



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2017-03-28

公司点评报告

增持/首次

伊力特(600197)

目标价: 24

昨收盘: 19.94

食品饮料 饮料制造

## 伊力特年报点评：疆内仍有增量，未来看疆外拓展和模式升级

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	441/441
总市值/流通(百万元)	8,794/8,794
12个月最高/最低(元)	21.13/12.04

### 相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

**事件：**伊力特公布16年报，报告期内公司实现营收16.93亿元、利润总额4.02亿元、归母净利润2.77亿元，同比增加+3.38%、-1.58%、-1.82%；实现扣非净利润2.57亿元，同比减少2.08%。销售毛利率和销售净利率分别为50.21%和16.38%，分别下降1.2pct和0.86pct。单四季度，公司实现营收5.06亿元、归母净利润0.45亿元，同比增加+5.67%、-13.68%，销售毛利率和销售净利率为50.78%和9.10%。年报显示公司拟每10股派发现金红利2.5元（含税）。

从报表数据来看，公司销售收入实现正增长且趋势向上，实现了16.50亿元的年度目标；但盈利水平略有下滑，未能实现利润总额4.10亿元的年度目标，但差距较小。

### 核心观点：

公司是新疆白酒绝对龙头，疆内市场份额高达40%以上，未来有望受益新疆固定资产投资增长；同时公司积极拓展市场，将华中、华南作为重点开拓对象，并试点新销售模式，未来有望带来更多增量；此外公司在新管理层领导下正进行战略转型过渡，未来五年将提高市场化、围绕白酒主业做大做强；公司还成立了营销运营中心，预期形成经销商-直销-线上的多元销售模式及渠道，弥补公司营销短板。

我们预计随着疆内市场的巩固、疆外市场的拓展以及新营销模式的推进，公司的收入和利润将会得到明显的改善，完成2017年营收18.7亿、利润总额4.2亿的目标是大概率。

### 投资要点：

#### 省内受益消费升级和固定资产投资增长

公司未来收入和利润的一部分增量还将来自新疆省内：一方面，受益于省内消费升级，公司有望继续调优结构和明晰产品线，控制老窖系列增量、增加特曲系列销量、撤回弱势产品、巩固和保护伊力大曲市场地位。同时公司将强化市场投入进行推广和宣传，深度开发农村市场，全面覆盖，实现增量。另一方面，17年新疆计划完成固定资产投资1.5万亿元以上，较上年度大幅增长50%以上。固定资产投资刺激商务消费、促进经济增长并积累财富效应，利好白酒需求及消费

的增长。伊力特作为新疆省绝对龙头将优先受益。

### 省外关注市场拓展提速和销售模式升级

未来三到五年是新管理层接班后围绕主业重点发力和做大做强的关键时期。目前公司销售收入的区域结构中疆内高达 78%，疆外市场基数小空间大，是未来发力重点。其中华中、华南区域是拓展重点。16 年公司疆外销售收入出现了下滑，猜测与浙江市场的下滑关联度较大，预计 17 年公司会调整战略，资源倾向以加速疆外市场拓展。

公司过去一直采用买断式销售模式：自身负责白酒生产；而品牌设计和渠道推广则交给经销商打理。公司通过前五大经销商的出货量占比超过 70%。这种模式虽然减轻了销售费用投放压力，但造成产品毛利率偏低、市场重复开发资源浪费等问题，不利于市场化管控。目前公司已成立全国品牌运营中心（公司持股 51%、经销商持股 49%），结合大商对公司贡献度大的特点，利用厂商利益捆绑的形式，资源聚集，联营运作，改变以往单兵作战进行团体作战，实现精准营销，减少中间环节，减少内耗，开拓市场。目前已在疆外进行试点。在这种新模式下，公司还积极构建“互联网+伊力特”的营销模式，携手电商打造物联网云商大平台，实现传统制造业与新兴产业强强联合，推动线上线双轨突破。

此外，市场对于公司体制改革提升市场化的预期和关注度较高，这种捆绑利益的合作形式和尝试可以为将来“混改”铺路。

### 盈利能力：毛利率趋稳，费用投放可控

政务消费萎缩使公司产品结构降级，中档酒（主要是伊力老窖）收入占比下滑明显；但消费升级下，毛利率更高的高档酒产品的收入占比提升明显，目前来到了 60.68%的比例，同比去年增长 12.76%。16 年主要因为生产成本增加等因素，各产品线的毛利率，包括疆内和疆外，都出现了小幅度的下滑，但下滑幅度高档白酒小于中档更小于低档。所以综合来看，目前高档白酒的收入增量已经弥补了中档白酒收入下滑的缺口，而高档白酒更高的毛利水平确保公司白酒整体的毛利率水平渐趋平稳。

费用方面，16 年销售费用同比下降 24.21%，一方面因为公司白酒产品的运输 16 年改由子公司负责，另一方面，公司在促销和广告上减少了投放，预计 17 年根据市场拓展的需要，费用投放会恢复到合理水平；而管理费用较上年同期减少 3351.86 万元，主要是 16 年年度目标未完成，绩效奖金减少所致；公司的债务结构改善较多，而且因为白酒市场回暖，16 年末预收款大幅增长，使得公司经营活动产生的现金流量净额本期金额较上期金额增加 135.53%。

煤化工子公司遗留的长期应收款项预期两年内计提减值完毕，公司短期内利润承压，未来轻装上阵，弹性较大。

#### 盈利预测与评级：

伊力特作为新疆省内白酒龙头地位稳固，将优先受益于固定资产投资增长；同时公司改革销售模式，提高市场化水平，疆外市场拓展有望提速。我们看好新管理层带领下公司的转型过渡以及长期发展。

预测公司 2017-18 年营收增速为 10%、10%，净利润增速为 19%、36%，对应 EPS 为 0.74、1.01。

给予目标价 24 元，“增持”评级。

#### 风险提示：

经济环境风险；产业政策风险；市场供需风险；原材料价格风险；食品安全问题等。

			单位:百万元
主要财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	1693	1870	2060
收入同比(%)	3%	10%	10%
归属母公司净利润	277	328	445
净利润同比(%)	-2%	19%	36%
毛利率(%)	50.2%	51.0%	51.0%
每股收益(元)	0.63	0.74	1.01
P/E	31.77	26.81	19.74
P/B	4.57	3.91	3.26

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。