

聚焦升级加码高档，疆内复苏风正扬帆



核心观点

- **兵团基因新疆龙头，品类渠道共绘蓝图。**公司是新疆白酒龙头，主要生产销售浓香型白酒，目前销售网络基本实现疆内全覆盖，达到“每个县都有代理，每个村都能送货”。公司管理层年富力强、生产管理经验丰富，董事长陈智先生任职以来推出多项创新发展战略，强化考核和激励。伊力特高中低档产品矩阵完备、定位清晰。在行业消费升级趋势下，公司持续聚焦，削减中低档产品 SKU，加码百元价格带布局。渠道方面，过去公司在疆内的销售主要依赖经销商，产品大多为买断经营，后逐步收回产品经营权，销售模式向经销商+直销+线上的方向转变，渠道主导力增强。
- **疆内欲享经济复苏，白酒消费持续升级。**疆内社会局面稳定，定位一带一路的核心区域，长期经济发展逻辑明确，对外经贸发展迅速，经济增长进入快车道。新疆人口增速显著高于全国平均水平，居民收入和支出水平稳步提升，为白酒量价提升奠定基础。近年来新疆推进棚改力度大，对比安徽市场，短期内有望促进白酒消费和价格带上移。新疆白酒销量短期恢复，长期趋于稳定，外来一线名酒拉动新疆白酒产品结构升级和吨价提升，市场规模稳定增长。公司在疆内市场占据龙头地位，渠道网络扎根基层，品牌形象深入人心。公司近年来加快布局百元以上产品线，充分享受疆内白酒市场消费升级。
- **疆内稳健疆外蕴藏潜力，盈利能力稳中有升。**公司 15-19 年白酒收入从 15.79 亿元逐年提升至 22.76 亿元，CAGR 为 9.56%。收入增长主要由价格提升驱动，过去几年受益于提价及结构改善，公司产品吨价持续上涨。公司高档酒收入占比持续提升，19 年已达 7 成，成为业绩增长核心驱动力，中低档酒边际贡献逐渐弱化。区域布局方面，公司在疆内实力突出，未来主要增长点在于渠道深耕下沉与结构升级；疆外尚处于探索期，加强招商+费用支持驱动下，拓展空间大。从盈利能力看，伊力特产品定价不高，整体毛利率水平偏低，但费用管控能力较强。我们认为未来随着产品升级后毛利率水平提升，公司整体净利率有望实现稳步增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 0.86、1.20、1.51 元，选取部分区域性白酒上市公司作为可比公司。结合可比公司估值，给予公司 21 年 21 倍 PE，对应目标价 25.20 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 疫情冲击白酒销售、消费升级不及预期、原材料成本大幅上涨、费用投放大幅增加风险。

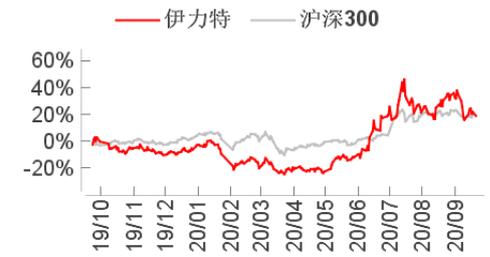
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,124	2,302	2,100	2,637	3,107
同比增长(%)	10.7%	8.4%	-8.8%	25.6%	17.8%
营业利润(百万元)	576	629	527	735	922
同比增长(%)	18.2%	9.2%	-16.3%	39.6%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	428	447	373	523	657
同比增长(%)	21.1%	4.4%	-16.5%	40.1%	25.7%
每股收益(元)	0.98	1.03	0.86	1.20	1.51
毛利率(%)	49.0%	51.4%	51.3%	53.0%	54.1%
净利率(%)	20.1%	19.4%	17.8%	19.8%	21.1%
净资产收益率(%)	18.4%	16.8%	12.9%	16.6%	18.7%
市盈率	20.0	19.1	22.9	16.3	13.0
市净率	3.4	3.0	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年09月21日)	19.18元
目标价格	25.20元
52周最高价/最低价	23.55/12.45元
总股本/流通A股(万股)	43,444/43,444
A股市值(百万元)	8,333
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年09月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.08	-8.88	7.21	16.31
相对表现	-1.95	-8.30	-7.25	-2.89
沪深300	0.87	-0.58	14.46	19.20



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	叶书怀
	021-63325888*3203
	yeshuhuai@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517090002
证券分析师	蔡琪
	021-63325888*6079
	caiqi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860519080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、兵团基因新疆龙头，品类渠道共绘蓝图	5
1.1 新疆浓香型白酒典范，战略转型志在高远	5
1.2 控制权国有且清晰，管理层年富力强能力突出	5
1.3 产品矩阵丰富全面，聚焦资源推进升级	7
1.4 渠道控制权逐渐回收，经销商疆内全覆盖	8
二、疆内歇享经济复苏，白酒消费持续升级	9
2.1 疆内社会局面稳定，经济发展进入快车道	9
2.2 人口增长收入提升，促进新疆白酒市场量价提升	11
2.3 产品结构稳步提升，疆内白酒市场保持增长	13
2.4 品牌形象深入人心，公司推进产品升级	14
三、吨价上行驱动增长，疆内稳健疆外蕴藏潜力	15
3.1 聚焦升级加码高档，百元系列成营收主力	15
3.2 疆内深耕表现稳健，疆外扩张扬帆起航	18
四、优化结构控费增强，盈利能力稳中有升	20
五、盈利预测	23
5.1 盈利预测	23
5.2 投资建议	24
六、风险提示	24

图表目录

图表 1: 伊力特发展历程	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2020 年半年报）	6
图表 3: 公司董监高个人履历	7
图表 4: 伊力特产品矩阵	8
图表 5: 2016~2019 年公司销售员工人人数翻倍	9
图表 6: 公司疆内外直属经销商数量	9
图表 7: 近年新疆社会发展重要事件	10
图表 8: 新疆是一带一路的核心区域	10
图表 9: 新疆货物进出口总额和货物运输量情况	10
图表 10: 新疆 GDP 近年来增速高于全国平均水平	11
图表 11: 新疆人均 GDP 近年来增速高于全国平均水平	11
图表 12: 新疆近年人才引进政策情况	11
图表 13: 新疆常住人口数量及增速情况	12
图表 14: 19 年新疆净流入人口数位列全国第三	12
图表 15: 新疆全体居民人均可支配收入稳定增长	12
图表 16: 新疆全体居民人均消费支出稳定增长	12
图表 17: 17-20 年新疆累计棚改计划开发户数情况	13
图表 18: 17-20 年新疆和安徽棚改累计涉及人口占比测算	13
图表 19: 新疆白酒产量及占比情况	13
图表 20: 新疆白酒市场规模预测	14
图表 21: 公司疆内收入及增速情况	14
图表 22: 公司疆内经销商平均销售收入情况	14
图表 23: 公司近年对核心产品的提价情况	15
图表 24: 公司高档酒保持高增长	15
图表 25: 公司明星产品王酒系列和老窖系列	15
图表 26: 15-19 年公司白酒收入（亿元）及同比增速	16
图表 27: 15-19 年公司白酒销量（万千升）及同比增速	16
图表 28: 15-19 年公司白酒单价（元/升）及同比增速	16
图表 29: 15-19 年公司产品销量占比	17
图表 30: 15-19 年公司产品收入占比	17
图表 31: 15-19 年公司高档酒收入（亿元）及增速	17
图表 32: 高档酒量价增速拆分	17
图表 33: 15-19 年公司中档酒收入（亿元）及增速	18

图表 34: 中档酒量价增速拆分	18
图表 35: 15-19 年公司低档酒收入 (亿元) 及增速	18
图表 36: 低档酒量价增速拆分	18
图表 37: 15-19 年公司疆内、疆外收入 (亿元) 及增速	19
图表 38: 15-19 年公司疆内、疆外白酒收入占比	19
图表 39: 伊力特省内历史市占率 (产量口径)	19
图表 40: 疆内平均单价低于疆外	19
图表 41: 公司疆外收入预测	20
图表 42: 15-19 年公司销售毛率先抑后扬	20
图表 43: 15-19 年公司销售费用率有所上升	21
图表 44: 销售费用主要科目占营收比重	21
图表 45: 17 年以来公司广告宣传促销费有所上升	21
图表 46: 16-19 年公司广告费用拆分及增速	21
图表 47: 15-19 年销售人员工资薪酬 (百万元) 及同比	22
图表 48: 15-19 年公司装卸运输费 (百万元)	22
图表 49: 15-19 年公司管理费用率有所提升	22
图表 50: 管理费用主要构成占营收比重	22
图表 51: 近五年公司净利率震荡上行	23
图表 52: 19 年伊力特净利率在白酒行业处中等偏下位置	23
图表 53: 可比公司估值表	24

一、兵团基因新疆龙头，品类渠道共绘蓝图

1.1 新疆浓香型白酒典范，战略转型志在高远

自然环境得天独厚，疆内白酒第一品牌。公司位于素有“塞外江南”美称的伊犁哈萨克自治州新源县肖尔布拉克境内，依托天山雪山和伊犁河谷得天独厚的自然环境，生产出“香气悠久、味道醇厚、入口甘美、入喉净爽、诸味谐调、酒味全面”的白酒，产品被誉为“新疆第一酒”。伊力特被盛赞为“新疆茅台”，是新疆白酒中唯一集中国驰名商标、纯粮标识认证于一身的品牌。

兵团出身历史悠久，战略转型志在高远。公司可追溯至 1955 年的十团农场副业加工厂，1962 年-1999 年，公司走上了扩产扩能、多元发展和挂牌上市的旅程。2006 年之后，逐步剥离了非核心的房地产开发、建材、煤化工等业务，聚焦白酒产业链进行纵深布局。2017 年董事长陈智先生履新，成立了两家渠道子公司分管渠道营销业务。2018 年推出次高端自营战略单品壹号窖，开启打造明星单品、品牌全国化的战略转型之路，立志在新疆做强，在全国做大。

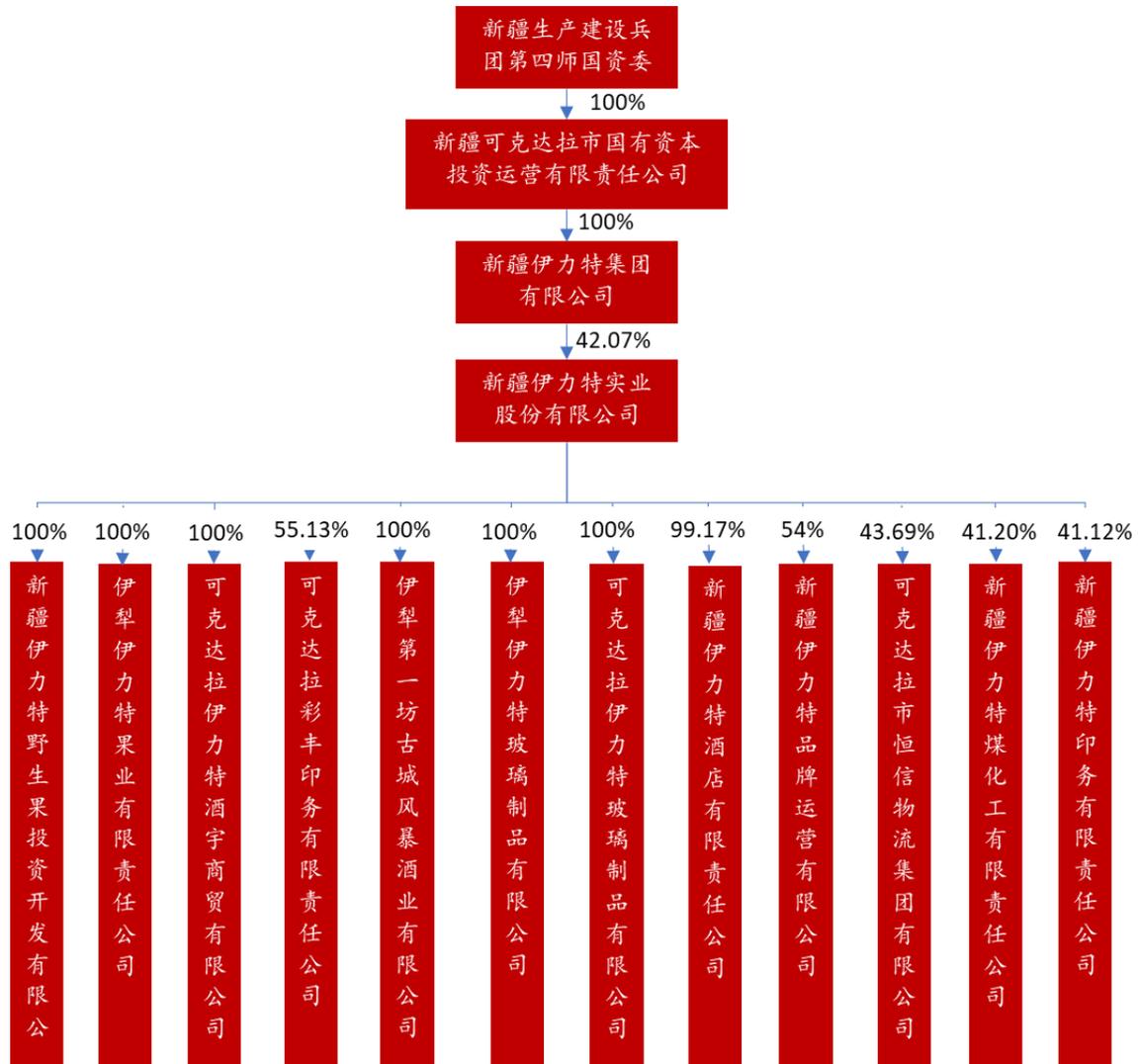
图表 1：伊力特发展历程



数据来源：公司官网、东方证券研究所

1.2 控制权国有且清晰，管理层年富力强能力突出

国有企业资源丰富，控制权清晰利于决策。伊力特实际控制人为新疆生产建设兵团第四师国资委，也是第四师旗下唯一的主板上市公司。兵团为公司提供品质背书和企业客户资源，2014 年授予公司首届“兵团质量奖”，仅兵团第四师旗下一级子公司就有 14 个，为公司提供了有利的客户拓展基础。截至 2020 年一季报，公司第一大股东新疆伊力特集团直接持股比例为 42.07%，股权集中、控制权清晰，有利于公司制定决策和执行计划。

图表 2：公司股权结构（截至 2020 年半年报）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

管理层年富力强，董事长陈智先生能力突出。目前公司董监高团队平均年龄为 53 岁，大多数为公司资深员工，管理层年龄适中；刘新宇、陈双英、李超、李强等领导均拥有白酒生产研发技术背景，行业经验丰富。此外，董事长陈智先生在公司变革和贸易领域管理能力突出，19 岁进入农四师，先后历任农四师拜什墩农场场长，恒信贸易总经理、董事长，伊帕尔汗有限董事长兼总经理。在任职伊帕尔汗期间，陈总带领公司向护肤品和旅游等高附加值行业拓展，将其打造为全国首家香料上市公司，并推出员工持股计划。任职以来提出打造大单品、经销主导权向公司转移、推进全国化等经营战略，未来我们仍期待他在伊力特经营管理上的创新举措。

图表 3：公司董监高个人履历

姓名	职务	年龄	个人简历
陈智	董事长,董事	54	男,党员,大学本科学历,会计师,曾任新疆伊帕尔汗香料股份有限公司董事长,总经理,现任新疆伊力特实业股份有限公司党委书记,董事长.
刘新宇	董事	56	男,党员,本科学历,高级工程师,国家级白酒评委,中国首席白酒品酒师,中国白酒大师,现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理.
陈双英	董事	55	男,党员,大专学历,工程师,现任新疆伊力特实业股份有限公司总经理;曾任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理.
陈志远	监事会主席,监事	57	男,党员,大学学历,曾任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理,现任新疆伊力特实业股份有限公司党委副书记,纪委书记.
陈双英	总经理	55	男,党员,大专学历,工程师,现任新疆伊力特实业股份有限公司总经理;曾任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理.
刘新宇	副总经理	56	男,党员,本科学历,高级工程师,国家级白酒评委,中国首席白酒品酒师,中国白酒大师,现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理.
李超	副总经理	55	党员,大学专科,工程师,现任新疆伊力特实业股份有限公司副总经理;曾任新疆伊力特集团有限公司副总经理.
卢扬	副总经理	50	党员,专科学历,曾任第四师 72 团党委委员,副团长.
君洁	董事会秘书	42	党员,研究生学历,中级职称,现任新疆伊力特实业股份有限公司董事会秘书.
李强	总工程师	49	党员,研究生学历,高级工程师,现任新疆伊力特实业股份有限公司总工程师兼任生产设备部部长,曾任新疆伊力特实业股份有限公司酿酒一厂厂长.

数据来源: Wind、东方证券研究所

1.3 产品矩阵丰富全面，聚焦资源推进升级

高中低档错位分布，产品矩阵定位清晰。分系列看，公司拥有伊力王酒、伊力壹号窖、伊力老窖、伊力老陈酒、伊力特曲、伊力大曲六大系列等上百个 SKU。分价位看，公司将产品分别高、中、低三档。高档品类包括伊力王酒、伊力壹号窖和伊力老窖，其中王酒覆盖 500~800 元价格带，壹号窖有 300、400、600 三个价格卡位，伊力老窖卡位 100-200 元价格带；中档产品包括伊力老陈酒、伊力特曲，卡位 50~100 元价格带；低档产品主要包括伊力大曲系列，价格在 30 元左右。

高中低三档产品差异定位，更具针对性。高档酒主要用以送礼、商务宴请、高档宴会，中档酒可用于普通档次宴会、聚饮，低档酒则以自饮为主。各价位带产品错位布局，满足了各收入层次消费者和不同消费场景的需求。在行业消费升级趋势下，公司持续聚焦，削减中低档产品 SKU，2018 年年末推出壹号窖系列，卡位次高端档位，弥补公司在 200-400 元价格带的空白。

图表 4：伊力特产品矩阵

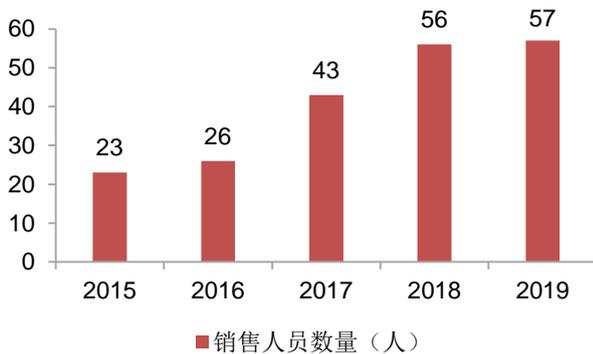
系列	档次	产品	零售价(元/500ml)	图例
伊力王酒系列	高档	伊力王酒（蓝王）	559	
		伊力王酒（黄王）	798	
		伊力王酒（红王）	518	
伊力壹号窖系列	高档	伊力壹号窖（20）	587	
		伊力壹号窖（15）	398	
		伊力壹号窖（10）	288	
伊力老窖系列	高档	伊力老窖（小老窖）	150	
		伊力老窖（大老窖）	139	
		伊力老窖（十年精酿）	147	
		伊力老窖（小酒海）	188	
伊力老陈酒	中档	伊力老陈酒（十年陈酿）	117	
伊力特曲	中档	伊力特曲（十年精制）	60	
		伊力特曲（中度特）	48	
		伊力柔雅（蓝花瓷）	75	
伊力特曲	中档	伊力特领航者	64.5	
伊力大曲	低档	伊力大曲	30	

数据来源：公司官网、京东、天猫旗舰店、东方证券研究所

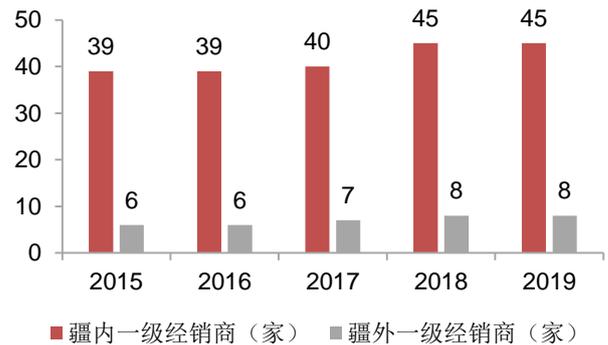
1.4 渠道控制权逐渐回收，经销商疆内全覆盖

在渠道建设方面，公司逐渐由经销商买断向经销商+直销+线上销售模式转变。过去公司在疆内的销售主要依赖经销商，产品大多为买断经营。16年新董事长上任后，明确提出逐步收回产品经营权，销售模式向经销商+直销+线上的方向转变。自此，公司渠道转型动作不断，先后成立了两家运营子公司、推出公司自营单品、疆外发展业务员等，15-19年公司销售人员数量实现翻倍式增长。公司表示未来新品将主要由公司运营，经销商主要负责现有产品。我们认为随着产品迭代，公司将持续积累渠道管理经验，有望实现自营占比稳步提升，带动利润增长。

疆内地区以经销商模式全覆盖，疆外市场通过品牌运营公司进行拓展。17年2月公司设立可克达拉市伊力特酒宇商贸公司，负责疆内渠道建设和下沉市场，并通过新增专卖店增强把控力，目前疆内专卖店约70多家。19年末公司在疆内有45名一级经销商，基本实现了疆内全覆盖，每个县都有代理、每个村都能送货。在疆外市场的运作方面，17年2月公司与经销商合资成立新疆伊力特品牌运营公司，作为营销布局的指挥中心，在重点城市布局经销网络。截至19年末直属总公司的疆外一级经销商有8家，隶属于品牌运营公司的经销商增长至129家。

图表 5：2016~2019 年公司销售员工人数翻倍


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图表 6：公司疆内外直属经销商数量


数据来源：公司年报，东方证券研究所

在营销方面，公司多维度打造进取、坚毅的品牌形象。过去公司“英雄本色伊力特”的口号在上一代新疆人中口口相传，如今公司在品牌形象塑造上又有了新的动作。2019年9月，伊力特与新疆广汇男篮签署战略合作协议，广汇男篮的进取、坚韧精神与公司品牌形象不谋而合，通过这种方式传递伊力特品牌的新锐态度。与此同时，公司通过参加大型展会、论坛，利用抖音等新兴媒体提升品牌影响力，升级公司官网、微信公众号打造与消费者多点接触的窗口。

二、疆内歆享经济复苏，白酒消费持续升级

2.1 疆内社会局面稳定，经济发展进入快车道

新疆社会局面稳定，经济发展进入快车道。自14年第二次中央新疆工作会议确立社会稳定和长治久安为新疆工作总目标以来，新疆维稳成果凸显，长治久安局面形成，经济发展提速。19年12月，新疆维吾尔自治区党委副书记、自治区主席雪克来提·扎克尔国新发布会上介绍“社会治安状况明显好转，各族人民安居乐业，获得感、幸福感、安全感显著增强”。20年5月，中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，提出支持新疆加快丝绸之路经济带核心区建设，形成西向交通枢纽和商贸物流、文化科教、医疗服务中心。新疆社会局面稳定，未来将继续大力发展经济、保障民生，疆内经济有望迎来新一轮快速增长期。

图表 7：近年新疆社会发展重要事件

时间	主要事件
2010 年 5 月	第一次中央新疆工作座谈会提出，“把新疆经济社会发展搞上去，把新疆长治久安工作搞扎实，推进新疆跨越式发展和长治久安，不断开创新疆工作新局面”。
2014 年 5 月	第二次中央新疆工作会议上习近平强调，“社会稳定和长治久安是新疆工作的总目标”。
2019 年 12 月	国务院办公厅新疆稳定发展有关情况发布会上，新疆维吾尔自治区党委副书记、自治区主席雪克来提·扎克尔介绍“社会治安状况明显好转，各族人民安居乐业，获得感、幸福感、安全感显著增强”。
2020 年 5 月	中共中央、国务院发布《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，提出支持新疆加快丝绸之路经济带核心区建设，形成西向交通枢纽和商贸物流、文化科教、医疗服务中心。

数据来源：央视网、政府官网、东方证券研究所

定位一带一路核心区，新疆经济长期增长逻辑明确，对外贸易发展驱动力强。2015 年国家发改委等三部委发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中，明确新疆为丝绸之路经济带的核心区，对新疆的定位为“形成丝绸之路经济带上重要的交通枢纽、商贸物流和文化科教中心，打造丝绸之路经济带核心区”。新疆长期增长的逻辑明确，驱动力强，对外经济稳步增长。尽管近年来国际贸易出现一定波动，2015 年至 2019 年，新疆货物进出口总额从 196.8 亿美元增长到 237.1 亿美元，年均增长 4.8%；新疆货物运输量从 7.8 亿吨增长到 10.0 亿吨，年均增长 6.5%，对外贸易交通枢纽和货运中心的重要性愈发凸显。

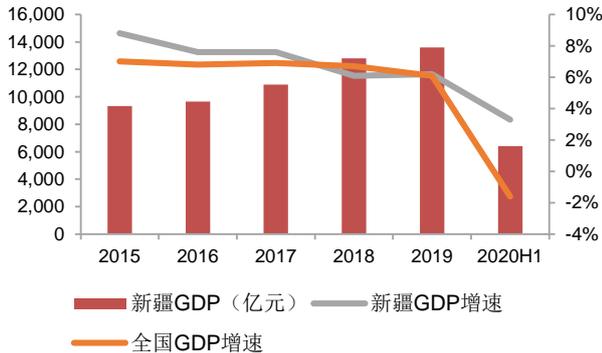
图表 8：新疆是一带一路的核心区域


数据来源：中国企业海外投资、东方证券研究所

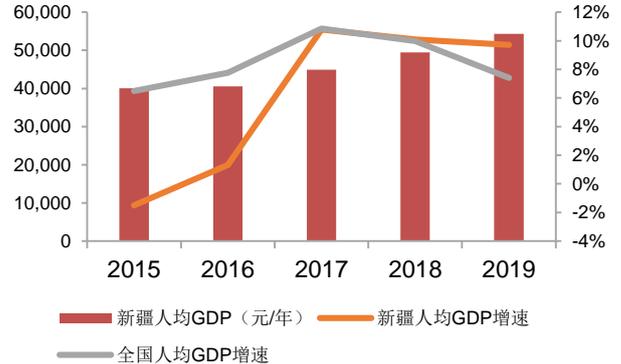
图表 9：新疆货物进出口总额和货物运输量情况


数据来源：海关总署、东方证券研究所

新疆宏观经济保持稳步增长，增速高于全国平均水平。2015 年至 2019 年间，新疆 GDP 增速平均为 7.3%，同时期全国 GDP 增速平均为 6.7%。2020 年上半年，受疫情冲击，新疆 GDP 仍实现 3.3% 的增长，同时期全国 GDP 出现同比下滑。从人均 GDP 情况来看，17 年至 19 年间，新疆人均 GDP 年均增长 10.2%，高于全国平均增速。

图表 10：新疆 GDP 近年来增速高于全国平均水平


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 11：新疆人均 GDP 近年来增速高于全国平均水平


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

2.2 人口增长收入提升，促进新疆白酒市场量价提升

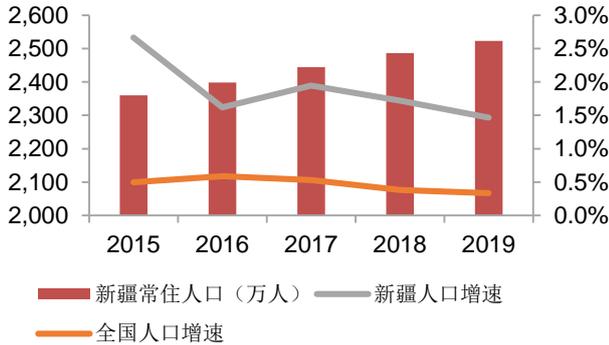
新疆政府加强人才引进政策，推动人口稳步增长。新疆政府近年来持续加大人才引进力度，包括乌鲁木齐市、新疆生产建设兵团等都出台了较多的政策来吸引高校毕业生等各类人才。在各类政策促进以及新疆整体经济快速发展的吸引下，近年来新疆人口保持稳定增长，人口净流入位居全国前列。

