

## 老白干酒(600559.SH)

## 甲等金奖铸就品质，武陵酒飘香复兴在途

## 推荐（首次）

股价：17.78元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.hengshuilaoaigan.net
大股东/持股	河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司 /25.14%
实际控制人	衡水市财政局
总股本(百万股)	915
流通A股(百万股)	904
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	163
流通A股市值(亿元)	161
每股净资产(元)	5.42
资产负债率(%)	51.6

## 行情走势图



## 证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 老白干酒：一树三香，五花齐放。**老白干酒位于河北省衡水市，其酿酒兴于汉，盛于唐，名于宋，正式定名于明代，距今已有2000多年的历史。1915年老白干酒荣获巴拿马万国博览会甲等金奖，享誉世界。2018年，公司收购丰联酒业，实现一树三香（老白干香型、浓香型、酱香型）和五花齐放（衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒）的布局，开启发展新阶段。整体来看，老白干本部产品结构升级，股权激励到位，费用率持续缩减，利润维持较高弹性；武陵酒采用短链直营模式，深耕常德、长沙，并向湖南其他市场拓展，成长空间可期；其他酒立足本地市场，产品结构持续优化，收入稳定增长。
- 老白干本部：收入稳定增长，利润弹性较高。**本部采取双品牌运作，老白干品牌主要覆盖衡水市场，衡水外以十八酒坊为重点，市场协同联动。产品上，公司聚焦甲等15/20、1915三大单品，结构持续升级。渠道端，公司加强经销商管理，甲等15/20采用联盟体模式，通过入股分红调动终端积极性，维护库存与价盘稳定。费用端，近年来公司持续加强考核，面向消费者前置性投放，费用率不断优化，利润持续释放。
- 武陵酒：短链直控终端，名酒复兴在途。**武陵酒位于湖南常德，温度与湿度与茅台镇接近，曾在质量评比中三次胜过茅台，奠定品质基础。公司高端白酒基酒年份较长，保证老熟口感和品质，主要包括“酱”和“极客”两大系列，据酒业家，2023年公司千元以上价格带收入占比70%，整体价格带较高。渠道方面，公司采用短链直营模式，由酒厂直控终端与消费者，保障终端利润与价盘稳定。此外，公司还创新担当模式，推出“新经销+友享荟”，单个终端销售额持续增长。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,653	5,257	5,880	6,600	7,370
YOY(%)	15.5	13.0	11.9	12.2	11.7
净利润(百万元)	708	666	854	1,078	1,319
YOY(%)	81.8	-5.9	28.2	26.3	22.4
毛利率(%)	68.4	67.2	65.8	65.9	66.0
净利率(%)	15.2	12.7	14.5	16.3	17.9
ROE(%)	16.3	13.8	16.2	18.4	20.0
EPS(摊薄/元)	0.77	0.73	0.93	1.18	1.44
P/E(倍)	23.0	24.4	19.1	15.1	12.3
P/B(倍)	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5

- **其他酒：多区域协同发展，产品结构持续升级。**板城酒业以承德为基地市场，石家庄为试点市场，持续向河北其他地区延伸，产品方面，龙印拔高品牌高度，和顺 1975 则为河北百元价格带重点单品之一。文王贡酒战略上坚持保临泉、站阜阳、开拓安徽市场，持续培育专 8、不惑两只大单品，皇宫宴向上打开空间。孔府家深耕山东市场，在曲阜地区市占率较高，公司持续精简产品线，聚焦“国、朋、德、府、陶”等覆盖高中低档的五大系列。整体来看，酒业公司在聚焦各地核心市场，产品结构持续提升。
- 考虑同为地产酒，我们选取伊力特、金徽酒、古井贡酒为可比公司，可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 20X。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利分别为 8.5/10.8/13.2 亿元，分别同比增长 28%/26%/22%，2024 年对应 PE 为 19X，考虑较强的业绩确定性和较快的增速，当前估值具备性价比。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：1) 宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；**2) 消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；**3) 食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；**4) 行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价格体系，白酒竞争较激烈，或对行业造成不良影响。

# 正文目录

<b>一、老白干酒：一树三香，五花齐放</b>	<b>6</b>
1.1 收购丰联加速发展，五花齐放激励到位	6
1.2 费用持续缩减，盈利能力改善	8
<b>二、老白干本部：收入稳定增长，利润弹性较高</b>	<b>11</b>
2.1 河北：全国名酒抢占高端，地产白酒积极突围	11
2.2 老白干酒：聚焦次高端/高端，因地制宜渠道创新	12
<b>三、武陵酒：短链直控终端，名酒复兴在途</b>	<b>15</b>
3.1 湖南：酱香消费方兴未艾，政策带动湘酒发展	15
3.2 武陵酒：改革开启发展之路，短链直销直控终端	16
<b>四、其他品牌：多区域协同发展，产品结构持续升级</b>	<b>19</b>
4.1 板城烧锅：和顺筑基、龙印拔高，区域协同效应明显	19
4.2 文王贡酒：非遗酿造口感绵甜，深耕阜阳全省拓展	20
4.3 孔府家：曲阜市场领先，产品结构向上	22
<b>五、盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>25</b>

# 图表目录

图表 1 老白干酒历史沿革	6
图表 2 老白干股权结构（截至 1Q24）	7
图表 3 老白干酒股权激励授予对象	7
图表 4 老白干酒股权激励解锁条件	8
图表 5 老白干酒营业收入及同比增速	8
图表 6 老白干酒归母净利润及同比增速	8
图表 7 老白干合同负债及同比增速	9
图表 8 各大酒企 1Q24 合同负债/2023 年收入	9
图表 9 老白干酒收入结构（分品牌）	9
图表 10 老白干酒毛利润结构（分品牌）	9
图表 11 老白干酒收入结构（分档次）	10
图表 12 老白干酒量价同比增速	10
图表 13 老白干酒毛利率	10
图表 14 老白干酒费用率情况	10
图表 15 河北与全国 GDP 增速对比	11
图表 16 2023 年河北白酒市场份额（按消费额）	11
图表 17 河北白酒市场分布情况	11
图表 18 2023 年河北省各市 GDP 对比（单位：亿元）	11
图表 19 河北白酒竞争格局	12
图表 20 2023 年河北白酒市场份额	12
图表 21 老白干酒品牌战略升级	12
图表 22 老白干酒产品结构	13
图表 23 老白干本部经营情况	14
图表 24 老白干本部单价及同比增速	14
图表 25 老白干本部经销商数量及同比增速	14
图表 26 老白干本部单个经销商收入及同比增速	14
图表 27 2023 年湖南白酒市场规模（亿元）	15
图表 28 2023 年湖南省白酒消费价格带（按消费额）	15
图表 29 2023 年湖南白酒香型分布（按消费额）	15
图表 30 湖南酱香白酒市场规模（亿元）	15
图表 31 武陵酒发展历程	16
图表 32 武陵酒产品矩阵	17
图表 33 武陵酒经营情况	17
图表 34 武陵酒销量及价格	17
图表 35 武陵酒短链直销模式	18

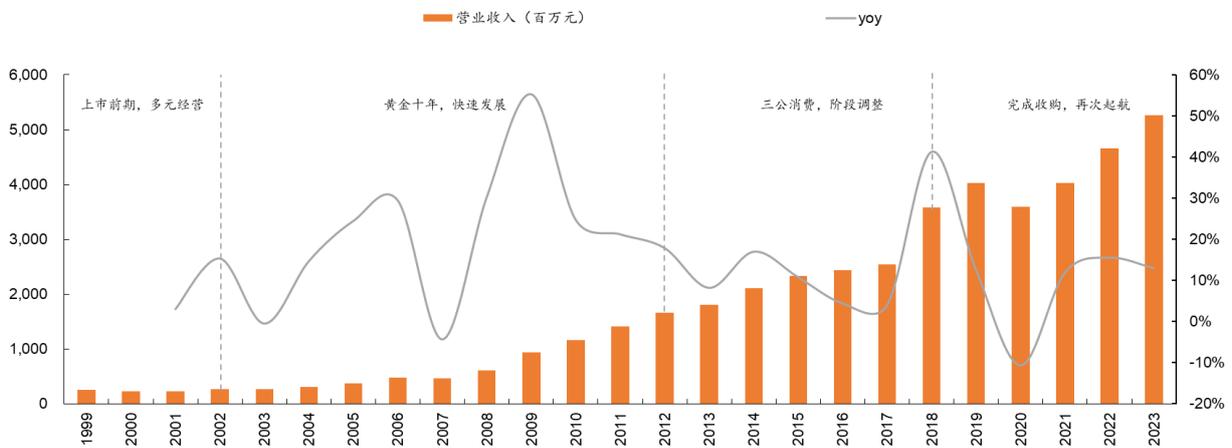
图表 36 武陵酒终端数量及同比增速 .....	18
图表 37 武陵酒单终端收入及同比增速 .....	18
图表 38 板城烧锅酒产品矩阵 .....	19
图表 39 板城烧锅酒经营情况 .....	20
图表 40 板城烧锅酒销量及价格 .....	20
图表 41 文王贡酒产品矩阵 .....	21
图表 42 文王贡酒经营情况 .....	22
图表 43 文王贡酒销量及价格 .....	22
图表 44 孔府家产品矩阵 .....	23
图表 45 孔府家酒经营情况 .....	23
图表 46 孔府家酒销量及价格 .....	23
图表 47 老白干酒盈利预测 .....	24
图表 48 老白干酒可比公司估值表 .....	25

