

中国必需消费 China (Overseas) Staples

HTI 东南亚消费行业 6 月跟踪报告：区域经济增长表现超预期，消费指数表现有所回落 Regional Economic Growth Exceeding Expectation with CPI Declined

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	目标价	市盈率 P/E	
			PE(2025E)	PE(2026E)
百威亚太	Neutral	14.00	13	12
华润啤酒	Outperform	56.00	11	9
海底捞	Outperform	21.80	11	10
康师傅	Outperform	13.09	10	n.a.
中国飞鹤	Outperform	6.40	8	7
颐海国际	Outperform	21.69	10	n.a.
达势股份	Outperform	74.60	66	30
现代牧业	Outperform	1.00	6	4
优然牧业	Outperform	2.22	5	3
九毛九	Outperform	21.68	3	n.a.
澳优	Outperform	3.10	10	8

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

GDP: 2Q24 部分地区 GDP 表现超出预期。 2Q24 期间新加坡/越南/马来西亚 GDP 增速为 2.9%/6.9%/5.8%，增长均超出市场预期。全球经济复苏带动外部需求修复，叠加国内需求表现持续强劲，为东南亚宏观经济增长带来积极因素。与此同时，东南亚地区通胀二次抬头，以及货币和财政维持紧缩措施制约了该地区经济实现快速复苏。整体来看，1H24 东南亚六国宏观经济增速基本同上年持平，仍呈现温和复苏特征。

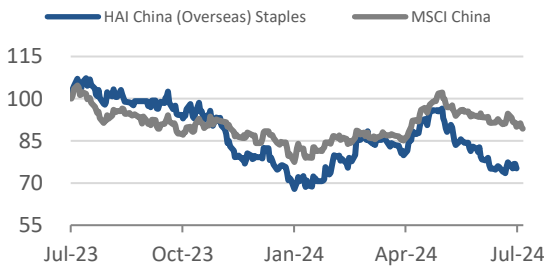
CPI: 1H24 期间六国通胀总体二次抬头，6 月通货膨胀率放缓。 6 月东南亚各国 CPI 增速出现放缓趋势，印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的通货膨胀率分别为 2.5%/2.4%/3.7%/2.0%/0.6%/4.3%。其中泰国与菲律宾结束了 4 个月以来的持续上涨。多数国家粮食及食品的高价格压力有所缓解，极端天气结束，农业劳动恢复，农产品价格企稳。青葱、西红柿以及纯种鸡肉价格下降，带来了印尼的环比紧缩。1H24 地缘政治环境持续紧张，国际能源供需平衡趋紧，国际粮食和其他大宗农产品价格重回涨价通道。在此背景下，东南亚六国 CPI 在 1H24 总体出现二次抬头。

消费：多数国家消费相关指标表现有所分化。 6 月印尼食品饮料和烟草实际零售销售指数为 327.5，同比增长 5.1%，印尼消费者信心指数为 123.3，连续 2 个月走弱。6 月泰国消费者信心指数为 52.3，环比走弱并低于 2023 年同期水平。6 月新加坡食品饮料交易额同比增长 2.9%，表现平稳，其中餐厅经营有所下滑。新加坡零售指数为 102.9，连续 2 个月走弱。

股市：6 月多数国家消费板块指数跑输大盘。 6 月越南可选消费/日常消费板块 (+1.8%) / (+2.2%)，跑赢大盘 (-2.6%)，印尼必选消费/可选消费行业+2.0%/-0.9%，跑赢/跑输大盘 (0.6%)，马来西亚可选消费 (+0.6%) / 日常消费板块 (-1.4%) 跑赢/跑输大盘 (+0.5%)。在新加坡、泰国市场可选及必选消费表现均跑输大盘。

估值：必选消费在泰国、马来西亚和越南市场估值分位小幅下降。 截至 6 月底，自 2019 年以来，泰国必选/可选消费的 PE 历史分位数为 44%/4%；马来西亚日常/可选消费的 PE 历史分位数为 97%/95%。自 2024 年以来，越南必选消费的 PE 历史分位数为 4%。在印尼、新加坡和菲律宾市场，消费板块 PE 历史分位水平平均有所上涨。

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



资料来源: Factset, HTI

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@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

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%。2Q24 新加坡/马来西亚/越南 GDP 当季同比增速分别为 2.9%/5.8%/6.9%。

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				1H24		1Q24GDP	2023GDP
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	(不变价)	(不变价)
印尼	5.00%	5.50%	5.70%	5.00%	5.00%	5.20%	4.90%	5.00%	5.10%		14195	57642
新加坡	4.20%	4.60%	4.20%	2.40%	0.50%	0.50%	1.00%	2.20%	2.70%	2.90%	7129	28152
菲律宾	8.10%	7.50%	7.70%	7.10%	6.40%	4.30%	6.00%	5.50%	5.80%		6674	27082
马来西亚	4.80%	8.80%	14.10%	7.10%	5.70%	2.90%	3.30%	3.00%	3.90%	5.80%	5934	24182
泰国	1.90%	2.40%	4.40%	1.30%	2.60%	1.80%	1.40%	1.70%	1.50%		5660	22041
越南	5.10%	7.80%	13.70%	5.90%	3.30%	4.10%	5.50%	6.70%	5.70%	6.90%	4063	17368

资料来源：wind, HTI

2024 年 6 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 2.5%/2.4%/3.7%/ 2.0%/0.6%/4.3%，环比增速分别为-0.1%/ -0.2%/0.1% /NA（尚未披露）/0.6%/0.05%。

表 2 东南亚主要国家近期 CPI 数据

		2Q23	3Q23			4Q23			1Q24			2Q24		
		Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24
CPI:同比	印尼	3.5%	3.1%	3.3%	2.3%	2.6%	2.9%	2.6%	2.6%	2.8%	3.1%	3.0%	2.8%	2.5%
	新加坡	4.5%	4.1%	4.0%	4.1%	4.7%	3.6%	3.7%	2.9%	3.4%	2.7%	2.7%	3.1%	2.4%
	菲律宾	5.4%	4.7%	5.3%	6.1%	4.9%	4.1%	3.9%	2.8%	3.4%	3.7%	3.8%	3.9%	3.7%
	马来西亚	2.4%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%
	泰国	0.2%	0.4%	0.9%	0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.8%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	0.2%	1.5%	0.6%
	越南	2.0%	2.1%	3.0%	3.7%	3.6%	3.4%	3.6%	3.4%	4.0%	4.0%	4.4%	4.4%	4.3%
CPI:环比	印尼	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.0%	0.4%	0.5%	0.3%	0.0%	-0.1%
	新加坡	0.5%	-0.2%	0.9%	0.5%	0.2%	-0.2%	0.4%	-0.7%	1.0%	-0.1%	0.1%	0.7%	-0.2%
	菲律宾	0.2%	0.1%	1.1%	1.1%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%
	马来西亚	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
	泰国	0.6%	0.0%	0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.9%	0.6%	-0.3%
	越南	0.3%	0.5%	0.9%	1.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	1.0%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.2%

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 5 月的零售指数分别为 233/103/179/NA（尚未披露）（2015 年=100），2024 年 4 月的零售指数分别为 243/95/179/118。

表 3 部分国家零售指数表现情况

		2Q23	3Q23				4Q23			1Q24			2Q24	
		23-Jun	23-Jul	23-Aug	23-Sep	23-Oct	23-Nov	23-Dec	24-Jan	24-Feb	24-Mar	24-Apr	24-May	
零售指数 (2015 年=100)	印尼	222.9	203.3	204.1	201.1	207.5	207.9	218.1	210.5	214.1	222.8	243.2	233.9	
	新加坡	100.9	103.9	105.3	102.8	105.8	109.2	124.8	110.5	100.2	104.6	95.3	102.9	
	马来西亚	169.1	170.3	172.8	174.5	173.3	174.5	177.6	173.5	174.5	177.6	179.2	179.3	
	泰国	108.2	105.8	106.1	110.9	122.7	123.8	132.6	122	111.2	115.5	117.7	NA	
零售指数: 同比	印尼	7.9%	1.5%	1.1%	1.5%	2.4%	2.1%	0.2%	1.1%	6.4%	9.3%	0.1%	4.6%	
	新加坡	1.6%	0.2%	2.9%	-0.2%	-2.6%	-0.5%	-4.4%	-3.2%	8.0%	1.2%	-6.0%	-2.0%	
	马来西亚	2.6%	2.7%	3.8%	3.8%	2.3%	2.9%	3.6%	1.4%	4.6%	5.4%	3.5%	0.1%	
	泰国	-0.6%	0.5%	-2.5%	3.1%	17.6%	11.6%	13.7%	11.0%	3.9%	-3.7%	0.2%	NA	

资料来源：马来西亚统计局, HTI

6 月印尼/马来西亚市场+0.6%/0.5%，泰国/越南/新加坡市场-2.7%/-2.6%/-0.1%；2024 年初至今，马来西亚/越南/新加坡市场+18.5%/+11.0%/+6.0%，泰国/印度尼西亚-7.2%/-1.1%。6 月印尼/泰国/新加坡/和马来西亚月度成交额超过千亿元人民币。

