

伊力特 (600197)

证券研究报告

2024年05月06日

高档酒占比持续提升，期待改革带来边际变化

业绩：2023 全年公司实现营业收入/归母净利润 22.31/3.40 亿元（同比+37.46%/+105.43%）；24Q1 公司营业收入/归母净利润分别 8.31/1.59 亿元（同比+12.39%/+6.12%）。

高档酒占比提升显著，伊力王有望持续引领升级。

23 年：伊力王/小老窖等高档酒引领结构。全年公司高档酒/中档酒/低档酒收入分别为 14.66/5.51/1.69 亿元（同比+46.65%/+9.14%/+88.42%），其中高档收入占比提升 4.36 个百分点至 67.08%，我们认为 23 年以伊力王/小老窖为首的高端酒引领结构上行，主要单品均较好实现目标。24Q1：虽春节期间疆内天气异常一定程度上影响了销售工作，但我们认为整体动销仍顺利，预计中高档酒收入占比仍持续提升。

23 年疆内市场占比提升，24 年疆外加速改革下有望占比提升。

1.市场：23 年疆内/疆外营收分别为 16.97/4.89 亿元（同比+50.28%/+5.19%），其中疆内收入占比提升 6.79 个百分点至 77.62%。我们预计未来：①疆内持续深耕，省内市占率或有望提升；②疆外全面改革，将通过在渠道&产品&组织架构方面实现全面改革，或推动疆外市场空间的打开。

2.渠道：23 全年公司批发代理/直销（含团购）/线上销售收入分别为 17.93/2.58/1.35 亿元（同比+32.84%/+127.58%/+3.00%），经销商/品牌运营公司疆外经销商分别 69 家（同比+5 家）/106 家（同比-20 家），平均经销商规模同比+27.19%。

结构上行推升毛利率，合同负债表现优秀。

①23 年：公司毛利率/净利率较上年同期变动+0.18/+5.04 个百分点至 48.23%/15.49%；销售费用率/管理费用率（含研发费用率）和/财务费用率同比变动-2.75/-1.15/+0.22 个百分点至 9.40%/4.41%/0.17%；合同负债同比变动 -0.07 亿元至 0.73 亿元；经营性现金流为 3.02 亿（由负转正）。

②24Q1：公司毛利率/净利率较上年同期变动+0.44/-1.14 个百分点至 51.89%/19.31%；销售费用率/管理费用率（含研发费用率）/财务费用率同比变动+0/-0.59/+0.09 个百分点至 6.64%/3.04%/0.14%；24Q1 末合同负债环比/同比变动+0.18/+0.16 亿元至 0.92 亿元；经营性现金流为 1.60 亿（同比-34.48%）。

盈利预测：在新销售负责人带领下，公司正进入全面深度改革期，新营销战略有望开启，改革红利有望后续逐步释放。预计 24-26 年归母净利润分别为 4.50/5.74/7.37 亿元，增速 32%/28%/28%，对应 24 年 PE 22X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；行业竞争加剧；动销不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,623.13	2,231.24	2,811.80	3,459.36	4,291.34
增长率(%)	(16.24)	37.46	26.02	23.03	24.05
EBITDA(百万元)	350.29	582.95	709.78	887.98	1,113.98
归属母公司净利润(百万元)	165.44	339.85	449.73	574.48	736.87
增长率(%)	(47.10)	105.43	32.33	27.74	28.27
EPS(元/股)	0.35	0.72	0.95	1.22	1.56
市盈率(P/E)	60.51	29.46	22.26	17.43	13.59
市净率(P/B)	2.73	2.62	2.16	2.01	1.85
市销率(P/S)	6.17	4.49	3.56	2.89	2.33
EV/EBITDA	31.64	17.02	13.72	11.03	8.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	471.99
流通 A 股股本(百万股)	471.99
A 股总市值(百万元)	10,010.82
流通 A 股市值(百万元)	10,010.82
每股净资产(元)	8.33
资产负债率(%)	21.08
一年内最高/最低(元)	29.77/17.24

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

谢文旭 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040001
xiewenxu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《伊力特-季报点评:结构升级成效显著，低基数下业绩亮眼》2023-11-11
- 《伊力特-半年报点评:疆内动销恢复平稳，中高端短期表现略承压》2023-09-05
- 《伊力特-半年报点评:22H1 年实现营收 11.33 亿同增 10%，伊力王酒回归进展顺利，技改项目完成提质量优结构值得期待》2022-08-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	730.89	579.95	731.07	899.43	1,115.75	营业收入	1,623.13	2,231.24	2,811.80	3,459.36	4,291.34
应收票据及应收账款	100.88	117.41	234.64	193.94	302.33	营业成本	843.25	1,155.20	1,414.77	1,728.65	2,111.71
预付账款	45.84	60.15	82.93	94.36	113.60	营业税金及附加	270.21	317.67	417.83	501.61	613.66
存货	1,660.55	1,893.30	2,366.44	3,205.74	3,348.13	销售费用	197.30	209.82	230.57	269.83	356.18
其他	54.47	54.72	86.77	70.72	105.77	管理费用	74.32	79.36	95.60	121.08	137.32
流动资产合计	2,592.62	2,705.53	3,501.86	4,464.19	4,985.58	研发费用	15.86	18.99	28.12	34.59	42.91
长期股权投资	200.52	200.48	200.48	200.48	200.48	财务费用	(0.96)	3.69	(5.19)	(2.71)	(1.43)
固定资产	1,705.70	1,727.40	1,670.92	1,598.45	1,525.98	资产/信用减值损失	(8.26)	(0.42)	(1.49)	(3.39)	(1.77)
在建工程	57.87	175.92	237.73	237.73	237.73	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	84.98	86.11	87.53	101.96	97.74	投资净收益	1.28	0.47	4.69	2.15	2.44
其他	44.10	39.94	36.31	35.77	35.93	其他	(8.86)	(7.70)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	2,093.15	2,229.85	2,232.98	2,174.40	2,097.87	营业利润	239.00	454.16	633.30	805.07	1,031.65
资产总计	4,685.78	4,935.38	5,734.84	6,638.59	7,083.45	营业外收入	5.19	6.75	4.79	5.58	5.71
短期借款	0.00	0.00	202.02	426.25	541.22	营业外支出	3.52	3.18	4.68	3.79	3.88
应付票据及应付账款	331.35	470.37	71.96	504.26	199.64	利润总额	240.67	457.73	633.42	806.85	1,033.48
其他	322.51	284.84	537.04	439.79	631.57	所得税	71.10	112.13	183.69	232.37	296.61
流动负债合计	653.86	755.21	811.01	1,370.31	1,372.44	净利润	169.57	345.60	449.73	574.48	736.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.13	5.75	0.00	0.00	0.00
应付债券	190.60	190.44	190.59	190.54	190.52	归属于母公司净利润	165.44	339.85	449.73	574.48	736.87
其他	9.17	12.64	11.18	10.99	11.60	每股收益(元)	0.35	0.72	0.95	1.22	1.56
非流动负债合计	199.76	203.07	201.77	201.54	202.13						
负债合计	933.24	1,031.52	1,012.78	1,571.84	1,574.56						
少数股东权益	85.25	84.44	84.44	84.44	84.44	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	471.96	471.97	471.99	471.99	471.99	成长能力					
资本公积	776.27	782.00	1,375.39	1,375.39	1,375.39	营业收入	-16.24%	37.46%	26.02%	23.03%	24.05%
留存收益	2,369.87	2,516.14	2,741.00	3,085.69	3,527.81	营业利润	-48.47%	90.02%	39.44%	27.12%	28.14%
其他	49.19	49.31	49.24	49.25	49.27	归属于母公司净利润	-47.10%	105.43%	32.33%	27.74%	28.27%
股东权益合计	3,752.54	3,903.86	4,722.05	5,066.75	5,508.89	获利能力					
负债和股东权益总计	4,685.78	4,935.38	5,734.84	6,638.59	7,083.45	毛利率	48.05%	48.23%	49.68%	50.03%	50.79%
						净利率	10.19%	15.23%	15.99%	16.61%	17.17%
						ROE	4.51%	8.90%	9.70%	11.53%	13.58%
						ROIC	6.16%	10.91%	12.83%	13.09%	15.41%
						偿债能力					
						资产负债率	19.92%	20.90%	17.66%	23.68%	22.23%
						净负债率	-14.39%	-9.97%	-6.79%	-5.24%	-6.70%
						流动比率	3.53	3.27	4.32	3.26	3.63
						速动比率	1.27	0.98	1.40	0.92	1.19
						营运能力					
						应收账款周转率	13.46	20.44	15.97	16.14	17.29
						存货周转率	1.07	1.26	1.32	1.24	1.31
						总资产周转率	0.34	0.46	0.53	0.56	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.72	0.95	1.22	1.56
						每股经营现金流	-0.32	0.64	-0.77	0.40	0.84
						每股净资产	7.77	8.09	9.83	10.56	11.49
						估值比率					
						市盈率	60.51	29.46	22.26	17.43	13.59
						市净率	2.73	2.62	2.16	2.01	1.85
						EV/EBITDA	31.64	17.02	13.72	11.03	8.70
						EV/EBIT	45.30	20.99	15.37	12.09	9.36

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	169.57	345.60	449.73	574.48	736.87
折旧摊销	109.41	114.59	76.04	78.04	78.19
财务费用	10.25	10.33	(5.19)	(2.71)	(1.43)
投资损失	(1.28)	(0.47)	(4.69)	(2.15)	(2.44)
营运资金变动	(425.97)	(224.87)	(880.04)	(457.56)	(415.47)
其它	(11.61)	56.70	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	(149.63)	301.88	(364.15)	190.11	395.72
资本支出	125.03	247.60	84.26	20.19	0.89
长期投资	(0.59)	(0.04)	0.00	0.00	0.00
其他	(34.62)	(502.87)	(162.37)	(38.04)	0.04
投资活动现金流	89.82	(255.30)	(78.11)	(17.85)	0.94
债权融资	1.19	(3.77)	224.92	225.89	114.38
股权融资	(186.38)	5.87	368.47	(229.79)	(294.73)
其他	(51.46)	(199.61)	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(236.66)	(197.52)	593.39	(3.89)	(180.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(296.47)	(150.94)	151.12	168.37	216.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com