# 一、老白干酒：一树三香，五花齐放

## 1.1 收购丰联加速发展，五花齐放激励到位

一树三香，五花齐放。老白干酒位于河北省衡水市，其酿酒兴于汉，盛于唐，名于宋，正式定名于明代，距今已有 2000 多年的历史。1915 年老白干酒荣获巴拿马万国博览会甲等金奖，享誉世界。从公司的发展历史来看，可以分为 4 大阶段：1) 1956~2001：上市之前，公司主营白酒，其他业务还包括养猪、饲料等；2) 2002~2012：2002 年公司主板上市，白酒黄金十年快速发展，收入从 2002 年的 2.6 亿元增长至 2012 年的 16.7 亿元；3) 2013~2017：受三公政策影响，白酒行业进入深度调整期，公司调整发展方向，推出低端产品满足市场需求，收入稳定增长；4) 2018~至今：2018 年公司完成对丰联酒业的收购，实现了一树三香（老白干香型、浓香型、酱香型）和五花齐放（衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒）的布局，开启发展新阶段。

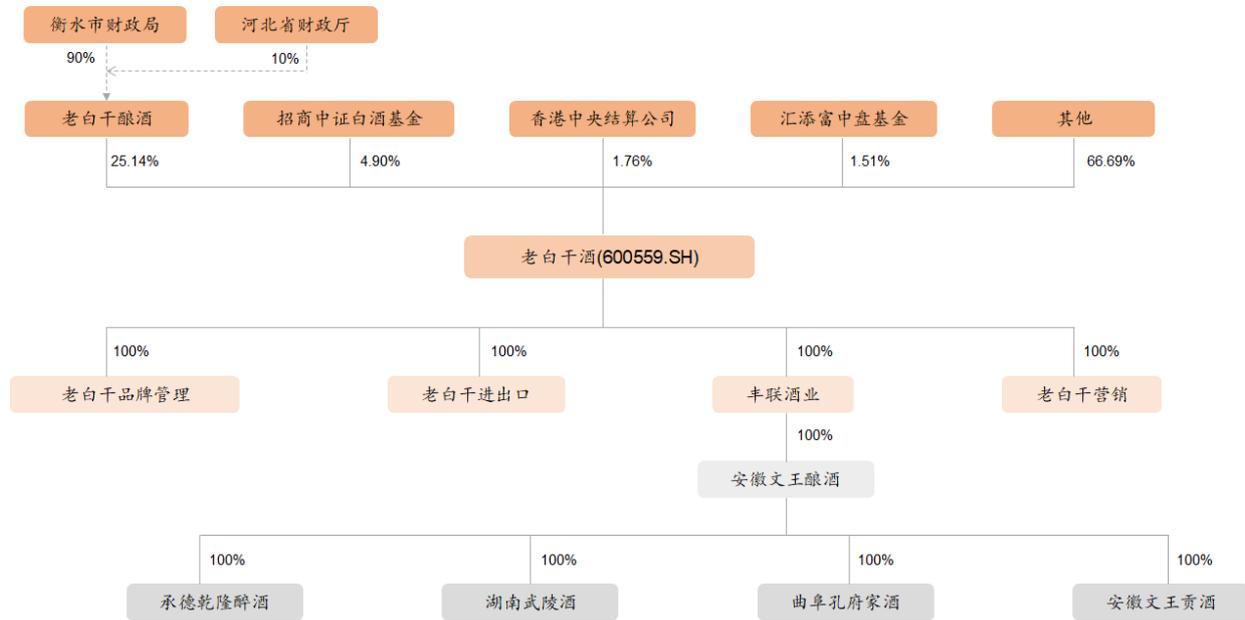
图表1 老白干酒历史沿革



资料来源：公司公告，平安证券研究所

政府控股，股权稳定。截至 1Q24，衡水市财政局与河北省财政厅通过老白干集团合计持有股份公司 25.14%的股权，股份公司为地方政府控股企业，股权结构较稳定。此外，公司通过丰联酒业分别持有承德乾隆醉、武陵酒、文王贡酒、孔府家酒 100%的股权，并保持各自独立经营。

图表2 老白干股权结构（截至1Q24）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**管理层经验丰富，股权激励实现利益绑定。**公司管理层以内部晋升培养为主，对于白酒行业理解深刻，政策落实延续性较强。2022年5月，公司向包括董事长、总经理在内的209位核心管理、技术、销售人员授予1746万限制性股票（占总股本的1.95%），授予价格为10.34元，有助于绑定核心人才利益，助力业绩增长。

图表3 老白干酒股权激励授予对象

姓名	职务	授予数量（万股）	占授予总量比例	占总股本比例
刘彦龙	董事长	30	1.72%	0.03%
王占刚	副董事长	30	1.72%	0.03%
赵旭东	总经理	30	1.72%	0.03%
张煜行	副董事长	27	1.55%	0.03%
李玉雷	副总经理	27	1.55%	0.03%
刘勇	董事、董事会秘书	27	1.55%	0.03%
郑宝洪	副总经理	27	1.55%	0.03%
吴东壮	财务总监	27	1.55%	0.03%
张春生	副总经理	27	1.55%	0.03%
其他核心管理、技术、销售人员（200人）		1494	85.57%	1.67%
合计（209人）		1746	100.00%	1.95%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 老白干酒股权激励解锁条件

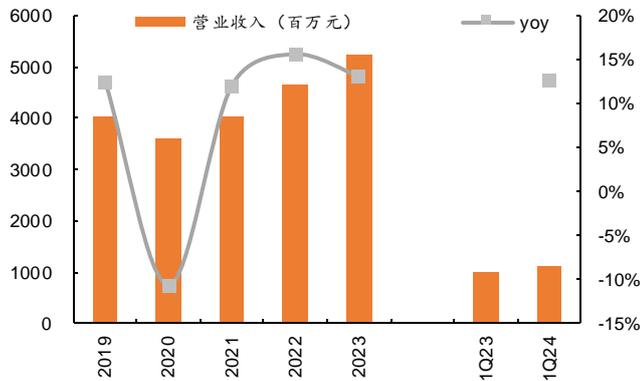
解除限售期	净资产收益率	业绩考核条件 净利润	主营业务
第一个 (40%)	不低于10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2022年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2022年主营业务收入占比不低于95%
第二个 (30%)	不低于10%，且不低于对标企业76分位值或同行业平均业绩水平	2023年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2023年主营业务收入占比不低于95%
第三个 (30%)	不低于10%，且不低于对标企业77分位值或同行业平均业绩水平	2024年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2024年主营业务收入占比不低于95%

注：对标企业包括酒鬼酒、顺鑫农业、皇台酒业、金枫酒、古越龙山、金种子酒、会稽山、迎驾贡酒、口子窖、今世缘、伊力特、金徽酒、天佑德  
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 费用持续缩减，盈利能力改善

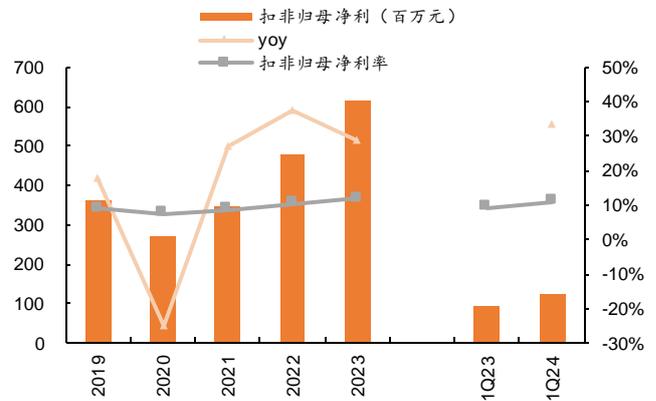
收入稳健增长，盈利能力优化。2023 年公司收入 52.6 亿元，同比增长 13%，2018 年收购丰联酒业后，除 2020 年因疫情影响有所下滑外，整体呈稳健增长态势。伴随产品结构提升与费用率缩减，公司盈利能力持续增长，2023 年扣非归母净利 6.1 亿元，同比增长 29%，扣非归母净利率 11.7%，同比+1.4pct。

图表5 老白干酒营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

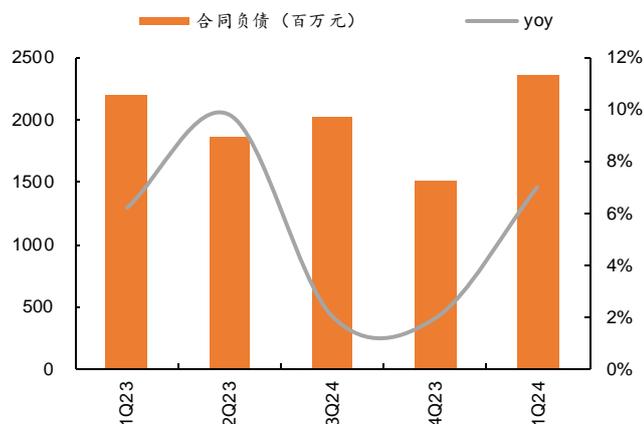
图表6 老白干酒归母净利及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

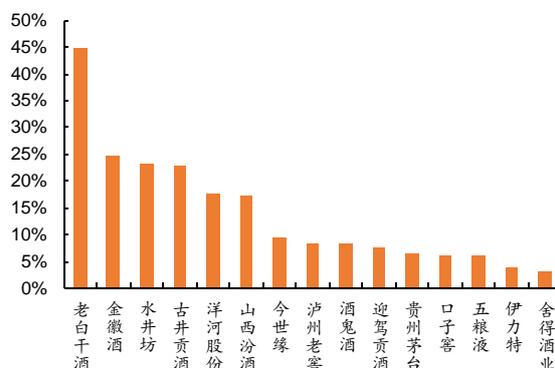
蓄水池充足，保障业绩增长。1Q24 公司合同负债金额为 23.6 亿元，同比增长 7.0%，占到 2023 年营业收入的 45%，该比例在上市白酒公司中排名前列。

图表7 老白干合同负债及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

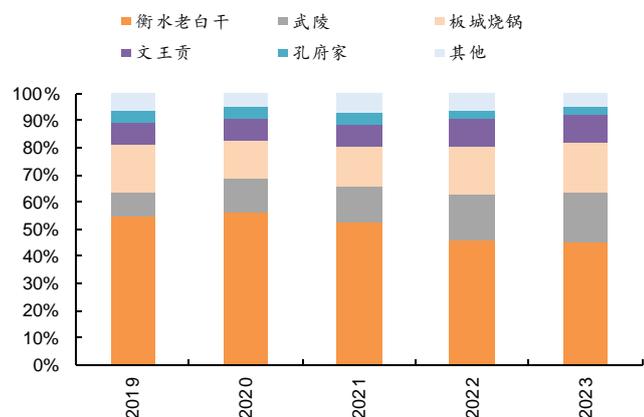
图表8 各大酒企 1Q24 合同负债/2023 年收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

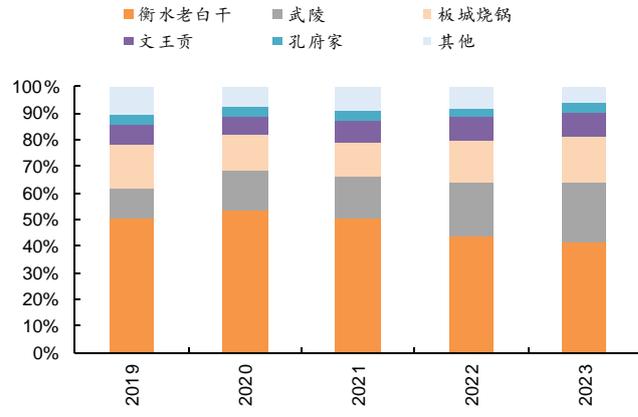
本部贡献主要业绩，武陵酒占比持续提升。2023 年本部收入占比 44.8%，仍然为主要收入来源，但占比呈下降态势；武陵酒收入占比 18.6%，同比+2.2pc，呈逐渐增长态势。从毛利结构上看，2023 年老白干酒/武陵酒占比分别为 41.7%/22.4%，合计占比 64.1%，是公司的主要利润来源。

图表9 老白干酒收入结构 (分品牌)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

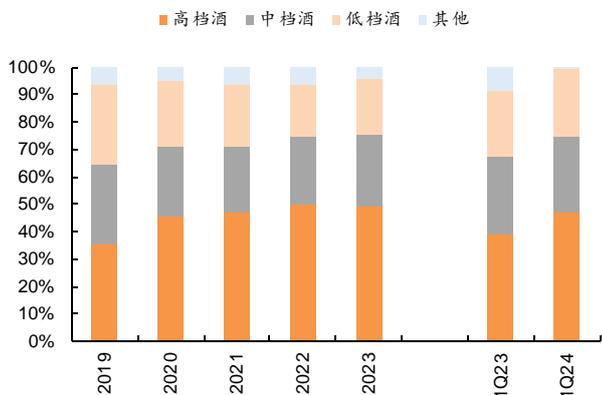
图表10 老白干酒毛利润结构 (分品牌)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

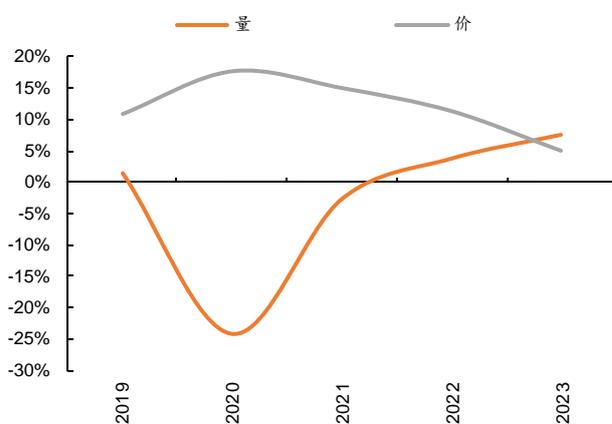
产品结构持续提升，价格贡献收入增量。2023 年公司高档酒占比 48.5%，较 2019 提升 13.3pct，而低档酒占比从 2019 年的 29.0%下降至 2023 年的 19.9%。从量价拆分来看，2019 年以来价格的增长成为收入增长的主要驱动力，2020/2021 年公司白酒销量同比分别-24%/-3%，中低端产品持续缩减。2023 年公司平均价格达 9.8 万元/千升，2019-23 年 CAGR 为 12.2%。

图表11 老白干酒收入结构（分档次）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

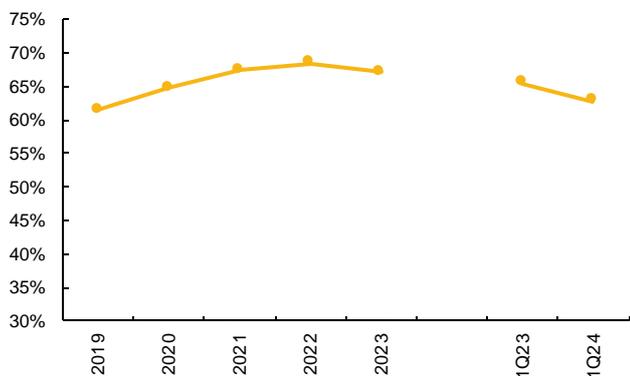
图表12 老白干酒量价同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

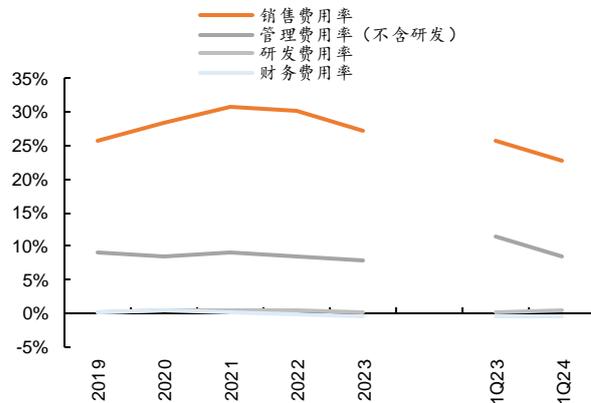
费用率持续优化，盈利能力提升。伴随收入结构优化，2023年公司毛利率67.2%，较2019年提升5.7pct，整体呈提升态势。同时公司加强费用管控，进行精准化投放，销售费用率和管理费用率均呈下降态势，2023年分别为27.2%/7.9%，同比分别-3.2/-0.6pct。

图表13 老白干酒毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 老白干酒费用率情况



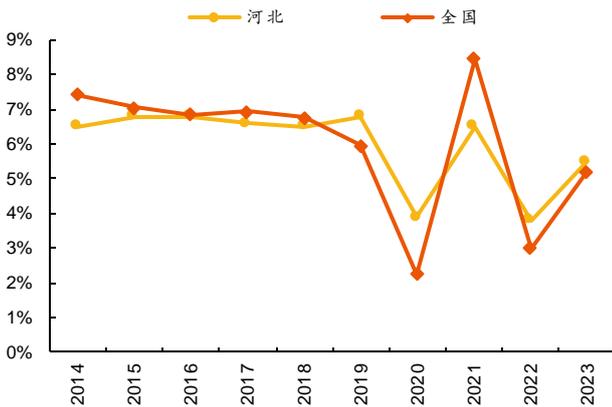
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、老白干本部：收入稳定增长，利润弹性较高

### 2.1 河北：全国名酒抢占高端，地产白酒积极突围

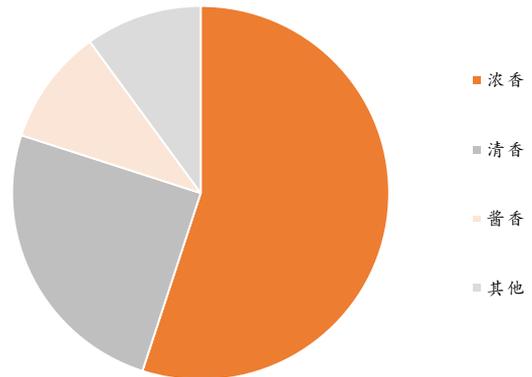
白酒消费大省，低度趋势明显，浓香消费为主。2023年河北省常住人口7293万人，GDP总量4.4万亿，GDP增速5.5%，经济增长基本与全国保持一致。据酒业家，河北是典型的白酒消费大省，2023年市场规模约300亿元，主流度数在38-42度，低度趋势明显；从香型上看，河北仍以浓香为主，市占率55%，清香与酱香分别为25%与10%。

图表15 河北与全国GDP增速对比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表16 2023年河北白酒市场份额（按消费额）



资料来源：酒业家，酒说，平安证券研究所

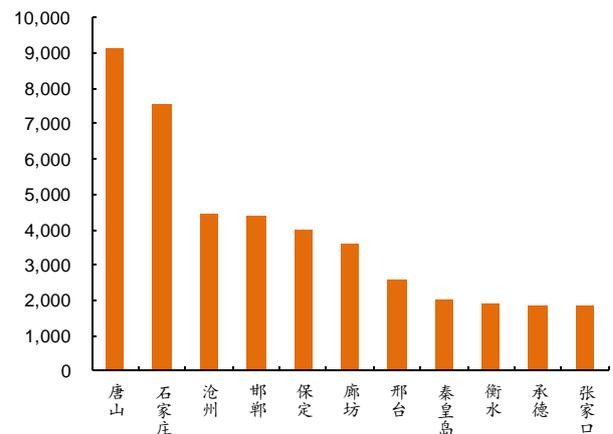
冀北价低，冀中价高，冀南地产酒竞争激励。分区域看，冀北人口数量较少，且经济水平相对较低，消费以山庄老酒、板城烧锅等百元地产酒为主；冀中临近北京和天津，经济发展水平较高，石家庄、唐山、保定等城市GDP总量全省靠前，白酒消费水平较高，也是茅台、五粮液、泸州老窖等高档白酒的主战场；冀南毗邻山东河南，白酒消费量大，老白干、丛台等地产酒各有优势地区。

图表17 河北白酒市场分布情况



资料来源：乐酒圈，平安证券研究所

图表18 2023年河北省各市GDP对比（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

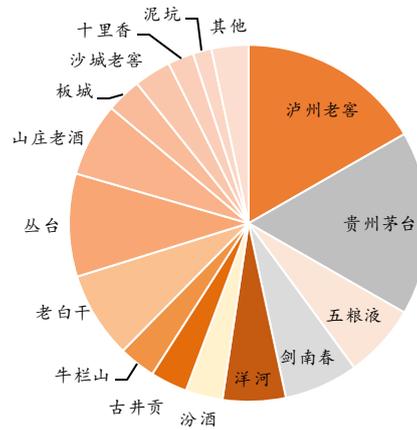
全国性名酒占据高端市场，地产酒积极升级。河北是典型的半开放市场，包容性较强，800元以上的高端市场主要由飞天茅台、国窖 1573、普五等全国性名酒主导；300-800 元次高端是全国性名酒和地产酒的分水岭，表现较好的有低度国窖、水晶剑、M3 水晶版，以及甲等 15/20、古法 20/30 等；100-300 元终端市场则是地产酒与全国性名酒重点竞争市场，包括茅台迎宾、海之蓝、和顺 1975、丛台窖龄等；百元内的产品则以地产酒为主，包括大小青花系列、丛台活分子、山庄老酒等。

图表19 河北白酒竞争格局

	省内	省外
800元以上	衡水老白干1915	飞天茅台、国窖1573、普五
300-800元	十八酒坊甲等15/20、板城龙印系列、丛台窖龄原浆20、山庄皇家窖藏16/20、沙城双龄409等	低度国窖、水晶剑、泸州老窖特曲/窖龄、茅台王子酒、洋河天之蓝、M3水晶版、青20、年份原浆20等
100-300元	十八酒坊甲等8/12、板城和顺1975、山庄皇家窖藏9/10、丛台窖龄原浆9/贞元增系列等	茅台迎宾、王子酒、洋河海之蓝、古井贡酒、年份原浆幸福版等
100元以下	老白干大小青花系列、十八酒坊蓝钻、丛台活分子、丛台陶坛、山庄老酒、板城蓝柔、泥坑粗粮/蓝瓶、小刀原浆等	玻汾、牛栏山、顺品郎、老村长、绿脖西风、泸州老窖头曲等

资料来源：酒业家，酒说，平安证券研究所

图表20 2023年河北白酒市场份额



资料来源：酒业家，酒说，平安证券研究所

## 2.2 老白干酒：聚焦次高端/高端，因地制宜渠道创新

香型差异化定位，品牌战略三次升级。衡水老白干以优质高粱为原料，采用传统老五甑工艺和两排清工艺，地缸发酵酿制而成，2004 年老白干香型成为中国白酒第十一大香型，奠定公司产品差异化基础。2008 年，老白干邀请胡军为代言人，广告语“衡水老白干，喝出男人味”深入人心，突出公司产品的硬汉形象；2018 年，衡水老白干顺应“少喝酒，喝好酒”的健康化趋势，提出“喝老白干，不上头”的口号；2022 年，公司再次形象焕新，以 1915 年获得的巴拿马万国博览会甲等金奖为基础，打出“甲等金奖，大国品质”的宣传语，凸显高端化定力。

图表21 老白干酒品牌战略升级



资料来源：酒业家，微酒，平安证券研究所

双品牌运作，分市场区隔，聚焦甲等 15/20,1915。公司采取双品牌运作模式，老白干品牌主要覆盖衡水市场，包括百元以下的青花，宴席大单品红五星，次高端的古法系列以及高端的 1915；十八酒坊系列 2001 年推出，2017 年拆分为独立事业部，与老白干系列形成市场补充，重点大单品为甲等 15、甲等 30。2024 年应对消费下行的压力，公司亦加大低端产品的重视程度，重点投放宴席市场。

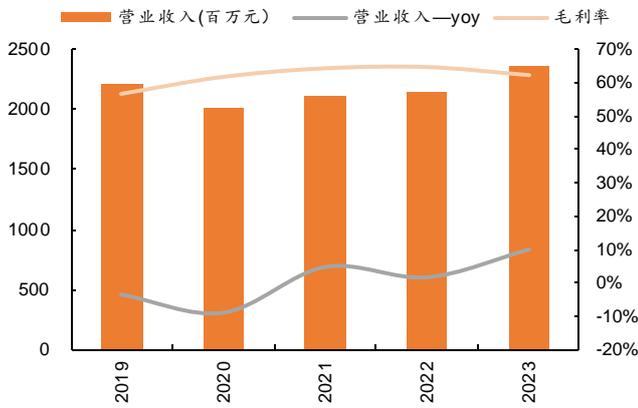
图表22 老白干酒产品结构

品牌	系列	产品	产品图	规格	价格(元)
衡水老白干	1915系列	1915		39度 500ml	1697
	古法系列	古法30		39度 500ml	999
		古法20		39度 500ml	589
	五星	红五星		67度 500ml	399
	冰系列	冰峰		67度 500ml	250
	青花系列	大青花		67度 1.6L	319
小青花			41度 500ml	70	
十八酒坊	甲等系列	甲等20		39度 480ml	878
		甲等15		39度 480ml	438
	陶藏系列	陶藏10		38.8度 480ml	240
	醇柔系列	醇柔典范8		39度 480ml	159
	蓝钻	蓝钻V6		30度 480ml	99

资料来源：公司官网，京东，平安证券研究所

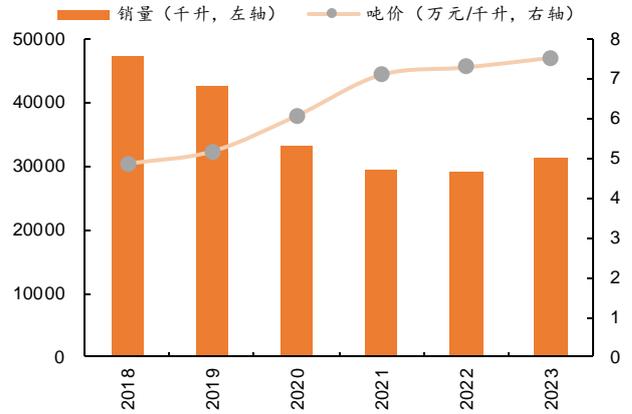
**产品结构提升，价格不断提升。**老白干本部收入较平稳，2018-23 年均维持在 20~23 亿左右水平，但随着公司在宣传和费用方面聚焦次高端及以上产品，收入结构持续优化。公司销量从 2018 年的 4.7 万千升下降到 2023 年的 3.1 万千升，而价格从 2018 年的 4.9 万元/千升增长到 2023 年的 7.5 万元/千升。

图表23 老白干本部经营情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

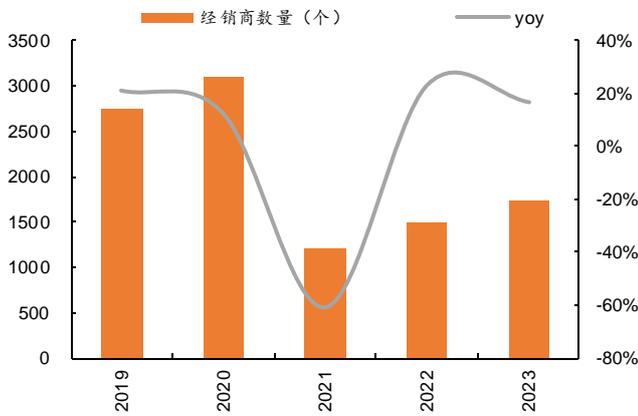
图表24 老白干本部单价及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

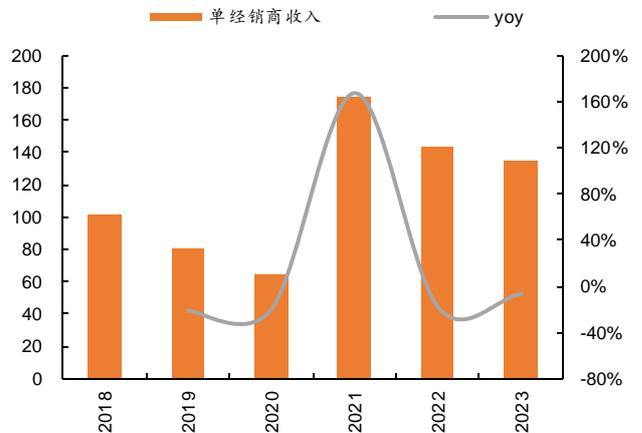
**优化经销商队伍，核心单品强化联盟体建设。**2021年公司加强经销商的管理和考核，团队大幅优化，数量从2020年的3091家下降到2021年的1206家，2022-23年公司稳步招商，经销商数量稳步增长。2023年公司单个经销商收入达135万元/家，较2020年提升108%。对于核心产品甲等15/20，公司则采用联盟体模式，将拥有团购资源的核心烟酒店纳入联盟体中，年末依照销量、入股金额进行分红，在充分调动终端积极性的同时，维护库存和价盘稳定。

图表25 老白干本部经销商数量及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 老白干本部单个经销商收入及同比增速



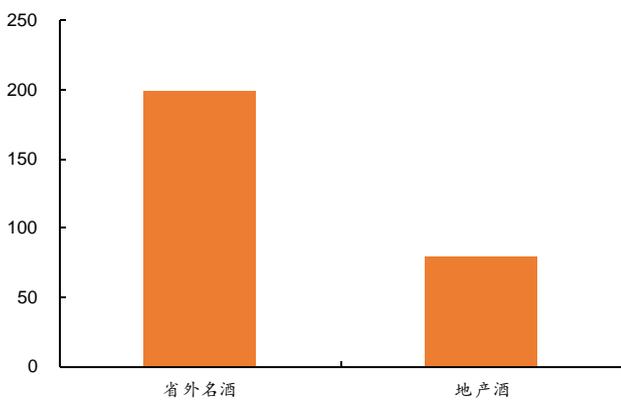
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 三、 武陵酒：短链直控终端，名酒复兴在途

#### 3.1 湖南：酱香消费方兴未艾，政策带动湘酒发展

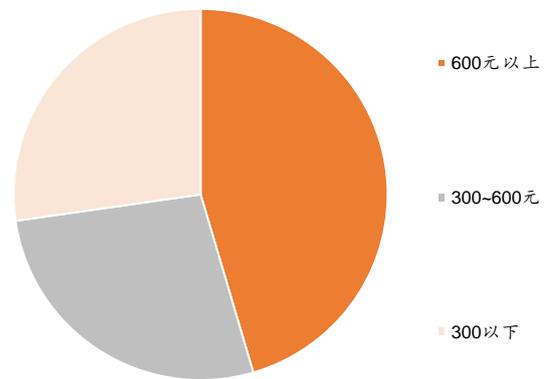
湖南消费档次较高，地产酒仍有提升空间。2023年湖南省常住人口6568万，GDP总量5.0万亿，GDP增速4.6%。据云酒头条与酒业家，湖南消费者注重品牌和包装，消费市场主流价格带相比很多非沿海城市更高。川黔名酒在湖南话语权较强，2023年湖南白酒市场规模280亿元，其中省外名酒约200亿，地产酒约80亿。2022年“振兴湘酒”写入湖南省政府工作报告，预计到2025年，湘酒将打造成销售额突破500亿元产业，湘西州、邵阳、常德将打造成为产值超100亿的白酒产业优势产区，我们认为在政府的支持下，湖南地产酒有望较快发展。

图表27 2023年湖南白酒市场规模（亿元）



资料来源：云酒头条，酒业家，平安证券研究所

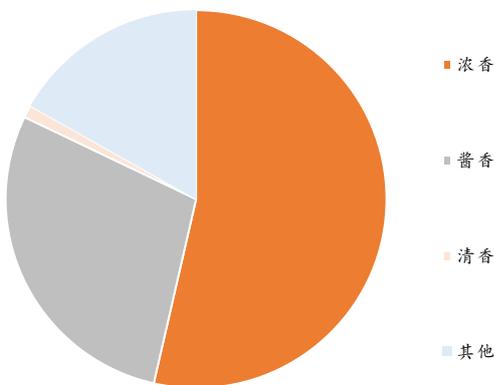
图表28 2023年湖南省白酒消费价格带（按消费额）



资料来源：云酒头条，酒业家，平安证券研究所

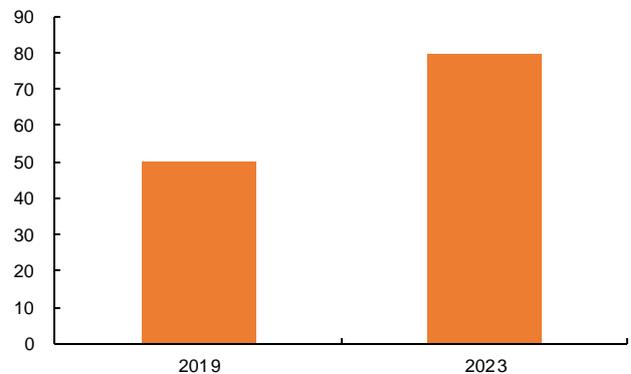
浓香主导市场，酱酒氛围渐崛起。从香型分布来看，据酒业家，2023年湖南白酒消费以浓香为主，市占率达54%，但消费者对于中高价位的接受度也为酱酒的发展奠定了空间，湖南已经成为继河南、广东、山东之后的酱酒第二梯队消费市场。2023年湖南酱酒规模为80亿元，2019-23年CAGR约12%，除了贵州茅台、郎酒、国台等全国性品牌外，武陵酒、湘窖龙酱等区域品牌亦表现亮眼。

图表29 2023年湖南白酒香型分布（按消费额）



资料来源：云酒头条，酒业家，平安证券研究所

图表30 湖南酱香白酒市场规模（亿元）



资料来源：云酒头条，酒业家，平安证券研究所

### 3.2 武陵酒：改革开启发展之路，短链直销直控终端

**酿酒环境优越，三胜茅台品质优秀。**湖南常德古称武陵，温度与湿度与茅台镇接近，酿酒历史最早可追溯到先秦，五代时期崔婆酒名盛一时。1952年武陵酒公司在原常德市酒厂崔婆酒酿造的旧酒坊上建成，1972年时任厂长鲍沛在师法茅台酿造工艺的基础上，自主创新研发出独居风格的酱香武陵酒。1981年，在全国白酒评选大赛中，武陵酒以0.54分首胜茅台；1989第五届白酒国家质量评比会上，武陵酒再胜茅台，获得国家金质奖章，成为中国17大名酒（湖南唯一国家名酒）；2015年万人盲测中，武陵酒第三次战胜茅台。

**多次易主，改革开启发展之路。**因经营不善，武陵酒多次易主，先后被湘泉集团、泸州老窖控股，2011年联想集团收购武陵酒，2015年浦立文团队接手，产品端精简SKU，梳理出酱、极客、飘香等系列单品；渠道端借助互联网思维，取消原有的大商制，推行短链直销，产品乱价窜货行为大幅减少，2019年第一个五年计划实现，2015-2019收入复合增长40%，奠定发展基础。2022年浦立文离职，老白干总经理赵旭东兼任武陵酒董事长。

图表31 武陵酒发展历程

时间	事件
1952	武陵酒厂的前身原常德市酒厂成立
1970	武陵酱酒初酿
1981	在全国白酒评比中，以0.54分首胜茅台
1988	第五届白酒国家质量评比会上再胜茅台，获得国家金质奖章，成为中国17大名酒（湖南唯一国家名酒）
1996	改组为湖南武陵酒业有限公司
1999	湖南湘泉集团收购武陵酒，并成为湖南湘泉集团武陵酒业有限公司
2003	泸州老窖通过资产置换控股武陵酒
2011	联想收购武陵酒
2015	浦立文团队接手，开始跨界营销和变革之路：万人盲测，三胜茅台
2019	第一个五年计划实现，实现了复合增长40%的良好局面，实现逆势上扬
2022	浦立文离职，老白干总经理赵旭东兼任武陵酒董事长

资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

**核心产品调制基酒年份久远，整体价格带较高。**酱系列定为高端政商务用酒，其中武陵元帅对标年份茅台，武陵上酱对标飞天茅台，武陵王位于千元价格带，对标普五和国窖1573，而中酱和少酱则位于次高端价格带；极客系列主打高端定制酒，满足私人定制需求；武陵飘香系列定为中高端，价格在200~600元之间，主要在电商渠道销售。公司的高端品品质卓越，如上酱/武陵王分别由15/12年基酒调制而成，保证老熟口感和品质。

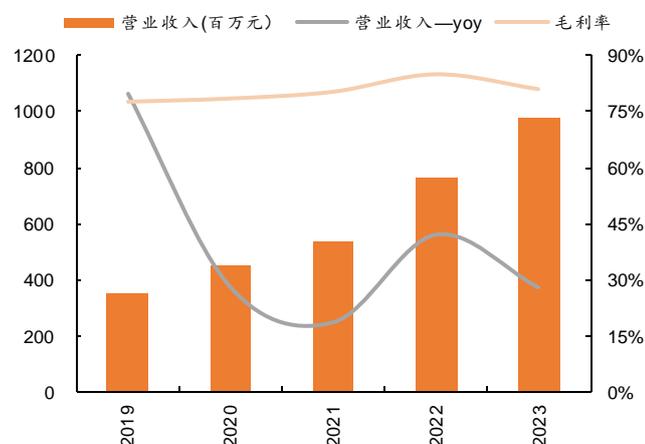
图表32 武陵酒产品矩阵

系列	产品	产品图	规格	度数	产品详情	价格(元)
酱系列	武陵元帅		500ml	53	原酒取自红砂石窖池的天然酝酿	9980
	五星上酱		680ml	53	25年以上的老酒	6880
	武陵上酱		500ml	53	15年以上原浆酒调制而成	2680
	武陵王		500ml	53	陶坛储存12年	1680
	武陵中酱		500ml	53	9年以上原浆酒调制而成	880
	武陵少酱		500ml	53	6年基酒调制而成	680
极客系列	匠人匠心		1000ml	53	20年以上原浆酒调制而成	4299
	琥珀1000ml		1000ml	53	13年以上原浆酒调制而成	2199
	琥珀509		509ml	53	13年以上原浆酒调制而成	1099
飘香系列	30周年纪念版		500ml	53	/	599
	尊享版		500ml	53	/	268
	经典版		500ml	53	/	188

资料来源：公司官网，京东，平安证券研究所

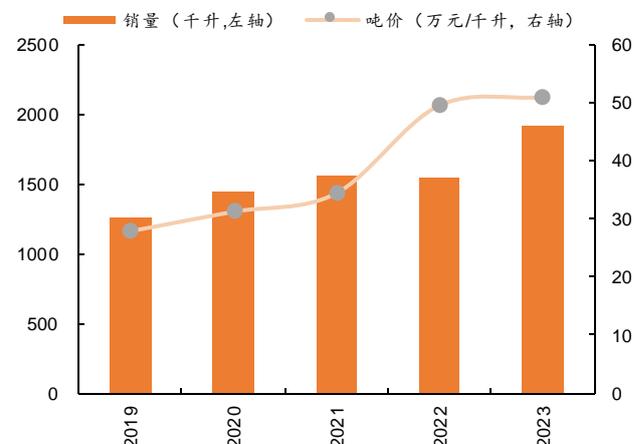
收入稳健增长，持续拉升老白干酒整体结构。2023年武陵酒收入9.8亿元，同比增长28%，2018-23年CAGR达38%。2023年武陵酒价格为50.9万元/千升，毛利率达80.9%，明显高于股份公司平均的9.4万元/千升和67.2%。

图表33 武陵酒经营情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

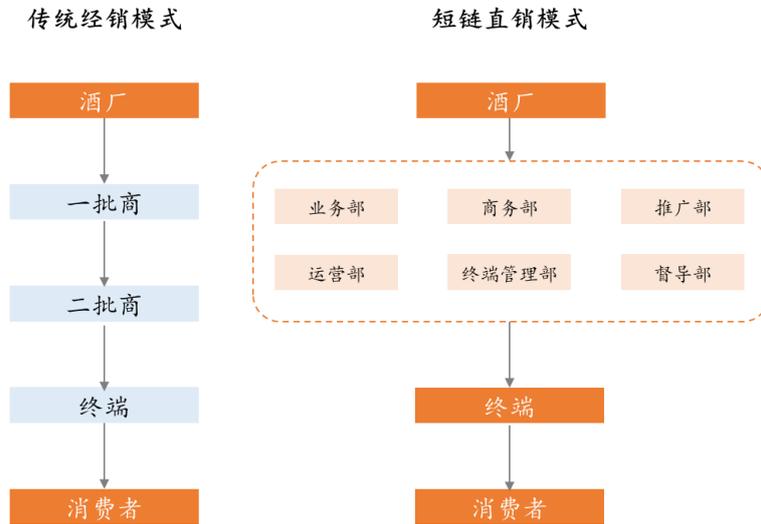
图表34 武陵酒销量及价格



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**短链直销，加强终端掌控，持续提升效率。**与传统的阶梯式经销模式不同，武陵酒采用短链直销的模式，减少中间不必要的流程与成本，由酒厂直控终端与消费者。一方面武陵酒能够以更加合理的价格销售产品，提升终端利润，另一方面，短链模式也使得武陵酒能够更好地了解市场需求，从而减少压货、稳定价格，通过优化产品品质与服务，武陵酒品牌知名度和竞争力持续提升。

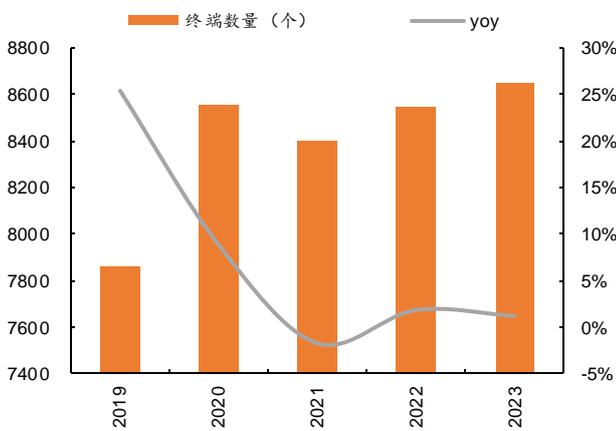
图表35 武陵酒短链直销模式



资料来源：酒业家，平安证券研究所

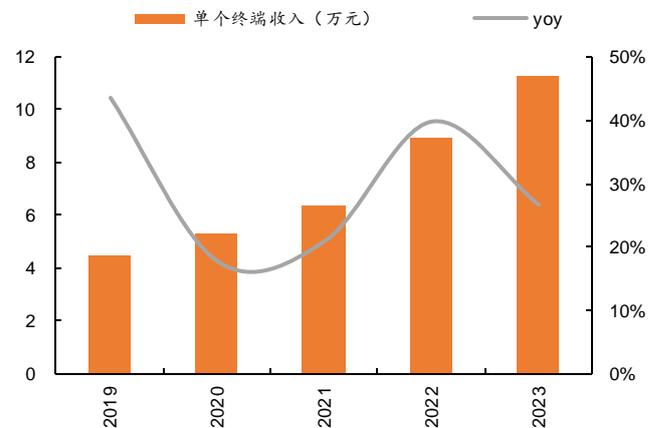
**创新担当联盟模式，单终端销售持续提升。**武陵酒持续加强终端考核，同时根据销售额、市场秩序、配合度等指标，将终端分为盟主、担当联盟和普通成员，由担当联盟和厂家共同维护市场秩序和价格。据微酒，2022年担当联盟以20~30%的数量，贡献了70~80%的销量。此外公司还推出“新经销”+“友享荟”的模式，将“新经销”及认同武陵酒商业模式的终端店升级为商业伙伴，从团购业务拓展至分销，“友享荟”即打造客户圈层，引入具备人脉资源的行业外伙伴加入武陵酒销售。2020~23年武陵酒终端数量维持在8500家左右，收入增长更多依靠单终端销售的提升，业绩稳健增长。

图表36 武陵酒终端数量及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 武陵酒单终端收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、其他品牌：多区域协同发展，产品结构持续升级

### 4.1 板城烧锅：和顺筑基、龙印拔高，区域协同效应明显

**酿造历史悠久，文化底蕴深厚。**据公司官网，板城酒业前身源自于承德乾隆醉“庆元亨”烧酒作坊，从康熙五十六年至今已有 300 多年的悠久历史，其白酒产品因乾隆与纪晓岚“金木水火土，板城烧锅酒”的典故和“五行文化”而被消费者熟知。在制造技艺上，板城酒业在发掘老五甑制造工艺的技术上，采用中温大曲，经固态泥池双轮发酵，量质摘酒，分级储存，自然老熟，具有“酒体纯正、酒液清亮、窖香浓郁、落喉爽净”等特点。2006 年 8 月，板城烧锅酒被国家文化部评为“中华文化名酒”；2008 年，板城烧锅酒老五甑酿造工艺被国务院认定为“国家级非物质文化遗产”。

**产品聚焦龙印与和顺，市场与本部形成补充。**目前板城酒业拥有龙印、和顺、壹号窖、一品柔等系列产品，实现从高端到低端产品的全覆盖。整体来看，龙印系列持续拔高产品高度；和顺 1975 则为河北百元价格带大单品，贡献公司主要业绩，据公司官网，和顺 1975 在 2023 年销量突破 200 万件。在市场方面，板城酒业以承德为基地市场，石家庄为试点市场，并向邯郸、唐山等省内地区延伸，与老白干本部形成良好补充。

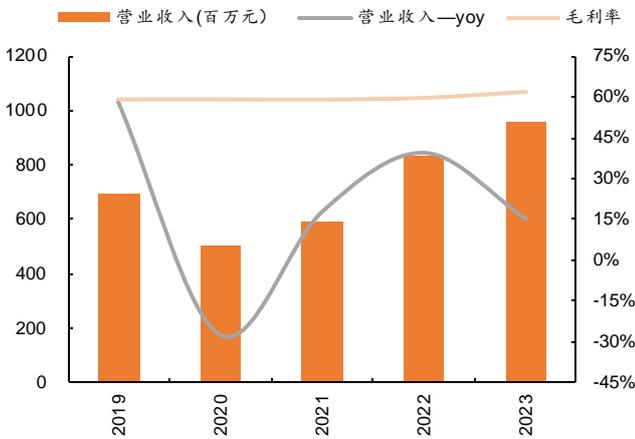
图表38 板城烧锅酒产品矩阵

系列	产品	产品图	规格	度数	价格（元）
龙印系列	龙印50		500ml	53	3999
	金奖龙印		500ml	39	1888
	盛世龙印		500ml	39	888
	太平龙印		500ml	39	499
和顺系列	和顺1975		450ml	38	136
	和顺1956		450ml	39	289
壹号系列	壹号窖		500ml	38	259
	贰号窖		500ml	38	188
	叁号窖		500ml	38	118
一品柔系列	蓝柔		450ml	36	71

资料来源：公司官网，京东，平安证券研究所

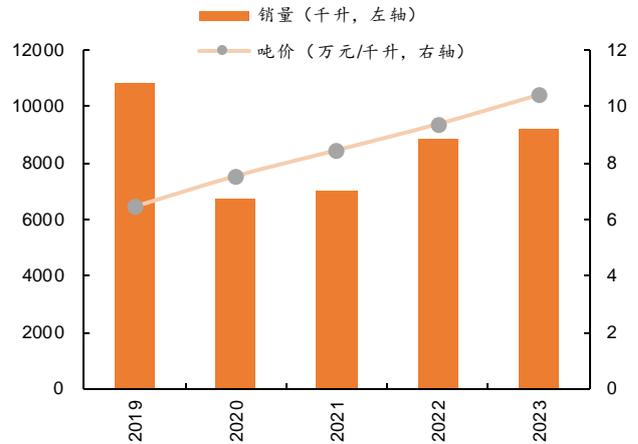
**产品结构提升，收入稳健增长。**2023 年板城烧锅系列酒实现营收 9.6 亿元，同比增长 15%，2018-23 年 CAGR 达 17%，除 2020 年因疫情影响外，每年均有稳定增长。板城烧锅系列酒产品结构亦持续提升，2023 年单价为 10.4 万元/千升，2018-23 年 CAGR 达 13%。

图表39 板城烧锅酒经营情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 板城烧锅酒销量及价格



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 4.2 文王贡酒：非遗酿造口感绵甜，深耕阜阳全省拓展

**绵甜口感，非遗酿造。**公元前 1042 年，文王第十子聃季载受封沈子国（今临泉县），而后聃季载献酒于周王室，该酒也被用于最隆重的春、秋两季，自此民间素有“贡文王，文王贡”的典故。1958 年，文王贡酒的前身临泉县酒厂成立，1998 年为体现临泉酿酒的文化历史，文王贡酒竖起“文王贡酒，自家酿造”的大旗，并于 2018 年成为老白干酒的全资子公司。历经 60 余年后，真实年份、绵甜浓香、非遗酿造已成为文王的特有优势。

**产品矩阵清晰，增长抓手明确。**文王贡酒主要包括“皇宫宴”、“年份专家”和“人生系列”。皇宫宴是 2023 年公司推出的高端品牌，将中国青铜酒樽、文王冠等周礼文化融入到酒瓶设计中，拉升品牌形象；人生系列 2015 年推出，是国内首款公开配方的 100% 年份原酒，2019 年发布的甲子荣获 2020 国际烈酒（中国）大奖赛金奖；年份专家系列 2018 年上市，主要面向宴席市场。在三大系列中，文王贡酒持续培育专 8、不惑两只亿元大单品，奠定业绩基础，皇宫宴则向上打开品牌空间。

**阜阳市场为基，持续省内扩张。**据酒业家，阜阳是安徽的白酒消费重点区域，2023 年市场规模约 50 亿元，其中临泉县约 10 亿。文王贡酒在战略上坚持保临泉、战阜阳、开拓安徽市场，以临泉为中心向全省扩张。2023 年安徽地区经销商数量 171 家，同比+26 家，稳定增长。

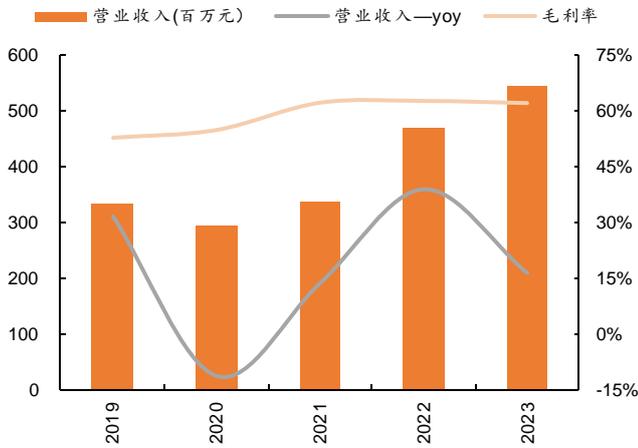
图表41 文王贡酒产品矩阵

系列	产品	产品图	规格	度数	价格(元)
皇宫宴	席		500ml	52	1588
	宴		500ml	52	1288
	红贡		500ml	52	588
人生系列	甲子		500ml	52	899
	天命		500ml	50	640
	不惑		500ml	42	230
年份专家	20		500ml	50	550
	15		500ml	50	308
	12		429ml	40.8	150
	8		480ml	40.8	110
正一品系列	年年有余		450ml	40.8	60

资料来源：公司官网，京东，平安证券研究所

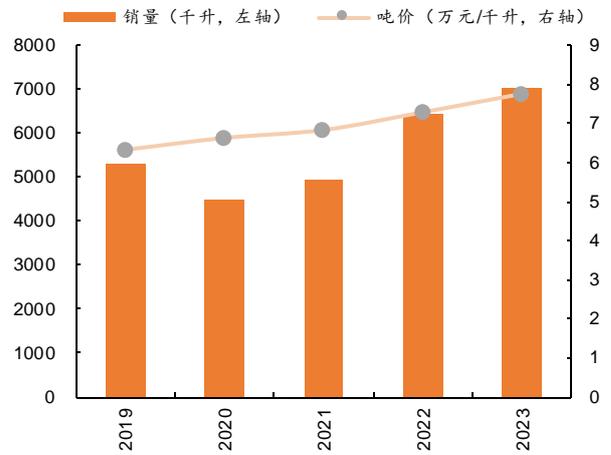
收入稳定增长，量价均有贡献。2023 年文王贡酒实现营收 5.5 亿元，同比增长 16%，2018-23 年 CAGR 17%，近年来收入实现稳定的增长。文王贡酒产品结构亦持续提升，2023 年单价达 7.8 万元/千升，2018-23 年 CAGR 7%。

图表42 文王贡酒经营情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 文王贡酒销量及价格



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 4.3 孔府家：曲阜市场领先，产品结构向上

**历史底蕴深厚，三香三正品质优良。**孔府家酒传承于孔府私家酒坊，距今已经有 2000 余年的酿造历史，是孔子后人进贡朝廷和馈赠友人的专用酒。在技术上采用传统纯酿固态发酵工艺，经人工增殖的老窖长期发酵、量质摘酒、分级贮存、精心勾储等工序酿制而成，以三香（闻香、入口香、回味香）、三正（香正、味正、酒体正）著称。据微酒，20 世纪 90 年代年孔府家成为央视广告营销领先者，曾荣获官方颁发的白酒类市场占有率第一名。

**聚焦核心产品，曲阜市场领先。**产品端，公司自 2016 年起持续缩减 SKU，聚焦“国、朋、德、府、陶”等覆盖高中低档的五大系列，同时于 2022 年推出年份系列，扩充次高端产品线，子曰系列则主打电商渠道。市场方面，公司深耕山东市场，在曲阜地区具有较高的市占率。

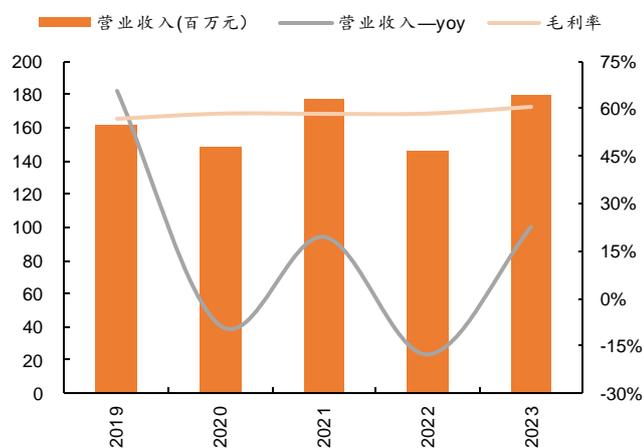
图表44 孔府家产品矩阵

系列	产品	产品图	规格	度数	价格(元)
国礼系列	中国礼		1000ml	52	1980
年份系列	年份8		500ml	52	588
	年份5		500ml	52	406
朋系列	朋自远方15		500ml	52	518
	朋自远方9		500ml	52	309
	朋自远方6		500ml	52	199
府藏	府藏8		475ml	52	128
	府藏6		475ml	36	98
折桂系列	德·折桂		475ml	36	114
陶系列	经典大陶		500ml	52	50
子曰系列	子曰		500ml	52	89

资料来源：公司官网，京东，平安证券研究所

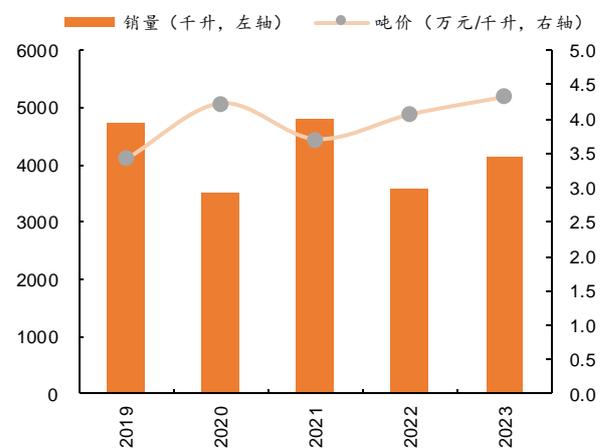
收入有所波动，结构持续升级。公司 2019-23 年业绩有所波动，基本维持在 1.5-1.8 亿元，但公司持续精简产品线，结构上持续升级，2023 年单价为 4.3 万元/千升，2018-23 年 CAGR 为 8%，毛利率也从 2018 年的 53.1% 提升至 2023 年的 60.7%。

图表45 孔府家酒经营情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表46 孔府家酒销量及价格



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 五、盈利预测与估值

收入稳健增长，盈利能力优化。公司本部甲等 15/30、1915 等核心单品持续放量，武陵酒深耕湖南，市场持续拓展，我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 58.8/66.0/73.7 亿元，分别同比增长 12%/12%/12%。受产品结构影响，我们预计 2024-25 年公司毛利率分别为 65.8%/65.9%/66.0%，同比分别-1.3/+0.1/+0.1pct。近年来公司持续加强费用管控，精准化投放，我们预计公司 2024-26 年销售费用率分别为 24.2%/22.3%/20.8%，同比分别-3.0/-1.9/-1.5pct；管理费用率分别为 6.7%/6.2%/5.7%，同比分别-1.2/-0.5/-0.5pct。整体来看，我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 8.54/10.78/13.19 亿元，分别同比增长 28%/26%/22%。

图表47 老白干酒盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,583	4,030	3,598	4,027	4,653	5,257	5,880	6,600	7,370
衡水老白干	2,298	2,214	2,012	2,107	2,140	2,355	2,670	2,943	3,245
武陵	196	352	452	537	763	979	1,204	1,435	1,666
板城烧锅	440	697	505	595	831	957	1,126	1,274	1,419
文王贡	254	334	297	338	469	547	626	690	755
孔府家	98	162	148	177	146	179	219	251	284
增速									
整体	41%	12%	-11%	12%	16%	13%	12%	12%	12%
衡水老白干		-4%	-9%	5%	2%	10%	13%	10%	10%
武陵		80%	28%	19%	42%	28%	23%	19%	16%
板城烧锅		58%	-28%	18%	40%	15%	18%	13%	11%
文王贡		32%	-11%	14%	39%	16%	14%	10%	9%
孔府家		66%	-9%	20%	-18%	23%	22%	15%	13%
毛利率									
整体	61.2%	61.5%	64.7%	67.3%	68.4%	67.2%	65.8%	65.9%	66.0%
衡水老白干	58.5%	56.7%	61.9%	64.5%	64.9%	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%
武陵	73.9%	77.5%	78.4%	80.2%	84.9%	80.9%	78.9%	78.9%	78.9%
板城烧锅	55.9%	59.4%	59.4%	59.3%	59.9%	61.8%	61.8%	61.8%	61.8%
文王贡	54.3%	53.1%	55.2%	62.5%	62.9%	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%
孔府家	53.1%	56.8%	58.5%	58.4%	58.5%	60.7%	60.7%	60.7%	60.7%
费用									
销售费用率	26.9%	25.8%	28.4%	30.7%	30.3%	27.2%	24.2%	22.3%	20.8%
管理费用率	8.4%	9.1%	8.5%	9.1%	8.5%	7.9%	6.7%	6.2%	5.7%
研发费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
归母净利润	350	404	313	389	708	666	854	1,078	1,319
yoy	114%	15%	-23%	25%	82%	-6%	28%	26%	22%
归母净利率	9.8%	10.0%	8.7%	9.7%	15.2%	12.7%	14.5%	16.3%	17.9%

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

考虑同为地产酒，我们选取伊力特、金徽酒、古井贡酒为可比公司，可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 20X。基于我们预测，老白干酒 2024 年 PE 为 19X，考虑较强的业绩确定性和较快的增速，当前估值具备性价比。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表48 老白干酒可比公司估值表

代码	公司名称	归母净利润（亿元）				PE			利润增速		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600197.SH	伊力特	3.4	4.4	5.5	6.5	18	15	12	28%	26%	19%
603919.SH	金徽酒	3.3	4.1	5.1	6.4	24	19	15	25%	25%	24%
000596.SZ	古井贡酒	46	59	74	90	19	15	12	29%	25%	22%
	地产酒平均					<b>20</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	<b>27%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>
600559.SH	老白干酒	6.7	8.5	10.8	13.2	19	15	12	28%	26%	22%

注：数据截至7月17日，老白干酒采用我们预测，其余为Wind一致预期

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

## 六、风险提示

- 1) 宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) 消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；
- 3) 食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) 行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价格体系，白酒竞争较激烈，或对行业造成不良影响。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5866	7605	9258	11071
现金	1622	2662	3797	5066
应收票据及应收账款	174	258	290	324
其他应收款	32	41	46	51
预付账款	23	102	115	128
存货	3350	3856	4322	4810
其他流动资产	665	686	689	692
<b>非流动资产</b>	3635	3214	2795	2384
长期投资	79	86	93	100
固定资产	1775	1504	1232	958
无形资产	840	700	561	421
其他非流动资产	940	924	910	905
<b>资产总计</b>	9501	10819	12053	13455
<b>流动负债</b>	4523	5375	6019	6697
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	431	591	663	737
其他流动负债	4092	4783	5356	5960
<b>非流动负债</b>	168	168	168	168
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	168	168	168	168
<b>负债合计</b>	4690	5542	6186	6865
少数股东权益	0	-0	-1	-2
股本	915	915	915	915
资本公积	1563	1563	1564	1566
留存收益	2333	2800	3390	4111
<b>归属母公司股东权益</b>	4810	5277	5868	6592
<b>负债和股东权益</b>	9501	10819	12053	13455

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	795	1431	1625	1866
净利润	666	853	1077	1318
折旧摊销	174	427	429	424
财务费用	-16	-7	-11	-16
投资损失	-19	-7	-7	-7
营运资金变动	67	153	126	136
其他经营现金流	-77	12	11	11
<b>投资活动现金流</b>	57	-12	-13	-15
资本支出	139	0	3	6
长期投资	169	0	0	0
其他投资现金流	-251	-12	-16	-21
<b>筹资活动现金流</b>	-325	-379	-477	-582
短期借款	-50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-275	-379	-477	-582
<b>现金净增加额</b>	527	1040	1135	1270

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	5257	5880	6600	7370
营业成本	1727	2010	2253	2507
税金及附加	875	959	1076	1201
营业费用	1428	1421	1469	1530
管理费用	415	394	409	420
研发费用	13	15	17	19
财务费用	-16	-7	-11	-16
资产减值损失	2	-1	-2	-2
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	40	38	38	38
公允价值变动收益	6	0	1	2
投资净收益	19	7	7	7
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	884	1134	1433	1754
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	4	6	6	6
<b>利润总额</b>	891	1137	1436	1758
所得税	225	284	359	439
<b>净利润</b>	666	853	1077	1318
少数股东损益	0	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	666	854	1078	1319
EBITDA	1049	1557	1854	2166
EPS (元)	0.73	0.93	1.18	1.44

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	13.0	11.9	12.2	11.7
营业利润(%)	-5.4	28.2	26.3	22.4
归属于母公司净利润(%)	-5.9	28.2	26.3	22.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	67.2	65.8	65.9	66.0
净利率(%)	12.7	14.5	16.3	17.9
ROE(%)	13.8	16.2	18.4	20.0
ROIC(%)	22.0	27.7	42.0	63.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	49.4	51.2	51.3	51.0
净负债比率(%)	-33.7	-50.4	-64.7	-76.9
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	197.6	150.9	150.9	150.9
应付账款周转率	4.01	3.40	3.40	3.40
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.93	1.18	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.56	1.78	2.04
每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.77	6.41	7.21
<b>估值比率</b>				
P/E	24.4	19.1	15.1	12.3
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	18	9	7	5

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层