

# 东南亚可选消费 & 必需消费 Southeast Asia Discretionary & Staples

## 东南亚国别消费研究：越南—人口红利期，消费高增长

### Southeast Asia Consumption Research Series: Vietnam Report

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	目标价	市盈率 P/E	
			PE(2025E)	PE(2026E)

资料来源: Factset, HTI

**Related Reports**  
 东南亚消费国别研究：印度尼西亚消费行业现状与展望  
 Southeast Asia Consumption Research Series: Indonesia Consumption Status and Prospect (3 Sep 2024)  
 东南亚国别消费研究：总篇—世界第六大消费市场，增长动力强劲  
 Southeast Asia Consumption Research Series: General Report (19 Aug 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**经济：向二三产业转移，需求端仍由消费主导。**越南是典型的小国开放经济体，1986年革新开放后经济进入高速发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2023 年越南 GDP 达 4197 亿美元，占东盟经济总量的 11%。（1）按产业拆分：经济体制改革后大力发展以出口为导向的制造业，截至 2022 年制造业占比 GDP 已达 24.8%。（2）生产法拆分：投资及净出口贡献逐渐提高，但经济总体仍由消费主导，2022 年 GDP 占比达 64%。（3）按区域拆分：越南国土呈狭长的 S 形，经济发展偏重南北两极的东南地区和红河三角洲地区。

**消费：消费增速高，消费能力提升空间大。**根据 Euromonitor 数据，2015-2023 年越南居民消费总量由 1367 亿美元增至 2187 亿美元，年复合增速 6.1%。从越南消费结构与趋势看：（1）民生类占比高，服务类及住房消费提升空间大；（2）人口突破 1 亿人，居东南亚国家第三仅次于印尼，人口基数大，根据 Euromonitor 数据，中位数年龄 34 岁，20-34 岁人口占比为 23%，结构优，处人口红利期；（3）性价比消费是主线，中产阶层扩大有望推动消费升级；（4）城镇化率仍处于上升通道，人口流向大城市；（5）电商渠道增长动力强劲，上升空间广阔。

**零售渠道：线下场景为主，电商渠道增速高。**据 Euromonitor 数据，2023 年越南零售市场规模达 1263 亿美元，占东盟整体的 19%，仅次于印尼，2023-2028 预计年复合增速达 10.4%。2023 年越南零售市场中传统/现代/电商/其他渠道占比各 37%/48%/14%/1%；现代渠道中专卖店占 43%，超市占 3%，便利店，百货和大卖场仅占 1%或更低。电商和超市在规模和增速上都相对优于其他渠道，2023-2028 年预计年复合增速各 21%和 12%。

**本地供应及进出口情况。**尽管越南拥有丰富的自然资源，但农产品仅基本维持贸易平衡；能矿资源为满足国内工业快速发展需求，近年来对进口的依赖度也在逐渐增加。根据 Euromonitor 数据，2023 年越南进口额 3266 亿美元，出口额 3543 亿美元，贸易顺差达 277 亿美元的历史最高水平。越南主要进口机电设备，石油以及机械设备；出口电话零件，机电设备和机械设备零件等。越南是中国在东盟的第一大贸易伙伴，也是中国全球第四大贸易伙伴。中国是越南的第一大进口国、第二大出口国。

**资本市场表现及重点上市公司简析。**胡志明市证券交易所是越南的主要证券交易平台，河内证券交易所则主要支持中小企业和场外交易市场。越南政府于 2020 年设立越南交易所，胡志明市证券交易所和河内证券交易所成为其子公司。根据 ASEAN Exchanges 数据，截至 2024 年 7 月，越南交易所共有 724 家上市公司，市值约 2145 亿美元。年初以来，越南必选消费板块收涨 10.8%，跑输大盘 1.9pct，可选消费板块收涨 10.3%，跑输大盘 2.4pct。

胡佳璐 Rebecca Hu  
rebecca.jl.hu@htisec.com

李一腾 Yiteng Li  
yt.li@htisec.com

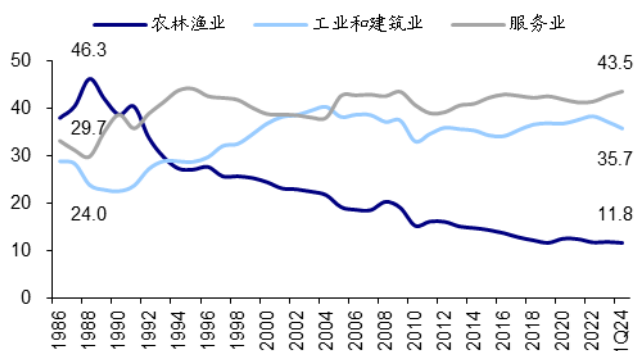
汪立亭 Liting Wang  
liting.wang@htisec.com

李宏科 Hongke Li  
hongke.li@htisec.com



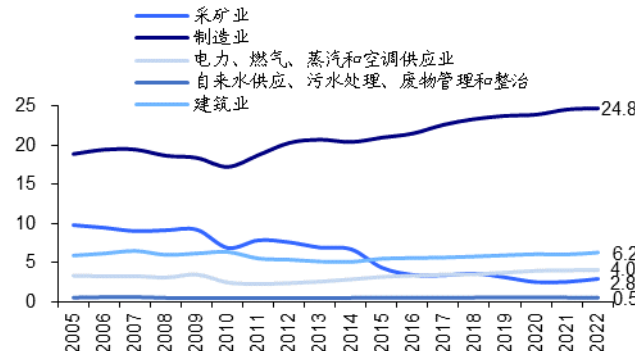
逐渐提升至 2022 年的 24.8%，是第二产业中的绝对核心。具体来看，根据 ADB Data Library 数据，2022 年工业增加值占比最高的为食品饮料和烟草制品业，其次是出口较多的劳动密集型产业，如纺织业、电气及光学设备以及皮革和制鞋业等。②第三产业以批发零售为主。根据越南统计局数据，2022 年服务业占比排名前三的行业分别为批发零售、金融保险业以及运输和仓储业，占比各 9.6%/4.8%/4.7%。

图3 越南 GDP 按产业结构划分(%, 1986-1Q24)



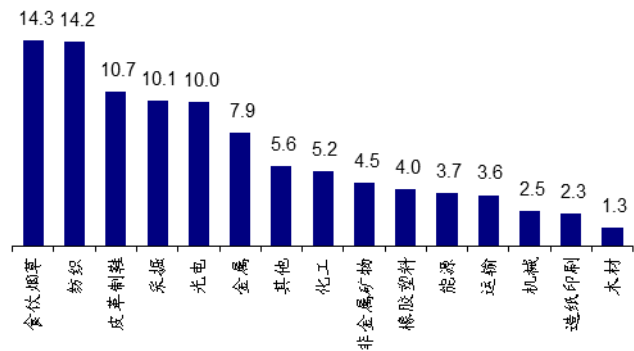
资料来源：越南统计局，HTI

图4 第二产业分行业 GDP 占比(%, 2005-2022)



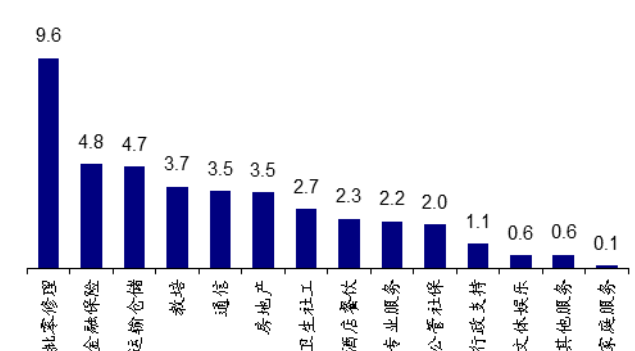
资料来源：越南统计局，HTI

图5 越南分行业工业增加值占比(2022)



资料来源：ADB Data Library，HTI

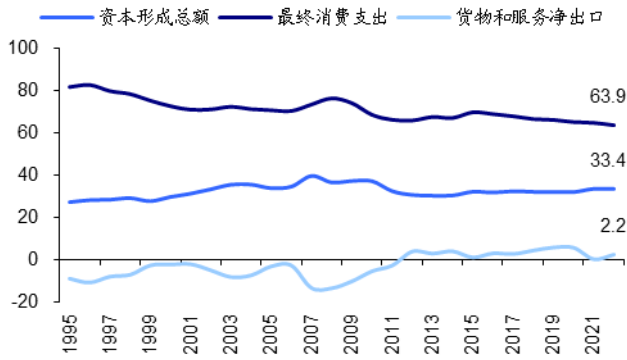
图6 第三产业分行业 GDP 占比(%, 2022)



资料来源：越南统计局，HTI

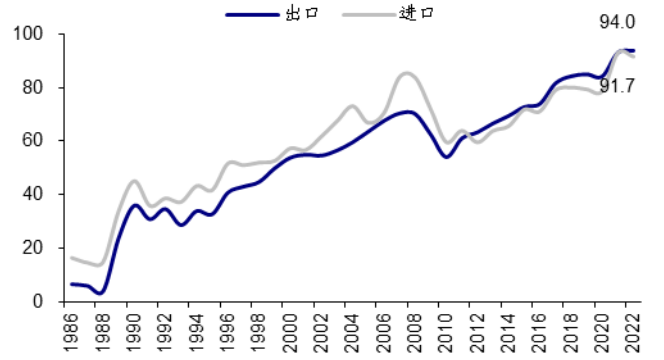
从需求端看：消费比重高，投资比重偏低，净出口比重较小。①需求端由消费主导：1995 年越南最终消费支出占 GDP 比例高达 82%。虽然近年来随着工业化进程的推进，资本形成总额占比在逐年提高，但消费仍是主导，根据越南统计局数据，2022 年消费占 GDP 的比例为 64%。相较中国近年约 53-55% 的消费占比，消费在越南经济中或发挥更大作用。②进口、出口依赖度高，净出口附加值低：根据越南统计局数据，虽然越南出口占 GDP 比重较高（2022 年占比 94%），但由于其同时也较为依赖进口（同年进口 GDP 占比 92%），且出口产品附加值较低，因此净出口占 GDP 的比重较小。2007 年越南加入 WTO 后，净出口在 GDP 中的比重才逐步上升转正，2022 年为 2.2%。

图7 越南 GDP 按支出法拆分 (%，1995-2022)



资料来源：越南统计局，HTI

图8 越南进出口额占 GDP 比重 (%，1986-2022)



资料来源：越南统计局，HTI

**越南南北两极发展，三大省市定位清晰。**越南共有 58 个省和 5 个直辖市，因国土狭长，呈 S 形分布，存在南北区域两极发展的特点。根据越南统计局数据，东南地区人口占比 18.9%，位居第三，但 GDP 占比达 30.9%，零售额占比达 27.7%，位列第一，劳动生产率达 3 亿越南盾/人，在越南经济中发挥重要作用。红河三角洲则是越南人口最多的区域，占比达 23.6%，GDP 占比 29.9%，零售额占比 25.4%，首都河内位于此区域。**越南各区域发展产业潜力差异明显：**北部中部和山区地形复杂，但自然资源丰富，矿业和旅游业具有较大潜力；北中部和中部沿海地区交通便利，适合发展海洋经济、物流产业和外贸；中央高地气候适宜农业，农业及其加工产业前景广阔；东南地区经济最为发达，外资企业集中，工业、科技创新和金融服务业强劲增长；湄公河三角洲水系发达，农业和水产养殖业潜力较大。此外，**越南主要三大省市定位清晰：**南部的胡志明市作为全国最大的港口城市和商业中心，具有商业、物流、金融和高科技产业发展基础；北部的河内市作为政治和文化中心，教育、文化和科技产业潜力显著；此外，海防省作为北部重要的港口城市，港口经济、物流和制造业前景广阔。

表 1 越南六大区域概况 (2022)

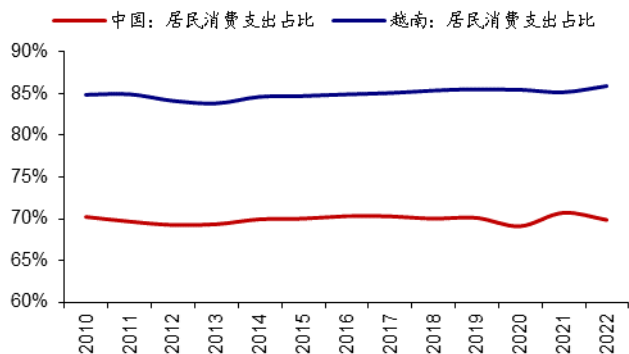
	人口 (万人)	人口占比 (%)	劳动生产率 (亿越南盾/人)	GDP (亿美元)	GDP 占比 (%)	零售销售额 (亿美元)	零售销售额占比 (%)
红河三角洲	2345.4	23.6%	2.5	1240.75	29.9%	57.2	25.4%
北中部和中部沿海地区	2066.1	20.8%	1.4	622.43	15.0%	38.6	17.1%
东南地区	1881.1	18.9%	3.0	1283.93	30.9%	62.4	27.7%
湄公河三角洲	1743.2	17.5%	1.2	491.19	11.8%	43.3	19.2%
北部中部和山区	1302.3	13.1%	1.4	354.1	8.5%	13.4	5.9%
中央高地	609.2	6.1%	1.0	158.79	3.8%	10.4	4.6%
<b>合计</b>	<b>9947.4</b>	<b>100.0%</b>		<b>4151.19</b>	<b>11.8%</b>	<b>225.3</b>	<b>100.0%</b>

来源：越南统计局，HTI

## 2. 消费：人口红利期，消费增速高，提升潜力大

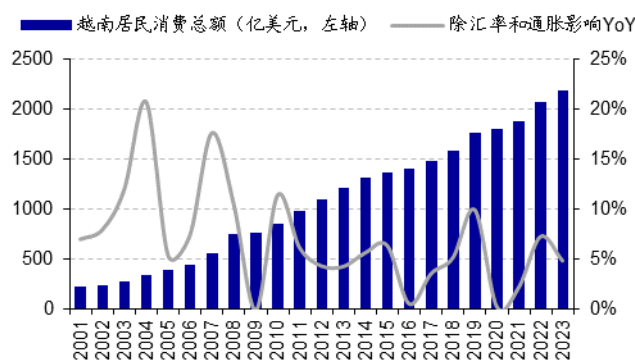
**越南居民消费对整体消费的影响大，规模增速可观。**根据越南统计局数据，越南总消费中居民消费比重较高，2010 年以来一直维持在 85-86% 的水平（中国同期约 70%），是越南消费的主导，政府在消费中所发挥的作用相对较小。根据 Euromonitor 数据，2015-2023 年，越南居民消费总量由 1367 亿美元增至 2187 亿美元，年复合增速 6.1%。

图9 越南、中国消费中居民消费的占比（2010-2022）



资料来源：国家统计局，越南统计局，HTI

图10 越南居民消费及增速（2001-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

## 2.1 消费能力与意愿

与越南消费规模增速相匹配的是人均可支配收入的增长和较高的居民消费倾向。根据 Euromonitor 数据，2015-2023 年越南人均可支配收入由 1594 美元增至 2566 美元，年复合增速 6.1%。人均消费支出由 1483 美元增至 2212 美元，年复合增速 5.1%。由于越南近年来人均可支配收入增速更高，居民消费倾向（人均消费支出占可支配收入比重）有所下滑，但整体仍位于高位。1990 年以来，越南居民消费倾向整体高于中国同期约 20-30%，2023 年越南人均消费支出占可支配收入比重为 86%。

越南人均可支配收入在东盟主要国家中绝对额偏低，但增速最高。在东盟主要国家中，根据 Euromonitor 数据，2023 年越南人均消费支出 2212 美元，与印尼和菲律宾较接近，同处于偏低水平，但平均增速一直处于领先水平，2015-2023 年复合增速 5.1%，高于其他五个东盟主要国家。越南政府计划从 2024 年 7 月 1 日起将地区最低工资标准上调 6%，居民收入水平有望维持稳健增长。

表 2 东盟主要国家消费指标（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 (千美元)	2.6	4.2	27.3	2.8	2.2	7.2
人均消费支出 2015-23 CAGR	4.2%	3.1%	3.7%	3.7%	5.1%	3.3%
人均消费支出占可支配收入比重	91%	97%	68%	102%	86%	105%

来源：Euromonitor，HTI

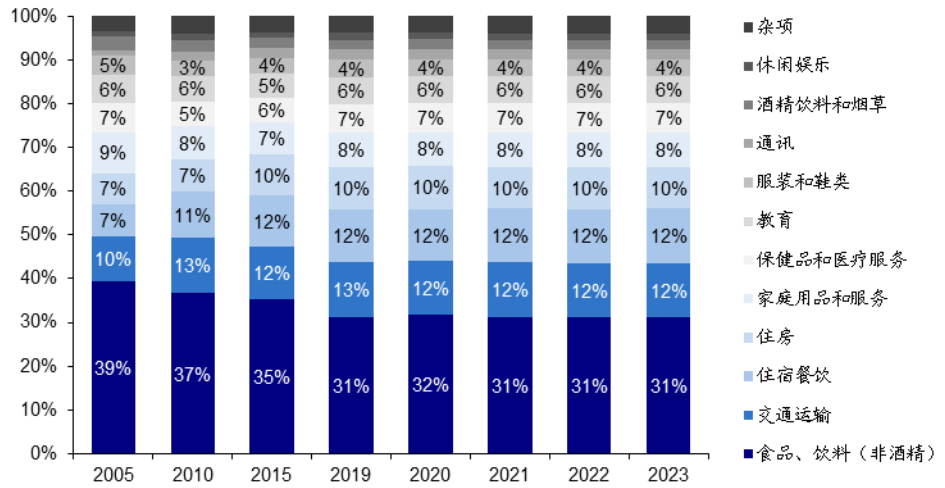
## 2.2 消费结构与趋势

除了消费总量及增速，消费内部结构和变化也非常重要，是未来消费发展的基础。

(1) 消费品类结构：民生类占比高，服务类及住房消费提升空间大

越南的必选消费支出高于可选消费。根据 Euromonitor 的数据，2023 年在越南居民消费支出品类中，食品、饮料（非酒精）的占比最高，约 31%，其次为交通运输、住宿餐饮、住房、及家庭用品和服务，占比各 12%/12%/10%/8%。

图11 越南居民消费支出品类结构（2005-2023）



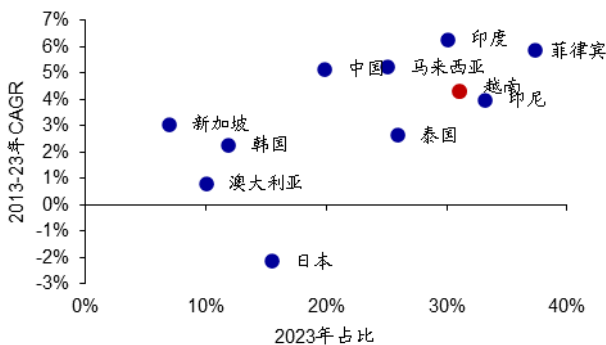
资料来源：Euromonitor, HTI

对比亚太主要国家，越南在**餐饮、教育、保健品和医疗服务、住宿餐饮**等方面消费占比相对较高，**住房、休闲娱乐**消费提升空间较大。

民生类消费支出占比较高。根据 Euromonitor 数据，**① 餐饮消费**：2013-2023 年复合增速为 4.3%，占比由 37% 逐步降低至 31%，但相较中国的 20% 和日本的 15%，依然占据较大比重，在亚太新兴市场各国中处于中等水平。**② 教育消费**：占比稳定在 6%，在各国中已处于领先水平，同时教育消费支出 2013-2023 年复合增速达 7.1%，仅次于印度 8.8% 和中国 8.1%。越南和中国教育体系类似，基础教育完善、设立高考选拔制度，因此东南亚各国中越南居民或更为重视教育。**③ 保健品和医疗服务消费**：2013-2023 年复合增速为 8.7%，仅低于印度的 10.1% 和中国的 9.6%，占比由 5% 提升至 7%，显著高于东南亚各国约 3-6% 的比重，接近中国、新加坡、澳大利亚水平。

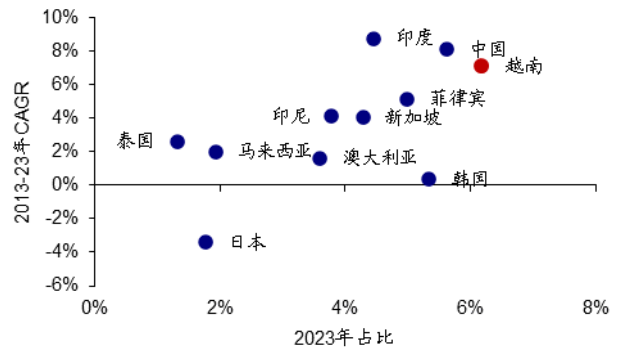
**住房消费**比重提升，且仍有发展空间。根据 Euromonitor 数据，21 世纪以来，越南住房消费占比有所提升，由 2010 年前的 7% 提升至 2015 年以来的 10%，但占比相较其他国家仍处于偏低水平（日本 26.2%、中国 23.8%、东南亚各国基本在 10-15% 区间）。住房消费 2013-2023 年复合增速为 7.0%，仅次于中国，但高于东南亚各国普遍低个位数的平均增速水平，未来在住房上的开支或仍有一定的发展空间。

图12 亚太主要国家食品饮料（非酒精）消费占比及 CAGR



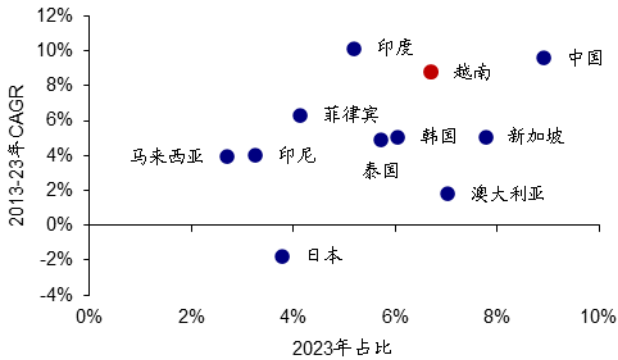
资料来源：Euromonitor, HTI

图13 亚太主要国家教育消费占比及 CAGR



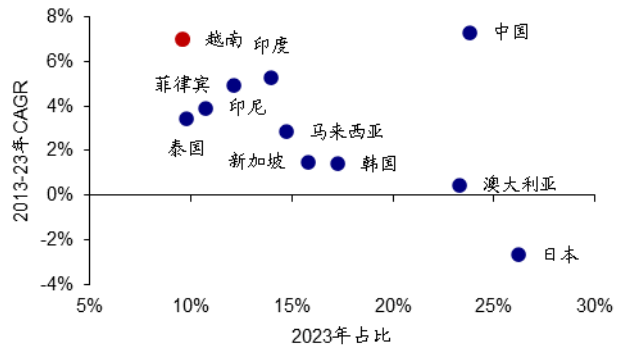
资料来源：Euromonitor, HTI

图14 亚太主要国家保健品和医疗服务消费占比及 CAGR



资料来源: Euromonitor, HTI

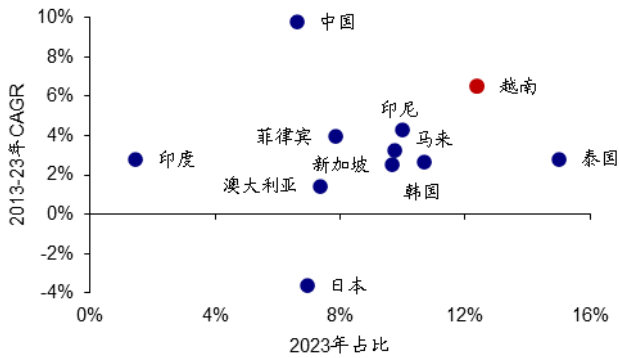
图15 亚太主要国家住房消费占比及 CAGR



资料来源: Euromonitor, HTI

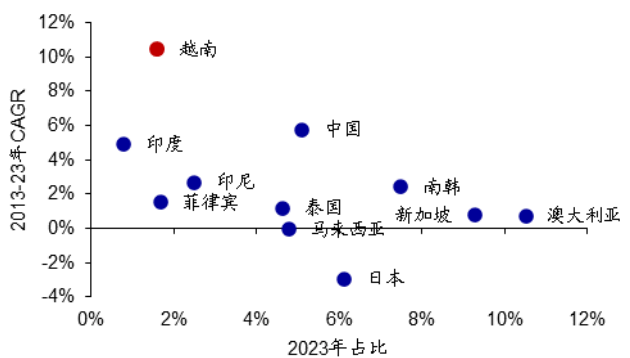
服务类消费前景广阔。①住宿餐饮消费比重高、增速快: 1999年,越南《旅游法》正式实施,并制定2001-2010年旅游发展战略;2011年,越南政府批准《至2020年,面向2030年的越南旅游发展战略》,进一步明确旅游业的发展方向和目标,旅游业逐渐成为国家经济支柱产业。根据Euromonitor数据,2005-2010年,越南住宿餐饮消费占比由7%提升至11%,2010年后基本维持在12%左右,仅次于泰国15%,2013-2023年复合增速为6.5%,高于东南亚各国。②休闲娱乐消费比重低,潜力巨大:越南的休闲娱乐消费占比始终维持1.5%左右的偏低水平,仅高于印度0.8%,2013-2023年复合增速达10.4%,领先亚太主要国家,相关产业潜力有待充分挖掘。

图16 亚太主要国家住宿餐饮消费占比及 CAGR



资料来源: Euromonitor, HTI

图17 亚太主要国家休闲娱乐消费占比及 CAGR



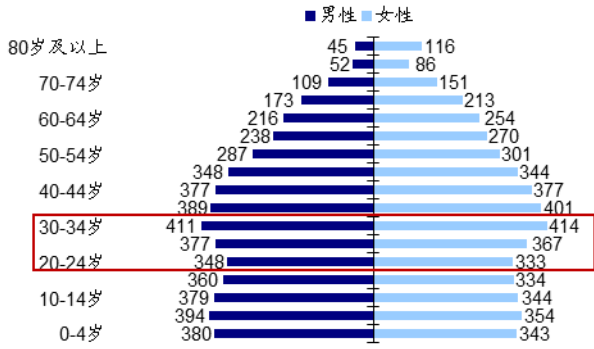
资料来源: Euromonitor, HTI

(2) 人口及家庭结构: 人口结构优, 但存在老龄化、家庭小型化趋势

越南正处人口红利期,人口结构较年轻化。根据越南统计局数据,2023年越南人口1.003亿,是世界上第15个人口破亿的国家。男女比例相当平衡,城市、农村人口各占38%/62%。越南的人口结构呈现金字塔型,中位数年龄34岁,整体较为年轻化,为国家提供丰富的劳动力资源和潜在的人口红利。根据Euromonitor数据,2023年越南20-34岁人口占比为23%,与亚洲平均持平,高于日本、韩国、新加坡等经济较为发达的国家,略低于菲律宾、印度、马来西亚等发展中国家。

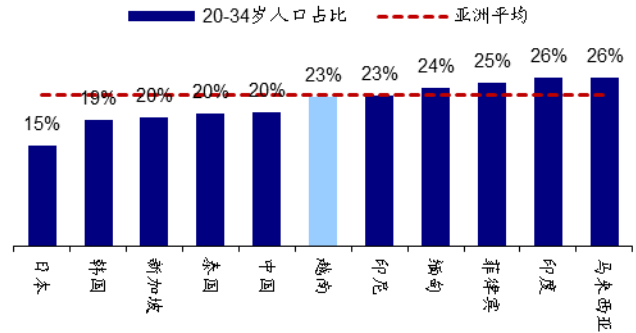
生育率逐渐走低,未来或面临老龄化挑战。越南生育率整体呈现波动下滑趋势,2023年越南的总和生育率为1.96。自1999年跌破2.1之后一直稳定在1.9-2.0之间。通常认为,如果总和生育率长期低于2.1,国家将无法实现人口更替,人口会进入下降通道。根据越南卫生部人口与计划生育总局数据,2019年越南老年人口占比为11.9%,2029年预测老年人口占比将提升至16.7%、2049年进一步提升到26.1%。

图18 越南人口结构金字塔 (万人, 2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

图19 亚洲主要国家 20-34 岁人口占比 (2023)

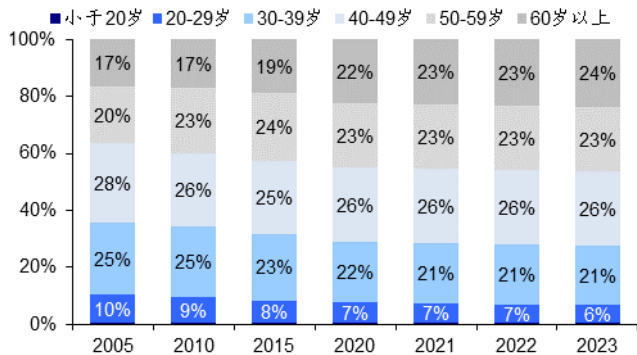


资料来源: Euromonitor, HTI

**老年群体消费占比呈现上升趋势，更偏好住房、旅行等消费。**从越南消费群体的年龄结构来看，30-59岁消费群体仍为消费主力，但老年群体消费占比逐渐提升。根据Euromonitor数据，2023年30-59岁消费群体的消费占比为70%，60岁以上占比为24%，对比2005年的17%提升显著。根据麦肯锡发布的《越南新消费者报告》，2020-2030年，老年人支出预计增加3倍，增长速度是同期整个群体的2倍以上。越南年轻主力消费群体与老年人的消费偏好不同。根据麦肯锡调研，越南年轻消费者倾向于消费鞋服、化妆品等消费品类，而年长的消费者倾向于消费住房、旅行等。

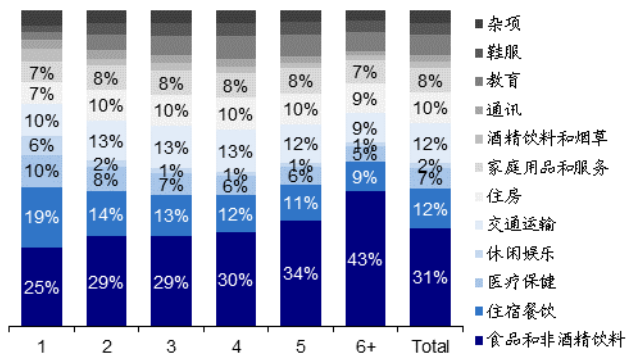
**家庭规模小型化，更偏好住宿餐饮、保健医疗及休闲娱乐等消费。**根据麦肯锡发布的《越南新消费者报告》，随着越南总生育率的下降，过去20年越南家庭平均规模减少约20%，从1999年的每户4.5人减少到2019年的每户3.5人。同时，城镇化也将进一步推动家庭结构小型化：①城市的总生育率水平更低，如2020年胡志明市的生育率仅1.4。②城市往往吸引远离父母和大家庭的年轻人。从消费品类上看，食品消费在小规模家庭的消费支出占比较低，而住宿餐饮、保健品和医疗服务、休闲娱乐等消费占比明显较高。家庭规模的缩小也有望带来新的需求，如小型住宅、宠物需求、以及新的娱乐形式等。

图20 越南居民消费支出年龄结构 (2005-2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

图21 越南不同规模家庭的消费支出品类结构 (2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

**人口及家庭结构变化有望激发医疗保健、旅游及郊区住房等产业潜力。**①**医疗保健:**为缓解公立医院由于过度拥挤和设备不足带来的压力，越南政府鼓励民间资本投建医院。越南民营私立医疗机构蓬勃发展，根据越南卫生部数据，2010年越南私立医院共102家，2021年已超过300家，占越南医院总数约20%，病床数量也从5800张增加到16000张，占越南病床总数的5%，而私人诊所数量则达到35000家。本地企业如经营医院的Vinmec和零售药房公司Pharmacy在此背景下迅速成长。②**康养及**

**旅游:** 越南高质量的疗养院和辅助生活设施也在不断扩大。越南拥有长达 3260 公里的海岸线，从北部至南部拥有许多海滩，如茶古、下龙、吉婆、炉门、陵姑、芽庄、美奈、龙海、头顿、富国等，自然资源为开发休闲旅游和康养旅游创造了便利条件。

**③ 郊区住房:** 我们认为与城市中心相比，郊区通常提供更好的空气质量和绿化环境，以及更大的活动空间，更能吸引对健康和生活质量有要求的老年人。

表 3 越南医疗领域代表企业发展概况

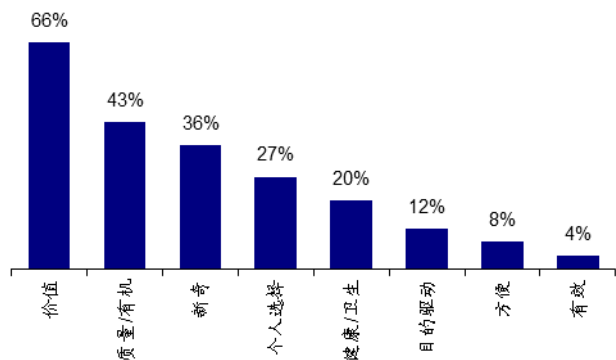
企业	发展概况
完美医疗	建立了越南最大的私立医院和诊所网络，拥有 15 家医院和近 3 千张床位，以及 2023 年成立的 2 家 Prima 医疗中心
震兴医院	由台湾震兴集团于 2017 年成立，是同奈省第一家 100% 外资私立医院，拥有 1500 张床位，总投资额达 3 亿美元
Vin 集团	在胡志明市设立了 Vinmec 医院，总投资额为 1.2 万亿越南盾（约 4830 万美元），在越南拥有 8 家医院和 2 家诊所
秋菊医疗中心	接受 Vinacapital 2670 万美元投资后，成为外商投资企业

来源：VN Land Notes, HTI

**(3) 收入阶层结构：性价比消费是主线，中产阶层扩大有望推动消费升级**

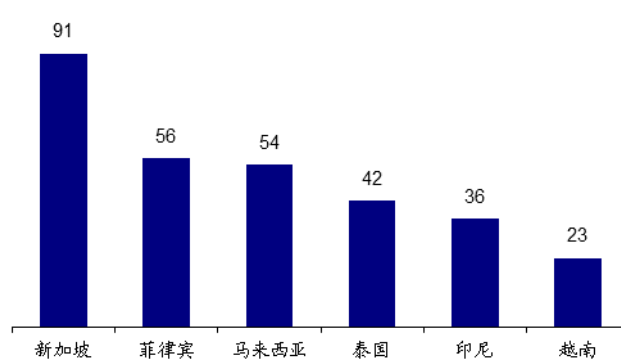
**性价比消费是越南消费的主流。**由于越南经济体量相对较小，人均可支配收入在东南亚主要国家中处于偏低的水平，越南消费者的消费决策仍偏向性价比。麦肯锡调研显示，越南消费者尝试新品牌的首要原因仍是价值（66%），其次是质量（43%）。根据 36Kr Global 援引 Ninja Van 数据，东南亚 6 个重点电商市场中，越南网购客单价最低，约为 23 美元，仅为新加坡的 1/4。根据 Metric 数据，TikTok 在越南上线不到一年已占据越南电商市场 15.5% 的份额，而价格低廉是越南消费者选择 TikTok 的首要原因，占比高达 61%。TikTok 美国站的平均客单价为 25-35 美元，是越南站的 6-8 倍。

图22 越南消费者尝试新品牌的原因（选择前三位的百分比）



资料来源：麦肯锡，HTI

图23 东南亚部分国家电商客单价（美元）

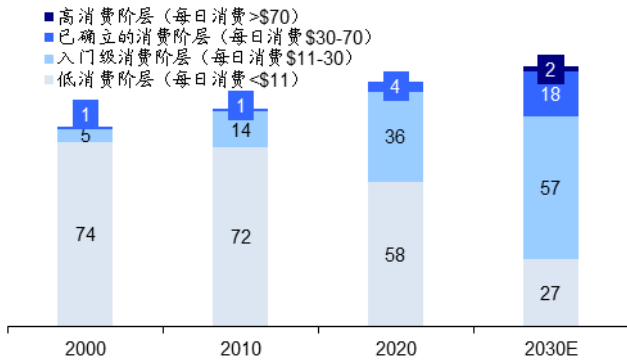


资料来源：36Kr Global 援引 Ninja Van, HTI

**越南消费群体基础逐渐扩大，中产阶级比重有望提升。**根据麦肯锡发布的《越南新消费者报告》，越南在 2020-2030 年预计有超 3600 万消费者加入消费阶层（每天至少花费 11 美元的消费者）。2000 年不到 10% 的越南人口属于消费阶层，2020 年已超过 40%，预期 2030 年接近 75%。增量消费不仅源自首次进入消费阶层的人，也来自于收入金字塔的结构升级。消费阶层的两个最高层（每天消费 30-70 美元、70 美元及以上的消费者）增长最快，预期人数占比将从 2020 年的 4% 增长至 2030 年的 20%。

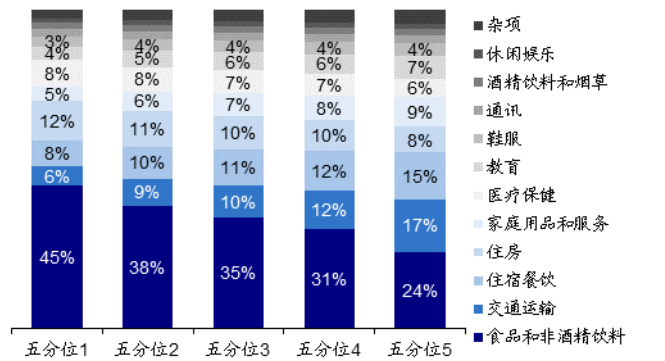
收入结构升级有望推动出行、悦己消费占比提升。根据 Euromonitor 数据，越南最高 20% 收入家庭食品饮料消费占比为 24%，而最低 20% 收入家庭该占比达到 45%。高收入家庭对于交通运输、住宿餐饮、教育、鞋服及休闲娱乐的消费占比则相对更高。随着越南中产阶级不断扩大，预计食品饮料消费比重将继续下降，而出行、悦己等消费占比有望提升。

图24 越南不同收入群体人口数量（百万人，2000-2030E）



资料来源：麦肯锡，HTI  
注：使用 2011 年的购买力平价（PPP）为基准

图25 越南不同收入群体的消费支出品类结构（2023）

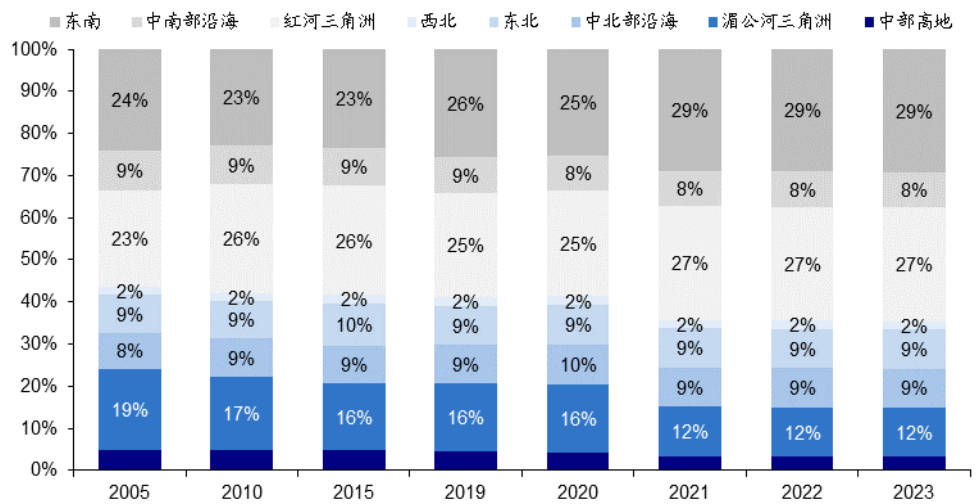


资料来源：Euromonitor，HTI  
注：分位数通过将一个国家的所有家庭按照可支配收入水平从最低收入到最高收入进行排名来计算。如五分位 1 指的是收入最低的 10.0% 的家庭。

(4) 城市结构：城镇化率仍处于上升通道，人口流向大城市

区域发展不平衡，东南地区与两个三角洲为核心消费区域。从越南消费支出的区域结构来看，根据 Euromonitor 数据，2023 年东南区域、红河三角洲（首都河内所在区域）、湄公河三角洲（最大城市胡志明市所在区域）消费占比各为 29%/27%/12%，为消费主力区域，相较 2019 年的 26%/25%/16%，东南区域和红河三角洲的消费占比各提升 3pct/2pct，而湄公河三角洲消费占比下降 4pct。

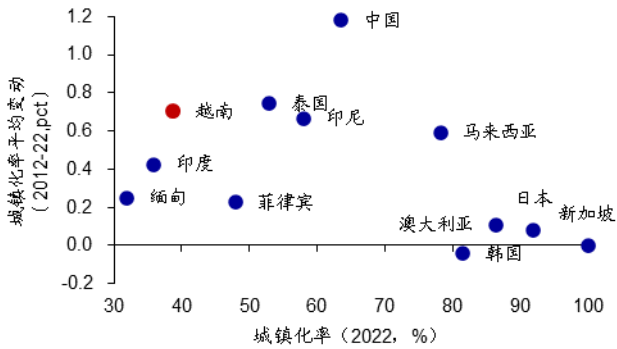
图26 越南居民消费支出区域结构（2005-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

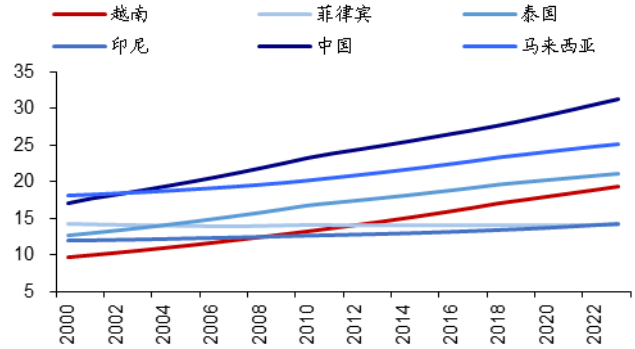
城镇化率快速提升，人口流向大城市。根据 World Bank 数据，2022 年越南城镇化率达到 38.8%，在亚太重点城市中城镇化水平整体偏低。2012-2022 年平均每年增加 0.7pct，城镇化率提升速度快，增速仅次于中国和泰国。重点城市角度，2000-2023 年，越南人口超过 100 万的城市群人口比重由 9.7% 迅速提升至 19.3%，实现翻倍增长。

图27 各国城镇化率情况



资料来源: World Bank, HTI

图28 亚洲各国人口超过100万的城市群人口比重 (%)

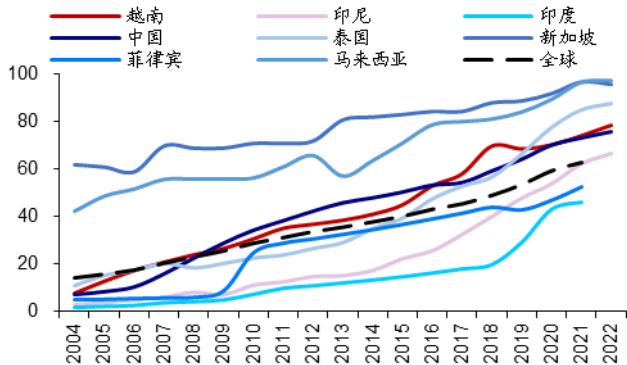


资料来源: World Bank, HTI

(5) 数字化推动消费习惯变化: 电商渠道增长动力强劲, 上升空间广阔。

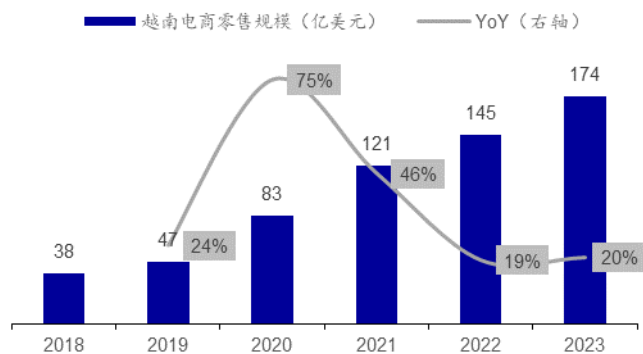
根据 Euromonitor 数据, 自 2007 年越南互联网用户渗透率超过全球水平以来, 2022 年已达到 78.6%, 高于中国的 75.6% 和印尼的 66.5%。数字化正在快速改变越南人的日常消费习惯和沟通方式。根据麦肯锡预计, 1980-2012 年期间出生的“数字原生代”到 2030 年将占越南消费市场约 40%。越南人口结构年轻化、互联网普及率高以及收入稳健增长, 共同推动线上消费规模迅速增长。根据 Euromonitor 数据, 2023 年越南电商渠道规模约 174 亿美元, 2018-2023 年复合增速约 35%。根据越南工贸部, 2022 年越南预计约 5700-6000 万人进行网购 (占比约 60%), 人均消费支出为 260-285 美元。

图29 亚洲主要国家互联网用户渗透率 (% , 2004-2022)



资料来源: World Bank, HTI

图30 越南电商渠道规模及增速 (2018-2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

3. 零售渠道: 线下场景为主, 电商渠道增速高

越南零售市场增速高, 电商渠道发展空间广阔。根据 Euromonitor 数据, 2023 年越南零售市场规模达 1263 亿美元, 占东盟整体的 19%, 仅次于印尼; 2018-2023 年复合增速为 5.0%, 为东盟主要国家中最高。2023-2028 年预计越南零售市场年复合增速达 10.4%, 在东盟主要国家中仅次于印尼。越南传统、现代渠道占比分别 37% 和 48%, 而电商渠道占比 14%, 相较印尼的 32% 和泰国的 21% 仍有发展空间。

表 4 东盟主要国家零售渠道占比 (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。

零售渠道仍以线下为主，电商增速高。以渠道零售额计，零售渠道仍以线下场景为主，现代渠道中以专卖店为主。根据 Euromonitor 数据，2023 年越南零售市场中传统/现代/电商/其他渠道各占约 37%/48%/14%/1%；现代渠道中专卖店占比 43%，超市占比 3%，便利店，百货和大卖场仅占 1%或更低。以渠道零售额增速计，电商和超市在规模和增速上都相对优于其他渠道，其中电商 2018-2023 年复合增速约 35%，预计 2023-2028 年复合增速约 21%；超市 2018-2023 年复合增速约 11%，预计 2023-2028 年复合增速约 12%。以门店数计，2023 年传统/现代渠道门店各约 65 万和 17 万间，现代渠道中专卖店/超市/便利店/百货/大卖场门店各约 16 万/7000/1200/170/80 间。

表 5 越南零售概况 (2023)

渠道详情	传统渠道			现代渠道			电商渠道	直销
	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)	464	548	4	43	3	17	174	9
规模占比	37%	43%	<1%	3%	<1%	1%	14%	1%
2018-23 CAGR	2%	3%	9%	11%	-1%	7%	35%	13%
2023-28E CAGR	5%	11%	15%	12%	11%	11%	21%	7%
门店数量	~65 万	~16 万	~1200	~7000	~170	~80	-	-
品牌份额	无品牌概念	份额分散	Circle K 36% Family Mart 18% Ministop 13%	Bach Hoa Xanh 30% WinMart 28% Co.opMart 26%	AEON 55% Takashimaya 16% Robins 13%	Go! 38% Big C 23.5% Lotte Mart 13%	Shopee 31% Lazada 20% Tiki 13%	-

来源: Euromonitor, HTI 测算

注: 1. 专卖店含杂货专卖; 2. 品牌不同模式的电商平台计算份额时视作同品牌。

(1) 超市: 以 VinGroup JSC 布局 VinMart+品牌 (后被 Masan 集团收购并更名为 WinMart) 为标志，越南超市渠道从 2016 年开始逐渐繁荣。相较于大卖场通常在购物中心或城市郊区，超市面积较小、可以布局住宅区。随着生活水平的提高和对现代服务的需求兴起，郊区和农村地区消费者也越来越被超市所吸引，越南超市门店数量出现显著增长，由 2015 年刚刚突破 1000 家迅速增长至 2023 年约 7000 家。

两大龙头市占率过半，分别主导南北市场。①Bach Hoa Xanh: MWG (Mobile World Group) 集团旗下的连锁超市 (目前收入占集团比重近 30%)，成立于 2015 年，主要销售食品和快速消费品，提供生鲜食品 (肉类和鱼类、蔬菜、水果等) 和生活必

需品，拥有约1700多间零售店，侧重于南部和中南部省份，在中部高地有少量店面，在北部没有；2024年计划新开100间门店，大部分仍位于胡志明市。定位上看，Bach Hoa Xanh 以提供原汁原味的产品、合理的价格、干净的空间和家庭主妇容易到达的地方为导向，寻求产品选择的多样性，拥有1.2万多种产品，产地明确。2024年4月，北京鼎晖投资完成了对Bach Hoa Xanh 5%的股份收购。②WinMart: 原名 VinMart，成立于2002年，2019年底由Masan集团收购后进行业务重组，推出迷你购物中心模式，并于2022年初正式更名为WinMart（目前零售业务收入占集团比重近40%）。2023年WinMart各类型超市合计已超过3600间，遍布62个省和直辖市，在北部和中部市场占据主导地位。WinMart 寻求在全国范围内扩张，提高会员率；2024年计划新开400-700间门店。定位上看，WinMart 的运营基于5个核心价值观，包括提供符合“The Very Best of Fresh”标准的日常必需品、推广国内生产、保护国内分销系统、将越南商品推向世界及积极为国家财政做出贡献。

