

# 浪潮数字企业 (00596.HK)

## 信创风来，云起浪潮

### 买入 (首次)

2024年07月24日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005  
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 李康桥

执业证书: S0600523050004  
likq@dwzq.com.cn

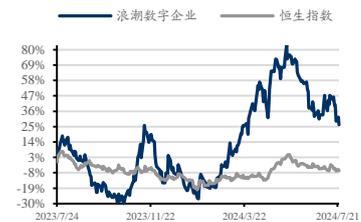
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7008	8336	10106	12047	14007
同比(%)	115.72	18.95	21.24	19.20	16.28
归母净利润 (百万元)	118.69	201.63	389.65	530.04	747.98
同比(%)	124.13	69.88	93.25	36.03	41.12
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.10	0.18	0.34	0.46	0.66
P/E (现价&最新摊薄)	27.88	16.41	8.49	6.24	4.42

关键词: #进口替代 #规模经济

#### 投资要点

- **国资背景 ERP 厂商，在国产化替代浪潮中具备得天独厚优势。**浪潮数字企业是国内龙头 ERP 厂商之一，在建筑、粮食、制药、化工等多个行业拥有深厚的积累和丰富的成功案例，截至 2023 年底，浪潮集团有限公司持有公司股份 37.50%，浪潮齐鲁海外投资发展有限公司持股 16.94%，实际控制人为山东国资委。
- **ERP 市场规模或加速增长，国产替代需求充足。**国家提出 2027 年前要完成包括党政机关和八大重点行业 100% 国产替代，ERP 作为企业数据管理的核心平台，其国产化进程正与企业上云的趋势同步进行。用友、浪潮与金蝶分别占据 40%、20% 与 18% 的市场份额，市场集中度高；高端 ERP 市场 SAP 与 Oracle 两家外企占比达 53%，替代空间依然广阔。目前 ERP 国产替换正处于经营管理体系的规模替换前夕，可谓放量在即。
- **云业务规模效应逐步显现，业绩有望释放。**公司自 2018 年开始实施云转型，由于云转型后遭受疫情影响，云业务业绩未得到体现，疫情后才逐步充分释放，因此云收入增长较快。并且现在全线产品完成云转型，已经度过大规模研发投入时期，研发费用占比稳中有降，因此公司近年来云业务亏损率不断收窄（2023 年-2.8%），我们预计 2024 年云业务扭亏为盈，逐步释放业绩。
- **客户以大型央国企为主，国资背景优势独特，相较同业企业估值偏低。**由于对信息和数据安全的重视，央国企客户对国资背景品牌更为信任。浪潮数字企业作为唯一拥有国资背景的综合类规模化 ERP 厂商，在 ERP 国产化选型中更容易获得央国企的青睐。并且浪潮集团能够为浪潮数字企业发展提供强大的资源支持，带来包括品牌、政策、税收、市场等优势。大型央国企客户优势在于增长稳定，凸显公司竞争优势。
- **盈利预测与投资评级：**乘信创之东风，逢公司云业务规模效应释放利润，我们看好公司作为国资背景龙头 ERP 厂商的市场空间和业务优势。我们预计公司 2024/2025/2026 年收入 101/120/140 亿元，归母净利润 3.9/5.3/7.5 亿元。参考可比公司 PS 平均水平并考虑港股流动性折价，2024 年云和管理软件业务收入 55.12 亿元，给予这部分业务 1.5 倍 PS 估值，对应 82.5 亿市值，对应 88.6 亿元港币，目标价 7.7 HKD。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策进展不及预期，下游客户 IT 预算紧缺，行业竞争加剧

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(港元)	2.98
一年最低/最高价	1.60/4.48
市净率(倍)	1.66
港股流通市值(百万港元)	3,402.92

#### 基础数据

每股净资产(元)	1.79
资产负债率(%)	66.83
总股本(百万股)	1,141.92
流通股本(百万股)	1,141.92

#### 相关研究

《浪潮数字企业(00596.HK): 2022 年中报点评: 业绩大超预期, 看好公司在国央企市场核心竞争力》

2022-08-31

《浪潮数字企业(00596.HK): 浪潮国际年报点评: 业绩大超预期, 国央企客户持续放量》

2022-04-08

## 内容目录

1. 国产替代空间广阔，国资背景有望受益 .....	4
1.1. 国资背景 ERP 厂商，在国产化替代中占据背景优势 .....	4
1.2. 服务央国企客户案例丰富，行业经验积累深厚 .....	4
1.3. ERP 市场规模或加速增长，国产替代需求充足 .....	5
2. 云业务业绩逐渐释放，相较同行估值偏低 .....	6
2.1. 云业务业绩得到释放，净利润有望超预期增长 .....	6
2.2. 客户以大型央国企为主，相较同业企业估值偏低，优势在于稳定 .....	7
3. 盈利预测与估值 .....	8
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 国内政务云市占率.....	4
图 2: 浪潮数字企业部分合作客户及项目.....	4
图 3: 2020-2025 中国 ERP 市场规模及增长率.....	5
图 4: 2021 年我国 ERP 产业市场份额.....	6
图 5: 2021 年我国高端 ERP 软件市场份额.....	6
图 6: 公司归母净利润及增速.....	7
图 7: 公司云业务亏损率.....	7
图 8: 2023 年浪潮数字企业与金蝶国际财务数据 (亿元).....	7
图 9: 浪潮数字企业收入增长稳定.....	7
表 1: 浪潮数字企业盈利预测 (单位: 亿元, %).....	8

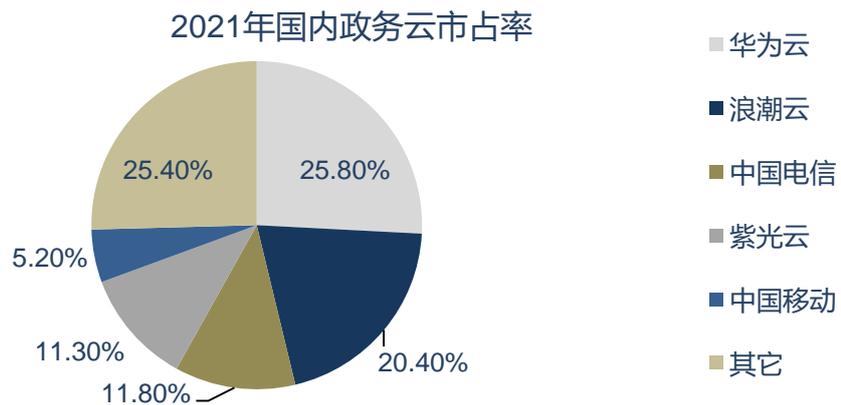
## 1. 国产替代空间广阔，国资背景有望受益

### 1.1. 国资背景 ERP 厂商，在国产化替代中占据背景优势

公司控股股东为浪潮集团，在国产化替代的浪潮中拥有得天独厚的国资背景优势。截至 2023 年底，浪潮集团有限公司持有公司股份 37.50%，浪潮齐鲁海外投资发展有限公司持股 16.94%。浪潮集团实际控制人为山东国资委，由于央国企对信息和数据安全的重视以及对国资背景品牌更为信任，浪潮数字企业作为唯一拥有国资背景的综合类规模化 ERP 厂商，在 ERP 国产化选型中更容易获得央国企的青睐。并且浪潮集团能够为浪潮数字企业发展提供强大的资源支持，带来包括品牌、政策、税收、市场等优势。

浪潮集团还为公司带来了显著的一体化优势，凭借其作为中国领先的云计算、大数据服务商的地位，实现了从芯片、设备、平台到应用的全供应链国产化。根据 IDC 发布的数据，2021 年浪潮集团以 20.4% 的市占率继续在中国政务云市场中领跑，仅次于华为，这一成绩为公司带来了独特的一体化竞争优势。

