

首次覆盖：名酒复兴正当时，武陵飘香传万家

600559 CH
Hebei Hengshui Laobaigan Liquor
Rating: **OUTPERFORM**
Target Price: Rmb27.46

Huijing Yan
hj.yan@htisec.com

投资要点：

- 冀酒龙头方兴未艾，一树三香五花齐放。**公司是河北省唯一酒类上市公司，本部衡水老白干为老白干香型区域名酒。18年并购丰联酒业，进而控股河北板城烧锅、安徽文王贡、山东孔府家以及湖南武陵酒。22年出台股权激励计划，覆盖高管与核心员工 207 人，有效提振员工积极性与组织活力。近 3 年公司收入端恢复增长，利润端受益于结构升级与降费增效表现亮眼，20-22 年营收/扣非净利润 CAGR 分别为 13.7%/32.3%，且呈现环比加速态势。从收入结构看，22 年衡水老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒五大品牌分别贡献收入 46%/18%/10%/3%/16%，其中武陵酒、板城烧锅增长亮眼，18-22 年收入占比分别提升 10.9pct/5.6pct。盈利能力看，武陵酒毛利率相对领先。
- 河北白酒：省外名酒强势的半开放市场，地产酒向上突围份额提升。**河北饮酒氛围浓厚，白酒市场规模约 300 亿，近年来产品结构升级、市场扩容迅速。竞争格局方面，由于多省通衢的地理位置与包容的饮酒习惯，行业竞争较激烈，一方面省外名酒百花齐放，占据七成以上市场份额，另一方面地产酒众多，各地市均有强势品牌，老白干作为地产酒龙头市占率仅 10%左右。过去地产酒主要占据 300 元以下细分市场，近年来持续向更高价格带发力，品牌力与份额均有所提升。根据知酒，22 年河北地产酒份额已升至 20%以上。
- 老白干本部：高端化驱动毛利增长，降费增效释放利润弹性。**衡水老白干 18 年以来高端化战略明确，营销资源侧重次高端以上产品，22 年公司高档酒（零售价 100 元以上产品）占比达到 53%，较 18 年提升 17pct。21 年起，随着销量收缩放缓和高端化的持续推进，公司收入恢复正增长，20-22 年本部收入 CAGR 为 3.1%。毛利率亦逐年提升，22 年本部毛利率 64.9%，较 18 年提升 6.5pct。此外，过去公司较高的广宣投入与粗放的渠道打法导致销售费用率显著高于可比公司，22 年以来公司优化营销模式、精细化费用投入，22/23H1 销售费用率为 30.3%/30.8%，同比-0.4pct/-2.5pct，控费效果显著。
- 武陵酒：产品占位高端，品牌值得期待。**武陵酒师法传统酱酒工艺，有“三胜茅台”美誉，是第五届评酒会获奖的十七大名酒之一，也是湖南省唯一拥有全国名酒称号的品牌。产品定位偏高端，千元以上产品占比超过 70%，短链直销渠道模式历经 8 年磨合已相对成熟，渠道掌控、价盘管理与消费者互动能力突出，未来在上市公司赋能与产能的支撑下，有望实现异地复制。
- 盈利预测与投资建议。**综上，我们预计 2023-25 年老白干营业收入为 52.26 亿元/60.57 亿元/69.51 亿元，同比+12.3%/+15.9%/+14.7%；归母净利润分别为 6.34 亿元/8.37 亿元/10.41 亿元，同比-10.5%/+32.1%/+24.3%；对应 EPS 分别为 0.69/0.92/1.14 元，对应 P/E 分别为 26.45/20.01/16.09 倍（20240307）。给予公司 2024 年 30 倍 P/E，对应目标价 27.46 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**河北省内竞争加剧，武陵酒外拓不及预期，食品安全问题。

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）

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4027	4653	5226	6057	6951
(+/-)YoY(%)	11.9%	15.5%	12.3%	15.9%	14.7%
净利润（百万元）	389	708	634	837	1041
(+/-)YoY(%)	24.5%	81.8%	-10.5%	32.1%	24.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.77	0.69	0.92	1.14
毛利率(%)	67.3%	68.4%	67.8%	68.1%	68.4%
净资产收益率(%)	10.4%	16.3%	15.2%	21.2%	28.3%

资料来源：公司年报（2021A-2022A），HTI
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 冀酒龙头方兴未艾，一树三香五花齐放.....	6
2. 老白干本部：高端化空间广阔，降费提效弹性可期.....	10
2.1 河北：省外名酒强势的半开放市场，地产酒向上突围.....	10
2.2 衡水老白干：产品高端化驱动毛利增长，降费增效释放利润弹性.....	11
3. 武陵酒：酱酒趋势向上，名酒借势扩张.....	14
3.1 酱酒行业：短暂调整无碍长期向上趋势，主流品牌加速产能扩张.....	14
3.2 湖南市场：酱酒氛围浓厚，地方重视产业发展.....	15
3.3 武陵酒：产品占位高端的名酒品牌，有望借酱酒之势实现跨越式发展.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21
财务报表分析和预测.....	23

图目录

图 1	老白干历史沿革	6
图 2	老白干股权结构（截至 2023 年三季报）	7
图 3	上市以来公司营业总收入及同比增速	8
图 4	上市以来公司扣非净利润及同比增速	8
图 5	公司分品牌收入结构	8
图 6	公司分品牌收入增速	8
图 7	公司分品牌毛利结构	8
图 8	公司分品牌毛利率	8
图 9	公司销售/管理费用率	9
图 10	公司毛利率、毛销差及净利率	9
图 11	可比公司毛利率对比	9
图 12	可比公司净利率对比	9
图 13	可比公司销售费用率对比	9
图 14	可比公司管理费用率对比	9
图 15	河北主流地产酒产地分布	10
图 16	河北白酒市场分区域竞争格局	10
图 17	衡水老白干本部收入及增速	12
图 18	衡水老白干本部销量及吨价	12
图 19	公司收入结构	12
图 20	公司分价格带产品收入情况（百万元）	12
图 21	公司白酒销量结构	12
图 22	公司分价格带产品销量情况（吨）	12
图 23	公司河北省经销商数量（家）	13
图 24	分地区经销商数量（家）	13
图 25	分地区经销商单商收入体量（百万元）	13
图 26	公司销售费用结构	13
图 27	公司销售费用明细（百万元）	13
图 28	2017-2026 年中国白酒行业分香型市场规模（亿元）	14
图 29	酱香型白酒产能占比	14
图 30	酱香型白酒收入占比	14

图 31	2022 年主流酱酒品牌产能梳理（万吨）	15
图 32	湖南地产酒市场份额约 36%（收入口径）	16
图 33	湖南酱酒市场份额约 29%（收入口径）	16
图 34	湖南主流地产酒产地分布	16
图 35	五届全国评酒会情况	17
图 36	武陵酒营收及增速	17
图 37	武陵酒销量及吨价	17
图 38	15-17 年武陵酒经销商数量（家）	18
图 39	15-17 年武陵酒分渠道收入（万元）	18
图 40	18-22 年老白干湖南经销商数量（家）	19
图 41	18-22 年湖南经销商单商收入	19
图 42	18-22 年武陵酒销量及增速	19
图 43	20-22 年武陵酒产销量（千升）	19

表目录

表 1	老白干 2022 年股权激励情况.....	7
表 2	衡水老白干（含十八酒坊）产品系列.....	11
表 3	武陵酒历史重要事件梳理.....	17
表 4	武陵酒主要产品系列.....	18
表 5	分产品收入预测表（百万元）.....	21
表 6	可比公司估值表.....	21

1. 冀酒龙头方兴未艾，一树三香五花齐放

公司是河北省唯一白酒上市公司，本部衡水老白干酒为区域名酒，曾获巴拿马万国物品博览会最高奖——“甲等大奖章”。2018年公司并购丰联酒业，实现老白干香型、浓香型、酱香型的“一树三香”和衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒“五花齐放”的局面。复盘历史，我们将公司发展历程分为四个阶段：

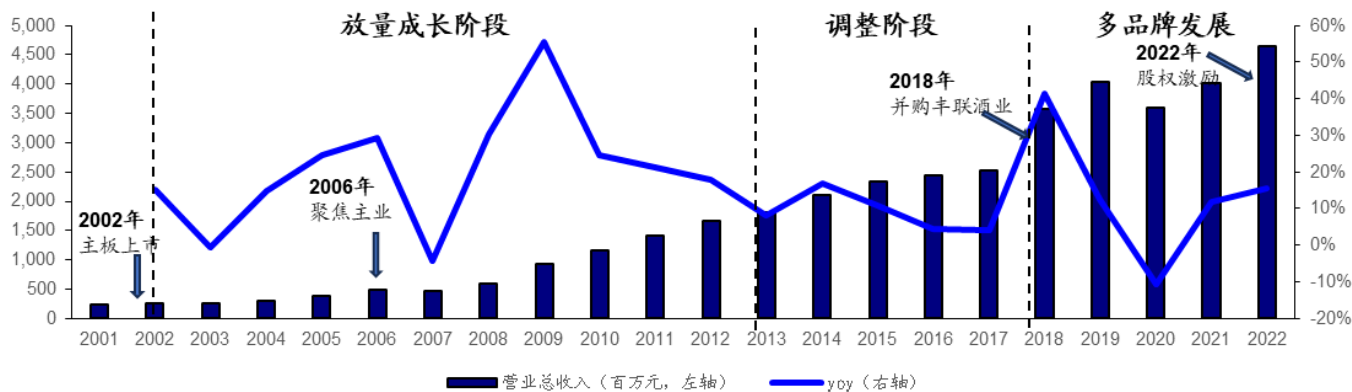
1) 1990s-2002年：上市前期，多元经营。上市前公司以白酒为主业多元化经营，主营白酒、养猪和饲料业务，产品以中低端为主，2001年推出十八酒坊作为中高端品牌，初步构建双品牌体系。

2) 2002-2012年：聚焦主业，乘行业东风全面放量。2002年公司主板上市，恰逢白酒行业黄金十年，白酒销售收入快速增长，03-12年公司营收从2.6亿元升至16.7亿元，CAGR达到21.3%。

2) 2013-2017年：行业深度调整，公司实施民酒战略，营收稳健增长。2013年三公消费被限制，白酒行业进入调整期。公司及时调整发展方向，推出与聚焦中低端产品大小青花系列。由于战略方向正确，行业调整阶段公司收入仍能实现正增长，13-17年公司营收从18.0亿元升至25.3亿元。

3) 2018-至今：多品牌发展阶段。2018年1月，公司成功并购丰联酒业，从而控股衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒以及孔府家酒五大白酒品牌，覆盖河北、安徽、山东以及湖南等省份。2022年4月公司推出股权激励计划，覆盖207人，有效提振员工积极性、释放内部活力。这一阶段，公司产品上结构高端化方向明确，营销资源向次高端以上产品倾斜，2018-2022年公司高档白酒（零售价100元以上）营收收入占比从18年36%升至22年的53%。

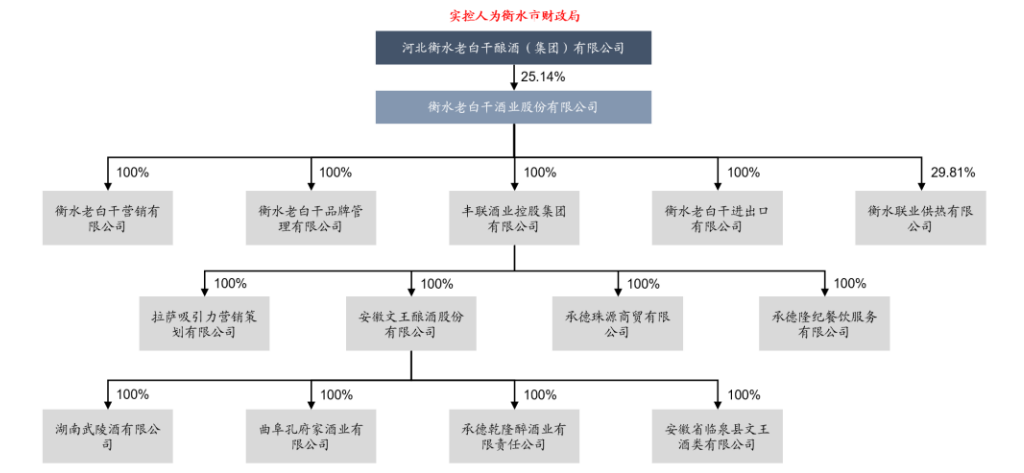
图1 老白干历史沿革



资料来源：公司官网，Wind，酒业家，公司2006、2018、2022年报，HTI

地方政府控股体制稳定，股权激励激发内部活力。公司实控人为衡水市财政局，为地方政府控股企业。截至2023年三季报，衡水市财政局通过老白干集团间接控制公司25.14%股权，而其他股东持股均不超过5%，股权结构长期稳定。2022年4月公司通过了股权激励计划，同年5月成功授予限制性股票1746万股，约占公司总股本的1.95%，激励覆盖207人，改善员工激励，提振员工积极性和组织活力。

图2 老白干股权结构 (截至 2023 年三季报)



资料来源：公司三季报，公司关于间接控股股东股权结构变动的公告，Wind，HTI

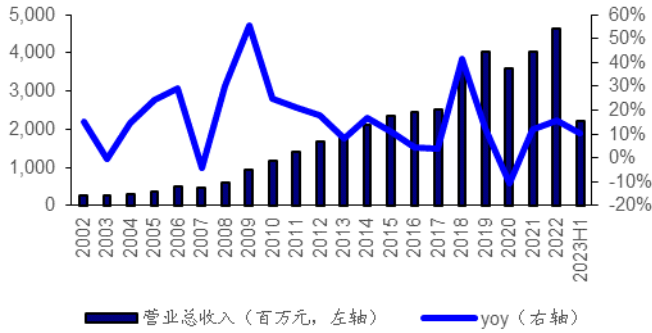
表 1 老白干 2022 年股权激励情况

项目	具体内容
授予价格	10.34 元/股
授予日	2022 年 5 月 19 日 (当日收盘价 21.52 元/股)
授予股票数量	1746 万股，约占公司股本 1.95%
业绩考核要求	① 22-24 年年 ROE 不低于 10%，不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； ② 净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； ③ 主营业务收入占比不低于 95%。
激励对象	高管 9 人，授予 252 万股，占计划的 14.43%；其他核心管理、技术、销售人员 198 人，授予 1494 万股，占计划的 85.57%。

资料来源：公司关于 2022 年限制性股票激励计划授予登记完成的公告，公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核办法，HTI

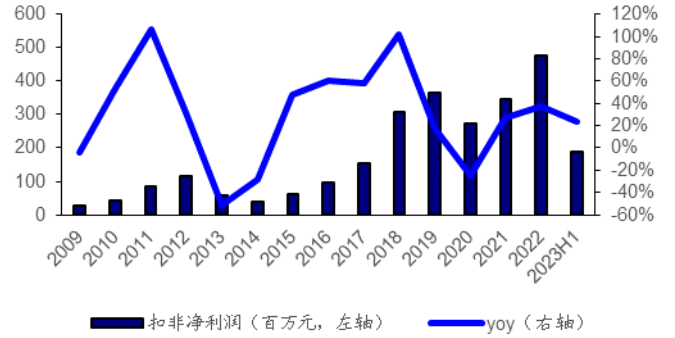
21 年起收入稳健增长，结构升级&降费增效助力利润增长提速。2002-2013 年恰逢白酒发展黄金期，公司营收从 2.63 亿元提升至 18.03 亿元，CAGR 达到 21.3%。2013-2017 年行业承压，公司主动进行产品结构调整，收入增长有所放缓。2018 年公司收购丰联酒业后，并表板城烧锅酒、武陵酒、文王贡酒以及孔府家酒，上市公司的收入规模也突破 30 亿元大关。近年来公司收入端恢复稳健增长，利润端受益于产品结构升级与内部降费增效表现亮眼，2020-2022 年公司营收/扣非净利润 CAGR 分别为 13.7%/32.3%，且呈现环比加速态势。2023H1 公司营收/扣非净利润分别同比+10.2%/+23.0%，收入端有所承压，我们认为与宏观需求疲弱及河北地区的竞争加剧有关，23H1 老白干本部/板城烧锅/文王贡酒/孔府家/武陵酒营收分别同比+8.6%/+9.9%/+17.6%/+9.4%/+20.3%。

图3 上市以来公司营业总收入及同比增速



资料来源: Wind, HTI

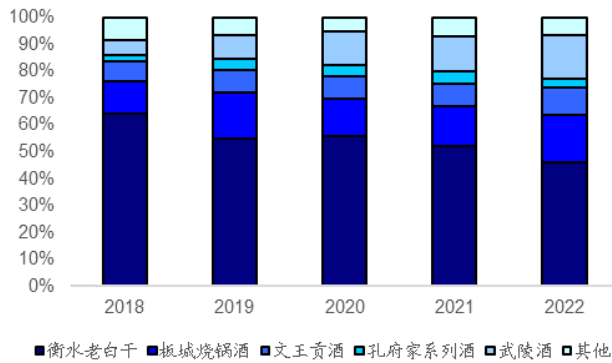
图4 上市以来公司扣非净利润及同比增速



资料来源: Wind, HTI

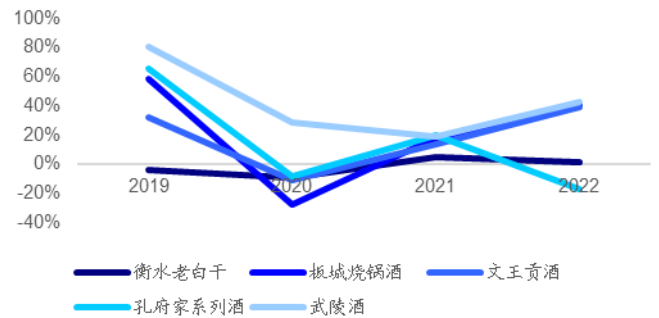
本部贡献近5成收入，武陵酒盈利能力领先。18年收购丰联酒业后，公司白酒业务主要由衡水老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒五大品牌构成，22年分别贡献公司收入的46%/18%/10%/3%/16%，其中武陵酒、板城烧锅收入增速相对领先，18-22年营收占比分别提升10.9pct/5.6pct。从毛利看，武陵酒毛利率显著领先于公司整体，且趋势向上，2022年武陵酒毛利率为84.9%，较18年提升10.9pct。其余品牌毛利率较为接近，22年均处于60%-65%区间。从毛利结构看，22年衡水老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒毛利占比分别为43.7%/15.6%/9.3%/2.7%/20.4%。

图5 公司分品牌收入结构



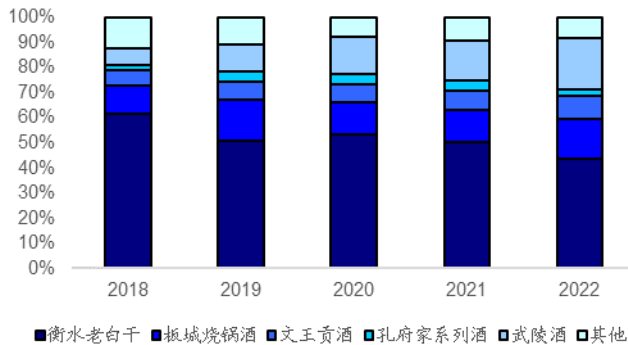
资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

