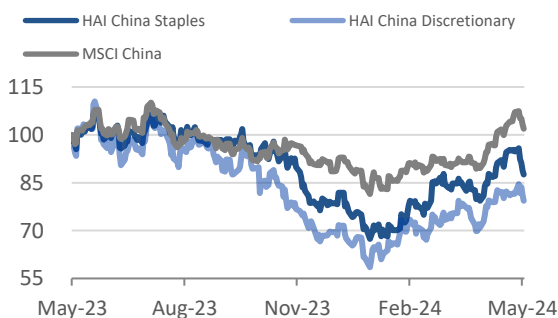


中国必需消费&可选消费 China Staples & Discretionary

HTI 东南亚消费行业 4 月跟踪报告：通胀出现二次抬升，可选消费表现优于必选 Second Uptick in Inflation, with Consumer Discretionary Outperformed Staples

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
安踏体育	Outperform	优然牧业	Outperform
百威亚太	Neutral	澳优	Outperform
华润啤酒	Outperform		
海底捞	Outperform		
华住酒店集团有限公司	Outperform		
李宁	Outperform		
康师傅	Outperform		
名创优品	Outperform		
中国飞鹤	Outperform		
新东方在线	Outperform		
亚朵集团	Outperform		
颐海国际	Outperform		
特步国际	Outperform		
九毛九	Outperform		
达势股份	Outperform		
现代牧业	Outperform		



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

消费品成本指数跟踪：生鲜乳价格再度探底，白糖年涨幅有所收窄（HTI CGCI: The price of fresh milk hit a new low, while the annual increase in sugar prices narrowed）(28 Feb 2024)

HTI 消费品成本指数：节后现货成本小幅波动，期货成本跌幅明显（HTI CGCI: The Spot Cost Fluctuated Slightly, While the Futures Cost Decreased Significantly）(21 Feb 2024)

HTI 消费品成本指数：期货成本指数同比均转负（HTI CGCI: The futures cost index has turned negative year-on-year）(17 Jan 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

GDP: 1Q24 新加坡、越南经济增长创近期新高。1Q24 印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的 GDP 增速分别为 5.1%/2.7%/5.8%/3.9%/1.5%/5.7%。新加坡 GDP 增长率为 2.7%，为近一年来最高水平，宏观经济持续复苏。越南 GDP 同比增长 5.8%，为 2020 年以来同期最高水平。2024 年 4 月，国际货币基金组织（IMF）在报告中小幅上调了对马来西亚和菲律宾 2024 年实际 GDP 的增速预期，维持印尼、新加坡和越南经济增速预期不变，将泰国 2024 年实际 GDP 增速预期由 4.4% 下调至 2.7%。

CPI: 食品价格推动东南亚六国通胀出现二次抬升。近期由于食品价格维持高位，东南亚主要经济体总体 CPI 环比上升。越南目前国内需求旺盛、供给趋紧，导致大米、自来水、电力价格均有上涨，此外汽油价格伴随国际油价同步上涨等因素均导致 CPI 水平持续上涨。泰国 CPI 水平在 2024 年 4 月出现了过去 7 个月来通货膨胀率的首次正增长，当前通胀水平仍较低。

消费：多数国家社零及餐饮行业增长表现优于整体。1Q24 泰国批零及修理/住宿与餐饮 GDP（不变价）增速分别为 4.3%/11.8%，消费相关行业增长显著优于整体增速水平 1.5%。越南批零及维修/住宿餐饮服务 GDP 当季增速分别为 6.9%/8.3%，同样优于整体增速 5.7%。此外，印尼食品饮料制造业 GDP 占比同比提升 0.5pct 至 7.0%。

股市：4 月必选消费板块仅在马来西亚、泰国市场跑赢大盘。从涨跌幅来看，新加坡日常消费板块收跌 0.6%，跑输大盘（+3.1%）；马来西亚可选消费/日常消费板块收涨 2.8%/2.4%，均跑赢大盘（+2.4%）；印尼必选消费/可选消费板块收跌 4.0%/7.3%，跑输大盘（-3.9%）；泰国必选/可选消费收涨 2.0%/收跌 4.3%，跑赢/跑输大盘（-3.5%）；越南可选消费/日常消费板块收跌 3.4%/7.3%，跑赢/跑输大盘（-5.5%）。

估值：新加坡、印尼市场必选消费板块处于相对低位。截至 4 月底，自 2014 年以来，印尼必选消费的 PE 历史分位数为 31%（17.2X）；泰国必选消费的 PE 历史分位数为 69%（38.0X），可选消费的 PE 历史分位数为 24%（23.7X）；新加坡可选消费的 PE 历史分位数为 40%（17.2X），日常消费的 PE 历史分位数为 18%（9.1X）；马来西亚日常消费的 PE 历史分位数为 100%（55.6X），可选消费的 PE 历史分位数为 98%（53.6X）。自 2024 年以来，越南必选消费的 PE 历史分位数为 8%（27.0X）。

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

阚宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

陈子叶 Susie Chen
susie.zy.chen@htisec.com

数据概览

1Q24 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 5.1%/2.7%/5.8%/3.9%/1.5%/5.7%。

表 1 东南亚主要国家 GDP 数据（单位：亿元人民币）

GDP: 当季同比	2022				2023				1Q24GDP (不变价)	2023GDP (不变价)	
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23			
印尼	5.0%	5.5%	5.7%	5.0%	5.0%	5.2%	4.9%	5.0%	5.1%	14195	57642
新加坡	4.2%	4.6%	4.2%	2.4%	0.5%	0.5%	1.0%	2.2%	2.7%	7129	28152
菲律宾	8.1%	7.5%	7.7%	7.1%	6.4%	4.3%	6.0%	5.5%	5.8%	6674	27082
马来西亚	4.8%	8.8%	14.1%	7.1%	5.7%	2.9%	3.3%	3.0%	3.9%	5934	24182
泰国	1.9%	2.4%	4.4%	1.3%	2.6%	1.8%	1.4%	1.7%	1.5%	5660	22041
越南	5.1%	7.8%	13.7%	5.9%	3.3%	4.1%	5.5%	6.7%	5.7%	4063	17368

资料来源: wind, HTI

2024 年 4 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 3.0%/2.7%/3.8%/NA（尚未披露）/0.2%/4.4%，环比增速分别为 0.3%/0.1%/-0.1%/NA（尚未披露）/0.9%/0.1%。

表 2 东南亚主要国家 CPI 数据

		2Q23			3Q23			4Q23			1Q24			
		Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24
CPI:同比	印尼	4.0%	4.0%	3.5%	3.1%	3.3%	2.3%	2.6%	2.9%	2.6%	2.6%	2.8%	3.1%	3.0%
	新加坡	5.7%	5.1%	4.5%	4.1%	4.0%	4.1%	4.7%	3.6%	3.7%	2.9%	3.4%	2.7%	2.7%
	菲律宾	6.6%	6.1%	5.4%	4.7%	5.3%	6.1%	4.9%	4.1%	3.9%	2.8%	3.4%	3.7%	3.8%
	马来西亚	3.3%	2.8%	2.4%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.8%	NA
	泰国	2.7%	0.5%	0.2%	0.4%	0.9%	0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.8%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	0.2%
	越南	2.8%	2.4%	2.0%	2.1%	3.0%	3.7%	3.6%	3.4%	3.6%	3.4%	4.0%	4.0%	4.4%
CPI:环比	印尼	0.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.0%	0.4%	0.5%	0.3%
	新加坡	0.1%	0.3%	0.5%	-0.2%	0.9%	0.5%	0.2%	-0.2%	0.4%	-0.7%	1.0%	-0.1%	0.1%
	菲律宾	-0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	1.1%	1.1%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.1%	-0.1%
	马来西亚	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.1%	NA
	泰国	0.2%	-0.7%	0.6%	0.0%	0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.9%
	越南	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%	0.9%	1.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	1.0%	-0.2%	0.1%

资料来源: wind, HTI

根据马来西亚国家统计局数据，印尼/泰国/新加坡/马来西亚四国在 2024 年 2 月的零售指数分别为 214/111/100/175（2015 年=100），2024 年 3 月的零售指数分别为 223/NA（尚未披露）/105/178。

表 3 部分国家零售指数表现情况

		2Q23			3Q23			4Q23			1Q24		
		Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24
零售指数 (2015 年=100)	印尼	242.9	223.5	222.9	203.3	204.1	201.1	207.5	207.9	218.1	210.5	214.1	222.8
	新加坡	101.4	105.0	100.9	103.9	105.3	102.8	105.8	109.2	124.8	110.5	100.2	104.6
	马来西亚	173.1	167.9	169.1	170.3	172.8	174.5	173.3	174.5	177.6	173.5	174.5	177.6
	泰国	102.1	112.1	108.2	105.8	106.1	110.9	122.7	123.8	132.6	122.0	111.1	NA
零售指数: 同比	印尼	12.8%	-8.0%	-0.3%	-8.8%	0.4%	-1.5%	3.2%	0.2%	4.9%	-3.5%	1.7%	4.1%
	新加坡	-1.9%	3.6%	-3.9%	3.0%	1.3%	-2.4%	2.9%	3.2%	14.3%	-11.5%	-9.3%	4.4%
	马来西亚	2.7%	-3.0%	0.7%	0.7%	1.5%	0.9%	-0.7%	0.7%	1.8%	-2.3%	0.6%	1.8%
	泰国	-14.8%	9.8%	-3.5%	-2.2%	0.3%	4.5%	10.6%	0.9%	7.1%	-8.0%	-8.9%	NA

资料来源: 马来西亚统计局, HTI

4 月新加坡、马来西亚市场收涨 3.1%/2.4%，印尼、泰国和越南收跌 0.7%/0.7%/5.8%；2024 年初至今，越南/新加坡/马来西亚市场收涨 11.7%/5.2%/5.1%，印尼/泰国收跌 0.7%/3.6%。4 月泰国、新加坡和印尼月度成交额超过千亿元人民币。

表 4 4 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 (%)	去年同比涨跌幅 (%)	月度成交额 (亿人民币)	总市值 (亿人民币)
印尼	-0.7	-0.7	4.4	1,004	53,736
泰国	-0.7	-3.6	-10.8	1,505	33,002
新加坡	3.1	5.2	9.1	1,343	29,000
马来西亚	2.4	5.1	13.7	879	28,456
越南	-5.8	11.7	20.3	106	18,497

资料来源: bbg, wind, HTI, 截至 2024 年 4 月 30 日

从东南亚重点公司行情表现来看，涨幅前三名的公司是 Multistrada (23.3%)、雀巢马来西亚 (8.7%)、移动世界投资 (7.4%)，跌幅前三的公司是 DFI RETAIL 集团 (-9.3%)、INDOFOOD (-6.3%)、卜蜂印尼 (-5.7%)。马来西亚多数消费品公司受到资金追捧，在涨幅 TOP15 中占据 6 名。

表 5 4 月重点公司涨跌幅表现

公司名称	股票代码	国别	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)
CP AXTRA	CPAXT TB	泰国	5.3	11.6	-19.8	38.7	670
泰国酿酒	THBEV SP	新加坡	1.0	-0.5	-17.5	12.7	660
云顶新加坡	GENS SP	新加坡	3.4	-8.0	-15.7	17.7	586
INDOFOOD	ICBP IJ	印尼	-6.3	-0.9	0.7	23.5	565
Alfamart	AMRT IJ	印尼	0.7	-3.4	-1.5	34.6	542
Sime Darby Plantation	SDPL MK	马来西亚	3.7	-1.1	3.8	16.4	469
雀巢马来西亚	NESZ MK	马来西亚	8.7	10.0	-3.5	45.3	453
联合利华印尼	UNVR IJ	印尼	-3.0	-13.3	-28.0	20.6	445
SAMPOERNA	HMSP IJ	印尼	-0.6	-6.4	-12.6	11.2	443
越南乳业	VNM VN	越南	-3.8	-1.1	-0.6	16.5	388
KUALA LUMPUR KEPONG	KLK MK	马来西亚	3.1	3.6	6.1	45.9	385
IOI 集团	IOI MK	马来西亚	2.3	2.4	6.7	31.6	383
MINOR INTERNATIONAL	MINT TB	泰国	-0.8	7.8	1.7	23.9	365
卜蜂印尼	CPIN IJ	印尼	-5.7	4.0	16.0	29.2	361
PPB 集团	PEP MK	马来西亚	2.3	4.8	-4.3	15.7	340
马山消费	MCH VN	越南	5.1	112.0	219.1	14.2	287
资产世界公司	AWC TB	泰国	7.3	10.3	-25.5	26.3	274
家居产品中心	HMPRO TB	泰国	0.3	-13.5	-26.8	20.9	266
云顶集团	GENT MK	马来西亚	-3.8	4.7	4.4	18.7	264
奥兰集团	OLG SP	新加坡	5.4	7.4	-26.4	17.5	238
移动世界投资	MWG VN	越南	7.4	41.4	55.8	76.7	230
云顶马来西亚	GENM MK	马来西亚	-2.9	5.5	7.2	34.2	227
MR DIY	MRDIY MK	马来西亚	4.7	25.7	17.0	25.5	224
Multistrada	MASA IJ	印尼	23.3	42.4	25.8	43.1	222
西贡啤酒饮料	SAB VN	越南	-4.1	-5.7	-30.3	17.0	200
BERLI JUCKER PUBLIC	BJC TB	泰国	3.1	-8.4	-40.0	24.8	191
DFI RETAIL 集团	DFI SP	新加坡	-9.3	-19.8	-35.1	81.5	191
金光农业资源	GGR SP	新加坡	1.9	4.3	2.4	17.5	185
SIAM GLOBAL HOUSE	GLOBAL TB	泰国	-1.8	4.5	5.1	33.4	164

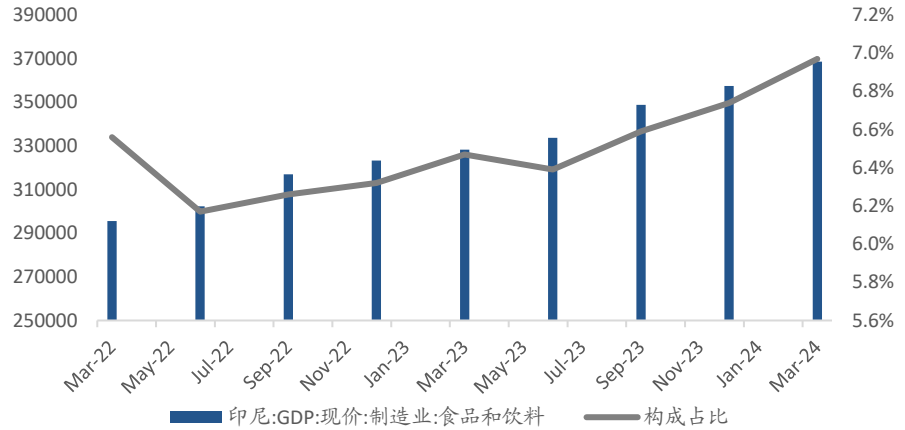
资料来源: bbg, HTI, 截至 2024 年 4 月 30 日

1. 经济数据：新加坡、越南经济增长新高，食品价格推动通胀抬升

1.1 印尼：1Q24 食品饮料制造业 GDP 占比同比提升

1Q24 印尼 GDP（不变价）同比增长 5.1%。其中食品饮料制造业 GDP（现价）构成占比为 7.0%，1Q23 占比为 6.5%。

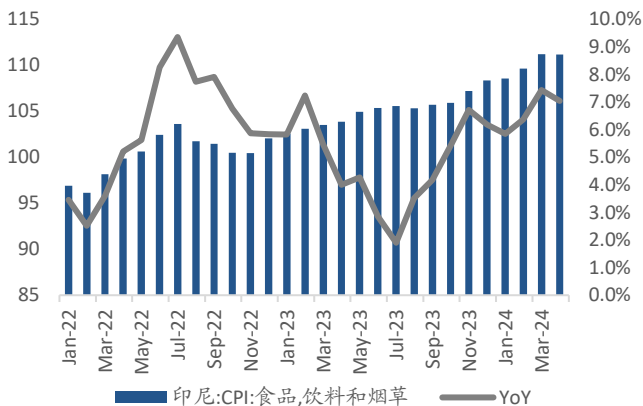
图 1 1Q22-1Q24 印尼食品饮料制造业 GDP 及占比情况



资料来源：泰国央行，wind，HTI

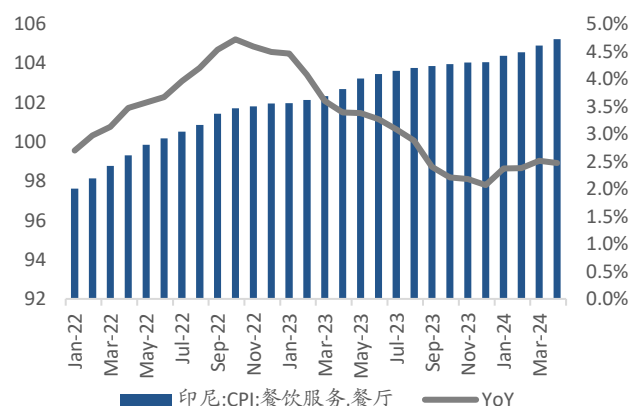
2024 年 4 月印尼 CPI 整体水平为 106.4（2022 年=100），当月同比增长 3.1%，其中食品饮料及烟草的 CPI 为 111.2（2022 年=100），当月同比增长 7.0%，餐饮服务及餐厅的 CPI 为 105.2（2022 年=100），当月同比增长 2.5%。根据印尼央行，由于货币政策的一致性和印尼央行与政府通货膨胀控制小组通过全国食品通货膨胀控制运动(GNPIP)在各个地区的密切协同，印尼通货膨胀保持在了目标范围内。

图 2 2022-至今印尼食品饮料和烟草 CPI（2022 年=100）



资料来源：印尼央行，wind，HTI

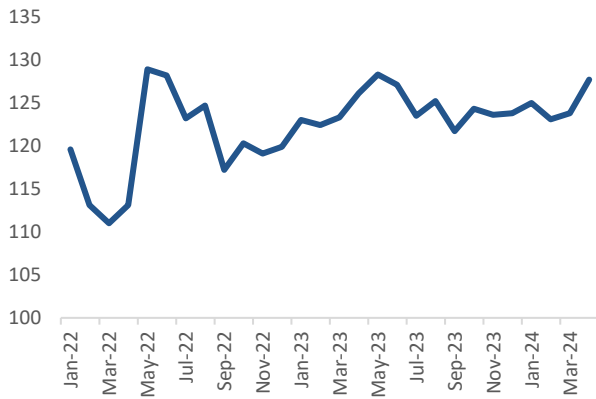
图 3 2022-至今印尼餐饮服务 CPI（2022 年=100）



资料来源：印尼央行，wind，HTI

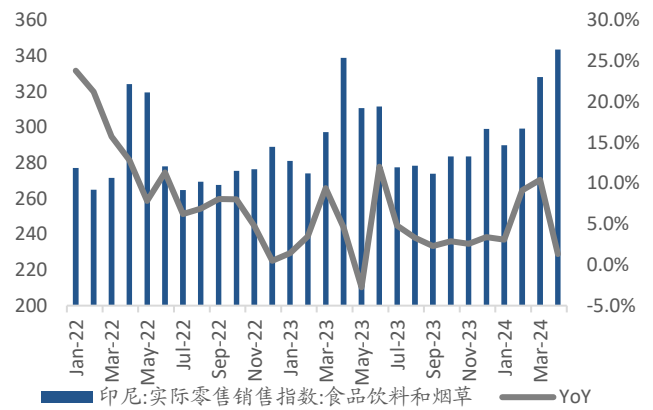
根据印尼央行，2024年4月印尼消费者信心指数为127.7，2023年同期为126.1。2024年4月食品饮料和烟草实际零售销售指数为343.5，同比增长1.3%。

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

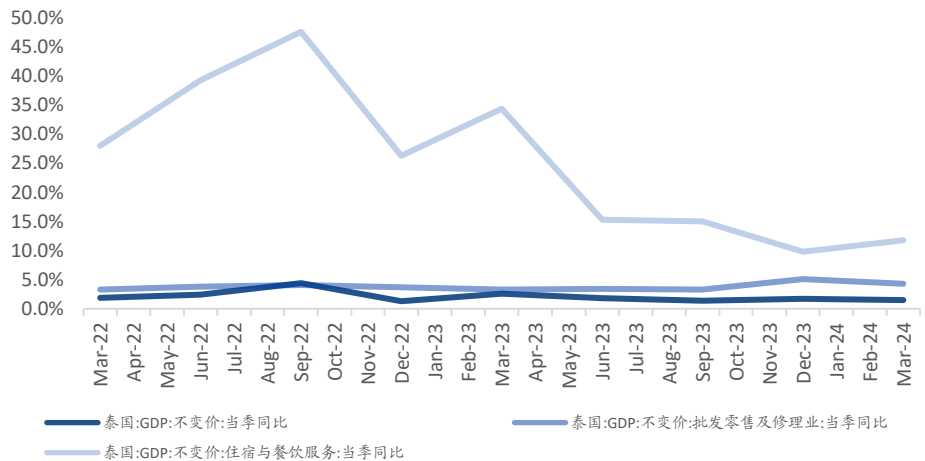


资料来源：印尼央行，wind，HTI

1.2 泰国：季节波动造成通胀水平7个月以来首次正增长

1Q24 泰国 GDP（不变价）同比增长 1.5%。其中批零及修理行业 GDP 当季同比增长 4.3%，住宿与餐饮服务行业 GDP 当季同比增长 11.8%。

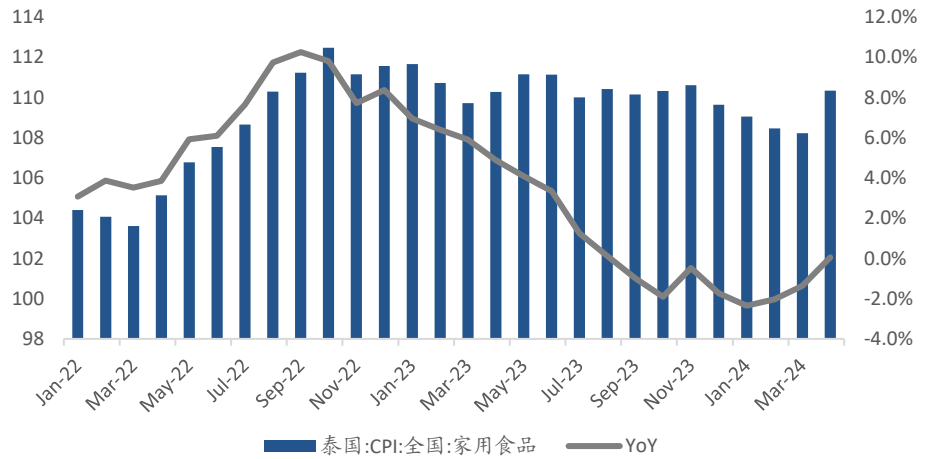
图6 2022-至今泰国 GDP 增速表现



资料来源：泰国央行，wind，HTI

根据泰国央行，2024年4月泰国CPI水平为108.2（2019年=100），同比增长0.2%，根据泰国经济和贸易指标局，家用食品CPI水平为110.3（2015年=100），同比增长0.05%。这是过去7个月来通货膨胀率的首次正增长。官员解释称，由于天气炎热，使得蔬果生鲜供应减少推高了价格上涨，但强调这只是季节性波动。

图 7 2022-至今泰国家用食品 CPI 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，2024 年 4 月泰国消费者信心指数为 51.8，2023 年同期为 53.5。

图 8 2010-至今泰国消费者信心指数

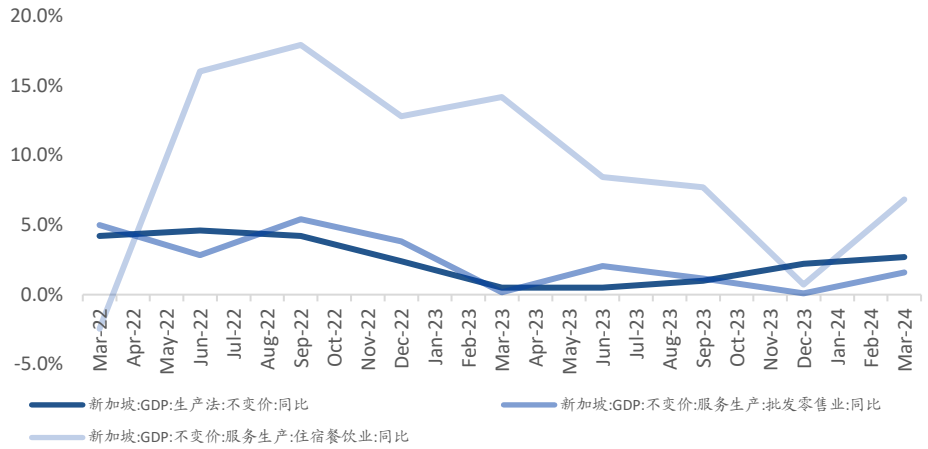


资料来源：泰国贸易和经济指标局，wind，HTI

1.3 新加坡：1Q24 住宿餐饮板块 GDP 增速优于整体表现

1Q24 新加坡 GDP（不变价）总计同比增长 2.7%。其中批零行业 GDP 当季同比增长 1.6%，住宿餐饮行业 GDP 当季同比增长 6.8%。

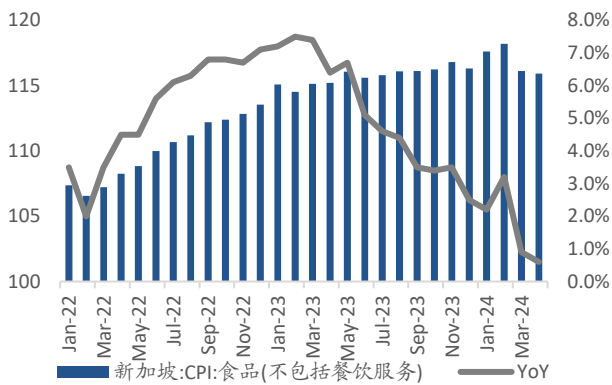
图 9 1Q22 至 1Q24 新加坡 GDP 增速表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

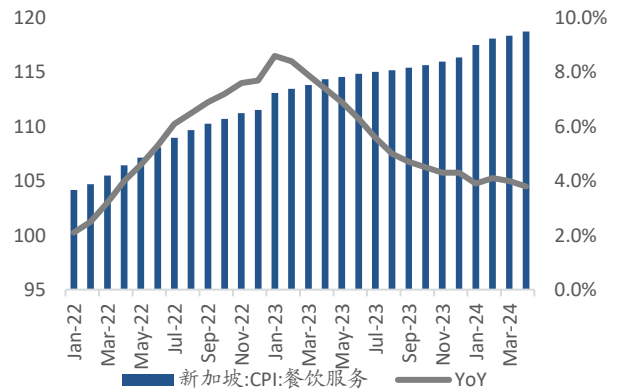
根据新加坡国家统计局数据，2024 年 4 月新加坡 CPI 水平为 115.8（2019 年=100），同比增长 2.7%，其中食品（不包括餐饮服务）CPI 水平为 115.9（2019 年=100），同比增长 0.6%，餐饮服务 CPI 水平为 118.8，同比增长 3.8%。根据官方披露，4 月 CPI 表现较 3 月相对稳定，主要是私人交通费用的增加被住宿费用的下降所抵消。

图 10 2022-至今新加坡食品 CPI 及增速（2019 年=100）



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

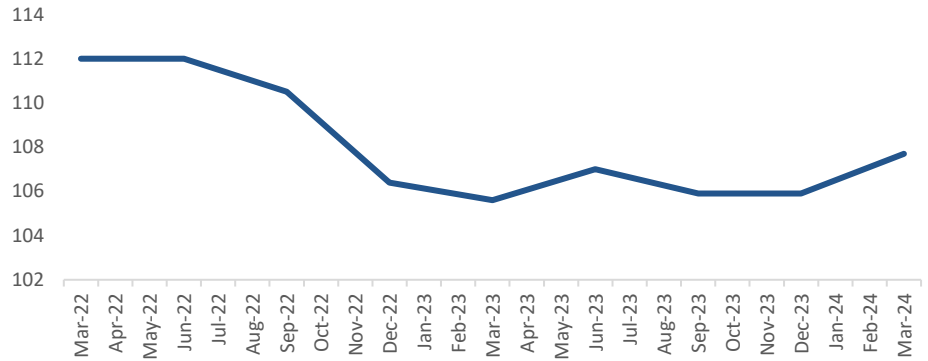
图 11 2022-至今新加坡餐饮服务 CPI 及增速（2019 年=100）



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

根据新加坡国家统计局数据，1Q24 新加坡综合领先指数为 107.7（2015 年=100），2023 年同期水平为 106.1。

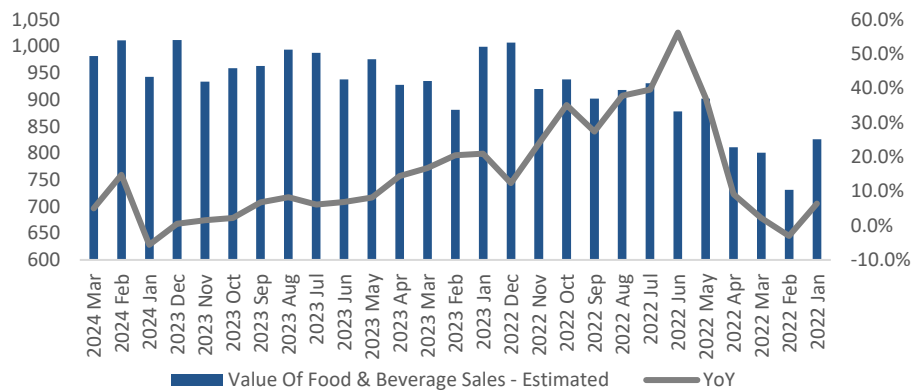
图 12 1Q22-1Q24 新加坡综合领先指数



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 3 月新加坡的食品饮料交易额 of 9.8 亿新币，同比增长 5.0%，环比下降 3.1%。

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）

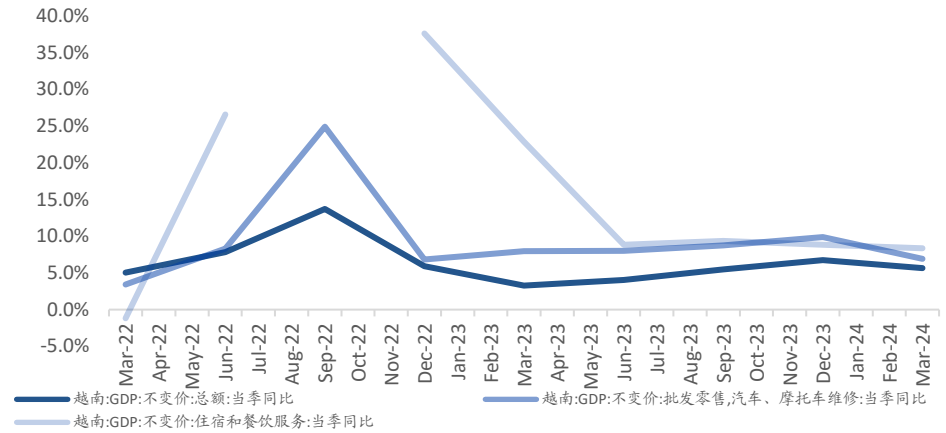


资料来源：新加坡国家统计局，HTI

1.4 越南：1Q24 消费相关板块 GDP 增速高于整体表现

1Q24 越南 GDP（不变价）总计，同比增长 5.7%。其中批零及维修行业 GDP 当季同比增长 6.9%，住宿餐饮服务行业 GDP 当季同比增长 8.3%。

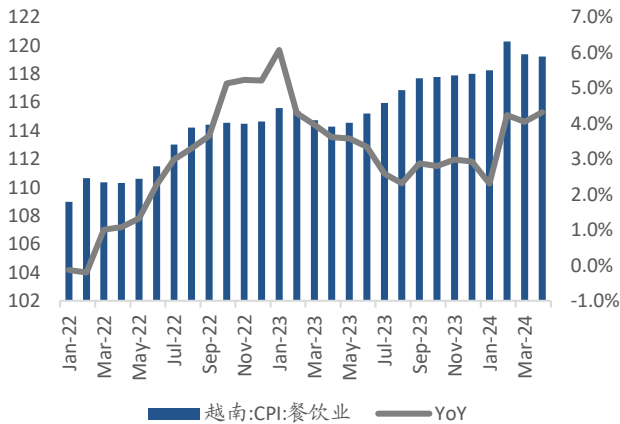
图 14 1Q22 至 1Q24 越南 GDP 增速表现（3Q22 住宿和餐饮服务 GDP 增速为 172.3%）



资料来源：越南统计局，wind，HTI

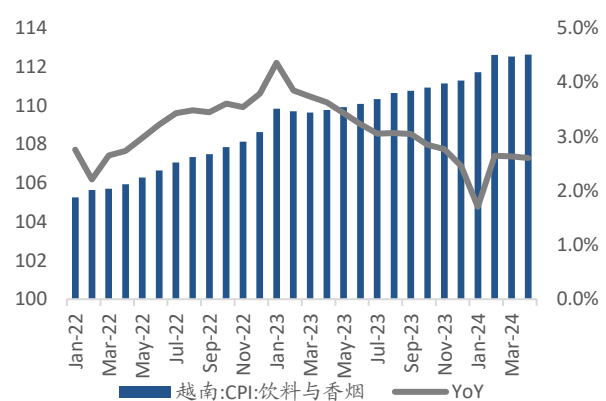
根据越南统计局，2024 年 4 月越南 CPI 水平为 115.1（2019 年=100），同比增长 4.4%。餐饮业 CPI 为 119.2（2019 年=100），同比增长 4.3%，饮料与香烟 CPI 为 112.6（2019 年=100），同比增长 2.6%。根据官方披露，与国际油价同步上涨的汽油价格是导致 4 月份消费者物价指数比上月上涨 0.07%的主要原因。

图 15 2022-至今越南餐饮业 CPI 及增速（2019 年=100）



资料来源：越南计局，wind，HTI

图 16 2022-至今越南饮料与香烟 CPI 及增速（2019 年=100）

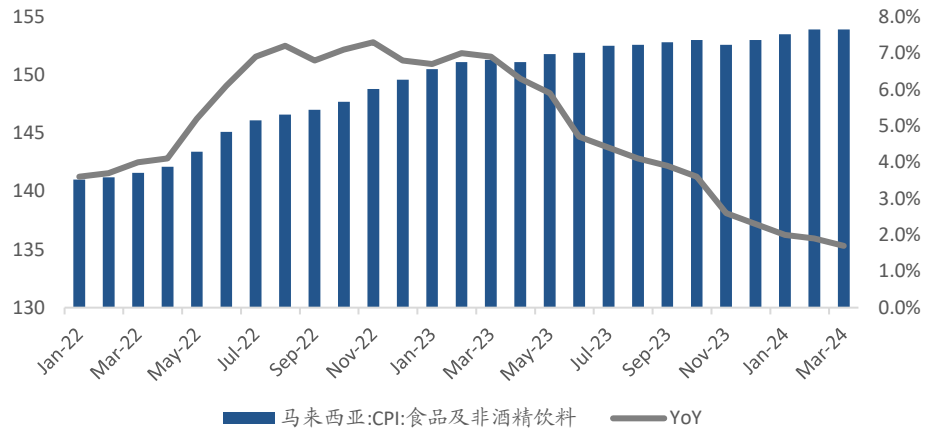


资料来源：越南统计局，wind，HTI

1.5 马来西亚：CPI 水平表现平稳

根据马来西亚央行，2024 年 3 月马来西亚 CPI（2010 年=100）水平为 132.2，同比增长 1.8%。食品及非酒精饮料行业 CPI（2010 年=100）为 153.9，同比增长 1.7%。CPI 增长的主要原因是餐厅和住宿服务、住房、水、电、气和其他燃料、个人护理、社会保障和杂项商品和服务的增长带来的。而增长较慢的板块有保健、食品饮料、娱乐体育和文化，此外，信息与通信、纺织服装以及保险与金融服务均有所下降。

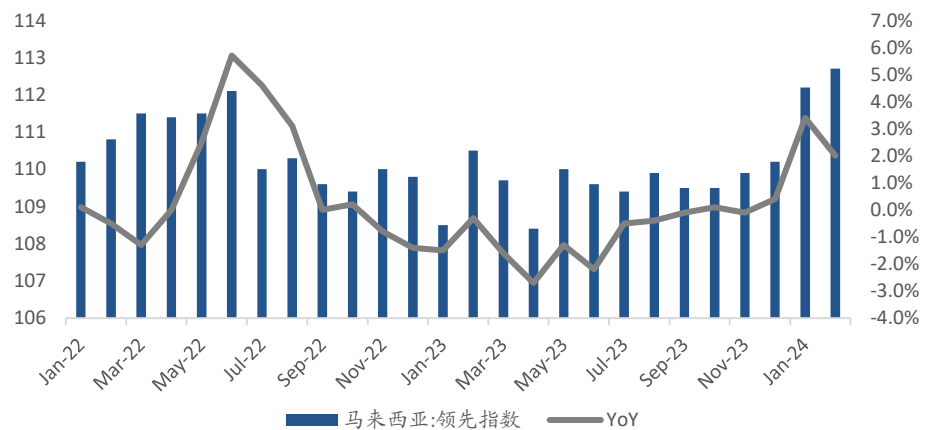
图 17 2022-至今马来西亚食品及非酒精饮料 CPI 及增速（2010 年=100）



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 2 月马来西亚领先指数为 112.7（2015 年=100），同比增长 2.0%。

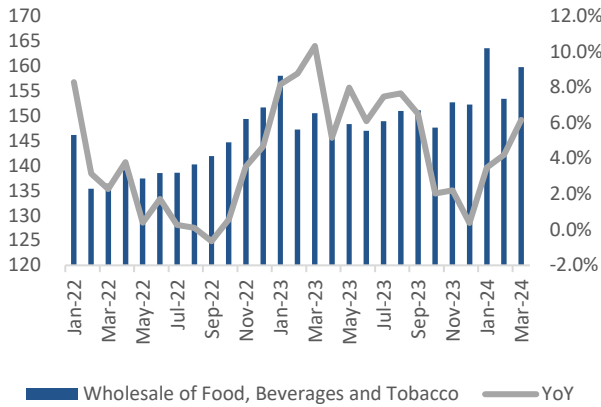
图 18 2022-至今马来西亚领先指数



资料来源：马来西亚统计局，wind，HTI

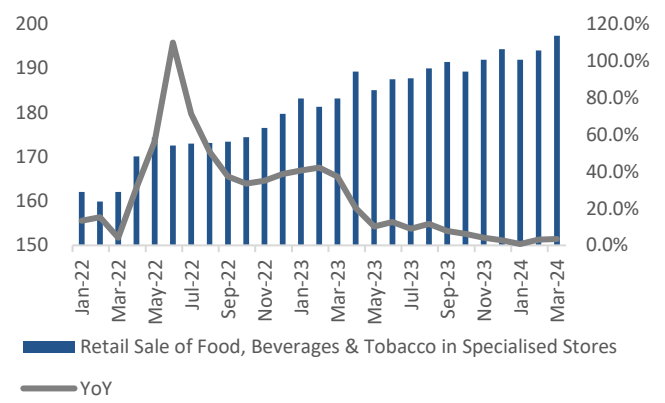
根据马来西亚国家统计局数据，2024年3月批发板块食品饮料指数为159.7（2015年水平为100），同比增长6.2%；零售板块食品饮料指数为197.3（2015年水平为100），同比增长3.5%。

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）

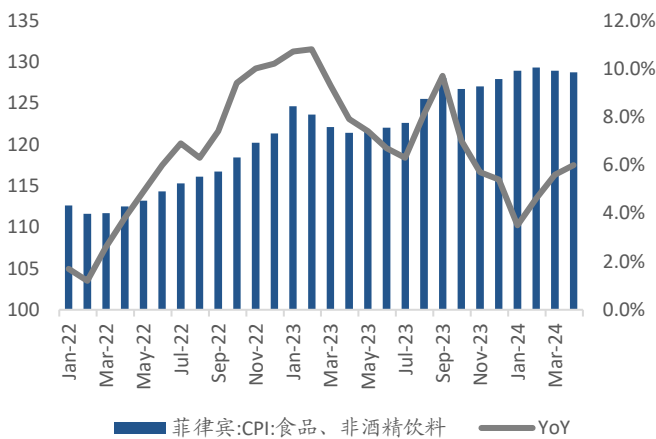


资料来源：马来西亚统计局，HTI

1.6 菲律宾：通胀水平连续三个月呈增长态势

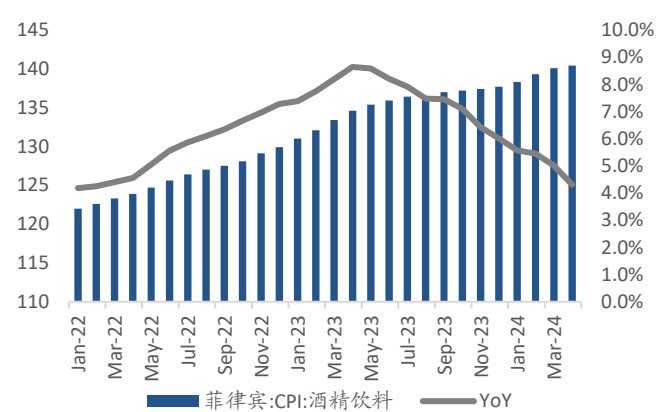
根据菲律宾统计局，2024年4月CPI为125.5（2018年=100），同比增长3.8%。食品及非酒精饮料行业CPI为128.7（2018年=100），同比增长6.0%，酒精饮料行业CPI为140.4（2018年=100），同比增长4.3%。

