

4月金股组合

股票代码	股票名称
0119.HK	保利置业集团
600428.SH	中远海特
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
002409.SZ	雅克科技
300750.SZ	宁德时代
600535.SH	天士力
600519.SH	贵州茅台
300662.SZ	科锐国际
603115.SH	海星股份

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	4093.25	(0.32)
深证成指	15043.45	(0.88)
沪深300	4786.33	(0.28)
中小100	9213.38	(0.60)
创业板指	3720.25	(0.87)

行业表现 (申万一级)

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
石油石化	2.71	有色金属	(3.59)
煤炭	2.13	钢铁	(1.79)
公用事业	1.45	农林牧渔	(1.55)
食品饮料	0.84	电子	(1.53)
银行	0.33	机械设备	(1.48)

资料来源: 万得, 中银证券

中银晨会聚焦-20260424

■ 重点关注

【策略研究】市场点评*王君 郭晓希。市场正从地缘冲击定价转向通胀与政策预期的重定价, A股逐步脱敏地缘风险, 短期聚焦周期与科技修复。

【房地产】保利发展*夏亦丰 许佳璐。保利发展公布2025年年报。2025年公司实现营业总收入3081.4亿元, 同比下降1.1%; 归母净利润10.3亿元, 同比下降79.3%。2025年拟每10股派发现金红利0.35元, 现金红利占归母净利润的比例为40%, 股息率为0.6%。

【基础化工】万华化学*徐中良 余媛媛。公司2025年度, 万华化学实现营业收入2,032.35亿元, 同比增长11.63%; 实现归属于母公司股东的净利润125.27亿元, 同比下降3.88%; 扣非归母净利润121.44亿元, 同比下降9.10%。单季度看, 25Q4实现归母净利润33.70亿元, 环比+11.05%。2026年一季度, 公司营业收入540.52亿元, 同比增长25.50%, 归母净利润37.18亿元, 同比增长20.62%。看好公司在聚氨酯行业的龙头地位, 以及新材料平台型研发优势, 维持买入评级。

【计算机】税友股份*郑静文。公司发布2025年年报及2026年一季报。2025年公司实现营收20.54亿元, 同增5.6%; 归母净利1.36亿元, 同增21.0%; 扣非归母净利0.89亿元, 同增8.0%。公司在税务智能体开发领域成果显著, 有望打造垂直场景下AI应用护城河。维持公司买入评级。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师: 王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

重点关注

【策略研究】市场点评—定价切换与 A 股结构方向：从地缘冲击到政策预期

王君 郭晓希

市场正从地缘冲击定价转向通胀与政策预期的重定价，A 股逐步脱敏地缘风险，短期聚焦周期与科技修复。

沃什货币政策解读：从“鹰派”到“政策组合重构”。美东时间 21 日，美国参议院银行委员会举行有关美联储主席提名的听证会。沃什在本次听证会上着重强调美联储独立性，同时表示联储应当缓慢而温和的缩表，并与财政部协同、提前向市场沟通。这意味着他的缩表主张并不是立刻激进抽水，而是一个中期制度安排。此外，在利率层面，他表示“如果潜在的经济增长步伐有所加快——例如得益于人工智能（AI）的发展，那么通胀问题或许就不再那么令人担忧，从而为降息创造了空间”，还主张美联储应将重心放在核心通胀上，并援引了剔除异常值的“截尾均值”等指标。这些指标显示，通胀水平实际上更接近美联储设定的目标 2%。相较于此前市场对沃什“鹰派”的扁平化理解，本次会议后市场对于沃什的政策理解或更为立体：1 月 30 日沃什获得提名后，市场将其快速归类为反 QE、支持缩表、对通胀更强硬的“鹰派”主席，美元反弹、黄金和白银快速下跌。当前来看，市场最重要的修正，不是把沃什从“鹰派”改成“鸽派”，而是逐步认知到其货币政策“利率偏鸽、资产负债表偏鹰”的混合性。

美伊谈判反复：风险从“升级”转向“缓和”。4 月 11-12 日美伊双方在伊斯兰堡的第一次谈判并未达成协议，核心分歧集中在霍尔木兹海峡控制以及核问题相关议题。22 日伊朗正式拒绝出席第二轮谈判，特朗普则宣布延长停火，同时维持海上封锁等待伊朗提交方案。美伊谈判的反复意味着外部风险从“升级定价”转向“缓和定价”，决定了当前降息预期修复只能是谨慎回温，而难以进入全面宽松叙事。

