

2021年10月28日

伊力特 (600197.SH)

## 疫情影响仍延续，期待消费恢复

■ **事件：公司披露2021年三季报。**前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 14.64亿元/ 2.66亿元/ 2.63亿元，同比增长26.44%/ 31.63%/ 29.89%。单三季度实现营收/归母净利润/扣非后归母净利 4.34亿元/ 0.54亿元/ 0.54亿元，同比变化+19.00%/ -3.23%/ +4.41%。Q3业绩低于预期，主因疫情管控偏紧。

■ **疫情影响持续，叠加高档酒销售节奏延后，Q3营收恢复较慢。**21Q3公司酒类收入为4.31亿元，同比增长15.60%，较19年同期下滑23.83%。21Q3高档酒收入为3.41亿元，同比增长9.17%，较19年同期下滑21.18%，销售恢复不及预期。一方面，Q3国内疫情反弹，疆内疫情防控执行严格，跨区检查严格，乌市核酸检测已成常规，团餐、宴席持续受限，旅游业受损也对当地消费产生负面影响。另一方面，公司销售安排调整导致高档酒发货延迟，1)伊力王Q2回归以来，公司着手处理去库、招标、打款事宜，自8月起才正式重启发货；2)小老窖筹备模式调整，但考虑自身销售能力，计划暂时搁置，相对应发货进度有所耽误。21Q3公司疆内、疆外市场收入分别为3.31、1.00亿元，由于省外大商浙江商源更换销售主体为疆内公司，Q3疆外收入口径收窄，主要体现为公司品牌运营中心及电商公司销售，预计口径还原后疆外维持平稳增长。

■ **高档酒销售延后致Q3毛利率同比下滑，预收款有所回落；税金率变化对利润影响较大。**21Q3公司毛利率为43.49%，同比下滑4.24pct，主因高端酒销售缺位，Q3占比同比下滑4.66pct至79.0%，同时公司扩建转固带来的折旧成本自2月起基本完整体现，预计单季成本增加近1千万元。21Q3公司销售费用率同比降0.56pct至6.03%，管理费用率同比降0.57pct至3.70%，预计全年销售、管理费率基本同比持平。21Q3公司预收款（合同负债+其他流动负债）余额为0.63亿元，同比增加0.11亿元，环比减少0.67亿元，主要与高档酒销售安排延迟有关。Q3税金及附加占收入比16.33%，同比增长56.73%，同销售不畅关系较大。

■ **伊犁疫情或对Q4造成扰动，静待伊力王回归带来积极变化。**短期由于国庆疫情反弹，目前伊犁尚处于封控状态，对公司物流运输、产品包装及销售恢复有一定影响，但考虑高档酒销售回补，预计Q4同比仍有一定增长。此外，伴随伊力王品牌回归，公司相应进行销售团队打造，并开展伊力王品牌投放，未来或将谋划产品焕新升级，进一步激活增长动能，有望对净利率产生积极贡献。伴随新疆消费市场逐步恢复，看好公司在疆内份额领先优势下恢复保持稳健增长。

■ **投资建议：**预计公司2021-2022年每股收益为0.88元、1.15元，给予目标价28.70元，对应2022PE 25x，给予买入-B评级。

■ **风险提示：**疫情反复可能性可能造成疆内消费恢复进展不及预期；产品提价导致销量增长不及预期；折旧影响利润。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2,301.7	1,802.1	2,204.1	2,658.2	3,101.2
净利润	446.8	341.9	415.1	539.2	658.6
每股收益(元)	0.95	0.72	0.88	1.15	1.40
每股净资产(元)	6.03	7.39	7.69	8.61	10.34

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利和估值					
市盈率(倍)	26.2	34.2	28.1	21.6	17.7
市净率(倍)	4.1	3.4	3.2	2.9	2.4
净利率率	19.4%	19.0%	18.8%	20.3%	21.2%
净资产收益率	15.7%	9.8%	11.5%	13.3%	13.5%
股息收益率	1.6%	1.6%	2.0%	2.5%	3.1%
ROIC	39.0%	18.7%	17.5%	16.9%	16.2%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 **买入-B**  
维持评级

6个月目标价：**28.70元**  
股价(2021-10-26) **25.78元**

### 交易数据

总市值(百万元)	12,166.76
流通市值(百万元)	12,166.76
总股本(百万股)	471.95
流通股本(百万股)	471.95
12个月价格区间	18.04/36.27元

### 股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.82	-2.28	28.76
绝对收益	-13.4	4.12	39.31

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

孙瑜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080001  
sunyu@essence.com.cn

### 相关报告

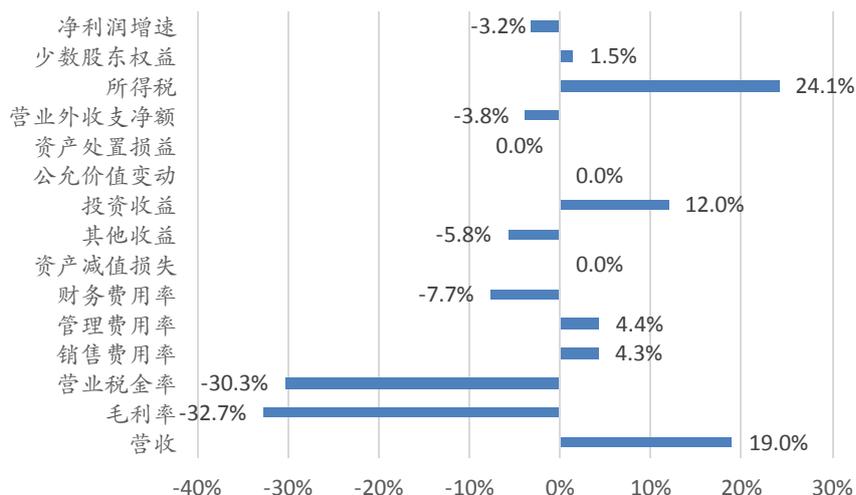
- 伊力特：疫情影响逐步消除，基本面恢复向好可期/苏斌 2021-08-29
- 伊力特：Q1疆内销售逐步恢复，基本面向好确定/苏斌 2021-04-28
- 伊力特：疆内Q3再受疫情拖累，疆外增长显销售进取/苏斌 2020-10-27
- 伊力特：伊力特：新疆解封后消费恢复可期，营销基本面变化积极/苏斌 2020-09-15
- 伊力特：伊力特：Q2销售恢复良好，长期增长受益新疆基本面改善/苏斌 2020-08-30

表 1: 21Q3 高档酒收入较 19 年有所下滑

万元	21Q3	20Q3	19Q3	21Q3 较 20Q3 增幅	21Q3 较 19Q3 增幅
高档酒	34,083	31,220	43,243	9.17%	-21.18%
中档酒	7,463	4,402	10,932	69.52%	-31.73%
低档酒	1,579	1,681	2,440	-6.11%	-35.31%
合计	43,124	37,303	56,615	15.60%	-23.83%

