

300803 CH
Beijing Compass Technology Development
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb56.74

Ting Sun
ting.sun@htisec.com

老牌金融信息服务商，开启一体两翼新格局

投资要点：

- **经营步入增长快车道。**2019年以来，随着股市回暖以及公司收购网信证券逐步落实，公司营业收入和净利润开始全面复苏。2018年-2022年公司营业收入复合增速为21.4%，归母净利润复合增速为27.6%。2023年由于资本市场景气度连续两年较为低迷，公司高端产品营销所需的中端产品客户积累减少以及麦高证券增加投入导致管理费用增加。公司2023年实现营业总收入同比-11.3%至11.1亿元；归母净利润同比-78.5%至0.73亿元。
- **专注金融信息服务，并保持高毛利率。**指南针品牌自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务，其金融信息服务业务是公司营业收入和利润的最大来源，2017年至2023年业务收入占比维持在90%左右。公司2013年至2023年毛利率维持在80%以上，为可比公司中领先水平。
- **麦高证券有望刻画公司第二成长曲线。**公司于2022年7月并表网信证券，同时计划定增募资30亿元，后改名为麦高证券。公司持续加大对麦高证券的人才队伍建设和IT等投入，着手恢复麦高证券各条线业务。于3Q22启动存量客户引流，并推出赠送金融信息服务产品、给予积分回馈等促入金活动，加速经纪业务修复。麦高证券2023年实现营业收入2.1亿元，同比增长245%，实现净利润491万元，2023年经纪业务收入0.9亿元，同比增长198%。
- **竞得先锋基金34%股权，强化财富管理能力。**2023年末指南针成功竞拍联合创业所持有的先锋基金34.2%股权，待监管核准后，指南针将持有先锋基金39.2%股权，成为其第一大股东。后续公募牌照落地后，有望助力指南针形成以金融信息服务为主体、证券和基金为两翼的业务发展格局，强化未来财富管理能力。
- **盈利预测及估值。**基于公司依托麦高证券进一步完善布局，整合上下游业务，充分发挥现有业务的协同效应，有望迎来公司第二成长曲线。我们预计2024E-2026E年净利润分别为3.28亿、4.95亿、6.29亿，同比增长352.3%、50.6%、27.2%，对应EPS分别为0.80元、1.21元、1.54元，对应2021-2025年复合增长率为29%。使用可比公司估值法，我们给予2024年2.4xPEG，对应70.7xPE，目标价56.74元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：互联网金融政策收紧，数据和流量运营面临低于预期的风险；麦高证券盈利不及预期，整合效果面临低于预期的风险。**

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	1255	1113	1633	2232	2869
(+/-)YoY(%)	34.6%	-11.3%	46.7%	36.7%	28.5%
净利润（百万元）	338	73	328	495	629
(+/-)YoY(%)	92.1%	-78.5%	352.3%	50.6%	27.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.83	0.18	0.80	1.21	1.54
毛利率(%)	89.1%	85.7%	87.3%	87.2%	87.2%
净资产收益率(%)	19.9%	3.9%	14.9%	18.3%	18.9%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 指南针：深耕金融信息服务二十余载.....	5
1.1 公司治理：管理层长期任职，股权结构集中.....	5
1.2 盈利能力：步入增长快车道.....	6
2. 金融信息服务业务：收入持续增长，产品线不断完善.....	7
2.1 产品与服务：定位明确，不断更新迭代.....	8
2.2 成本端：费用率保持稳定，直销模式推高销售费用.....	10
3. 麦高证券：公司有望迎来第二曲线.....	12
3.1 各类公司布局互联网券商赛道，互联网平台牌照获取难度大.....	12
3.2 麦高证券：有望成为公司第二成长曲线.....	13
4. 盈利预测与估值.....	16
财务报表分析和预测.....	18

图目录

图 1	指南针发展历程	5
图 2	指南针营业总收入及同比增速	7
图 3	指南针归母净利润及同比增速	7
图 4	指南针 2017-2023 收入情况（百万元）	7
图 5	指南针 2023 年收入结构	7
图 6	指南针 2017-2023 金融信息服务收入	7
图 7	2022 年各公司金融信息服务收入（百万元）	7
图 8	2017-2022 指南针与可比公司毛利率对比	8
图 9	指南针产品迭代情况	8
图 10	指南针 2017-2023 研发费用及研发费用率	11
图 11	指南针及同业公司 2017-2022 研发费用率	11
图 12	指南针 2017-2023 销售费用及销售费用率	11
图 13	指南针及同业公司 2017-2022 销售费用率	11
图 14	指南针 2017-2023 管理费用及管理费用率	11
图 15	指南针及同业公司 2017-2022 管理费用率	11
图 16	指南针对网信证券规划	15
图 17	麦高证券营业收入构成（亿元）	15

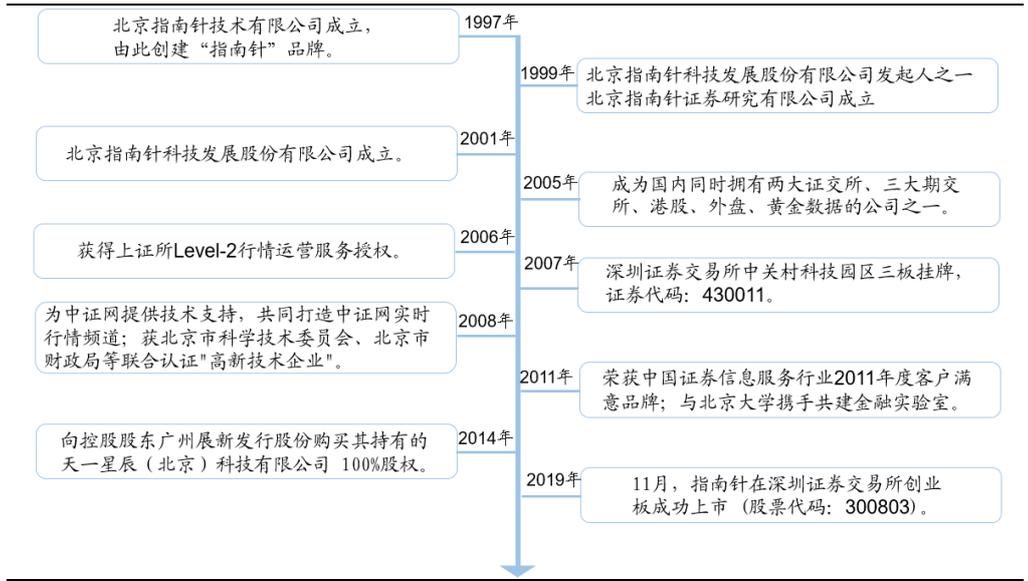
表目录

表 1	指南针前十大股东	5
表 2	指南针现任管理层情况.....	6
表 3	指南针主要产品价格	9
表 4	指南针各产品销售收入占比.....	9
表 5	指南针及主要竞争对手金融信息服务产品线对比.....	10
表 6	互联网券商两种发展模式比较.....	12
表 7	互联网金融政策演进	13
表 8	网信证券近年违规时间及处罚梳理.....	14
表 9	网信证券 2018-2021 年经营情况	14
表 10	指南针分项业务收入预测（未含麦高证券）	16
表 11	麦高证券经营及盈利预测	16
表 12	主要财务数据及预测	16
表 13	可比公司估值表	17

1. 指南针：深耕金融信息服务二十余载

公司 2001 年成立，专注金融信息服务。指南针品牌创建于 1997 年，总部设立在北京，自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务。2001 年，北京指南针科技发展股份有限公司成立。2007 年指南针在深市中关村科技园区三板（现“新三板”）成功挂牌。2019 年，指南针在深圳证券交易所创业板成功上市。经过 25 年的发展，指南针已成为综合性的大型金融信息服务股份制企业。

图1 指南针发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，HTI

1.1 公司治理：管理层长期任职，股权结构集中

股权集中，决策效率高。公司第一大股东为广州展新通讯科技有限公司，持有公司 40.5% 的股份。十大股东中其余均为个人或投资基金，且持股均不超过 5%，高股权集中度能提高公司决策的效率。同时，大股东与公司利益相关度较大，其参与公司事务的积极性高，有利于公司的良好运转。

表 1 指南针前十大股东

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	期末持股数量(万股)
广州展新通讯科技有限公司	境内非国有法人	40.51	16563
陈宽余	境内自然人	2.34	956
隋雅丽	境内自然人	2.09	855
张春林	境内自然人	1.27	519
马燕黎	境内自然人	0.98	400
香港中央结算有限公司	其他	0.92	377
擎盟超弦五号私募证券投资基金	其他	0.91	371
孙鸣	境内自然人	0.83	340
易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	其他	0.70	285
任民	境内自然人	0.53	218

资料来源：公司 2023 年报，HTI

高学历管理层长期任职，保证公司战略连续性。公司管理层中，多人拥有硕士学历或名校背景，目前管理层中两人毕业于清华大学计算机科学与技术系。公司以清华计算机博士与硕士为核心班底，打造一支由中外著名院校毕业生组成的专业技术研发团队和投资顾问团队。公司董监高在指南针就职时间大多超过十年，对公司基本情况及发展战略掌握度高，有利于保证公司战略的科学性和连续性。

表 2 指南针现任管理层情况

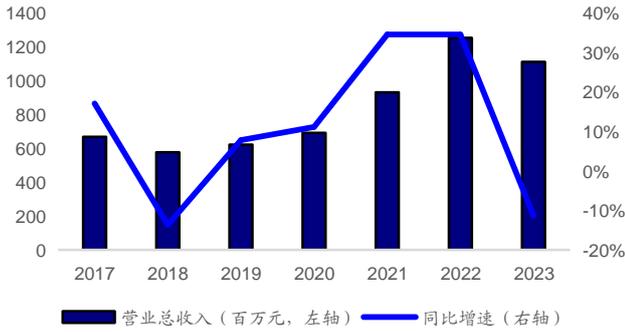
姓名	职务	性别	简历
顿衡	董事长	男	硕士学历，2011年4月至2013年5月曾担任公司董事会秘书，现任公司董事长。
冷晓翔	副董事长、总经理	男	清华大学计算机科学与技术系硕士研究生学历，2007年12月入职公司，先后担任项目经理、经理、总监、副总经理等职务，现任公司副董事长、总经理。
孙鸣	董事、副总经理	男	清华大学计算机科学与技术系本科学历，公司发起人之一，指南针软件程序主创人员，参与了软件系统的实施、编写、管理工作；2001年4月至2011年8月担任公司信息总监、副总经理等职务；2013年5月至今在公司先后担任董事、副总经理、董事会秘书，现任公司董事、副总经理。
郑勇	董事、财务总监	男	硕士学历，2011年至今担任公司董事、财务总监。
税翎	监事会主席	女	法律专业大专学历，2013年5月至今，担任公司监事会主席。
朱曦	监事	男	本科学历，2010年至今任职于公司全资子公司天一星辰（北京）科技有限公司，历任首席技术官、副总经理职务；2020年12月至今担任公司党支部纪律检查委员，2021年6月至今担任公司监事。
王浩	职工监事	男	本科学历，2001年进入指南针工作，曾担任客户经理、产品设计经理等职务，2008年任指南针山东分公司副总经理，2009年起担任指南针市场部、合规部总监；现任公司销售部门副总监及职工监事。
陈岗	副总经理	男	东南大学仪器科学与工程系智能控制系统专业本科学历，1999至2001年，任职于北京指南针证券研究有限公司；2001年入职指南针，先后担任公司市场部、资讯部、策划部经理及总经理助理等职务，现任公司副总经理。
张黎红	副总经理	女	本科学历，2001年2月加入指南针，先后在资讯部、市场部、产品部工作，现任公司副总经理、产品部总监。
高海娜	副总经理	女	研究生学历，曾任兴业基金管理有限公司北京分公司总经理助理、北京宇跳网络技术有限公司证券投资基金业务公共事务负责人，2022年7月入职公司，现任公司副总经理。
李静怡	董事会秘书	女	博士学历，2020年2月入职指南针，曾任投资者关系总监、证券事务代表，现任公司董事会秘书。

资料来源：公司 2023 年报，HTI

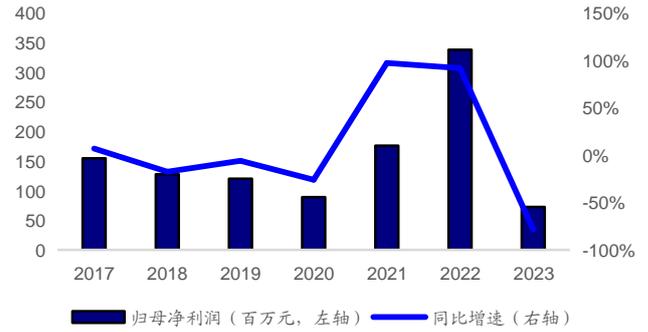
竞得先锋基金 34% 股权，强化财富管理能力。2023 年末指南针成功竞拍联合创业所持有的先锋基金 34.2% 股权，此前已受让先锋基金 5.0% 股权，待监管核准后，指南针将持有先锋基金 39.2% 股权，成为其第一大股东。2023 年三季度末先锋基金管理资产规模 34.3 亿元，后续公募牌照落地后，有望助力指南针形成以金融信息服务为主体、证券和基金为两翼的业务发展格局，强化未来财富管理能力。

1.2 盈利能力：步入增长快车道

公司整体经营呈现良好增长态势。2019 年以来，随着股市回暖以及公司收购网信证券逐步落实，公司营业收入和净利润开始全面复苏。2018 年-2022 年公司营业收入复合增速为 21.4%，归母净利润复合增速为 27.6%。2023 年由于资本市场景气度连续两年较为低迷，公司高端产品营销所需的中端产品客户积累减少以及麦高证券增加投入导致管理费用增加。公司 2023 年实现营业总收入同比-11.3%至 11.1 亿元；归母净利润同比-78.5%至 0.73 亿元。

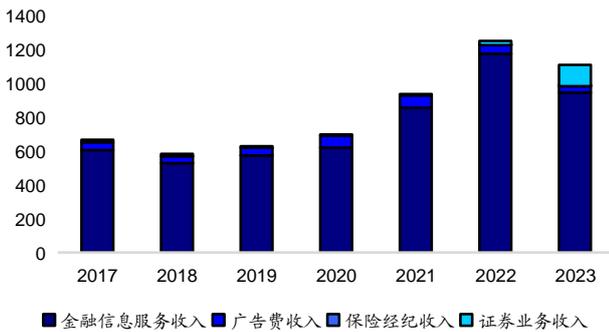
图2 指南针营业总收入及同比增速


资料来源: Wind, HTI

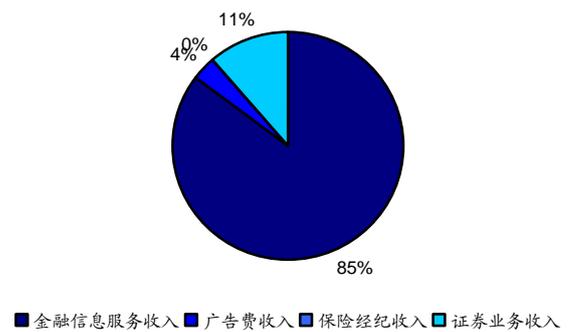
图3 指南针归母净利润及同比增速


资料来源: Wind, HTI

金融信息服务是公司业务核心，引流作用显著。2023 年金融信息服务业务是公司营业收入和利润的最大来源，收入占比超过 85%。公司专业投资者客群基数较大，公司通过与券商合作引流赚取广告服务费用。2017 年来，公司金融信息服务收入与广告收入走势相关度高，业务协同效应显著。我们认为，随着麦高证券经营步入正轨，未来公司现有用户资源和互联网入口资源将逐步从对外收取广告费用变现逐步转向对麦高证券的赋能，推动金融信息与证券服务的融合，为公司带来新的业务增长点。