资产表现上，市场正从此前的“鹰派交易”切换至风险偏好修复下的结构性重定价。美伊谈判启动以来，全球风险偏好明显回暖，日韩股市相继反弹，韩国 KOSPI 更是创出历史新高。相比之下，A 股的修复更多呈现为低位成长方向为主的结构性修复，创业板表现相对更强。其背后，一方面源于前期调整后估值具备性价比，另一方面则来自新能源链条盈利修复、AI 算力与光通信景气延续的基本面支撑，反映出当前市场修复的核心仍是有业绩验证的成长资产，而非单纯情绪驱动的普涨行情。

市场定价切换：从地缘冲击迈向通胀预期。当前市场的定价逻辑正在经历清晰的阶段切换：短期看海外地缘冲突对风险偏好的冲击→中期看油价、通胀及货币政策预期的演化→长期看美元信用体系的潜在瓦解。我们在 4 月 8 日市场点评《停火协议后的市场演绎：A 股的短期风偏修复与中长期重估》中提到，停火和谈判缓和带来 A 股短期风偏修复，但中期仍需围绕能源供给、通胀和美元信用弱化进行资产重估。当前，市场正逐步从短期海外地缘冲击向中期通胀预期过渡。

A 股逐步脱敏地缘冲击，关注名义价格修复及联储货币政策。尽管美伊二次谈判仍处于僵持阶段，但 A 股对这类海外地缘风险的敏感度已明显下降，呈现逐步脱敏的特征。这背后有两层含义：一是地缘冲突的边际影响在递减，市场不再因每一次谈判波折而剧烈反应；二是定价的主导权正在从避险情绪切换至通胀路径与政策应对。对于 A 股而言，随着地缘风险从突发冲击转为常态化背景，A 股的定价重心将更多锚定国内名义价格的修复、美联储货币政策路径的修正以及由此引发的全球流动性再定价。在这一阶段，A 股的结构方向或将呈现以下特征：短期风偏回升阶段周期与科技共振修复，中期关注名义价格修复带来的涨价预期，黄金、铜、部分农产品有望相对受益；下半年沃什政策框架逐步明朗，美联储降息预期有望修复，A 股对利率敏感、盈利增长确定性强的 AI 产业链将迎来估值修复机会。

风险提示：国内政策节奏、海外地缘政治风险超预期，通胀上行超预期。

【房地产】保利发展—25 年业绩与利润率下滑；经营性现金流明显改善；销售连续三年稳居行业第一

夏亦丰 许佳璐

摘要：保利发展公布 2025 年年报。2025 年公司实现营业总收入 3081.4 亿元，同比下降 1.1%；归母净利润 10.3 亿元，同比下降 79.3%。2025 年拟每 10 股派发现金红利 0.35 元，现金红利占归母净利润的比例为 40%，股息率为 0.6%。

2025 年公司营收规模小幅下滑，业绩明显承压。2025 年公司总营收 3081.4 亿元，同比下降 1.1%，主要是因为房地产项目交付结转规模下降。2025 年归母净利润 10.3 亿元，同比下降 79.3%，利润降幅更大的主要原因有：1) 结转毛利率下降，毛利率同比下滑 1.2 个百分点至 12.7%；2) 计提资产减值损失及信用减值损失 71 亿元，同比增长 13 亿元，资产减值损失占存货的比重为 1.0%，同比提升 0.4 个百分点。3) 投资收益为 -0.3 亿元，24 年为 18 亿元。4) 少数股东损益占净利润的比重同比提升 30.8 个百分点至 79.4%。截至 2025 年末，公司预收账款 2472 亿元，较 2024 年末下降 26.3%，预收账款/上年营收为 0.80X，较 2024 年末下降 0.25X。

盈利能力有所下降。2025 年公司毛利率、净利率、归母净利润率分别为 12.7%、1.6%、0.3%，同比分别下降 1.2、1.5、1.3 个百分点。不过公司注重费用管控，2025 年三费率为 5.6%，同比下降 0.4 个百分点。受利润率与权益乘数下滑影响，2025 年公司 ROE 为 0.5%，同比下降 2.0 个百分点。

债务结构持续优化，融资渠道畅通，融资成本创历史新低。1) 截至 2025 年末，公司有息负债规模 3412 亿元，同比下降 2.2%，连续三年实现有息负债压降。其中，一年内到期有息负债占比 21%，同比下降 3 个百分点。2) 公司发挥多元化融资优势，持续推动债务结构优化。2025 年，公司实现公开市场融资创新，成功发行国内首单现金类定向可转债，发行规模 85 亿元，6 年期综合成本 2.32%；发行了 110 亿元中期票据和 45 亿元公司债，多渠道融资方式增厚公司现金储备。3) 融资成本不断下降。2025 年新增有息负债平均成本同比下降 33BP 至 2.59%，期末综合融资成本同比下降 38BP 至 2.72%，其中公司债利率最低至 2.12%，中期票据利率最低至 1.85%，创历史新低。4) 截至 2025 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 65.0%，同比下降 0.8 个百分点；净负债率 66.2%，同比提升 3.5 个百分点；现金短债比 1.7X，同比提升 0.15X，始终处于“绿档房企”行列。

公司经营性现金流大幅改善。截至 2025 年末，公司货币资金 1229 亿元，同比下降 8.4%；并表口径已售待回笼资金 498 亿元，为未来经营提供充裕的流动性储备。2025 年公司经营活动现金流净流入 152 亿元，同比大幅增长 142.7%，连续八年为正，公司加快销售资金回笼，2025 年回笼资金 2589 亿元，销售回笼率 102%，连续 3 年超 100%；筹资性现金流净流出 260 亿元（2024 年为净流出 190 亿元）。

销售连续三年稳居行业第一，销售均价连续五年稳步提升，销售权益比例提升，核心城市市占率提升。2025 年公司实现销售金额 2530 亿元，同比下降 21.7%，2023-2025 年连续三年稳居行业第一；销售面积 1235 万平，同比下降 31.2%；销售均价 2.05 万元/平，同比增长 13.9%，受益于布局城市能级的提升，公司销售均价已经连续五年稳步提升。2025 年公司销售权益比 79%，同比提升 3 个百分点。2025 年公司市场占有率（公司销售金额/全国商品房销售金额）为 3.0%，同比下降 0.4 个百分点。公司持续坚持城市深耕策略，2025 年在核心城市销售贡献达 92%，连续三年保持 90% 左右的高位水平，核心城市市占率达 7.9%，同比提升 0.8 个百分点，10 个城市市占率超过 10%；此外，公司在广州、上海分别销售约 500 亿元和 390 亿元，北京、三亚、佛山等单城破百亿。2026Q1 公司实现销售金额 518 亿元，同比下降 17.8%，销售面积 233 万平，同比下降 24.3%，销售均价 2.22 万元/平，同比增长 8.5%，销售权益比例稳定在 79%，销售规模稳居行业第一，销售均价同比持续提升。

2025 年公司拿地强度提升，一二线拿地金额占比超过九成。2025 年公司拿地金额 791 亿元，同比增长 16%；拿地强度 31%，同比提升 10 个百分点；拿地权益比例维持在 87% 的较高水平；拿地建面 457 万平，同比增长 39%；楼面均价 1.73 万元/平，同比下降 17%。公司持续强化核心城市深耕优势，2025 年一二线城市拓展总地价占比超过 90%，核心城市拓展占比 99%，其中北京、上海、广州三地占比约 48%。2025 年获取项目中，年内实现“当年拿地、当年开盘”项目达 28 个，贡献签约金额超 200 亿元，保持高效精准的开发运营能力。2026Q1 公司拿地金额 127 亿元，同比下降 29.5%，拿地建面 56 万平，同比下降 44.1%，楼面均价 2.27 万元/平，同比增长 26.1%，拿地强度 25%，同比下降 4 个百分点。根据公司财报披露，截至 2025 年末，公司待售面积 5654 万平，其中增量项目 925 万平，存量项目 4729 万平。根据我们对公司项目表的计算，公司所有项目可售建面减去累计已售建面部分为 5031 万平，其中一线城市占比 9%，二线城市占比 41%，三四线城市占比 50%。根据公司业绩会，2026 年全年公司计划完成房地产相关产业直接投资 1664 亿元，其中土地投资 850 亿元至 1000 亿元，和 2025 年相比或进一步提升。

公司通过存量焕新与调转换退等方式盘活资源，释放存量资产价值。公司通过完善教育交通等配套资源、定制交付、展示焕新等方式“老盘新做”，以相对低成本投入换来项目市场竞争力的有效提升，推动存量去化。2025 年共推动存量项目落实超千个焕新举措，全年公司存量及产成品项目合计贡献签约额 953 亿元。公司继续推进存量项目的“调转换退”，通过土地盘活、转经营、合作分货等方式多措并举推进资源盘活。2025 年公司累计盘活资源 181 亿元；推动存量物业转经营超过 135 万平，新增融资金额 79 亿元。

近两年公司开竣工面积明显缩量。2025 年公司新开工 703 万平，同比下降 44.9%，完成了计划的 87.9%（800 万平），计划完成度较 2024 年提升了 17.0 个百分点，竣工面积 2450 万平，同比下降 24.8%，完成了计划的 96.5%（2540 万平），计划完成度较 2024 年提升了 0.7 个百分点。2026 年公司计划新开工 676 万平，竣工 1542 万平，新开工、竣工与 2025 年实际完成值相比分别下降 4%、37%。

多元业务规模持续扩大，实现协同。1) 保利物业：保利物业持续扩大物业服务规模和提升服务品质。截至 2025 年末，保利物业合同管理面积 10.1 亿平，在管面积 8.6 亿平，同比分别增长 0.2、0.5 亿平；全年实现营收 171.3 亿元，同比增长 4.8%，归母净利润 15.5 亿元，同比增长 5.1%。市场化能力不断增强，2025 年新拓第三方项目单年合同金额约 29.3 亿元，保持行业第一梯队，有效保障公司业绩稳健增长，2025 年公司实现物业管理收入 131.5 亿元，同比增长 12.6%，其中来自第三方项目的物业管理收入达 58.6 亿元，同比增长 17.5%，占比提升至 44.6%。同时，公司坚持以核心 50 城、优质产业客户与核心优势业态为拓展重点，2025 年公司核心 50 城物业管理收入占比达到约 80%，其中 27 个城市物业管理收入均超过 1 亿元。2) 资产经营：截至 2025 年末，公司租赁住房、购物中心、酒店、写字楼等主要商业经营资产项目累计开业约 620 万平，公司实现资产经营收入 51.4 亿元；其中在管租赁住房规模超 7.1 万间，在营规模超过 3.5 万间，同比增长 59%；稳定期购物中心、写字楼、酒店出租率同比均提升 1 个百分点。同时，公司积极挖掘经营资产融资潜力，首次落地住房租赁购置贷款，并有序推进以广州保利中心、佛山保利水城时光汇项目为标的的商业不动产 REITs 申报发行工作，打通公司经营资产“投-融-管-退”闭环。

保利发展商业不动产 REITs 已申报至交易所。2026 年 1 月 27 日保利发展发布公告，拟以持有的商业不动产项目为底层资产，开展商业不动产 REITs 申报发行工作。华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金原始权益人为保利发展，预计募集规模为 20.93 亿元。在交易结构上，公司拟通过设立资产支持专项计划，发行商业不动产资产支持证券；再将项目公司股权转让至专项计划，再由商业不动产 REITs 全额认购相关资产支持证券。基金的底层资产为广州保利中心项目和佛山保利水城项目。其中，广州保利中心项目位于天河区珠江新城核心商务区，作为珠江新城的标杆写字楼项目，于 2010 年投入运营，总建面 7.94 万平，共计 41 层，整体出租于广州保利商业物业发展有限公司，出租率为 100%，资产估值为 11.04 亿元。佛山保利水城项目是金融 CBD 购物中心项目，于 2009 年正式运营，总建面 15.31 万平，共计 5 层，出租率为 88.60%，估值为 9.34 亿元。根据招募说明书，2026 年预计可供分配金额为 1.09 亿元，分派率为 5.21%。

投资建议与盈利预测：

公司作为央企龙头，销售规模连续三年稳居行业第一，土地储备结构不断优化，存量包袱逐步减轻。同时多元融资渠道畅通，经营性现金流持续净流入，整体现金流充裕，为公司未来稳健经营打下良好基础。公司强化股东回报机制，明确 25-27 年现金分红占归母净利润的比例均不低于 40%，强化长期回报预期。考虑到当前行业销售持续低迷，且根据年报最新情况，我们下调 2026-2027 年盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 2873 / 2633 / 2531 亿元，同比增速分别为 -7% / -8% / -4%；归母净利润分别为 16 / 22 / 28 亿元，同比增速分别为 56% / 34% / 28%；对应 EPS 分别为 0.13 / 0.18 / 0.23 元。当前股价对应的 PE 分别为 44X / 33X / 26X，对应 PB 分别为 0.4X / 0.4X / 0.4X。考虑到公司融资较为通畅、销售规模仍居行业第一、属于安全稳健的央企，我们仍然维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

销售与结算不及预期；房地产调控超预期收紧；融资收紧；多元业务发展不及预期。

【基础化工】万华化学—龙头穿越周期低谷，新材料板块加速放量

徐中良 余嫻嫻

公司 2025 年度，万华化学实现营业收入 2,032.35 亿元，同比增长 11.63%；实现归属于母公司股东的净利润 125.27 亿元，同比下降 3.88%；扣非归母净利润 121.44 亿元，同比下降 9.10%。单季度看，25Q4 实现归母净利润 33.70 亿元，环比+11.05%。2026 年一季度，公司营业收入 540.52 亿元，同比增长 25.50%，归母净利润 37.18 亿元，同比增长 20.62%。看好公司在聚氨酯行业的龙头地位，以及新材料平台型研发优势，维持买入评级。

支撑评级的要点

一季度业绩明显修复，财务指标稳健向好。2025 年公司销售毛利率为 13.61%，同比下滑 2.55 pct。管理变革初显成效，管理费用率和销售费用率分别为 1.38% 和 0.80%，同比分别 -0.28 pct / -0.09 pct。2025 年公司经营活动现金流净流入 331.05 亿元，同比增长 10.15%。2026 年一季度公司产品价格上涨，毛利增加，经营效益持续向好，加权平均净资产收益率为 3.38%，同比提升 0.19 pct，资产负债率为 64.32%，同比下降 1.83 pct。2025 年四季度以来，公司业绩稳步改善，未来有望持续提升。

聚氨酯板块竞争优势凸出，新材料板块销量快速增长。2025 年聚氨酯板块收入 750.58 亿元，同比下降 1.04%，毛利率逆势上升至 26.88%，同比+0.73pct。石化板块得益于乙烯二期及蓬莱产业园新产能贡献，收入 842.04 亿元，同比增长 16.11%，受行业低景气拖累，毛利率为 0.58%。新材料与精细化学品收入 331.89 亿元，同比增长 17.39%，销量同比增长 25.78%。

新产能稳步投放，新材料多点开花。2025 年，聚氨酯板块，福建 36 万吨 TDI 二期顺利达产，TDI 全球产能升至 147 万吨，聚氨酯行业龙头优势进一步巩固。石化板块，公司全面完成乙烯一期装置原料多元化改造，实现全乙烷进料。新材料板块，电池材料快速放量，磷酸铁锂、石墨负极等产品实现向主流电芯企业批量供应，VA 全产业链、MS 树脂、XLPE、薄荷醇等高端项目集中投产。公司平台化优势显现，产品矩阵不断丰富，产业链协同效应增强，长期发展动力强劲。

估值

公司作为全球化工龙头，穿越行业底部，依托一体化平台以及新材料产业链布局，有望享受“规模+结构+平台”三重成长红利，预计 2026-2028 年 EPS 分别为 5.68 元、5.95 元、6.84 元，当前股价对应 PE 为 15.4 倍、14.7 倍、12.8 倍，看好公司聚氨酯领域的综合竞争力，以及新材料领域的技术创新能力，维持买入评级。

评级面临的主要风险

新产能爬坡与投产进度不及预期，产品价格大幅下行风险，下游需求复苏不及预期，原材料价格波动与能源成本上行，海外拓展及供应链扰动风险、全球贸易摩擦扩大的风险。

【计算机】税友股份—业绩稳步增长，税务智能体构建垂直场景护城河

郑静文

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营收 20.54 亿元，同增 5.6%；归母净利 1.36 亿元，同增 21.0%；扣非归母净利 0.89 亿元，同增 8.0%。公司在税务智能体开发领域成果显著，有望打造垂直场景下 AI 应用护城河。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

2026Q1 业绩稳步提升，盈利能力增强。2025Q4 公司营收 6.28 亿元，同减 5.2%；归母净利 0.26 亿元，同增 869.0%；2026Q1 公司营收 4.88 亿元，同增 8.7%；归母净利 0.31 亿元，同增 26.4%。盈利能力方面，2025 年公司毛利率 57.30%，同增 2.09pct；归母净利率 6.63%，同增 0.84pct。2026Q1 毛利率 60.35%，同减 0.57pct；归母净利率 6.41%，同增 0.90pct。2025 年及 2026Q1 公司归母净利率同比均有提升。费用控制能力方面，2025 年公司销售/管理/研发费用率分别为 18.75%/12.30%/22.48%，同比分别变动+2.57/+1.06/-2.19pct。经营现金流方面，2025 年公司经营净现金流为 2.51 亿元，同减 8.3%。

数智财税业务用户数提升，回款同比增长 60%。公司盈利指标改善主要系 2025 年 AI 驱动公司数智财税业务收入结构向高价值服务升级，生态化平台商业模式创新提供新的增长动力；数字政务业务经营策略从“规模导向”转向“战略与效益导向”，聚焦高价值项目、强化全流程闭环管理所致。分业务来看，2025 年公司数智财税业务收入 13.20 亿元，同增 12.2%，毛利率 69.34%，同减 2.71pct；数字政务业务收入 7.30 亿元，同减 4.3%，毛利率 36.31%，同增 7.19pct。数智财税业务领域，企业加速财税数字化转型，带动亿企赢平台用户数实现跨越式增长。截至 2025 年末，平台活跃企业用户 1180 万户，同增 10%；平台付费企业用户 815 万户，同增 15%；生态机构伙伴 5.2 万户，同增 19%。2025 年亿企赢平台 AI 产品及业务实现回款 4.21 亿元，占数智财税业务 2025 年度回款的 28%，同增 60%。此外，公司还以大型集团企业员工薪资个税社保集中管理、财税统筹管理等需求为切入点，打造了“亿企薪福”、“亿企兆睿”等涉税及非税 SaaS 平台。数字政务领域，公司深耕 20 余年，2025 年自觉承担金税四期项目攻坚任务，收获了税费治理关键项目数字化建设、数据价值服务开拓、数字政务大模型应用及信创化建设等成果。

公司在税务智能体开发领域成果显著。通过打造“犀友”人工智能平台，围绕垂域模型建设和智能体应用两方面持续升级，构建垂直场景人工智能应用的护城河，目前已全面覆盖不同层级税务局及政府机关的大部分办公类应用场景。一方面，公司构建垂直领域的“Harness”持续对“犀友”人工智能平台底层的财税垂域大模型进行迭代升级，在通用大模型基础上赋予高质量财税实务及行业认知知识，减少大模型幻觉，并快速迭代更新。另一方面，“犀友”智能体融合了多模态 AI 与传统小模型技术，使得智能体在垂直领域的能力更强、场景适应性更优。目前，公司财税垂域大模型已经积累大量高精度的财税专业知识图谱，能够有力支撑数智财税专家咨询业务；智能体支持自动化申报、智能合规审查等 20 余项功能，全面推动税务流程智能化。

估值

2025 年公司业绩稳步增长，考虑到公司选择性收缩数字政务业务，我们对应调整盈利预测。预计 2026-2028 年公司营收 24.7/29.1/33.4 亿元，归母净利 2.0/2.5/2.8 亿元，EPS0.48/0.60/0.70 元，PE124.2/99.0/85.9 倍。考虑到公司是在财税领域积累深厚，数据资源丰富，聚焦高价值项目有望进一步提升公司盈利能力，且公司“犀友”人工智能平台有望构建垂直场景下人工智能应用的护城河，因此维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

用户增长不及预期，费用管控不及预期，AI 技术赋能不及预期。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

苏雪儿 S1300526030001 xueer.su@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

轻工纺服研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余媛媛 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com

赵泰 S1300525100001 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

农林牧渔研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

茅珈恺 S1300525110002 jiakai.mao@bocichina.com

周世辉 S1300525080001 shihui.zhou@bocichina.com

通信研究团队

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

有色金属研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：(8621) 68604866
传真：(8621) 58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：(852) 21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
传真：(852) 21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：(8610) 83262000
传真：(8610) 83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：(4420) 36518888
传真：(4420) 36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话：(1) 2122590888
传真：(1) 2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼 (049908)
电话：(65) 66926829/65345587
传真：(65) 65343996/65323371