

投资评级：增持（首次）
报告日期：2022年6月12日
市场数据

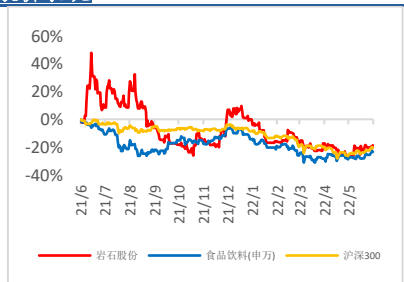
| | |
|-----------|------------|
| 目前股价 | 28.52 |
| 总市值（亿元） | 95.39 |
| 流通市值（亿元） | 95.39 |
| 总股本（万股） | 33,447 |
| 流通股本（万股） | 33,447 |
| 12个月最高/最低 | 51.66/25.3 |

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

布局三年打通产供销全产业链，上海贵酒打造创新型白酒企业

——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 | 1,297.11 | 2,140.24 | 3,210.35 |
| (+/-%) | -27.05% | 656.81% | 115.00% | 65.00% | 50.00% |
| 归母净利润（百万元） | 8.02 | 61.93 | 150.63 | 281.24 | 470.92 |
| (+/-%) | -35.23% | 671.99% | 143.24% | 86.71% | 67.44% |
| 摊薄 EPS（元/股） | 0.02 | 0.19 | 0.45 | 0.84 | 1.41 |
| PE | 1,426.0 | 150.1 | 63.3 | 33.9 | 20.3 |

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- 转型酒业打造创新白酒，布局三年打通全产业链，聚焦主业业绩逐级加速。**公司于2018年12月收购了白酒销售线上平台贵州贵酒云电子商务有限公司85%股权，以此切入白酒销售行业。2019年，公司确定了以白酒为主业的产业战略转型目标，为在中国白酒行业具有一定影响力的**创新型白酒企业**。公司销售关联方中国贵酒集团有限公司出品的贵十六代等系列白酒产品，并设立全资子公司上海军酒有限公司，当年实现销售收入517.84万元。2020年公司白酒业务进一步聚焦，随着2020年年底控股股东贵酒发展将位于酱香型白酒生产核心产区茅台镇的高酱酒业52%股权赠与上市公司后，公司将逐步打通白酒采、产、供、存、销全产业链。公司设立了子公司贵酒科技和18家孙公司，加强白酒销售业务线上线下的渠道建设，创立“军酒坊”连锁品牌，开业近400家门店，当年实现销售收入**5878.96万元，同比增涨1035.28%**。2021年公司秉持“高质量发展”经营理念，不断深化企业内部精细化管理，积极开拓市场，持续提升公司盈利能力。同年6月份公司成功“脱帽”，半年报显示上半年营收22,684.69万元，其中酒类业务**21,690.10万元，同比增加2124.39%**；公司实现归母净利润3483万元，同比增加738.40%。2021年，公司全年营业收入**6.03亿元，归母净利润6193万元，同比分别增加656.8%和672.0%**，其中酱香型白酒营收占公司酒类收入的80%以上。2022年一季度，公司实现营业收入2.28亿元，同比增长161.1%，由于销售费用投入较大，当期归母净利润同比增长8.2%，公司定位今年为企业品牌年。
- 打造创新型白酒企业，围绕四个核心竞争力：**一是**品牌创新能力**，公司通过品牌创新发展，树立全新的白酒品牌形象；二是**资源获取能力**，依托控股股东及实际控制人在白酒业务方面的资源整合能力，积极寻找相关产业链优质资源，通过体外孵化和培育白酒产业优质资产；三是**营销管理能力**，依托移动互联网新科技手段，创新建立了“四位一体”的营销新模式，以消费者和用户为核心，打造精准高效的“品牌定位、产品定位、传播推广定位、分销模式定位”的新型白酒营销模式；四是**人才建设能力**，围绕业务发展，公司不断加强人才队伍建设，引入相关领域专业人才推动业务发展，随着公司战略定位的不断清晰，公司将不断调整和充实与战略发展相适应的管理团队并不断提升管理水平。公司四大

竞争优势：一是公司生产基地位于贵州仁怀的中国酱香型白酒核心产区，是仁怀当地单体面积最大的酿酒车间之一；二是公司拥有国家级专业人才团队进行酒体设计与生产，稳定产品质量；三是公司传承古法酿造、坚持 12987 传统工艺，确保产品品质；四是通过数字化、智能化、标准化建设，提升口感稳定性，提升品质。

- **产品矩阵持续构建，打造“中高端”“高性价比”新格局。**公司目前已基本实现产品价格梯度建设并形成品牌金字塔，通过多品牌、多模式，切入多个细分市场，产品体系日趋完善，形成了**六大系列多元化产品矩阵，满足不同消费需求**。产品品牌矩阵包括：**天青贵酿**定位超高端创新型酱香白酒，为新财智人群带来全方位、高品质白酒文化体验；**君道贵酿**定位高端新势力酱香白酒；**贵酒匠**定位中高端品质酱香白酒，优化酒水产销全链路供应链，提供智慧零售全场景解决方案；**高酱系列**打造中高端商务型酱香白酒；**军星、军辉**定位军旅文化白酒，精准切入细分市场赛道，构建“体验店+服务商”一体化渠道深度分销模式，精准定位目标客户，助力共同富裕；**十七光年**果味酒定位于女性消费人群，以生活在一二线城市的 20-35 岁女性消费者为主，通过携手年轻消费者，引领时尚潮流。
- **产供销一体化，渠道建设加速。**2021 年一季度公司完成对高酱酒业的合并，白酒销售网络与高酱酒业白酒生产及储备能力结合形成优势互补，**改变了原来委托贴牌的生产模式，成为产、供、销一体化的白酒企业**。2021 年公司通过线上线下同步发力，线上销售通过天猫、京东、抖音等平台开设的线上门店，充分利用线上平台优势开发线上资源，产品直接面向终端零售客户销售，提高客户引流。线下渠道主要通过团购、经销商及特许加盟连锁模式，公司在全国各个区域拓展各种类型的企业团购用酒客户，发展具备分销资质、有一定的分销网络或圈层资源发展为公司经销商，子公司上海军酒助力退役军人创业就业，持续吸纳、招募退役军人开设军酒坊加盟店，**已实现重点区域布局**。
- **用创新和品质打造品牌。**公司凭借高品质的产品、逐步提升的经营业绩，得到了投资者、消费者的肯定和认可，包括金盛奖·中国就业年度最具潜力新品奖；比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛金奖；ISGC 烈酒榜单金奖；2021 年度酱酒单品 TOP100；第五届中国品牌节“点赞 2021 我喜爱的中国品牌”；子公司贵酒科技天猫官方旗舰店“君道贵酿旗舰店”荣获天猫“营销先锋”大奖；子公司上海军酒斩获“中国（行业）消费者信赖品牌”大奖。“军风·凯旋”荣获“中国酒业年度代理价值产品”奖；军旅文化系列——“马到功成”酒具设计荣获德国 iF 设计奖等。2022 年，上海贵酒独家冠名 CCTV《大国品牌》，公司酒类产品、品牌逐步获得市场认可。
- **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。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.45、0.84、1.41 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 63.3x、33.9x、20.3x，在当前酱酒上市企业稀缺的市场环境下，具有独特性，首次覆盖，给与“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 | 1,297.11 | 2,140.24 | 3,210.35 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 36.35 | 217.66 | 466.96 | 749.08 | 1,091.52 | 营业收入增长 | -27.05% | 656.81% | 115.00% | 65.00% | 50.00% |
| 销售费用 | 10.28 | 140.65 | 324.28 | 535.06 | 770.49 | 营业成本增长 | -47.86% | 498.84% | 114.54% | 60.42% | 45.71% |
| 管理费用 | 23.07 | 60.17 | 103.77 | 171.22 | 256.83 | 营业利润增长 | -23.34% | 715.27% | 124.26% | 86.71% | 67.44% |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额增长 | -29.77% | 674.06% | 123.97% | 86.71% | 67.44% |
| 财务费用 | -0.53 | 13.11 | 25.94 | 21.40 | 32.10 | 归母净利润增长 | -35.23% | 671.99% | 143.24% | 86.71% | 67.44% |
| 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% | 64.00% | 65.00% | 66.00% |
| 营业利润 | 10.78 | 87.91 | 197.16 | 368.12 | 616.39 | 销售净利率 | 10.06% | 10.26% | 11.61% | 13.14% | 14.67% |
| 营业外收支 | 0.59 | 0.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROE | 2.39% | 11.51% | 18.33% | 23.85% | 28.54% |
| 利润总额 | 11.37 | 88.03 | 197.16 | 368.12 | 616.39 | ROIC | 4.74% | 36.15% | 42.53% | 41.83% | 44.33% |
| 所得税 | 3.52 | 17.38 | 39.43 | 73.62 | 123.28 | 营运效率 | | | | | |
| 少数股东损益 | -0.17 | 8.72 | 7.10 | 13.25 | 22.19 | 销售费用/营业收入 | 12.90% | 23.31% | 25.00% | 25.00% | 24.00% |
| 归母净利润 | 8.02 | 61.93 | 150.63 | 281.24 | 470.92 | 管理费用/营业收入 | 28.95% | 9.97% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 资产负债表 (百万) | | | | | | 研发费用/营业收入 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动资产 | 305.85 | 563.29 | 825.48 | 1,266.24 | 1,857.95 | 财务费用/营业收入 | -0.66% | 2.17% | 2.00% | 1.00% | 1.00% |
| 货币资金 | 15.62 | 66.27 | 80.03 | 132.05 | 198.15 | 投资收益/营业利润 | 9.86% | -7.36% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 应收票据应收账款合计 | 91.47 | 10.50 | 169.66 | 187.05 | 437.19 | 所得税/利润总额 | 30.99% | 19.74% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 其他应收款 | 0.57 | 14.10 | 14.00 | 14.00 | 14.00 | 应收账款周转率 | 1.73 | 11.83 | 14.40 | 12.00 | 10.29 |
| 存货 | 31.15 | 351.16 | 427.10 | 738.14 | 959.79 | 存货周转率 | 2.21 | 1.14 | 1.20 | 1.29 | 1.29 |
| 非流动资产 | 97.16 | 543.37 | 756.20 | 961.53 | 1,158.72 | 流动资产周转率 | 0.24 | 1.39 | 1.87 | 2.05 | 2.06 |
| 固定资产 | 4.85 | 226.84 | 410.32 | 591.56 | 767.93 | 总资产周转率 | 0.19 | 0.80 | 0.96 | 1.12 | 1.22 |
| 资产总计 | 403.01 | 1,106.66 | 1,581.68 | 2,227.77 | 3,016.68 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 69.34 | 476.96 | 706.14 | 978.22 | 1,274.02 | 资产负债率 | 18.37% | 44.54% | 45.59% | 44.58% | 42.73% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 86.46 | 187.87 | 0.00 | 流动比率 | 4.41 | 1.18 | 1.17 | 1.29 | 1.46 |
| 应付款项 | 40.76 | 275.39 | 395.16 | 561.81 | 1,008.88 | 速动比率 | 3.96 | 0.44 | 0.56 | 0.54 | 0.70 |
| 非流动负债 | 4.69 | 15.98 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS | 0.02 | 0.19 | 0.45 | 0.84 | 1.41 |
| 负债合计 | 74.03 | 492.94 | 721.14 | 993.22 | 1,289.02 | 每股净资产 | 0.93 | 1.44 | 2.16 | 3.24 | 4.65 |
| 股东权益 | 328.98 | 613.72 | 860.53 | 1,234.54 | 1,727.65 | 每股经营现金流 | 0.17 | 0.74 | 0.28 | 0.37 | 1.54 |
| 股本 | 334.47 | 334.47 | 334.47 | 334.47 | 334.47 | 每股经营现金/EPS | 8.47 | 3.92 | 0.62 | 0.44 | 1.10 |
| 留存收益 | -10.38 | 162.10 | 387.65 | 748.40 | 1,219.32 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 19.06 | 131.32 | 138.42 | 151.67 | 173.86 | 估值 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 负债和权益总计 | 403.01 | 1,106.66 | 1,581.68 | 2,227.77 | 3,016.68 | PE | 1,426.00 | 150.11 | 63.33 | 33.92 | 20.26 |
| 现金流量表 (百万) | | | | | | PEG | 6.07 | 1.65 | 0.48 | 0.14 | 0.22 |
| 经营活动现金流 | -26.58 | 248.96 | 93.93 | 122.99 | 516.57 | PB | 30.78 | 19.77 | 13.21 | 8.81 | 6.14 |
| 其中营运资本减少 | 75.14 | 445.26 | -101.38 | -214.99 | -41.44 | EV/EBITDA | 351.41 | 100.07 | 40.73 | 23.39 | 13.79 |
| 投资活动现金流 | -1757.00 | -90.48 | -230.00 | -230.00 | -230.00 | EV/SALES | 48.02 | 19.46 | 7.37 | 4.50 | 2.93 |
| 其中资本支出 | 2.63 | 103.85 | 300.00 | 300.00 | 300.00 | EV/IC | 17.06 | 27.98 | 12.84 | 8.23 | 6.67 |
| 融资活动现金流 | 438.89 | -125.83 | 149.83 | 159.03 | -220.48 | ROIC/WACC | 0.52 | 3.94 | 4.64 | 4.56 | 4.83 |
| 净现金总变化 | -1344.69 | 32.65 | 13.76 | 52.02 | 66.09 | REP | 32.98 | 7.10 | 2.77 | 1.80 | 1.38 |

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>