

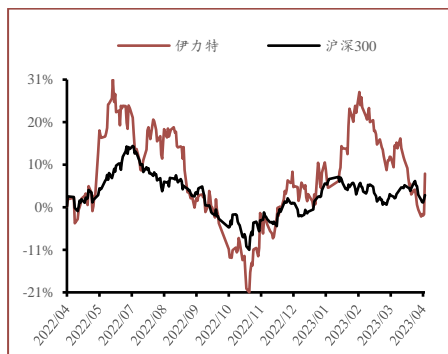
伊力特：23Q1超预期，全年弹性值得期待

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)
核心观点
基本数据
2023-04-28

收盘价(元)	25.72
流通股本(亿股)	4.72
每股净资产(元)	7.96
总股本(亿股)	4.72

最近12月市场表现


分析师 孙瑜

SAC证书编号: S0160523010003

sunyu02@ctsec.com

相关报告

- ❖ **事件：**公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报，2022 年实现营收 16.2 亿元，同比下降 16.2%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比下降 47.1%；实现扣非归母净利 1.5 亿元，同比下降 52.9%。对应 22Q4 实现营收、归母净利、扣非归母净利 3.2、0.3、0.1 亿元，分别同比下降 33.1%、44.4%、88.5%。23Q1 实现营收、归母净利、扣非归母净利 7.4、1.5、1.5 亿元，分别同比增长 18.5%、37.0%、34.7%。Q1 公司销售实现较好恢复，收入、利润增长超预期。
- ❖ **22 年收入表现好于此前指引，Q4 成本管控逐步趋于正常。**22 年公司营收同比下滑 16.2%，下滑幅度好于此前 30%指引（22 年三季报披露），主因 12 月回款恢复较好。伴随新疆 12 月防疫政策优化，我们预估公司当月营收超 2 亿元。22 年公司净利率同比下滑 5.9pct，主因：1) 毛利率下滑 3.4pct，源于一线员工工资调升，产能投放带来新增折旧及生产调试成本；2) 销售、管理费用相对刚性，期间费用率合计增长 6.4%。22Q4 起公司成本管控基本趋于正常，毛利率呈现明显修复。
- ❖ **23Q1 再超预期，全年收入能见度显著提升。**Q1 公司酒类收入同比增长 18.0%，继 12 月开门红打款顺利兑现，Q1 在高基数基础上增速再超预期，1 是 1 月公司执行提价，预计价格贡献中个位数；2 是小老窖包销商成立销售平台，加强价格管控，推动小老窖终端成交价站上 660 元/箱，渠道利润修复刺激打款。考虑 Q4 以来疆内人口有一定外流，Q1 疆内消费热度尚未完全恢复，后续季度伴随基建开工及旅游旺季到来，预计公司销售表现有望更进一步。参考以往年度公司 Q1 收入占比在 25~28%区间，Q1 收入完成 7.4 亿元基础上，伊力王、小老窖渠道状态保持良性，全年 25 亿元收入（年报披露目标）兑现可期。
- ❖ **23Q1 销售费用增长可控，全年毛利率表现值得期待。**1) 23Q1 公司净利率同比提升 2.7pct 至 20.1%，主因营业税金率贡献 (YoY-2.7pct)，系生产节奏差异导致。2) Q1 毛利率小幅提升 0.4pct 至 51.5%，1 月提价基本覆盖去年面临的成本冲击。考虑 Q1 伊力王老商库存基本消化到位，后续季度收入占比将显著提升，从而带动毛利率表现。3) Q1 销售费率同比小幅下降 0.5pct，考虑增长幅度可控 (YoY+10%)，预计全年销售费率有望回落 3pct 以上（23 年基数偏高，为 12.2%）。
- ❖ **投资建议：**防疫政策转向以来，公司销售人员一改以往面貌，开始深入跑市场，营销工作更为对症下药，未来销售改善可积极关注：1) 伊力王销售弹性：在新疆经济建设加快背景下，预计次高端规模将有明显扩容。2) 南疆份额扩张：当地人口基数大，潜力可期。预计公司 2023-2025 年实现营业收入 25.11/30.46/36.44 亿元，归母净利润 4.28/5.75/7.41 亿元，对应 PE 分别为 25.76/19.18/14.90 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**经济增速不及预期风险；疆外品牌进入加剧竞争；成本管控不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1938	1623	2511	3046	3644
收入增长率(%)	7.53	-16.24	54.71	21.30	19.63
归母净利润(百万元)	313	165	428	575	741
净利润增长率(%)	-8.53	-47.10	158.88	34.31	28.76
EPS(元/股)	0.67	0.35	0.91	1.22	1.57
PE	40.78	70.40	25.76	19.18	14.90
ROE(%)	8.48	4.51	10.46	13.03	15.24
PB	3.47	3.16	2.69	2.50	2.27

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1937.76	1623.13	2511.18	3046.12	3644.09	成长性					
减:营业成本	940.84	843.25	1189.35	1373.88	1621.57	营业收入增长率	7.5%	-16.2%	54.7%	21.3%	19.6%
营业税费	320.29	270.21	391.74	475.19	568.48	营业利润增长率	-0.3%	-48.5%	147.9%	35.1%	28.9%
销售费用	155.58	197.30	236.56	272.05	312.85	净利润增长率	-8.5%	-47.1%	158.9%	34.3%	28.8%
管理费用	49.64	74.32	94.73	104.21	112.54	EBITDA 增长率	9.8%	-37.1%	93.5%	34.6%	23.9%
研发费用	18.62	15.86	16.81	17.82	18.89	EBIT 增长率	2.8%	-51.2%	166.6%	37.7%	25.5%
财务费用	-6.25	-0.96	-5.09	3.89	-24.54	NOPLAT 增长率	-2.0%	-50.8%	178.6%	37.7%	25.3%
资产减值损失	-8.18	-5.35	-5.35	-5.35	-5.35	投资资本增长率	3.6%	-1.3%	11.0%	7.6%	9.8%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	5.7%	-1.4%	11.6%	7.9%	10.2%
投资和汇兑收益	7.61	1.28	-1.76	5.18	1.82	利润率					
营业利润	463.84	239.00	592.56	800.63	1032.21	毛利率	51.4%	48.0%	52.6%	54.9%	55.5%
加:营业外净收支	-4.88	1.66	-1.55	-1.59	-1.59	营业利润率	23.9%	14.7%	23.6%	26.3%	28.3%
利润总额	458.95	240.67	591.01	799.04	1030.62	净利润率	16.6%	10.4%	17.3%	19.3%	20.8%
减:所得税	137.61	71.10	155.85	210.71	273.12	EBITDA/营业收入	27.1%	20.3%	25.4%	28.2%	29.2%
净利润	312.76	165.44	428.28	575.20	740.60	EBIT/营业收入	23.3%	13.6%	23.4%	26.6%	27.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1027.35	730.89	282.10	1703.67	1778.65	固定资产周转天数	324	384	245	198	162
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	174	254	298	121	145
应收账款	16.26	22.88	28.61	20.39	47.88	流动资产周转天数	543	583	544	415	499
应收票据	124.10	78.00	339.13	122.86	542.79	应收帐款周转天数	2	4	4	3	4
预付帐款	50.97	45.84	77.32	107.18	142.94	存货周转天数	427	645	700	580	430
存货	1360.82	1660.55	2959.36	1456.90	2406.16	总资产周转天数	876	1068	751	665	613
其他流动资产	61.61	20.40	22.24	24.41	24.41	投资资本周转天数	753	887	636	564	518
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	8.5%	4.5%	10.5%	13.0%	15.2%
长期股权投资	201.11	200.52	199.93	199.34	198.74	ROA	6.3%	3.5%	7.4%	10.5%	10.7%
投资性房地产	0.14	14.35	14.35	14.35	14.35	ROIC	7.9%	3.9%	9.9%	12.7%	14.4%
固定资产	1721.01	1705.70	1687.02	1654.68	1615.50	费用率					
在建工程	11.39	57.87	28.93	14.47	7.23	销售费用率	8.0%	12.2%	9.4%	8.9%	8.6%
无形资产	98.70	84.98	92.85	92.07	89.87	管理费用率	2.6%	4.6%	3.8%	3.4%	3.1%
其他非流动资产	1.58	1.59	1.74	1.92	2.11	财务费用率	-0.3%	-0.1%	-0.2%	0.1%	-0.7%
资产总额	4941.97	4685.78	5794.41	5466.81	6935.45	三费/营业收入	10.3%	16.7%	13.0%	12.5%	11.0%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	489.86	331.35	838.18	77.74	958.26	资产负债率	23.0%	19.9%	27.7%	17.3%	28.1%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	权益权益比	29.8%	24.9%	38.4%	20.9%	39.2%
其他流动负债	8.56	10.75	10.75	10.75	10.75	流动比率	3.09	3.53	2.66	4.63	2.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.27	1.18	0.49	2.51	1.37
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	78.34	21.54	61.74	85.01	106.68
负债总额	1135.29	933.24	1606.71	946.68	1952.11	分红指标					
少数股东权益	118.44	85.25	92.14	105.26	122.17	DPS(元)	0.41	0.41	0.00	0.54	0.62
股本	471.95	471.96	471.96	471.96	471.96	分红比率					
留存收益	2397.94	2369.87	2798.14	3117.44	3563.75	股息收益率	1.5%	1.7%	0.0%	2.3%	2.7%
股东权益	3806.67	3752.54	4187.70	4520.12	4983.34	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.67	0.35	0.91	1.22	1.57
净利润	312.76	165.44	428.28	575.20	740.60	BVPS(元)	7.81	7.77	8.68	9.35	10.30
加:折旧和摊销	73.39	109.46	50.35	49.85	49.10	PE(X)	40.8	70.4	25.8	19.2	14.9
资产减值准备	7.01	8.26	8.26	8.26	8.26	PB(X)	3.5	3.2	2.7	2.5	2.3
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	5.77	10.25	9.53	9.53	9.53	P/S	6.6	7.1	4.4	3.6	3.0
投资收益	-7.61	-1.28	1.76	-5.18	-1.82	EV/EBITDA	22.8	33.4	17.1	11.1	8.9
少数股东损益	8.59	4.13	6.89	13.13	16.90	CAGR(%)					
营运资金的变动	-295.43	-430.08	-933.22	1034.86	-445.10	PEG	—	—	0.2	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	99.98	-149.63	-436.79	1685.58	378.99	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-123.39	89.82	-2.22	1.38	-0.24	REP					
融资活动产生现金流量	-196.48	-236.66	-9.77	-265.40	-303.77						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。