

Liting Wang
liting.wang@htisec.com

Hongke Li
hongke.li@htisec.com

Rebecca Hu
rebecca.jl.hu@htisec.com

东南亚国别消费研究： 印度尼西亚—区域最大经济体， 内需主导型市场

投资要点：

- **经济：东盟最大经济体，内需及三产是拉动增长的核心。** 印尼经济的快速增长始于 20 世纪 60-70 年代，期间受亚洲金融危机冲击后又迅速走出阴霾，2023 年 GDP 已达 1.37 万亿美元，占东盟经济总量 36%，是东盟最大经济体。(1) 支出法拆分：印尼经济增长长期由内需主导，石油繁荣时期结束后消费占 GDP 比重一直维持在 60-70% 水平；(2) 按产业拆分：亚洲金融危机后，第三产业取代第二产业成为经济增长主要引擎。
- **消费：消费群体庞大且结构优，消费意愿及能力不断提升。** 根据 Euromonitor 数据，2015-2023 年，印尼人均消费支出由 1870 美元增至 2608 美元，年复合增速 4.2%，高于同期人均可支配收入 4.0% 的年复合增速。我们认为促进印尼消费增长的因素主要包括 (1) 印尼人均可支配收入提升快，居民储蓄率低，消费意愿强；(2) 人口多且结构优，中产不断增加；(3) 基础建设不断完善，为经济发展消费提升提供坚实基础；(4) 清真消费市场潜力大。
- **零售渠道：渠道占比较均衡，电商渠道增速最快。** 据 Euromonitor 数据，2023 年印尼零售市场规模达 1913 亿美元，预计 2023-28 年复合增速达 11.1%。为避免现代渠道对传统渠道过快替代影响居民就业和收入，印尼对现代渠道经营设置了诸多限制，塑造了目前相对均衡的渠道占比。2023 年印尼零售市场中传统/现代/电商/其他渠道各占约 37%/30%/32%/1%；现代渠道中专卖店/便利店/超市/百货/大卖场渠道占总额各约 19%/8%/2%/1%/1%。以渠道零售额增速计，电商和便利店是增长相对较快的渠道。
- **本地供应及进出口情况。** 印尼自然资源丰富，部分能源、矿产和农产品生产供应皆位于全球前列。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼进口额 2219 亿美元，出口额 2588 亿美元，贸易顺差达 369 亿美元。印尼主要进口商品是原油、成品油和机电设备等，主要出口商品是煤及煤制燃料、棕榈油和初加工金属等产品。中国已连续十余年保持印尼最大贸易伙伴地位。印尼主要自中国进口机电设备等，向中国出口初加工金属、矿石能源等产品。
- **资本市场表现及重点上市公司简析。** 2007 年，雅加达股票交易所与泗水股票交易所合并后更名为印尼股票交易所简称 IDX。目前，IDX 是印尼唯一一家支持股票、固定收益产品和衍生品交易的交易所。根据 Aseanexchanges 数据，截至 2024 年 7 月，IDX 共有 934 家上市公司，市值约 7572 亿美元。年初以来，印尼必选消费收跌 3.2%，跑输大盘 3.9%，可选消费收跌 9.2%，跑输大盘 9.9%。
- **风险提示：** 宏观经济和市场需求波动风险、地缘政治风险等。

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)

目 录

1. 经济：东盟最大经济体，内需及三产是拉动增长核心	6
2. 消费：消费群体庞大结构优，消费意愿及能力不断提升	7
3. 零售渠道：各渠道占比较为均衡，电商渠道增速最快	10
4. 本地供应及进出口情况	18
5. 资本市场表现及重点上市公司简析	22
6. 风险提示	25

图目录

图 1	印尼经济发展历程，近年来经济保持平稳增长（%，1961-2023）	6
图 2	印尼支出法 GDP 各分项占比（1960-2023）	7
图 3	印尼支出法 GDP 各分项对增长拉动（%，1960-2023）	7
图 4	三产增加值对印尼经济的占比（1960-2023）	7
图 5	三产增加值增速（1960-2023）	7
图 6	印尼居民消费及增速（2001-2023）	8
图 7	印尼居民消费分类（1990-2023）	8
图 8	2022 年印尼国家战略项目（PSN）	10
图 9	印尼固定集市	12
图 10	印尼的街边摊	12
图 11	Sarinah 百货	13
图 12	Ratu Plaza	13
图 13	Central Park 外景	13
图 14	Central Park 内景	13
图 15	印尼超市数量（间，1968-1997）	15
图 16	印尼超市行业集中度（%，2014-2023）	15
图 17	印尼按品牌拆分的便利店数量（2023）	15
图 18	相邻的 Indomaret 和 Alfamart 门店	15
图 19	7-Eleven 印尼销售额（亿印尼卢比，2010-2016）	16
图 20	Indomaret 和 Alfamart 门店数（间，2014-2023）	16
图 21	印尼国内能源供应及最终消费（万兆焦耳，2000-2021）	19
图 22	印尼能源进出口（万兆焦耳，2000-2021）	19
图 23	印尼能源供应来源（2000-2021）	19
图 24	印尼能源最终消费（2000-2021）	19
图 25	印尼进出口规模及贸易顺差（亿美元，1977-2023）	20
图 26	印尼贸易差额按产品类别拆分（亿美元，1989-2023）	20
图 27	中国企业对印尼直接投资流量（亿美元，2013-2022）	21
图 28	印尼股市 2024 年初至 5 月末的分行业板块表现（1.1-5.31）	22
图 29	Alfamart 注册会员及活跃用户贡献（2020-1Q24）	23
图 30	Alfamart 的各品牌零售门店数量（2023）	23

图 31	Unilever Indonesia 的品牌组合（2023）	24
图 32	Indofood 四大业务板块	24
图 33	Indofood CBP 的品牌组合（2023）	25

表目录

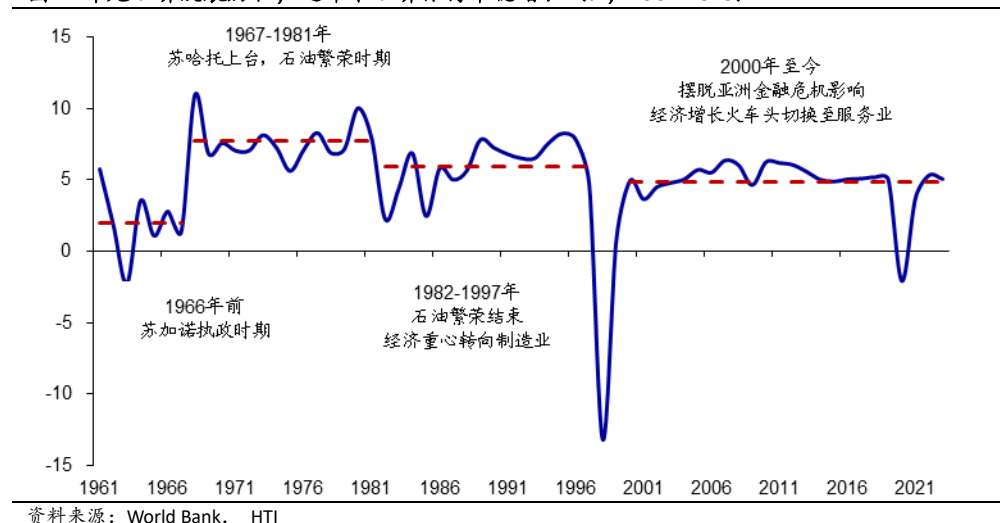
表 1 东盟主要国家经济指标（2023）	8
表 2 东盟主要国家人口总量及结构（2023）	9
表 3 东盟主要国家零售渠道概况（2023）	11
表 4 印尼零售概况（2023）	11
表 5 Central Park 各楼层商户结构（2024.6）	14
表 6 Indomaret 及 Alfamart 品牌概况	15
表 7 Indomaret 及 Alfamart 开店费用（百万印尼卢比）	16
表 8 Indomaret 及 Alfamart 分成政策	16
表 9 东盟主要国家电商渠道对比（2023）	17
表 10 印尼主要电商品牌概况（2023）	18
表 11 Shopee 及 Tokopedia 商户主要费率	18
表 12 印尼自（向）全球进出口主要商品（2022）	20
表 13 印尼自（向）中国进出口主要商品及金额（亿美元，2022）	21
表 14 印尼重点上市公司估值情况（20240830）	22

本篇是海通东南亚国别消费研究系列的第二篇，内容主要包括印尼的经济发展、整体消费情况、需求增长的底层来源、本地供应链情况、进出口政策以及主要上市公司概况，旨在为印尼消费行业做总概性的介绍。

1. 经济：东盟最大经济体，内需及三产是拉动增长核心

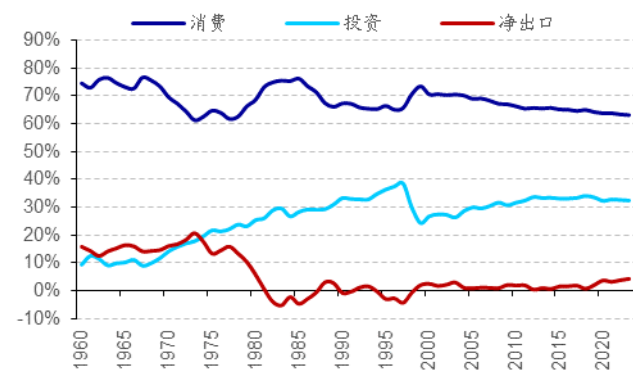
印尼是东盟最大经济体，发展潜力巨大。印尼的近代史较为坎坷，15 世纪先后被葡萄牙、西班牙和英国入侵。16 世纪沦为荷兰殖民地，1942 年被日本占领。二战日本投降后，印尼爆发八月革命，1945 年 8 月宣布独立。之后三次发动独立战争，最终在 1949 年签订印荷《圆桌会议协定》，1950 年正式宣布成立印尼共和国。印尼经济的快速增长始于 20 世纪 60-70 年代，苏哈托上台后，印尼一定程度放松对外资的限制，开始主动承接国际产业转移，并重点发展国家工业，逐步完成了从“进口替代”向“出口导向”的战略转型，经济外向程度不断提高。1966-1997 年的 30 多年期间，印尼的平均 GDP 增速达到了 6.5%，实现了经济的飞速发展。1997 年亚洲金融危机期间，印尼经济曾遭遇严重衰退，货币大幅贬值，直到 2003 年末才解除了 IMF 经济监管。苏希洛 2004 年执政后，通过吸引外资、发展基建、整顿金融、扶持中小企业，推动实际 GDP 增速重回 5% 以上。其继任者佐科 2014 年执政后，提出建设“全球海洋支点”构想，大力发展海洋经济和基础设施，反腐倡廉改善投资环境，加大粮食、能源、教育和科创投资，维持了经济稳步增长的趋势。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼 GDP 达 1.37 万亿美元，占东盟经济总量 36%，是东盟最大经济体，同期人均 GDP 为 4919.7 美元，GDP 增速达 5.05%。根据 IMF 的 2024 年 7 月《亚太地区经济展望》，2024 年和 2025 年印尼 GDP 增速预计将达 5.0% 和 5.1%。

图1 印尼经济发展历程，近年来经济保持平稳增长（%，1961-2023）



长期以来，印尼经济增长主要是由内需主导的。不同于大部分东南亚国家经济发展大多依赖出口，一直以来印尼的经济增长主要由国内消费拉动。一方面印尼消费市场庞大，人口增速高且结构优，居民收入增加，通货膨胀低使消费者信心指数维持高位，同时印尼政府把扩大内需促进消费放在经济政策的重要位置，采取了多项措施促进内需市场发展。另一方面，印尼的制造业发展相对薄弱，出口主要以资源为主。根据 World Bank 数据，以本币不变价计，自 1982 年石油繁荣时期结束后，印尼净出口占 GDP 比重迅速回落，投资占比则逐渐上升，并在 1997 年达到最高峰的 38%；亚洲金融危机后，投资占 GDP 比重回落，目前稳定在约 32%-34%。印尼消费占比虽逐渐下滑，但目前仍占 GDP 约 63%，且长期主导经济增长；2000 年之后消费对 GDP 增速的拉动稳定在 3-4% 左右，对比而言，投资和净出口对经济的拉动较小，且波动较大。2020 年之后，印尼内需在疫情冲击下下滑明显，而出口在大宗商品价格上涨的影响下大幅上升，一度成为拉动经济增长的重要力量。随着疫情逐渐恢复，经济发展回到正轨，内需的拉动作用又再次显现。

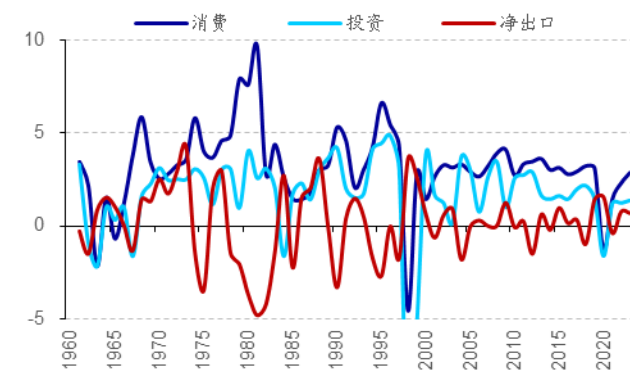
图2 印尼支出法 GDP 各分项占比（1960-2023）



资料来源：World Bank, HTI

注：行业增加值为本币不变价，总量为分部数据加总，未计入统计误差

图3 印尼支出法 GDP 各分项对增长拉动（%，1960-2023）

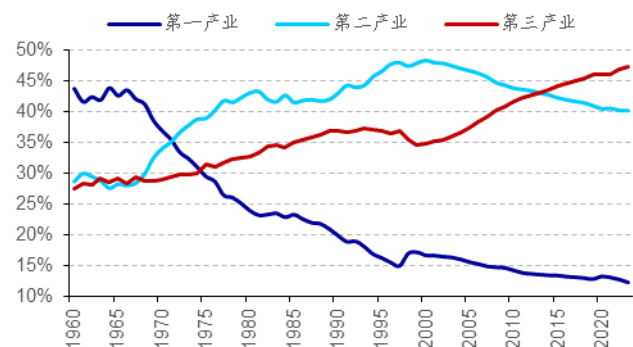


资料来源：World Bank, HTI

注：行业增加值为本币不变价

第三产业已经取代第二产业成为拉动印尼增长的主要动力。1970 年之前，印尼是个较为典型的农业国，第一产业的占比超过 40%。1970 年代印尼进入石油繁荣期，石油出口收入被用于补贴进口替代战略（ISS）等政策促进国内其他行业发展，制造业进入高速增长阶段。1980 年后石油繁荣结束，印尼开始实施金融自由化，在国际资本的支持下经济重心开始向出口导向型制造业偏移，在此期间，第二产业是经济增长的核心驱动力，占 GDP 比重不断提升，一度接近 50%。1997 年亚洲金融危机后，印尼第二产业增速中枢明显下台阶，第三产业逐渐成为经济增长主要引擎。**第二产业的下滑是内外部双重承压的结果。**从外部来看，亚洲金融危机的直接冲击（货币贬值，资本外流等），IMF 的干预（自由化改革措施）以及国际贸易竞争的加剧，使印尼制造业脱离了此前高速增长的模式。从内部来看，初级产品部门过度繁荣、劳动力成本上升速度快、营商环境较差（腐败、政府行政效率低及融资困难）以及产品升级面临瓶颈等也抑制了制造业的增长。

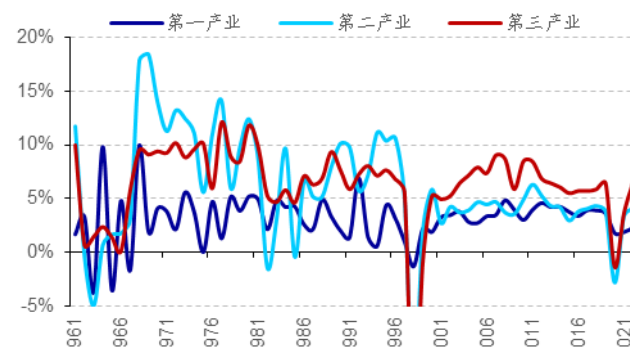
图4 三产增加值对印尼经济的占比（1960-2023）



资料来源：World Bank, HTI

注：行业增加值为本币不变价，总量为分部数据加总，未计入统计误差

图5 三产增加值增速（1960-2023）



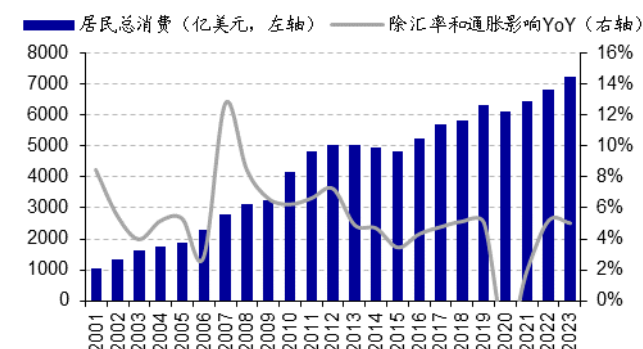
资料来源：World Bank, HTI

注：行业增加值为本币不变价，总量为分部数据加总，未计入统计误差

2. 消费：消费群体庞大结构优，消费意愿及能力不断提升

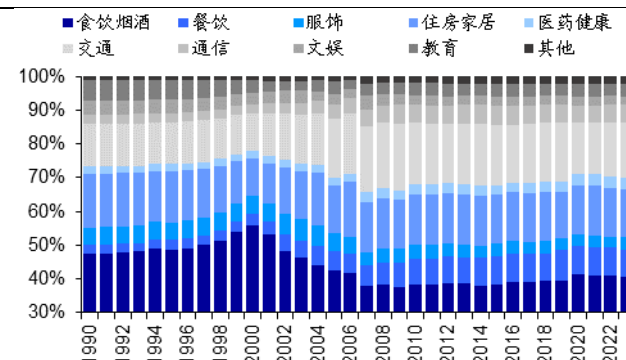
印尼消费规模大，增速可观，饮食、交通通信类支出占比高。根据 Euromonitor 数据，2015-2023 年，印尼居民消费总量由 4845 亿美元增至 7237 亿美元，年复合增速 5.1%；同期人均消费支出由 1870 美元增至 2587 美元，年复合增速 4.1%，高于人均可支配收入 4.0%的年复合增速。自 2019 年来，印尼人均支出占可支配收入比重始终维持 90% 以上。支出结构方面，印尼居民在餐饮烟酒、交通、通信、住房家居类的消费支出占比较高。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼居民餐饮烟酒、交通通信和住房家居支出占比各 40.5%/21.7%/14.4%。

图6 印尼居民消费及增速（2001-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

图7 印尼居民消费分类（1990-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

注：住房家具含酒店及相关支出。

我们认为促进印尼消费增长的因素主要有：

（1）印尼人均可支配收入提升快，居民储蓄率低，消费意愿强

印尼人均可支配收入不断提升，且储蓄率低，消费意愿强。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼人均可支配收入 2868 美元（大约相当于中国 2010-2011 年水平），2015-2023 年复合增速为 4.0%；同期印尼人均消费支出占可支配收入比重 91%，在东盟主要国家中远高于新加坡的 68%，与泰国、越南大致处于同水平。与此同时，自 2022 年疫后恢复以来印尼的消费信心指数一直位于高位（110-130）。我们认为，印尼的高消费意愿主要来自印尼人对国家经济发展以及未来收入增长的信心。

表 1 东盟主要国家经济指标（2023）

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
人均可支配收入（千美元）	2.9	4.3	39.9	2.7	2.6	6.8
人均可支配收入 2015-23 CAGR	4.0%	4.4%	3.8%	2.6%	6.1%	4.2%
城市人均可支配收入（千美元）	3.3	5.1	39.9	3.2	3.3	7.6
人均消费支出占可支配收入比重	91%	97%	68%	102%	86%	105%

来源：Euromonitor，HTI

（2）人口多且结构优，中产不断增加

印尼人口多结构优，年轻人占比高。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼总人口达 2.78 亿（同比增长 0.6%），占东盟人口总量 41%；城市化率达 59%，在东盟仅低于新加坡和马来西亚。印尼人口中位数年龄 30.9 岁，Z 世代占比 24%，Alpha 世代占比 23%，出生率 1.6%，当前人口和潜在年龄结构均较为年轻化，劳动力充沛、质量高且消费潜力大。

表 2 东盟主要国家人口总量及结构（2023）

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
人口（亿人）	2.78	0.72	0.06	1.17	1.00	0.33
东盟人口占比	41%	10%	1%	17%	14%	5%
城市化率	59%	54%	100%	54%	39%	79%
中位数年龄（岁）	30.9	41.2	45.3	26.0	33.8	32.8
Z 世代占比	24%	19%	15%	27%	21%	24%
Alpha 世代占比	23%	14%	9%	28%	21%	19%
出生率	1.60%	0.87%	0.65%	2.13%	1.43%	1.29%

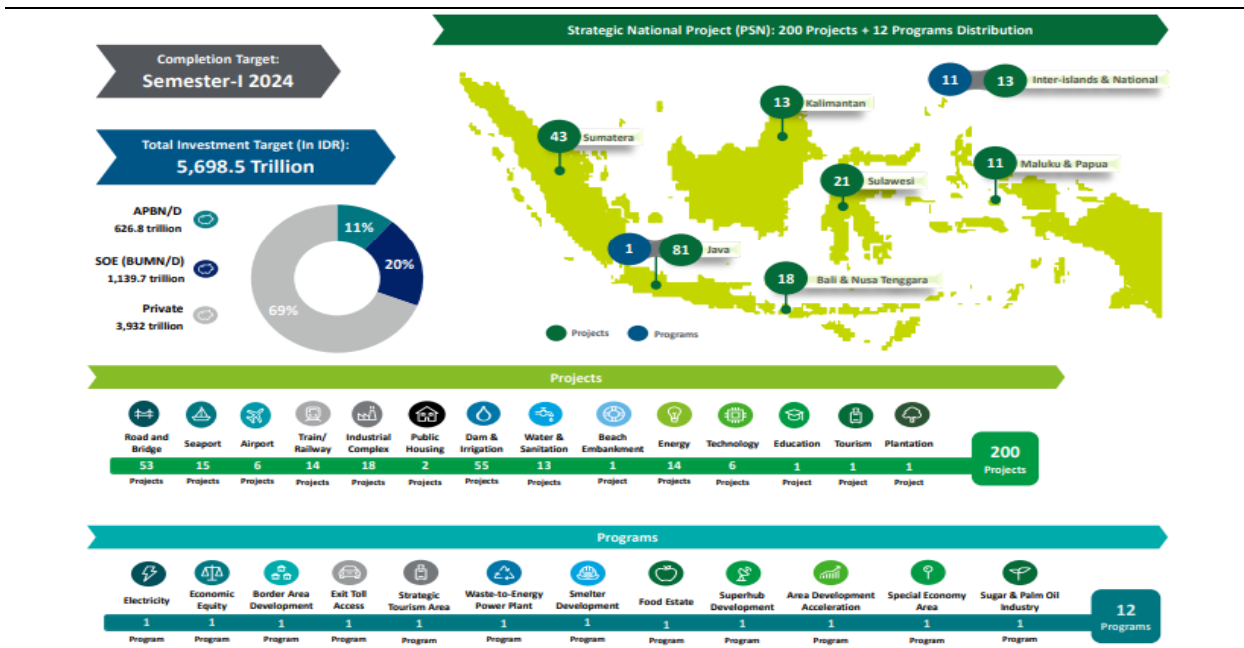
来源：Euromonitor，HTI

中产是印尼未来经济发展的支柱。根据新商业援引印尼全国家庭收入调查数据，2022 年印尼拥有 7200 万中产阶级和 1.28 亿新中产阶级，分别占总人口的 26%和 47%。自 2002 年以来，中产群体以 10%的年复合增速增加，中产消费同期年复合增长 12%，约占全国总消费的一半。我们认为中产的兴起背后是国家经济的发展，城镇化率的提升，人均收入的增长以及教育水平的提高。中产群体的增加将提升印尼整体的消费能力和消费水平，同时带来广阔的消费升级需求。

（3）基础建设不断完善，为经济发展消费提升提供坚实基础

印尼是全球最大的群岛国家，由 17000 多个岛屿组成，东西绵延 5000 多公里，南北长达 1700 公里，交通运输是印尼经济发展的重大挑战。由于爪哇岛和苏门答腊岛合计占据印尼全国 GDP 的约 3/4，经济发展区域不平衡也使得物流发展不均衡。对此，印尼政府一直致力于完善基础设施，尤其是在 2014 年后，印尼在基础设施方面的投资预算不断提升，根据 Statista 和 DataIndonesia 数据，2024 年印尼政府基础设施预算 423.4 万亿印尼卢比，2014-2024 年复合增速 10.6%。为了改善群岛连通性，促进印尼东西地区的平衡增长，提高经济运行效率，2016 年政府开始制定国家战略项目（PSN）来推动基础设施建设项目的落地。2022 年印尼国家战略项目包含 200 个公共基础设施项目，如收费公路、机场、铁路、港口、发电厂、水坝、工业综合体、电信基础设施等，和 12 个由优先基础设施加速交付委员会（KPPIP）管理的项目。2022 年 PSN 预计将投资 5698.5 万亿印尼卢比，且在 2024 年完成所有项目。除此，电信等基础设施逐渐完善，印尼互联网普及率提升，也是电商蓬勃发展的基础。根据 We Are Social 数据，2022 年初印尼互联网用户约 2.03 亿人，互联网普及率为 73.7%，电商渗透率 87.1%。

图8 2022 年印尼国家战略项目（PSN）



资料来源：Coordinating Ministry for Economic Affairs of RI Regulation No.9 2022 and KPPIP Semester 2 2021 Report，HTI

（4）清真消费市场潜力大

印尼是世界上穆斯林人口最多的国家，清真消费市场广阔。根据商务部数据，印尼约 87% 的人信奉伊斯兰教，是世界上穆斯林人口最多的国家。2019 年 5 月，时任总统佐科作为国家伊斯兰金融委员会（KNKS）主席发布了《2019-2024 印度尼西亚伊斯兰经济总体规划》，提出通过加强清真价值链，伊斯兰金融，中小微企业和数字经济，推动印尼在 2024 年成为世界领先的伊斯兰经济中心。伊斯兰消费市场广阔，根据《State of the Global Islamic Economy Report 2023》数据，2022 年全球伊斯兰消费支出约 2.29 万亿美元，同比提升 9.5%。2023 年最强伊斯兰经济生态国家排名中印尼位列第三，仅次于马来西亚和沙特阿拉伯。

3. 零售渠道：各渠道占比较为均衡，电商渠道增速最快

印尼零售市场规模大，增速快，各渠道均衡发展。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼零售市场规模达 1913 亿美元，占东盟总体的 30%；2018-2023 年复合增速 3.5%，在东盟主要国家中仅次于越南和新加坡。2023-2028 年预计印尼零售市场发展年复合增速 11.1%，为东盟主要国家中最高。相较其他东盟国家主要以现代渠道为主，印尼传统、现代、电商渠道占比较为均衡。

表 3 东盟主要国家零售渠道概况（2023）

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
零售规模（亿美元）	1913	1240	295	1013	1263	561
零售规模占东盟总量	30%	19%	5%	16%	19%	9%
2018-23 CAGR	3.5%	3.2%	4.0%	3.2%	5.0%	-0.1%
2023-28E CAGR	11.1%	7.4%	3.7%	10.2%	10.4%	7.7%
传统渠道	37%	9%	4%	38%	37%	6%
现代渠道	30%	68%	79%	52%	48%	73%
电商渠道	32%	21%	15%	9%	14%	11%
其他渠道	1%	2%	2%	1%	1%	10%

来源：Euromonitor，HTI
注：各国零售规模占东盟总量测算未包含文莱。

政府法规影响印尼渠道结构。为避免现代渠道（Toko Swalayan）对传统渠道（Pasar Rakyat）过快替代影响居民就业和收入，印尼对现代渠道经营设置了诸多限制。建店方面，通常越大面积的门店需要距离传统渠道越远，除便利店外的模式均需提交本地经济影响分析报告，且自营门店超 150 间后须采用加盟模式。选品方面，主要限制包括主营产品种类，非主营产品，自有品牌和国内商品比例，其中便利店被额外禁止销售散装生鲜和酒精饮料。

零售渠道占比较为均衡，电商渠道增速最快。以渠道零售规模计，渠道占比较为均衡。2023 年印尼零售市场中传统/现代/电商/其他渠道各占约 37%/30%/32%/1%；现代渠道中专卖店/便利店/超市/百货/大卖场渠道占总额各约 19%/8%/2%/1%/1%。**以渠道零售规模增速计，电商和便利店是增长相对较快的渠道，**其中**电商 2018-2023 年复合增速约 38%，预计 2023-2028 年复合增速约 17%；便利店 2018-2023 年复合增速约 8%，预计 2023-2028 年复合增速约 11%。而超市、百货、大卖场均有一定程度的收缩。2018-2023 年超市/百货/大卖场年复合增速各约-5%/-10%/-15%。以渠道门店数计，2023 年印尼传统/现代渠道门店各约 392 万和 31 万间，现代渠道中专卖店/便利店/超市/百货/大卖场门店各约 26.5 万/4.6 万/1500/700/250 间。**

表 4 印尼零售概况（2023）

	传统渠道			现代渠道			电商渠道	直销
渠道详情	本地小杂货店	专卖店	便利店	超市	百货	大卖场	电商平台	-
渠道规模（亿美元）	711	358	157	42	18	11	604	13
规模占比	37%	19%	8%	2%	1%	1%	32%	1%
2018-23 CAGR	-4%	-1%	8%	-5%	-10%	-15%	38%	-7%
2023-28E CAGR	7%	9%	11%	8%	7%	8%	17%	7%
门店数量	~392 万	~26.5 万	~4.6 万	~1500	~700	~250	-	-
品牌份额	无品牌概念	份额分散	Alfamart 46% Indomaret 45% Alfa Midi 7%	Super Indo 7% Farmer's Market 3% Ranch Market 2%	Matahari 49% Ramayana 15% Toserba Yogya 6%	Transmart 40% Hypermart 38% Lotte Mart 19%	Shopee 36% Tokopedia 35% Lazada 9%	-
销售面积（㎡）	~10	-	~140	~2200	~2900	~6500	-	-
日坪效（USD/㎡）	5.4	-	6.8	3.6	2.4	1.8	-	-

来源：Euromonitor，HTI
注：1.专卖店含杂货专卖；2. 品牌不同模式的电商平台加总计算份额。

(1) 传统集市、街边摊和杂货铺

传统集市：印尼传统集市由早期农业社会以物易物的聚集点发展而来。由于相关法规规定超市和大卖场选址不能位于社区，且禁止便利店售卖散装生鲜产品，早市和全天候集市成为大部分印尼居民采购生鲜产品的主要渠道，晚市则通常以餐饮和小商品零售为主。以雅加达为例，政府设立的 PD Pasar Jaya 公司管理着当地 159 个集市。

街边摊及杂货铺：除了传统集市，印尼的传统渠道还包括大量靠近社区的街边摊（Warung）和小杂货铺（Toko kelontong）。传统的小街边摊是用木头、竹子和编织的茅草制成的，发展到现在相对固定的街边摊用砖块和混凝土制成，也有用帐篷搭建的可移动的街边摊。街边摊主要由家庭经营，可出售的货品包括冷饮、糖果、香烟、小吃、咖啡等日常食品以及一些简单日常用品等。对比街边摊，小杂货铺经营内容相似，会多一些简易的架子，提供更多的 SKU，主要靠近社区和一些繁忙的道路、加油站和火车站等。目前，传统集市、街边店、杂货铺仍是印尼主要的零售渠道。

图9 印尼固定集市



资料来源：Jakarta Travel Guide, HTI
注：图片为雅加达 Pasar Induk Kramat Jati。

图10 印尼的街边摊



资料来源：Wikipedia, HTI
注：图片为 Warung Rokok，出售香烟为主。

(2) 百货和购物中心

国营百货：为支持国内商品贸易并推动经济增长，苏加诺执政时期通过相关法律成立了国有零售公司 Sarinah（原名 PT Department Store Indonesia），公司旗下首家，同时也是印尼首家大型百货店 Sarinah 大楼落成于 1966 年 8 月。目前，Sarinah 通过遍布印尼各地采购团队，将其打造为本地特色商品的一站式购物中心。Sarinah 的成立为本地工匠和中小微企业提供了将产品推向全球市场的机会，展示了印尼传统手工艺品、绘画、服装、木制品等丰富多彩的原生文化商品，覆盖平价到高端各价格带。

早期购物中心：国营百货之后，零售面积相对有限的裙楼式早期购物中心开始出现。其中比较有名的项目包括 1980 年建成的 Ratu Plaza，采用零售+写字楼+公寓模式，零售可出租面积仅约 2 万平米，租户要是电子产品、工具和家具零售商；以及 1982 建成的 Gajah Mada Plaza，采用零售+写字楼模式，零售可出租面积 3 万余平米，租户既包括大型全国性品牌，也包括本地小品牌。

图11 Sarinah 百货



资料来源：Skyscraper City, Sarinah, HTI
注：左图摄于 1975 年，右图为官网 2020 年代效果图

图12 Ratu Plaza



资料来源：Jakarta Travel Guide, HTI

现代化综合购物中心：1990 年代后，现代化综合购物中心开始逐渐普及，零售公司聘请全球经验丰富的建筑师规划指导建筑设计，更多定位高端、特色鲜明的项目开始涌现。首个真正意义上的高端购物中心 Plaza Indonesia 于 1990 年建成，由美国知名建筑师设计，集零售、写字楼、酒店于一体。此外，Citraland 和 Taman Anggrek 等知名高端购物中心也建成于这一时期，但供给总量相对有限。

亚洲金融危机后，印尼经济长期维持约 5% 的实际 GDP 增速。居民收入的快速增长和中高收入群体的快速增加推动了更多高端现代化购物中心涌现。其中，位于雅加达西区的 Central Park 是最具代表性的项目之一。Central Park 由印尼知名房地产开发公司 PT Agung Podomoro Land Tbk 于 2009 年 9 月建成，是其 Podomoro City 项目的重要组成部分（区域内还包括 12 栋公寓楼、115 栋商铺、1 栋办公楼和 1 家五星级酒店）。Central Park 建筑面积约 18.8 万平米，可出租面积约 12.6 万平米，主要面向中高消费客群，标志性商铺包括横跨四层，占地 2.2 万平米的印尼最大崇光百货（SOGO）门店；面积 1 万平米的 Transmart；近 2000 个座位的印尼第二大电影院 CGV 等；内部也不乏 Calvin Klein, Hugo Boss, Charles & Keith, Starbucks, LEGO, Samsonite 等国际大牌，以及名创优品、KKV，小米，Oppo, Vivo，本宫的茶等中国消费品牌。

图13 Central Park 外景



资料来源：Central Park, HTI

图14 Central Park 内景



资料来源：Holidify, HTI

表 5 Central Park 各楼层商户结构 (2024.6)

楼层	零售及服务类 (不含餐饮)		餐饮类	
	店铺数	店铺细分	店铺数	店铺细分
8th Floor	1	其他 1	-	-
3rd Floor	20	美护 6, 金融 1, 服饰 7, 电子 3, 其他 3	-	-
2nd Floor	26	美护 6, 服饰 12, 其他 8	2	烘焙 1, 轻食 1
1st Floor	30	美护 3, 服饰 11, 电子 15, 其他 1	15	零食 1, 小吃 1, 烘焙 1, 茶饮 2, 咖啡 2, 南洋 4, 日料 1, 中餐 1, 其他 2
Upper Ground	27	服饰 25, 其他 2	2	茶饮 1, 日料 1
Ground Floor	33	美护 4, 服饰 28, 电子 1	13	小吃 2, 咖啡 7, 南洋 2, 其他 2
Lower Ground Mezzanine	16	金融 15, 其他 1	-	-
Lower Ground	37	美护 27, 服饰 2, 其他 8	81	零食 10, 小吃 14, 烘焙 9, 茶饮 8, 咖啡 4, 日料 14, 南洋 10, 中餐 4, 其他 8
Tribeca Park	1	金融 1	4	酒吧 3, 轻食 1

来源: Central Park, HTI

注: 1. Tribeca Park 为商场外部景观花园, 与 Ground Floor 位于同一层; 2. 服饰包含 FASHION AND ACCESSORIES 及 SPORTS; 3. 零售及服务类 (不含餐饮) 其他包含 HOME AND LIVING, KIDS AND TOYS, HOBBIES AND ENTERTAINMENT, TRAVEL 和 GROCERIES 等; 4. 零食包含甜品、冰激凌、糖果等; 5. 南洋主要包括东南亚及中国台湾等地区风格的餐饮; 6. 餐饮类其他包含西餐、韩餐、轻食、烧烤等; 7. 部分店铺跨越多层。

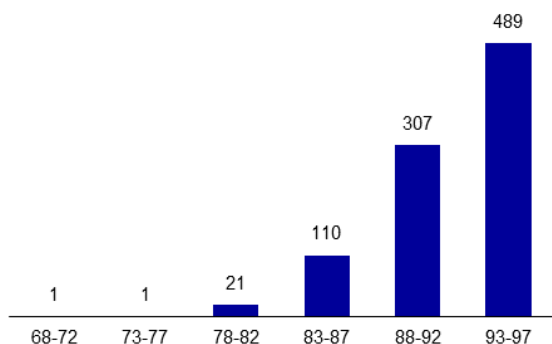
(3) 大卖场及超市

大卖场: ① **Transmart:** 品牌前身是印尼家乐福, 首店开设于 1998 年。为进一步扩大市场, 印尼家乐福于 2008 年收购 Alfa Supermarket。2010 年和 2012 年, 印尼家乐福分两次将公司各 40% 和 60% 股份出售给本地商业巨头 CT Corp, 创始人兼董事长 Chairul Tanjung 在苏西洛执政时期曾任印尼经济统筹部长, 国家经济委员会主席。过渡期间, CT Corp 获准以 Transmart Carrefour 的名称经营其业务, 过渡期结束后所有门店已更名为 Transmart。② **Hypermart:** 创立于 2004 年, 是印尼上市公司 PT Matahari Putra Prima Tbk 旗下核心品牌, 截至 2023 年末门店共 95 间, 全年销售额约 5.8 万亿印尼卢比, 占公司整体近 84%。除 Hypermart 外, PT Matahari Putra Prima Tbk 还拥有超市品牌 Foodmart 和 Hyfresh, 药妆专卖品牌 Boston 和便利店品牌 FMX。③ **Lotte Mart:** 品牌前身是 PT Makro Indonesia 旗下品牌 Makro, 首店 1992 年开设于雅加达, 到 2008 年乐天集团收购 PT Makro Indonesia 时其在印尼 13 个城市已有 19 间门店, 其中 7 个位于雅加达、唐格朗、勿加泗。

超市: 印尼首个超市品牌 Hero 诞生于 1971 年, 于 2004 年由国际零售巨头 Dairy Farm International Holdings 通过增资成为大股东。Hero 首店开设于雅加达南部富人区, 到 1989 年上市时已发展到 26 间门店。于 1990 年与 Guardian 达成合作后, 公司又先后于 1991 年和 2002 年创立 Starsmart (相关业务于 2016 年出售) 和 Gaint 品牌进军便利店及大卖场领域, 并在 2012 年与 IKEA 签订了印尼地区的特许经营协议。截止 2023 年末, Guardian 和 IKEA 各拥有 335 间和 7 间门店, 年收入占公司整体的 86%, 剩余 14% 则来自 23 间 Hero 超市。

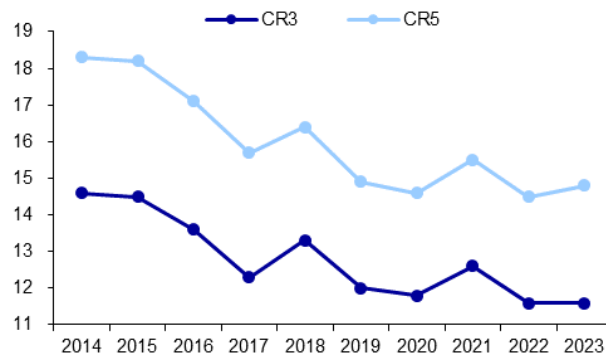
Hero 将超市引入印尼后近 10 年行业发展较为有限, 直到 1983 年之后随着经济的增长、人均可支配收入的增加, 以及制造业的高速发展, 商品供需迅速增长, 诸多超市品牌开始顺应需求不断涌现。根据印尼中央统计局数据, 在 1993-1997 年间, 印尼超市数量已增长至 489 间, 目前印尼超市领先品牌中 Super Indo (1997 年创立) 和 Ranch Market (1998 年创立) 都诞生于这一时期。近年来, 印尼超市行业竞争日趋激烈, 市场份额分散且集中度仍有下降趋势。根据 Euromonitor 数据, 2023 年印尼超市行业 CR3 和 CR5 仅各为 11.6% 和 14.8%。

图15 印尼超市数量（间，1968-1997）



资料来源：印尼中央统计局，HTI

图16 印尼超市行业集中度（%，2014-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

（4）便利店

成立于1988年的Indomaret和成立于1999年的Alfamart是印尼最主要的便利店品牌，且两者已在行业内形成了寡头垄断地位。根据Euromonitor数据，截至2023年末，Indomaret和Alfamart各拥有2.2万余间和1.9万余间门店，分别占印尼便利店总数的49%和41%。由于彼此采用跟随开店的策略，因此在印尼街头常能看到位置相近甚至相邻的Indomaret和Alfamart门店。

