



2018-03-11

公司点评报告

买入/调高

伊力特(600197)

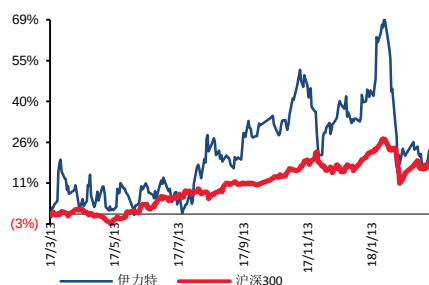
目标价: 28.00

昨收盘: 21.43

日常消费 食品、饮料与烟草

伊力特 2017 年报点评：业绩增长提速，渠道变革和疆外拓展可期

■ 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)	9,451/9,451
12 个月最高/最低(元)	29.59/17.41

相关研究报告：

伊力特(600197)《伊力特跟踪点评：集团拟非公开发行可交债，助推大商合作和模式升级》——2017/09/08

伊力特(600197)《伊力特中报点评：渠道调整影响收入增长，可交债持续推进》——2017/08/27

伊力特(600197)《伊力特(600197)年报点评：疆内仍有增量，未来看疆外拓展和模式升级》——2017/03/28

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

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告 2017 年报，实现营收 19.19 亿元，YoY=13.34%；归母净利 3.53 亿元，YoY=27.65%；扣非净利 3.41 亿元，YoY=32.60%。全年来看，业绩略超预期。单四季度实现营收 6.33 亿元，YoY=25.10%；归母净利 9677 万元，YoY=113.08%。单四季度业绩增长提速，一方面受益收入加速增长，另一方面也是去年同期低基数造成的同比高增长。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。

高档酒快速增长，疆外增速更快，产品结构调整和渠道变革显成效

公司酒类总体的营业收入达到 18.19 亿元，YoY=13.68%，主要得益于高档酒快速增长。分产品看，以王酒、老窖为代表的高档酒销售收入取得正增长（YoY=33.92%，其中销量增长贡献 15.82%，价格提升贡献 18.10%），但中档酒、低档酒分别同比下滑 11.00%、4.31%。产品销售结构的变化，主要与公司降低企优类和大曲类中低端白酒的销售量，加大对王酒类、老窖类白酒等中高端白酒的市场推广力度等策略有关。分区域看，伴随销售结构升级，疆内外销量均略为减少，但销售收入均是正增长，其中，疆外市场的收入增长更快，使得疆外市场的收入占比略微提升至 22.26%。我们认为，随着产品结构调整和渠道变革的持续推进，中高端产品增长和疆外市场拓展有望成为酒类收入、利润增长的主要引擎。

毛利率下降主要受包材成本上涨影响，随销售结构升级有望企稳回升

公司 2017 年酒类毛利率为 50.81%，相比 2016 年下滑 1.05pct，主要因为生产成本上涨。结合产品销售结构的变化和单四季度销售毛利率环比改善来看，产品结构升级提高毛利率的幅度尚不足以覆盖成本端上涨的影响。根据成本分析，材料成本占比 77.11%，包材成本占材料成本的一半以上，17 年受环保政策影响导致包材采购成本大幅上涨，降低产品盈利能力。分产品看，高档酒毛利率水平显著高于中低档酒，而包材成本上涨对高档酒毛利率的影响程度明显小于中低档酒，预期随着销售结构的持续升级，酒类总体的销售毛利率有望企稳回升。

央视广告增加销售费用，计提绩效奖金增加管理费用，费用率提高

本期公司的广告宣传费金额大幅增长 88%，主要是因为公司战略布局的关键区域加大品牌形象的宣传力度，在央视七套、九套全时段及其他媒体进行高频次立体宣传所致。全年看，销售费用较上年同期增加

2218 万元，YoY=45.33%，销售费用率达到了 3.71%。同时期内管理费用较上年同期增加 3240 万元，YoY=80.10%，主要系 17 年年度经营目标完成，计提绩效奖金所致，对应管理费用率提升至 3.80%。我们认为，费用率提升与收入恢复增长、区域加快拓展和市场策略执行相辅相成，有助于强化品牌和渠道，增加规模，对实现战略布局至关重要。伴随规模增长，未来费用率有望逐步回落。

此外，应收票据（YoY=-1.88%）和应收账款（YoY=-79.63%）同比减少，预收款因春节推迟、经销商备货量减少而有所影响（YoY=-18.40%），综合来看，公司的经营质量仍有所提升。

销售模式升级，疆外拓展可期，厂商合作有望为“混改”铺路

发行可交债和加强厂商合作，彰显大股东和公司管理层革新的态度，基于新营销模式的战略转型有望加快，预期形成“经销-直销-线上”的多元销售模式及渠道，突破买断式销售模式、弥补营销短板、实现厂商利益捆绑，疆外拓展和单品打造可期。从公司四季度业绩高增长以及春节期间线上、线下销售的乐观数据来看，公司即将迎来跨越式发展的拐点，未来有望围绕白酒主业做大做强，不断提高市场份额。同时，厂商合作共赢的形式也有望为将来“混改”铺路。

盈利预测与评级：

伊力特作为新疆省内白酒龙头企业，品牌地位稳固，市场基础较好；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。我们看好在公司新管理层的带领下，伊力特基于新营销模式和渠道，以及厂商共赢合作形式，顺利革新和持续发展。

测算 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80、1.04、1.26，对应 2018 年业绩给予 27 倍 PE，目标价 28.00 元，“买入”评级。

风险提示：

疆外市场拓展不及预期；渠道变革不及预期等。

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1919	2260	2678	3080
净利润(百万元)	353	458	558	667
摊薄每股收益(元)	0.8	1.04	1.26	1.51

资料来源：Wind，太平洋证券

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；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyding@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



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。