

营销模式改革驱动公司价值提升

伊力特(600197)

推荐 (首次)

核心观点:

- 营销模式改革驱动公司价值提升:**伊力特是新疆白酒龙头企业,疆内市占率40%+。因特殊的地理和历史因素,公司过去较长时间销售模式为买断式包销。随着公司发展和行业竞争加剧,该模式导致的产品系列过多、终端市场掌控力不足等问题逐渐暴露。在此背景下,公司先后开启两轮改革,以“保存量、促增量”的逻辑在渠道运营、产品架构等多方面进行调整。我们认为营销模式的改革将驱动公司长期价值提升。
- 2017-2020年第一轮调整:旨在改善疆外销售。**2014-2016年浙江商源收入下滑导致公司疆外市场销售承压。2017-2020年之间,公司陆续进行了重新规划产品矩阵、调整销售模式、组建自营团队等方面的尝试。2017-2020年疆外收入增长46%,疆外收入占比自27%提升至33%。改革初见成效,但仍存在产品定位不明晰、开发产品过多等问题。
- 2021-2024年第二轮调整:内外并举,全面调整。**2020年受疫情扰动,公司疆内收入下滑,基地市场收入承压为公司带来新的改革契机。我们认为最重要的动作是2021年公司将次高端大单品伊力王收归了自营。以此为始,公司陆续进行一系列改革动作:①优化大小老窖等包销产品销售模式;②重新梳理构建产品矩阵(疆内主推伊力王立足团购渠道,疆外计划构建以二代蓝王(定位400元+价格带)+壹号窖(100-400元价格带)+大新疆(特色补充产品)为主的矩阵;③加强厂家销售组织团队力量,外聘高级营销管理人才,④帮助疆外重要大商解决销售经营问题等。本轮改革更为全面深入、触及根本。目前来看,组织人才方面的调整已经到位,新产品集中于24H2上市,我们认为增量将逐步显现。
- 未来展望:疆内+疆外并举,持续探索市场新增量。**收入端:新品上市+全国化开拓以及南疆空白市场的补充有望贡献新增量,公司2024年28亿元收入增长目标仅包含现有老产品,未包含即将上市的新品。我们认为公司前期准备工作已经取得阶段性成效,伴随伊力王大单品的打造以及中高档价格带产品系列的补足,预计未来公司产品结构有望持续上移。**利润端:**收回自营后伊力王毛利率较之前有所改善,疆外二代伊力王终端售价亦计划高于一代。新增自营产品价格均在总代产品(大小老窖)之上,有望拉动公司盈利能力持续提升。
- 投资建议:**公司营销模式改革调整动作已基本落实,未来随着新产品上市销售,预计增量将逐步显现。从中长期来看,营销模式的改革也将驱动公司价值提升。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为3.7、4.4、5.4亿元,同比+7.4%、20.0%、22.3%。8月1日股价(16.7元)对应2024-2026年P/E分别为22/18/15X,首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示:**市场需求恢复不及预期的风险;新品推出进度不及预期的风险。

分析师

刘来珍

☎: 021-20252647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

研究助理: 韩勉

☎: 010-80927653

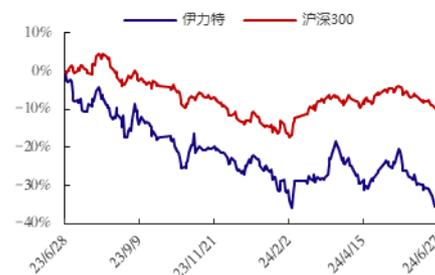
✉: hanmian_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-08-01

股票代码	600197
A股收盘价(元)	16.66
上证指数	2,940.12
总股本万股	47,201
实际流通A股万股	47,201
流通A股市值(亿元)	79

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2231.24	2601.01	3117.52	3658.18
收入增长率%	37.46	16.57	19.86	17.34
归母净利润(百万元)	339.85	365.05	438.13	535.69
利润增速%	105.53	7.41	20.02	22.27
毛利率%	48.23	48.77	49.48	50.26
摊薄 EPS(元)	0.72	0.77	0.93	1.13
PE	23.14	21.54	17.95	14.68
PB	2.06	1.97	1.88	1.77
PS	3.52	3.02	2.52	2.15

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

从公司当前收入结构来看，2024Q1 公司省内/省外分别实现收入 6.7/1.5 亿元，同比分别+7.4%/36.9，收入占比分别为 82%/18%。其中：

1) 省内：预计修复性增长。公司逐步加强对伊力王团购渠道的建设，一方面通过成立商会、招募优质团购商等方式加强渠道建设，一方面积极通过组织回厂游、建立“英雄会”会员体系等活动培育圈层客户。另一方面，南疆光瓶酒市场开拓有望带来收入新增量。预计 2024-2026 年疆内收入分别为 18.7/21.1/23.6 亿元，同比分别+10%/13%/12%。

2) 省外：全国化扩张规划下有望实现快速增长。伴随公司建立四川销售公司(2023 年)和将品牌运营公司迁至成都(2024 年)，公司全国化扩张尝试持续进行中。7 月疆外新品上市在即，在“英雄本色”的差异化竞争思路下，预计二代蓝王+壹号窖+大新疆的全新产品矩阵放量，将助力公司在省外维持较快增速。预计 2024-2026 年疆外收入分别为 6.9/9.6/12.5 亿元，同比分别+40%/40%/30%。

预测公司 2024-2026 年收入分别为 26.01、31.18、36.58 亿元，同比+16.6%、19.9%、17.3%，2024-2026 年归母净利润分别为 3.65、4.38、5.36 亿元，同比+7.4%、20.0%、22.3%。

我们与市场不同的观点:

在公司 2017-2020、2021-2024 的两轮改革调整中，公司逐渐完成了自营体系的建立并梳理出结构清晰、品牌矩阵。2024 年伴随公司新品陆续上市和营销体系转型的推进，在“疆内+疆外两条腿走路”的战略下，我们判断公司改革红利有望持续释放，从而驱动公司价值提升：

1) 公司成长天花板即将进一步打开。一方面在产品端：构建了疆内伊力王（团购）+老窖、特曲（流通）+光瓶酒（低端）、疆外以二代蓝王（定位 400 元+价格带）+壹号窖（100-400 元价格带）+大新疆（特色补充产品）为主的品牌矩阵。新品有望贡献收入新增量。一方面在市场扩张上：疆内保存量+开拓南疆市场，疆外开拓方面将充分利用新疆旅游热（针对流通和餐饮渠道）和援疆情结（主要为团购渠道）两个差异化优势彰显伊力特“英雄本色”。

2) 公司整体盈利能力有望提升。伊力王收回自营后利润有所改善，疆外自营新品价格带均在包销产品（大小老窖）之上，有望拉动公司产品结构上移，盈利能力提高。

估值与投资建议:

公司 2024Q1 业绩呈快速增长趋势，我们看好伴随公司营销体系改革，公司长期价值的凸显。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.7、4.4、5.4 亿元，同比+7.4%、20.0%、22.3%。8 月 1 日股价（16.7 元）对应 2024-2026 年 P/E 分别为 22/18/15X，首次覆盖给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

疆外新品上市、伊力王产品放量、全国化市场开拓、疆内团购渠道深化。

主要风险因素:

市场需求恢复不及预期的风险；新品推出进度不及预期的风险。

目 录

一、伊力特：营销模式改革驱动公司价值提升	5
二、2012 年以前：早期依托大商包销模式快速发展	9
（一）体制和地理因素形成独具特色的包销模式	9
（二）优势：早期依托优质大商资源，实现低成本快速扩张	10
（三）劣势：酒厂缺乏顶层管控和规划，持续成长能力受限	12
三、2013-2016 年：疆外销售下滑，产生改革契机	13
四、2017-2020 年启动第一轮调整，旨在改善疆外市场销售	14
（一）构建自营产品系列“壹号窖”	14
（二）由点及面，着手销售模式调整	14
（三）本轮改革效果：疆外收入实现恢复性增长，但仍有局限	15
五、2021-2024 年第二轮调整：内外并举，全面调整	16
（一）大单品伊力王收归自营，改革进入深水区	16
（二）公司整体营销模式同步调整，确立厂家“协销”定位	20
（三）外聘高级营销管理人才，重新梳理产品矩阵	21
（四）浙江商源：修复性增长，持续深耕江浙	22
六、未来展望：疆内+疆外并举，持续探索市场新增量	23
（一）收入端：新品到位+区域扩张，贡献收入增量	23
（二）利润端：产品结构上移，盈利能力提高	25
七、盈利预测与估值	27
（一）盈利预测	27
（二）相对估值	27
（三）绝对估值	28
八、风险提示	30
附录：	33
（一）公司财务预测表	33

一、伊力特：营销模式改革驱动公司价值提升

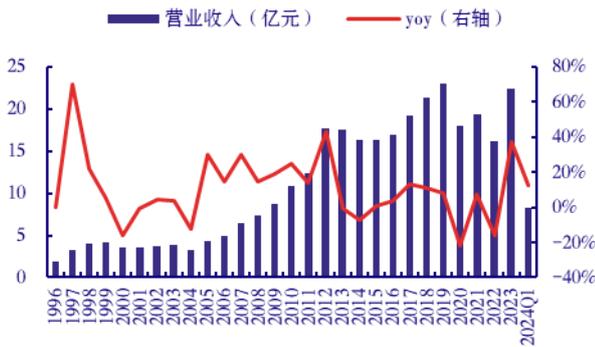
公司为新疆地产龙头白酒企业，素有“新疆第一酒”之称，主营产品包括伊力王、伊力老窖、伊力特曲和大曲等。复盘公司发展历史，我们认为营销模式的改革是影响公司发展的重要因素。公司历史上以经销商买断式包销模式为主，在公司发展早期阶段有其合理性。但随着白酒行业发展、市场竞争日趋激烈，公司自身营销板块的缺失日益成为限制其进一步发展的主要因素，特别是在疆外市场的拓展方面。公司对此也有清醒认知，近年来积极调整改革，逐步建立起自有营销体系，转型成为一家能力更为健全的消费品公司。我们判断这将：

- 1) 打开公司成长天花板。
- 2) 推动公司整体盈利能力提升。

从而驱动公司的价值提升。

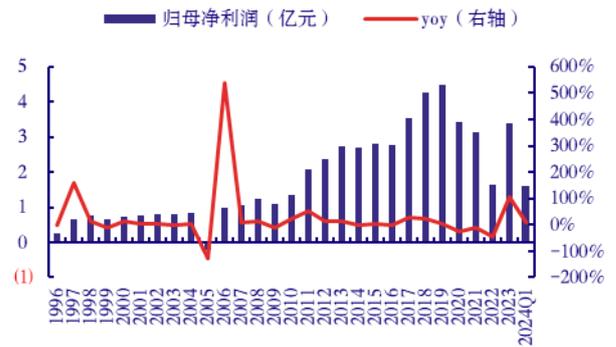
我们在本篇报告中详细梳理了公司营销渠道和产品改革发展历程。

图1：公司营业收入及增速情况



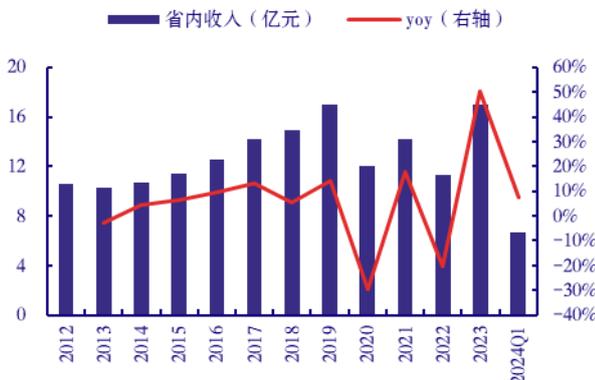
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司疆内收入



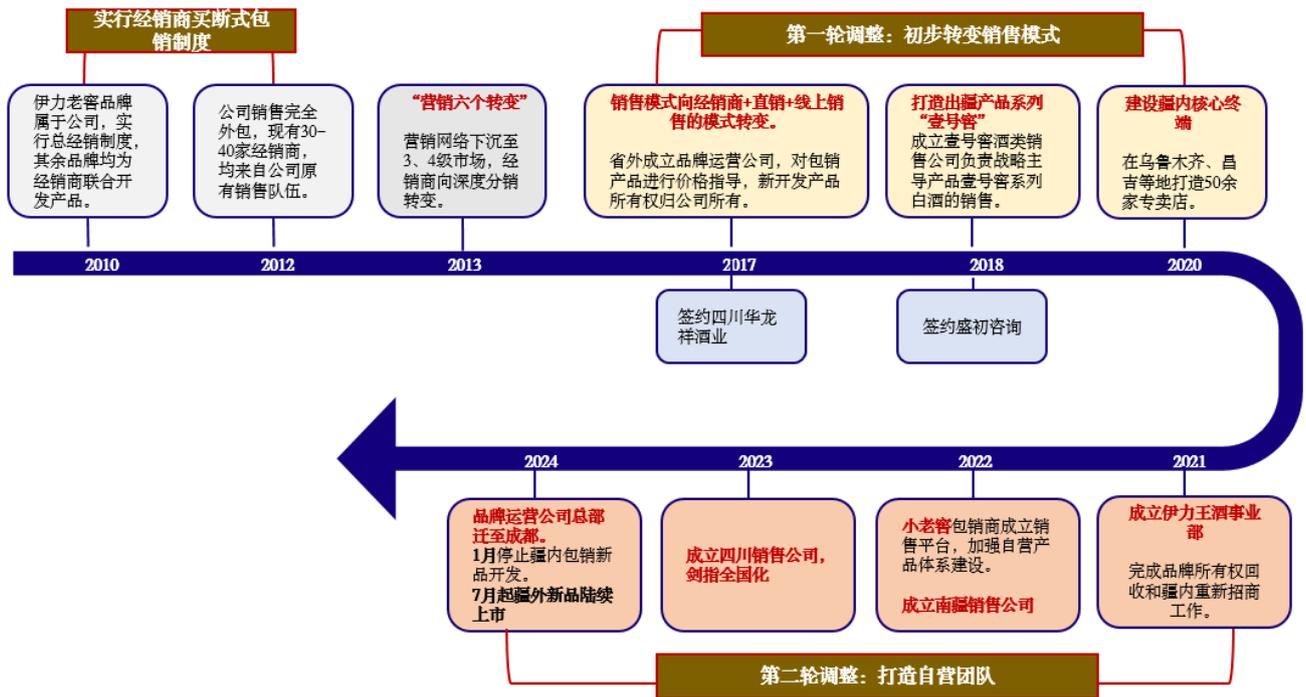
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司疆外收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：伊力特改革历程示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司 2021-2024 年营销模式改革的逻辑线



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

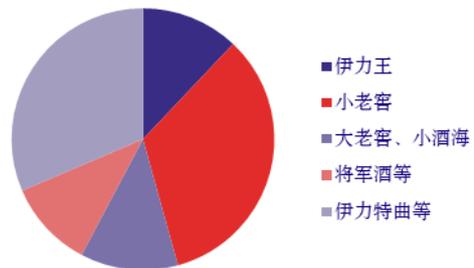
表1：公司现有产品矩阵情况

品牌系列	产品	推出时间	终端价 (元/500ml)	销售模式	开发商/经销商信息	销售区域	收入占比
高档产品							
伊力王	荣耀版 红王（50度,500+50ml） 蓝王（52度,500+50ml） 二代蓝王（52度,500ml）	2024年7月 1998年 2024年7月	800-900 450-500	自营 ①2021年前为包销,2021年之后收回自营。②招商以蓝王为主红王为辅。	- 经销商（上海卓君）开发	疆内通过大商渠道导入（团购为主） 疆外通过品牌运营公司推广	18%
	伊力开元	黄开元（55度,500ml） 黑开元（53度,500ml） 蓝开元（52度,500ml）	1399 700+ 500+	初期为经销商开发特供酒,2023年被公司收回,计划作为高端产品线量产	伊力开元酒业	疆内/疆外	
	壹号窖	喜庆版（68度,1L） 文明版（52度,500ml） 和谐版（52度,500ml） 壹号窖（20） 壹号窖（15） 壹号窖（10）	2018年11月 2024年7月	1900 800-900 300 200 100	自营（面向全国的第一款自营战略产品系列） 自营	盛初咨询为公司打造的高端产品系列 品牌运营公司负责招商、运营	疆外 疆外
大新疆	蓝版（52/43度,500ml） 红版（52/43/38度,500ml） 经典（52/43/38度,500ml）	2024年7月	300-400 200-300 70-80	自营	品牌运营公司负责招商、运营	疆外	
将军酒	将军酒（49.8度,500ml） 将军贡（52.8度,500ml） T15（51.8度,500ml） T12（50度,500ml） T10（52.8度,250ml）	2021-2022年	369 168 688 399 200+	开发产品,包销	新疆众成恒通国际贸易有限公司（将军集团）开发	疆外	
伊力特 1978 (改革开放)	至臻（42度/52度,500ml） 功成（42度/52度,500ml） 定胜（42度/52度,500ml）	2023年	600 300-400 200-300	开发产品,包销	伊力特品牌管理公司 实行厂商1+1深度协销	疆外	
伊力老窖	小老窖（46度,250ml） 大老窖（52度,500ml） 十年精酿（46/50度,250/480ml） 小酒海（46度,250ml） 一带一路（46度,255ml）	1993年推出,2021年1月镀金时光焕新上市 2016年 2013年11月	160+ 100-110 120-130（50度） 300 120-130	2022年由总代模式改为“糖烟酒+品牌运营公司+电商”共同运营 总代模式 开发产品	伊犁糖烟酒公司 新疆宗泰永盛 - 乌鲁木齐双窖恒 四川华龙祥	疆内包销/ 疆外更换包装实现和疆内产品有效区隔 疆内/疆外 四川等地	41% 7%（大老窖+小酒海）
中档产品							
伊力老陈酒	38/42/50度,500ml		100	包销,低度版(40度以下)为浙江商源包销,2018年后品牌运营公司在疆外与原有经销商平行销售	浙江商源等经销商	疆内/疆外浙江等地	25%
伊力特曲	36/43/52度,500ml		40-60				
低档产品							
伊力大曲	50度,500ml		30	包销		疆内	8%

注：标灰产品为公司当前核心产品。资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司各产品收入历史占比


注：伊力老窖包含大老窖、小老窖、小酒海等产品
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司 24Q1 各产品收入占比


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、2012 年以前：早期依托大商包销模式快速发展

（一）体制和地理因素形成独具特色的包销模式

我们分析公司买断式包销模式的形成与其组织结构及疆内独特的地理区位条件均有关系。

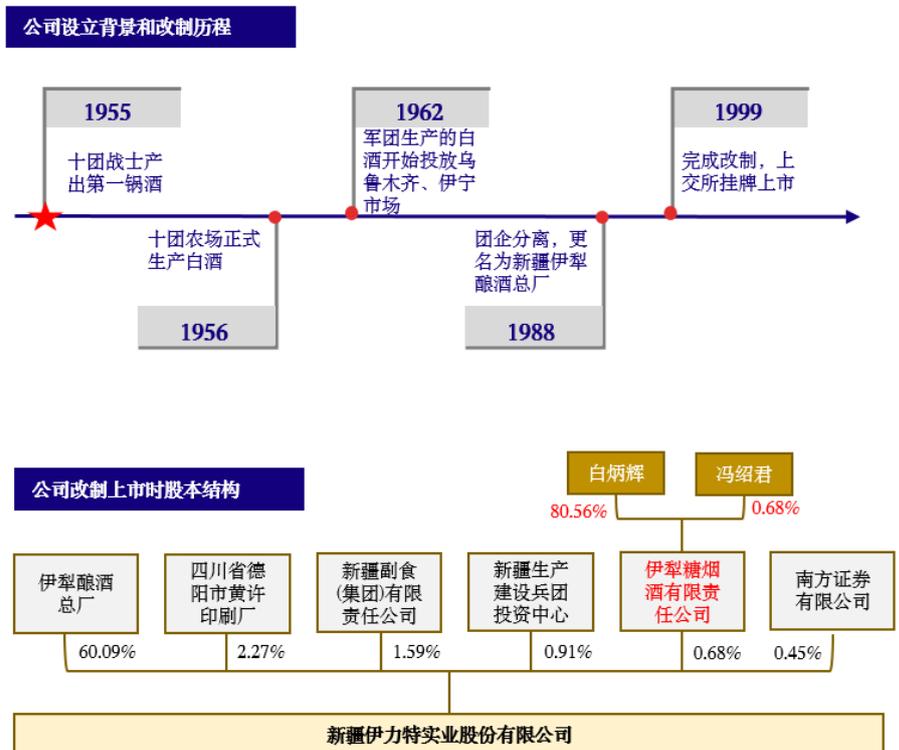
一方面，作为由兵团改制而来的上市公司，公司在改制重组时股权结构中即有大商参股，与大商历史合作渊源深厚，关系紧密。

