

互联网传媒

极光：Saas 估值持续提升，容联云上市催化

证券研究报告

2021 年 03 月 02 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《互联网传媒-行业点评:春节游戏:头部化依然显著,多元化营销成新趋势》 2021-02-22
- 2 《互联网传媒-行业深度研究:产品精品趋势不改,关注细分领域突围》 2021-01-07
- 3 《互联网传媒-行业投资策略:2021 年度策略:高景气赛道关注龙头,超额价值来自格局变化》 2020-12-21

事件：2 月 9 日容联云（RAAS）首次公开发行 2,000 万股美国存托股票（“ADS”），每股定价为 16 美元，每股美国存托凭证对应 2 股 A 类普通股。A 股超额配售选择权行使前，本次发行募集总额预计为 3.2 亿美元。容联云于 2 月 9 日开盘即触及熔断，截至收盘报 48 美元，涨幅达 200%，市值超 76 亿美元。容联云此次募集资金 30%用于改进/升级现有解决方案、开发新方案；30%用于技术研发，尤其是视频与人工智能技术；30%用于选择性的战略投资与收购；剩余约 10%作为营运资金，用于一般开销。

容联云 2019 年、2020 年前三季度营收分别为 4.26 亿元/5.09 亿元，同比增长 29.74%/19.48%。主要收入来源于三类 SaaS 服务：1）CPaaS（通信服务平台）。该业务下短信和语音服务为主要营收来源。2）Cloud-base CC（云呼叫中心）。该业务含订阅制和项目制两种收费模式。3）Cloud-base UC&C（云统一通信与协作）。该业务包含即时通信 IM、视频会议、电话会议、直播等服务。20 前三季度三项业务营收占比分别为 53.05%/30.26%/16.11%。Cloud-base CC 毛利率水平最高，2019 年达 57.89%，趋势稳定。Cloud-base UC&C 毛利率 2019 达 53.9%，同比提升 10.09pct。CPaaS 及其他服务毛利率水平相对前两者较低，2019 年分别为 28.64%及 19.99%。

SaaS 海外上市公司估值持续提升，具有毛利率高，潜在用户市场大等特点，目前板块估值已达 20x PS。2019 年中国 SaaS 市场规模达 194.8 亿元，其中 CRM SaaS 市场规模达 36.9 亿元，约占通用型 SaaS 市场 24.8%，营销 SaaS 作为 CRM SaaS 的重要分支，发展潜力不容小觑。中国营销 SaaS 行业起步较晚，相较国外，还未形成清晰市场格局。另一方面，消费互联网向产业互联网转型，进一步释放营销 SaaS 市场需求潜力，迎来发展的黄金时期。

极光（JG）成立于 2011 年，专注于为开发者提供稳定高效的消息推送、一键认证以及流量变现等服务。自 2019 第三季度起，公司开始有战略性退出盈利能力较差的精准营销业务。2021 年 1 月 1 日开始已经彻底剥离精致营销业务，脱变成一家纯 SaaS 业务的一站式移动开发者服务提供商。SaaS 业务包括 1）开发者服务，其中包含开发者订阅服务和开发者增值服务，及 2）行业应用。

极光营收结构改善、毛利率显著提升。公司 20Q1-Q3 收入 3.66 亿元人民币，同比下降 49.48%；扣非归母净利润-1.36 亿元人民币，同比下降 89.45%，毛利率为 39.95%，2019 年 Q1-Q3 为 27.15%，提升 12.8pct，主要系 20 年极光逐渐剥离精准营销业务所致。开发者服务和行业应用业务所组成的 SaaS 业务毛利率高达 75%，精准营销的毛利润贡献较低。随 SaaS 服务收入增加，毛利贡献于 20Q3 已达 96%。

投资建议：极光增值服务 SaaS 受更多加入极光联盟的 APP 数量驱动设备数量增长，从而推动算法模型优化，同时支持广告显示功能的设备数量增量有利于不同类型广告主数量及广告填充率提升，再通过广告主多样化的扩张和算法持续优化来提升 eCPM。开发者服务公司推出更多产品包括最新的短视频功能挖掘更多的 APP 付费客户，提升老客户留存率，通过产品驱动 ARPU 提升极光订阅服务和行业应用的高速增长。SaaS 行业估值持续提升，容联云上市等进一步催化美股 SaaS 类公司关注度，公司当前 21 年 PS 约为 10.9x，与 SaaS 行业平均估值 19.29x 仍有明显差异，建议关注。

风险提示：SaaS 行业竞争加剧，接受度不及预期；客户流失率提高；企业数字化转型不及预期，技术落地不及预期；政策推进不及预期

1. 容联云：国内首家在美上市 SaaS 企业

2 月 9 日，中国领先的多业务云通讯服务商容联云通讯（NYSE: RAAS），首次公开发行的 2,000 万股美国存托股票（“ADS”）每股定价为 16 美元，每股美国存托凭证对应 2 股 A 类普通股。A 股超额配售选择权行使前，本次发行募集总额预计为 3.2 亿美元。容联云通讯的美国存托凭证预计将于今日在美国纽约证券交易所挂牌交易，股票代码为“RAAS”。容联于 2 月 9 日开盘即触及熔断，截至收盘报 48 美元，涨幅达 200%，市值超 76 亿美元。

据招股书，此次募集资金 30% 用于改进/升级现有解决方案、开发新方案；30% 用于技术研发，尤其是视频与人工智能技术；30% 用于选择性的战略投资与收购；剩下约 10% 作为营运资金，用于一般开销。从未来增长策略上，也基本围绕以上四点展开，除创新解决方案、优化产品组合等，容联云也计划纵向加深对现有客户的组合产品销售，另一方面横向扩大客户基础；同时，容联云也表示要有选择地进行战略联盟和收购，并开拓海外市场。

1.1. 公司业务

容联云成立于 2009 年，作为企业通讯云服务提供商，主要业务基于云计算和人工智能系列技术，提供通讯及数字化业务，覆盖行业范围包括互联网、电信、金融服务、教育、工业制造和能源；主要模式是互动云；主营业务内容涵盖通讯 AI，云联络，音视频通讯和云通讯四个大的板块。具体业务包括有 CPaaS 通讯能力(语音、短信等)、CC(智能云客服与云联络中心)、UC&C(IM 及企业移动门户、双录、企业直播)和 CV(视觉智能行业解决方案)等。

容联云具有完善的端对端全产品通讯云，以及安全稳定的产品服务，助力企业内外部通讯场景，轻松、高效连结。容联云为金融、政企、教育、互联网、汽车等全行业通讯服务解决方案，深受行业头部企业信赖。

图 1：容联云公司业务一览

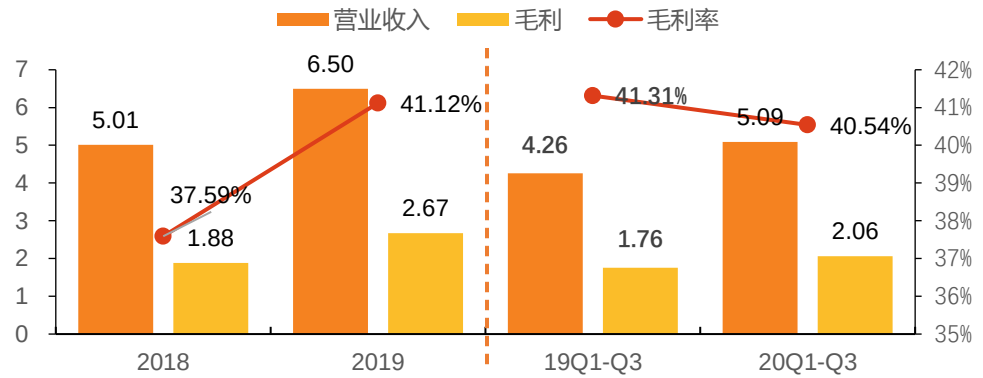
☑ 通讯+AI	☁ 云联络中心 CC	📺 音视频 UC	✉ PaaS 短信	☎ PaaS 语音	🌐 物联网云平台
AI 视觉 HOT AI matrix	容 CC 小容智能语音机器人 小智坐席助手 NEW 小易智能陪练 NEW X-Bot 文本机器人 七陌云客服	智能双录 HOT 企业直播 即时通讯 IM 企业工作中心 视频会议 电话会议	短信验证码/通知 HOT 一键登录 NEW 国际短信 短信发送平台	虚拟中间号 语音通知 网页回呼 IM 双向呼叫 点击通话 语音验证码	IOT 物联网

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 财务分析

公司 2018 年、2019 年营收分别为 5.01 亿元、6.50 亿元，增长率为 29.74%；2019 年、2020 年 Q1-Q3 营收分别为 4.26 亿元、5.09 亿元，同比增长 19.48%。截止招股书公布，容联云尚未实现盈利。在毛利润上，2018 年、2019 年毛利润分别为 1.88 亿元、2.67 亿元，同比增长 42.02%；在净亏损上，2018 年、2019 年净亏损分别为 1.55 亿元、1.83 亿元。