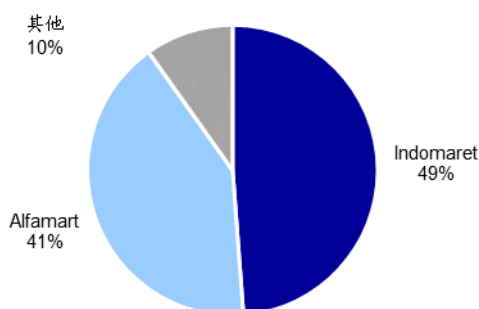
表6 Indomaret及Alfamart品牌概况

	成立时间	开放加盟时间	上市时间	门店数	配送中心数	供应商数	SKUs	门店面积
Indomaret	1988年	1997年	2013年	22414	42	未披露	5000+	120-200 平米
Alfamart	1999年	2001年	2009年	19087	52	1700+	1200-4500	30-100 平米

来源：Indomaret官网，Alfamart官网，Alfamart加盟网站，PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk 年报，HTI

注：1. 成立时间为品牌成立时间；2. Indomaret 通过被 Indoritel 以 LPO 收购间接上市；3. 门店、配送中心、SKU 及供应商数量，Indomaret 截止 2024 年 2 月，Alfamart 门店数截止 2023 年末；4. SKUs 为门店 SKU 数；5. Alfamart 门店面积口径不含仓库面积。

图17 印尼按品牌拆分的便利店数量（2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

图18 相邻的Indomaret和Alfamart门店

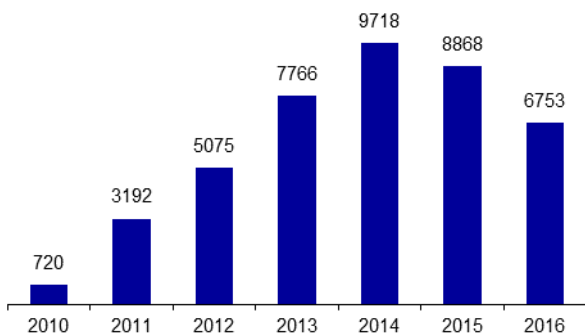


资料来源：Momentum Works，HTI

国际便利店品牌如7-Eleven在印尼市场的探索并不成功，在2014年销售额达到最高点的9718亿印尼卢比后便连年下滑，其中原因既有自身商业策略的失误，也有外部政策的冲击。商业策略方面，7-Eleven进入印尼时计划将门店打造成定位类似星巴克的高端聚会场所，提供大型停车位、高价熟食、休息区和Wi-Fi，但大部分顾客仅是在店内仅消费几杯饮料，熟食损耗率较高。政策方面，2015年起印尼政府禁止便利店内销售酒精饮料，但酒精饮料占其当时收入约15%。多方面因素作用下，7-Eleven门店运营压力逐渐加大，最终于2017年永久关闭了印尼地区的门店。

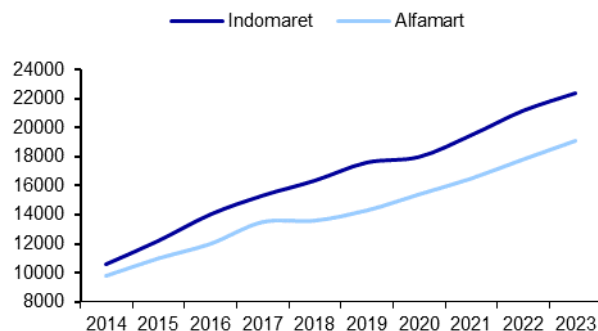
在国际品牌面临困境的同时本土品牌 Indomaret 和 Alfamart 却在高歌猛进。2014-2023 年，两者门店数量均实现了一倍左右的增长。我们认为这主要归功于两者在运营策略上的成功和供应链建设上的投入。

图19 7-Eleven 印尼销售额（亿印尼卢比，2010-2016）



资料来源：PT Modern Internasional Tbk 年报，HTI

图20 Indomaret 和 Alfamart 门店数（间，2014-2023）



资料来源：PT Indoritel Makmur Internasional Tbk 年报，PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk 年报，Euromonitor，HTI

①**定位方便+经济**: Indomaret 和 Alfamart 均采用密集开店+平价商品+附加服务的策略。除了在消费者易于访问的点位大量开设门店外，价格方面以 Indomaret 为例，定价亲民的同时还通过定期打折促销培养消费者购买习惯，包括周度生活必需品促销“热销价”（Harga Heboh），以发放传单为主的半月度促销“超省”（Super Hemat）和月度通过赠品等形式的“每月促销”（Promosi Bulan Ini）。附加服务方面，针对印尼下沉市场特点，二者在门店内都设有 ATM 机，现磨咖啡摊（Indomaret 为 Point Coffee，Alfamart 为 Beanspot）。针对重要性日益提升的线上市场，两者也分别推出了 Klik Indomaret 和 Alfagift 两个线上平台，在拓宽业务范围的同时为线下业务提供补充，即将门店作为线上业务仓库和即时配送服务的起点。

②**加盟低抽成+托管运营**: Indomaret 和 Alfamart 在加盟业务相关政策上较为相似，均采用特许经营费（5 年期一次性收取）+收入阶梯式抽成的盈利模式，并为加盟投资方提供托管式服务。投资者综合开店成本约 5 亿印尼卢比，不同品牌和地区抽成梯度略有差异，比例大致为销售额的 0-4%。

表 7 Indomaret 及 Alfamart 开店费用（百万印尼卢比）

费用类型	Indomaret	Alfamart
特许经营费	36	45
开业促销	9.5	
装修	221.5	
设备	227	
合计	494	300-500

资料来源：Indomaret 官网，Alfamart 加盟网站，HTI
注：特许经营费为 5 年期，Alfamart 开店费用视门店面积有所不同。

表 8 Indomaret 及 Alfamart 分成政策

销售额范围 (百万印尼卢比)	Indomaret	Alfamart 雅加达都会区等	Alfamart 其他地区
0-150	-	-	-
150-175	-	1%	-
175-200	2%	2%	-
200-225	3%	3%	2%
225-250	4%	3%	3%
250-275	4%	4%	3%
275+	4%	4%	4%

资料来源：Indomaret 官网，Alfamart 加盟网站，HTI
注：雅加达都会区等包括雅加达都会区，卡拉旺和西冷。

③**强化供应链+发展自有品牌**: 供应链方面，以 Indomaret 为例，其中心数据库系统可以追踪每个门店和配送中心对各类产品的需求，达到一定订购量后系统将自动向供应商下单，并在到货后指导各配送中心通过其下属的 100-110 辆货车将商品按需配送至门店。自有品牌方面，以 Indomaret 为例，种类覆盖包装食品、日用杂货、办公用品、小家电、服装等数百个 SKU。

(5) 电商平台

印尼是东南亚最主要的电商市场。根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼电商零售规模达 604 亿美元，占东盟整体的 49%，2018-2023 年复合增速约 38%，预计 2023-2028 年复合增速仍高达约 17%；市占率 TOP5 的电商平台分别为 Shopee, Tokopedia, Lazada, Bukalapak 和 Tiktok Shop，市场份额各约 36%/35%/9%/9%/6%，市场份额 CR5 达 95%，在东盟主要国家中最高。

表 9 东盟主要国家电商渠道对比（2023）

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
规模（亿美元）	604	265	43	89	174	64
规模占东盟整体	49%	21%	3%	7%	14%	5%
2018-23 CAGR	38%	38%	16%	42%	35%	16%
2023-28E CAGR	17%	11%	5%	22%	21%	12%
市占率 TOP5	Shopee 36%	Shopee 24%	Shopee 26%	Shopee 22%	Shopee 31%	Shopee 38%
	Tokopedia 35%	Lazada 21%	Amazon 14%	Lazada 15%	Lazada 20%	Lazada 21%
	Lazada 9%	Amazon 1%	Lazada 11%	Shein 5%	Tiki 13%	Zalora 5%
	Bukalapak 9%	Lotus's 1%	FairPrice 9%	Zalora 5%	TikTok Shop 7%	TikTok Shop 3%
	TikTok Shop 6%	Shein 1%	App Store 5%	Amazon <1%	Mobile world 4%	Shein 3%
CR5	95%	48%	65%	47%	75%	70%

来源：Euromonitor，HTI

注：1. 规模占比测算未包含文莱；2. 品牌不同模式的电商平台加总计算份额。

印尼电商市场既有 Shopee 和 Lazada 等国际化平台，也有 Tokopedia 和 Bukalapak 等深耕印尼市场的本地平台。

①Shopee：成立于 2015 年，属美股上市公司 Sea Ltd.（除 Shopee 外，业务还包括游戏制作于发行商 Garena 和数字金融服务商 SeaMoney）旗下，总部位于新加坡，业务覆盖东南亚和南美多国。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Shopee 在东盟国家业务规模达 391 亿美元，占东盟电商零售规模的 32%，是东盟最大电商平台，2018-2023 年业务规模复合增速高达 80%。在东盟主要六国中，2023 年 Shopee 均拥有最高市场份额，其中印尼业务规模达 218 亿美元，占印尼电商零售规模的 36%。目前，Shopee 提供 C2C，B2C 平台服务和自营 B2B2C 业务，同时也推出了直播电商模式的 Shopee Live。

②Tokopedia：成立于 2009 年的印尼本地电商平台，Tokopedia 于 2021 年和本地生活品牌 Gojek 以及数字支付品牌 GoTo Financial 合并设立 GoTo Group，三者业务整合造就了印尼最大的数字生态系统。Tokopedia 深耕印尼市场，平台链接超 1400 万卖家，包括便利店，中小企业及全球品牌和零售商，服务覆盖印尼 99% 的地区，并且和 Shopee 一样同时运营多种业务模式。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Tokopedia 印尼业务规模 211 亿美元，占印尼电商零售规模的 35%，仅凭印尼市场业务超过 Lazada 成为东盟第二大电商平台。2023 年 10 月，受印尼政府禁令影响，Tiktok 停止了其电商业务，并于同年 12 月达成斥资 8.4 亿美元收购 Tokopedia 75% 股份的协议，双方系统已于 2024 年 3 月完成整合。

③Lazada：成立于 2012 年，业务覆盖东南亚主要国家，于 2016 年被阿里巴巴集团收购。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Lazada 在东盟国家业务规模达 180 亿美元，占东盟电商零售规模的 15%，2018-2023 年业务规模复合增速为 28%；其中印尼业务规模 56 亿美元，占印尼电商零售规模的 9%。目前，公司拥有面向一般商家的 Lazada Marketplace 业务；面向国际和本地大牌，提供 100% 正品保证，快速配送和 15 天退货服务的 Lazmall 业务和面向东南亚品牌，可实现 7 日达的跨境电商业务。

④ **Bukalapak**：成立于 2010 年的印尼本地电商平台，于 2021 年在印尼上市。Bukalapak 专注于服务印尼中小微企业，拥有超 1 亿用户和 1350 万中小微企业合作伙伴，提供 B2C 和 C2C (Bukalapak Marketplace)，O2O (Mitra Bukalapak)，B2B (Bukapengedaaan)，金融 (Bmoney) 和物流 (Bukasend) 服务。

表 10 印尼主要电商品牌概况 (2023)

电商平台	印尼规模 (亿美元)	印尼规模 2018-23 CAGR	印尼规模 占比%	东盟规模 (亿美元)	东盟规模 2018-23 CAGR	东盟规模 占比%
Shopee	218	77%	36%	391	80%	32%
Tokopedia	211	55%	35%	211	55%	17%
Lazada	56	44%	9%	180	28%	15%
Bukalapak	53	34%	9%	53	34%	4%

来源：Euromonitor, HTI

注：占比东盟规模测算未包含文莱。

Shopee 和 Tokopedia 主要向印尼商户收取管理费、交易费和免费送货服务费。其中，Shopee 管理费 Non-Star/ Star & Star+/ Shopee Mall 商户费率各 3.5%-6%/4%-6.5%/2.5%-8.5%，交易费 1.8% 仅对 Shopee Mall 商户收取，免费送货服务费 4%。Tokopedia 管理费 Power Merchant / Power Merchant Pro/Official Store 商户费率均为 4%-6.5% (仅 Virtual Products 费率 1%)，交易费 1.8% (上限 5 万印尼卢比) 仅对 Official Store 商户收取，免费送货服务费 4% (上限 1 万印尼卢比)。

表 11 Shopee 及 Tokopedia 商户主要费率

电商平台 卖家类型	Shopee			Tokopedia		
	Non-Star	Star & Star+	Shopee Mall	Power Merchant	Power Merchant Pro	Official Store
管理费	3.5%-6%	4%-6.5%	2.5%-8.5%	4%-6.5%	4%-6.5%	4%-6.5%
交易费	-	-	1.8%			1.8%
免费送货 服务费	4%	4%	4%	4%	4%	4%

来源：Tokopedia, shopee, HTI

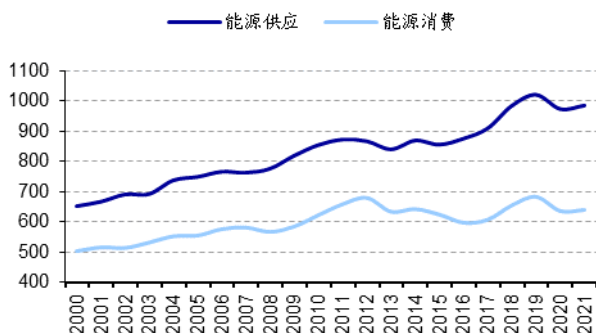
注：1. Tokopedia 除对 Virtual Products 收取 1% 管理费外，其他产品费率均在 4%-6.5% 之间；2. Tokopedia 交易费最高 5 万印尼卢比，免费送货服务费最高 1 万印尼卢比。

4. 本地供应及进出口情况

印尼自然资源丰富，部分能源、矿产和农产品的生产供应均位于世界前列，对全球大宗商品市场有一定的影响力。

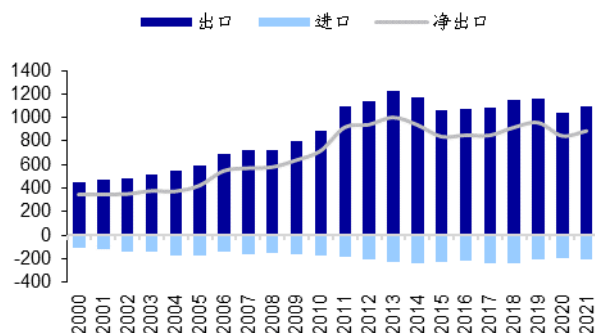
① **能源**：根据 IEA 数据，截至 2021 年，印尼是世界第四大煤炭生产国，东南亚最大的天然气供应国，全球最大的生物燃料生产国。2021 年印尼国内能源供应总量达 985 万兆焦耳，出口总量达 1096 万兆焦耳。

图21 印尼国内能源供应及最终消费（万兆焦耳，2000-2021）



资料来源：IEA，HTI

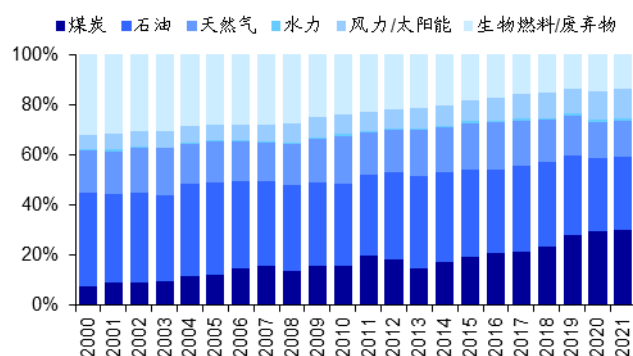
图22 印尼能源进出口（万兆焦耳，2000-2021）



资料来源：IEA，HTI

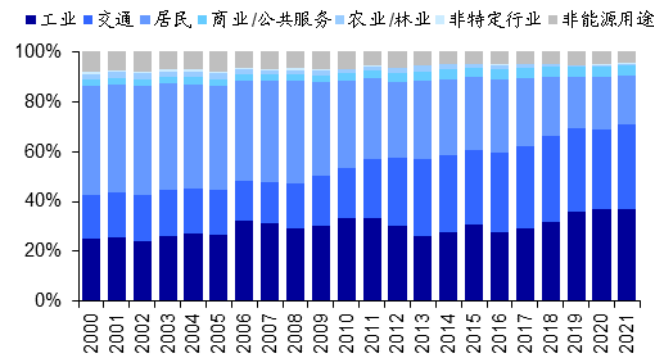
根据 IEA 数据，2021 年印尼能源供应中煤炭/石油/天然气/水力/风力或太阳能/生物燃料和废弃物来源各占 30.3%/28.9%/14.4%/0.9%/11.6%/13.8%，能源最终消费中工业/交通/居民/商业和公共服务/农业和林业/非特定行业/非能源用途各占 37.0%/33.7%/19.5%/4.1%/0.7%/0.3%/4.6%。

图23 印尼能源供应来源（2000-2021）



资料来源：IEA，HTI 测算

图24 印尼能源最终消费（2000-2021）



资料来源：IEA，HTI 测算

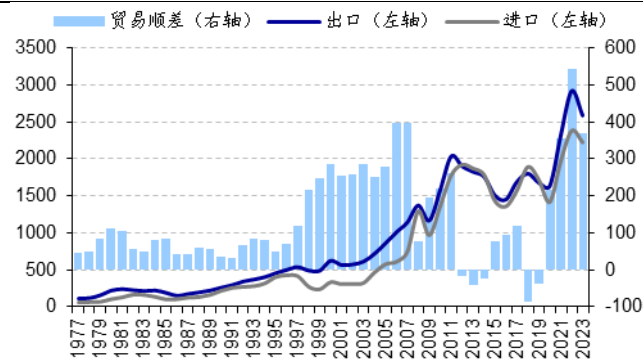
②矿产：根据 USGS 数据，截至 2019 年，印尼是世界最大的镍矿生产国，占世界产量的 33%和储量的 24%；世界第二大锡矿生产国，占世界产量的 26%和储量的 17%；世界第三大天然沸石生产国，占世界产量的 12%；世界第七大矿金生产国，占世界产量的 4%和储量的 5%。印尼于 2009 年出台相关法规要求矿产品在国内加工和精炼，并禁止未加工矿物出口，该法规于 2014 年 1 月生效。矿业公司被允许在满足最低国内精炼要求，缴纳出口关税并承诺在国内建造冶炼厂的前提下，于 2022 年 1 月之前出口矿石精矿。2017 年出台的相关法规还规定外国所有者须在投产后 5 年内开始分阶段降低所持股权比例，至第 10 年限制最高为 49%（此前的条例允许外国拥有矿山 70% 所有权，以及加工和精炼设施 60% 所有权）。

③农业：印尼是全球农业大国，初级农产品种类多产量大。根据 FAO 数据，截至 2022 年，粮食作物方面，印尼是世界第三大玉米生产国（87 万吨），第四大水稻生产国（5475 万吨），和第七大木薯生产国（1357 万吨）。水果方面，印尼盛产热带水果，是世界第一大椰子（1719 万吨）和菠萝生产国（320 万吨），第二大芒果、番石榴和山竹生产国（413 万吨），第三大香蕉生产国（925 万吨），和第五大番木瓜生产国（109 万吨）。印尼还盛产棕榈，木棉，香料、茶、咖啡、可可、甘蔗等多种经济作物，是世界第一大棕榈果（25683 万吨）、木棉（20 万吨）和丁香生产国（13 万吨），第二大肉豆蔻（4 万吨）和香草生产国（0.2 万吨），第三大辣椒（302 万吨）、咖啡（79 万吨）可可（67 万吨）和肉桂生产国（5 万吨），第七大茶叶（未处理）生产国（60 万吨）和第八大甘蔗生产国（3240 万吨）。禽畜方面，印尼主要出产鸡肉和鸡蛋，是世界第四大鸡蛋生产国（594 万吨）和第六大鸡肉生产国（404 万吨）。加工农产品方面，基于初级农产品的禀赋，印尼盛产棕榈油、椰子油、木棉纤维等产品。

印尼历史上大部分时间处于贸易顺差状态，主要依靠农产品、矿石能源等初级资源出口，进口主要以机电为主，用于推动国内产业发展。

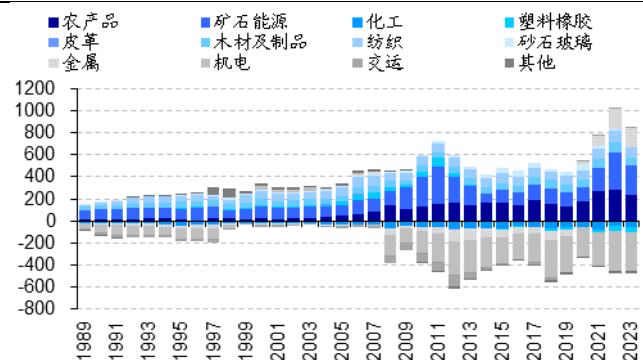
根据 Euromonitor 数据，2023 年印尼进口额 2219 亿美元，出口额 2588 亿美元，贸易顺差达 369 美元。亚洲金融危机前，印尼实现贸易顺差主要依靠农产品、矿石能源和纺织商品出口，并进口机电设备以推动国内产业发展。亚洲金融危机时期，由于印尼卢比剧烈贬值导致进口下滑，印尼贸易顺差迅速扩大。亚洲金融危机后，由于内需迅速增长且经济受金融危机影响相对较小，印尼电子产品进口额迅速增长，导致其贸易顺差额显著下滑甚至出现逆差。疫情期间，受益国际大宗商品价格上行，印尼贸易顺差 2022 年达 545 亿美元的历史新高。

图25 印尼进出口规模及贸易顺差（亿美元，1977-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI 测算

图26 印尼贸易差额按产品类别拆分（亿美元，1989-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI 测算

从细分品类看，根据商务部援引 Global Trade Flow 数据，2022 年印尼主要进口商品是原油、成品油以及机电设备产品，主要出口商品是煤和煤制燃料、棕榈油以及初加工金属等产品。

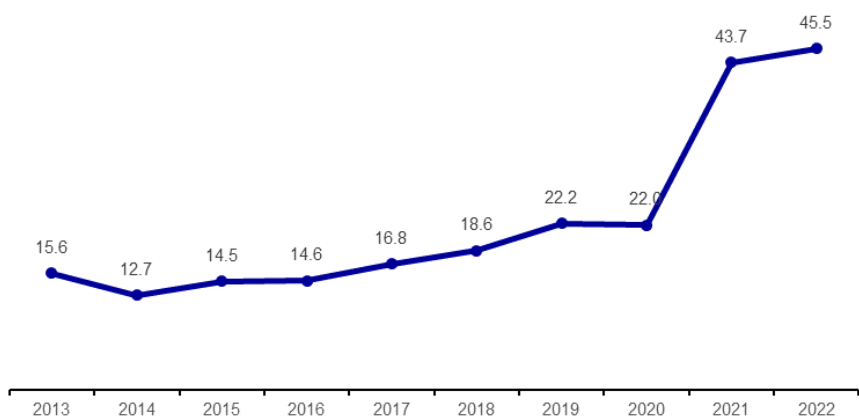
表 12 印尼自（向）全球进出口主要商品（2022）

进口	出口
成品油	煤及用煤制成的类似固体燃料
原油	棕榈油及其分离品
电话机等设备	铁合金
石油气及其他烃类气	石油气及其他烃类气
机动车的零件、附件	铜矿砂及其精矿
集成电路	褐煤
小麦及混合麦	不锈钢平板轧材
自动数据处理设备及其部件	工业用脂肪酸、脂肪醇
煤及用煤制成的类似固体燃料	镍铈、氧化镍烧结物及镍冶炼的其他中间产品
金（非货币用）	载人机动车辆

来源：Global Trade Flow《印度尼西亚贸易指南（2023 年）》，HTI

印尼是中国在东盟第三大贸易伙伴、第五大出口市场和第三大进口来源国。中国已连续十余年保持印尼最大贸易伙伴地位。根据商务部和统计局数据，2022 年中国企业对印尼直接投资达 45.5 亿美元，同比增长 4%，较 2013 年增长超 2 倍；中国对印尼直接投资存量 247 亿美元，在所有国家（地区）中排第 8 位。

图27 中国企业对印尼直接投资流量（亿美元，2013-2022）



资料来源：中国商务部、统计局和外汇管理局《2017 年度中国对外直接投资统计公报》、《2022 年度中国对外直接投资统计公报》HTI

从细分品类看，根据商务部援引 Global Trade Flow 数据，2022 年印尼主要自中国进口机电设备等产品，向中国出口初加工金属，矿石能源等产品。

表 13 印尼自（向）中国进出口主要商品及金额（亿美元，2022）

进口商品	进口额	出口商品	出口额
电话机等设备	33.7	铁合金	130.8
自动数据处理设备及其部件	18.3	褐煤	113.7
推土机、挖掘机、压路机等工程机械	14.4	煤及用煤制成的类似固体燃料	75.3
合成纤维长丝纱线的机织物	11.3	镍铈、氧化镍烧结物及镍冶炼的其他中间产品	43.6
钢铁结构体及其部件	11.1	棕榈油及其分离品	39.6
平板显示模组	10.4	不锈钢;不锈钢半制品	34.1
绝缘电导体	9.9	石油气及其他烃类气	31.7
变压器、静止式变流器及电感器	8.8	不锈钢平板轧材	28.5
铁或非合金钢平板轧材	7.4	工业用脂肪酸、脂肪醇	26.9
机动车的零件、附件	7.2	铜矿砂及其精矿	20.5

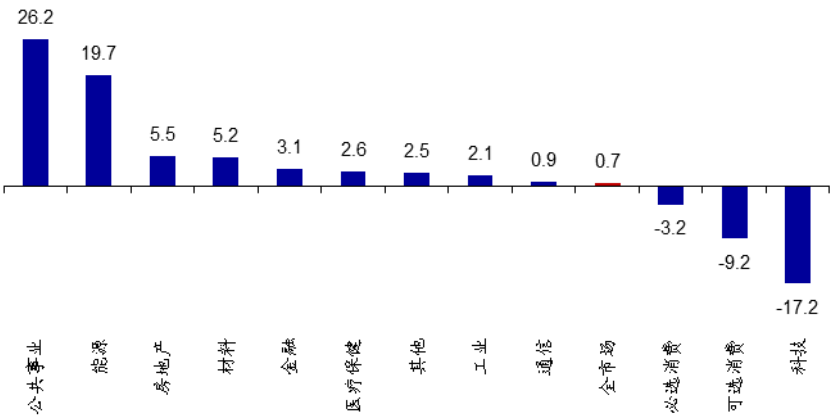
来源：Global Trade Flow, HTI

5. 资本市场表现及重点上市公司简析

印尼的第一家证券交易所--雅加达证券交易所（JSX）于 1912 年由荷兰东印度公司在巴达维亚建立，当时还处于荷兰殖民时期。1976 年印尼成立资本市场执行机构（Capital Market Executive Agency, BAPEPAM），标志着资本市场重启。1977 年 JSX 重新开始交易。1989 年印尼成立了一个场外交易市场（Indonesian Parallel Stock Exchange）和第一家私人股票交易所--泗水股票交易所（Surabaya Stock Exchange）。1992 年 12 月，印尼政府将雅加达股票交易所私有化。原先的资本市场执行机构转变职能，改名为资本市场与金融机构监管机构（BAPEPAM），隶属于印尼财政部。1995 年 7 月，印尼场外交易市场和泗水股票交易所正式合并。2007 年，雅加达股票交易所与泗水股票交易所合并，合并后的交易所正式更名为印尼股票交易所（Indonesia Stock Exchange），简称 IDX。目前，IDX 是印尼唯一一家支持股票、固定收益产品和衍生品交易的交易所。根据 Aseanexchanges 数据，截至 2024 年 7 月，IDX 共有 934 家上市公司，市值约 7572 亿美元。

年初以来，印尼必选消费收跌 3.2%，可选消费收跌 9.2%，均跑输大盘。根据 Bloomberg 数据，从印尼一级行业涨跌幅来看，2024 年 YTD，大盘收涨 0.7%，必选消费收跌 3.2%，跑输大盘 3.9%，可选消费收跌 9.2%，跑输大盘 9.9%。

图28 印尼股市 2024 年 YTD 分行业板块表现（1.1-9.2）



来源：BBG， HTI

表 14 印尼重点上市公司估值情况（20240830）

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS (LC)			PE			PB		
		LC	US\$ mn	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
INDOFOOD CBP SUK	ICBP IJ	11475	8617	776	864	1005	14.9	13.3	11.5	2.9	2.6	2.2
CHAROEN POK INDO	CPIN IJ	4860	5132	216	240	277	22.7	20.3	17.7	2.8	2.6	2.4
INDOFOOD SUKSES	INDF IJ	6850	3873	1088	1334	1588	6.2	5.1	4.3	0.9	0.8	0.7
MAYORA INDAH	MYOR IJ	2660	3830	149	168	182	17.7	15.8	14.6	3.4	3.0	2.6
ASTRA INTERNATIO	ASII IJ	5100	13296	756	772	779	6.9	6.7	6.7	1.0	0.9	0.9
SUMBER ALFARIA T	AMRT IJ	2900	7755	99	112	143	29.3	25.8	20.2	6.6	5.5	4.8
MITRA ADIPERKASA	MAPI IJ	1495	1598	121	140	161	12.4	10.7	9.3	2.2	1.9	1.5
UNILEVER IND TBK	UNVR IJ	2270	5577	122	129	139	18.5	17.5	16.3	26.8	25.5	24.1
GOTO GOJEK TOKOP	GOTO IJ	52	4023	-3.2	-1.6	-0.3	NA	NA	NA	1.7	1.7	1.8

来源：彭博一致预期， HTI 测算

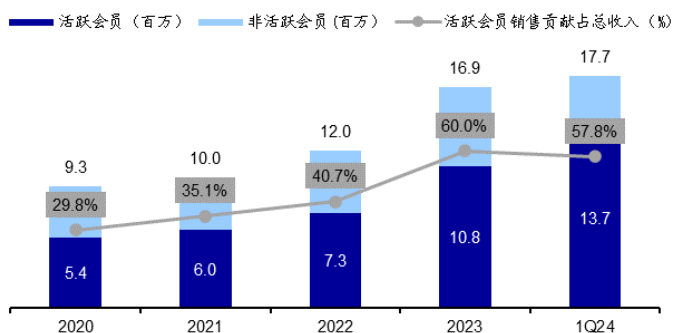
印尼重点消费类上市公司简析

(1) PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT IJ)

Alfamart 是印尼知名的大型零售连锁品牌，由 Djoko Susanto 于 1989 年创立，后被 PT HM Sampoerna Tbk 收购。2002 年，通过收购 141 间 Alfa minimart 连锁店正式进军便利店赛道，同时更名为 Alfamart。2009 年，公司于 IDX 上市，并开始把业务拓展至巴厘岛。2012 年成立化妆品零售分销子公司 PT Sumber Indah Lestari，2013 年成立 Alfamart Retail Asia Pte.Ltd 并于 2014 年进入菲律宾市场。之后 Alfamart 一直重点耕耘印尼和菲律宾市场。根据公司财报，截止 2023 年末，公司共有门店 22310 间，覆盖印尼 29 省，400+ 城市，3200+ 区域，其中 Alfamart/Alfamidi/Lawson/Dan+Dan/Alfamidi Super 各 19087/2186/674/317/46 间，直营/加盟各有门店 17103/5207 间。直营门店中，菲律宾市场运营约 1600+ 间。

