

来伊份 (603777): 多管齐下, 静待突破

2022年2月23日

推荐/首次

来伊份

公司报告

公司直营为主, 加速布局加盟店, 各渠道毛利率稳中有升。公司是一家经营自主品牌的休闲食品全渠道运营商, 产品主要覆盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干等 10 大核心品类, 约 800 余款产品。公司以直营开店为主, 2020 年直营收入占比达到 76%。2021 年公司加速加盟门店的拓张, 加盟业务占比快速提升。由于直营门店毛利率较高, 随着加盟和其他渠道占比提升, 公司毛利率合理下降, 但各渠道毛利率稳中有升。

休闲食品仍然具备较高增长空间及增速。2015-2020 年我国休闲零食 5 年 CAGR 为 12%, 但人均消费量不及日本一半, 约为美国的 1/6, 类比日本, 我国休闲食品规模有望在未来 30 年均维持较高增速。其中, 休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速较快, 龙头企业具有原料来源、研发、渠道等方面的优势, 随着零食消费对产品品质和多样性方面要求的提升, 行业市场份额有望进一步向龙头企业集中。A 股休闲食品上市公司均在坚果炒货等高增长赛道上重点布局。

公司积极顺应行业发展趋势, 多管齐下静待突破:

公司重点开拓加盟业务。通过加盟方式拓店有利于获取优势点位、适应当地发展并加快拓店速度。公司正在快速开拓加盟业务, 其中下半年加速开店, 预计今年新增加盟门店 600 家左右。假设 2022 年公司新开 800 家加盟店, 单店收入为苏州收入水平的 80%, 公司加盟批发毛利率降低到 15%, 则测算新增的 800 家加盟店能够给公司带来 5.06 亿元营业收入和 7584 万元毛利润。

多种方式提升单店收入水平: (1) 聚焦消费能力较强的地区, 大力开拓江苏、广东加盟业务。在过去的几年来伊份业绩表现不佳, 我们认为主要是因为沪内开店逐渐饱和, 沪外开店效率及单店收入低所致。未来, 来伊份将聚焦江苏、广东等相对发达地区, 平均单店收入有望提高。

(2) 社群引流, 提升单店收入。目前公司主要通过上海直营门店推广社区团购业务, 以来伊份 APP 作为主要流量入口, 探索通过企业微信社群与顾客进行互动, 最后将客户引流到线下直营门店提货点。我们认为社区团购能够给门店引流, 增加复购率, 提升单店收入水平。

(3) 单店模型存在改善空间。来伊份直营店的坪效与良品铺子相当, 但来伊份店铺面积较小, 因此单店收入较低, 如果能够适当增加单店面积, 虽然对坪效略有影响, 但单店收入和利润有望提升。

盈利预测与建议: 预测公司 2021-2023 年收入分别为 42.41/50.05/54.63 亿元, 分别同比增长 5.33%/18.01%/9.16%; 归母净利润分别为 0.24/0.27/0.71 亿元, 同比增长 136.76%/13.02%/163.23%, 2021-2023 年对应 PE 分别为 173/153/58 倍, 对应 PEG 分别为 1.26/11.74/0.36。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 公司团购业务及加盟业务开展不及预期; 销售费用投放效果不及预期; 疫情后周期, 整体消费水平下降; 产品质量风险。

财务指标预测

公司简介:

公司是一家经营自主品牌的休闲食品全渠道运营商, 致力于构建国内领先的专业化休闲食品连锁经营平台。公司产品主要覆盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干、果干蜜饯、果蔬零食、豆干小食、海味即食、糖巧果冻、膨化食品、进口食品等 10 大核心品类, 约 800 余款产品。

资料来源: 公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示:

2022-04-29 2021 年年报预计披露

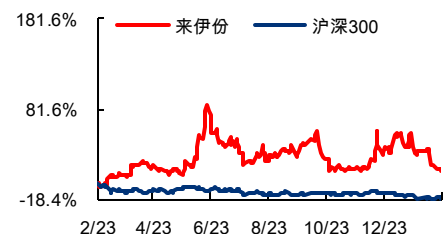
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.15-10.4
总市值 (亿元)	41.36
流通市值 (亿元)	41.33
总股本/流通 A 股 (万股)	33,680/33,680
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	9.35

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

分析师: 王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

研究助理: 韦香怡

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,002.49	4,026.23	4,240.83	5,004.75	5,463.02
增长率(%)	2.86%	0.59%	5.33%	18.01%	9.16%
净归母净利润(百万元)	10.37	(65.20)	23.97	27.09	71.30
增长率(%)	2.59%	-728.65%	136.76%	13.02%	163.23%
净资产收益率(%)	0.59%	-3.92%	1.39%	1.55%	3.92%
每股收益(元)	0.03	(0.19)	0.07	0.08	0.21
PE	409.33	(64.63)	172.74	152.83	58.06
PB	2.36	2.49	2.41	2.37	2.28

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

目 录

1. 来伊份-直营店为特色的上海零食屋.....	4
1.1 直营为主, 加盟加速.....	4
1.2 直营模式高毛利, 加盟和电商占比增长使得毛利率水平合理下降.....	5
2. 我国休闲食品空间大, 有望长期维持较快增速.....	6
2.1 参照海外, 我国休闲食品仍有很大增长空间.....	6
2.2 休闲卤制品、坚果、烘焙糕点依然处于高增长期.....	7
2.3 休闲卤制品、烘焙糕点和坚果的集中度仍有很大提升空间.....	8
2.4 行业龙头渠道方面各有所长, 食品店渠道增速相对稳定.....	9
3. 多方面迎来改善, 有望走出低谷.....	10
3.1 上市后费用率攀升侵蚀利润.....	10
3.2 加盟有望带来收入的快速提升.....	11
3.3 多种方式提升单店收入水平.....	12
3.3.1 埠外地区无序扩张致使公司平均单店收入下滑.....	12
3.3.2 公司正逐步聚焦消费能力较强的江苏和广东.....	15
3.3.3 社团为门店引流提升单店收入.....	17
3.3.4 增加单店面积, 提升店铺形象有望提升单店收入.....	17
3.4 线上获客难度增加, 公司改变线上投放策略.....	19
3.5 改革效果初显.....	20
3.5.1 收入逐步改善.....	20
3.5.2 员工持股计划, 收入目标增速 25%.....	21
4. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示.....	23
相关报告汇总.....	25

插图目录

图 1: 公司商标.....	4
图 2: 公司年货礼盒和形象代言人.....	4
图 3: 公司业务结构及增速.....	5
图 4: 可比公司毛利率水平.....	5
图 5: 模拟毛利率及实际毛利率.....	6
图 6: 公司不同渠道毛利率水平.....	6
图 7: 2019 年各国休闲食品人均消费量 (KG).....	7
图 8: 日本休闲零食规模增速与 GDP 相关性.....	7
图 9: 我国休闲食品规模.....	7
图 10: 休闲食品分品类增速.....	7
图 11: 休闲零食各品类 2019 年增速及行业占比.....	8
图 12: 休闲食品子品类集中度.....	8

图 13: 休闲卤制品行业竞争格局	8
图 14: 综合类休闲食品上市公司业务分类占比	9
图 15: 行业上市公司分渠道收入 (2020 年)	9
图 16: 2020 年中国休闲食品渠道规模占比	10
图 17: 不同渠道增速	10
图 18: 收入平稳但利润下滑	11
图 19: 公司毛利率及净利率	11
图 20: 公司费用率变化	11
图 21: 公司各销售渠道占比	11
图 22: 上海及江苏居民可支配收入	16
图 23: 来伊份老店	19
图 24: 来伊份新一代门店	19
图 25: 公司各渠道收入同比	20
图 26: 阿里、京东、拼多多获客成本对比	20
图 27: 可比公司估值 (PS)	23

表格目录

表 1: 直营及加盟开店率	12
表 2: 公司新增加盟店毛利润测算 (万元)	12
表 3: 分地区门店数量变化	13
表 4: 单店收入 (万元)	14
表 5: 分地区开店数量	14
表 6: 分地区单店收入 (直营+加盟平均)	14
表 7: 模拟各地区直营及加盟单店收入 (2019 年)	15
表 8: 公司各地区门店数量	16
表 9: 来伊份 VS 良品铺子单店模型测算 (2019 年)	17
表 10: 来伊份及良品铺子坪效	18
表 11: 三只松鼠部分销售费用 (2017 年度销售费用率更具代表性)	19
表 12: 来伊份业务拆分及预测	22

1. 来伊份-直营店为特色的上海零食屋

公司第一大股东是上海爱屋企业管理有限公司, 其实际控制人/董事长为施永雷先生, 是上海较早的一家, 运营近 20 年的民营食品企业。公司是一家经营自主品牌的休闲食品全渠道运营商, 主要以代加工的方式生产各种休闲零食产品。公司产品主要覆盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干、果干蜜饯、果蔬零食、豆干小食、海味即食、糖巧果冻、膨化食品、进口食品等 10 大核心品类, 约 800 余款产品。同时, 公司近两年不断开发与拓展创新品类, 不仅推出了特色的短保糕点、锁鲜装, 而且在粮油调味、代餐速食、酒水饮料、冲调饮品、现制咖啡、水果生鲜等品类方面不断开发创新。2020 年和 2021 年公司形象代言人为王一博, 深受消费者喜爱。

图1: 公司商标



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

图2: 公司年货礼盒和形象代言人



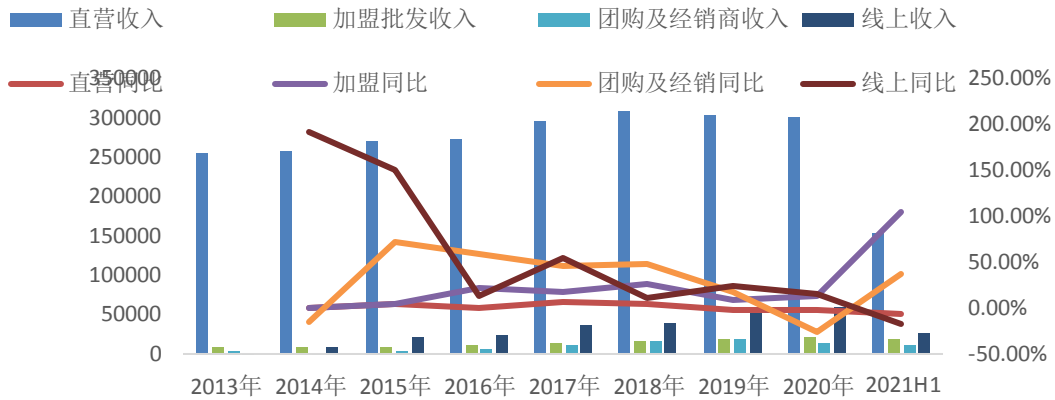
资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

1.1 直营为主, 加盟加速

公司是上海本地最早的以直营开店, 多品类经营为特色的主流休闲零食品牌商。截止 2020 年末, 公司拥有门店总数 3004 家, 其中直营门店 2369 家, 加盟门店 635 家。公司重要的产品之一是年货礼盒, 包括坚果礼盒和多种产品组合礼盒, 因为具备送礼性质, 因此每年一季度和四季度是公司的销售旺季, 二季度和三季度是淡季。

公司以直营门店为主, 2020 年公司直营门店收入 30.10 亿元, 占公司收入比重 76%。2020 年公司加盟批发收入 2.17 亿元, 虽然占比仅 5%, 但加盟门店拓店是公司近几年来大力发展的目标。2021 年 H1, 公司加盟门店收入增速达到 106%, 占比约 9%, 加盟业务占比快速提升。公司团购业务占比较低(约 3%), 但增速也较快。线上业务占比约 15%, 一直以来保持小双位数增长, 但不及公司预期, 因此 2021 年公司对线上业务进行了战略收缩, 将更多的费用投入到线下拓店中, 2021 年公司线上业务收入同比下滑 17.5%。

图3: 公司业务结构及增速

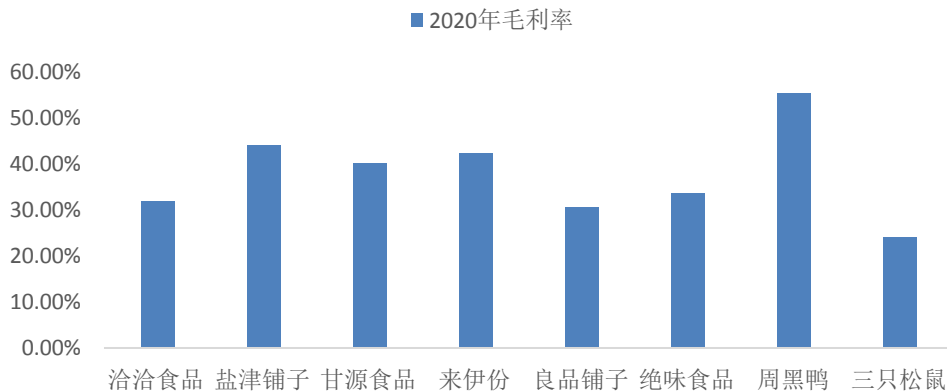


资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

1.2 直营模式高毛利，加盟和电商占比增长使得毛利率水平合理下降

直营模式决定了公司高毛利率水平。由于公司加盟店的收入来自于对加盟门店的产品批发，而直营门店的收入来自于对终端客户的产品销售。线上销售因为没有门店费用因而产品价格往往较低，因此加盟批发模式和线上模式下的毛利率明显低于直营门店模式的毛利率水平，这是由商业模式所决定，因此公司毛利率水平高于同行。2020 年公司毛利率水平 42.37%，高于同期三只松鼠（23.9%）、良品铺子（30.47%）、洽洽食品（31.89%）等公司。

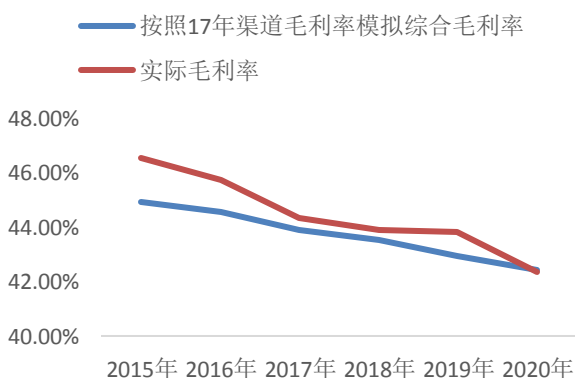
图4: 可比公司毛利率水平



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

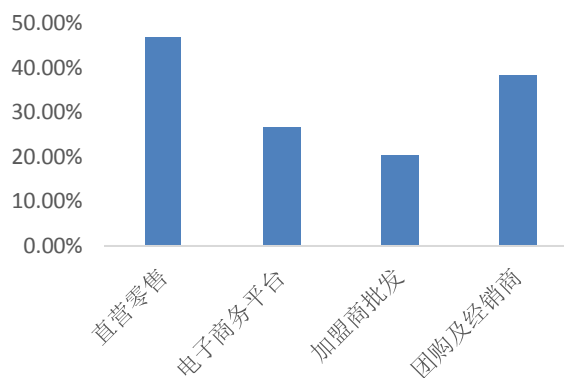
加盟和线上占比提升是毛利率下降的主要原因, 同一渠道内毛利率水平稳定。近几年来, 公司综合毛利率呈现下滑趋势。我们按照 2017 年各渠道毛利率水平, 根据渠道占比的变化模拟公司综合毛利率水平。模拟的毛利率水平低于公司实际的综合毛利率, 仅 2020 年因为疫情原因实际毛利率有所回落。可见公司 2017-2020 年毛利率有所下降主要是因为公司加盟批发和线上业务占比提升所致, 其对毛利率的影响约 1.39pct, 基本解释了近几年来公司毛利率下降的原因。除此之外, 公司各业务板块的毛利率水平较为稳定且稍有提升, 我们认为这是公司产品力和品牌力的体现。

图5: 模拟毛利率及实际毛利率



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图6: 公司不同渠道毛利率水平



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

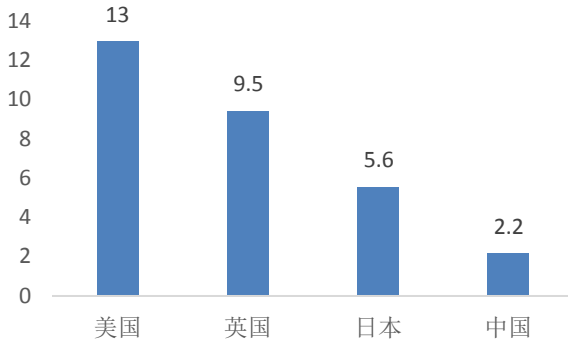
2. 我国休闲食品空间大, 有望长期维持较快增速

2.1 参照海外, 我国休闲食品仍有很大增长空间

我国休闲食品人均消费量有望提升。2019 年我国休闲零食人均消费量较低, 仅为 2.2kg, 而日本为 5.6kg, 英国和美国更是高达 9.5kg/13kg。我国休闲零食人均消费量不及日本一半, 约为美国的 1/6。相比发达国家, 我国人均休闲零食消费量仍有很大提升空间。

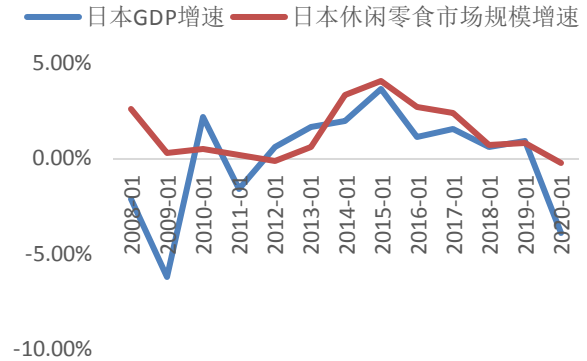
休闲食品成长期较长。参照 2008-2020 年日本休闲食品市场发现, 随着国力 (GDP) 以及人均收入水平的提升, 日本休闲食品的市场规模持续增大, 且多数时间休闲零食市场规模增速快于 GDP 增速, 这意味着休闲食品的生命周期较长, 我国休闲食品规模有望在未来 30 年均维持高于 GDP 增速的较高增速。

图7: 2019年各国休闲食品人均消费量 (KG)



资料来源: 艾媒网、东兴证券研究所

图8: 日本休闲零食规模增速与GDP相关性



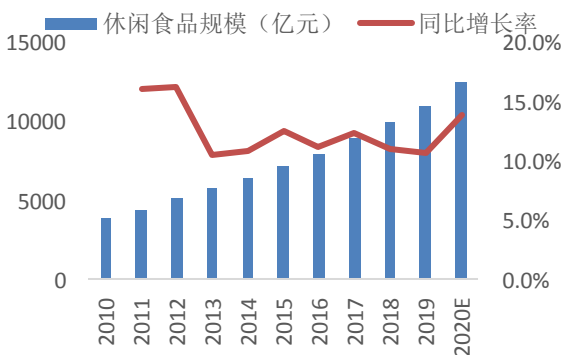
资料来源: Wind 资讯、日本统计局、东兴证券研究所

2.2 休闲卤制品、坚果、烘焙糕点依然处于高速增长期

行业整体增速 10%左右。21 世纪初, 我国休闲食品行业开始迎来快速发展时期, 行业逐步进入规模化、品牌化、网络化。根据中国食品工业协会数据, 2020 年我国休闲食品市场规模达到了 12500 亿元。其中, 2010 年到 2015 年 CAGR13%, 2015-2020 年 CAGR 为 12%, 近几年行业增速逐步回落。2020 年由于疫情原因, 居家消费零食需求增加, 2020 年行业获得 14% 的同比增速, 但预计 2020 年后行业增速将会回落到 10% 左右。

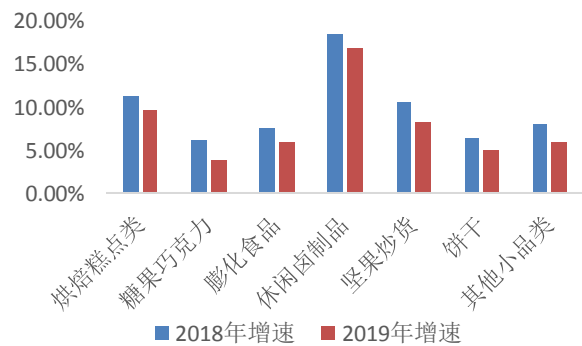
烘焙占比大, 增速较快, 休闲卤制品体量较小但增速最快。分品类来看, 2019 年面包/蛋糕及糕点占比最大, 占总休闲食品行业规模的 24%。复合年增长率方面, 2015-2020 年的 5 年间, 休闲卤制品增速最快, 达到 18.8%; 其次是糖果及蜜饯、面包/蛋糕及糕点、膨化食品, 复合增速分别达到 16.6%、11.4%、10.6% 左右; 然后是炒货和饼干, 分别为 9.9%、9.8% 左右。但近两年来, 休闲食品整体增速有所下降, 其中休闲卤制品增速依然最高, 2019 年休闲卤制品规模增速 16.9%, 其次为坚果炒货 (8.4%)。

图9: 我国休闲食品规模



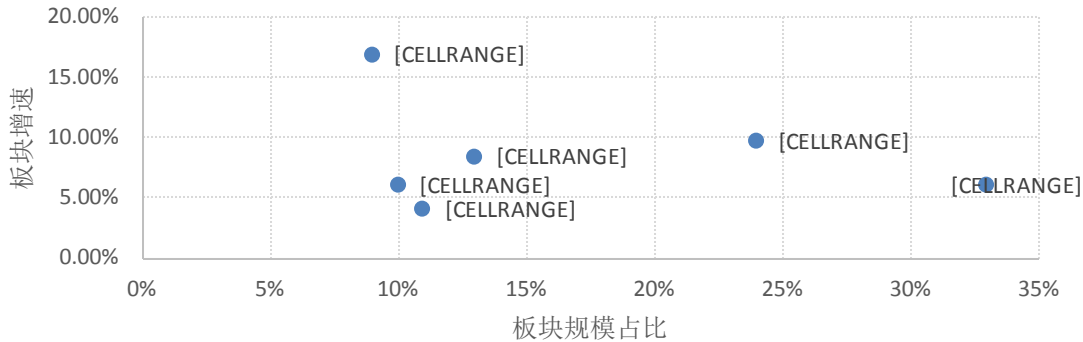
资料来源: 中国食品工业协会、东兴证券研究所

图10: 休闲食品分品类增速



资料来源: 艾媒咨询、中国产业信息网等、东兴证券研究所

图11: 休闲零食各品类 2019 年增速及行业占比

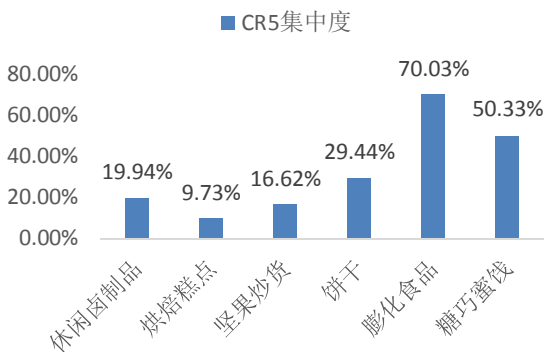


资料来源: 中国产业信息网等、艾媒咨询、东兴证券研究所

2.3 休闲卤制品、烘焙糕点和坚果的集中度仍有很大提升空间

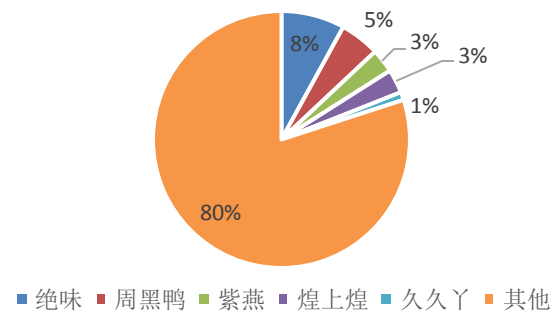
在休闲食品的子品类中, 糖果/巧克力以及膨化食品的集中度很高, 分别为 50.33%/70.03%, 且主要为国际零食巨头占据, 国产品牌突破难度较大。而卤制品、烘焙糕点、坚果炒货的行业集中度最低, 分别为 19.94%/9.73%/16.62%, 且以国产品牌为主, 集中度还有很大上升空间, 加上这三个子品类增速最快, 国产品牌往往将更多的资源投入到此类赛道。坚果炒货对上游原材料要求较高(如, 国内树坚果种植有限, 进口依赖度较高), 卤制品和烘焙糕点对产品保鲜要求较高, 龙头企业具有原料来源、研发、渠道等方面的优势, 随着零食消费对产品品质和多样性方面要求的提升, 行业市场份额有望进一步向龙头企业集中。

图12: 休闲食品子品类集中度



资料来源: 中国食品工业协会、东兴证券研究所

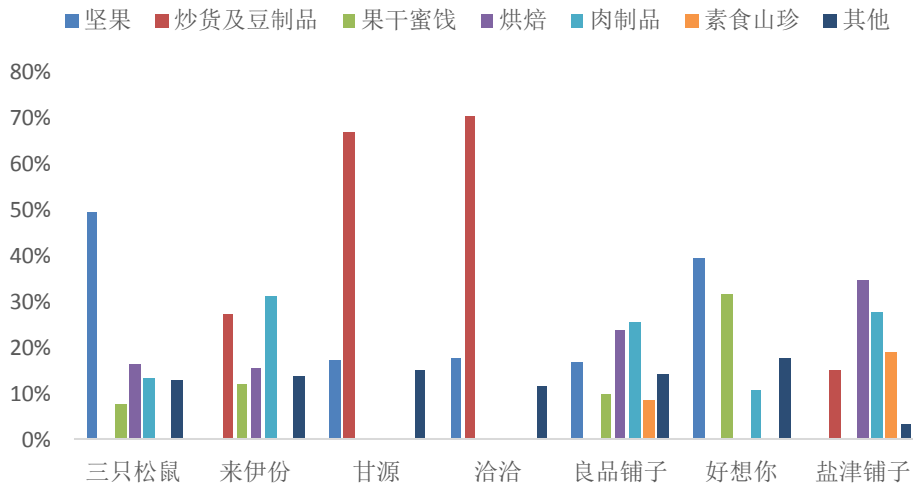
图13: 休闲卤制品行业竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

在休闲食品上市公司中, 三只松鼠和好想你(百草味剥离后以果干蜜饯为主)坚果占比最高; 来伊份和良品铺子肉制品占比较高, 品种分布相对平均; 甘源和洽洽以炒货为主; 盐津铺子烘焙产品占比最高。我国休闲食品上市公司均重点布局了高增长细分品类赛道。

图14: 综合类休闲食品上市公司业务分类占比



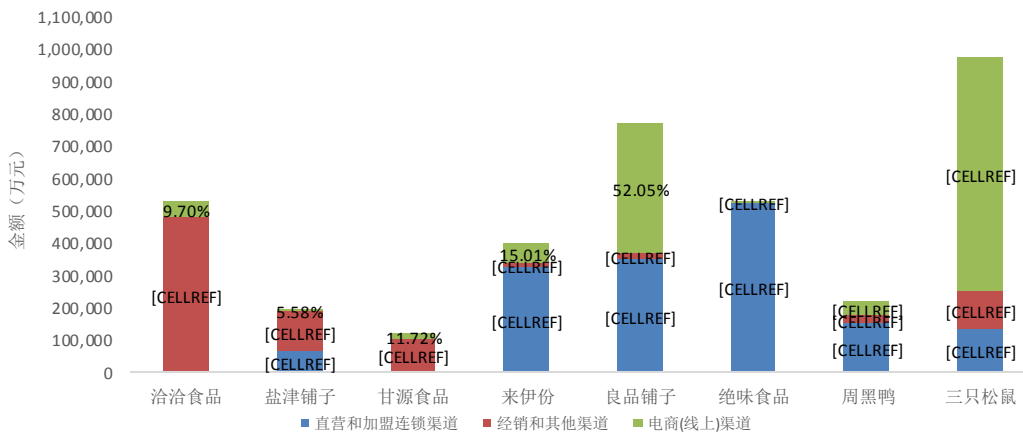
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

注: 盐津铺子蜜饯炒货+果干合计占 2020 年营业收入比重 15%。

2.4 行业龙头渠道方面各有所长, 食品店渠道增速相对稳定

我国休闲食品行业按照渠道划分主要分为: 传统商超零售、线下门店 (直营、加盟)、线上销售三大类。其中, 传统商超零售的代表上市公司企业为洽洽食品, 盐津铺子、甘源食品等; 线下门店代表为来伊份、良品铺子、绝味食品、周黑鸭等; 以线上为主销售的零食企业主要是三只松鼠, 良品铺子 (2020 年因为疫情影响线下销售, 线上收入占比达到 50.68%)。绝大多数头部企业不局限于传统的单一零售渠道, 而将直营、加盟连锁、经销以及电商等多类销售渠道结合, 重视线上线下的协同发展。

图15: 行业上市公司分渠道收入 (2020 年)

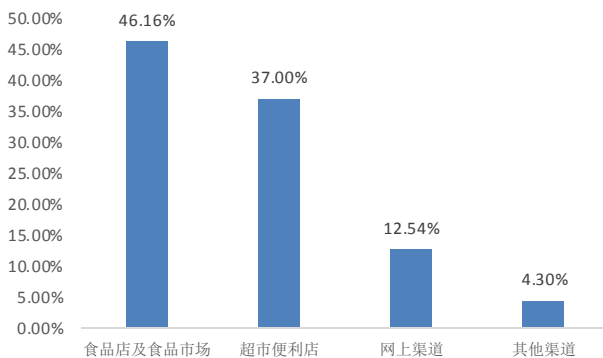


资料来源: 上市公司年报、东兴证券研究所

据弗若斯特沙利文预测,2022年中国休闲零食行业总体零售额规模约为1.56万亿元,其中线下零售额达1.30万亿元,占比83%。食品店/食品市场和超市便利店这两大线下销售渠道分别占据着46.16%和37%的比重,网上渠道占比12.54%。

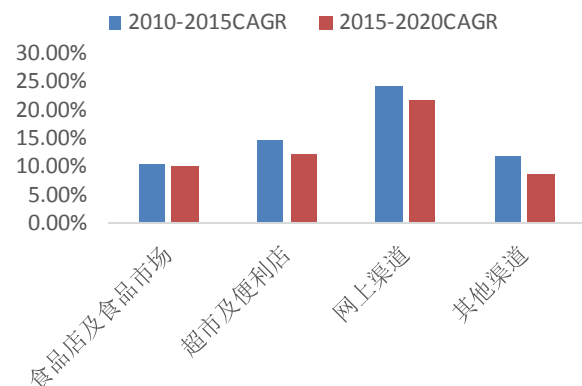
虽然,在各个渠道中,网络渠道是增速最快的渠道,但由于线上去中心化以及网红产品的冲击,电商红利逐渐减弱,品牌商线上获客难度增加,因此能够给顾客带来更好的购物体验的线下门店再次被看重。线下零售店具备便利,满足消费者社交互动的需求且能够带来有别于网上购物的体验感,未来仍将是休闲食品行业的主要销售渠道。近年来,网上渠道增速有所下降。同时增速下降的还有超市及便利店渠道,而传统的食品店及食品市场增速较低,但一直保持稳定。

图16: 2020年中国休闲食品渠道规模占比



资料来源: 中国食品工业协会、东兴证券研究所

图17: 不同渠道增速



资料来源: 中商产业研究院、东兴证券研究所

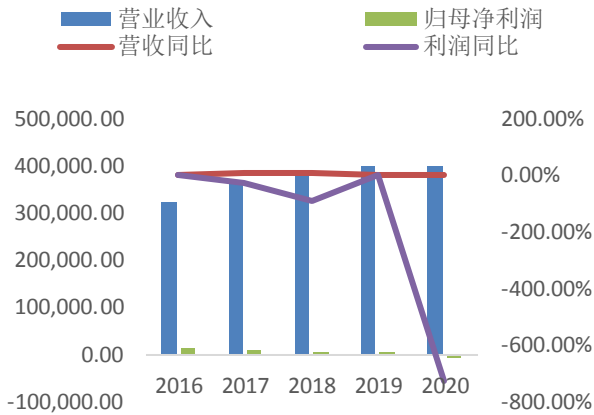
3. 多方面迎来改善, 有望走出低谷

3.1 上市后费用率攀升侵蚀利润

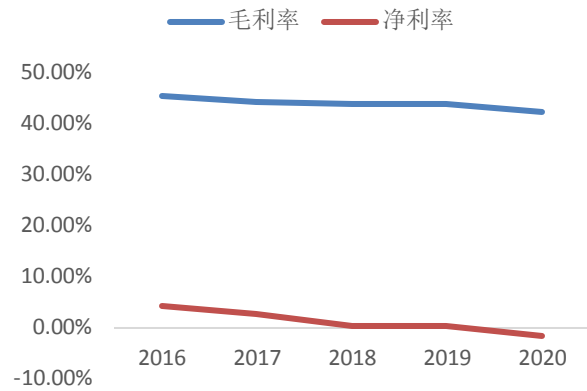
2017-2020年间,虽然公司整体收入稳步增长,但净利率却逐年下滑。同样由商业模式所决定的是,因加盟批发销售无需公司承担门店租金和员工费用,销售费用率往往因加盟批发和线上销售的占比增加而降低。但近几年来,公司的销售费用率并没有因为直营渠道占比的减少而降低,反而持续增加,管理费用率也一直上升,造成了公司净利率的持续下滑。

公司于2016年10月上市,上市后两年公司各项费用均有较明显的增加。2018年公司销售费用率+管理费用率为43.96%,同比+4.22个百分点。其中,销售费用中的工资及社保费用同比增长13.95%,至4.62亿元;租赁及物业费同比增长18.02%,至3.77亿元;管理费用中的工资及社保费同比增长35%至2.60亿元。

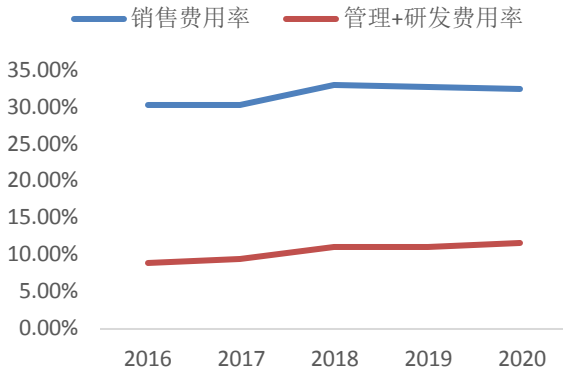
销售工资及管理工资的增长可控,预计其收入占比将逐渐降低。公司工资及社保费用的增加主要是短期的增长,2019-2020年这两项费用均稍有回落;物业费用虽仍然增长,但增长幅度明显放缓,我们认为随着公司加盟批发业务的增长,该项费用占比将逐渐降低。公司2018年管理费用同比增长27.18%,主要系加大管理及技术人员引进、信息技术投入,目前公司信息技术水平在同行业中走在前列,未来虽然增加,但我们认为随着公司销售规模的扩大,其费用销售占比有望逐渐降低。

图18: 收入平稳但利润下滑


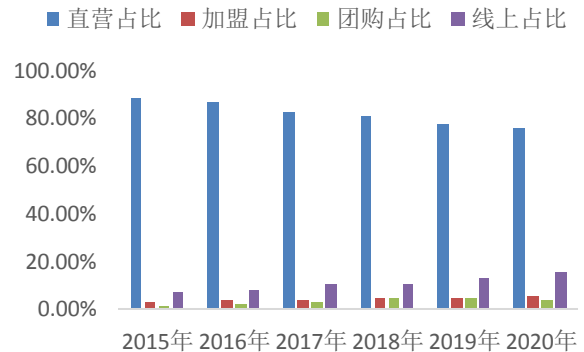
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图19: 公司毛利率及净利率


资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图20: 公司费用率变化


资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图21: 公司各销售渠道占比


资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

3.2 加盟有望带来收入的快速提升

通常，直营店开店需要公司总部在选址、装修、招聘、培训等一系列程序上进行干预和管理，对管理要求较高，且对公司在当地的人脉、风土人情的了解、地理位置的把握等方面有较高的要求，尤其是在获取优势地段方面公司相对于本地人并没有优势，良品铺子便是以加盟为主，在前几年获得了较高的增长。

2017年，公司开始推出“万家灯火”计划，加速线下渠道拓展布局，并加大加盟业务发展，但实际上在计划推出后加盟门店并没有明显增多。2020年公司进一步提高了“加盟店开店”在公司内的战略地位，加速关闭了400家盈利较差的直营门店，或以部分直营转加盟的方式减轻了直营业务的整体负担，将多出的资金和精力用于招商引资。

表1：直营及加盟开店率

	2016	2017	2018	2019	2020
直营新开	243	351	338	257	340
直营闭店	257	189	209	209	400
直营净开	-14	162	129	48	-60
期末直营门店	2091	2252	2381	2429	2369
直营开店率	12%	17%	15%	11%	14%
直营闭店率		9.04%	9.28%	8.78%	16.47%
加盟新开	54	67	162	117	337
加盟闭店	41	23	54	70	65
加盟净开	13	44	108	47	272
期末加盟门店	169	208	316	363	635
加盟闭店率	26%	14%	26%	22%	18%
加盟开店率		40%	78%	37%	93%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

今年上半年，公司共召开 22 场加盟招商会，签约加盟店数 552 家，每月的签约门店数量都保持着稳定增速。截止 6 月底，公司加盟店数 863 家，较去年末增加 228 家；截至今年 8 月底，公司已营业加盟店数为 999 家，较去年末增加 364 家，7 月和 8 月两个月净增加加盟店 136 家，下半年开店速度加快。截止 8 月底，公司已签约尚未开业的加盟店数为 383 家，因此预计 9-12 月份公司仍能保持较快的开店速度，预计今年新增加盟店 600 家左右，远高于前几年增速。

假设 2022 年公司新开 800 家加盟店，单店收入为苏州收入水平的 80%，公司加盟批发毛利率降低到 15%（为加速外埠地区开店，公司将更多的利润空间留给加盟商），则测算新增的 800 家加盟店能够给公司带来 5.06 亿元营业收入和 7584 万元毛利润。

表2：公司新增加盟店毛利润测算（万元）

公司新增加盟店毛利润测算	
江苏加盟批发单店收入	79
假设平均新增加盟店单店批发收入	63.2
公司加盟店毛利率	15.00%
平均新增加盟店毛利润	9.48
假设新增加盟店数量	600
新增加盟店毛利润	7584

资料来源：东兴证券研究所

3.3 多种方式提升单店收入水平

3.3.1 埠外地区无序扩张致使公司平均单店收入下滑

公司自 2018 年开始加速门店在全国的扩张步伐, 但扩张效果并不理想。2017 年以前公司主要业务布局在苏沪一带, 其中, 2017 年公司仅在上海、江苏、浙江、山东、安徽、北京 6 个省份拥有门店, 公司品牌声誉度较高, 门店拓展顺利, 业绩增速较佳, 但 2016 年公司上市以后, 随着外埠区域扩张的步伐加快, 公司业绩开始逐步下滑。2018 年公司将门店扩张到重庆、广东、江西等全国 20 个省份。由于届时公司并非全国化品牌, 加上部分区域消费能力较弱, 低价品牌竞争激烈, 因此扩张效果并不理想。

表3: 分地区门店数量变化

自有+租赁物业门店数量			
	2017 年	2018 年	同比变化
上海	1122	1148	26
江苏	799	878	79
浙江	198	203	5
安徽	193	236	43
山东	37	55	18
北京	52	50	-2
天津		13	13
重庆		12	12
广东		15	15
江西		32	32
福建		22	22
甘肃		1	1
广西		1	1
河北		5	5
河南		9	9
黑龙江		4	4
吉林		2	2
山西		3	3
陕西		4	4
新疆		3	3

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2018 年-2020 年公司直营门店单店收入略微下降, 加盟门店单店收入下滑较为明显。无论是直营还是加盟, 在公司扩张的过程中, 由于外埠区域消费能力较弱, 单店收入较低, 外埠区域对公司的业绩有较明显的拖累。根据我们模拟, 2019 年上海直营及加盟单店收入分别为 215 万元/135 万元 (加盟单店收入为公司批发口径收入), 而最低的山东地区直营/加盟单店收入仅 45 万元/29 万元, 不到上海的 1/4。

直营门店: 2017 年公司直营门店平均单店收入 136.34 万元, 到 2020 年仅为 125.47 万元, 下降约 8%。我们认为直营门店单店收入的下降主要是因为从 18 年开始公司开店率增加但闭店率降低。在外埠扩张的进程中, 外埠地区单店收入不如上海区域, 但为了扩张进程不被影响, 限制了部分亏损店铺的关店, 因此导致单店收入略微下降。直营门店单店收入下降幅度不大, 公司上海大本营地区保持较好的盈利水平。

加盟门店: 公司加盟门店单店收入降低主因开/关店率均较高。在计算过程中, 新开店和新关店的收入均计入不满一年, 因此摊薄了整体单店收入水平。但更重要的是, 外埠区域的收入不如本部。

公司直营门店以上海、江苏为主, 而加盟门店主要分布于江苏、安徽、浙江、山东。其中, 山东和安徽的消费能力较弱 (据我们模拟, 2019 年安徽加盟店平均单店收入 40 万元, 山东为 29 万元), 2020 年安徽+山东加盟门店共 173 家, 占总加盟门店数量的 27%; 浙江竞争激烈, 单店收入 48 万元, 略高于安徽, 明显低于江苏 (79 万元), 浙江+安徽+山东的加盟门店总计 263 家, 占公司加盟店总数的 41%, 拖累了公司整体加盟店单店收入水平。

表4: 单店收入 (万元)

	2017	2018	2019	2020
加盟批发单店收入	72.01	66.19	55.87	43.48
同比		-8.08%	-15.59%	-22.17%
直营门店单店收入	136.34	133.44	127.07	125.47
同比		-2.13%	-4.78%	-1.26%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表5: 分地区开店数量

分地区	开店数量	2016	2017	2018	2019	2020
上海地区	直营	1056	1,121	1148	1,155	1,238
	加盟				42	67
江苏地区	直营	655	799	878	825	881
	加盟				90	165
浙江地区	直营	171	198	203	171	112
	加盟				39	90
山东地区	直营	18	37	55	27	0
	加盟				52	77
安徽地区	直营	123	193	236	182	136
	加盟				57	96
京津地区	直营	67	52	63	52	1
	加盟				20	50
深圳重庆	直营			27	7	1
	加盟				6	14

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表6: 分地区单店收入 (直营+加盟平均)

分地区	2017	2018	2019	2020
-----	------	------	------	------

上海地区	209.13	208.71	211.45	204.40
江苏地区	133.15	128.26	120.61	95.59
浙江地区	74.44	74.39	71.20	98.04
山东地区	63.34	44.66	34.40	48.60
安徽地区	75.88	68.05	58.56	57.74
京津地区	90.88	97.12	74.71	107.70
深圳重庆		130.86	129.36	147.95

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3.3.2 公司正逐步聚焦消费能力较强的江苏和广东

据我们模拟, 江苏和深圳直营门店/加盟批发单店收入分别为 125 万元/79 万元(江苏), 156 万元/98 万元(深圳), 大约是山东的 3 倍左右。如今, 公司策略聚焦江苏和广东两省, 门店聚焦策略与良品铺子门店拓张策略类似, 即集中资源主攻重点区域。其优势在于, 门店之间更容易形成协同效应, 在该区域建立品牌认知度。另外, 区域内集中供货有助于节约供应链成本, 降低仓储物流难度。公司选择聚焦江苏和广东, 与该区域消费能力及门店收入水平契合, 预计能够提升平均单店收入水平, 且一旦广东区域成功, 将起到很好的示范效应。

表7: 模拟各地区直营及加盟单店收入 (2019 年)

地区	直营单店收入	加盟批发收入	门店平均收入	直营占比
上海地区	214	135	211	96%
江苏地区	125	79	121	90%
浙江地区	76	48	71	81%
山东地区	45	29	34	34%
安徽地区	64	40	59	76%
京津地区	83	52	75	72%
深圳重庆	156	98	129	54%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

注: 1、比较的重点在于不同区域的盈利能力, 而非直营和加盟店的盈利能力。因此, 我们假设同一地区直营和加盟店盈利能力一样, 即加盟店门店口径收入同直营店一样。2、2020 年直营关店较多, 因此我们用 2019 年数据计算以降低门店数量变化带来的扰动。3、以上数据为模拟测算数据, 仅供参考。

广东均具备较大开店空间。良品铺子 2020 年末在华南地区共有门店 320 家, 其中根据百度和高德地图不完全统计, 其中, 深圳有 85 家, 广州 69 家。另外, 三只松鼠、无印良品、优之良品、自然派等品牌有少量门店。而截止 2020 年末, 公司在深圳和重庆地区仅拥有 1 家直营门店, 14 家加盟门店。来伊份起源于上海, 整体口味偏苏沪口味, 与广东口味有相似之处, 良品铺子在华南地区已有数百家门店, 公司类比良品铺子, 开店空间广阔。

公司在江苏拥有直营门店 881 家、加盟门店 165 家, 依然有翻倍空间。江苏 2019 年末常住人口 8070 万人, 上海为 2428 万人, 江苏是上海常住人口的 3.3 倍。江苏目前人均可支配收入已经达到 2013 年上海的水平, 且在多数年份中江苏的收入增速略高于上海, 我们认为江苏的消费潜力较大。

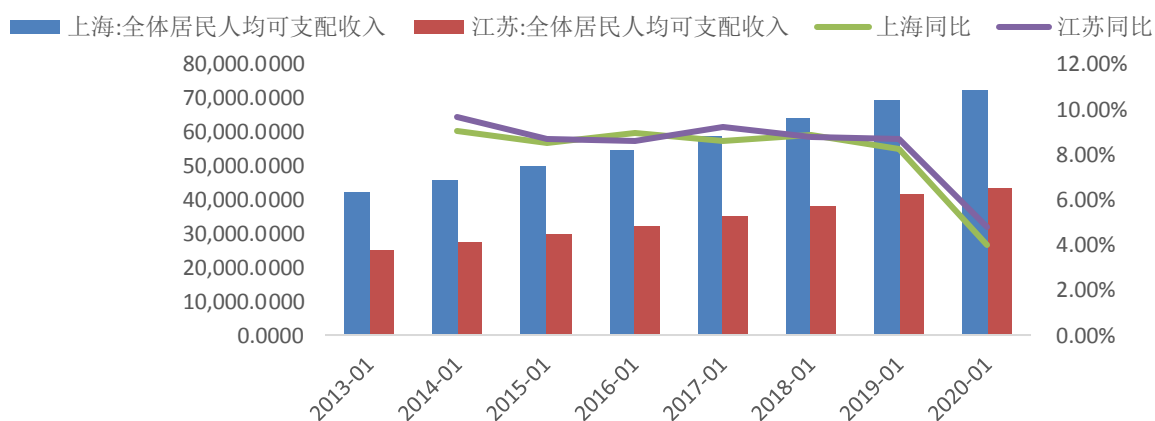
截止 2020 年末公司在上海和江苏分别拥有门店 1303 家/1046 家, 公司在江苏开店的数量仅为上海的 80%。上海每 1.86 万人拥有一家来伊份, 而江苏每 7.72 万人拥有一家来伊份。江苏和上海休闲食品竞争格局类似, 假设江苏的消费能力是上海的一半, 即每 3.72 万人拥有一家来伊份, 则来伊份在江苏的开店空间为 2169 家, 仍有翻倍的开店空间。以江苏每年加盟店收入 79 万元计算, 江苏加盟批发收入增长空间 8.87 亿元。

表8: 公司各地区门店数量

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平米)	门店数量	建筑面积 (万平米)
上海地区	直营	2	0.01	1,236	5.29
上海地区	加盟			67	0.34
江苏地区	直营			881	4.73
江苏地区	加盟			165	0.92
浙江地区	直营			112	0.5
浙江地区	加盟			90	0.46
山东地区	直营			0	0
山东地区	加盟			77	0.34
安徽地区	直营			136	0.7
安徽地区	加盟			96	0.46
京津地区	直营			1	0.01
京津地区	加盟			50	0.21
深圳重庆	直营			1	0.01
深圳重庆	加盟			14	0.07
其他地区	直营			0	0
其他地区	加盟			76	0.42

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图22: 上海及江苏居民可支配收入



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

3.3.3 社团为门店引流提升单店收入

直营门店为现成提货点, 自家店员为天然团长。2020 年末公司拥有门店数量 3004 家, 其中直营门店 2369 家, 占比 78.86%, 加盟门店 635 家, 占比 21.14%。上海拥有直营门店 1238 家, 江苏直营门店 881 家。公司的门店主要集中在社区, 密集在社区直营店是公司开展社区团购的重要基础, 也是公司的天然优势。

目前公司主要通过上海直营门店推广社区团业务, 以来伊份 APP 作为主要流量入口, 探索通过企业微信群与顾客进行互动, 最后将客户引流到线下直营门店提货点。我们认为社区团购最重要的价值是给门店引流, 增加复购率, 提升单店收入水平。今年上半年, 进店顾客关联购买门店现场商品比例超过 34%。另外, 店长(公司员工)即为团长, 因此公司不需给团长提供额外提成, 相比多数社区平台 5%-10%左右的提成, 公司该部分成本更低。

2021 年上半年社区业务(拼团到店+30 分钟外卖到家)同比增长 80%, 实现业绩超过 1.6 亿元, 仅社区拼团到店自提核销订单数超过 270 万笔。假设全年社区团购订单数 650 万笔, 其中 34%能够带来关联购买, 每笔单价 30 元, 则全年能够给门店引流 6630 万元。虽然社区团购自有品牌产品毛利率较门店更低影响部分门店收入, 但团购产品 SKU 较少, 且定期更换, 影响有限, 而门店关联购买以及他牌产品均能为门店提供利润, 因此综合来看接入社区团购有利于单店收入和利润的提升。

3.3.4 增加单店面积, 提升店铺形象有望提升单店收入

作为沪上零食第一品牌, 来伊份单店收入理论上应该优于良品铺子, 但实际上即使仅看来伊份直营门店, 其单店收入和利润也较良品铺子逊色。我们认为这主要是因为来伊份在上海开店密集, 每个店面较小有关。实际上, 来伊份直营店的坪效与良品铺子相当, 均为 2.7 万元/平。另外, 来伊份由于单店面积小, 装修、设备等前期投入较低, 因此直营店回收周期较快(平均 7 个月)。来伊份单店的盈利能力较好, 如果能够适当增加单店面积, 虽然对坪效略有影响, 但单店收入和利润有望提升。

2019 年公司直营店平均租金 3440 元/年, 每平方米净利润 5469 元, 2029 元的差额便是单店收入提升的空间。由于公司多数店铺在上海市区, 因此租金较高, 但未来公司的新增门店以外埠地区和上海中外环大型居住社区为主, 因此平均租金成本存在下降趋势。公司 SKU 多达 1000 款左右, 增加单店面积能够提供更多的 SKU, 且不需要更多的人力成本。在丰富品类的同时, 扩大门店面积能够提升客户体验度, 充分发挥线下门店的品牌宣传功能, 因此良品铺子及三只松鼠均注重门店的面积、设计及品牌宣传。其中, 2019 年良品铺子直营店面积 80 平米, 加盟店 66 平米; 三只松鼠直营门店 200 平米, 加盟店 50-80 平米; 而来伊份直营店面积 46 平米, 加盟店 51 平米。可见, 龙头品牌均在通过开大店提升品牌形象和单店收入。对此, 公司也在持续不断的进行门店形象升级。来伊份全新一代门店规划分为 LYFEN Go、LYFEN Mall、LYFEN Lab 三种形式, LYFEN Go 定位为社区店, 针对全人群, 即买即走, 主打亲民路线; LYFEN Mall 店, 主要面向年轻潮流人士和亲子家庭, 承担休闲、小憩功能; 定位高端的 LYFEN Lab 店, 主要面向商务精英、年轻潮流人士, 对标苹果旗舰店, 可供社交、演讲、办公、休闲, 是一个更时尚、更国际化的超 Cool 零食空间。我们认为随着公司门店的升级换代, 同店收入将进一步提升。

表9: 来伊份 VS 良品铺子单店模型测算(2019 年)

直营店单店模型(万元)

直营店单店模型 (万元)

来伊份		良品铺子	
单店收入	127.07	单店收入	191.97
成本	66.58	成本	91.45
利润	60.48	利润	100.52
毛利率	47.60%	毛利率	52.36%
工资	14.75	工资	19.04
房租	15.67	房租	30.26
水电	1.10	水电	1.61
仓储配送费	2.66	仓储配送费	7.55
其他费用	1.15	其他费用	1.03
净利润 (万元)	25.16	净利润 (万元)	41.03
净利润率	19.80%	净利润率	21.37%
期初投入 (万元)		期初投入 (万元)	
装修	9.02	装修	20.57
设备	5.42	设备	13.18
总计	14.44	总计	33.74
成本回收周期 (月)	6.89	成本回收周期 (月)	9.87

资料来源: 东兴证券研究所

表10: 来伊份及良品铺子坪效

2019 年坪效 (元)

	来伊份	良品铺子
直营门店总面积 (平方米)	110631	59597
直营单店面积 (平方米)	46	80
直营店坪效 (元)	27623	27545

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图23: 来伊份老店


资料来源: 去哪儿、东兴证券研究所

图24: 来伊份新一代门店


资料来源: 公司微信公众号、东兴证券研究所

3.4 线上获客难度增加, 公司改变线上投放策略

线上收入增速放缓, 费用增加, 难以盈利。公司业务以直营为主, 前几年行业整体线上发展迅速, 公司继而加大线上投入。但近几年随着线上去中心化趋势加剧, 公司线上投入效果低于预期。2018-2020年, 公司线上收入增速明显下降, 3年CAGR仅13%。然而在各渠道中, 线上毛利率明显低于直营渠道(由于公司未披露最新渠道毛利率, 我们用2017年毛利率代替)。2017年, 公司直营、加盟、团购、线上毛利率分别为47.24%/20.71%/38.4%/27.06%。线上毛利率略高于加盟, 但线上费用率较高, 且呈增高趋势。

以三只松鼠为例(2017年其业务基本为线上), 2017年销售费用中, 运输费(以快递费为主)、推广费、平台服务费、包装费、职工薪酬、劳务外包的费用率分别为5.86%/1.19%/2.84%/3.1%/2.46%/1.01%, 与线上业务相关性较高的费用总计16.46%。由于来伊份线上体量明显小于三只松鼠, 并且以自己的线上运营团队为主, 因此费用率预计更高, 我们推测来伊份线上业务盈利能力很弱, 甚至难以盈利。

近两年, 线上获客成本明显抬升, 阿里巴巴的获客成本从2017年的最低不到200元/人抬升到2020年的800元/人, 因此阿里巴巴体系通过去中心化的方式增加获客。行业去中心化降低了主流品牌的曝光率, 同时使得费用率更加高昂, 获客难度进一步增加, 因此如三只松鼠类的以电商业务为主的开始加大线下门店的布局。

表11: 三只松鼠部分销售费用 (2017年度销售费用率更具代表性)

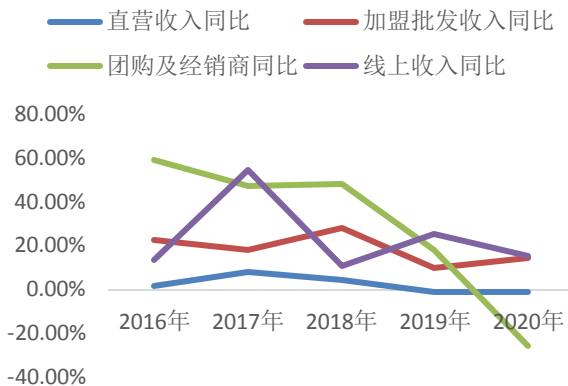
项目	2017年度		
	金额(万元)	占销售费用比重	占线上收入比重
运输费	32399.44	30.13%	5.86%
推广费	13731.38	12.77%	1.19%
平台服务费	14977.87	13.93%	2.84%
职工薪酬	13583.38	12.63%	2.46%

项目	2017 年度		
包装费	16370.74	15.22%	3.10%
劳务外包	5611.62	5.22%	1.01%

资料来源: 三只松鼠公司公告、东兴证券研究所

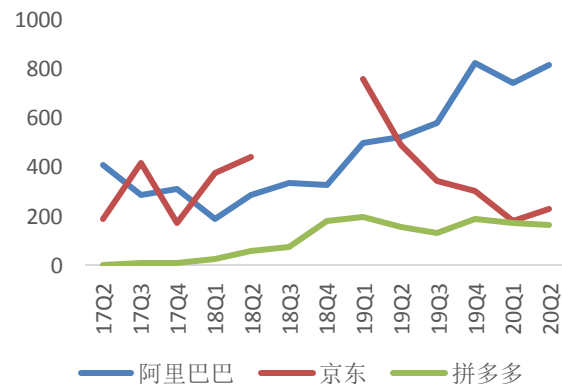
启动代运营, 线上投放效率有望提升。公司电商业务曾经以自有团队为主, 随着如抖音、快手等新电商渠道的崛起, 渠道管理难度加大, 费用增加, 效益逐渐降低, 因此公司在现阶段控制线上费用的投放, 借助外部专业的电商代运营团队增加线上运营效率。2021 年 6 月, 公司首次启动了电商渠道服务商代运营/经销的合作模式, 全面开展与外部伙伴的合作, 通过这一举措, 来伊份有望全面提升电商平台的运营能力。

图25: 公司各渠道收入同比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图26: 阿里、京东、拼多多获客成本对比



资料来源: 亿欧智库、阿里、京东、拼多多、东兴证券研究所

3.5 改革效果初显

3.5.1 收入逐步改善

由于公司 2020 年 Q1 基数较高, 2021 年下半年加盟招商力度加大, 每个季度的利润增速均有特点, 因此需要逐季分别进行分析。

今年一季报和半年报, 公司盈利状况均相较 2019 和 2020 年出现明显改善。2021 年 Q1, 公司营业收入分别较 2019/2020 年增长 1.72%/-7.59% (2020 年疫情期间公司门店坚持营业, 营业收入基数较高); 2021 年 Q2, 营业收入分别较 2019/2020 年增长 4.93%/7.68%; Q3 收入增长进一步加速, 同比 2019/2020 年分别增长 10.19%/12.69%。

2020 年下半年公司直营门店或关店或转加盟较多, 对 2021 年上半年营业收入增速造成影响, 但留下的门店盈利状况更优, 公司利润表现优于收入表现。2021 年 Q1, 公司扣非归母净利润分别较 2019/2020 年增长 27.15%/12.51%; 2021 年 Q2, 公司扣非归母净利润分别较 2019/2020 年增长 -9.87%/58.51%。Q2 较 19 年增速有所下降与公司加大广告宣传力度有关, 扣除此因素, Q2 利润与 2019 年差距不大。

2021年下半年销售费用大幅增加, 预计效果于2022年开始体现。2021年Q3, 由于在招商引资的过程中增加了广告费用的投放并加大了加盟商的优惠力度, 公司Q3销售费用同比增长28.52%(同比增长8843万元), 明显拖累了三季度的业绩。

推算新增毛利润有望覆盖新增销售费用。假设公司今年新增加盟店600家, 直接对应多花费销售费用6000万元(每家店10万元的销售费用), 则明年新增800家加盟商对应销售费用8000万元, 假设21年新增的加盟商销售费用减少2/3, 其他费用同2021年不变, 预计对应2022年销售费用14.39亿元, 较2020年新增销售费用1.3亿元。保守测算, 假设新增销售费用推动新增加盟批发销售收入相当于江苏省单店加盟批发收入, 则2022年较2020年新增加盟批发收入 $(79*600+79*0.5*800)$ 7.9亿元, 新增毛利润1.5亿元, 新增毛利润可以覆盖新增的销售费用。

我们认为公司销售费用的大量投放不可持续, 其主要体现在公司加大招商力度的初期, 推测加盟商达到一定体量后销售费用投放将会减弱, 如果品牌力能在近两年的快速扩张中得到增强, 销售费用率将明显下降。同样, 因公司销售体量较小, 其管理费用率明显高于同行, 来伊份/良品铺子/三只松鼠管理费用率分别为11.72%/5.20%/2.79%, 未来随着公司销售规模的增加, 管理费用率的差距将逐渐缩小, 利润弹性有望得到释放。

3.5.2 员工持股计划, 收入目标增速25%

公司2021年12月10日公告员工持股计划。参加本员工持股计划的对象包括公司董事、监事、高级管理人员、核心管理(业务)人员, 初始设立时本员工持股计划持有人总人数为31人, 拟募集资金总额上限合计为1,302.8027万元, 持股规模不超过213.5742万股, 存续期为24个月, 所获标的股票的锁定期为12个月。本员工持股计划(含预留份额)受让公司回购股票的价格为6.10元/股。

业绩考核目标: 公司需同时满足下列两个条件: (1) 以公司2021年营业收入为基数, 2022年营业收入增长率不低于25%; (2) 2022年净利润为正值。

公司较高的收入考核目标以及较低的净利润目标表明公司的首要目标是将规模做大, 从而品牌力得到提升, 希望能够形成品牌效应。在规模扩大的同时, 规模效应能够逐渐体现, 对上游有更强的议价权, 未来销售费用率和管理费用率都有望逐步下降从而带动净利润的提升。我们认为, 公司的这一战略目标是品牌商进行区域拓张的常规且必要手段, 虽然牺牲短期利益, 但有望快速收获市场份额。

4. 盈利预测与估值

主要判断与假设:

- 1、我们假设2021年直营门店数量略有减少, 未来直营收入的提升主要来自于社区团购的增量以及引流。酱酒的销售有助于提升直营门店毛利率水平, 但随着社区团购占比增加, 直营门店毛利率降低。
- 2、公司主要业绩增量来自于加盟门店的扩店, 假设2021年新增加盟门店600家, 2022年新增800家, 随后增速逐渐减慢; 2021年上半年加盟店开店速度较慢, 下半年加快, 假设2022年开店速度较平均; 2021年新增加盟店全年单店收入较低。公司让利新增加盟店, 因此新店毛利率低于老店毛利率, 整体加盟批发业务毛利率水平略有下降。

- 根据 2021 年上半年表现, 假设 2021 年团购及经销商业业务基本回到 2019 年水平。
- 2020 年上半年电商业务基数较高, 且公司降低线上投入, 因此 21 年 H1 线上增速为-18%, 但仍然较 2019 年增长 23%。假设 2021 年全年线上较 2019 年略增, 较 2020 年略降, 线上毛利率因行业价格战趋缓有所回升。
- 公司整体收入主要由加盟新开店所带动, 自 2021 年 H2 开始, 公司整体毛利率水平因加盟及社区团购占比增加而逐渐降低。

表12: 来伊份业务拆分及预测

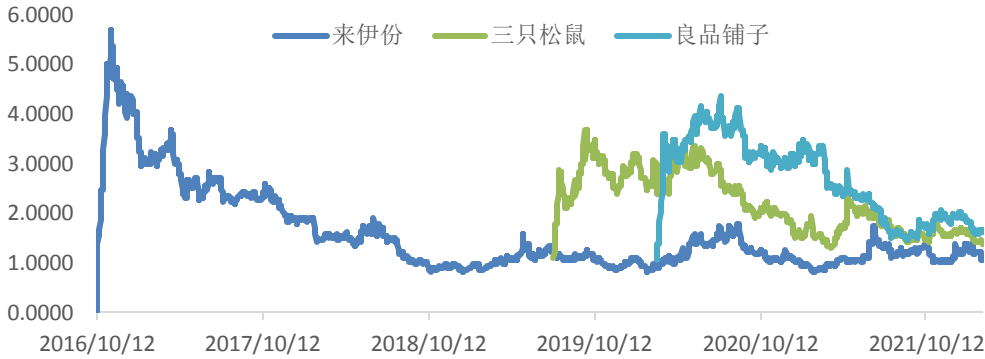
分渠道	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
线下门店直营零售收入	309107.33	305592.00	300999.99	308379.47	334075.84	350779.64
同比	4.40%	-1.14%	-1.50%	2.45%	8.33%	5.00%
毛利率			46.60%	47.71%	46.84%	45.00%
加盟商批发收入	17340.87	18966.40	21696.84	36677.47	79870.83	99838.53
同比	27.76%	9.37%	14.40%	69.05%	117.77%	25.00%
毛利率			19.00%	20.94%	20.9%	20.9%
团购及经销商业收入	15678.72	18472.33	13617.96	18384.25	22061.10	25370.26
同比	47.72%	17.82%	-26.28%	35.00%	20.00%	15.00%
毛利率			38.00%	39.50%	39.50%	39.50%
电子商务平台收入	41107.33	51568.17	59393.31	54641.85	58466.77	64313.45
同比	10.38%	25.45%	15.17%	-8%	7%	10%
毛利率			28.00%	29.50%	29.00%	29.00%
其他收入			6915.00	6000.00	6000.00	6000.00
其他毛利率				64.00%	64.00%	64.00%
总收入			402623.10	424,083.04	500,474.54	546,301.88
同比				5.33%	18.01%	9.16%
综合毛利率	43.91%	43.85%	42.37%	42.92%	40.50%	38.66%

资料来源: 东兴证券研究所

注: 以上分业务毛利率均为推测数据, 仅作参考。

目前, 公司股价对应 PS 为 1.04 倍, 三只松鼠及良品铺子股价对应 PS 分别为 1.40/1.63 倍, 较可比公司仍有一定差距, 而随着公司团购及加盟业务的推进, 规模效应逐步体现, 净利润率未来大概率改善。

图27: 可比公司估值 (PS)



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

因加盟店下半年开店速度加快, 我们预测 2022 年一季度新增加盟店经过几个月的试运营后在一季度销售旺季开始加速贡献收入, 2022 年一季度公司业绩有望迎来拐点。预测公司 2021-2023 年收入分别为 42.41/50.05/54.63 亿元, 分别同比增长 5.33%/18.01%/9.16%; 归母净利润分别为 0.24/0.27/0.71 亿元, 同比增长 136.76%/13.02%/163.23%, EPS 分别为 0.07/0.08/0.21, 2021-2023 年对应 PE 分别为 173/153/58 倍, 对应 PEG 分别为 1.26/11.74/0.36。推测 2021-2023 年扣除非经常性损益归母净利润分别为 -0.62/-0.13/0.31, 同比增长 41%/79%/342%。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5. 风险提示

公司团购业务及加盟业务开展不及预期;

销售费用投放不及预期;

疫情后周期, 整体消费水平下降;

产品质量风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1967	1800	1920	1993	2137	营业收入	4002	4026	4241	5005	5463
货币资金	765	704	1721	2605	3434	营业成本	2247	2320	2420	2978	3351
应收账款	33	32	35	48	60	营业税金及附加	30	30	32	38	41
其他应收款	64	70	74	87	95	营业费用	1306	1309	1385	1486	1499
预付款项	144	141	148	151	157	管理费用	420	456	441	465	475
存货	427	320	397	450	528	财务费用	0	-3	15	15	15
其他流动资产	34	32	-455	-1348	-2136	研发费用	24	16	17	20	21
非流动资产合计	899	908	848	797	746	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	53	53	53	53	公允价值变动收益	1.39	-1.90	0.00	0.00	0.00
固定资产	607	558	513	469	424	投资净收益	18.58	20.99	83.79	21.06	23.17
无形资产	31	30	28	26	25	加:其他收益	22.19	30.24	35.00	30.00	30.00
其他非流动资产	2	7	0	0	0	营业利润	22	-54	50	55	114
资产总计	2866	2708	2768	2789	2883	营业外收入	8.14	5.62	6.88	6.25	6.57
流动负债合计	1089	1032	1043	1038	1060	营业外支出	2.28	7.09	4.76	4.71	5.52
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	28	-56	52	56	115
应付账款	716	596	687	800	925	所得税	18	10	28	29	44
预收款项	136	2	-57	-176	-279	净利润	10	-65	24	27	71
一年内到期的非流动负债	22	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	14	10	6	6	6	归属母公司净利润	10	-65	24	27	71
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1103	1042	1049	1044	1066	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	2.86%	0.59%	5.33%	18.01%	9.16%
实收资本(或股本)	339	337	337	337	337	营业利润增长	-22.84	-345.01	-192.11	9.52%	108.93%
资本公积	942	921	921	921	921	归属于母公司净利润增长	2.59%	-728.65	-136.76	13.02%	163.23%
未分配利润	472	374	397	425	496	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1763	1665	1719	1746	1817	毛利率(%)	43.85%	42.37%	42.92%	40.50%	38.66%
负债和所有者权益	2866	2708	2768	2789	2883	净利率(%)	0.26%	-1.62%	0.57%	0.54%	1.31%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	0.36%	-2.41%	0.87%	0.97%	2.47%	
经营活动现金流	102	96	420	886	827	偿债能力					
净利润	10	-65	24	27	71	资产负债率(%)	38%	38%	38%	37%	37%
折旧摊销	124.21	132.72	59.48	58.47	57.60	流动比率	1.81	1.74	1.84	1.92	2.02
财务费用	0	-3	15	15	15	速动比率	1.41	1.43	1.46	1.49	1.52
应收帐款减少	9	1	-3	-13	-12	营运能力					
预收帐款增加	22	-135	-59	-119	-103	总资产周转率	1.40	1.44	1.55	1.80	1.93
投资活动现金流	-104	-114	585	14	16	应收账款周转率	108	125	128	121	101
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0	应付账款周转率	5.99	6.14	6.61	6.73	6.33
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	19	21	84	21	23	每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.19	0.07	0.08	0.21
筹资活动现金流	-106	-57	13	-15	-15	每股净现金流(最新摊薄)	-0.32	-0.22	3.02	2.62	2.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.20	4.94	5.10	5.18	5.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-2	-2	0	0	0	P/E	409.33	-64.63	172.74	152.83	58.06
资本公积增加	-39	-21	0	0	0	P/B	2.36	2.49	2.41	2.37	2.28
现金净增加额	-109	-75	1017	885	828	EV/EBITDA	44.21	6204.02	21.75	13.25	4.04

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告: 五粮液新领导班子组建, 执行力有望进一步提升	2022-02-21
行业普通报告	食品饮料行业: 原奶价格或见拐点, 乳制品企业成本压力有望减轻	2022-02-16
行业普通报告	食品饮料行业: 春节消费平稳, 静待白酒信心恢复	2022-02-14
行业深度报告	食品饮料行业: 春节消费见闻	2022-02-09
行业普通报告	食品饮料行业报告: 货币政策转向, 利好白酒市场信心	2022-01-25
行业普通报告	食品饮料行业: 消费税调整传闻又起, 白酒板块整体回落	2022-01-18
行业普通报告	食品饮料行业报告: 休闲零食行业 2022 年投资思路: 品类拓张为首选	2022-01-11
行业普通报告	食品饮料行业报告: 酒企备战春节销售, 旺季备货即将开启	2021-12-20

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士, 5 年证券研究经验, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士, 2020 年 7 月加入东兴证券研究所, 主要覆盖啤酒、软饮料、乳制品、代糖板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526