

表观压力持续释放，中低档酒加速出清

2025 年 08 月 29 日

► **事件:** 2025 年 8 月 28 日, 公司发布 2025 年半年报, 25H1 实现营收 10.70 亿元, 同比减少 19.51%; 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比减少 17.82%; 实现扣非归母净利润 1.55 亿元, 同比减少 19.90%; 单季度看, 25Q2 实现营收 2.75 亿元, 同比减少 44.86%; 实现归母净利润 0.18 亿元, 同比减少 52.75%; 实现扣非归母净利润 0.11 亿元, 同比减少 66.88%

► **中低档产品需求下滑明显, 传统渠道表现承压。分产品看,** 25H1 高档酒实现收入 8.00 亿元, 同比-7.99%, 占比 75.30%; 中档酒 1.97 亿元, 同比-42.33%, 占比 18.58%; 低档酒 0.65 亿元, 同比-36.01%, 占比 6.12%, 中、低档产品增速承压, 高档酒下滑幅度相对较小。**分区域看,** 疆内地区收入 8.98 亿元, 同比-10.05%; 疆外地区 1.64 亿元, 同比-47.88%; 在市场布局上, 公司重新确定西安、兰州等为重点开发市场, 深化四川酒类销售公司改革。**分渠道看,** 批发代理 6.92 亿元, 同比-34.68%; 直销 3.01 亿元, 同比+59.75%; 线上销售 0.70 亿元, 同比+5.80%, 公司推出推出“直营+合伙人+推荐官”新模式, 直营渠道增长明显。截至 25H1 末公司经销商疆内 50 家, 疆外 5 家, 合计 55 家, 较 24 年末减少 2 家。

► **结构提升带动毛利率增长, 费用投放有所优化。** 公司伊力王等高档酒占比持续提升, 毛利率水平持续增长, 25H1 公司毛利率 49.30%, 同比减少 1.22pcts, 归母净利率 15.19%, 同比增加 0.31pcts; 25Q2 毛利率 50.84%, 同比增加 2.61pcts, 归母净利率 6.68%, 同比减少 1.12pcts。公司 25H1 销售费用率 7.24%, 同比减少 3.62pcts; 管理费用率 3.23%, 同比增加 0.24pcts。25Q2 销售费用率 13.12%, 同比减少 4.80pcts; 管理费用率 4.33%, 同比增加 0.78pcts。25H1 末合同负债 0.40 亿元, 同比减少 34.56%。

► **投资建议:** 公司在行业深度调整阶段, 传统经销商渠道业务承压, 短期报表端压力加速释放; 长期来看, 公司立足疆内大本营市场, 以“伊力王”等为抓手加快疆内市场扩张下沉、持续精细化运营; 同时打造疆外西安、兰州等样板市场, 看好公司后续改革红利释放。我们预计公司 25~27 年营收分别为 18.36、19.68、21.64 亿元, 归母净利润分别为 2.39、2.56、2.84 亿元, 当前股价对应 P/E 分别为 31/29/26X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 疆内市场白酒竞争加剧; 扩张改革不及预期; 产品结构升级不及预期。

推荐

维持评级

当前价格:

16.12 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@glms.com.cn

分析师 胡慧铭

执业证书: S0100524060006

邮箱: huhuiming@glms.com.cn

相关研究

1.伊力特 (600197.SH) 2024 年报&2025 一季报点评: 结构持续优化升级, 静待改革红利释放-2025/04/30

2.伊力特 (600197.SH) 2024 三季报点评: 疆内市场短期承压, 关注营销改革节奏-2024/10/30

3.伊力特 (600197.SH) 2024 半年报点评: 稳疆内、拓疆外, 营销改革持续推进-2024/08/28

4.伊力特 (600197.SH) 2023 年报&2024 一季报点评: 产品结构加速优化, 期待改革势能向上-2024/04/26

5.伊力特 (600197.SH) 控股股东增持进展点评: 组织、产品、渠道加速改革, 大股东增持彰显信心-2024/04/05

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,203	1,836	1,968	2,164
增长率 (%)	-1.3	-16.6	7.2	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	286	239	256	284
增长率 (%)	-15.9	-16.3	7.1	10.8
每股收益 (元)	0.60	0.51	0.54	0.60
PE	26	31	29	26
PB	1.9	1.9	1.9	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,203	1,836	1,968	2,164
营业成本	1,051	929	994	1,086
营业税金及附加	364	283	304	336
销售费用	263	193	211	236
管理费用	89	73	79	87
研发费用	13	15	16	17
EBIT	431	350	372	409
财务费用	27	27	27	28
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	1	2	2	2
营业利润	402	326	348	386
营业外收支	2	2	3	3
利润总额	404	328	351	389
所得税	117	82	88	97
净利润	288	246	263	292
归属于母公司净利润	286	239	256	284
EBITDA	573	492	517	556

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	366	406	363	299
应收账款及票据	52	56	60	66
预付款项	22	28	30	33
存货	2,242	1,949	2,071	2,232
其他流动资产	88	86	83	84
流动资产合计	2,770	2,525	2,606	2,713
长期股权投资	202	202	202	202
固定资产	1,901	1,940	1,979	2,019
无形资产	83	83	83	83
非流动资产合计	2,273	2,337	2,386	2,431
资产合计	5,043	4,862	4,992	5,144
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	411	310	345	377
其他流动负债	429	351	362	383
流动负债合计	841	661	708	760
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	274	273	273	273
非流动负债合计	274	273	273	273
负债合计	1,115	935	981	1,033
股本	472	473	473	473
少数股东权益	54	61	68	76
股东权益合计	3,928	3,927	4,011	4,111
负债和股东权益合计	5,043	4,862	4,992	5,144

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.27	-16.64	7.17	9.95
EBIT 增长率	-5.57	-18.92	6.30	10.12
净利润增长率	-15.91	-16.28	7.12	10.76
盈利能力 (%)				
毛利率	52.28	49.40	49.49	49.82
净利率	12.97	13.03	13.02	13.12
总资产收益率 ROA	5.67	4.92	5.13	5.52
净资产收益率 ROE	7.38	6.19	6.50	7.04
偿债能力				
流动比率	3.29	3.82	3.68	3.57
速动比率	0.52	0.75	0.64	0.52
现金比率	0.44	0.61	0.51	0.39
资产负债率 (%)	22.12	19.22	19.65	20.09
经营效率				
应收账款周转天数	3.41	4.31	3.87	3.82
存货周转天数	708.09	811.76	727.85	713.32
总资产周转率	0.44	0.37	0.40	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.51	0.54	0.60
每股净资产	8.19	8.17	8.33	8.53
每股经营现金流	0.18	1.04	0.70	0.68
每股股利	0.45	0.38	0.41	0.45
估值分析				
PE	26	31	29	26
PB	1.9	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA	13.32	15.50	14.76	13.73
股息收益率 (%)	2.84	2.39	2.56	2.84

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	288	246	263	292
折旧和摊销	142	143	145	147
营运资金变动	-343	105	-79	-118
经营活动现金流	87	492	332	321
资本开支	-138	-196	-187	-184
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-137	-194	-185	-182
股权募资	2	1	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-164	-258	-190	-203
现金净流量	-214	40	-43	-64

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048