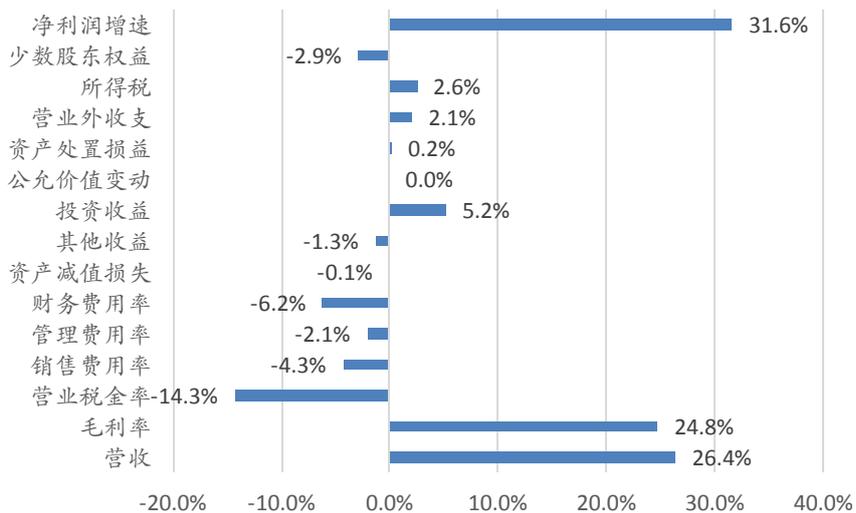
资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 1: 2021 年单三季度净利润增速贡献拆分



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 2021 年前三季度净利润增速贡献拆分



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2,301.7	1,802.1	2,204.1	2,658.2	3,101.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,117.5	926.2	1,082.6	1,251.3	1,421.5	营业收入增长率	8.4%	-21.7%	22.3%	20.6%	16.7%
营业税费	323.2	272.6	333.4	390.5	451.8	营业利润增长率	9.2%	-26.1%	22.3%	29.8%	22.1%
销售费用	141.0	128.7	176.1	206.5	230.9	净利润增长率	4.4%	-23.5%	21.4%	29.9%	22.2%
管理费用	106.6	32.0	66.1	72.7	78.7	EBITDA 增长率	9.3%	-25.2%	22.4%	34.1%	32.3%
财务费用	(22.5)	(15.8)	(8.3)	3.2	21.6	EBIT 增长率	9.4%	-26.9%	23.0%	32.3%	24.4%
资产减值损失	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	6.7%	-26.0%	25.8%	31.6%	24.5%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	54.4%	34.4%	35.8%	30.3%	38.6%
投资和汇兑收益	10.5	12.9	14.4	4.0	4.0	净资产增长率	15.8%	22.0%	3.6%	11.7%	19.7%
<b>营业利润</b>	629.3	465.1	568.6	738.0	900.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	(6.3)	(1.4)	(3.8)	(2.6)	(3.2)	毛利率	51.4%	48.6%	50.9%	52.9%	54.2%
<b>利润总额</b>	623.1	463.7	564.8	735.4	897.5	营业利润率	27.3%	25.8%	25.8%	27.8%	29.0%
减:所得税	165.1	123.0	146.3	193.5	235.6	净利润率	19.4%	19.0%	18.8%	20.3%	21.0%
<b>净利润</b>	446.8	341.9	415.1	539.2	658.6	EBITDA/营业收入	28.7%	27.4%	27.5%	30.5%	34.6%
						EBIT/营业收入	27.1%	25.3%	25.4%	27.9%	29.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	59	131	167	163	189
货币资金	1,824.9	1,247.2	375.3	265.8	310.1	流动营业资本周转天数	63	88	105	137	183
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	428	530	342	271	296
应收帐款	9.9	37.7	46.1	55.6	64.8	应收帐款周转天数	3	5	7	7	7
应收票据	252.5	105.3	212.7	429.7	868.0	存货周转天数	121	162	158	159	162
预付帐款	45.1	40.2	49.1	59.2	69.1	总资产周转天数	605	889	738	681	739
存货	751.7	872.1	1,066.7	1,286.4	1,500.8	投资资本周转天数	228	413	457	503	582
其他流动资产	60.8	58.6	71.7	86.4	100.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	15.7%	9.8%	11.5%	13.3%	13.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	10.4%	7.6%	9.2%	9.8%	9.1%
长期股权投资	202.5	205.9	205.9	205.9	205.9	ROIC	39.0%	18.7%	17.5%	16.9%	16.2%
投资性房地产	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>费用率</b>					
固定资产	376.0	937.6	1,110.0	1,295.5	1,960.6	销售费用率	6.1%	7.1%	8.0%	7.8%	7.4%
在建工程	748.6	650.3	1,035.3	1,381.7	1,667.2	管理费用率	4.6%	1.8%	3.0%	2.7%	2.5%
无形资产	61.4	95.2	92.8	90.4	88.0	财务费用率	-1.0%	-0.9%	-0.4%	0.1%	0.7%
其他非流动资产	76.2	238.1	288.8	346.2	402.2	三费/营业收入	9.8%	8.0%	10.6%	10.6%	10.7%
<b>资产总额</b>	4,409.8	4,488.1	4,554.3	5,502.9	7,237.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	0.0	0.0	0.0	494.9	1,238.5	资产负债率	33.1%	19.8%	18.1%	24.3%	31.1%
应付帐款	241.9	217.2	265.6	279.8	293.9	负债权益比	49.4%	24.6%	22.1%	32.1%	45.2%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	4.04	3.81	2.78	1.86	1.51
其他流动负债	487.7	402.5	389.2	398.3	396.7	速动比率	3.01	2.40	1.15	0.76	0.73
长期借款	0.0	0.0	0.0	95.2	355.0	利息保障倍数	(27.72)	(28.78)	(67.55)	231.31	42.79
其他非流动负债	728.5	267.8	169.9	69.3	(31.0)	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,458.1	887.5	824.7	1,337.6	2,253.0	DPS(元)	0.40	0.40	0.49	0.63	0.77
少数股东权益	106.7	113.1	116.5	119.2	122.5	分红比率	42.6%	55.4%	55.0%	55.0%	55.0%
股本	441.0	467.7	470.1	470.1	470.1	股息收益率	1.6%	1.6%	2.0%	2.5%	3.1%
留存收益	2,342.1	2,956.1	3,142.9	3,575.9	4,391.8						
<b>股东权益</b>	2,951.8	3,600.6	3,729.5	4,165.3	4,984.5						
						<b>现金流量表</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	457.9	340.7	415.1	539.2	658.6	EPS(元)	0.95	0.72	0.88	1.15	1.40
加:折旧和摊销	38.2	38.9	45.1	70.4	151.9	BVPS(元)	6.03	7.39	7.69	8.61	10.34
资产减值准备	(2.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	PE(X)	26.2	34.2	28.1	21.6	17.7
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	4.1	3.4	3.2	2.9	2.4
财务费用	0.0	0.0	(8.3)	3.2	21.6	P/FCF	21.7	-16.2	-21.8	227.2	-193.1
投资损失	(5.5)	(9.4)	(9.4)	0.0	0.0	P/S	5.1	6.5	5.3	4.4	3.8
少数股东损益	11.1	(1.2)	3.3	2.7	3.3	EV/EBITDA	9.1	24.5	18.6	14.6	11.7
营运资金的变动	56.1	(236.1)	(345.9)	(505.8)	(730.1)	CAGR(%)	5.8%	24.8%	-1.2%	5.8%	24.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	559.9	276.5	99.9	109.7	105.2	PEG	4.5	1.4	-23.6	3.7	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	(679.6)	(656.6)	(590.6)	(600.0)	(1,100.0)	ROIC/WACC	3.6	1.7	1.6	1.5	1.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	598.7	(197.6)	(381.3)	380.8	1,039.1	REP	1.0	3.0	2.2	1.8	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏铖、孙瑜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	钟玲	上海区域销售副总监	15900782242	zhongling@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	杨港	上海区域销售经理	18881569971	yanggang@essence.com.cn	
北京联系人	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn	
北京联系人	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn	
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn	
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
	深圳联系人	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
		胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳区域销售副总监	075582558267	fanhq@essence.com.cn
马田田		深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn	
聂欣		深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
杨萍		深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
喻聪		深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn	
广州联系人		毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
		郑庆庆	广州区域销售总监	13570594204	zhengqq1@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn	

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034