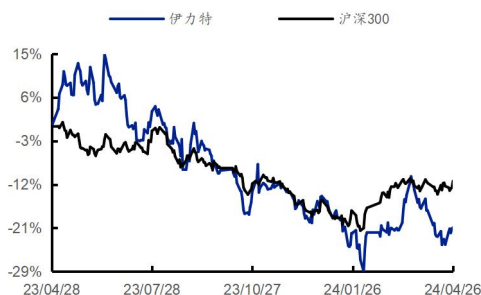


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

2023 年平稳收官，改革势能持续释放

——伊力特 (600197) 2023 年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

	2024/04/26		
表现	1M	3M	12M
伊力特	-6.7%	1.3%	-12.2%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

市场数据

	2024/04/26
当前价格 (元)	20.14
52 周价格区间 (元)	17.24-29.77
总市值 (百万)	9,505.79
流通市值 (百万)	9,505.79
总股本 (万股)	47,198.58
流通股本 (万股)	47,198.58
日均成交额 (百万)	182.46
近一月换手 (%)	1.17

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，刘浩铭，宋英男》——2022-10-31

事件：

2024 年 4 月 25 日，伊力特发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 22.31 亿元，同比+37.46%；实现归母净利润 3.40 亿元，同比+105.53%。2024 年一季度实现营业收入 8.31 亿元，同比+12.39%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比+7.08%。2023 年公司 EPS 为 0.72 元/股，拟每 10 股派 3.90 元 (含税)。

投资要点：

- 2023Q4 高速增长，产品结构持续优化。**公司 2023 年营收及归母净利润均略超此前业绩预告。其中 2023Q4 公司业绩实现高速增长，营业收入/归母净利润分别为 5.88/1.11 亿元，同比分别+85.72%/+331.22%，我们认为主要系：1) 2022 年同期疆内市场消费场景缺失导致销售低基数；2) 公司产品提价叠加高档酒销量提升驱动收入增长。产品层面，2023 年高档/中档/低档产品营收分别为 14.66/5.51/1.69 亿元，同比分别+46.65%/+9.14%/+88.42%，其中高档产品营收占比同比+4.36pct 至 67.08%。2023 年公司核心单品小老窖、大老窖、小酒海等不断巩固市场优势，疆内 98 家“伊力王酒 1956”终端升级，随着公司高端产品继续发力，我们认为未来伊力王酒系列有望带动产品结构进一步升级。
- 结构和税率优化，盈利能力稳步回升。**2023 年公司毛利率/净利率分别为 48.23%/15.49%，同比分别+0.18pct/+5.04pct，主要系费用端改善及税率优化所致，销售/管理费用率同比分别-2.76/-1.02pct，税金及附加费用率/所得税率同比分别-2.41pct/-5.04pct。2024Q1 公司毛利率/净利率分别为 51.89%/19.31%，同比分别+0.44pct/-1.14pct，净利率下滑主要系税金及附加费用率同比+1.56pct。我们预计税金及附加费用率增加主要由于公司产能释放致使生产环节所征收的消费税增加。公司合同负债表现稳定，2024Q1 为 0.92 亿元，环比增加 0.19 亿元。
- 战略改革深化，持续释放红利。**2023 年以来公司围绕组织、产品、渠道、市场等维度进行了一系列变革：1) 组织层面：2023 年底公司分别聘任李小刚、李长春为外部董事和副总经理；2) 产品层面：

2024 年以来公司已先后宣布将停止疆内包销产品开发，实行价格双轨制等举措；3) 渠道层面：直销渠道表现亮眼，2023/2024Q1 分别同比+127.58%/94.26%。截至 2023 年末，公司疆内/疆外经销商数量分别为 55/14 家，分别增加 1/4 家。2024 年公司将扩充营销队伍，提升经销商服务、管理及运营落地能力，打造“成都+乌鲁木齐+总部”基地；4) 市场层面：2023 年公司疆内/疆外市场营收分别为 16.97/4.89 亿元，同比分别+50.28%/+5.19%，疆内市场复苏加速。公司计划加大疆外市场开拓力度，保证江浙市场稳中有增，快速在华东、华中打造 1-3 个亿元级销量样板市场。我们认为随着公司战略举措落地，改革成效将持续验证。

- **盈利预测和投资评级：**根据公司的业绩情况，我们调整公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 27.48/31.72/36.44 亿元，归母净利润分别为 4.46/5.27/6.13 亿元，EPS 分别为 0.94/1.12/1.30 元，对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2231	2748	3172	3644
增长率(%)	37	23	15	15
归母净利润（百万元）	340	446	527	613
增长率(%)	106	31	18	16
摊薄每股收益（元）	0.72	0.94	1.12	1.30
ROE(%)	9	11	12	14
P/E	30.20	21.32	18.04	15.50
P/B	2.69	2.36	2.23	2.10
P/S	4.60	3.46	3.00	2.61
EV/EBITDA	17.27	11.83	10.14	8.77

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：伊力特盈利预测表

证券代码：	600197				股价：	20.14				投资评级：	买入				日期：	2024/04/26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	9%	11%	12%	14%	EPS	0.72	0.94	1.12	1.30										
毛利率	48%	52%	52%	52%	BVPS	8.09	8.52	9.03	9.61										
期间费率	13%	14%	14%	14%	估值														
销售净利率	15%	16%	17%	17%	P/E	30.20	21.32	18.04	15.50										
成长能力					P/B	2.69	2.36	2.23	2.10										
收入增长率	37%	23%	15%	15%	P/S	4.60	3.46	3.00	2.61										
利润增长率	106%	31%	18%	16%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.46	0.53	0.57	0.61	营业收入	2231	2748	3172	3644										
应收账款周转率	108.77	119.28	105.57	107.27	营业成本	1155	1317	1508	1734										
存货周转率	0.65	0.64	0.65	0.67	营业税金及附加	318	424	483	551										
偿债能力					销售费用	210	277	324	366										
资产负债率	21%	24%	24%	25%	管理费用	79	103	121	136										
流动比	3.27	2.91	2.90	2.86	财务费用	4	-1	-1	-1										
速动比	0.87	0.79	0.80	0.78	其他费用/（-收入）	19	25	29	33										
					营业利润	454	625	733	850										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	4	0	0	0										
现金及现金等价物	580	660	745	826	利润总额	458	625	733	850										
应收款项	117	162	182	208	所得税费用	112	169	195	225										
存货净额	1893	2195	2429	2746	净利润	346	455	538	626										
其他流动资产	115	141	156	172	少数股东损益	6	10	11	12										
流动资产合计	2706	3158	3513	3951	归属于母公司净利润	340	446	527	613										
固定资产	1727	1739	1752	1766															
在建工程	176	181	185	188	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	126	126	127	129	经营活动现金流	302	470	530	587										
长期股权投资	200	199	199	198	净利润	340	446	527	613										
资产总计	4935	5404	5776	6232	少数股东损益	6	10	11	12										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	115	141	151	162										
应付款项	470	555	621	718	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	73	110	124	140	营运资金变动	-174	-116	-145	-187										
其他流动负债	285	420	465	523	投资活动现金流	-255	-146	-155	-166										
流动负债合计	828	1085	1210	1381	资本支出	-256	-151	-160	-171										
长期借款及应付债券	190	189	188	187	长期投资	0	3	2	2										
其他长期负债	13	13	13	13	其他	1	3	2	3										
长期负债合计	203	202	201	200	筹资活动现金流	-198	-244	-290	-341										
负债合计	1032	1287	1411	1581	债务融资	0	-1	-1	-1										
股本	472	473	473	474	权益融资	0	3	1	1										
股东权益	3904	4117	4365	4651	其它	-198	-245	-290	-341										
负债和股东权益总计	4935	5404	5776	6232	现金净增加额	-151	80	85	81										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，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视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。