

首次覆盖：紧抓数字中国时代机遇，共建鲲鹏昇腾产业生态

000034 CH
Digital China
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb52.20

Lin Yang
lin.yang@htisec.com

投资要点：

- IT 分销龙头，深耕企业数字化转型。**公司主营业务包括 IT 分销及增值服务业务、云计算和数字化转型业务和信创业务，根据最终销售客户和产品的不同，公司 IT 分销及增值服务业务可进一步划分为消费电子业务和企业增值业务。公司是中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商。经过二十多年的积累，公司建立了遍布国内 1000 余座城市，涵盖 30000 余家渠道合作伙伴的营销渠道网络。公司 IT 分销及增值服务业务涵盖包括移动办公设备、计算机配件、智能硬件、物联网设备、笔记本电脑等上万种 IT 产品。
- 共建华为鲲鹏+昇腾产业生态，打造自主品牌“神州鲲泰”。**2020 年，神州鲲泰（厦门）生产基地建立，打造智能化生产基地，支撑全国业务拓展。2023 年，为整合优势资源、实现更大突破，将华为企业业务与神州数码信创业务进行融合，全面强化整体服务、营销、售前等能力。基于华为鲲鹏+昇腾产业生态，公司持续打造自主品牌“神州鲲泰”系列产品及解决方案，包含入门型、均衡型、高性能型、人工智能计算型等多种类服务器产品，推出了基于鲲鹏 920+昇腾 910 处理器的神州鲲泰新一代中心训练服务器。以神州鲲泰系列产品为核心，形成覆盖“数据计算、终端产品、数据网络”三大产品线，为云计算和大数据服务提供强大的基础支撑。
- 基于云原生平台，打造“MSP+”服务新模式。**公司践行“数云融合”战略，在自身全栈服务能力的基础上为客户提供云原生架构的 MSP 服务升级，打造“MSP+”服务新模式；并持续为包括零售、快消、汽车、文旅、金融等行业世界五百强企业在内的广大客户提供行业数字化解决方案。同时，公司在数据服务领域中的数据解决方案在多个行业实现落地。
- 盈利预测和投资建议。**我们认为公司紧抓数字中国时代机遇，深耕企业数字化转型，作为全国 IT 分销龙头，在云计算业务和信创业务持续发力，共建鲲鹏+昇腾产业生态，打造自主品牌“神州鲲泰”，持续中标行业大单，先发优势显著。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1230.34/1315.05/ 1406.67 亿元，归母净利润分别为 12.09/13.98/17.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.81/2.09/2.65 元。结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予公司 2024 年 PE25 倍，6 个月目标价 52.20 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**公司业务推进不及预期，行业政策风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	122385	115880	123034	131505	140667
(+/-)YoY(%)	32.9%	-5.3%	6.2%	6.9%	7.0%
净利润(百万元)	249	1004	1209	1398	1771
(+/-)YoY(%)	-60.1%	303.1%	20.4%	15.6%	26.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	1.50	1.81	2.09	2.65
毛利率(%)	3.4%	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%
净资产收益率(%)	4.1%	13.2%	13.7%	13.6%	14.7%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 深耕企业数字化转型，致力于成为领先的数字化转型合作伙伴.....	5
1.1 IT分销企业龙头，“云+信创”双轮驱动.....	5
1.2 股权较为集中，前十大股东持股比例达 42.44%.....	6
1.3 新一期股权激励和可转债募资，赋能数云融合和信创业务.....	6
2. 三大业务支撑，助力企业全场景端到端的数字化转型创新发展.....	7
2.1 基于华为鲲鹏+昇腾产业生态，持续打造自主品牌“神州鲲泰”.....	7
2.2 基于云原生平台，打造“MSP+”服务新模式.....	9
2.3 三大核心产品，完善数字化解决方案 ISV.....	9
2.4 IT分销持续提质增效.....	11
3. 归母净利润逐步回升，“云+信创”收入占比不断增加.....	11
4. 数字经济基础设施底座进一步夯实，云计算和信创产业规模持续扩大.....	13
4.1 数字经济已经成为我国重要的国家战略之一.....	13
4.2 云计算市场规模持续扩大.....	13
4.3 信创产业规模不断扩大，有望渗透至更多核心业务场景.....	14
5. 盈利预测和投资建议.....	15
6. 风险提示.....	15
财务报表分析和预测.....	17

图目录

图 1	公司股权结构图 (截至 2023 年 9 月 30 日)	6
图 2	神州鲲泰发展历程	7
图 3	神州鲲泰系列产品	7
图 4	鲲鹏 920 关键特性	8
图 5	昇腾 310 关键特性	8
图 6	全栈式云 MSP 服务能力	9
图 7	TDMP 解决方案	10
图 8	Bluencic 产品架构图	10
图 9	2020-2023 年 Q1-3 公司收入情况	11
图 10	2020-2023 年 Q1-3 公司利润情况	11
图 11	2020-2023 年 Q1-3 公司毛利率和净利率水平	12
图 12	2018-2022 年公司分业务毛利率	12
图 13	2018-2023 年 Q1-3 公司费用率情况	12
图 14	2018-2023 年 H1 公司分业务收入占比	12
图 15	2018-2023 年全球云计算市场规模及增速	13
图 16	2016 年-2025 年中国云计算市场规模及增速	13
图 17	2021-2025 年中国信创产业规模	14
图 18	2021-2025 年中国信创 IT 基础设施市场规模	14

表目录

表 1	公司产品矩阵.....	5
表 2	公司股权激励考核目标.....	6
表 3	可转债募集资金投向.....	6
表 4	公司业务分拆(百万元).....	15
表 5	可比公司估值表.....	15

1. 深耕企业数字化转型，致力于成为领先的数字化转型合作伙伴

1.1 IT 分销企业龙头，“云+信创”双轮驱动

公司是国内领先的 IT 领域分销及增值服务商、云和数字化转型服务商，以及信创领域的领军企业。公司主营业务包括 IT 分销及增值服务业务、云计算和数字化转型业务和信创业务。

从 2000 年成立伊始，公司以“数字中国”为使命，锐意变革，砥砺前行，始终坚持以全球领先科技和自主创新核心技术赋能产业数字化转型和数字经济发展。公司致力于成为领先的数字化转型合作伙伴，围绕企业数字化转型的关键要素，开创性的提出“数云融合”战略和技术体系框架，着力在云原生、数字原生、数云融合关键技术和信创产业上架构产品和服务能力，为处在不同数字化转型阶段的快消零售、汽车、金融、医疗、政企、教育、运营商等行业客户提供泛在的敏捷 IT 能力和融合的数据驱动能力，构建跨界融合创新的数字业务场景和新业务模式，助力企业级客户建立面向未来的核心能力和竞争优势，全面推动社会的数字化、智能化转型升级。

在 IT 分销及增值服务业务方面，公司是中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商。经过二十多年的积累，公司建立了遍布国内 1000 余座城市，涵盖 30000 余家渠道合作伙伴的营销渠道网络。公司 IT 分销及增值服务业务涵盖包括移动办公设备、计算机配件、智能硬件、物联网设备、笔记本电脑、显示设备、服务器、存储设备、网络设备应用软件等上万种 IT 产品。

在云计算和数字化转型业务方面，为企业客户提供云转售 (AGG)、云管理服务 (MSP) 及数字化转型解决方案 (ISV)。公司的云管理能力已经覆盖全球五大公有云 (AWS、Azure、Aliyun、谷歌云、腾讯云) 及华为云、中国移动云、京东智联云等国内主流公有云厂商，拥有从云到端的技术研发、方案服务能力。同时，公司持续为包括零售、快消、汽车、文旅、金融等行业世界五百强企业在内的广大客户提供以物联网、大数据、人工智能等技术为基础且可复制性高的行业数字化解决方案。

在信创业务方面，坚持自主创新、生态聚合，围绕国产 IT 核心技术架构打造端到端全产业链产品及解决方案。公司积极参与信创产业生态建设，推出了自有品牌神州鲲泰系列产品，包括服务器、PC、路由器等，并迅速在政企、金融、运营商、互联网、交通、能源等多个行业取得突破落地。同时公司持续在信创领域投入，围绕云原生、数字原生进一步完善公司的信创产品体系。

表 1 公司产品矩阵

	统一云管平台	统一云管平台		
云原生产品	神州云云原生平台 CNP	架构管理	应用管理	应用架构
		DevOps 平台	数据服务	IT 治理
	云原生工具	楠竹 OpenJDK	神州视讯	
	数据智能	云原生大数据平台	架构管理	DataOps 平台
数字原生产品		DeepInsightStudio		
	数据安全	数据安全管控平台	TDMP 数据脱敏平台	数据分类分级平台
		数据库审计	数据库防火墙	
	数据平台	神州云 Jarvis 知识管理平台	神州云 Bluenic 客户数据平台	

资料来源：公司官网，HTI

公司在聚焦“数云融合+信创”战略的同时，积极寻求外延式发展机会，通过资本运作的手段，持续推进产业生态布局和优质资源整合，提高行业影响力，实现健康的快速发展，为公司股东创造更大的价值。公司的全资子公司神州云科已在中登公司办理完成山石网科 11.95% 股份的过户登记手续。与此同时，双方积极打通交流渠道，探讨在产品、营销、产业生态构建等方面的业务协同机会，以充分利用各自优势，推动双向赋能。

1.2 股权较为集中，前十大股东持股比例达 42.44%

公司股权较为集中，实际控制人为郭为。截至 2023 年 9 月 30 日，郭为直接持有公司 23.12% 的股份，前十大股东持股比例达 42.44%，股权相对集中。

图1 公司股权结构图（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind, HTI

公司高管经验丰富，深耕行业多年。公司董事长、首席执行官郭为先生毕业于中国科学技术大学，具有丰富的公司战略发展和业务管理经验，连续三次入选《财富》(中文版)“中国最具影响力的 50 位商界领袖”榜单，并曾荣获中国未来经济领袖、“中国软件产业十年功勋人物”、“中关村科技园区 20 周年突出贡献奖”、首届中国青年企业家管理创新金奖等重要奖项。

1.3 新一期股权激励和可转债募资，赋能数云融合和信创业务

公司在 2023 年推出新一轮股票期权激励计划，目标 2024 年云+信创收入之和达到 120 亿元，净利润达到 13.80 亿元。本激励计划授予的激励对象共计 430 人，拟授予激励对象的股票期权数量为 3255.17 万份，行权价格为 21.17 元/股。

表 2 公司股权激励考核目标

行权期	对应考核年度	云计算及数字化转型营业收入和自主品牌营业收入		净利润	
		目标值	触发值	目标值	触发值
第一个行权期	2023 年	90.00 亿元	81.00 亿元	12.00 亿元	10.80 亿元
第二个行权期	2024 年	120.00 亿元	108.00 亿元	13.80 亿元	12.42 亿元

资料来源：公司公告《2023 年股权激励计划》，HTI

2023 年 8 月 31 日深交所通过公司可转债发行申请。2023 年公司将向不特定对象发行可转换公司债券，总额为 13.39 亿元，本次募集资金投资项目将在云原生数据平台、数云融合工作台和数据场景应用架构三个方向加大研发投入力度，帮助客户建立数云融合的技术能力与业务场景体系，完整、高效、便捷地开发数据价值，推动企业自身的数字化转型进程。

表 3 可转债募集资金投向

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
神州鲲泰生产基地项目	65384.38 万元	57755.00 万元
数云融合实验室项目	23161.48 万元	12774.00 万元
信创实验室项目	33076.77 万元	23942.00 万元
补充流动资金	39428.90 万元	39428.90 万元
合计	161051.53 万元	133899.90 万元

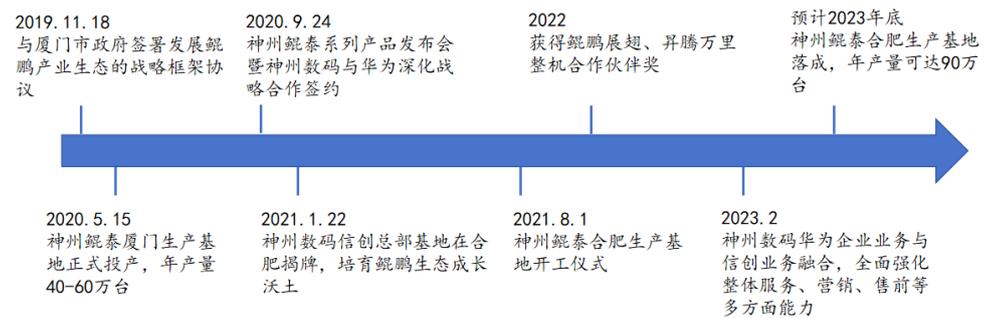
资料来源：公司公告《向不特定对象发行可转债募集说明书》，HTI

2. 三大业务支撑，助力企业全场景端到端的数字化转型创新发展

2.1 基于华为鲲鹏+昇腾产业生态，持续打造自主品牌“神州鲲泰”

构建鲲鹏+昇腾产业生态。2019年，公司与厦门市政府签署发展鲲鹏产业生态的战略框架协议。2020年，神州鲲泰（厦门）生产基地建立，运用自主研发的生产管理系统，对标行业高标准，打造智能化生产基地，支撑全国业务拓展，其生产的神州鲲泰系列服务器及PC产品也于同年发布，作为高性能、灵活适配、安全可靠的计算产品为千行百业的数字化转型赋能。2021年，神州数码与合肥市政府签署战略合作协议，神州数码信创总部基地落户合肥，项目总投资100亿元，双方通力合作发展产业经济，建设研发基地、软件适配中心、产业生态整合云样板工程，打造从CPU、主板、服务器、数据库软件开发的生态体系，围绕政务、医疗、教育等行业提供安全可靠的海量存储、计算、大数据服务。2022年，持续深化行业拓展，围绕“智算”完善AI产品体系，全年实现收入19.7亿元，同比增长76%。神州数码信创业务集团取得的成绩在行业中获得广泛认可：名列中国信创服务器企业排行第九名、信创PC企业排行榜第八名，以及2022年中国信创产业竞争力研究报告60强的前列。2023年，为整合优势资源、实现更大突破，将华为企业业务与神州数码信创业务进行融合，全面强化整体服务、营销、售前等能力，开启新征程。

