

伊力特（600197）

提能蓄力启新程，不负西域好风光

买入（维持）

2025 年 02 月 17 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1623	2231	2262	2594	3019
同比（%）	(16.24)	37.46	1.39	14.68	16.37
归母净利润（百万元）	165.36	339.85	339.65	393.40	472.56
同比（%）	(47.13)	105.53	(0.06)	15.82	20.12
EPS-最新摊薄（元/股）	0.35	0.72	0.72	0.83	1.00
P/E（现价&最新摊薄）	45.44	22.11	22.12	19.10	15.90

投资要点

■ **新疆白酒龙头，改革虽“缓”不急。**伊力特前身为五十年代的新疆建设兵团十团农场副业加工厂所成立的酿酒组，作为解放后伴随新疆现代化建设共同成长起来的红色品牌，在省外品牌加速进驻新疆之前，伊力特在相当长一段时间里在省内拥有显著的份额领先地位。此后在市场化浪潮下，公司包销制为主的机制弊端逐渐显现。在董事长陈智领导下，公司革故鼎新筹谋突破，围绕公司治理、人才储备、品牌宣传、渠道多元化建设等方面逐步推动底层机制转变，八年徐行渐起波澜。2023 年底，公司历史性通过外部招聘引入营销专才，市场化改革决心更甚。两位外聘高管此前分别任职于泸州老窖、沱牌舍得等一线酒企，在品牌、渠道和管理等方面拥有丰富实战经验，上任以来在产品矩阵梳理、价格管控、渠道模式调整等多方面陆续出台动作，为公司进一步注入改革活力，推动公司营销变革发生根本性变化。

■ **主动作为多路并进，全面改革开启新程。**董事李小刚、副总经理李长春上任以来，推动公司进行品牌、产品、渠道、区域布局等多方面战略梳理。产品方面，主要聚焦 500~1000 元伊力王酒系列、200~500 元伊力特壹号窖系列，补充 100~400 元大新疆系列，突出英雄文化、冰川生态等差异化元素，并对伊力王、壹号窖产品进行打磨更新。渠道方面，公司模式变革循序渐进、更具章法，1 是梳理优化核心产品渠道价格体系及利润设置，推动部分系列产品实行价格双轨制。2 是推动伊力王经销商成立伊力王商会，以便合力推动市场开拓及价格维护。3 是指导大小老窖总经销产品成立平台公司进行专业化管理。区域布局方面，伊力王规划面向华北及华东 10 个省份，主要采取非流通的小商模式，招募资源型、团购型经销商。壹号窖、大新疆则规划采取区域代理模式，以地级市为单位招募流通经销商，主要面向已有一定品牌基础的 8 个省份。

■ **商务需求向好叠加消费升级，疆酒龙头帆乘风扬。**新疆近年白酒市场容量逐步扩张，我们估算 2023 年销售规模近 60 亿元，2019 年以来基本保持约 10%的复合增速水平，在投资需求带动下，高端、次高端价位贡献主要消费增量，同时近 3 年来中高端 100~300 元价位也逐渐趋于活跃。公司作为新疆龙头品牌，两大核心单品伊力王、小老窖分别在当地商务、大众主流价格带稳定占据领先份额，长期经营下渠道壁垒相对深厚，消费者忠诚度高。目前公司在强化伊力王渠道管理及品牌推广以抢抓次高端扩容机遇的同时，也在有序补充 100~300 元产品卡位，以便及时跟上居民消费升级步伐，看好未来发展受益新疆白酒消费扩容机遇。

■ **盈利预测与投资评级：**公司目标进取，改革图新，在职业经理人操盘下，公司产品矩阵更新、渠道模式改进明显，内生潜力有望逐步释放。我们预计 2024~26 年归母净利润为 3.4/3.9/4.7 亿元（前值 3.4/4.0/4.7 亿元），同比-0%、+16%、+20%，对应 PE 为 22/19/16x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济向好不确定性；疆外品牌进入加剧竞争；省内次高端价格带容量不足；疆外市场扩张低于预期；食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.92
一年最低/最高价	13.52/23.40
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	7,514.49
总市值(百万元)	7,514.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.13
资产负债率(%,LF)	22.24
总股本(百万股)	472.02
流通 A 股(百万股)	472.02

相关研究

《伊力特(600197): 2024 年三季报点评: 蓄势整固，稳步向前》

2024-10-30

《伊力特(600197): 2024 年中报点评: 改革强基，蓄势聚力》

2024-08-28

内容目录

1. 前言	5
2. 发展历程：新疆白酒龙头，改革虽“缓”不怠	5
2.1. 传承红色基因，新疆白酒典范	5
2.2. 国企体制包销基础，市场化改革任重道远	6
2.3. 革故鼎新筹谋突破，八年徐行渐起波澜	8
3. 新疆市场：经济活力逐步释放，疆酒龙头帆乘风扬	10
3.1. 新疆经济发展：稳步向好，不乏亮点	10
3.1.1. 投资：招商引资加快推进，新能源、基建投资引领增长	12
3.1.2. 消费：社零增长滞后于经济发展，城镇人口及均收均有待激活	14
3.2. 新疆白酒市场：稳步扩容，前路漫漫亦灿灿	15
3.2.1. 商务需求驱动扩容，100 元以上价位贡献主要增量	15
3.2.2. 伊力特：据守 2 大核心价格带，加强中高端布局卡位	16
4. 主动作为多路并进，全面改革开启新程	17
4.1. 营销：市场化招聘销售高管，营销改革打开新局面	17
4.2. 产品：锻长板，补短板，布局更趋完善	19
4.3. 渠道：转轨自营循序渐进，渠道建设与日俱新	21
5. 财务分析：毛利率有望改善，费率弹性仍待释放	23
6. 盈利预测及估值	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1:	公司发展重要事件一览.....	5
图 2:	公司股权结构（截至 2024 年三季报）.....	6
图 3:	公司酒类收入变化（亿元）.....	8
图 4:	公司酒类产品收入占比变化.....	8
图 5:	伊力特疆内外酒类收入占比.....	10
图 6:	伊力特疆内外酒类收入变化.....	10
图 7:	新疆及其他西部主要省份 GDP 增速对比.....	11
图 8:	新疆及其他西部主要省份工业增加值增速对比.....	11
图 9:	新疆三次产业 GDP 同比增速.....	11
图 10:	新疆三次产业 GDP 增速贡献.....	11
图 11:	新疆及其他西部主要省份投资增速对比.....	12
图 12:	2023 年新疆三次产业投资占比.....	12
图 13:	新疆三次产业投资增速.....	13
图 14:	新疆部分重点行业投资增速变化.....	13
图 15:	新疆自治区招商引资保持较快增长.....	14
图 16:	新疆 2023、2024 年招商引资情况.....	14
图 17:	新疆及其他西部主要省份社零增速对比.....	14
图 18:	新疆居民人均可支配收入增速对比.....	14
图 19:	2023 年我国各省市常住人口数量对比.....	15
图 20:	新疆自治区常住人口数量变化.....	15
图 21:	新疆白酒各价位带消费规模及增速.....	17
图 22:	2023 年伊力特各价位带市占率测算.....	17
图 23:	新疆南北疆地区白酒消费情况.....	19
图 24:	公司经销商数量（家）变化.....	21
图 25:	公司经销商平均销售体量：疆外以小商为主.....	21
图 26:	公司疆外收入及增速变化(24Q3 为季度累计值).....	22
图 27:	公司疆内、疆外酒类销售毛利率对比.....	22
图 28:	公司目标营收与实际达成情况（亿元）.....	23
图 29:	公司目标利润总额与实际达成情况（亿元）.....	23
图 30:	2023 年口子窖与伊力特吨价横向对比（万元/吨）.....	23
图 31:	2023 年口子窖与伊力特毛利率横向对比.....	23
图 32:	公司销售费率、管理费率变化（Q3 为累计值）.....	24
图 33:	公司销售费用同比增长贡献拆分.....	24
图 34:	公司广宣费用及增速.....	24
图 35:	2016 年以来公司销售人员薪酬变化.....	24
图 36:	各酒企 2023 年销售费用率对比.....	24
图 37:	公司销售人员数量整体呈稳步增加态势.....	24
表 1:	伊力特市场化改革相关举措.....	8
表 2:	公司管理层情况.....	9

表 3: 新疆“十大产业集群”2025 年工作方向..... 11

表 4: 新疆白酒各价格带主要消费产品及规模..... 16

表 5: 公司外聘高管过往主要业绩..... 18

表 6: 公司主要产品一览..... 20

表 7: 公司盈利预测拆分..... 25

表 8: 可比公司估值表（截至 2025/2/14 收盘价） 26

1. 前言

伊力特为新疆白酒龙头企业，兵团色彩浓厚，疆内消费者忠诚度高。区别于多数酒企，兵团国资背景下，公司过去依靠包销制进行销售扩张，对产品、品牌、价格等方面的管控相对不足，市场化程度较低。2016 年陈智董事长履职以来，逐步推动一系列市场化举措，包括建立品牌运营公司、收回伊力王经销权等，营销模式开始发生实质性转变，但囿于市场化经验欠缺、体制约束和人才短板，营销升级和销售调整进展相对缓慢。2023 年底，公司历史性引入营销专才，推动组织活力释放，营销变革开创新局面。站在新一轮发展起点，本篇报告旨在重点梳理：1）近年来公司发生的内外变化及发展脉络；2）当前改革“新意”所在及未来发展前景几何。

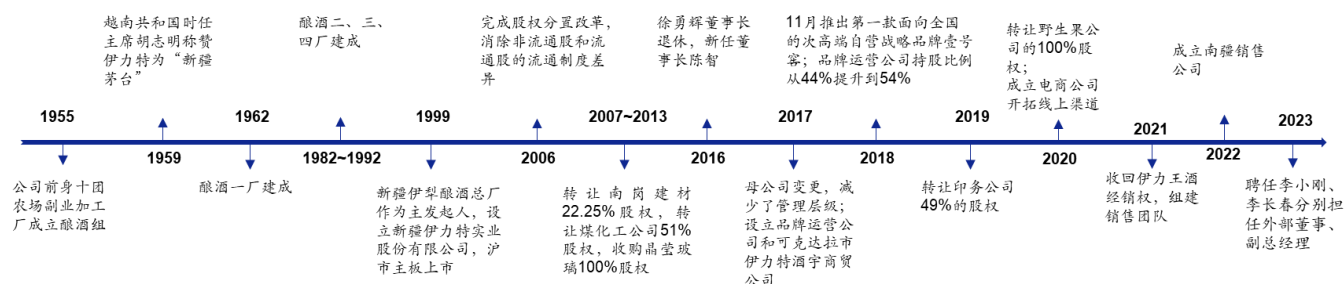
2. 发展历程：新疆白酒龙头，改革虽“缓”不怠

2.1. 传承红色基因，新疆白酒典范

疆内白酒企业龙头，品质优良底蕴深厚。新疆伊力特实业股份有限公司，前身为 1950 年代新疆建设兵团十团农场副业加工厂所成立的酿酒组。1959 年，越南国家主席胡志明访问新疆，新疆军区副司令兼新疆生产建设兵团司令陶峙岳用兵团酿造的“伊犁大曲”接待贵客，席间胡主席称赞“伊犁大曲”为“新疆茅台”，伊犁酿酒之美名由此远扬。1988 年，兵团酒厂因品质出众、声誉斐然，被正式命名为“新疆伊犁酿酒总厂”，此后又于 1999 年改制成为新疆伊力特实业股份有限公司，并成功上市。

公司位于素有“塞外江南”之美称的伊犁哈萨克自治州，酒厂所在地新源县肖尔布拉克镇被称为“新疆酒镇”，孕育了新疆三分之二以上的白酒产量。当地由南北天山环抱，受大西洋暖湿气流笼罩，形成了得天独厚的天然闭合式酿酒生态圈。作为疆内白酒领军企业，公司拥有新疆最大的纯粮固态发酵白酒生产基地，产品取天山雪水、伊犁河谷优质原粮酿造而成，以“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、诸味谐调、酒味全面”的独特风格闻名疆内外，被誉为“新疆第一酒”。

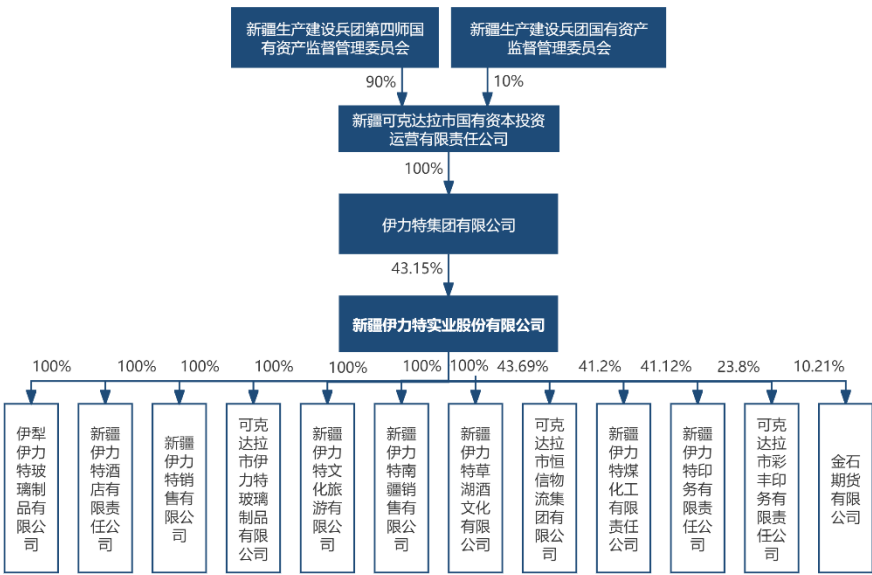
图1：公司发展重要事件一览



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

兵团控股，股权结构清晰、稳定。上市公司主体新疆伊力特实业股份有限公司，大股东为伊力特集团，目前持有公司 43.15%的股权（参考 2024 年三季报）；实控人为新疆生产建设兵团第四师国资委，通过间接持有伊力特集团公司 90%股份实现控股。公司实控人持股比例较高，控股地位稳固，对公司控制力强。伊力特是国家建设新疆、稳固边疆的兵团产物，具有鲜明的红色品牌基因，同时也在一定程度上具有体制内半封闭性、非市场化的特征。近年伴随国家发展新疆战略实施，兵团对企业发展思路亦有转变，公司机制革新也相应逐步推进。

图2：公司股权结构（截至 2024 年三季报）



数据来源：公司财报、东吴证券研究所

2.2. 国企业制包销基础，市场化改革任重道远

积淀六十余载，历久弥新再出发。自 20 世纪 50 年代成立以来，伊力特作为伴随新疆现代化建设共同成长起来的红色品牌，也是疆内首屈一指的白酒领军品牌，其发展历程主要划分为以下几个阶段：

1) 1956-1999 年：从无到有，英雄文化独步疆内

1955 年，新疆农场十团成立酿酒组，战士们白手起家，自制设备，改建工房，土法上马，成功试制出第一锅酒，命名为“伊犁大曲”，并于 1956 年正式生产，揭开疆内酿酒事业历史新篇章。1957 年，原酿酒厂迁址到伊犁州肖尔布拉克县，从加工厂分出，称“十团酿酒厂”，此后分别于 1976 年、1986 年更名为“七十二团伊犁大曲酒厂”、“新疆伊犁大曲酒厂”，并陆续研制推出伊力特酿、伊力老窖、伊力陈酿等产品。1990 年开始，伊力特走出新疆，陆续开辟兰州市场、西安、浙江等市场，全国化版图逐步铺开，具有兵团红色基因的伊力特，亦成为代表新疆优异生态品质的特色品牌。截至 1998 年，

公司基酒年产量达到 8000 吨（按 65 度计），稳居疆内白酒企业龙头。

2) 1999-2007 年：成功上市，谋求多元化产业布局，白酒主业增长放缓

1999 年改制挂牌上市后，面对日趋激烈的白酒市场竞争以及假冒品牌冲击，公司白酒主业收入增长放缓，2000~2005 年白酒业务营收 CAGR 为 2.0%。此外，公司利用上市募集资金及自有资金，在升级扩大酿酒能力之外，先后投资成立印务公司、野生果开发公司、上海资产管理公司、酒店公司、玻璃制品公司、煤化工公司等，并入股伊犁南岗建材有限公司、鑫泰燃气公司、新疆威仕达生物工程公司等实体，旨在丰富收入来源，涉足大食品、水电气、建材、印刷、煤化工等业务进行多元布局。

3) 2007~2013 年：聚焦主业，疆内白酒销售结构、规模实现跨越

2007 年以来，公司深度调整产业布局，通过资产重组、股权转让与出售等方式，对建材、煤化工、地产等非核心业务逐步进行部分股权退出，转向重新聚焦白酒主业。在生产端，公司先后完成包装自动流水线安装、窖池结构改良等多项技术改造，提质降本增效。在营销端，公司立足中低端产品伊力大曲系列的畅销基础上，顺应新疆地区消费升级趋势，加大中高端产品市场推广和渠道网络建设。通过优化经销商返利、加强终端门店产品陈列、加大品牌宣传等方式，公司成功推动 50~100 元价位的伊力老窖系列实现快速增长，从而拉动白酒主营收入实现结构与规模双提升。2013 年公司白酒收入达到 15.60 亿元，2007~2013 年 CAGR 达 21.1%，业绩实现较快增长。

4) 2013~2016 年：疆内市场陷入停滞，战略调整寻求转机

2013~2014 年，新疆地区发生多起暴力恐怖事件，如乌鲁木齐火车南站暴恐案、522 乌鲁木齐爆炸案等，地区经济及人口发展增速放缓，同时“三公”政策也对原有政商务为主的白酒消费场景给予沉重打击。

公司通过产品结构及区域市场调整以适应市场转变：1) 产品结构方面，将销售重心向以伊力特曲为主打的中低端产品倾斜，并丰富 250ml 小容量产品布局。2) 区域布局方面，在疆内纵向推进地州乃至县乡市场建设，并加大对经销商资金支持力度。在疆外 1 则重点巩固浙江市场销售规模，并以此为原点向周边延伸、辐射；2 则从“网络建设、服务提升、市场推广、销售组合”4 个方面加强京津冀赣粤等地的“省份攻坚战”战略部署，完善“一地一策”营销策略。

行业调整期阶段，公司仍维持白酒业务收入规模在 15 亿元左右，2016 年白酒业务收入达到 16 亿元，2013~2016 年 CAGR 为 0.8%。

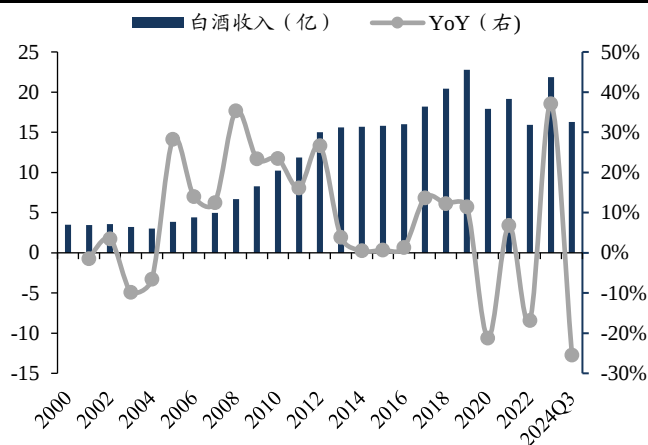
5) 2016 年~2024 年：新董事长革旧图新，市场化机制逐步完善

2016 年现任董事长陈智上任以来，面对公司机制僵化、人才匮乏的落后局面，力主推进市场化经营变革。在 2016~2020 年期间，伊力特主要围绕公司治理、人才储备、品牌宣传、渠道多元化建设等方面推动底层机制转变，包括扩充年轻化、高学历人才储备，

优化董事会架构及员工薪酬体系,加大伊力特广告投放及消费者互动营销投入,完善“厂家直销+经销商分销+线上”的渠道布局等,为公司市场化营销推进打好硬件基础。

自 2021 年以来,公司逐步开启营销端转变进程。伴随次高端核心单品“伊力王酒”于 2021 年正式从原包销商手中收回经销代理权,公司相应组建销售团队跟进伊力王疆内各地州招商,并加强终端跟踪管理,正式迈入厂商共同参与渠道管理的全新发展阶段。2023 年底,为加快营销提升步伐,公司市场化转变再进一步,成功以市场化定薪机制引入外部人才担任营销高管,公司在产品、区域、渠道等方面的战略布局由此打开新局面。

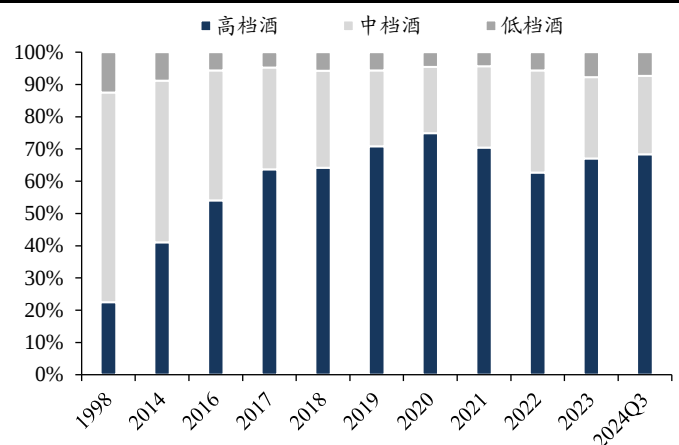
图3: 公司酒类收入变化(亿元)



数据来源: 公司财报、东吴证券研究所

注: 2024Q3 为季度累计收入值, 右同

图4: 公司酒类产品收入占比变化



数据来源: 公司年报、招股说明书、东吴证券研究所

注: 1998 年数据为根据产品系列数据估算

2.3. 革故鼎新筹谋突破, 八年徐行渐起波澜

积微成著, 以现任董事长陈智为核心的高管团队, 推动公司经营变革已有 8 年。2016 年, 公司前任董事长徐勇辉退休离职, 现任董事长陈智正式挂帅担纲。陈董事长此前曾于同为新疆兵团下属的伊犁恒信国际贸易物流公司、伊犁伊帕尔汗香料公司任职总经理、董事长, 任内伊帕尔汗荣获“中国驰名商标”, 并成功于新三板上市, 具有较为丰富的企业管理经验。自任职伊力特以来, 陈董事长积极求变, 但面对公司体制机制、人才储备等方面的历史局限性, 经营变革征途漫漫, 唯有日积跬步方能致远。

表1: 伊力特市场化改革相关举措

时间	相关改革措施
2016 年	聚焦主力产品, 削减大批低档低效的 SKU (2016 年共清理 SKU400 多个)
2017 年	分别成立伊力特酒字商贸有限公司和伊力特品牌运营公司, 完善渠道架构; 推进经销商改革, 淘汰无市场的经销商; 规范产品开发程序, 淘汰已经沉淀及边缘化的产品, 清理产品条码 618 个; 与 1919 签署战略合作协议, 布局线上销售
2018 年	加强与京东、天猫、酒仙网和 1919 等大型电商的合作, 竭力打造优质线上渠道; 与北京盛初营销咨询有限公司签订战略合作协议, 全面梳理公司营销体系及市场操作策略; 推出公司自营单品: 伊力壹号窖

2019 年	推进营销队伍薪酬体系改革； 进一步借助互联网、大数据为营销赋能，利用二维码跟踪功能进行更有效的市场分析和营销推广，利用抖音、微信等社交媒体增加品牌曝光度
2020 年	品牌运营中心出资设立电商子公司，系统化整合电商资源，促进线上销售； 董事会引入外部董事，完善健全公司治理机制；以外部董事及独立董事组建薪酬委员会，完善市场化定薪机制
2021 年	伊力王品牌收归自营，搭建伊力王专项营销团队，并完成伊力王疆内区域的重新招商
2022 年	建立核心终端体系，加强产品陈列，推进终端跟踪及市场调研工作，完善疆内各区域营销团队分工，并成立南疆销售公司
2023 年	指导小老窖包销商组织分销商成立销售平台公司，以加强渠道秩序的统一管理； 市场化招聘营销高管：2023 年 12 月起聘任李小刚为董事（统管营销工作）、李长春为副总经理（主管营销执行）
2024 年	全面停止疆内包销产品的开发授权； 春糖全新发布产品及区域发展战略； 强化渠道管理，自 2024 年 4 月 1 日起执行部分产品价格双轨制（分为计划内、计划外价格），于 2024 年 4 月牵头成立新疆伊力王经销商商会，统一伊力王市场运营政策

