

伊力特 (600197.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

如何看待疆酒龙头的底蕴与变革?

投资逻辑

公司看点在于: 1) 疆内高市占率, 受益于疆内经济&消费恢复带来的行业扩容红利, 以及开拓南疆市场带来业绩增量。2) 营销短板逐渐补足, 加大营销团队能力建设, 团队持续扩容。3) 发力疆外&线上赛道, 产品同疆内区隔并新开发大新疆等系列, 股权模式创新亦具备运营的灵活性。

从区位优势来看, 我们认为新疆未来经济增长有三大引擎: 1) 基础设施建设。伴随共建“一带一路”持续推进, 扩大基础设施有效投资是重要一环。2) 自然资源开发与利用, 包括传统自然资源&风能等新能源。3) 旅游资源推广, 23H1 新疆接待游客人次同比+31% (较 19 年+34%), 旅游收入+74% (较 19 年-20%)。疆内白酒市场规模约 40 亿, 近年受环境扰动略有下滑, 主流价位在 100-150 元, 升级潜力充沛。

公司产品策略以聚焦、完善、差异化为主。1) 核心品聚焦伊力王&伊力老窖系列, 预计营收占比近 70%, 伊力王已于 21 年收回自营, 渠道老货消化后表现高增可期。2) 推出壹号窖、馆藏版、伊力王 T35 等补足空缺价位带, 主要以占位为主。3) 因地制宜差异化产品策略, 如疆外推行大新疆系列, 对线上渠道更换包装等, 亦规划对南疆定制中低价位产品。公司产品在疆内高市占源于品牌认知高+包销制下渠道价值链长。

加大 C 端触及是渠道营销核心突破。公司传统渠道模式为包销制, 近年来陆续成立品牌运营公司负责疆外开拓、成立电商公司负责线上运营, 并收回伊力王经销权转为自营。包销制在早期帮助公司迅速起量, 但后期面临终端需求认知缺乏的问题。目前公司加大一线团队搭建及培养, 针对伊力王等产品的消费者培育活动正逐步落地。此外, 品牌运营公司&电商公司由经销商等参股, 资本为纽带捆绑厂商利益, 相对运营也更灵活。公司营销短板正逐步补足, 在疆内践行稳固的战略导向。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 23-25 年营收分别为 25.12/29.95/35.10 亿元, 归母净利分别为 3.95/5.14/6.35 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 31.0X/23.8X/19.3X。考虑公司潜在业绩高弹性&高成长性的潜力, 给予公司 24 年 27 倍 PE, 对应目标价 29.42 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期, 疆内竞争加剧风险, 管理层变动风险, 可转债转股风险, 政策风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

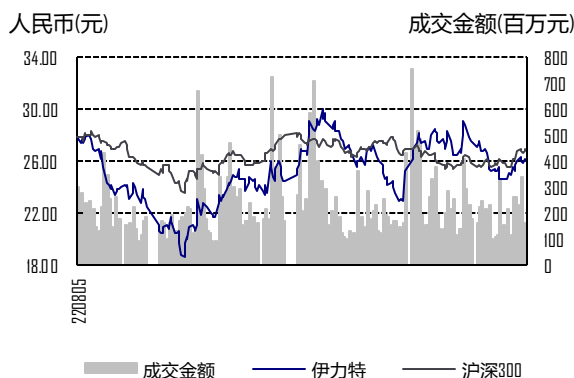
liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人: 叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 25.98 元

目标价 (人民币): 29.42 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,938	1,623	2,512	2,995	3,510
营业收入增长率	7.5%	-16.2%	54.8%	19.2%	17.2%
归母净利润(百万元)	313	165	395	514	635
归母净利润增长率	-8.5%	-47.1%	139.0%	30.1%	23.5%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.35	0.84	1.09	1.35
每股经营性现金流净额	0.21	-0.32	0.76	0.96	1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.5%	4.5%	10.5%	12.9%	15.0%
P/E	40.92	70.01	31.01	23.84	19.31
P/B	3.47	3.16	3.25	3.08	2.89

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

新疆龙头底蕴深，区位优势前景优.....	4
伊力特：疆内白酒龙头，消费底蕴深.....	4
区位优势：基建+资源+旅游，新疆发展方兴未艾.....	6
白酒消费具备顺周期属性，新疆市场扩容具备确定性.....	10
产品聚焦认知强，渠道精细化大有可为.....	12
产品：在完善架构中聚焦，疆内外差异化铺设.....	12
渠道：稳固中向外开拓，加大 C 端触及是突破.....	15
盈利预测与投资建议.....	19
收入及费用预测.....	19
估值分析及投资建议.....	20
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：新疆建设兵团四师国资委为公司实控人.....	4
图表 2：1996~2002 年公司总营收（亿元）及各阶段特征.....	5
图表 3：公司合同负债规模及占比趋稳.....	5
图表 4：近年公司酒类业务收入占比企稳至 98%以上.....	5
图表 5：公司销售费用构成以广宣&促销费为主.....	6
图表 6：2016 年以来公司销售团队持续扩容.....	6
图表 7：公司渠道&营销策略重点事件.....	6
图表 8：历次中央新疆工作座谈会主要内容.....	7
图表 9：新疆 GDP 及增速与增速预期目标.....	7
图表 10：新疆常住人口规模及自然增长率.....	7
图表 11：2021 年新疆公路密度为国内较低水平.....	8
图表 12：2021 年新疆铁路密度为国内较低水平.....	8
图表 13：新疆固定资产投资增速近年来优于全国水平.....	9
图表 14：2021 年至今新疆新能源产业发展部分指引文件及内容.....	9
图表 15：2023 年单月新疆旅游人次（万人）及同比增速.....	10
图表 16：2023 年单月新疆旅游收入（亿元）及同比增速.....	10
图表 17：2023 年新疆促旅游及文旅部对外开放相关政策内容.....	10
图表 18：新疆城镇非私营单位就业人员平均工资位于中等水平.....	11
图表 19：新疆城镇人均可支配收入位于靠后水平.....	11



图表 20:	汾酒省内销售吨价近年来持续提升	12
图表 21:	洋河省内销售毛利率整体呈上行趋势	12
图表 22:	公司主要单品及零售价 (元/瓶) 体系	12
图表 23:	2015~2022 年公司酒类产品结构拆分	13
图表 24:	2015~2022 年公司酒类区域结构拆分	13
图表 25:	2020~2023 年公司产品&营销策略梳理	13
图表 26:	新疆地区各价位白酒竞争格局情况	14
图表 27:	小老窖渠道&终端利润拆分	14
图表 28:	伊力王渠道&终端利润拆分	14
图表 29:	与公司吨价相近的白酒品类毛利率情况	15
图表 30:	2004~2022 年疆内&疆外营收及增速	15
图表 31:	2021~2023 年公司区域及渠道策略规划	16
图表 32:	泸州老窖品牌专营模式及三级联盟体模式示意	17
图表 33:	公司销售端 CR5 位于行业内前列	17
图表 34:	近年来公司销售人员数量持续提升	17
图表 35:	公司疆内&疆外销售架构	18
图表 36:	2016 年至今公司疆内&疆外经销商梳理	18
图表 37:	2019 年至今公司分渠道营收结构	18
图表 38:	广宣&促销费为公司销售费用核心	18
图表 39:	近年来公司销售费用增速明显高于营收增速	18
图表 40:	公司营收分产品拆分及预测	19
图表 41:	公司毛销差位于行业内靠后水平	20
图表 42:	公司目前尚无大额在建工程	20
图表 43:	2021~2022 年分产品消费税负测算	20
图表 44:	2015~2022 年公司营收目标及实际完成情况	21
图表 45:	2015~2022 年公司利润目标及实际完成情况	21
图表 46:	2015 年至今公司 Forward PE-Bands	21
图表 47:	公司及可比标的盈利预测	22



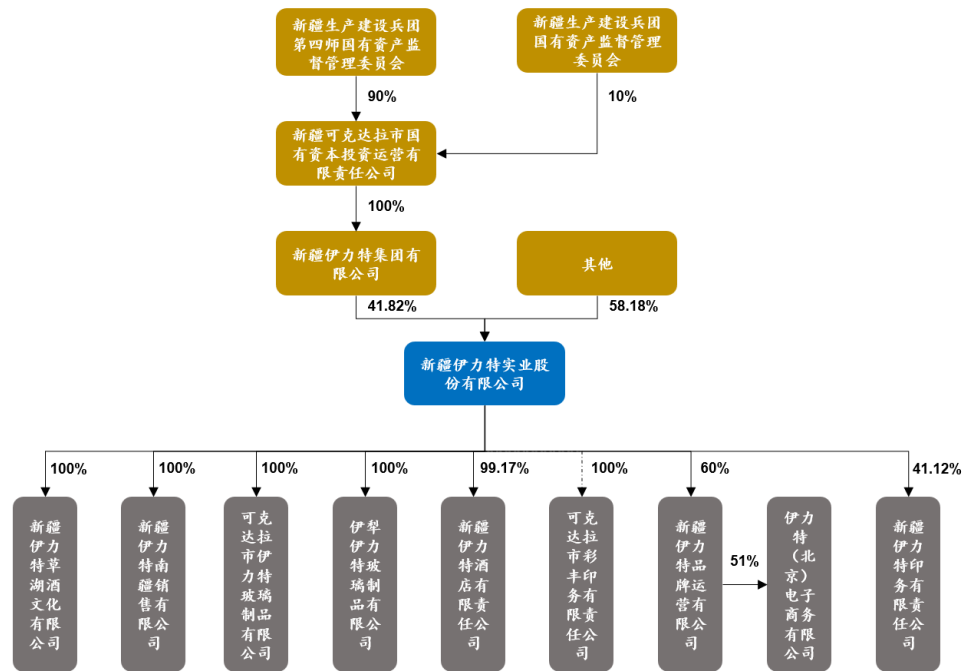
新疆龙头底蕴深，区位优势前景优

伊力特：疆内白酒龙头，消费底蕴深

公司出身兵团，历史底蕴深厚。在 1979 年自治区第一届评酒会上，特制伊犁大曲被评为“地方名酒”，伊犁大曲被评为“地方优质酒”，历史沉淀下公司产品在疆内具备广泛的消费者认知。1988 年国企分离公司更名为新疆伊犁酿酒总厂，并于 1999 年改制为伊力特实业股份有限公司于上交所上市。

当前公司实控人为兵团四师国资委，截至 23Q1 末通过伊力特集团持股 41.82%。兵团背景有利于公司自上而下夯实政商务消费场景的消费认知，成为次高端商务用酒的首选品牌，同时也为公司营造“英雄本色”的品牌文化形象进行背书。目前公司主业为酒业销售，近年来酒类营收占比 98% 以上，其余部分为印务、玻璃等存量资产业务。

