

买入

口子窖 (603589.SH)

股权激励顺利落地，渠道改革有望不断兑现

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 陈青青 0755-22940855 chenqingq@guosen.com.cn 执证编码：S0980520110001
 0755-81983057
联系人： 李文华 021-60375461 liwenhua2@guosen.com.cn

事项：

公司公告：口子窖发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象限制性股票数量为 313.4214 万股，授予价格为 35.16 元/股，授予的激励对象共计 58 人。

国信食饮观点：1) 股权激励锚定未来三年增长，继续强化渠道改革逻辑。2) 股权激励方案护航渠道改革，继续看好公司 2023 年改革不断兑现。3) 徽酒龙头渠道调整初见成效，关注拐点型投资机会，维持“买入”评级。

评论：

◆ 股权激励锚定未来三年增长，有望继续强化渠道改革逻辑

口子窖推出股权激励计划（草案），有望充分释放中层骨干的积极性，为 2023 年渠道改革奠定基础。从股权激励方案授予对象看，本次激励对象为詹玉峰（总经理助理）、核心管理/技术/业务人员（57 人），预计中层核心骨干激励力度为人均约 187 万元。从覆盖面看，口子窖 2023 年报显示销售人员和技术人员合计 385 人，本次覆盖比例约 15%，预计核心中层骨干均纳入激励方案。从股权激励考核目标看，预计口子窖 2023-2025 年营收维持 15.0%/13.0%/15.4%，2025 年有望实现营收 80 亿元，不断强化口子窖中期成长空间。

表1：口子窖股权激励方案业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标	各期解除限售的比例
第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2022 年的净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 15%；2、以 2022 年的营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%。	40%
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2022 年的净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%；2、以 2022 年的营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%。	30%
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2022 年的净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 50%；2、以 2022 年的营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 50%。	30%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 股权激励方案护航渠道改革，继续看好公司 2023 年改革不断兑现

口子窖于 2023 年 2 月推出新品“兼”系列，其中兼 10、兼 20、兼 30 有望通过品类平替的方式实现产品结构升级。从渠道变革上看，公司或通过新品品类平替的方式回收渠道利润，进而重新掌握渠道的费投权限，带动公司整体产品结构持续升级。其次，公司后续或在省内各地推进成立平台公司，缩减渠道层级，未来有望提升传统二批经销商的积极性。最后，公司在合肥市场成立营销公司，开始搭建地面营销队伍，未来有望加快公司团购业务的进度。

◆ 投资建议：徽酒龙头渠道调整初见成效，关注拐点型投资机会，维持“买入”评级

考虑到公司推出股权激励有望激发组织活力，2023 年渠道改革或有望持续兑现，上修 2022-2024 年实现营收 52.42/60.65/68.86 亿元（前值为 53.21/58.57/61.97 亿元）；实现归母净利润 16.84/19.64/22.48 亿元（前

值为 17.09/19.00/20.30 亿元），对应 PE 24.6/21.1/18.4X。考虑到渠道改革持续推进、兼香品类稳定培育，维持“买入”评级。

表2: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 03 月 17 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
000596.SZ	古井贡酒	买入	262.9	1,389.7	5.7	7.1	8.7	46.1	37.1	30.2
603198.SH	迎驾贡酒	买入	63.7	509.3	2.1	2.7	3.2	29.9	24.0	20.1
603589.SH	口子窖	买入	69.0	414.1	2.8	3.3	3.8	24.6	21.1	18.4
603919.SH	金徽酒	买入	26.5	134.2	0.8	1.0	1.3	33.4	25.4	19.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

省内竞争加剧；渠道改革或低于预期；团队执行力或不及预期

相关研究报告：

《口子窖（603589.SH）-积极谋求渠道变革的徽酒领军者》——2023-01-01
 《口子窖（603589.SH）-总体经营稳健，产品升级可期》——2022-03-15
 《口子窖-603589-2021 年三季报点评：业绩符合预期，改革成效持续显现》——2021-10-29
 《口子窖-603589-重大事件快评：新品推出产能释放，公司改革持续向好》——2021-07-01
 《口子窖-603589-2020 年年报及 2021 年一季报点评：21Q1 业绩恢复高增，改革全面发力未来可期》——2021-04-29

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1504	1881	3020	3576	4546	营业收入	4011	5029	5242	6065	6886
应收款项	707	614	764	898	954	营业成本	996	1312	1368	1544	1744
存货净额	2879	3541	3482	4232	4710	营业税金及附加	616	768	801	928	1053
其他流动资产	32	37	41	47	52	销售费用	546	639	629	728	813
流动资产合计	6623	6829	8063	9509	11018	管理费用	233	254	283	324	365
固定资产	2600	3265	3255	3266	3270	研发费用	18	22	17	24	27
无形资产及其他	435	529	508	487	465	财务费用	(16)	(11)	(24)	(33)	(41)
投资性房地产	148	407	407	407	407	投资收益	53	42	48	45	46
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	17	19	25	20	22
资产总计	9806	11031	12233	13669	15161	其他收入	(19)	234	(17)	(24)	(27)
短期借款及交易性金融负债	0	4	0	0	0	营业利润	1687	2361	2241	2614	2993
应付款项	728	738	859	999	1083	营业外净收支	(18)	4	4	4	4
其他流动负债	1699	1878	2093	2384	2644	利润总额	1670	2365	2245	2618	2997
流动负债合计	2427	2620	2951	3383	3727	所得税费用	394	638	561	655	749
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	141	161	191	213	237	归属于母公司净利润	1276	1727	1684	1964	2248
长期负债合计	141	161	191	213	237	现金流量表（百万元）					
负债合计	2568	2781	3142	3596	3964	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	1276	1727	1684	1964	2248
股东权益	7239	8249	9091	10073	11197	资产减值准备	(3)	3	2	0	0
负债和股东权益总计	9806	11031	12233	13669	15161	折旧摊销	154	179	156	194	202
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(17)	(19)	(25)	(20)	(22)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	(16)	(11)	(24)	(33)	(41)
每股收益	2.13	2.88	2.81	3.27	3.75	营运资本变动	(539)	(585)	272	(436)	(171)
每股红利	1.50	1.19	1.40	1.64	1.87	其它	3	(3)	(2)	(0)	(0)
每股净资产	12.06	13.75	15.15	16.79	18.66	经营活动现金流	874	1302	2086	1701	2257
ROIC	23.94%	22.70%	22%	25%	27%	资本开支	0	(890)	(102)	(163)	(164)
ROE	17.62%	20.94%	19%	19%	20%	其它投资现金流	834	745	0	0	0
毛利率	75%	74%	74%	75%	75%	投资活动现金流	834	(145)	(102)	(163)	(164)
EBIT Margin	40%	40%	41%	41%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	44%	44%	45%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-14%	25%	4%	16%	14%	支付股利、利息	(900)	(716)	(842)	(982)	(1124)
净利润增长率	-26%	35%	-3%	17%	14%	其它融资现金流	63	652	(4)	0	0
资产负债率	26%	25%	26%	26%	26%	融资活动现金流	(1737)	(780)	(845)	(982)	(1124)
股息率	2.2%	1.7%	2.0%	2.4%	2.7%	现金净变动	(29)	377	1139	556	969
P/E	32.5	24.0	24.6	21.1	18.4	货币资金的期初余额	1533	1504	1881	3020	3576
P/B	5.7	5.0	4.6	4.1	3.7	货币资金的期末余额	1504	1881	3020	3576	4546
EV/EBITDA	25.0	20.0	19.4	16.6	14.7	企业自由现金流	0	189	1934	1482	2031
						权益自由现金流	0	841	1949	1506	2061

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032