表 4 6 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 (亿元 RMB)	总市值 (亿元 RMB)
印度尼西亚	0.6%	-1.1%	10.8%	1,027	53,736
泰国	-2.7%	-7.2%	-12.3%	1,610	28,456
新加坡	-0.1%	6.0%	8.3%	1,120	29,000
马来西亚	0.5%	18.5%	37.4%	1,116	33,002
越南	-2.6%	11.0%	18.3%	83	18,497

资料来源: bbg, wind, HTI, 截至 2024 年 5 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 Multistrada (+12.7%)、马山消费 (9.1%)、MR DIY (+7.2%)；跌幅前三的公司是泰国酿酒 (-10.0%)、SIAM GLOBAL HOUSE (-8.0%)、资产世界公司 (-7.4%)。

表 5 6 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	-10.0%	-12.9%	-16.0%	11.51	606
泰国	CP AXTRA	CPAXT TB Equity	-2.7%	-0.6%	-31.5%	32.43	570
新加坡	云顶新加坡	GENS SP Equity	-3.9%	-12.4%	-10.9%	17.08	560
印尼	INDOFOOD	ICBP IJ Equity	1.0%	-3.3%	-10.5%	21.85	534
印尼	联合利华印尼	UNVR IJ Equity	-1.9%	-14.9%	-31.0%	23.17	512
马来西亚	Alfamart	AMRT IJ Equity	-1.8%	-3.9%	5.2%	32.46	508
印尼	马山消费	MCH VN Equity	9.1%	148.9%	218.3%	21.90	455
印尼	雀巢马来西亚	NESZ MK Equity	-4.9%	4.3%	-7.4%	43.28	439
越南	越南乳业	VNM VN Equity	-0.9%	-2.8%	4.5%	16.61	391
马来西亚	卜蜂印尼	CPIN IJ Equity	-2.4%	1.6%	5.0%	29.91	370
印尼	SAMPOERNA	HMSP IJ Equity	-2.1%	-13.1%	-16.6%	10.14	367
马来西亚	IOI 集团	IOI MK Equity	-3.9%	-5.3%	2.7%	28.70	354
泰国	KUALA LUMPUR KEPONG	KLK MK Equity	-2.6%	-3.0%	1.5%	40.55	349
越南	MINOR INTERNATIONAL	MINT TB Equity	-1.6%	1.8%	-9.5%	21.93	336
马来西亚	PPB 集团	PEP MK Equity	-3.4%	2.1%	-9.7%	15.02	313
泰国	MR DIY	MRDIY MK Equity	7.2%	35.4%	26.4%	31.75	283
马来西亚	云顶集团	GENT MK Equity	-1.7%	5.0%	15.9%	12.77	279
马来西亚	移动世界投资	MWG VN Equity	-1.7%	48.2%	61.9%	87.19	260
泰国	家居产品中心	HMPRO TB Equity	-2.1%	-22.6%	-30.6%	18.59	241
马来西亚	奥兰集团	OLG SP Equity	-0.9%	16.6%	-14.2%	17.67	234
新加坡	云顶马来西亚	GENM MK Equity	-3.8%	-1.7%	7.4%	27.69	223
印尼	Multistrada	MASA IJ Equity	12.7%	42.3%	44.3%	42.71	220
越南	资产世界公司	AWC TB Equity	-7.4%	-3.3%	-28.4%	21.06	220
越南	西贡啤酒饮料	SAB VN Equity	1.0%	-3.2%	-21.5%	18.17	220
泰国	DFI RETAIL 集团	DFI SP Equity	-3.6%	-16.9%	-30.0%	79.38	187
新加坡	金光农业资源	GGR SP Equity	1.9%	4.2%	4.2%	17.71	184
新加坡	BERLI JUCKER PUBLIC	BIC TB Equity	-3.2%	-15.1%	-39.4%	21.55	169
泰国	SIAM GLOBAL HOUSE	GLOBAL TB Equity	-8.0%	-6.2%	-15.7%	30.95	154

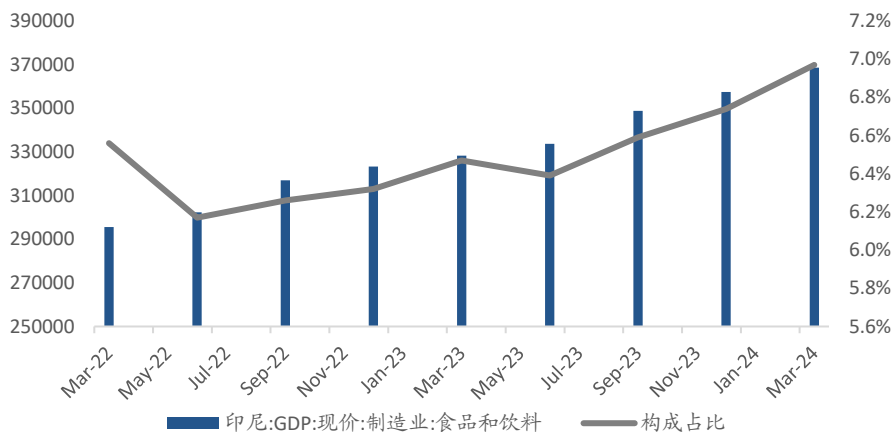
资料来源: bbg, HTI, 截至 2024 年 6 月 28 日

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：6月通货膨胀持续放缓3个月

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

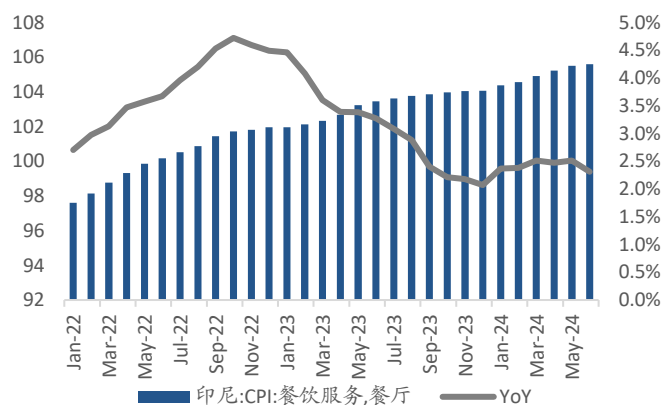
2024 年 6 月印尼 CPI 同比增长 2.5%，其中食品饮料及烟草 CPI 同比增长 5.0%，环比下降 0.1%。餐饮服务及餐厅 CPI 同比增长 2.3%。食品、饮料和烟草价格下降约 0.5%，推动通货膨胀率放缓 0.14%。由于货币政策的一致性以及印度尼西亚银行与政府在国家地区通过加强各地区的国家食品通货膨胀控制运动(GNPIP)来控制通货膨胀的密切协同作用，通货膨胀保持在目标范围内。

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

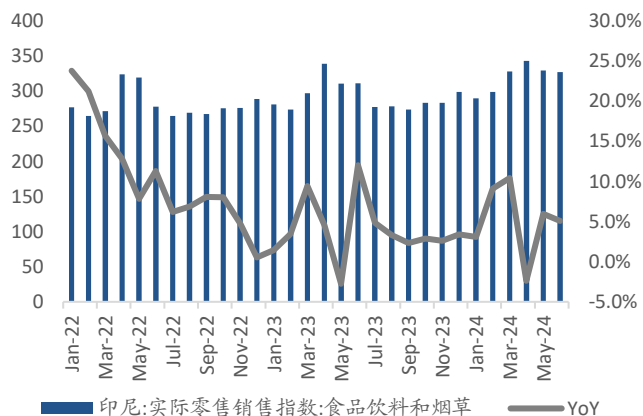
根据印尼央行，2024年5月印尼消费者信心指数为123.3，2023年同期为127.1。2024年5月食品饮料和烟草实际零售销售指数为327.5，同比增长5.1%。

