

首次覆盖:数据智能领军者, AI 开启第二增长曲线

慧辰股份(688500)

计算机/信息技术

慧辰股份首次覆盖报告

688500 CH

HCR

Rating: OUTPERFORM

Target Price: Rmb54.74

Lin Yang

lin.yang@htisec.com

Liang Song

l.song@htisec.com

本报告导读:

数据智能领军企业, 实行“数据要素x”与“人工智能+”的两大战略, 行业高增背景下公司业务有望重回快速增长轨道。

投资要点:

- **投资建议:** 给予“优于大市”评级, 目标价 **54.74 元**。我们预测 2025-2027 年慧辰股份营业收入分别为 5.81/7.47/9.41 亿元, 同比 +30.8%/+28.7%/+25.9%; 归母净利润分别为 0.54/0.81/1.17 亿元, 同比 +201.0%/+50.9%/+44.0%, 对应 EPS 为 0.73/1.10/1.58 元。公司目前在行业内处于头部位置, 我们综合 P/E、P/S 两种估值方法, 审慎给予公司目标价 54.74 元, 给予“优于大市”评级。
- **领先的数据分析服务提供商。**公司主要为行业头部企业和国内政府机构提供基于企业内外部数据、消费者态度与行为数据和行业数据的业务经营分析与应用、定制化行业分析应用解决方案等服务。公司以数据融合、数据分析及数据应用三方面业务为基础架构, 结合多年积累的市场研究知识与手段, 以及人工智能技术, 搭建了先进的数据智能体系, 为客户提供全方位的一站式数据智能解决方案。
- **公司所处行业均处于高速增长期。**数据分析: 2024 年 12 月国家发展改革委等部门发布《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》, 明确到 2029 年数据产业规模年均复合增长率超过 15%; 人工智能: 工信部等六部门联合印发的《算力基础设施高质量发展行动计划》, 明确将稳步提升算力综合供给能力, 到 2025 年, 我国智能算力在总算力中的占比将提升至 35%, 增速将快于平均增速。我们认为, 公司主业, 即数据分析业务有望伴随数据要素市场一同快速增长, 而公司对 AI 的重点投入, 又有望给公司带来另一快速增长的业务极。
- **积极发力 AI, 打造第二增长极。**AI 软件: 公司的智能数据分析产品服务向 AIGC Agent 应用模式进行升级, 已研发出面向企业 AIGC 应用场景的 Agent 应用平台——“慧 AI 智能应用平台”; AI 软硬件融合: 公司联合行业智算硬件合作方, 基于 DeepSeek 大模型与慧 AI 数字员工产品, 构建数字员工一体机解决方案; 算力业务: 与中科信控、棱镜数聚达成战略合作, 联合研发“融合算力管理服务平台”, 此外算力硬件服务方面公司也已经开始为客户交付算力资源。
- **风险提示。**数据分析业务需求不及预期, AI 业务拓展不及预期等。

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	539	444	581	747	941
(+/-)%	8.3%	-17.7%	30.8%	28.7%	25.9%
净利润 (归母)	-170	-53	54	81	117
(+/-)%	-95.9%	68.6%	201.0%	50.9%	44.0%
每股净收益 (元)	-2.29	-0.72	0.73	1.10	1.58
净资产收益率(%)	-21.4%	-7.2%	6.8%	9.3%	11.8%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	—	—	54.96	36.42	25.30

财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
货币资金	250	288	387	498	620	营业总收入	539	444	581	747	941
交易性金融资产	484	365	295	245	205	营业成本	370	306	394	491	601
应收账款及票据	218	228	270	352	448	税金及附加	2	1	2	3	3
存货	25	10	22	25	30	销售费用	123	102	93	112	132
其他流动资产	96	41	80	95	117	管理费用	60	59	58	75	94
流动资产合计	1,074	932	1,055	1,216	1,420	研发费用	46	32	38	50	66
长期投资	11	18	23	26	28	EBIT	-130	-99	58	88	128
固定资产	5	27	33	33	31	其他收益	4	3	5	6	7
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	24	7	10	10	10
无形资产及商誉	42	17	14	8	10	投资收益	1	31	29	37	47
其他非流动资产	69	50	49	46	43	财务费用	-2	-2	-4	-5	-7
非流动资产合计	127	112	119	113	111	减值损失	-81	-49	0	0	0
总资产	1,201	1,044	1,174	1,329	1,532	资产处置损益	0	0	0	0	0
短期借款	5	0	0	0	0	营业利润	-111	-63	43	74	115
应付账款及票据	185	174	209	265	325	营业外收支	-83	21	19	19	19
一年内到期的非流动负债	8	7	7	7	7	所得税	-22	13	6	9	13
其他流动负债	110	50	91	107	130	净利润	-172	-55	56	84	121
流动负债合计	309	232	307	378	462	少数股东损益	-2	-2	2	3	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	-170	-53	54	81	117
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁债券	15	8	7	6	5	主要财务比率					
其他非流动负债	77	56	56	56	56	ROE(摊薄,%)	-21.4%	-7.2%	6.8%	9.3%	11.8%
非流动负债合计	92	63	63	62	60	ROA(%)	-13.8%	-4.9%	5.0%	6.7%	8.5%
总负债	401	295	369	440	523	ROIC(%)	-13.9%	-17.0%	6.4%	8.8%	11.2%
实收资本(或股本)	74	74	74	74	74	销售毛利率(%)	31.4%	31.1%	32.1%	34.3%	36.1%
其他归母股东权益	720	667	721	802	919	EBIT Margin(%)	-24.0%	-22.2%	10.0%	11.8%	13.6%
归属母公司股东权益	794	741	795	877	994	销售净利率(%)	-31.9%	-12.5%	9.6%	11.2%	12.9%
少数股东权益	6	7	9	12	16	资产负债率(%)	33.4%	28.3%	31.5%	33.1%	34.1%
股东权益合计	800	749	804	888	1,009	存货周转率(次)	12.1	17.1	24.0	20.7	21.8
总负债及总权益	1,201	1,044	1,174	1,329	1,532	应收账款周转率 (次)	2.5	2.0	2.3	2.4	2.4
						总资产周转率(次)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
现金流量表 (百万元)						净利润现金含量	0.0	1.2	0.1	0.2	0.2
经营活动现金流	1	-63	4	17	26	资本支出/收入	5.6%	2.4%	1.1%	-0.4%	-0.5%
投资活动现金流	89	99	96	96	99	EV/EBITDA	—	—	31.28	21.67	16.05
筹资活动现金流	-51	-23	-1	-1	-2	P/E(现价&最新股本摊薄)	—	—	54.96	36.42	25.30
汇率变动影响及其他	0	1	0	0	0	P/B(现价)	3.73	4.00	3.73	3.38	2.98
现金净增加额	39	14	99	111	122	P/S(现价)	5.49	6.67	5.10	3.96	3.15
折旧与摊销	23	22	25	26	19	EPS-最新股本摊薄(元)	-2.29	-0.72	0.73	1.10	1.58
营运资本变动	101	-54	-19	-28	-39	DPS-最新股本摊薄(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-30	-11	-7	3	5	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. 盈利预测与估值分析	4
1.1. 盈利预测：所处行业正在高速增长，业绩有望改善	4
1.2. 估值：采用 P/S 相对估值法估值，给予目标价 54.74 元	5
2. 领先的数据智能解决方案提供商	6
2.1. 深耕数据分析 15 余年，逐渐发力 AI+数据智能分析	6
2.2. 宏观形势导致业绩短暂承压，25Q1 公司已回归增长轨道	7
3. 重点发力 AI，未来或成为公司重要增长动力	9
3.1. AI 软件：Agent 应用平台成为核心产品	9
3.2. AI 软硬件融合：推出数字员工一体机解决方案	11
3.3. 算力业务：三方合作共建融合算力管理服务平台	13
4. 风险提示	16

1. 盈利预测与估值分析

1.1. 盈利预测：所处行业正在高速增长，业绩有望改善

公司目前业绩短暂承压，主要是受到宏观因素的影响。分行业来看，公司目前所处的行业均处于高速增长阶段。

数据分析行业：2020 年 4 月数据被确认为中国国民经济生产的重要生产要素，2022 年 12 月国务院正式发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，2024 年 12 月国家发展改革委等部门发布《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》，明确到 2029 年数据产业规模年均复合增长率超过 15%，充分说明中国已经正式进入数据要素市场的快速发展阶段。数据分析作为数据要素的重要组成部分，未来几年有望维持高速增长。

人工智能行业：2024 年政府工作报告中提出，“适度超前建设数字基础设施，加快形成全国一体化算力体系”；2023 年 10 月，工业和信息化部、中央网信办、教育部、国家卫生健康委、中国人民银行、国务院国资委等六部门联合印发了《算力基础设施高质量发展行动计划》，明确将稳步提升算力综合供给能力，到 2025 年，我国智能算力在总算力中的占比将提升至 35%，增速将快于平均增速。根据公司 2024 年报援引国际数据公司（IDC）与浪潮信息联合发布的《中国人工智能算力发展评估报告》显示：“大模型和生成式人工智能推高算力需求，中国智能算力增速高于预期。2025 年，中国智能算力规模将达到 1037.3EFLOPS，较 2024 年增长 43%；2026 年，中国智能算力规模将达到 1460.3EFLOPS，为 2024 年的两倍。2025 年，中国人工智能算力市场规模将达到 259 亿美元，较 2024 年增长 36.2%；2026 年市场规模将达到 337 亿美元，为 2024 年的 1.77 倍。”

我们认为，目前公司作为数据分析领军企业，公司的主业，即数据分析业务有望伴随数据要素市场一同快速增长，而公司对 AI 的重点投入，又有望给公司带来另一快速增长的业务极。

我们预测 2025-2027 年慧辰股份营业收入分别为 5.81/7.47/9.41 亿元，同比 +30.8%/+28.7%/+25.9%；归母净利润分别为 0.54/0.81/1.17 亿元，同比 +201.0%/+50.9%/+44.0%，对应 EPS 为 0.73/1.10/1.58 元。

表1：慧辰股份分部收入预测表

单位：百万元		2024	2025E	2026E	2027E
数据产品业务	营收	372.18	483.83	619.31	774.13
	同比（%）	-18.59	30.00	28.00	25.00
	毛利率（%）	28.65	29.50	31.00	32.00
解决方案业务	营收	71.86	97.01	128.05	166.47
	同比（%）	-12.63	35.00	32.00	30.00
	毛利率（%）	43.68	45.00	50.00	55.00
总营收	营收	444.04	580.85	747.36	940.61
	同比（%）	-17.68	30.81	28.67	25.86
	毛利率（%）	31.08	32.09	34.26	36.07

数据来源：Wind，HTI

1.2. 估值：采用 P/S 相对估值法估值，给予目标价 54.74 元

PE 估值：考虑业务类型可比性与经营规模，我们选取汇纳科技、零点有数和星环科技-U 作为可比公司，采用 P/E 相对估值法。公司目前营收体量超越了三家可比公司，在行业内处于头部位置，但是由于公司在 2024 年均亏损，故 2025 年作为公司可能的转盈之年，估值可能存在高估现象（利润较低导致的 PE 高估），在考虑到这一点后，我们审慎给予公司 2025 年 70X P/E，对应目标价为 50.81 元。

表2：可比公司估值表

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
汇纳科技	300609.SZ	33.42	40.14	-0.20	0.19	0.44	-	174.5	75.7	11.0	8.4	6.5
零点有数	301169.SZ	39.62	28.54	-1.00	-0.10	0.30	-	-	134.3	8.3	6.9	6.3
星环科技-U	688031.SH	45.07	54.59	-2.84	-2.12	-1.11	-	-	-	14.7	11.6	9.3
平均值							-	174.5	105.0	11.4	9.0	7.4

数据来源：Wind，HTI，数据时间为 2025 年 6 月 16 日

PS 估值：给予公司 2025 年 7.0X P/S，对应合理价格 54.74 元。选取可比公司的平均 2025 年 P/S 预测值为 9.0x，考虑到公司营收体量与可比公司相比更加庞大，我们审慎给予公司目标价 P/S 7.0x，对应合理价格 54.74 元。

综合两种估值方法，我们审慎给予公司目标价 54.74 元，给予“优于大市”评级。

2. 领先的数据智能解决方案提供商

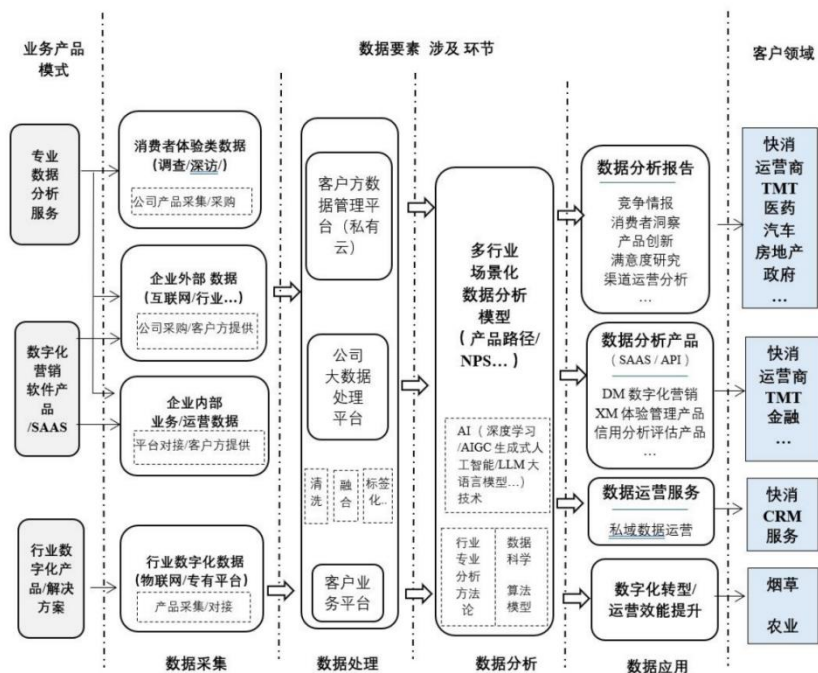
2.1. 深耕数据分析 15 余年，逐渐发力 AI+数据智能分析

慧辰股份成立于 2008 年，是一家数据分析服务提供商。公司主要为行业头部企业和国内政府机构提供基于企业内外部数据、消费者态度与行为数据和行业数据的业务经营分析与应用、定制化行业分析应用解决方案等服务。公司以数据融合、数据分析及数据应用三方面业务为基础架构，结合多年积累的市场研究知识与手段，以及人工智能技术，搭建了先进的数据智能体系，为客户提供全方位的一站式数据智能解决方案。

公司从事的主要业务是基于数据分析方法论和数据智能分析技术提供数据调研/分析一体化服务，是基于数据分析及人工智能（AI）等数据智能技术，为客户提供数据分析服务和产品及相关解决方案。公司以数据要素生态链中数据咨询服务商的产业定位为出发点，主要服务于商业和公共服务领域，面向行业大数据、客户内外部多维数据、消费者行为与态度数据等多种数据要素资源利用，基于独有行业数据分析模型、数据算法、人工智能（AI）技术等，为客户提供经营决策数据产品、行业数字化应用方案，以及数据产品开发、数据运营变现、AI 应用解决方案等产品与服务，沿数据要素生态价值链拓展业务，是以数据智能分析和人工智能技术为核心支撑的科技创新型企业。

公司的业务产品服务主要包括三种交付模式：专业数据分析服务、数字化营销软件产品/SaaS 与行业数字化产品和解决方案。

图1：公司主要业务产品服务



数据来源：慧辰股份 2024 年年报

公司十余年来持续服务多个行业大中型商业客户和政府及公共服务机构客户，在国内市场拥有较高的营收规模，围绕数据要素应用在数据科学方法论、数据分析应用场景、行业专业数据算法模型等方面积累了丰富的经验。当前，公司以“AI 驱动数据要素的价值实现”为企业愿景，致力于研发数据分析、数据挖掘、数据运营及应用的智能技术，开发行业数据分析应用的专业算法/模型，为客户数据要素相关业务场景提供服务或产品支撑，助力数据要素从生产要素到价值创造的实现。在数据要素产业生态中，公司首先定位于数

据咨询服务商，未来将通过商业模式的拓宽进一步沿着数据要素生态价值链发展，取得更大的成长空间。

公司作为数据智能分析行业的国内规模领先的专业咨询服务商，在主要行业市场拥有良好的口碑，已形成较高的行业地位和广泛的品牌影响力。公司已为较多重要经济产业（如汽车、快消、TMT/ICT、烟草、金融、医疗、农业、政府和公共服务等）长期提供了专业服务，且服务客户主要为所在行业领先的头部企业（以世界 500 强企业与大型央企及互联网厂商为代表）。

2021 年以来，随着产业数字化转型与数据分析/运营需求市场的迅速增长，公司在数据分析服务产品化、分析技术智能化与数据服务模式多样化方面均进行了对应拓展，在服务行业/客户群体/业务规模与数据分析服务的产品化能力进一步增强，巩固了公司的行业地位。随着 2023 年人工智能大模型和 AIGC 技术的突破性发展，公司紧跟技术发展形势，投入发展 AI+数据智能分析的应用创新，包括行业 AI+数据智能应用平台、行业数据产品及行业 AI+数字化转型解决方案的开发，满足行业市场的不断涌现的新增需求，以进一步维护和提升公司的行业市场地位。

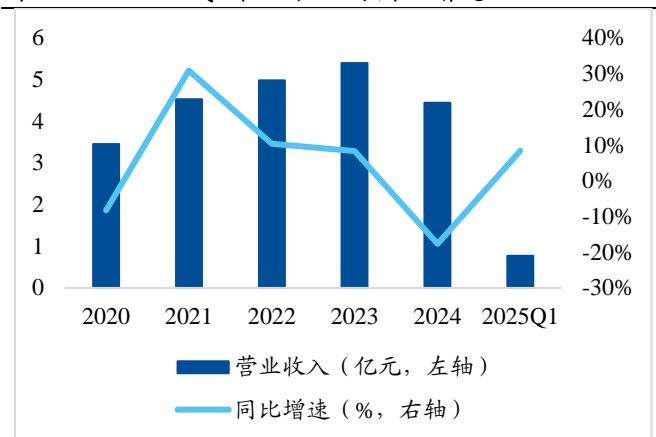
目前，公司已经将自身定位为：国内数据智能和人工智能应用的综合服务提供商，以“驱动数据要素价值实现”为目标，实行“数据要素x”与“人工智能+”的两大战略，充分利用公司长期服务的行业头部客户资源，基于在数据、算法、模型等方面所积累的行业知识库、算法模型库与大量专业数据分析报告等深厚积淀，构建数据、算法及算力融合的核心能力。截至 2024 年，公司投入建设并形成了 AI 数字员工软件平台、软硬件结合的数字化产品、融合算力管理服务平台等多个人工智能平台的能力，以满足客户人工智能时代的多维需求。

2.2. 宏观形势导致业绩短暂承压，25Q1 公司已回归增长轨道

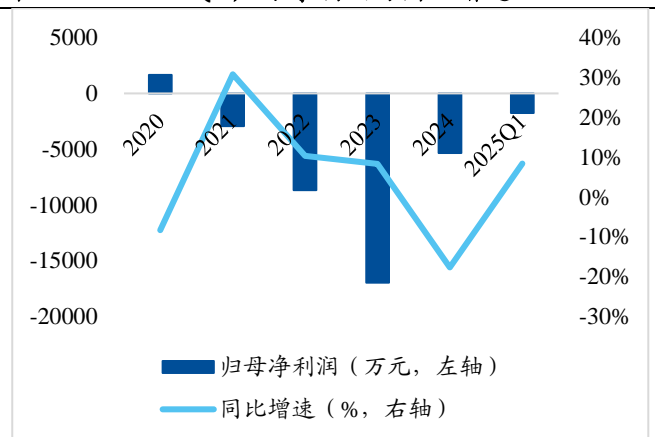
2020 年-2024 年，公司营业收入分别为 3.45/4.52/4.98/5.39/4.44 亿元；归母净利润分别为 0.16/-0.29/-0.87/-1.70/-0.53 亿元。2024 年，受国内外经济环境形势的变化，公司所服务的商业市场需求相对偏弱，受其制约，公司在业务上以稳中求进的策略，较预期进度有所放缓；同时，客户层面的预算投入也更为审慎，导致部分项目商务过程和执行周期延长，综合因素影响公司 2024 年营业收入，未能实现盈利目标。

2024 年，公司面对不达预期的市场环境，持续深入开展自 2023 年以来的降本增效工作，通过资产优化整合等方式减少低效投入，采取加强应收账款管理、降低减值损失等举措最大限度降低不利因素的影响，达成了亏损同比收窄的经营成效。

2025Q1，公司实现营收 0.77 亿元，同比增长 8.37%，归母净利润-0.18 亿元，同比增长 6.35%，可以看出公司营收已经回到增长轨道，净利润的减亏也在持续进行中。

图2：2020-2025Q1 营业收入与同比增速


数据来源：Wind, HTI

图3：2020-2025Q1 归母净利润与同比增速


数据来源：Wind, HTI

2025 年，公司将持续加大在数据资源建设与管理、数据智能和 AI 算法及算力管理服务相关的技术研发及基础设施投入，强化对外合作，持续推动创新业务，发掘新质领域市场和拓展客户应用场景，进一步降本增效并创造新的增长，实现公司高质量发展。在开拓市场层面，公司将继续聚焦重点行业市场，在重点行业突破增加市场份额，推进大客户战略布局，发掘增长较快的新细分领域，探索新的服务模式，力争继续实现收入增长，并提升盈利空间。在公司发展过程中，始终关注新技术、新业态、新模式的变化和机会，积极利用好当前金融政策，探索通过业务融合合作、投资或并购等多种合作方式，横向和纵向延伸数据要素资源和 AI 基础技术资源的业务布局，走向价值链“微笑曲线”的高端，实现公司高质量发展。

我们认为，公司目前业绩承压主要是受到宏观因素的影响，正如我们上文所介绍的，公司目前所处的数据分析与人工智能行业均处于高速增长期，公司未来的发展有望直接受益，另一方面，公司 2025Q1 的业务已经开始恢复增长，公司未来重回快速增长轨道值得期待。

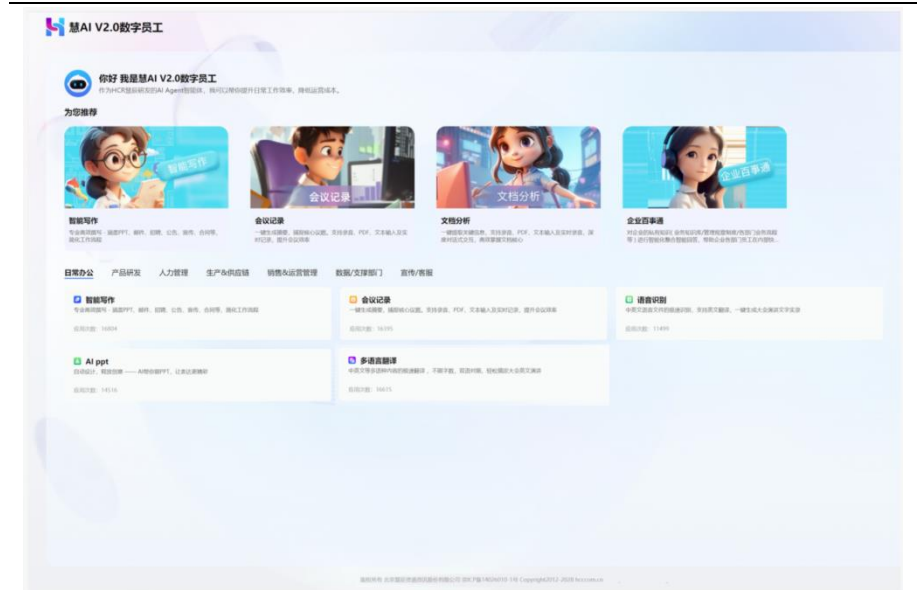
3. 重点发力 AI，未来或成为公司重要增长动力

3.1. AI 软件：Agent 应用平台成为核心产品

2024 年以来，公司顺应 AIGC 应用发展方向（Agent 智能体）以及头部企业客户业务场景 AI 智能化的发展趋势，公司的智能数据分析产品服务向 AIGC Agent 应用模式进行升级，已研发出面向企业 AIGC 应用场景的 Agent 应用平台——“慧 AI 智能应用平台”，底层大模型除了支持慧辰自研的行业大模型与数字人模型外，也接入主流公开服务模型（已经包括 DeepSeek、文心一言、Kimi、智谱 AI、百川智能、GPT 等），平台的应用以 Agent 智能体形式，支持自研应用与合作方应用部署。

公司将大量 AIGC 智能应用融合扩展到企业的更多数据智能化场景（日常办公、企业知识库、研究分析等等），2024 年下半年已开始进行多行业的推广；同时，公司延展研发企业 AI 能力的中台系列产品，满足客户在实际 AI 应用建设中所需的底层支撑性需求（如 AI 智能算力资源的服务管理、AI 应用的微调与快速训练部署），为客户从底层 AI 能力到上层 AI 业务应用全栈赋能。公司 2024 年已研发完成基于 AIGC 的面向领域场景的多个大模型生成技术，其中慧辰大模型文本语言生成算法、语音合成算法及数字人合成算法已通过国家网信办的算法备案。基于 AIGC 技术研发的“慧 AI 智能应用平台”产品和“AI 数字分身”技术、融合实现了“AIGC+洞察创新”、“AIGC+数字营销”、“AIGC+客户体验”等场景化功能，已在日常工作及客户部署方面取得积极成效。

图4：公司慧 AI 2.0 数字员工模式-产品界面



数据来源：慧辰股份官微

早在 2024 年年初，公司就前瞻性布局 AI Agent 应用，推出企业 AI 中台，提出了全新的企业业务智能 Agent Store，以业务即模型的思路，结合企业从日常办公到生产经营的诸多业务场景，平台能够将企业大量业务场景的专业能力通过自有数据与 AI 模型融合，实现模块化与高复用，进而赋能企业内外部员工，优化任务执行决策。

2025 年，结合公司 AI 研发与使用/优化 DeepSeek 大模型等多种国产大模型的能力与经验，HCR“慧 AI 智能应用平台”进一步优化知识库与实时数字人能力，升级为全新数字员工模式，助力政/企客户打破传统业务模式的桎梏，实现业务流程自动化、客户服务优化和智能决策辅助等。

升级后的平台支持业务管理多个环节的智能化处理，具备自动化、智能化、全天候、低成本、高准确性等优势，能够实现更广阔的行业覆盖、更多元的场景应用、更深入的业务理解和更细化的业务流程。

DeepSeek 大模型基于混合专家架构（MoE）与 FP8 混合精度训练，训练成本仅为行业 1/10，API 调用成本低至 OpenAI 的 3%-5%，具备高阶推理能力、低成本高回报、动态学习机制、全栈技术布局等核心优势。慧 AI 数字员工平台深度融合 DeepSeek 大模型，支持企业基于私有数据定制专属 AI 能力，如知识库训练、业务模型微调等，助力用户真正实现“千企千面”的智能化转型。

图5：公司慧 AI 数字员工平台-业务部门覆盖



数据来源：慧辰股份官微

依托自身大模型研发能力（慧辰文本、语音、数字人相关大模型生成算法均已获得国家网信办备案）构建的大模型智能应用产品——慧 AI 数字员工平台通过模块化设计，适配政务、金融、制造、医疗、通信等多行业需求，覆盖政企用户核心六大业务部门，提供从日常办公、运营宣传到管理决策的全栈式服务。

慧 AI 数字员工平台以多元场景为牵引，以专业数据为驱动，拥有更丰富的应用场景矩阵，处理更复杂的场景难题，进一步降低了用户的使用门槛，提升用户使用效率，实现创意生成更迅捷，数据整合更高效，分析洞察更精准，检索交互更智能。

图6: 公司慧 AI 数字员工平台-应用场景矩阵



数据来源：慧辰股份官微

我们认为，公司在 AI 的发展中保持了高度的敏感性，一方面早在 2024 年即前瞻性地开始发展 AI Agent，提前占据了先机，使得目前已经拥有了一定的积累，另一方面在 DeepSeek 得到高度关注的 2025 年初，公司就及时将自己的 AI 平台与 DeepSeek 进行了深度融合，这既说明了公司的行业敏感性，也突出了公司在 AI 领域较强的研发实力，为公司未来在该领域的发展奠定了坚实的基础。

3.2. AI 软硬件融合：推出数字员工一体机解决方案

公司联合行业智算硬件合作方，基于 DeepSeek 大模型与慧 AI 数字员工产品，构建数字员工一体机解决方案。提供从“底层算力、大模型部署、推理训练、数字员工应用”的全栈解决方案，助力帮助包括金融业等行业用户实现“硬件+大模型+智能应用”的一键式部署，可实现快速构建知识检索、业务办公、知识库问答、数字客服等多种智能应用能力，帮助用户形成覆盖“业务-服务-运营-决策”的智能应用能力。公司的 AI 一体机解决方案在保障数据安全的同时，实现业务创新与降本增效，迈向“软硬件协同，高效率部署，全场景覆盖”的新阶段。慧辰 DeepSeek 智算一体机具备应用于多个业务场景的能力，拥有为不同规模、不同类型用户定制化服务的潜力。

图7：公司一体机解决方案-产品架构

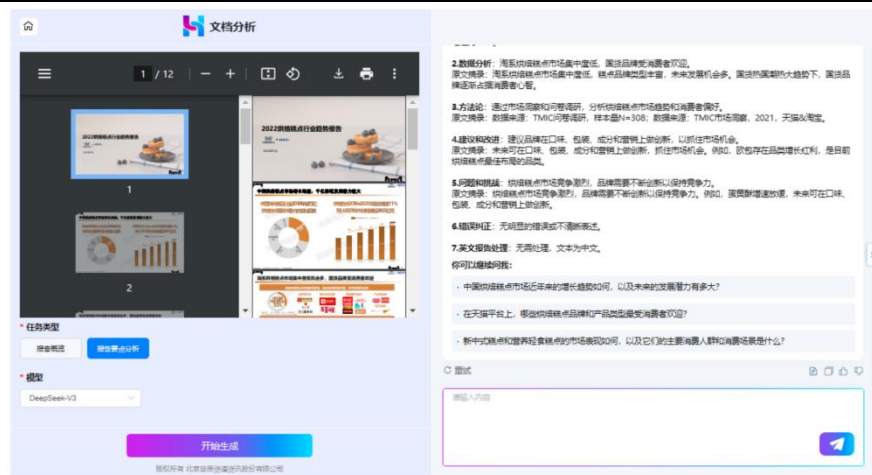


数据来源：慧辰股份官微

基于公司 AI 研发与使用/优化 DeepSeek 大模型等多种国产大模型的能力与经验，结合 DeepSeek 相关模型最新版本，以“深度适配、开箱即用”为核心目标，满足从大模型使用、训练到场景应用落地的全链条需求。

方案深度融合 DeepSeek、Qwen 等主流大模型技术框架，通过不同参数规模的版本，支持客户企业根据场景需求灵活选择底层模型；通过标准化硬件集成与自动化部署工具，将传统数周的大模型落地周期缩短至小时级。针对业务高敏感场景，私有化的解决方案有效确保数据不出域，真正实现大模型使用与深度业务应用高效可控，为千行百业用户提供零门槛、高安全的数智化转型入口。

图8：公司一体机底层大模型已支持 DeepSeek 满血大模型



数据来源：慧辰股份官微

专业、私有化的大模型应用，离不开智算硬件服务器的算力支持，公司解决方案中部署的相关大模型与慧 AI 数字员工应用均支持主流智算硬件设备/厂商。公司已与行业多家智算一体机硬件厂商深度合作，根据用户对大模型应用的实际需求与预算，提供从基本版到集群模式的多种方案，符合国家信创要求，全面满足政府、商业等多种客户类型的需求。

图9: 公司一体机解决方案-硬件产品



数据来源：慧辰股份官微

为帮助客户更好的使用和构建数字员工的能力，在解决方案中，公司能够深入提供相关大模型的使用培训。后续，针对企业场景业务应用的需求，可基于客户自有业务数据，进一步实现私有化大模型的微调训练与相关智能数字 Agent 应用的开发，帮助客户构建深度、专业、全面的企业数字化、智能化能力。

我们认为，一体机业务是目前市场高度关注的领域，党政机关和关键行业客户引入 DeepSeek 的需求正不断高涨，一方面，DeepSeek 一体机能够降低算力使用门槛；另一方面，政府机构和央企往往涉及公民信息、政务数据、国家安全等大量敏感数据信息，一体机可以为其提供可靠省心的解决方案，而公司在这一背景下适时推出了 DeepSeek 一体机，使得其抓住了宝贵的行业机遇窗口，也为公司 AI 业务带来了新的领域。

3.3. 算力业务：三方合作共建融合算力管理服务平台

①算力软件服务领域，公司已储备智能算力基础设施以支撑公司在相关领域的业务发展，并与中科信控、棱镜数聚达成战略合作，基于各方优势，联合研发“融合算力管理服务平台”，其主要通过通用算力与智能算力的融合运营模式，满足智算运营精细化的趋势化需求。该平台提供全生命期的智算算力资源运维/常规运营管理功能，结合智算运营特点，重点加强了细粒度的智算资源服务和提升运营收益的精细化运营能力，可扩展多样的算力服务产品以及更好地满足不同 AI 算力租用的场景需求。同时，为平台服务的算力租用用户预置了大量高性能 AI 模型镜像与全流程的开发部署套件，赋能租户便捷高效地构建 AI 应用，从而在价格与易用性方面可有效吸引更多长尾、中小型智算应用需求客户群体。②算力硬件服务业务，公司已经开始为客户交付算力资源。

图10: 公司融合算力管理服务平台



数据来源：慧辰股份官微

其中，公司推出的融合算力管理服务平台，以融合多元异构算力资源为基础，支持通用算力与智算算力的融合管理，并以全生命周期、细粒度的算力运维服务功能提升运维效率，服务智算的运维运营者。平台不仅支持英伟达企业级 A100/H100/H20/H200、华为昇腾 910B/C 等国内外主流 AI 芯片，同时，整合了 Intel、AMD 等通用 CPU 算力，建立起“AI 智算+通用计算”的混合资源池。通过智能调度引擎，平台可自动识别任务类型，如 AI 模型训练/推理任务优先分配 GPU 集群，Web 服务、数据库等业务则调度至 CPU 资源池。

未来泛计算环境中，混合模式下的算力才是实现性能和成本最大化的最优解。针对不同规模的企业和机构，HCR 融合算力管理服务平台的多级算力资源服务模式能满足各类用户的多样化需求，开发算力资源利用的最大化价值。对于大量小企业和长尾客户的推理需求，用户可选择按卡为单位的服务模式，灵活使用算力，如借助英伟达 A100 显卡的多实例功能，用户可分时/分片使用，提升算力资源的灵活性、利用率和费效比。而对于价格不敏感、维护技术较弱的客户，平台还提供单主机或小规模多机集群（2-30 台）资源池的服务模式，无论是小型 AI 研发组织，还是大型科研机构，都能在平台上找到适合自己的算力解决方案。

图11: 公司融合算力管理服务平台支持多元异构算力



数据来源：慧辰股份官微

该平台具备智能监控、精细化计费和自动化运维等多项优势，以“全生命周期运维管理能力”的平台特性为用户提供从资源注册到设备下架的“一站式管家级服务”，助力企业降本增效，释放算力潜能。

用户在算力运维过程中，需要具备在资源注册与配置、产品与计费设计、状态监控与用户管理等各个环节的管理运维能力。HCR 算力管理服务平台提供包括资源的自主弹性调度与智能运维、用量驱动的动态计费模式、资源可回收的闭环管控机制等在内的全生命期的管理服务，实现算力资源的高效率、全流程运维，让算力资源得到更充分、更精准的利用，从而在满足业务需求的同时，有效减少资源的消耗。

此外，HCR 融合算力管理服务平台通过全生命周期的精细化管理，帮助客户延长设备服务周期、降低运营成本，同时提升服务品质 and 用户体验。对于算力服务商而言，能够延长设备生命周期，降低 TCO（总体拥有成本），从长远看，通过平台精细化运营吸引长尾客户，将有助于进一步拓宽企业服务规模。对于算力租用方而言，中小企业可享受“低门槛、高弹性”的算力服务，实现快速部署 AI 应用；大型企业则可获得稳定、高可用的智算资源，加速创新落地。

图12：公司融合算力管理服务平台服务模式先进



数据来源：慧辰股份官微

我们认为，公司通过与中科信控、棱镜数聚三方的合作，在短期内即从技术上实现了多元异构算力融合能力，打造了覆盖智算资源全生命周期的行业级解决方案，这使得公司能够迅速进入到“智能算力”这一高速增长板块，并为客户提供先进的产品与解决方案，这就为公司未来的发展直接带来了全新且高速的增长极。

4. 风险提示

(1) 数据分析业务需求不及预期。

受宏观经济、行业竞争态势等宏观环境因素的影响，公司数据分析业务可能存在需求不足、开拓放缓等风险，如未来下游需求复苏不足，市场需求未能持续增长导致行业竞争进一步加剧，将对公司经营业绩继续产生不利影响。

(2) AI 业务拓展不及预期的风险。

AI 行业目前处于快速发展过程中，相关新技术方法近年来迅速迭代，公司需要根据技术发展趋势和客户需求变化持续进行研发和创新，如果公司无法顺应市场要求完成相应产品升级迭代，公司将面临在后续发展过程中落后于竞争对手风险，可能导致丢失客户或错失市场先机，对公司的市场竞争能力及业务发展产生不利影响。

公司是一家数据分析服务提供商，主要为行业头部企业和国内政府机构提供基于企业内外部数据、消费者态度与行为数据和行业数据的业务经营分析与应用、定制化行业分析应用解决方案等服务。在业务上，公司以数据融合、数据分析及数据应用三方面业务为基础架构，结合多年积累的市场研究知识与手段，以及人工智能技术，搭建了先进的数据智能体系，为客户提供全方位的一站式数据智能解决方案。目前，公司的客户已覆盖于汽车、TMT、环保、教育、快消、医疗等多个商业领域，其中包括华为、联合利华、欧莱雅、奔驰、奥迪、西安杨森等国内外知名企业，以及中国移动、中石油、国家电网、一汽集团、中国烟草等大型行业客户。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
新疆良知正德企业管理咨询有限公司	22.6200
上海琢朴企业管理事务所(有限合伙)	7.6300
新疆慧聪创业投资有限公司	6.2000
上海秉樊企业管理合伙企业(有限合伙)	3.6000
聚行知(天津)企业管理咨询中心(有限合伙)	3.3800
承合一(天津)企业管理咨询中心(有限合伙)	1.6700
广发乾和投资有限公司	1.5700
永新县双瓴企业管理咨询中心(有限合伙)	1.4500
中国工商银行股份有限公司-汇添富科技创新灵活配置混合型证券投资基金	1.2300
JPMORGAN CHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION	1.0500
合 计	50.4000

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment advice: Rated 'Outperform' with a target price of RMB 54.74. We forecast Huichen's revenue for 2025-2027 to be 0.58/0.75/0.94 billion RMB, with YoY growth of +30.8%/+28.7%/+25.9%; net profit attributable to shareholders to be 0.054/0.081/0.117 billion RMB, with YoY growth of +201.0%/+50.9%/+44.0%, corresponding EPS of RMB 0.73/1.10/1.58. The company is a leading player in the industry, and we prudently set a target price of RMB 54.74, rating it 'Outperform'.

Leading data analysis service provider. The company offers business analysis and customized industry solutions based on internal and external data, consumer behavior, and industry data to top enterprises and government agencies. It builds on data integration, analysis, and application, leveraging market research and AI technology to provide comprehensive data intelligence solutions.

The industry is in a high-growth phase. Data analysis: The National Development and Reform Commission's 2024 guidelines aim for a data industry CAGR of over 15% by 2029. AI: The Ministry of Industry and Information Technology's plan targets a 35% share of intelligent computing power by 2025, outpacing average growth. We expect the company's data analysis business to grow rapidly with the data market, and AI investments to drive another growth area.

Actively advancing AI for a second growth pillar. AI software: Upgrading intelligent data analysis to AIGC Agent applications, developing the 'Hui AI Intelligent Application Platform'. AI hardware integration: Partnering with industry hardware firms to create digital employee solutions based on DeepSeek models and Hui AI products. Computing power business: Strategic cooperation with Zhongkexin and Lingjing Shuju to develop a 'Fusion Computing Power Management Service Platform', and delivering computing resources to clients.

Risk Warning. Data analysis demand and AI business expansion may be 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，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).

国泰海通担任 600941.CH 有关证券的做市商或流动性提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 600941.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）数据通免责声明条款：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

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. (“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 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 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +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实益权益。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”) 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”。

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.

HCR - 688500 CH

