

电视广播有限公司 Television Broadcasts (511 HK)

首次覆盖：乘大湾区之风，破直播带货之浪

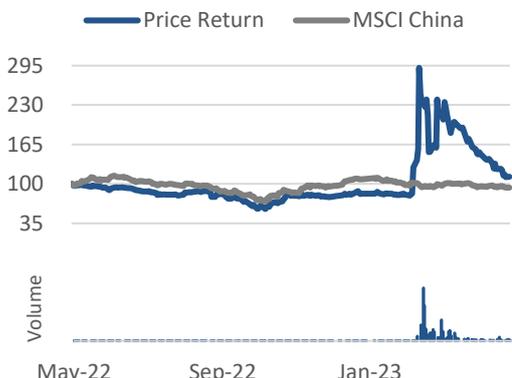
Riding with Greater Bay Area Development and Live Streaming E-Commerce: Initiation

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	HK\$5.15
目标价	HK\$8.70
市值	HK\$2.26bn / US\$0.29bn
日交易额 (3个月均值)	US\$14.36mn
发行股票数目	438.00mn
自由流通股 (%)	78%
1年股价最高最低值	HK\$13.40-HK\$2.70

注：现价 HK\$5.15 为 2023 年 5 月 22 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-35.9%	36.6%	8.6%
绝对值 (美元)	-35.6%	37.1%	9.1%
相对 MSCI China	-31.9%	43.4%	15.9%

(HK\$ mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	3,586	3,910	4,189	4,425
(+/-)	24%	9%	7%	6%
净利润	-807	-412	-304	-118
(+/-)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
全面摊薄 EPS (HK\$)	-1.84	-0.94	-0.69	-0.27
毛利率	28.1%	31.5%	36.7%	41.1%
净资产收益率	-23.1%	-13.5%	-11.2%	-4.6%
市盈率	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

TVB 广播电视龙头地位稳固，内地业务打开新空间：创立于 1967 年，TVB 是香港最大电视广播厂商，也是香港最大的电视内容生产商，旗下拥有五个免费电视台和 530 名艺人，2022 年占比香港所有电视频道观众份额 77%，产出 2.27 万小时内容，在香港电视广播行业拥有绝对领先地位。除传统香港电视广播业务，TVB 也开展了香港 OTT 业务，并通过联合制作、内容授权和流媒体等方式进一步在中国内地和海外为集团影视内容开创新的变现空间。同时，TVB 积极探索内地电商业务机会，22 年 4 月在抖音开设官方电商账号，进军中国内地电商市场，2023 年初也与淘宝直播宣布合作，2023 年内开展至少 48 场直播带货。

受益疫情恢复，香港影视主业将触底反弹：收入端，19 年开始地缘政治风险及随后疫情爆发严重影响了香港广告主在 TVB 的投放意愿及集团内容生产节奏，集团影视主业收入承压。随着近两年来疫情恢复，香港电视广播收入 21 年恢复正增长，并在 22 年香港 GDP 下滑和众多公司出现收入下滑的情况下，继续增长 6%，我们预计其 23 年将同比增长 25%，贡献集团收入 16 亿港元。利润端，持续降本增效，预计 2024 年下半年扭亏：近两年，因为收入增速下滑和并购士多，以及影视业务收入端承压，公司 EBITDA 层面陷入亏损。今年，管理层目标降本增效，节约影视制作成本，优化士多 SKU 结构，以及精简人员。由于 TVB 跟影视制作相关成本大多为固定成本，且公司在香港有渠道优势，营销费用率可控，我们认为，随着收入恢复，公司有望在 2024 年下半年扭亏转正。

稀缺标的，接通内地得新商机：1) 内容制作：22 年底中国内地人口 14 亿，有线电视用户达 2 亿，OTT 市场平均月活超 2.7 亿，相比香港有广阔的市场空间。TVB 是目前唯一一家取得了内地落地权的香港电视台，同时与优酷紧密合作，签订两年总额度 7 亿元的内容框架协议，为 TVB 进一步深入内地提供便利。随着疫情管控放开，内容制作恢复，TVB 有望凭借其优秀的内容制作能力，进一步扩宽内地影视业务合作空间。2) 电商：TVB 跟淘宝合作首两场即创佳绩，充分证明 IP+直播带货的可能性。且 TVB 在内容、粉丝和货品选择上都有稀缺性，在内地很难被复制；TVB 优质明星和 IP 资源储备丰富，未来如拓宽直播平台，视东方甄选等前例，业绩可期；3) 广告：内地港剧观众多且年龄层广，加深内地合作后，两地广告主有望在 TVB 系列电视和综艺中加大广告投放。TVB 在抖音快手等短视频平台运营的账号，也可通过“明星+IP 种草+转化”形成营销闭环，吸引更多广告主。并且，TVB 目前的股东结构及董事会成员组成，都将为其内地拓展提供助力。

估值：我们采用 SoTP 方法对 TVB 进行估值，给予 1) 香港本土和国际影视内容相关业务 2) 香港电商业务 3) 中国内地业务分别 8x、6x 和 20x 2024 年 PE，以及 20% 的集团折扣，通过 13% 的 WACC 折现，得到 37.9 亿港元市值（8.7 港币/股）。首次覆盖，给予“优于大市”评级。**风险：**内地扩展不及预期；降本增效低于预期；香港经济恢复慢于预期。

本报告 Lynnette Wu 也有贡献。

Daisy Chen, CFA
daisy.kw.chen@htisec.com

Xiaoyue Hu
xy.hu@htisec.com

Natalie Wu, CFA
natalie.wu@htisec.com

目录

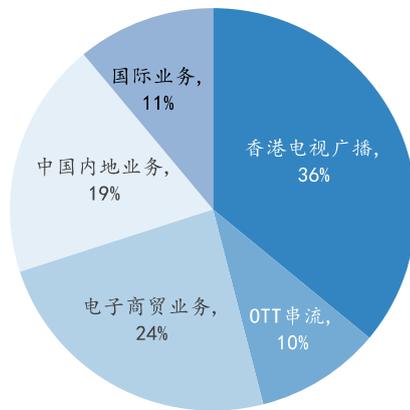
1. TVB 是香港最大电视广播厂商	3
2. 商业模式：香港电视广播贡献主要收入，电商和内地业务举足轻重	4
2.1 香港电视广播	4
2.2 OTT 串流	5
2.3 电商业务	7
2.4 内地业务	9
2.5 国际业务	10
3. 受益于疫情恢复，影视主业复苏，内地电商业务带来新生机	11
3.1 影视业务恢复增长但利润承压，需新收入来源平衡成本	11
3.1.1 影视业务过去随香港宏观经济浮沉	11
3.1.2 香港电视广播重新成为影视业务增长驱动，内地业务有望成为新动力	11
3.1.3 影视业务受疫情影响出现亏损	14
3.2 电商：港星+IP 唤醒记忆，进军内地获新机	15
香港本土：收购士多加持电商业务，结合 TVB 资源构建营销闭环	15
中国内地：联手抖音&淘宝，首播创佳绩	16
4. TVB 处于香港影视行业龙头地位，面向内地电商行业广阔空间	17
5. TVB 与内地合作已久，具有必要性和稀缺性，合作拓展空间巨大	22
5.1 影视业务：TVB 和内地合作的必要性	22
5.2 影视业务：TVB 内地影视业务开展已久，自营与合作双管齐下	22
5.3 影视业务：TVB 在内地的稀缺性	24
5.4 影视业务：内地合作未来空间	25
5.5 电商业务：TVB 的稀缺性为其在内地发展带来便利	25
6. 财务分析	26
6.1 收入端：香港主业承压；广告依旧最大收入来源，电商收入占比提升	26
6.2 利润端：前期利润强劲，后期因收入增速下滑和新业务利润承压，EBITDA 亏损	28
7. 预测	30
7.1 现有业务的预测	30
7.3 积极跟内地深化合作的场景下	32
8. 附录	35
8.1 公司股权结构	35
8.2 管理层背景	36
8.3 CMC 资本	37

1. TVB 是香港最大电视广播厂商

电视广播有限公司（“无线电视”或“TVB”）成立于 1967 年，1988 年在港交所上市，其主要业务有电视广播、OTT 串流、电子商贸、中国内地业务以及国际业务，覆盖地区包括香港、中国内地、美国及加拿大、东南亚等地区。由传统地面广播业务起家，TVB 是香港首家商营无线电视台，目前是香港最大规模的电视内容创作及广播机构，拥有翡翠台、J2 台、无线新闻台、明珠台及无线财经体育咨询台五条地面频道，其中翡翠台及明珠台于 2004 年获广东省落地播放授权，目前在广东省观众群 1.2 亿左右。

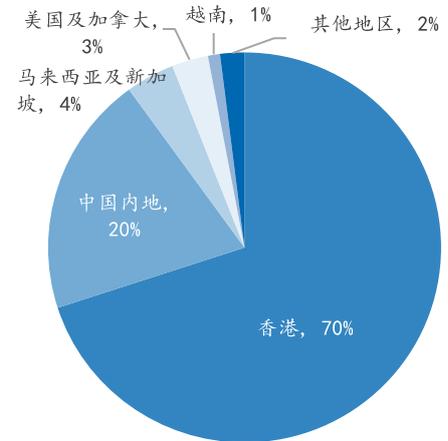
TVB 电视广播业务占香港所有频道观众份额的 77%，在香港所有免费电视频道中，占年轻观众群的份额为 82%，占高收入观众群的份额为 83%，黄金时段平均收视率达 24.1 点。公司旗下共有 530 名艺人（其中包含 200 余位自主培养的艺人，以及其他合约艺人），2022 年制作总产量达 2.27 万小时。在 2023 年 3 月，TVB 官宣入驻淘宝直播间，将在年内举办 48 场直播，首场于 3 月 7 日开启。3 月 22 日，TVB 与优酷签署框架协议，将在未来两年提供价值 7 亿的合拍剧、同步剧和库存剧。2022 年全年，TVB 总收入 35.86 亿港元，同比增长 24%，GAAP 净亏损 8.9 亿港元（净亏损率 24.7%）。

TVB 收入业务占比（2022 年）



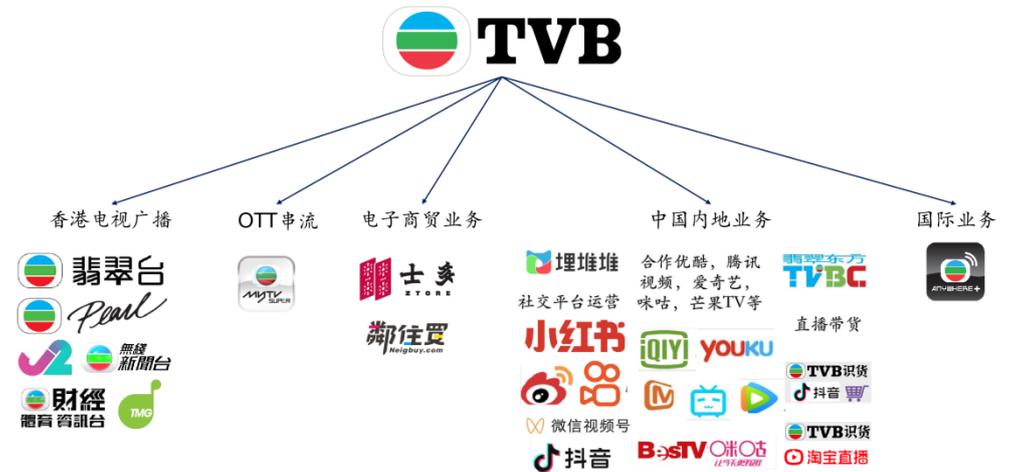
Source: 公司数据, HTI

TVB 收入地区占比（2022 年）



Source: 公司数据, HTI

TVB 主要业务



Source: 公司资料 HTI

2. 商业模式：香港电视广播贡献主要收入，电商和内地业务举足轻重

TVB 的主要包括 5 项业务：1) 香港电视广播（在香港 5 个免费电视频道提供服务，赚取广告收入，以及艺人经纪服务和音乐娱乐和出版等业务）；2) OTT 串流（在香港 OTT App myTV SUPER 内提供广告和会员订阅服务）；3) 电商业务（在香港通过士多和邻住买，前者售卖家居生活百货；后者社区团购；内地通过抖音和淘宝直播带货）；4) 中国内地业务（与内地流媒体公司联合制作和授权发行影视和综艺内容，通过埋堆堆 App 在内地发行内容，赚取会员订阅收入，并在内地多个社交媒体平台运营账号，提供 MCN 服务）和国际业务（在海外发行电视广播、视频和新媒体内容，在海外 app TVB Anywhere 内提供会员订阅和广告服务）。

TVB 业务概况

业务	变现方式	2022年收入（百万港元）	2022年收入占比	2022年EBITDA利润（百万港元）	主要数据
香港电视广播	广告收入，山顶发射站收入，艺人管理收入，活动筹划收入，音乐版权及短视频的发行收入	1,294	36%	(514)	2022年：共制作2.3万小时的节目
OTT串流	会员订阅收入，广告收入	349	10%	66	2022年：myTV SUPER的付费率在6.4%，注册用户数共计1040万人，MAU达到250万，myTV GOLD服务的订阅用户达到15.9万人
电商业务	电商收入	863	24%	(100)	淘宝首播（2022.03.07）：观看人次达485万，GMV达2350万元；第二播（2023年3月30日）：GMV7320万元，观看人次超过690万
内地业务	联合制作连续剧的制作收入，中国内地电视广播、视频及新媒体分销的发行收入，埋堆堆会员订阅收入，MCN收入	698	19%	160	2022年：埋堆堆MAU达到610万人，TVB内地社交平台总粉丝量达到1.12亿人
国际业务	电视广播、视频及新媒体的海外发行收入，TVB Anywhere的会员订阅收入和广告收入	382	11%	50	2022年：TVB Anywhere的注册用户达到1230万人，无线电视YouTube频道的MAU达到2860万人

Source: 公司资料, HTI

2.1 香港电视广播

TVB 在香港通过翡翠台、明珠台、J2 台、无线新闻和无线财经体育信息台，五个免费电视频道提供服务，该业务主要通过免费电视广告变现，剩下的是艺人管理和音乐娱乐等版权收入。2022 年收入 12.9 亿港币，同比增长 6%，占总收入 36%；其中广告收入 11.8 亿港币，同比增长 3%，占比 91%。公司最大的广告主垂类为制药及医疗保健公司，其次是个人护理、消费金融、公共部门和食品饮料等。

TVB 五个免费香港电视台

电视台	简介	22年平均收视
翡翠台	多元化合家欢娱乐节目	18.2
无线新闻	全天候直播本地、国内及国际新闻	2.3
J2台	年轻观众，22年初新办	1.9
无线财经体育信息台	体育及投资相关节目	1.0
明珠台	英语及普通话节目	0.7

Source: 公司财报, HTI

优质的内容是 TVB 最核心的竞争力，公司在 2022 年共制作了 2.3 万小时的节目，内容广泛覆盖了连续剧、综艺及资讯娱乐节目、新闻和财经资讯、纪录片、体育和儿童节目等。在 2022 年，TVB 的电视频道在工作日黄金时段的平均收视率为 24.1 点，占据香港所有电视频道 77% 的观众份额，而纪录片“寻人记”和“无价之宝”分别在豆瓣获得 9.4 和 9.1 的高分。

2.2 OTT 串流

TVB 于 2016 年上线运营香港地区 OTT 平台 myTV SUPER，主要变现方式为广告和会员订阅。2022 年，OTT 收入共 3.5 亿港币，同比下降 5%。截止至 2022 年，myTV SUPER 的付费率在 6.4%，注册用户数共计 1040 万人，MAU 达到 250 万（App 内的 myTV SUPER 板块有 180 万月活用户，“东张+”板块（于 2022 年在 myTV SUPER 免费区内推出的东张西望节目）有 80 万月活用户），myTV GOLD 服务的订阅用户达到 15.9 万人，同比增长 29%，平台的月人均支出达 72 港币。订阅服务所提供的内容包括 TVB 自制的口碑佳作《家族荣耀》、《鉴证实录》、《宫心计》以及内地视频平台的头部剧集，如《沉香如屑》，《梦华录》，《苍兰诀》等。

myTVSUPER 会员价目表

解碼器



解碼器 + 2 個裝置同時睇
(可於筆記型電腦、手機及平板電腦觀賞)

月費 \$98
12個月合約

[立即訂購](#)

[詳情](#)

智能電視版



智能電視 + 2 個裝置同時睇
(可於筆記型電腦、手機及平板電腦觀賞)

月費 \$98
12個月合約

[立即訂購](#)

[詳情](#)

App / 網頁版



包3個裝置同時睇
(可於筆記型電腦、手機及平板電腦觀賞)

月費 \$78
12個月合約

[立即訂購](#)

[詳情](#)

家居寬頻 / 解碼器 / 網頁版



1G 家居寬頻 + 解碼器 + 2 個裝置同時睇
(可於筆記型電腦、手機及平板電腦觀賞)

建議月費 \$198

[立即訂購](#)

*此月費計劃只適用於指定寬頻覆蓋地區及受有關條款及細則約束。上述之月費為建議零售價，詳情以myTV SUPER及網絡供應商之公佈為準

Source: myTVSUPER, HTI

2.3 电商业务

TVB 在 2018 年开始经营电商业务，最开始是在大网台业务旗下以电视展示+Big Big Shop 销售的模式在黄金时段的节目中推广商品，并在电商平台完成下单。

2021 年收购士多集团之后，公司的销售平台扩展为 BigBigShop（后于 2022 年 9 月停止运营）+ 士多（主要家居日常用品，货品近 100%为自有库存 1P）+ 邻住买（抢购平台，利用快闪销售模式销售多款消费品）+ 淘宝&抖音，电商矩阵逐步完善。收入模式主要包括 1) 士多 1P,记直销收入和成本；2) 邻住买 3P, 记佣金收入；3) 直播带货，佣金收入、艺人出场费、自有货品销售收入。

电商业务因并表士多在 1H22 的收入同比增长 26 倍，2022 全年年收入同比增长 262% 到 8.6 亿，占比公司总收入 24%。

中国内地，TVB 从 2022 年 4 月开始在抖音上运营 TVB 识货（港式甄选）账号，5 月开启 TVB 识货（港式严选）和 TVB 识货（美味甄选）两个账号；2023 年 3 月，宣布入局淘宝直播，以官方账号（TVB 识货）合作的模式，由旗下众多艺人轮流进入官方号直播。淘宝提供货品支持与流量引入，TVB 旗下艺人联动平台，配合站外宣发和引流。首播两场，TVB 一线明星（陈豪、马国明、陈敏之等）为主播，爆款影视 IP《冲上云霄》和《溏心风暴》，分别在 3 月 7 日和 3 月 30 日进行。首场直播观看人次达到 485 万，在淘宝直播间实时榜排名第二，GMV 达 2350 万元；第二场观看人次更是超过 690 万，GMV 增长 3.1 倍至 7320 万。

将电商产品与 TVB 热门节目融合



Source: 公司资料, HTI

TVB 香港电商渠道



Source: 士多, 邻住买, HTI

淘宝直播间及首场、第二场直播



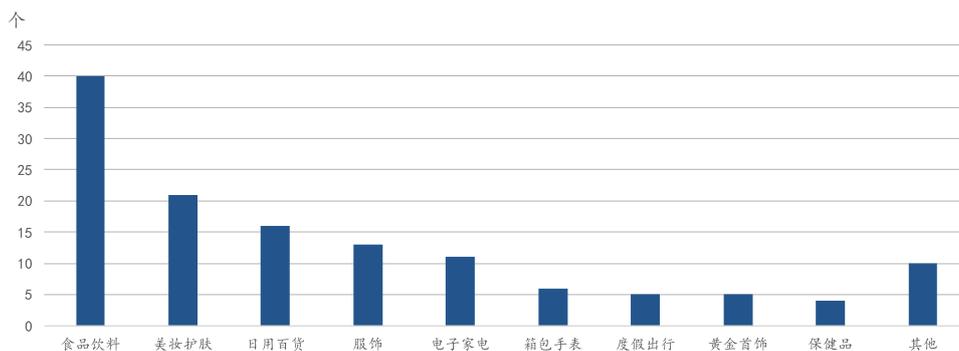
Source: 淘宝, 公司资料, HTI

TVB 与淘宝的双赢合作

TVB与淘宝合作的好处	TVB的竞争优势
通过与中国最大的网络零售平台淘宝的合作在内地庞大的直播电商行业上分一杯羹	拥有丰富艺人资源和扎实内容生产能力等多方优势, 每年稳定产出数十部高质量港剧, 成为一代代华人的共同记忆
利用淘宝庞大流量, 通过与旗下艺人在“TVB 识货”直播间实时互动, 创造富有娱乐性的网购新体验	艺人入淘开直播, 吸引观众并带来持续的流量, 有望将其“人气”转化为“购买力”
加强淘宝直播的内容创作, 带动交易	TVB品牌在中国大陆的信任度和信誉使其成为高价值消费品在线渠道的独特选择
通过直播电商实现TVB艺人和品牌的附加价值	
预计为TVB带来千万元级别的收益	

Source: 公司资料, HTI

TVB 首场直播的商品品类



Source: 淘宝, HTI

TVB 的抖音账号



Source: 抖音, HTI

2.4 内地业务

TVB 早在 2004 年就取得了翡翠台和明珠台落地广东省的牌照, 13 年开始将自制内容授权给优酷等内地长视频平台, 17 年开始与内地企业联合制作影视剧集, 于 2020 年开始将内地业务从电视广播业务中拆分出来。2018 年 3 月, 集团关联公司在大陆推出移动端 App“埋堆堆”, 作为 TVB 在大陆的唯一官方流媒体平台, 提供大量 TVB 版权内容。得益于手机软件预装, 埋堆堆在 2022 年的 MAU 达到 610 万人, 同比增长 10%。此外, TVB 在内地社交社交平台账户的总粉丝量于 2022 年末达到 1.12 亿人, 并在抖音开设了 3 个直播账号, 用于销售香港本土产品。

内地业务的主要变现方式包括: 1) 通过联合制作剧集以及发行同步剧、库存剧以及其他内容, 从中国内地的主要视频平台 (如优酷、咪咕及腾讯视频) 赚取收入, 包括联合制作连续剧的制作收入; 2) 来自于中国内地的电视广播、视频及新媒体分销的发行收入等; 3) 埋堆堆流媒体 app 的会员订阅收入; 4) 在抖音、快手、小红书、新浪微博及微信视频的 MCN 业务。

在 2022 年, TVB 与优酷联合制作的《白色强人 2》和《法证先锋 5》大获好评, 而在咪咕播出的同步剧《18 年后的终极告白 2》录得 17 亿串流量。在 2023 年 3 月 22 日, 公司与优酷签署了一份 7 亿元的框架合作, 在未来两年为优酷提供合拍剧、同步剧和库存剧。

TVB 与内地公司合拍剧和同步剧

优酷合拍剧



优酷同步剧



咪咕同步剧

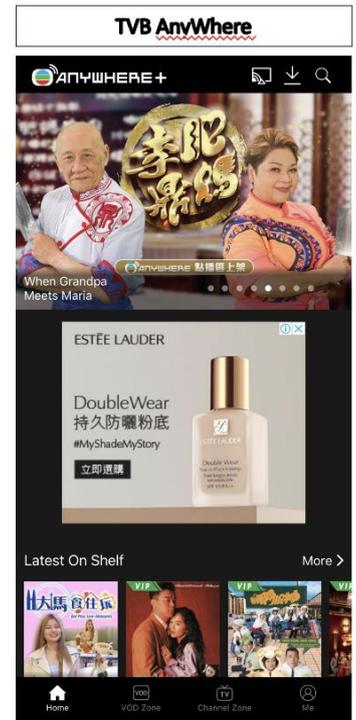
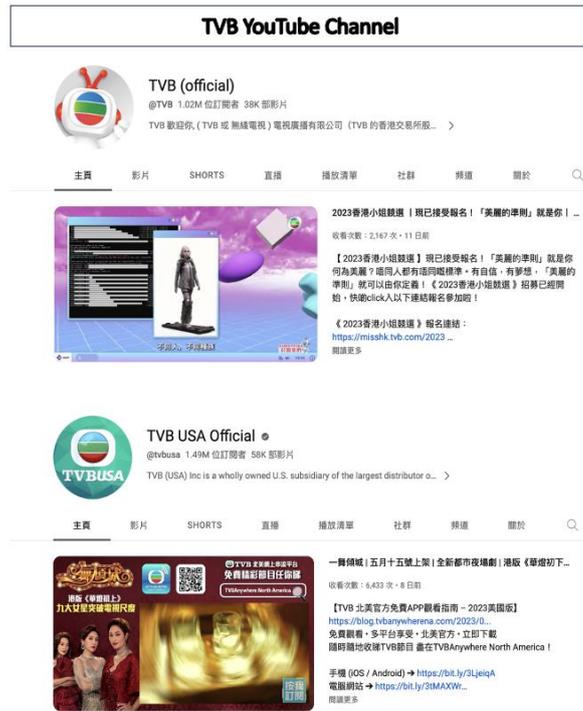


Source: 搜狐新闻, 新浪新闻, HTI

2.5 国际业务

TVB 还通过将内容授权给海外其他国家视频平台，以及 TVB Anywhere，开拓国际业务。TVB Anywhere App 是 myTV SUPER 的海外升级版，于 2016 年下旬推出，主要面对海外市场提供 OTT 服务。目前国际业务的主要变现形式为：1) 内容发行；2) TVB Anywhere 的会员订阅；3) 广告。在 2022 年，国际业务收入为 3.8 亿港元，同比减少 5%，业务规模缩窄主要由于公司持续面临来自马来西亚、新加坡和北美地区内容发行的下行压力。虽然收入有所递减，国际业务的用户数量保持增长，TVB Anywhere 的注册用户达到 1230 万人，同比增长 37%，无线电视 YouTube 频道的 MAU 达到 2860 万人，同比增长 40%。

TVB 海外网站和频道页面



Source: TVB Anywhere, Youtube, HTI

3. 受益于疫情恢复，影视主业复苏，内地电商业务带来新生机

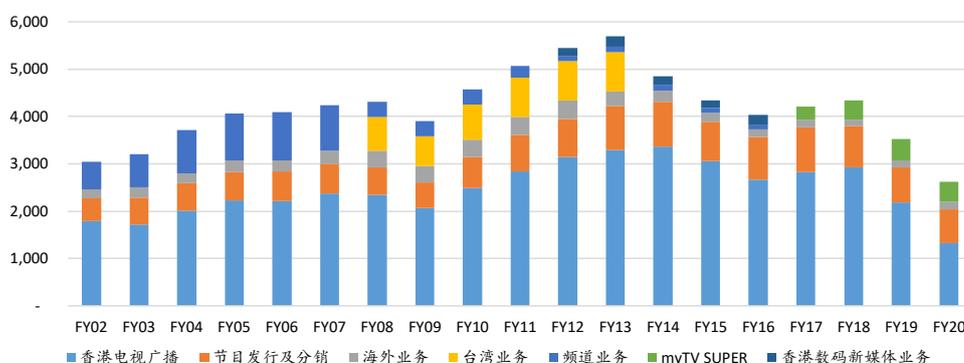
3.1 影视业务恢复增长但利润承压，需新收入来源平衡成本

3.1.1 影视业务过去随香港宏观经济浮沉

回顾公司除电商外所有的影视业务收入（包括电视广播收入，OTT 会员和广告收入，内地和海外的影视内容联合制作和授权收入等）：**总影视收入在在 13 年达到巅峰，而后呈现下滑趋势，由于暴力冲突事件以及疫情，在 19-20 年降至史低。**影视收入整体受到香港电视广播收入（90%以上为广告收入，和宏观经济水平息息相关）驱动，期间随着台湾业务的变化带来一些波动，16 年随着 MyTV Super OTT 业务（该业务 16 年包含在数码新媒体业务中）的上线，为公司带来新的增长动力。

公司 2010 年香港电视广播收入不足 25 亿港币，受益于内地前往香港旅游热潮，12 年达到 31 亿，14 年达到巅峰 33 亿左右，16-18 年在 26-29 亿规模平波动；19 年由于香港出现广泛的反政府示威活动及暴力冲突，严重损害香港经济相当依赖的旅游及零售行业，消费大幅收缩，导致电视广告收入骤降，19 年电视广播收入同比下滑 25%至 22 亿港币，影视内容授权收入同比下滑 15%至 7.4 亿；20 年疫情叠加，香港经济进一步承压，公司电视广播收入同比下滑 40%，广告收入也降至历史最低 8.8 亿。

TVB 除电商外所有的影视业务收入（HKD mn）历史变化

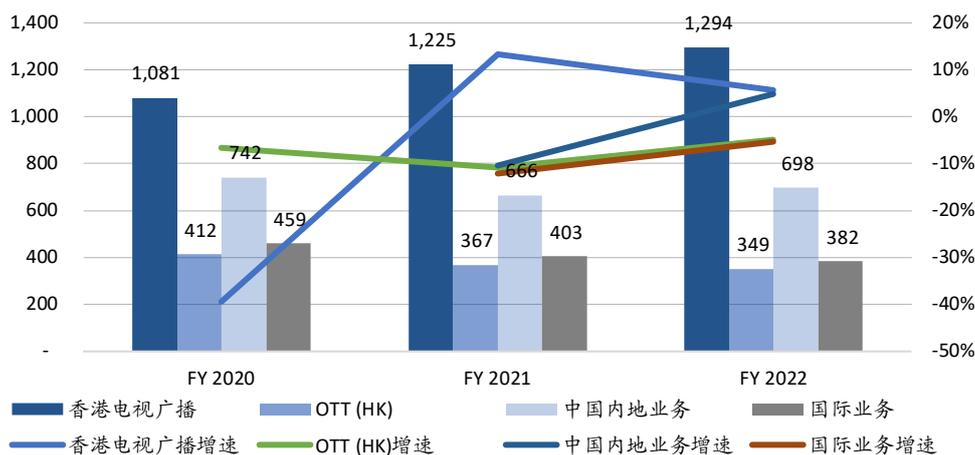


Source: 公司财报, HTI

3.1.2 香港电视广播重新成为影视业务增长驱动，内地业务有望成为新动力

随着香港经济复苏，21年起TVB香港电视广播收入恢复正增长，并在22年香港GDP下滑和众多公司出现收入下滑的情况下，继续增长6%；中国内地业务收入也在22年步入正增长，而OTT业务和国际业务均持续下滑，尽管下滑速度有所放缓。

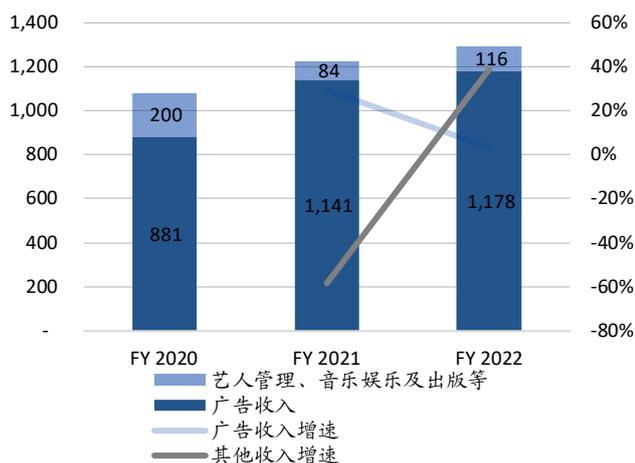
TVB 影视业务收入 (HKD mn, FY20-FY22, FY20 年增速为基于原来收入口径, 为估算水平)