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

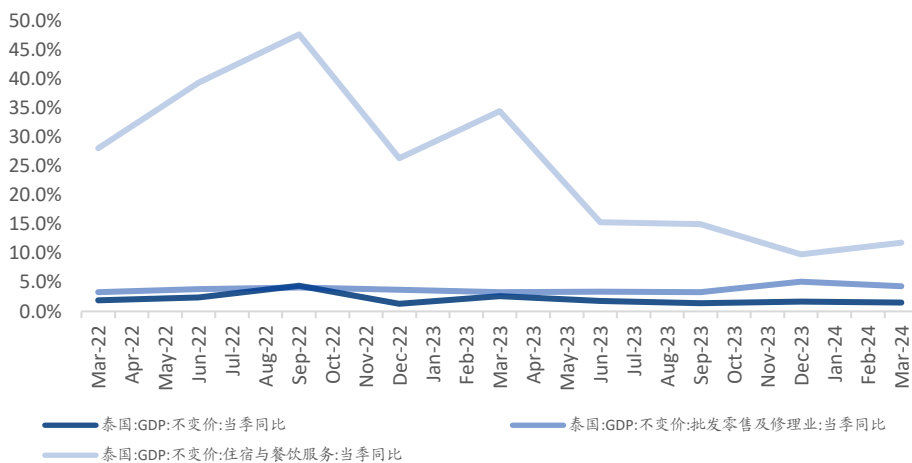


资料来源：印尼央行，wind，HTI

1.2 泰国：通货膨胀率持续增长4个月 after 出现放缓

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%。

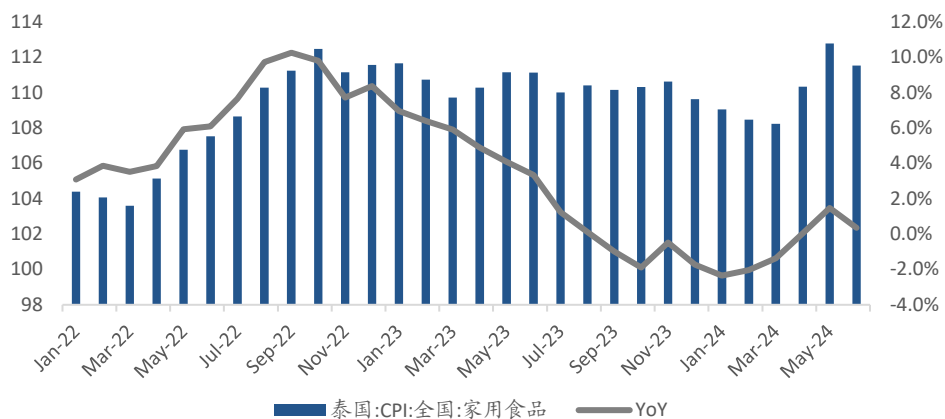
图6 2022-至今泰国 GDP 增速表现



资料来源：泰国央行，wind，HTI

根据泰国央行，2024年6月泰国CPI水平同比增长0.6%，环比下降0.3%。根据泰国经济和贸易指标局，家用食品CPI同比增长0.4%。通货膨胀率在连续4个月上涨之后，出现下降。从2024年5月起低电价影响已经结束，此外极端炎热天气已经过去，天气条件利于种植，因此新鲜食品价格有所下降。

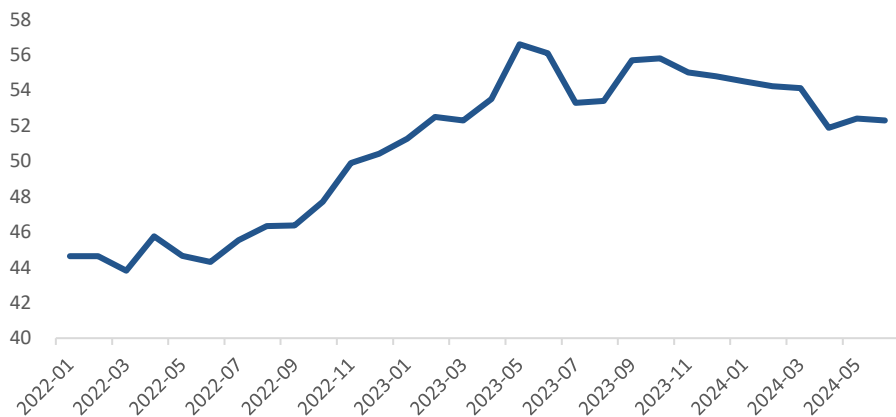
图 7 2022-至今泰国家用食品 CPI 表现



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6月泰国消费者信心指数为52.3，2023年同期为56.1。虽然消费者信心指数有所下降，但表现相对稳定。

图 8 2022-至今泰国消费者信心指数

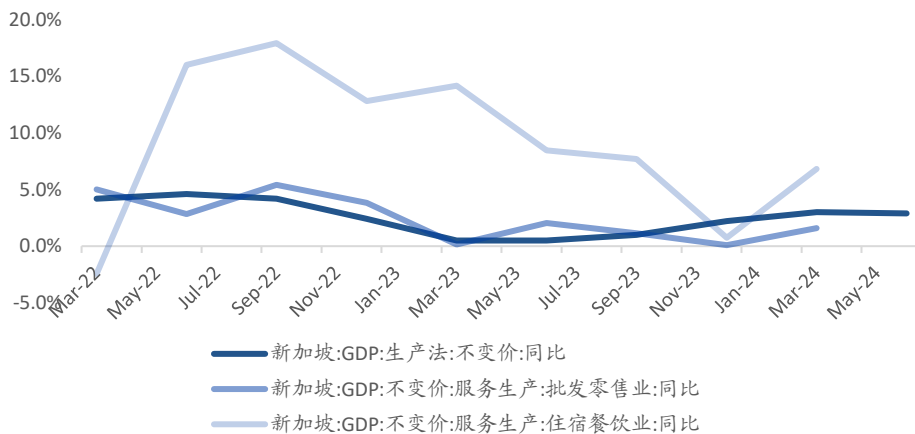


资料来源：泰国贸易和经济指标局，wind，HTI

1.3 新加坡：GDP 增速高于预估，通货膨胀有所放缓

1Q24 新加坡 GDP（不变价）总计同比增长 2.9%，高于预估值 2.7%。其中住宿和餐饮服务、房地产、行政及支持服务和其他服务业在第二季度同比增长 1.9%，低于上一季度的 3.0%。在这些板块中，除房地产和餐饮服务外，其他所有板块在季度内均有增长。国际游客到访持续恢复支撑住宿和行政及支持服务部门实现较高增长。展望全年，旅游相关部门（住宿、餐饮、零售）的增长速度可能会随着后疫情时期这些服务需求的释放效应减弱而放缓。

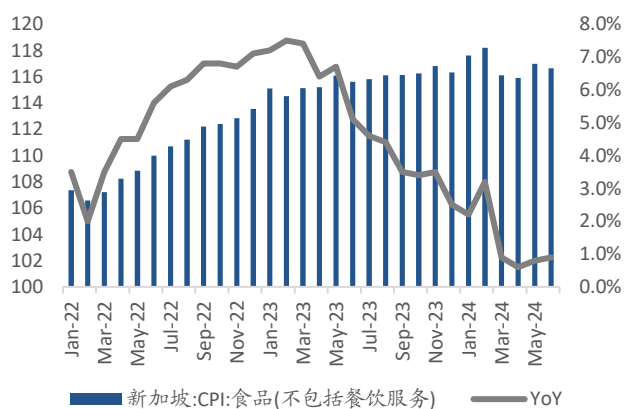
图 9 1Q22 至 2Q24 新加坡 GDP 增速表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

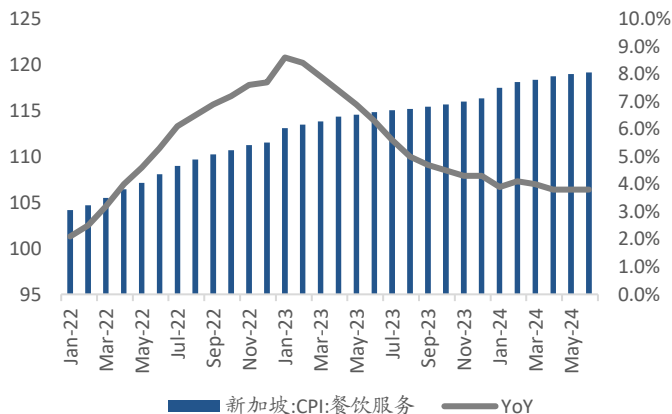
根据新加坡国家统计局数据，2024 年 6 月新加坡 CPI 水平，同比增长 2.4%，其中食品（不包括餐饮服务）CPI 水平同比增长 0.9%，餐饮服务 CPI 水平同比增长 3.8%。根据官方披露，私人交通费下降以及零售与服务相关板块通胀有所下降，带来整体通胀水平下降。

