



2023-03-17

公司点评报告

增持/维持

口子窖(603589)

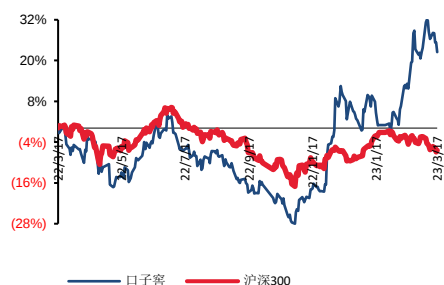
目标价: 82

昨收盘: 69.01

食品饮料 白酒 II

口子窖：股权激励草案出台，改革步入新阶段

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	600/600
总市值/流通(百万元)	41,406/41,406
12个月最高/最低(元)	74.40/40.50

相关研究报告：

口子窖（603589）《口子窖：业绩短期承压，关注双节动销复苏》——2022/08/29

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522110002

事件：3月16日，公司发布2023年限制性股票激励计划（草案）。其中授予价格为35.16元/股，行权业绩考核为满足营收或净利润增长要求之一，即对2023/2024/2025营收同比增速要求约为15%/13%/15%，或扣非归母净利润同比增速要求约15%/13%/15%。本次股票期权计划拟向激励对象授予313万股限制性股票，约占总股本6亿股的0.52%。本计划授予的激励对象为58人，包括公司总经理助理詹玉峰、57名核心管理/技术/业务人员。

点评：

考核灵活度高、目标稳健，员工激励力度充分。

根据公司激励计划草案，本次股权激励行权考核对2023-2025年营收、扣非归母净利润增长为：1) 第一个解除限售期：解除限售比例为40%，业绩考核条件为，以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于15%，或2022年的净利润为基数，2023年净利润增长率不低于15%。

2) 第二个解除限售期：解除限售比例为30%，业绩考核条件为，以2022年的营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于30%，或以2022年的净利润为基数，2024年净利润增长率不低于30%。

3) 第二个解除限售期：解除限售比例为30%，业绩考核条件为，以2022年的营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于50%，或以2022年的净利润为基数，2025年净利润增长率不低于50%。

换算后，考核条件为以22年营收为基数，23/24/25年营收同比15%/13%/15%，或以22年扣非归母净利润为基数，23/24/25年净利润同比15%/13%/15%。

本次计划业绩考核目标只需要满足营收或净利润增长要求条件之一即可，我们认为本次考核的灵活度较高，考虑公司处于改革调整期，较稳健的考核目标，有利于公司实现稳步发展，同时本次激励对象主要以核心管理、技术、业务骨干为主，57名核心骨干每人获得5.3万股，激励力度和广度较大，进一步提升公司业务团队的积极性。

展望2023：持续推进改革步伐，新品、渠道、激励对维度推动公司发展。

从产品端，公司23年2月举行口子窖兼系列新品上市发布会，正式推出兼10、兼20、兼30，兼香系列主体基酒自然储存5-10年以上，再添加地下陶坛窖藏10-30年以上的不同风格的调味酒，形成了兼系列的“三香五味”。在价格带上，兼系列较年份系列更高，有望进一步受益省内主流价格带向次高端升级的红利。从渠道端，公司持续推进扁平化改革，根据名酒观察，公司在芜湖、安庆、蚌埠试点，将当地原有大商经销商与小规模经销商成立中间经销公司。随着渠道扁平化推进，

厂商利益分配有望更均衡。从激励端，公司推出股权激励方案，覆盖较多核心骨干，有助于提升员工积极性，推动公司更积极参与到市场投入，提升公司渠道掌控力。

中长期展望：持续受益安徽市场次高端价格带扩容，持续深化渠道改革，推动业绩成长。安徽作为白酒产销大省，随着经济快速发展，消费升级趋势明显，次高端持续扩容，公司推出新品兼香系列，卡位次高端价格带，有望受益安徽地区次高端价格带扩容。公司持续深化渠道改革，从过去的大商模式向“1+N”的扁平化模式转变，并加强对销售团队考核力度，随着公司对团购渠道的开拓以及渠道进一步下沉、精耕，有望推动业绩逐步增长。

盈利预测：中长期仍然看好公司受益安徽省内次高端价格带扩容以及渠道的深化改革，我们预计 22-24 年收入增速至 3%/16%/15%，归母净利润增速分别为 -3%/17%/17%，EPS 分别为 2.79/3.28/3.82 元，对应当前股价 PE 分别为 25x/21x/18x，我们按照 2023 年业绩给予 25 倍，一年目标价 82 元，维持“增持”评级。

风险提示：省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵，新品推广不及预期，渠道开拓不及预期，宏观经济发生较大的波动等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5029	5161	6013	6942
(+/-%)	25%	3%	16%	15%
净利润(百万元)	1727	1674	1965	2295
(+/-%)	35%	-3%	17%	17%
摊薄每股收益(元)	2.88	2.79	3.28	3.82
市盈率(PE)	24	25	21	18

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1504	1881	2338	2664	3071	营业收入	4011	5029	5161	6013	6942
应收款项	707	614	770	815	988	营业成本	996	1312	1282	1468	1674
存货净额	2879	3541	5586	6440	7379	营业税金及附加	616	768	789	919	1061
其他流动资产	1533	793	794	801	807	销售费用	546	639	666	758	868
流动资产合计	6623	6829	8731	9963	11489	管理费用	251	275	286	308	347
固定资产	1776	2033	1830	1647	1482	财务费用	(16)	(11)	(19)	(22)	(25)
在建工程	726	1180	1180	1180	1180	其他费用/(-收入)	70	62	53	17	13
无形资产及其他	435	529	516	503	490	营业利润	1687	2361	2234	2625	3059
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业外净收支	(18)	4	(6)	(7)	(3)
资产总计	9806	11031	12717	13752	15101	利润总额	1670	2365	2227	2618	3055
短期借款	0	0	0	0	0	所得税费用	394	638	554	653	761
应付款项	728	738	1293	1526	1665	净利润	1276	1727	1674	1965	2295
合同负债	0	0	295	114	176	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1699	1882	1882	1882	1882	归属于母公司净利润	1276	1727	1674	1965	2295
流动负债合计	2427	2620	3469	3522	3723	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	18%	21%	18%	20%	20%
其他长期负债	141	161	161	161	161	毛利率	75%	74%	75%	76%	76%
长期负债合计	141	161	161	161	161	销售净利率	32%	34%	32%	33%	33%
负债合计	2568	2781	3630	3684	3884	收入增长率	-14%	25%	3%	16%	15%
股本	600	600	600	600	600	利润增长率	-26%	35%	-3%	17%	17%
股东权益	7239	8249	9086	10069	11216	总资产周转率	0.41	0.46	0.41	0.44	0.46
负债和股东权益总计	9806	11031	12717	13753	15101	应收账款周转率	5.67	8.20	6.71	7.38	7.03
						存货周转率	0.35	0.37	0.37	0.37	0.37
						资产负债率	26%	25%	29%	27%	26%
						流动比	2.73	2.61	2.52	2.83	3.09
						EPS	2.13	2.88	2.79	3.28	3.82
						BVPS	12.06	13.75	15.14	16.78	18.69
						P/E	32.46	23.97	24.74	21.07	18.04
						P/B	5.72	5.02	4.56	4.11	3.69
						P/S	10.32	8.23	8.02	6.89	5.96

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。