图1：国内政务云市占率



数据来源：IDC，东吴证券研究所

### 1.2. 服务央国企客户案例丰富，行业经验积累深厚

浪潮数字企业在建筑、粮食、制药、化工等多个行业拥有深厚的积累和丰富的成功案例，这些行业优势也使得公司在选型时具有显著的优势。浪潮数字企业已经为多个央国企提供了成功的服务，客户包括东方电气、中国铁塔、茅台集团、鲁花集团等，拥有了较为丰富的行业积累和央国企客户资源积累。

图2：浪潮数字企业部分合作客户及项目



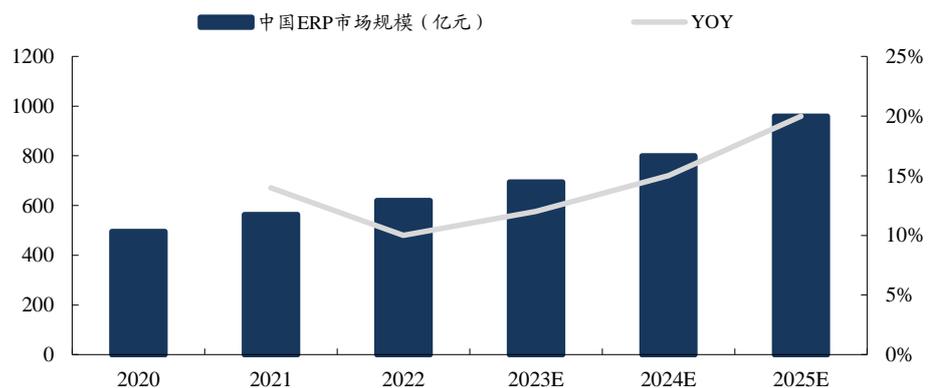
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. ERP 市场规模或加速增长，国产替代需求充足

国产替代市场空间广阔，ERP 市场规模从中受益有望加速增长。2022 年国家提出到 2027 年前要完成包括党政机关和八大重点行业在内的“2+8+N”体系的 100% 国产替代，在这一背景下，ERP 作为企业数据管理的核心平台，其国产化进程正与企业上云的趋势同步进行。根据零壹智库发布的权威数据，2021 年政策所强调的“2+8+N”体系整体的国产渗透率尚处于较低水平，仅为 10% 左右，这显示出实现 2027 年前全面替代目标的道路仍然漫长。但从长远来看，国产替代市场的潜力巨大，为 ERP 等相关行业提供了持续发展的坚实基础和长远逻辑。

**ERP 国产替代进入替换经营管理系统的阶段。** 国产信创替换遵循先替换基础设施，再替换办公系统，之后替换经营管理系统，最后替换生产运营系统的顺序，目前 ERP 国产替换正处于经营管理系统的规模替换前夕，可谓放量在即。

图3：2020-2025 中国 ERP 市场规模及增长率



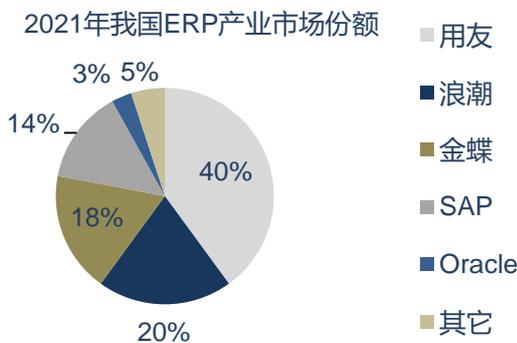
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

国内厂商奋起直追，不断缩小与国外厂商的差距。国产厂商凭借价格低、操作简单等优势在中小型企业客户群体中占据优势，2021 年我国三大 ERP 国产厂商用友、浪潮与金蝶分别占据 40%、20% 与 18% 的市场份额，市场集中度大，本土 ERP 软件已经占据中

国整体 ERP 软件市场的主要份额。现阶段,国产厂商累计市场份额接近 80%,整体 ERP 软件市场已基本实现国产替代。

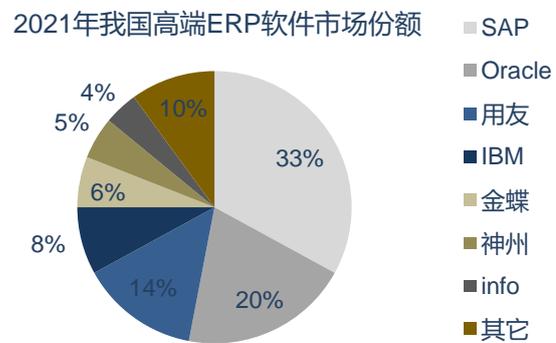
**高端 ERP 市场替代空间依然广阔。**在针对大型企业的高端 ERP 软件市场方面,鉴于国内 ERP 厂商起步较晚,目前在技术水平与产品能力上仍与国外厂商存在一定差距,企业发展到一定规模后,由于国产软件难以支撑企业的业务需求,海外 ERP 软件成为客户首选。我国高端 ERP 软件市场仍由 SAP 与 Oracle 两家外企主导,2021 年占比共达到 53%,此外 IBM 以 8%排名第四,高端 ERP 市场替代空间仍十分广阔。由于 Oracle 在我国市场基本只从事高端 ERP 业务,根据前沿产业研究院数据,Oracle 占我国 ERP 市场整体份额的 3%,占高端 ERP 市场份额的 20%,由此可得高端 ERP 市场约占整体 ERP 市场的 15%。

图4: 2021 年我国 ERP 产业市场份额



数据来源: 前沿产业研究院, 东吴证券研究所

图5: 2021 年我国高端 ERP 软件市场份额



数据来源: 前沿产业研究院, 东吴证券研究所

## 2. 云业务业绩逐渐释放, 相较同行估值偏低

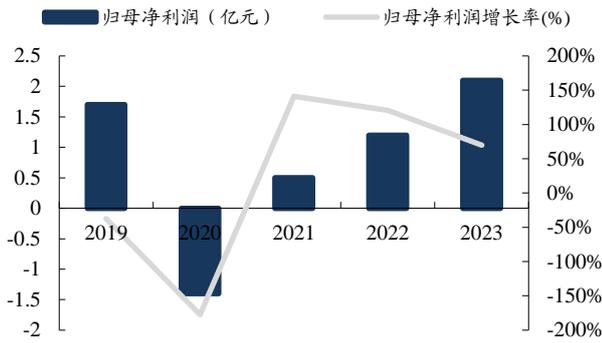
### 2.1. 云业务业绩得到释放, 净利润有望超预期增长

云业务前期研发和实施投入较大,但其收费大多每年收取使用费,使得云业务前期亏损率较高,而研发与实施完成后云业务业绩才会逐渐释放,利润率会得到提升。

**公司近年来云业务业绩得到释放, 2024 年业绩有望超预期增长。**公司自 2018 年开始实施云转型,由于云转型后遭受疫情影响,云业务业绩未得到体现,疫情后才逐步充分释放,因此云收入增长较快。并且现在全线产品完成云转型,已经度过大规模研发投入时期,研发费用占比稳中有降,因此公司近年来云业务亏损率不断收窄, 2024 年预计云业务停止亏损。