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

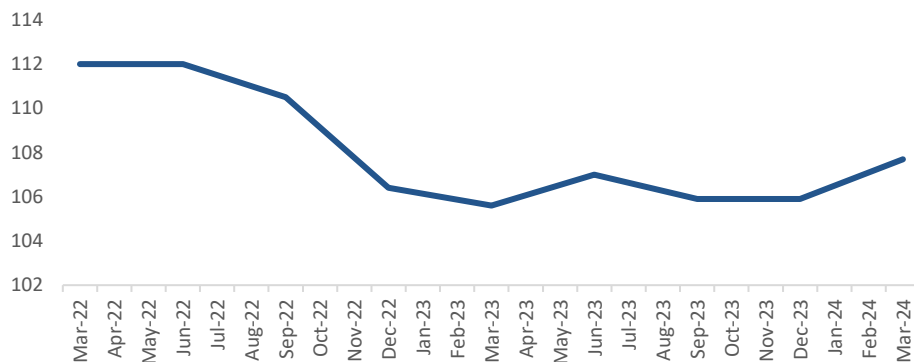
图 11 2022-至今新加坡餐饮服务 CPI 及增速（2019 年=100）



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。

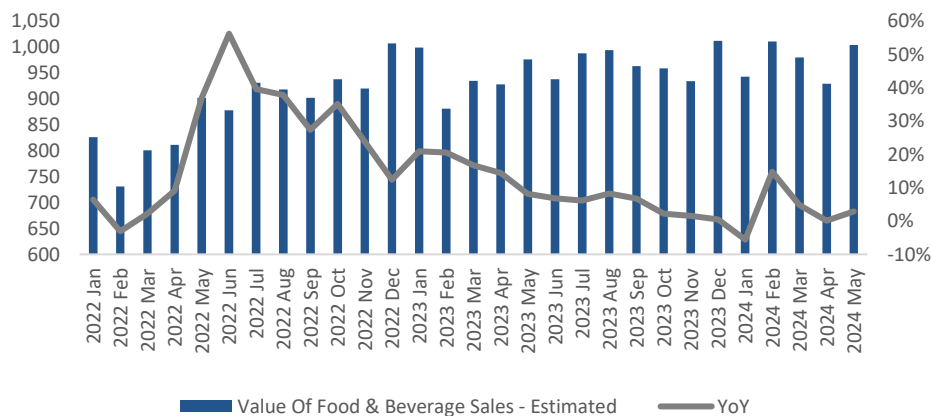
图 12 1Q22-1Q24 新加坡综合领先指数



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 5 月新加坡的食品饮料交易额为 10 亿新币，同比增长 2.9%，环比增长 2.1%。其中宴席营业额增长 18.8%，咖啡厅及快餐店营业额分别增长 4.5%/0.9%，餐厅营业额下滑 1.4%。

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）

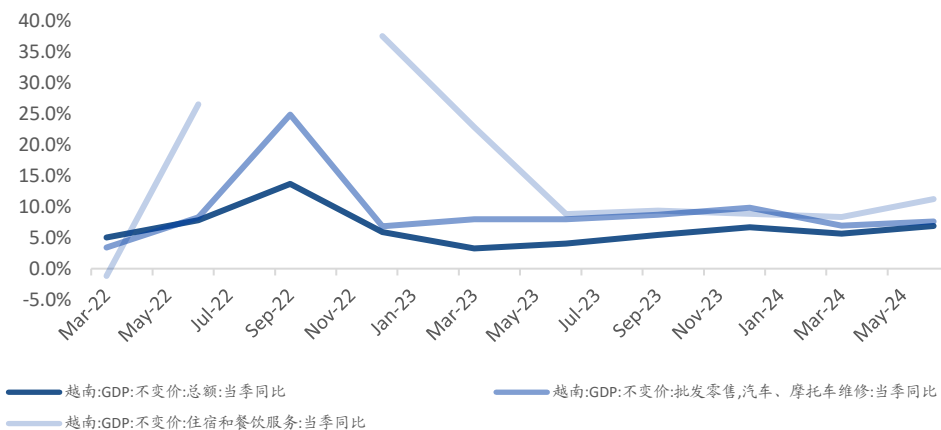


资料来源：新加坡国家统计局，HTI

1.4 越南: GDP 加速上涨, CPI 维持较高水平

1Q24 越南 GDP (不变价) 总计, 同比增长 6.9%。显著高于市场预期的 5.5%-6.0% 区间, 接近越南政府设定的 2024 年 GDP 增速 6.0%-6.5% 目标上沿。。按季节性看, 2Q24 增速仅低于 2Q22 (7.83%)。而 2022 年高增速除了经济自身发展外, 还得益于 2021 年新冠疫情带来的低基数效应。其中批零及维修行业 GDP 当季同比增长 7.6%, 住宿餐饮服务行业 GDP 当季同比增长 11.26%。

图 14 1Q22 至 2Q24 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

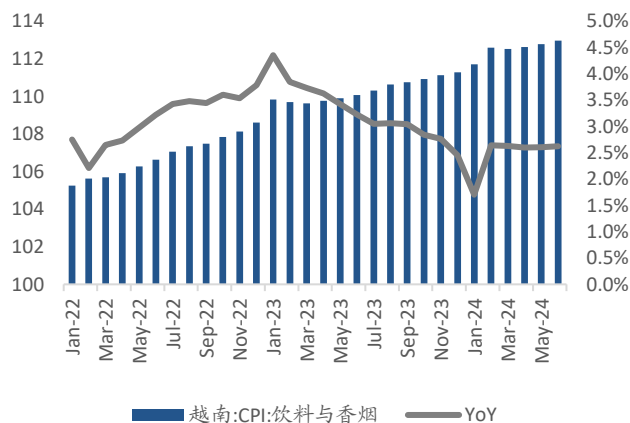
根据越南统计局, 2024 年 6 月越南 CPI 水平同比增长 4.3%, 环比增长 0.17%。在 11 类主要商品和服务中, 共有 10 类商品价格同比上涨, 只有邮政电信类价格指数同比下降 1.2%。餐饮业 CPI 同比增长 4.7%, 饮料与香烟 CPI 同比增长 2.6%。2024 年前 6 个月的平均通胀约为 4.08%, 略高于可控上限 4.0%。

图 15 2022-至今越南餐饮业 CPI 及增速 (2019 年=100)



资料来源: 越南统计局, 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

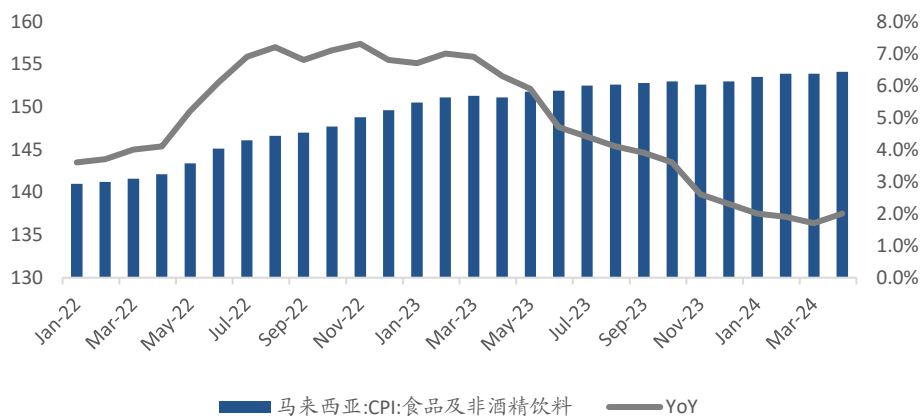
根据官方披露, 2Q24 越南 CPI 同比增长 4.4%, 其主要原因在于餐厅和饮食服务类在本季度同比增长 4.5%, 使 CPI 增长了 1.5pct。此外, 住房、水电、燃料和建材类价格同比上涨 5.6%, 使 CPI 增长 1.1pct。教育类价格同比增长 8.2%, 使 CPI 增长 0.5pct; 药品和医疗服务类价格同比增长 7.6%, 使 CPI 增长 0.4pct; 交通类价

格增长 4.3%，使 CPI 增长 0.4pct。在价格下降的商品类中，邮政电信类价格同比下降 1.4%，使 CPI 下降 0.04pct。

1.5 马来西亚：CPI 呈持续上涨趋势

根据马来西亚央行，2024 年 6 月马来西亚 CPI 水平同比增长 2.0%。食品及非酒精饮料行业 CPI 同比增长 2.0%。马来西亚首席统计师拿督 Seri Mohd Uzir Mahidin 博士说，通货膨胀的增加是由主要的餐饮和住宿服务(3.3%)以及住房、水、电、煤气和其他燃料(3.2%)的增长推动的。而服装鞋帽、保险以及金融服务同比有所下降(0.1%)。

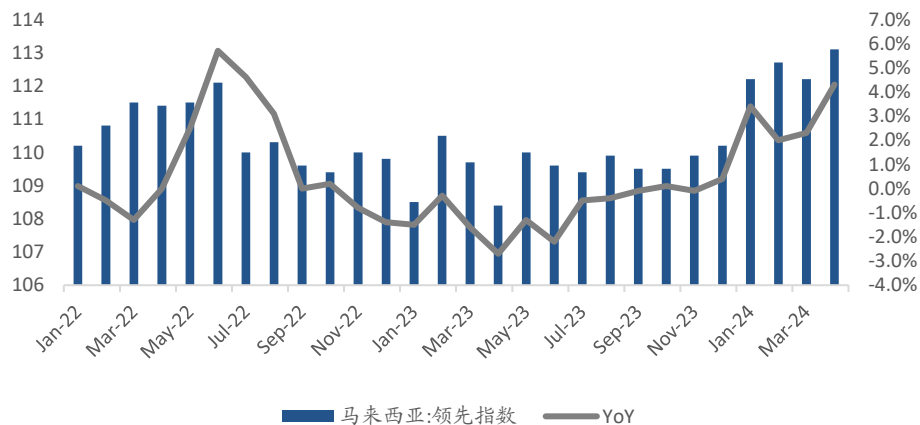
图 17 2022-至今马来西亚食品及非酒精饮料 CPI 及增速（2010 年=100）



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 4 月马来西亚领先指数为 113.1（2015 年=100），同比增长 4.3%。

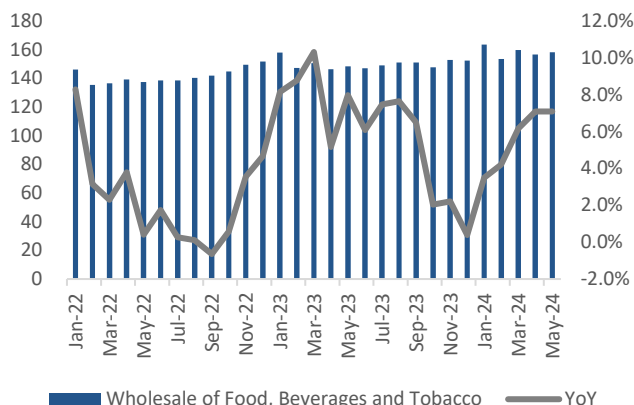
图 18 2022-至今马来西亚领先指数



资料来源：马来西亚统计局，wind，HTI

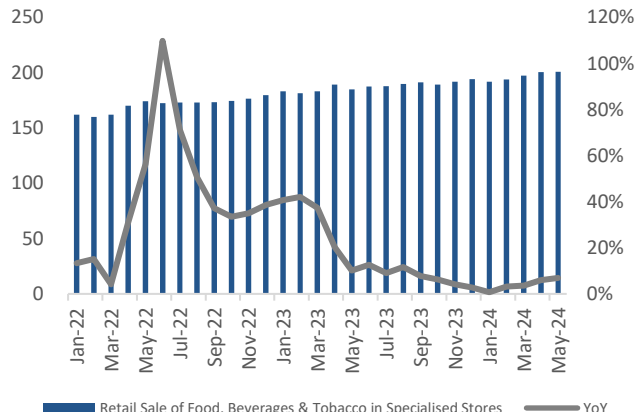
根据马来西亚国家统计局数据，2024年5月批发板块食品饮料指数为158.2（2015年水平为100），同比增长7.1%；零售板块食品饮料指数为200.7（2015年水平为100），同比增长6.9%。

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：通货膨胀水平持续增长4个月 after 出现放缓

根据菲律宾统计局，2024年6月CPI同比增长3.7%，通货膨胀率在连续4个月的上涨之后出现下降，1-6月平均通胀水平为3.5%。2024年6月整体通货膨胀率下降的主要原因是住房、水、电、气和其他燃料的同比较低，从2024年5月的0.9%降至0.1%。交通运输指数的同比增速从2024年5月的3.5%降至2024年6月的3.1%，以及餐饮和住宿服务指数的同比增速从上个月的5.3%降至2024年6月的5.1%。食品及非酒精饮料行业CPI同比增长6.1%，酒精饮料行业CPI同比增长3.8%。

图21 2022-至今菲律宾食品及非酒饮料CPI（2018年=100）



资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

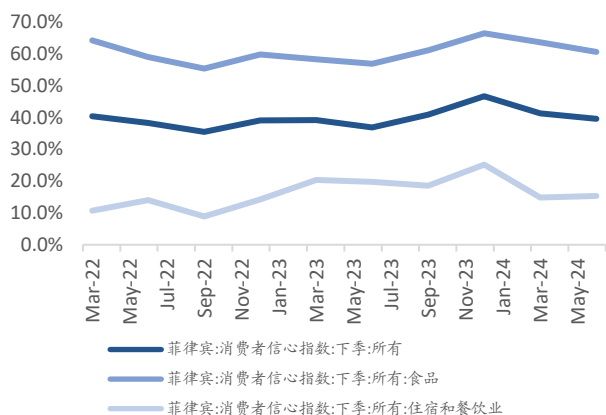
图22 2010-至今菲律宾酒精饮料CPI及增速（2018年=100）



资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

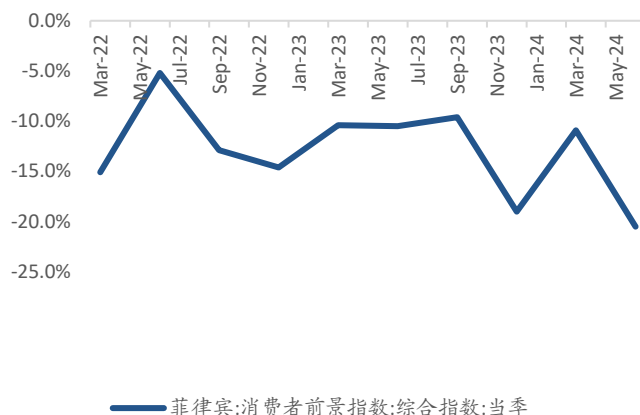
根据菲律宾央行数据，2Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）水平为 39.6%，其中食品行业指数为 60.6%，住宿和餐饮行业指数为 15.3%，2Q23 期间水平分别为 36.9%/56.9%/19.8%。此外，2Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）水平为-20.5%，1Q23 期间水平为-10.5%。

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）



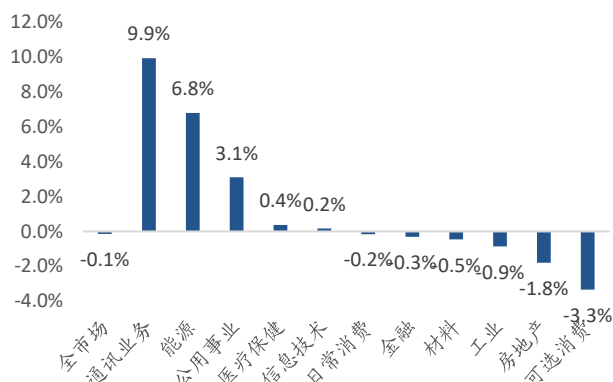
资料来源：菲律宾央行，HTI

2. 资本市场：6月整体消费疲软，仅越南消费表现强势

2.1 涨跌幅度：可选、必选消费在多个资本市场表现弱于大盘

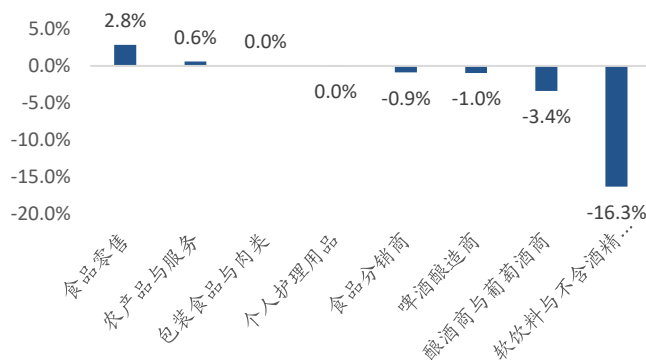
从新加坡一级行业涨跌幅来看，6月通讯业务(+9.9%)、能源(+6.8%)涨幅居前，可选消费(-3.3%)跌幅第一。日常消费品/可选消费-0.2%/-3.3%，均跑输大盘(-0.1%)，子行业中食品零售、农产品与服务与包装食品与肉类收涨。

图25 6月新加坡一级行业涨跌幅



资料来源：wind，HTI

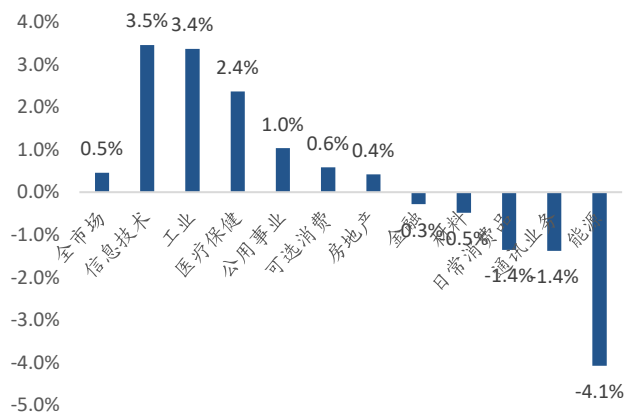
图26 6月新加坡日常消费品子行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind，HTI

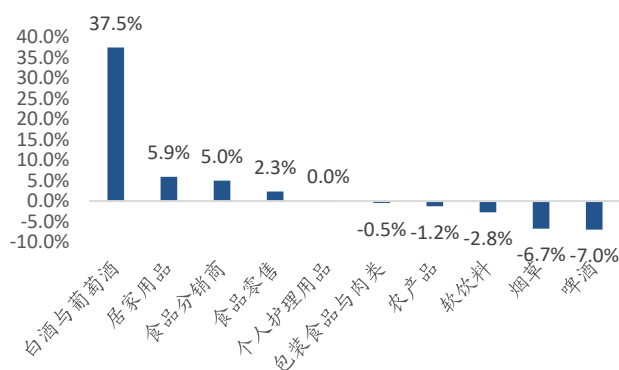
从马来西亚一级行业涨跌幅来看，6月信息技术(+14.1%)、公共事业(+8.4%)涨幅居前，能源(-4.1%)跌幅较大。可选消费板块(+0.6%)跑赢大盘(+0.5%)，日常消费品(-1.4%)跑输大盘。日常消费子行业中，白酒与葡萄酒、居家用品、食品分销商涨幅位居前三。

图27 6月马来西亚一级行业涨跌幅



资料来源：wind，HTI

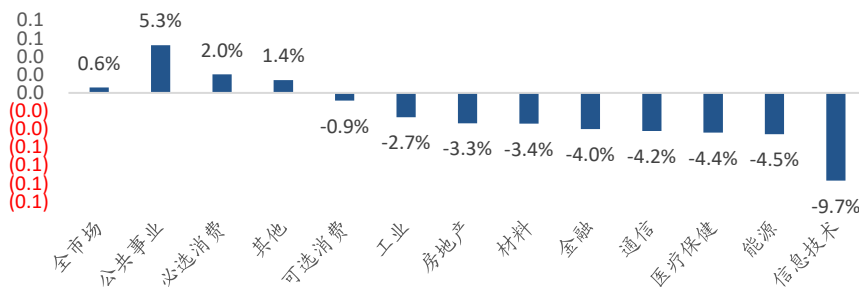
图28 6月马来西亚日常消费品子行业涨跌幅



资料来源：wind，HTI

从印尼一级行业涨跌幅来看，6月公共事业(+5.3%)、必选消费(+2.0%)收涨，其他板块均下跌。必选消费/可选消费行业+2.0%/-0.9%，跑赢/跑输大盘(0.6%)。

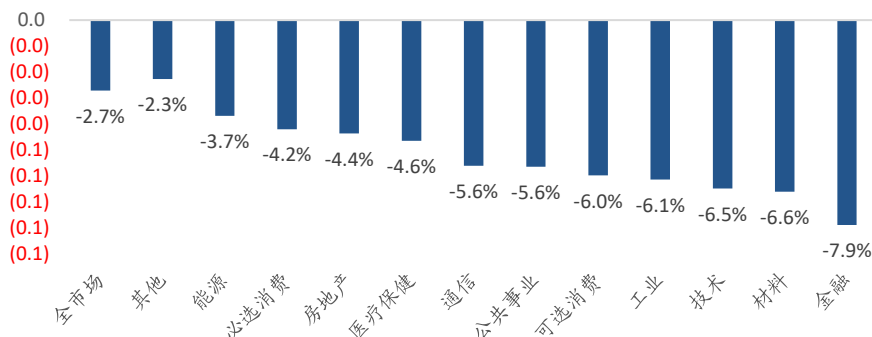
图29 5月印尼一级行业涨跌幅



资料来源: bbg, HTI

从泰国一级行业涨跌幅来看，6月整体收跌，必选消费/可选消费涨幅-4.2%/-6.0%，均跑输大盘。

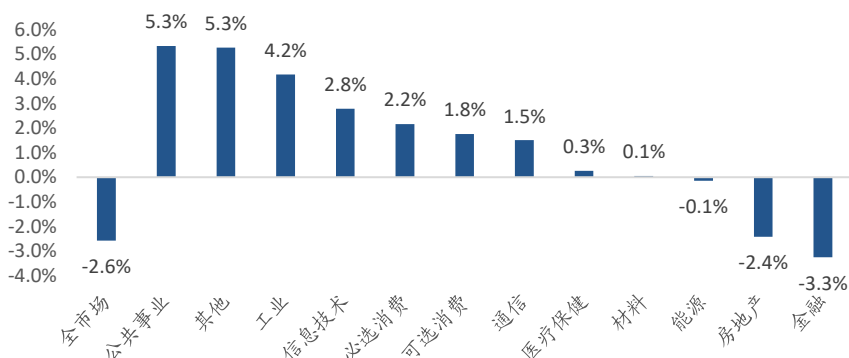
图30 6月泰国一级行业涨跌幅



资料来源: bbg, HTI

从越南一级行业涨跌幅来看，6月多数板块收涨，公共事业(+5.3%)、工业(+4.2%)、信息技术(+2.8%)涨幅居前，可选消费/日常消费板块+1.8%/+2.2%，跑赢大盘(-2.6%)。

图31 6月越南一级行业涨跌幅

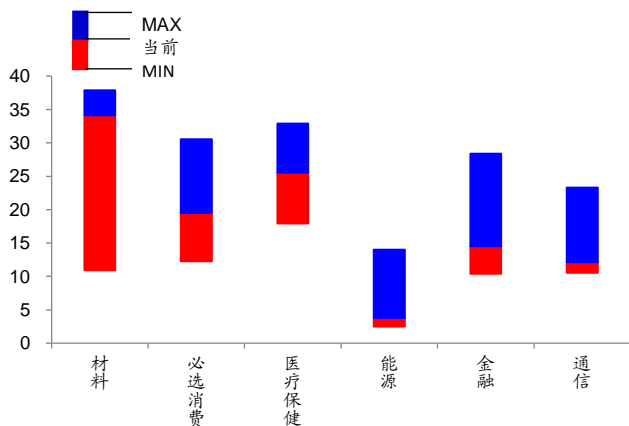


资料来源: bbg, HTI

2.2 估值水平：必选消费在泰国、新加坡和马来西亚市场估值分位小幅下降

截至 2024 年 6 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 (3%) 和金融 (9%)。必选消费的 PE 历史分位数为 60%，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

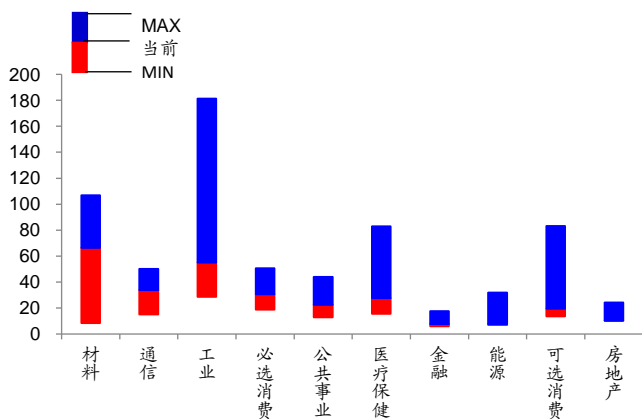
图33 印尼必选消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

截至 2024 年 6 月末，泰国一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10% 以下的行业包括房地产 (0%)、可选消费 (4%)、能源 (6%)、金融 (7%)。必选消费/可选消费的 PE 历史分位数为 44%/4%。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

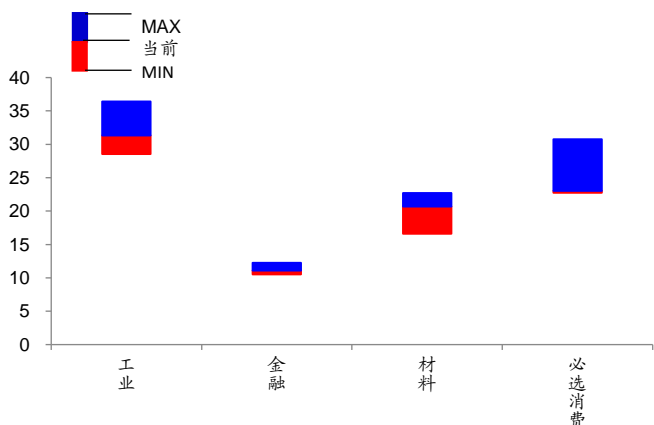
图35 泰国必选消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

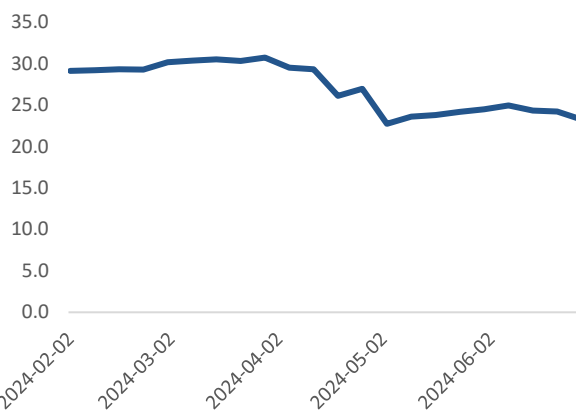
截至 2024 年 6 月末，越南一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2024 年以来相对低位的行业有必选消费 (4%)，2024 年 2 月至今最高/最低水平分别为 30.7X/22.7X。

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

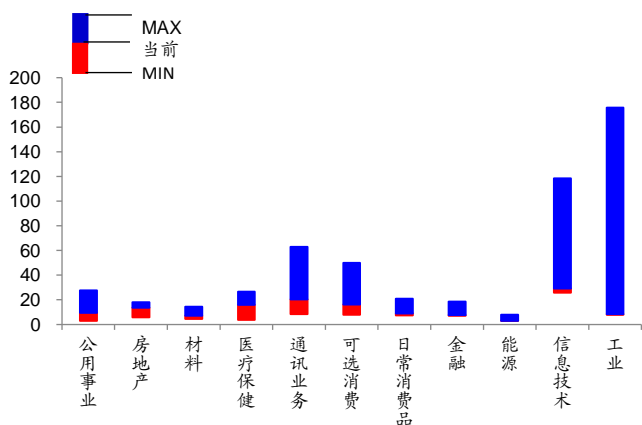


资料来源: 彭博, HTI

截至 2024 年 6 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 (2%)、能源 (3%) 和金融 (4%)。可选消费的 PE 历史分位数为 30%, 日常消费的 PE 历史分位数为 17%。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。

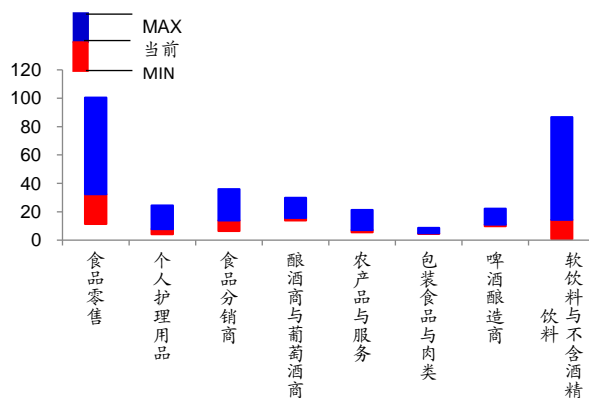
新加坡日常消费品子行业 PE 历史分位数处于 2019 年以来较低的是酒酿造商 (3%) 和酿酒商与葡萄酒商 (6%)。PE 绝对值最低的行业分别是包装食品与肉类 (4.8X)、农产品与服务 (7.0X) 以及个人护理用品 (7.7X)。

图38 新加坡市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



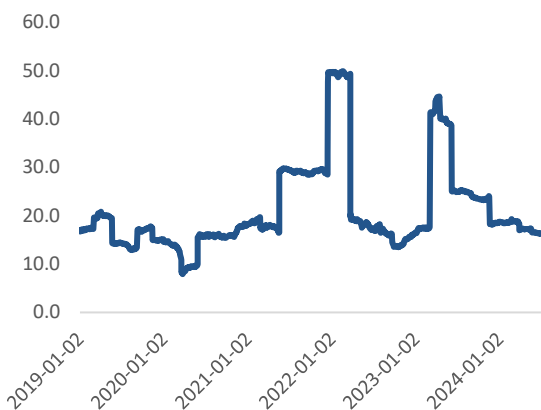
资料来源: wind, HTI, 能源剔除了 2019-1-1 至 2022-9 之间估值大于 400 的部分

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



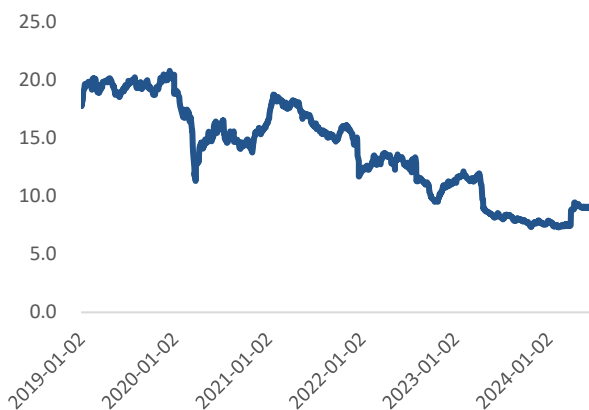
资料来源: wind, HTI

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

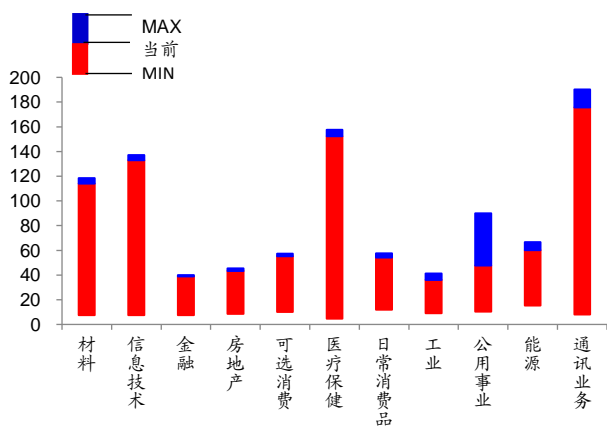


资料来源: wind, HTI

截至 2024 年 5 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。可选消费/日常消费 PE 历史分位数为 97%/95% (55.4X)。2019 年至今日常消费板块 PE 最高/最低水平分别为 57.6X/11.9X，可选消费板块 PE 最高/最低水平分别为 57.2X/10.1X。

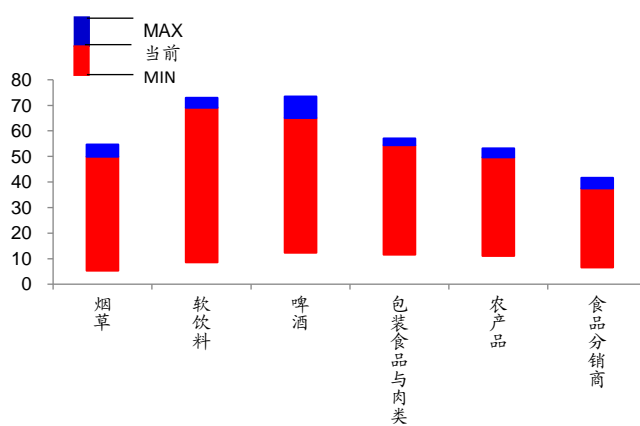
马来西亚日常消费品子行业中食品分销商 PE 历史分位数均处于 2019 年以来 73%，其他板块均处于 90% 以上。PE 绝对值最低的行业分别是食品分销商 (37.5X)、农产品 (49.7X)。

