

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年9月16日
市场数据

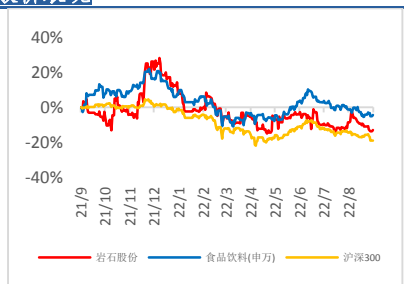
目前股价	25.71
总市值（亿元）	85.99
流通市值（亿元）	85.99
总股本（万股）	33,447
流通股本（万股）	33,447
12个月最高/最低	38.29/25.3

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<布局三年打通产销全产业链，上海贵酒打造创新型白酒企业>>2022-06-12

规模扩张符合预期，加速打造品牌势能

——岩石股份（600696）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	79.72	603.31	1,085.96	1,737.53	2,606.29
(+/-%)	-27.05%	656.81%	80.00%	60.00%	50.00%
归母净利润（百万元）	8.02	61.93	74.67	136.90	233.34
(+/-%)	-35.23%	671.99%	20.58%	83.33%	70.45%
摊薄 EPS（元/股）	0.02	0.19	0.22	0.41	0.70
PE	1,285.5	135.3	115.2	62.8	36.9

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- **事件：**8月22日，岩石股份发布《半年度报告》，公司上半年实现营业收入4.96亿元，同比增长118.84%；实现扣非归母净利润3709万元，同比增长19.35%；基本EPS 0.1094元/股，同比增长5.09%。
- **市场投入大幅增加，高速增长势头保持。**单二季度公司实现营收2.68亿元，同比增长92.39%；实现归母净利润2629万元，同比增长3.89%；销售毛利率/净利率分别为62.56%/8.83%，同比-1.68/-10.79 pct；销售/管理/财务费用率分别为32.73%/7.73%/0.91%，同比+14.67/+2.48/-1.50 pct，销售费用大幅增加是公司广告宣传、市场投入和营销人员增加所致。年初，上海贵酒独家冠名CCTV.《大国品牌》。3月份，上海贵酒全新品牌故事片《贵人贵友，喝上海贵酒》同步登陆CCTV黄金频道，旗下高酱、军星、贵酒匠入选CCTV.《大国品牌》荣誉企业，三支宣传片同样陆续亮相。公司旗下品牌在北京、郑州、济南、南昌等国内二十多个城市的高铁、公交、城市地标、社区电梯等区域进行品牌广告精准投放，并成为2022年《中国好声音》首席合作伙伴。今年是公司定位的企业品牌年，作为白酒行业新秀，公司在上半年在宏观压力和疫情反复扰动的情况下，不遗余力地坚持市场投入，优先做大体量，销售费用率连续3个季度保持在30%以上，曝光量显著提高，收获了体量的快速增长，整体符合预期。
- **上半年公司推出员工持股计划，优化管理，激发动力，留住人才。**本次员工持股计划的业绩考核要求为“2022年营业收入不低于16亿元，2023年营业收入不低于26亿元”，对应2021年业绩分别增长165%和331%。参加本次员工持股计划的员工总人数不超过27人（不含预留份额），且所有持有人均在公司或其控股子公司任职，其中董监高合计持股37.5%。员工持股计划的实施，有利于建立和完善员工与公司的利益分享机制，改善公司治理水平，提高职工凝聚力和公司竞争力。

表1：员工持股计划参加对象及持有份额情况

姓名	职务	认购份额上限（万份）	占本次计划总份额的比例
陈琪	董事长，董事	350	12.50%
高利风	董事，总经理	350	12.50%
李进	监事	70	2.50%

鄢克亚	副总经理	140	5.00%
吴建诚	副总经理	140	5.00%
董监高合计 (5 人)		1,050.00	37.50%
其他人员 (不超过 22 人)		917	32.75%
预留部分		833	29.75%
总计		2,800.00	100.00%

资料来源：公司公告，长城证券研究院

- **用创新和品质打造品牌。**今年以来，公司产品在各类赛事、评比中频频斩获奖项，行业认可度和美誉度得到提升。军星品牌荣获“年度新锐白酒品牌”；高酱在 2022 线上春糖明星产品发布盛典上荣获“最具成长潜力新产品奖”、2022 中国酒业星光奖中荣获“品质典范奖”；君道贵酿·山河酒荣获金盛奖·2021-2022 年度中国酒业年度最具潜力新品奖。在 2022ISC 国际烈酒挑战赛中，上海贵酒旗下天青贵酿和君道贵酿·山河酒双双斩获大奖。
- **投资建议：**公司切入白酒业务后，逐渐聚焦主业，深耕酒类业务发展，持续构建产品矩阵、加快渠道建设，并已完成由贴牌生产向产供销一体化的转变。科学管理提升效率，健全内控合规机制，组织建设不断优化，塑造优秀企业文化，公司打造的自有品牌和产品品质逐步获得市场认可，业绩逐级加速。由于公司业务尚处于早期扩张阶段，发展节奏较易受到当前宏观经济压力及疫情反复等因素影响，且现阶段营收增长对公司后续发展的重要性较利润更高，因此我们预计今年下半年至更长时间，公司或仍将保持较大力度的市场投入以保持势能。我们对公司未来增长趋势仍持乐观，但节奏或有延长，因此调整之前业绩预测，预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.22、0.40、0.72 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 115.2x、62.8x、36.9x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**局部地区疫情反复；价格走势不及预期；新品推广不及预期；销量不及预期；食品安全问题；市场波动风险；消费税政策可能发生变化；商标诉讼纠纷风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	79.72	603.31	1,085.96	1,737.53	2,606.29	成长性					
营业成本	36.35	217.66	388.77	616.82	912.20	营业收入增长	-27.05%	656.81%	80.00%	60.00%	50.00%
销售费用	10.28	140.65	325.79	503.88	729.76	营业成本增长	-47.86%	498.84%	78.62%	58.66%	47.89%
管理费用	23.07	60.17	108.60	173.75	260.63	营业利润增长	-23.34%	715.27%	18.58%	83.33%	70.45%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额增长	-29.77%	674.06%	18.43%	83.33%	70.45%
财务费用	-0.53	13.11	15.20	22.59	33.88	归母净利润增长	-35.23%	671.99%	20.58%	83.33%	70.45%
其他收益	0.00	1.08	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
投资净收益	1.06	-6.47	0.00	0.00	0.00	毛利率	54.41%	63.92%	64.20%	64.50%	65.00%
营业利润	10.78	87.91	104.25	191.13	325.79	销售净利率	10.06%	10.26%	6.88%	7.88%	8.95%
营业外收支	0.59	0.11	0.00	0.00	0.00	ROE	2.39%	11.51%	10.06%	13.03%	18.17%
利润总额	11.37	88.03	104.25	191.13	325.79	ROIC	4.74%	36.15%	21.35%	24.27%	23.49%
所得税	3.52	17.38	26.06	47.78	81.45	营运效率					
少数股东损益	-0.17	8.72	3.52	6.45	11.00	销售费用/营业收入	12.90%	23.31%	30.00%	29.00%	28.00%
归母净利润	8.02	61.93	74.67	136.90	233.34	管理费用/营业收入	28.95%	9.97%	10.00%	10.00%	10.00%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
						财务费用/营业收入	-0.66%	2.17%	1.40%	1.30%	1.30%
流动资产	305.85	563.29	622.40	1,114.50	1,491.34	投资收益/营业利润	9.86%	-7.36%	0.00%	0.00%	0.00%
货币资金	15.62	66.27	67.00	107.21	160.81	所得税/利润总额	30.99%	19.74%	25.00%	25.00%	25.00%
应收票据应收账款合计	91.47	10.50	140.33	149.26	357.52	应收账款周转率	1.73	11.83	14.40	12.00	10.29
其他应收款	0.57	14.10	14.00	14.00	14.00	存货周转率	2.21	1.14	1.20	1.29	1.29
存货	31.15	351.16	296.79	662.71	756.27	流动资产周转率	0.24	1.39	1.83	2.00	2.00
非流动资产	97.16	543.37	756.20	961.53	1,158.72	总资产周转率	0.19	0.80	0.87	1.01	1.10
固定资产	4.85	226.84	410.32	591.56	767.93	偿债能力					
资产总计	403.01	1,106.66	1,378.60	2,076.03	2,650.06	资产负债率	18.37%	44.54%	43.61%	46.99%	49.26%
流动负债	69.34	476.96	586.21	960.61	1,290.31	流动比率	4.41	1.18	1.06	1.16	1.16
短期借款	0.00	0.00	72.12	274.89	188.27	速动比率	3.96	0.44	0.56	0.47	0.57
应付款项	40.76	275.39	293.08	462.62	848.25	每股指标 (元)					
非流动负债	4.69	15.98	15.00	15.00	15.00	EPS	0.02	0.19	0.22	0.41	0.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	0.93	1.44	1.92	2.87	3.57
负债合计	74.03	492.94	601.21	975.61	1,305.31	每股经营现金流	0.17	0.74	0.26	-0.27	1.21
股东权益	328.98	613.72	777.39	1,100.42	1,344.76	每股经营现金/EPS	8.47	3.92	1.18	-0.65	1.73
股本	334.47	334.47	334.47	334.47	334.47						
留存收益	-10.38	162.10	308.09	624.66	858.00	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	19.06	131.32	134.84	141.29	152.28	PE	1,285.50	135.32	115.16	62.82	36.85
负债和权益总计	403.01	1,106.66	1,378.60	2,076.03	2,650.06	PEG	7.87	2.64	1.36	0.38	0.72
现金流量表						PB	27.75	17.83	13.38	8.97	7.21
						EV/EBITDA	351.41	100.07	65.73	37.27	22.06
经营活动现金流	-26.58	248.96	88.10	-89.15	404.60	EV/SALES	48.02	19.46	7.94	5.06	3.32
其中营运资本减少	75.14	445.26	-16.93	-277.17	93.58	EV/IC	17.06	27.98	13.05	7.65	6.92
投资活动现金流	-1757.00	-90.48	-230.00	-230.00	-230.00	ROIC/WACC	0.44	3.37	1.99	2.26	2.19
其中资本支出	2.63	103.85	300.00	300.00	300.00	REP	38.57	8.30	6.55	3.38	3.16
融资活动现金流	438.89	-125.83	142.63	359.35	-121.00						
净现金总变化	-1344.69	32.65	0.73	40.20	53.60						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>