

# 遥望科技 Foshan Yowant Technology (002291 CH)

## 首次覆盖：把握直播电商浪潮，遥望星辰大海

Seizing the Opportunity of Live Streaming E-commerce and Looking Forward to the Promising Future: Initiation

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	Rmb14.70
目标价	Rmb26.00
市值	Rmb13.40bn / US\$1.98bn
日交易额(3个月均值)	US\$66.95mn
发行股票数目	911.26mn
自由流通股(%)	75%
1年股价最高最低值	Rmb20.70-Rmb11.32

注：现价 Rmb14.70 为 2023 年 1 月 26 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	9.9%	-7.9%	-18.7%
绝对值(美元)	13.1%	-1.6%	-23.9%
相对 MSCI China	-5.2%	-57.2%	-6.6%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	2,811	3,179	4,888	7,103
(+/-)	31%	13%	54%	45%
净利润	-700	296	944	1,409
(+/-)	n.m.	142%	219%	49%
全面摊薄 EPS (Rmb)	-0.77	0.32	1.04	1.55
毛利率	16.2%	22.3%	33.0%	33.9%
净资产收益率	-12.6%	5.1%	13.9%	17.2%
市盈率	n.m.	46	14	9

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- 把握直播电商浪潮，实现业务全面转型。**遥望科技在资本化前原有上市公司主体为星期六，主营为中高端时尚皮鞋的批发、销售，2017 年并购时尚新媒体公司时尚锋迅、北京时欣，完成互联网转型，2019 年并购遥望网络，并抓住短视频平台的崛起，积极布局短视频及直播电商领域。2022 年 12 月 1 日，公司简称由“星期六”变更为“遥望科技”。2022 年 12 月公司披露主要的鞋履存货已经或正与市场上的第三方渠道签订《购销协议》，实现陆续卖出，传统业务实现实质性剥离。截至 2022 年 9 月 30 日，公司第一大股东为遥望科技创始人及董事长谢如栋，持股比例 9.52%，遥望科技总裁方剑持有 3.43% 的股份，位居公司第四大股东，遥望系高管持股共 12.95%。
- 抖快淘全渠道覆盖，孵化自有主播矩阵，建立高效的供应链体系。**遥望科技于 2010 年 11 月成立于杭州，2018 年布局直播电商领域，公司以“人-货-场”的商业逻辑，连接明星、达人与商家的社交电商服务，公司数次位居快手和抖音 MCN 影响力排行榜 TOP1。
- 人：**遥望科技在直播业务板块以“明星+IP”两手并行，已建立起拥有百余位明星+达人的多平台、多层次主播矩阵。在主播培养孵化上，公司采用“赛马机制+运营资源”的培训方式提高主播孵化效率与成功率。对于直播带货专业性较弱的明星，遥望网络在选品和运营上提供系统支持，充分利用艺人自带流量，打造个性化直播场景，进行产品销售与宣传。
- 货：**建立超过 2.5 万个国内外品牌入驻的供应链体系，覆盖美妆、生活、食品、服饰等全品类，并通过构建独有的数字化“遥望云”平台，实现了直播流程在线化、分析规模化、选品智能化。
- 场：**在渠道布局方面，目前公司已经打通了淘宝、抖音、快手三大渠道，成为行业第一个率先完成全域布局的企业，除了打造头部主播和艺人矩阵外，公司还在各渠道均建立了遥望品牌直播间。
- 盈利预测与估值分析。**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.32 元、1.04 元和 1.55 元。参考同行业可比公司，并考虑到遥望科技在直播电商领域的龙头地位，未来有望保持标品的销售额优势，并持续加大非标品的投入力度，通过遥望云等中台系统，持续降本增效，我们给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 26.00 元，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。
- 风险提示。**1) MCN 行业竞争加剧；2) 核心主播流失风险；3) 非标品电商业成长周期长，短期会带来成本端的波动；4) 股东减持风险。

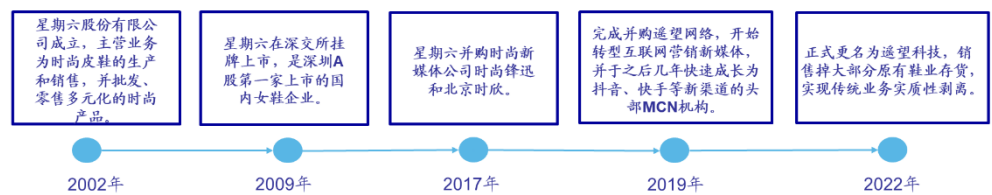
毛云聪 Yuncong Mao  
yc.mao@htisec.com

Xiaoyue Hu  
xy.hu@htisec.com

## 1. 把握直播电商浪潮，实现业务全面转型

遥望科技在资本化前原有上市公司主体为星期六，主营为中高端时尚皮鞋的批发、销售，2017年并购时尚新媒体公司时尚锋迅、北京时欣，完成互联网转型，2019年并购遥望网络，并抓住短视频平台的崛起，积极布局短视频及直播电商领域，迅速成长为抖音、快手等新渠道的头部MCN机构。随着公司电商业务的快速发展，经营业务主体已经发生较大变化，2022年12月1日，公司名称由星期六股份有限公司变更为佛山遥望科技股份有限公司，证券简称由“星期六”变更为“遥望科技”。2022年12月公司披露主要的鞋履存货已经或正与市场上的第三方渠道签订《购销协议》，实现陆续卖出，只保留了公司电商业务中少量必要的存货，传统业务实现实质性剥离。

图1 公司发展历史



资料来源：wind，公司官网，关于变更公司名称并换发营业执照的公告，关于不再具备交易条件终止出售全资子公司股权的公告，公司2022年半年报，HTI

截至2022年9月30日，公司第一大股东为遥望科技创始人及董事长谢如栋，持股比例9.52%，遥望科技总裁方剑持有3.43%的股份，位居公司第四大股东，遥望系高管持股共12.95%。此外公司原鞋业创始人张泽民和妻子梁怀宇分别通过云南兆隆、LYONE GROUP PTE间接持股公司9.34%、7.98%，目前持股比例仍略高于遥望系持股。除上述股东外，其余第5-10位股东均为机构投资者。

2022年12月，公司公告披露，董事长谢如栋先生因偿还自身债务、产业投资需要，通过大宗交易方式于2022年12月27日减持了1820万股公司股票，占公司总股本1.997%。截至2022年12月27日，董事长谢如栋先生共持有公司7.52%股份，位居公司第三大股东。

表 1 公司股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)
1	谢如栋	86.74	9.52
2	云南兆隆企业管理有限公司	85.14	9.34
3	LYONE GROUP PTE. LTD.	72.69	7.98
4	方剑	31.27	3.43
5	国泰大健康股票型证券投资基金	21.70	2.38
6	银河德睿资本管理有限公司	19.35	2.12
7	华夏行业景气混合型证券投资基金	15.27	1.68
8	新华人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	14.72	1.62
9	泽源利旺田 1 号私募证券投资基金	14.68	1.61
10	中信证券股份有限公司	14.25	1.56

资料来源: wind, HTI

在人才管理方面, 高管团队中有多人为互联网文娱及技术行业出身, 董事长谢如栋带领遥望网络开始布局直播电商领域, 一年时间快速成长为业内领先的头部 MCN 机构。此外公司高管团队中还包含有方剑 (公司联合创始人、总裁, 曾履职阿里巴巴媒体公关部、市场部七年)、戴颂威 (毕业于浙江大学, 2014 年 2 月至今, 任职杭州遥望网络科技有限公司 CFO)、胡幸江 (毕业于浙江大学, 2021 年加入公司, 就任 CTO, 曾在蚂蚁集团先后任职印尼钱包无线技术负责人、万里汇 WorldFirst 亚太技术负责人)、汪文辉 (2017 年创立 Hero 久竞战队, 2018 年升入 KPL, 并夺得 2018 年 KPL 春季赛冠军) 等高管, 团队实力强大。

表 2 公司核心高管介绍

排名	高管名称	职务	主要经历
1	谢如栋	董事长兼 CEO	2010 年 11 月, 创立杭州遥望网络科技有限公司; 2018 年, 谢如栋带领遥望网络开始布局直播电商领域, 一年时间快速成长为业内领先的头部 MCN 机构。
2	方剑	总裁	2014 年, 加入杭州遥望网络股份有限公司, 就任董事、COO; 2018 年至今, 任职杭州遥望网络科技有限公司总裁; 2007 年在阿里巴巴媒体公关部、市场部等任职七年。
3	戴颂威	CFO	2014 年 2 月至今, 任职杭州遥望网络科技有限公司 CFO
4	胡幸江	CTO	2021 年加入公司, 就任高级副总裁、CTO、数字中国事业部总经理。曾在蚂蚁集团先后任职印尼钱包无线技术负责人、万里汇 WorldFirst 亚太技术负责人。
5	汪文辉	联席总裁	2020 年至今, 任职杭州遥望网络科技有限公司联席总裁。2017 年创立 Hero 久竞战队, 2018 年升入 KPL, 并夺得 2018 年 KPL 春季赛冠军。
6	邵钦	副总裁	2015 年, 加入公司, 任职广告营销事业二部总监; 2017 年至今, 任职杭州遥望网络科技有限公司副总裁。
7	马超	副总裁兼董事会秘书	2016 年 5 月至今, 任职公司董事会秘书兼投资总监。
8	梁佳	副总裁	2014 年 6 月-2021 年 4 月, 任职公司资深 HRD; 2021 年 4 月至今, 任职公司副总裁。
9	张超	副总裁	2021 年至今, 任职公司副总裁。曾就职于 Ogilvy 奥美公关总部, FutureBrand 品牌咨询, 巴黎欧莱雅集团和雅诗兰黛集团总部等国际公司出任总监。
10	武娟娟	资深法务总监	2016 年至今, 任职公司资深法务总监。

资料来源: 公司官网, HTI

转型互联网及直播电商业务后，公司持续加大互联网关键技术研发与应用，提升组织效能。目前遥望网络技术研发团队拥有超 100 人的规模，2021 年较 2020 年研发费用预计增长逾 90%。2021 年公司已申请发明专利 20 项，其中已授权 1 项，进入实质性审查阶段 14 项，申请并获得软件著作权 112 项。公司的“遥望云”直播电商中台系统，涵盖直播领域的全流程，实现直播运营的线上化及数据可视化，极大地提升了效率。2022 年 3 月，公司发布首款数字虚拟人「孔襄」：其世界观是遥望参与研发的超级 AI 程序，具有深度学习功能。未来公司将持续开发数字人、数字场景等数字资产，利用行业领先的数字扫描技术打造独家数字资产库，通过 LED 数字大棚和数字资产库打造一体化的数字虚拟摄制基地，引领行业发展新趋势。

图2 公司数字影棚实景图



资料来源：公司官方公众号，HTI

图3 虚拟人「孔襄」



资料来源：公司官网，HTI

## 2. 行业分析：MCN 机构是直播电商产业链重要环节

直播电商是指利用即时视频、音频通信技术同步对商品或者服务进行介绍、展示、说明、推销，并与消费者进行沟通互动，以达成交易为目的的商业活动。传统电商行业首先是实现用户目的性购物需求，展示形态主要以图文为主。随着消费者心理层面的转变，无目的购物模式逐渐受到追捧，而直播带货便是满足无目的性购物的最优解。直播电商自 2013 年至今已经历三个阶段：**带货达人阶段、头部主播阶段、商家店播阶段。**

图4 直播电商发展演变：从带货达人、头部主播阶段到商家店播

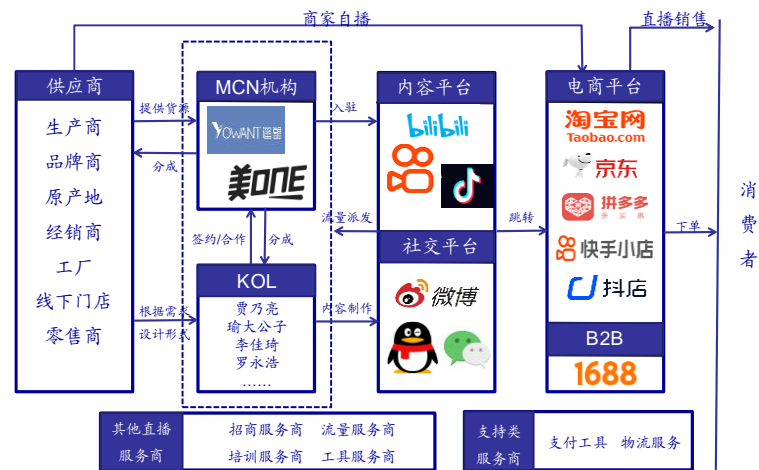


资料来源：人人都是产品经理、新腕儿、果集数据、36 氪、虎嗅、知乎、中新网、人民网、HTI



从野蛮生产到专业化的过程中，机构化、品牌化、体系化的特点不断凸显。其中，随产业链条不断成熟，MCN机构成为连接主播、商家、内容、社交平台及电商平台的联通环节。上游供应商为MCN机构或主播发放货源，并提出需求；MCN机构则将货源分发给孵化或已签约的主播，主播在内容平台或电商平台进行直播带货，创造收益获得佣金；内容、社交平台或电商平台为主播派发流量并提供技术服务，在佣金中再抽取技术服务费。

