

AI 数智化领先厂商，切入储存迎新机

■ 开普云（688228.SH）首次覆盖报告

开普云(688228)

计算机/信息科技

688228 CH

Ucap Cloud Information Technology

Rating: OUTPERFORM

Target Price: Rmb299.52

Lin Yang

lin.yang@htisec.com

Liang Song

l.song@htisec.com

本报告导读：

公司作为国内 AI 数智化的行业领先者，收购金泰克切入储存业务，随着储存芯片行业迎来长期景气周期，叠加公司 AI+能源业务协同发力，未来业绩增速有望超预期。

投资要点：

- **投资建议：**首次覆盖，给予“优于大市”评级，公司储存芯片+AI 算力+能源协同发力，并购金泰克有望打开 AI 存储成长曲线。若假设金泰克并购成功完成，预计 2025-2027 年开普云传统主业的收入分别为 7.19/9.53/11.91 亿元，金泰克的收入分别为 38.40/72/100 亿元，按照 PE 和 PS 估值，最终给予公司 2025 年传统业务 175 倍 PE，金泰克存储业务 80 倍 PE 估值，合理估值为 202.23 亿元人民币，按发行股份前的总股本摊薄对应目标价 299.52 元。
- **25H1 盈利能力显著修复，研发投入筑牢技术护城河。**公司 2024 年短期业绩承压后，2025 年 H1 收入约 1.60 亿元，同比增长 2.99%，归母净利润约 378 万元，同比大增 123%，成功扭亏为盈，前期延迟项目逐步落地带动恢复。AI 算力及大模型业务表现亮眼，2024 年实现收入 1.24 亿元，较上年同比提升 949.4%。
- **AI 算力与数智能源产品体系成型，政务与内容安全夯实行业落地能力。**公司 2024 年数字能源收入 3.05 亿元，占比提升至 49.3%，AI 算力及大模型收入 1.24 亿元，占比 20.0%，成为第二增长曲线。公司 24 年初即签订西部算力中心项目合同，“开悟”行业大模型、大模型一体机、开悟魔盒等产品完成多地交付。虚拟电厂智慧调控平台在省市县多级投入运营，并与华北电力大学共建技术研究中心。AI 内容安全方面，“鸠摩智”持续服务中央部委与大型企业客户。
- **拟收购金泰克切入 AI 存储，软硬协同带来规模与利润双重弹性。**金泰克存储业务 2024 年实现收入 23.66 亿元、净利润 1.36 亿元，在企业级 DDR4 与国产化 DDR5 方面具备出货与替代优势，客户覆盖联想、同方、海尔等品牌。行业方面，三星、海力士、美光等存储巨头自 2024 年底起相继启动减产，2025 年上半年均执行了 10%-15% 的产能压缩计划，并逐步退市旧产品；需求侧，数据中心、人工智能服务器等企业级需求成为主导，带来储存量增+质变双驱动，单位设备内存容量成倍提高、性能要求大幅提升。我们判断 DDR5 与企业级 SSD 需求上行具备长期持续性，旧产品出清与高端产能紧缺，并表后公司存储业务订单有望迎来量价齐升。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险、并购交易的不确定性风险。

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	694	618	719	953	1,191
(+/-)%	25.0%	-11.0%	16.4%	32.6%	25.0%
净利润(归母)	41	21	37	49	55
(+/-)%	-58.0%	-50.0%	77.6%	33.9%	12.5%
每股净收益(元)	0.61	0.30	0.54	0.73	0.82
净资产收益率(%)	3.2%	1.6%	2.0%	2.6%	2.9%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	336.33	672.34	378.50	282.61	251.32

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

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	631	248	878	757	662	营业总收入	694	618	719	953	1,191
交易性金融资产	99	385	285	265	165	营业成本	399	386	455	615	778
应收账款及票据	516	427	513	671	828	税金及附加	3	4	4	5	6
存货	177	194	240	302	375	销售费用	52	44	55	71	90
其他流动资产	86	115	149	183	219	管理费用	78	76	83	112	140
流动资产合计	1,509	1,369	2,066	2,177	2,250	研发费用	100	83	99	131	160
长期投资	40	35	35	35	35	EBIT	48	6	38	34	41
固定资产	120	123	113	167	236	其他收益	10	4	6	8	10
在建工程	0	0	0	8	11	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产及商誉	187	194	193	191	190	投资收益	6	14	11	16	21
其他非流动资产	236	253	193	189	184	财务费用	-6	3	5	-8	-6
非流动资产合计	582	605	534	591	656	减值损失	-27	-25	-8	-13	-13
总资产	2,091	1,975	2,600	2,768	2,906	资产处置损益	0	0	5	3	5
短期借款	45	60	60	60	60	营业利润	58	15	33	43	47
应付账款及票据	263	205	265	363	442	营业外收支	-1	-1	0	0	0
一年内到期的非流动负债	18	17	16	16	16	所得税	-2	-1	-2	-3	-3
其他流动负债	195	144	182	237	282	净利润	60	15	35	45	50
流动负债合计	521	425	523	677	800	少数股东损益	19	-5	-1	-4	-5
长期借款	110	100	100	100	100	归属母公司净利润	41	21	37	49	55
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
租赁负债	17	10	10	10	10	ROE(摊薄,%)	3.2%	1.6%	2.0%	2.6%	2.9%
其他非流动负债	9	12	10	10	10	ROA(%)	3.0%	0.8%	1.5%	1.7%	1.8%
非流动负债合计	136	121	120	120	120	ROIC(%)	3.0%	0.4%	1.9%	1.7%	2.0%
总负债	657	547	643	797	920	销售毛利率(%)	42.5%	37.5%	36.7%	35.4%	34.7%
实收资本(或股本)	68	68	68	68	68	EBIT Margin(%)	6.8%	1.0%	5.3%	3.6%	3.4%
其他归母股东权益	1,229	1,234	1,764	1,782	1,803	销售净利率(%)	8.6%	2.5%	4.9%	4.8%	4.2%
归属母公司股东权益	1,297	1,302	1,832	1,850	1,870	资产负债率(%)	31.4%	27.7%	24.7%	28.8%	31.6%
少数股东权益	138	126	125	122	116	存货周转率(次)	2.9	2.1	2.1	2.3	2.3
股东权益合计	1,435	1,428	1,957	1,971	1,986	应收账款周转率(次)	1.5	1.3	1.5	1.6	1.6
总负债及总权益	2,091	1,975	2,600	2,768	2,906	总资产周转率(次)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
现金流量表(百万元)						净利润现金含量	1.2	-2.0	0.1	-0.8	-1.4
经营活动现金流	49	-40	4	-38	-75	资本支出/收入	2.9%	6.5%	-1.7%	8.3%	8.0%
投资活动现金流	84	-310	144	-42	26	EV/EBITDA	64.85	106.85	230.70	222.20	176.95
筹资活动现金流	-17	-37	481	-41	-45	P/E(现价&最新股本摊薄)	336.33	672.34	378.50	282.61	251.32
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/B(现价)	10.67	10.63	7.56	7.48	7.40
现金净增加额	116	-388	630	-121	-95	P/S(现价)	19.95	22.41	19.26	14.53	11.62
折旧与摊销	14	22	19	26	35	EPS-最新股本摊薄(元)	0.61	0.30	0.54	0.73	0.82
营运资本变动	-39	-93	-45	-112	-158	DPS-最新股本摊薄(元)	0.18	0.15	0.34	0.46	0.51
资本性支出	-20	-40	12	-79	-95	股息率(现价,%)	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源: Wind, HTI

目录

1. 盈利预测及投资建议	4
1.1. 收入和盈利预测	4
1.2. 估值分析	5
2. 开普云：数智化根基深厚，多元业务齐头并进	7
2.1. 政务大数据积淀二十载，拟收购金泰克切入 AI 储存	7
2.2. 业绩波动后重新向好，AI 与能源业务成为新动能	10
2.3. 股权结构多元稳定，股份回购彰显信心	12
3. AI 构筑核心竞争力，三大业务板块协同增长	13
3.1. 自主大模型与算力融合创新，高算力业务成为新增长引擎	13
3.2. 数智能源与政务深耕，多行业智慧应用全面开花	14
3.3. AI 内容安全护航大模型落地，合规风控能力行业领先	15
4. 切入存储芯片迎新机，打造 AI 浪潮下新增长极	16
4.1. AI 引领存储行业结构转换，行业迎来景气周期	16
4.2. 存储供需双极共振，稀缺性+需求放量推动量价齐升	18
4.3. 拟收购金泰克切入 AI 存储，估值利润逢双击	19
5. 风险提示	21

1. 盈利预测及投资建议

1.1. 收入和盈利预测

1) 数智能源业务: 该业务公司 2024 年实现收入 3.05 亿元, 占公司总收入接近一半的比例, 是公司的基石业务。数智能源业务基于大数据、人工智能和新能源调控技术, 为电网、电厂等客户提供智能决策分析、资产调控、能碳管理等解决方案。公司虚拟电厂智慧调控平台已在多地投入运营, 并与华北电力大学共建技术研究中心, 形成技术与场景的双重优势。随着新能源全面并网和电力现货市场推进, 2024 年数字能源实现营业收入 3.05 亿元, 收入占比提升至 49.3%。我们判断随着新能源并网比例提升与电力现货市场推进, 数智能源将持续受益于资源聚合、调度交易与能碳管理等刚性需求的放大。预计 2025-2027 年的数智能源业务的收入增速维持在 10%, 毛利率维持在 29%的水平。