图21 2022-至今菲律宾食品及非酒精饮料CPI（2018年=100）



资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

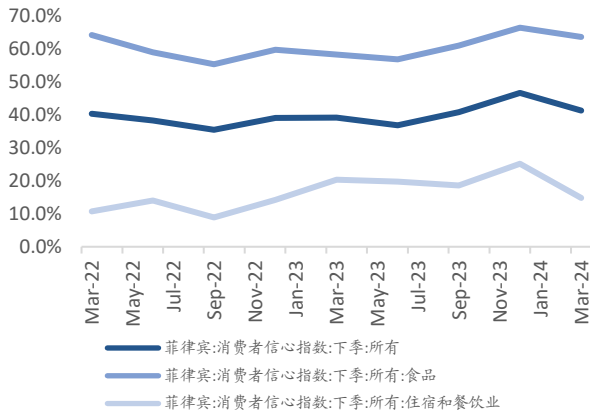
图22 2010-至今菲律宾酒精饮料CPI及增速（2018年=100）



资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

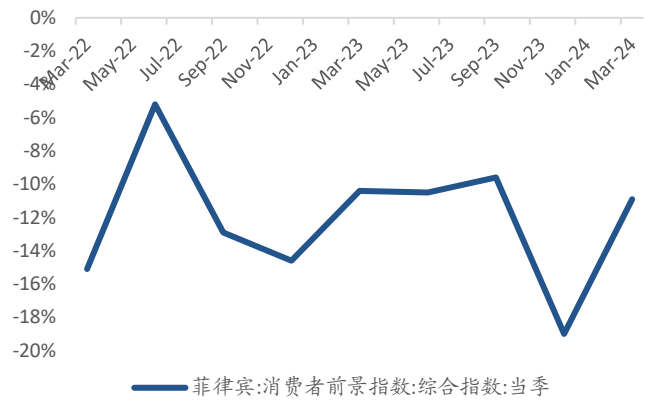
根据菲律宾央行数据，1Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）水平为 41.3%，其中食品行业指数为 63.7%，住宿和餐饮行业指数为 14.8%，1Q23 期间水平分别为 39.2%/58.3%/20.4%。此外，1Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）水平为-10.9%，1Q23 期间水平为-10.5%。

图23 1Q10-1Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）



资料来源：菲律宾央行， HTI

图24 1Q10-1Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）



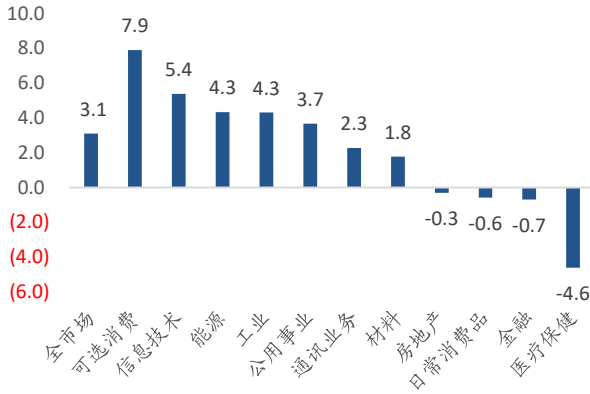
资料来源：菲律宾央行， HTI

2. 资本市场：4月马来西亚、泰国市场必选消费板块跑赢大盘

2.1 涨跌幅度：可选消费、必选消费在马来西亚市场均跑赢大盘

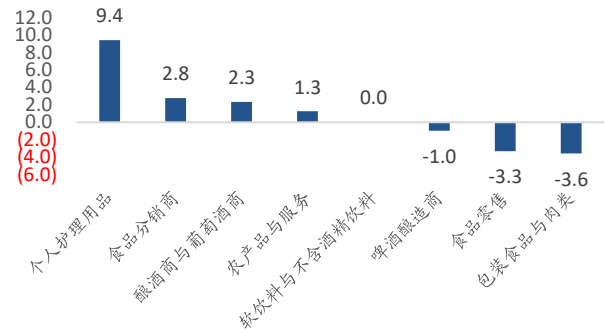
从新加坡一级行业涨跌幅来看，4月可选消费(+7.9%)、信息技术(+5.4%)和能源业(+4.3%)涨幅居前，医疗保健(-4.6%)、金融(-0.7%)跌幅靠前。日常消费板块收跌0.6%，跑输大盘(+3.1%)，子行业中个人护理用品、食品分销商、酿酒商与葡萄酒商涨幅明显。

图25 4月新加坡一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

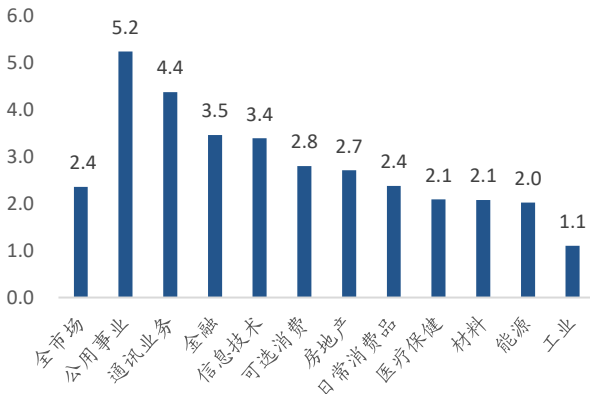
图26 4月新加坡日常消费品子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

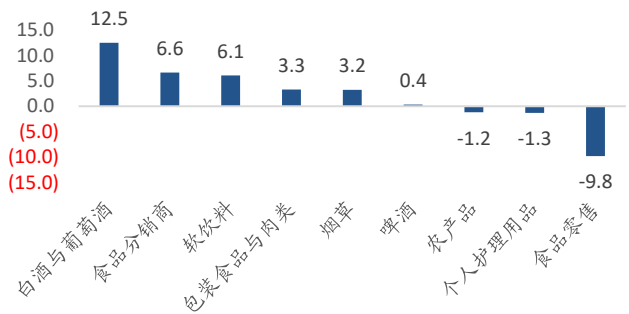
从马来西亚一级行业涨跌幅来看，4月公共事业(+5.2%)、通讯业务(+4.4%)涨幅居前，可选消费/日常消费板块收涨2.8%/2.4%，跑赢大盘(+2.4%)。日常消费子行业中，白酒与葡萄酒、食品分销商、软饮料涨幅明显。

图27 4月马来西亚一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

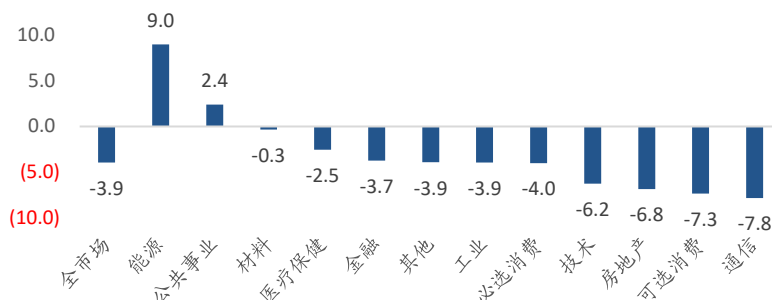
图28 4月马来西亚日常消费品子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

从印尼一级行业涨跌幅来看，4月能源(+9.0%)、公共事业(+2.4%)收涨，其他子行业均收跌。必选消费/可选消费板块收跌4.0%/7.3%，跑输大盘(-3.9%)。

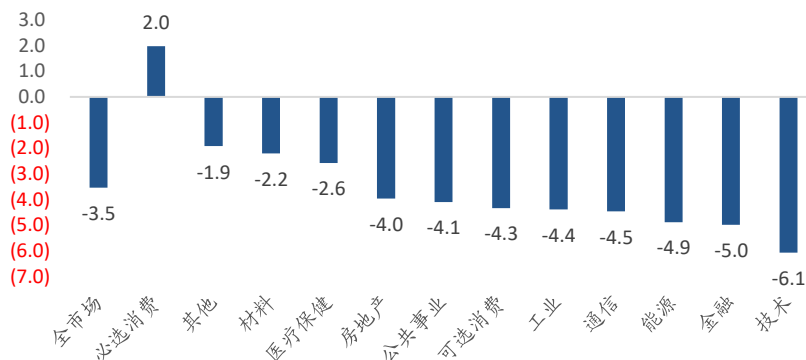
图29 4月印尼一级行业涨跌幅(%)



资料来源: bbg, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日

从泰国一级行业涨跌幅来看，4月仅必选消费收涨2.0%，且跑赢大盘(-3.5%)，其他行业均收跌，可选消费收跌4.3%，跑输大盘。

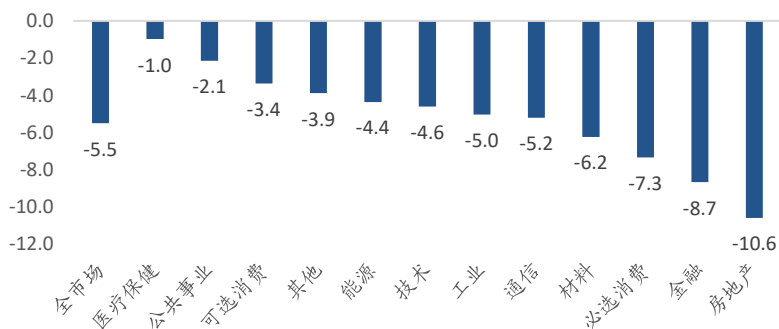
图30 4月泰国一级行业涨跌幅(%)



资料来源: bbg, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日

从越南一级行业涨跌幅来看，4月集体收跌，房地产(-10.6%)、金融(-8.8%)跌幅居前，可选消费/日常消费板块收跌3.4%/7.3%，跑赢/输大盘(-5.5%)。

图31 4月越南一级行业涨跌幅(%)

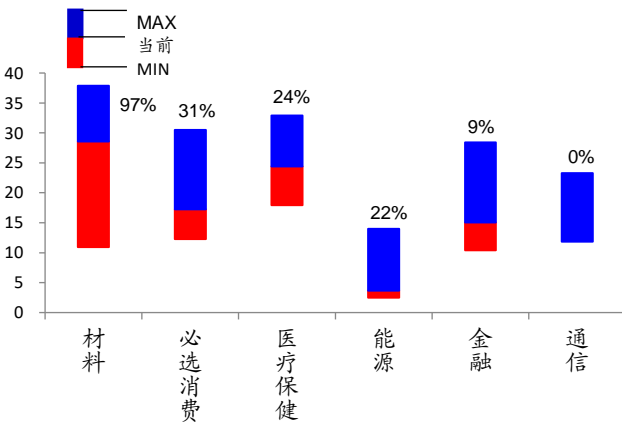


资料来源: bbg, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日

2.2 估值水平：新加坡、印尼市场必需消费板块处于相对低位

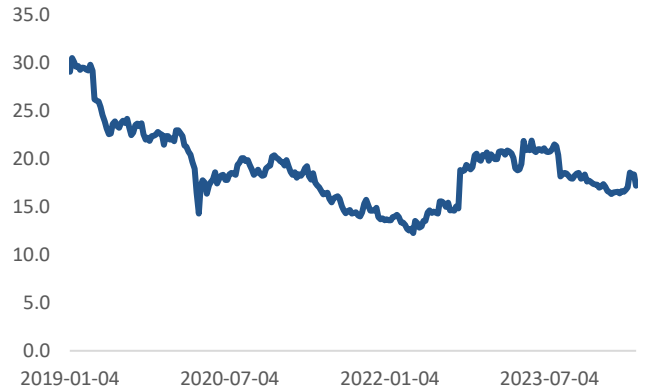
截至 2024 年 4 月末，印尼一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10%以下的行业仅有通信 (0%) 和金融 (9%)。必需消费的 PE 历史分位数为 31% (17.2X)，在 6 个行业中排名第 2 名。2019 年至今最高/最低水平分别为 30.5X/12.3X。