图表 12：新疆近年人才引进政策情况

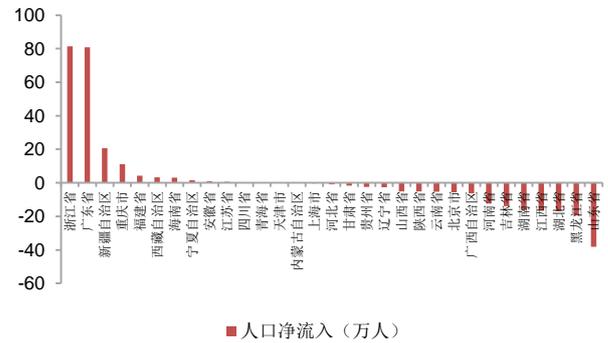
时间	主要政策
2019年4月	乌鲁木齐市人民政府印发《关于进一步完善人口落户政策的通知》，多项利好政策惠及非乌市户籍人口，除购房落户外，还包括学历、就业、投资和“投靠”等，涵盖复员士官和士兵、大中专院校就读的在校生、投资落户、投靠落户等人群。
2019年12月	继续倾斜招录内地高校毕业生、退役士兵到南疆乡村工作，充实基层人才结构，同时采取落实创业税费、创业贷、创业补贴等支持政策，吸引高校毕业生到基层就业创业。
2020年3月	乌鲁木齐市企事业单位计划面向高校毕业生引进急需紧缺人才 2975 人。
2020年6月	新疆生产建设兵团第十三师启动 2020 年高层次急需紧缺人才引进工作，计划引进各类人才。引进的各类急需紧缺人才，除工资福利待遇外，享受激励政策。

数据来源：新疆频道、新疆人才网、东方证券研究所

人口增速高于全国平均水平，为白酒市场扩容奠定基础。从人口增速情况来看，15 年至 19 年间，新疆人口年均增长 1.7%，同时期全国人口年均增长约 0.5%，新疆人口增速明显高于全国平均水平。2019 年，新疆人口净流入约 21 万，在全国排名仅次于浙江省和广东省。人口的快速增速是新疆未来整体经济稳步发展的基础，也为白酒消费扩容及升级提供了坚实的基础。

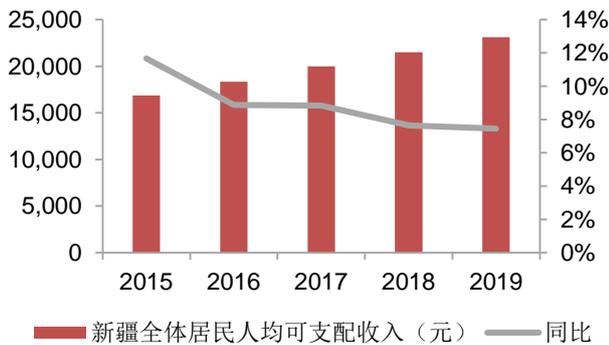
图表 13：新疆常住人口数量及增速情况


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

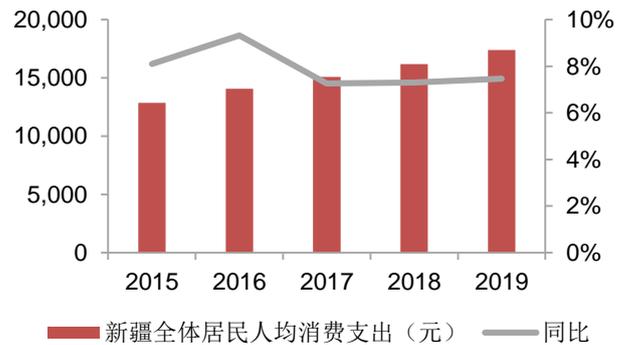
图表 14：19 年新疆净流入人口数位列全国第三


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

新疆居民收入和支出稳定增长，为白酒消费升级和吨价提升奠定基础。在宏观经济稳步发展的带动下，新疆居民收入和消费支出均保持稳步增长。15 年至 19 年间，新疆居民人均可支配收入年均增长 8.9%，人均消费支出年均增长 7.9%。居民收入和消费支出的增长，将促进更高端白酒的消费，从而拉动白酒市场吨价的提升。

图表 15：新疆全体居民人均可支配收入稳定增长


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

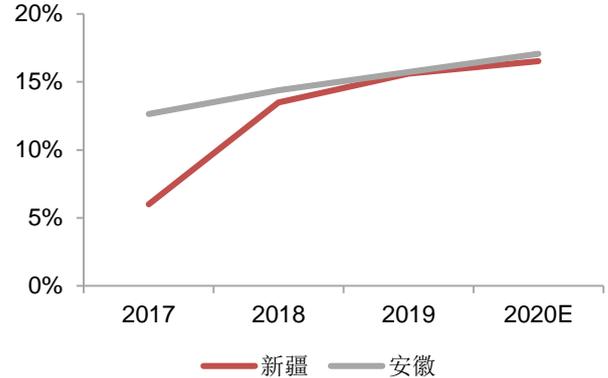
图表 16：新疆全体居民人均消费支出稳定增长


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

新疆棚改力度大，短期有望促进白酒消费，推动价格带上移。近年来，新疆稳步推进棚改，对比安徽市场，对白酒消费将形成一定的促进作用。根据新疆维吾尔自治区住房与城乡建设厅的数据，2017 年至 2020 年间，新疆将累计完成 105.8 万套的棚户区改造，以单户涉及 4 个人口为基础测算，此轮棚户区改造将累计涉及 16.5% 的新疆人口，接近安徽省棚户区改造的渗透率。棚改可以提高居民可变现财富总量，居民基本生活需求得到满足，进而刺激具有社交、精神需求的白酒消费。在安徽 13、-15 年的棚改高峰期的促进下，安徽白酒市场价格带完成从 100 元向 150 元的跃迁，新疆棚改也有望推动新疆白酒主流价格带的上移。

图表 17：17-20 年新疆累计棚改计划开发户数情况

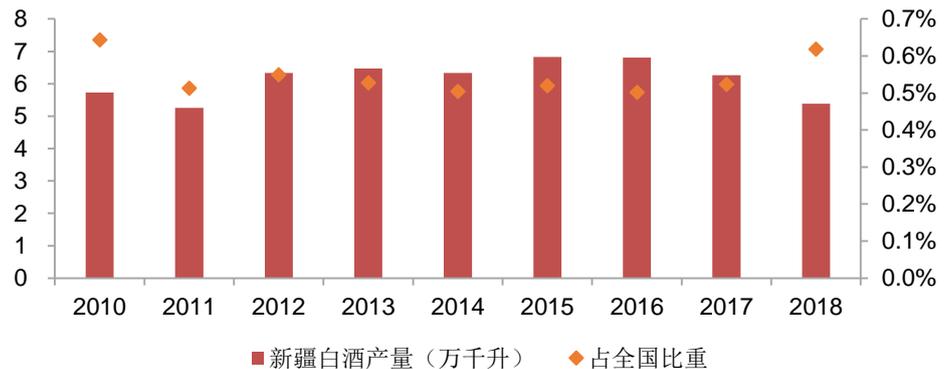

数据来源：新疆住建厅、东方证券研究所

图表 18：17-20 年新疆和安徽棚改累计涉及人口占比测算


数据来源：新疆住建厅、安徽住建厅、东方证券研究所

2.3 产品结构稳步提升，疆内白酒市场保持增长

新疆白酒产销量短期逐步恢复，长期将趋于稳定。10 年至 18 年间，新疆白酒产量基本维持在 6.2 万千升左右，整体较为稳定。2017 年和 2018 年，新疆白酒产量出现一定下滑，但在外来酒流入、新疆人口持续增长等多重因素推动下，预计未来新疆白酒整体的产销量有望恢复前几年的平均水平，长期将趋于稳定。

图表 19：新疆白酒产量及占比情况


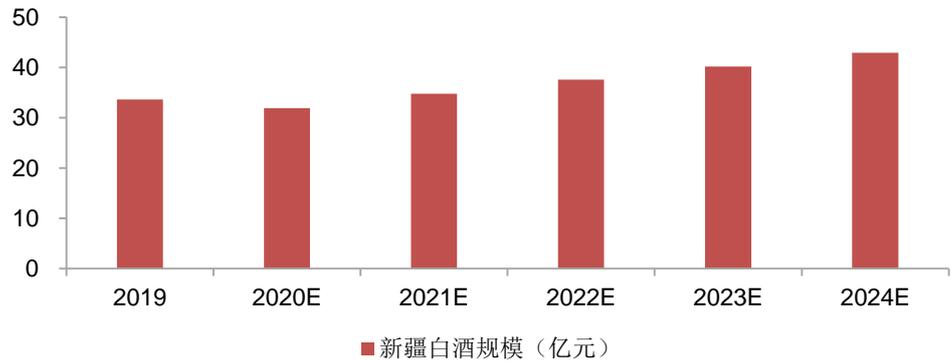
数据来源：国家统计局、东方证券研究所（注：国家统计局披露的白酒产量数据存在回溯调整，每年的统计口径不一致。若按照增速推算，新疆白酒产量实际有所增长）

一线名酒拉动下，新疆白酒结构升级趋势明显，推动吨价提升。新疆白酒终端市场是一个具有近百亿规模的市场，折算到厂价约为 30 多亿元，外地白酒品牌持续入疆推动新疆本地白酒市场结构稳定升级。包括茅台、五粮液、国窖等在内的一线名酒占据了一定市场份额，头部消费者体现出较强的消费力。从各价格带白酒情况来看，300 元以上价格带起到了良好的结构向上拉动作用；伊力特、区域酒厂、外区名酒等主要集中在 100-300 元价格带和 60-100 元价格带，未来扩容空间大；而 60 元以内的低端酒占比较高，未来有望逐步被替代。

量价提升下，未来 5 年新疆白酒市场将继续增长。我们认为新疆人口持续增长将推动疆内白酒销量将保持稳定增长，过去 5 年间新疆人口年均增长 1.7%，我们假设未来 5 年由人口增长带来新疆

白酒销量年均增长 1.5%。根据国家统计局的白酒制造业主营收入及产量数据，可以测算出近年来行业白酒吨价年均增速在 4.3% 左右，保守估计未来 5 年疆内白酒吨价年均增长 3.5% 左右。由此我们测算出未来 5 年新疆白酒市场年均增速有望达到 5%。

