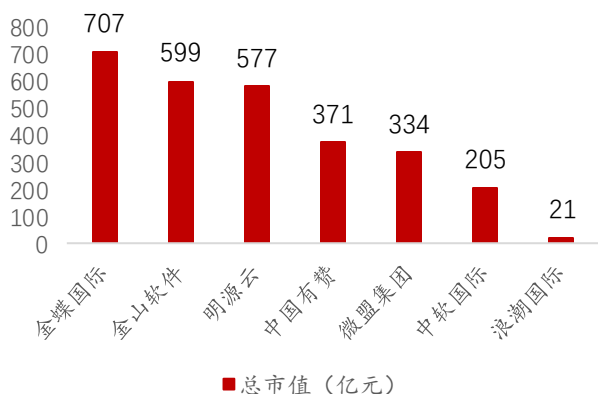
资料来源: Wind, 华西证券研究所

主流港股 SaaS 公司市值均在 200 亿元-500 亿元, 500 亿元-1000 亿元 2 个区间, 主流 PS 估值在 10-20 倍区间。

7 家主流的港股 SaaS 公司中, 除了浪潮国际外, 金蝶国际、金山软件、明源云在 500 亿元-100 亿元市值区间, 中国有赞、微盟集团、中软国际在 200 亿元-500 亿元区间。

估值角度, 除了浪潮国际和中软国际外, 其他 4 家公司 2021 年 PS 估值均在 10-20 倍 PS 区间, 明源云甚至高达 24 倍。事实上, 由于浪潮国际和中软国际大部分收入为 IT 软件外包业务, 如果用 PE 估值法, 则对应的估值分别为 13 倍和 19 倍 PE, 亦处于合理估值区间。

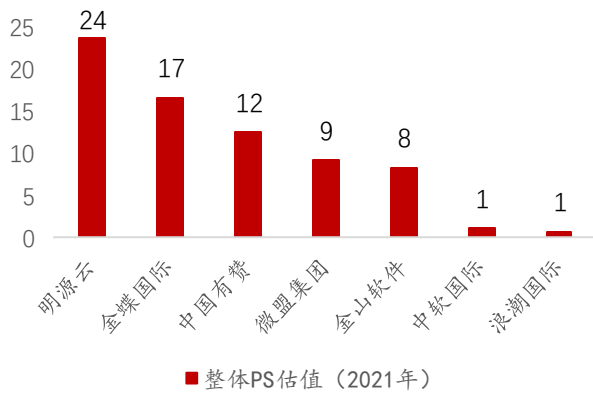
图 7 2020 年主流港股 SaaS 公司市值情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 按人民币与港元 1: 1.18 进行兑换

图 8 主流港股 SaaS 公司对应 2021 年 PS 估值情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

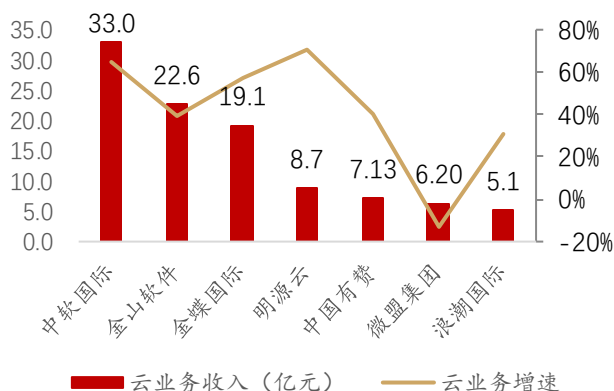
注: 按人民币与港元 1: 1.18 进行兑换

主流港股 SaaS 公司云业务增速在 40%-70%之间, 收入占比超过 30%。

从云业务收入角度, 由于公司整体收入体量较大, 中软国际云、金山软件和金蝶国际业务收入较高, 分别为 33 亿元、22.6 亿元和 19.1 亿元。主流港股公司云业务增速均在 40%-70%之间。从收入占比的角度看, 大多数公司收入占比超过 30%, 金蝶国际和明源云的云业务收入甚至超过 50%。

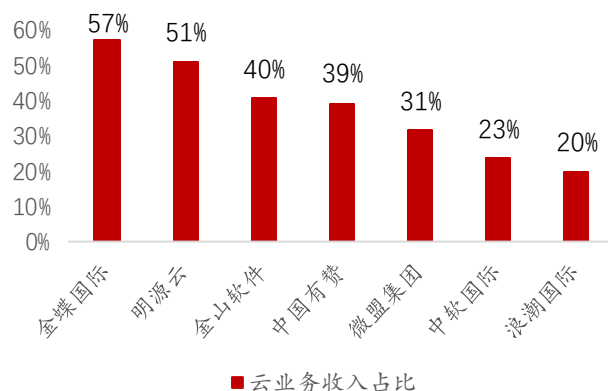
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图9 2020年港股SaaS公司云业务收入和增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 2020年港股SaaS公司云业务收入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 港股云计算 SaaS 板块高景气，精选四大优质细分赛道

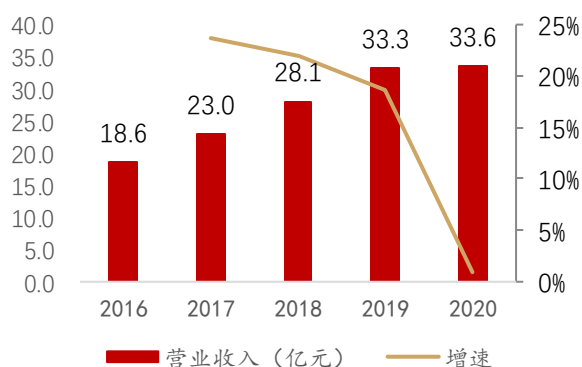
2.1. 企业级 SaaS 赛道：云计算 SaaS 产业的核心主赛道

2.1.1. 金蝶国际：企业级 SaaS 领军，受益于国产化和 SaaS 化机遇

金蝶国际是我国领先的企业级云服务提供商，成立于 1933 年，是香港联交所主板上市公司（股票代码：0268.HK），总部位于中国深圳。公司连续 16 年稳居中国成长型企业应用软件市场占有率第一、连续 4 年在中国企业级 ERM SaaS（即云 ERP）、财务 SaaS 市场占有率第一。

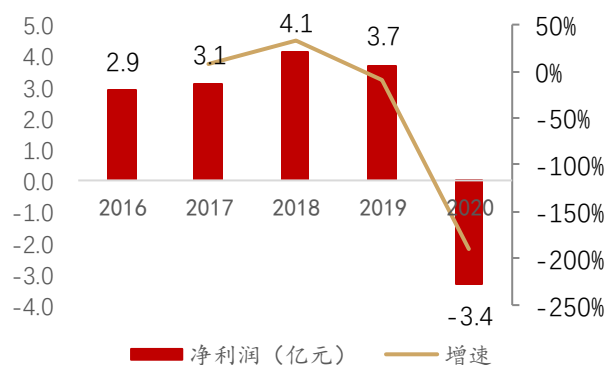
云转型成效显著，云收入占比达 58%，利润端高研发投入短期承压。2016-2019 年营业收入复合增长率为 21.4%，归母净利润复合增长率为 8.7%。2020 年由于受到疫情导致的项目订单的延期交付，收入端增速出现明显下滑。利润端叠加转型期持续的高研发费用的投入，出现亏损情况。

图11 近年金蝶国际营业收入及增长情况



资料来源: 金蝶国际年报, 华西证券研究所

图12 近年金蝶国际净利润及增长情况



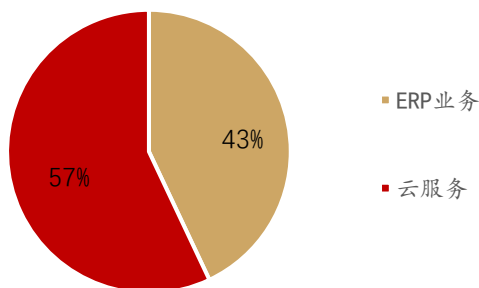
资料来源: 金蝶国际年报, 华西证券研究所

逻辑一：金蝶国际业务结构逐年改善，云收入实现 3 年 57% 的复合高速增长。金蝶云服务业务实现高速增长，2016-2019 云收入复合增速为 57%，收入占比从 2016 年