数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

历史性引入营销专才，十四五赓续前行、决心更甚。在十四五新疆重启经济建设的总基调下，公司作为新疆国企排头兵，肩负跨越式发展重任。自治区党委和兵团对公司疫后新阶段的持续发展高度重视。2023 年 12 月，公司聘请李小刚为外部董事、李长春为副总经理，在外部招聘、市场化薪酬待遇、营销决策制定方面实现历史性转变，彰显推动营销改革更进一步的勇毅决心。两位高管此前分别任职于泸州老窖、沱牌舍得等一线酒企，在品牌、渠道和管理等方面拥有丰富实战经验，上任以来在产品矩阵梳理、价格管控、渠道模式调整等多方面陆续出台动作，进一步注入改革活力，加速推进营销体系变革。

表2：公司管理层情况

姓名	职务	年龄	任职起始时间	个人履历
陈智	董事长、董事	60	2016-07-08	现任新疆伊力特实业股份有限公司董事长、党委书记，曾任农四师拜什墩农场场长，新疆伊犁恒信国际贸易物流有限责任公司总经理、董事长，新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长、总经理。
李强	董事、总经理、总工程师	54	2024-06-27	现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员、总经理。曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒二厂副厂长、一厂厂长、新疆伊力特实业股份有限公司总工程师、党委委员、副总经理，2024 年至今新疆伊力特实业股份有限公司党委委员、总经理。
李小刚	外部董事	55	2024-01-26	现任伊力特外部董事，提名委员会委员，战略委员会委员。此前于 1993 年入职泸州老窖股份有限公司，2005~2008 年任泸州老窖销售公司西北大区经理，2008~2015 年任泸州老窖博大公司总经理、董事长，2015~2021 年 3 月就职于泸州老窖销售公司，任常务副总经理、党委书记，兼任泸州老窖怀旧酒类营销有限公司董事长。
李超	副总经理	60	2014-08-26	现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员、副总经理；曾任新疆伊力特集团有限公司副总经理；兼任伊力特玻璃制品有限公司董事长。
林屹东	副总经理	42	2023-04-28	现任新疆伊力特实业股份有限公司党委委员、副总经理，伊力特文化旅游有限公司总经理。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	43	2023-09-14	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副厂长，制曲中心主任。
赖良	副总经理	54	2023-09-14	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副厂长、厂长。
李长春	副总经理	47	2023-12-22	现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理。此前于 1998 年 10 月~2001 年 3 月期间出任四川华润蓝剑啤酒有限公司资阳办事处主任；2001 年 3 月~2016 年 12 月历任四川沱牌舍得集团、股份公司董事长助理、营销公司副总经理；2016 年 12 月~2018 年 11 月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川红茶业集团有限公司、五茗茶业控股有限公司党委委员、董事、副总经理；2023 年 2 月~12 月任四川酒业茶业投资集团营销有限公司总经理。

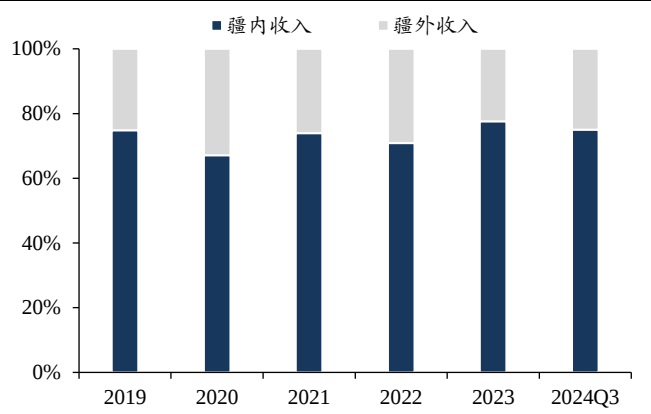
李洪超	副总经理	52	2024-08-27	现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理。曾任伊力特热电厂电气技术员兼安全员，伊力特生产设备部副部长，伊力特酿酒四厂厂长、酿酒五厂厂长。
君洁	董秘	48	2007-09-20	现任新疆伊力特实业股份有限公司董事会秘书，曾任特变电工股份有限公司线缆厂销售公司项目信息部主任、证券部职员。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 新疆市场：经济活力逐步释放，疆酒龙头帆乘风扬

白酒消费容量与经济发展息息相关，地产酒规模成长必然依托于基地市场发展。伊力特近年疆内酒类业务收入占比约 70%+，伴随新疆重回经济建设轨道，在当地招商引资及产业政策支持下，地方经济发展潜力迎来释放窗口期，公司有望把握本轮大本营市场白酒扩容机遇，乘势实现规模跨越。

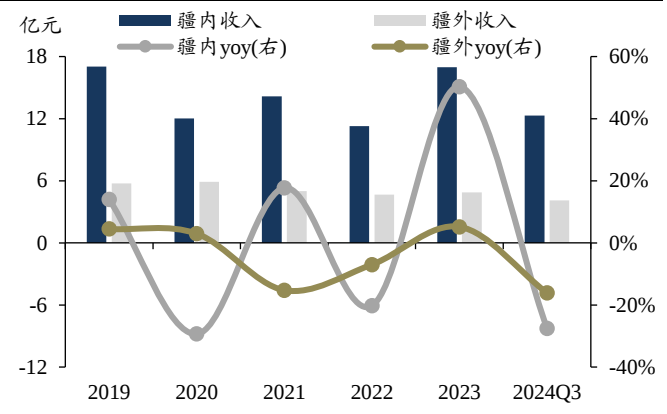
图5：伊力特疆内外酒类收入占比



数据来源：wind、公司年报、东吴证券研究所

注：2024Q3 为季度累计收入值，右同

图6：伊力特疆内外酒类收入变化



数据来源：wind、公司年报、东吴证券研究所

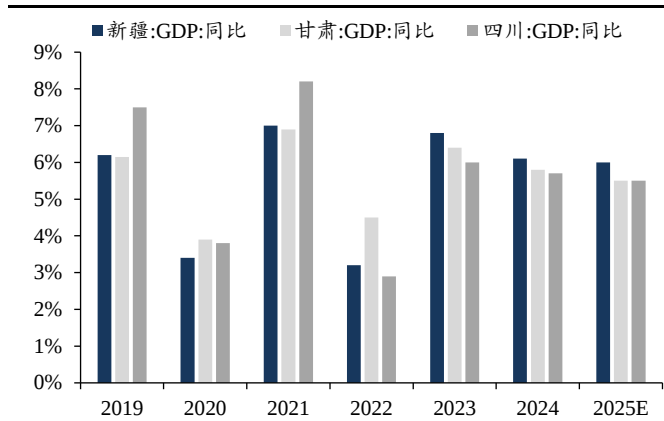
3.1. 新疆经济发展：稳步向好，不乏亮点

新疆经济发展总体保持良好态势，近年 GDP 增速基本保持在 6%以上。十四五在“依法治疆、团结稳疆、文化润疆、富民兴疆、长期建疆”的治疆方略下，新疆经济发展总体保持良好态势，2021~2024 年间，除 2022 年疫情反复导致正常经济活动开展受损之外，其余年份 GDP 增速均保持在 6%以上，增速位于西部省份靠前水平。参考各省两会政府工作报告，2025 年新疆 GDP 增速目标为 6.0%，仍然领先于甘肃、四川（规划增速均为 5.5%）等西部省份，新疆经济增长的良好态势有望保持。

新疆产业结构呈现农业、矿产能源、文化旅游三足鼎立的特征，资源禀赋突出。2023 年，新疆三次产业 GDP 占比为 14.3:40.3:45.3，相较全国三次产业 GDP 占比的 6.8:36.5:56.7，以农副产品生产加工为代表的第一产业占比偏高，以文化旅游、信息技术、金融服务为代表的第三产业占比偏低，而第二产业则以矿产能源开采为主，高新制造业占比仍然偏低。总体来看，新疆城镇化、工业化发展相比全国尚处于相对早期阶段，

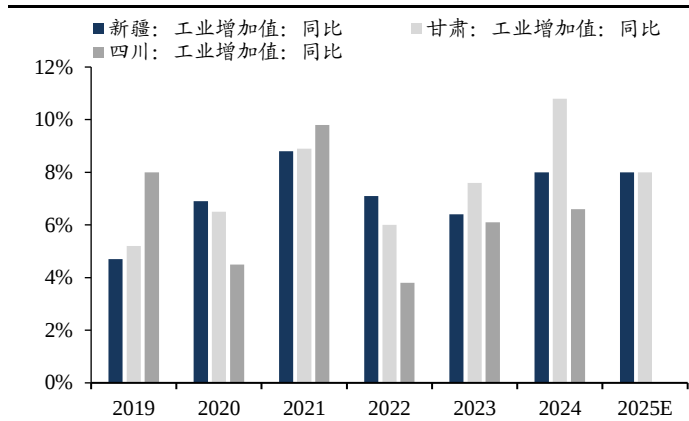
GDP 产值主要来自农业、矿产能源、文化旅游等依赖资源禀赋的产业，新疆丰富的自然资源为当地经济发展打下了稳定基础。此外，在一带一路发展框架下，作为中国与中亚国家山水相连的前沿省份，新疆也是近年加快亚欧黄金通道和向西开放的桥头堡，有着不可替代的区位优势。2025 年新疆维吾尔自治区规划重点围绕“十大产业集群”，培育发展具有新疆特色的新质生产力，十大产业分别分布于农业、矿产能源、文化旅游、物流运输方向，在新疆自然资源及区位优势支持下，有望实现较好发展。

图7：新疆及其他西部主要省份 GDP 增速对比



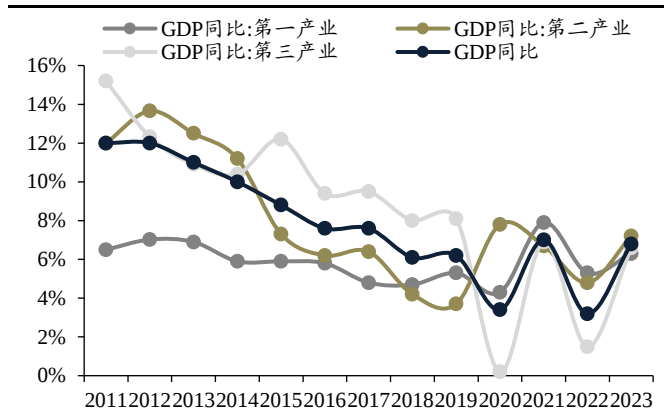
数据来源：wind、政府工作报告、东吴证券研究所

图8：新疆及其他西部主要省份工业增加值增速对比



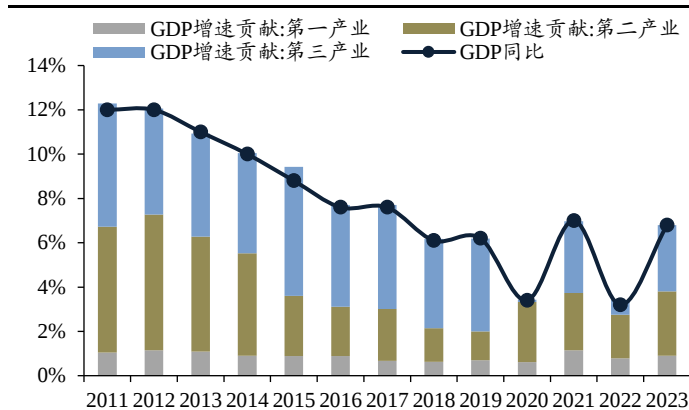
数据来源：wind、政府工作报告、东吴证券研究所

图9：新疆三次产业 GDP 同比增速



数据来源：wind、政府工作报告、东吴证券研究所

图10：新疆三次产业 GDP 增速贡献



数据来源：wind、政府工作报告、东吴证券研究所

表3：新疆“十大产业集群”2025 年工作方向

十大产业集群	2025 年工作方向
油气生产加工产业集群	建立央地、兵地油气勘探开发合作机制，加大准噶尔、塔里木、吐哈三大盆地油气勘探开发力度，实现油气增储上产。
煤炭清洁高效利用产业集群	推进准东国家级现代煤化工示范区、哈密国家级现代综合能源与产业化示范区建设，打造国家大型煤炭供应保障基地和煤制油气战略基地。
新型电力系统产业集群	加快新能源装备制造产业发展，推动新型储能项目建设，2024 年新能源装机规模突破 1 亿千瓦，2025 年将推动“疆电外送”第三通道建成投运，加快建设“疆电外送”第四通道。

绿色矿业及加工产业集群	深入实施新一轮找矿突破战略行动，加快火烧云铅锌矿、大红柳滩稀有金属矿开发建设，推动铜、铝、黄金等战略性矿产资源勘探开发。
先进制造和新材料等战略性新兴产业集群	发展硅基、铝基、铜基、钛基、碳基等新材料产业，推动科技创新与产业集群深度融合。
粮食和食品加工产业集群	实施种业振兴行动，加快高标准农田建设，推进盐碱地综合治理，优化粮食生产布局和加工水平，建设国家优质棉纱基地。
棉花和纺织服装产业集群	高标准建设国家优质棉纱基地，推动棉花纺织一体化产业链发展。
绿色畜牧产品和优质果蔬产业集群	实施畜牧业振兴行动，发展葡萄酒、番茄加工、特色林果加工等产业，打造全国优质农产品重要供给基地。
文化和旅游产业集群	编制实施文化和旅游产业集群发展规划，发展全域旅游、沙漠旅游、康养旅游等，2025 年力争接待游客 3.2 亿人次，同比增长 6%。
现代物流产业集群	健全物流枢纽和通道网络，打造高效顺畅的现代流通体系，建设国际物流枢纽中心。

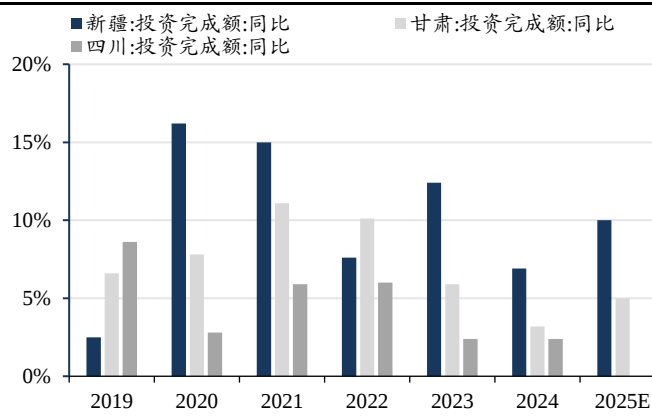
数据来源：新疆政府工作报告、东吴证券研究所

注：标红为新增表述

3.1.1. 投资：招商引资加快推进，新能源、基建投资引领增长

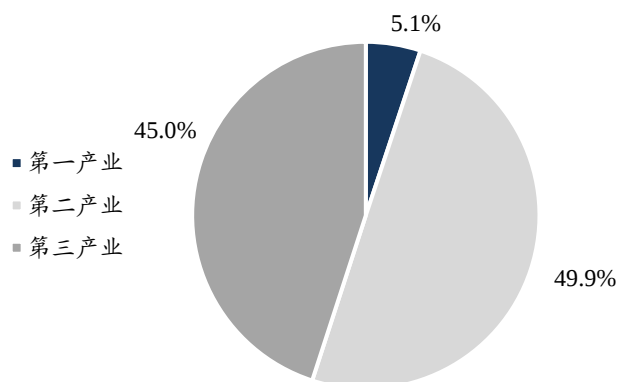
新疆固定资产投资以二、三产业为主，第二产业新能源、基建投资为主要驱动项，2025 年目标增速 10%。十四五期间，新疆固定资产投资增速保持较快增长，2021~2024 年投资复合增速达到 9.3%，增速高于甘肃、四川等西部省份。第二产业是近年新疆固定资产投资的主要驱动项，1 是第二产业的固定资产投资占比最高，2023 年新疆第一、二、三产业的固定资产投资占比分别为 5.1%、49.9%、45.0%；2 是第二产业近年投资增速保持引领，2021~2024 年复合增速达到 24.6%。其中，以风电光伏及配套储能等新能源设施为代表的电力行业，近年投资实现高速增长，2024 年新疆新能源并网装机总规模突破 1 亿千瓦，“疆电外送”1264 亿千瓦时。围绕“一带一路”规划，全疆正在加快推进基础设施“十张网”的建设，预计新能源及基建投资将继续发挥驱动全疆投资的领头羊作用。2025 年新疆固定资产投资增速目标 10%，在全国各省区中增速居前，较大的投资增长潜力有望对当地经济增长发挥持续推动作用。

图11：新疆及其他西部主要省份投资增速对比



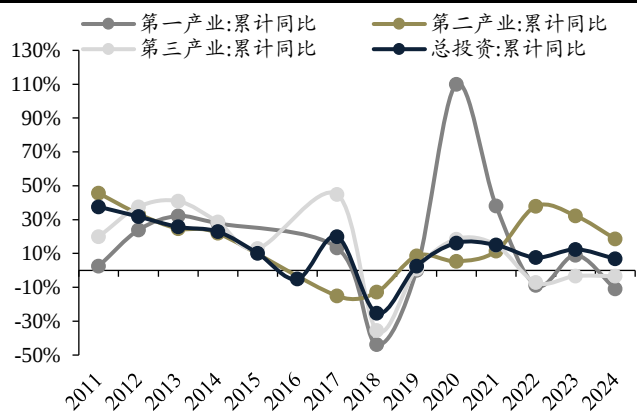
数据来源：wind、政府工作报告、东吴证券研究所

图12：2023 年新疆三次产业投资占比



数据来源：wind、政府工作报告、东吴证券研究所

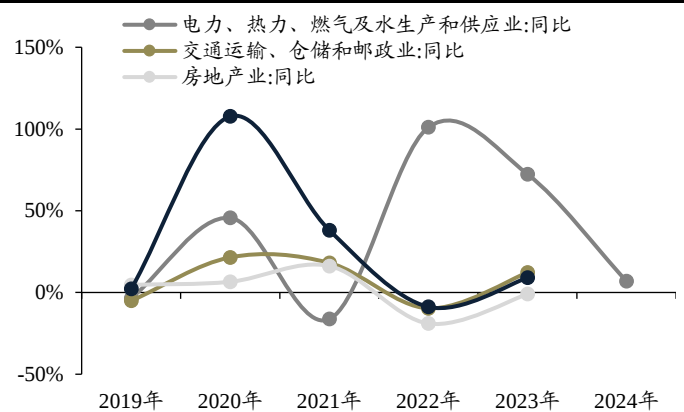
图13: 新疆三次产业投资增速



数据来源: wind、政府工作报告、东吴证券研究所

注: 2015、2016 年暂无三次产业投资同比数据

图14: 新疆部分重点行业投资增速变化



数据来源: wind、政府工作报告、东吴证券研究所

注: 2024 年仅公布了电力行业数据

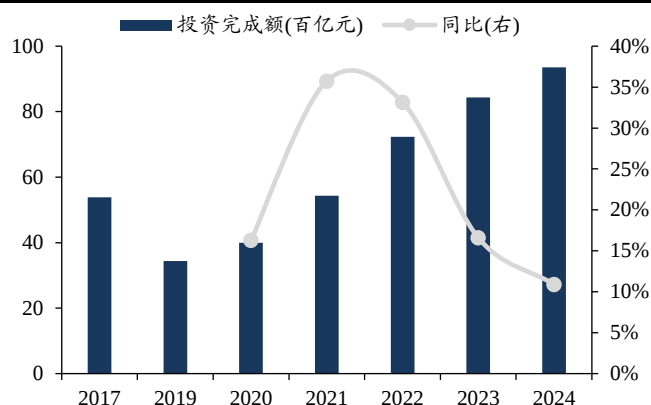
招商引资加快推进，到位资金和项目规模持续扩大，有力夯实新疆经济发展基础。

2024 年，新疆招商引资工作取得显著成效，共落实执行招商引资项目 4391 个，新开工投资项目 9482 个（其中计划总投资 10 亿元及以上在建投资项目 764 个），单个投资项目平均规模同比增长 40.6%；引进区外到位资金达 9355 亿元，同比增长 11%，超额完成年初制定的目标，完成率为 102.81%。随着项目储备不断增加、项目开工加快推进，新疆未来投资增速有望继续保持，持续发挥对疆内经济的拉动作用。

从地域分布来看，城市发展更成熟的北疆地区招商引资体量更大，而具有丰富矿产、能源、农业资源的南疆地区增速更快。2024 年北疆地区共引进区外资金 5539 亿元，占全区总量 59.2%，同比增长 8.8%；南疆地区（含吐鲁番、哈密）引进区外到位资金 3817 亿元，占比 40.8%，增速达 14.9%。乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、阿克苏地区区外到位资金总量位居前三，分别为 1390 亿元、1361 亿元、1348 亿元。

从重点产业集群建设来看，2024 年全疆共落实执行项目 2578 个，引进区外到位资金 6715 亿元，同比增长 21.9%。其中，油气生产加工产业集群项目 261 个，到位资金 756 亿元，同比增长 48.9%；煤炭煤电煤化工产业集群项目 226 个，到位资金 1008 亿元，同比增长 26.0%；新能源新材料等战略性新兴产业集群项目 667 个，到位资金 3510 亿元，同比增长 29.7%。此外，棉花和纺织服装产业集群、文化旅游产业集群等也取得了不同程度的进展。

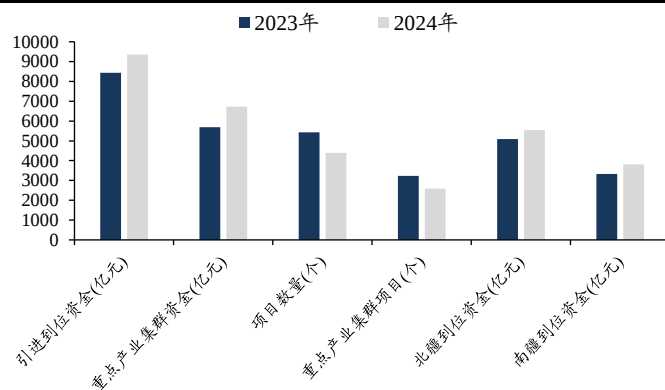
图15：新疆自治区招商引资保持较快增长



数据来源：新疆政府网站、东吴证券研究所

注：此处投资完成额是指当年招商引资到位资金

图16：新疆 2023、2024 年招商引资情况

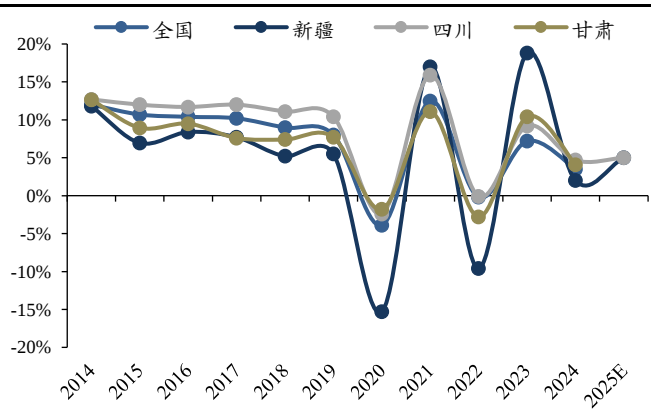


数据来源：新疆维吾尔自治区商务厅、天山网、东吴证券研究所

3.1.2. 消费：社零增长滞后于经济发展，城镇人口及均收均有待激活

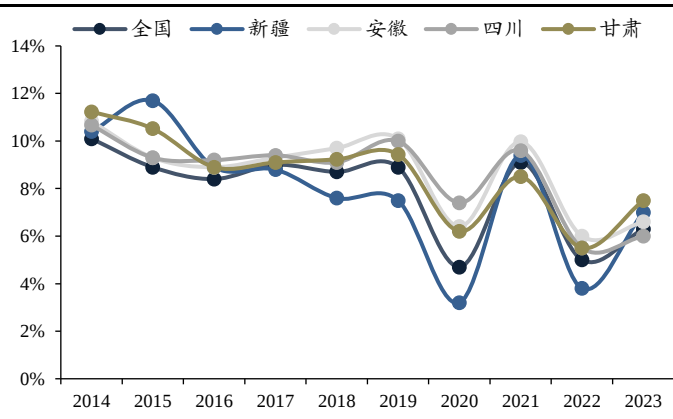
近年新疆居民消费表现相对疲软，居民人均收入及人口数量增速均处于相对偏弱水平。近年新疆社零消费增长相对慢于全国，过去5年（2020~2024年）新疆社零CAGR仅为1.7%，落后于全国的3.7%，也慢于同属西部区域的甘肃（4.0%）、四川（5.3%）。新疆消费增长落后于经济发展，1是源于当地常住人口未见增长。2020年以来受防疫管控影响，新疆常住人口一度有所下滑。2023年新疆区内常住人口数量约为2600万人，位于全国31个省市的第21位，人口较2020年基本未有增长。2是当地居民人均收入增长较慢。新疆第三产业及城镇化发展偏弱，一定程度上限制了城镇居民的收入提升。2020~2023年新疆居民人均收入CAGR为5.8%，落后于全国的6.3%，也慢于甘肃（6.9%）、四川（7.1%），其中农村居民创收保持较好增长态势，城镇居民收入增长相对缓慢。期待未来在新疆经济重启增长的持续带动下，新疆当地就业重现对西部及中部周边省份的人口虹吸效应，文旅发展也将进一步激发当地消费活力。

图17：新疆及其他西部主要省份社零增速对比



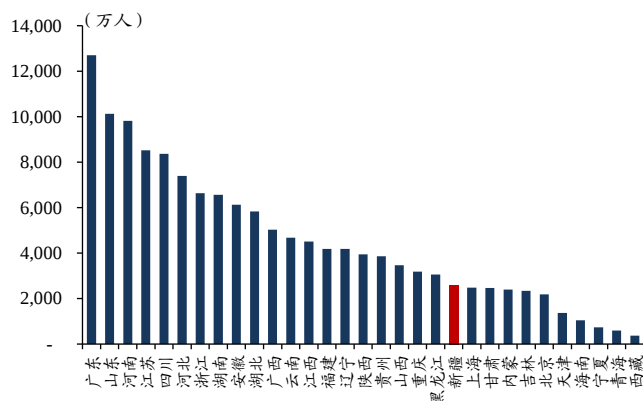
数据来源：wind、东吴证券研究所

图18：新疆居民人均可支配收入增速对比



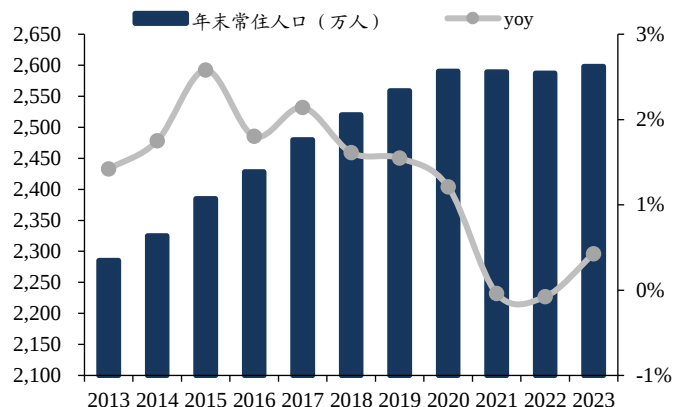
数据来源：wind、东吴证券研究所

图19：2023 年我国各省市常住人口数量对比



数据来源：wind、东吴证券研究所

图20：新疆自治区常住人口数量变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

3.2. 新疆白酒市场：稳步扩容，前路漫漫亦灿灿

3.2.1. 商务需求驱动扩容，100 元以上价位贡献主要增量

新疆近年白酒市场容量逐步扩张，我们估算 2023 年销售规模近 60 亿元，增长主要受益当地投资带动白酒商务需求释放。2023 年新疆白酒销售规模估算约 60 亿元，2019 年以来基本保持约 10% 的复合增速水平，在投资需求带动下，高端、次高端价位贡献主要消费增量，同时近 3 年来中高端 100~300 元价位也逐渐趋于活跃。具体分价格带看：

- 高端价位消费稳步扩张，主要来自大型国企、能源资源型企业的商务招待需求，品牌以茅台、五粮液、国窖为主。
- 次高端价位表现活跃，主要受益新疆招商引资保持快速增长，各类企业往来接待需求增长加快。该价格带销售主要集中于 300~500 元价位，省外品牌与疆内龙头份额相对均衡。其中，伊力特“伊力王酒”凭借深厚的品牌认知及独特的包装特色，占据该价位带约 40% 份额；省外品牌如剑南春、汾酒、郎酒、舍得等也在提升自身产品能见度以争抢份额，目前主要分布于乌鲁木齐、吐鲁番、哈密等地。
- 中高端价位增长逐步启动，其中有部分非正式商务场景需求体现，居民消费则主要受当地企事业单位及优势行业从业人员消费带动。该价格带中，居民消费主要集中于 100~200 元价位，是未来大众消费升级的主要受益价位。近年伊力特在 100 元以上价位的主要产品大老窖、小酒海，销售规模相应实现一定增长，而省外品牌以更广为人知的全国化大单品和更精细化的渠道管理，逐渐赢得较多市场份额。
- 中低端价位增长放缓，主要系大众消费相对疲软。新疆居民消费主要集中于 50~100 元和 100~150 元 2 档价位，近年城镇居民收入分化导致消费分层加剧，50~100 元大众主流价位消费表现不振，部分需求降级至 50 元以下，部分需求则升级至 100~200 元价位。其中，伊力特以其最具外观特色及消费认知的核心单品小老窖（250ml）强势占领 60~80 元价位，占据 50~100 元价格带的绝大多数份额；而 50 元以下价位则主要是伊力特的伊力大曲及其他省外光瓶酒品牌，份额分布较为分散。

表4：新疆白酒各价格带主要消费产品及规模

价格带区间	代表产品	销售规模（亿元）		
		2019 年	2021 年	2023 年
800 元以上	茅台、五粮液、国窖	7	12	15
300-800 元	伊力王酒、伊力壹号窖、汾酒青 20、剑南春、梦之蓝、舍得、水井坊、郎酒红花郎、习酒窖藏	5.5	10	13
100-300 元	天之蓝、海之蓝、老白汾、郎牌特曲、伊力老窖、小酒海	10	10	13
50-100 元	伊力老窖（小老窖）、伊力柔雅蓝花瓷、玻汾、山粮糜子酒、古城老窖、肖尔布拉克	13	13	13.5
50 元以下	牛栏山陈酿（牛二）、伊力特曲（中度）、伊力大曲	4.5	4.5	5.5
合计		40	50	60

数据来源：《酒业流通白皮书》、酒业内参、东吴证券研究所

3.2.2. 伊力特：据守 2 大核心价格带，加强中高端布局卡位

伊力特作为陪伴新疆现代化城市建设同步成长起来的地方品牌，两大核心单品伊力王、小老窖分别在当地商务、大众主流价格带稳定占据领先份额。从未来发展趋势看，预计次高端商务招待及中高端居民消费升级需求将是新疆白酒消费扩容的主要引领分项，公司在强化伊力王渠道管理及品牌推广以抓抢次高端扩容机遇的同时，也在有序补充 100~300 元产品卡位，以便及时跟上居民消费升级步伐。

- **次高端商务消费：**我们测算新疆白酒次高端价位消费规模的 2021~2023 年 CAGR 约为 14%。伊力王 2023 年占据该价位约 40%份额，近年份额基本维持。

对比兼具全国化品牌知名度及渠道管理优势的省外名优品牌，伊力王的比较优势在于：1) 产品具有浓烈的地域特色，且在当地具有高知名度，用以招待疆外投资客商时，客户有尝鲜动机。2) 产品价格表现及渠道利润好于全国化竞品。品牌收归自营以来，经过库存去化及渠道梳理，伊力王批价稳定在 450 元左右，经销商、终端两级渠道利润均较高，渠道更具推广动力。3) 全疆销售分布及渠道资源更为全面。新疆地广人稀，主要城市间隔基本都在 200km 以上，外来品牌进行销售区域扩张的规模经济门槛较高，目前大多聚集于乌鲁木齐、哈密、吐鲁番等入疆窗口城市进行销售。而伊力王经过 2021 年下半年重新进行全疆各地州招商，渠道覆盖相对完善，并且通过 2024 年成立伊力王经销商联盟商会，更好团结并调动新疆各地州大商资源进行核心客群培育，补强南疆喀什、库尔勒等薄弱市场。

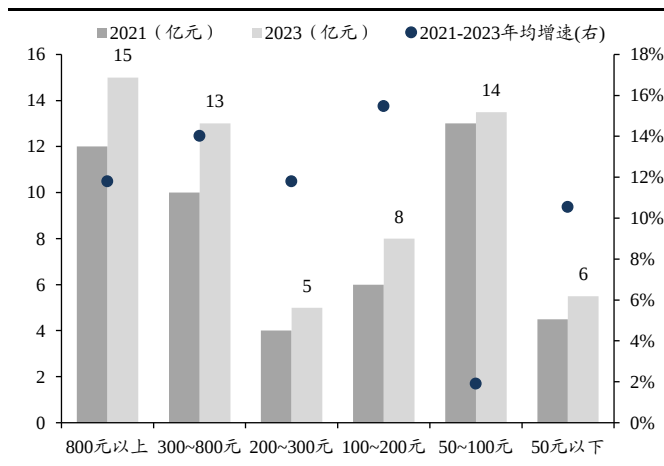
- **中高端大众消费升级消费：**我们测算新疆白酒 100~200 元、200~300 元价位消费规模的 2021~2023 年 CAGR 分别约为 15%、12%，其中 100~200 元价位已成为新疆目前大众聚会、宴席、及非正式商务招待等场景的主流消费升级选择，200~300 元价位目前居民用酒需求还相对较少。伊力特 2023 年占据中高端价位约 20%+份额，份额相对偏低，主因此前包销模式下，包销商前瞻进行中高端布局卡位的产品较少，公司

在 150~300 元价位的产品设置相对空白，近年外来品牌（如洋河、郎酒、习酒等）以其具有全国知名度的成熟产品在该价格带乘势抢占了较多份额。

针对中高端相对薄弱的产品布局，伊力特现有的提升思路在于：在现有大老窖、小酒海等产品占位 100~200 元价位基础上，补充新增壹号窖、馆藏版等产品，通过发挥现有产品组合、区域布局及渠道利润优势，强化厂商协同以推动产品销售上量。

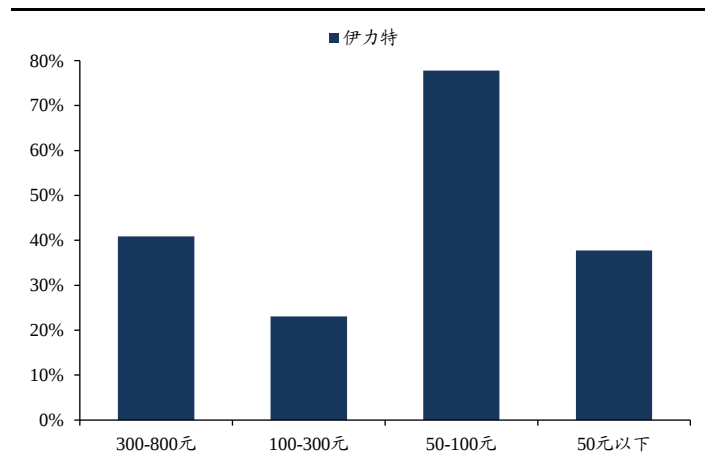
此外，在渠道管理方面，相比省外品牌，公司在渠道精细化运营及消费者客情维护等方面存在不足，对此：1 是在经销商侧，通过建立伊力王商会、小老窖销售平台公司等方式，强化价格秩序的统一维护，并充分调动渠道资源帮助产品推广；2 是在终端侧，通过加强跑店，提升终端客情服务，及时跟进并应对市场变化；3 是在消费者端，借助五码联动、动销活动等手段，推动产品营销动作有效落地。

