

疆内品牌势能强劲，产品结构升级显著

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年和2024年一季度报，2023年实现营业总收入22.3亿元，同比+37.5%，实现归母净利润3.4亿元，同比+105.4%；2024年一季度实现营业收入8.3亿元，同比+12.4%，实现归母净利润1.6亿元，同比+7.3%。2024年公司营收目标为28亿元(+25.6%)，利润总额目标为4.95亿元(+8.1%)。
- 疆内恢复性增长，结构提升显著。** 2023年：1、分产品结构看，高档、中档、低酒分别实现营收14.7亿元(+46.6%)、5.5亿元(+9.2%)、1.7亿元(+88.4%)，其中高档酒营收占比提升4.4个百分点至67.1%，带动公司整体吨价提升10.2%至9.7万元/吨，产品结构升级显著。2、分区域看，疆内外分别实现营收17.0亿元(+50.3%)、4.9亿元(+5.2%)，疆内实现显著恢复性增长，品牌势能强劲。3、分渠道看，直销、批发代理、线上分别实现营收2.6亿元(+127.6%)、17.9亿元(+32.8%)、1.3亿元(+3.0%)。
- 税费占比短期增加，净利率略有承压。** 2023年：毛利率同比提升0.18个百分点至48.2%；受益于规模效应，销售费用率、管理费用率同比下降2.8、1.0个百分点至9.4%、3.6%，综合费用率同比下降3.7个百分点至14.0%；净利率提升5.0个百分点至15.5%，盈利能力提升显著。2024Q1：毛利率同比提升0.44个百分点至51.9%；销售费用率持平，管理费用率同比降0.37个百分点，综合费用率同比降0.5个百分点至9.8%；营业税金及附加占比同比增加1.6个百分点至14.9%，所得税税率增加1.6个百分点至26.4%，净利率下降1.1个百分点至19.3%。
- 深度变革节奏显著，期待业绩弹性释放。** 公司聚焦品牌建设、产品结构升级、推动营销转型，深度变革节奏显著：1、聚焦“英雄本色”品牌核心，强化品牌独特魅力，加速品牌全国化，为全国化布局打好品牌基础。2、产品端巩固强化小老窖、大老窖、小酒海等核心单品的市场优势，聚焦伊利王等次高端核心大单品打造，持续推进产品结构升级。3、积极构建厂家主导下的经销渠道，促进经营模式由“只产不销”向“产销结合”转型；在成都成立全国运营中心，显著加大了疆外市场的开拓力度，树大商、扶优商、打样板，全国化布局稳步推进。当前公司经营目标明确，实施路径清晰，经营势能强劲，期待变革成效持续释放。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.81元、1.10元、1.44元，对应PE分别为25倍、18倍、14倍。公司受益于疆内消费升级和全国化市场布局，看好公司长期成长能力，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	22.31	28.77	36.16	44.04
增长率	37.46%	28.96%	25.66%	21.81%
归属母公司净利润(亿元)	3.40	3.81	5.19	6.78
增长率	105.43%	11.97%	36.45%	30.51%
每股收益EPS(元)	0.72	0.81	1.10	1.44
净资产收益率ROE	8.85%	9.29%	11.44%	13.25%
PE	28	25	18	14
PB	2.48	2.32	2.09	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

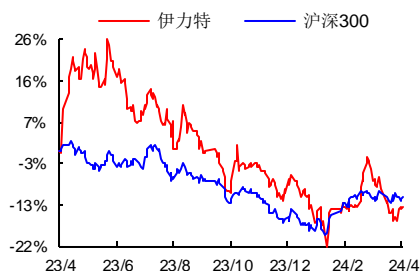
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 笄文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.72
流通A股(亿股)	4.72
52周内股价区间(元)	17.89-29.49
总市值(亿元)	94.77
总资产(亿元)	51.52
每股净资产(元)	8.33

相关研究

- 伊力特(600197): 尽享经济发展红利, 省内升级省外开拓 (2023-11-06)

盈利预测

关键假设：

1) 受益于省内消费升级和公司聚焦产品结构升级，伊力王酒、老窖系列将持续放量，高档酒量价齐升，预计高档酒系列 2024-2026 年销量同比增长 30.0%、25.0%、20.0%，吨价分别提升 5.0%、5.0%、5.0%，毛利率为 59.8%、59.8%、59.8%。

2) 因中档酒采取提价限量政策，预计中档酒系列 2024-2026 年销量同比增长 5.0%、5.0%、5.0%，吨价同比增长 6.0%、5.0%、4.0%，毛利率为 41.2%、41.8%、42.4%。

3) 受益于南疆市场的积极开拓以及大众普通聚饮消费场景恢复，预计低档酒系列 2024-2026 年销量同比增长 20.0%、15.0%、10.0%，吨价分别提升 8.0%、6.0%、5.0%，毛利率分别为 1.7%、1.7%、1.7%。

4) 预计 2024 年开始公司将大力推进全国化布局，销售费用将显著增加，短期销售净利率将有所承压，但费用投放有利于公司的长期成长。

表 1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(亿元)	16.2	22.3	28.8	36.2	44.0
	yoy	-16.2%	37.5%	29.0%	25.7%	21.8%
	成本(亿元)	8.4	11.6	14.0	17.3	20.8
	毛利率	48.0%	48.2%	51.3%	52.0%	52.7%
高档酒系列	收入(亿元)	10.0	14.7	20.0	26.3	33.1
	yoy	-25.9%	46.6%	36.5%	31.3%	26.0%
	销量(吨)	4778	6943	9026	11282	13539
	yoy	-30.9%	45.3%	30.0%	25.0%	20.0%
	吨价(万元/吨)	20.9	21.1	22.2	23.3	24.4
	yoy	7.3%	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	9.0	8.5	8.9	9.3	9.8
	yoy	14.7%	-5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	57.1%	59.8%	59.8%	59.8%	59.8%	
中档酒系列	收入(亿元)	5.0	5.5	6.1	6.8	7.4
	yoy	4.4%	9.2%	11.3%	10.3%	9.2%
	销量(吨)	10215	10085	10589	11119	11675
	yoy	10.1%	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨价(万元/吨)	4.9	5.5	5.8	6.1	6.3
	yoy	-5.2%	10.6%	6.0%	5.0%	4.0%
	吨成本(万元/吨)	2.9	3.2	3.4	3.5	3.6
	yoy	-4.3%	12.6%	5.0%	4.0%	3.0%
毛利率	41.7%	40.7%	41.2%	41.8%	42.4%	
低档酒系列	收入(亿元)	0.90	1.69	2.19	2.67	3.08
	yoy	7.4%	88.4%	29.6%	21.9%	15.5%

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	销量(吨)	3168	5575	6690	7694	8463
	yoy	7.2%	76.0%	20.0%	15.0%	10.0%
	吨价(万元/吨)	2.8	3.0	3.3	3.5	3.6
	yoy	0.0%	7.8%	8.0%	6.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	2.9	3.0	3.2	3.4	3.6
	yoy	8.6%	2.6%	8.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	-2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他业务	收入(亿元)	0.31	0.42	0.44	0.46	0.49
	yoy	24.0%	35.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本(亿元)	0.16	0.22	0.23	0.24	0.25
	yoy	14.3%	37.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	48.4%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22.31	28.77	36.16	44.04	净利润	3.46	3.88	5.29	6.91
营业成本	11.55	14.02	17.35	20.83	折旧与摊销	1.15	1.20	1.28	1.38
营业税金及附加	3.18	4.44	5.51	6.66	财务费用	0.04	0.16	0.18	0.17
销售费用	2.10	3.88	4.70	5.51	资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.79	1.06	1.34	1.63	经营营运资本变动	-1.50	0.60	-5.04	-5.46
财务费用	0.04	0.16	0.18	0.17	其他	-0.09	0.06	-0.02	0.00
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.02	5.90	1.69	3.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.28	-2.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.27	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.55	-2.00	-1.00	-1.00
营业利润	4.54	5.20	7.09	9.25	短期借款	0.00	1.50	-0.50	0.00
其他非经营损益	0.04	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.58	5.17	7.06	9.22	股权融资	0.06	0.00	0.00	0.00
所得税	1.12	1.29	1.76	2.30	支付股利	-1.94	-0.68	-0.76	-1.04
净利润	3.46	3.88	5.29	6.91	其他	-0.10	-0.66	-0.18	-0.17
少数股东损益	0.06	0.07	0.10	0.14	筹资活动现金流净额	-1.98	0.16	-1.44	-1.21
归属母公司股东净利润	3.40	3.81	5.19	6.78	现金流量净额	-1.51	4.06	-0.75	0.79
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5.80	9.86	9.11	9.90	成长能力				
应收和预付款项	1.98	2.73	3.32	4.08	销售收入增长率	37.46%	28.96%	25.66%	21.81%
存货	18.93	18.72	25.49	32.81	营业利润增长率	90.02%	14.49%	36.27%	30.48%
其他流动资产	0.34	0.44	0.56	0.68	净利润增长率	103.81%	12.18%	36.48%	30.61%
长期股权投资	2.00	2.00	2.00	2.00	EBITDA 增长率	64.75%	14.64%	30.26%	26.31%
投资性房地产	0.13	0.13	0.13	0.13	获利能力				
固定资产和在建工程	19.03	19.97	19.84	19.65	毛利率	48.23%	51.27%	52.02%	52.71%
无形资产和开发支出	0.86	0.73	0.58	0.39	三费率	13.13%	17.77%	17.19%	16.59%
其他非流动资产	0.27	0.26	0.26	0.26	净利率	15.49%	13.47%	14.64%	15.69%
资产总计	49.35	54.85	61.30	69.90	ROE	8.85%	9.29%	11.44%	13.25%
短期借款	0.00	1.50	1.00	1.00	ROA	7.00%	7.07%	8.63%	9.89%
应付和预收款项	7.83	9.03	11.32	13.91	ROIC	10.41%	11.81%	14.57%	17.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.66%	22.81%	23.64%	24.51%
其他负债	2.49	2.58	2.71	2.84	营运能力				
负债合计	10.32	13.10	15.02	17.76	总资产周转率	0.46	0.55	0.62	0.67
股本	4.72	4.72	4.72	4.72	固定资产周转率	1.30	1.66	2.07	2.47
资本公积	7.82	7.82	7.82	7.82	应收账款周转率	101.58	117.49	108.79	109.69
留存收益	25.16	28.29	32.72	38.46	存货周转率	0.65	0.74	0.78	0.71
归属母公司股东权益	38.19	40.83	45.26	51.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.35%	—	—	—
少数股东权益	0.84	0.92	1.02	1.15	资本结构				
股东权益合计	39.04	41.74	46.27	52.15	资产负债率	20.90%	23.89%	24.51%	25.40%
负债和股东权益合计	49.35	54.85	61.30	69.90	带息债务/总负债	18.46%	25.98%	19.33%	16.36%
					流动比率	3.27	2.87	2.96	3.02
					速动比率	0.98	1.18	1.00	0.93
					股利支付率	56.94%	17.86%	14.66%	15.32%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	5.72	6.56	8.55	10.80	每股收益	0.72	0.81	1.10	1.44
PE	27.89	24.91	18.25	13.99	每股净资产	8.09	8.65	9.59	10.80
PB	2.48	2.32	2.09	1.86	每股经营现金	0.64	1.25	0.36	0.64
PS	4.25	3.29	2.62	2.15	每股股利	0.41	0.14	0.16	0.22
EV/EBITDA	15.77	13.36	10.29	8.07					
股息率	2.04%	0.72%	0.80%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
