

伊力特 (600197.SH) 白酒行业

评级：买入 维持评级

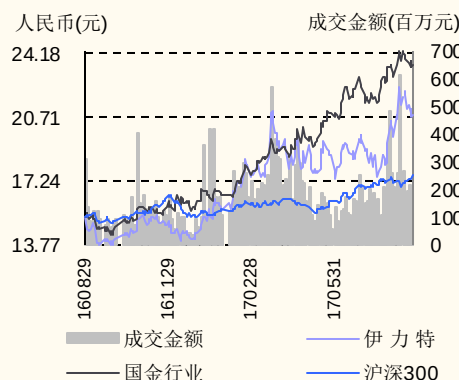
公司点评

市场价格 (人民币): 20.84 元
 目标价格 (人民币): 24.00-24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	441.00
总市值 (百万元)	9,190.44
年内股价最高最低 (元)	22.40/13.77
沪深 300 指数	3795.75
上证指数	3331.52



相关报告

- 《管理锐意改革，市场内外兼修-伊力特公司深度研究》，2017.5.8
- 《利润略超预期，以平稳静待改革-伊力特公司点评》，2017.4.28
- 《16 年业绩筑底，17 年弹性可期-伊力特公司点评》，2017.3.28
- 《改革决心彰显英雄本色-伊力特公司点评》，2017.2.8
- 《业绩平稳，静候佳音-伊力特公司点评》，2016.8.31

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

逻辑未变，静待破局

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.639	0.628	0.868	1.106	1.316
每股净资产 (元)	4.13	4.36	5.51	6.39	7.49
每股经营性现金流 (元)	0.56	1.33	0.62	1.26	1.70
市盈率 (倍)	22.92	23.09	24.00	18.83	15.84
行业优化市盈率 (倍)	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
净利润增长率 (%)	5.17%	-1.82%	38.32%	27.45%	18.90%
净资产收益率 (%)	15.47%	14.40%	15.77%	17.31%	17.57%
总股本 (百万股)	441.00	441.00	441.00	441.00	441.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 伊力特公布半年报，今年上半年公司实现营业收入 8.29 亿元 (同比+1.08%)；归属上市公司股东净利润 1.62 亿元 (同比+17.36%)，折合 EPS0.37 元；扣非后归属上市公司股东净利润 1.50 亿元 (同比+8.82%)。

经营分析

- 疆内维稳态势影响销售，新模式上半年暂未落地。Q2 单季度公司收入 3.53 亿元 (同比-7.72%)，低于此前预期。我们认为原因有二：其一，疆内维稳态势对销售造成负面影响。(1) 此前报告中我们强调过，新疆自去年起采取积极的维稳政策，对疆内聚会、聚餐、商务宴请影响显著，降低了白酒消费频次。(2) 公司去年 12 月对旗下老窖以上产品提价 10%，终端提价 20%。由于公司产品主要定位于大众消费，因此客观上市场也需一定的时间进行消化。其二，疆外市场新模式上半年暂未落地。公司在 2 月成立品牌运营公司，在 3 月春季糖酒会完成了第一批招商工作。按照当时预计，品牌运营公司计划于上半年末完成初步的铺货工作，但“因注册地税务系统尚未健全”而暂未产生收入。7 月底公司乘上半年营销工作会的东风召开了品牌运营公司第一次股东大会，强调加快推进品牌运营中心运作，据近期跟踪，品牌运营中心近期已正式开展对疆外市场的实际销售业务，新模式已正式开启。
- 毛利率微幅下滑，费用控制蓄力下半年。公司上半年毛利率 48.58% (-0.5ppt)，我们认为主要是公司在包销模式下成本端采取了更为审慎的确认原则，导致成本上涨，平滑了去年底提价所带来的正贡献。费用方面，本期销售费用率 6.41% (同比-1.01ppt)，销售费用额 5307 万元 (同比-12.77%)，主要是 Q2 单季销售费用同比大减 23.05%，减少原因应主要是上半年广告宣传商超促销减少 (17H1 累计减少 13.14%)。由于下半年公司将正式开启全国性产品的销售铺市工作，配套的费用投放计划会导致销售费用在下半年存在一个投放高峰，因此我们认为二季度的费用控制是为下半年疆外新模式发力而蓄力。管理费用率基本保持平稳，本期小幅提升 0.09pct 至 2.43%。财务费用则因为公司较为充分的现金储备而产生正贡献。总体来看期间费用率因销售费用率的下降小幅下滑 0.95pct 至 8.37%，但尚不能弥补毛利率的下滑幅度，本期净利率的提升 (19.50%，同比+2.69pct) 主要得益于所得税率的下降 (同比-3.53pct)。
- 大商谈判进展顺利，期待疆外销售下半年发力。截至目前，公司疆外市场推

进新进展如下：(1) 传统模式下，公司对久加久（浙江商源）的支持力度加大，而据调研了解商源今年上半年也如预期恢复正增长，全年目标定位双位数增长；(2) 品牌运营公司已顺利完成股份认购及管理、销售团队组建，并于 7 月正式开启疆外销售；(3) 伊力特集团可交换债券的投行招标工作已于 8 月 16 号完成，预计可交债发行工作将于 10 月份前后完成；(4) 大商谈判进展顺利，两家大商已基本完成谈判，下半年疆外市场铺货值得期待。在这里我们想要强调的是，投资者对于上半年疆内市场销售情况低于预期毋需过分悲观，公司在新疆市场份额高达 40-50%，正是因为新疆市场未来发展空间有局限性才更能够坚定公司向疆外发展的决心，全国化扩张逻辑不仅未受影响，反而应更加坚定。

盈利预测&估值

- 预计 17-19 年收入为 19.6/24.0/27.8 亿元、分别同比增长 16%/22%/16%，归属上市公司净利润分为 3.83/4.88/5.80 亿元，分别同比增长 38%/27%/19%，折合 EPS 分别为 0.87/1.11/1.32 元，目前股价对应 PE 为 24X/19X/16X，维持“买入”评级。

投资建议

- 疆外市场扩张受阻，疆内市场形势变化。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,628	1,638	1,693	1,963	2,391	2,781
增长率		0.6%	3.4%	16.0%	21.8%	16.3%
主营业务成本	-776	-796	-843	-960	-1,141	-1,306
%销售收入	47.6%	48.6%	49.8%	48.9%	47.7%	46.9%
毛利	852	842	850	1,003	1,250	1,475
%销售收入	52.4%	51.4%	50.2%	51.1%	52.3%	53.1%
营业税金及附加	-230	-252	-261	-294	-365	-423
%销售收入	14.1%	15.4%	15.4%	15.0%	15.3%	15.2%
营业费用	-97	-65	-49	-84	-88	-101
%销售收入	5.9%	3.9%	2.9%	4.3%	3.7%	3.6%
管理费用	-68	-74	-40	-73	-85	-89
%销售收入	4.2%	4.5%	2.4%	3.7%	3.5%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	458	452	500	553	712	863
%销售收入	28.1%	27.6%	29.5%	28.2%	29.8%	31.0%
财务费用	2	14	16	29	36	47
%销售收入	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.5%	-1.5%	-1.7%
资产减值损失	-83	-65	-121	-22	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	2	2	2
%税前利润	n.a	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	377	402	398	562	751	912
营业利润率	23.1%	24.6%	23.5%	28.6%	31.4%	32.8%
营业外收支	16	6	4	5	5	5
税前利润	393	408	402	567	756	917
利润率	24.1%	24.9%	23.7%	28.9%	31.6%	33.0%
所得税	-124	-126	-125	-173	-240	-290
所得税率	31.6%	30.9%	31.0%	30.5%	31.8%	31.6%
净利润	269	282	277	394	515	627
少数股东损益	1	0	1	11	27	47
归属于母公司的净利润	268	282	277	383	488	580
净利率	16.5%	17.2%	16.4%	19.5%	20.4%	20.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	269	282	277	394	515	627
非现金支出	115	96	153	48	27	29
非经营收益	3	-6	-8	16	-7	-7
营运资金变动	-141	-123	164	-183	18	102
经营活动现金净流	246	249	587	276	554	751
资本开支	20	-60	-39	-56	-92	23
投资	255	13	0	-1	0	0
其他	-1	0	0	2	2	2
投资活动现金净流	274	-47	-39	-55	-90	25
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-17	0	1
其他	-97	-101	-179	121	-97	-97
筹资活动现金净流	-97	-101	-179	104	-97	-96
现金净流量	423	100	368	325	367	680

