



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

“新” 春天的故事

—伊 力 特(600197)公司首次覆盖报告

2022 年 07 月 28 日

马铮 食品饮料首席分析师

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

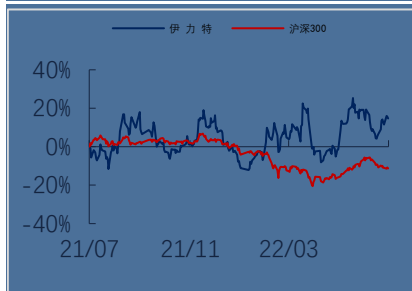
公司研究

公司首次覆盖报告

伊力特(600197)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	28.67
52 周内股价波动区间(元)	31.89-21.64
最近一月涨跌幅(%)	-4.59
总股本(亿股)	4.72
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	135.31

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

“新”春天的故事

2022 年 07 月 28 日

本期内容提要：

◆**投资建议：搭乘新疆经济发展东风，西北酒王焕发新机。**受疆内市场环境影 响，伊力特近几年规模发展较慢，疆外市场扩张稍显疲软。我们认为，新疆 优质的环境基础为伊力特的酿造增添独特风味，且在西北市场占据领先份额， 消费基础良好。公司具有非常深厚的兵团英雄文化底蕴，团队凝聚力强，随 着国家对新疆战略地位的重新定位、马兴瑞书记上任后对新疆经济发展的重 视和推动，伊力特有望借助疆内市场活力的提升及新疆文化的广泛传播，加 快释放二次改革红利。我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.02/1.30/1.67 元，对应 2022 年 7 月 28 日收盘价（28.67 元/股）市盈率 28/22/17 倍，首 次覆盖给予“买入”评级。

◆**享受经济发展的消费升级红利，公司产品结构可进一步优化。**新疆居民收入 水平与中部省份基本相当，但由于地区发展落后，人们的消费习惯更偏向务 实节俭。随着市场经济的活跃，商业化社会的发展，疆内消费需求有望扩大， 对消费升级进一步刺激。目前，伊力特聚焦 6 大系列、9 大核心单品，产品 线覆盖高中低三档，其中高档酒包含千元价位的伊力壹号窖、400 元以上的 伊力王和百元以上的伊力老窖类，中档酒包括百元以上的伊力老陈酒和 50 元 以上的伊力特曲，低档酒为 50 元以下伊力大曲。公司在 200-300 元价位处 于相对空档，有望享受经济发展带动的消费升级红利，实现产品结构的进一 步优化。

◆**疆内扁平化运作，疆外三足鼎立支持。**2018 年以来，在盛初的帮助下，伊力 特的市场运动由单一买断转型统一管理，公司集中陈列支持，厂家主导费用 投入。疆内扁平化运作，缩减经销环节，渠道商直控终端，最大化渠道利润， 促进终端的积极性。疆外基本形成浙江大商、品牌运营公司、电商公司鼎足 三分之势，与公司合作 24 年之久的浙江商源主要负责浙江市场拓展并辐射华 东；品牌运营公司由公司 与经销商共同参股，主要负责伊力特品牌在疆外的 招商布局、品牌建设、产品营销推广等工作；电商公司主要负责线上平台运 营销售。整体上，疆外渠道结构正逐步优化，2021 年完成河南、山东济南、 四川成都的招商工作，广东、甘肃、江苏新进经销商的产品已投放市场。

◆**股价催化剂：**新疆经济发展加快；赴疆旅游人次提升。

◆**风险因素：**疫情反复影响；疆内酒水市场竞争加剧。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,802	1,938	2,507	3,088	3,765
增长率 YoY %	-21.7%	7.5%	29.4%	23.2%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	342	313	482	616	790
增长率 YoY%	-23.5%	-8.5%	54.0%	27.8%	28.4%
毛利率%	48.6%	51.4%	53.9%	55.3%	56.8%
净资产收益率 ROE%	9.8%	8.5%	12.4%	14.8%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.66	1.02	1.30	1.67
市盈率 P/E(倍)	39.01	40.92	28.09	21.98	17.12
市净率 P/B(倍)	3.88	3.67	3.47	3.25	3.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 07 月 28 日收盘价

目录

投资逻辑:	4
1. 历史复盘: 三部曲, 谱写屯垦戍边华章	5
1.1 一部曲: 峥嵘岁月, 英雄赞歌	5
1.2 二部曲: 奋进高歌, 现代转型	6
1.3 三部曲: 全新天地, 英雄担当	6
2. 竞争优势: 优质生态, 硬核文化	7
2.1 生态酿酒, 品质出众	7
2.2 峥嵘岁月, 英雄本色	9
2.3 兵团控股背书, 团队经验丰富	10
2.4 疆内重点支持, 疆外三足鼎立	11
3. 发展机遇: 疆内经济转型, 疆外文化输出	12
3.1 新领导班子上任, 落实经济发展定位	12
3.2 意识形态转变, 疆内消费有待升级	13
3.3 新疆文化风潮起, 旅游经济助传播	13
4. 盈利预测与评级	15
4.1 盈利预测及假设	15
4.2 投资评级	15
5. 风险因素	16

表目录

表 1: 公司核心产品线	8
表 2: 三次中央新疆工作座谈会重要指示	12
表 3: 公司收入预测	15
表 4: 可比公司盈利及估值对比	15

图目录

图 1: 伊力特发展概述	5
图 2: 60 年代建厂初期 (老工房)	5
图 3: 60 年代建厂初期 (下窖)	5
图 4: 伊力特酒厂生产线	6
图 5: 伊力特机械化自动车间	6
图 6: 伊力特酒文化产业园	6
图 7: 伊力特生态酿酒特色	7
图 8: 伊力特九大明星单品	7
图 9: 2016 年以来各价位收入增长变化	8
图 10: 高档酒占比提升趋势明显	8
图 11: 高档酒吨价提升显著	9
图 12: 近年来整体毛利率稳中有升	9
图 13: 伊力特的英雄文化	9
图 14: 2016 年以来销售费用率连年提升	10
图 15: 伊力特冠名 CBA 新疆队	10
图 16: 新疆兵团四师为伊力特实控人	10
图 17: 近年来疆内疆外销售情况	11
图 18: 疆内销售占主导地位	11
图 19: 2014 年以来新疆经济发展波动较大	12
图 20: 新疆在“一带一路”中的重要地位	12
图 21: 2021 年新疆城镇单位就业人员平均工资高于郑州	13
图 22: 2015 年以来新疆城镇居民人均可支配收入高于河南	13
图 23: 乌苏啤酒硬核文化宣传	14
图 24: 伊力特的西部文化调性	14
图 25: 新疆塞外风光	14
图 26: 新疆原生态景色	14

投资逻辑：

伊力特地处新疆边陲城市伊宁，由于长期以来地区发展落后，企业活力受到一定限制。

我们认为，随着国家对新疆战略地位的重新定位、马兴瑞书记上任后对新疆经济发展的重视和推动，伊力特有望借助疆内市场活力的提升及新疆文化的广泛传播，加快释放二次改革红利。新疆优质的环境基础为伊力特的酿造增添独特风味，且在西北市场占据领先份额，消费基础良好，深厚的兵团英雄文化底蕴，塑造了较强的团队凝聚，企业活力有望进一步激活。

边陲城市转型欧亚大陆枢纽，经济发展加快。由于建国以来新疆人口的爆发式增长，以及社会发展不平衡导致的贫困问题，宗教极端势力长期渗透，给地区长治久安带来隐患。长期以来，维护地区长治久安及民族团结是治理新疆的工作重心。2022年7月，习总书记在考察新疆时对新疆地区的战略定位做出重要指示，“随着一带一路深入推进，新疆不再是边远地带，而是一个核心区。”新疆将逐步变为连通欧亚大陆的“区域枢纽”，并有望依托于高新技术，建设起农业中心和基础工业品制造中心。2021年底，原深圳市委书记、广东省省长马兴瑞调任新疆维吾尔自治区党委书记，积极推动新疆的经济建设，将工作重心转向“发展经济”，良好的营商环境将促进疆内酒类消费需求的释放，为伊力特的发展创造机遇。

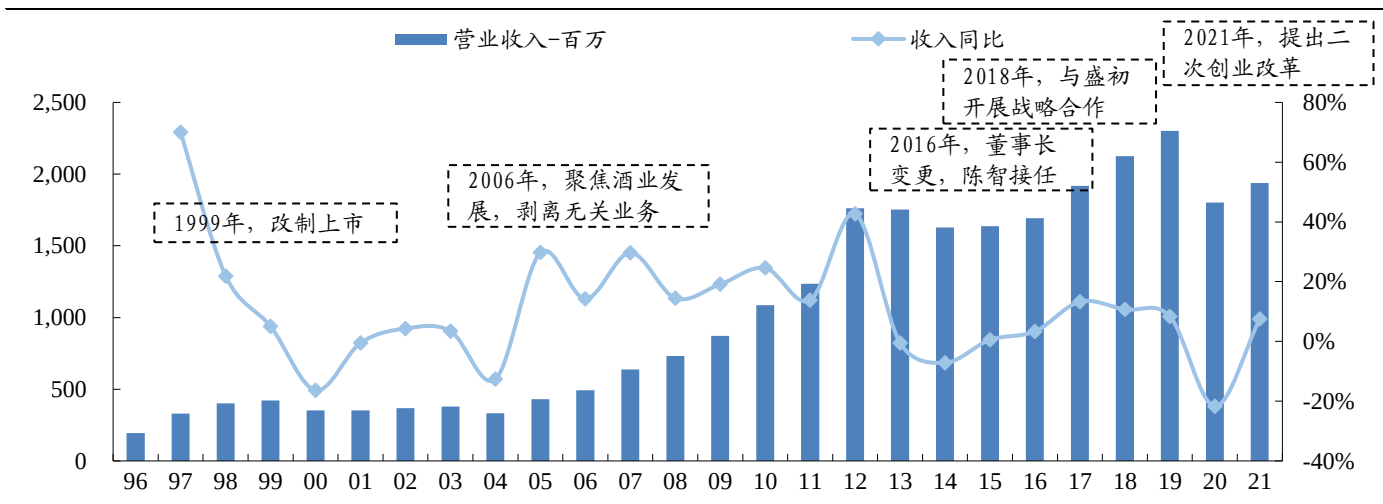
享受经济发展的消费升级红利，公司产品结构具备优化空间。新疆居民收入水平与中部分省份基本相当，但由于地区发展落后，人们的消费习惯更偏向务实节俭。随着市场经济的活跃，商业化社会的发展，疆内消费需求有望扩大，对消费升级进一步刺激。目前，伊力特聚焦6大系列、9大核心单品，产品线覆盖高中低三档，其中高档酒包含千元价位的伊力壹号窖、400元以上的伊力王和百元以上的伊力老窖类，中档酒包括百元以上的伊力老陈酒和50元以上的伊力特曲，低档酒为50元以下伊力大曲。公司在200-300元价位处于相对空档，有望享受经济发展带动的消费升级红利，实现产品结构的进一步优化。

旅游产业发展促进新疆文化传播，省外布局空间广阔。前有大乌苏，后有伊力特，新疆硬汉文化形象迅速抢占了年轻消费者心智，独具新疆风情的差异化品牌调性是其走向疆外市场的重要内核。根据新疆自治区重点工作安排，2022年将加快以旅游业为重点的服务业发展，深入实施旅游兴疆战略，加快旅游基础设施建设，丰富文化旅游产品供给，优化旅游市场环境，提升旅游服务能力，力争2022年接待游客达到2.5亿人次。游客入疆将带来巨大的消费潜力，伊力特酒既可以作为当地接待用酒增加疆内用酒需求，又可作为伴手礼带往疆外，宣扬新疆文化。我们认为，新疆旅游业的蓬勃发展将进一步为伊力特打开需求和销量。

1. 历史复盘：三部曲，谱写屯垦戍边华章

伊力特是一家以酒业为主，多元发展的兵团一类二级企业，位于“塞外江南”伊犁哈萨克自治州新源县肖尔布拉克境内，前身是农四师十团，1988 年团企分离，更名为新疆伊犁酿酒总厂，并于 1999 年改制上市。伊力特酒在酿造过程中使用天山雪水、伊犁河谷优质高粱、小麦、大米、玉米、豌豆等五粮为原料，经陈年老窖发酵，长年陈酿，精心勾兑而成，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”。目前，公司拥有新疆最大的纯粮固态发酵白酒生产基地，5 万吨/年成品酒生产能力，15 万吨原酒储存能力，聚焦伊力王、伊力老窖、伊力特曲等九大明星产品，在疆内市场为核心的基础上，积极开拓华东市场布局，加快企业转型。

图 1：伊力特发展概述



数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 第一部曲：峥嵘岁月，英雄赞歌

建厂初期，艰辛创业。1955 年，十团农场副业加工厂在养猪场旁成立酿酒组，同年 11 月试制成功第一锅酒。1956 年，酿酒组正式投入生产。1957 年，原酿酒组从加工厂分出，由养猪场迁址到肖尔布拉克，成立“十团酿酒厂”。建厂之初，战士们一穷二白，创业的艰辛无处不在，除了要克服不便的交通，战士们还要在极度匮乏的物质条件下搭建厂房、挖掘窖池，充分发挥中华民族勤劳智慧、不怕吃苦的传统美德，和英雄的队伍英勇顽强、甘于奉献的可贵品质，实现了酿酒厂从无到有的历史性转变。

图 2：60 年代建厂初期（老工房）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：60 年代建厂初期（下窖）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 二部曲：奋进高歌，现代转型

从农场小作坊到现代化企业的华丽蜕变。1962 年，酿酒一厂建成，“伊犁白酒”瓶酒包装首批投放乌鲁木齐市、伊宁市、新源县市场，初次打开销路。1982 年，酿酒二厂建成；1991 年，酿酒四厂竣工；1992 年，酿酒三厂建成，与此同时，热电厂、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企业相继成立，推动农业产业化和城乡一体化，建设繁荣富裕的新疆。至 1998 年，公司年基酒产量达到 8000 吨，在新疆的市场占有率为 24.7%左右，稳居疆内市占率首位，“伊力牌”系列酒也远销全国二十多个省区。

图 4：伊力特酒厂生产线



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 5：伊力特机械化自动车间



资料来源：可克达拉市新闻，信达证券研发中心

1.3 三部曲：全新天地，英雄担当

新领导班子上任，响应国家战略部署。2016 年，英雄事业的接力棒交到了新一届领导班子手中，在兵师领导的正确领导下，新一届班子坚定不移践行伊力特战略新思维：聚焦白酒主业为核心，相继成立品牌运营公司、电商公司，实施思想观念、体制机制、文化营销、市场开拓、基础管理等方面的改革和创新，以伊力王酒、伊力老窖、伊力老陈酒、伊力特曲为重点，进一步调整增效结构，加快全国市场布局。为积极响应国家“一带一路”战略部署，全面贯彻落实兵师“产城融合”发展理念，公司于 2017 年 10 月启动可克达拉市伊力特生态产业园及总部优质酒生产基地建设项目，依托伊犁河谷地域资源优势，形成集白酒生产、技术研发、文化展示、工艺体验、庄园休闲等功能于一体的 4A 级工业旅游园区。

图 6：伊力特酒文化产业园



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2. 竞争优势：优质生态，硬核文化

2.1 生态酿酒，品质出众

长窖窖：伊力特独有专利的“长窖型老窖泥发酵窖池”，是目前中国白酒酿造鲜有的窖池类型。5: 1: 2 黄金比例窖池，扩大酒醅与窖泥的接触面积，为微生物的生长、繁殖、代谢提供了最佳的发酵环境，全面提升了窖泥对酒醅的生香能力，从而形成特殊的窖香及多种香味物质，使伊力特系列产品具有浓郁的芳香、丰满的酒体风格。

天山水：伊力特酿酒用水主要以巩乃斯河水为主，天山冰川、冰雪消融后，经过冲积扇的过滤，汇入巩乃斯河。用天山融水酿造的伊力特酒，比其他白酒多一份清冽，少一分寡淡，风格独特，风味自然，同时也为伊力特带去了甘润与爽净，是名副其实“圣水酿造的美酒”。

优质粮：北纬 43 度的伊犁河谷地区，被誉为“西部粮仓”，盛产优质高粱、小麦、玉米，足以为酿酒生产所需原料提供切实的保障。汲冰川融水之精华、凝伊犁河谷之灵气，拥有 5 万平方公里肥沃良田的伊犁河谷三角洲，为伊力特酒酿造提供了绝佳的“一季原粮”。超长的日照时间和较大的昼夜温差，赋予果实最香甜的回味，在每一滴伊力特酒中幻化重生。

图 7：伊力特生态酿酒特色



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 8：伊力特九大明星单品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

聚焦六大系列、九大单品。2018 年，在盛初咨询助力下，伊力特从 300 多支开发产品和新自营产品中提炼出了“1+2+3+X”品牌发展战略，一个战略核心品牌——壹号窖系列产品，两个高端形象产品——伊力指示和伊力王，伊力老窖、伊力特曲、伊力柔雅三大基石品牌以及九大战略核心单品，并针对壹号窖系列成立了经销商参股的壹号窖酒类销售公司。

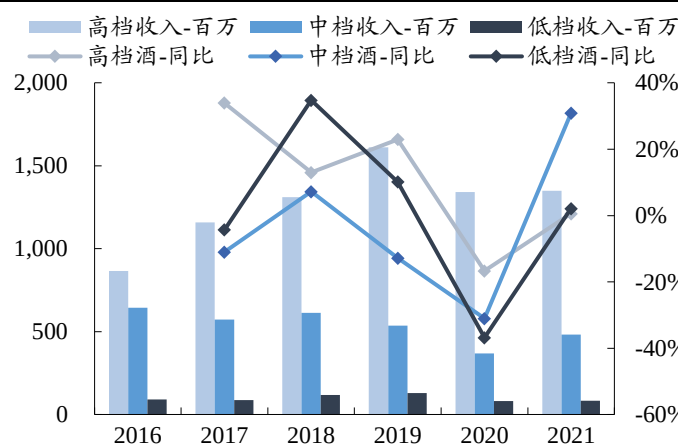
高中低档全价位带覆盖。作为“新疆第一酒”公司产品线覆盖高、中、低档，其中高档酒包含伊力王、伊力壹号窖和伊力老窖类，中档酒包括伊力老陈酒和伊力特曲，低档酒为伊力大曲。从低往高看，疆内的白酒消费主要集中在以下几个价位：1）10-20 元，伊力大曲作为公司的老产品具有相对稳定的消费群体；2）40-80 元，是新疆老百姓口粮酒价位，主要有伊力特曲；3）120-160 元，一般为中低档商务宴请价位，主要有伊力老窖；4）400 元以上，伊力王系列已具一定规模体量和接受度。

表 1: 公司核心产品线

产品档次	系列	核心产品	规格	度数	零售价	产品展示
高端	伊力壹号窖	伊力壹号窖（文明版）	500ml	52%vol	1709 元	
		伊力壹号窖（和谐版）		52%vol	889 元	
		伊力壹号窖（20/15/10）		52%vol	/	
	伊力王酒	伊力王酒（黄王）		53%vol	760 元	
		伊力王酒（蓝王）		52%vol	498 元	
		伊力王酒（红王）		50%vol	478 元	
	伊力老窖	小酒海	250ml	46%vol	158 元	
		大老窖	500ml	52%vol	120 元	
		伊力老窖（十年精酿）	480ml	50%vol	125 元	
		小老窖	250ml	46%vol	66 元	
中端	伊力老陈酒	伊力老陈酒（五星）	500ml	52%vol	270 元	
		伊力老陈酒		50%vol	220 元	
		伊力老陈酒（十年陈酿）		52%vol	118 元	
	伊力特曲	伊力特柔雅（蓝花瓷）		50%vol	98 元	
		伊力特领航者		50%vol	55 元	
		伊力特曲（十年精制）		50%vol	45 元	
		伊力特曲（中度特）		43%vol	45 元	
		伊力特曲（36 度特）		36%vol	60 元	
低端		伊力大曲		50%vol	46 元	