图5 直播带货产业链



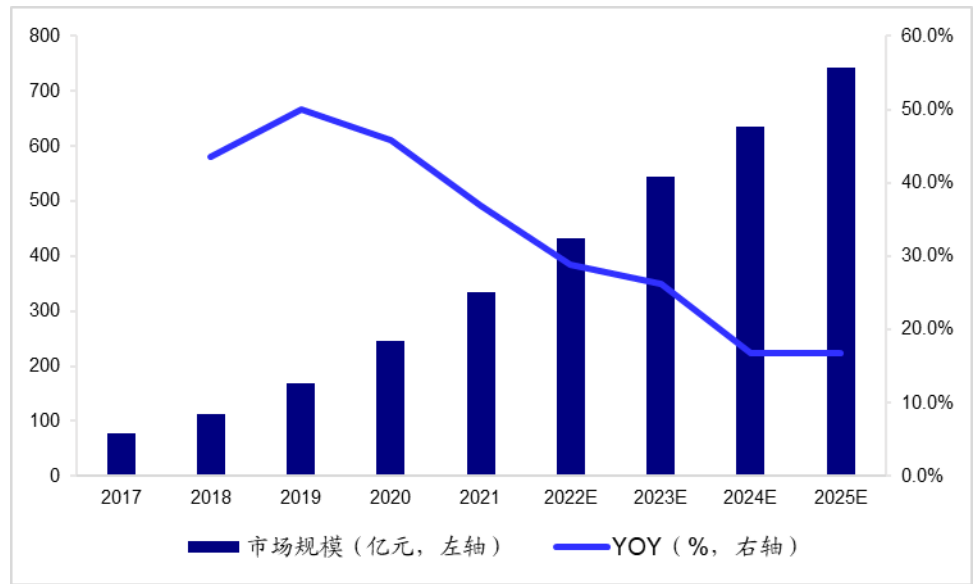
资料来源：网经社、亿欧智库、中商产业研究院、行行查，HTI

以快手电商为例，我们分析，整体而言，直播电商行业供应商的发展历程经历了从杂牌、到厂牌、再到品牌的发展过程。事实上，直播电商的渠道变革使得供应商能够实现去库存、塑品牌等多重效应，使得诸多直播品牌（如快手的“快品牌”）也得以脱颖而出。

供应商在进行GMV抽成后，剩余部分作为佣金分发给MCN机构、主播、平台。内容、社交平台及电商平台获得佣金的10%作为技术服务费。剩余部分将全部归于MCN机构和主播。MCN机构与主播之间根据各自议价能力进行进一步的分成，通常头部主播所获佣金比例较高，中腰部主播及尾部主播议价能力较弱，所获佣金分成较低。明星佣金比例一般在15%-20%，目前其流量效应遇冷、议价权弱化。我们认为，MCN机构事实上在直播选品、运营、售后等方面实现较大助力，但对于单主播的过度依赖可能成为或有痛点。整体而言，随着销售能力的不断加强，MCN机构有望拥有较高议价能力，实现降本增效。

持续高速增长，根据艾媒咨询预测，2025年预期MCN机构市场规模达743亿元。乘着短视频、直播行业的东风，国内MCN机构近年来迅速壮大，形成覆盖图文、视频、直播等多个领域。作为内容行业的中介，MCN机构通过筛选、签约、培育等一系列环节，将从前“原子化”、独立生长的“网红”们聚合在一起，一方面为他们提供优质内容生产方面的支持，包括内容制作、技术支持、包装运营等；另一方面助力推广变现，提供流量引导、粉丝社群维护、平台对接、品牌洽谈等服务，从而完成IP的专业孵化和商业变现。

图6 MCN 市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询百家号，HTI

### 3. 抖快淘全渠道覆盖，孵化自有主播矩阵，建立高效的供应链体系

杭州遥望网络科技有限公司是一家以直播为核心的综合型科技企业，2010年11月成立于杭州，2018年布局直播电商领域，同年完成资本化于A股上市。公司是直播电商行业首个且唯一一个完成抖音、快手、淘宝三平台全域布局的头部企业。遥望科技在直播业务板块以“明星+IP”两手并行，已建立起拥有百余位明星+达人的多平台、多层次主播矩阵，建立超过2.5万个国内外品牌入驻的供应链体系，覆盖美妆、生活、食品、服饰等全品类，并通过构建独有的数字化“遥望云”平台，实现了直播流程在线化、分析规模化、选品智能化。

图7 遥望科技公司发展历史



资料来源：公司官网，公司官方公众号，公司调研活动信息公告，HTI

公司以“人-货-场”的商业逻辑，连接明星、达人与商家的社交电商服务，公司数次位居快手和抖音 MCN 影响力排行榜 TOP1。2022 年公司预计产生 GMV 约 150 亿元，是行业内领先的直播电商 MCN 机构。

图8 公司基于“人货场”的商业逻辑示意图



资料来源：百度百科，HTI

图9 公司所获奖项及荣誉



资料来源：公司官网，HTI

我们认为公司在主播培养和孵化、供应链管理、云平台科技赋能等领域均有较为深入的探索，并逐渐形成规模化、可复制的方法论，构建起基于遥望平台的独特竞争优势。

### 3.1 人：明星+达人模式，低成本、高效率完成主播矩阵孵化

在主播端，公司有签约艺人和自有孵化、培养的达人两种类型，2022 年公司新签约艺人 25 位，累计签约艺人 51 位，累计签约主播 121 位。目前公司合作的艺人主播包括贾乃亮、王祖蓝、张柏芝等，自有孵化、培养的达人主播包括瑜大公子、李宣卓等。

图10 公司合作的艺人主播



资料来源：公司官网，HTI

图11 公司旗下达人主播



资料来源：公司官网，HTI

在主播培养孵化上，公司采用“赛马机制+运营资源”的培训方式提高主播孵化效率与成功率。以公司头部达人主播瑜大公子为例，2019 年 7 月，还是礼仪老师的瑜大公子通过偶然的来到遥望网络进行带货主播的尝试，经过一系列赛马机制的选拔，瑜大公子最终脱颖而出，成功从纯素人成长为成熟主播，团队以美妆品类作为切入口，仅用了 8 个月的时间，就完成了 GMV 从 0 到 1000 万的突破。而后随着瑜大公子粉丝体量的不断扩大，粉丝需求也在不断增加，公司选品团队将触角延伸