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

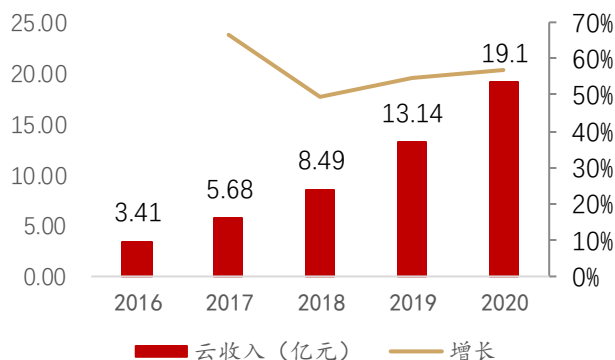
的18%提升至2020上半年的57%，2020年云收入到达顶峰19.1亿元。由于云业务相较于传统业务具备更好现金流和收入可预测性，公司业务结构得到明显改善。

图13 金蝶国际主要业务构成（截止至2020年）



资料来源：金蝶国际年报，华西证券研究所

图14 金蝶国际云业务收入和增长情况



资料来源：金蝶国际年报，华西证券研究所

逻辑二：ERP 国产替代新趋势的出现，金蝶作为国产领军厂商有望最大受益。

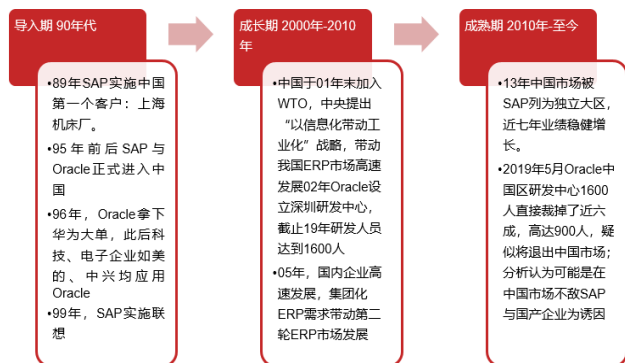
外资 ERP 厂商在中国走过了 30 年，第一个阶段（前 20 年）是外资厂商主导的历史，第二个阶段（后 10 年）是国产厂商追赶并实现替代的历史。在第二个阶段，国内 ERP 龙头企业-用友与金蝶，年营收增速明显高于国外 ERP 厂商。

1) 国产 ERP 厂商收入增速大幅提升：2013 年以“棱镜门”事件为导火索，国产替代浪潮来临。2014 年开始国产替代开始发力，用友金蝶营业收入增速逐步提升。

2) 国产 ERP 厂商大幅超过外资厂商：2015 年开始国内外 ERP 龙头营收增速明显拉开，用友与金蝶的年营收增速均显著高于 SAP 与 Oracle，并一直维持至今。

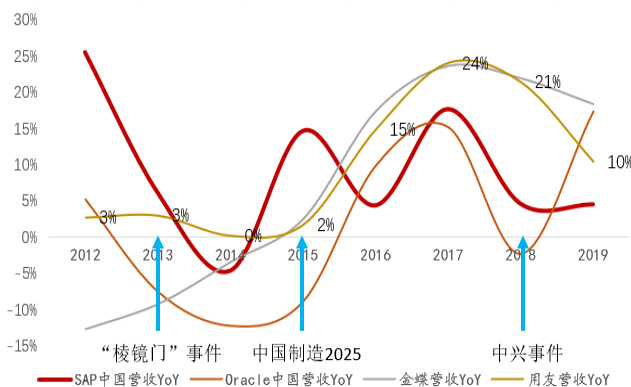
当前，在高端 ERP 市场，外资厂商 Oracle 和 SAP 仍占据超过 50% 以上的市场份额，中国科技争端加速 ERP 国产替代，作为国产 ERP 领军企业的金蝶，有望最大受益。

图15 外资 ERP 厂商在中国的发展的 30 年历程



资料来源：搜狐科技、华西证券研究所

图16 2015 年后国产厂商收入增速明显高于国外厂商

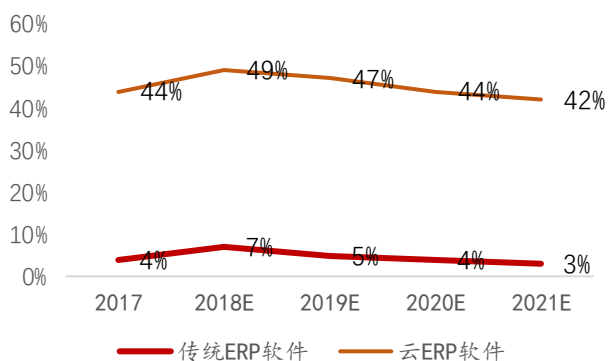


资料来源：Wind、华西证券研究所

逻辑三：云 ERP 成为 ERP 市场最重要的增长点，增速接近为传统 ERP 的 10 倍。

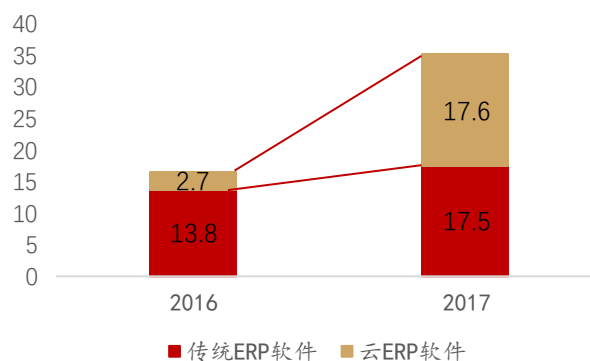
根据 IDC 统计数据，未来四年我国传统 ERP 软件增长维持在 7% 以内，云 ERP 增速保持在 40% 以上的高增速增长，后者复合增速接近为前者的 10 倍。预计 2021 年我国传统 ERP 与云 ERP 市场规模持平，云 ERP 成为 ERP 市场最重要的增长点。

图 17 传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比



资料来源：IDC，华西证券研究所

图 18 传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测(亿元)



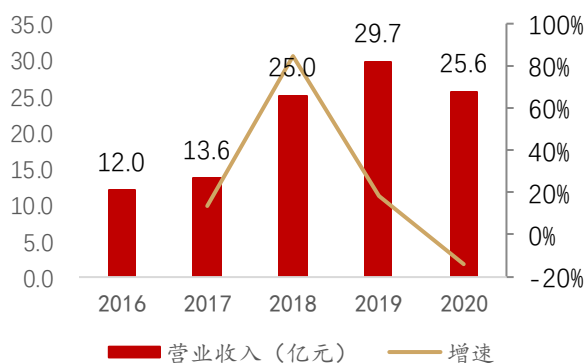
资料来源：IDC，华西证券研究所

2.1.2. 浪潮国际：背靠浪潮集团强大资源，重点发力政企市场

浪潮国际是中国领先的开发软件及提供软件外包服务，2003 年 1 月 29 日注册成立，于开曼群岛，2004 年 4 月在香港联交所创业板上市。2005 年公司以微软入资为契机，迅速启动向 IT 服务及软件外包的转型，先后投资于税务、金融、ERP、通信、软件外包等行业。截止目前，已全面实现主营业务由贸易向企业云服务转型。

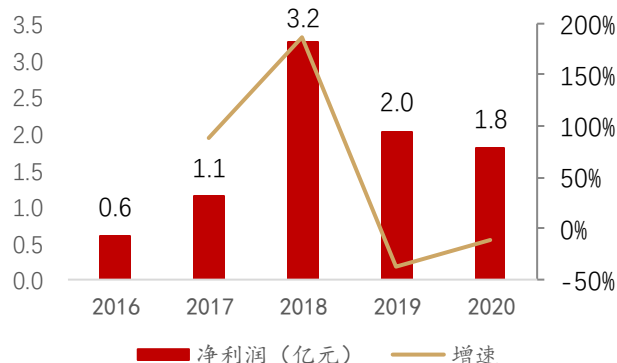
近 3 年公司净利润复合增长达 50%，疫情受控增长有望明显恢复。收入端，2016-2019 年营业收入从 12 亿元增至 29.7 亿元，复合增长率为 35.4%；利润端，2016-2018 年归母净利润从 0.6 亿元增至 3.2 亿元，2019 年略微下降，但整体增速依然强劲，复合增长率高达 50.12%。2020 年由于疫情影响，ERP 项目实施部署延期，导致收入和利润出现下滑。随着疫情的受控，我们认为 2021 年浪潮的增长有望得到明显恢复。

图 19 近年浪潮国际营业收入及增长情况



资料来源：浪潮国际年报，华西证券研究所

图 20 近年浪潮国际净利润及增长情况

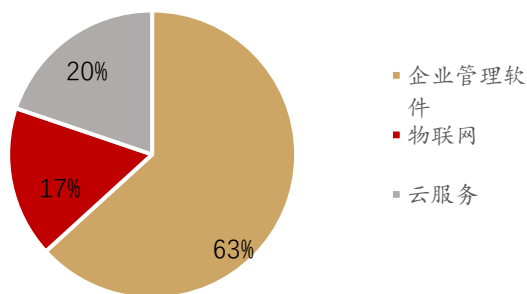


资料来源：浪潮国际年报，华西证券研究所

逻辑一：2020 年云服务同比增长 30.5%，收入占比提升至 20%。从收入构成看，浪潮国际包括企业管理软件、物联网和云服务三大业务线。其中企业管理软件依然为主要收入来源，云服务业务发展势头迅猛。2020 年公司云业务收入 5.06 亿元，同比增长 30.5%，收入占比提升至 20%。公司抓住传统企业数字化转型的趋势，大力拓展云业务，有望抓住企业云化转型机遇实现弯道超车。

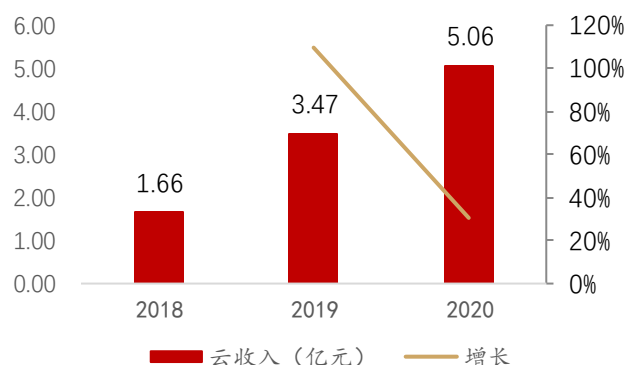
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 21 浪潮国际主要业务构成



资料来源：浪潮国际年报，华西证券研究所

图 22 浪潮国际云业务收入和增长情况



资料来源：浪潮国际年报，华西证券研究所

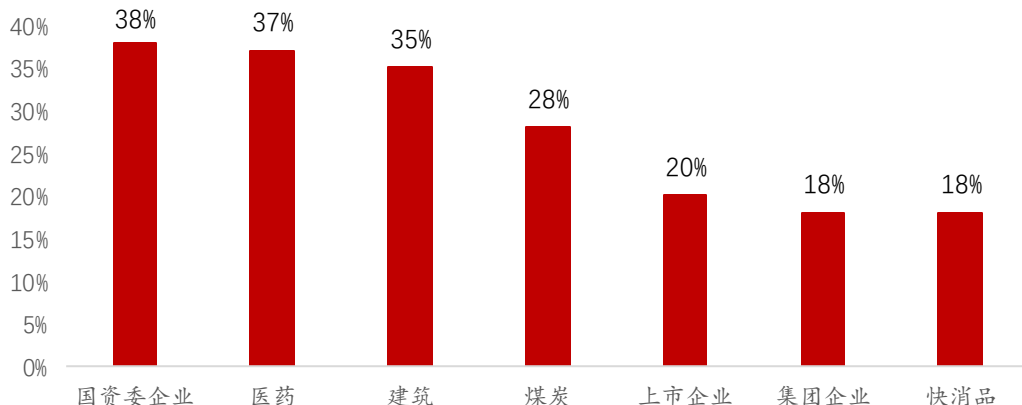
逻辑二：公司云业务形成丰富的产品线，解决方案占有率政企市场领先。

浪潮国际多年深耕企业信息化领域，以浪潮企业云作为企业转型升级的新动能，力求成为中国企业管理软件与云服务的领导厂商。目前，浪潮国际已经形成了云平台、领域云和中小企业云 3 大产品线：

- 1) 平台产品：主要是浪潮 GS7 平台。
- 2) 领域云产品：包括财务共享云、浪潮人力云、浪潮采购云、浪潮云+等。
- 3) 中小企业云产品：包括 PS365、云会计、云进销存、PS Cloud 等。

凭借浪潮集团的优势地位，浪潮国际在政企市场的解决方案占有率领先。浪潮国际主要客户为国企，产品目前已覆盖 26% 的中国 500 强企业。在国资委企业、医药、和建筑行业分别为 38%、37% 和 35%，明显领先于竞争对手。

图 23 浪潮国际企业服务客户行业分布广泛



资料来源：浪潮国际年报，华西证券研究所

逻辑三：充分收益浪潮集团强大资源，协同合作加速云化转型

浪潮集团浪潮拥有浪潮信息、浪潮软件、浪潮国际三家上市公司，业务涵盖云数据中心、云服务大数据、智慧城市、智慧企业四大产业群组，为全球 120 多个国家和地区提供 IT 产品和服务，全方位满足政府与企业信息化需求。我们认为，至少从以下 4 个方面，浪潮集团对浪潮国际有明显的助力：

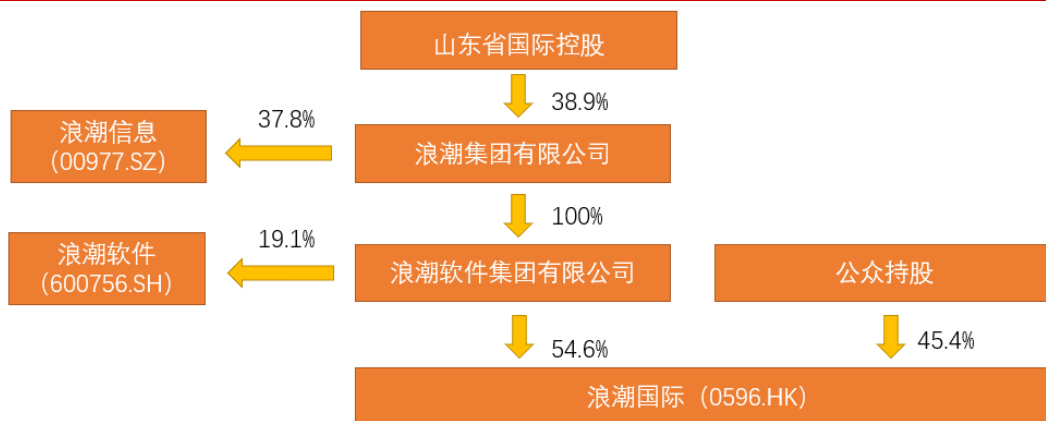
- 1) 浪潮品牌知名度大幅度上升，有利于浪潮国际的业务发展
- 2) 浪潮集团企业上云及工业互联网的资质都已授权并共享给浪潮国际。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3) 浪潮国际各个板块的业务发展迅速，比如服务器，政务云等，促进了浪潮国际产品和服务的 Cross-sell/Up-sell

4) 企业上云工业互联网分工合作：浪潮国际提供企业 PaaS, SaaS, 管理软件应用等。浪潮集团提供 IaaS, 服务器, 储存等。

图 24 浪潮集团下属三大上市平台：浪潮国际、浪潮信息、浪潮软件



资料来源：浪潮集团各上市平台年报，华西证券研究所

2.2. 地产 SaaS 赛道：渗透率低，空间巨大的 SaaS 赛道

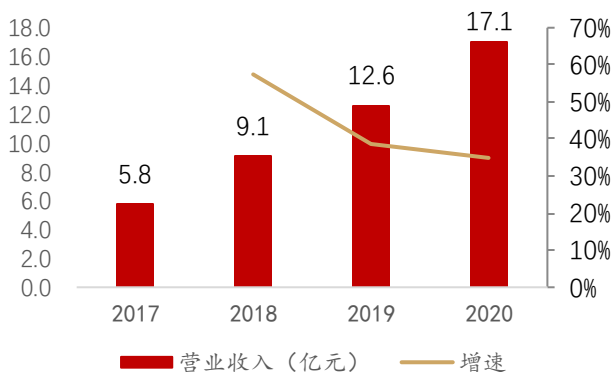
2.2.1. 明源云：掌握产业链核心定价权，企业持续深挖护城河

明源云集团控股有限公司是国内领先的地产生态链数字化服务商，为全国超过 6000 家房地产企业提供智能商业解决方案和管理系统。目前，明源云形成了以核心 ERP 平台为数字底盘，以云链、云客、云空间、云采购等互联网业务为支柱的战略布局。近年先后推出的 SaaS 创新业务，成为智能商业经典案例与风向标，实现从管理工具到智慧服务的转型。