2) AI 大模型与算力业务: 在算力基础设施方面, 公司推进多项产品和业务创新, 公司进一步深入算力基础设施领域, 探索算力核心设备方向, 以适用于 AI 大模型计算需求的高性能算力模组为主要方向, 继续增强公司自研 AI 一体机产品系列的基础算力性能, 同时积极开拓外部高性能算力核心设备市场。根据公司 2025 年半年报披露, 截至最新公司已签署千万级算力模组订单。在边缘侧 AI 方面, 公司创新研发推出“开悟魔盒”边缘侧 AI 一体机产品。2024 年 AI 算力及大模型业务实现收入 1.24 亿元, 成为第二增长曲线。预计 2025-2027 年的该业务的收入增速分别为 50%、100%、50%, 毛利率维持在 29%的水平。

3) AI 内容安全业务: 该业务公司 2024 年实现收入 0.95 亿元, “鸠摩智”平台覆盖 10 万级问答数据库, 全面覆盖 20 个大类以及 120 多个细分小类, 准确性达到 85%以上。公司具备 AI 全栈能力, 形成算力、模型、中台、应用全领域布局, 完成多地算力中心与行业云项目的商业化交付, “开悟魔盒”等端侧产品满足本地合规与效率需求, 内容安全平台“鸠摩智”保障 AIGC 合规落地。随着我国在人工智能领域的国产化进程加速, “人工智能+”产业深入发展, AI 应用市场前景广阔。我们预计 AI 内容安全业务板块 2025-2027 年的增速分别为 5%、10%、10%, 毛利率维持在 80%的水平。

4) 数智政务: 开普云深耕电子政务二十余年, 累计服务超过 2100 家政府单位客户, 覆盖 80%以上的省级政府、60%以上的中直机关和国务院组成部门及 60%以上的地市级政府, 2024 年数智政务实现收入 0.93 亿元, 受预算周期影响短期承压, 但随着项目推进与产品化迭代, 订单交付节奏改善可期。我们预计数智政务业务板块 2025-2027 年的增速维持在 5%, 毛利率维持在 33%的水平。

5) 储存业务(拟收购标的金泰克): 若并购成功落地将成为利润与现金流核心来源, 周期修复与产品升级共振。公司拟通过现金与发行股份相结合方式取得南宁泰克全部股权, 金泰克存储业务 2024 年实现收入 23.66 亿元、净利润 1.36 亿元, 2025 年上半年实现收入 13.13 亿元、净利润 0.49 亿元。供给侧, 三星、海力士、美光等存储巨头自 2024 年底起相继启动减产, 2025 年上半年均执行了 10%-15%的产能压缩计划, 并逐步退市旧产品; 需求侧, 数据中心、人工智能服务器等企业级需求成为主导, 带来储存量增+质变的双重驱动, 同时单位设备内存容量成倍提高、性能要求大幅提升。受益于 DDR5 与企业级 SSD 需求上行、旧产品出清与高端产能紧缺共振, 以及公司在企业级内存与固件定制方面的技术与认证体系, 存储业务量价有望维持高位。同时, 软硬协同将为公司 AI 一体机与算力方案提供稳定内供, 降低外采成本并提升整体盈利质量。预计被收购标的金泰克 2025-2027 年的收入增速分别为 62%、88%、39%。

表1: 公司收入拆分表 (百万元)

		2024	2025E	2026E	2027E
数智能源	营收	304.75	335.23	368.75	405.62
	同比(%)	-10%	10%	10%	10%
	毛利率(%)	29%	29%	29%	29%
AI 大模型与算力	营收	123.75	185.63	371.25	556.88
	同比(%)	949%	50%	100%	50%
	毛利率(%)	29%	29%	29%	29%
AI 内容安全	营收	94.94	99.68	109.65	120.62
	同比(%)	-12%	5%	10%	10%
	毛利率(%)	80%	80%	80%	80%
数智政务	营收	93.45	98.12	103.03	108.18
	同比(%)	-60%	5%	5%	5%
	毛利率(%)	33%	33%	33%	33%
总营收	营收	617.60	718.66	952.68	1191.30
同比(%)	同比(%)	-11%	16%	33%	25%
毛利率(%)	毛利率(%)	38%	37%	35%	35%
金泰克存储业务	营收	2366.00	3840.00	7200.00	10000.00
	同比(%)	173%	62%	88%	39%

数据来源: Wind, HTI

预计 2025-2027 年开普云的收入分别为 7.19/9.53/11.91 亿元，金泰克的存储业务收入分别为 38.40/72/100 亿元。

1.2. 估值分析

我们采用 PE 和 PS 两种估值方法，对开普云和被收购标的金泰克分开进行估值。

开普云：

1) PE 估值法

考虑到开普云是国内领先的“AI+大数据”软件及服务提供商，深度聚焦于政务、能源、媒体等领域的数字化与智能化解决方案。拓尔思在大数据资讯及知识服务领域的核心产品能力，与新点软件在政企数字化整体解决方案的业务模式，与开普云的技术路径及行业客户定位有所重合，因此我们选择这两家公司作为可比公司。

预计 2025-2027 年开普云归母净利润分别为 0.37/0.49/0.55 亿元，开普云作为国内领先的“AI+大数据”软件及服务商，坚定不移地推进“核心软件业务”与“AI 算力业务”的双轨驱动战略，敏锐把握“人工智能+”及信创自主化带来的重大产业机遇，积极布局以大模型和智能体为核心的新兴业务增长曲线，不断提升其在政务、能源等关键行业的成长空间，巩固其“技术+市场”的长期竞争优势。可比公司 2025 年平均 176.67 倍 PE，考虑到公司业务重心将转移到金泰克存储业务，因此给予开普云主业 2025 年 175 倍 PE，合理估值为 63.99 亿元人民币。

表2: 可比公司 PE 估值表 (表中数据更新于 2025/10/8)

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
拓尔思	22.41	195.78	0.07	0.10	0.13	318.32	235.40	175.08
新点软件	27.89	92.04	0.80	1.02	1.19	35.01	27.43	23.49
平均						176.67	131.41	99.29

数据来源: Wind, HTI (公司盈利预测为 Wind 一致预期。)

2) PS 估值法

我们仍选取拓尔思、新点软件两家作为可比公司。

预计 2025-2027 年开普云的收入分别为 7.19/9.53/11.91 亿元,可比公司 2025 年平均 13.18 倍 PS, 考虑到公司深耕政务大数据领域二十年, 奠定了全栈 AI 服务坚实基础为未来发展打开成长空间, 但考虑到公司利润率较低, 且未来业务重心将转移到金泰克存储业务, 因此保守给予公司传统主业 2025 年 10 倍 PS 估值, 对应合理估值为 71.87 亿元人民币。

表3: 可比公司 PS 估值表 (表中数据更新于 2025/10/8)

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营收 (亿元)			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
拓尔思	22.41	195.78	8.79	10.04	11.46	22.28	19.50	17.09
新点软件	27.89	92.04	22.62	25.49	29.39	4.07	3.61	3.13
平均						13.18	11.56	10.11

数据来源: Wind, HTI (公司盈利预测为 Wind 一致预期。)

综合以上估值方法, 按照谨慎取低原则, 我们认为开普云传统主业合理估值为 63.99 亿元人民币。

金泰克:

1) PE 估值法

考虑到金泰克是国内专业的存储模组制造商, 专注于内存与固态硬盘产品。江波龙在存储产品全链路布局的业务模式, 与德明利在存储主控芯片及模组解决方案上的技术专注, 均与金泰克的主营业务方向高度重合, 因此我们选择这两家公司作为可比公司。

我们根据金泰克的历史经营状况保守估计未来三年稳态净利率在 4-5%左右, 预计金泰克 2025-2027 年净利率分别为 4.5%、5.0%、5.0%, 归母净利润分别为 1.73/3.60/5.00 亿元, 考虑到金泰克所处存储行业受益于 DDR5 与企业级 SSD 需求上行、旧产品出清与高端产能紧缺共振, 以及公司在企业级内存与固件定制方面的技术与认证体系, 存储业务量价有望维持高位。同时, 软硬协同将为公司 AI 一体机与算力方案提供稳定内供, 降低外采成本并提升整体盈利质量。可比公司 2025 年平均 92.99 倍 PE, 考虑到公司未来利润维持高增速, 保守给予金泰克 2025 年 80 倍 PE, 合理估值为 138.24 亿元人民币。

表4: 可比公司 PE 估值表 (表中数据更新于 2025/10/8)

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
江波龙	178.03	746.20	1.75	2.97	3.81	102.01	59.96	46.72
德明利	204.69	464.41	2.44	3.45	4.86	83.98	59.30	42.10
平均						92.99	59.63	44.41

数据来源: Wind, HTI (公司盈利预测为 Wind 一致预期。)

2) PS 估值法

我们仍选取江波龙、德明利两家作为可比公司。

预计 2025-2027 年金泰克的存储业务收入分别为 38.40/72/100 亿元，可比公司 2025 年平均 4.36 倍 PS，考虑到需求侧数据中心、人工智能服务器等企业级需求成为主导，带来储存量增+质变的双重驱动，同时单位设备内存容量成倍提高、性能要求大幅提升，金泰克的收入增速有望随着产能加速爬升，保守给予金泰克 2025 年 3.8 倍 PS 估值，对应合理估值为 145.92 亿元人民币。

表5：可比公司 PS 估值表（表中数据更新于 2025/10/8）

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营收 (亿元)			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
江波龙	178.03	746.20	228.43	269.77	305.84	3.27	2.77	2.44
德明利	204.69	464.41	85.25	113.47	141.64	5.45	4.09	3.28
平均						4.36	3.43	2.86

数据来源：Wind，HTI（公司盈利预测为 Wind 一致预期。）

综合以上估值方法，按照谨慎取低原则，我们认为金泰克合理估值为 138.24 亿元人民币。合并后开普云合理估值为 202.23 亿元。

2. 开普云：数智化根基深厚，多元业务齐头并进

2.1. 政务大数据积淀二十载，拟收购金泰克切入 AI 储存

深耕政务大数据领域二十年，奠定全栈 AI 服务坚实基础。开普云成立于 2000 年，由北大方正前高管汪敏创立，一直专注于数字内容管理和大数据技术研发，是国内政务大数据领域的先行者。公司总部位于东莞市，主要客户涵盖各级党政机关、大型企事业单位和主流媒体，为其提供互联网内容服务平台建设运维和大数据分析服务等整体解决方案。经过多年技术积累，公司自主构建了涵盖数字内容采集、分析、存储、应用全生命周期管理的六大核心技术平台，并开发出互联网内容服务和大数据服务两大平台，奠定了服务政务、媒体、能源等行业的坚实技术基础。

表6: 公司产品覆盖从大模型、算力到应用的全栈式 AI 服务

分类	产品	客户	功能
AI 大模型与算力	开悟智核智能体一体机	政企与行业用户的一站式智算中心方案	软硬一体、即插即用；支持主流国产与开源模型；配套中台与应用快速部署
	开悟魔盒	本地化与高安全场景的桌面级大模型算力	端侧推理、私有化知识问答与生成；轻量化部署
	开悟智能体中台	央国企与地方国企、政府及大型企业的 AI 应用底座	低代码搭建智能体应用；知识库管理；流程编排与风控
	开悟多模态内容生产平台	媒体、政务宣传、企业内容团队	文图音视频生成与编辑，提升内容产能
	ChatBI 数据智能分析平台	经营与业务分析的自助数据洞察	自然语言分析、可视化看板、报表生成
	开悟 AI 知识库问答系统	知识密集型部门与客服、内训	私有知识问答、检索与溯源
	知悟 AI 科研助手	科研机构、校院与研发部门	论文检索、要点提炼、引用溯源与写作辅助
数智能源	虚拟电厂智慧调控平台（2.0）	电网公司、能源央企与地方能源局	分布式资源聚合、调度与交易支撑
	新能源智慧决策支撑平台（开发阶段）	新能源开发与运维主体	场站建设与运维决策、收益评估
	综合智能大数据平台（开发阶段）	能源集团、发电集团	能源全域数据治理、智能分析与应用承载
	区域综合能源自治优化平台（开发阶段）	园区与区域能源管控	负荷侧与分布式能源自治优化
数智政务	政务媒体内容管理平台	政府宣传部门与融媒体中心	全渠道内容生产管理与发布
	云勘验公益诉讼平台、智慧水利水务平台	检察与水利系统	证据采集、风险预警、流域治理
AI 内容安全	鸠摩智大模型内容安全引擎	互联网平台、媒体与政企	全流程风险识别与拦截，覆盖生成前、中、后
算力运营	“AI 行业云”算力中心	地方政府与园区、行业客户	行业的算力与模型服务，带动应用生态
SaaS	商情 SaaS	企业市场分析与销售团队	行业动态、竞争情报、潜在商机挖掘

数据来源：公司 2024 年年度报告

客户群体不断开拓，业务版图持续扩展。公司发展主要分为几个阶段：1）**网络化阶段（2008-2014）**：公司逐步形成统一的内容管理平台，打造产品的成熟度和竞争力，客户从中小企业走向中央部委和大型企业，地区从华南走向全国各地。2）**数字化阶段（2015-2019）**：在内容平台之上叠加自动化采集、分析、存储与发布能力，开启云计算与大数据服务的系统化供给；同时 2016 年整体变更为股份公司，完成股份制与股本结构优化，2017 年 2 月登陆新三板。3）**智能化阶段（2020-2021）**：公司 2020 年 3 月在上交所科创板挂牌交易，提升数智内容、数智安全、数智政务等业务能力。4）**AI+全面智能化（2022-今）**：公司构建起涵盖 AI 算力、智能体、AI 安全、数智能源、数智政务的全方位业务体系，依托“云+本地化”营销模式，为行业用户提供从算力基础设施建设，到智慧应用场景落地的一站式服务。

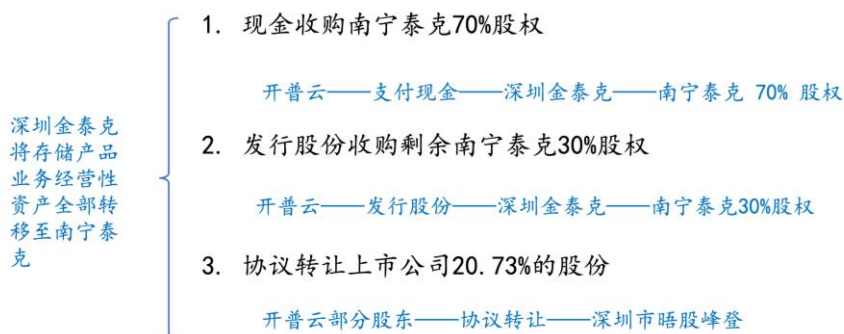
图1：公司正处于全面智能化阶段，助力 AI 在各行各业落地



资料来源：开普云官网

拟收购金泰克存储业务，完善 AI 算力基础设施版图。2025 年 8 月 24 日，公司公告重大资产重组预案，拟通过现金支付及发行股份相结合的方式收购深圳市金泰克半导体有限公司所持有的南宁泰克半导体有限公司 70% 股权，并约定收购完成前将金泰克核心存储业务资产注入南宁泰克，交易完成后开普云将实现对南宁泰克 100% 控股。本次交易还包括开普云协议转让 20.73% 开普云股份给深圳市晤股峰登，保障股权绑定金泰克团队；此外双方承诺维持控制权稳定。此次收购将金泰克旗下内存、固态硬盘等高性能存储业务整体并入开普云，标志着公司将正式切入 AI 基础设施中的存储领域，为打造 AI+ 算力+应用的全链生态补齐关键拼图。

图2：公司拟通过先进与发行股份方式收购南宁泰克全部股权



资料来源：公司重大资产购买预案，HTI

金泰克产品覆盖 DDR4、DDR5 等，为国内头部储存芯片供应商。金泰克前身为 2000 年创立的内存业务，2005 年正式推出自有品牌，是国内领先的存储产品及解决方案提供商，产品覆盖消费级、工控级、企业级等领域，包括内存模组、SSD 固态硬盘、嵌入式存储等，拥有完整的自主研发、晶圆测试、封装制造到品牌销售的产业链，在存储芯片筛选修复、可靠性提升等关键技术上积累深厚。金泰克为国家级专精特新“小巨人”企业，企业级 DDR4 内存出货量国内领先，也是国内率先实现企业级 DDR5 内存产品国产化替代的头部厂商，其客户包括联想、同方、海尔、宏碁等知名厂商。此次并购完成后，开普云的 AI 业务版图将从软件延伸至硬件制造，实现从 AI 算力平台到存储介质的闭环整合。

图3：金泰克自成立以来不断拓展产品线，布局全球市场



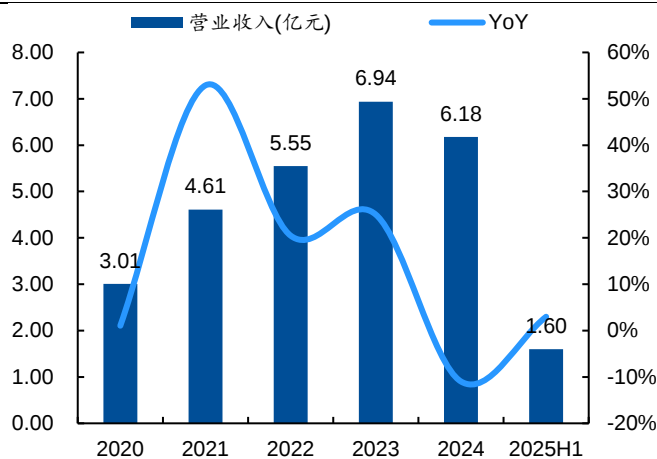
资料来源：金泰克官网，HTI

公司与金泰克有望形成优势互补，软硬协同共促算力国产替代。一方面，开普云自研的 AI 一体机、大模型推理平台等产品亟需高性能存储，金泰克的存储模组可直接融合进公司的 AI 解决方案中，大幅优化 AI 训练和推理性能；另一方面，开普云在政府及大型企业领域的渠道资源有助于金泰克产品拓展信创市场，而金泰克在企业级和消费级存储领域的客户基础也为开普云的 AI 算力和大模型产品打开新的市场空间，实现双向赋能。未经审计数据显示，南宁泰克储存业务 2024 年实现营收 23.66 亿元、净利润 1.36 亿元，规模约为开普云同期营收的 3.8 倍。开普云将覆盖南宁泰克的存储业务，有望显著增厚的盈利潜力，降低对第三方存储硬件采购的依赖，增强我国在 AI 基础设施方面的自主供给能力。

2.2. 业绩波动后重新向好，AI 与能源业务成为新动能

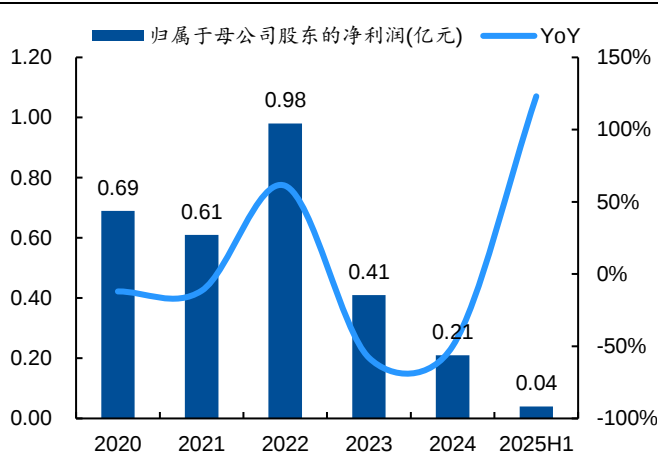
2024 年业绩承压下滑，2025 年中期显露企稳回升迹象。受宏观环境和客户预算影响，公司 2024 年实现营业收入 6.18 亿元，同比下降 10.98%；归母净利润 0.21 亿元，较上年下滑 49.98%。2024 年部分政务客户受财政收紧影响，项目签约验收进度延迟，第四季度收入未达预期，也是利润下滑主因。随着政府项目逐步推进和市场环境改善，25Q2 公司经营明显好转，上半年实现营业收入约 1.60 亿元，同比增长 2.99%；归母净利润约 378 万元，同比大增 123%，成功扭亏为盈。前期延迟的项目交付验收正逐步落地，同时公司费用投入增长放缓，盈利能力有所恢复。随着宏观经济企稳和数字中国建设投入加大，公司的政务信息化传统业务有望逐步修复。此外，公司年初推出的股权激励计划考核目标为 2025 年营收较 2024 年增长不低于 3%或净利润增幅不低于 60%，彰显管理层对未来业绩改善的信心。

图4：公司 2025 年 H1 收入 1.60 亿元，2024 年承压后迅速恢复正增长



资料来源：Wind，HTI

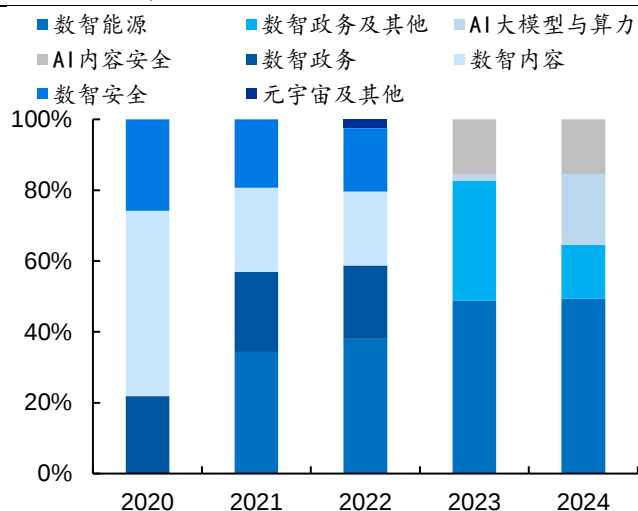
图5：公司 25 年二季度盈利能力大幅改善，上半年实现归母净利润 378 万元，同比+123%



资料来源：Wind，HTI

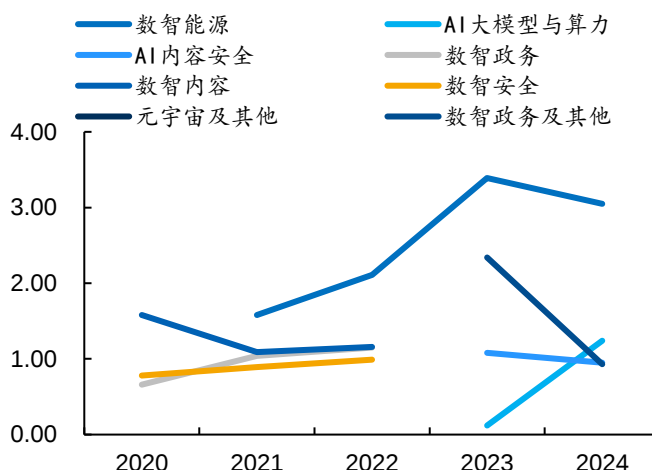
AI 与新能源新业务板块高速增长，成为公司业绩新引擎。数智能源业务基于大数据、人工智能和新能源调控技术，为电网、电厂等客户提供智能决策分析、资产调控、能碳管理等解决方案，随着新能源全面并网和电力现货市场推进，2024 年数字能源实现营业收入 3.05 亿元，收入占比提升至 49.3%。同时，人工智能算力及大模型业务表现亮眼，2024 年实现收入 1.24 亿元，占比达 20.0%，较上年同比大幅提升 949.4%。传统优势业务保持平稳，2024 年数智政务和 AI 内容安全板块分别实现收入 0.93 亿元和 0.95 亿元，同比分别-60.3%/-12.0%，在总收入中各占约 15%，受政府预算周期影响短期承压。当前，国产算力异军突起，“人工智能+”深入发展，公司大力拓展人工智能和数智能源等新兴业务，逐步培育起第二增长曲线。

图6: 数智能源业务贡献收入 49.3%，AI 大模型及算力收入占比提升至 20.0%



资料来源: Wind, HTI

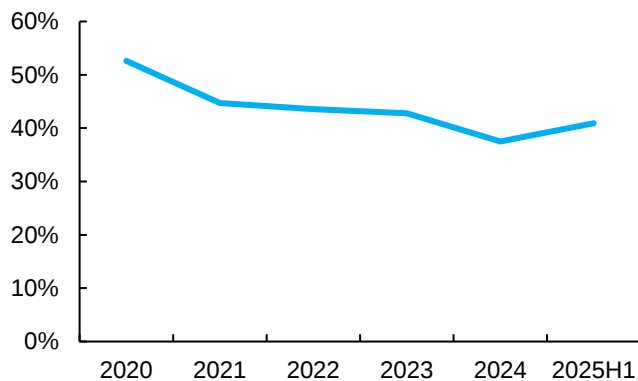
图7: AI 大模型及算力实现收入 1.24 亿，放量增长 949.4%成为第二增长曲线



资料来源: Wind, HTI

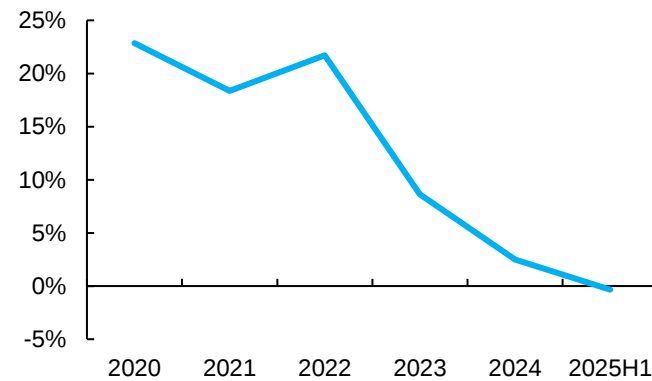
毛利率改善延续，净利率受费用集中影响阶段性回落。公司 2024 年实现毛利率 37.51%，净利率 2.49%，政务客户预算收紧使签约和验收推迟，且四季度收入占比较高的使盈利能力短期下滑。2025 年上半年毛利率为 40.95%，同比-4.34pct；净利率-0.34%，同比+18.46pct，上半年收入恢复带动毛利率修复，费用摊薄使净利率同比大幅回暖。

图8: 公司 2025 年上半年毛利率触底回暖至 40.95%



资料来源: Wind, HTI

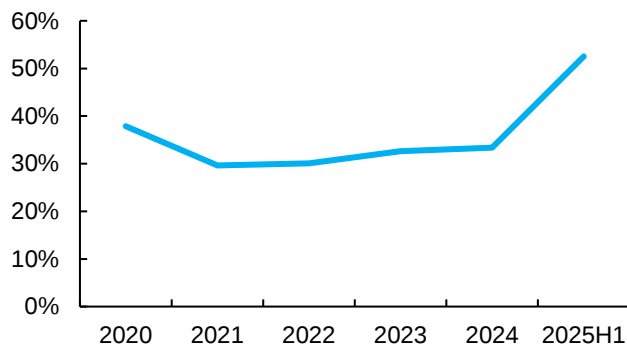
图9: 公司近五年净利率水平下降，2025H1 同比回暖



资料来源: Wind, HTI

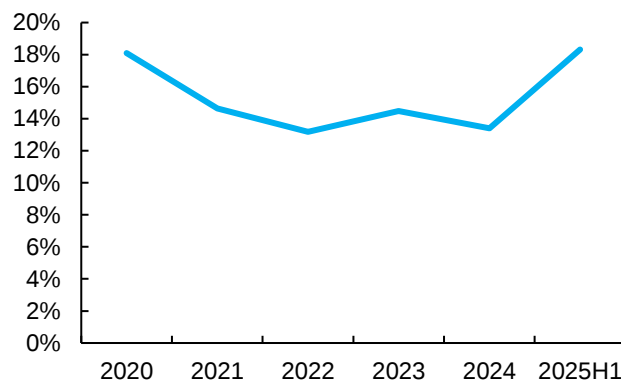
期间费用率控制良好，研发投入持续加码筑牢技术护城河。公司 2024 年期间费用率 33.37%，研发费用率 13.40%；2025 年上半年期间费用率 52.52%，同比下降 21.5pct，研发费用率 18.32%，为全年产品化与 AI 业务拓展奠定基础。从投入结构看，上半年研发强度持续提升，资本化占比也有所上行，体现资源向 AI 相关产品与平台集中。2025 年上半年研发投入占收入 26.70%，资本化占比 31.41%；2024 年全年研发投入占比 17.11%，资本化占比 21.68%。公司期间费用维持稳定，同时持续加码研发投入。

图10: 公司 2025H1 期间费用率同比下降 21.5pct, 费用管控有所成效



资料来源: Wind, HTI

图11: 公司持续加码研发投入, 2025 年上半年研发费用率达 18.32%

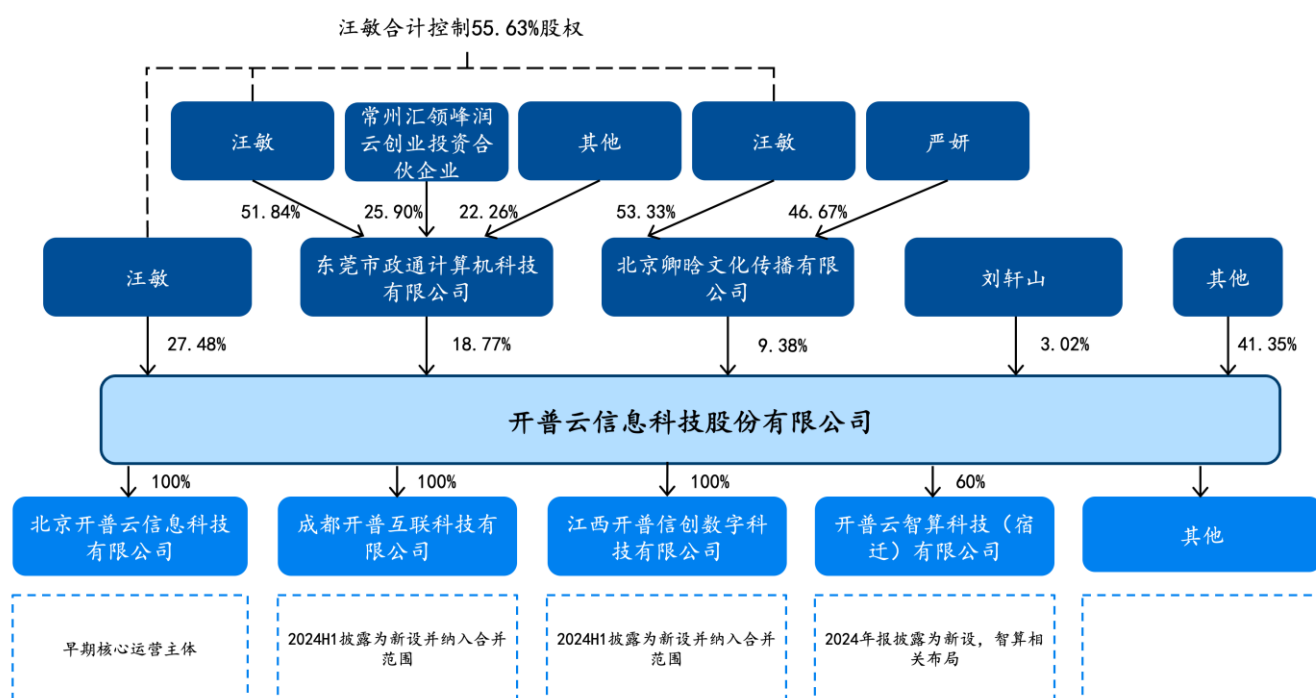


资料来源: Wind, HTI

2.3. 股权结构多元稳定, 股份回购彰显信心

股权结构多元且相对集中, 核心管理层掌控公司发展方向。公司股权架构呈现管理层、员工持股平台和创投资本共同持股的多元特征, 第一大股东为公司创始人、实控人汪敏先生。汪敏直接持有公司 27.48%的股份; 同时其控制的员工持股平台东莞市政通计算机科技有限公司持股约 18.75%, 两者合计控制公司逾 46%的股权。汪敏为公司董事长, 1971 年出生, 北京大学计算机软件硕士, 高级工程师, 2001 年任开普有限技术总监、董事长、总经理等职务, 带领公司持续发展至今。此外, 北京卿晗文化传播有限公司持股约 9.38%, 公司早期核心员工刘轩山持股 3.02%, 副总经理严妍通过东莞政通和北京卿晗间接持股约 7.47%。多元股东背景既包括管理层和员工, 也有战略投资者和创投基金, 形成了较为稳定的股权结构。

图12: 股权结构多元集中, 管理层、员工和创投资本共同持股 (股权信息截至 2025 年 9 月 19 日)



资料来源: Wind, HTI

实施股份回购并推出员工持股计划，彰显未来发展信心。公司高度重视股东回报与员工激励，近年来多次实施股份回购计划。2023年8月，董事长汪敏提议以自有资金2,000-4,000万元回购公司股份，回购价格不超每股60元，用于后续员工持股计划或维护股价稳定。截至2025年3月31日，公司已累计回购股份1,313,315股，约占总股本的1.95%，相关股份存放于回购专用账户。公司于2025年3月推出员工持股计划，业绩考核条件为2025年营业收入相比2024年增长不低于3%，或2025年净利润较2024年扣除非经常损益后增长不低于60%。

3. AI 构筑核心竞争力，三大业务板块协同增长

3.1. 自主大模型与算力融合创新，高算力业务成为新增长引擎

公司自主研发“大模型+算力”一体化产品，算力业务已成为核心增长引擎。公司研制的“开悟”行业大模型嵌入自研的大模型操作管理系统（LLMOps）和智能应用中台，结合多年积累的PB级垂直行业数据，大幅提升模型对行业场景的理解和解决方案供给能力。在算力基础设施方面，公司与华为深度合作适配昇腾AI算力，率先发布了国产“大模型一体机”产品，将算力芯片、大模型能力和应用场景紧密融合，为客户提供高效智能的AI计算解决方案。2024年初公司承建了某西部算力中心项目，交付包括大模型一体机、AI内容生产平台、数字人平台、AI知识库和内容安全平台在内的整套产品，合同金额达4893万元，实现了国内大模型一体机商业化零的突破。

图13：公司已形成AI算力+智能体+应用的全链条业务战略



资料来源：公司2024年年度报告

“开悟魔盒”大模型一体机将百亿参数AI模型带至本地终端，为政企用户提供安全可靠的智能算力。该产品是公司自主研发的超小型边缘智能计算设备，体积仅相当于一本字典大小，内置了性能强大的AI芯片和本地部署的大模型，最大可支持300亿参数模型能力。在不改变用户现有IT环境的情况下，“开悟魔盒”即可提供智能问答、公文写作、知识库构建等生成式AI办公能力，且支持无网络环境运行，保障敏感数据不出门。用户在桌面端即可离线完成复杂的自然语言处理任务，生成内容可控可查，极大提高了工作效率。目前，公司已在宿迁自建智算中心并探索“AI行业云”算力运营新模式，为多地人工智能算力中心提供一体机产品支持。公司同时布局华为昇腾及英伟达GPU，多元化的算力储备保障大模型高效研发和按需交付。随着大模型算力业务版图的不断拓展，算力业务有望持续保持高速增长，并驱动公司整体业绩迈上新台阶。

图14: “大模型一体机”将算力芯片、大模型能力和应用场景紧密融合



资料来源：公司 2024 年年度报告

图15: “开悟魔盒”大模型一体机仅凭一本字典大小将百亿参数 AI 模型带至本地终端

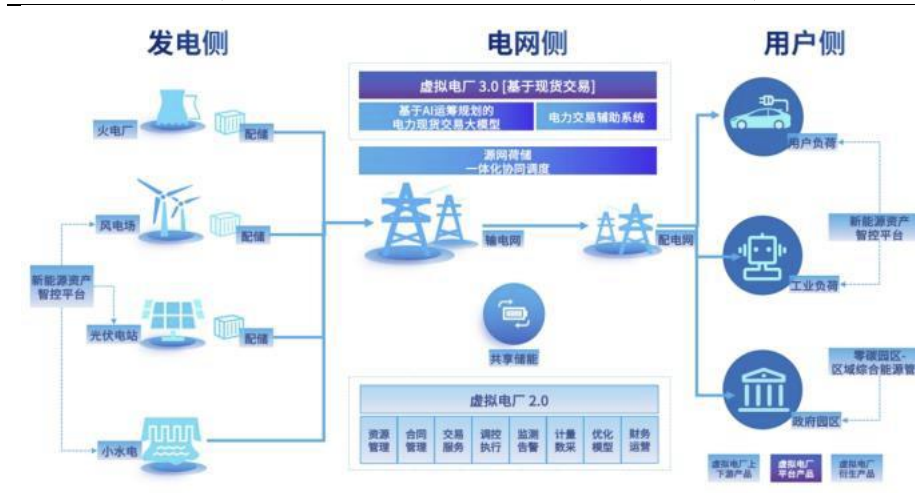


资料来源：公司 2024 年年度报告

3.2. 数智能源与政务深耕，多行业智慧应用全面开花

“AI+能源”场景率先突破，虚拟电厂智慧调控平台推动高质量增长。在“双碳”战略背景下，我国加速构建以新能源为主体的新型电力系统，虚拟电厂有助于新能源消纳、优化电力供需平衡和保障电网稳定。公司推出了虚拟电厂智慧调控平台产品，将分布式电源-电网-负荷-储能等资源进行一体化智能调控，实现了对能源的聚合监测、预测分析、市场交易、调度运行和运营管理等全流程管理。对于电网，可聚合海量分布式新能源资源参与调峰，增强电网弹性调节能力；对于发电企业和售电公司，可优化资源调度和电力交易，提高新能源利用效率和收益；对于大用户，则提供综合能源管理支撑，辅助制定最优用能方案、降低能耗成本。公司虚拟电厂高效整合与智能调度各种分布式能源，灵活响应电网即时调节需求，同时积极参与多种电力市场交易，提升能源系统运行效率，助力各方实现降本增效。

图16: 虚拟电厂有助于新能源消纳、优化电力供需平衡和保障电网稳定



资料来源：公司 2024 年年度报告

开普云虚拟电厂智慧调控平台在省市县多级成功落地，率先探索出新能源消纳的创新模式。公司在虚拟电厂领域具备多方面优势：一是客户基础扎实，公司深耕能源多年，在电网客户服务方面拥有深厚积累，业务理解形成优势。二是产学研合作优势，公司与华北电力大学联合设立了虚拟电厂调控技术研究中心，实现了产学研用一体化的深度合作，在理论研究与技术创新上提供了前瞻性优势。三是应用落地优势，公司自主研发虚拟电厂智慧调控技术平台 2.0，在安徽明生恒卓虚拟电厂项目、宣城全域虚拟电厂项目中正式投入运营。我们认为，公司虚拟电厂平台具备良好的可扩展性和适配性，可推广至更大范围的新能源并网调控场景。随着新能源发电占比持续上升、电力现货市场逐步放开，公司虚拟电厂业务正迎来高速发展窗口期，有望成为数智能源新增长点。

图17：公司与华北电力大学共同研制出虚拟电厂智慧调控平台



资料来源：公司公众号

深厚政务服务经验叠加 AI 赋能，政务领域智能应用成为公司业绩的重要支撑。开普云深耕电子政务二十余年，累计服务超过 2100 家政府单位客户，覆盖 80%以上的省级政府、60%以上的中直机关和国务院组成部门及 60%以上的地市级政府，在政务数字化市场处于领军地位。依托丰富的行业数据和项目经验，公司密切围绕国家“人工智能+”行动，以开普云开悟行业大模型和智能体中台赋能“政策查询与解读”、“政务智能数字人”等多个智慧政务应用。公司承担了多项“一网通办、一网统管”、城市大脑、智慧城市等政务服务建设，交付了包括“统一调度平台”“政府与新媒体内容管理”“云勘验”“智慧水利水务”“智慧司法”等多项国家/省地市/区级应用。根据 IDC，2024 年中国政务大模型及应用市场规模约 20.8 亿元，开普云市场份额位居行业第五，仅次于浪潮信息、华为、百度等科技巨头。随着人工智能在治理中的应用推广，公司“AI+政务”的智能产品与解决方案有望持续拓展。

3.3. AI 内容安全护航大模型落地，合规风控能力行业领先

生成式 AI 伴生内容合规风险，公司布局内容安全产品。2023 年以来我国密集出台《生成式人工智能服务管理暂行办法》等政策法规，明确要求人工智能的训练数据和生成内容必须符合法律和道德规范，AI 内容安全市场空间广阔。开普云凭借在内容监管领域的技术积累，率先研发了新一代 AI 内容安全风控平台“鸬摩智”，专门用于 AIGC 内容的安全审核与风险控制。鸬摩智平台聚焦于监控模型训练数据的合规性和模型生成内容的安全质量，通过独有的综合评分机制，对大模型输出进行深度分析评估，为监管机构和模型开发者提供了客观量化的参考指标和科学的评估依据。一旦检测到违规或不当内容，系统能够及时预警并生成详尽的评估报告，从而帮助模型开发方迅速改进算法、过滤有害信息。鸬摩智保障大模型内容合规，保护用户个人隐私，为生成式 AI 技术保驾护航。

图18: 公司智能化内容安全产品采用改进型 AC 自动机算法作为核心技术, 实现了对网络文本的高效、精准监控



资料来源: 开普云公众号

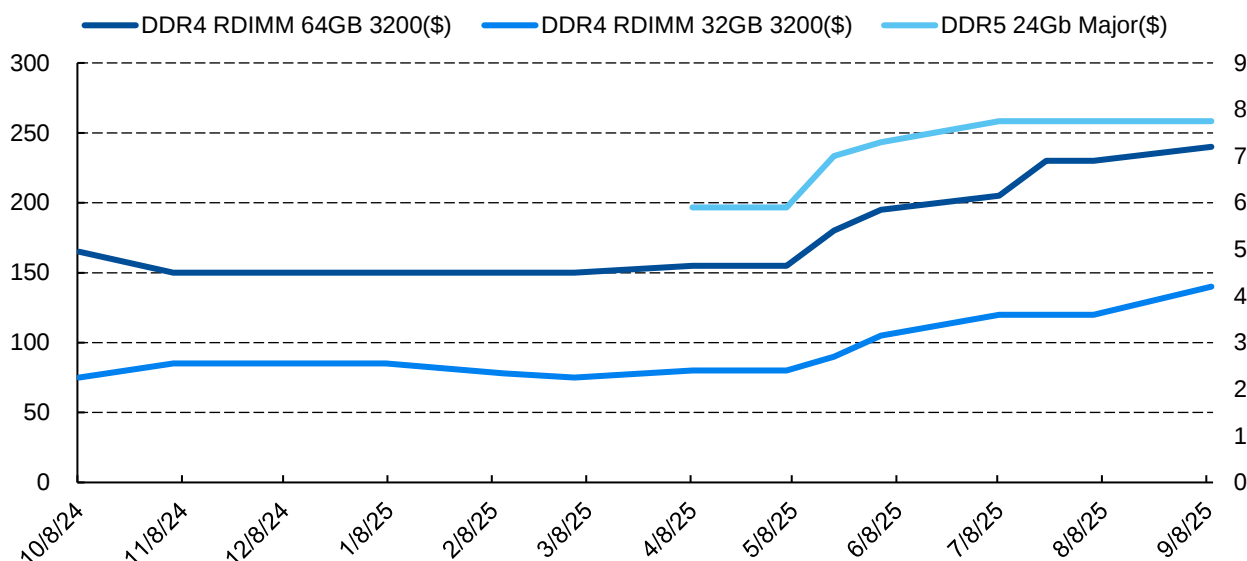
“鸿蒙智”安全平台获得行业认可, 协助监管完成数百个大模型的备案审核。“鸿蒙智”平台覆盖 10 万级问答数据库, 全面覆盖 20 个大类以及 120 多个细分小类, 准确性达到 85% 以上。根据 2024 年年报, 在企业客户领域, 公司在持续服务中国烟草、中国石油、中投等客户的基础上, 新增中标国家能源集团内容安全风控等项目; 在政府客户领域, 公司 AI 内容安全业务继续服务于中央部委和各级政府部门, 提供持续的内容安全保障。此外, 公司与华为联营联运, 基于华为云和公司 AI 内容智能分析和理解能力, 为企业客户提供行业动态、法规等商情服务, 扩大了 AI 内容安全业务在企业端的服务范围。我们认为随着生成式 AI 应用的日益广泛, 内容安全将成为各行业合规运营的基础要求, 市场对专业 AI 风控产品的需求将持续增长。

4. 切入存储芯片迎新机, 打造 AI 浪潮下新增长极

4.1. AI 引领存储行业结构转换, 行业迎来景气周期

AI 驱动算力革命, 存储芯片行业进入景气周期。储存芯片经历 2022 年至 2023 年的下行期后, 自 2024 年底起市场迅速回暖, 2025 年上半年存储器价格出现全面反弹。据 CFM 闪存市场发布报告显示, 2025 年上半年全球 NAND Flash 综合价格指数上涨 9.2%, DRAM 综合价格指数大幅飙升 47.7%。我们认为, 本轮行情是供给侧收缩叠加 AI 算力需求爆发的结果, 储存有望迎来较长的景气周期, 上涨动能比以往持续性更强。一方面, AI 技术浪潮具有十年甚至更长趋势, 可见度高; 另一方面, 技术迭代下旧产能逐步收缩、聚焦高利润新品, 供给收缩同样具备长期性。

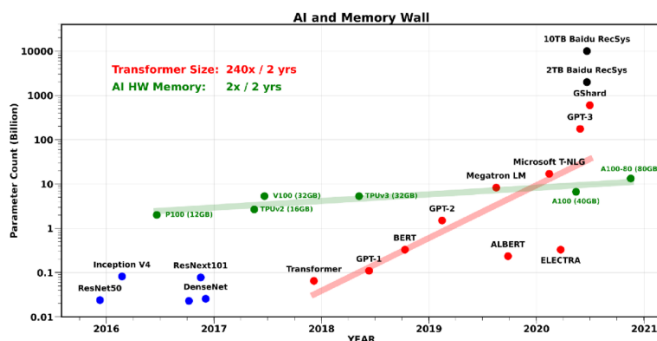
图19: DDR4(左轴)与 DDR5(右轴)均进入涨价周期, DDR4 RDIMM 64GB 3200 年内涨幅超 60%