图6 公司分品牌收入增速



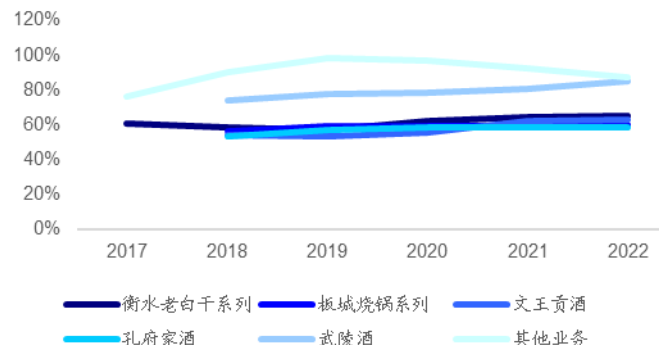
资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

图7 公司分品牌毛利结构



资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

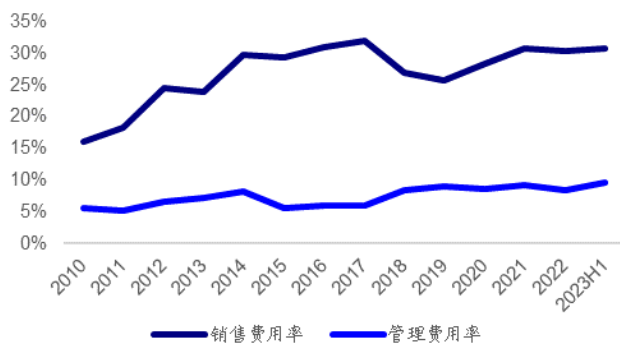
图8 公司分品牌毛利率



资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

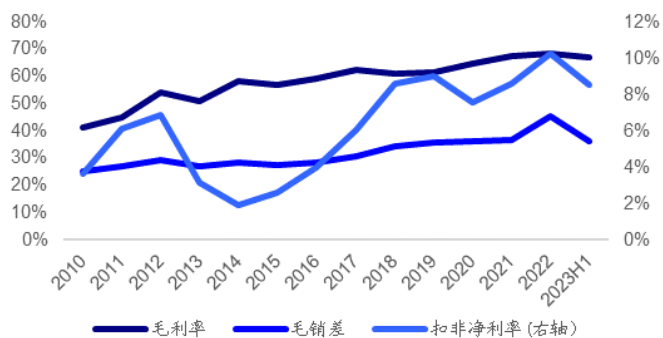
费用改善空间充分，22年至今降费成效显著。2022/23H1 公司毛利率分别为 68.4%/67.2%，扣非归母净利率 10.3%/8.5%，毛利率水平位于可比公司中游，净利率却明显偏低，主要是过去公司销售、管理费用率高企所致。2022 年至今，公司着力推动降费增效，至今成效显著，2022/23H1 公司销售费用率分别为 30.3%/30.8%，同比 -0.4pct/-2.5pct；管理费用率分别为 8.5%/9.5%，同比 -0.6pct/+0.5pct。

图9 公司销售/管理费用率



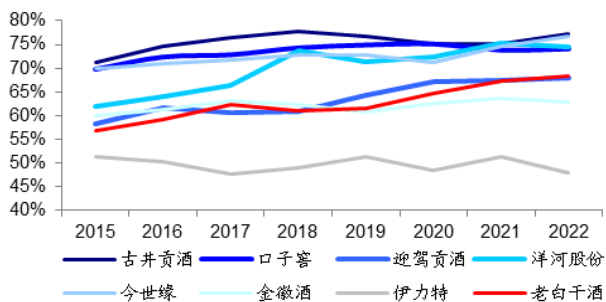
资料来源: Wind, HTI

图10 公司毛利率、毛销差及净利率



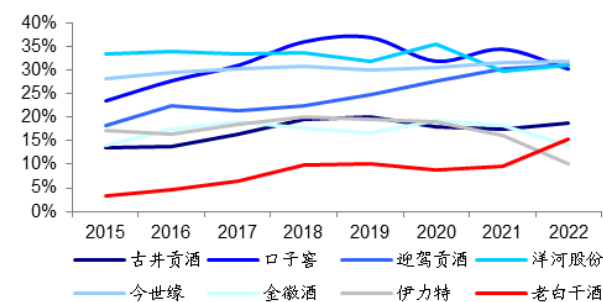
资料来源: Wind, HTI

图11 可比公司毛利率对比



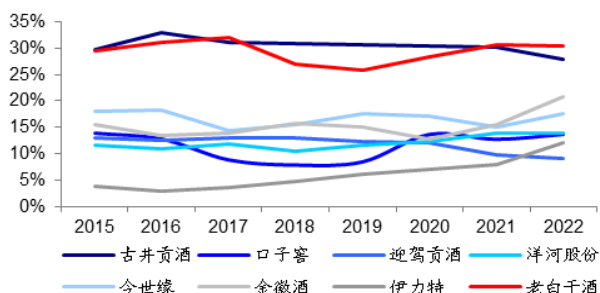
资料来源: Wind, HTI

图12 可比公司净利率对比



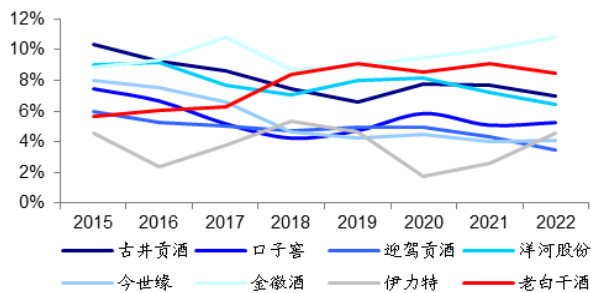
资料来源: Wind, HTI

图13 可比公司销售费用率对比



资料来源: Wind, HTI

图14 可比公司管理费用率对比



资料来源: Wind, HTI

2. 老白干本部： 高端化空间广阔，降费提效弹性可期

2.1 河北： 省外名酒强势的半开放市场，地产酒向上突围

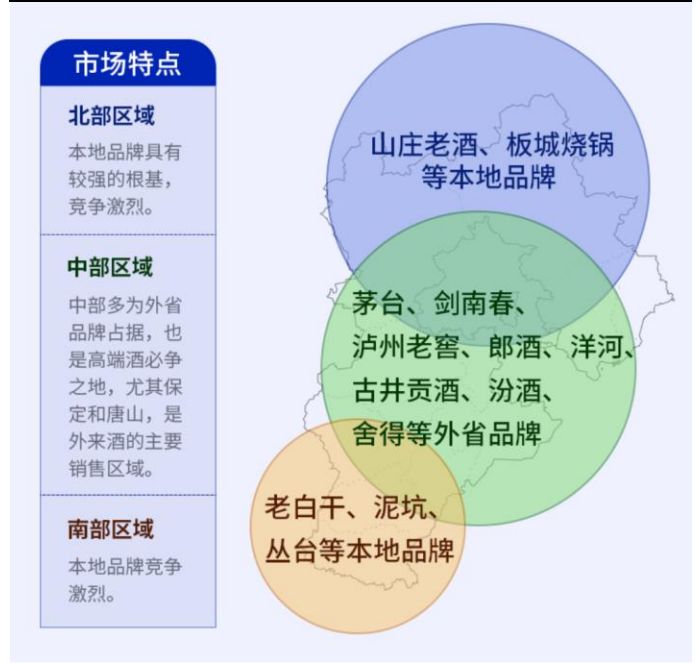
白酒消费大省，地产酒众多。河北白酒市场规模大约 300 亿元，整体偏好低度浓香，清香和老白干香型也有一定消费基础。近年来产品结构升级驱动下市场扩容迅速，根据酒说及乐酒圈数据，20-22 年河北省白酒市场扩容约 50%。本地白酒品牌众多，呈现北、中、南三个区域分布，知名品牌包括北部的山庄、板城烧锅，中部的十里香、保定府，南部的老白干、丛台、泥坑等。其中，老白干是省内唯一上市酒企和地产酒收入龙头，根据酒业家，老白干在河北省的市占率约 10%。

图15 河北主流地产酒产地分布



资料来源：乐酒圈，HTI

图16 河北白酒市场分区域竞争格局



资料来源：乐酒圈，HTI

竞争格局：省外名酒瓜分七成以上份额，地产酒向上突围份额提升。河北省位于华北平原，多省通衢，饮酒氛围浓厚且包容性强，市场竞争较为激烈，一方面地产酒众多，每个区域均有强势品牌；另一方面省外品牌百花齐放，茅台、泸州老窖、剑南春、洋河等名酒占据七成以上市场份额。分价格带看，外来品牌于本土品牌的价格带分层较明显。白酒市场消费大众价格带为 100-200 元，政商务消费为 300-600 元。根据网易新闻援引酒说，1000 元以上高端市场以全国性名酒品牌为主，300-1000 元是仍以省外名酒为主，省内品牌亦有布局，表现较好的包括老白干的古法 30/20、甲等 15/20 等；100-300 元的中高端市场是省内外品牌重点厮杀的战场；百元以内主销产品以地产酒为主。近年来，河北地产酒持续向更高价格带发力，在中高档以上价格带的市场份额明显提升，例如老白干产品重心聚焦衡水老白干 1915、十八酒坊二十年等产品，加速品牌影响力提升与高档产品放量。根据知酒，22 年河北地产白酒市场份额已提升至 20% 以上。

2.2 衡水老白干：产品高端化驱动毛利增长，降费增效释放利润弹性

双品牌战略，全价格带布局。衡水老白干本部目前运营“衡水老白干”和“十八酒坊”两大品牌。十八酒坊是2002年公司借鉴全兴运作水井坊的思路，在石家庄推出的直供餐饮渠道的副品牌，2017年被拆分为独立事业部。目前衡水老白干与十八酒坊主要在区域上进行区隔，前者聚焦衡水，后者则在河北省内其他区域推广。产品方面，老白干主要包括百元以下的青花系列，18年推出的高端光瓶酒冰系列，衡水当地宴席大单品五星系列，次高端价格带的古法系列以及高端标杆1915；十八酒坊目前主要聚焦次高端产品甲等系列。

表2 衡水老白干（含十八酒坊）产品系列

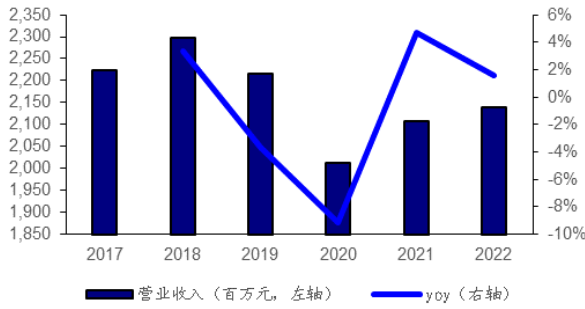
品牌	系列	产品	规格	指导零售价（元/瓶）	
衡水老白干	1915	衡水老白干 1915	67度 500ml	3288	
			53.9度 500ml	2488	
			39度 500ml	1688	
	古法系列	古法系列	古法 30年	39度 500ml	899
				52度 500ml	749
			古法 20年	67度 500ml	699
				39度 500ml	619
			古法 15年	52度 500ml	449
	五星	红五星	67度 500ml	449	
	冰系列	冰系列	冰峰	67度 750ml	250
			冰川	39.8度 500ml	82
	青花系列	青花系列	青花手酿	62度 500ml	129
				52度 500ml	89
42度 500ml				69	
十八酒坊	甲等系列	甲等系列	甲等 20年	39度 480ml	869
			甲等 15年	39度 480ml	429
	陶藏系列	陶藏系列	陶藏 12	39度 480ml	328
			陶藏 10	38.8度 480ml	239
	醇柔系列	醇柔系列	醇柔 8	39度 480ml	159
	蓝钻	蓝钻系列	蓝钻 V6	40度 480ml	99

注：价格数据统计日期为2023年9月23日
资料来源：京东，公司官网，HTI

高端化战略明确，产品结构持续上移。如前所述，2013-2017年行业承压，公司推行“民酒战略”，产品结构主要以青花、蓝钻系列等百元以下白酒为主，2016年公司40元/40-100元/100元以上产品收入占比分别为47%/25%/29%。2017年后公司主动调整产品布局，时任公司总经理王占刚提出“产品做少、价格做高”，着力于削减产品线、提升产品结构。2018年公司在渠道导入定位千元以上的1915新品。2022年公司100元以上产品收入占达到53%，较丰联初次并表的18年提升17pct。

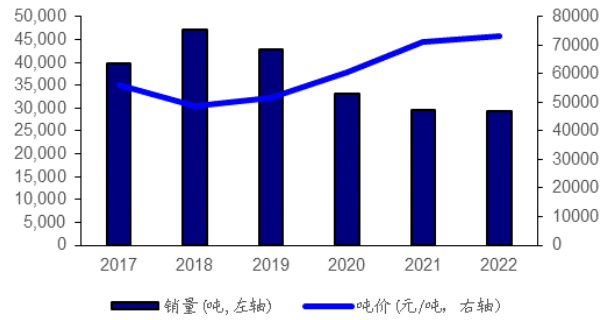
结构升级成效渐显，价增驱动业绩增长。在公司推动高端化初期，产品削减曾造成本部销量快速下滑和收入负增长，18-20年公司营收从23.0亿元下滑至20.1亿元，主要是销量从4.7万吨降低至3.3万吨所致。21年起，销量收缩放缓、吨价持续提升，本部收入恢复正增长，毛利率亦逐年提升。20-22年，老白干本部收入CAGR为3.1%，其中量/价CAGR分别为-5.9%/+9.6%，22年本部毛利率为64.9%，较18年提升6.5pct。

图17 衡水老白干本部收入及增速



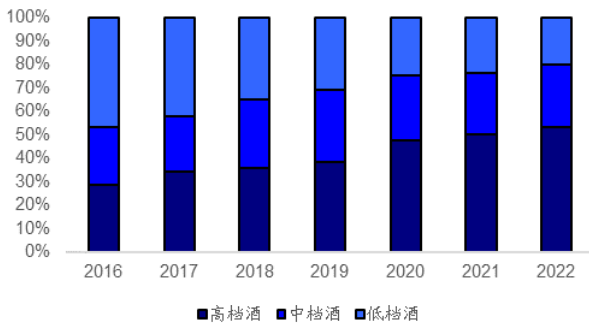
资料来源: Wind, HTI

图18 衡水老白干本部销量及吨价



资料来源: 16-22 年公司年报, HTI

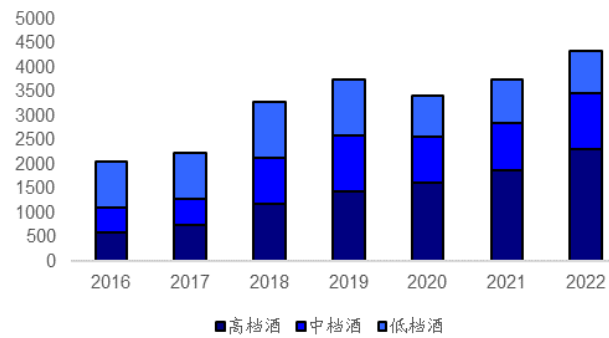
图19 公司收入结构



资料来源: 公司 16-22 年年报, HTI

注: 40 元以下为低档, 40-100 元为中档, 100 元以上为高档

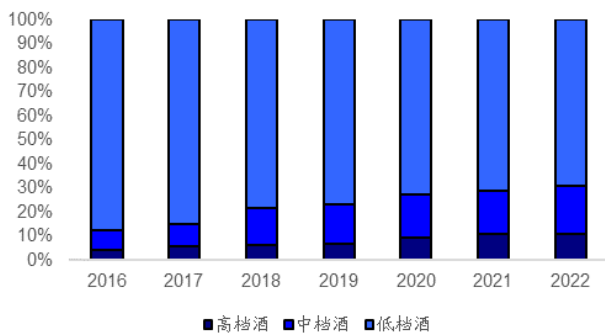
图20 公司分价格带产品收入情况 (百万元)



资料来源: 公司 16-22 年年报, HTI

注: 40 元以下为低档, 40-100 元为中档, 100 元以上为高档

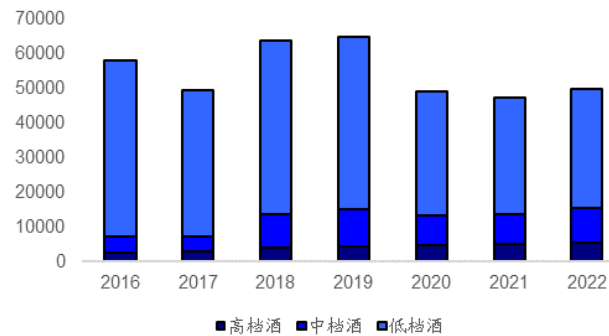
图21 公司白酒销量结构



资料来源: 公司 16-22 年年报, HTI

注: 40 元以下为低档, 40-100 元为中档, 100 元以上为高档

图22 公司分价格带产品销量情况 (吨)

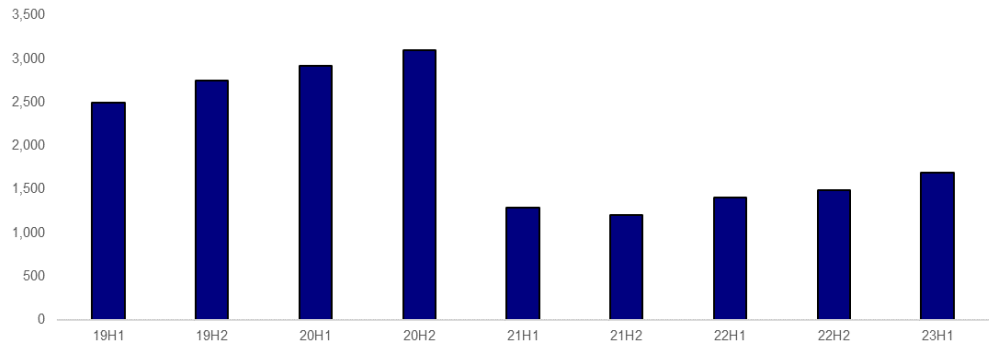


资料来源: 公司 16-22 年年报, HTI

注: 40 元以下为低档, 40-100 元为中档, 100 元以上为高档

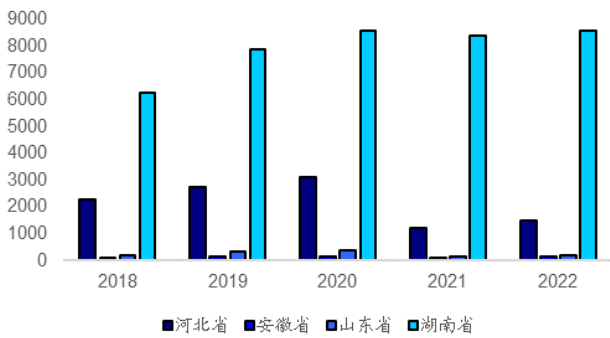
经销商网络优化, 营销模式转型升级。2018-2020 年公司本部经销商团队整体保持稳定, 但销售效率却逐年下滑, 单商收入贡献由 109 万元下降至 73 万元。21 年为适应高端化战略的推进, 公司对经销商进行优化调整, 加强管理考核, 推进经销商优胜劣汰。2021 年公司河北地区经销商数量由 3091 家削减至 1206 家, 同比-61%, 大商收入贡献由 73 万元提升至 207 万元, 同比+184%。此后河北省内经销商数量恢复平稳增长趋势, 2023H1 河北经销商 1689, 相比年初净增 201 家, 我们认为主要是公司推进渠道扁平化, 保留资金实力雄厚、资源丰富的中大商的同时, 吸纳部分有能力的终端零售商, 使费用投入更贴近终端, 深入推进营销模式转型升级。2022 年后老白干建立“厂家+经销商+核心终端+核心消费者”的一体化关系, 同时着力加强与消费者的互动沟通, 建立消费者培育体系, 通过名酒进名企、名企进名酒建立消费者交流平台, 提升核心消费者忠诚度和品牌美誉度。