Source: 公司财报, HTI

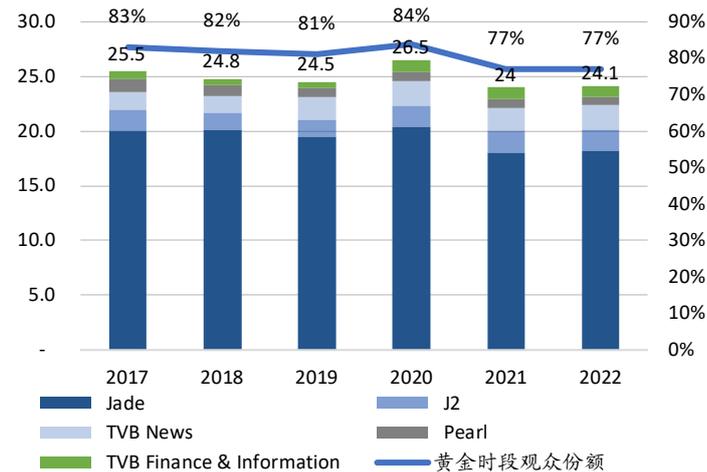
香港电视广播业务 FY20/FY21/FY22 分别同比下滑 40%/同比增长 13%/同比增长 6% 至 10.8 亿/12 亿/13 亿港币, 已经重新成为了集团收入增长驱动力。电视广播收入主要由广告收入驱动, 广告收入 FY21/FY22 分别同比增长 30%/3% 至 11.4 亿/11.8 亿港币, 而剩下的艺人管理, 音乐娱乐及出版收入规模较小波动较大。尽管 TVB 五个香港台收视规模和观众份额有小幅下滑, 但 TVB 广告收入依然取得不错的增长, 主要得益于制药及医疗保健公司需求复苏, 以及个人护理、消费金融、公共部门和食品饮料等行业广告主的贡献, 而 TVB 居于行业龙头地位可以很好的抓住这些机会。

香港电视广播业务收入拆分 (HKD mn, FY20-FY22)



Source: 公司财报, HTI

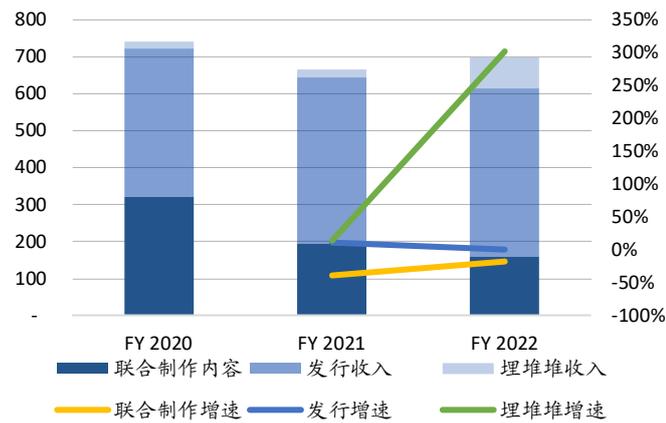
TVB 五个香港电视台收视表现(TVRs)



Source: CSM Media Research, 公司财报, HTI

中国内地业务收入 FY20/FY21/FY22 分别同比增长 46%/同比下滑 10%/同比增长 5% 至 7.4 亿/6.7 亿/7 亿港币。内地业务收入主要由 TVB 自制内容在内地流媒体平台发行收入和与内地平台联合制作收入构成, 根据我们的估算 FY22 这两项收入分别占比约为 65%/23%。目前内地 App 埋堆堆体量较小, 21/22 年 MAU 约为 560 万/610 万, 但随着变现能力的增强已经成为 22 年中国内地业务收入增长的主要驱动。23 年 3 月, TVB 与优酷签订框架协议, 在未来两年内为优酷提供总值约人民币 7 亿元的合拍剧、同步剧和库存剧, 相比于以往和内地平台合作通常采用每部剧单独去谈的形式, 有明确金额的框架协议有助于提高联合剧集制作和授权收入的不确定性; 结合埋堆堆的增长态势, 内地业务有望成为 TVB 影视业务增长的新动力。

中国内地业务收入拆分 (HKD mn, FY20-FY22, 含 HTI 估算)



Source: 公司财报, HTI

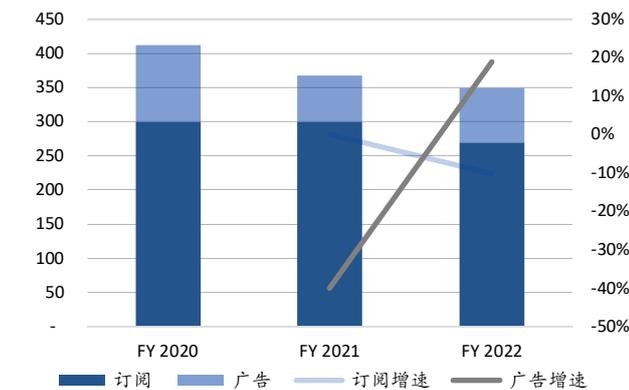
埋堆堆 MAU (万人, 来源 QM 数据-只观察趋势)



Source: Quest Mobile, HTI

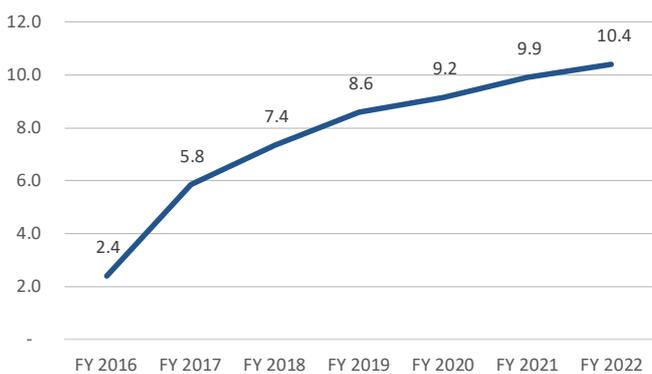
OTT 业务 (主要为香港地区 MyTV Super OTT 业务) 一直呈现下滑趋势, FY20/FY21/FY22 分别同比下降 7%/ 11%/5%至 4.1 亿/3.7 亿/3.5 亿港币。香港 OTT 业务于 2016 年四月推出, 提供超过 50 个无线电视频道及超过 100,000 小时点播节目, 目前 MAU 规模在 250 万 (同比增长 32%)。变现主要通过用户付费订阅频道内容 (其中最高档会员为 myTV Gold, 月 ARPPU 为 72 港币) 以及来自免费用户的广告收入。订阅收入占大头, FY20/FY21/FY22 分别占比 73%/82%/77%, 但订阅收入规模在 FY22 由于停播了一些优质体育频道出现了下滑, myTV Gold 付费会员的稳定增长 (付费会员从 21 年的 12.4 万同比增长 29%至 22 年 15.9 万) 也不足以弥补这部分收缩, 我们认为未来 **OTT 业务整体趋势平稳**。

OTT 业务收入拆分 (HKD mn, FY20-FY22, 含 HTI 估算)



Source: 公司财报, HTI

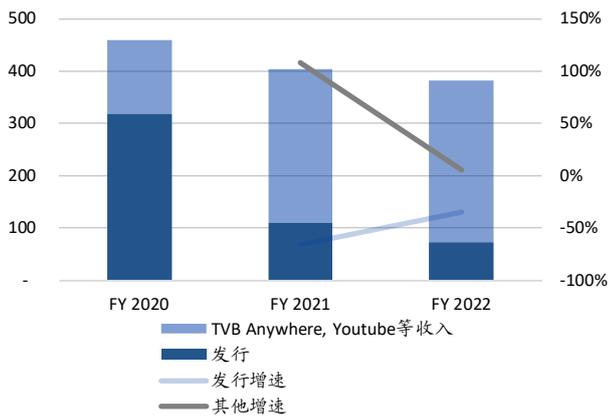
MyTV Super 注册会员数 (mn)



Source: 公司财报, HTI

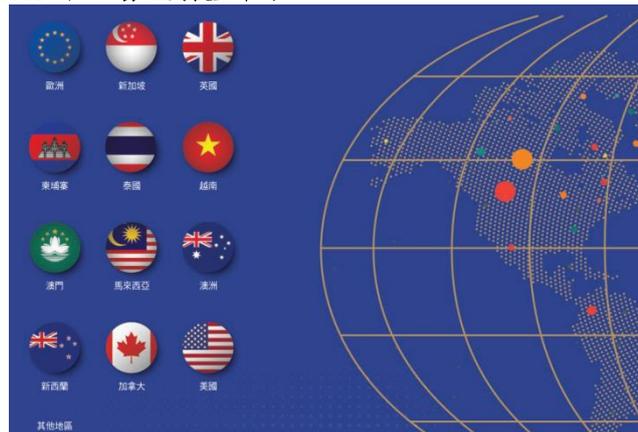
国际业务收入 同样呈现下滑趋势, FY20/FY21/FY22 分别同比下降 14%/12%/5%至 4.6 亿/4 亿/3.8 亿港币。收入主要由 1) 国际内容发行 2) TVB Anywhere OTT 及流媒体的订阅和广告收入以及 3) 来自在第三方社交媒体及视频播放平台的官方注册账户的广告收入构成。21 年马来西亚、新加坡及越南的多个城市都宣布延长实施封城措施, 大规模停工令 TVB 在这些国家的多个项目受到干扰, 发行收入大规模下降, 22 年来自马来西亚、新加坡及北美的发行收入持续面临下行压力, 来自 TVB Anywhere, Youtube 等收入虽然在 21 年取得了较大增长, 但在 22 年依然增长乏力, 我们认为国际业务未来将在当前规模波动。

国际业务收入拆分 (HKD mn, FY20-FY22, 含 HTI 估算)



Source: 公司财报, HTI

TVB 国际业务主要覆盖市场

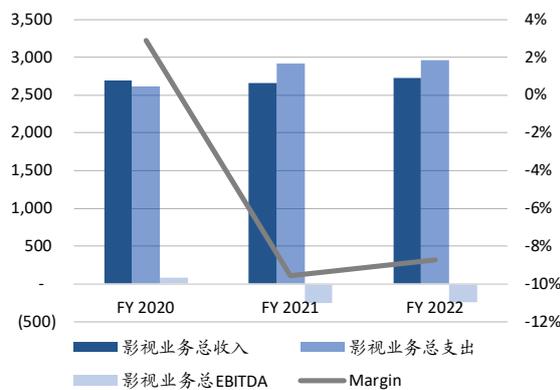


Source: 公司财报, HTI

3.1.3 影视业务受疫情影响出现亏损

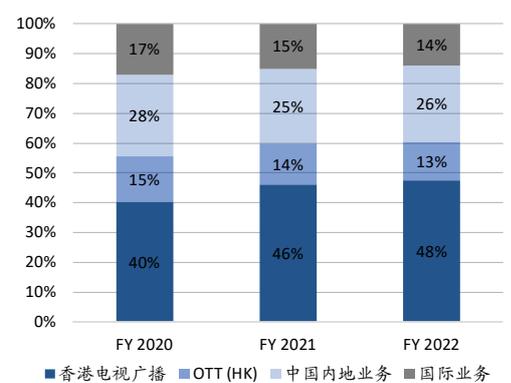
除电商外所有四条业务线均围绕 TVB 核心内容生产能力 (TVB 旗下艺人、自制剧集、综艺和新闻等) 展开, 成本中占大头的主要是内容制作+外采成本。FY20/21/22 三年总影视业务 EBITDA 分别为 7800 万盈利/2.55 亿亏损/2.4 亿港币亏损, 疫情期间收入增长放缓甚至下滑, 但内容成本和其他支出项持续增长, 带来亏损。

TVB 影视业务总收入/支出/EBITDA/Margin



Source: 公司财报, HTI

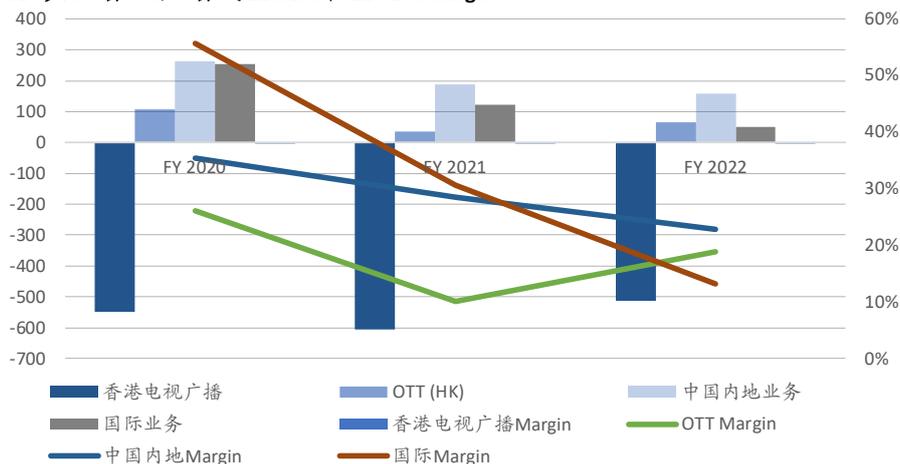
TVB 影视业务四条收入线占比



Source: 公司财报, HTI

目前影视收入依然以香港电视广播收入为主要来源, 占比逐年提升至 FY22 的 48%, 内容制作成本主要由这部分业务来承担, 因此该部分业务 EBITDA 亏损规模最大, OTT 业务, 内地业务和国际业务为 TVB 自制内容的提供了额外的变现来源, 但正如上文提到, 22 年其他三块业务收入增长乏力 (未考虑 23 年和优酷的新合作)。TVB 亟需为自家内容寻求更多变现可能性和空间, 以覆盖影视内容制作和采买的高昂成本和支出。

TVB 影视业务细分业务线 EBITDA 和 EBITDA Margin



Source: 公司财报, HTI

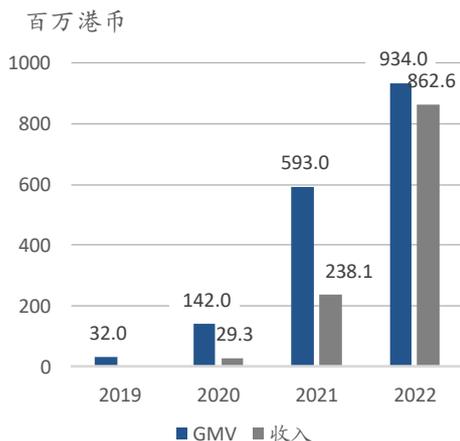
3.2 电商：港星+IP 唤醒记忆，进军内地获新机

香港本土：收购士多加持电商业务，结合 TVB 资源构建营销闭环

TVB 在 2018 年就上线 Big Big Shop 网购平台，但一直没有看到起色，因为 TVB 作为传统传媒影视公司缺少电商基因。18-20 年，电商收入在 TVB 总收入中的贡献一直是低个位数的水平。2022 年 9 月，TVB 停止该业务。

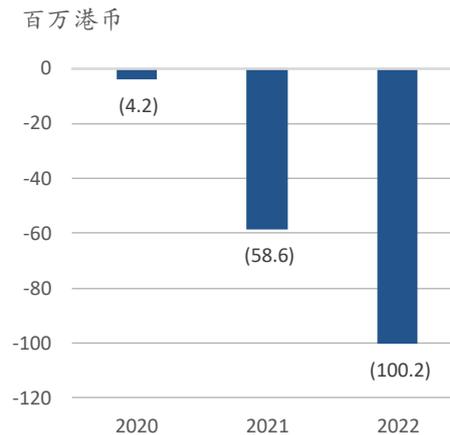
2021 年 8 月，TVB 斥资 2 亿港币收购士多 (Ztore) 约 75% 股权，作为其在电商领域的加持，同时结合 TVB 的资源，希望发挥协同效应。士多在香港有两个电商平台 Ztore.com 和 Neigbuy.com。前者主营家居日常用品，1P 模式，货物为自有库存，后者为团购平台，3P 模式，下单后 2-4 周送货，全平台在 2018 年 SKU 超过 1 万。2021 年，并表后电商收入贡献 2.4 亿港币，占比收入 8%，2022 年受益于香港消费者在疫情下购物习惯线上化的转变，结合 TVB 热门的电视节目推广，以及防疫物资需求增加，公司 GMV 和电商达到 9.3 亿和 8.6 亿港币，同口径下 GMV 同比增 58%，高于行业 20.8% 的增速，贡献公司整体收入 24%。然而，这项收购不足以支撑 TVB 在电商业务上的翻盘。士多的 SKU 多为低客单价货物，自有库存下库存管理费用和损耗成本高，最终导致士多亏损较大。2022 年电商亏损 1 亿港币，其中士多光成本 6.6 亿港币。2023 年，随着疫情管控放开，香港消费者消费行为回归线下（香港消费者消费习惯跟内地不同，线下购物方便，居住面积小不便于囤货），公司主要策略转向降本增效，优化电商品类，TVB 香港电商业务短期承压。

TVB 历史电商 GMV 和收入 (2019-2022)



Source: 公司数据, HTI

TVB 电商业务亏损 (2020-2022)

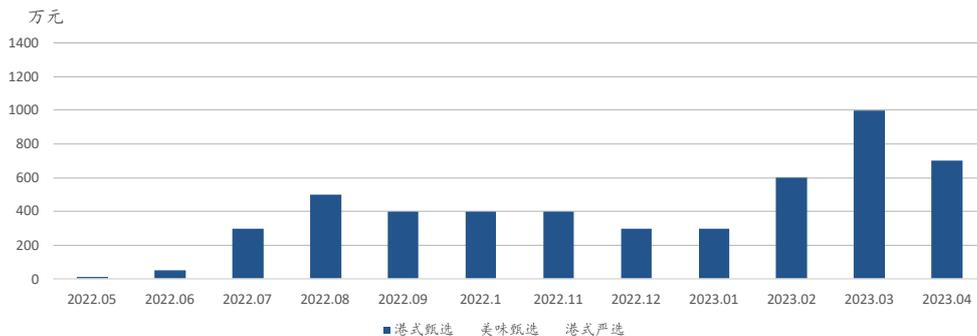


Source: 公司数据, HTI

中国内地: 联手抖音&淘宝, 首播创佳绩

2022 年 4 月, TVB 开始在中国最大的短视频平台抖音上开设了“TVB 识货”官方电商账号, 进军中国内地电商市场。目前在抖音上运营着三个电商账号“港式甄选”、“美味甄选”、“香港严选”, 销售一些香港和国际品牌的产品, 每周举办 4-7 场直播, 尚未能进入中头部主播级别。但淘宝直播首场爆火之后, 也连带抖音账号涨粉 29.2 万, 3 月和 4 月 GMV 分别达 1300 万和 890 万以上, 比之前几月有明显起色。

TVB 抖音账号直播间 GMV (2022.04-2023.04)



Source: 灰豚数据, HTI

2023 年初, TVB 宣布和淘宝直播合作, 2023 年内开展至少 48 场直播带货, 希望利用 TVB 的成功 IP 和明星资源, 结合淘宝的流量、货源和电商服务, 双方实现共赢。2023 年 3 月 7 日, 首场直播带货, 得益于 TVB 视帝陈豪和陈敏之作为主播以及《溏心风暴》热门 IP (曾以 0.52 的平均收视率位居全国卫视同时段第一名), 创下 2350 万人民币 GMV, 飙升到淘宝直播间实时排行榜 Top2。第二场直播由明星马国明、陈敏之和陈自瑶主持, 依靠经典 IP《冲上云霄》, 时长由首场 6 小时拉长至 12 小时, 继续沿用“港剧沉浸式直播”的特色招牌, GMV 最终高达 7320 万元, 累计观看 690 万人次。之后几场, 官方未报销售额, 观看人次 350-400 万的水平。

除以上 IP, TVB 从 1967 年发展而来, 仍有诸多经典的, 能唤起消费者记忆的热门 IP 未呈现, 如《法证先锋》、《使徒行者》等系列, 可延伸出多种购物场景。这种能集齐港星、经典 IP、童年回忆的港式独特带货场景, 在直播间具有稀缺性, 难被复制。

TVB 淘宝直播数据

时间	主播	IP	场观 (万人)	GMV (万元)
3/7/2023	陈豪、陈敏之	溱心风暴	484.8	2,350
3/30/2023	马国明、陈敏之、陈自瑶	冲上云霄	690.3	7,320
4/13/2023	陈敏之、陈自瑶	爱·回家	449.0	NA
4/20/2023	黎诺懿、黎耀祥、吕慧仪	爱·回家	499.2	NA
4/27/2023	陈敏之、单立文、吕慧仪	爱·回家	346.0	NA
5/4/2023	陈敏之、陈展鹏、黄智贤	逆天奇案	342.9	NA
5/11/2023	陈敏之、朱晨丽	多功能老婆	375.8	NA

Source: 微博, 公司数据, HTI

强大 IP 储备

TVB知名艺人及代表作品			
经理人合约男艺人	代表作品	经理人合约女艺人	代表作品
陈豪	《公主嫁到》、《金枝欲孽》、《溱心风暴》、《宫心计》等	陈敏之	《律政新人王》、《公主嫁到》等
马国明	《寻秦记》、《妙手仁心II》、《白色强人》、《降魔的》等	林淑敏	《巾帼枭雄之义海豪情》、《爱·回家之开心速递》等
王浩信	《不懂撒娇的女人》、《楼奴》等	黄智雯	《潜行狙击》、《溱心风暴2》等
谭俊彦	《恶作剧之吻》、《失忆24小时》等	汤盈盈	《妙手仁心》、《天地男儿》等
吴家乐	《神雕侠侣》、《流金岁月》等	张曦雯	《金宵大厦》、《白色强人》等
黄智贤	《巾帼枭雄之义海豪情》、《刑事侦缉档案2》等	赵希洛	《爱·回家之开心速递》、《绝代商骄》等
张振朗	《爱我请留言》、《使徒行者》等	陈贝儿	《无穷之路》、《东张西望》等
袁伟豪	《法证先锋2》、《无间道》等	陈自瑶	《星空下的仁医》、《法证先锋》等
戴耀明	《金枝欲孽》、《法证先锋》等	傅嘉莉	《无间道2》、《冲上云霄II》等
部头合约男艺人	代表作品	部头合约女艺人	代表作品
黎耀祥	《巾帼枭雄之义海豪情》、《神雕侠侣》、《秀才遇着兵》、《名门暗战》等	汪明荃	《万水千山总是情》、《楚留香传奇》、《夸世代》、《华丽转身》等
陈百祥	《唐伯虎点秋香》、《武状元苏乞儿》、《超级无敌追女仔》、《鹿鼎记》等	薛家燕	《皆大欢喜》、《食神》等
钱嘉乐	《刑事侦缉档案3》、《古惑仔》系列等	罗兰	《神雕侠侣》、《天龙八部》等
李国麟	《天龙八部》、《射雕英雄传》等	韩马利	《创世纪1:地产风云》、《刑事侦缉档案》等
郭晋安	《创世纪1:地产风云》、《天下第一》、《白色强人》、《阿旺新传》等	郭少芸	《法证先锋》、《星空下的仁医》等

Source: 公司资料, HTI

目前, TVB 和淘宝的合作还在起步阶段, GMV 转化为收入相较于其他头部直播间还处于低位。目前 TVB 官网列示旗下 500 余名艺人, 其中经理人合约艺员数量 200 余名, 根据公司安排, 或可参与出席直播带货。随着未来的商业模式的成熟, 艺人直播熟练度提升, 艺人有轮播的可能; 公司凭借稀缺 IP 和明星运营, 公司在淘宝平台带货收取的艺人出场费的、佣金等费用率有望提高。2023 年, 完善 TVB 在内地庞大直播电商的布局也是管理层的核心战略, 今年与淘宝的合作, 管理层预计为 TVB 带来千万元级别的收益。

4. TVB 处于香港影视行业龙头地位, 面向内地电商行业广阔空间

4.1 TVB 是香港电视业霸主, 新挑战者 Viu 追赶迅猛

HK 目前共有四家电视台有免费电视节目服务执照, 分别是 TVB, Viu, FTV 和 RTHK, 前三家都是上市公司, 最后一家为政府所有的香港唯一公共广播机构。Viu 是上市公司 PCCW 电讯盈科 (0008HK) 的一部分, PCCW 主营业务是通信服务, 其次是 OTT 业务, 最小的才是免费电视业务; FTV 属上市公司 iCable 有线宽频 (1097HK)。

香港主要电视台一览

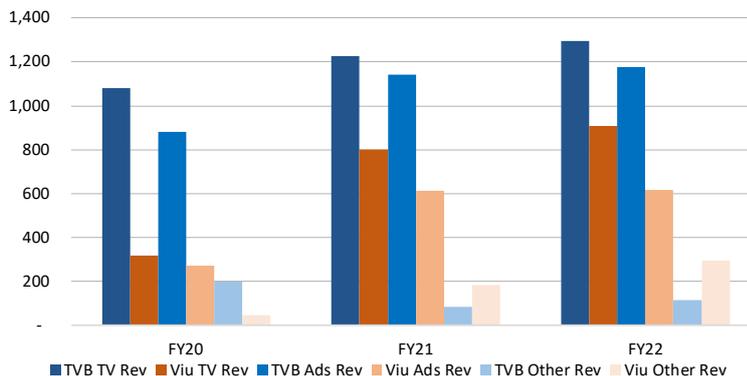
TV station	电视台	所属公司	主要频道	FY22香港电视收入 (HK\$ mn)	同比增速	FY22香港电视 EBITDA (HK\$ mn)	margin	比较
TVB	无线电视	TVB-0511 HK	翡翠台、无线新闻、J2台、无线财经体育信息台、明珠台	1294	6%	-514	-40%	1) 免费电视广告收入占比超90%，主要是电视广告 2) 艺人经纪等其他收入占比较小
HKTVE/ Viu TV	香港电视娱乐	PCCW -0008 HK	ViuTV 96、ViuTV 99	910	14%	97	11%	1) 免费电视广告收入 (包含流媒体数字广告) 2) 艺人经纪等其他收入占比应该较高，22年驱动电视收入增长
FTV	奇妙电视	iCable(有线宽频) -1097HK	香港国际财经台 76、HOY TV 77、HOY 资讯台 78	496	-13%	-212	-43%	免费+付费电视，赚订阅收入和广告收入，付费电视业务3月已宣布关停
RTHK	港台电视(政府)		RTHK TV31、RTHK TV32、RTHK TV33、RTHK TV34					

Source: 公司资料, HTI

TVB 是香港电视业霸主: 1) 收视率上: 22 年 TVB 占比香港所有电视频道观众份额 77%，占 35 岁以下观众份额为 82%，占高收入人群份额为 83%。根据我们估计，第二名 HKTVE 黄金时段份额大约在 10%-15%，其余两个电视台占比更低。2) 收入规模上: 22 年 TVB 电视收入 13 亿港元，Viu 免费电视收入 9.1 亿港元，FTV 收入 5 亿港元，TVB 收入接近后两者之和。

16 年新台 Viu 以其更为新潮的内容和明星势力成为有力竞争者: Viu 于 2016 年 4 月正式开播，短短几年间已经成为 TVB 最有力竞争者，其内容更为年轻化，Viu 和 TVB 可以认为分别代表香港流行文化的新兴势力和经典势力。FY20/FY21/FY22 三年间 ViuTV 的免费电视收入分别同比增长 22%/152%/14%至 3 亿/8 亿/9 亿港元，广告收入分别同比增长 29%/127%/持平，远高于同期 TVB 业务增速。并且 Viu 通过选秀等方式掀起了香港追星新浪潮，推出男团 Mirror 组合，其艺人经纪和其他业务发展迅猛，FY21/FY22 分别同比增长 302%/59%至 1.8 亿/2.9 亿港元，已成为 Viu 电视收入增长的新驱动，并且超过 TVB 规模。

TVB 和 Viu 电视收入对比和拆分(FY20-22, HK\$ mn)

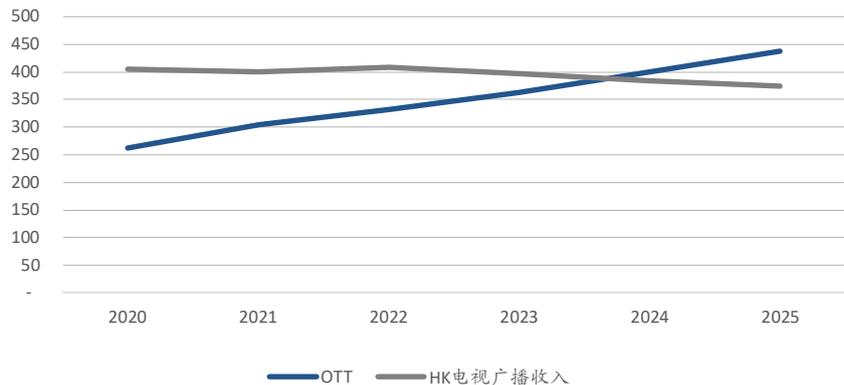


Source: 公司财报, HTI

4.2 TVB 在香港 OTT 串流业务处于第二梯队

香港 OTT 市场蓬勃发展，根据 PWC 预测，香港 OTT 市场将会在 24 年超过传统家用电视行业，达到 4 亿美元规模。

香港 OTT 和传统电视行业规模预测 (百万 美元)

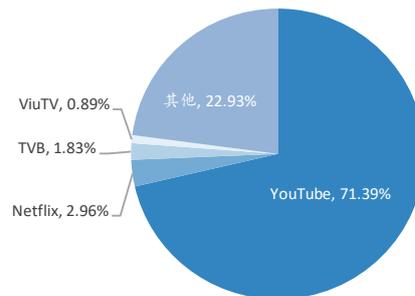


Source: PWC, HTI

香港 OTT 及流媒体市场充满了有力的竞争对手，包括美国三巨头 Netflix, Amazon Prime Video 和 Disney+，付费电视 Now TV，本土 OTT 厂商 Viu 和 iCable 旗下的 HoY TV 等。相比于专注香港市场的 myTV SUPER，Viu 则是一个全球化平台，覆盖 16 个国家和地区，目前已是东南亚第二大影音平台。

根据 similar web, PC 端 HK 在线流媒体平台最大的还是 Youtube，其次是 Netflix, TVB 的 myTV Super 排第三，ViuTV 排第四，当然电视端 TVB 和 Viu 占比会远高于该水平。

PC 端 23 年 2-4 月香港流媒体平台流量份额



Source: SimilarWeb, HTI

从运营和财务数据观察，22 年 myTV super MAU 为 250 万，而 Viu 的全球 MAU 已达 6640 万，是 myTV super 的 26 倍多，HOY 规模目前可以忽略不计；相比 myTV Super 最低 78 港币的月会员价格，Viu 在香港的月费价格低至 25 港币，同时由于 Viu 覆盖低收入的东南亚市场，其平均月 ARPPU 显著低于 TVB，Viu 以低价和规模优势取胜。

香港本土电视台 OTT 平台比较

	MyTVsuper - TVB	ViuTV-PCCW	HOY.tv -iCable
MAU (mn)	2.5	66.4	Website MAU 0.2mn
paying users (mn)	0.2	12.2	
paying ratio	6.4%	18.4%	
Monthly ARPPU (HK\$)	183	14	
FY22 HK OTT revenue (HK\$m)	349	2012	
yoy growth	-5%	36%	

Source: 公司财报, HTI

4.3 电商：内地直播带货崭露头角

香港市场：成长空间较小，竞争优势不足

香港电商市场规模较内地小很多，据统计局，2022年，香港地区线上零售额为346亿港元（2022年，中国内地网上零售额13.79万亿元），线上渗透率也达到72.6%（中国内地互联网渗透率达74.4%）。而香港跟内地比，购物便捷，快递员人力成本高，消费者也很少囤货，所以预计疫情管控放开之后，香港电商市场很难像2022年一样有较大增量。TVB在香港的市场份额较低，GMV只占到2.6%，且整体电商市场竞争激烈，比较分散，据弗若斯特沙利文统计，2021年，香港电商行业有超7500名参与者，按网站流量排名，Ztore排在第8位。结合TVB推广之后，2022年，市场份额有增加，但规模依旧较小，是排名第一的HKYVMall的11%。中长期，公司收入增长空间较小。2023年，管理层主打降本增效，短期收入承压。

香港十大网络购物电商平台流量排名

十大网络购物电商平台排名			
香港网购平台排名	网站	业务性质	网购平台公司
1	www.hktvmall.com	食品/综合百货	香港电视HKTVmall
2	www.yohohongkong.com	电子产品	友和YOHO
3	www.fortress.com.hk	电子产品	FORTRESS丰泽
4	www.theclub.com.hk	综合百货	THE CLUB
5	www.parknshop.com	食品/生活用品	百佳网上超级市场
6	www.zalora.com.hk	时装	ZALORA
7	www.tmall.hk	综合百货	天猫Tmall
8	www.ztore.com	食品/综合百货	士多Ztore
9	www.builtinpro.hk	电器	Built-In-Pro
10	www.watsons.com.hk	生活百货	香港屈臣氏电子商店

Source: Statistic, HTI

HKTV Mall, Yoho, Ztore 的对比

HK\$m	HKTV Mall	Yoho	TVB EC
GMV	8,276.2	899.0	934.0
Rev	3,838.1	893.6	863.0
1P or 3P	3P占70%	1P为主	Ztore占大头1P, 100%自有库存
GPM	23.4%, 其中1P-26.2%	16%	24%
S&M%	5%	8%	34%
EBITDA M	10%	3%	-12%
SKU no.	10万	n.a.	1万
SKU种类	美妆, 健康, 电子数码, 家电, 家居, 母婴等	3C数码家电占大头; 其次美妆, 保健品和生活百货	士多: 家居、生活百货等快消品; 邻住买: 社区团购, 文娱门票的等
客户数	141万	87万注册会员	每月活跃顾客9.9万

Source: 公司数据, HTI

内地市场：市场广阔+政策支持，TVB 凭借稀缺定位，收入增长有想象力

2022年，据中研普华研究院，中国直播电商市场规模为15073亿元，截止2021年底，中国网民数量达到10.3亿，其中约7亿人看直播。直播观众中，有4.6亿人会看带货直播，其中2/3的人会做出购买行为。据中国互联网络信息中心预计，到2025年，直播电商规模将达到2.1万亿元。

TVB 进入中国直播电商市场，在内容、粉丝和选品上都有稀缺性。

1) 内容稀缺

TVB 作为港剧龙头，具备工业化的内容生产能力和丰富的影视及综艺 IP 积累，公司众多的艺人为内地观众熟知（1.12 亿粉丝）。跟香港本土其他艺人公司比起，TVB 艺人数量最多，尤其影视，而且邵氏同 TVB 同一个老板，没有竞争必要，反而可以展开艺人合作，加持 TVB 直播的明星资源。

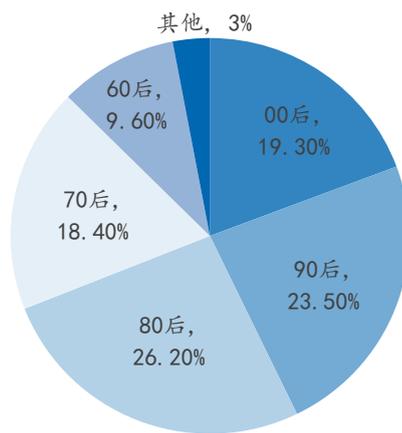
2) TVB 的粉丝覆盖范围广

TVB 多年发展，艺人积累大量内地粉丝。截止 2022 年底，TVB 以及旗下艺人及 KOL 的社交媒体帐户在抖音、快手、小红书、微信视频及新浪微博等主要平台拥有超过 1.12 亿名粉丝。并且，这 1.12 亿名粉丝，超一半没激活。假设一个粉丝粉 15 个艺人，每场 3 个艺人播，TVB500 多名艺人，400 万观众对应 45%的粉丝。根据新华 网联合优酷发布的《2022 港剧观看报告》，2021 年观众在优酷港剧场观看港剧总 时长接近 40 亿小时，同比增长 28%。年龄分布看，港剧观众覆盖了从 60 后到 00 后的三代观众，其中 90 后与 00 后合计占比 42.8%，成为主力军；地域上，广东和上海等具备较高消费潜力的观看时长排名第一。

3) 可主打差异化供货

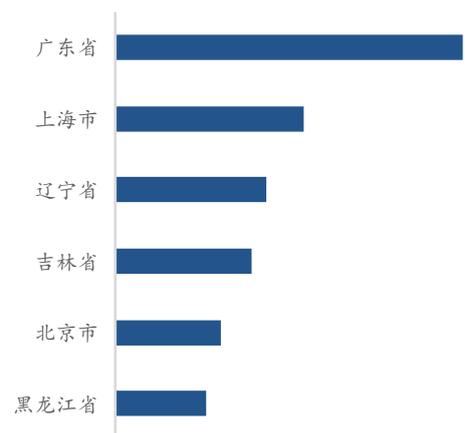
TVB 的商品主要来自淘宝天猫体系，比东方甄选和交个朋友等自寻货源更能解决带货的信任问题，且淘系平台货品齐全，包括美妆护肤、食品饮料、消费家电、服饰箱包等。TVB 直播间选品具备明显的“香港”特征，如出珍妮曲奇和德叔鲍鱼（溏心风鲍）。

港剧观众年龄分布



Source: 优酷, HTI

港剧观看时长最多地区 Top6



Source: 优酷, HTI

各类直播间对比

	直播间	平台	主播数	粉丝数(万)	观看数(万)	直播频率	日均GMV	Comment	
MCN	东方甄选	东方甄选	抖音	25位	2996.2	239.6	天天播	2200 万元以上	过于依赖老俞和董老师；自有货源，需承担货品风险
	遥望科技		抖音、淘宝	172位艺人与主播	覆盖粉丝(不去重)超过6亿			超过 4000 万元	一半主播只能充当直播氛围组
	交个朋友	交个朋友	抖音、淘宝	40多位	2112			700 万元	
	李家琦	李家琦	淘宝	N.A.	7338.7	1000万+	天天播		
娱乐公司	邵氏兄弟	N.A.	N.A.	73名艺人	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	跟TVB同老板，没必要竞争
	英皇文化产业	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	歌手居多
	华谊兄弟	抹布友好物	抖音	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	没做起来
电商	HKTvmall	N.A.	HKTvmall	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	将于5月推出HKTVLive系统，初期设70条频道，供所有商户每星期7日、每天24小时直播，直接链接HKTVMall下的150万客户，而公司只会抽取3%销售额作为佣金。
	TVB	TVB识货：TVB识货甄选严选等3个抖音账号	淘宝、抖音	530艺人	1.12亿	350万以上	淘宝一周一次；抖音天天播	淘宝首播GMV2350万元，第二场7320万元	淘系供货，货源信任危机；带香港特征，差异化竞争；众多知名艺人和爆款IP储备

Source: 公司数据, 灰豚数据, 淘宝, 抖音, HTI

5. TVB 与内地合作已久，具有必要性和稀缺性，合作拓展空间巨大

5.1 影视业务：TVB 和内地合作的必要性

上文提到，TVB 影视收入增长承压，传统电视广告也面临着网络广告的竞争压力，同时 TVB 影视业务连续两年 EBITDA 层面亏损，亟需为其丰富的内容库存寻求新的收入来源，来平衡高昂的成本和费用。

而中国大陆作为和香港关系最紧密规模最大的市场，对 TVB 来说是最好的选择，2022 年底香港总人口为 733 万人，总电视人口约为 650 万，而，22 年底大陆人口达到 14 亿，有线电视用户数达 2 亿，OTT 平均月活超 2.7 亿，更不用说 10 亿规模的网络视频用户，对于 TVB 来说，大陆拥有巨大的市场空间。

5.2 影视业务：TVB 内地影视业务开展已久，自营与合作双管齐下

TVB 的内地影视业务最早可追溯到 2004 年，翡翠台和明珠台取得了落地广东省的牌照，可以面向广东省 1.26 亿人口播放电视节目。根据 TVB 行政主席许涛公开表示，TVB 在大湾区落地的翡翠台和明珠台，以前是承包给别人运营，2023 年 7 月 1 日后会收归 TVB 运营，在广东省电视局指导下，与长期合作伙伴广州网络公司合作，在大湾区两条频道的广告时段之业务，创造更多商机。TVB 此举同时也是配合国家推动大湾区发展积极投入中港的融合，更好的服务观众和客户。未来 TVB 不仅可以进一步夯实在广两台的内容发行收入，也可以优化广告主选择，更有效刺激香港市场广告主的投放需求，为 TVB 提供新的增长引擎。

TVB 和内地流媒体平台合作最早于始于 2013 年，当年 TVB 和优酷达成了合作，优酷获得 TVB 所制作的新剧热剧、历史经典剧目和海量精彩综艺的独家新媒体版权，而后与优酷多次续约直至今日，最新合约于 23 年 3 月签订的框架协议，在未来两年内为优酷提供多部定制剧，以及提供同步剧与库存剧。目前，优酷是大陆唯一提供“港剧场”的视频平台，和 TVB 合作最为紧密，也是提供 TVB 内容数量最多的平台。同时，TVB 也会和国内其他视频平台不定期联合制作综艺和剧集，以及授权视频平台影视内容，通常每家视频平台所获内容均为独家。

大陆视频平台拥有 TVB 内容比较

平台	内容数量
优酷	130
IQ	9
腾讯视频	8
B站	5
芒果TV	0或搜索TVB搜不到
咪咕	0或搜索TVB搜不到

Source: 各平台数据, HTI

2022 年 TVB 和大陆平台合作梳理

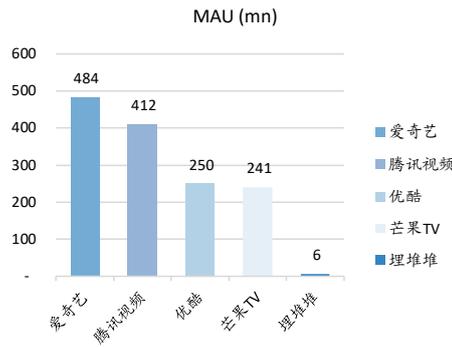
平台	2022年合作内容
优酷	联合制作真人秀「无限超越班」
	优酷联合制作并在中国内地及其他市场同步上架的医疗剧「白色强人II」及刑侦剧系列「法证先锋V」
	铁拳英雄」及「超能使者」于优酷同步上映
	与优酷联合制作的反贪剧「廉政狙击」亦于二零二二年十二月首播
	2023年3月20日，与优酷签约，在未来两年内为其提供总值约人民币7亿元的合拍剧、同步剧和库存剧。
芒果TV	联合制作综艺「声生不息」
IQ	目前TVB首页在宣传IQ剧集新川日常
咪咕	自制剧「十八年后的终极告白2.0」在香港及咪咕同步播出
知乎	合作推广沃尔沃汽车
抖音	在抖音上推出直播室，以「TVB识货」账号营销及销售香港高端品牌产品
	营运三个直播账户: TVB识货 (港式甄选)、TVB识货 (美味甄选) 及TVB识货 (香港严选)，每星期进行5至7次抖音直播。
淘宝	让旗下艺人透过「TVB识货」官方账户定期举办直播带货活动

Source: 公司财报, HTI

同时，TVB 也会采购内地热门内容版权，2022 年 myTV SUPER 引进了大陆头部剧集，如《沉香如屑》、《梦华录》、《苍兰诀》等。

在内地自营业务方面，TVB 内容优势与流量困难并行：TVB 2018 年起通过埋堆堆 App 在内地发行内容，埋堆堆由股东 CMC 控股，是 TVB 在大陆唯一的官方流媒体 App，目前其 MAU 在 22 年达到 610 万，相比爱优腾几亿量级的 MAU 有很大差距，我们认为在内地强行买量推广埋堆堆 App 性价比较低，TVB 目前采用的温和自然增长策略较为合理。

埋堆堆和其他主流内地长视频平台 MAU 对比



	年卡会员价格 (人民币)
埋堆堆	98
芒果TV	248
爱奇艺	258
优酷	258
腾讯视频	258

Source: 公司财报, Quest Mobile, HTI

埋堆堆 App 截图



Source: 埋堆堆 App, HTI

相比其他内地长视频平台，埋堆堆在港剧内容上具有以下优势 1) 总量优势：目前埋堆堆共有约为一万部 TVB 版权内容，而国内其他视频平台中最大的优酷仅有 130 部，即使根据新的框架协议 TVB 每年授权优酷额外内容，我们分析其中占主要的定制剧供给量在每年 3 部，相比埋堆堆的万部内容优势影响较小，也就意味着埋堆堆将继续享有**独播优势**。2) 首发优势：TVB 大部分内容会选择在埋堆堆上首发，例如目前在埋堆堆上具有专栏的《法言人》已于 2023 年 4 月 10 日在香港翡翠台首播，并在埋堆堆 App 同步播出，而在国内其他视频平台上尚未同步。3) 低价优势：埋堆堆目前年卡会员定价为 98 元人民币，约为其他长视频平台 40% (如上图)。

5.3 影视业务：TVB 在内地的稀缺性

TVB 是港陆影视内容互通独家桥梁，TVB 是目前唯一一家取得了内地落地权的香港电视台，Viu 和 HTV 均没有内地落地权，早年间可以在广东收看的亚视今已倒闭，没有重开电视台。同时根据各电视台年报数据，只有 TVB 有达到规模的内地收入，FY22 内地收入贡献达总收入的 20%。

TVB 早在 04 年就获得了落地权，至今已接近 20 年，仍未有新入局者，我们认为从**合规角度考虑，新晋港台取得大陆电视落地权可能性较低**。此外，目前也仅有 TVB 与内地在长短视频平台以及电商平台集中展开规模化合作，其余平台均没有公开合作，香港内容进入内地需要一系列比内地内容发行更严格的审批，对于其他港台来说，同样有难度。因此 TVB 在内地具有**稀缺性，较难被其他港台复制**。

5.4 影视业务：内地合作未来空间

TVB 在内地影视行业影响深远，创立于 1967 年，截止 2020 年 TVB 拥有 15.2 万小时片库内容，拥有许多我们耳熟能详的经典作品，例如《射雕英雄传》、《鹿鼎记》、《宫心计》等，目前 TVB 在内地全网社交平台粉丝量共 1.12 亿；2021 年观众在优酷港剧场观看港剧总时长接近 40 亿小时，同比增长 28%，根据我们估计占比当年在线视频总使用时长约 2%，港剧观众覆盖了从 60 后到 00 后的三代观众，其中 90 后与 00 后合计占比 42.8%，成为主力军。说明港剧在国内市场有一席之地，并且随着 TVB 内容质量的提升，有望进一步拓宽在内地的观看份额。

我们认为在影视方面 TVB 未来的增长来自三个方向 1) TVB 目前只和优酷签了框架协议，其同样有机会和其他长视频平台如爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 和咪咕签订框架协议，带来额外的有确定性的定制剧和发行收入；2) 参考爱奇艺和抖音签订协议授权其视频内容用于短视频影视剪辑内容制作，我们认为 TVB 同样有可能和短视频平台签订类似协议，拓宽 TVB 内容传播，触达更多年轻受众；3) 随着 TVB 收回大湾区的翡翠台和明珠台的运营权，我们认为其可以对大湾区内容的排播管理等有更好的把控，从而提升内地影视内容授权收入，并且带来额外的内地电视广告收入。

具体到收入空间测算：1) 目前只考虑 TVB 和优酷的合作，我们保守估计 25 年来自中国内地的收入可以达到 12 亿港币规模，占比 FY25E 收入 27%；2) 如果考虑和长短视频平台合作的可能性（以优酷 2 年 7 亿元，短视频平台 2-5 亿元为参考进行假设），25 年来自中国内地的收入可以达到 21 亿港币规模，占比 FY25E 收入 39%；3) 继续考虑收回大湾区翡翠和明珠台运营权所带来的广告收入增长，22 年广东省广播电视行业广告收入 168 亿元，按照 TVB1-2% 的市场份额假设，保守估计 25 年收入可达 23 亿港币，占比 FY25E 收入 41%。

TVB 中国内地影视收入空间测算

	FY25E收入 (亿港币)	占比FY25E收入	FY25E收入	占比FY25E收入
只考虑优酷合作	12	27%	13.5	30%
新增一家长视频平台合作	14	30%	16.0	33%
新增三家长视频平台合作	17	34%	21.0	39%
新增抖音快手短视频平台合作	21	39%	30.0	48%
考虑翡翠台和明珠台归为TVB运营所带来的额外广告收入	23	41%	35.0	52%

Source: 公司数据, HTI

TVB 广东省电视广告收入空间测算

亿元人民币	FY22	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
广东省电视广告市场规模	168	190	166	187	163	184	160	181	158
同比增速	-13%	13%	-13%	13%	-13%	13%	-13%	13%	-13%
TVB市场份额	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%
TVB内地广告收入	1.7	2.1	2.0	2.4	2.3	2.8	2.6	3.1	2.8

Source: 广东省广播电视局, HTI

5.5 电商业务：TVB 的稀缺性为其在内地发展带来便利

TVB 的稀缺性为其在内地发展带来便利。电商方面，正如上文所述，TVB 通过优质 IP 和明星资源，深厚广泛高价值的观众基础以及港货的差异化定位，除了与淘宝加深合作关系之外，再往远走，也可以利用抖音、快手以及腾讯视频号的流量渠道，自行选品，打造自己的品牌产品。广告方面，IP+营销+下单形成营销闭环，最大化转化率。据中国互联网络信息中心预计，到 2025 年，直播电商规模将达到 2.1 万亿元；其中，大湾区跟香港风俗语言接近，且政府支持（深圳计划到 2025 年，培育和引进 100

个以上直播电商头部服务机构；直播电商销售额超 3000 亿人民币，现在 1600 亿人民币，全国第三；珠海计划 2025 年 500 亿元直播销售额。内地市场对于 TVB 直播带货和 IP 营销业务来说，天花板足够高。目前，主要限制在于 TVB 的供应端，包括艺人的轮播，货品的供应。

2023 年，TVB 在淘宝一周播一次，48 场，场均 GMV 在 1300 万人民币，7%的佣金等收费率（淘宝直播主播佣金在 5~20%，TVB 和淘宝尚在合作尝试中），一年大概 6 亿的 GMV，收入大概 4200 万人民币。随着之后供给增加，假设从 24 年开始，一周 4 次开播（（1）交个朋友从 2020 年 4 月开始直播，一周一次，到 2021 年 5 月开始一周 7 次直播；（2）考虑 TVB 主业在影视制作和播放；艺人一次直播需要准备 3 天），随着营销的成熟，货品供应的扩张，场均 GMV 增长 15%，佣金 12~15%，到 2025 年，预计能给 TVB 带来 5 亿多的收入，加上抖音平台的收入，若公司愿意增加场次和资源倾斜，大力发展抖音平台直播带货和广告业务，收入增速更快。

TVB 淘宝直播乐观假设

	2023	2024	2025
直播次数	48	168	208
场均GMV (万元)	1300, 除首两场	1500	1731
YoY		15%	15%
总GMV(百万元)	695	2520	3600
YoY		263%	43%
佣金等	7%	12%	15%
收入 (百万元)	48.65	302.4	540
YoY		522%	79%

Source: 公司数据, HTI

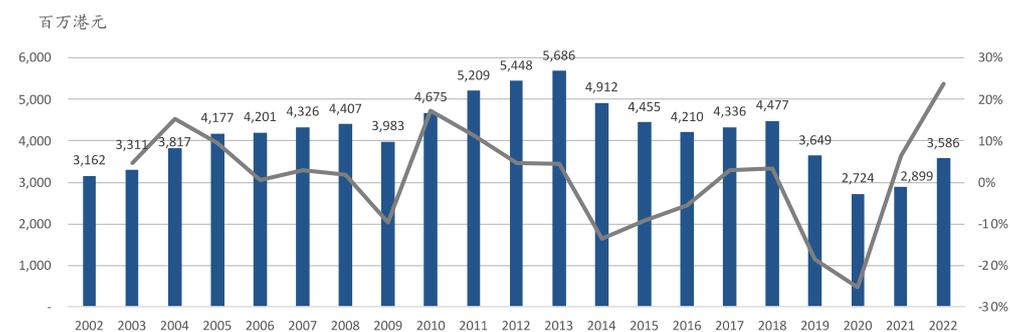
6. 财务分析

6.1 收入端：香港主业承压；广告依旧最大收入来源，电商收入占比提升

TVB 在香港是广告支持的免费播放模式，所以一直广告收入占比大头，其次内容授权和订阅。到目前为止，广告/电商/内容授权/订阅/联合制作/其他收入分别占比 38%/24%/15%/12%/4%/6%。按区域看，香港本地/中国内地业务/新马地区/北美地区/越南地区/其他地区收入分别占比 70%/20%/4%/3%/1%/2%。

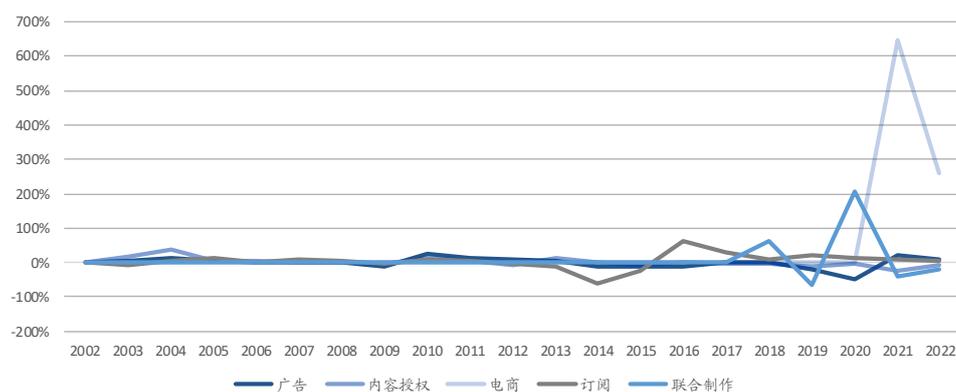
2011 年以前，TVB 凭借卓越的内容制作能力，选品能力以及广播电视领域强大的渠道优势，收入增长稳健，大多时候在两位数以上，其中，授权和订阅收入增速在 2004 年和 2010 年达到 39%/12% 的高位。随着互联网内容平台的发展，电视作为内容传播的传统地位降低，同期内地影视产业崛起挤压了香港娱乐市场的空间，TVB 总体收入增速有所下滑。2013 年，总收入增速 4%，广告增速 5%。2019 年以来，因为社会性事件，疫情管控，广告主业、内容授权等主业承压，2019 年到 2022 年三年，总收入下滑 2%（CAGR: -1%），广告、授权、联合制作等 CAGR 分别为 -14%/-11%/15%，电商因为并购和疫情管控下消费者线上购买增加，收入在 2021 年和 2022 年分别同比增长 646%/261%。分业务部门来看，2020 年到 2022 年，香港广播、串流、电商业务、内地业务、海外业务分别 CAGR 9%/-8%/443%/-3%/-9%，收入占比分别从 2020 年的 40%/15%/1%/27%/17%，变成 2022 年的 36%/10%/24%/19%/11%。广告仍然是大头，且趋势跟香港零售业趋势一致。

TVB 总收入和增速 (2002-2022)



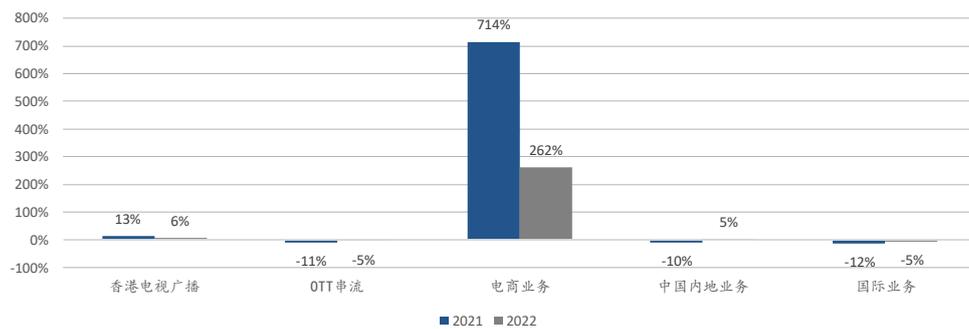
Source: 公司数据, HTI

各业务收入增速 (2002-2022)



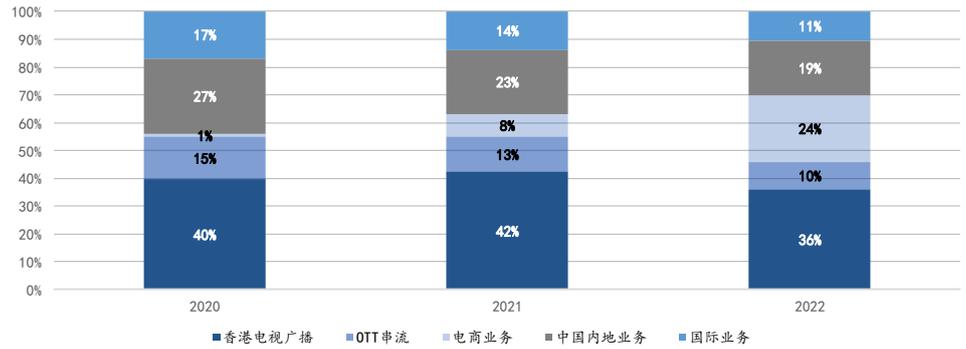
Source: 公司数据, HTI

各部门收入增速 (2021-2022)



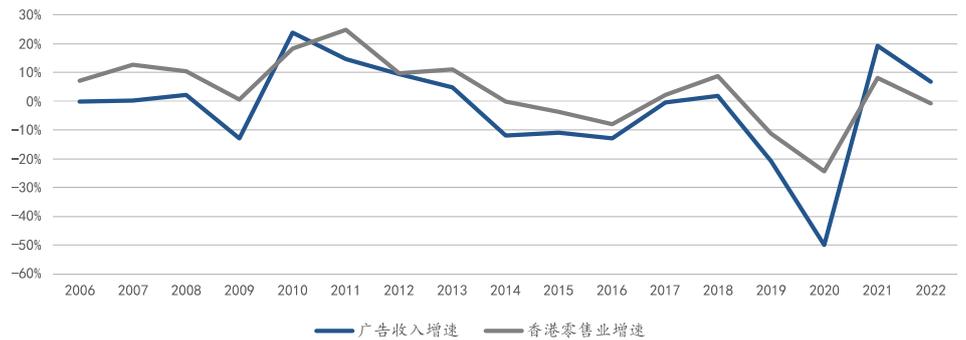
Source: 公司数据, HTI

TVB 业务收入占比 (2020-2022)



Source: 公司数据, HTI

TVB 广告收入增速与香港零售业增速 (2006-2022)

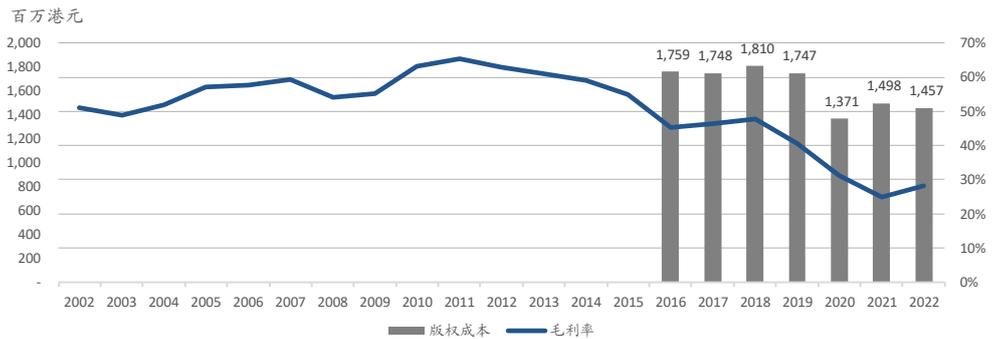


Source: 公司数据, 香港政府统计处, HTI

6.2 利润端：前期利润强劲，后期因收入增速下滑和新业务利润承压，EBITDA 亏损

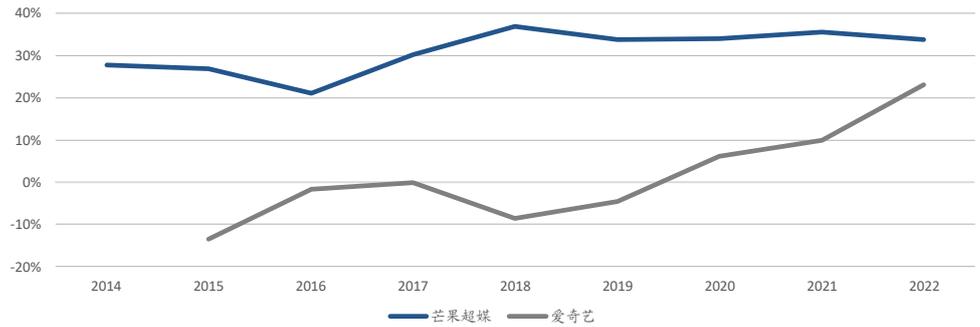
早期，公司收入增长稳健，叠加优秀的自制模式，使得 TVB 整体毛利率保持在高位水平（在 50%以上，尤其在 2010-2013 年，达到 60%以上）。之后，收入增速减缓，毛利率下行，但因为自制模式，依旧还是在行业较高水平，2019 年，毛利率还是在 40%以上。近几年，因疫情管控，收入持续减少，加上业务多元化，毛利率下滑到 41%，其中版权成本比较固定，稳定维持在 14-15 亿港元，收购士多后的成本大量增加，在 2022 年为 6.6 亿港元，2022 年，TVB 毛利率在 28%。管理层表示，2023 年，会对士多降本增效，优化 SKU 结构。

毛利率和版权成本 (2002-2022)



Source: 公司数据, HTI

芒果超媒与爱奇艺的毛利率 (2014-2022)



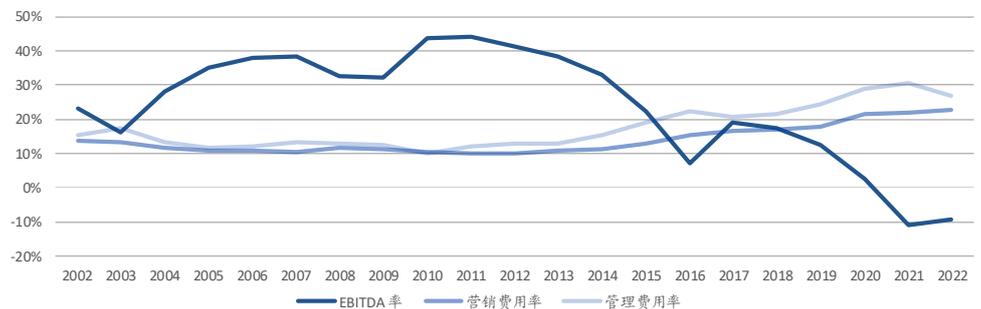
Source: 公司数据, HTI

TVB 的销售费用率也较低, 因为其通过免费电视和优秀的自制内容形成的强大的渠道优势和品牌能力, 2005-2015 年, 销售费用率为 10-11%, 近几年, 因为业务多元化的推广费用和收购 Ztore 并表导致大幅增加。2022 年, 销售费用达 8.2 亿港元, 同比增 28%, 但如果去掉 Ztore 的并购影响, 实际是同比下跌 5%。同样因为主业承压叠加业务多元化影响, EBITDA 率在 17 年为 19%, 到 19 年下滑到 13%, 从 2021 年开始转入亏损, 2022 年, EBITDA 亏损 3.4 亿港元, 亏损率为 9%。

2020 年起, 公司披露了各业务条线的 EBITDA 利润。由于公司成本架构的原因, 电视广播业务承担着大部分的成本开销, 在 2020-2022 年间 EBITDA 持续亏损; 电商业务的 EBITDA 在 2020 年同样是亏损状态, 并在 2021 年收购士多集团之后, 运营自营库存费用大幅增加, 亏损持续扩大。其他业务条线如 OTT 串流、中国内地业务和国际业务的 EBITDA 均保持盈利状态, 但是由于宏观经济衰退, 疫情导致广告预算和外地合同减少, 这三项业务的 EBITDA 利润正在逐渐下降。

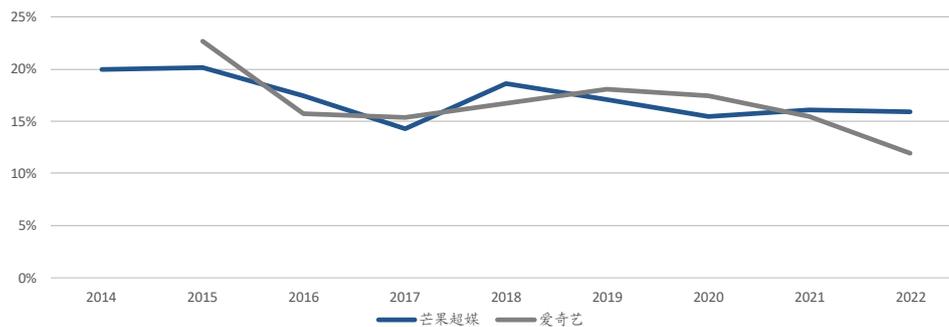
2022 年电视广播/OTT 串流/电商/中国内地业务/国际业务的 EBITDA 利润为-5.1 亿/0.7 亿/-1.0 亿/1.6 亿/0.5 亿港元, 利润率为-40%/19%/-12%/23%/13%

TVB 运营利润率和运营费用率(2002-2022)



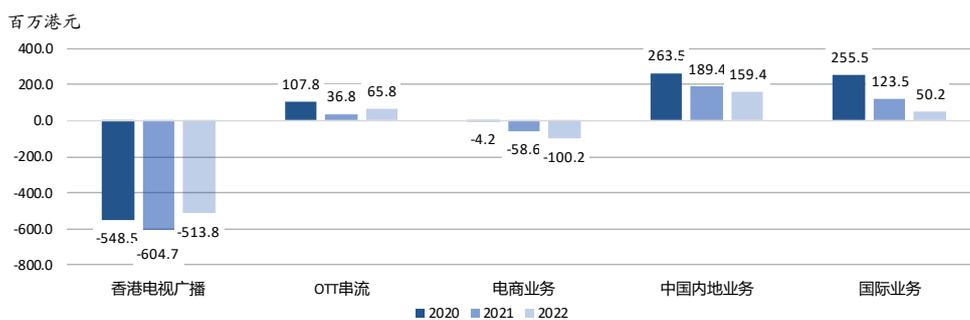
Source: 公司数据, HTI

芒果超媒与爱奇艺的营销费用率 (2014-2022)



Source: 公司数据 HTI

TVB 各业务 EBITDA 利润 (2020-2022)



Source: 公司数据, HTI

7. 预测

7.1 现有业务的预测

2023 年, 我们预计 1) 疫情管控放松, 内地和香港恢复通关, 香港零售业和旅游业等恢复, 广告主投放意愿增加, TVB 广告收入能够得到显著恢复; TVB 香港广播业务同比增 25%到 16 亿港元; 2) OTT 业务, 随着线下活动恢复, 用户线上活动减少, 再加上影视内容竞争激烈, 我们认为收入更可能平稳发展; 3) 电商业务, 考虑去年疫情管控下线上消费强劲导致的高基数效应, 以及管理层降本增效, 缩减品类的策略, 我们认为香港电商业务是双位数下跌; 4) 中国内地市场, 公司凭借稀缺资源, 深化内地合作, 将享受强劲增长; 5) 全球宏观疲软, 公司国际业务发展稍逊, 新合同数量下降, 预计 5%的同比下跌。2023 年, 总收入我们预计同比增 9%到 39 亿港元, 到 2025 年以 6%的 2 年的 CAGR 增加到 44 亿港元, 其中, 香港广播, OTT,香港电商, 中国内地, 国际业务在 2023 年分别同比增 25%/持平/-19%/26%/-5%, 23-25 年 CAGR 分别为 7%/2%/-3%/16%/2%。

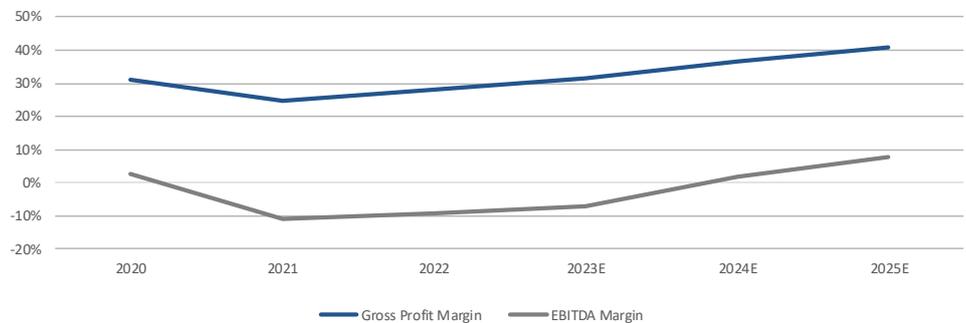
收入预测

(百万 港元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	2,724.2	2,898.6	3,585.8	3,910.4	4,189.4	4,425.4
YoY	-25%	6%	24%	9%	7%	6%
按业务拆分						
香港电视广播	1,081.1	1,224.5	1,294.1	1,622.7	1,785.0	1,842.9
YoY		13%	6%	25%	10%	3%
广告收入	881.0	1,141.0	1,178.0	1,425.4	1,567.9	1,615.0
YoY		30%	3%	21%	10%	3%
OTT串流 (myTV SUPER香港流媒体业务)	412.4	367.3	349.4	349.1	352.1	362.7
YoY		-7%	-11%	-5%	0%	1%
占收入比例	15%	13%	10%	9%	8%	8%
myTV SUPER, 注册用户 (百万)	9.2	9.9	10.4	9.9	10.0	10.1
yoy%	7%	8%	5%	-5%	1%	1%
				0%	3%	2%
电商	29.3	238.1	862.6	696.5	641.9	661.3
YoY		714%	262%	-19%	-8%	3%
GMV-总和	142.0	593.0	934.0	754.2	695.0	716.0
月活客户 (千人)	11.0	80.0	99.0	84.2	79.9	81.5
YoY			24%	-15%	-5%	2%
GMV/客户		7,412.5	9,434.3	8,962.6	8,693.7	8,780.7
YoY			27%	-5%	-3%	1%
内地业务	742.2	665.5	697.8	879.2	1,047.6	1,177.6
YoY		-10%	5%	26%	19%	12%
淘宝&抖音				560.3	825.6	1,211.0
淘宝				43.2	72.1	117.0
国际业务	459.2	403.2	381.9	362.8	362.8	380.9
YoY		-12%	-5%	-5%	0%	5%

Source: 公司数据, HTI

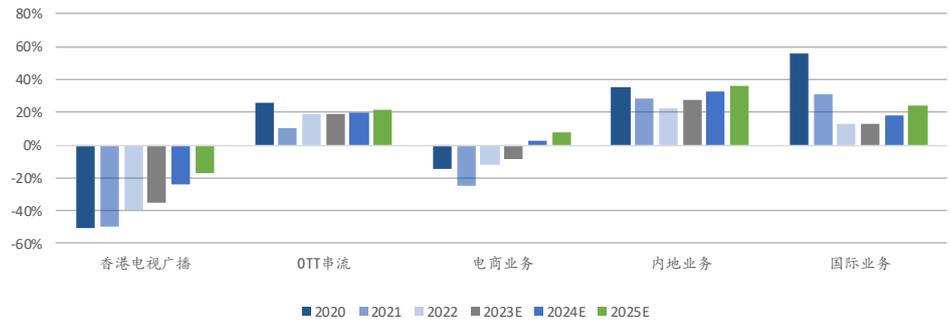
我们预计 2023 年毛利率同比上升 3 个百分点到 32%，受益于 1) 广告收入恢复带来的规模效应；2) 管理层对电商业务降本增效。EBITA 方面，我们认为 2023 年，公司 EBITDA 绝对值和亏损率都会同比改善，因为管理层的降本增效策略，各部门管理费用也会有控制。我们预计香港广播，OTT,香港电商，中国内地，国际业务 EBITDA 利润率分别同比改善 5/0/3/5/0 个百分点到-35%/19%/-9%/28%/13%，整体 EBITDA 绝对值为-2.7 亿港元，对应-7%的 EBITDA 率，2024 年下半年转正，2024 年全年 EBITDA 利润率为 2%。

GPM 和 EBITDA Margin 预测



Source: 公司数据, HTI

各业务部门 EBITDA 率的预测



Source: 公司数据, HTI

7.2 估值:

我们采用 SoTP 的方法对 TVB 估值。我们认为随着香港经济的恢复, 公司主业收入将持续恢复, 基于其成熟的影视内容制作能力和在香港本土的渠道优势, 利润端有望随收入规模的恢复而回到常态; 香港电商业务因为公司优化 SKU 结构的策略, 短期收入端承压, 但是利润端有望实现盈利; 内地业务凭借其优质内容和稀缺性, 有望抓住大湾区和直播带货的机遇。我们给予公司香港主业、香港电商和内地业务 2024 年分别 8x, 6x 和 20x PE, 结合 12 亿的净负债, 20% 的集团折扣, 13% 的 WACC, 得到 37.9 亿港元的估值, 对应 8.7 港币/股。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

公司估值

	估值 (百万港元)	TVB 股权	Notes
香港本土和国际影视内容相关业务	1,955.6	100%	给予 2024 年 8 倍 P/E; 常态化 EBITDA 率为 20%, 折旧及摊销占比 7%, 有效税率为 15%, WACC=13%
香港电商业务	110.7	75%	给予 2024 年 6 倍 P/E; 常态化 GMV margin 为 3%, WACC=13%
中国内地业务	4,895.2	70%	给予 2024 年 20 倍 P/E, WACC=13%
净现金	(1,212.5)	100%	
集团折扣	20%		
总市值	3,793.4		
股份数 (百万)	438.0		
股价 (港元)	8.7		

Source: 公司数据, HTI

可比公司估值

公司	股票代码	现价	市值	PS			PE		
		最新收盘价	百万美元	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
爱奇艺	IQ.US	4.96	4,743	1.1	1.0	1.0	29.4	14.7	10.1
芒果超媒	300413.CH	29.29	7,795	4.0	3.4	3.0	29.5	22.7	19.4
香港科技探索	1137.HK	4.48	529	1.1	1.0	0.9	19.4	19.1	16.9
东方甄选	1797.HK	25.70	3,330	38.8	5.4	3.9	21.9	21.9	16.5
遥望科技	002291.CH	17.52	2,272	4.1	2.8	2.2	N/A	23.0	16.1
电讯盈科	8.HK	4.08	4,035	0.9	0.8	0.8	N/A	272.0	60.9
有线宽频	1097.HK	0.05	46	0.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: Wind, Bloomberg, HTI

7.3 积极跟内地深化合作的场景下....

正如上文所述, 我们认为内地的市场空间足够 TVB 规模的增长, 未来公司增长更多取决于公司的供给端, 包括影视内容的生产能力、直播电商开播场次、短视频营销的承接能力等。如果, 公司积极拥抱大湾区的发展和国内直播带货的热度, 我们认为随着收入利润的兑现, 将给公司股价贡献更多的向上动力。

TVB 在内地影视行业影响深远，在影视方面，我们认为 TVB 未来的增长来自三个方向 1) 拓展于其他长视频平台如爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 和咪咕等合作，带来额外的有确定性的定制剧和发行收入；2) 与短视频平台签订版权授权协议，拓宽 TVB 内容传播，触达更多年轻受众；3) 随着 TVB 收回大湾区的翡翠台和明珠台的运营权，我们认为其可以对大湾区内容的排播管理等有更好的把控，从而提升内地影视内容授权收入和电视广告收入。

具体到收入空间测算，根据上述三种业务拓展的情况，我们保守预测最多 2025 年内内地影视收入可以达到 23 亿港元，占比 FY25E 收入 41%，乐观假设下可以达到 35 亿港元，占比 FY25E 收入 52%。

TVB 中国内地影视收入空间测算

	FY25E收入 (亿港元)	占比FY25E收入	FY25E收入	占比FY25E收入
只考虑优酷合作	12	27%	13.5	30%
新增一家长视频平台合作	14	30%	16.0	33%
新增三家长视频平台合作	17	34%	21.0	39%
新增抖音快手短视频平台合作	21	39%	30.0	48%
考虑翡翠台和明珠台归为TVB运营所带来的额外广告收入	23	41%	35.0	52%

Source: HTI estimates

我们预测，随着公司直播带货业务的成熟，货品供应的扩张，假设到 2025 年一周播 4 次，场均 GMV 到 1700 万元，仅淘宝直播年 GMV 可以贡献 36 亿人民币 GMV，如果 15% 的收费率（佣金、主播出场费等），收入可贡献 5.4 亿元，占比 2022 年总收入的 17%，且直播带货相对于其香港本土电商利润率更高。若公司愿意增加场次和资源倾斜，大力发展抖音平台直播带货和广告业务，收入增速更快。

TVB 淘宝直播乐观假设

	2023	2024	2025
直播次数	48	168	208
场均GMV (万元)	1300, 除首两场	1500	1731
YoY		15%	15%
总GMV(百万元)	695	2520	3600
YoY		263%	43%
佣金等	7%	12%	15%
收入 (百万元)	48.65	302.4	540
YoY		522%	79%

Source: HTI estimates

财务数据总结

主要财务指标	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E	利润表 (百万港元)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
估值指标					总收入	3,585.8	3,910.4	4,189.4	4,425.4
增长					成本	(2,578.0)	(2,677.3)	(2,651.8)	(2,608.7)
收入增长	24%	9%	7%	6%	毛利润	1,007.7	1,233.1	1,537.5	1,816.7
EBITDA增长	8%	-19%	-126%	369%	总运营成本	(1,777.6)	(1,935.6)	(1,927.1)	(1,969.3)
净利润增长	25%	-49%	-26%	-61%	运营利润	(769.9)	(702.6)	(389.6)	(152.6)
利润率					投资收入	0.2	78.2	41.9	44.3
毛利润率	28%	32%	37%	41%	其他经常性收入	(237.1)	39.1	(41.9)	(44.3)
运营利润率	-21%	-18%	-9%	-3%	利息收入	124.6	117.3	83.8	88.5
EBITDA利润率	-9%	-7%	2%	8%	利息支出	(81.1)	(78.2)	(100.5)	(101.8)
税前利润率	-27%	-14%	-9%	-3%	其他收入	1.0	13.9	13.9	13.9
税率	-8%	-15%	-15%	-15%	税前收入	(962.4)	(532.3)	(392.4)	(152.0)
净利润率	-23%	-11%	-7%	-3%	税款	76.4	79.8	58.9	22.8
主要比率					少数权益	(78.8)	(40.2)	(29.7)	(11.5)
ROE	-23.1%	-13.5%	-11.2%	-4.6%	归属于股东的净亏损	(807.1)	(412.2)	(303.9)	(117.7)
ROA	-11.5%	-7.6%	-6.0%	-2.4%					
资本支出/收入	-3.2%	0.0%	0.0%	0.0%					
信贷分析									
EBITDA/融资成本 (倍)	4.2	3.5	(0.7)	(3.3)					
负债/EBITDA (倍)	(6.43)	(7.99)	30.54	6.51					
债务/权益	95.5%	71.7%	80.2%	84.0%					
净债务/权益	33.6%	65.0%	84.5%	93.4%					

资产负债表 (百万港元)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E	现金流 (百万港元)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
现金及等价物	963.9	127.8	(205.7)	(334.9)	运营利润	(769.9)	(702.6)	(389.6)	(152.6)
短期投资	73.6	73.6	73.6	73.6	运营现金流	467.3	(164.8)	14.1	(20.9)
贸易应收款	840.1	800.9	842.8	887.1	经营活动现金流	(302.6)	(867.3)	(375.5)	(173.4)
其他	2,189.3	1,546.1	1,546.1	1,546.1	投资活动现金流	163.0	171.3	41.9	44.3
流动资产	4,066.8	2,548.4	2,256.8	2,171.9	融资活动现金流	(207.1)	(140.0)	0.0	0.0
有形固定资产	1,277.9	1,277.9	1,277.9	1,277.9	期初现金	1,174.7	963.9	127.8	(205.7)
无形资产	255.1	255.1	255.1	255.1	现金增加额	(346.6)	(836.0)	(333.5)	(129.1)
总投资	1.9	1.9	1.9	1.9	期末现金	828.1	127.8	(205.7)	(334.9)
其他资产	1,443.2	1,328.3	1,286.4	1,242.1	自由现金流	(187.7)	(867.3)	(375.5)	(173.4)
非流动资产	2,978.2	2,863.3	2,821.4	2,777.1					
资产总额	7,045.0	5,411.7	5,078.2	4,949.0					
短期债务	599.1	599.1	599.1	599.1					
贸易应付款	974.3	-	-	-					
其他	195.4	46.9	46.9	46.9					
流动负债	1,768.8	646.0	646.0	646.0					
长期债务	1,577.2	1,577.2	1,577.2	1,577.2					
其他	94.8	36.7	36.7	36.7					
非流动负债	1,672.0	1,613.9	1,613.9	1,613.9					
负债总额	3,440.8	2,259.9	2,259.9	2,259.9					
股本	664.0	664.0	664.0	664.0					
其他	2,835.0	2,382.5	2,049.0	1,919.8					
股东权益	3,499.0	3,046.6	2,713.0	2,583.8					
非控股权益	105.2	105.2	105.2	105.2					
权益总额	3,604.2	3,151.8	2,818.2	2,689.1					
负债及股东权益总额	7,045.0	5,411.7	5,078.2	4,949.0					

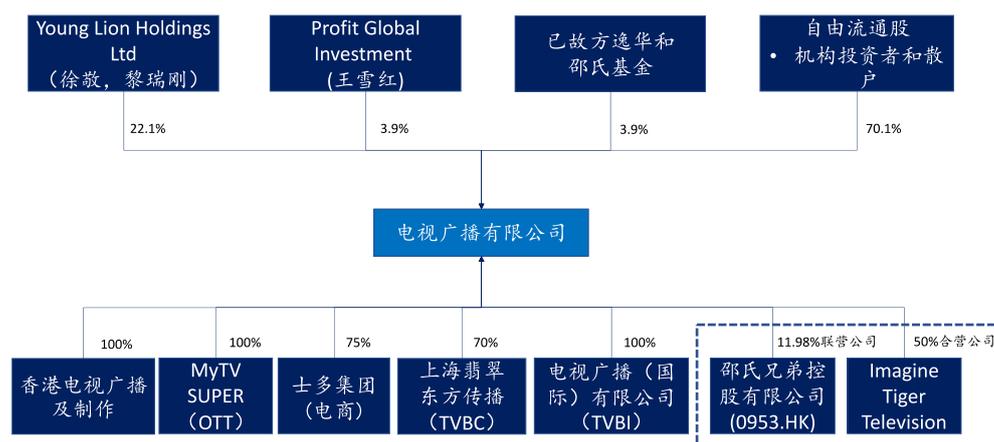
Source: 公司数据, HTI

8. 附录

8.1 公司股权结构

从公司股权结构上看，按已发行普通股 438,000,000 股为基础计算，徐敬先生和黎瑞刚先生通过 YLH 间接持有 22.1% 股份，为第一大股东，且二人均为公司非执行董事。截至目前，王雪红女士通过 Profit Global Investment 间接持有 3.9% 股份，方逸华女士（已故）和邵氏基金持有 3.9% 股份，其余 70.1% 为自由流通股。旗下主要全资子公司香港电视广播及制作、MyTV SUPER、电视广播（国际），以及非全资子公司士多集团、上海翡翠东方分别经营电视广播、OTT 串流、节目发行、电商和广告、电视内容提供等业务。同时，公司拥有联营公司邵氏兄弟 11.98% 的股份，主要从事电影及电视剧的投资制作；和 Imagine Holding Company 合营 Imagine Tiger Television，各占 50% 权益，主要投资美国及国际市场的电视及纪录片项目。

TVB 股权结构



Source: 公司资料, HTI

8.2 管理层背景

TVB 管理层

姓名	年龄	职位	简介
许涛	50	行政主席 行政委员会主席 提名委员会主席 投资委员会成员	于2018年3月调任为TVB执行董事，于2020年4月再调任为非执行董事及董事局主席，并于2023年3月获委任为董事局行政主席。许先生拥有超过二十五年的管理及投资经验，在管理媒体、娱乐及互联网等业务方面拥有丰富的经验和深厚的专业知识。
黎瑞刚	53	非执行董事 行政委员会成员 薪酬委员会成员	于2016年10月获委任为本公司非执行董事及董事局副局长，于2020年4月29日不再担任副主席。黎先生是华人文化集团公司（连同其附属公司）的创始人、董事长及CEO，以及CMC资本之创始合伙人。
曾志伟	69	总经理（节目内容运营） 行政委员会成员	于2021年1月再度加入TVB并获委任为副总经理（综艺、音乐制作及节目），于2021年9月获委任为总经理（节目内容运营）。全面负责无线电视的主要内容运营，包括各类内容的制作，以及节目采购及策划。
萧世和	60	总经理（商务运营） 行政委员会成员	于2021年10月获委任为总经理（商务运营），全面负责无线电视跨平台的市场及商务运营管理，并指导公司内外的企业传讯活动，以及制定集团的整体品牌策略及定位。
陈树鸿	55	副总经理（法律及国际业务） 法规委员会成员	于2010年5月加入TVB出任法律总顾问，于2012年12月获委任为助理总经理，并于2016年7月获委任为副总经理（法律及国际业务），自2022年7月起兼任为署理公司秘书。负责公司的国际业务及法律及规管事务。
程哲	47	集团首席技术官	于2021年9月获委任为集团首席技术官，负责TVB各业务组别技术之发展及推广。于2022年1月获委任为MyTV Super Group总裁，负责该业务之营运及技术发展。于2014年10月加入本公司出任技术工程主管，于OTT、资讯科技及电讯行业拥有二十四年丰富经验。
李福来	50	企业发展主管及署理财务总监 投资委员会成员	于2021年12月加入无线电视担任企业发展主管及于2022年7月获委任为署理财务总监。

Source: 公司资料, HTI

8.3 CMC 资本

CMC 资本投资领域广泛，涵盖影视剧制作和发行、新媒体、游戏、体育、生活方式平台、电商、供应链、线上教育、新消费、高科技和娱乐传媒等。

CMC 资本投资企业

旗下企业	主要资源
TVB	在香港经营5个电视频道，节目收视占香港黄金时段总收视份额超过8成
TVBC	独家代理TVB影视节目在内地传统和新媒体平台的版权发行业务，运营“埋堆堆”
邵氏兄弟	代表作《使徒行者》，《赌城风云》，《冲上云霄（电影版）》等
正午阳光	IP包括《大江大河》，《都挺好》，《琅琊榜》，《欢乐颂》，《知否知否应是绿肥红瘦》，《清平乐》，《山海情》，《乔家的儿女》等
华人剧荟	代表作《人生若只如初见》
华人影业	综合电影公司，与华纳兄弟合拍《巨齿鲨》；主导运营“中国电影普天同映”，成功发行《流浪地球》等50多部作品
东方梦工厂	与美国梦工场动画联合制作《功夫熊猫3》，与奈飞联合制作《飞奔去月球》
CMC Inc.	日月星光 代表作《全力以赴的行动派》，《这！就是灌篮》，《我和我的经纪人》等
今涂影业	代表作《大护法》，《白鸟谷》
完美风暴	代表作《速度与激情》，《星际迷航》，《天蝎》等
想象娱乐	美国独立影视制作公司，代表作《美丽心灵》，《8英里》，《阿波罗13号》，《美国黑帮》，《达芬奇密码》，《24小时》
其他	线上媒体：财新传媒 短视频：梨视频 生活方式内容平台：栩栩华生 游戏：紫龙游戏 体育：盛力世家 纪录片：云集将来 城市足球集团、UME影城、华人文化演绎、华人梦想、华人时代等 电商：饿了么、叮咚买菜 供应链：美菜网、洪九果品、一手、小胖熊 线上教育：猿辅导、掌门、爱学习
CMC资本	新消费：野兽派、KK集团、M Stand咖啡、逸仙电商、泰山啤酒、小仙炖 高科技：览众资料、文远知行、踏歌智行、扩博智慧、时谛科技、满帮集团 娱乐传媒：快手、B站、芒果TV、爱奇艺、网易云音乐、iMAX中国、星空传媒等；CAA

Source: IT 桔子, HTI

APPENDIX 1

TVB possesses a strong leading position in the Hong Kong broadcasting market. Established in 1967, TVB is the largest TV broadcaster as well as the largest TV content producer in Hong Kong. With 5 free-to-air channels and 530 artists, TVB took 77% of the audience share among all the TV channels in Hong Kong and produced 22,700 hours of content in 2022, giving it a dominant position in the Hong Kong broadcasting industry. Apart from the traditional Hong Kong TV broadcasting business, TVB has also launched an OTT business in Hong Kong and is exploring potential ways for content monetization in mainland China and overseas markets through co-producing, content licensing and live streaming.

A bounce-back to be seen in Hong Kong's TV & film industry as the pandemic fades away. Revenue-wise, Hong Kong's films and TV contents are mainly monetized via advertising. However, geopolitical risks and the subsequent outbreak of the epidemic in FY19 severely suppressed Hong Kong advertisers' willingness to invest and the Group's content production, jeopardizing its revenue-generating ability from the traditional broadcasting business. With the recovery of the epidemic in the past two years, the Group's Hong Kong TV broadcasting revenue returned to positive growth in FY21 and continued to rise by 6% in FY22 amidst the decline in Hong Kong GDP and the revenue of many companies. We expect it to further grow by 25%YoY in FY23, contributing HK\$1.6bn to the Group's total revenue. **Profit-wise,** TVB continued to cut cost and increase efficiency with a monthly turnaround expected to take place by the end of this year. In the past two years, the Group suffered from losses with EBITDA due to the decrease in revenue growth and the acquisition of Ztore Group. The management aims to save cost and improve efficiency this year through Ztore's SKU optimization and streamlining. We expect TVB to turn around loss in single month by the end of this year and turn a profit in FY24 as its revenue recovers, given its large portion of expenditure related to TV content making is fixed and its controllable marketing expense backed by the edge in marketing channel in Hong Kong.

Scarcity in content provides a new chance connecting to the mainland: 1) In content production, the mainland has a population of 1.4bn with 200mn cable users and over 270mn OTT average MAU by the end of FY22, among which TVB has 112mn followers. TVB is currently the only Hong Kong TV station with free-to-air license in the mainland and partnered closely with Youku by launching a “港剧场” channel and signing an agreement to supply it with co-production dramas, simulcast and library dramas worth approximately Rmb700mn in aggregate over the next two years, which facilitates TVB's further penetration into the mainland market. With the lifting of covid restrictions and the production resumption of quality films and variety shows, TVB is expected to deepen its cooperation with more channels in the mainland supported by its excellent selection and production capabilities; meanwhile, as TVB's sole official streaming media in mainland, Mai Dui Dui saw steady growth in users thanks to its advantage in the quantity and timeliness of contents. **2) In EC,** TVB's first two live-streaming show on Taobao generated strong sales, proving the potential of IP + live commerce mode. Considering its quality artists and abundant IP resources, TVB may reproduce the success of East Buy as it keeps expanding live-streaming service, given the scarcity and non-replicability of its content, fan group and selection capability. **3) In advertisement,** advertisers are expected to increase ad investment in TVB's TV series and variety shows as it enhances cooperation with mainland platforms by virtue of the large and broad age group of Hong Kong drama viewers. In addition to long videos, TVB also operates multiple accounts on short video platforms like Douyin and Kuaishou, building a closed marketing cycle of “artist + IP + conversion” to increase ad ROI and attracting more advertisers. TVB's current shareholder structure and board composition can also benefit its development in the mainland.

Valuation & recommendation: We expect 8x/6x/20x 2024 PER for TVB's Hong Kong & global TV & film content-related business, Hong Kong EC business and mainland business respectively, with a valuation of HK\$3.79bn, with a Target Price of HK\$8.7 per share after 20% discount and through a 13% WACC discount under SoTP method. We initiate coverage with Outperform.

Risk: Business expansion in the mainland misses expectation; cost-cutting and efficiency increasing lower than expectation; Hong Kong economic recovery lower than expectation

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，Daisy Chen，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。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Daisy Chen, 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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Natalie Wu，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。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Natalie Wu, 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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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).

DDLUS 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

DDLUS is/was 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及 1137.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 and 1137.HK are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去 12 个月中获得对 DDLUS 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 DDLUS.

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及杭州阿里巴巴泽泰信息技术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 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司.

海通担任 0700.HK 有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 0700.HK.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

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

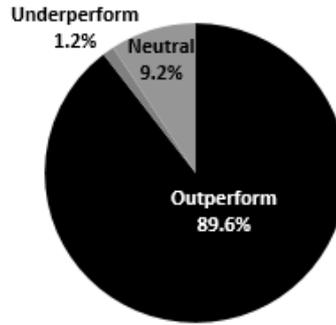
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

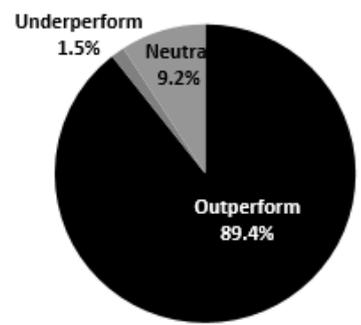
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

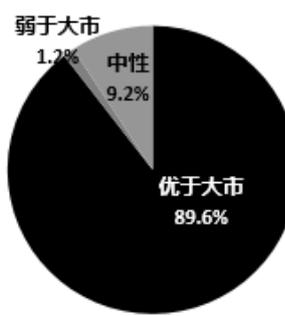
Most Recent Full Quarter



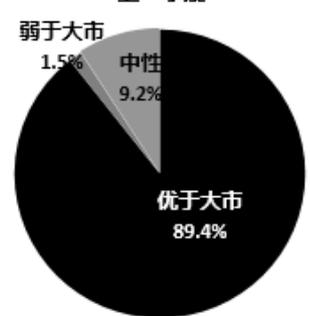
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

*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 及其联属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不担保或保证此任何数据的原创性、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 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他

协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

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

除对本文内容承担责任的分析师外, 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 (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL 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, HTSIPL, 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。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH00002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

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. 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").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

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>