

低基数下增速亮眼，疆内市场稳步复苏

2023 年 10 月 27 日

► **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 23 年三季报，23Q1-3 实现营收 16.43 亿元，同比增加 25.77%；实现归母净利润 2.29 亿元，同比增加 63.88%；实现扣非归母净利润 2.25 亿元，同比增加 58.49%；其中，23Q3 营收 4.23 亿元，同比增加 143.89%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比增加 363.75%；实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增加 356.60%。

► **产品结构升级加速，疆内市场持续复苏。**分产品看，23Q1-3 公司高档酒/中档酒/低档酒分别实现营收 10.95/3.89/1.20 亿元，同比 +33.34%/-0.91%/+68.35%，占比 68.29%/24.24%/7.47%，高档产品、低档产品增速亮眼。**分区域看**，疆内和疆外分别营收 12.98/3.05 亿元，同比增加 30.07%/6.53%，分别占比 80.96%/19.04%，由于去年同期疆内销售停滞、宴席场景缺失、消费力较弱形成低基数，23Q3 疆内市场同比复苏显著。**分渠道看**，批发代理/直销（含团购）/线上销售分别营收 13.07/2.06/0.91 亿元，同比增加 17.78%/135.12%/3.45%，直营及团购渠道表现较优。截至 23Q3 末，股份公司酒类一级经销商 68 家，同比增加 7 家，其中疆内 57 家，疆外 11 家；品牌运营公司疆外合作经销商 226 家，同比增加 11 家。

► **毛利率水平提升，费用投放保持稳定。**公司年初对所有白酒产品普涨单价，高档产品销量同比增加，毛利率水平提升，23Q1-3 毛利率 48.50%，同比增加 2.93pcts，归母净利率 13.93%，同比增加 3.24pcts；单 23Q3 毛利率 50.63%，同比增加 9.61pcts，归母净利率 12.43%，同比增加 5.89pcts。公司稳健开拓市场，进行消费者培育及品牌建设，23Q1-3 销售费用率 9.18%，同比增加 0.61pcts；管理费用率 4.25%，同比增加 0.34pcts。23Q1-3 公司白酒产品销量、营收同比增加，且本期购买商品接受劳务支付的现金同比减少 17.80%，支付职工的现金同比减少 4.23%，23Q1-3 期末公司经营活动产生的现金流量净额 2.09 亿元，同比增加 246.83%；合同负债 0.37 亿元，同比减少 46.50%。

► **投资建议：**向“南”发展政策和“一带一路”是重要战略机遇期，公司立足疆内大本营市场，以“伊力王”等为抓手，加快疆内区域扩张与下沉，市场运营管理朝着精细化方向行进，巩固其本土市场地位；新疆草湖酒文化产业园进展顺利，计划于 23 年四季度生产立碇，有望在南疆及哈萨克斯坦等中亚地区实现突破；前移营销中心指挥部，立足重点省份打造疆外样板市场。我们预计公司 23~25 年营收分别为 23.3/31.8/41.2 亿元，归母净利润分别为 3.4/5.8/8.6 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 30/18/12X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疆内白酒竞争加剧；消费场景恢复不及预期；产品结构升级不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,623	2,326	3,180	4,116
增长率（%）	-16.2	43.3	36.7	29.4
归属母公司股东净利润（百万元）	165	344	584	857
增长率（%）	-47.1	107.9	69.8	46.8
每股收益（元）	0.35	0.73	1.24	1.82
PE	63	30	18	12
PB	2.8	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.99 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

电话：021-80508452

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.伊力特 (600197.SH) 2023 年半年报点评：放缓回款节奏，疆外扩张持续-2023/08/26
- 2.伊力特 (600197.SH) 深度报告：搭乘新疆经济快车，聚焦渠道+产品改革-2022/05/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,623	2,326	3,180	4,116
营业成本	843	1,052	1,325	1,581
营业税金及附加	270	381	515	659
销售费用	197	281	350	473
管理费用	74	106	134	165
研发费用	16	22	31	41
EBIT	221	487	831	1,206
财务费用	-1	-7	-10	-34
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	1	9	12	16
营业利润	239	505	856	1,259
营业外收支	2	0	1	0
利润总额	241	505	857	1,259
所得税	71	151	257	378
净利润	170	353	600	881
归属于母公司净利润	165	344	584	857
EBITDA	330	601	955	1,332

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	731	784	772	651
应收账款及票据	101	152	183	212
预付款项	46	55	69	82
存货	1,661	1,678	2,051	2,373
其他流动资产	54	71	96	113
流动资产合计	2,593	2,739	3,171	3,432
长期股权投资	201	210	222	239
固定资产	1,706	1,899	1,931	1,946
无形资产	85	85	85	85
非流动资产合计	2,093	2,281	2,305	2,319
资产合计	4,686	5,020	5,476	5,751
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	331	375	472	563
其他流动负债	402	526	687	863
流动负债合计	733	901	1,159	1,426
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	200	207	207	16
非流动负债合计	200	207	207	16
负债合计	933	1,108	1,366	1,443
股本	472	472	472	472
少数股东权益	85	95	111	135
股东权益合计	3,753	3,913	4,110	4,308
负债和股东权益合计	4,686	5,020	5,476	5,751

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-16.24	43.27	36.74	29.43
EBIT 增长率	-51.15	120.43	70.84	45.03
净利润增长率	-47.10	107.93	69.80	46.80
盈利能力 (%)				
毛利率	48.05	54.76	58.33	61.59
净利率	10.19	14.79	18.37	20.83
总资产收益率 ROA	3.53	6.85	10.67	14.91
净资产收益率 ROE	4.51	9.01	14.60	20.54
偿债能力				
流动比率	3.53	3.04	2.74	2.41
速动比率	1.18	1.08	0.86	0.65
现金比率	1.00	0.87	0.67	0.46
资产负债率 (%)	19.92	22.06	24.94	25.08
经营效率				
应收账款周转天数	5.15	3.80	3.00	2.80
存货周转天数	718.77	582.00	565.00	548.00
总资产周转率	0.34	0.48	0.61	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.73	1.24	1.82
每股净资产	7.77	8.09	8.47	8.84
每股经营现金流	-0.32	1.13	1.13	1.86
每股股利	0.41	0.85	1.45	2.13
估值分析				
PE	63	30	18	12
PB	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	30.41	16.72	10.52	7.54
股息收益率 (%)	1.86	3.88	6.58	9.66

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	170	353	600	881
折旧和摊销	109	114	124	126
营运资金变动	-430	73	-184	-115
经营活动现金流	-150	535	533	878
资本开支	-133	-285	-131	-120
投资	200	-2	-2	0
投资活动现金流	90	-287	-132	-120
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	1	-1	-191
筹资活动现金流	-237	-195	-413	-879
现金净流量	-296	53	-12	-121

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026