图表 20：新疆白酒市场规模预测



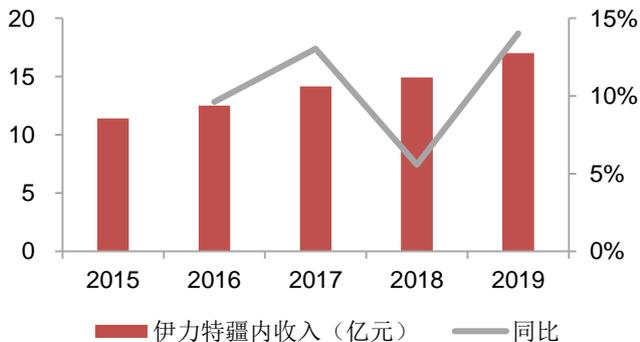
数据来源：国家统计局、东方证券研究所测算

2.4 品牌形象深入人心，公司推进产品升级

伊力特疆内领跑一枝独秀，龙头地位稳固竞争力强。伊力特在疆内市场份额达到 51% 左右，处于绝对领先地位。受益于地域文化壁垒和先发优势，伊力特已具备明显的品牌和渠道优势，其与竞品较难构成对伊力特的威胁。公司在疆内龙头地位稳固，有望充分享受疆内白酒市场消费升级。

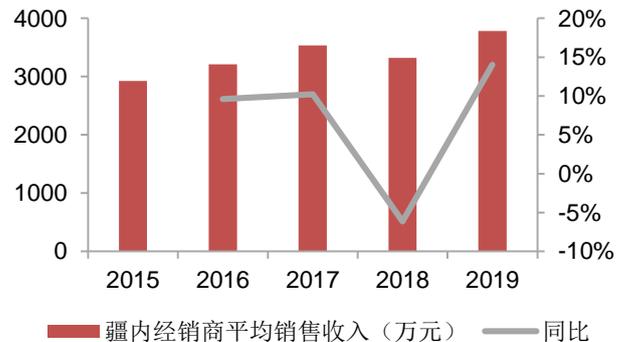
深度扎根新疆，广泛夯实的经销商渠道为公司 在疆内竞争占据有利位置。公司品牌力、渠道力兼备，17 年以来，以子公司“酒宇公司”向下沉市场发展三、四线经销商，通过经销商已基本实现疆内全覆盖，目前“每个县都有代理，每个村都能送货”。19 年公司 45 个一级经销商合计贡献疆内收入 17 亿元，19 年疆内经销商平均销售收入达到 3784 万元，15-19 年 CAGR 达到 6.6%。公司在疆内的大商实力较强，合作关系稳定，在新疆白酒赛道占据有利位置。

图表 21：公司疆内收入及增速情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 22：公司疆内经销商平均销售收入情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

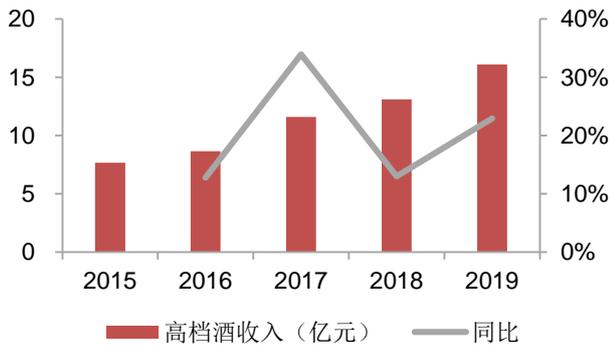
在疆内白酒市场消费持续升级的背景下，公司对核心产品进行了多次提价，不断抬升公司产品品牌定位，推动盈利提升。

图表 23：公司近年对核心产品的提价情况

时间	提价产品	提价前	提价后	出厂价提升幅度
2012年3月	大老窖	75	90	15%
	小老窖	45	60	10%
2016年12月	老窖系列及以上			10%
2018年7月	王酒			10元/500ml
	老窖			4元/500ml
	老陈酒			3元/500ml
	特曲			2元/500ml
2020年6月	王酒、老窖			8%

数据来源：新浪财经、凤凰财经、中国白酒网、东方证券研究所

顺应疆内消费升级趋势，加大百元以上产品线布局。公司在百元以上价格带已实现从 100-800 元产品线全覆盖，15-19 年高档酒（注：公司高档酒为出厂价百元以上/500ml 的产品，下同）销售收入占白酒总收入比重从 49% 提升到 71%，高档酒销售收入年均复合增速为 20%，远高于白酒整体 10% 的年均增速。18 年公司在王酒、老窖两大高档系列的基础上，又推出了次高端战略单品“壹号窖”，目前仍在积极培育市场。受益于新疆白酒消费升级趋势，未来百元以上白酒产品有望成为疆内市场的主要增长动力。

图表 24：公司高档酒保持高增长


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 25：公司明星产品王酒系列和老窖系列


数据来源：公司官网、东方证券研究所

技改优化产能，白酒生产瓶颈无忧。公司目前设计产能 4 万吨，19 年产能利用率仅 66%。19 年公司通过发行可转债净融资 8.68 亿元，主要用于酿酒技术改造和配套设施升级，改善原有老旧设备，淘汰落后产能，提升中高档酒生产能力。我们认为受益于经济发展，疆内白酒市场有望激活，公司及时技改、承接升级需求，未来无产能瓶颈之忧。

三、吨价上行驱动增长，疆内稳健疆外蕴藏潜力

3.1 聚焦升级加码高档，百元系列成营收主力

产品结构持续升级，白酒均价快速提升。公司 15-19 年白酒收入从 15.79 亿元逐年提升至 22.76 亿元，CAGR 为 9.56%。分量价看，期间公司白酒销量从 3.23 万千升下降至 2.81 万千升，主要系

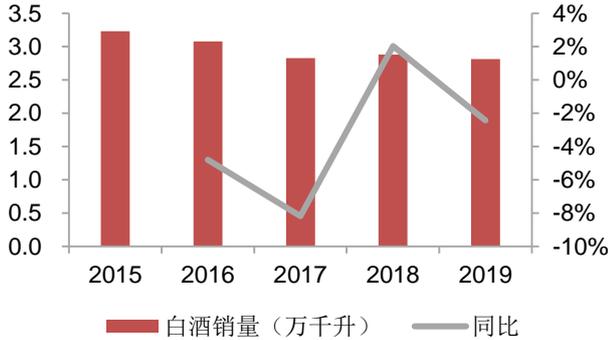
公司主动削减中低档产品 SKU 数量、提升品牌价值所致。受益于提价及结构改善，产品吨价持续上涨，15-19 年公司白酒单价从 48.87 元/升逐年提升至 80.94 元/升，CAGR 高达 13.44%。

图表 26：15-19 年公司白酒收入（亿元）及同比增速



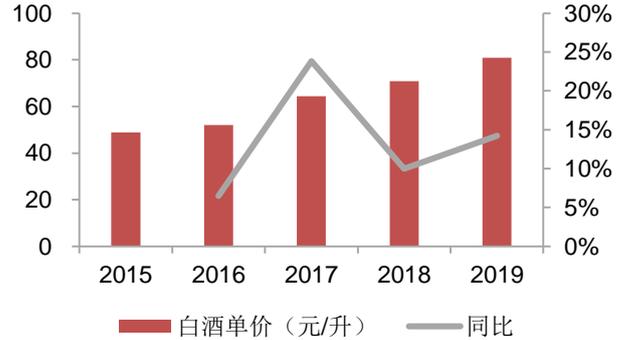
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 27：15-19 年公司白酒销量（万千升）及同比增速



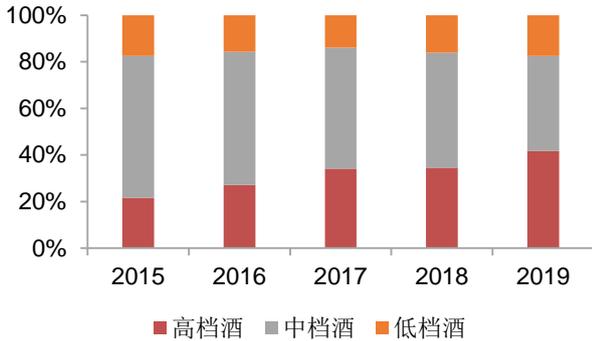
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 28：15-19 年公司白酒单价（元/升）及同比增速

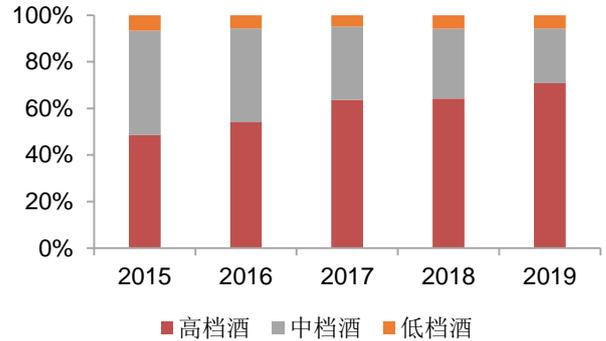


数据来源：公司年报、东方证券研究所

高档酒占比持续提升，中低档酒边际贡献弱化。消费升级趋势下，百元价格带产品快速扩容。15-19 年间，公司高档酒销量占比从 21.64% 大幅提升至 41.64%，高档酒收入占比从 48.62% 提升至 70.79%。同期中档酒占比急剧收缩，低档酒占比略有下降。高档酒由于定价、毛利率均明显高于中低档产品，未来随着其占比进一步提升，对收入及利润的贡献有望增强，而占比下降的中低档酒对于业绩的边际影响可能逐步减弱。

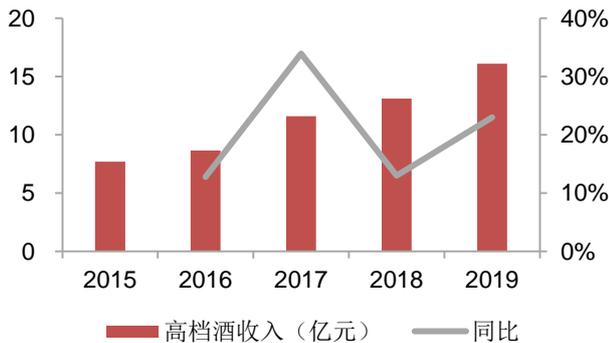
图表 29: 15-19 年公司产品销量占比


数据来源：公司年报、东方证券研究所

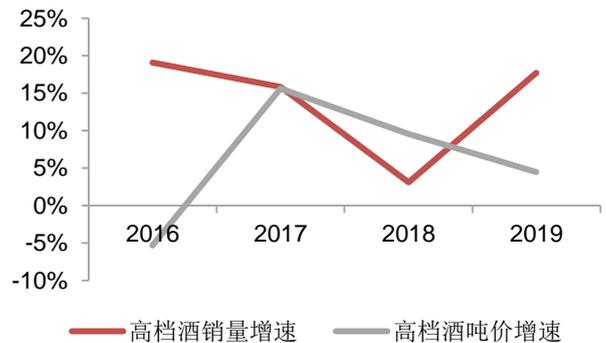
图表 30: 15-19 年公司产品收入占比


数据来源：公司年报、东方证券研究所

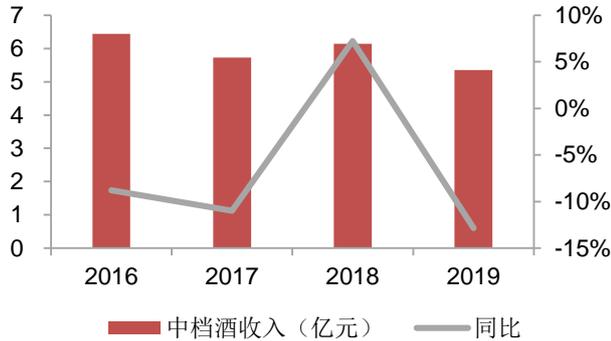
高档酒量价齐升，中档酒及低档酒量减价升。分档次看，15-19 年公司高、中、低档酒收入 CAGR 分别为 20.35%、-6.67%、5.22%。其中高档酒量价均有明显增长，销量增长贡献大于价格贡献，消费升级趋势明确，核心单品如伊力老窖、大老窖、小老窖、伊力王、小酒海等快速放量；中档酒及低档酒由于产线收缩、公司主动清理调整低价系列（如特曲、大曲类等），销量有所下滑，但吨价提升显著，佐证了产品聚焦和结构改善。

图表 31: 15-19 年公司高档酒收入（亿元）及增速


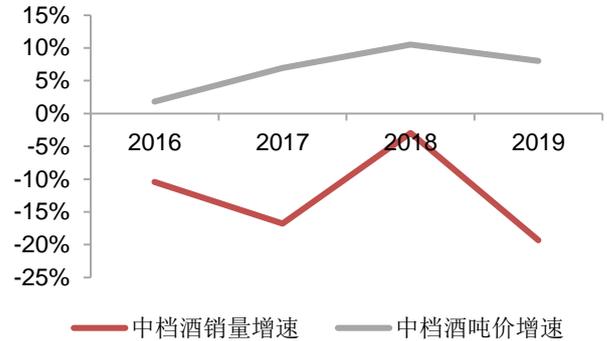
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 32: 高档酒量价增速拆分


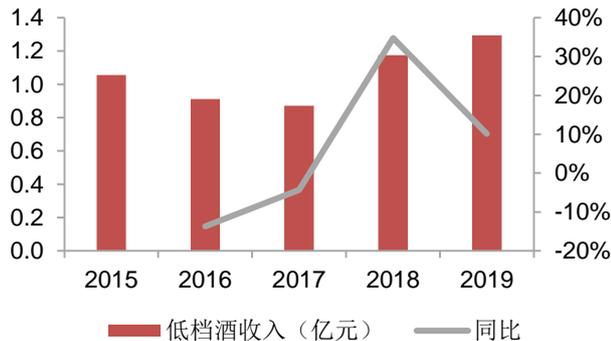
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 33：15-19 年公司中档酒收入（亿元）及增速


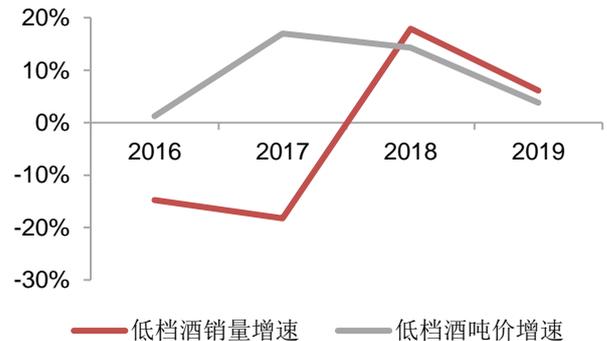
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 34：中档酒量价增速拆分


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 35：15-19 年公司低档酒收入（亿元）及增速


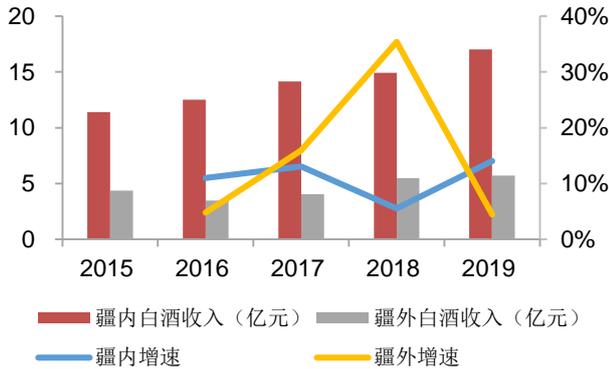
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 36：低档酒量价增速拆分


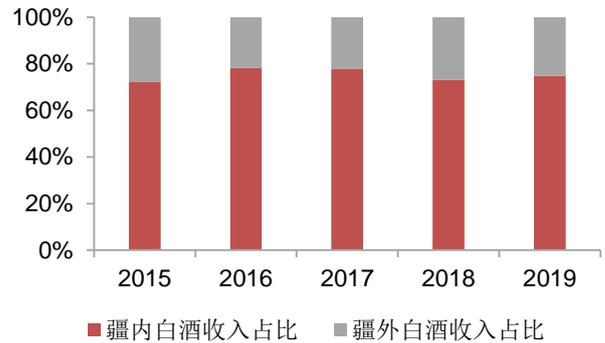
数据来源：公司年报、东方证券研究所

3.2 疆内深耕表现稳健，疆外扩张扬帆起航

分地区看，疆内市场处于成熟期，疆外处在探索期。19 年公司白酒收入近 75% 来自疆内，25% 来自疆外，疆内一直为公司收入主要来源地。15-19 年间公司疆内白酒收入从 11.41 亿元提升至 17.03 亿元，CAGR 为 10.52%，增速较为稳健；同期疆外白酒营收从 4.38 亿元逐年增长至 5.73 亿元，CAGR 为 6.96%，增速有一定波动。公司从 18 年开始进行疆外扩张，初期与大商合作进驻浙江市场，随后开拓河南、陕西等地。在操作思路方面，公司由大转小，改革了之前依赖大商的模式，注重小商的培育和渠道深耕。

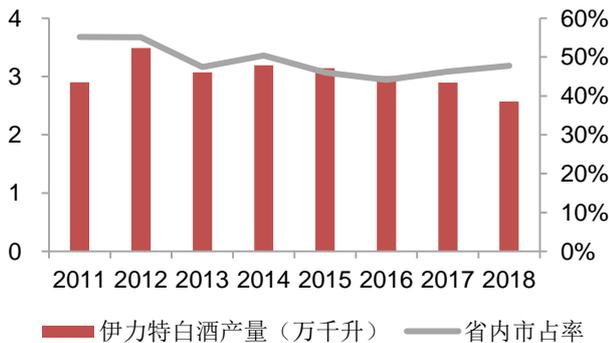
图表 37：15-19 年公司疆内、疆外收入（亿元）及增速


数据来源：公司年报、东方证券研究所

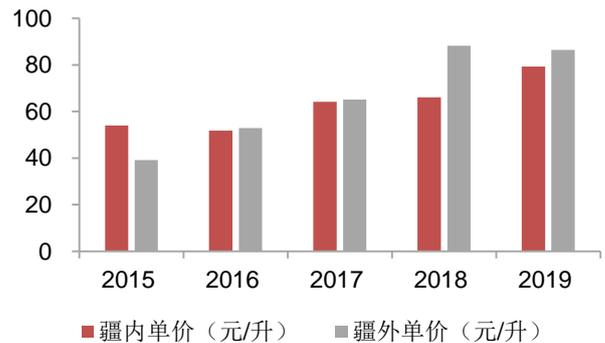
图表 38：15-19 年公司疆内、疆外白酒收入占比


数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司未来省内的增长驱动力将主要来自于渠道完善与产品单价提升。从产量口径测算，18 年公司疆内市占率约 48%，具备较强的竞争优势。近年公司采取分产品、分区域管理，在重点城市加强经销网络布局、增加专卖店数量，并不断开拓新区域和新经销商，渠道层面的精耕完善有望助力公司进一步攫取省内份额，挤压竞品空间。另一方面，疆内白酒均价低于疆外，产品结构仍有较大改善空间，高档产品发力带动的结构升级有望带动疆内收入提升。

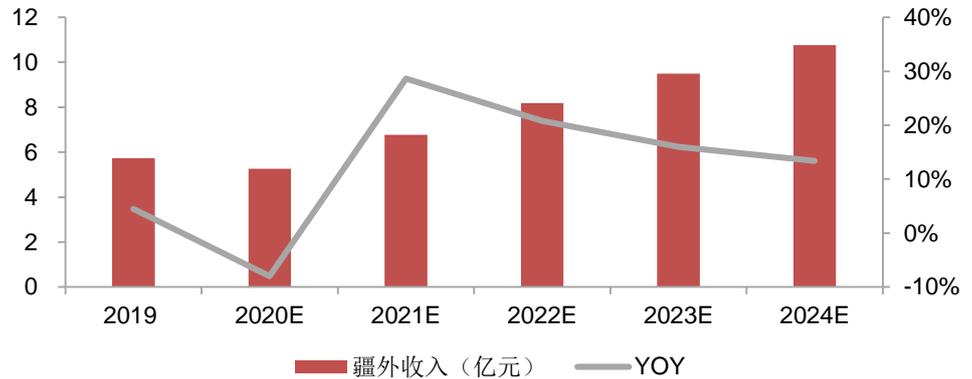
图表 39：伊力特省内历史市占率（产量口径）


数据来源：Wind、公司年报、东方证券研究所

图表 40：疆内平均单价低于疆外


数据来源：公司年报、东方证券研究所

加强招商+给予费用支持，疆外成长潜力大，业绩贡献有望提升。在疆外市场的运作思路，公司主要通过品牌运营中心拓展市场，不断在各地新招经销商开拓版图。此外，公司还配备了一定数量的业务员开发和服务经销商，并给予费用和政策支持与经销商共建市场。目前公司疆外收入主要来自于浙江，未来随着经销商队伍的扩充，公司有望通过其渠道和人脉资源逐渐走出去，实现稳步增长。公司在疆外市场市占率低，在公司加大市场拓展的推动下，未来有望实现量价齐升，我们预计疆外市场的增速将略高于疆内市场的增速，营收和盈利贡献预计稳步提升。

图表 41：公司疆外收入预测


数据来源：公司年报、东方证券研究所

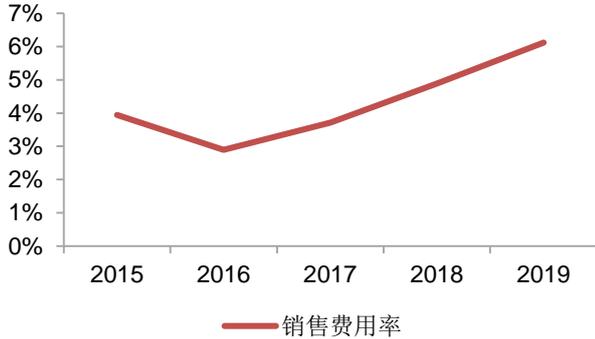
四、优化结构控费增强，盈利能力稳中有升

近五年毛利率先抑后扬，17年后毛利率稳步提升。15-17年公司毛利率从51.41%降至47.73%，主因16年高档酒吨价下降、17年纸箱等包材成本大幅提升所致。17年后受益于产品提价及结构改善，高档产品发力带动毛利率持续提升至19年的51.45%。考虑到今年初公司对伊力王酒及老窖系列进行了调价，涨价幅度约8%，我们认为即使面临疫情的不利影响，提价利好下全年毛利率仍有望上行。相较于其他白酒上市公司，伊力特产品定价不高，公司整体毛利率水平偏低。**展望未来，基于以下原因，我们认为产品毛利率仍有较大提升空间：**1) 高档酒放量增长，产品结构改善；2) 产品价格上涨；3) 经销商买断产品逐渐收回，变更为自营；4) 生产设备技改，原材料使用效率提升；5) 规模效应发挥。

图表 42：15-19 年公司销售毛利率先抑后扬


数据来源：公司年报、东方证券研究所

销售费用投放严格管理，渠道模式变更+扩张情景下，预计销售费用率可能提升。从历史情况看，公司销售费用率低于其他白酒企业，19年仅6.12%。主要原因是在买断制为主的渠道模式下，公司销售人员较少，广宣费和促销费用投入不多。随着渠道主导权逐渐回归公司，预计销售人员薪资及市场费用将有所增加，预计未来公司销售费用率将有所上升。

图表 43：15-19 年公司销售费用率有所上升


数据来源：公司年报、东方证券研究所

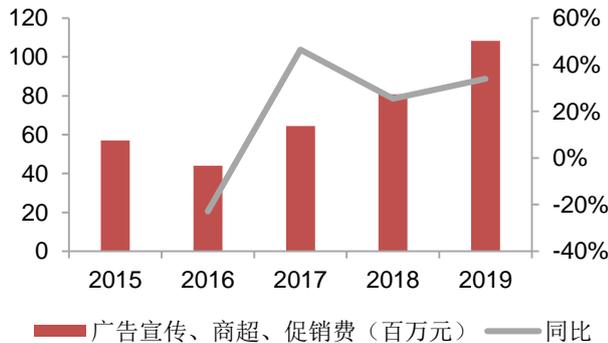
图表 44：销售费用主要科目占营收比重


数据来源：公司年报、东方证券研究所

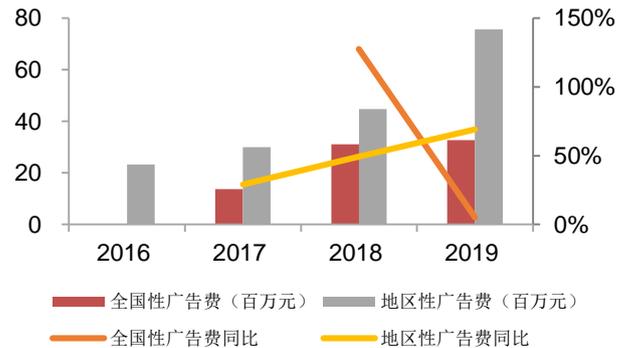
广告宣传促销费、工资薪酬和运输费用为公司销售费用的主要组成部分，进一步分拆来看：

- **广告宣传促销费：广告费以区域性为主，促销费预计上升**

17 年以来广告宣传促销费逐年增加，地区性广告费占比约 6-7 成。公司 17 年、18 年加大了在央视广告的投放力度，高频次宣传带动广宣费增加；19 年冠名了新疆广汇篮球俱乐部，浙江市场以及王酒系列促销费用也有所增长。从广告费用的地区分布看，公司自 17 年开始进行全国性广告宣传，目前地方性广告占比约 6-7 成。我们预计未来疆内市场的深耕和巩固仍需投入费用，疆内市场培育有利于抵御全国性酒企的品牌攻势；疆外市场目前尚处于初始开拓期，新开发经销商需一定的促销费用支持，但广告投放可能较为谨慎，预计费用涨幅不会太大。

图表 45：17 年以来公司广告宣传促销费有所上升


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 46：16-19 年公司广告费用拆分及增速


数据来源：公司年报、东方证券研究所

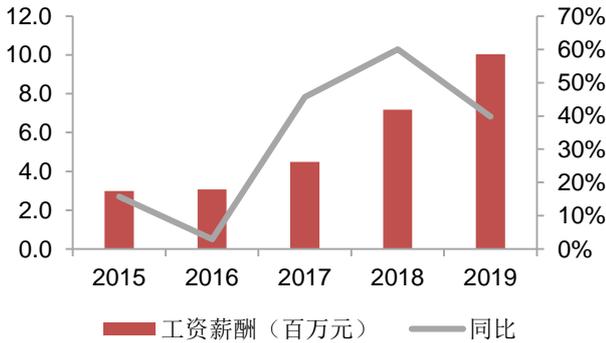
- **工资薪酬：收入增长需更多销售人员薪资开支**

销售规模扩张，薪酬支出增加。15-19 年公司销售人员工资薪酬支出从 299 万元增加至 1003 万元，CAGR 为 35%。一方面，公司组建了负责销售运营的子公司，销售人员数量有所增加；另一方面，销售人员的薪资待遇也有所提升。展望未来，规模扩张趋势下，预计公司仍将扩充销售团队、提升薪资水平，工资薪酬支出仍将保持较快增长。

- **运输装卸费：运费前低后高，未来预计随规模扩张稳步上升**

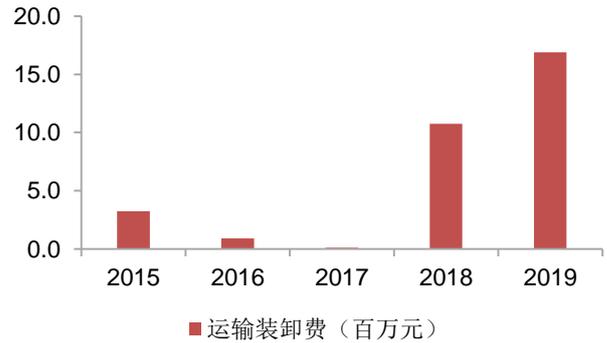
运输装卸费大幅下降后，18年开始增长。公司16年、17年运输费下降，主要因为运输业务逐渐由物流子公司接管，产生的外部运输装卸费减少。18年、19年公司丧失对物流子公司的控制权，运输费用出现大幅提升。未来随着销售额增加和疆外市场开拓，预计运费将稳步上升。

图表 47: 15-19 年销售人员工资薪酬 (百万元) 及同比



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

图表 48: 15-19 年公司装卸运输费 (百万元)



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

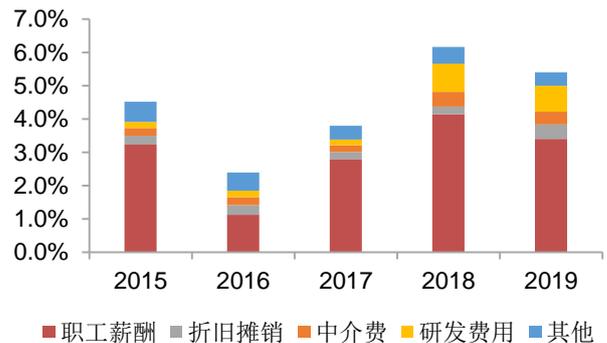
受绩效奖金波动影响，管理费用率震荡上行。15-19年间公司管理费用率从4.52%上升至5.41%，管理费用中最大的构成项为职工薪酬。16、19年由于绩效奖金计提减少（16年业绩未达目标，薪酬支出减少；19年计提绩效减少，部分子公司停业或者注销使得薪资支出下降），职工薪酬占比明显降低。我们认为与业绩挂钩的弹性绩效体现了公司奖惩分明的管理思路，若不考虑业绩波动造成的绩效浮动，预计未来公司薪酬支出将有所增加。

图表 49: 15-19 年公司管理费用率有所提升



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

图表 50: 管理费用主要构成占营收比重



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

公司销售净利率波动上升，未来提升空间仍存。公司销售净利率从15年17.24%提升至19年19.90%，其中16年公司计提了资产减值和坏账准备导致净利率下滑，19年销售费用率上升、投资净收益减少致净利率略有回落。横向比较来看，公司费用管控能力较强，但毛利率水平偏低，故而在白酒行业中净利率水平处中等偏下位置。我们认为未来随着产品升级后毛利率水平提升，公司整体净利率有望实现稳步增长。

图表 51：近五年公司净利率震荡上行


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 52：19 年伊力特净利率在白酒行业处中等偏下位置


数据来源：各公司年报、东方证券研究所

五、盈利预测

5.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 在产品升级趋势下，公司销量增长主要来源于高档酒，中低档产品销量预计有所下滑，低档酒表现稳健。今年受疫情影响，各档次产品销量均有下滑，明年开始预计恢复正常。预测公司 20-22 年高档酒销量分别变动-10%、30%、18%，中档酒销量分别下滑 30%、18%、17%，低档酒销量分别变动-4%、5%、2%。
- 2) 受益于产品提价和结构升级，预计产品吨价有所提升。预测公司 20-22 年高档酒吨价增速分别为 7%、6%、5%，中档酒吨价增速分别为 6%、4%、4%，低档酒吨价增速分别为 3%、3%、2%。
- 3) 由于提价、高档酒占比提升、规模效应发挥等原因，预计明年开始毛利率将稳步提升，预测 20-22 年公司综合毛利率分别为 51.33%、53.02%、54.12%。
- 4) 公司目前处于扩张期，考虑到疫情影响下的增长压力，推测广告促销费、职工薪酬、运费等有所上升，预测 20-22 年销售费用率分别为 8.12%、7.57%和 7.35%。收入增长摊薄下，预测 20-22 年管理费用率分别为 5.74%、4.77%和 4.21%。
- 5) 预计公司 20-22 年的所得税率维持 26.51%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
高档酒					
销售收入（百万元）	1,309.9	1,610.8	1,551.2	2,137.5	2,648.4
增长率	13.0%	23.0%	-3.7%	37.8%	23.9%
毛利率	61.0%	61.2%	60.6%	60.2%	60.0%
中档酒					
销售收入（百万元）	614.2	535.4	397.3	338.8	292.4
增长率	7.2%	-12.8%	-25.8%	-14.7%	-13.7%

毛利率	39.0%	36.9%	35.2%	33.3%	32.5%
低档酒					
销售收入(百万元)	117.5	129.4	127.9	138.3	143.9
增长率	34.8%	10.1%	-1.1%	8.2%	4.0%
毛利率	19.5%	16.4%	14.0%	12.0%	10.0%
其他业务					
销售收入(百万元)	82.6	26.1	23.5	22.3	22.3
增长率	-16.9%	-68.4%	-10.0%	-5.0%	0.0%
毛利率	-24.7%	-81.0%	-81.0%	-81.0%	-81.0%
合计	2,124.1	2,301.7	2,099.9	2,637.0	3,107.1
增长率	10.7%	8.4%	-8.8%	25.6%	17.8%
综合毛利率	49.0%	51.4%	51.3%	53.0%	54.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 0.86、1.20、1.51 元，选取部分区域性白酒上市公司作为可比公司。结合可比公司估值，考虑到疫情对于 20 年业绩的一次性影响，给予公司 21 年 21 倍 PE，对应目标价 25.20 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 53：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益(元)			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
顺鑫农业	000860	64.08	1.28	1.70	2.12	50.16	37.65	30.29
金徽酒	603919	18.40	0.59	0.71	0.86	31.39	25.92	21.33
迎驾贡酒	603198	21.27	1.16	1.42	1.67	18.27	15.02	12.74
口子窖	603589	55.06	2.62	3.07	3.55	20.99	17.95	15.51
老白干酒	600559	11.64	0.38	0.49	0.58	30.63	23.76	20.07
舍得酒业	600702	34.49	1.58	1.96	2.37	21.88	17.60	14.54
调整后平均						26	21	18

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2020 年 9 月 21 日收盘价）

六、风险提示

- **疫情冲击白酒销售风险。**上半年受疫情影响，公司营业总收入、归母净利润分别同比下滑 15.60%、27.54%。三季度新疆疫情出现反复，封城对于餐饮、宴会、送礼等白酒消费渠道产生一定负面冲击，白酒产品动销及公司整体业绩短期可能有所波动。
- **消费升级不及预期风险。**公司近年高档酒保持了较快增长，高档酒的业绩贡献逐渐增大。若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**公司原酒、玻瓶等成本占比较高，若原材料采购成本大幅提升，公司提价或结构升级无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率带来负面影响。

- **费用投放大幅增加风险。**公司处于扩张期，在收入增长要求和疫情冲击双重影响下，可能增加费用投放带动销量提升。但如果费用投放增幅较大，将对利润产生压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,346	1,825	1,665	2,091	2,463	营业收入	2,124	2,302	2,100	2,637	3,107
应收票据、账款及款项融资	279	255	232	292	344	营业成本	1,083	1,117	1,022	1,239	1,426
预付账款	54	45	41	52	61	营业税金及附加	292	323	295	370	436
存货	795	752	687	833	959	营业费用	104	141	170	200	229
其他	50	69	71	75	80	管理费用及研发费用	131	124	121	126	131
流动资产合计	2,524	2,945	2,696	3,343	3,907	财务费用	(21)	(22)	(23)	(23)	(27)
长期股权投资	198	202	202	202	202	资产、信用减值损失	4	(1)	(2)	0	0
固定资产	384	376	808	1,170	1,426	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	91	749	707	649	530	投资净收益	34	5	5	5	5
无形资产	73	61	60	58	57	其他	11	4	4	4	4
其他	59	77	1	1	1	营业利润	576	629	527	735	922
非流动资产合计	805	1,465	1,778	2,081	2,215	营业外收入	2	2	2	2	2
资产总计	3,329	4,410	4,474	5,423	6,122	营业外支出	2	8	8	8	8
短期借款	0	0	70	672	976	利润总额	576	623	520	729	916
应付票据及应付账款	237	199	182	221	254	所得税	142	165	138	193	243
其他	529	530	543	583	622	净利润	434	458	382	536	673
流动负债合计	766	730	795	1,476	1,853	少数股东损益	6	11	9	13	16
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	428	447	373	523	657
应付债券	0	716	600	500	400	每股收益(元)	0.98	1.03	0.86	1.20	1.51
其他	14	13	0	0	0						
非流动负债合计	14	728	600	500	400	主要财务比率					
负债合计	780	1,458	1,395	1,976	2,253		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	63	107	116	129	145	成长能力					
股本	441	441	434	434	434	营业收入	10.7%	8.4%	-8.8%	25.6%	17.8%
资本公积	206	102	224	224	224	营业利润	18.2%	9.2%	-16.3%	39.6%	25.4%
留存收益	1,838	2,125	2,305	2,660	3,066	归属于母公司净利润	21.1%	4.4%	-16.5%	40.1%	25.7%
其他	0	177	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,549	2,952	3,079	3,447	3,869	毛利率	49.0%	51.4%	51.3%	53.0%	54.1%
负债和股东权益总计	3,329	4,410	4,474	5,423	6,122	净利率	20.1%	19.4%	17.8%	19.8%	21.1%
						ROE	18.4%	16.8%	12.9%	16.6%	18.7%
						ROIC	17.5%	14.3%	10.0%	12.5%	13.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	23.4%	33.1%	31.2%	36.4%	36.8%
净利润	434	458	382	536	673	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(2)	27	42	73	99	流动比率	3.30	4.04	3.39	2.26	2.11
财务费用	(21)	(22)	(23)	(23)	(27)	速动比率	2.26	3.01	2.53	1.70	1.59
投资损失	(34)	(5)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(129)	26	87	(138)	(116)	应收账款周转率	243.7	456.0	1,030.2	1,202.2	1,168.1
其它	40	77	62	0	0	存货周转率	1.4	1.4	1.4	1.6	1.6
经营活动现金流	289	560	545	441	624	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(20)	(664)	(430)	(375)	(233)	每股指标(元)					
长期投资	(171)	(3)	0	0	0	每股收益	0.98	1.03	0.86	1.20	1.51
其他	(19)	(13)	(174)	3	2	每股经营现金流	0.65	1.27	1.25	1.02	1.44
投资活动现金流	(211)	(680)	(604)	(373)	(231)	每股净资产	5.72	6.55	6.82	7.64	8.57
债权融资	(2)	719	(116)	(100)	(100)	估值比率					
股权融资	0	(104)	115	0	0	市盈率	20.0	19.1	22.9	16.3	13.0
其他	(132)	(16)	(100)	457	80	市净率	3.4	3.0	2.9	2.6	2.3
筹资活动现金流	(134)	599	(101)	357	(20)	EV/EBITDA	14.0	12.2	14.2	9.8	7.8
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.9	12.7	15.4	10.9	8.6
现金净增加额	(56)	479	(160)	426	373						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

