

金蝶国际 (268 HK, 持有, 目标价: HK\$14.94)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$14.94 当前股价: HK\$15.14

股价上行/下行空间 -1%

52 周最高/最低价 (HK\$) 17.76/5.26

市值 (US\$mn) 6,987

当前发行数量(百万股) 3,586

三个月平均日交易额 (US\$mn) 89

流通盘占比 (%) 68

主要股东 (%)

徐少春 19

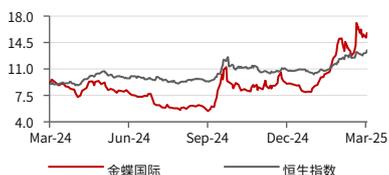
按 2025 年 3 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (HK\$)	14.94	6.38	134%
2025E EPS (RMB)	0.05	0.12	-61%
2026E EPS (RMB)	0.11	0.18	-36%
2027E EPS (RMB)	0.19	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	7,533 (-5%)	8,771 (-8%)
EPS (RMB)	0.06 (-20%)	0.14 (-20%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

刘睿

香港证监会中央编号: BPE527

2H24 业绩回顾: 上行潜力有限, 进一步估值重塑的空间较小; 重申“持有”评级

• 我们预计 2025 年收入将加速增长, 对比 2H24 仅同比增长 9%, 但要回到 15%及以上水平或会面临艰巨挑战。

• 参考国际友商经验, AI 货币化成规模尚需时日。

• 重申“持有”评级, 目标价上调至 14.94 港元。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 3 月 18 日下午 5 时 50 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣(证券分析师登记编号: S1680521050001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

年初至今估值强劲回升后, 我们的评级出现偏差: 我们不得不承认, 我们对金蝶的“持有”评级错过了其年初至今的估值修复(金蝶股价年初至今上涨 94%, 对比恒生指数上涨 23%)。然而, 我们要指出的是公司 2H24 的业绩证实了其基本面复苏滞后于估值回升。在 2024 年下半年, 公司收入同比增长 9%至 33.9 亿元人民币(低于 Visible Alpha 同比增长 5%的一致预期), 且年度经常性收入 (ARR) 仅增长 20%至 34.3 亿元人民币。云服务收入同比增长 10%至 27.2 亿元人民币(低于 Visible Alpha 一致预期 9%)。在所有收入指标中, 唯一的亮点是合同负债同比增长 29%。管理层解释称, 金蝶的云业务对宏观环境较为敏感, 且云星空产品在 2024 年经历了转型期。毛利率为 67%, 同比提升 1 个百分点, 得益于与第三方咨询公司和系统集成商的合作加强。经营性现金流为 9.33 亿元人民币, 符合管理层指引。展望 2025 年, 管理层预计 ARR 将同比增长约 20%。我们高度确信金蝶在低基数和宏观复苏的背景下, 2025 年收入增长将加速(同比增长 14%)。

AI 虽整合至 ERP, 但我们对其货币化前景保持谨慎: 金蝶目前有两类主要的 AI 产品: 1) 基于聊天机器人的 AI 助手, 通过订阅模式变现(每个席位约 1 万元人民币); 2) 面向企业客户的云苍穹平台上的 AI 应用开发工作室。管理层强调, AI 可以为部分客户创造约 20%的平均合同价值, 但这些产品目前仍局限于少数客户群体。基于我们对 SAP (SAP US) 案例的分析, 我们认为金蝶对 ERP 系统的 AI 货币化可能尚需时日。我们将重点关注金蝶如何将生成式 AI 功能整合到其 ERP 系统中, 并利用 ERP 系统中的结构化数据进行 AI 推理。

预测调整: 由于 2H24 业绩不及预期, 我们将 2025 年和 2026 年的收入预测分别下调 3%和 5%。我们当前预计 2025 年和 2026 年的年度经常性收入 (ARR) 将分别同比增长 22%和 20%, 并在 2027 年放缓至 17%。尽管我们下调了盈利预测, 但我们仍预计金蝶将在 2025 年实现经营利润和净利润层面的盈亏平衡。

重申“持有”评级并将目标价上调至 14.94 港元: 我们将目标倍数上调至 2025 年预期 P/S 的 7.0 倍(原为 2.8 倍), 与全球同行均值一致。在年初至今估值强劲回升之后, 金蝶当前的估值水平已与全球同业相当, 这些同业公司具有相似的收入预测、实现 AI 变现的客户基础更大, 以及明显更强的盈利能力。**风险提示:** 上行风险——宏观经济改善, 执行力和可扩展性提升, 运营费用降低; 下行风险——宏观经济疲软持续, ERP 替换周期延长。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	5,679	6,256	7,152	8,033	9,051
息税前利润 (RMBmn)	(420)	(281)	75	408	709
归母净利润 (RMBmn)	(210)	(88)	176	422	693
每股收益 (RMB)	(0.06)	(0.04)	0.05	0.11	0.19
市盈率 (x)	N/A	N/A	288.9	120.3	73.2

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。EPS 为稀释数据。资料来源: 彭博, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 金蝶国际--2H24 业绩摘要

	列报数据	Visible Alpha 一致预期	差异%
营业收入	3,386	3,579	-5%
同比变化 (%)	9%	15%	
年度经常性收入 (ARR)	3,430	3,623	-5%
同比变化 (%)	20%	27%	
云板块收入	2,717	2,997	-9%
同比变化 (%)	10%	22%	
毛利润	2,255	2,399	-6%
毛利率 (%)	67%	67%	
营业收入	(18)	107	
营业利润率 (%)	-1%	3%	

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

预测调整

图表 2: 金蝶国际—预测调整

	现值			原值			变动%	
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	FY25E	FY26E	
营业收入	7,152	8,033	9,051	7,398	8,437	-3%	-5%	
同比变化 (%)	14%	12%	13%	15%	14%			
年度经常性收入 (ARR)	4,185	5,022	5,875	4,578	5,725	-9%	-12%	
同比变化 (%)	22%	20%	17%	27%	25%			
云板块收入	6,026	6,930	7,969	6,292	7,386	-4%	-6%	
同比变化 (%)	18%	15%	15%	19%	17%			
毛利润	4,677	5,286	5,992	4,809	5,568	-3%	-5%	
毛利率 (%)	65%	66%	66%	65%	66%			
营业利润	75	408	709	265	564	-72%	-28%	
经营利润率%	1%	5%	8%	4%	7%			
稀释每股收益	0.05	0.11	0.19	0.12	0.18	-61%	-36%	

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

由于各主要产品线的 2H24 收入低于预期, 我们将 2025/26 年的收入预测分别下调 3%/5%。鉴于中国宏观环境持续复苏, 我们仍预计 2025 年收入将加速增长, 从 2024 年的 10% 提升至 14%。然而, 由于大企业客户群体的收入增长继续领先于其他群体, 我们对年度经常性收入 (ARR) 的下调幅度大于对总收入的下调。我们仍预计金蝶将在 2025 年实现营业利润和净利润层面的盈亏平衡, 但由于收入下调, 我们也调低了盈利预测。在本报告中, 我们首次引入了 2027 年的预测数据。

估值

将目标价从 6.38 港元上调至 14.94 港元。我们继续采用市销率 (P/S) 对金蝶国际进行估值，这是因为我们预计公司如果要实现正常化的净利润率和经营利润率（不在我们的预测期内）仍需较长时间。我们将目标倍数上调至 7.0 倍 P/S（此前为 2025 年预期 P/S 的 2.8 倍），与全球 ERP 公司的平均交易水平一致。我们现将目标倍数与全球 ERP 公司对标，因为中国科技公司与全球科技公司之间估值差距的缩小是金蝶年初至今估值回升的主要逻辑。此外，我们将人民币兑港元汇率从 1.10 更新为 1.07。

从我们的估值得到目标价为 14.94 港元，较 2025 年 3 月 17 日的收盘价存在 1.3% 的潜在下行空间。我们重申对金蝶国际的“持有”评级，因为我们认为该股当前价值为合理水平，与全球同业公司一致。这些同业公司具有相似的收入预测、实现 AI 变现的客户基础更大、以及明显更强的盈利能力。

图表 3: 金蝶国际-- P/S 估值

	百万人民币	百万港币
2025年预计销售收入	7,152	
目标P/S (倍)	7.0	
股权价值	50,063	53,568
流通股数量 (百万股)		3,586
目标价 (港元)		14.94
现价 (港元)		15.14
潜在上行空间		-1.3%

注：人民币兑港币汇率采用 1.07。股价截至 2025 年 3 月 17 日。

资料来源：华兴证券(香港)预测

图表 4: 金蝶国际—可比公司估值

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	近3月日均成交额 (百万美元)	股价 (当地货币)	收入增速		P/S (倍)	
					+1FYE	+2FYE	+1FYE	+2FYE
268 HK	金蝶国际	6,987	89	15.14	14%	12%	6.5	5.8
SAP US	SAP	341,295	236	269.55	13%	12%	7.6	6.7
WDAY US	Workday	64,638	830	243.00	13%	14%	7.0	6.2
ORCL US	甲骨文	416,159	1,795	148.79	14%	18%	6.6	5.6
均值					14%	14%	7.1	6.2

注：股价截至 2025 年 3 月 17 日。除金蝶国际和 SAP 外，其他公司数据来自彭博一致预期。

资料来源：公司公告，彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

主要上行风险包括：

- **宏观环境改善速度快于预期。**如果宏观经济复苏的速度或力度超出我们预期，金蝶国际各主要业务线的收入预测可能上调，同时利润率前景也将得到改善。
- **大企业板块的执行力及可扩展性超预期。**大型交易的可扩展性使得金蝶国际的毛利率和未来增长轨迹承压。如果执行力和运营效率提升，将对我们的预测构成上行风险。
- **销售与营销费用低于预期。**如果金蝶国际在销售与营销以及其他运营费用上的支出比我们预期更为保守，其营业利润率和自由现金流可能会得到改善，这将释放更多的财务资源，从而有助于业务扩展，并提升其 SaaS 模式的商业可行性。

主要下行风险包括：

- **ERP 软件系统替换周期延长。**如果替换周期长于我们的预期，那么公司接到的维护需求会超过新系统购买需求，这可能会对其传统业务及云业务的增长造成不利。
- **项目落地风险。**过去两年期间，金蝶国际承接了一些超大型客户，但面对如此大规模的客户其施行 ERP 项目的相关经验却是有限。如果这些项目的落地情况不尽如人意，则金蝶国际的未来发展可能面临风险。
- **大客户获取慢于预期。**在金蝶国际的不同产品中，金蝶云苍穹和云星瀚已成为增收主力，针对的基本上也是大客户。然而，如果大企业客户获取进程比我们预期的更慢，则公司的云业务和整体营收增速会遭受负面影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
云业务	5,107	6,026	6,930	7,969
ERP	1,149	1,126	1,103	1,081
营业收入	6,256	7,152	8,033	9,051
营业成本	(2,185)	(2,475)	(2,747)	(3,059)
毛利润	4,071	4,677	5,286	5,992
管理及销售费用	(4,514)	(4,767)	(5,019)	(5,420)
息税前利润	(281)	75	408	709
息税折旧及摊销前利润	73	560	900	1,148
利息收入	110	53	51	52
利息支出	(17)	(8)	(9)	(9)
税前利润	(176)	132	463	766
所得税	45	34	(52)	(83)
净利润	(130)	166	411	682
调整后净利润	(88)	176	422	693
基本每股收益 (RMB)	(0.04)	0.05	0.12	0.19

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,632	6,426	7,362	8,663
货币资金	3,642	4,257	4,936	5,971
应收账款	416	446	522	569
存货	46	46	46	46
其他流动资产	1,527	1,677	1,857	2,077
非流动资产	8,150	8,414	8,708	9,036
固定资产	1,744	2,107	2,476	2,852
无形资产	1,232	1,244	1,253	1,269
商誉	0	0	0	0
其他	1,613	1,408	1,225	1,056
资产	13,782	14,840	16,070	17,699
流动负债	5,480	6,366	7,178	8,117
短期借款	205	205	205	205
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,488	1,585	1,709	1,885
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	172	172	172	172
负债	5,652	6,538	7,350	8,289
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8,050	8,233	8,662	9,362
少数股东权益	79	69	59	48
负债及所有者权益	13,781	14,840	16,070	17,699

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(130)	166	411	682
折旧摊销	354	485	493	439
利息 (收入) / 支出	1	(5)	(36)	(76)
其他非现金科目	732	923	958	946
其他	0	0	0	0
营运资本变动	549	706	555	673
经营活动产生的现金流量	798	1,304	1,396	1,787
资本支出	(679)	(873)	(896)	(930)
收购及投资	(498)	(511)	(524)	(537)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	103	103	103	103
投资活动产生的现金流量	(1,074)	(1,282)	(1,317)	(1,364)
股利支出	(707)	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(572)	0	0	0
发行 (回购) 股份	7	7	7	7
其他	(20)	(20)	(20)	(20)
筹资活动产生的现金流量	(1,291)	(12)	(12)	(12)
现金及现金等价物净增加额	(1,566)	12	68	412
自由现金流	120	431	500	857

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入增速%	10.2	14.3	12.3	12.7

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	10.2	14.3	12.3	12.7
毛利润	11.7	14.9	13.0	13.3
息税折旧及摊销前利润	225.2	668.5	60.9	27.5
净利润	51.8	227.3	148.4	65.9
调整后净利润	58.2	299.9	140.1	64.3
稀释每股调整收益	33.9	222.1	140.1	64.3
盈利率 (%)				
毛利率	65.1	65.4	65.8	66.2
息税折旧摊销前利润率	1.2	7.8	11.2	12.7
息税前利润率	(4.5)	1.0	5.1	7.8
净利率	(2.1)	2.3	5.1	7.5
调整后净利率	(1.4)	2.5	5.2	7.7
净资产收益率	(1.6)	2.0	4.8	7.3
总资产收益率	(0.9)	1.1	2.6	3.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	288.9	120.3	73.2
市净率	2.7	5.7	5.4	5.2
市销率	8.1	7.1	6.3	5.6

附录

分析师声明

本人刘睿兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：金蝶国际（268 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888