

稻草熊娱乐 Strawbear Entertainment Group (2125 HK)

首次覆盖：影视定制业务高成长，平台属性凸显

High Growth of Film&TV Customization Business and Highlighting of Platform Attribute: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$11.04
目标价	HK\$13.39
市值	HK\$7.60bn / US\$0.98bn
日交易额(3个月均值)	US\$2.38mn
发行股票数目	687.97mn
自由流通股(%)	14%
1年股价最高最低值	HK\$15.10-HK\$6.04

注：现价 HK\$11.04 为 2021 年 5 月 26 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-18.1%	25.5%	
绝对值(美元)	-18.1%	25.3%	
相对 MSCI China	-15.1%	34.6%	

(Rmb mn)	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E
营业收入	765	953	1,890	2,269
(+/-)	13%	25%	98%	20%
净利润	50	18	254	290
(+/-)	302%	-63%	1276%	14%
全面摊薄 EPS (Rmb)	—	0.03	0.37	0.42
毛利率	14.1%	27.3%	24.6%	23.0%
净资产收益率	25.7%	8.2%	18.1%	17.2%
市盈率	n.a.	397	30	26

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

公司为国内主要的剧集制片商及发行商。公司主要从事电视剧及网剧的投资、开发、制作及发行，主营包括自制剧销售、承制定制剧以及买断剧集播映权销售。公司于 2021 年 1 月 15 日在港上市，截至 2021 年 2 月 10 日，由爱奇艺全资拥有的 Taurus Holding 持有公司 14.15% 股份，为第二大股东。

2020 年公司整体营收、经调整净利向好。2020 年，公司整体主营收入为 9.52 亿元，同比增长 24.5%；毛利 2.60 亿元，同比增长 141.4%；综合毛利率 27.3%，同比提升 13.2pct；溢利 0.18 亿元，同比下滑 63.9%，主要系按公允价值计入损益的金融负债的公允价值变动 0.78 亿元、以权益结算的股份奖励开支 0.11 亿元和上市开支 0.24 亿元；经调整纯利 1.31 亿元，同比提升 100.1%。2020 年 6 月收购诺华视创，其主要为影视剧进行特效剪辑及其他后期制作工作。

2020 年自制剧业务毛利率改善明显。2020 年，公司自制剧业务收入 5.16 亿元，同比下滑 9.6%，主要来自于《两世欢》、《局中人》及《石头开花》三部剧集收入确认，相比 2019 年自制剧投资规模相对较小、集数较少及公司投资占比较低的剧集《石头开花》的许可费相对较低；占主营收入比重 54.2%，同比下滑 20.5pct；毛利率 24.4%，同比提升 13.2pct，主要系电视剧整体采购价格保持相对稳定但剧集成本因演员片酬大幅削减而回落。

2017 年开启定制剧业务，2020 年成第二大创收业务。2020 年，公司定制剧业务收入 2.8 亿元，主要来自于为爱奇艺制作的《猎心者》、《三嫁惹君心》和为腾讯视频制作的《我，喜欢你》；占主营收入比重 29.4%，为公司第二大业务板块；毛利率 21%。我们认为，定制剧业务将成为公司未来核心增长点。

买断剧业务为补充业务板块。2020 年，公司买断剧业务收入 1.09 亿元，同比下滑 40.6%，主要系 2019 年播映的 2 部买断剧主要为首播发行，投资规模较大且为流行题材，而 2020 年播映的 6 部买断剧多数为重播发行或投资规模较小；占主营收入比重 11.4%，同比下滑 12.6pct；毛利率 52.1%，同比提升 33.4pct，主要系 2019 年发行的买断剧集主要发行予第三方发行商。

盈利预测与估值模型。我们预计公司 2021-2023 年全面摊薄 EPS 分别为 0.37 元人民币、0.42 元人民币和 0.49 元人民币。参考可比公司 2021 年 25.29 倍 PE 估值，考虑到公司作为影视剧行业优质内容龙头地位，及其定制剧业务带动良好现金流优势，给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，对应目标价为 11.06 元/股，按照“1 元=1.2110 港元计算”，对应目标价 13.39 港币/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：公司影视剧集项目开展进度不及预期。

郝艳辉 Yanhui Hao
yanhui.hao@htsec.com

Feiya Zhao, CFA
fy.zhao@htsec.com

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

1. 公司概况：影视行业先驱，获爱奇艺两轮增持

江苏稻草熊影业成立于2014年，是国内领先的剧集制片商及发行商。公司主营为电视剧及网剧的投资、开发、制作与发行，于2015年在行业内首创“先网后台”模式，已奠定一定行业地位。根据弗若斯特沙利文报告，2019年，公司首轮播映电视剧数目在行业中排名第四，市场份额5.4%；剧集收入在行业中排名第六，市场份额1.8%；同时，成为唯一一家在五大电视台和三大网络视频平台都有发行新剧的剧集发行商和制片商，也是江苏省唯一一家拥有《电视剧制作许可证（甲种）》的剧集制片商。

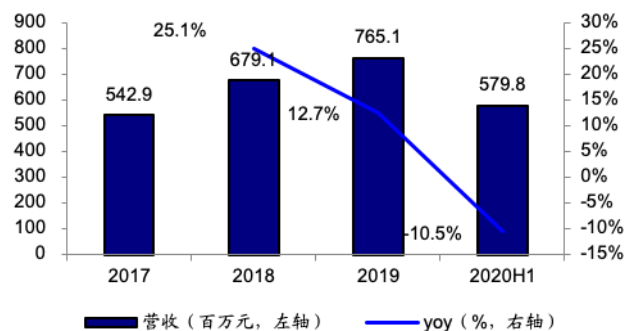
股权结构集中且稳定，重点战投及明星持股为公司信誉背书。公司于2021年1月15日在港上市，截至2021年2月10日，由爱奇艺全资拥有的Taurus Holding持有公司14.15%股份，为第二大股东。

2. 主营业务：首创先网后台，构筑平台型生态

2.1 公司整体盈利表现良好，管理层具备较强风控能力

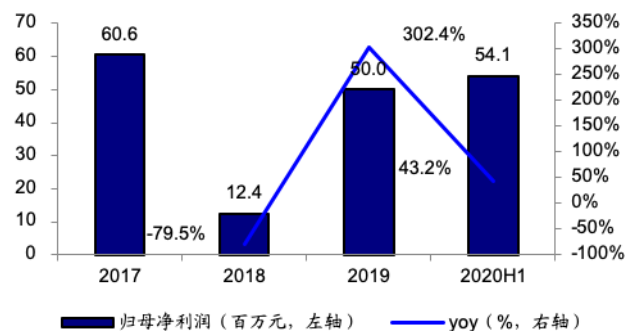
公司主营业务主要由自制剧、买断剧和定制剧组成。2017-2019年，公司总营收整体呈稳增态势，分别为5.43亿元、6.79亿元、7.65亿元，2018-2019年分别同增25.10%、12.66%。2020H1，公司营收为5.80亿元，同比减少10.5%，主要系公司买断剧业务收入下滑。2017-2020H1，公司综合毛利率分别为28%、30.9%、14.1%和23.4%，影视业务毛利率经历行业调整期出现较大波动；归母净利润分别为0.61亿元、0.12亿元、0.50亿元和0.54亿元，行业艰难期较可比公司盈利表现良好。

