

伊力特 (600197)

2023 年报及 2024Q1 点评: 逐步修复, 励精更始

买入 (首次)

2024 年 04 月 27 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,623	2,231	2,781	3,369	4,030
同比 (%)	(16.24)	37.46	24.65	21.15	19.61
归母净利润 (百万元)	165.36	339.85	450.69	573.23	719.64
同比 (%)	(47.13)	105.53	32.61	27.19	25.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.35	0.72	0.95	1.21	1.52
P/E (现价&最新摊薄)	57.49	27.97	21.09	16.58	13.21

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报及 2024Q1 季报, 2023 年营收/归母净利润分别为 22.31/3.4 亿元, 同比增长 37.5%/105.5%, 略超此前预告; 对应 23Q4 营收/归母净利分别为 5.88/1.11 亿元, 同比增长 85.7%/332.5%。24Q1 营收/归母净利润分别为 8.31/1.59 亿元, 分别同比+12.4%/7.1%, 主因税率波动拖累利润。
- **23 年曲折复苏, 高档酒有待修复。** 2023 年公司酒类收入达成 21.9 亿元, 恢复进度略有波折。1) 伊力王去库挺价, 全年销售 2.6 亿元 (不含浙江商源销售部分), 主品社会库存消化约 1.5 亿元, 动销体量保持领先。2) 小老窖受消费分层及竞品分流影响, 收入约 8~9 亿元。3) 小酒海顺应消费升级趋势, 兑现较快增长。4) 疆外收入同比小幅增长 5.2%, 增量主系浙江商源销售修复及大新疆招商贡献。
- **税率、费率正常回落, 毛利率仍处低位。** 2023 年公司归母净利率同比提升 5.0pct 至 15.2%, 利润弹性明显, 主因疫后收入体量自低位回升, 销售费率、所得税率同比正常回落 2.8pct、5.0pct。2023 年归母净利率水平较此前高位水平 (18~20%) 仍有一定差距, 1 是 2022 年以来扩产转固, 折旧带来的成本上涨仍有待消化; 2 是营销投入加大, 销售费率阶段性偏高; 3 是产品结构有待恢复。我们预计伴随 2024 年 100 元以上价位全面革新, 产品结构提振有望拉升毛利率表现。
- **24Q1 铺谋定计, 期待改革成效。** 收入端: 24Q1 酒类营收同比增长 11.8%, 收入增速慢于全年中枢, 1 则 23Q1 基数相对高, 2 则销售高管自 23 年底赴任以来, 24Q1 尚处产品矩阵、营销策略打磨阶段。1) 高档酒收入同增约 10%, 主因小老窖控货挺价 (Q1 批价提振已有见效)。伊力王换新包装在即, Q1 销售平稳推进。2) 低档酒延续高速增长, 收入同增 51.5%, 预计与南疆基建开发带动消费复苏有关。盈利端: 24Q1 归母净利率同降 0.9pct, 主因税率波动, 营业税率、所得税率分别同增 1.6pct。
- **盈利预测与投资评级:** 公司目标进取, 改革图新, 在职业经理人操盘下, 公司产品矩阵更新、渠道模式改进, 期待管理改善激发内生潜力释放。预计 24 年收入目标 28 亿元有望达成, 我们预计 2024-2026 年收入分别为 28、34、40 亿元, 分别同比+25%、21%、20%, 归母净利润分别为 4.5、5.7、7.2 亿元, 分别同比+33%、27%、26%, 当前市值对应 PE 为 21/17/13 倍, 考虑公司作为西北龙头酒企, 营销改革加速, 经营变化积极, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疆内市场白酒竞争加剧; 疆外市场扩张不及预期; 产品结构升级不及预期。

股价走势



市场数据

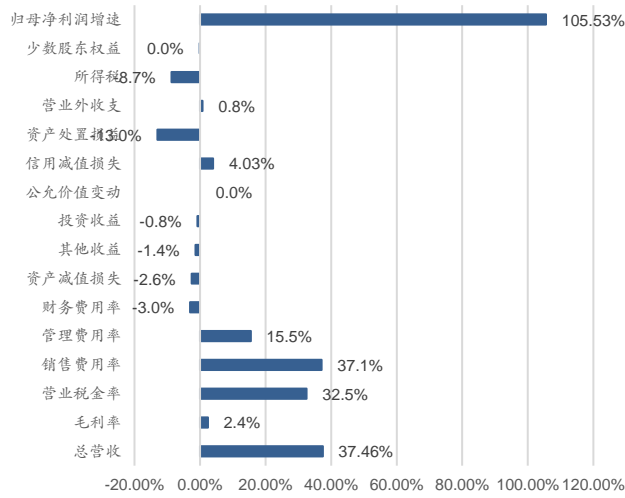
收盘价(元)	20.14
一年最低/最高价	17.24/29.77
市净率(倍)	2.42
流通 A 股市值(百万元)	9,505.79
总市值(百万元)	9,505.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.33
资产负债率(%,LF)	21.08
总股本(百万股)	471.99
流通 A 股(百万股)	471.99

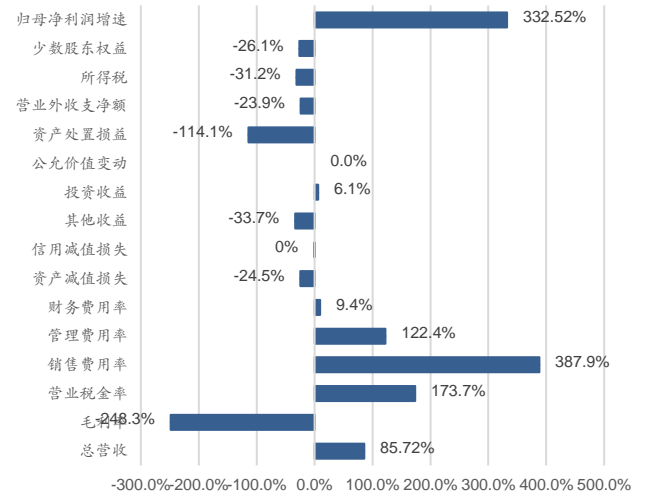
相关研究

图1: 伊力特 2023 年归母净利润增速拆分



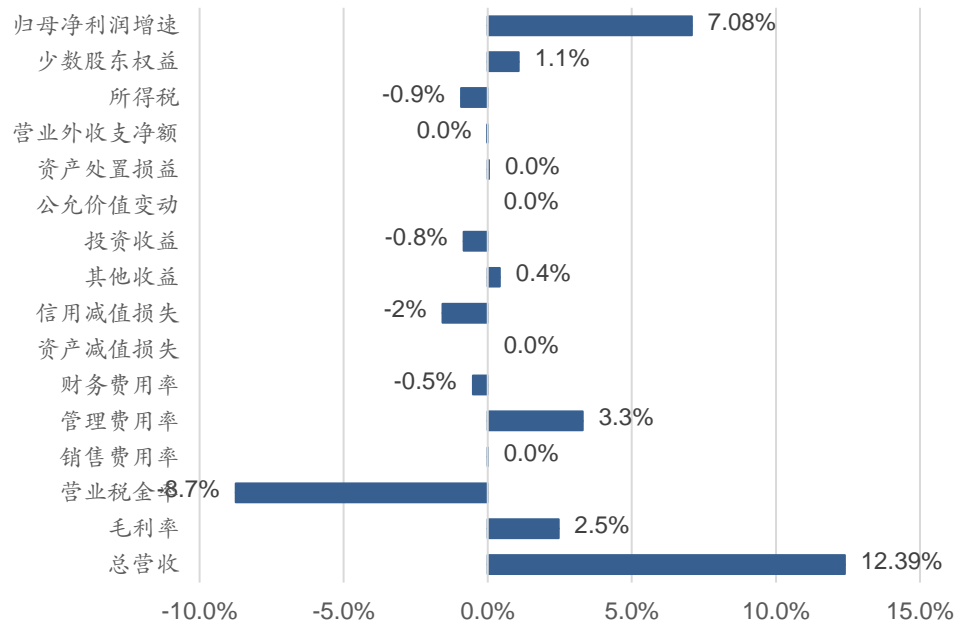
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 伊力特 2023Q4 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 伊力特 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

伊力特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,706	3,283	3,753	4,418	营业总收入	2,231	2,781	3,369	4,030
货币资金及交易性金融资产	580	809	1,078	1,334	营业成本(含金融类)	1,155	1,347	1,589	1,874
经营性应收款项	178	247	249	344	税金及附加	318	417	529	641
存货	1,893	2,143	2,352	2,639	销售费用	210	277	326	370
合同资产	0	0	0	0	管理费用	79	98	117	138
其他流动资产	55	84	74	100	研发费用	19	20	23	27
非流动资产	2,230	2,218	2,203	2,187	财务费用	4	(2)	(7)	(12)
长期股权投资	200	200	200	200	加:其他收益	7	4	5	6
固定资产及使用权资产	1,729	1,801	1,828	1,833	投资净收益	0	(2)	1	1
在建工程	176	88	44	22	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	87	88	89	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	454	626	798	999
其他非流动资产	34	39	39	39	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	4,935	5,501	5,956	6,604	利润总额	458	627	798	999
流动负债	828	1,156	1,281	1,488	减:所得税	112	165	212	264
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	346	461	586	735
经营性应付款项	470	577	615	739	减:少数股东损益	6	10	12	16
合同负债	73	121	143	169	归属母公司净利润	340	451	573	720
其他流动负债	284	457	523	580	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	0.95	1.21	1.52
非流动负债	203	203	203	203	EBIT	457	624	788	983
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	572	705	869	1,066
应付债券	190	190	190	190	毛利率(%)	48.23	51.58	52.84	53.50
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	15.23	16.21	17.01	17.86
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	37.46	24.65	21.15	19.61
负债合计	1,032	1,359	1,484	1,691	归母净利润增长率(%)	105.53	32.61	27.19	25.54
归属母公司股东权益	3,819	4,048	4,365	4,790					
少数股东权益	84	95	107	123					
所有者权益合计	3,904	4,142	4,472	4,913					
负债和股东权益	4,935	5,501	5,956	6,604					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	302	529	601	625	每股净资产(元)	7.99	8.47	9.14	10.04
投资活动现金流	(255)	(68)	(65)	(65)	最新发行在外股份(百万股)	472	472	472	472
筹资活动现金流	(198)	(232)	(265)	(304)	ROIC(%)	8.58	10.89	12.85	14.82
现金净增加额	(151)	229	270	256	ROE-摊薄(%)	8.90	11.13	13.13	15.02
折旧和摊销	115	82	81	82	资产负债率(%)	20.90	24.70	24.92	25.61
资本开支	(256)	(65)	(65)	(65)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.97	21.09	16.58	13.21
营运资本变动	(174)	(22)	(76)	(202)	P/B(现价)	2.52	2.38	2.20	2.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>