明源云深耕房地产市场与渠道建设，近 3 年收入和利润复合增速分别为 47% 和 72%。收入端，2017-2019 年营业收入从 5.8 亿元增至 12.6 亿元，复合增长率为 47.6%；利润端，同期归母净利润从 0.7 亿元增至 2.2 亿元，复合增长率为 72.01%。2020 年明源云保持稳健增长，实现营业收入 17.1 亿元，同比增长 34.9%。利润端亏损了 7.03 亿元，主要原因是由于确认优先股的公允价值亏损了 9.89 亿元，事实上，经调整后的净利润为 3.83 亿元，相比去年同期增长了 62.2%，高于收入端增速。

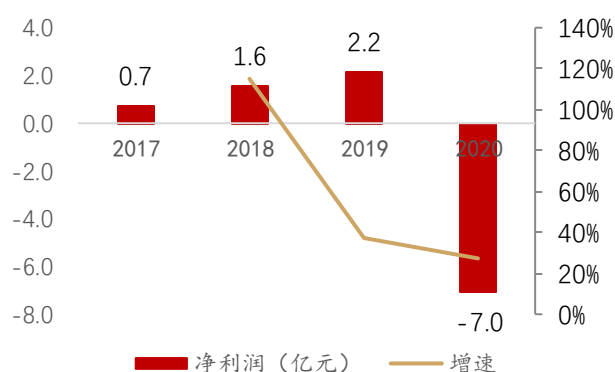
中国房地产行业的高增长阶段已经过去，未来缺乏运营能力和资产管理能力的房地产企业将难以长久发展，信息化和数字化成为房地产企业的转型方向。明源云以销售楼软件起家，深耕中国市场和渠道，建立了渠道壁垒，是中国领先的房地产数字化服务提供商。

图 25 近年明源云营业收入及增长情况



资料来源：明源云年报，华西证券研究所

图 26 近年明源云净利润及增长情况



资料来源：明源云年报，华西证券研究所

逻辑一：SaaS 产品体系丰富，先发优势+产品力领先并持续深挖护城河

明源云的 SaaS 产品基于云原生基础架构，用于协助房地产开发商与客户、供应商及其他供应商协同，收费模式为订阅费加上实施费用等服务费用。SaaS 产品包括云客、云链、云采购及云空间。

- 1) **云客**：是国内排名第一的面向房地产开发商的新房销售及营销和案场管理工具。长期空间为 35 亿元/年。
- 2) **云链**：房地产建造协同和项目管理工具。长期空间为 50 亿元/年。
- 3) **云采购**：房地产开发商管理材料采购流程的在线平台。长期空间为 50 亿元/年。
- 4) **云空间**：是针对商业及住宅租赁物业的物业运营、租赁管理和资产优化的支持工具。长期空间为 15 亿元/年。

明源云的产品里方面明显领先竞争对手，具备丰富的产品线和客户资源优势。由于先发优势，经过早期市场和渠道的渗透，公司已经奠定了房地产产业链中数字服务商的龙头地位通过对头部用户的需求正在持续强化，并不断的建立起自己的竞争壁垒。

图 27 明源云主要的云产品和软件产品体系



资料来源：明源云招股书，华西证券研究所

逻辑二：具备产业链核心定价权，各项指标佐证公司质地优秀

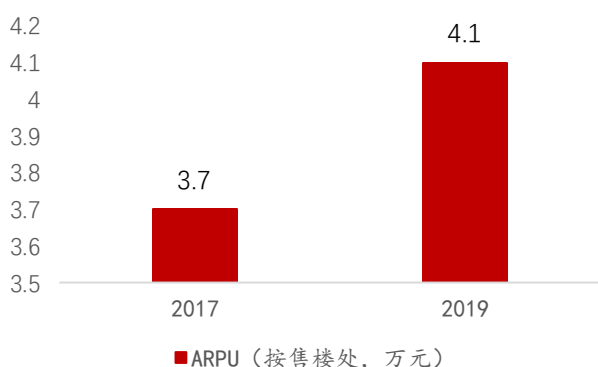
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

根据弗若斯特沙利文，明源云是中国房地产开发商的第一大软件解决方案提供商，按合约价值计，整体市占率为 24.6%，其中 ERP 解决方案市占率 25.1%，SaaS 产品市占率 23.3%。在所有房地产垂直性软件供应商中，明源云占 60% 的市场份额。

1) 云客产品客户留存率和 ARPU 值持续提升。据公司招股书，明源云客产品的客户留存率由 2017 年的 93% 升至 2019 年的 96%。ARPU 值也逐年提升，从 2017 年的 3.7 万元升至 2019 年的 4.1 万元。

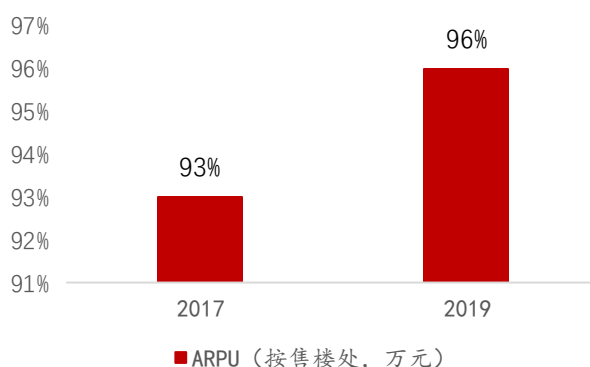
2) 明源云持续推动区域合作伙伴。2017-2019 年明源云直销客户复合增长率为 34.69%；区域合作伙伴的增速更加明显，同期复合增长率高达 72.12%。区域渠道合作伙伴比例不断增加，依靠区域合作网络加速拓展市场，抢占市场份额。

图 28 2017 年-2019 年明源云客 ARPU 值提升



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 29 2017 年-2019 年明源云客客户留存率提升



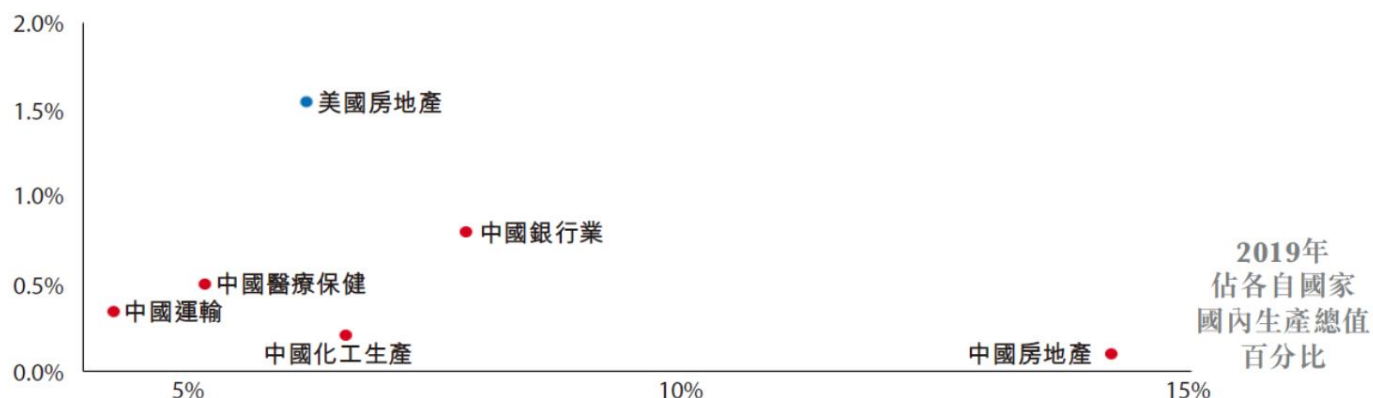
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

逻辑三：中国房地产市场长期稳定增长，信息化渗透率提升空间巨大。

根据公司招股说明书，2019 年中国新房交易额达到 16 万亿元人民币，占中国 19 年 GDP 比重 14.2%；并且新房成交额稳定增长，预期 2024 年达到 21.6 万亿元人民币。2019 年中国的城镇化率达到 60.6%，即使未来保持快速增长，也需要数年才能达到美国城镇化的 82.5%。中国房地产市场还有继续增长的空间。

相较于其它行业，中国房地产信息化程度也相对落后。2019 年中国房地产软件解决方案渗透率为 0.1%，低于银行、医疗保健、运输、化工生产等行业，更远低于美国同期 1.55% 的信息化率水平。过去十年房地产的行业问题隐藏在了房价高速增长之下，业务的增长已经超过了内部管理和信息系统的发展。但随着黄金时代的过去，国内房地产对于数字化，信息化的需求日益增长。

图 30 中国各行业软件解决方案的信息化率（信息化投入/行业市场规模）比较



资料来源：明源云招股书，华西证券研究所

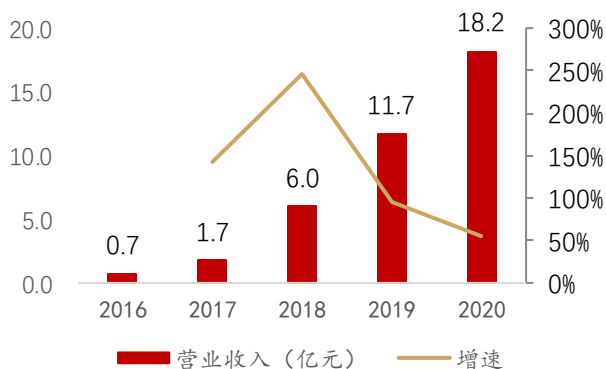
2.3. 电商 SaaS 赛道：坐享私域流量红利的高增长赛道

2.3.1. 中国有赞：卡位私域电商黄金赛道，掘金私域流量爆发期

中国有赞有限公司是一家主要从事零售科技服务的企业。目前旗下拥有：有赞微商城、有赞零售、有赞连锁、有赞美业、有赞教育、有赞小程序、有赞学院等全面帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 软件产品及人才服务，面向开发者的“有赞云”PaaS 云服务，面向品牌商的有赞广告、有赞分销、有赞客，面向消费者的有赞精选、有赞微小店等服务。

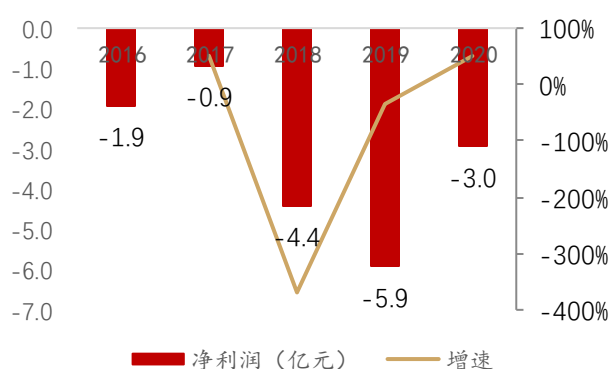
受益私域流量爆发实现超高成长性，2016-2020 年复合增速高达 124%。收入端，2016-2020 年营业收入从 0.7 亿元增至 18.2 亿元，复合增长率高达 124.23%；利润端，有赞亏损从 2016 年的 1.9 亿元扩大至 2019 年的 5.9 亿元，2020 年已经明显收窄至亏损 3 亿元。受益于 GMV 和 SaaS 业务 ARPU 的增长，有赞近两年收入增幅较大，其中 2019 年和 2020 均突破 10 亿元；作为私域流量领域的头部服务商，预计未来接入更多的流量平台，GMV 持续增长的同时，新增的云服务收费模式导致 ARPU 增长，未来有着巨大上升空间。

图 31 近年中国有赞营业收入及增长情况



资料来源：中国有赞年报，华西证券研究所

图 32 近年中国有赞净利润及增长情况



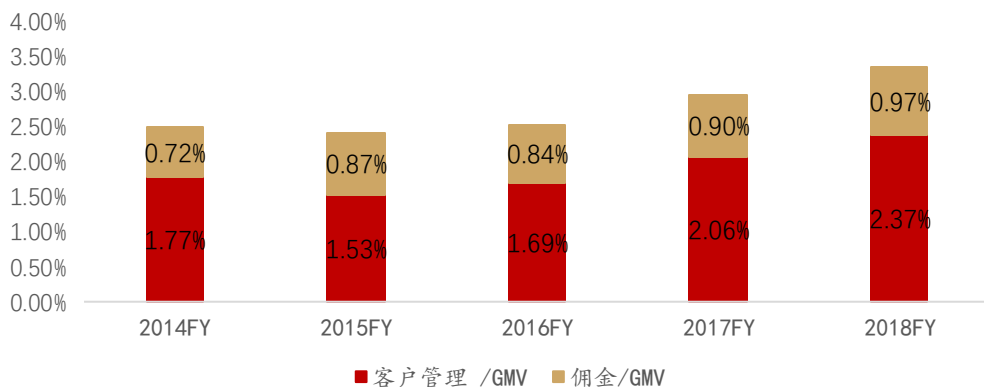
资料来源：中国有赞年报，华西证券研究所

逻辑一：公域电商活跃用户增速下滑，获客成本高居不下

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

互联网人口红利逐渐消退，公域流量成本越来越高。根据阿里巴巴披露数据，2015-2018 年间，淘宝网客户管理费用从 1.53% 增长至 2.37%。佣金抽成从 0.87% 升值 0.97%。此外大型电商还通过竞价体系让商家不得持续砸钱维持流量高位。截止 2019 年底，淘宝网的获客成本已高达到 642 元，流量红利消退和竞争加剧导致商家在公域电商的运营成本大幅上升。

图 33 传统公域电商（淘宝网）渠道流量成本逐年提升

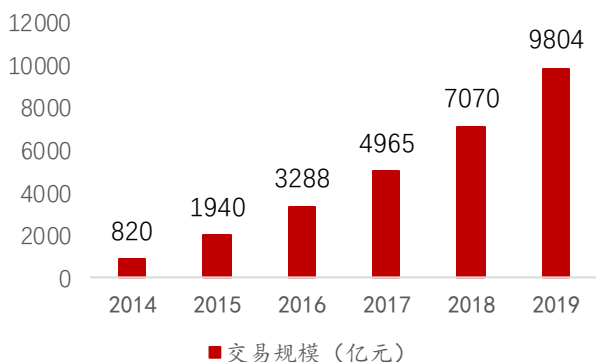


资料来源：阿里巴巴公告，华西证券研究所

逻辑二：卡位私域电商黄金赛道，掘金私域流量爆发期

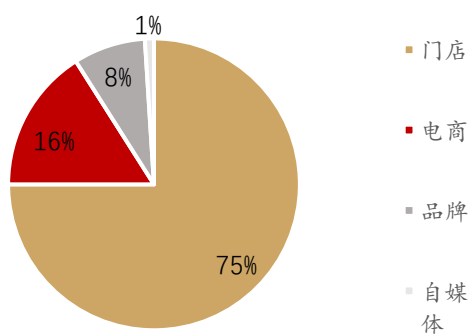
私域流量具备、直接触达、重复利用、强客户关系链等核心特征。也就是意味着私域流量的用户有着更高的复购频次以及愿意承受更高的客单价，同时商户也能因此减少获取新用户的成本。根据艾瑞咨询报告显示，微信私域电商规模已经从 2014 年的 820 亿元增长至 2019 年的 9804 亿元，复合增长率高达 64.25%。如今公域电商用户增长乏力导致获客的边际成本不断上升，私域电商已经是大势所趋。作为中国头部私域电商 SaaS 的提供商，金矿边上大卖掘金铲的人，有赞有望从中受益。

图 34 微信生态电商规模及增长情况



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 35 中国有赞下游客户类型分布占比



资料来源：有赞沙龙，华西证券研究所

逻辑三：产品线和服务体系较为丰富，满足商家发展需求一体化需求

有赞可以为商家提供 SaaS+PaaS+服务+支付的全套解决方案，形成了良好的业务闭环，满足商户各个方面的需求。譬如光是门店 SaaS，就有有赞零售，有赞教育，有赞美业，助力实现线上线下一体化经营。除了基本服务，有赞还提供延伸服务，如分销推广，支付担保，增值服务和 PasS 云服务等等。同时有赞对接平台数量最多，包括微信，支付宝等；直播方面有赞也已经和快手陌陌等直播平台合作。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 36 中国有赞产品体系：覆盖微商、零售、连锁、教育等场景



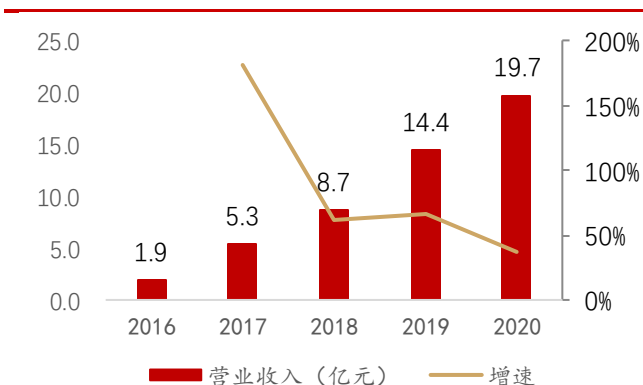
资料来源：中国有赞公司宣传册，华西证券研究所

2.3.2. 微盟集团：SaaS+精准营销双轮驱动，受益微信生态流量爆发红利

微盟集团是中国领先的企业云端商业及营销解决方案提供商，同时也是中国领军腾讯社交网络服务平台企业精准营销服务提供商。微盟集团围绕商业云、营销云、销售云打造智慧云端生态体系，通过去中心化的智慧商业解决方案赋能企业实现数字化转型。

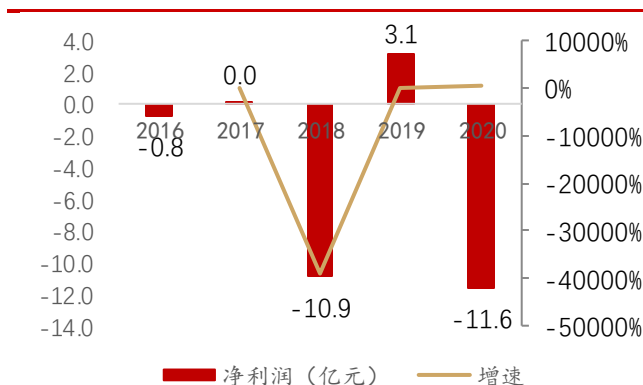
微盟近两年收入稳定高速增长，亏损问题依然存在。借助微信东风，商户数字化运营需求叠加微信商业生态化建设，微盟明显受益。收入端，2016-2020 年营业收入从 2016 年的 1.9 亿元增至 2019 年的 19.7 亿元，复合增长率高达 79%；利润端，由于早期销售费用和研发支出投入较大，近几年波动比较大。2020 年公司净利润亏损 11.6 亿元，主要是香港会计准则下可转债公允价值变动亏损 10.98 亿元和 SaaS 破坏事件导致的 0.94 亿元，若剔除掉这两部分的影响，微盟经调整后的净利润由 2019 年的 0.77 亿元增长至 2020 年的 1.08 亿元，同比增长 39.1%

图 37 近年微盟集团营业收入及增长情况



资料来源：微盟集团年报，华西证券研究所

图 38 近年微盟集团净利润及增长情况



资料来源：微盟集团年报，华西证券研究所

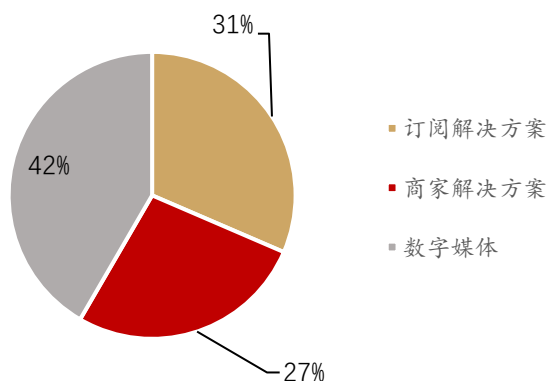
逻辑一：实施双轮驱动战略，SaaS 产品 ARPU 值持续提升

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2020 年微盟进行了业务的重新划分，原来的 SaaS 产品业务更名为订阅解决方案业务，原来的精准营销业务拆分为商家解决方案业务和数字媒体业务，2020 年微盟订阅解决方案、商家方案和数字媒体业务收入分别为 6.2 亿元、5.3 亿元和 8.2 亿元，收入占比分别为 31%、27%和 42%。

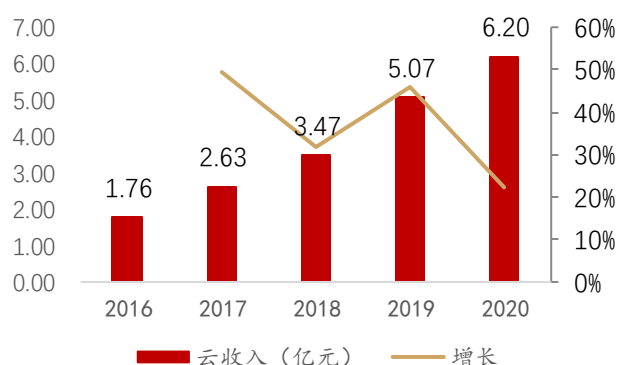
2016-2020 云业务收入从 2016 年的 1.76 亿元增至 2020 的 6.20 亿元，复合增长率达 37%。数字化升级大势所趋，行业渗透率低，同时疫情加速企业数字化转型，微盟借力微信，实现云服务收入快速增长；此外 SaaS 产品升级提价，提升微盟客户服务能力，长期有望推动 SaaS 板块 ARPU 值增长。

图 39 微盟集团主要业务构成（截止至 2020 年）



资料来源：微盟集团年报，华西证券研究所

图 40 微盟集团云业务收入和增长情况

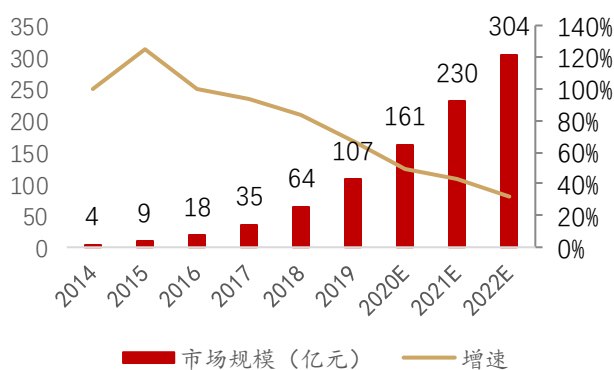


资料来源：微盟集团年报，华西证券研究所

逻辑二：微信生态最大第三方服务商之一，微信服务市场空间 300 亿元级

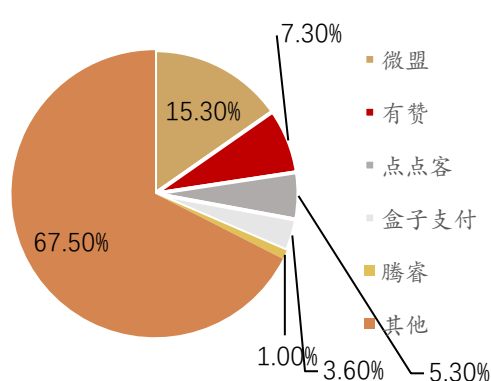
公司的 SaaS 产品主要是基于微信、公众号、小程序等提供去中心化的数字商业平台，是微信生态最大的第三方服务商之一，市场份额约 15.3%。2019 年腾讯的微信小程序日活用户数达 3 亿元，创造了超过 8000 亿元的交易额，中国小企业基于微信的第三方服务市场规模从 2014 年的 4 亿元蓬勃增长，不断做大，预计 2022 年市场规模增长至 304 亿元。微盟作为业内领先的服务商最为受益。

图 41 中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 42 微信生态第三方服务市场份额



资料来源：36Kr，华西证券研究所

逻辑三：打造智慧商业服务生态，精准营销在腾讯广告中份额达 17%

1) 公司的 SaaS 产品主要分为商业云、营销云及销售云三种云服务产品，其均构建于微盟云平台。微盟的商业云重点布局电商、零售、餐饮、本地生活和酒旅等行业，推出了微商城、智慧零售、客来店、智慧餐厅、智慧酒店等一系列智慧商业 SaaS 产品，帮助商家实现微信生态的商品销售和客户服务。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2) 微盟是腾讯生态中最大的精准营销广告代理商之一, 2019 年微盟精准营销渠道变得更加多元, 持有腾讯广告的 12 个区域服务商牌照和 3 个行业服务商牌照。公司在腾讯广告中小企业代理业务的份额占比也居于首位, 市场份额达到 17%。

图 43 微盟集团电商解决方案产品体系



资料来源：微盟公司官网，华西证券研究所

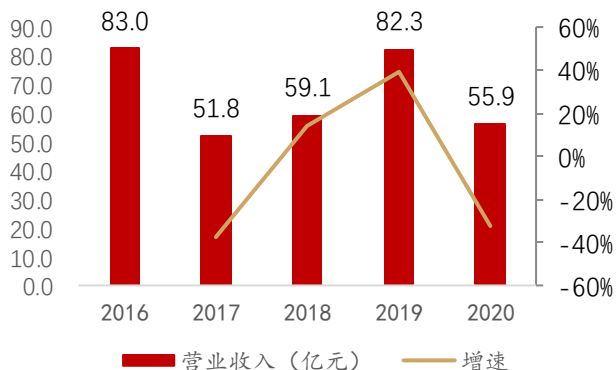
2.4. 综合云：公有云市场持续高景气，混合云是发展方向

2.4.1. 金山软件：受益公有云高景气，办公软件 MAU&ARPU 双提升

金山软件中国领先的应用软件和互联网服务提供商，随着“转型移动互联网”的战略实施，金山在整体业务及管理模式等方面已完成全面转型，并形成了“3+1”的业务集群。目前，公司已战略性地针对移动互联网市场展开布局，发布了猎豹清理大师、WPS Office 移动版等产品，并在同类产品名列全球第一。

近 3 年收入端复合增速 26%，分拆金山办公、金山云上市利润端波动非常大。金山软件近五年营业收入波动较大，利润端由于公司业务结构的调整，叠加 2016 和 2019 年公司分别分拆了金山办公、金山云在 A 股和港股上市，2020 年公司净利润达到 100.5 亿元，主要是分拆金山云的投资收益。

图 44 近年金山软件营业收入及增长情况



资料来源：金山软件年报，华西证券研究所

图 45 近年金山软件净利润及增长情况



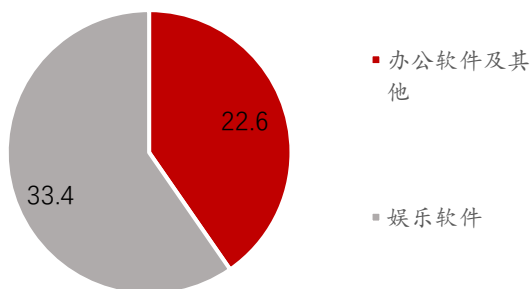
资料来源：金山软件年报，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

逻辑一：三驾马车齐头并进，公有云和办公软件业务贡献主要增长。

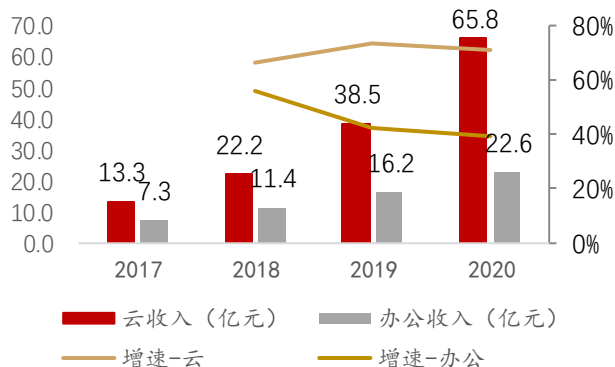
由于 2020 年分拆金山云美股上市，金山软件业务包括 2 大模块，分别是办公软件和娱乐软件，营业收入分别为 22.6 亿元和 33.4 亿元。若把金山云业务加回来考虑，2020 年金山云业务实现收入 65.8 亿元，同比增长 71%，办公软件业务实现收入 22.6 亿元，同比增长 39%。由此可见，金山软件的两大云业务均表现出强劲的增长势头，为企业贡献主要驱动力。

图 46 金山软件主要业务构成（截止至 2020 年）



资料来源：金山软件年报，华西证券研究所

图 47 金山软件云业务收入和增长情况

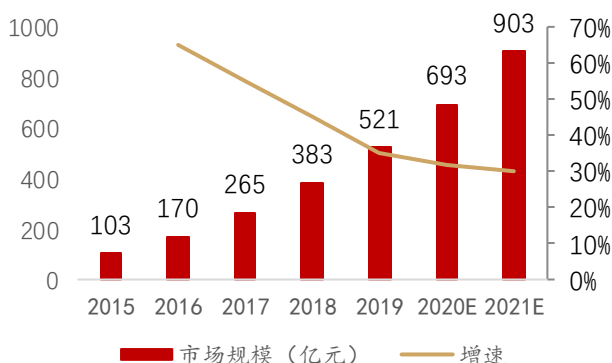


资料来源：金山软件年报，华西证券研究所

逻辑二：中国公有云市场高景气，凭借垂直化优势占据一席之地

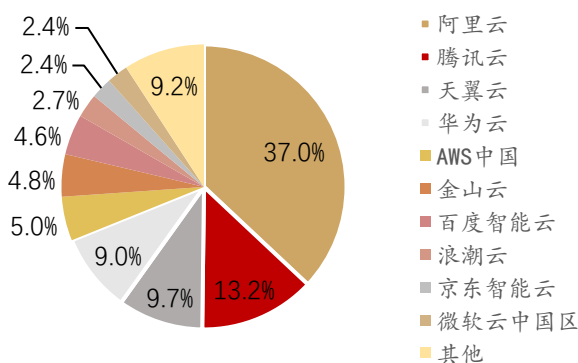
根据中国信息通信研究院数据，2019 年公有云计算市场规模约 521 亿元人民币，同比增长 36%，预计 2021 年市场规模将达到 903 亿元。相比全球，中国公有云渗透率偏低。根据 Gartner 预测数据，2018 年全球市场公有云支出达到 1,864 亿美元，公有云渗透率达到 5.1%，而中国的渗透率仅为 1.3%，中国公有云市场仍有极大拓展空间。金山云凭借垂直细分市场优势有望享受行业高增长带来的红利。

图 48 中国公有云市场规模及增长预测



资料来源：中国信息通信研究院，华西证券研究所

图 49 2019 国内公有云市场占比情况



资料来源：IDC，华西证券研究所

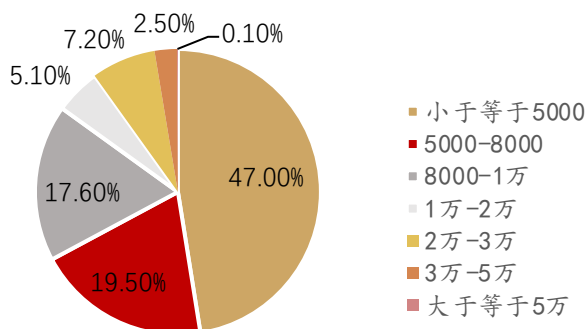
逻辑三：金山办公 WPS 月活用户数快速增长，人均 ARPU 值同步提升

金山办公软件公司全线产品月度活跃用户数保持平稳增长，根据金山办公年报，截至 2020 年上半年，公司主要产品月度活跃用户 (MAU) 已达到 4.54 亿元。其中 WPSoffice PC 版月度活跃用户数 1.72 亿元；移动版月度活跃用户数 2.75 亿元；公司其他产品月度活跃用户数 0.07 亿元。个人客户订阅业务继续成为增长的关键动力。一方面，公司通过提升会员体验、丰富特权功能、拓展内容资源等方式优化 WPS 会员

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

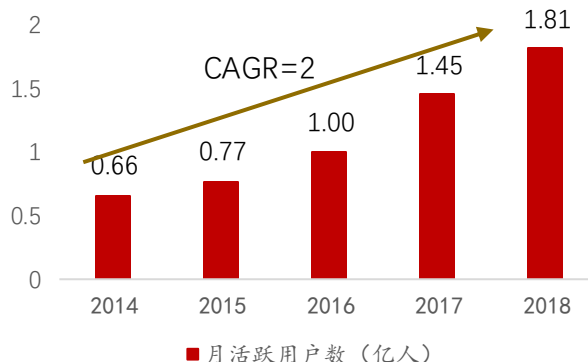
及稻壳会员业务产品服务；另一方面公司积极开辟新的售卖渠道，拉动了个人服务订阅业务收入增长。

