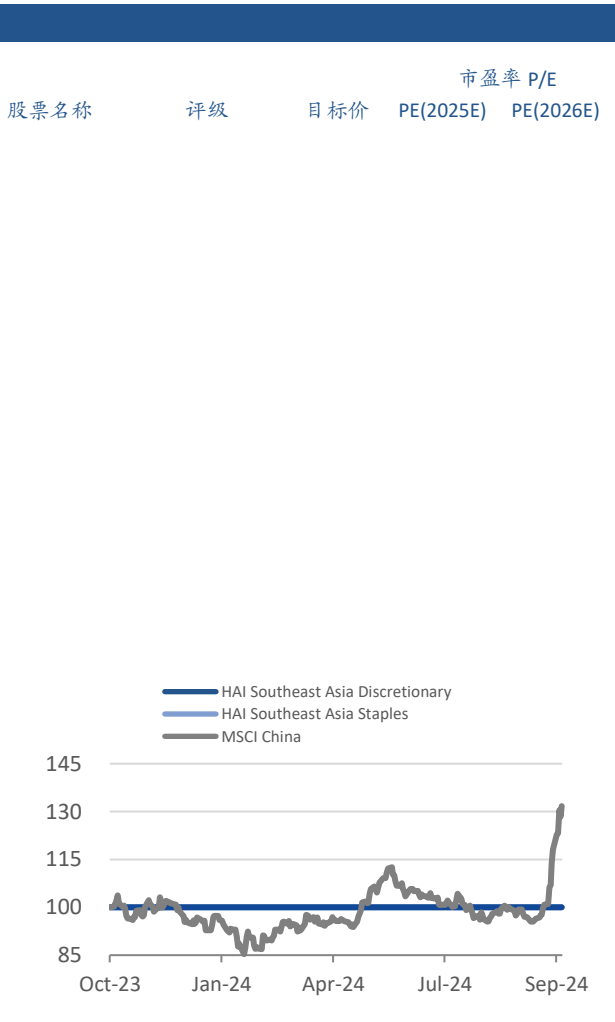


## 东南亚可选消费 & 必需消费 Southeast Asia Discretionary & Staples

### 东南亚消费国别研究：泰国—第三产业主导经济体，区域第二大电商市场 Southeast Asia Consumption Research Series: Thailand Report

观点聚焦 Investment Focus



资料来源: Factset, HTI

#### Related Reports

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 (10 Sep 2024)  
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：出口导向型经济体，第三产业为经济核心。**泰国是东盟的创始成员国，也是东盟第二大经济体。根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国 GDP 约 5148 亿美元，占东盟 GDP 比重的 14%。泰国自建国以来，历经王权兴衰和国内外动乱，在大国夹缝中生存发展，其工业从农产品初加工，到进口替代再到以出口为导向的制造业发展，GDP 占比不断提升。亚洲金融危机后，由于周边国家制造业崛起和外资外流，制造业增速下滑，以旅游业为代表的服务业接棒成为经济增长的新动能。根据 World Bank 数据，按本币不变价计算，2023 年泰国第一/二/三产业占比各 6%/33%/61%。

**消费：东盟第三大消费市场，消费平稳发展。**据 Euromonitor 数据，2015-2023 年，泰国居民消费总量由 2324 亿美元增至 3026 亿美元，年复合增速 3.4%，是东盟第三大消费市场。我们认为促进泰国消费增长的因素主要有（1）人均可支配收入提升快，居民消费意愿强；（2）引入海外劳工的同时发展高质量人力资源；（3）宗教相关产业发展刺激本地消费活力。

**零售渠道：现代渠道为主，电商发展迅速。**根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国零售市场规模约 1240 亿美元，在东盟主要国家中仅次于印尼，2018-2023 年均复合增速为 3.2%。预计 2023-2028 年均复合增速将增至 7.4%。泰国零售市场中传统/现代/电商/其他渠道各占 9%/68%/21%/2%；现代渠道中专卖店/便利店/超市/百货/大卖场各占 42%/13%/5%/3%/5%。

**本地供应及进出口情况。**（1）本地供应：泰国农业发达，盛产水稻、天然橡胶等农产品，但能矿资源相对匮乏。其中能源对进口依赖度较高，矿产虽有部分品类产量居世界前列，但在全球矿产贸易中份额相对有限。（2）进出口：亚洲金融危机后，泰国对外贸易长期处于贸易顺差状态，主要出口农产品、塑料橡胶和交运产品，主要进口矿石能源。根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国进口额 2639 亿美元，出口额 2815 亿美元，贸易顺差 175 亿美元。中泰双边贸易方面，中国是泰国最大贸易伙伴，泰国是中国在东盟国家中第三大贸易伙伴。截至 2022 年底，中国对泰投资企业近 700 家，业务涉及制造、贸易、工程建设、银行、保险、运输、医药、媒体、旅游服务等领域。

**资本市场表现及重点上市公司简析。**1975 年泰国证券交易所（SET）正式开始交易，历经约 50 年的发展，SET 现有证券、债券和衍生品三个市场，其中证券市场包含主板和 1999 年开设用于支持泰国中小企业发展的另类投资市场（MAI）两个板块。根据 ASEAN Exchanges 数据，截至 2024 年 8 月，SET 共有 856 家上市公司，市值约 5053 亿美元。年初以来，泰国主板必选消费收涨 12.2%，跑赢大盘 7.3pct，可选消费收涨 2.3%，跑输大盘 2.6pct。

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

郭庆龙 Qinglong Guo  
ql.guo@htisec.com

李宏科 hongke Li  
hongke.li@htisec.com

本篇是海通东南亚消费国别研究系列的第四篇，内容主要包括泰国的经济发展、整体消费情况、本地供应链情况、进出口政策以及主要上市公司概况，旨在为泰国消费行业做总概性的介绍。

## 1. 经济：出口导向型经济体，第三产业为经济核心

泰国是东盟的创始成员国，也是东盟第二大经济体。根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国 GDP 约 5148 亿美元，占东盟 GDP 比重的 14%，仅次于印尼的 36%，是东盟第二大经济体。由于出口疲软、外资净流出以及旅游业受疫情影响较大等，2015-2023 年泰国实际 GDP 年复合增速约 1.7%，位列东盟主要六国最低。根据 IMF 《World Economic Outlook, July 2024》预测，2024-2025 年泰国实际 GDP 预测增速各 2.9%/3.1%，高于同期发达国家的 1.7%/1.8%，低于发展中国家的 4.3%/4.3%。

表 1 泰国及其他东盟主要国家经济总量及增速（2023）

	泰国	印尼	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
GDP (亿美元)	5148	13712	5013	4366	4197	3995
东盟 GDP 占比	14%	36%	13%	12%	11%	11%
15-23 实际 GDP CAGR	1.7%	4.0%	2.9%	4.4%	5.8%	3.6%
24E 实际 GDP 预测增速	2.9%	5.0%	2.1%	6.0%	5.8%	4.4%

来源：Euromonitor，IMF 《World Economic Outlook, July 2024》，HTI

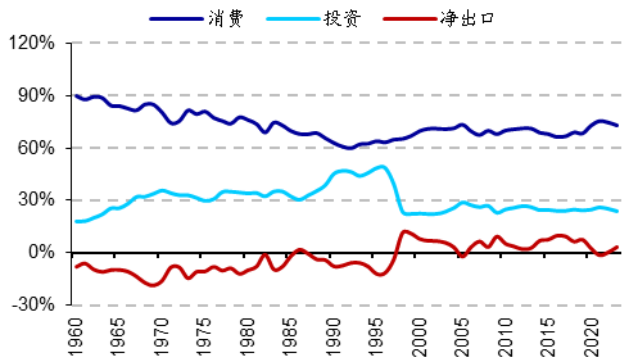
泰国自建国以来，经历了王权兴衰和国内外动乱，在大国夹缝中生存发展。农业是泰国的传统经济产业，泰国是世界上主要的大米和天然橡胶出口国，虽然 GDP 比重有所下滑，但仍是国民经济的重要组成部分。泰国工业从早期的农产品初加工，到进口替代再到以出口为导向的制造业发展，GDP 占比不断提升，但亚洲金融危机后，由于周边国家制造业崛起和外资流出，制造业的 GDP 占比有所下滑。泰国的服务业发展较早，占 GDP 的比重最高，尤其是旅游业，对国民经济有举足轻重的地位。

泰国是东南亚唯一未受殖民国家，早期经济发展依赖大米出口。泰国原名暹罗，1238 年成立后先后经历素可泰、大城、吞武里和曼谷王朝，长期以自给自足的小农经济为主，对外贸易有限。1851 年曼谷王朝拉玛四世蒙固继位后，与英国于 1855 年签署了《宝宁条约》，允许包含贵金属在内所有商品在两国间自由贸易，规定进口关税不超 3%，并限制征收出口税。《宝宁条约》的签署标志着泰国现代经济史的开端。泰国随后很快与当时其他主要工业国签署了类似条约，转为几乎完全开放的经济体。拉玛五世朱拉隆功于 1868 年继位后，建立中央集权制并进行更全面的现代化改革，包括废除奴隶和徭役、发展基础教育、推动宗教自由、建立职业警察和军队、确立泰语作为官方语言等。为维持国家独立性，泰国于 1860-1910 年代多次向英法两国割让领土，最终作为缓冲国成为东南亚唯一未受殖民统治的国家。期间，由于《宝宁条约》签署，1869 年苏伊士运河开通后大量廉价进口商品涌入，叠加当时海外国家对大米的旺盛需求，泰国大量农民转向种植水稻。根据 IMF 文献，1850-1930 年代，泰国大米出口增长约 25 倍，占全球贸易总量约 30%。直到 1920 年代，除稻米和木材加工外，泰国国内几乎不存在制造业。之后泰国经历了动乱的三四十年的。1932 年暹罗立宪革命爆发，泰国进入君主立宪制时代。之后二战爆发，泰国饱受战乱之苦，直到 1950 年代制造业占 GDP 比重仍不足 10%。

1950-1972 年工业化发展主要是进口替代，之后逐渐转变为以出口为导向。1960 年代前，泰国国内工业仍主要衍生自农产品加工需求，主要产业包括稻米和木材加工，蔗糖，卷烟，编织袋生产，以及多种满足本地生活所需的家庭作坊。泰国于 1954 年

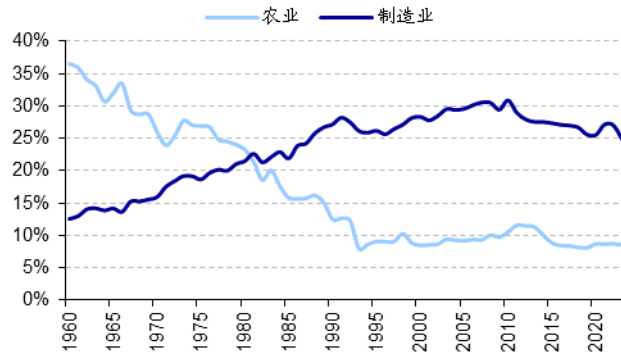
颁布了首部工业促进法，但直到 1960 年投资促进委员会成立后才持续通过相关法案加强对工业发展的政策支持力度，此后泰国国内投资迅速增长，根据 World Bank 数据，按本币不变价，1960 年投资占泰国 GDP 比重为 18%，到 1970 年最高峰时已增至 36%。国内投资拉动泰国工业产出迅速增长，最初得到发展的是农业衍生的食品加工和纺织业等，然后是石油精炼、化学品和运输设备等重工业。根据 World Bank 数据，按本币不变价，泰国制造业占 GDP 比重由 1960 年的 13% 提升至 1972 年的 18%。

图1 泰国支出法 GDP 各分项占比 (1960-2023)



资料来源: World Bank, HTI  
注: 各分项为本币不变价, 总量为分部数据加总, 未计入统计误差。

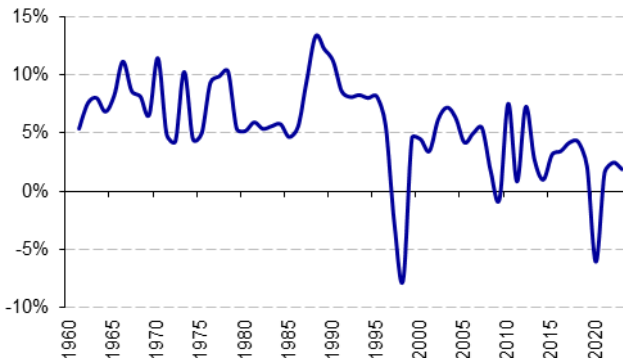
图2 泰国制造业和农业占 GDP 比重 (1960-2023)



资料来源: World Bank, HTI  
注: 行业增加值为本币不变价。

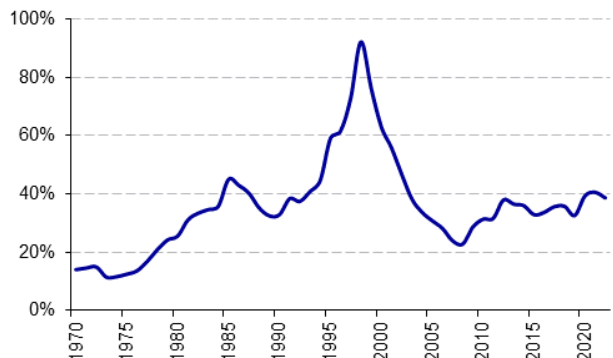
泰国制造业发展到 1960 年代末已近瓶颈，主要原因包括有限的国内市场体量限制了进口替代效率，以及对美国的服务贸易受美国在越南战场陷入颓势的影响而迅速下降，导致国际收支恶化，泰国经济亟待转型。随后，以 1972 年投资促进法为标志，泰国制造业发展战略开始转向出口导向。但转型的开局颇为艰难，1970 年代初到 1980 年代中期，两次石油危机期间的国际能源价格飙升，越南战争结束后美国关闭在泰国的军事基地，减少对泰国的服务贸易需求，以及与泰铢挂钩的美元迅速走强推动泰铢升值削弱出口竞争力，都导致泰国国际收支压力迅速增加。泰国为维护泰铢汇率，被迫维持过高的实际利率，导致国内经济增速放缓。为了缓解经济问题，泰国政府大量借入外债投资国内基建等项目。根据 World Bank 数据，1973 年泰国外债占 GDP 比重为 13%，到 1985 年阶段性高点时已达 45%。为改善国际收支，泰国政府于 1984 年调整汇率制度为盯住一篮子货币，但美元在一篮子货币中的权重仍高达 80%-82%。1985-1987 年，泰铢跟随美元迅速贬值，吸引以日本为代表的外资涌入，泰国出口导向制造业得到高速发展。根据 World Bank 数据，1987 年泰国接受外国直接净投资量占 GDP 比重仅 0.4%，到 1990 年阶段性高点时已达 2.7%。期间，泰国制造业和出口占 GDP 比重迅速提升，推动实际 GDP 增速回升至约 10%。

图3 泰国实际 GDP 增速 (1960-2023)



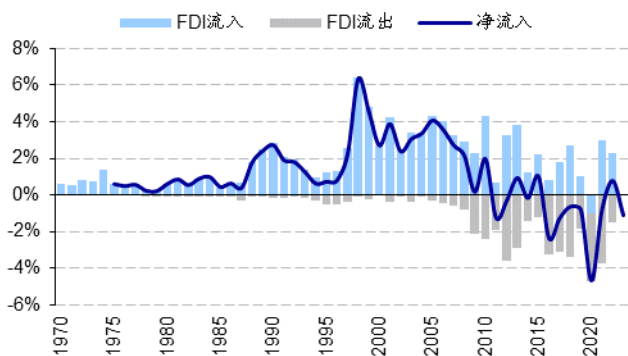
资料来源: World Bank, HTI

图4 泰国外债占 GDP 比重 (1970-2022)



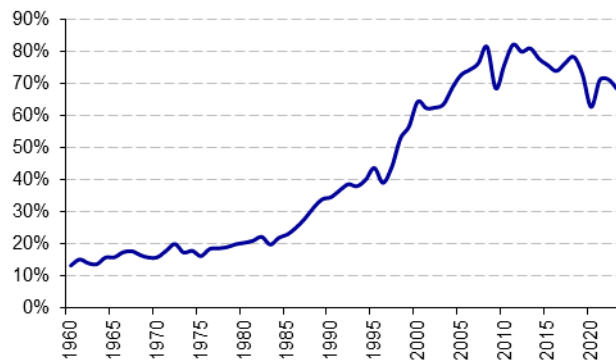
资料来源: World Bank, HTI  
注: 外债为美元现价。

图5 泰国接受外国直接投资量占 GDP 比重 (1970-2023)



资料来源：World Bank, HTI  
注：FDI为美元现价。

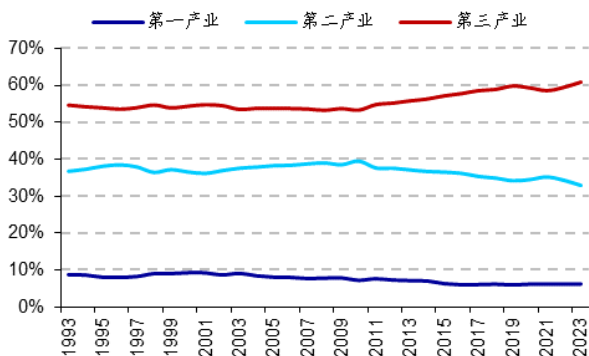
图6 泰国出口占 GDP 比重 (1960-2023)



资料来源：World Bank, HTI  
注：出口额为本币不变价。

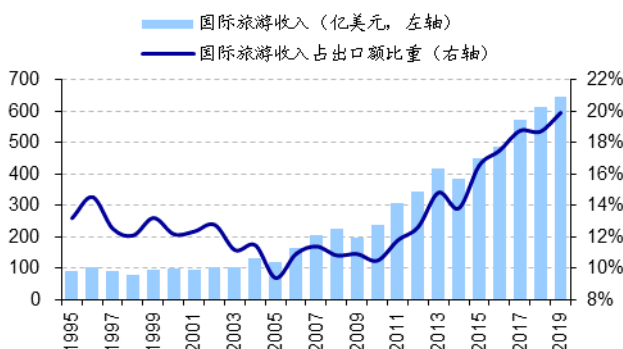
**金融危机对泰国经济及产业结构的影响。**1997年亚洲金融危机后，受迫于国际收支和经济恢复压力，泰国政府被迫于1997年7月改钉住汇率制为浮动汇率制。随后，泰铢剧烈贬值，对外贸易转入顺差，外资开始加速流入。根据 World Bank 数据，1998年最高峰时泰国接受外国直接投资净额占 GDP 比重达 6.3%。泰国国内制造业在外资推动下迎来新一轮发展，除了依托国内资源优势发展塑料橡胶相关产业外，机电设备和乘用车制造也快速增长。2000年泰国加入 WTO，同时获得“东方底特律”的称号，到2007年制造业占 GDP 比重已达 31%。2008年全球经济危机后，由于周边国家制造业逐渐崛起，外资开始大量流出泰国，导致其国内制造业发展陷入停滞，经济增长重心逐渐转向服务业。根据 World Bank 数据，按本币不变价计算，2007年泰国第一/二/三产业占比各 8%/39%/53%，到2023年已发展为各 6%/33%/61%。作为第三产业中的重要支柱，泰国旅游业也迎来跨越式发展。根据 World Bank 数据，2019年泰国国际旅游收入达 644 亿美元，占出口额比例达 20%，全年旅客总数近 4000 万人次；根据泰国政府旅游局数据，2023年泰国接待国际旅客总数已恢复至约 2800 万人次，预计 2024 年恢复至约 3500 万人次。

图7 泰国 GDP 按产业拆分 (1960-2023)



资料来源：World Bank, HTI  
注：各分项为本币不变价。

图8 泰国国际旅游收入及其占出口额比重 (1995-2019)



资料来源：World Bank, HTI  
注：国际旅游收入为美元现价。

**泰国经济重心在曼谷及周边地区。**根据泰国 NESDC 数据，2022 年曼谷及周边地区人口约 1740 万人，占人口总量的 25%；地区生产总值 8.1 万亿泰铢，占经济总量的 47%；人均 GDP 达 46.5 万泰铢（约 1.3 万美元），是全国平均水平的 1.9 倍。泰国东部沿海地区由于地理位置优越，政府设立了拉廊和春武里工业区等多个特区，在税收、行政程序和基础设施投资等方面提供了诸多支持，吸引了三星、西门子和松下诸多国际制造商，暹罗水泥等大型重工业集团的入驻，同时也发展起了成熟的食物加工业。

## 2. 消费：东盟第三大消费市场，消费平稳发展

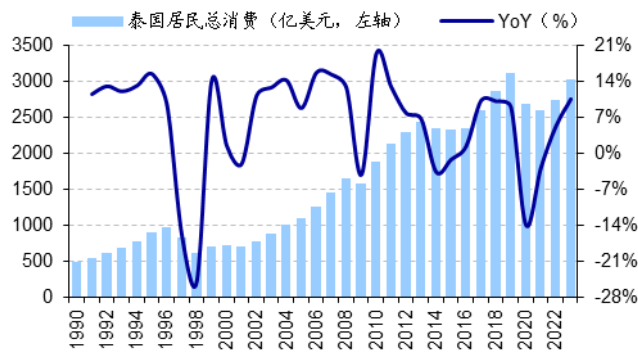
泰国是东盟第三大消费市场。根据 Euromonitor 数据，2015-2023 年，泰国居民消费总量由 2324 亿美元增至 3026 亿美元，年复合增速 3.4%，是东盟第三大消费市场；同期人均消费支出由 3306 美元增至 4215 美元，年复合增速 3.1%，低于人均可支配收入 4.4% 的年复合增速。

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
居民总消费（亿美元）	7237	3026	1554	3282	2187	2392
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%
人均可支配收入 2015-23 CAGR	4.0%	4.4%	3.8%	2.6%	6.1%	4.2%

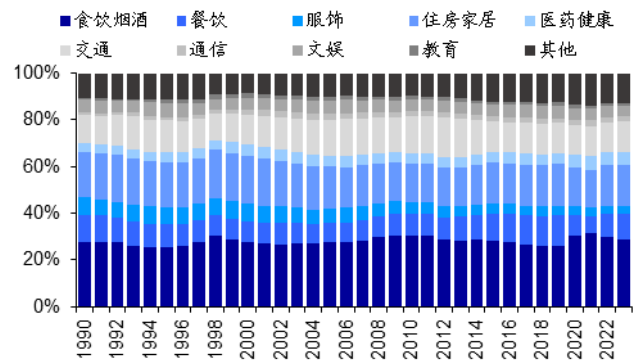
来源：Euromonitor，HTI

图9 泰国居民总消费及增速（1990-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI

图10 泰国居民消费支出拆分（1990-2023）



资料来源：Euromonitor，HTI 测算  
注：住房家具含酒店及相关支出。

餐饮消费支出占比在东盟主要国家中最高。根据 Euromonitor 数据，泰国居民消费支出结构长期较为稳定，其中食品饮料、住房家居和交通类支出比重较高，2023 年占比各 28.9%，17.7%和 13.0%；横向比较东盟其他主要国家，泰国餐饮消费支出占比 11%为六国中最高。

表 3 东盟主要国家消费结构（2023）

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
食品饮料	40.5%	28.9%	8.7%	39.3%	33.2%	26.9%
餐饮	8.3%	11.0%	7.3%	5.6%	10.1%	9.4%
服饰	3.5%	3.1%	3.2%	1.7%	3.9%	3.1%
住房家居	14.4%	17.7%	22.3%	17.1%	19.6%	19.9%
医药健康	3.3%	5.7%	7.8%	4.1%	6.7%	2.7%
交通	16.5%	13.0%	10.8%	9.5%	12.5%	12.0%
通信	5.2%	2.0%	3.2%	2.7%	2.3%	8.7%
文娱	2.5%	4.6%	9.3%	1.7%	1.6%	4.8%
教育	3.8%	1.3%	4.3%	5.0%	6.2%	1.9%
其他	2.1%	12.7%	23.0%	13.3%	3.9%	10.6%

来源：Euromonitor，HTI  
注：住房家具含酒店及相关支出。

我们认为促进泰国消费增长的因素主要有：

(1) 泰国人均可支配收入提升快，居民消费意愿强

泰国人均可支配收入不断提升且消费意愿强。根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国人均可支配收入 4324 美元（大约相当于中国 2013-2014 年水平），2015-2023 年复合增速为 4.4%；同期泰国人均消费支出占可支配收入比重为 97%，在东盟主要国家中仅低于菲律宾和马来西亚。

表 4 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) 引入海外劳工，同时发展高质量人力资源

根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年，泰国总人口约为 7180 万，同比增长 0.1%，约占东盟人口总量 10%。城市化率 54%，人口中位数年龄 41.2 岁，Z 世代占比 19%，Alpha 世代占比 14%，出生率 0.87%。泰国 2004 年进入老龄化社会，目前人口老龄化程度较高，在东盟主要国家中仅低于新加坡。养老相关消费产业有较大发展空间。

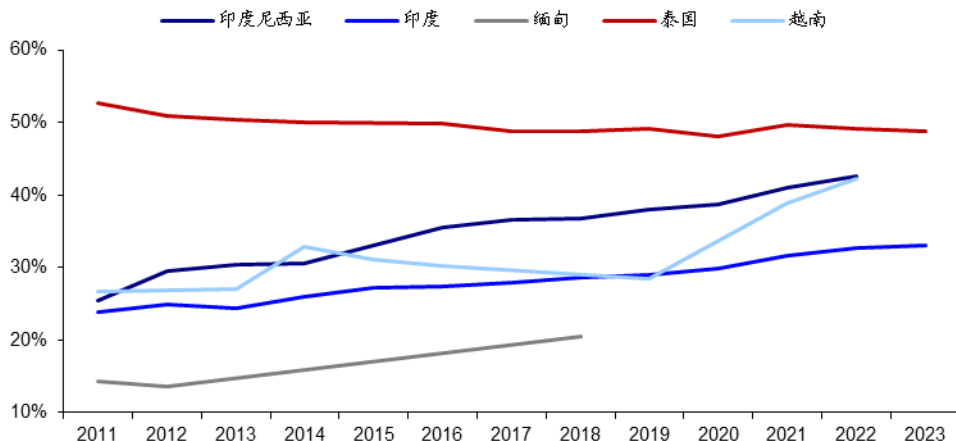
表 5 东盟主要国家人口总量及结构（2023）

	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

为改善人口结构，泰国近年来大量吸纳来自缅甸、老挝、柬埔寨等地的海外劳工。根据黄帕功经济研究院数据，2023 年底社保体系内外籍劳工总人数约 130 万人，一定程度上缓解了泰国的劳动力短缺。同时，泰国积极推动人力资源高质量发展，根据 UNDP 发布的人类发展指数中人力资源相关数据，在经济指标（购买力平价 GNI）居东盟第四位的情况下，泰国居民预期寿命 79.7 岁，学龄儿童预期受教育年限 15.6 年，在东盟国家中均仅低于新加坡。根据泰国统计局数据，泰国高等教育入学率基本保持在 50%，教育水平在东南亚地区具有比较优势，高素质人才资源相对丰厚。

图11 泰国及部分周边国家高等教育入学率（2011-2023）



来源：泰国统计局， HTI

(3) 宗教信仰带动相关产业发展，刺激本地消费活力

泰国是一个宗教多元化的国家，佛教在其中占据主导地位，超过 90%的泰国人口信奉上座部佛教。如宋干节和万佛节期间，会有大量的消费活动，包括购买祭品、食品、服装和装饰品。寺庙和佛教活动举办期间，相关旅游和服务业也显著受益。许多泰国人会在佛教节日期间遵循素食饮食，这促使市场上素食产品的需求增加。泰国的寺庙和宗教场所是重要的旅游景点，吸引了大量国内外游客。宗教旅游不仅带动了住宿和餐饮业的发展，还促进了当地手工艺品和纪念品的销售。宗教节日期间，泰国人通常会穿着传统服饰，这带动了传统服装和相关配饰的消费。

**基础设施建设持续发力，支持经济发展。**泰国拥有发达的交通运输网络，包括公路、铁路、航空和水运。主要城市之间的高速公路和铁路网络连接紧密，港口和机场设施完善，林查班港和曼谷港等作为东南亚重要的国际贸易枢纽，进一步确保了制造业产品的高效运输。陆路交通以公路为主，2023 年全国公路总里程约 70.22 万公里；境内铁路网里程约 4952 公里，其中 4736 公里为米轨铁路，覆盖全国 47 府；泰国航空业较为发达，全国共有 74 个机场，其中商业机场 36 个、非商业机场 38 个。

表 6 泰国在建或即将开工的基建项目（2023）

项目	进程
城际高速公路目	--
拉玛三-道卡依-曼谷西外环高速公路	--
曼谷-廊开高速铁路一期	2022 年底已完成 16.72%
连接三大机场高速铁路	处于合同修改和前期施工阶段
复线/双线铁路一期	2023 年首批 5 条线路收尾 2023 年内将竣工并投入运营
复线/双线铁路二期	2022 年 11 月 30 日已完成 0.5%
曼谷轨道交通紫色线南延伸线	2022 年底已完成 5.45%
曼谷轨道交通橙色线东段	2022 年底已完成 98.65%
曼谷轨道交通橙色线西段	已开标，准备提交内阁批准招标结果
曼谷轨道交通粉红色线	2022 年底已完成 94.48%

来源：开泰研究中心， HTI

### 3. 零售渠道：现代渠道为主，电商发展迅速

泰国零售市场规模大，增速平稳，以现代渠道为主。根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国零售市场规模约 1240 亿美元，在东盟主要国家中仅次于印尼，2018-2023 年均复合增速为 3.2%；预计 2023-2028 年均复合增速将增至 7.4%。泰国零售渠道以现代渠道为主，其次是电商和传统渠道。

表 7 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。

现代渠道为主导，电商渠道增速最快。以渠道零售规模计，现代渠道在泰国占主导地位。2023 年泰国零售市场中传统/现代/电商/其他渠道各占约 9%/68%/21%/2%；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 42%/13%/5%/3%/5%。以渠道零售规模增速计，电商渠道增长最快，2018-2023 年复合增速约 38%，预计 2023-2028 年复合增速约 11%。各现代渠道中便利店近期和预期增长均相对较快，2018-2023 年复合增速约 3%，Euromonitor 预计 2023-2028 年复合增速约 8%。以渠道门店数计，2023 年泰国传统/现代渠道门店各约 57 万和 42 万间，现代渠道中专卖店/便利店/超市/百货/大卖场门店各约 40 万/2.2 万/1400/600/400 间。

表 8 泰国零售概况（2023）

渠道详情	传统渠道		现代渠道				电商渠道	直销&售货机
	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）	112	522	164	61	35	59	265	23
规模占比	9%	42%	13%	5%	3%	5%	21%	2%
2018-23 CAGR	-5%	0%	3%	-1%	-5%	0%	38%	-5%
2023-28E CAGR	3%	6%	8%	7%	8%	6%	11%	7%
门店数量	~57 万	~40 万	~2.2 万	~1400	~600	~400	-	-
品牌份额	无品牌概念	份额分散	7-Eleven 71% Lotus's 11% Mini Big C 5%	Tops Market 19% Lotus's 11% Villa Market 3%	Central 27% Robinson 23% The Mall 11%	Lotus's 54% Big C 42% Big C Extra 4%	Shopee 24% Lazada 21% Amazon 1%	-
销售面积（m <sup>2</sup> ）	30	-	121	1078	4063	7605	-	-
日坪效（USD/m <sup>2</sup> ）	1.8	-	16.6	11.2	3.8	5.4	-	-

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

集市在泰国是一种生活方式，各种类型的集市覆盖一天的各个时段，从午夜的鲜花市场，早市的农贸市场，还有日间市场、跳蚤市场和水上市场等各种形式。集市在满足泰国当地购物需求的同时，也是国外旅客体验泰国文化首选。以始建于 1982 年，目前泰国规模最大的市集——Chatuchak Weekend Market 为例，其占地约 0.14 平方公里，设有约 1.5 万个摊位，周末吸引旅客量高达约 20 万人次。

图12 Chatuchak Weekend Market



资料来源: tripsavvy, HTI

### (2) 购物中心

上世纪 90 年代，泰国开始引入现代化的购物中心概念，逐步替代传统市场和小型零售店。目前曼谷零售空间供应量达 700 万平米，其中购物中心超 400 万平米。以曼谷最大购物中心 Central World 为例，其位于曼谷中心地带，集成 Zen Megastore 和 Isetan 两家百货门店，连接五星酒店和办公大楼，占地面积达 83 万平米。根据 Central World 官网，目前 Central World 共拥有 540 间商铺，包括近 200 间餐厅，近 170 间运动时尚类商店等。

图13 Central World 外景



资料来源：Central World 官网，HTI

### (3) 大卖场及超市

**大卖场：**①**Lotus's：**前身为 Lotus Supercenter，由正大集团于 1994 年创立，1998 年被英国零售商乐购收购后更名为 Tesco Lotus，后于 2021 年被正大集团连同乐购马来西亚业务收购并重组为 Lotus's 并入正大集团旗下 CP Axtra Public Company Limited。目前，Lotus's 的业务线同时设有大卖场、超市和便利店业态，其中大卖场业态包含 Lotus's Hypermarket 和更高端的 Lotus's Privé。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末，Lotus's 在泰国共设有 227 间大卖场，零售额占泰国大卖场市场份额的 54%。②**Big C：**泰国上市公司 Berli Jucker PCL 旗下品牌，业务线涵盖大卖场品牌 Big C (Supercenter and shopping mall)、Big C Extra，超市品牌 Big C Market，Big C Foodplace，便利店品牌 Big C Mini 和美妆店品牌 Pure Pharmacy。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末，公司在泰国设有 142 间 Big C 门店，14 间 Big C Extra 门店，零售额合计占泰国大卖场市场份额的 46%。

图14 Lotus's 旗下零售业态



资料来源：CP Axtra 官网，HTI

图15 Big C Supercenter



资料来源：Big C Supercenter 官网，HTI

**超市：**①**Tops：**成立于 1996 年，隶属尚泰集团旗下连锁超市运营商 Central Food Retail Company Limited，从世界最佳产地采购最新鲜的本地和国际产品，并为顾客提供最佳服务和最高质量标准。公司拥有 Tops、Tops Food Hall 等六种零售业态，其中 Tops 是泰国第一大高端超市品牌，提供熟食和烘焙食品在内的各种优质独家产品；

Tops Food Hall 主要经营高档进口食品等多种消费品。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末 Tops 在泰国共设有 163 间门店，零售额占泰国超市市场份额的 19%。

②Lotus's Go Fresh Supermarkets: Lotus's 旗下超市品牌，主要服务于商业区或郊区，采用邻里店理念，提供常规、便捷的近距离驾车和步行购物，专注于分销优质生鲜食品、干货和消费品。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末 Lotus's Go Fresh 在泰国共设有 230 间门店，零售额占泰国超市市场份额的 11%。③Villa Market: 成立于 1973 年，是曼谷首个进口商品专卖超市，同时也作为社区内非正式的聚会场所。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末 Villa Market 在泰国共设有 25 间门店，零售额占泰国超市市场份额的 3%。

#### (4) 便利店

①7-Eleven: 正大集团于 1988 年获得品牌使用许可，并成立 CP ALL Public Company Limited 经营 7-Eleven 业务，首店于 1989 年开设于曼谷。公司通过开放加盟和多级代理快速扩张 7-Eleven 门店规模，截至 2023 年末，7-Eleven 在泰国已开设超 1.4 万间门店，其中自营/加盟/次级代理门店占门店总量各 50%/44%/6%。根据 Euromonitor 数据，2023 年 7-Eleven 销售额占泰国便利店市场份额的 71%。②Lotus's Go Fresh Mini-supermarkets: Lotus's 旗下便利店品牌，主要开设于加油站，住宅区和商业区，售卖生鲜及日用品，同时提供即时配送服务。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末 Lotus's Go Fresh Mini-supermarkets 在泰国共设有 2310 间门店，零售额占泰国便利店市场份额的 11%。③Big C Mini: Big C 旗下便利店品牌，提供的产品种类比典型的便利店更多，促销活动与大卖场相同。根据 Euromonitor 数据，截至 2023 年末 Big C Mini 在泰国共设有 1651 间门店，零售额占泰国便利店市场份额的 5%。

同为海外品牌本土化，7-Eleven 能够占据约七成市场份额并保持增长态势，我们认为这主要归功于深耕市场多年的经验和运营策略上的成功。

①品牌效应+一站式服务: 7-Eleven 作为国际知名便利店品牌，依托正大集团资源提供量丰质优商品的同时，还积极参加慈善公益事业以提升品牌影响力。此外，7-Eleven 在泰国因地制宜提供包括金融，快递收发，洗衣等“一站式”服务以增强客户粘性。②O2O: 公司旗下 7 App 内置 O2O 即时配送服务 7Delivery，日活消费者约 1300 万。除银行类应用程序外，7 App 泰国是所有移动平台中被安装最多的应用程序。③新技术应用: 7-Eleven 通过大数据和 AI 管理门店和供应链，通过精准预测客户需求实现个性化推荐和自动化库存管理。

图16 7 App 界面



资料来源: CP ALL PCL 财报, HTI

(5) 电商渠道

东盟第二大电商市场，集中度尚有较大提升空间。泰国电商市场近年发展较快，根据 Euromonitor 数据，2018-2023 年均复合增速约 38%，在东盟主要国家中仅次于菲律宾，与印尼持平。2023 年，泰国电商零售规模已达 265 亿美元，占东盟整体的 21%；预计 2023-2028 年均复合增速 11%。2023 年，泰国市场市占率 TOP5 的电商平台分别为 Shopee, Lazada, Amazon, Lotus's 和 Shein，市场份额 CR5 仅 48%，在东盟主要国家中为较低水平，竞争格局尚有较大发展空间。Shopee 和 Lazada 作为泰国最主要的电商平台，市场份额各达 24%和 21%。

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。

①Shopee: 成立于 2015 年，属美股上市公司 Sea Ltd. 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%。Shopee 泰国业务规模近年高速增长，2018-2023 年复合增速高达 190%，2022 年反超 Lazada 成为当地最大电商零售平台。2023 年 Shopee 泰国业务规模达 64 亿美元，占泰国电商零售规模的 24%。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 年业务规模复合增速为 28%；其中泰国业务规模 56 亿美元，占泰国电商零售规模的 21%。

表 10 泰国主要电商品牌概况 (2023)

电商平台	泰国规模 (亿美元)	泰国规模 2018-23 CAGR	泰国规模 占比%	东盟规模 (亿美元)	东盟规模 2018-23 CAGR	东盟规模 占比%
Shopee	64	190%	24%	391	80%	32%
Lazada	56	15%	21%	180	28%	15%

来源: Euromonitor, HTI

注: 占比东盟规模测算未包含文莱。

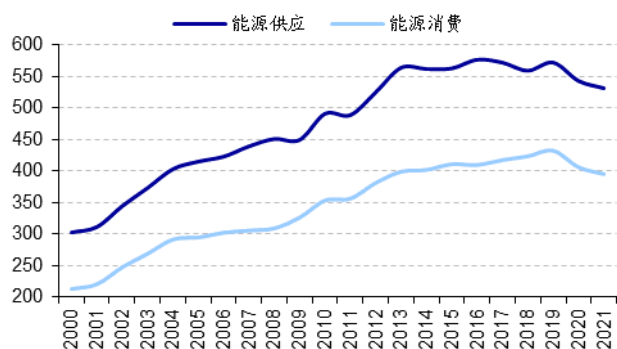
众多垂直电商平台在泰国也有一定影响力。①Kaidee: 泰国最大线上二手商品交易平台，业务覆盖商品、房地产和汽车领域，日活用户超 65 万。②NocNoc: 泰国首家线上家装用品平台，提供包括 HomePro 和 Thai Watsadu 等知名品牌在内的 5 千余个品牌选择。③JIB: 电子产品专营平台，是泰国消费者购买电子产品的主要渠道之一。

#### 4. 本地供应及进出口情况

泰国农业发达，盛产水稻，天然橡胶等农产品，但能矿资源相对匮乏。其中能源对进口依赖度较高，矿产虽有部分品类产量居世界前列，但在全球矿产贸易中份额相对有限。

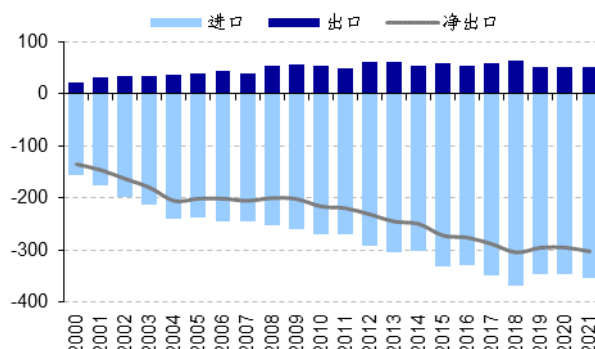
①能源电力：能源方面，根据 IEA 数据，2021 年泰国能源总供应量 532 万 TJ，2015-2021 年复合增速-1.0%。泰国能源进口依赖度较高，2021 年能源净进口 302 万 TJ，相当于国内供应的 57%。

图17 泰国国内能源供应及最终消费（万 TJ，2000-2021）



资料来源：IEA, HTI

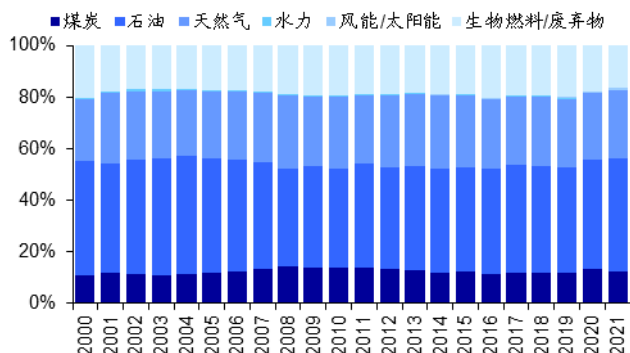
图18 泰国能源进出口（万 TJ，2000-2021）



资料来源：IEA, HTI

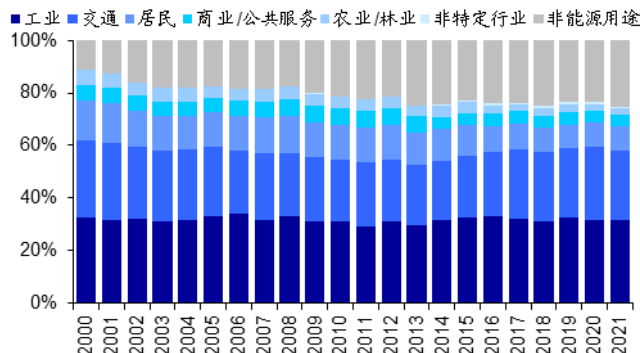
根据 IEA 数据，泰国能源供应以石油为主，占 2021 年能源供应总量的 44%；若扣除进口和库存变化仅考虑国内生产，主要来源为天然气，生物燃料和废弃物。泰国能源最终消费主要用于工业和交通，各占最终消费总量的 32%和 26%。此外，由于部分化石能源被用于国内化工生产，非能源用途也占到能源消费总量的 25%。

图19 泰国能源供应来源（2000-2021）



资料来源：IEA, HTI

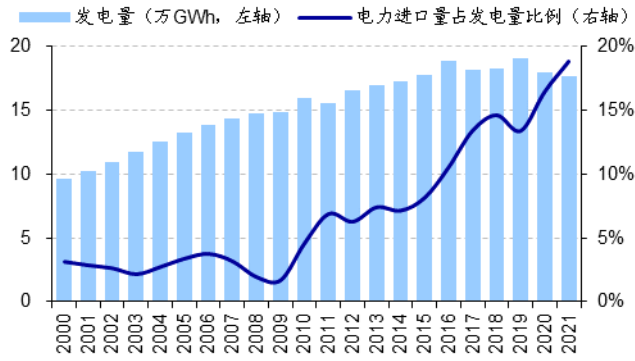
图20 泰国能源最终消费（2000-2021）



资料来源：IEA, HTI

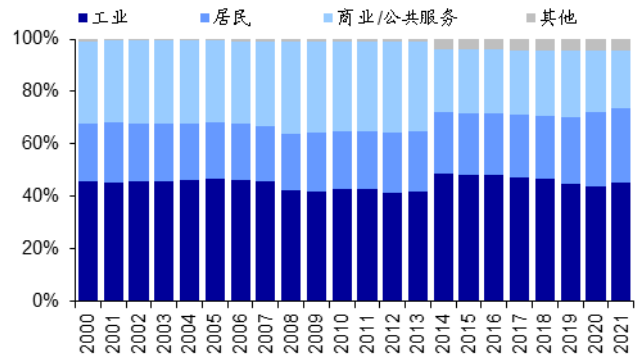
电力方面，泰国发电量 2021 年总发电量达 17.7 万 GWh，其中大部分来自天然气；电力净进口 3.1 万 GWh，是世界第五大电力进口国（仅次于美国、德国、意大利和伊拉克），工业用电占国内电力消费的 45%。目前，泰国的能源政策侧重于减少对天然气的依赖，以加强能源安全。随着可再生能源成本的降低，泰国的传统发电方式开始逐渐让位于替代能源。

图21 泰国发电量及电力进口情况（2000-2021）



资料来源：IEA, HTI

图22 泰国电力最终消费（2000-2021）



资料来源：IEA, HTI

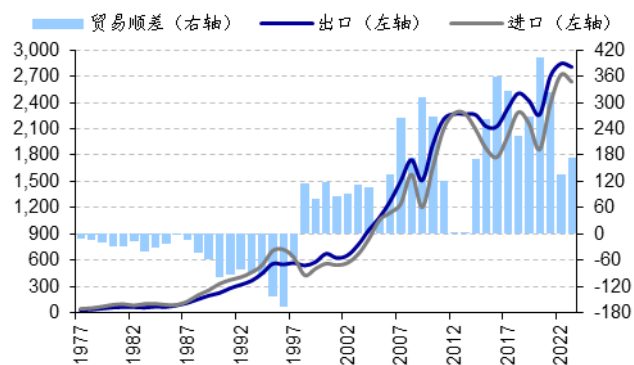
②**矿产**：根据 USGS 数据，截至 2019 年，泰国是世界第五大石膏和长石生产国，各占全球产量的 6.6%和 5.2%；第八大稀土生产国，占全球产量的 0.86%。泰国还出产多种金属矿物，如锰、锡和钨，以及多种工业矿物，如水泥、粘土、萤石、珍珠岩、盐和砂石等。

③**农业**：除作为传统强项的水稻和橡胶外，泰国还盛产其他多种农产品，产量均居世界前列。根据 FAO 数据，截至 2022 年，粮食作物方面，泰国是世界第三大木薯生产国（3407 万吨），第六大水稻生产国（3432 万吨），第九大玉米生产国（39 万吨）。蔬菜方面，泰国是世界第九大芦笋生产国（2.4 万吨）。水果方面，泰国是世界第七大菠萝生产国（171 万吨）、第十大芒果、番石榴和山竹（140 万吨）、椰子（68 万吨）生产国，其他常见的热带水果也有较高产量。泰国还盛产多种经济作物，是世界第一大天然橡胶生产国（483 万吨），第三大棕榈果生产国（1096 万吨），第四大甘蔗生产国（9210 万吨），第七大槟榔生产国（3.8 万吨）。肉类方面，泰国是世界第五大鸭肉生产国（7.5 万吨）。