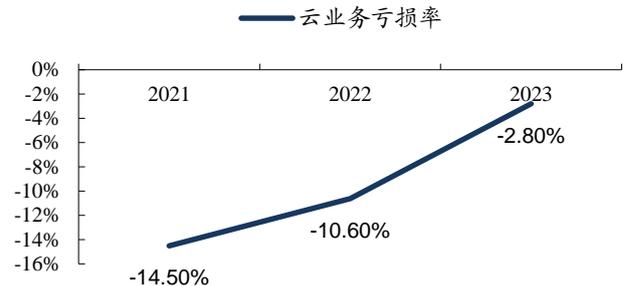
除了 2020 年因为疫情导致公司部分业务现场实施交付延期而营业收入和净利润有所下滑外,公司营业收入和净利润近年都保持高速增长。我们认为公司 2024 年业绩有望通过云业务高速增长而获得大幅提升。

图6: 公司归母净利润及增速



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图7: 公司云业务亏损率



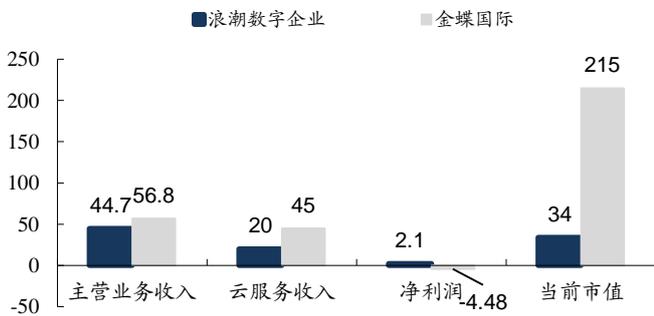
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 2.2. 客户以大型央国企为主, 相较同业企业估值偏低, 优势在于稳定

浪潮数字企业客户以大型央国企为主, 相较同业企业估值偏低。导致浪潮数字企业估值偏低的原因之一是业内对其私有云业务收入不够认可, 认为私有云收入持续性无法保证, 而金蝶国际等同业企业以公有云订阅制收入为主。浪潮数字企业以私有云业务为主是由于其客户多为大型央国企, 中小企业占比较小, 而大型央国企对数据安全更为重视, 因而只能采用私有云的形式。

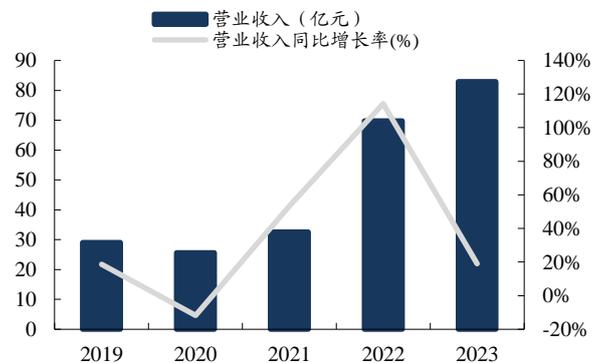
大型央国企客户优势在于增长稳定, 凸显公司竞争优势。但是因为大型央国企人数较多, 数据迁移成本很高, 其对于公司项目忠诚度较高, 保证了私有云收入持续性。并且由于大型企业相对中小型企业发展更加稳定, 也使得今年公司收入增速优于同行。大型央国企客户的 ERP 业务是国产替代的重点, 因此公司的优势非常明显。

图8: 2023 年浪潮数字企业与金蝶国际财务数据 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所(2024.7.24 市值/亿港元)

图9: 浪潮数字企业收入增长稳定



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

#### 收入假设:

**云服务收入:** 公司未来的云业务收入受益于信创要求, 预计 2024-2026 年云业务收入增速分别为 40%/35%/30%。

**传统软件业务:** 公司进行云转型过程中并未放弃传统软件业务, 预计 2024-2026 年传统软件业务增速维持 10%/10%/10%

**物联网解决方案业务:** 物联网解决方案业务格局稳定, 但是由于高基数下收入端可能承压, 之后增速可能放缓, 预计 2024-2026 年物联网解决方案收入增速为 20%/15%/10%。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 101.06 亿元/120.47 亿元/140.07 亿元, 同比增长 21.24%/19.20%/16.28%。

表1: 浪潮数字企业盈利预测 (单位: 亿元, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32.48	70.08	83.36	101.06	120.47	140.07
yoy				21.24%	19.20%	16.28%
云服务及管理软件收入	26.13	35.19	44.65	55.12	67.63	81.95
yoy				23.45%	22.70%	21.17%
- 云服务收入	7.53	12.58	20.00	28.00	37.80	49.14
yoy				40.00%	35.00%	30.00%
- 管理软件收入	18.61	22.61	24.65	27.12	29.83	32.81
yoy				10.00%	10.00%	10.00%
物联网解决方案收入	6.37	34.47	38.29	45.95	52.84	58.12
yoy				20.00%	15.00%	10.00%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**毛利率假设:** 根据我们在今年对于公司的毛利率情况调研所推论

**云服务收入:** 云业务因前期研发投入逐渐体现, 毛利率会有所提升, 我们预计 2024-2026 年云服务毛利率分别为 48%/48%/48%。

**管理软件收入:** 管理软件业务毛利率继续保持稳定, 我们预计 2024-2026 年管理软件毛利率分别为 35%/35%/35%。

**物联网业务:** 我们预计物联网业务 2024-2026 年毛利率分别为 8%/8%/8%。

表 2 浪潮数字企业毛利率

	2023	2024E	2025E	2026E
云服务毛利率	47%	48%	48%	48%

管理软件毛利率	35%	35%	35%	35%
物联网毛利率	<10%	8%	8%	8%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

**估值：**在估值方法上，我们选择分部估值方法对公司进行估值。

在分部估值中，我们预计物联网业务 2024 年收入为 45.95 亿元，由于公司该业务净利率较低，认为其对我们判断公司整体市值影响较小，我们暂不考虑对该部分进行估值。

云加软件部分采用 PS 估值法对公司进行估值，选取 ERP 行业可比公司金蝶国际、用友网络、普联软件，参考可比公司 PS 平均水平并考虑港股流动性折价，2024 年云和管理软件业务收入 55.12 亿元，给予这部分业务 1.5 倍 PS 估值，对应 82.5 亿元市值，对应 88.6 亿元港币，目标价 7.7 HKD。

表 3 可比公司估值比较（市销法）

证券代码	名称	市值 亿元/亿 港元	营业收入（亿元）					PS		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
0268.HK	金蝶国际	222	50.20	55.94	66.70	78.53	91.44	3.33	2.83	2.43
600588.SH	用友网络	331	92.31	98.13	111.12	126.50	144.97	2.98	2.62	2.28
300996.SZ	普联软件	33	9.93	7.51	9.22	11.29	13.91	3.58	2.92	2.37
			平均值					3.14	2.65	2.25
0596.HK	浪潮数字 企业	35	35.19	44.65	55.12	67.63	81.95	0.58	0.54	0.37

数据来源：wind，东吴证券研究所 可比公司盈利预测采用 wind 一致预期，股价为 2024 年 7 月 22 日收盘价

注：浪潮数字企业营业收入为剔除物联网业务的收入

**投资建议：**我们认为 ERP 国产替代进入替换经营管理系统的阶段，浪潮数字企业背靠浪潮集团，具有国资背景，在国产项目招投标中具有品牌和背景优势，同时公司依靠丰富的行业积累和央国企客户服务经验，将会在央国企 ERP 的国产化行业拿下具有想象力的市场份额，云服务业绩也将逐渐释放。因此我们预计公司 2024/2025/2026 年云和软件收入为 55.12/67.63/81.95 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PS 分别为 0.58/0.54/0.37 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 4. 风险提示

- 1、政策进展不及预期：信创产业节奏是否如期；
- 2、下游客户 IT 预算紧缺：经济下行，IT 预算优先级如何保证；
- 3、行业竞争加剧：信创市场份额抢夺激烈

## 浪潮数字企业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,565.60</b>	<b>5,777.39</b>	<b>6,686.95</b>	<b>8,476.57</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,335.79</b>	<b>10,106.30</b>	<b>12,046.67</b>	<b>14,007.34</b>
现金及现金等价物	1,264.50	2,115.98	2,471.65	3,304.36	营业成本	6,376.64	7,445.69	8,765.62	10,035.30
应收账款及票据	1,943.04	2,301.49	2,626.54	3,175.08	销售费用	538.29	656.91	770.99	882.46
存货	1.49	2.71	1.98	2.75	管理费用	367.54	563.50	650.52	742.39
其他流动资产	1,356.56	1,357.21	1,586.78	1,994.38	研发费用	859.20	1,061.16	1,252.85	1,442.76
<b>非流动资产</b>	<b>1,758.82</b>	<b>1,812.52</b>	<b>1,912.87</b>	<b>2,040.47</b>	其他费用	45.03	39.18	48.20	62.14
固定资产	296.84	296.84	296.84	296.84	<b>经营利润</b>	<b>149.08</b>	<b>339.86</b>	<b>558.48</b>	<b>842.29</b>
商誉及无形资产	63.02	63.02	63.02	63.02	利息收入	8.15	0.00	0.00	0.00
长期投资	582.59	636.29	736.65	864.24	利息支出	6.37	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	790.07	790.07	790.07	790.07	其他收益	127.80	121.25	111.64	108.78
其他非流动资产	26.30	26.30	26.30	26.30	<b>利润总额</b>	<b>278.66</b>	<b>461.10</b>	<b>670.13</b>	<b>951.07</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,324.42</b>	<b>7,589.91</b>	<b>8,599.82</b>	<b>10,517.04</b>	所得税	68.24	54.37	116.85	170.29
<b>流动负债</b>	<b>3,915.08</b>	<b>4,774.67</b>	<b>5,232.13</b>	<b>6,369.40</b>	<b>净利润</b>	<b>210.43</b>	<b>406.73</b>	<b>553.27</b>	<b>780.78</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	8.80	17.08	23.24	32.79
应付账款及票据	1,199.06	1,090.40	1,410.50	1,657.16	<b>归属母公司净利润</b>	<b>201.63</b>	<b>389.65</b>	<b>530.04</b>	<b>747.98</b>
其他	2,716.01	3,684.27	3,821.63	4,712.24	EBIT	276.88	461.10	670.13	951.07
<b>非流动负债</b>	<b>311.67</b>	<b>311.67</b>	<b>311.67</b>	<b>311.67</b>	EBITDA	354.70	461.10	670.13	951.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP				
其他	311.67	311.67	311.67	311.67					
<b>负债合计</b>	<b>4,226.75</b>	<b>5,086.34</b>	<b>5,543.80</b>	<b>6,681.07</b>					
股本	10.80	10.80	10.80	10.80	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	50.11	67.19	90.43	123.22	每股收益(元)	0.18	0.34	0.46	0.66
归属母公司股东权益	2,047.56	2,436.38	2,965.59	3,712.74	每股净资产(元)	1.84	2.19	2.68	3.36
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,324.42</b>	<b>7,589.91</b>	<b>8,599.82</b>	<b>10,517.04</b>	发行在外股份(百万股)	1,141.92	1,141.92	1,141.92	1,141.92
					ROIC(%)	10.52	17.68	19.90	22.66
					ROE(%)	9.85	15.99	17.87	20.15
					毛利率(%)	23.12	26.33	27.24	28.36
					销售净利率(%)	2.43	3.86	4.40	5.34
					资产负债率(%)	66.83	67.01	64.46	63.53
					收入增长率(%)	18.95	21.24	19.20	16.28
					净利润增长率(%)	69.88	93.25	36.03	41.12
					P/E	16.41	8.49	6.24	4.42
					P/B	1.58	1.32	1.08	0.86
					EV/EBITDA	3.30	2.59	1.25	0.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年7月23日的0.9318,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>