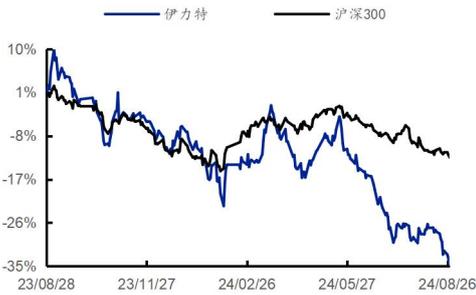


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

Q2 增长稳健，改革扎实推进

——伊力特（600197）2024 年半年报点评

最近一年走势



| 相对沪深 300 表现 | | 2024/08/28 | | |
|-------------|-------|------------|--------|--|
| 表现 | 1M | 3M | 12M | |
| 伊力特 | -8.6% | -26.5% | -35.2% | |
| 沪深 300 | -3.6% | -8.9% | -12.4% | |

| 市场数据 | | 2024/08/28 |
|-------------|--|-------------|
| 当前价格(元) | | 14.63 |
| 52 周价格区间(元) | | 14.50-25.78 |
| 总市值(百万) | | 6,905.46 |
| 流通市值(百万) | | 6,905.46 |
| 总股本(万股) | | 47,200.68 |
| 流通股本(万股) | | 47,200.68 |
| 日均成交额(百万) | | 66.81 |
| 近一月换手(%) | | 0.66 |

相关报告

《伊力特（600197）2023 年报及 2024 年一季报点评：2023 年平稳收官，改革势能持续释放（买入）*白酒 II*刘洁铭，秦一方》——2024-04-30

事件：

2024 年 8 月 27 日，伊力特发布 2024 年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入 13.3 亿元，同比+8.94%；归母净利润 1.98 亿元，同比+12.13%；扣非归母净利润 1.94 亿元，同比+11.68%。2024Q2 公司实现营业收入 4.98 亿元，同比+3.64%；归母净利润 0.39 亿元，同比+38.92%；扣非归母净利润 0.34 亿元，同比+37.45%。

投资要点：

- 大众价格带彰显韧性，疆外市场稳步开拓。**从产品结构来看，2024Q2 高档酒/中档酒/低档酒分别实现营收 3.0/1.48/0.44 亿元，分别同比+1%/24.3%/8.5%。春节后消费整体弱复苏，大众价格带展现出较强韧性。高档酒增速有所放缓，我们认为从外部看主要系商务场景复苏节奏放缓；从内部看公司处于改革调整期，淡季推进产品条码梳理，主动控量提价，虽高档酒增长节奏暂时放缓，但产品矩阵逐渐完善，渠道利润增厚，我们预计为下半年伊力王二代等产品上市积蓄势能。从区域来看，2024Q2 疆内/疆外分别实现营收 3.27/1.65 亿元，分别同比-1.1%/+31.1%，疆外成立小老窖、大老窖两大总经销产品公司，营销归口统一，提升公司产品营销精准度；同时品牌运营公司职能转至四川伊力特，职能聚焦，发力疆外拓展，2024Q2 四川伊力特合作经销商环比+35 家增长至 139 家。公司重视线上营销，2024H1 电商实现营收 0.66 亿元，同比+8.95%，有利于提升消费体验，放大品牌势能。
- 2024Q2 毛利率同比提升，叠加税率优化，净利率稳步回升。**2024Q2 公司归母净利率同比提升 2pct 至 7.8%。一方面，受益于产品结构整体改善，定价调整增厚利润空间，以及包材等原材料价格回落，2024Q2 公司毛利率为 48.23%，同比提升 6.13pct。另一方面，公司税率有所优化，所得税率同比-4.3pct 至 24.17%，提振公司整体利润表现。从费用端来看，2024Q2 公司销售/管理/财务费用率分别为 17.9%/3.6%/0.3%，分别同比+5.0/-0.7/+0.3pct，销售费用率提升主要系广告宣传、商超、促销费用增加；受益于中介费及美酒节等支出减少，管理费用率有所优化。
- 战略改革深化，红利持续释放。**公司围绕组织、产品、渠道、市场

等维度积极推进一系列变革：（1）组织层面，营销组织架构进一步优化调整，提升一线销售员工薪酬体系，优化费用考核办法；（2）产品层面，战略单品伊力王、壹号窖、大新疆的产品已完成设计和封样，下半年有望陆续上市；（3）渠道层面，公司全面推进五码体系运行，完成所有产品条码梳理，重塑价格体系，提振渠道信心；（4）市场层面，以四川伊力特为依托推进全国化布局，同时通过文旅、电商、广宣等方式放大品牌声量，成效显著。从长期视角看，疆内经济向上发展的趋势依然确定；公司作为疆内白酒龙头，本身就是鲜明的新疆标签之一，未来将充分受益于疆内长期的经济恢复和文旅发展；公司加大疆外市场开拓力度，随着战略举措落地，改革成效将持续验证。

- **盈利预测和投资评级：**考虑到当前消费环境整体偏弱，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 26/30/34 亿元，分别同比 +15%/+15%/+15%；归母净利润 3.88/4.40/5.02 亿元，EPS 分别为 0.82/0.93/1.06 元，对应 PE 分别为 18/16/14 倍，但考虑到公司改革扎实推进，疆外市场稳步拓展，因此维持“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 | 2561 | 2957 | 3397 |
| 增长率(%) | 37 | 15 | 15 | 15 |
| 归母净利润（百万元） | 340 | 388 | 440 | 502 |
| 增长率(%) | 106 | 14 | 13 | 14 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.72 | 0.82 | 0.93 | 1.06 |
| ROE(%) | 9 | 10 | 11 | 12 |
| P/E | 30.20 | 17.79 | 15.71 | 13.75 |
| P/B | 2.69 | 1.74 | 1.68 | 1.61 |
| P/S | 4.60 | 2.70 | 2.34 | 2.03 |
| EV/EBITDA | 17.27 | 9.62 | 8.61 | 7.67 |

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： | 14.63 | | | | 投资评级： | 买入 | | | | 日期： | 2024/08/28 | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 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% | 10% | 11% | 12% | EPS | 0.72 | 0.82 | 0.93 | 1.06 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 48% | 49% | 49% | 49% | BVPS | 8.09 | 8.40 | 8.72 | 9.06 | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 13% | 13% | 14% | 14% | 估值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 15% | 15% | 15% | 15% | P/E | 30.20 | 17.79 | 15.71 | 13.75 | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 2.69 | 1.74 | 1.68 | 1.61 | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 37% | 15% | 15% | 15% | P/S | 4.60 | 2.70 | 2.34 | 2.03 | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | 106% | 14% | 13% | 14% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.46 | 0.50 | 0.54 | 0.59 | 营业收入 | 2231 | 2561 | 2957 | 3397 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 108.77 | 115.96 | 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 | 371 | 437 | 498 | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 210 | 256 | 300 | 345 | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 21% | 24% | 25% | 26% | 管理费用 | 79 | 85 | 106 | 122 | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 3.27 | 2.88 | 2.81 | 2.69 | 财务费用 | 4 | -1 | -1 | -1 | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 0.87 | 0.72 | 0.66 | 0.58 | 其他费用/（-收入） | 19 | 22 | 26 | 29 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业利润 | 454 | 531 | 603 | 693 | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 580 | 586 | 580 | 546 | 营业外净收支 | 4 | 6 | 5 | 1 | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 117 | 151 | 170 | 194 | 利润总额 | 458 | 537 | 608 | 694 | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 1893 | 2195 | 2429 | 2746 | 所得税费用 | 112 | 142 | 160 | 182 | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 115 | 138 | 153 | 169 | 净利润 | 346 | 395 | 448 | 511 | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 2706 | 3071 | 3333 | 3654 | 少数股东损益 | 6 | 7 | 8 | 9 | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 1727 | 1739 | 1752 | 1766 | 归属于母公司净利润 | 340 | 388 | 440 | 502 | | | | | | | | | | |
| 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 | 131 | 132 | 134 | 经营活动现金流 | 302 | 392 | 436 | 472 | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 200 | 199 | 199 | 198 | 净利润 | 340 | 388 | 440 | 502 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 4935 | 5321 | 5601 | 5940 | 少数股东损益 | 6 | 7 | 8 | 9 | | | | | | | | | | |
| 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 | 102 | 116 | 130 | 营运资金变动 | -174 | -122 | -145 | -187 | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 285 | 408 | 451 | 508 | 投资活动现金流 | -255 | -139 | -152 | -166 | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 828 | 1065 | 1188 | 1356 | 资本支出 | -256 | -146 | -156 | -171 | | | | | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 190 | 190 | 190 | 190 | 长期投资 | 0 | 3 | 2 | 2 | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 | 13 | 8 | 8 | 8 | 其他 | 1 | 4 | 2 | 2 | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 203 | 199 | 199 | 199 | 筹资活动现金流 | -198 | -246 | -290 | -341 | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 1032 | 1264 | 1387 | 1555 | 债务融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股本 | 472 | 472 | 472 | 472 | 权益融资 | 0 | 3 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 3904 | 4057 | 4214 | 4385 | 其它 | -198 | -249 | -290 | -341 | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4935 | 5321 | 5601 | 5940 | 现金净增加额 | -151 | 6 | -6 | -34 | | | | | | | | | | |

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。