资料来源: CFM 闪存市场, HTI

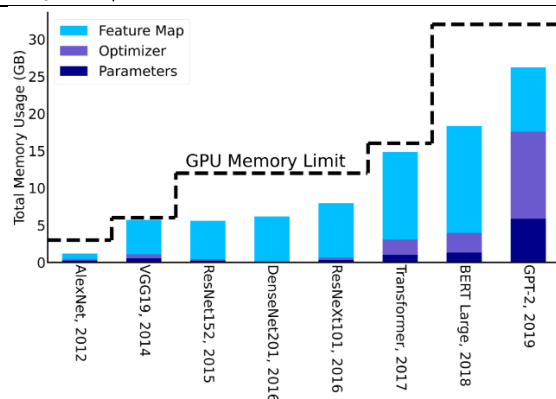
从供需关系上看, 供给结构性收缩+短期需求膨胀促成本轮行情。1) 供给侧: 储存巨头逐步淘汰旧产能带来供给短期结构性短缺。三星、海力士、美光等存储巨头自 2024 年底起相继启动减产, 2025 年上半年均执行了 10%~15% 的产能压缩计划。多家原厂宣布提前退市旧产品, 美光计划停产 DDR4、LPDDR4X 等传统 DRAM, 在此之前, 三星和 SK 海力士都已宣布计划停止 DDR4 内存生产, 行业供给出现永久性瘦身。2) 需求侧: AI 大模型从训练阶段走向推理部署, 推动 HBM 高带宽显存、DDR5 内存和企业级 SSD 等高端产品需求激增。同时, 大语言模型参数规模接近指数级的速率增长, 但单 GPU 内存却只是每两年翻 2 倍, 限制了模型推理速度, 高性能存储推广势在必行。存储市场过去由手机、PC 等消费电子拉动, 如今数据中心、人工智能服务器等企业级需求成为主导, 带来量增+质变的双重驱动, 不仅总需求量攀升, 同时单位设备内存容量成倍提高、性能要求大幅提升。

图20: LLM 参数规模接近指数级增长, 但单 GPU 内存大小仍然增长缓慢



资料来源: OneFlow

图21: 每次 GPU 内存上限的提升, 都带来新设计模型的参数量上升



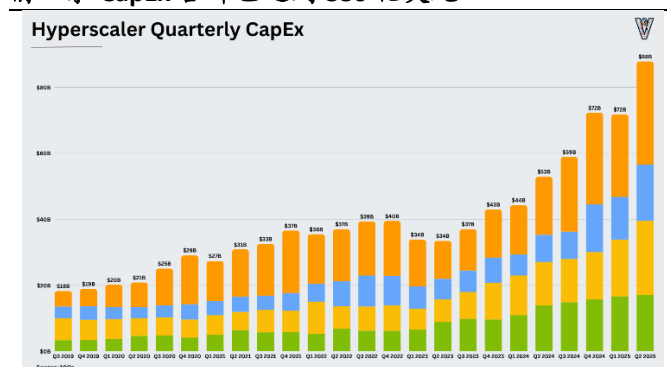
资料来源: OneFlow

4.2. 存储供需两极共振，稀缺性+需求放量推动量价齐升

供给端出清与升级并举，高端产能稀缺持续推高价格。我们的判断主要基于两点事实：**1）落后产能加速退出**：2024年下半年以来，全球主要 DRAM 厂商陆续宣布对 DDR4、LPDDR4X 等旧制程产品停产或减产，将资源倾斜至 DDR5、HBM 等高端颗粒。以 PC DRAM 为例，DRAMeXchange 数据显示，2023 年 Q4 以来 DDR4 8Gb 颗粒合约价连续数月飙涨，到 2025 年 7 月均价已达 3.90 美元，较 4 月时上涨约 50%，旧产品产能被战略缩减后市场供不应求。消费级 eMMC、UFS 等移动 NAND 产品，由于美光等厂商调整策略逐步淡出，该领域供给出现缺口，也推高了相关闪存价格。**2）高端产能扩张受限且集中度极高**：目前 DDR5、HBM 等高带宽内存芯片仅三星、SK 海力士、美光三大厂实现大规模量产，且产能大部分被下游大客户长期包销锁定。即便龙头厂商正加紧扩产 HBM3 代产能，但短期内供应仍远落后于爆发的需求，2025 年底前全球 HBM 有效产能增量十分有限，产能利用率将持续维持接近满载状态。NAND Flash 领域，2025 年上半年韩系、美系五大原厂也联合执行了 10%~15% 的减产计划，将产能利用率降低，短期内库存去化明显。

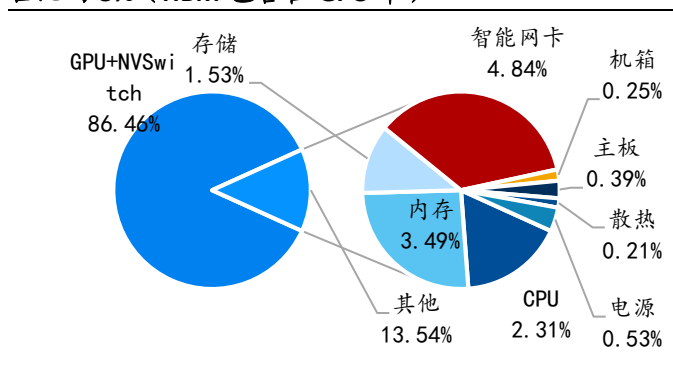
大模型对算力的需求从训练向推理迁移，数据中心 CapEx 释放存储需求蓝海。AI 推动存储应用范式从数据中心训练环节向云端推理和边缘终端延伸，全面打开存储市场新空间。全球云厂商大举投入 AI 基础设施，谷歌、微软、亚马逊、Meta 等超大规模云服务商的资本开支明显增长，2025 年单二季度前四家 CapEx 合计已达到 880 亿美元。Meta 计划在 2028 年前于美国本土投入至少约 6000 亿美元，用于建设数据中心和相关基础设施。阿里巴巴、腾讯、百度等互联网巨头也纷纷追加算力投入，阿里巴巴在 2025 年 Q2 投入资本开支达 386 亿元，未来三年将在云基础设施和 AI 硬件上投入超过 3800 亿元，百度 Q2 资本开支 38 亿元，同比+80%。根据 NV DGX H100 的成本结构，储存+内存合计占比约 5%，预计 CapEx 很大比例用于构建 AI 服务器和存储集群，由此带动企业级 DRAM 内存和高速 SSD 的需求水涨船高。当下北美市场 HDD 供给短缺，交期超 52 周，不少云厂选择以企业级 SSD 替代扩容，也直接推高了高端 NAND 闪存的需求。

图22：云服务商的资本开支明显增长，2025 年二季度前四家 CapEx 合计已达到 880 亿美元



资料来源：Generative Value

图23：根据 NV DGX H100 的成本结构，储存+内存合计占比约 5%（HBM 包含在 GPU 中）



资料来源：Semianalysis, HTI

AI 算力从中心走向边缘，使移动端和个人计算设备的存储需求提档升级。大模型推理加速下沉到本地端，智能手机、PC 正引入 NPU 等 AI 芯片，需要更高速的 LPDDR5X 内存和 UFS 存储满足本地 AI 计算对带宽和读写的要求。苹果最新发布的 A19 Pro 系列芯片，便搭载了 12GB LPDDR5X 内存，布局端侧大模型。近期美光宣布停止 UFS 5.0 等移动 NAND 新品研发、逐步退出手机存储市场，移动端存储技术门槛和需求重心正在转向高带宽、低延迟的新方向。我们判断，AI 应用带来存储需求结构性增量，推理和边缘 AI 为传统手机/PC 市场注入新需求，随着 AI 从云到端全面开花，全球存储器需求将进入新一轮量价齐升周期。

4.3. 拟收购金泰克切入 AI 存储，估值利润逢双击

金泰克覆盖企业级内存、SSD 等产品，直接受益存储长期需求。金泰克是我国存储模组领域的领先企业，专注于固态硬盘、内存条等存储设备的研发生产，客户覆盖企业级存储、消费电子、工控等市场，在高性能企业级内存产品上具有国产替代优势。其企业级 DDR5 内存、SSD 与嵌入式产品面向服务器、教育、安防、网通、POS、车载等多场景提供定制化方案。金泰克具备从产品设计、定制化固件开发、晶圆与封装测试、模组制造到适配的端到端能力，并在深圳、上海设有研发中心与自有 CNAS 实验室，体系通过 ISO9001/45001/14001 等认证。在技术竞争力上，金泰克的产品线覆盖内存/固态硬盘/嵌入式三大类，具备行业领先的企业级 DDR4 保供能力与企业级 DDR5 国产替代的头部地位。

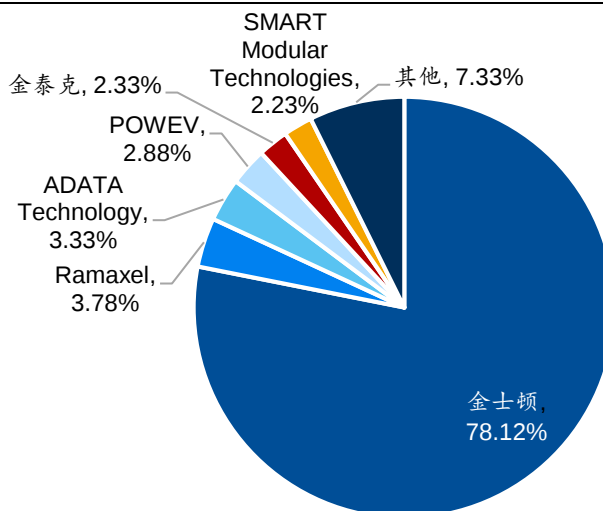
图24：金泰克储存产品线从消费级延伸到企业级，DDR5 具备国产替代能力



资料来源：金泰克官网，HTI

储存芯片市场空间广阔，金泰克市场份额领先。从需求侧的空间看，AI、云数智基础设施升级下，IDC 测算 2024 年中国企业级 SSD 市场规模达 62.5 亿美元，同比+187.9%，并预计到 2029 年增至 91 亿美元。消费端与通路侧方面，TrendForce 统计 2022 年全球通路 SSD 出货 1.14 亿台，2023 年通路市场前五大模组厂合计份额进一步升至 72%。2022 年金泰克位列全球内存模组厂商第五，市占率 2.33%，仅次于记忆科技和嘉合劲威等国内同行；2023 年，在全球 SSD 市场中金泰克以约 9% 的份额名列第四，前三名分别为金士顿(28%)、ADATA、Lexar。我们判断其在企业级 DDR5/PCIe SSD 的国产替代、政企与行业客户深化渗透中具备延续增长的基础。

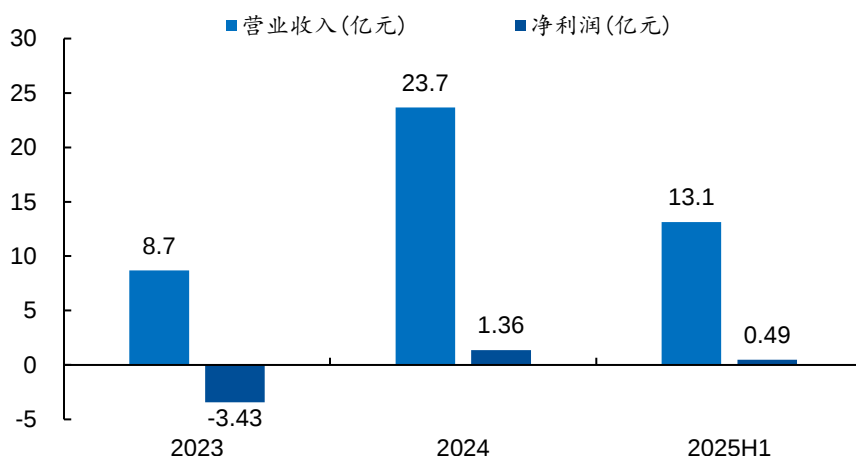
图25：2022 年金泰克位列全球内存模组厂商第五，市占率 2.33%



资料来源：Trendforce，HTI

收购金泰克切入 AI 存储，公司搭乘 AI 浪潮新机遇。2025 年 8 月公司公告以现金方式收购深圳市金泰克半导体有限公司旗下南宁泰克公司 70% 股权，并拟通过发行股份购买剩余 30% 股权，交易完成后将全资控股金泰克的存储业务资产。根据开普云披露的重组预案，金泰克存储业务 2024 年收入 23.66 亿元、净利润 1.36 亿元；2025 年上半年收入 13.13 亿元、净利润 0.49 亿元，在 NAND/DRAM 周期修复与结构性订单回暖的带动下，盈利在 2024 年实现由负转正、并在 2025H1 延续。并购完成后，开普云的资产规模和业务体量将显著扩张，公司营收有望实现跨越式增长，同时存储业务毛利率水平和利润总额预计大幅高于公司既有的软件服务业务，有望显著增厚公司业绩。

图26：金泰克存储业务 2024 年实现收入 23.66 亿元、净利润 1.36 亿元，扭亏为盈（数据未经审计）



资料来源：公司重大资产购买预案，HTI

5. 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险

我国储存芯片行业竞争较为激烈。公司面临行业竞争可能进一步加剧的市场风险，如果公司不能适应市场竞争环境的变化，竞争优势可能被削弱，从而面临市场占有率降低的风险。

2) 并购交易的不确定性风险

本次交易尚需提交公司董事会再次审议及公司股东大会审议批准，并需经有权监管机构批准、核准或同意注册后方可正式实施，能否通过上述审批、核准或注册尚存在不确定性。

本公司是本报告所述新点软件(688232)的做市券商。本报告系本公司分析师根据新点软件(688232)公开信息所做的独立判断。

公司是 AGI 时代全栈 AI 产品服务提供商。公司创立于 2000 年，秉承“以未来科技，筑数字世界”的使命，围绕数和智，矢志不渝推动创新，是数字中国建设的全程参与者和努力贡献者。公司自成立以来，累计服务了包括中办、国办、全国人大、中纪委、中央政法委、最高检、国家发改委、新华社、中投、中石油、国家电网等 2100 多家政府、媒体和企业客户。近年来，公司聚焦“AI 算力+智能体+智慧应用”的核心战略，凭借在人工智能领域的深厚积淀和前瞻布局，成功研发出开悟行业大模型、开悟大模型智能体中台、开悟大模型运营管理系统 (LLMOps) 等一系列创新产品。在此基础上，公司不断完善业务布局，强化算力底座与数据要素能力建设，成功推出开悟多模态内容生产平台、开悟大模型智能投放平台、AIGC 内容安全风控平台(鸠摩智)、边缘侧 AI 超小型一体机(开悟魔盒)、新一代数融平台、虚拟电厂智慧调控平台等产品，满足多元场景下的用户需求。在政务、能源、金融、教育、媒体等多个领域，公司都实现了 AI 智慧应用的广泛落地，为行业数字化转型和智能化升级提供了有力支持。作为数字中国建设重要参与力量，公司一贯重视“产学研管”多方联动，以信创大数据工作组组长单位身份积极参与数字中国相关标准建设，并与北京大学、华北电力大学合作成立联合实验室和研究中心，为国家培养数字化人才，推动数字中国和数智化转型的前沿研究及落地应用。公司恪守“客户为先，至诚为本，拼搏奋斗，创新卓越”的价值观，以智能科技为引擎，持续丰富产品能力并拓展智慧应用场景的边界，推动 AI 在各行业多元化场景的应用落地，促进数字技术和实体经济深度融合，为社会创造更多价值。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
汪敏	27.6400
东莞市政通计算机科技有限公司	18.8800
北京卿晗文化传播有限公司	9.4400
刘轩山	4.0200
中金公司-广发银行-中金公司丰众 20 号员工参与科创板战略配售集合资产管理计划	1.1800
国金证券股份有限公司	1.0700
开普云信息科技股份有限公司回购专用证券账户	1.0200
共青城高禾中民投资管理合伙企业(有限合伙)	0.9100
中国工商银行股份有限公司-汇添富科创板 2 年定期开放混合型证券投资基金	0.8600
王孝安	0.7400
合 计	65.7600

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment advice: Initiate coverage with an 'Outperform' rating. The company's storage chips, AI computing power, and energy sectors are synergizing. The acquisition of Kimtigo is expected to enhance AI storage growth. Assuming successful acquisition, Ucap Cloud Information Technology's revenue from 2025-2027 is projected at 0.72/0.95/1.19 billion RMB, and Kimtigo's at 3.84/7.20/10.00 billion RMB. Based on PE and PS valuations, the company is valued at 20.22 billion RMB, with a target price of 299.52 RMB per share.

In 2025 H1, profitability significantly improved, with R&D strengthening the technological moat. After short-term pressure in 2024, 2025 H1 revenue is about 160 million RMB, up 2.99% YoY, with net profit attributable to shareholders at 3.78 million RMB, up 123% YoY, turning profitable. AI computing power and foundation models showed strong performance, with 2024 revenue at 124 million RMB, up 949.4% YoY.

AI computing power and digital energy product systems are established, enhancing industry capabilities in governance and content security. In 2024, digital energy revenue is 305 million RMB, accounting for 49.3%, and AI computing power and foundation models revenue is 124 million RMB, accounting for 20.0%, becoming the second growth curve. The company signed a contract for the Western Computing Center project, delivering products like the 'Kaiwu' foundation model and 'Kaiwu Magic Box'. The virtual power plant smart control platform is operational at multiple levels, and a technical research center is co-built with North China Electric Power University. In AI content security, 'Jiumozhi' continues to serve central ministries and large enterprises.

The proposed acquisition of Kimtigo targets AI storage, with software and hardware synergy offering scale and profit flexibility. Kimtigo's storage business in 2024 achieved revenue of 2.37 billion RMB and net profit of 136 million RMB, with advantages in enterprise DDR4 and domestic DDR5. Clients include Lenovo, Tongfang, and Haier. Industry giants like Samsung, SK Hynix, and Micron plan production cuts from late 2024, with 10%-15% capacity reductions in 2025 H1, phasing out old products. On the demand side, enterprise needs for data centers and AI servers drive storage growth, with increased memory capacity and performance requirements. We expect long-term demand for DDR5 and enterprise SSDs, with old product clearance and high-end capacity shortages, leading to increased orders and prices post-consolidation.

Risk Warning: Risks of intensified market competition and uncertainties in acquisition transactions.

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).

国泰海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“国泰海通”）在过去 12 个月内参与了 601398.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、国泰海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、国泰海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、国泰海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Guotai Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Guotai Haitong") have a role in investment banking projects of 601398.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Guotai Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601398.CH for which Guotai Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Guotai Haitong acted as lead-brokerage firm.

601398.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

601398.CH is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

601398.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601398.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 601398.CH 提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 601398.CH.

国泰海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 601398.CH 获得投资银行服务报酬。

Guotai Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601398.CH.

国泰海通在过去的 12 个月中从 601398.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Guotai Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601398.CH.

国泰海通担任 601398.CH, 0992.HK, 601857.CH 及 688232.CH 有关证券的做市商或流通量提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601398.CH, 0992.HK, 601857.CH and 688232.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 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 6 月 30 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	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	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 September 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	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

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 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“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

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。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”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net

long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(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".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Ucap Cloud Information Technology - 688228 CH

