

**芒果超媒（300413 CH）深度：
优质内容持续输出，二季度业绩拐点可期**
**Mango Excellent Media: Continuous Output of High-quality
Content, and the Inflection Point of Performance in 2Q is Expected**

毛云聪 Yuncong Mao, yc.mao@htisec.com

Xiaoyue Hu, xy.hu@htisec.com

2022年5月19日

1. 公司简介：独特国企互联网基因，优质内容驱动平台发展
2. 公司财务分析：营收及利润增速稳健，内容投入产出效率高
3. 内容产品复盘：综N代输出稳定，剧集建设加速，季风剧场有望带动用户破圈
4. 变现能力思考：广告市场有望保持稳健增长，会员开启提价通道，小芒电商、剧本杀塑造第二成长曲线
5. 盈利预测与估值分析
6. 风险提示

1.1 独特国企互联网基因，以内容为驱动实现差异化发展

- 背靠湖南台，拥有独特国企互联网基因。芒果TV创立于2014年，是湖南台旗下的新媒体平台，2018年芒果TV通过重组的方式注入上市公司快乐购，并更名为芒果超媒。
- 精品独播+优质内容自制，实现小而美的自循环。国内长视频行业竞争激烈，爱奇艺、优酷、腾讯视频（后文统称：爱优腾）三大头部平台投入大量资源获取内容和用户，芒果超媒作为国有互联网公司，资金实力有限，但公司却在台网融合大背景下，以精品独播+优质内容自制为驱动，走出了差异化发展道路。

图 芒果超媒台网融合业务模式

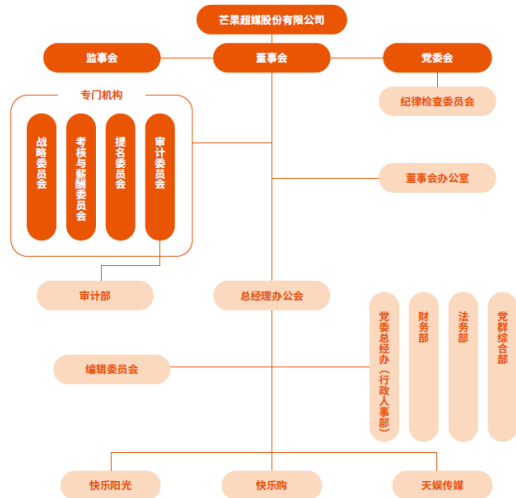


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

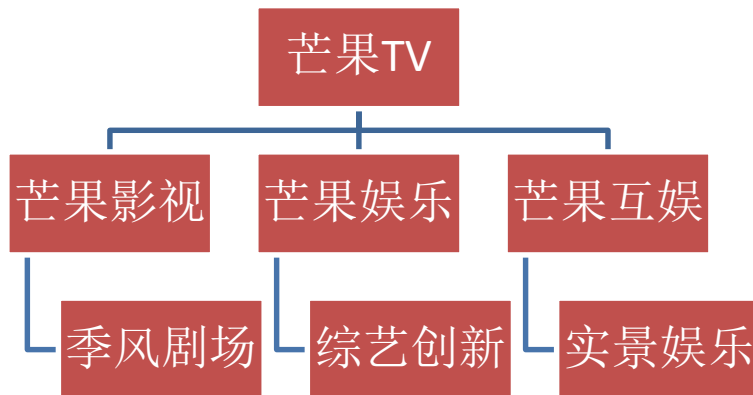
1.2 组织架构调整，聚焦内容主业，加强内部协同

➤ 目前芒果超媒一级子公司包括芒果TV、天娱传媒和快乐购三家。2021年公司协议转让原有子公司湖南快乐通宝小额贷款有限公司100%股权，并将芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱三家子公司调整为芒果TV的子公司，分别聚焦季风剧场自制、综艺内容创新和实景娱乐运营，我们认为本次调整更有利于公司聚焦核心内容主业，增强自制内容创新及衍生品开发能力，加强内部协同。

图：公司组织架构图



图：公司业务架构调整后分工情况

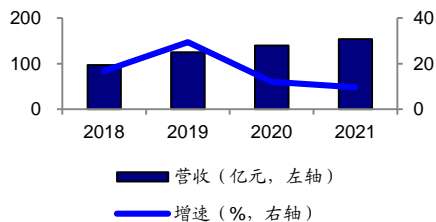


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

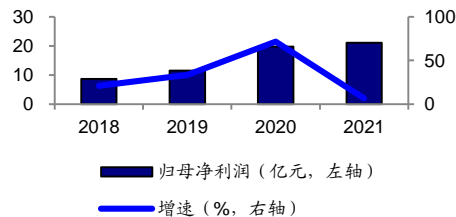
2.1 营收和利润稳健增长，核心主业芒果TV为增长主要驱动

► 2018-2021年，公司营收和利润一直保持稳健增长，2021年公司实现营业总收入153.56亿元，同比增长9.64%；归属于上市公司股东的净利润21.14亿元，同比增长6.66%，近4年营收和利润的复合增速分别为17%和35%。2021年公司核心主业芒果TV互联网视频业务（广告+会员+运营商业务）实现营业收入112.61亿元，同比增长24.29%，实现毛利49.11亿元，同比增长33.2%。

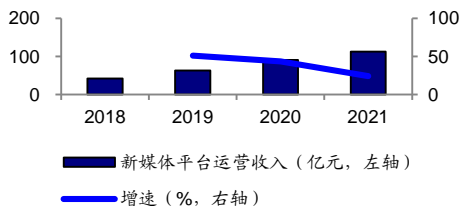
图：2018-2021年芒果超媒营收及增速



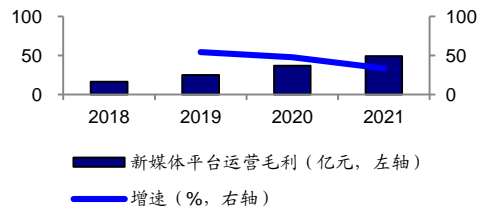
图：2018-2021年芒果超媒利润及增速



图：2018-2021年公司互联网视频业务收入及增速



图：2018-2021年公司互联网视频业务毛利及增速

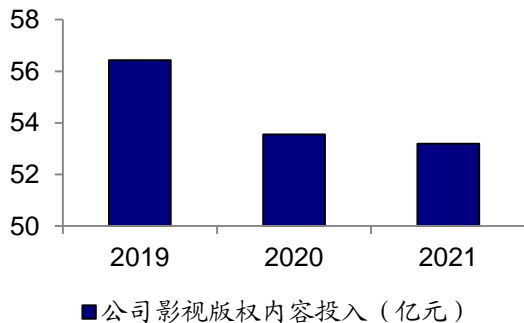


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

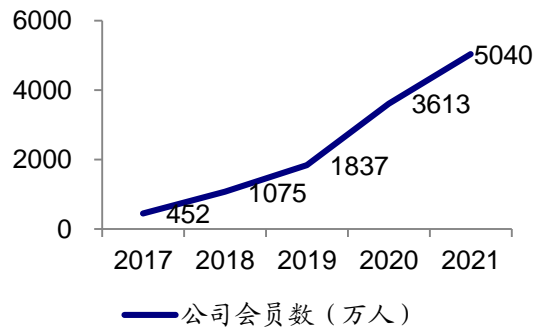
2.2 会员业务：会员数维持高增长，内容产出效率不断提升

我们认为在长视频赛道，优质的内容是获取用户付费及广告招商的核心，公司在综艺和剧集内容自制能力较强，近年来通过持续的版权资源投入，不断打造业内爆款，2019-2021年，公司内容投入分别为56.43亿元、53.55亿元和53.19亿元（选用当年无形资产中影视版权增加金额），内容投入金额保持相对稳定，但会员数却从2018年年底的1075万提升至2021年年底的5040万，内容产出效率得以不断提升。

图：2018-2021年芒果超媒内容投入金额



图：2017-2021年芒果超媒付费会员数

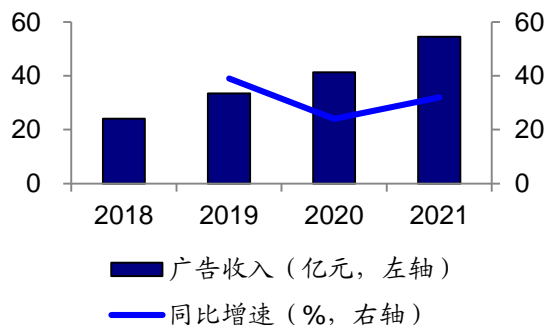


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

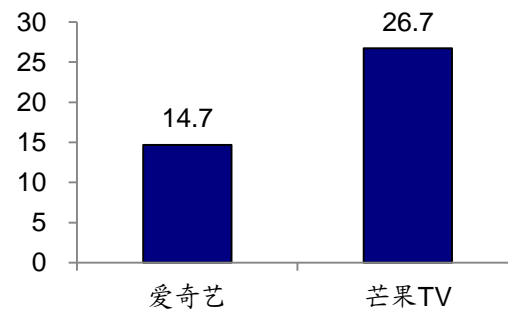
2.3 广告：植入性广告为主，广告变现效率较高

- 广告是平台变现的主要来源。2021年，芒果TV平台实现收入112.61亿元，其中会员收入36.88亿元（+13.3%），广告收入54.53亿元（+31.75%），多年来广告仍是平台变现的最主要来源。
- 植入性广告为主，广告变现效率高。不同于短视频的效果类广告，芒果作为内容公司，其广告收入主要来自综艺冠名等植入性广告，品牌曝光效果好且不影响用户体验，2021年芒果单MAU广告价值为26.7元，变现效率远高于同行业的爱奇艺视频。

图：2018-2021年公司广告业务营收及增速



图：2021年芒果超媒、爱奇艺单MAU广告收入对比（元）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.4 运营商：运营商业业务增速稳健，和中移动合作升级

- ▶ 2021年公司运营商业业务实现营收21.2亿元，同比增长27.17%，近年来运营商业业务一直保持稳健增长。
- ▶ 中移资本是公司第二大股东，持有公司7%股份，2019年6月，公司与中国移动全资子公司咪咕文化签署了《战略合作协议》，双方建立了良好的战略合作伙伴关系。2021年以来，公司与咪咕文化在多个业务领域开展新模式、新业务的试运行合作探索，并拟签署《咪咕文化与芒果TV 2021-2023年整体合作框架协议》，预计合作框架协议约定的合作期限内合作金额不低于人民币35亿元。我们认为未来双方将在大屏、5G创新、权益、衍生品等业务、联合推广、联合拓展等方面开展深度合作，加强双方资源和优势互补协同。

表：公司与咪咕文化科技有限公司整体合作框架协议

合作范围	具体内容
大屏业务	双方共同推动芒果TV大屏业务在中国移动家庭大屏视听业务渠道（湖南省内大屏业务单独结算，不在本次整体合作范围内）的落地和运营维护。
5G创新业务	双方同意共同探索创建5G联合实验室，共同推动5G+媒体产品形态、技术应用和业务模式创新，在VR制播合作、5G超高清内容联合技术研发与协同等领域开展更多媒体融合创新合作。
权益类合作	咪咕文化通过5G权益池支持芒果TV会员权益业务发展；基于芒果超媒优势资源，助力动感地带品牌建设，将MG卡升级为动感地带版MG卡。
衍生品电商业	双方同意加强内容电商的合作，咪咕文化整合自身内容资源，在小芒APP开设咪咕衍生品专区渠道。
小屏业务	双方将继续按照现有模式，在剧集框架采购、综艺等会员分成业务等方面开展合作。
音频业务	芒果TV授权咪咕公司在“中国移动”旗下平台和渠道内使用芒果TV拥有版权且拟对全网进行分销的合法音视频内容。
出品拼播	双方同意扩大联合制作的范畴，进一步探索在自制综艺、自制剧、自制体育等内容领域的联合制作。
阅读业务合作	芒果TV文学平台与咪咕文化旗下咪咕阅读开展独家深度合作或者同等条件下的优先合作。
联合推广合作	双方将在权益类赞助合作内容授权、年度重点营销活动、艺人演艺合作等方面开展联合推广。
联合拓展合作	双方同意联合拓展市场，在CDN采购、广告招商等领域开展深度合作。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.5 受高基数及内容排播影响Q1业绩下滑，二季度有望迎来拐点

- 22Q1公司实现营业收入31.24亿元，同比下降22.08%，归属于上市公司股东的净利润5.07亿元，同比下降34.39%，主要原因：一是由于新冠疫情反复影响内容生产进度，导致芒果TV一季度重点综艺节目排播延后；二是上年同期由于《乘风破浪的姐姐2》等重点综艺播出，业绩基数相对较高。根据公司内容生产及排播规划，《声生不息》、《向往的生活6》已于4月下旬陆续播出，《乘风破浪的姐姐3》等重点综艺节目及影视剧集将于22Q2上线，我们认为随着重点内容的推出，二季度公司有望迎来业绩拐点。

图：2022年公司重点自制综艺排播表

类别	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
自制综艺	《大侦探7》	《声生不息》（4.24上线）	《披荆斩棘的哥哥2》	《少年三国志》
	《春日迟迟再出发》	《爸爸当家》（5.10上线）	《推理开始了》	《女儿们的恋爱5》
	《朋友请听好2》	《乘风破浪的姐姐3》（预计5月）	《再见爱人2》	《超人气法律对谈》
		《密室大逃脱4》	《无名英雄》	《你好外交官》
		《妻子的浪漫旅行6》	《无名之辈》	《天下第医》
		《热血少年行》	《好优美的中国话》	
		《致富女人》		

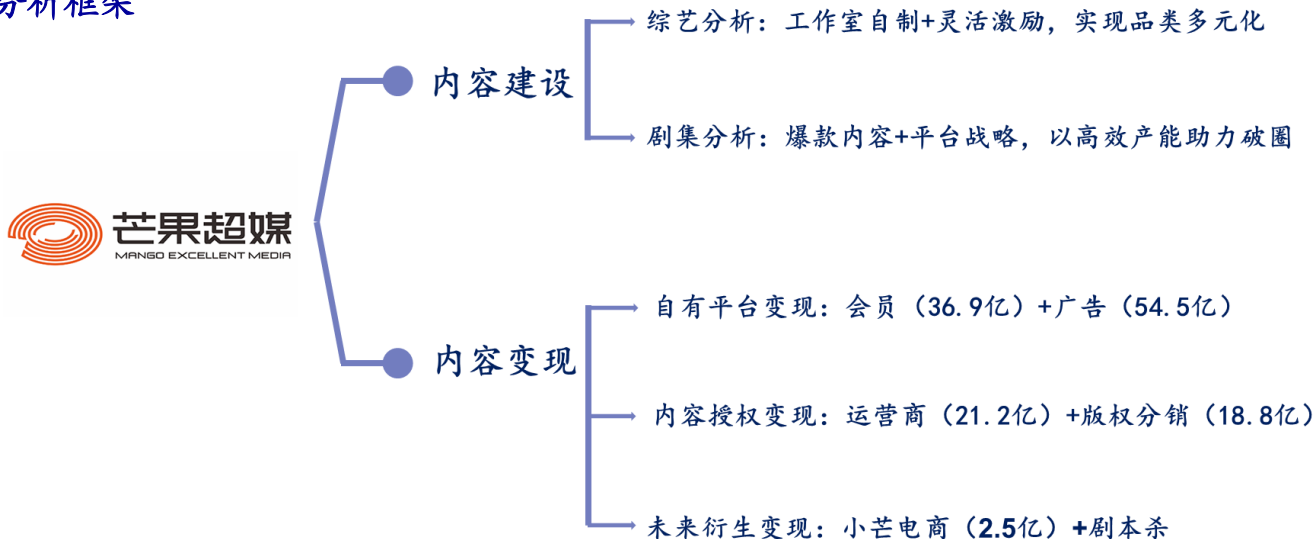
资料来源：芒果超媒2022年一季报，百度百科，新剧观察微信公众号，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3 芒果超媒分析框架：从内容建设和内容变现的双重视角

➤ 我们认为，芒果超媒的发展源于公司对于内容产业的深度理解，优质的综艺及剧集内容是平台用户及流量增长的关键，也是“小芒电商”、“剧本杀”为代表衍生变现的基础。因此本文将从“内容建设”和“内容变现”两个维度进行分析，深度剖析芒果超媒的增长驱动力和未来发展空间。

图 芒果超媒分析框架



资料来源：公司2021年年报，关于全资子公司增资扩股暨关联交易的公告，HTI

注：内容变现数据为2021年该业务收入

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 综艺分析：传统优势领域护城河稳固，推陈出新开拓多元化品类

▶ 延续湖南台优质综艺基因，持续开拓多样化综艺类型，不断推出系列化爆款。芒果TV脱胎于湖南台，我们认为综艺是公司最为擅长的内容品类，近年来公司牢牢把握时代脉搏和潮流，持续挖掘悬疑、新型情感、户外生活等多种综艺类型，打造了《明星大侦探》、《妻子的浪漫旅行》、《乘风破浪的姐姐》等多档S级系列创新节目。

图：芒果TV综艺历史发展复盘

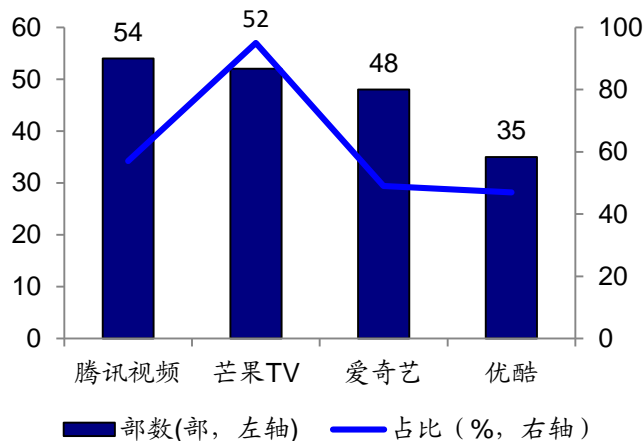


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 综艺：自制比例高，播放量贡献大

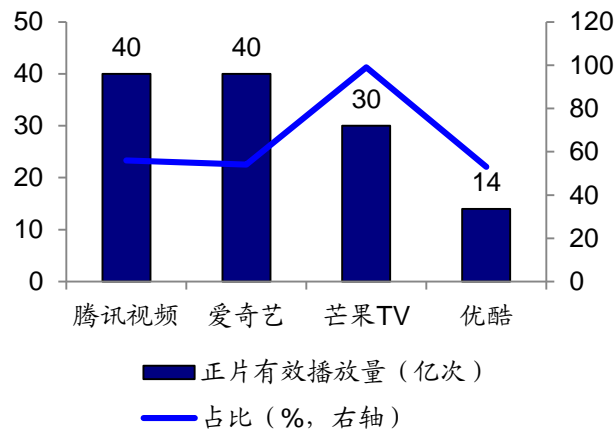
▶ 自制综艺比例高，播放量贡献较大。在综艺领域，芒果TV播出的综艺内容无论质量还是数量都毫不逊色。根据云合数据的统计，2021年全年公司共上线了52部独播综艺，数量仅次于腾讯视频，但独播综艺数量及播放量占比接近100%。从播放量来看，2021年芒果TV综艺正片有效播放量为30亿次，从MAU口径来看，公司MAU不到爱奇艺的1/2，但在综艺品类却贡献了其3/4的有效流量。

图：2021年各平台独播综艺数量及占比



资料来源：云合数据，HTI

图：2021年各平台独播综艺有效播放量及占比



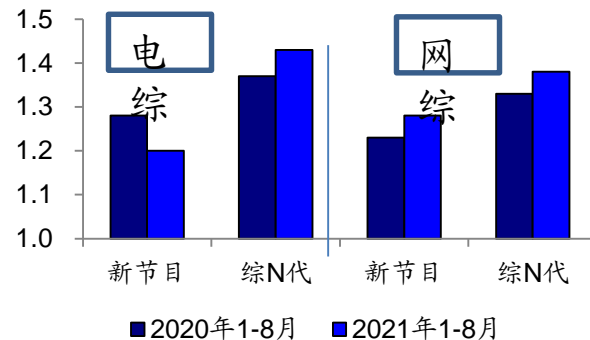
3.3 综艺：系列化综艺保障平台招商及流量

➤ 系列综艺发挥工业化生产价值，爆款综艺后续招商表现突出。根据我们对猫眼数据的统计，2021年芒果TV自制综艺中，排名前10有7部是系列综艺，3部是原创综艺。我们认为综艺内容相较剧集更依赖于内容洞察和平台品牌招商能力，容易实现工业化生产，系列综艺由于用户群体和口碑已形成，在招商方面确定性较高，原创综艺一旦成为爆款，在后面的招商中往往会有突出表现。根据击壤数据的报告，2021年1月-8月，综N代内容的广告投放项目数仍有稳定增长，我们认为这显示了在疫情反复，经济压力加大的宏观背景下，品牌投放更加求稳，更青睐与老牌节目的合作。

表：2021年网播前十的芒果独播综艺

节目名称	上线时间	播放量(亿)
披荆斩棘的哥哥	2021年8月12日	58.71
乘风破浪的姐姐第二季	2021年1月22日	46.22
妻子的浪漫旅行第五季	2021年4月7日	33.60
我们的滚烫人生	2021年12月10日	28.09
女儿们的恋爱第四季	2021年7月31日	25.93
向往的生活第五季	2021年4月23日	24.87
密室大逃脱第三季	2021年5月6日	24.41
婆婆和妈妈第二季	2021年2月18日	19.33
说唱听我的第二季	2021年7月18日	18.12
听姐说	2021年3月28日	16.44

图：2020-2021年1月-8月，品牌综艺投放项目数变化（个）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.4 综艺：原创综艺聚焦音乐竞演、情感观察品类，深入挖掘主旋律、正能量价值

- 在原创综艺方面，公司推出的《披荆斩棘的哥哥》、《再见爱人》成为年度爆款。
- **披荆斩棘的哥哥**：芒果TV推出的重磅全景音乐竞演综艺，节目通过30余位男性嘉宾的音乐竞演，展示哥哥们在比赛过程中勇于挑战、不惧艰辛的态度与决心。该综艺播出后成为芒果创造的又一现象级综艺，多项数据表现均刷新历史纪录，根据猫眼数据的统计，《披荆斩棘的哥哥》作为原创综艺，位居2021年公司综艺播放量第一位。
- **再见爱人**：作为芒果TV首档婚姻纪实观察节目，《再见爱人》以纪实方式讲述了三对陷入情感危机的夫妻间的一段为期18天的房车之旅，在饱和的情感观察类综艺市场下，节目选用表达清晰、情感真诚的素人嘉宾，运用细腻、温和的叙事方式与大众深入探讨离婚议题，为国内综艺开拓了崭新领域。
- 目前这两部综艺的续作预计定档2022年Q3，鉴于前作的播映及口碑表现，我们预计第二季广告招商有望实现更好的表现。

图：《披荆斩棘的哥哥》数据表现对比

	累计播放量（亿次）	豆瓣评分
披荆斩棘的哥哥	58.7	7.3
乘风破浪的姐姐	52.1	6.7
乘风破浪的姐姐2	46.2	5.1

图《再见爱人》数据表现情况

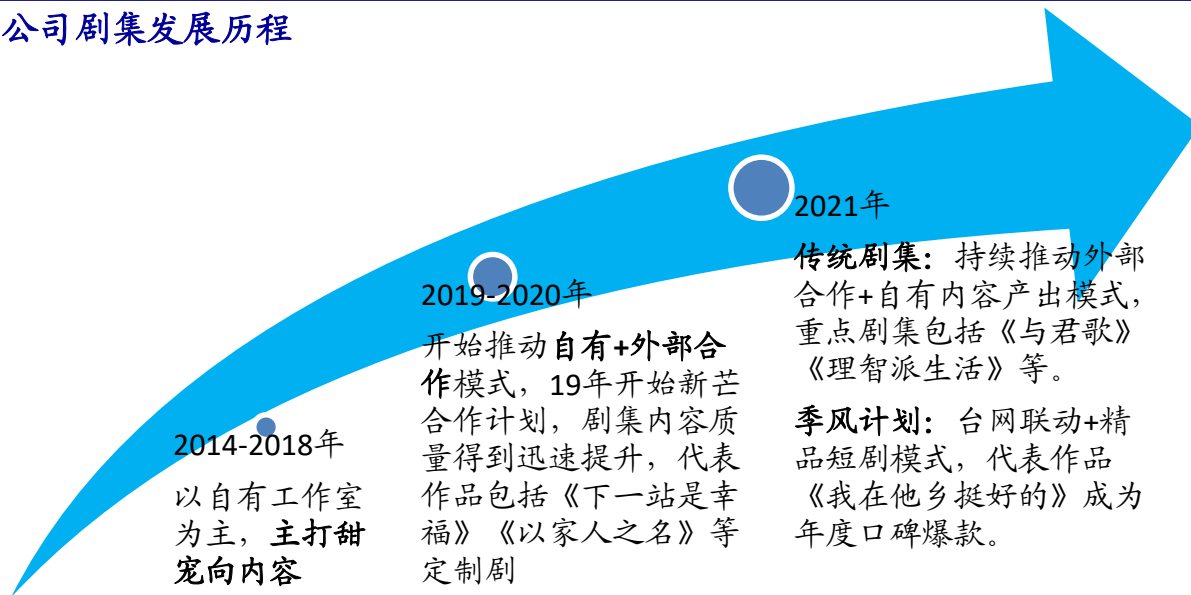
榜单类型	产品表现
艺恩年度播映榜	TOP13
艺恩年度好评榜	TOP7
芒果TV站内热搜榜	TOP1
短视频话题播放量	23亿+
豆瓣	2021年最受关注综艺

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 剧集：自制+定制不断发力，季风剧场助力多元化破圈

▶ 通过自制+外部定制不断发力，季风剧场取得初步成效。芒果TV脱胎于湖南卫视，过往剧集以甜宠向内容为主。2019年以来，公司通过平台自制+外部战略合作工作室定制的模式，不断丰富自有剧集内容。2020年推出的《下一站是幸福》、《以家人之名》等爆款剧集，有效拉动平台会员增长，2021年公司推出季风剧场，主打悬疑等创新品类，季风剧集《我在他乡挺好的》成为年度口碑爆款。

表：公司剧集发展历程

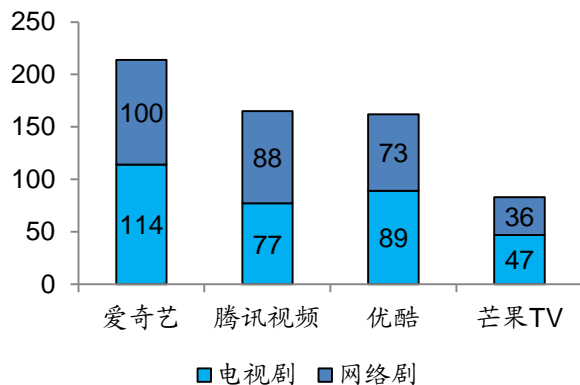


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

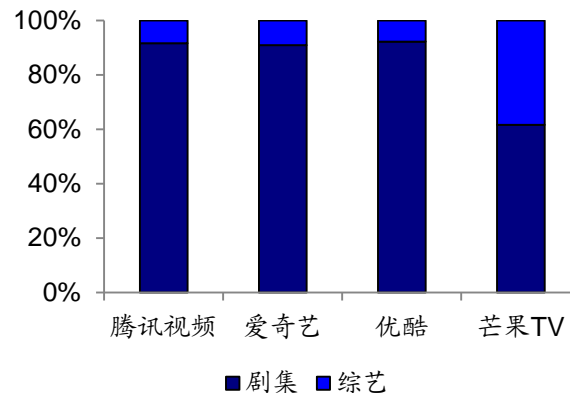
3.6 剧集：剧集播放占比相对仍低，扩充剧集内容是芒果用户破圈的关键

▶ 剧集播放占比相对较低，品类丰富独播剧集是破圈关键。根据云合数据的统计，2021年，爱奇艺、腾讯视频、优酷三大平台的剧集播放量占比均在90%以上。相较于优爱腾三大视频平台，芒果TV剧集播放占比仅在62%，我们认为，未来提升平台优质剧集内容，特别是增加品类丰富的独播剧集，是芒果扩大平台流量和付费用户破圈的关键。

图：2021年各视频平台上新剧集数量（部）



图：2021年优爱腾芒剧集、综艺播放量占比



资料来源：云合数据，HTI

注：播放量占比仅考虑剧集、综艺两种视频内容，不考虑网大、动漫等播放

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.7 传统剧集：中台模式提升自制产能，2021内容丰富度有效提升

- ▶ 影视剧方面，2021年芒果TV全年上线各类影视剧170部，其中重点影视剧55部，“大芒计划”微短剧84部。目前拥有29个影视制作团队和34家“新芒计划”战略工作室，成立影视剧规划委员会，对剧集规划、生产、考核进行统筹管理，实现评估、立项、制作、播出、复盘等全流程系统控制。我们认为公司通过打造智能中台矩阵，可以有效激活要素效率，提升流程效率，更好解放内容团队生产力
- ▶ 根据我们对猫眼专业版APP的数据统计，2021年芒果播放量前十的剧集中，除了传统擅长的甜宠、爱情品类外，家庭、教育、谍战、悬疑等新品类剧集有所增加，传统剧集类型进一步实现多元化发展。

图：2021年公司播放量前十剧集列表

剧集名称	主要题材	主要演员	播映时间	播放平台	播放量(亿次)	出品公司
与君歌	古装/悬疑/爱情	成毅、张予曦、韩栋	2021/8/8	湖南卫视+芒果TV	26.0	快乐阳光、东阳悦视影视传媒公司、霍尔果斯悦亨影视传媒有限公司、霍尔果斯麦颂文化传媒公司、欢瑞世纪
理智派生活	剧情/爱情	秦岚、王鹤棣、李宗翰	2021/3/31	湖南卫视+芒果TV	24.6	芒果TV
八零九零	都市/剧情/家庭	白敬亭、吴倩、倪大红	2021/4/21	湖南卫视+芒果TV	24.1	华策影视、响想时代娱乐文化传媒(北京)、华录百纳影视、海宁月亮开花、北京乐本
陪你一起长大	都市/家庭/教育	刘涛、李光洁、颖儿	2021/3/28	湖南卫视+芒果TV	22.5	芒果TV
沉睡花园	爱情/都市	龚俊、乔欣、经超	2021/12/13	湖南卫视+芒果TV	22.2	华策影视、芒果TV
对你的爱很美	剧情/家庭/喜剧/爱情	张嘉益、沙溢、刘敏涛	2021/7/13	湖南卫视+芒果TV	20.3	雷海观浪、贰零壹陆影视、西安电影制片厂
暗恋橘生淮南	爱情	朱颜曼滋、赵顺然、沈雨	2019/6/10	湖南卫视+芒果TV	15.2	企鹅影视、腾飞影业、玛丽苏影视
青春须早为	爱情	胡一天、钟楚曦、吕承珏	2021/6/9	芒果TV	13.1	烈火影业、伊犁长江
光芒	剧情/年代/谍战	张新成、蔡文静、张志坚	2021/9/8	多平台(腾讯视频、芒果TV、爱奇艺)	12.2	浙江影视集团、联瑞(上海)影业
我在他乡挺好的	都市/爱情	周雨彤、任素汐、孙千	2021/7/19	湖南卫视+芒果TV	11.8	湖南卫视、芒果超媒、芒果TV、麦特文化

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.8 季风剧场：聚焦精品短剧，有效带动公司用户破圈

▶ **季风剧场：**芒果季风剧场是湖南卫视与芒果TV共同打造的国内首个台网联动周播短剧剧场，2021年5月上线男性向、反盗猎题材剧集《猎狼者》，豆瓣评分达7.3分，暑期档播出的《我在他乡挺好的》豆瓣评分8.1分，成为年度口碑爆款。我们认为季风剧场对于芒果来说是巨大的内容向创新：1) 标志着公司内容产品从年轻女性为主体的用户群，逐渐扩圈，《猎狼者》等新类型剧集的播出，带动公司男性用户比例提升。2) 我们认为台网相互引流，为品牌声量带来双向聚合力，有利于提升广告招商效果。

图：2021年公司季风剧场播映情况

剧集名称	上线时间	播放量（亿次）	剧集类型	豆瓣评分
猎狼者	5月24日	9.2	反盗猎	7.3
谎言真探	6月21日	9.8	剧情、犯罪	5.9
我在他乡挺好的	7月19日	11.6	都市、剧情	8.1
天目危机	8月25日	7.2	悬疑、科幻	4.6
婆婆的镯子	8月30日	9.5	家庭、都市	-
第十二秒	10月18日	18.3	悬疑	5.6
沉睡花园	12月13日	22.4	爱情、悬疑	

资料来源：猫眼专业版APP，豆瓣APP，HTI整理

3.9 剧集储备：2022年内容支出稳步提升，重点剧集储备丰富

➤ 2022年公司新剧储备丰富，重点项目包括《妻子的选择》（季风剧场剧集，预计5月播出）、《张卫国的夏天》、《少年派2》等，同时还包括总局的重点项目《天下长河》。我们预计公司2022年内容支出预计为70-80亿元，除综艺外，大部分集中在影视剧制作方面，我们认为公司剧集采用自制+外部合作的商业模式，传统剧集能够通过精准用户定位和核心生产要素高效聚集，实现内容制作成本侧的有效控制，季风剧场通过设定更高标准，调动更广协作，制作品质更高，且类型更为多元，有望充分带动公司用户破圈。

图：2022年公司优质剧集储备情况

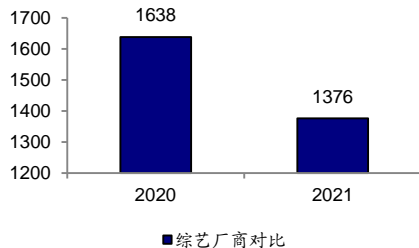
影视剧剧目	
头部现象级	《少年派2》《天下长河》《有风》《我的人间烟火》《凭栏一片风云起》 《惊弦》《叱咤之城》《最可爱的你》《生育阵线大联盟》《男朋友典当行》《千秋令》《落花时节又逢君》 《胡同》《薄冰》《喜宴街》《时差一万公里》《以爱为营》 《春花厌》《来北京》《少年白马醉春风》《恩爱两不疑》《宁渊》
芒果季风	《张卫国的夏天》《妻子的选择》 《非凡医者》《礼物》《大宋少年志2》《长风少年词》《消失的孩子》《第19层》《寂静证词》《火星孤儿》 《江流天地外》《装腔启示录》《天生废材》
爆款潜力股	《燃情大地》《深潜》《法医秦明》《我才不要和你做兄弟》 《捕梦人》《屠户家的小娘子》《覆流年》《我被总裁反套路》《对你不止是喜欢》《白羽流星》 《莫达维的秘密》《萌约甜心》《奇妙正在书入中》《当我飞奔向你》《心理大师》《亲爱的天狐大人》 《抱住锦鲤相公》《喂，给你我的小心心》《冰球少年》《热血神探》《眼里余光都是你》

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.1 广告：疫情影响广告主投放，公司综艺产品力较强，综N代产品占比高，22年广告业务仍有望保持稳健增长

▶ 广告是宏观经济的晴雨表，受疫情影响，2021年综艺品牌广告主数量下降至1376家，流失品牌744家。获得两个品牌合作的综艺数量也相较2020年下降2家，虽然疫情对消费市场，以及品牌主广告投放具有一定压力，但我们认为公司头部综艺产品较多，且系列综艺占比高（2020年网播前十的综艺中，7部是系列综艺），对于品牌主曝光度仍有一定保证，2022年公司广告仍有望实现稳健增长，4月公司新上线的创新综艺《声生不息》，首季即获得9个品牌资源赞助，商业化能力表现突出，5月即将上线重磅综艺《乘风破浪的姐姐3》仍有望保持较高的节目热度，并给公司二三季度带来广告收入增长。

图：2020-2021年综艺厂商赞助数据对比（个）



资料来源：芒果TV微信公众号，去壤观察微信公众号、HTI

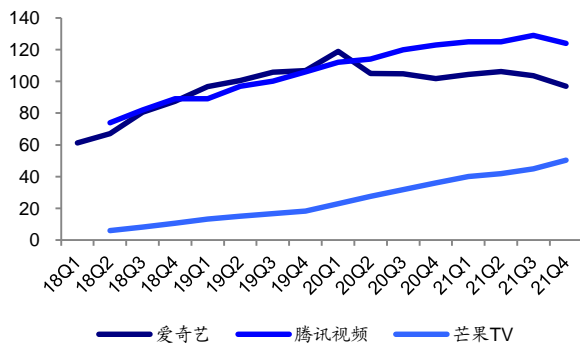
图：公司重点综艺《声生不息》首季招商广告主



4.2 会员：国内会员费处于上升通道，芒果ARPU有望提高

➤ 根据芒果TV官方微博的披露，公司将于2022年1月2日0点起，对芒果TV PC移动影视会员价格进行调整，同时全面升级会员权益矩阵。在此之前，已经是连续包月/包季/包年尚未取消订阅的芒果TV会员用户，将享有一年保持原价格的服务。我们认为爱奇艺和腾讯视频会员先后提价均未对会员数产生明显负面影响，一定程度验证了长视频会员提价的可行性，未来随着互联网平台降本增效战略的推进，国内视频平台会员费或将进入上行阶段。

表：18Q1-21Q4爱奇艺、腾讯视频、芒果TV会员数变化（百万人）



资料来源：爱奇艺、腾讯控股、芒果超媒18Q1-21Q4季报、半年报及年报，芒果TV会员官方微博，HTI

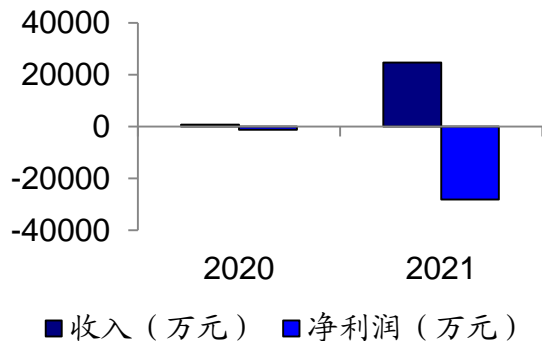
表：提价后芒果TV会员权益

电商购物特权	小芒电商平台专属优惠 新增
	会员福利购 新增
线下互动特权	MCITY城市限定代金券 新增
	指定演唱会优先参与权 新增
	指定音乐节优先参与权 新增
	节目录制优先参与权 新增
	节目探班优先参与权 新增
	指定演出门票专属优惠 新增
身份特权	生日礼包 升级
观影特权	观影券 加赠
	互动道具 新增

4.3 内容电商、剧本杀：塑造第二增长曲线

- ▶ **内容电商：**公司推出小芒电商APP定位新潮国货内容电商平台。通过打造“小芒种花夜”“小芒年货节”等重磅晚会，实现用户从节目到App的联动，2021年小芒APP日活峰值达126万，实现收入2.5亿元。目前小芒电商已经完成了由大股东芒果传媒发起的新一轮增资扩股，公司对小芒电商的间接持股比例由100%降为66.67%，未来持续看好小芒电商“内容+视频+电商”的商业闭环打造。
- ▶ **剧本杀：**公司依托《大侦探》《密室大逃脱》等优质内容，将IP从线上延伸到线下，开创全新品牌M-CITY，致力于打造线下实景娱乐综合体，目前公司已在长沙和上海各开设一家M-CITY实体店，未来随着国内疫情的缓解，公司线下开店速度有望加速。

表：2020-2021年小芒电商收入及亏损情况



资料来源：公司2021年年报，关于全资子公司增资扩股暨关联交易的公告，大众点评APP、HTI

图：长沙M-CITY位居长沙剧本杀热门榜榜首



M-CITY明星大侦探

★★★★★ 4.81 83条 ¥217/人

剧本:4.67 主持人:4.84 环境:4.84

五一广场 剧本杀

点评榜单 长沙剧本杀热门榜第1名

4.4 关注公司VR制播、数字人、数字藏品等新技术进展

- ▶ VR制播、数字人等新技术：2021年公司自主研发“光芒”云制播平台成功将5G、VR制播技术应用在《披荆斩棘的哥哥》中，创造了长视频综艺平台最为复杂的新技术应用。公司已陆续推出包括虚拟主持人、互动视频平台在内的系列创新成果，未来将持续聚焦AR、VR、XR等前沿技术应用。
- ▶ 数字藏品：芒果TV已经试水数字藏品，我们认为芒果TV拥有众多知名综艺及艺人IP资源，未来待行业政策进一步明确后，数字藏品有望获得更为广阔的发展空间。

图：公司推出的“光芒”云制播平台



资料来源：芒果2021年ESG报告，HTI

5.盈利预测与估值分析

表：公司各主营业务收入预测表（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	年度预测	年度预测	年度预测
营业总收入	125.01	140.06	153.55	178.82	221.22	260.20
YOY(%)	29.40	12.04	9.64	16.45	23.71	17.62
新媒体平台运营	63.18	90.61	112.61	136.29	173.21	208.55
YOY(%)	51.15	43.41	24.28	21.03	27.08	20.41
互联网视频业务	50.83	73.94	91.41	108.73	137.38	161.97
YOY(%)	57.66	45.46	23.63	18.95	26.35	17.90
广告业务	33.50	41.39	54.53	59.98	74.98	89.97
YOY(%)	38.95	23.55	31.75	10.00	25.00	20.00
会员业务	16.90	32.55	36.88	48.75	62.40	72.00
YOY(%)	102.40	92.59	13.31	32.19	28.00	15.38
会员数（万人）	1837	3613	5040	6500	7800	8000
ARPPU（元/年）	92.00	90.08	73.17	75.00	80.00	90.00
运营商业务	12.75	16.67	21.20	27.56	35.83	46.58
	33.37	30.75	27.17	30.00	30.00	30.00
新媒体互动娱乐内容制作	39.02	27.65	18.77	18.77	18.77	18.77
YOY(%)	20.10	-29.14	-32.10	0.00	0.00	0.00
内容电商	20.07	21.05	21.57	23.15	28.64	32.27
YOY(%)	0.85	4.86	2.49	7.34	23.69	12.70
传统电视购物		18.58	16.84	15.15	13.64	12.27
小芒电商		2.47	4.73	8.00	15.00	20.00
其他主营业务	2.73	0.75	0.60	0.60	0.60	0.60

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

5.盈利预测与估值分析

由于公司业务构成中包括内容制作及版权分销、互联网长视频媒体平台、以及内容电商等创新业务，我们对公司进行分部法估值。

1) 由于互联网视频行业尚处于投入期，目前爱奇艺等国内头部公司仍处于亏损状态，所以我们采用PS方法进行新媒体渠道估值，参考爱奇艺、Netflix、哔哩哔哩等流媒体平台，并考虑到芒果新媒体用户画像清晰，年轻女性付费能力较高，我们预计公司2022年互联网视频业务收入为108.73亿元，给予公司互联网新媒体渠道2022年5倍PS，对应目标市值为543.7亿元。

表：长视频行业可比公司估值表

简称	代码	市值 (亿美元)	营业收入 (亿美元)			PS (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
爱奇艺	IQ.O	32.4	47.9	45.4	48.4	0.7	0.7	0.7
哔哩哔哩	BILI.O	82.7	30.4	37.5	49.7	2.7	2.2	1.7
Netflix	NFLX.O	787.2	297.0	326.2	361.1	2.7	2.4	2.2
平均		300.8	125.1	136.4	153.1	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind（以2022年5月18日收盘价计算），HTI

5. 盈利预测与估值分析

2) 对于运营商业务, 我们预计公司2022年运营商收入规模为27.56亿元, 该业务我们对标A股公司新媒股份, 给予公司35%净利率, 2021年15倍PE, 对应合理估值为144.7亿元。

3) 对于内容制作, 我们预计公司2022年营收为18.77亿元, 对标A股内容公司华策影视、光线传媒, 给予公司20%净利率, 2022年28倍动态PE, 对应合理估值为105.1亿元。

表: 运营商及内容制作行业可比公司估值表

简称	代码	市值 (亿元)	净利率 (%)			PE (倍)	
			2020	2021	平均	2022E	2023E
新媒股份	300770	79.81	47.10	48.14	47.62	11	9

简称	代码	市值 (亿元)	净利率 (%)		PE (倍)	
			2020	2021	2021E	2022E
光线传媒	300251	207.70	24.86	-26.93	25	19
华策影视	300133	82.32	10.55	10.85	18	15
平均			17.7	10.8	22	17

资料来源: Wind (以2022年5月18日收盘价计算), HTI

注: 因慈文传媒没有wind一致预期, 所以删去。

5.盈利预测与估值分析

4) 2020年公司新设立的小芒电商增长态势较好, 营收占比逐步增加, 我们本次对内容电商进行单独拆分估值, 由于内容电商目前处于发展初期, 并未实现盈利, 因此我们采用PS方法进行估值, 我们参考同行业的电商公司阿里巴巴、拼多多、京东集团, 给予公司2022年2倍PS, 对应合理估值为46.3亿元。

表: 电商行业可比公司估值表

简称	代码	市值 (亿美元)	营业收入 (亿美元)			PS (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
京东	JD.O	845.2	1492.5	1669.3	1959.4	0.6	0.5	0.4
阿里巴巴	BABA.N	2486.6	-	1434.0	1630.4	-	1.7	1.5
拼多多	PDD.O	487.9	147.4	176.7	218.2	3.3	2.8	2.2
平均		1273.2	819.9	1093.3	1269.3	1.9	1.7	1.4

资料来源: Wind (以2022年5月18日收盘价计算), HTI

5.盈利预测与估值分析

- 综上所述我们预计公司2022年目标市值为839.8亿元，以最新股本计算，对应目标价为44.89元/股（下调34.78%），维持公司“优于大市”评级。

表：公司2022年盈利预测及估值拆分

	2022年收入预测 (亿元)	估值方法	估值区间 (倍)	目标市值区间 (亿元)	
互联网视频	108.73	PS	4~5	434.9	543.7
运营商业业务	27.56	PE	13~15	125.4	144.7
内容运营	18.77	PE	23~28	86.4	105.1
内容电商	23.15	PS	1.8~2	41.7	46.3
加总				688.4	839.8

资料来源：Wind，HTI测算

5.风险提示

- 1) 付费用户增速放缓;
- 2) 综艺节目招商不及预期;
- 3) 政策监管趋严, 娱乐内容上线推迟;
- 4) 公司综艺或剧集内容播放效果不及预期, 影响后续会员付费及广告招商;
- 5) 小芒电商亏损加大, 拖累公司主业;
- 6) 非公开发行进展不及预期, 公司版权内容库建设速度放缓。

附：公司财务报表预测——利润表

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15356	17882	22122	26020
营业成本	9905	11733	14380	16646
毛利率%	35.5%	34.4%	35.0%	36.0%
营业税金及附加	27	31	39	46
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	2469	2807	3429	3981
营业费用率%	16.1%	15.7%	15.5%	15.3%
管理费用	696	1073	1394	1769
管理费用率%	4.5%	6.0%	6.3%	6.8%
EBIT	1986	1961	2514	3162
财务费用	-101	-190	-155	-131
财务费用率%	-0.7%	-1.1%	-0.7%	-0.5%
资产减值损失	-68	0	0	0
投资收益	37	73	72	96
营业利润	2136	2482	3001	3677
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	2114	2482	3001	3677
EBITDA	6892	4964	6017	7165
所得税	0	17	11	13
有效所得税率%	0.0%	0.7%	0.4%	0.3%
少数股东损益	0	2	3	4
归属母公司所有者净利润	2114	2463	2987	3660

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

附：公司财务报表预测——资产负债表

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6974	5719	4601	4102
应收账款及应收票据	3787	4411	5456	6418
存货	1690	2001	2453	2839
其它流动资产	6449	6943	7694	8353
流动资产合计	18901	19074	20204	21712
长期股权投资	24	24	24	24
固定资产	184	211	238	265
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6444	9944	13444	16944
非流动资产合计	7210	10647	14209	17742
资产总计	26111	29721	34412	39454
短期借款	40	0	0	0
应付票据及应付账款	5882	6968	8540	9885
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2962	3436	4127	4720
流动负债合计	8885	10404	12666	14605
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	229	229	229	229
非流动负债合计	229	229	229	229
负债总计	9114	10633	12895	14834
实收资本	1871	1871	1871	1871
归属于母公司所有者权益	16966	19055	21481	24580
少数股东权益	31	33	36	40
负债和所有者权益合计	26111	29721	34412	39454

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

附：公司财务报表预测——现金流量表

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2114	2463	2987	3660
少数股东损益	0	2	3	4
非现金支出	5018	3003	3503	4003
非经营收益	-29	-162	-138	-148
营运资金变动	-6541	131	14	-68
经营活动现金流	562	5437	6369	7451
资产	-193	-6351	-6998	-7485
投资	244	0	0	0
其他	-3244	73	72	96
投资活动现金流	-3193	-6278	-6926	-7389
债权募资	70	-40	0	0
股权募资	4497	0	0	0
其他	-339	-375	-561	-561
融资活动现金流	4227	-415	-561	-561
现金净流量	1597	-1255	-1118	-499

资料来源：公司2021年年报，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Summary

- Company Profile: Unique Internet DNA of State-owned Enterprises, High-quality Content Drives Platform Development
- Financial analysis of the company: steady growth in revenue and profit, and high efficiency in content input and output
- Content product review: The output of the variety shows generation N is stable, the construction of drama series is accelerated, and the monsoon theater is expected to drive users breakthrough
- Monetization ability: The advertising market is expected to maintain steady growth, membership open the price increase channel, Xiaomang e-commerce and script killing will shape the second growth curve
- We expect the company's target market cap in 2022 to be Rmb83.98bn. Based on the latest share capital, the corresponding target price is Rmb44.89 per share (down 34.78%), maintaining the company's "OUTPERFORM" rating.
- Risks. The growth rate of paying users has slowed down; the investment promotion of variety shows is lower than expected; policy supervision has become stricter, and the launch of entertainment content has been delayed; the company's variety show or drama content broadcast effect is not as good as expected, affecting subsequent membership payments and advertising investment; Xiaomang e-commerce losses increase, The main business of the company was dragged down; the progress of non-public issuance was less than expected, and the construction of the company's copyright content library slowed down.

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，毛云聪，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。I, Yuncong Mao, 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.

我，Xiaoyue Hu，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。I, Xiaoyue Hu, 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.

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](mailto: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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了002464.CH, 002605.CH, 2013.HK, 300459.CH, BABA.US, JD.US and 600188.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、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、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、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002464.CH, 002605.CH, 2013.HK, 300459.CH, BABA.US, JD.US and 600188.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002464.CH, 002605.CH, 2013.HK, 300459.CH, BABA.US, JD.US and 600188.CH for which 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 Haitong acted as lead-brokerage firm.

作为回报，海通拥有603598.CH一类普通股证券的1%或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 603598.CH.

002464.CH, 002605.CH, 2013.HK, 300459.CH 及 600188.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

002464.CH, 002605.CH, 2013.HK, 300459.CH and 600188.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

000802.CH, 大庆北纬科技有限公司, 002445.CH, 002464.CH, 002605.CH, 北京中公教育科技有限公司, 海通期货 - 北京中公教育科技有限公司 - 海通期货 - 通合共盈FOF六期单一资产管理计划, 北京中公教育科技有限公司, 002624.CH, 300133.CH, 300251.CH, 300364.CH, 300459.CH, 安徽出版集团有限责任公司, 黑龙江出版集团有限公司, 阿里巴巴(北京)软件服务有限公司, 阿里巴巴(成都)软件技术有限公司, 阿里巴巴(中国)网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 英特尔半导体(大连)有限公司, 英特尔产品(成都)有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 云南网易特信息产业有限公司, 300017.CH 及 0302.HK 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000802.CH, 大庆北纬科技有限公司, 002445.CH, 002464.CH, 002605.CH, 北京中公教育科技有限公司, 海通期货 - 北京中公教育科技有限公司 - 海通期货 - 通合共盈FOF六期单一资产管理计划, 北京中公教育科技有限公司, 002624.CH, 300133.CH, 300251.CH, 300364.CH, 300459.CH, 安徽出版集团有限责任公司, 黑龙江出版集团有限公司, 阿里巴巴(北京)软件服务有限公司, 阿里巴巴(成都)软件技术有限公司, 阿里巴巴(中国)网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 英特尔半导体(大连)有限公司, 英特尔产品(成都)有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 云南网易特信息产业有限公司, 300017.CH and 0302.HK are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去12个月中获得对2013.HK及600188.CH提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 2013.HK and 600188.CH.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从002027.CH, 2013.HK, 8083.HK, BZ.US, JD.US 及 600188.CH获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002027.CH, 2013.HK, 8083.HK, BZ.US, JD.US and 600188.CH.

海通在过去的12个月中从002445.CH, 002624.CH, 300133.CH, 300364.CH, 安徽出版集团有限责任公司, 黑龙江出版集团有限公司, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 南京东宇汽车集团有限公司 及上海京东工贸商行获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002445.CH, 002624.CH, 300133.CH, 300364.CH, 安徽出版集团有限责任公司, 黑龙江出版集团有限公司, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 南京东宇汽车集团有限公司 and 上海京东工贸商行.

海通担任1024.HK, 1810.HK, 3690.HK, 0700.HK 及 9999.HK有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 1024.HK, 1810.HK, 3690.HK, 0700.HK and 9999.HK.

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

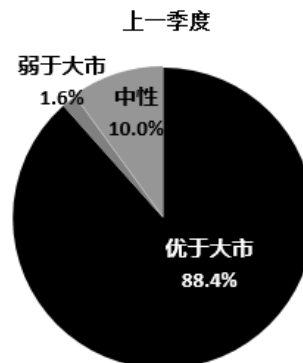
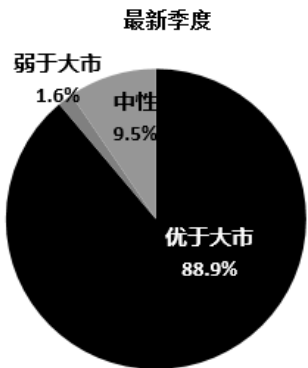
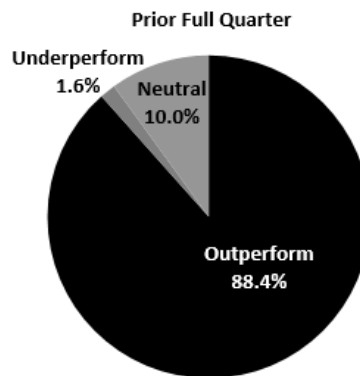
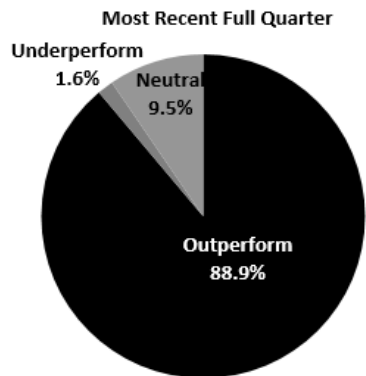
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

评级分布 Rating Distribution



截至2022年3月31日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	88.9%	9.5%	1.6%
投资银行客户*	6.8%	5.8%	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 Mar 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	88.9%	9.5%	1.6%
IB clients*	6.8%	5.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.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，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国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. Haitong Securities (HS; 600837 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 HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS 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 HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG評級免責聲明條款： 尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于MSCI ESG Research LLC及其联属公司（「ESG方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第571章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. 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.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“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》（第289章）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
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

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”）第03/1102、03/1103或03/1099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。

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”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“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 (Cap. 289). 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) 6536 1920

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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, 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").

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>