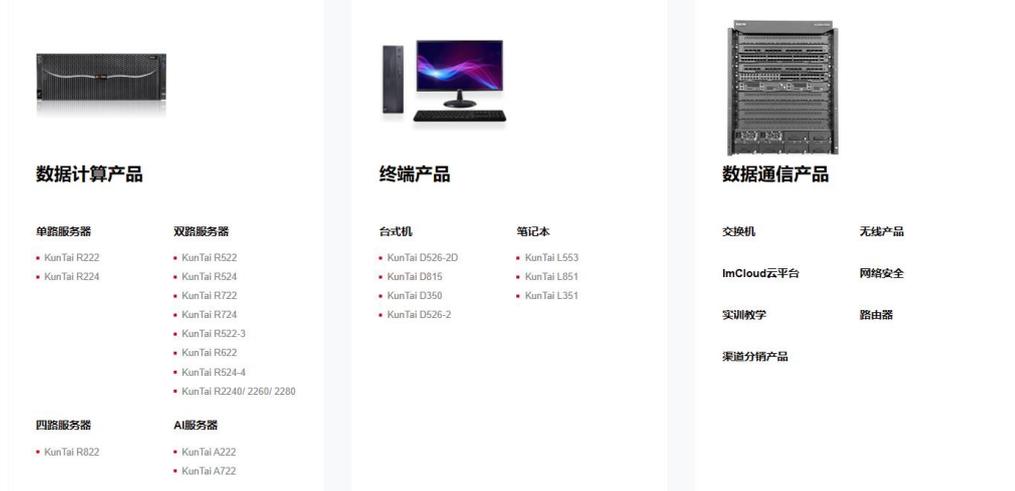
图2 神州鲲泰发展历程



资料来源：神州鲲泰官网，HTI

公司以神州鲲泰系列产品为核心，形成覆盖“数据计算、终端产品、数据网络”三大产品线，为云计算和大数据服务提供强大的基础支撑。通过自主知识产权虚拟化软件，实现软件定义算力、软件定义存储、软件定义网络，实现云基础资源的自主可控，为各行各业提供全栈的数据中心产品及解决方案。

图3 神州鲲泰系列产品



资料来源：神州鲲泰官网，HTI

以华为、中国电子、中国电科和中科院为代表的机构通过投资并购或战略合作已基本形成较为完整的信创生态。华为立足于鲲鹏处理器，聚集上下游企业形成鲲鹏信创生态体系。中国电子、中国电科等则侧重于自建生态与战略投资、合作相结合的方式，搭建自有生态。其中，中国电子以国产飞腾 CPU 芯片和麒麟操作系统为基础，通过控股、持股或战略投资等方式，构建信创服务产业链。华为以鲲鹏芯片为核心打造鲲鹏生态，通过“生态联盟、开源社区”等方式构建信创产业链，鲲鹏 CPU 在行业客户的服务器领域占据了重要市场份额。

基于华为鲲鹏+昇腾产业生态，公司深入行业实践场景，持续打造自主品牌“神州鲲泰”系列产品及解决方案，包含入门型、均衡型、高密型、存储型、高性能型、人工智能计算型等多种类服务器产品，助力政企、金融、运营商、能源等众多行业数字化转型。

公司推出了基于鲲鹏 920+昇腾 910 处理器的神州鲲泰新一代中心训练服务器。该服务器内部集成人工智能计算子系统、CPU 计算子系统、DDR 控制器、HBMC 控制器、图像&视频预处理器，外部通信模块、硬件加速器、芯片管理模块，提供完整的 SOC(Security Operations Center)功能，可应用于深度学习、模型开发和人工智能训练等服务场景，在众多行业场景实践中表现优异；具有高计算密度、高能效比、高网络带宽、易扩展、易管理等优点，支持单机和整机柜模式，满足企业机房部署和大规模数据中心集群部署。

鲲鹏 920 是目前业界领先的 ARM-based 处理器。该处理器采用 7nm 制造工艺，基于 ARM 架构授权，由华为公司自主设计完成。通过优化分支预测算法、提升运算单元数量、改进内存子系统架构等一系列微架构设计，大幅提高处理器性能。典型主频下，SPECint Benchmark 评分超过 930，超出业界标杆 25%。同时，能效比优于业界标杆 30%。鲲鹏 920 以更低功耗为数据中心提供更强性能。

昇腾 (HUAWEI Ascend) 310 是一款高能效、灵活可编程的人工智能处理器。在典型配置下可以输出 16TOPS@INT8,8TOPS@FP16,功耗仅为 8W。采用自研华为达芬奇架构，集成丰富的计算单元,提高 AI 计算完备度和效率，进而扩展该芯片的适用性。全 AI 业务流程加速，大幅提高 AI 全系统的性能，有效降低部署成本。

图4 鲲鹏 920 关键特性

Architecture	• ARM v8.2
Core	• up to 64
Typical Frequency	• 2.6 GHz / 3.0 GHz
Memory	• 8 DDR4 Channels
Coherent Interconnect	• 2S&4S
I O	• PCIe 4.0, CCIX, 100G, SAS/SATA 3.0
Max Power	• 180W
Process	• 7nm

资料来源：海思官网，HTI

图5 昇腾 310 关键特性

Architecture	• HUAWEI Da Vinci
Computing Engine	• 3D Cube
Performance	• 16 TOPS@INT8 and 8 TOPS@FP16
Max Power	• 8W
Process	• 12nm FFC

资料来源：海思官网，HTI

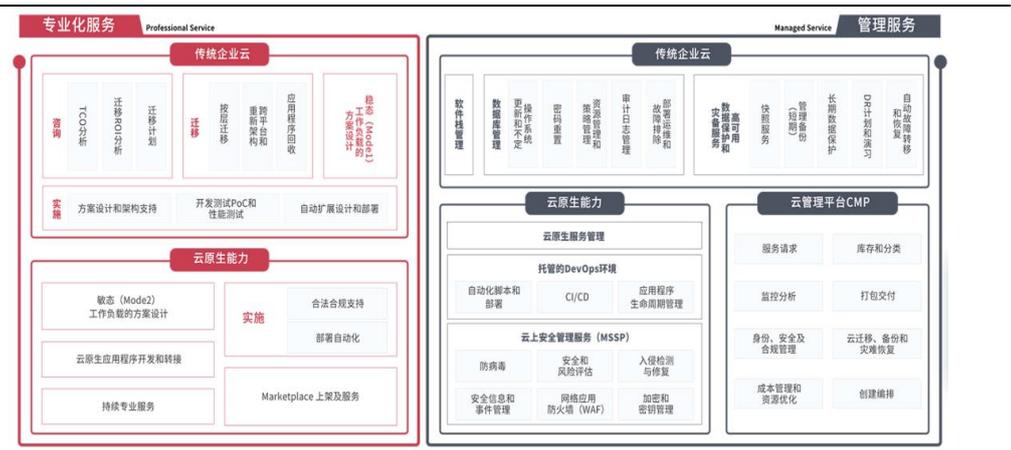
技术研发方面，公司在构建服务器自主研发能力上持续发力，实现“核心技术自主创新、核心产品自主研发、核心业务自主可控”，打造贯穿服务器、中间件、通用解决方案乃至全面算力平台的国产化产品及整体解决方案，形成覆盖 ARM 服务器、网络、终端、一体机的产品体系，为云计算、大数据服务能力提供算力支撑。同时，通过自有知识产权虚拟化软件，构建了“软件定义算力”“软件定义网络”的创新架构，实现云基础资源的自主可控，推动品牌、技术和生态的持续升级。

2.2 基于云原生平台，打造“MSP+”服务新模式

公司在自身全栈服务能力的基础上为客户提供云原生架构的 MSP 服务升级，打造“MSP+”服务新模式。升级后的“神州云|云角 MSP+服务”通过云原生平台，将开发应用的底层架构进行重构，实现承载应用基础设施资源的高弹性和高可用，最大化利用云原生的技术和优势，帮助客户实现资源的智能调度、运维流程简化和成本控制等目标。2022年，公司“神州云|云角 MSP+服务”业务在零售、汽车、医药等行业均有成功实践。在零售快消领域，对企业云平台进行重新架构规划，支持“双十一”及“双十二”期间的大规模快速扩容，保证业务平稳运行；在汽车行业，公司设计了近千台服务器规模的混合云平台整体架构，协助客户设计并部署安全方案，并进行等保升级；在能源行业，公司设计整体云端架构，对生产、测试及预生产环境进行隔离，有效保证客户业务连续性管理，降低IT托管及运维成本；在医药行业，公司在云端进行容器平台设计及搭建，将资源进行池化管理，所有负载实现了99.95%的SLA，部分实现DevOps。

