



乘新疆经济发展东风，疆域美酒塞外传香

伊力特（600197.SH）首次覆盖报告

核心观点

历经改革，疆域美酒逐步走向高端化。公司出身于新疆建设兵团，是新疆唯一一家上市白酒企业。2016年，经验丰富的新任管理层开启多项市场化改革。目前，公司的中高档白酒收入占比超过90%，产品矩阵覆盖各个价格带，并注重培育“伊力老窖”等大单品。2021年技改等项目竣工后，公司产能规模扩容，结构得到优化，为公司实现高端化和业绩增长奠定基础。

乘疆内白酒次高端扩容之风，精耕细作深挖市场潜力。十四五期间，新疆着眼于经济建设。新疆资源丰富，位处经济战略要地，在国家各项政策扶持下，疆内经济有望稳步增长。同时，疆内人均可支配收入和人口数量多年持续上行，消费升级为大势所趋。参考安徽，疆内白酒市场主流价格带有望上移。作为疆内浓香型白酒龙头，公司有望充分受益于疆内次高端白酒市场扩容。基于对疆内市场的充分认识，公司在地理区位上优化生产和经营布局，计划于2022年重点投资经济较落后但上升潜力较大的南疆区域，并因地制宜开发中低档白酒市场，此举有望打开新的收入增长曲线。此外，公司改革渠道包销制，转向经销制。渠道改革有望增强疆内渠道盈利能力。

疆外市场空间广阔，公司渠道布局不断取得进展，未来疆外市场收入有望放量。疆外市场的顺利开拓将使公司业绩脱离疆内白酒市场容量的限制。公司的疆外市场（如大西北、江浙沪等地的白酒市场）规模可观；在疆外渠道上，公司积极扶持大商以快速突破重点区域市场；同时，公司以品牌运营公司为抓手，并通过共同持股和提供经销目标指引等措施，快速扩大疆外中小商的规模和占据疆外渠道主导权。2021年，公司品牌运营公司的营收接近2亿元，创历史新高。电商子公司成立后，线上渠道规模迅速扩张。目前，公司已形成浙江大商、品牌运营公司和电商子公司三足鼎立之势的疆外渠道。同时，公司线上线下对品牌建设大量投入。疆外渠道多线并进，未来疆外市场收入有望加速增长。

投资建议

疆内市场受益于次高端白酒市场扩容。疆外渠道多线并进，未来收入有望实现放量。预计2022年~2024年，EPS分别为1.06/1.33/1.49元/股，基于6月28日收盘价29.09元，对应PE分别为27.53/21.95/19.52，在可比公司中估值处于较低水平。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

新疆经济发展不及预期；疫情扰动加剧；疆外市场拓展不及预期；全国性高端酒企加速进军新疆市场。

盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1937.76	2554.03	3070.73	3535.60
增长率（%）	7.53	31.80	20.23	15.14
归母净利润（百万元）	312.76	498.67	625.55	703.47
增长率（%）	-8.53	59.44	25.44	12.46
EPS（元/股）	0.67	1.06	1.33	1.49
市盈率（P/E）	40.78	27.53	21.95	19.52
市净率（P/B）	3.47	3.28	2.85	2.49

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价基准为2022年6月28日收盘价29.09元

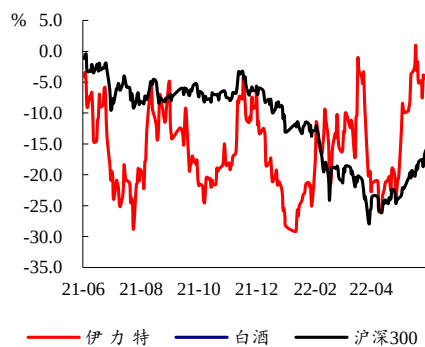
评级

推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 王卓亚
 电子邮箱 wangzy695@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	471.94
流通A股/B股(百万股)	471.94/0.00
资产负债率(%)	19.62
每股净资产(元)	7.89
市净率(倍)	3.81
净资产收益率(加权)	5.62
12个月内最高/最低价	31.75/22.16

相关研究

正文目录

1. 兵团出身疆域美酒，顺势而为焕发活力	4
1.1. 疆域美酒再谱新章	4
1.2. 兵团国资委背景，股权集中且稳定	5
1.3. 管理层经验丰富，员工结构不断优化	7
1.4. 业绩暂受疫情影响，盈利提升潜力大	8
2. 产品结构和产能结构趋于优化	10
2.1. 发力中高端产品，产品结构实现优化	10
2.2. 投资优化产能结构，为业绩增长奠定基础	12
3. 乘风新疆经济发展，受益次高端白酒市场扩容	14
3.1. 新疆经济有望在十四五期间迎来发展机遇	14
3.2. 新疆次高端白酒市场有望扩容，地产酒占据中低端价格带	17
3.3. 公司为新疆白酒龙头，深入挖掘市场潜力	19
3.3.1. 疆内市场量减价增，吨价提升顺利	19
3.3.2. 疆内生产和运营布局优化，经销改革提高主导权	20
4. 疆外市场空间广阔，渠道结构不断优化	21
4.1. 疆外市场潜力大，吨价主导疆外市场收入变化	21
4.2. 疆外渠道布局逐渐清晰，未来有望实现放量	23
5. 盈利预测	26
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1. “英雄本色伊力特”是公司流传甚广的品牌箴言	4
图表 2. 历经艰难创业期和成长期，公司步入高质量发展阶段	5
图表 3. 公司第一大股东具有兵团国资委背景（截至 2022 年 Q1）	6
图表 4. 截至 2022 年 Q1 可转债转股进度已超 70%	6
图表 5. 公司股息率较高，在白酒上市公司中排名靠前	7
图表 6. 董事会成员和高管有着丰富的实体产业经验（截至 2022 年 Q1）	7
图表 7. 2021 年员工平均薪酬突破 10 万元	8
图表 8. 2019 年以来本科及以上学历员工数量占比不断提升	8
图表 9. 销售人员数量不断增长，销售人员平均工资突破 13 万元	8
图表 10. 2021 年公司实现营收 19.38 亿元，同比增长 7.55%	9
图表 11. 2021 年公司实现归母净利润 3.13 亿元，同比下降 8.48%	9
图表 12. 白酒业务营收占比超过 90%	9
图表 13. 疆内市场营收占比超过 65%	9
图表 14. 公司毛利率水平在 50%左右波动	10
图表 15. 公司毛利率在白酒上市企业中排名靠后（2021 年）	10
图表 16. 公司期间费用率在 10%左右，主要由销售费用率拉动	10
图表 17. 公司净利率在 20%左右波动	10
图表 18. 产品布局覆盖低中高端酒（截至 2022 年 6 月 6 日）	11
图表 19. 中高档白酒的收入占比在 95%左右	12
图表 20. 中高档白酒的销量占比接近 80%	12
图表 21. 吨价总体呈上升趋势（万元/千升）	12
图表 22. 营收增长的驱动力切换为吨价提升	12
图表 23. 生态产业园包括白酒生产区、红酒庄园区等	12
图表 24. 可转债项目共募集 8.76 亿元	13
图表 25. 2016 年~2021 年，公司中高档酒的产量占比保持在 77%~86%之间	13

图表 26. 2016 年~2021 年公司平均产销率在 97%~113%之间	13
图表 27. 设计产能增至 53000 千升，产能利用率处在较低水平	14
图表 28. 2016 年~2021 年平均吨成本累计上升约 83% (万元/千升)	14
图表 29. 2021 年新疆 GDP 增速排全国第 4	15
图表 30. 2021 年新疆 GDP 排全国第 24 (万亿元)	15
图表 31. 2020 年~2021 年新疆固定资产投资额连续两年增速超过全国水平	16
图表 32. 2021 年新疆出口额接近 200 亿美元，同比增速约 25%	16
图表 33. 2021 年新疆旅游收入和旅游人次均同比上升	16
图表 34. 2021 年新疆社零总额达到 0.36 万亿元，同比增长 17.05%	17
图表 35. 新疆本地确诊病例数处在低位	17
图表 36. 新疆常住人口接近 2600 万人	18
图表 37. 安徽和新疆的人均可支配收入和人均食品烟酒支出均呈同步上行趋势	18
图表 38. 安徽省白酒主流价格带不断上移	18
图表 39. 新疆白酒市场各价格带主要产品 (2019 年)	19
图表 40. 2019 年新疆各主要城市人均 GDP 差异较大	19
图表 41. 2021 年公司新疆白酒市场营收恢复正增长	20
图表 42. 吨价提升支撑疆内市场营收增长	20
图表 43. 公司在新疆市场白酒销量有下行趋势	20
图表 44. 公司在新疆市场吨价逐年提升	20
图表 45. 公司在疆内的一级经销商数量稳定在 45 个左右	21
图表 46. 公司疆外市场所在地的常住人口情况	22
图表 47. 公司主要疆外市场的人均可支配收入水平	22
图表 48. 2016 年~2021 年疆外市场收入累计上升 43.18%	23
图表 49. 公司在疆外市场吨价变动主导收入变化	23
图表 50. 2016 年~2021 年疆外市场销量累计下降 19.75%	23
图表 51. 2016 年~2021 年疆外市场白酒吨价累计上升 78.41%	23
图表 52. 2021 年公司在疆外一级经销商数量达到 10 个	24
图表 53. 公司引入经销商和电商运营团队共同持股渠道管理子公司	24
图表 54. 品牌运营公司下辖的疆外经销商数量快速上升 (个)	25
图表 55. 2021 年品牌运营公司的收入和净利润创新高	25
图表 56. 2016 年~2021 年广告宣传费用的 CAGR 为 38%	26
图表 57. 公司各类产品营收和毛利率预测	28
图表 58. 公司盈利预测	29
图表 59. 公司在可比公司中估值水平偏低	29

1. 兵团出身疆域美酒，顺势而为焕发活力

1.1. 疆域美酒再谱新章

依托生态优势打造独特风味，历史悠久蕴含英雄本色。公司白酒产品用天山雪水、伊犁河谷优质原粮，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，并荣获“新疆名牌产品”、“中国驰名商标”等称号。公司的“第一锅酒”在 60 多年前由兵团战士白手起家，在西北边陲沟壑遍地的艰苦环境中酿造而成。可以说，公司的成长史也是兵团人的创业史。

图表1. “英雄本色伊力特”是公司流传甚广的品牌箴言



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

兵团出身新疆第一酒，历经多轮改制，聚焦主业再谱新章。公司是新疆浓香型白酒龙头，也是新疆地区唯一的白酒上市公司。其前身脱胎于新疆建设兵团十团农场，于 1956 年正式开始生产白酒。1988 年，国企分离，公司更名为“新疆伊犁酿酒总厂”。后于 1999 年在上交所完成上市，转为股份制公司。21 世纪初，公司以白酒业务为主，同时兼顾宾馆、浓缩果汁、焦炭等其他业务。但自 2013 年起，公司加速剥离非白酒业务，如转让酒店经营权、出让煤化工公司股权等。2016 年，公司白酒主业发展进入全新阶段；同年，公司新任管理层完成交接，并明确公司聚焦白酒的发展战略，开始从生产、品牌和渠道等多方面着手进行改革。

图表2. 历经艰难创业期和成长期，公司步入高质量发展阶段

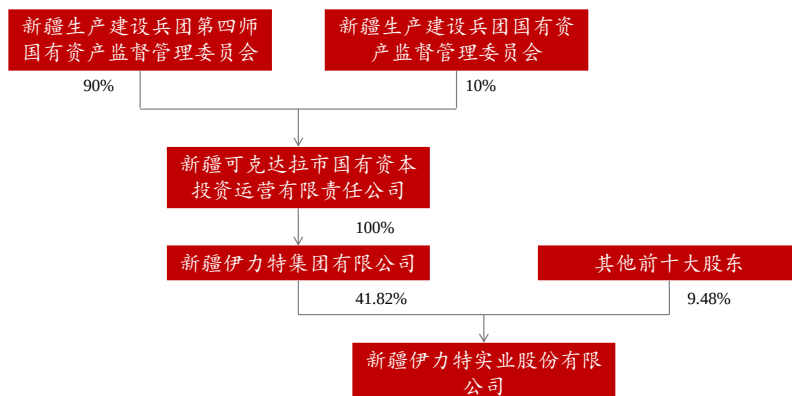
时间	事件
1956 年	公司前身十团农场正式生产白酒
1962 年	酿酒一厂建成
1982 年	酿酒二厂建成
1988 年	国企分离，更名为新疆伊犁酿酒总厂
1991 年	酿酒四厂竣工
1992 年	酿酒三厂建成，与此同时热电厂、三星级的伊力特大酒店、印务公司、野生果开发公司、玻璃制品有限公司等辅助性企业相继成立
1999 年	改制为新疆伊力特实业股份有限公司，在上交所挂牌上市（股票代码 600197.SH）
2002 年	公司主体注册商标“伊力”牌，被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，成为新疆白酒行业第一家获此殊荣的企业
2007 年	“伊力”白酒荣获中国食品工业协会白酒专业委员会颁发的“纯粮固态发酵白酒”标志认证
2013 年	公司完成了控股子公司煤化工公司 51%股权的转让；完成了参股公司南岗集团 5%股权的转让；完成了收购晶莹玻璃公司的全部股权；酒店资产整体出租给新疆银都酒店有限责任公司酒店管理策划分公司，由承租方经营
2016 年	管理层换届，陈智出任董事长
2017 年	大股东由新疆伊犁酿酒总厂转为新疆伊力特集团有限公司
2018 年	拳头战略产品“壹号窖”强势发布，打响了公司主导高端酒类销售的第一炮。与北京盛初的合作初见成效，伊力壹号窖公司开始全面招商并推广
2020 年	伊力特可克达拉市技术研发中心及配套设施建设、酿酒分厂搬迁技术技改项目和总部酿酒及配套设施技改项目投入使用；成立电商子公司伊力特（北京）电子商务有限公司

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 兵团国资委背景，股权集中且稳定

兵团国资委背景，股权集中且稳定，为公司践行长期规划奠定基石。公司的第一大股东为新疆伊力特集团有限公司，直接持有公司 41.82%的股份。新疆生产建设兵团第四师国资委为新疆伊力特集团有限公司的实控人，长期持有其 90%的股份，间接持有公司 37.64%的股份。公司具有深厚兵团国资委背景，而且是兵团第四师国资委旗下唯一主板上市企业。在其第一大股东和背靠的兵团国资委的有力支持下，公司长期规划有望得到明确和落实。2019 年 3 月，公司通过发行可转债募集 8.76 亿元资金，债券期限截至 2025 年 3 月。目前已累计转股 37,615,364 股（占可转债转股前公司已发行股份总数的 8.53%）。按照最新转股价格计算，预计最终转股数量为 281,207,364 股（占可转债转股前公司已发行股份总数的 11.90%）。假设新疆伊力特集团有限公司持股数量不变，转股完成后，其股份占比将被稀释至约 39.99%，变化幅度不大。

图表3. 公司第一大股东具有兵团国资委背景（截至 2022 年 Q1）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

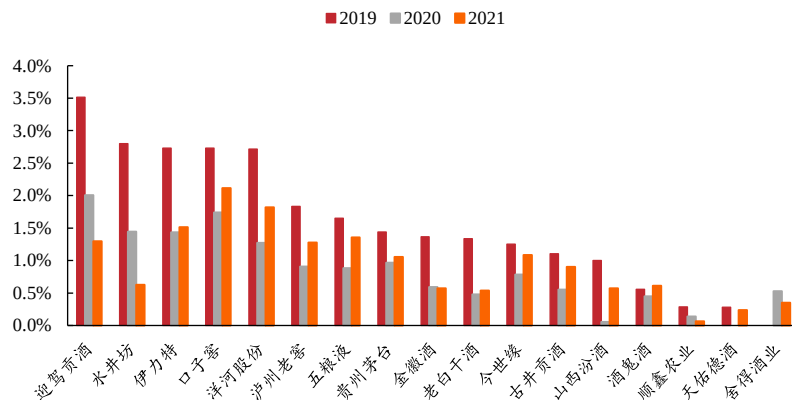
图表4. 截至 2022 年 Q1 可转债转股进度已超 70%

可专债募集资金总额	8.76 亿元
发行日期	2019 年 3 月
债券期限	2019 年 3 月至 2025 年 3 月
截至 2022 年 Q1 累计已转换债券	632,408,000 元
最新转股价格	16.41 元/股
截至 2022 年 Q1 累计转股数量	37,615,364 股（占可转债转股前公司已发行股份总数的 8.53%）
截至 2022 年 Q1 尚未转股债券余额	243,592,000 元（占伊力转债发行总量的比例为 27.81%）
预计最终转股数量	281,207,364 股（占可转债转股前公司已发行股份总数的 11.90%）

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司股息率较高，具有较好的投资价值。2019 年~2021 年，公司的平均股息率为 1.89%，在实施股息分配的白酒上市公司中排名第四。股息率较高的白酒公司能够让投资者分享业绩成长红利，更具投资吸引力。反过来，高股息率会激励公司主动采取措施，增强市场竞争力，获取更丰厚的利润。

图表5. 公司股息率较高，在白酒上市公司中排名靠前



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 管理层经验丰富，员工结构不断优化

公司管理层经验丰富，引领公司实施多项改革。董事会成员和主要高管大多都曾在伊力特集团或者公司及其重要子公司担任生产和经营的要职五年以上，拥有丰富的从业经验。2016年，徐智接任公司董事长。在此之前，徐智担任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理期间，新疆伊帕尔汗香料股份有限公司完成全国范围布局，打响品牌知名度，逐步发展成为薰衣草精油全产业链龙头公司，成功于新三板上市。在新任管理层的领导下，公司开启多项改革，重新梳理业务条线，积极寻求商业合作，聚焦品牌建设以及产品中高端化转型。

图表6. 董事会成员和高管有着丰富的实体产业经验（截至2022年Q1）

姓名	职务	主要工作经历
陈智	董事长	现任新疆伊力特实业股份有限公司董事长、党委书记，曾任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理，新疆伊力特实业股份有限公司监事会主席
陈双英	董事/总经理	现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理；曾任新疆伊力特实业股份有限公司董事长助理兼生产设备部部长
刘新宇	董事/副总经理	国家级白酒评委，现任新疆伊力特实业股份有限公司总工程师兼技术中心主任
李超	副总经理	现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理；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
卢扬	副总经理	现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理，曾任第四师72团党委委员，副团长
蒋宏	董事	现任新疆天工房地产开发有限公司、中联润世新疆物流有限公司、新疆煜福聚餐饮管理有限公司(麦当劳新疆公司)董事长。2020年成为公司董事
李强	总工程师	高级工程师，现任新疆伊力特实业股份有限公司总工程师兼任生产设备部部长，曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒一厂厂长

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

重视人才引进和培养，员工结构不断优化。公司的薪酬体系清晰稳定，自2017年以来，员工平均薪酬保持上行趋势，于2021年突破10万元。丰厚的待遇和薪酬帮助公司吸引优秀人才。针对此前公司存在的员工老龄化、

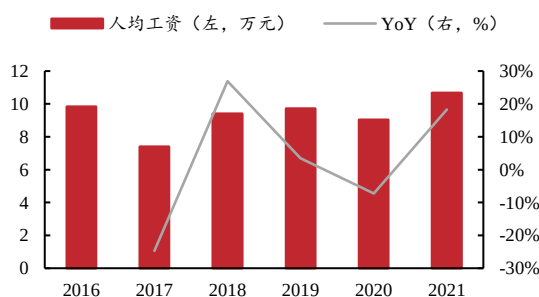
人才匮乏等问题，公司制定了详细的人才培养和引进计划。具体包含三大举措：

1) **加大高学历群体招募力度**，在公司的关键岗位大胆启用年轻新人，推进优化员工学历结构及年龄结构。2019 年以来，公司本科及以上学历员工人数和占比逐年增长，2021 年公司本科及以上学历员工人数共计达到 112 人（占比 5.43%）；

2) **加强基层员工培训**。针对基层中专生、技校生定期进行专业提升培训，帮助强化员工整体业务水平；

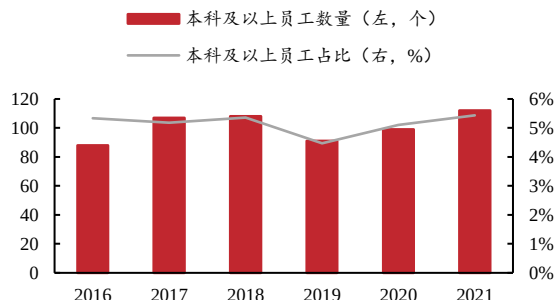
3) **积极组建自有销售团队**，扩大公司销售人员数量，推动提升企业自身对渠道的把控能力。公司的销售人员数量由 2016 年的 26 人增至 2021 年的 81 人，CAGR 为 25.52%；公司通过基础工资+奖金，以及内部大量提拔的方式，积极吸引和培养销售人才；近三年，销售人员的平均工资保持在 13 万元以上的较高水平。

图表7. 2021 年员工平均薪酬突破 10 万元



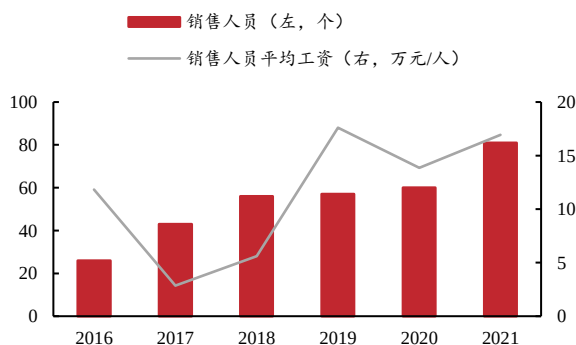
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表8. 2019 年以来本科及以上学历员工数量占比不断提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表9. 销售人员数量不断增长，销售人员平均工资突破 13 万元



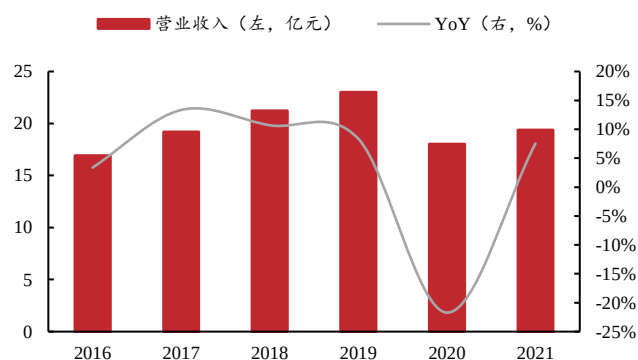
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.4. 业绩暂受疫情影响，盈利提升潜力大