图21：新疆白酒各价位带消费规模及增速



数据来源：酒业内参、东吴证券研究所

图22：2023年伊力特各价位带市占率测算



数据来源：wind、酒业内参、东吴证券研究所

4. 主动作为多路并进，全面改革开启新程

4.1. 营销：市场化招聘销售高管，营销改革打开新局面

外聘高管带来宝贵经验，营销改革步入新阶段。2023年12月，公司打破原有兵团体系内部提拔的传统，通过外部招聘引入李小刚为董事、李长春为副总经理。面对外来品牌进入新疆抢占市场份额，公司通过市场化招聘引入业内出色的营销帅才，1是有助于引入先进管理经验，更好组织推动销售团队人才建设及营销管理动作落地；2是以更专业的思维，完成产品布局规划；3是借助以往行业资源积累，帮助公司更好开拓疆外市场招商局面。

两位外聘高管均在酒类行业深耕20余年，拥有丰富的实战经验及出色的过往业绩。李小刚总曾被评为中国酒类流通20年营销领袖，此前曾先后负责泸州老窖浙江省区、

西北大区，并受命组建博大酒业营销公司，负责老窖中低档产品（头曲、二曲等），任内推动博大公司销售额顶峰达到近 50 亿元。李长春总拥有啤白多酒种营销经验，任内曾一手打造沱牌西南桥头堡大市场，并在四川酒茶集团积累了丰富的产业资源。

营销管理分工明确，在两位高管的丰富经验加持下，公司营销变革有序推进。从分工来看，李小刚作为公司董事会成员（外部董事），负责与董事长共同统筹营销决策，并帮助开拓疆外市场招商；李长春作为分管营销的副总经理，负责统管销售业务的执行落地。两位高管上任以来，已于 2024 年上半年基本对公司品牌营销、产品矩阵、渠道管理、区域布局等方面的战略完成重新梳理，并推动将公司人力资源和财务管理部门流程优化，以提升费用核销效率、加强费效管理。

表5：公司外聘高管过往主要业绩

姓名	过往主要业绩
李小刚	曾成功开拓泸州老窖浙江市场、西北市场，担纲组建泸州老窖博大酒业营销公司，推动博大公司销售额 3 年突破 10 亿元，顶峰期规模近 50 亿元，并曾出任泸州老窖销售公司常务副总经理、党委书记，泸州老窖怀旧酒类营销公司董事长。先后被评为泸州市杰出青年岗位能手、四川省食品工业营销先进工作者、泸州市第三届十大经济人物、中国酒类流通 20 年营销领袖、中国酒业重构期领军人物，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	曾成功打造四川华润蓝剑的资阳利基区域市场，帮助建设沱牌舍得西南桥头堡市场并参与企业改制，推动全兴酒营销转型升级，探索四川酒茶集团融合发展新模式，拥有丰富的营销及经营管理经验。

数据来源：公司公告、酌阅、XN 知酒、东吴证券研究所

销售团队初具雏形，疆内外营销人员逐步配备到位。此前在包销体制下，公司基本没有实质意义上的市场营销团队；自 2021 年伊力王收归自营以来，公司逐步组建自有销售团队，通过市场调研逐步学习探索后置返利、终端管理、销售培育等基础工作，并逐步完善人员分工及人资机制。

分工方面：①对于疆内市场，公司划分为东南西北 4 大片区，对应配置专职销售人员，以便针对区域特性更好有的放矢。其中，针对南疆少数民族聚集、白酒消费偏饮料酒的特性，公司专门设立南疆销售公司（2022 年 4 月成立），规划联合新建的草湖产业园以强化品牌宣传，并推出针对性产品主抓中低档光瓶酒市场。②对于疆外市场，公司于成都设立四川伊力特酒类销售有限公司（2023 年 11 月成立），以便更好联络及服务外省经销商，更好利用两位外聘高管的营销资源，并且招募优秀人才充实销售团队也将更具抓手。

机制方面，公司在销售人员薪酬、系统培训体系等方面逐步调整完善，有助于更好激发团队潜能。

图23: 新疆南北疆地区白酒消费情况



数据来源：国家统计局、乐酒圈、东吴证券研究所

4.2. 产品：锻长板，补短板，布局更趋完善

产品矩阵日趋完善，聚焦打造主流价位核心单品。2024 年公司设立产品研发部，全面梳理并完善产品矩阵布局。目前公司高中低端多价位带产品设置已基本清晰：高端、次高端价位以 T35、伊力王酒为核心产品；中高端价位在原有 100~150 元老产品伊力老窖（500ml 装，又称大老窖）、小酒海（250ml 装）基础之上，打磨设置壹号窖、大新疆系列产品，另有馆藏版作为补充；中低端价位继续以伊力老陈酒、伊力特曲、伊力大曲作为盒装酒主力，另外计划设计推出光瓶酒新品，完善口粮酒及高线光瓶酒价位布局。

- 伊力王：**作为公司次高端核心产品，伊力王以蓝王为流通标品，红王主打宴席，黄王则向上拔高产品价格站位。其中，为便于疆外招商推广，公司打磨推出二代伊力王蓝王产品，取消原有的小瓶酒和铁盒包装，以更常见的包装形态、更低的打款价进行投放，有助于放大渠道利润空间，更好推动招揽省外新商。前期规划经由四川伊力特酒类销售有限公司，面向华北及华东共约 10 个重点省份进行招商推广。
- 壹号窖：**此前壹号窖转交疆内经销商进行包销运作，走高端定位，但经过新管理层重新梳理，规划作为 200~500 元价位重点系列产品，补充完善伊力老窖与伊力王之前的空白价位布局。目前由于包销商的经销权归属问题尚待解决，壹号窖新品 10 年、15 年、20 年，规划先于疆外市场推广上市；疆内市场则先以大老窖、小酒海、馆藏版进行布局，再逐步补充强化 150~300 元价位盒装产品。
- 大新疆：**主要覆盖 150~400 元价位，价格站位略低于壹号窖，更突出新疆风土特色，作为拓展大众消费的重要产品，对壹号窖进行销售补充。

- 4) **伊力老窖**: 伊力小老窖、大老窖、小酒海分别占据新疆日常饮用及宴会聚饮 2 大主流消费价位, 目前小老窖以稳规模为主, 大老窖、小酒海旨在抓住 100+元价位扩容机遇稳步增长。伊力老窖系列于 20 世纪 90 年代推出, 自 2005 年以来销售体量逐步成长, 规模达到 10 亿元以上。小老窖极具特色的 250ml 小酒坛瓶型, 是新疆餐桌上人手一瓶的共同饮酒回忆。近年由于产品老化、渠道利润趋薄, 并且存在 100+元盒装产品 (如海之蓝) 和 50 元光瓶产品 (如玻汾) 的竞争分流影响, 小老窖收入体量自高峰状态有所回落。公司通过焕新升级为“镀金时光”版本, 持续推动控货挺价, 并推动包销商联合主要分销商成立销售平台公司, 以统一进行渠道管理, 帮助实现产品价格体系及渠道利润的巩固优化, 有利于更好稳定其销售规模。
- 5) **光瓶酒**: 公司目前中低端价位产品如伊力特曲、伊力大曲, 大多为区域性销售, 分别在伊犁、北疆、南疆各有一些点状销售。公司拟完善补充光瓶酒产品, 以加强开拓疆内外口粮酒市场, 并帮助对伊力特进行品牌推广及口感培育。

表6: 公司主要产品一览

产品系列	主要产品	规格	终端售价 (元)
伊力王	T35	52度500ml	629
	黄王	52度500ml	629
	红王	50度500ml	459
	蓝王	52度500ml	459
壹号窖	文明版	52度500ml	1889
	和谐版	52度500ml	888
	20年	52度500ml	498
	15年	53度500ml	398
	10年	52度500ml	288
馆藏版	伊力老窖馆藏版 (蓝)	52度500ml	218
	伊力老窖馆藏版 (红)	45度500ml	115
伊力老窖	小酒海	46度250ml	146
	大老窖	52度500ml	110
	小老窖	46度250ml	66
大新疆	伊力老窖·大新疆	50度500ml	680 (市场指导价)
	伊力特·大新疆 (蓝)	43/52度500ml	549/569 (市场指导价)
	伊力特·大新疆 (红)	38/43/52度500ml	379/389/399 (市场指导价)
	伊力特·大新疆 (经典)	38/43/52度500ml	179/189/199 (市场指导价)
	伊力大曲·大新疆	50度500ml	98 (市场指导价)
老陈酒	伊力老陈酒	38度500ml	143
伊力特曲	36度特曲	36度500ml	48
	中度特曲	43度500ml	53
	十年精制	52度500ml	48
伊力大曲	伊力特大曲	50度500ml	32

数据来源: 公司官网、京东旗舰店、东吴证券研究所

注: 未特别标注的终端售价, 参考京东旗舰店销售成交价, 数据截至 2025 年 2 月 14 日

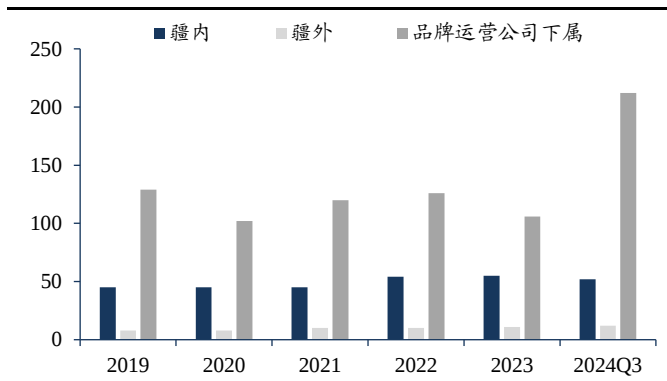
4.3. 渠道：转轨自营循序渐进，渠道建设与日俱新

2016 年以前，公司产品销售均采取包销模式，即公司与包销商签订供货协议，包销商获得产品经销权，厂家主要负责生产，经销商自行确定产品设计、销售价格和营销策略，自行承担终端管理和费用。包销制有利于酒厂节省营销投入，并相应降低产品培育、渠道管理等方面的资金投入风险。但由于公司不负责产品宣传及市场开拓，也容易造成包销产品 SKU 过多、公司市场敏感度不足、品牌建设不够等制约长期发展的弊端。

2016~2020 年期间，公司逐步从单一包销模式，过渡为“包销+经销+线上”模式。2016 年陈智董事长上任以来，首先是清退重复冗余、不利于主产品价格维护的 SKU 和低质包销商。其次于 2017 年，由股份公司联合主要经销商，共同出资成立新疆伊力特品牌运营公司（公司控股 51%，经销商持股 49%），以便将原有包销产品面向疆外市场进行经销模式推广。但囿于人员及能力欠缺，疆外经销模式招商以小商汇量为主，渠道管理相对简单粗放。此后于 2020 年，公司又推动品牌运营公司联合电商渠道运营团队，共同出资成立伊力特（北京）电子商务有限公司（品牌运营公司控股 51%，电商运营团队成员合计持股 49%），以调动专业团队帮助开发经营公司线上直营渠道。

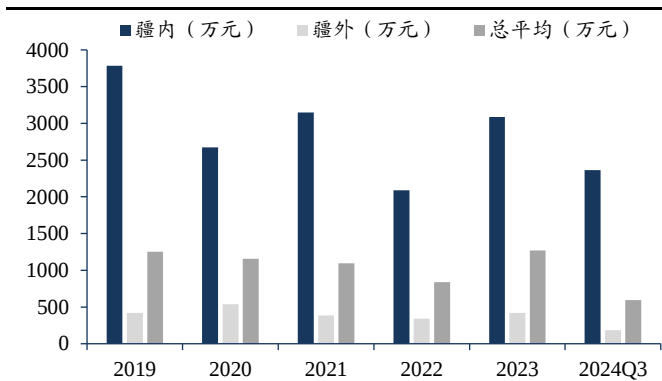
2021 年来，伊力王酒收归自营，标志着公司经销模式迈入主动经营的全新阶段，市场化改革在外聘高管助力下有序推进。2021 年伊力王酒收回包销权转为自营，公司随即单独成立伊力王事业部，专职负责产品生产及销售，并推动在全疆 11 个地州区域招募一级代理经销商，公司自有团队对渠道管理的探索跟进自此开启。2023 年底，在销售规模要完成历史性跨越的长期经营目标驱动下，公司通过外部招聘引入两位销售高管，帮助更具章法地推进公司渠道模式变革。1) 在组织架构方面，公司于 2023 年底相应成立四川销售公司（股份公司 100%持股），回收原品牌运营公司职能，转由前者负责疆外招商推进，以便更好借助高管资源及经验，招募疆外优质经销商进行战略合作。2) 在渠道管理方面，1 是梳理优化核心产品渠道价格体系及利润设置，推动部分系列产品从 2024 年 4 月 1 日起实行价格双轨制（区分计划内、计划外价格），以便更好维护市场价格。2 是推动伊力王经销商成立商会，以便协同调集大商资源，合力推动市场开拓及价格维护。3 是指导大小老窖总经销产品成立平台公司进行专业化管理，目前已步入正轨。

图24：公司经销商数量（家）变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

图25：公司经销商平均销售体量：疆外以小商为主



数据来源：wind、东吴证券研究所

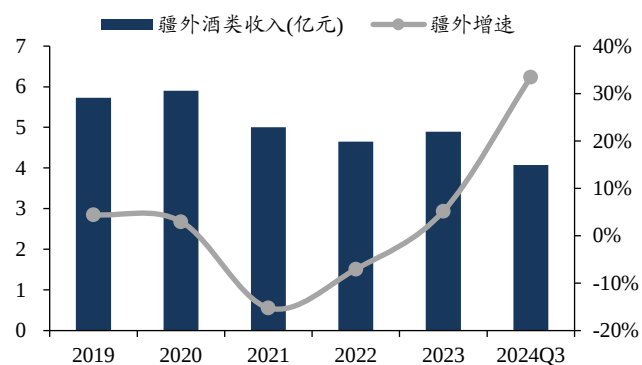
注：2024Q3 为季度累计数据

浙江大商、四川销售公司、北京电商公司三足鼎力，全国化征程逐步推进。近年来，在原有少数省外包销商的基础之上，公司逐步开拓完善疆外渠道建设，先后于2017年、2020年成立品牌运营公司（2024年改为四川销售公司）及电商公司，以加强省外招商及渠道管理。

- 1) 浙江商源：**公司与浙江商源合作20余年，高峰时期（2014年左右）商源曾贡献公司收入超4亿元。但2015年以来，因自身发展战略及产品老化原因，商源方面的伊力特销售收入持续缩减。2024年，双方合作思路进一步理顺：1是产品方面，商源以100元价位带老陈酒、伊力特曲保存量，100~300元中档价位补充伊力陈窖，并要集中资源主推次高端价位带伊力王、T35，以拉升产品结构。2是渠道方面，公司通过陈列奖励、宴席奖励、消费者奖励等返利政策，帮助提升渠道销售积极性。
- 2) 四川销售公司：**此前公司于2017年成立品牌运营公司，主要负责浙江以外区域的县市级扁平化招商工作，主要通过各类糖烟酒展会招募意向经销商。2024年，公司重新成立四川销售公司，并将办公地搬至成都，以便更好吸引招纳营销人才，更便捷地服务、联络疆外经销商。
- 3) 北京电商公司：**2020年7月公司成立伊力特（北京）电子商务有限公司，引入电商经营团队，全面整合电商资源。分地区看，2024年公司线上业务90%以上为疆外销售，其中江苏、上海等地贡献超10%份额；分平台来看，2024年京东/天猫/拼多多及抖音等分别占比约60%/20%/20%。目前规划立足新疆独特优质的文旅资源，系统性打造伊力特文创产品，并推进直播带货等创新营销模式。

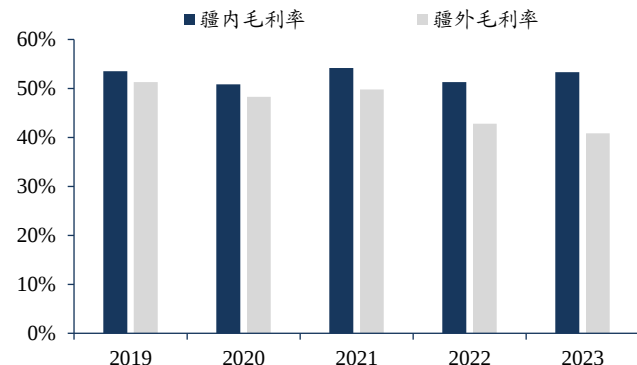
全国化招商气象一新，渠道覆盖有的放矢。外聘高管上任以来，公司全国化招商思路也更趋清晰。1) 伴随伊力王二代蓝王更新完成，公司规划前期面向华北及华东10个省份，主要采取非流通的小商模式（即资源型、团购型经销商为主）。2) 壹号窖、大新疆，面向100~500元以流通渠道为主的消费价位，规划基本采取区域代理模式，以地级市为单位招募经销商。考虑已有消费基础及品牌接受度等因素，计划主要聚焦浙江、四川、陕西、甘肃、河南、河北、湖北、山东、江苏等省份，稳步推进全国化布局。

图26：公司疆外收入及增速变化(24Q3为季度累计值)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图27：公司疆内、疆外酒类销售毛利率对比

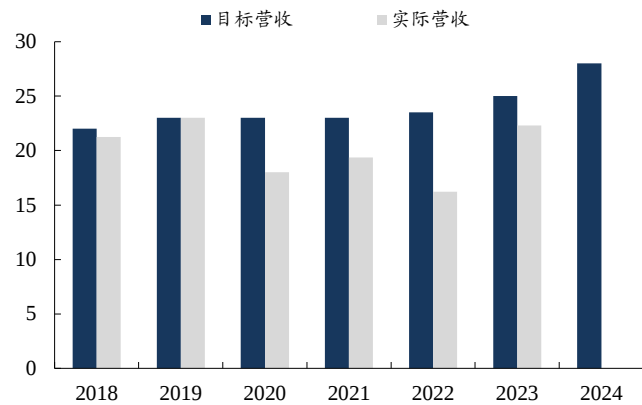


数据来源：wind、东吴证券研究所

5. 财务分析：毛利率有望改善，费率弹性仍待释放

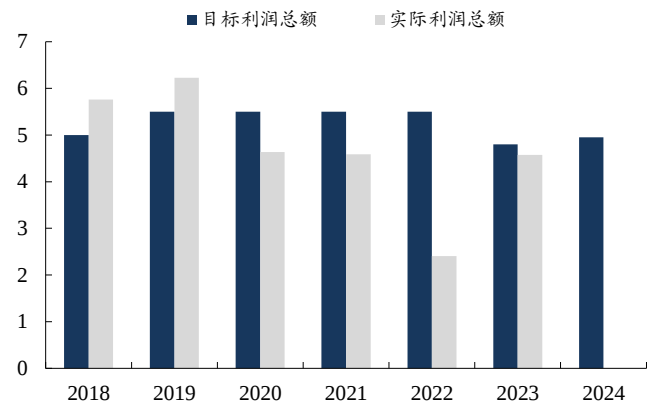
收入端，受到外部环境及产品结构等因素影响，近两年公司营收、利润波动幅度较大，实际收入、利润达成与年度目标存在一定差距。作为西北龙头酒企，2025 年在外聘高管操盘下，公司各方面经营治理逐渐步入向上正轨，预计小老窖疆内销售体量修复、伊力王疆内外渠道扩张有望带来增量贡献。

图28：公司目标营收与实际达成情况（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

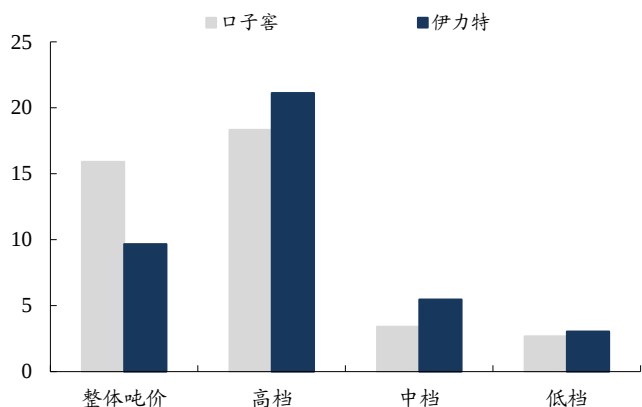
图29：公司目标利润总额与实际达成情况（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

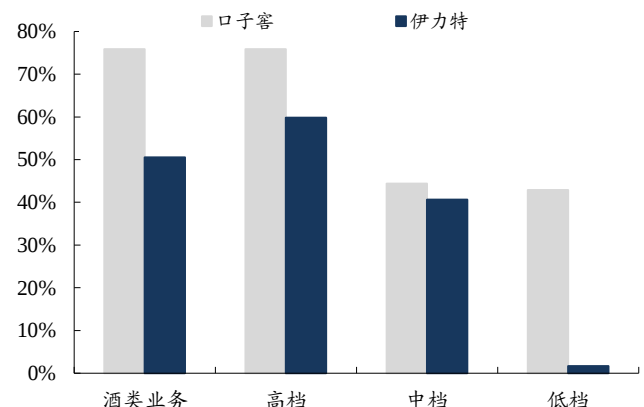
成本端，近年公司吨价稳步提升，但毛利率基本稳定在 50% 附近，主因此前新建产能投产导致折旧增加，并且高档酒伊力王、小老窖控货去库导致收入端产品结构波动。短期波动明显，毛利率相对稳定，横向对比其他地产酒仍有提升空间。我们将公司吨价、毛利率与安徽地产酒口子窖进行横向对比，公司高、中、低档酒吨价均高于口子窖，但毛利率在原材料成本及产能利用率影响下，对比口子窖尚有明显差距。未来伴随次高端产品运作加强、自营产品收入占比提升，公司产品结构及产能利用水平有望进一步优化，吨价、毛利率仍有较大提升空间。

图30：2023 年口子窖与伊力特吨价横向对比（万元/吨）



数据来源：wind、东吴证券研究所

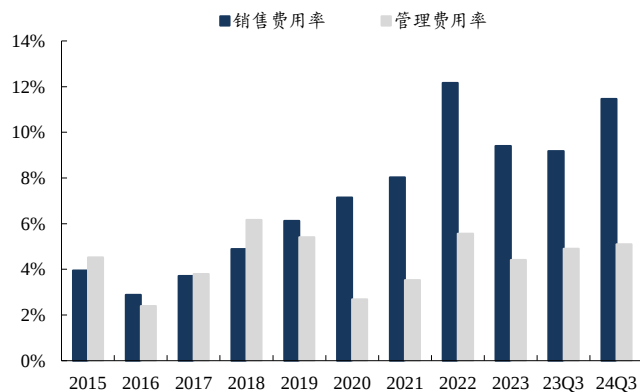
图31：2023 年口子窖与伊力特毛利率横向对比



数据来源：wind、东吴证券研究所

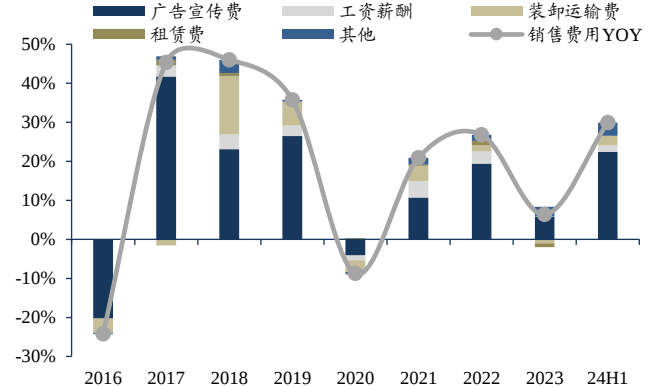
费用端，近年来伴随自营产品营销投入增加，公司费率整体呈现上升趋势，中期来看，预计未来投入强度仍将维持。近年来，公司积极发力营销投入，在品牌宣传、渠道建设、市场开拓、团队建设等方面均加大资源投入，销售费率整体呈上升趋势。但横向对比其他酒企，公司销售费率仍处偏低水平，预计在取得销售规模显著突破之前，公司销售费率仍将处于阶段性高位。

图32：公司销售费率、管理费率变化（Q3为累计值）



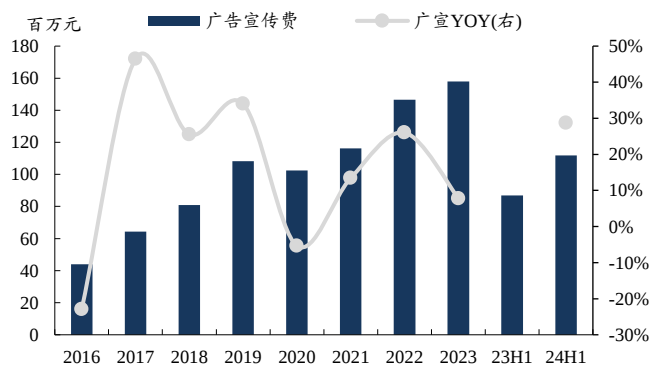
数据来源：wind、东吴证券研究所

图33：公司销售费用同比增长贡献拆分



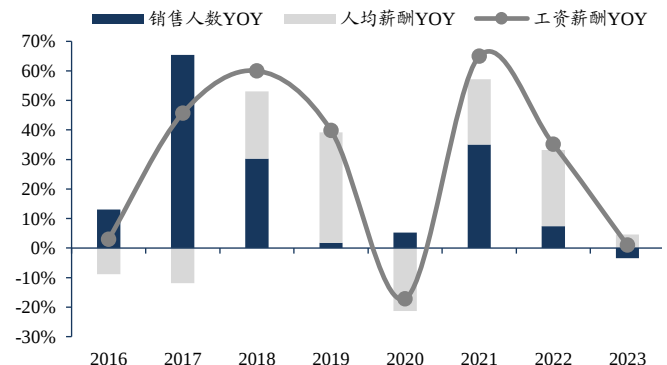
数据来源：wind、东吴证券研究所

图34：公司广宣费用及增速



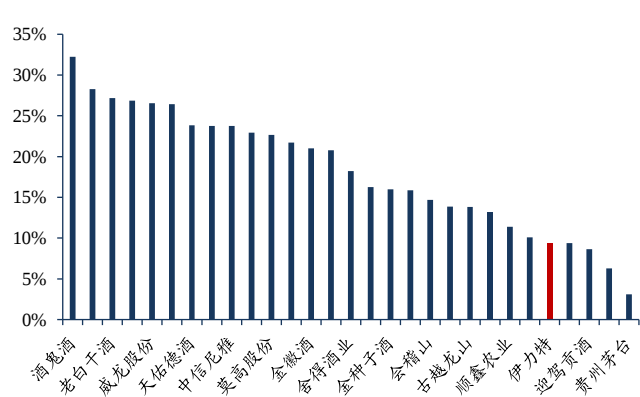
数据来源：wind、东吴证券研究所

图35：2016年以来公司销售人员薪酬变化



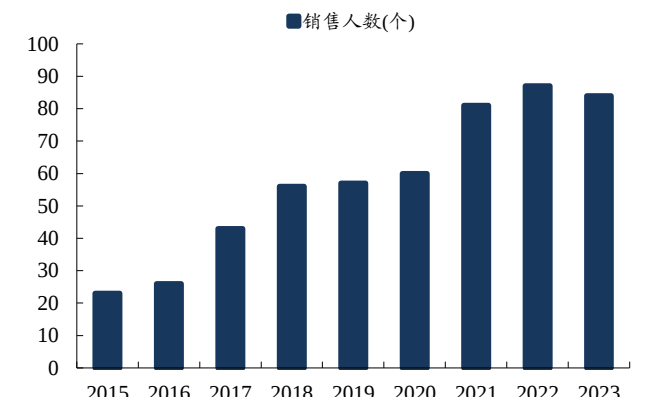
数据来源：wind、东吴证券研究所

图36：各酒企2023年销售费用率对比



数据来源：wind、东吴证券研究所

图37：公司销售人员数量整体呈稳步增加态势



数据来源：wind、东吴证券研究所

6. 盈利预测及估值

收入方面，2024 年公司营销改革过渡期收入表现相对偏弱，预计 2025~26 年有望实现增长修复。2024 年，虽然伊力王销售实现良好增长，但受销售团队磨合调试及小老窖控货调整影响，公司收入增长不及预期。2025~26 年，伴随小老窖去库到位，预计疆内销售体量有望修复，同时伊力王疆内外渠道扩张也有望带来增量贡献，预计公司营收规模将逐步向 25~30 亿元迈进。

利润方面，预计伴随中高端及次高端销售体量提升，毛利率改善有望支撑公司净利率实现稳中有升。我们预计公司 2024~2026 年毛利率在产品结构带动下有望保持温和增长，而销售费率由于品牌宣传投放加大、全国化渠道建设加码、销售团队人员扩张，边际或略有提升，净利率中短期提升或不明显，弹性释放有赖于收入端的明显扩张。

表7：公司盈利预测拆分

(亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19.38	16.23	22.31	22.62	25.94	30.19
YOY	7.5%	-16.2%	37.5%	1.4%	14.7%	16.4%
综合毛利率	51.4%	48.0%	48.2%	51.6%	52.3%	52.9%
白酒业务收入	19.16	15.94	21.86	22.12	25.40	29.62
YOY	6.9%	-16.8%	37.1%	1.2%	14.8%	16.6%
高档酒收入	13.49	10.00	14.66	14.84	17.36	20.71
YOY	0.5%	-25.9%	46.6%	1.2%	17.0%	19.3%
中档酒收入	4.83	5.05	5.51	5.65	6.12	6.67
YOY	30.9%	4.4%	9.1%	2.6%	8.3%	9.1%
低档酒收入	0.83	0.90	1.69	1.63	1.92	2.24
YOY	2.1%	7.4%	88.4%	-3.4%	18.0%	16.5%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

公司目标进取，改革图新，在职业经理人操盘下，公司产品矩阵更新、渠道模式改进明显，内生潜力有望逐步释放。我们预计 2024~2026 年收入为 22.6、25.9、30.2 亿元（前值为 22.3/25.6/29.8 亿元），同比+1%、15%、16%；归母净利润 3.4、3.9、4.7 亿元（前值为 3.4/4.0/4.7 亿元），同比-0%、+16%、+20%，对应 PE 为 22/19/16x。

我们采用可比公司估值法，选取金徽酒、老白干酒、迎驾贡酒和今世缘 4 家同为区域酒企龙头的标的进行横向估值对比。2024~26 年可比公司 PE 均值分别为 19/16/13x，伊力特同期估值水平高于市值、业绩规模较大的今世缘、迎驾，低于市值、业绩规模相近的金徽酒、老白干酒，估值相对合理，维持“买入”评级。

表8: 可比公司估值表 (截至 2025/2/14 收盘价)

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE				归母净利 (亿元)				归母净利同比		
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603919.SH	金徽酒	94	18.62	38	24	19	16	3.3	4.0	4.9	6.0	22.2%	21.9%	22.4%
600559.SH	老白干酒	173	18.94	31	22	18	15	6.7	7.9	9.5	11.4	18.6%	20.3%	20.0%
603198.SH	迎驾贡酒	435	54.40	23	16	13	11	22.9	27.4	32.7	39.9	19.6%	19.5%	21.9%
603369.SH	今世缘	581	46.56	20	16	14	12	31.4	36.1	40.4	48.1	15.0%	12.0%	19.1%
	均值			28	19	16	13							
600197.SH	伊力特	75	15.92	30	22	19	16	3.4	3.4	3.9	4.7	-0.1%	15.8%	20.1%

数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 以上公司盈利预测均为参考东吴证券最新外发报告

7. 风险提示

宏观经济不及预期。白酒行业的发展与经济的景气度存在较大相关性,若宏观经济放缓,行业增速整体也会有负面影响。

疆外品牌进入加剧竞争,省内次高端价格带行业竞争加剧。伴随新疆省内经济复苏和消费升级,次高端价格带扩容,全国化品牌加速进驻新疆布局,省内次高端价格带或面临竞争加剧格局。

省内次高端价格带容量不足:次高端价位带容量对公司主流大单品伊力王系列发展至关重要,若疆内次高端价位带扩容进度不及预期/消费降级下容量降低,可能会对公司次高端价位单品发展产生负面影响。

省外市场扩张低于预期。疆外市场拓展难度较大,面临消费者培育、地产酒竞争等难题。

食品安全问题:食品安全问题是红线,倘若触犯红线,会严重影响企业的声誉。

伊力特三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,706	2,945	3,183	3,412	营业总收入	2,231	2,262	2,594	3,019
货币资金及交易性金融资产	580	696	961	1,040	营业成本(含金融类)	1,155	1,095	1,238	1,422
经营性应收款项	178	181	167	170	税金及附加	318	343	397	468
存货	1,893	1,997	1,988	2,114	销售费用	210	244	291	338
合同资产	0	0	0	0	管理费用	79	91	101	115
其他流动资产	55	71	68	87	研发费用	19	21	24	29
非流动资产	2,230	2,218	2,203	2,187	财务费用	4	6	4	(2)
长期股权投资	200	200	200	200	加:其他收益	7	3	4	4
固定资产及使用权资产	1,729	1,801	1,828	1,833	投资净收益	0	(2)	1	1
在建工程	176	88	44	22	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	87	88	89	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	454	464	544	653
其他非流动资产	34	39	39	39	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	4,935	5,163	5,386	5,599	利润总额	458	464	544	653
流动负债	828	914	971	985	减:所得税	112	119	144	173
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	346	345	399	480
经营性应付款项	470	442	452	417	减:少数股东损益	6	6	6	7
合同负债	73	99	111	128	归属母公司净利润	340	340	393	473
其他流动负债	284	373	407	440	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	0.72	0.83	1.00
非流动负债	203	203	203	203	EBIT	457	469	544	648
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	572	551	625	731
应付债券	190	190	190	190	毛利率(%)	48.23	51.60	52.26	52.89
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	15.23	15.01	15.16	15.65
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	37.46	1.39	14.68	16.37
负债合计	1,032	1,117	1,175	1,188	归母净利润增长率(%)	105.53	(0.06)	15.82	20.12
归属母公司股东权益	3,819	3,956	4,116	4,308					
少数股东权益	84	90	96	103					
所有者权益合计	3,904	4,046	4,212	4,411					
负债和股东权益	4,935	5,163	5,386	5,599					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	302	397	573	435	每股净资产(元)	7.99	8.28	8.62	9.02
投资活动现金流	(255)	(68)	(66)	(66)	最新发行在外股份(百万股)	472	472	472	472
筹资活动现金流	(198)	(213)	(243)	(290)	ROIC(%)	8.58	8.37	9.25	10.57
现金净增加额	(151)	116	265	80	ROE-摊薄(%)	8.90	8.59	9.56	10.97
折旧和摊销	115	82	81	82	资产负债率(%)	20.90	21.64	21.81	21.22
资本开支	(256)	(65)	(65)	(65)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.11	22.12	19.10	15.90
营运资本变动	(174)	(38)	83	(137)	P/B(现价)	1.99	1.92	1.85	1.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>