至智能家居、视频、个护等更多的品类，瑜大公子自此从一位美妆垂直主播，成长为一名头部的全品类主播。2020年11月5日，瑜大公子半小时销售额突破3000万，累计销售额突破3.68亿元。

对于直播带货专业性较弱的明星，我们认为遥望网络也会基于自身资源优势，在选品和运营上提供系统支持，充分利用艺人自带流量，打造个性化直播场景，进行产品销售与宣传。贾乃亮、张柏芝、黄子韬等艺人在公司的中台支持下，均实现了单场GMV破亿元的突破。我们认为公司通过自主孵化达人、外部签约合作明星的形式，已经逐渐构建起完善的主播矩阵，未来公司将采用“大号带小号”的模式，40%的场次由艺人播，60%的场次由助播播，每个月直播场次有望大幅增加，在不增加主播的情况下进一步拉动GMV增长。

表3 公司核心明星、达人主播带货战绩

艺人/达人	时间/事件	GMV (元)	累计观看数 (次)	累计订单数 (个)
瑜大公子	2020年11月5日 (聚星回馈盛典)	3.68亿+	1020万+	—
黄子韬	2021年10月16日 (电商首秀)	2.3亿+	4000万+	160万+
贾乃亮	2021年10月29日	1.7亿+	2892万+	145万+
沈涛	2022年1月7-8日	8023万+	488万+	11万+
张柏芝	2022年10月13日	1亿+	5499万+	85万+
姜艺潇	2021年8月2日	5170万+	2332万+	47万+

资料来源：公司官网，HTI

### 3.2 货：自有仓储建立高效供应链，从标品到非标品逐渐拓宽业务边界

我们认为，直播电商模式本质依旧是商品的售卖，因此基于货品的供给和有效管理是产业链的核心。在产品储备方面，公司拥有完善的商品库，目前已与2.5万个品牌建立稳定合作关系，构建实现了美妆、珠宝、食品等全品类覆盖，并成为直播电商领域唯一和海旅免税达成战略合作的公司。2022年，公司在美妆、珠宝、酒水标品外，重点加强了服饰等非标品的销售，2022年在服饰领域实现16亿元GMV，实现了从0到1的突破，我们认为2023年以服饰为代表的非标品有望成为公司的业务重点。

图12 公司部分合作品牌



资料来源：公司官网，HTI



在供应链管理方面，公司于 2020 年 12 月成立兴遥供应链有限管理公司，依托于遥望网络的强大资源，深度整合供应链管理、物流管理、分销链路管理和消费管理，通过大数据分析做到效率库存，为客户提供一站式全渠道供应链解决方案。目前公司已在杭州萧山、临平、金华、广州、郑州、沈阳等多地建立仓库，搭建覆盖全国的仓配网络，通过有效的商品供应链管理，持续赋能和匹配前端流量资源。

图13 公司自有仓库分布



资料来源：公司官网，HTI

我们认为直播电商销售主要挖掘的是客户的潜在需求，因此畅快的购买体验、商品的品质保证和满意的售后服务将会是主播和 MCN 机构的核心竞争力。在客服服务方面，公司提供“5 分钟-1 小时-24 小时”全方位售后保障机制，这样高效优质的售后将有利于顾客与主播的信任关系的加强。

### 3.3 场：抖快淘全领域覆盖，科技赋能未来发展

在渠道布局方面，目前公司已经打通了淘宝、抖音、快手三大渠道，成为行业第一个率先完成全域布局的企业，除了打造头部主播和艺人矩阵外，公司还在各渠道均建立了遥望品牌直播间（抖音“遥望未来站”、淘宝“遥望梦想站”、快手“遥望幸福站”），2022 年 11 月，遥望科技淘宝直播间在短短 20 天，粉丝数破 200 万，双十一成交破亿元，新主播成交 top3，再度复制了公司在快手、抖音渠道的成功。

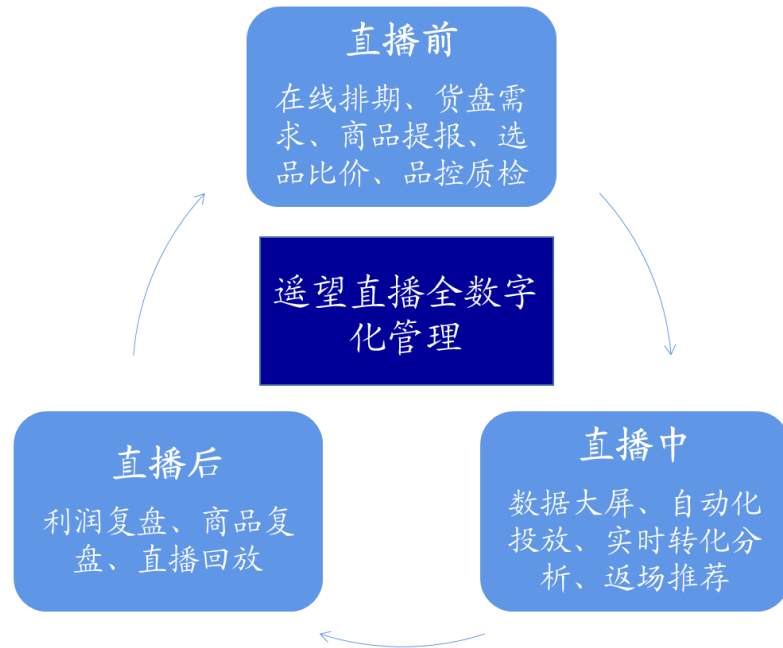
表 4 公司在抖快淘渠道独立站布局情况

渠道	品牌直播间名称	粉丝数	直播模式
抖音	遥望未来站	206.9 万	—
快手	遥望幸福站	93.9 万	每天 8:00 直播
淘宝	遥望梦想站	205.8 万	每天 18:00 直播

资料来源：抖音、快手、淘宝，粉丝数截至 1 月 13 日，HTI

抖快淘不同的渠道有不同的用户属性和流量分发规则，但对于主播和商品管理的要求是一致的。随着公司规模体量的扩大，公司也在不断完善中台系统，提升管理效能。2021 年四季度末，公司自主研发的“遥望云”云中台系统完整上线，实现了直播流程的在线化，分析的数字化，选品的智能化，构建了较深的系统和信息化壁垒，为规模化扩张直播电商业务奠定了坚实的基础。在遥望云的支持下，公司新手主播的直播筹备期将由原来的三个月缩短至 7 天左右，得以规模化孵化更多的直播间。我们认为随着公司直播时长和渠道的增加，未来在物料、舞台成本、广告投放、直播素材及样品管理都有很大的提升和优化空间。

图14 遥望云实现了公司直播全流程数字化管理

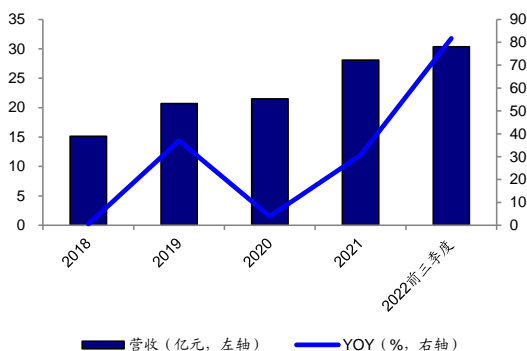


资料来源：遥望科技官方公众号，HTI

#### 4. 财务分析：社交电商 GMV 及营收实现快速增长，经营效率持续提升

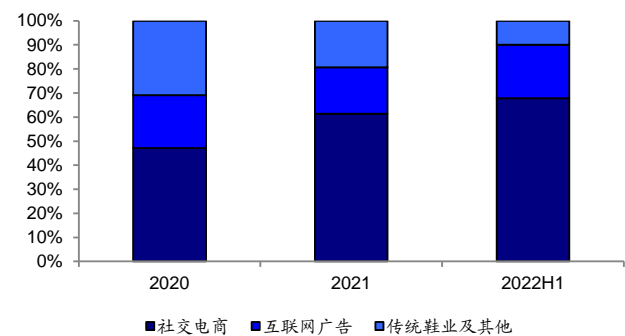
近年来公司营收一直处于稳健增长态势，2018-2021 年营收的复合增速达到 23%，2020 年以来，公司以社交电商为主体的收入快速增长，收入占比迅速提升，2021 年公司社交电商实现 GMV 突破百亿元，2022 年全年公司预计社交电商业务实现 GMV 约为 150 亿元，同比增长 50%。2021 年和 2022 年 H1 社交电商收入增速分别为 70.35%和 96.67%，收入占比分别为 61%和 68%。

图15 2018-2022 前三季度公司营收及增速



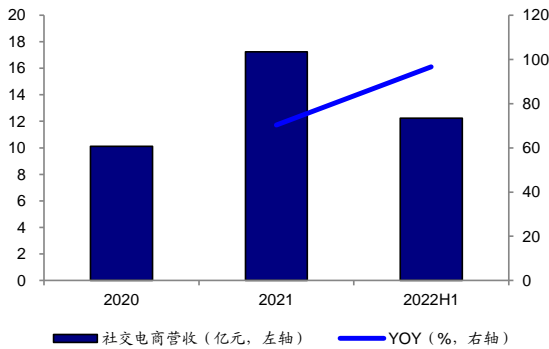
资料来源：wind，HTI

图16 2020-2022H1 公司各主营业务收入占比情况



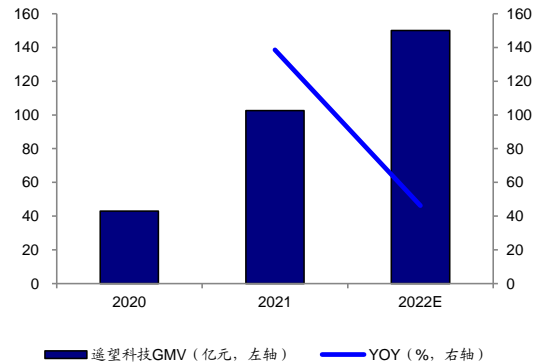
资料来源：wind，HTI

图17 2020-2022H1 公司社交电商营收及增速



资料来源: wind, HTI

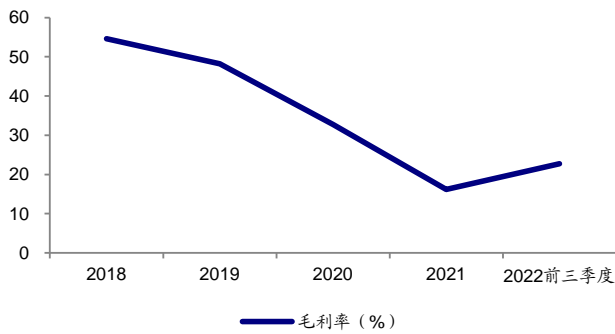
图18 2020-2022 遥望科技 GMV 及增速



资料来源: 公司 2020-2021 年年报, 2022 年半年报, 公司调研活动信息公告, HTI

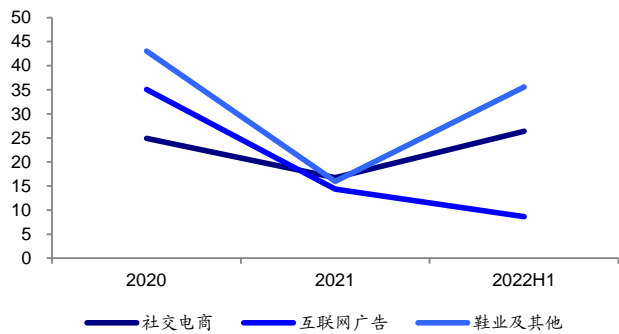
2018 年以来, 公司主业经历了较大幅度的变化, 2018-2021 年随着互联网营销、社交电商等新业务的投入和拓展, 整体毛利率处于下行阶段, 2022 年公司社交电商业务规模效应逐渐体现, 遥望云平台在供应商入驻线上化、选品数字化、直播运营数字化、直播复盘数字化、售后服务数字化等诸多方面相对提升了经营效率, 2022 年前三季度公司整体毛利率达到 22.73%, 毛利率水平同比略有提升。我们认为 2023 年随着降本增效持续优化成本, 中台仍有进一步的优化空间, 毛利率有望持续改善。

