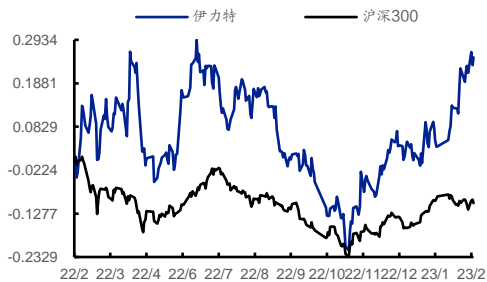


研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：宋英男 S0350522040002
 songyn@ghzq.com.cn

疆内经济提速向前，“新疆第一酒”蓄势待发

——伊力特（600197）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/02/22

表现	1M	3M	12M
伊力特	20.9%	34.9%	25.1%
沪深300	-1.8%	9.0%	-10.2%

市场数据

2023/02/22

当前价格(元)	30.13
52周价格区间(元)	18.65-31.89
总市值(百万)	14,220.21
流通市值(百万)	14,220.21
总股本(万股)	47,196.19
流通股本(万股)	47,196.19
日均成交额(百万)	281.47
近一月换手(%)	2.46

相关报告

《——伊力特（600197）点评报告：疫情影响公司表现，静待市场修复（增持）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-10-31

《——伊力特（600197）点评报告：成本上行导致Q2利润承压，公司长期仍将充分受益于疆内发展（买入）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-08-28

《——伊力特（600197）事件点评：2022Q1走出疫情影响，公司将充分受益疆内发展（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-04-28

《——伊力特（600197）调研简报：疆内经济提

投资要点：

- **1、伊力特旗下产品伊力特曲被誉为“新疆第一酒”，公司出身兵团，传承了革命的红色基因。**自2020年下旬开始，新疆未来的发展重点全面转向发展经济，伊力特也将充分受益于疆内经济增长红利。伊力特在全疆都广受认可，目前公司在疆内市场的市占率保持在40%以上，是疆内的绝对龙头。公司的核心产品伊力小老窖（半斤装）和大老窖强势占位疆内最主流的50-80元/瓶大众消费和80-200元/瓶商务消费市场，是疆内少有的体量达到10亿元左右的大单品，外酒和疆内地产酒均无法撼动公司的龙头地位。2020年第三次中央新疆工作座谈会召开，2021年末新疆新任领导班子上台，标志着新疆未来的工作重心全面转向“发展经济”。政府针对招商引资、基础投资、减税降费、促进消费等方面出台了一系列有利于经济发展的指示，同时防疫措施也更加精准和科学化，为新疆经济的发展打下坚实基础。复盘来看，伊力特的业绩表现与新疆的经济发展节奏有很强相关性，当前外部环境转好，公司未来也将充分受益于疆内的经济发展和消费升级，从而实现量价齐升。
- **2、实控人兵团农四师更加重视伊力特，公司的战略地位显著提升。**公司是纯国资控股，实际控制人是新疆生产建设兵团农四师。伊力特是农四师旗下唯一的上市公司，2018年以后公司总部迁址可克达拉市，在内部税务局、市场监管局等职能部门配备到位后，公司也成为农四师的重要税源，每年增加兵团税收约7-8亿元。除招商引资方面师政委或将优先考虑惠及伊力特的政策外，目前兵团也成立专班，由兵团常委挂职深入公司考察，继续督促公司改革发展。
- **3、针对过去竞争管理方面的问题，新任管理层锐意改革，公司未来在产品、渠道、品宣和组织建设方面均会继续释能。**公司过去采取开发买断模式和包销制，品牌宣传主要以经销商为主导；在原有体制下，公司市场化氛围不足，组织人事僵化。这种渠道模式使得公司在疆内的份额十分稳定，但随着行业竞争愈发激烈，公司在竞争中逐步处于不利位置。2016年新任董事长上任，公司一改过去传统的“OEM工厂”模式，加快推进营销改革和组织建设，提高自主性。**1) 产品方面**，未来将以结构升级为核心，坚持高端化运作思路，2021年公司将伊力王酒收归自营，并以此为抓手积极调整渠道结构，也为后续其他产品的回收积累经验。**2) 营销方面**，公司在渠道端逐步由过去的包销制转向“经销商+直销+线上销售”的模式，推动渠

速向前，“新疆第一酒”蓄势待发（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭》——2022-03-06

道扁平化运作，同时改革激励方案提高团队积极性，品牌宣传不断加码。**3）组织建设方面**，积极引进外部人才，推动干部团队年轻化，优化薪酬激励体系，提升公司经营活力。近年来管理层的一系列改革为公司注入了新活力，未来公司仍将坚持深化改革，改革红利也将持续释放。

- **4、公司疆外渠道逐步理顺，未来期待加速外拓，走向全国。**公司近年来积极拓展疆外业务，未来将更加重视全国化，疆外市场将通过“浙江大商、品牌运营公司、电商公司”三方共同发力，计划以援疆干部与游客为切入点，拓展伊力特在疆外的销售。十四五期间，公司将进一步提升疆外市场权重，目标十四五末疆外市场营收占比达到40%左右，全国化开拓值得期待。
- **5、当前公司仍处于逻辑演绎大于业绩兑现的阶段，经济发展的利好还未完全体现到公司业绩中来，看好2023年触底反弹。**2022年8月初开始公司生产经营所在地出现大范围疫情，公司生产经营受到极大影响，2022年三、四季度经营端受损严重，预计2022年归母净利润同比下滑47%。但四季度末开始，疆内疫情管控逐步放松，新疆多地逐步有序恢复生产生活秩序，终端消费回暖，2023年春节旺季逐步恢复正常节奏。我们认为疫情反复仅是短期干扰项，随疫情管控边际向好，公司2023年有望在低基数基础上实现高弹性增长。长期看公司业绩在疆内经济稳步增长的背景下，也将实现稳健增长。
- **盈利预测和投资评级：**公司是新疆地产酒龙头，未来有望充分享受新疆经济发展的红利，同时期待内部改革治理等催化落地，助力营销改革。我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.35/0.83/1.04元，对应PE分别为70/36/29倍，上调投资评级为“买入”评级。
- **风险提示：**1）疫情影响餐饮渠道恢复低于预期；2）宏观经济波动导致消费升级速度受阻；3）行业政策变化导致竞争加剧；4）固定资产折旧计提影响利润水平；5）食品安全事件等；6）国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1938	1164	2051	2542
增长率 (%)	8	-40	76	24
归母净利润 (百万元)	313	166	390	489
增长率 (%)	-9	-47	135	25
摊薄每股收益 (元)	0.67	0.35	0.83	1.04
ROE (%)	8	4	9	10
P/E	41	70	36	29
P/B	3	3	3	3
P/S	7	10	7	6
EV/EBITDA	23	36	23	17

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 传承兵团红色基因的“新疆第一酒”.....	6
1.1、“新疆第一酒”，兵团出身传承红色基因	6
1.2、 近年来持续推进营销改革，伊力王酒收归自营	7
1.3、 优化激励体系，推动干部队伍年轻化，提高组织活力和执行力	9
1.4、 公司经营风格稳健，疫情扰动导致短期业绩波动.....	11
2、 新疆经济蓄势待发，龙头伊力特充分享受疆内发展红利，省外市场逐步理顺	12
2.1、 十四五新疆经济蓄势待发，伊力特充分享受经济增长和消费升级红利	12
2.1.1、 伊力特精准卡位主流价位，市占率显著领先，稳居疆内第一	12
2.1.2、 疆内工作重点由维稳转向经济发展，经济建设蓄势待发，招商引资进展迅速.....	13
2.2、 兵团重视公司发展，伊力特战略地位显著提升	16
2.3、 管理层持续深化改革，产品、渠道、营销端持续释能	17
2.4、 疆外渠道逐步理顺，未来大有可为	18
2.4.1、 疆外市场渠道逐步理顺，未来期待加速外拓	18
2.4.2、 新疆拥有独特文化禀赋，公司以援疆人员与游客为切入点拓展省外市场	19
3、 公司将复制其他优质区域龙头的成长路径	20
3.1、 对标今世缘，公司将充分受益疆内经济发展	20
3.2、 对标金徽酒，国企改革落地将注入成长新动能	22
4、 当下仍是逻辑演绎大于业绩兑现的阶段，看好公司疫后快速修复、触底反弹，保持长期稳健增长	23
5、 盈利预测和投资评级	25
6、 风险提示	26

图表目录

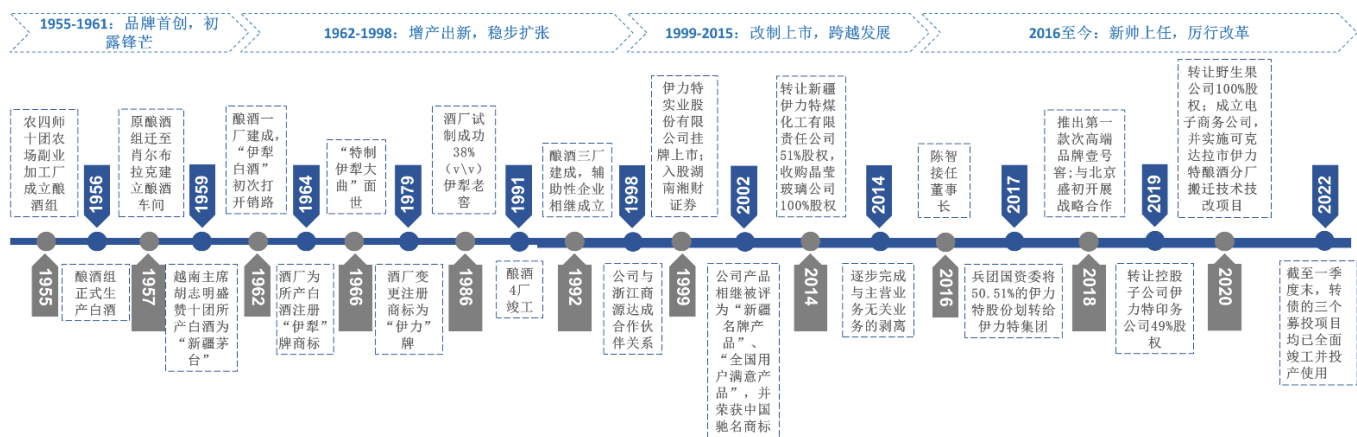
图 1: 伊力特历史发展沿革	6
图 2: 伊力特股权结构 (截至 2022 年三季报)	6
图 3: 公司高档酒营收占比稳步提升	7
图 4: 2016-2021 年伊力特经销商数量变化	9
图 5: 伊力特品牌运营公司及电商公司股权结构	9
图 6: 伊力特广告费用与占销售费用比例	9
图 7: 伊力特酒文化产业园	9
图 8: 公司本科及以上学历员工占比	10
图 9: 伊力特员工人均薪酬变化	10
图 10: 2016-2021 年公司设计和实际产能	10
图 11: 2012-2022 前三季度年伊力特总营收及白酒业务营收	11
图 12: 2012-2022 前三季度伊力特归母及扣非净利润	11
图 13: 伊力特与白酒行业毛利率、净利率变化	12
图 14: 伊力特与白酒行业销售/管理费用率变化	12
图 15: 新疆白酒市场竞争格局 (2021 年)	12
图 16: 新疆白酒市场分价格带规模占比 (2021 年)	12
图 17: 新疆 GDP 与全国 GDP 同比增速对比	14
图 18: 2022Q1 国内各省 GDP 同比增速新疆居首	16
图 19: 新疆近年固定资产投资完成额情况	16
图 20: 新疆城镇居民人均可支配收入同比增速与伊力特营收同比增速相关性	16
图 21: 2015-2021 年伊力特疆内疆外营收占比情况	18
图 22: 2015-2021 年疆外市场营收及同比增速	18
图 23: 2015-2021 年疆外市场量价变化情况	19
图 24: 2016-2021 年伊力特疆外经销商数量	19
图 25: 来疆游客数量历年变化	20
图 26: 新疆自然资源丰富	20
图 27: 江苏城镇居民人均可支配收入发展情况	21
图 28: 今世缘产品结构持续优化	21
图 29: 江苏人均可支配收入与今世缘营收/吨价变化	21
图 30: 新疆人均可支配收入与伊力特吨价变化	21
图 31: 金徽酒为甘肃白酒市场龙头 (2021 年)	22
图 32: 甘肃城镇居民人均可支配收入	22
图 33: 金徽酒营收、吨价持续提升	22
图 34: 金徽酒营收结构不断优化	22
表 1: 伊力特产品矩阵 (截至 2023 年 2 月 1 日)	8
表 2: 新疆白酒市场各价格带主流产品 (2021 年)	13
表 3: 新疆新领导班子经济建设相关政策或举措	14
表 4: 新疆新领导班子经济建设相关政策或举措	15
表 5: 新疆生产建设兵团各师旗下上市公司	17
表 6: 伊力特管理层成员简介 (截至 2022 年三季度末)	18
表 7: 新疆防疫措施变化情况梳理	24
表 8: 分产品盈利预测 (百万元)	26

1、传承兵团红色基因的“新疆第一酒”

1.1、“新疆第一酒”，兵团出身传承红色基因

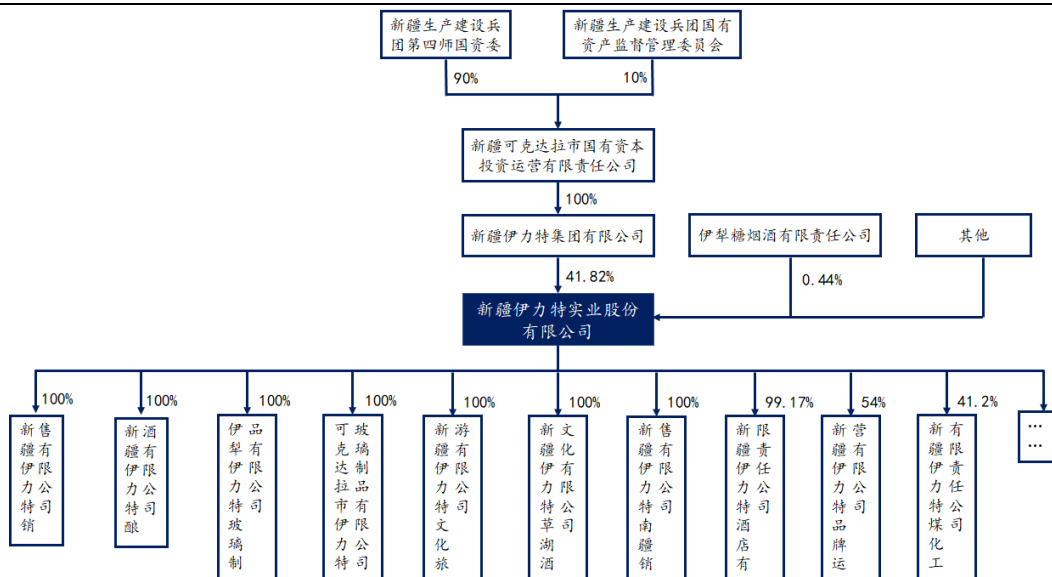
伊力特是浓香型白酒企业的典型代表，公司传承了兵团的红色基因，1992年，伊力特曲获得了“新疆第一酒”的称号。公司在过去的60年间积极进取，其发展可大致分为品牌初创期、稳步扩张期、改制上市期和帅改革期四大阶段。公司的前身为新疆农四师十团酿酒厂，自诞生以来便浸润了革命的红色底色，目前公司实际控制人为新疆生产建设兵团第四师国资委。2017年，伊力特集团无偿受让新疆伊犁酿酒总厂所持公司全部国有股股份，截至2022年三季度其持股比例为41.82%，除此之外公司没有其他主要持股者，股权集中，治理结构清晰。

图1：伊力特历史发展沿革



资料来源：公司公告，酒志网，云酒头条，运营商财经网，酒市网，中访网，国海证券研究所

图2：伊力特股权结构（截至2022年三季度）



资料来源：Wind，国海证券研究所

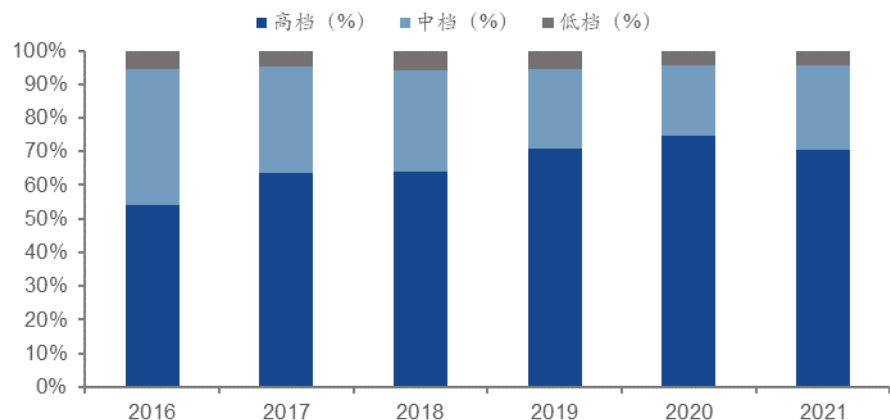
1.2、近年来持续推进营销改革，伊力王酒收归自营

公司过去在产品端采取开发买断模式，在渠道端采取包销制，品牌宣传主要以经销商为主导，公司仅承担部分传统渠道的费用投放。这种渠道模式使得公司在疆内的份额十分稳定，在行业调整期业绩稳定性更强；但在行业走出调整后，随着各酒企间竞争愈发激烈，以渠道控盘和终端拦截为重心的 B 端营销也逐渐式微，公司在行业竞争中处于不利位置。2016 年新董事长上任，公司一改过去传统的“OEM 工厂”模式，加快推进营销改革，从产品、渠道、品宣端发力，提高自主性。

1、在产品方面，公司坚持高端化思路运作，将伊力王酒收归自营，并以此为抓手积极调整渠道结构。此前公司已经形成了覆盖全价格带的完善产品矩阵，其伊力老窖系列(大老窖/半斤装小老窖)为公司核心大单品，在疆内消费主流 50-150 元/瓶价格带占据显著优势；2021 年公司推出 46 度伊力老窖升级产品“镀金时光伊力老窖”，提价约 30%。

未来公司将以结构升级为核心，在每个价格带精选产品精简 SKU，做大做深核心价格带，并进一步布局 700-800 元/瓶甚至千元价位产品。壹号窖价格在 200-400 元/瓶之间(高于大老窖)；伊力王酒 400 元+/瓶，是未来向上布局的核心抓手；为应对疆内消费升级带来的机会，公司推出小酒海，填补 200~300 元/瓶价格带的空白。2022 年，公司延续高端化思路，陆续推出伊力王 T35、伊力老窖大新疆(T20)等新品，其中伊力王 T35 终端成交价定位 800 元/瓶左右，公司计划通过原有大商渠道(团购为主)快速导入，2022 年预期达到 500-1000 万元规模。

图 3：公司高档酒营收占比稳步提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

2021 年，公司收回伊力王酒经销权，独立组建销售团队，通过自营方式发力次高端及以上市场。针对此前的大经销商大批发模式，公司进行了大量消费者培育和终端建设工作，积极举办品鉴、陈列等活动。从渠道利润看，伊力王酒自收回

自营后出厂价提升幅度较大，2022 年公司积极进行经销商及渠道结构调整，招商采用扁平化一级经销商代理制（截至 2022 年 4 月底疆内已有 11 位经销商，疆外已有 4-5 位经销商）；同时公司梳理终端价值链（筛选 6000-8000 家终端，做经销商直控终端，增厚终端），并积极清理渠道库存，预计明年公司将继续进行价格体系和费用调整，以支持产品放量。通过收回伊力王酒，公司在自主招商、终端培育等方面积累丰富的产品运营经验，也为之后收回其他核心产品经销权打下基础。

表 1：伊力特产品矩阵（截至 2023 年 2 月 1 日）

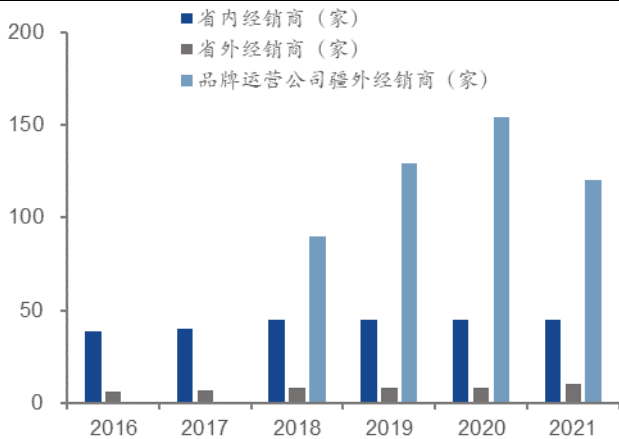
档次	系列	名称	度数 (度)	规格 (ml)	参考售价 (元)	定位及规模
高档	伊力王酒	伊力黄王	45/52	500	868	高端系列主推产品， 2021 年伊力王酒销售 口径规模约 3-3.5 亿元
		伊力王 T35	52	500	800 左右	
		伊力蓝王	45/52	500	498.5	
		伊力红王	50	500	498.5	
	伊力壹号 窖	壹号窖文明版	52	500	1899	定位次高端，同时也有 千元价格带产品
		壹号窖和谐版	52	500	899	
		壹号窖（20/15/10）	52	500	200-500	
	伊力老窖	西域陈香	52	500	269	核心大单品，2021 年小 老窖规模约 8 亿，大老 窖约 2.5 亿，小酒海约 1 亿
		小酒海	46	250	148	
		T15	50	480	143	
大老窖		52	500	142.1		
小老窖		46	250	80+		
中档	伊力特系 列	国融伟业	50	500	219	定位朋友小聚及日常饮 用
		50 度珍藏版	50	500	76	
		十年珍藏	52	500	73	
		英雄梦	46	250	39	
	伊力特曲	52 度特曲	52	500	48	
		50 度特曲	50	500	24	
低档	伊力春	红颜	46	500	28.9	定位日常小酌，工薪阶 层消费
		清新淡雅	42	500	26	
	伊力大曲	伊力大曲	50	500	42.5	

资料来源：公司官网，京东商城，国海证券研究所

2、在渠道层面，公司正由过去的包销制向“经销商+直销+线上销售”的模式转变，推动渠道扁平化，同时改革激励方案，提升团队积极性。1) 对于经销商管理，近年来公司积极扩充营销团队，加强终端服务，并对经销商分类管理，严格考核，优胜劣汰；目前公司正依靠大商积极开发优质二批和终端网点，推动渠道扁平化改革。与过去不同，近年来公司改革渠道激励手段，运用更市场化的方式（如聚焦核心单品、超额完成部分加大返利和费用支持等）提高渠道积极性。2) 对于直销渠道，2017 年公司成立新疆伊力特品牌运营公司，作为公司一级经销商负责疆外市场总经销工作，并通过品牌运营公司积极吸纳优质经销商参股（疆内为主，疆外为辅），目前经销商持有品牌运营公司 46% 的股份。3) 对于线上渠道，除了通过股权方式绑定电商平台利益外，2020 年公司成立电商公司，吸纳优质经销商入股，同时加大对电商公司的激励（采取基本工资+奖金+分红的

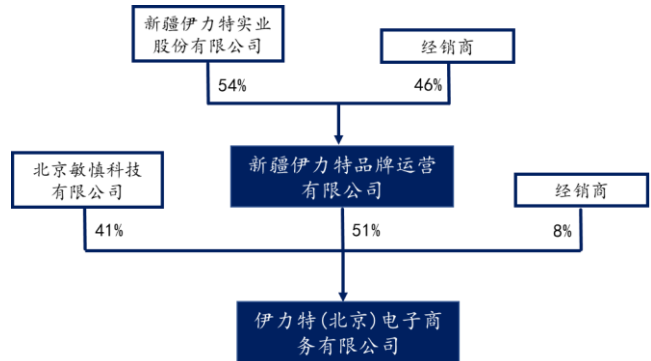
方式，多干多得)，针对不同消费者展开精准营销。

图 4：2016-2021 年伊力特经销商数量变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

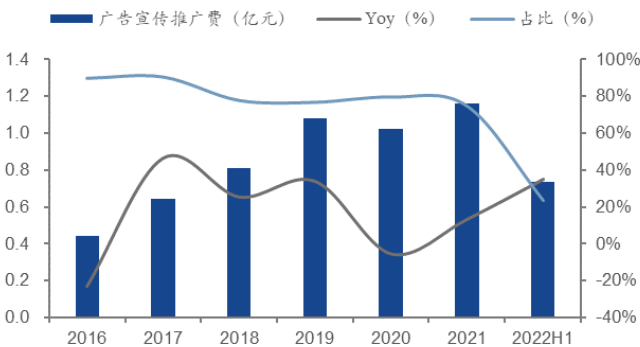
图 5：伊力特品牌运营公司及电商公司股权结构



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、在品宣层面，通过“传统+新兴+产业园区”的方式发力。一方面，公司加大传统渠道的投放，加强在机场、高铁、高速等核心枢纽的宣传，并对高铁、央视、新疆广汇男篮、报刊进行冠名。**另一方面**，公司又通过新兴渠道（公众号、抖音等）和建设产业园区进行补强，集品牌形象展示、酒文化旅游、工艺体验、白酒生产于一体的伊力特草湖酒文化产业园项目正在建设过程中，建设期自 2022 年到 2024 年，预计完全达成后可贡献年均营收约 1.8 亿元，也将进一步提升公司的品牌影响力。

图 6：伊力特广告费用与占销售费用比例



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 7：伊力特酒文化产业园



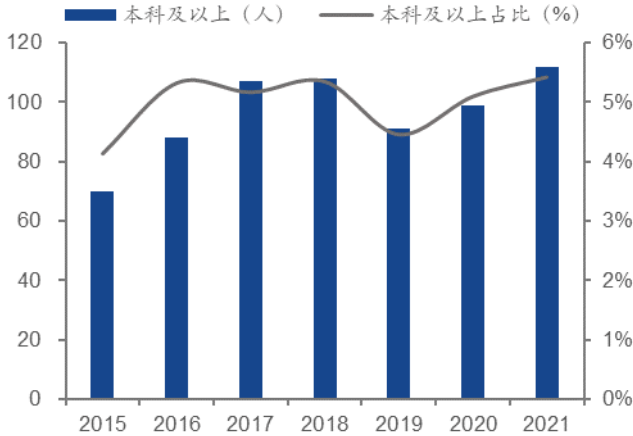
资料来源：微酒

1.3、优化激励体系，推动干部队伍年轻化，提高组织活力和执行力

积极引进外部人才，推动干部团队年轻化，打破组织团队流动性差、积极性弱的问题。在原有体制下，公司市场化氛围不足，组织人事僵化，难以做到“能上

能下，激励充分”。新任董事长上台后，公司更加重视人才储备，近年来不断引进高学历人才。同时，公司创新团队管理机制，推行干部动态管理，一批优秀的年轻人迅速成为企业管理层的中坚力量，目前公司中层部门领导中80后、90后占一半以上。为更好留住人才，公司配套优化薪酬体系，员工薪酬整体提升，部分优秀员工提升35%以上，组织活力和执行力显著提升。

图 8：公司本科及以上学历员工占比



资料来源：公司公告，国海证券研究所

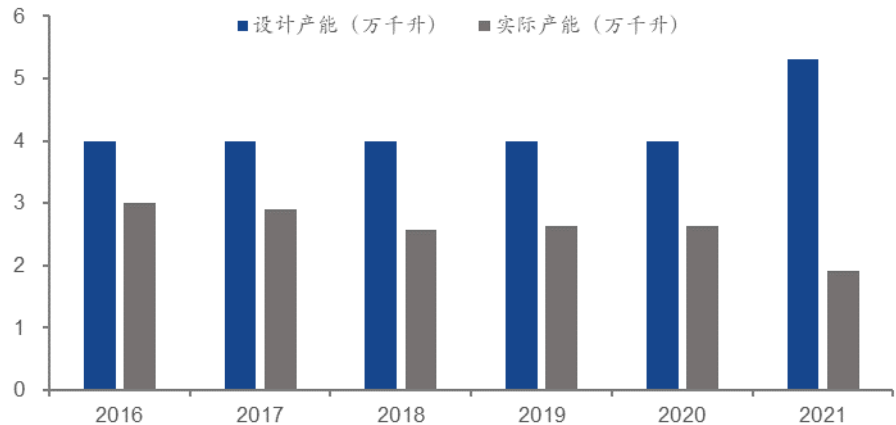
图 9：伊力特员工人均薪酬变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

此外，随着募投项目的顺利落地，公司的实际产能和产能利用率均有提升。经过长期生产经营，公司主要设备老旧，出于安全因素考虑公司无法充分释放设计产能，2016年以来实际产能整体呈现下行趋势。2019年公司发行“伊力转债”，以募集资金更新老化设施，提高自动化、信息化水平，并进一步提高产能。截至2021年末，公司转债的三个募投项目（伊力特可克达拉市技术研发中心及配套设施建设项目、可克达拉市伊力特酿酒分厂搬迁技术技改项目、伊力特总部酿酒技术技改建设项目）均已全面竣工并投产使用。项目投产后，公司设计产能提升至5.3万千升，未来随着落后产能的淘汰，设计产能有望全部释放，这为提升中高档白酒产销量，顺应产品结构优化需求提供了产能保障。

图 10：2016-2021 年公司设计和实际产能

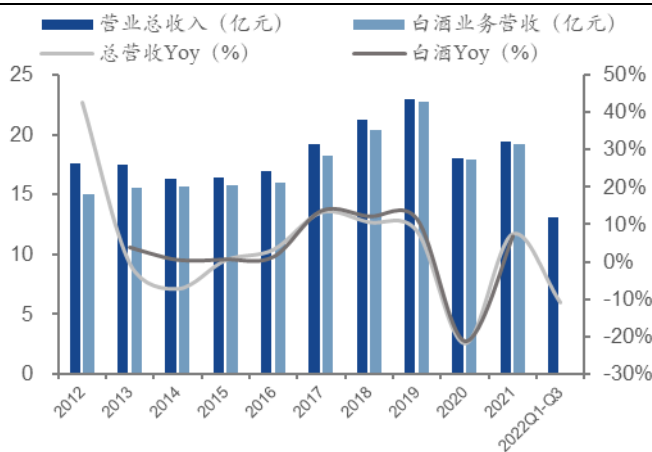


资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.4、公司经营风格稳健，疫情扰动导致短期业绩波动

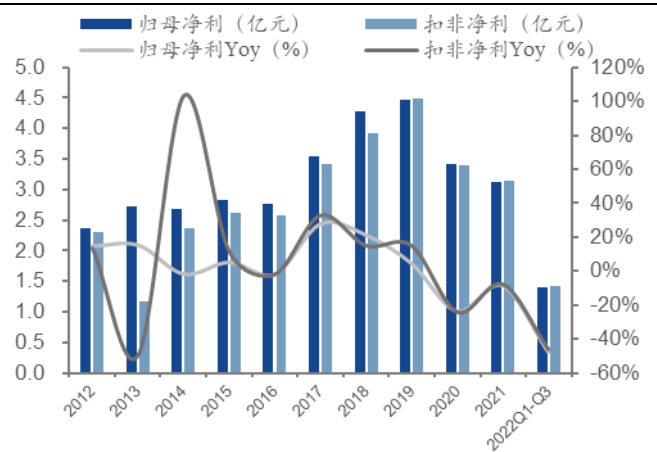
由于基地市场新疆地处西北，受外酒竞争和行业波动的影响较小，公司业绩相对稳健。2012-2015年行业调整期公司收入复合增速为-2.4%，但利润复合增速却为6.0%；2016-2019年收入/利润复合增速分别提升至8.9%/12.2%。2020年疆内受疫情冲击，消费场景受损，收入/利润均有下滑。2020年公司营业收入同比下滑22%，但在2021年就恢复至8%的增长，剔除突发的疫情影响外，公司营收保持稳定增长。2021年归母净利润继续下滑主因计提折旧较多，未来预计公司仍有部分折旧计提，影响利润兑现。2022年8月初开始公司生产经营所在地再次出现大范围疫情，物流、销售受阻，公司全力配合防疫措施，动态调整经营任务，2022年三、四季度经营端受损严重，公司预计2022年归母净利润同比下滑47%。

图 11：2012-2022 前三季度年伊力特总营收及白酒业务营收



资料来源：公司公告，国海证券研究所

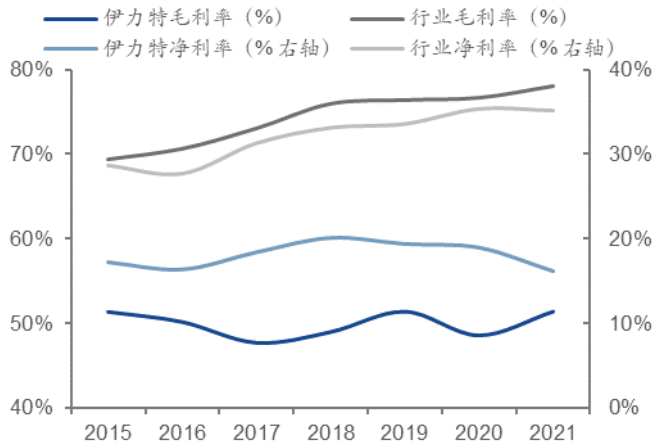
图 12：2012-2022 前三季度伊力特归母及扣非净利润



资料来源：Wind，国海证券研究所

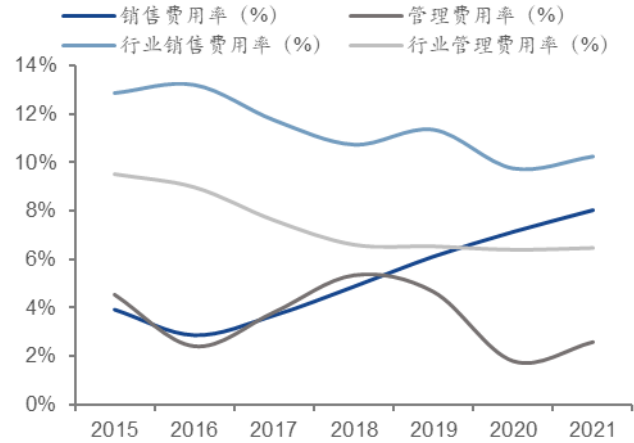
近年来以伊力老窖为代表的高档产品持续放量，公司产品结构提升，但营销改革深度推进，销售费用率也保持逐年增长，盈利能力相对稳定。2016-2021年公司高档产品收入占比由54%提升至70%左右，但毛利率/净利率水平平均维持在51%/16%左右水平不变。盈利能力一方面受近年来公司产能技改项目开始转固，折旧费用增加的影响；另一方面，随着新营销战略的推行，公司加大营销端投入，销售费用率由2016年3%提升至2021年8%亦有影响。

图 13: 伊力特与白酒行业毛利率、净利率变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 伊力特与白酒行业销售/管理费用率变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

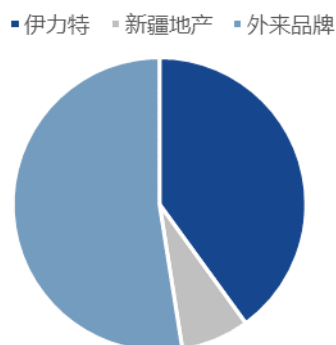
2、新疆经济蓄势待发，龙头伊力特充分享受疆内发展红利，省外市场逐步理顺

2.1、十四五新疆经济蓄势待发，伊力特充分享受经济增长和消费升级红利

2.1.1、伊力特精准卡位主流价位，市占率显著领先，稳居疆内第一

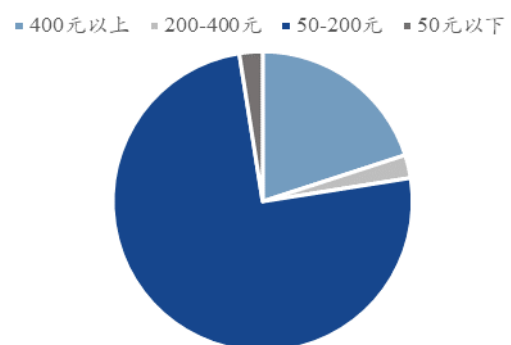
伊力特稳居疆内白酒龙头，品牌力优势显著。伊力特作为本土知名品牌在全疆范围内广受认可。根据新疆劳道酒业测算 2020 年新疆白酒市场规模约 37 亿元，地产酒市场份额约为 60%-65%，其中伊力特独占 55% 的份额，市场份额遥遥领先肖尔布拉克、古城、白杨等其他疆内地产酒品牌，优势明显。根据渠道调研，2021 年疆内白酒市场规模约为 40 亿元，随着外来品牌的进入，地产酒市场份额略有下降，但伊力特的市占率仍保持在 40% 以上，是疆内白酒市场的绝对龙头。

图 15: 新疆白酒市场竞争格局 (2021 年)



资料来源: 渠道调研, 国海证券研究所

图 16: 新疆白酒市场分价格带规模占比 (2021 年)



资料来源: 渠道调研, 国海证券研究所

外酒积极布局新疆市场，但伊力特在主流价格带优势不减。近年来全国各酒企对于新疆市场愈发重视，外来品牌的市场份额逐年提升，2021年市占率已经过半。但是，外来品牌加速进入并不足以冲击伊力特的龙头地位，核心原因在于两者间竞争的价格带不同，伊力特在疆内白酒主流价格带具有难以撼动的优势。新疆人饮酒好豪饮，也好独饮，常以茶杯、海碗饮酒，性价比是其选择白酒的重要标准，因此50-80元/瓶大众消费和80-200元/瓶的商务消费是疆内最主流价格带。在这两个价格带，伊力特分别布局大单品伊力小老窖（半斤装）和大老窖，目前尚无同价位段产品可与其正面竞争。

与之相对的是，近年来外来品牌扩张较快的价格带主要是800元/瓶以上的高端价位，主要消费场景为政务消费和大型企业商务消费，茅台、五粮液等全国性名酒是消费首选。由于伊力特在疆内主流价格带优势明显，所以即便外来品牌攫取了部分疆内市场份额，但仍无法威胁到伊力特的龙头地位。

表2：新疆白酒市场各价格带主流产品（2021年）

价格带/瓶	定位/消费场景	主流产品		规模占比
800元以上	高端；大型企业聚会， 高端商务宴请	地产品牌 伊力壹号窖文明版/和谐版	伊力壹号窖文明版/和谐版	合计占比20%+； 伊力王约占该价格带份额的 30%-40%
		疆外品牌 飞天茅台、五粮液、国窖1573	飞天茅台、五粮液、国窖1573	
400-800元	次高端；商务宴请	地产品牌 伊力王酒	伊力王酒	消费者较少，占比较低
		疆外品牌 梦之蓝、剑南春、舍得、水井坊、郎酒	梦之蓝、剑南春、舍得、水井坊、郎酒	
200-400元	中高端；消费者较少	地产品牌 伊力壹号窖，肖尔布拉克	伊力壹号窖，肖尔布拉克	最主流价格带，合计占比70%-80%
		疆外品牌 洋河天之蓝，茅台迎宾	洋河天之蓝，茅台迎宾	
80-200元	中端；商务宴请，朋友 小聚	地产品牌 伊力老窖系列，肖尔布拉克	伊力老窖系列，肖尔布拉克	占比较低
		疆外品牌 洋河海之蓝、五粮春	洋河海之蓝、五粮春	
50-80元	中低端；大众消费	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	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	双沟系列	
50元以下	低端；日常饮用	地产品牌 伊力大曲系列、三台老窖、肖尔布拉克	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、红星二锅头	牛栏山陈酿/典藏系列、红星二锅头	

资料来源：乐酒圈，渠道调研，国海证券研究所

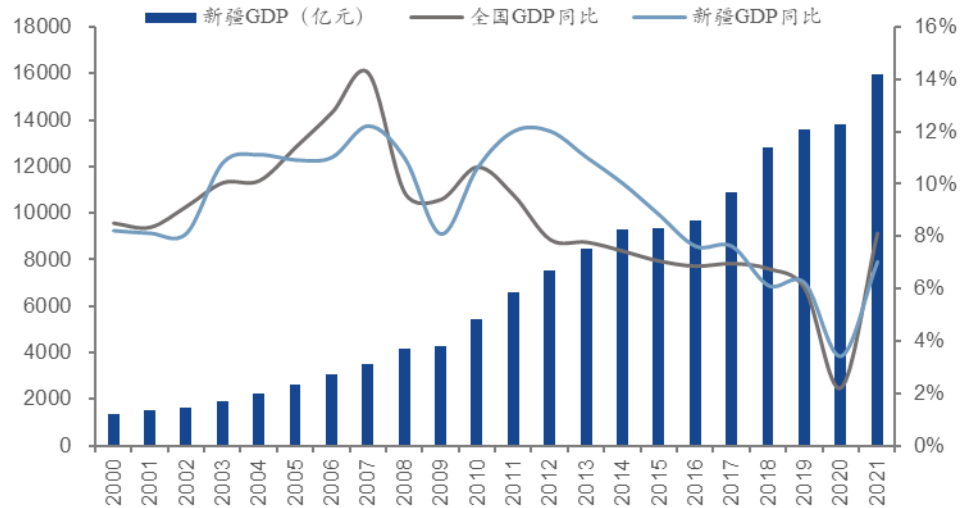
公司发力南疆市场，积极挖掘市场潜力。南疆人口基数较大、密度高，且为招商引资的重点区域，市场空间广阔，以中低端大众价位白酒为主，目前伊力特在南疆市场份额并不高，品牌认知有限，流通产品以低端光瓶酒为主，市场亟待开发。此前公司已在南疆建立一家分公司，着手进行市场调研和打假。公司于2022年宣布设立南疆销售公司，短期内在南疆将主打价格在小老窖之下的中低端产品，以期快速占领市场、提升市场份额。未来公司将进一步深耕南疆市场，开发适合少数民族地区的产品，进一步巩固公司在南疆的份额；未来公司也将充分享受南疆招商引资红利，推动当地市场产品结构升级。

2.1.2、疆内工作重点由维稳转向经济发展，经济建设蓄势待发，招商引资进展迅速

社会稳定和长治久安是新疆长期以来的发展目标。新疆土地辽阔，自然资源丰富，且地处亚欧大陆腹地，周边与俄罗斯、哈萨克斯坦等八国接壤，是第二座“亚欧大陆桥”的必经之地，具有重要的战略位置与良好的经济发展条件。但长期以

来，新疆的经济发展水平在全国范围内处于较低水平，经济发展速度平缓，GDP 同比增速与全国平均水平差距不大，未能实现跨越式发展。在 2014 年的第二次中央新疆工作座谈会上，**社会稳定和长治久安被确定为新疆工作的总目标**，经济发展的优先级居后。

图 17: 新疆 GDP 与全国 GDP 同比增速对比



资料来源：Wind，国海证券研究所

第三次中央新疆座谈会定调，**新疆重点转向发展经济建设，政府打出经济建设“组合拳”**。2020 年 9 月，第三次中央新疆工作座谈会召开，提出要**统筹疫情防控和经济社会发展**，同时将“文化润疆”和“富民兴疆”加入到治疆方略中，经济建设重新被提到重要位置。2021 年第四季度起，新疆维吾尔自治区党委常委、书记以及新疆生产建设兵团党委书记先后换任，其中，新任自治区书记曾任广东省省长、深圳市市委书记，有着丰富的经济建设经验，甫一上任，便在疆内多地开展调研，在招商引资、减税降费、促进消费等方面作出一系列指示，助推新疆经济走上发展快车道。**2022 年疆内经济政策初见成效**。2022 年第一季度，新疆 GDP 同比增速 7.0%，排名居全国前列。2022 年上半年新疆实现 GDP 8279 亿元，实际同比增速 4.9%，增速跑赢全国并高出 2.4 个百分点，生产需求稳步回升。2023 年新疆将继续坚持发展，GDP 增长目标为 7%，城镇居民、农村居民人均可支配收入增长目标分别为增长 7% 左右、8% 左右。

表 3: 新疆新领导班子经济建设相关政策或举措

时间	会议	具体内容
2010.5	第一次中央新疆工作座谈会	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
2014.5	第二次中央新疆工作座谈会	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
2020.9	第三次中央新疆工作座谈会	要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； 要统筹疫情防控和经济社会发展 ，持之以恒抓好脱贫攻坚，持之以恒促进就业，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：民族画报，统战新语，济宁日报，国海证券研究所

表 4: 新疆新领导班子经济建设相关政策或举措

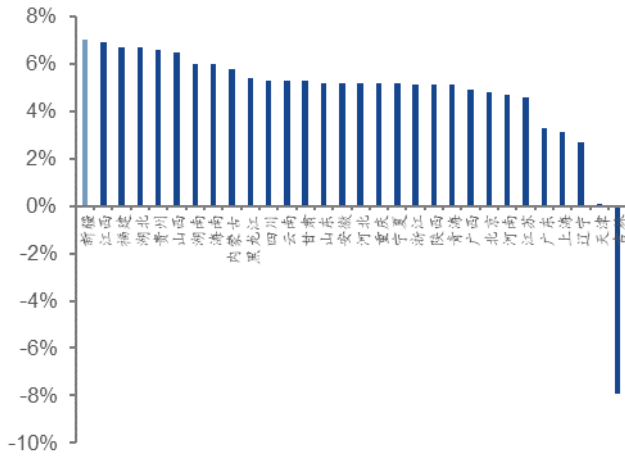
时间	事件/主题	具体内容
2021. 12. 15	稳字当头稳中求进抓好 2022 年经济工作	要求切实抓好以就业为导向的劳动密集型产业, 切实抓好特色优势产业发展等, 推动经济高质量发展迈出新步伐。
2021. 12. 27	乌鲁木齐调研	深化“放管服”改革, 推进减税降费, 营造良好营商环境。加大招商引资力度, 大力实施文化润疆工程和旅游兴疆战略。
2022. 1. 04	准东经济技术开发区调研	持续优化营商环境, 加快丝绸之路经济带核心区建设, 紧贴民生推动高质量发展, 积极构建具有新疆特色的现代产业发展新体系。
2022. 1. 05	巴音郭楞州调研	实施更加开放的人才政策, 坚持人才引领发展的战略地位, 全方位培养、引进、使用人才。
2022. 1. 18	阿克苏、伊犁哈萨克自治州调研	坚持以供给侧结构性改革为主线, 培育壮大特色优势产业, 促进口岸经济由“通道经济”向“产业经济”转型。
2022. 1. 23	自治区十三届人大五次 会议	2022 年坚持以供给侧结构性改革为主线, 统筹疫情防控和经济社会发展, 统筹发展和安全。切实抓好有效投资和项目建设。
2022. 1. 29	减税降费	制定《关于支持实体经济发展减税降费若干政策举措》, 进一步加大对实体经济的支持力度, 激发市场主体活力。
2022. 2. 12	博尔塔拉蒙古自治州调 研	全面强化基础设施条件, 大力推动口岸强州, 提升对外开放层次, 推动开放型经济高质量发展, 推动外向型产业聚集发展。
2022. 3. 1	新疆惠民消费月	于 3 月 1 日至 3 月 31 日在全疆组织开展“新疆惠民消费月”活动, 补贴共计 5200 万元, 千余家商户以让利立减等形式发放福利。
2022. 3. 12	《新疆维吾尔自治区高 新技术企业发展专项资 金管理办法(暂行)》	对高新技术企业的奖励分为高新技术企业认定后补助奖励和研发费用后补助奖励。2022 年, 新疆设立高新技术企业发展专项资金 1 亿元。
2022. 3. 13	新疆维吾尔自治区党委 常委会召开扩大会议	充分用好新疆资源优势和发展机遇, 优化营商环境, 做大做强劳动密集 型产业, 加快构建具有新疆特色的现代产业体系。
2022. 4. 23	制定印发《新疆金融服 务小微企业和个体工商 户暖心行动方案》	在保障融资需求、助力降本纾困、优化金融服务、加大银行内部资源倾 斜、强化工作保障等五方面提出 24 条细化举措, 聚焦提升小微企业和 个体工商户金融服务效能, 助力市场主体稳产经营和健康发展。
2022. 7. 13	习近平考察新疆生产建 设兵团八师石河子市	指出“兵团的战略地位不可替代; 希望大家发扬兵团精神, 继续努力、 深化改革、脚踏实地、再接再厉, 把兵团建设得更强大更繁荣”
2023. 1. 4	新疆维吾尔自治区第十 四届人民代表大会第一 次会议	提出 2023 年新疆经济社会发展的主要预期目标是: 地区生产总值增长 7%左右; 规模以上工业增加值增长 9%左右; 固定资产投资增长 11%左右; 进出口总额增长 10%左右; 城镇调查失业率控制在 5.5%以内; 城镇居民、 农村居民人均可支配收入分别增长 7%左右、8%左右等。

资料来源: 新疆政府工作报告, 观察者网, 乌鲁木齐零距离, 新疆纪检监察, 阿拉山口市人民政府网, 和田市人民政府网, 新疆日报, 忻州文明网, 兵团日报社, 库尔勒融媒。国海证券研究所

疆内招商引资进展迅速, 基建项目稳步开展。在招商引资方面, 新疆 2022 年将实施重点项目 370 项, 包括水利项目 49 项、交通项目 85 项、能源项目 68 项、产业项目 87 项、民生项目 81 项。2022 年第一季度, 疆内共落实执行招商引资项目 1812 个, 比去年同期增加 301 个; 引进区外到位资金 579.7 亿元, 同比增长 51.05%, 招商引资工作进展迅速。在基建项目方面, 2022 年 3 月 17 日, 自

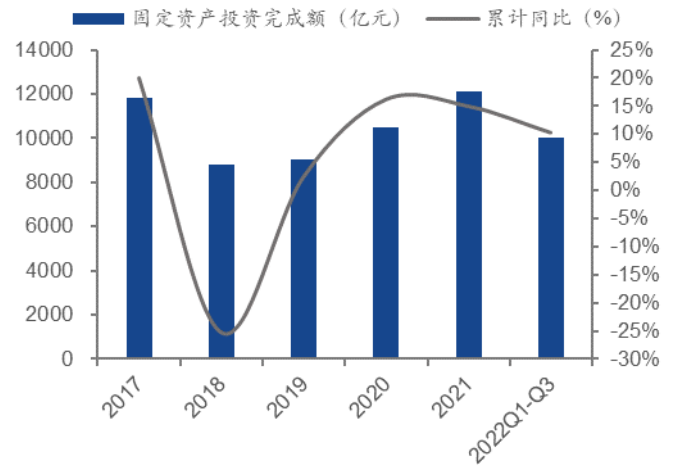
治区举行了一季度重大项目集中复工开工仪式,集中复工开工的自治区、地(州、市)、县(市、区)三级重大项目近 4500 个,基础设施建设稳步推进。2022 年 Q1 新疆固定资产投资完成额同比增长 24.8%,上半年同比增长 14.9%。

图 18: 2022Q1 国内各省 GDP 同比增速新疆居首



资料来源: Wind, 国海证券研究所

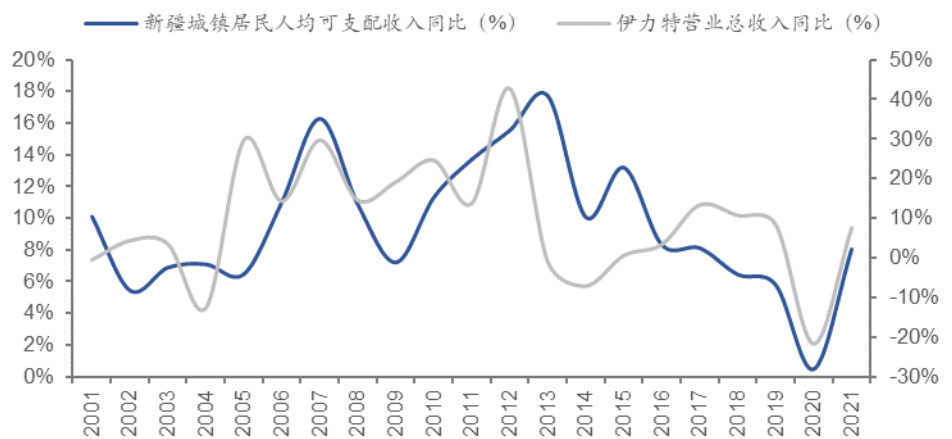
图 19: 新疆近年固定资产投资完成额情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

伊力特将显著受益于疆内经济发展红利,实现跨越式发展。根据历史数据,伊力特营收同比增速与新疆经济发展呈现出很强的相关性:在新疆城镇居民人均可支配收入增长较快的年份,居民购买力提升,伊力特营收也有快速提升;在城镇居民人均可支配收入同比增速放缓的年份,公司营收同比增速也会随之放缓甚至倒退。公司的发展与新疆的发展休戚相关,随着未来新疆工作重点转向经济,公司必将充分受益。

图 20: 新疆城镇居民人均可支配收入同比增速与伊力特营收同比增速相关性



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、兵团重视公司发展,伊力特战略地位显著提升

伊力特成为兵团重要税源之一,兵团重视公司发展,团企对接更加紧密。新疆生产建设兵团各师旗下基本都有上市公司,自伊帕尔汗退市后,伊力特成为农四

师旗下唯一上市公司，重要性在全师团排名靠前，公司即便在整个兵团范围内也属于重点企业。2018 年之前，伊力特总部与农四师相隔较远，导致兵团对公司关注度较低。随着公司总部搬迁至可克达拉市，以及第四师内部税务局、市场监督管理局等职能部门配备到位，公司直接向兵团纳税，每年增加其税收约 7-8 亿元，使得兵团更有动力扶持伊力特。同时，伊力特所在第四师可克达拉市也从 2021 年年底开始进行了相应领导班子的换届，新任班子相对年轻、高学历，致力于推动第四师经济发展，预计在招商引资方面市政委会优先考虑伊力特；在考核制度方面兵团成立专班，由兵团常委挂职，深入公司考察，“牵牛鼻子”解决问题，督促公司进行改革发展。

表 5：新疆生产建设兵团各师旗下上市公司

类型	所属单位	公司简称	公司简介
农业食品类	兵团投资有限责任公司	中葡股份	主营葡萄酒酿造
	农六师	新中基	公司番茄制品生产能力国内第一，世界第二
	农一师	新农开发	基础业务为棉花种植及加工
	第十二师	天润乳业	主营乳制品生产和销售
	兵团国有资产经营公司	天康生物	全国饲料工业 30 强，兽用生物制品 10 强企业
	农八师	西部牧业	新疆地区畜牧业产业化龙头企业
	农二师	冠农股份	主营白砂糖、番茄浓缩酱等农产品深加工
	农五师	新赛股份	主营棉花、食用油、棉纺等
	农四师	伊力特	新疆白酒龙头企业
基建类	建工师	北新路桥	新疆实力最强的大型公路工程施工企业
	农一师	青松建化	新疆地区两家水泥上市公司之一
其他类	农六师	百花村	主营焦煤开采
	农八师	天富能源	主营电、热的生产和供应
	农八师	新疆天业	主营氯碱生产销售等

资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、管理层持续深化改革，产品、渠道、营销端持续释能

公司领导班子履新后持续推动改革，未来改革红利有望持续释放。自 2015 年以来，公司董事会与高管团队逐步完成换届，现任董事长陈智 2016 年上任，曾在伊帕尔汗等公司的管理层任职。其他高管成员在管理、技术方面也有丰富经验，年龄分布在 45-58 岁之间，年富力强。如上文所述，新任管理层到位后，公司在产品、渠道、营销等方面推动了上文涉及的一系列改革，为公司注入新活力；未来公司仍将持续深化改革，改革红利将会继续释放。

表 6: 伊力特管理层成员简介 (截至 2022 年三季度末)

姓名	职务	年龄	上任年份	简介
陈智	董事长	56	2016	党员,本科学历,会计师,曾任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理。
陈双英	董事, 总经理	57	2017	党员,大专学历,工程师,曾任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理。
刘新宇	董事, 副总经理	58	2015	本科学历,高级工程师,国家级白酒评委,中国首席白酒品酒师,中国白酒大师。
蒋宏	董事	53	2020	党员, 工程师,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、煜福聚餐饮管理有限公司董事长。
李超	副总经理	58	2014	党员,大学学历,工程师。
卢扬	副总经理	53	2019	中共党员,大学学历,曾任第四师 72 团党委委员,副团长。
君洁	董事会秘书	45	2007	党员,研究生学历,中级职称。
李强	总工程师	52	2016	党员,研究生学历,高级工程师,曾任伊力特实业酿酒一厂厂长。

资料来源: 同花顺资讯, 国海证券研究所

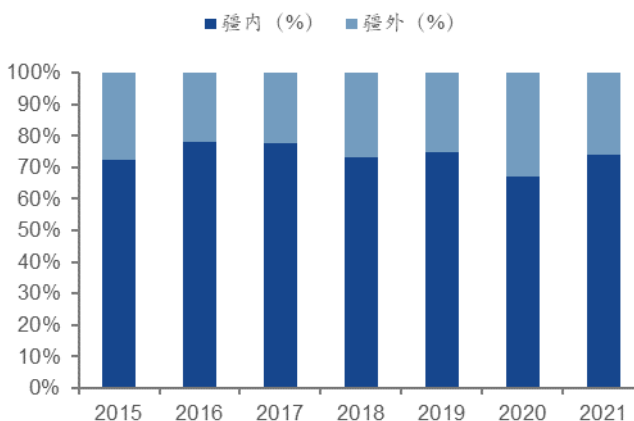
2.4、疆外渠道逐步理顺, 未来大有可为

2.4.1、疆外市场渠道逐步理顺, 未来期待加速外拓

公司以疆内市场为主导, 近年来积极拓展疆外业务。公司疆内营收占比常年稳定在 70%以上。与此同时, 公司也重视疆外市场的开拓, 2016 年以来公司疆外营收稳中有升, 2020 年达到 32.9%, 2021 年稍有回落。

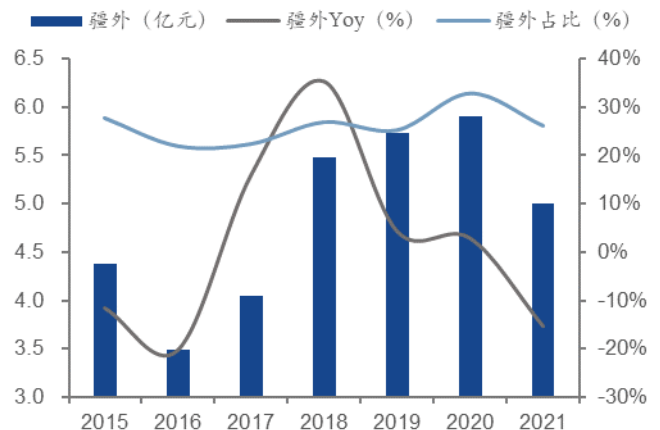
受疆外大商影响, 公司疆外市场营收表现波动。2017 年前公司省外销售渠道相对单一, 主要依靠浙江商源进行包销。2015 年起浙江商源因自身发展原因持续缩减伊力特产品的销售, 伊力特疆外市场营收于 2016 年触底, 之后几年也表现波动。

图 21: 2015-2021 年伊力特疆内疆外营收占比情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 2015-2021 年疆外市场营收及同比增速

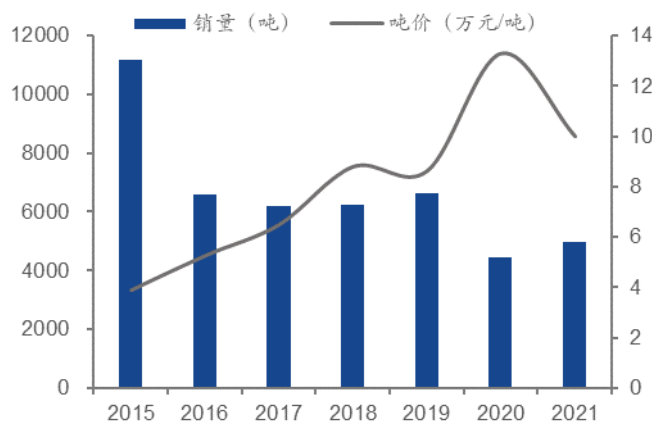


资料来源: Wind, 国海证券研究所

公司重视全国化，未来疆外市场通过“浙江大商、品牌运营公司、电商公司”三方发力。为实现全国化目标，公司近年来针对疆外渠道优化改革，于2017年成立品牌运营公司作为一级经销商负责疆外市场运作，同时完成河南、山东济南和四川成都经销商的招商工作，广东、甘肃和江苏地区新进经销商的产品已投放市场。未来公司将继续借助品牌运营公司扩大在各重点区域的招商，重点开发江苏等市场。

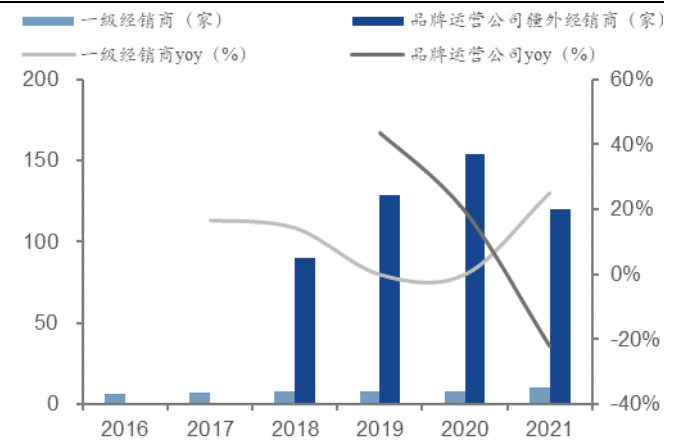
此外，2020年公司成立电商公司，2021年全年销售收入达到1.08亿元，未来将继续借此完善线上销售布局。2016年以来，公司疆外营收稳步提升，2020年实现疆外营收5.9亿元，达到近几年最高点。十四五期间，公司将进一步提升疆外市场权重，目标十四五末疆外市场营收占比达到40%左右。

图 23: 2015-2021 年疆外市场量价变化情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 2016-2021 年伊力特疆外经销商数量

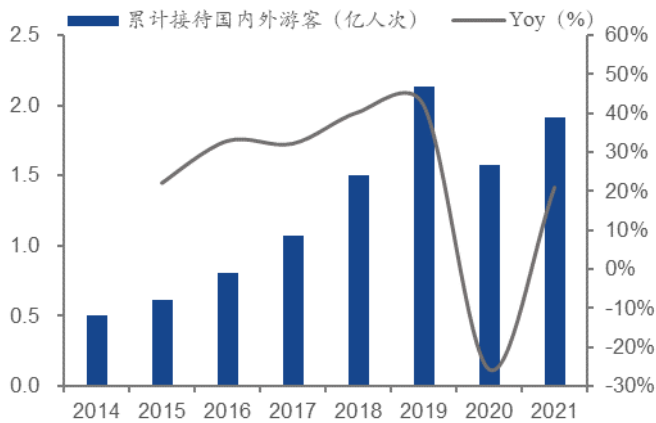


资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

2.4.2、新疆拥有独特文化禀赋，公司以援疆人员与游客为切入点拓展省外市场

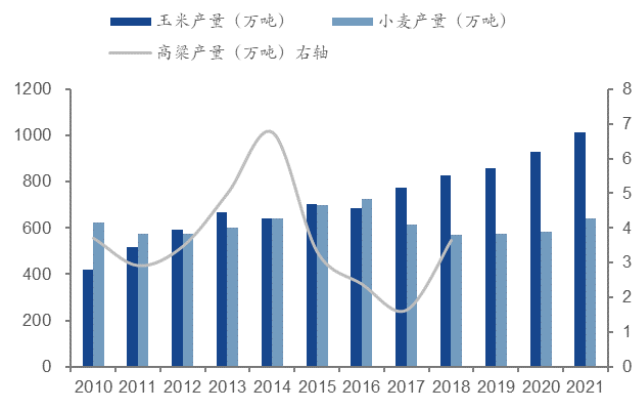
塞外名酒的文化加成，打开差异化宣传的渠道。卖酒卖的是酒文化，近年来酒企对于文化的挖掘程度更深，如茅台的红色文化，洋河的绵柔文化，今世缘的缘文化等等。而伊力特在地域上有着得天独厚的优势，公司产品产自新疆，对于内地消费者有着天然神秘的吸引力。具体来说，新疆酒的文化属性主要表现在 1) 艰苦创业、甘于奉献的军垦文化；2) 丰富多彩、和谐共生的民族文化；3) 古代丝绸之路所赋予的“汉文化”等三个方面，这种文化加成赋予伊力特更多故事和谈资。

图 25: 来疆游客数量历年变化



资料来源: 新疆统计局, 智研咨询, 国海证券研究所

图 26: 新疆自然资源丰富



资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

公司将借力援疆人员与游客，赋能伊力特全国拓展。1) 在援疆人员方面，1997年起党中央启动对口援疆工作，2010年新一轮对口援疆工作全面展开。截至2020年9月中央组织部、人力资源社会保障部等已组织十余批共2万余名人才进疆工作。部分人才已在疆工作多年，对新疆早已产生深厚感情，回到家乡后也会是当地酒桌上的核心意见领袖，能够通过圈层影响力推广伊力特酒走向全国。2) 在来疆游客方面，2019年来疆游客一度达到约2.13亿人次，在疫情稳定后来疆旅游的游客数量也在稳步回升。公司希望通过伊力特酒独特的风味与优良的酒质得到游客的认可，让游客愿意购买“新疆土特产”伊力特酒，甚至回家之后复购伊力特的产品，带动伊力特在疆外的销售。

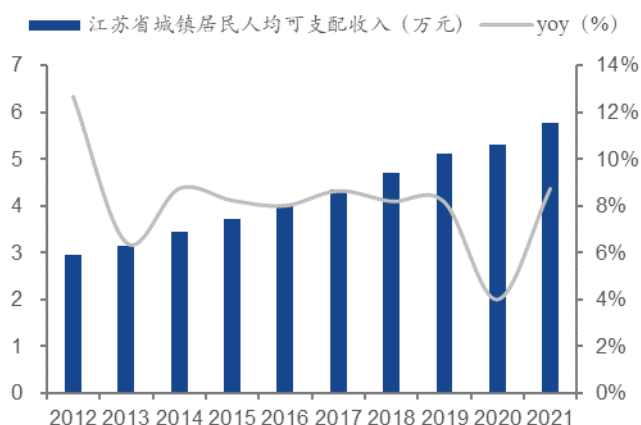
3、公司将复制其他优质区域龙头的成长路径

伊力特与今世缘、金徽酒同为业内优质的区域龙头酒企，今世缘和金徽酒的成长路径对伊力特有一定的参考价值。

3.1、对标今世缘，公司将充分受益疆内经济发展

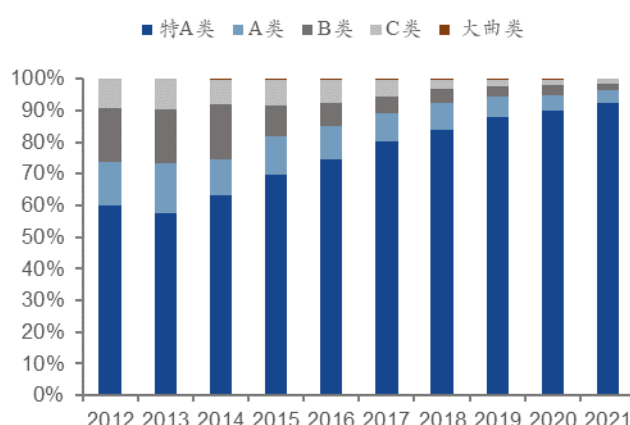
今世缘受益于江苏经济增长，产品结构持续优化。江苏省城镇居民人均可支配收入稳步增长，除2020年疫情影响外，2014年以来历年同比增速均保持在8%+。今世缘提前布局次高端价格带，受益于消费升级，国缘系列单品快速放量，产品结构不断改善。相比之下，新疆城镇居民人均收入水平落后江苏约5-6年，伊力特省内竞争格局优于今世缘，未来随疆内经济发展，伊力特同样将复刻今世缘的成长路径。

图 27: 江苏城镇居民人均可支配收入发展情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 28: 今世缘产品结构持续优化

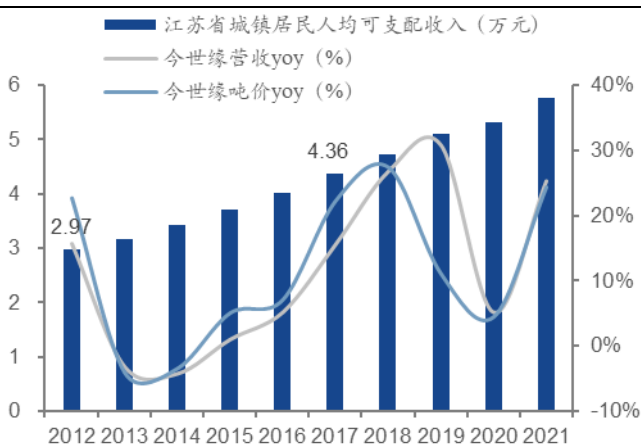


资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

今世缘自 2012 年以来有两段时期吨价提升较为明显，第一段是 2012 年，吨价提升约 22.7%；第二段是 2017 年后，除去受疫情影响的 2020 年，吨价提升幅度基本保持在 10%以上。具体来看，2012 年江苏省城镇居民人均可支配收入为 2.97 万元，当 2017 年新疆城镇居民人均可支配收入近似达到同等水平 3.08 万元时，该年伊力特吨价同样实现较大幅度提升（吨价增长约 23.8%），人均可支配收入破 3 万元是一个重要节点。

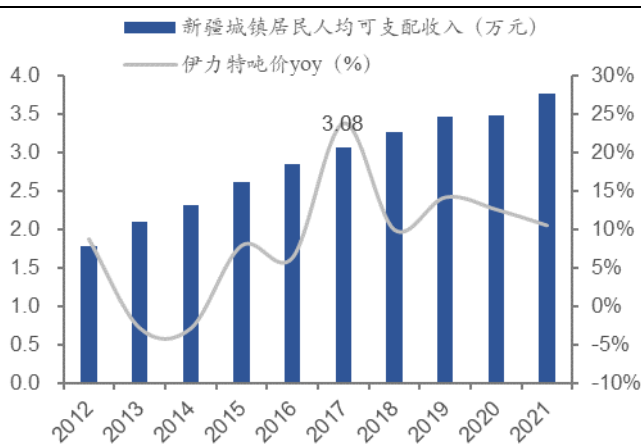
同时，2017 年在江苏省城镇居民人均可支配收入达到 4.36 万元时，今世缘的营收与吨价均实现显著提升，且在未来几年保持了较高增幅，这说明经济的持续发展会对酒企收入和结构升级起到显著的促进作用。在未来新疆经济持续向好的大背景下，伊力特的业绩表现也值得期待。

图 29: 江苏人均可支配收入与今世缘营收/吨价变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 30: 新疆人均可支配收入与伊力特吨价变化



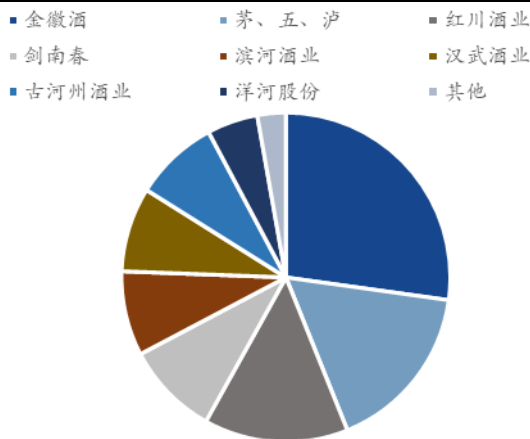
资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

3.2、对标金徽酒，国企改革落地将注入成长新动能

金徽酒是甘肃白酒龙头，在甘肃省内市占率约为 27%，市场份额领先茅台、五粮液、泸州老窖三家合计，及其他地产酒 10%以上。整体来看，甘肃省的经济发展水平及同比增速均落后于新疆，2012 年以来，甘肃省城镇居民人均可支配收入同比增速持续走低，近年来维持在 10%以下。2021 年甘肃省城镇居民人均可支配收入 3.62 万元，同比增速 7%，同样落后于新疆。

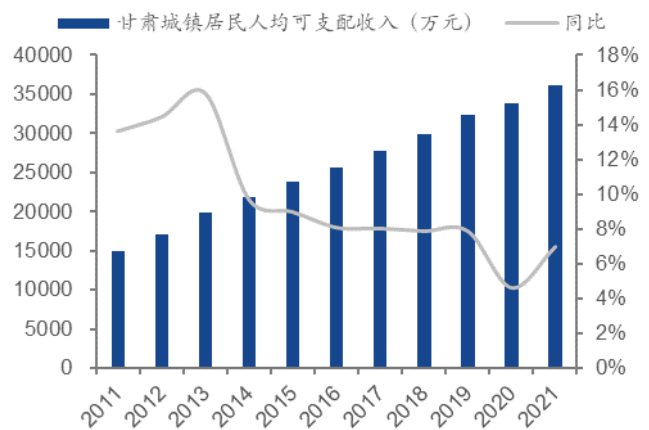
金徽酒依然保持业绩稳步增长，产品结构持续优化。相对于省内经济发展的平淡表现，金徽酒则保持了良好的增长态势，2017 年以来吨价涨幅基本保持在 10%+。吨价上涨得益于产品结构优化，公司高档酒占比由 2011 年的 30%跃升至 62%，产品结构调整较为成功。

图 31：金徽酒为甘肃白酒市场龙头（2021 年）



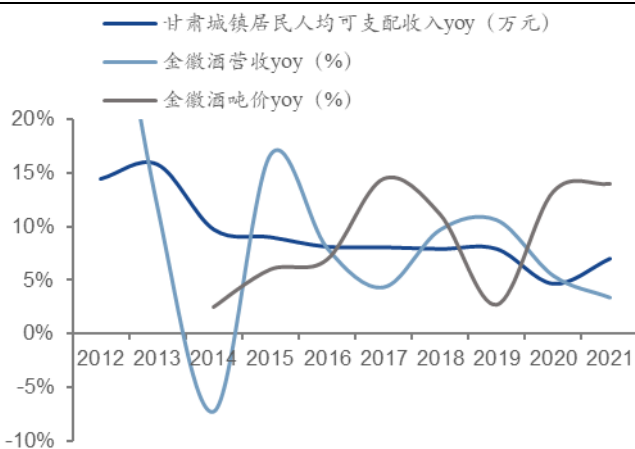
资料来源：Wind，渠道调研，国海证券研究所

图 32：甘肃城镇居民人均可支配收入



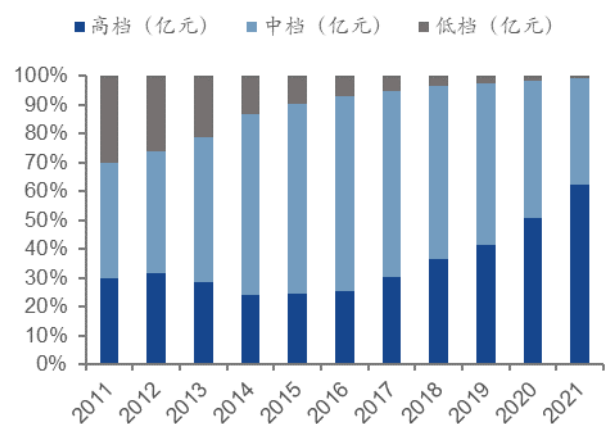
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 33：金徽酒营收、吨价持续提升



资料来源：Wind，渠道调研，国海证券研究所

图 34：金徽酒营收结构不断优化



资料来源：Wind，国海证券研究所

参考金徽酒，伊力特若国企改革利好落地，也将迎来发展新动能。金徽酒的优异表现很大程度上得益于公司管理层的经营能力，2018 年起公司陆续开启管理

层、核心骨干员工和经销商持股计划，深度绑定员工与公司的核心利益，充分调动高管积极性。市场对于伊力特内部改革治理较为关心，预计公司将从营收增长和全国化突破等方面出发，通过内部治理的改革为公司带来助力，若未来改革红利兑现，将充分弥补经营管理方面的短板，提升公司治理水平，对于公司的营销改革和疆外拓展也有极大助力。

4、当下仍是逻辑演绎大于业绩兑现的阶段，看好公司疫后快速修复、触底反弹，保持长期稳健增长

2022 年疆内防疫措施趋于常态化、精准化，餐饮、娱乐等消费逐步复苏。2022 年之前，新疆的防疫措施较为严格，消费受到极大阻碍。2021 年 12 月 31 日，马兴瑞书记召开记疫情防控工作领导小组会议，指出要分级分类、精准防控，避免防控措施简单化、一刀切、层层加码。2022 年 1 月，新疆疫情防控工作指挥部工作会议强调，防疫要坚持全疆一盘棋，保证健康码“一码通行”。2022 年初以来，疆内对于各类聚集性活动的限制逐步放开，允许可控人数范围内的商业活动，新疆人民对于餐饮、宴席等的需求快速释放，酒店及各类娱乐场所生意火爆，白酒婚喜宴等消费迅速回暖。同时，受益于全省健康码统一与限制减少，人员、货物流动逐步恢复正常。

但随着新冠病毒传染性增强，自 2022 年三季度开始新疆疫情确诊病例上升，部分区域防控趋严。伊力特的生产经营也受到极大影响，预计三、四季度业绩受损严重，公司据此下调全年业绩指引，预计 2022 年公司归母净利润将同比下滑 46.9%。**2022 年四季度末，疆内疫情管控逐步放松，新疆多地逐步有序恢复生产生活秩序。**自 2022 年 11 月 16 日 10 时起，伊宁市全面有序恢复正常生产生活秩序，全面有序复工复产、复商复市、复学复课；11 月 26 日乌鲁木齐社会面基本清零，将分阶段有序恢复低风险区居民生活秩序；自 11 月中下旬开始，新疆多地逐步恢复正常生产生活秩序，消费场景逐步恢复，终端消费逐步升温，2023 年春节旺季的销售也逐步恢复至正常节奏。

表 7: 新疆防疫措施变化情况梳理

	2020.1-2020.8	2020.9-2021.12	2022.1-2022.9	2022.10 至管控措施全面放开前
聚集/商业活动	不举办大型活动、会议，各类聚集性活动须严格审批。部分景区不接待中高风险地区游客。场馆采取预约制限流，多家景区、影院、音乐餐厅等暂停营业。	2020 年 9 月 2 日起大型商场恢复营业(餐饮除外)。部分景区、场馆不接待中高风险地区的游客，采取预约制限流。	提倡“喜事缓办，丧事简办，宴会不办”，确需举办的尽可能缩小活动规模。部分地区宴席超 30 人需提前向社区报备。允许个人家庭聚集，但建议控制在 10 人内。	全面恢复综合市场、大型商场、超市营业活动。餐厅、饭店、酒店暂不安排堂食，实施有序、分期分批开放，图书馆、博物馆、美术馆、影剧院、体育馆、游泳馆、健身房等休闲娱乐场所实施预约制限流措施。
人员流动政策	部分地区规定来疆人员需自费隔离 14 天；部分地区规定中风险、境外人员不得入疆，低风险地区人员持 7 日内的双抗/核酸报告可入疆。	中高风险地区旅居史人员非必要不来疆，来疆需持 48 小时内核酸检测阴性报告，并居家、集中隔离各 14 天。口岸工作人员非必要不来疆，高风险岗位人员来疆前需脱离工作岗位 14 天以上。	低风险地区可持绿码测温后通行，中高风险地区需核酸检测、测温和绿码，并居家隔离 14 天。航空公司在元旦、春节前后，大力开通新航线、恢复直飞航线、开通通程航班，助力便捷出行。	对 7 日内有高风险区旅居史人员，落实 7 天居家或集中隔离医学观察。对低风险地区旅居史人员落实核酸 3 天 2 检，期间健康管理。直接入境人员，实施“5 天集中隔离+3 天居家隔离”措施。
快递/运输防疫	货物出入货场在抽检方面要做到应检尽检，货物、运输工具以及司乘人员需严格进行消杀及核酸采样检测，然后再由车辆卸货地所在的社区接走。	2020 年 9 月 3 日后，乌鲁木齐市 86 家邮政营业网点开门营业，45 家邮政揽投部正常运营。顺丰速运部分营业网点恢复营业。	疆内无疫情期间，除部分站点，其他各公路检查站不再开展卫生检疫工作。除冷链食品，国内普通货物、邮件快递及交通运输工具正常通行。	在对从业人员统一安排食宿、严格闭环管理、落实核酸检测等防控措施前提下，恢复快递物流企业运营，为低风险区市民提供点对点配送服务。

资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府网，乌鲁木齐本地宝，乌鲁木齐市新冠疫情防控工作新闻发布会，新疆分享，新疆旅游协会，沙湾零距离，界面新闻，国海证券研究所

我们认为，当前公司仍处于逻辑演绎大于业绩兑现的阶段，未来公司将充分受益于疆内经济发展和消费升级，实现量价齐升。当前新疆经济快速恢复和发展，消费升级趋势显著，但短期疫情扰动导致公司业绩波动幅度较大，新疆经济发展的利好还未完全体现到公司业绩中来，现在仍是逻辑演绎大于业绩兑现的阶段。经过近几年的深度改革，公司的渠道、组织、品牌和省外布局均有显著进步；同时，疆内经济向上发展的趋势确定，公司作为疆内白酒龙头，本身就是最鲜明的新疆标签之一，未来将充分受益于疆内的经济恢复和文旅发展，承接消费升级红利，实现量价齐升。疫情反复仅是短期干扰项，随疫情管控边际向好，公司 2023 年有望在低基数基础上实现高弹性增长。同时，疆内经济长期向好的趋势不改，

长期看公司业绩仍将实现稳步增长，经济的稳步发展就是最好的催化剂。

5、盈利预测和投资评级

我们认为，新疆工作重心全面转向发展经济，公司作为疆内白酒龙头，业绩与宏观经济相关性较强，未来预计将持续受益于经济发展和消费升级，实现量价齐升。2021年末新书记上任后，制定推行一系列利好新疆经济的政策，积极推动防疫措施常态化、精准化，新疆工作重心全面转向发展经济。伊力特在疆内市占率超40%，优势明显，且公司业绩表现与新疆经济发展相关性较强，未来有望持续受益疆内经济快速发展，实现业绩突破。

实际控制人新疆生产建设兵团农四师愈加重视公司发展，管理层力推改革赋能经营实力提升。一方面，伊力特作为新疆生产建设兵团农四师旗下唯一主板上市公司，2020年搬迁至可克达拉市后成为兵团重要税源之一，战略地位显著提升，获得兵团更多重视。另一方面，2016年新任董事长陈智上任后厉行改革，公司在产品、营销、产能、技术、疆外扩张方面均实现长足进步。公司迎来经营新气象，未来改革红利有望继续释放。

当前公司仍处于逻辑演绎大于业绩兑现的阶段，经济发展的利好还未完全体现到公司业绩中来，看好2023年触底反弹，长期保持稳健增长。2022年8月初开始公司生产经营所在地出现大范围疫情，公司生产经营受到极大影响，三、四季度经营端受损严重。但四季度末开始，疆内疫情管控逐步放松，新疆多地逐步有序恢复生产生活秩序，终端消费回暖。我们认为疫情反复仅是短期干扰项，随疫情管控边际向好，公司2023年有望在低基数基础上实现高弹性增长。长期看公司业绩在疆内经济稳步增长的背景下，也将实现稳健增长。

盈利预测和投资评级：公司是新疆地产酒龙头，未来有望充分享受新疆经济发展的红利，同时期待内部改革治理等催化落地，助力营销改革。我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.35/0.83/1.04元，对应PE分别为70/36/29倍，上调投资评级为“买入”评级。

表 8: 分产品盈利预测 (百万元)

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
高档酒				
营业收入	1349	778	1395	1751
YOY	0.5%	-42.3%	79.3%	25.5%
中档酒				
营业收入	483	281	547	677
YOY	30.9%	-42.0%	94.9%	23.8%
低档酒				
营业收入	83	86	91	97
YOY	2.1%	3.0%	6.1%	6.1%
其他业务				
营业收入	22	19	18	17
YOY	137.0%	-15.0%	-5.0%	-5.0%
营业收入	1938	1164	2051	2542
YOY	7.5%	-40.0%	76.3%	23.9%
毛利率	51.4%	47.3%	50.9%	52.3%
归母净利润	313	166	390	489
YOY	-8.5%	-46.9%	134.8%	25.4%

资料来源: Wind, 国海证券研究所测算

6、风险提示

- 1) 疫情影响餐饮渠道恢复低于预期, 导致白酒消费场景受损, 影响公司终端销售表现。
- 2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻, 可能会影响消费者需求, 导致消费升级节奏不及预期。
- 3) 行业政策变化导致竞争加剧, 行业限制政策或税收政策对公司盈利能力形成压制。
- 4) 固定资产折旧计提影响利润水平, 转固后的折旧将是公司新增的主要成本之一, 短期内公司将面临一定利润压力。
- 5) 食品安全事件等。
- 6) 国内外公司并不具备完全可比性, 对标的相关资料和数据仅供参考。

附表：伊力特盈利预测表

证券代码:	600197				股价:	30.13		投资评级:	买入		日期:	2023/02/22	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	8%	4%	9%	10%	EPS	0.67	0.35	0.83	1.04				
毛利率	51%	47%	51%	52%	BVPS	7.81	8.17	8.99	10.03				
期间费率	10%	11%	9%	9%	估值								
销售净利率	16%	14%	19%	19%	P/E	40.78	69.74	36.47	29.09				
成长能力					P/B	3.47	3.00	3.35	3.00				
收入增长率	8%	-40%	76%	24%	P/S	6.61	9.95	6.93	5.59				
利润增长率	-9%	-47%	135%	25%									
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.39	0.25	0.39	0.42	营业收入	1938	1164	2051	2542				
应收账款周转率	119.18	368.70	220.99	170.84	营业成本	941	613	1008	1213				
存货周转率	1.42	2.13	1.85	1.74	营业税金及附加	320	180	306	381				
偿债能力					销售费用	156	105	148	188				
资产负债率	23%	13%	18%	19%	管理费用	50	36	45	56				
流动比	3.09	5.54	3.75	3.57	财务费用	-6	-10	-9	-9				
速动比	1.34	3.64	2.01	1.90	其他费用/(-收入)	19	10	19	23				
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	464	236	548	704				
现金及现金等价物	1027	1330	1336	1669	营业外净收支	-5	-4	-3	-4				
应收款项	140	102	142	196	利润总额	459	231	545	699				
存货净额	1361	546	1110	1460	所得税费用	138	63	151	200				
其他流动资产	354	336	385	406	净利润	321	169	394	499				
流动资产合计	2882	2314	2972	3730	少数股东损益	9	3	4	10				
固定资产	1721	1889	1914	1949	归属于母公司净利润	313	166	390	489				
在建工程	11	11	11	11	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	126	168	228	147	经营活动现金流	100	593	148	391				
长期股权投资	201	200	200	198	净利润	313	166	390	489				
资产总计	4942	4582	5327	6036	少数股东权益	9	3	4	10				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	73	68	37	69				
应付款项	490	147	312	475	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-295	355	-277	-173				
其他流动负债	443	270	481	570	投资活动现金流	-123	-278	-117	-16				
流动负债合计	933	417	793	1045	资本支出	-129	-247	-85	-117				
长期借款及应付债券	191	177	153	111	长期投资	0	-35	-42	91				
其他长期负债	12	12	12	12	其他	6	4	9	10				
长期负债合计	202	189	165	123	筹资活动现金流	-196	-13	-24	-42				
负债合计	1135	606	958	1168	债务融资	0	-13	-24	-42				
股本	472	472	472	472	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3807	3975	4369	4868	其它	-196	0	0	0				
负债和股东权益总计	4942	4582	5327	6036	现金净增加额	-220	302	6	333				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。