依托强劲的公有云服务能力及对于全球主流云平台架构的深刻理解，公司云管理服务能力覆盖全球五大公有云（AWS、Azure、阿里云、谷歌云、腾讯云）及华为云、中国移动云、中国电信天翼云、京东智联云等国内主流公有云厂商，拥有从云到端完善的技术研发、方案服务能力。

图6 全栈式云MSP服务能力

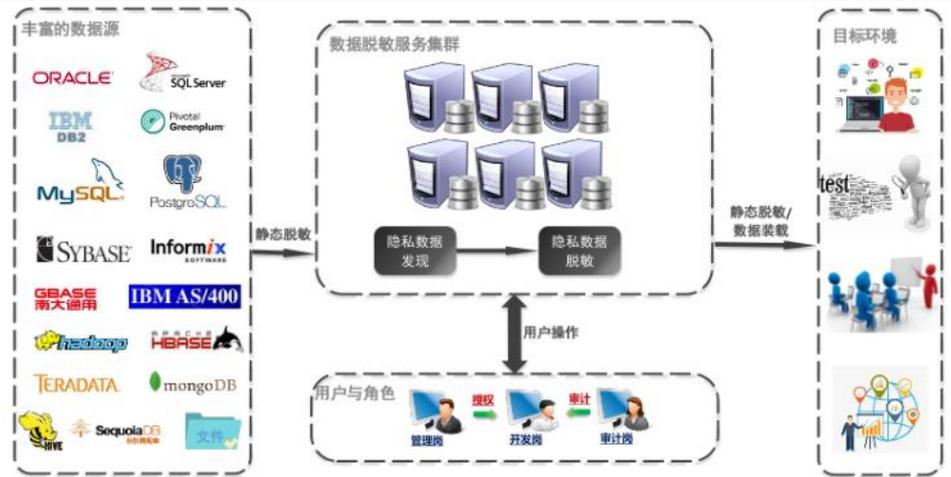


资料来源：公司官网，HTI

2.3 三大核心产品，完善数字化解决方案 ISV

数据安全产品方面，在自研产品“神州云|TDMP 数据脱敏平台”的基础上，公司以敏感数据扫描为核心、企业数据分类分级为主线，升级推出数据安全管控平台，集合数据脱敏、数据库审计、数据分类分级管理、数据安全共享等多个业务子系统的框架，以满足多样性客户场景需求。

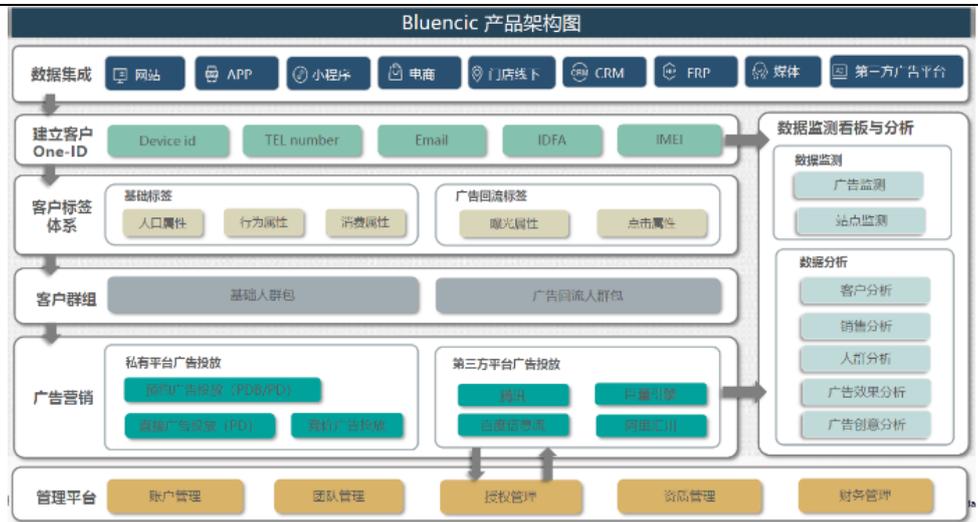
图7 TDMP 解决方案



资料来源：公司官网，HTI

数据营销产品方面,数字化数据产品“神州云|Bluenic 客户数据平台”搭载云原生和数据原生内核,帮助品牌商们实现以客户为中心和数据驱动的转变。Bluenic 最新一代产品不仅对底层架构进行创新性优化,并且实现了可灵活部署的能力;新增计算标签及人群计算引擎,实现无代码创建,营销人员可将业务需求自行定义、管理、回溯,全生命周期监控管理品牌客户数据资产;除原有客户 360°画像包含的行为轨迹外,新一代 Bluenic 支持客户将用户标签和图表分析相结合,进行自定义人群分析、人群对比,为实现后续精细化运营提供帮助。未来,Bluenic 团队将在源数据接入、OneID 生成、后链路私域营销触达和数据回流应用部分继续发力,结合 AI 能力智能提取关键有效的人群信息,赋能再次营销,并且从优化用户体验出发,根据客户旅程提供决策建议,以细分市场 and 不同受众群体帮助企业提升业务收益。

图8 Bluenic 产品架构图



资料来源：公司官网，HTI

AI 应用产品方面,“神州云|Jarvis 知识管理平台”基于全球领先的人工智能技术平台以及公司企业级市场经验实现智能对话,并在数家世界 500 强企业实现了场景的可行性验证。Jarvis 能够利用无需预标记的数据进行训练,令企业客户可以在极短时间内上线自己的聊天机器人。Jarvis 对中文的理解极其出色,在企业的知识问答、情感分析和句子分类等场景下能够达到非常理想的效果,目前已经在医药、快消等多个行业的服务场景实现落地。以医药行业场景为例,AIGC 版本的 Jarvis 可以自动理解相关政府部门对新品的审评补正意见,并自动从医药企业内部知识库中提取相关知识,完成相关材料填写,极大提高药企工作效率。

超算中心云上服务方面，公司提供一体的全生命周期数字化服务，帮助用户构建以数据中心为核心驱动的价值创造体系，助力客户数字化转型升级。厦门超算中心采用自主品牌神州鲲泰系列通用型及人工智能服务器。通用型服务器 8 通道的内存技术具有高核心、高并发、高效能、高内存的特点，完美匹配高计算效率和绿色计算的需求。人工智能服务器可以基于政务、医疗等各种应用场景进行优化，灵活配置，满足客户知识图谱、图像识别等不同的 AI 算力需求。超算中心依托神州鲲泰服务器以及云计算服务能力的优势，强化专有云助力效用，在保证各项性能具有公有云级别成熟度的情况下，兼顾私有云的安全可控，以高标准运行能力更好地满足政企行业性能需求和安全合规等诉求。

2.4 IT 分销持续提质增效

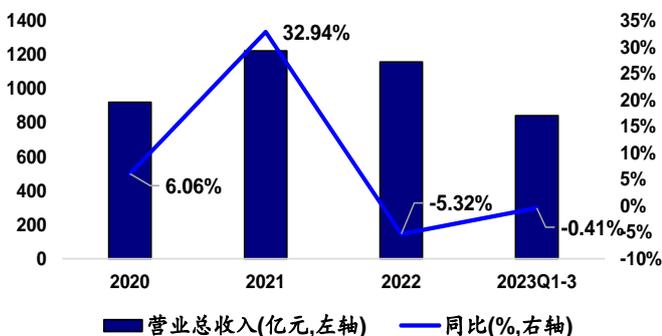
公司是国内 IT 领域分销领域的龙头企业。根据最终销售客户和产品的不同，公司 IT 分销及增值服务业务可进一步划分为消费电子业务和企业增值业务。其中，公司消费电子业务的终端客户为日常消费者，业务范围覆盖笔记本电脑、套件、台式机、消费 IT 及计算机外围设备等几十个品类，公司代理的品牌包括苹果、华硕、联想、惠普、戴尔、Intel、AMD 等。在企业增值业务方面，公司主要向企业级客户销售网络产品、服务器、存储设备、套装软件等产品，并为客户提供方案设计、技术交流和培训等多种增值服务。公司代理的品牌包括戴尔、IBM、HDS、Brocade、Quantum、D-Link、中兴通讯、施耐德电气、Honeywell、Avaya、Radware、迈普、Quest、Avocent、Corning、锐捷、赛门铁克、百通、NetApp 等多个国际知名品牌。

根据 Gartner 数据显示，全球 IT 支出稳健增长，2023 年有望达到 4.7 万亿美元，同比增长 4.3%。2023 年，公司继续践行“数字中国”之理想，以生态体系为依托，紧抓行业热点机遇，聚合更多厂商和合作伙伴，为客户提供更全更优的产品、方案和服务，在持续推动分销业务复合增长的同时，赋能产业数字化转型和数字经济发展。公司代理的英特尔、希捷、戴尔、欧姆龙、爱普生、Fortinet、锐捷、IBM 等业务继续保持厂商份额绝对领先。

公司继续提质增效，促进管理效能提升的同时，主动聚焦高价值、高毛利业务。同时，公司内部管理能力进一步提升，运营水平以及资金使用效率在保持行业领先的基础上继续优化，营销体系也进一步升级。公司创立的“数字中国服务联盟”在此前合作共赢的基础上，通过资本层面的融合，打造了一个更紧密、更开放和更具价值的服务联盟，继续打造可持续发展的合作伙伴关系，致力于实现“解决方案的共享、技术应用的共研、新业务模式的拓展”。

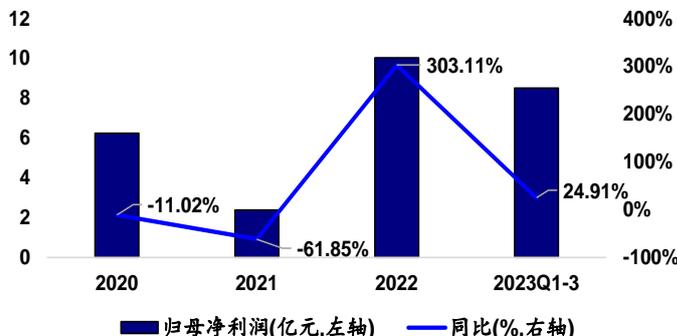
3. 归母净利润逐步回升，“云+信创”收入占比不断增加

图9 2020-2023年 Q1-3 公司收入情况



资料来源：Wind，HTI

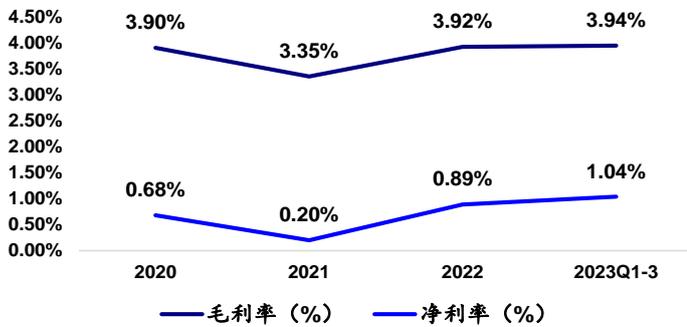
图10 2020-2023年 Q1-3 公司利润情况



资料来源：Wind，HTI

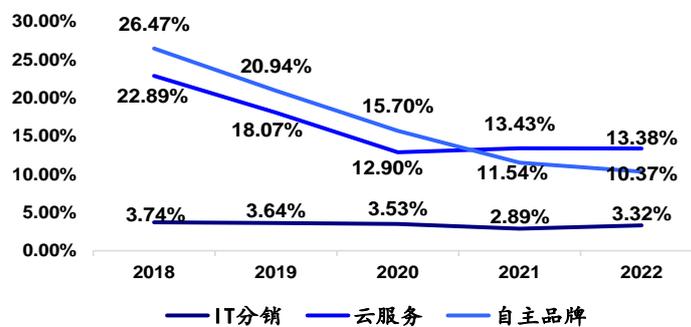
公司近三年收入复合增长率为 8%，归母净利润逐步回升。根据 Wind，2020-2023Q1-3，公司的营业总收入分别为 920.60 亿元、1223.85 亿元、1158.80 亿元和 841.55 亿元，21 年同比增长 32.94%，22 年同比下降 5.32%，23 年 Q1-Q3 同比下降 0.41%；2020-2023Q1-3，公司的归母净利润分别为 6.24 亿元、2.38 亿元、10.04 亿元和 8.51 亿元，21 年同比下降 61.85%，22 年大幅增长，同比增长 303.11%，23 年 Q1-Q3 同比增长 24.91%。2020-2022 年，公司收入复合增速为 8%，归母净利润复合增速为 17%。

图 11 2020-2023 年 Q1-3 公司毛利率和净利率水平



资料来源：Wind，HTI

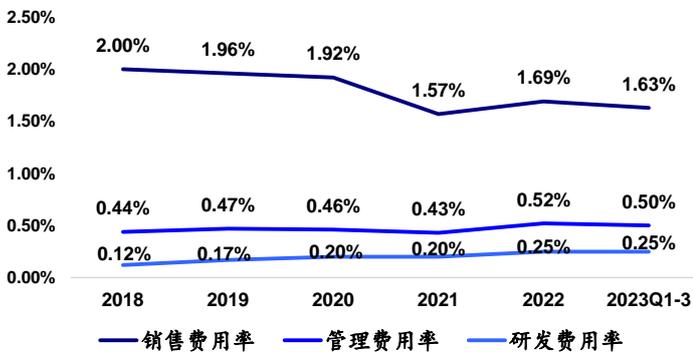
图 12 2018-2022 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，HTI

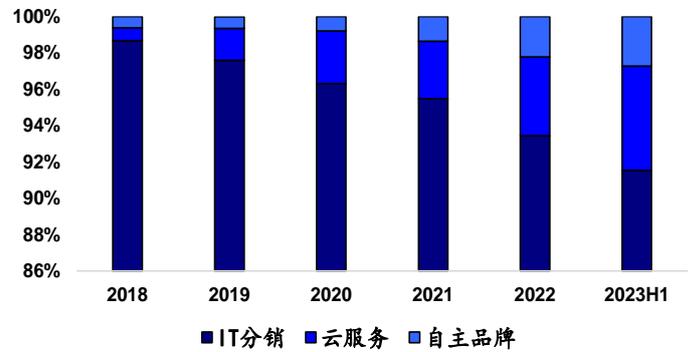
公司综合毛利率较为稳定，云服务和自主品牌业务毛利率高于 IT 分销业务。根据 Wind，2020-2022 年，公司毛利率分别为 3.90%、3.35%和 3.92%，净利率分别为 0.68%、0.20%和 0.89%。分业务来看，云服务和自主品牌业务毛利率高于 IT 分销业务，2020 年以来云服务业务的毛利率基本稳定，维持在 13%左右。2021 和 2022 年自主品牌的毛利率有所下降。2022 年，公司云计算及数字化转型业务毛利率最高，为 13.38%；其次是自主品牌业务，毛利率为 10.37%；IT 分销业务毛利率为 3.32%。

图 13 2018-2023 年 Q1-3 公司费用率情况



资料来源：Wind，HTI

图 14 2018-2023 年 H1 公司分业务收入占比



资料来源：Wind，HTI

销售和管理费用率呈下降趋势，研发投入持续增加。根据 Wind，2023Q1-Q3 公司销售费用率和管理费用率分别为 1.63%和 0.50%，较 2022 年相比均有下降；公司持续加大研发投入，研发费用率从 2018 年的 0.12%上升至 2022 年的 0.25%，2023Q1-Q3 研发费用率也已经达到 0.25%，研发投入持续增加。

IT 分销、云服务、自主品牌是公司主要业务构成。根据 Wind，IT 分销业务是公司第一大收入来源，2018-2022 年，公司 IT 分销业务在总收入的占比分别为 98.66%、97.58%、96.30%、95.47%和 93.44%；云服务业务在总收入的占比分别为 0.71%、1.76%、2.90%、3.17%和 4.33%；自主品牌业务在总收入的占比分别为 0.62%、0.64%、0.79%、1.35%和 2.22%。可以看到，IT 分销业务是公司主要业务构成，同时“云+信创”的收入占比不断增加。

4. 数字经济基础设施底座进一步夯实，云计算和信创产业规模持续扩大

4.1 数字经济已经成为我国重要的国家战略之一

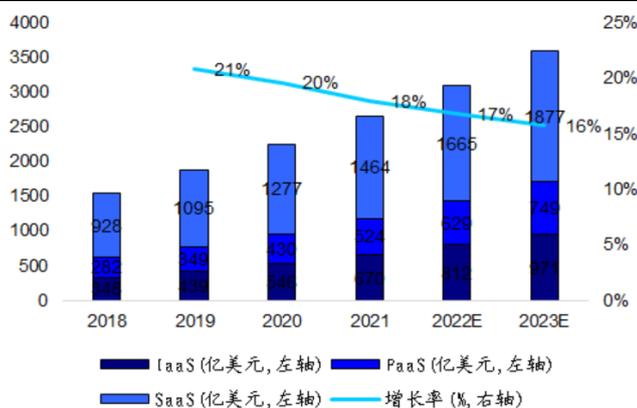
根据公司《2023年半年度报告》援引中国信通院的报告，2016年至2022年，中国数字经济年均复合增长率达14.2%。2022年，数字经济占GDP比重相当于第二产业占国民经济的比重，已经达到41.5%。2023年，中共中央、国务院印发的《数字中国建设整体布局规划》明确提出，到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局；到2035年，数字化发展水平进入世界前列，数字中国建设取得重大成就的发展目标。

2023年上半年，我国数字经济发展呈现出新的特征，数字经济基础设施底座进一步夯实，数字产业化和产业数字化纵深发展；以ChatGPT为代表的大模型及生成式人工智能技术浪潮席卷全球，驱动云计算架构体系进入新一轮升级变革；数字中国建设的速度大大提升。2023年7月，中共中央政治局召开会议指出，要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业；要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展；要推动平台企业规范健康持续发展。有望推进数字经济和实体经济的衔接和融合，进而实现国民经济的数字化转型和迭代式发展。当下，人工智能大模型训练需求加速了智算中心的发展，全国多地发布政策措施，支持智算中心建设。例如，浙江省委办公厅、浙江省人民政府办公厅发布的《关于促进平台经济高质量发展的实施意见》提出，推动算力基础设施建设，优化人工智能算力平台布局，加强算法创新与应用，构建算法转化与应用生态。北京人民政府办公厅发布的《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》提出，提升算力资源统筹供给能力，加快北京人工智能公共算力中心等项目建设，形成规模化先进算力供给能力。

4.2 云计算市场规模持续扩大

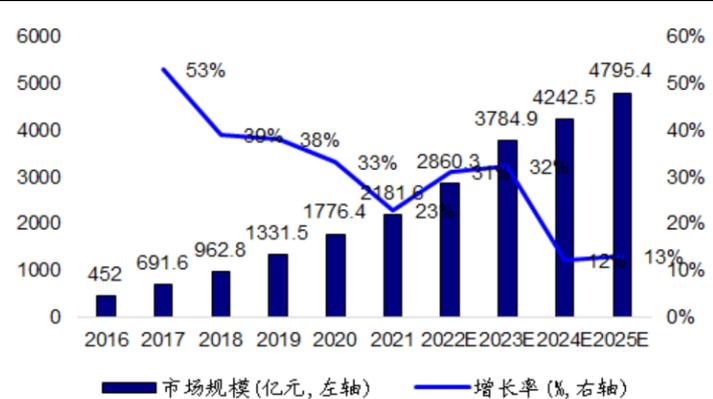
云计算作为全球信息产业界公认的发展重点，各国政府积极通过政策引导、资金投入等方式加快本国云计算的战略布局 and 产业发展，全球信息产业企业不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。根据中国信息通信研究院的分析，2021年以IaaS、PaaS和SaaS为代表的全球云计算市场规模达到2658亿美元；预计未来几年市场平均增长率在18%左右，到2023年市场规模将超过3500亿美元。

图15 2018-2023年全球云计算市场规模及增速



资料来源：《向不特定对象发行可转债募集说明书（申报稿）》援引中国信通院，HTI

图16 2016年-2025年中国云计算市场规模及增速



资料来源：《向不特定对象发行可转债募集说明书（申报稿）》援引艾媒咨询，HTI

我国对云计算的发展一直给予高度重视和大力支持，国务院、工信部等部门以及各地政府先后发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》、《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》等一系列云计算相关法规、标准、政策，以引导云计算基础设施建设、提升云计算服务能力水平、促进云计算行业发展。根据艾媒咨询数据，2021 年中国云计算市场规模达 2181.6 亿元，预计 2025 年市场规模可达 4795.4 亿元。

4.3 信创产业规模不断扩大，有望渗透至更多核心业务场景

信息技术应用创新产业是我国数字化转型的重要组成部分，也是关键基础设施的重要支撑。信创产业旨在实现信息技术领域科技自立，保障国家信息安全。当前国际形势的变化，使得我国发展自主可控发展的必要性日益凸显，国家政策导向更加积极，信创产业发展已成为国家战略。2018 年，我国首先在党、政系统开始信创试点，围绕“2+8+N”关键行业有序开启科技自强战略，经过党政信创的试点推进，国产生态日渐成熟，信创产业在 2021 年开始进入行业应用落地阶段。金融信创 2021 年启动 100 余家金融机构信创试点，基本覆盖了中大型金融机构且落地效果良好，实现了基础设施与系统架构能力双升级；电信运营商 2021 年除了加速采购国产化硬件设备，还纷纷建立信创基地或信创实验室，启动软件系统的迁移适配，积极开展一般业务系统及部分核心业务系统的信创改造工作，进一步优化完善国产技术在通信领域的应用；航空航天、教育、医疗也在逐步进行政策推进和试点，国产技术不断优化。2022 年，信创行业在经历政策驱动引导的前期阶段后已正式开启规模化应用，行业信创将迎来高速发展。

根据公司公告《向不特定对象发行可转债募集说明书（申报稿）》援引海比研究院《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》，2022 年中国信创产业规模达 9220.2 亿元，近五年复合增长率为 35.7%，预计 2025 年将突破 2 万亿元。

图 17 2021-2025 年中国信创产业规模

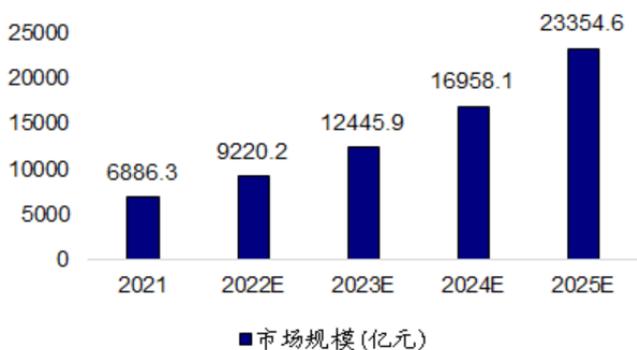


图 18 2021-2025 年中国信创 IT 基础设施市场规模



资料来源：《向不特定对象发行可转债募集说明书（申报稿）》援引海比研究院、中国软件网、中国软件行业协会，HTI

资料来源：《向不特定对象发行可转债募集说明书（申报稿）》援引海比研究院、中国软件网、中国软件行业协会，HTI

信创产业可以按类型不同分为 IT 基础设施、IT 基础软件、平台软件、应用软件和 IT 安全产品五大类。其中，芯片、整机、服务器等 IT 基础设施是信创产业的核心。2022 年中国信创 IT 基础设施规模为 2299.1 亿元，近五年复合增长率为 40.7%，在五类信创产品中增速排名第一。

信创产业作为数字经济的安全技术基座，已经逐渐成为经济社会发展的核心驱动力、推动我国经济数字化转型的关键力量。2023 年 8 月，《求是》杂志发表习近平总书记的重要文章，指出建设基础研究高水平支撑平台，要求协同构建中国特色国家实验室体系，科学规划布局前瞻引领型、战略导向型、应用支撑型重大科技基础设施，打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战。根据艾瑞咨询的预测，中国信创市场整体规模仍将保持 30% 以上的年增长。随着行业信创的深入、应用软件的成熟，信创产品将渗透至更多核心业务场景，预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿元。信创产业主要产品和核心技术已经从“可用能用”迈向“好用易用”的发展阶段，体系化、生态化的产业集群初步形成，逐步建立基于自身的 IT 底层架构和标准，国产化率不断提高，已经进入常态化阶段。

5. 盈利预测和投资建议

我们认为公司紧抓数字中国时代机遇，深耕企业数字化转型，作为全国 IT 分销龙头，在云计算业务和信创业务持续发力，共建鲲鹏+昇腾产业生态，打造自主品牌“神州鲲泰”，先发优势显著。

我们假设消费电子下游逐渐回暖，带动公司消费电子分销业务的增速回正，给予 23-25 年，消费电子分销业务收入增速为 4%、4%和 4%；假设企业端和云服务需求逐渐上行，23-25 年，给予企业 IT 产品分销业务收入增速为 4%、4%和 4%，云服务业务收入增速为 37%、30%和 30%；自主品牌业务：假设在经历 22 年的较高增速后 23 年略有放缓，给予 23 年收入增速为 38%，伴随 23 年下半年 AI 对于算力的需求提升越来越明确，以及政府央企端的购买力的提升，给予 24-25 年收入增速分别为 60%和 40%。假设各业务毛利率均维持较为稳定的水平。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1230.34/1315.05/1406.67 亿元，归母净利润分别为 12.09/13.98/17.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.81/2.09/2.65 元。结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予公司 2024 年 PE25 倍，6 个月目标价 52.20 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 4 公司业务分拆 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
消费电子分销业务	营收	67153.33	69839.46	72493.36	75103.12
	同比 (%)	-1%	4%	4%	4%
	毛利率 (%)	2%	3%	3%	3%
企业 IT 产品分销业务	营收	41121.19	42766.04	44391.15	45989.23
	同比 (%)	-16%	4%	4%	4%
	毛利率 (%)	5%	5%	5%	5%
云服务	营收	5022.73	6881.14	8945.48	11629.13
	同比 (%)	29%	37%	30%	30%
	毛利率 (%)	13%	14%	14%	14%
自主品牌	营收	2570.42	3547.18	5675.49	7945.68
	同比 (%)	56%	38%	60%	40%
	毛利率 (%)	10%	11%	11%	11%
合计	营收	115880.02	123033.82	131505.48	140667.16
	同比 (%)	-5%	6%	7%	7%
	毛利率 (%)	4%	4%	4%	5%

资料来源: Wind, HTI

表 5 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
浪潮信息	000977	42.12	620.06	1.08	1.44	1.87	39.14	29.29	22.50
中科曙光	603019	53.15	777.89	1.32	1.67	2.07	40.20	31.89	25.65
中国长城	000066	10.52	339.35	0.03	0.11	0.15	313.10	94.27	70.90
平均				-	-	-	130.81	51.82	39.68
神州数码	000034	32.07	214.73	1.81	2.09	2.65	17.76	15.36	12.12

资料来源: Wind, HTI

注: 神州数码采用我们盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2024 年 3 月 8 日收盘价

6. 风险提示

公司业务推进不及预期, 行业政策风险。

公司原为神州控股，2015 年出售分销和系统业务，迎击“互联网+”时代浪潮，2016 年 4 月于 A 股上市。公司先后荣获国家级火炬计划重点高新技术企业称号、北京市高新技术企业称号、中关村高新技术企业称号，软件开发获得 CMMI4 级认证，软件服务水平通过 ISO20000 和 ISO27001 认证，并在北京和武汉建成两个大型研发中心，是北京市“十百千工程”中，四家千亿核心企业之一。公司一直是国内外产品技术以及服务的提供商在中国首选的合作伙伴，与 300 余家国际顶尖供应商展开精诚合作，市场份额稳居第一，并建成覆盖全国 860 个城市、30000 余家渠道伙伴的中国最大的 IT 营销网络，在为广大的消费者用户提供丰富的电子产品的同时，神州数码集团已累计为超过 100 万家中国企业提供信息化所需的产品、解决方案和服务。面向未来，公司将继续通过专业化与多元化的 IT 产品和服务，释放信息技术的力量，把信息技术价值转化为客户价值，推动中国信息化建设进程。□

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
郭为	23.1400
中国希格玛有限公司	9.2300
深圳市宝安建设投资集团有限公司	3.9300
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.6800
王晓岩	1.6500
明世伙伴私募基金管理(珠海)有限公司-明世伙伴优选 10 号私募证券投资基金	1.2300
神州数码集团股份有限公司-2022 年员工持股计划	0.9200
招商银行股份有限公司-民生加银成长优选股票型证券投资基金	0.9000
华夏人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	0.6900
中国工商银行股份有限公司-华商新趋势优选灵活配置混合型证券投资基金	0.5800
合计	43.9500

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	115880	123034	131505	140667
每股收益	1.50	1.81	2.09	2.65	营业成本	111333	118058	125881	134230
每股净资产	11.35	13.21	15.30	17.94	毛利率%	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%
每股经营现金流	1.25	3.70	1.87	1.94	营业税金及附加	138	126	139	169
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	1953	1996	2236	2490
P/E	21.38	17.76	15.36	12.12	营业费用率%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%
P/B	2.82	2.43	2.10	1.79	管理费用	312	311	368	422
P/S	0.18	0.17	0.16	0.15	管理费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EV/EBITDA	11.91	12.40	10.77	9.01	EBIT	1853	2235	2500	2934
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	432	429	352	309
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
毛利率	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%	资产减值损失	-139	-1	-1	-2
净利润率	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	投资收益	-43	-98	-92	-141
净资产收益率	13.2%	13.7%	13.6%	14.7%	营业利润	1323	1782	2134	2511
资产回报率	2.5%	3.1%	3.4%	4.1%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	6.8%	7.8%	8.4%	10.2%	利润总额	1324	1782	2134	2511
盈利增长 (%)					EBITDA	1965	2285	2565	2984
营业收入增长率	-5.3%	6.2%	6.9%	7.0%	所得税	288	573	736	740
EBIT 增长率	19.8%	20.6%	11.9%	17.4%	有效所得税率%	21.7%	32.1%	34.5%	29.5%
净利润增长率	303.1%	20.4%	15.6%	26.7%	少数股东损益	32	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1004	1209	1398	1771
资产负债率	79.6%	75.6%	73.2%	70.4%					
流动比率	1.18	1.32	1.37	1.44	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.51	0.58	0.56	0.58	货币资金	4322	3200	2500	2300
现金比率	0.16	0.14	0.10	0.09	应收账款及应收票据	9033	9545	9932	10840
经营效率指标					存货	12495	13498	14670	15351
应收帐款周转天数	27.50	27.32	26.57	27.13	其它流动资产	6622	4846	5714	6461
存货周转天数	40.96	41.73	42.54	41.74	流动资产合计	32471	31088	32815	34952
总资产周转率	2.88	3.17	3.24	3.29	长期股权投资	261	261	261	261
固定资产周转率	598.38	708.49	948.43	1186	固定资产	194	174	139	119
					在建工程	217	237	287	322
					无形资产	237	227	217	207
					非流动资产合计	7745	7735	7740	7745
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	40216	38823	40555	42697
净利润	1004	1209	1398	1771	短期借款	8330	3993	2602	1648
少数股东损益	32	0	0	0	应付票据及应付账款	13027	13593	14541	15556
非现金支出	307	51	66	52	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	472	593	494	491	其它流动负债	6183	5978	6755	7065
营运资金变动	-979	622	-703	-1014	流动负债合计	27539	23564	23898	24269
经营活动现金流	836	2475	1255	1301	长期借款	4100	4100	4100	4100
资产	-239	-40	-70	-55	其它长期负债	356	1695	1695	1695
投资	-125	0	0	0	非流动负债合计	4457	5796	5796	5796
其他	202	-98	-92	-141	负债总计	31996	29360	29694	30064
投资活动现金流	-161	-138	-162	-196	实收资本	668	670	670	670
债权募资	22221	-4337	-1391	-954	归属于母公司所有者权益	7602	8845	10243	12015
股权募资	444	1	0	0	少数股东权益	618	618	618	618
其他	-23273	877	-402	-351	负债和所有者权益合计	40216	38823	40555	42697
融资活动现金流	-609	-3459	-1793	-1305					
现金净流量	130	-1122	-700	-200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Digital China, a leader in IT distribution, focuses on corporate digital transformation. The Company's main businesses include IT distribution and VAS, cloud computing, digital transformation, and information innovation. It operates China's largest IT distribution and VAS network, covering over 30,000 channel partners in more than 1,000 cities. In partnership with Huawei, Digital China has developed the Kunpeng + Ascend industry ecosystem and its own brand, 'Kunpeng Zhentai'. The Company has integrated Huawei's enterprise business with its information innovation operations in 2023 to enhance services and marketing. It offers a range of server products under the 'Kunpeng Zhentai' brand, based on the Kunpeng 920 + Ascend 910 processors, supporting cloud computing and big data services.

The Company has adopted a 'MSP+' service model based on cloud-native platforms, providing industry-specific digital solutions to Fortune 500 companies across various sectors. Its data solutions have been successfully implemented in multiple industries.

Earnings Forecast and Investment Advice:

We believe Digital China is capitalizing on the digital era, leading in IT distribution and actively expanding in cloud and information innovation. We forecast Revenue for 2023-2025 at RMB 123.03/131.51/140.67 billion and NPATs at RMB 1.21/1.40/1.77 billion, with EPS at RMB 1.81/2.09/2.65 respectively. Considering the industry phase and the Company's growth and barriers, we give a 2024 PE of 25 times and a 6-month target price of RMB 52.20, initiating coverage with an 'Outperform' rating.

Risk Warning:

Business progress may fall short of expectations, and there are industry policy risks.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，杨林，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lin Yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and /or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 AAPL.US 和 INTC.US 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of AAPL.US and INTC.US within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of AAPL.US and INTC.US for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

神州数码软件有限公司，北京欣欣苹果网络科技有限公司，深圳市翼虎投资管理有限公司—翼虎金苹果 1 期私募证券投资基金，杭州普阳投资管理有限公司—杭州普华硕阳春日股权投资合伙企业（有限合伙），浙江华硕国际贸易有限责任公司，600036.CH 及 601398.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

神州数码软件有限公司，北京欣欣苹果网络科技有限公司，深圳市翼虎投资管理有限公司—翼虎金苹果 1 期私募证券投资基金，杭州普阳投资管理有限公司—杭州普华硕阳春日股权投资合伙企业（有限合伙），浙江华硕国际贸易有限责任公司，600036.CH and 601398.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从神州数码软件有限公司，北京欣欣苹果网络科技有限公司，深圳市翼虎投资管理有限公司—翼虎金苹果 1 期私募证券投资基金，600036.CH 及 601398.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 神州数码软件有限公司，北京欣欣苹果网络科技有限公司，深圳市翼虎投资管理有限公司—翼虎金苹果 1 期私募证券投资基金，600036.CH and 601398.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX，韩国 - KOSPI，台湾 - TAIEX，印度 - Nifty100，美

评级分布 Rating Distribution

国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

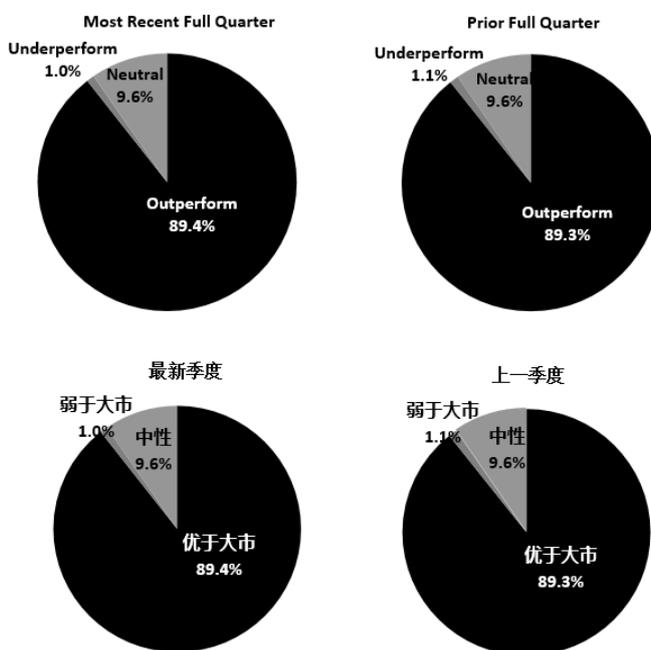
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.



截至 2023 年 12 月 31 日 海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100; for all other China-concept stocks - MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购

并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及其关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的特牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投

资者] (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》 (第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和

场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc, a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH00002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Digital China - 000034 CH

