

2024年04月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩持续修复，期待改革成效释放

—伊力特（600197.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月25日，伊力特发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

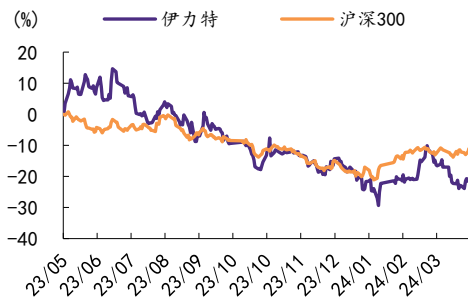
投资要点

基本数据

2024-04-26

当前股价(元)	20.14
总市值(亿元)	95
总股本(百万股)	472
流通股本(百万股)	472
52周价格范围(元)	17.89-29.49
日均成交额(百万元)	149.71

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《伊力特（600197）：业绩超预期，品牌力持续提升》2024-01-31
- 《伊力特（600197）：业绩超预期，势能持续向上》2023-10-28
- 《伊力特（600197）：利润超预期，期待下半年市场拓展加速》2023-08-25

业绩稳步复苏，期待改革提质增效

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为22.31/5.88/8.31亿元，分别同增37%/86%/12%，主要系白酒需求端持续回暖所致，归母净利润分别为3.40/1.11/1.59亿元，分别同增106%/333%/7%，2024Q1利润增速收窄主要系税率波动影响所致。盈利端，由于公司白酒产品提价/高档酒销量占比提升，2023/2024Q1公司毛利率分别为48.23%/51.89%，同增0.2pct/0.4pct，销售费用率分别为9.40%/6.64%，分别同比-3pct/持平，2023/2024Q1公司管理费用率分别为3.56%/2.66%，分别同减1pct/0.4pct，综合导致2023/2024Q1公司净利率分别为15.49%/19.31%，同比+5pct/-1pct，2023年底新管理层赴任，2024Q1尚处于蓄势阶段，延续原有模式下自然增长，2024年4月公司对全线产品进行提价，同时针对区域运作与产品打法进行重新规划，随着提价动作落地、渠道策略捋顺、产能进一步释放，公司净利率仍有提升空间。2024Q1公司销售回款为7.77亿元（同增9%），合同负债0.92亿元（环比+25%）。

伊力王去库存影响减弱，产品结构持续优化

Q1伊力王恢复性增长，2023/2024Q1公司高档酒营收分别为14.66/5.70亿元，分别同增47%/11%，2023年高档酒销量为0.69万吨（同增45%），吨价20.12万元/吨（同增1%），伊力王2023/2024Q1报表端收入分别约为2.6亿元（不包含渠道去库存1-1.5亿元）/1亿元，大老窖/小老窖2024Q1营收分别约为1/2.8亿元，新包装伊力王/壹号窖预计2024Q2上市，随着提价顺利传导，高档酒毛利率有望延续优化趋势。中档酒平稳增长，2023/2024Q1公司中档酒营收分别为5.51/1.94亿元，分别同增9%/7%，2023年中档酒销量为1.01万吨（同减1%），吨价4.46万元/吨（同增13%），中档酒营收增速较为稳健，主要由价增贡献。低档酒放量提速，2023/2024Q1公司低档酒营收分别为1.69/0.57亿元，分别同增88%/51%，2023年低档酒销量为0.56万吨（同增

76%)，吨价 2.03 万元/吨（同增 11%），低端酒量增速度较快。

■ 销售架构持续调整，招商工作蓄势待发

疆内推进团队扩张，2023/2024Q1 疆内营收分别为 16.97/6.71 亿元，分别同增 50%/7%，公司针对省内终端网点分解伊力王销售目标，扩大销售团队、制定网点拓展计划，目前疆内基建/返工情况好于全国平均，关注市场复苏进度。
疆外市场边际修复，2023/2024Q1 疆外营收分别为 4.89/1.49 亿元，分别同增 5%/37%，公司在疆外设置大小老窖专营公司，推进价格体系捋顺；浙江商源 2023 年企稳回升，2024Q1 实现收入 6000 万（同增 41%），目前已组建专项销售团队重点推进伊力王铺市，后续疆外市场有望持续修复。**预计 Q3 正式开启招商工作**，2023 年公司直销/批发/线上渠道营收分别为 2.58/17.93/1.35 亿元，分别同增 128%/33%/3%。2024Q1 公司直销/批发/线上渠道营收分别为 1.16/6.62/0.42 亿元，分别同增 94%/4%/18%，直销渠道贡献显著，公司预计 2024Q3 全面推进传统经销商、团购商招募工作，渠道布局持续完善。

■ 盈利预测

我们看好公司新任管理层上任后全面推行内部革新，随着提价顺利传导、组织渠道模式改革落地、经销商招募推进，公司内部势能有望进一步释放。根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.96/1.23/1.49 元，当前股价对应 PE 分别为 21/16/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疆外开拓不及预期、伊力王增长不及预期、改革效果不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,231	2,842	3,465	4,076
增长率（%）	37.5%	27.4%	21.9%	17.6%
归母净利润（百万元）	340	455	578	702
增长率（%）	105.4%	33.8%	27.1%	21.5%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.96	1.23	1.49
ROE（%）	8.7%	11.0%	13.1%	14.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	580	798	1,003	1,338
应收款	138	156	161	156
存货	1,893	1,965	2,122	2,264
其他流动资产	95	85	87	82
流动资产合计	2,706	3,005	3,373	3,840
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,727	1,718	1,645	1,553
在建工程	176	70	28	11
无形资产	86	82	77	73
长期股权投资	200	200	200	200
其他非流动资产	40	40	40	40
非流动资产合计	2,230	2,110	1,992	1,878
资产总计	4,935	5,115	5,365	5,718
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	470	403	364	354
其他流动负债	285	285	285	285
流动负债合计	828	789	744	728
非流动负债:				
长期借款	190	195	201	204
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	203	208	214	217
负债合计	1,032	997	958	945
所有者权益				
股本	472	472	472	472
股东权益	3,904	4,118	4,407	4,773
负债和所有者权益	4,935	5,115	5,365	5,718

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	346	464	590	717
少数股东权益	6	9	12	14
折旧摊销	110	119	119	114
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-160	-120	-209	-147
经营活动现金净流量	302	473	511	697
投资活动现金净流量	-255	115	115	110
筹资活动现金净流量	172	-245	-295	-348
现金流量净额	218	343	331	459

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,231	2,842	3,465	4,076
营业成本	1,155	1,433	1,714	1,991
营业税金及附加	318	406	499	591
销售费用	210	284	350	416
管理费用	79	99	118	135
财务费用	4	-14	-19	-28
研发费用	19	24	29	35
费用合计	312	394	478	557
资产减值损失	-3	1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	4
营业利润	454	611	776	942
加:营业外收入	7	5	4	3
减:营业外支出	3	2	1	0
利润总额	458	614	779	945
所得税费用	112	150	189	229
净利润	346	464	590	717
少数股东损益	6	9	12	14
归母净利润	340	455	578	702

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	37.5%	27.4%	21.9%	17.6%
归母净利润增长率	105.4%	33.8%	27.1%	21.5%
盈利能力				
毛利率	48.2%	49.6%	50.5%	51.2%
四项费用/营收	14.0%	13.9%	13.8%	13.7%
净利率	15.5%	16.3%	17.0%	17.6%
ROE	8.7%	11.0%	13.1%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	20.9%	19.5%	17.9%	16.5%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	16.2	18.3	21.5	26.1
存货周转率	0.6	0.9	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.72	0.96	1.23	1.49
P/E	28.0	20.9	16.4	13.5
P/S	4.3	3.3	2.7	2.3
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。