图31 胡志明市的 Bach Hoa Xanh 门店



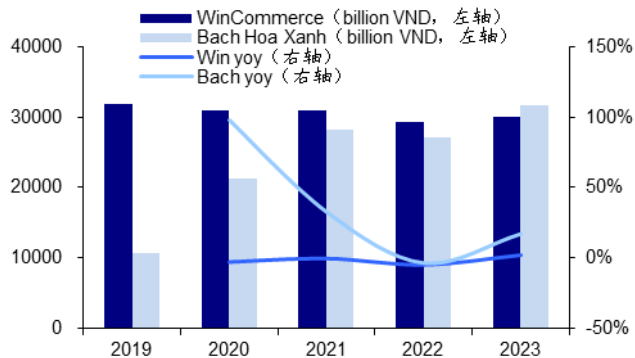
资料来源: VNEXPRESS, HTI

图32 WinMart 门店



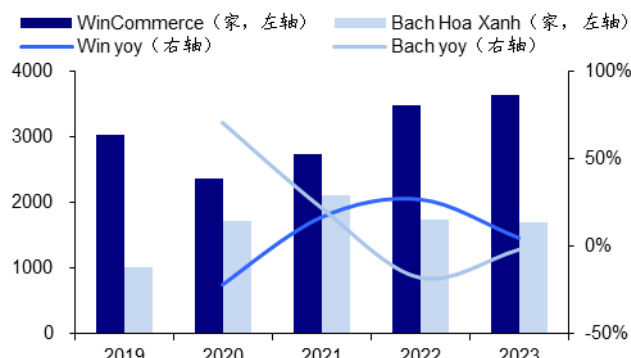
资料来源: VNEXPRESS, HTI

图33 头部两大超市收入及增速 (billion VND, 2019-2023)



资料来源: VNEXPRESS, HTI

图34 头部两大超市门店数量及增速 (间, 2019-2023)



资料来源: VNEXPRESS, HTI

表 6 WinMart 各类型超市定位

门店类型	门店数量	定位
WinMart 超市	132 间	大型超市，提供广泛的商品选择
WinMart+迷你超市		小型便利超市，便于社区购物
WIN 商店	3501 间	作为“Point of Life” (POL) 策略的一部分，WIN 商店是一种迷你购物中心概念，提供日常必需品和多种服务，如食品、药品、金融服务等

来源: MASAN GROUP 年报, HTI

(2) **大卖场**: 越南的大卖场主要布局于各大城市和市内地区，战略性的定位方法允许利用购物中心提供的娱乐、餐饮和购物服务，使消费者在购物的同时享受各类休闲活动。

由国际参与者主导，龙头公司 **CRC** 市占率达 **69%**。除本地企业 **Saigon Union of Trading Cooperatives** 外，越南大卖场行业中的所有其他公司都是国际企业，如泰国的 **Central Retail Corp (CRC)**、韩国的 **Lotte Group** 和 **Shinsegae Co Ltd**、日本的 **AEON Group**，国际零售企业专注于专业的客户服务和多样化的产品组合。CRC 旗下 Go! 超市、Big C、Tops Market 三大品牌在越南大卖场市场中占比各 38.1%/23.5%/7.1%。CRC 正在重塑 Big C 品牌，部分门店更名为 Tops Market 或 Go! 超市，并重新规划门店，通过改造创新来提升服务质量和推动购物空间现代化，员工培训以态度和客户服务为中心，而品牌则通过与国内外供应商的合作来保持较低的价格。CRC 在运营针对大众市场的低端产品方面尤其突出，其自有品牌涵盖品类广泛，包括生鲜、烘焙和家居用品。截至 2023 年末，CRC 已在越南 63 个省及直辖市中的 57 个省发展业务，2012-2022 年期间，CRC 在越南投资超过 100 亿泰铢（约合 2.9 亿美元）以扩大其零售业务，并计划于 2023-2027 年期间继续投资 500 亿泰铢（约合 14.5 亿美元）。

表 7 Central Retail Corp 旗下品牌梳理

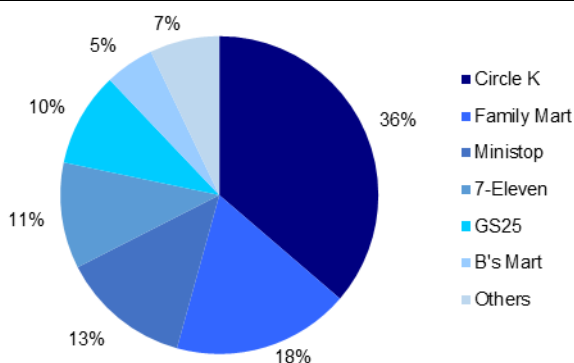
旗下品牌	业态类型	市占率 (大卖场)	概况
Go! 超市	大型超市	38.1%	Central Retail 在越南逐步将 Big C 超市更名为 Go! 超市，形成新颖、多样化的大型超市
Big C	大卖场	23.5%	越南知名度非常高的超市品牌，部分门店更名为 Tops Market 或 Go! 超市
Tops Market	大卖场	7.1%	原 Big C 超市更名为 Tops Market，特别是在胡志明市的门店
CGV 影院	影院		CGV 是 Central Retail Corp 的一部分，在越南运营大量影院，市场占有率高
Central Retail Vietnam	多品牌零售		涵盖食品、非食品和地产等多个领域，拥有多个著名品牌，旨在成为越南消费者生活中心

来源: Central Retail Corp 官网, HTI

(3) **便利店**: 在越南发展仍处于较初期阶段。国际品牌受益于长期积累的运营经验，根据 Euromonitor 数据，**Circle K** 于 2008 年底进入越南市场，深耕越南市场 10 余年，门店数量约 440 间，市占率约 36%；**Family Mart**、**Ministop**、**7-Eleven** 作为日本便利店品牌，市占率各 18%/13%/11%，门店数量各约 147/165/102 间；**GS25** 是韩国 GS Retail 运营的便利店品牌，2018 年进入越南市场，通过本地化策略结合当地饮食文化与韩流进行发展，2022-2023 年期间加速扩张，市占率提升至约 10% (2020 年仅 3%)，门店数约 230 间。

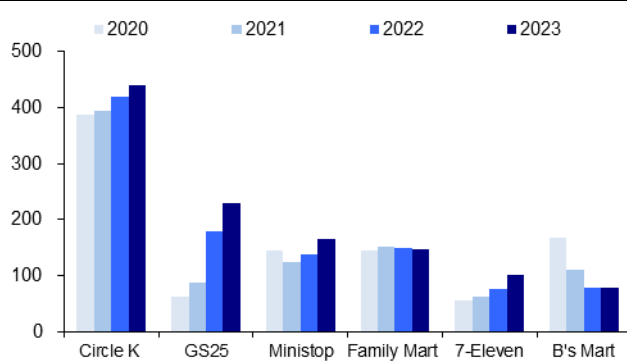
各便利店品牌当下主要策略包括：**①打造就餐场景**：例如，7-11 提供受欢迎的越南街头小吃，包括糯米、鸭仔蛋、春卷和果切等，以吸引更多用餐顾客。Family Mart、Circle K 和 Ministop 与当地制造商合作，每天将当地小吃送至商店，并设立不同的用餐区。**②送餐服务**：疫情期间，各品牌如 Circle K 和 Ministop，扩大了食品配送服务范围。**③忠诚计划**：Circle K 推出 CK Club app，用户可以获得积分来交换礼物，或获得折扣和促销券；7-11 和 Family Mart 为会员提供持续的活动和促销活动。**④向郊区扩张**：GS25 和 Circle K 等品牌向郊区持续扩张，也有望推动便利店渠道增长。

图35 便利店各品牌市占率（2023）



资料来源：Euromonitor, HTI

图36 便利店各品牌市占率（2020-2023）



资料来源：Euromonitor, HTI

**（4）百货和购物中心：**受益于入境游客流量增加，2023 年越南的百货和购物中心销量有所提升。由于国际游客在越南购物期间经常光顾百货和购物中心，销量增长较好。政策端，根据 CPTPP（《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》），2024 年 1 月起越南取消多个行业的相关外资投资限制，其中零售行业内，外国零售商开设总面积为 500 平方米以上的店铺需要申请许可的规定被取消。

①**AEON:** AEON Vietnam Co., Ltd 成立于 2011 年，隶属于日本永旺株式会社，旗下首家越南购物中心 AEON Tan Phu Celadon 开设于 2014 年。截至 2023 年 7 月，公司在越南主要经营购物中心（3 间）、百货（3 间）、超市（便利超市 17 间，大型超市 2 间）、专卖店（包括美护专卖 Glam Beautique，宠物用品专卖 PETEMO、自行车专卖 AEON Bicycle Shop 和杂货专卖 DAISO 共 24 间门店）和电商（AEON SHOP）五大业务板块，拥有食品、家居、美护品牌 TOPVALU 和家具家店品牌 HÓME CÓORDY 两大自有品牌，业务覆盖越南国内 5 个城市，设有 2 座区域配送中心，旗下员工超 4000 人。

②**Takashimaya:** 日本高岛屋集团成立于 1831 年，早期主营纺服生意，1932 年进入百货领域，目前在全球拥有 23 间大型百货门店，其中日本 19 间，海外 4 间。越南店于 2016 年开设于胡志明市 Saigon Center 内，门店横跨地下两层和地上三层共五层楼，共有 274 个品牌入驻。此外，投资超千万美元的河内店预计于 2026 年开业。③**Robins:** 隶属泰国 Central Group 旗下 Robinson 百货，其越南业务始于 2014 年，在河内和胡志明市各设有一间百货店。

图37 胡志明市的永旺购物中心



资料来源：AEON, HTI

图38 胡志明市的高岛屋购物中心



资料来源：Takashimaya, HTI

**（5）专卖店：**越南专卖店中仅 3%为食品杂货类专卖店，其余均为非食品杂货专卖店。根据 Euromonitor 数据，按品类看，家居用品、健康美容、家电及电子产品、休闲和个人用品、服装和鞋类专卖店销售额占比依次为 27%/23%/18%/7%/5%。

①**家居用品专卖店**：竞争格局高度分散，2023 年 CR3 约 0.5%。疫情推动远程办公，从而带动家居用品和园艺工具等消费需求，家庭规模小型化也进一步提升对小型现代公寓以及灵活的自组装家具的需求。不同于其他渠道，家居用品线上分流影响相对较小，越南消费者仅倾向于在网上购买小型家居用品，如园艺物品、厨房及浴室的设备配件等，而大件商品较高的运输成本和价格使得消费者更倾向于线下选购。Euromonitor 预期该渠道销售额 2023-2028 年复合增速约 11%。

②**健康美容专卖店**：电商对该类线下专卖店流量增长影响将加大，如资生堂、宝洁和联合利华等均在 Shopee、Lazada 和 Tiki 等平台上布局官方旗舰店。Euromonitor 预期该渠道销售额 2023-2028 年复合增速约 4%，相较 2018-2023 年的 9%有所下降。

③**家电及电子产品专卖店**：头部集中。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Mobile World JSC 市占率达到 34%，在越南拥有超过 4000 间门店，包括近 1000 间 The Gioi Di Dong 门店和超过 2000 间 Dien May Xanh 门店。近年家电及电子产品类消费有所下滑，在中长期消费升级的预期下，该渠道销售额预计 2023-2028 年复合增速约 8%。

④**服装和鞋类专卖店**：根据 Euromonitor 数据，2023 年优衣库、H&M、Canifa 市占率各 4.7%/1.8%/1.5%，门店数量各 18/14/110 间。居民收入增长、年轻一代对户外活动的偏好，以及入境客流量的增加都有望提升鞋服门店未来客流，Euromonitor 预期该渠道销售额 2023-2028 年复合增速约 13%。

表 8 越南专卖店概况（2023）

渠道分类	食品杂货专卖店	非食品杂货专卖店					
渠道详情	食品、饮料和烟草	家居用品	健康美容	家电及电子产品	休闲和个人用品	服装和鞋类	其他
GMV 占比	3%	27%	23%	18%	7%	5%	16%
2018-23 CAGR	4%	5%	9%	-2%	4%	0%	3%
2023-28E CAGR	3%	11%	4%	8%	8%	13%	6%
门店数量	~7000	~1.3 万	~4.3 万	~1 万	~4000	~1 万	-
品牌份额 (2023)	Giac Mo Sua Viet 6.7%	BoConcept 0.2% Nha Xinh 0.2% Baya 0.1%	Long Chau 4.7% Pharmacy 1.3% An Khang 0.7%	Dien May Xanh 22.3% The Gioi Di Dong 10.7% FPT Shop 4.9%	PNJ 19.7% Doji 1.7% SJC 1.6%	Uniqlo 4.7% H&M 1.8% Canifa 1.5%	-

来源：Euromonitor，HTI 测算

⑥**电商平台**：根据 Euromonitor 数据，2023 年越南电商零售规模达 174 亿美元，占东盟整体的 14%，2018-2023 年 CAGR 约 35%，预计 2023-2028 年 CAGR 仍高达约 21%；市占率 TOP5 的电商平台分别为 Shopee、Lazada、Tiki、TikTok Shop 和 Mobile world，市场份额各约 31%/20%/13%/7%/4%，市场份额 CR5 达 75%。

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 测算

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。

越南电商市场既有 Shopee、Lazada、TikTok 等国际化平台，也有 Tiki 和 Mobile World 等深耕越南市场的本地平台。

①Shopee: 成立于 2015 年，是美股上市公司 Sea Ltd. (除 Shopee 外还包括游戏制作于发行商 Garena, 和数字金融服务业务 SeaMoney) 旗下品牌，总部位于新加坡。Shopee 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%，是东南亚最大电商平台，2018-2023 年业务规模 CAGR 高达 80%。在东南亚主要六国中，2023 年 Shopee 均拥有最高市场份额，其中越南业务规模达 53 亿美元，占越南电商零售规模的 31%。目前，Shopee 提供 C2C, B2C 平台服务和自营 B2B2C 业务 (知名品牌商和大型零售商可拥有 Shopee Mall 认证)，同时也推出了直播电商模式的 Shopee Live。

②Lazada: 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 CAGR 为 28%；其中越南业务规模 36 亿美元，占越南电商零售规模的 20%。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，和为东南亚品牌提供的跨境电商业务，物流可实现 7 日达。

③Tiki: 越南最早的本土电商平台之一，成立于 2010 年。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Tiki 越南业务规模达 22 亿美元，占越南电商零售规模的 13%，2018-2023 年业务规模 CAGR 为 42%。Tiki 以其快速送货和优质服务著称，通过自营物流网络 TikiNow，实现 2 小时内送达的配送服务。目前拥有约 1500 万注册用户。

④TikTok: 2022 年 4 月进入越南市场后发展迅猛，根据 Euromonitor 数据，2023 年 TikTok 在东盟国家业务规模达 53 亿美元，同比增长 74%，占东盟电商零售规模的 4%；其中越南业务规模 12 亿美元，同比大幅增长 275%，占越南电商零售规模的 7%。

⑤Mobile World: 越南本土零售商。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Mobile World 线上业务规模达 7 亿美元，占越南电商零售规模的 4%，2018-2023 年业务规模 CAGR 为 9%。MWG 通过旗下品牌 The Gioi Di Dong 和 Dien May Xanh 提供从电子产品到家电的广泛商品种类，依托庞大的线下门店网络和高效的物流体系，确保线上订单能够迅速且准确地配送到消费者手中。

表 10 越南主要电商平台概况 (2023)

电商平台	越南规模 (亿美元)	越南规模 2018-23 CAGR	越南规模 占比%	东盟规模 (亿美元)	东盟规模 2018-23 CAGR	东盟规模 占比%
Shopee	53	71%	31%	391	80%	32%
Lazada	36	56%	20%	180	28%	15%
Tiki	22	42%	13%	22	42%	2%
Tiktok Shop	12	275%※	7%	53	74%※	4%
Mobile World	7	9%	4%	7	9%	1%

来源: Euromonitor, HTI 测算

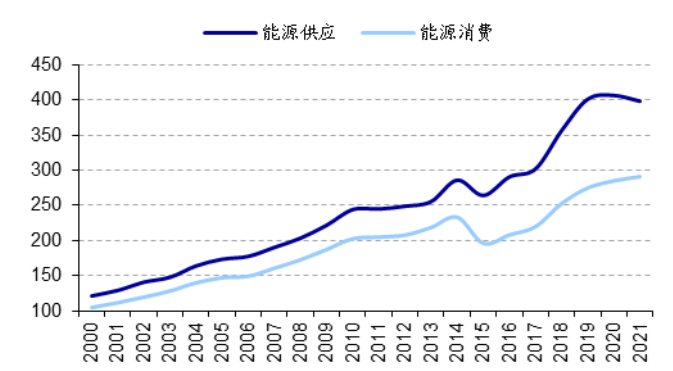
注: 1. 东盟测算未包含文莱; 2. ※TikTok Shop 规模增速数据为 23vs22 同比增速。

#### 4. 本地供应及进出口情况

尽管越南拥有丰富的自然资源, 但农产品仅基本维持贸易平衡; 能矿资源为满足国内工业快速发展需求, 近年来对进口的依赖度也在逐渐增加。

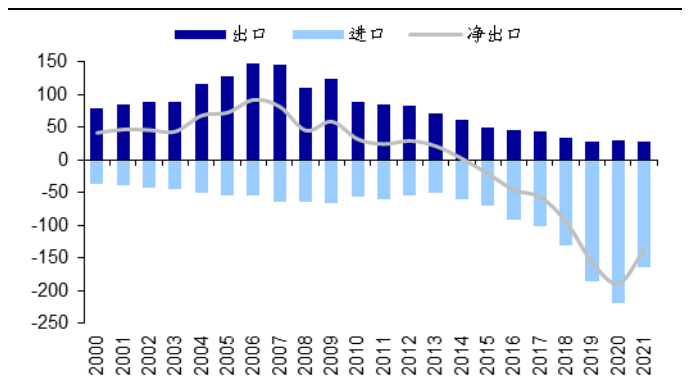
①能源: 根据 IEA 数据, 截至 2021 年, 越南国内能源供应达 398 万兆焦耳, 其中煤炭/石油/天然气/水力/风力或太阳能/生物燃料和废弃物来源各占 49.1%/24.1%/6.6%/ 7.1%/2.8%/10.2%; 能源消费 291 万兆焦耳, 其中工业/交通/居民/商业和公共服务/农业和林业/非能源用途各占 57.4%/15.5%/ 14.9%/3.0%/5.0%/4.2%。2015 年后, 由于工业能源消耗迅速增长, 越南由能源净出口国转为净进口国, 且能源净进口规模持续增长。

图39 越南国内能源供应及最终消费 (万兆焦耳, 2000-2021)



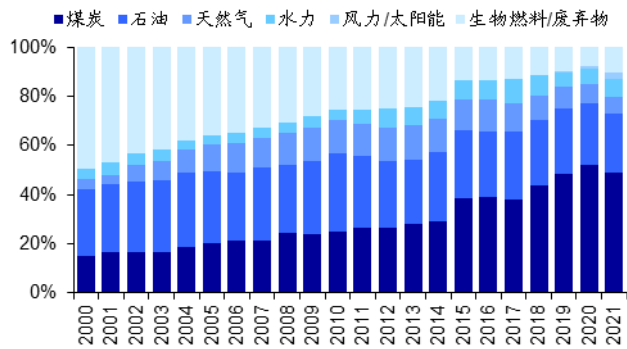
资料来源: IEA, HTI

图40 越南能源进出口 (万兆焦耳, 2000-2021)



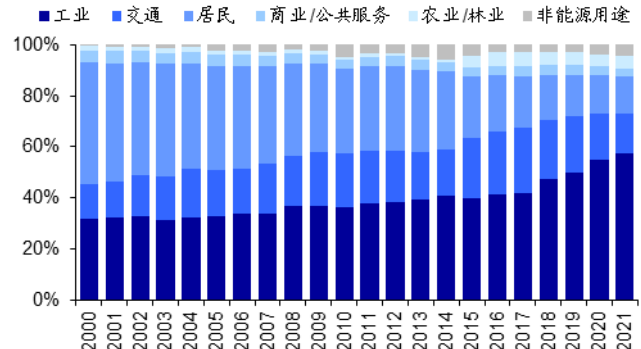
资料来源: IEA, HTI

图41 越南能源供应来源（2000-2021）



资料来源：IEA, HTI 测算

图42 越南能源最终消费（2000-2021）



资料来源：IEA, HTI 测算

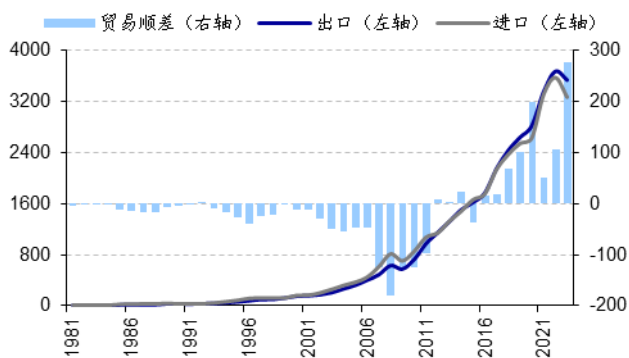
②**矿产**：根据 USGS 数据，截至 2019 年，越南是世界第二大钨生产国，占全球产量的 5.4%和储量的 2.8%；第三大水泥生产国，占全球产量的 2.4%；第四大萤石生产国，占全球产量的 3.2%和储量的 1.6%；第五大熟料生产国，约占全球产量的 2.4%；第九大稀土生产国，占全球产量的 0.6%和储量的 18%；第十一大铝土矿生产国，占全球产量的 1.1%和储量的 12%。越南还出产锑、重晶石、铋、煤、铜、铁矿石、铅、锰、天然气、氮（氨）、原油和石油、磷酸盐岩、盐、锡、钛和锆石等资源。加工金属方面，越南主要生产精炼铜、精炼铅、粗钢、轧钢、精炼锡和锌。

③**农业**：越南是全球农业大国，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，越南是世界第六大水稻生产国（4267 万吨），第八大木薯生产国（1063 万吨）。蔬菜方面，越南主要出产卷心菜，花椰菜和西蓝花等。水果方面，越南是世界第三大柚子生产国（114 万吨），第六大椰子生产国（193 万吨），第八大牛油果生产国（21 万吨），其他常见的热带水果也有较高产量。此外，越南还盛产咖啡、茶、香料等多种经济作物，是世界第一大胡椒生产国（27 万吨），第二大咖啡生产国（195 万吨），第三大肉桂生产国（5 万吨），第七大茶叶（未加工）生产国（112 万吨）。禽畜方面，越南是世界第三大鸭肉生产国（18 万吨），第七大牛肉生产国（7 万吨），第八大猪肉生产国（310 万吨）。加工农产品方面，越南也盛产生丝等产品。

越南在制造业腾飞前长期处于贸易逆差状态，通过出口农产品、纺织品创汇以进口金属，机电等产品。制造业腾飞后，纺织品顺差增加叠加机电设备由净进口转为净出口，拉动越南实现贸易顺差并有逐渐扩大的趋势。

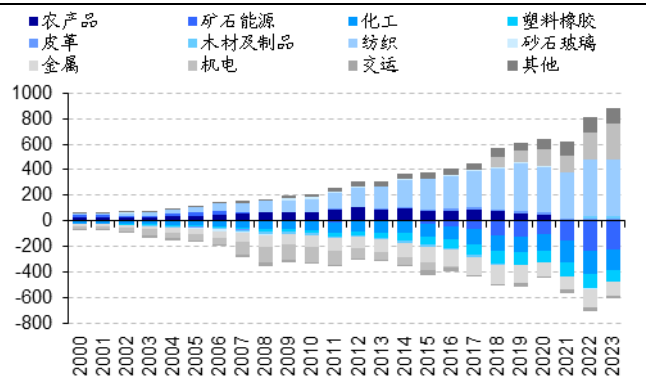
根据 Euromonitor 数据，2023 年越南进口额 3266 亿美元，出口额 3543 亿美元，贸易顺差达 277 亿美元的历史最高水平。2012 年前，越南贸易创汇主要来自农产品和纺织品出口，但由于大量进口金属和机电设备，总量长期处于逆差（2008 年峰值逆差 180 亿美元）。2012 年后，越南国内制造业高速发展推动外贸由逆差逐渐转入顺差，纺织品顺差持续扩大的同时，机电设备也于 2017 年首次转为顺差；矿石能源和化工原料逆差则有扩大的趋势。

图43 越南进出口规模及贸易顺差 (亿美元, 1981-2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

图44 越南贸易差额拆分 (亿美元, 2000-2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

从细分品类看, 根据《越南进出口报告 2023》, 越南主要进口商品是机电设备产品、石油产品以及机械设备零件产品, 主要出口商品是电话零件产品、机电设备产品和机械设备零件等产品。

表 11 越南自（向）全球进出口主要商品（2023）

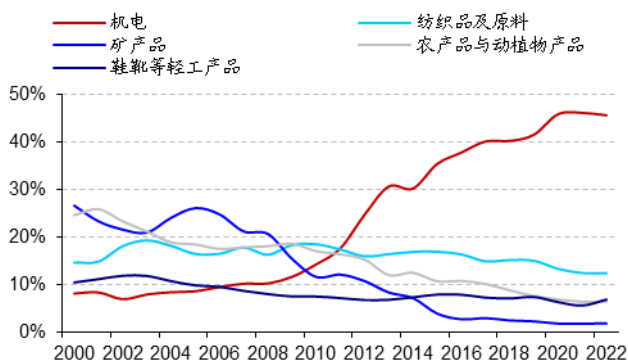
进口	出口
计算机、电子产品及组件	电话机、移动电话及其零件
石油产品	计算机、电子产品、备件及组件
机械设备、工具及零部件	机械设备、工具和仪器
动植物油脂	纺织品和服装
化学品	鞋类
普通金属	木材及木制品
塑料原料	其他交通工具、零件及附件
家用电器及零部件	摄影设备、视频摄像头及其零件
化学制品	水产品
汽车及零部件	钢铁

来源：《越南进出口报告 2023》，HTI

**进出口产品结构升级。**复盘 20 年以来越南进出口产品的结构变化，可以发现：

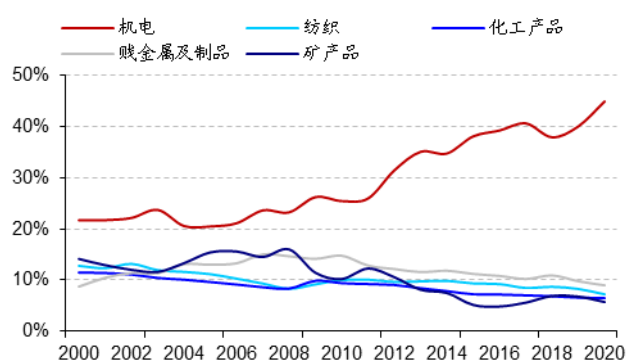
①出口商品方面，越南逐渐从初级产品转向机电类。在 2008 年以前，越南主要以出口农产品和矿产品等初级产品为主；在 2007 年加入 WTO 后，机电产品的出口份额不断提升，2022 年已达到 46%。出口产品结构的转变主要与近年来有较多电子类的跨国公司来越南建厂生产有关，带动了其出口商品转型升级。除了机电产品之外，纺织品也是越南出口的重点商品，2022 年其出口份额也有 12%，但呈现下滑趋势。②进口商品方面，机电类商品占比一直处于首位且占比仍在上升，这主要与越南国内缺乏较为完整的供应链有关，其生产与出口较为依赖进口中间品与生产设备。

图 45 越南出口产品结构（2000-2022）



资料来源：UN COMTRADE, HTI

图 46 越南进口产品结构（2000-2022）



资料来源：UN COMTRADE, HTI

越南是中国在东盟的第一大贸易伙伴，也是中国全球第四大贸易伙伴。中国是越南的第一大进口国、第二大出口国。根据统计总局和海关总署数据，2018 年以来，越南与中国的双边贸易额一直保持在 1000 亿美元以上，2023 年中国越南双边贸易额约为 1718.5 亿美元，中国连续多年保持越南最大贸易伙伴地位。双边贸易中，中国自越南进口约 612.1 亿美元，同比增长 6.1%；出口约 1106.4 亿美元，同比下降 6.1%。2023 年中国投资者在越南注册投资约为 44.7 亿美元，同比增长 77.6%。从细分品类看，根据商务部数据，2023 年越南主要自中国进口电子设备、机械及零部件等产品，向中国出口电话及零件、计算机及零件等产品。

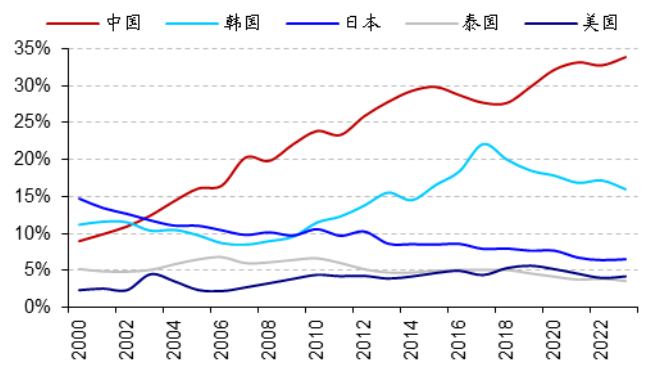
表 12 越南自（向）中国进出口主要商品及金额（亿美元，2023）

进口商品	进口额	出口商品	出口额
计算机、电子产品及其配件	234	电话及零部件	169
机械设备、工具、配件等	225	计算机及零部件	131
织物	83	机器、设备及零部件	30
钢铁	57	农产品	20
化学原料	40	纺织品	10
化学产品	34	水产品	10
纺织品原料	31	木材及木制品	7
非铁金属	23	皮革及制品	5
电线和电缆	15	钢铁产品	5
光学产品	11	化学品	5

来源：商务部，《2023 越南进出口报告》，HTI

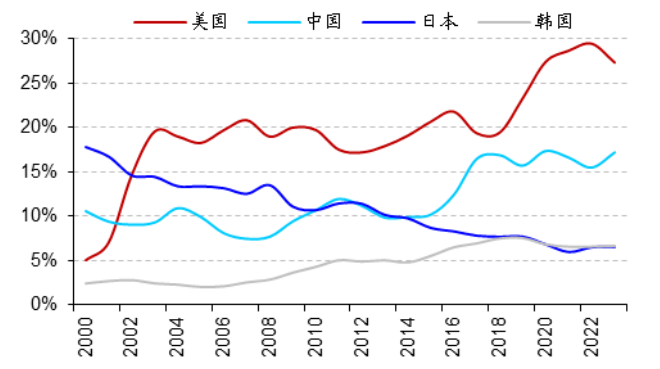
越南目前形成了从东亚等国家进口原材料与中间品，再加工后出口到美国的贸易模式。当前越南产品出口的目的地主要是美国，且对美出口占比在中美贸易摩擦之后有明显的提高，2023 年占比为 27%。进口方面，中国与韩国是越南进口的主要来源，其中，从中国进口占比在 2023 年已经高达 34%，显著高于其他国家。2018 年后，越南从中国进口的比例与向美国出口的比例同时上升，一定程度上形成了从中国进口，再加工后出口至美国的模式。可见，越南仍处于产业链中下游，其出口仍较大程度依赖从中国进口，在全球生产网络中或可视为中国产业链的进一步延伸。

图 47 越南主要进口来源地（2000-2023）



资料来源：越南统计局，HTI

图 48 越南主要出口目的地（2000-2023）



资料来源：越南统计局，HTI

未来越南是否能够完善本土供应链，降低对进口中间品的依赖；是否能够打造出国内自主品牌，降低对外资企业的依赖；是否能够切入高附加值生产环节，降低对低端制造业的依赖，或是越南制造业未来发展升级的主要挑战。

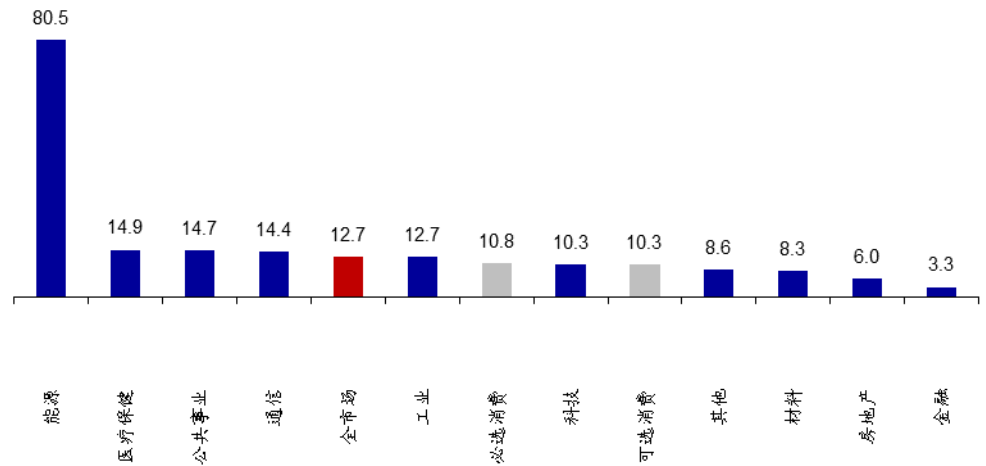
### 5. 资本市场表现及重点消费类上市公司简析

越南的资本市场始于 20 世纪 90 年代末。1996 年 11 月 28 日，越南国家证券委员会（State Securities Commission of Vietnam, SSC）成立，这是越南证券市场形成的重要标志。2000 年，胡志明市证券交易中心（Ho Chi Minh City Securities Trading Center, HSTC）成立，标志着越南证券市场的诞生。2005 年，河内证券交易中心（Hanoi

Securities Trading Center, HASTC) 成立, 进一步推动越南资本市场的发展。2007 年, HSTC 正式更名为胡志明市证券交易所 (Ho Chi Minh Stock Exchange, HOSE), 成为越南的主要证券交易平台。同年, HASTC 更名为河内证券交易所 (Hanoi Stock Exchange, HNX), 主要支持中小企业和场外交易市场。2020 年, 越南政府设立越南交易所 (Vietnam Exchange), HOSE 和 HNX 成为其子公司。根据 ASEAN Exchanges 数据, 截至 2024 年 7 月, 越南交易所共有 724 家上市公司, 市值约 2145 亿美元。

**越南可选和必选消费板块表现:** 年初以来, 越南必选消费板块收涨 10.8%, 跑输大盘 1.9pct, 可选消费板块收涨 10.3%, 跑输大盘 2.4pct。

图49 越南股市 2024 年 YTD 分行业板块表现 (1.1-9.9)



资料来源: Bloomberg, HTI

表 13 越南重点上市公司估值情况 (20240906)

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
Masan Group	MSN VN	76,000	4,441	1,581	2,919	3,972	48.1	26.0	19.1	3.4	3.0	2.5
Vingroup JSC	VIC VN	44,650	6,936	591	722	756	47.5	38.9	37.1	NA	NA	NA
Vinamilk	VNM VN	75,400	6,402	2,715	2,990	3,171	17.3	15.7	14.8	4.8	4.6	4.3
Hoa Phat Group	HPG VN	25,400	6,600	1,129	1,429	1,792	14.0	11.1	8.8	1.4	1.2	1.1
Vietcombank	VCB VN	90,200	20,481	3,774	4,440	5,125	14.9	12.7	11.0	2.5	2.1	1.8
PetroVietnam Gas	GAS VN	84,100	7,847	3,197	3,565	3,653	16.4	14.7	14.3	2.5	2.3	NA
Saigon Beer Alcohol Beverage	SAB VN	56,700	2,954	2,073	2,200	2,358	17.0	16.0	14.9	3.1	3.0	2.9
Mobile World Group	MWG VN	68,000	4,039	1,854	2,611	3,161	22.9	16.2	13.4	3.7	3.2	2.8
Masan Consumer	MCH VN	209,500	6,167	6,852	7,469	8,260	19.5	17.9	16.2	5.9	4.7	NA

资料来源: Bloomberg, HTI

## 越南重点消费类上市公司简析

### (1) Masan Consumer Holdings (MCH VN)

Masan Consumer 是越南领先的快消品 (FMCG) 公司之一, 隶属于 Masan Group Corporation (MSN VN)。自 1996 年成立以来, Masan Consumer 专注于食品饮料的生产与销售, 其产品品类包括调味品、方便食品、即食食品、饮料和个人护理用品。旗下拥有一系列知名品牌, 如 Chin-su、Nam Ngu、Omachi 和 Vinacafe 等。这些品牌在越南消费市场占据了重要地位, 以高质量和创新产品赢得了广大消费者的信赖。根据 Kantar Worldpanel, 2020 年 98% 的越南人至少用过一件 Masan Consumer 的产品。生产端, Masan Consumer 拥有 20+ 高科技工厂。销售端, Masan Consumer 是越南为数不多的涵盖了所有食饮分销渠道的公司之一, 共有约 30 万个零售点, 其中 19.4 万个销售 Masan Consumer 所有的产品线。2023 年 3 月公司正式加入 Lazada、TikTok 等电商平台, 逐渐补足线上短板。2013 年, Masan Consumer 在胡志明市证券交易所上市。

图50 Masan Consumer 五大板块及相关产品



资料来源: Masan Consumer 官网, HTI

### (2) Vingroup JSC (VIC VN)

Vingroup JSC 以“Technocom Corporation”的公司名在 1993 年于乌克兰成立, 后于 2000 年代初期进入越南市场, 推出两个关键品牌: Vincom 和 Vinperl。2012 年两大品牌合并成立了如今被大众所熟知的 Vingroup JSC。公司专注于三个核心领域: 科技与工业 (Technology & Industry)、贸易与服务 (Trade & Services), 以及社会企业 (Social Enterprise), 业务涵盖房地产、零售、旅游与娱乐、健康与教育等多个领域, 形成了一个庞大的商业生态系统。Vingroup JSC 通过引入国际标准的产品和服务, 塑造了一个广受认可的越南品牌, 成为越南最主要的私营企业之一。2007 年 Vingroup JSC 在胡志明市证券交易所上市, 目前是越南市值最高的公司之一。

**科技与工业 (Technology & Industry)** 业务包含多家成员公司: **VinFast** 是一家越南本土汽车制造商, 致力于成为全球智能电动汽车品牌; **VinAI** 是一家人工智能研究和应用公司, 前身为 VinAI 研究院; **VinBigData** 是基于 Vingroup 大数据研究院在数据科学和人工智能领域, 特别是图像和语言处理领域的科研成果而成立的; **VinCSS** 专注于研发和提供全面、智能和自动化的网络安全产品和服务, 以及无密码身份和访问管理(IAM)解决方案; **VinHMS** 是一家软件开发公司, 专门从事旨在为客户优化业务的尖端技术产品开发; **VinBrain** 是一家在健康护理领域开发人工智能产品的技术公司。

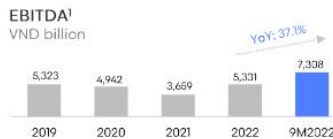
**贸易与服务 (Trade & Services)** 业务包含房地产开发、旅游酒店和娱乐，以及购物中心运营三部分。**VinHomes** 是越南领先的房地产公司；**VinPearl** 是越南最大的旅游、酒店和娱乐公司，拥有一系列国际标准的酒店、度假村、水疗中心、会议中心、餐饮场、高尔夫球场和其他娱乐设施；**Vincom Retail** 是越南首屈一指的购物中心运营商，旗下拥有四个品牌：Vincom Center、Vincom Mega Mall、Vincom Plaza 和 Vincom+。

**社会企业 (Social Enterprise)** 业务包含多家成员公司：**VinSchool** 是一个非营利的 K12 教育系统；**VinMec** 是一个非营利医疗保健系统，致力于建立符合国际标准的学术医疗体系，为客户提供卓越的治疗和完善的护理服务。**VinUni** 是一家非营利的私立大学；**VinFuture Prize** 是一个独立的非营利基金会，主要奖励科技创新；**The Kind Heart Foundation** 是一个非营利组织，旨在承担人道主义和慈善使命；**VinIF** 是一家支持科学研究和技术创新的基金会；**VinBus** 从事非营利公共客运服务。

图 51 VinGroup JSC 旗下 Vincom Retail 业务 2023 年业绩

Impressive business results across all segments

84.8% Occupancy rate<sup>3</sup> 346 shophouses Handed over in 2023 VND 1,772 billion Recorded in shophouse sales revenue +365% YoY increase



Mega Grand World Ha Noi - Evolving into a trendy lifestyle destination for the young generation and families



The first model 500 Stores of fashion, culinary, and consumer shops

Expansion of retail establishments through strategic mall openings across Vietnam in 2024

<p>VMM Grand Park</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opening 2Q2024</li> <li>45,255 sqm GFA</li> </ul>	<p>VMM Ocean Park 2</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opening 4Q2024</li> <li>76,679 sqm GFA</li> </ul>
<p>VCP Ha Giang</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opening 2Q2024</li> <li>9,796 sqm GFA</li> </ul>	<p>VCP Dien Bien Phu</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opening 2Q2024</li> <li>11,942 sqm GFA</li> </ul>
<p>VCP Bac Giang</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opening 2Q2024</li> <li>13,372 sqm GFA</li> </ul>	<p>VCP Dong Ha</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opening 3Q2024</li> <li>14,265 sqm GFA</li> </ul>

Source: 1. Based on Vincom Retail's consolidated financial statements; 2. Leasing NOI in 2022 includes a reallocation of tenant support which amounted to VND 52 billion from 4Q2022 to 1Q2023 to match better the period it incurred; 3. Average occupancy rate in 2023, including signed offers and deposits due in the fourth quarter

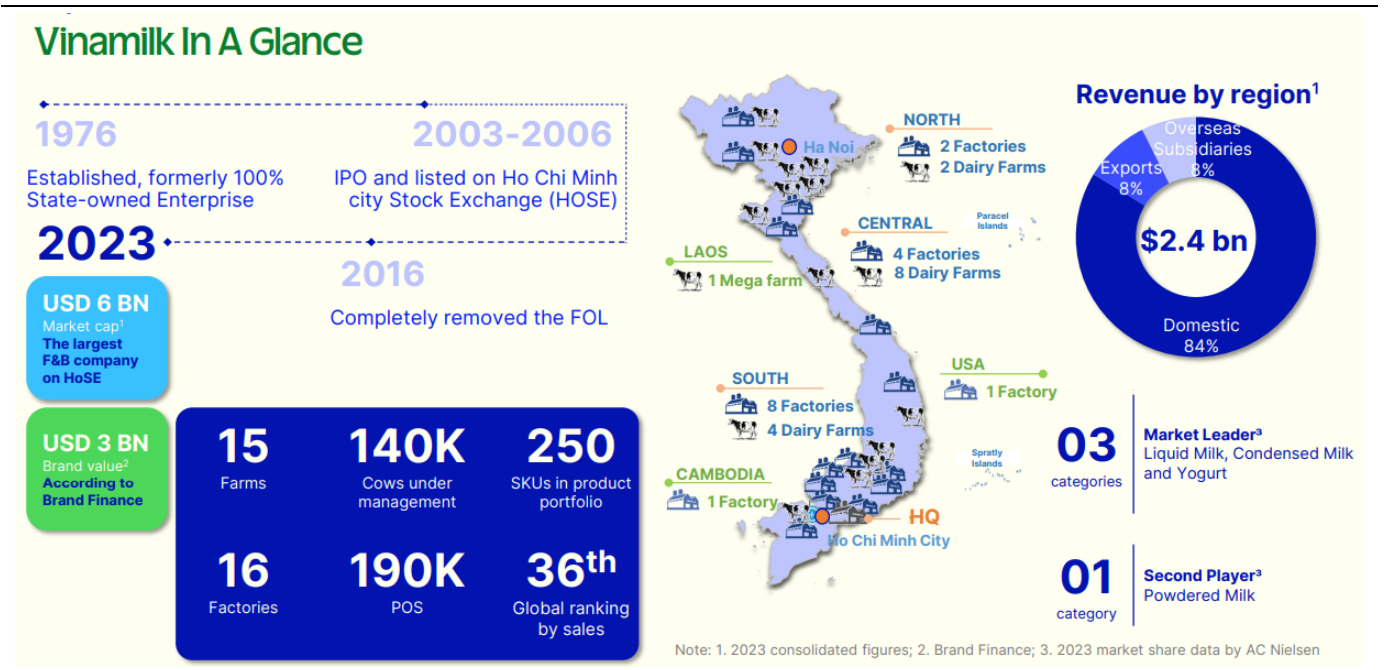
资料来源: VinGroup JSC 2023 年业绩 PPT, HTI

(3) Vinamilk (VNM VN)

Vinamilk 是越南最大的乳制品生产商，成立于 1976 年，主要生产和销售牛奶、酸奶、奶酪等乳制品，业务覆盖全球 60 个国家和地区。Vinamilk 的产品线包括液态奶、酸奶、奶酪、炼乳和婴儿配方奶粉等。Vinamilk 深入产业链上下游，根据公司财报，截止 2023 年末，公司旗下共有 15 个牧场（含老挝的牧场）和 16 个工厂（含美国和柬埔寨的工厂），在终端销售方面，公司全渠道覆盖，不仅布局了电商和 Vinamilk E-shop，在线下传统渠道合作 200 个经销商，布局 19 万个零售终端，现代渠道覆盖 720+ Vinamilk 和 Moc Chau Milk 专卖店和 6000 个以商超、便利店为代表的现代渠道终端。

Vinamilk 在越南乳制品市场占有最大的市场份额，公司高质量的产品和多元化的产品组合使其在国内外市场都享有良好的声誉。公司于 2006 年在胡志明市证券交易所上市，目前是胡志明市证券交易所市值最大的食品饮料上市公司。Vinamilk 的收入和利润在过去几年稳步增长，主要得益于国内外市场需求的增加和产品线的不断扩展。根据公司财报，2023 年销售额 60.4 万亿越南盾，2013-2023 年复合增速为 7.2%；同期净利润 9.4 万亿越南盾，2013-2023 年复合增速为 3.7%。

图52 Vinamilk 2023 年业绩



资料来源: Vinamilk 2023 年业绩 PPT, HTI

(4) Mobile World Group (MWG VN)

Mobile World Group (MWG) 是越南领先的多元化全渠道零售集团，成立于 2004 年，专注于消费电子、家电、生活用品、药品、母婴等产品的销售。公司旗下拥有多个知名连锁品牌，包括 Thegioididong.com (越南最大的手机零售连锁店)、Dien May Xanh (越南最大消费电子零售商)、Bach Hoa Xanh (越南最大食品和日用品零售商)、An Khang pharmacies (药店) 以及 AVAKids (母婴产品连锁商店) 等。MWG 的线上渠道 thegioididong.com, dienmayxanh.com, 和 bachhoaxanh.com 也是越南领先的电商平台。根据公司财报，2023 年 MWG 全球拥有门店超 5500 家，录得收入 50 亿美元，其中线上渠道贡献收入 7 亿美元。

MWG 致力于为消费者提供高质量的产品和优质的服务，其通过广泛的产品组合和庞大的分销网络已成为越南消费市场重要的参与者。除了越南本土市场外，MWG 还积极开拓国际市场，近年来在柬埔寨、印尼等国家开设了多家分店，进一步扩大其在东南亚地区的影响力。2014 年 MWG 在胡志明市证券交易所上市。

**APPENDIX 1****Summary**

Vietnam is a typical small, open economy with a GDP of \$419.7 billion in 2023, accounting for 11% of ASEAN's total. Vietnam has developed an export-oriented manufacturing sector, with increasing contributions from investment and net exports, although the economy remains primarily driven by consumption.

2015-23, Vietnam household consumption grew from USD 137bn to USD 219bn, with a CAGR of 6.1%. For characteristics and trends: (1) high share of essential consumption; (2) large and young population; (3) paying attention to cost performance, growing middle class driving consumption upgrades; (4) increasing urbanization rate; and (5) booming e-commerce.

In 2023, Vietnam's retail market size was USD 126bn, accounting for 19% of the ASEAN total, 2023-28 CAGR it is expected to be 10.4%. Traditional/modern/e-commerce/other channels accounted for 37%/48%/14%/1%, respectively. For modern channels, specialty stores made up 43%, and supermarkets 3%. Both e-commerce and supermarkets showed superior growth in size and speed compared to other channels.

Vietnam is rich in natural resources, but agricultural products merely maintain a trade balance. To meet the demands of rapid industrial development, Vietnam's reliance on imports of energy and mineral resources has gradually increased in recent years. In 2023, Vietnam's imports amounted to USD 327bn, while exports reached USD 354bn, achieving a record trade surplus of USD 27.7bn. Vietnam is China's largest trading partner within ASEAN and the fourth largest globally. China is Vietnam's largest import source and second-largest export destination.

The HOSE is Vietnam's primary securities trading platform, while the HNX mainly supports SMEs and the OTC market. In 2020, the Vietnamese government established the Vietnam Exchange, with the HOSE and HNX becoming its subsidiaries. According to ASEAN Exchanges, as of Jul 2024, the Vietnam Exchange had 724 listed companies with total market cap of USD 214.5bn.

## 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，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.

我，李一腾，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, Yiteng 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，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, Liteng 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.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

### 分析师股票评级

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

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据

### 评级分布 Rating Distribution

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.

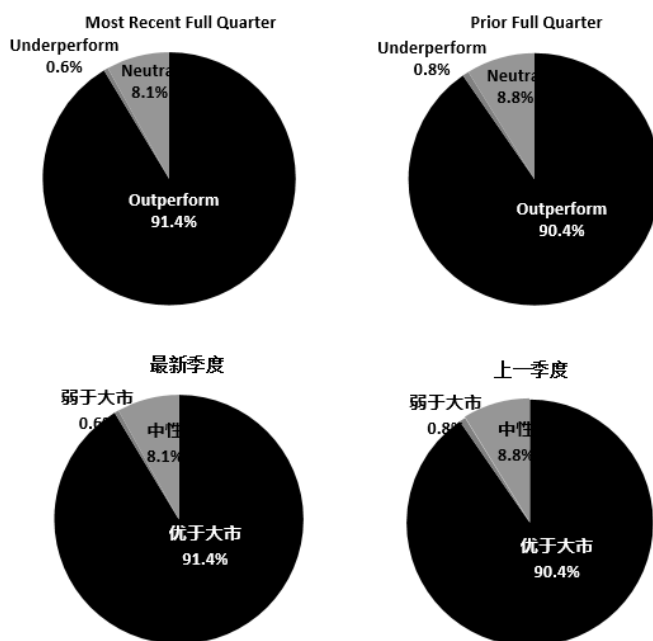
**Analyst Stock Ratings**

**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.**



**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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

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

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

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

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

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 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 (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

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

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

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

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

## IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

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

## 分发和地区通知:

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

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

**美国投资者的通知事项：**本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话：(212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国(下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。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”)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](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser

---

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

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

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC 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](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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

---