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

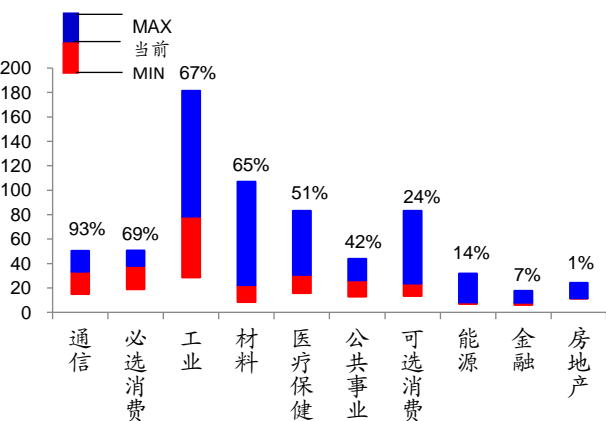
图33 印尼必需消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

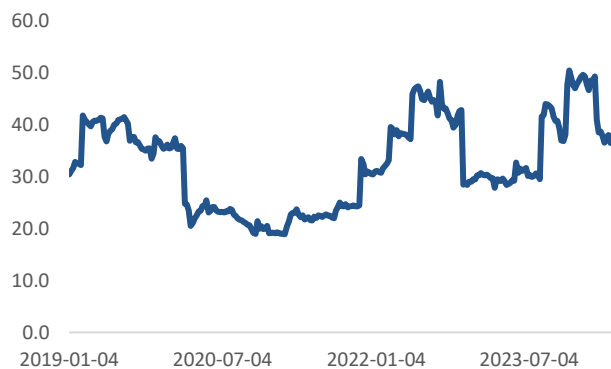
截至 2024 年 4 月末，泰国一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10%以下的行业仅有房地产 (1%) 和金融 (7%)。必需消费的 PE 历史分位数为 69% (38.0X)，在 10 个行业中排名第 2 名；可选消费的 PE 历史分位数为 24% (23.7X)，在 10 个行业中排名第 7 名。2019 年至今，必需消费最高/最低水平分别为 50.5X/18.9X；可选消费最高/最低水平分别为 83.1X/13.5X。

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

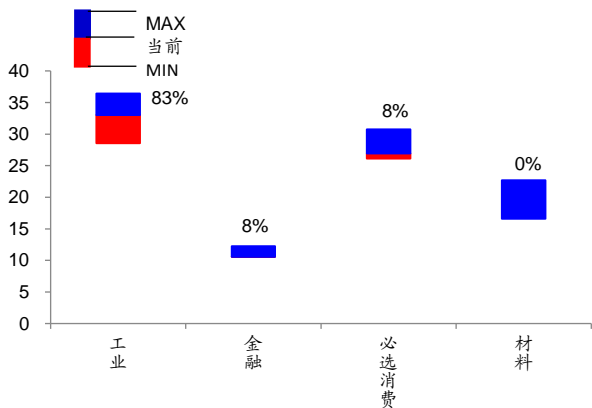
图35 泰国必需消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

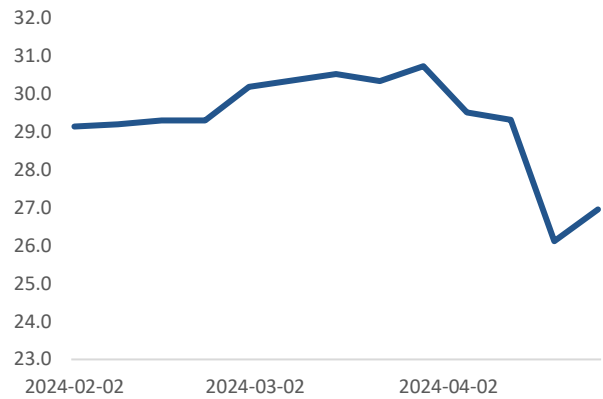
截至 2024 年 4 月末，越南一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2024 年以来 10%以下的行业有金融 (8%)、必需消费 (8%)、材料 (0%)。必需消费的 PE 历史分位数为 8% (27.0X)，在 4 个行业中排名第 3 名。2024 年 2 月至今最高/最低水平分别为 30.7X/26.1X。

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 越南必需消费板块 PE 走势

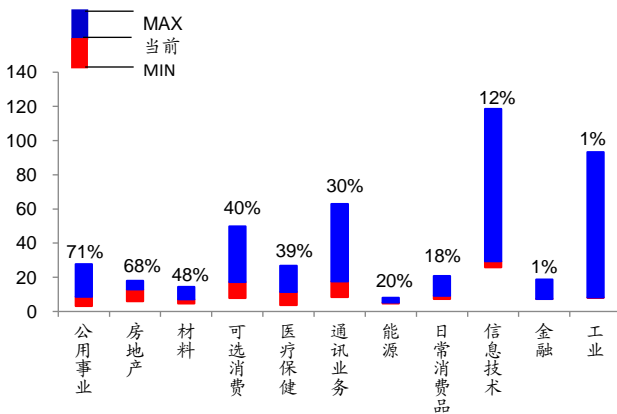


资料来源: 彭博, HTI

截至 2024 年 4 月末，新加坡一级行业中，PE（TTM）历史分位数处于 2019 年以来 10%以下的行业有工业（1%）和金融（1%）。可选消费的 PE 历史分位数为 40%（17.2X），在 11 个行业中排名第 4 名；日常消费的 PE 历史分位数为 18%（9.1X），在 11 个行业中排名第 8 名。

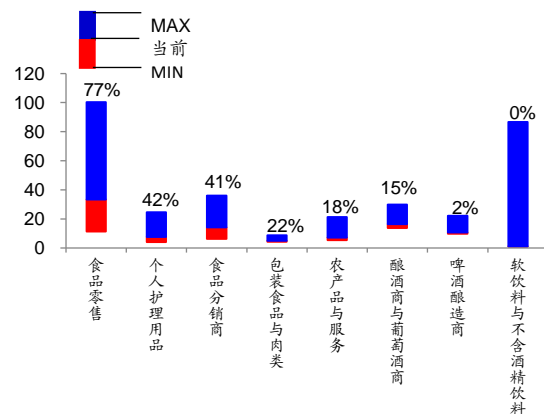
新加坡日常消费品子行业 PE 历史分位数处于 2019 年以来较低的分别为软饮料与不含酒精饮料（0%）、啤酒酿造商（2%）。PE 绝对值最低的行业分别是软饮料与不含酒精饮料（1.0X）、农产品与服务（7.2X）、个人护理用品（7.6X）。

图38 新加坡市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



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

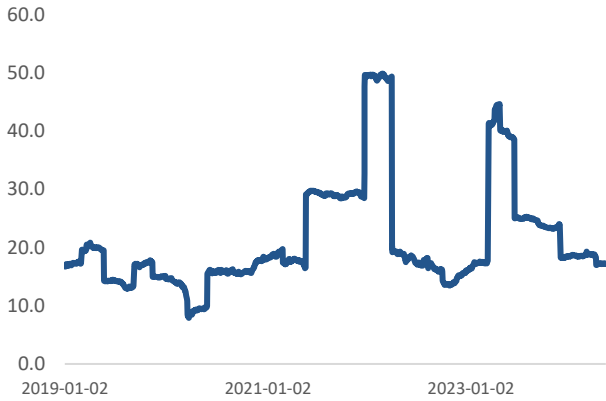
图39 新加坡日常消费子行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源: wind, HTI

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40 新加坡可选消费板块 PE 走势



资料来源: wind, HTI

图41 新加坡日常消费板块 PE 走势

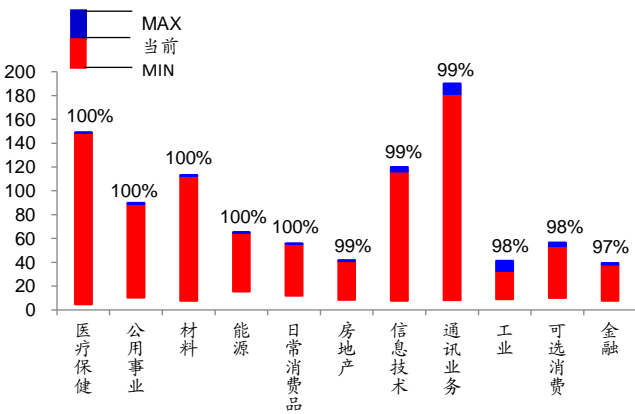


资料来源: wind, HTI

截至 2024 年 4 月末，马来西亚一级行业中，PE (TTM) 历史分位数均处于 2019 年以来 90%以上。日常消费的 PE 历史分位数为 100% (55.6X)，在 11 个行业中排名第 5 名；可选消费的 PE 历史分位数为 98% (53.6X)，在 11 个行业中排名第 10 名。

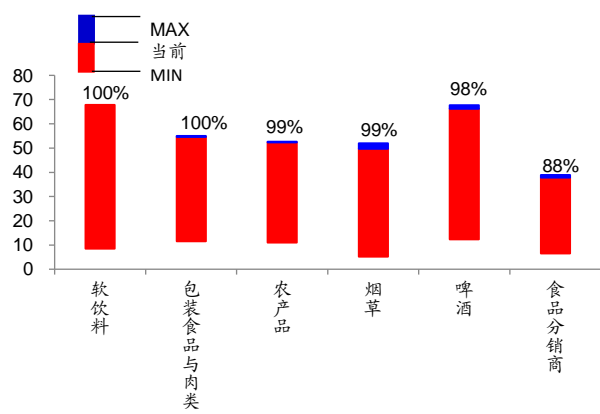
马来西亚日常消费品子行业 PE 历史分位数均处于 2019 年以来 80%以上。PE 绝对值最低的行业分别是食品分销商 (37.9X)、烟草 (47.9X)。

图42 马来西亚市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源: wind, HTI, 医疗保健剔除了 2024-3 至 2024-4 之间估值大于 400 的部分

图43 马来西亚日常消费子行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源: wind, HTI

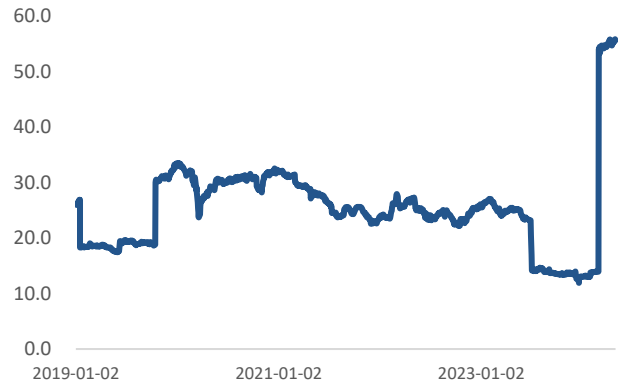
2019 年至今日常消费板块 PE 最高/最低水平分别为 55.8X/11.9X，可选消费板块 PE 最高/最低水平分别为 56.6X/10.1X。

图44 马来西亚可选消费板块 PE 走势



资料来源: wind, HTI

图45 马来西亚日常消费板块 PE 走势

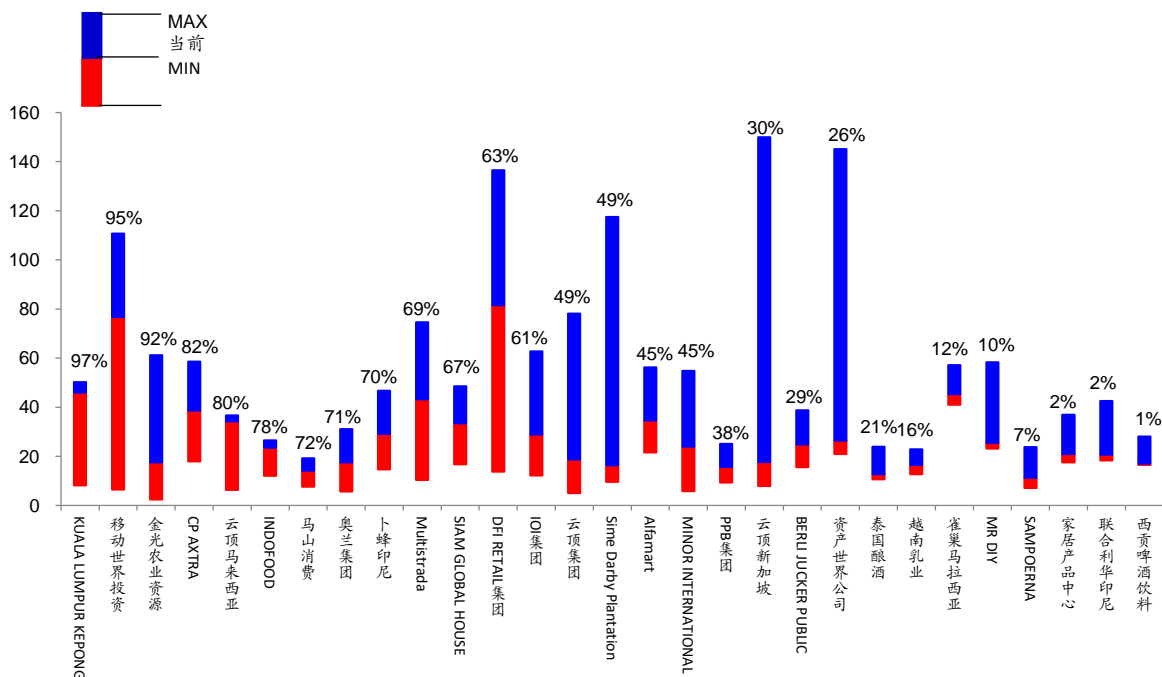


资料来源: wind, HTI

2.3 公司表现: 半数公司市盈率分位数处于 2019 年以来 50%以下

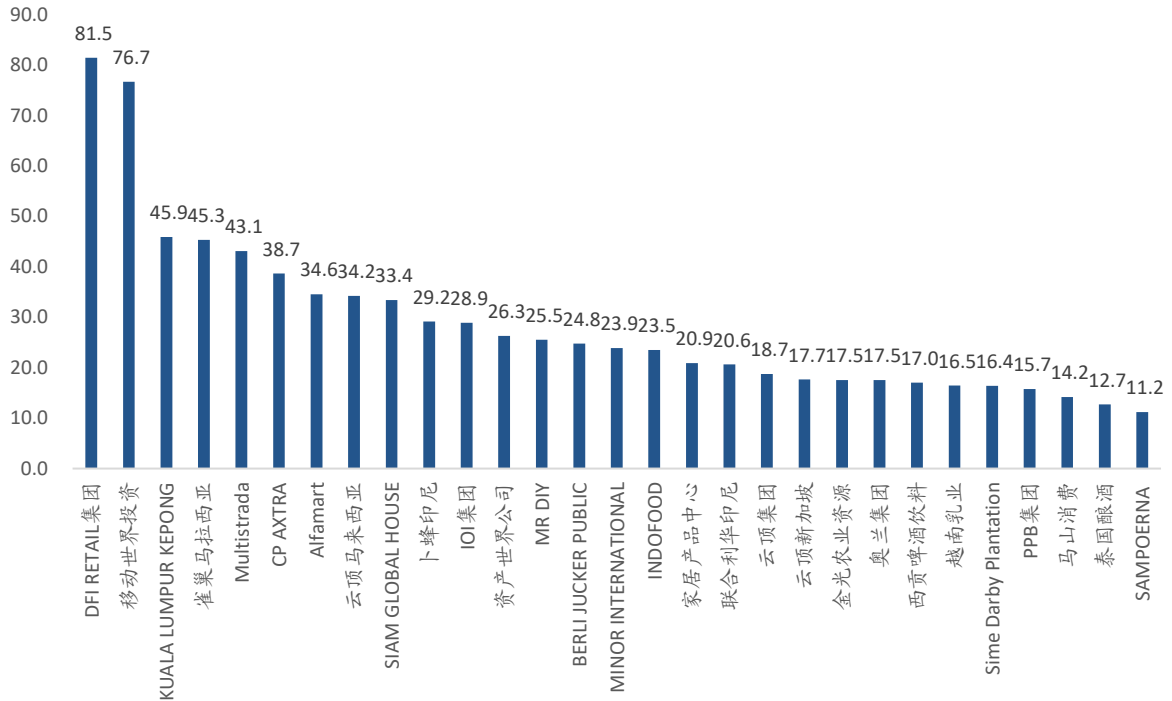
截至 2024 年 4 月末, 在东南亚消费板块重点个股中, PE (TTM) 历史分位数排名最高的有 KUALA LUMPUR KEPONG (97%), 移动世界投资 (95%), 金光农业投资 (92%)。PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10%以下的有西贡啤酒饮料 (1%), 联合利华印尼 (2%), 家居产品中心 (2%), SAMPOERNA (7%)。

图46 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 2024 年 4 月 30 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47 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 2024 年 4 月 30 日

表 6 东南亚消费板块重点个股近期营收情况

代码	公司名称	国别	行业	营收同比 (基于原币)					2023 年营收 (亿元人民币)	
				23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		24Q2 (如有)
OLG SP Equity	奥兰集团	新加坡	农产品	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2,547
CPAXT TB Equity	CP AXTRA	泰国	批发零售	7.5%	2.5%	3.4%	4.3%	5.9%		991
GGR SP Equity	金光农业资源	新加坡	农业	-6.0%	-16.2%	-20.6%	-15.2%	0.9%		691
DFI SP Equity	DFI RETAIL 集团	新加坡	零售	NA	NA	NA	NA	NA		650
THBEV SP Equity	泰国酿酒	新加坡	酒精及非酒精饮料	4.9%	2.4%	4.0%	-1.9%	-5.9%	6.3%	564
HMSB SP Equity	SAMPOERNA	印尼	烟草	3.1%	6.7%	4.2%	3.1%	7.9%		539
AMRT IJ Equity	Alfamart	印尼	零售	14.2%	10.8%	8.0%	8.6%	12.1%		497
GENT MK Equity	云顶集团	马来西亚	休闲与酒店业	38.2%	17.1%	20.4%	14.2%	NA		421
KLK MK Equity	KUALA LUMPUR KEPONG	马来西亚	农业	-1.8%	-5.2%	-26.5%	-17.2%	-16.0%	-9.8%	368
MWVG VN Equity	移动世界投资	越南	电子零售	-25.7%	-14.2%	-5.4%	2.7%	16.2%		352
ICBP IJ Equity	INDOFOOD	印尼	包装食品	11.4%	-0.4%	3.1%	4.5%	4.1%		316
BJC TB Equity	BERLI JUCKER PUBLIC	泰国	包装及消费品	3.6%	3.4%	2.8%	1.8%	3.0%		315
MINT TB Equity	MINOR INTERNATIONAL	泰国	酒店、餐厅及食品	62.0%	24.3%	12.7%	13.1%	14.5%		304
CPIN IJ Equity	卜蜂印尼	印尼	农业	1.9%	13.8%	9.7%	7.9%	9.3%		287
SDPL MK Equity	Sime Darby Plantation	马来西亚	农业	-7.1%	-22.9%	-11.5%	-6.9%	NA		286
UNVR IJ Equity	联合利华印尼	印尼	消费品	-2.2%	-8.8%	1.4%	-16.3%	-5.0%		180
VNM VN Equity	越南乳业	越南	乳制品	0.3%	1.8%	-2.8%	3.7%	1.4%		179
IOI MK Equity	IOI 集团	马来西亚	农业	1.0%	-19.7%	-35.1%	-47.8%	-39.9%	-27.5%	179
GENM MK Equity	云顶马来西亚	马来西亚	休闲与酒店业	32.7%	13.7%	19.3%	11.8%	NA		156
HMPRO TB Equity	家居产品中心	泰国	家居装修产品	9.3%	9.0%	3.1%	-1.4%	2.6%		139
GENS SP Equity	云顶新加坡	新加坡	休闲与酒店业	54.0%	70.9%	32.7%	19.3%	61.9%		128
NESZ MK Equity	雀巢马来西亚	马来西亚	乳制品	8.8%	6.8%	5.3%	2.3%	-3.2%		109
SAB VN Equity	西贡啤酒饮料	越南	酒精饮料	-15.0%	-7.7%	-14.1%	-15.0%	15.6%		91
PEP MK Equity	PPB 集团	马来西亚	食品及农业	12.7%	-6.1%	-11.6%	-21.6%	NA		89
MCH VN Equity	马山消费	越南	消费品	NA	NA	2.1%	5.2%	NA		84
MRDIY MK Equity	MR DIY	马来西亚	家居装修产品	15.6%	4.9%	10.4%	7.6%	9.2%		68
GLOBAL TB Equity	SIAM GLOBAL HOUSE	泰国	建筑材料	-7.0%	-7.8%	-10.3%	-8.9%	-2.0%		66
MASA IJ Equity	Multistrada	印尼	轮胎制造	-26.5%	2.1%	35.0%	29.1%	8.1%		35
AWC TB Equity	资产世界公司	泰国	酒店业及零售批发	113.4%	56.6%	33.0%	11.5%	19.6%		28

资料来源: bbg, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日, 奥兰集团、DFI RETAIL 集团只披露半年报, 马山消费没有披露 1Q23 业绩

