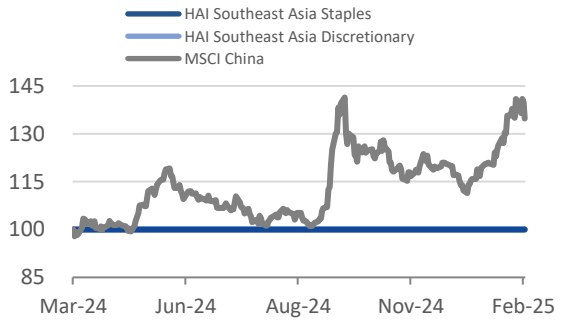
东南亚必需消费 & 可选消费 Southeast Asia Staples & Discretionary

东南亚消费行业 1 月跟踪报告：景气与信心有所增强，股市表现各有差异

Consumption sentiment and confidence have improved, while stock market performance varies

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

东南亚消费行业 12 月跟踪报告：多数地区通胀回升，消费行业跑输大盘

Inflation Rebounds in Most Regions, Consumer Sector Generally Underperforms the Market (27 Jan 2025)

越南调研反馈：消费高增长的变革市场，由制造转向品牌出海新机遇

Vietnam Research Feedback: A transformative market with high growth, going abroad from manufacturing to brand (7 Dec 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

GDP：印尼泰国经济增长低于预期。4Q24 印尼 GDP（不变价）同比增长 5.02%，较前一季度有所提升，然而，2024 年全年经济增长率为 5.03%，略低于 2023 年的 5.05%，也未达到政府设定的 5.2%预期目标，这一增速为三年来的最低水平。4Q24 泰国 GDP 同比增长 3.20%，高于第三季度的 3.0%，创下自 2022 年第三季度以来的最高增速。然而，2024 年全年经济增长率为 2.5%，低于政府预期的 2.7%，也落后于邻国的经济表现。

东南亚主要国家经济增长预期高于全球水平。根据亚洲开发银行（ADB）和东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）的预测，2025 年东南亚主要国家的经济增长预期如下：越南：预计增长 6.2%，主要受强劲的个人消费和公共基础设施投资推动。印尼：预计增长 5.0%，尽管近期降息，但经济增长仍面临出口和投资放缓的挑战。马来西亚：预计增长 4.7%，主要来自数字和技术领域的投资。泰国：预计增长 2.9%，此前央行下调关键利率以应对经济增长放缓和全球贸易风险增加。新加坡：预计增长 2.5%。总体而言，东南亚地区平均经济增长率预计为 4.7%，高于全球平均水平。

CPI：多数地区通货膨胀表现稳定。2025 年 1 月印尼 CPI 同比增长 0.76%，环比下降 0.76%，为 24 年来的最低水平。新加坡 CPI 水平同比增长 1.20%，低于前一个月的 1.5%，也低于市场预期的 2.2%。越南 CPI 同比上涨 3.63%，环比上涨 0.98%，显示出温和的通胀水平。马来西亚 CPI 水平同比增长 1.7%，与前一个月持平，符合市场预期。仅泰国 CPI 水平同比增长 1.32%，为连续第 10 个月增长略高于预期的 1.30%。

消费：消费景气与信心有所增强。2025 年 1 月印尼消费者信心指数虽然略低于前一个月水平，但仍处于高位，显示消费者信心保持强劲。泰国政府同样实施经济刺激措施、旅游业的强劲复苏以及出口增长将持续刺激消费者信心指数加强。2024 年 12 月马来批发板块食品饮料指数同比增长 4.5%；零售板块食品饮料指数同比增长 5.1%，批发指数增速有所提升。

股市：1 月印尼与马来消费跑赢大盘，仅马来与印尼必选估值提升。1 月印尼必选消费/可选消费行业+2.2%/+8.2%，均跑赢指数（-0.8%）。马来可选/日常消费品涨幅-4.8%/+11.6%，均跑赢大盘（-4.9%）。印尼必选消费的 PE 历史分位数为 27%，马来日常消费 PE 历史分位数达到 99%，均有所上升，其他市场中消费相关板块估值均有所下降。

风险提示：通货膨胀风险，汇率风险，可操作性风险，社会和文化风险，自然灾害风险

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

数据概览

4Q24 印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的 GDP（不变价）当季同比增速分别达到 5.0%/4.3%/5.2%/4.8%/3.20/7.6%。3Q24 印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的 GDP（不变价）当季同比增速分别为 5.0%/4.1%/5.2%/5.3%/3.0%/7.4%。

表 1 东南亚主要国家 GDP 数据

	2022				2023				2024			
GDP：当季同比	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
印尼	5.00%	5.50%	5.70%	5.00%	5.00%	5.20%	4.90%	5.00%	5.10%	5.05%	4.95%	5.02%
新加坡	4.20%	4.60%	4.20%	2.40%	0.50%	0.50%	1.00%	2.20%	2.70%	2.90%	4.10%	4.30%
菲律宾	8.10%	7.50%	7.70%	7.10%	6.40%	4.30%	6.00%	5.50%	5.80%	6.29%	5.22%	5.23%
马来西亚	5.10%	8.86%	14.36%	7.35%	5.51%	2.79%	3.12%	2.92%	4.20%	5.79%	5.31%	4.76%
泰国	1.90%	2.40%	4.40%	1.30%	2.60%	1.80%	1.40%	1.70%	1.50%	2.29%	3.00%	3.20%
越南	5.10%	7.80%	13.70%	5.90%	3.30%	4.10%	5.50%	6.70%	5.70%	6.90%	7.40%	7.55%

资料来源：wind, HTI

2025 年 1 月印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的 CPI 同比增速分别为 0.8%/1.2%/2.9%/1.7%/1.2%/2.9%，环比增速分别为 0.8%/-0.7%/0.5%/0.1%/0.1%/ 1.0%。

表 2 东南亚主要国家近期 CPI 数据

		1Q24		2Q24			3Q24			4Q24			1Q25
		24-Feb	24-Mar	24-Apr	24-May	24-Jun	24-Jul	24-Aug	24-Sep	24-Oct	24-Nov	24-Dec	25-Jan
CPI:同比	印尼	2.80%	3.10%	3.00%	2.80%	2.50%	2.13%	2.12%	1.84%	1.71%	1.55%	1.57%	0.76%
	新加坡	3.40%	2.70%	2.70%	3.10%	2.40%	2.40%	2.20%	2.00%	1.40%	1.60%	1.60%	1.20%
	菲律宾	3.40%	3.70%	3.80%	3.90%	3.70%	4.40%	3.30%	1.90%	2.30%	2.50%	2.90%	2.90%
	马来西亚	1.80%	1.80%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%	1.90%	1.80%	1.90%	1.80%	1.70%	1.70%
	泰国	-0.80%	-0.50%	0.20%	1.50%	0.60%	0.83%	0.35%	0.61%	0.83%	0.95%	1.23%	1.32%
	越南	4.00%	4.00%	4.40%	4.40%	4.30%	4.36%	3.45%	2.63%	2.89%	2.77%	2.94%	3.63%
CPI:环比	印尼	0.40%	0.50%	0.30%	0.00%	-0.10%	-0.18%	-0.03%	-0.12%	0.08%	0.30%	0.44%	0.76%
	新加坡	1.00%	-0.10%	0.10%	0.70%	-0.20%	-0.30%	0.70%	0.30%	-0.30%	0.00%	0.30%	-0.70%
	菲律宾	0.60%	0.10%	-0.10%	0.10%	0.00%	0.70%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.40%	0.60%	0.50%
	马来西亚	0.50%	0.10%	0.20%	0.30%	0.20%	0.10%	0.10%	0.00%	0.20%	-0.10%	0.10%	0.10%
	泰国	0.20%	0.00%	0.90%	0.60%	-0.31%	0.19%	0.07%	-0.10%	-0.06%	-0.13%	-0.18%	0.10%
	越南	1.00%	-0.20%	0.10%	0.00%	0.20%	0.48%	0.00%	0.29%	0.33%	0.13%	0.29%	0.98%

资料来源：wind, HTI

根据马来西亚国家统计局数据，印尼/新加坡/马来西亚/泰国四国在 2024 年 12 月的零售指数分别为 211.5/106.3/181.7/NA（尚未披露）。

表 3 部分国家零售指数表现情况

		1Q24			2Q24			3Q24			4Q24	
		24-Jan	24-Feb	24-Mar	24-Apr	24-May	24-Jun	24-Jul	24-Aug	24-Sep	24-Oct	24-Nov
零售指数（2015年=100）	印尼	210.5	214.1	235.4	236.3	228.1	229	212.4	215.9	210.6	210.6	211.5
	新加坡	110.2	100	104.4	95.2	102.9	96.6	100	102.5	99.4	104.3	106.3
	马来西亚	173.5	174.5	177.6	179.2	179.3	179.8	178.1	179.7	181	182.0	181.7
	泰国	124.3	115	122.7	136.6	135.7	126.8	135.4	146.1	135.9	155.0	n.a
零售指数：同比	印尼	1.10%	6.40%	9.30%	-2.70%	2.10%	2.70%	4.50%	5.80%	4.67%	1.49%	1.73%
	新加坡	-3.20%	8.00%	1.20%	-6.00%	-2.00%	-4.30%	-3.70%	-2.70%	-3.31%	-1.42%	-2.66%
	马来西亚	1.40%	4.60%	5.40%	3.50%	6.80%	6.30%	4.60%	4.00%	3.75%	5.02%	4.11%
	泰国	8.00%	3.00%	-2.10%	28.90%	14.80%	13.40%	21.80%	31.38%	20.59%	20.81%	n.a

资料来源：马来西亚统计局，HTI

1 月印尼/泰国/新加坡/马来西亚/越南市场-0.8%/--4.7%/+1.8%/-4.9%/-0.4%。

表 4 1 月东南亚主要市场涨跌幅表现

资本市场	月度涨跌幅（%）	年初至今涨跌幅（%）	月度成交额（USD,mn）	总市值（USD,mn）
印度尼西亚	-0.75%	-0.75%	20675	752459
泰国	-4.73%	-4.73%	12505	444895
新加坡	1.80%	1.80%	11889	453927
马来西亚	-4.93%	-4.93%	24487	505737
越南	-0.36%	-0.36%	430	280944

资料来源：bbg，wind，HTI，截至 2025 年 1 月 31 日

从东南亚重点公司行情表现来看，涨幅前三名的公司是马山消费（18.3%）、云顶马来西亚（5.1%）、雀巢马来西亚（3.6%）；跌幅前三的公司是 CPAXT TB（-22.1%）、SIAM GLOBAL HOUSE（-13.7%）、DFI Retail 集团（-9.1%）。

表 5 1 月重点公司涨跌幅表现

国别	公司名称	股票代码	月度涨跌幅	年初至今涨跌幅	去年同比涨跌幅	PE ttm	市值（亿人民币）
新加坡	泰国酿酒	THBEV SP Equity	-5.2%	-5.2%	-5.2%	12.72	735
泰国	CP AXTRA	CPAXT TB Equity	-22.1%	-22.1%	-22.1%	40.21	746
新加坡	云顶新加坡	GENS SP Equity	-1.9%	-1.9%	-1.9%	15.26	578
印尼	联合利华印尼	UNVR IJ Equity	2.7%	2.7%	2.7%	18.70	512
印尼	INDOFOOD	ICBP IJ Equity	-4.0%	-4.0%	-4.0%	29.90	665
马来西亚	Alfamart	AMRT IJ Equity	-0.7%	-0.7%	-0.7%	36.60	508
印尼	雀巢马拉西亚	NESZ MK Equity	3.6%	3.6%	3.6%	42.72	415
马来西亚	Sime Darby Plantatio	SDPL MK Equity	0.0%	0.0%	0.0%	13.37	285
越南	马山消费	MCH VN Equity	18.3%	18.3%	18.3%	20.13	412
越南	越南乳业	VNM VN Equity	-0.9%	-0.9%	-0.9%	16.90	391
印尼	SAMPOERNA	HMSP IJ Equity	-3.1%	-3.1%	-3.1%	11.59	409
马来西亚	卜蜂印尼	CPIN IJ Equity	0.8%	0.8%	0.8%	28.52	357
马来西亚	IOI集团	IOI MK Equity	0.5%	0.5%	0.5%	21.03	397
泰国	KUALA LUMPUR KEPONG	KLK MK Equity	1.1%	1.1%	1.1%	31.85	383
越南	MINOR INTERNATIONAL	MINT TB Equity	-3.7%	-3.7%	-3.7%	23.81	348
马来西亚	PPB集团	PEP MK Equity	-5.8%	-5.8%	-5.8%	14.09	313
马来西亚	云顶集团	GENT MK Equity	3.8%	3.8%	3.8%	10.87	277
马来西亚	移动世界投资	MWG VN Equity	1.0%	1.0%	1.0%	45.20	260
泰国	MR DIY	MRDIY MK Equity	1.6%	1.6%	1.6%	34.42	283
泰国	家居产品中心	HMPRO TB Equity	-2.6%	-2.6%	-2.6%	20.90	297
越南	资产世界公司	AWC TB Equity	-3.3%	-3.3%	-3.3%	22.35	262
马来西亚	奥兰集团	OLG SP Equity	-5.8%	-5.8%	-5.8%	17.20	234
新加坡	云顶马来西亚	GENM MK Equity	5.1%	5.1%	5.1%	24.62	233
印尼	Multistrada	MASA IJ Equity	0.0%	0.0%	0.0%	42.71	220
越南	西贡啤酒饮料	SAB VN Equity	2.3%	2.3%	2.3%	17.60	220
泰国	DFI RETAIL集团	DFI SP Equity	-9.1%	-9.1%	-9.1%	24.51	206
新加坡	金光农业资源	GGR SP Equity	-3.6%	-3.6%	-3.6%	23.51	194
新加坡	BERLI JUCKER PUBLIC	BJC TB Equity	-3.3%	-3.3%	-3.3%	24.73	215
泰国	SIAM GLOBAL HOUSE	GLOBAL TB Equity	-13.7%	-13.7%	-13.7%	32.02	154

资料来源：bbg，HTI，截至 2025 年 1 月 31 日

1. 经济数据：新加坡、越南经济增长高于预期，多数地区通货膨胀平稳

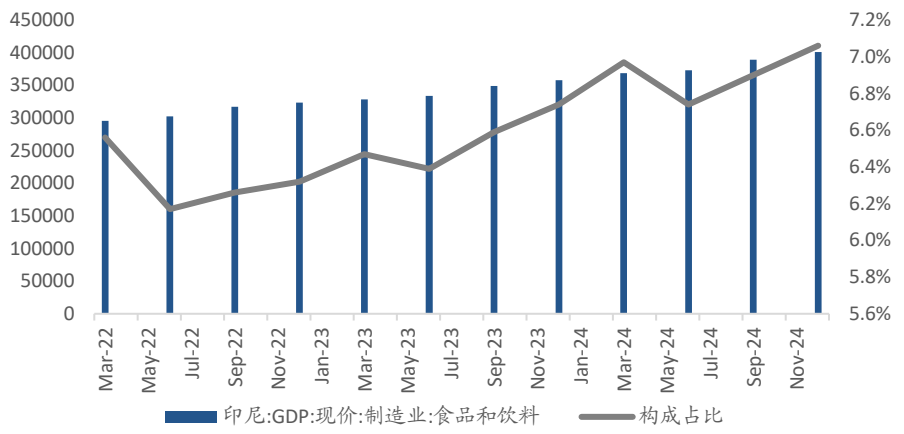
1.1 印尼：2025 年 GDP 增长达到三年来最低水平

4Q24 印尼 GDP（不变价）同比增长 5.02%，与前一季度的 4.95%相比有所提升。这一增长主要受到家庭消费和投资的推动，分别同比增长 4.98%和 5.03%。

然而，2024 年全年经济增长率为 5.03%，略低于 2023 年的 5.05%，也未达到政府设定的 5.2%预期目标。这一增速为三年来的最低水平。尽管如此，印度尼西亚经济自新冠疫情以来一直保持在 5%左右的增长水平。

展望 2025 年，全球需求疲软和美国关税等外部因素可能对印度尼西亚经济构成挑战。为应对这些潜在的不利因素，印度尼西亚央行已于去年 9 月起两次降息共计 50 个基点，以刺激经济增长。政府也推出了多项促进经济增长的计划，包括提供电费折扣、为学生提供免费餐食以及建设经济适用房等。

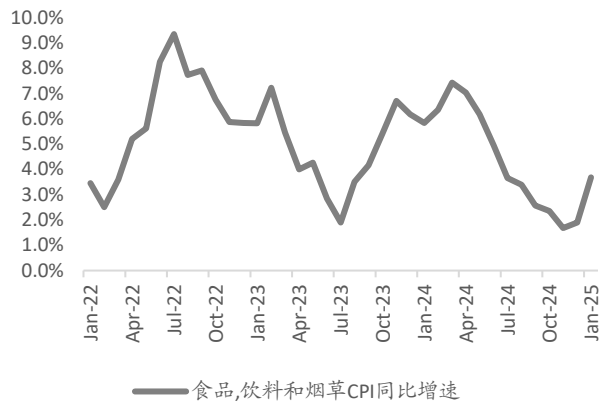
图 1 1Q22-4Q24 印尼食品饮料制造业 GDP 及占比情况



资料来源：印尼央行，wind，HTI

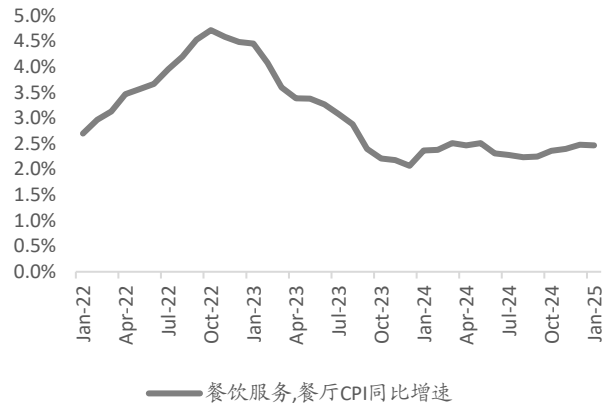
2025 年 1 月印尼 CPI 同比增长 0.76%，环比下降 0.76%，为 24 年来的最低水平，显著低于 2024 年 12 月的 1.57%，也低于分析师预期的 1.88%，并且跌破了印度尼西亚央行设定的 1.5%至 3.5%的目标区间。环比来看，CPI 下降了 0.76%，这是 4 个月来的首次下降，也是自 2005 年以来的最大跌幅。这一下降主要归因于政府对部分用户实施的 50%电费折扣政策，以及机票价格的下降。政府表示，电费折扣将持续到 2 月，作为支持消费者购买力的一系列激励措施的一部分。

图2 2022-至今印尼食品饮料和烟草通胀表现



资料来源：印尼央行，wind，HTI

图3 2022-至今印尼餐饮服务通胀表现

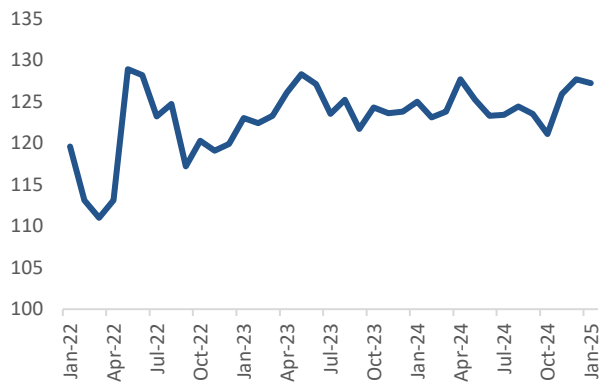


资料来源：印尼央行，wind，HTI

根据印尼央行，2025 年 1 月印尼消费者信心指数为 127.20，2023 年同期为 125.00。虽然略低于前一个月的 127.70，但仍处于高位，显示消费者信心保持强劲。这一积极的消费者信心与印度尼西亚整体经济的稳健表现密切相关。具体而言，制造业采购经理人指数（PMI）恢复至 51.9 的扩张水平，失业率降至 4.91%，贸易顺差连续 57 个月保持，累计顺差达 310 亿美元。这些经济指标的积极表现，特别是持续的贸易顺差和制造业的扩张，为消费者信心提供了有力支撑，反映了消费者对未来经济前景的乐观预期。

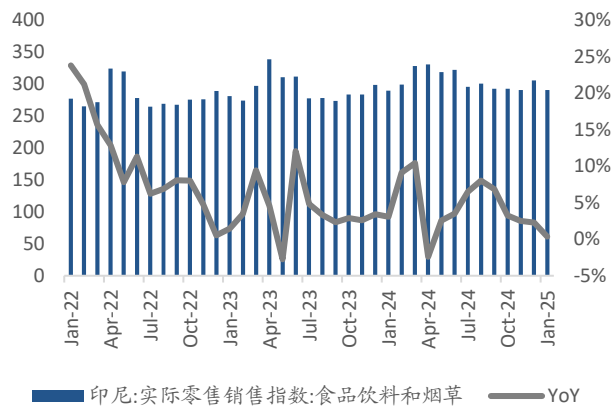
2025 年 1 月食品饮料和烟草实际零售销售指数为 291.0（2010 年=100），同比增长 0.38%。

图4 2022-至今印尼消费者信心指数



资料来源：印尼央行，wind，HTI

图5 2022-至今印尼食品饮料和烟草实际零售销售指数



资料来源：印尼央行，wind，HTI

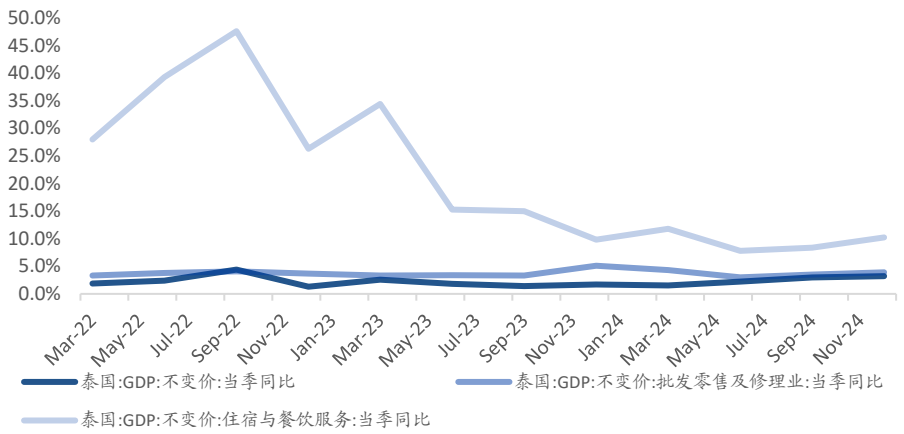
1.2 泰国：全年经济增长低于预期

4Q24 泰国 GDP（不变价）同比增长 3.20%，高于第三季度的 3.0%，创下自 2022 年第三季度以来的最高增速。这一增长主要得益于政府刺激措施的实施，私人消费略有加快，同比增长 3.4%，而固定投资也保持增长势头，同比增长 5.1%。此外，出口增长 11.5%，快于进口的 8.2%，对 GDP 产生了积极影响。

然而，2024 年全年经济增长率为 2.5%，低于政府预期的 2.7%，也落后于邻国的经济表现。泰国政府计划通过吸引外资和实施刺激措施来推动经济增长，包括计划在第二季度推出价值 4500 亿泰铢（约合 133 亿美元）的刺激方案。此外，泰国央行近期将关键利率下调 25 个基点至 2.00%，以应对增长放缓和全球贸易不确定性带来的风险。

总体而言，2024 年第四季度泰国经济有所回升，但全年增速仍低于预期。政府和央行正采取多项措施刺激经济，以实现 2025 年 3.0%至 3.5%的增长目标。

图 6 2022-至今泰国 GDP 增速表现



资料来源：泰国央行，wind， HTI

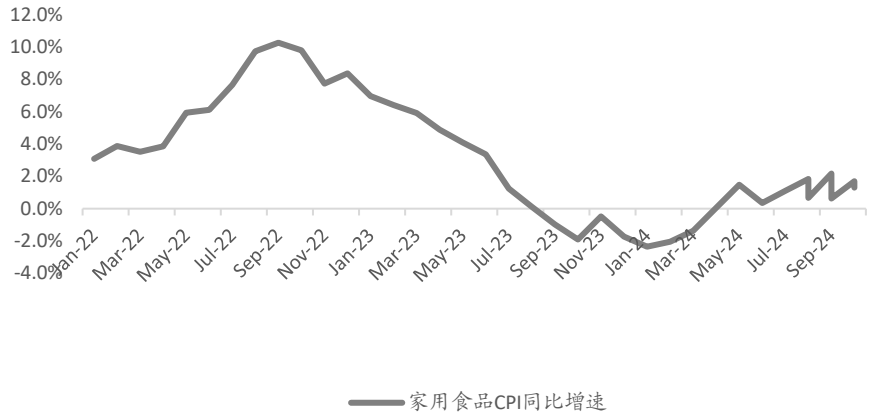
根据泰国央行，2025 年 1 月泰国 CPI 水平同比增长 1.32%，为连续第十个月增长略高于预期的 1.30%。 这是自 2024 年 5 月以来的最高水平，连续第二个月处于泰国央行设定的 1%至 3%目标范围内。这一上涨主要受到能源和食品价格上涨的推动。同时，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.83%，高于 12 月的 0.79%，略高于预期的 0.80%。

在此背景下，泰国央行于 2025 年 2 月 26 日将关键利率下调 25 个基点至 2.00%，以应对增长放缓和全球贸易不确定性带来的风险。

泰国财政部长表示，低通胀为进一步降息提供了空间，这将有助于刺激经济增长并削弱泰铢以促进出口。

总体而言，2025 年 1 月泰国 CPI 的上涨反映了能源和食品价格的上升趋势。尽管通胀率上升，但仍处于央行目标范围内，政府和央行正采取措施刺激经济增长，同时密切关注通胀走势。

图 7 2022-至今泰国家用食品通货膨胀表现

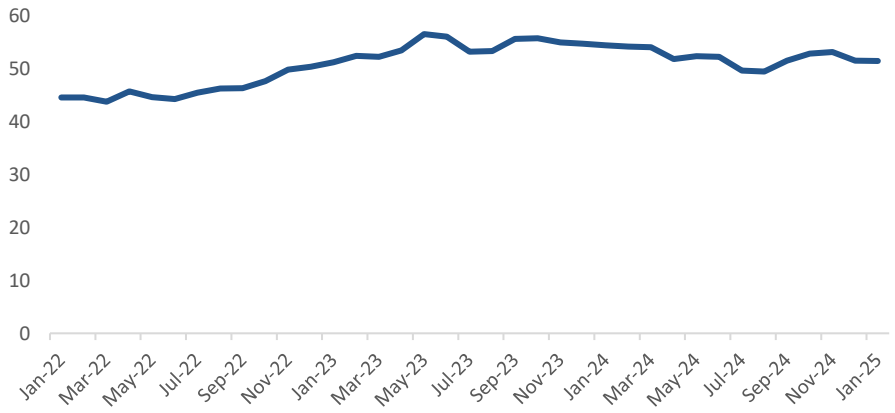


资料来源：泰国央行，wind， HTI

根据泰国贸易和经济指标官方数据，2025 年 1 月泰国消费者信心指数为 51.5，2024 年同期为 54.5。政府实施的经济刺激措施、旅游业的强劲复苏以及出口增长将持续刺激消费者信心指数加强。政府推出的“数字钱包”计划向约 4500 万人每人发放 1 万泰铢（约合 300 美元），以促进当地消费。自 2024 年 9 月启动以来，已有约 1750 万人收到款项，下一阶段计划于今年第二季度实施。

此外，旅游业作为经济的关键驱动力，外国游客人数同比增长 17%，截至 2025 年 2 月 9 日达到 480 万人次。出口方面，去年增长 5.4%，达到创纪录的 3010 亿美元。

图 8 2022-至今泰国消费者信心指数



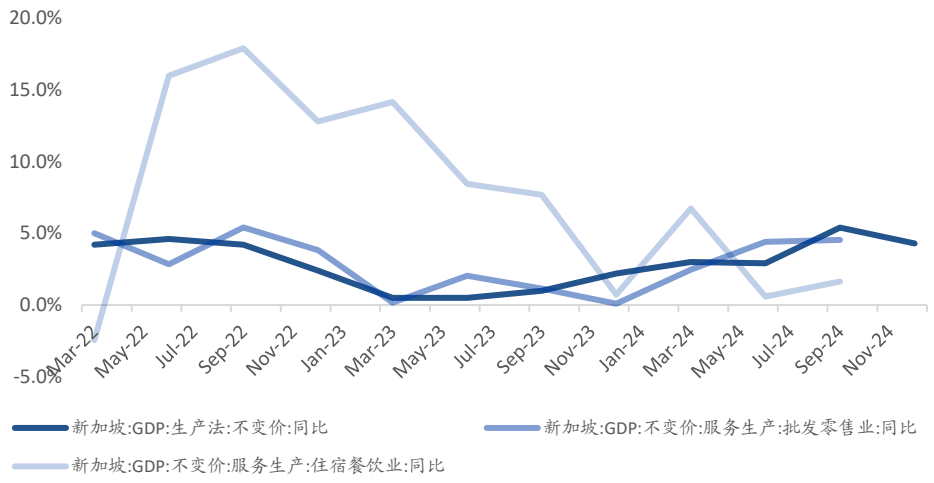
资料来源：泰国贸易和经济指标局，wind， HTI

1.3 新加坡：通胀低于预期，食品饮料交易额有所回暖

4Q24 新加坡 GDP（不变价）总计同比增长 4.3%，虽低于第三季的 5.4%，但高于市场预测值 3.3%。同时，2024 年全年新加坡经济预计增长 4%，超过 3.5%的政府预期，亦高于 2023 年的 1.1%。总体来看，2024 年，在复杂多变的不确定环境

中，新加坡经济表现出良好的韧性，以及技术创新加快推动经济发展的特点。2024 年新加坡经济增速总体在强于各界预期的同时，季度数据表现起伏不定，符合新加坡是高度的外向型经济体的特点。经济对外部环境及外贸高度依赖，受全球地缘政治博弈和外部消费需求不稳等因素影响大。

图 9 1Q22 至 4Q24 新加坡 GDP 增速表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

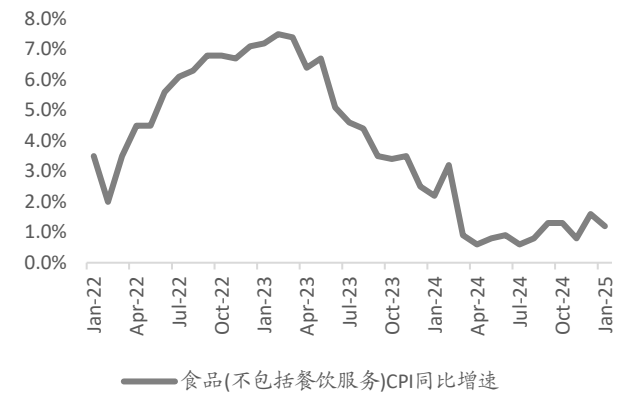
根据新加坡国家统计局数据，2025 年 1 月新加坡 CPI 水平同比增长 1.20%，低于前一个月的 1.5%，也低于市场预期的 2.2%。核心通胀率（不包括私人交通和住宿成本）同比增长 0.8%，为 2021 年 6 月以来的最低水平，低于 12 月的 1.8%和预期的 1.5%。

通胀放缓主要受食品价格增速下降（1.5%，前值 2.5%）、住房和公用事业成本增速放缓（1.4%，前值 2.5%）以及医疗保健费用增速下降（1.5%，前值 2.7%）等因素影响。

受通胀持续放缓影响，新加坡金融管理局于 2025 年 1 月 24 日宣布自 2020 年 3 月以来首次放松货币政策，调整了新加坡元名义有效汇率（S$NEER）政策带的坡度，以应对预期的经济增长和通胀放缓。

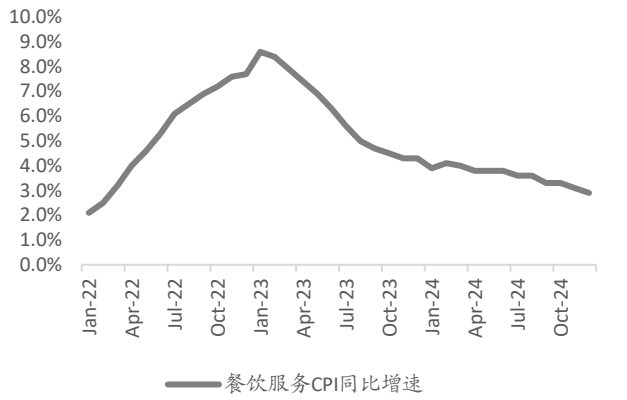
总体而言，2025 年 1 月新加坡通胀率持续下降，核心通胀率创下三年多以来新低。这为货币政策提供了更大灵活性，以支持经济增长，同时保持价格稳定。

图10 2022-至今新加坡食品（不包括餐饮服务）通胀表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

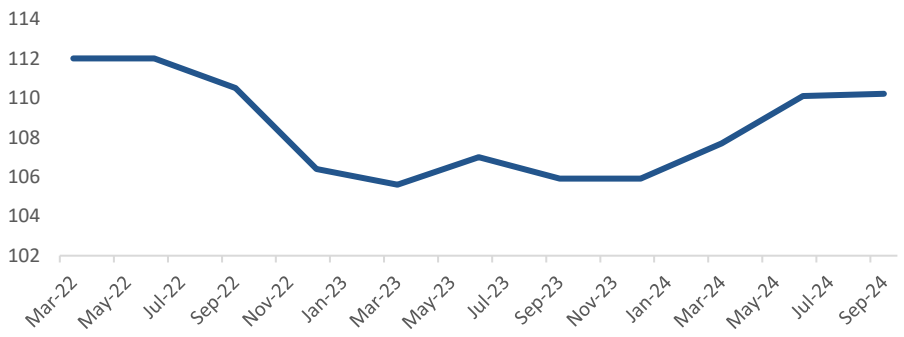
图11 2022-至今新加坡餐饮服务通胀表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

根据新加坡国家统计局数据，4Q24 新加坡综合领先指数（CLI）为 109.2（2015 年=100），2023 年同期水平为 106.7。虽然新加坡的 CLI 更侧重于工业与出口指标，但消费者信心和零售销售数据也是重要的判断依据。2024 年下半年，随着疫情后经济逐步复苏，消费支出可能会有所回升，推动内需增长。

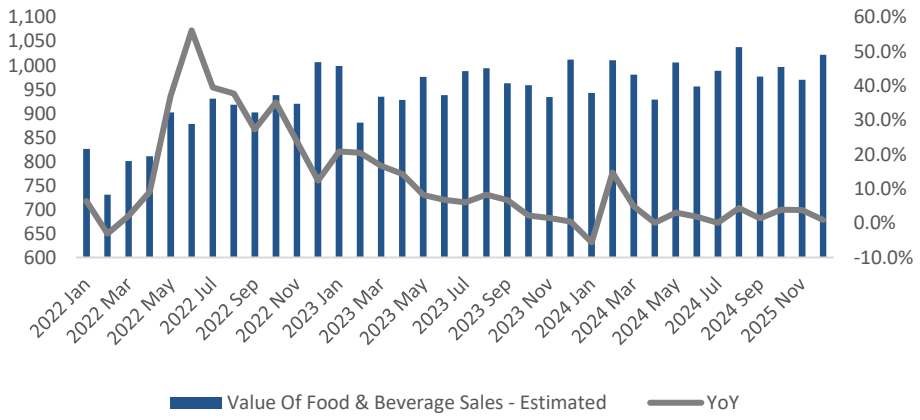
图 12 1Q22-3Q24 新加坡综合领先指数



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

根据新加坡国家统计局数据，2024 年 12 月新加坡的食品饮料交易额为 10.2 亿新币，同比增长 1.0%，环比增长 5.4%。其中线上销售占比为 24.8%，与 11 月保持相当水平。

图 13 2010-至今新加坡食品饮料交易额月度数据（单位：百万新币）

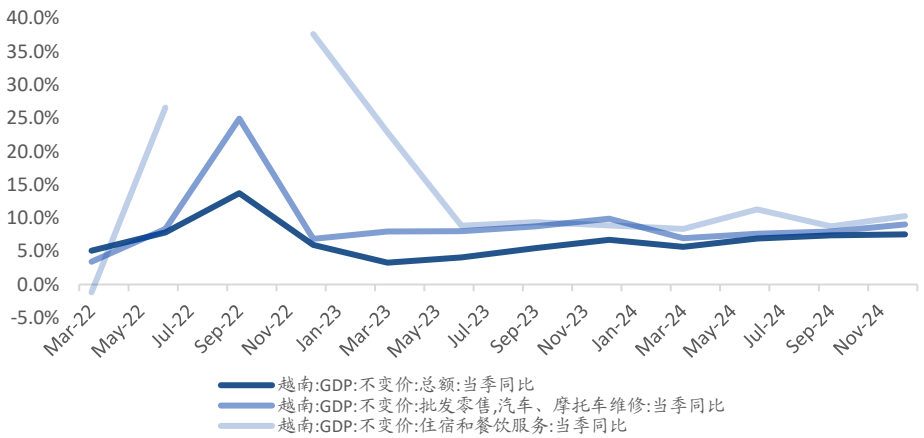


资料来源：新加坡国家统计局，HTI

1.4 越南：CPI 表现相对温和

4Q24 越南 GDP 同比增长 7.55%，不仅高于 6.9%的市场预期，也高于 3Q24 期间 7.4%的增长率。2024 全年越南 GDP 增速为 7.09%，超官方预定增长目标 6.5%。2024 年，越南 GDP 增长的主要动力来自工业生产和服务业。其中工业和建筑业增长 8.24%，服务业增长 7.38%，农林渔业部门增长 3.27%。经济结构方面，越南 2024 年 GDP 中，农业、林业和渔业占比 11.86%，工业和建筑业占比 37.64%，服务业占比 42.36%，产品税减去产品补贴占比 8.14%。消费和进出口方面，2024 年最终消费支出同比增长 6.57%，资产积累增长 7.20%，货物和服务出口增长 15.45%，货物和服务进口增长 16.10%。越南计划与投资部统计总局的数据显示，2024 年越南 GDP 规模预计将达到约 4763 亿美元；人均 GDP 预计将达到约 4700 美元。

图 14 1Q22 至 4Q24 越南 GDP 增速表现（3Q22 住宿和餐饮服务 GDP 增速为 172.3%）



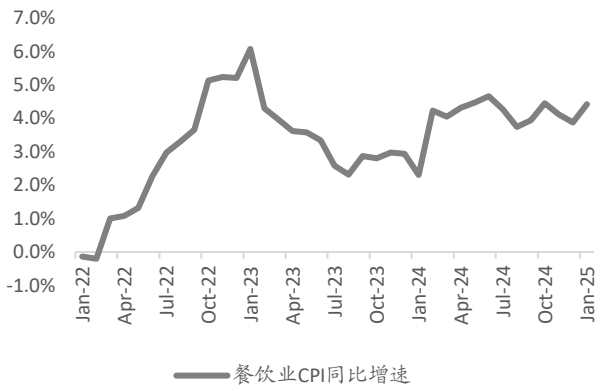
资料来源：越南统计局，wind，HTI

根据越南统计局，2025 年 1 月越南 CPI 水平同比增长 3.63%，环比增长 0.98%。2025 年 1 月，越南居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.98%，同比上涨 3.63%，核心通货膨胀率为 3.07%。

在 11 类商品和服务中，9 类价格环比上涨，2 类价格下降。其中，药品和医疗服务类价格环比上涨 9.47%，交通运输服务类上涨 0.95%，餐饮服务类上涨 0.74%，饮料和烟草类上涨 0.69%，成衣、帽子及鞋类上涨 0.38%，房屋及建材上涨 0.35%，家用设备类上涨 0.31%，文化娱乐和旅游类上涨 0.27%，其他货物与服务类上涨 0.51%。价格下降的 2 类商品和服务为：教育类价格环比下降 0.04%，邮政与电信类价格下降 0.12%。

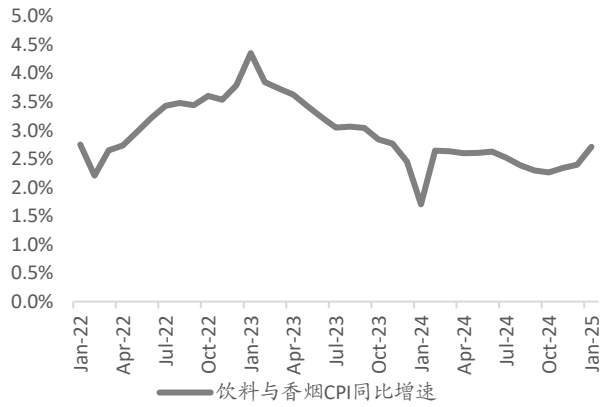
总体而言，2025 年 1 月越南 CPI 同比上涨 3.63%，环比上涨 0.98%，显示出温和的通胀水平。其中，医疗服务和交通运输价格的上涨是推动 CPI 上升的主要因素。

图15 2022-至今越南餐饮业通胀表现



资料来源：越南计局，wind，HTI

图16 2022-至今越南饮料与香烟通胀表现



资料来源：越南统计局，wind，HTI

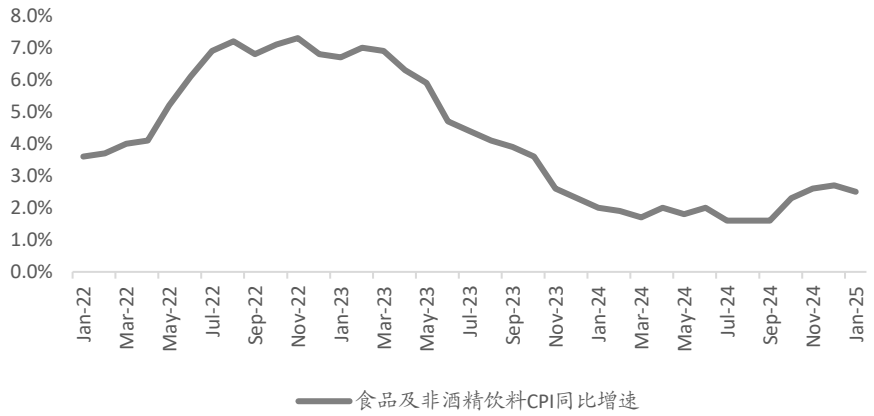
1.5 马来西亚：食品饮料批发指数增速回升

根据马来西亚央行，2025 年 1 月马来西亚 CPI 水平同比增长 1.7%，与前一个月持平，符合市场预期。这是连续第二个月保持在 1.7%的水平，仍处于过去十一个月以来的最低点。

具体而言，食品和非酒精饮料价格同比上涨 2.5%，略低于 12 月的 2.7%；住房、水、电、燃气及其他燃料价格上涨 2.8%，低于前一个月的 3.2%；交通成本上涨 0.9%，高于 12 月的 0.4%。剔除新鲜食品和政府管理价格的核心 CPI 同比上涨 1.8%，高于 12 月的 1.6%。

总体而言，马来西亚的通胀率保持温和，这为政策制定者提供了在维持价格稳定的同时支持经济增长的空间。

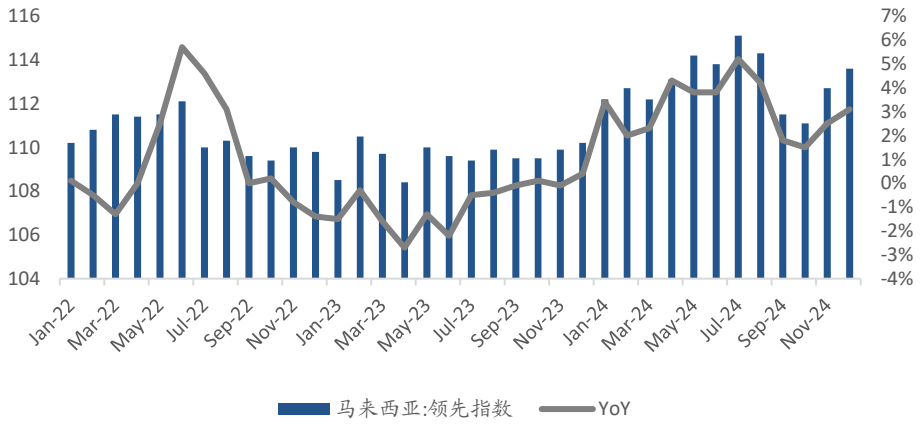
图 17 2022-至今马来西亚食品及非酒精饮料通胀表现



资料来源：马来西亚统计局，wind， HTI

根据马来西亚国家统计局数据，2024 年 12 月马来西亚领先指数为 113.6（2015 年=100），同比增长 3.1%，环比增长 0.8%，连续 2 个月表现回升。

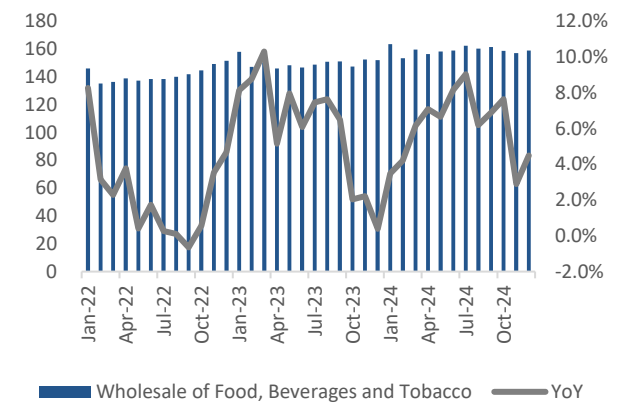
图 18 2022-至今马来西亚领先指数（2015 年=100）



资料来源：马来西亚统计局，wind， HTI

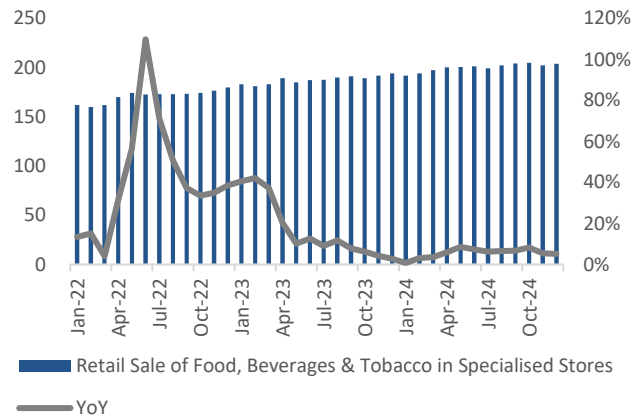
根据马来西亚国家统计局数据，2024 年 12 月批发板块食品饮料指数为 159.1（2015 年水平为 100），同比增长 4.5%；零售板块食品饮料指数为 204.1（2015 年水平为 100），同比增长 5.1%。

图19 2018-至今马来西亚批发板块食品饮料指数（2015=100）



资料来源：马来西亚统计局，HTI

图20 2018-至今马来西亚零售板块食品饮料指数（2015=100）



资料来源：马来西亚统计局，HTI

1.6 菲律宾：12 月通胀整体稳定

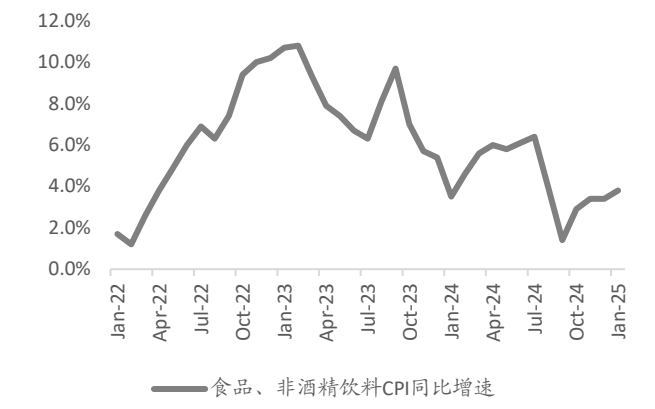
根据菲律宾统计局，2025 年 1 月 CPI 同比增长 2.90%，与 2024 年 12 月持平，符合中央银行 2%至 4%的目标范围。然而，这一涨幅高于此前路透社调查的 2.7%中值预测。

核心通胀率（剔除食品和能源价格）从 12 月的 2.8%放缓至 2.6%。食品通胀率上升至 4%，高于 12 月的 3.5%，主要由于蔬菜价格上涨，尽管大米价格下降了 2.3%。

面对通胀稳定，菲律宾中央银行（BSP）表示，将在货币政策宽松方面采取“谨慎措施”，以确保价格稳定。BSP 已在 2 月 13 日的会议上连续第四次下调 25 个基点的利率，旨在支持经济增长。

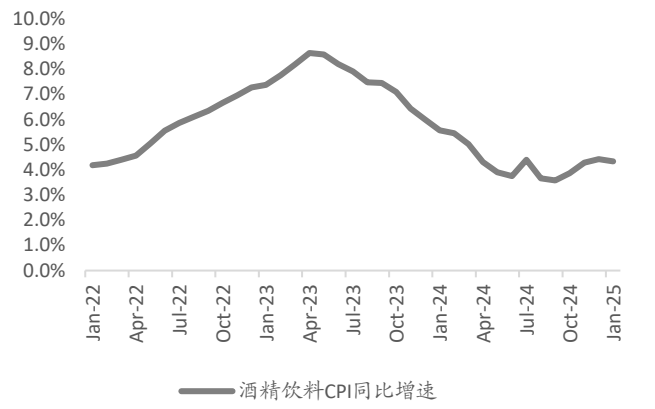
总体而言，2025 年 1 月菲律宾的通胀率保持稳定，核心通胀有所放缓，但食品价格上涨值得关注。中央银行在货币政策调整中保持谨慎，以平衡价格稳定和经济增长。

图21 2022-至今菲律宾食品及非酒饮料通胀表现



资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

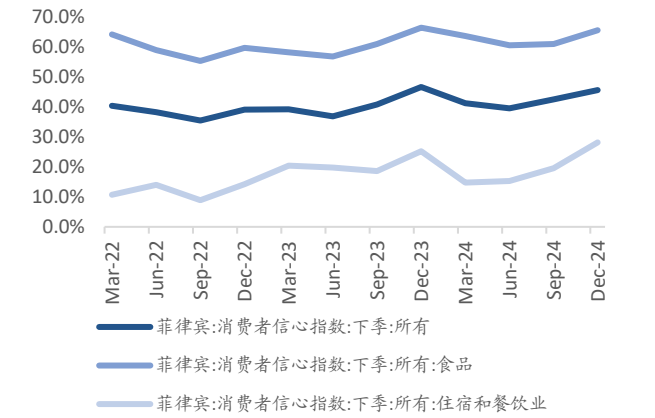
图22 2010-至今菲律宾酒精饮料通胀表现



资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

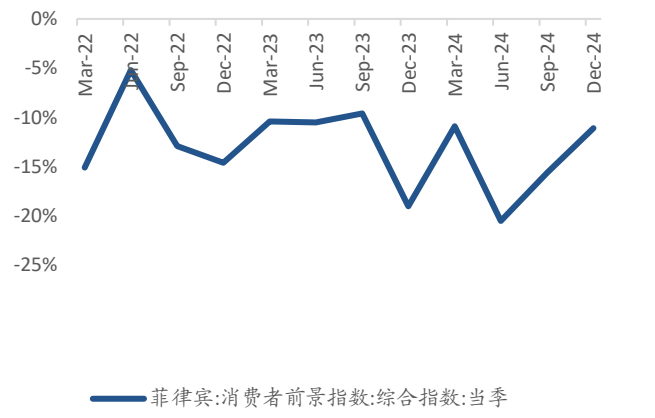
根据菲律宾央行数据，4Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）水平为 45.70%，其中食品行业指数为 65.70%，住宿和餐饮行业指数为 28.20%，4Q23 期间水平分别为 46.70%/66.50%/25.20%。此外，4Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）水平为-11.10%，4Q23 期间水平为-19.00%。

图23 1Q22-3Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）



资料来源：菲律宾央行，HTI

图24 1Q22-4Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）



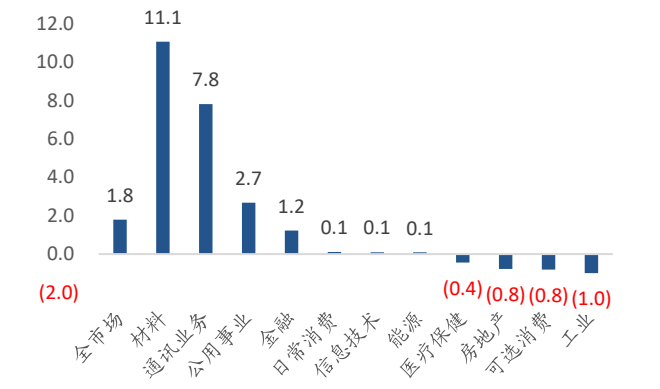
资料来源：菲律宾央行，HTI

2.资本市场：1 月消费表现存在差异，估值分位水平多数下降

2.1 涨跌幅度：马来与印尼消费表现跑赢大盘

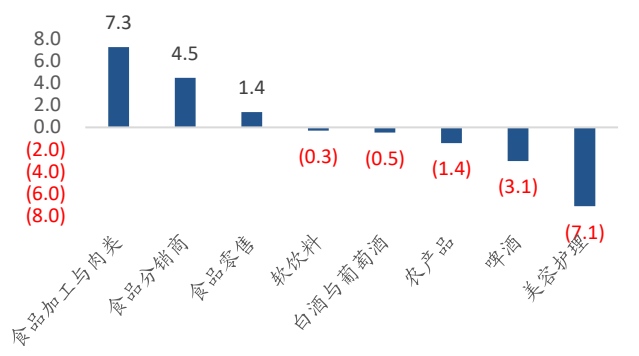
从新加坡一级行业涨跌幅来看，1 月材料（+11.1%）涨幅居前。日常消费品/可选消费+0.1%/-0.8%，均跑输大盘（+1.8%）。日常消费品子行业中软饮料（+7.3%）、食品分销商（4.5%）、食品零售（1.4%）涨幅居前，美容护理（-7.1%）跌幅最大。

图25 1 月新加坡一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI

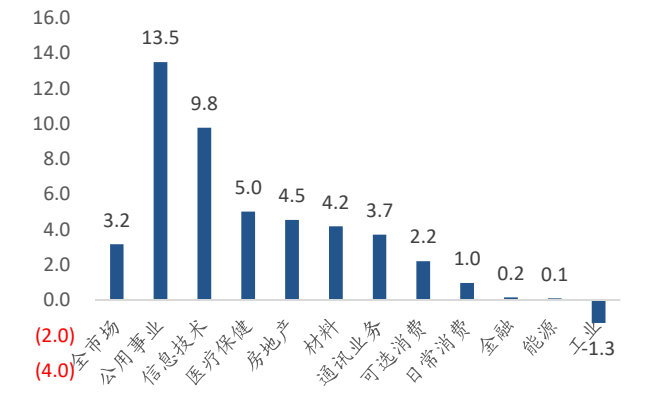
图26 1 月新加坡日常消费品子行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI

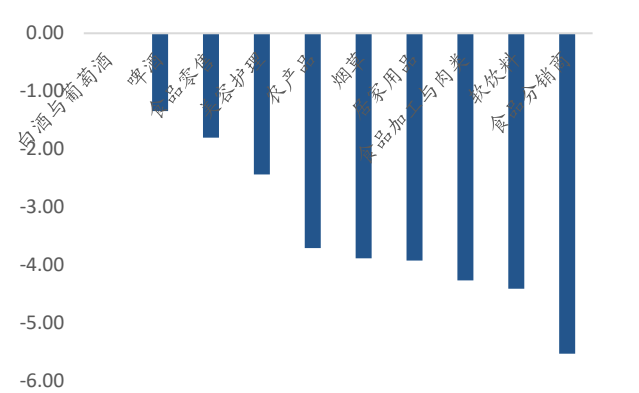
从马来西亚一级行业涨跌幅来看，1 月日常消费（+11.6%）涨幅居前。可选/日常消费品涨幅-4.8%/+11.6%，均跑赢大盘（-4.9%），日常消费子行业中，所有子行业均收跌，跌幅居前的有食品分销商（-5.5%）、软饮料（-4.4%）与食品加工与肉类（-4.3%）。

图27 1 月马来西亚一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI

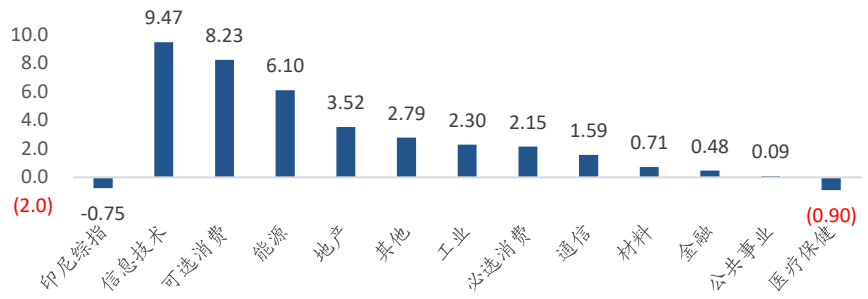
图28 1 月马来西亚日常消费品子行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI

从印尼一级行业涨跌幅来看，1 月信息技术、可选消费与能源涨幅居前。必选消费/可选消费行业+2.2%/+8.2%，均跑赢指数（-0.8%）。

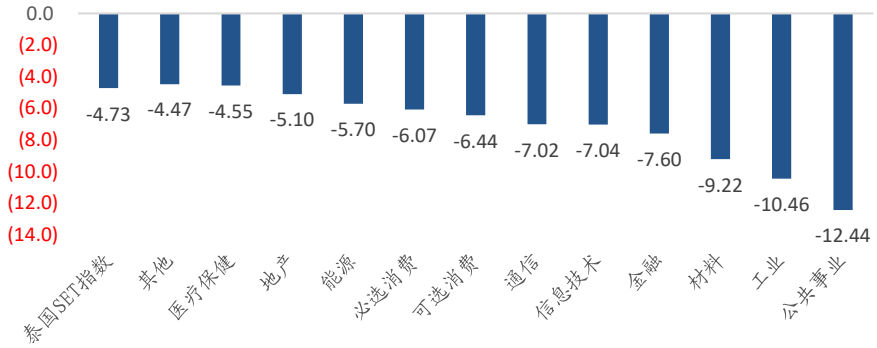
图29 1 月印尼一级行业涨跌幅（%）



资料来源：bbg, wind, HTI

从泰国一级行业涨跌幅来看，1 月全盘收跌公共事业、工业与材料跌幅居前。必选消费/可选消费涨幅-6.1%/-6.4%，均跑输泰国 SET 指数（-4.7%）。

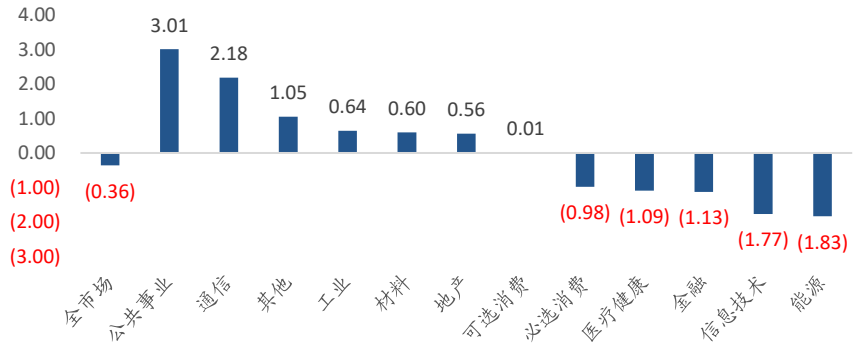
图30 1 月泰国一级行业涨跌幅（%）



资料来源：bbg, wind, HTI

从越南一级行业涨跌幅来看，1 月公共事业、通信涨幅居前，必选消费/可选消费板块-1.0%/-1.1%，均跑输大盘（-0.4%）。

图31 11 月越南一级行业涨跌幅（%）

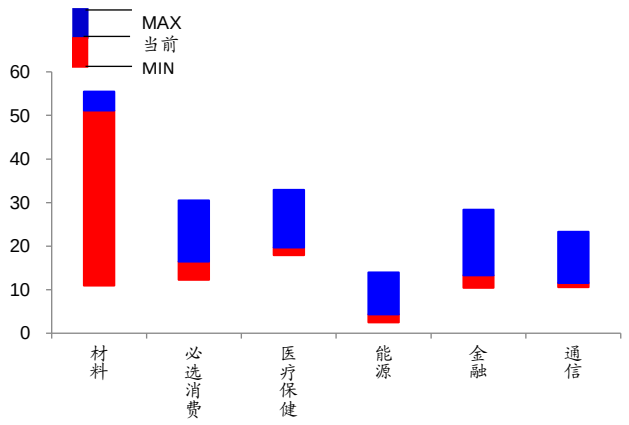


资料来源：bbg，HTI

2.2 估值水平：仅马来西亚与印尼必选消费估值提升

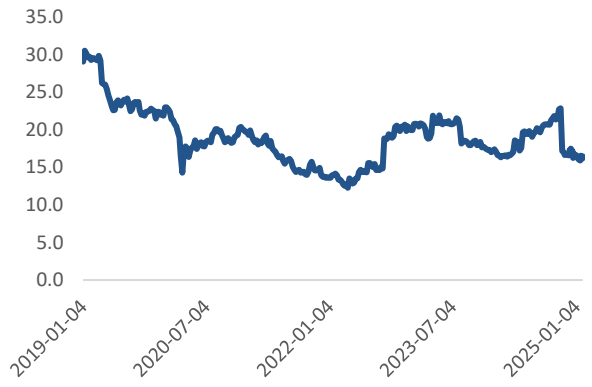
截至 2025 年 1 月末，印尼一级行业中，PE（TTM）历史分位数处于 2019 年以来 10%以下的行业仅有医疗保健（5%）和通信（6%）。必选消费的 PE 历史分位数为 27%，2019 年至今最高/最低水平分别为 30.5X/12.3X。

图32 印尼市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源：彭博，HTI

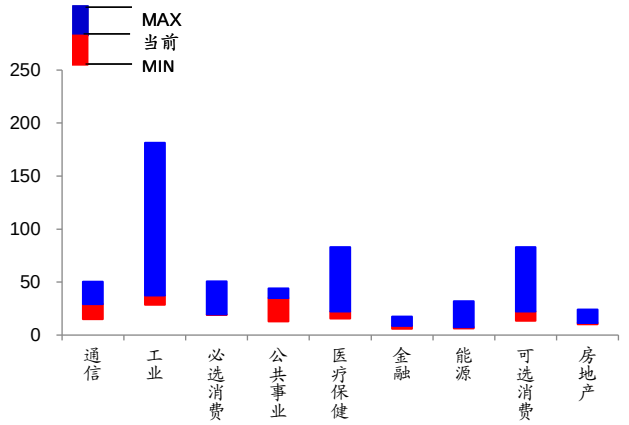
图33 印尼必选消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

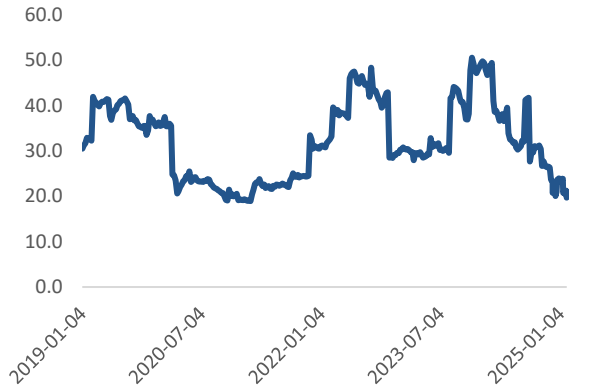
截至 2025 年 1 月末，泰国一级行业中，PE（TTM）历史分位数处于 2019 年以来 10%以下的行业包括必选消费（3%）与工业（6%）。必选消费/可选消费的 PE 历史分位数为 3%/20%。2019 年至今，必选消费最高/最低水平分别为 50.5X/18.9X；可选消费最高/最低水平分别为 83.1X/13.5X。

图34 泰国市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源：彭博，HTI，工业剔除了 2023-2 至 2023-5 之间估值大于 1000 的部分，可选消费剔除了 2022-5 至 2022-8 之间估值大于 300 的部分

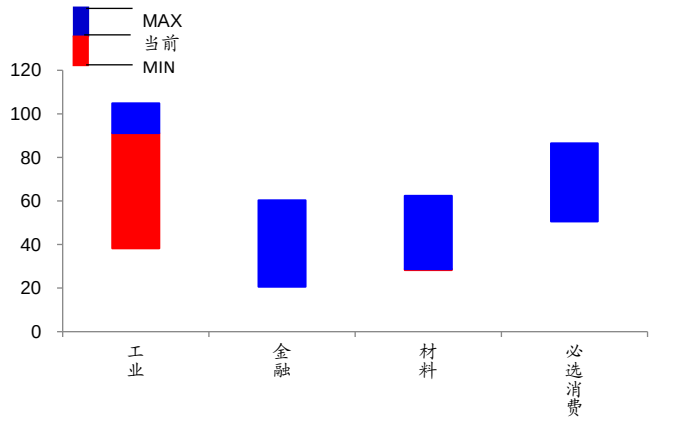
图35 泰国必选消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

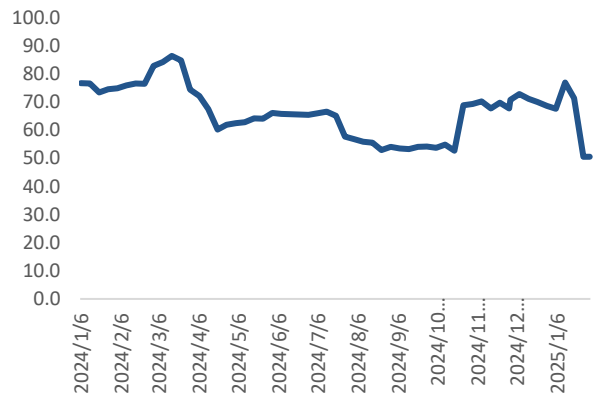
截至 2025 年 1 月末，越南一级行业中，PE（TTM）历史分位数处于 2024 年以来相对低位的行业有工业（80%），必选消费 2024 年初至今最高/最低水平分别为 86.5X/50.6X，目前处于历史最低水平。

图36 越南市场一级行业市盈率处于 2024 年以来绝对位置



资料来源：彭博，HTI

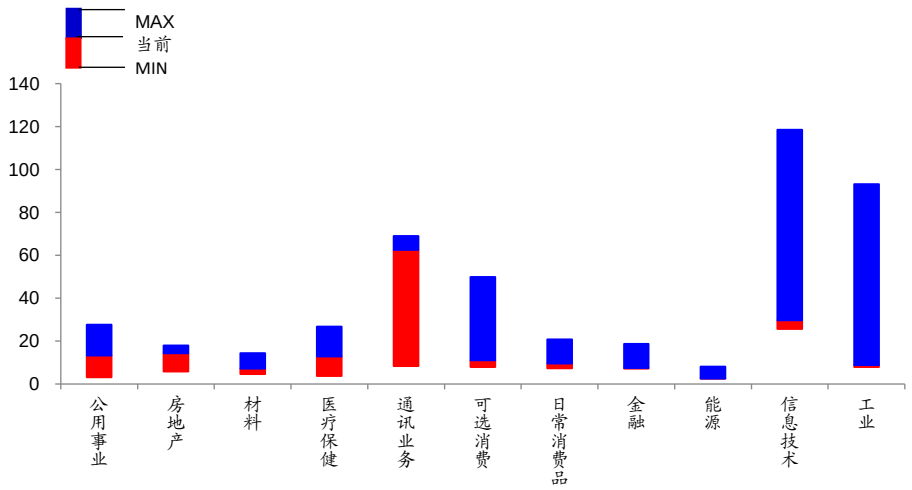
图37 越南必选消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

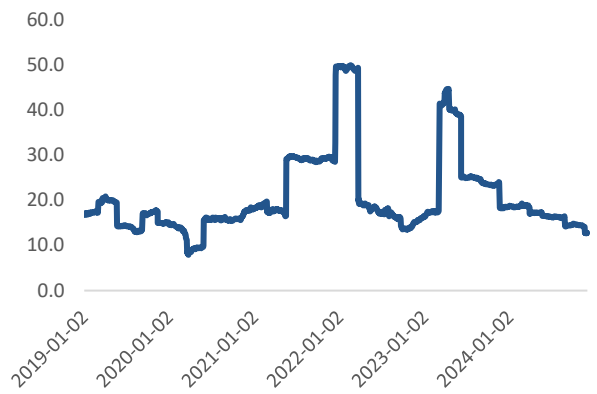
截至 2025 年 1 月末，新加坡一级行业中，PE（TTM）历史分位数处于 2019 年以来 90%以上的行业有通讯（97%），历史估值水平较低的有能源（1%）、可选消费（4%）、金融（5%）。可选/日常消费的 PE 历史分位数为 4%/26%。2019 年至今，可选消费最高/最低水平分别为 49.9X/7.9X；日常消费最高/最低水平分别为 20.8X/7.3X。

图38 1 月新加坡一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源：bbg，HTI, 能源剔除了 2019-1-1 至 2022-9 之间估值大于 400 的部分

图39 新加坡可选消费板块 PE 走势



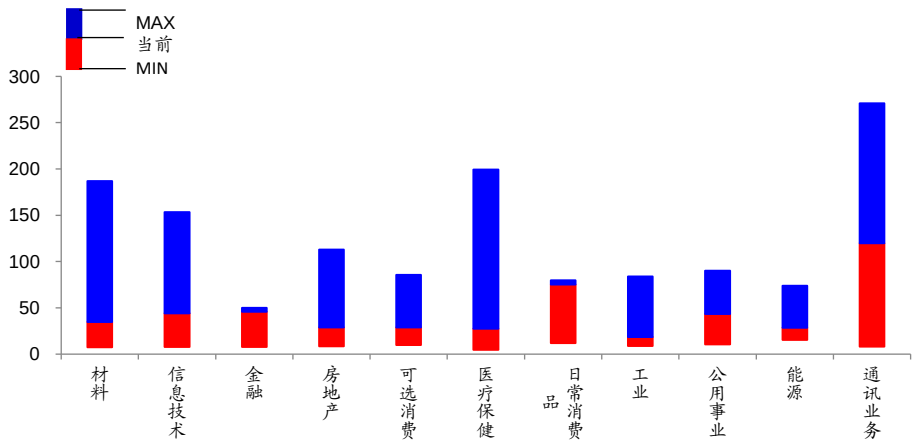
资料来源：wind，HTI

图40 新加坡日常消费板块 PE 走势

资料来源：wind，HTI

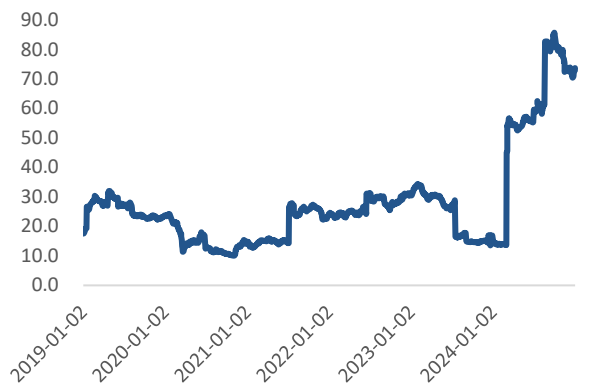
截至 2025 年 1 月末，马来西亚一级行业中，PE（TTM）历史分位数处于 2019 年以来 90%以上的行业有日常消费品（99%）、金融（96%）。可选消费/日常消费 PE 历史分位数为 71%/99%。2019 年至今日常消费板块 PE 最高/最低水平分别为 79.8X/11.9X，可选消费板块 PE 最高/最低水平分别为 85.7X/10.1X。

图41 1 月马来西亚一级行业涨跌幅（%）



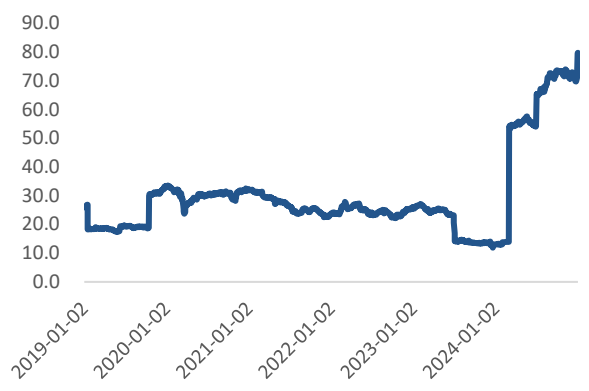
资料来源：bbg，HTI, 能源剔除了 2019-1-1 至 2022-9 之间估值大于 400 的部分

图42 马来西亚可选消费板块 PE 走势



资料来源：wind，HTI

图43 马来西亚日常消费板块 PE 走势

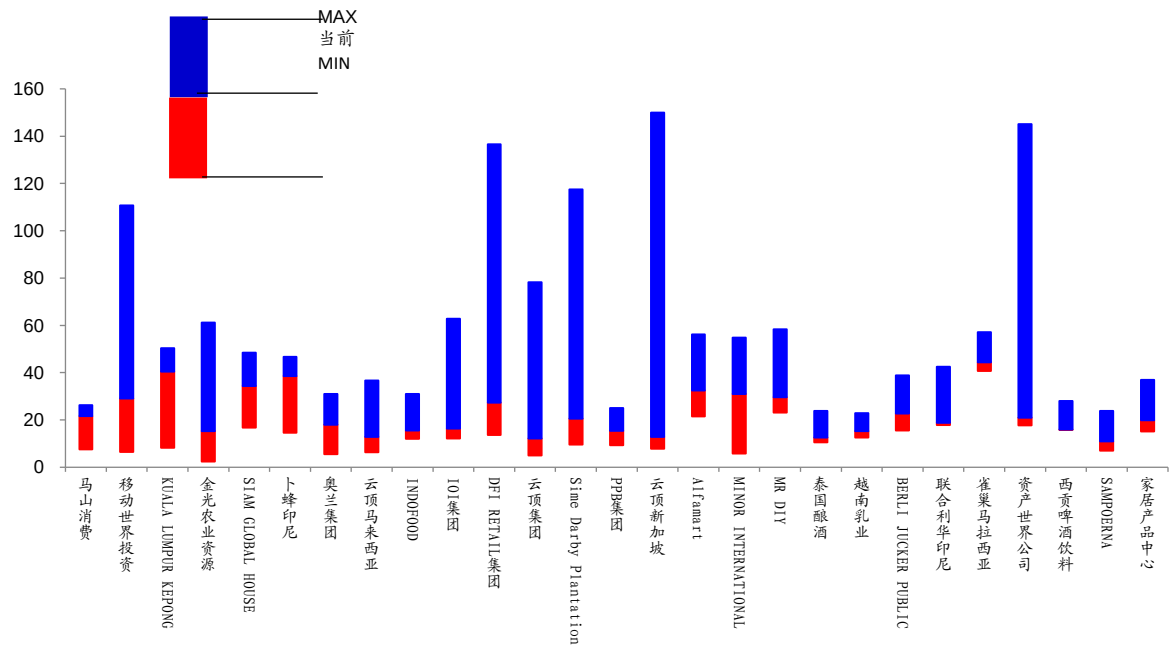


资料来源：wind，HTI

2.3 公司表现：超半数公司市盈率分位数处于 2019 年以来 50%以下

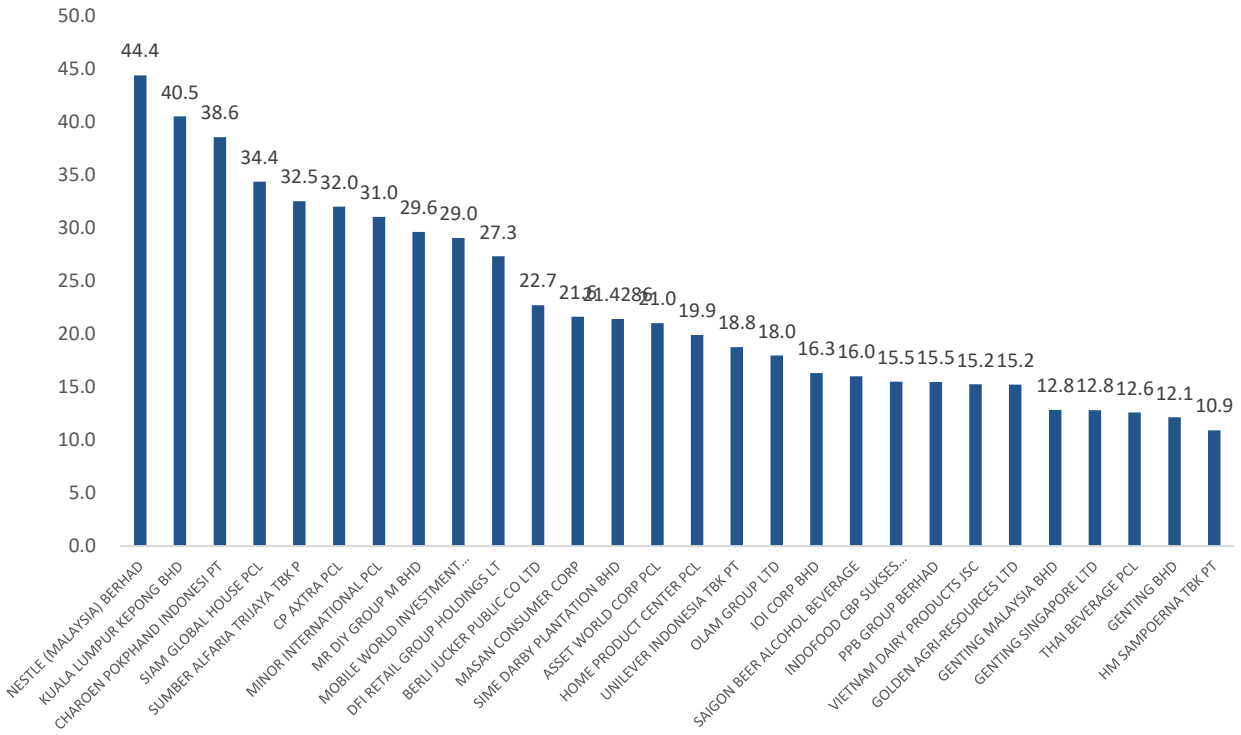
截至 2025 年 1 月末，东南亚消费重点个股中，PE（TTM）历史分位数高于 90%的有 Masan Consumer（97%）、卜蜂印尼（91%）和 KUALA LUMPUR KEPONG（90%）。

图44 东南亚消费板块重点个股市盈率（TTM）处于 2019 年以来目前绝对位置



资料来源：bbg，HTI，数据截至 2025 年 1 月 31 日，剔除资产世界公司（2021.9-2021.12）、金光农业资源（2019.3-2019.6）、Sime Darby Plantation（2019.12-2020.3）、MINOR INTERNATIONAL（2022.9-2022.12）、资产世界公司（2019.10-2019.12，2020.6-2020.9，2022.1-2022.3），移动世界投资（2023.12-2024.3），云顶马来西亚（2022.9-2022.12）的异常数据，

图45 东南亚消费板块重点个股最新 PE 水平（TTM）



资料来源：bbg，HTI，数据截至 2025 年 1 月 31 日

2.4 重要新闻

表 8 东南亚消费行业重要新闻

日期	事件及链接
3 月 2 日	越南政府总理指导促进经济增长 确保经济增长 8%以上的目标成功实现（越南人民日报）
3 月 1 日	越南对中国热轧卷将征收反倾销税（wind）
2 月 28 日	越南总理会见中国大企业：希望中国企业将越南作为生产和经营基地（越南人民日报）
3 月 2 日	TikTok 五年内向泰国投资 88 亿美元（wind）
3 月 1 日	马来西亚客商：已与重庆实现多领域双向合作意（中新网）
2 月 27 日	马来西亚雪兰莪州爆发非洲猪瘟（wind）
2 月 28 日	安琪酵母加码印尼布局，斥资 8.8 亿建年产 2 万吨基地（wind）
2 月 26 日	公司产品在海外市场的主要销售区域为东南亚、美国、澳大利亚等（wind）
2 月 26 日	确认过眼神，华为要靠东南亚翻盘（wind）
2 月 26 日	箭牌越南旗舰店开幕（wind）
2 月 26 日	富士康斥资 5000 万美元，战略收购歌尔越南 25%股份（wind）

资料来源：公开资料整理，HTI

3. 风险提示

通货膨胀风险：东南亚国家目前供需不平衡导致商品价格上涨从而可能面临通货膨胀等问题，这可能给投资带来不确定性。

汇率风险：对于以东南亚资本市场标的公司，汇率波动将直接影响其投资收益。

可操作性风险：东南亚国家的基础设施和市场透明度可能还不够完善，投资者可能面临操作难度。

社会和文化风险：东南亚国家的文化和社会习俗可能与投资者所在国家有所不同，这可能对商业运营和人才管理带来挑战。

自然灾害和环境风险：一些东南亚国家可能面临地震、台风、洪涝等自然灾害，以及环境污染等问题，这可能对投资造成损失。

APPENDIX 1

Summary

GDP: Indonesia and Thailand's Economic Growth Falls Short of Expectations In Q4 2024, Indonesia's GDP (at constant prices) grew by 5.02% year-on-year, showing an improvement from the previous quarter. However, the country's full-year economic growth for 2024 stood at 5.03%, slightly lower than the 5.05% recorded in 2023 and falling short of the government's 5.2% target. This marks the lowest growth rate in three years. Thailand's GDP grew by 3.20% year-on-year in Q4 2024, up from 3.0% in the third quarter, reaching its highest growth rate since Q3 2022. However, the full-year economic growth for 2024 was 2.5%, below the government's 2.7% target and lagging behind the economic performance of its neighboring countries.

CPI: Inflation Remains Stable in Most Regions In January 2025, Indonesia's CPI increased by 0.76% year-on-year but declined by 0.76% month-on-month, marking the lowest level in 24 years. Singapore's CPI grew by 1.20% year-on-year, lower than the previous month's 1.5% and below market expectations of 2.2%. Vietnam's CPI rose by 3.63% year-on-year and 0.98% month-on-month, indicating moderate inflation. Malaysia's CPI grew by 1.7% year-on-year, remaining unchanged from the previous month and in line with market expectations. Only Thailand's CPI increased by 1.32% year-on-year, slightly exceeding the expected 1.30% for the 10th consecutive month.

Consumption: Improved Consumer Sentiment and Confidence In January 2025, Indonesia's Consumer Confidence Index remained strong despite a slight decline from the previous month, indicating sustained consumer confidence. In Thailand, economic stimulus measures, a robust recovery in the tourism sector, and export growth are expected to continue boosting consumer confidence. In December 2024, Malaysia's wholesale food and beverage index grew by 4.5% year-on-year, while the retail food and beverage index increased by 5.1%. The wholesale index's growth rate also showed an upward trend.

Stock Market: Indonesia and Malaysia's Consumer Sectors Outperformed the Market in January, with Only Essential Consumer Valuations Rising In January, Indonesia's essential and discretionary consumer sectors gained 2.2% and 8.2%, respectively, outperforming the index (-0.8%). Malaysia's discretionary and staple consumer sectors saw changes of -4.8% and +11.6%, respectively, both exceeding the market's -4.9% decline. The historical P/E ratio percentile for Indonesia's essential consumer sector reached 27%, while Malaysia's staple consumer sector hit 99%, indicating an upward trend. In other markets, consumer-related sector valuations declined.

Risk Warning: Inflation, Exchange Rate, Operability, Social & Cultural, and Natural Disaster Risks.

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， 闻宏伟，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, Hongwei Wen, 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， 宋琦，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, Qi Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, 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

评级分布 Rating Distribution

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.

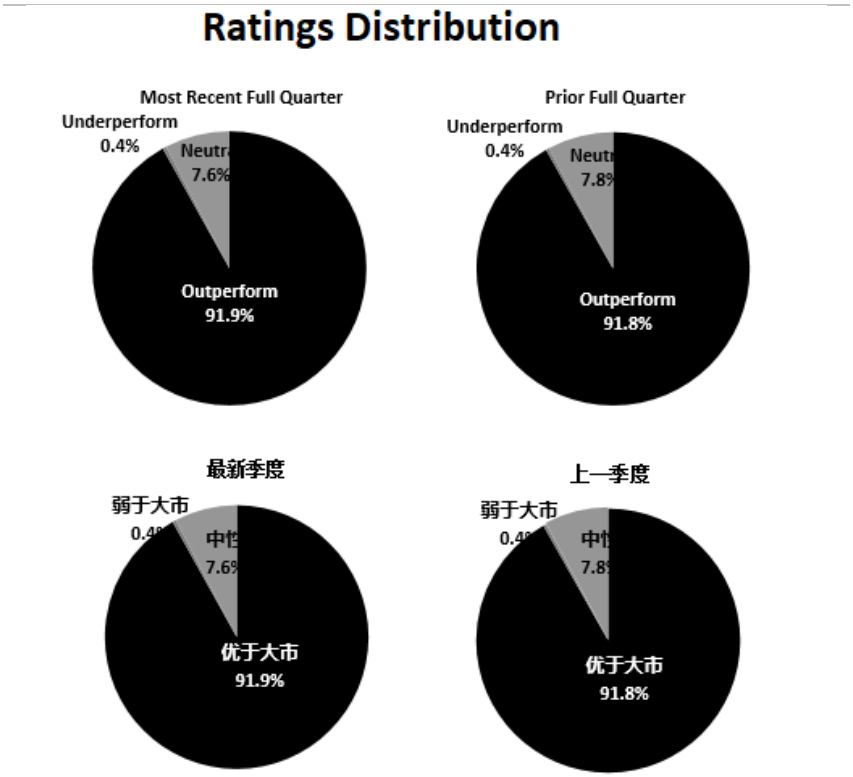
Analyst Stock Ratings

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 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	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 December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

第二条 盟浪并不因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 disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（”U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称"中国"，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成"在中国从事生产、经营活动"。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。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。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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