

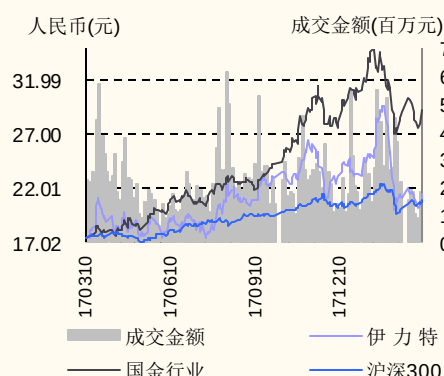
伊力特 (600197.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.43 元

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)	9,450.63
年内股价最高最低(元)	29.59/17.41
沪深 300 指数	4108.87
上证指数	3307.17



相关报告

- 1.《可交债事项完成, 18 年将是伊力特涅槃新起点-伊力特公司点评》, 2018.1.26
- 2.《Q3 收入超预期, 期待可交债落地开启更大弹性-伊力特公司点评》, 2017.10.30
- 3.《逻辑未变, 静待破局-伊力特公司点评》, 2017.8.28
- 4.《管理锐意改革, 市场内外兼修-伊力特公司深度研究》, 2017.5.8
- 5.《利润略超预期, 以平稳静待改革-伊力特公司点评》, 2017.4.28

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

17Q4 主业收入弹性凸显, 18 年有望延续加速改善势头

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.628	0.789	1.060	1.314	1.565
每股净资产(元)	4.36	4.92	6.26	7.35	8.69
每股经营性现金流(元)	1.33	0.78	1.13	1.32	1.77
市盈率(倍)	23.09	29.68	20.21	16.30	13.69
行业优化市盈率(倍)	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
净利润增长率(%)	-1.82%	25.73%	34.38%	23.95%	19.05%
净资产收益率(%)	14.40%	16.05%	16.95%	17.89%	18.00%
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

- 公司 2017 年实现营业收入 19.19 亿元, 同比+13.14%; 实现归母净利 3.53 亿元, 同比+27.65%, 折合 EPS0.80 元。单四季度实现营业收入 6.33 亿元, 同比+25.10%, 实现归母净利 9677 万元, 同比+113.08%。

经营分析

- Q4 疆内外业务收入弹性均大幅开启, 疆内收入+23%、疆外收入+117%: 单四季度公司白酒业务实现收入 6.21 亿元, 同比+41.55%; 其中, Q4 疆内白酒收入同比+22.66%, 疆外白酒收入同比+116.55%。上海卓君、浙江商源、四川华龙祥以及品牌运营中心是下半年以来疆外业务增长的最大推手, 尤其是新经销商华龙祥由于 Q3 才新加入, Q4 贡献环比 Q3 大幅提升。
- Q4 低毛利物流业务收入较少未对毛利率产生影响, 广告投放增大推高费用率: 由于低毛利的物流业务在 Q3 贡献较多, 导致 Q3 单季度毛利率降低, 而 Q4 白酒业务收入占比高达 98%, 拉伸单季度毛利率重回 50%左右的正常水平。费用率方面同比去年提升 2.31ppt, 主要是因为: (1) 公司于 Q4 在央视 7 套、9 套投放广告, (2) 由于经营目标完成, 公司在管理费用中计提了管理层绩效奖金, 管理费用中“职工薪酬”项同比大增 181%。2017 年绩效激励奖金规模显示伊力特改革后的现金激励措施也足够优秀。
- 预计 2018 年基本面大概率迎来加速改善, 公司站在冲击行业第二梯队的新起点: 2017 年, 销售层面实现了品牌运营公司的正式运营及新大商——华龙祥的加入。我们预计 2018 年公司走出疆外的脚步将提速, 将有望在更多区域取得突破。我们认为伊力特的基本面将在 2018 年迎来加速改善, 公司的种种改革动作将在今年逐渐显现, 2018 年将是伊力特体现改革效果、涅槃重生并冲击国内白酒行业第二梯队的新起点。

投资建议

- 预计 18-20 年收入为 24.5 亿元/29.4 亿元/34.1 亿元、分别同比 +28%/20%/16%, 归母净利分为 4.68 亿元/5.80 亿元/6.90 亿元, 分别同比增 +33%/24%/19%, 折合 EPS 分别为 1.06 元/1.31 元/1.56 元, 目前股价对应 PE 为 20X/16X/14X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疆外竞争激烈, 扩张受阻; 疆内市场形势发生变化, 销售下滑。

经营分析

公司 2017 年实现营业收入 19.19 亿元，同比+13.14%，白酒主业实现收入 18.19 亿元，同比+13.68%；实现归属母公司利润 3.53 亿元，同比+27.65%，折合 EPS0.80 元。单四季度实现营业收入 6.33 亿元，同比+25.10%，白酒主业实现收入 6.21 亿元，同比+41.55%；实现归属母公司利润 9677 万元，同比+113.08%。公司 2018 年经营目标：力争实现收入 22 亿元（同比+14.6%），利润总额 5 亿元（同比+1%），预计均为保守目标。

■ **Q4 疆内外业务收入弹性均大幅开启，疆内收入+23%、疆外收入+117%：**2017 年公司实现营业收入 19.19 亿元，同比+13.14%，其中白酒主营业务实现收入 18.19 亿元，同比+13.68%。单四季度实现营业收入 6.33 亿元，同比+25.10%。但仅聚焦白酒主业来看，单四季度公司白酒业务实现收入 6.21 亿元，同比大增 41.55%，这来自于疆内外业务收入弹性均大幅启动；其中，Q4 疆内白酒收入同比+22.66%，带动全年疆内区域白酒主业收入增速由前三季度的累计+9.31%提高到+13.05%，品牌运营公司贡献了营业收入 2226 万元；Q4 疆外白酒收入同比+116.55%，带动全年疆外区域白酒收入增速由前三季度的累计-18.08%提高到+15.94%。上海卓君、浙江商源、四川华龙祥以及品牌运营中心是下半年以来疆外业务增长的最大推手，尤其是新经销商华龙祥由于 Q3 才新加入，Q4 贡献环比 Q3 大幅提升。2017 年公司疆外仅增加了四川华龙祥一家新经销商（疆外经销商由 6 家增至 7 家），我们认为 2018 年新经销商仍大概率不断落地、推动公司疆外业务收入弹性不断放大。

■ **产品结构大幅提升，低效 SKU 清理力度大：**2017 年，伊力特大力加强了品牌管理，同时调整了部分高端产品价格，同时加强原有产品体系梳理，清理低效产品条码 618 个。提价后高端产品增长并未受到显著影响，公司口径高档酒收入同比大幅+33.92%，其中伊力王酒及老窖系列销量同比+15.82%，叠加提价贡献预计收入同比提升也在 20%左右。而中档酒及低档酒收入则因 SKU 主动清理工作分别同比下滑 11.0%和 4.31%。减少低效 SKU 是陈董事长上任后的重要举措，这对于提升伊力特品牌能力、加强核心 SKU 竞争力以及维护市场良性竞争将起到极其重要的作用，尽管会影响短期收入增长，但显然 2017 年伊力特的收入尽管增速不算靓丽但增长质量明显大幅提高。

■ **Q4 低毛利物流业务收入较少未对毛利率产生影响，广告投放增大推高费用率：**由于低毛利的物流业务在 Q3 贡献较多，导致 Q3 单季度毛利率降至 43%左右，大幅低于公司正常的 50%左右的毛利率水平。而 Q4 白酒业务收入占比高达 98%，因此 Q4 单季度毛利率重回 50%左右的正常水平。全年来看，公司毛利率 47.73%，同比去年下跌 2.48 个百分点。费用率方面，期间费用率 6.64%，同比去年提升 2.31 个百分点，主要是因为两点：（1）公司于 Q4 在央视 7 套、9 套投放广告，导致 Q4 销售费用率增加较多，全年看销售费用率提升了 0.82 个百分点；（2）由于经营目标完成，公司在管理费用中计提了管理层绩效奖金，管理费用中“职工薪酬”项同比大增 181%、增加额 3000 万元以上，一部分来自于今年管理层普遍提薪（平均幅度大约在 10%左右），另外主要是计提绩效奖金，这导致全年看管理费用率提升了 1.41 个百分点。因此尽管短期股权激励层面的激励措施难以预期，但 2017 年绩效激励奖金规模显示伊力特改革后的现金激励措施也足够优秀。

■ **可交债事项是伊力特改革进程中的里程碑式事件，持续看好陈董事长改革魄力：**公司于去年 9 月 8 号公告其控股股东伊力特集团拟发行 3 年期可交换债券，规模不超过 4 亿元。经历三个多月的准备期，公司于 1 月 11 日公告可交债事项已取得上海证券交易所出具的无异议函，并与今日正式公

告可交债发行事项已全部完成。本次可交债实际发行规模为 4 亿元，投资者有权于今年 8 月 18 日至 2021 年 1 月 22 日期间将持有的可交换债券交换为伊力特 A 股股票。新疆建设兵团旗下国企通过发行可交债以引入战略及财务投资者，这一举措堪称公司开启改革的里程碑式事件。公司第一大股东伊力特集团（实际控制人为新疆建设兵团农四师国资委）控制上市公司 50.51% 股权，发行可交债后持有股份将大概率降至 50% 以下，这本身对于农四师国资系统而言本身就是一种突破。同时，通过发行可交债引入战略及财务投资者，也将助力伊力特未来继续深化体制改革、销售改革等改革事项。作为空降领导，陈智接棒董事长一职本身就代表着控股股东、伊力特公司双方求变求新的诉求。自 16 年 7 月上任董事长以来，陈总在突破体制及原有销售制度等方面做了诸多努力，品牌运营公司、可交债发行、新经销商及合作方谈判、原有经销体制修正革新等方面均体现陈总上任以来的改革决心及辛勤努力。我们看好伊力特的改革之路，正是源自于看好陈智作为改革派企业家的工作魄力。

- **预计 2018 年基本面大概率迎来加速改善，公司站在冲击行业第二梯队的新起点：**2017 年，销售层面实现了品牌运营公司的正式运营及新大商——华龙祥的加入。我们预计 2018 年公司走出疆外的脚步将提速，将有望在更多区域取得突破。我们认为伊力特的基本面将在 2018 年迎来加速改善，公司的种种改革动作将在今年逐渐显现，2018 年将是伊力特体现改革效果、涅槃重生并冲击国内白酒行业第二梯队的新起点。30 亿元收入大关是国内白酒行业第二梯队和第三梯队的分界线，我们认为伊力特有望在 2019/2020 年进入国内白酒行业第二梯队。

风险提示

- 疆外竞争激烈，扩张受阻；疆内市场形势发生变化，销售下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,638	1,693	1,919	2,452	2,939	3,412
增长率		3.4%	13.3%	27.8%	19.8%	16.1%
主营业务成本	-796	-843	-1,003	-1,263	-1,484	-1,696
%销售收入	48.6%	49.8%	52.3%	51.5%	50.5%	49.7%
毛利	842	850	916	1,189	1,455	1,716
%销售收入	51.4%	50.2%	47.7%	48.5%	49.5%	50.3%
营业税金及附加	-252	-261	-282	-368	-447	-522
%销售收入	15.4%	15.4%	14.7%	15.0%	15.2%	15.3%
营业费用	-65	-49	-71	-88	-104	-119
%销售收入	3.9%	2.9%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
管理费用	-74	-40	-73	-86	-100	-113
%销售收入	4.5%	2.4%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	452	500	490	647	804	962
%销售收入	27.6%	29.5%	25.5%	26.4%	27.4%	28.2%
财务费用	14	16	16	17	22	27
%销售收入	-0.8%	-1.0%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-65	-121	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	-6	3	3	3
%税前利润	0.5%	0.8%	n.a	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	402	398	482	667	829	992
营业利润率	24.6%	23.5%	25.1%	27.2%	28.2%	29.1%
营业外收支	6	4	8	8	8	8
税前利润	408	402	490	675	837	1,000
利润率	24.9%	23.7%	25.5%	27.5%	28.5%	29.3%
所得税	-126	-125	-139	-202	-251	-300
所得税率	30.9%	31.0%	28.3%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	282	277	352	472	586	700
少数股东损益	0	1	4	5	6	10
归属于母公司的净利润	282	277	348	468	580	690
净利率	17.2%	16.4%	18.1%	19.1%	19.7%	20.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	282	277	357	472	586	700
非现金支出	96	153	53	37	40	44
非经营收益	-6	-8	7	-11	-11	-11
营运资金变动	-123	164	-72	-1	-33	47
经营活动现金净流	249	587	344	497	581	780
资本开支	-60	-39	-175	-52	-52	-52
投资	13	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	3	3	3
投资活动现金净流	-47	-39	-175	-50	-49	-49
股权募资	0	0	56	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-101	-179	-72	118	-97	-97
筹资活动现金净流	-101	-179	-16	119	-97	-96
现金净流量	100	368	154	566	435	635

