

# 水井坊 (600779.SH)

## 股权激励方案落地，助力新任管理层推进改革

### 核心观点：

- 新任管理层借助持股计划大力激励中基层员工，增强公司战略执行力。**公司公告披露员工持股计划草案，计划筹集资金总额上限为 3,981.00 万元，占总股本的 0.1482%。参加持股计划员工总数不超过 66 人，其中董事、高级管理人员 3 人，中基层管理人员及核心技术（业务）骨干不超过 63 人。持股计划受让价格为 55.00 元/股。考核指标为：（1）公司层面：第一次、第二次解锁条件分别为 21 年-22 年、21 年-23 年营业收入增长率平均值，在 9 家对标企业中排名前 5。（2）激励对象层面：个人绩效考核等级达到“满意”及以上当期解除限售比例为 100%，否则为 0%。我们认为一方面可说明新任管理层对于公司发展决心较强、获取股东方支持力度较大。另一方面预计该计划将大幅提升核心骨干的工作积极性，有助于提升公司高端化战略落地的执行力。
- 次高端行业红利+管理层主动求变，公司进入新一轮成长期。**销量方面，受益次高端白酒扩容及公司持续践行“蘑菇”战略，新组建高端产品销售公司，产品销量有望快速增长。价格方面，公司持续推进高端化策略，21H1 产品均价达 405.14 元/升，同比增长 19.32%。盈利能力方面，公司 21H1 整体销售费用率为 31.75%，对照上轮牛市 2015-2017 年期间公司平均销售费用率 23.37%，仍存较大利润弹性空间。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年公司收入分别为 44.67/59.33/76.60 亿元，同比增长 48.62%/32.82%/29.10%，归母净利润分别为 11.31/15.88/21.70 亿元，同比增长 54.60%/40.45%/36.67%，EPS 分别为 2.31/3.25/4.44 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 53/38/27 倍。考虑可比公司估值和公司业绩成长性，给予 21 年 60 倍 PE 估值，合理价值为 138.9 元/股，维持买入评级。
- 风险提示。**全国化不及预期；产品升级不及预期；食品安全风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,539	3,006	4,467	5,933	7,660
增长率（%）	25.5	-15.1	48.62	32.82	29.10
EBITDA（百万元）	1,117	1,016	1,515	2,107	2,861
归母净利润（百万元）	826	731	1,131	1,588	2,170
增长率（%）	42.6	-11.5	54.60	40.45	36.67
EPS（元/股）	1.69	1.50	2.31	3.25	4.44
市盈率（P/E）	30.60	55.45	52.70	37.52	27.45
ROE（%）	39.1	34.2	41.7	47.5	53.4
EV/EBITDA	21.53	38.61	38.05	27.05	19.66

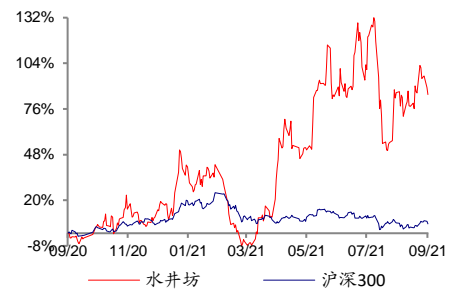
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	121.99 元
合理价值	138.9 元
前次评级	买入
报告日期	2021-09-15

### 相对市场表现



### 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师：

袁少州



SAC 执证号：S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

水井坊 (600779.SH) :Q2	2021-07-28
主动控货为新财年蓄力，业绩低于预期系费用确认较多	
水井坊 (600779.SH) :次高	2021-05-20
端行业红利+管理层主动求变，水井进入加速增长期	
水井坊 (600779.SH) :21Q1	2021-04-30
业绩大超市场预期，有望保持量价齐升	

公司公告2021年员工持股计划（草案），我们点评如下：

## 一、新任管理层借助持股计划大力激励中基层员工，增强公司战略执行力

公司公告披露员工持股计划草案，计划筹集资金总额上限为3,981.00万元，占总股本的0.1482%。参加持股计划的员工总人数不超过66人，其中董事、高级管理人员共3人，中基层管理人员及核心技术（业务）骨干不超过63人。持股计划受让价格为公司回购股份交易均价110.01元/股的50%，即55.00元/股，预计应确认股份支付费用为3,981.07万元。两次解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满18个月、30个月，最长锁定期为30个月，每期解锁的标的股票比例分别为50%、50%。考虑到2019年的股票激励计划涉及股本为约0.05%，本次股权激励计划涉及的股份比例大幅高于上轮计划。我们认为一方面可说明新任管理层对于公司发展决心较强，也可说明管理层获取股东方支持力度较大。另一方面预计该激励计划将大幅提升核心骨干的工作积极性，有助于提升公司高端化战略落地的执行力。

表 1：激励对象名单

激励对象	职位	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
范祥福	董事长	185.93	4.67%	0.0069%
朱镇豪	副董事长、 总经理	572.09	14.37%	0.0213%
蒋磊峰	董事、财务 总监、代理 董事会秘书	155.13	3.90%	0.0058%
中基层管理人员及核心技术（业务）骨干 （63人）		3,067.85	77.06%	0.1142%
合计（66人）		3,981.00	100.00%	0.1482%

数据来源：公司公告《2021年员工持股计划（草案）》，广发证券发展研究中心

对于核心员工的考核方式分为两个层面：（1）公司层面业绩考核要求。第一次解锁的条件为公司2021年-2022年的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5；第二次解锁的条件为公司2021年-2023年的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5。对标企业为白酒行业上市公司2020年营业收入排名前十，不含贵州茅台共9家对标企业。（2）激励对象层面考核。个人绩效考核等级达到“满意”及以上当期解除限售比例为100%，否则为0%。持有人当年实际解锁的持股计划份额=个人当期计划解锁份额×个人层面解锁比例。我们认为公司的考核方式全面且科学，首先对于公司层面的考核为动态目标，凸显了公司对发展速度超越优秀同行的决心；而对于激励对象层面，由于本轮激励主要面向核心中基层骨干，考核等级较上次激

励计划的“合格及以上”要求有所提升，体现了公司考核指标设置的合理性。

表 2: 对标企业

股票代码	公司名称
000858	宜宾五粮液股份有限公司
002304	江苏洋河酒厂股份有限公司
000568	泸州老窖股份有限公司
600809	山西杏花村汾酒厂股份有限公司
000596	安徽古井贡酒股份有限公司
000860	北京顺鑫农业股份有限公司（白酒行业部分）
603369	江苏今世缘酒业股份有限公司
603589	安徽口子酒业股份有限公司
600559	河北衡水老白干酒业股份有限公司

数据来源：公司公告《2021 年员工持股计划（草案）》，广发证券发展研究中心

## 二、次高端行业红利+管理层主动求变，公司进入新一轮成长期

我们认为公司有望在2021年实现量价齐升延续高速增长趋势：（1）次高端行业仍旧是白酒板块增长最快的价位段，预计未来三年次高端行业收入CAGR为20%左右，作为为数不多的有能力进行全国化的次高端品牌之一，公司有望长期受益于行业增长。（2）公司继续践行“蘑菇”战略，在八大核心市场进一步下沉深耕，对次核心和新兴市场扩张核心门店，销量有望延续快速增长趋势。（3）价格方面，公司持续推进高端化策略，产品提价以及结构升级有望推动均价进一步提升。本次半年报公告，由公司部分经销商组建水井坊高端产品销售公司，销售水井坊典藏及以上产品，该模式类似于酒鬼酒的内参销售公司，我们认为这是公司打开高端市场的重要举措，有望成为公司新的增长点。

盈利能力方面，产品持续高端化和效率提升有望推动盈利能力继续上升。公司未来将持续进行高端品牌建设，提升以典藏为核心的高端化品项营销策略方案，产品持续高端化不断提升毛利率。但考虑到公司进行高端化产品的推广，费用率下降的空间可能有限。

## 三、盈利预测

我们预计 21-23 年公司收入分别为 44.67/59.33/76.60 亿元，同比增长 48.62%/32.82%/29.10%，归母净利润分别为 11.31/15.88/21.70 亿元，同比增长 54.60%/40.45%/36.67%，EPS 分别为 2.31/3.25/4.44 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 53/38/27 倍。

## 四、风险提示

全国化不及预期；产品升级不及预期；食品安全风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,043</b>	<b>3,265</b>	<b>4,518</b>	<b>5,777</b>	<b>7,127</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>868</b>	<b>845</b>	<b>1,305</b>	<b>1,758</b>	<b>2,354</b>
货币资金	1,243	1,330	1,918	2,587	3,346	净利润	826	731	1,131	1,588	2,170
应收及预付	63	38	51	63	76	折旧摊销	63	75	58	60	59
存货	1,520	1,879	2,529	3,105	3,683	营运资金变动	5	71	114	111	125
其他流动资产	217	18	19	20	22	其它	-26	-33	1	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>903</b>	<b>1,102</b>	<b>1,204</b>	<b>1,280</b>	<b>1,362</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-214</b>	<b>-218</b>	<b>-116</b>	<b>-90</b>	<b>-95</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-215	-218	-116	-90	-95
固定资产	531	534	617	680	746	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	82	230	230	230	230	其他	0	0	0	0	0
无形资产	123	123	143	155	171	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-436</b>	<b>-545</b>	<b>-600</b>	<b>-1,000</b>	<b>-1,500</b>
其他长期资产	167	215	215	215	215	银行借款	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,946</b>	<b>4,367</b>	<b>5,722</b>	<b>7,056</b>	<b>8,489</b>	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,810</b>	<b>2,216</b>	<b>2,995</b>	<b>3,695</b>	<b>4,411</b>	其他	-436	-545	-600	-1,000	-1,500
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>217</b>	<b>83</b>	<b>589</b>	<b>669</b>	<b>759</b>
应付及预收	849	631	849	1,042	1,236	<b>期初现金余额</b>	<b>1,025</b>	<b>1,243</b>	<b>1,330</b>	<b>1,918</b>	<b>2,587</b>
其他流动负债	961	1,585	2,146	2,653	3,175	<b>期末现金余额</b>	<b>1,243</b>	<b>1,325</b>	<b>1,918</b>	<b>2,587</b>	<b>3,346</b>
<b>非流动负债</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	24	15	15	15	15						
<b>负债合计</b>	<b>1,834</b>	<b>2,231</b>	<b>3,010</b>	<b>3,710</b>	<b>4,426</b>						
股本	489	488	488	488	488						
资本公积	400	396	396	396	396						
留存收益	1,237	1,260	1,837	2,471	3,187						
归属母公司股东权益	2,112	2,136	2,713	3,346	4,063						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,946</b>	<b>4,367</b>	<b>5,722</b>	<b>7,056</b>	<b>8,489</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,539</b>	<b>3,006</b>	<b>4,467</b>	<b>5,933</b>	<b>7,660</b>
营业成本	606	475	640	785	931
营业税金及附加	562	468	692	920	1,187
销售费用	1,064	841	1,340	1,750	2,183
管理费用	250	280	335	427	552
研发费用	2	2	3	4	5
财务费用	-23	-23	-29	-41	-53
资产减值损失	-7	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,102</b>	<b>965</b>	<b>1,507</b>	<b>2,117</b>	<b>2,894</b>
营业外收支	-2	-7	1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,100</b>	<b>958</b>	<b>1,507</b>	<b>2,117</b>	<b>2,894</b>
所得税	274	227	377	529	723
<b>净利润</b>	<b>826</b>	<b>731</b>	<b>1,131</b>	<b>1,588</b>	<b>2,170</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>826</b>	<b>731</b>	<b>1,131</b>	<b>1,588</b>	<b>2,170</b>
EBITDA	1,117	1,016	1,515	2,107	2,861
EPS (元)	1.69	1.50	2.31	3.25	4.44

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	25.5%	-15.1%	48.6%	32.8%	29.1%
营业利润增长	41.2%	-12.4%	56.2%	40.5%	36.7%
归母净利润增长	42.6%	-11.5%	54.6%	40.5%	36.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	82.9%	84.2%	85.7%	86.8%	87.8%
净利率	23.3%	24.3%	25.3%	26.8%	28.3%
ROE	39.1%	34.2%	41.7%	47.5%	53.4%
ROIC	37.4%	33.6%	40.3%	45.9%	51.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.5%	51.1%	52.6%	52.6%	52.1%
净负债比率	86.8%	104.4%	111.0%	110.9%	108.9%
流动比率	1.68	1.47	1.51	1.56	1.62
速动比率	0.82	0.61	0.65	0.71	0.76
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	0.69	0.78	0.84	0.90
应收账款周转率	122.59	156.14	156.14	156.14	156.14
存货周转率	2.33	1.60	1.77	1.91	2.08
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.69	1.50	2.31	3.25	4.44
每股经营现金流	1.78	1.73	2.67	3.60	4.82
每股净资产	4.32	4.37	5.55	6.85	8.32
<b>估值比率</b>					
P/E	30.60	55.45	52.70	37.52	27.45
P/B	11.97	18.98	21.97	17.81	14.67
EV/EBITDA	21.53	38.61	38.05	27.05	19.66

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。