

赛力斯 Seres Group (601127 CH)

首次覆盖优于大市：强强联手华为开启“智能汽车生态”宏伟蓝图

Cooperating with Huawei to Open the Grand Blueprint of "Intelligent Automobile Ecology": Initiate with OP

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb65.53
目标价	Rmb105.54
MSCI ESG 评级	BB
来源: MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb98.11bn / US\$14.32bn
日交易额 (3个月均值)	US\$318.41mn
发行股票数目	1,497mn
自由流通股 (%)	39%
1年股价最高最低值	Rmb87.75-Rmb36.10
注: 现价 Rmb65.53 为 2022 年 8 月 26 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-10.1%	41.9%	-2.0%
绝对值 (美元)	-11.4%	38.2%	-7.4%
相对 MSCI China	14.6%	68.2%	33.5%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	16,718	45,086	96,167	137,117
(+/-)	17%	170%	113%	43%
净利润	-1,824	-1,669	111	779
(+/-)	n.m.	n.m.	107%	603%
全面摊薄 EPS (Rmb)	-1.22	-1.11	0.07	0.52
毛利率	3.8%	12.7%	17.1%	18.4%
净资产收益率	-22.9%	-12.5%	0.8%	5.5%
市盈率	n.m.	n.m.	886	126

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

携手华为优势互补，智选赋能造好车。赛力斯是华为采用智选模式深度合作的汽车行业 OEM 伙伴，也是目前华为在汽车行业的合作中落地最快、销量最高、增速最快、协同效应最优异的佼佼者。相较于零部件模式与 Huawei Inside 模式，智选模式的最大优势在于：华为会深度参与产品的研发和设计，以其卓越的 ICT 能力赋能优化生产制造流程，切入华为目前遍布全国一至六线城市数千门店的销售渠道，从而实现对用户买车、用车体验的极致优化。得益于两家公司民营体制的灵活性和激励机制激发的奋斗精神，赛力斯与华为的合作日益深化，在整车制造与智能化赋能两方面形成优势互补，在运行效率提升方面相得益彰。我们认为，赛力斯通过和华为的深度合作将补齐短板，成为电动化与智能化兼具竞争优势的新能源领军企业。

赛力斯年内先后发布的两款电动汽车问界 M5 和 M7 均已成为爆款，M5 EV 版将于 2022 年 9 月上市。从市场定位的角度看，M5 重视科技感和运动感，是新潮科技爱好者偏爱的轿跑 SUV；M7 重视舒适感和稳重感，是家庭和商务人士首选的中大型豪华 SUV；未来 M9 将加载华为自研的智能驾驶方案，有望进一步提高公司在智能化中高端产品的布局。作为 AITO 首款搭载鸿蒙智能座舱的纯电车型，M5 EV 将于 9 月上市，产品迭代速度迅猛。

AITO 问界获华为销售渠道深度赋能，未来销量增长可观。相较于其他新能源车企，AITO 获得华为遍布全国的线下门店赋能，巨大流量加持。截止 2021 年底，华为在全球已建立了 5500+家线下体验店，网点覆盖城市的人流密集区；其中新概念店以鸿蒙生态系统为核心，充分展示人、车、家之间的全场景互动。截至 8 月 25 日，问界在 190 个城市拥有销售门店共 781 家，其中用户中心 163 家，华为销售门店 618 家。我们认为，今年底 AITO 销售门店数量有望破千，强大的销售渠道深度赋能 AITO 销量腾飞。

上半年新能源汽车业务营收首次超越传统燃油车业务，下半年利好不断，销量暴增前夜。公司发布半年报，2022H1 新能源汽车累计产销量为 47,714/45,622 辆，同比增幅为 255.1%/204.5%。在新能源汽车产销的强劲带动下，公司上半年实现营业收入 124.2 亿元，同比增长 68.1%，其中新能源汽车收入 77.0 亿元，同比增长 380.8%，新能源汽车收入占总营收的 62.0%。毛利率方面，上半年公司实现毛利率 7.27%，同比增长 4.3pcts，受益于产品销售结构优化，ASP 较高的高端新能源车型销量增加。下半年随着重庆高温“退烧”，华为明确表示在智能汽车行业加强赋能行业，赛力斯产能将得到大量提升，销量有望快速攀升。

公司逐渐向新能源汽车企业转型，前期投入巨大，但随着产量快速提升摊销成本，我们预计公司有望在 2023 年实现盈亏平衡。

Barney Yao
barney.sq.yao@htisec.com

Oscar Wang
sy.wang@htisec.com

Jingya Zhang
jy.zhang@htisec.com

盈利预测与投资评级：我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为-1.11、0.07、0.52 元/股。我们采用 SOTP 估值法，参照可比公司估值，分别给予 2023 年公司赛力斯/其他分部 2.0x PS/14x PE，对应 1,577/2.8 亿元市值估值，加总得出合理市值 1,580 亿元，对应合理目标价 105.54 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：芯片及零部件短缺风险，华为深度合作效果不及预期，纯电技术研发及产品销售不及预期，新能源汽车行业景气度不及预期。

目录

1. 携手华为优势互补，智选赋能造好车	6
1.1 三大合作模式，助力车企造好车	6
1.2 电动化+智能化+网联化，把数字世界带入每一辆汽车	9
2. 问界爆款产品，华为全国销售渠道深度赋能	12
2.1 问界全线汽车软硬件两大技术优势：鸿蒙智能座舱+纯电驱增程平台	12
2.2 赛力斯已发布产品：问界 M5+ M7	13
2.3 赛力斯未来产品：问界 M5 EV 版	19
2.4 华为全国销售渠道深度赋能问界	21
3. 深耕三电核心技术，智能电动车业务迎来放量成长期	23
3.1 公司目前形成整车与核心零部件两大业务布局	23
3.2 成功转型为以新能源汽车为核心的科技制造企业	23
3.3 股权结构持续优化，加速新能源业务体系建设	24
3.4 自研自产三电核心零部件，打造技术优势	25
3.5 新老业务平稳交接，高端智慧电动车产品加速放量	26
3.6 股权激励计划聚人心，助力公司高质量发展	27
4. 财务分析：华为分担营销和研发费用，2023 年有望实现盈亏平衡	29
5. 盈利预测与估值	31
6. 风险提示	32
财务报表分析和预测	33

图表目录

图表 1 华为 1+8+N 全场景战略建设智慧生态.....	6
图表 2 华为智能网联汽车解决方案.....	6
图表 3 华为与车企三种商业合作模式.....	7
图表 4 华为供应商模式合作车企及车型.....	7
图表 5 华为 HI 模式合作车企及车型.....	8
图表 6 华为智选模式合作车企及车型.....	8
图表 7 主流造车模式对比.....	8
图表 8 华为智选与 HI 模式合作车型软硬件配置梳理.....	9
图表 9 华为 7 合 1 智能电驱系统.....	9
图表 10 华为域控制器.....	9
图表 11 智能座舱芯片参数对比.....	10
图表 12 华为智能网联方案架构.....	10
图表 13 华为智能驾驶软硬件.....	11
图表 14 华为 96 线激光雷达.....	11
图表 15 赛力斯智能增程控制系统.....	12
图表 16 华为“车联万物，万物互联”布局.....	13
图表 17 鸿蒙智能出行布局.....	13
图表 18 问界 M5+M7 核心参数对比.....	14
图表 19 问界 M5 外观.....	15
图表 20 问界 M5 全铝合金底盘.....	15
图表 21 问界 M5 前双叉臂后多连杆独立悬架.....	15
图表 22 问界 M7 同尺寸、同价位 SUV 车型销量.....	16
图表 23 国产增程式车型对比.....	17
图表 24 问界 M7 外观.....	17
图表 25 问界 M7 座舱格局.....	17
图表 26 问界 M7 零重力座椅.....	18
图表 27 问界 M7 车内音乐空间.....	18
图表 28 问界 M7 独创 6 合 1 增程器动力总成.....	18
图表 29 问界 M7-HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台.....	18
图表 30 问界 M7 电池包热安全防护.....	19
图表 31 问界 M7-HUAWEI SOUND 顶级音效.....	19
图表 32 问界 M7 鸿蒙 OS 系统超级大桌面.....	19
图表 33 问界 M5 EV“暖星云”配色.....	20
图表 34 问界 M5 EV 及可比车型核心参数.....	21

图表 35 华为线下体验店	22
图表 36 公司业务布局	23
图表 37 公司向新能源业务全面转型	24
图表 38 公司股权结构 (截至 2022.6.30)	25
图表 39 公司自产电驱系统技术指标对比	26
图表 40 公司已实现核心零部件自产	26
图表 41 2022 年问界 M5 月度销量	27
图表 42 新能源车型交付量加速	27
图表 43 截至 2022Q1 公司新能源产能及销售网络部署情况	27
图表 44 业绩考核要求与 2021 年股权期权激励计划授予情况	28
图表 45 公司营业收入走势	29
图表 46 公司毛利及毛利率走势	29
图表 47 公司单季度归母净利润走势	30
图表 48 公司单季度净利率走势	30
图表 49 公司单季度销售及管理费用率走势	30
图表 50 公司单季度研发费用率走势	30
图表 51 赛力斯分业务盈利预测	31
图表 52 赛力斯品牌新能源汽车销量	31
图表 53 赛力斯 SOTP 估值	32
图表 54 可比公司估值表	32

1. 携手华为优势互补，智选赋能造好车

整车制造+智能化优势互补，深化协作相得益彰。智选模式是华为与车企最紧密、最高阶的合作模式，华为致力于将其打造成为“智能网联汽车样板工程”。赛力斯是华为智选模式合作伙伴中落地最快，销量最高，协同效应最优异的佼佼者。

2020 年底，赛力斯与华为发布 DriveONE 纯电驱增程平台；2021 年 4 月，公司与华为签署新能源汽车合作协议，华为智选 SF5 进驻华为旗舰店与用户中心；2021 年 12 月，公司与华为联合推出高端智能网联汽车品牌 AITO 及首款车型问界 M5；2022 年 7 月问界 M7 上市，鸿蒙 OS 3.0 发布会中推出纯电版 M5e。公司与华为的合作日益深化，在整车制造与智能化赋能两方面形成优势互补，华为深度参与产品定义、品控和渠道销售，赛力斯负责研发、制造、交付、服务以及创造全生命周期的用户体验。我们认为，华为的渠道优势与智能网联领域的技术积累，有助于赛力斯在汽车智能化领域择善而从，补齐短板，成为电动化与智能化兼具竞争优势的新能源领军企业。

图表 1 华为 1+8+N 全场景战略建设智慧生态



资料来源：2020 华为线上产品战略发布会，海通国际

图表 2 华为智能网联汽车解决方案

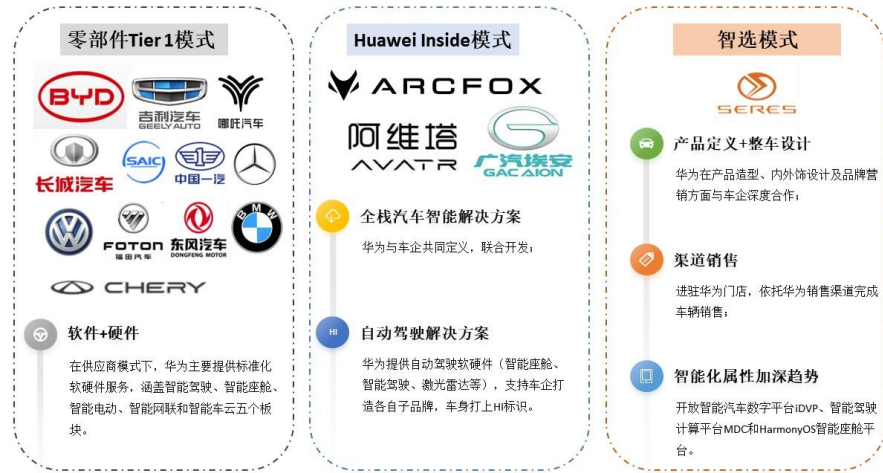


资料来源：世界智能网联汽车大会，海通国际

1.1 三大合作模式，助力车企造好车

实现产品力聚焦智能网联汽车产业的增量部件，助力汽车产业的电动化、网联化、智能化升级，是华为智能汽车业务的愿景。目前，华为与车企的合作模式主要分为零部件供应模式、HI（Huawei Inside）解决方案集成模式、智选模式，华为的参与程度逐级加深。相较于零部件模式与 Huawei Inside 模式，智选模式的最大优势在于：1) OTA 升级迭代效率最大化；2) 通过华为深度参与产品设计，将 ToC 业务积累的经验应用于车辆软硬件系统设计，打造极简高端智能车型，实现对用户体验的极致优化。

图表 3 华为与车企三种商业合作模式



资料来源：各公司官网，海通国际

供应商模式下华为合作的车企众多，华为主要提供软硬件服务，涵盖智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云五大板块，目前已上市 30 余款智能汽车零部件，成功打造“传感器-芯片-操作系统-算法与开发应用-云服务”的智能汽车生态服务闭环。

图表 4 华为为供应商模式合作车企及车型

供应商模式合作方			
合作车企	品牌	车型	合作板块
一汽	奔腾	E05	智能电动
	红旗	EHS6	智能座舱
长城	沙龙	机甲龙	智能驾驶
吉利	吉利	博越Pro、星瑞	智能座舱
	领克	领克05	智能座舱
	沃尔沃	XC90	智能座舱
上汽	通用五菱	新宝骏Kiwi	智能驾驶
	飞凡	R7	智能座舱
	大通	EUNIQ5、EUNIQ6	智能电动
奇瑞	捷途	大圣	智能驾驶
奔驰	奔驰	S级	智能网联
宝马	宝马	7系	智能网联
比亚迪	比亚迪	宋PLUS EV	智能电动
	星际/星空	TBD	智能驾驶、智能座舱
福田	TBD	TBD	智能驾驶、智能网联
大众	保时捷	帕拉梅拉	智能网联
	大众	TBD	智能驾驶、智能网联
	奥迪	Q7	智能驾驶、智能网联
合众	哪吒	哪吒S	智能驾驶、智能座舱、智能网联
东风	东风	乘龙T7、M3	智能驾驶、智能座舱、智能网联

资料来源：电动邦，海通国际
*不完全统计数据

Huawei Inside 模式核心为自动驾驶，即 HI 全栈智能汽车解决方案。该模式下的合作车型搭载华为高阶自动驾驶 ADS 系统、鸿蒙 OS 系统、DriveONE 电驱动系统以及车载充电系统，并逐渐开放智能汽车数字平台 iDVP、智能驾驶计算平台 MDC 与智能座舱平台。

图表 5 华为 HI 模式合作车企及车型

HI模式合作方			
合作车企	品牌	车型	合作板块
北汽(国企)	极狐	阿尔法S HI版	智能驾驶、智能座舱、智能电动
长安(国企)	阿维塔	阿维塔11	智能驾驶、智能座舱、智能电动
广汽(国企)	埃安	AH8	智能驾驶、智能座舱、智能电动

资料来源：电动邦，海通国际

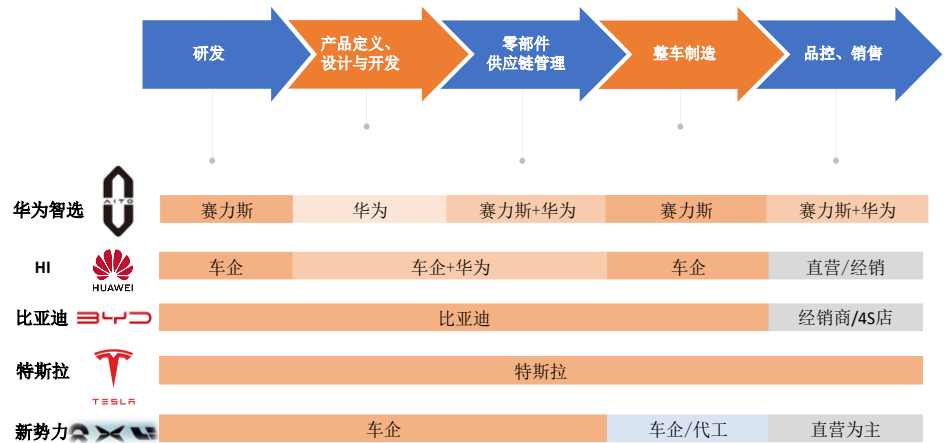
图表 6 华为智选模式合作车企及车型

智选模式合作方			
合作车企	品牌	车型	合作板块
赛力斯	问界	M5	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道
	问界	M7	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道

资料来源：电动邦，海通国际

在华为智选模式下，公司与华为深度联合，在产品设计与开发，包括智能化、电动化、传统零部件在内的供应链管理、渠道销售环节整合资源共同合作。以 AITO 品牌为例，华为与赛力斯共同设计整车电子电气架构与动力总成系统，并由华为提供智能座舱与智能驾驶解决方案，同时把握用户体验，完成终端销售。

图表 7 主流造车模式对比



资料来源：各公司公告，海通国际

智选模式相较于 HI 模式，除了拥有华为销售渠道加持外，产品重心聚焦在智能车机领域，继问界 M7 之后，智选新车型也将搭载 HI 自动驾驶系统。HI 模式与智选模式的融合使得产品的“华为特色”最大化。

图表 8 华为智选与 HI 模式合作车型软硬件配置梳理

模式	合作车企	车型	上市时间	智能驾驶计算平台	自动驾驶芯片	传感器配置	鸿蒙OS智能座舱	自动驾驶功能		
								基础ADAS功能	高阶 (L2+) ADS功能	
华为智选	赛力斯	问界M5	2022.3			8颗摄像头、12颗超声波雷达、3颗毫米波雷达	√	√		
		问界M7	2022.7					√		
		全尺寸SUV	2023					搭载华为自动驾驶技术		√
HI	北汽	极狐阿尔法S HI	2022.7	华为MDC810	MDC810	3颗96线激光雷达、6颗毫米波雷达、12颗超声波雷达、13颗摄像头	√	√	√	
	长安	阿维塔11	2022.8	华为MDC810	MDC810		√	√	√	
	广汽	埃安AH8	2023	基于广汽GEP 3.0底盘平台、华为CCA（计算与通信架构）构建的新一代智能汽车数字平台，搭载华为全栈智能汽车解决方案，具备L4级自动驾驶能力						
	吉利	几何A*	2022	TBD				√	TBD	
		几何G6*	2022	TBD				√	TBD	
		几何M6*	TBD	TBD				√	TBD	

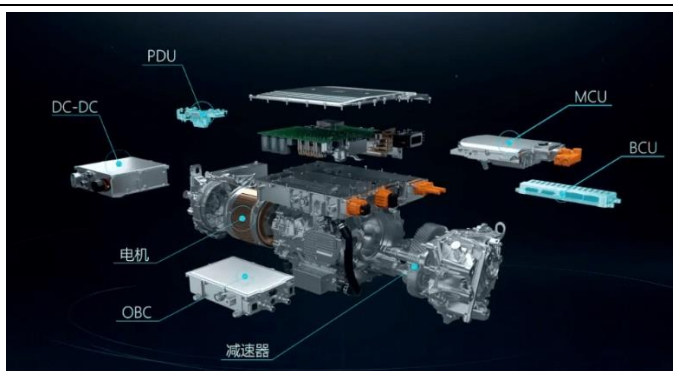
资料来源：各公司公告，海通国际
备注：几何 8 月官宣将联手华为鸿蒙系统，具体推出车型仍待定

1.2 电动化+智能化+网联化，把数字世界带入每一辆汽车

华为千亿级软件研发投入有望全方位赋能赛力斯。2021 年华为研发费用高达 1427 亿元，占其销售收入的 22.4%，近十年累计投入的研发费用超过人民币 8450 亿元。仅智能汽车解决方案领域而言，2021 年华为的投资达到 10 亿美元，研发团队达到 5000 人的规模；目前每年约有 800 万辆获得了华为 4G/5G 专利许可的智能汽车交付给消费者。华为利用 ICT 技术优势赋能智能电动、智能座舱、智能网联与智能驾驶，形成完整的智能汽车解决方案，而携带“华为基因”的赛力斯汽车有望成为中国智造的典范。

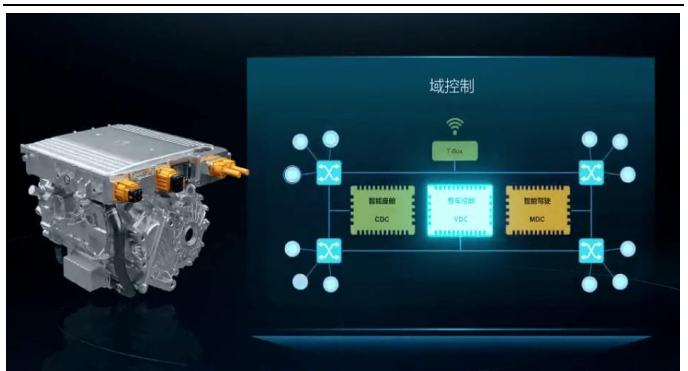
智能电动：DriveONE 七合一电驱系统集成了 MCU（微控制单元）、电机、减速器、DCDC（直流变换器）、OBC（车载充电机）、PDU（电源分配单元）和 BCU（电池控制单元）七大部件，实现了机械部件和功率部件的深度融合，相较三合一电驱系统体积减少 20%，重量降低 15%。该电驱系统适配 120KW-150KW 功率的电机，具备前驱、后驱和四驱动力架构的支持。其域控制解决方案通过安全整体可视、电池可视、电驱可视、充电可视的完整充电系统保障充电、用电安全，通过从模块到系统的融合以及从场景到解决方案的融合，切实提升系统的安全性。

图表 9 华为 7 合 1 智能电驱系统



资料来源：搜狐汽车，海通国际

图表 10 华为域控制器



资料来源：搜狐汽车，海通国际

智能座舱：软件主要包括车域生态平台 HiCar 与智能座舱车机系统鸿蒙 OS；硬件包括智能座舱芯片、座舱模组、抬头显示 AR HUD 设备、车载智慧屏幕等智能增量部件。

图表 11 智能座舱芯片参数对比

厂商	芯片	发布时间	制程 (nm)	GPU	GPU 算力 (GFLOPS)	合作车企
高通	SA8155P	2019	7	Adreno640	1142	长城/吉利/广汽/上汽等
联发科	MT8666	2019	12	Mali-G72 MP3	113	长安欧尚/吉利等
	MT2712P	2019	28	Mali-T880 MP4	133	大众/丰田/奥迪
德州仪器	Jacinto7	2021	28	G6230/6430	70-140	大众/奥迪等
英特尔	A3950	2016	14	HD 50X	187	特斯拉/沃尔沃/长城/红旗/宝马等
瑞萨	R-CAR H3	2015	15	GX6650	288	丰田/大众等
华为	麒麟 990	2021	7	16 核 Mali-G76	641	北汽等
地平线	征程 2	2019	28		128	长安/红旗等

资料来源：各公司公告，海通国际

智能网联加速自动驾驶技术实现：聚焦城市“车路云网图”协同端到端解决方案建设，通过道路数字化，进行最优道路分配，构建“全息感知、全域联接、全局智能、云边协同”的智能网联解决方案。目前，华为智能网联解决方案已在湖南长沙湘江新区、浙江湖州德清县、辽宁沈阳大东区等多个城市落地。

图表 12 华为智能网联方案架构



资料来源：华为官网，海通国际

智能驾驶：聚焦城市“车路云网图”协同端到端解决方案建设，通过道路数字化，进行最优道路分配，构建“全息感知、全域联接、全局智能、云边协同”的智能网联解决方案。智能驾驶软硬件主要为华为自研的 MDC 计算平台和包括激光雷达在内的各类传感器。

图表 13 华为智能驾驶软硬件



资料来源: 华为官网, 海通国际

图表 14 华为 96 线激光雷达



资料来源: 华为官网, 海通国际

2. 问界爆款产品，华为全国销售渠道深度赋能

2.1 问界全线汽车软硬件两大技术优势：鸿蒙智能座舱+纯电驱增程平台

AITO 问界是赛力斯与华为强强联合的新能源车品牌。2021 年 12 月 23 日，华为与赛力斯联合推出全新高端品牌 AITO。赛力斯发挥电驱增程技术、工业 4.0 标准智慧工厂和完整供应链伙伴的优势；华为提供高品质管控、智能生态系统、巨大客户流量以及全国的优质销售渠道。在赛力斯造车、华为赋能的布局下，AITO 陆续推出的问界 M5 和 M7 畅销全国。

赛力斯智能增程控制系统协同整合了集成式智能发电机组、黄金动力组合及电池包结构三大部分，分别对应优化了智能控制、驱动技术及电池包的三大功能。智能发电机组不仅实现 3.2kWh/L 的高效补能，还支持对外大功率充电的功能。动力组合应用了高集成、小体积、大爆发力的驱动技术，达到强动力、低能耗、小噪音的良好用户体验。电池包通过简化模组结构和单电芯隔热防火封装，结构和材料都能做到稳定不起火，从而实现电池安全。HUAWEI DriveONE 具有可学习、可进化的特点，有助于 OTA 平台持续升级。

图表 15 赛力斯智能增程控制系统



资料来源：公司官方公众号，海通国际

华为加速汽车国产化进程，深耕手机与汽车互联的智能化领域。和同类型汽车相比，问界汽车智能化优势明显。2022 年中国新能源汽车大会提出，以车机与手机为主的智能互联产业发展迅速，是未来智能座舱发展的重点方向。华为在软硬件发展上的技术优势，有助于形成交互联动和生态互助，能够为产业各方带来更多的价值。

图表 16 华为“车联万物，万物互联”布局



资料来源：华为官网，海通国际

华为鸿蒙生态赋能问界，手机与车机的生态闭环提高用户的智能终端全场景体验，未来有望实现汽车与华为手机庞大用户群体的交互开拓，增强用户黏性。问界 M5 和 M7 搭载的鸿蒙 OS 平台让我们看到了未来汽车成为智能终端，实现汽车+手机+手表三方联合交互的可能，我们认为华为有望在智能互联领域发挥引领作用，推动智能汽车产业链国产化进程。

图表 17 鸿蒙智能出行布局

类别	特点	应用
车载带屏类	手机应用和服务延展到设备	车载智慧屏、流媒体后视镜
车载 IOT 类	分布式便捷控制	行车记录仪、车载香氛、车载空气净化器、车载网关、车载摄像头、智能语音支架、智能儿童座椅、车载吸尘器、车载充气泵
个人出行类	设备联动、服务流转	电动滑板车、智能平衡车、智能头盔、智能行李箱、电动摩托车、电动二轮车、智能儿童车、智能扭扭车、智能婴儿车、防遗忘坐垫、防丢器、防热后备垫

资料来源：公司官网，海通国际

2.2 赛力斯已发布产品：问界 M5+ M7

赛力斯先后发布的两款电动汽车 M5 和 M7 均已成为爆款。从市场定位的角度看，M5 重视科技感和运动感，是新潮科技爱好者偏爱的轿跑 SUV；M7 重视舒适感和稳重感，是家庭和商务人士首选的中大型豪华 SUV。从硬件的角度看，M7 较 M5 轴距短，电机小，车更长更重；因此具备电机成本低、空间大的特点，能更好地满足家庭对于舒适度的要求，提高性价比。

图表 18 问界 M5+M7 核心参数对比

车型	问界 M5	问界 M7
车型图		
能源类型	增程式	增程式
长/宽/高 (mm)	4770/1930/1625	5020/1945/1775
轴距 (mm)	2880	2820
整备质量 (kg)	2335	2340
售价 (万元)	25.98 ~ 33.18	31.98 ~ 37.98
CLTC 续航里程 (km)	1242	1220
L113 (mm)	-	422
空间转化率	后排 870mm 腿部空间	92.4%
百公里加速 (秒)	4.4	4.8
最高车速 (km/h)	210	190
电机数量 (个)	2	2
电机功率 (kw)	365	330
电池能量 (kWh)	40	40
电池类型	三元锂电池	三元锂电池
自动驾驶方案	博世 L2	博世 L2
摄像头数量 (个)	8	8
雷达总数 (个)	15	15
车载系统	华为鸿蒙 OS	华为鸿蒙 OS

资料来源：汽车之家，公司官网，海通国际

问界 M5：高端品牌 AITO 旗下首款车型销量爆发。由赛力斯和华为合力打造，是搭载华为的鸿蒙座舱和车机系统的首款车型。87 天累计交付破万，创下新品牌单款车型交付破万最快纪录。消费者集中在一线城市与华为黏度高、喜欢创新的科技爱好车。M5 自 3 月大规模交付以来，销量快速攀升。3-6 月交付量分别为 3,045、3,245、5,006、7,021 辆，其中 6 月订单量为 10,685 辆。

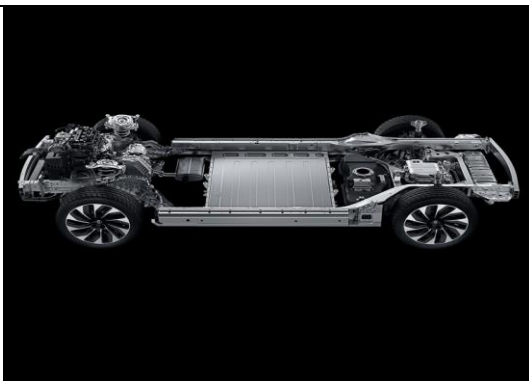
图表 19 问界 M5 外观



资料来源：AITO 汽车，海通国际

M5 率先搭载全新的 **HarmonyOS 智能座舱**，应用人因科技和分布式技术，为用户提供更高级的交互体验。硬件方面，采用全铝合金底盘，能在过弯时实现更好的倾斜控制；装配前双叉臂后多连杆独立悬架和高性能轮胎，使车辆能降低车身重心，提高车轮抓地力。电机方面，能够最大反向输出 220V 交流电，实现最大功率 3500W，满足年轻一代户外露营等新需求。

图表 20 问界 M5 全铝合金底盘



资料来源：公司官网，海通国际

图表 21 问界 M5 前双叉臂后多连杆独立悬架



资料来源：公司官网，海通国际

另外，M5 也是第一辆搭载 **HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台** 的汽车。通过运用 **赛力斯 DE-i 增程技术**，M5 装配的 1.5T 四缸增程器可实现 1L 油发 3.2 度电的高于行业标准 20% 的功率水平；满油满电的情况下，M5 可实现 CLTC 工况续航 1242 公里。四驱版本前电机异步交流配合后电机永磁同步，可达最高 364kW 的电机总功率和 4.4 秒的百公里加速。用户可选 5 种驾驶模式、3 种增程模式、4 档回收力度调节。

图表 22 问界 M7 同尺寸、同价位 SUV 车型销量

类型	车型	车型图	7M22	1H22	2021	2020	类型	车型	车型图	7M22	1H22	2021	2020
同尺寸 (中大型SUV)	雷克萨斯 RX		4,963	24,496	48,617	49,255	同价位 (30-40 万元)	问界M5		6,218	16,717	-	-
	蔚来ES8		1,305	7,503	20,943	10,795		岚图FREE		888	6,705	6,444	-
	保时捷 Cayenne		4,109	16,315	30,051	35,893		奔驰GLC		14,071	76,502	144,415	177,141
	奔驰GLE		4,534	24,473	47,786	36,161		奥迪Q5L		13,142	61,266	125,750	149,976
	上海大众途昂		4,798	21,610	67,384	75,638		宝马X3		7,945	59,478	128,381	134,853
	宝马X5		5,331	20,592	50,217	48,538		沃尔沃 XC60		6,553	26,831	64,842	62,025
	一汽-大众 ID.6 CROZZ		2,550	9,309	22,046	-		宝马X1		7,163	36,594	95,901	90,117
	理想ONE		10,422	60,711	91,310	33,457		凯迪拉克 XT5		4,046	18,721	51,777	62,607

资料来源：交强险，各公司官网，海通国际

问界 M7 发布 48 小时订单量破 5 万。7 月 4 日，华为与小康股份旗下赛力斯联合成立的 AITO 问界汽车发布六座豪华智慧大型电动 SUV—问界 M7。问界 M7 配置分为舒适版、豪华版和旗舰版三个等级，全国建议零售价区间为 319,800-379,800 元，并标配六合一增程器动力总成、AITO 零重力座椅、7 大 NVH 科技、HUAWEI Drive ONE 纯电驱增程平台以及 HarmonyOS 座舱等独创及业界领先的配置。发布当晚 6:08 分起，问界 M7 开启官方预订，并预计 8 月开始用户交付。问界官方随后连续宣布，新车发布后实现订单 2 小时破万，4 小时破 2 万，以及 48 小时破 5 万的华丽亮相。

M7 产品优势：1) 较同等配置车型价格优势显著，30-40 万元段市场空间广阔，未来 M7 有望从同价位燃油车抢得更多份额。2) 问界 M7 多外观多配置，支持用户个性化定制；大空间超舒适，实现家庭和商务的双重使用效益；有望在 6 月大定破万后，为公司业绩带来增长新动力。3) AITO 的配套设施和服务网络进一步完善，支持全国 300+城市共 19 万+公共充电桩，并覆盖 600+华为门店进行产品体验和试驾，未来 AITO 展车有望扩充到全国超千家华为门店。另外 109+城市的 122+家 AITO 用户中心提供售后保障。

图表 23 国产增程式车型对比

车型	问界 M7	问界 M5	理想 ONE	岚图 Free
车型图				
上市时间	2022.7	2021.12	2021.5	2021.6
级别	中大型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV
长/宽/高 (mm)	5020/1945/1775	4770/1930/1625	5030/1960/1760	4905/1950/1645
轴距 (mm)	2820	2880	2935	2900
整备质量 (kg)	2340	2335	2300	2290
顶配售价 (万元)	37.98	33.18	33.80	33.36
NEDC 续航里程 (km)	1220 (CLTC)	1195	1080	860
百公里加速 (秒)	4.8	4.4	6.5	4.5
最高车速 (km/h)	190	210	172	200
电机数量 (个)	2	2	2	2
电机总功率 (kW)	449	365	245	510
电池能量 (kWh)	40.0	40.0	40.5	33.0
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
自动驾驶方案	博世 L2	博世 L2	理想 AD Max	博世 L2
车载系统	华为鸿蒙 OS 3.0	华为鸿蒙 OS 3.0	--	--

资料来源：汽车之家，公司官网，海通国际

图表 24 问界 M7 外观



资料来源：公司官网，海通国际

图表 25 问界 M7 座舱格局



资料来源：公司官网，海通国际

图表 26 问界 M7 零重力座椅



资料来源：公司官网，海通国际

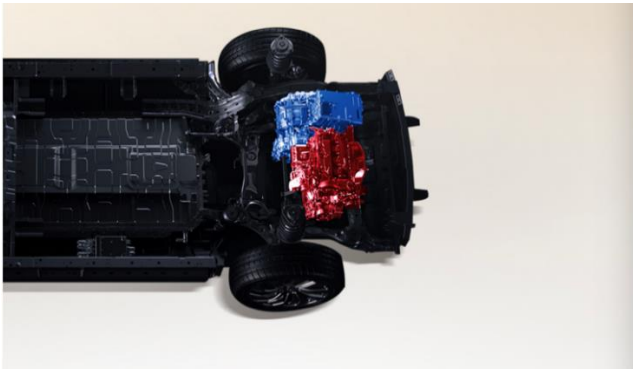
图表 27 问界 M7 车内音乐空间



资料来源：公司官网，海通国际

硬件创新，提高豪华 SUV 的出行品质。根据公司发布会及公众号介绍，（1）**独创 6 合 1 增程器动力总成，空间升级。**问界 M7 延伸纵向长度到 2605mm，L113 距离缩短到 422mm，空间转化率高达 92.4%，重新定义六座大空间。（2）**华为 Drive ONE 纯电驱增程平台，安全升级。**问界 M7 前驱使用 130kW 高性能电机，后驱使用 200kW 高性能电机，配置 40kWh 高效率安全电池和高能效 1.5T 四缸增程器 3.0，实现一升油发电 3.13 度。城市通勤用电模式下，CLTC 的纯电续航达 200 公里+；长途自驾模式下，CLTC 工况续航达到 1220 公里；百公里时速制动距离 35.5m，百公里加速 4.8 秒的性能搭配多种驾驶模式，实现各种路况下的安全灵活驾驶。另外，电池 VHR 技术为电池提供保护，提供对实时预警、AI 学习和云端服务协同防护的支持。（3）**业界首款商用零重力座椅，舒适升级。**M7 采用零压感知人体工学设计，独创 3 轴动态调节+6 电机丝滑驱动的结构，为用户创造 108 度腿部零压角和 113 度腰部零压角的极度舒适体验。

图表 28 问界 M7 独创 6 合 1 增程器动力总成



资料来源：AITO 汽车，海通国际

图表 29 问界 M7-HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台



资料来源：AITO 汽车，海通国际

图表 30 问界 M7 电池包热安全防护



- 航空级隔热
- 极速主动制冷降温
- 三重特种耐冲击防爆
- 离地最低点-前副车架护板
- 全车底盘护板

资料来源：AITO 汽车，海通国际

图表 31 问界 M7-HUAWEI SOUND 顶级音效



资料来源：AITO 汽车，海通国际

华为鸿蒙 OS 智能座舱升级，聚焦用户体验。（1）形成手机与汽车融合的闭环生态，智能升级。问界 M7 搭载的华为鸿蒙 OS 智能座舱新增超级桌面功能，使得手机应用可以直达车机。用户可通过车载大屏获得手机应用的完整操作，包括编辑微信文档和利用车载摄像头拍摄手机 Vlog。（2）大平台华为赋能，优化资源整合。鸿蒙 OS 智能座舱继承华为终端的流畅体验，实现区别于其他汽车的多模式人机交互。运用在智能手机领域积攒的宝贵经验实现智能汽车领域的创新，在原有的庞大手机用户群体中引导对车机的兴趣，通过车机一体化的便利体验逐步建立用户的忠诚度。（3）首创车机多任务中心，娱乐不影响安全。问界 M7 配备车载家庭 KTV、高品质音视频、沉浸式游戏模式以及 19 单元华为 SOUND 音响，在不影响用户出行安全的前提下，为家庭提供高质量的亲子时间和娱乐体验。

图表 32 问界 M7 鸿蒙 OS 系统超级大桌面



资料来源：AITO 汽车，海通国际

2.3 赛力斯未来产品：问界 M5 EV 版

趁热打铁，问界 M5 EV 版将于 2022 年 9 月上市。作为 AITO 首款搭载鸿蒙智能座舱的纯电车型，M5 EV 版车型构造简单，由电机、控制器和动力电池三个部件组成。M5 EV 同样搭载 HUAWEI DriveONE 三合一电驱系统和鸿蒙 3.0 智能座舱，为用户打造真正的智能终端。在设计方面，M5 EV 采用年轻时尚的封闭式“鲨鱼鼻”，并推出“暖星云”配色，吸引年轻一代消费者。

图表 33 问界 M5 EV“暖星云”配色



资料来源：AITO 汽车，海通国际

2022 年 7 月 27 日，鸿蒙 3.0 系统发布。与前代版本相比，鸿蒙 3.0 在贯彻“万物互联”的基础上，提高了分布式计算能力、设备性能共享技术及终端多设备接入性能。根据华尔街见闻，鸿蒙 3.0 的设备连接性能提高了 50%，连接稳定性提高了 100%，款中端操作性能提高了 20%。因此，搭载鸿蒙 3.0 智能座舱的问界汽车可以实现更快、更多的“车联万物”，保证用户更流畅的车机交互体验。

图表 34 问界 M5 EV 及可比车型核心参数

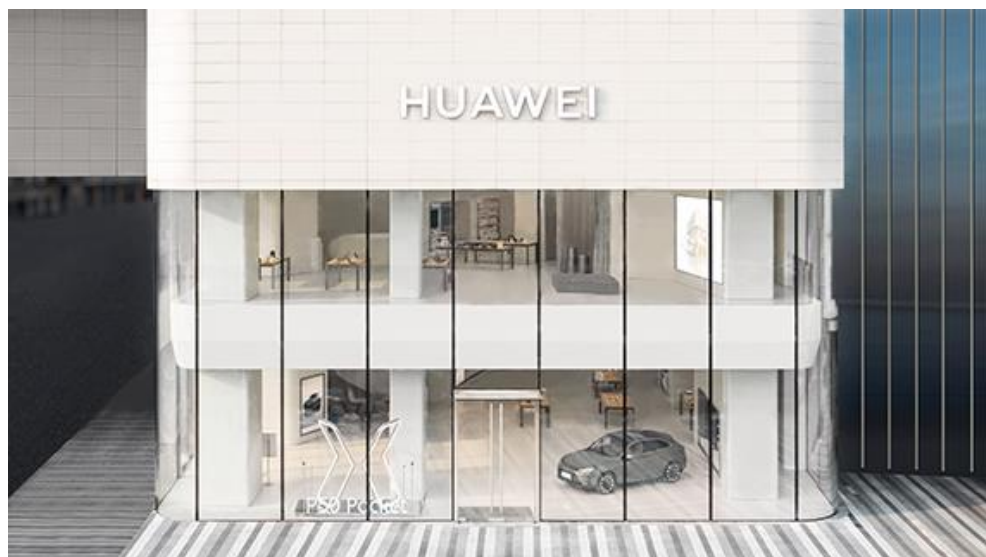
车型	问界 M5 EV 后驱	问界 M5 EV 四驱	特斯拉 Model Y
车型图			
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动
级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
长/宽/高 (mm)	4785/1930/1620	4785/1930/1620	4750/1921/1624
轴距 (mm)	2880	2880	2890
整备质量 (kg)	2235	2350	1997
售价 (万元)	-	-	31.69-41.79
CLTC 纯电续航里程 (km)	540	500	660
百公里加速 (秒)	-	-	5.0
最高车速 (km/h)	200	210	217
电机类型	永磁/同步	前交流/异步 后永磁/同步	前感应/异步 后永磁/同步
电机数量 (个)	1	2	2
电机总功率 (kw)	200	365	357
百公里耗电量 (kWh/100km)	15.8	17.1	14.4
电池能量 (kWh)	79.93	79.93	78.4
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池/磷酸铁锂电池
芯片	麒麟 990A	麒麟 990A	特斯拉 FSD
智能座舱系统	华为鸿蒙 OS 3.0	华为鸿蒙 OS 3.0	基于 Linux 自研

资料来源：汽车之家，爱卡汽车网，公司官网，海通国际

2.4 华为全国销售渠道深度赋能问界

AITO 获华为千店级销售渠道赋能，未来销量增长可观。相较于其他新能源车企，AITO 获得华为遍布全国的线下门店赋能，巨大流量加持。截止 2021 年底，华为在全球已建立了 5500+家线下体验店，网点覆盖城市的人流密集区；其中新概念店以鸿蒙生态系统为核心，充分展示人、车、家之间的全场景互动。截至 8 月 25 日，问界在 190 个城市拥有销售门店共 781 家，其中用户中心 163 家，华为销售门店 618 家。我们认为，今年底 AITO 销售门店数量有望破千，强大的销售渠道深度赋能 AITO 销量腾飞。

图表 35 华为线下体验店



资料来源：华为官网，海通国际

3. 深耕三电核心技术，智能电动车业务迎来放量成长期

3.1 公司目前形成整车与核心零部件两大业务布局

赛力斯集团股份有限公司成立于 1986 年，以生产、销售车用座椅弹簧与减震器起步，发展至今成为一家以新能源汽车为核心业务的科技制造企业，集团业务涉及新能源整车与核心三电系统、传统汽车及核心部件总成的研发、制造、销售与服务。公司旗下整车品牌包括东风风光、东风小康、赛力斯汽车、瑞驰汽车、DFSK 等，整车产品覆盖新能源车和传统燃油车，类型涵盖微型车、SUV、MPV；零部件包括发电机、新能源三电系统与内外饰件产品。公司核心零部件已实现自研自产，与整车业务形成有效协同配套。

图表 36 公司业务布局



资料来源：公司公告，公司官网，海通国际

3.2 成功转型为以新能源汽车为核心的科技制造企业

公司发展历史按照业务与战略重心可分为五个阶段，以车用零部件作为起点，拓展至摩托车、微车与新能源汽车及核心零部件的生产制造。在近 36 年的历程中逐步完成由下至上、由燃油至新能源、由中低端至智能网联高端的产品战略转型。

1986-2002 年，完成摩托车减震器与摩托车整车产销业务布局：1986 年，公司前身重庆巴县凤凰电器弹簧厂成立，主营电器簧、微车座垫簧等车用弹簧产品，后改制更名为渝安集团。1996 年业务拓展至摩托车减震器的产销，2022 年进入摩托车整车生产行业。

2003-2015 年，与东风合作进军整车制造领域：2003 年，渝安集团与东风公司、东风实业合资设立东风小康，正式进入汽车工业，并于 2012 年完成摩托车业务的剥离，聚焦于微车生产制造与发动机及零部件两大业务板块。2014 年，公司成立新能源汽车研究院，在纯电动微车技术领域开展研发。

2016-2017 年，海内外加速布局新能源乘用车业务板块：2016 年，在美国硅谷设立赛力斯前身 SF Motors，专注新能源汽车技术研发，并聘请特斯拉联合创始人 Martin Eberhard 出任战略顾问；同年小康股份完成 A 股上市。2017 年，SF Motors 收购美国电池系统商 InEVit 与 AMG 民用汽车工厂，并引入前特斯拉首席电机技术专家、美国 Atieva 公司（现 Lucid Motors）工程副总裁、Facebook（Meta）技术专家唐一帆出任金康赛力斯首席 EV 科学家，为高端电动车研发制造打下基础。

2018-2020 年，与 ICT 企业战略合作深化：2018 年，SF Motors 全球发布会推出纯电动 SUV SF5 与 SF7，同年与百度合作打造智能轿跑型 SUV 风光 iX5。2019 年，公司先后与阿里巴巴、华为开启汽车智能领域合作，并与东风公司加强在新能源全产业链的战略合作。

2021 年至今，新能源汽车业务进入高速发展通道：2021 年，公司与华为深化在新能源汽车领域的合作，共同推出赛力斯华为智选 SF5，同年赛力斯发布高端智慧品牌 AITO 与纯电驱增程平台 DE-i，年底发布智能豪华 SUV 问界 M5。2022 年 3 月 M5 正式上市，强大产品力持续收获市场认可，至 7 月底累计交付近 3 万台。7 月发布问界 M7，加码布局售价在 30 万元以上的豪华电动 SUV 市场。

图表 37 公司向新能源业务全面转型



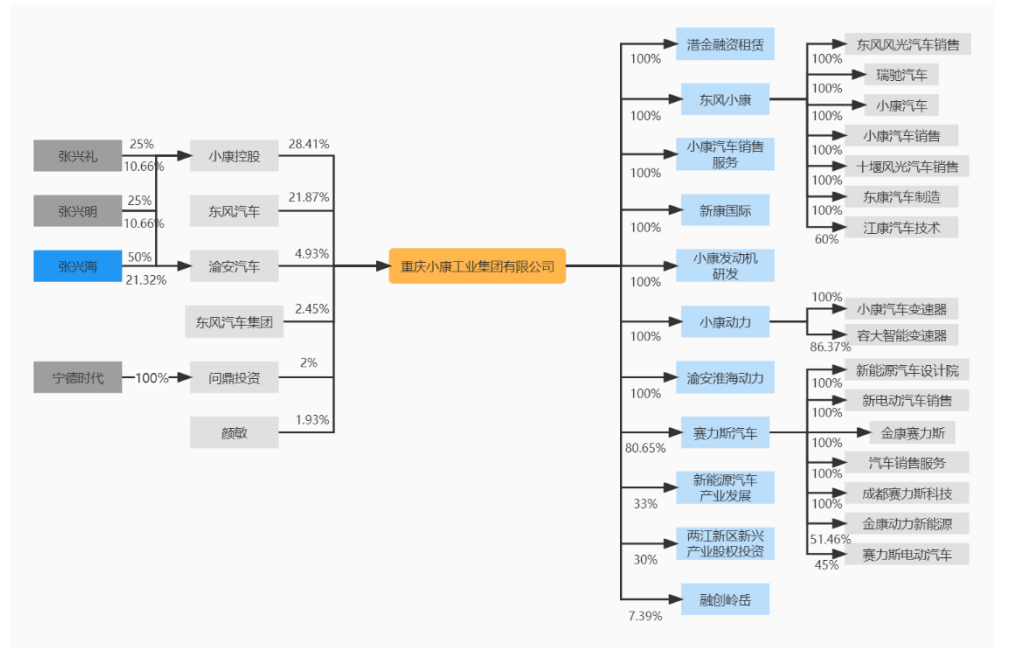
资料来源：公司公告，公司官网，海通国际

3.3 股权结构持续优化，加速新能源业务体系建设

2003 年，公司前身渝安集团与东风公司合资设立东风小康，开启民企与央企创新型合作。在民营机制灵活性加持下，公司发展起高质量的整车制造、供应链配套管理、销售与服务、及成本管控的完整体系，为转型新能源业务、与华为的深度合作打下坚实基础。

截至 2022H2，公司实控人张兴海先生合计持有公司 15.3% 股权，东风汽车集团为公司第二大股东，合计持有公司 24.3% 股权。自 2018 年公司对电动车业务进行组织架构调整，将 SF Motors 全部股权转至子公司赛力斯汽车，智能电动车业务布局重心转向国内。

图表 38 公司股权结构 (截至 2022.6.30)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 海通国际

3.4 自研自产三电核心零部件, 打造技术优势

硅谷基因, 全球研发团队具备强大技术储备。赛力斯汽车前身 SF Motors 通过人才引进与设立研发中心, 对核心三电、整车制造与智能研发进行了全面的技术整合。2017 年通过收购特斯拉联合创始人 Martin Eberhard 联合创立的 InEVit 电池公司, 吸纳了 InEVit 联合创始人、汽车机电一体化专家 Heiner Fees 与 CEO Mike Miskovsky 加入公司, 同时任命 Martin Eberhard 为首席技术官兼董事会副主席, 另外两位研发骨干为前特斯拉首席电机技术专家唐一帆博士与前三星电池专家 Ken Ogata。2016 年, SF Motors 与密歇根大学共同成立自动驾驶研究中心, 后续在东京设立电池技术研发中心、德国轻量化技术研发中心等。加之 2016 年 SF Motors 收购电机电控系统设计研发公司 AC Propulsion, 赛力斯组建起完整的三电核心、整车制造、智能驾驶技术平台, 首创纯电四电机驱动平台, 百公里加速在 3 秒以内。在丰富技术储备下, 公司目前已实现电驱系统、电池模组与热管理系统及发动机的自研自产。

自主掌控三电核心技术。公司开发的电驱系统, 输出功率覆盖从 100KW 到 400KW, 问界 M5 四驱性能版及四驱旗舰版车型的前桥搭载一台交流异步电机, 后桥搭载一台永磁同步电机, 组成双电机四驱系统, 百公里加速时间仅 4.4 秒。

图表 39 公司自产电驱系统技术指标对比

技术类型	赛力斯		精进电动	大洋电机	汇川技术	XPT
	交流异步	永磁同步	永磁同步	永磁同步	永磁同步	永磁同步
电机最大转速 (rpm)	16,000	16,000	16,000	16,000	12,000	16,000
最高输出功率 (kW)	255	200	200	160	130-150	100-200
最高功率/重量 (kW/kg)	2.60	2.2	NA	NA	1.37-1.58	1.11-2.22
峰值扭矩 (Nm)	520	400	410	NA	300	250-380
最高系统效率	91%	94%	94%	93%	93.5%	94%

资料来源：公司公告，海通国际

电池 PACK 方面，通过简化模组结构在保证能量密度的同时，大幅提升电池安全性能。相较于传统电池包的模组隔热形式，每颗电芯均采用独立防火封装技术，具有更佳的火源蔓延阻隔功能，从结构和材料上双管齐下，提高电池安全。电芯方面，公司日本电池研究中心在方形与圆柱形高能量密度电芯及固态电池开发领域持续投入，目前公司采用宁德时代提供的动力电池产品，供应链集成化能力较强，有效实现降本增效。未来公司有望实现部分电芯自产，进一步降低成本。

图表 40 公司已实现核心零部件自产



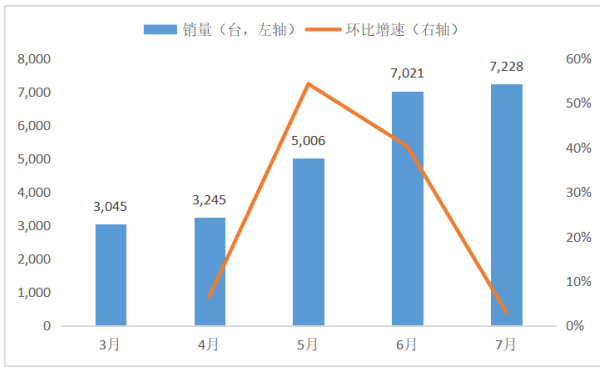
资料来源：公司公告，公司官网，海通国际

多地布局智能制造工厂，实现高度自动化与智能化。位于重庆的赛力斯两江智慧工厂按照工业 4.0 智造标准打造，占地 800 亩，包含冲压、焊装、涂装、总装和电池 PACK 五大工艺车间。工厂通过数字技术互联实现制造全面数字化，并拥有超过 1,000 台智能机器人协同运作，规划年产能 10 万辆，最大年产能 15 万辆。2022 年 7 月投产的凤凰智慧工厂具备 15 万辆 AITO 电动车产能。截至目前，公司具备整车 50 万辆（其中 AITO 30 万辆），电机电控 20 万台，发电机 55 万台的生产能力。

3.5 新老业务平稳交接，高端智慧电动车产品加速放量

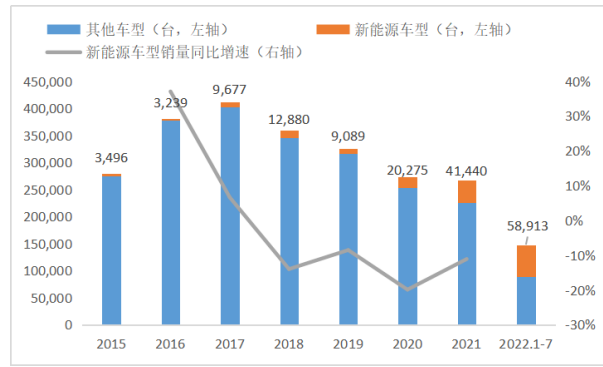
受国六标准切换与疫情影响，2018-2021 年公司传统燃油车（微车、SUV、MPV、商用车）销量逐年下滑，而新能源业务增幅显著，2018-2021 年新能源车销量年均复合增速 47.6%。2021 年前公司主力销售新能源车型为瑞驰 EC 系列纯电动商用车，2021 年新能源乘用车开始放量。公司新能源汽车产品已全面进入欧洲市场，批量出口法国、德国、意大利等多个国家和地区。2021 年欧洲营销服务中心、非洲营销服务中心正式建成并投入运营，网络建设初具规模，品牌形象逐步提升。

图表 41 2022 年问界 M5 月度销量



资料来源：乘联会，公司公告，海通国际

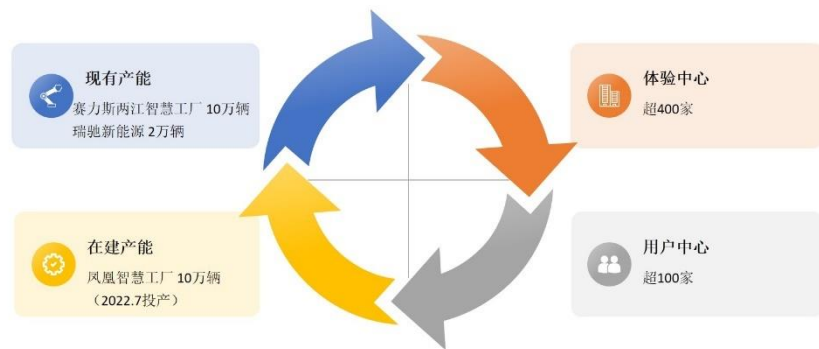
图表 42 新能源车型交付量加速



资料来源：公司公告，海通国际

依托核心三电技术、增程技术与垂直一体化的整车研发生产能力，赛力斯开创整车企业与 ICT 科技企业深度合作先河，在全国首创通过核心商圈的手机及消费电子门店销售新能源汽车的新零售模式。通过联合 ICT 龙头在渠道、消费者需求洞察、产品定义、供应链管理等方面的全面赋能，公司有望加快转型升级步伐，进一步提升产品竞争力。

图表 43 截至 2022Q1 公司新能源产能及销售网络部署情况



资料来源：公司公告，海通国际

3.6 股权激励计划聚人心，助力公司高质量发展

2021 年 7 月，赛力斯发布《2021 年股票期权激励计划（草案）》，拟向高管与核心技术及业务员工共计 2,779 人授予不超过 4,000 万份股票期权，行权价格为 66.03 元/股。公司层面业绩目标在新能源车销量与营业收入两个维度进行考核：2021/2022 年新能源车销量分别达到 4 万辆/20 万辆；或 2021/2022 年公司营业收入达到 180 亿元/450 亿元。股权激励有效调动公司董事、高级管理人员与核心骨干的积极性，将股东利益、公司利益与核心团队利益紧密结合在一起，合力打造智能电动车领先品牌。

图表 44 业绩考核要求与 2021 年股权激励计划授予情况

行权期	考核年度	新能源汽车销量 A (万台)		营业收入 B (亿元)	
		目标销量 Am	触发销量 An	目标值 Bm	触发值 Bn
第一个行权期	2021	4	3.2	180	144
第二个行权期	2022	20	16	450	360
考核指标		完成度		行权系数	
新能源汽车销量 A (万台)		A ≥ Am		X=1	
		An ≤ A < Am		X=A/Am	
		A < An		X=0	
营业收入 B (亿元)		B ≥ Bm		Y=1	
		Bn ≤ B < Bm		Y=B/Bm	
		B < Bn		Y=0	
公司层面行权系数		X 或 Y 的孰高值			

授予日期	行权价格 (元/股)	授予数量 (万份)	授予人数	授予后剩余数量 (万份)
2021/7/26	66.03	3,286.4	2,708	713.6
2021/12/20	66.03	713.6	996	0

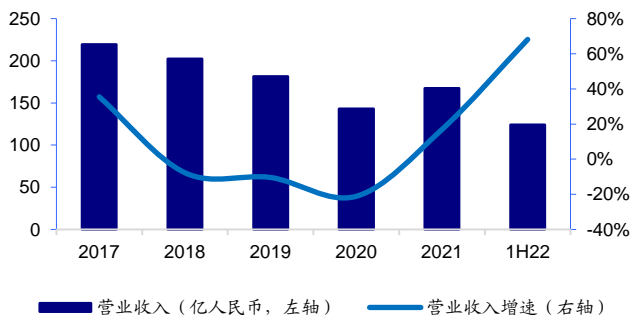
资料来源：公司公告，海通国际

4. 财务分析：华为分担营销和研发费用，2023 年有望实现盈亏平衡

产销爬坡盈利短期承压，赛力斯助力业绩重获新生。2017年起，公司受整体汽车市场景气度下行及新冠疫情等不利因素影响，营收及毛利表现持续走低。2021年，公司在新能源汽车平台、新一代增程动力平台和核心技术建设上取得了突破性进展，实现营业收入 167.2 亿元，同比增长 16.9%；其中，新能源汽车销量及收入规模均呈倍数增长：新能源汽车销量同比增长 104.4%，收入同比增长 128.8%。新能源汽车的销量及收入占公司汽车销量及主营收入比例分别为 15.5%和 26.9%，同比实现翻倍。毛利方面，2021 年赛力斯汽车新车型上市，由于产销还处于爬坡阶段，固定成本分摊较大，叠加电池原材料价格暴涨、零部件短缺等多重因素，使板块毛利为负值，拖累该年公司毛利率下降 0.8pcts 至 3.77%。

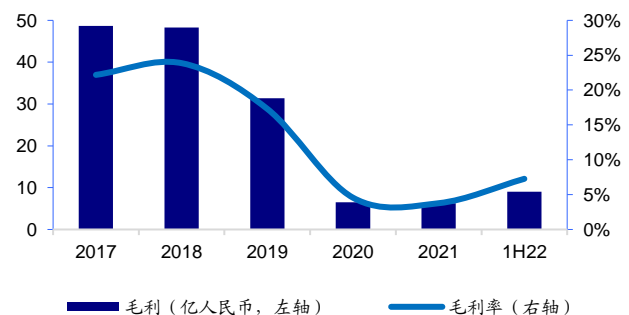
上半年新能源汽车业务营收首次超越传统燃油车业务。公司 2022 上半年新能源汽车累计产销量分别为 47,714 辆和 45,622 辆，同比增幅分别为 255.1%和 204.5%。在新能源汽车产销的强劲带动下，公司上半年实现营业收入 124.2 亿元，同比增长 68.1%，其中新能源汽车收入 77.0 亿元，同比增长 380.8%，新能源汽车收入占总营收的 62.0%，从份额上首度超越公司传统燃油车业务收入。毛利率方面，上半年公司实现毛利率 7.27%，同比增长 4.3pcts，受益于产品销售结构优化，ASP 较高的高端新能源车型销量增加。

图表 45 公司营业收入走势



资料来源：WIND，海通国际

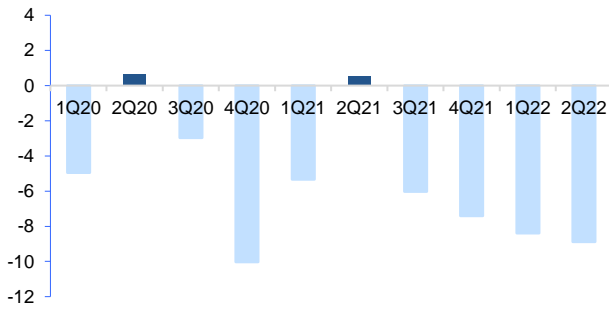
图表 46 公司毛利及毛利率走势



资料来源：WIND，海通国际

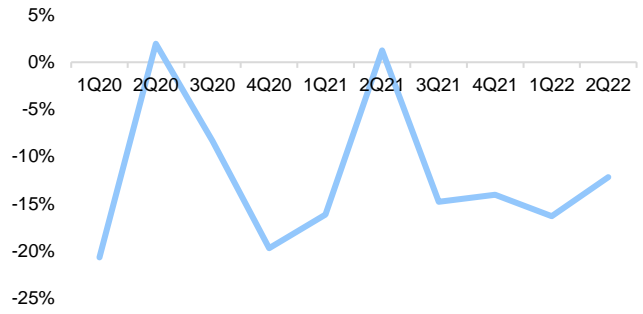
华为分担营销和研发费用，2023 年有望实现盈亏平衡。公司逐渐向新能源汽车企业转型，前期投入巨大，导致近年单季度持续出现亏损，仅 2Q20 及 2Q21 实现单季度盈利。我们认为公司仍处于产能爬坡及全力投入新能源汽车销售及研发阶段，短期内亏损状态将持续，我们预计公司有望在 2023 年实现盈亏平衡。期间费用率方面，问界新车型通过华为零售店快速渗透，我们认为华为分担公司营销和研发费用，问界销量有望在销售与管理费用率保持稳定的基础上实现爆发。研发费用方面，公司坚持创新驱动，将加快增程式及纯电技术自主研发，我们认为未来研发费用率有望稳步提升。

图表 47 公司单季度归母净利润走势



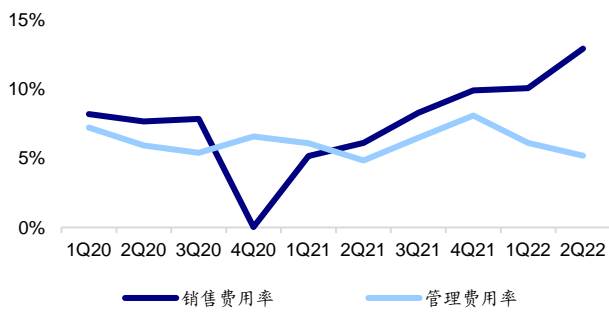
资料来源: WIND, 海通国际

图表 48 公司单季度净利率走势



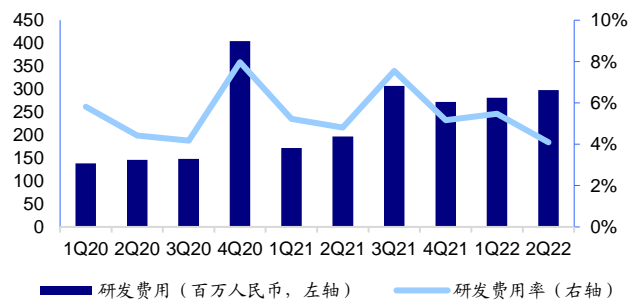
资料来源: WIND, 海通国际

图表 49 公司单季度销售及管理费用率走势



资料来源: WIND, 海通国际

图表 50 公司单季度研发费用率走势



资料来源: WIND, 海通国际

5. 盈利预测与估值

营业收入及毛利率假设：未来几年随着 AITO 新的增程式及纯电车型快速放量，新能源汽车业务有望带动公司主营收入持续向好。我们预计 2022-24 年公司营收为 450.9/961.7/1,371.2 亿人民币，同比增长 170%/113%/43%。毛利率方面，赛力斯品牌产能攀升将逐步带来规模经济效益，新能源汽车销售占比有望改善，单车成本分摊降低，我们预计 2022-24 年汽车毛利率为 12.6%/17.2%/18.6%。

交付量假设：公司 2021 年赛力斯汽车交付量 8,169 辆，并于 22 年前 7 月交出远超预期的销量答卷（29,388 辆），我们预计下半年 AITO M7 和 M5 EV 将延续上半年的火爆销售，并借助华为强大的渠道优势，促进 2022 年交付量大幅度提升。预计 2022-2024 年赛力斯汽车交付量为 9.3 /25.4/37.8 万辆，同比增长 1043%/172%/49%。

图表 51 赛力斯分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	16,717.92	45,085.98	96,166.93	137,116.66
总成本 (百万元)	16,087.60	39,343.83	79,768.82	111,887.67
总毛利 (百万元)	630.32	5,742.16	16,398.10	25,228.99
总毛利率	3.77%	16.17%	17.17%	18.06%
汽车				
收入(百万元)	14,419.26	41,554.44	91,050.13	130,037.51
成本(百万元)	14,110.41	36,308.76	75,373.43	105,809.89
毛利(百万元)	308.85	5,245.68	15,676.69	24,227.62
毛利率(%)	2.14%	12.62%	17.22%	18.63%
其他主营业务				
收入(百万元)	2,298.66	3,531.54	5,116.80	7,079.15
成本(百万元)	1,977.19	3,035.06	4,395.39	6,077.78
毛利(百万元)	321.47	496.48	721.41	1,001.37
毛利率(%)	13.99%	14.06%	14.10%	14.15%

资料来源：WIND，海通国际

图表 52 赛力斯品牌新能源汽车销量

	1Q22	2Q22	1H22	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E	2024E
赛力斯销量 (辆)	5,044	16,537	21,581	38,118	59,699	93,381	254,400	378,000
赛力斯	1,999	1,265	3,264	4,529	7,793	4,064	2,000	2,000
问界	3,045	15,272	18,317	33,589	51,906	89,317	252,400	376,000

资料来源：公司公告，海通国际预测

盈利预测及投资评级：我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 -1.11、0.07、0.52 元/股。我们采用 SOTP 估值法，参照可比公司估值，分别给予 2023 年公司赛力斯/其他分部 2.0x PS/14x PE，对应 1,577/2.8 亿元市值估值，加总得出合理市值 1,580 亿元，对应合理目标价 105.54 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

SOTP 估值：（1）赛力斯板块：赛力斯汽车方面，同行业可比公司包括特斯拉、小鹏、蔚来、理想等新势力企业，该领域尚处发展初期，新势力均未实现盈利，采用 P/S 估值法。我们认为赛力斯品牌将于 2023 年进入业绩高速发展期，给予一定的估值溢价，给予 2023 年 2.0 倍 PS 估值，对应 1.55 倍 EV/Sales。

(2) 其他板块方面，我们选择长城汽车、吉利汽车、上汽集团等传统自主品牌为可比公司，采用 P/E 估值法，给予 2023 年 14 倍 PE 估值。

图表 53 赛力斯 SOTP 估值

板块分部	2023E 营业收入 (百万人民币)	2023E 净利润 (百万人民币)	2023E P/E	2023E P/S	市值 (百万人民币)
赛力斯	78,864	91	-	2.0	157,728.00
其他	17,303	20	14	-	279.02
				总市值	158,007.02
				总股本 (百万)	1,497.12
				TP	105.54

资料来源：海通国际预测

图表 54 可比公司估值表

业务板块	公司名称	市值 (亿人民币)	营业收入 (百万人民币)		净利润 (百万人民币)		PS (倍)		PE (倍)	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
赛力斯	特斯拉	63,582.66	598,777	884,176			10.93	7.73		
	小鹏汽车	1,144.90	38,416	73,155			3.10	1.84		
	蔚来	2,261.45	62,319	108,685			3.60	2.04		
	理想汽车	2,154.29	51,613	106,387			4.52	2.04		
	平均值						5.54	3.41		
其他	长城汽车	2,506.04			9,018.47	12,413.56			35.90	26.08
	吉利汽车	1,625.21			6,778.46	9,456.63			20.93	15.00
	上汽集团	1,855.33			25,022.49	28,226.62			7.41	6.57
	广汽集团	1,254.40			10,247.19	12,258.43			14.80	12.37
	平均值								19.76	15.01

注：PS、PE 为 Bloomberg、WIND 一致预期，数据截至 2022 年 8 月 26 日
资料来源：WIND，Bloomberg，海通国际

6. 风险提示

芯片及零部件短缺风险，华为深度合作效果不及预期，纯电技术研发及产品销售不及预期，新能源汽车行业景气度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	16,718	45,086	96,167	137,117
每股收益	-1.22	-1.11	0.07	0.52	营业成本	16,088	39,344	79,769	111,888
每股净资产	5.85	8.92	8.99	9.51	毛利率%	3.8%	12.7%	17.1%	18.4%
每股经营现金流	-0.73	0.35	1.03	2.00	营业税金及附加	352	631	1,346	2,194
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.1%	1.4%	1.4%	1.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1,280	4,058	8,655	13,026
P/E	nm	nm	885.70	125.90	营业费用率%	7.7%	9.0%	9.0%	9.5%
P/B	11.20	7.35	7.29	6.89	管理费用	1,089	2,615	5,674	8,227
P/S	5.33	2.18	1.02	0.72	管理费用率%	6.5%	5.8%	5.9%	6.0%
EV/EBITDA	-65.67	-44.67	-60.67	-43.53	EBIT	-2,963	-3,275	-2,874	-3,497
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	244	254	457	479
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	0.6%	0.5%	0.3%
毛利率	3.8%	12.7%	17.1%	18.4%	资产减值损失	-247	-111	-135	-170
净利润率	-10.9%	-3.7%	0.1%	0.6%	投资收益	-82	-135	192	274
净资产收益率	-22.9%	-12.5%	0.8%	5.5%	营业利润	-2,885	-2,242	45	1,064
资产回报率	-5.7%	-3.2%	0.1%	0.9%	营业外收支	275	101	128	168
投资回报率	-23.4%	-19.3%	-14.0%	-15.8%	利润总额	-2,610	-2,141	172	1,232
盈利增长 (%)					EBITDA	-1,221	-2,058	-1,499	-1,997
营业收入增长率	16.9%	169.7%	113.3%	42.6%	所得税	21	86	22	160
EBIT 增长率	-66.6%	-10.5%	12.3%	-21.7%	有效所得税率%	-0.8%	-4.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	-5.5%	8.5%	106.6%	603.5%	少数股东损益	-807	-558	39	292
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-1,824	-1,669	111	779
资产负债率	75.9%	75.7%	82.9%	84.6%	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动比率	0.78	0.95	0.93	0.93	货币资金	5,832	11,260	12,325	16,655
速动比率	0.48	0.56	0.49	0.49	应收账款及应收票据	997	3,512	5,838	7,112
现金比率	0.31	0.33	0.22	0.24	存货	2,773	8,672	15,134	17,849
经营效率指标					其它流动资产	5,066	8,678	19,030	23,570
应收账款周转天数	17.96	18.00	17.50	17.00	流动资产合计	14,668	32,122	52,328	65,187
存货周转天数	53.11	52.36	53.72	53.06	长期股权投资	40	50	65	85
总资产周转率	0.57	1.08	1.53	1.67	固定资产	7,799	8,553	9,435	10,250
固定资产周转率	2.16	5.51	10.69	13.93	在建工程	1,533	1,872	2,181	2,450
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	无形资产	5,153	6,277	7,327	8,381
净利润	-1,824	-1,669	111	779	非流动资产合计	17,356	19,576	22,042	24,427
少数股东损益	-807	-558	39	292	资产总计	32,024	51,698	74,369	89,614
非现金支出	2,008	1,327	1,509	1,671	短期借款	2,109	2,109	2,109	2,109
非经营收益	-154	-1,267	-3,412	-5,154	应付票据及应付账款	13,911	25,433	41,928	51,312
营运资金变动	-211	2,685	3,302	5,400	预收账款	120	361	789	1,069
经营活动现金流	-987	519	1,549	2,988	其它流动负债	2,783	5,783	11,301	15,534
资产	-1,077	-2,007	-436	1,119	流动负债合计	18,924	33,685	56,126	70,024
投资	67	140	-100	-106	长期借款	1,847	1,759	1,671	1,721
其他	-553	-131	196	278	其它长期负债	3,524	3,693	3,862	4,087
投资活动现金流	-1,563	-1,998	-339	1,291	非流动负债合计	5,371	5,452	5,532	5,808
债权募资	-142	81	81	276	负债总计	24,295	39,137	61,658	75,832
股权募资	3,033	7,059	0	0	实收资本	1,360	1,497	1,497	1,497
其他	45	-232	-225	-224	归属于母公司所有者权益	7,960	13,349	13,460	14,239
融资活动现金流	2,936	6,908	-145	51	少数股东权益	-230	-788	-749	-457
现金净流量	384	5,428	1,065	4,330	负债和所有者权益合计	32,024	51,698	74,369	89,614

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为8月26日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2021), 海通国际

APPENDIX 1

Summary

Cooperating with Huawei to achieve complementary advantages and to build excellent “Smart Selection” models. Seres is an OEM partner in the automotive industry that Huawei adopts the intelligent selection model for in-depth cooperation. It is also the leader in Huawei's cooperation in the automotive industry with the fastest landing, the highest sales volume, the fastest growth rate, and the most excellent synergy effect. Compared with the “Partners of Car-parts” mode and “Huawei Inside” mode, the biggest advantage of the “Smart Selection” mode is that Huawei will be deeply involved in product R&D and design, enabling and optimizing the manufacturing process with its excellent ICT capabilities. It cuts into Huawei's current sales channels covering thousands of stores in first- to sixth-tier cities across China, so as to achieve the ultimate optimization of users' experience of buying and using cars. Benefiting from the flexibility of the private firm systems of the two companies and the spirit of struggle inspired by the incentive mechanism, the cooperation between Seres and Huawei has been deepened, complementing each other in vehicle manufacturing and intelligent empowerment, and complementing each other in terms of operating efficiency improvement. We believe that through in-depth cooperation with Huawei, Seres will make up for the shortcomings and become a NEV leader with competitive advantages in electrification and intelligence.

The two models launched in 2022, M5 and M7 have become hot-sellers, and the M5 EV is expected to launch in September 2022. From the perspective of market positioning, M5 emphasizes technology and sportiness, and is a coupe SUV favored by new trendy technology lovers. M7 emphasizes comfort and stability, and is a mid-size luxury SUV preferred by families and business people. M9, scheduled to launch in the future, is expected to equip with Huawei's self-developed intelligent driving solution, and further improve the company's layout in intelligent mid-to-high-end products. As the first AITO EV equipped with Huawei Harmony intelligent cockpit, M5 EV is expected to launch in September 2022, and the product iteration fastens.

AITO has been deeply empowered by Huawei's sales channel, considerable future sales growth expected. Compared with other NEV manufacturers, AITO has been empowered by Huawei's offline stores all over China and its huge traffic. By the end of 2021, Huawei had globally established over 5500 offline experience stores, covering the densely populated areas of the city. The new concept stores take Harmony ecosystem as its core, fully demonstrating the full-scene interaction between people, cars and homes. As of August 25, AITO reported a total of 781 sales stores in 190 cities, including 163 user centers and 618 Huawei sales stores. We believe that the number of AITO sales stores is expected to exceed 1,000 by the end of this year, and the strong sales channels deeply empower AITO sales to surge.

The NEV revenue exceeded that of the traditional ICE business for the first time in 1H22, positives continued in 2H22, and now it is right before the surge of sales volume. According to the interim result report released by the company, the cumulative production and sales of NEV in 1H22 were 47,714/ 45,622 vehicles, +255.1%/ 204.5% YoY. Driven by the strong production and sales of NEV business, the company realized an operating revenue of Rmb12.42bn in 1H22, +68.1% YoY, of which the revenue of NEV was Rmb7.7bn, +380.8% YoY. The NEV revenue accounted for 62.0% of the total revenue, surpassing the revenue of the company's ICE business in terms of share for the first time. As of GPM, the company's GPM in 1H22 reached 7.27%, +4.3pcts YoY, which benefited from the optimization of product sales structure and increased sales of high-end NEVs with high ASPs. In 2H22, as the intensively high temperature in Chongqing gets back to normal, Huawei made it clear that it will strengthen the empowerment in the smart car industry, so that the production capacity of Seres is expected to be greatly improved, and sales are expected to rise rapidly.

The company is gradually transforming into a NEV company, and the initial investment is huge, but with the rapid increase in production and amortization costs, we expect the company to achieve breakeven in 2023.

Earnings forecast and valuation. We expect the company's EPS to be Rmb-1.11, 0.07 and 0.52 per share in FY22-24E, respectively. Referring to the valuation of comparable companies, we use SOTP valuation method and value the Seres/other main business at 2.0x PS/ 14x PE in 2023, corresponding to the market value of Rmb157.7bn/280mn, adding up to a reasonable market value of Rmb158bn, with target price of Rmb105.54. We initiate with an "OUTPERFORM" rating.

Risks: Chip shortage worsens; the effect of in-depth cooperation with Huawei is not as expected; electrification development and product sales fall under expectation; the NEV industry development is not as expected.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Barney Yao，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, Barney Yao, 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，Oscar Wang，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, Oscar Wang, 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，Jingya Zhang，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, Jingya Zhang, 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)

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BABA.US, 002594.CH, 0175.HK, 1211.HK and 1958.HK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 BABA.US, 002594.CH, 0175.HK, 1211.HK and 1958.HK 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 BABA.US, 002594.CH, 0175.HK, 1211.HK and 1958.HK 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601633.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 601633.CH.

002594.CH, 1211.HK 及 1958.HK 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

002594.CH, 1211.HK and 1958.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

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, 600104.CH 及 1958.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。

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, 600104.CH and 1958.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.

江西一诺新材料有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

江西一诺新材料有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 002594.CH, 1211.HK 及 1958.HK 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 002594.CH, 1211.HK and 1958.HK.

海通预计将 (或者有意向) 在未来三个月内从 002594.CH, 0175.HK, 9868.HK, 1211.HK 及 1958.HK 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 002594.CH, 0175.HK, 9868.HK, 1211.HK and 1958.HK.

海通在过去的 12 个月中从阿里巴巴 (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, 江西一诺新材料有限公司 及 上海汽车集团金控管理有限公司 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 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, 江西一诺新材料有限公司 and 上海汽车集团金控管理有限公司.

海通担任 002594.CH, 0175.HK, 601633.CH, 601238.CH, 9868.HK, 1211.HK 及 2238.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 002594.CH, 0175.HK, 601633.CH, 601238.CH, 9868.HK, 1211.HK and 2238.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

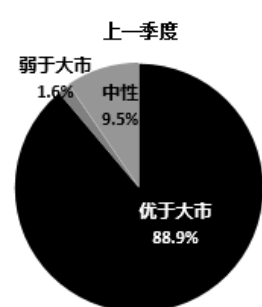
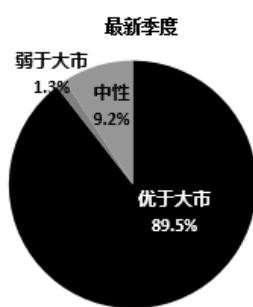
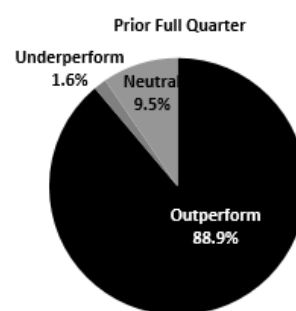
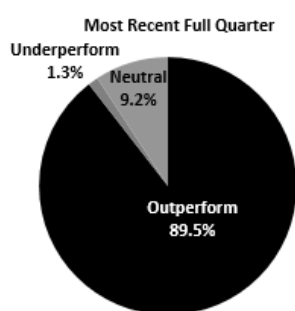
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.5%	9.2%	1.3%
投资银行客户*	5.9%	5.6%	5.0%

*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 Jun 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.5%	9.2%	1.3%
IB clients*	5.9%	5.6%	5.0%

*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 评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「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。对公司所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。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开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [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”) 公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

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

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

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>