

首次覆盖: HCM SaaS 龙头，引领一体化人力 AI 应用新范式

北森控股(9669)
计算机

9669 HK
Beisen Holding
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$11.86

Lin Yang
lin.yang@htisec.com

Liang Song
l.song@htisec.com

本报告导读:

一体化 HCM SaaS 领军，经营业绩稳健，SaaS 模式下盈利拐点有望实现。2025 年公司并购与 AI 产品商业化进展顺利，公司发展迎新增长机遇。

投资要点:

- 首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计公司 2026-2028 财年营收分别为 11.35/13.35/15.63 亿元，同比增长 20.1%/17.6%/17.1%；归母净利润分别为-0.61/0.55/2.00 亿元，EPS 分别为-0.08/0.08/0.27 元。采用 PS 和 FCFE 估值方法，谨慎取低，给予公司目标价 11.86 港元（按 1 港元=0.92 元换算），首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 一体化 HCM SaaS 领军，打通人力资源全流程。北森成立于 2002 年，坚守“一体化 HCM SaaS”战略，已累计服务超过 6000 家中大型企业。作为中国唯一一家已构建统一开放 PaaS 平台的云 HCM 解决方案提供者，北森 iTalentX 已打通人力资源管理的全流程，涵盖员工从应聘、入职、发展、晋升到离职的全生涯周期。我们认为云与一体化将持续构建北森竞争优势，并利于加快 AI 转型。
- 订阅收入占比高，稳健经营盈利拐点将至。公司营业收入稳健增长，2025 财年实现营业收入 9.45 亿元，同比增长 10.6%，云端 HCM 实现收入 7.22 亿元，同比增长 14.2%，是增长的主要驱动力，我们认为并购、出海与 AI 未来将进一步驱动收入增长。公司盈利能力持续改善，2025 财年实现经营性净现金流转正，达到约 0.77 亿元，经调整净利润显著改善，我们认为 2026 财年利润拐点有望实现。
- AI 人才招聘趋势强劲，北森 AI 商业化迅速。2025 年年初 AI 招聘初创公司 Mercor 获得 B 轮融资后估值达 20 亿美元，8 月 SAP 宣布收购 AI 招聘公司 SmartRecruiters 以丰富 HCM 套件，海外 AI 技术驱动招聘自动化趋势强劲。北森 AI 进展同样亮点颇多，2024 年启动 AI 产品研发并与同年 8 月成功实现商业化验证，截至 2025 财报已实现 AI 商业化 ARR 超过 600 万元，我们认为在 AI 广泛应用的趋势下，北森 AI Family 有望持续驱动公司业绩增长。
- 风险提示。客户需求不及预期；AI 产品进展不及预期；并购整合不及预期；市场竞争加剧。

财务摘要(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	855	945	1135	1335	1563
(+/-)%	13.8%	10.6%	20.1%	17.6%	17.1%
毛利润	515	614	786	960	1168
归母净利润	-3209	-147	-61	55	200
(+/-)%	-	-	-	-	261.6%
PE	-	-	-	-	26.65
PB	2.84	3.51	5.41	5.12	4.29

资料来源: Wind, HTI

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)

财务预测表

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					营业收入	945	1,135	1,335	1,563
营业收入	10.57%	20.12%	17.61%	17.06%	其他收入	0	0	0	0
归属母公司净利润	95.41%	58.72%	190.81%	261.65%	营业成本	332	350	375	395
获利能力					销售费用	397	409	454	516
毛利率	64.92%	69.21%	71.88%	74.75%	管理费用	164	182	200	203
销售净利率	-15.60%	-5.36%	4.14%	12.79%	研发费用	288	295	314	344
ROE	-14.11%	-6.18%	5.31%	16.10%	财务费用	-3	-12	-20	-26
ROIC	-14.42%	-7.51%	3.57%	14.15%	除税前溢利	-143	-58	60	213
偿债能力					所得税	4	3	5	13
资产负债率	47.15%	54.34%	56.11%	54.32%	净利润	-147	-61	55	200
净负债比率	-45.84%	-76.73%	-94.94%	-113.14%	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	1.88	1.62	1.58	1.65	归属母公司净利润	-147	-61	55	200
速动比率	1.84	1.58	1.54	1.62					
营运能力					EBIT	-146	-70	40	187
总资产周转率	0.49	0.55	0.59	0.61	EBITDA	-93	-36	75	223
应收账款周转率	32.66	38.99	41.14	45.89	EPS（元）	-0.20	-0.08	0.08	0.27
应付账款周转率	89.76	71.72	79.43	79.88					
每股指标（元）					资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	-0.20	-0.08	0.08	0.27	流动资产	1,576	1,745	1,950	2,287
每股经营现金流	0.11	0.26	0.25	0.39	现金	479	756	988	1,404
每股净资产	1.45	1.35	1.43	1.70	应收账款及票据	27	32	33	35
估值比率					存货	0	0	0	0
P/E	-25.39	-87.53	96.39	26.65	其他	1,071	958	928	847
P/B	3.51	5.41	5.12	4.29	非流动资产	401	412	422	431
EV/EBITDA	-34.36	-125.51	57.49	17.60	固定资产	23	27	31	34
					无形资产	269	271	272	274
现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	其他	109	114	119	124
经营活动现金流	77	187	184	283	资产总计	1,977	2,157	2,371	2,718
净利润	-147	-61	55	200	流动负债	839	1,079	1,238	1,383
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
折旧摊销	54	34	35	36	应付账款及票据	5	5	5	5
营运资金变动及其他	171	214	94	47	其他	834	1,074	1,233	1,378
投资活动现金流	320	89	48	133	非流动负债	93	93	93	93
资本支出	-18	-40	-40	-40	长期债务	0	0	0	0
其他投资	338	129	88	173	其他	93	93	93	93
筹资活动现金流	-152	0	0	0	负债合计	932	1,172	1,331	1,476
借款增加	-48	0	0	0	普通股股本	0	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0	储备	1,292	1,232	1,288	1,488
已付股利	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1,045	985	1,041	1,241
其他	-109	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
现金净增加额	245	277	233	416	股东权益合计	1,045	985	1,041	1,241
					负债和股东权益	1,977	2,157	2,371	2,718

数据来源：Wind，公司公告，HTI

目录

1. 盈利预测与估值	4
1.1. 盈利预测	4
1.2. 估值	6
2. 云端 HCM 领军，SaaS 盈利拐点将至	8
2.1. 坚守一体化 HR SaaS，打通 HCM 全流程	8
2.2. 云端 HCM 业务为公司增长引擎，盈利能力持续提升	9
3. AI 应用与并购拓展，构筑公司新增长极	12
3.1. 全面拥抱 AI，AI 助手已实现商业化	12
3.2. 并购酷学院，驱动学习业务拓展	14
3.3. 国际化拓展与生态协同为双轮，持续驱动发展势能	15
4. 海外 AI 科技重塑人才招聘趋势强劲	17
4.1. SAP 宣布收购 SmartRecruiters 以丰富 HCM 套件	17
4.2. AI 招聘初创公司 Mercor 实现高速增长	18
5. 风险提示	19