图表1：新疆建设兵团四师国资委为公司实控人



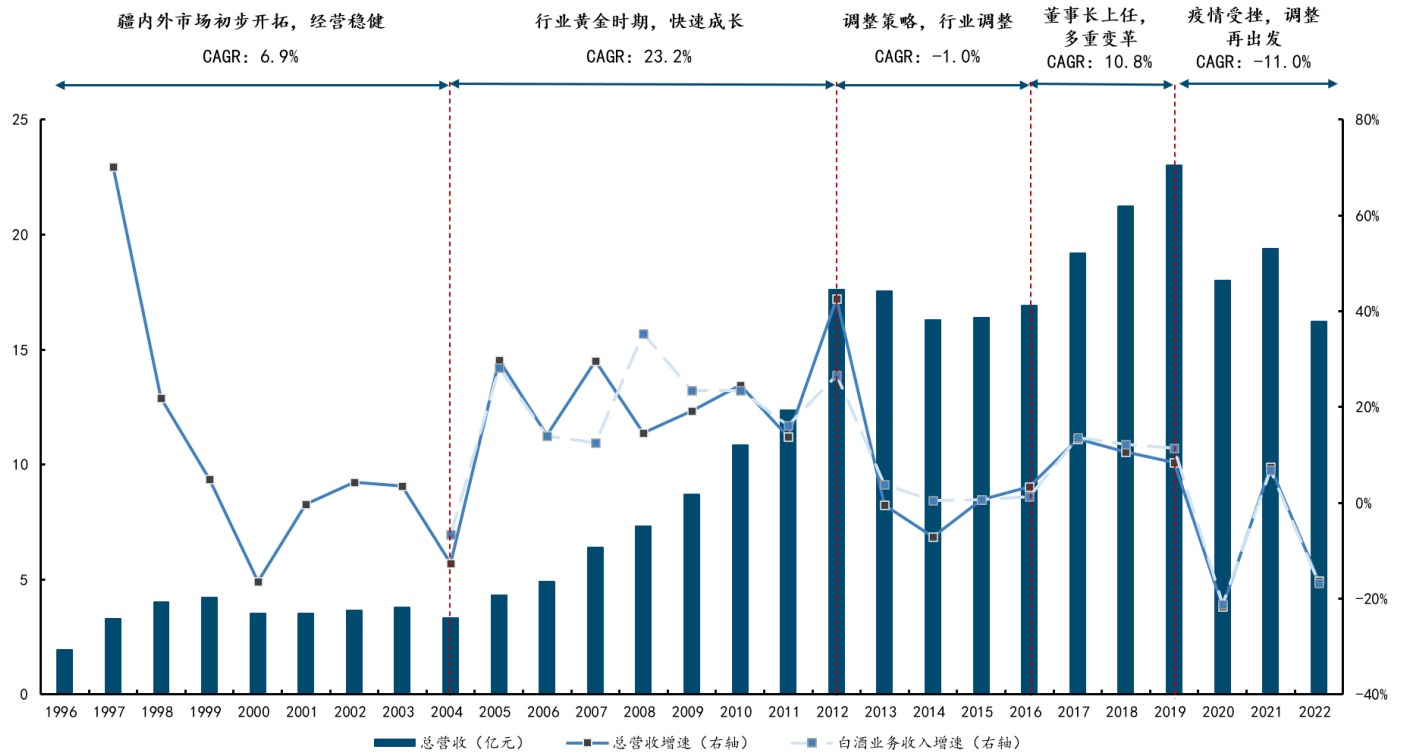
来源：公司公告，国金证券研究所（注：持股比例数据截至 22 年年报，其中虚线表示间接持股，图中未包括全资子公司新疆伊力特销售有限公司、新疆伊力特酿酒有限公司、新疆伊力特文化旅游有限公司）

我们认为公司上市至今可分为下述 5 个发展阶段：

1. 上市前后至白酒黄金十年期间，该阶段经营稳健，疆内外市场初步开拓。在 1988 年公司更名为新疆伊犁酿酒总厂后，徐勇辉先后担任副厂长、厂长等职，并在成立伊力特实业股份公司后担任董事长、总经理等职直至退休，公司管理层的稳健性较强，战略方针也一以贯之。截至 2004 年，公司疆内/疆外营收分别 2.1/1.2 亿元，疆外营收占比 37%，疆内外开拓初有所成，与浙江商源的合作亦起始于 1998 年末。
2. 2004 年已步入白酒行业黄金十年，期间公司销售规模实现跃升。2004~2012 年公司营收 CAGR 为 23.2%，其中酒类业务营收 CAGR 为 22.2%，期间公司仍存有焦炭、包装类、宾馆、果汁等业务，酒类业务营收占比中枢约 90%。相对而言，疆内在持续广宣投入下规模提升速率更优，期间 CAGR 为 22.5%，2012 年疆内营收突破 10 亿，而疆外营收 CAGR 为 17.4%。



图表2: 1996~2022年公司总营收(亿元)及各阶段特征

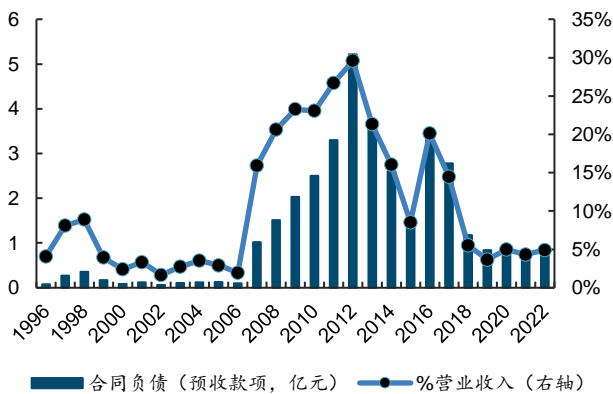


来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: CAGR 为总营收口径复合增速)

3. 2012~2016年行业逆风期,公司策略调整逐渐聚焦主业,在2013年采取措施包括:1)整合资源,聚焦白酒主业。期间公司完成控股子公司煤化工公司51%股权、参股公司南岗集团5%股权的转让,2014年酒类营收占比提升7pct至96%。2)拓展销售模式,2013年在酒仙网销售超600万。3)推行营销转变,包括营销关注的焦点从产品总经销向终端市场&消费者转变,经销方式从传统单一的批发、分销向深度分销、直销转变,运营模式从产品经销向品牌经营转变等,2014年进一步提出将营销网络渠道的重心下移至三、四级市场。

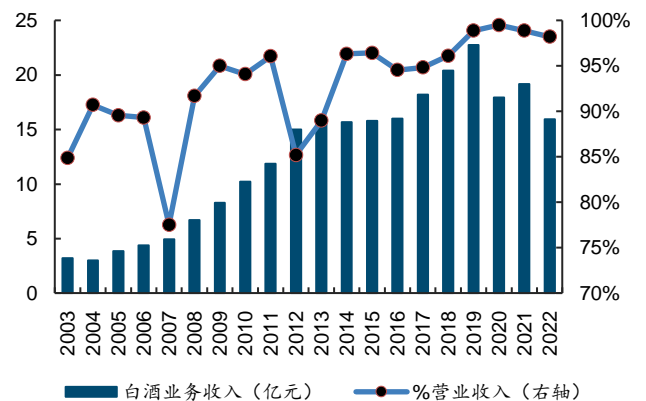
在黄金十年间,公司预收款规模伴随营收增长持续攀升,至2012年末余额已达5.2亿,占当年营收比重近30%。因此在行业回调期凭借该蓄水池,公司酒类业务营收仍实现了持续稳健增长,期间CAGR为1.6%,其中疆内营收的稳健性占优(CAGR为4.3%,疆外营收CAGR为-5.9%)。

图表3: 公司合同负债规模及占比趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 近年公司酒类业务收入占比企稳至98%以上



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4. 2016年起行业逐步步入拐点向上周期,一来缺失的政务消费找到商务&个人消费承接,二来行业库存周期在出清后也迎来拐点。同时,公司在2016年董事长新老交替,徐

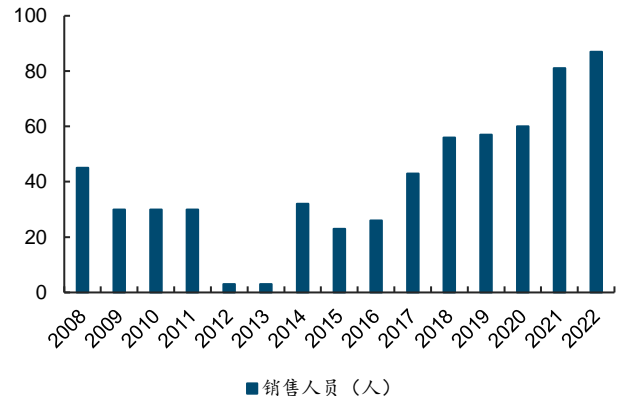
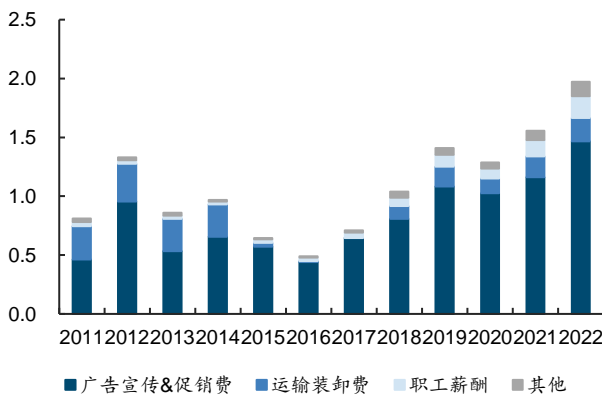


董事长到龄退休，原新疆伊帕尔汗香料股份公司董事长、总经理陈智接任，并践行多项改革：

- 1) 2016 年公司 与 经销商 共同 出资 成立 混合 制 合资 公司 (新疆伊力特品牌运营有限公司)，公司控股 51%，经销商股权占比 49%，以资本为纽带，实现厂商利益捆绑，加大对疆外市场的开拓力度，旨在形成“经销商+直销+线上”三足鼎立的销售模式。
- 2) 产品端调优结构、明晰 SKU，收回市场上僵尸产品，同时加大广宣投入 (2016~2019 年广告宣传费 CAGR 为 67%，远高于酒类 CAGR 12.4%)。
- 3) 内部体制体系优化，包括人才培育机制、2018 年主要销售型公司实施薪酬体系改革，薪酬与绩效挂钩等。

图表5：公司销售费用构成以广宣&促销费为主

图表6：2016 年以来公司销售团队持续扩容

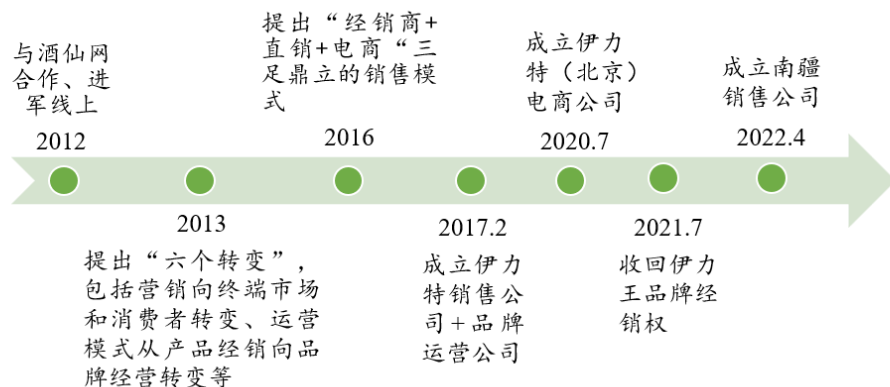


来源：公司公告，国金证券研究所（注：其他费用包括租赁费、业务招待费、办公差旅费等，单位为亿元）

5. 2020~2022 年外部风险扰动白酒消费，包括消费场景受限、消费力&消费情绪低迷，疆内物流、场景等强管控下对酒类消费影响更甚，导致 2019~2022 年酒类业务营收 CAGR 为-11.2%。

期间公司对渠道&营销改革持续推进，核心事件包括：1) 2020 年成立电子商务公司（由控股子公司品牌运营公司出资设立，持股 51%），2022 年实现不含税营收 1.33 亿元；2) 2021 年收回“伊力王”品牌经销权，成立伊力王酒事业部；3) 2022 年设立南疆销售公司，首批产品实现营收 2135 万元，并建设伊力特草湖酒文化产业园项目。2023 年公司延续“疆内+疆外+自营+电商”维度的营销策略，环境影响因素消退下预计成效将逐步显现。

图表7：公司渠道&营销策略重点事件



来源：公司公告，国金证券研究所

区位优势：基建+资源+旅游，新疆发展方兴未艾

新疆区域具备特殊的地理区位，社会稳定&长治久安是新疆长期发展的目标。前期疆内在



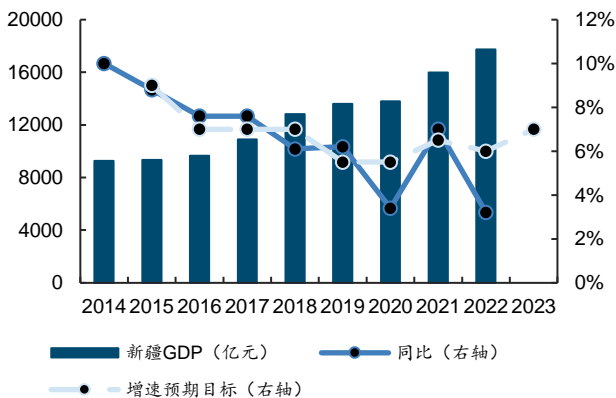
维稳背景&受疫情扰动下，新疆地区生产总值 2018~2022 年 CAGR 约 5.2%，与全国层面 GDP 复合增速一致，其中 2018 年/2020 年/2022 年均未实现年初既定的增速预期目标（例如 2022 年增速预期目标为 6%左右，而实际达成增长 3.2%），2023 年增速预期目标为 7%，位于全国前列。

