

## 疆内市场短期承压，关注营销改革节奏

2024 年 10 月 30 日

► **事件：**2024 年 10 月 29 日，公司发布 2024 年三季度报，24Q1-3 实现营收 16.5 亿元，同比增加 0.6%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增加 5.3%；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比增加 6.0%；单季度看，24Q3 实现营收 3.2 亿元，同比减少 23.3%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比减少 17.8%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比减少 13.2%。

► **产品结构维持改善，疆外市场延续扩张。分产品看，**24Q1-3 高档酒实现收入 11.2 亿元，同比增加 2.2%；中档酒 4.0 亿元，同比增加 2.7%；低档酒 1.2 亿元，同比减少 3.5%，公司重塑产品价格体系，高、中档产品维持增长。**分区域看，**疆内地区实现收入 12.3 亿元，同比减少 5.5%，大本营市场白酒消费疲软短期承压；疆外地区实现收入 4.1 亿元，同比增加 33.5%，公司疆外市场职能转移到四川伊力特公司，新品招商有序推进。**分渠道看，**直销渠道实现收入 3.1 亿元，同比增加 63.8%；线上销售 0.9 亿元，同比增加 2.1%；批发代理 12.3 亿元，同比减少 7.1%，直营渠道低基数下增长亮眼。**经销商层面，**截至 24Q3 末公司经销商疆内 52 家，疆外 12 家，合计 64 家，较 24H1 末减少 10 家；此外，四川伊力特酒类销售有限公司合作经销商 212 家。

► **扩张期加大费投力度，Q3 业绩短期承压。**公司加速结构升级，毛利率水平持续提升，24Q1-3 公司毛利率 52.4%，同比增加 3.8pcts，净利率 14.6%，同比增加 0.6pcts。单季度看，24Q3 毛利率 59.9%，同比增加 9.2pcts，净利率 13.3%，同比增加 0.9pcts。公司营销改革阶段持续优化调整营销组织架构，重新拟定销售员工薪酬考核和营销费用核销管理办法，全面推进自营产品五码系统运行，增加广告宣传、商超、促销等费用投入，24Q1-3 销售费用率 11.5%，同比增加 2.3pcts；管理费用率 4.4%，同比增加 0.1pcts。单季度看，24Q3 销售费用率 13.9%，同比增加 4.5pcts；管理费用率 10.0%，同比增加 3.7pcts。24Q3 公司销售收现 4.5 亿元，同比减少 1.2%；24Q3 末合同负债 0.5 亿元，同比增加 20.7%。

► **投资建议：**短期疆内市场白酒消费疲软叠加扩张期增加费用投放，公司业绩承压；中长期公司优化“成都+乌鲁木齐+总部基地”运营模式，产品结构优化升级，以新疆、浙江、江苏、陕西等市场为核心，稳疆内、拓疆外，看好后续营销改革红利释放。我们预计公司 24~26 年营收分别为 23.2/25.6/28.9 亿元，归母净利润分别为 3.6/4.0/4.5 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 22/20/18X，维持“推荐”评级。

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

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,231	2,315	2,563	2,890
增长率 (%)	37.5	3.8	10.7	12.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	340	359	402	449
增长率 (%)	105.5	5.5	11.9	11.8
每股收益 (元)	0.72	0.76	0.85	0.95
PE	24	22	20	18
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

16.99 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

## 相关研究

1.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

2.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

3.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

4.伊力特 (600197.SH) 2023 年三季度报点评：低基数下增速亮眼，疆内市场稳步复苏-2023/10/27

5.伊力特 (600197.SH) 2023 年半年报点评：放缓回款节奏，疆外扩张持续-2023/08/26

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,231	2,315	2,563	2,890
营业成本	1,155	1,192	1,317	1,494
营业税金及附加	318	329	367	413
销售费用	210	208	236	266
管理费用	79	83	95	104
研发费用	19	19	21	23
EBIT	457	492	537	600
财务费用	4	1	-1	-2
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	0	9	8	8
营业利润	454	502	548	612
营业外收支	4	3	2	3
利润总额	458	505	550	615
所得税	112	136	138	154
净利润	346	369	413	461
归属于母公司净利润	340	359	402	449
EBITDA	572	610	656	720

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	580	721	791	834
应收账款及票据	117	135	134	153
预付款项	60	62	69	78
存货	1,893	1,870	2,005	2,204
其他流动资产	55	94	111	50
流动资产合计	2,706	2,882	3,110	3,318
长期股权投资	200	200	200	200
固定资产	1,727	1,797	1,836	1,875
无形资产	86	86	86	86
非流动资产合计	2,230	2,337	2,398	2,448
资产合计	4,935	5,219	5,508	5,766
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	470	430	476	540
其他流动负债	358	502	566	560
流动负债合计	828	933	1,041	1,099
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	203	199	199	199
非流动负债合计	203	199	199	199
负债合计	1,032	1,131	1,240	1,298
股本	472	472	472	472
少数股东权益	84	94	105	118
股东权益合计	3,904	4,088	4,268	4,468
负债和股东权益合计	4,935	5,219	5,508	5,766

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	37.46	3.76	10.72	12.77
EBIT 增长率	106.92	7.76	9.09	11.71
净利润增长率	105.53	5.55	11.94	11.77
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	48.23	48.52	48.61	48.31
净利润率	15.23	15.49	15.67	15.53
总资产收益率 ROA	6.89	6.87	7.29	7.78
净资产收益率 ROE	8.90	8.98	9.65	10.32
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.27	3.09	2.99	3.02
速动比率	0.87	0.96	0.95	0.90
现金比率	0.70	0.77	0.76	0.76
资产负债率 (%)	20.90	21.68	22.52	22.51
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.31	2.91	2.75	2.74
存货周转天数	553.75	568.45	529.57	507.08
总资产周转率	0.46	0.46	0.48	0.51
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.72	0.76	0.85	0.95
每股净资产	8.09	8.46	8.82	9.22
每股经营现金流	0.64	1.17	1.02	1.00
每股股利	0.39	0.49	0.55	0.62
<b>估值分析</b>				
PE	24	22	20	18
PB	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.63	12.79	11.89	10.83
股息收益率 (%)	2.30	2.91	3.25	3.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	346	369	413	461
折旧和摊销	115	118	119	120
营运资金变动	-174	68	-49	-108
经营活动现金流	302	552	480	471
资本开支	-256	-221	-174	-164
投资	0	-2	0	0
投资活动现金流	-255	-213	-167	-157
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-198	-199	-243	-271
现金净流量	-151	141	70	43

## 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。	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026