

# 2025年传媒互联网年度策略：AI应用与新消费或成最强Beta

## 2025 Media and Internet Annual Strategy: AI Applications and New Consumption as Key Growth Drivers

毛云聪 Yuncong Mao [yc.mao@htisec.com](mailto:yc.mao@htisec.com)

孙小雯 Xiaowen Sun [xw.sun@htisec.com](mailto:xw.sun@htisec.com)

陈星光 Xingguang Chen [xg.chen@htisec.com](mailto:xg.chen@htisec.com)

单飞 Monique Shan [monique.f.shan@htisec.com](mailto:monique.f.shan@htisec.com)

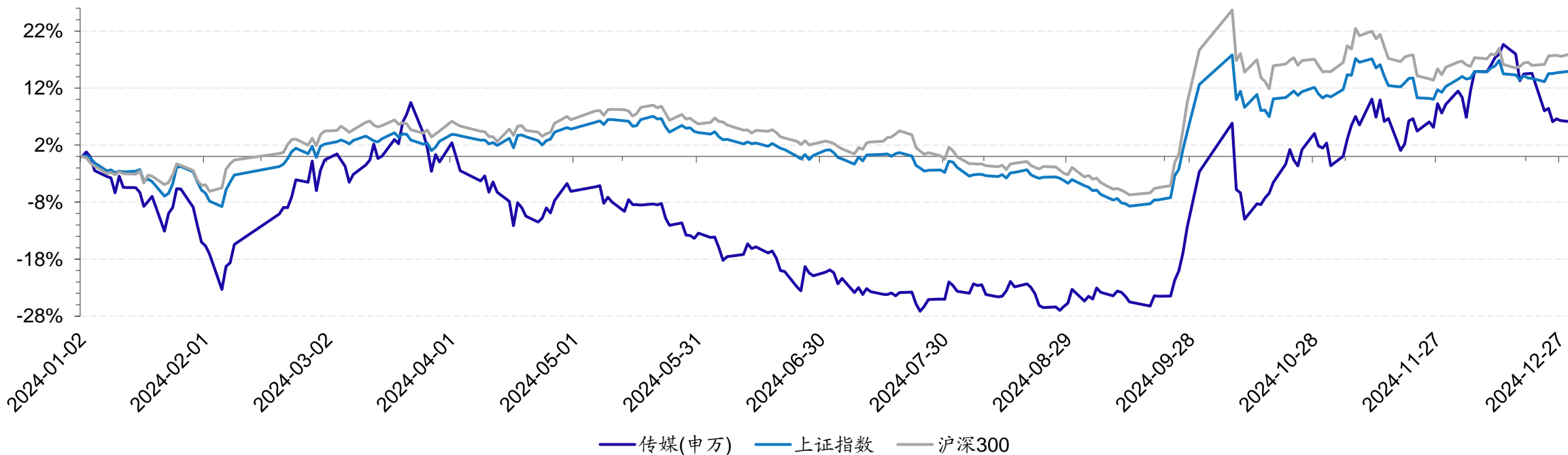
3 Jan 2025

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

# 传媒总论：板块弹性较大，AI驱动年度行情

2024年年初至12月31日，申万传媒指数上涨2.78%；区间最大涨幅64.25%。其中，2-3月，受益于海外OpenAI推出Sora文生视频模型，叠加国内大模型公司月之暗面“Kimi”数据表现强劲，传媒板块表现出较大幅度增长。3月下旬至9月下旬，传媒板块进入调整阶段。9月底开始，政策助力下市场风险偏好提升，申万传媒指数随大盘回升。11月开始，海外AI应用陆续爆发，带来A股相应映射机会，AI营销、AI玩具等赛道市场关注度持续提升，推动传媒板块进一步上涨。

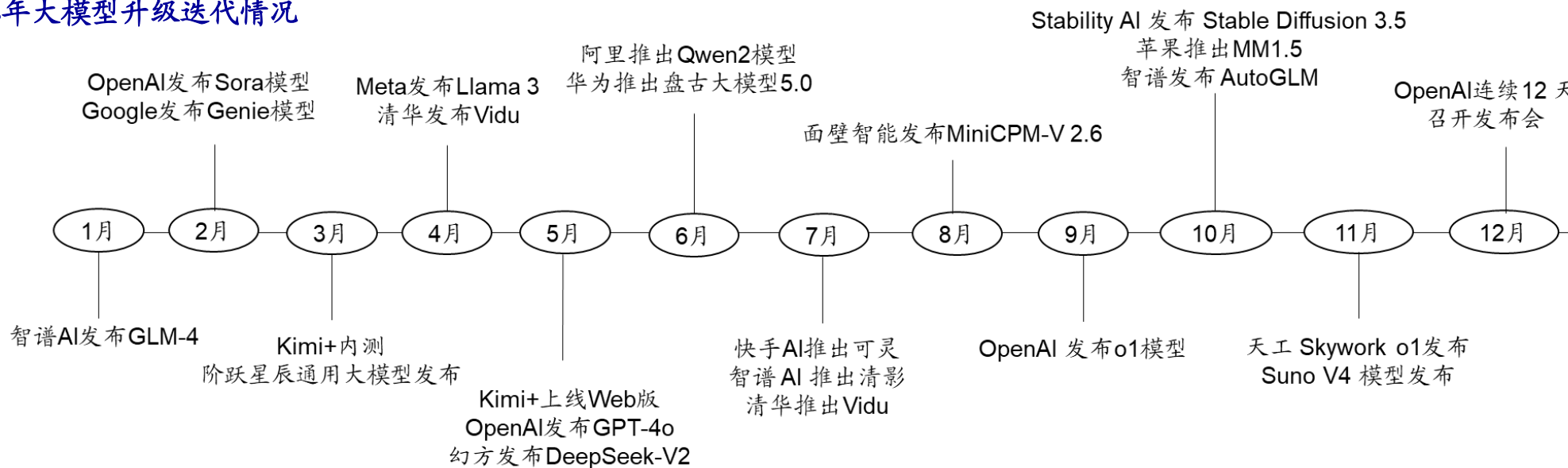
图：2024.1.1-2024.12.31申万传媒指数情况



# AI应用：国产大模型持续迭代，定制化转型深挖垂直领域潜力

今年以来，AI大模型持续升级迭代，国产大模型取得各方面技术突破：1) AI大模型技术和应用逐渐从文本扩展至更多模态，实现文本、图像、视频、语音等多种数据形式的理解与生成。根据SuperCLUE发布10月中文多模态理解测评基准报告，以腾讯混元为代表的国产多模态大模型已在部分细分任务上具备领先优势。我们认为，多模态能力使得大模型能更好地处理复杂的现实场景，成为人机交互的重要突破口。2) 通用大模型逐渐向行业定制化转型，特别是在金融、医疗、工业、教育等垂直领域。例如豆神教育研发完成端模一体教育应用产品豆神AI，建立了全国最大的全语文学科知识图谱网络，并上线智谱GLM4Voice 实时1v1作文指导等多项功能。3) 大模型使用调取成本下降：GPT-4o定价为GPT-4 Turbo的二分之一，幻方DeepSeek-V2、智谱大模型、通义千问主力模型均降价至1元/100万Tokens及以下，百度文心ERNIE主力模型输入、输出全面免费。

图：2024年大模型升级迭代情况



资料来源：智谱AI官网，OpenAI官网，Google官网，月之暗面公众号，阶跃星辰官网，Meta官网，Vidu官网，腾讯新闻，百度智能云公众号，赛博禅心腾讯号，毫师风报，HTI

# AI应用：文生视频大模型获得突破，推动重塑内容创作生态

2024年，文生视频（Text-to-Video）大模型领域取得了显著突破，多个关键技术的进步进一步推动了AI生成视频的质量和场景的多样化。2月16日，OpenAI发布了首个视频生成模型Sora，能够根据文字指令即时生成短视频，继承了DALL·E3的画质和遵循指令能力，能生成长达1分钟的高清视频。此后，Vidu、Veo、可灵、清影等文生视频大模型先后面世，即梦AI、腾讯混元大模型等相继上线视频生成能力，各模型在对口型功能、画面动态控制、运镜技术等方面实现持续提升。

我们认为，文生视频大模型的发展，短期内有望优化内容生产流程，改善短视频市场、3D、游戏、商业拍摄、特效、IP转化等内容创作 workflow；中长期则有望进一步降低用户创作门槛，个人创作者作品上下限被大幅提高，重塑视频等内容创作生态。

表：国内外主要文生视频大模型梳理

模型名称	发布机构	模型特点
Sora	OpenAI	可以根据用户输入的文本描述生成视频内容，时长可达1分钟，可以深度模拟真实物理世界。
Vidu	清华大学	首个国产纯自研视频大模型，提供4秒和8秒两种时长选择，分辨率最高为1080P，具有角色一致性、动漫风格、文字与特效画面生成等能力。
Veo	谷歌	Veo可根据文本或图像提示生成1080p高清视频，并提供多种视觉和电影风格，最初发布时生成的视频长度约为一分钟以上。
可灵	快手	已升级至V1.5，生成视频分辨率为1080p，时长2分钟（帧率30fps），支持自由调整宽高比，开放视频延长功能，可通过微调提示词进行视频续写创作。
清影	智谱	30秒即可完成6秒视频的生成，可以理解复杂prompt，可以较好还原物理世界中的运动过程。
即梦AI	字节跳动	标准版60s能生成时长5s的高质量AI视频，已推出具有首帧一致性的S2.0 Pro和具有极高提示词遵循能力P2.0 Pro视频生成模型，适配各种设备的比例。
腾讯混元大模型	腾讯	参数量130亿，支持中英文双语输入，采用DiT架构，生成的画面不容易变形，光影反射基本符合物理规律。

# AI应用：用户规模高增，三端共同发力

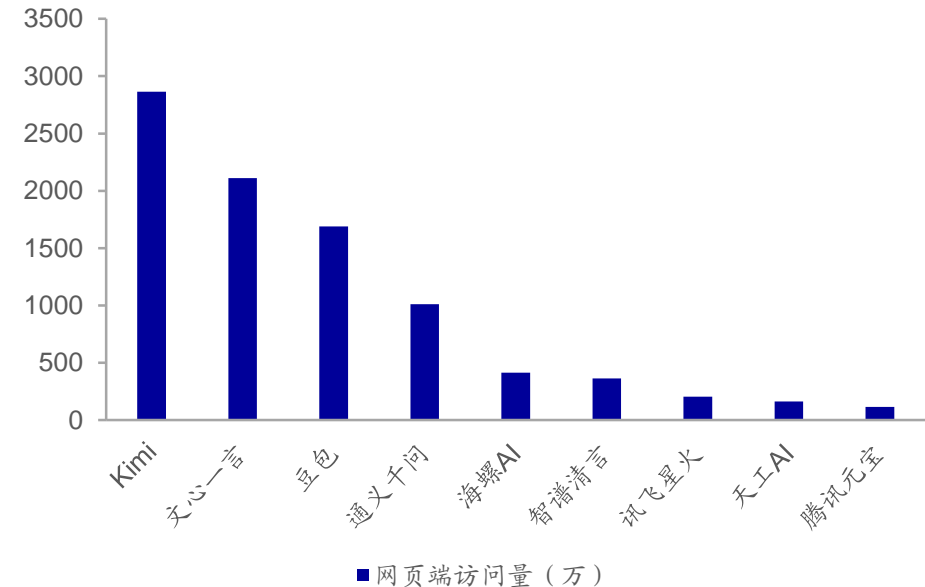
QuestMobile公众号数据显示，2024年10月，AI原生应用行业月活跃用户规模达到8976万，同比增长373.0%，其中，豆包、Kimi智能助手、文小言月活跃用户分别为4839万、1650万、1179万。10月国产LLM在网页端共有四家千万级访问量网页，Kimi智能助手凭借其强大的长文本能力，吸引到最多用户使用，访问量达2863万。同时，当下LLM的落地应用在网页端、移动端都已比较成熟，正逐步拓展至智能硬件端，不断深入用户日常生活并提供更自然便捷的交互体验，手机、智能音箱、眼镜、耳机、学习机、机器人等智能硬件百花齐放，进一步优化AI使用体验，满足用户核心需求。

图：LLM落地三阶段



注：LLM即大语言模型，通过深度学习在海量文本上训练而成的人工智能模型，可理解和生成自然语言，具有强大的语言理解、文本生成、问答、翻译等能力，在聊天机器人、智能写作等方面有广泛应用。

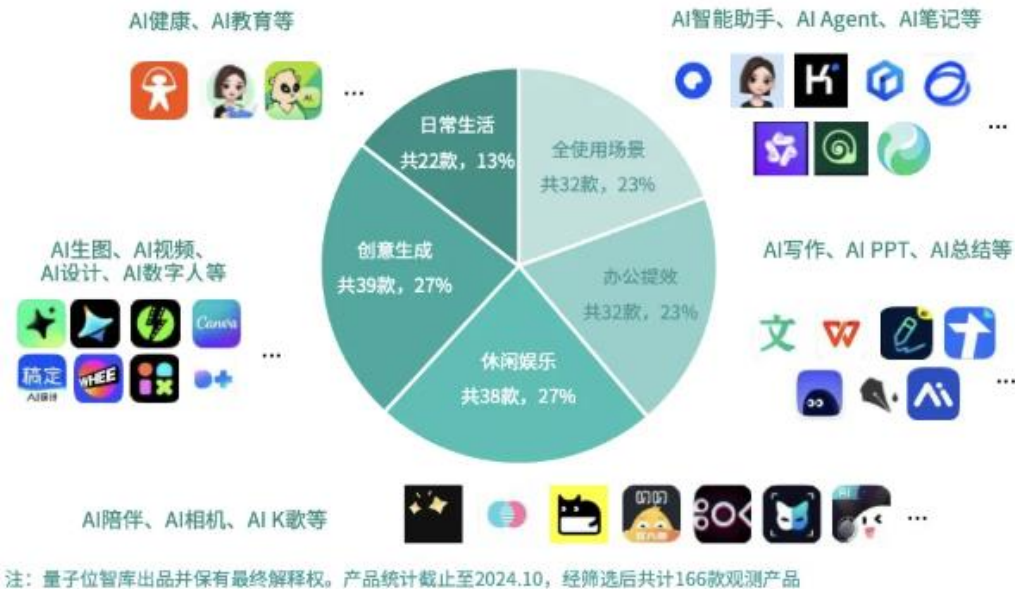
图：2024年10月综合类AI原生应用网页端访问量（万）



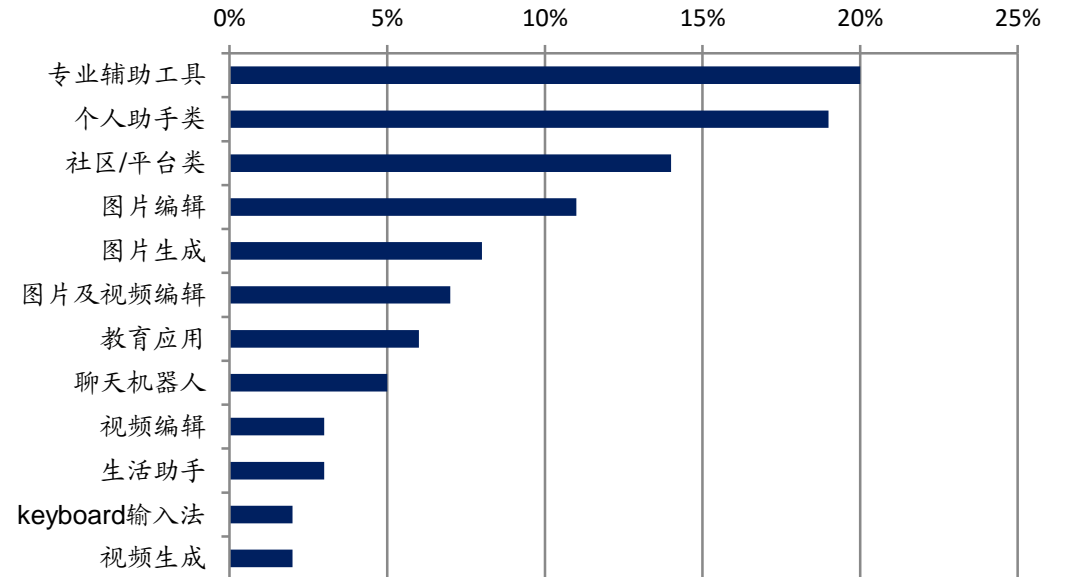
# AI应用：生产力工具迅速发展，创意生成工具前景广阔

当前AI应用主要可分为综合类工具（多功能综合平台，AI智能助手和AI Agent）、生产力工具（AI搜索、AI PPT、AI 总结、AI写作、AI图示、AI 代码、AI音频、AI相机中商业拍摄部分）、创意生成工具（AI设计、AI生图、AI图像编辑、AI视频、AI音乐）和休闲娱乐（AI相机to C侧和AI陪伴）四大赛道。其中，由于解决需求更为明确和迫切，国内生产力工具在商业变现、产品数量、功能效果和市场普及上均有更好的表现。在海外，根据AIBX公众号数据，截止至10月，专业辅助工具（20%）为数量占比最高的AI应用品类，其次为以Chatgpt、Claude等为代表的个人助手类应用（19%），图片生成、图片/视频编辑功能的相关应用共计占比29%。我们认为，随着技术持续进步，内容生成质量有望获得显著提升，带动创意生成工具在2025年实现快速发展。

图：国内AI APP赛道













图：海外AI应用类别占比



# AI应用：AI智能助手表现优秀，垂类应用百花齐放

根据AI产品榜，11月多款AI智能助手在MAU方面表现优秀，其中ChatGPT和豆包以其庞大的用户基础和快速增长的月活用户数在全球AI应用市场中占据领先地位，分别位列全球AI APP产品MAU排行总榜的Top 2。垂类应用方面，海外Nova（AI聊天）、Remini（AI修图）、Character AI（AI聊天）等，国内星野（AI内容社区）、猫箱（AI社交）、光速写作（AI教育）等都有较好表现，显示出市场潜力。

表：11月AI APP产品榜全球总榜

全球排名	AI产品榜	产品名 AI产品榜	应用(APP)简短描述 aicpb.com	11月上榜应用 APP MAU	11月上榜应用 MAU变化
1		ChatGPT	The official app by OpenAI	287.25M	11.27%
2		豆包	AI 智能助手   抖音	59.98M	16.92%
3		Nova	聊天AI与AI写作机器人	49.63M	5.67%
4		ChatOn	Powered by ChatGPT & GPT-4o	28.84M	6.66%
5		Remini	人工智能修图	27.96M	-2.16%
6		Character AI	Chat Ask Create	26.88M	5.74%
7		FaceApp	AI 人脸编辑器	26.48M	0.20%
8		Ask AI	Chat with Ask AI	26.35M	-7.16%
9		Talkie AI	Chat With Character   MiniMax	25.19M	22.14%
10		Chatbot AI	Chatbot AI & Smart Assistant	23.1M	3.85%

表：11月AI APP产品榜国内总榜

国内排名	AI产品榜	产品名 AI产品榜	应用(APP)简短描述 aicpb.com	11月上榜应用 APP MAU	11月上榜应用 MAU变化
1		豆包	AI 智能助手   抖音	59.98M	16.92%
2		文小言	你的随身智能助手   百度	12.99M	3.33%
3		Kimi 智能助手	Kimi 智能助手   月之暗面	12.82M	27.40%
4		智谱清言	工作提效 AI 助手   智谱	6.37M	22.18%
5		讯飞星火	懂我的AI助手   科大讯飞	5.94M	4.23%
6		天工AI	天工AI智能助手   昆仑万维	5.78M	3.15%
7		星野	所建皆你所AI   MiniMax	5.25M	2.65%
8		猫箱	开启你的 AI 奇遇   抖音	4.58M	22.51%
9		通义	你的超级AI助手   阿里	3.88M	3.48%
10		光速写作	语文作文批改与AI智能写作   作业帮	3.77M	2.28%

# AI应用：字节跳动加速产品布局，有望建立AI生态

据《第一财经》杂志统计，截止至2024年12月，字节跳动正常运营的AI应用约有20款，其中绝大部分为2024年以后发布。而在模型层，2024年字节跳动相继补全了图像、语音、音乐、视频、3D等不同模态的生成式AI模型。目前，字节跳动AI应用覆盖教育、图片/视频生成、音乐生成、社交等多应用场景。同时，字节跳动在ToB端进一步下调模型费用，豆包通用模型pro-32k版的推理输入价格仅为0.0008元/千tokens，比行业均价低99.3%。在ToC端，据广告情报分析平台AppGrowing统计，豆包智能助手4月、5月的投放金额接近1800万元，6月上旬投放金额则提升至1.24亿元。我们认为，通过模型、应用迭代，以及推广渠道的加持，字节跳动有望扩展其应用图谱，建立更为全面的AI应用生态，并推动市场中AI应用的持续升级。

表：字节跳动AI应用矩阵

研发团队	类型	产品
Flow	智能助手	豆包; CiCi (海外)
	工具集	小悟空
	社交	猫箱; AnyDoor (海外)
	图像	星绘; PicPic (海外)
	智能体开发平台	扣子; Coze (海外)
剪映	图片/视频生成	即梦AI; Dreamina (海外)
	视频剪辑	剪映; Capcut (海外)
	教育	豆包爱学; Gauth (海外)
大力教育	数字人	抖音AI分身 (KOL内测); TikTok AI网红
抖音TikTok	抖音电商内容生产	即创
字节跳动开发者服务团队	编程助手	豆包MarsCode; MarsCode (海外)
	模型分享社区	炉米Lumi
其他	教育	识典古籍
	音乐生成	海绵音乐