图 2：容联云总营收毛利及毛利率一览（亿元）（人民币）

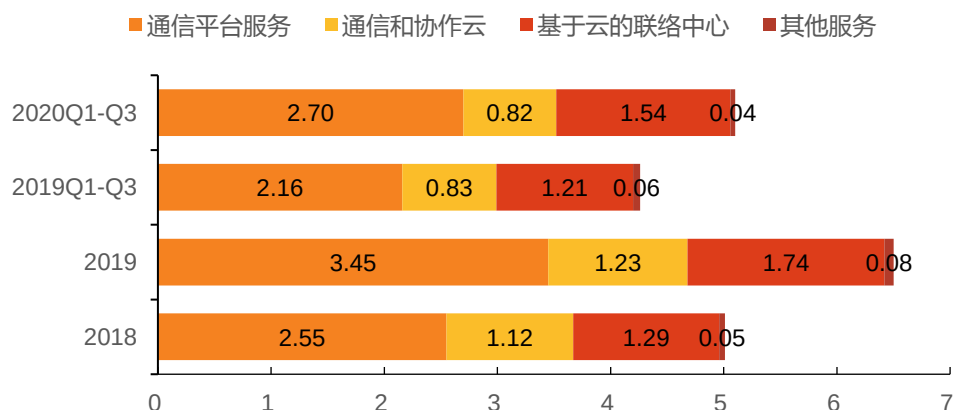


资料来源：wind，天风证券研究所

分业务看：

- 第一类服务是 CPaaS（通信服务平台），20Q1-Q3 CPaaS 服务营收占容联云总营收 53.05% 为容联云营收占比最多的服务。这类服务下包含短信、语音、其他业务（含 CPaaS、物联网云平台等），其中短信和语音服务为主要营收来源。2019 年这两种服务分别占到了容联云总营收的 36.1%、10.3%。2018 年、2019 年容联云在 CPaaS 上的营收分别为 2.55 亿元、3.45 亿元，增长率为 35.29%。整体来看，短信营收贡献率在提升，语音有所下降。
- 第二类服务是 Cloud-base CC（云呼叫中心），20Q1-Q3 云呼叫中心服务营收占容联云总营收 30.26%。该业务 2019 年营收 1.74 亿元，增长率 34.88%，对总收贡献率呈小幅上升趋势；2020 年 Q1-Q3，该业务营收占比增长至 6.6%；该服务分为两种服务模式：一种是订阅模式，按订阅期限付费；一种为项目制，按项目收费，支持公有云、私有云等多种部署模式。在两种模式中，订阅模式对容联云营收贡献最大，占总营收的 21.4%。
- 第三类服务是 Cloud-base UC&C（云统一通信与协作），20Q1-Q3 云协作营收占容联云总营收 16.11%。该业务在容联云总营收占比 2019 年为 18.9%，2018 年占比为 22.3%，呈下降趋势，2020 年 Q1-Q3 该业务总营收贡献降至 16.1%；在营收上，2019 年云统一通信与协作营收为 1.23 亿元，2018 年这一业务为 1.12 亿元，同比增长 9.82%，低于其他业务增长率。这类服务包含即时通信 IM、视频会议、电话会议、直播等服务。这种基于云的 UC&C 解决方案通过一个集中式门户来支撑业务通信和协作所需的多种通信功能，如即时通讯、音频和视频会议和电话，支持公有云、私有云等多种部署模式。

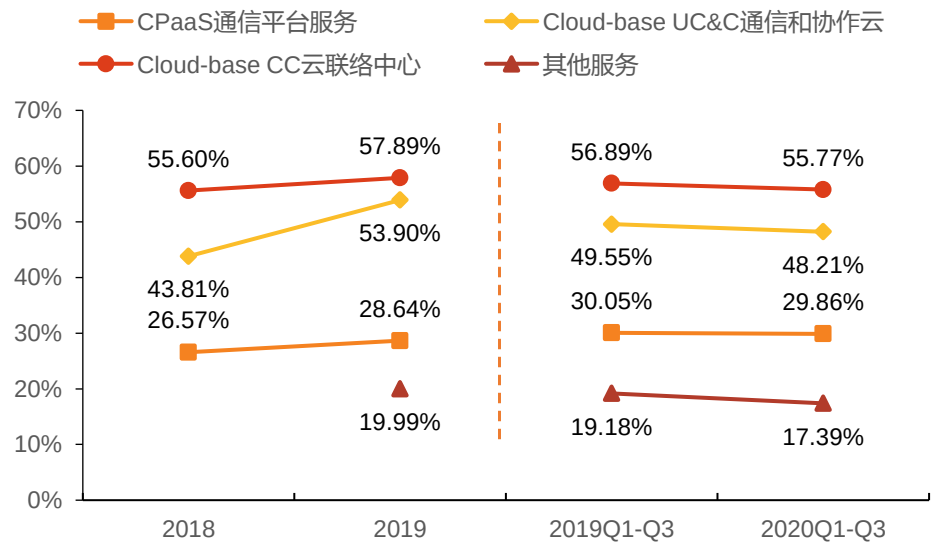
图 3：容联云分业务营收一览（亿元）（人民币）



资料来源：wind，天风证券研究所

从毛利率上看，云联络中心毛利率水平最高，2019 年达 57.89%，趋势稳定。通信和协作云业务毛利率 2019 达 53.9%，同比提升 10.09pct。Cpaas 及其他服务毛利率水平相对前两者较低，在 2019 分别为 28.64%及 19.99%。

