

伊力特 (600197.SH)

白酒行业

评级：买入 维持评级

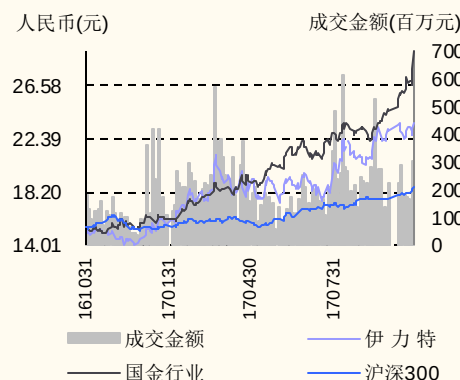
公司点评

市场价格 (人民币): 23.67 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)	10,438.47
年内股价最高最低(元)	23.67/14.01
沪深 300 指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

1. 《逻辑未变，静待破局-伊力特公司点评》，2017.8.28
2. 《管理锐意改革，市场内外兼修-伊力特公司深度研究》，2017.5.8
3. 《利润略超预期，以平稳静待改革-伊力特公司点评》，2017.4.28
4. 《16 年业绩筑底，17 年弹性可期-伊力特公司点评》，2017.3.28
5. 《改革决心彰显英雄本色-伊力特公司点评》，2017.2.8

于杰

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

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

Q3 收入超预期，期待可交债落地开启更大弹性

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	27.26	21.39	17.99
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

- 前三季度，伊力特实现营业收入 12.86 亿元，同比+8.33%；归属母公司净利润 2.57 亿元，同比+10.88%。单三季度，公司实现营业收入 4.57 亿元，同比+24.51%；归属母公司净利润 0.95 亿元，同比+1.36%。

经营分析

- **疆外业务收入大增 136%助 Q3 收入超预期，正式开启收入弹性：**单三季度，伊力特实现营业收入 4.57 亿元，同比+24.51%，环比上半年提速超 20 个百分点，这主要归功于疆外业务本期收入大涨 136%。自三季度起，疆外经销商数量从 6 家增加一家变为 7 家，陈董事长上任后疆外招商的第一个大商——四川华龙祥终于在本期落地并开始贡献收入。上海卓君、浙江商源、四川华龙祥以及品牌运营中心是本期疆外业务增长的最大推手，推动疆外业务收入本期实现收入 0.88 亿元，同比大增 136%，助力疆外业务整体收入增速由上半年的-44%扭至三季度的-18%。华龙祥为新董事长上任后推动改革后落地的第一家合作大商，Q3 业务刚刚起步，我们预计其将于 17Q4-18Q1 的春节备货期内为疆外业务带来更大的收入弹性。此外，品牌运营中心也于 Q3 开始正式开启销售。
- **疆内维稳态势影响销售，渠道逐渐消化提价：**单三季度疆内业务收入增速保持基本平稳态势，增速 6.1%相比上半年略有下滑，应与本期疆内减少一家经销商部分有关。扣除提价因素，今年以来疆内增速不及去年，我们认为主要和今年以来疆内维稳态势压力较大、去年底提价后渠道处于消化过程以及公司主动削减 SKU、调整经销商等几个因素关联最大。首先，(1) 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，客观上降低了疆内白酒的消费频次。(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。(3) 自陈智董事长去年 7 月上任以来，取消低效低档 SKU 的工作持续推进，调整经销商体系、解除经营动力不强的经销商经销权也一直在工作议程之中，这一举措短期会对今年疆内业务产生一定影响，但这一短期阵痛、利好长期的做法有利于伊力特经销体系、产品体系的理顺和品牌能力的加强。综合来看，今年是疆内业务面临困难较多且进行主动调整的一年，明年疆内业务将有望实现加速好转。
- **低毛利的物流业务收入及包材成本上升确认影响毛利率，费用率保持较好：**

前三季度整体销售毛利率 46.67%，同比下降 3.30ppt，主要是因为低毛利率的物流业务本期贡献收入较上期多，同时包材成本同比上涨较多。期间费用率方面，公司前三季度期间费用率为 6.39%，同比下降 1.80ppt，基本完全由销售费用率的改善所贡献（4.24%，同比下降 1.80ppt）。二季度以来，公司在央视开始投放广告，但整体看费用投放力度仍然不大，我们预计后续随着疆外扩展加速，费用或有一轮新的扩张。

- **可交债发行顺利推进，预计年底前正式完成发行工作：**8 月中旬民生证券中标伊力特集团可交换债券承销工作，我们预计 12 月底前将正式完成全部发行工作。本次公司大股东发行可交债，我们认为一方面是为了解决大股东资金问题，另外一方面也是意在引入战略投资者的举动。我们认为，可交债发行是公司启动改革的重要举措，发行完毕公司后续改革进程步伐将大概率提速，基本面将有望迎来加速好转期。

投资建议

- 我们仍维持原先的盈利预测，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 27X/21X/18X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疆外市场扩张受阻/疆内市场形势变化

图表 1：财务预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,628	1,638	1,693	1,963	2,391	2,781	货币资金	783	883	1,251	1,576	1,942	2,623
增长率		0.6%	3.4%	16.0%	21.8%	16.3%	应收款项	252	327	248	321	397	432
主营业务成本	-776	-796	-843	-960	-1,141	-1,306	存货	648	630	708	781	917	1,049
% 销售收入	47.6%	48.6%	49.8%	48.9%	47.7%	46.9%	其他流动资产	33	36	31	91	26	26
毛利	852	842	850	1,003	1,250	1,475	流动资产	1,715	1,876	2,238	2,768	3,282	4,130
% 销售收入	52.4%	51.4%	50.2%	51.1%	52.3%	53.1%	% 总资产	74.3%	76.8%	82.4%	85.5%	85.9%	89.4%
营业税金及附加	-230	-252	-261	-294	-365	-423	长期投资	212	157	54	55	54	54
% 销售收入	14.1%	15.4%	15.4%	15.0%	15.3%	15.2%	固定资产	324	350	360	361	423	367
营业费用	-97	-65	-49	-84	-88	-101	% 总资产	14.0%	14.3%	13.2%	11.2%	11.1%	7.9%
% 销售收入	5.9%	3.9%	2.9%	4.3%	3.7%	3.6%	无形资产	43	42	41	50	59	68
管理费用	-68	-74	-40	-73	-85	-89	非流动资产	594	568	478	468	538	491
% 销售收入	4.2%	4.5%	2.4%	3.7%	3.5%	3.2%	% 总资产	25.7%	23.2%	17.6%	14.5%	14.1%	10.6%
息税前利润（EBIT）	458	452	500	553	712	863	资产总计	2,309	2,444	2,716	3,236	3,820	4,621
% 销售收入	28.1%	27.6%	29.5%	28.2%	29.8%	31.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	2	14	16	29	36	47	应付款项	417	329	496	492	586	726
% 销售收入	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.5%	-1.5%	-1.7%	其他流动负债	217	261	267	292	363	493
资产减值损失	-83	-65	-121	-22	0	0	流动负债	634	591	764	784	949	1,219
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	2	3	2	2	2	其他长期负债	21	19	18	1	1	1
% 税前利润	n.a	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	656	610	782	785	950	1,221
营业利润	377	402	398	562	751	912	普通股股东权益	1,641	1,822	1,922	2,428	2,819	3,302
营业利润率	23.1%	24.6%	23.5%	28.6%	31.4%	32.8%	少数股东权益	12	12	12	23	51	98
营业外收支	16	6	4	5	5	5	负债股东权益合计	2,309	2,444	2,716	3,236	3,820	4,621
税前利润	393	408	402	567	756	917	比率分析						
利润率	24.1%	24.9%	23.7%	28.9%	31.6%	33.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-124	-126	-125	-173	-240	-290	每股指标						
所得税率	31.6%	30.9%	31.0%	30.5%	31.8%	31.6%	每股收益	0.608	0.639	0.628	0.868	1.106	1.316
净利润	269	282	277	394	515	627	每股净资产	3.722	4.131	4.359	5.506	6.392	7.488
少数股东损益	1	0	1	11	27	47	每股经营现金净流	0.558	0.565	1.330	0.625	1.256	1.704
归属于母公司的净利润	268	282	277	383	488	580	每股股利	0.230	0.400	0.250	0.220	0.220	0.220
净利率	16.5%	17.2%	16.4%	19.5%	20.4%	20.9%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	16.33%	15.47%	14.40%	15.77%	17.31%	17.57%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	11.61%	11.54%	10.19%	11.83%	12.77%	12.55%
净利润	269	282	277	394	515	627	投入资本收益率	18.93%	17.02%	17.82%	15.68%	16.93%	17.35%
非现金支出	115	96	153	48	27	29	增长率						
非经营收益	3	-6	-8	16	-7	-7	主营业务收入增长率	-7.12%	0.57%	3.38%	15.96%	21.82%	16.30%
营运资金变动	-141	-123	164	-183	18	102	EBIT增长率	-2.95%	-1.35%	10.64%	10.64%	28.86%	21.09%
经营活动现金净流	246	249	587	276	554	751	净利润增长率	-1.71%	5.17%	-1.82%	38.32%	27.45%	18.90%
资本开支	20	-60	-39	-56	-92	23	总资产增长率	0.43%	5.82%	11.15%	19.15%	18.03%	20.98%
投资	255	13	0	-1	0	0	资产管理能力						
其他	-1	0	0	2	2	2	应收账款周转天数	2.5	2.7	6.6	4.0	4.4	5.0
投资活动现金净流	274	-47	-39	-55	-90	25	存货周转天数	307.9	293.0	289.5	296.8	293.1	293.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	60.1	62.8	59.9	60.9	61.2	60.7
债权募资	0	0	0	-17	0	1	固定资产周转天数	72.7	71.6	74.5	66.3	48.9	44.9
其他	-97	-101	-179	121	-97	-97	偿债能力						
筹资活动现金净流	-97	-101	-179	104	-97	-96	净负债/股东权益	-47.36%	-48.16%	-64.67%	-64.28%	-67.69%	-77.11%
现金净流量	423	100	368	325	367	680	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%

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	2	2	7	8
增持	0	0	2	3	6
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.80	1.58	1.63

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
7	2017-08-28	买入	20.84	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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH