

首次覆盖: AI 原生智能体和算力业务打开成长空间

中科金财(002657)

计算机/信息科技

——中科金财首次覆盖

002657 CH

Sinodata

Rating: OUTPERFORM

Target Price: Rmb29.21

Lin Yang

lin.yang@htisec.com

Liang Song

l.song@htisec.com

本报告导读:

公司是老牌金融科技和数据中心服务厂商,创新推出 AI-Native 技术架构,布局 AI 原生智能体,并探索拓展算力服务业务,有望乘 AI 东风实现加速成长。

投资要点:

- 首次覆盖,给予“优于大市”评级。考虑 AI 原生智能体和算力带来的业务增长空间,我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为-0.04、0.07、0.14 元。由于公司仍处于盈利修复阶段,我们结合 PB 和 PS 方法,给予目标价 29.21 元,首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- 公司是具备 AI 基因的老牌金融科技+数据中心服务厂商。公司成立于 2003 年,主要为金融机构、政府与公用事业、企业等客户群体,提供金融科技和数据中心综合服务。公司从成立之初就开始了 AI 的探索和应用,自主研发行业垂类多模态大模型,开发了适用于金融服务、汽车智能座舱、直播电商等垂类场景的多种人工智能相关服务产品,同时部署了底层的算力中心基础建设。
- AI 原生智能体打开空白市场,有望助力公司 AI 业务高增。公司秉持 AI-Native 技术设计理念,致力于搭建从底层架构、交互逻辑到应用场景均以 AI 为核心重新设计的人工智能服务链条。与传统的将 AI 工具化的业务架构不同, AI-Native 架构通过原生化的动态规划-决策贯通设计,使系统具备自进化的业务理解能力。我们认为 AI 原生架构将打开企业级 AI 的空白市场,在改善企业商业模式的同时,亦可大幅提升企业投入产出比。基于 AI-Native 架构,公司已推出了全栈 AI 智能体产品矩阵,将率先服务于金融领域。AI 原生智能体的创新布局,有望推动公司未来 AI 业务的高速增长,2024 年公司实现 AI 业务收入 2.08 亿元,已签订单达 2.93 亿元。
- 以数据中心为基,乘 AI 东风加速拓展算力业务。公司长期向金融机构、政府与公共事业、企业提供数据中心综合服务,2024 年实现数据中心服务收入 2.97 亿元,并签订订单 5.57 亿元,具备发展算力综合服务的基础。随着 AI 技术推动算力需求的增加,公司正加速探索发展算力中心建设、算力中心改建、算力部署、算力调优、算力中心维保等服务,目前已参与多家地方政府算力中心、高校算力中心建设,并联合国内多家厂商推出云算力及应用一体机解决方案。
- 风险提示。AI 技术发展不及预期, AI 原生智能体推广不及预期,行业竞争加剧风险。

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)

财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,002	1,167	1,684	2,319	2,861
(+/-)%	-18.7%	16.5%	44.3%	37.7%	23.4%
净利润 (归母)	-108	-55	-14	23	46
(+/-)%	35.7%	48.8%	75.1%	268.6%	98.4%
每股净收益 (元)	-0.32	-0.16	-0.04	0.07	0.14
净资产收益率(%)	-5.7%	-3.0%	-0.8%	1.3%	2.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	—	—	—	346.67	174.75

财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	446	562	625	633	670	营业总收入	1,002	1,167	1,684	2,319	2,861
交易性金融资产	434	47	66	85	104	营业成本	795	942	1,338	1,823	2,231
应收账款及票据	73	176	206	258	358	税金及附加	3	1	2	4	3
存货	309	362	483	689	835	销售费用	39	41	56	72	86
其他流动资产	80	66	81	123	140	管理费用	108	94	128	167	200
流动资产合计	1,342	1,212	1,461	1,788	2,107	研发费用	145	173	237	322	392
长期投资	325	318	313	308	303	EBIT	-84	-84	-19	17	41
固定资产	35	130	114	97	80	其他收益	7	5	11	14	16
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-8	-1	-1	-1	-1
无形资产及商誉	38	89	83	77	71	投资收益	51	25	57	82	87
其他非流动资产	790	722	724	724	724	财务费用	-2	-9	-6	-7	-7
非流动资产合计	1,188	1,259	1,234	1,207	1,178	减值损失	-60	-5	-5	-5	-5
总资产	2,529	2,471	2,695	2,994	3,285	资产处置损益	0	0	0	0	0
短期借款	31	65	65	65	65	营业利润	-95	-51	-9	29	53
应付账款及票据	269	333	486	641	794	营业外收支	-2	-4	-4	-4	-4
一年内到期的非流动负债	3	2	1	1	1	所得税	11	0	1	1	2
其他流动负债	323	225	312	433	524	净利润	-108	-55	-14	23	46
流动负债合计	626	624	864	1,139	1,384	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	-108	-55	-14	23	46
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
租赁债券	1	1	1	1	1	ROE(摊薄,%)	-5.7%	-3.0%	-0.8%	1.3%	2.4%
其他非流动负债	13	11	10	10	10	ROA(%)	-4.1%	-2.2%	-0.5%	0.8%	1.5%
非流动负债合计	14	11	10	10	10	ROIC(%)	-4.8%	-4.5%	-1.1%	0.9%	2.0%
总负债	640	636	874	1,149	1,394	销售毛利率(%)	20.7%	19.3%	20.5%	21.4%	22.0%
实收资本(或股本)	340	340	340	340	340	EBIT Margin(%)	-8.4%	-7.2%	-1.2%	0.7%	1.4%
其他归母股东权益	1,549	1,495	1,481	1,505	1,551	销售净利率(%)	-10.8%	-4.7%	-0.8%	1.0%	1.6%
归属母公司股东权益	1,890	1,835	1,821	1,845	1,891	资产负债率(%)	25.3%	25.7%	32.4%	38.4%	42.4%
少数股东权益	0	0	0	0	0	存货周转率(次)	2.0	2.8	3.2	3.1	2.9
股东权益合计	1,890	1,835	1,821	1,845	1,891	应收账款周转率(次)	11.7	9.5	8.8	10.0	9.3
总负债及总权益	2,529	2,471	2,695	2,994	3,285	总资产周转率(次)	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9
现金流量表 (百万元)						净利润现金含量	-0.2	3.6	-2.7	-2.0	-0.5
经营活动现金流	24	-199	37	-48	-23	资本支出/收入	12.9%	6.1%	0.6%	0.5%	0.4%
投资活动现金流	-22	300	29	57	62	EV/EBITDA	—	—	823.02	160.99	105.41
筹资活动现金流	47	9	-3	-2	-2	P/E(现价&最新股本摊薄)	—	—	—	346.67	174.75
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/B(现价)	4.28	4.40	4.44	4.38	4.27
现金净增加额	49	110	63	7	37	P/S(现价)	8.06	6.92	4.80	3.48	2.82
折旧与摊销	22	43	29	29	30	EPS-最新股本摊薄(元)	-0.32	-0.16	-0.04	0.07	0.14
营运资本变动	83	-169	68	-30	-24	DPS-最新股本摊薄(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-129	-71	-11	-10	-10	股息率(现价,%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: Wind, 公司公告, HTI

目录

1. 盈利预测与估值	4
1.1. 公司业务拆分	4
1.2. 盈利预测与可比估值	4
2. 具备 AI 基因的老牌金融科技+数据中心服务厂商	5
3. AI 原生智能体打开空白市场，有望助力公司 AI 业务高增	7
4. 以数据中心为基，乘 AI 东风加速拓展算力业务	9
5. 风险提示	9

1. 盈利预测与估值

1.1. 公司业务拆分

基本假设：

1) 金融科技业务：公司金融客户覆盖范围广，且客户粘性强，高续签率保证了金融科技业务基本盘，此外，随着公司 AI 产品率先在金融领域推广，有望推动传统金融 IT 需求增长。我们预计 2025-2027 年公司金融科技业务收入增速分别为 30%/30%/20%。

2) 人工智能业务：公司基于 AI-Native 技术架构，推出 AI 原生智能体，给企业运营效率带来巨大提升，有望打开空白市场，且考虑公司 2024 年 AI 业务已签订单达到 2.93 亿元，我们预计 2025-2027 年公司人工智能业务收入增速分别为 70%/55%/35%。

3) 数据中心业务：人工智能技术发展推动了算力需求的增加，公司在数据中心综合服务的业务基础上发展算力综合服务业务，2024 年公司数据中心业务已签订单达到 5.57 亿元，因此我们预计 2025-2027 年公司数据中心业务收入增速分别为 60%/40%/20%。

从毛利率来看，随着公司 AI 产品的规模化推广，公司产品价值量有望提升，且边际成本逐步下降，将推动公司毛利上行。我们预计公司 2025-2027 年总体毛利率分别为 20.5%/21.4%/22.0%。

表1：公司业务拆分（亿元）

		2024	2025E	2026E	2027E
金融科技业务	营收	6.40	8.32	10.81	12.97
	yoy	-2.6%	30.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	18.1%	19.0%	19.5%	19.5%
人工智能业务	营收	2.08	3.53	5.47	7.39
	yoy		70.0%	55.0%	35.0%
	毛利率	20.7%	23.0%	25.0%	27.0%
数据中心业务	营收	2.97	4.76	6.66	7.99
	yoy	-5.3%	60.0%	40.0%	20.0%
	毛利率	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务	营收	0.22	0.23	0.24	0.26
	yoy	-29.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
总收入	营收	11.67	16.84	23.19	28.61
	yoy	16.5%	44.3%	37.7%	23.4%
	毛利率	19.3%	20.5%	21.4%	22.0%

数据来源：Wind，HTI

1.2. 盈利预测与可比估值

综合来看，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 16.84/23.19/28.61 亿元，同比+44.3%/+37.7%/+23.4%；归母净利润分别为-0.14/0.23/0.46 亿元，同比+75.1%/+268.6%/+98.4%；EPS 分别为-0.04/0.07/0.14 元。

采用 PB 和 PS 两种估值方法对公司进行估值，选择宇信科技和恒生电子两家可比公司，宇信科技和恒生电子主营业务均为金融 IT 业务，并积极拓展 AI 应用，与公司业务相似度较高。

1) PB 估值

我们预测公司 2025-2026 年每股净资产分别为 5.36/5.42 元。参考可比公司，考虑公司 AI 原生智能体成长空间大，给予公司 2025 年 5.0 倍 PB，对应每股合理估值为 26.78 元。

表2: 可比公司 PB 估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	每股净资产 (元)			PB		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300674.SZ	宇信科技	175.80	6.12	6.46	6.87	4.1	3.9	3.6
600570.SH	恒生电子	508.51	4.97	5.52	6.17	5.4	4.9	4.4
	平均值		5.55	5.99	6.52	4.7	4.4	4.0
002657.SZ	中科金财	85.90	5.40	5.36	5.42	4.7	4.7	4.7

数据来源: Wind, HTI

注: 股价为 2025/6/6 收盘价, 可比公司和中科金财每股净资产预测值均来自 HTI。

2) PS 估值

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 16.84/23.19/28.61 亿元, SPS 分别为 4.95/6.82/8.41 元。参考可比公司, 考虑公司 AI 业务的成长性, 给予公司 2025 年 5.9 倍 PS, 对应每股合理估值为 29.21 元。

表3: 可比公司 PS 估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	SPS (元)			PS		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300674.SZ	宇信科技	175.80	5.62	6.18	6.93	4.4	4.0	3.6
600570.SH	恒生电子	508.51	3.47	3.80	4.09	7.7	7.1	6.6
	平均值		4.55	4.99	5.51	6.1	5.6	5.1
002657.SZ	中科金财	85.90	3.43	4.95	6.82	7.4	5.1	3.7

数据来源: Wind, HTI

注: 股价为 2025/6/6 收盘价, 可比公司和中科金财 SPS 预测值均来自 HTI。

综合来看, 由于公司仍处于盈利修复阶段, 我们结合 PB 和 PS 的方法对公司进行估值, 最终给予公司目标价为 29.21 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

2. 具备 AI 基因的老牌金融科技+数据中心服务厂商

公司成立于 2003 年, 主要为金融机构、政府与公用事业、企业等客户群体, 提供金融科技和数据中心综合服务。公司从成立之初就开始了 AI 的探索和应用, 自主研发行业垂类多模态大模型, 开发了适用于金融服务、汽车智能座舱、直播电商等垂类场景的多种人工智能相关服务产品, 同时部署了底层的算力中心基础建设。

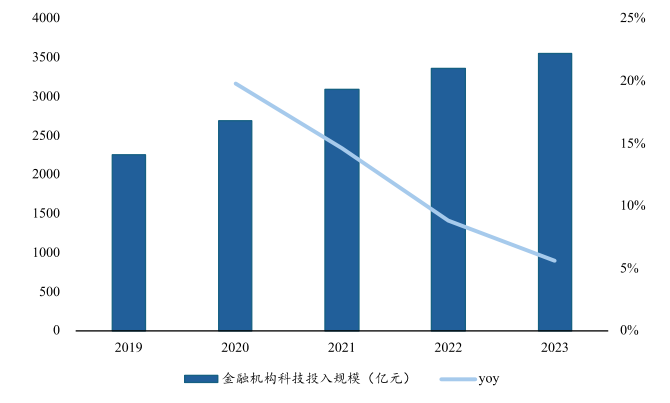
表4：公司业务包括金融科技、人工智能、数据中心三大板块

业务板块	业务概况及经营情况
金融科技	公司依托 20 余年行业经验沉淀，金融科技综合服务在国内外金融机构已得到广泛应用。其中， 银行为公司主要客户群体 ，公司金融科技综合服务覆盖银行前、中、后台全业务流程，累计服务国内外银行客户 500 余家，涵盖全部的三大政策性银行、六大国有商业银行、十二家全国性股份制银行以及部分城市商业银行、农村商业银行和农村信用联社，累计覆盖过约 5 万个银行营业网点。
人工智能	<p>公司秉持 AI-Native 技术设计理念，致力于搭建从底层架构、交互逻辑到应用场景均以 AI 为核心重新设计的人工智能服务链条，一是构建自主进化的技术基座，打破行业数据壁垒，实现多模态交互闭环；二是依托联邦学习生态与数据湖，贯通数据网络，打造“场景-数据-模型”共生体系；三是通过标杆项目实践，使技术从单点应用发展到全链条重构、从效率优化提升到价值创造，实现 AI 从“功能赋能”到“原生驱动”的质变。</p> <p>公司人工智能业务包括三类：</p> <p>1）AI Agent。公司以打造多任务、复杂任务的智能体为目标，在部分产品中使用 MultipleAgent 架构，构建任务编排层、认知计算层、决策优化层技术架构体系，形成了 AI Agent 开发运行平台及覆盖银行前、中、后台业务场景的 AI Agent 产品。</p> <p>2）算力基础设施。公司探索发展算力中心建设、算力中心改建、算力部署、算力调优、算力中心维保等服务。</p> <p>3）多模态应用。公司多模态技术在影视内容行业、视觉智算及数字人等领域落地应用。</p>
数据中心	公司向金融机构、政府与公共事业、企业提供数据中心综合服务，包括信息系统集成、IT 运维管理、数据中心建设、设备维保服务、数据治理、数据分析服务等。

数据来源：公司 2024 年报，HTI

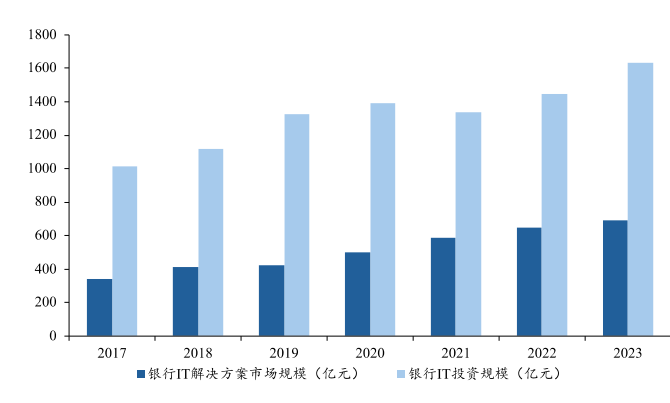
在数字化转型和生成式人工智能催化下，银行 IT 解决方案市场持续扩张。近年来，金融机构全面拥抱金融科技加快数字化转型，并伴随生成式人工智能技术的迅猛发展及在 TOB 端应用的逐步落地，使得金融机构不断增加对科技研发的投入，根据中国银行保险报数据，金融机构科技投入规模由 2019 年的 2252.60 亿元增长至 2023 年的 3558.15 亿元，年均增长 14.48%。其中银行是金融科技投入的主力机构，根据 Wind 数据，2019-2023 年我国银行 IT 投资规模及银行 IT 解决方案市场规模 CAGR 分别达到 11%和 8%。

图1：我国金融机构科技投入规模逐年增长



数据来源：中国银行保险报，易观千帆，HTI

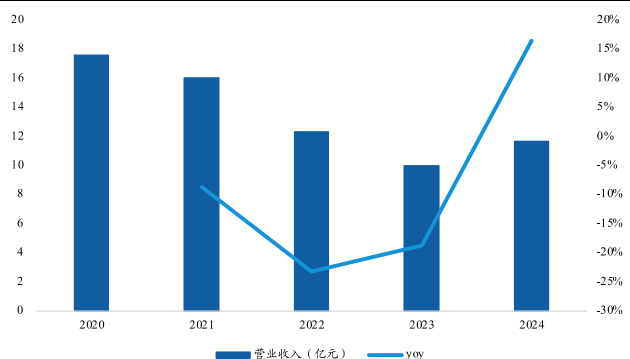
图2：我国银行 IT 解决方案市场规模持续扩张



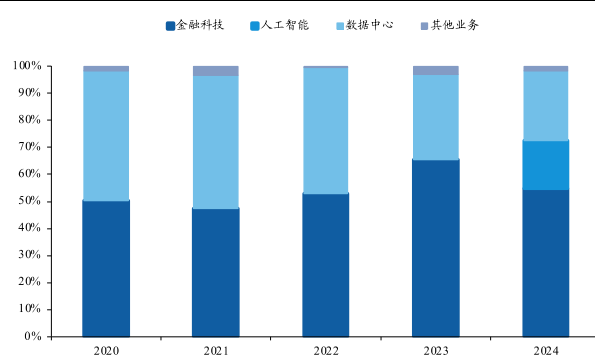
数据来源：Wind，HTI

公司深耕银行 IT 行业 20 余年，具备同业领先的业务 Know-How 能力和高粘性客户群体。公司金融科技综合服务覆盖银行前、中、后台全业务流程，累计服务国内外银行客户 500 余家，累计覆盖过约 5 万个银行营业网点，累计实施交付 5600 余个银行项目。2024 年公司金融科技客户续签率达 69.62%，稳定的续签客户为公司提供了可持续的收入。

2024 年公司收入回升拐点显现，AI 业务成为新增长动力。从近五年公司收入来看，2020 年至 2023 年公司营收受市场环境和行业需求影响，呈现逐年下滑趋势，2024 年出现拐点，收入从 2023 年的 10.02 亿元回升至 11.67 亿元，同比增长 16%。从收入结构来看，公司收入回升主要来自于人工智能业务增长，公司自 2023 年起在智能体方向投入相关研发，形成了生成式业务流程 Agent、智能客服 Agent、智能信贷 Agent、智能投研 Agent、账户管理 Agent 等产品，2024 年成功实现 2.08 亿元 AI 业务收入。

图3：公司营收拐点显现


数据来源：Wind，HTI

图4：人工智能业务成为公司新增长动力


数据来源：Wind，HTI

3. AI 原生智能体打开空白市场，有望助力公司 AI 业务高增

公司秉持 AI-Native 技术设计理念，致力于搭建从底层架构、交互逻辑到应用场景均以 AI 为核心重新设计的人工智能服务链条。与传统的将 AI 工具化的业务架构不同，AI-Native 架构通过原生化的动态规划-决策贯通设计，使系统具备自进化的业务理解能力。我们认为 AI 原生架构将打开企业级 AI 的空白市场，在改善企业商业模式的同时，亦可大幅提升企业投入产出比。

2025 年 5 月 6 日，公司基于 AI-Native 技术架构正式推出针对 B 端客户的 AI 产品矩阵。当前市面 AI 产品多聚焦单点能力或 C 端应用，而公司通过构建有机协同的智能生态，融合大模型、多模态分析、智能体协同等关键技术模块，构建了覆盖企业全场景的智能中枢，解决了传统企业智能化转型中系统割裂、业技分离的痛点。公司 AI 产品矩阵将率先服务于金融领域，目前已在部分客户业务场景落地应用。

该矩阵核心优势在于基于对金融业务场景的深度理解，可通过智能分析引擎实现业务需求的自动解析与建模，依托动态流程编排系统生成最优作业路径，并将多模态处理能力（涵盖高精度图文识别、文档结构化解析、可视化报告生成等）与金融专业知识库深度结合，通过模块化组件（覆盖信贷管理、财富管理等八大标准化组件）和场景化智能体矩阵实现"积木式"弹性组合能力，既支持营销端的智能投顾、个性化文案生成等创新应用，又强化了风控环节的反洗钱、合规审计等刚性需求。

图5：公司推出了面向B端多场景AI产品矩阵

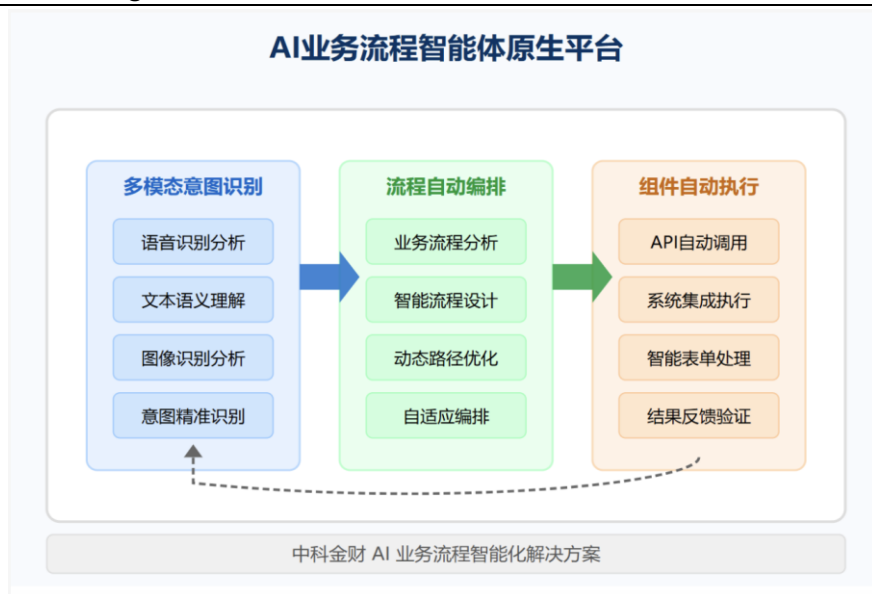


数据来源：中科金财官网

5月22日，公司AI业务流程智能体原生平台（SinoAgent）正式发布。其内嵌 Qwen、DeepSeek 等模型，并基于高质量应用和日志数据进行精调与训练，形成适用于不同银行业务场景的垂类模型，将银行业务系统从底层架构、交互逻辑到应用场景等维度均采用 AI 为核心驱动要素进行系统性重构，实现 AI 技术的全方位渗透，有望成为目前业界具备规模化商用价值的最大 AI 应用之一。

我们认为，AI 原生智能体的创新布局，有望推动公司未来 AI 业务的高速增长，2024 年公司实现 AI 业务收入 2.08 亿元，已签订单达 2.93 亿元。

图6：SinoAgent 有望对银行业务流程进行系统性重构



数据来源：中科金财官网

4. 以数据中心为基，乘 AI 东风加速拓展算力业务

公司长期向金融机构、政府与公共事业、企业提供数据中心综合服务，包括信息系统集成、IT 运维管理、数据中心建设、设备维保服务、数据治理、数据分析服务等。2024 年公司实现数据中心服务收入 2.97 亿元，并签订订单 5.57 亿元，具备发展算力综合服务的基础。

表5：公司可提供全面的数据中心综合服务

服务	概况
信息系统集成	公司利用自身丰富的系统设计和集成经验，帮助企业级客户构建数字化时代的信息系统基础架构，使各种资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理。信息系统集成服务领域涵盖硬件、软件、数据和信息、云服务、技术与管理、人员与组织等集成内容，并为不同行业客户提供的定制化方案和专业服务。
IT 运维管理	公司具备专业的 ITSS 咨询和实施能力，协助客户建立 IT 系统运维的管理规范和流程，承接云服务商、解决方案提供商、应用开发商等系统和平台的运行维护服务，构建统一的呼叫服务中心、运维知识库、运维服务支持流程、运维工具系统，提供“贴身管家式”的系统和应用运维服务。
数据中心建设	公司具备数据中心的关键基础设施建设资质和能力，满足数据中心机房空间、供电、制冷、消防、环保等设计和建设需求，并提供计算、存储、网络、安全等基础架构软硬件资源的实施，为客户打造可靠、安全、弹性、绿色的模块化数据中心。
智能设备维保	公司为银行等金融单位提供 ATM、VTM、自助票据打印机等智能设备的硬件故障维修服务、软件维护与升级服务、预防性保养服务、安装与移机服务以及耗材补充与更换等专业服务。
两地三中心 灾备实施	根据银监会监管要求，满足商业银行的 RPO/RTO，公司为银行提供重要业务系统的业务连续性、多重数据保护，提高现有设备利用率，降低总体 IT 投资，实现数据中心的整体切换。采用自主研发的可视化 DRP 产品，全面满足灾备计划制定、预案管理、自动化切换及灾备演练等需求，已为众多商业银行客户提供了业务连续性及两地三中心灾备的实施服务。

数据来源：中科金财官网，HTI

随着 AI 技术推动算力需求的增加，公司正加速探索发展算力中心建设、算力中心改建、算力部署、算力调优、算力中心维保等服务，目前已参与多家地方政府算力中心、高校算力中心建设，成功入选赛迪顾问发布的“2024 中国先进算力企业竞争力百强”。

此外，公司积极开展国内外主流 GPU 芯片的性能测评，并针对国内信创需求，联合国内多家厂商推出云算力及应用一体机解决方案，为客户提供算力综合服务。公司是阿里云、腾讯云、微软云、谷歌云等的合作伙伴，并与华为、新华三、海光信息、浪潮等国产厂商建立合作，共同推出软硬一体联合解决方案。

5. 风险提示

AI 技术发展不及预期。当前 AI 技术尚未完全成熟，AI 大模型仍在持续发展迭代，AI 应用也尚处于落地初期，商业模式未完全确定。公司的 AI 产品矩阵基于 AI-Native 技术架构，若 AI 技术发展不及预期，将对公司 AI 产品落地带来风险。

AI 原生智能体推广不及预期。公司 AI-Native 架构致力于搭建从底层架构、交互逻辑到应用场景均以 AI 为核心重新设计的人工智能服务链条，是对传统的将 AI 工具化的业务架构的颠覆，面向的是空白市场，可能面临企业转型动力不足、产品推广不及预期的风险。