疫情影响下，公司业绩承压。2016 年白酒行业进入消费升级周期，公

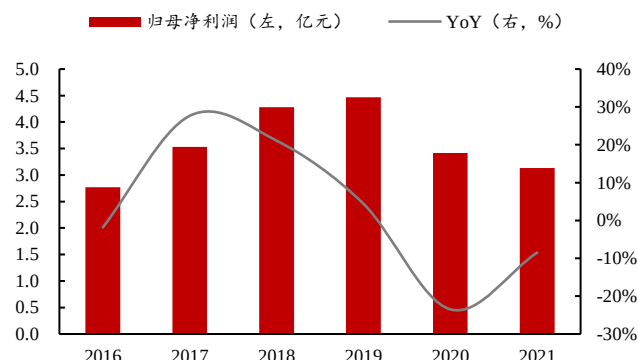
公司产品量价齐升，业绩开始稳步增长。疫情前，2016年~2019年，公司营收和归母净利润持续增长，CAGR分别为2.74%和2.49%。但2020年新冠疫情爆发后，社交和消费场景减少，公司短期业绩受到较大影响。2020年和2021年的公司营收分别只有2019年的78.29%和84.20%，归母净利润分别仅有2019年的76.52%和70.05%。

图表10. 2021年公司实现营收19.38亿元，同比增长7.55%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

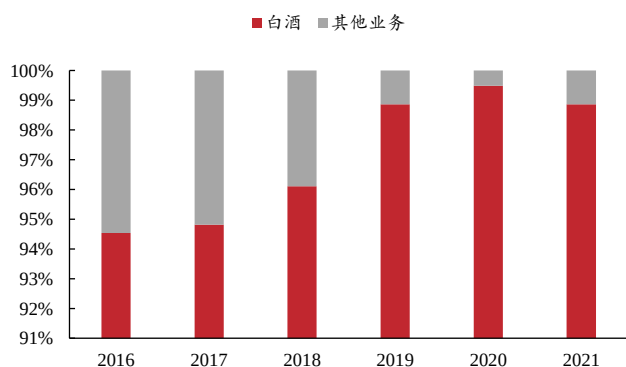
图表11. 2021年公司实现归母净利润3.13亿元，同比下降8.48%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

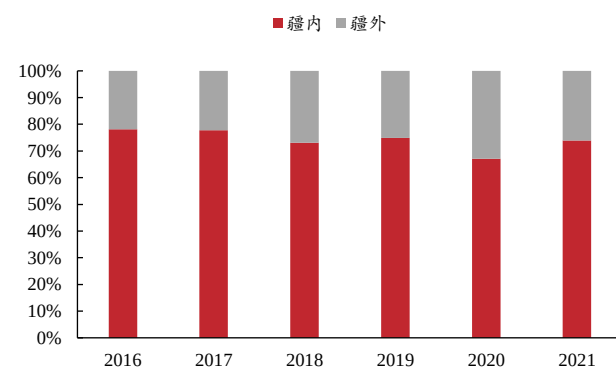
以白酒业务为核心，立足新疆并积极拓展疆外市场。公司白酒业务的主体地位不断得到巩固，白酒收入占比由2016年的95%增至2021年99%。2016年~2021年，新疆作为公司的核心市场，收入占比在67%~78%之间；同时，公司不断开发疆外市场，收入占比在20%~33%之间。

图表12. 白酒业务营收占比超过90%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表13. 疆内市场营收占比超过65%

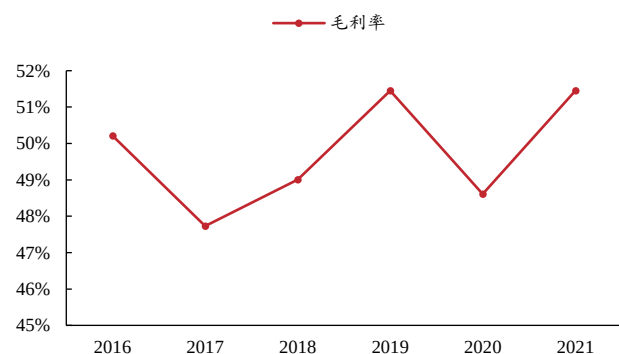


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司毛利率和净利率分别在50%和20%左右，盈利能力上升潜力较大。产品结构优化和品牌建设支撑公司盈利能力上行。公司期间费用率在10%左右。其中，自2018年以来，公司的管理和研发费用的加总费用率大幅下降，而且财务费用率保持在低位，但销售费用率持续上行。此外，公司近几年实施的大规模技改等项目陆续竣工，2020年和2021

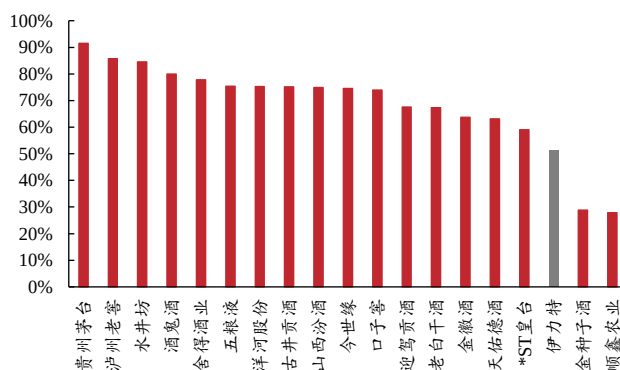
年公司平均计提折旧 5249 万元。总体来看，公司提价和生产效率提升潜力较大，但前期固定资产投资和营销费用等投入较多。2016 年~2021 年，公司毛利率和净利率分别维持在 50%和 20%左右。公司的毛利率在白酒上市企业中处于较低水平，2021 年位于倒数第三名。

图表14. 公司毛利率水平在 50%左右波动



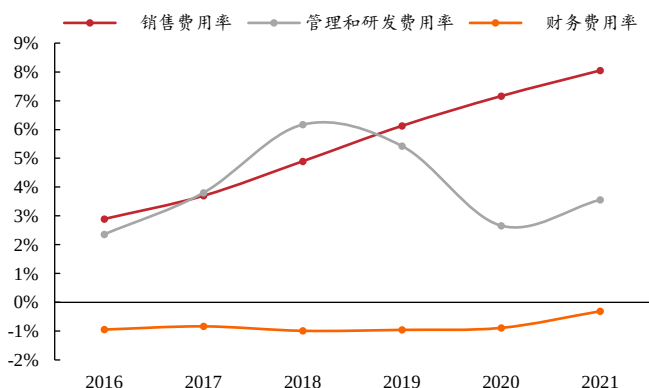
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表15. 公司毛利率在白酒上市企业中排名靠后 (2021 年)



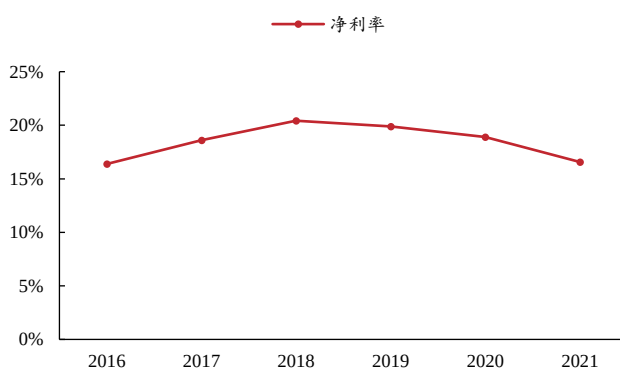
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表16. 公司期间费用率在 10%左右，主要由销售费用率拉动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表17. 公司净利率在 20%左右波动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 产品结构和产能结构趋于优化

2.1. 发力中高端产品，产品结构实现优化

产品矩阵多元，注重培育大单品。公司目前有 6 个系列，百余种产品，产品布局较为全面。高端酒系列包括伊力王、老窖系列，中档酒包括特曲、老陈酒系列，低档酒包括伊力大曲、伊力春等；2021 年推出小曲酒，填补公司清香型产品空白。中高档白酒盈利能力较强，公司倾向于以中高档单品为抓手，从产品营销等多方面发力来提升产品附加值。以伊力老窖为例，2018 年伊力老窖成为 10 亿元级大单品；同年，公司发布拳头战略产品“壹号窖”。2020 年，公司完成 46 度伊力老窖替代升级，推动镀金时光大规模上市，提升伊力老窖品牌形象和价值含金量。

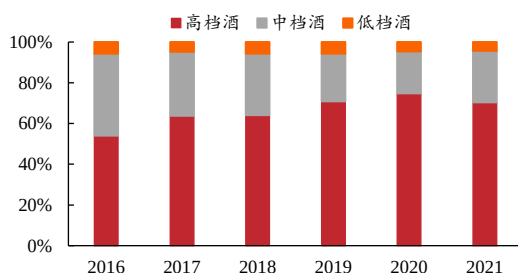
图表18. 产品布局覆盖低中高端酒（截至2022年6月6日）

档次	产品系列	产品	促销终端价格（元）
高档	伊利王酒系列	50 度 500ml 伊力红王	505
		52 度 500ml 伊力蓝王	508
		45 度 500ml 伊力黄王	889
	老窖系列	46 度 250ml 伊力小老窖	78
		52 度 500ml 伊力老窖	125
中档	特曲系列	50 度 500ml 伊力特曲	45
		52 度 500ml 伊力特曲十年精制	54.5
	老陈酒	38 度 500ml 伊力十年老陈酒	123.75
		52 度 500ml 伊力十年老陈酒	129.2
低档	伊力大曲	50 度 500ml 伊力大曲	33.1
	伊力春	46 度 500ml 伊力春	24.5

资料来源：京东，东亚前海证券研究所

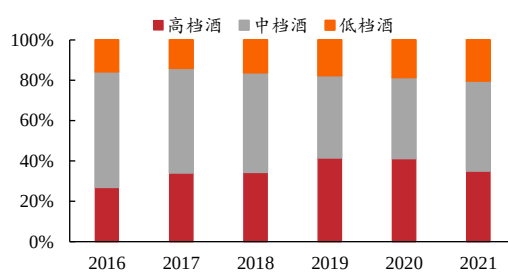
产品结构实现中高端转型。自2016年以来，公司中高档白酒的销量和收入占比分别接近80%和95%，以中高档白酒为核心的产品结构优化基本完成。通过提价等方式，2016年~2021年，公司平均吨价累计增长94%，高档、中档、低档白酒吨价分别累计增长94%、56%、14%。平均吨价的增长主要由销量占比较大和吨价上升幅度较高的中高档白酒带动。拆分量价来看，平均吨价保持同比增长，而销量各年度涨跌不一。公司营收多年实现同比增长，可归结于中高档白酒吨价提振带来的影响超过销量下滑带来的影响。

图表19. 中高档白酒的收入占比在 95%左右



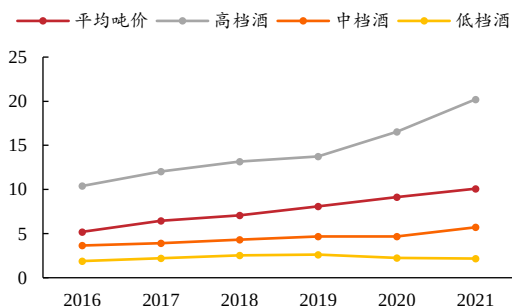
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表20. 中高档白酒的销量占比接近 80%



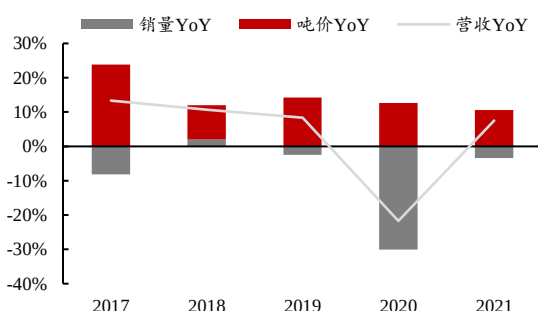
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表21. 吨价总体呈上升趋势 (万元/千升)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表22. 营收增长的驱动力切换为吨价提升



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.2. 投资优化产能结构，为业绩增长奠定基础

生态产业园助力产能扩张。2017年10月，公司启动可克达拉市伊力特生态产业园项目，占地1601亩，总投资共计约13亿元，建设周期为2018年至2021年。项目建成后将带来：1) **白酒**：可实现白酒酿造能力6000吨/年、存储能力3.9万吨、灌装能力1.5-2万吨/年；2) **红酒**：可实现红酒产能500吨/年、远期1万吨/年。3) **经济效益**：新增收入16.93亿元，利润2.27亿元，各种税金及附加3.46亿元，就业岗位1000余个。2021年，生态产业园区投入使用，成为新疆最大的纯粮固态发酵白酒生产基地。

图表23. 生态产业园包括白酒生产区、红酒庄园区等

园区	投资额 (亿元)	投资额占比	占地面积 (亩)	建设内容
技术开发区	1.50	11.54%	229.64	主要包括科技研发中心、品牌运营中心配套设施建设
红酒庄园区	1.06	8.15%	245.00	红酒生产、旅游观光为一体的休闲庄园
白酒生产区	5.10	39.23%	474.70	形成集原酒酿造、成品包装、原酒储存、纯净水生产为一体的现代化工厂
配套产业区	5.34	41.08%	650.00	寻求上下游合作伙伴，实现企业多元化发展。目前玻璃制品项目已落地配套产业区，投资额为1.3亿元
合计	13.00	100.00%	1601.00	扩张白酒、红酒等产能，以及配套设施建设；预计新增收入16.93亿元，利润2.27亿元

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

技改项目助力公司产能结构优化和生产效率提升。公司酿酒一、二、三

厂建厂时间距今 30 年以上，设施较为老旧。在生产过程中出于安全考虑，公司的设计产能无法完全释放。2016 年~2018 年公司的产能利用率处在 64%~76%之间。公司于 2019 年发行 8.76 亿元可转债用于产能技改项目，以及品牌建设和营销。项目主要起到以下三方面作用：1) 更新老化生产设施，提高自动化、信息化水平的需要；2) 释放设计产能，提高公司收入规模的需要；3) 提高中高档产品的比重，满足优化公司产品结构的需要。截至 2021 年末，可转债项目中的三大项目均已竣工。

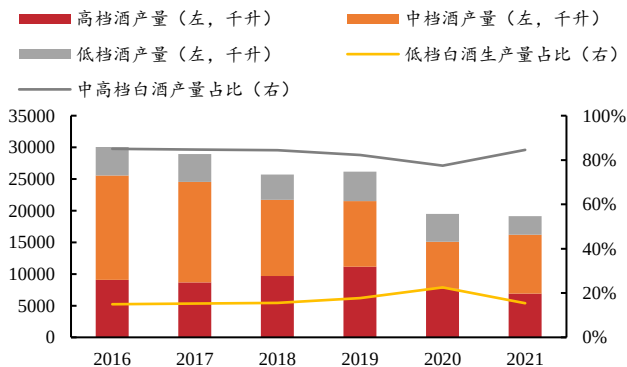
图表24. 可转债项目共募集 8.76 亿元

募集资金 投资项目	总投资额 (亿元)	募集资金 投资金额 (亿元)	项目建设内容
伊力特总部酿酒及配套设施技改	6.76	4.63	改造公司酿酒一厂、二厂、三厂的制曲、酿酒、储藏、包装车间等；更新老化生产设施，提高自动化、信息化水平；释放设计产能，提高公司收入规模的需要；提高中高档产品的比重，优化公司产品结构的需要。
可克达拉市伊力特酿酒分厂搬迁技术技改	3.69	2.66	在保持公司设计产能不变的情况下，拟建设现代化酿酒车间、室内外罐区、包装中心、成品库、粮食筒仓区、辅料库及配套设施等，替代原有老化的生产设施。
伊力特可克达拉市技术研发中心及配套设施建设	1.56	1.47	拟在可克达拉市建设一座科技研发中心、一座品牌运营中心、一座地下酒库，以及配套设施。项目建成后，科技研发中心将成为公司主要科研活动的场所；品牌运营中心将成为企业形象及产品展示、品牌运营日常活动场所。
合计	12.02	8.76	-

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

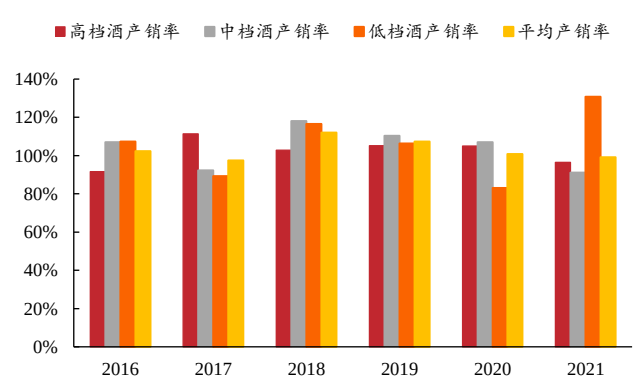
公司生产能力可满足销售量，并适应产品结构优化。2016 年~2021 年，公司产销率处在 97%~113%之间。而且，中高档白酒的产量占比在 77%~86%之间，占据绝对优势，与公司产品结构的中高档转型趋势相吻合。

图表25. 2016 年~2021 年，公司中高档酒的产量占比保持在 77%~86%之间



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表26. 2016 年~2021 年公司平均产销率在 97%~113%之间

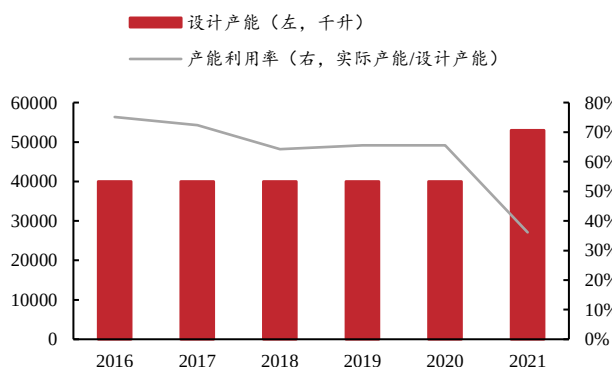


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

产能扩张和结构优化有助于提升现阶段公司的生产效率，并且为未来业绩增长奠定坚实基础。公司在进行产品结构升级时，会在既定产

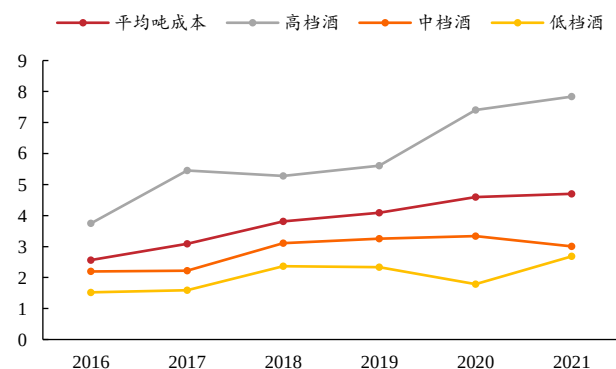
能内削减低档产品的产量占比,但如果现有产能无法满足生产要求,只能将其闲置或者淘汰。1)公司产能建成时间较久,落后产能占比较高,产能利用率较低。2016年~2019年公司产能利用率在64%~75%之间。而且在2020年~2021年,产量下降叠加产能扩张,产能利用率下行,达到36.14%的新低。2)公司白酒吨成本持续上升。2016年~2021年,公司白酒吨成本累计上升约83%;分产品来看,高档酒吨成本、中档酒吨成本、低档酒吨成本分别累计上升109.17%、36.88%、76.23%;高档酒吨成本相对最高而且上升幅度最大,中档酒吨成本中等但上升幅度偏小,低档酒吨成本低上升幅度中等。从侧面反映出,中高档白酒制作要求更高,而合格产能较有限,导致成本上涨。2021年产能技改和新建产能之后,公司中高档白酒产能占比和规模都得到提升,而且每年计提折旧占营业成本的比例较为固定。2021年产业园和产能技改项目都开始计提折旧,而且产能利用率达到低点。未来产量提升叠加产能结构优化,在帮助公司打破中高档白酒生产瓶颈同时,可有效降低吨成本和增强公司的盈利能力。

图表27. 设计产能增至53000千升,产能利用率处在较低水平



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

图表28. 2016年~2021年平均吨成本累计上升约83% (万元/千升)



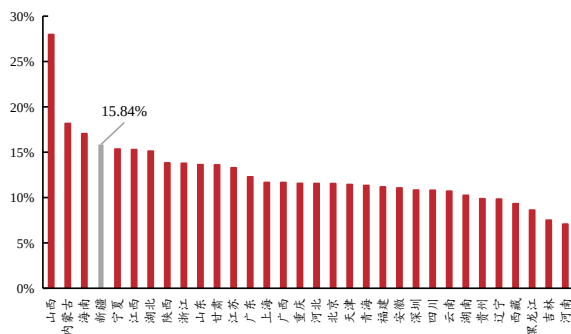
资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

3. 乘风新疆经济发展,受益次高端白酒市场扩容

3.1. 新疆经济有望在十四五期间迎来发展机遇

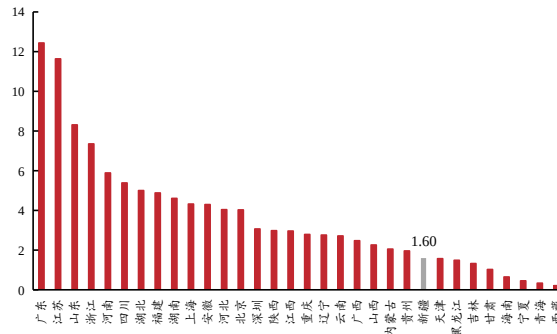
新疆经济起步晚、潜力大。2021年,新疆GDP排在32个省份中的第24位,而GDP增速位居第4。新疆具有丰富的石油、天然气、矿产和农业等资源,而且在“西部大开发”、“脱贫攻坚”等政策扶持下,立足新疆自身产业和资源优势,新疆经济潜力有望释放。

图表29. 2021 年新疆 GDP 增速排全国第 4



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表30. 2021 年新疆 GDP 排全国第 24 (万亿元)



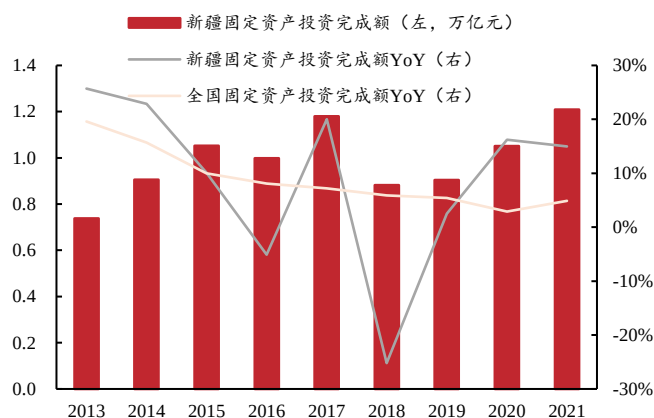
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

新疆政府工作重心转向经济建设。2020 年第三次中央新疆工作座谈会指出要完整准确贯彻新时代党的治疆方略，牢牢扭住新疆工作总目标，依法治疆、团结稳疆、文化润疆、富民兴疆、长期建疆，以推进治理体系和治理能力现代化为保障，多谋长远之策，多行固本之举，努力建设团结和谐、繁荣富裕、文明进步、安居乐业、生态良好的新时代中国特色社会主义新疆。2021 年，马兴瑞出任新疆维吾尔自治区党委书记，他曾长期在广东省任职并担任省长等要职。新疆十四五规划中的主要目标包括综合实力大幅跃升，**经济总量和城乡居民人均收入迈上新台阶**，创新能力显著提高；基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，建成现代化经济体系等。2021 年新疆政府工作报告中明确指出 2022 年经济社会发展的主要预期目标是：全区地区生产总值增长 6% 左右，固定资产投资增长 10% 以上，社会消费品零售总额增长 6% 左右，进出口总额增长 6% 左右，城乡居民人均可支配收入增长 8% 左右。

新疆基础设施较为落后，固定资产投资有望在新疆经济发展中起到重要作用。十四五期间，新疆政府规划综合交通网络以及水利枢纽等多项重点工程。而且，基于“三基地一通道”定位的产业转型升级、乡村建设和旅游业等规划，新疆存在着大量固定资产投资需求。因此，新疆固定资产投资完成额增长动力较充足。2020 年~2021 年，新疆固定资产投资完成额连续两年超过 1 万亿元，同比增速超全国水平。

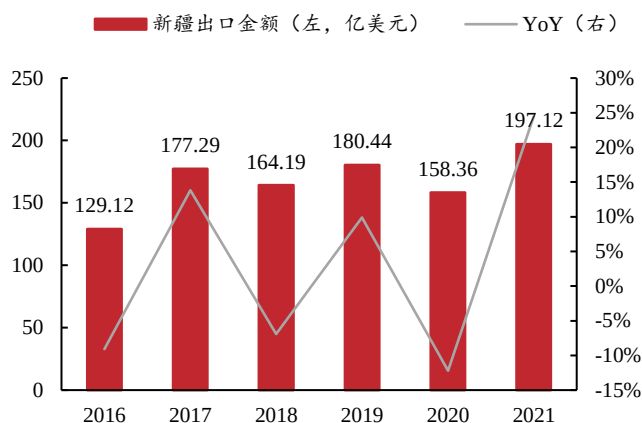
在“一带一路”政策和资源等禀赋加持下，新疆对外贸易前景广阔。新疆是我国东联西出的桥头堡，周围环绕 11 个国家和地区。新疆资源丰富、产业门类齐全，并主动承接内地发达地区产业梯度转移，充分利用国内、国际两个市场、两种资源，优化出口商品结构和贸易方式，提高出口产品质量。2021 年新疆出口接近 200 亿美元，同比增速约 25%。在“一带一路”等对外政策、以及市场化改革的持续推进的背景下，新疆的环疆进出口贸易的增长动能强劲。

图表31. 2020年~2021年新疆固定资产投资额连续两年增速超过全国水平



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

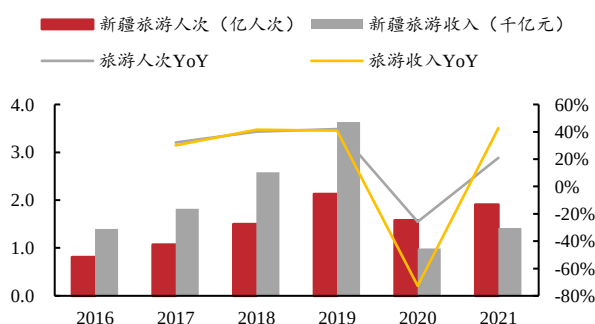
图表32. 2021年新疆出口额接近200亿美元，同比增速约25%



资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

新疆旅游产业有望加速发展。新疆面积广阔、风光旖旎，拥有丰富的旅游资源。旅游业是新疆的重要产业，2021年新疆旅游收入达到1461亿元，占GDP的8.85%。在新疆十四五规划中，提出要优化旅游产业布局、提升旅游承载能力和扩大产品供给，从供给侧推动新疆旅游产业扩容提质。2021年新疆旅游业开始回暖，旅游人次恢复至2019年的约90%，而且旅游收入同比增速首次大幅超过旅游人次同比增速。新疆政府工作报告指出，2022年旅客人次力争达到2.2亿人次；在新疆十四五规划中指出，2025年新疆旅游人次力争达到4亿人次。新疆旅游产业不断升级叠加旅游人次增长，有望使新疆旅游业收入迈上新台阶。

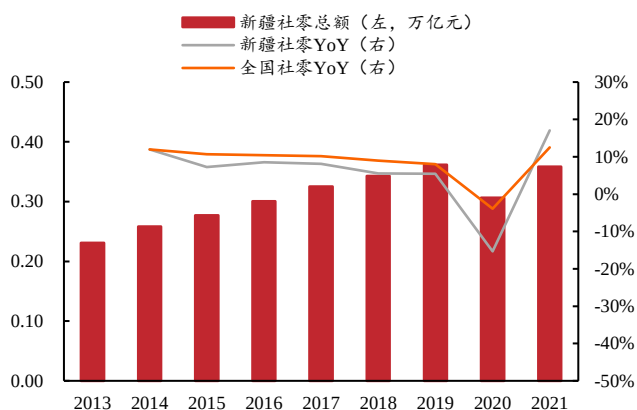
图表33. 2021年新疆旅游收入和旅游人次均同比上升



资料来源：新疆统计局，东亚前海证券研究所

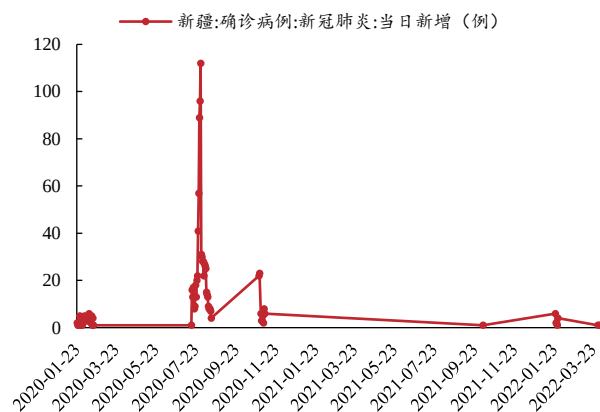
疫情防控成果显著，疆内消费有望回暖。2020年12月以来，新疆每月本地的确诊病例平均为个位数水平。在疫情得到有效控制的背景下，新疆2021年社会消费品零售规模达3600亿元，同比增速达17%，超越全国水平。2022年，新疆疫情防控工作突出“精准防控”，各类消费场景的管控力度逐步减弱，新疆社会零售消费规模有望复苏回暖。

图表34. 2021年新疆社零总额达到0.36万亿元，同比增长17.05%



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表35. 新疆本地确诊病例数处在低位

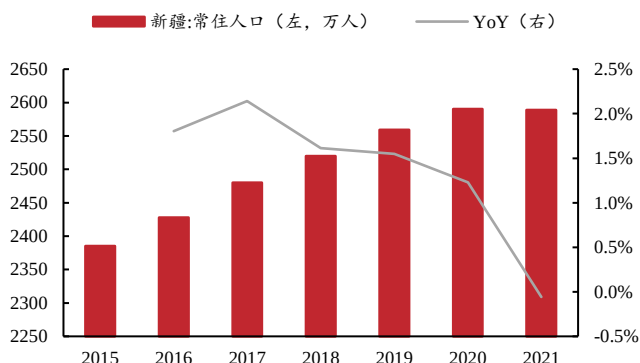


资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

3.2. 新疆次高端白酒市场有望扩容，地产酒占据中低端价格带

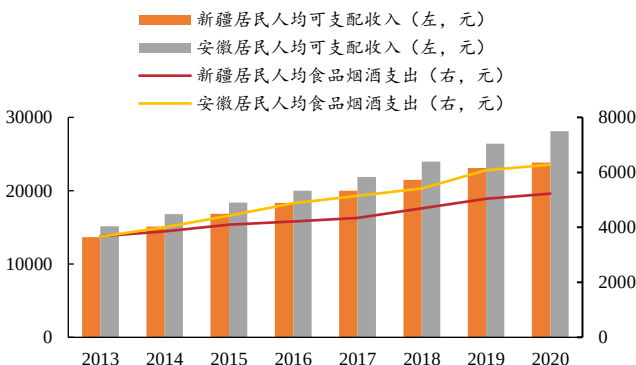
在白酒消费升级趋势下，新疆白酒市场有望扩容，吨价和产品结构也有望得到优化。伴随收入水平的提升，消费者更愿意支付较高的价格，购买品质和声誉良好的产品；高端和次高端白酒市场规模由此持续扩张，开启白酒高端化趋势。安徽省人均可支配收入由2013年的15154元增至2021年的30904元；同时，人均食品烟酒支出同步增长，由2013年的3660元增至2020年的6280元，近乎翻倍增长。安徽省白酒主流价格带历经多轮大幅调整，而且整体呈上移趋势。2015年~2017年的安徽省白酒主流价格带处在120元左右，而2018年以后则上移至200元~300元之间。新疆与安徽市场类似，人均食品烟酒支出与人均可支配收入同步增长。2020年新疆人均可支配收入为26086元，是安徽省的85%左右。近几年，新疆常住人口持续增长，2021年新疆常住人口数接近2600万人。在宏观经济稳中向好的环境下，新疆白酒行业也有望经历安徽白酒行业的主流价格带抬升和白酒市场扩容的过程。

图表36. 新疆常住人口接近 2600 万人



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表37. 安徽和新疆的人均可支配收入和人均食品烟酒支出均呈同步上行趋势



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表38. 安徽省白酒主流价格带不断上移

时间	价格带
2000 年~2006 年	60 元
2007 年~2011 年	80 元
2012 年~2014 年	100 元
2015 年~2017 年	120 元
2018 年至今	200 元~300 元

资料来源: 产业信息网, 东亚前海证券研究所

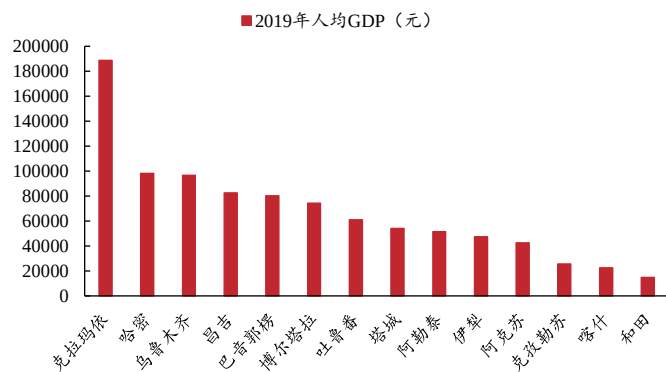
新疆省内中低端白酒市场是新疆地产酒优势主场，而全国一线酒企通过切入省内高端白酒市场抢占市场份额。地产酒符合当地消费者喜好，是地缘文化的承载。而且地产酒企长期精耕细作于当地的渠道建设，对当地渠道终端的掌控力度较强。新疆幅员辽阔、地广人稀，受地理环境限制，交通通达程度尚且有不小提升空间，而且新疆各地经济发展不均衡。北疆（一般指天山以北地区）是全省经济重心，而南疆（一般指天山以南）经济发展则相对落后。从人均 GDP 角度来看，2019 年位于北疆地区的和田的人均 GDP 仅约为南疆地区的克拉玛依的 8%。公司以及其他新疆地产酒领军企业都位于北疆地区，拥有便利的对外沟通条件，而且更加贴近市场主要客户。但是，地产酒也存在着产品主攻中低端，以及当地市场营收占比过高等局限。分价格带来看，新疆地产酒集中分布在 300 元以下的价格带中；而 300 元以上的价格带，以全国性白酒品牌茅台、洋河、五粮液等产品居多。公司产品全面卡位新疆白酒主流价格带。从市场份额来看，公司是新疆地产酒的绝对龙头。根据新疆统计局数据，2020 年伊力特白酒产量占新疆白酒产量的比重为 38.44%。但新疆地产酒在更高端产品的市场上竞争力不及全国一线品牌，市场份额因此下降幅度较大；根据酒业家数据，新疆地产酒在本地市场的市占率已由巅峰的 80% 降至 50% 左右。

图表39. 新疆白酒市场各价格带主要产品（2019年）

价格带	品牌类型	
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元~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元~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元~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：京东，东亚前海证券研究所整理

图表40. 2019年新疆各主要城市人均GDP差异较大



资料来源：新疆统计局，东亚前海证券研究所

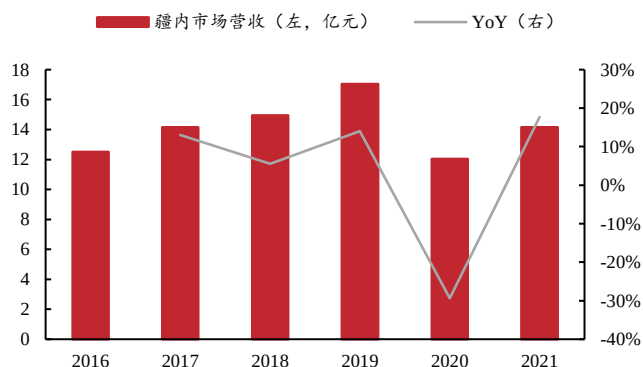
3.3. 公司为新疆白酒龙头，深入挖掘市场潜力

3.3.1. 疆内市场量减价增，吨价提升顺利

疆内白酒吨价提升为疆内市场收入增长主要动力。新疆是公司最主要的市场，近三年的营收占比保持在70%以上。基于本地市场的领先优势，公司持续推进产品结构向中高端切换。1) 价格方面：公司在新疆市场的平均吨价呈逐年上升的趋势，在2021年突破10万元/千升；2016年~2021年新疆市场吨价累计上升95.2%。2) 销量方面：新疆市场销量总体呈下行趋势，

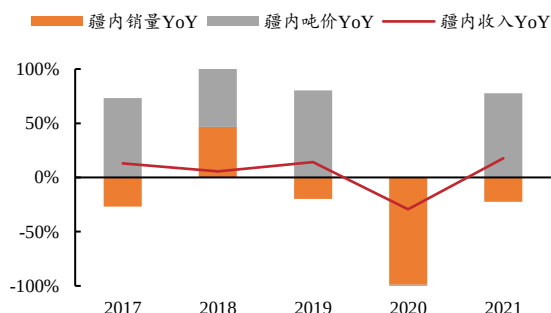
2021 年仅为 1400 万升；2016 年~2021 年累计下滑 42.02%。新疆市场营收增长的驱动力已由销量切换为吨价提升。

图表41. 2021 年公司新疆白酒市场营收恢复正增长



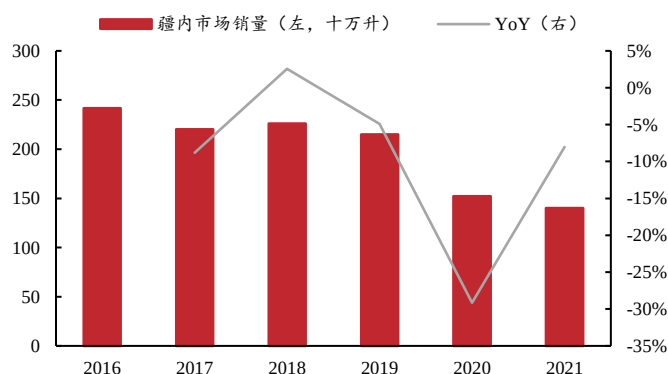
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表42. 吨价提升支撑疆内市场营收增长



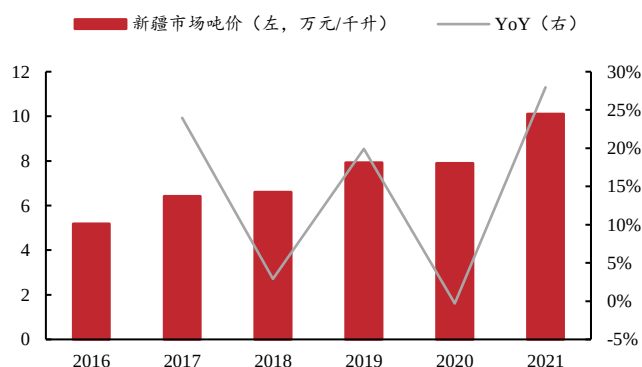
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表43. 公司在新疆市场白酒销量有下行趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表44. 公司在新疆市场吨价逐年提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3.2. 疆内生产和运营布局优化，经销改革提高主导权

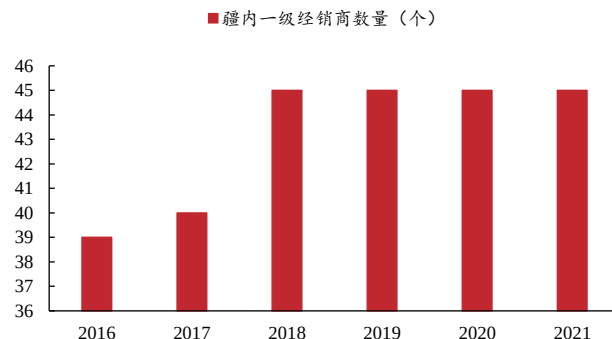
北疆生产和经营布局西进，有利于巩固公司在疆内市场领先优势。公司在新源县共计拥有白酒产能约 35000 千升。2021 年位于可达克拉市的产业园区建成后，公司在当地的白酒总设计产能达到 18000 千升。自此公司实现在伊犁的东西两端的新源县和可达克拉市生产和经营布局。新疆地广人稀，可达克拉市不仅交通更便利，也更加贴近市场。此次西进布局有助于卡位优势地理区位，巩固公司在新疆市场的领先地位。

“二次创业”积极开拓南疆市场，有望打开疆内市场新的增长极。2022 年公司将积极巩固南疆市场，提升公司在南疆市场的份额，扩大公司在新疆及整个白酒行业的影响力。具体来看，公司计划在新疆生产建设兵团第三师四十一团草湖经济技术开发区建设伊力特草湖酒文化产业园。该产业园将布局公司在南疆的销售中心、品牌展示中心、以及中低端白酒的生产中心。产业园占地规模约 130 亩，投资 2.93 亿元（其中：固定资产投资 2.6 亿元，

全额流动资金 2843.29 万元)，是集品牌形象展示、酒文化旅游、工艺体验、白酒生产于一体的特色工业旅游产业园。南疆经济较为落后，而且白酒市场有待开发。但在新疆经济发展水平整体提升的背景下，南疆地区人均收入和白酒市场规模都有望提升。基于本地多年的市场运营经验和口碑积累，公司在南疆扩大投资有望较快取得回报，并受益于南疆经济发展。

公司在疆内渠道的主导权提升，顺利收回伊力王经销权，有助于挖掘疆内市场内在价值。公司在疆内市场长期采取包销制。拥有专营权的经销商，缺少培育消费者的积极性，而且面对公司拥有较强议价能力。通过经销制改革，公司对经销商的控制力度增强，并将针对不同产品给经销商设计考核目标，超额完成部分将在返利和费用部分加大激励。同时，公司积极扩充自身的销售团队。目前，公司在新疆省内的一级经销商数量稳定在 45 个左右。2021 年 7 月，公司顺利收回伊力王品牌经销权，一方面有利于发挥品牌潜能，集中优势快速抢占市场，同时通过开发次高端及以上价位产品，补全产品线布局，提高销售利润率；另一方面为未来其他产品包销转经销积累经验，提高品牌和渠道把控力。

图表45. 公司在疆内的一级经销商数量稳定在 45 个左右



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司顺应省内白酒消费升级趋势，率先在省内市场实施产品结构改革；随着新疆经济的持续发展，叠加公司在疆内渠道改革、产品中高端转型方面的努力，未来在疆内市场的营收有望受益于量价齐升。

4. 疆外市场空间广阔，渠道结构不断优化

4.1. 疆外市场潜力大，吨价主导疆外市场收入变化

新疆白酒市场总体容量有限，开拓全国市场是公司发展的必经之路。当前，公司的疆外市场包括大西北（陕西、甘肃）、江浙沪和其他市场（山东、

河南)等地区。

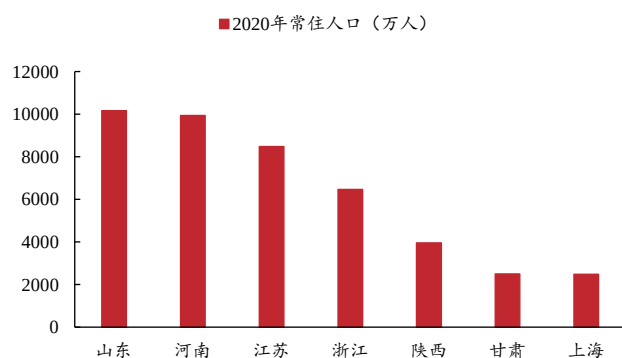
1) 陕西、甘肃等地市场: 陕西、甘肃在地理位置上靠近新疆, 2020 年的常住人口分别为 3954.69 万人、2500.51 万人, 人均可支配收入分别为 2.62 万元、2.03 万元。与新疆白酒市场类似, 甘肃和陕西市场均以浓香型白酒为主。在中、低端白酒市场, 甘肃本地的地产酒企业较为强势, 而陕西地产酒企与外地酒企的竞争较为激烈。

2) 江浙沪等地市场: 江苏、浙江、上海地区经济发达、人口密集, 白酒市场规模大。江苏、浙江、上海 2020 年的常住人口分别为 8477.26 万人、6468.30 万人、2488.22 万人, 人均可支配收入分别为 43390 元、52397 元、72232 元。江苏、浙江、上海的白酒主流价格带高, 白酒市场的规模大、增速较快。其中, 浙江和上海本地无强势地产酒, 外省酒企占据主要市场份额。江苏当地地产酒的市占率较高, 外省酒企进军难度较大。

3) 山东、河南等地市场: 山东、河南为人口大省, 并且人均饮酒量较高; 2020 年的常住人口分别为 10164.51 万人、9941.17 万人, 人均可支配收入分别为 32886 元、24810 元。山东、河南均无强势地产酒, 是全国酒企的必争之地。

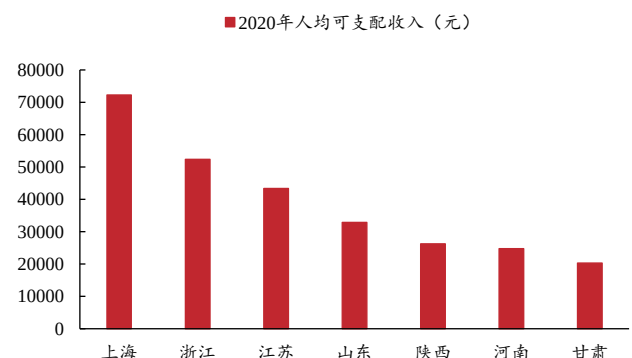
疆外市场差异较大, 需要使用不同的营销策略。在西北地区, 公司可以依托地理位置优势和相近的消费习惯, 通过经销商让利以及旅游消费等方式刺激销量。在江浙沪以及山东、河南等地区, 公司可通过援疆干部作为消费者对公司产品进行宣传, 拓展疆外团购、直销渠道, 同时积极地开拓疆外经销渠道。

图表46. 公司疆外市场所在地的常住人口情况



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表47. 公司主要疆外市场的人均可支配收入水平

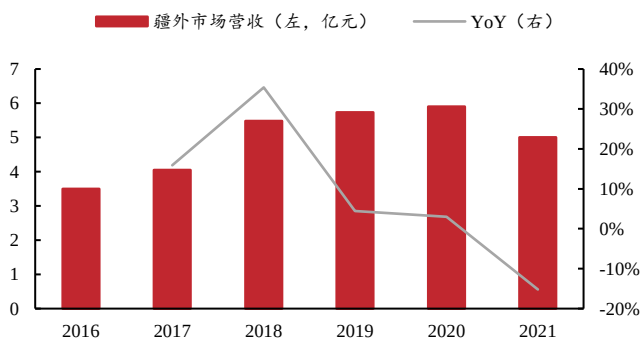


资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

2016 年~2021 年公司白酒吨价在疆外市场的累计涨幅超 70%, 吨价变化主导疆外白酒收入变化。公司在疆外市场不断取得进展, 2016 年~2021 年, 公司疆外白酒收入累计上升 43.18%, 收入规模最高接近 6 亿元。拆分量价来看, 疆外白酒收入变化主要与吨价涨跌相关。2016 年~2020 年, 公司疆外

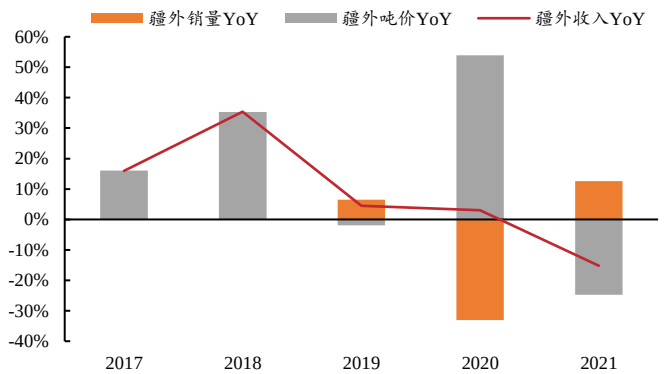
营收由 3.49 亿元持续增至 5.90 亿元，CAGR 为 13.99%，增长较为迅速；该阶段疆外白酒吨价不断提升，CAGR 为 24.07%；而疆外白酒销量在 2016 年~2019 年间小幅上行，CAGR 为 2.12%，并且在 2020 年出现大幅下滑，降幅 33.10%。总结来看，2016 年~2020 年，公司疆外白酒营收上涨主要由吨价提升拉动。2021 年公司的疆外营收为 5.00 亿元，同比下降 15.20%；拆分开来看，疆外白酒销量为 499 万升，同比增长 12.62%；而疆外白酒吨价为 10.02 万元/千升，同比下降 24.71%；2021 年疆外白酒吨价下滑是疆外营收下降的主要原因。

图表48. 2016 年~2021 年疆外市场收入累计上升 43.18%



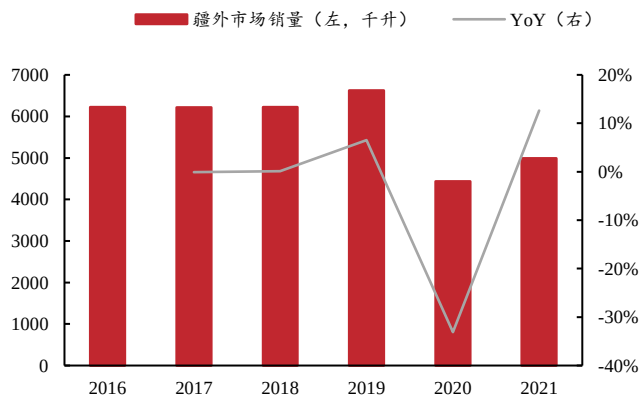
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表49. 公司在疆外市场吨价变动主导收入变化



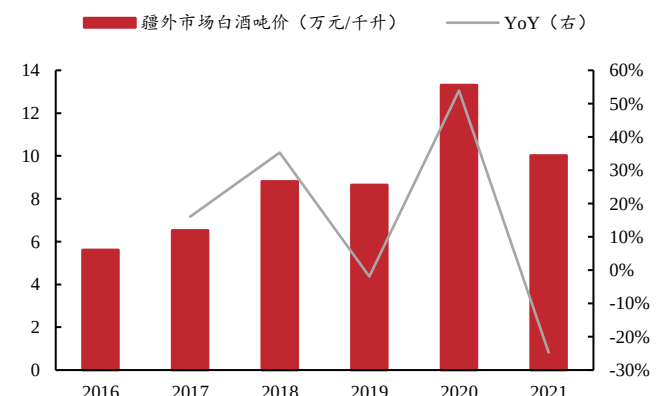
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表50. 2016 年~2021 年疆外市场销量累计下降 19.75%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表51. 2016 年~2021 年疆外市场白酒吨价累计上升 78.41%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

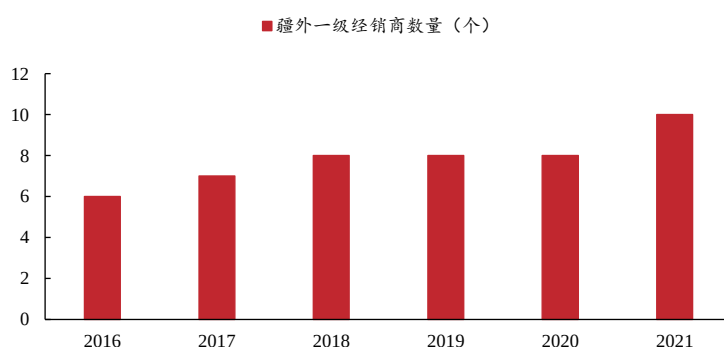
4.2. 疆外渠道布局逐渐清晰，未来有望实现放量

公司销售模式继续向“经销商+直销+线上销售”的模式转变，并区隔疆内外产品，严格管控窜货乱价行为，不断优化营商环境。在疆外市场渠道方面，公司基本形成浙江大商、品牌运营公司、电商公司三足鼎立之势。总体

来看，公司疆外渠道梳理清晰，管控力和主导权得到增强。

强化与大商的合作，有利于快速打开市场。在疆外市场的渠道拓展上，公司积极寻找大商、强商，扶持、培育、壮大重点市场，打造疆外样板市场。公司的疆外经销商数量在 2021 年增至 10 个，相比上年增长 2 个。公司与浙江大商（浙江商源）达成合作协议，由其代理伊力特在浙江省内的经销。大商拥有完善的营销网点和在区域内迅速铺开产品的能力，可以在短期内迅速提升公司的产品收入。

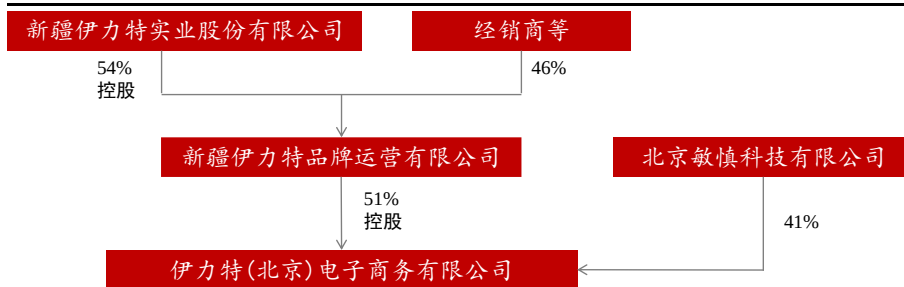
图表52. 2021 年公司在疆外一级经销商数量达到 10 个



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

引入经销商和合作方共同持股，激活疆外渠道商经营活力。新疆伊力特品牌运营公司（以下简称品牌运营公司）是公司疆外渠道运营工作的总抓手。公司控股品牌运营子公司，持股比例达到 54%；同时，多名经销商参股品牌运营子公司，持股比例共计达 46%。通过共同持股的方式，公司能与经销商达成战略合作关系，并且可确保经销商的忠诚度以及营销积极性。伊力特（北京）电子商务有限公司（以下简称电商子公司）主营线上销售。电商子公司为品牌运营公司的控股子公司，并且引进电商运营团队作为大股东共同持股。此举有助于公司顺利展开自营电商业务。

图表53. 公司引入经销商和电商运营团队共同持股渠道管理子公司

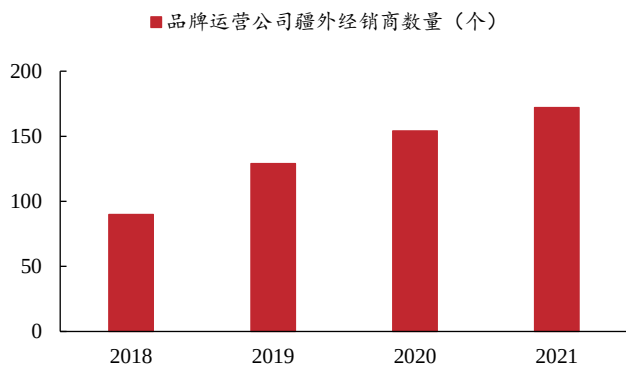


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

品牌运营公司疆外招商进展顺利，公司在疆外渠道的话语权加强。为优化疆外渠道结构，减少对大商的依赖，2017 年公司成立新疆伊力特品牌

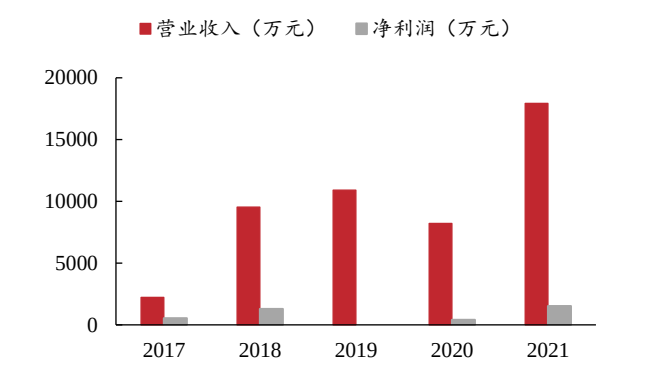
运营公司，主要面向疆外市场中小经销商。品牌运营公司成立至今已成功招入 172 家经销商，营收不断增长，2021 年品牌运营公司的营收达到 1.79 亿元，创下成立以来新高。品牌运营公司的快速发展，帮助公司快速扩张疆外布局范围，并且可从重点城市或地区开始突破。相比于大商，品牌运营公司能对旗下做出销售目标指引，而且依赖程度更低。

图表54. 品牌运营公司下辖的疆外经销商数量快速上升（个）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表55. 2021 年品牌运营公司的收入和净利润创新高

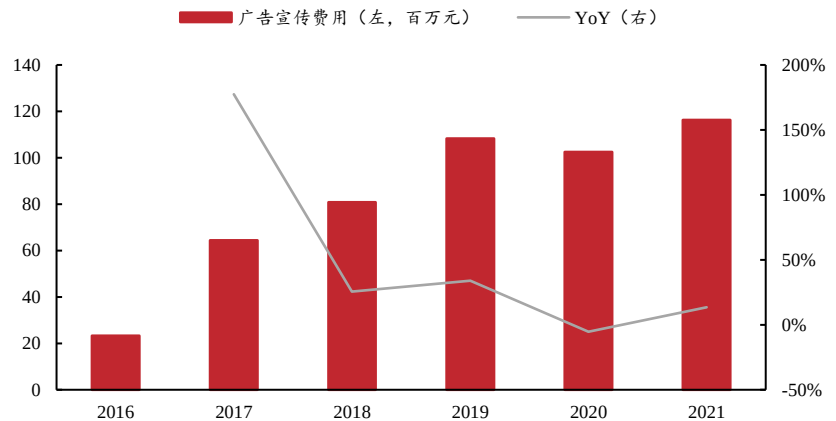


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司线上渠道发展迅速，并通过加强仓储建设等提升经营效率。电商子公司成立于 2020 年 7 月，销售的产品涵盖高档、中档和低档白酒；2020 年 7 月~12 月，营收达到 2534 万元；2021 年全年实现营收 1.08 亿元，毛利率为 28.31%；收入规模迅速上升。电商子公司在天猫、京东、拼多多等电商平台分别设立直营店。为提高电商渠道经营效率，公司计划开设新疆仓，减少货物中转次数、缩短中转距离，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。

线上线下加大宣传力度，在全国范围内提升品牌知名度和曝光度。新任管理层上任以来，公司计划在短期内（3 年~5 年）将公司品牌由区域三线品牌打造成二线品牌。为此公司投入大量广告费用，2016 年~2021 年，广告宣传费用由 2321 万元增至 1.16 亿元，CAGR 约为 38%。广告宣传途径包括线上和线下两大方式。线上方面，公司在 CCTV7 投放伊力王产品广告，结合自身兵团创业历史，精准定位部队转业人群和军事爱好者；公司规划参与电商重要节日，开通官方抖音账号，尝试开通直播平台，结合销售策略进行品牌推广、产品展示和消费者培育。2021 年“新疆伊力特酒”抖音官方账号正式上线，推出新年扫码领红包活动，投放千万瓶有奖产品，覆盖 10 多个品种。线下方面，公司启动四大产品 10 组动车冠名活动，密集发力打造品牌高速移动走廊；与酒类营销号“微酒”签订合作协议并新增机场客运枢纽包柱灯箱广告；公司冠名 CBA 广汇男篮新疆队。

图表56. 2016年~2021年广告宣传费用的CAGR为38%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测

本文的盈利预测基于以下条件：

收入端：十四五期间，新疆经济有望迈入新发展阶段。公司作为新疆龙头酒企，有望率先从中受益，叠加品牌和渠道全国化建设上的不懈努力，公司中高档产品的吨价和销量有望顺利提升，而低档产品的营收占比仍将维持低位。预计2022年~2024年，营业收入增速分别为31.80%/20.23%/15.14%。分具体产品来看：

- 1) 高档白酒：预计2022年~2024年收入增速分别为35.70%/10.00%/5.00%。
- 2) 中档白酒：预计2022年~2024年收入增速分别为26.50%/21.00%/15.50%；
- 3) 低档白酒：预计2022年~2024年收入增速分别为9.18%/8.12%/8.12%。

成本端：技改等项目对生产效率提振的作用将逐步显现，中高档产品的吨成本有望降低；而低档白酒产品由于产销量下降等因素，吨成本有提升的趋势。结合下文对吨价的预测，预计2022年~2024年毛利率分别为54.68%/56.42%/54.22%。分具体产品来看：

- 1) 高档白酒：预计2022年~2024年的毛利率分别为61.81%/63.81%/61.81%；
- 2) 中档白酒：预计2022年~2024年的毛利率分别为43.30%/44.30%/41.30%。

3) 低档白酒：预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 6.02% /4.02% /0.02%。

费用端：出于品牌建设以及疆外市场开拓的需要，公司的销售费用率将会逐年上升；而由于员工结构优化，以及经营效率的提升，管理费用率有望下行；财务费用率和研发费用率将保持低位。具体来看：

1) 预计 2022 年~2024 年销售费用率分别为 7.10%/7.42%/7.52%；

2) 预计 2022 年~2024 年财务费用率分别为 0.53% /0.37%/0.19%；

3) 预计 2022 年~2024 年管理费用率分别为 2.91% /2.24%/2.40%；

4) 预计 2022 年~2024 年研发费用率分别为 0.88%/0.91%/0.90%。

按照上述假设，预计 2022 年~2024 年年营收分别为 25.54/30.71/35.36 亿元，同比分别为 31.80%/20.23%/15.14%；归母净利润分别为 4.99/6.26/7.03 亿元，同比分别为 59.44%/25.44%/12.46%。EPS 分别为 1.06/1.33/1.49 元/股，基于 6 月 28 日收盘价 29.09 元，对应 PE 分别为 27.53/21.95/19.52，在可比公司中估值处于较低水平。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表57. 公司各类产品营收和毛利率预测

产品	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
高档酒收入（百万元）	1309.91	1610.78	1341.80	1349.12	1830.76	2210.64	2553.29
YoY		22.97%	-16.70%	0.55%	35.70%	10.00%	5.00%
吨价（万元/千升）	13.17	13.76	16.55	20.21	23.85	25.04	26.29
YoY		4.48%	20.30%	22.08%	18%	5%	5%
销量（千升）	9945.19	11705.57	8105.33	6675.81	7677.18	8828.76	9711.63
YoY		17.70%	-30.76%	-17.64%	15%	15%	10%
毛利率	60.99%	61.24%	57.42%	59.81%	61.81%	63.81%	61.81%
毛利率变动		0.25%	-3.82%	2.39%	2%	2%	-2%
中档酒收入（百万元）	614.16	535.39	369.28	483.28	611.35	739.73	854.39
YoY		-12.83%	-31.03%	30.87%	26.50%	21.00%	15.50%
吨价（万元/千升）	4.32	4.67	4.67	5.71	6.57	7.23	7.59
YoY		8.03%	0.19%	22.26%	15%	10%	5%
销量（千升）	14221.98	11475.88	7900.17	8456.36	9302.00	10232.20	11255.42
YoY		-19.31%	-31.16%	7.04%	10%	10%	10%
毛利率	39.02%	36.92%	33.25%	42.30%	43.30%	44.30%	41.30%
毛利率变动		-2.10%	-3.67%	9.05%	1%	1%	-3%
低档酒收入（百万元）	117.46	129.36	81.74	83.45	91.11	98.51	106.51
YoY		10.13%	-36.81%	2.09%	9.18%	8.12%	8.12%
吨价（万元/千升）	2.53	2.62	2.24	2.16	2.23	2.27	2.32
YoY		3.79%	-14.68%	-3.47%	3%	2%	2%
销量（千升）	4646.75	4930.88	3651.91	3862.15	4093.88	4339.51	4599.88
YoY		6.11%	-25.94%	5.76%	6%	6%	6%
毛利率	19.50%	16.41%	3.93%	5.02%	6.02%	4.02%	0.02%
毛利率变动		-3.09%	-12.48%	1.09%	1%	-2%	-4%
其他收入（百万元）	82.55	26.13	9.24	21.91	20.81	21.86	21.42
YoY		-68.35%	-64.64%	137.12%	-5%	5%	-2%
毛利率	-24.73%	-81.01%	-221.81%	-85.02%	-25.02%	-45.02%	-65.02%
毛利率变动		-56.28%	-140.80%	136.79%	60%	-20%	-20%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表58. 公司盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1937.76	2554.03	3070.73	3535.60
增长率 (%)	7.53	31.80	20.23	15.14
归母净利润(百万元)	312.76	498.67	625.55	703.47
增长率 (%)	-8.53	59.44	25.44	12.46
EPS (元/股)	0.67	1.06	1.33	1.49
市盈率 (P/E)	40.78	27.53	21.95	19.52
市净率 (P/B)	3.47	3.28	2.85	2.49

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 股价基准为 2022 年 6 月 28 日收盘价 29.09 元

图表59. 公司在可比公司中估值水平偏低

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002304.SZ	洋河股份	173.20	2610.10	6.38	7.74	9.22	27.15	22.38	18.79
000596.SZ	古井贡酒	230.37	1063.24	5.67	7.14	8.7	40.63	32.26	26.48
603369.SH	今世缘	49.65	622.86	1.99	2.46	3.03	24.95	20.18	16.39
603198.SH	迎驾贡酒	61.06	488.48	2.28	2.86	3.52	26.78	21.35	17.35
603919.SH	金徽酒	33.81	171.50	0.95	1.22	1.49	35.59	27.71	22.69
均值				3.45	4.28	5.19	31.02	24.78	20.34
600197.SH	伊力特	30.07	141.92	1.06	1.33	1.49	27.53	21.95	19.52

注: 收盘价和总市值均为 2022 年 6 月 28 日的收盘数据

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

6. 风险提示

新疆经济发展不及预期: 公司营收主要来源于新疆市场, 而且受益于新疆本地经济增长带动的消费升级。如果新疆经济发展速度不及预期, 将会对公司业绩增长产生影响。

疫情扰动加剧: 在疫情扰动加剧后, 管控措施的升级, 会减少餐饮等消费场景, 还可能阻碍物流运输, 最终减少终端销量。

疆外市场拓展不及预期: 如果疆外市场开拓受阻, 无法在现有基础上继续增加广度和深度, 会限制公司业绩增长的空间。

全国性高端酒企加速进军新疆市场: 公司为区域性白酒龙头, 在高端白酒领域竞争力较弱。如果全国性高端酒企加速进军新疆市场, 势必会抢占公司市场份额。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1938	2554	3071	3536
%同比增速	8%	32%	20%	15%
营业成本	941	1157	1338	1618
毛利	997	1397	1732	1917
%营业收入	51%	55%	56%	54%
税金及附加	320	410	500	565
%营业收入	17%	16%	16%	16%
销售费用	156	181	228	266
%营业收入	8%	7%	7%	8%
管理费用	50	74	69	85
%营业收入	3%	3%	2%	2%
研发费用	19	22	28	32
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	-6	-6	13	11
%营业收入	-0%	-0%	0%	0%
资产减值损失	-8	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	3	5	5	7
投资收益	8	6	7	9
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	464	727	907	976
%营业收入	24%	28%	30%	28%
营业外收支	-5	-4	-4	-3
利润总额	459	723	904	973
%营业收入	24%	28%	29%	28%
所得税费用	138	220	275	263
净利润	321	502	629	709
%营业收入	17%	20%	20%	20%
归属于母公司的净利润	313	499	626	703
%同比增速	-9%	59%	25%	12%
少数股东损益	9	4	3	6
EPS (元/股)	0.67	1.06	1.33	1.49

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.67	1.06	1.33	1.49
BVPS	7.81	8.87	10.20	11.69
PE	40.78	27.53	21.95	19.52
PEG	—	0.46	0.86	1.57
PB	3.47	3.28	2.85	2.49
EV/EBITDA	22.77	16.27	12.75	11.15
ROE	8%	12%	13%	13%
ROIC	8%	11%	13%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1027	1326	1595	1915
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	140	208	220	266
存货	1361	1205	1530	1959
预付账款	51	53	64	80
其他流动资产	303	334	355	367
流动资产合计	2882	3126	3763	4586
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	201	201	201	201
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1721	1860	1999	2095
无形资产	99	120	135	153
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	20	20	20	20
其他非流动资产	19	11	8	8
资产总计	4942	5338	6126	7063
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	490	317	440	606
预收账款	0	31	12	19
应付职工薪酬	159	214	244	289
应交税费	153	192	226	268
其他流动负债	131	134	184	213
流动负债合计	933	888	1107	1396
长期借款	0	0	0	0
应付债券	191	130	69	8
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
负债合计	1135	1029	1188	1415
归属于母公司的所有者权益	3688	4187	4812	5516
少数股东权益	118	122	125	131
股东权益	3807	4309	4938	5647
负债及股东权益	4942	5338	6126	7063

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	100	577	527	582
投资	0	0	0	0
资本性支出	-129	-105	-102	-108
其他	6	6	7	9
投资活动现金流净额	-123	-99	-95	-99
债权融资	0	-61	-61	-61
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-196	-119	-102	-102
其他	-1	0	0	0
筹资活动现金流净额	-196	-180	-163	-162
现金净流量	-220	299	269	320

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。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>