

疆外自营提能蓄力，关注改革落地成效

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年报及 2025 一季报。24 年实现营收 22.0 亿元, 同比-1.3%; 归母净利润 2.9 亿元, 同比-15.9%。25Q1 实现营收 8.0 亿元, 同比-4.3%; 归母净利润 1.4 亿元, 同比-9.3%。公司整体业绩表现符合预期, 在外部环境扰动下仍有一定承压。
- **产品结构持续优化, 疆外自营增长亮眼。** 1、分产品看, 24 年高档/中档/低档分别实现营收 15.3/5.1/1.3 亿元, 分别同比+4.3%/-8.2%/-20.5%, 其中销量分别-13.6%/-6.5%/-27.1%, 吨价分别+20.7%/-1.8%/+9.0%。25Q1 高档/中档/低档分别实现营收 6.2/1.3/0.3 亿元, 同比+8.8%/-30.7%/-41.0%。当前白酒消费需求较弱, 行业竞争加剧, 公司深化改革周期有所降速。随着对产品体系全面梳理, 伊力王等战略自营产品增长亮眼, 高档产品占白酒营收比同比+2.3pp 至 69.4%, 未来中高档酒新品调整、市场招商后有望迎来增量释放。2、分区域看, 24 年疆内/疆外分别实现营收 16.0/5.7 亿元, 分别同比-5.8%/+16.7%; 25Q1 疆内/疆外分别实现营收 7.0/0.9 亿元, 同比+3.5%/-37.9%。24 年疆内需求环境走弱, 各价位产品均有所下滑, 公司增量主要来源于自营产品的疆外销售, 重点推广大新疆+一号窖, 当前核心自营产品疆外招商仍在持续推进。25 年初疆外外拓受行业景气波动影响较大。3、分渠道看, 24 年直销/线上/批发分别实现营收 4.9/1.3/15.4 亿元, 同比+90.9%/-1.7%/-13.9%, 其中销量分别+125.4%/+0.3%/-16.6%, 吨价分别-15.3%/-2.0%/+3.3%。25Q1 直销/线上/批发分别实现营收 2.0/0.4/5.5 亿元, 同比+69.9%/+0.7%/-17.3%。公司直销运作韧性较强, 直销产品收入占比同比+10.6pp 至 22.3%。
- **产品结构调整驱动毛利率回升, 疆外拓展期费用投放增加。** 1、24 年毛利率为 52.3%, 同比+4.1pp; 25Q1 毛利率为 48.8%, 同比-3.1pp。24 年毛利率改善主要系产品体系梳理调整下高档产品占比提升, 整体产品结构向上。25Q1 需求走弱影响规模效应, 毛利率有所下滑。2、24 年销售/管理费用率分别为 11.9%/4.1%, 分别同比+2.5pp/+0.5pp; 25Q1 销售/管理费用率分别为 5.2%/2.9%, 分别同比-1.4pp/-0.2pp。24 年销售费用率提升主要系公司结构调整期和渠道推广期相关的品牌宣传、促销、招待等费用增加。3、24 年净利率为 13.1%, 同比-2.4pp; 25Q1 净利率为 18.0%, 同比-1.3pp。4、截止 25Q1 末, 公司合同负债余额 0.6 亿元, 环比+0.1 亿元; 25Q1 销售收现 5.9 亿元, 同比-24.4%。
- **深度变革节奏显著, 期待新品陆续上市招商的增量表现。** 1、产品端巩固强化小老窖、大老窖、小酒海等核心单品的市场优势, 聚焦次高端核心大单品打造, 完成产品体系梳理+小老窖控货挺价后, 战略单品伊力王(荣耀 70、二代)、壹号窖、大新疆和伊力特曲 T10(升级版)推进设计、封样。2、新品省外招商持续, 公司重心向伊力王/大小老窖等集中, 较高渠道推力有望驱动疆外增量体现。3、公司营销体系逐步优化, 将销售员工薪酬考核和营销费用核销市场化管理, 激发一线团队活力。此外对所有条码进行梳理, 控量提价重塑产品价格体系, 使渠道信心得到显著提振, 后续改革成效将逐步释放。

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.72
流通 A 股(亿股)	4.72
52 周内股价区间(元)	13.76-22.22
总市值(亿元)	68.89
总资产(亿元)	53.81
每股净资产(元)	8.53

