

# 酒鬼酒 Jiugui Liquor (000799 CH)

## 首次覆盖：2023 年为战略调整年，省内外仍有份额提升空间

### 2023 is the Year of Strategic Adjustment, and There is Still Room to Gain Market Share Inside and Outside the Province: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

#### 首次覆盖中性 Initiate with NEUTRAL

评级	中性 NEUTRAL
现价	Rmb103.40
目标价	Rmb112.90
HTI ESG	1.3-0.7-3.0
E-S-G: 0-5	
MSCI ESG 评级	B
来源: MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb33.60bn / US\$4.80bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$114.90mn
发行股票数目	324.93mn
自由流通股 (%)	68%
1 年股价最高最低值	Rmb185.81-Rmb102.05
注: 现价 Rmb103.40 为 2023 年 5 月 18 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-13.8%	-35.6%	-25.4%
绝对值 (美元)	-15.4%	-36.7%	-28.1%
相对 MSCI China	-7.8%	-28.3%	-20.2%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	4,050	4,242	5,232	6,223
(+/-)	19%	5%	23%	19%
净利润	1,049	1,044	1,310	1,594
(+/-)	17%	0%	25%	22%
全面摊薄 EPS (Rmb)	3.23	3.21	4.03	4.91
毛利率	79.6%	79.7%	80.2%	80.7%
净资产收益率	25.3%	21.8%	23.5%	24.4%
市盈率	32	32	26	21

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**酒鬼酒股权几经更迭，2015 年后大单品战略逐渐形成。**中粮成为公司控股股东后，酒鬼酒彻底走出股权更迭的阴霾，开启品牌复兴之路，并确定核心大单品战略。目前 52 度内参酒，52 度红坛酒鬼酒和 52 度传承酒鬼酒是公司核心大单品，我们预期 2022 年销售收入占比约为 23.7%、16.5%和 10%，叠加其他高端酒，中高端酒收入占比已约 55%，公司中高端品牌形象已确立。2018 年成立内参销售公司，2020 年公司成立馥郁荟，2022 年成立红坛酒鬼酒业务部，并实施渠道改革，加大消费者激励和互动，公司在绑定经销商利益一体化，圈层营销和终端消费者培育均有布局。

**省内根据地市场有望进一步提升份额，省外核心区域打造样本市场。**公司长期贯彻根据地市场做精做细，并将河南、山东、广东、京津冀定位核心市场。我们预期 2022 年省内销售额 15-16 亿，省内白酒份额分散，有望进一步提升单点卖力增强销售体量。河南是公司最早启动的省外基地，已完成地级市覆盖，在豫南地区有成熟区域，预期 2022 年河南销售额为 6-7 亿，公司计划在驻马店和南阳加大投入打造亿级城市。山东是馥郁荟的起点，公司在多个地级市成立馥郁荟加大圈层营销，在鲁中和鲁西南较为成熟，内参酒和酒鬼酒分别依托团购和馥郁荟进行销售。公司在河北已实现地级市覆盖，高端和次高端产品均有过亿销售。我们预期 2022 年酒鬼酒在山东和河北体量约在 4 个亿左右，其他重点省份和区域如江苏、广东、北京等地有小几个亿的销售额。

**2023 年定义为战略调整年，短期内参批价压力较大。**2022 年经济承压，白酒产品动销偏弱，渠道库存增加，重点产品价盘走弱，52 度内参酒从 2021 年的 850 元/500ml 下跌到目前的 750 元/500ml，52 度红坛酒鬼酒批价从 2H21 的 300 元/500ml 下跌到 285 元/500ml。4Q22 营业收入同比-27.1%，4Q22 归母净利润 7700 万元，同比-55.4%。1Q23 营业收入 9.65 亿元，同比-42.9%；1Q23 归母净利润 3 个亿，同比-42.4%。此外，4Q22 和 1Q23 经营活动现金流净额和合同负债跌幅较大。

**投资建议与盈利预测。**我们预期酒鬼酒 2023-2025 年收入分别为 42.4/52.3/62.2 亿元，同比增长 4.7%/23%/19%；2023-2025 年净利润分别为 10.4/13.1/15.9 亿元，同比-0.5%/25.5%/21.7%，对应 2023-2025 年 PE 为 32.6X/26X/21.4X。酒鬼酒短期面临批价下行和库存去化的问题，消费回暖和终端动销慢于预期带来恢复性增长延后。此外公司自 2022 年起进行的渠道改革使经销商信心缺失和打款延后，也影响短期业绩表现。随着经济恢复和消费力回升，公司有望实现恢复性增长。我们首次覆盖给予酒鬼酒“中性”评级，给予 2024 年 28X PE 估值，该估值为近 10 年平均估值以下一个标准差位置，目标价 112.9 元，有 8%的上行空间。

**风险提示。**消费力和经济恢复慢于预期，库存去化低于预期。

寇媛媛 Yuanyuan Kou  
yy.kou@htisec.com闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

## 1. 酒鬼酒股权几经更迭，2015 年后大单品战略逐渐形成

酒鬼酒是中国馥郁香型白酒的始创者，酿制技艺传承于湘西民间酿酒工艺，并大胆吸纳现代大、小曲工艺优点，将三种工艺有机结合形成的独特工艺。目前公司拥有“洞藏”、“内参”、“酒鬼”、“湘泉”四大品系，是中国馥郁香型白酒第一品牌。“内参酒”定位中国四大白酒，“酒鬼酒”坚定定位中国文化酒品牌，是中国文化酒的引领者。

### 1.1 酒鬼酒股权几经更迭，公司经历三次退市危机

1996 年公司改制成为湖南湘泉集团有限公司。1997 年，经湖南省人民政府批准，由湖南湘泉集团有限公司独家发起，以其所属湘泉酒公司、酒鬼酒公司、陶瓷公司三家公司的净资产折股投入，首次向社会公开发行股票，在深圳证券交易所上市。一时间名声大噪，白酒知名度快速提升，产品迅速在全国渗透。但由于盲目扩展业务和管理体制问题，1999 年在收入达到 5 个亿，收入增速收窄同时净利润出现下滑。2000 年把企业打造上市的老厂长王锡炳意外离职，公司收入和利润均出现大幅下滑。

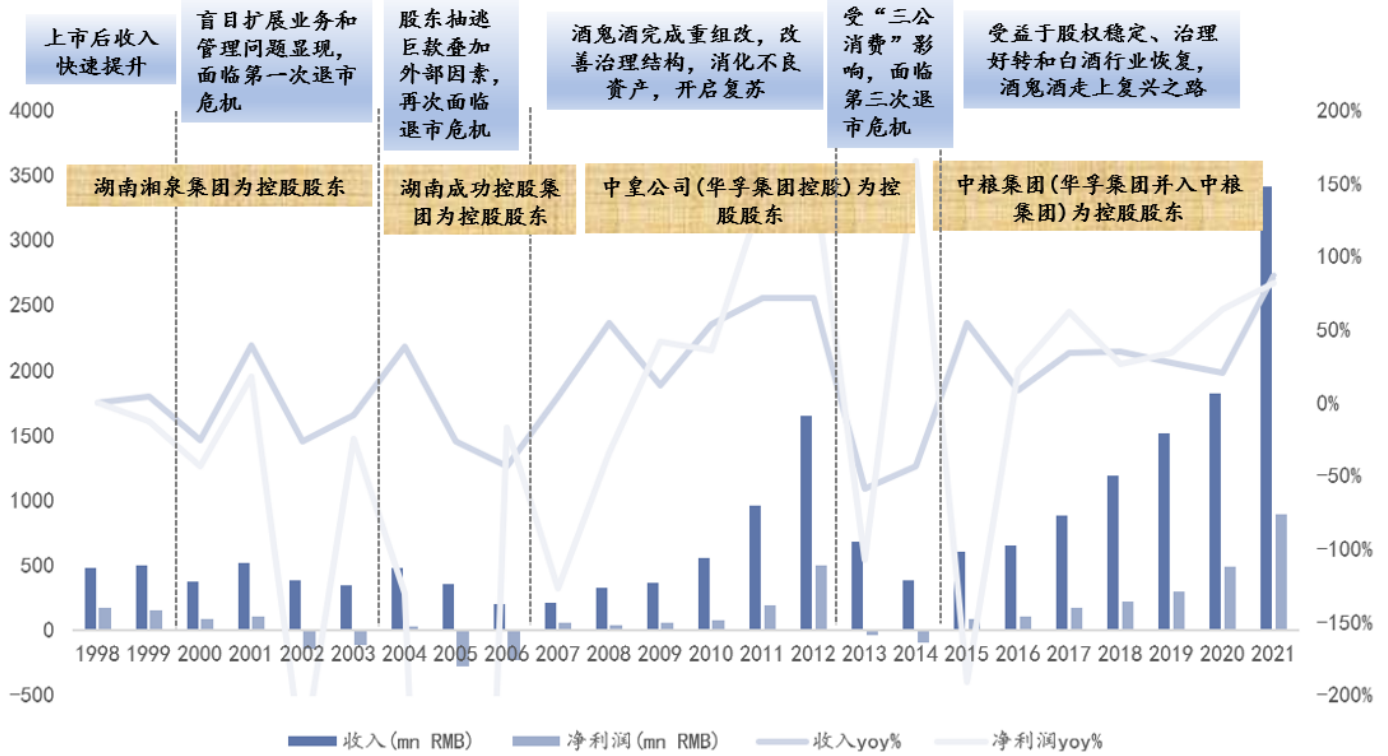
2003 年，湖南湘泉集团转让部分股权，即 29% 的股份给湖南成功控股集团，湘泉集团依旧持有 25.67% 的股权，自此成功控股集团成为控股股东。由于湘泉集团控股期间，集团和上市公司划分不清晰，侵占了大量酒鬼酒资金，同时酒鬼酒上市公司还为湘泉集团做了巨额担保。叠加 2003 年非典影响，成功集团并没有解决酒鬼酒的历史问题并实现进一步发展。2002 和 2003 年，酒鬼酒连续亏损，第一次面临退市危机，2004 年扭亏为营，暂时缓解了退市风险。2005 年酒鬼酒控股股东抽逃 4.2 亿元巨款，前三大股东股权被司法冻结，公司土地房产被债权人进行司法查封或冻结，且因多次债务问题被高尚法庭，严重影响公司的业务发展，2005-2006 年分别亏损 2.8 亿和 2.3 亿，再次面临退市危机。

2007 年中皇公司(由国资委直管的华孚集团控股)通过司法拍卖、受让等途径购得酒鬼酒 36.1% 的股权，成为酒鬼酒控股股东。在由国资委直控的控股股东管控和资金支持下，酒鬼酒完成重组改制工作，改善治理结构，消化不良资产，开启复苏。2007-2012 年收入从仅 2 个亿上涨到 16 个亿，同时利润也在 2007 年做到近 5 个亿。

2012 年开始，反腐政策出台，严格限制“三公消费”，对白酒行业打击严重，同时叠加塑化剂风波，酒鬼酒 2013-2014 年连续出现亏损，第三次面临退市危机。

2014 年起，华孚集团主业陆续被剥离进入中粮集团。2015 年中粮集团成为酒鬼酒的控股股东，自此，彻底走出阴霾。

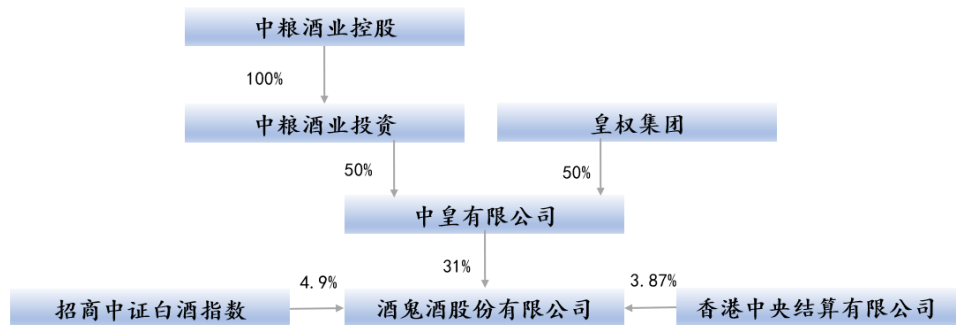
图 1 面临三次退市危机，2015 年酒鬼酒公司业绩持续复苏



资料来源：公司公告，HTI

酒鬼酒股权在多次更迭后已实现股权结构稳定，中粮集团成为酒鬼酒的控股股东。

图 2 酒鬼酒股权结构



资料来源：公司公告，HTI

### 1.2 2015 年酒鬼酒开启品牌复兴之路，确定核心大单品战略

受益于股权稳定和行业逐渐恢复，酒鬼酒自 2015 年起走上了复兴之路。2015 年，公司聚焦核心单品，巩固 50 度酒鬼酒和红坛酒鬼酒的战略联盟平台，深化内参酒平台商与直营商相结合模式，整合高端团购优质资源。

2016 年，公司确立了“聚焦主导产品，打造核心大单品”的品牌战略，确定了“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌线和八大重点产品（52 度 500ml 内参酒、52 度 500ml 红坛酒鬼酒、52 度 500ml 紫坛酒鬼酒、52 度 500ml 精品酒鬼酒、50 度 500ml 酒鬼酒、简优

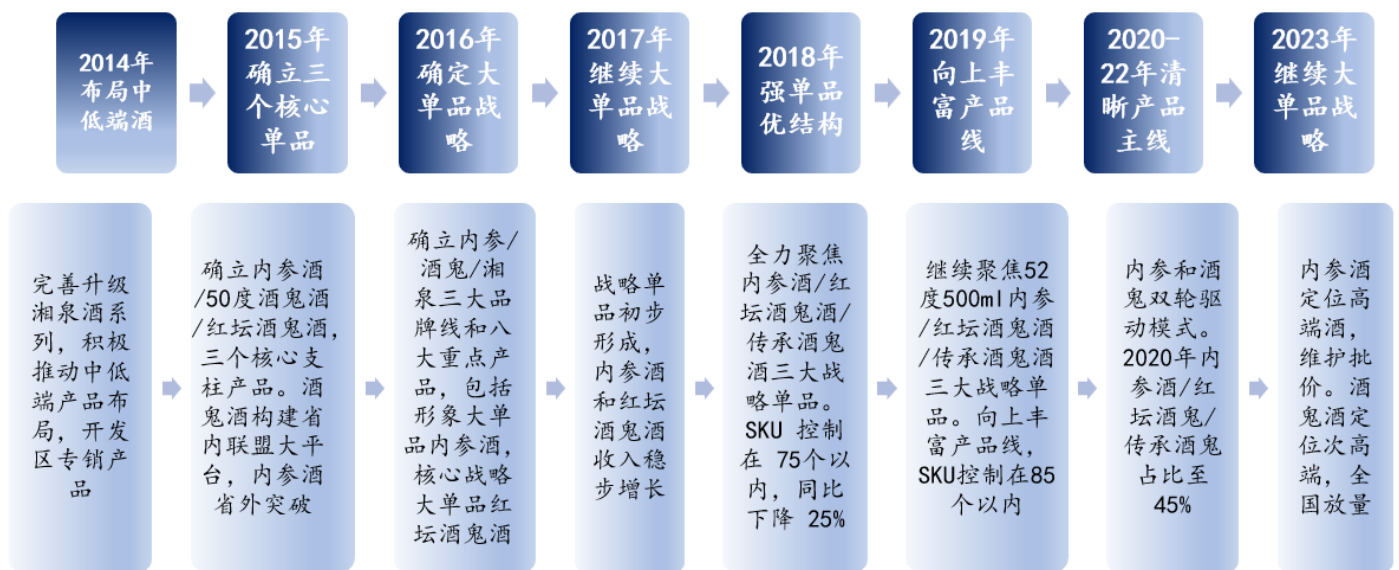
湘泉酒、盒优湘泉酒、彩陶湘泉酒)。以内参酒为高端形象大单品，以“高度柔和”红坛酒鬼酒为首个核心战略大单品。同时，严格控制内参酒、酒鬼酒主导品牌的延伸开发，终止透支、损害主导品牌的产品，提高总代理及贴牌产品门槛，压缩非自营产品。

2018年，公司进一步梳理产品线，SKU控制在75个以内，同比下降25%。聚焦内参酒、酒鬼酒红坛、酒鬼酒传承三大战略单品，同年成立内参酒销售公司。

2019年继续聚焦52度500mL内参酒、52度500mL红坛酒鬼酒，52度500mL传承酒鬼酒三大战略单品。稳步推进“内参酒”稳价增量、“酒鬼酒”量价齐升、“湘泉酒”增品增量的三大核心策略。同时，丰富了“红坛酒鬼酒”和“内参酒”新品线，向上延伸推出“酒鬼70周年纪念酒”、“内参70周年纪念酒”、“内参大师酒”、“内参高尔夫酒”、“内参生肖酒(猪年)”。

2020年以来，公司理清产品主线，确立内参和酒鬼双轮驱动模式，内参酒定位高端酒，维护品牌和批价，酒鬼酒定位次高端进行全国放量。2022年成立了酒鬼酒红坛业务部，专项推进红坛产品的销售及市场发展，提升红坛酒鬼的销售占比和终端覆盖，进一步强化红坛酒鬼酒的地位。

图3 酒鬼酒大单品战略的更迭演进

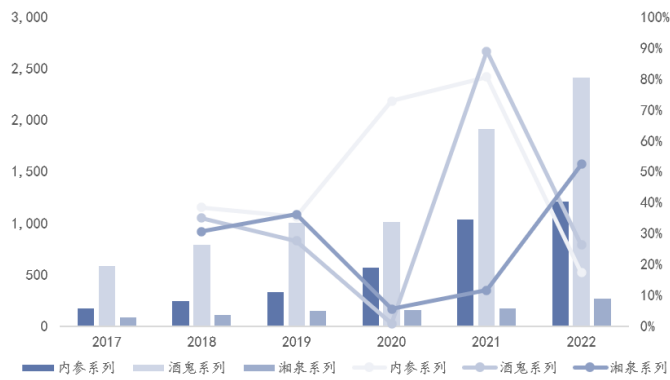


资料来源：公司公告、HTI

2022年内参系列和酒鬼系列收入分别为11.6亿和22.7亿元，过去5年的复合增速在46%和31%，实现了双系列驱动收入增长。2022年酒鬼系列收入占比56.2%，内参系列占比28.7%，湘泉系列占比5.5%。

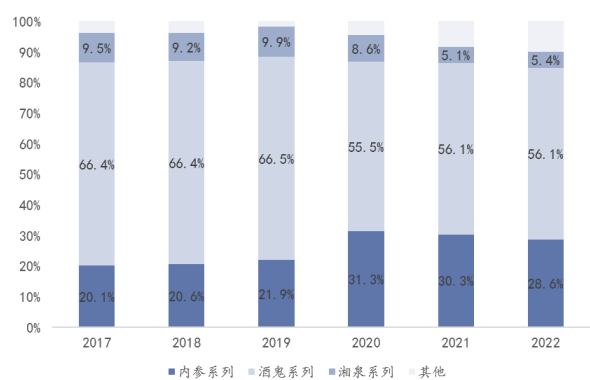


图4 内参系列和酒鬼系列双轮驱动



资料来源：公司公告、HTI

图5 内参系列和酒鬼系列收入占比持续提升



资料来源：公司公告、HTI

内参酒批价在 800 元左右，是千元价位段的主要产品之一，省内省外同时运作。公司对不同区域的酒鬼酒进行了产品区隔，其中 52 度酒鬼酒 18 主要在省内销售；52 度酒鬼酒 20、52 度透明装酒鬼酒、52 度传承酒鬼酒主要在省外销售；52 度紫坛酒鬼酒和黄坛酒鬼酒则可以全国销售。

图6 内参系列和酒鬼系列的主要大单品

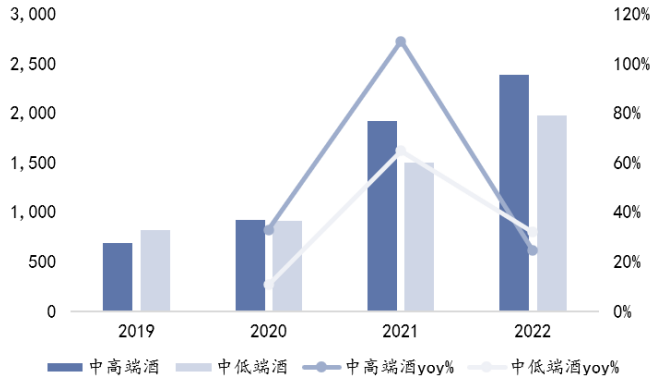
产品	批价(元)	零售价(元)	销售区域	规格标准
内参酒 (52度500ml)	750	828	省内省外	500mL
内参酒 (52度500ml - 大师15年)		3980	省内省外	500mL
内参酒 (52度550ml-高尔夫)		2699	省内省外	550mL
酒鬼酒透明装 (52度500ml)		500	省内	500mL
酒鬼酒紫坛 (52度500ml)	345	380	省内	500mL
酒鬼酒红坛 (52度500ml)	310	325	省内	500mL
酒鬼酒传承 (52度500ml)	220	280	省内	500mL
酒鬼酒黄坛 (52度500ml)	205	228	省内	500mL

资料来源：今日酒价、天猫、HTI

我们定义酒鬼酒公司的中高端酒包括所有内参系列，红坛酒鬼酒和传承酒鬼酒，中高端酒在 2022 年体量在 22-23 亿，占比总收入约 55%。中低端酒即所有其他的产品和系列，2022 年收入体量近 18 亿左右，占比总收入 45%左右。

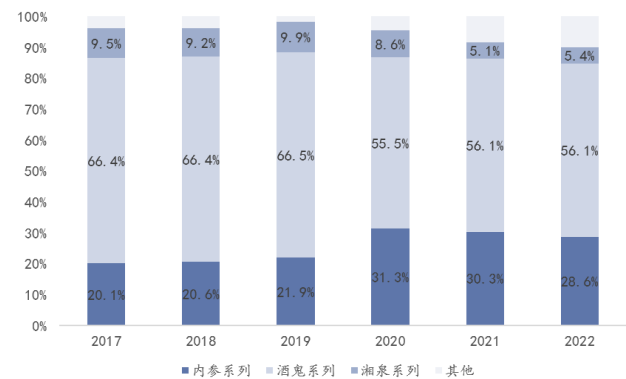
2020-2022 年，公司持续优化产品结构，清晰产品主线。2022 年，我们预期 52 度内参酒、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比分别为 23.7%、16.5%和 10%，大单品战略已具备雏形，且高端酒占比已过半，中高端品牌和形象已确立。

图 7 近 4 年中高端酒增速快于中低端酒



资料来源：公司公告、HTI 预测

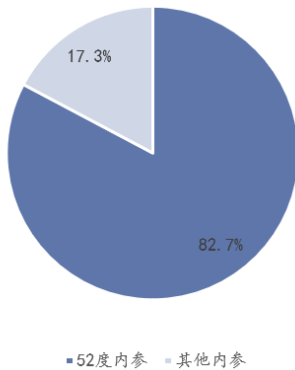
图 8 2022 年中高端酒收入占比 55%



资料来源：公司公告、HTI 预测

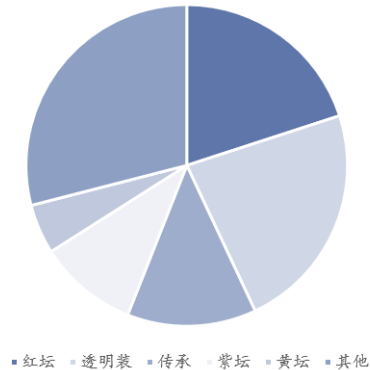
内参系列中，主要产品为 52 度内参酒。酒鬼酒系列中，占比较高的是 52 度红坛酒鬼和透明装酒鬼酒。传承酒鬼酒和紫坛酒鬼酒占比次之。

图 9 2021 年 52 度内参占比内参系列 80%以上



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 10 红坛、传承、透明装酒鬼酒占比过半



资料来源：公司公告、HTI 预测

### 1.3 内参销售公司绑定全国白酒大商利益，馥郁荟圈层营销贴近消费者

内参酒定位馥郁香型高端酒，占据千元价位带。2018 年成立内参销售公司，向全国优秀经销商发起成立“内参酒”专营公司—内参酒销售有限公司，构建了厂商价值一体化营销模式，酒鬼酒公司并未参股但通过经销协议与委派专人参与运作的方式进行绑定，极大的释放了经销商的积极性，并在成立之初设定了连续 3 年每年翻倍增长的目标。同时，为了增添产品价值提升产品知名度，公司在 2019-2021 年发布 2 次内参老酒征集令，针对品相完好且鉴定为瓶贮年份老酒的老酒实行现金征集换购。

酒鬼酒营销方式与内参较为接近，侧重终端与专卖店建设，费用投放强调品牌宣传与消费者服务，通过馥郁荟、馥约等活动贴近消费者。2022 年公司成立酒鬼酒红坛业务部，专项推进红坛产品的销售及市场发展，提升红坛酒鬼的销售占比和终端覆盖。通过湖南卫视《中国婚礼-我女儿出嫁了》，刷新消费者对红坛的认知，强化场景与产品关联，推动大单品战略落地。

### 内参销售公司高度捆绑全国白酒大商利益，利于销售长远发展

为促进高端化“内参酒”销售，2018 年 12 月公司成立湖南内参酒销售有限公司（内参销售公司），囊括全国 30 多位白酒“亿元大商”，内参入股经销商不仅享受价差，还享受分红，利益高度捆绑，有利于酒鬼酒公司销售长远发展。酒鬼酒公司由于是国企，决策受限、审批流程长、灵活性较弱，内参销售公司成立后，内参酒作为独立品牌运作，资源聚焦，很好的规避了以上弱点。

内参销售公司从酒鬼酒供销公司购入内参产品，再销售向不同区域的分销商和代理商。相较于柒泉模式，内参销售公司独立运营单一产品内参酒，有利于大单品策略实行。内参销售公司囊括全国优秀大经销商组建而成，可以更有效防止窜货窜价行为，规范市场秩序。

图 11 内参销售公司股权结构

股东	持股比例	股东	持股比例	股东	持股比例
刘哲明	5.6%	吉首市神农茶业酒业贸易	3.4%	湖南省沅星物流	2.3%
孟碧蓉	5.4%	罗科武	2.6%	湖南达润食品贸易	2.3%
邯郸邯山区嗨吃餐饮	4.5%	石家庄亿腾商贸	2.3%	张家界远强糖酒食品	2.0%
广州飘香酒业	4.5%	长沙市望城区泰康和商贸	2.3%	广州市妙品贸易	1.4%
孟庆广	4.5%	西藏华骏供应链	2.3%	张庆华	1.4%
淮北市顺通酒业	4.4%	戴文凯	2.3%	关海涛	1.4%
长沙市葵蓝酒	4.4%	鲍万同	2.3%	都学民	1.3%
李利军	4.4%	龚波	2.3%	谢扬波	1.3%
湖南省嘉升商贸	4.4%	郭孟雄	2.3%	天津边氏集团	1.3%
段恋芬	4.4%	黄涛	2.3%	永州醉潇湘贸易	1.3%
湖南省糖酒副食	3.6%	刘国平	2.3%	衡阳市天福乐贸易	0.9%
吉首市凌群酒业	3.5%	郑州恒利酒业	2.3%	曹兵伟	0.5%

资料来源：企查查，HTI

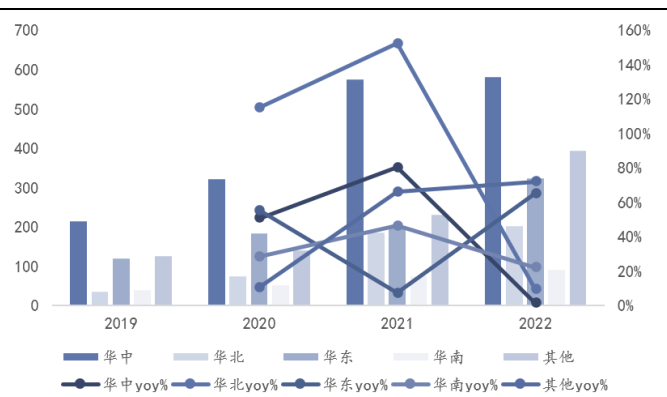
### 经销商数量大幅增长支持公司收入持续提升

酒鬼酒收入较高的区域为华中、华北地区，而经销商数量占比较大的是华中和华东区域，可见华北区域单个经销商体量较大，华东区域单个经销商体量较小。

酒鬼酒总经销商数量在 2020-2021 年有大幅增长，分别增长 44.5%和 64.6%，除华东区域 2021 年经销商数量微增 7%外，其他各区域经销商数量都有明显提升。2022 年经销商数量增速为 26.3%，其中华中经销商数量持平，华北经销商数量增长 9.2%，均低于平均增长，其余区域经销商数量仍有较高增速，可见在白酒行业周期下行下，公司优势区域的华中和华北经销商数量短期触碰到天花板。

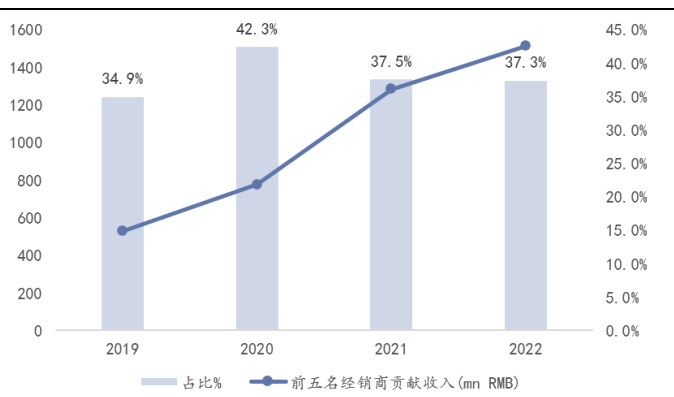
酒鬼酒的前五大客户贡献收入占比较大，2022 年前五大客户销售收入为 15.1 亿元，占比整体 37.3%。

图 12 各区域经销商数量和同比变化%



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 13 前五名经销商销售占比较高



资料来源：公司公告、HTI 预测

### 馥郁荟拓展圈层营销

2020 年公司成立馥郁荟，首先在山东试点运营，在青岛、济南、济宁、淄博等多个地级市成立“馥郁荟”。2021 年举办内参高端文化白酒价值研讨会、“翰林盃”高尔夫精英赛等活动 50 余场，开展“馥郁荟”17 场，举办“名酒进名企”103 场，“馥约”326 场，异业合作 210 场，终端推广 251 场。2022 年继续拓展圈层营销，实现核心消费培育拉动。根据品牌发展进程，不断调整品牌策略，加强与销售的互动和消费者活动落地开展，提升品牌价值，对核心消费者进行培育和拉动。

### 公司在 2020 年以来对重点产品积极提价，2H22 以来以积极控价

2016 年以来公司实施一系列市场管控产品措施，提价控盘，维护终端价格。同时，通过全面采用“经销价+返利+方案制”模式政策，严格控价，实施限底价销售，签订经销商稳价协议，明确各品牌事业部负责人为价格及市场管理第一责任人，严查窜货及低价销售行为。2022 年以来，受到白酒行业周期下行影响，主要产品市场库存较高，批价有较大回落，公司一方面加强市场管控，严肃执行市场秩序管理，稳定价格体系。另一方面梳理非主线产品，坚持利润为先，稳定经销商利润，对主线产品形成补充，为战略调整争取空间。

图 14 酒鬼酒 2017 年以来提价事件

时间	提价事件
2017年11月	提升52度500ml红坛酒鬼酒出厂价及零售价，与之前相比每瓶上涨 70 元。
2018年7月	高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒出厂价分别提价 22/20 元，提价幅度 6%左右。
2020年4月	提升52度500ml红坛酒鬼酒（高度柔和）的战略价格，调整幅度为 30 元/瓶。
2020年5月	52度500ml紫坛（柔和）战略价上调 40 元/瓶。
2020年6月	酒鬼酒供销责任有限公司发出通知，从 6 月 28 日开始湖南市场酒鬼系列产品暂停供货期间不再接受订单、不办理发货事宜。
2020年9月	52度500ml黄坛酒鬼酒（2018 版）战略价上调 30 元/瓶。
2021年1月	提升52度500ml酒鬼酒（专卖店销售）战略价上调 20 元/瓶。
2021年5月	新升级52度500ml酒鬼酒（透明装）、42度500ml酒鬼酒（透明装）5 月开始市场供货，战略价上调 10 元/瓶，零售指导价上调 20 元/瓶。
2021年7月	52度500ml酒鬼酒（馥郁经典）和52度500ml紫坛酒鬼酒（2020 版）进行涨价和停货前者团购指导价上调 70 元/瓶，零售指导价上调 110 元/瓶。
2021年7月	52度500ml酒鬼酒（传承）、39度500ml 酒鬼酒（传承）、42度酒鬼酒（传承）（1987战略价分别上调 10 元/瓶，零售指导价分别上调 20 元/瓶。
2022年5月	52度 500ml 红坛 18、42/45 度红坛 20、39/52 度 500ml 酒鬼酒（传承）42/52 度 500ml 酒鬼酒（透明装）、52 度 500ml 黄坛酒鬼酒终端供货指导价上调 20 元/瓶，42/52 度 500ml 内品酒终端供货指导价上调 15 元/瓶。5 月 31 日起，52 度 500ml 酒鬼酒（传承）39 度 500ml 酒鬼酒（传承）及 42 度 500ml 酒鬼酒（传承）（1987）战略价各上调 10 元/瓶。

资料来源：今日酒价、天猫、HTI



**2. 省内基地市场扁平化运作有进一步提升份额的空间，省外优商计划和馥郁荟绑定核心经销商连接消费者**

2014 年股权调整结束后，酒鬼酒对省内基地市场和省外市场做了全盘梳理，并不断更迭演进，形成了目前的省内基地市场扁平化策略，“一区一商”，“一品一商”。省外采取友商策略，打造核心区域和核心城市，以带动周边地市、周边省份全面发展。

图 15 酒鬼酒渠道策略的更迭演进



资料来源：今日酒价、天猫、HTI

**2014-2017 年深耕省内市场，强势覆下沉至市县区域**

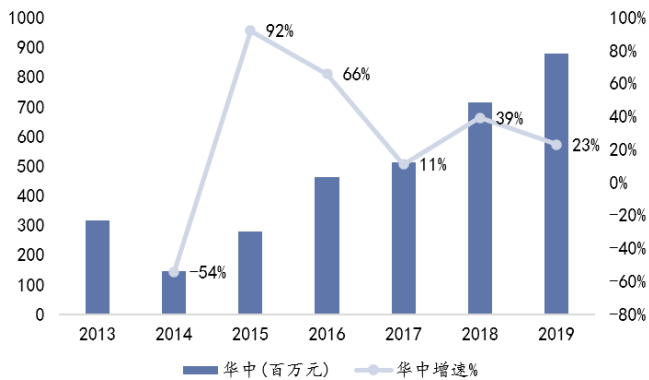
中粮集团入股华孚集团后，酒鬼酒股权稳定性进一步夯实，2014-2017 年公司聚焦做大做强省内市场，稳定基本盘，巩固本土核心市场的战略地位。2015 年华中地区收入体量上涨 92%至 2.8 亿元，湖南市场收入实现大幅增长，2016 年华中地区收入增长 66%至 4.6 亿元。

图 16 2014-2017 年酒鬼酒湖南省内和省外的渠道策略梳理

年份	湖南	省外
2014年	公司启动了以大湘西、长株潭为核心的本土市场，着力强化湖南市场，湖南根据地市场基础性地位进一步确立。	省外北方基地强势启动，酒鬼酒河南有限公司正式投入营运，为公司产品辐射东北、西北、华北打下良好基础。
2015年	酒鬼酒提出“重点做省内、省外做重点”的战略方针，着重恢复省内市场，保障基本盘的稳定。公司立足本土市场，湖南根据地市场基础地位得到加强。巩固“大湘西”和“长株潭”本土核心市场的战略地位，巩固酒鬼酒“湘酒第一品牌”的领导地位。	
2016年	省内纵向延伸，重点下沉县级市场。推动湖南大本营市场销售渠道全面下沉，重点加快县级市场开发布局。	
2017年	继续聚焦湖南基地市场，精耕细作，做实做透。推进终端核心店建设，强势覆盖市县市场。主导产品完成终端核心店超两千家、售点逾万家，基本实现县级市场陈列全覆盖。	

资料来源：公司公告、HTI

图 17 2016-2017 年华中区域维持高增长



资料来源：公司公告、HTI

图 18 2013-2019 年华北及其他区域的收入及增速



资料来源：公司公告、HTI

2018 年至今省内持续推进扁平化，省外市场分级加强核心城市覆盖率

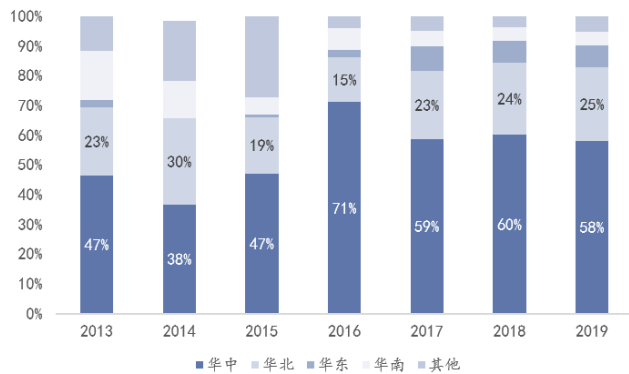
2018 年至今，公司按全国划分为核心/基地市场，高地/战略市场，重点市场、以及机会市场。做强夯实基地市场，即湖南省内市场，采用“一区一商，一品一商”扁平化策略，进行精细化运作。省外的高地/战略市场以华北区域为主，包括京津冀、山东、河南区域。重点市场以华东、广东，其他省份为机会市场。省外市场通过优商计划，打造核心区域、核心城市、并带动周边地市发展。

图 19 2018-至今做强基地市场、突破高地市场，加强城市、核心终端、销售网点的覆盖

年份	渠道策略	城市覆盖、核心终端、销售网点
2018年	公司将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，聚焦核心市场、战略市场。继续优化市场布局，资源聚焦到湖南根据地核心市场，集中到京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场，打造亿元战略市场、千万级重点地级城市、百万级县级城市。	推进渠道扁平化，重心向低线城市下沉。湖南根据地市场基本实现县级市场全覆盖，河北、山东实现地级市全覆盖。此外，公司大力推进终端核心店和售点网络建设，强化掌控终端，核心市场和战略市场终端核心店、售点网络大幅增加。
2019年	继续深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，成立北京、华北、中原、华南四个省外战区，开启“内参”酒全国化进程。继续以湖南省为核心市场，以华北为战略市场（京津冀、山东、河南），以华东、广东为重点市场，其它省份为机会市场。	实现战略市场中的地级市场、核心市场中的地级及县级市场基本实现产品全覆盖。
2020年		省内基本实现扁平化，湖南县级市场覆盖率由年初48.3%提高到了年末的73.6%。省内省外市场核心终端大幅提升，核心终端网点达到8347家，同比增长73%。公司加强厂商合作开拓市场，全国省会级城市覆盖率达97%，地级城市覆盖率由年初的56%提高到了年末的62%。
2021年	公司坚持深耕基地市场，突破高地市场，加快推进全国化布局，客户布局和优商发展成效显著。	坚定不移推进终端建设，核心终端网点达到19752家，同比增长137%。全国市场地级市覆盖率达67%，湖南县级市场覆盖率94%。全国实现专卖店590家，同比增长134%。
2022年	公司坚持“做强基地市场、突破高地市场、深度全国化”的市场策略，实施分区域差异化经营策略。	省内采取“一区一商，一品一商”的扁平化策略，持续推进终端精细化运作，筑牢市场基础，实现品牌贸易型向终端服务型转变。省外通过优商计划，依托核心省份，打造核心区域、核心城市，规划核心网点建设发展指标，以带动周边地市、周边省份全面发展。

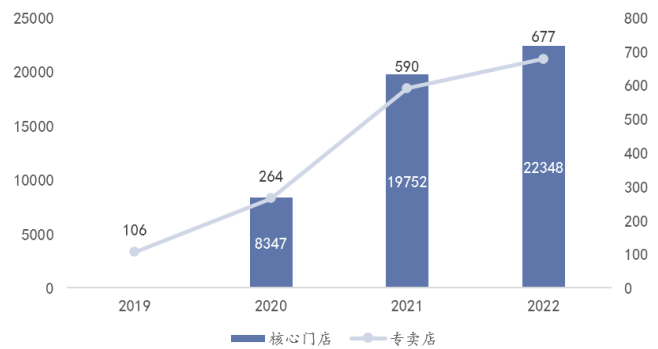
资料来源：公司公告、HTI

图 20 2013-2019 年各区域收入占比



资料来源：公司公告、HTI

图 21 核心门店已超 2.2 万家，专卖店 677 家

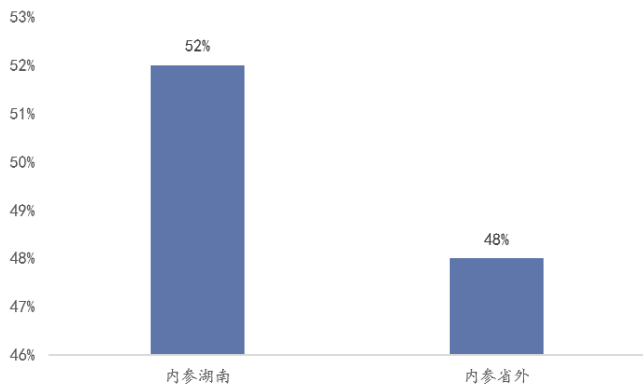


资料来源：公司公告、HTI

公司拥有内参酒，酒鬼酒，湘泉酒三大系列。内参酒的省内、省外比例约为 1:1，省内略高于省外。酒鬼酒销售以省外为主，省内占比为 30%左右。

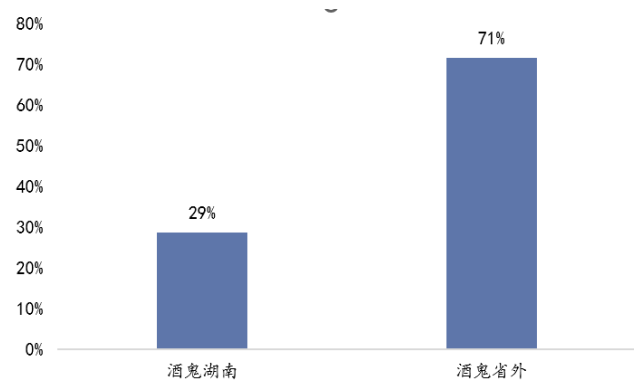
公司长期贯彻根据地深耕和省外拓展的战略，湖南作为根据地市场要做精做细。河南、山东、河北等地均为高地市场，河南销售额为 6-7 个亿，山东和河北市场销售体量约在 4 个亿左右，我们预期公司在江苏、广东、北京等地有小几个亿的体量。

图 22 2022 年内参湖南和省外收入占比%



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 23 2022 年酒鬼湖南和省外收入占比%

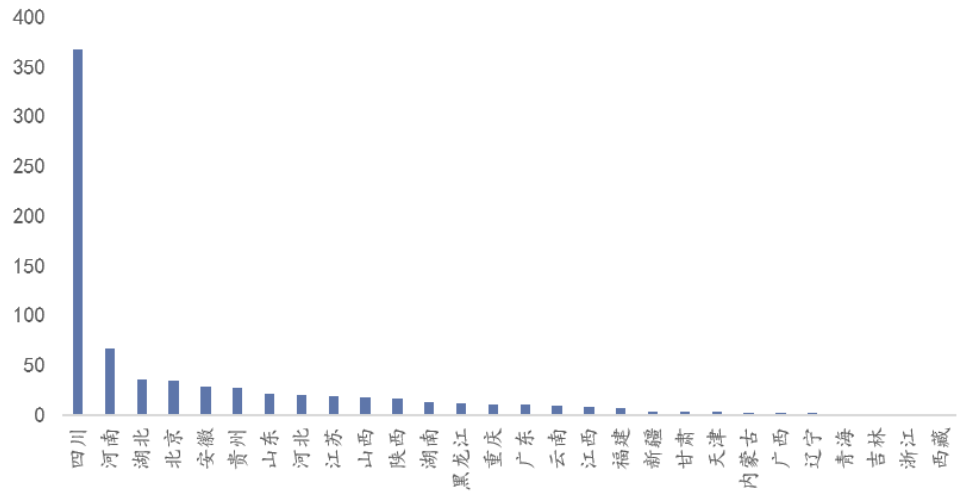


资料来源：公司公告、HTI 预测

### 2.1 基地市场湖南白酒份额分散，内参酒和酒鬼酒份额较小有提升空间

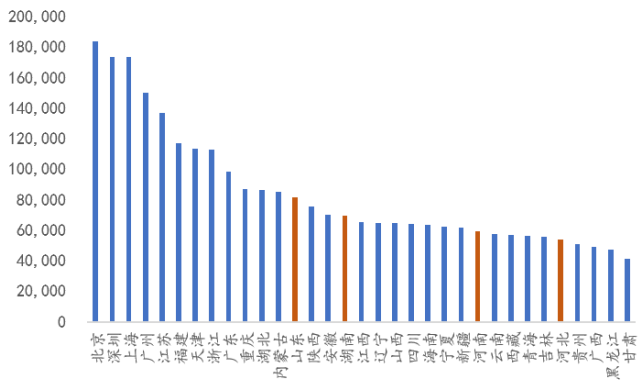
根据中国轻工业联合会数据显示，2020 年湖南白酒产品为 13.3 万千升，占比全国 1.8%。湖南省常住人口 6622 万人，排名全国第 7，人均 GDP 居全国中位数附近，为白酒消费提供一定支持。我们预期 2022 年湖南省白酒体量约为 280 亿，白酒的主力消费价格带在 200-300 元。湖南白酒消费偏高度化，低度消费占比少。

图 24 2020 年白酒折 65 度商品量产量 (万千升)



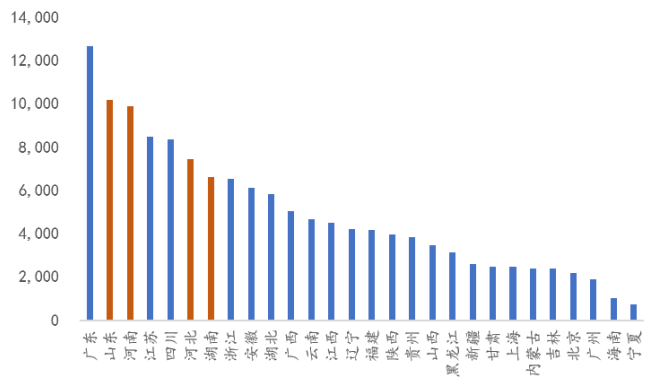
资料来源: Wind, HTI

图 25 全国各省市人均 GDP 排序 (元)



资料来源: WIND, HTI

图 26 全国各省市人口数排序 (万人)

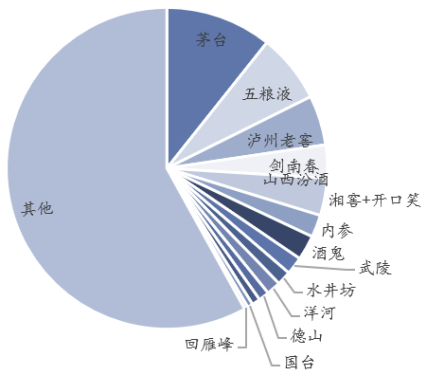


资料来源: WIND, HTI

湖南省白酒份额较为分散，前 10 大白酒企业市占率仅为 40%。其中高端白酒体量约为 50 亿元左右，比例为 18%，以飞天茅台、普五、国窖全国化高端品牌为主，省内高端名酒以内参酒体量为最大，中端酒如剑南春、本土品牌湘窖和开口笑、酒鬼、汾酒市占率相对较大。

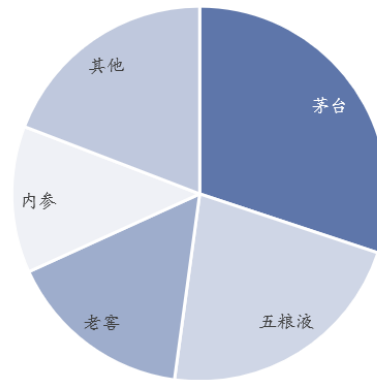


图 27 湖南省前 10 大白酒品牌份额仅 40%



资料来源：微酒、酒说、HTI 预测

图 28 湖南省高端品牌竞争格局



资料来源：微酒、酒说、HTI 预测

湖南省本土品牌并不强势，排名前五的品牌为酒鬼酒，湘窖酒业、武陵酒、德山、雁回峰总体的销售体量为不到 40 亿。

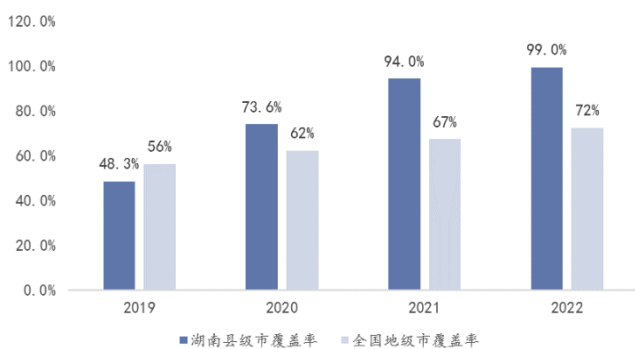
图 29 湖南省重点本土品牌



资料来源：白酒品牌网

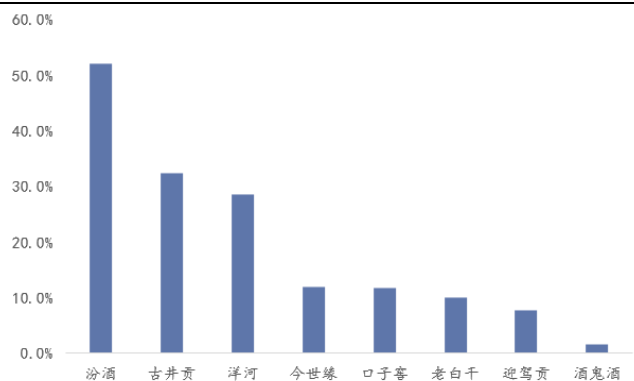
2014 年中粮控股酒鬼酒以来，长期聚焦湖南基地市场，精耕细作，推进终端核心店建设，基本实现县级市场陈列全覆盖，采取“一区一商，一品一商”的扁平化策略，从品牌贸易型向终端服务型转变。酒鬼酒作为本土品牌龙头，省内市占率只有个位数，远低于地产酒龙头在本省的市占率，有较大的提升空间。

图 30 湖南县级市覆盖率接近 100%，全国地级市覆盖率 72%



资料来源：公司公告、HTI

图 31 2021 年省内龙头在各省的市占率%



资料来源：公司公告、HTI

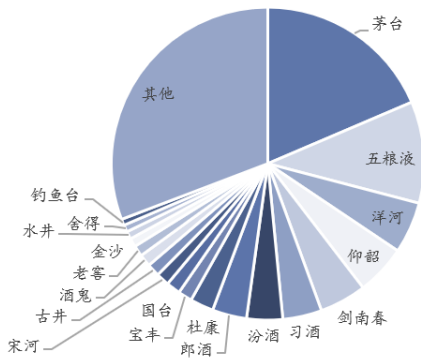
2019 年之前湖南省 GDP 增速 7.5-8%，2023 年 GDP 增速目标为 6.5%，奢侈品增速一般为 GDP 的 2X，我们预期疫情后随着消费端的回暖，湖南省高端白酒在 2023-2025 年增速将维持在 13% 左右，给予内参酒这一千元价位端白酒品牌以增长动力。湖南省作为大本营市场，内参酒的体量和市占率均较低，有望进一步提升份额。酒鬼酒在省内以红坛 18 为主要销售产品，公司目前的县级市覆盖率已接近 100%，需要进一步提升单点的卖力增加酒鬼酒在省内的销售体量。

### 2.2 河南是省外第一大市场，公司在豫南有成熟区域，计划打造亿级城市

河南是白酒生产和消费大省，2020 年白酒产量为 66.4 万吨，河南省白酒人均消费力排名也靠前，根据 2022 年河南酒类流通市场报告，河南省白酒规模在 619 亿，白酒消费主流价格带在 100-400 元。

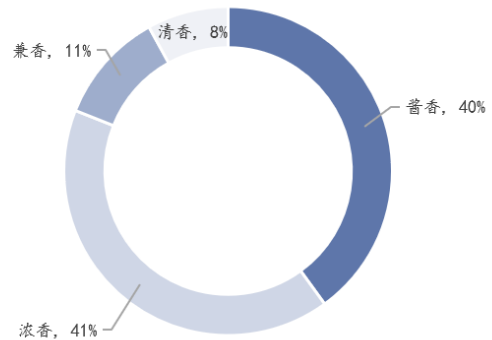
不同于湖南省，河南省的白酒市场份额相对集中，前十大品牌的销售额为 385 亿，市占率达到 64%。河南人民对酱酒的喜爱高于全国平均水平，根据香型分类，酱香/浓香/兼香/清香市占率为 40%/41%/11%/8%。

图 32 河南前十大白酒品牌份额达到 64%



资料来源：2022 年河南酒类流通市场报告、HTI 预测

图 33 河南白酒流通市场香型销售额占比

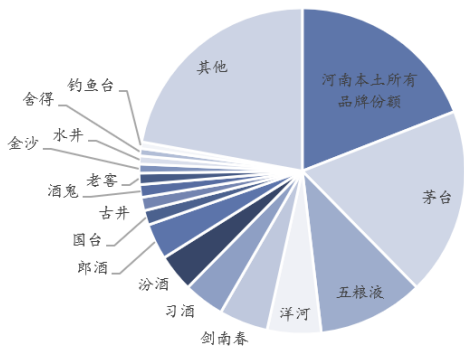


资料来源：2022 年河南酒类流通市场报告、HTI

河南省注册的白酒品牌众多，但目前总体市占率较小，根据河南酒类流通市场报告数据，省内品牌的白酒销售额为 118 亿，市占率不到 20%。省内 15 家主要品牌，包括仰韶、洛阳杜康、宝丰、宋河、赊店老酒、五谷春、皇沟、蔡洪坊、寿酒集团、贾湖等销售额仅 94 亿。2022 年仰韶收入体量在 32 亿，杜康控股收入为 15 亿，宝丰和宋河收入分别为 9 亿和 8.4 亿。

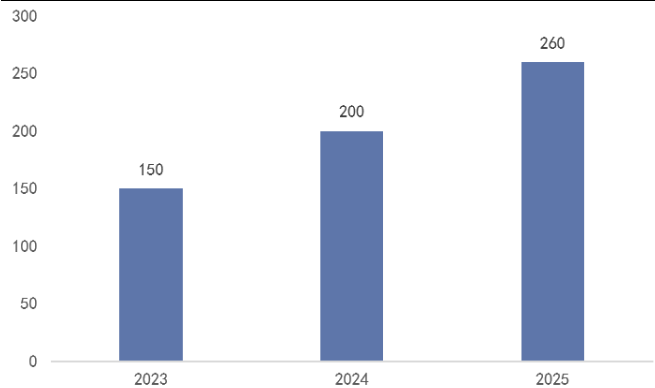
河南省发布了酒业振兴行动方案，目标 2023-2024 年省内品牌白酒销售规模分别达到 150 亿和 200 亿，并在 2025 年达到 260 亿，力争份额突破 50%，税收突破 35 亿。其中宝丰酒业力争达到 26 亿元，五谷春酒业力争达到 15 亿元，皇沟酒业力争达到 12 亿元。同时，支持赊店老酒、金星啤酒上市，并引导银行业金融机构扩大信贷力度，鼓励风险投资等参与豫酒振兴发展。

图 34 河南本土白酒品牌总体份额不到 20%



资料来源：2022 年河南酒类流通市场报告、HTI 预测

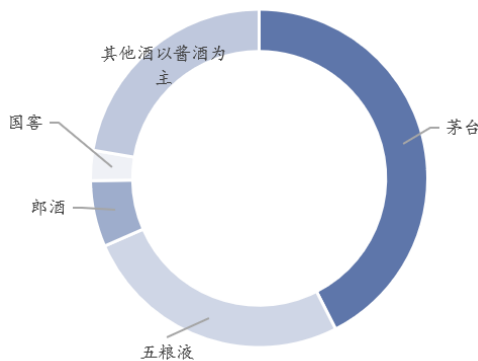
图 35 河南本土白酒企业 2025 年收入目标 (亿)



资料来源：2022 年河南酒类流通市场报告、HTI

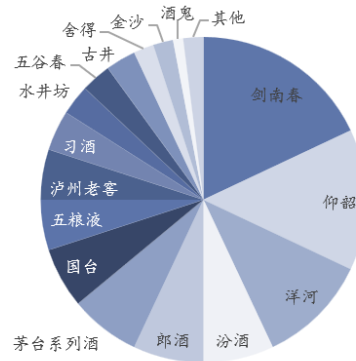
河南是酒类消费大省，我们预期河南高端酒体量在 130-150 亿，其中茅台、五粮液和国窖贡献体量在 100 亿左右，其他以酱酒如习酒、国台、金沙等高端产品为主和其他香型产品为主。中端酒(100-500 元)中剑南春一枝独秀，本土品牌仰韶排名第二，洋河份额也在 10%以上，其他品牌市占率均在 10%以下，群雄割据。

图 36 高端酒以茅台、五粮液和酱酒为主



资料来源：2022 年河南酒类流通市场报告、HTI

图 37 100-500 元中端酒群雄争霸



资料来源：2022 年河南酒类流通市场报告、HTI

2014 年，酒鬼酒公司强势启动省外北方基地，酒鬼酒河南有限公司正式投入营运，产品辐射东北、西北、华北，2017 年公司在河南完成地级市覆盖。2018 年公司将河南定义为战略市场，打造核心区域和核心城市，公司在豫南地区有成熟区域，计划在驻马店和南阳加大投入，打造成亿级城市。

河南市场白酒品牌和香型众多，包容性高，高端酒类以茅台、五粮液、和其他酱香酒品牌为主，内参酒作为馥郁香型酒类会有一定体量。中端白酒市场群雄格局，河南是各地产酒省外扩张的重要市场，河南本土品牌在 2023-2025 年也有较高的业绩指标，竞争进一步加剧，对酒鬼酒的省外扩张造成一定压力。

### 2.3 山东是馥郁荟的起点，借助大商资源发展团购

山东是白酒生产和消费大省，酒风豪迈，人均饮酒量均全国第一。山东人口数量破亿居全国第二，人均 GDP 在全国中位数附近，人口总量和活跃的经济为白酒消费提供支持，我们预期 2022 年山东白酒体量在 450 亿元。

白酒消费主流价格带在 100-300，经济发达地区如济南和胶东经济区城市主流价格带在 300 元以上，其他地区价格带在 100-300 元。除济南、青岛等城市因商务刚性场景喜好高度白酒外，山东其他区域均喜好饮用低度白酒。

根据 2021 年的《山东省白酒生产企业名录》，山东本土有 500 多家白酒企业，几乎每个县都分布着酿酒厂，部分酒厂在山东本地具有较高的知名度和稳定的消费群体，较为典型的包括“四大家族”“齐鲁六酱”“八大金刚”等。“四大家族”指的是兰陵酒、景芝酒、孔府家酒、泰山酒；“齐鲁六酱”指的是云门陈酿、古贝元、秦池酒、金贵酱酒、景阳冈赖茄、红太阳祥酒等 6 个酱香酒品牌或名酒；“八大金刚”指的是济宁孔府家、潍坊景芝、淄博扳倒井、泰安泰山酒、德州古贝春、济南趵突泉、临沂兰陵酒、青岛琅琊台。

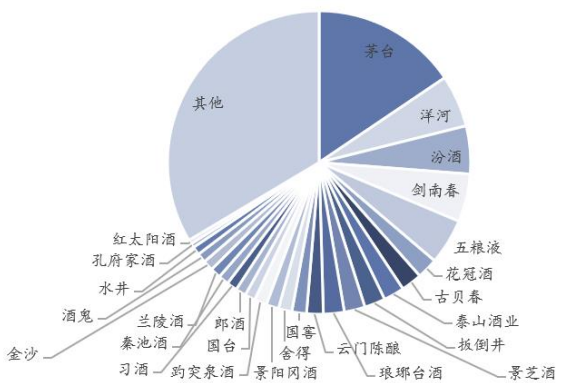
图 38 山东本土白酒企业分布



资料来源: Wind, HTI

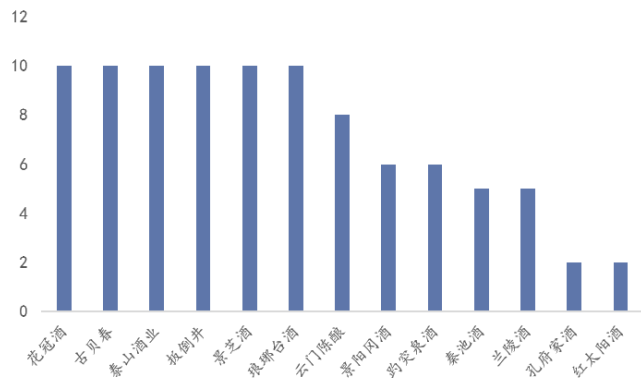
山东本土地产酒企业众多，但没有强势的地产酒，同时山东酒品豪迈，人均饮酒量高，是其他酒企进行区域扩展或全国化的必入市场。此外，山东人民对酱酒的喜爱也高于全国平均水平，是酱酒企业的重点拓展市场。山东市场白酒玩家众多，前 10 大白酒品牌为占比 47%，除茅台份额在 15% 左右，其他份额均为个位数。

图 39 山东省前 10 大白酒品牌份额占比为 47%



资料来源: 微酒、酒说、HTI 预测

图 40 本土企业收入体量(亿元)



资料来源: 微酒、酒说、HTI 预测



酒鬼酒公司在 2019 年确立华北为战略市场，在山东片区成立作战指挥部，内参采取客户联盟体模式，酒鬼系列借助大商资源发展团购；将山东作为“馥郁荟”的起点，在青岛、济南、济宁、淄博等多个地级市成立“馥郁荟”。酒鬼系列在鲁中和鲁西南较为成熟，酒鬼酒传承、紫坛、内品等产品实施“一品一商”，进行分开招商，要求一区一店。内参在聊城、济宁和济南基础较好，在山东共有约 20 多家经销商，90%以上通过团购渠道销售；目前仍处招商阶段，重点新增团购商和专卖店。2020 年以来，酒鬼酒陆续在青岛、临沂、济宁、菏泽、聊城、德州、济南、淄博等多个地级市成立馥郁荟，通过名酒进名企进行圈层营销，加强核心消费者和意见领袖的培育。

#### 2.4 内参酒和酒鬼酒在河北均有过亿体量

河北酒风豪迈，人均饮酒量较大，白酒消费力排全国第七。河北人口超过 7000 万，排名全国第六，我们预期 2022 年河北白酒市场约 320 亿元。河北白酒主流消费价位 100-300，其中冀中经济基础好，价位带在 100-300 元，冀北和冀南的消费力偏低，价位带在 100 元左右。河北人民偏好低度酒，以 38 度和 42 度为主。对香型包容性强，浓香占比较大，清香型接受度也较高。

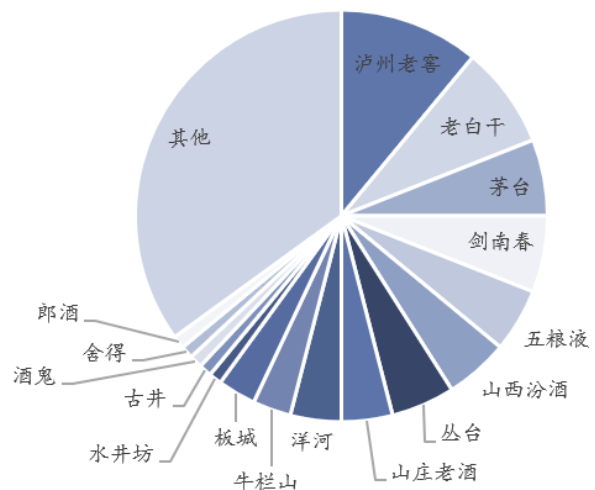
河北省内白酒品牌众多，但总量占比不大，除老白干外收入体量均较小，总体省内白酒品牌收入仅占全省体量的 20%，且以中低端酒为主。分区域看，冀北地区主要为两大地产酒品牌山庄和板城进行竞争；冀中经济较发达，尤其是石家庄、保定、唐山是三大重点城市，省外名酒竞相布局，而省内品牌普遍弱势；冀南地区是省内龙头老白干酒的强势市场，省外品牌和当地的丛台、泥坑等品牌也占有一定份额。

图 41 山东省前 10 大白酒品牌份额占比为 47%



资料来源：微酒、酒说、HTI 预测

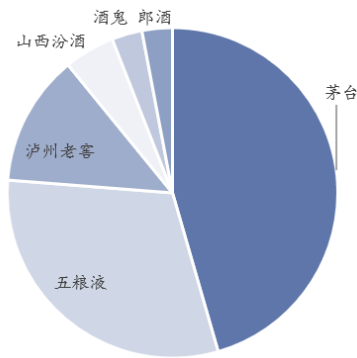
图 42 河北前 10 大白酒品牌份额占比为 57%



资料来源：微酒、酒说、HTI 预测

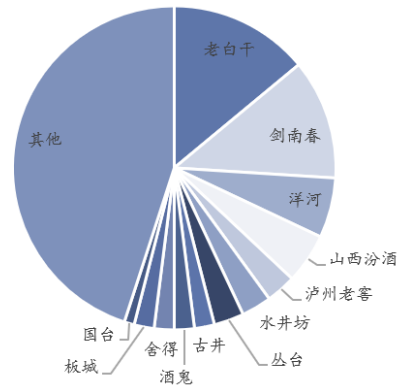
河北省份额相对集中，前 10 大品牌市占率为 57%，以全国化品牌为主，本省品牌老白干、丛台、山庄老酒进入前 10。高端白酒竞争格局以茅五泸为主，汾酒、酒鬼和郎酒份额较小。100-500 元中端酒以老白干和剑南春份额为大，其他品牌份额较小。

图 43 河北省高端白酒竞争格局



资料来源：微酒、酒说、HTI 预测

图 44 河北省 100-500 元白酒竞争格局



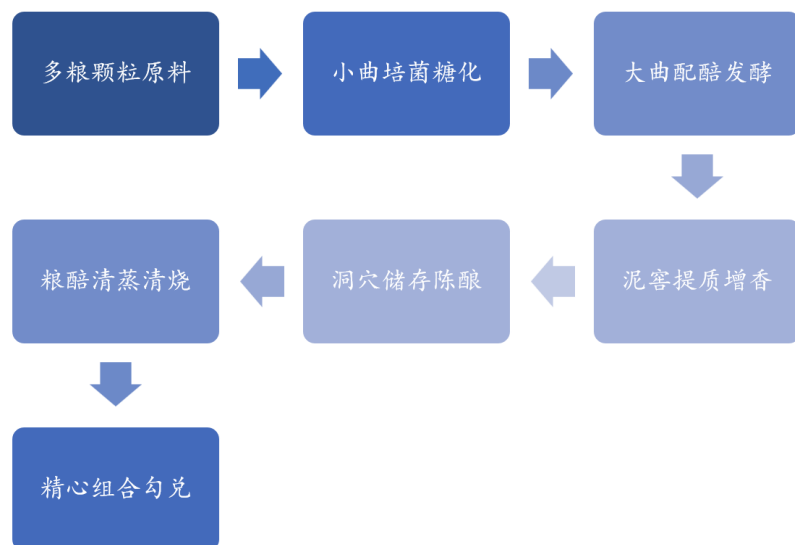
资料来源：微酒、酒说、HTI 预测

2014 年酒鬼酒启动省外市场，重点布局华北区域，2017 年实现河北省地级市覆盖。我们预期 2022 年酒鬼在河北销售体量在 3-4 个亿，高端和次高端均有过亿体量。

### 3. 馥郁香酒工艺复杂，酒鬼酒产能充裕

酒鬼酒是中国馥郁香型白酒的始创者，酿制技艺传承于湘西民间酿酒工艺，工艺可以概括为多粮颗粒原料、小曲培菌糖化、大曲配醅发酵、泥窖提质增香、洞穴储存陈酿、粮醅清蒸清烧、精心组合勾兑。可见酒鬼酒的工艺吸纳了现代大、小曲工艺优点，将三种工艺有机结合，特点为“523”，即采用 5 种原料、融合大曲小曲 2 种工艺、形成浓、清、酱 3 种香型和谐共生。酒鬼酒传承湘西民间藏酒技法，将酒鬼酒以陶坛封存，藏于天然溶洞中，这在白酒界是较少见的，因为湘西多溶洞，总体有 3800 多个。洞中温度长年稳定在 15—20 度，湿度在 80% 以上，这种恒温恒湿的天然环境成为白酒陈酿老熟的绝佳条件，存储的酒体微黄偏绿，酒质醇厚丰满，口感柔顺怡长，馥郁含香。

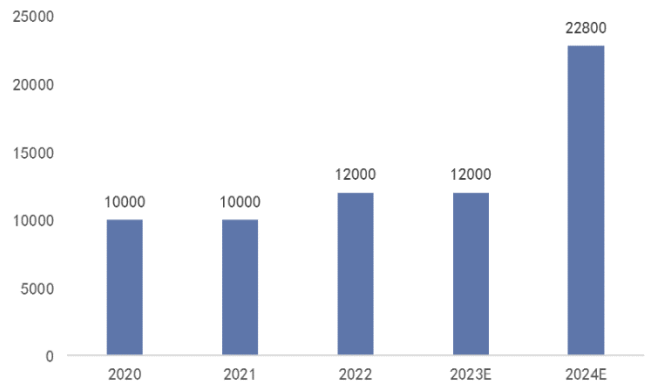
图 45 馥郁香型白酒酿造工艺



资料来源：公司公告，HTI

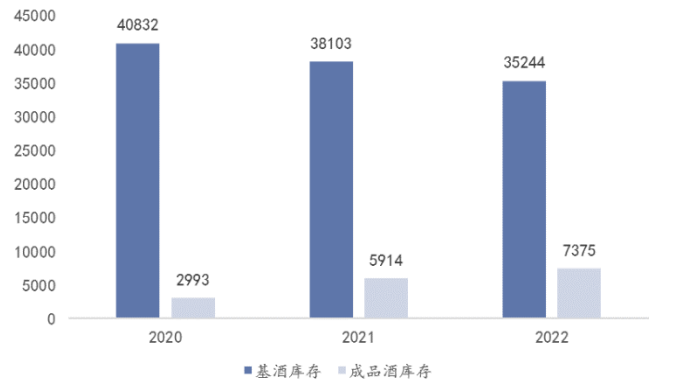
根据 2021 年公司公告，公司目前馥郁香型白酒基酒产能 10216 吨，叠加公司充足的成品酒库存和基酒库存，能满足公司销量需求。目前公司生产三区一期工程在建，生产三区二期工程及改扩建生产二区酿酒车间一期工程已通过董事会审批，上述项目完工后将新增 1.08 万吨馥郁香型基酒产能，1.78 万吨基酒储存能力。届时公司基酒总产能将达到 2.28 万吨/年，满足公司发展规划的战略需要。

图 46 酒鬼酒总产能及预期(吨/年)



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 47 酒鬼酒公司基酒库存和成品酒库存(吨/年)



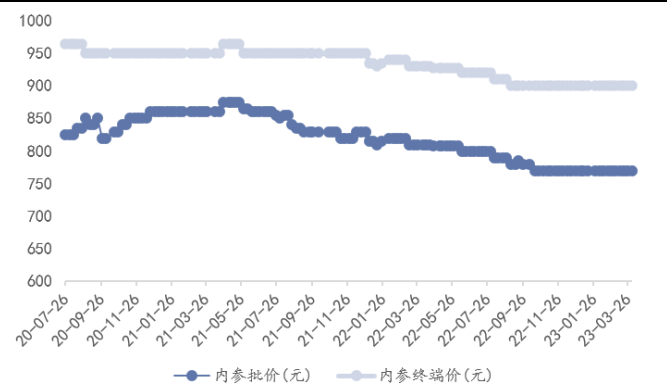
资料来源：公司公告、HTI 预测

#### 4. 盈利预测和投资建议

##### 4.1 2023 年定义为战略调整年，短期内参批价压力较大

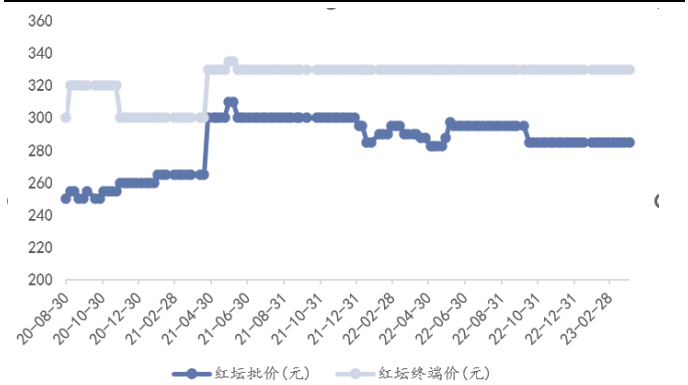
2020-2022 年因为疫情反复，白酒企业遇到一定调整。在此期间，公司打造内参和酒鬼双品牌，重视渠道拓展，2022 年经济承压，白酒产品动销偏弱，渠道库存增加，重点产品价格走弱。公司高端产品 52 度内参酒从 2021 年的 850 元/500ml 以上下跌到目前的 750 元/500ml。52 度酒鬼酒红坛批价从 2H21 的 300 元/500ml 下跌到 285 元/500ml。

图 48 52 度内参酒批价自 2021 年中持续下行至 750 元/500ml



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 49 52 度酒鬼酒红坛批价近期稳定在 285 元/500ml



资料来源：公司公告、HTI 预测

2H22 公司针对省内外情况转变策略，保持价格稳定，提升产品价值。一方面坚定打造大单品，站稳价格带；其次梳理非主线产品，坚持利润为先，限制规模，形成补充，为战略调整争取空间；再次严肃执行市场秩序管理，稳定价格体系。

同时公司将 2023 年定调为调整年。2023 年不对内参酒设置增量目标，稳定销量在 800 吨，以恢复市场秩序为主。公司计划通过高端内参及文创内参等方式实现吨价抬升，

对冲内参酒增量的损失。2023 年酒鬼酒目标较高，尤其是酒鬼酒红坛，有翻倍的目标。酒鬼系列新增 SKU，通过新品吨价均高于标品来拉升酒鬼系列吨价。

2023 年 2 月下旬酒鬼酒举办经销商大会，提出一个战略、四个方向、九大核心策略。公司从产品、渠道、消费者培育、队伍调整、费用管控等方面多管齐下，有足够的改革决心和做大做强的动力。开启事业部模式，聚焦单品：公司销售队伍将根据 SKU 划分，初步规划出红坛、紫坛、54 度事业部，专事专办，费用专投。经过 2023 年的深度调整，酒鬼、内参品牌有望价值回归，助力公司把握新一轮上行周期。

图 50 2023 年工作计划：一个战略、四个方向、九大核心策略、五个改革

一个战略	中国白酒文化第一品牌
基本策略	做牢基地、做强高地、深度消费者培育
四个方向	产品增值、动销增速、团购增量、客户增利
九个核心策略	1、大单品策略。大单品红坛团队的考核数字几乎比起去年翻一番
	2、做牢基地市场。我们把湖南、河南、山东市场和江苏、广东市场定位基地市场，目的在于划分责任田，产生规模、产生利润，为酒鬼酒在全国范围内做大市场提供资源。销售管理中心的管理班子要下到样板市场，每个人分一个责任田（一个城市或者是一个县），聚焦到市场。
	3、做强高地市场。从突破高地升级，我们在北京、上海、广州、深圳有所突破，下一步要做强这些市场。2022年北京收入近2个亿，2023年目标3亿以上。做强高地市场是我们今年的大变化之一。
	4、消费者培育策略。圈层营销、用户培育、消费者培育是我们2023年工作的核心。从基础工作团队培训开始，到客户沟通，其次到消费者培育。
	5、打造样板市场。酒鬼红坛达到21个样板市场，其他产品围绕红坛，以区域与城市为圈子去做区域性样板市场。每个管理者都有自己的样板市场责任田，和聚焦策略一致。如目标把河南的驻马店、南阳打造成亿元市场，北京打造成5亿
	6、核心网店策略。专卖店现在是几百家，2020年起核心网店工作表现欠佳。目标是百城万店，专卖店1000+，形象店5000+，核心店10万+，体现我们对核心网店和c端消费者培育的重视。
	7、产品提升策略。产品价格稳定上升，是酒鬼酒未来长期发展的根源。短期酒鬼酒通过控制规模、控量、选择优商去做好服务，从而最大能力管理价格、控制供求。利润、价格、价值和品牌个性都是我们产品策略的发展方向。
	8、54度传承创新，复刻经典。未来一段时间会全力以赴推进54产品的销售，全力做好54度推广招商布局工作，有望带动酒鬼酒、内参酒整个产品价格价值的提升。
	9、优商策略。
五个改革策略	1、模式改革：BC联动，一路向C。核心就是做消费者的工作。
	2、费用改革：减少渠道投入，加大消费者投入。酒鬼酒回馈消费者包括扫码中奖、空盒换酒、反向奖励等品牌投入加起来远远大于以前投入渠道费用，以驱动消费者购买，而不是以促进渠道备货。
	3、管理改革：酒鬼酒1956和87版酒鬼价格稳定因为管控得力，通过控价格、控市场，达到高价值、高利润，即双高双控。将继续对54度及酒鬼酒实施双高双控政策，第一次重罚，第二次终止合作。
	4、产品改革：有信心做酒鬼酒文创、文化产品。红坛酒鬼酒将聚焦宴席、样板市场打造、费用改革实现大单品效益，内参、经典会实现价格价值回归，守住1000元价格带并向上提升。
	5、专卖店改革：专卖店是对渠道有效的补充，不是为了和渠道客户去分销量，而是为了品牌宣扬、规模提升，能快速的把市场做大做强。专卖店聚焦产品专业化、费用套餐化、盈利模式的中心规划。

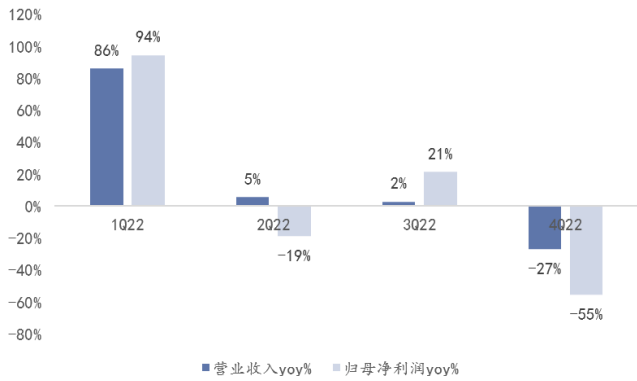
资料来源：公司公告、HTI

#### 4.2 2022 年和 1Q23 业绩压力较大

酒鬼酒 2022 年实现营业总收入 40.5 亿元，同比增长 18.6%，毛利率同比下降 0.3 个百分点至 79.6%，三项费用率上升 0.1 个百分点至 46.2%，2022 年归母净利润为 10.5 亿元，同比增长 17.4%，净利率同比下降 0.3 个百分点至 25.9%。其中，1Q22 收入利润大幅增长；2Q22 和 3Q22 营业收入分别增长 5%和 2%，增速明显收窄，2Q22 和 3Q22 归母净利润同比分别-18.7%和+21.1%；4Q22 营业收入同比下降 27.1%，4Q22 归母净利润 7700 万元，同比-55.4%。2Q22-2Q24 公司预收账款均呈大幅下降趋势，主要因为需求疲软和批价下行。2022 年公司经营活动现金流净额为 4 亿元，同比大幅下降 74.4%，季度间经营活动现金流净额波动较大，4Q22 经营活动现金流净额为负的 1.6 亿。2022 年业绩压力大主要因为白酒下行周期阶段，公司渠道库存较高批价走弱，同时公司实施渠道改革，将 70-80%的渠道费用都转移到消费者动销和激励活动，影响经销商的积极打款信心。此外，4Q22 公司没有向渠道压货，没有出开门红的激励措施，同时将发货及回款节奏后移，坚持市场秩序优先。

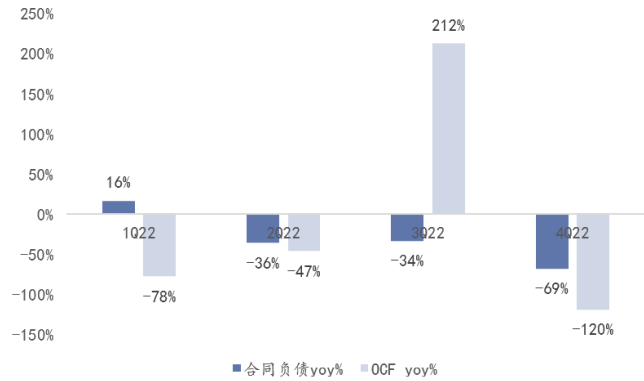


图 51 酒鬼酒 2022 年季度间营业收入和归母净利润增速%



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 52 酒鬼酒 2022 年季度间合同负债和 OCF 润增速%



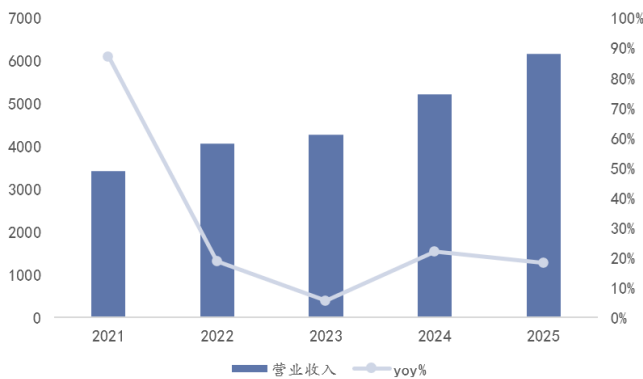
资料来源：公司公告、HTI 预测

1Q23 公司实现营业收入 9.65 亿元，同比-42.9%；毛利率同比提升 1.7 个点至 81.5%，受益于进一步加强高端产品的销售；三项费用率上升 4.2 个点至 41.7%，主要因为销售费用率上升 4.2%至 26%。自 2022 年起，公司实施费用改革，加大消费者动销和激励活动，减少渠道投入，渠道 70-80%费用都转到了消费者，公司并未因为景气下行减少对消费者培育的力度。根据渠道调研，目前公司内参整体回款进度 35%、酒鬼回款进度 30%左右，2023 年公司重心在于费用改革及挺价，严格查出市场，处罚力度加大，内参目标批价 830-840。

### 4.3 盈利预测

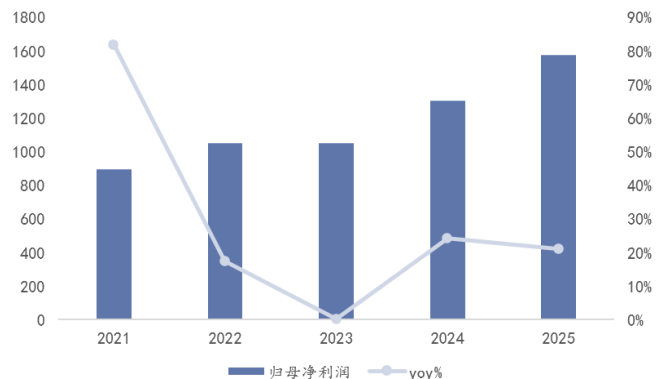
我们预期酒鬼酒 2023-2025 年收入分别为 42.4/52.3/62.2 亿元，同比增长 4.7%/23%/19%；2023-2025 年净利润分别为 10.4/13.1/15.9 亿元，同比-0.5%/25.5%/21.7%，对应 NPM 分别为 24.6%/25%/25.6%。

图 53 酒鬼酒 2021-2025 年收入 CAGR 为 30.2%



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 54 酒鬼酒 2021-2025 年归母净利润 CAGR 为 28.8%

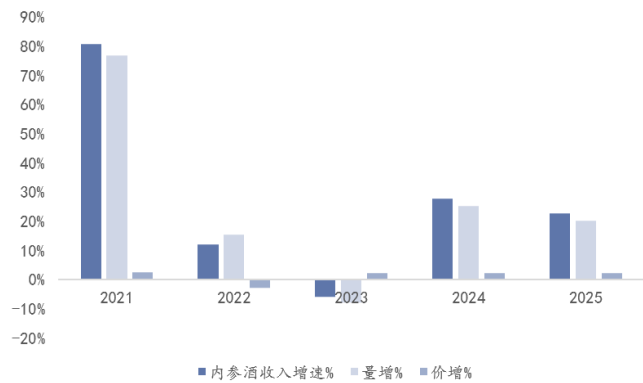


资料来源：公司公告、HTI 预测

我们预期内参酒 2023 年收入或呈负增长，量跌价增。白酒下行周期下，2022 年消费场景缺货，渠道库存积累较多，年底库存高达 6-7 个月，内参酒批价下跌较多至 750 元/500ml，批价下跌带来经销商利润下行。同时公司进行渠道改革，减少传统渠道投入，加大消费者动销和激励活动，将渠道 70-80%费用都转到了消费者，带来经销商信心缺失和打款延后。2023 年春节后消费呈缓慢恢复趋势，渠道

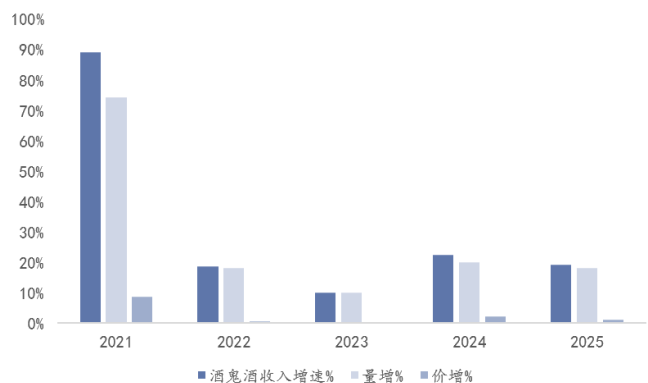
去库存慢于预期，将延后去化库存节奏和批价恢复，同时延后增速表现。我们预期 2024-2025 年随着经济和消费持续改善，内参酒会有有一定恢复性增长，量增为主。

图 55 内参酒 2021-2025 收入增速、量增、价增



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 56 酒鬼酒 2021-2025 收入增速、量增、价增

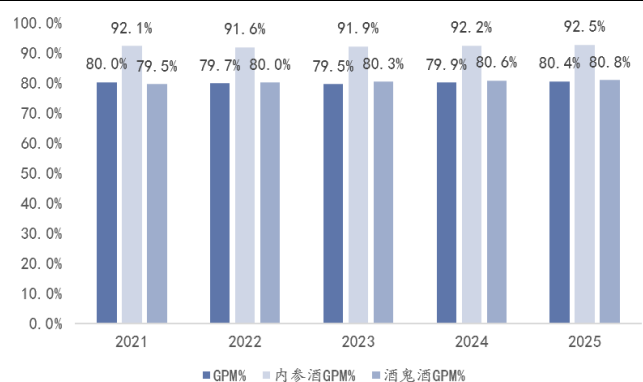


资料来源：公司公告、HTI 预测

我们预期酒鬼酒 2023 年收入增长 10%，量增为主价增为辅。2022 年公司成立酒鬼酒红坛业务部，进一步夯实红坛大单品运营。2023 年省内红坛酒的业绩压力较高，主要产品红坛 18 在湖南省内要做精做细，有较高增长。此外，54 度酒鬼酒是今年主要增长引擎，同时将导入紫坛、红坛、1516 等 54 度酒鬼酒，给传统 52 度代理商减压。我们预期 2024-2025 年随着经济和消费持续改善，酒鬼酒增速将好于 2023 年，量增为主。

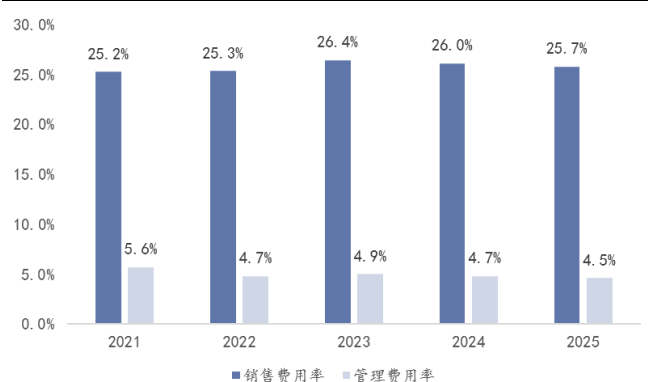
我们预期酒鬼酒整体 GPM 将稳定上行，受益于内参酒和酒鬼酒随着推出高价格新品带动结构升级和毛利率提升。酒鬼酒自 2023 年开始加大销售费用投放，主要用于消费者，加大和消费者互动和激励活动，从而带动动销吗。此外，公司在 2023 年还在积极增加销售团队人数，1Q23 的人员下降是为了 2Q23-4Q23 打基础。

图 57 酒鬼酒 GPM 稳定上行



资料来源：公司公告、HTI 预测

图 58 酒鬼酒将加大销售费用率和管理费用率的投放



资料来源：公司公告、HTI 预测

#### 4.4 投资建议

我们预期酒鬼酒 2023-2025 年收入分别为 42.4/52.3/62.2 亿元，同比增长 4.7%/23%/19%；2023-2025 年净利润分别为 10.4/13.1/15.9 亿元，同比 -0.5%/25.5%/21.7%，对应 2023-2025 年 PE 为 32.6X/26X/21.4X。酒鬼酒短期面临批价下行和

库存去化的问题，同时消费回暖和终端动销慢于预期带来恢复性增长延后。此外，公司自 2022 年起进行的渠道改革带来经销商信心缺失和打款延后，也影响了短期业绩表现。随着经济恢复和消费力的回升，我们预期中长期内参酒和酒鬼酒有好于 2023 年的增速表现。因此我们首次覆盖给予酒鬼酒“中性”评级，给予 2024 年 28X PE 估值，该估值是近 10 年平均估值水平以下一个标准差的位置，目标价 112.9 元，有 8% 的上行空间。

图 59 白酒行业可比上市公司的估值预测

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	1701.0	49.93	58.64	68.43	34.1	29.0	24.9
000858.SZ	五粮液	169.3	6.88	7.97	9.12	24.6	21.2	18.6
000568.SZ	泸州老窖	210.0	7.04	8.80	10.63	29.8	23.9	19.8
600809.SH	山西汾酒	230.2	6.64	8.51	10.71	34.7	27.1	21.5
002304.SZ	洋河股份	141.8	6.22	7.52	8.95	22.8	18.9	15.8
000596.SZ	古井贡酒	274.7	5.95	8.01	10.15	46.2	34.3	27.1
平均值							25.7	21.3

资料来源：Wind，HTI

注：收盘价为 2023 年 5 月 17 数据，盈利预测来源于 HTI 预测和 Wind 一致预期

#### 4. 风险提示

消费力低于预期。经济增速低于预期。库存去化低于预期

Table 1 财务报表分析和预测

利润表 (百万元)					主要财务指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,050	4,242	5,232	6,223	每股收益	3.23	3.21	4.03	4.91
营业成本	(825)	(860)	(1,037)	(1,204)	每股净资产	18	20	24	28
其他成本	-	-	-	-	每股经营现金流	1.23	1.97	3.82	4.72
毛利	(825)	(860)	(1,037)	(1,204)	每股股利	1.30	1.28	1.61	1.96
税金及附加	(656)	(701)	(874)	(1,052)	毛利率%	46.2%	48.1%	47.8%	47.5%
销售费用	(1,024)	(1,132)	(1,378)	(1,620)	EBITDA率%	34.4%	32.8%	33.6%	34.4%
管理费用	(192)	(209)	(247)	(282)	营业利润率%	33.3%	31.6%	32.4%	33.2%
EBITDA	1,393	1,393	1,759	2,140	净利率%	25.9%	24.6%	25.0%	25.6%
营业利润	1,349	1,340	1,695	2,066	净资产收益率%	25.3%	21.8%	23.5%	24.4%
财务费用	54	50	50	59	营业收入yoy%	18.6%	4.7%	23.3%	19.0%
投资收益/损失	1	1	1	1	EBIT yoy%	17.0%	-1.0%	26.5%	21.9%
其他非经营性收益	22	5	5	5	净利润yoy%	17.4%	-0.5%	25.5%	21.7%
其他非经营性损失	(27)	(3)	(3)	(3)	资产负债率	3.5	3.7	3.5	3.5
税前利润	1,400	1,393	1,748	2,128	流动比率	2.9	3.1	2.9	2.9
所得税费用	(351)	(349)	(438)	(533)	存货周转天数	627	627	627	627
少数股东权益	-	-	-	-	应收账款周转天数	21	60	60	60
净利润	1,049	1,044	1,310	1,594	应付账款周转天数	694	694	694	694
现金流量表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,049	1,044	1,310	1,594	现金及等价物	3,077	3,054	3,609	4,331
少数股东权益	-	-	-	-	应收账款	235	697	860	1,023
折旧摊销	43	53	63	74	存货	1,417	1,478	1,781	2,068
运营资产的增加/减:	(711)	(456)	(130)	(133)	流动性资产	4,743	5,242	6,263	7,435
应收账款	280	(462)	(163)	(163)	固定资产	763	951	1,158	1,374
存货	(146)	(60)	(304)	(287)	无形资产	211	211	211	210
应付账款	(844)	67	336	317	总资产	5,834	6,522	7,751	9,138
其他运营相关现金	19	-	-	-	应付账款	1,568	1,635	1,971	2,288
经营活动产生的现金	401	640	1,242	1,535	短期有息负债	-	-	-	-
资本支出	(243)	(242)	(270)	(288)	流动性负债	1,644	1,706	2,148	2,579
资产收购和剥离	0	-	-	-	长期有息负债	-	-	-	-
投资	-	-	-	-	长期负债	38	38	38	38
其他投资相关的现金	-	-	-	-	总负债	1,682	1,744	2,186	2,617
投资活动产生的现金	(243)	(242)	(270)	(288)	股本	325	325	325	325
支付的股息	(422)	(422)	(418)	(524)	留存收益	2,666	3,292	4,078	5,035
其他融资相关的现金	(1)	-	-	-	其他普通股权益	1,161	1,161	1,161	1,161
融资活动产生的现金	(423)	(422)	(418)	(524)	总股本	4,152	4,778	5,564	6,521
汇率变化的影响	(0)	(0)	(0)	(0)	所有者权益	4,152	4,778	5,564	6,521
总现金流	(266)	(24)	555	722	总负债和所有者权益	5,834	6,522	7,751	9,138

资料来源: HTI



**APPENDIX 1****Summary**

After several changes in the shareholding of Jiugui Liquor, a large single product strategy gradually took shape after 2015. After COFCO became the company's controlling shareholder, Jiu Gejiu completely emerged from the haze of controlling shareholder changes and opened the way for brand revival, and identified its core large single product strategy. The company's core single products are 52-degree Neican liquor, 52-degree red altar Jiugui liquor and 52-degree heritage Jiugui liquor, which we expect to account for about 23.7%, 16.5% and 10% of sales revenue in 2022, plus other high-end wine, the sales contribution from high-end white liquor accounting for about 55%. Therefore, the company's high-end brand image has been established. In 2018, the company has set up Neican sales company. In 2020, the company has set up Fuyuhui platform. In 2022, the company has set up the red altar white liquor business department, as well as the implementation of channel reform, increasing consumer incentives and interaction. The company has a layout in the integration of bound dealer interests, circle marketing and end consumer cultivation.

The provincial base market is expected to further increase its share, and the core area outside the province to create a sample market. The company has long implemented the base market to be detailed and fine, and positioned Henan, Shandong, Guangdong, Beijing, Tianjin and Hebei as core markets. We expect sales from base market is 1.5-1.6 billion in 2022, as market share of white liquor in Hunan province is scattered, and the company is expected to further enhance the single point of sale to enhance sales volume. Henan is the company's earliest start base outside the province, has completed the prefecture-level city coverage in 2017, and enjoying the southern part of Henan as a mature area. We expected sales from Henan is 600-700 million in 2022, and the company plans to increase investment in Zhumadian and Nanyang to build billion cities. Shandong is the starting point of Fuyuhui platform, the company has set up Fuyuhui in several prefecture-level cities to increase circle marketing. Jiugui has more mature in Middle Shandong and Southwest Shandong, and rely on group purchase and Fuyuhui to sell Neican and Jiugui white liquor respectively. The company has achieved prefecture-level city coverage in Hebei in 2017, with over 100 million sales of both high-end and sub-prime products. We expect Jiugui's volume in Shandong and Hebei to be around 400 million in 2022, with sales of a few hundred million in other key provinces and regions such as Jiangsu, Guangdong and Beijing.

2023 is defined as a year of strategic adjustment for Jiugui, with short-term pressure on the sell in of Neijian liquor. Because of economic pressure, weak sales of liquor products, and increasing inventory in channels, we see the weaker sell in price for key products, with 52-degree Neijian liquor falling from 850 yuan/500ml in 2021 to current 750 yuan/500ml, and 52-degree red altar Jiugui liquor falling from 300 yuan/500ml in 2H21 to 285 yuan/500ml. 4Q22 operating revenue is down 27.1% YoY, and 4Q22 attributable net profit is recorded at 77 million yuan, -55.4% YoY. 1Q23 operating revenue is 965 million yuan, -42.9% YoY and 1Q23 attributable net profit is recorded at 300 million yuan, -42.4% YoY. In addition, net cash flow from operating activities and contract liabilities in 4Q22 and 1Q23 fell significantly.

Investment Recommendation & Earnings Forecast. We expect Jiugui's revenue for 2023-2025 to be \$4.24/5.23/6.22 billion, up 4.7%/23%/19% year-over-year; net income for 2023-2025 to be \$1.04/1.31/1.59 billion, -0.5%/25.5%/21.7% year-over-year, corresponding to a 2023-2025 PE of 32.6X/26X/21.4X. The company is facing a short-term problem of downward price movement and inventory de-stocking, and slower-than-expected recovery growth due to consumption rebound and terminal sales. In addition, the company's channel reform since 2022 has caused a lack of confidence in distributors and delayed payment, which also affects short-term performance. As the economy recovers and consumption picks up, the company is expected to achieve resilient growth in 2024-2025. We initiate with a "Neutral" rating with a target price of 112.9HKD and 8% upside (28X 2024e PE, which is one standard deviation below the 10-year average valuation).

Risks: Slower-than-expected consumer power and economic recovery. Inventory de-stocking is lower than expected.

## 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，寇媛媛，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, Yuanyuan Kou, 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@htisec.com）

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了600036.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600036.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600036.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600036.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

600036.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司及600036.CH 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。

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司 and 600036.CH 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.

海通在过去的12个月中从600036.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 600036.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 Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

**Analyst Stock Ratings**

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

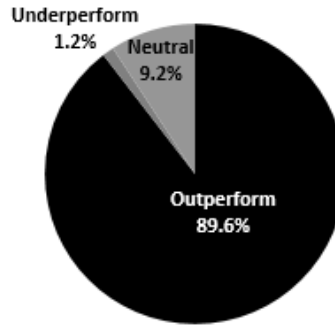
**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

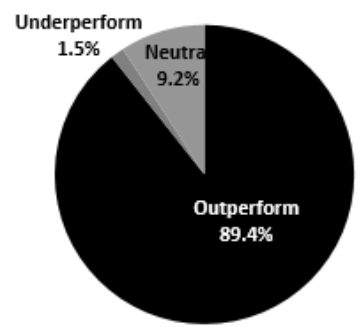
**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**评级分布 Rating Distribution**

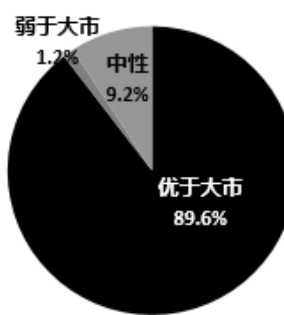
Most Recent Full Quarter



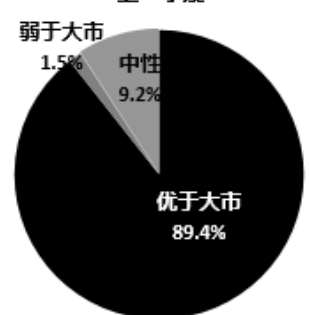
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



**截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布**

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

\*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 Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

\*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.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司 (「ESG 方」) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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

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

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

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

### IMPORTANT DISCLAIMER

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

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL 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, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their



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

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

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

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

### 分发和地区通知:

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing

in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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