亚洲金融危机后，泰国对外贸易长期处于贸易顺差状态，主要出口农产品，塑料橡胶和交运产品，主要进口矿石能源。

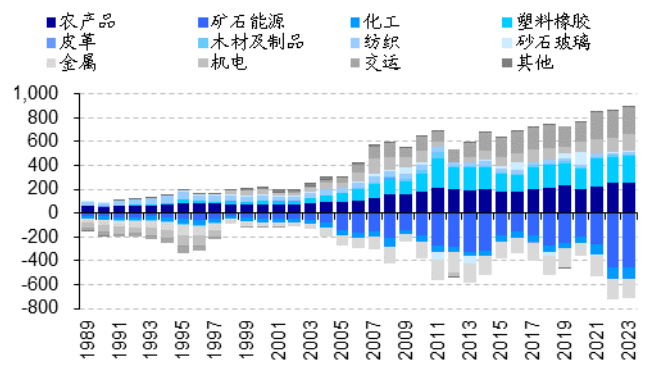
亚洲金融危机前，泰国主要出口农产品及纺织品，其他商品大多依赖进口，外贸长期逆差。亚洲金融危机在泰国首先爆发后，泰国经济严重受创，政府于 1997 年 7 月放弃固定汇率，随后泰铢剧烈贬值，泰国进口下滑并拉动贸易由逆差转为顺差。亚洲金融危机后，泰国放宽了对外资的限制，国内制造业在外资推动下迅速发展，除了依托国内资源优势发展塑料橡胶相关产业外，机电设备和乘用车制造也快速增长。2000 年泰国加入 WTO，同时获得“东方底特律”的称号。根据 Euromonitor 数据，2023 年泰国进口额 2639 亿美元，出口额 2815 亿美元，贸易顺差 175 亿美元。

图23 泰国进出口规模及贸易顺差 (亿美元, 1977-2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

图24 泰国贸易差额拆分 (亿美元, 1989-2023)



资料来源: Euromonitor, HTI

从细分品类看, 根据商务部数据, 2022 年泰国主要进口商品是原油、化工品、机械及部件, 主要出口商品汽车及零部件、计算机及零部件等产品。

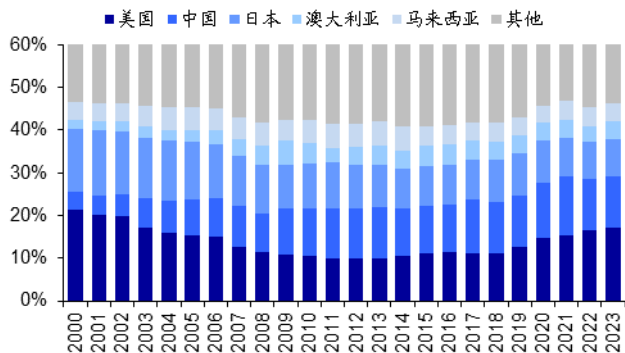
表 11 泰国自(向)全球进出口主要商品 (2022)

进口	出口
原油	汽车及零部件
化工品	计算机及零部件
机械及部件	珠宝首饰
电器及部件	橡胶产品
电路板	塑料颗粒
金银珠宝	精炼油
钢铁及制品	化工品
其他金属矿、废金属及制品	电路板
天然气	机械及部件
计算机及零部件	空调及零部件

来源: 商务部, HTI

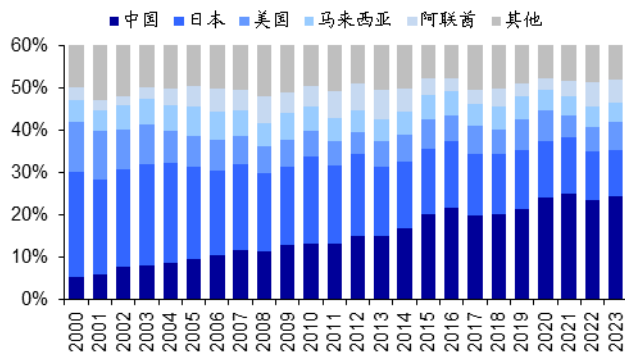
从贸易国别看, 根据泰国商务部数据, 中国、美国和日本是泰国的主要贸易伙伴, 2023 年向这三个国家出口占泰国出口总额各 12%、17%和 9%; 进口占泰国进口总额各 24%、11%和 7%。

图25 泰国主要出口目的地 (2000-2023)



资料来源: 泰国商务部, HTI

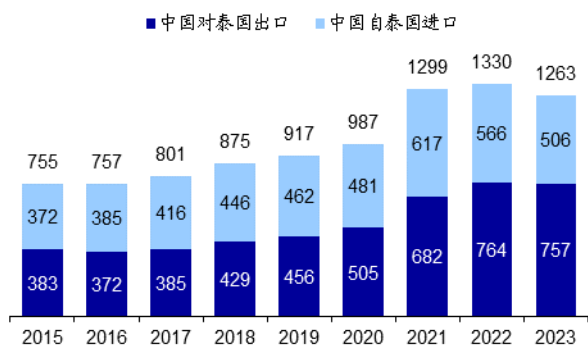
图26 泰国主要进口来源地 (2000-2023)



资料来源: 泰国商务部, HTI

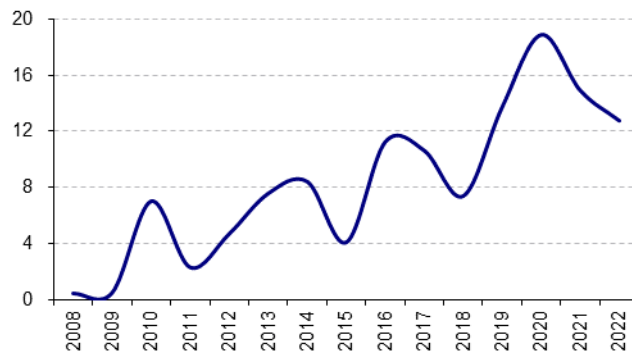
中国是泰国最大贸易伙伴, 泰国是中国在东盟国家中第三大贸易伙伴。根据中国海关总署数据, 2023年中国泰国双边贸易额 1263 亿美元, 同比下降 5.0%。双边贸易中, 中国对泰国出口额 757 亿美元, 同比下降 0.9%; 中国自泰国进口额 506 亿美元, 同比下降 10.6%。根据商务部和统计局数据, 2022年中国企业对泰国直接投资 12.7 亿美元, 直接投资存量 105.7 亿美元。截至 2022 年底, 在中国驻泰国大使馆经商处备案的中国对泰投资企业近 700 家。经营范围涉及制造、贸易、工程建设、银行、保险、运输、医药、媒体、旅游服务等领域。

图27 中泰双边贸易额 (亿美元, 2015-2023)



资料来源: 海关总署, HTI

图28 中国企业对泰国直接投资流量 (亿美元, 2008-2022)



资料来源: 商务部, 统计局, HTI

从细分品类看, 根据商务部数据, 2022年泰国与中国的进出口产品主要是自电机电气、机械设备等产品。

表 12 泰国自 (向) 中国进出口主要商品 (2022)

进口	出口
电机电气	电机电气
机械设备	机械设备
塑料及制品	水果
钢材	橡胶及制品
钢铁制品	塑料及制品

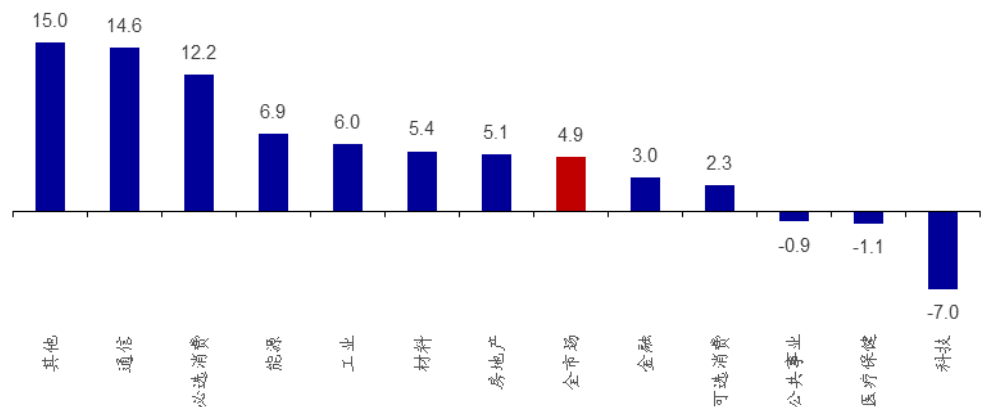
来源: 商务部, HTI

### 5. 资本市场表现及重点上市公司简析

泰国现代资本市场的起源可以追溯到 1960 年代初。泰国第一家交易所曼谷证券交易所 (BSE) 成立于 1962 年 7 月，但因缺乏政府支持，且投资者对股票市场认知不足，其于 70 年代初停业。1974 年泰国政府颁布法案允许成立泰国证券交易所，鼓励动员国民资本进行投资，1975 年 4 月，泰国证券交易所 (SET) 正式开始交易。历经约 50 年的发展，SET 现有证券、债券和衍生品三个市场，其中证券市场包含主板和另类投资市场 (MAI) 两个板块，后者始于 1999 年 6 月，主要用于支持泰国中小企业发展。根据 ASEAN Exchanges 数据，截至 2024 年 8 月，SET 共有 856 家上市公司，市值约 5053 亿美元。

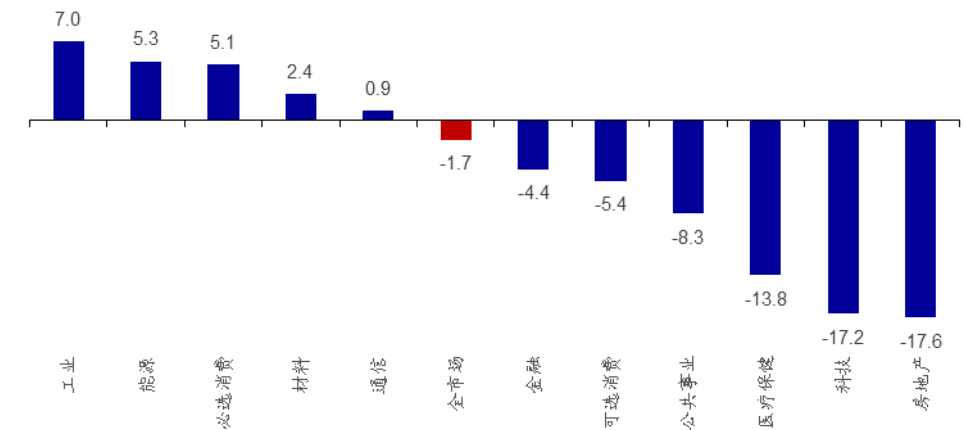
年初以来，必选消费收涨 12.2%，跑赢大盘 7.3pct，可选消费收涨 2.3%，跑输大盘 2.6pct。根据 Bloomberg 数据，从泰国一级行业涨跌幅来看，2024 年 YTD，泰国股市主板 (SET) 必选消费收涨 12.2%，跑赢大盘 7.3pct，可选消费收涨 2.3%，跑输大盘 2.6pct；MAI 板必选消费收涨 5.1%，跑赢大盘 6.8pct，可选消费收跌 5.4%，跑输大盘 3.7pct。

图29 泰国股市主板 2024 年 YTD 分行业板块表现 (1.1-9.27)



来源: Bloomberg, HTI

图30 泰国股市 MAI 板 2024 年 YTD 分行业板块表现 (1.1-9.27)



来源: Bloomberg, HTI

表 13 泰国重点上市公司估值情况 (20240927)

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS (THB)			PE			PB		
		THB	USD mn	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
CP ALL PCL	CPALL	66.3	18,398	2.6	2.9	3.3	25.4	22.3	20.0	4.8	4.3	3.6
CP AXTRA PCL	CPAXTT	32.5	10,630	1.0	1.2	1.3	32.5	27.9	24.3	1.2	1.1	1.1
CENTRAL RETAIL C	CRC	31.8	5,920	1.5	1.7	1.9	21.3	18.6	16.5	2.6	2.3	2.2
CHAROEN POK FOOD	CPF	23.9	6,090	1.8	1.9	2.0	13.7	12.8	12.0	0.8	0.7	0.7
MINOR INTERNATIO	MIINT	28.5	4,996	1.3	1.5	1.7	21.3	18.6	16.3	2.0	1.9	1.7
HOME PRODUCT CEN	HMPRO	10.5	4,269	0.5	0.6	0.6	20.4	18.8	18.5	5.1	4.8	4.5
ASSET WORLD CORP	AWC	3.8	3,720	0.1	0.1	0.1	48.5	39.4	28.4	1.4	1.3	1.3
BERLI JUCKER PCL	BJC	24.4	3,023	1.1	1.3	1.5	22.3	18.5	16.7	0.8	0.8	0.8
SIAM GLOBAL HOUS	GLOBAL	15.7	2,525	0.6	0.7	0.7	27.6	24.0	22.0	3.2	2.9	2.7
I-TAIL CORP PCL	ITC	21.7	2,013	1.2	1.3	1.4	18.0	16.5	15.0	2.6	2.4	2.3

来源：彭博一致预期，HTI

### 泰国重点消费类上市公司简析

#### (1) CP ALL PCL (CPALL)

CP ALL PCL (CP ALL Public Company Limited) 由正大集团 (Charoen Pokphand Group) 于 1988 年成立，2003 年在 SET 主板上市，拥有泰国、柬埔寨和老挝“7-Eleven”便利店的特许经营权，下设多家子公司经营相关业务，如账单支付服务、方便食品与烘焙产品的生产和销售、零售设备的销售和维护、信息技术服务、市场营销服务、教育机构、培训和商业研讨服务，以及目录销售和电子商务业务等。2013 年，CP ALL PCL 收购 Siam Makro PCL (一家大型批发和会员制零售商)，从而进入批发零售市场，并在 2021 年通过 Makro 投资 Lotus 的亚洲业务 (泰国和马来西亚业务，包含零售店、批发物流、配送中心等)。目前，CP ALL PCL 已成为东南亚领先的消费品零售和批发企业。

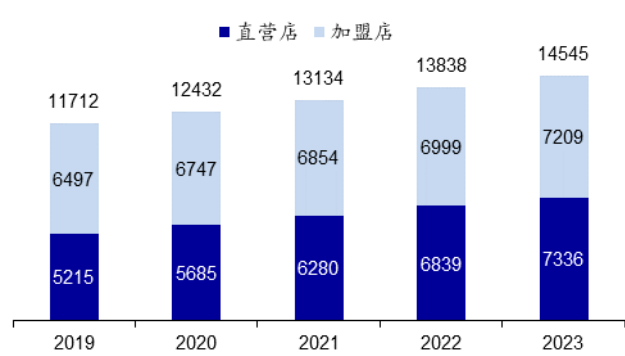
根据公司财报，截至 2023 年底，公司共有门店 14545 间 (含柬埔寨 82 家、老挝 3 家)，同比净增 707 间，覆盖泰国各省，在泰国占据 68% 的市场份额，2019-2023 年复合增速 5.6%。2023 年公司营业收入 9212 亿泰铢，同比增长 8.0%，同期净利 184.8 亿泰铢，同比增长 39.3%。

图31 CP ALL PCL 业务集群



资料来源：CP ALL PCL 官网，HTI

图32 7-Eleven 在泰门店数 (2019-2023)



资料来源：CP ALL PCL 财报 PPT，HTI

(2) CP AXTRA PCL (CPAXTT)

CP AXTRA PCL (CP Aextra Public Company Limited) 成立于1988年，成立时名为 Siam Makro，1989年在泰国曼谷开设第一家 Makro 门店，1994年在 SET 主板上市，股票代码为“MAKRO”，主要面向中小型企业、餐饮服务商、专业部门和机构等注册会员开展批发零售业务。之后公司持续进行业务扩张与市场开拓，2005年收购 Siam Food Services，以扩大冷冻和冷藏产品的分销。2013年被 CP ALL PCL 收购（现有 59.92% 股权），2017年在柬埔寨开设首个海外店，2021年收购 Lotus's 在泰国和马来西亚的业务，2023年正式更改公司名为 CP AXTRA 同时更改股票代码为“CPAXT”。CP AXTRA 立志成为亚洲顶尖的 B2B 和 B2C 零售商，发展至今业务已扩展到在泰国和海外市场经营的零售业务和购物中心，海外市场的批发业务，冷链食品进口和贸易，以及餐厅和小型市场的运营。

图33 CP AXTRA PCL 发展历程



资料来源：CP AXTRA PCL Investor Presentation ( July 2024 ), HTI

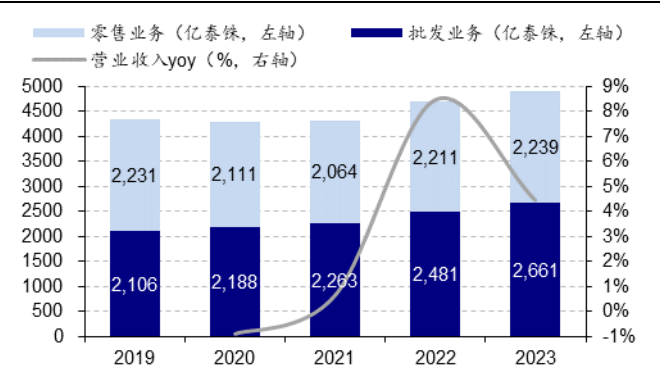
CP AXTRA PCL 业务主要包括批发和零售两个部分，各业务设计多种商店模式以满足不同客户需求。**批发业务有五种店型**：传统仓储式商店、“生态+”商店、食品服务商店、食品小店以及批发零售混合式商店。**零售业务有四种店型**：高端零售商店、综合性商超、“邻里式”中型零售商店以及迷你超市。据公司官网数据，截至2024年3月31日，公司注册会员数超2500万，可租赁商场面积超120万平方米，拥有2700余家门店。根据公司财报数据，2023年公司营收4899亿泰铢，同比增长4.4%，其中批发/零售业务各占比54.3%/45.7%，2019-2023年营收复合增速约3.1%。

图34 CP AXTRA PLC 的店型组合



资料来源：CP AXTRA PCL 官网，HTI

图35 2019-2023 年公司分业务营收及总营收增速



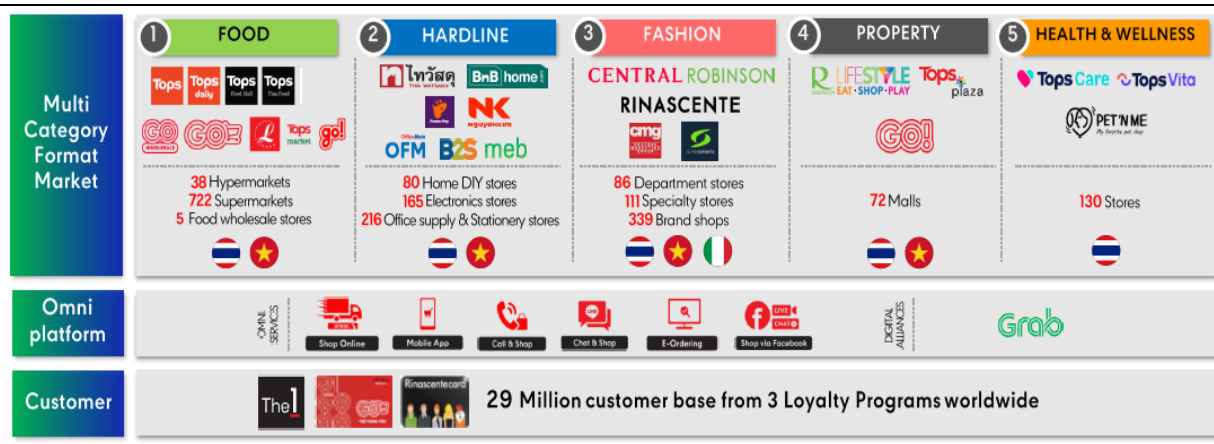
资料来源：CP AXTRA PCL 财报 PPT，HTI

### (3) CENTRAL RETAIL C (CRC)

Central Retail Corporation (CRC) 是一家通过多品牌和多渠道为消费者打造全面消费体验的国际零售集团，业务遍及全球。公司业务始于 1947 年在曼谷开设的一家小型商店，之后 1956 年公司开设第一家中央百货商店，2011 年收购意大利 Rinascente 奢侈品百货公司，2015 年在越南成立 Nguyen Kim 和 Lanchi Mart 的合资企业，次年收购越南 Big C 公司。通过一系列的收并购和战略合作，CRC 不断扩大业务版图，从曼谷拓展至整个泰国，再到东南亚其他国家与欧盟地区，在七十余年的发展历程中形成了丰富的业态和商品品类。

**CRC 旗下共有五大核心业务：时尚、食品、硬件、房地产和保健。**时尚业务通过 Central 百货、Robinson 百货、Rinascente 百货、Supersports 和 Brandshop 向消费者提供服装和配饰。**食品业务**提供广泛的消费品，拥有品牌 Tops、Tops Food Hall、Tops Fine Food、Tops Daily、GO Wholesale。在越南拥有品牌 Big C/GO!、Tops market Vietnam、go!Vietnam 和 Lan Chi Mart Vietnam。**硬件业务**包括家居装饰、家居改善、电子产品、文具、办公用品和电子书，旗下品牌包括 Thaiwatsadu、Thaiwatsadu x BnB Home、BnB Home、Power Buy、OfficeMate、B2S、MEB 和 Nguyen Kim Vietnam。**房地产业务**为公司旗下商店以及 Robinson Lifestyle、Tops Plaza 和 Big C / GO! Vietnam 等商店提供可租赁空间。**保健业务**专注于提供保健产品、化妆品和宠物产品，拥有品牌 Tops Care、Tops Vita 和 PET 'N ME。根据公司财报，2023 年，CRC 总营业收入 2487 亿泰铢，同比增长 5.3%，其中食品、硬件及时尚业务收入各占比 38%/34%/28%，泰国、越南和意大利地区收入各占比 71%/21%/8%，线下线上收入各占比 81%/19%。2023 年 EBITDA 为 324 亿泰铢，同比增长 8%，其中食品、硬件及时尚业务收入各占比 24%/26%/50%，泰国、越南和意大利地区收入各占比 77%/11%/12%。

图36 CENTRAL RETAIL C 业务集群及全渠道布局



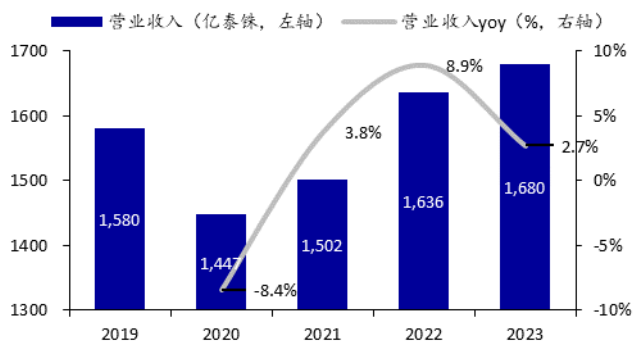
资料来源：CENTRAL RETAIL C Investor Presentation (July 2024), HTI

(4) BERLI JUCKER PCL (BJC)

BERLI JUCKER PCL (Berli Jucker Public Company Limited) 拥有超过 140 年的发展历史，在泰国消费品分销领域处于领先地位，公司致力于开发和生产全产业链的高质量产品和服务，以满足消费者日常生活需求。BJC 主要业务涉及四个领域的制造、分销和其他服务活动，包含包装供应链、消费品供应链、医疗保健和技术供应链，和现代零售供应链，以及其他业务群体。

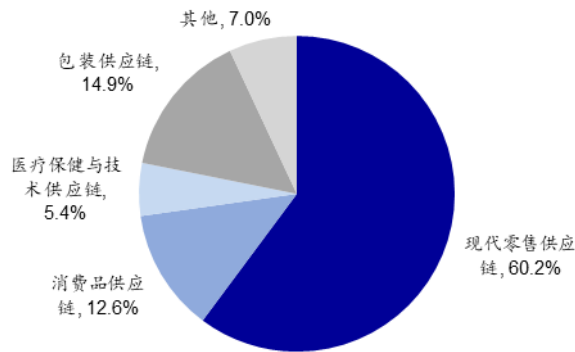
**包装供应链**提供设计服务、生产、营销、商品分销和包装产品销售，包括玻璃包装产品、铝罐包装和塑料包装产品。**消费品供应链**业务涵盖从上游农业和制造到下游的营销和分销的全链路服务，以及物流服务，不仅为旗下纸巾、个护等自有品牌提供产品和服务，同时也为三方品牌服务。**医疗保健和技术供应链**为自有及其他三方品牌分销医疗相关产品和服务，包含药品、医学成像、医疗保健产品、医疗设备和医疗用品等，同时为多个产业提供技术产品和服务。**现代零售供应链**主要管理现代零售店铺及其线上业务。Big C Supercenters 作为泰国领先的现代零售商，致力于为消费者提供广泛的高质量产品和服务，并通过租赁和零售双重商业模式，确保购物中心能够满足消费者多样化的需求。**其他业务群体**主要在东南亚运营零售业务，寻求收并购机会，以及发展新业务。根据公司财报，2023 年，BJC 总营业收入为 1680 亿泰铢，同比增长 2.7%，其中包装、消费品、医疗保健和技术、以及现代零售供应链营收占比各 16%/14%/6%/65%。

图37 BJC 总营收及增速 (2019-2023)



资料来源：BJC 2023 年财报，HTI

图38 BJC 各业务收入占比 (2023)



资料来源：BJC 2023 年财报，HTI

**APPENDIX 1****Summary**

For economy, Thailand's GDP reached USD 515bn in 2023, accounting for 14% of total ASEAN. Thailand's industrial sector has evolved from primary agricultural processing to import substitution and finally to the development of an export-oriented manufacturing industry, with its share of GDP steadily increasing. However, after the Asian financial crisis, the rise of manufacturing in neighboring countries and the outflow of foreign capital led to a slowdown in Thailand's manufacturing growth. As a result, the services sector, especially tourism, has emerged as the new engine of economic growth. In 2023, the shares of primary/secondary/tertiary sector in Thailand's GDP by sector were 6%/33%/61%, respectively.

For consumption, CAGR of household consumption in Thailand from 2015 to 2023 was 3.4%. Factors driving Thailand's consumption growth include: (1) rapid increases in per capita disposable income and strong consuming intentions; (2) the development of a high-quality labor force alongside the inflow of foreign workers; and (3) the growth of religious-related industries, which has stimulated local consumption dynamics.

For retail channels, Thailand's retail market size reached about USD 124bn in 2023, with an expected CAGR of 7.4% from 2023 to 2028. In 2023, traditional/modern/e-commerce/other channels accounted for about 9%/68%/21%/2% of the retail market respectively. For modern channels, specialty stores/convenience stores/supermarkets/department stores/hypermarkets accounted for about 42%/13%/5%/3%/5% of the total market size, respectively.

For local supply and global trade, Thailand has a strong agricultural base, mainly producing rice and natural rubber. However, its energy and mineral resources are relatively scarce. Since the Asian financial crisis, Thailand has maintained a consistent trade surplus, with key exports including agricultural products, plastics and rubber, and transportation equipment, while its primary imports are minerals and energy resources. In 2023, Thailand's imports totaled USD 264bn, while exports amounted to USD 282 bn, resulting in a trade surplus of USD 17.5bn. China is Thailand's largest trading partner, and Thailand ranks as China's third-largest trading partner among ASEAN countries.

For capital market, The Stock Exchange of Thailand includes the main board as well as the Market for Alternative Investment, which supports SMEs. As of Aug 2024, SET had 856 listed companies with a total market cap of USD 505bn. 2024 YTD, the consumer staples sector on the main board has risen by 12.2%, outperforming the market by 7.3pct, while the consumer discretionary sector has increased by 2.3%, underperforming the market by 2.6 pct.

## 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，郭庆龙，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, Qinglong Guo, 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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 AAPL.US 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

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

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

#### 分析师股票评级

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

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

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

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

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

#### Analyst Stock Ratings

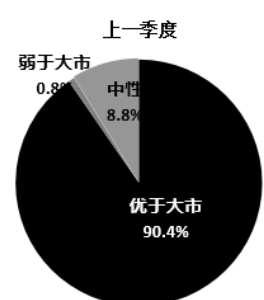
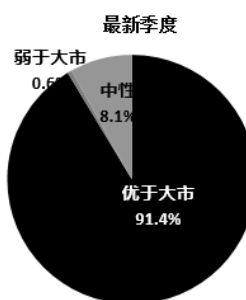
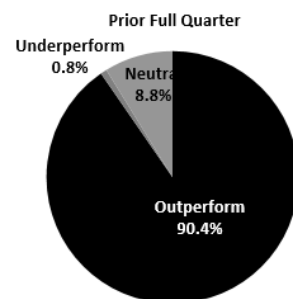
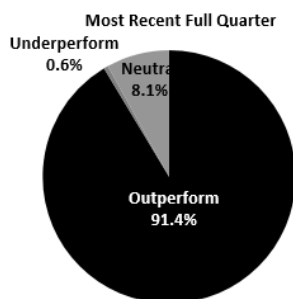
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

### 评级分布 Rating Distribution



### 截至 2024 年 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、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

### IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

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

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

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

### 分发和地区通知:

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

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

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

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

### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial

instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

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

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

**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>

---