图 4：容联云分业务毛利率

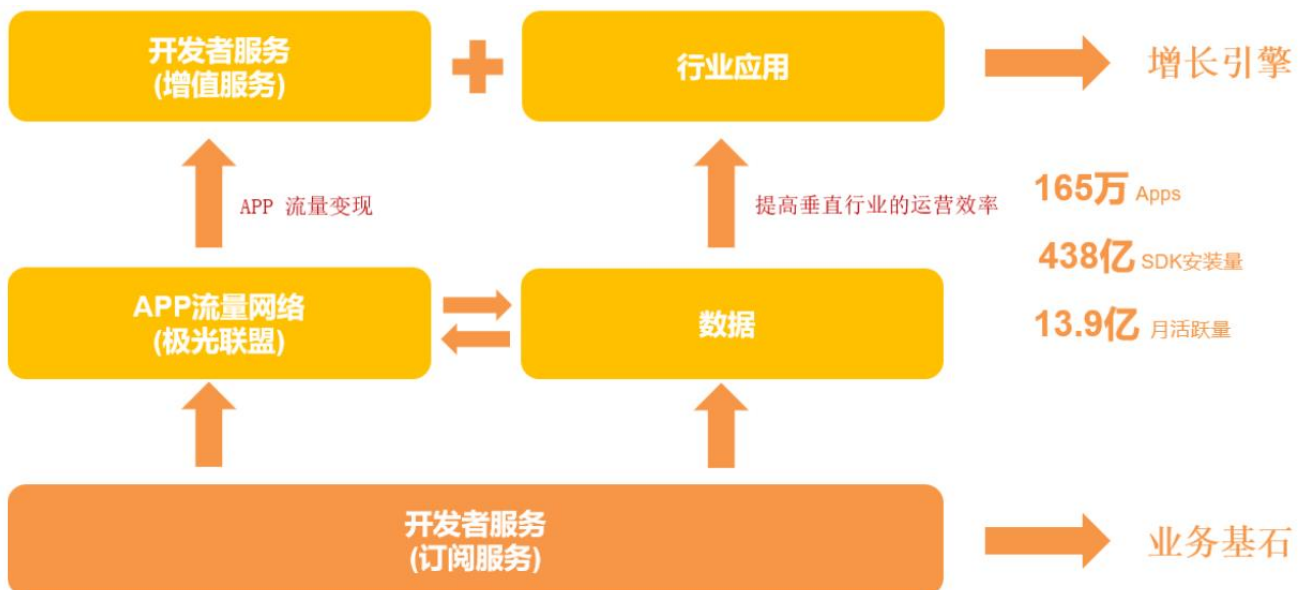


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 极光：向专精 SaaS 转型，业绩高速增长。

极光 Aurora Mobile (NASDAQ: JG) 成立于 2011 年，是中国领先的开发者服务提供商，专注于为开发者提供稳定高效的消息推送、一键认证以及流量变现等服务，助力开发者的运营、增长与变现。同时，极光的行业应用已经拓展至行业洞察、金融风控与商业地理服务，助力各行各业优化决策、提升效率。