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	783	883	1,251	1,576	1,942	2,623
应收款项	252	327	248	321	397	432
存货	648	630	708	781	917	1,049
其他流动资产	33	36	31	91	26	26
流动资产	1,715	1,876	2,238	2,768	3,282	4,130
%总资产	74.3%	76.8%	82.4%	85.5%	85.9%	89.4%
长期投资	212	157	54	55	54	54
固定资产	324	350	360	361	423	367
%总资产	14.0%	14.3%	13.2%	11.2%	11.1%	7.9%
无形资产	43	42	41	50	59	68
非流动资产	594	568	478	468	538	491
%总资产	25.7%	23.2%	17.6%	14.5%	14.1%	10.6%
资产总计	2,309	2,444	2,716	3,236	3,820	4,621
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	417	329	496	492	586	726
其他流动负债	217	261	267	292	363	493
流动负债	634	591	764	784	949	1,219
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	21	19	18	1	1	1
负债	656	610	782	785	950	1,221
普通股股东权益	1,641	1,822	1,922	2,428	2,819	3,302
少数股东权益	12	12	12	23	51	98
负债股东权益合计	2,309	2,444	2,716	3,236	3,820	4,621

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.608	0.639	0.628	0.868	1.106	1.316
每股净资产	3.722	4.131	4.359	5.506	6.392	7.488
每股经营现金净流	0.558	0.565	1.330	0.625	1.256	1.704
每股股利	0.230	0.400	0.250	0.220	0.220	0.220
回报率						
净资产收益率	16.33%	15.47%	14.40%	15.77%	17.31%	17.57%
总资产收益率	11.61%	11.54%	10.19%	11.83%	12.77%	12.55%
投入资本收益率	18.93%	17.02%	17.82%	15.68%	16.93%	17.35%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.12%	0.57%	3.38%	15.96%	21.82%	16.30%
EBIT增长率	-2.95%	-1.35%	10.64%	10.64%	28.86%	21.09%
净利润增长率	-1.71%	5.17%	-1.82%	38.32%	27.45%	18.90%
总资产增长率	0.43%	5.82%	11.15%	19.15%	18.03%	20.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	2.7	6.6	4.0	4.4	5.0
存货周转天数	307.9	293.0	289.5	296.8	293.1	293.1
应付账款周转天数	60.1	62.8	59.9	60.9	61.2	60.7
固定资产周转天数	72.7	71.6	74.5	66.3	48.9	44.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.36%	-48.16%	-64.67%	-64.28%	-67.69%	-77.11%
EBIT利息保障倍数	-208.8	-32.7	-30.9	-18.9	-19.6	-18.3
资产负债率	28.39%	24.95%	28.78%	24.26%	24.88%	26.43%

资料来源:公司公告, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	5	5	5
增持	0	1	4	4	5
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.50	1.60	1.60	1.64

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-21	买入	16.58	21.50~21.50
2	2016-08-31	买入	14.68	20.00~20.00
3	2017-02-08	买入	16.69	20.00~20.00
4	2017-03-28	买入	19.94	22.00~22.00
5	2017-04-28	买入	19.11	22.00~22.00
6	2017-05-08	买入	17.90	24.00~24.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限中国大陆地区使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD