

伊力特(600197.SH)

天山好水酿，新疆第一酒

推荐（首次）

股价：19.98元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.xjyilite.com
大股东/持股	新疆伊力特集团有限公司/42.86%
实际控制人	新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	472
流通A股(百万股)	472
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	94
流通A股市值(亿元)	94
每股净资产(元)	8.33
资产负债率(%)	21.1

行情走势图



证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



平安观点：

- 伊力特：新疆白酒龙头，锐意改革进取。**伊力特采用天山雪水、伊犁河谷优质原粮酿造，具有“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、诸味谐调、酒味全面”的独特风格，被誉为“新疆第一酒”。公司源于1955年驻扎在肖尔布拉克战士酿出的草原上第一锅白酒，1999年改制上市，2003-12年黄金十年快速发展，2013-15年受三公政策影响阶段性调整，2016年管理层履新后在陈智董事长的领导下在渠道、产品上进行全方位的改革，发展势头良好。公司的实际控制人为新疆建设兵团第四师国资委，兵团背景为公司的产品、业务开展提供良好背书。
- 新疆白酒：经济筑基消费，白酒潜力较大。**2023年新疆GDP总量1.9万亿元，在全国排名中下游；但新疆能源、煤炭储备丰富，旅游业持续恢复，增长动能较强，2023年新疆GDP增速6.8%，在全国排名第4，经济的发展为白酒消费打下坚实基础。据酒业家，2023年新疆白酒规模约40-50亿元，地产酒品牌较多但体量普遍较小，伊力特省内市占率约40%，为绝对龙头。据乐酒圈，新疆大众消费位于40-80元，商务消费位于100-200元，中低端市场由地产酒占据，高端市场由茅五泸等全国性品牌引领，伊力特作为疆酒龙头，在每个价格带均有产品布局。
- 品牌：弘扬英雄文化，兵团背书品质。**公司地处具有中亚湿岛之称的伊犁河谷，气候适合微生物生长，农作物生长季平和绵长，叠加独特酿酒技术，伊力特酒体醇厚饱满，具备独特风味。伊力特的第一桶酒是由1955年驻扎在肖尔布拉克的垦荒将士用简陋的设备酿出，具备英雄基因。公司在品宣时，也注重对于英雄文化、军团文化的强调，而在模式上采用矩阵式营销，电视广告、线下活动、新媒体一体化传播，2023年广告宣传、商超、促销费为1.58亿元，近3年CAGR 16%，深化消费者认知。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,623	2,231	2,808	3,452	4,104
YOY(%)	-16.2	37.5	25.8	23.0	18.9
净利润(百万元)	165	340	433	554	690
YOY(%)	-47.1	105.4	27.4	28.0	24.6
毛利率(%)	48.0	48.2	50.1	51.4	52.4
净利率(%)	10.2	15.2	15.4	16.1	16.8
ROE(%)	4.5	8.9	10.8	13.1	15.3
EPS(摊薄/元)	0.35	0.72	0.92	1.17	1.46
P/E(倍)	57.0	27.7	21.8	17.0	13.7
P/B(倍)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1

- **产品：理顺产品矩阵，聚焦核心单品。**近年来，公司持续清退体量小、对主销品有影响的同质化产品。据酒业家，伊力特成立产品研发部，全面梳理产品矩阵，24年1月起禁止疆内包销产品开发，以及疆外开发产品在疆内销售，同年4月部分产品实行价格双轨制。目前公司产品矩阵清晰，大小老窖卡位新疆主流价格段，贡献主要销量；伊利王作为次高端核心大单品，收归自营后快速放量；壹号窖补充200-500元价格带；中低档以伊力老陈酒、伊力特曲、伊力大曲为主，后续还储备有光瓶。
- **渠道：加大直营布局，省外积极拓展。**近年来公司渠道逐渐从买断制经销过渡到“经销+直销+线上”，买断制产品基本位于200元以下，伊利王等更高档的产品将采取直销，持续加强对于终端掌控力。分市场看，2023年公司疆内/疆外收入占比分别为78%/22%，展望未来：1) 疆内：聚焦伊利王大单品，大小老窖、小酒海持续巩固优势，渠道进一步扁平化、精细化，布局南疆产业园拓展南疆市场；2) 疆外：借助大商拓展市场，聚焦江苏、四川、陕西等与新疆毗邻或有援疆历史、有消费基础的市场，产品以伊利王、壹号窖、大新疆为主，持续提升品牌形象。
- 考虑到同属于地产酒且发展模式类似，我们选取老白干酒、金徽酒、古井贡酒为可比公司。可比公司2024年Wind一致预期PE均值为23X，我们预计公司2024-26年归母净利润4.3/5.5/6.9亿元，对应PE分别为22/17/14X，伊力特估值仍有性价比。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：1) 宏观经济波动影响：**白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；**2) 消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；**3) 食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；**4) 行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价格体系，白酒竞争较激烈，或对行业造成不良影响。

正文目录

一、伊力特：新疆白酒龙头，锐意改革进取	6
1.1 兵团背景国资控股，外聘高管加速改革	6
1.2 收入较快增长，费用率持续优化	7
二、新疆白酒：经济筑基消费，白酒潜力较大	9
2.1 新疆经济：旅游快速复苏，人口重回净增	9
2.2 白酒格局：地产酒体量较小，伊力特绝对领先	11
三、战略聚焦大单品，省内深耕省外拓展	13
3.1 品牌：弘扬英雄文化，兵团背书品质	13
3.2 产品：理顺产品矩阵，聚焦核心单品	14
3.3 渠道：加大直营布局，省外积极拓展	16
四、盈利预测与估值	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1	伊力特历史沿革	6
图表 2	伊力特股权结构（截止 24 年 1 季度）	6
图表 3	伊力特管理层情况	7
图表 4	伊力特营业收入及同比增速	7
图表 5	伊力特归母净利润及同比增速	7
图表 6	伊力特毛利率	8
图表 7	伊力特费用率	8
图表 8	2023 年全国各省市 GDP 及同比增速	9
图表 9	新疆 GDP 增速及全国排名	9
图表 10	新疆八大产业集群	9
图表 11	全国产业结构	10
图表 12	新疆产业结构	10
图表 13	新疆接待旅游人次及同比增速	10
图表 14	新疆旅游收入及同比增速	10
图表 15	新疆单人旅游消费及同比增速	11
图表 16	新疆旅游收入占 GDP 比重	11
图表 17	新疆常住人口及同比净增	11
图表 18	新疆白酒格局	12
图表 19	新疆主要地产酒品牌	12
图表 20	新疆白酒市场各价格段主流产品	12
图表 21	伊力特五大生态品质	13
图表 22	伊力特坚持弘扬英雄文化	13
图表 23	伊力特持续加大广宣投入	14
图表 24	“酒是爱你”520 伊粉音乐节	14
图表 25	伊力特产品矩阵	15
图表 26	伊力特收入结构（亿元）	16
图表 27	伊力特收入结构（百分比）	16
图表 28	伊力特白酒单价（万元/吨）	16
图表 29	伊力特白酒平均价格（万元/吨）	16
图表 30	伊力特前五大客户收入占比	17
图表 31	伊力特收入结构（分渠道）	17
图表 32	伊力特收入及同比增速（分渠道）	17
图表 33	伊力特收入及同比增速（分市场）	18
图表 34	伊力特收入结构（分市场）	18
图表 35	伊力特疆内经销商数量（位）	18
图表 36	伊力特南疆草湖产业园“第一锅酒”出酒仪式	18

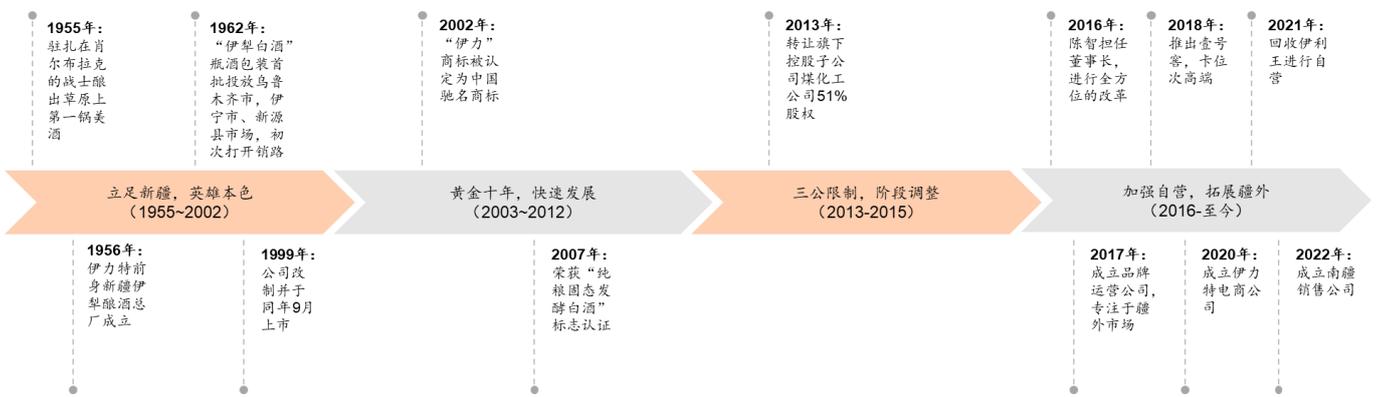
图表 37	伊力特疆外经销商与品牌运营公司数量（位）	19
图表 38	伊力特春糖招商	19
图表 39	伊力特销售人员数量（位）	19
图表 40	伊力特销售人员人均薪酬	19
图表 41	伊力特盈利预测（亿元）	20
图表 42	伊力特可比公司估值表	20

一、伊力特：新疆白酒龙头，锐意改革进取

1.1 兵团背景国资控股，外聘高管加速改革

新疆白酒龙头，改革锐意进取。伊力特采用天山雪水、伊犁河谷优质原粮酿造，具有“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、诸味谐调、酒味全面”的独特风格，被誉为“新疆第一酒”。从发展历史来看，伊力特起源于 1955 年驻扎下肖尔布拉克战士酿出的草原上第一锅白酒，彰显英雄本色。1999 年公司改制上市，2003-12 年黄金十年快速发展，2013-15 受三公政策影响阶段性调整，2016 年管理层履新，在陈智董事长的带领下，公司进行全方位的改革，2017 年成立品牌运营公司专注疆外市场，2018 年推出壹号窖卡位次高端，2020 年成立电商公司加码线上渠道，2021 年收回伊利王进行自营。

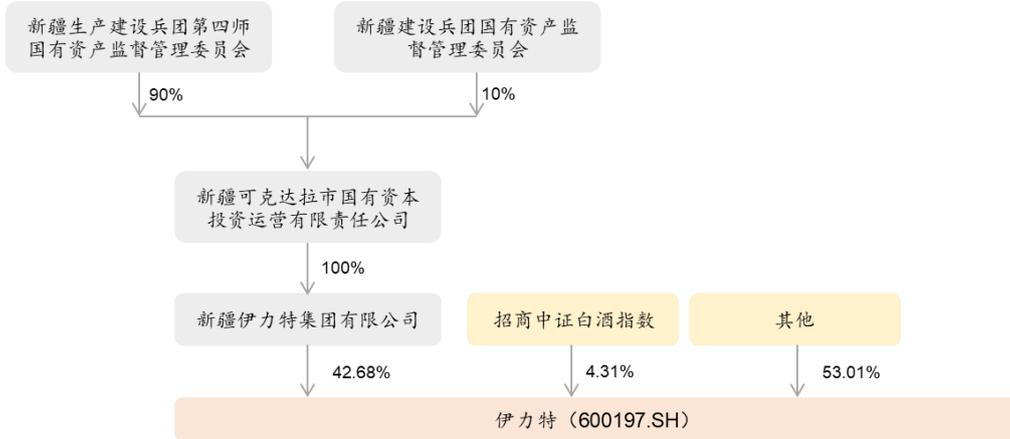
图表1 伊力特历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

兵团背景，国资控股。截至 1Q24，新疆伊力特集团持有上市公司 42.68% 的股权，实际控制人为新疆建设兵团第四师国资委。兵团背景为公司的产品、业务开展提供良好背书，也有望更好与第四师旗下的其他企业形成协同。

图表2 伊力特股权结构（截止 24 年 1 季度）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

董事长管理经验丰富，外聘高管助力营销改革。在担任伊力特董事长之前，陈智曾担任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长，并成功带领公司成为国内香料行业首家新三板上市公司，具有丰富的管理经验。2023年12月，公司聘任李长春为公司副总经理，李长春曾在沱牌、全兴任职，拥有多年酒业实操经验；2024年1月，公司引入李小刚为外部董事，李小刚曾任职于泸州老窖，销售经验丰富，曾被评为中国酒类流通20年营销领袖。

图表3 伊力特管理层情况

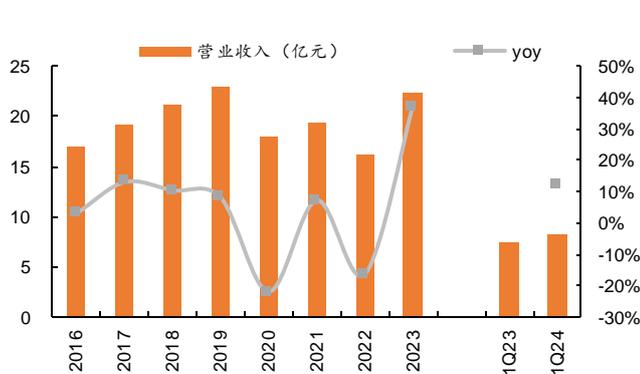
姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
陈智	董事长	2016年7月	1966	大学本科学历，会计师，曾任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理，现任新疆伊力特实业股份有限公司党委书记，董事长。
李强	总经理	2024年4月	1970	研究生学历，高级工程师，现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员，副总经理。
刘新宇	副总经理	2008年7月	1964	本科学历，高级工程师，国家级白酒评委，中国首席白酒品酒师，中国白酒大师，现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员，副总经理。
李超	副总经理	2014年8月	1965	男，党员，大专学历，工程师，现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员，副总经理。
林屹东	副总经理	2023年4月	1983	本科学历，工程师，现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员，副总经理。曾任新疆伊力特实业股份有限公司投资规划部副部长，基建部部长，生产设备部副部长。
费祎	副总经理	2023年9月	1982	研究生学历，现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理，曾任新疆伊力特实业股份有限公司制曲中心主任。
赖良	副总经理	2023年9月	1971	本科学历，助理工程师，现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理，曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒三厂厂长。
李小刚	外部董事	2024年1月	1971	工商管理硕士，高级营销师。1993年入职泸州老窖股份有限公司；2005年—2008年任泸州老窖销售公司西北大区经理；2008年-2015年历任泸州老窖博大公司总经理，董事长；2015年-2021年3月就职于泸州老窖股份有限公司销售公司，历任常务副总经理，党委书记；泸州老窖怀旧酒类营销有限公司董事长；2015年，被评为中国酒类流通20年营销领袖；2016年，被评为中国酒业重构期领军人物。期间多次荣获泸州老窖股份有限公司功勋奖，劳模奖，先进个人等荣誉称号。
李长春	副总经理	2023年12月	1978	在职研究生学历。1998年10月—2001年3月历任四川华润蓝剑啤酒有限公司主管，资阳办事处主任；2001年3月—2016年12月历任四川沱牌舍得集团有限公司，四川沱牌舍得酒业股份有限公司董事长助理，营销公司副总经理；2016年12月—2018年11月历任四川全兴酒销售有限公司总经理；2018年11月—2023年2月历任四川省五粮液集团旗下的川红茶业集团有限公司和五茗茶业控股有限公司党委委员，董事，副总经理；2023年2月—2023年12月历任四川酒业茶业投资集团营销有限公司总经理。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 收入较快增长，费用率持续优化

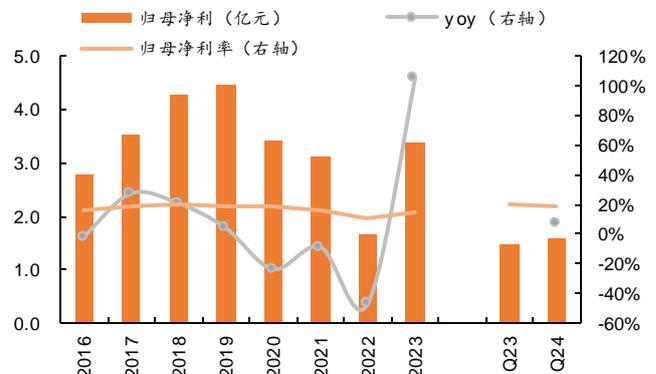
短期疫情扰动，长期稳定增长。据公司财报，受三公消费影响，2012-2016年公司营业收入维持在16-17亿元左右规模，2017年积极改革后收入较快增长，2020-22年受疫情影响，收入有所波动，但2023年以来持续恢复，2023年公司实现营收22.3亿元，同比增长37%，1Q24公司实现营收8.3亿元，同比增长12.4%。公司利润端亦持续恢复，2023年归母净利润3.4亿元，同比增长105%，1Q24归母净利润1.6亿元，同比增长7.1%。

图表4 伊力特营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

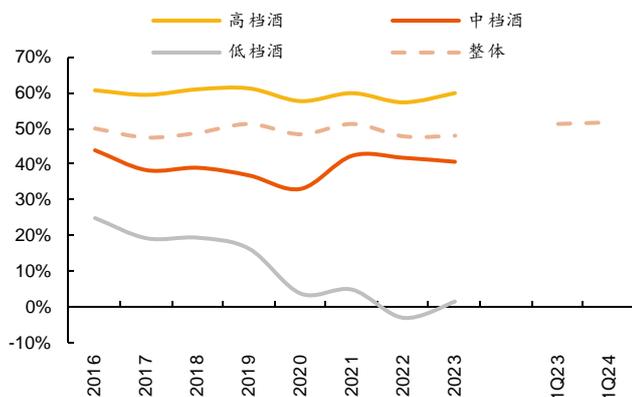
图表5 伊力特归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

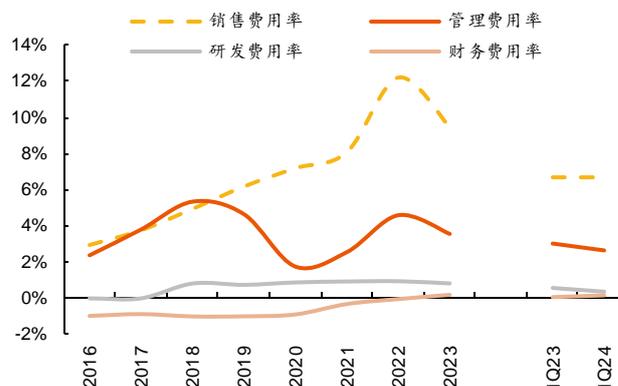
毛利率稳中有升，费用率有所摊薄。2023 年公司高档酒/中档酒/低档酒毛利率分别为 59.8%/40.7%/1.7%，同比分别 +2.8/-1.1/+4.5pct，整体毛利率 48.2%，同比+0.2pct；1Q24 公司毛利率 51.9%，同比+0.4pct。未来伴随公司高档自营产品放量，毛利率仍有向上空间。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.4%/3.6%/0.9%/0.2%，同比分别 -2.8/-1.0/-0.1/+0.2pct，得益于收入的恢复性增长，费用率整体有所摊薄。

图表6 伊力特毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 伊力特费用率



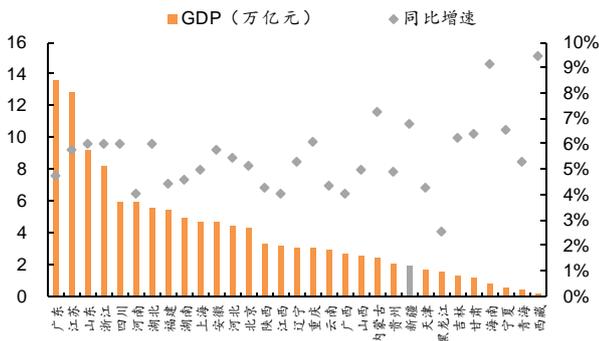
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、新疆白酒：经济筑基消费，白酒潜力较大

2.1 新疆经济：旅游快速复苏，人口重回净增

新疆经济发展潜力较大。2023年新疆GDP总量19126亿元，在全国（不包括港澳台，下同）排名第23位；人均GDP 7.37万元，在全国排名第16，经济发展水平处于我国中下游。但新疆面积广袤，位于亚欧大陆腹地，与俄罗斯、哈萨克斯坦等八国接壤，能源、煤炭储备丰富，在我国对外开放、能源安全等方面作用凸显，未来伴随旅游业修复发展，经济增长动能较强，发展潜力较大。2023年新疆GDP增速达6.8%，在全国排名第4位。

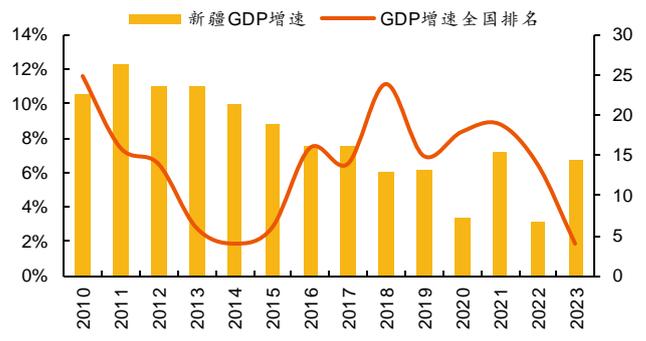
图表8 2023年全国各省市GDP及同比增速



注：不包括港澳台

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表9 新疆GDP增速及全国排名



注：不包括港澳台

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

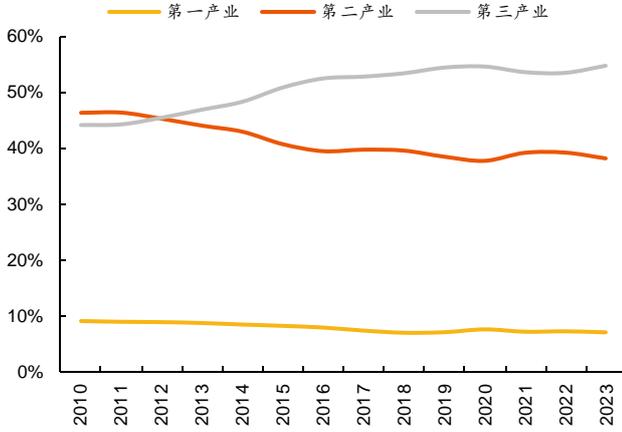
立足自身资源禀赋，集中建设八大产业集群。从结构上看，新疆支柱产业包括油气、矿业、煤炭、粮油、棉花纺织、畜牧业、旅游等。2024年新疆政府工作报告指出，未来将立足资源和禀赋，集中发展“油气生产加工、煤炭煤电煤化工、绿色矿业、粮油、棉花和纺织服装、绿色有机果蔬、优质畜产品、新能源新材料”等八大产业集群建设。据国家统计局，2023年新疆第一/第二/第三产业GDP占比14.3%/40.3%/45.3%，同期全国GDP结构为7.1%/38.3%/54.6%，新疆第一产业占比相对更高；从趋势上看，新疆第一产业占比相对稳定，而受疫情扰动，第三产业占比从2019年51.7%的高点下滑到2022年的低点44.9%，但伴随防疫政策优化，旅游业持续恢复，第三产业占比2023年同比提升0.5pct至45.3%。

图表10 新疆八大产业集群

产业集群	政策表述
油气生产加工	培育壮大油气生产加工产业集群，着力打造大型油气生产加工和储备基地，重点推进大型油气田建设和煤层气勘探开发，实现油气增储上产，新增煤层气产能5亿立方米以上；加快推进乌石化PX装置50%扩能和200万吨/年PTA项目、独石化塔里木120万吨/年二期乙烷制乙烯项目建设。
煤炭煤电煤化工	加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，进一步释放煤炭优质产能，加大准东、哈密、吐鲁番、淮南等地煤炭勘探开发，推动一批支撑性煤电项目建设，开工建设一批煤制烯烃、煤制气项目，推动煤炭分级分质清洁高效利用，力争原煤产量达到5亿吨，着力打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地。
绿色矿业	积极建设绿色矿业产业集群，实施新一轮找矿突破战略行动，加快战略性矿产资源勘探开发，推动和田火烧云千万吨级铅锌矿、大红柳滩百万吨级稀有金属矿等重点矿山投产见效，着力发展黑色金属、有色金属、能源金属加工制造产业链，积极保障国家能源和关键矿产资源安全。
粮油	着力推动建设粮油产业集群，统筹谋划粮食生产、流通、加工、存储和消费，加快推进主食产业化和粮油精深加工，提高粮油产品附加值和市场竞争力。
棉花和纺织服装	加快建设棉花和纺织服装产业集群，高标准建设国家优质棉纱基地，高质量运营棉花棉纱交易中心，推动棉花加工企业兼并重组、做大做强，着力补齐化纤、印染、服装、家纺、针织及设计等产业链供应链短板，促进棉花产业和化纤产业融合发展，拓展棉花和纺织服装产业发展空间。
绿色有机果蔬	打造绿色有机果蔬产业集群，优化特色果蔬产业布局，推进绿色有机林果产业集群示范园和示范区建设，加快葡萄酒、番茄加工、特色林果加工等产业发展，促进林果产品加工高端化，加快建设中药产业化基地、中药材种植基地。
优质畜产品	建设优质畜产品产业集群，推进优质饲草料基地、标准化养殖基地、畜禽种业基地建设，促进资源要素向优势产业、产区、企业集聚，打造全国重要的畜产品生产基地。
新能源新材料	大力发展新能源新材料等战略性新兴产业集群，加快推动哈密北、准东、喀什、若羌等一批千万千瓦级新能源基地和乌鲁木齐、伊犁、克拉玛依、哈密等4个氢能产业示范区建设，全年新增新能源装机规模力争达到2000万千瓦；推动铝基、铜基、钛基、锂基等产业链延伸发展，加快发展新能源装备、高端输变电、新型农牧机械等先进制造业。

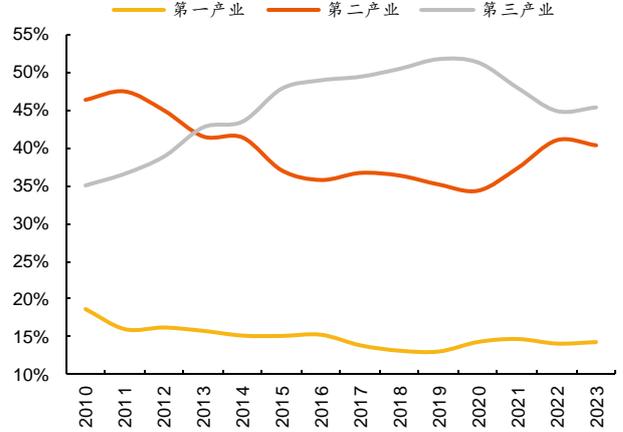
资料来源：2024年新疆政府工作报告，平安证券研究所

图表11 全国产业结构



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

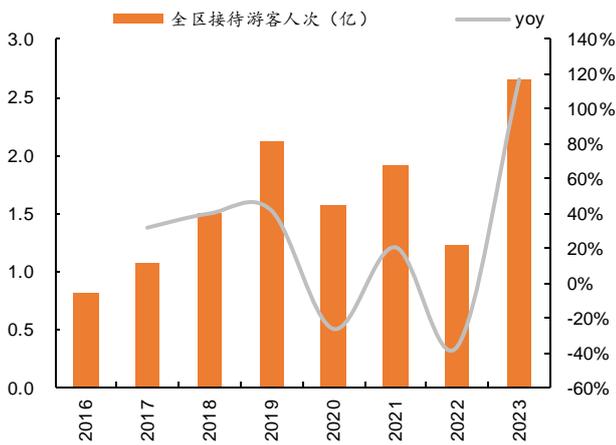
图表12 新疆产业结构



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

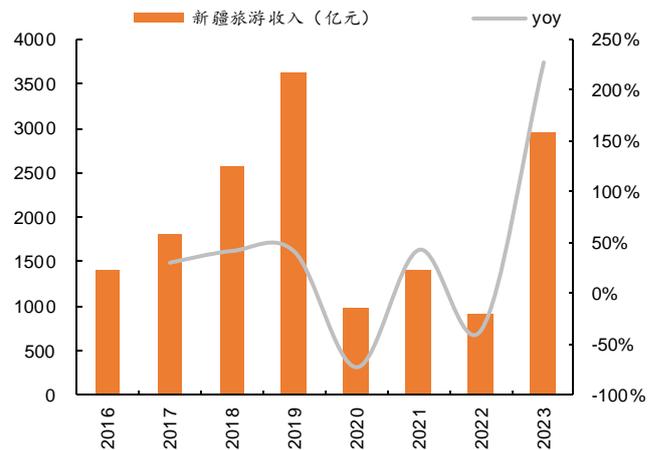
旅游产业较快恢复，单人消费仍有空间。新疆旅游业在第三产业中占比较高，受疫情影响，2020-22 旅游人次和收入较 2019 年都有较大程度回落。2023 年新疆加快旅游兴疆战略，开展文旅主题宣传营销活动，冰雪游、自驾游、特种游进入全国“第一方阵”，全区接待游客 2.65 亿次，同比增长 117%，较 2019 年增长 25%；全区实现旅游收入 2967 亿元，同比增长 227%，但较 2019 年的 3633 亿元仍有修复空间。2023 年新疆旅游收入占 GDP/第三产业 GDP 的比重分别达 16%/34%，同比 +10/+23pct。

图表13 新疆接待旅游人次及同比增速



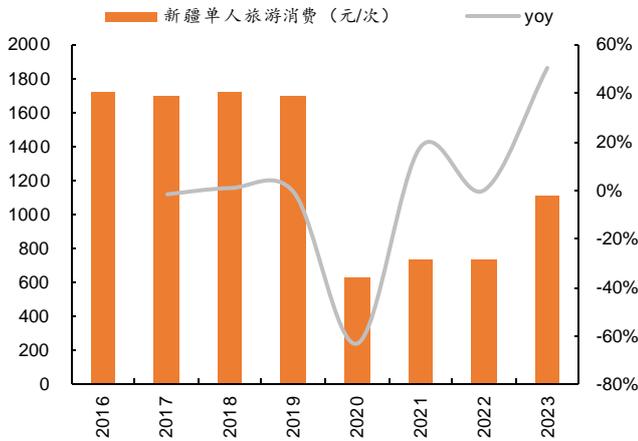
资料来源：新疆统计局，平安证券研究所

图表14 新疆旅游收入及同比增速



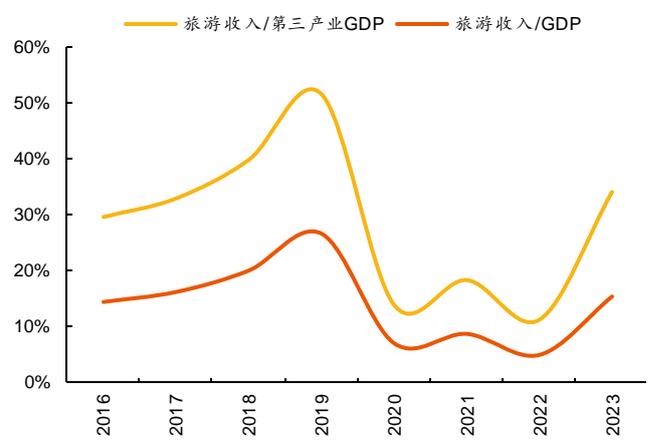
资料来源：新疆统计局，平安证券研究所

图表15 新疆单人旅游消费及同比增速



资料来源：新疆统计局，平安证券研究所

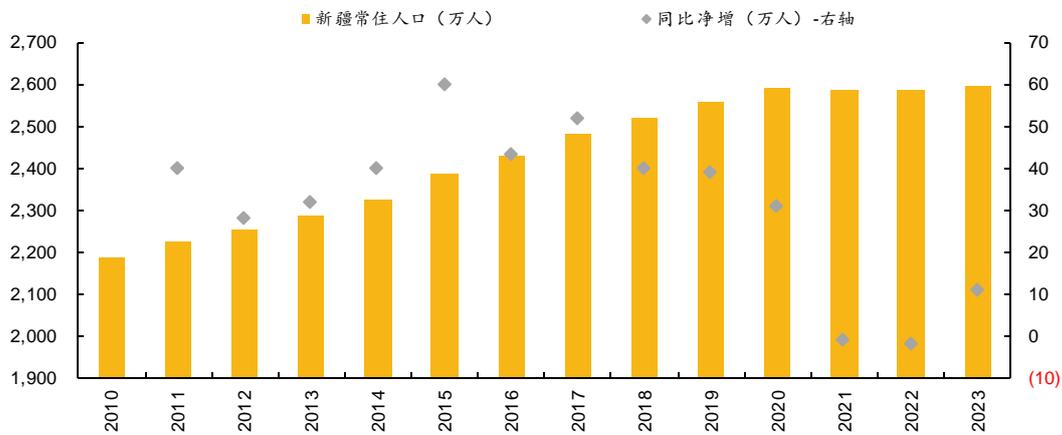
图表16 新疆旅游收入占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，新疆统计局，平安证券研究所

新疆人口呈净增态势。2023 年新疆常住人口 2598 万，在全国排名第 20，处于中下游水平，但得益于产业链转移与一带一路建设，新疆人口整体呈净增长态势，2010-23 年年均人口净流入约 32 万。

图表17 新疆常住人口及同比净增

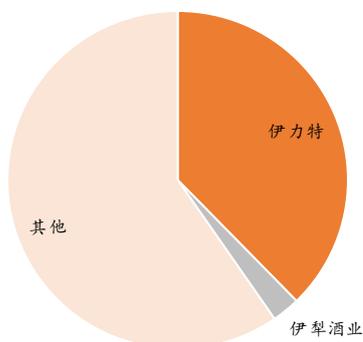


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

2.2 白酒格局：地产酒体量较小，伊力特绝对领先

新疆地产酒较多但体量较小，伊力特在疆内市场绝对第一。据酒业家，受经济与人口总量影响，新疆白酒规模约 40-50 亿元，体量相对较小。据乐酒圈，新疆地产酒品牌较多，代表品牌包括伊力特、肖尔布拉克、三台、白杨、新安等，这些品牌在当地具有一定的知名度，但除伊力特外，其他地产酒品牌体量都较小，2023 年伊力特省内市占率约 40%，处于绝对领先。

图表18 新疆白酒格局



资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表19 新疆主要地产酒品牌

代表企业	香型	产地	主要品牌	主流产品
伊力特	浓香	伊犁新源	伊力特	伊力王酒、伊力壹号窖、伊力老陈酒、伊力特曲、伊力大曲
伊犁酒业	浓香	伊犁新源	肖尔布拉克	丝路古酿、金穗茅、银穗茅
第一窖古城酒业	浓/清香	昌吉奇台	古城	古城淡雅系列、古城王窖系列、古城新窖系列、新疆第一窖系列
三台酒业	浓/清香	昌吉三台	三台	清香型北庭系列、浓香型三台老窖系列、营养酒系列和果酒系列
小白杨酒业	浓香	石河子	白杨	白杨老窖
新安酒业	浓香	石河子	新安	大曲、特曲、老窖、老酒、白酒等五大系列

资料来源：乐酒圈，平安证券研究所

地产酒布局百元以下产品，高端酒以全国性名酒为主。据乐酒圈，新疆白酒大众消费位于 40-80 元，商务消费主流价格带位于 100-200 元。分价格段看，新疆的中低端市场由地产品牌占据，主要集中在百元以下的产品，而高端市场则由茅台、五粮液、国窖 1573 等全国性名酒占据。伊力特作为疆酒龙头，在各个价格带均有产品布局。

图表20 新疆白酒市场各价格段主流产品

500元以上	地产品牌	伊力王酒
	疆外品牌	飞天茅台、五粮液、国窖1573
300-500元	地产品牌	伊力壹号窖15/30
	疆外品牌	洋河M3、天之蓝
100-300元	地产品牌	伊力老窖系列、伊力壹号窖10、肖尔布拉克
	疆外品牌	海之蓝、五粮春、茅台迎宾
50-100元	地产品牌	伊力老陈酒、伊力特曲、白杨老窖、新疆第一窖、古城、肖尔布拉克
	疆外品牌	双沟
50元以下	地产品牌	伊力大曲、三台老窖、肖尔布拉克
	疆外品牌	牛栏山陈酿/典藏系列、经典/蓝瓶红星二锅头

资料来源：乐酒圈，平安证券研究所

三、 战略聚焦大单品，省内深耕省外拓展

3.1 品牌：弘扬英雄文化，兵团背书品质

地处伊犁河谷，生态酿酒奠定品质基础。公司地处具有中亚湿岛之称的伊犁河谷，气候适合微生物的生长，据公司公告，伊力特微生物群落能够产生近百种芳香气息和 20 多种有益的微量元素。此外，伊犁河谷年均拥有 2800 小时的日照时间，生长季平和绵长，高粱、小麦、大米、玉米、豌豆在发酵过程中产生的高品质酒精分子和香味物质，奠定了伊力特酒体醇厚、浓香饱满的基础。在多年的酿酒实践中，公司形成了独特的酿酒技术，包括“三步法”发酵窖泥工艺、架式大曲立体培养工艺、特有的发酵窖池等，使得酿制的白酒具有独特风味。

图表21 伊力特五大生态品质

窖	从60年代初期开始，伊力特就采用5：1：2完美黄金比窖池。其特点是深、长、窄，便于防寒、保温、防感染，使酒醅接触窖泥的面积最优化，使伊力特酿造的浓香型曲酒具有独特的风味。
水	伊力特酿酒用水主要以巩乃斯河水为主（巩乃斯，瓦剌蒙古语，意为“绿色的谷地”）。用天山融水酿造的伊力特酒，比其他白酒多一份清冽，少一分寡淡，风格独特，风味自然，同时也为伊力特带去了甘润与爽净，是名副其实“圣水酿造的美酒”。
粮	伊力特酿酒使用的高粱、玉米、大米、小麦、豌豆等原料均来自伊犁河谷酿酒原粮基地。这里地处中高纬度，丰沛的水源、充足的日照成就了优质的粮食，在汲取冰川融水的精华、凝聚伊犁河谷的灵气生长成熟后，经过精挑细选、严格检测，最终成为伊力特合格的酿酒原粮。
藏	伊力特的酒海有两种，陶坛酒海和金属酒海，他们不仅仅只是储存原酒的容器，也是原酒老熟的场所，伊力特采用“按质分坛”窖藏，经过至少一年窖藏后方可调制罐装。酒海中的酒完成了去新除杂、熟化增香的复杂过程，促进了酒的老熟，也确保了伊力特酒醇厚丰满，香味协调，绵甜爽净，回味悠长。
境	三山两谷地形、中亚湿岛环境、纯净天山雪水、优质阳光纯粮、独有微生态环境，五大生态品质助力伊力特酒的高品质。伊犁河谷典型的温暖润泽的气候，加上多年的酿酒传承，经过衍生、进化、纯化，形成了伊力特独有的酿酒微生态环境，使伊力特酒曲能自然富积优选环境中的微生物而发酵生香，促使窖池中微生物生长、发酵更具特色，最终形成了伊力特酒醇厚绵长的酒体风格。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

弘扬英雄文化，具备军团背书。伊力特的第一桶酒，是由 1955 年驻扎在肖尔布拉克的垦荒将士用简陋的设备酿出，揭开了英雄酿酒事业的新篇章。公司在品牌宣传时，注重对于英雄文化、军团文化的强调，为产品品质实现良好背书。近年来，公司品牌形象进一步提升，“英雄本色”、“伊力王”白酒商标分别荣获新疆著名商标称号。

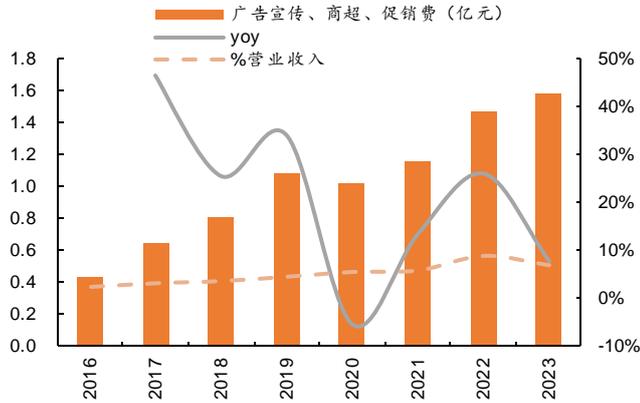
图表22 伊力特坚持弘扬英雄文化



资料来源：公司官网，平安证券研究所

加强矩阵式营销，品牌力持续提升。公司持续加强品牌营销，强化一体化传播：1) 电视广告：伊利王酒《路篇》广告重登央视；2) 线下活动：主要产品在机场、高铁站等交通媒体铺设，成功打造 519 酒文化节、“酒是爱你”520 伊粉音乐节特色节会名片等五项特色主题活动；3) 新媒体：抖音、微信官方账号丰富，日活持续增长。2023 年公司广告宣传、商超、促销费为 1.58 亿元，近三年 CAGR 达 16%，占到当期收入的 7.1%。

图表 23 伊力特持续加大广宣投入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 24 “酒是爱你”520 伊粉音乐节



资料来源：可克达拉新闻发布，平安证券研究所

3.2 产品：理顺产品矩阵，聚焦核心单品

持续清退条码，聚焦助力单品。近年来，公司持续清退体量小、对主销产品有负面影响的同质化产品，大幅削减多余产品条码，保障核心产品的价格与销售。据酒业家，伊力特成立产品研发部，全方位梳理公司产品矩阵，2024 年 1 月起，伊力特停止疆内包销产品开发，禁止疆外开发产品在疆内销售；2024 年 4 月起部分产品实行价格双轨制，为产品结构提升、增加经销商利润提供有力保障。

产品矩阵清晰，核心单品贡献主要收入。公司的高档产品主要包括伊利王酒、壹号窖和伊力老窖，其中大小老窖是公司的主销产品，卡位新疆主流价格带，小酒海承接大小老窖升级需求，亦快速放量；伊利王是公司次高端核心产品，其中蓝王定位通货大单品，红王主打宴席，黄王线上拔高品牌；壹号窖定位 200-500 元价格带，补充伊力老窖与伊利王中间空白价格带。中档与低档酒主要包括伊力老陈酒、伊力特曲、伊力大曲，后续还储备有光瓶酒。

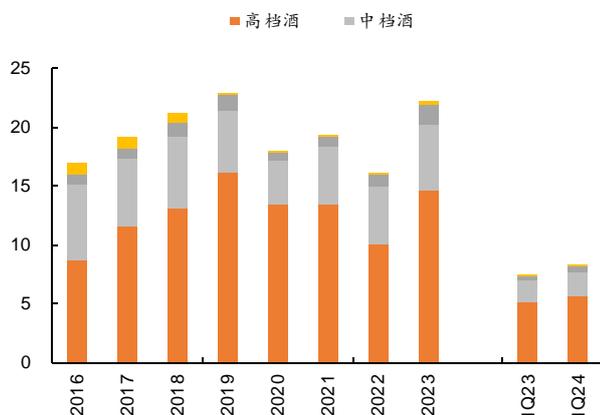
图表25 伊力特产品矩阵

定位	系列	产品	产品图	度数	容量 (ml)	价格 (元)
高档	伊力王酒	黄王 (T35)		52	500	898
		蓝王		52	500	499
		红王		52	500	499
	伊力壹号窖	20年		46.8/52	500	/
		15年		46.8/53	500	/
		10年		46.8/54	500	/
	伊力老窖	小酒海		46	250	158
		大老窖		52	500	115
		小老窖		46	250	68
中档	伊利老陈酒	十年陈酿		38/52	500	133
	伊力特曲	领航者		50	500	120
		柔雅		52	500	100
		十年精制		52	500	58
		中度特		43	500	50
低档	伊力大曲	伊力大曲		50	500	36

资料来源：公司官网，京东 app，平安证券研究所

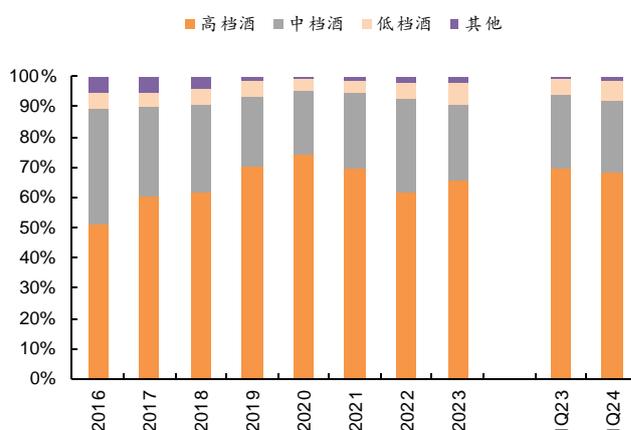
产品结构升级，吨价重回增长。据公司公告，2016-20 年，公司中高档白酒收入占比从 51.1%提升至 74.5%，2021-22 年受疫情影响有所回落，但 2023 年开放后重回增长区间，2023 年占比达 65.7%，同比+4.1pct。2023 年公司白酒均价 9.7 万元/吨，同比提升 10%，2016-23 年 CAGR 9.3%，其中高档/中档/低档酒均价分别为 21.1/5.5/3.0 万元/吨，同比分别增长 0.9%/10.5%/7.1%，2016-23 年 CAGR 分别为 10.7%/5.9%/7.0%。

图表26 伊力特收入结构（亿元）



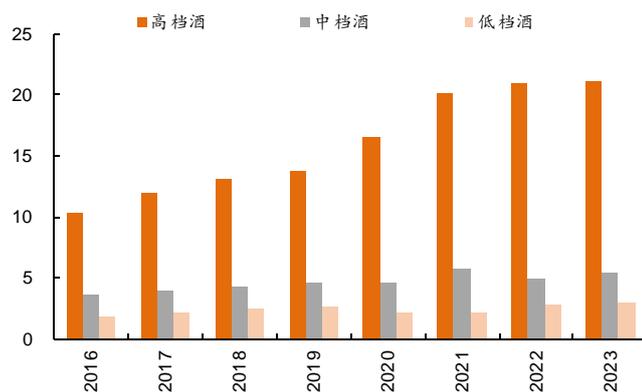
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 伊力特收入结构（百分比）



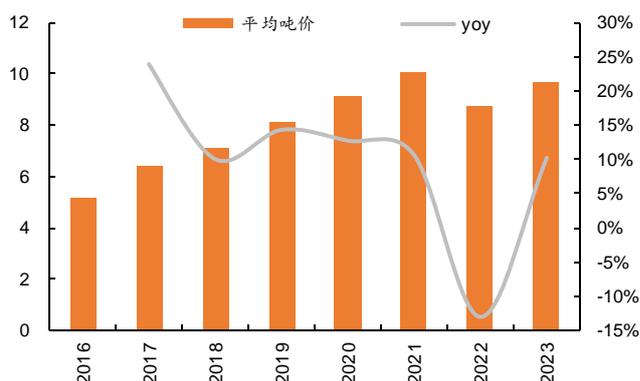
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 伊力特白酒单价（万元/吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 伊力特白酒平均价格（万元/吨）

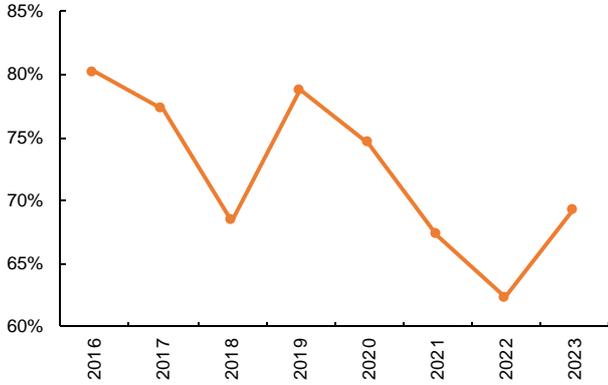


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 渠道：加大直营布局，省外积极拓展

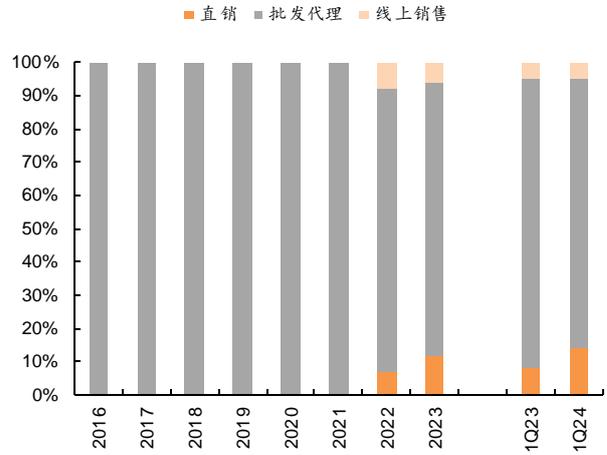
完善销售渠道，加大直营布局。伊力特早期采取买断制的经销模式，产品由买断商独家经营，公司仅负责生产，2016年公司前五大客户销售占比高达80%。近年来，公司逐渐从买断制过渡到“经销+直销+线上”相结合的销售模式，其中买断制产品基本位于200元以下，而更高档的产品公司主要采取直销模式，加大对于终端的掌控力。2021年7月，公司完成伊利王品牌的回收，并成立伊利王事业部。2023年直销渠道收入2.6亿元，同比增长128%，收入占比11.8%，同比+4.7pct；1Q24直销渠道收入1.2亿元，同比增长94%，收入占比14.1%，同比+6.0pct。

图表30 伊力特前五大客户收入占比



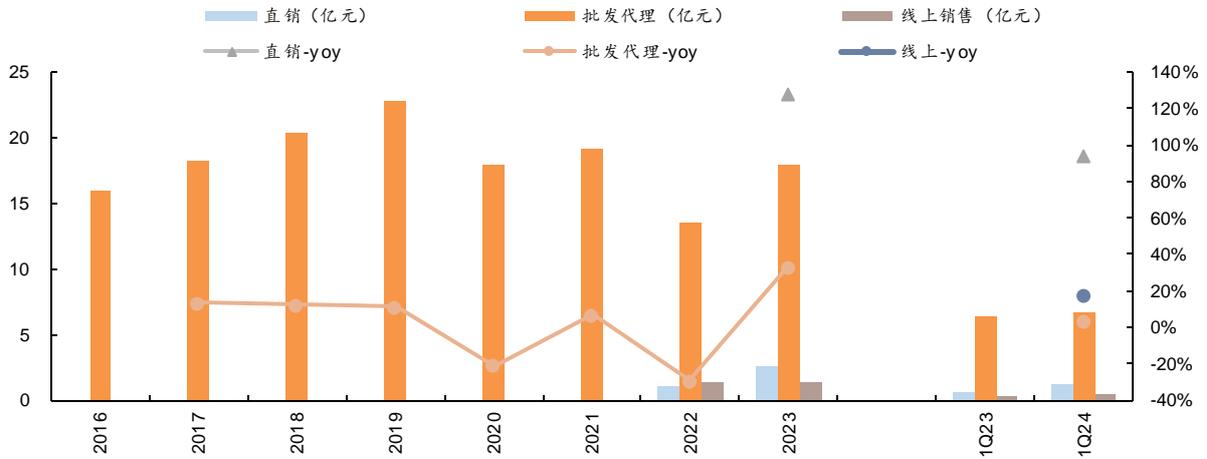
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 伊力特收入结构（分渠道）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

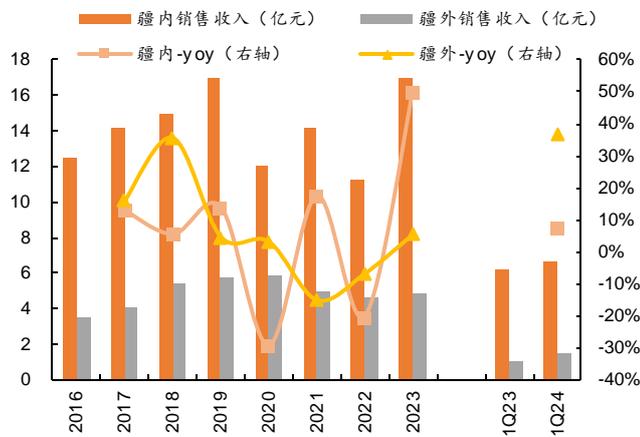
图表32 伊力特收入及同比增速（分渠道）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

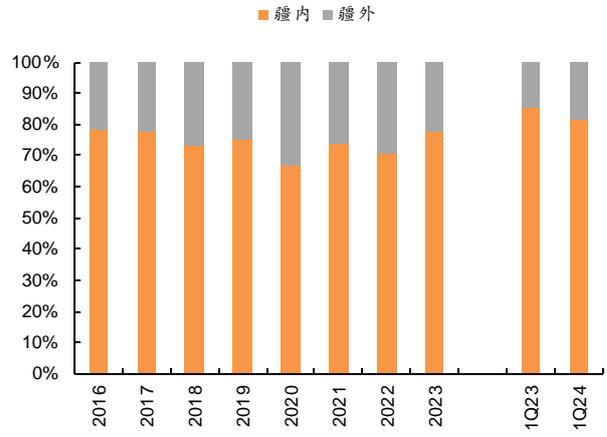
新疆贡献主要收入，疆外收入快速增长。2023年伊力特疆内/疆外分别实现营收 17.0/4.9 亿元，同比分别+50%/+5%，分别占到白酒收入的 78%/22%；1Q24 疆内/疆外分别实现营收 6.7/1.5 亿元，同比分别+7%/+37%，分别占到白酒收入的 82%/18%，疆外收入占比同比+3pct。

图表33 伊力特收入及同比增速（分市场）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 伊力特收入结构（分市场）

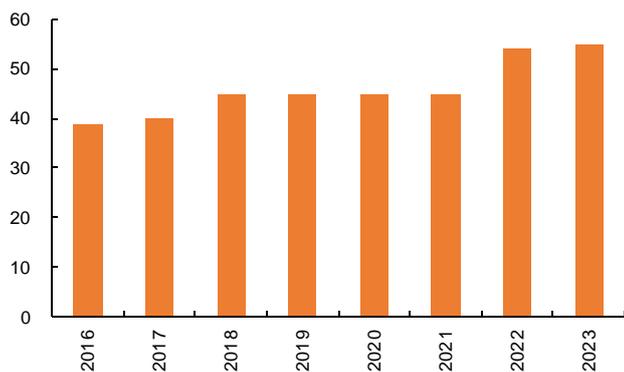


资料来源：公司公告，平安证券研究所

疆内聚焦伊利王大单品，扁平化、精细化运营渠道。公司在疆内集中资源扶强培优，单品小老窖、大老窖、小酒海等产品市场优势不断巩固，核心主推大单品伊利王酒消费者认可度持续提升。新疆人口相对偏少，但居住相对集中，伊力特在疆内实行扁平化、精细化运作，后续将进一步细化到乡镇，疆内团队的质量和数量有望进一步增加。

布局南疆产业园，加快南疆市场拓展。近年来新疆大量利好政策均位于南疆，公司为贯彻兵团向南发展部署，拟投资 2.93 亿元建设伊力特草湖酒文化产业园项目，集品牌形象展示、酒文化旅游、工艺体验、白酒生产于一体，该项目 2022 年 6 月正式开工，目前在建产能 900 万吨。公司将依托南疆销售公司与南疆文化产业园，不断完善白酒产业链在南疆师市的布局，扩大南疆市场份额。

图表35 伊力特疆内经销商数量（位）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

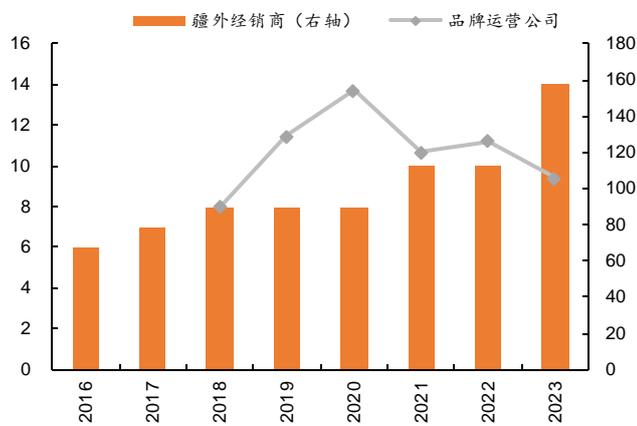
图表36 伊力特南疆草湖产业园“第一锅酒”出酒仪式



资料来源：公司官网，平安证券研究所

省外借助大商资源拓展，客户数量有望进一步增加。公司在疆外主要通过一级经销商或品牌运营公司的模式运行，其中品牌运营公司由伊力特在 2017 年组织成立，经销商参股 49%，实现利益绑定。近年来，公司在疆外推进招大引强，充分利用糖酒会、亚欧商品贸易博览会等平台对接需求、推介产品，2024 年下游客户有望进一步增长，新增客户结构上以地级市和县级市为主。在市场上，除了浙江外，公司将进一步聚焦四川、陕西、江苏等与新疆毗邻、曾有援疆历史、有消费基础的省份；在产品上，公司将以新款伊利王、壹号窖、大新疆等高档产品为主，持续提升品牌形象。

图表37 伊力特疆外经销商与品牌运营公司数量 (位)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

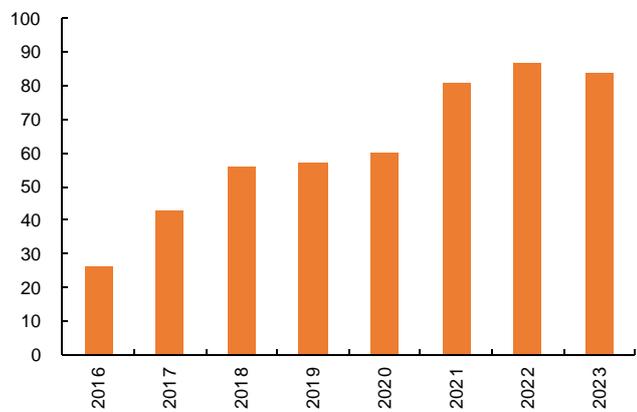
未来将持续扩充销售团队, 保障市场服务能力。2016年以来, 公司销售人员规模整体呈增长态势, 2023年为84位, 2016-23年CAGR 18%; 疆外销售团队将营销中心转移至成都, 持续强化市场服务能力。公司2023年销售人员人均薪酬为22.3万元, 2016-23年CAGR 9%, 加强团队激励。

图表38 伊力特春糖招商



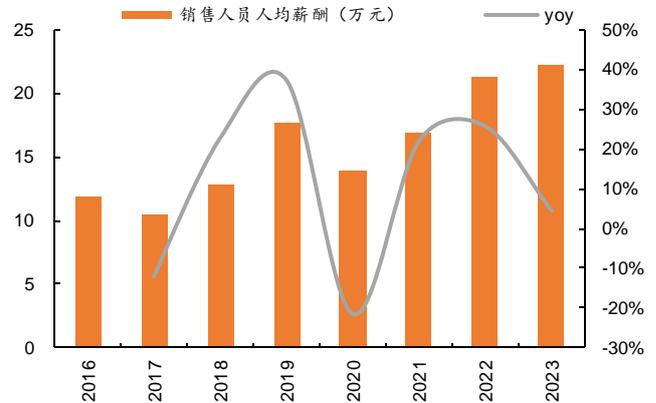
资料来源: 糖酒快讯, 平安证券研究所

图表39 伊力特销售人员数量 (位)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表40 伊力特销售人员人均薪酬



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四、盈利预测与估值

公司持续加码高端酒投入，伊利王引领增长，大小老窖贡献增量。我们预计 2024-26 年高端酒收入 19.8/25.9/32.2 亿元，同比分别+35%/+31%/+24%，而中档酒和低档酒则稳定恢复。整体来看，我们预计公司 2024-26 年营业收入 28.1/34.5/41.0 亿元，同比分别+26%/+23%/+19%。得益于产品升级，我们预计公司毛利率稳定提升，2024-26 年分别为 50.1%/51.4%/52.4%，同比分别+1.9/+1.3/+1.0pct。综上，我们预计 2024-26 年归母净利 4.3/5.5/6.9 亿元，同比分别+27%/+28%/+25%，归母净利率分别为 15.4%/16.1%/16.8%。

图表41 伊力特盈利预测（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19.2	21.2	23.0	18.0	19.4	16.2	22.3	28.1	34.5	41.0
高档白酒	11.6	13.1	16.1	13.4	13.5	10.0	14.7	19.8	25.9	32.2
中档酒	5.7	6.1	5.4	3.7	4.8	5.0	5.5	5.8	6.0	6.1
低档酒	0.9	1.2	1.3	0.8	0.8	0.9	1.7	1.9	2.1	2.2
增速										
整体	13%	11%	8%	-22%	8%	-16%	37%	26%	23%	19%
高档白酒	34%	13%	23%	-17%	1%	-26%	47%	35%	31%	24%
中档酒	-11%	7%	-13%	-31%	31%	4%	9%	6%	3%	1%
低档酒	-4%	35%	10%	-37%	2%	7%	88%	13%	9%	6%
占比										
高档白酒	60%	62%	70%	74%	70%	62%	66%	71%	75%	78%
中档酒	30%	29%	23%	20%	25%	31%	25%	21%	17%	15%
低档酒	5%	6%	6%	5%	4%	6%	8%	7%	6%	5%
毛利率										
整体	48%	49%	51%	49%	51%	48%	48%	50%	51%	52%
高档白酒	59%	61%	61%	57%	60%	57%	60%	60%	60%	60%
中档酒	38%	39%	37%	33%	42%	42%	41%	41%	41%	41%
低档酒	19%	19%	16%	4%	5%	-3%	2%	2%	2%	2%
归母净利	3.5	4.3	4.5	3.4	3.1	1.7	3.4	4.3	5.5	6.9
yoy	28%	21%	4%	-23%	-9%	-47%	105%	27%	28%	25%
%营业收入	18%	20%	19%	19%	16%	10%	15%	15%	16%	17%

资料来源：Wind，平安证券研究所

考虑到同属于地产酒且发展模式类似，我们选取老白干酒、金徽酒、古井贡酒为可比公司。可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23X，伊力特估值仍有性价比。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表42 伊力特可比公司估值表

代码	公司名称	归母净利（亿元）				PE			利润增速		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600559.SH	老白干酒	7	9	11	13	24	19	15	29%	26%	22%
603919.SH	金徽酒	3.3	4.1	5.1	6.4	25	20	16	25%	25%	24%
000596.SZ	古井贡酒	46	59	74	90	20	16	13	29%	25%	22%
	地产酒平均					23	18	15	27%	25%	23%
600197.SH	伊力特	3.4	4.3	5.5	6.9	22	17	14	27%	28%	25%

注：数据截至 2024 年 6 月 5 日；伊力特采用我们预测，其余为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，平安证券研究所

五、 风险提示

- 1) **宏观经济波动影响**：白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) **消费复苏不及预期**：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；
- 3) **食品安全问题**：食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **行业竞争加剧风险**：竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价格体系，白酒竞争较激烈，或对行业造成不良影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2706	3493	4206	4985
现金	580	682	825	1034
应收票据及应收账款	117	175	215	256
其他应收款	20	38	47	55
预付账款	60	76	94	111
存货	1893	2359	2825	3289
其他流动资产	34	163	200	238
非流动资产	2230	1937	1641	1345
长期投资	200	201	201	201
固定资产	1729	1483	1232	977
无形资产	86	72	58	44
其他非流动资产	214	181	150	123
资产总计	4935	5430	5847	6330
流动负债	828	1205	1447	1689
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	470	616	738	860
其他流动负债	358	589	709	829
非流动负债	203	136	74	18
长期借款	191	124	62	6
其他非流动负债	12	12	12	12
负债合计	1032	1341	1521	1707
少数股东权益	84	94	107	123
股本	472	472	472	472
资本公积	782	782	783	785
留存收益	2565	2740	2964	3243
归属母公司股东权益	3819	3994	4219	4500
负债和股东权益	4935	5430	5847	6330

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	301	420	525	662
净利润	346	443	567	706
折旧摊销	115	293	299	303
财务费用	4	-2	-7	-12
投资损失	-0	-3	-3	-3
营运资金变动	-174	-309	-328	-328
其他经营现金流	12	-2	-3	-4
投资活动现金流	-255	5	4	2
资本支出	271	0	3	6
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-526	5	1	-4
筹资活动现金流	-198	-324	-385	-455
短期借款	0	0	0	0
长期借款	1	-67	-62	-56
其他筹资现金流	-198	-256	-324	-399
现金净增加额	-151	102	143	209

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2231	2808	3452	4104
营业成本	1155	1400	1677	1952
税金及附加	318	435	535	636
营业费用	210	264	342	406
管理费用	79	100	123	146
研发费用	19	26	32	38
财务费用	4	-2	-7	-12
资产减值损失	-3	-8	-10	-12
信用减值损失	3	-0	-0	-0
其他收益	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	1	2
投资净收益	0	3	3	3
资产处置收益	1	6	6	6
营业利润	454	590	756	942
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	3	5	5	5
利润总额	458	591	756	942
所得税	112	148	189	235
净利润	346	443	567	706
少数股东损益	6	10	13	16
归属母公司净利润	340	433	554	690
EBITDA	576	882	1048	1232
EPS (元)	0.72	0.92	1.17	1.46

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	37.5	25.8	23.0	18.9
营业利润(%)	90.0	30.0	28.0	24.6
归属于母公司净利润(%)	105.4	27.4	28.0	24.6
获利能力				
毛利率(%)	48.2	50.1	51.4	52.4
净利率(%)	15.2	15.4	16.1	16.8
ROE(%)	8.9	10.8	13.1	15.3
ROIC(%)	10.2	11.7	14.6	17.7
偿债能力				
资产负债率(%)	20.9	24.7	26.0	27.0
净负债比率(%)	-10.0	-13.6	-17.6	-22.2
流动比率	3.3	2.9	2.9	3.0
速动比率	0.9	0.7	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	123.0	98.0	98.0	98.0
应付账款周转率	2.46	2.27	2.27	2.27
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.92	1.17	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.89	1.11	1.40
每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.36	8.83	9.43
估值比率				
P/E	27.7	21.8	17.0	13.7
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	18	10	9	7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层