图 50 WPS 用户家庭月收入分布（元）



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 51 近年 WPS 移动端 MAU 持续增长



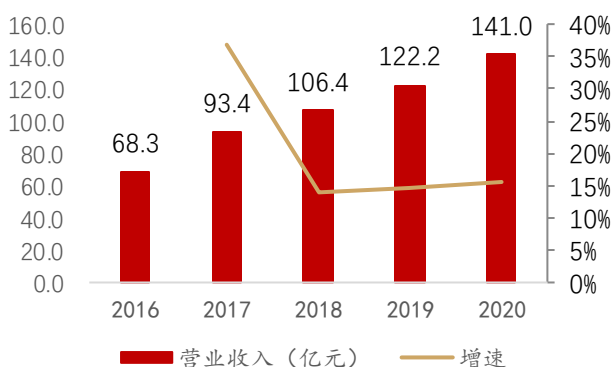
资料来源：金山软件年报，华西证券研究所

2.4.2. 中软国际：云智能贡献主要增长点，解放号打开成长空间

中软国际有限公司是国内大型综合性软件与信息服务企业，成立于 2000 年，为香港主板上市公司（股票代码 0354）。中软国际在服务财富 500 强企业及大中型客户的近二十年里，在电信、政府、制造、金融、公共服务、能源等行业均取得了不斐的成绩。2017 年，公司市值产值双双突破百亿元，已是国内最大的软件与信息技术服务企业之一。

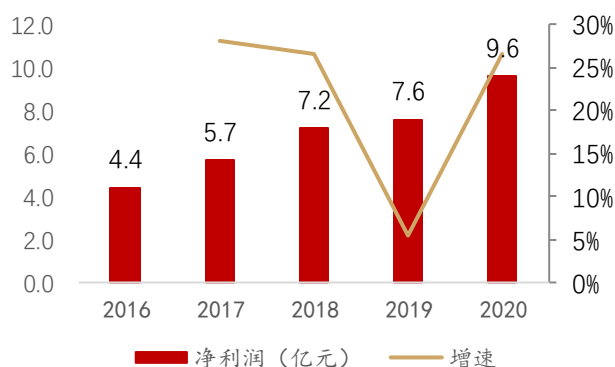
中软国际上市 17 年复合增速 30.7%，明显高于行业 19% 的增速。中软国际始终保持持久的成长性，上市 17 年持续高速增长（CAGR 30.7%），显著高于行业增速（中国 IT 服务支出 CAGR 19%）。2020 年公司实现营业收入 141 亿元，同比增长 17.1%。实现归母净利润 9.6 亿元，同比增长 26.4%。

图 52 近年中软国际营业收入及增长情况



资料来源：中软国际年报，华西证券研究所

图 53 近年中软国际净利润及增长情况



资料来源：中软国际年报，华西证券研究所

逻辑一：云智能业务贡献主要增长，未来 5 年复合增速高达 57%。

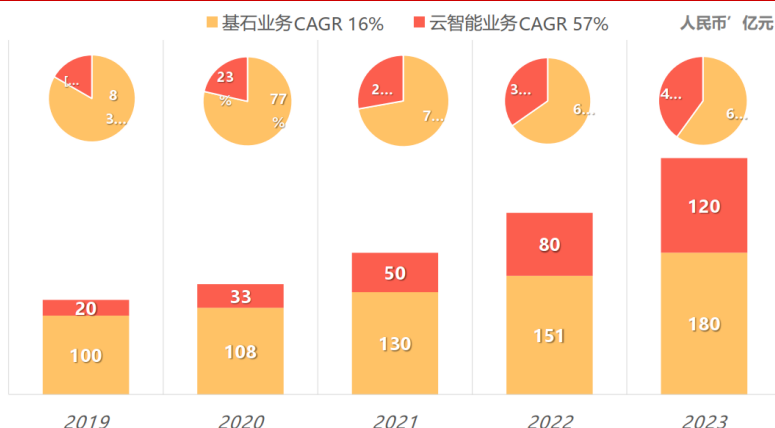
中软国际的主要业务包括两大部分，基石业务和云智能业务。2020 年基石业务和云智能业务收入分别为 108 亿元和 33 亿元，收入占比分别为 77% 和 23%。

基石业务：即 IT 服务外包业务，主要客户是华为，其次包括汇丰、BAT 等。未来 5 年基石业务的收入复合增速有望保持 16% 的增长，2023 年有望达到 180 亿元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

云智能业务：新的增长点，包括云集、解放号等产品，未来 5 年公司云智能业务收入有望保持 57%的复合增速，2023 年有望实现 120 亿元的收入，收入占比超过 40%。

图 54 2019 年-2023 年中软国际业务结构变化及云业务



资料来源：中软国际投资者交流 PPT，华西证券研究所

逻辑二、未来 3 年，公司将培育 10 个一亿元美金级别的大客户。

当前，公司一亿元美金级别的客户仅华为和汇丰。华为是公司最核心的客户，2019 年来自华为的收入占比接近 50%，此外来自汇丰银行的收入也有了较大的提升。根据公司规模，未来 3 年，即 2023 年底，公司将实现 300 亿元的收入目标，相比 2020 年实现翻倍。其中，最重要的战略目标，就是培育 10 个一亿元美金级别的大客户，包括 BAT、中国移动、字节跳动等，未来有望贡献长期收入增长点。

图 55 中软国际培育中的一亿元美金级的大客户及增长情况



资料来源：中软国际投资者交流 PPT，华西证券研究所

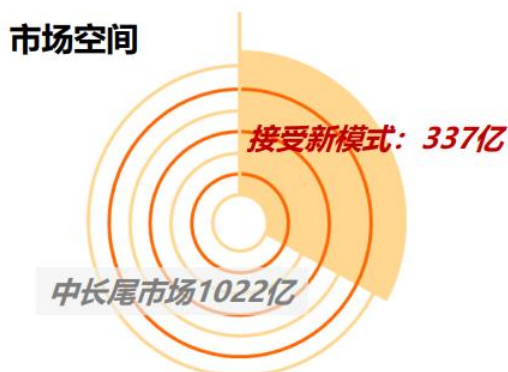
逻辑三：解放号拓展千亿元长尾市场，平台型战略有望企业打开成长空间

解放号是中软国际云智能业务中最核心的产品，定位于 IT 软件外包的长尾市场。一般来说，公司传统业务主要聚焦头部和腰部市场，以获取更高的利润体量和空间。

与此同时中国 IT 外包长尾市场规模是一个非常广阔的市场，公司推出平台型产品解放号，2019 年解放号实现 1 亿元的收入，预计未来 3 年分别实现 3 亿元和 10 亿元的收入，且利润率逐年提升。长期来看，解放号市场空间超过 300 亿元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 56 中国 IT 外包长尾及新模式市场规模



资料来源：中软国际投资者交流 PPT，华西证券研究所

图 57 2019-2021 年中软国际解放号收入利润预测



资料来源：中软国际投资者交流 PPT，华西证券研究所

3. 投资主线与细分赛道

我们从“资本市场流动性”和“企业资产成长性”2个视角分析，发现港股市场具备明显投资价值。考虑到全球和中国云计算产业发展的巨大前景和行业高景气，我们遵循“中国核心成长资产”嫁接“全球流动性”的逻辑，精选云计算 SaaS 领域 4 大高景气的细分赛道，分别是企业级 SaaS、房地产 SaaS、电商 SaaS 和综合云，以下标的有望受益于细分赛道的高成长：

- 1) 企业级 SaaS：金蝶国际、浪潮信息。
- 2) 房地产 SaaS：明源云。
- 3) 电商 SaaS：中国有赞、微盟集团。
- 4) 综合云计算：金山软件、中软国际。

4. 风险提示

- 1、疫情加剧的全球经济下行的风险：疫情可能加剧导致全球经济下行，全球资本市场风险偏好向下，进而影响港股市场。
- 2、美联储货币政策可能收紧的风险：美联储或因经济风险收紧货币政策，导致全球资本市场流动性下降。
- 3、SaaS 企业云产品推广不顺利的风险：下游客户对云产品的认可度还不高，云产品推广进展不及预期。
- 4、云计算市场竞争加剧的风险：外来者如互联网巨头的进入导致云计算市场行业竞争加剧，带来行业盈利水平下降的风险。

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）： 2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名， 10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）： 计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件。

孔文彬（分析师）： 金融学硕士， 2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。