1. 盈利预测与估值

1.1. 盈利预测

我们预计公司 2026/2027/2028 财年实现营业收入 11.35/13.35/15.63 亿元，同比增长 20.1%/17.6%/17.1%；归母净利润为-0.61/0.55/2.00 亿元。分业务来看，主要假设如下：

- 1) **云端 HCM 解决方案与专业服务：**北森一体化 HR SaaS 整体构建于 PaaS 基础设施之上，打通人力资源管理所涉及的全流程，提供整套云原生、标准化人力资源解决方案，关键模块包括招聘管理、人才测评、组织人事、假勤管理、薪酬管理、目标绩效、盘点&继任、在线学习、People Analytics、数字人才等。北森按照客户需求提供的专业服务业务，主要包括实施服务及若干增值服务。北森 FY23/24/25 客单价稳定增长，分别达到 12.7/13.7/14.7 万元，同比增长 4.35%/7.72%/7.60%；老客户留存比例持续提升，FY23/24/25 分别为 76%/80%/81%；我们根据收入、客单价 ARPU、老客户留存率间接测算公司客户总数和新签客户数，我们认为新签客户数受市场环境因素增长较弱，随着公司加大业务拓展以及客户 IT 预算边际改善，有望逐步改善，我们预计 FY26/27/28 新签客户数增速分别为-8%/-2%/1%；我们预计随着公司核心人力产品持续迭代升级，老客户留存率持续提升，FY26/27/28 分别达到 82.0%/82.5%/83.5%，整体 ARPU 保持稳健增长，分别增长 7.0%/7.5%/6.5%。我们预计 FY26/27/28 专业服务业务收入保持稳定，分别增长 0.5%/0.8%/1.0%，毛利率随着人力效率提升持续提升，分别达到 15.4%/16.4%/17.4%；云端 HCM 解决方案毛利率随着产品成熟度提升得到进一步强化，分别达到 84%/85%/86%。
- 2) **其他业务：**北森 2025 年完成对酷学院并购，酷学院为企业提供“平台+内容+运营”三位一体的数字化培训与人才发展解决方案。此外，北森 AI Family 覆盖 30+人力资源场景，我们预计 AI 商业化有望在 2026 财年加速。我们预计 FY26/27/28 其他业务分别收入 1.0/2.0/3.2 亿元，毛利率分别为 70%/75%/80%。

表1: 北森业绩拆分预测表

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
(1) 专业服务+云端 HCM 解决方案 (百万元)	750.91	854.74	945.08	1035.24	1135.19	1242.97
ARPU(千元)	127	136.8	147.2	157.50	169.32	180.32
YoY	4.35%	7.72%	7.60%	7.00%	7.50%	6.50%
客户总数	5913	6248	6420	6573	6705	6893
YoY	5.88%	5.67%	2.76%	3.00%	2.00%	2.81%
老客户留存比例	76.00%	80.00%	81.00%	82.00%	82.50%	83.50%
留存老客户数	4077	4494	4998	5265	5423	5598
新签客户	1836	1754	1422	1308	1282	1295
YoY	0.38%	-4.45%	-18.96%	-8.00%	-2.00%	1.00%
专业服务 (百万元)	213.66	222.51	223.25	224.37	226.16	228.42
YoY		4.15%	0.33%	0.50%	0.80%	1.00%
毛利率	6.60%	12.80%	14.40%	15.40%	16.40%	17.40%
毛利	14.10	28.48	32.15	34.55	37.09	39.75
云端 HCM 解决方案 (百万元)	537.26	632.23	721.83	810.88	909.03	1014.55
YoY	15.92%	17.68%	14.17%	12.34%	12.10%	11.61%
毛利率	74.70%	77.00%	80.50%	84.00%	85.00%	86.00%
毛利	401.33	486.81	581.07	681.14	772.67	872.51
(2) 其他业务 (百万元)				100	200	320
YoY					100.00%	60.00%
毛利率				70.00%	75.00%	80.00%
毛利				70.00	150.00	256.00

数据来源: 公司官网, 公司财报, 北森 FY25 投资者演示材料, HTI

综上所述, 我们预计北森云端 HCM 解决方案 FY26/27/28 营收分别为 8.11/9.09/10.15 亿元, 专业服务营收分别为 2.24/2.26/2.28 亿元, 其他业务营收 1.0/2.0/3.2 亿元。

我们预计整体营收 FY26/27/28 分别为 11.35/13.35/15.63 亿元, 同比增长 20.12%/17.61%/17.06%, 毛利率分别为 69.21%/71.88%/74.75%。

表2: 北森营收预测表

		2025	2026E	2027E	2028E
云端 HCM 解决方案	营收 (百万元)	721.83	810.88	909.03	1014.55
	增速 (%)	14.17%	12.34%	12.10%	11.61%
	毛利率 (%)	80.50%	84.00%	85.00%	86.00%
专业服务	营收 (百万元)	223.25	224.37	226.16	228.42
	增速 (%)	0.33%	0.50%	0.80%	1.00%
	毛利率 (%)	14.40%	15.40%	16.40%	17.40%
其他	营收 (百万元)		100	200	320
	增速 (%)			100.00%	60.00%
	毛利率 (%)		70.00%	75.00%	80.00%
总营收	营收 (百万元)	945.08	1135.24	1335.19	1562.97
	增速 (%)	10.57%	20.12%	17.61%	17.06%
	毛利率 (%)	64.89%	69.21%	71.88%	74.75%

数据来源: 公司财报, HTI

1.2. 估值

估值方法 1: 相对估值法 (PS 估值)。我们选取港股和美股 SaaS 公司金蝶国际、明源云、SAP 以及 WORKDAY 作为可比公司，金蝶国际从事企业资源管理 ERP SaaS 领域，明源云是不动产数字化解决方案提供商，SAP 是全球企业管理软件龙头，WORKDAY 是美股有代表性的 HCM SaaS 公司。

参考可比公司估值，考虑到公司订阅制收入占比高以及 AI 商业化加速趋势，给予公司 2026 财年动态 PS 7 倍，按照 1 港元=0.92 元人民币折算，对应合理市值为 86.38 亿港元，估值为 11.86 港元。

表3: 可比公司 PS 估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	总营收 (亿元)			PS (倍)		
				2024A	2025A/E	2026E	2024A	2025A/E	2026E
金蝶国际	0268.HK	15.57	552.65	62.56	70.49	80.50	8.1	7.2	6.3
明源云	0909.HK	3.97	76.81	14.35	14.02	14.16	4.9	5.0	5.0
SAP	SAP.N	272.53	3172.14	357.80	443.14	495.76	8.9	7.2	6.4
WORKDAY	WDAY.O	227.49	607.40	72.59	84.46	95.12	8.4	7.2	6.4
平均							7.6	6.7	6.0
北森控股	9669.HK	7.95	57.89	7.18	9.45	11.35	7.4	5.6	4.7

数据来源: Wind, HTI。北森控股盈利预测来自 HTI，其他公司采用 Wind 一致预测

注: 美股公司货币单位为美元; 港股公司股价、市值为港元，营收为人民币，PS 计算采用 1 港元=0.92 元换算; WORKDAY 与北森控股已披露 2025 财年数据; 股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价。

估值方法 2: 绝对估值法 (FCFF)。采用三阶段估值，预测期为 3 年 (FY26/27/28)，过渡期为 8 年 (FY2029-FY2036)，假设过渡期增长率为 10%，FY2037 及以后为永续增长期，假设永续增长率为 3%。

无风险利率假设为 2%，市场预期收益率假设为 7.5%，公司近 1 年周 β 系数为 1.2916，有效税率假设为 10%，计算得到加权平均资本成本 WACC 为 9.1%。

我们测算公司股权价值为 84.40 亿元，对应每股价值为 11.59 元，按照 1 港元=0.92 元换算，对应每股价值 12.60 港元。

表4: 绝对估值 FCFF 关键假设

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	8
过渡期增长率	10.00%
永续增长率 g	3.00%
贝塔值 (β)	1.2916
无风险利率 R_f (%)	2.00%
市场的预期收益率 R_m (%)	7.50%
有效税率 T (%)	10.00%
剩余月份	4

数据来源: Wind, HTI

表5: 每股价值测算 (百万元)

企业价值测算	预测值
FCFF 预测期现值	457.13
FCFF 过渡期现值	2,045.35
FCFF 永续价值现值	4,438.82
企业价值	6,941.30
加: 非核心资产价值	1,498.24
减: 付息债务	0.00
减: 少数股东权益	0.00
股权价值	8,439.54
总股本	728.20
每股价值(CNY)	11.59

数据来源: Wind, HTI

表6: FCFF 敏感性分析

永续增长率/WACC	7.60%	8.10%	8.60%	9.10%	9.60%	10.10%	10.60%
1.50%	12.72	11.79	11.00	10.32	9.72	9.19	8.73
2.00%	13.38	12.33	11.44	10.68	10.02	9.45	8.95
2.50%	14.16	12.96	11.95	11.10	10.37	9.75	9.20
3.00%	15.12	13.71	12.55	11.59	10.78	10.08	9.48
3.50%	16.30	14.62	13.27	12.17	11.24	10.47	9.80
4.00%	17.82	15.76	14.15	12.85	11.80	10.91	10.17
4.50%	19.82	17.21	15.23	13.69	12.46	11.44	10.60

数据来源: Wind, HTI

综上结合两种估值方法, 谨慎取低, 给予目标价 **11.86 港元**, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

2. 云端 HCM 领军，SaaS 盈利拐点将至

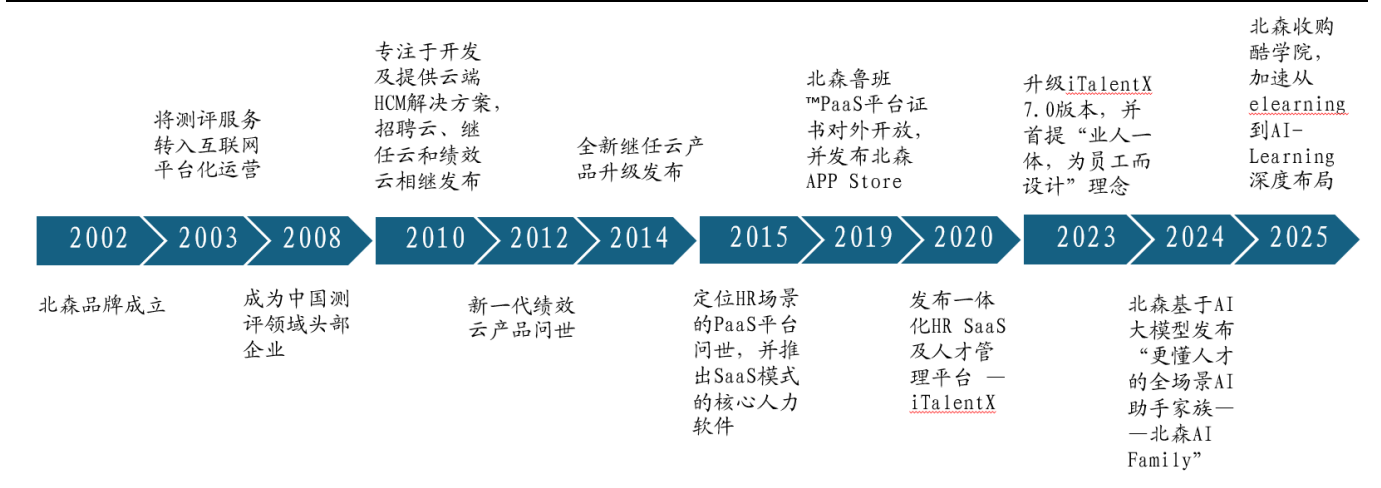
2.1. 坚守一体化 HR SaaS，打通 HCM 全流程

北森成立于 2002 年，是国内首家成功登陆港交所的 HR SaaS 上市企业。根据 IDC 数据，北森已连续 9 年位居中国 HCM SaaS 市场占有率第一。公司坚守“一体化 HR SaaS”战略十年，构建了 People Science(人才科学)与 AI Agent 深度融合的行业壁垒，持续引领人力资源行业的智能化变革。

北森于 2024 年重磅推出 AI Family 产品家族，发布 7 大 AI 助手及 100+AI 特性，涵盖 AI 面试官、AI 陪练、AI 领导力教练、AI 做课助手、AI 员工助手等核心场景。AI Agents 已服务数百家企业客户，推动中国人力资源管理迈入 Agents 时代。

凭借创新的产品能力与行业领先的客户成功服务体系，北森已累计服务超 6000 家中大型企业，其中包括 70% 的《财富》中国 500 强企业。每天有超 15 万 HR 从业者与 2000 万企业员工通过 iTalentX 平台实现高效协同。

图1：公司坚守一体化 HR SaaS，AI 产品引领人力资源迈入 Agent 时代



资料来源：公司官网，HTI

北森一体化 HR SaaS---iTalentX，整体构建于北森 PaaS 基础设施之上，打通人力资源管理所涉及的全流程，提供整套云原生、标准化人力资源解决方案，整合场景、体验、数据、平台一体化，解决员工从应聘、测评、入职、发展、晋升到离职生涯全周期的业务断点，提升企业人力资源数字化管理效能。

根据北森 2025 财年年报援引 IDC 数据，北森自 2016 年起连续九年保持中国 HCM SaaS 市场占有率第一。2024 年上半年，北森 HCM SaaS 市场于中国占有率约为 15%，进一步拉大与第二名的差距。子市场中，Core-HR、招聘管理以及绩效管理 SaaS 三大细分市场占有率均保持第一。除此之外，北森的测评业务也连续多年保持市场优势。

图2：北森一体化 HR SaaS——iTalentX 打通 HCM 全流程



资料来源：公司官网

一体化云端 HCM 解决方案在功能、定制灵活性及用户体验等方面相比传统非一体化解决方案具有显著优势，导致客户流失率显著低于非一体化解决方案。凭借这些优势，一体化解决方案已自 2000 年代起于美国云端 HCM 解决方案市场成为行业趋势。我们认为，中国云端 HCM 解决方案市场有望加快发展并扩展市场规模。

表7：一体化云 HCM 相比非一体化产品具有多重优势

一体化云端 HCM		非一体化云端 HCM
功能	涵盖全雇佣周期内的所有主要 HCM 使用场景	仅涵盖选定的 HCM 使用场景
定制灵活性	方便针对特定的 HCM 需求及使用场景进行定制，成本更低	缺乏定制灵活性，定制成本更高
可访问性、整合程度及用户体验	可在单个一站式平台上访问，用户体验更好	整合程度较低，缺乏协同效应，用户体验一般
特性	交叉销售机会多，客户价值贡献更高	交叉销售机会有限，每客户产生的收入相对较低

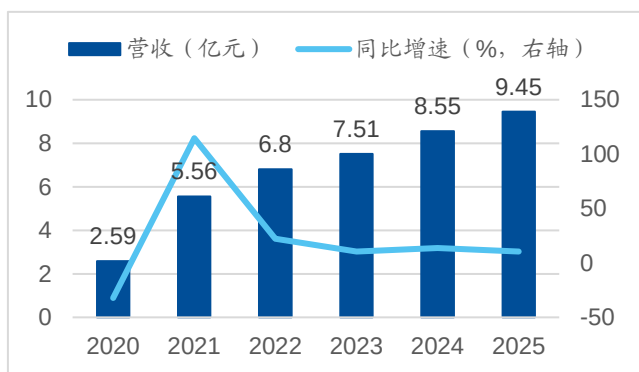
数据来源：公司招股书，灼识咨询，HTI

2.2. 云端 HCM 业务为公司增长引擎，盈利能力持续提升

公司营业收入持续增长，云端 HCM 解决方案为增长的主要驱动力。公司 2025 财年实现营业收入 9.45 亿元，同比增长 10.6%，其中云端 HCM 解决方案收入 7.22 亿元，同比增长 14.2%，占收入比达到 76.4%，同比提升 2.4pct。

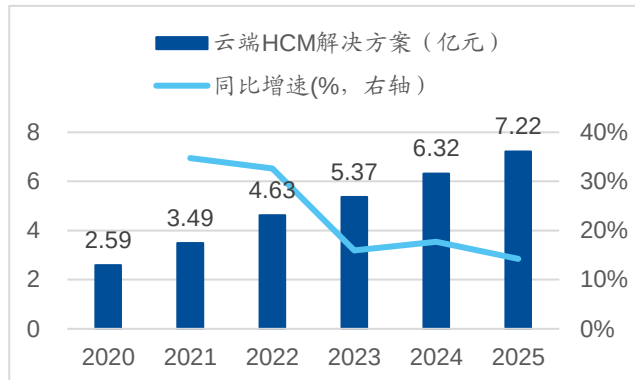
北森保持稳健业绩增长，一方面在于北森是中国市场唯一一家提供一体化云端 HCM 解决方案的供应商，同时也是唯一一家已经构建统一开放的 PaaS 基础设施的云端 HCM 解决方案服务提供者，随着数字经济、数字人才产业不断发展，北森构筑强劲市场竞争力有望获得持续增长并引领人力资源管理数字化转型进程；另一方面，北森更加坚定聚焦大客户市场，提供满足客户需求且性价比更高的产品及服务，在企业客户经营压力较大的背景下，北森赋能企业客户通过数字化降本增效，此外高度关注出海客户的需求，打造多语言、多时区、多币种的产品功能体系，顺应中国企业国际化步伐。

图3: FY2020-2025 年营业收入持续增长



资料来源: Wind, HTI

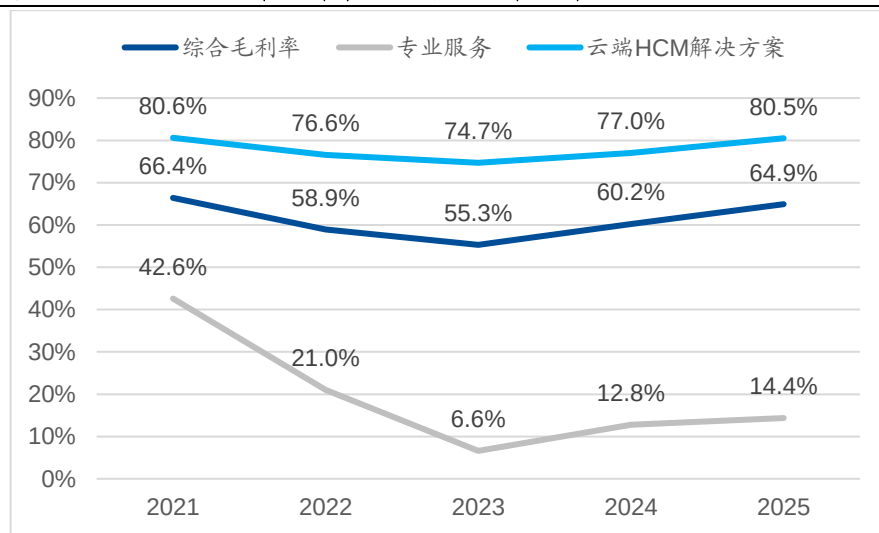
图4: FY2020-2025 年云端 HCM 核心驱动增长



资料来源: Wind, HTI

北森云端 HCM 解决方案业务保持较高毛利率。随着公司产品功能的不断完善,标准化程度提升,近年来毛利率有持续上升的趋势,核心业务收入占公司总收入的比重逐步升高,公司毛利率近年来呈回升趋势,从 2023 财年毛利率 55.3%提升至 2025 财年毛利率 64.9%,持续提升盈利能力。

