

美股SaaS板块研究框架

分析师: Franky Lau

SFC CE Ref: BRQ 041

联系邮箱: frankyliu@futu.hk

联系人: 李辰

联系邮箱: richardli@futunn.com

目录

一、美股SaaS行业现状：合计市值超17000亿美元，近5年跑赢纳指

二、如何筛选出好SaaS：经营、财务指标分析

三、核心标的

四、风险提示以及免责声明

美国SaaS云计算公司市值已经超过17000亿美元，2021年收入合计超1300亿美元

- 企业SaaS服务是万亿美元级大赛道，知名SaaS指数BVP Nasdaq Emerging Cloud Index成分股总市值超1.7万亿，2021年收入合计超1300亿美元，平均市销率 (P/TTM REVENUE) 12.4倍。
- 美国大部分SaaS企业成立于1999年后，历经8~10年的成长后实现上市。
- 美国SaaS细分领域众多，差异化竞争特点显著。通用型SaaS包括CRM、办公协同、ITSM、云安全等，垂直型SaaS包括Shopify、Autodesk、Veeva等。

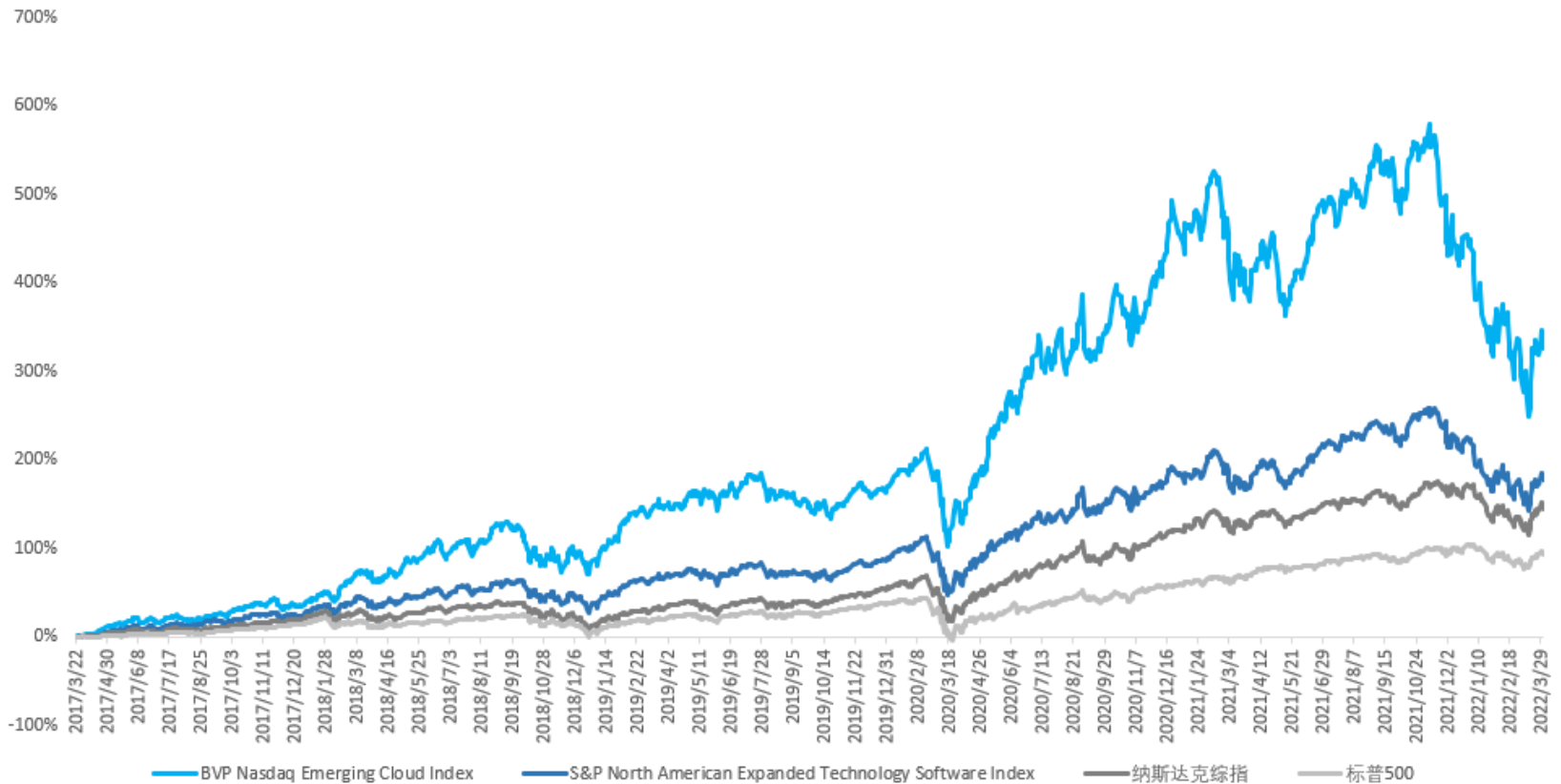
图：美股主要SaaS企业(2022.3.31)

证券代码	证券简称	市值 (亿美元)	TTM营收 (亿美元)	成立日期	IPO日期	主要SaaS业务
ADBE.O	奥多比(ADOBE)	2,155	158	1982-12-01	1986-08-13	全球SaaS设计软件龙头
CRM.N	赛富时(SALESFORCE)	2,101	265	1999-02-01	2004-06-23	CRM龙头
INTU.O	财捷(INTUIT)	1,359	114	1984-03-01	1993-03-11	财税SaaS
NOW.N	SERVICENOW	1,113	59	2004-06-01	2012-06-29	流程管理、IT自动化
SHOP.N	SHOPIFY	851	46	2004-09-28	2015-05-21	电商SaaS
SQ.N	BLOCK	786	177	2009-06-01	2015-11-19	门店一体化解决方案
SNOW.N	SNOWFLAKE	720	12	2012-07-23	2020-09-16	全球领先云数据平台
WDAY.O	WORKDAY	601	51	2005-03-01	2012-10-12	人力资源管理及财务管理
CRWD.O	CROWDSTRIKE	524	15	2011-11-18	2019-06-12	终端安全平台
DDOG.O	DATADOG	475	10	2010-06-04	2019-09-19	全球领先IT性能监控
ADSK.O	欧特克(AUTODESK)	465	44	1982-04-01	1985-06-01	CAD产品设计、建筑信息化管理
ZM.O	ZOOM	350	41	2011-04-01	2019-04-18	云视频会议龙头
ZS.O	ZSCALER	340	9	2007-09-01	2018-03-16	云安全
NET.N	CLOUDFLARE	338	7	2009-07-01	2019-09-13	网络安全及性能服务
VEEV.N	VEEVA SYSTEMS	327	19	2007-01-01	2013-10-16	医药行业CRM、项目管理
TWLO.N	TWILIO	299	28	2008-03-13	2016-06-23	全球最大云通信
ZI.O	ZOOMINFO TECHNOLOGIES	240	6	2019-11-14	2020-06-04	B2B营销情报
OKTA.O	OKTA	236	13	2009-01-01	2017-04-07	企业级身份与访问管理
BILL.N	BILL.COM	234	4	2006-04-07	2019-12-12	电子签名
HUBS.N	HUBSPOT	225	13	2005-04-04	2014-10-09	自动营销

美股SaaS、软件板块相对大盘超额收益明显

- 2017~2022五年间，成分股以**新兴SaaS公司**为主的**BVP Nasdaq Emerging Cloud Index**涨幅**320%**，大幅超过同期**纳斯达克综指 +137%**、**标普500 +89%**的表现。成分股以**软件公司**为主的**标普北美科技软件指数**涨幅**171%**，也跑赢了同期**纳斯达克综指、标普500**。

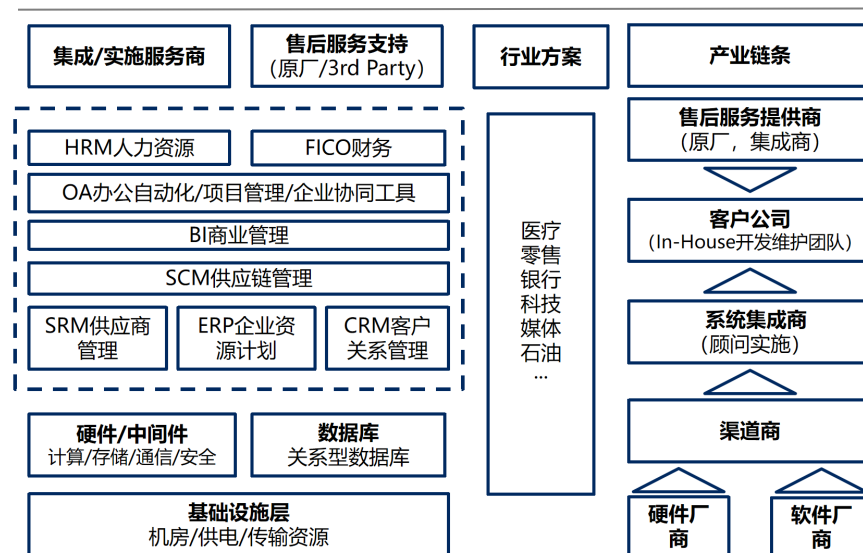
图：美股SaaS、软件板块相对标普500、纳指超额收益明显（2017~2022）