表 7 东南亚消费板块重点个股近期利润情况

代码	公司名称	国别	行业	净利润同比（基于原币）					
				23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2（如有）
OLG SP Equity	奥兰集团	新加坡	农产品	NA	NA	NA	NA	NA	
CPAXT TB Equity	CP AXTRA	泰国	批发零售	5.6%	-3.6%	4.7%	32.8%	14.6%	
GGR SP Equity	金光农业资源	新加坡	农业	-51.1%	-55.2%	-76.1%	-149.1%	-59.8%	
DFI SP Equity	DFI RETAIL集团	新加坡	零售	NA	NA	NA	NA	NA	
THBEV SP Equity	泰国酿酒	新加坡	酒精及非酒精饮料	-4.8%	3.4%	NA	NA	-6.1%	-4.9%
HMSP IJ Equity	SAMPOERNA	印尼	烟草	12.8%	40.3%	32.4%	33.1%	4.0%	
AMRT IJ Equity	Alfamart	印尼	零售	14.8%	44.8%	16.1%	9.9%	14.8%	
GENT MK Equity	云顶集团	马来西亚	休闲与酒店业	-149.1%	-369.7%	306.6%	-189.0%	NA	
KLK MK Equity	KUALA LUMPUR KEPONG	马来西亚	农业	-26.1%	-65.1%	-84.9%	-74.8%	-48.8%	-38.6%
MWVG VN Equity	移动世界投资	越南	电子零售	-98.5%	-98.5%	-95.7%	-85.4%	4143.4%	
ICBP IJ Equity	INDOFOOD	印尼	包装食品	103.7%	-16524.7%	-3.2%	-105.4%	-40.5%	
BJC TB Equity	BERLI JUCKER PUBLIC	泰国	包装及消费品	0.6%	0.5%	-25.6%	0.6%	-65.9%	
MINT TB Equity	MINOR INTERNATIONAL	泰国	酒店、餐厅及食品	-74.3%	108.5%	-53.5%	-48.5%	-217.4%	
CPIN IJ Equity	卜蜂印尼	印尼	农业	-79.8%	-7.2%	68.7%	38.7%	195.0%	
SDPL MK Equity	Sime Darby Plantation	马来西亚	农业	-90.4%	-53.2%	205.8%	-64.4%	NA	
UNVR IJ Equity	联合利华印尼	印尼	消费品	-30.5%	-3.9%	21.0%	-18.7%	3.1%	
VNM VN Equity	越南乳业	越南	乳制品	-18.2%	6.5%	8.3%	25.3%	18.5%	
IOI MK Equity	IOI集团	马来西亚	农业	-39.7%	43.9%	-52.0%	-93.1%	81.5%	-52.9%
GENM MK Equity	云顶马来西亚	马来西亚	休闲与酒店业	-78.4%	-534.2%	1459.5%	-160.8%	NA	
HMPRO TB Equity	家居产品中心	泰国	家居装修产品	6.6%	6.6%	0.0%	1.5%	6.3%	
GENS SP Equity	云顶新加坡	新加坡	休闲与酒店业	NA	NA	NA	NA	NA	
NESZ MK Equity	雀巢马来西亚	马来西亚	乳制品	-3.9%	6.6%	18.7%	11.5%	-0.8%	
SAB VN Equity	西贡啤酒饮料	越南	酒精饮料	-17.4%	-30.5%	-22.2%	-9.3%	3.1%	
PEP MK Equity	PPB集团	马来西亚	食品及农业	24.5%	-70.8%	-53.2%	6.2%	NA	
MCH VN Equity	马山消费	越南	消费品	NA	NA	29.7%	23.4%	NA	
MRDIY MK Equity	MR DIY	马来西亚	家居装修产品	27.1%	11.2%	22.5%	16.6%	13.4%	
GLOBAL TB Equity	SIAM GLOBAL HOUSE	泰国	建筑装修材料	-23.7%	-31.6%	-32.2%	6.3%	-17.8%	
MASA IJ Equity	Multistrada	印尼	轮胎制造	-37.8%	59.2%	452.6%	204.1%	-26.2%	
AWC TB Equity	资产世界公司	泰国	酒店业及零售批发	120.4%	44.5%	10.7%	-4.2%	12.8%	

资料来源：bbg, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日，奥兰集团、DFI RETAIL 集团只披露半年报，马山消费没有披露 23Q1 业绩，泰国酿酒未公布 24Q3 利润

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
5月27日	泰国总理将于5月28日至29日访问中国香港以争取投资 https://flash.jin10.com/detail/20240527095833288800
5月24日	国际米价持续上涨泰国大米价格触及三个月高点 https://finance.sina.com.cn/money/future/wemedia/2024-05-24/doc-inawiwrm6612582.shtml
5月24日	被曝存在劳工纠纷，菲律宾 Shopee 或将被彻查 https://www.dsb.cn/245383.html
5月24日	新加坡国际元立集团投资汕头 开发南洋风格高端酒店 https://www.guandian.cn/article/20240524/409629.html
5月23日	茅台集团赴印尼、泰国、老挝开展市场调研和品牌推广活动 https://m.163.com/v/video/VP1VRDP96.html
5月23日	越南工人月薪平均上涨6%，7月1日开始执行 http://www.tnc.com.cn/info/c-001001-d-3743438.html
5月22日	印尼央行维持关键利率不变，行长称会继续干预汇市 https://36kr.com/newsflashes/2786893423379584
5月22日	越南要求富士康自愿减少30%电力消耗，未对生产造成影响 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1799682557906224177&wfr=spider&for=pc
5月22日	阿里巴巴再向 Lazada 注资 2.3 亿美元 https://36kr.com/newsflashes/2786857046213769
5月21日	印尼化妆品市场规模超 60 亿美元，国际品牌占据主导地位 https://www.chwang.com/news/179282632172
5月17日	南宁实现新鲜蔬菜首次出口马来西亚 http://www.nanning.china.com.cn/2024-05/17/content_42793674.htm
5月16日	菲律宾央行行长：8月降息幅度可能为25个基点 https://flash.jin10.com/detail/20240516181258286800
5月14日	Atome 先享后付方案登陆淘宝新加坡 https://www.dsb.cn/244960.html
5月9日	国际娱乐(1009.HK)：菲律宾赌场开始营运（公司公告）
5月4日	马来西亚移民局通告将进一步优化中国游客入境程序 https://36kr.com/newsflashes/2761291203508999
4月30日	马来西亚肯德基暂时关闭部分门店，称面临成本增加与经济挑战 https://36kr.com/newsflashes/2755388732717827

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: 1Q24 Economic growth in Singapore and Vietnam hit recent highs. 1 q24 Philippines/Singapore/Indonesia/Malaysia/Thailand/Vietnam's GDP growth of 5.1% / 2.7% / 5.8% / 3.9% / 1.5% / 5.7%. Singapore's GDP growth rate was 2.7%, the highest in nearly a year, and the macroeconomic recovery continued. Vietnam's GDP grew 5.8% year on year, the highest level for the same period since 2020. In April 2024, the International Monetary Fund (IMF) slightly raised its 2024 real GDP growth forecast for Malaysia and the Philippines in the report, maintained the economic growth forecast for Indonesia, Singapore and Vietnam, and lowered the real GDP growth forecast for Thailand in 2024 from 4.4% to 2.7%.

CPI: Food prices drove a second uptick in inflation in six Southeast Asian countries. Overall CPI in major Southeast Asian economies has risen month-on-month recently as food prices have remained high. At present, Vietnam's domestic demand is strong and supply is tight, resulting in rising prices of rice, tap water and electricity, in addition, gasoline prices are rising with international oil prices and other factors have led to the continuous rise of CPI. Thailand's CPI level recorded its first positive increase in inflation in the past seven months in April 2024, and the current inflation level remains low.

Consumption: In most countries, the growth of the catering industry is better than the overall performance. 1Q24 Thailand's wholesale and repair/accommodation and catering GDP (constant price) growth rate was 4.3%/11.8%, respectively, and the growth of consumption-related industries was significantly better than the overall growth rate of 1.5%. Vietnam wholesale and maintenance/accommodation and catering services GDP growth in the quarter was 6.9%/8.3%, also better than the overall growth rate of 5.7%. In addition, the proportion of Indonesia's food and beverage manufacturing GDP increased by 0.5pct year-on-year to 7.0%.

Stock market: In April, the must-choose consumer sector only outperformed the market in Malaysia and Thailand. From the point of view of rise and fall, Singapore's daily consumption sector closed down 0.6%, underperforming the market (+3.1%); Malaysia's consumer optional/daily consumption sector closed up 2.8%/2.4%, both outperforming the market (+2.4%); Indonesia's mandatory/optional consumer sector closed down 4.0%/7.3%, underperforming the broader market (-3.9%); Thailand's mandatory/optional consumption closed up 2.0%/ down 4.3%, outperforming/underperforming the market (-3.5%); Vietnam's consumer Optional/daily consumption sector closed down 3.4%/7.3%, outperforming/underperforming the market (-5.5%).

Valuation: Singapore, Indonesia market must choose the consumer sector is relatively low. As of the end of April, the historical quantile of PE for mandatory consumption in Indonesia since 2014 was 31% (17.2X); The PE historical quantile of mandatory consumption in Thailand was 69% (38.0X) and that of optional consumption was 24% (23.7X). The PE historical quantiles for optional consumption in Singapore were 40% (17.2X) and 18% (9.1X) for daily consumption. The PE historical quantile for daily consumption in Malaysia is 100% (55.6X) and for optional consumption is 98% (53.6X). The historical quantile of PE for mandatory consumption in Vietnam since 2024 is 8% (27.0X).

Risk: Inflation risk, exchange rate risk, operational risk, social and cultural risk, natural disaster risk

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.

我，陈子叶，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, Susie Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. 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).

9896.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

9896.HK is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

香港华润(集团)有限公司上海代表处，嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R 及嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

香港华润(集团)有限公司上海代表处，嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R and 嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

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

分析师股票评级

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

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据

评级分布 Rating Distribution

FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

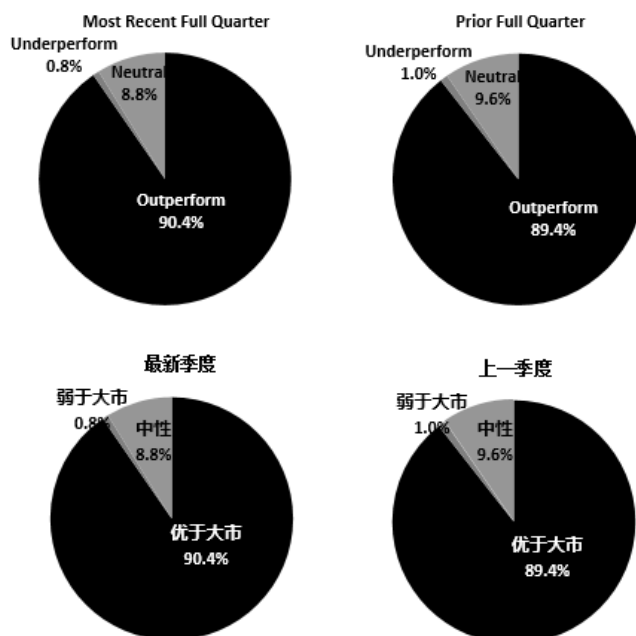
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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



截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	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 March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-

103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”)的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”)的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”),或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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”) [Co Reg No 201311400G]. HTISSPL is an

Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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>