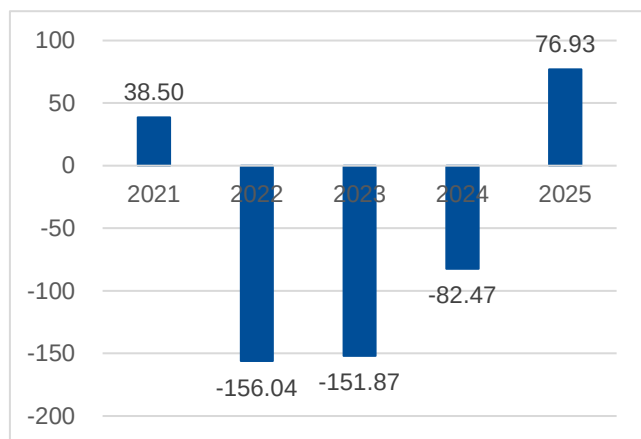
图5: 云端 HCM 毛利率提升带动整体毛利率上升



资料来源: Wind, 公司公告, HTI

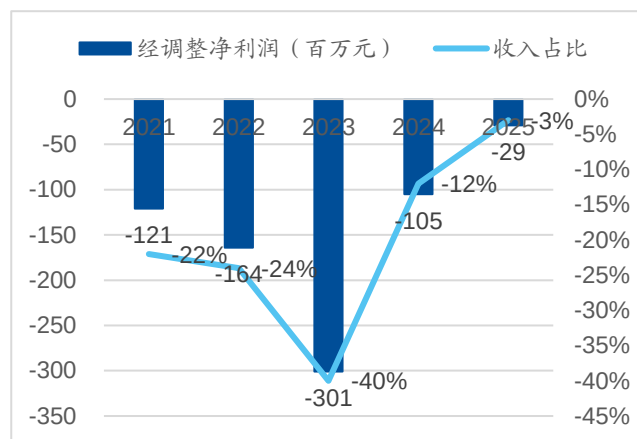
公司经营性现金流与经调整净利润呈现改善提升趋势。公司在 2022、2023 年受疫情影响较为明显,客户公司的业绩下滑导致的减少续约甚至断约,以及中大企业客户拜访难度增加,抬高了公司的营销成本。公司 2024、2025 财年财务指标逐步改善,2025 财年的经营净现金流实现转正,达到 0.77 亿元,经调整净利润同步显著改善,2025 财年亏损 0.29 亿元;我们认为公司保持稳健经营,经调整净利润在 2026 财年有望转正。

图6: 北森 25 财年经营性净现金流转正 (百万元)



资料来源: Wind, HTI

图7: 北森经调整净利润逐步改善

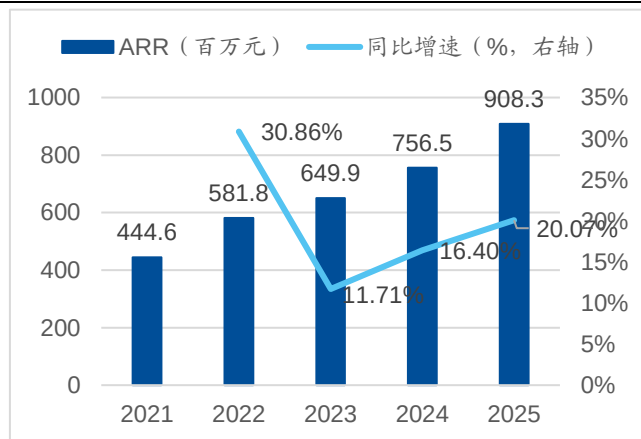


资料来源: 北森官网 FY25 投资者演示材料, HTI

云端 HCM 解决方案客户按所选功能模组与员工规模支付年费, 产品涵盖组织架构、招聘、考勤、绩效、薪酬等模块。订阅的商业模式下收入的预见性更好, 公司 ARR 规模持续扩大, 2025 财年达到 9.08 亿元, 同比增长 20.1%, 2023-2025 财年 ARR 增速呈现加速趋势, 为公司后续的业绩增长奠定坚实基础。

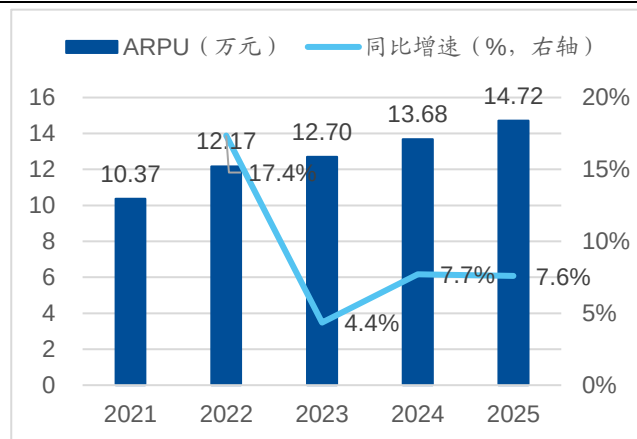
公司客单价 ARPU 保持稳定增长。得益于公司对核心产品云端 HCM 解决方案不断的研发投入升级以满足客户的需求, 在“大客户战略”推进下, 更多的高端客户订购完整的产品服务, 显著提升了核心业务的 ARPU。多模组交叉售卖以及 Core HCM 的快速增长带来北森订阅收入留存率近 5 年一直保持在 106% 左右的良好水平。公司计划在未来不断推出新产品、新功能, 提升 HCM 解决方案的一体化服务, 进而促进产品的向上销售和交叉销售, 持续提升 ARPU。

图8: 北森 ARR 规模呈加速增长



资料来源: 北森官网 FY25 投资者演示材料, HTI

图9: 北森 ARPU 客单价稳定增长



资料来源: 北森官网 FY25 投资者演示材料, HTI

3. AI 应用与并购拓展，构筑公司新增长极

3.1. 全面拥抱 AI，AI 助手已实现商业化

北森全面拥抱 AI 大模型，基于底层 PaaS 平台，在 DeepSeek 等通用大模型的基础上，融合了北森 20 余年的人才科学垂直积累，结合人力资源一体化业务场景，推出 AI 面试官、AI 员工助手、AI 陪练及 AI 领导力教练 Mr. Sen 等 7 大 AI 助手和超 100 项 AI 特性，形成了行业领先、更懂人才的北森 AI Family 产品家族。

图10：北森推出 AI Family 7 大 AI 助手



资料来源：公司官网

2024 年初，北森启动 AI 产品研发，同年 8 月成功实现商业化验证，多个 AI 解决方案相继落地。2025 年初，DeepSeek 带领 AI 产业进入新的发展阶段。当市场快速成熟时，北森已将多个 AI 解决方案商业化，快速投入市场，获取客户。

2025 财年，北森率先完成“AI+招聘”战略布局，构建覆盖人才甄选全链路的 3 大 AI 产品。“AI 招聘助手”辅助 HR 高效精准推荐与评估简历，“AI 面试助手”辅助业务面试官落地岗位标准提升面试品质，“AI 面试官”以数字人模拟真人面试官提问简历工作经历并基于应聘者回答进行即时追问。除了“AI+招聘”之外，北森的 AI 领导力教练、AI 陪练助手等产品也取得了良好的市场反馈。

截至 2025 年 3 月 31 日，北森 AI Family 客户数超 300 家，ARR 超过人民币 600 万元，客户实现人力资源降本、业务增效、人才提质。

表8: 北森多个 AI 助手已落地实现商业化

AI 产品	特性
AI 面试官	以数字人模拟真人面试官提问简历工作经历并给应聘者回答进行即时追问
AI 招聘助手	辅助 HR 高效精准推荐与评估简历
AI 面试助手	辅助业务面试官落地岗位标准提升面试品质
AI 陪练助手	通过真实场景模拟与即时回馈, 推动员工实战能力跃迁
AI 领导力教练	内置近百个高模拟管理任务, 助力管理者从理论认知向行为转化
AI 做课助手	课程制作效率提升 5 倍, 解决企业知识沉淀难题
AI 员工助手	打通 iTalent 系统, 嵌入 IM, 员工及时办业务、查数据

数据来源: 公司年报, HTI

北森的 AI 面试官产品切中招聘痛点需求, 商业化进展快。截至 2025 年 3 月底, AI 面试官累计签约客户超过 240 家, AI 面试官累计邀请量达 30 万人次。

目前北森已经与 500 强能源央企、水泥行业龙头、白酒龙头、快消日化龙头、软件技术服务龙头、生物医药肿瘤领域龙头、知名银行等企业针对 AI 面试官产品签约。

某世界 500 强高科技制造业龙头企业, 在校招中使用 AI 面试官, 并融入测评, 用 AI 面试官 1 轮流程替换校招传统 3 轮流程, 学生作答时间缩短 83%, 并且提升了对候选人能力的识别质量; 某世界 500 强汽车制造业龙头企业, 在校招中用 AI 面试替代初次面试, 树立科技感的雇主品牌, 提升候选人体验; 某物业管理龙头企业将 AI 面试官用于蓝领岗位招聘, 招聘人效翻倍。某龙头汽车企业 2024 年秋季校招中引入北森 AI 面试官, 成功搭建岗位初面的人才评价标准体系以提升人才质量, 且候选人到面率提升至 95.5%, 极大优化了招聘质量与体验。

图11: AI 面试官替代测评到初面流程



资料来源: 公司官网

图12: AI 面试官显著降低企业初面成本



资料来源: 公司官网

北森 AI 面试官具备 4 大核心竞争优势: 1) 懂面试。北森基于人才管理研究院 22 年经验沉淀, 面试官培训量累计 20 万以上, AI 面试问题得以更专业, 设计“三层追问法”智能追问, 并且更擅长岗位模型设计。2) 一体化。北森一体化 HR SaaS 天然已经将招聘、AI 面试、测评的流程打通, 无需额外集成, 提问简历内容实现千人千问, 流程推进更快速直接。3) 全程 AI 赋能。AI 基于简历信息智能提问、AI 理解应聘者回答后智能追问, 以及 AI 对面谈进行总结评分。4) 个性化。北森支持个性定制雇主品牌形象, 智能回答应聘者问题, 闯关式游戏化面试体验和短平快面试体验两者得以兼顾。

北森 AI 领导力教练产品 Mr.Sen 独特创新，聚焦领导力实践。定位于中高层管理者的智能化成长助手，聚焦提升组织中基层管理者的领导力实践能力。Mr. Sen 围绕“任务导向+实战模拟+即时反馈”的理念，内置近百个高仿真管理场景，包括绩效反馈、冲突管理、员工激励、向上汇报等多个典型管理任务。用户通过与 AI 进行情境对练，不仅能够获得针对性的应对建议，还能实时生成行为改进报告与个性化成长档案，形成“认知—训练—反馈”的能力闭环。

图13：北森 Mr.Sen 探索领导力发展的 AI 路径



资料来源：公司官网

在实际应用中，Mr. Sen 已被多个行业头部企业采纳。例如，某十万人新能源巨头公司通过 Mr. Sen 实现了新晋管理者及其储备人才的测、培、训、评场景闭环管理。AI 领导力教练产品自 2024 年 12 月推出以来，已于 2025 财年内为超过 20 家知名企业提供服务，快速实现商业化。

3.2. 并购酷学院，驱动学习业务拓展

2025 年 1 月，北森完成酷学院的收购，加速从 eLearning 到 AI Learning 的战略转型。截至 2025 年 3 月 31 日，北森学习云的 ARR 同比增长 371%。北森酷学院新一代的 AI Learning 平台，是在原有企业学习平台 eLearning 之上，增加了五个 AI Agent，包括：AI 做课助手、AI 学习助手、AI 陪练、AI 领导力教练、AI 考试助手，基本涵盖从做课、学习、训练再到考试的端到端、全场景学习过程。

图14：北森酷学院的 AI Learning 平台增加了五大 Agent



资料来源：公司官网

2019 年，北森启动了 eLearning 产品的研发，由此进一步完善了人才选育用留一体化的 SaaS 解决方案，截至 2024 年，北森 eLearning 产品获得大中型客户近千家。酷学院是专注于“IM 一体化”的企业培训与人才发展平台，提供“SaaS 软件+内容+运营服务”三位一体的学习解决方案，在学习管理 SaaS 市场上排名领先，拥有近 4000 家收费客户、2000 万用户。平台深度融合钉钉、飞书、企业微信等主流办公平台，实现学习与 IM 一体化便捷友好的学习体验，将学习培训无缝嵌入业务流程与场景中，推动业务+培训高效落地。

此次收购不仅实现大中小型企业市场的全面覆盖，更将北森 20 余年的人才科学技术、AI Agent 能力与酷学院数千家客户资源深度融合，构建覆盖“知识传递-技能训练-能力提升”的一体化的 AI Learning 企业学习解决方案，形成人才培养赛道的差异化竞争壁垒，为 AI 应用提供了规模化落地场景。此次收购使北森学习解决方案在 IDC 的细分市场中，市场占有率跃居行业第二。

3.3. 国际化拓展与生态协同为双轮，持续驱动发展势能

北森基于 PaaS 平台持续加大国际化产品研发投入，打造了全球一体化 HCM SaaS 解决方案，包含多语言、多时区、多币种、隐私合规等关键能力，覆盖了招聘、组织人事、假勤、目标绩效、企业培训等场景，并提供全球人力数据分析，助力企业拓宽全球运营视野。

生态方面，北森与阿里云、汉得、DEEL、CDP、InteDao 等出海服务伙伴合作，强化北森对于海外市场需求的服 务能力。

2025 财年，北森已经帮助上百家企业实现全球化管理，覆盖了中国香港、越南、印尼、泰国、马来西亚等多个国家或地区的人力资源管理数字化全场景管理。

图15：北森全球一体化 HCM SaaS 全面支撑中企出海



资料来源：公司官网

4. 海外 AI 科技重塑人才招聘趋势强劲

4.1. SAP 宣布收购 SmartRecruiters 以丰富 HCM 套件

2025 年 8 月 1 日，SAP 宣布已达成收购协议，将收购领先的人才招聘软件提供商 SmartRecruiters。SmartRecruiters 在大批量招聘、招聘自动化以及 AI 加成的候选人体验方面的专业能力被认为是 SAP HCM 套件 SuccessFactors 的理想补充。

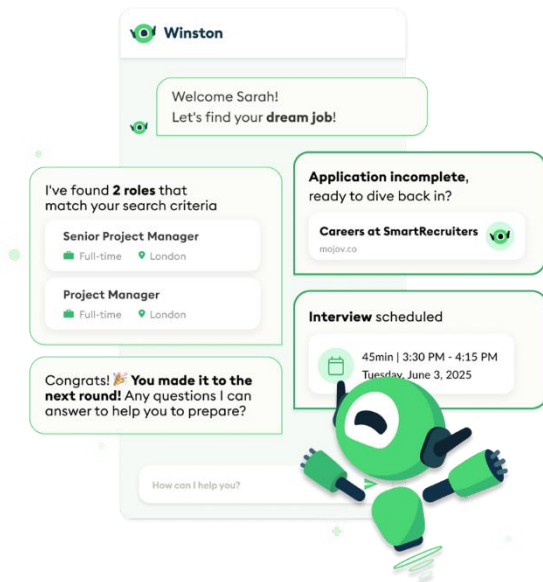
SmartRecruiters 是招聘人工智能公司，提供 AI 驱动的招聘平台，可自动化和优化整个人才招聘流程，客户包括亚马逊、Visa 和麦当劳在内的 4000 多家组织。

2025 年 6 月 10 日，SmartRecruiters 宣布推出下一代人工智能招聘平台，其核心是 Winston——一款 Agentic AI 助手。Winston 基于先进的高级大型语言模型（LLM），与传统的 NLP 机器人或脚本化工作流程不同，Winston 不需要复杂的决策树或大量配置，它可以立即运行，并且随着时间的推移变得更加智能，在企业环境中自然扩展。

Winston Chat 极大改善了交互体验，用品牌化的对话式体验取代了表单和门户。候选人通过桌面端或移动端提出问题、探索职位并完成申请，后续跟进和面试安排在同一线程中进行，无需登录或单独的界面。

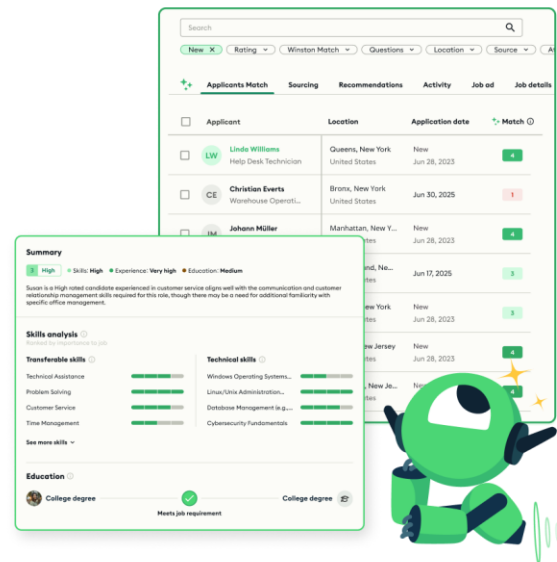
Winston Match 使用基于相关性、契合度和潜力推断的多模型评分系统对每位申请人进行评估，以四星级评分来展示匹配性结果，并提供对应的解释。此外，Winston Screen 通过发送特定工作的问题、收集结构化回复以及根据候选人的答案自动对候选人进行排名来进一步增强招聘自动化。

图16: Winston Chat 优化候选人体验



资料来源：SmartRecruiters 官网

图17: Winston Match 智能推荐合适的候选人



资料来源：SmartRecruiters 官网

SmartRecruiters 具备强大的集成能力和丰富的软件生态系统。其能够与市场数百个合作伙伴集成，包括 Zoom、LinkedIn 和 DocuSign 等热门合作伙伴，同样能与领先的 HCM 系统（包括 Workday、ADP、UKG、SAP EC 和 SF）即时集成，进一步简化实施流程。

此次收购将加强 SAP 的一体化 HCM 套件，企业将能够在一个系统中管理候选人从招聘到面试到入职的全生命周期，提升企业招聘经理的效率，优化候选人体验，助力企业在日益激烈的竞争环境中吸引和留住顶尖人才。此外，SmartRecruiters 产品组合也将继续独立提供。

4.2. AI 招聘初创公司 Mercor 实现高速增长

2025 年 2 月, AI 招聘初创公司 Mercor 宣布在 B 轮融资中筹集了 1 亿美元，由 Felicis 领投，General Catalyst、DST Global、Benchmark 和 Menlo Ventures 参投，投后估值达到了 20 亿美元，是 A 轮融资估值的 8 倍，公司于 2 月 ARR 达到了 7500 万美元，其估值相当于 ARR 倍数的 27 倍。

表9: Mercor 业务快速发展

时间	发展事件
2023 年 1 月	Brendan Foody、 Adarsh Hiremath、 Surya Midha 三位 21 岁的年轻人创立了 Mercor
2024 年 1 月	种子轮融资 360 万美元，General Catalyst 领投
2024 年 9 月	A 轮融资 3200 万美元，Benchmark 领投，估值达 2.5 亿美元
2024 年 11 月	ARR 达到 5000 万美元
2025 年 2 月	B 轮融资 1 亿美元，Felicis 领投，General Catalyst、DST Global、Benchmark 和 Menlo Ventures 参投，估值达 20 亿美元
2025 年 2 月	ARR 达到 7500 万美元，处理了 30 万候选人和完成了 10 万场面试
2025 年 3 月	Mercor 持续增长，月同比 2024 年增长超过 40%