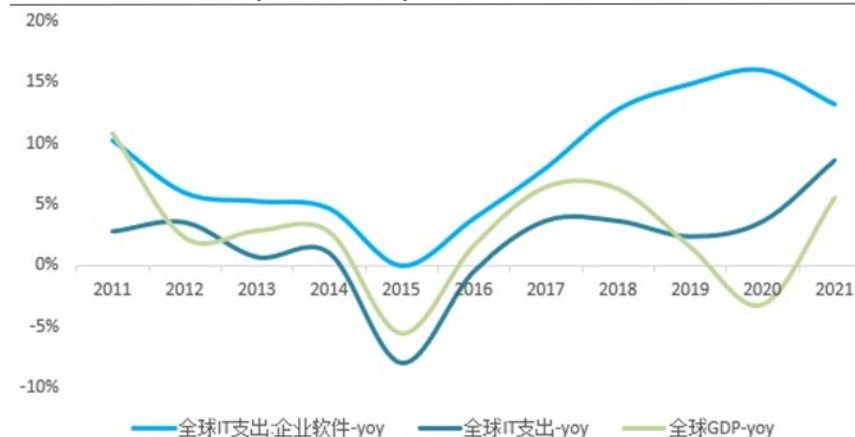
多重因素驱动SaaS行业高速发展

- 成本、体验优势，广大中小型客户带来行业增量：**传统软件主要采用On-premises的本地部署模式，服务器、存储、网络设备等基础设施均需企业自行购买，前期实施以及后期升级、维护流程均较为复杂。SaaS模式下，企业省去前期硬件开支直接按需付费，风险低且更为经济。大量支付能力不高的中小企业因此得以享受高质量的IT系统和应用。
- 企业降本增效需求，持续投资软件：**过去 20 年，美国劳动力成本指数持续上行，使得企业越来越倾向于借助软件等技术手段来实现劳动力成本的有效缩减和控制。全球企业软件支出增速超过包含软硬件的整体IT支出增速和全球GDP增速。企业软件投资规模增速持续高于硬件板块。
- IaaS高速发展助推：**2005~2010 年，云计算技术逐渐成熟，亚马逊、谷歌、微软等企业分别进行IaaS的商业化推广。云计算技术的成熟，进一步提升SaaS 服务的稳定性及并发性、提升客户体验效用，从而形成正向循环。

图：传统企业软件生态系统



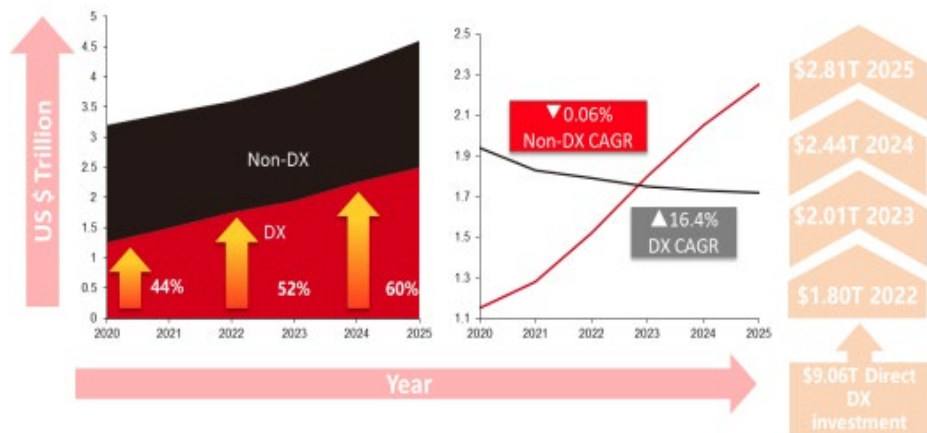
图：全球IT支出增速(2011-2021)



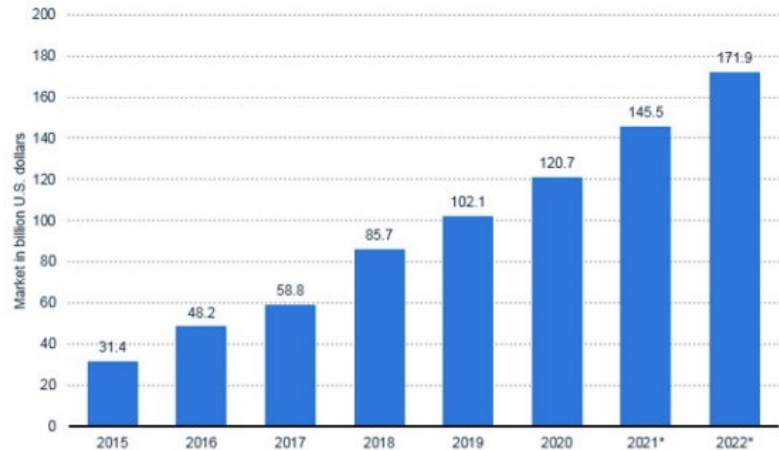
数字化进程不断深入，SaaS板块有望维持稳健增长

- **全球企业数字化转型将加速，驱动IT支出。**据IDC预测，2022-2025年，企业数字化转型（DX，digital transformation）直接投资的复合增长将进一步加速，预计达到16.4%。从企业层面来看，2021年53%的企业已经制定了全企业范围的数字化转型策略，较2019年上升了16pcts。全球范围内的企业正在进入一个以数字化竞争为核心的新阶段。
- **全球SaaS终端支出规模持续增长。**Statista预计2022年该指标将达到1719亿美元，较2021年增长17.9%。

图：企业数字化转型直接投资加速



图：全球SaaS终端支出规模，十亿美元



资料来源：IDC（含预测），Statista（*为预测值），富途证券

目录

一、美股SaaS行业现状：合计市值超17000亿美元，近5年跑赢纳指

二、如何筛选出好SaaS：经营、财务指标及估值

三、核心标的

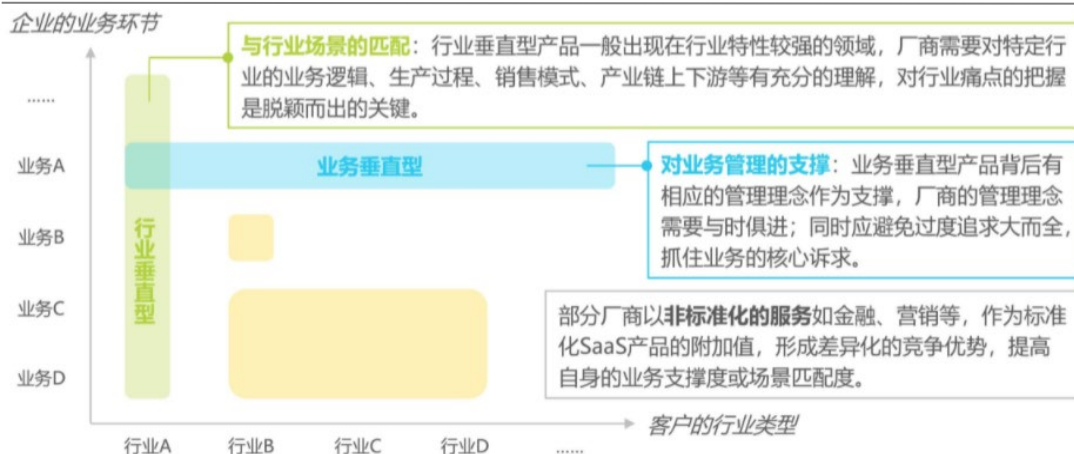
四、风险提示以及免责声明

产品是SaaS竞争关键

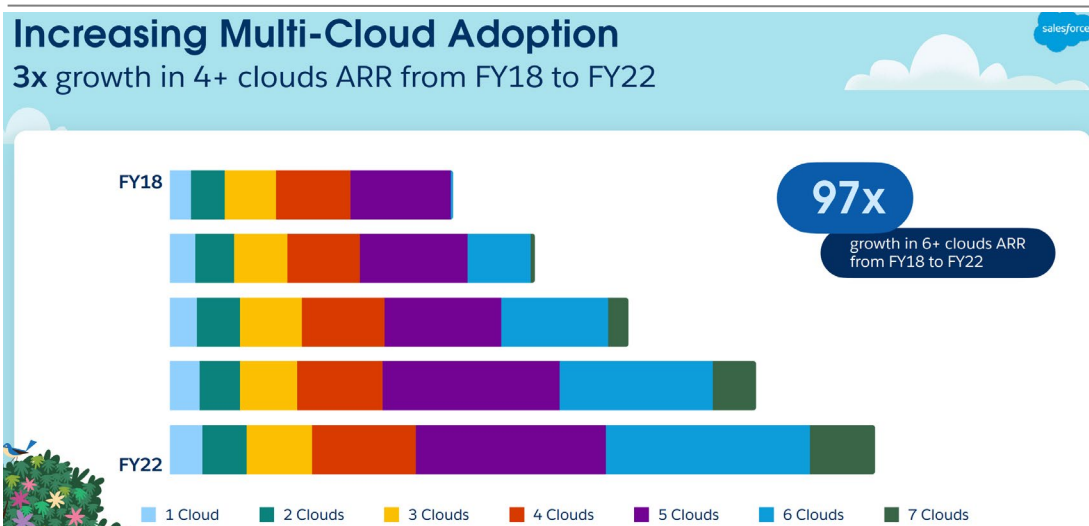
产品是SaaS公司存在的基础，只有在看懂SaaS公司产品的基础上才适合进行更多维度评估。SaaS产品竞争力主要体现在：

- **定位：**即产品与市场的匹配度（PMF：Product-market fit）如何，能否有效解决客户痛点。
- **综合体验：**产品易用性、性能等，SaaS企业需要持续研发迭代满足客户需求，能有效融合技术、产品、兼容性等多种优势的产品，才具有更高壁垒。
- **可扩展性：**单一的SaaS产品建立客户信任后，可以通过扩展产品线向老客户up-sell、cross-sell以及平台化、PaaS化来满足客户更多需求，依托一套统一的底层架构实现数据的共享、联通，以及用户的沉淀。

图：SaaS产品定位遵循“业务环节×客户行业”的矩阵图



图：使用多个Salesforce云产品的客户ARR增速更快



客户指标：获客和留存决定扩张速度及可持续性（UE模型）

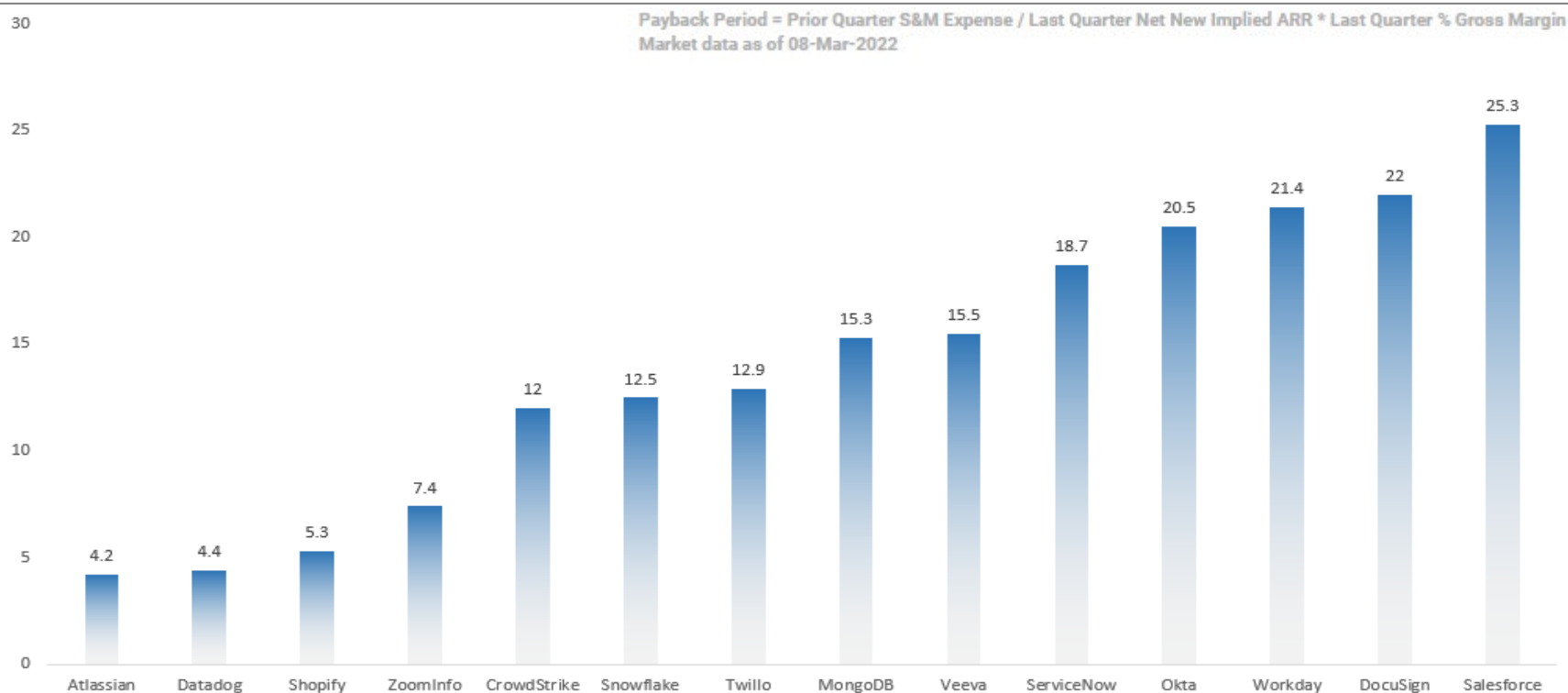
LTV	<ul style="list-style-type: none">• 客户生命周期内价值贡献• 计算公式为 $LTV = (\text{新客户ARR} * \text{毛利率}) / \text{客户流失率}$
CAC	<ul style="list-style-type: none">• 客户获取成本• 计算公式为 $CAC = (\text{销售费用} * \text{新客户拓展销售费用占比}) / \text{年度新增客户}$
LTV/CAC	<ul style="list-style-type: none">• 新客户生命周期内价值贡献/客户获取成本，该指标 $>= 3$ 较为理想• 该标准决定了SaaS企业的扩张节奏并影响长期盈利能力。若 $LTV/CAC < 1.0$，则意味着 SaaS 企业目前的新客户获取行为是在严重损害企业的内在价值
CAC Payback	<ul style="list-style-type: none">• 收回客户获取成本所需要的时间• 计算公式为 $CAC \text{ Payback}(t) = \text{用于获取新客户的销售费用}(t-1) / (\text{ARR}(t) - \text{ARR}(t-1)) * \text{毛利率}$

***局限性：** CAC 对应的费用仅包括 S&M 费用，但实际上企业在新客户获取过程中，研发费用、管理费用等均可能伴随发生，同时 LTV 假设企业客户流失率、客户年收入贡献、毛利率等核心参数都是稳定不变的。但实际上上述指标均可能伴随企业客户自身业务需求、外部市场环境、SaaS 公司产品更新&拓展等而发生明显的波动。

部分SaaS企业CAC回收期

- 如果企业在较短时间内通过订阅服务收入将客户获取成本回收，则可以再次投入获取新客，**如果回收期较长，公司将只能通过融资维系企业运转，利息费用增加且获客变慢。**
- **如果成本回收期低于12个月，意味着公司可以用不超过1年的时间从一个新客户身上实现盈利。**

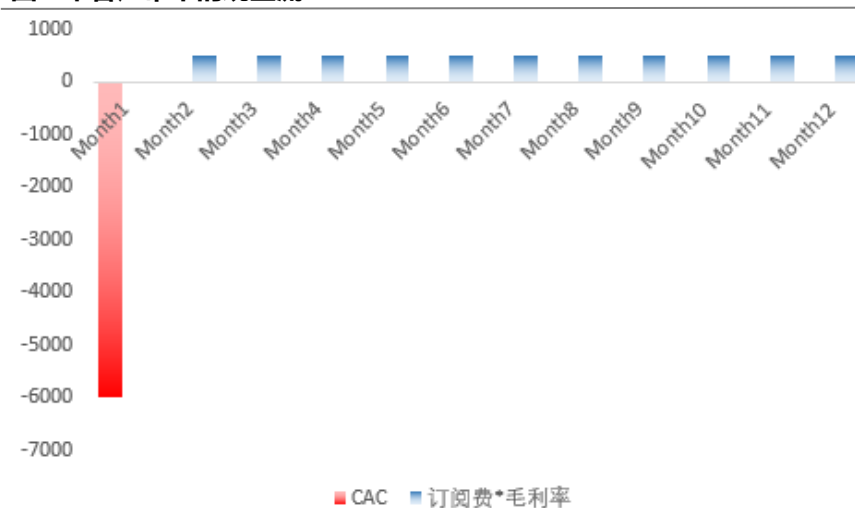
图：部分SaaS企业CAC回收期（月）



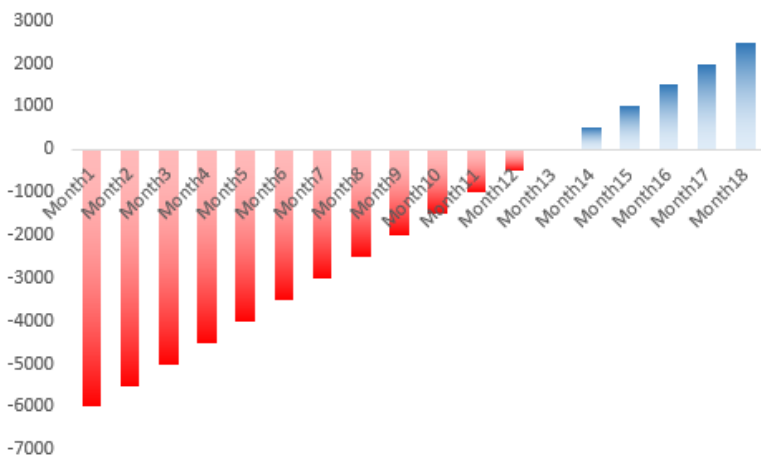
初期获客越多现金流较差，随客户积累后期规模效益显著

- SaaS企业初始获客费用开支较大，获客后通常预收客户12-36个月（1-3个年度）的费用，**现金流较好，敢于循环投入获客**。实践中，SaaS企业可以在获客后以非常低的边际服务成本不断提供新业务以提升ARPU，因此单客户现金流大概率随时间而增长而非保持不变。
- 后期软件开发维护成本低，营收稳定，**随着客户积累，规模效应愈发明显**。

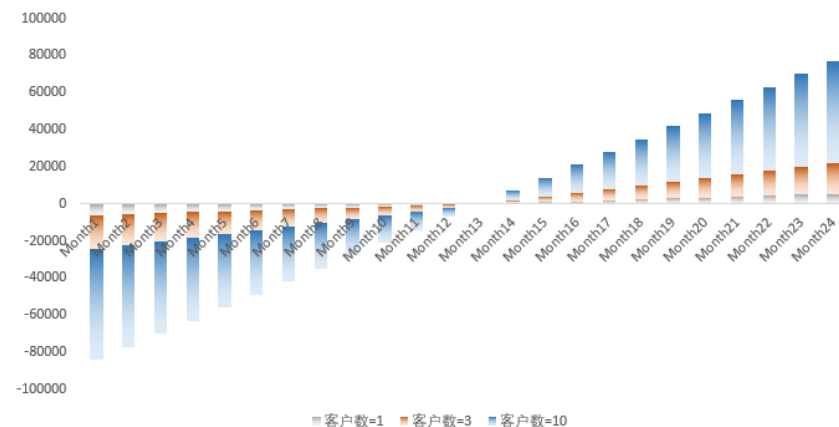
图：单客户带来的现金流



图：单客户带来的累计现金流

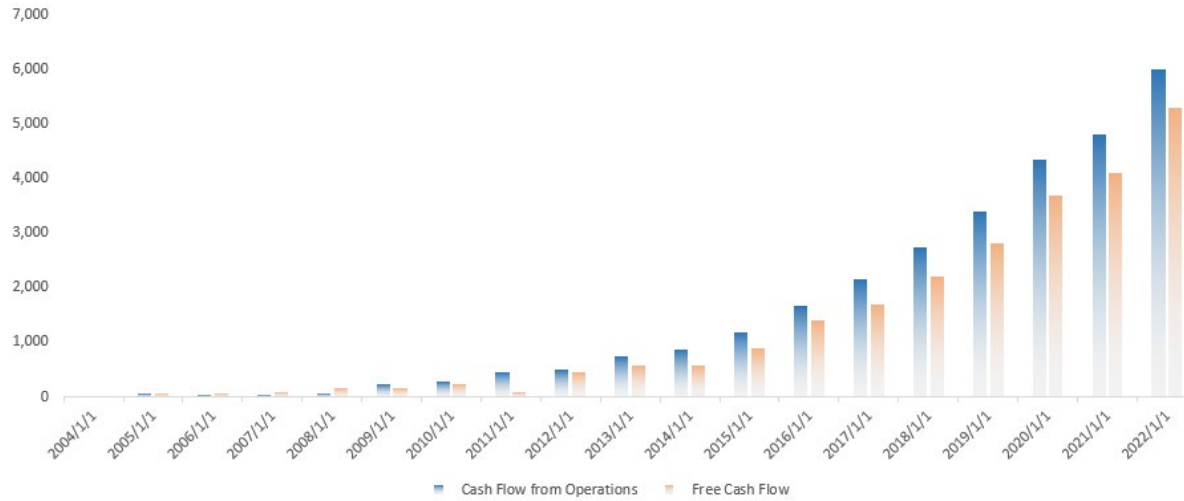


图：客户数对现金流的影响

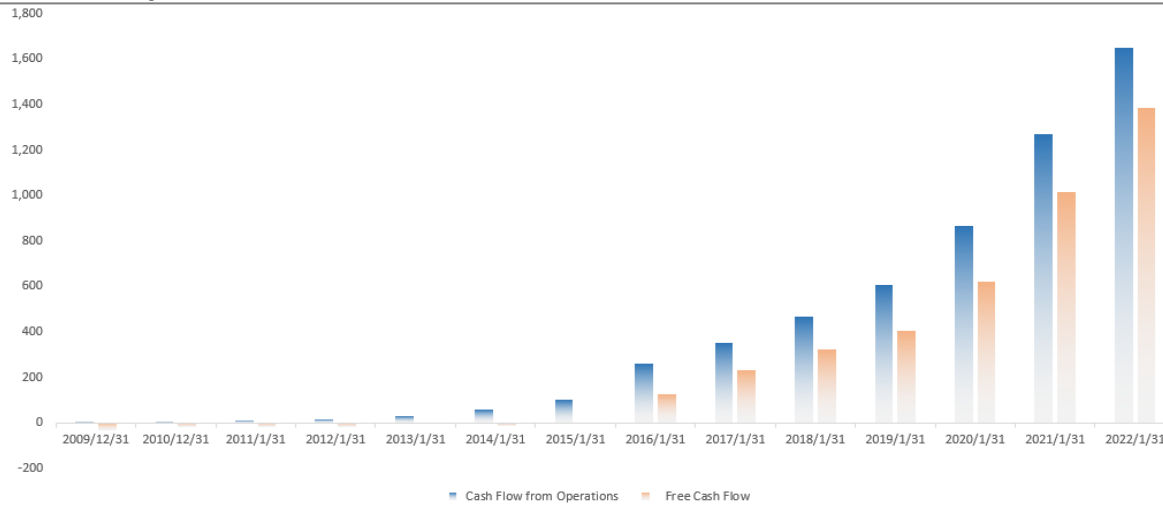


优秀SaaS企业长期现金流表现

图：Salesforce OCF、FCF长期表现（百万美元）



图：Workday OCF、FCF长期表现（百万美元）



最重要的客户指标：留存率

- Net Dollar retention/Dollar-based net retention是使用最广泛的留存指标：

NDR 本质上反映了公司在已有客户群上的价值拓展（ARPU提升）。提升NDR的途径包括：

- 1) 使用可变定价方案，如the number of seats used / the number of leads tracked;
- 2) Upsell/Cross-sell

图：留存率指标计算方式

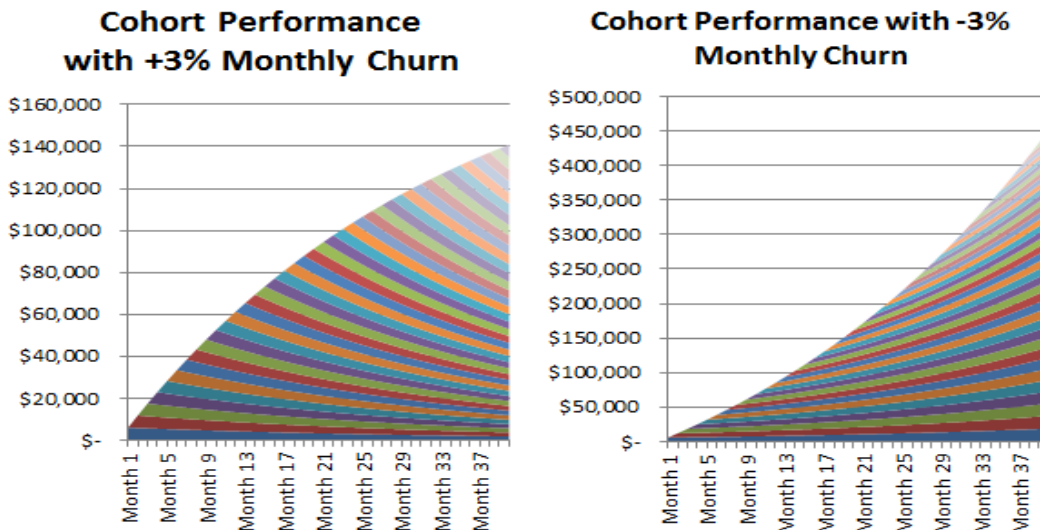
	2020	2021	变化	备注
客户A	50	200	150	Upgrade
客户B	100	50	-50	Downgrade
客户C	50	-	-50	Churn
客户D	-	100	100	新客户
总计	200	350	150	

客户	Gross retention rate	= (3-1) / 3=66%
	Churn rate	= 1 / 3=33%
	Net retention rate	= 3 / 3=100%
收入	Net Dollar retention	= (初始收入+Upgrade-Downgrade-Churn) / 初始收入=125%
	Gross Dollar retention	= (初始收入-Downgrade-Churn) / 初始收入=50%

- 高留存带来的复利效应：

假设MRR为60000美元，其他条件同等情况下，NDR为97%的和NDR为103%在37个月后的MRR表现，前者为14万美元且增长趋缓，后者为45万美元保持强劲增长。

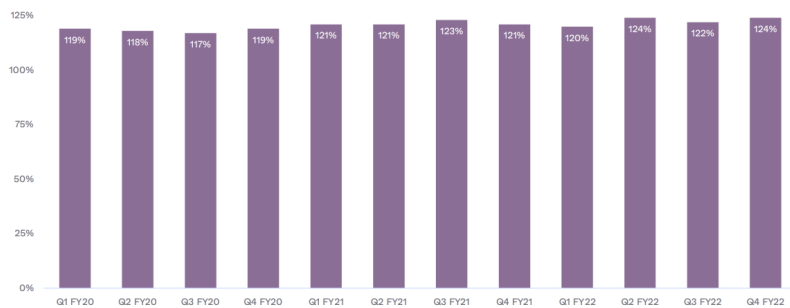
图：高留存带来的复利效应



部分SaaS公司的NDR、GDR

图: Okta NDR

TTM Dollar-based net retention rate



okta

© Data under its license. All rights reserved.