图4 指南针 2017-2023 收入情况 (百万元)


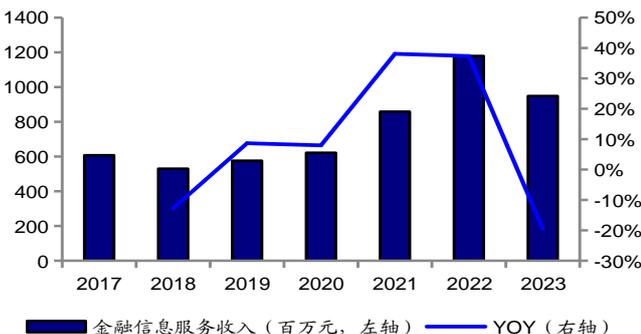
资料来源: Wind, HTI

图5 指南针 2023 年收入结构


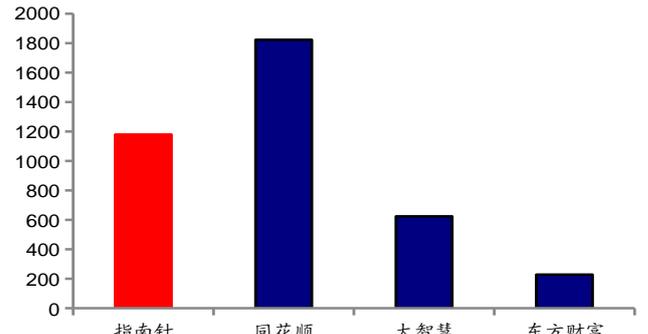
资料来源: Wind, HTI

2. 金融信息服务业务：收入持续增长，产品线不断完善

收入增长迅速，毛利率水平较高。指南针品牌自成立以来一直专注于证券分析和证券信息服务，其金融信息服务业务是公司营业收入和利润的最大来源，2017 年至 2023 年业务收入占比维持在 90%左右。公司 2013 年至 2023 年毛利率维持在 80%以上，为可比公司中领先水平。公司金融信息服务收入排名第二，仅次于同花顺。

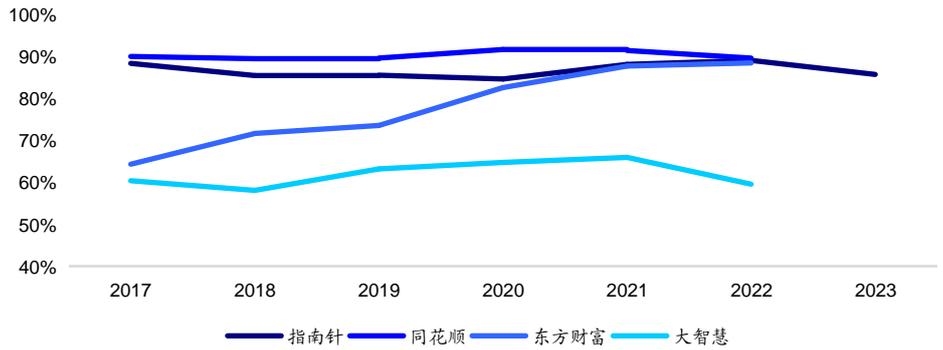
图6 指南针 2017-2023 金融信息服务收入


资料来源: Wind, HTI

图7 2022 年各公司金融信息服务收入 (百万元)


资料来源: 各公司 2022 年年报, HTI 注: 收入采用相同口径, 均不含广告收入及金融产品代销收入

图8 2017-2022 指南针与可比公司毛利率对比

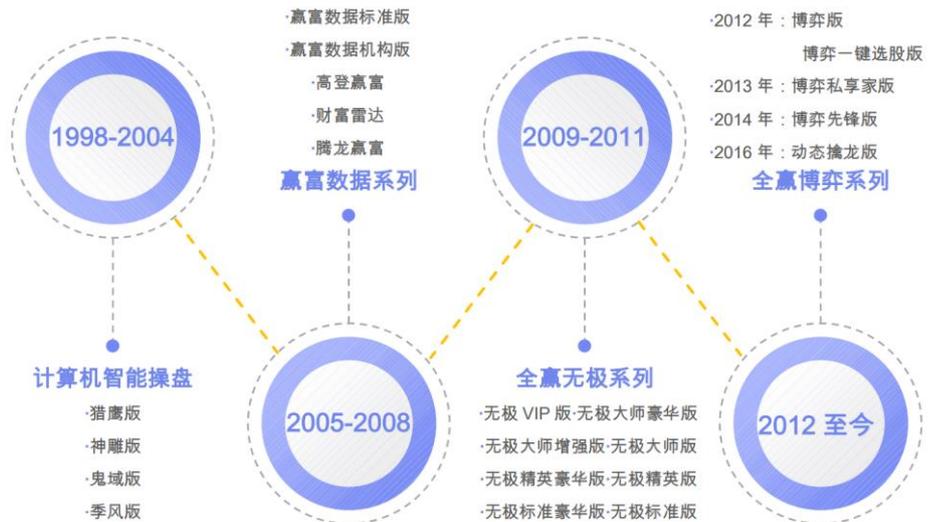


资料来源：Wind, HTI

2.1 产品与服务：定位明确，不断更新迭代

坚持研发，产品持续迭代更新。作为证券分析软件开发商和证券信息服务商，创新型研究是指南针的战略核心，公司自成立之初就推出了智能操盘系统，并坚持研发投入，不断迭代新产品、推出新功能。

图9 指南针产品迭代情况



资料来源：公司官网, HTI

公司产品针对性较强，主打产品明晰。公司侧重证券分析软件产品设计，产品更加专业化、多样化，客户群体相对较小但针对性较强。随着研发技术的不断推进、产品功能的不断完善，近年来逐步形成了覆盖不同价位、满足不同类型客户需求的“全赢博弈系列”产品。使增值服务产品线在保持相对价格优势的同时，提供更加多元化的服务选择。公司还在 2019 年全新推出了专门针对中高端客户和管理资金规模较大的专业投资者的“财富掌门 DPFMRAII 系统”，不断向高端化迈进。全赢系列中的中高端产品作为公司主打，为公司金融信息服务业务贡献了大部分收入。2021 年公司金融信息服务业务收入增长主要由私享家版、先锋版/擒龙版销售收入增长驱动，二者占金融信息服务业务收入超过 90%，其中：私享家版销售收入较 2020 年增加 1.55 亿元，同比增长 58.76%；先锋版/擒龙版销售收入较 2020 年增加 6781 万元，同比增长 22.09%。

表 3 指南针主要产品价格

产品名称	目标客户	官方指导价	实际销售价格
财富掌门高级版	中高端客户和管理资金规模较大的专业投资者	50000 元/年	50000 元, 含一年服务费 1800 元
财富掌门标准版	资金规模较大的专业投资者	20000 元/年	20000 元, 含一年服务费 1200 元
全赢私享家版	中高端客户和管理资金规模较大的专业投资者	18000 元/年	2018 年, 私享家一年期价格调整为 19800 元, 四年期价格为 31200 元。
全赢先锋版/擒龙版	中端专业投资者	7600 元/年	2018 年将先锋版一年期价格调整为 3900 元、两年期 7800 元、三年期 11600 元。
全赢博弈版	证券市场中对金融信息有较为强烈需求的中小个人投资者	1580 元/年	博弈版一年期产品包括 180 元、260 元和 360 元三个价格, 主要系促销政策差异所产生。
全赢博弈一键选股版	初次尝试使用公司金融信息终端的投资者, 产品终身免费使用	免费	

资料来源: 招股说明书, HTI

注: 1. 财富掌门系统除 2019 年面向私享家版客户开展过集中销售外, 2020 年和 2021 年未开展实际销售, 未来公司将根据市场环境和经营安排决定是否销售。
2. 擒龙版系先锋版升级并更名而来, 定位均为全赢博弈系列中端产品。

表 4 指南针各产品销售收入占比

产品名称	2021 年		2020 年		收入金额同比变动 (%)
	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	
全赢私享家版	41980	48.89%	26442	42.52%	58.76%
全赢先锋版/擒龙版	37482	43.65%	30701	49.37%	22.09%
全赢博弈版	6211	7.23%	4877	7.84%	27.36%
其他	188	0.22%	165	0.27%	13.55%
金融信息服务业务收入合计	85861	100.00%	62185	100.00%	38.07%

资料来源: 指南针关于深圳证券交易所 2021 年年报问询函回复的公告, HTI

对比同业, 公司产品定位偏高端。作为证券分析软件开发商和证券信息服务商, 指南针是早期获得深交所 Level2 数据授权的信息运营商之一, 同时也是较早获得上交所 Level2 数据授权信息运营商之一。指南针在丰富的数据基础上, 做优产品特色功能, 形成了颇具竞争力的产品组合。相比于同行业公司, 指南针产品价格均在 1000 元以上, 且万元以上的产品较多, 可以看出公司对于中大型客户的高针对性。我们认为, 相比低净值客户参与证券市场意愿的周期性较强, 中大型客户具有更高的粘性。并且随着我国居民财富的增长以及证券市场专业化程度的提升, 证券市场参与者中高净值人群比例将持续增长, 公司用户人数有望展现成长性。

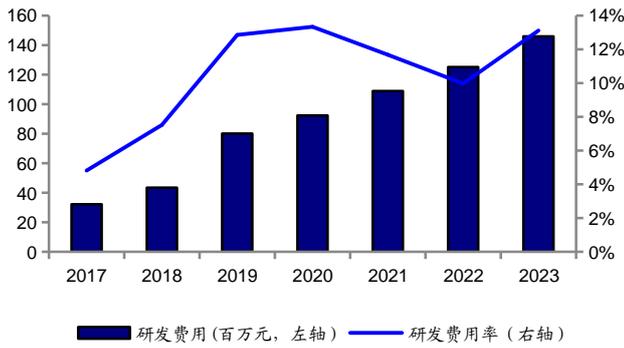
表 5 指南针及主要竞争对手金融信息服务产品线对比

	产品名称	产品价格	特色功能
指南针	动态全赢版	1580 元 (含一年数据服务费 360 元)	敢死队资金、多空资金、股价活跃度、长线决策、资金龙虎榜、消息龙虎榜
	动态擒龙版	7800 元 (含一年数据服务费 3800 元)	资金动向、擒龙平台、卡位、蓝筹模式、黄金坑、小时决策; 2 年以上用户专享: 研报监控; 3 年用户专享: 北上资金监控平台、股权监控、杠杆资金监控平台、鹰眼股期联动监控系统
	私享家版	电脑版: 19800 元 (含一年数据服务费 3800 元) 手机版: 15800 元/年	排雷系统、私募英雄榜、高管交易榜、席位龙虎榜、外资机构榜、大宗揭秘、盘口密码、外围资金动向。卖出策略王、盘口杀、基因平台、索罗斯空间。指数全景监控系统、参与员工持股计划
	财富掌门标准版	20000 元 (含一年服务费 1200 元)	重点围绕投资的风险控制展开, 将投资过程中的选股、选时、仓位等一系列风险控制过程作为切入点, 并利用穷举、大数据算法和机器学习等科学的研究手段, 管控个人的投资操作行为, 并通过风控工具的使用来执行理性、科学投资决策过程。
	财富掌门高级版	50000 元 (含一年服务费 1800 元)	
同花顺	云端版 Level-2	298 元/年	千档盘口、大单净量、资金抄底、积突信号
	短线宝	798/3 个月	极速策略、决策密码、撑压划线
	iFinD	约 8000 元/台/年	智能搜索、非结构化数据库、产业图谱、舆情监控
	财富先锋	32800 元/年	大盘多维指标分析系统、大盘智能点金分析系统、AI 大盘时机云服务系统、选股方法与策略平台、经典股票池系统、K 线买卖点指标、K 线主力机构指标、分时盘中决策系统、数据决策系统、内参研究系统、拓赢数据系统、投顾服务平台等。
	金融大师	80000 元/年	AI 大数据系统、大盘智能分析系统、板块热点题材挖掘系统、九维理念高端股票池系统、投顾陪伴式服务系统
大智慧	大智慧启航版	598 元/年	极速行情全景看盘。AI 决策四维战法、智能选股、新闻资讯数据全覆盖、技术大讲堂
	大智慧 365	998 元/年	AI 决策四维战法、热钱追踪、智能复盘、波段为王、游资大剖析
	大智慧专业版	2680 元/年	私密选股策略、概念选股引擎、资金密码、智能复盘、九转交易
	大智慧财富版	9800 元/年	大盘趋势分析模型、热点轮动、智能复盘统计、ACE 资金主力风向标、舆情监控、波段转点、盘中决策、机构热股
	大智慧策略投资终端	38000 元/年	ACE 活跃资金决策系统、资金先锋、热点轮动、超赢思维、大数据挖掘金
	大智慧港股通专业版	3800 元/年	沪港深三地 Level-2 实时行情、一线港股权权威资讯、港股分析系统、沪深市场特色功能
	大智慧 APP 优选大师财富版	16800 元/年	大势研判、热点风向、优选策略、优选内参
东方财富	大智慧智能投研平台 D-ZYT	68000 元/年	AI 资金线、ACE 资金决策系统、热点轮动、大数据挖掘金、大数据分析、竞价洞察、机构热股、董秘爆料、历史 PEPB、基金投资主题、北向资金、机构去哪儿
	东方财富 Level-2 极速版	280 元/年	成交逐笔还原、委托全息排队、深度数据统计
	东方财富策略版	12800 元/年 19800 元/2 年	策略选股器、VIP 提醒、DK 周期、投顾内参
	Choice 数据	5800 元/年	条件选股、回测分析、组合管理等投资决策功能以及 Excel 插件、量化接口等应用工具。

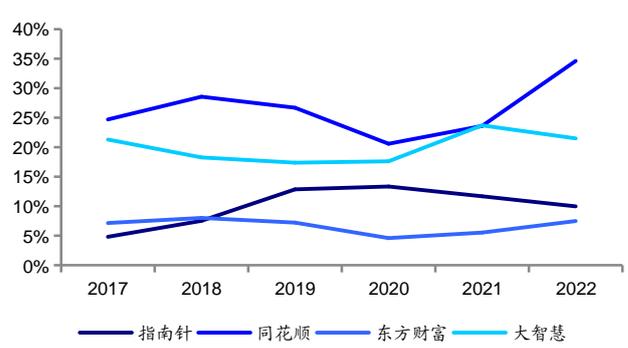
资料来源: 各公司官网, 指南针招股说明书, HTI

2.2 成本端: 费用率保持稳定, 直销模式推高销售费用

研发投入持续增加, 但在同业中处于较低水平。公司持续加大研发投入, 在 2021 年研发费用突破亿元大关, 但相比同行业其他企业仍有较大差距。公司 2017 年至 2022 年研发费用占营业收入比例维持在 5%至 15%左右, 作为证券分析软件开发商, 研发投入占比与同花顺、大智慧相比略显不足。

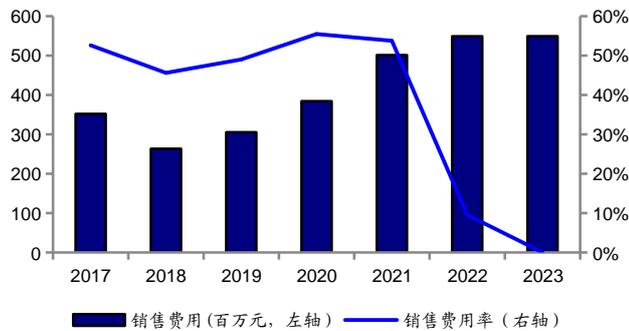
图10 指南针 2017-2023 研发费用及研发费用率


资料来源: Wind, HTI

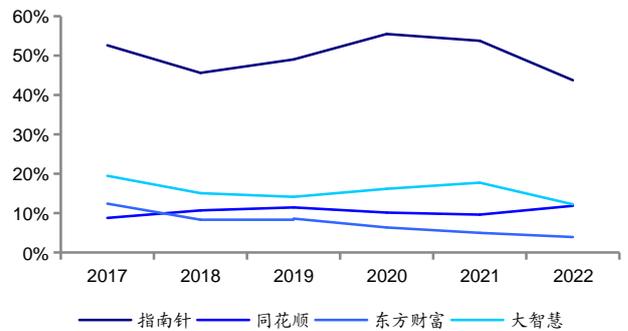
图11 指南针及同业公司 2017-2022 研发费用率


资料来源: Wind, HTI

人工直销模式下，销售费用率维持较高水平。公司客群主要为个人投资者，主要通过线上推广获客，并且采用人工直销模式，因此销售费用率相对较高，销售费用占营业收入比例维持在 50%左右，处于业内较高水平。我们认为，直销模式与公司高端化的产品布局有关，通过人工服务的方式让高净值投资者获得较好体验，有助于增强用户粘性。

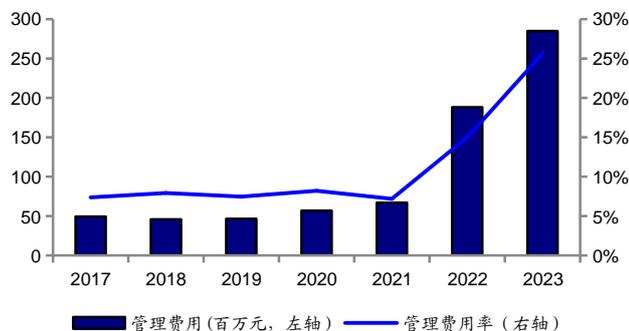
图12 指南针 2017-2023 销售费用及销售费用率


资料来源: Wind, HTI

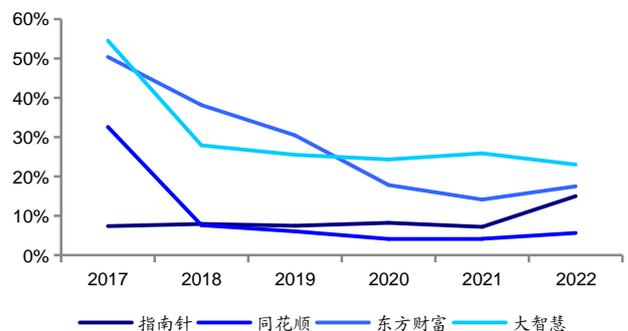
图13 指南针及同业公司 2017-2022 销售费用率


资料来源: Wind, HTI

管理费率处于较低水平，麦高证券投入推升管理费用。公司管理费用控制效果较好，管理费用占营业收入比例维持在 8%左右，仅高于同花顺。2022 年以来由于持续为麦高证券经营发展增加投入，公司管理费用大幅增加。

图14 指南针 2017-2023 管理费用及管理费用率


资料来源: Wind, HTI

图15 指南针及同业公司 2017-2022 管理费用率


资料来源: Wind, HTI

3. 麦高证券：公司有望迎来第二曲线

3.1 各类公司布局互联网券商赛道，互联网平台牌照获取难度大

我们认为，目前互联网券商的发展模式主要分为两种，第一种是以传统证券公司起家，通过自主研发或合作研发搭建金融底层技术架构与互联网平台，用科技赋能证券全业务线；第二种是以互联网资讯平台起家，通过获取券商牌照拓展金融业务范畴，用证券业务丰富营收结构。

传统券商落实科技赋能，推出独家内容平台。互联网券商的第一种发展模式为，以传统证券公司为起点，通过自主研发、合作研发或收购等方式引入金融技术与成熟财富管理软件，将开户、证券交易等标准化业务转移到互联网平台，实现展示、引流、营销、服务功能多合一，为客户提供基础便捷的财富管理服务，并通过平台上的内容创造留存客户。传统券商的互联网化对其经纪业务变革的影响最大，线上平台可以有效吸引潜在长尾客户，成为扩大用户规模的重要渠道；而线下营业部则逐渐转向个性化服务，进一步服务高净值人群和机构客户。该类互联网券商的代表企业为华泰证券、华林证券等。

发家于互联网平台，进而获取券商牌照。互联网券商的第二种发展模式为，以财经、股票或金融数据库等资讯平台为起点，积累用户流量并通过一定方式获取券商牌照，开拓基金销售、证券经纪等业务，不断完善证券投资服务的生态体系。该模式初期注重自有平台用户流量的扩张与积累，通过金融数据分析、打造用户社群等方式增强用户粘性、扩大网站或APP的日活量(DAU)，提高用户转化为客户的可能性。在获得券商牌照后，公司将支柱业务转向证券经纪、财富管理等领域，引导原有平台用户转化为付费客户，其未来业绩增长也主要靠客户数量的增长，对传统券商的同类业务具有一定冲击。

表 6 互联网券商两种发展模式比较

	模式一	模式二
公司起源	传统综合性券商	财经资讯平台/网站
转型动机	提高在券商行业的竞争力，增强获客能力	扩大业务领域、丰富营收结构
转型路径	由传统券商转型为科技驱动型综合券商	由提供资讯与社交平台的互联网公司，转型为具备互联网属性的券商
流量来源/引流方式	广告投放	自有平台的前期用户流量积累
技术研发方式	与科技公司合作研发、外购	自行开发为主
变现方式	早期以券商传统业务的营收为主，转型后进一步提高经纪业务的比重，并逐渐向财富管理转型	早期以金融数据服务、平台广告收入为主，随着金融牌照的积累拓展业务矩阵，转向证券经纪和基金代销双轮驱动
运营平台	线上APP与线下营业网点相结合	线上网站、APP为主
客户分布	长尾客户为主	长尾客户为主
优势	已取得券商牌照、传统券商业务经验丰富	营销模式成熟、获客成本较低、用户粘性强、互联网底层架构扎实
劣势	技术布局难度大、获客成本较高、互联网化成效具有不确定性	获取券商牌照难度较大、高净值的机构/企业客户获取较难

资料来源：HTI

监管趋严，互联网企业放缓金融扩张步伐，券商牌照价值凸显。2016年以前，互联网券商处于政策利好期。2012年2月，央行向第三方理财机构开放基金牌照申请，互联网基金销售得以全面促进；2013年3月，中登公司发布《证券账户非现场开户实施暂行办法》，允许线上开户；2014年4月，证监会公布首批6家进行互联网证券业务试点的企业名单，互联网券商逐渐进入全面开花的局势。然而，2016年10月国务院办公厅发布《互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》，严厉打击影响恶劣的互联网金融风险案件，明确规定“互联网企业未取得相关金融业务资质不得依托互联网开展相应业务”、“互联网企业和传统金融企业行为规则和监管要求保持一致”，严格准入管理。从数据来看，券商综合牌照已停发16年，目前我国仅有东方财富、指南针两家获得券商全牌照的互联网公司，互联网企业获得金融牌照的难度大，券商牌照的稀缺性价值凸显。

表 7 互联网金融政策演进

时间	发布机构	政策名称	内容
2011 年	中国保监会	《保险代理、经纪公司互联网保险业务监管办法(试行)》	明确保险代理、经纪公司开展互联网保险业务的条件,使其走向规范化、专业化。
2012 年 2 月	中国证监会		证监会向第三方理财机构开放基金牌照申请,允许基金代销
2013 年 3 月	中登公司	《证券账户非现场开户实施暂行办法》	放开线上开户
2016 年 10 月	国务院办公厅	《互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》	明确规定互联网企业未取得相关金融业务资质不得依托互联网开展相应业务、互联网企业和传统金融企业行为规则和监管要求保持一致,严格准入管理。
2018 年 6 月	中国证监会、中国人民银行	《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》	严禁非持牌机构开展基金销售活动,严禁非持牌机构留存投资者基金销售信息;非银行支付机构不得提供以货币市场基金份额直接进行支付的增值服务,不得从事或变相从事货币市场基金销售业务,不得为“T+0 赎回提现”业务提供垫支等。
2020 年 12 月	中国银保监会	《互联网保险业务监管办法》	互联网保险业务应由依法设立的保险机构开展,其他机构和个人不得开展互联网保险业务;保险机构开展互联网保险业务,应建立统一集中的业务平台、业务流程和管理制度。
2021 年 1 月	中国银保监会、中国人民银行	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	商业银行通过互联网开展存款业务,应当严格遵守法律法规和金融监管部门的相关规定,不得借助网络技术等手段违反监管规定、规避监管要求;商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务。

资料来源:国务院、人民银行、银保监会、证监会、中登公司官网, HTI

3.2 麦高证券:有望成为公司第二成长曲线

被收购前网信证券存在重大经营问题,已不具备持续经营能力。网信证券在业务经营、财务管理、风险控制、合规要求以及与监管机构联络机制上存在问题。在 2012 年至 2017 年里,网信证券多次财务造假,通过虚增虚减利润的方式进行利润调节,网信证券在财务管理与监管上存在巨大疏漏。2018 年网信证券净利润-28.80 亿元,位列行业倒数第二;2020 年网信证券资产总额 7.03 亿元,负债总额 42.79 亿元,净资产-35.76 亿元。从财报来看,网信证券由负利润到负资产,已经不具有持续经营能力。在经营能力下滑过程中,网信证券的风控也未起到相应责任。2018 年 12 月和 2019 年 1 月净资本、风险覆盖率、资本杠杆率和净稳定资金率等风险控制指标不符合监管规定,被证监局进行现场督察。并且在 2018 年出现集中交易系统中断、多人实际控制股份超过 5%均未向监管部门报备。其公司在合规管理方面具有重大缺陷。

表 8 网信证券近年违规时间及处罚梳理

处罚时间	事件	处罚决定
2018 年 11 月 25 日	集中交易系统于 2018 年 7 月 23 日发生时长 24 分钟的中断事件,且事件发生时未立即向证监局报告,存在迟报情形。	出具警示函,并向证监局提交书面整改报告
2019 年 3 月 5 日	2018 年 12 月和 2019 年 1 月净资产、风险覆盖率、资本杠杆率和净稳定资金率等风险控制指标不符合《证券公司风险控制指标管理办法》规定的标准。	报送整改计划,并进行整改
2019 年 5 月 5 日	证监局派出风险监控现场工作组对网信证券进行专项检查。	无
2019 年 5 月 8 日	2018 年 5 月张利群未经批准实际控制网信证券 5%以上股权;2018 年 6 月邓淑芬未经批准实际控制网信证券 5%以上股权;2018 年 12 月任晓辉未经批准实际控制网信证券 5%以上股权	改正并提交书面报告
2019 年 5 月 8 日	张利群、邓淑芬和任晓辉未经证监局批准实际控制网信证券 5%以上股权。	在改正前,上述人员持有的网信证券股权不具有表决权
2021 年 7 月 16 日	网信证券 2020 年经审计的年度报告,网信证券资产总额 7.03 亿元,负债总额 42.79 亿元,净资产 -35.76 亿元,持续经营能力存在重大不确定性。审计机构对年度报告发表了保留意见。网信证券向沈阳市中级人民法院提出破产重整的申请,以化解公司风险。	法院依法裁定受理了破产重整申请
2022 年 6 月 13 日	2012 年至 2017 年网信证券对其买断式回购交易业务未按相关会计准则进行核算,在买断式回购交易卖出债券时终止确认了其所卖出回购的金融资产,且未就其承担的回购义务确认相应的金融负债,也未在年末计提利息、公允价值变动损益,多年通过虚增虚减利润进行利润调节。	1.对网信证券有限责任公司给予警告,并处以三十万元的罚款; 2.对刘平、王斌、张家军给予警告,并分别处以三万元罚款; 3.对贾向安、张松启给予警告,并分别处以二万元罚款

资料来源:中国证监会, HTI

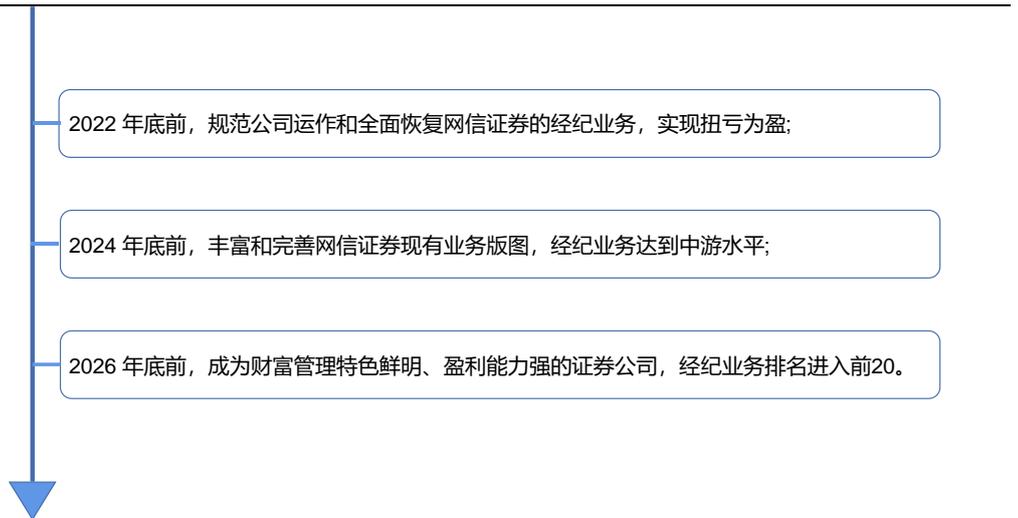
表 9 网信证券 2018-2021 年经营情况

	2018	2019	2020	2021
营业收入(万元)	-324384	15533	5169	4625
排名	98/98	96/98	101/102	106/106
净利润(万元)	-288039	-129168	-5980	-50805
排名	97/98	98/98	93/102	105/106
证券经纪业务收入(万元)	2867	3173	3637	3358
排名	93/97	91/95	91/100	96/104
投资银行业务(万元)	1854	511	118	75
排名	91/98	93/96	98/99	104/104
证券投资收入(万元)	-325739	16246	-21	-96
排名	98/98	80/96	99/102	100/106

资料来源:中证协, HTI

规划清晰, 麦高证券重新出发。“实现网信证券传统业务与互联网、大数据等新技术、新模式的深度融合”将成为指南针对网信证券未来发展的主要定位。公司接手网信证券后, 后续将按“五年三步走”规划, 逐步恢复网信证券全线业务: (1) 2022 年底前, 规范公司运作和全面恢复网信证券的经纪业务, 实现扭亏为盈; (2) 2024 年底前, 丰富和完善网信证券现有业务版图, 经纪业务达到中游水平; (3) 2026 年底前, 成为财富管理特色鲜明、盈利能力强的证券公司, 经纪业务排名进入前 20。2023 年 1 月, 网信证券正式改名麦高证券, 依托指南针的资源禀赋, 麦高证券正在朝着“互联网券商”之路前行。

图16 指南针对网信证券规划

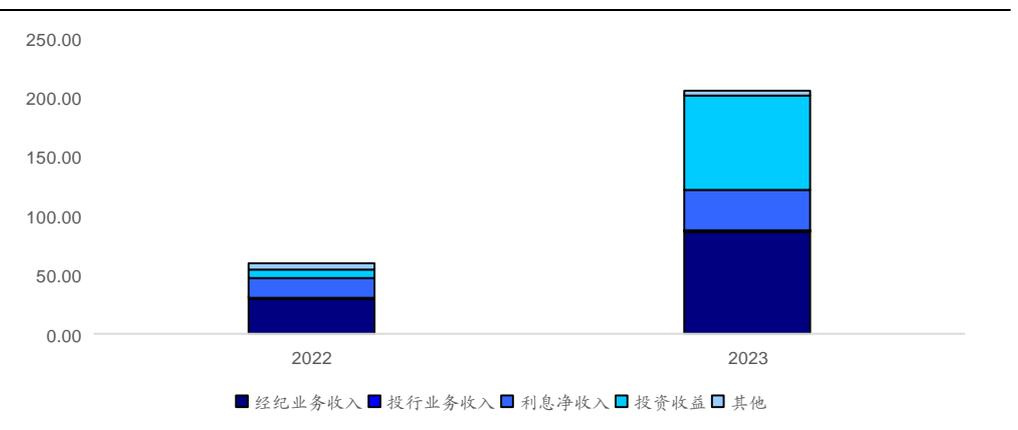


资料来源：指南针关于深圳证券交易所重组问询函回复的公告，指南针投资者关系活动记录表（2022年7月20日-7月22日），HTI

定向增发提升资本实力。2022年5月，公司公告向特定对象发行股票的预案，拟募集资金总额不超过30亿元，扣除相关发行费用后，将全部用于增资麦高证券。我们认为，此次定增将有助于充分提升麦高证券资本实力、改善资本结构，麦高证券将有望成为公司施展自身多年来在金融科技水平与客户资源等方面积累成果的有效平台。根据指南针最新披露的定增流程公告，指南针于2022年9月16日对深交所8月29日出具的审核问询函的进行了回复。

牌照价值叠加科技属性，证券业务有望厚积薄发。自收购麦高证券以来，指南针持续加大对麦高证券的人才队伍建设和IT等投入，着手恢复麦高证券各条线业务。基于多年来与其他证券公司的合作经验，公司开始在APP内提供网信证券开户入口，初步实验性启动了指南针客户引流的工作，如期取得了一定的成效，积累了相关数据，指南针于3Q22启动存量客户引流，加速经纪业务修复。麦高证券2023年实现营业收入2.1亿元，同比增长245%，实现净利润491万元。受益于23年指南针存量客户导流持续推进，麦高证券经纪业务加速修复，2023年经纪业务收入0.9亿元，同比增长198%，期末麦高证券代理买卖证券款24.1亿元，较23年初增长107%。净利息净收入、净投资收入（投资收益+公允价值变动收益）分别为0.3、0.8亿元，同比+103%、+1018%。

图17 麦高证券营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，HTI

协同效应可期，公司有望迎来第二成长曲线。2018 年以来，原网信证券处于持续亏损状况。在目前国内证券行业竞争日趋激烈的大背景下，原网信证券如果在破产重整后依然按照传统证券公司的经营模式进行发展，很难在未来取得成功。采取轻型营业部建设、业务全面线上化转型以及利用大数据进行客户精准获取等措施应成为麦高证券未来发展的必由之路。对指南针而言，并购麦高证券的核心目的是充分发挥现有业务上下游协同效应并进一步完善业务布局。公司能够在丰富业务结构的同时提升整体经营能力，优化产品服务效能，扩大用户服务半径。直接获取自身客户在从事证券交易过程中的手续费佣金和沉淀资金利息等收入，对上市公司将产生“从无到有”的改变，成为公司收入增长的第二曲线。

4. 盈利预测与估值

基于公司管理层管理经验丰富；金融信息服务收入增长迅速，毛利率高，公司新用户、存量用户、付费用户数量增长稳定；产品定位明确、错位化竞争优势明显；成本端费用稳定；主营业务发展趋势良好，有较好的发展前景。整合麦高证券之后，原广告业务资源会逐步向公司内部倾斜，因此我们预计公司 2024E-2026E 年的金融信息服务收入增速为 23%、20%、15%，广告费收入逐年下滑 20%。

表 10 指南针分项业务收入预测（未含麦高证券）

营业收入（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
金融信息服务	948.65	1166.84	1400.21	1610.24
(+/-)YoY(%)	-19.56%	23.00%	20.00%	15.00%
广告费收入	37.90	30.32	24.26	19.41
(+/-)YoY(%)	-24.98%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
保险经纪	0.04			
(+/-)YoY(%)	0.00%			

资料来源：指南针 2023 年年报，HTI

公司坚持互联网赋能网信证券，将科技赋能传统业务作为麦高证券未来发展定位；强大的线上用户资源、渠道以及科技技术优势叠加传统证券经营模式，网信证券未来有望成为公司第二发展推动力。因此我们预测 2024E-2026E 年麦高证券收入为 5.24 亿、9.22 亿、13.9 亿元。

表 11 麦高证券经营及盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	206	524	922	1,388
(+/-)YoY(%)	244.65%	153.80%	75.99%	50.57%
净利润（百万元）	5	262	507	833
(+/-)YoY(%)	-99.83%	5229.05%	93.59%	64.26%

资料来源：麦高证券 2023 年年报，HTI

基于公司依托麦高证券进一步完善布局，整合上下游业务，充分发挥现有业务的协同效应，有望迎来公司第二成长曲线。我们预计 2024E-2026E 年净利润分别为 3.28 亿、4.95 亿、6.29 亿，同比增长 352.3%、50.6%、27.2%，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.21 元、1.54 元，对应 2021-2025 年复合增长率为 29%。使用可比公司估值法，我们给予 2024 年 2.4xPEG，对应 70.7xPE，目标价 56.74 元，给予“优于大市”评级。

表 12 主要财务数据及预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1113	1633	2232	2869
(+/-) YoY (%)	-11.3%	46.7%	36.7%	28.5%
净利润（百万元）	73	328	495	629
(+/-) YoY (%)	-78.5%	352.3%	50.6%	27.2%
全面摊薄 EPS（元）	0.18	0.80	1.21	1.54

资料来源：公司 2023 年年报，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 13 可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价(元)	总市值(亿元)	G	2024PE	2024PEG
603383.SH	顶点软件	40.85	70	26.40%	24.59	0.93
300033.SZ	同花顺	120.59	648	2.24%	39.09	17.48
	均值			14.32%	31.84	9.21

资料来源: Wind, HTI 注: 收盘价为 2024 年 5 月 25 日价格, 净利润为 Wind 一致预期

风险提示: 互联网金融政策收紧, 数据和流量运营面临低于预期的风险; 麦高证券盈利不及预期, 整合效果面临低于预期的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	1113	1633	2232	2869
每股收益	0.18	0.80	1.21	1.54	营业成本	141	195	263	333
每股净资产	4.58	5.38	6.59	8.13	毛利率%	85.7%	87.3%	87.2%	87.2%
每股经营现金流	3.51	1.18	0.94	2.02	营业税金及附加	8	11	16	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	549	620	848	1090
P/E	236.44	52.28	34.71	27.29	营业费用率%	55.7%	51.8%	59.5%	66.9%
P/B	9.17	7.80	6.37	5.16	管理费用	285	327	446	574
P/S	15.43	10.51	7.69	5.98	管理费用率%	28.9%	27.3%	15.0%	15.0%
EV/EBITDA	402.60	42.18	26.89	19.77	EBIT	-11	320	498	643
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	14	-25	-25	-25
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	-2.1%	-1.8%	-1.5%
毛利率	85.7%	87.3%	87.2%	87.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	7.4%	27.4%	34.7%	38.6%	投资收益	78	12	14	16
净资产收益率	3.9%	14.9%	18.3%	18.9%	营业利润	63	357	538	684
资产回报率	1.3%	5.7%	7.9%	9.1%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	-0.6%	12.2%	15.7%	16.7%	利润总额	63	357	538	684
盈利增长 (%)					EBITDA	55	340	518	663
营业收入增长率	-11.3%	46.7%	36.7%	28.5%	所得税	-10	29	43	55
EBIT 增长率	-104.4%	2941.0%	55.7%	28.9%	有效所得税率%	-15.8%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润增长率	-78.5%	352.3%	50.6%	27.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	73	328	495	629
资产负债率	65.9%	61.8%	57.4%	52.2%	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动比率	1.21	1.34	1.51	1.73	货币资金	2570	3066	3464	4306
速动比率	1.06	1.19	1.36	1.58	应收账款及应收票据	107	-82	112	-78
现金比率	0.89	1.08	1.19	1.47	存货	0	1	1	2
经营效率指标					其它流动资产	820	815	816	818
应收账款周转天数	27.63	3.69	3.69	3.69	流动资产合计	3497	3799	4392	5047
存货周转天数	2.02	2.00	2.00	2.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.20	0.21	0.24	0.25	固定资产	374	354	334	314
固定资产周转率	2.59	3.29	4.15	5.04	在建工程	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	无形资产	60	60	60	60
净利润	73	328	495	629	非流动资产合计	1934	1914	1894	1874
少数股东损益	0	0	0	0	资产总计	5431	5714	6287	6922
非现金支出	66	20	20	20	短期借款	192	192	192	192
非经营收益	-28	-12	-14	-16	应付票据及应付账款	60	36	80	54
营运资金变动	1326	148	-117	193	预收账款	0	0	0	0
经营活动现金流	1437	484	383	826	其它流动负债	2630	2609	2644	2676
资产	-65	0	0	0	流动负债合计	2883	2838	2916	2922
投资	-17	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
其他	11	12	14	16	其它长期负债	694	694	694	694
投资活动现金流	-71	12	14	16	非流动负债合计	694	694	694	694
债权募资	43	0	0	0	负债总计	3578	3532	3611	3616
股权募资	65	0	0	0	实收资本	409	409	409	409
其他	-26	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1873	2201	2696	3325
融资活动现金流	82	0	0	0	少数股东权益	-20	-20	-20	-20
现金净流量	1448	496	398	842	负债和所有者权益合计	5431	5714	6287	6922

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 24 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights: The company's operations have accelerated since 2019, with a revenue CAGR of 21.4% and a net profit attributable to shareholders CAGR of 27.6% from 2018 to 2022. In 2023, due to a two-year market downturn, reduced mid-tier product customer base for high-end product marketing, and increased G&A expense from N-Securities, revenue decreased by 11.3% YoY to RMB 1.11 billion, and NPATs dropped by 78.5% YoY to RMB 73 million. Focused on financial information services, maintaining high GPM. Since its inception, Beijing Compass Technology Development has focused on securities analysis and information services, accounting for about 90% of revenue from 2017 to 2023, with a GPM over 80%, leading its peers. N-Securities is expected to drive the company's second growth curve. In July 2022, the company consolidated N-Securities and planned a RMB 3 billion private placement, later renamed N-Securities. The company increased investment in talent and IT for N-Securities, restoring its business lines. In 3Q22, it initiated customer retention strategies and financial information service giveaways, boosting brokerage business recovery. In 2023, N-Securities achieved a revenue of RMB 210 million, up 245% YoY, and a net profit of RMB 4.91 million, with brokerage revenue at RMB 90 million, up 198% YoY. Acquiring a 34% stake in Pioneer Fund, enhancing wealth management capabilities. By the end of 2023, Beijing Compass Technology Development successfully bid for a 34.2% stake in Pioneer Fund held by a joint venture, becoming its largest shareholder with a 39.2% stake upon regulatory approval. The subsequent public fund license is expected to strengthen the company's wealth management capabilities. **Earnings forecast and valuation.** Based on the company's leveraging of N-Securities to improve its layout and integrate upstream and downstream businesses, it is expected to enter its second growth phase. We forecast net profits for 2024E-2026E to be RMB 328 million, RMB 495 million, and RMB 629 million, up 352.3%, 50.6%, and 27.2% YoY, with EPS at RMB 0.80, RMB 1.21, and RMB 1.54, corresponding to a CAGR of 29% from 2021 to 2025. Using a peer valuation method, we give a 2024 2.4xPEG, corresponding to 70.7xPE, with a target price of RMB 56.74, and an "Outperform" rating.

Risk Warning: Tightening of internet finance policies and risks of data and traffic operations underperforming; N-Securities' earnings falling short of expectations, and risks of integration effects being weaker than expected.

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，孙婷，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, Ting Sun, 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).

贵州遵义指南针商品交易有限责任公司，300059.CH 及 601688.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。

贵州遵义指南针商品交易有限责任公司，300059.CH and 601688.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 个月中从贵州遵义指南针商品交易有限责任公司，300059.CH 及 601688.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 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司，300059.CH and 601688.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只看评级。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

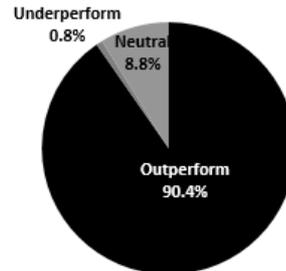
各地股票基准指数：日本 - TOPIX，韩国 - KOSPI，台湾 - TAIEX，印度 - Nifty100，美国 - SP500；其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

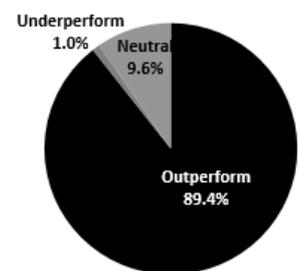
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains 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

评级分布 Rating Distribution

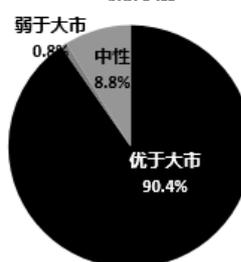
Most Recent Full Quarter



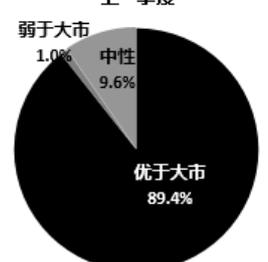
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2024 年 3 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	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*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 March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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：海通国际可能会就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、HTISGL 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声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/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. ("HTIJKK"), 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, HTIJKK 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) 的持牌公司。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 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 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。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开发售或认购。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、广告或公开发售。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 Australia 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: INH000002590

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

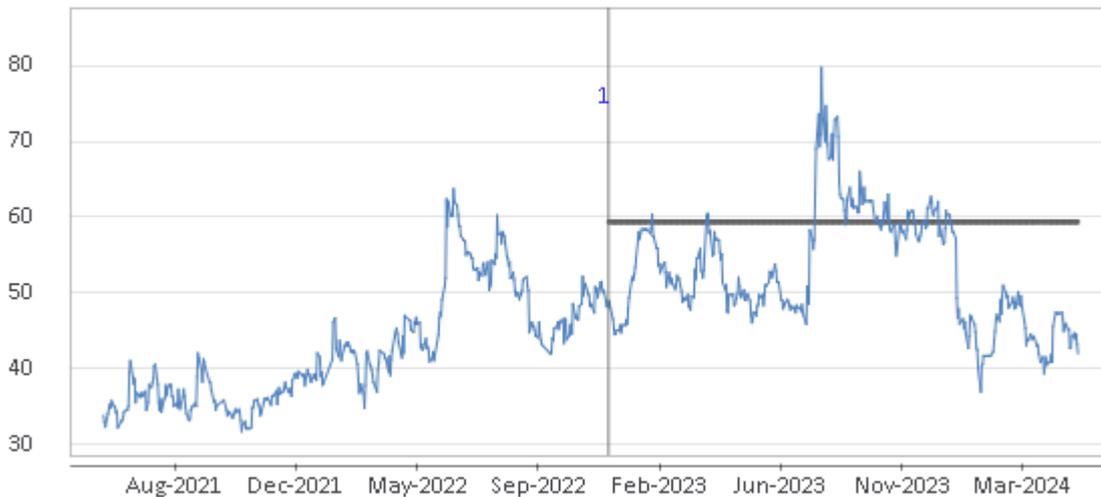
"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

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>

Beijing Compass Technology Development - 300803 CH



1. 14 Dec 2022 OUTPERFORM at 48.19 target 59.35.