

搭乘新疆经济快车，聚焦渠道+产品改革

2022年05月09日

► **摘要：**公司短期有望受益于疆内消费场景修复，中期有望受益于疆内经济发展，并积极开拓疆外市场，次高端价位伊力王实现自营，有望带动产品结构持续升级，公司同时强化营销组织改革，单独成立伊力王事业部，渠道实现向经销商+自营+线上”的模式转变。

► **深耕疆内，有望充分受益于疆内场景复苏+经济发展。**公司作为新疆龙头白酒企业，深耕疆内、市场份额超过40%。自治区党委书记马兴瑞2021年末上任以来，新疆经济迎来高质量发展战略机遇期，看短期，疆内疫情管控政策边际宽松、精准防控，人货流动逐步常态化，有助白酒餐饮、宴席等消费场景显著修复；看中期，新领导班子定调积极推动疆内经济建设，由“维稳”转向“发展”，提出深入开展“文化润疆”工程，大力实施“旅游兴疆”战略，2022年力争接待游客2.5亿人次，“十四五”末力争接待游客4亿人次，并计划适度超前开展基础设施投资，多举措推动经济发展有助带动疆内次高端价位商务消费量及大众价位消费升级。

► **疆外总经销+品牌运营公司模式，紧抓援疆干部人群引领。**公司积极布局疆外市场，浙江总经销方面，受多名酒事业部运作、市场精力有所分散影响，近年浙江商源包销收入有所回落，随着公司重新强化与浙江商源合作，公司有望通过产品品牌形象提升和销售量恢复性增长扩展浙江市场；公司通过品牌运营公司布局江苏、河南、山东等市场，以援疆干部为切入点，以伊力王为主力产品，重点打造江苏样板市场，通过援疆人才资源带动与公司内部规划布局相协同开拓疆外市场，以官员回乡消费影响力拉动伊力特出疆行动；此外，公司依托地缘优势，积极布局甘肃、陕西。

► **推进渠道营销组织改革，自营布局次高端价位伊力王。**疆内地广人稀的区域特点，故公司在疆内以包销模式为主，经销商队伍稳定。2016年陈智董事长上任后，为解决公司传统包销模式对经销商依赖度高的问题，公司深入推进渠道模式改革，设立品牌运营公司，对次高端价位系列产品伊力一号窖进行自营直销，对其余包销产品进行价格指导，实现由包销向“经销商+自营+线上”的模式转变，于2021年7月收回次高端价位产品伊力王酒包销权，成立伊力王事业部独立运作，目前伊力王疆内已完成每个州地级代理招募，以团购渠道为主，配合疆内广告投入，有望受益于疆内经济发展、消费升级带动的次高端价位扩容，预计伊力王将于2022年下半年进入省外市场，匹配销售团队和品牌运营中心；核心单品伊力小老窖由原本伊犁糖酒公司独家包销运营调整为伊犁糖酒+品牌运营中心+电商部的销售模式，其余核心单品如伊力老窖、伊力特曲（浙江商源）等仍为合作包销制，通过产品升级有望实现稳步增长；此外公司顺应线上发展趋势，2020年7月布局电商公司，核心人员参股并引入业绩对赌强化团队积极性，21年电商公司收入1.08亿元。

► **投资建议：**我们预计公司22-24年归母净利润分别为3.75、4.81、5.76亿元，同比增长20.0%、28.2%、19.8%；EPS分别为0.80元、1.02元、1.22元，当前股价对应PE为29、23、19倍。公司有望受益于疆内经济建设由“维稳”转向“发展”，带动疆内消费升级，积极布局江苏、山东等疆外市场，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复影响消费及物流；产品结构升级不及预期；疆外扩展进程不畅等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1938	2381	2828	3263
增长率（%）	7.5	22.9	18.8	15.4
归属母公司股东净利润（百万元）	313	375	481	576
增长率（%）	-8.5	20.0	28.2	19.8
每股收益（元）	0.66	0.80	1.02	1.22
PE	35	29	23	19
PB	2.9	2.6	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年5月6日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

23.19元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：姚启璠

执业证号：S0100522040001

电话：021-80508452

邮箱：yaoqifan@mszq.com

目录

1 历史沿革：传承名酒基因，创新管理机制	3
1.1 新疆浓香名酒龙头，传承兵团红色基因	3
1.2 多元产品矩阵定位，持续转型优化布局	4
1.3 股权结构稳定，管理层经验丰富	5
1.4 营收疫情后有所复苏，盈利能力持续向好	7
2 区域拓展：疆内深耕，疆外扩张	8
2.1 疆内：依托经济复苏，稳居地产酒龙头	8
2.2 疆外：多维规划疆外扩展，着力调整线上运营	16
3 营销改革：伊力老窖升级，伊力王发力直营	18
3.1 产品升级：结构优化，聚焦单品	18
3.2 渠道模式：回收渠道，营销发力	22
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	26
4.3 投资建议	26
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

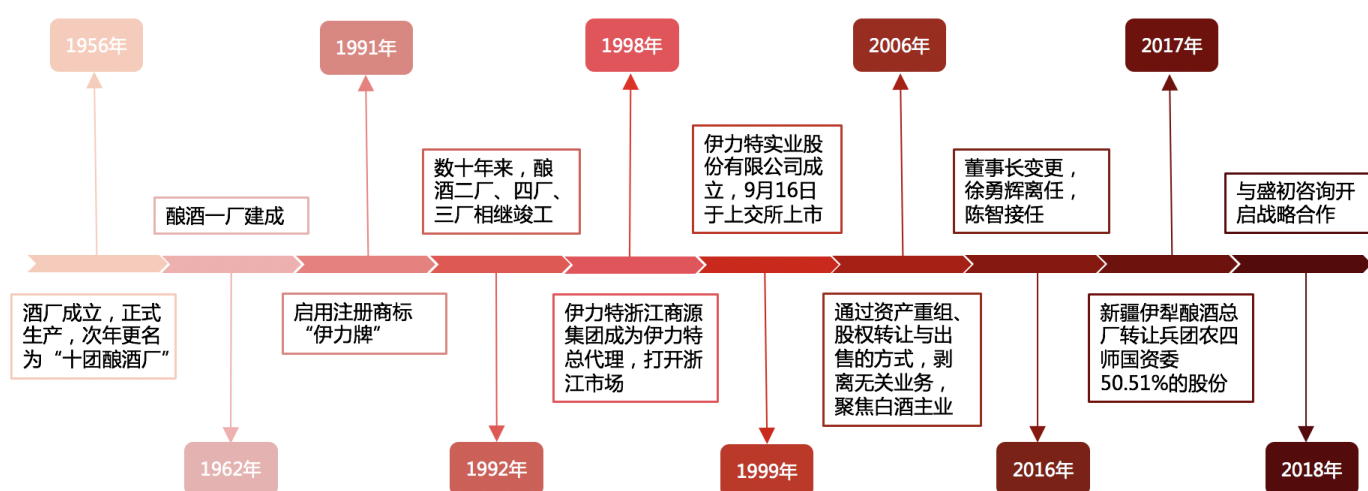
1 历史沿革：传承名酒基因，创新管理机制

1.1 新疆浓香名酒龙头，传承兵团红色基因

品牌历史悠久，资源得天独厚。公司位于“塞外江南”伊犁哈萨克自治州新源县肖尔布拉克境内，产品采用天山雪水、伊犁河谷优质原粮高粱、小麦、大米、玉米和豌豆，经陈年老窖发酵，长年陈酿，精心调制而成，以“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、诸味谐调、酒味全面”的独特风格闻名疆内外，被誉为“新疆第一酒”、“新疆茅台”，是新疆白酒中唯一集中国驰名商标、纯粮标识认证于一身的白酒龙头品牌。

历经多次改制扩能，聚焦主业再启程。公司前身为新疆伊犁酿酒总厂，始建于1956年，隶属于十团农场。1962-1999年，公司屡次扩建产能，实现多元发展，同时凭借军垦情结及经典电影《英雄本色》着力品牌宣传，奠定了新疆第一品牌的地位。1994年，徐勇辉出任厂长。通过在企业内部推行《企业改革实施管理办法》，以及产业结构调整、全面质量管理等方式，形成了权威、精干、高效的运营机制，伊力特生产经营由此走上高速发展的快车道。“英雄本色——伊力特”宣传语深入人心，1998年，伊力特在疆内的市占率约四分之一，稳居新疆市场份额首位。1999年7月公司改制上市，成为白酒行业第八家上市公司。2006年之后，逐步剥离非核心的房地产开发、建材、煤化工等业务，聚焦白酒主业布局。2016年董事长陈智先生履新，成立了两家渠道子公司分管渠道营销业务，以求扩展市场占有率达到规模效益最大化。

图1：公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 多元产品矩阵定位，持续转型优化布局

产品结构错位分布，全价位段多元覆盖。公司主营业务为白酒，共有六大核心系列，分价位看，覆盖高、中、低三档；分系列看，高档包括伊力王酒、伊力壹号窖、伊力老窖，中档包括伊力老陈酒、伊力特曲，低档包括伊力大曲共六大系列，营收占比最大的核心产品系列为老窖系列和伊力王酒系列。公司按区域及价格带细分消费者，针对现有品牌，聚焦主线产品，推行覆盖全价位段的聚焦大单品策略。