图表8: 历次中央新疆工作座谈会主要内容

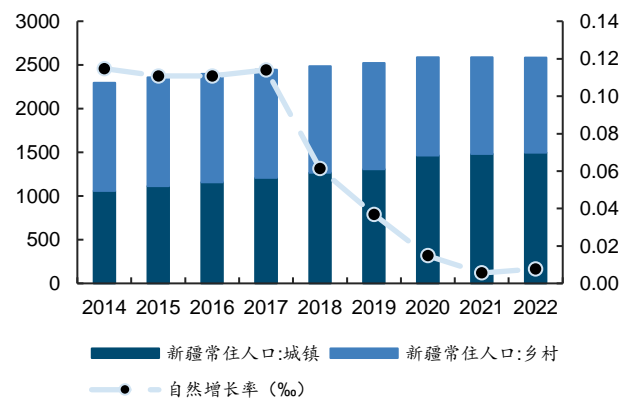
时间	会议	主要内容
2010 年	第一次新疆工作座谈会	切实做好新形势下新疆工作，把新疆经济社会发展搞上去，把新疆长治久安工作搞扎实，推进新疆跨越式发展和长治久安，不断开创新疆工作新局面
2014 年	第二次新疆工作座谈会	社会稳定和长治久安是新疆工作的总目标。必须把严厉打击暴力恐怖活动作为当前斗争的重点，高举社会主义法治旗帜，大力提高群防群治预警能力，筑起铜墙铁壁、构建天罗地网。 发展和稳定密不可分、相辅相成。
2020 年	第三次新疆工作座谈会	发展是新疆长治久安的重要基础。要发挥新疆区位优势，以推进丝绸之路经济带核心区建设为驱动，把新疆自身的区域性开放战略纳入国家向西开放的总体布局中，丰富对外开放载体，提升对外开放层次，创新开放型经济体制，打造内陆开放和沿边开放的高地。 要统筹疫情防控和经济社会发展，做好“六稳”工作、落实“六保”任务，持之以恒抓好脱贫攻坚和促进就业两件大事。

来源：中国政府网，国金证券研究所

图表9: 新疆 GDP 及增速与增速预期目标



图表10: 新疆常住人口规模及自然增长率



来源：Wind，新疆统计局，国金证券研究所（注：对历年 GDP 增速预期目标表述

来源：Wind，国金证券研究所（注：常住人口单位为万人）

中，除 2017 年目标为 7%以上，其余年份目标表述均为左右)

■ 新疆未来经济增长的三大引擎

1. 基础设施建设

伴随共建“一带一路”持续推进，新疆逐渐成为丝绸之路经济带的核心区、对外开放的枢纽地带，因此扩大基础设施层面的有效投资是重要一环。目前南北疆之间交通仍尚未打通，2021 年新疆公路密度&铁路密度均位于国内较低水平（公路密度为平均值的 13%，铁路密度为平均值的 15%），对物流、旅游、资源利用等方面形成制约。

在新疆自治区十四五规划和 2035 年远景纲要中明确强调要“推进向西开放，主动融入国内国际双循环”，对于交通基础设施的建设提出了详细规划，旨在实现“疆内环起来、进出疆快起来”：

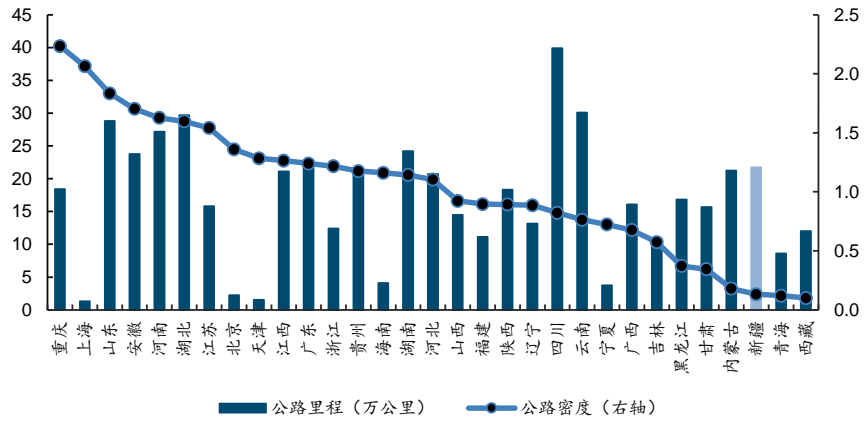
- 1) 铁路方面：优化铁路网络布局，建设伊宁至阿克苏铁路、罗布泊至若羌铁路，打通南北大通道；构建以兰新高铁为骨干，以南北疆铁路为两翼，沿准噶尔盆地的北疆铁路等“四环”铁路网络。
- 2) 公路方面：构建互联互通、覆盖广泛、畅通高效的高速公路网，推动具备条件的重点



乡镇三级以上公路覆盖、具备条件的 5A 级旅游景区高速（一级）公路覆盖，实现新疆干线公路成环成网。到 2025 年，基本实现高速（一级）公路“县县通”，高速（一级）公路里程达到 1 万公里以上。

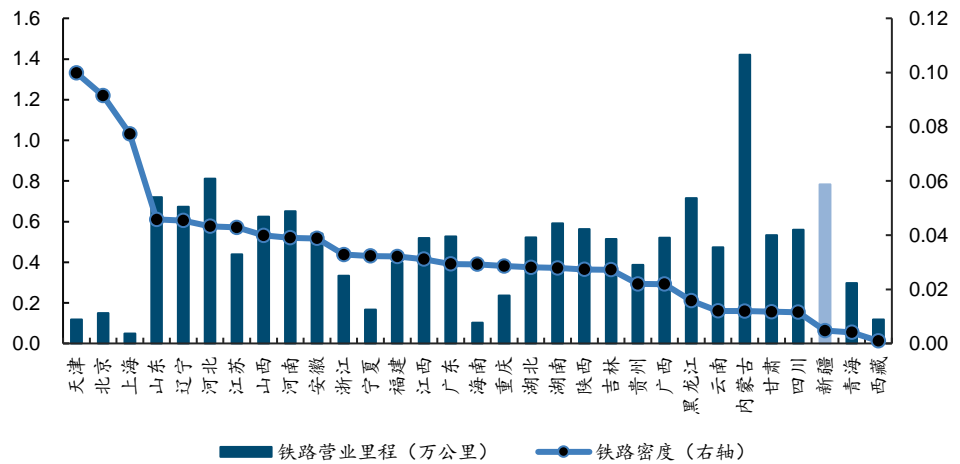
- 3) 民航方面：加快乌鲁木齐国际航空枢纽建设，新建、改扩建一批支线机场，推进部分机场二跑道前期工作。到 2025 年，全区建成和在建民用运输机场 37 个，其中：五年建成和在建民用运输机场 15 个。

图表11：2021 年新疆公路密度为国内较低水平



来源：Wind，国金证券研究所（注：公路密度=公路里程/行政区域土地面积，单位为公里/平方公里，定义为每平方公里面积内里程长度；数据为 2021 年口径，由于数据可行性未包含台湾、香港、澳门地区）

图表12：2021 年新疆铁路密度为国内较低水平



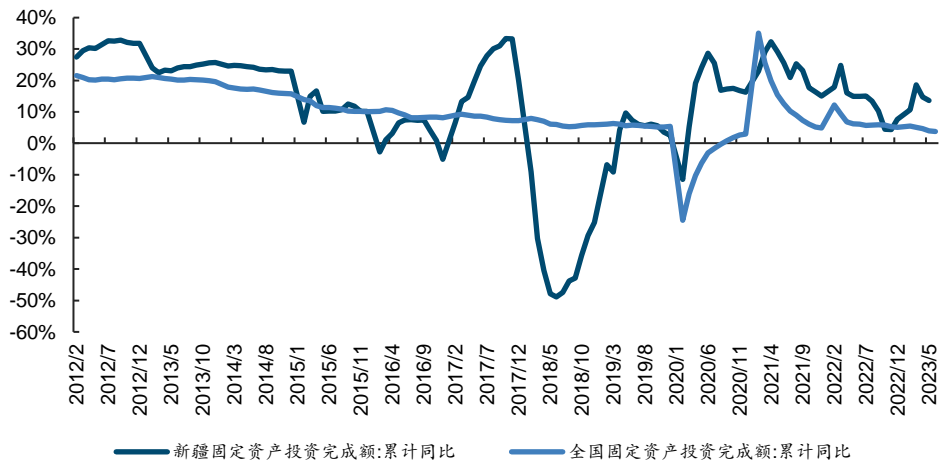
来源：Wind，国金证券研究所（注：铁路密度=铁路营业里程/行政区域土地面积，单位为公里/平方公里，定义为每平方公里面积内里程长度；数据为 2021 年口径，由于数据可行性未包含台湾、香港、澳门地区）

除此之外，纲要中亦明确了水利、电力、信息等基础设施建设规划，新疆生产建设兵团十四五规划亦对上述各方面明确规划。2020 年至今虽疫情扰动，新疆固定资产投资增速仍优于全国增速，对于 2023 年目标规划增长 11% 左右（今年前 5 月累计增速 13.6%）。

我们认为基础设施完善是疆内经济发展中的重要看点，是其余引擎如发展疆内旅游、自然资源利用的基础，也是疆内各区域招商引资的基础。2021 年末马兴瑞履新自治区党委及建设兵团党委书记，此后陆续落实招商引资、实体经济发展、促消费等政策，在当前疆内已无环境方面的扰动背景下，对后续疆内多维建设的预期可更乐观。



图表13: 新疆固定资产投资增速近年来优于全国水平



来源: Wind, 国金证券研究所

2. 自然资源开发与利用

在自治区纲要中明确提出要加快建设国家“三基地一通道”:

- 1) 新疆传统自然资源丰富,煤炭、石油、天然气等传统能源储量&产量均在国内前列,铁矿、稀有金属等矿产资源丰富,配合“一带一路”规划及独特的区位优势,传统能源的发展大有可为。十四五期间亦规划以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设,加大准噶尔、吐哈、塔里木三大盆地油气勘探开发力度。
- 2) 新疆地区的风能、太阳能光照资源亦丰富,风电等发电量逐年递增,十四五期间规划建设国家新能源基地、建设国家能源资源陆上大通道,发展壮大新能源产业,在政策层面亦在逐步落地。

图表14: 2021年至今新疆新能源产业发展部分指引文件及内容

时间	文件名称	内容
2021年6月	《新疆国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	建设国家新能源基地。建成准东千万千瓦级新能源基地,推进建设哈密北千万千瓦级新能源基地和南疆环塔里木千万千瓦级清洁能源供应保障区,建设新能源平价上网项目示范区。推进风光水储一体化清洁能源发电示范工程,开展智能光伏、风电制氢试点。建成阜康120万千瓦抽水蓄能电站,推进哈密120万千瓦抽水蓄能电站、南疆四地州光伏侧储能等调峰设施建设,促进可再生能源规模稳定增长。
		建设国家能源资源陆上大通道。扩大疆电外送能力,建成“疆电外送”第三通道,积极推进“疆电外送”第四通道、新疆若羌—青海花土沟750千伏联网等工程前期工作,适时开工建设。围绕油气资源开发和煤制天然气产业发展。
		发展新能源产业:加强风电关键设备及零部件研发和生产,发展分布式光伏发电,推进风能、光伏发电进行电解水制氢。
2022年6月	《“十四五”可再生能源发展规划》	结合哈密-郑州、准东-皖南特高压通道输电能力提升和哈密-重庆新规划外送通道建设,统筹本地消纳和外送消纳,在北疆以风电为主建设千万千瓦级的新能源基地;在南疆以光伏为主建设千万千瓦级的新能源基地,探索光伏治沙等新发展方式;在东疆风电、光伏发电、光热发电相结合,建设千万千瓦级新能源基地。
		推动南疆塔里木盆地光伏治沙发展。带动沙漠治理、耐旱作物种植、观光旅游等产业发展。
2023年5月	《关于加快推进新能源及关联产业协同发展的通知》	9个重点推进方向:开展新能源规模化制氢、推动油气行业增产扩绿、推动产业园区低碳转型、服务抽水蓄能快速推进、支持共享储能和新型储能发展、加快煤电机组灵活性改造、引导自备机组转型、鼓励自备电厂绿电替代、支持发电企业建设配套送出工程。

来源:新疆维吾尔自治区发改委,国家能源局,国家发改委,国金证券研究所

3. 旅游资源推广

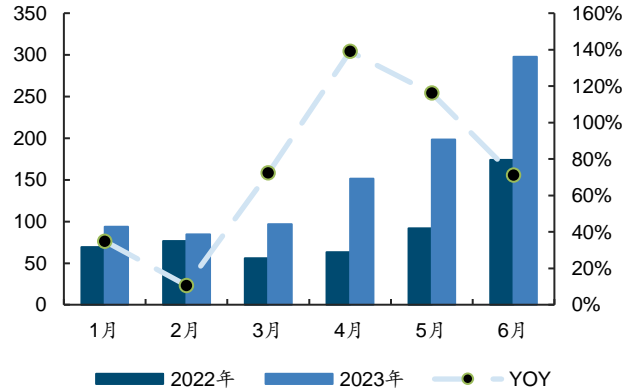
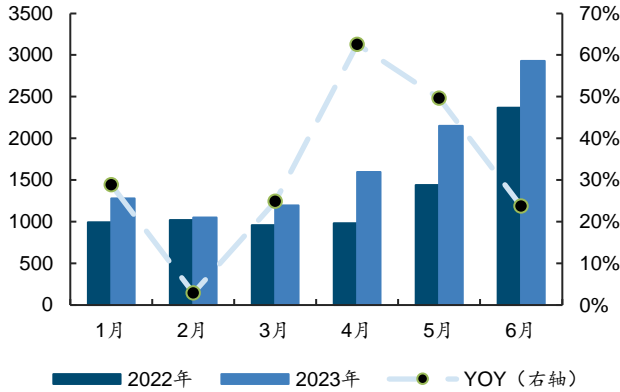
伴随出行约束消弭,疆内旅游逐渐步入常态化。2023年上半年,新疆累计接待游客1.02



亿人次（同比+31.5%），实现旅游收入 923 亿元（同比+73.6%），而且 Q3 仍为新疆旅游高峰，预计全年能完成年初既定 2 亿人次的接待目标（疫情前 2019 年全年接待游客 2.13 亿人次）。此外，疆内也从提升文旅活动丰富度、提升旅游出行便利等维度落实政策以促进疆内旅游创收。

图表15: 2023年单月新疆旅游人次(万人)及同比增速

图表16: 2023年单月新疆旅游收入(亿元)及同比增速



来源: 中国文化和旅游部, 新华网, 人民网, 国金证券研究所

来源: 中国文化和旅游部, 新华网, 人民网, 国金证券研究所

图表17: 2023年新疆促旅游及文旅部对外开放相关政策内容

时间	类型	内容
2月3日	战略规划	新疆维吾尔自治区文化和旅游工作会议在乌鲁木齐召开, 提出实施“文旅融合提升、旅游精品创建、产业发展提档、业态产品培育、市场管理提质、宣传营销提效”六大工程, 推动旅游业高质量发展, 力争完成2亿人次的旅游接待目标。
3月26日	完善交通	南航在新疆加密国内航线, 恢复国际航线。新航季计划执行航线107条, 通航点达到77个, 日均航班量达到255班次, 超过2019年同期水平。
3月27日	对外开放	文旅部发布《文化和旅游部办公厅关于恢复审批对外文化和旅游交流出来访团组的通知》, 自2023年4月1日起恢复审批对外文化和旅游交流出来访团组。
3月29日	完善交通	新疆铁路实行新列车运行图, 开行乌鲁木齐至克拉玛依、库尔勒、伊宁3个方向一站直达精品“复兴号”城际旅客列车 新开行“坐着火车游新疆·天山号”普惠型旅游专列10列, 23全年计划开行各类旅游专列100列, 开行数量同比增长300%以上。
	对外开放	文旅部发布《关于开展边境旅游试验区、跨境旅游合作区申报工作的通知》, 启动边境旅游试验区、跨境旅游合作区申报。
5月4日	战略规划	自治区发展改革委联合商务厅发布《2023年自治区恢复扩大消费工作实施方案》, 内容包括推出葡萄酒文化旅游、自驾游、冰雪旅游线路, 评定第二批新疆工业旅游示范基地; 利用农村建设土地发展乡村旅游等规划; 落实带薪休假制度, 鼓励职工错峰开展疆内旅游; 严查酒店民宿旅行社未明码标价、串通涨价等价格违法行为。

来源: 人民网, 中国文旅部, 环球网, 国金证券研究所

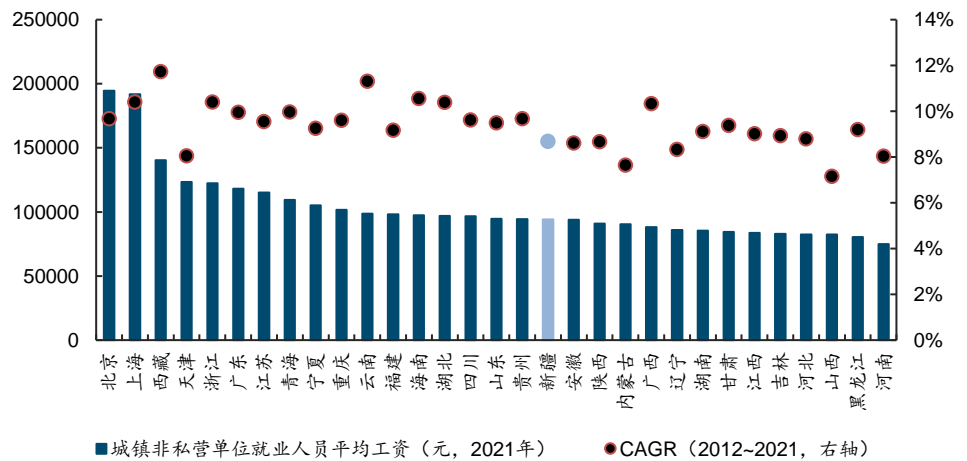
白酒消费具备顺周期属性, 新疆市场扩容具备确定性

新疆地大物博, 常住人口相对分散, 并不属于传统意义上的白酒大省。根据新疆酿酒工业协会数据, 2021年新疆企业全年白酒产量约3.04万千升, 占全国比重仅4%。根据酒说, 新疆白酒市场规模约40-50亿, 近年由于消费场景的约束规模略有下行。

实际上结合调研反馈, 新疆就业薪酬待遇、就业机会等并不差, 但用酒档次仍属于较低水平, 主流白酒消费价格带在100-150元, 究其原因我们认为系其他类目消费相对较高所致, 例如宴请中菜肴的价格如牛羊肉、海鲜等本身价格相对较高, 数据端也可匹配。

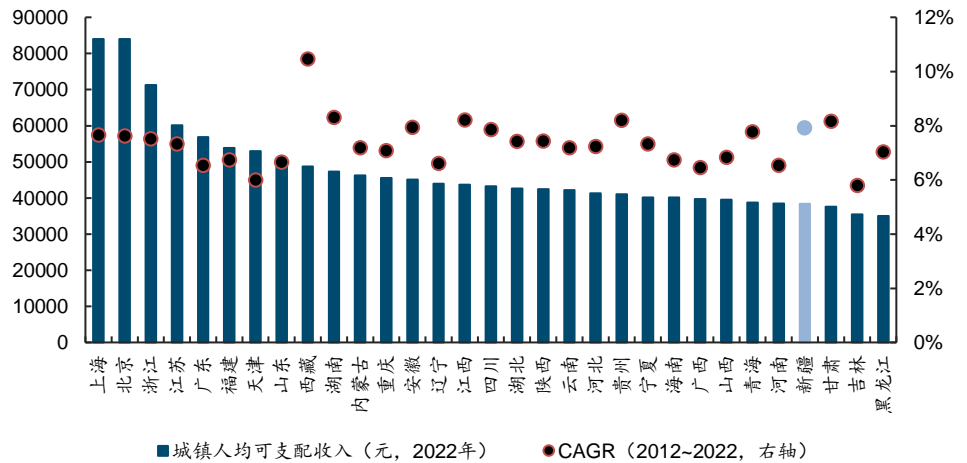


图表18: 新疆城镇非私营单位就业人员平均工资位于中等水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 新疆城镇人均可支配收入位于靠后水平



来源: Wind, 国金证券研究所

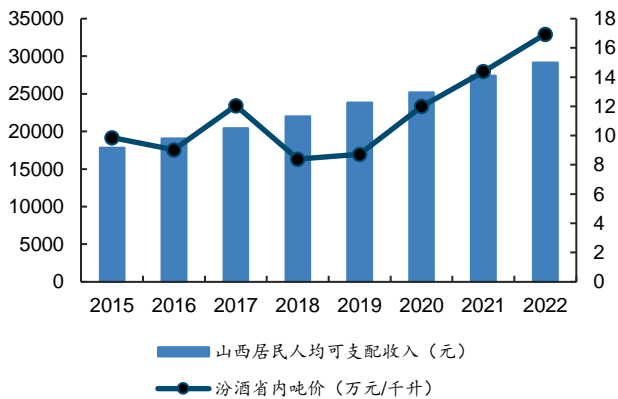
我们认为,当前白酒消费场景已不存在约束,消费情绪、消费力仍处恢复态势中,步入常态化消费氛围后新疆白酒市场规模预计可迅速回升,伴随区域经济景气度提升、旅游吸引疆外客群市场扩容具备确定性,消费价位上移也是大势所趋。

以山西市场为例,省内白酒龙头汾酒在基地市场内市占率已处于较高水平(预计在50%+),营收规模提升主要由价增,即产品结构提升带动,而非在量的维度提升渗透率。具体而言,2018~2022年汾酒省内营收CAGR为17%,其中量贡献-2%,而价贡献19%,酒企主观结构提升的战略与区域内消费升级的长逻辑相匹配。

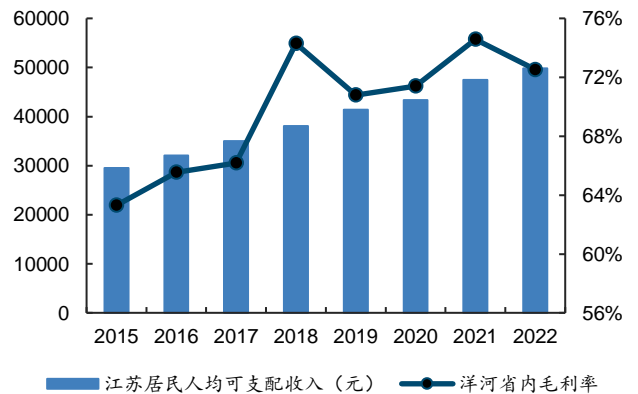
相类似地,受益于省内消费升级,目前江苏消费主流价位已提升至400元+,位于全国前列,洋河省内产品销售架构由天之蓝向水晶梦升级,带动洋河省内销售毛利率逐步提升;安徽白酒主流消费价格带从100元至200元+提升,古井产品架构也从古8向古16进行培育,而苏酒、徽酒龙头的市占基本在20%~30%左右。



图表20：汾酒省内销售吨价近年来持续提升



图表21：洋河省内销售毛利率整体呈上行趋势



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

产品聚焦认知强，渠道精细化大有可为

产品：在完善架构中聚焦，疆内外差异化铺设

公司主要产品包括伊力王酒、伊力老窖、伊力特曲、伊力大曲、伊力老陈酒等六大系列的300余种单品，SKU较为纷繁，度数及容量参差，但疆内消费者对大单品的认知较强，因此核心品业绩贡献集中度较高。

2022年高档（王酒、老窖）、中档（老陈酒、特曲）、低档（伊力大曲、伊力老朋友等）产品营收分别为10.0、5.0、0.9亿元，其中核心单品伊力王酒、大老窖、小老窖、小酒海、中度特营收占比预计在70%以上。

2023年公司公告规划营收目标25亿，其中伊力王、大老窖、小老窖规划目标合计约18亿，占比约72%。大、小老窖差异在于度数及容量，从调研反馈来看，疆内仍以高度酒（50°及以上）为主，小老窖实现10亿以上规模主要系长久的消费者培育形成的饮酒习惯，即小容量产品需求培育，而小酒海则为顺应小老窖消费升级形成的规模化单品，近年来规模近1亿元。

图表22：公司主要单品及零售价（元/瓶）体系

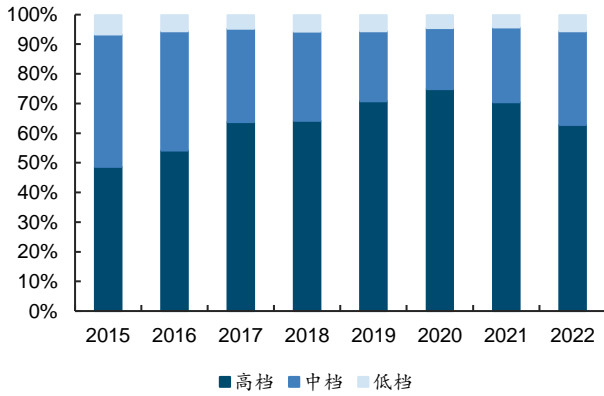
系列	产品	度数	容量	零售价
伊力王酒系列	伊力王（黄王 T35）	52°	500ml	898
	伊力王（黄王）	52°	500ml	798
	伊力王（蓝王）	52°	500ml	480
	伊力王（红王）	50°	500ml	480
伊力老窖系列	小老窖	46°	250ml	69
	大老窖	52°	500ml	118
	小酒海	46°	250ml	145
	伊力老窖（十年精酿）	50°	480ml	131
伊力特曲系列	伊力特曲（精制）	52°	500ml	52
	伊力特曲（中度特）	43°	500ml	45
	伊力特曲（36度特）	36°	500ml	51
大新疆系列	伊力老窖·大新疆	50°	500ml	618
	伊力大曲·大新疆	50°	500ml	110
壹号窖	伊力壹号窖（和谐版）	52°	500ml	898
	伊力壹号窖（文明版）	52°	500ml	1899
其他	伊力大曲	50°	500ml	36
	伊力军垦柔雅	46°	250ml	69



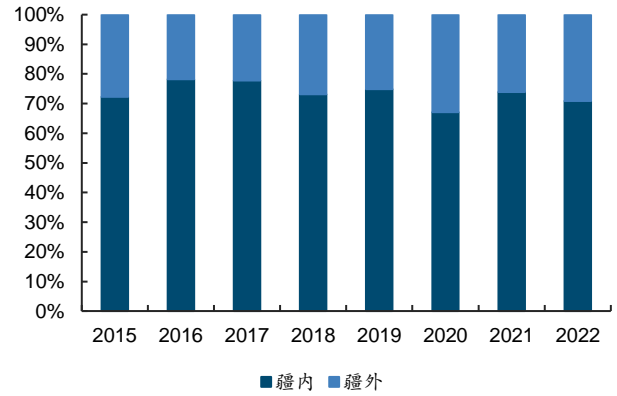
系列	产品	度数	容量	零售价
	十年珍藏	52°	500ml	69
	伊力特领航者	50°	1L	120
	伊力老陈酒(十年陈酿)	38°	500ml	128

来源：天猫、京东、国金证券研究所（注：零售价截至8月3日，部分单品有多种度数仅列示其中之一）

图表23: 2015~2022年公司酒类产品结构拆分



图表24: 2015~2022年公司酒类区域结构拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

从公司产品&营销策略的演绎来看，可以归纳为聚焦、完善、差异化三大特性：

1. 聚焦构筑核心单品。正如前所述，公司核心品包括伊力王、老窖系列等，规模居前与公司多年持续的倾斜性营销投入相关，除此外措施包括边缘 SKU 清理、2021 年收回伊力王经销权等。
2. 完善产品 SKU 架构。公司此前针对消费者需求推出个性化产品，但种类繁多且缺少核心主线。2016 年伴随持续聚焦，公司亦筹划以核心单品形式补足缺失价位带，例如在 2018 年 11 月推出高端系列“壹号窖”，黄金窖池 10、15、20 分别定位 200-300 元、300-400 元、500-600 元价位带，并试水直营模式。
进一步地，2022 年起公司陆续推出伊力老窖馆藏版布局 200-300 元、伊力王 T35 布局 600-800 元、伊力开元布局 1200-1300 元，而现有的伊力王处于 400-600 元、大小老窖则处于 200 元以下。
3. 因地制宜，差异化产品策略。2016 年公司便成立品牌运营公司负责疆外拓展，后主推“大新疆”系列产品，包括大曲、老窖等，以弥补疆外运营老产品渠道利润较低的问题。此外，对于疆内包销的大老窖、小老窖等老产品亦更换外包装进行区隔在疆外销售，以及伊力王黄王在疆外由商源运营，疆内主要为红王、蓝王。2022 年公司成立南疆销售公司，并规划定制中低价位产品。

图表25: 2020~2023年公司产品&营销策略梳理

年份	类型	详细内容
2020	产品策略	完成 46 度伊力老窖替代升级，推动镀金时光大规模上市，做好伊力王酒产品回归的市场对接，开发 600-800 元价位、1000 元及以上价位高端新品，补全产品链，提高销售利润率。
2021	产品策略	1) 于 2021 年 7 月顺利完成伊力王品牌经销权的回收、交接、过渡工作，成立伊力王酒事业部。 2) 更换包装 24 款，新开发产品 32 款，品鉴酒 8 款其中包括“伊力王酒 (T35)、伊力壹号窖喜庆版、伊力壹号窖文明版、伊力老窖大新疆 (T20)、”等高端产品，其中 6 款陆续投入生产，完成产品条码梳理。
2022	推出新品	1) 伊力王 T35 成功上市，填补了公司 600-800 元价位段产品； 2) 布局 200-300 元价位段产品，切入细分市场，布局质优价廉的高线光瓶酒；3) 聚焦主力产品，加大以伊力王、大小老窖为核心的产品宣传。
2023	提价	1月1日整体产品提价，幅度不一

来源：公司公告，国金证券研究所



对于新疆白酒市场而言，价位分布相对较窄，目前疆内主流价位仍位于 200 元以下，公司完善产品 SKU 架构以占位培育消费者认知为主。近年来疆外名酒也逐渐瞄准这一空白市场，例如酒鬼酒于 6 月成立乌鲁木齐馥郁荟。

全国化名酒的主要优势在于体系化的营销模式，以及导入初期相对较高的渠道利润&终端利润，新疆地区由于物流约束，省外窜货成本较高，因此全国性名酒成交价普遍略高于疆外地区，例如水晶剑成交价约在 450 元左右。

根据酒业家，2020~2021 年疆内市场的外来品牌中，国窖规模约 2 亿，郎酒、习酒、剑南春等均在千万规模，我们预计在 400 元以上的高价位段，公司伊力王等产品市占仍在 50% 左右。根据渠道反馈，伊力王目前渠道及终端顺价利润率均在 10% 左右，但伊力王已陆续推行扫码赢红包、BC 联动返利、陈列投放等，因此终端整体利润率在 15% 左右，与省外同价位名酒相近，弥补此前渠道利润较低从而推广动力不足的情况。再往下：

- 1) 200-400 元属于公司弱势价位，基本没有强势产品布局，近年来该价位被洋河、古井、西凤等疆外名酒所占据，但该价位尚不处于疆内主流价位，公司也已布局馆藏版进行占位培育。
- 2) 80-200 元属于公司强势价位，也有竞品推出 250ml 等小容量产品，但难以动摇小老窖、小酒海在价位的优势地位，主要系消费者自点而非渠道利润驱动。
- 3) 80 元以下价位同质化竞争激烈，省内区域型酒企亦有产品布局。

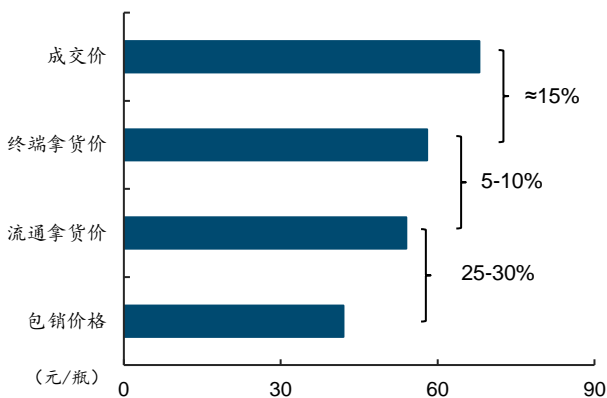
图表26: 新疆地区各价位白酒竞争格局情况

价格带 (元)	公司布局产品	消费场景	竞争品牌/产品
>400	伊力王、壹号窖	送礼、政商接待	茅台、五粮液、国窖、水晶剑、品味舍得、青 20 等
200-400	馆藏版	宴席、朋友聚会	洋河、古井贡酒、西凤、肖尔布拉克 (金疆茅)
80-200	小老窖、大老窖、小酒海	宴席、朋友聚会、自饮	无强势竞品
<80	特曲 (精致特、中度特)、大曲等	自饮、朋友聚会、中小餐饮	小白杨、古城、三台特曲、额河老窖、白粮液、玻汾

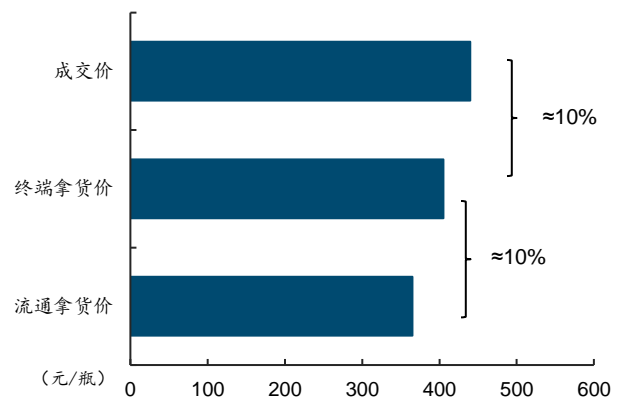
来源：酒业家，国金证券研究所

实际上由于公司大部分产品仍以包销制为主，因此渠道价值链中较多部分由包销商获取，但渠道、终端利润率仍处于中等偏上水平 (小老窖终端利润约 15%，小酒海&中度特约 20%)，主要系体外价值链较长所致 (小老窖全链条价值链甚至可达 50%)，但这也导致公司毛利率&吨价在行业内处于较低水平。伴随渠道营销改革&结构优化，我们认为远期提升空间仍充足，具体落地措施包括提价、收回包销产品经销权、加大直销体系建设等。

图表27: 小老窖渠道&终端利润拆分



图表28: 伊力王渠道&终端利润拆分

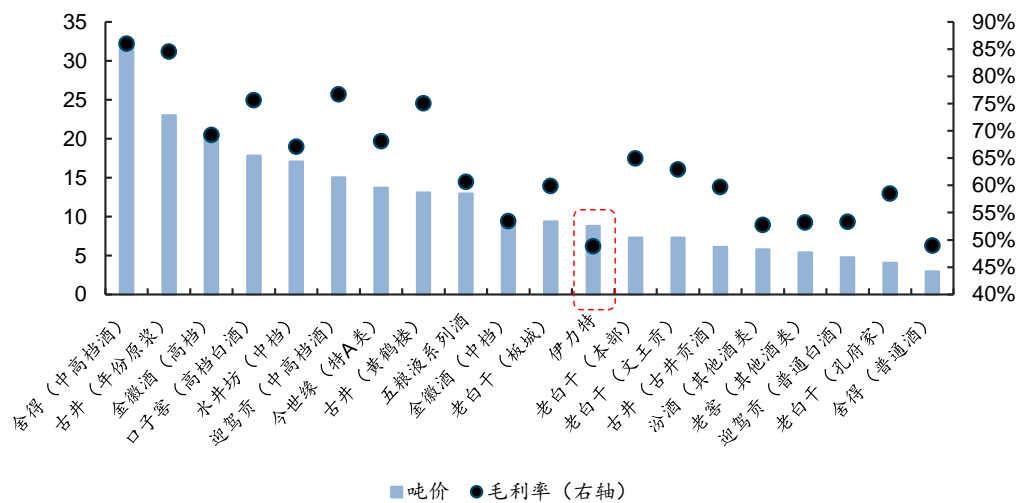


来源：国金证券研究所 (注：各流通环节利润率仅作参考，未考虑费用投放等)

来源：国金证券研究所 (注：各流通环节利润率仅作参考，未考虑费用投放等)



图表29：与公司吨价相近的白酒品类毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所（注：数据为2022年，吨价单位除古井、五粮液、老窖为万元/吨外，其余均为万元/千升）

渠道：稳固中向外开拓，加大C端触及是突破

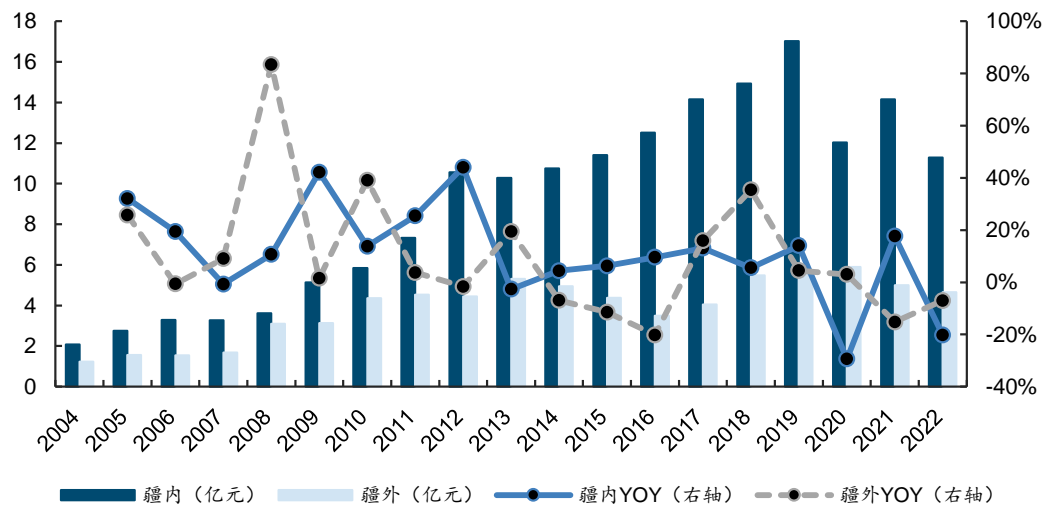
“疆内求生存，疆外谋发展，国际市场求突破”。从区域策略上来看：

1) 疆内市场以“稳固”战略为主。如前文所述，公司在疆内市占率高优势突出，变数在于全国化名酒企业对疆内市场的布局。2022年公司疆内营收11.3亿元，同比-20%，占比酒类营收71%不容小觑。省内渠道模式以包销制为主，例如小老窖包销商为伊犁糖烟酒公司，在伊力王收回自营后渠道采用扁平化招商模式。此外，公司2022年设立南疆销售公司在疆内寻求增量突破。

2) 疆外市场以“开拓”战略为主。目前公司在疆外市场形成“浙江大商+品牌运营公司+电商公司”三足鼎立的态势，其中浙江商源自1998年末起与公司进行合作，巅峰时期销量一度突破10亿元，代理产品包括伊力老陈酒、36°伊力特曲等产品，但由于产品老化、行业调整等原因，近年来规模下滑至约2~3亿。

品牌运营公司于2016年成立，创新经销商持股架构，负责省外招商及销售；电商公司于2020年成立，负责线上销售。2022年公司疆外营收4.65亿元，同比-7%，其中品牌运营公司营收0.82亿元，线上渠道营收1.31亿元。

图表30：2004~2022年疆内&疆外营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所


图表31：2021~2023年公司区域及渠道策略规划

年份	内容
2021年	在疆内主要城市，投入130万元，新建110家“明星产品授牌店”。进一步完善疆外市场渠道，基本形成浙江大商、品牌运营公司、电商公司鼎足三分之势。疆外完成河南、山东济南、四川成都的招商工作。
	持续推进“明星产品授牌店”提报审核工作，加强乌鲁木齐、昌吉等十个城市核心终端建设，积极应对疆外名酒市场挤压，打好终端竞品“狙击战”。
	落实浙江、江苏市场推广策略，实现浙江片区产品品牌形象提升和销售量恢复性增长；率先在陕西、广东实现销售突破，带动河南、甘肃等潜力市场开发。
2022年	开设新疆仓，减少货物中转次数减低中转距离，在保证不影响新疆区域产品价格体系的前提下，解决各平台的旗舰店新疆区域不能发货的问题。
	落实疆内市场防御策略，确保新疆市场稳如磐石；加快推进疆外市场开拓战略，积极寻找大商、强商，扶持、培育、壮大重点市场，打造疆外样板市场。
2023年	1) 全面开展疆内四大片区、八个区域驻点工作，公司高管包片，销售人员下沉一线，职级晋升、工资绩效与业绩挂钩。加强与经销商沟通协调，减少渠道层级，市场进一步扁平。
	2) 组建疆外办事处，设立浙江、北京、西安中转仓，强化物流配送保障。组建专职招商团队，制定专项政策，在江苏、河南、河北等市场开展多模式招商会战。加大对疆外亿元级和千万级经销商支持，扶持其做大做强，聚力打造疆外样板市场，实现市场深耕。
	3) 设立电商物流、仓储专项支持费用，加大线上引流力度。
	4) 成立团购部，设立专项资金，梳理优质社会资源，锁定目标，制定专项运营方案，聚焦并强化核心培育动作，做优服务。

来源：公司公告，国金证券研究所

加大对C端的触及是公司渠道模式优化的核心。公司传统的渠道销售模式为包销制，包括目前已收回自营的伊力王此前包销商为上海卓君，包销制导致公司销售端的CR5处于较高水平（2016年一度达到80%，2022年为62%仍处于行业较高水平），而“主动作为”是公司近年来最大的变化，主动对市场、价格、消费者偏好等进行作为。

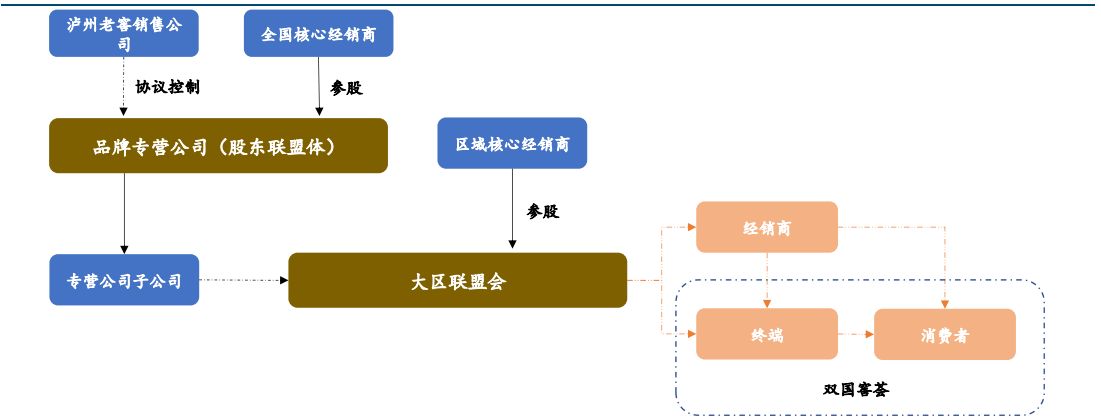
我们认为，不同产品运营适合采用差异化的产品策略，在导入初期包销制帮助公司迅速铺开市场，特别是在疆内地域辽阔&疆外根基较浅的背景下。在包销制下，包销商缴纳资金后即可买断产品的经营权，自主设计产品与包装、价位，同时负责营销、网络建设、市场推广等等，酒厂仅负责生产和罐装。

我们认为包销制模式本身并非劣势，公司此前缺少的是对终端需求的把控。在传统包销制下，铺货、市场跟踪、渠道费用投放等市场职能均由包销商执行，公司实质上只负责生产端。其中，公司会根据全年任务分解至各个单品，但由于缺乏对需求端的认知，容易导致产品销售规划效率较低的问题，同时不同包销商的产品间也常出现同质化内耗问题。

2016年，公司提出“成立营销运营中心，弥补营销短板，形成以经销商、直销加线上销售为三足鼎立的销售模式及渠道”，开始着眼对终端需求的把控，彼时行业正值复苏初期，较多酒企亦在优化渠道模式，例如老窖模式转变为品牌专营模式，水井坊从传统总代到直营再向新型总代模式转换。



图表32：泸州老窖品牌专营模式及三级联盟体模式示意

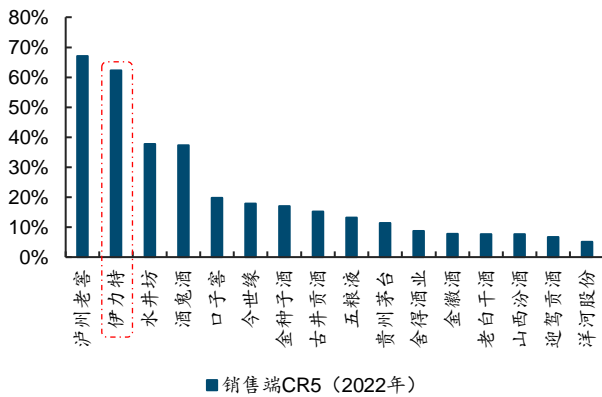


来源：国金证券研究所

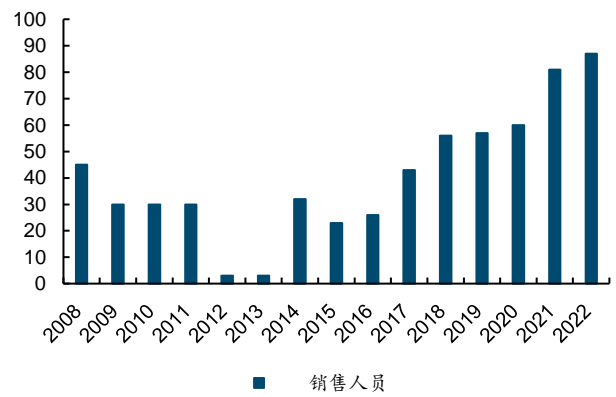
在伊力王收回自营后，公司在南疆、北疆等地成立了4个办事处，并完成扁平化招商布局，初步搭建销售团队进行市场跟踪。通过营销人员的市场推广，不仅可以了解伊力王的需求情况，也可以了解其他包销产品的市场动销情况，从而有的放矢地进行产品规划，目前公司仍在持续扩大业务团队。

同时，公司成立伊力特团购部，通过意见领袖、援疆干部、大宗团购的形式打开政商高端消费场景。2022年公司直销渠道实现营收1.1亿元，吨价高达72.3万元/千升，预计主要为反映至表面的伊力王产品。伴随上海卓君老库存持续去化，2023年直销渠道高增可期。从终端动作来看，伊力王亦开始推行开展消费者扫码红包等培育活动，公司扎实的在推进改革落地。

图表33：公司销售端CR5位于行业内前列



图表34：近年来公司销售人员数量持续提升



来源：各公司年报，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

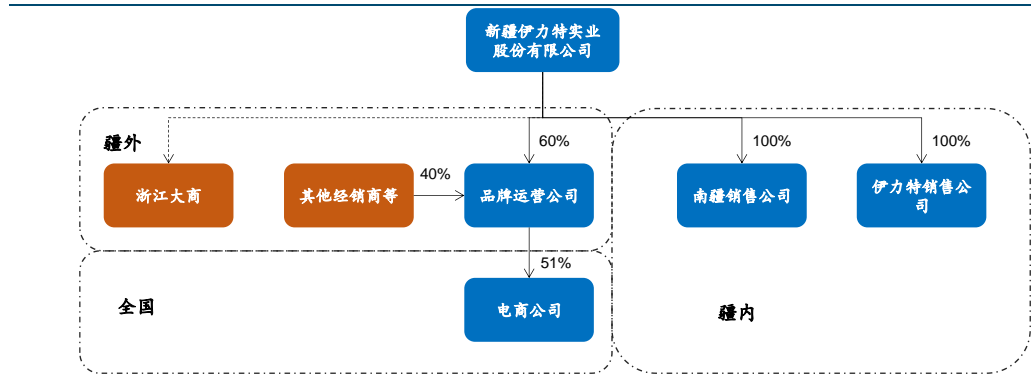
对于疆外市场，公司创新与经销商的合作范式。2017年公司同主要经销商合资新设成立品牌运营公司，作为疆外市场运营的抓手在内地招商，由厂家输出全套经营销售组织，厂商共建，共同管理。成立初公司持股44%，后收购少数股东股权，目前持股60%，以资本为纽带实现厂商利益捆绑，该模式与老窖体外运营公司有相似之处，区别在于老窖的体外运营公司完全由经销商持股，而公司只保留实际经营权。

在疆外招商层面，公司规划“渠道扁平化”，以地县级经销商为主而非区域性大商，2022年品牌运营公司疆外经销商家数为126家，考虑到品牌运营公司2022年营收0.82亿元，经销商平均规模尚不足100万。此前疆外单品招商时与疆内并无区隔，老产品价格透明度相对较高，也容易产生窜货等现象，预计大新疆系列推出后可有所改善，但疆外公司的品牌认知仍有待提升，高毛利产品的招商环境也仍在恢复中。

在线上方面，品牌运营公司在2020年新设成立电商公司，主要经营地为北京，更能以市场化的薪酬体系吸引优秀人才，而疆内人才紧缺正是公司渠道精细化的难点。其中品牌运营公司持股51%，公司负责年度营收、利润等考核指标规划，并不涉及过多的运营，以工资绩效+股权分红+超额奖金作为激励体系。2022年公司线上销售实现营收1.31亿元，同比+21%，公司通过包装对线上&线下产品进行区隔，电商公司承载更多产品推广职能。

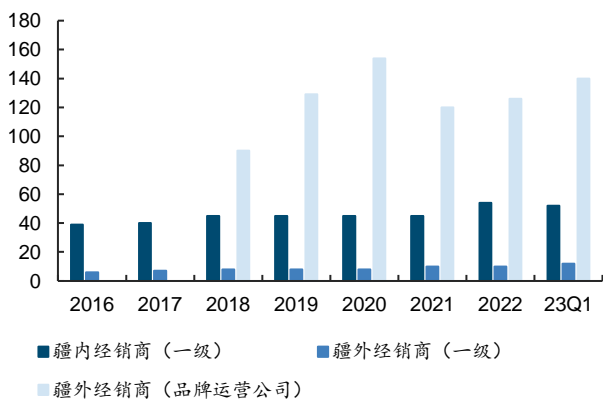


图表35: 公司疆内&疆外销售架构

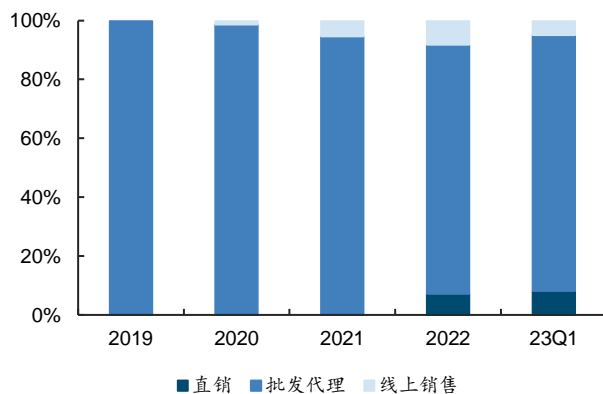


来源: 公司公告, 企查查, 国金证券研究所

图表36: 2016年至今公司疆内&疆外经销商梳理



图表37: 2019年至今公司分渠道营收结构



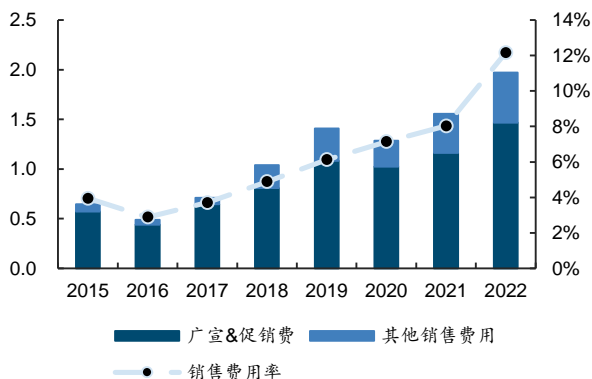
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 2021 年公司披露品牌运营公司疆外经销商同比增加 18 家, 绝对值预计系口径差异)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

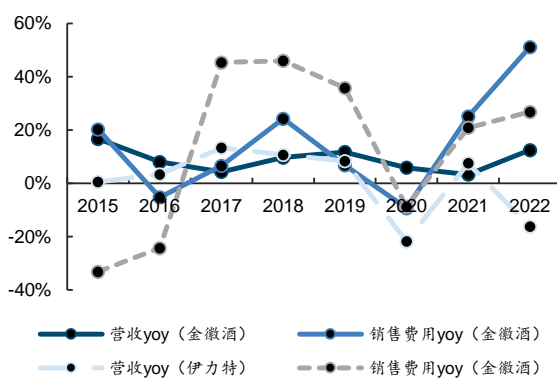
公司在市场外拓过程中亦加大品牌宣传力度。自 2017 年起, 公司在区域性广告投放基础上增加全国性广告费用投放。公司规划实行“产业园工业旅游+疆内覆盖式宣传+重点市场精准传播”的立体化宣传模式, 加强央视频道、机场、高铁等传统核心传播场所资源投放; 优化广告投入结构, 向新媒体倾斜, 目前在抖音等新媒体平台可看到公司品牌宣发, 宣发亮点包括“英雄血脉”、“红色基因”等。

公司销售费用核心为广宣&促销费, 2022 年占比达 74%; 近年来公司销售费用率持续提升, 2022 年提升至 12.2% (同比+4.1pct), 但仍处于行业内靠后水平, 主要系包销制下公司并不承担地推等营销费用。伴随公司自营产品体量提升, 预计公司仍会持续扩充一线业务团队并加大消费者培育力度, 销售费用规模或持续提升。

图表38: 广宣&促销费为公司销售费用核心



图表39: 近年来公司销售费用增速明显高于营收增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 销售费用单位为亿元)

来源: Wind, 国金证券研究所



盈利预测与投资建议

收入及费用预测

公司主营以酒类产品销售为主，具体分产品而言：

1) 高档酒主要为伊力王酒、伊力老窖，以及新品大新疆系列、伊力老窖馆藏版。伊力老窖主要为包销产品小老窖及大老窖，预计 2023 年分别可实现营收 10 亿/3 亿。新品大新疆系列主要为品牌运营公司疆外铺设产品，伊力老窖馆藏版为占位产品，预计 2023 年合计可实现营收约 0.5 亿元。合计高端酒预计 2023 年营收 18.0 亿元，同比+80%。

同时，我们预计 2023 年高档酒毛利率可迎来恢复性增长，主要系高毛利率产品伊力王占比明显提升。2022 年伊力王表观营收约 1.1 亿元，高档酒中占比约 11%，但实际渠道动销超 2 亿，差额为原包销商上海卓君老库存去化，剩余老库存预计在 2023 年上半年已完成去化，因此低基数下报表端预计可实现高增（预计 2023 年伊力王营收超 4 亿，占高档酒约 25%）。

此外，公司在 2023 年初对全系产品有差异化幅度提价，以及伊力王收回自营后产品本身毛利率较此前有明显提升（原包销模式下伊力王包销价在 200 元+，而收回自营扁平化招商后出厂价可达近 400 元，预计产品毛利率由 50-60%提升至 70%+）。

2) 中档酒主要为伊力老陈酒、伊力特曲等，低档酒主要为伊力大曲、伊力老朋友等，均以包销产品为主，非公司战略核心价位，预计 2023 年分别+15%/+5%至 5.8 亿元/0.9 亿元。

图表40：公司营收分产品拆分及预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23.02	18.02	19.38	16.23	25.12	29.95	35.10
YOY	8%	-22%	8%	-16%	55%	19%	17%
毛利率	51.4%	48.6%	51.4%	48.0%	54.0%	55.9%	57.0%
1) 酒类							
营业收入	22.76	17.93	19.16	15.94	24.77	29.53	34.60
YOY	11%	-21%	7%	-17%	55%	19%	17%
毛利率	53.0%	50.0%	53.0%	48.8%	54.7%	56.6%	57.8%
2) 其他							
营业收入	0.26	0.09	0.22	0.29	0.35	0.42	0.50
YOY	-68%	-65%	137%	33%	20%	20%	20%
毛利率	-81.0%	-221.8%	-85.0%	5.3%	5%	5%	5%
-高档（王酒、老窖）							
营业收入	16.11	13.42	13.49	10.00	18.02	21.58	25.20
YOY	23%	-17%	1%	-26%	80%	20%	17%
毛利率	61.2%	57.4%	59.8%	57.0%	61.4%	63.4%	64.6%
-中档（老陈酒、特曲）							
营业收入	5.35	3.69	4.83	5.05	5.80	6.96	8.36
YOY	-13%	-31%	31%	4%	15%	20%	20%
毛利率	36.9%	33.2%	42.3%	41.7%	42.0%	43.0%	44.0%
-低档（伊力大曲、伊力老朋友）							
营业收入	1.29	0.82	0.83	0.90	0.94	0.99	1.04
YOY	10%	-37%	2%	7%	5%	5%	5%
毛利率	16.4%	3.9%	5.0%	-2.8%	5.0%	5.0%	5.0%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：营业收入单位为亿元）



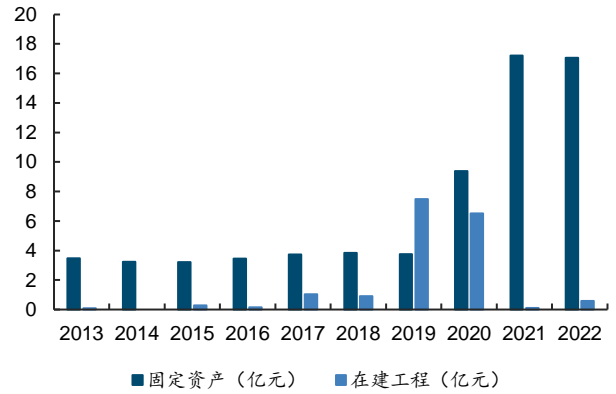
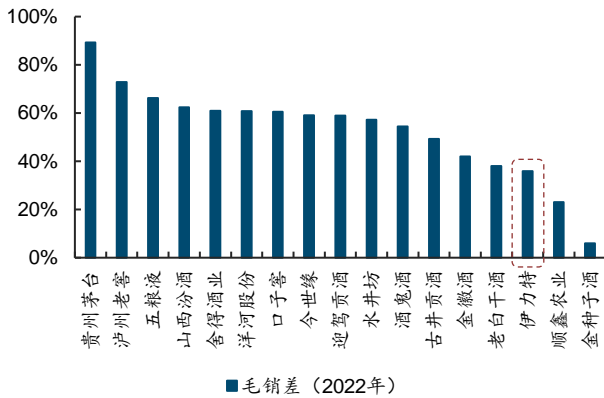
费用率方面：

1) 2022 年公司毛销差为 36%，居于上市酒企中靠后水平，主要系毛利率水平在包销制下相对较低，体外价值链较长。2022 年公司针对伊力王投入较高市场费用，致使销售费用率有所提升，预计公司在市场投入上趋稳，2023-2025 年销售费用率维持 11%左右水平，结构提升&提价带动毛利率上行从而提升毛销差。

2) 管理费用率方面，2022 年由于白酒文化产业园折旧增加、职工薪酬提升驱动，当前管理层薪酬体系包括基础薪资、绩效薪资及任期激励，预计基数效应下管理费用率会稳步优化，2023-2025 年管理费用率维持 4.2%左右。

图表41：公司毛销差位于行业内靠后水平

图表42：公司目前尚无大额在建工程



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

4) 营业税金及附加占比方面，2022 年消费税占营业税金及附加比重约 85%。消费税包括从量税 (0.5 元/500ml) 与从价税 (20%税率)，假设从价税计税基础为产品对外销售价格 60%，测算可得 2022 年公司高档/中档/低档产品税负分别为 12.5%/14.0%/15.5%。

通过产品提价&产品结构提升 (包括高档产品占比提升&各档次内部结构优化)，预计公司产品吨价持续向上，带动消费税负有所降低，我们预计 2023-2025 年营业税金及附加占比约 15.3%~15.8% (不考虑消费税政策变动)。

图表43：2021~2022 年分产品消费税负测算

年份	产品	吨价 (万元/千升)	营收占比	从价税税负	从量税税负	合计税负
2022 年	高档	20.92	63%	12%	0.5%	12.5%
	中档	4.94	32%		2.0%	14.0%
	低档	2.83	6%		3.5%	15.5%
2021 年	高档	20.21	70%	12%	0.5%	12.5%
	中档	5.72	25%		1.7%	13.7%
	低档	2.16	4%		4.6%	16.6%

来源：公司公告，国金证券研究所 (注：假设从价税计税基础为产品对外销售价格 60%，仅做测算)

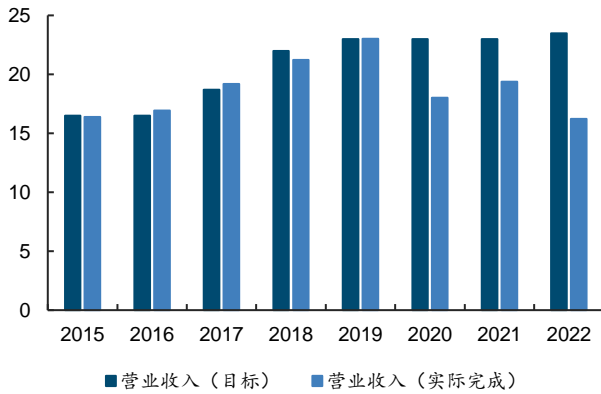
估值分析及投资建议

公司规模提升的逻辑在于疆内需求恢复&疆外市场外拓。1) 疆内营收占比约 70%为基本盘，消费场景约束消除今年会有回补性白酒消费，此后主要依靠经济复苏下疆内消费升级，预计疆内扩容可实现双位数复合增速。2) 疆外存量主要系浙江商源包销，扁平招商贡献增量，低基数相对高增。

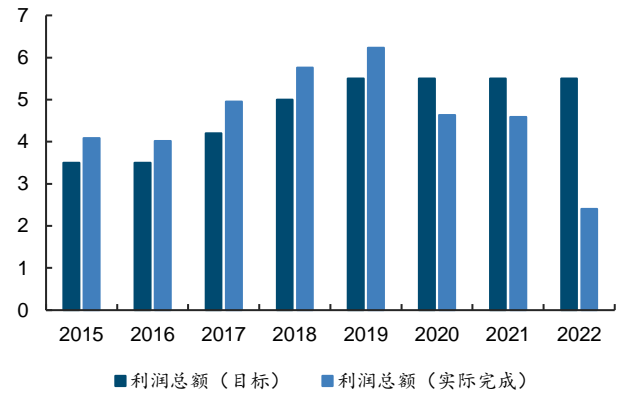
从公司历史经营目标的兑现度来看，除却 2020-2022 年因外部环境扰动致使当年营收&利润未达年初拟定规划，往期规划达成度仍较高。2023 年公司规划实现营收 25 亿元，利润总额 4.8 亿元；同时，公司远期规划 2025 年实现 35 亿营收，对应 2022-2025 年 CAGR 为 29.2%。我们预计在疆内持续复苏+多区域外拓攫取增量的背景下，公司兑现既定业绩规划存在一定置信度。



图表44: 2015~2022 年公司营收目标及实际完成情况



图表45: 2015~2022 年公司利润目标及实际完成情况

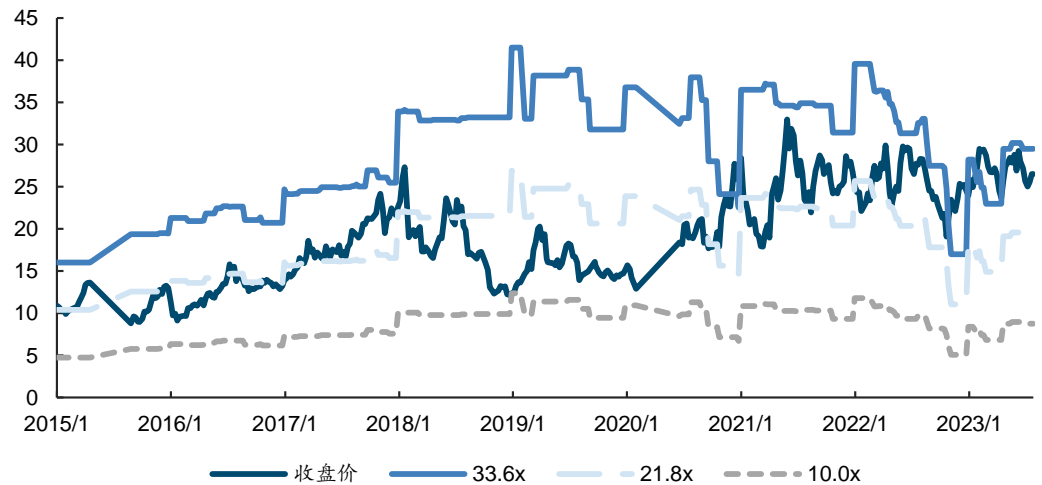


来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 单位为亿元)

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 单位为亿元)

公司当前 PE-TTM 为 60.8X, 位于近 3 年 82th 分位, 近 5 年 89th 分位, 估值居于高点主要系 2020-2022 年公司经营受外部环境扰动, 利润持续负增长。考虑到 2023 年起复苏逻辑下高成长性, 当前公司 24 年 Forward PE 约 24X, Forward PEG 约 0.81X, 在行业景气回升期估值仍具备回升空间。

图表46: 2015 年至今公司 Forward PE-Bands



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 8 月 4 日)

公司为疆内白酒龙头, 市占居前在疆内主流价位均有高竞争力的拳头产品, 预计可充分受益于疆内经济&消费复苏带来的行业扩容红利。同时, 在名酒企全国化加速渗透的潮流中公司并未故步自封, 伊力王收回自营后公司加大对 C 端触及, 逐渐补足营销短板。此外, 品牌运营公司主攻疆外扩展, 电商公司主攻线上品牌渗透, 多维共进宣传“英雄本色”, 增长潜力充足。

我们预计公司 2023-2025 年营收分别同增 54.8%/19.2%/17.2%, 对应营收分别为 25.12/29.95/35.10 亿元; 预计归母净利分别同增 139.0%/30.1%/23.5%, 对应归母净利分别为 3.95/5.14/6.35 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 31.0X/23.8X/19.3X。结合可比公司估值及公司历史估值, 考虑到公司潜在业绩高弹性&高成长性的潜力, 给予公司 24 年 27 倍 PE, 对应目标价 29.42 元, 首次覆盖给予“增持”评级。



图表47: 公司及可比标的盈利预测

公司名称	EPS (元/股)					YOY (%)				PE		
	21A	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
古井贡酒	4.35	5.95	8.01	10.38	13.34	37%	35%	30%	29%	33.7	26.0	20.2
酒鬼酒	2.75	3.23	3.32	4.35	5.52	17%	3%	31%	27%	31.9	24.4	19.2
老白干酒	0.43	0.77	0.81	1.10	1.45	78%	5%	35%	32%	34.6	25.6	19.4
金徽酒	0.64	0.55	0.79	1.01	1.27	-14%	43%	28%	26%	34.0	26.6	21.1
平均										33.5	25.6	20.0
伊力特	0.66	0.35	0.84	1.09	1.35	-47%	139%	30%	23%	31.0	23.8	19.3

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023 年 8 月 4 日, 老白干酒 EPS 为 Wind 一致预期)

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期。白酒消费与宏观景气度具备正相关性, 若宏观经济或疆内经济恢复不及预期, 将影响区域内商务等用酒需求。
- 疆内竞争加剧风险。全国性名酒日益加大对疆内市场关注, 若疆内竞争加剧会影响公司费用策略及疆内产品投放规划。
- 管理层变动风险。公司高管到龄退休或阶段性影响公司战略规划。
- 可转债转股风险。公司于 2019 年 3 月 15 日公开发行为 876 万张可转换公司债券, 自 2019 年 9 月 23 日起可转股, 截至 2023 年 6 月 30 日, 尚未转股的转债金额约人民币 2.43 亿元, 当前转股价格为 15.59 元/股。
- 政策风险。市场对于政策层面的预期会影响白酒板块的估值溢价, 若消费税负增加亦会影响公司的盈利水平。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,802	1,938	1,623	2,512	2,995	3,510
增长率		7.5%	-16.2%	54.8%	19.2%	17.2%
主营业务成本	-926	-941	-843	-1,155	-1,321	-1,508
%销售收入	51.4%	48.6%	52.0%	46.0%	44.1%	43.0%
毛利	876	997	780	1,357	1,674	2,002
%销售收入	48.6%	51.4%	48.0%	54.0%	55.9%	57.0%
营业税金及附加	-273	-320	-270	-397	-464	-537
%销售收入	15.1%	16.5%	16.6%	15.8%	15.5%	15.3%
销售费用	-129	-156	-197	-276	-329	-386
%销售收入	7.1%	8.0%	12.2%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-32	-50	-74	-105	-126	-147
%销售收入	1.8%	2.6%	4.6%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-16	-19	-16	-25	-29	-34
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	426	453	222	554	725	898
%销售收入	23.7%	23.4%	13.7%	22.1%	24.2%	25.6%
财务费用	16	6	1	5	3	3
%销售收入	-0.9%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	10	-7	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	8	1	1	2	2
%税前利润	2.0%	1.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	465	464	239	568	738	911
营业利润率	25.8%	23.9%	14.7%	22.6%	24.7%	26.0%
营业外收支	-1	-5	2	0	0	0
税前利润	464	459	241	568	738	911
利润率	25.7%	23.7%	14.8%	22.6%	24.7%	26.0%
所得税	-123	-138	-71	-168	-218	-269
所得税率	26.5%	30.0%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
净利润	341	321	170	400	520	642
少数股东损益	-1	9	4	5	6	7
归属于母公司的净利润	342	313	165	395	514	635
净利率	19.0%	16.1%	10.2%	15.7%	17.2%	18.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	341	321	170	400	520	642
少数股东损益	-1	9	4	5	6	7
非现金支出	29	80	118	109	118	127
非经营收益	-14	-6	-7	5	5	4
营运资金变动	-79	-295	-430	-157	-190	-223
经营活动现金净流	276	100	-150	358	453	550
资本开支	-457	-129	-133	-190	-190	-190
投资	-200	0	200	0	0	0
其他	0	6	23	1	2	2
投资活动现金净流	-657	-123	90	-188	-188	-188
股权募资	2	0	0	-49	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-200	-196	-237	-246	-317	-390
筹资活动现金净流	-198	-196	-237	-295	-317	-390
现金净流量	-578	-220	-296	-125	-52	-27

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,247	1,027	731	605	553	526
应收款项	143	160	135	129	150	171
存货	872	1,361	1,661	2,088	2,425	2,809
其他流动资产	99	334	66	66	76	87
流动资产	2,361	2,882	2,593	2,888	3,205	3,593
%总资产	52.6%	58.3%	55.3%	57.0%	58.8%	60.8%
长期投资	419	201	215	215	215	215
固定资产	1,588	1,732	1,764	1,838	1,903	1,959
%总资产	35.4%	35.1%	37.6%	36.3%	34.9%	33.2%
无形资产	101	104	93	99	106	113
非流动资产	2,127	2,060	2,093	2,175	2,249	2,315
%总资产	47.4%	41.7%	44.7%	43.0%	41.2%	39.2%
资产总计	4,488	4,942	4,686	5,064	5,454	5,908
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	219	528	367	490	561	641
其他流动负债	401	404	366	508	615	728
流动负债	620	933	733	997	1,176	1,369
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	268	202	200	200	200	200
负债	887	1,135	933	1,197	1,376	1,569
普通股股东权益	3,487	3,688	3,667	3,776	3,982	4,236
其中：股本	468	472	472	472	472	472
未分配利润	1,805	1,891	1,836	1,994	2,200	2,454
少数股东权益	113	118	85	90	96	103
负债股东权益合计	4,488	4,942	4,686	5,064	5,454	5,908

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.731	0.663	0.351	0.838	1.090	1.346
每股净资产	7.457	7.815	7.770	8.001	8.437	8.975
每股经营现金净流	0.591	0.212	-0.317	0.759	0.961	1.166
每股股利	0.405	0.410	0.410	0.503	0.654	0.807
回报率						
净资产收益率	9.80%	8.48%	4.51%	10.47%	12.92%	14.99%
总资产收益率	7.62%	6.33%	3.53%	7.81%	9.43%	10.75%
投入资本收益率	8.12%	7.93%	3.97%	9.62%	11.97%	13.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-21.71%	7.53%	-16.24%	54.75%	19.24%	17.20%
EBIT增长率	-28.41%	6.20%	-50.93%	149.36%	30.85%	23.79%
净利润增长率	-23.48%	-8.53%	-47.10%	138.98%	30.09%	23.49%
总资产增长率	1.78%	10.11%	-5.18%	8.06%	7.71%	8.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	2.0	4.4	4.0	3.9	3.8
存货周转天数	320.0	433.1	653.9	660.0	670.0	680.0
应付账款周转天数	74.4	129.6	177.7	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	189.9	324.2	383.6	254.3	217.5	188.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.49%	-21.98%	-14.39%	-10.73%	-8.90%	-7.73%
EBIT利息保障倍数	-26.9	-72.5	-231.3	-105.5	-212.2	-345.6
资产负债率	19.77%	22.97%	19.92%	23.64%	25.23%	26.55%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究