图23 公司河北省经销商数量 (家)



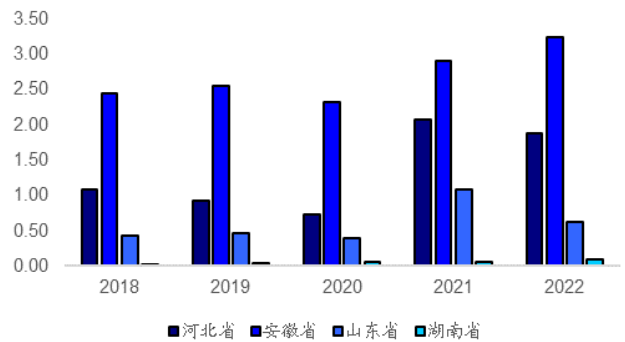
资料来源: 公司 19-23 年半年报、年报, HTI

图24 分地区经销商数量 (家)



资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

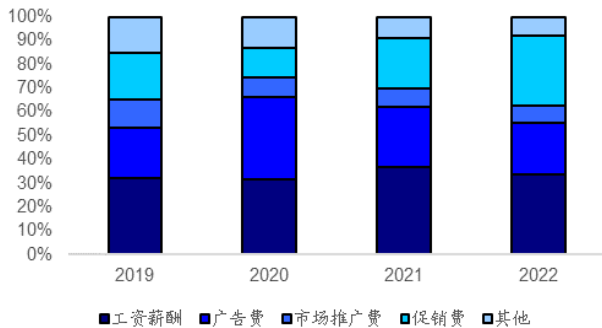
图25 分地区经销商单商收入体量 (百万元)



资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

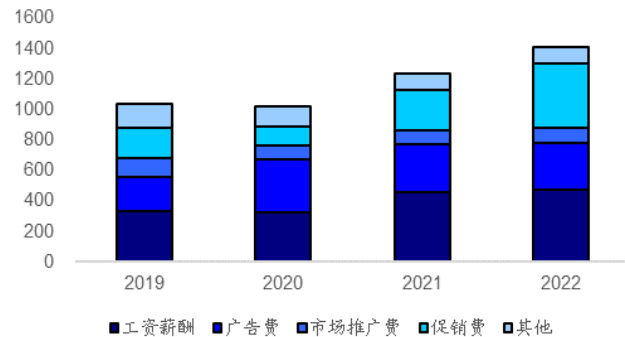
多措并举提效降费, 利润弹性持续释放。如前所述, 公司 21-22 年销售费用率均在 30% 以上, 显著高于可比公司。2022 年以来, 公司主动开展降本增效系列活动, 通过费用精细化与规模效应带来费效比的持续优化。2022/2023H1 公司销售费用率分别为 30.3%/30.8%, 同比 -0.4pct/-2.5pct, 改善趋势显著。公司销售费用的主要构成是员工薪酬、广告及促销费以及市场推广费, 23H1 公司销售费用率同比下降主要得益于员工薪酬、广告及促销费的改善。在降本增效的同时, 公司亦保障营销人员激励, 22 年公司股权激励向营销人员倾斜, 营销人员授予面最广、数量较多。2023 年, 公司在加大市场投入的同时严格预算管理, 精细管控费用, 持续降低费效比, 盈利水平有望不断提升。

图26 公司销售费用结构



资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

图27 公司销售费用明细 (百万元)



资料来源: 公司 18-22 年年报, HTI

3. 武陵酒：酱酒趋势向上，名酒借势扩张

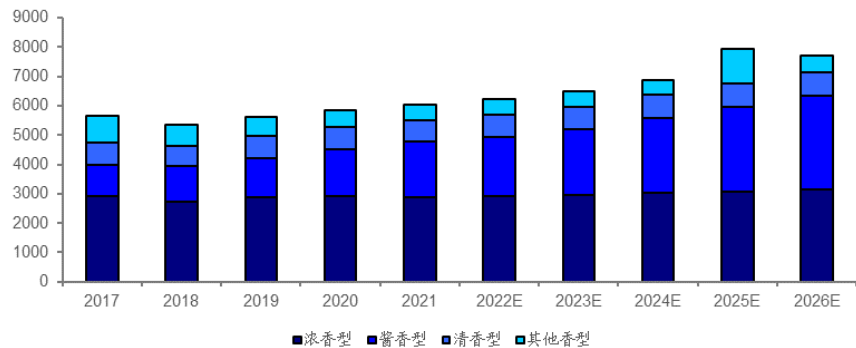
3.1 酱酒行业：短暂调整无碍长期向上趋势，主流品牌加速产能扩张

目前酱酒行业处于调整期，23-24年市场有望复苏。2017年白酒行业迎来新一轮周期，酱香型白酒也在茅台的带领下实现快速扩张。据弗罗斯特沙利文数据，酱酒型白酒行业规模从2017年的1056亿元升至2021年1900亿元，CAGR达到15.8%，远高于白酒整体；酱酒收入占比亦从2017年的18.7%升至2021年的31.5%。2021年下半年开始，酱酒热回归理性，市场有所调整的同时主流酱酒品牌也开始沉下心来优化产能、产品和渠道体系，提升品牌和夯实消费者培育工作，行业竞争趋于品牌化、系统化。据权图工作室，2022年酱酒市场虽出现一定回落，但全国范围内消费人群仍在持续扩容，不但传统的贵州、山东、河南、北京、广东等酱酒主销市场如此，长三角市场，乃至四川、安徽、湖北等传统浓香市场的酱酒消费人群同样在扩大。我们认为，目前全国酒类市场处于复苏阶段，酱酒市场亦有望在23-24年逐步理顺渠道库存和价格问题。

2022年酱酒市场规模达到2100亿元，约占白酒行业整体的31.7%。据权图工作室，22年酱香型白酒行业的产能/收入/销售利润分别达到70万千升/2100亿元/870亿元，分别占白酒行业整体规模的10.4%/31.7%/39.5%，吨价高、盈利能力强的优势明显。根据弗罗斯特沙利文预测，我国酱酒市场规模有望在2026年超越浓香型成为收入规模最大的白酒香型。

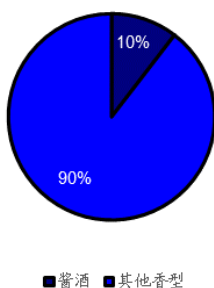
主流企业产能持续扩张，品牌集中化趋势凸显。2022年是酱酒产能大年，根据酒业家数据，22年酱酒产能70万千升，同比+16.7%。分品牌看，行业集中化趋势凸显，头部酱酒如茅台、郎酒、习酒普遍选择加速扩张，二线酱酒纷纷跟进，而部分中小酱酒则选择减产。

图28 2017-2026年中国白酒行业分香型市场规模（亿元）



资料来源：弗罗斯特沙利文（引自珍酒李渡招股说明书），HTI

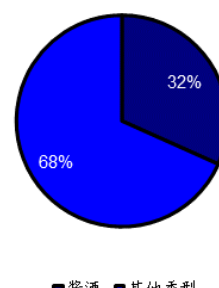
图29 酱香型白酒产能占比



■ 酱酒 ■ 其他香型

资料来源：权图酱酒工作室，HTI

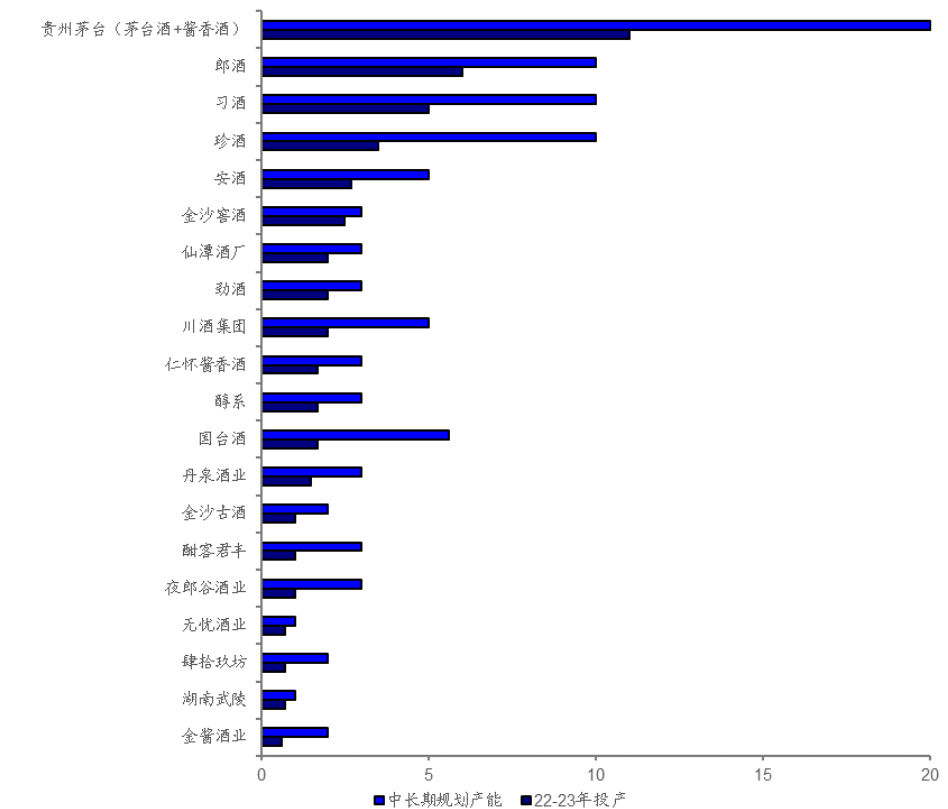
图30 酱香型白酒收入占比



■ 酱酒 ■ 其他香型

资料来源：权图酱酒工作室，HTI

图 31 2022 年主流酱酒品牌产能梳理 (万吨)



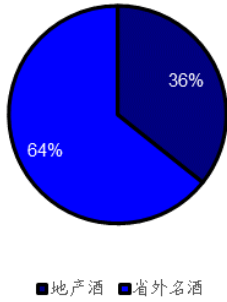
资料来源: 权图酱酒工作室, HTI

3.2 湖南市场: 酱酒氛围浓厚, 地方重视产业发展

白酒市场规模约 280 亿元, 酱酒氛围浓厚。根据酒业家援引湖南酒业协会数据, 2022 年湖南白酒市场规模约 280 亿元, 其中湖南地产酒份额占比约 36%, 22 年市场规模约 100 亿元, 前三品牌分别是酒鬼酒 (回款超 50 亿元)、湘窖 (回款超 20 亿元) 和武陵酒 (回款超 10 亿元)。湖南酱酒市场基础良好, 扩容较快, 也是酱酒的第二梯队消费市场。22 年湖南酱香型白酒规模达到 80 亿元 (较 19 年增长 60%)。其中, 茅台占据 37.5% 市场份额, 剩余主要市场参与者包括区域品牌武陵酒以及全国性习酒、国台、郎酒等。

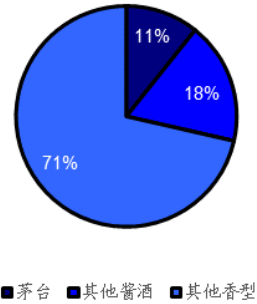
地方高度支持白酒产业发展, 武陵酒受到官方重视。2018 年, 湖南省酒业协会发布《湘酒发展蓝皮书》, 提出“振兴湘酒”战略, 争取到 2025 年将湘酒打造成年销售额突破 500 亿、税收突破百亿的产业; 2021 年, 湖南省工信厅发布《关于推进白酒产业供给侧结构性改革和高质量发展的政策措施》, 从“总体要求、发展目标、政策措施、加强组织领导”等多个方面制定了具体规定, 提出培育酒鬼酒、湘窖酒业等龙头企业, 打造邵阳、常德、湘西等产业集群。2022 年, “促进湘酒品牌化发展”被写进湖南省政府工作报告。武陵酒所在的常德市顺应省政府规划, 于 21 年 7 月发布《常德市支持白酒产业又好又快发展实施方案 (2021-2025 年)》, 提出力争到十四五末白酒产业年销售收入超 70 亿元, 十四五期间武陵酒、德山酒、石湾酒的固定资产投资分别超过 15 亿元、10 亿元和 5 亿元。

图32 湖南地产酒市场份额约 36% (收入口径)



资料来源：湖南酒业协会，HTI

图33 湖南酱酒市场份额约 29% (收入口径)



资料来源：湖南酒业协会，HTI

图34 湖南主流地产酒产地分布



资料来源：乐酒圈，HTI

3.3 武陵酒：产品占位高端的名酒品牌，有望借酱酒之势实现跨越式发展

十七大全国名酒之一，品牌故事传唱度高。武陵酒位于湖南常德，酒厂自然环境、地理纬度与茅台酒厂相当接近，1972年在师法传统酱香白酒酿造工艺的基础上，自主创新研制出独具风格的“名贵焦香、纯净柔和、体感轻松、健康优雅”的酱香武陵酒。品牌认可度高，有“三胜茅台”的美誉。1973年武陵酒获湖南名酒称号。1981年，武陵酒在全国白酒质量现场会中以高出茅台0.54分的成绩当选第一；1989年，武陵酒在全国第五届评酒会中获选为“十七大名酒”之一，成为继茅台、郎酒后的第三家酱香型全国名酒，也成为湖南省唯一拥有“中国名酒”称号的品牌；2015年武陵酒举行万人盲测酒质活动，以61%的认可率胜过茅台。

股权动荡制约品牌发展，老白干入主后赋能名酒复兴。武陵酒品牌基因深厚，但因公司控制权动荡导致多年蹉跎。1995年公司因经营不善破产解散，1998年与湘泉集团合作成立“湖南湘泉集团武陵酒业有限公司”，由于管理不当公司再次破产，2004年泸州老窖成为武陵酒控股股东，推出武陵牌上酱、中酱、少酱产品，着力打造特色酱酒。2011年联想控股收购武陵酒业，在渠道改革与数字化方面有所建树。2018年，衡水老白干收购丰联酒业，成为武陵酒控股股东。老白干入主后，在顺应上任管理班子发展理念的同时，积极扩张产能并开展全国化。

图35 五届全国评酒会情况

时间	届次	称号	入选名酒品牌
1952	第一届	四大名酒	汾酒、茅台酒、西凤酒、泸州大曲酒
1963	第二届	老八大名酒	汾酒、茅台酒、西凤酒、五粮液、泸州老窖特曲、古井贡酒、全兴大曲酒、董酒
1979	第三届	新八大名酒	汾酒、茅台酒、五粮液、泸州老窖特曲、古井贡酒、剑南春、洋河大曲、董酒
1984	第四届	十三大名酒	汾酒、茅台酒、西凤酒、五粮液、泸州老窖特曲、古井贡酒、全兴大曲酒、剑南春、洋河大曲、董酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989	第五届	十七大名酒	汾酒、茅台酒、西凤酒、五粮液、泸州老窖特曲、古井贡酒、全兴大曲酒、剑南春、洋河大曲、董酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：酒类零售与连锁微信公众号，HTI

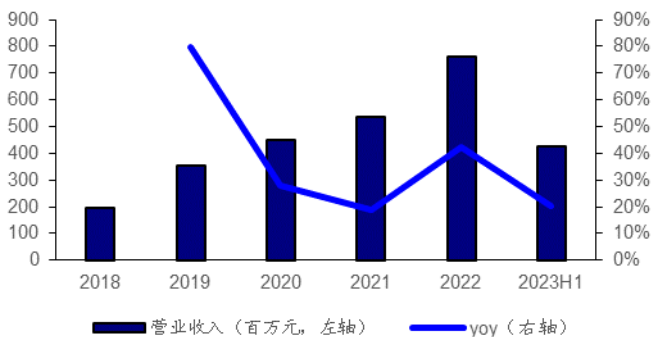
表3 武陵酒历史重要事件梳理

时间	具体事件
1952	常德市酒厂建厂，以古地名来命名为“武陵酒”
1972	师法茅台又风格独特的酱香武陵酒在常德初酿
1973	获湖南名酒称号
1981	全国白酒质量现场会中，武陵酒以高出茅台酒 0.54 分的成绩当选第一（“一胜茅台”）
1988	全国第五届评酒会，武陵酒被十七大全国名酒之一，评分超过茅台（“二胜茅台”）
1990s	受市场竞争与内部动荡影响，销量下滑
1998	武陵酒与湘泉集团进行股份制合作，成立“湖南湘泉集团武陵酒业有限公司”
2000	常德粮油总公司收购湘泉股份集团
2004	泸州老窖收购武陵酒 60% 股权，后通过增持共持武陵酒 80% 股权。打造“武陵牌”上酱、中酱、少酱产品
2011	联想控股旗下丰联酒业全资控股武陵酒业
2015	武陵酒举行万人盲测酒质活动，以 61% 的认可率胜过茅台（“三胜茅台”）
2017	老白干通过收购丰联酒业控股武陵酒
2018 至今	积极扩产与提价
2023	全国招商，郑州举行品牌发布会

资料来源：武陵酒官网，酒庄号，公司公告，酒业家等，HTI

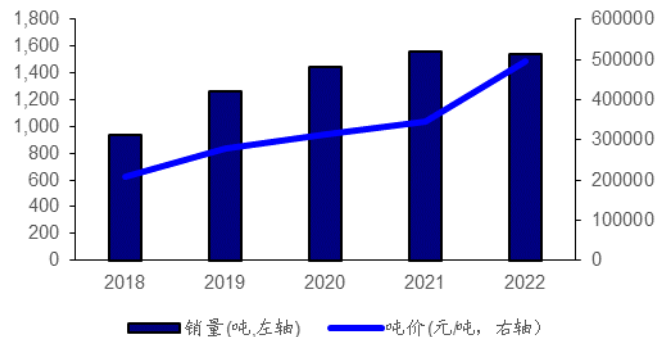
价增驱动营收高增，盈利能力显著提升。18-22 年，武陵酒营收从 2.0 亿元升至 7.6 亿元，CAGR 达到 40.5%，是老白干旗下白酒品牌中增长最快的资产，其中量/价 CAGR 分别为 +13.2%/+24.1%，21 年后产能饱和致销量受到制约，价增成为主要驱动力。盈利能力看，武陵酒毛利率从 18 年的 73.9% 升至 22 年的 84.9%，毛利 CAGR 达到 45.5%，均价的提升带来盈利能力显著改善。2023H1 武陵酒实现收入/毛利 4.3 亿元/3.5 亿元，分别同比 +20.3%/+16.5%。

图36 武陵酒营收及增速



资料来源：老白干 18-22 年年报，HTI

图37 武陵酒销量及吨价



资料来源：老白干 18-22 年年报，HTI

产品布局侧重高端，千元以上产品占比超 70%。武陵酒旗下产品主要包含定位高端政商务用酒的酱系列、定位高端私人定制的琥珀匠心系列和定位中高端价位武陵飘香系列，总体价格布局侧重高端，重视高端差异化需求。根据潇湘晨报，武陵酒千元以上高端产品占比 70%，2000 元以上产品占比 30%。

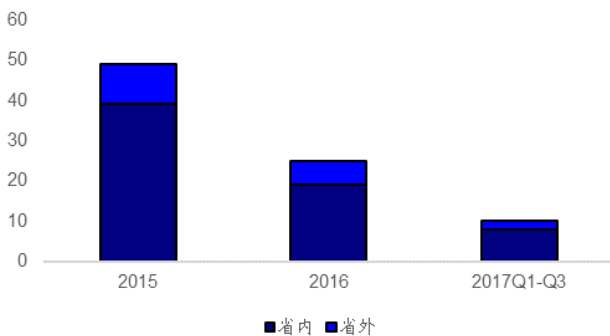
表 4 武陵酒主要产品系列

品牌	系列	产品	规格	指导零售价 (元/瓶)
武陵酒	酱系列 (酱香)	武陵元帅	53 度 500ml	9980
		五星上酱	53 度 680ml	6880
		武陵上酱	53 度 500ml	2680
		武陵王	53 度 500ml	1680
		武陵中酱	53 度 500ml	880
		武陵少酱	53 度 500ml	680
	琥珀匠心系列 (酱香)	匠心高山流水	53 度 1000ml	4199
		琥珀黄金版	53 度 1000ml	2199
		琥珀 509	53 度 509ml	899
	武陵飘香系列 (酱香)	武陵飘香 (30 周年)	53 度 500ml	599
		武陵飘香 (尊享版)	53 度 500ml	248
		武陵飘香 (经典版)	53 度 500ml	188

注：价格数据统计日期为 2023 年 9 月 23 日
资料来源：京东，公司官网，HTI

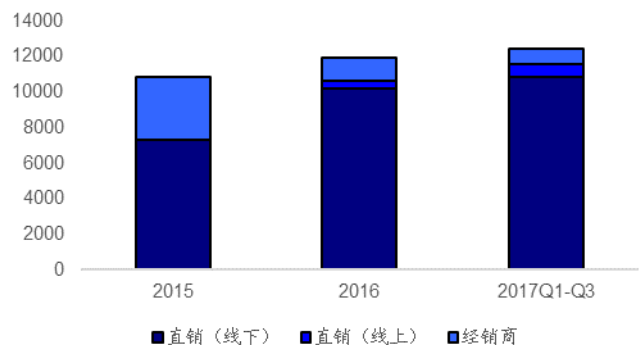
短链直销模式强化渠道掌控，多年积累后有望异地复制。2015 年起武陵酒创新销售模式，取消中间经销商，采用直控终端的短链直销模式，逐步建设与完善终端销售网络。短链模式下，酒厂直接面对消费终端，包括代理商、大客户、电商等（业务员筛选有团购资源的终端直接合作），减少了流通层级，保障酒厂渠道掌控力和终端利润率。此外，武陵酒从终端店准入准出制度、终端助销助长系统、组织机构配称等方面为“终端直控”模式赋能，保证系统的良性、健康发展。在市场拓展方面，武陵酒作为区域名酒主销区仍主要在湖南省常德市，其他区域消费者认知度较低，因此酒厂目通过“平台商-联盟商模式”绑定团购商和聚焦目标消费群体，快速实现产品的铺货和消费者培育。

图 38 15-17 年武陵酒经销商数量 (家)



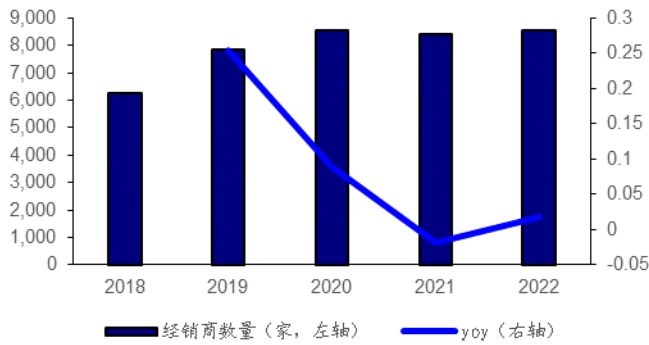
资料来源：老白干酒配股募资暨关联交易报告书，HTI

图 39 15-17 年武陵酒分渠道收入 (万元)



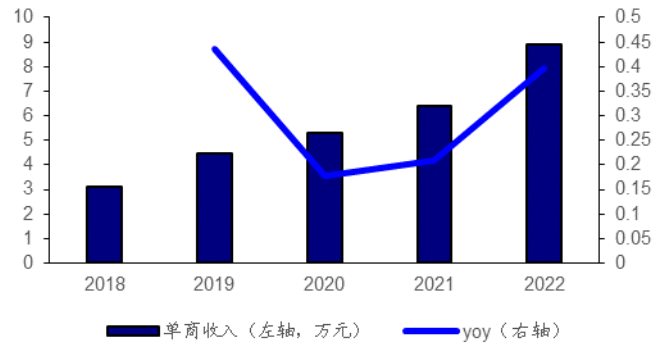
资料来源：老白干酒配股募资暨关联交易报告书，HTI

图40 18-22年老白干湖南经销商数量(家)



资料来源：老白干 18-22 年年报，HTI

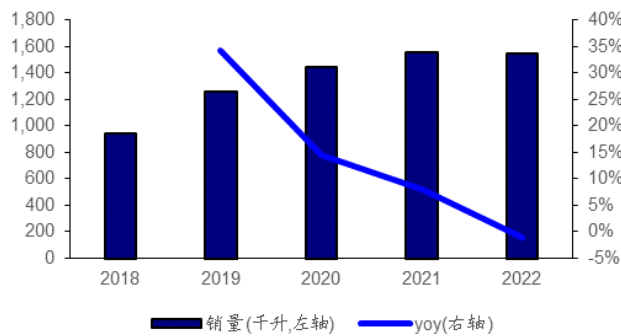
图41 18-22年湖南经销商单商收入



资料来源：老白干 18-22 年年报，HTI

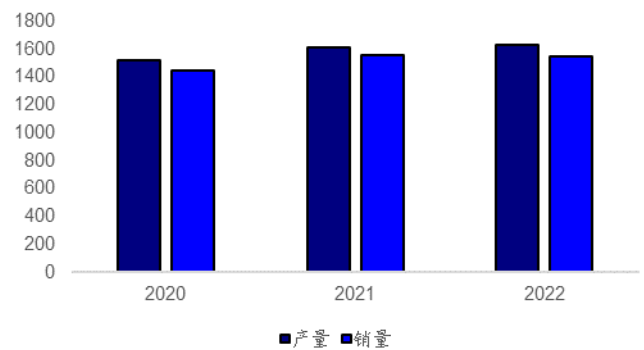
扩产计划稳步推进，中期成品酒产能有望放量。目前武陵酒产能处于紧平衡状态，一定程度上制约销量增长，21-22年产销量均在1500-1600千升区间，增长明显放缓。20年业绩承诺期满后，老白干先后对武陵酒进行两次扩产，根据2023年7月上市公司投资者交流公告，武陵酒基酒产能已达到5000吨以上（一般酱酒基酒在5年后转化为成品酒产能）。再考虑到2021年末武陵酒半成品酒库存为5030千升，我们认为公司产能限制有望得到缓解，中长期看公司有足够的产能与基酒储备支撑市场需求。

图42 18-22年武陵酒销量及增速



资料来源：老白干 18-22 年年报，HTI

图43 20-22年武陵酒产销量(千升)



资料来源：老白干 20-22 年年报，HTI

4. 盈利预测与投资建议

结合公司各项业务历史数据和目标规划，我们作出如下假设：

- 衡水老白干本部在产品高端化和全省化战略下收入稳健增长，板城烧锅酒与老白干本部形成协同，在承德等地实现差异化发展。武陵酒短期延续价增趋势，中长期产能放量支撑下，凭借十七大名酒的品牌故事与成熟的渠道打法实现全省化乃至泛全国化扩张。文王贡/孔府家酒作为区域白酒在白酒品牌竞争时代实现稳健增长。我们假设 23-25 年老白干本部收入同比+8.1%/+16.6%/+15.5%，武陵酒同比+24.3%/+20.8%/+18.7%，板城烧锅酒同比+10.2%/+13.3%/+13.3%，文王贡酒同比+18.5%/+15.4%/+12.2%，孔府家酒同比+8.1%/+6.1%/5.1%。
- 随着产品结构的持续上移毛利率有望延续上升趋势，假设 2023-2025 年毛利率分别为 67.8%/68.1%/68.4%。公司销售费用率处于可比公司上游水平，22 年至今着力严格预算管理，精细化费用管控，费用率有所降低，我们认为未来 3 年内销售费用率往年逐年下降，假设 2023-2025 年销售费用率分别达到 28.5%/27.4%/26.6%。管理费用率考虑股权激励成本的波动，其他分项预计维持稳定，我们假设 2023-2025 年管理费用率分别达到 8.9%/8.4%/7.9%。

综上，我们预计 2023-25 年老白干营业收入为 52.26 亿元/60.57 亿元/69.51 亿元，同比+12.3%/+15.9%/+14.7%；归母净利润分别为 6.34 亿元/8.37 亿元/10.41 亿元，同比-10.5%/+32.1%/+24.3%；对应 EPS 分别为 0.69/0.92/1.14 元，对应 P/E 分别为 26.45/20.01/16.09 倍（20240307）。给予公司 2024 年 30 倍 P/E，对应目标价 27.46 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 5 分产品收入预测表 (百万元)

人民币:百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入						
白酒	3413.55	3753.35	4349.92	4892.71	5690.57	6547.23
YoY	-9.2%	10.0%	15.9%	12.5%	16.3%	15.1%
占比	94.9%	93.2%	93.5%	93.6%	93.9%	94.2%
衡水老白干系列	2012.02	2106.82	2140.35	2314.79	2699.04	3117.40
YoY	-9.1%	4.7%	1.6%	8.1%	16.6%	15.5%
占比	55.9%	52.3%	46.0%	44.3%	44.6%	44.8%
板城烧锅酒	505.01	595.16	830.86	915.28	1037.01	1174.93
YoY	-27.6%	17.9%	39.6%	10.2%	13.3%	13.3%
占比	14.0%	14.8%	17.9%	17.5%	17.1%	16.9%
文王贡酒	296.77	337.60	469.29	555.87	641.26	719.49
YoY	-11.2%	13.8%	39.0%	18.5%	15.4%	12.2%
占比	8.2%	8.4%	10.1%	10.6%	10.6%	10.4%
孔府家系列酒	148.25	177.20	146.07	157.93	167.53	176.01
YoY	-8.5%	19.5%	-17.6%	8.1%	6.1%	5.1%
占比	4.1%	4.4%	3.1%	3.0%	2.8%	2.5%
武陵酒	451.51	536.57	763.35	948.84	1145.73	1359.41
YoY	28.2%	18.8%	42.3%	24.3%	20.8%	18.7%
占比	12.5%	13.3%	16.4%	18.2%	18.9%	19.6%
其他业务	184.24	273.80	303.18	333.49	366.84	403.53
YoY	-31.7%	48.6%	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	5.1%	6.8%	6.5%	6.4%	6.1%	5.8%
营业总收入	3597.79	4027.15	4653.10	5226.21	6057.41	6950.76
YoY	-10.7%	11.9%	15.5%	12.3%	15.9%	14.7%

资料来源: Wind, HTI

表 6 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603589.SH	口子窖	41.11	246.66	2.58	2.97	3.49	15.91	13.82	11.77	2.77	2.50	2.24
603198.SH	迎驾贡酒	62.60	500.80	2.13	2.82	3.53	29.37	22.21	17.74	7.23	6.02	4.97
603369.SH	今世缘	53.50	671.16	2.00	2.51	3.12	26.82	21.29	17.17	6.07	4.99	4.11
600197.SH	伊力特	20.01	94.44	0.35	0.68	0.94	57.09	29.43	21.35	2.58	2.48	2.31
603919.SH	金徽酒	20.36	103.28	0.55	0.74	0.98	36.85	27.51	20.73	3.28	3.05	2.78
	均值			1.52	1.95	2.41	33.21	22.85	17.75	4.38	3.81	3.28

注: 收盘价为 2024 年 3 月 7 日价格, 估值为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, HTI

5. 风险提示

河北省内竞争加剧, 武陵酒外拓不及预期, 食品安全问题。

公司是一家主营白酒的企业，主导产业是衡水老白干酒的生产与销售、商品猪及种猪的饲养及销售，饲料的生产与销售。公司的前身衡水老白干酒厂，其主导产品衡水老白干酒有着 1800 多年的酿造历史。公司曾获“AAA 级标准化良好行为企业”称号，衡水老白干酒的酿造技艺曾被文化部认定为“非物质文化遗产”，曾荣获上海世博会“千年金奖”。2018 年公司通过重大资产重组收购丰联酒业 100% 股权，进一步夯实其在河北省内白酒市场的龙头地位，产品香型、产品结构、销售渠道和模式将更加多元化，实现经营规模的外延式扩张。☐

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司	25.1300
中国银行股份有限公司-招商中证白酒指数分级证券投资基金	4.1700
香港中央结算有限公司(陆股通)	2.4900
交通银行股份有限公司-汇添富中盘价值精选混合型证券投资基金	1.7100
中国建设银行股份有限公司-汇添富消费行业混合型证券投资基金	1.3100
中国建设银行股份有限公司-广发成长精选混合型证券投资基金	1.3100
中国工商银行-广发聚丰混合型证券投资基金	1.0600
华安基金-江苏银行-华安基金-大消费精选集合资产管理计划	0.9300
中国建设银行股份有限公司-鹏华中证酒交易型开放式指数证券投资基金	0.8700
衡水京安集团有限公司	0.7100
合计	39.6900

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4653	5226	6057	6951
每股收益	0.77	0.69	0.92	1.14	营业成本	1472	1682	1933	2200
每股净资产	4.75	4.57	4.33	4.02	毛利率%	68.4%	67.8%	68.1%	68.4%
每股经营现金流	0.68	0.95	1.21	1.44	营业税金及附加	747	823	936	1074
每股股利	1.50	0.88	1.16	1.44	营业税金率%	16.1%	15.8%	15.5%	15.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1411	1491	1661	1851
P/E	23.68	26.45	20.01	16.09	营业费用率%	30.3%	28.5%	27.4%	26.6%
P/B	3.86	4.01	4.24	4.55	管理费用	396	467	506	546
P/S	3.60	3.21	2.77	2.41	管理费用率%	8.5%	8.9%	8.4%	7.9%
EV/EBITDA	29.78	16.09	12.55	10.29	EBIT	653	816	1083	1351
股息率%	8.2%	4.8%	6.3%	7.9%	财务费用	-9	-21	-24	-25
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
毛利率	68.4%	67.8%	68.1%	68.4%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	15.2%	12.1%	13.8%	15.0%	投资收益	25	26	30	35
净资产收益率	16.3%	15.2%	21.2%	28.3%	营业利润	935	837	1106	1376
资产回报率	7.9%	6.8%	8.6%	10.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	11.2%	14.8%	20.7%	27.8%	利润总额	935	837	1106	1376
盈利增长 (%)					EBITDA	811	971	1238	1506
营业收入增长率	15.5%	12.3%	15.9%	14.7%	所得税	227	204	269	335
EBIT 增长率	32.9%	24.9%	32.7%	24.8%	有效所得税率%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
净利润增长率	81.8%	-10.5%	32.1%	24.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	708	634	837	1041
资产负债率	51.3%	55.0%	59.5%	64.1%					
流动比率	1.19	1.17	1.14	1.10	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.49	0.45	0.41	0.38	货币资金	1095	1141	1221	1256
现金比率	0.25	0.23	0.22	0.20	应收账款及应收票据	182	205	237	272
经营效率指标					存货	3046	3480	3999	4550
应收账款周转天数	3.39	3.39	3.39	3.39	其它流动资产	938	952	970	990
存货周转天数	755.07	755.07	755.07	755.07	流动资产合计	5261	5778	6427	7069
总资产周转率	0.52	0.56	0.62	0.68	长期股权投资	88	88	88	88
固定资产周转率	2.65	3.22	4.08	5.15	固定资产	1755	1621	1486	1350
					在建工程	139	138	138	138
					无形资产	858	839	819	800
					非流动资产合计	3656	3502	3347	3192
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总计	8918	9280	9774	10261
净利润	708	634	837	1041	短期借款	50	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	466	533	612	696
非现金支出	155	155	155	155	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-361	-25	-30	-35	其它流动负债	3898	4412	5049	5727
营运资金变动	120	109	147	157	流动负债合计	4414	4944	5661	6423
经营活动现金流	621	873	1109	1319	长期借款	0	0	0	0
资产	-45	0	0	0	其它长期负债	157	157	157	157
投资	-364	0	0	0	非流动负债合计	157	157	157	157
其他	20	26	30	35	负债总计	4571	5101	5818	6580
投资活动现金流	-388	26	30	35	实收资本	915	915	915	915
债权募资	-185	-50	0	0	归属于母公司所有者权益	4347	4178	3956	3680
股权募资	181	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-141	-803	-1059	-1317	负债和所有者权益合计	8918	9280	9774	10261
融资活动现金流	-145	-853	-1059	-1317					
现金净流量	88	46	80	36					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Hebei's leading baijiu company, with a diverse brand portfolio, has seen revenue and recurring NPATs CAGR of 13.7%/32.3% from 2020-2022. The equity incentive plan launched in 2022 covers 207 key personnel, boosting morale and organizational vitality. The five major brands contributed differently to 2022 revenue, with notable growth in Wuling and Bancheng brands. Hebei's baijiu market is competitive, with local brands gaining market share, now over 20%. The company's high-end strategy has improved gross profit margins, and refined marketing has reduced sales expenses. Wuling baijiu, known for its premium positioning, is expected to replicate its success elsewhere with the company's support. Financial forecasts suggest revenue/net profit attributable to shareholders of RMB 5.226/0.634 billion in 2023, with an expected target price of RMB 27.46 in 2024. And we initiate the coverage with an "Outperform" rating.

Risk Warning: Increased competition in Hebei, Wuling's expansion falling short, and food safety issues.

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，颜慧菁，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, Huijing Yan, 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).

603589.CH, 601988.CH, 601328.CH, 601939.CH, 600919.CH, 000596.CH, 贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司及贵州茅台集团财务有限公司目前或过去 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。

603589.CH, 601988.CH, 601328.CH, 601939.CH, 600919.CH, 000596.CH, 贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司 and 贵州茅台集团财务有限公司 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.

603589.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

603589.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 601328.CH 及 601939.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 601328.CH and 601939.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

评级分布 Rating Distribution

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.

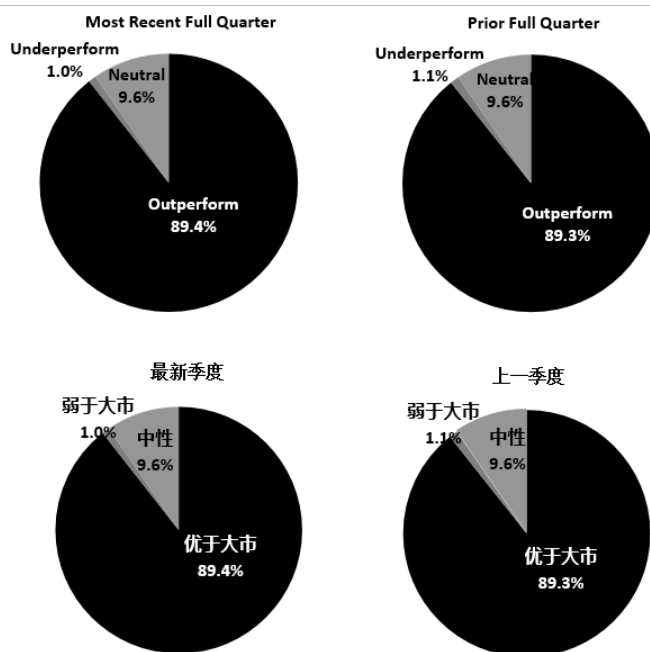
Analyst Stock Ratings

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 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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、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 / 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 HTIJK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的

约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」 ("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 ("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 ("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [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>

Hebei Hengshui Laobaigan Liquor - 600559 CH