行业竞争加剧风险。公司业务面向 AI 智能体、算力等需求充足的新兴市场，未来随着进入市场的企业增多，可能面临竞争加剧带来行业竞争格局恶化的风险。

公司以数字科技为切入点，围绕金融机构、政府与公共事业、企业等客户群体，提供金融科技和数据中心综合服务。公司在业务实施中融合人工智能、Web3.0等科技创新，并积极探索央行数字人民币的创新应用，通过科技赋能帮助客户实现新一轮数字化、智能化升级。公司一直以来向金融机构、政府和公共事业、企业提供数据中心综合服务，包括信息系统集成、IT运维管理、数据中心建设、设备维保服务等。公司通过多年积累，资质及服务体系等较为全面，具有较强核心竞争力。报告期内，公司形成了《大数据云服务信息集成软件 V1.0》、《智能云管理服务软件 5.0》等软著证书，并荣获 2023 年中国智能运维 100 强等荣誉。人工智能技术发展推动了算力需求的增加，报告期内，公司在数据中心综合服务的业务基础上发展算力综合服务业务，探索包括私有化算力中心建设、算力中心改建、云算力部署、算力调优、算力中心维保等服务，并与国内多家智算中心形成战略合作。公司通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO20000IT 服务管理体系认证、ISO27001 信息安全管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证、五星级售后服务管理体系认证等。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
沈颀	13.1800
中信建投证券股份有限公司	1.0800
天津滨河数据信息技术有限公司	1.0500
朱烨东	0.9700
杨承宏	0.8700
华融国际信托有限责任公司	0.8200
香港中央结算有限公司(陆股通)	0.6800
JPMORG ANCHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION	0.6200
袁涤云	0.5900
王幼倬	0.5500
合 计	20.4100

APPENDIX 1**Summary****Investment Highlights:**

Initiate coverage with 'Outperform' rating. Considering growth from AI-native agents and computing power, we forecast EPS for 2025-2027 at -0.04, 0.07, 0.14 RMB. As the company is in a profit recovery phase, we set a target price of 29.21 RMB using PB and PS methods, initiating coverage with 'Outperform' rating.

The company, founded in 2003, is a seasoned fintech and data center service provider with AI roots, serving financial institutions, government, utilities, and enterprises. It has developed industry-specific AI services and infrastructure since inception.

AI-native agents open new markets, boosting AI business growth. The company designs AI services with AI-Native architecture, enhancing business understanding and efficiency. This architecture is expected to unlock enterprise AI markets, improving business models and ROI. The company has launched a full-stack AI product matrix, initially serving the financial sector. AI-native innovations are expected to drive high AI business growth, with 2024 AI revenue at 208 million RMB and orders at 293 million RMB.

Leveraging data centers, the company accelerates computing power business expansion. It provides comprehensive data center services, with 2024 revenue at 297 million RMB and orders at 557 million RMB, laying the foundation for computing power services. The company is advancing in computing center construction and optimization, collaborating with local governments and manufacturers on cloud computing solutions.

Risk Warning: AI technology development and AI-native agent promotion may be weaker than expected, with increased industry competition 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.

我，宋亮，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, Liang Song, 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).

国泰海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“国泰海通”）在过去12个月内参与了601066.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、国泰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、国泰海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、国泰海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Guotai Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Guotai Haitong") have a role in investment banking projects of 601066.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Guotai Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601066.CH for which Guotai 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 Guotai Haitong acted as lead-brokerage firm.

601066.CH 目前或过去12个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

601066.CH is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

601066.CH 目前或过去12个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601066.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

601066.CH 目前或过去12个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非证券业务服务。

601066.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

国泰海通在过去12个月中获得对601066.CH提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 601066.CH.

国泰海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从601066.CH获得投资银行服务报酬。

Guotai Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601066.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 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 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	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	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, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	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。国泰海通证券（601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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 支由国泰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，并结合对国泰海通证券 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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS 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.（“HTIUKK”）的协助下发行，HTIUKK 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除外，HTISG 及我们的关联公司、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和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 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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-351-6052。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 HTIJK 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 HTIJK 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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
联系电话: +1 212-351-6052

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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. 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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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权益权益。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") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("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》2001 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
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

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: 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>

Sinodata - 002657 CH