数据来源：Mercor 官网，Canvas Business Model 网站，HTI

Mercor 成立于 2023 年，主要业务为基于求职者的简历、个人作品集网站等渠道信息，对求职者进行 20min 的 AI 面试，然后生成完整的求职者画像并录入人才库；企业只需在平台上列出职位描述，平台将会自动根据人才库中画像匹配合适的求职者，并且平台提供自动生成合同、入职流程和自动化的薪资管理功能；此外平台具有 referral 功能，通过现金激励举荐他人的行为，在被举荐人满足条件后，给予举荐人一定的现金奖励，旨在快速扩充平台的影响力和人才库。Mercor 还将收集候选人的绩效数据，并以此来完善对人才未来表现的预测模型。

Mercor 目标是吸引高素质的申请人来到 Mercor，并准确预测候选人的工作绩效。最初专注于招聘运营、内容创建、产品开发和设计方面的软件工程师和技术专业人员，但也在增加对咨询顾问、博士、银行家、医生和律师等专业岗位的匹配。

Mercor 通过 AI 技术与庞大的人才库数据实现了人才招聘环节的高效运转、精准匹配，同时消除了传统面试中可能存在的人为偏见影响，引领招聘科技新赛道。目前多家科技公司包括 OpenAI 在内已经使用该平台进行人才招聘。

图18: Mercor 提供智能工作匹配

Explore opportunities

Q Type to search	Job fit	Newest	Most pay	Refer & earn
 Researcher, AI Evaluation Posted 16 days ago	\$15000	\$180K - \$300K / year	Full-time	
 General Manager, Operations Posted 23 days ago	\$15000	\$170K - \$250K / year	Full-time	
 Sales Strategy and Operations Posted 20 days ago	\$15000	\$150K - \$200K / year	Full-time	
 Senior Strategic Project Lead Posted 24 days ago	\$15000	\$150K - \$170K / year	Full-time	
 Linguistics Expert and Data Annotation Lead Posted 12 days ago	\$2000	\$120K - \$160K / year	Full-time	

资料来源: Mercor 官网

5. 风险提示

客户需求不及预期。公司提供人力资源 HCM SaaS 产品及服务,如果客户受到经济环境压力可能会减少 IT 预算,将影响公司客户留存率与新客户签约数量。

AI 产品进展不及预期。公司陆续推出 AI Agent 产品以及进行商业化,如果相关技术进步以及产品迭代不及预期,新业务进展将面临挑战,投入与产出失衡。

并购整合不及预期。公司 2025 年收购完成酷学院,加速 AI 学习业务拓展,如果并购整合不及预期,将影响公司整体收入增长。

市场竞争加剧。AI 技术快速迭代发展,对软件公司是机遇也是挑战,如果公司的一体化 HCM 产品与 AI 助手产品领先性被其他厂商追赶,可能会面临竞争加剧的风险。

按照 2021 年收入计算，公司是中国最大的云端人力资本管理(HCM)解决方案提供商。2021 年在中国云端 HCM 解决方案市场约 300 名市场参与者中，公司的市场份额占 11.6%，这一数字高于第二及第三大企业的总和。中国更广阔的数字化 HCM 市场中，按照 2021 年收入计算，公司在超过 500 名市场参与者中位列第三，市场份额为 3.4%。公司的平台 iTalentX 为企业提供云原生 SaaS 产品(即公司的云端 HCM 解决方案)，以帮助企业高效地招聘、测评、管理、发展及留用人才。公司的平台是业内首个也是唯一一个提供全套云端应用的平台，涵盖企业在员工全生命周期的 HCM 需求。公司提供一体化云端 HCM 解决方案，为客户同步使用场景与底层员工数据。通过公司不同 HCM 解决方案间的有效使用场景及数据集成，公司使客户能够利用有关数据深入了解劳动力，并为其人力资本管理及更广泛的业务决策提供信息。公司也是中国唯一一家已构建统一开放的 PaaS 基础设施的云端 HCM 解决方案提供商，这极大提高了公司的开发效率，支持了快速应用拓展，并且满足了客户不断变化的业务需求。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
Zhaosen Holding Limited	11.8600
Weisen Holding Limited	11.8000
Max Woods Limited	9.3700
Genesis Capital I LP	8.2700
经纬创达(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	8.1800
SCGC Holding Company Limited	7.9900
上海创稷投资中心(有限合伙)	7.3600
SVF II Bandicoot (DE) LLC	6.0000
Matrix Partners China V, L.P.	4.8100
Senyan International L.P.	4.4900
合 计	80.1300

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

Initiating coverage with an 'Outperform' rating. We project the company's revenue for FY2026-2028 to be 1.14/1.34/1.56 billion RMB, growing by 20.1%/17.6%/17.1% YoY. Net profit attributable to shareholders is expected to be -0.06/0.05/0.20 billion RMB, with EPS of -0.08/0.08/0.27 RMB. Using PS and FCFF valuation methods, we set a cautious target price of 11.86 HKD (1 HKD = 0.92 RMB), initiating coverage with an 'Outperform' rating. As a leading integrated HCM SaaS provider, Beisen has served over 6000 medium and large enterprises since its founding in 2002. It is the only cloud HCM solution provider in China with a unified open PaaS platform, covering the full HR management process. We believe cloud integration will enhance Beisen's competitive edge and accelerate AI transformation. Subscription revenue is high, with a profitability turning point approaching. Revenue grew steadily, reaching 0.94 billion RMB in FY2025, up 10.6% YoY, driven by cloud HCM revenue of 0.72 billion RMB, up 14.2% YoY. We expect M&A, international expansion, and AI to further drive growth. Profitability improved, with operating net cash flow turning positive at 0.08 billion RMB in FY2025. We anticipate a profit turning point in FY2026. AI recruitment trends are strong, with Beisen's AI commercialization progressing rapidly. After Mercor's B-round funding in early 2025, its valuation reached 2 billion USD. In August, SAP acquired AI recruitment firm SmartRecruiters, highlighting strong automation trends. Beisen's AI progress is notable, with AI product development starting in 2024 and commercialization verified by August. By FY2025, AI ARR exceeded 6 million RMB. We expect Beisen AI Family to drive performance growth amid widespread AI adoption.

Risk Warning: Customer demand weaker than expected; AI product progress weaker than expected; M&A integration weaker than expected; intensified market competition.

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 30 个自然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 30 calendar 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 30 个自然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 30 calendar 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).

No Disclosure

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 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	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 June 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	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 盟浪并不因此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 (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL 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。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

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").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

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".

Beisen Holding - 9669 HK