差异化产品定位，针对性优化布局。白酒的核心属性是社交，高档酒主要用以礼赠、政务商务宴请、高档宴会，中档酒用于普通档次宴会聚饮，低档酒通常以自饮为主。公司各价位带产品错位布局，满足了各收入层次的白酒消费者和不同场景的消费需求。在行业消费升级趋势下，公司持续聚焦大单品，削减中低档产品 SKU，同时在 2018 年推出次高端自营战略单品壹号窖系列，布局白酒行业成长赛道，步入打造明星单品、全国化战略转型之路。

表 1：伊力特产品矩阵定位清晰，价格档次错位分布

产品档次	产品系列	产品及规格	产品价格	产品形象
高档酒	伊力王酒	黄王 45 度 500mL	798 元	
		蓝王 52 度 500mL	538 元	
		红王 50 度 500mL	518 元	
	伊力壹号窖	和谐版 52 度 500mL	999 元	
		伊力壹号窖（20）	587 元	
		伊力壹号窖（15）	398 元	
		伊力壹号窖（10）	288 元	
	伊力老窖	小酒海 46 度 250mL	188 元	

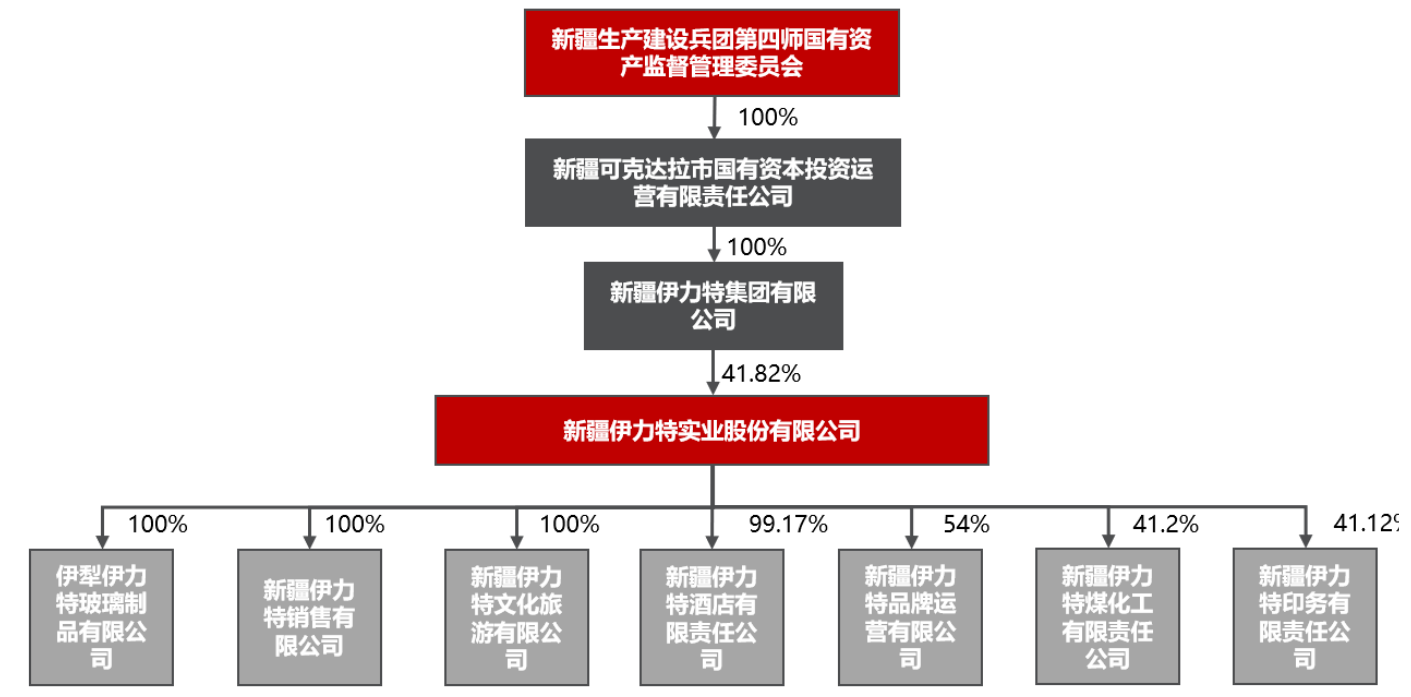
		十年精酿 50 度 480mL	147 元	
		大老窖 52 度 500mL	128 元	
		小老窖 46 度 250mL	68 元	
中档酒	伊力老陈酒	十年陈酿 52 度 500mL	117 元	
	伊力特曲	十年精制 52 度 500mL	60 元	
		中度特 43 度 500mL	48 元	
		蓝花瓷 50 度 500mL	75 元	
		领航者 50 度 500mL	128 元	
低档酒	伊力大曲	伊力大曲 50 度 500mL	30 元	

资料来源：伊力特京东旗舰店，民生证券研究院

1.3 股权结构稳定，管理层经验丰富

股权结构稳定利于决策，兵团国资委背书赋能资源。2017 年 5 月，伊力特披露间接控股股东伊力特集团将无偿受让控股股东新疆伊犁酿酒总厂所持公司全部股份，实际控制人仍为新疆生产建设兵团农业第四师国资委，拥有公司 50.5% 的股份（含 6.8% 债转股质押）。公司是第四师旗下唯一的主板上市公司，兵团第四师国资委为公司提供品质背书及渠道资源赋能。目前公司第一大股东新疆伊力特集团直接持股 41.8%，股权集中、控制权清晰，有利于公司制定决策和执行计划。

图 2：伊力特股权结构（截至 2021 年报）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司核心管理团队经验丰富，新董事长推进管理改革。公司现任董事长陈智先生于 2016 年接任，其履历丰富，管理能力较强，曾将伊帕尔汗发展成为中国最大的薰衣草产品制造企业和中国香料行业首家新三板上市公司。陈智总上任以后,从战略、营销、人员等方面层层推进改革，营销模式从单一的品牌买断经营模式转变为经销商+直销+线上销售相结合的模式。公司董事会、监事会及高层管理团队年富力强，不断创新管理机制，吸引一批年轻优秀人才迅速成为企业管理层的中坚力量。

表 2：伊力特管理层经验丰富

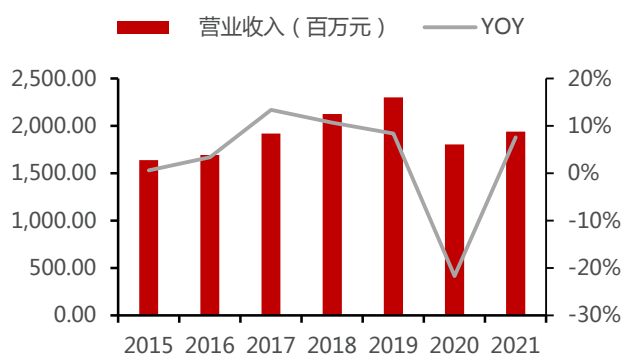
姓名	职务	年龄	履历
陈智	董事长、党委书记	56	1985-2000 年就职于农四师拜什墩农场；2000-2013 年曾任恒信贸易总经理、董事长；2005-2014 年，担任伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理；目前担任伊力特董事长、党委书记
陈双英	董事、总经理	57	曾任伊力特董事长助理兼生产设备部部长，现任总经理
刘新宇	董事、副总经理	58	高级工程师，国家级白酒评委，现任伊力特副总
君洁	董事会秘书	45	近五年担任新疆伊力特实业股份有限公司董事会秘书，参股公司金石期货董事，新疆天山农商银行独立董事
李超	副总经理	58	曾任新疆伊力特集团有限公司副总经理，兼任伊力特玻璃制品有限公司董事长，现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理
卢扬	副总经理	52	曾任曾任第四师 72 团党委委员、副团长，现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理
李强	总工程师	51	曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒一厂厂长，现任新疆伊力特实业股份有限公司总工程师

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 营收疫情后有所复苏，盈利能力持续向好

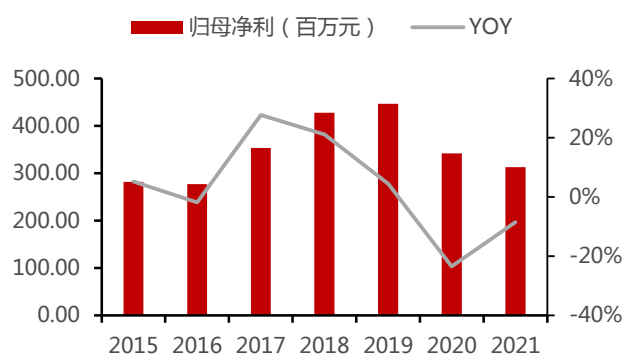
公司规模稳步增长，有望改善疫情冲击。凭借疆内品牌优势和渠道地位，近年来公司消费升级强劲，不断聚焦中高端白酒，优化价格体系，发力营销体系变革，2019 年营收超 23 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 8.9%；归母净利润 4.5 亿元，2015-2019 年 CAGR12.2%。2020 年由于疆内疫情反复，终端消费场景受到冲击，2021 年疆内白酒动销情况有所好转，公司实现营收 19.4 亿元，同增 7.5%；归母净利润 3.1 亿元，同降 8.5%。但由于公司广告费用投入以及薪酬费用增长，各项费用有所上行，致使业绩出现一定下滑。

图 3：2015-2021 年营业收入及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

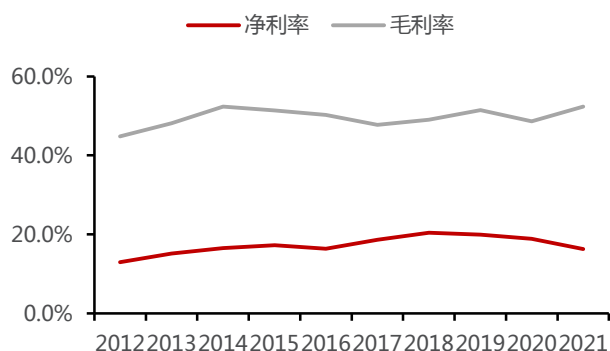
图 4：2015-2021 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

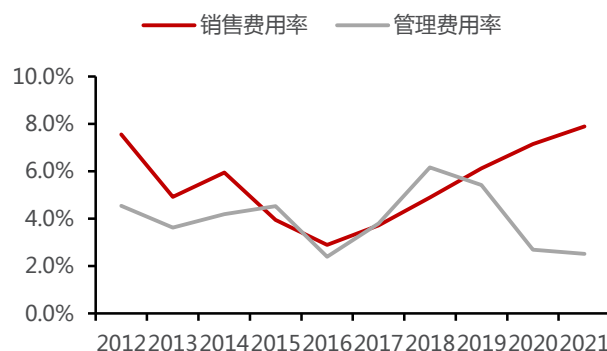
利润率较为稳健，具备成长空间。公司近年毛利率与净利率分别维持在 50%、18% 左右。公司产品结构不断升级，受益于产品提价政策，17-19 年毛利率不断提升至 51.5%，20 年疫情影响导致毛利率有一定下滑，21 年受益于高端酒占比提升，毛利率回升至 52.3%。同时，公司不断发力渠道投放及品宣营销，加大广告投放、促销费用及销售费用率持续提高。横向对比其他地方性龙头酒企，未来伴随高档酒持续放量及产品定价提升，公司整体毛利率仍具备成长空间。

图 5：2012-2021 年净利率、毛利率

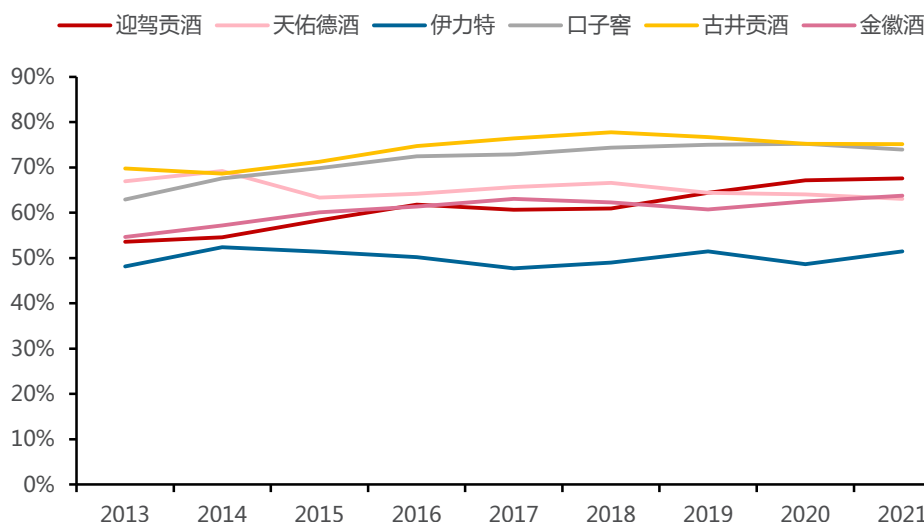


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2012-2021 年销售/管理费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：对标地方龙头酒企，伊力特毛利率处于较低水平


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 区域拓展：疆内深耕，疆外扩张

2.1 疆内：依托经济复苏，稳居地产酒龙头

公司立志在大本营市场新疆做强，加速其泛全国化进程。通过疆内巩固，疆外开拓及线上运营三大方向实现区域扩展。

2.1.1 疆内经济发展复苏，社会格局稳定向好

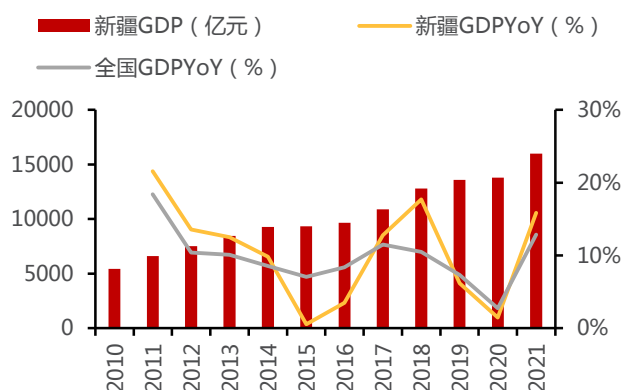
区域宏观经济稳步增长，增速高于全国平均水平。新疆维吾尔自治区位于我国西北边陲，外接蒙古、俄罗斯等 8 国，地广人稀，经济体量较小。近十余年新疆宏观经济发展经历了三大阶段：

(1) 经济快速发展阶段 (2010-2014 年): 2010 年 5 月, 第一次中央新疆工作座谈会召开并提出“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”, 规划 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平, 城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平, 基础设施条件明显改善, 自我发展能力明显提高。在此阶段, 新疆地区 GDP、信贷及固定资产投资增速均超过全国水平, 经济发展持续向好。

(2) 维护社会稳定阶段 (2014-2017 年): 由于 2013-2014 年新疆曾发生暴力恐怖事件, 新疆调整发展目标, 以社会稳定为主。2014 年 5 月第二次中央新疆工作会议召开, 习近平强调“社会稳定和长治久安是新疆工作的总目标”, 严厉打击暴力恐怖活动成为新疆地区发展总基调, 疆内 GDP 及固定资产投资等增速有所放缓, 整体消费水平升级缓慢。

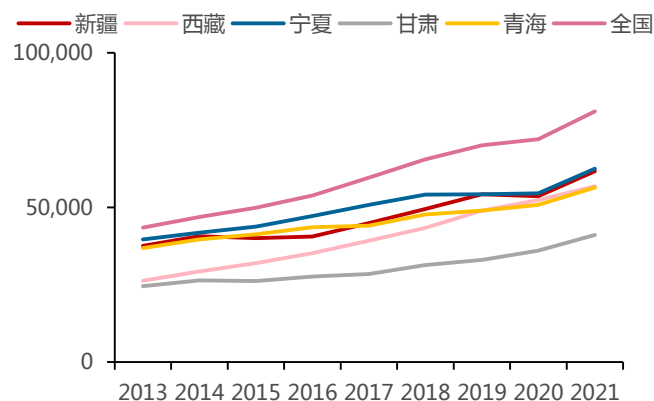
(3) 经济发展复苏阶段 (2017 年至今): 2017 年 11 月国家发改委批复新疆开展丝绸之路经济带核心区创新驱动发展试验, 优化新疆区域开放格局, 支撑丝绸之路经济带核心区建设, 同时陆续出台国企改革文件, 带动各项措施落地见效, 经营效益明显提高。政治治安环境逐渐稳定叠加交通快速发展为新疆经济发展奠定了良好基础, 2017-2021 年新疆生产总值 CAGR 为 10.1%, 高于全国同期 8.3%, “一带一路”倡议下新疆步入了经济发展快车道。

图 8 : 新疆 GDP 近年来不断提升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 9 : 西北五省及全国人均 GDP 对比 (万元/人)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

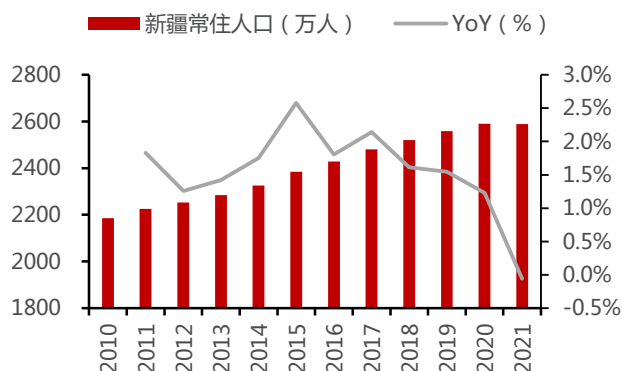
表 3：新疆发展政策变化情况

时间	官方政策
2010 年 5 月	第一次中央新疆工作座谈会提出“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”，对推进新疆跨越式发展和长治久安作出了战略部署
2014 年 5 月	第二次中央新疆工作会议，习近平强调，“ 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”
2017 年 11 月	国家发改委批复新疆开展 丝绸之路经济带核心区 创新驱动发展试验
2018 年 6 月	新疆生产建设兵团申请中央财政资金近 164 亿元， 实施社保兜底惠民实事 ，对职工及居民基本医疗保险、企业职工基本养老保险以及职工社会保险缴费进行补助
2019 年 12 月	国务院办公厅新疆稳定发展有关情况发布会上，新疆维吾尔自治区党委副书记、自治区主席雪克来提·扎克尔介绍“ 社会治安状况明显好转 ，各族人民安居乐业，获得感、幸福感、安全感显著增强”
2020 年 1 月	新疆兵团财政局、新疆兵团住房和城乡建设局联合下达新疆兵团 2019 年中央财政 城市棚户区改造 专项资金 6179 万元
2020 年 5 月	中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，提出 支持新疆加快丝绸之路经济带核心区建设，形成西向交通枢纽和商贸物流、文化科教、医疗服务中心
2020 年 9 月	第三次中央新疆工作会议指出推进丝绸之路经济带核心区建设为驱动，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， 统筹疫情防控和经济社会发展

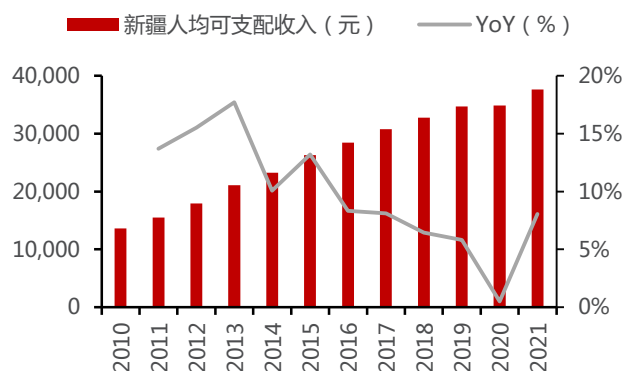
资料来源：百度百科、央视网、新浪新闻、政府官网，民生证券研究院

发力人才引进政策，保持人口稳定增长。近年来，新疆各地市政府及生产建设兵团释放一系列政策红利，加大人才引进力度，通过完善人才发展机制，鼓励引导疆外优秀人才到新疆创业。在收入政策倾斜及津贴保障环境下，近年来新疆人口保持稳定增长，人口净流入位居全国前列，人口增速高于全国平均水平，刺激了新疆地区的经济发展，为白酒消费扩容奠定了基础。

人均可支配收入提升推动大众消费升级。新疆社会局面稳定，经济发展进入快车道，近年来城镇居民人均可支配收入增速保持较高水平。新疆城镇居民近十年人均可支配收入年均增长 9.3%，居民收入持续增加、消费能力增强，推动消费者高品质生活诉求不断提升，从而加速了新疆区域白酒消费升级。

图 10：新疆常住人口保持正增长


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 11：新疆人均可支配收入逐年提升


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

经济发展水平、人均可支配收入水平与白酒消费水平呈正相关。随着新疆经济快速稳定发展，宏观经济环境整体向好，白酒主流价格带分布从低端、中端不断提升。预计未来疆内白酒行业价格带会随着消费升级而逐渐提升，白酒市场有望进一步扩容；在消费升级与政策驱动下，次高端将成为新疆白酒未来的主要增长点。

“一带一路”倡议带来商务消费扩容机遇。新疆接壤俄罗斯、哈萨克斯坦、印度等 8 国，处于丝绸之路经济带的核心支点和关键通道。《丝绸之路经济带核心区建设发展报告（2018 年）》确立了新疆交通枢纽中心、商贸物流中心、医疗服务中心、区域金融中心等战略地位，我们预计未来会有更多增量资金和人口涌入，商务谈判、宴请场景增加，居民收入水平随之提高，从而带动新疆白酒消费市场的扩容。

图 12：“一带一路”主要途径国家与地区



资料来源：搜狐新闻，民生证券研究院

高质量经济发展，常态化疫情防控。自治区党委书记马兴瑞 2021 年末上任以来，新疆经济迎来了高质量发展的重要战略机遇时期。新领导班子带领下，新疆政府工作重心正式实现由维稳向发展经济转变，提出深入开展“文化润疆”工程，大力实施“旅游兴疆”战略，力争“十四五”末接待境内外旅游人数达 4 亿人，为白酒消费提供保障。现阶段疫情防控政策更科学化、人性化，餐饮宴席等白酒消费场景相较过去两年有所复苏，带动白酒消费价格带升级。公司作为“新疆第一酒”，将不断受益于疆内的经济恢复与文旅发展。

表 4：2020 年-2022 年新疆开门红时期及目前防疫政策变化

2020 年春节	2021 年春节	2022 年春节	目前
境外来疆返疆的中国公民或外国公民，须 自费集中隔离 14 天 ；非低风险地区人员入疆需 集中隔离 14 天	中高风险地区旅居史人员非必要不来疆，确需来疆的，需分别居家+ 集中隔离 14 天 。低风险地区人员凭畅行码、健康码绿码可正常通行。节日期间减少外出， 建议原地居家过年 ，不去疫情严重的国家和国内中高风险地区，做好充分个人防护，合理安排出行	高风险地区旅居史人员实施“集中隔离 14 天”；中风险地区旅居史人员实施“居家隔离 14 天” ；本土阳性个案所在省的其他地级市旅居史人员实施 48 小时核酸、健康码绿码即可入乌；对阳性个案所在县非密接及伴随人员实施 48 小时核酸、健康码绿码和居家健康监测 7 天；低风险地区旅居史人员凭健康码绿码，测温后有序通行	实施精细化管控，防止一刀切 。铁路、公路、机场关口对所有入乌人员核验 48 小时核酸检测阴性报告+落地核酸+测温+绿码；疆外无疫情地区旅居史人员，落实 6 天居家健康监测 （旅居史人员原则不出门）+3 次核酸检测。 无中高风险地区旅居史人员落地核酸无异常后纳入常态化核酸检测 ；对 中高风险地区及疫情报告地区旅居史人员经核 查研判，采取一地一策

资料来源：中国政府网，新华社，民生证券研究院

适度超前开展基础设施投资，固定资产投资增位居全国前列。政府工作报告指出 2022 年新疆实施扩大内需战略，着力扩大投资、促进消费。通过保障重点项目资金来源，推进水利、交通、能源、产业、民生各重点项目的开工、续建以及储备。21 年新疆固定资产投资增速达 15%，位居全国各省份第二，22 年经济社会发展的固定资产投资预期目标增速达 10%以上，仍将保持较快增长。此外，疆内未来不断加快推进综合立体交通建设，扎实开展国家首批交通强国建设试点，推动经济发展，利于带动疆内白酒商务消费量及大众价位消费升级。

表 5：2022 年新疆重点项目计划情况

类别	总投资额	年度计划投资额	续建项目数量	新建项目数量	储备项目数量
水利项目	1964 亿元	171 亿元	12	4	15
交通项目	4204 亿元	619 亿元	41	20	22
能源项目	7501 亿元	989 亿元	31	14	23
产业项目	4804 亿元	240 亿元	29	21	36
民生项目	3298 亿元	707 亿元	36	18	25

资料来源：新疆发改委，民生证券研究院

图 13：新疆 2021 年固投增速领先达 15%，位于全国第二



资料来源：各省政府官网，民生证券研究院

表 6：2022 年新疆预估交通领域投资增速领先于其他西北省份及白酒大省（单位：亿元）

省份	22 预计总投资	21 实际总投资	22 年预计增速	统计口径
新疆	800	691	16%	交通固定资产投资
内蒙古	330	290	14%	公路、水路
青海	-	241	-	交通固定资产投资
陕西	-	585	-	综合交通建设投资
宁夏	130	146	-11%	公路水路固定资产投资
甘肃	1,000	985	2%	交通运输固定资产投资
浙江	3,400	3,400	0%	综合交通建设投资
山东	2,700	2,655	2%	交通固定资产投资
江苏	1,809	1,780	2%	交通建设投资
安徽	1,000	945	6%	交通固定资产投资
河南	1,200	1,169	3%	公路、水路
四川	1,500	2,158	-30%	公路、水路
山西	800	715	12%	公路、水路

资料来源：各省交通厅、人民网、腾讯网等，民生证券研究院

2.1.2 把握地理区位优势，稳居疆内白酒龙头

稳居疆内白酒龙头，卡位中高档价格带。新疆深居内陆，地广人稀，民风淳厚，冬季漫长，消费者偏好浓香型高度数白酒。疆内主流地产酒品牌集中分布在经济较为发达的北疆地区，包括伊力特、肖尔布拉克、古城等。受限于经济发展水平、人口规模及少数民族不饮酒习俗，新疆白酒市场容量规模约 40-50 亿，主流消费价格带在百元左右。近两年由于疫情反复对白酒消费场景的影响，市场容量存在波动。受益于疆内白酒消费升级、消费场景逐步恢复、疆内商务活动随经济发展增加，未来白酒市场规模有望扩容。

图 14：新疆地产酒区位分布情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

疆内主流白酒品牌为伊力特、古城、肖尔布拉克、三台。省内 40-80 元口粮酒大众消费者最多，规模最大；百元以上多为商务宴请消费用酒。伊力特运营多年并稳居疆内白酒龙头，2019 年疆内营收超 17 亿元，市占率约 30-40%，其产品卡位中高档腰部价格带，有望持续受益于白酒消费升级。

表 7：新疆区域地产酒龙头企业发展情况对比

品牌	伊力特	古城	肖尔布拉克	三台
主要产品	伊力王酒、伊力老窖、伊力特曲等	古城淡雅清风、古城淡雅玉露、新疆第一窖、老窖 1988、古城大曲	酱香型疆茅系列和丝绸古路系列	清香型“北庭”系列、浓香型“老窖”系列
价格定位	100-300 元腰部市场	40-80 元大众消费和 100-200 元商务消费为主	占位高端白酒市场	100-300 元中高端
主要市场	新疆、江苏、浙江、河南、陕西等地	实施“125 工程”，以奇台为大本营市场，打造样板；2 个疆内重点市场：乌鲁木齐省会市场和昌吉重点市场；5 个疆外扩展市场，以广东、海南、浙江、山东、河南	新疆、陕西	新疆，厦门、上海、广州、甘肃
品牌宣传	“英雄本色—伊力特”	“新疆有好酒，古城第一窖”	“人亦有品，藏亦有道”	“酿真“蒸”的好酒，献给最懂酒的人”
品牌战略	聚焦中高档产品，立足疆内渠道下沉、加大疆外招商	聚焦单品，古城酒业一次性砍掉近 50% 条码，主要是 2017 年销售额不足 50 万元的产品	聚焦高端白酒	强化白酒主业

资料来源：酒业家，公司年报，民生证券研究院

除地产酒之外，省外白酒品牌在疆内也有所布局。低端酒市场的域外竞争对手为二锅头，高端酒市场竞争对手主要是茅台、五粮液。由于特殊地理位置与高昂运输成本，省外全国化名酒企业难以在疆内形成规模化优势，目前疆内次高端与中高端价格带市场尚处于竞争蓝海，利于公司在新疆大本营市场培育出伊力老窖、伊力王大单品，不断优化其产品结构。

表 8：新疆白酒市场各价格带主流产品

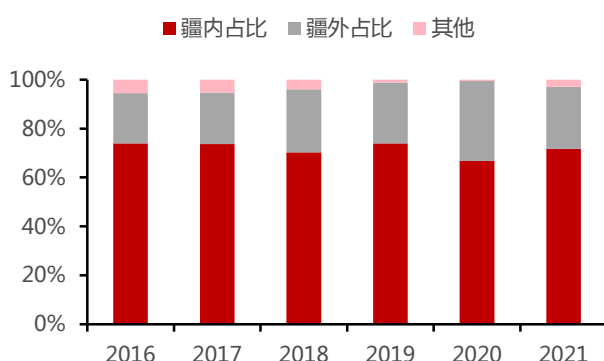
价格带	品牌区域	代表产品
500 元以上	地产品牌	伊力王酒系列
	疆外品牌	飞天茅台、五粮液、国窖 1573
300-500 元	地产品牌	伊力壹号窖 15/20
	疆外品牌	洋河梦 3、天之蓝
100-300 元	地产品牌	伊力老窖系列、伊力壹号窖 10、肖尔布拉克
	疆外品牌	海之蓝、五粮春、茅台迎宾
50-100 元	地产品牌	伊力老陈酒、伊力特曲、白杨老窖、新疆第一窖、古城、肖尔布拉克
	疆外品牌	双沟系列
50 元以下	地产品牌	伊力大曲系列、三台老窖、肖尔布拉克
	疆外品牌	牛栏山陈酿/典藏系列，经典/蓝瓶红星二锅头

资料来源：乐酒圈，民生证券研究院

2.2 疆外：多维规划疆外扩展，着力调整线上运营

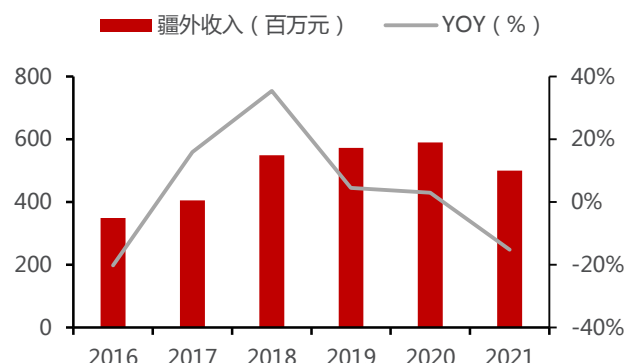
探索疆外扩张，加速泛全国化进程。公司 2021 年疆内白酒营收占比为 71.72%，疆内仍是公司营收的核心来源，近年来公司加快了省外扩张的步伐，2021 年疆外白酒营收占比 25.34%，16-21 年占比提升 4.71pct，近 6 年营收 CAGR 7.44%，增速存在波动性。由于公司发展前期疆外品牌影响力不足，渠道管理投入缺失，主流中高价位产品在疆外市场相对属于红海竞争。18 年公司开始着力投入疆外扩张，持续通过合作当地大商进驻浙江市场，随后开拓河南、陕西等省份。近年来公司转变扩张思路，由依赖大商模式转变为注重小商培育和渠道深耕模式，进行渠道下沉扁平化招商，通过品鉴会、门头建设等方式精细化培育疆外市场。未来公司有望通过援疆干部资源和地缘优势两条路径实现疆外市场拓展，摆脱疆内白酒消费规模局限性。

图 15：2016-2021 年疆外收入占比贡献有所提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：2016-2021 年疆外收入增速维持正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

浙江市场：把握消费认知，重塑合作思路。1998 年起，伊力特酒厂与浙江商源集团董事长朱跃明签订了 40 度以下伊力特酒的全国总代理协议，从产品包装、口感、品牌推广到营销策略完全由浙江商业食品饮料批发公司自己决定和操作。公司与大商浙江商源集团保持稳定合作，以包销模式代理伊力老陈酒、伊力特曲。受多名酒事业部运作、市场精力有所分散影响，近年浙江商源包销收入有所回落，随着公司重新强化与浙江商源合作，有望通过产品品牌形象提升和销售量恢复性增长扩展浙江市场。

江苏、河南、山东等市场：以援疆干部为切入点，资源带动布局。近年来，国家为推进新疆跨越式发展及长治久安作出加强推进对口援疆工作战略部署，干部人才援疆是中央新疆工作的重要组成部分，其中江苏对口援建公司所在地伊犁州，先后输送 302 名援疆干部，重视干部人才援疆工作。江苏援疆伊犁共为伊犁州签约招商引资及意向项目 84 个，协议引资 340 多亿元。公司 2022 年计划以援疆干部为切入点，以伊力王为主力产品，重点打造江苏样板市场。通过援疆人才资源带动与公司内部规划布局相协同开拓疆外市场，以官员回乡消费影响力拉动伊力特出疆行动。

图 17：江苏援疆行动促成伊犁招商引资项目落地



资料来源：江苏援疆伊犁公众号，民生证券研究院

图 18：江苏镇江援疆工作组助力伊力特签署共建协议



资料来源：江苏援疆伊犁公众号，民生证券研究院

甘肃、陕西等市场：依托地缘关系，调整产品结构。公司扩展疆外市场计划布局西北地区其余省份如甘肃、陕西等，利用地理交通优势及相似浓香型饮酒习惯差异化打造市场，挖掘白酒消费在西北省份的发展潜力。

3 营销改革：伊力老窖升级，伊力王发力直营

3.1 产品升级：结构优化，聚焦单品

3.1.1 高档产品占比提升，产品结构持续升级

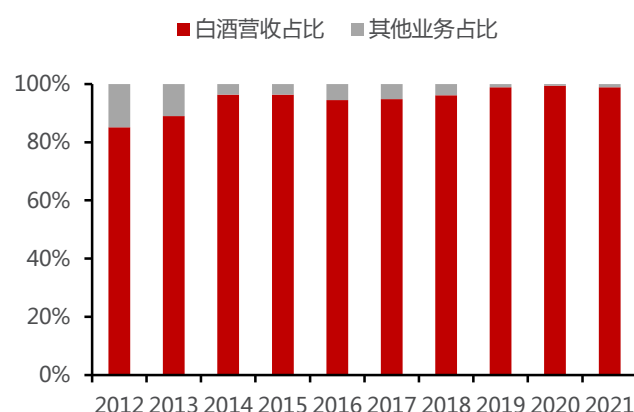
聚焦白酒主业，实现轻装上阵。自 2003 年开始，公司实行多元化发展战略，旗下业务涉及果汁饮料、酒店、物流、煤化工等多个行业，其中部分业务亏损拖累了公司业绩。2013 年以后公司不断剥离非白酒板块的业务，从而聚焦白酒主业。15-19 年公司白酒营收从 15.79 亿元增长至 22.76 亿元，CAGR 为 9.56%，增长较为稳健。2020 年受疫情影响，新疆白酒消费场景受到限制，导致公司白酒营收同比-21.2%。截止 2021 年，公司实现白酒营收 19.16 亿元，同比+6.9%，白酒营收占比从 2012 年的 85.2%提升至 98.9%。

图 19：2012-2021 年白酒营收及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

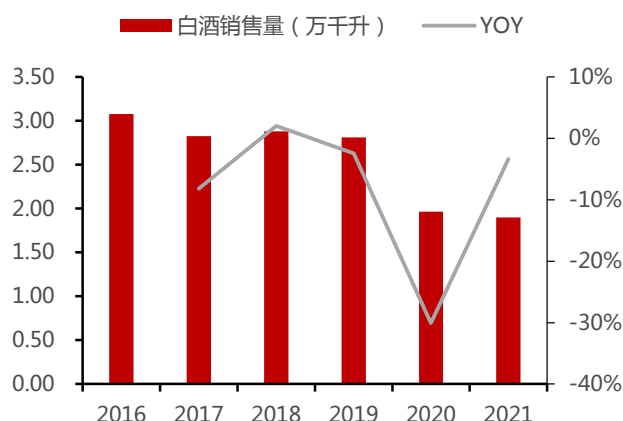
图 20：2012-2021 年白酒营收占比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

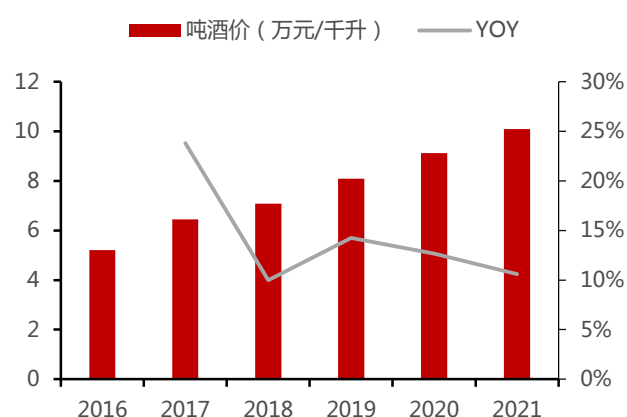
量减价升，产品结构持续上行。从销量来看，公司白酒销售量由 2016 年的 3.1 万千升下降至 2021 年的 1.90 万千升，主要系公司强化品牌定位、不断削减中低档酒的产品种类所致。从价格来看，伴随产品结构不断升级，公司平均吨酒价由 2016 年的 5.2 万元/吨提升至 2021 年的 10.1 万元/吨，16-21 年 CAGR 为 14.2%，高端化成长路径清晰。

图 21：2016-2021 年白酒销售量及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

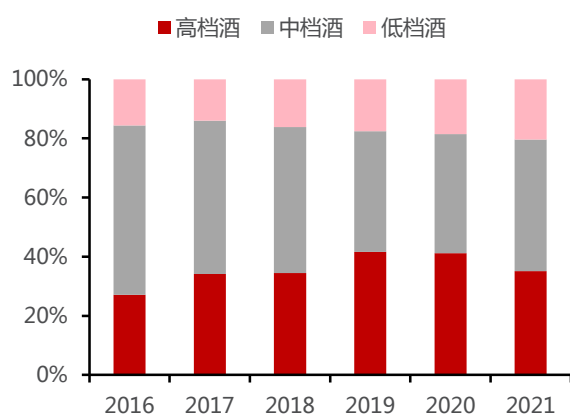
图 22：2016-2021 年吨酒价及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

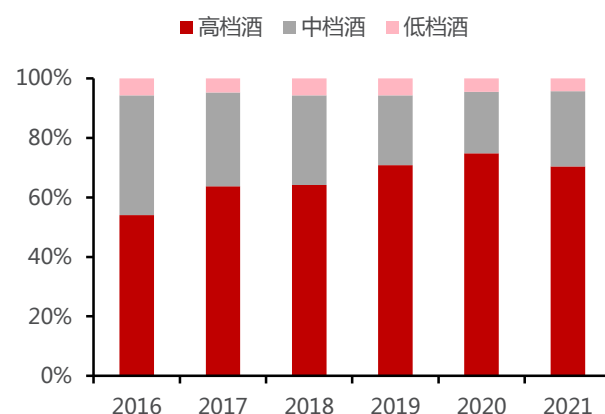
高端酒需求向上有支撑，产品结构升级不止步。受益于白酒行业消费升级的长期趋势，主流产品价格带不断向上攀升，从而使公司高端酒景气度持续向上。截止 2021 年，公司高端酒营收占比由 16 年 54.1%提升至 70.4%，销量占比由 27.1%提升至 35.2%，高端酒占比提升明显，同期中档酒收缩明显，而低档酒占比则略有下滑。得益于高定价所带来的高毛利，高端酒扩容对于公司业绩具有显著的支撑作用，未来随着高端酒收入占比不断提升，公司有望实现产品结构的不间断升级。

图 23：2016-2021 年高中低档酒销量占比 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：2016-2021 年高中低档酒营收占比 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

区位优势加码，产品提价具备广阔空间。新疆地处偏远，人口构成相对复杂，整体白酒市场的竞争烈度不高，因而龙头酒企凭借地理位置优势有望在疆内实现快速扩容。伊力特作为疆内龙头酒企，具备较强的产品溢价能力，自 2016 年以来已经完成 3 次提价。

表 9：伊力特近年来提价情况梳理

时间	提价产品	提价幅度
2016 年 12 月	所有产品价格（包括 46 度伊力特老窖）	价格全面上调（调价至 580 元/件）
2018 年 7 月 (按基酒类别上调出厂价)	特级甲等（王酒系列及同类产品）	上调 10 元/500ml
	特级（老窖系列及同类产品）	上调 4 元/500ml
	优级甲等（老陈酒系列及同类产品）	上调 3 元/500ml
	优级（特曲系列及同类产品）	上调 2 元/500ml
2020 年 1 月	伊力王酒及老窖系列白酒	涨价幅度在 8%左右

资料来源：微酒，民生证券研究院

精简产品 SKU，聚焦核心大单品。2017 年公司成立“新产品开发、包装更新”领导小组，重点梳理产品体系，在每一个价格带重点推出主力产品，并淘汰与之相冲突的其他边缘化以及负面产品，合计共清理了 618 个无效低端 SKU。目前，公司已经形成了以“伊力特曲”、“老陈酒”为主导的中档产品和以“伊力大曲”、“老朋友”为主导的低端产品，而高端产品则以伊力王酒和伊力老窖系列为核心，实现了高中低主流价格带全覆盖。其中有不少大单品，如伊力老窖、小老窖、伊力王、小酒海等已实现快速放量。

产品定位向中高端发力。近年来公司顺应白酒市场的高端化趋势，依托品牌营销、广告宣传、渠道拓展等方面，打造以伊力王酒和伊力老窖为核心的高端系列。伴随 2018 年推出伊力壹号窖，公司高端产品覆盖了 200-600 元的价格带，消费场景以商务宴请为主。

3.1.2 回收伊力王酒渠道，承接消费升级红利

定位于次高端，有望带动疆内外市场扩容。伊力王是公司与盛初集团合作的包销产品，公司于 2021 年 7 月收回伊力王酒经营权。伊力王系列定位 400-500 元次高端价位，处于公司未来重点布局的价格带，在新疆经济发展大背景下，有望带动商务用酒跳跃式升级扩容。

区别于百元价位产品渠道的大流通模式，目前伊力王以团购渠道为主，公司通过自营、厂家直管模式在疆内各地级市招收有团购资源的经销商，全面覆盖地级州。公司将加快伊力王升级产品的上市速度，计划在八个地州支线机场投放广告，以此加大伊力王产品的宣传。同时伊力王预计将于 2022 年下半年开始进入省外市场，匹配销售团队和品牌运营中心，展开疆外招商运营，扩展疆外市场。

3.1.3 顺应消费升级，焕新老窖大单品

强化品牌形象，46 度伊力老窖焕新升级。公司 46 度伊力老窖是 250ml 小酒产品，占位 200 元以下价格带，在新疆市场具有消费者基础及绝对话语权。2021 年初，公司在包装、品质、价格方面升级该款十亿级销量产品，助力提升品牌整体形象，为伊力老窖、伊力王酒其他系列产品的提价升级奠定基础。

公司 2021 年重磅推出 46 度伊力老窖升级产品-“**镀金时光伊力老窖**”，为致敬 30 年的经典之作，目前已大规模上市：

外观上：沿袭 46 度伊力老窖白底红标的颜色搭配，调整包装细节。瓶身设计为“坛式瓶”，下移整体重心下移，展现端庄大气；在品牌标识上镀金表现“伊力老窖”名称，突出品牌标识。

品质上：新品通过“降度高味”核心技术，优化了产品口感。保持伊力特酒体醇厚绵长风格上，结合现代酿酒技术，塑造媲美高度烈酒的经典口感。通过品质升级，保持 46 度伊力老窖产品原有的口感优势和风味特色，继承发扬“浓香型”优势。

产品定位上：提价约 30%，占位 80 元左右价格带，实现产品良性更迭，成为公司“提价+产品升级”的先驱，在产品矩阵结构性升级中起到带头作用，为公司提供增长驱动。

图 25：46 度伊力老窖产品形象



资料来源：腾讯网，微酒世纪，民生证券研究院

图 26：镀金时光伊力老窖产品形象



资料来源：腾讯网，微酒世纪，民生证券研究院

3.2 渠道模式：回收渠道，营销发力

陈智董事长上任后，为解决公司传统包销模式对经销商依赖度高的问题，公司深入推进渠道模式改革，设立品牌运营公司，对次高端价位系列产品伊力一号窖进行自营直销，对其余包销产品进行价格指导，实现由包销向“经销商+自营+线上”的模式转变，加大渠道端费用投入，增加销售人员：

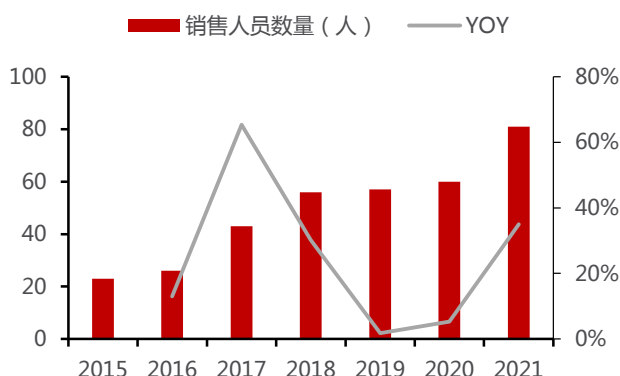
省内：深度依赖经销商，以包销模式为主。疆内市场地广人稀，人员及费用辐射效率较低，华东苏酒代表性的深度分销、厂家主导的渠道操作模式在疆内存在投入产出效率较低的弊端，因此公司在疆内以包销模式为主，由经销商分担酒厂物流运输等成本。公司 2021 年 7 月收回伊力王酒包销权，通过招募州地级代理，目前以团购渠道为主；核心单品伊力小老窖由原本伊犁糖酒公司独家包销运营调整为伊犁糖酒+品牌运营中心+电商部的销售模式，其余核心单品如伊力老窖、伊力特曲、老陈酒等仍为合作包销制。公司客户集中度较高，经销商队伍较稳定，2020 年前五大客户贡献近 75% 的销售额。

省外：品牌运营公司+电商公司双重发力，加速市场扩张。

(1) 品牌运营公司：合作经销商，扩张疆外市场。2017 年，公司控股并引入 30 名经销商参股成立品牌运营公司，负责伊力特优质系列产品的疆外市场布局及销售工作。2018 年 1 月，公司与盛初咨询签订战略合作协议，合作开拓疆外市场。品牌运营公司疆外经销商由 18 年的 90 家增至 20 年的 154 家。通过运营公司绑定经销商利益，给予经销商发展激励支持，推动品牌泛全国化发展进程。

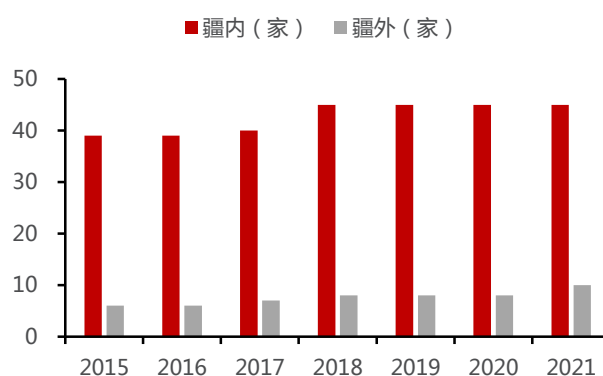
(2) 电商公司：建设线上销售渠道，打造重点省区市场。由于电商渠道建设成本较低，公司前期拓展疆外市场优先发力线上平台。通过建设京东、天猫、1919 酒类直供和酒仙网等线上经销商平台渠道，利用其仓储及物流优化发货慢的问题。未来公司计划调整线上产品及价格结构，增大线上渠道投入，发力直播、短视频等新兴渠道，进一步提升业绩贡献。

图 27：2015-2021 年销售人员数量 CAGR 超 21%



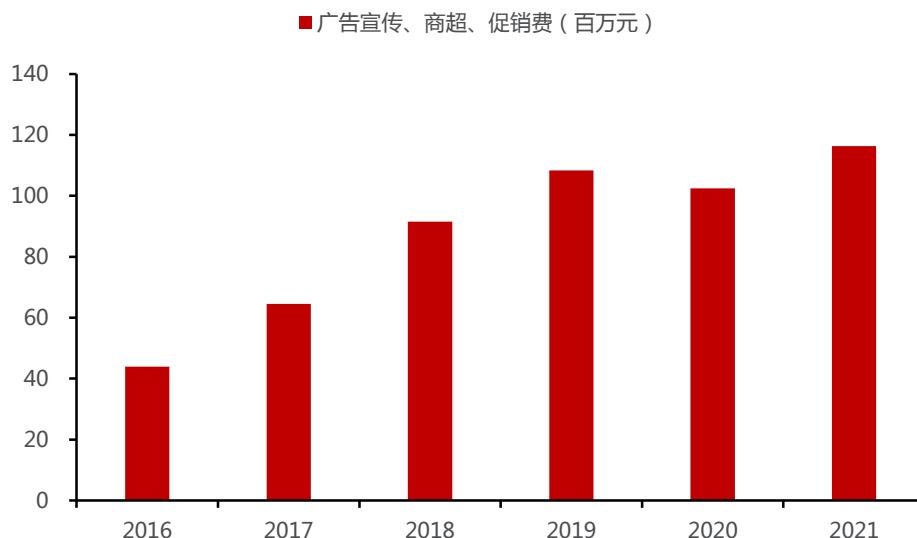
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：公司疆内外经销商数量保持稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

稳步推进广宣营销，加强品牌建设。公司一改只收不投的营销方式，不断加大高铁、机场广告、广汇男篮等终端品牌建设投入，广告宣传推广费用显著提升。伊力王产品广告于 2022 年 1 月 10 日起登陆央视军事频道 CCTV-7，分别在新闻联播、国防军事早报、防务新观察等栏目前后占据黄金时段轮番播出，符合公司“英雄本色”的品牌定位，不断扩大品牌影响力与知名度。同时通过“为伊力特喝彩”抖音挑战赛促销活动，CBA 球员抖音直播、抖音官方账号《平凡英雄》、《英雄本色》、《热血英雄》致敬军人剧集等方式投入线上营销。

图 29：公司广宣营销费用投入显著提升


资料来源：Wind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

销量假设：近年来公司紧抓消费升级趋势，产品结构实现不断升级。由于公司未来针对伊力王酒加大市场投入，进行控价提量，我们预计22-24年高端酒销量将持续提升，增速保持在15%左右，而中低端酒22-24年销量增速放缓，占比持续下降。

吨酒价假设：白酒行业进入第三成长阶段，消费升级是长期趋势，公司受益于区域渠道扩展、产品结构稳健提升，预计22-24年白酒业务的吨价有望实现平稳增长，其中高端酒吨价有望持续上行，中低端预计保持平稳，预计22-24年高、中、低档吨酒价分别维持8%，1%，1%左右增速；

费用率假设：由于公司不断进行疆外业务扩张，广告投放等营销活动的力度和广度，我们预计公司广告费、职工薪酬、运费、业务推广费等投入将伴随营收规模增长而有所提升，预计22-24年销售费用率保持8%，预测22-24年管理费用率保持约2.5%。期间总费用率总体保持稳定。

表 10：公司收入、成本拆分及盈利预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
高档酒	销售收入 (百万元)	1,610.78	1,341.80	1,349.12	1,705.36	2,101.40	2,481.12
	YOY (%)	22.97%	-16.70%	0.55%	26.41%	23.22%	18.07%
	销售量 (吨)	11,705.57	8,105.33	6675.81	7787.64	9017.65	10244.07
	YOY (%)	17.70%	-30.76%	-17.64%	16.65%	15.79%	13.60%
	吨酒价 (万元/吨)	13.76	16.55	20.21	21.90	23.30	24.22
	YOY (%)	4.48%	20.30%	22.08%	8.36%	6.42%	3.93%
	销售成本 (百万元)	624.32	571.38	542.19	684.23	817.98	957.90
	YOY (%)	22.18%	-8.48%	-5.11%	26.20%	19.55%	17.10%
	吨成本 (万元/吨)	5.33	7.05	8.12	8.79	9.07	9.35
	YOY (%)	3.81%	32.17%	15.21%	8.18%	3.24%	3.09%
	毛利率 (%)	61.24%	57.42%	59.81%	59.88%	61.07%	61.39%
中档酒	销售收入 (百万元)	535.39	369.28	483.28	561.33	606.63	655.58
	YOY (%)	-12.83%	-31.03%	30.87%	16.15%	8.07%	8.07%
	销售量 (吨)	11,475.88	7,900.17	8456.36	9724.81	10405.55	11133.94
	YOY (%)	-19.31%	-31.16%	7.04%	15.00%	7.00%	7.00%
	吨酒价 (万元/吨)	4.67	4.67	5.71	5.77	5.83	5.89
	YOY (%)	8.03%	0.19%	22.26%	1.00%	1.00%	1.00%
	销售成本 (百万元)	337.73	246.50	278.86	323.90	350.03	378.28
	YOY (%)	-9.83%	-27.01%	13.13%	16.15%	8.07%	8.07%
	吨成本 (万元/吨)	2.94	3.12	3.30	3.33	3.36	3.40
	YOY (%)	11.75%	6.02%	5.69%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率 (%)	36.92%	33.25%	42.30%	42.30%	42.30%	42.30%
低档酒	销售收入 (百万元)	129.36	81.74	83.45	92.71	98.32	104.27
	YOY (%)	10.13%	-36.81%	2.09%	11.10%	6.05%	6.05%
	销售量 (吨)	4,930.88	3,651.91	3862.15	4248.37	4460.78	4683.82
	YOY (%)	6.11%	-25.94%	5.76%	10.00%	5.00%	5.00%
	吨酒价 (万元/吨)	2.62	2.24	2.16	2.18	2.20	2.23
	YOY (%)	3.79%	-14.68%	-3.47%	1.00%	1.00%	1.00%
	销售成本 (百万元)	108.13	78.53	79.26	88.06	93.39	99.04
	YOY (%)	14.35%	-27.37%	0.93%	11.10%	6.05%	6.05%
	吨成本 (万元/吨)	2.19	2.15	2.05	2.07	2.09	2.11
	YOY (%)	7.76%	-1.94%	-4.56%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率 (%)	16.41%	3.93%	5.02%	5.02%	5.02%	5.02%
其他业务	销售收入 (百万元)	26.13	9.24	21.91	21.91	21.91	21.91
	YOY (%)	-68.35%	-64.64%	137.12%	0.00%	0.00%	0.00%
	销售成本 (百万元)	47.29	29.75	40.54	21.91	21.91	21.91
	YOY (%)	-54.07%	-37.09%	36.27%	-45.95%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

我们选取区域型酒企或产品价格带与公司相当的白酒企业，采用 wind 一致预期，可比公司 2022-2024 年平均估值约 29、24、19 倍，考虑公司未来高端产品占比有望持续提升，且疆外扩张有望加速，公司估值水平略低于平均，我们认为未来其估值仍具备向上空间。

表 11：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				2022-24
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	CAGR
000596.SZ	古井贡酒	199.69	4.35	5.68	7.19	8.79	46	35	28	23	26.09%
603198.SH	迎驾贡酒	55.20	1.73	2.28	2.86	3.52	32	24	19	16	26.74%
603369.SH	今世缘	43.60	1.62	1.99	2.46	3.03	27	22	18	14	23.30%
603919.SH	金徽酒	29.11	0.64	0.95	1.22	1.49	45	30	24	20	32.36%
000860.SZ	顺鑫农业	19.88	0.14	0.56	0.68	0.79	144	35	29	25	79.15%
平均值							59	29	24	20	37.53%
600197.SH	伊力特	23.19	0.66	0.80	1.02	1.22	35	29	23	19	22.56%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 5 月 6 日

4.3 投资建议

公司是新疆白酒龙头企业，短期有望受益于疆内人货流动逐步常态化、白酒餐饮、宴席等消费场景修复实现业绩恢复性增长，中期有望受益于疆内经济建设由“维稳”转向“发展”，带动疆内次高端价位商务消费量及推动大众价位消费升级；疆外以援疆干部为切入点，积极布局江苏、山东等市场；渠道方面，近年公司深入推进渠道模式改革，设立品牌运营公司，实现由包销向“经销商+自营+线上”的模式转变，发力团购、聚焦渠道打造伊力王次高端价位单品。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 3.75、4.81、5.76 亿元，同比增长 20.0%、28.2%、19.8%；EPS 分别为 0.80 元、1.02 元、1.22 元，当前股价对应 PE 为 29、23、19 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **疫情反复影响消费及物流**：疫情带来的管控措施易影响以宴席宴请、走访送礼为代表的白酒主要消费场景，若疫情冲击持续超预期，公司销售或受需求端影响不及预期，物流发货或受疫情影响不及预期；
- 2) **产品结构升级不及预期**：公司原材料成本上升，提价之后价格传导不畅，高档酒年份、柔和等系列市场份额挤压，产品结构高端化进展受阻；
- 3) **疆外扩展进程不畅**：公司疆外市场拓展路径不畅，无法摆脱疆内白酒消费规模局限性；

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1938	2381	2828	3263
营业成本	941	1178	1348	1523
营业税金及附加	320	394	467	539
销售费用	156	191	226	261
管理费用	50	62	74	85
研发费用	19	23	27	31
EBIT	452	534	686	823
财务费用	-6	-8	-10	-10
资产减值损失	-8	-8	-8	-8
投资收益	8	9	11	13
营业利润	464	556	711	850
营业外收支	-5	-5	-5	-5
利润总额	459	551	706	845
所得税	138	165	212	253
净利润	321	386	494	592
归属于母公司净利润	313	375	481	576
EBITDA	525	615	769	920

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1027	1265	940	873
应收账款及票据	140	209	211	189
预付款项	51	54	62	70
存货	1361	1055	1161	1175
其他流动资产	303	340	359	377
流动资产合计	2882	2924	2733	2683
长期股权投资	201	204	207	213
固定资产	1721	1975	2314	2739
无形资产	99	80	80	85
非流动资产合计	2060	2294	2635	3070
资产合计	4942	5217	5368	5753
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	490	350	255	280
其他流动负债	443	557	596	656
流动负债合计	933	908	851	935
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	202	118	62	22
非流动负债合计	202	118	62	22
负债合计	1135	1026	913	958
股本	472	472	472	472
少数股东权益	118	129	142	158
股东权益合计	3807	4191	4455	4795
负债和股东权益合计	4942	5217	5368	5753

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.53	22.89	18.77	15.37
EBIT 增长率	2.80	18.24	28.33	20.08
净利润增长率	-8.53	20.00	28.16	19.78
盈利能力 (%)				
毛利率	51.45	50.53	52.33	53.32
净利润率	16.58	16.19	17.47	18.14
总资产收益率 ROA	6.33	7.19	8.96	10.01
净资产收益率 ROE	8.48	9.24	11.15	12.42
偿债能力				
流动比率	3.09	3.22	3.21	2.87
速动比率	1.34	1.76	1.52	1.30
现金比率	1.10	1.39	1.10	0.93
资产负债率 (%)	22.97	19.67	17.01	16.65
经营效率				
应收账款周转天数	3.06	1.44	0.82	0.79
存货周转天数	527.93	329.44	316.49	283.51
总资产周转率	0.39	0.46	0.53	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.80	1.02	1.22
每股净资产	8.07	8.88	9.44	10.16
每股经营现金流	0.21	1.35	0.81	1.58
每股股利	0.00	0.00	0.49	0.53
估值分析				
PE	35	29	23	19
PB	2.9	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	19.24	15.91	13.08	10.96
股息收益率 (%)	0.00	0.00	2.10	2.28

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	321	386	494	592
折旧和摊销	73	81	83	97
营运资金变动	-295	169	-195	63
经营活动现金流	100	639	381	747
资本开支	-129	-315	-424	-528
投资	0	-4	-5	-7
投资活动现金流	-123	-309	-417	-522
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-84	-56	-40
筹资活动现金流	-196	-91	-290	-292
现金净流量	-220	238	-325	-67

插图目录

图 1：公司成立以来业务发展历程	3
图 2：伊力特股权结构（截至 2021 年报）	6
图 3：2015-2021 年营业收入及增速	7
图 4：2015-2021 年归母净利润及增速	7
图 5：2012-2021 年净利率、毛利率	7
图 6：2012-2021 年销售/管理费用率	7
图 7：对标地方龙头酒企，伊力特毛利率处于较低水平	8
图 8：新疆 GDP 近年来不断提升	9
图 9：西北五省及全国人均 GDP 对比（万元/人）	9
图 10：新疆常住人口保持正增长	10
图 11：新疆人均可支配收入逐年提升	10
图 12：“一带一路”主要途径国家与地区	11
图 13：新疆 2021 年固投增速领先达 15%，位于全国第二	13
图 14：新疆地产酒区位分布情况	14
图 15：2016-2021 年疆外收入占比贡献有所提升	16
图 16：2016-2021 年疆外收入增速维持正增长	16
图 17：江苏援疆行动促成伊犁招商引资项目落地	17
图 18：江苏镇江援疆工作组助力伊力特签署共建协议	17
图 19：2012-2021 年白酒营收及增速	18
图 20：2012-2021 年白酒营收占比情况	18
图 21：2016-2021 年白酒销售量及增速	19
图 22：2016-2021 年吨酒价及增速	19
图 23：2016-2021 年高中低档酒销量占比（%）	19
图 24：2016-2021 年高中低档酒营收占比（%）	19
图 25：46 度伊力老窖产品形象	22
图 26：镀金时光伊力老窖产品形象	22
图 27：2015-2021 年销售人员数量 CAGR 超 21%	23
图 28：公司疆内外经销商数量保持稳定	23
图 29：公司广宣营销费用投入显著提升	24

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：伊力特产品矩阵定位清晰，价格档次错位分布	4
表 2：伊力特管理层经验丰富	6
表 3：新疆发展政策变化情况	10
表 4：2020 年-2022 年新疆开门红时期及目前防疫政策变化	12
表 5：2022 年新疆重点项目计划情况	12
表 6：2022 年新疆预估交通领域投资增速领先于其他西北省份及白酒大省（单位：亿元）	13
表 7：新疆区域地产酒龙头企业发展情况对比	15
表 8：新疆白酒市场各价格带主流产品	15
表 9：伊力特近年来提价情况梳理	20
表 10：公司收入、成本拆分及盈利预测	25
表 11：可比公司估值表	26
公司财务报表数据预测汇总	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001