

岩石股份 (600696.SH)

增长势能保持，盈利修复有望延续

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	603	1,091	1,746	2,619	3,667
增长率 yoy (%)	656.8	80.9	60.0	50.0	40.0
归母净利润(百万元)	62	37	101	187	274
增长率 yoy (%)	672.0	-39.9	170.3	85.9	46.4
ROE (%)	11.5	7.7	14.8	22.0	25.0
EPS 最新摊薄(元)	0.19	0.11	0.30	0.56	0.82
P/E(倍)	138.9	231.0	85.5	46.0	31.4
P/B(倍)	17.8	16.8	14.0	10.7	8.0

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 4月25/28日, 岩石股份发布《2022年年度报告》和《2023年第一季度报告》, 2022年度公司实现营业收入10.91亿元, 同比增长80.9%; 实现归母净利润3724万元, 同比减少39.9%; 基本EPS 0.11元/股, 同比减少39.9%; 2023年一季度公司实现营业收入3.88亿元, 同比增长70.2%; 实现归母净利润3103万元, 同比增长201.0%; 基本EPS 0.09元/股, 同比增长201.0%。

品牌年全面升级营销投放下收入费用双增, 现阶段做大规模仍是首要目标, 结构和渠道优化贡献毛利率上行。 22年公司整体销售毛利率提升3.51 pct至67.43%, 销售/管理/财务费用率分别同比+18.25/-1.13/-1.15 pct, 公司全面升级营销投放, 推广宣传费显著增加, 销售费用率大幅提升使销售净利率同比下降7.25 pct至4.46%。单四季度实现营收3.05亿元, 同比增长101.8%, 实现归母净利润-1006万元, 同比少亏1056.45万元, 毛利率同比提高13.49 pct。

1) 分产品: 高档/中档/低档酒分别实现销售额2.98/5.27/2.61亿元, 分别增长89.9%/69.7%/132.7%; 在酒类销售业务中的占比分别为27.5%/48.5%/24.0%, 分别+0.56/-4.69/+4.80 pct; 毛利率分别为80.27%/67.80%/51.49%, 分别+6.63/+7.60/-5.68 pct。

2) 分渠道: 经销商/团购商/线上直营店分别贡献收入7.69/2.18/0.99亿元, 同比增长65.3%/134.8%/288.4%; 占比分别达到70.8%/20.1%/9.1%, 同比-8.92/4.17/4.75 pct; 毛利率分别为62.40%/88.95%/57.46%, 同比+3.60/+7.54/-11.90 pct。22年公司经销商数量大规模增加, 年末达到4883家, 全年净增加1683家。

3) 分区域: 除占比较小的西南市场外, 六大区域均实现增长, 其中主要市场华东、华南、华中地区均实现显著增长, 分别贡献收入4.58/2.45/2.20亿元, 分别增长72.4%/154.0%/129.3%。

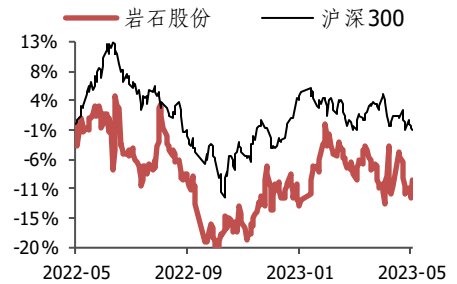
一季度抢抓修复期旺季延续增长, 净利率边际回升, 修复趋势有望延续。 一季度销售毛利率环比/同比-1.06/+6.28 pct, 保持在73.40%的高水平, 销售费用率环比/同比-6.77/+3.96 pct。全年来看, 公司将继续加大营销投入,

增持 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2023年5月19日收盘价(元)	25.72
总市值(百万元)	8,602.55
流通市值(百万元)	8,602.55
总股本(百万股)	334.47
流通股本(百万股)	334.47
近3月日均成交额(百万元)	31.08

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

联系人 卢潇航

执业证书编号: S1070121100003

邮箱: luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《Q3 基本符合预期, 增长质量良好—岩石股份(600696)公司动态点评》2022-11-01
- 《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》2022-09-21
- 《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》2022-06-15

持续为品牌加码，同时谨慎选取宣传投放渠道，注重渠道的投资回报，结合公司增长势能和今年大环境回暖，前期费用投放效果逐渐体现，盈利水平修复趋势有望延续。

在“用未来定义未来”的差异化战略指导下，公司践行用一流的消费品品牌运营理念高质量经营传统白酒产业的理念，品牌势能稳步提升，产品矩阵日趋完善，渠道布局全面延伸，产品品质广受认可。

品牌建设上，公司独家冠名 CCTV《大国品牌》，成为 2022《中国好声音》合作伙伴，冠名数列高铁列车，登陆纽约时代广场大屏，裸眼 3D 巨屏震撼登陆四大城市（北京、上海、深圳、成都）核心商圈，有效提升品牌知名度。公司产品亮相进博会、糖酒会，彰显品牌自信，提升品牌业内影响。

产品矩阵上，公司坚持聚焦酱酒主赛道的同时，通过多品牌、多香型、多模式，切入多个细分市场，产品体系日趋完善，形成了七大系列多元化产品矩阵。2022 年新创设了贵八方品牌，定位唐朝诗酒美学超级白酒 IP，传承东方酿造古法彰显酒体酿造智慧。

渠道布局上，多渠道并行实行营销推新，**线上渠道**通过天猫、京东、抖音等平台将“十七光年”等明星产品直接面向终端客户；**线下渠道**深挖经销商资源，增加渠道渗入，构建经销商管理体系推动全生命周期管理，全面管控营销、市场活动、终端价格；利用**圈层资源**，对具备分销资质、有一定的分销网络或圈层资源的创业者进行深度赋能、专业培训，以创业促就业，实现多赢格局，开发并以长期主义经营团购客户；通过与中国银联、豫园、飞猪、网易严选等**异业平台合作**，初步搭建了跨界合作矩阵，丰富品牌形象，创新传播方式，提升业绩水平。

品质认证上，公司旗下产品在 22 年多次斩获各类大奖国际奖项如在第 23 届比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛实力斩获 2 金 7 银，国际烈酒挑战赛斩获两项大奖，2022 缪斯设计奖最高奖项 1 铂金奖及其他 3 银奖等；国内奖项如“最具潜力新品奖”、“品质典范奖”、“中国酒业好产品 TOP100”、“杰出质造产品奖”。

22 年持股计划完成可能性较高，23 年持股计划正在酝酿，持续激励下公司业绩增长动力更强。22 年公司推出的员工持股计划涵盖部分董监高人员，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”，同时给与条款‘未解锁部分可递延至下一年度考核及解锁’。从 3 月份公司发布的《2023 年员工持股计划（草案）》看，新一轮持股计划金额更大（不超过 6035 万元），覆盖员工数量更多（不超过 86 人，其中董监高人员不超过 11 人）。

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，业绩维持高增。公司在现阶段做大规模仍是首要目标，22 年全面升级营销投放下销售费用大幅增长，营收增长和毛利率提升效果可见。23 年预计公司仍将加大营销投入，但盈利水平边际提升趋势有望延续。我们对公司未来增长趋势仍持乐观，但节奏或有延长，预测公司 2023-2025 年 EPS 为 0.30、0.56、0.82 元/股，对应当前股价 PE 分别为 85.5x、46.0x、31.4x，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复风险；消费修复不及预期；价格走势不及预期；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。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	563	843	1527	1968	2574
现金	66	202	363	532	729
应收票据及应收账款	10	27	34	62	77
其他应收款	14	16	56	64	78
预付账款	87	95	185	243	351
存货	351	474	858	1037	1310
其他流动资产	34	29	31	30	31
非流动资产	543	679	826	965	1072
长期股权投资	84	74	66	58	50
固定资产	227	211	335	449	548
无形资产	25	71	84	100	119
其他非流动资产	207	323	340	358	356
资产总计	1107	1522	2353	2933	3646
流动负债	477	855	1576	1946	2341
短期借款	0	32	30	25	20
应付票据及应付账款	61	118	183	251	360
其他流动负债	416	705	1363	1670	1960
非流动负债	16	34	34	35	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	34	34	35	36
负债合计	493	889	1610	1981	2377
少数股东权益	131	120	129	151	195
股本	334	334	334	334	334
资本公积	136	129	129	129	129
留存收益	26	64	174	383	700
归属母公司股东权益	482	513	613	800	1074
负债和股东权益	1107	1522	2353	2933	3646

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	249	65	353	355	361
净利润	71	49	110	209	318
折旧摊销	19	20	30	45	61
财务费用	13	11	-6	-11	-17
投资损失	6	10	9	10	9
营运资金变动	170	-35	208	104	-9
其他经营现金流	-30	10	2	-2	-0
投资活动现金流	-90	-131	-188	-193	-178
资本支出	21	131	193	192	179
长期投资	-69	0	8	8	8
其他投资现金流	0	0	-3	-9	-7
筹资活动现金流	-126	202	-5	7	13
短期借款	0	32	-2	-5	-5
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-129	177	-3	12	18
现金净增加额	33	136	160	170	196

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	603	1091	1746	2619	3667
营业成本	218	355	573	843	1173
营业税金及附加	79	67	114	170	238
销售费用	141	454	664	943	1283
管理费用	60	97	175	249	348
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	13	11	-6	-11	-17
资产和信用减值损失	-0	-0	0	1	1
其他收益	1	6	4	5	5
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	-6	-10	-9	-10	-9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	102	224	421	636
营业外收入	2	3	3	2	3
营业外支出	2	7	6	5	4
利润总额	88	99	220	418	635
所得税	17	50	110	209	318
净利润	71	49	110	209	318
少数股东损益	9	11	9	22	44
归属母公司净利润	62	37	101	187	274
EBITDA	120	130	244	453	679
EPS (元/股)	0.19	0.11	0.30	0.56	0.82

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	656.8	80.9	60.0	50.0	40.0
营业利润 (%)	715.3	16.6	118.2	88.3	51.2
归属母公司净利润 (%)	672.0	-39.9	170.3	85.9	46.4
获利能力					
毛利率 (%)	63.9	67.4	67.2	67.8	68.0
净利率 (%)	11.7	4.5	6.3	8.0	8.7
ROE (%)	11.5	7.7	14.8	22.0	25.0
ROIC (%)	16.7	9.8	16.7	24.7	28.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.5	58.4	68.4	67.6	65.2
净负债比率 (%)	-10.3	-25.5	-44.8	-53.3	-55.8
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	11.8	58.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	4.0	9.7	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.11	0.30	0.56	0.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.74	0.19	1.05	1.06	1.08
每股净资产 (最新摊薄)	1.44	1.53	1.83	2.39	3.21
估值比率					
P/E	138.9	231.0	85.5	46.0	31.4
P/B	17.8	16.8	14.0	10.7	8.0
EV/EBITDA	72.5	65.8	34.4	18.2	11.9

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。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
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	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
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	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

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

上海

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>

北京

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