图19 2018-2022 前三季度公司毛利率变化



资料来源: wind, HTI

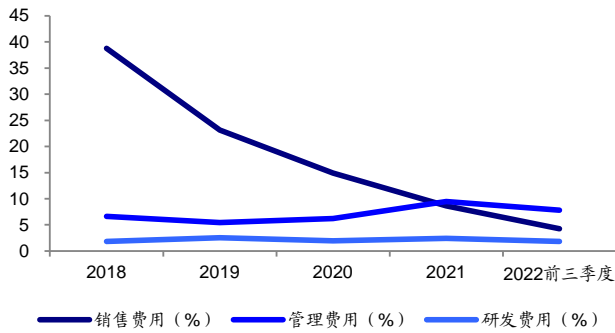
图20 2018-2022H1 公司各主营业务毛利率变化



资料来源: wind, HTI

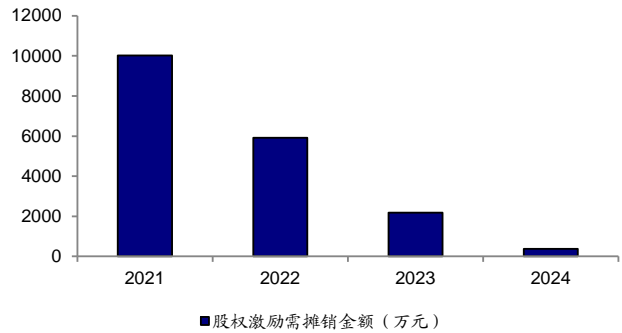
从费用端来看, 随着公司收入体量的提升以及业务模式的转型, 销售费用率大幅下滑, 2022 年前三季度公司销售费用率仅为 4.23%。2021 年为了加大社交电商业务拓展, 把握直播电商行业发展契机, 激励遥望科技核心团队, 公司针对 240 位遥望网络中高层管理人员及骨干员工开展了股权激励计划, 2021-2024 年股权激励总成本在 1.85 亿元, 其中 2021 年需摊销 1 亿元, 2022 年摊销 5917 万元, 占比在 86.5%, 管理费用率相对过往略有提升, 随着收入规模的快速提升, 以及股权激励需摊销金额的减少, 我们预计 2023 年后管理费用率有望稳步下降。研发费用来看, 公司近年来加大遥望云、孪生主播技术及数字影棚等新技术研发, 但研发费用和收入增速基本匹配, 2022 年前三季度研发费用率为 1.82%。

图21 2018-2022 前三季度公司三费波动变化



资料来源: wind, HTI

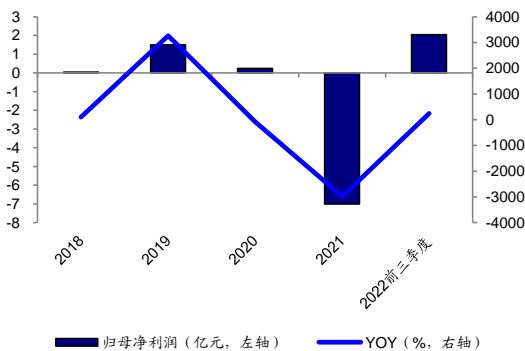
图22 公司股权激励计划 2021-2024 年需摊销金额



资料来源: 公司股权激励计划, HTI

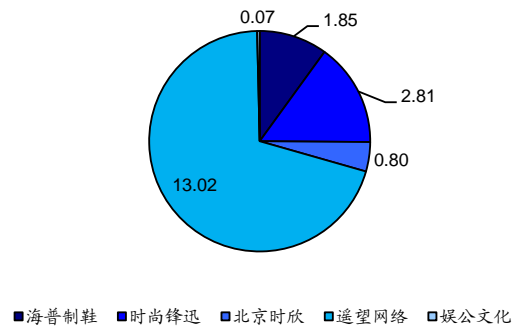
在利润端, 公司 2022 年前三季度实现归母净利润 2 亿元, 同比增长 240.77%, 近年来公司利润端波动较大, 2021 年归母口径利润亏损 7 亿元, 主要系对原有的主营鞋业计提坏账及存货跌价准备 3.15 亿元, 以及收购的广告业务公司时尚锋迅、北京时欣商誉计提 2 亿元减值, 股权激励的摊销成本 6923 万元。公司直播电商的核心运营主体遥望科技在当年度仍然实现 6529 万净利润。2022 年 12 月公司披露加大了清货力度, 并就主要的鞋履存货已经或正与市场上的第三方渠道 (社区团购、抖音渠道、拼多多及唯品会渠道) 签订《购销协议》, 实现陆续卖出, 只保留了公司电商业务中少量必要的存货, 传统鞋业业务等历史问题实现了实质性出清, 当前商誉构成也主要是社交电商的主体遥望网络, 我们认为未来减值风险低。我们认为随着公司社交电商 GMV 和收入规模的提升, 以及遥望云等中台系统带来的经营效率的优化, 未来公司经营利润有望稳步提升。

图23 2018-2022 前三季度公司归母净利润及增速



资料来源: wind, HTI

图24 2022H1 公司商誉及构成 (亿元)



资料来源: 2022 年半年报, HTI

## 5. 盈利预测与估值分析

我们认为直播电商目前仍处于高速发展期, 随着公司非标品业务的开展, 公司直播电商 GMV 有望高于大盘增速, 带动社交电商业务营收高速增长, 互联网广告业务随着直播 GMV 的增长, 有望实现稳健增长。



表 5 公司主营业务各分项收入预测与假设 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2811.19	3179.26	4887.96	7102.90	<b>毛利</b>	454.20	708.97	1614.02	2407.02
社交电商	1724.05	2202.05	3900.88	5918.41	社交电商	288.56	572.53	1482.34	2249.00
互联网营销	542.35	759.29	987.08	1184.49	互联网营销	77.78	101.30	131.69	158.02
传统鞋业	544.79	217.92	0.00	0.00	传统鞋业	87.86	35.14	0.00	0.00
<b>营业成本</b>	2356.99	2470.28	3273.94	4695.88	<b>毛利率 (%)</b>	16.16%	22.30%	33.02%	33.89%
社交电商	1435.49	1629.52	2418.55	3669.41	社交电商	16.74%	26.00%	38.00%	38.00%
互联网营销	464.57	657.99	855.39	1026.47	互联网营销	14.34%	13.34%	13.34%	13.34%
传统鞋业	456.93	182.77	0.00	0.00	传统鞋业	16.13%	16.13%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司 2021 年年报, HTI

**盈利预测假设:** 1) 我们预计随着服饰等非标品的拓展, 公司社交电商 GMV 仍将保持较高增速, 随着规模效应的逐渐体现, 该业务收入和毛利率也将稳步提升; 2) 公司互联网营销业务有望保持稳健增长, 助力和加速社交电商发展。3) 随着公司对鞋业库存的处理, 传统业务已经基本实现实质性剥离, 2023-2024 年无相关业务收入。

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.32 元、1.04 元和 1.55 元。参考同行业可比公司, 并考虑到遥望科技在直播电商领域的龙头地位, 未来有望保持标品的销售额优势, 并持续加大非标品的投入力度, 通过遥望云等中台系统, 持续降本增效, 我们给予公司 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价为 26.00 元, 首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

表 6 可比公司盈利预测及估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
值得买	300785.SZ	30.85	2.03	1.16	1.60	15	27	19
天下秀	600556.SH	7.23	0.20	0.17	0.24	36	43	30
壹网壹创	300792.SZ	27.36	1.45	1.27	1.56	19	22	17
<b>平均</b>						23	30	22

注: 股价取自 2023 年 1 月 20 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期  
资料来源: wind, HTI

## 6. 风险提示

- 1) MCN 行业竞争加剧;
- 2) 核心主播流失风险;
- 3) 非标品电商业务成长周期长, 短期会带来成本端的波动;
- 4) 股东减持风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2811</b>	<b>3179</b>	<b>4888</b>	<b>7103</b>
每股收益	-0.77	0.32	1.04	1.55	营业成本	2357	2470	3274	4696
每股净资产	6.12	6.40	7.43	8.98	毛利率%	16.2%	22.3%	33.0%	33.9%
每股经营现金流	0.25	0.15	-0.44	0.75	营业税金及附加	8	10	15	21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	243	127	147	213
P/E	-19.14	45.31	14.19	9.51	营业费用率%	8.6%	4.0%	3.0%	3.0%
P/B	2.40	2.30	1.98	1.64	管理费用	266	229	244	355
P/S	4.76	4.21	2.74	1.89	管理费用率%	9.5%	7.2%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	-67.75	36.58	10.81	6.83	EBIT	-417	312	1120	1683
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	87	22	23	25
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.1%	0.7%	0.5%	0.3%
毛利率	16.2%	22.3%	33.0%	33.9%	资产减值损失	-482	0	0	0
净利润率	-24.9%	9.3%	19.3%	19.8%	投资收益	21	32	15	21
净资产收益率	-12.6%	5.1%	13.9%	17.2%	<b>营业利润</b>	<b>-690</b>	<b>322</b>	<b>1112</b>	<b>1679</b>
资产回报率	-9.9%	4.0%	10.8%	13.4%	营业外收支	-10	0	0	0
投资回报率	-6.6%	4.3%	12.5%	15.5%	<b>利润总额</b>	<b>-699</b>	<b>322</b>	<b>1112</b>	<b>1679</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	-246	323	1131	1694
营业收入增长率	30.7%	13.1%	53.7%	45.3%	所得税	-4	26	167	269
EBIT 增长率	-435.6%	174.6%	259.6%	50.2%	有效所得税率%	0.6%	8.0%	15.0%	16.0%
净利润增长率	-2980.9%	142.2%	219.3%	49.3%	少数股东损益	5	0	1	1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-700</b>	<b>296</b>	<b>944</b>	<b>1409</b>
资产负债率	20.8%	20.0%	21.9%	21.8%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
流动比率	3.32	3.51	3.41	3.62	货币资金	2246	2385	2000	2710
速动比率	2.47	2.54	2.42	2.45	应收账款及应收票据	1083	1038	2223	2516
现金比率	1.63	1.73	1.10	1.23	存货	800	984	1380	2011
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	452	416	594	749
应收账款周转天数	144.89	120.00	120.00	120.00	流动资产合计	4581	4824	6198	7987
存货周转天数	158.95	130.00	130.00	130.00	长期股权投资	78	78	78	78
总资产周转率	0.45	0.44	0.61	0.74	固定资产	89	98	107	116
固定资产周转率	27.59	33.99	47.67	63.77	在建工程	37	37	37	37
					无形资产	132	136	140	144
					非流动资产合计	2481	2494	2507	2520
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7062</b>	<b>7318</b>	<b>8705</b>	<b>10507</b>
净利润	-700	296	944	1409	短期借款	584	634	684	734
少数股东损益	5	0	1	1	应付票据及应付账款	312	264	500	596
非现金支出	695	11	11	11	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	56	-10	9	3	其它流动负债	484	477	633	878
营运资金变动	168	-158	-1367	-737	流动负债合计	1380	1375	1817	2209
<b>经营活动现金流</b>	<b>223</b>	<b>138</b>	<b>-403</b>	<b>688</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-219	-24	-24	-24	其它长期负债	85	85	85	85
投资	-97	0	0	0	非流动负债合计	85	85	85	85
其他	-7	32	15	21	<b>负债总计</b>	<b>1465</b>	<b>1460</b>	<b>1902</b>	<b>2294</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-323</b>	<b>8</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	实收资本	910	911	911	911
债权募资	-62	50	50	50	归属于母公司所有者权益	5568	5829	6773	8182
股权募资	2977	-46	0	0	少数股东权益	28	29	29	31
其他	-807	-11	-23	-25	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7062</b>	<b>7318</b>	<b>8705</b>	<b>10507</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2108</b>	<b>-7</b>	<b>27</b>	<b>25</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>2009</b>	<b>139</b>	<b>-385</b>	<b>710</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), HTI

**APPENDIX 1****Summary**

- Yowant is seizing the opportunity of live streaming e-commerce and achieving comprehensive business transformation. Before capitalization, the original listed company was Saturday Co., with a major business of wholesale and sale of mid-to-high-end fashion shoes. In 2017, the company acquired two fashion new media companies to achieve digital transformation. In 2019, it acquired Yowant Network, captured the development of short video platforms and actively arranged businesses in short video and live streaming e-commerce industry. In December 2022, the Company disclosed that its footwear inventory was being sold through third-party channels by signing purchase and sale agreements, and the traditional business was substantially separated from the main business of the company.
- Yowant Technology is covering all channels of Douyin, Kuaishou and Taobao, building its own live streamers team and establishing an efficient supply chain system. Founded in Hangzhou in November 2010, Yowant Technology entered the industry of live streaming e-commerce in 2018. The company used the business strategy of "people-products-places" to connect celebrities, KOLs and merchants in social e-commerce. The company has been ranked as TOP 1 on Douyin and Kuaishou MCN influence charts for several times.
- In the live streaming business segment, Yowant Technology has established a multi-platform and multi-level live streamers team with more than 100 celebrities and KOLs by using a "celebrities + IP" strategy.
- Yowant Technology established a supply chain system with more than 25,000 domestic and foreign brands, which covered all categories of beauty, lifestyle, food and apparel, etc, and built a unique "Yowant Cloud" digital platform.
- At present, the company has operated in three major channels, Taobao, Douyin and Kuaishou, created a leading live streamers team and launched a live streaming room for the Yowant brand in each channel.
- We expect the company's EPS for 2022-2024 to be RMB0.32, RMB1.04 and RMB1.55. With reference to comparable companies in the same industry, and considering the leading position of Yowant Technology in the industry of live streaming e-commerce, it is expected to maintain the advantage of sales of standardized products in the future, and continue to increase the investment in non-standardized products. As the company continues to reduce costs and increase efficiency through the middle platform system such as Yowant Cloud, we give the company 25x PE in 2023, corresponding to a target price of \$26.00, and give the company an "Outperform" rating for the first time.
- Risk. 1) Intensified competition in the MCN industry; 2) risk of loss of core live streamers; 3) long growth cycle of non-standardized e-commerce business, which will increase cost in the short term; 4) risk of shareholders shares reduction.

## 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，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）

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 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 300459.CH, 600690.CH, BABA.US, YALA.US, ZH.US, 603039.CH, 002605.CH and 600030.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 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 300459.CH, 600690.CH, BABA.US, YALA.US, ZH.US, 603039.CH, 002605.CH and 600030.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 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 300459.CH, 600690.CH, BABA.US, YALA.US, ZH.US, 603039.CH, 002605.CH and 600030.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.

0493.HK, 1761.HK, 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 300459.CH, 600690.CH, DDL.US, QTT.US, YALA.US, ZH.US, 8083.HK, 603039.CH, LU.US, 0020.HK, 002605.CH 及 600030.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

0493.HK, 1761.HK, 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 300459.CH, 600690.CH, DDL.US, QTT.US, YALA.US, ZH.US, 8083.HK, 603039.CH, LU.US, 0020.HK, 002605.CH and 600030.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

0268.HK, 0302.HK, 0388.HK, 0493.HK, 平安资产管理有限责任公司, 6060.HK, 000802.CH, 002468.CH, 002624.CH, 300133.CH, 300251.CH, 300336.CH, 300459.CH, 600104.CH, 600233.CH, 中国国旅集团有限公司, 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, DAO.US, 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 - 引擎资本基金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, 美好未来企业管理集团有限公司, 600570.CH, EDU.US, 300364.CH, 002605.CH, 杭州广电网络联合有限公司, 0136.HK, 601336.CH 及 600030.CH 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。

0268.HK, 0302.HK, 0388.HK, 0493.HK, 平安资产管理有限责任公司, 6060.HK, 000802.CH, 002468.CH, 002624.CH, 300133.CH, 300251.CH, 300336.CH, 300459.CH, 600104.CH, 600233.CH, 中国国旅集团有限公司, 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, DAO.US, 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 - 引擎资本基金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,美好未来企业管理集团有限公司, 600570.CH, EDU.US, 300364.CH, 002605.CH, 杭州广电网络联合有限公司, 0136.HK, 601336.CH and 600030.CH 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.

武汉当代科技产业集团股份有限公司及 600030.CH 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。

武汉当代科技产业集团股份有限公司 and 600030.CH are/were 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 1761.HK, 2013.HK, 2618.HK, 002468.CH, DDL.US, QTT.US, YALA.US, ZH.US, 8083.HK, 603039.CH, 0020.HK 及 600030.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 1761.HK, 2013.HK, 2618.HK, 002468.CH, DDL.US, QTT.US, YALA.US, ZH.US, 8083.HK, 603039.CH, 0020.HK and 600030.CH.

海通预计将(或者有意向)在未来三个月内从 0493.HK, 1761.HK, 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 600136.CH, 601888.CH, DDL.US, JD.US, YALA.US, ZH.US, LU.US, 0020.HK, 002027.CH, 9878.HK, 0136.HK 及 600030.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 0493.HK, 1761.HK, 1980.HK, 2013.HK, 2618.HK, 6060.HK, 002468.CH, 600136.CH, 601888.CH, DDL.US, JD.US, YALA.US, ZH.US, LU.US, 0020.HK, 002027.CH, 9878.HK, 0136.HK and 600030.CH.

海通在过去的 12 个月中从 0493.HK, 平安资产管理有限责任公司, 002624.CH, 300133.CH, 300336.CH, 上海汽车集团金控管理有限公司, 武汉当代科技产业集团股份有限公司, 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, DAO.US, 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-引擎资本基金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, 600570.CH, EDU.US, 300364.CH, 601336.CH 及 600030.CH 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 0493.HK, 平安资产管理有限责任公司, 002624.CH, 300133.CH, 300336.CH, 上海汽车集团金控管理有限公司, 武汉当代科技产业集团股份有限公司, 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, DAO.US, 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-引擎资本基金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, 600570.CH, EDU.US, 300364.CH, 601336.CH and 600030.CH.

海通担任 0388.HK, 0493.HK, 0700.HK, 2318.HK, 6060.HK, 6808.HK, 9988.HK, 601336.CH 及 600030.CH 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 0388.HK, 0493.HK, 0700.HK, 2318.HK, 6060.HK, 6808.HK, 9988.HK, 601336.CH and 600030.CH.

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

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

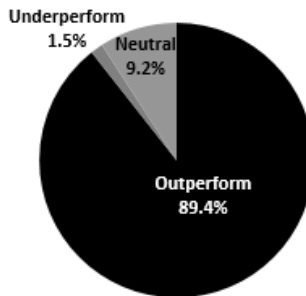
**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

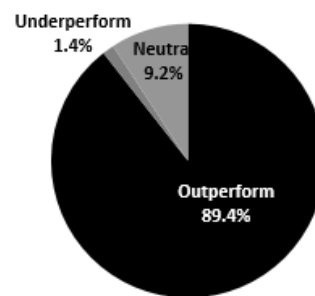
**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

### 评级分布 Rating Distribution

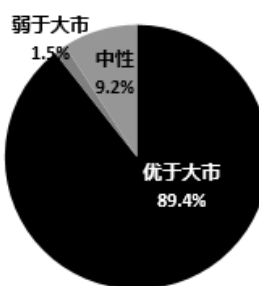
Most Recent Full Quarter



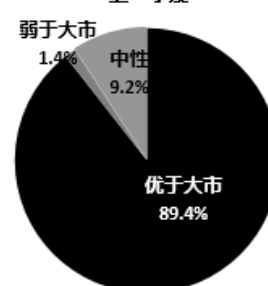
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



### 截至 2022 年 12 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	89.4%	9.2%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

\*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 Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

\*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 方均不承担或保证此任何数据的原创性、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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 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](http://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](http://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, 12<sup>th</sup> 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](http://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 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](http://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>

---