

软件 & IT 服务

财税数字化软件：合规效率双赢，云端渗透加速

中国财税数字化行业增长呈现政企双端驱动态势，政府端以金税工程为主线，企业端则受制造业与服务业数字化催生新业态影响。弗若斯特沙利文预计金税工程四期落地将推动约 30 万大中型企业接入税务局直连系统，推动行业规模持续扩张。根据弗若斯特沙利文报告，财税相关交易数字化市场规模预计将由 2019 年的 51 亿元增至 2028 年的 343 亿元，其中 2023-28E CAGR 为 36.5%，相较 2019-23 年的 9.2% 显著提升，主因金税四期改革加速全面落地带来的市场机遇。伴随金税工程四期落地提升对服务商能力要求，头部厂商如金蝶（268 HK，买入）、百望股份（6657 HK，未评级）等或有望进一步提升市场份额。百望股份作为中国财税数字化行业龙头，依托百望云平台提供财税数字化解决方案及数据驱动的分析服务。公司截至 2023 年底已处理约 143 亿份凭证覆盖 1.02 亿家企业，丰富数据资产构筑其核心壁垒，并为 AI 智能体构建夯实基础。2025 年公司聚焦 AI 战略转型，推出金融业务、交易管理、经营决策三大智能体产品矩阵，AI 时代下或可持续期待公司未来发展成果。

- **中国财税数字化行业呈现政企双端驱动态势。** 政府端以四阶段金税工程为主线推进税务信息化，新技术应用、税收征管改革及税务服务优化构成核心驱动力，推动税务系统向集成化、云化、智能化跃迁；企业端受制造业与服务业数字化催生的新业态影响，全环节数据量爆发式增长，传统财务软件难以应对数据资产利用需求，对财税服务厂商提出新挑战。
- **行业规模持续扩张，云端渗透持续加速。** 弗若斯特沙利文预计金税四期落地推动 30 万大中型企业接入税务局直连系统，加速市场扩容。根据弗若斯特沙利文报告，中国财税相关交易数字化市场规模由 2019 年的 51 亿元增至 2023 年的 72 亿元（2019-23 CAGR: 9.2%），预计 2028 年达 343 亿元（2023-28E CAGR: 36.5%），增速明显提升主因**金税四期改革加速全面落地带来的市场机遇**。根据弗若斯特沙利文报告，云端市场占比从 2019 年的 27.5% 升至 2023 年的 43.0%，预计 2028 年达 64.0%。当前市场竞争格局相对分散，伴随金税工程四期落地将提高对服务商一站式服务能力、专业壁垒及监管协同能力要求，我们认为具备上述能力且在云端领先布局的中国头部企业如金蝶、百望股份等或有望进一步提升市场份额。此外，我们认为百望股份的产品前瞻性在其 AI 转型中有望得到释放，其 AI 智能体的战略布局处于相较行业更为领先的水平。
- **财税数字化龙头依靠数据积淀持续推进 AI 战略转型。** 百望股份专注于通过百望云平台提供财税数字化解决方案及数据驱动的分析服务，核心能力在于交易凭证全生命周期管理及基于海量数据的大数据分析，以大数据、人工智能构建高可信超级数据智能系统。截至 2023 年底，公司处理约 143 亿份交易凭证，涵盖约 1.02 亿家企业，2024 年公司云化财税数字化解决方案所服务的纳税人识别号数量达 8,570 万（同比增长 81.2%），丰富数据资产构筑其核心壁垒，并为 AI 智能体构建夯实基础。2025 年，百望股份聚焦 AI 战略转型，推动 AI 与数据智能及业财税数字化场景融合，推出金融业务、交易管理、经营决策三大智能体产品矩阵，依托海量结构化票据数据优势，在多领域验证效能并签约头部客户。同时，公司联合零一万物、沐曦、香港科技大学等构建技术联盟深化生态协同，有望提升客单价并拓展收入来源。

优于大市
(维持)

中国软件 & IT 服务行业

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

马泽慧
(852) 3761 8838
joannama@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

目录

中国财税数字化市场：合规效率双赢，云端渗透加速.....	3
中国财税数字化行业：金税工程下的政企双端驱动增长.....	3
中国财税数字化市场扩容，云端渗透率加速提升.....	5
市场竞争分散，头部企业集中度有望提升.....	5
百望股份：财税数字化龙头构建数据智能生态	6
公司主营业务.....	6
云及本地化部署的财税数字化解决方案.....	7
数据驱动的分析服务.....	8
公司核心数据资产.....	8
公司财务数据.....	9
持续推进 AI 战略转型，构建三大场景化智能体.....	10
财税数字化行业可比公司估值	13

中国财税数字化市场：合规效率双赢，云端渗透加速

中国财税数字化行业：金税工程下的政企双端驱动增长

财税相关交易数字化解决方案是企业数字化解决方案的关键分支，其核心价值在于赋能企业基于发票、单据等数字化凭证实现高效、合规的财税管理，从而提升业务流程的自动化与数字化水平，优化商业决策能力。

在国家全面推动数字化改革的背景下，政企纷纷推进数字化技术运用，赋能生产与治理方式。于政府而言，财税数字化在于实现“以数治税”的中长期目标，推动“以票管税”，强化跨部门信息共享与协作，提升企业服务效能。而对企业而言，数字化转型是指用信息技术重塑企业，用科技为企业赋能，财税数字化聚焦推动企业财务规范化自动化与税务合规高效。

图 1: 财税数字化概念解读



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场

政府端来看，在国家全面数字化改革战略下，中国政府以四阶段金税工程为主线推进税务信息化，于 2021 年推出的第四期（电子发票改革）标志着国家税务局从“以票控税”向“以数控税”过渡。新技术的应用，税制、税收征管的改革以及税务服务的优化升级是推动税务信息化的三个主要驱动力：

- 新技术的应用：从 90 年代计算机普及到 2010 年后云计算、大数据、AI 等技术成熟，推动税务系统从单模块向高度集成化、云化、智能化的税务大平台跃迁，实现弹性、安全性与算力质的飞跃。
- 税收征管改革：1994 年税制改革确立增值税核心地位，系统建设从打击增值税发票犯罪起步，逐步实现多税种数据集中管理、统计分析，并深化至风险识别、信用评价等全方位监管。
- 税务服务的优化升级：伴随税收领域“放管服”改革深化与服务型政府建设，税务系统更多聚焦纳税人痛点，持续提升系统功能、精简流程，优化税收营商环境。

图 2: 中国政府税务信息化改革金税工程四期重点



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场

图 3: 财税信息化改革主要政策

生效日期	颁布主体	政策名称	政策性质
2020.03	工信部	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	鼓励性政策
2021.03	国务院	《关于进一步深化税收征管改革的意见》	指导性政策
2021.12	财政部	《会计信息化发展规划（2021-2025 年）》	规范类政策
2021	国家税务局	《关于开展全面数字化的电子受票试点工作》	指导性政策
2023.11	财政部	《关于新时代加强和改进代理记账工作的意见》	鼓励性政策

资料来源：政府官网，招银国际环球市场

财税信息化改革发展有望持续推动财税相关交易数字化解决方案市场加速增长。 财税数字化服务商通过增值税发票软件，助力企业管理采购、结算、开票、应收/应付账款及报税等核心交易环节。中国企业目前正从金税工程的第三期过渡至第四期。弗若斯特沙利文预计，自 2024 年下半年起，将有约 30 万家大中型企业逐步接入税务局电子发票服务平台直连系统，80 万大中型企业接入基于网络的系统。对于接入直连系统的企业，除少数自建外，多数选择与服务商提供的直通引擎（本地或云端部署）对接。对于接入网络系统的企业，除手动登录外，也可选用服务商云端部署的网络连接引擎解决方案，而对不需要大规模开具电子发票的广大微小企业而言，服务商可为其提供免费基础解决方案，通过免费功能如自动填抬头支持其开具数字发票。

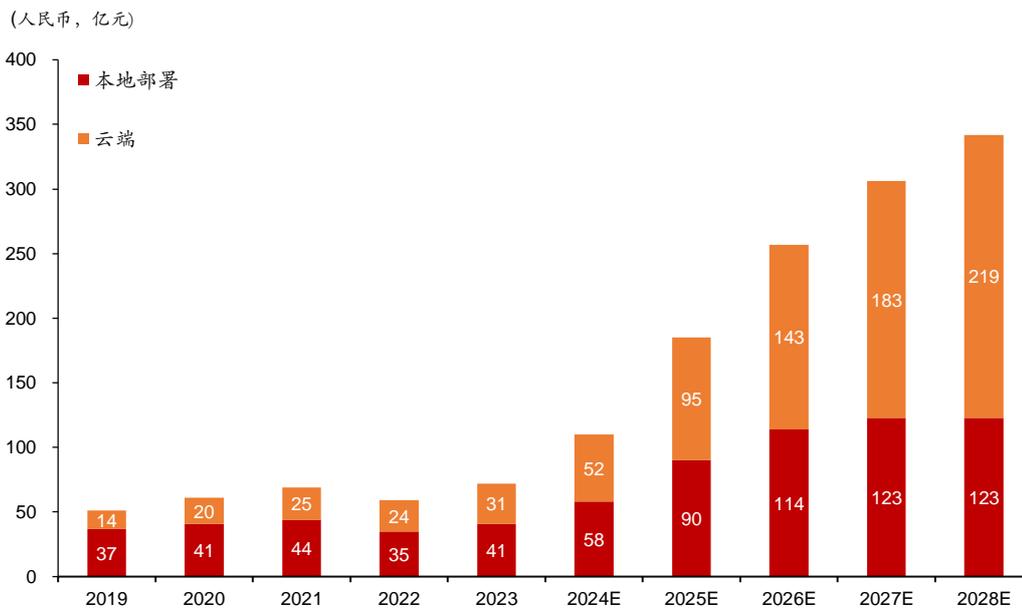
企业端来看，制造业数字化和服务业数字化催生新业态的出现，对于财税服务厂商基于新业态重构推出更贴合的产品提出新要求。制造业数字化（工业互联网深化设备、生产、供应链管理）与服务业数字化（零售、餐饮等多领域线上线下融合）催生新业态，企业研发、生产、经营等全环节数据量爆发式增长，数据资产的概念逐渐形成。传统财务软件难以应对海量数据价值挖掘，如何助力有效利用数据资产成为新业态下财税服务厂商核心挑战。

中国财税数字化市场扩容，云端渗透率加速提升

在政策合规需求与经营效率提升双端驱动下，叠加技术发展，中国财税相关交易数字化市场持续扩张。根据弗若斯特沙利文报告，整体中国财税相关交易数字化市场的规模按收入计由 2019 年的 51 亿元人民币增加至 2023 年的 72 亿元人民币，2019-23 年 CAGR 为 9.2%，并预期于 2028 年增长至 343 亿元，对应 23-28E CAGR 大幅提升至 36.5%，增长加速主因 2024 年开始金税工程第四期改革全面落地。根据弗若斯特沙利文报告，金税四期落地将推动约 30 万大中型企业接入税务局直连系统，带动行业规模加速扩张。

中国财税相关交易数字化解决方案包括云端和本地部署解决方案，其中云端渗透率持续提升。根据弗若斯特沙利文报告，中国云端财税相关交易数字化市场的规模按收入计由 2019 年的 14 亿元人民币增长至 2023 年的 31 亿元人民币，复合年增长率为 22.1%，预期于 2028 年增至 219 亿元人民币，23-28 年复合增长率为 47.8%。同时按收入计，中国的云端财税相关交易数字化市场在整体财税相关交易数字化市场的比例由 2019 年的 27.5% 升至 2023 年的 43.0%，受市场对运营效率的需求增加以及市场对云化解决方案的接受程度增加推动，预期云端市场占比将于 2028 年达到 64.0%。

图 4:中国财税相关交易数字化市场（按收入计），2019-2028E



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

市场竞争分散，头部企业集中度有望提升

中国财税相关交易数字化市场竞争格局相对分散，根据弗若斯特沙利文报告，前五大市场参与者按收入计于 2023 年占总市场份额的 21.4%，服务于中小微企业的市场竞争相对较为激烈。伴随金税工程四期自 2024 年起开始全面落地，市场对服务商的一站式服务能力、专业壁垒及监管协同能力要求显著提高，我们认为具备上述能力且在云端具备领先布局，具备较高产品需求覆盖度以及前瞻性的中国头部企业如金蝶、百望股份等有望进一步提升市场份额，行业集中度预计将持续提升。

此外，我们认为百望股份的产品前瞻性在其 AI 转型中有望得到释放，其 AI 智能体的战略布局处于行业较为领先水平。行业内的企业虽然基本均已开始布局 AI+ 财税，但较多聚焦

于财税流程的数字化与自动化，集中在如智能记账、发票验真等基础场景，核心能力仍依赖传统 ERP 系统的功能延伸，而百望股份基于 2,800 万企业（含 2,600 余家大型集团）的结构化交易数据沉淀，通过训练垂直行业智能体，将发票、单据等凭证数据从合规载体转化为决策资产，辅助企业进行多项决策。该逻辑较好契合金税工程四期“以数治税”理念，帮助企业实现业财税数据联动、风险前置预警及经营动态优化。

图 5:中国财税数字化厂商矩阵



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场

百望股份：财税数字化龙头构建数据智能生态

百望股份成立于 2015 年，是一家领先的企业数字化解决方案提供商，专注于通过公司的百望云平台提供 SaaS 财税数字化解决方案及数据驱动的分析服务。其核心能力在于对发票、收据、单据等各类交易凭证的全生命周期管理——这些凭证作为企业关键业务交易的数字化载体，为业务追溯与分析提供基础；依托海量交易数据沉淀与大数据分析能力，公司助力金融服务提供商及其他企业客户实现业务决策的自动化与数字化升级。从技术基底看，公司以大数据、人工智能为核心技术支柱，构建起高可信的超级数据智能（Data Intelligence）系统，推动将数字生产力深度渗透至企业运营与社会生活场景。

公司主营业务

百望股份聚焦两大核心板块：1) 在云及本地部署应用的财税数字化解决方案，覆盖票据合规管理、财税管理及供应链协同等场景；和 2) 数据驱动的分析服务，包括数字精准营销及风险管理服务，并通过百望云平台作为核心载体，该平台为集数字证书、数字签名、开放固定版式文档（OFD）、大数据分析、AI 及区块链于一体的技术整合商业平台，为一系列行业垂直领域的客户提供模块化的解决方案。

图 6:技术整合商业平台：百望云平台



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 1. 云及本地化部署的财税数字化解决方案

公司的财税数字化解决方案主要通过云及本地化部署两种方式提供。通过移动设备或门户网站可以随时存取并为客户提供其云化解决方案，其收入主要来自向客户收取年度订阅费或以使用为基础的费用，2022-2024 年来自云化财税数字化解决方案的收入占总收入的比分别为 30.1%/30.8%/31.7%；而本地部署解决方案则通过公司的专有软件产品与自主开发程序提供，因此收入主要来自向客户收取软件许可费、实施费、年度维护费以及硬件设备费，2022-2024 年来自本地化部署的财税数字化解决方案的收入占总收入的比分别为 17.8%/19.4%/22.0%

1.1 票据合规管理解决方案

百望云提供的票据合规管理解决方案使企业客户能够将税务发票管理的全周期（从开具、流通、分析到归档）数字化，协助企业提升运营效率、节约成本及合规。票据合规管理解决方案可让客户透过统一渠道，以集中、自动化的方式地开具、交付及管理税务票据，具有自动化税务票据处理功能及税务票据合规控制功能，使客户可以方便管理税务票据开活动并提高发票及税法的合规性。

1.2 财税管理解决方案

百望云提供的财税管理解决方案简化、数字化及自动化企业支出及税务管理流程，包括税务发票收集、验证及认证、费用管理、电子会计归档及税务申报，使企业能够更有效控制支出，实现节省成本，优化税务管理并提高管理效率。

1.3 供应链协同解决方案

百望云提供的供应链协同解决方案使企业能够与其供应链业务伙伴对接，实现账户付款管理流程自动化及简化交易各方之间的结算协同。

■ 2. 数据驱动的分析服务

2.1 数字精准营销服务

公司的数字精准营销服务让符合条件的潜在用户与合适的金融产品连接起来，使金融服务提供商能有效识别、接触及获取金融产品用户。在提供数字精准营销服务时，公司委聘营销代理识别潜在产品用户，并协助潜在用户在公司的平台上注册及填写金融产品申请。该部分收入主要来自公司向营销代理推荐的用户促成的金融产品销售向金融服务提供商收取费用。2022-2024 年来自数字精准营销服务的收入占总收入的比分别为 32.4%/29.5%/22.1%。

2.2 风险管理服务

公司的风险管理服务主要包括企业经营报告服务、用户分析服务、风险分析服务及采购优化服务。企业经营报告服务使金融服务提供商能全面深入了解相关企业的数字交易凭证内反映的营运表现及财务状况。用户分析服务通过交易数据分析识别金融产品的潜在用户，促使金融服务提供商获取用户。风险分析服务为金融服务提供商设计和配置风险管理系统，能优化风险控制策略，提高其独立监控、侦测及管理风险的能力。公司一般就该服务收取年度订阅费、使用费及以项目为基础的费用。2022-2024 年来自风险管理服务的收入占总收入比分别为 17.7%/20.0%/24.1%。我们认为该服务作为公司丰富数据资产的有效利用，属于大型金融机构的刚性需求且具备较高毛利空间，其收入占比的提高有助于提升公司整体毛利率及维持商业银行、保险公司等 KA 大客户粘性。

公司核心数据资产

公司的财税数字化解决方案与分析服务涉及到各种准确反映关键业务活动的交易凭证的处理。凭借其 AI 及大数据能力，公司有对内部业务运营及企业间交易产生差异化及丰富的数据洞察。公司数据资产伴随客户数量及参与度的增加而持续增长，从而不断扩展及升级解决方案与产品。

2024 年，公司云化财税数字化解决方案所服务的纳税人识别号数量达到 8,570 万，同比增长 81.2%；云化解决方案开具的增值税发票数量 206.8 亿张，同比增长 45.0%；云化解决方案开具的增值税发票交易总额为 953.5 万亿元，同比增长 49.4%；本地化部署的财税数字化解决方案的客户数 2,664 个，同比增长 29.9%；云化财税数字化解决方案的非付费用户数达到 2,840 万家，同比增长 18.8%。同时，截至 2023 年底，公司已处理约 143 亿份交易凭证，涵盖约 1.02 亿家企业的业务活动，包括约 9,020 万家买方企业及约 3,370 万家卖方企业。我们认为，公司在长期运营中沉淀的数据资产夯实其竞争壁垒，这一资产在强化服务粘性、拓展商业化场景及推动 AI 智能体应用落地中具备重要价值。

图 7:数据资产构建核心壁垒

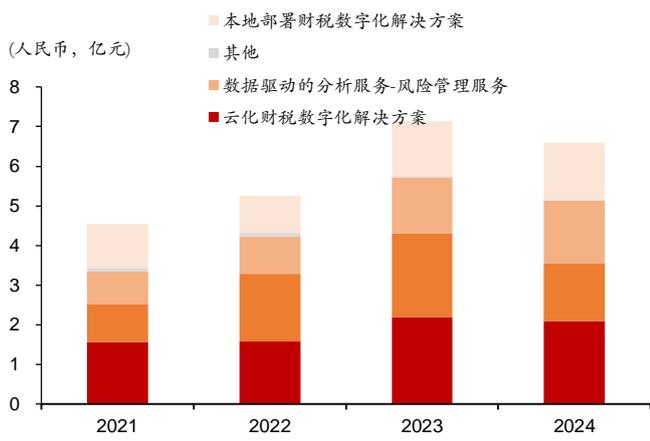
	2024	2023	2024 年增长率
云化财税数字化解决方案所服务的纳税人识别号数量 (百万)	85.7	47.3	81.2%
云化解决方案开具的增值税发票数量 (亿张)	206.8	142.6	45.0%
云化解决方案开具的增值税发票交易总额 (万亿元)	953.5	638.4	49.4%
本地化部署的财税数字化解决方案的客户数量 (个)	2,664.0	2,051.0	29.9%
云化财税数字化解决方案的非付费用户数量 (百万)	28.4	23.9	18.8%

资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

公司财务数据

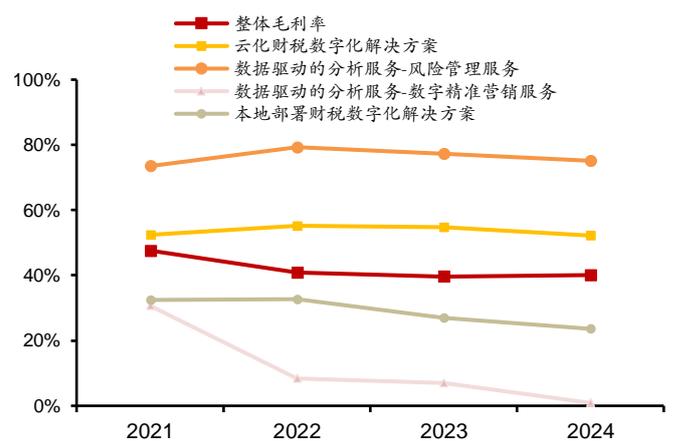
2024 年百望股份实现总营收 6.59 亿元人民币, 同比下降 8%。分业务来看: 1) 云化财税数字化解决方案实现收入 2.09 亿元, 同比下降 4.8%, 占总收入的 31.7%, 收入下降主因市场竞争加剧导致云化财税数字化解决方案中的电商平台类发票服务的市场平均价格下降; 2) 本地部署财税数字化解决方案 1.45 亿元, 同比增长 5%, 占总收入的 22.0%; 3) 数据驱动的分析服务 3.05 亿元, 同比下降 13.5%, 占总收入的 46.2%, 其中数字精准营销服务收入 1.46 亿元, 同比下降 30.7%, 下降主因公司优化营销的金融产品组合, 策略性减少低利润金融产品营销力度主动增加高毛利风险管理服务的收入占比 (数字精准营销服务 2024 年毛利率仅 0.9%, 风险管理服务 2024 年毛利率达约 75.1%), 2024 年风险管理服务收入占整体收入比提升 4.2 个百分点至 24.1%。2024 年整体毛利率小幅提升至 40%, 公司策略性收缩低毛利的精准营销服务, 我们认为长期将有助于提升整体毛利水平与公司盈利能力。

图 8: 百望股份: 营收结构优化



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 9: 百望股份: 风险管理服务毛利率显著高于其他板块

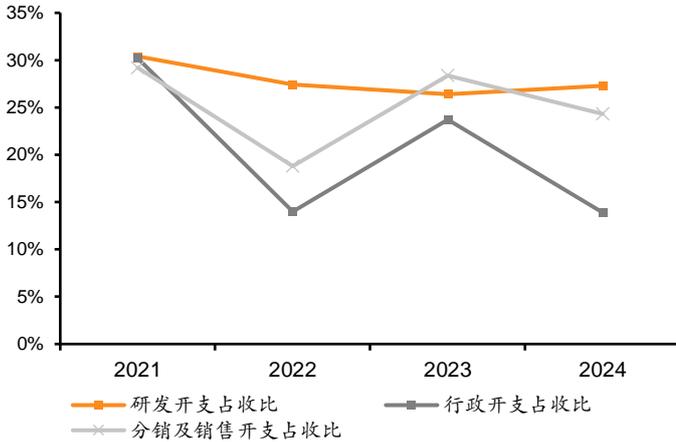


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

2024 年公司在成本管控及运营效率提升方面取得较大成效。2024 年公司研发、销售和行政费用率分别为 27.29%、24.30%和 13.92%, 其中销售费用率和行政费用率同比分别下降 4.15 个百分点及 9.79 个百分点, 销售费用率改善主因公司积极调整营销的金融产品组合带来的分销及销售费用优化, 行政费用率改善主要来自行政职能人员优化。

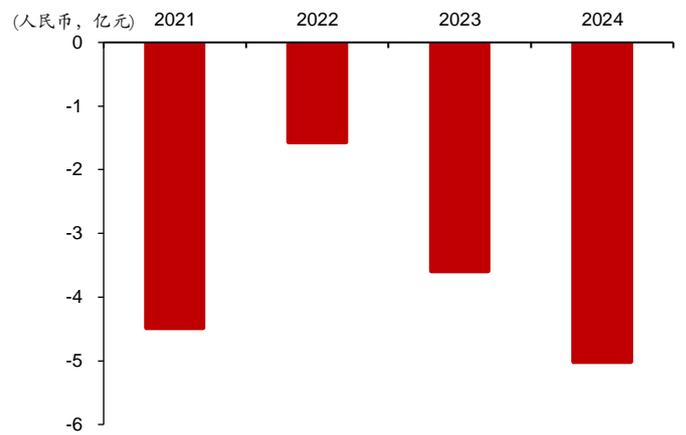
2024 公司录得净亏损 5.01 亿元人民币。经调整后净亏损为 1.16 亿元人民币。亏损有所扩大主要受到公司香港首次公开发售的影响，此外公司在 2024 年参与了多个国家级战略项目，并投入研发资源支持国家数据局建设和运营国家公共数据资源登记平台，这些项目和平台都处于投入期，导致了短期内的亏损，以及持续战略转型加大在 AI 领域的投入。

图 10: 百望股份：24 年费用管控成效显著



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 11: 百望股份：亏损扩大主因战略性投入



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

持续推进 AI 战略转型，构建三大场景化智能体

2025 年，百望股份聚焦战略转型与持续创新，驱动 AI 技术在数据智能 (Data Intelligence) 场景及业财税数字化转型场景的深度融合与落地。通过引入 AI 全栈工具链，对内实现产研效率与自动化部署能力提升降低交付成本，对外结合现有客户的实际应用场景，持续孵化数据智能体产品，将数据资产转化为实际的数字生产力。其数据智能产品本质是通过结构化交易数据 (覆盖超 2,800 万企业，包括 2,600 余家大型集团) 训练垂直行业智能体，解决 AI 落地“最后一公里”难题。我们认为，百望股份凭借财税交易数据的天然结构化优势，在供应链风控、企业合规等场景具备先发优势。

图 12: 百望股份：全面拥抱数据智能，以智能体重构数字生产力



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

据公司年报，百望股份推出的智能体并非通用技术堆砌，而选择深耕业务场景，当前已形成金融业务智能体、交易管理智能体以及经营决策智能体三大产品矩阵。其首批智能体SKU在5月12日完成上架，共上架3个子产线、8个SPU、36个SKU。我们认为，公司的数据稀缺性与场景相结合形成其差异化竞争壁垒，其丰富票据数据具备强真实性、实时性与结构化特征，为AI训练提供燃料。公司智能体矩阵已在金融、零售、制造等多领域验证效能，上线短时间内已与多个行业头部客户完成签约，其模块化的输出形式降低了客户的采纳门槛，未来有望不断带动公司产品服务客单价提升，并以新的数据智能产品不断拓展收入来源。

图 13:百望股份：三大场景智能体构建



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

公司在AI领域持续推动生态协同布局形成技术联盟：公司与零一万物共研金融风控与营销智能体，携手国产高性能GPU芯片企业沐曦与云网融合数字化服务提供商汇天网络联合推进“数据智能”、“算力基础设施”、“AI云网平台”方面的融合创新，同时联合香港科技大学在金融智能体、宏观经济研究、实物资产证券化等领域展开深度合作，推动前沿技术与实际场景的深度融合。

图 14: 百望股份与零一万物达成合作



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 15: 百望股份与香港科技大学达成合作



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

财税数字化解决方案行业可比公司估值

对于目前处于高速发展期且尚未实现盈利的软件企业，市场较为普遍的采取 PS、EV/Sales、EV/FCF 等方法进行估值。对于财税数字化解决方案这个细分子行业，市场可接受的估值方法较为类似。我们分别选取了中国市场的金蝶及税友及海外市场的 SAP、Oracle 等财税数字化软件行业头部企业来观测财税数字化行业可比公司的目前交易估值情况。我们同时选取了中国市场的迈富时及海外市场的 Salesforce、ServiceNow 等 AI 相关软件公司来观测 AI 与软件相结合的公司目前的市场估值水平。从我们选取的认为较为可作为可比公司的平均估值来看，财税数字化软件行业的 2025/2026E PS 分别为 6.9x/5.3x，而 AI 相关智能体行业的 2025/2026E PS 分别为 6.3x/5.3x。

图 16: 财税数字化解决方案行业可比公司估值

公司	股票代码	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PS(x)			
				2023	2024	2025E	2026E
财税数字化软件							
中国							
百望	6657 HK EQUITY	18.8	541	5.9	4.6	3.8	3.3
金蝶	268 HK Equity	15.3	6,909	8.6	7.7	7.0	5.2
税友	603171 CH Equity	39.0	2,215	8.2	7.9	6.8	4.6
海外							
SAP	SAP US Equity	300.9	369,595	11.0	10.5	8.5	6.6
Oracle	ORCL US Equity	230.6	647,605	13.0	12.2	11.3	8.1
平均				9.3	8.6	7.5	5.6
AI 智能体							
中国							
迈富时	2556 HK EQUITY	48.0	1,567	7.2	4.8	3.7	3.0
海外							
Salesforce	CRM US EQUITY	258.1	246,715	7.1	6.5	6.0	5.5
ServiceNow	NOW US EQUITY	938.8	194,327	17.7	14.9	12.6	10.6
平均				10.7	8.7	7.4	6.4

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 07 月 12 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。

2025 年 7 月 16 日