

怡亚通 Eternal Asia Supply Chain Management (002183 CH)

首次覆盖：困境反转，拐点已现，未来看复制力

Dilemma Reverses, Performance Upwards, the Future Depends on the Ability to Replicate: 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	Rmb5.89
目标价	Rmb9.42
市值	Rmb12.50bn / US\$1.94bn
日交易额(3个月均值)	US\$20.28mn
发行股票数目	2,123mn
自由流通股(%)	58%
1年股价最高最低值	Rmb6.79-Rmb3.88

注：现价 Rmb5.89 为 2021 年 6 月 18 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	7.5%	31.3%	13.0%
绝对值(美元)	7.7%	32.8%	24.5%
相对 MSCI China	6.6%	36.7%	-10.4%

(Rmb mn)	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
营业收入	68,256	76,590	84,956	93,171
(+/-)	-5%	12%	11%	10%
净利润	123	445	657	954
(+/-)	37%	260%	48%	45%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.06	0.21	0.31	0.45
毛利率	5.7%	6.1%	6.7%	7.2%
净资产收益率	2.1%	6.9%	9.1%	11.6%
市盈率	101	28	19	13

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

本篇报告侧重于从变化的视角看待怡亚通：公司经历过去三年的整理与沉淀，而今将重新走上发展之路。

修内功，引外援，打造怡亚通价值体系内的合作伙伴，传统业务盈利能力有望提升。内部运营上，怡亚通对 380 平台进行调整优化，通过整体优化（关停部分经营表现不佳的平台子公司，着重发展头部合资公司）和提升单店效能（赋能合资公司进行精益化运营，提升运营管理效率；拓展数字化营销、流量运营等增值服务，挖掘利润空间），在打造怡亚通价值体系内合作伙伴的同时，提升分销和营销业务的盈利能力。外部“引援”上，深投控入股，公司在资金以及业务发展上获得更大助力。

着力发展品牌运营和孵化，业态升级带动利润结构抬升，利润增长核心转变。品牌运营覆盖产品设计、渠道营销、产品分销和终端销售的全链路；品牌孵化则可拥有可控品牌。公司 2019 年开始着力发展品牌运营，并通过“钓鱼台珍品 1 号”和国台“黑金十年”两款酒类产品品牌运营的成功打通该业务。不同于传统分销+营销业务，公司业态升级带来利润结构抬升：2020 年公司品牌运营业务毛利率 18.09%，远高于分销-营销业务的 4.9%，其中白酒品牌运营的综合毛利率在 40%以上。品牌运营业务以 3% 的收入贡献了 10% 的毛利，未来将成为公司利润增长的核心驱动。

品牌运营要走复制和裂变之路，核心在于把脉潮流、反向选品；公司过去十年建立的深度分销网络体系将持续赋能品牌运营业务向上选品与向下销售。怡亚通在白酒领域的品牌运营模式已经得到验证，未来发展的重点在于快消品不同品类品牌运营的复制以及自有爆款打造，这取决于渠道的把控能力、供应链一体化服务能力、反向选品能力以及营销策划能力。公司品牌运营将继续聚焦大消费的快消领域，在深耕白酒品牌运营的同时，已在家电和日化领域进行了相关布局。我们认为，怡亚通在过去二十三年基于对快消品的供应链服务能力以及渠道把控能力的积累中具备了反向选品的能力，而其过去十年建立起来的强大的深度分销网络，亦将赋能品牌运营业务的向下开拓，这或许是其他竞争对手难以达到的高度。

商业和盈利模式拾级而上，由收取服务费到具有更强的定价能力。公司原广度和深度业务（现口径下为分销+营销业务）盈利主要以收取服务费为主，收入和利润的扩张很大程度上取决于规模和周转。品牌运营和孵化业务之下，公司将拾级而上，定价权得到提升。

成本费用端的改善助力业绩增长。通过修内功，公司人力成本一段时间内将减少（但边际会减弱）；而通过“引外援”叠加提质增效、持有资产剥离、定增等举措，公司现金流将有效改善，资产负债率有望降低。成本费用端的改善助力业绩改善。

困境反转，业绩拐点已现，公司有望重新进入快速增长通道。经历过去三年的整理与沉淀，借助公司过去十年打造的强大的深度分销网络和在白酒品牌运营上的成功经验，品牌运营将成功实现再复制，品牌孵化亦将取得新的进展。利润结构的抬升叠加成本费用端的改善，我们认为公司已迎来发展的拐点，未来几年将重新进入快速增长通道。

盈利预测与估值建议：我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润分别为 4.45/6.57/9.54 亿元，同比增长 260%/48%/45%。参考可比公司估值，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 9.42 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：业务开展不及预期，资金问题。

虞楠 Nan Yu
nan.yu@htisec.com

杨振华 zhenhua yang
zh.yang@htisec.com

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)

写在前面的话

本篇报告致力于从整体的视角和变化的视角看待公司。报告主要从公司自身层面出发，复盘了公司的战略演进、商业和盈利模式的变化、核心竞争力以及成长的可持续性等问题。

行业属性决定了供应链行业从来都不是一个容易的行业，怡亚通原有的广度和深度业务亦是如此，尤其是 2018 年开始的去杠杆，公司面临的压力进一步上升。然而正是由于公司在过去的十年里坚持做“难而正确的事”，才为今天怡亚通业态结构的升级和利润结构的抬升打下了基础。

而今，我们认为怡亚通仍然在做“难而正确的事”。“难”在于公司坚定布局的品牌运营和孵化业务要想获得长足的发展，就必须具备强大的复制能力（无论是已经得到验证的白酒领域还是跨品类的其他领域），这需要公司深刻而准确的把脉商流、反向选品等。“正确”在于品牌运营和孵化业务覆盖产品设计、渠道营销、产品分销和终端销售的全过程，公司对于产品和品牌的把控力增强，定价权在增强，进而体现在财务上就是利润率水平的提升；“正确”亦在于新业务形态可以和原有的网络体系形成良好的协同，公司过去二十三年建立起来的渠道网络和基础供应链服务网络可以为新业务形态提供良好的支撑。

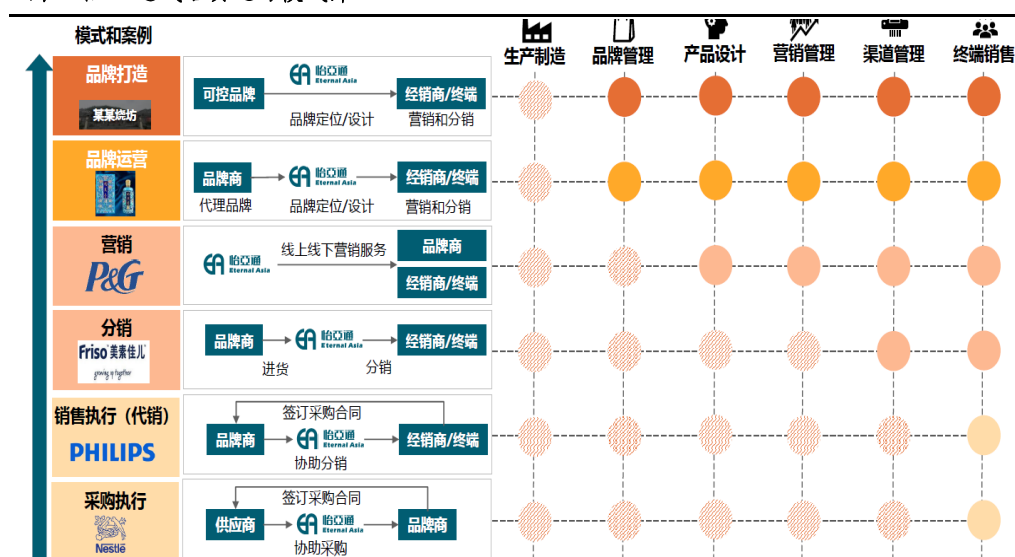
经过过去三年的淬火磨练，厚积薄发，我们认为当前的怡亚通已经实现困境反转，业绩增长迎来拐点。过去的三年里，怡亚通通过管理优化（关停经营不佳的 380 平台子公司等）打造价值体系内的合作伙伴、业务形态升级、深投控入股等诸多举措，逐步实现困境反转。往后看，一旦品牌运营和孵化业务得到良好复制，公司将重新走上高质量发展的通道。

1.站在历史的肩膀上——怡亚通的“冰与火之歌”

本部分我们聚焦于怡亚通的历史复盘（战略演进、公司业绩、二级市场表现等），以期挖掘公司发展历程中不断革新的基因。

服务型企业到平台型企业再到生态型企业，在升级中再迎战略机遇期。回顾怡亚通的发展历程，公司经历了三次大的、四次小的战略转型。公司从 IT 采购起家，2002 年首次与世界 500 强思科合作开启了承接非核心业务外包的“第一次转型”，并在不断革新中实现了业务覆盖面的扩大。2005 年开始，公司将 IT 领域的尝试逐渐扩展到医疗器械、化工、纺织品、快消品等，疆域不断拓宽。2007 年公司引入虚拟生产业务，2008 年引入卖场业务，2009 年又在后者的基础上发展采购销售业务（后来的深度供应链业务）。2010 年正式深入实施“380 计划”瞄准中国流通市场开启“第二次转型”，公司深度业务版图实现了快速的扩张，服务网络覆盖 320 个城市，触达近 150 万个零售终端。2014-2015 年，公司开始进行打造供应链商业生态圈战略的“第三次转型”，整合资源、打造协同发展、共荣共生的共享经济平台（供应链生态公司）。而当前，公司再迎战略机遇期，继续发力“供应链基础服务+380 平台+生态链公司”的商业生态，并着力发展品牌运营、品牌孵化等业务，当前这一时期仍处于第三次转型阶段，但在业务形态上已经实现了明显的升级。（我们认为图 1 将贯穿资本市场对怡亚通战略演进与模式升级理解的全过程，也是未来一段时间内，理解怡亚通最重要的一张图）。

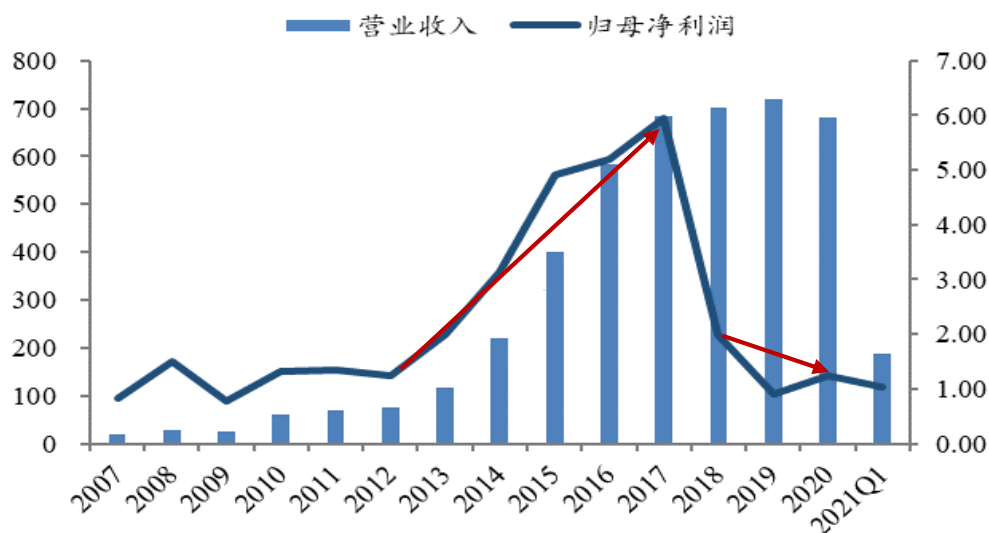
图1 怡亚通战略演进与模式升级



资料来源：公司调研，HTI

收入增长伴随规模扩张，未来利润端的增长将验证战略落地实效。公司成立尤其是 2007 年上市至今，收入保持较高速增长，2007 年至 2020 年，营业收入复合增长率为 32.28%，但是在不同阶段呈现明显不同的增速特征（见下文分析）。整体上看，公司营业收入的增长基本取决于公司规模的扩张以及阶段性战略的调整。而业绩在经历十年增长之后进入了长达三年的深度低迷期：随着公司 380 平台的纵深发展，2014-2017 年公司迎来业绩辉煌期，但随着 2018 年受宏观经济环境（去杠杆等）的不利冲击，公司财务费用出现大幅增长，部分 380 平台经营不佳，业绩进入三年低迷期。经历三年的调整，2021 年一季度业绩显示出了比较强的增长势头。

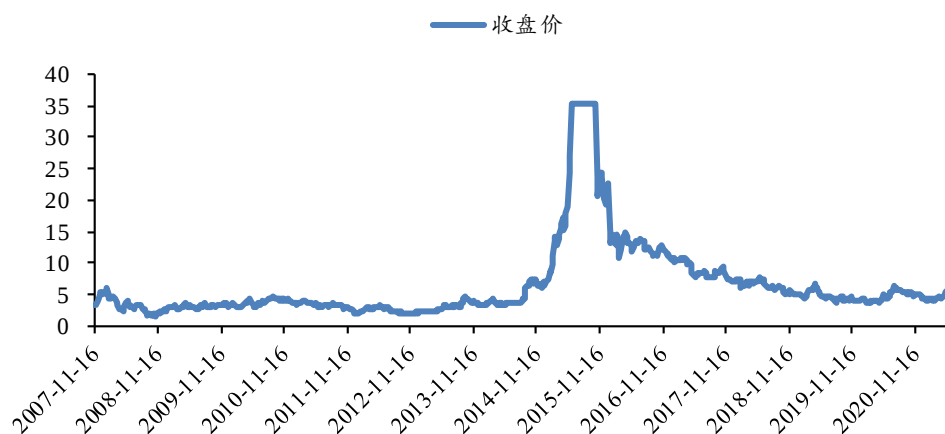
图2 怡亚通收入与业绩（亿元）复盘



资料来源：公司公告，HTI

资本市场表现呈现明显的“冰与火之歌”。随着公司疆域的拓展和业绩的兑现，资本市场对怡亚通的认知亦拾级而上，一度冲击千亿市值。而后由于市场环境、业绩压力等因素，公司市值持续走低，市场关注度降低。站在当前时点，市场对于怡亚通或需重新认知。

图3 怡亚通资本市场表现



资料来源：公司调研，HTI

2. 历史的车轮永不会停滞——既念过往，不惧将来

2.1 历史沿革与股权结构

公司前身是怡亚通商贸有限公司，成立于1997年11月，成立之初主要为全国各地的电脑商提供采购、配货等服务，在中国内地开创了供应链管理的初步尝试。1999年开始，怡亚通投入上亿元搭建基础物流平台；2000-2002年战略布局大北方和华东区域；**2003年签订第一家世界500强客户——思科，迎来突破性发展**；2004年，怡亚通商贸整体变更为怡亚通股份公司；2005年公司业务量首次突破100亿元；**2007年公司于深交所上市**；2008年发展卖场业务（后发展为深度集群业务）。**2010年，怡亚通“380”省级平台试点正式启动，公司年度业务量突破300亿**。2012年开启“蓝海战略”，启动“云计划”，以推动怡亚通下一个飞跃发展。**2015年，公司正式启动供应链生态圈战略，构建一个共享共赢的商业平台**。**2018年，深圳最大的国资集团深投控战略入股，全力支持怡亚通打造万亿规模供应链商业生态**。当前，推动供应链1.0向创造需求的供应链2.0跃升，推动数字化转型实现组织变革、模式创新、裂变发展，综合商业服务平台助力各地产业转型升级，怡亚通开启供应链商业合伙人创新模式。

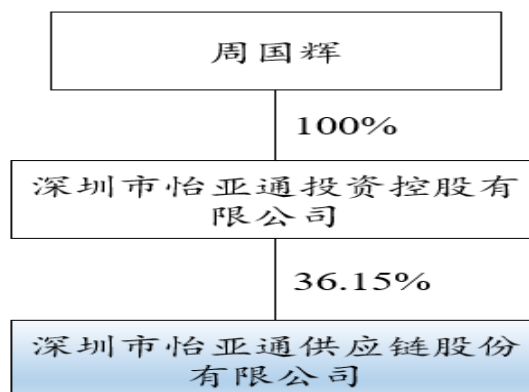
表 1 公司发展历程

发展阶段	时间	事件	上市
行业服务型企业	1997 年	怡亚通公司成立	
	2000 年	香港公司成立, 开启服务国际化进程	
	2001 年	北京分公司成立, 开启布局大北方区域	
	2002 年	上海分公司成立, 战略布局华东区域	
	2003 年	签订第一家世界 500 强客户——思科, 迎来突破性发展	
	2004 年	正式由“深圳市怡亚通商贸有限公司”更名为“深圳市怡亚通供应链股份有限公司”, 开启“专业供应链服务商”战略发展新纪元	
	2005 年	完成全国性保税物流网络铺建, 成为中国唯一全面入住全国保税物流园区企业	
	2006 年	以卓越的永续经营和持续盈利能力获评《福布斯》中国顶尖企业	
	2007 年	在中国深圳 A 股成功上市, 确定“全球最优秀的供应链服务商”的战略目标, 开启发展新篇章	
	2008 年	实施供应链整合战略, 推行一体化变革, 成功应对金融危机	
平台型企业	2009 年	怡亚通华东总部——上海金桥怡亚通大楼落成启用, 怡亚通第一个供应链基地诞生	
	2010 年	怡亚通“380”省级平台试点正式启动, 公司年度业务量突破 300 亿	
	2011 年	凭借卓越的业绩表现和持续跨越式发展, 首次入选《财富》中国 500 强	
	2012 年	怡亚通迈入 15 周年, 公司开启“蓝海战略”, 启动“云计划”, 以推动怡亚通下一个飞跃发展	
	2013 年	380 计划完成近 200 家平台建设, “三合行动”已遍布全国 18 个省份 40 多个城市	
生态型企业	2014 年	实施互联网供应链战略, 发布“两天两地一平台”, 怡亚通年度业务量 580 亿	
	2015 年	正式启动供应链生态圈战略, 构建一个共享共赢的商业平台	
	2016 年	发布星链云商、星链云店、星链生活、星链钱包等产品, 开启 O2O 互联网商业生态模式	
	2017 年	怡亚通实施新流通战略, 全力推动中国流通行业变革	
	2018 年	深圳最大的国资集团深投控战略入股, 全力支持怡亚通打造万亿规模供应链商业生态	
	2019 年	深化实施“供应链+”战略, 全面创新变革	
	2020 年	推动供应链 1.0 向创造需求的供应链 2.0 跃升, 推动数字化转型实现组织变革、模式创新、裂变发展, 综合商业服务平台助力各地产业转型升级, 怡亚通开启供应链商业合伙人创新模式	

资料来源: 公司公告, HTI

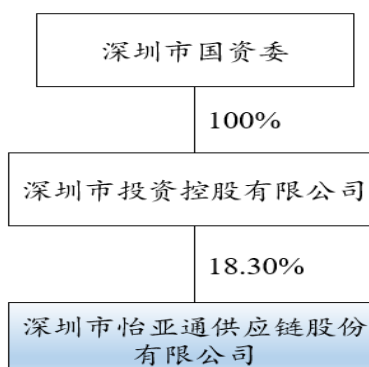
公司控股股东为深圳市投资控股有限公司, 实际控制人为深圳市国资委。2018 年之前, 公司控股股东为深圳市怡亚通投资控股有限公司, 直接持有公司 22.85% 股份, 实际控制人为周国辉先生。2018 年 9 月, 怡亚通控股、公司实际控制人周国辉先生与深圳市投资控股有限公司签署了《股份转让协议书》, 怡亚通控股以协议转让方式将其持有的公司 106,134,891 股无限售条件流通股股份 (占公司总股本的 5%) 转让给深圳投控。本次股份转让完成后, 深圳投控将持有公司 388,453,701 股股份 (占公司股份总数的 18.3%), 成为公司的第一大股东。公司实际控制人变更为深圳市国资委 (持有深国投 100% 股权)。周国辉先生为怡亚通的创始人, 一直出任公司董事长和总经理。

图4 怡亚通股权结构（变更前，2017 年年报）



资料来源：公司公告，HTI

图5 股权结构（变更后，2020 年年报）

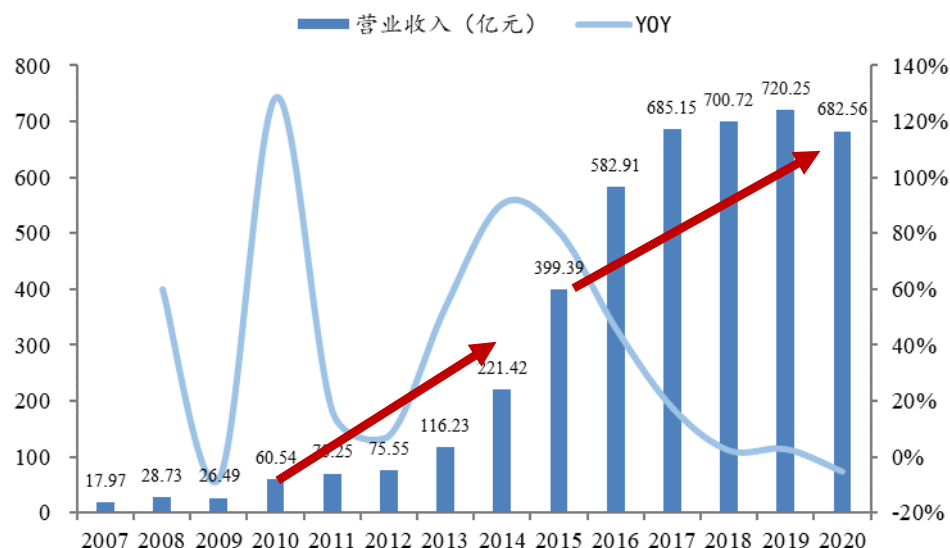


资料来源：公司公告，HTI

2.2 “分销-营销”为基体，品牌运营贡献新增量

上市以来营业收入 CAGR 达 32.28%，前后转型期营业收入 CAGR 分别为 38.29% 和 11.31%。公司上市以来，营业收入由 2007 年的 17.97 亿元增长至 2020 年的 682.56 亿元，复合增长率达到 32.28%。分阶段来看，公司 2010 年-2014 年（第二个转型期间）营业收入复合增长率为 38.29%，2015 年-2020 年（第三个转型期间）营业收入复合增长率为 11.31%。前后两个阶段营业收入增速出现明显不一致的原因在于：（1）前期处于公司“380 平台”深度业务快速扩张期，随着公司在流通领域整合布局基本完成，项目并购减少；（2）公司更加注重发展质量，减少低毛利和前景不好的业务的体量，尤其是 2020 年公司关停并转大量经营较差的公司，打造“价值体系内的合作伙伴”。

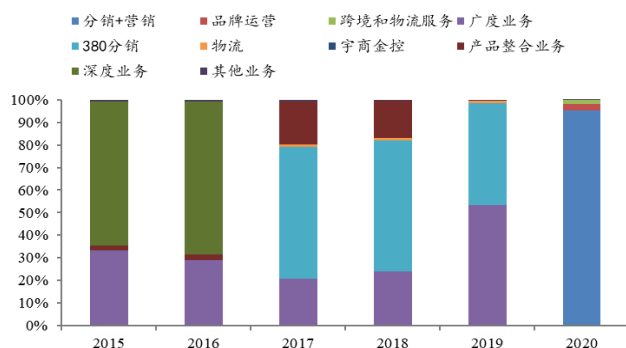
图 6 怡亚通历年营业收入及增长



资料来源：公司公告，HTI

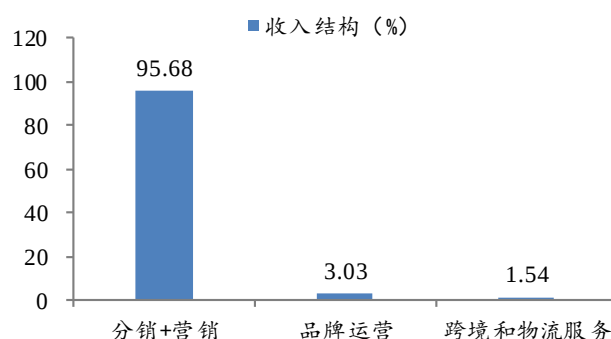
重点布局大消费领域，“分销+营销”业务贡献收入的 95%以上，品牌运营初显锋芒。收入构成来看（以调整收入口径的 2020 年年报为准），公司“分销+营销”业务实现营业收入 653.04 亿元，贡献整体收入的 95.68%；2019 年开始布局的品牌运营业务实现收入 20.66 亿元，贡献整体收入的 3.03%。体量上看，基于基础供应链的“分销+营销”业务未来仍将是收入的主要来源，但公司当前重点布局的品牌运营以及品牌孵化业务占比将进一步提升。从布局品类来看，公司重点布局大消费领域。“分销+营销”业务上，酒饮、母婴、日化、食品合计占比 46.56%，家电占比 24.71%，IT、通信占比 19.04%；品牌运营业务上，酒饮占比 42.12%，IT、通信占比 43.62%。

图 7 怡亚通历年收入结构



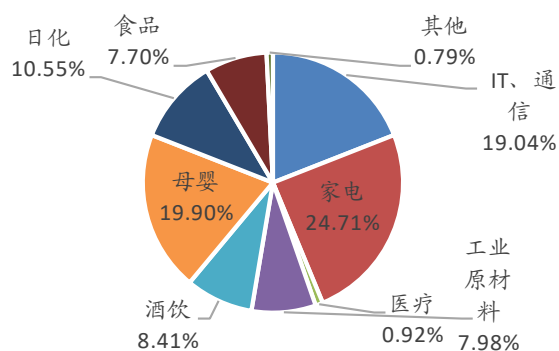
资料来源：公司公告，HTI

图 8 营业收入构成（2020 年）



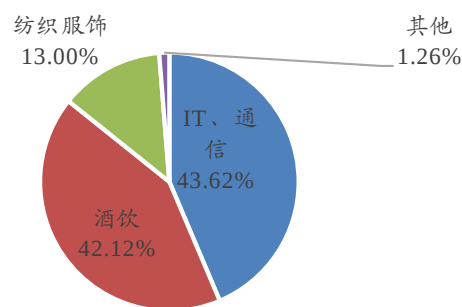
资料来源：公司公告，HTI

图 9 分销+营销业务结构



资料来源：公司公告，HTI

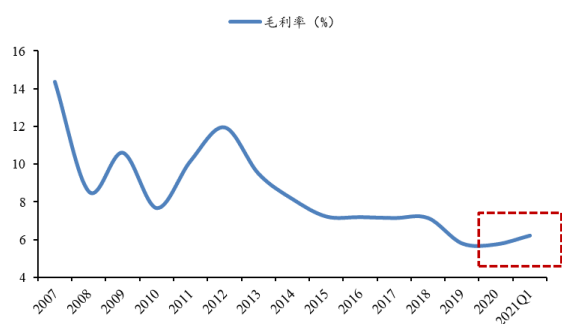
图 10 品牌运营业务结构



资料来源：公司公告，HTI

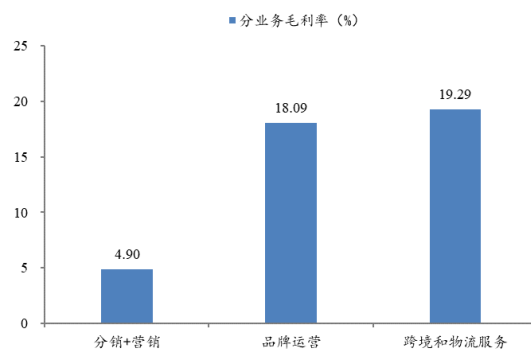
业务性质决定整体毛利率偏低，但转型之下毛利率出现明显结构性抬升，品牌运营业务以 3%的收入贡献 10%的毛利。“分销+营销”的业务性质决定了公司整体毛利率偏低，2020 年整体毛利率只有 5.54%，其中分销-营销业务毛利率 4.90%，且近几年公司毛利率一直处于下行通道。但值得注意的是，随着公司在品牌运营业务上的布局 and 发力，公司毛利结构于 2020 年起出现抬升，品牌运营业务毛利率达到 18.09%，以 3%的收入占比贡献了 10%的毛利；整体毛利率亦于 2021 年一季度出现提升（增至 6.20%）。