图1 2017-2020H1 稻草熊总营收及增速



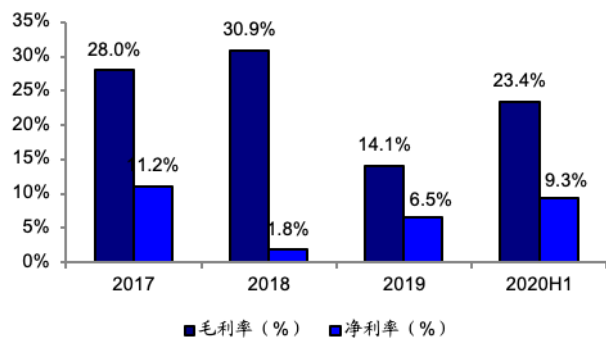
资料来源：招股说明书，HTI

图2 2017-2020 H1 稻草熊归母净利润及增速



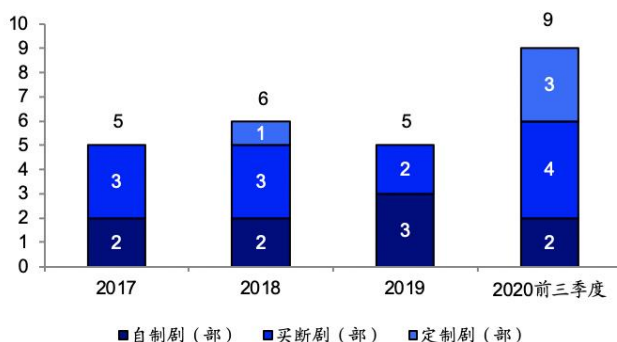
资料来源：招股说明书，HTI

图3 2017-2020 H1 稻草熊毛利率和净利率



资料来源：招股说明书，HTI

图4 2017-2020 年前三季度稻草熊播映剧集数量



资料来源：招股说明书，百度百科，HTI

从公司筹划的影视项目充分看出，公司年度作品数量上升，且具备高品质、多体量、多合作方、多平台销售特性。根据招股说明书与弗若斯特沙利文数据，截至2020H1，公司自制剧电视台端首播单集售价区间为100-260万元，行业单集售价区间通常为80-400万元；买断剧首播单集售价区间为50-340万元，行业单集售价区间通常为10-300万元；定制剧单集售价区间为250-750万元，行业单集售价区间通常为50-500万元，公司各类剧集单集售价区间都整体高于行业平均水平。

表1 稻草熊已播出剧集列表

业务模式	名称	类型	导演	制片人	播出时间	播出平台
1.0 模式-自制剧集	《蜀山战纪之剑侠传奇》	古装奇幻	黄伟杰、梁国冠、苏飞	刘小枫、张语芯、季炜杰、李莅樱	2015.09.22/ 2016.01.16	爱奇艺、安徽卫视、江西卫视、江苏卫视、湖北卫视
	《不可能完成的任务》	动作战争	于震、耿明吉、杜修斌	刘小枫	2016.11.08	优酷、江苏卫视、天津卫视、湖北卫视、黑龙江卫视、贵州卫视、陕西卫视
	《繁星四月》	当代都市	黄伟杰	刘小枫、冯镜晓	2017.04.18	腾讯视频、江苏卫视、安徽卫视、山东卫视、贵州卫视
	《蜀山战纪2踏火行歌》	古装神话	黄伟杰	李莅樱、刘小枫、郭玥	2018.01.30	爱奇艺、浙江卫视、贵州卫视
	《月嫂先生》	都市生活	徐宗政	刘小枫	2018.08.23	爱奇艺、东方卫视、浙江卫视、山东卫视、深圳卫视、黑龙江卫视
	《国宝奇旅》	抗战悬疑	程箐、廖楚戈	何麦、季炜杰	2019.02.06	爱奇艺、优酷、腾讯视频、江苏卫视、浙江卫视
	《一场遇见爱情的旅行》	都市言情	毛卫宁	葛海燕	2019.04.20	爱奇艺、优酷、腾讯视频、江苏卫视、浙江卫视
	《第二次也很美》	都市情感	陈铭章、陈嘉鸿	杨焱	2019.11.20	爱奇艺、东方卫视
	《两世欢》	古装爱情	余翠华、刘镇明	卢鹏	2020.02.21	爱奇艺
	《局中人》	近代谍战	刘誉	杨丹	2020.06.23	爱奇艺、腾讯视频、优酷、江苏卫视、浙江卫视
2.0 模式-买断剧集	《小情人》	都市情感	刘新	李子勋	2017.05.29	深圳卫视、爱奇艺
	《醉玲珑》	古装爱情	林玉芬、梁胜权、余翠华、任海涛	唐丽君	2017.07.13	爱奇艺、优酷、腾讯视频、东方卫视
	《我的！体育老师》	都市情感	林妍	-	2017.11.13	优酷、腾讯视频、爱奇艺、搜狐、浙江卫视、深圳卫视、东南卫视
	《凤囚凰》	古装爱情	李慧珠	罗茹嘉	2018.01.14	芒果TV、爱奇艺、湖南卫视
	《面具》	年代谍战	楼健、顾国良、谷石军	张海东	2018.03.02	爱奇艺、北京卫视、深圳卫视、湖北卫视、广西卫视、东南卫视、中国中央电视台电视剧频道

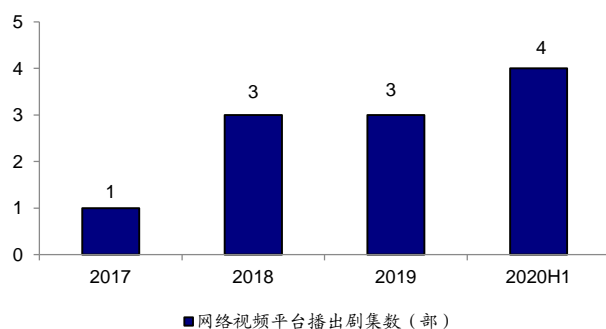
	《猎毒人》	刑侦缉毒	天毅	嵇道青	2018.07.06	爱奇艺、优酷、腾讯视频、东方卫视、江苏卫视
	《招摇》	古装仙侠	郑伟文	阮杰、刘璐、黄艳红	2019.01.28	爱奇艺、湖南卫视
	《神探柯晨》	刑侦悬疑	黄志忠	-	2019.06.22	爱奇艺、北京卫视
	《一剑横空》	近代抗战	杜修斌	刘小枫	2020.01.05	芒果TV、优酷、腾讯视频、重庆卫视
	《鬓边不是海棠红》	民国传奇情感	惠楷栋	戴莹、于正	2020.08.07	爱奇艺、北京卫视
	《谁说我们结不了婚》	都市情感	何念	陈泉、方翊嘉、王梦微、满深、屠艺璇	2020.09.04	爱奇艺、优酷、芒果TV、四川卫视
	《亲爱的自己》	都市情感	丁黑、符策欣、任重	赵毅、吉俊洪、任旭	2020.09.07	芒果TV、湖南卫视
3.0 模式-定制剧集	《寻秦记》	历史武侠	梁国冠	丁恒、刘小枫	2018.01.18	优酷
	《猎心者》	都市爱情	天毅	李莅樱	2020.03.09	爱奇艺
	《三嫁惹君心》	古装言情	黄伟杰	杨蓓	2020.09.09	爱奇艺
	《我，喜欢你》	都市爱情	陈畅	张娜	2020.09.15	腾讯视频

资料来源：招股说明书，百度百科，HTI

2.2 首创“先网后台”，“3.0定制”战略顺势而为

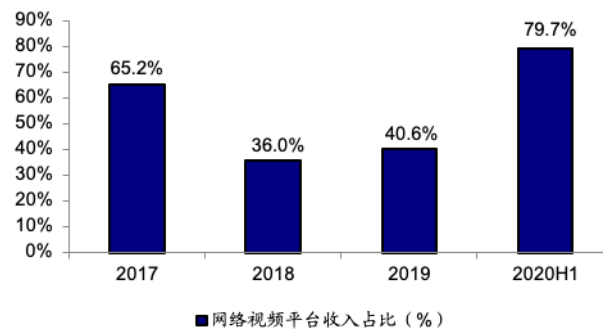
公司首部自制剧《蜀山战纪之剑侠传奇》率先开创行业中“先网后台”播放模式，前瞻性确定影视剧发行渠道趋势。该剧先于2015年9月首先在爱奇艺上线，采用VIP独享方式，付费用户可以优于全网及电视用户提前观看剧集。全剧54集分为5季分批播出，根据人民网数据，剧集第四季播放量6天破亿，为爱奇艺带来大幅会员贡献；而后于2016年1月，登陆安徽卫视寒假黄金档，成为安徽卫视2016年电视剧收视冠军。2017-2020H1，公司在网络视频平台分别播出1部、3部、3部、4部剧集，总营收的65.2%、36%、40.6%和79.7%来自于网络视频平台。

图5 2017-2020H1 网络视频平台播出剧集数



资料来源：招股说明书，HTI

图6 2017-2020H1 网络视频平台收入占总营收比例



资料来源：招股说明书，HTI

同时为顺应自身及网络平台方发展需求，公司进行主营业务战略升级。公司成立初期，投资拍摄销售自制剧开展“1.0自制剧集”业务模式。2017年，应网络视频平台等版权所有人的变现需求，新增“2.0买断剧”业务模式，即从版权拥有人（主要为网络视频平台）购买剧集播映权再转手出售播映许可权。同时，在2017年开始为视频平台提供剧集定制服务，并在2019年明确“3.0定制”战略为未来发展重心。

表 2 影视剧 1.0-2.0-3.0 模式对比

	业务模式	收入来源	成本构成	我们认为的优势小结	我们认为的劣势小结
1.0 自制剧集	由公司独立或根据联合投资安排与独立第三方投资者共同开发, 并将自制剧集的相关播映权许可予各大电视台及头部网络视频平台	许可收入净额 (发行费通常为许可收入总额 10%至 15%)	IP 费、片酬、制作成本、宣传及营销开支	业绩弹性大, 高口碑、高收视的精品剧集能够创造高收入、高毛利, 并提升公司品牌价值	高风险、高成本、高资金占用, 单剧业绩波动大, 剧集积压时间较长, 坏账风险大
2.0 买断剧集	向版权拥有人 (主要为网络视频平台, 有时为剧集制片商) 购买剧集的播映权, 并向电视台及第三方发行商或其他网络视频平台许可该等剧集的播映权	每集定额许可费	播映权费	资金回转周期短, 短期业绩确定性强	版权时间较短, 公司只扮演中介角色, 不具备作品主导权
3.0 定制剧集	根据头部网络视频平台的订单提供全方位的剧集制作服务, 并网络视频平台收取制作费	制作费	版权费、片酬、制作成本	低风险, 低资金占用, 业务可增长性强, 精确契合平台需求	毛利较低, 通常为 10%-15%

资料来源: 招股说明书, HTI

2.3 主营业务结构: 自制剧毛利贡献第一, 定制剧是未来现金流保障

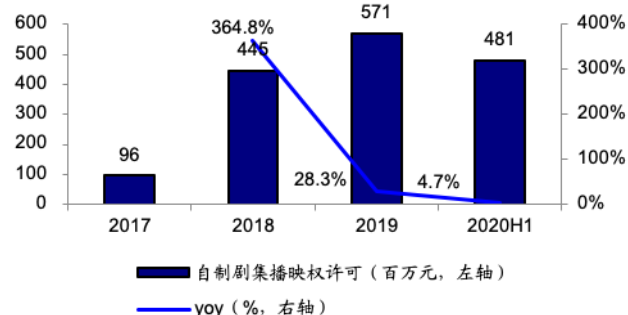
自制剧业务仍为公司第一大主营, 贡献主要毛利。2017-2020H1, 公司自制剧业务收入分别为 0.96 亿元、4.45 亿元、5.71 亿元、4.81 亿元, 分别占总营收的 17.65%、65.57%、74.68%、82.93%; 毛利分别为 0.55 亿元、1.08 亿元、0.64 亿元、1.15 亿元, 分别占总毛利 36.11%、51.36%、59.25%、84.42%; 自制剧毛利率分别为 57.3%、24.2%、11.2%和 23.8%。2019 年自制剧毛利率出现较大调整, 主要系公司前期高成本库存剧受整体行业剧集销售价格下调影响, 经历较严重的收入成本错配, 随着新剧的开展, 毛利率已得到有效恢复。截至 2020H1, 公司合计自制 11 部剧集, 其中 8 部为第一大出品方。

表 3 稻草熊作为唯一或最大投资者自制的剧集整理

剧集名称	题材	投资比例	首轮播映日期	主要播映渠道
《蜀山战纪之剑侠传奇》	古装奇幻	88.4%	2015.09/2016.01	爱奇艺、安徽卫视、江西卫视
《不可能完成的任务》	动作战争	45.0%	2016.11	江苏卫视、天津卫视、优酷
《蜀山战纪 2 踏火行歌》	古装奇幻	90.0%	2018.01	江苏卫视、贵州卫视、爱奇艺
《月嫂先生》	都市言情	46.0%	2018.08	东方卫视、浙江卫视、爱奇艺
《国宝奇旅》	战争间谍	80.0%	2019.02	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺
《一场遇见爱情的旅行》	都市言情	56.0%	2019.04	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺
《两世欢》	都市言情	100.0%	2020.02	爱奇艺
《局中人》	近代革命	70.0%	2020.06	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺

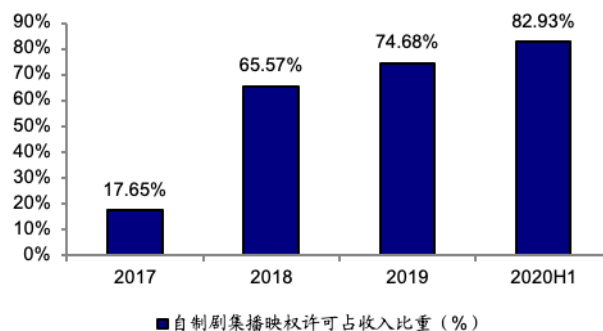
资料来源: 招股说明书, HTI

图7 2017-2020H1 稻草熊自制剧业务收入及增速



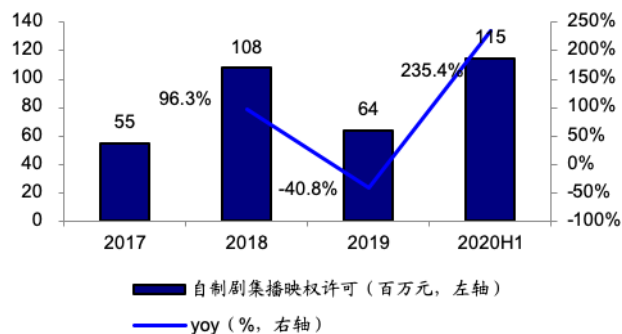
资料来源: 招股说明书, HTI

图8 2017-2020H1 稻草熊自制剧业务收入占比



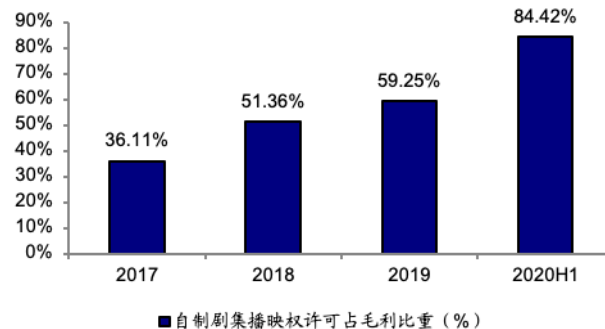
资料来源: 招股说明书, HTI

图9 2017-2020H1 稻草熊自制剧业务毛利及增速



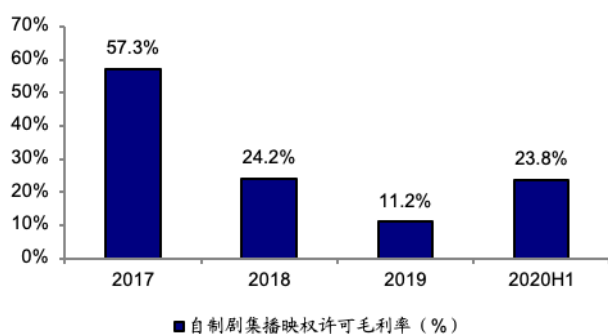
资料来源：招股说明书，HTI

图10 2017-2020H1 稻草熊自制剧业务毛利占比



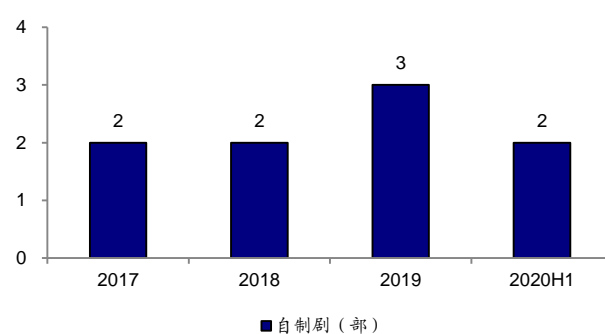
资料来源：招股说明书，HTI

图11 2017-2020H1 稻草熊自制剧业务毛利率



资料来源：招股说明书，HTI

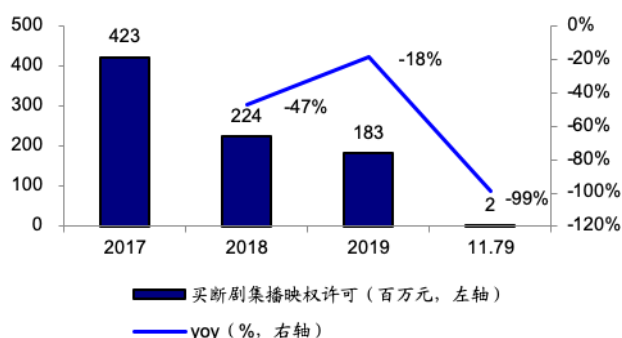
图12 2017-2020H1 稻草熊自制剧播映数量



资料来源：招股说明书，HTI

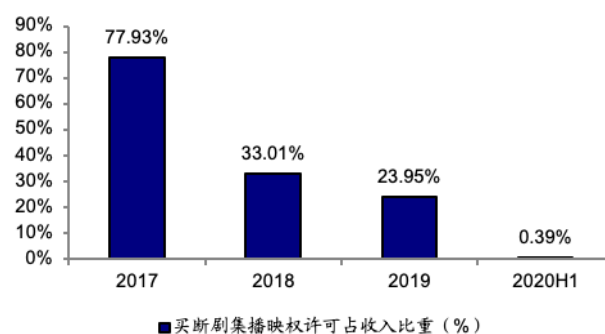
买断剧业务收入及毛利占比较少。2017-2020H1，公司买断电视剧播放数量分别为 3 部、3 部、2 部、1 部，买断剧业务营收分别为 4.23 亿元、2.24 亿元、1.83 亿元、0.02 亿元，分别占总营收的 77.93%、33.01%、23.95%、0.39%；毛利分别为 0.77 亿元、0.99 亿元、0.34 亿元、0.02 亿元，分别占总毛利 50.31%、47.23%、31.90%、1.47%；买断剧毛利率分别为 18.1%、44.2%、18.7%和 87%，毛利率与买断影视项目个体差异相关性大。2020H1，公司买断剧收入和毛利率出现较大下滑主要系《一剑横空》项目体量小且在本次上星播出前（重庆卫视）已在多个地面频道播出。

图13 2017-2020H1 稻草熊买断剧业务收入及增速



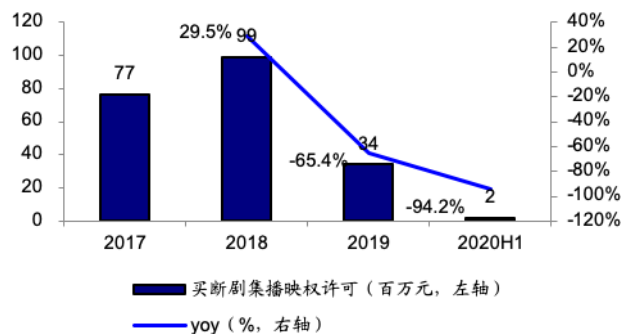
资料来源：招股说明书，HTI

图14 2017-2020 H1 稻草熊买断剧业务收入占比



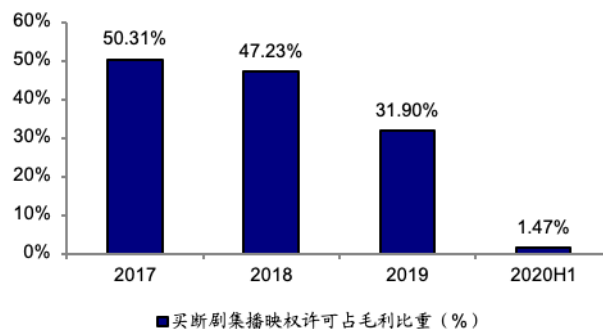
资料来源：招股说明书，HTI

图15 2017-2020 H1 稻草熊买断剧业务毛利及增速



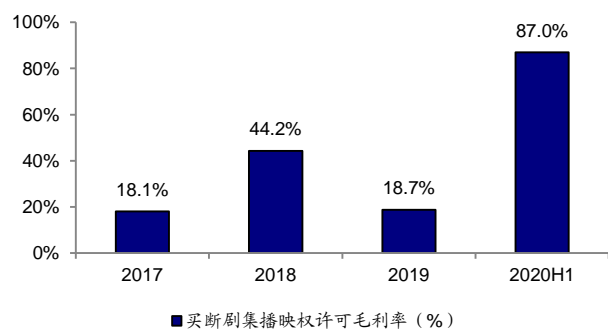
资料来源：招股说明书，HTI

图16 2017-2020 H1 稻草熊买断剧业务毛利占比



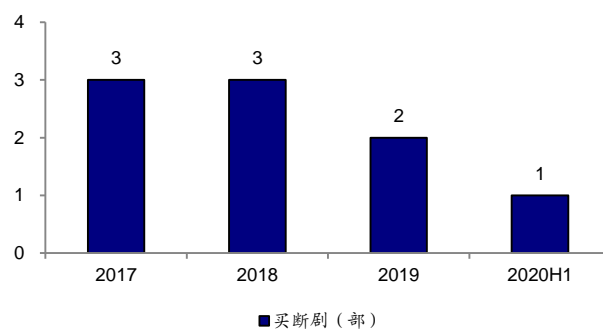
资料来源：招股说明书，HTI

图17 2017-2020 H1 稻草熊买断剧业务毛利率



资料来源：招股说明书，HTI

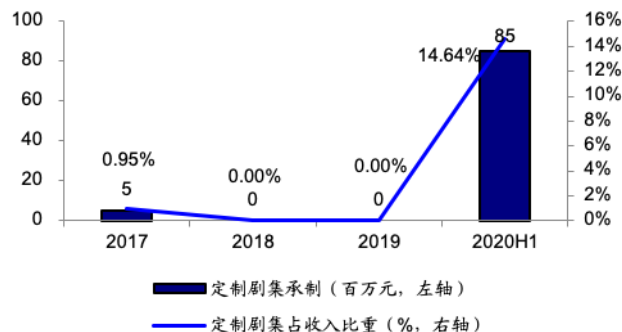
图18 2017-2020 H1 稻草熊买断剧播映数量



资料来源：招股说明书，HTI

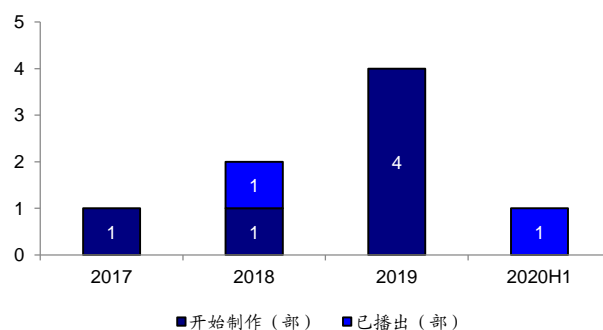
定制剧将在 3.0 模式时代成为公司未来战略重心。2017-2020H1，公司定制剧制作数量分别为 1 部、1 部、4 部和 0 部。2020H1，公司定制剧项目《猎心者》在爱奇艺平台播出，实现业务营收 0.85 亿元，占总营收 14.64%；实现毛利 0.14 亿元，占总毛利 10.43%；毛利率 16.7%。我们认为，自 2019 年公司启动“3.0 定制剧”战略模式，定制剧制作数量增长明显，预计定制剧收入及毛利贡献也将从 2020 年起逐步提升。

图19 2017-2020H1 稻草熊定制剧业务收入及占总收入比重



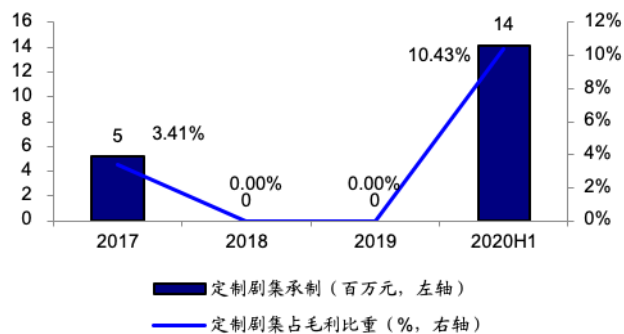
资料来源：招股说明书，HTI

图20 2017-2020 H1 稻草熊定制剧制作及播出数量



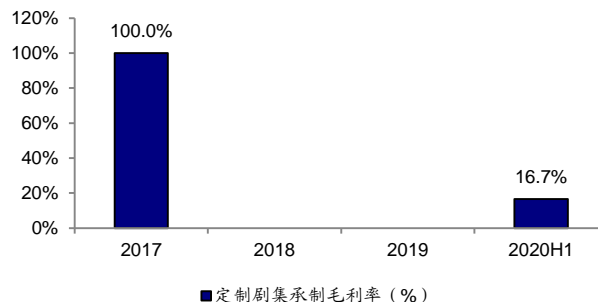
资料来源：招股说明书，HTI

图21 2017-2020 H1 稻草熊定制剧业务毛利及占比



资料来源：招股说明书，HTI

图22 2017-2020 H1 稻草熊定制剧业务毛利率



资料来源：招股说明书，HTI

3. 公司核心优势

3.1 产业链完整，科技赋能

收购杭州懿德合作博集影业，丰富 IP 来源、提升 IP 开发能力。2019 年 1 月，公司以人民币 1.8 亿元完成对杭州懿德 100% 股权的收购。杭州懿德主营文学版权代理及开发业务，拥有《奔月》、《拥抱未来的你》、《偷走他的心》、《杀破狼》等优质版权，首个影视合作项目《两世欢》已于 2020 年 2 月在爱奇艺成功播出。同时，公司也与中国顶尖出版公司博集天卷的联属人士博集影业订立战略合作协议，公司对其优质 IP 具有低成本优先购买的权利。2020 年 3 月，公司与博集影业订立自 IP 开发的剧集《两京》（原著《两京十五日》豆瓣评分 8.4 分，作者马伯庸）。我们认为，收购或合作具备大量优质 IP 资源的公司，将进一步丰富公司 IP 资源储备，并提升开发不同类型 IP 的能力。

收购诺华视创，科技赋能加强剧集制作能力。公司持有诺华视创 90.1% 股权，标的成立于 2012 年，是国内领先视觉艺术创意服务公司，从事从前期视效到后期制作全流程业务，在影视内容制作方面具有较为丰富的经验，参与过电影《微微一笑很倾城》、《唐人街探案 2》及电视剧《蜀山战纪之剑侠传奇》、《古剑奇谭 2》等的后期制作，也是公司以往五大供应商之一。我们认为，收购杭州懿德与诺华视创、合作博集影业，有助完善公司产业链布局，优化资源配置，实现规模产出。

表 4 诺华视创参与影视项目整理

类型	名称	导演	主演
电影	《微微一笑很倾城》	赵天宇	杨颖, 井柏然, 白宇, 谭松韵
	《唐人街探案 2》	陈思诚	王宝强, 刘昊然, 肖央
	《记忆大师》	陈正道	黄渤, 徐静蕾, 段奕宏, 杨子姗
	《绣春刀 II: 修罗战场》	路阳	张震, 杨幂, 张译, 雷佳音
	《西游记之大圣归来》	田晓鹏	林子杰, 吉吉, 吴文伦
	《心理罪》	谢东燊	李易峰, 廖凡, 万茜
	《铁道飞虎》	丁晟	成龙, 黄子韬, 王凯
电视剧	《蜀山战纪之剑侠传奇》	黄伟杰	赵丽颖, 陈伟霆, 吴奇隆
	《蜀山战纪 2 踏火行歌》	黄伟杰	吴奇隆, 雨婷儿, 陈哲远
	《无心法师 2》	游达志	韩东君, 陈瑶, 李兰迪
	《天盛长歌》	沈严、刘海波	陈坤, 倪妮, 赵立新, 倪大红
	《古剑奇谭 2》	蔡晶盛	付辛博, 颖儿, 李治廷
	《从前有座灵剑山》	于中中, 易勇	许凯, 张榕容, 朱元冰
	《九州缥缈录》	张晓波	刘昊然, 宋祖儿, 陈若轩

资料来源: 诺华视创官网, HTI

3.2 各环节资源优势突出, 平台化合作确保最优配置

在影视剧筹备、制作到发行各个环节, 公司都具备丰富的专业优质资源。1) IP 方面: 公司始终做到 20-30 项 IP 动态储备。截至 2020H1, 除已播映及将播映的剧集外, 公司共保留 28 项 IP, 当中包括根据初步构思撰写的 6 份原创剧本及根据被许可 IP 撰写的 22 份改编剧本, 其中包括《杀破狼》、《两京》、《倩女幽魂》等知名 IP。

表 5 稻草熊重点 IP

IP	原著	作者	小说类型	豆瓣评分
杀破狼	《杀破狼》	Priest	古装耽美	8.8
倩女幽魂	《倩女幽魂 (电影)》	李翰祥	恐怖	8.7
两京	《两京十五日》	马伯庸	历史类	8.4
永夜	《永夜》	桩桩	古言架空	7.9
墨如欢喜	《墨如欢喜》	姚璿	言情	7.7
在寂与寞的川流上	《在寂与寞的川流上》	寐语者	职场情爱	7.6
捕风者	《捕风者》	海飞	谍战	7.5
浮图塔	《浮图塔》	尤四姐	古言架空	7.2
逐浪计划	《逐浪计划》	林小染	探险	7.1
湖中公子	《湖中公子》	小狐濡尾	古言玄幻	6.9
临渊	《临渊》	尤四姐	古言架空	-
白日梦我	《白日梦我》	栖见	校园青春	6.4
公子倾城	《公子倾城》	维和粽子	古言架空	6.2
劝你趁早喜欢我	《劝你趁早喜欢我》	叶斐然	言情	-
亲爱的物理教授	《亲爱的物理教授》	钟花无艳	言情	-
沉鱼计	《沉鱼计》	宁馨儿	古言架空	-
偷走他的心	《偷走他的心》	容光	校园言情	-
客从何处来	《暮山见忘集之客从何处来》	丁墨	悬疑爱情	-

资料来源: 百度百科, 豆瓣, 公开资料整理, HTI

2) 专家方面: 管理层具有多年行业从业经验, 专业人才关系紧密。公司行政总裁刘小枫有超过 20 年的媒体从业经验, 体制内出身, 在剧集行业具有较强的影响力, 已制作和发行的剧集超过 20 部, 集数超过 1000 集。其中《蜀山战纪之剑侠传奇》率先推出“先网后台”的播放模式, 通过与网络视频平台的深度合作, 充分把握网络视频平台崛起的机会。

公司首席营销官张秋晨也在国内电视剧的销售、营销及发行领域拥有超过 20 年内的经验, 被誉为业内最佳发行人之一。相较传统影视公司而言, 稻草熊的管理团队更具商业化和延展性, 更能以剧集内容出发, 以灵活的商业模式适应互联网时代剧集制作行业的发展需求。同时公司与多名知名导演、编剧、演员保持长期合作关系, 如导演黄伟杰、导演梁国冠、制片人李莅樱、制片人冯乐、编剧陈海飞等。

表 6 刘小枫参与制作重点影视剧

剧名	导演	主演	出品时间	担任职务
《牌坊下的女人》	陈伟祥	寇振海, 刘思彤, 马雅舒, 邓萃雯	2009	制作人
《新萍踪侠影》	李惠民	潘粤明, 董洁, 刘松仁, 米雪, 刘思彤	2011	制作人
《我的抗战》	陈家霖, 陈伟祥	朱泳腾, 魏春光, 王馨可, 卫莱	2012	制作人
《新白发魔女传》	黄伟杰	吴奇隆, 马苏, 郭珍霓, 樊少皇, 刘思彤	2012	制作人
《蜀山战纪之剑侠传奇》	黄伟杰, 梁国冠, 苏飞	赵丽颖, 陈伟霆, 吴奇隆, 叶祖新, 刘思彤	2015	出品人、制作人
《繁星四月》	黄伟杰	戚薇, 吴奇隆, 左航, 任言恺, 邓萃雯	2016	出品人、制作人
《蜀山战纪 2 踏火行歌》	黄伟杰	吴奇隆, 雨婷儿, 陈哲远	2017	出品人、制作人
《第二次也很美》	陈铭章, 陈嘉鸿	王子文, 张鲁一, 于小伟, 于明加	2018	出品人
《月嫂先生》	徐宗政	吴奇隆, 李小冉, 许娣, 白志迪	2018	出品人
《两世欢》	余翠华	于朦胧, 陈钰琪, 张思帆, 王宫良	2019	出品人

资料来源: 招股说明书, 百度百科, 七猫影视, HTI

3) 渠道方面: 与头部视频平台爱奇艺等深入合作。根据弗若斯特沙利文报告, 爱奇艺作为国内领先的网络视频平台, 2017-2019 年其市占率分别为 29.8%、31.6%和 30.2%。公司在 2018 年 11 月和 2020 年 5 月获得爱奇艺全资子公司 Taurus Holding 4000 万美元及 1513.88 万美元的 A-1 及 A-2 轮投资, 截至发行前, 爱奇艺持有公司 19.57% 的股权, 为第二大股东。公司在自制剧集、买断剧集和定制剧集业务方面已和爱奇艺有深度合作, 同时, 在网络大电影、影视剧歌曲等多方面签订合作框架协议。此外, 公司与其他头部网络平台如腾讯、优酷、芒果 TV 等均有良好合作。

图 23 公司与爱奇艺合作模式



资料来源: 招股说明书, HTI

表 7 公司与爱奇艺合作框架协议整理

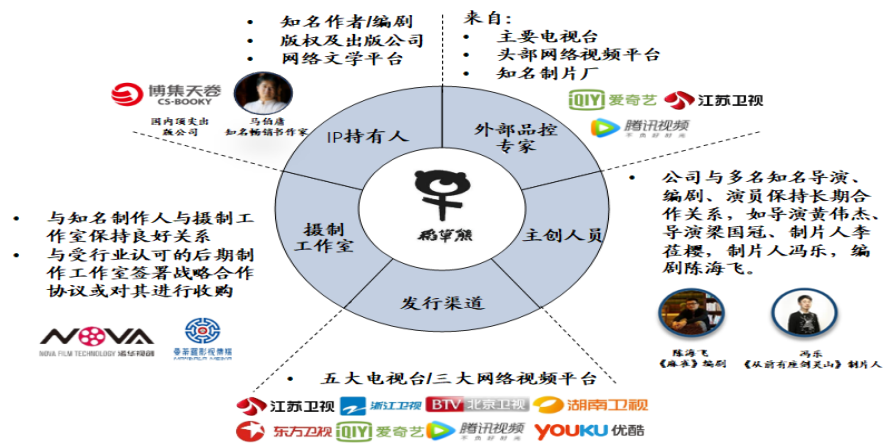
协议类型	签订时间	协议内容
网络大电影合作框架协议	2019 年	向爱奇艺授出自制或货授权网络大电影的播映权, 并共享爱奇艺所收取的点播付费、广告收入及海外发行的收入
影视剧歌曲制作框架协议	2020 年	授权上海韶愔为剧集制作影视歌曲
剧本开发框架协议	2020 年	将小说等创意作品改变成剧本, 并将与之相关的改编权及拍摄权许可予爱奇艺, 以换取剧本开发费
定制剧集承制框架协议	2020 年	就剧集、制作服务费、里程碑付款时间表及 IP 权分配定制具体条款, 为爱奇艺制作定制剧集
剧集版权授权框架协议	2020 年	将自制剧集的播映权及其他版权许可予爱奇艺, 而爱奇艺将支付许可费
剧集播映权购买框架协议	2020 年	向爱奇艺获得剧集的播映权许可, 再进一步将有关播映权许可予电视台或第三方代理, 并向爱奇艺支付许可费
发行收入分成框架协议	2020 年	与爱奇艺分享为其承制的定制剧的发行收入

资料来源: 招股说明书, HTI

开放的平台化合作机制, 打造精品制作生态。公司通过平台型业务模式, 将主要行业参与者, 如 IP 持有人、主创人员、拍摄及制作工作室、外部品控专家及发行渠道等, 有效地整合至生态系统中。我们认为, 在平台型的业务模式下, 公司能够通过现有数据库的精准匹配, 将合适行业参与者配置到其擅长的剧集项目特定题材上, 这不仅能实现专业资源的合理配置, 同时有效缩短剧集从孵化到制作再到发行的周期, 并令剧集实现最大价值。根据弗若斯特沙利文报告, 从提交备案公示申请至剧集首轮播映业内平均需时约 22.5 个月, 而公司仅需 17.8 月。

以剧集《局中人》为例, 从筹划相关题材, 再根据题材及相关经验匹配导演和编剧, 最后根据投资规模匹配相应的制作工作室和品控专家, 公司充分利用平台优势, 从项目的申请公示到完成拍摄仅用 11 个月。

图24公司平台型业务模式



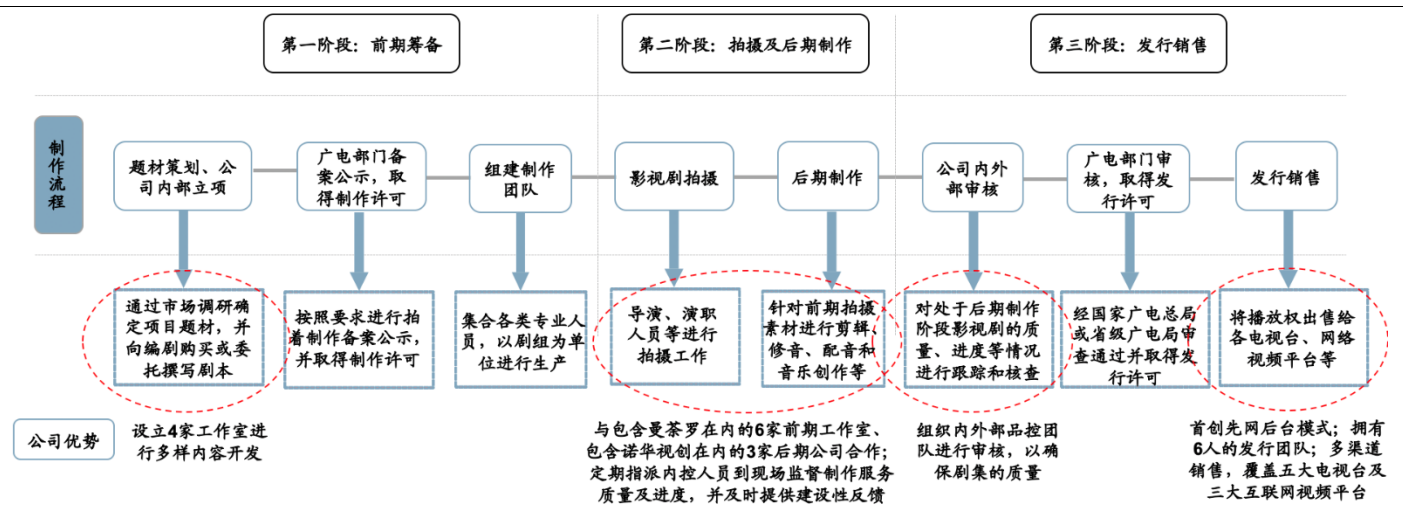
资料来源：招股说明书，HTI

3.3 工业化制作流程，剧集周期有效缩短、剧集数量有望突破

细化分工，专人专事。截至 2020H1，公司总员工 73 人，采用“内部专+外部专家”合作模式，做到业务环节细分，部门间沟通紧密。具体来看，1) 前期开发：稻草熊内部设立四个内容工作室，根据不同网络视频平台的偏好和特定需求提供专业多样内容开发，聘请编剧进行原创剧本或 IP 改编剧本开发。2) 剧集制作工程中，前期拍摄合作包括曼荼罗在内的 6 家摄制、制作工作室，后期制作除收购诺华视创外，与另两家后期制作公司签订战略合作协议，确保实现公司影视项目一站式服务；同时定期指派内部质量控制人员到现场监督第三方供应商提供的制作服务质量及进度，并及时提供建设性反馈；此外，公司亦组织内部及外部品控团队（一般为具有丰富经验的知名制作人或导演）进行审核，以确保剧集的质量。3) 公司发行团队员工 6 人，由张秋晨担任首席营销官。

我们认为，公司影视项目开发采用工业化制作流程，通过多环节的风险把控与成熟团队的经验积累，将有效提升影视剧项目盈利性，同时有望实现产量突破。

图25公司工业化制作流程及优势总结



资料来源：招股说明书，HTI

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年全面摊薄 EPS 分别为 0.37 元人民币、0.42 元人民币和 0.49 元人民币。参考可比公司 2021 年 25.29 倍 PE 估值，考虑到公司作为影视剧行业优质内容龙头地位，以及其定制剧业务带动良好现金流优势，给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，对应目标价为 11.06 元/股，按照“1 元=1.2110 港元计算”，对应目标价 13.39 港币/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 8 可比公司估值表-PE 估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300133	华策影视	119	3.99	6.51	7.75	29.81	18.29	15.35
300251	光线传媒	371	2.91	11.47	13.87	127.30	32.29	26.72
均值							25.29	21.03

资料来源：wind (2021 年 05 月 26 日收盘价)，盈利预测来自 wind 一致预期，HTI

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	953	1890	2269	2677
每股收益	0.03	0.37	0.42	0.49	营业成本	693	1425	1747	2067
每股净资产	0.33	2.04	2.46	2.95	毛利率%	27.28%	24.60%	23.00%	22.80%
每股经营现金流	0.02	-0.47	0.04	0.10	营业税金及附加				
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%				
价值评估 (倍)					营业费用	81	113	132	155
P/E	397.21	29.95	26.18	22.66	营业费用率%	8.50%	6.00%	5.80%	5.80%
P/B	26.92	4.47	3.70	3.09	管理费用	68	66	68	80
P/S	13.11	25.06	30.07	35.49	管理费用率%	7.14%	3.50%	3.00%	3.00%
EV/EBITDA	42.10	20.07	21.76	18.47	EBIT	111	285	322	375
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-1	1	-6	-7
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	27.28%	24.60%	23.00%	22.80%	资产减值损失				
净利率	1.91%	13.48%	12.85%	12.58%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	8.24%	18.10%	17.16%	16.54%	营业利润	111	285	322	375
资产回报率	0.99%	7.51%	7.29%	7.22%	营业外收支				
投资回报率	4.80%	18.07%	17.12%	16.50%	利润总额	48	300	343	396
盈利增长 (%)					EBITDA	145	285	322	375
营业收入增长率	24.54%	98.39%	20.00%	18.00%	所得税	30	45	51	59
EBIT 增长率	108.19%	156.30%	12.87%	16.34%	有效所得税率%	62.43%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	-63.16%	1276.05%	14.40%	15.52%	少数股东损益	0	1	1	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	18	254	290	335
资产负债率	87.92%	58.47%	57.41%	56.23%	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
流动比率	1.45	2.14	2.11	2.10	货币资金	96	546	587	672
速动比率	0.68	1.14	1.10	1.08	应收款项	441	756	907	1071
现金比率	0.08	0.37	0.33	0.32	存货	856	1425	1747	2067
经营效率指标 (%)					其它流动资产	32	57	68	80
应收帐款周转天数	169	146	146	146	流动资产合计	1664	3183	3783	4445
存货周转天数	328	275	281	282	长期股权投资				
总资产周转率	0.51	0.56	0.57	0.58	固定资产	9	15	15	15
					在建工程				
					无形资产	147	147	147	147
					非流动资产合计	196	196	196	196
					资产总计	1860	3379	3979	4641
					短期借款	159	0	0	0
					应付账款	238	475	582	689
					预收账款				
					其它流动负债	716	945	1134	1338
					流动负债合计	1146	1486	1795	2120
					长期借款	0	0	0	0
					其它长期负债	489	489	489	489
					非流动负债合计	489	489	489	489
					负债总计	1635	1976	2284	2609
					实收资本	0	191	191	191
					归属于母公司所有者权益	224	1401	1691	2026
					少数股东权益	0	1	1	2
					负债和所有者权益合计	1860	3379	3979	4641
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E					
净利润	18	254	290	335					
折旧摊销	34	0	0	0					
少数股东权益	0	1	1	2					
非经营收益									
运营资金变动及其他	-123	-569	-251	-252					
经营活动现金流	13	-325	26	70					
资产	-3	0	0	0					
投资	96	0	0	0					
其他	-70	15	15	15					
投资活动现金流	23	15	15	15					
债权募资	-73	-159	0	0					
股权募资	0	924	0	0					
其他	81	-4	0	0					
融资活动现金流	7	761	0	0					
现金净流量	43	451	41	85					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), HTI

APPENDIX 1

Summary

- The company is a major producer and distributor of drama in China. In 2020, the company achieved revenue of Rmb952mn in 2020, up by 24.5% YoY; GP of Rmb260mn, up 141.4% YoY.
- We initiate our estimate of the company's EPS in 2021-2023 to be Rmb0.37, Rmb0.42 and Rmb0.49 respectively. Compared with peers, we give FY21PE of 30x to the company with a corresponding target price of HK\$13.39. We initiate with OUTPERFORM rating.
- Risk: Progress of film&TV drama project falls short of expectation.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

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 2125.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 2125.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 2125.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

2125.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

2125.HK is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

300133.CH 及 300251.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。

300133.CH and 300251.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.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 2125.HK 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 2125.HK.

海通在过去的 12 个月中从 300133.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 300133.CH.

海通担任 0700.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

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

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

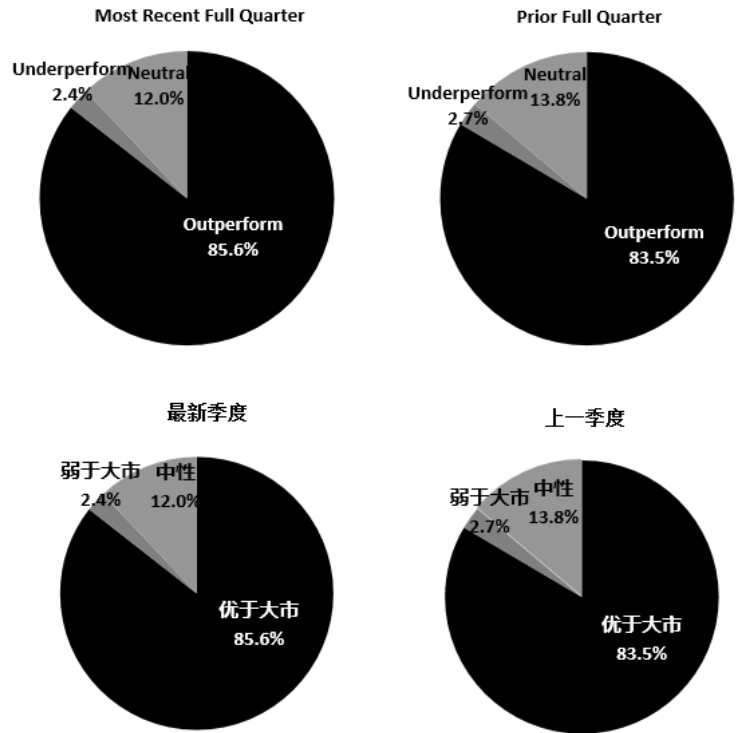
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

评级分布 Rating Distribution



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.

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. (“HTIJK”) 的协助下发行，HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

Please refer to HTI’s website www.equities.htisec.com for further information on HTI’s organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。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, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 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>