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



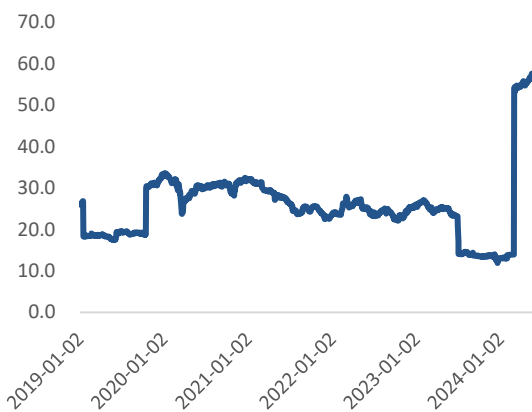
资料来源: wind, HTI

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

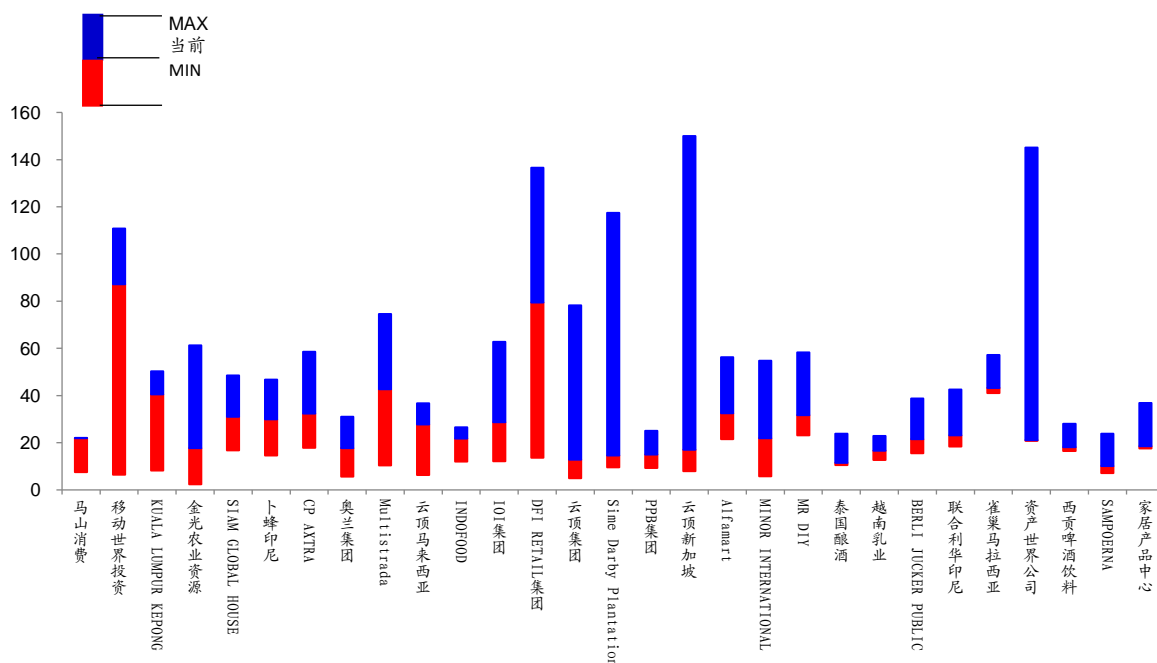


资料来源: wind, HTI

2.3 公司表现: 超半数公司市盈率分位数处于 2019 年以来 50% 以下

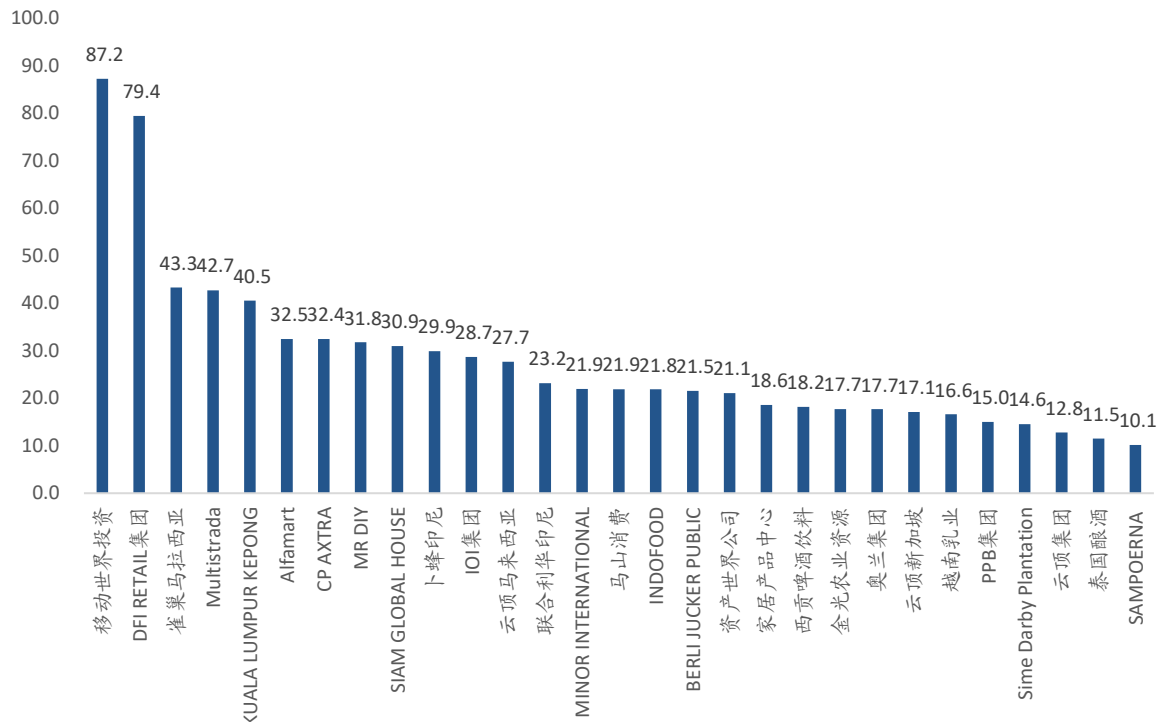
截至 2024 年 6 月末, 在东南亚消费板块重点个股中, PE (TTM) 历史分位数排名最高的有马山消费 (100%), 移动世界投资 (96%), 金光农业资源 (91%)。PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10% 以下的有泰国酿酒 (0), 家居产品中心 (1%), 资产世界公司 (1%)。

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 6 月 28 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 6 月 28 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	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
HMSP IJ 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
GEMM 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%	1.2%	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	
MRIY 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	建筑装修材料	-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 6 月 28 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%
MWG 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%	7.7%
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 6 月 28 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
7月25日	印尼盾兑美元下跌 0.3%，报 16,260，创 7 月 10 以来的最低水平 https://flash.jin10.com/detail/20240725103206222800
7月25日	印尼正式启动“黄金签证”计划，吸引外国投资者 https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2024-07-25/doc-incfiqvi5327375.shtml
7月25日	泰国将 2024 年汽车产量预测下调 10.5%至 170 万辆 https://wallstreetcn.com/livenews/2759798
7月25日	泰国斥巨资增加收购越南蔬果 http://news.foodmate.net/2024/07/693550.html
7月25日	截至 7 月 24 日的一周内，新加坡近 10 个月来首次成为净柴油进口国 http://view.jin10.com/news20240725163706158800.html
7月23日	华为云 2023 年新加坡业务 100%增长 https://www.c114.com.cn/news/116/a1269093.html
7月18日	印度和马来西亚将加强在农业领域合作 (wind)
7月18日	马来西亚要求印度放宽对大米、糖等农产品出口限制 (wind)
7月23日	菲律宾农业部长：2024 年大米进口量将不会达到 470 万吨 http://view.jin10.com/news20240723121712152800.html
7月22日	菲律宾宣布全面禁止离岸博彩业 (wind)
7月24日	越南边境四省与广西洽口岸建设和旅游合作 https://www.sohu.com/a/795832471_123753?scm=1102.xchannel:325:100002.0.6.0
7月25日	美国推迟决定是否认定越南“市场经济”地位 (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: 2Q24 GDP performance in some regions exceeded expectations. During 2Q24, the GDP growth rate of Singapore/Vietnam/Malaysia was 2.9%, 6.9% and 5.8%, both of which exceeded market expectations. The recovery of the global economy has led to the recovery of external demand, combined with the continued strong performance of domestic demand, which has brought positive factors to the macroeconomic growth of Southeast Asia. At the same time, a resurgence of inflation and sustained monetary and fiscal tightening in Southeast Asia have constrained the region's rapid economic recovery. Overall, the macroeconomic growth rate of the six Southeast Asian countries in 1H24 was basically the same as that of the previous year, and still showed moderate recovery characteristics.

CPI: The overall inflation rate of the six countries picked up again during 1H24, and the inflation rate slowed down in June. In June, the CPI growth rate in Southeast Asia showed a slowing trend, and the inflation rate in Indonesia/Singapore/Philippines/Malaysia/Thailand/Vietnam was 2.5%/2.4%/3.7%/2.0%/0.6%/4.3%, respectively. Among them, Thailand and the Philippines ended four months of continuous gains. High price pressures on food and foodstuffs have eased in most countries, with the end of extreme weather, the resumption of agricultural labor, and the stabilization of agricultural prices. Lower prices for shallots, tomatoes and pedigree chicken led to a month-on-month contraction in Indonesia. 1H24 The geopolitical environment continues to be tense, the international energy supply and demand balance is tightening, and the international food and other agricultural commodities prices return to the price increase channel. In this context, CPI in the six Southeast Asian countries showed a second overall rise in 1H24.

Consumption: The performance of consumption-related indicators is mixed in most countries. In June, the Indonesian food, beverage and tobacco real retail sales index was 327.5, an increase of 5.1%, and the Indonesian consumer confidence index was 123.3, which weakened for two consecutive months. Thailand's consumer confidence index was 52.3 in June, weaker than the previous month and lower than the same period in 2023. The value of food and beverage transactions in Singapore in June increased by 2.9% year-on-year, showing a stable performance, including a decline in restaurant operations. Singapore's retail sales index fell for the second consecutive month to 102.9.

Stock markets: Consumer sector indexes in most countries underperformed in June. In June, Vietnam's optional consumption/daily consumption sector (+1.8%)/(+2.2%), outperformed the market (-2.6%), Indonesia's mandatory consumption/optional consumption sector +2.0%/-0.9%, outperformed/underperformed the market (0.6%), Malaysia's Consumer Optional (+0.6%)/daily consumption sector (-1.4%) outperformed/underperformed the broader market (+0.5%). In Singapore and Thailand, both optional and mandatory consumption underperformed the market.

Valuation: The market valuation of mandatory consumption in Thailand, Malaysia and Vietnam has decreased slightly. As of the end of June, the historical quantile of PE for mandatory/optional consumption in Thailand since 2019 was 44%/4%; The historical quantile of PE for daily/optional consumption in Malaysia is 97%/95%. The historical quantile of PE for mandatory consumption in Vietnam since 2024 is 4%. In the markets of Indonesia, Singapore and the Philippines, the historical level of PE in the consumer sector has increased.

Risk alert: 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，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，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.

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@htsec.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@htsec.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.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

评级分布 Rating Distribution

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's

views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

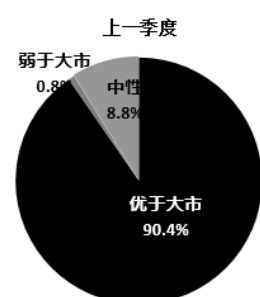
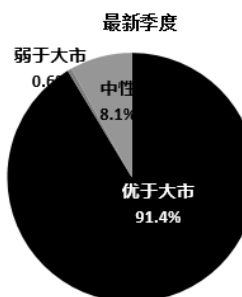
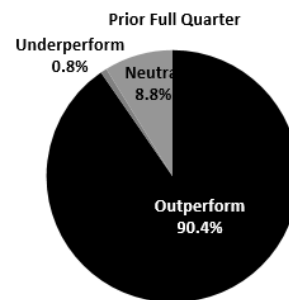
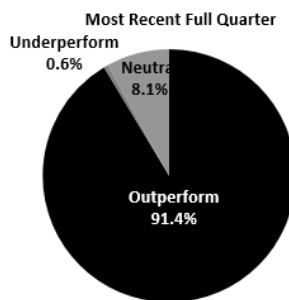
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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



截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

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

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

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

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

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJK"), 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, HTIJK 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 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 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 HTIJK 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") 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>