图 5：极光主要营业模式

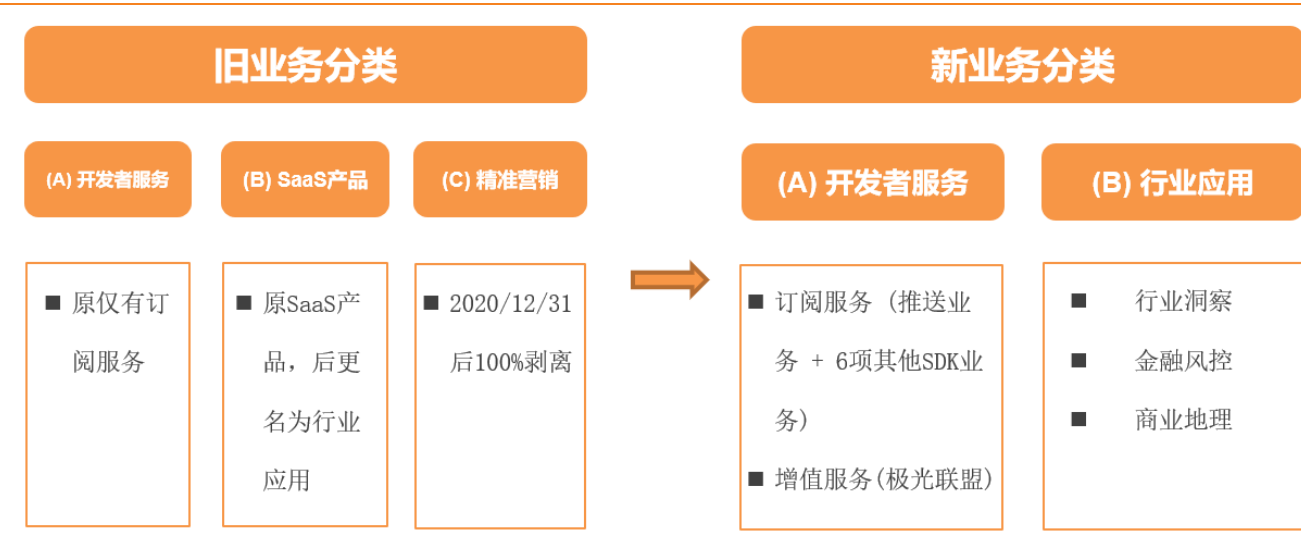


资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所整理

自 2021 年完全退出精准营销业务收入后，公司收入以 SaaS 业务为核心精简为两部分，分别为 1) 开发者服务的订阅服务和增值服务收入，以及 2) 行业应用服务收入。这次战略

转型的完成，预示着极光把重点放在提供移动开发者所需要的产品和服务的商业模式上，帮助开发者提升用户运营，增长和变现的能力。是从数据到产品及服务的转变，也是将付费客户群体从以广告主为主转向 APP 开发者为核心的转变。

图 6：极光新旧业务分类一览



资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所整理

图 7：极光客户



资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所

2.1. 公司业务

➤ 开发者服务-订阅服务

多样化智能软件满足开发者运营需求，包含推送，统计，通信云服务，短信，认证，魔链，分享等 SDK 服务。

图 8：开发者服务-订阅服务内容

产品

- SDK 工具
- 包含：
 - 极光推送（为主）
 - 极光统计
 - 极光及时通讯
 - 极光短信
 - 极光分享
 - 极光认证
 - 极光魔链

客户

- 付费客户数量：2,058[#]
- ARPU：RMB16,849[#]

收入模型 (Freemium)

功能	免费服务	高级版付费服务
Fee	N/A	基于App的日活用户数量
推送速度	20万条/秒 (共享)	20万条/秒 (独享)+1百万条/秒 (共享)独享极速推送通道，免排队
广播调用次数	10条/天	100条/天 (可调高) - 每天同时向所有用户推送更多信息
API调用	600/分钟	1200/分钟 (可调高) - 更高调用频率，满足点对点推送需求
全天推送次数	200 万次/天	无限制
技术支持	网站、邮件、电话咨询	专业技术人员7x24小时在线提供1对1技术支持 – 专人服务，更贴心
文件推送	20个文件	100个文件 (可调高)- 批量发送，降低频次消耗

资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所整理

➤ 开发者服务-增值服务

增值服务包括‘极光联盟’服务和广告 SaaS 的收入。随移动 APP 市场竞争日趋激烈，以及出现用户增长停滞且成本高昂的困难，移动 APP 开发者迫切需要基于现有用户群寻找更多的商业化变现来源。开发者服务订阅业务可以满足移动 APP 开发者的运营需求，而‘极光联盟’服务则更可以帮助满足移动 APP 开发者的流量商业化变现需求。通过汇集的海量流量，通过轻推送和应用内消息这两个创新的产品形态来展示推荐内容。轻推送的目的在于巩固现有唤醒客户，持续开拓新的潜在客户。应用内消息的核心在于用户使用应用时，向活跃用户发送有针对性的消息来鼓励用户使用应用的关键功能，从而增强这些用户的留存率。

截至 20Q3，极光联盟里日活跃用户总数已超 1 亿，其中包括 wifi 万能钥匙，美图秀秀之类的超级 APP。获得超级 APP 的加入彰显了‘极光联盟’产品的商业价值和高度的市场认可，这些产品可以帮助移动 APP 进一步实现流量的全新商业化变现方式。在需求端，极光汇集了电商，金融，教育，超级 APP 等行业客户的获客需求。其中，小程序开发者需求旺盛，在 3 季度大约 45%的联盟收入都来自于小程序开发者。极光打造的全新的流量生态，将为小程序生态的繁荣带来急需的站外流量。

图 9：开发者服务-增值服务内容-极光联盟业务模型图例



资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所整理

图 10：极光联盟产品演示



资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所整理

- 行业应用服务包含行业洞察、金融风控以及商业地理服务。提供海量 APP 应用运营数据，助力企业主，投资者实现全方位对标分析，洞察行业机会。有效识别欺诈风险，重新定义大数据的价值。打通线上线下大数据，赋能现代商业，提升企业核心竞争力。更提供依托极光大数据，针对企业调查目的，提供问卷设计，用户筛选，随即投放，分析决策等一站式调研服务。

图 11：行业应用服务-解决垂直行业痛点

行业应用			
	行业洞察	金融风控	商业地理
业务描述	提供行业趋势分析以及移动应用程序的运营数据，助力企业洞悉先机	帮助客户更为精准地识别信用风险和欺诈风险	通过地理围栏，帮助客户洞察客户，制定更智能，更有影响力的运营决策
目标客户	市场投资者，PE/VC，企业	金融机构和金融科技公司	零售、地产、景区、汽车等
收费模式	按订阅app 数量或查询数量收费	按咨询数量以及风险因子特征数量收费	按月收费或收取一次性收费，商业决策按项目收费

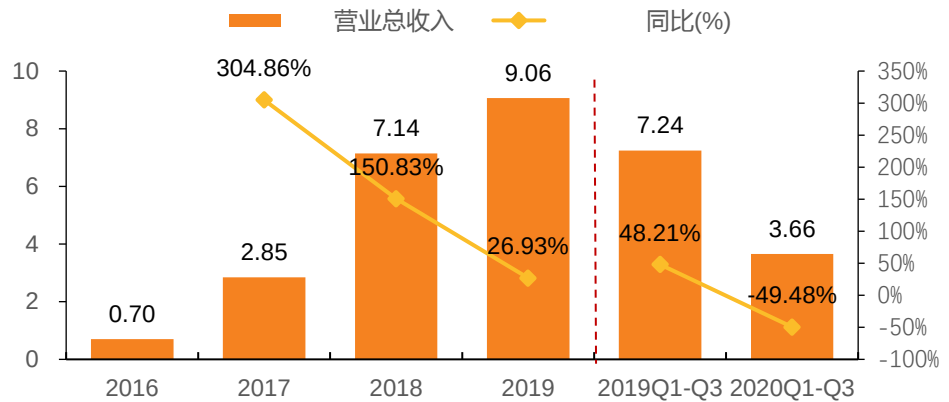
资料来源：公司官方介绍 PPT，天风证券研究所整理

2.2. 财务状况

据极光 20Q3 财报，20Q1-Q3 收入 3.66 亿元人民币，同比下降 49.48%；扣非归母净利润 -1.36 亿元人民币，同比下降 89.45%，毛利率为 39.95%，2019 年 Q1-Q3 为 27.15%。月度独立活跃设备数量由 19Q3 的 13.4 亿增长至 20Q3 的 13.9 亿。付费客户数量由 19Q3 的 2312 位增长至 20Q3 的 2405 位。从业绩表现上看，三季度极光收入下降幅度较大，主要系公司战略性退出占营收比例较大但盈利能力差的精准营销业务（该业务 20Q1-Q3 收入

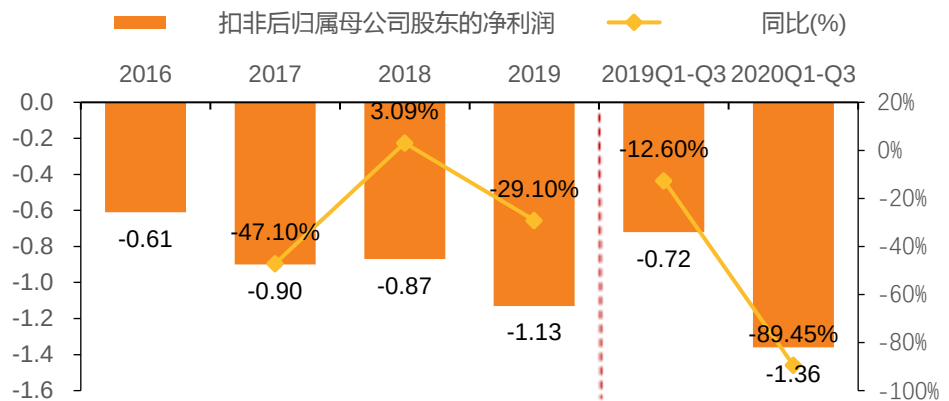
同比下降 68%)，转型纯 SAAS 服务（即开发者服务+行业应用）所致。

图 12：极光营收（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

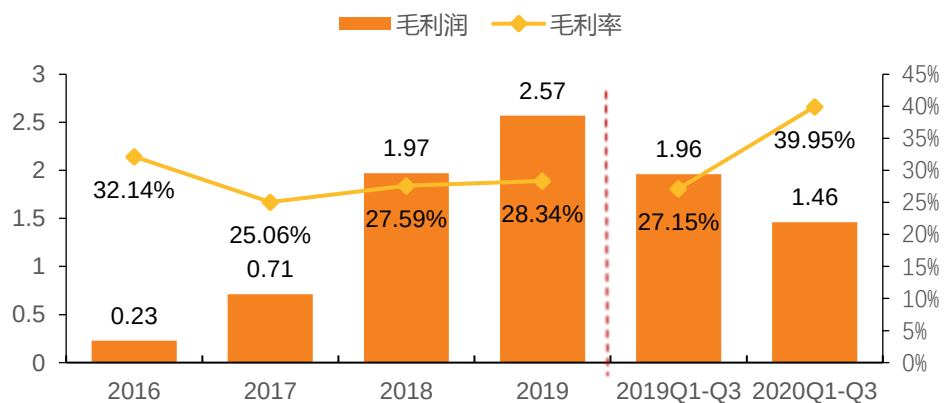
图 13：极光扣非归母净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

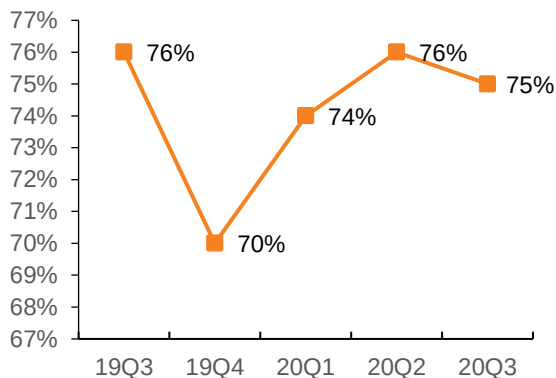
剥离精准营销业务后公司 20Q3 整体毛利率达到历史新高 39.95%，其中开发者服务和行业应用业务所组成的 SaaS 业务毛利率高达 75%，精准营销的毛利润贡献较低。经公司披露，预计未来三年 SaaS 业务毛利率将稳定上升至 77%。而 SaaS 业务收入占比逐渐增高，20Q3 达 60.40%，毛利润占比达 96%，充分体现 SaaS 业务高毛利率的特点。

图 14：极光毛利润及毛利率（亿元）



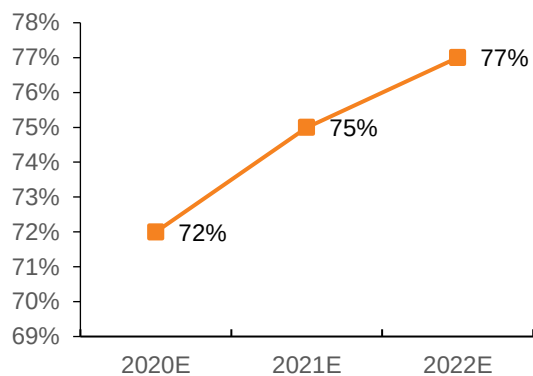
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15: SaaS 业务毛利率



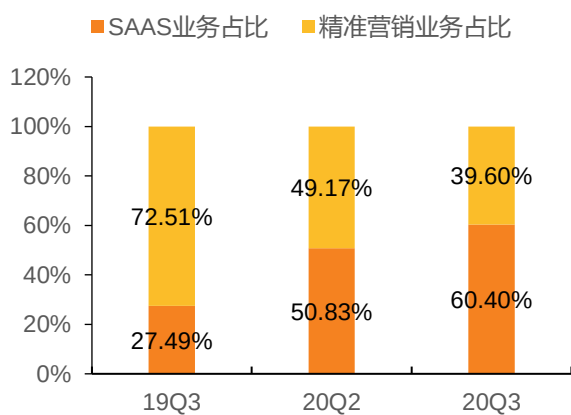
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所整理

图 16: SaaS 业务未来三年毛利率预测



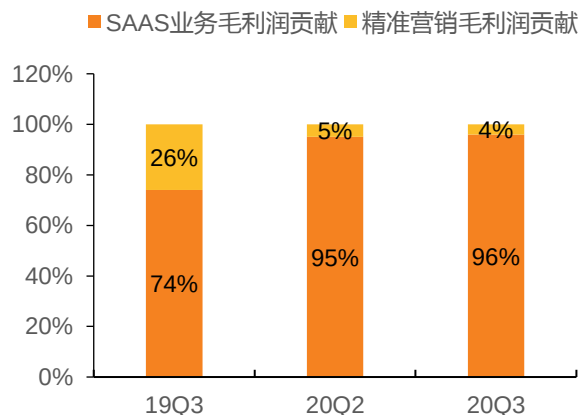
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所整理

图 17: 各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

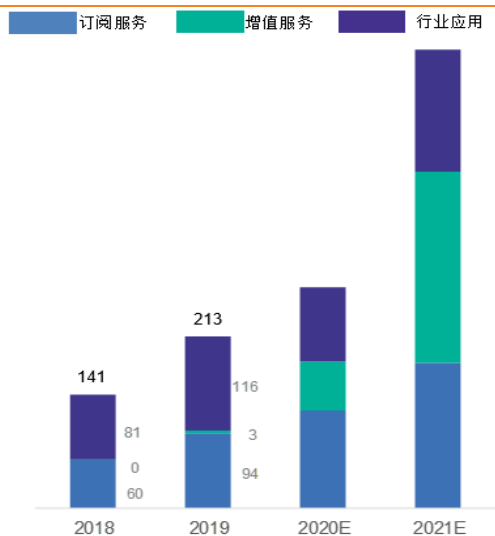
图 18: 各业务毛利收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2018 及 2019 Pro-Forma 收入 (剥离精准营销收入) 中, SaaS 业务 (开发者服务订阅, 增值服务和行业应用) 均保持优秀增长态势。公司预计 2021 年集团收入得益于增值服务将会有大幅增长。

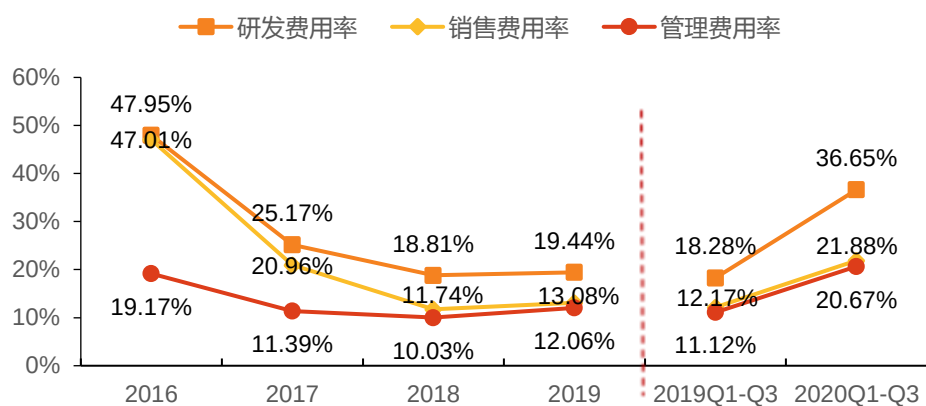
图 19: Pro-Forma 收入 (订阅服务+增值服务+行业应用) (单位: 百万)



资料来源: 公司官方介绍 PPT, 天风证券研究所

费用率 2016-2018 逐年下降, 至 2019 年研发费用率, 销售费用率, 管理费用率分别为 19.44%, 13.08%, 12.06%。20Q1-Q3 费用均下降, 主要系公司有良好的费用管理, 但由于疫情影响 20 年正常营收, 费用率有所增高。

图 20: 极光费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 可比公司估值

表 1: SaaS 美股龙头公司及部分中国 SaaS 公司可比估值

公司	市值 (亿人民币)	PE			EV/SALES			PS		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Sales Force	13970.70	50.8	67.0	55.7	10.1	8.4	7.1	10.2	8.5	7.2
Service Now	6989.92	101.1	78.4	58.8	18.7	15.0	11.9	18.9	15.1	12.0
Shopify	10429.71	343.7	266.9	164.6	39.0	29.5	21.2	40.4	30.5	21.9
Workday	4058.04	96.9	89.6	72.2	14.4	12.4	10.4	14.6	12.5	10.5
Atlassian	3900.72	215.0	171.7	129.7	30.7	26.1	21.4	31.1	26.4	21.6
Square	7535.90	218.4	141.4	95.9	8.3	7.6	5.6	8.4	7.7	5.6
Veeva Systems	2847.47	102.4	93.4	78.6	29.4	24.8	20.9	30.4	25.7	21.7
Zoom	7317.95	133.2	130.5	108.9	43.2	31.5	26.2	43.9	32.1	26.6
Paycom Software	1467.31	89.9	69.3	55.1	22.4	18.0	14.6	22.5	18.1	14.7
Twilio	4116.30	—	1263.4	567.9	25.3	19.3	15.1	26.3	20.0	15.7
Okta	2263.10	6937.9	4038.5	692.0	41.9	31.7	24.9	42.6	32.2	25.3
Agora(声网)	481.84	—	1220.5	—	38.8	26.7	18.7	42.4	29.2	20.4
RaaS(容联云)	233.08	—	—	—	—	16.2	—	—	—	—
微盟	471.09	—	243.6	106.7	21.0	13.8	10.1	21.0	13.8	10.1
有赞	487.44	—	—	—	26.3	16.8	11.5	26.6	17.1	11.7
极光	46.58	—	—	—	—	10.9	6.6	—	10.9	6.6

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

投资建议：极光增值服务 SaaS 受更多加入极光联盟的 APP 数量驱动设备数量增长，从而推动算法模型优化，同时支持广告显示功能的设备数量增量有利于不同类型广告主数量及广告填充率提升，再通过广告主多样化的扩张和算法持续优化来提升 eCPM。开发者服务公司推出更多产品包括最新的短视频功能挖掘更多的 APP 付费客户，提升老客户留存率，通过产品驱动 ARPU 提升极光订阅服务和行业应用的高速增长。SaaS 行业估值持续提升，容联云上市等进一步催化美股 SaaS 类公司关注度，公司当前 21 年 PS 约为 10.9x，与 SaaS 行业平均估值 19.29x 仍有明显差异，建议关注。

4. 风险提示

- SaaS 行业竞争加剧，接受度不及预期
- 客户流失率提高
- 企业数字化转型不及预期，技术落地不及预期
- 政策推进不及预期

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com