# AI应用：海外AI应用发展迅速，关注相应映射机会

近期，海外Applovin、Shopify等几家不同赛道的应用公司都受益于AI带来的业务爆发，获得较高的市场关注，并带来国内相应映射机会。我们认为，目前海外AI应用陆续爆发，已经验证了AI应用的大产业趋势，国内AI应用方向目前仍处于落地和应用爆发期，随着海外AI应用公司在AI领域持续取得进展，国内相关AI应用公司有望受益于新一轮海外映射浪潮。

表：AI应用相关公司梳理

海外应用方向	海外相关公司	海外业务进展	国内映射公司
大模型	Open AI、谷歌等	Open AI、Google等大模型持续迭代	昆仑万维
AI+电商	Shopify	AI助手和Magic驱动商家增长，收入和GMV高增长	值得买
			焦点科技
			返利科技
AI+教育	Duolingo	收入持续高增长	豆神教育
			南方传媒
			世纪天鸿
			皖新传媒
AI+营销	APP Lovin	AI程序化广告驱动公司营收、利润高增长	易点天下
			蓝色光标
			汇量科技
AI+玩具	—	—	实丰文化
			星辉娱乐
			奥飞娱乐
AI+IP	—	—	上海电影
			中文在线
			掌阅科技
AI+游戏	Roblox	已推出AI编辑工具，用户订阅持续高增长	恺英网络
			神州泰岳
			巨人网络
			掌趣科技
文生视频模型数据训练	Open AI Sora	24年2月开启测试，近期有望正式推出	华策影视
			中广天择
			捷成股份
			视觉中国

# 新消费方向一：关注潜在爆发的AI应用端侧新赛道——AI玩具

我们认为智能化浪潮这些年深刻改造了很多行业：从汽车、手表到最近火热的眼镜、耳机等，智能化和AI被证明可以给端侧产品带来使用体验和功能的大幅提升，而AI玩具/陪伴机器人这个赛道也在0-1爆发的初期。我们认为，智能化和AI可以给端侧产品带来使用体验和功能的提升，看好AI在端侧落地的潜力，实现AI agent的效果。此外，我们认为，玩具/陪伴机器人首先可以在低龄群体打开市场，该群体对陪伴、教育等需求旺盛，且消费力强，对动漫IP接受度高，适合AI赋能，产品落地效率高，容易抢占低幼群体和家庭端侧的入口。同时，面向全龄段的潮玩手办可以将IP+AI结合，实现陪伴、社交等功能。参考日本，2023年预计日本IP市场规模，其中版权市场规模13600万元（约650亿元）；角色商品化权利市场规模为12908亿日元（约620亿元），其中玩具类目占比超5成。

表：国内外AI玩具产品梳理

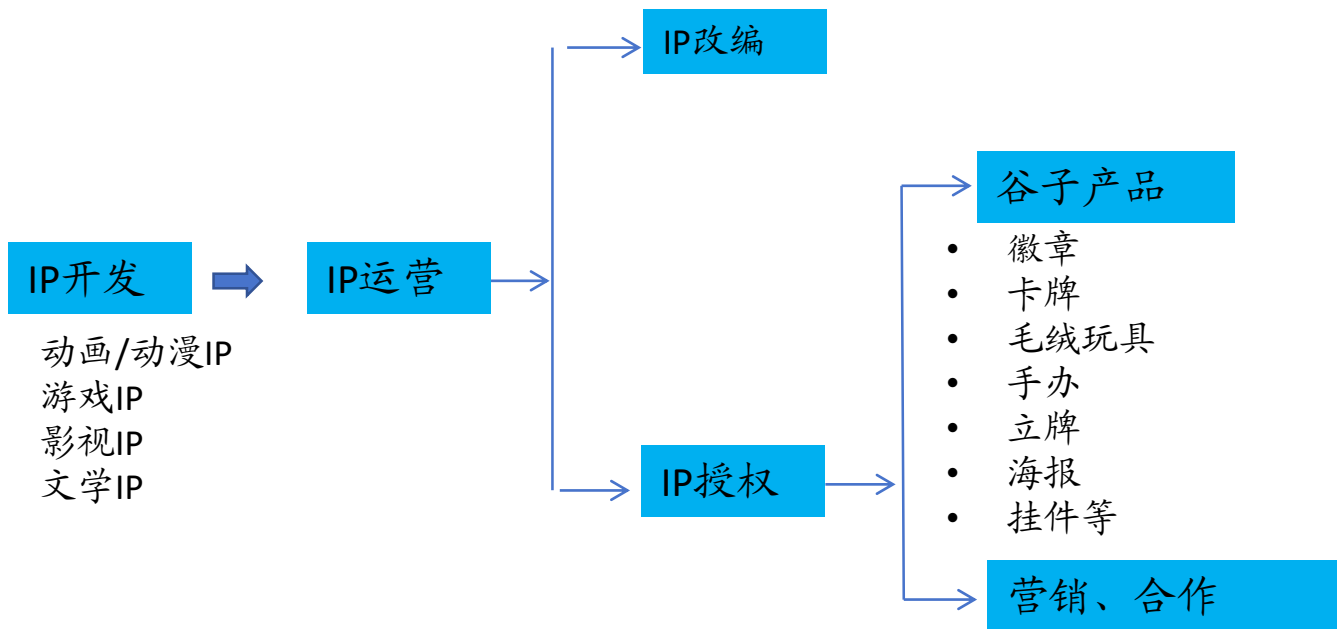
国家	公司	产品	情况
日本	GROOV X	情感陪伴AI机器人LOVOT	售价大约需要7万元，今年5月28日发布第三代，使用英伟达AI芯片Jetson
美国	特斯拉	“Optimus Gen2”人形机器人的“迷你版”玩具	售价40美元
	Curio	计划推出三款AI儿童陪伴玩具：Grok、Grem和Gabbo	搭载OpenAI Chatgpt，定价99美元
中国	Haivivi	AI对话玩具BubblePal	售价409元，累计销量数万台
	FoloToy	TOB企业定制或TOC玩具产品，已相继推出Fofu AI兔子、AI仙人掌、MagicBox魔匣、AI Base手办底座、AI电话，慢慢熊等AI成品玩具	先后与火山引擎、亚马逊、阿里等平台达成合作，C端累计出货量近2万台
	字节跳动	AI情感陪伴玩偶“显眼包”	与FoloToy合作，嵌入搭载字节大模型的FoloToy MagicBox魔匣
	实丰文化	第二代精品AI玩具计划25年一季度上市售卖	将搭载豆包等大模型
	汤姆猫	发售汤姆猫AI童伴机器人	搭载与西湖心辰联合开发的汤姆猫人工智能大模型，售价1499元
	奥飞娱乐	首款AI智能产品“喜洋洋超能铃铛娃娃”	搭载小冰公司AI智能大模型

资料来源：Haivivi官网，多知网腾讯号，头号AI玩家，搜狐，机器之能，36Kr，金科汤姆猫官方微信公众号，wind，每日经济新闻搜狐号，HTI

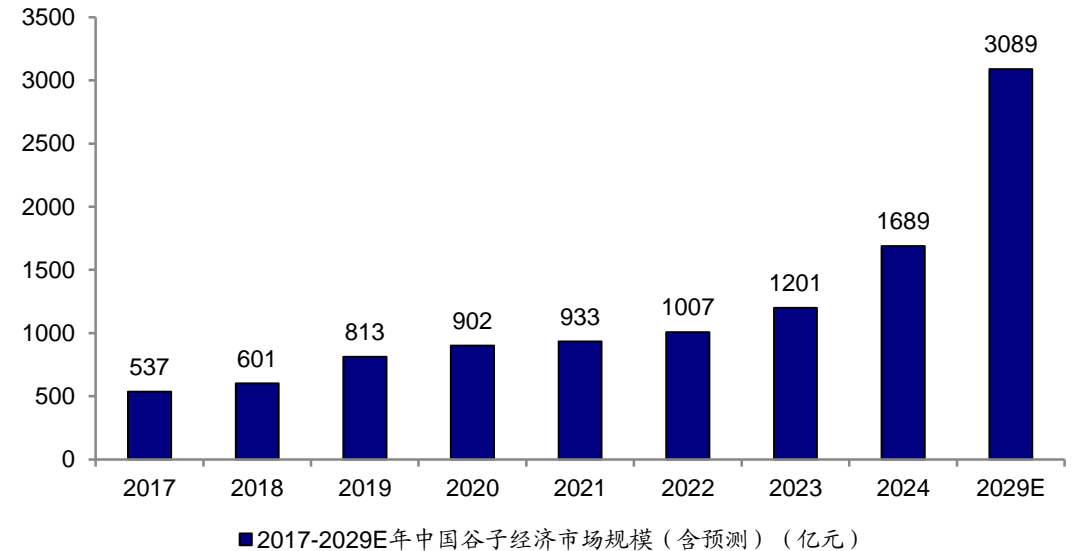
# 新消费方向二：“谷子经济”持续规模化、成熟化发展

“谷子经济”是指围绕二次元IP周边商品的消费文化和经济形态，其核心概念是“谷子”，即英文“Goods”的音译，即漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品衍生出的周边产品，包括海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。根据艾媒咨询数据，2024年中国泛二次元用户规模达5.03亿人，其主力军为“90后”“00后”Z世代人群；2019-2024年，中国泛二次元及周边市场规模从2983亿元提升至5977亿元，其中中国谷子经济市场规模从813亿元增长至1689亿元，谷子经济作为二次元产业的重要组成部分，预计2029年市场规模有望超3000亿元。我们认为情感需求，个性化表达，以及具备新型社交属性、认同及归属感是“谷子经济”在泛年轻群体中发展的根本逻辑，泛年轻群体将持续推动谷子经济从IP内容生产运营、多品类开发、文化成功输出的成熟发展，建立新消费势力。

图：谷子经济产业链图谱



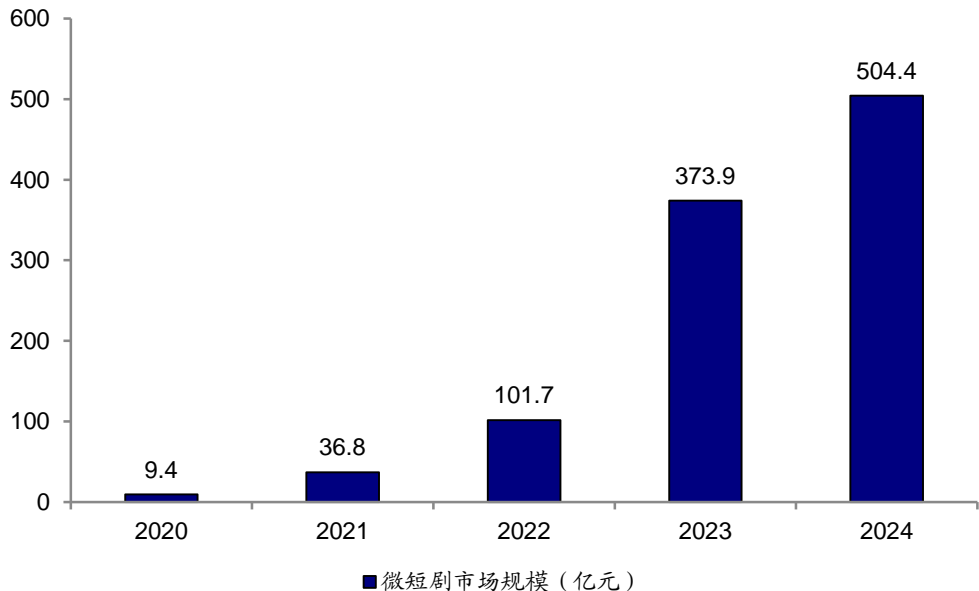
图：2017-2029E中国谷子经济市场规模情况



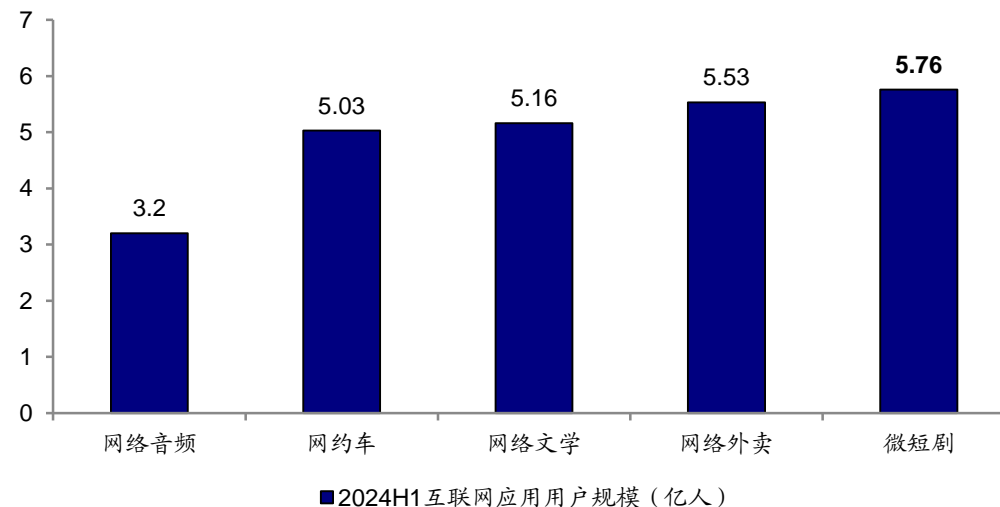
# 新消费方向三：国内短剧行业高增长，积极出海抢占市场（一）

《中国微短剧行业发展白皮书（2024）》预测，2024年中国微短剧市场规模将达504.4亿元，同比增长34.9%，预计到2027年，我国微短剧市场规模将超过1000亿元，呈现高行业景气度。截至2024年6月，中国微短剧用户规模已达5.76亿人，占整体网民的52.4%，其中超7成的用户已养成每周观看微短剧习惯。短剧内容紧凑，能在较短的时间内完成对人物的刻画、线索的描述，且又具有剧集的反转，符合当前用户碎片化的娱乐需求。我们认为短剧整体投流成本高，短视频平台加码微短剧发展优势得天独厚。字节旗下红果短剧APP，2023年8月上线推出，根据直播观察公众号援引QuestMobil数据显示，2024年9月月活用户已破亿人，分账持续超2亿元，区别于单片付费，用户主要通过观看广告来实现免费内容观看，平台及内容方通过广告收入分账获得收益。

图：2020-2024年微短剧市场规模情况



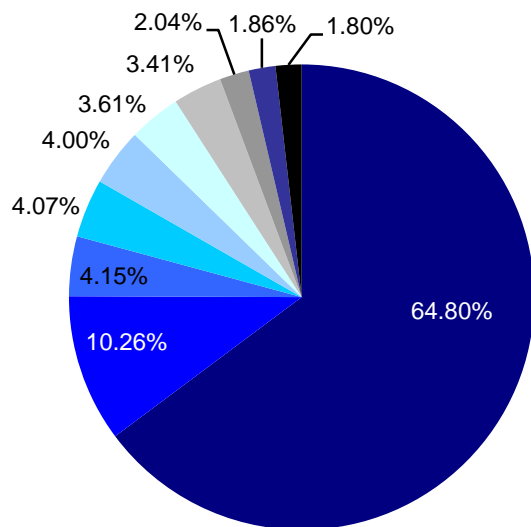
图：2024H1互联网应用用户规模比较



## 新消费方向三：国内短剧行业高增长，积极出海抢占市场（二）

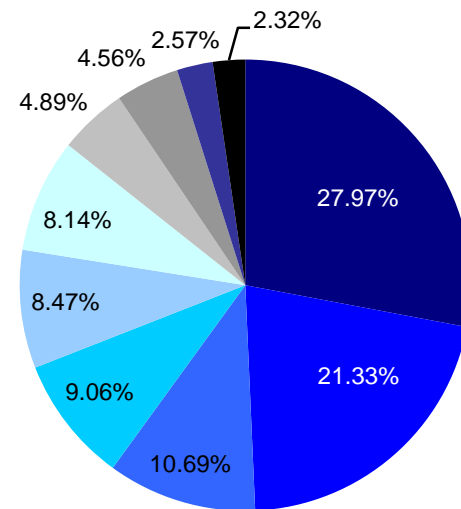
2024根据点点数据，2024上半年，出海短剧平台总流水已突破2.3亿美元、预计全年将达到4亿美元。TikTok for Business的《2024年短剧出海营销白皮书》指出，预计海外短剧未来将达百亿级美元市场，用户规模将达2至3亿人。我们认为：1) 海外付费习惯成熟，流量平台相较于国内较为分散，APP留存效果更优，内容方具有较强的出海意愿。2) 从出海方向看，欧美、日本高支付意愿地区出海对内容题材要求偏好高；而国内原有视频进行翻译再出海多选择东南亚等地区。3) 未来短内容有望与AI结合，加快优质内容生产。

图：截至2024年8月头部海外微短剧APP分地区收入来源占比（%）



■ 美国 ■ 日本 ■ 澳大利亚 ■ 印度尼西亚 ■ 英国 ■ 加拿大 ■ 韩国 ■ 菲律宾 ■ 马来西亚 ■ 泰国

图：截至2024年8月头部海外微短剧APP分地区下载量占比（%）



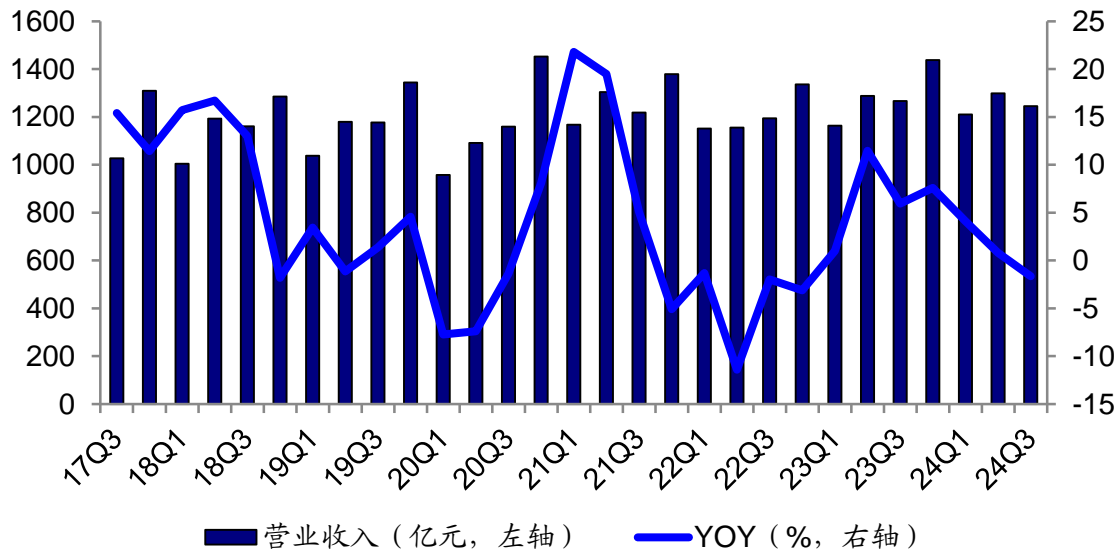
■ 美国 ■ 印度尼西亚 ■ 菲律宾 ■ 巴西 ■ 墨西哥 ■ 印度 ■ 日本 ■ 泰国 ■ 英国 ■ 韩国

# 24Q3传媒业绩总结：业绩短期承压，关注业绩及估值修复

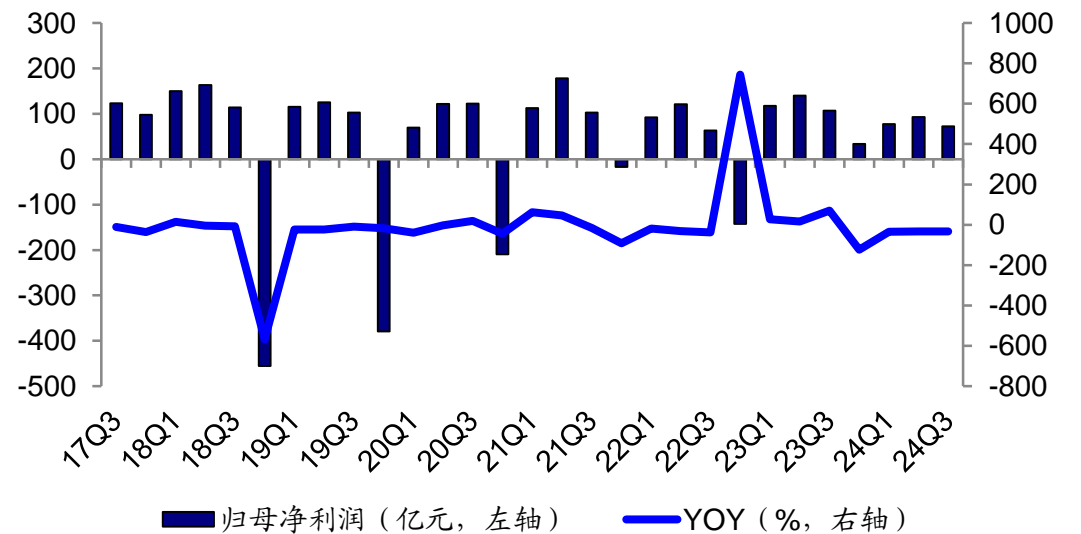
**2024Q3传媒行业整体营收、利润承压。**2024Q3，传媒行业整体总营收1245.3亿元（同比下降1.6%）；毛利率29.09%（同比下降1.57pct）；归母净利72.3亿元（同比下降32.3%）；扣非归母净利49.2亿元（同比下降49.2%）；整体净利率5.81%（同比下降2.56pct）。

**2024Q3，广告、游戏板块收入增长靠前；广告板块归母净利实现正增长；游戏、出版板块经营性现金流净额靠前。**1）收入增速：1广告（5.4%）、2游戏（1.6%）、3有线电视（-2.9%）、4互联网（-5.2%）、5出版（-7.1%）、6影视（-17.1%）；2）归母净利增速：1广告（14.1%）、2互联网（-28.4%）、3游戏（-29.5%）、4有线电视（-30.2%）、5出版（-37.0%）、6影视（-98.5%）；3）扣非归母净利增速：1有线电视（7.0%）、2广告（-12.0%）、3互联网（-30.2%）、4游戏（-35.6%）、5出版（-47.3%）。

图：17Q3-24Q3传媒行业营收及同比



图：17Q3-24Q3传媒行业归母净利润及同比



# 24Q3传媒业绩总结：业绩短期承压，关注业绩及估值修复

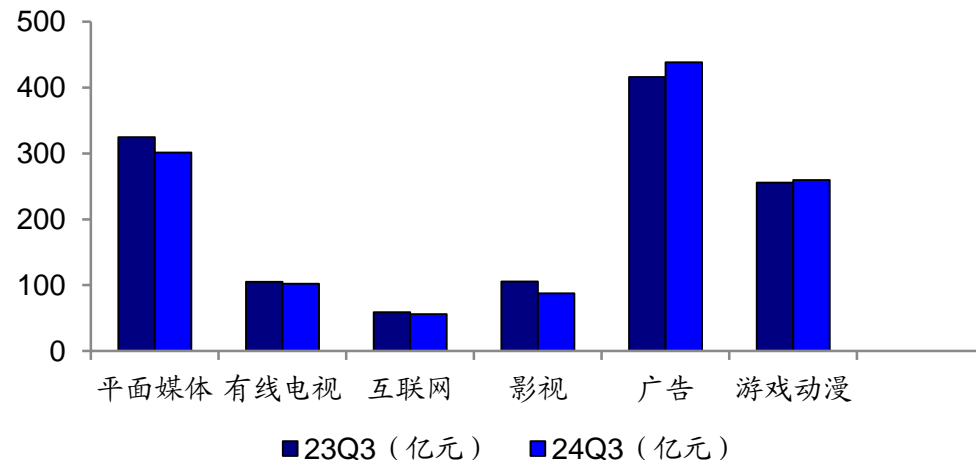
**影视板块：**2024Q3板块业绩承压，受电影大盘票房影响。2024Q3，影视板块总营收87.6亿元（同比下降7.1%）；归母净利0.2亿元。我们认为，随着重点影片陆续定档上映，电影板块有望修复，同时紧密跟踪国内外多模态模型正式发布节奏，整体对优质内容生产有较大推进作用。

**游戏板块：**整体营收保持增长，头部公司业绩表现较好，期待爆款产品推出及AI等技术结合内容创新。2024Q3，游戏板块总营收259.7亿元（同比增长1.6%）；归母净利27.9亿元（同比下降29.5%），其中，世纪华通、恺英网络、神州泰岳业绩表现突出，三七互娱和吉比特三季报持续分红回馈股东，彰显自身投资价值。我们认为，随着优质产能逐步释放，重点自研新产品驱动下，头部公司营收和净利润有望实现边际好转。

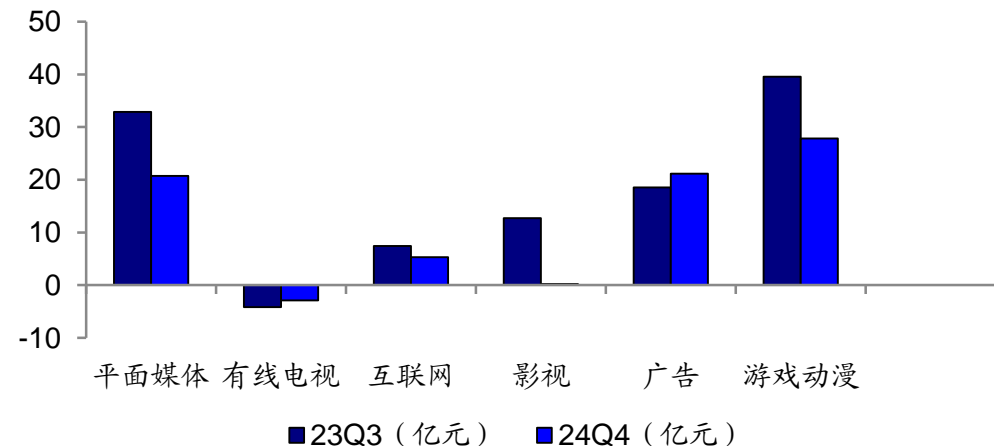
**出版板块：**税收影响短期业绩承压，高股息、现金储备丰富，并购重组有望提供发展动力。2024Q3，出版板块总营收301.4亿元（同比下降7.1%）；归母净利20.7亿元（同比下降37.0%）。我们认为，2024年起受对转企5年以上事业文化单位征收企业所得税影响，出版公司短期业绩承压，高分红和并购重组有望为相关企业提升投资价值。

**广告板块：**分众传媒高分红，出海营销板块景气度较高，关注短剧等细分高景气度营销服务。2024Q3营销板块总营收438.3亿元（同比增长5.4%）；归母净利21.2亿元（同比增长14.1%），其中，分众传媒高分红；蓝色光标、易点天下等主要从事出海营销个股经营表现较为突出。

图：24Q3和23Q3传媒行业各板块营业收入对比情况



图：24Q3和23Q3传媒行业各板块归母净利润对比情况



# 24Q3传媒业绩总结：基金持续低配板块

根据我们对24Q3基金季报持仓分析，A股传媒行业三季度基金持仓占比0.91%，低配1.06个百分点。

图：16Q1-24Q1 A股传媒基金持仓情况

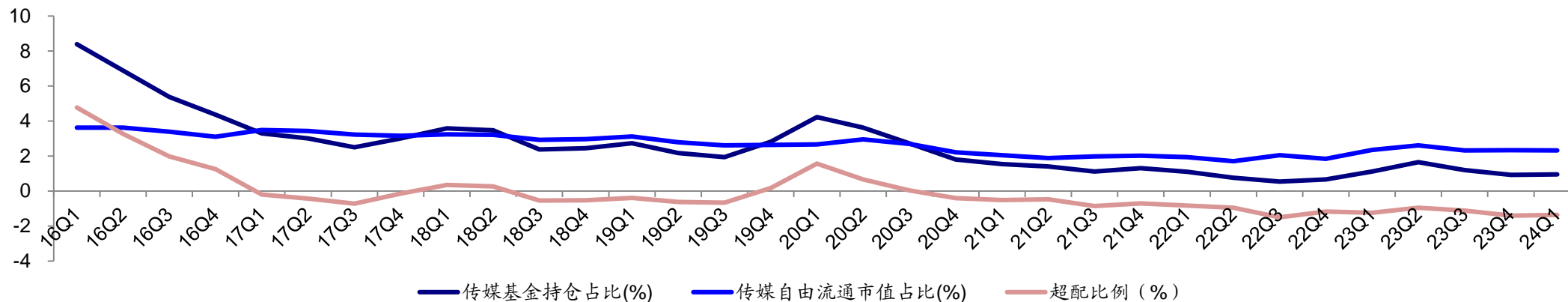


表 24Q3传媒基金前十大持仓

编号	个股名称	基金持有金额(亿元)
1	分众传媒	66.36
2	神州泰岳	30.64
3	恺英网络	29.91
4	昆仑万维	19.43
5	三七互娱	14.56
6	光线传媒	12.12
7	ST华通	12.07
8	巨人网络	9.65
9	吉比特	9.64
10	掌趣科技	6.43

表 24Q3传媒基金增持前十大

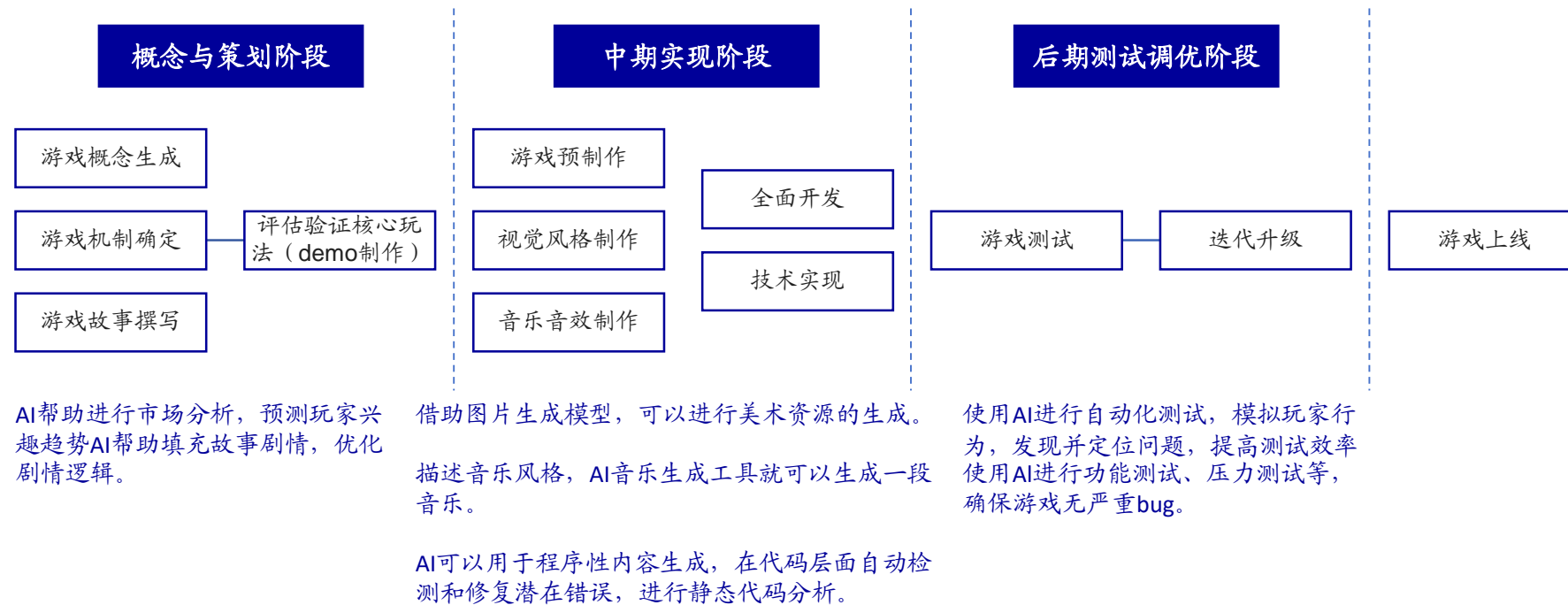
编号	个股名称	季报持仓变动(万股)
1	神州泰岳	10462.56
2	分众传媒	4633.14
3	恺英网络	2540.48
4	巨人网络	2045.86
5	南方传媒	1862.19
6	中原传媒	1311.09
7	中南传媒	1308.25
8	东方明珠	1221.47
9	芒果超媒	734.71
10	浙版传媒	546.93



# AI+游戏：AI作为生产力工具，有望全面赋能游戏产能

生成式AI进步突飞猛进，有望对游戏行业带来颠覆性变革。目前AIGC已经广泛应用于游戏研发、运营、发行等环节中。在内容生产端，AI绘图、AI建模等自动化内容生产工具可以帮助减少生产高质量内容所需的时间和资源，带来更高效的工作流程和更快的交付时间；在内容消费端，由生成式大模型驱动的智能NPC可以为用户提供开放式、个性化的游戏体验，AIGC还可用于分析玩家行为和喜好，对游戏进行智能调优，增强游戏可玩性，提高用户留存率等关键指标。展望未来，AIGC在游戏行业的应用与实践将愈加广泛，基于AI技术的游戏新玩法、新体验会不断涌现。

图 游戏开发流程和与之相关的AI场景应用



# AI+游戏：头部公司自研大模型，提升研发效能

2024年被业界视为“大模型落地元年”，国产大模型经历飞速发展，正处于千行百业拼应用阶段。恺英网络、巨人网络等头部游戏公司通过自研游戏大模型，提升内部研发效能。

- ▶ 巨人网络自研“千影 QianYing”有声游戏生成大模型、角色大模型GiantGPT、语音大模型BaiLing-TTS首次亮相，展示大模型在游戏场景的最新应用成果。“千影 QianYing”有声游戏生成大模型包含游戏视频生成大模型YingGame和视频配音大模型YingSound，实现了有声可交互游戏视频的生成。GiantGPT和BaiLing-TTS是两款自研大模型，分别专注于游戏业务的垂类大模型和语音大模型，推动游戏场景的最新应用成果。
- ▶ 恺英网络通过深度融合，覆盖游戏动画、地图设计、技术开发等多个方面，使AI技术成为开发的核心驱动力。“形意”大模型应用不仅推动了游戏研发的自动化与协同化，还为游戏产业提供了提效新方式，重塑了游戏制作的思维和流程。“形意”工具链包含多个核心组件，覆盖动画、场景生成、数值设计到编程等环节，每个环节都通过AI深度赋能，形成了全流程自动化系统。

图：巨人网络AI数字人



图：恺英AI电子智能体系

核心组件名称	功能
“爱动”动画生成器	通过角色图料训练和自研算法，实现动画制作的自动化，几分钟内生成高质量动画效果
“仙术”地图生成器	通过路径图形算法和分层模型训练，自动生成高清真彩地图，提升了创作效率和自由度
“树懒”数值生成器	专为游戏数值设计而开发的AI工具，通过可视化流程创建和调整数值体系，提升了数值调整效率
“羽扇”代码生成器	自动生成代码片段或完整模块，帮助策划理解游戏机制的实现原理，设计出创意且可行的游戏玩法
“绘界”设计生成器	自主调整界面设计风格，确保与游戏内的美术和动画风格高度一致
“跃迁”全自动游戏生成器	实现了从策划、美术到技术的全流程自动化，使开发者能够在一个平台上完成游戏创作的各个环节

# AI+游戏：AI已经广泛应用到产业链全流程，新玩法创新有望不断涌现

表：部分游戏公司2023年AI成果

公司	23年AI成果
电魂网络	电魂网络在部分在研游戏的研发过程中应用了AI图片生成及AI对战博弈技术，以提升研发效率和游戏体验。公司与网易智企合作，探索AI-bot在竞技类游戏的应用，并在《野蛮人大作战2》中实现了AI-bot的训练和应用。
完美世界	2023年6月，公司基于AI领域加入微软实验室，参与Azure Open AI加速计划。2024年2月，公司自研的完美世界智能角色对话算法完成备案，该算法作为游戏业务垂类大模型，结合公司游戏自有数据进行训练，为用户提供高效的智能对话反馈服务，主要应用于游戏智能客服、智能角色对话等场景，助力公司提升产出效率及优化用户体验。2024年3月，《诛仙世界》正式接入了英伟达 Audio2Face 技术(生成式 AI 轻松将音频转为动画技术)，双方未来将在 AI 的多个领域和场景继续保持交流与合作。
三七互娱	目前，公司生成式 AI 技术已成熟应用于 2D 绘图、智能客服、本地化翻译、文案生产、协同办公等模块，大幅提升人效。公司基于智能研发中台“丘比特”开展包括 AI 平衡性测试、美术素材翻译、AI 模仿学习、游戏问答精灵、NLP 舆情分析、数据走势预估在内的一系列技术研究与应用。《斗罗大陆:魂师对决》《霸业》等众多自研产品均有效应用了 AI 数值平衡测试功能，改善了玩家的游戏体验，提升游戏生命周期。
吉比特	2023 年，技术中心在公司内部搭建了 AI Web Hub，集合各项常用的 AI 绘图工具和模型，推进 AI 绘图在公司游戏开发环节的快速应用落地。公司将持续关注和研究 AI 相关的前沿技术及未来发展趋势，加快推进 AI 技术在游戏各环节的应用落地，提升游戏研发效率，优化玩家游戏体验
盛天网络	2023 年 7 月，公司与超拟人大模型开发商聆心智能开展合作，探索 AI+游戏社交互动新场景，推出游戏社交产品“带带电竞”。公司在 2023 年推出融合AI应用的音乐社交平台“给麦”，成为AI音乐和翻唱领域的先行者。公司成立 AI 创新实验室加强对 AIGC 技术的研究和应用

# AI+电商：海外电商巨头Shopify运用AI工具实现降本增效

AI技术在电商中也有较为广泛的应用，海外电商巨头Shopify运用AI工具，实现商家和用户的降本提效。

- **文本生成：**自动文本生成功能帮助商家加快撰写过程，包括产品描述、电子邮件主题行、在线商店中的标题等。
- **Sidekick：**Sidekick是一个AI商务助手，可以理解所有Shopify功能并提供个性化支持，帮助商家处理耗时任务和做出业务决策。商家可以直接与Sidekick对话，发出类似“开始打折促销”、“所有商品5折销售”、“所有商品一律100元”这样的命令，经过操作确认，快速实现店铺促销操作。
- **Shopify Inbox：**提供即时回复和建议，改善客户服务体验。

图 Shopify中AI功能的名称及服务对象

名称	功能	服务对象
文本生成	帮助商家撰写内容	商家
Sidekick	通过对话帮助商家处理商店任务和做出业务决策	商家
Shopify Inbox	提供即时回复和建议	客户
应用评论摘要	帮助顾客快速了解Shopify里某些应用的用户评价	客户
客户消费预测	显示每个客户未来可能消费金额的预测信息	商家

# AI+电商：AI有望助力商家实现流程全自动化

在卖家侧，AI工具能够助力商家实现流程自动化，打通直播带货全流程，实现降本增效。

2023年7月京东正式推出言犀大模型。京东云言犀AI开发计算平台，可为客户的大模型开发和行业应用，提供一站式的解决方案，平台精选了京东技术团队多年来开发出的100多种训练和推理优化工具，可提供更加高效的大模型开发环境，让用户可以快速地把通用模型，转化成适合自身场景的专业模型。

焦点科技人工智能外贸助手“AI麦可”帮助6000+企业实现店铺运营全自动化，以AI多模态技术融合发品、营销、接待等全流程工作，全面提升商机转化效果，引领中国制造企业轻松开展外贸业务。

图 京东云言犀AI数字人带货



图 焦点科技“AI麦可”功能介绍

功能	详情
行业拓客	AI 麦可能获取客户信息，快速提炼重点并回复
视频营销	节省时间、提高商品点击率和获得询盘概率
名称润色、关键词扩写	能解决了外贸从业者因重复发布、取标题和选关键词等带来的产品发布难题

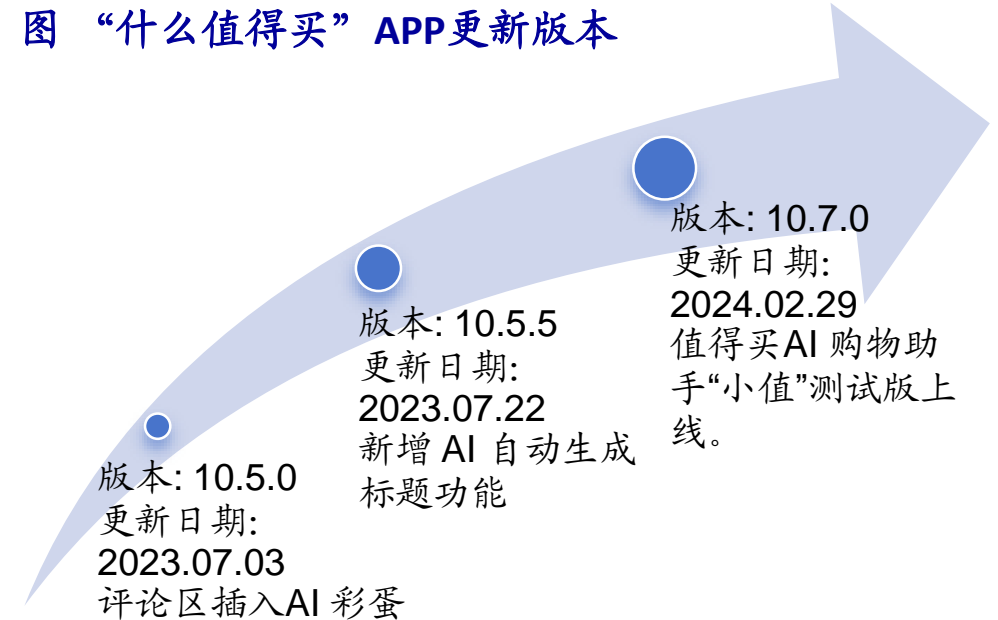
# AI+电商： AI Agent有望成为电商底层入口， 重塑购物模式

在买家侧，AI Agent有望重塑未来购物模式，打造全新购物体验。2024年2月值得买科技自研AI购物助手“小值”正式在“什么值得买”App上线。“小值”是值得买科技基于值得买消费大模型所研发的Agent产品，能通过对话深度理解用户需求，基于全网实时消费经验、价格信息进行快速总结，提供口碑总结、商品对比、商品推荐、全网比价等服务，为存在不同决策难点的消费者提供个性化的建议，从而提升消费决策的质量和效率。AI时代，AI Agent有望颠覆原有的货架电商或直播电商的购物方式，成为重要的底层电商入口，为用户打造全新的购物体验。

图 AI购物助手“小值”

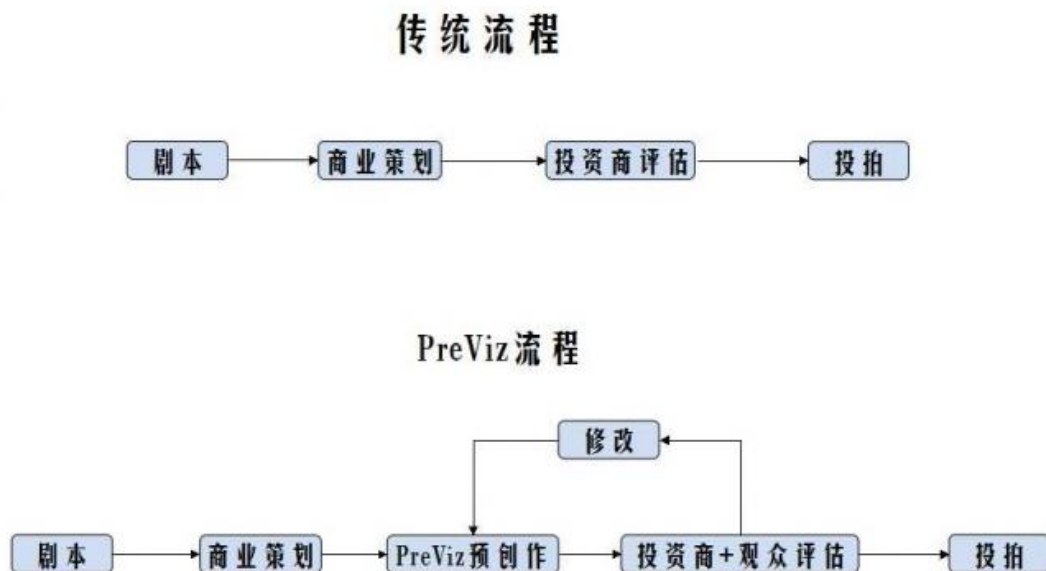


图 “什么值得买” APP更新版本



我们认为，AIGC对影视内容生产各环节产生巨大影响：1) 可以辅助剧本创作的各环节（使用文生文及文生视频模型）：第一步按需求收集资料，总结参考片；第二步，根据关键词写出故事梗概、特定场景描述；第三步，在人物、情节、对话等方面提供可用的写作素材，第四步，在剧本完成后，帮助润色或是翻译成其他语言。2) 拍摄前期动态分镜，视觉预览（Previz，使用文生图及文生视频模型），一般长度为3-5分钟。3) 拍摄（动画电影更可以直接采用文生视频完成）。4) 后期环节（特效、配音、字幕等多环节，使用多模态）。5) 宣发环节（使用多模态）。整体而言，多模态的出现可以有效缩短内容制作周期、降低内容生产成本，提升优质内容供给。海外OpenAI已发布Sora文生视频大模型，国内大模型公司也都全面布局中。

图：影视内容生产PreViz流程



图：海外多个文生视频大模型



# AI+IP: AIGC赋能, IP价值有望重估

我们认为, AIGC有望提升IP数据价值, 丰富IP内容形态, 加快内容生产, 降低试错成本, 整体将充分挖掘IP价值。**AI+短内容:** 昆仑万维推出AI短剧平台, 集剧本生成、角色定制、分镜、剧情、对白/BGM及影片合成于一体, 创作者能够输入简单创意, 就可以“一键成剧”, 自动将内容转换为1080P 60帧的高清视频, 单次可生成视频长度达180秒。**AI+动态漫:** 传统动漫制作流程复杂、成本高昂, AI技术引入使得剧本创作、角色设计和动画制作的每个环节都更高效。2024年, 中文在线已利用AI技术成功制作百部漫画、动态漫作品, 累计观看量超过30亿次。**AI+玩具:** 满足各年龄层的AI玩具开发, 具备陪伴、教育、社交等不同功能。上海电影旗下子公司上影元与Haivivi已就未来在“IP+AI玩具”领域的深入合作达成战略意向。奥飞娱乐合作小冰公司已发布自有IP“喜洋洋”首款AI智能产品“喜洋洋超能铃铛娃娃”, 推出首个数字IP盲盒“AI超级飞侠”。

图: 全球TOP50最具商业价值IP的源媒体媒体情况

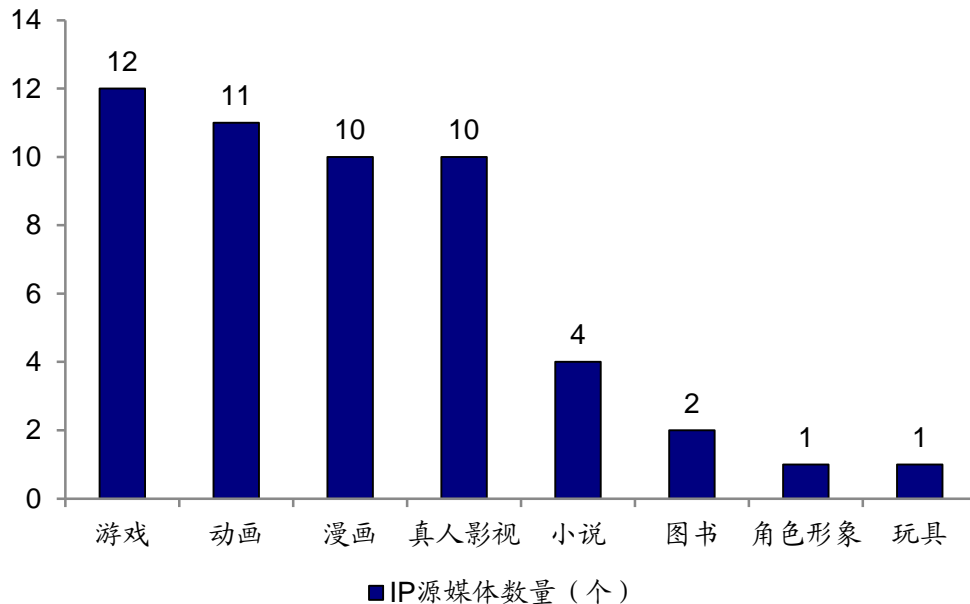
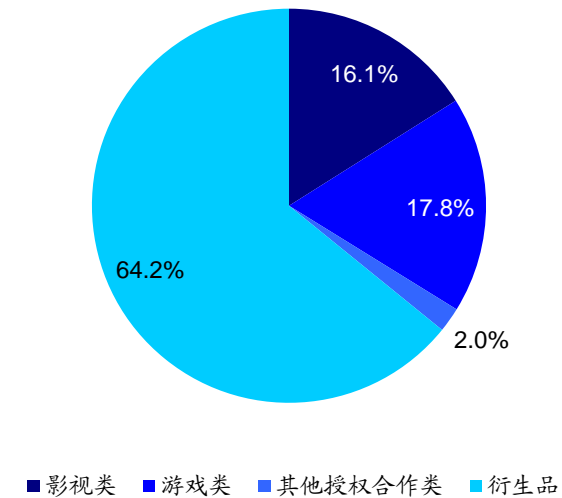


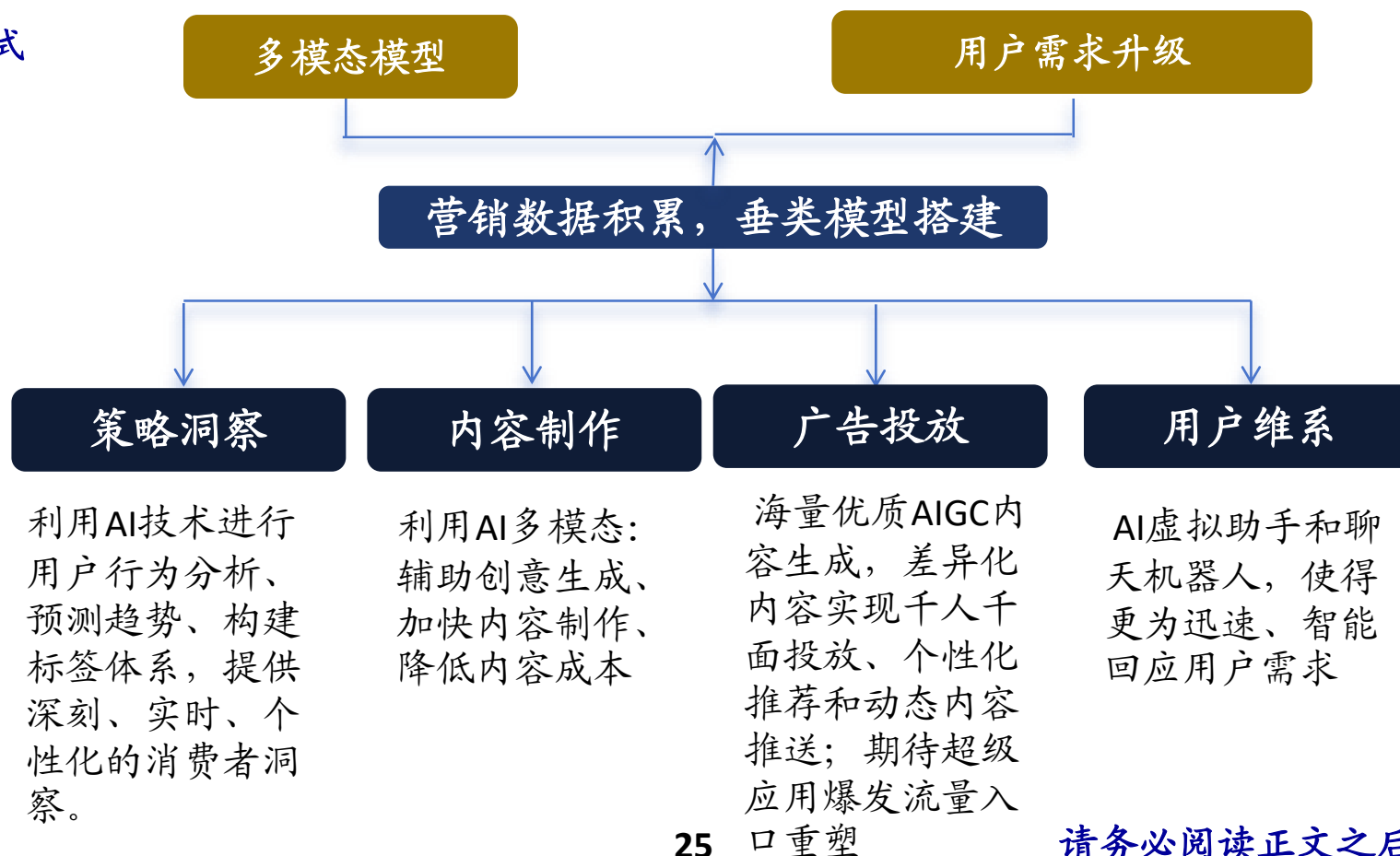
图: 2023年截止12月7日, 全球最赚钱的50个IP收入结构





根据CTR数据，广告主整体对AIGC的应用态度呈积极状态，62%的广告主认为将积极尝试AIGC场景应用；相较于算法能力等，广告主在“降低创意成本”、“加快内容生产速度”及“提升内容、文案质量”等内容创意和成本方面更为关注。我们认为，随着大模型基座的快速迭代和发展，通过营销领域大量数据训练建立的行业垂类大模型，能够为商家提供高效解决方案和个性化服务。

表 AIGC技术革新新营销形式



美股上市公司APPLOVIN发布2024年第三季度财报，单季收入达到12亿美元（同比+39%）；净利润达4.34亿美元（同比+300%），公司收入、利润增长主要系AI驱动的AXON2.0广告引擎，助力广告变现率提升，使得公司广告投放服务及应用服务收入单季同比提升66%。APPLOVIN通过集成APPLOVIN SDK能触达应用内、移动端、CTV等多渠道超过14亿的日活跃用户，2023，APPLOVIN对旗下移动用户获取(UA)平台AppDiscovery进行AI升级，升级AI技术的逻辑是让机器去做选择，增强自动化程度，无需手动优化和广告活动筛选，广告主在给出投放区域、设备类型和预算目标后，后续对用户人群无需提前圈定，APPLOVIN的算法会根据客户的ROI目标，去找到合适的用户。

表：APPLOVIN主要产品

产品	特点
AppDiscovery	触达并留出目标用户
MAX	帮助应用提升广告收入，释放广告库存
SparkLabs	设计变现最佳的广告素材
AppLovin Exchange	APPLOVIN程序化广告交易平台
Array	端到端应用管理套件，最大化应用安装量
Adjust	一站式数据分析，优化营销表现
Wurl	CTV（connected TV）联网电视广告位变现、用户内容订阅提升、一站式内容分发等全面服务

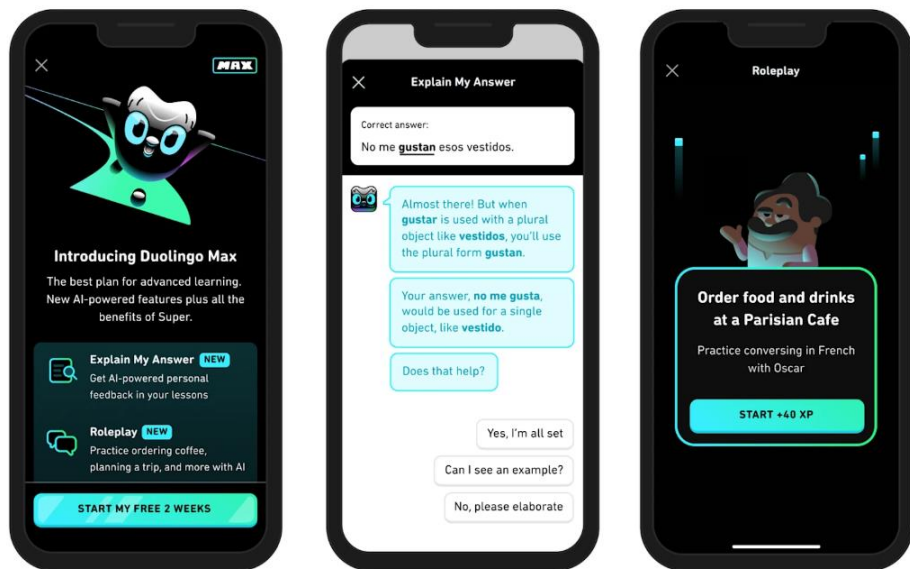
表：主要上市公司程序化广告布局

公司	程序化广告平台
汇量科技	程序化广告平台Mintegral，24Q3公司广告技术业务毛利率20.6%
易点天下	AI驱动的程序化广告平台zMaticoo
蓝色光标	海外程序化平台BlueX和AI DSP
浙文互联	程序化广告应用工具——“派智”平台
天地在线	拟收购上海佳投，标的拥有自主研发的ADX广告交易系统

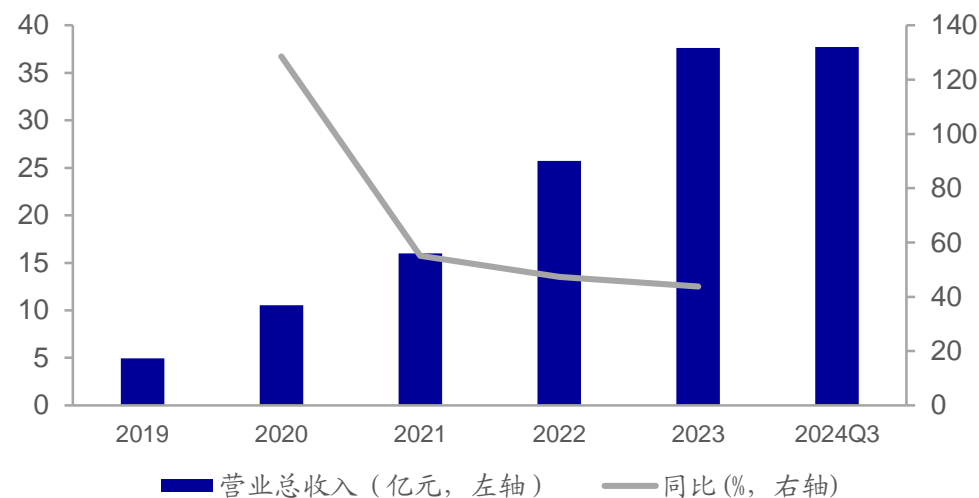
资料来源：APPLOVIN公司官网，汇量科技24年三季报，易点天下24年半年报，蓝色光标微信公众号，浙文互联微信公众号，天地在线投资者交流公告，HTI

当前AI技术在教育领域的应用展现成效，语言学习平台多邻国（Duolingo）于2023年公布Duolingo Max订阅服务，该服务结合了OpenAI最新推出的GPT-4大型语言模型，提供解释我的答案（Explain My Answer）以及角色扮演（Roleplay）两个带有AI的新学习功能。在AI业务的推动下，多邻国24Q2月活跃用户数1亿360万，同比增长40%；日活跃用户（DAUs）3410万，同比增长59%；季度末付费用户总数达到800万，同比增长52%。2024年9月，多邻国宣布，应用程序内新增AI视频通话（AI Video Call）及冒险（Adventure）功能，旨在模拟自然对话，并提供个性化的交互式练习环境。

图： Duolingo Max订阅服务



图： 2019-2024Q3多邻国营业总收入及其同比增速



# AI+教育：AI技术覆盖教育领域各个环节，有望赋能公司转型

AI技术在教育领域的应用不断深入，从教学、学习、测评到管理等各个环节，都体现了其强大的赋能作用。AI技术的引入，以其数据处理与学习能力，为学生提供个性化学习路径规划和精细化辅导，同时在教师日常工作中发挥重要作用，提升教育质量和效率。我们认为，随着AI技术的不断进步和创新，其在教育领域的应用前景广阔，有望进一步推动教育个性化和效率的提升。以多邻国为先例，对于国内出版公司而言，AI+教育的发展则提供了新的业务增长机会。例如皖新传媒打造终身阅读伴侣学习机，与智谱华章合作开发皖新阅读大模型，研制皖新元小鳌机器人等。通过AI赋能，公司有望加速业务转型，打造第二成长曲线。

图：AI+教育应用范围



我们认为，生成式AI是TMT行业的重大技术革命，AI应用催化不断，核心看AI应用现象级产品落地，有望带动传媒公司估值提升和业绩向上。同时，谷子经济、AI玩具等新消费方向通过与IP内容和AI技术相结合，进一步吸引泛年轻群体，有望推动行业创新，打开新的市场空间。

## 建议关注:

- 1) AI+营销【浙文互联、易点天下、蓝色光标、天地在线】；
- 2) AI+IP娱乐【昆仑万维、中文在线、上海电影、华星创业、中广天择、姚记科技】；
- 3) AI+电商【值得买、光云科技、焦点科技】；
- 4) AI+玩具【实丰文化、奥飞娱乐、星辉娱乐】；
- 5) 游戏板块：【ST华通、恺英网络、神州泰岳、吉比特、三七互娱、巨人网络、电魂网络】；
- 6) 影视：【捷成股份、华策影视、光线传媒、博纳影业、横店影视、万达电影、幸福蓝海】等；
- 7) 出版【南方传媒、中原传媒、皖新传媒、时代出版】；
- 8) 首发经济：【锋尚文化、电声股份、风语筑、凡拓数创、大丰实业】等。

**风险提示：**宏观经济增速不及预期，细分赛道行业竞争加剧风险。

## 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。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, 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. 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，孙小雯，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, Xiaowen Sun, 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，陈星光，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, Xingguang 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，单飞，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, Monique Shan, 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).

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JD.US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 JD.US 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 JD.US 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.

JD.US目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

JD.US is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

002558.CH, 300133.CH, 300251.CH, 002624.CH, 603444.CH, 002605.CH, 600551.CH 及 603466.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。

002558.CH, 300133.CH, 300251.CH, 002624.CH, 603444.CH, 002605.CH, 600551.CH and 603466.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.

海通在过去的12个月中从002558.CH, 300133.CH, 603444.CH 及 600551.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 002558.CH, 300133.CH, 603444.CH and 600551.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

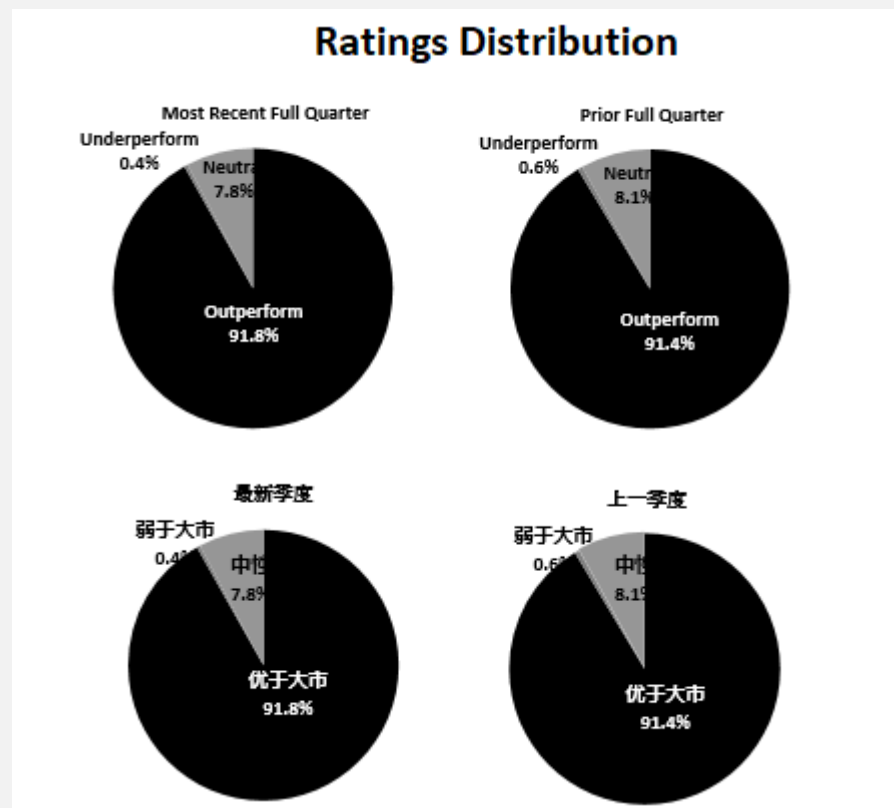
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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



## 截至2024年9月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

### 此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

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

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

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

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

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

**海通国际A股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质100 A股（Q100）指数：**海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

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

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

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](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共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001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  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315  
电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](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。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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](mailto: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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](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").

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](mailto: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>