图 11 怡亚通整体毛利率走势



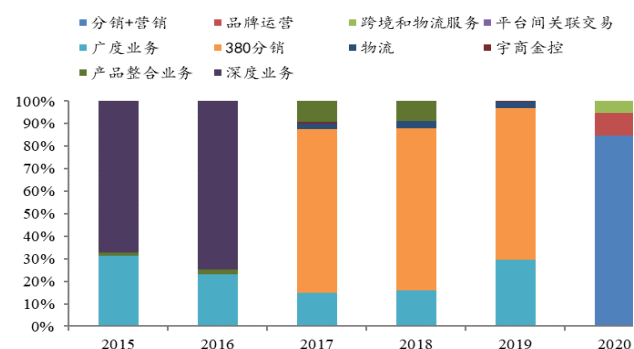
资料来源：公司公告，HTI

图 12 怡亚通分业务毛利率



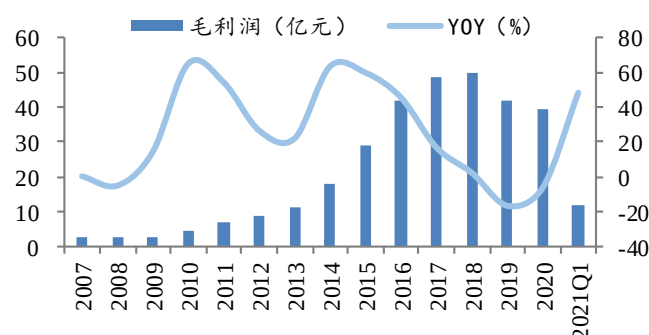
资料来源：公司公告，HTI

图 13 怡亚通毛利结构变化



资料来源：公司公告，HTI

图 14 怡亚通整体毛利变化

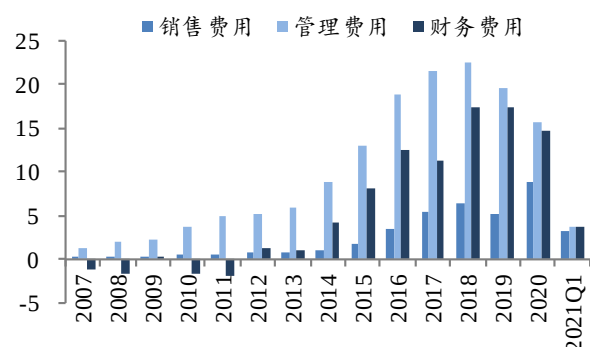


资料来源：公司公告，HTI

2.3 业绩表现：调整结束，重新上行

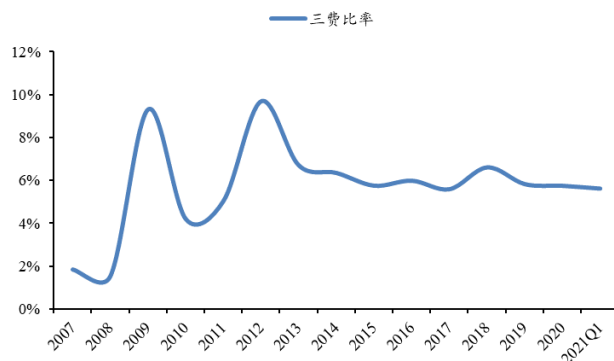
费用端掣肘，过去三年业绩陷入深度低迷。怡亚通在战略演进以及实际落地过程总，需要投入大量的人力、财力等资源；而供应链的商业模式（不论是业务前期的广度业务还是后来重点发力的深度业务）决定了公司对上游会形成预付款以及存货，对下游形成应收账款，业务发展对资金的需求量大，进而导致公司资产负债率较高。由此公司财务费用、管理费用以及营销费用的增长高于收入的增长。此外，2018 年开始受国家金融去杠杆的影响，银行等金融机构收缩放贷额度，公司融资成本上升，财务成本大幅上升，进一步侵蚀利润。公司业绩进入三年深度低迷期。

图 15 怡亚通三费历年变化（亿元）



资料来源：公司公告，HTI

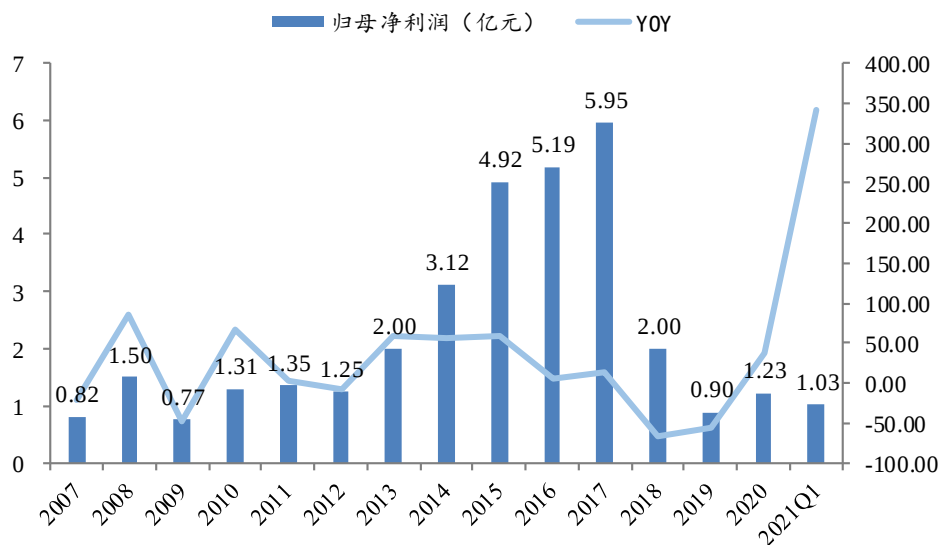
图 16 怡亚通历年三费比率



资料来源：公司公告，HTI

三年低迷之后，业绩再迎增长。我们看到 2021 年第一季度，公司实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 344.17%。经过三年的低迷期之后，公司业绩有望重新进入快速增长通道（这一点，我们将在后面章节具体说明。）

图 17 怡亚通归母净利润及变化



资料来源：公司公告，HTI

3.花时渐到——困境反转，业绩迎拐点

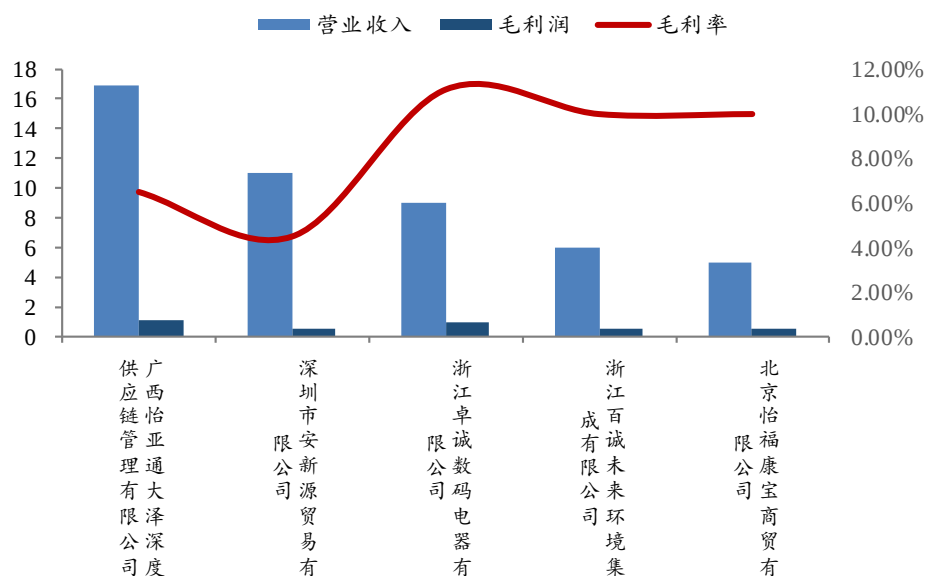
本部分，我们重点从变化的视角看待怡亚通，如前文所述，怡亚通在发展历程中经历了三次重要的转型，分别实现了向行业服务型企业、平台型企业以及生态型企业的转型。但由于金融去杠杆等宏观环境变化、380 分销业务后期整合等因素，公司经历了三年的深度低迷；而今，**经历了三年的革新，我们认为公司有望进入不同于以往的发展阶段——高质量、较高增速的新阶段。**为此，我们将注重从过去三年怡亚通的变化，以及由此带来的公司商业和盈利模式的变化，核心竞争力以及业绩持续性等方面进行讨论。

3.1 修内功，引外援

过去三年，低迷期的怡亚通一直在变革的路上。整体来看，公司过去三年的革新主要体现在磨砺底盘——进行内部管理的优化；打造业务生态升级；引进“外援”——深圳投资控股有限公司入股，资金和业务发展得到相应支持。

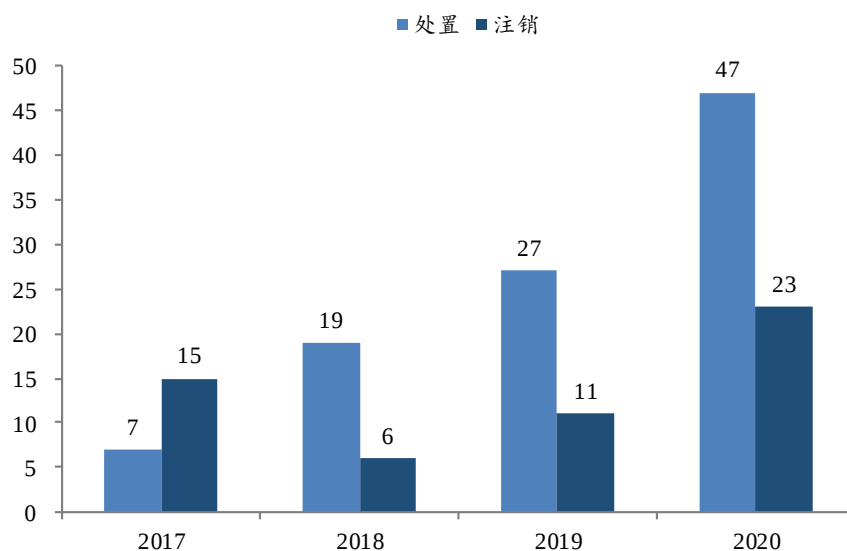
内部管理优化，关停经营不佳的 380 平台子公司，打造怡亚通价值体系内的合作伙伴；传统业务有望迎来盈利能力提升。公司过去三年极为重要的革新便是对 380 平台业务的管理优化。怡亚通“深度 380 平台”项目于 2009 年开始启动；2012 年进行了战略性调整，用项目带动平台建设，在全国 100 多个主要城市落地运作。2013 年在全国近 200 个城市落地运作，并导入上游品牌客户近千家，380 平台服务涵盖大卖场(KA)、中型超市(BC)、药店、母婴店、批发商等在内的各种终端门店系统共计 55 万多个，实现了重点业务区域的全渠道覆盖。2014 年新增落地合资公司共计 60 家，深度 380 分销服务平台合资公司超过 100 家。2015 年，公司累计在 250 个城市建立了分销平台，服务超过 100 万个终端门店。2017 年，在超过 320 个城市建立了地区分销平台、服务近 200 万家终端零售店，专业服务人员近 30000 人。2018 年，随着国家金融去杠杆的进行，公司面临较高的融资成本，公司开始逐渐对 380 平台业务结构进行调整。主要包括：**(1) 进行整体优化，关停部分经营表现不佳的平台子公司，着重发展头部合资公司；(2) 赋能合资公司进行精益化运营，提升运营管理效率；拓展数字化营销、流量运营等增值服务，挖掘利润空间。**最新数据显示，公司当前拥有 200 个以上的 380 合资及合作平台公司。380 平台的优化调整，在减轻人力成本的同时，也有助于传统业务的盈利能力提升。

图 18 怡亚通部分 380 公司收入和毛利率 (2020 年)



资料来源：公司公告，HTI

图 19 怡亚通近年处置和注销子公司情况



资料来源：公司公告，HTI

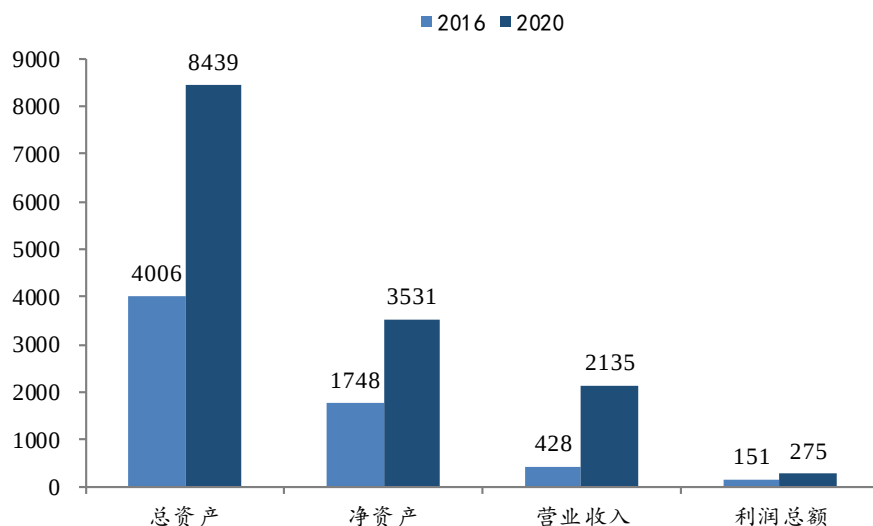
表 2 公司 380 平台发展历程

时间	事件
2009 年	怡亚通“深度 380 平台”项目于 2009 年开始启动
2010 年	公司大力推进 380 项目建设，深度业务得到快速发展（增长 166.6%）
2011 年	怡亚通已成功建立了粮油、快消、汽车后市场、IT、家电等深度供应链服务平台体系，并进一步
2012 年	公司将深度 380 业务从原有的多行业聚焦在母婴、日化、食品、酒饮四个行业。 2012 年，公司对深度 380 进行了战略性调整，用项目带动平台建设，缩短投资周期，以基础服务切入客户，以战略合作、增值服务为终极服务目标。在全国 100 多个主要城市先后落地运作，并已成功导入世界 500 强客户 30 余家及国内行业知名品牌客户
2013 年	在全国近 200 个城市先后落地运作，并已成功导入上游品牌客户近千家，其中宝洁、中粮、联合利华、雀巢等在内的世界 500 强企业品牌和细分行业前三名客户共计 60 多家。截至目前，380 平台服务涵盖大卖场(KA)、中型超市(BC)、药店、母婴店、批发商等在内的各种终端门店系统共计 55 万多个，已经实现了重点业务区域的全渠道覆盖，并为京东商城、唯品会等电商客户提供产品。公司对深度 380 进行了改革部署，提出了“三合行动”战略(即为整合、融合、联合)，2013 年共完成 61 家企业的整合落地。
2014 年	新增落地合资公司共计 60 家，至此，深度 380 分销服务平台合资公司超过 100 家，并与超过 1000 个快消及家电品牌商达成战略合作，业务覆盖全国 25 个省级行政区的 200 个城市，服务于超过 100 万的终端零售门店，业务规模居于行业第一。
2015 年	分销平台开始爆发式增长，在行业内已具备一定影响力，在国内已具备四项第一：规模第一(业务超过 230 亿元人民币)、服务网络第一(250 个城市建立了分销平台)、终端覆盖第一(服务超过 100 万个终端门店)、合作品牌数第一(行业前三名品牌均为战略合作伙伴)。
2016 年	380 分销平台各行业的市场占有率在不断提升，已形成分销平台核心竞争力，吸引大批优秀经销商加入怡亚通的平台
2017 年	平台业务服务网络已达 320 多个城市，在行业内率先实现五个第一：全国规模第一(2017 年营业收入 401.2 亿元人民币)、全国服务网络第一(超过 320 个城市建立了地区分销平台)、全国终端数覆盖第一(服务近 200 万家终端零售店)、全国产品品牌数第一(与超过 2600 个各行业知名品牌商保持战略合作关系)、全国人员团队规模第一(专业服务人员近 30000 人)。
2019 年	报告期内，380 新流通服务平台整合“供应链+金融+营销+物流+系统等”综合服务能力为品牌方与合伙人打造平台服务模式。针对优质品牌进行品牌运营服务，为优质品牌进行培养、赋能、运营。同时基于公司供应链种类繁多的商品优势与覆盖全国的渠道优势，利用电商、无人售货机、社群团购等新型消费渠道拓展消费者购物场景。380 快消业务平台开展了社群营销和电商运营的新业务模式，其中自建社区社群团购平台——小怡家，目前已在贵州、陕西、四川和重庆省区推广实施。

资料来源：公司公告，HTI

深投控入股，资金压力缓解，业务发展得到支持。2018 年，深圳市投资控股有限公司入股怡亚通，成为怡亚通第一大控股股东。深投控 2016-2020 年，总资产从 4006 亿元增长到 8439 亿元，净资产从 1748 亿元增长到 3531 亿元，营业收入从 428 亿元增长到 2135 亿元，利润总额从 151 亿元增长到 275 亿元，增幅分别达 111%、102%、399%、82%。深投控致力于打造金融服务业、科技产业、新兴产业与高端服务业三大产业集群。深投控入股怡亚通符合其战略规划，更能在多个方面为怡亚通的发展提供支持：（1）作为国资委 100%控股的深投控拥有较强的资本优势及银行间的资源；国企背景的怡亚通，有望在企业评级和银行授信方面得到相应提升。（2）公司在扩张过程中的资金需求，可与深投控促成更多资金方面的合作，减轻公司资金压力；（3）怡亚通业务作为深投控三大产业集群的组成部分，公司在资源获取上会有更多的商业机会。

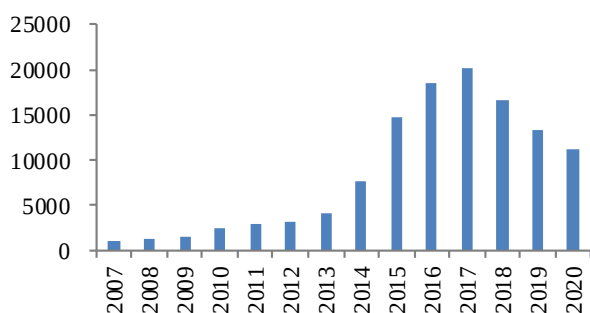
图 20 深投控主要经营数据



资料来源：公司公告，HTI

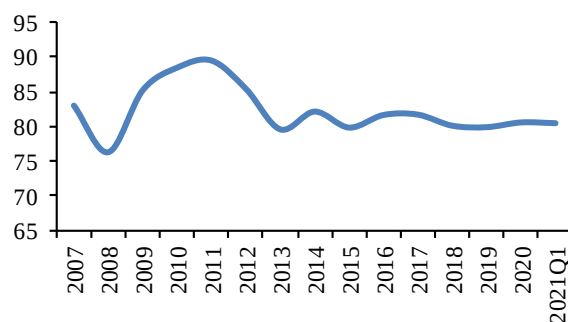
以上两个因素叠加，预计管理费用和财务费用下降助力业绩持续改善。随着公司 380 平台的持续整理以及资金方面的解决，预计公司管理费用和财务费用在未来一段时间都将出现下降，但管理费用边际下降空间不会很大。

图 21 怡亚通员工人数变化



资料来源：公司公告，HTI

图 22 怡亚通资产负债率变化

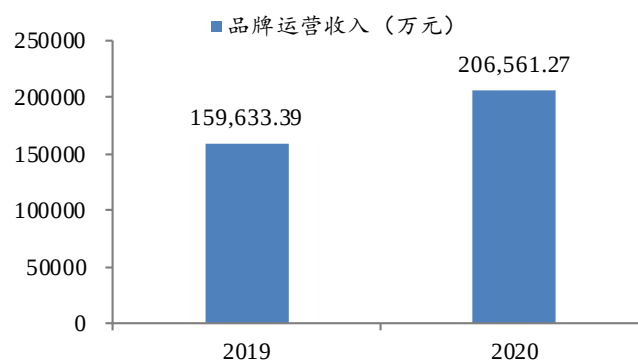


资料来源：公司公告，HTI

3.2 品牌运营带来利润结构抬升：未来看点在于从 1 到 N

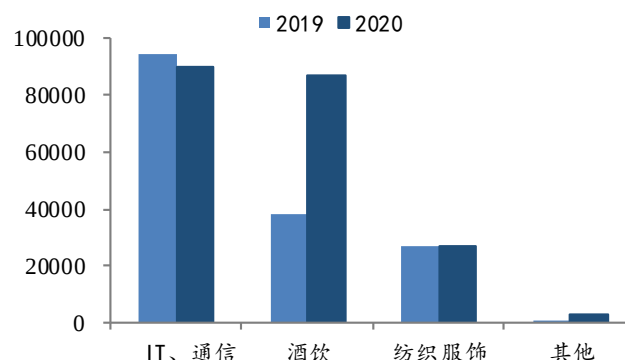
业务结构调整，带来利润结构抬升。380 平台的优化调整之外，怡亚通 2019 年开始布局品牌运营业务，通过“分销+营销”的闭环为不同成长阶段的品牌提供品牌定位，营销策划、分销、零售等全流程环节的服务，实现与品牌的共同成长。公司初期选择了景气赛道中的酱香型白酒赛道。公司通过“钓鱼台珍品 1 号”和国台“黑金十年”产品成功打开白酒品牌运营的市场，仅用两年的时间，白酒品牌运营的规模达到 9 亿元，酒类产品的综合毛利率可达到 40%以上。整体上看，品牌运营业务以 3%的营收贡献了 10%的毛利润，且净利润率也大幅高于分销+营销业务。

图 23 怡亚通品牌运营业务收入变化



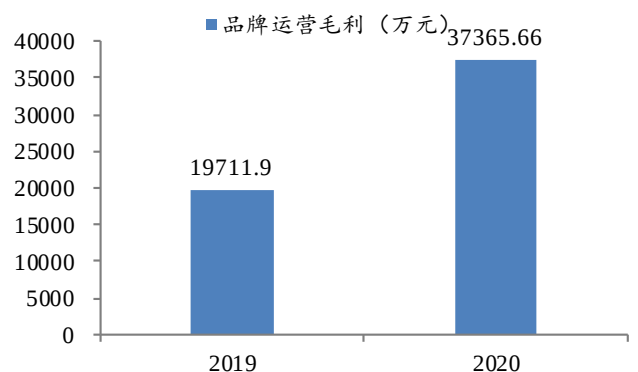
资料来源：公司公告，HTI

图 24 怡亚通品牌运营业务结构



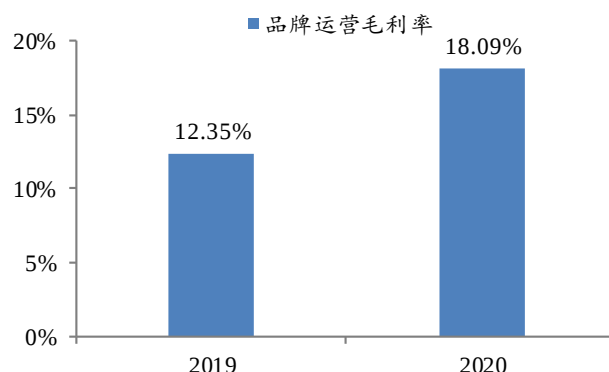
资料来源：公司公告，HTI

图 25 怡亚通品牌运营业务毛利及变化



资料来源：公司公告，HTI

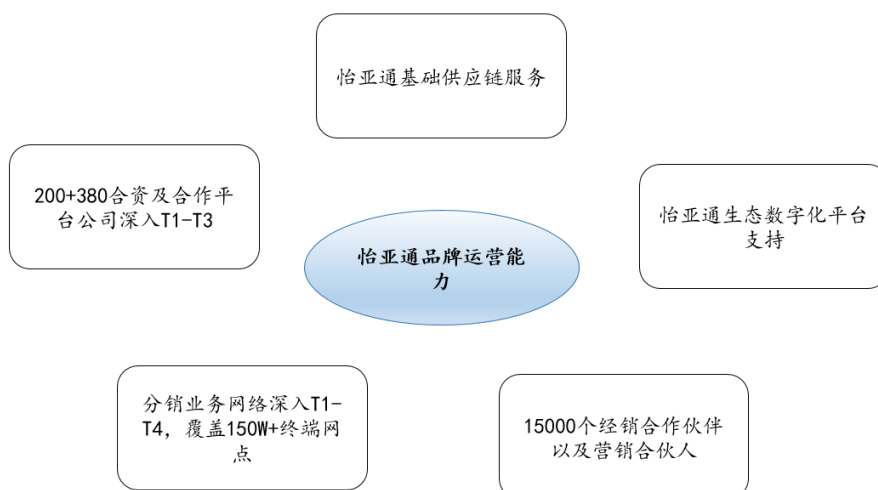
图 26 怡亚通品牌运营业务毛利率



资料来源：公司公告，HTI

品牌运营的成功并非偶然，实则是怡亚通过去多年打造的基础供应链网络和渠道终端优势赋能的结果。如果说广度和深度业务要通过规模和周转制胜，那么品牌运营能力的核心或在于把脉商流、反向选品能力。怡亚通原有广度和深度业务的扩张需要规模和周转（部分服务费的比例可能不及 1 年期银行存款利率，但通过较快的周转可以实现利润的提高），但当前重点布局的品牌运营和孵化项目，聚焦大消费领域，终端消费场景变化较快，更侧重于公司对商流的把握以及由此带来的反向选品能力上。怡亚通深耕大消费领域多年，在传统的分销和营销业务开展过程中，公司既积累了和品牌商的合作信任关系，又积累了大量的偏好数据，这为成功的选品奠定了基础。公司利用十年时间打磨出来的分销渠道则能够持续为品牌运营赋能，这也是公司的核心竞争力所在。

图 27 怡亚通品牌运营同时具备向上和向下的能力



资料来源：公司调研，HTI

当前品牌运营已经实现从 0 到 1 的跨越，未来重点在于从 1 到 N（复制能力）。公司未来品牌运营的复制主要体现为横向复制——同一品类和跨品类的复制。同一品类的复制主要指白酒：2021 年，怡亚通将在成功打造酒类爆款单品的基础上进行业态衍生，计划与数家在贵州茅台镇有实力、底蕴的酒业公司进行深度合作，成立品牌运营合资公司。跨品类的复制主要是大消费领域的日化和家电等。

图 28 怡亚通品牌运营复制路线



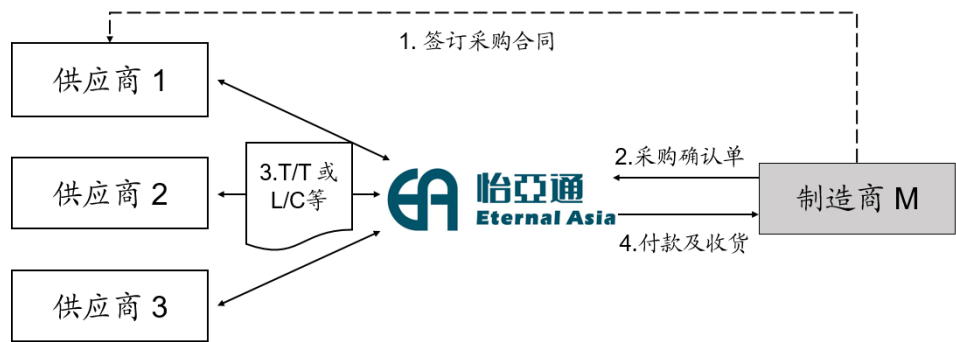
资料来源：公司调研，HTI

3.3 商业与盈利模式的巨变：拾级而上，定价权在增强

分销+营销业务的盈利模式主要为服务费。原有广度和深度业务模式（调整口径之后的分销+营销业务）主要包括广度业务的采购执行和分销执行以及 380 平台业务。简单理解分销和营销的区别就在于：分销业务合同之下，怡亚通拥有货权；而营销业务合同之下，怡亚通不拥有货权。原业务主要的盈利来源于服务费。公司的广度业务通过设计、规划、控制和优化供应链采购和分销环节的“四流”（物流、商流、资金流和信息流）开展。原广度业务模式下，怡亚通对物流、信息流、资金流等进行管理，为制造商客户实现供应链环节的优化，节省了其采购环节和分销环节的成本支出、提供了增值服务，公司按照业务量的一定比例收取服务费；公司的主要成本是运输、仓储、人工等费用。原有深度 380 业务模式下，怡亚通对于货物

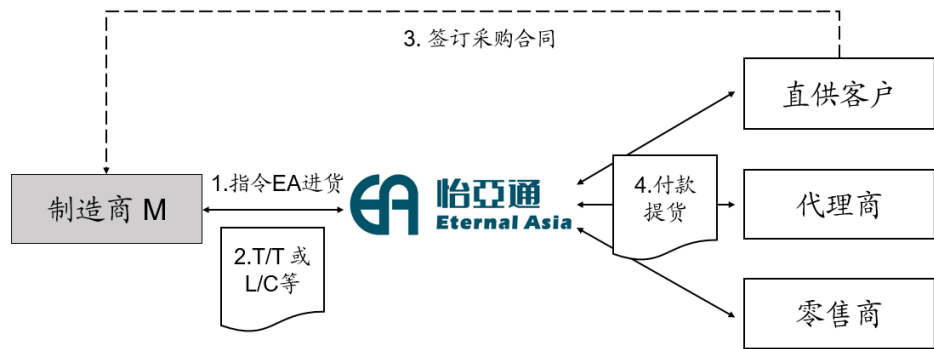
在销售至卖场、超市、门店之前拥有货物的所有权，怡亚通整合自身拥有的下游优势资源是下游的直接供应商。380 分销业务模式下，其盈利实质也是服务费，但是不同于广度业务，380 分销业务中，怡亚通可以向下游定价，通过在货值中加入一定比例的服务费进而以销售价格的形式实现。（图 25-27 中，为帮助更好的理解，我们仅以制造商 M 为例进行说明，其他客户类型如供应商或零售商流程无明显差异）

图 29 怡亚通采购执行



资料来源：公司调研，HTI

图 30 怡亚通分销执行（实际上为代销）



资料来源：公司调研，HTI

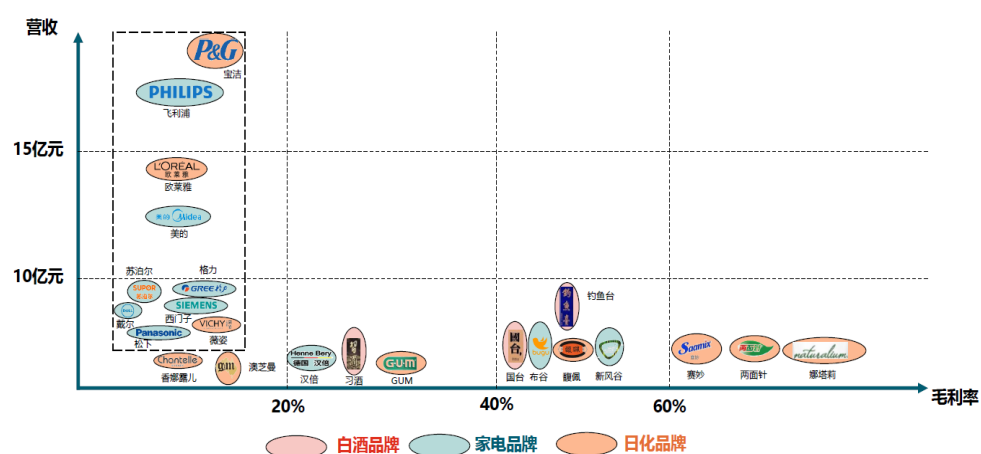
图 31 怡亚通 380 分销



资料来源：公司调研，HTI

品牌运营和孵化之下，公司定价权增强。公司品牌运营业务涵盖了除品牌以及生产环节之外的全部环节，通过对代理品牌的定位、包装、设计，结合自身积累的强大的分销-营销的底层网络，进行终端销售。通过品牌运营业务的商业模式，可以明显感受到怡亚通的定价权在增强，利润空间更大。而品牌孵化业务则进一步打破了只能运营代理品牌的局限，由代理品牌转变为可控品牌。以公司明星白酒产品“钓鱼台1号”为例，公司通过获得钓鱼台一个产品号（原酒）的代理运营，通过对其进行设计、包装等环节，再通过自身扁平化的渠道销售至消费者手中，在这个过程中，怡亚通对于这个系列的产品具有自身的定价权。这种定价权不同于分销业务中的定价（分销业务中的定价其实质还是一种服务费）。

图 32 怡亚通品牌运营利润分布



资料来源：公司调研，HTI

4.盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

营业收入：假设 2021-2023 年公司品牌运营业务营业收入分别增长 48.36%/56.14%/59.41%；“分销+营销”业务营业收入分别增长 10.45%/9.07%/6.70%；跨境物流业务保持相对稳定增长。

毛利率：假设 2021-2023 年公司品牌运营业务毛利率分别为 23%/26%/29%；“分销+营销”业务毛利率分别为 5.20%/5.30%/5.40%；跨境物流业务毛利率分别为 19%/19%/19%。

三费：预计随着公司在品牌运营和孵化业务上的发力，销售费用仍将保持增长；管理费用随着对 380 平台的整理，将呈现下降，但边际将减弱；公司资产负债率下降是大概率事件，预计财务费用将减少。

综上，我们预计公司 2021 年-2023 年营业收入分别为 765.90/849.56/931.71 亿元，同比增长 12.21%/10.92%/9.67%；归母净利润分别为 4.45/6.57/9.54 亿元，同比增长 260%/48%/45%。

表 3 怡亚通主营业务预测

单位: (亿元)	2020	2021E	2022E	2023E
品牌运营	20.66	30.65	47.86	76.29
YOY		48.36%	56.14%	59.41%
分销+营销	653.04	721.25	786.69	839.41
YOY		10.45%	9.07%	6.70%
跨境物流	10.52	12	13	14
YOY		14%	8%	8%
其他业务收入	1.36	2	2	2
YOY	-3.45%	5%	0%	0%
合计营业收入	682.56	765.90	849.55	931.70
YOY		12.21%	10.92%	9.67%

资料来源: 公司公告, HTI

表 4 怡亚通利润预测

单位: (亿元)	2020	2021E	2022E	2023E
品牌运营毛利率	18.10%	23%	26%	29%
毛利	3.74	7.05	12.44	22.13
分销+营销毛利率	4.90%	5.20%	5.30%	5.40%
毛利	32.00	37.51	41.70	45.33
跨境物流毛利率	19%	19%	19%	19%
毛利	2.00	2.28	2.47	2.66

资料来源: 公司公告, HTI

4.2 估值分析

公司已不是传统意义上的供应链公司, A 股上市公司中较难找到和怡亚通完全对标的公司, 我们从业务模式和经营品类的相似性出发, 选取白酒零售领域的华致酒行和日化领域电商代运营的壹网壹创作为对标, 进行估值分析。

表 5 可比公司估值表 (均为人民币计价)

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2021)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300755	华致酒行	177	0.90	1.31	1.68	30	33	26	0.71
300792	壹网壹创	118	2.15	1.95	2.63	51	28	21	0.77
平均						41	31	24	0.74
002183	怡亚通	128	0.06	0.21	0.33	97	27	17	0.19

资料来源: Wind, HTI

我们认为怡亚通将重新走上快速发展的道路, 未来几年业绩保持较高增速; 而公司过去二十三年积累的快消品的供应链服务能力以及渠道把控能力是细分品类以及全品类的其他公司较难复制的优势。参考可比公司估值, 结合公司自身的能力, 我们给予 2022 年 30 倍 PE, 对应市值为 200 亿元。

5.风险提示

业务开展不及预期：我们认为公司未来利润增长点主要在品牌运营和孵化，如果该项业务开展尤其是反向选品和复制能力不及预期，将导致业绩增长不及预期。

资金问题：公司庞大的基础供应链服务体系在日常经营中需要大量的资金周转，一旦资金方面出现问题，公司财务费用以及经营可能面临困难。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	68256	76590	84956	93171
每股收益	0.06	0.21	0.31	0.45	营业成本	64387	71923	79298	86455
每股净资产	2.81	3.06	3.41	3.89	毛利率%	5.7%	6.1%	6.7%	7.2%
每股经营现金流	0.99	-0.17	0.31	0.36	营业税金及附加	88	99	109	120
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	883	1340	1529	1724
P/E	99.74	27.67	18.74	12.90	营业费用率%	1.3%	1.8%	1.8%	1.9%
P/B	2.06	1.90	1.70	1.49	管理费用	1569	1455	1614	1817
P/S	0.18	0.16	0.14	0.13	管理费用率%	2.3%	1.9%	1.9%	2.0%
EV/EBITDA	15.11	14.75	11.14	8.90	EBIT	1315	1756	2386	3034
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1475	1282	1508	1641
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	1.7%	1.8%	1.8%
毛利率	5.7%	6.1%	6.7%	7.2%	资产减值损失	-85	-90	-90	-90
净利润率	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%	投资收益	313	230	255	280
净资产收益率	2.1%	6.9%	9.1%	11.6%	营业利润	86	638	1068	1617
资产回报率	0.3%	1.0%	1.4%	1.9%	营业外收支	14	0	0	0
投资回报率	3.4%	4.3%	5.6%	6.6%	利润总额	100	638	1068	1617
盈利增长 (%)					EBITDA	1550	1881	2511	3159
营业收入增长率	-5.2%	12.2%	10.9%	9.7%	所得税	16	115	192	291
EBIT增长率	-16.9%	33.5%	35.9%	27.2%	有效所得税率%	15.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	36.9%	260.4%	47.7%	45.3%	少数股东损益	-39	79	219	371
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	123	445	657	954
资产负债率	80.6%	80.2%	79.3%	77.9%					
流动比率	1.13	1.15	1.18	1.21	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.85	0.81	0.83	0.87	货币资金	10274	9000	9500	10500
现金比率	0.35	0.29	0.29	0.31	应收账款及应收票据	12321	13715	15079	16680
经营效率指标					存货	5815	7742	8065	8636
应收帐款周转天数	65.89	65.36	64.79	65.34	其它流动资产	4646	4865	5332	5791
存货周转天数	32.96	39.29	37.12	36.46	流动资产合计	33056	35322	37976	41607
总资产周转率	1.61	1.72	1.80	1.84	长期股权投资	2881	2971	3061	3151
固定资产周转率	48.65	57.86	68.17	79.63	固定资产	1403	1324	1246	1170
					在建工程	739	759	774	789
					无形资产	1161	1111	1061	1011
					非流动资产合计	9272	9212	9149	9088
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	42328	44534	47125	50695
净利润	123	445	657	954	短期借款	18676	18562	19196	20249
少数股东损益	-39	79	219	371	应付票据及应付账款	7353	8436	9394	10085
非现金支出	470	215	215	215	预收账款	21	23	26	28
非经营收益	1017	829	821	839	其它流动负债	3177	3712	3655	3973
营运资金变动	526	-1937	-1250	-1619	流动负债合计	29227	30733	32271	34336
经营活动现金流	2098	-369	662	760	长期借款	1325	1325	1325	1325
资产	-246	10	15	15	其它长期负债	3553	3653	3753	3853
投资	23	-72	-90	-90	非流动负债合计	4878	4978	5078	5178
其他	387	230	255	280	负债总计	34105	35711	37349	39514
投资活动现金流	164	168	180	205	实收资本	2123	2123	2123	2123
债权募资	33302	-114	634	1154	归属于母公司所有者权益	5973	6494	7229	8262
股权募资	9	0	0	0	少数股东权益	2250	2329	2548	2919
其他	-35319	-959	-976	-1118	负债和所有者权益合计	42328	44534	47125	50695
融资活动现金流	-2008	-1073	-342	35					
现金净流量	258	-1274	500	1000					

备注：(1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 6 月 23 日；(2) 以上各表均为简表
资料来源：公司年报，HTI

APPENDIX 1

Summary

This report focuses on looking at Eternal Asia from the perspective of change: the company has gone through the consolidation and precipitation of the past three years, and now it will re-enter the road of development.

The profitability of traditional business is expected to be improved. In terms of internal management, Eternal Asia adjusted and optimized the 380 platform. Through overall optimization (closing some of the platform subsidiaries with poor operating performance, focusing on the development of head joint ventures) and improving the efficiency of single stores (enabling joint ventures to carry out lean operations, improve the efficiency of operation management; expand value-added services such as digital marketing, traffic operation, and tap profit margins), while building partners in the Eternal Asia value system, improve the profitability of distribution and marketing businesses. In terms of external "signing-in", Shenzhen Investment Holdings became a shareholder, and the company received greater assistance in capital and business development.

Focusing on the development of brand operation and incubation, the upgrading of business formats has driven the profit structure to rise, and the core of profit growth has changed. Brand operation covers the entire link of product design, channel marketing, product distribution and terminal sales; brand incubation can have controllable brands. In 2019, the company began to focus on the development of brand operations, and successfully opened up the business through the "Diaoyutai No. 1" product. Different from the traditional distribution + marketing business, the company's business format upgrade will bring about an increase in the profit structure: the gross profit margin of the company's brand operation business in 2020 is 18.09%, which is much higher than the distribution-marketing business's 4.9%, of which the gross profit margin of the liquor brand is above 40%. The brand operation business contributes 10% of gross profit with 3% of revenue, and will become the core driver of the company's profit growth in the future.

Brand operation must take the road of replication and fission. The core lies in the business flow and reverse selection of products; the network system accumulated by the company in the past ten years will continue to empower the brand operation business to select products and sell downwards. Eternal Asia's brand operation model in the field of liquor has been verified, and the focus of future development lies in replication, which depends on the grasp of business flow and the ability to select products determined thereby. The company's brand operations will continue to focus on large consumption areas. While deepening the operation of the liquor brand, it has already made relevant arrangements in the fields of home appliances and daily chemicals. We believe that Eternal Asia has the ability to reverse product selection through its accumulation in the past, and its strong distribution network established in the past ten years will also enable the downward development of brand operations, which may be difficult for other competitors. The height reached.

The business and profit model are stepping up, from charging service fees to having stronger pricing power. The company's original breadth and depth business (distribution + marketing business under the current caliber) profit mainly based on service fees, and the expansion of revenue and profit largely depends on scale and turnover. Under the brand operation and incubation business, the company will step up and increase its pricing power.

Improvements on the cost and expense side have contributed to performance growth. As mentioned above, by repairing internal strength, the company's labor costs will be reduced for a period of time (but the margin will be weakened); and through "attracting foreign aid" to superimpose quality and efficiency, holding assets divestiture, fixed increase and other measures, the company's cash flow will be effective improvement, the asset-liability ratio is expected to decrease. Improvements on the cost side helped improve performance.

After finishing and accumulating in the past three years, with the help of the company's strong distribution network and successful experience in liquor operations over the past ten years, brand operations will successfully achieve re-duplication in different industries, and brand incubation will also make new progress. The rise in profit structure combined with the improvement in the cost and expense side, we believe that the company has ushered in a turning point in its development and will re-enter the rapid growth channel in the next few years.

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，虞楠，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Nan Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，杨振华，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, zhenhua yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and/or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

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。

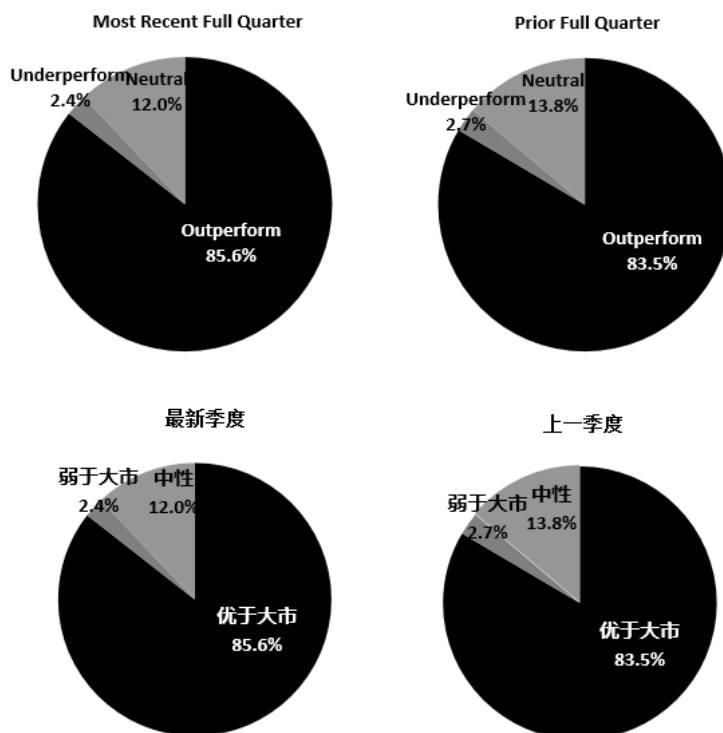
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

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

评级分布 Rating Distribution



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.

截至 2021 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	85.6%	12.0%	2.4%
投资银行客户*	6.9%	4.9%	7.1%

*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, 2021

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	85.6%	12.0%	2.4%
IB clients*	6.9%	4.9%	7.1%

*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 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.

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

Please refer to HTI's website www.equities.htisc.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权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201306644N] 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 (“HTSIL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201306644N]. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

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

related articles).

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

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

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

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