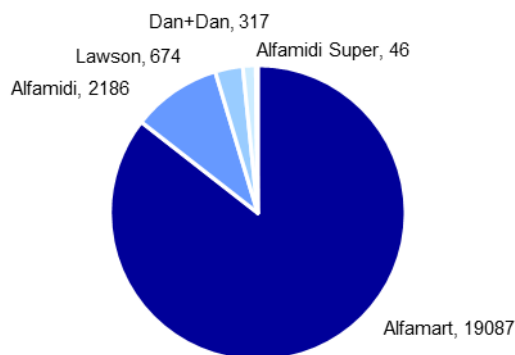
Alfamart 的业务不仅局限于传统零售，还积极适应变化，拓展虚拟商店和线上渠道。2016 年 Alfamart 成立首个虚拟商店 AlfaMind，2019 年上线 Alfagift 线上购物应用，旨在整合线上线下会员系统，提供个性化推荐、多种支付方式、专属产品促销，以及当日达送货和免费邮寄服务，增加了购物的便利性和满意度，为会员提供独特的购物体验。根据公司财报，截止 2023 年末，Alfamart 共有注册会员 1690 万，其中活跃用户 1080 万，贡献总收入的 60%。

图29 Alfamart 注册会员及活跃用户贡献 (2020-1Q24)



资料来源：Alfamart 1Q24 财报 PPT，HTI

图30 Alfamart 的各品牌零售门店数量 (2023)



资料来源：Alfamart 1Q24 财报 PPT，HTI

(2) Unilever Indonesia Tbk (UNVR IJ)

Unilever Indonesia 成立于 1933 年，1936 年引入 Lux 香皂品牌，1982 年在 IDX 上市。Unilever Indonesia 历史上经历了多次变更重组。1980 年曾更名为 PT Unilever Indonesia，1997 年又更名为 PT Unilever Indonesia TBK，直至 2004 年 Unilever Indonesia 与 PT Knorr Indonesia 合并，才形成了如今被大家所熟知的 Unilever Indonesia。

作为如今印尼最重要的快消品 (FMCG) 公司之一，Unilever Indonesia 多年来通过不断推出新品牌和产品以及与其他公司收购整合，不断扩大业务范围和市场份额。1990 年在泗水建立个护工厂，同年收购 SariWangi，进军茶叶业务。1992 年在 Cikarang 建立冰激凌工厂。2001 年收购 Bango，开始拓展酱油业务。2008 年通过收购 Buavita 和 Gogo 尝试果汁业务。2018 年推出 Jawara 辣椒酱新品牌，同年推出韩国 Glow 身体护理品牌。根据公司官网，Unilever Indonesia 目前拥有超过 40 个品牌，如 Pepsodent、Lux、Lifebuoy、Dove、Sunsilk、Clear、Rexona、Vaseline 等，和在 Jababeka、Cikarang 和 Rungkut 区域的 9 个工厂，并获得了印尼宗教委员会 (MUI) 的 halal 认证。根据 Unilever Indonesia 2023 年财报，按销售额和销售量计算，2023 年 Unilever Indonesia 的市占率各 36.8% 和 30.7%。

图31 Unilever Indonesia 的品牌组合 (2023)



资料来源: Unilever Indonesia 2023 年财报, HTI

(3) Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF IJ)

Indofood 成立于 1990 年, 前身 PT Panganjaya Intikusuma 业务始于 1980 年代初。历经多次扩张与整合, Indofood 最终形成了消费者品牌产品 (CBP)、面粉加工 (Bogasari)、农业和分销四大业务, 提供从原料生产加工到商品生产销售的食品行业全链路解决方案, 旗下多个子公司在印尼和新加坡股票市场上市。

纵观 Indofood 历史, 其于 1994 年更名 PT Indofood Sukses Makmur, 同年于 IDX 上市, 随后通过收购涉及种植园、农业和分销的公司实现业务整合。2007 年公司农业业务 (Indofood Agri Resources Ltd.) 在新加坡证券交易所 SGX 上市, 2010 年 ICBP 于 IDX 上市, 2011 年农业业务子公司 PT Salim Invomas Pratama Tbk 在 IDX 上市。

图32 Indofood 四大业务板块



资料来源: Indofood 官网, HTI

(4) PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP IJ)

Indofood CBP 是 Indofood 子公司, 主要负责 Indofood 的消费者品牌业务, 为全市场各类型消费者提供日常饮食解决方案, 拥有 Indomie、Indomilk 等超 30 个知名品牌。Indofood CBP 成立于 1982 年, 最初以即食面条为主要业务, 随后不断通过收购和内部发展扩大业务范围和市场覆盖, 并相继于 1985 年, 1990 年和 1991 年开展营养品和特殊食品, 小食, 和调味品业务, 随后于 2008 年通过收购 Drayton Pte. Ltd., 进军乳制品行业。2009 年 Indofood CBP 通过重组成立 ICBP, 并在次年于 IDX 上市。公司于 2013 年开展饮料业务, 并于 2014 年通过收购 Club 进入包装水行业。2020 年, 通过收购 Pinehill Company Ltd, 公司将即食面条业务拓展至非洲、中东和东欧。根据公司财报, 截止 2023 年底, Indofood CBP 拥有面条、乳制品、小食、调味品、营养品及特殊食品, 和饮料共 6 大产品品类。

除了多元化的品牌矩阵外，Indofood CBP 也很重视垂直产业链的搭建。根据公司官网，目前公司在印尼共有 60 个工厂，同时在马来西亚、中东、非洲和欧洲东南部有 20 个制造工厂，是全球最大的即食面条生产商之一。

图33 Indofood CBP 的品牌组合（2023）



资料来源：Indofood CBP 2023 年财报，HTI

(5) PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk (GOTO IJ)

GoTo Group 是印尼最大的数字生态系统，由 Gojek、Tokopedia 和 GoTo Financial 三个平台组成，致力于通过提供技术基础设施和解决方案，促进数字经济的普及和发展。该生态系统涵盖了按需服务（如出行、食品配送和物流）、电子商务以及金融科技（支付、金融服务和商户技术解决方案）。

GoTo Group 于 2021 年由 Gojek 和 Tokopedia 合并而来。Gojek 成立于 2010 年，最初是一家摩托车打车服务公司，之后业务逐渐扩展到提供广泛的按需服务，包括食品配送、物流和支付服务。Tokopedia 成立于 2009 年，是印尼领先的电商平台，致力于赋能商户，为消费者提供广泛的商品选择和优质的购物体验。2022 年 GoTo Group 于 IDX 上市。根据公司 2023 年财报，2022 年 GoTo Group 在印尼 GDP 中贡献约为 1.8%-2.2%。

6. 风险提示

- (1) 宏观经济和市场需求波动风险；
- (2) 地缘政治风险等。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Economy: As the largest economy in ASEAN, Indonesia's growth is driven by domestic demand and the tertiary sector. Indonesia's rapid economic growth began in the 1960s-70s, quickly recovering from the Asian financial crisis. By 2023, GDP reached 1.37 trillion USD, accounting for 36% of ASEAN's economy. (1) Expenditure breakdown: Indonesia's growth has long been driven by domestic demand, with consumption accounting for 60-70% of GDP after the oil boom ended; (2) Industry breakdown: Post-Asian financial crisis, the tertiary sector replaced the secondary sector as the main growth engine.

Consumption: Large and well-structured consumer base with increasing willingness and ability to spend. According to Euromonitor, from 2015-2023, Indonesia's per capita consumption expenditure rose from 1870 USD to 2608 USD, a compound annual growth rate of 4.2%, higher than the 4.0% growth in per capita disposable income. Factors driving consumption growth include (1) rapid increase in per capita disposable income, low savings rate, strong consumption willingness; (2) large and well-structured population, growing middle class; (3) improving infrastructure providing a solid foundation for economic development and consumption; (4) significant potential in the halal market.

Retail Channels: Balanced channel distribution with fastest growth in E-commerce. According to Euromonitor, Indonesia's retail market size reached 191.30 billion USD in 2023, with a projected compound annual growth rate of 11.1% from 2023-28. To prevent modern channels from rapidly replacing traditional ones and affecting employment and income, Indonesia has imposed many restrictions on modern channels, resulting in a relatively balanced channel distribution. In 2023, traditional/modern/E-commerce/other channels accounted for approximately 37%/30%/32%/1% of the retail market, respectively. Within modern channels, specialty stores/convenience stores/supermarkets/department stores/hypermarkets accounted for about 19%/8%/2%/1%/1% of the total. In terms of retail sales growth, E-commerce and convenience stores are the fastest-growing channels.

Local Supply and Import-Export Situation: Indonesia is rich in natural resources, leading in the production and supply of certain energy, minerals, and agricultural products. According to Euromonitor, in 2023, Indonesia's imports were 221.90 billion USD, exports were 258.80 billion USD, with a trade surplus of 36.90 billion USD. Major imports include crude oil, refined oil, and electromechanical equipment, while major exports are coal and coal-based fuels, palm oil, and primary processed metals. China has been Indonesia's largest trading partner for over a decade, importing electromechanical equipment from China and exporting primary processed metals and mineral energy to China.

Capital Market Performance and Key Listed Companies: In 2007, the Jakarta Stock Exchange and Surabaya Stock Exchange merged to form the Indonesia Stock Exchange (IDX), the only exchange in Indonesia supporting stock, fixed income, and derivatives trading. According to Aseanexchanges, as of July 2024, IDX had 934 listed companies with a market capitalization of approximately 757.20 billion USD. Since the beginning of the year, Indonesia's consumer staples fell by 3.2%, underperforming the market by 3.9%, and consumer discretionary fell by 9.2%, underperforming the market by 9.9%.

Risk Warning: Risks include macroeconomic and market demand fluctuations, geopolitical risks, etc.

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，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，胡佳璐，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Rebecca Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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).

No Disclosure

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,

评级分布 Rating Distribution

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.

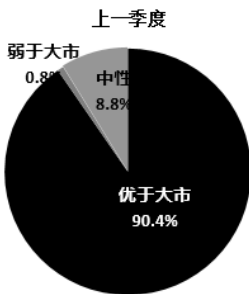
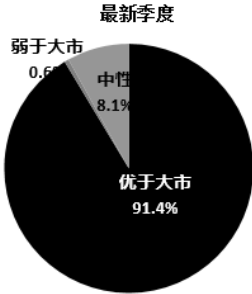
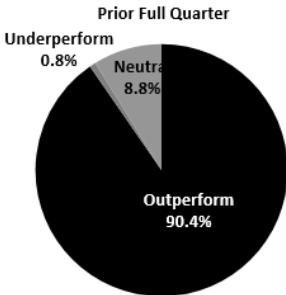
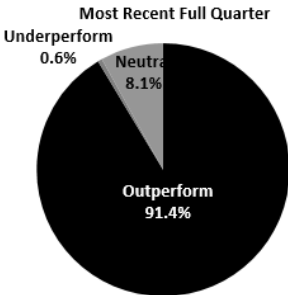
Analyst Stock Ratings

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.



截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

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

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

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

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

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

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

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

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

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共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。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") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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