

水井坊 (600779.SH)

推出限制性股票激励计划, 提升公司长期竞争力

● 推出激励计划提高核心员工积极性, 考核方式动态且更加科学

公司公告称拟回购股票 25.62 万股, 占股本总额约 0.05%, 回购股份的价格不超过人民币 60 元/股 (含)。将用于向包括董事长、总经理及财务总监在内的 15 名核心员工授予限制性股票, 授予价格为 25.56 元/股。我们认为该激励计划将大幅提升核心员工的工作积极性。

考核方式分为两个层面: 1) 公司层面。两次解锁条件分别为 19-20 年和 19-21 年营收增长率的平均值不低于 A 股中前 10 名白酒上市公司的平均值的 110%。2) 激励对象层面。激励对象每个考核期可解锁股份数=员工股权激励业绩考核应解锁股份数*解除限售比例+战略性绩效考核应解锁股份数*解除限售比例。其中员工业绩考核适用所有激励对象, 战略性考核指标仅适用于关键指标负责人。我们认为公司的考核方式动态且更加的全面和科学, 尤其是对于公司层面的考核为动态目标, 凸显了公司的决心。

● 次高端行业进入下半场, 良好的激励机制提升公司长期竞争力

次高端行业未来将进入一个相对稳健的扩容期, 我们预计 19-23 年行业收入 CAGR 为 20%左右。自去年以来次高端竞争有所加剧, 水井坊作为为数不多的有能力进行全国化的品牌之一, 良好的激励制度为公司未来发展奠定了基础, 我们看好公司在次高端市场中长期的竞争力。公司新任总经理危永标消费品经验丰富, 期待公司能够继续在渠道模式上有所创新。

● 盈利预测

我们预计 19-21 年公司收入分别为 34.58/42.32/51.43 亿元, 同比增长 22.65%/22.41%/21.52%; 归母净利润分别为 7.85/10.09/12.71 亿元, 同比增长 35.45%/28.51%/25.98%; EPS 分别为 1.61/2.06/2.60 元/股, 对应 PE 为 32/25/20 倍, 考虑到公司 2020-2021 年业绩复合增长率在 27%左右, 我们给予 2020 年 27 倍 PE, 合理价值 55.62 元/股, 维持买入评级。

● 风险提示: 次高端竞争加剧, 消费升级低于预期, 结构升级不及预期

盈利预测:

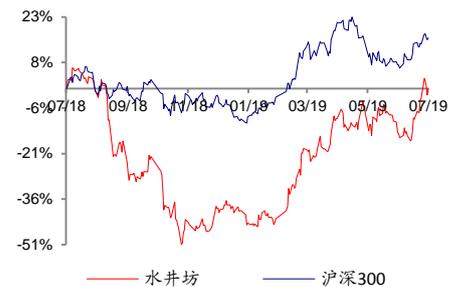
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,048	2,819	3,458	4,232	5,143
增长率 (%)	74.13	37.62	22.65	22.41	21.52
EBITDA (百万元)	583	801	1,008	1,281	1,604
净利润 (百万元)	335	579	785	1,009	1,271
增长率 (%)	49.24	72.72	35.45	28.51	25.98
EPS (元/股)	0.69	1.19	1.61	2.06	2.60
市盈率 (P/E)	68.15	26.70	31.98	24.89	19.75
市净率 (P/B)	14.47	8.33	11.72	10.24	8.90
EV/EBITDA	37.48	18.03	23.23	17.99	14.09

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	51.38 元
合理价值	55.62 元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-07

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:



王文丹

SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE No. BGA506



01059136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究:

水井坊 (600779.SH): 受益行业增长及渠道拓展, 次高端产

品保持较快增长 2019-04-28

水井坊 (600779.SH): 收入增

速放缓, 产品持续高端化有望 2018-10-23

水井坊 (600779.SH): 渠道扩

张推动收入高速增长, 结构升 2018-07-25

级有望进一步提升盈利能力

联系人: 袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

公司公告称拟从二级市场回购股票，并用于推出限制性股票激励计划，我们点评如下：

1、推出股票激励计划提高核心员工积极性，考核方式动态且更加科学

公司公告称拟以集中竞价方式从二级市场回购股票25.62万股，占股本总额约0.05%，回购股份的价格不超过人民币60元/股（含），拟使用的资金总额为不低于人民币1400万元（含）且不超过人民币2800万元（含）。将用于向包括董事长、总经理及财务总监在内的15名核心员工授予限制性股票，授予价格为25.56元/股。第一次解锁时间为自授予日起21个月后的首个交易日起至授予日起33个月内的最后一个交易日当日止；第二次解锁时间为自授予日起33个月后的首个交易日起至授予日起45个月内的最后一个交易日当日止，解锁比例均为50%。我们认为该激励计划将大幅提升核心员工的工作积极性。

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	3.87	15.11%	0.01%
危永标	董事、总经理	3.87	15.09%	0.01%
何荣辉	董事、财务总监	3.38	13.21%	0.01%
其他核心技术（业务）管理骨干 12 人		14.50	56.59%	0.02%
合计		25.62	100%	0.05%

数据来源：公司公告《水井坊 2019 年限制性股票激励计划激励对象》，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2019-2020年的营收增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的110%；第二次解锁的条件为2019-2021年的营收增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的110%。对标企业为A股中前10名的白酒上市公司。2）激励对象层面考核。激励对象每个考核期可解锁股份数=员工股权激励业绩考核应解锁股份数*解除限售比例+战略性绩效考核应解锁股份数*解除限售比例（仅限公司关键指标负责人）。其中员工股权激励业绩考核指标适用于所有激励对象，考核合格及以上当期解除限售比例为100%，否则为0%。战略性绩效考核指标仅适用于关键指标负责人，薪酬与考核委员会根据当年战略规划提炼1-2个战略性绩效考核目标。若仅有一个目标，则达成后当期解除限售比例为100%，否则为0%；若有两个目标，达成一个解锁50%。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，分别对不同的对象设立不同的考核目标，并突出关键指标负责人的重要性，更加的科学。

表 2: 对标企业

股票代码	公司名称
600519	贵州茅台酒股份有限公司
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
000860	北京顺鑫农业股份有限公司（白酒行业部分）
000596	安徽古井贡酒股份有限公司
603589	安徽口子酒业股份有限公司
603369	江苏今世缘酒业股份有限公司
600559	河北衡水老白干酒业股份有限公司

数据来源：公司公告《水井坊 2019 年限制性股票激励计划（草案）》，广发证券发展研究中心

表 3: 关键指标负责人名单

姓名	职务
危永标	关键指标负责人
何荣辉	关键指标负责人
张福钧	关键指标负责人
王建文	关键指标负责人

数据来源：公司公告《水井坊 2019 年限制性股票激励计划激励对象》，广发证券发展研究中心

2、次高端行业进入下半场，良好的激励机制提升公司长期竞争力

次高端行业在经历过15-18年的高速发展，未来将进入一个相对稳健的扩容期，我们预计至2023年次高端行业规模将近千亿，19-23年次高端行业收入CAGR为20%左右。随着地产龙头在近两年相继大力推广其次高端产品，次高端行业竞争也有所加剧。水井坊作为为数不多的有能力进行全国化的次高端品牌之一，良好的激励制度为公司未来发展奠定了基础，我们看好公司在次高端市场中长期的竞争力。

公司新任总经理危永标消费品经验丰富，曾在宝洁和保乐力加工作，曾担任保乐力加（中国）有限公司董事总经理，成绩斐然。新任总经理上任后会在营销上有所革新，目前仍在规划中，预计下半年陆续推出。我们认为危总高端烈酒的运作经验更加匹配次高端白酒行业，公司前期在核心门店制度上的创新引领了次高端行业的发展，我们期待公司能够继续在渠道模式上有所创新。

3、盈利预测

我们预计19-21年公司收入分别为34.58/42.32/51.43亿元，同比增长22.65%/22.41%/21.52%；归母净利润分别为7.85/10.09/12.71亿元，同比增长35.45%/28.51%/25.98%；EPS分别为1.61/2.06/2.60元/股，对应PE为32/25/20倍，考虑到公司2020-2021年业绩复合增长率在27%左右，我们给予2020年27倍PE，合理价值55.62元/股，维持买入评级。

风险提示：次高端竞争加剧，消费升级低于预期，产品结构升级不及预期，渠道扩张受阻。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,104	2,449	3,122	3,771	4,529
货币资金	1,030	1,026	1,672	2,054	2,508
应收及预付	128	40	81	99	121
存货	920	1,345	1,330	1,578	1,861
其他流动资产	26	39	38	39	40
非流动资产	685	749	583	548	512
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	417	522	481	441	400
在建工程	28	13	13	13	13
无形资产	64	65	69	74	78
其他长期资产	177	149	19	20	20
资产总计	2,789	3,198	3,705	4,319	5,041
流动负债	1,191	1,310	1,563	1,869	2,220
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	588	563	679	813	967
其他流动负债	603	747	885	1,056	1,253
非流动负债	18	31	0	0	0
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	18	31	0	0	0
负债合计	1,209	1,341	1,563	1,869	2,220
股本	489	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400	400
留存收益	692	969	1,254	1,562	1,933
归属母公司股东权益	1,580	1,857	2,142	2,450	2,821
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,789	3,198	3,705	4,319	5,041

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,048	2,819	3,458	4,232	5,143
营业成本	429	511	600	712	840
营业税金及附加	301	428	526	643	782
销售费用	551	854	1,037	1,249	1,492
管理费用	224	270	328	389	468
研发费用	1.76	2.43	2.97	3.64	4.42
财务费用	-10.80	-13.45	-24.28	-33.54	-41.06
资产减值损失	106.50	0.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	446.35	780.44	987.27	1268.69	1598.35
营业外收支	-29.11	-48.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	417	732	987	1,269	1,598
所得税	82	153	202	260	328
净利润	335	579	785	1,009	1,271
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	335	579	785	1,009	1,271
EBITDA	582.63	801.26	1008.47	1281.22	1603.82
EPS (元)	0.69	1.19	1.61	2.06	2.60

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	611	431	1,170	1,093	1,364
净利润	335	579	785	1,009	1,271
折旧摊销	40	47	45	46	47
营运资金变动	166	-211	227	39	46
其它	70	15	113	0	0
投资活动现金流	138	-132	7	-11	-10
资本支出	-86	-132	-13	-11	-10
投资变动	0	0	0	0	0
其他	224	0	20	0	0
筹资活动现金流	-225	-303	-531	-700	-900
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-225	-303	-531	-700	-900
现金净增加额	525	-4	646	382	453
期初现金余额	504	1,029	1,026	1,672	2,054
期末现金余额	1,029	1,025	1,672	2,054	2,508

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	74.1	37.6	22.6	22.4	21.5
营业利润增长	73.0	74.8	26.5	28.5	26.0
归母净利润增长	49.2	72.7	35.5	28.5	26.0
获利能力					
毛利率	79.1	81.9	82.6	83.2	83.7
净利率	16.4	20.6	22.7	23.8	24.7
ROE	21.2	31.2	36.6	41.2	45.0
偿债能力(%)					
资产负债率	43.3	41.9	42.2	43.3	44.0
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.77	1.87	2.00	2.02	2.04
速动比率	0.96	0.84	1.14	1.17	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.94	1.00	1.05	1.10
应收账款周转率	39.03	46.22	46.22	46.22	46.22
存货周转率	0.50	0.45	0.45	0.45	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.69	1.19	1.61	2.06	2.60
每股经营现金流	1.25	0.88	2.40	2.24	2.79
每股净资产	3.23	3.80	4.38	5.02	5.77
估值比率					
P/E	68.15	26.70	31.98	24.89	19.75
P/B	14.47	8.33	11.72	10.24	8.90
EV/EBITDA	37.48	18.03	23.23	17.99	14.09

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

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	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“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。