图: Snowflake NDR

DOLLAR-BASED NET REVENUE RETENTION RATE¹

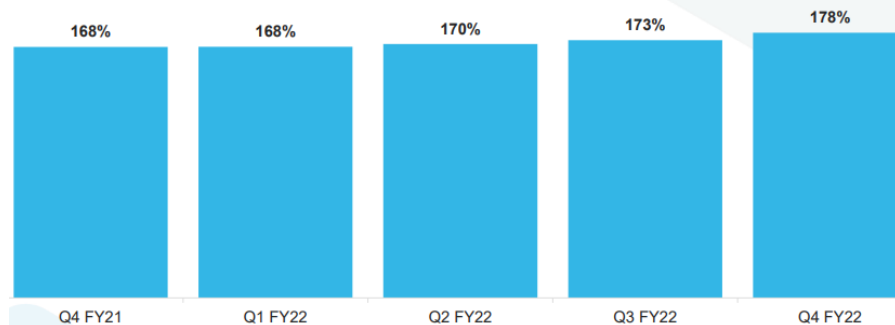
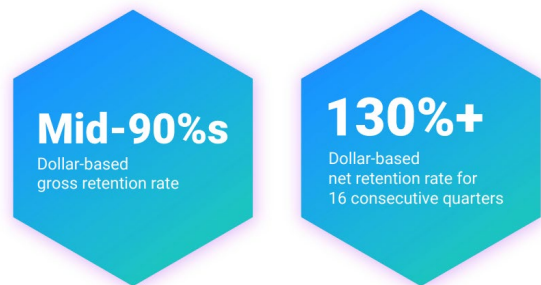
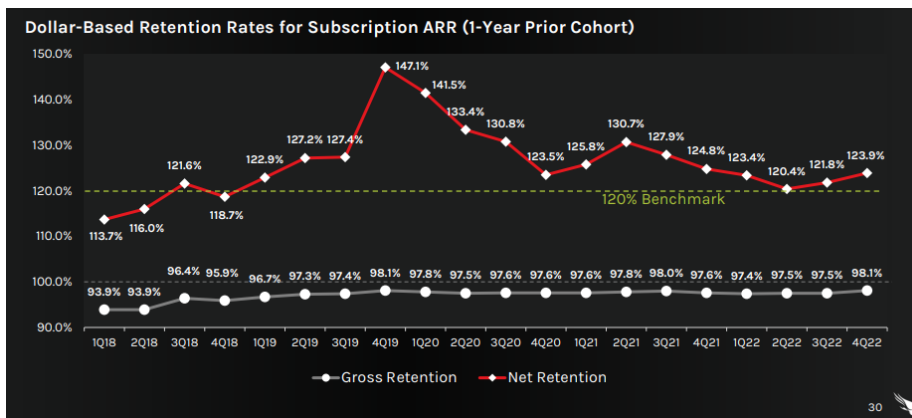


图: Datadog NDR&GDR



DATADOG

图: CrowdStrike NDR&GDR



30

收入指标：RPO、ARR提供更好增长指引，且相对横向可比

当期收入

- Revenue：反映了企业依据财务会计准则当期可以确认的收入
- Billings：这一指标表示企业当期的开票收入，计算公式为 $\text{Billings} = \text{Revenue} + \text{deferred revenue (期末)} - \text{deferred revenue (期初)}$ ，代表着当期内企业真实的现金流入，主要影响企业的现金流量表

合同&订单

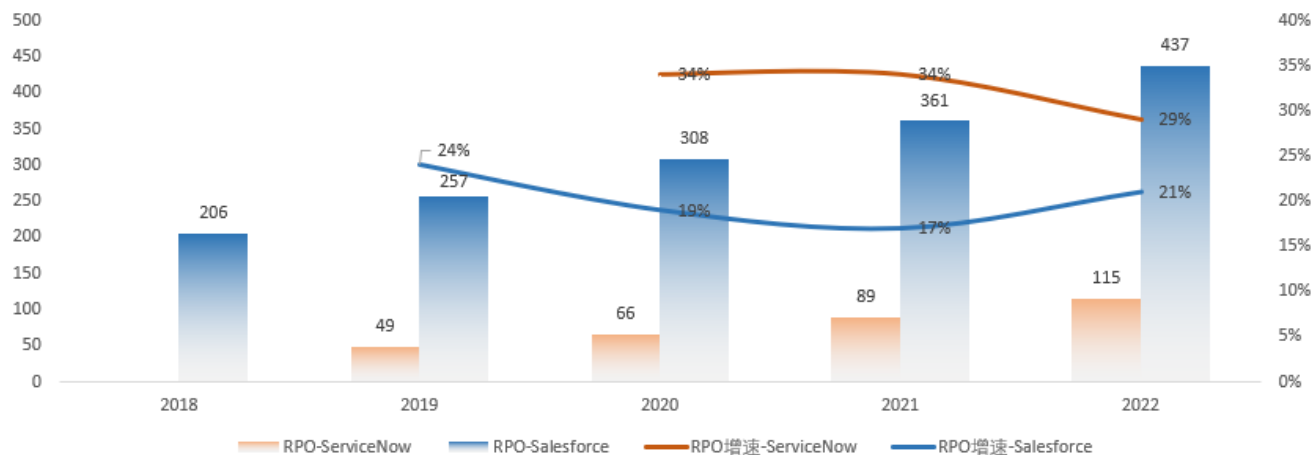
- RPO & cRPO: RPO(Remaining Performance Obligation)则是目前待履行的TCV（总合同金额），而cRPO则是未来短期（一般是未来12个月）需要履行，但尚未完成的合同金额。该指标并不会受到企业财务会计准则、开票策略等因素的影响，是对SaaS公司短期、中期的收入判断提供了逻辑支撑
- ARR (Annualized Recurring revenue)：表示年化的Recurring合同金额，计算公式为 $\text{Recurring TCv} / \text{合同年限或季度订阅收入} * 4$

收入结构

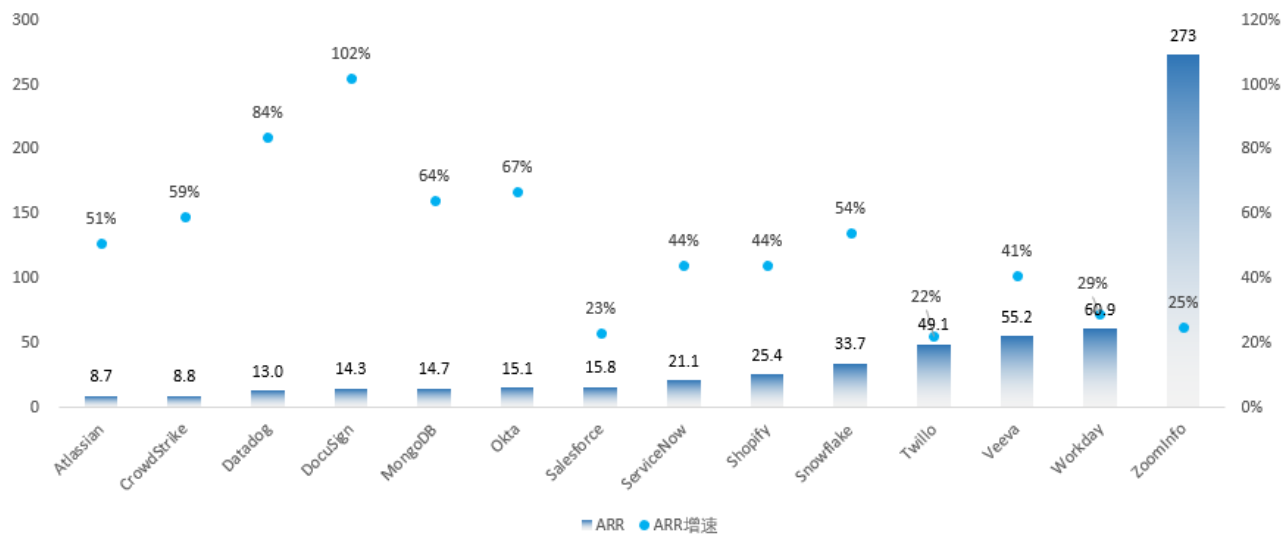
- 订阅收入：SaaS公司最常见的收入指标，主要结合账号数、账号期限、账号对应的产品功能等参数进行综合计费
- consumption 计费收入：在账号订阅模式之外，目前部分SaaS公司已开始结合自身业务特性，按照用户实际使用量收费，比如Snowflake、Twilio等企业
- 专业服务：主要指面向企业客户提供针对SaaS产品的定制开发、培训教育等相关的专业服务，一般为一次性收入

部分SaaS企业RPO、ARR对比

图：Salesforce、ServiceNow RPO (亿) 及RPO增速 (2018~2022)



图：部分SaaS企业ARR(亿) 及ARR增速 (2021Q4)



盈利指标：重点关注毛利率、销售费用率、自由现金流率

毛利率

- 毛利率主要反映企业的上下游议价能力，成本项主要来源于和产品定制化开发、专业服务相关的人力成本支出等，SaaS企业一般均具有较高的毛利率（LTM中位数76%）

销售费用率

- SaaS 公司最主要的费用项，占收入比重42%（LTM中位数）左右

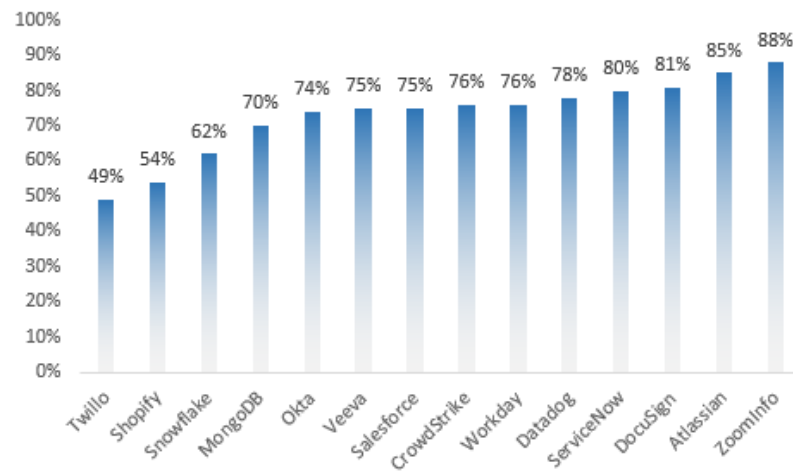
FCF Margin

- 财务指标趋于稳定后，投资者最关切的能反映现金创造和支配能力的盈利指标。同一企业不同发展阶段、不同企业之间相差较大
- FCF Margin+收入增速（Rule of 40）是目前市场评估SaaS使用较多的综合性指标，可综合评估企业的成长性、盈利能力，能够较好地消除企业发展阶段、业务策略选择层面差异带来的指标差异性

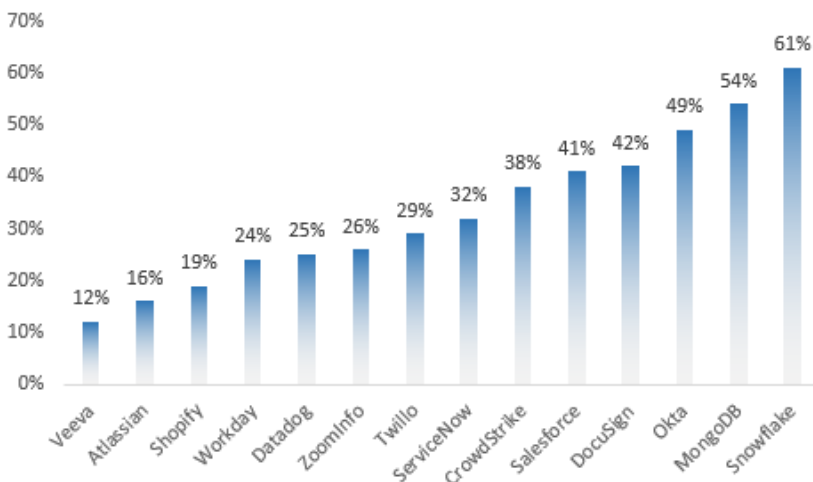
部分SaaS企业毛利率、销售费用率、FCF Margin

- 部分软件 SaaS 毛利率则较低，例如 CPaaS 领域的 Twilio (TWLO.N) (需要向电信运营商购买短信等通信资源)、数据仓库领域的 Snowflake (SNOW.N) (需要租用云计算厂商的 IaaS 资源)、电商 SaaS 的 Shopify (SHOP.N) (部分收入来自于用户 GMV 分成，计入支付相关成本项)。
- 目前全球 SaaS 市场整体还处于发展中前期，对于大部分企业而言，争夺客户仍是首要任务，因此销售费用率整体较高。

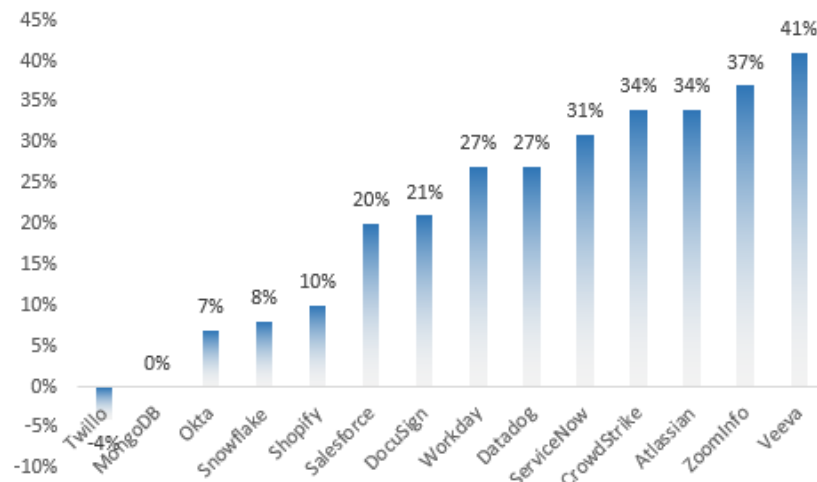
图：部分SaaS企业毛利率 (2021年)



图：部分SaaS企业销售费用率 (2021年)



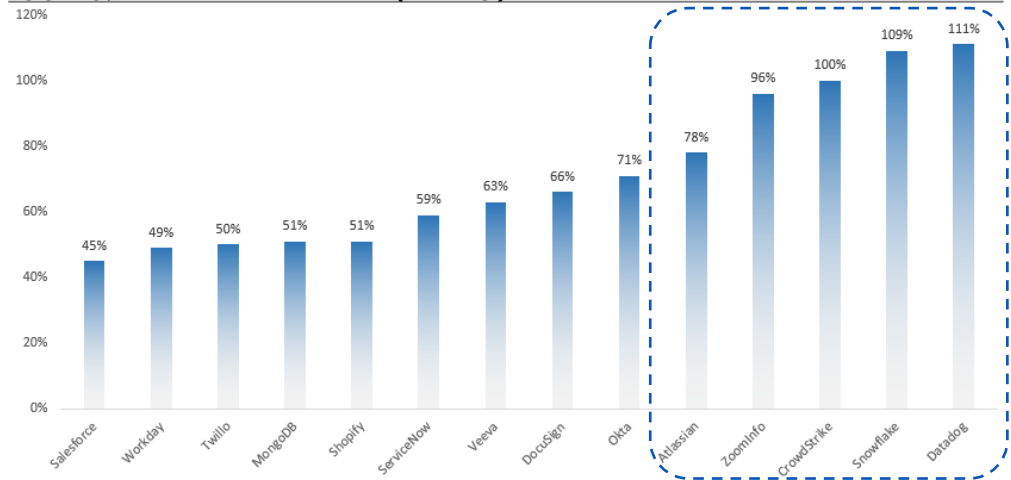
图：部分SaaS企业FCF margin (2021年)



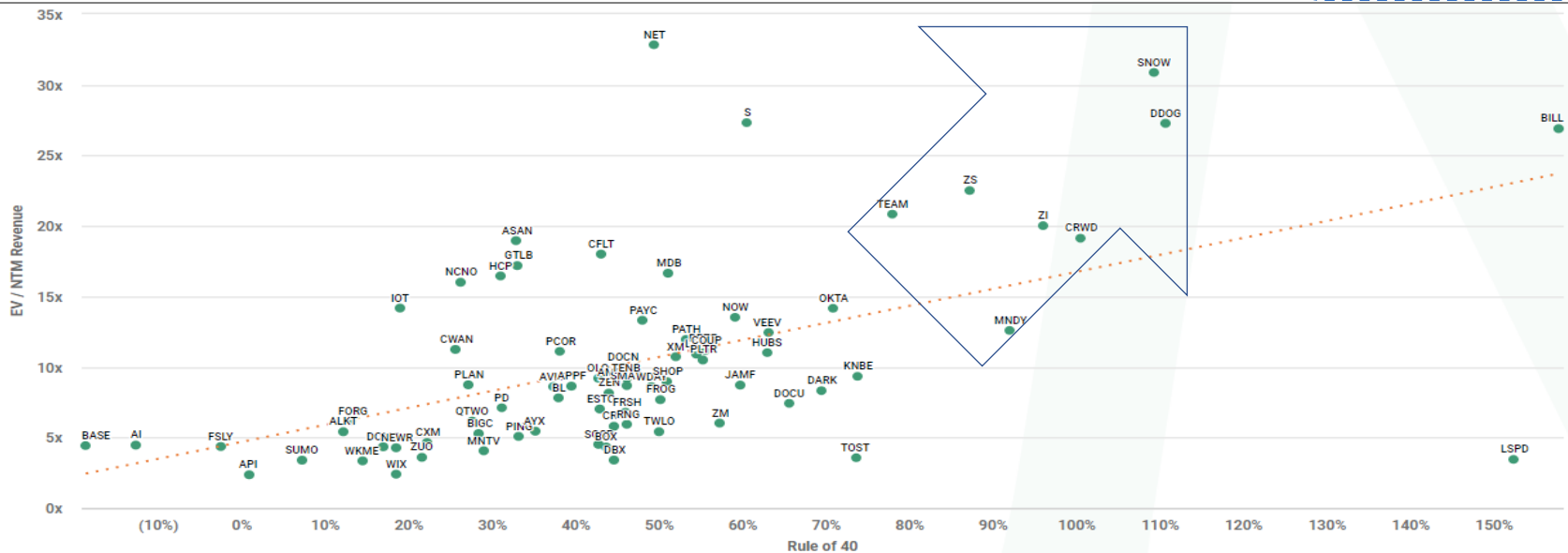
Rule of 40: 广泛使用的综合性指标

- 一般来说，较高的营收增速一般会伴随相关运营费用的高企，并压缩 FCF 空间，而对 FCF 的关注则会一定程度降低短期营收端增速，因此营收增速+FCF Margin融合，可更全面反映企业综合的运营能力。
- 按照经验规则，若 SaaS企业收入增速+FCF Margin ≥ 40 ，则表示企业基本质地不错，若指标小于 40，则表示 SaaS 企业产品缺乏竞争力，或者营销效率过低。
- 高Rule of 40的SaaS通常享有更高估值

图：部分SaaS企业Rule of 40 (2021年)



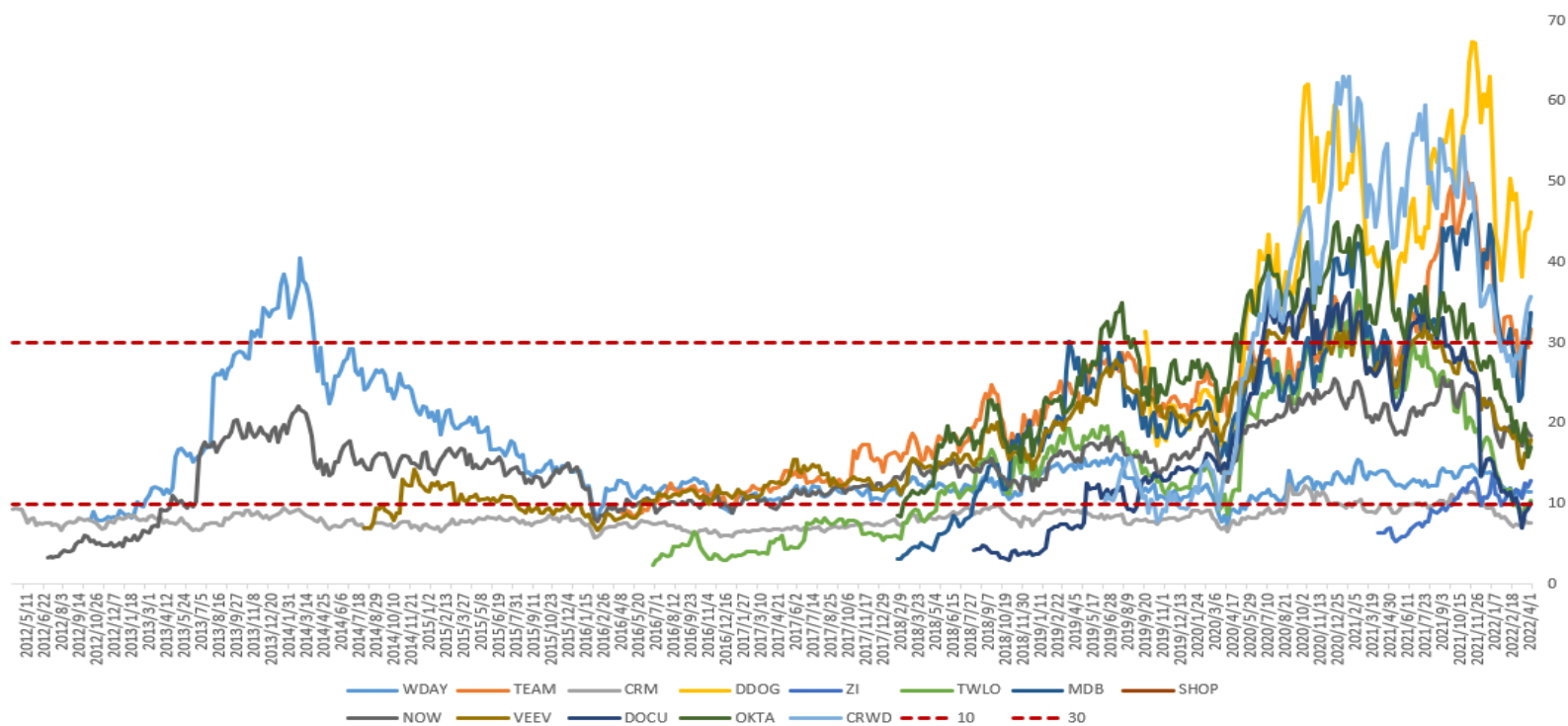
图：EV/NTM Revenue与Rule of 40相关性 ($R^2=0.29$)



估值：简易估值用P/S，全面评估需同时关注多个指标

- P/S估值计算简单，且分母**销售收入最为稳定&波动性小**，P/S值不会出现负值致使估值无意义的情况出现，因此成为最常用估值方法。因为 **$PS=PE*NM$ (净利率)**，所以**10倍PS**隐含着**SaaS企业在稳态净利率达到30%时享有33倍PE**。
- 在不同发展阶段，SaaS企业主要财务特征具有明显变化，体现在成长性、现金流、盈利能力等指标层面。因此**需要同时关注前述经营、收入、盈利等多维度指标综合评估SaaS公司的价值**。

图：部分SaaS企业近十年PS(TTM)表现



估值：自由现金流分布在远期，对利率高度敏感

- 大部分SaaS公司仍处在发展中前期，费用率较高，若经营处于正轨，营收转化为净利润的能力会随时间推移逐年提升，**全生命周期的FCF主要分布在远期，因此对长端利率高度敏感（影响分母折现率r）。**

$$DCF = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_n}{(1+r)^n}$$

- 2021年11月以来，美国通胀加剧、流动性加速收紧的预期推动长端利率快速上行，**美股SaaS板块的估值快速下挫，由14倍PS跌至最低5倍PS，收缩幅度超60%。**

图：SaaS板块PS、美国十年期国债收益率(2019-2022)



目录

一、美股SaaS行业现状：合计市值超17000亿美元，近5年跑赢纳指

二、如何筛选出好SaaS：经营、财务指标及估值

三、核心标的

四、风险提示以及免责声明

Salesforce (CRM.N) : CRM龙头, 1P+PaaS化打造超级平台SaaS

• 开创SaaS模式, 引领CRM市场:

Salesforce 由原 Oracle 高管 Marc Benioff等人于1999年创立, 创立之初就定位于SaaS。2000年2月提供CRM产品, 引领市场。FY2001公司收入达到540万美元, 订阅用户约30000名。目前全球CRM市场份额占比19.5%, 遥遥领先竞争对手, 且近年来相对份额持续提升。

• 利用龙头优势PaaS化:

2006年, Salesforce推出了基于Java的Apex语言, 允许第三方开发者开发在Salesforce服务器上运行的程序, 并调用部分Salesforce API。至此Salesforce PaaS化开启, 可通过生态圈提供企业服务。

• 持续并购扩展产品线打造超级平台: 从2006年到现在Salesforce进行了不低于70次的并购, 部分新的产品线就是这些并购公司提供的。近几年大型收购项目, 包括2018年65亿美金收购企业级应用互联商MuleSoft, 2019年以价值157亿美金股份收购世界第一的数据分析平台Tableau, 以及2021年277亿美金收购协同工具Slack。

图: Salesforce CRM市场份额

Salesforce: #1 CRM

Worldwide CRM applications 2020 revenue market share by IDC

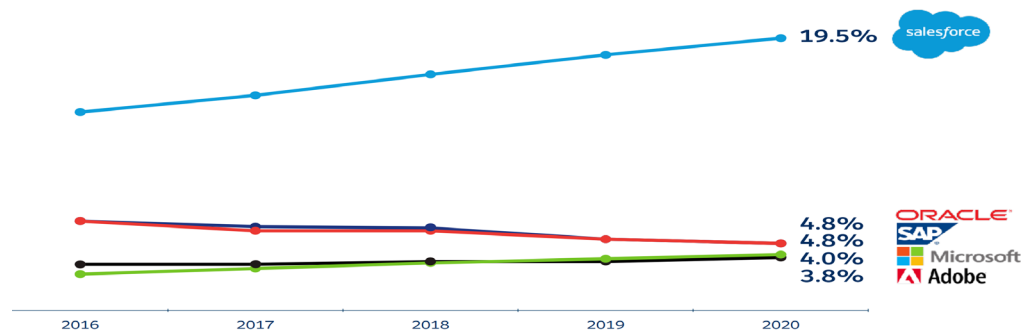
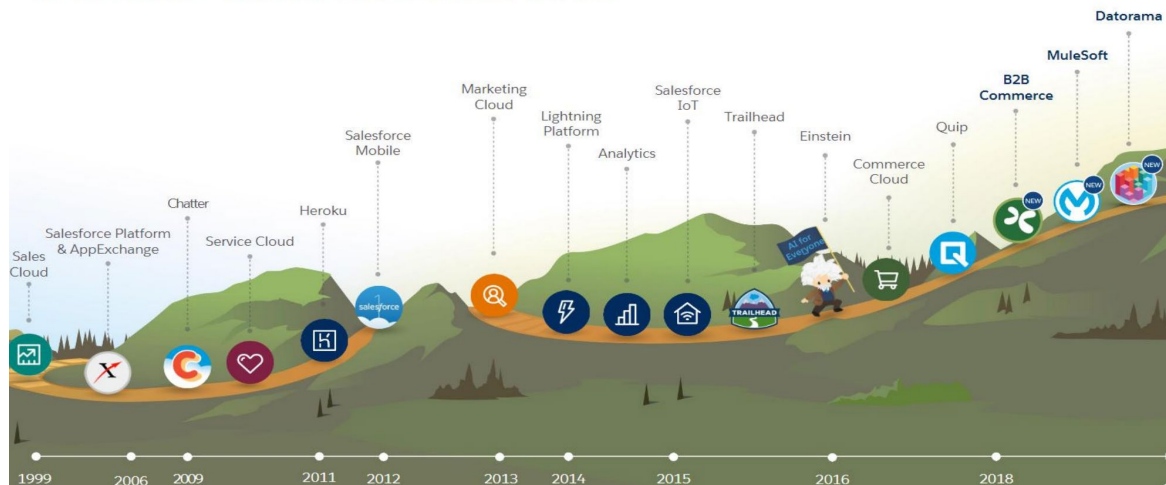


图: 自研+并购持续扩展产品线

Empowering Companies to Connect With their Customers Since 1999



ServiceNow (NOW.N) : 起家于ITSM, 逐步发展为工作流SaaS龙头

- ITSM龙头**: ServiceNow成立于2003年, 一开始的拳头产品是ITSM (IT Service Management) 系统, ITSM 软件使得IT部门可以高效的管理其他软硬件系统。随后公司陆续推出了诸如IT Operation Management、IT Asset Management、IT Business Management等应用。
- 平台+应用布局, 企业层基础数据共享**: 2012年, 公司推出了Service Automation Platform (PaaS平台), 允许第三方调用相关的接口。同时, 公司也在向CSR、HR、安全等方面扩展。目前产品主要包括NOW平台及上层应用两部分: 其中底层平台为公司核心的业务工作流程引擎; 上层应用部分, 按照面向的业务工作流程划分为IT workflows、Customer workflows 以及 Employee workflows、Creator workflows。

图: ServiceNow客户分布于多个行业

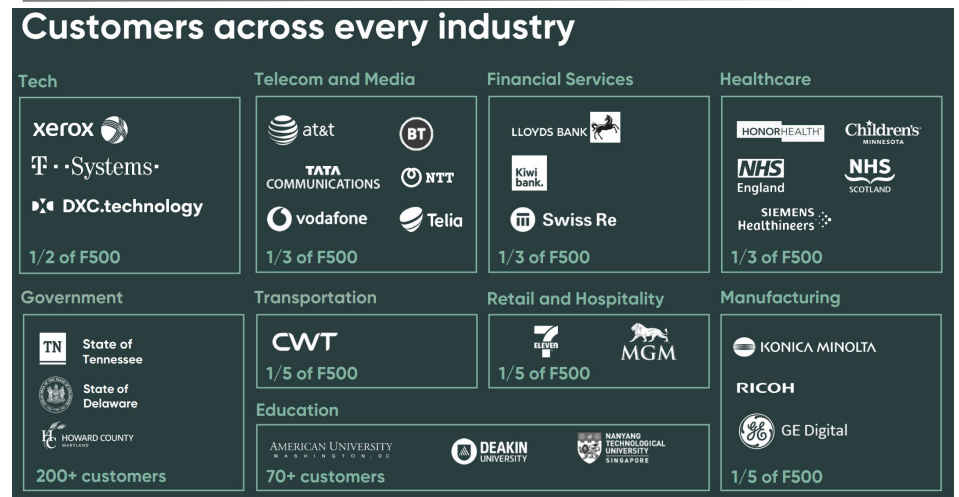
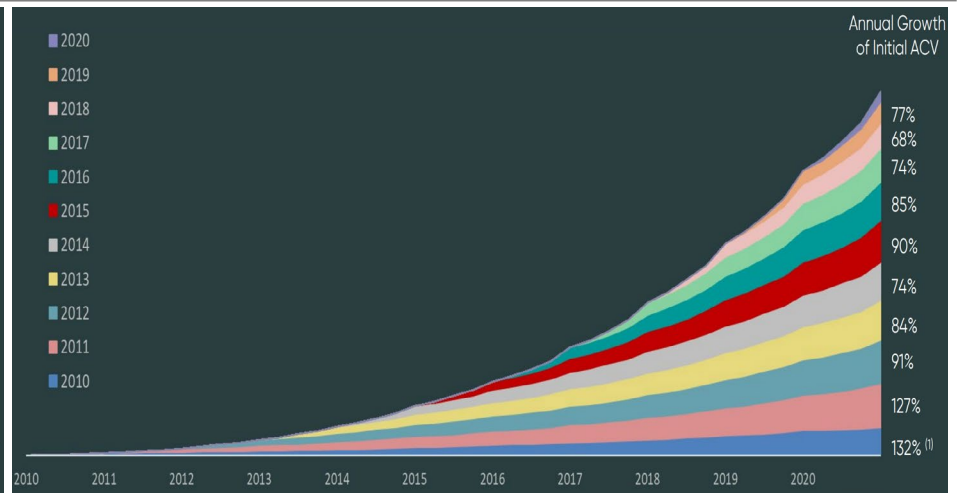


图: Now平台+四大工作流产品矩阵



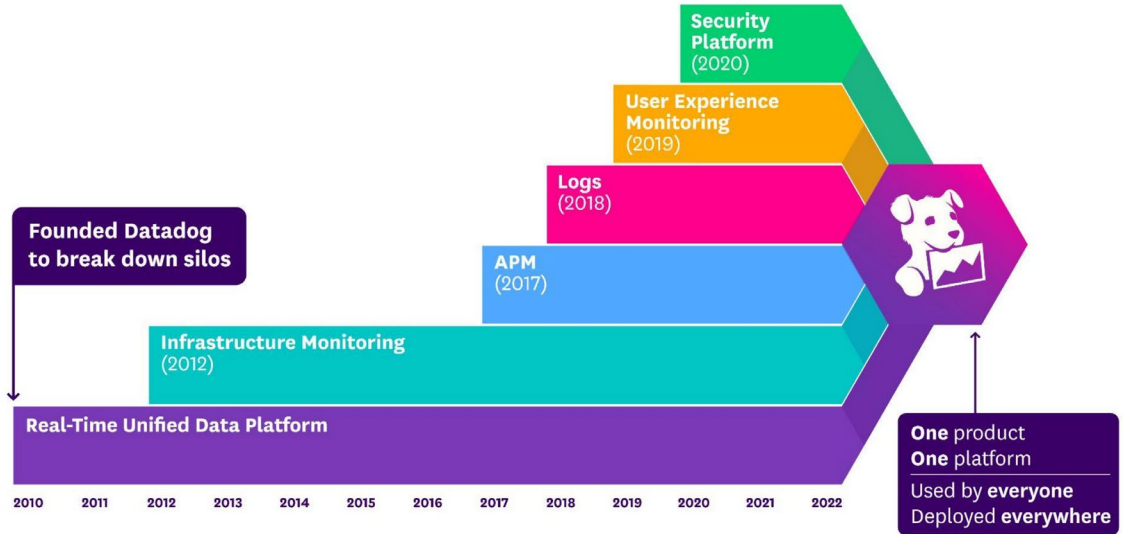
图: Cohort ACV持续增长



Datadog (DDOG.O) : 性能监测领域王者

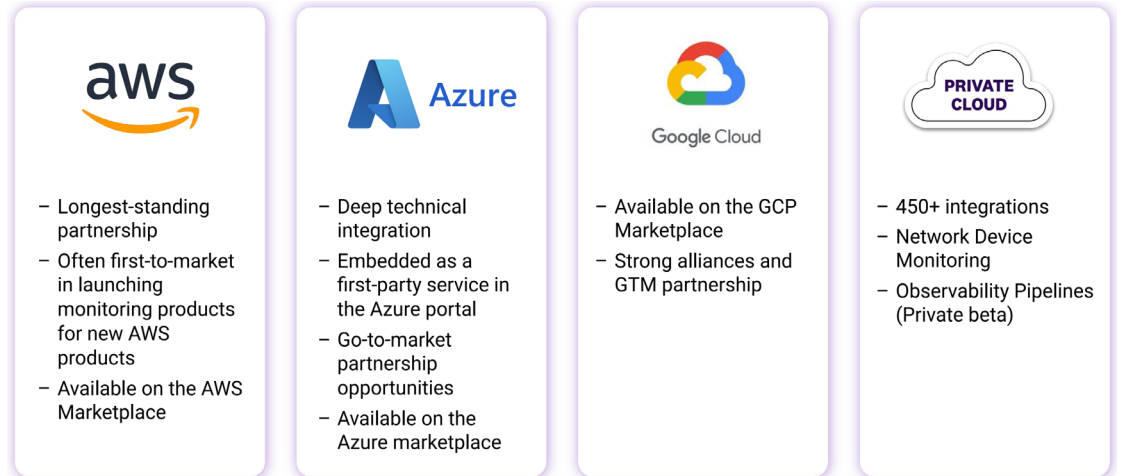
- **性能监测领域王者:** DataDog是成立于2010年,是第一家将跨基础架构和应用程序的监控结合起来的,除了APM、基础架构监测、日志监测之外,也提供无服务器计算监测、网络性能监测等,集成400多种技术栈,在同一平台实现。从2012年第一款基础架构监测开始,2017年推出APM,2018推出日志等,公司产品不断迭代裂变,形成一款端对端完整监测平台产品。

图: Datadog产品线持续扩展,目前已成为端对端完整监测平台产品



- **云原生和云中性:** DataDog平台采用云原生战略,研发之初就为了适应现代化的技术,例如微服务、容器和无服务器计算。在基础设施上, Datadog可以部署在任何公有云、私有云、本地、多云混合环境,允许企业保持基础设施的多样性,减少单一厂商依赖。

图: 可跨云部署, 允许企业保持基础设施的多样性



目录

一、美股SaaS行业现状：合计市值超17000亿美元，近5年跑赢纳指

二、如何筛选出好SaaS：经营、财务指标及估值

三、核心标的

四、风险提示以及免责声明

风险提示

- 宏观经济风险、企业 IT 支出需求风险。
- SaaS公司获客成本与研发成本上升的风险。
- 主要云计算公司自行开发相关通用型SaaS产品导致竞争的风险。
- 外延并购导致的经营不确定以及利润承压的风险。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。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。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。