资料来源：公司官网，天猫，京东，信达证券研发中心

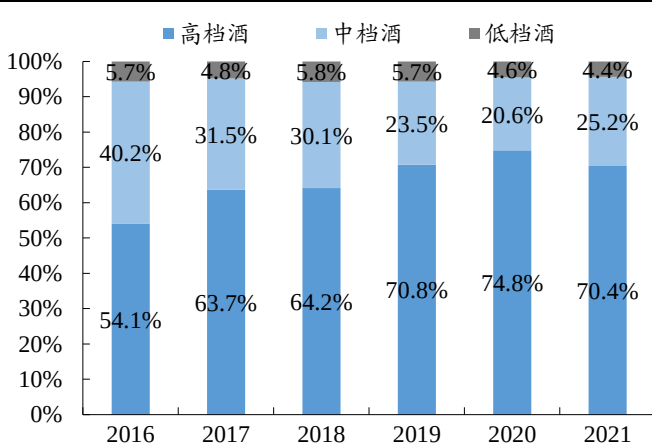
图 9: 2016 年以来各价位收入增长变化



数据来源：Wind，信达证券研发中心

注：高档酒为壹号窖、伊力王、老窖系列；中档酒为老陈酒、特曲系列；低档酒为伊力大曲酒。

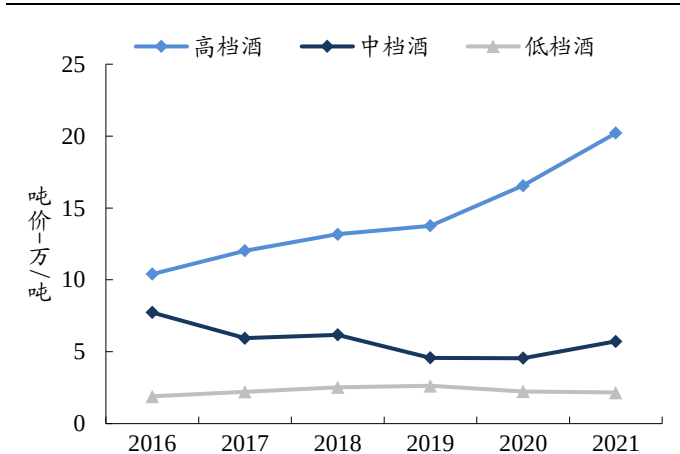
图 10: 高档酒占比提升趋势明显



数据来源：Wind，信达证券研发中心

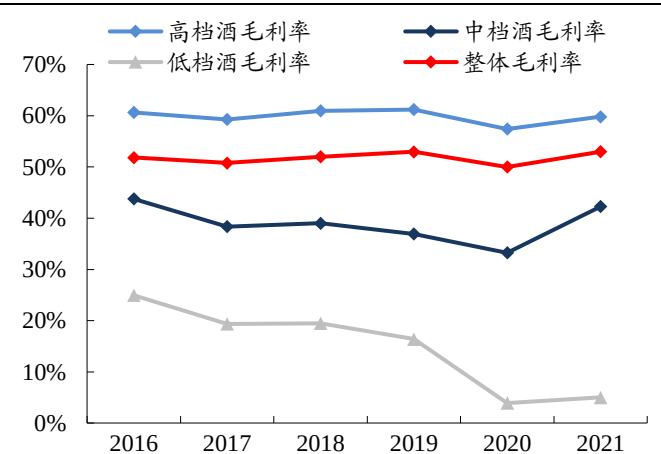
“伊力王”品牌经销权回归，独立事业部打造。2021年7月，公司顺利完成伊力王品牌经销权的回收、交接、过渡工作，成立伊力王酒事业部，完成人员招聘、制度建设以及各地的渠道招商工作，提升渠道覆盖率，细化渠道管控。伊力王品牌回归，一方面有利于发挥品牌潜能，集中优势快速抢占市场，同时通过开发次高端及以上价位产品，补全产品线布局，提高销售利润率；另一方面为未来其他产品包销转经销积累经验，提高品牌和渠道把控力。目前伊力王采取扁平化运作，一级经销商代理制，直接销售到终端的营销模式，提高了经销商利润和积极性。同时，公司也对产品做了大量展示和品鉴活动，提高消费者认知。

图 11：高档酒吨价提升显著



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：近年来整体毛利率稳中有升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 峥嵘岁月，英雄本色

屯垦戍边，彰显英雄文化。伊力特文化的价值取向源于兵团屯垦事业的丰厚精神积淀。60年代兵团战士们在极度匮乏的物质条件下，搭建厂房、挖掘窖池，克服不便的交通，实现了酿酒厂的从无到有。在时代浪潮的洗礼中不断创新变革，伊力特完成了从一个农场小作坊、土法酿酒，到现代化企业管理、科学酿造的华丽蜕变。六十余年的艰辛历程，伊力特成功昭示着民族品牌成长的现实意义，并成为新疆、兵团民族品牌的一个独特文化符号。其英雄本色的气场也是兵团精神的传承和延伸。

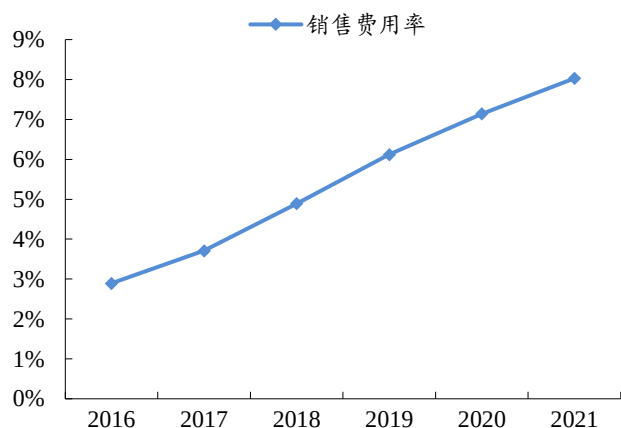
图 13：伊力特的英雄文化



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

坚持品牌建设，打造西部酒王美誉。为赋予公司白酒类产品强烈的英雄个性和浓郁的地域特色，伊力特将中国白酒纯粮酿造的精良品质与西部牛仔粗犷豪放的英雄气概相融合，个性特色极为鲜明，增强了消费识别性。在线上，公司上线了“新疆伊力特酒”抖音官方账号，并推出扫码领红包活动，刺激终端消费；在线下，公司通过电视、广播、机场、户外、高铁，密集发力打造品牌高速移动走廊，2021年启动四大产品10组动车冠名活动，在乌鲁木齐高铁站内投放共20个广告位。同时，近年来公司还冠名CBA新疆队，通过CBA赛事宣传、球员抖音直播等活动，借力拓展公司品牌知名度。

图 14：2016 年以来销售费用率连年提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：伊力特冠名 CBA 新疆队

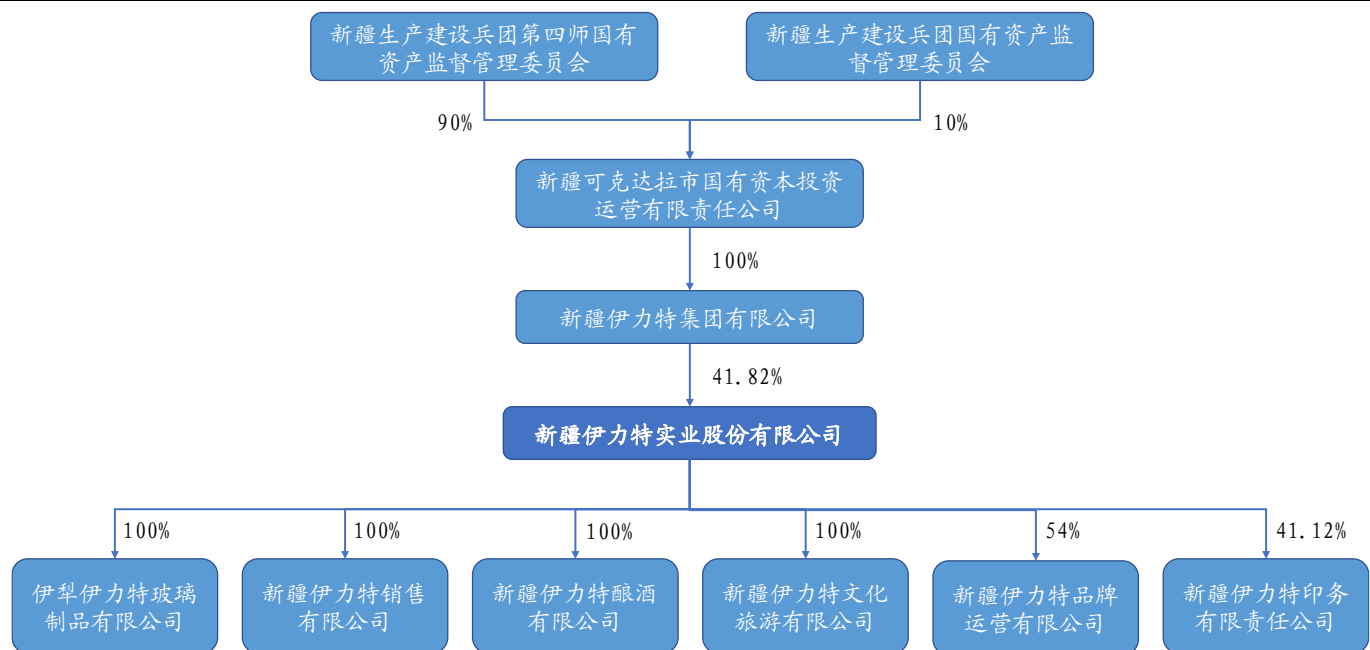


资料来源：新华网，信达证券研发中心

2.3 兵团控股背书，团队经验丰富

股权集中清晰，兵团核心资产。伊力特的实控人为新疆生产建设兵团第四师国资委，也是第四师旗下唯一主板上市公司。作为兵团主要税源，公司在兵团资产中的战略地位显著，目前兵团成立专班，领导挂职督促企业“二次创业”改革发展。

图 16：新疆兵团四师为伊力特实控人



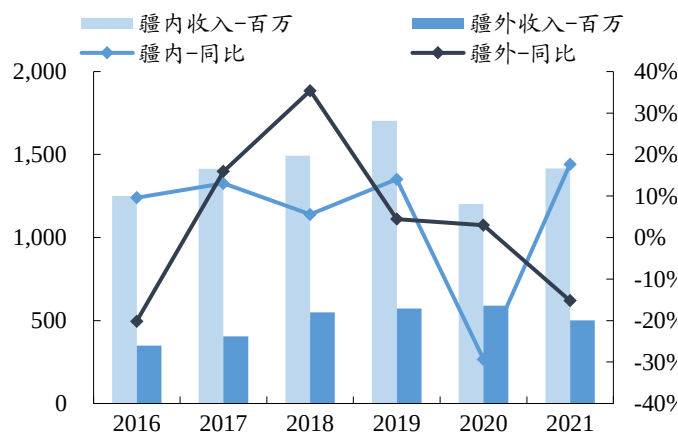
数据来源：Wind，信达证券研发中心 截至 2022 年一季度

管理团队年富力强，用人机制市场化。公司董事长陈智 2016 年上任，曾任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理，带领其成长为中国香料行业首家新三板上市公司，具备丰富的现代企业管理经验。近年来，管理团队不断创新管理机制，积极推行干部动态管理，使一批年轻优秀的人才迅速成为企业管理层的中坚力量，推行“无功就是过，平淡就是错，有功就重奖”的管理思路，使得“多劳高效多得，多劳无效不得”的收入分配观点深入人心，使基础管理进一步规范化、科学化。

2.4 疆内重点支持，疆外三足鼎立

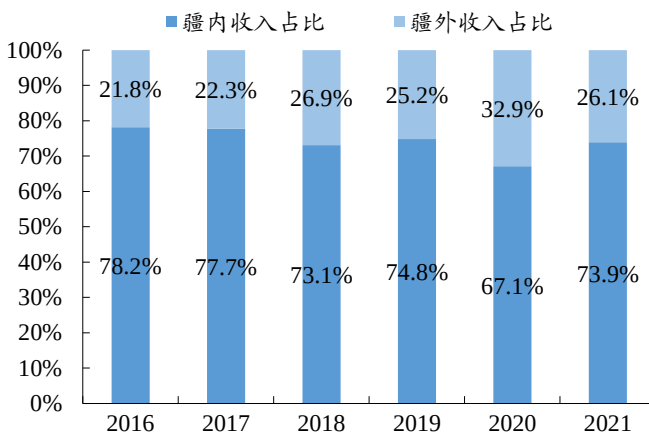
从单一买断转型统一管理。2018 年以前，由于伊力特主导市场能力较弱，公司以开发产品为主线、大经销商为主导，对开发产品与包销商的依赖度较高。在盛初的帮助下，伊力特制定了相对完善的新产品开发及新经销商审批管理办法，对新经销商的进入，以及新产品的开发条码上限、单次开发产品条码要求、经销商进入两年期任务及保证金对赌等都做了明确。除合同中有特殊约定之外，所有经销商开发产品和厂家自营开发的战略主导产品，向内地市场的拓展都必须通过运营公司平台对外招商。

图 17：近年来疆内疆外销售情况



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：疆内销售占主导地位



数据来源：Wind，信达证券研发中心

疆内扁平化运作，渠道商直控终端。公司针对重点市场出台 5 项激励政策，加大对 26 家重点经销商支持力度。以 9 大明星单品为例，公司集中陈列支持，以厂家主导费用投入，9 大产品经销商提报核心终端门店的方式，由厂家统一制作“伊力特——9 大明星产品授牌店”形象门头，并在店内导入陈列专柜，专门开展 9 大明星产品陈列，所产生的所有费用均由厂家统一投入市场支持。2021 年，公司在疆内主要城市投入 130 万元，新建 110 家“明星产品授牌店”。目前公司在疆内的渠道商均直控终端，缩减经销环节，最大化渠道利润，促进终端的积极性。

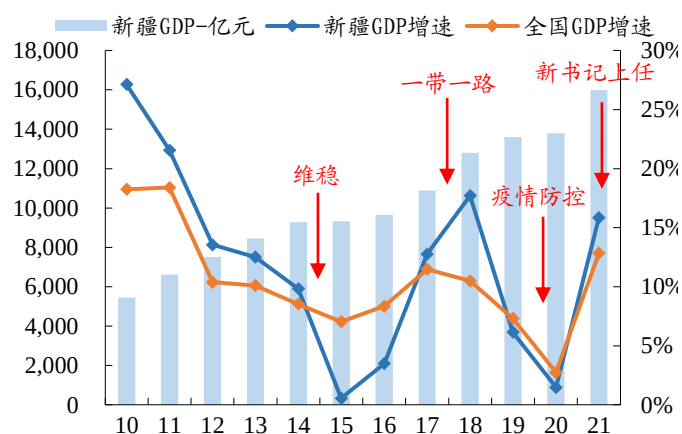
疆外三足鼎立，逐步优化。公司在疆外基本形成浙江大商、品牌运营公司、电商公司鼎足三分之势。其中，伊力特于 1998 年就和浙江商源建立起合作伙伴关系，合作时间已长达 24 年，彼此间形成了稳定和谐的合作关系。品牌运营公司于 2017 年成立，由公司与经销商共同参股，主要负责伊力特品牌在疆外的招商布局、品牌建设、产品营销推广等工作。品牌运营公司下，公司还成立了电商公司，主要负责线上平台运营销售。针对疆外渠道逐步进行结构优化，品牌运营公司作为疆外运营工作的总抓手，2021 年完成河南、山东济南、四川成都的招商工作，广东、甘肃、江苏新进经销商的产品已投放市场。

3. 发展机遇：疆内经济转型，疆外文化输出

3.1 新领导班子上任，落实经济发展定位

新疆战略定位转型，“一带一路”枢纽。由于建国以来新疆人口的爆发式增长，以及社会发展不平衡导致的贫困问题，宗教极端势力长期渗透，给地区长治久安带来隐患。长期以来，维护地区长治久安及民族团结是治理新疆的工作重心。2013 年新疆暴力恐怖事件后，按照习总书记 2014 年强调的“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此后两年新疆地区发展的总基调。2017 年，在“一带一路”倡议下，新疆经济重新步入发展阶段。2020-2021 年，疆内疫情管控政策较为严格，人口流动、物流运输受限，消费疲软，经济活力减弱。2021 年底，原深圳市委书记、广东省省长马兴瑞调任新疆维吾尔自治区党委书记，积极推动新疆的经济建设，将工作重心转向“发展经济”。

图 19：2014 年以来新疆经济发展波动较大



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 20：新疆在“一带一路”中的重要地位



资料来源：新华网，信达证券研发中心

表 2：三次中央新疆工作座谈会重要指示

时间	会议	总书记重要指示
2010 年 5 月	第一次座谈会	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 5 月	第二次座谈会	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。要并行推进国内国际两条战线，强化国际反恐合作。
2020 年 9 月	第三次座谈会	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。

资料来源：昆仑网，新疆水利厅，信达证券研发中心

总书记考察定调新疆欧亚通路枢纽定位，新班子坚定落实。2022 年 7 月，习总书记在新疆考察调研时强调，“随着一带一路深入推进，新疆不再是边远地带，而是一个核心区。”“要加大对对外开放力度，打造向西开放的桥头堡，推进丝绸之路经济带核心区建设。”随着我国扩大对外开放、西部大开发、共建“一带一路”等深入推进，新疆从相对封闭的内陆变成对外开放的前沿，成为连通欧亚大陆的“区域枢纽”，并有望依托于高新技术，建设起农业中心和基础工业品制造中心。马兴瑞书记上任后，在调研及会议中也多次表示，“要积极服务和融‘一带一路’，以推进丝绸之路经济带核心区建设为驱动。”“要深化‘放管服’改革，推进减税降费，营造良好的市场化、法治化、国际化营商环境，促进人流、物流、资金流、信息流便利流通。”“加大招商引资力度，推动项目落地见效，落实落细支持企业政策措施，持续激发企业创新活力和发展动力，推动企业做强做大。”切实加快新疆经济建设工作的推

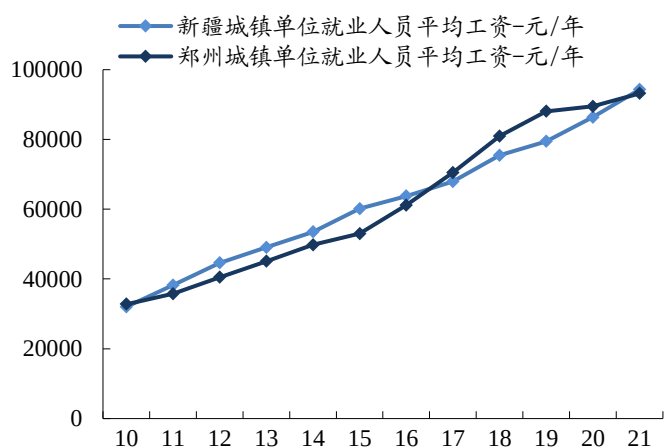
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

进。今年上半年，全区落实执行招商引资项目 3826 个，比去年同期增加 60 个，引进区外到位资金 3552.87 亿元，比去年同期增长 37%，取得明显成效。

3.2 意识形态转变，疆内消费有待升级

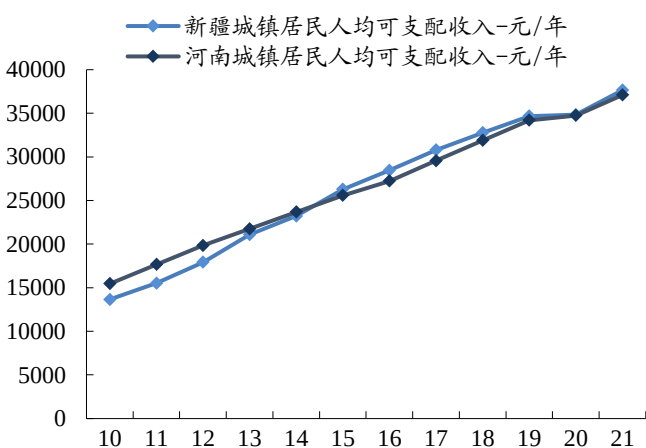
新疆收入水平与中部城市相当，但消费更追求性价比。鲍德里亚曾指出，消费是一种积极的关系方式（不仅对于物，而且对于集体和世界而言），是一种系统的行为和总体反映的方式。由于深处内陆的区位限制，新疆的市场经济发展落后于内地城市，居民消费观念更接近于计划经济时期的务实节俭的习惯，以吃饱穿暖为主的基本生存需要占据消费观念的主导地位，欲望的产生、实现和进一步发育被阻隔，人们的消费意识也遭到强制中断。从个人层面来讲，其属于集体或单位等更高序列中的一员，并接受国家理想为其提供意义供给，个人信仰实现与他人和国家的统一，此种带有利他主义特征的集体意志能够最大限度满足全社会的最低需求。由此展现出，虽然新疆地区的居民收入与中部地区基本相当甚至略高，但基本没有面子消费需求，攀比现象较少，主流白酒消费价位集中在百元左右。

图 21：2021 年新疆城镇单位就业人员平均工资高于郑州



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 22：2015 年以来新疆城镇居民人均可支配收入高于河南



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

经济发展刺激需求，消费升级有待加快。随着中国现代化进程开启的商品化市场化浪潮，传统务实节俭的消费观不再适合生产发展的需要，由此，个人观念和奋斗目标从崇高的彼岸转而关注世俗的利益。市场经济的发育首先引起拥有经济实力个人的消费观念的变化，具体体现为个人追求世俗化的享乐与自我实现。一方面，计划经济体制和习俗社会的影响下，人们对于消费品的购买带有更多集体无意识特征；而当下人更青睐于冲破传统的约束，追求多向度的选择权，在商品的异质性和多样性选择中凸显个性化特征。另一方面，从生产决定消费这一理论前提出发，商业化社会的发展也反向激发人的个性化表达，个人由政治共同体转向利益共同体。在新疆发展转型的过程中，发展经济成为重心，人们将更加注重生产和消费的扩大。我们认为，其社会环境变化对消费的刺激，与改革开放带来的效果类似，当前百元左右的白酒主流消费价位有望向两百元升级，为伊力特创造更高的利润空间。

3.3 新疆文化风潮起，旅游经济助传播

前有大乌苏，后有伊力特，新疆文化起势。2018 年下半年，乌苏啤酒借助网络社交媒体一炮走红，一方面，其酒精度数更高，酒体有明显的差异，迎合了 90 后、00 后的猎奇心理；另一方面，运营团队提炼并夯实其硬核且独具新疆风情的差异化品牌调性，迅速抢占消费者心智，并通过与新疆餐饮的消费场景深度绑定，为后续渠道拓展、终端渗透打下基础。乌苏

起势的背后,是新一代年轻消费群体对新疆异域文化的认同与接受,自点需求助推渠道建设,延续了网红产品的生命力。伊力特同样具备乌苏走向疆外市场的特点,以天山水、长时间日照粮为原料,伊力特酒别具风味;独特的瓶身造型与英雄文化内核具有明显差异化的品牌调性;在走向疆外的过程中,也可以与新疆餐饮绑定,作为新疆特色地产酒,吸引消费者饮用。总体来说,乌苏给伊力特提供了一个走出去的模板,新疆文化正在全国起势。

图 23: 乌苏啤酒硬核文化宣传



资料来源: 乌苏啤酒微博, 信达证券研发中心

图 24: 伊力特的西部文化调性



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

文化更迭可产生较长的生命周期,新疆文化正值上行周期。以光瓶酒为例,2010 年以前,以赵本山为代表的东北小品家喻户晓,东北文化盛行带动了老村长等东北酒的起势。2010 年以来,随着赵本山时代的落幕,京派文化开始走进消费者心智,郭德纲的相声逐渐成为流量喜剧形式,由此,二锅头品类借势占领了东北酒的市场份额。2018 年以来,二锅头品类由于品牌形象低端,价位升级乏力,未能抓住以 90 后为代表的新消费人群的心智,而汾酒的品牌价值回归收获了新消费人群的认可,顺应消费趋势,占据了 50 元高线光瓶酒价位,实现份额的替代。我们认为此轮新疆文化从疆内走向疆外,正值上行周期,伊力特的二次创业发展与之相吻合,或将借由此势,加快疆外市场布局,实现高价位产品的放量增长。

图 25: 新疆塞外风光



资料来源: 新疆旅游宣传推广中心, 信达证券研发中心

图 26: 新疆原生态景色



资料来源: 新疆旅游宣传推广中心, 信达证券研发中心

深入实施旅游兴疆战略,以人口流动带动消费。新疆地广人稀,景色都还没开展大量的开发设计,因此生态环境自然原始,塞外风光引人入胜,极具旅游产业价值。根据新疆维吾尔自治区重点工作安排,2022 年将加快以旅游业为重点的服务业发展,深入实施旅游兴疆战略,加快旅游基础设施建设,丰富文化旅游产品供给,优化旅游市场环境,提升旅游服务能力,力争 2022 年接待游客达到 2.5 亿人次。而 2021 年底,新疆常住人口 2500 余万人,游客入疆将

带来巨大的消费潜力，伊力特酒既可以作为当地接待用酒，增加疆内用酒需求，又可作为伴手礼带往疆外，宣扬新疆文化。我们认为，新疆旅游业的蓬勃发展将进一步为伊力特打开需求和销量。

4. 盈利预测与评级

4.1 盈利预测及假设

收入预测: 我们预计伊力特 2022-2024 年的收入将分别达到 25.07 亿元、30.88 亿元和 37.65 亿元，分别同比增长 29.4%、23.2%和 21.9%。

表 3: 公司收入预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
酒类收入	收入-百万元	1793	1916	2485	3066	3743
	YOY	-21.2%	7.5%	29.7%	23.4%	22.1%
	毛利率	50.0%	53.0%	54.4%	55.7%	57.1%
高档酒	收入-百万元	1342	1349	1781	2226	2783
	YOY	-16.7%	0.6%	32.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	57.4%	59.8%	61.0%	62.0%	63.0%
中档酒	收入-百万元	369	483	604	725	834
	YOY	-31.0%	30.9%	25.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	33.3%	42.3%	43.0%	44.0%	45.0%
低档酒	收入-百万元	82	83	100	115	127
	YOY	-36.8%	2.1%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	3.9%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率预测: 我们预计，随着高档酒营收占比的提升，伊力特 2022-2024 年的毛利率将分别达到 53.9 %、55.3%和 56.8%，分别同比上升 2.5pct、1.4pct 和 1.5pct。

费用率预测: 我们预计，伊力特 2022-2024 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 10.5%、10.5%和 10.5%，保持稳定趋势。

净利润预测: 我们预计伊力特 2022-2024 年的归母净利润将分别达到 4.82 亿元、6.16 亿元和 7.90 亿元，分别同比增长 54.0%、27.8%和 28.4%。

4.2 投资评级

我们预计伊力特 2022-2024 年 EPS 分别为 1.02、1.30 和 1.67 元，对应 2022 年 7 月 28 日收盘价（28.67 元/股）市盈率 28/22/17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司盈利及估值对比

2022/07/28	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
		21A	22E	23E	2021-23	21A	22E	23E	22E	21A	22E	23E	
山西汾酒	3,493	4.36	6.46	8.67	41.1%	72.51	44.34	33.03	1.08	17.49	12.78	10.13	
洋河股份	2,577	4.98	6.45	7.76	24.8%	33.07	26.51	22.04	1.07	10.17	8.52	7.30	
今世缘	562	1.62	2.01	2.57	26.0%	33.63	22.29	17.45	0.86	8.77	7.00	5.58	
古井贡酒	1,220	4.35	5.96	7.49	31.2%	56.13	38.77	30.84	1.24	9.20	7.46	6.37	
酒鬼酒	506	2.75	4.57	6.21	50.3%	77.28	34.12	25.09	0.68	14.83	10.02	7.71	

舍得酒业	582	3.75	5.76	8.03	46.3%	60.59	30.42	21.84	0.66	11.72	8.51	6.42
水井坊	362	2.46	2.94	3.66	22.1%	48.87	25.26	20.25	1.14	7.82	6.69	5.51
平均					34.5%	54.58	31.67	24.36	0.96	11.43	8.71	7.00
伊力特	135	0.66	1.02	1.30	40.3%	40.92	28.09	21.98	0.70	6.98	5.40	4.41

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 均为信达证券预测数

5. 风险因素

疫情反复风险: 疫情反复影响白酒正常动销, 尤其是聚饮消费场景, 同时会限制人员流动, 影响新疆旅游经济发展。

疆内酒水市场竞争加剧: 全国化次高端名酒发展势头较强, 同时也正在积极布局西北市场, 可能加剧疆内 200-300 元价位带的竞争, 对伊力特中高价位产品放量带来阻力。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,361	2,882	2,677	3,092	3,408
货币资金	1,247	1,027	602	563	595
应收票据	105	124	154	189	230
应收账款	5	16	12	23	19
预付账款	40	51	64	76	89
存货	872	1,361	1,527	1,926	2,141
其他	92	303	319	316	334
非流动资产	2,127	2,060	2,449	2,637	2,726
长期股权投资	206	201	201	201	201
固定资产(合计)	938	1,721	2,059	2,275	2,369
无形资产	95	99	100	101	102
其他	888	39	90	60	54
资产总计	4,488	4,942	5,127	5,729	6,134
流动负债	620	933	923	1,274	1,339
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	178	490	344	576	508
其他	442	443	579	698	830
非流动负债	268	202	172	142	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他	268	202	172	142	112
负债合计	887	1,135	1,096	1,416	1,451
少数股东权益	113	118	131	147	167
归属母公司股东权益	3,487	3,688	3,900	4,166	4,516
负债和股东权益	4,488	4,942	5,127	5,729	6,134

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,802	1,938	2,507	3,088	3,765
同比(%)	-21.7%	7.5%	29.4%	23.2%	21.9%
归属母公司净利润	342	313	482	616	790
同比(%)	-23.5%	-8.5%	54.0%	27.8%	28.4%
毛利率(%)	48.6%	51.4%	53.9%	55.3%	56.8%
ROE%	9.8%	8.5%	12.4%	14.8%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.66	1.02	1.30	1.67
P/E	39.01	40.92	28.09	21.98	17.12
P/B	3.88	3.67	3.47	3.25	3.00
EV/EBITDA	25.55	22.77	16.79	13.39	10.66

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,802	1,938	2,507	3,088	3,765
营业成本	926	941	1,155	1,381	1,627
营业税金及附加	273	320	401	494	602
销售费用	129	156	201	247	301
管理费用	32	50	63	77	94
研发费用	16	19	25	31	38
财务费用	-16	-6	-18	-10	-10
减值损失合计	0	-8	-3	-3	-3
投资净收益	9	8	10	12	15
其他	14	5	5	6	8
营业利润	465	464	692	883	1,132
营业外收支	-1	-5	-6	-6	-6
利润总额	464	459	686	877	1,126
所得税	123	138	192	246	315
净利润	341	321	494	631	811
少数股东损益	-1	9	12	16	20
归属母公司净利润	342	313	482	616	790
EBITDA	479	525	780	978	1,223
EPS(当年)(元)	0.79	0.67	1.02	1.30	1.67

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	276	100	378	642	699
净利润	341	321	494	631	811
折旧摊销	39	73	112	114	113
财务费用	0	6	3	2	2
投资损失	-9	-8	-10	-12	-15
营运资金变动	-79	-295	-230	-103	-220
其它	-15	3	9	9	9
投资活动现金流	-657	-123	-501	-299	-196
资本支出	-457	-129	-511	-311	-211
长期投资	-200	0	0	0	0
其他	0	6	10	12	15
筹资活动现金流	-198	-196	-303	-382	-472
吸收投资	2	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-200	-196	-273	-352	-442
现金流净增加额	-578	-220	-425	-39	31

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7 年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2 年食品饮料研究经验，2 年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。