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	883	1,251	1,402	1,969	2,404	3,039
应收账款	327	248	207	290	347	403
存货	630	708	779	934	1,098	1,254
其他流动资产	36	31	102	106	115	123
流动资产	1,876	2,238	2,491	3,298	3,964	4,820
%总资产	76.8%	82.4%	81.2%	84.6%	86.4%	88.3%
长期投资	157	54	28	28	28	28
固定资产	350	360	478	492	503	511
%总资产	14.3%	13.2%	15.6%	12.6%	11.0%	9.4%
无形资产	42	41	48	57	66	75
非流动资产	568	478	578	601	622	638
%总资产	23.2%	17.6%	18.8%	15.4%	13.6%	11.7%
资产总计	2,444	2,716	3,069	3,900	4,585	5,458
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	329	496	504	669	795	916
其他流动负债	261	267	310	381	452	599
流动负债	591	764	814	1,050	1,246	1,514
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	19	18	18	19	19	19
负债	610	782	833	1,068	1,265	1,534
普通股股东权益	1,822	1,922	2,168	2,758	3,241	3,834
少数股东权益	12	12	68	73	79	89
负债股东权益合计	2,444	2,716	3,069	3,900	4,585	5,458

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.639	0.628	0.789	1.060	1.314	1.565
每股净资产	4.131	4.359	4.916	6.255	7.350	8.694
每股经营现金净流	0.565	1.330	0.780	1.128	1.318	1.769
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	15.47%	14.40%	16.05%	16.95%	17.89%	18.00%
总资产收益率	11.54%	10.19%	11.34%	11.99%	12.64%	12.65%
投入资本收益率	17.02%	17.82%	15.72%	16.00%	16.95%	17.16%
增长率						
主营业务收入增长率	0.57%	3.38%	13.34%	27.80%	19.84%	16.10%
EBIT增长率	-1.35%	10.64%	-1.89%	32.08%	24.16%	19.71%
净利润增长率	5.17%	-1.82%	25.73%	34.38%	23.95%	19.05%
总资产增长率	5.82%	11.15%	12.99%	27.08%	17.58%	19.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.7	6.6	5.3	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	293.0	289.5	270.6	270.0	270.0	270.0
应付账款周转天数	62.8	59.9	51.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	71.6	74.5	71.2	56.4	47.1	40.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.16%	-64.67%	-62.71%	-69.52%	-72.40%	-77.43%
EBIT利息保障倍数	-32.7	-30.9	-29.7	-38.4	-36.8	-35.4
资产负债率	24.95%	28.78%	27.13%	27.39%	27.59%	28.11%

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	1	5	6	12
增持	0	0	3	5	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.38	1.45	1.40

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	2016-08-31	买入	14.68	20.00~20.00
2	2017-02-08	买入	16.69	20.00~20.00
3	2017-03-28	买入	19.94	22.00~22.00
4	2017-04-28	买入	19.11	22.00~22.00
5	2017-05-08	买入	17.90	24.00~24.00
6	2017-08-28	买入	20.84	24.00~24.00
7	2017-10-30	买入	23.67	N/A
8	2018-01-26	买入	29.59	N/A

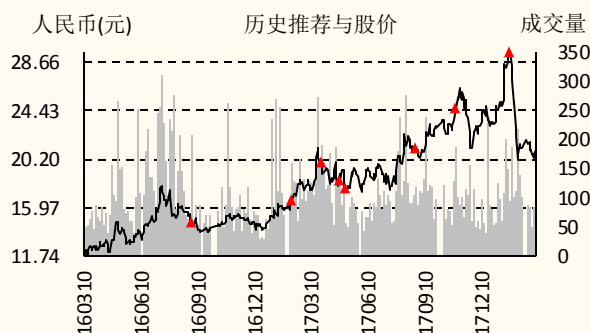
来源：国金证券研究所

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


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