具体来看：公司缘起于英雄三五九旅七一七团，军垦战士在新疆开垦荒地，种地产粮。1953 年七一七团改编为农四师十团，1969 年改成 72 团。

1955 年 11 月，军团战士成功生产出第一锅酒。1956 年，十团农场正式生产白酒。1962 年，军团生产的白酒开始投放乌鲁木齐、伊宁等市场。1988 年团企分离，更名为新疆伊犁酿酒总厂，1999 年，由伊犁酿酒总厂作为主发起人，联合四川德阳黄许印刷厂、新疆副食（集团）有限责任公司、新疆生产建设兵团投资中心、伊犁州糖烟酒有限责任公司、南方证券有限责任公司等五家法人单位对公司进行改制，并在上交所挂牌上市。其中新疆伊犁酿酒总厂持股 1.3 亿股，占比 60.09%，四川省德阳市黄许印刷厂/新疆副食(集团)有限责任公司/新疆生产建设兵团投资中心/伊犁糖烟酒有限责任公司/南方证券有限公司分别持股 2.27%/1.59%/0.91%/0.68%/0.45%。

其中伊力老窖（46 度）、伊力王的经销商白炳辉、冯绍君均为伊犁糖烟酒责任公司股东。

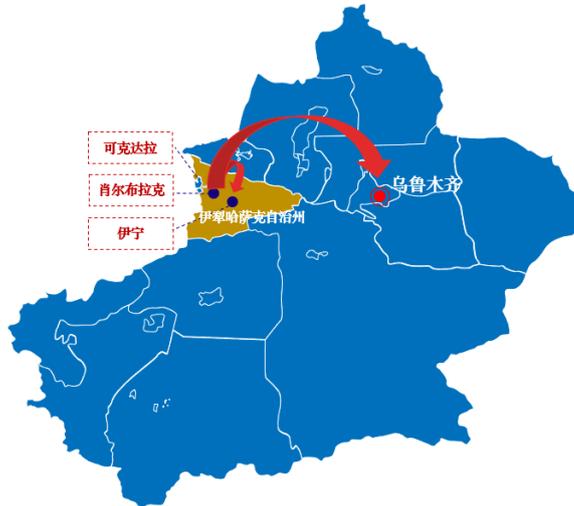
图9：公司改制经过及改制时股本结构



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

另一方面，新疆具有特殊的地理区位条件：相较于其他省份，新疆市场地广人稀，厂家销售力量辐射半径和管理深度受限，且不经济。公司总部生产基地位于伊犁肖尔布拉克，公司产品销往伊宁、乌鲁木齐等地，市场距离工厂较远，运输成本高，公司触达终端的难度较大。在包销模式下，公司可以借助经销商的渠道分销资源和渠道管理能力进行产品销售，且有效降低了物流运输费用、市场管理费用等费用投入。

图10：新疆地广人稀，厂家销售力量辐射半径和管理深度有限



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

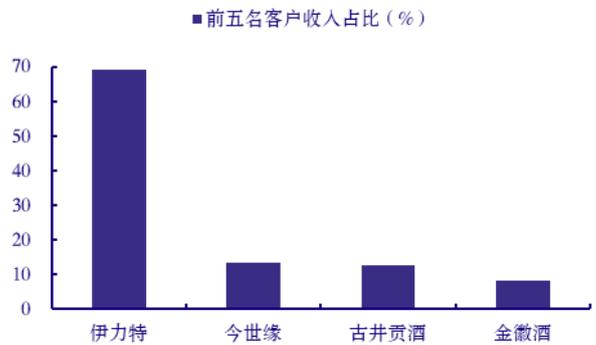
因此，公司形成了一种以经销商买断为主的包销模式。在这种模式下，公司只负责产品生产，产品包装设计、宣传推广、销售环节均由经销商负责。大商话语权高，对收入贡献占比大。历史上公司前五大客户销售收入占比基本维持在60%以上（除2013年），显著高于可比公司平均水平。

图11：公司前五大客户销售收入占比高



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：公司前五大客户销售收入占比显著高于可比公司



注：图中为2023年报数据

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（二）优势：早期依托优质大商资源，实现低成本快速扩张

包销模式下，公司产品销售和渠道开拓完全依赖经销商，如伊力王由经销商冯绍君（经销公司上海卓君）开发，伊力小老窖（46度）由伊犁糖烟酒公司开发，而新疆宗泰永盛是伊力大老窖（52度）的全国总代理，特曲系列由20余个经销商负责。除伊力老窖系列品牌实行总经销制度，品牌所有权隶属于公司外，其余品牌均为经销商开发、持有。

表2：公司主要经销商及其开发产品

经销公司	经销商	开发产品	产品图片	产品价格带	产品销售区域（包销时期）
上海卓君酒类贸易中心	冯绍君	伊力王酒		定位高端	疆内乌鲁木齐等地
伊犁糖烟酒有限责任公司	白炳辉	小老窖		200元（500ml计）以下价格带	疆内市占率具有绝对优势，2021年镀金时光开始投放浙江、江苏市场
新疆宗泰永盛商贸有限公司	韩宗清	大老窖		百元左右价格带	疆内
浙江商源供应链股份有限公司	朱跃明	40度以下低度酒		中低价位为主	浙江地区专营
新疆玖广源贸易有限公司	王栋	伊力特柔雅、典藏系列等		中低价位为主	疆内

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在行业和公司发展早期阶段，大商买断式销售模式有一定的优势：由于具备品牌所有权和销售掌控权，经销商获得充分激励去开拓市场。这个过程中，酒厂借助大商在区域市场的销售资源优势，以较低的成本获得了较快的发展。2004-2012年，公司省内收入复合增长率达22.5%，而相比其他区域性酒企，公司销售费用率水平显著更低。

表3：区域酒企省内收入和销售费用率对比

	省内收入（亿元）		省内收入增速		销售费用率	
	伊力特	天佑德酒	伊力特	天佑德酒	伊力特	天佑德酒
2008	7.3	2.4	10%		5%	11%
2009	8.7	4.3	42%	78%	7%	10%
2010	10.9	6.0	14%	32%	7%	10%
2011	12.3	8.4	25%	25%	7%	11%
2012	17.6	12.0	44%	34%	8%	12%

注：其中古井贡酒选用华中区域收入计算

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

► **冯绍君开发伊力王**：1998年包装上线的高端产品“伊力王”系列来自伊力特经销商，伊犁糖烟酒有限责任公司、上海卓君酒类贸易中心高管冯绍君的灵感。该经销商在包装升级防伪（2000年纸盒替换为铁盒、2003年外包装上设16处防伪标、2007年成立专职打假队伍）、质量把关（曾销毁价值几百万元的不合格酒瓶）、广告宣传（自己出资在乌市投入放百万广告）等方面投入颇多，造就了伊力王品牌的成长，2014年品牌销量破亿，2019年以前产品保持每年近30%的收入增速。是公司疆内中高价位核心产品。

图13：伊力王品牌历史销售收入及增速


资料来源：公司公告，《时代先锋》：十年枕冰故人在，初心不改真英雄（李赛渊），中国银河证券研究院

图14：伊力王品牌历史收入占比


资料来源：公司公告，《时代先锋》：十年枕冰故人在，初心不改真英雄（李赛渊），中国银河证券研究院

► **浙江商源协助开发浙江市场**：1998 年公司与浙江商源达成合作，使其成为公司低度伊力特全国总代理，较早的占领了浙江白酒蓝海市场。浙江商源根据浙江人的饮酒口味因地制宜的开发了低度老陈酒、低度伊力特曲等 40 度以下新产品，并通过免费送酒、买断终端等方式成功进入市场。2004 年公司在浙江市场销售额突破亿元，2010 年销售额攀升至 3 亿元。目前浙江仍是公司省外第一大市场，单省收入占公司省外收入比重在 70%左右。

图15：经销商对伊力王的运营情况

伊力王市场运营情况	
2001	包装升级：纸质外盒变为铁质，申请独立包装线
2003	防伪升级：在外包装上设置 16 处防伪标识
2007	成立专职打假队伍，既宣传防伪知识又寻找制假窝点
2010	销量爆发式增长
2014	销量破亿
2019	保持每年30%以上增量

资料来源：公司公告，《时代先锋》：十年枕冰故人在，初心不改真英雄（李赛渊），中国银河证券研究院

图16：借力浙江商源，公司浙江省收入增长迅速



资料来源：公司公告，《成功营销》：朱跃明 一条资本链和一组企业集群，中国银河证券研究院

（三）劣势：酒厂缺乏顶层管控和规划，持续成长能力受限

伴随白酒行业发展、市场竞争日趋激烈，公司买断式包销的缺陷也逐渐暴露：

1) **酒厂缺乏对整体产品矩阵的顶层管控和规划**。经销商拥有开发产品自主权，造成产品系列过多，且部分疆外开发产品回流至疆内，侵蚀公司核心产品线，造成产品重心不突出和部分小酒厂造假等问题。尽管公司 2009-2010 年开始有意对部分联合开发、销量贡献较小的品牌进行清理，但由于公司销售很大程度上依赖大经销商，干预程度受限。

2) **公司的持续成长能力受限**。大商的资源能力在公司发展早期阶段贡献比较明显。但大商的资源能力有天花板，依赖于区域，可复制性差，长期成长动力欠缺。从长期看，厂家的销售能力更具备持续发展基础，且在白酒行业日趋竞争激烈的情况下，厂家销售能力向前延伸至终端、以及相互之间的比拼，成为抢夺市场份额的关键因素。因此改革势在必行。具体到伊力特公司情况，在疆内市占率提升遇到瓶颈时，公司无法依托现有销售模式进一步向疆外市场扩张。从历史数据来看，公司 60%-70% 销售收入来自疆内，疆外收入主要由浙江商源在浙江区域的销量贡献。但浙江商源的经验不具备可复制性，2021 年以前公司省外经销商数量始终未突破十家，区域扩张进程受阻。

三、2013-2016年：疆外销售下滑，产生改革契机

2014-2016年，公司疆外收入连续下滑，主因浙江商源收入下滑，而省内收入持续稳步增长。一方面浙江商源渠道存在老化、创新不足等问题，另一方面，商源收购红酒企业（楼兰酒庄，2017年新三板上市）使得重心分散，内部股东亦存在分歧。

图17：公司 2013-2017 年疆外收入下滑



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：公司 2012-2017 年疆内收入稳步增长



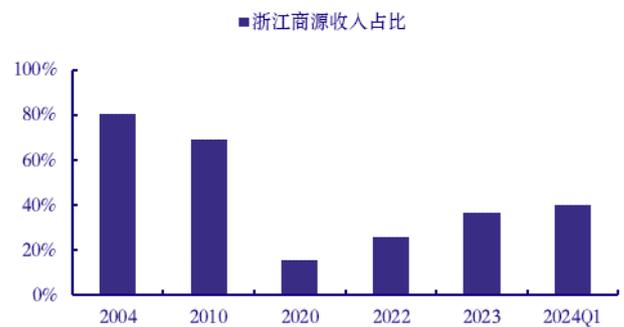
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图19：浙江商源销售额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：浙江商源在公司省外收入中占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

浙江商源收入的下滑和行业调整期使公司意识到过往完全依靠经销商的销售模式存在缺陷。**2013-2016年，公司开始在战略上提出转变经销模式，虽然没有直接改变包销的销售模式，但逐步开始重视对品牌的自主性培育和品牌宣传。**

2013年提出“六个转变”，推动经销方式从单一批发向深度分销转变，运营模式从产品经销向品牌经营等转变，注重“英雄文化”品牌调性的宣传推广，提出“稳固提升”维系品牌形象的王酒系列产品销量，“扩容”引领消费升级的老窖、老陈、特曲系列“腰部”产品销量，“增大”县乡村为目标的大曲系列“腰部以下”产品投放量。

2014年开始引导营销网络下沉至三、四级市场，经销商向深度分销转变。

2016年7月新任董事长陈智上任，提出“走出去策略”，公司开始以此为契机对营销模式进行实质性调整。

四、2017-2020 年启动第一轮调整，旨在改善疆外市场销售

公司此轮销售经营调整主要为解决疆外收入逐年下滑问题，在 2017-2020 年之间，公司陆续完成了重新构建产品矩阵，调整销售模式、组建自营团队等方面的尝试。

（一）构建自营产品系列“壹号窖”

2017 年公司提出销售模式由包销向经销商+直销+线上销售的模式转变，2018 年经销商大会上进一步提出“稳定发展疆内市场，大力开拓疆外市场”的发展目标。为了对现有问题进行彻底改革，公司借助外部咨询机构力量，与盛初咨询开展了合作。2018 年 11 月公司与盛初咨询合作推出了公司历史上第一款自营产品系列——壹号窖。该产品系列包含定位于 200-600 元价格带的三支次高端产品，以及定位于 800 元+价格带的高端产品。

表4：壹号窖系列产品

产品定位	产品名称	产品规格	产品价格（元）	产品图片
高端价格带	文明版	52 度，500ml	1900	
	和谐版	52 度，500ml	800-900	
次高端价格带形象产品	黄金窖池 20	52 度，500ml	568	
		46.8 度，500ml	558	
		39 度，500ml	548	
中高端价格带主销产品	黄金窖池 15	52 度，500ml	388	
		46.8 度，500ml	378	
	黄金窖池 10	52 度，500ml	268	
		46.8 度，500ml	258	
		39 度，500ml	248	

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

该系列产品推出后，1) 补足腰部价格带和高端产品线。公司原有产品矩阵包括 400-500 元的伊力王和 200 元以下产品，缺乏 200-400 元之间的次高端腰部价位段产品，新产品补充腰部价格带和高端产品线产品矩阵更为全面。2) 作为公司开拓疆外的有力武器。壹号窖上市的规划定位便是巩固疆内市占率，同时作为伊力特品牌出疆的代表，进行全国化扩张。新品发布会上董事长陈智明确提出“伊力壹号窖将承载起伊力特出疆的历史使命，实现跻身中国白酒二线品牌的战略目标。”

为此公司专门成立了由公司直属直管的壹号窖酒类销售有限公司，专门负责品牌运营和销售工作，以厂家半控价的模式，面向全国招募经销商。

（二）由点及面，着手销售模式调整

作为主攻次高端价格带的系列产品，壹号窖的推广需要公司自身品牌力的反哺，以及持续的资源输出和市场调控，原有的包销模式无法满足次高端价格带产品的运营需求。以自营产品系列壹号窖为抓手，公司开始着手组建自营团队，并由点及面，进行了一系列配套改革举措。

1) 产品方面：①首次全面梳理构建品牌矩阵发展策略。在 300 多个开发和自营新品中梳理出 1+2+3+X 品牌发展战略，包括“1”个核心品牌（壹号窖）+“2”个高端形象产品（伊力指示+伊力王）+“3”个核心基石产品（伊力老窖、伊力特曲、伊力柔雅）+“9”大战略核心单品。对已有产品条码进行删减并规定了单次开发条码的上限数量要求，针对新品开发制定详尽规则，一定程度上解决了过

往开发产品条码过多的乱象。②对壹号窖产品自营自销，对包销产品进行价格指导，加强对产品的管控力度 2) 组织架构方面，2017 年公司先后成立品牌运营公司和销售公司，尝试搭建公司自己的销售团队，开拓疆外市场。其中品牌运营公司由公司和经销商合资建立，公司持股 51%，老经销商持股 49%。由厂家输出全套经营销售组织，以厂商共建、共同管理的方式，通过聚合现有伊力特专销商体系中的优秀系列产品和开发疆外市场专属新产品这两条路径，力图实现品牌向外的市场扩张与销售增量。

该品牌运营中心成立后：

①老商可通过持股享受疆外市场开拓利益，保障了老商权益和经销积极性。

②运营公司新开发产品所有权开始归属于公司，同时公司对包销产品进行价格指导。向疆外销售的开发产品必须通过品牌运营公司对外招商，加强公司对经销商开发产品的管控。

③以品牌运营中心为媒介面向全国招商，并对经销商设置一定的任务门槛和对赌协议，取消经销商永久任期制度，着力打造 10 亿元、5 亿元重量级经销商，对无网络、无团队、无客户资源的“三无”经销商进行清理整顿，增加经销商队伍能动性，提高经销商质量。

2019-2020 年，公司开始加快核心营销区域的市场拓展力度，疆内加强核心终端建设，在乌鲁木齐、昌吉等地打造 50 余家线下专卖店；疆外利用春糖等场合积极招商。从经销商数据来看，2019/2020 年品牌运营公司的疆外经销商数分别净增 39/25 家。从省外销售数据来看，2017-2018 年公司省外销售收入分别同比+16%、35%，呈现恢复性增长。

图21：公司积极利用糖酒会等面向疆外招商



资料来源：糖酒会官网，中国银河证券研究院

图22：公司经销商数量变化情况（个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）本轮改革效果：疆外收入实现恢复性增长，但仍有局限

在此轮调整中，公司初步进行了品牌矩阵梳理和自营销售团队建设的尝试，并自主性进行疆外市场扩展。在新品和渠道变革的拉动下，公司省外收入实现恢复性增长，2017-2020 年省外收入分别同比增长 16%/35%/4%/3%，省外收入占比自 27%提升至 33%。

但改革存在一定局限性。一方面主推的壹号窖产品为全新产品，在疆外品牌影响力不足，不具备持续创收潜力。另一方面系列内产品较多、度数较杂，产品矩阵重点不突出。另一方面公司“1+2+3+X”的产品矩阵中价格带重合、产品定位不明确问题依然存在，且大多仍为开发产品，公司掌控力不足。

五、2021-2024 年第二轮调整：内外并举，全面调整

2020 年受疫情扰动，公司疆内收入下滑（2020 年疆内收入同比-29%）。新疆市场作为公司的大本营市场，其收入端承压为公司提供了新的改革契机。在行业竞争加剧和疆内消费升级背景下，公司将改革抓手首先放在了次高端价格带大单品伊力王酒上。

（一）大单品伊力王收归自营，改革进入深水区

原有包销模式缺陷暴露。伊力王 1998 年由经销商冯绍君（上海卓君酒类贸易中心）开发，为公司高端产品线重要单品。依靠优质大商的资源投入和有别于疆内竞品的先发优势，伊力王在 2010 年后曾实现销量爆发式增长，2014 年销售收入破亿，且多年保持 30% 以上同比增速。但伴随疫情下疆内消费景气度下行和全国名酒进疆的挤压，原有的包销模式面临增长乏力的问题。2020 年伊力王品牌收入约 2.7 亿元，占比约 15%，收入同比下降近 20%。

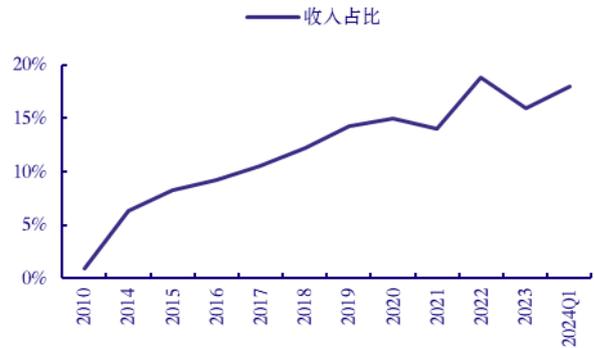
图23：伊力王品牌历史销售收入及增速



注：2023 年及 2024Q1 数据不包含浙江商源销售额

资料来源：公司公告，《时代先锋》：十年枕冰故人在，初心不改真英雄（李赛渊），中国银河证券研究院

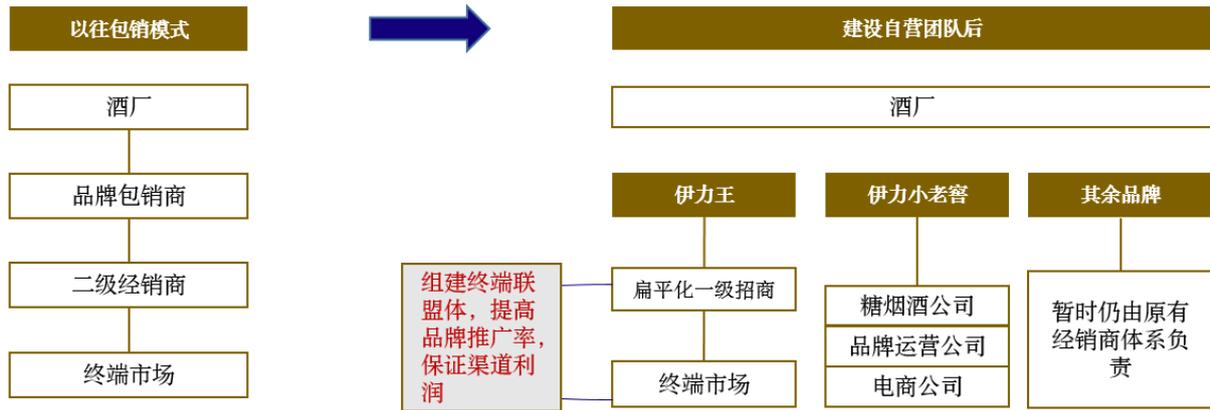
图24：伊力王品牌历史收入占比



资料来源：公司公告，《时代先锋》：十年枕冰故人在，初心不改真英雄（李赛渊），中国银河证券研究院

逐步收回自营。2020-2021 年公司开始着手准备品牌收回工作，2020 年 5 月自营生产线基本建成，2021 年 2 月开始生产自营版伊力王，2021 年 7 月正式伊力王品牌所有权。为和老版包销产品区隔，公司 2021 年 Q2 开始停货去库存工作，最初预计 6 个月左右时间完成，受疆内疫情制约，消化时间延长，公司 2023 年亦通过回购方式收回部分老版产品（1.2-1.3 亿元）。至 2024 年一季度，老商库存已基本消化完毕。

图25：公司 2021 年品牌运营模式调整情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：伊力王品牌运营模式调整过程



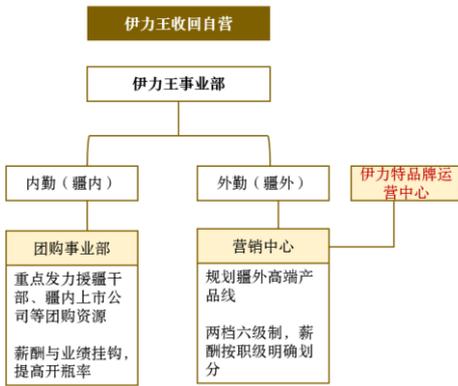
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

此轮伊力王调整主要有几方面转变：

①**组织上：成立王酒事业部，组建自营团队。**伊力王品牌由包销转向自营，公司对品牌和终端市场的自主权大大提升。2021年7月正式完成品牌所有权的收回交接工作后，成立伊力王酒事业部，初步完成销售团队组建，在继续与原有大商合作的基础上，面向疆内进一步招募优质经销商。2022年起进一步调整为一级经销商代理的扁平化营销模式，目前主要以团购渠道为主进行市场开拓。公司开始通过品牌运营公司面向全国招募优质大商，进一步打开疆外市场。通过伊力王品牌的实践，公司开始逐渐摸索出自主招商、品牌宣传和服务渠道和终端市场的经验。

目前公司伊力王营销团队处于初级阶段，未来将重点发力解决渠道利润不足、竞品进入和渠道服务不够等问题。

图27：伊力王品牌收回自营



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

②渠道端：疆内发力团购渠道，疆外重视开瓶率。根据伊力王定位于次高端的品牌调性，开始由流通渠道转向发力于团购渠道。2022年公司建立团购事业部，明确伊力王疆内以团购渠道为主。相比过去大批发模式下的流通渠道，自营团购渠道的毛利和收入更高。公司实行“厂家-一级经销商-终端”的扁平化运营模式，并积极搭建终端门店，注重终端消费者培育工作，利用兵团资源重点发力援疆干部、疆内上市公司等核心意见领袖，2022年5月公司完成了疆内11个区域经销商布局工作。2024年4月进一步成立新疆伊力王经销商商会，加强厂商联动关系。

疆外过去伊力王主要以礼赠为主，未来将重点注重提升产品开瓶率，积极与有团购资源的经销商开展合作，加快切入政商务体系，重点开发江苏、浙江等样板市场。

③产品方面：细化产品定位，并做疆内外产品区隔。公司对疆内疆外产品进行区隔，并辅以不同的运营策略。**疆内**仍采用2001年改版后沿用至今的经典铁盒包装以蓝王为主要招商大单品，重点发展团购渠道，红王主攻婚宴，7月推出立足800元以上高端价格带的荣耀70产品，拔高品牌价值。

疆外计划7月推出二代蓝王，与一代相比主要有几方面变化：

- 1) 性价比提高：删掉了内含的小酒和鸡缸杯，但酒质将有提升，靠产品品质区别于一代。
- 2) 更适应疆外市场需求：一代包装为铁盒，瓶盖内含软木塞，需要向上拨开，从包装上符合疆内西域审美文化和开瓶习惯，但在吸引疆外消费者方面就有一定局限性。二代盒子材质和开瓶方式上都与一线名酒保持一致，更适应市场需求。
- 3) 渠道利润增厚：包装改变后二代蓝王成本预计下降近50元，该部分节约费用将会让利给经销商。而终端售价预计将高于一代产品，加之目前产品渠道价格不透明，渠道利润增厚。

表5: 伊力王产品系列

销售区域	产品	价格带	产品图片	产品定位
疆内	荣耀 70 (52 度, 500ml)	800+		定位高端
	蓝王 (52 度, 500ml)	400-500 元		核心单品, 重点招商
	红王 (50 度, 500ml)	400-500 元		主攻婚宴
疆外	二代蓝王 (52 度, 500ml)	400-500 元, 价格略高于一代		次高端团购渠道

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

④ **品牌宣传上: 重视品牌培育, 积累核心圈层。**过去公司重心放在产品生产, 保证酒质方面, 品牌宣传较少, 收回自营后公司开始重视品牌宣传和核心意见领袖培育。2021 年公司提出调整广告投放比重, 对核心品牌更聚焦, 将广告投入费用 80%-90% 倾斜至伊力王品牌。当年在疆内机场、高铁站、楼宇大屏等场合投放大量空中广告。2022 年开始布局央视全天候广告, 并在乌鲁木齐等城市布局高端酒店陈列展。

图28: 伊力王在车站进行广告投放



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图29: 伊力王在疆内广告露出较多



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

除了空中广告, 公司亦重视对终端门店的建设和 BC 联动, 2023 年积极开展“扫码中大奖”、“醉美终端评选”等活动, 举办伊力王品鉴会百余场, 触及更多核心消费圈层。**伴随新品上市, 公司预计未来将以伊力王英雄会等会员体系的组织模式, 将现场体验营销和圈层私域销售聚合, 进一步加强伊力王酒“英雄本色”、“冰川河谷”等特色标签打造, 以差异化竞争夺取市场。**

图30: 伊力王品牌收回自营后的积极变化

	改革前		改革后
组织上	完全依赖开发商包销, 公司无销售团队。	➡	组建自营团队, 开始亲自参与招商、品牌宣传、服务终端等工作。
渠道端	流通渠道为主, 渠道管理粗放, 利润较低。	➡	发力团购渠道, 出厂价和渠道利润均有所改善。
产品结构	开发产品较多, 重点不突出	➡	招商以蓝王为主, 红王为辅。开发新品T35 占位800元价格带, 团购渠道重点导入。
品牌宣传	品牌宣传较少。	➡	广告费用投入向品牌倾斜。空中广告投放+终端消费者培育并驾齐驱。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

调整初见成效，未来有望放量。

1、收入端

2023 年伊力王实现收入超 4 亿元（不包含浙江商源部分），实现恢复性较快增长。**短期看**，2024 年伴随老品库存消化完毕和新品推出，预计伊力王将延续良性增长。**从 2-3 年维度看**，公司将把伊力王作为次高端价格带核心大单品重点打造，逐步培育圈层客户，差异化切入市场竞争。收入规模预计有望持续增加。

2、利润端

公司层面：拉动盈利能力提升。①**价格端**：收回自营后，伊力王出厂价提升约 20%，通过持续性库存和价格管理（价格双轨制+控盘分利），伊力王当前市场价格良性，渠道库存健康。②**费用端**：收回自营后，公司对费用管控的自主权大幅提升，且渠道扁平化后费用投放效率提高，费用损耗降低。③**毛利端**：拉动产品毛利率和净利率提升。从公司整体产品结构角度来看，之前收入占比较高的伊力老窖等产品均位于 200 元价格带以下，伊力王作为定位于 400 元以上价格带的次高端大单品，有望拉动公司产品结构上移，提高公司整体毛利率。

经销商层面：1）扁平化加厚渠道利润。在包销模式下，产品由一级包销商卖给二级、三级经销商再销售至终端门店，渠道利润在层层传递中损耗价高。现有扁平化渠道运营模式下，直接由一级经销商对接终端门店，增加了渠道利润。同时在厂商 1+1 的深度协销模式下，公司协助经销商对终端进行费用投入，完成消费者培育等工作，通过加强与终端商的粘性互动，有效拉动产品动销，提高经销商渠道利润和销售积极性。**2）二代产品渠道利润进一步提高。**疆外二代蓝王包装成本下降，公司将该部分费用节约让利给经销商，而二代终端售价预计高于一代，加之产品推行初期渠道利润不透明，渠道利润较为丰厚。

（二）公司整体营销模式同步调整，确立厂家“协销”定位

配合伊力王收回自营的产品调整，公司也对整体销售模式和团队建设进行同步调整。继 2017 年成立品牌运营中心、2021 年成立电子商务中心后，2022-2023 年进一步成立**新疆销售公司、四川销售公司**，并组建起销售团队。2024 年公司品牌运营公司迁至成都，提出打造“成都+乌鲁木齐+总部”基地，进行品牌复兴和市场重构。

表6：公司现有销售子公司情况

销售子公司	成立日期	公司经营情况
新疆伊力特销售公司	2017.2	-
新疆伊力特南疆销售有限公司	2022.4	主销低端光瓶酒，开拓南疆市场。
四川伊力特酒类销售有限公司	2023.11	赋能公司走出新疆，开拓疆外市场。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于销售模式差异，公司历史销售团队人数显著低于同行业可比公司，但近年来整体呈上升趋势，伴随公司自营占比提高，在大力招商的同时，公司在年初厂商合作发展年会上亦提出 2024 年将扩充营销队伍，持续完善团队建设，推动品牌精细化运作。2023 年公司南北疆销售人员已有 40 余人，同时公司积极内部培养 80、90 后年轻干部，并逐步完善薪酬结构、激励制度，内部发展基础逐渐建立。

短期来看，公司对销售团队的定位仍以“协销”为主。①针对伊力王等次高端价位大单品，公司重点在于招募有资源的优质**团购商**，利用其成熟的团队和较专业的渠道运营经验，通过成立商会等方式（2024 年 Q1 针对伊力王成立商会），对经销商做统筹管理，同时充分调动经销商积极性，发挥已有资源优势。②在重点市场和样板市场以地级和区县级为主招募**渠道商**，进行渠道开拓。

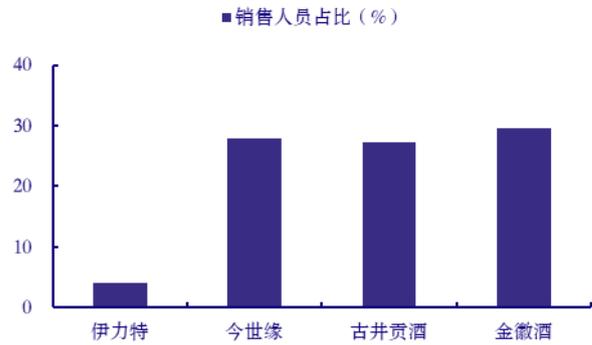
2024 年伴随大新疆、壹号窖等自营新品陆续上市，预计营销团队会持续完善。

图31：公司销售人员数量增加



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图32：公司销售人员占比显著低于可比公司



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（三）外聘高级营销管理人才，重新梳理产品矩阵

外聘高级营销管理人才。公司 2023-2024 年新增部分高管人员，其中外聘的外部董事李小刚总和副总经理李长春总均有上市酒企长期工作经验，市场营销领域经验丰富。另几位副总经理为公司内部提拔，主要来自生产、销售等部门，对公司产品和业务模式了解程度高。

表7：公司 2023-2024 年新增管理层人员

姓名	职务	任职日期	过往履历
李强	总经理	2024 年 4 月	曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒一厂厂长，总工程师，公司副总经理。
李小刚	外部董事（主管销售）	2024 年 1 月	曾在 泸州老窖 大区销售经理、营销公司董事长，有白酒行业 20 余年工作经验，擅长企业营销、管理与品牌打造等工作，在创新营销管理模式和营销战略战术方面成绩显著。
李长春	副总经理（主管销售）	2023 年 12 月	曾任四川华润蓝剑公司主管、 舍得酒业 营销公司副总经理、全兴酒销售公司总经理等职。
林屹东	副总经理（主管销售）	2023 年 4 月	曾任伊力特基建部部长、生产设备部副部长。
费伟	副总经理（主管生产）	2023 年 9 月	曾任新疆伊力特实业股份有限公司制曲中心主任，酿酒三厂副厂长。
赖良	副总经理（主管生产）	2023 年 9 月	曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒三厂厂长。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

重新梳理产品矩阵、渠道体系以及市场定位。新任营销高管对公司产品结构进行重新梳理，逐渐形成了北疆团购渠道“蓝王为主+红王主攻婚宴+荣耀产品主攻高端（7月上市），流通渠道以老窖、特曲系列为主”、南疆直销低端光瓶酒、疆外“二代伊力王（400元+价格带）+壹号窖（100-400元价格带）+大新疆（特色补充产品）为主的**品牌矩阵**。壹号窖与大新疆作为公司焕新推出的新品，将在7月正式上市，主要布局成都、江苏、浙江、上海、河南等地，打造样板市场。

1、壹号窖：补位空缺价格带，品系进一步精简

相较于 2018 年推出的老版壹号窖，新品具有以下特点：

1) **价格定位更清晰**，三款产品分别定位 100、200、300 元，精准补充了低端光瓶酒和次高端伊力王之间的价格空缺，定位次高端，整体价格带较老版产品有所下移，同时放弃了此前的高端产品线。

2) **产品系列更精简**。老版壹号窖有 39、46.8、52 度三个版本，产品系列冗杂，新品统一为 52 度，在度数和规格上都更统一。

2、大新疆：输出新疆文化，主打差异化

大新疆在包装上添加了新疆版图设计，作为形象产品输出疆外，与内地产品相比差异化显著。为壹号窖和伊力王在疆外的补充特色产品。

3、伊力老窖：与包销商合作共赢，加强市场秩序管控

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

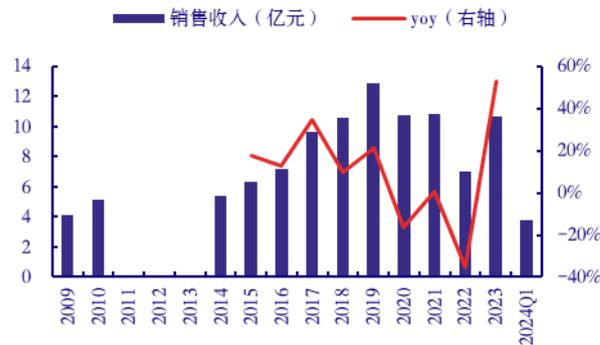
伊力老窖（52 度大老窖和 46 度小老窖为主）在公司收入构成中占比较高，历史平均在 40%以上。2018 年老窖系列销售收入突破 10 亿元，是收入占比最高的品牌。**大小老窖目前仍为大经销商专营运营模式，但公司近年通过一系列变革加强了对产品渠道的掌控力，且两家经销商为长期合作伙伴，与公司沟通较为顺畅。**

1) 2021 年对伊力小老窖进行焕新升级，“镀金时光”系列占位 80 元价格带（250ml 计）。

2) 2022 年将产品由总代模式改为糖烟酒公司+品牌运营公司+电商共同运营，进一步激发品牌活力。

3) 2024Q1 对大小老窖进行控货稳价，提价幅度在 10%左右。当前看老窖产品价格盘稳定。公司未来会协助专营公司继续推动产品全国化，作为公司贡献收入的重要根基产品进行市场推广。

图33：伊力老窖品牌历史销售收入及增速



资料来源：公司公告，《时代先锋》：十年枕冰故人在，初心不改真英雄（李赛洲），中国银河证券研究院

图34：伊力老窖品

资料来源：公司公告

（四）浙江商源：修复性增长，持续深耕江浙

浙江商源在 2010 年以前销售额最高达到 3-4 亿元，后因为公司渠道老化、内部股东意见分歧等问题，收入出现下滑，2020 年销售额缩水至约 0.9 亿元。

公司近年开始注重和商源的沟通赋能：

① **共商品牌规划，完善销售团队。**目前商源拥有 200-300 人的成熟销售团队，公司与其达成一致，未来商源将按照公司的品牌规划进行销售安排，百元以下老陈酒、伊力特酒保存量，伊力陈酿加强终端开拓能力，同时将伊力王作为高档产品全力推广。公司当前专门组建了伊力王团队，未来发展模式明细。

②**开拓空白市场，赚取收入增量。**浙江商源过去销售主要集中在杭州及其周边地区，对温州、台州等地辐射较弱，空白市场依然有望贡献收入增量。公司将协助商源针对这些区域重点开拓。

2023 年商源实现销售收入 1.8 亿元，同比+约 50%，已呈恢复性增长态势。2024 年一季度收入继续同比增长 41%，预计全年收入将较 2023 年继续有所增长，市场修复效应显著。公司密切重视与商源的沟通，商源合作意愿亦维持较好，未来销量有望进一步修复。

六、未来展望：疆内+疆外并举，持续探索市场新增量

至此，公司销售模式的调整已基本完成。从未来增长空间来看：

（一）收入端：新品到位+区域扩张，贡献收入增量

1、新品矩阵就位，品牌定位明晰

经过 2023-2024 年的品牌整合和梳理，公司构建了价格带覆盖完整，品牌定位明晰的自营产品矩阵。公司以“两条腿走路”的策略在疆内、疆外双向布局。疆内团购渠道主推伊力王（蓝王重点招商，红王主打婚宴），流通渠道以老窖、特曲系列为主。同时开始布局南疆市场，布局中低端产品线产品及光瓶酒产品。疆外针对消费者需求重新进行产品设计，计划推出以二代蓝王（定位 400 元+价格带）+壹号窖（100-400 元价格带）+大新疆（特色补充产品）为主的自营品牌矩阵。

二代蓝王、壹号窖、大新疆、光瓶酒等新品在 2024 年 H1 已完成设计、打样工作，预计 7 月陆续上市。自营品牌矩阵的完善将对公司全国化扩张、产品结构上移，盈利能力提高等方面都有积极影响。

2、疆内保持存量，疆外争取增量

一方面，疆外专供新品的陆续上市将助力公司打开全国市场，展望未来，伴随公司建立四川销售公司（2023 年）和将品牌运营公司迁至成都（2024 年），公司全国化扩张尝试持续进行中。

公司在疆外开拓方面将充分利用新疆旅游热（针对流通和餐饮渠道）和援疆情结（主要为团购渠道）两个差异化优势。

1) **新疆旅游的拉动作用**：2024 疆内旅游恢复良好，据文化旅游部和新疆政府数据。五一假期期间疆内旅游人次和旅游收入分别同比+6.3%/33.9%。2024H1 新疆旅游人次达 1.2 亿人，同比+16.3%；旅游收入达 1316.6 亿元，同比+37.4%。预计全年旅游人次有望突破 3 亿人。

暑期疆内旅游旺季正逢公司新品计划推出的时间节点，公司计划和旅游资源较丰富的伊犁州达成合作，①在景区加强产品宣传和渠道陈列，②积极组织品牌周、回厂游等活动，③同时积极拓展线上渠道，除开拓传统电商渠道外，通过抖音直播、私域建设等方式推动酒旅融合。

图35：新疆旅游人次



资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府，中国银河证券研究院

图36：新疆旅游收入



资料来源：中华人民共和国文化和旅游部，中国银河证券研究院

2) **援疆干部资源切入团购渠道**。我国有 19 个省份对新疆进行对口援助，其中江苏为伊犁州和兵团第四师的对口援助省份，援疆干部人数多，且经济较发达。据新华网数据，自 1997 中央部署开展对口援疆工作以来，截至 2023 年末，江苏累计提供援疆资金 320 多亿元，选派援疆干部 3000 余人，完成援建项目 3000 多个。

援疆活动对公司的受益作用主要体现在两个方面：①**享受四师直接对接资源的辐射作用**。江苏援疆主要包含民生、产业、教育医疗、文旅、园区建设等多个领域，其中在农产品和产业链方面的企业合作为公司提供直接合作渠道资源。以镇江援疆组为例，在援疆组和四师的带动下，公司 2021 年开始陆续与多家当地公司达成合作协议，并享受展销补贴等优惠政策。

表8：公司与镇江援疆公司合作案例

公司	注册资本	合作意愿
江苏云选生态农业有限公司	1000 万元	通过现有的成熟销售渠道引入新疆产品，满足本地消费者多元化的选择需求。
镇江亚夫农股份有限公司	3000 万元	旗下的 4 家连锁亚夫小店开设兵团第四师、可克达拉市特色农牧产品专柜
镇江体育产业发展有限公司	10000 万元	在江苏镇江建成 6 家四师可克达拉市农产品展销店

资料来源：江苏援疆伊犁公众号，中国银河证券研究院

②利用“援疆情结”开拓团购渠道。针对援疆保险金融、上市公司等产业系统，公司可有效开展团购资源。如在中国银保监会镇江监管分局和四师的牵头下，公司与镇江银行业保险业合作共建签约。而援疆干部回省后对公司产品的消费和宣传也利于品牌走出新疆。

从地理区位上看，江苏与公司传统优势省份浙江省靠近，可以借力商源的渠道资源。2024 年公司江苏列为重点开拓市场，计划与商源协同共同开发，重点布局新品。利用“援疆情结”重点开拓团购渠道。未来公司将以“西北+河南+华东、华北”的运营思路逐步开拓省外市场。

图37：江宁援疆组参观考察伊力特工业文旅项目



资料来源：江苏援疆伊犁公众号，中国银河证券研究院

图38：公司与江苏某对口公司签订合作共建协议



资料来源：江苏援疆伊犁公众号，中国银河证券研究院

另一方面，疆内仍有空白市场具备突破空间。

公司目前在疆内公司当前疆内市占率 40%以上，在区域酒中市占率表现较为亮眼，但南疆等市场仍有成长空间。目前公司确立乌鲁木齐、东疆、喀什、克拉玛依、阿勒泰五个重点区域，根据北疆、南疆、东疆不同市场消费特点进行差异化开拓。一方面，北疆作为基地市场，通过团购渠道积极导入伊力王有望实现产品结构优化升级，另一方面，南疆仍存在空白市场，公司有意通过建立草湖产业园、南疆销售公司对南疆市场进行开拓，重点布局光瓶酒，补充疆内空白市场。

表9：公司疆内规划情况

区域	主要产品及价格带	市场特点	细分城市
北疆	伊力王、大小老窖、特曲为主，核心运作次高端。	人口结构以汉族，消费水平相对较高。主力消费市场在乌鲁木齐。	乌鲁木齐 ：次高端为主，培育核心圈层客户。阿勒泰、克拉玛依等
南疆	50元以下光瓶酒。2023年基本完成产品设计、打样工作。	少数民族历史饮酒习惯弱，处于市场培育期。以中低端消费为主。	喀什 ：400-500 万人，90%少数民族。人口基数大。具备开发潜力。 和田 ：200 万人口 96%-97%少数民族。 克州 ：面积小，消费能力弱。 阿克苏和巴州市场基础相对较好。
东疆	中低档价位为主。	人口少，少数民族占比大，历史酒类消费以葡萄酒等品类为主。	哈密、吐鲁番。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

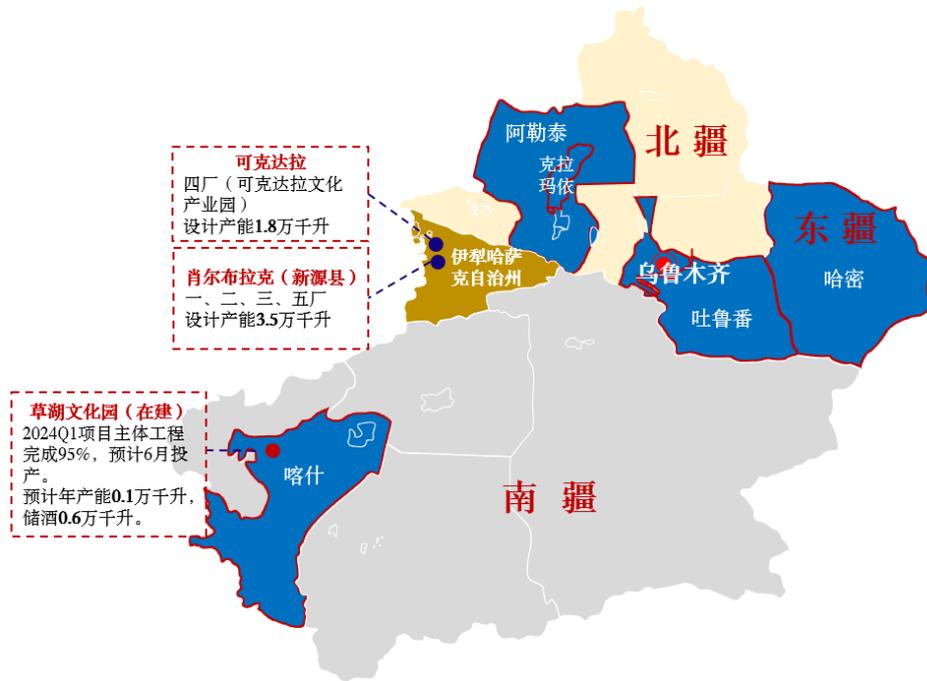
1) **北疆：拥有乌鲁木齐等核心市场，重点培育团购客户。**北疆消费水平相对较高，由于人口结构以汉族为主，白酒消费氛围亦较好。其主力消费市场为省会城市乌鲁木齐。公司在北疆销售基础较好，未来将继续重点运营伊力王等次高端价位产品，主攻团购渠道核心圈层客户培育，如当地上市公司、援疆干部群体等。公司 2024 年进一步明确了“蓝王大单品走销量+红王主攻婚宴+黄王主攻高价位“的产品结构，4 月第三代伊力王 T35 上市，公司对伊力王品牌的运营思路清晰，产品定位明确。

2) **南疆：草湖产业园投产在即，重点布局光瓶酒。**南疆人口构成以少数民族为主，白酒消费习惯较弱，且消费水平相对较低，公司重点工作在于培育当地饮酒氛围，主要以 50 元以下光瓶酒消费为主。公司近年来开始提高对南疆市场的重视程度，在生产和销售两方面进行调整。

生产端：建设产业园，缩短销售半径。公司 2022 年在克州投资建设草湖产业园，2024 年产业园主体项目已基本完工，预计下半年可以正式开始产酒和包装工作。草湖产业园规划白酒产能 0.1 万吨，储酒能力 0.6 万吨，投产后主要进行低端酒生产。

销售端：建立销售公司，组建销售团队。过去南疆销售完全由经销商负责，公司没有比较强势的销售团队。2022 年公司成立南疆销售公司，并聘用职业经理人做大区经理，定期进行市场走访。2024 年开始公司对薪酬激励政策等做出进一步的明确规定，将团队薪资与业务指标挂钩，预计南疆销售有望良性增长。

图39：公司疆内核心市场规划情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

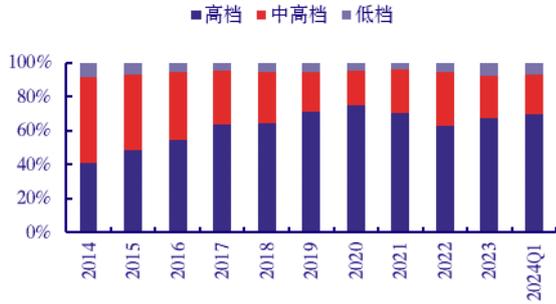
(二) 利润端：产品结构上移，盈利能力提高

公司新增自营产品价格带均位于总代产品（大小老窖等）之上，其中伊力王立足 400 元以上价格带，公司未来预期将其打造为次高端价格带大单品。收回自营后伊力王产品毛利率较之前有所改善，且价格管控下渠道利润充足，新上市自营产品亦具备渠道利润不透明的竞争优势。

2023 年公司高档/中档/低档酒分别实现收入 14.7/5.5/1.7 亿元，同比+46.9%/9.1%/87.8%，其中以伊力王酒、伊力老窖为代表的高档酒收入占比达 69%，伊力王库存清理基本完成，自营表现亮眼，小老窖价盘控制下市场秩序趋稳，将军酒表现较好，浙江商源恢复性增长，现有老产品已形成较稳定的短

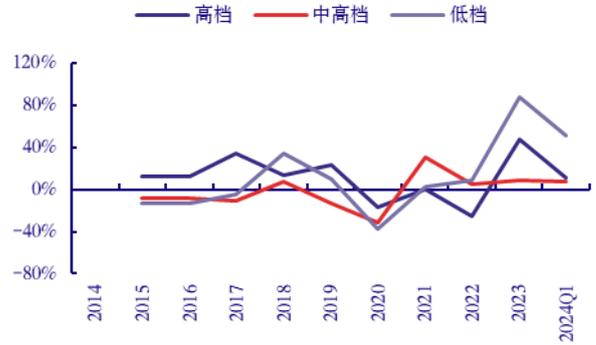
阵结构。伴随 Q3 自营新品陆续上市，预计公司产品结构将持续上移。而产品结构的上移有望带动公司盈利能力进一步提升。

图40：公司各价位产品收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图41：公司各价位产品增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图42：公司归母净利润率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图43：公司毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

七、盈利预测与估值

（一）盈利预测

从公司当前收入结构来看,2024Q1 公司省内/省外分别实现收入 6.7/1.5 亿元,同比分别+7.4%/36.9,收入占比分别为 82%/18%。其中:

1) **省内: 预计修复性增长。**公司逐步加强对伊力王团购渠道的建设,一方面通过成立商会、招募优质团购商等方式加强渠道建设,一方面积极通过组织回厂游、建立“英雄会”会员体系等活动培育圈层客户。另一方面,南疆光瓶酒市场开拓有望带来收入新增量。**预计 2024-2026 年疆内收入分别为 18.7/21.1/23.6 亿元,同比分别+10%/13%/12%。**

2) **省外: 全国化扩张规划下有望实现快速增长。**伴随公司建立四川销售公司(2023 年)和将品牌运营公司迁至成都(2024 年),公司全国化扩张尝试持续进行中。7 月疆外新品上市在即,在“英雄本色”的差异化竞争思路下,预计二代蓝王+壹号窖+大新疆的全新产品矩阵放量,将助力公司在省外维持较快增速。**预计 2024-2026 年疆外收入分别为 6.9/9.6/12.5 亿元,同比分别+40%/40%/30%。**

预测公司 2024-2026 年收入分别为 26.01、31.18、36.58 亿元,同比+16.6%、19.9%、17.3%,2024-2026 年归母净利润分别为 3.65、4.38、5.36 亿元,同比+7.4%、20.0%、22.3%。

表10: 伊力特盈利预测关键假设

	2023	2024E	2025E	2026E
疆内				
收入(百万元)	1,697	1,866	2,109	2,362
YoY	50.3%	10.0%	13.0%	12.0%
疆外				
收入(百万元)	489	685	959	1,246
YoY	5.2%	40.0%	40.0%	30.0%
收入合计(百万元)	2,231	2,601	3,118	3,658
YoY	37.5%	16.6%	19.9%	17.3%
毛利率	48.2%	48.8%	49.5%	50.3%
销售费用率	9.4%	10.3%	11.2%	11.5%
归母净利润(百万元)	340	365	436	528
YoY	105.4%	7.5%	19.4%	21.1%
EPS(元)	0.72	0.77	0.93	1.12

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

（二）相对估值

公司为新疆龙头酒企，选取天佑德酒、金徽酒、今世缘、迎驾贡酒作为公司的可比公司进行比较，四家公司均为地产强势品牌，且致力于加强全国化布局，与公司发展特点具有相似性。公司当前估值水平位于历史低位，考虑公司改革红利即将释放，未来估值有望提升。

图44：公司 PE-band



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表11：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价		EPS				P/E			
		2024/08/01	2023A	2024E	2025	2026E	2023A	2024E	2025	2026E	
002646	天佑德酒	10.3	0.2	0.3	0.4	0.5	73.2	34.1	24.0	18.3	
603919	金徽酒	18.2	0.7	0.8	1.0	1.3	37.9	23.8	18.6	15.3	
603198	迎驾贡酒	49.8	2.9	3.6	4.5	5.4	23.2	14.9	12.0	10.0	
603369	今世缘	43.1	2.5	3.1	3.7	4.4	19.5	15.2	12.5	10.5	
平均值							38.4	22.0	16.8	13.5	
600197	伊力特	16.7	0.7	0.9	1.2	1.4	22.8	17.6	14.0	11.8	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：天佑德酒、迎驾贡酒、今世缘数据为 wind 一致盈利预测

（三）绝对估值

我们采用 FCFE 法分增长期（2024-2026 年）、永续增长期（2027 年及以后）对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.2%、永续增长率（g）正负波动 0.2% 的情况下，公司合理每股价值区间为 17.82-21.89 元，对应市值区间为 84-103 亿元。

表12：FCFE 估值参数假设及说明

假设数值	假设数值依据说明	
无风险利率 Rf=	2.13%	取十年期国债收益率（中债估值中心，2024/8/1）
市场预期收益率 Rm=	4.97%	沪深 300 十年平均收益率
贝塔系数 β=	1.5	取公司近三年相对沪深 300 的 Beta
债务资本比重 Wd=	0.46%	长期债务 /（长期债务+所有者权益）
债务资本成本 Kd=	4.44%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
加权平均资本成本 WACC=	6.06%	加权平均资本成本，计算可得
税率=	25%	参照 2019-2021 年公司实际所得税税率
永续增长率 g=	2.5%	假设公司永续增长率 2.5%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表13：FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	5.50%	5.70%	5.90%	6.10%	6.30%	6.50%	6.70%
1.90%	19.77	18.78	17.90	17.10	16.37	15.71	15.10
2.10%	20.81	19.72	18.74	17.86	17.06	16.34	15.67
2.30%	21.99	20.77	19.67	18.70	17.82	17.02	16.30
2.50%	23.33	21.94	20.72	19.63	18.65	17.78	16.98
2.70%	24.86	23.28	21.89	20.67	19.58	18.61	17.74
2.90%	26.62	24.80	23.22	21.84	20.62	19.54	18.57
3.10%	28.95	26.83	25.02	23.44	22.06	20.85	19.77

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

八、风险提示

市场需求恢复不及预期的风险；新品推出进度不及预期的风险。

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速情况	5
图 2: 公司归母净利及增速情况	5
图 3: 公司疆内收入	5
图 4: 公司疆外收入	5
图 5: 伊力特改革历程示意图	6
图 6: 公司 2021-2024 年营销模式改革的逻辑线	7
图 7: 公司各产品收入历史占比	8
图 8: 公司 24Q1 各产品收入占比	8
图 9: 公司改制经过及改制时股本结构	9
图 10: 新疆地广人稀, 厂家销售力量辐射半径和管理深度有限	10
图 11: 公司前五大客户销售收入占比较高	10
图 12: 公司前五大客户销售收入占比显著高于可比公司	10
图 13: 伊力王品牌历史销售收入及增速	11
图 14: 伊力王品牌历史收入占比	11
图 15: 经销商对伊力王的运营情况	12
图 16: 借力浙江商源, 公司浙江省收入增长迅速	12
图 17: 公司 2013-2017 年疆外收入下滑	13
图 18: 公司 2012-2017 年疆内收入稳步增长	13
图 19: 浙江商源销售额	13
图 20: 浙江商源在公司省外收入中占比	13
图 21: 公司积极利用糖酒会等面向疆外招商	15
图 22: 公司经销商数量变化情况 (个)	15
图 23: 伊力王品牌历史销售收入及增速	16
图 24: 伊力王品牌历史收入占比	16
图 25: 公司 2021 年品牌运营模式调整情况	17
图 26: 伊力王品牌运营模式调整过程	17
图 27: 伊力王品牌收回自营	18
图 28: 伊力王在车站进行广告投放	19
图 29: 伊力王在疆内广告露出较多	19
图 30: 伊力王品牌收回自营后的积极变化	19
图 31: 公司销售人员数量增加	21
图 32: 公司销售人员占比显著低于可比公司	21
图 33: 伊力老窖品牌历史销售收入及增速	22
图 34: 伊力老窖品牌历史收入占比	22
图 35: 新疆旅游人次	23
图 36: 新疆旅游收入	23
图 37: 江宁援疆组参观考察伊力特工业文旅项目	24
图 38: 公司与江苏某对口公司签订合作共建协议	24
图 39: 公司疆内核心市场规划情况	25
图 40: 公司各价位产品收入占比	26
图 41: 公司各价位产品增速	26
图 42: 公司归母净利率	26
图 43: 公司毛利率	26
图 44: 公司 PE-band	28

表格目录

表 1: 公司现有产品矩阵情况	8
表 2: 公司主要经销商及其开发产品	11
表 3: 区域酒企省内收入和销售费用率对比	11
表 4: 壹号窖系列产品	14
表 5: 伊力王产品系列	19
表 6: 公司现有销售子公司情况	20
表 7: 公司 2023-2024 年新增管理层人员	21
表 8: 公司与镇江援疆公司合作案例	24
表 9: 公司疆内规划情况	24
表 10: 伊力特盈利预测关键假设	27
表 11: 可比公司估值表	28
表 12: FCFE 估值参数假设及说明	28
表 13: FCFE 估值敏感性分析	29

附录:

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2705.53	3041.69	3292.65	3624.83	营业收入	2231.24	2601.01	3117.52	3658.18
现金	579.95	578.62	559.15	592.12	营业成本	1155.20	1332.48	1575.01	1819.61
应收账款	18.14	26.55	33.71	35.55	营业税金及附加	317.67	390.15	467.63	548.73
其它应收款	20.36	35.06	45.30	45.28	营业费用	209.82	267.90	349.16	420.69
预付账款	60.15	71.33	83.98	96.40	管理费用	79.36	91.04	106.00	120.72
存货	1893.30	2183.79	2406.26	2678.86	财务费用	3.69	5.07	4.74	-0.25
其他	133.62	146.34	164.25	176.62	资产减值损失	-3.07	-0.45	0.31	-0.27
非流动资产	2229.85	2300.71	2391.79	2477.73	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	200.48	200.48	200.48	200.48	投资净收益	0.47	0.52	0.62	0.73
固定资产	1727.40	1720.25	1715.46	1711.57	营业利润	454.16	490.51	587.24	715.49
无形资产	86.11	83.08	77.88	75.51	营业外收入	6.75	6.00	6.00	6.00
其他	215.85	296.90	397.97	490.17	营业外支出	3.18	3.00	3.00	3.00
资产总计	4935.38	5342.40	5684.44	6102.56	利润总额	457.73	493.51	590.24	718.49
流动负债	828.45	1061.53	1197.75	1365.34	所得税	112.13	123.46	147.11	177.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	345.60	370.05	443.13	540.69
应付账款	470.37	586.64	651.21	764.79	少数股东损益	5.75	5.00	5.00	5.00
其他	358.07	474.88	546.54	600.55	归属母公司净利润	339.85	365.05	438.13	535.69
非流动负债	203.07	203.04	203.04	203.04	EBITDA	571.89	572.43	670.55	790.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.72	0.77	0.93	1.13
其他	203.07	203.04	203.04	203.04					
负债合计	1031.52	1264.56	1400.79	1568.37	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	84.44	89.44	94.44	99.44	营业收入	37.46%	16.57%	19.86%	17.34%
归属母公司股东权益	3819.42	3988.40	4189.22	4434.75	营业利润	90.02%	8.00%	19.72%	21.84%
负债和股东权益	4935.38	5342.40	5684.44	6102.56	归属母公司净利润	105.53%	7.41%	20.02%	22.27%
					毛利率	48.23%	48.77%	49.48%	50.26%
					净利率	15.23%	14.04%	14.05%	14.64%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	8.90%	9.15%	10.46%	12.08%
经营活动现金流	301.88	345.21	387.23	484.84	ROIC	8.42%	8.76%	9.98%	11.44%
净利润	345.60	370.05	443.13	540.69	资产负债率	20.90%	23.67%	24.64%	25.70%
折旧摊销	115.15	73.85	75.57	72.57	净负债比率	-9.94%	-9.49%	-8.58%	-8.83%
财务费用	10.33	6.67	6.67	6.67	流动比率	3.27	2.87	2.75	2.65
投资损失	-0.47	-0.52	-0.62	-0.73	速动比率	0.87	0.71	0.64	0.60
营运资金变动	-173.86	-104.17	-134.20	-131.62	总资产周转率	0.46	0.51	0.57	0.62
其它	5.13	-0.67	-3.31	-2.73	应收帐款周转率	108.77	116.40	103.48	105.65
投资活动现金流	-255.30	-143.56	-162.71	-155.05	应付帐款周转率	2.88	2.52	2.54	2.57
资本支出	-255.81	-144.08	-163.34	-155.78	每股收益	0.72	0.77	0.93	1.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.64	0.73	0.82	1.03
其他	0.51	0.52	0.62	0.73	每股净资产	8.09	8.45	8.88	9.40
筹资活动现金流	-197.52	-202.98	-243.98	-296.82	P/E	23.14	21.54	17.95	14.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.06	1.97	1.88	1.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.27	13.06	11.18	9.44
其他	-197.52	-202.98	-243.98	-296.82	P/S	3.52	3.02	2.52	2.15
现金净增加额	-150.94	-1.33	-19.46	32.97					

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn