

太平洋证券股份有限公司李鑫鑫,伍兆丰近期对口子窖进行研究并发布了研究报告《口子窖：股权激励草案出台，改革步入新阶段》，本报告对口子窖给出增持评级，认为其目标价位为82.00元，当前股价为67.15元，预期上涨幅度为22.11%。

口子窖(603589)

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、蚌阜试点，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。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，华泰证券龚源月研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达 85.3%，其预测 2022 年度归属净利润为盈利 16 亿，根据现价换算的预测 PE 为 25.85。

最新盈利预测明细如下：