相关研究

1. 伊力特(600197): 深度改革战略明晰, 疆外高增势能延续 (2024-10-31)
2. 伊力特(600197): 控货挺价积极蓄力, 疆外高增势能延续 (2024-08-29)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年净利润分别为 3.2 亿元、3.7 亿元、4.3 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.77 元、0.90 元。公司处于深度改革期，战略方向明确，边际变化持续体现，受益于渠道结构优化和全国化市场布局，看好公司长期成长。故给予 2025 年 27 倍 PE，对应目标价 18.36 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险，渠道拓展不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	22.03	23.03	24.60	26.82
增长率	-1.27%	4.52%	6.85%	9.00%
归属母公司净利润（亿元）	2.86	3.22	3.66	4.27
增长率	-15.91%	12.84%	13.59%	16.47%
每股收益 EPS（元）	0.60	0.68	0.77	0.90
净资产收益率 ROE	7.32%	7.86%	8.32%	8.96%
PE	24	21	19	16
PB	1.78	1.68	1.56	1.45

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：受益于省内消费升级和公司聚焦产品结构升级，伊力王酒、老窖系列将持续放量，高档酒量价齐升，预计高档酒系列 2025-2027 年销量分别同比-3.0%、-1.0%、+2.0%，吨价分别同比+15.0%、+12.0%、+10.0%，毛利率为 61.5%、61.5%、61.5%。

假设 2：因中档酒采取稳价限量政策，预计中档酒系列 2025-2027 年销量分别同比-10.0%、-3.0%、-1.0%，吨价分别同比-3.0%、-2.0%、-1.0%，毛利率为 35.2%、30.6%、27.8%。

假设 3：疆内受消费大环境影响有所承压，低价位疆内产品销售受影响较大，预计低档酒系列 2025-2027 年销量分别同比-20.0%、-15.0%、-10.0%，吨价分别同比+10.0%、+8.0%、+6.0%，毛利率为 2.4%、3.3%、4.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	22.0	23.0	24.6	26.8
yoy	-1.1%	4.5%	6.9%	9.0%
营业成本	10.5	10.8	11.5	12.4
毛利率	52.2%	53.1%	53.3%	53.7%
高档酒				
收入	15.3	17.1	18.9	21.2
yoy	4.3%	11.6%	10.9%	12.2%
销量（吨）	5998	5818	5760	5875
yoy	-13.6%	-3.0%	-1.0%	2.0%
吨价（万元/吨）	25.5	29.3	32.8	36.1
yoy	20.7%	15.0%	12.0%	10.0%
成本	5.9	6.6	7.3	8.2
吨成本（万元/吨）	9.8	11.3	12.6	13.9
yoy	15.8%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率	61.5%	61.5%	61.5%	61.5%
中档酒				
收入	5.1	4.4	4.2	4.1
yoy	-8.2%	-12.7%	-4.9%	-2.0%
销量（吨）	9433	8490	8235	8152
yoy	-6.5%	-10.0%	-3.0%	-1.0%
吨价（万元/吨）	5.4	5.2	5.1	5.0
yoy	-1.8%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
成本	2.9	2.9	2.9	3.0
吨成本（万元/吨）	3.1	3.4	3.5	3.6

亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
yoy	-5.5%	10.0%	5.0%	3.0%
毛利率	42.9%	35.2%	30.6%	27.8%
低档酒				
收入	1.34	1.2	1.1	1.0
yoy	-20.7%	-12.0%	-8.2%	-4.6%
销量（吨）	4065	3252	2764	2488
yoy	-27.1%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
吨价（万元/吨）	3.3	3.6	3.9	4.2
yoy	8.8%	10.0%	8.0%	6.0%
成本	1.3	1.2	1.0	1.0
吨成本（万元/吨）	3.2	3.5	3.8	4.0
yoy	9.0%	9.0%	7.0%	5.0%
毛利率	1.5%	2.4%	3.3%	4.2%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以金徽酒、老白干酒、天佑德酒作为可比公司。公司渠道力持续增强，伊利王系列品牌势能持续增强，老窖系列基本盘不断夯实，疆外边际贡献持续提升，公司长期成长动力充足。未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和全国化扩张的黄金时期，业绩弹性将持续释放。故给予 2025 年 27 倍 PE，对应目标价 18.36 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603919.SH	金徽酒	19.19	3.88	4.22	4.73	5.32	26	23	21	19
600559.SH	老白干酒	17.59	7.87	8.74	10.12	11.46	21	19	16	14
002646.SZ	天佑德酒	8.83	0.42	0.81	0.97	1.13	102	53	44	38
平均值							50	32	27	24
600197.SH	伊力特	14.56	2.86	3.22	3.66	4.27	24	21	19	16

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22.03	23.03	24.60	26.82	净利润	2.88	3.27	3.72	4.33
营业成本	10.51	10.81	11.49	12.41	折旧与摊销	1.39	1.29	1.36	1.44
营业税金及附加	3.64	3.63	3.88	4.26	财务费用	0.27	0.23	0.23	0.22
销售费用	2.63	2.88	2.95	3.08	资产减值损失	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	0.89	0.92	0.86	0.80	经营营运资本变动	-2.56	3.69	-1.94	-1.87
财务费用	0.27	0.23	0.23	0.22	其他	-1.05	0.11	0.03	0.05
资产减值损失	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	经营活动现金流净额	0.87	8.54	3.36	4.12
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.25	-2.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1.37	-2.00	-1.00	-1.00
营业利润	4.02	4.61	5.24	6.09	短期借款	0.00	1.50	-0.50	0.00
其他非经营损益	0.02	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.04	4.61	5.24	6.09	股权融资	-0.33	0.00	0.00	0.00
所得税	1.17	1.34	1.52	1.77	支付股利	-1.84	-0.57	-0.64	-0.73
净利润	2.88	3.27	3.72	4.33	其他	0.53	-0.61	-0.23	-0.22
少数股东损益	0.02	0.05	0.06	0.06	筹资活动现金流净额	-1.64	0.31	-1.38	-0.95
归属母公司股东净利润	2.86	3.22	3.66	4.27	现金流量净额	-2.14	6.85	0.98	2.17
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3.66	10.51	11.49	13.65	成长能力				
应收和预付款项	0.97	1.39	1.38	1.52	销售收入增长率	-1.27%	4.52%	6.85%	9.00%
存货	22.42	17.59	20.31	22.71	营业利润增长率	-11.43%	14.59%	13.61%	16.36%
其他流动资产	0.65	0.58	0.62	0.67	净利润增长率	-16.80%	13.82%	13.61%	16.36%
长期股权投资	2.02	2.02	2.02	2.02	EBITDA 增长率	-0.77%	7.94%	11.39%	13.52%
投资性房地产	0.01	0.01	0.01	0.01	获利能力				
固定资产和在建工程	19.24	20.06	19.84	19.57	毛利率	52.28%	53.07%	53.29%	53.74%
无形资产和开发支出	0.83	0.72	0.59	0.42	三费率	17.19%	17.49%	16.44%	15.31%
其他非流动资产	0.64	0.63	0.63	0.62	净利率	13.05%	14.21%	15.11%	16.13%
资产总计	50.43	53.51	56.88	61.19	ROE	7.32%	7.86%	8.32%	8.96%
短期借款	0.00	1.50	1.00	1.00	ROA	5.70%	6.12%	6.54%	7.07%
应付和预收款项	7.24	6.47	7.19	7.82	ROIC	8.38%	9.56%	10.64%	12.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.78%	26.63%	27.76%	28.91%
其他负债	3.91	3.91	3.98	4.08	营运能力				
负债合计	11.15	11.88	12.17	12.90	总资产周转率	0.44	0.44	0.45	0.45
股本	4.72	4.72	4.72	4.72	固定资产周转率	1.21	1.23	1.34	1.47
资本公积	7.49	7.49	7.49	7.49	应收账款周转率	99.24	97.52	99.99	100.48
留存收益	26.18	28.83	31.85	35.38	存货周转率	0.51	0.54	0.61	0.58
归属母公司股东权益	38.74	41.04	44.06	47.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.34%	—	—	—
少数股东权益	0.54	0.59	0.64	0.70	资本结构				
股东权益合计	39.28	41.63	44.70	48.30	资产负债率	22.12%	22.21%	21.40%	21.08%
负债和股东权益合计	50.43	53.51	56.88	61.19	带息债务/总负债	23.33%	34.52%	29.59%	27.93%
					流动比率	3.29	3.29	3.58	3.80
					速动比率	0.63	1.37	1.43	1.56
					股利支付率	64.41%	17.72%	17.61%	17.17%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	5.68	6.13	6.83	7.75	每股收益	0.60	0.68	0.77	0.90
PE	24.11	21.36	18.81	16.15	每股净资产	8.19	8.67	9.31	10.06
PB	1.78	1.68	1.56	1.45	每股经营现金	0.18	1.80	0.71	0.87
PS	3.13	2.99	2.80	2.57	每股股利	0.39	0.12	0.14	0.15
EV/EBITDA	11.81	10.06	8.82	7.49					
股息率	2.67%	0.83%	0.94%	1.06%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn