

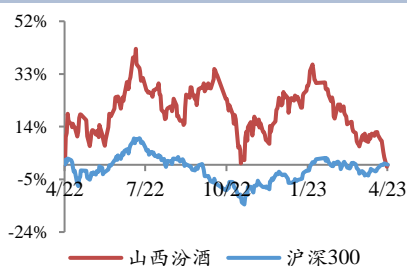
## 业绩表现突出亮眼，盈利能力维持高位

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-11

|               |               |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元)        | 245.56        |
| 近12个月最高/最低(元) | 333.00/227.31 |
| 总股本(百万股)      | 1,220         |
| 流通股本(百万股)     | 1,218         |
| 流通股比例(%)      | 99.81         |
| 总市值(亿元)       | 2,996         |
| 流通市值(亿元)      | 2,990         |

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2023年1-3月，公司预计实现营业总收入126.36亿元左右，同比增长20%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润44.52亿元左右，同比增长20%左右。符合市场预期。

初步计算，公司23Q1归母净利率为35.2%，较去年同期持平，同时也是单季度最高水平，盈利能力依旧强劲。

#### ● 腰部结构或发力，3月节奏加快

公司一季度业绩亮眼，预计有望继续领衔次高端白酒表现。从渠道反馈来看，产品上，腰部结构明显发力，玻汾较去年略微放量，青花系列20表现相对复兴版更加突出；节奏上，公司1-2月回款节奏整体放缓，其中2月初青花系列全面停止供货，时长20天左右，3月回款节奏显著加快；批价库存上，春节期间青30复兴版一度承压至800元以下，公司通过一系列组合拳后呈现一定改观，库存方面先降后升，当前受发货节奏影响有所增高。

#### ● 投资建议

我们认为公司一季度积极主动调整量价策略，体现了管理上的精准可控。当前公司全国化、高端化进程依旧稳定推进，产品结构持续优化、青花势能逐步放量的趋势不变。预测公司2022年-2024年营业收入增速为30.7%/24.5%/22.4%，归母净利润增速为48.8%/30.6%/27.7%，对应EPS预测为6.48/8.46/10.81元，对应PE分别38/29/23倍。维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 全国化、高端化进程不及预期；
- (3) 青花系列增长不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标   | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 19971 | 26111 | 32516 | 39801 |
| 收入同比(%)  | 42.8% | 30.7% | 24.5% | 22.4% |
| 归属母公司净利润 | 5314  | 7907  | 10328 | 13189 |
| 净利润同比(%) | 72.6% | 48.8% | 30.6% | 27.7% |
| 毛利率(%)   | 74.9% | 76.8% | 78.7% | 80.4% |
| ROE(%)   | 34.9% | 37.8% | 35.8% | 33.5% |
| 每股收益(元)  | 4.37  | 6.48  | 8.46  | 10.81 |
| P/E      | 72.18 | 37.89 | 29.01 | 22.72 |

---

|           |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/B       | 25.31 | 14.31 | 10.39 | 7.61  |
| EV/EBITDA | 53.57 | 27.07 | 20.32 | 15.37 |

---

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |       |       |       |       | 单位: 百万元         |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>流动资产</b>    | 25286 | 32969 | 40580 | 56038 | <b>营业收入</b>     | 19971        | 26111        | 32516        | 39801        |
| 现金             | 6146  | 9594  | 16685 | 27238 | 营业成本            | 5011         | 6061         | 6924         | 7794         |
| 应收账款           | 1     | 0     | 0     | 0     | 营业税金及附加         | 3730         | 4569         | 5690         | 6965         |
| 其他应收款          | 103   | 217   | 181   | 306   | 销售费用            | 3160         | 3734         | 4650         | 5691         |
| 预付账款           | 163   | 212   | 242   | 273   | 管理费用            | 1167         | 1227         | 1528         | 1871         |
| 存货             | 8189  | 10668 | 9720  | 12795 | 财务费用            | -33          | -61          | -96          | -167         |
| 其他流动资产         | 10684 | 12278 | 13751 | 15427 | 资产减值损失          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 4669  | 4722  | 4773  | 5121  | 公允价值变动收益        | 28           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 76    | 76    | 76    | 76    | 投资净收益           | 72           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 2247  | 2290  | 2341  | 2699  | <b>营业利润</b>     | 7029         | 10550        | 13780        | 17599        |
| 无形资产           | 363   | 373   | 373   | 363   | 营业外收入           | 71           | 3            | 3            | 3            |
| 其他非流动资产        | 1983  | 1983  | 1983  | 1983  | 营业外支出           | 10           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 29955 | 37691 | 45354 | 61159 | <b>利润总额</b>     | 7091         | 10553        | 13784        | 17602        |
| <b>流动负债</b>    | 14265 | 16178 | 15781 | 20867 | 所得税             | 1701         | 2533         | 3308         | 4224         |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 5390         | 8020         | 10475        | 13377        |
| 应付账款           | 1780  | 3271  | 1345  | 3851  | 少数股东损益          | 76           | 113          | 148          | 189          |
| 其他流动负债         | 12485 | 12907 | 14436 | 17016 | <b>归属母公司净利润</b> | 5314         | 7907         | 10328        | 13189        |
| <b>非流动负债</b>   | 103   | 103   | 103   | 103   | EBITDA          | 7078         | 10714        | 13925        | 17721        |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 4.37         | 6.48         | 8.46         | 10.81        |
| 其他非流动负债        | 103   | 103   | 103   | 103   |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 14368 | 16281 | 15884 | 20969 |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 364   | 477   | 625   | 814   | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 股本             | 1220  | 1220  | 1220  | 1220  | <b>会计年度</b>     | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 资本公积           | 452   | 451   | 451   | 451   | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 留存收益           | 13551 | 19262 | 27174 | 37705 | 营业收入            | 42.8%        | 30.7%        | 24.5%        | 22.4%        |
| 归属母公司股东权益      | 15223 | 20933 | 28845 | 39376 | 营业利润            | 66.0%        | 50.1%        | 30.6%        | 27.7%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 29955 | 37691 | 45354 | 61159 | 归属于母公司净利        | 72.6%        | 48.8%        | 30.6%        | 27.7%        |
|                |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率 (%)         | 74.9%        | 76.8%        | 78.7%        | 80.4%        |
|                |       |       |       |       | 净利率 (%)         | 26.6%        | 30.3%        | 31.8%        | 33.1%        |
|                |       |       |       |       | ROE (%)         | 34.9%        | 37.8%        | 35.8%        | 33.5%        |
|                |       |       |       |       | ROIC (%)        | 33.6%        | 37.2%        | 35.3%        | 32.9%        |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率 (%)       | 48.0%        | 43.2%        | 35.0%        | 34.3%        |
|                |       |       |       |       | 净负债比率 (%)       | 92.2%        | 76.0%        | 53.9%        | 52.2%        |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 1.77         | 2.04         | 2.57         | 2.69         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 1.17         | 1.35         | 1.92         | 2.05         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.80         | 0.77         | 0.78         | 0.75         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 13601.14     | —            | —            | —            |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 3.10         | 2.40         | 3.00         | 3.00         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | 4.37         | 6.48         | 8.46         | 10.81        |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流 (摊)     | 6.27         | 4.85         | 8.03         | 11.35        |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | 12.48        | 17.16        | 23.64        | 32.27        |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 72.18        | 37.89        | 29.01        | 22.72        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 25.31        | 14.31        | 10.39        | 7.61         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 53.57        | 27.07        | 20.32        | 15.37        |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。