

投资评级：买入（上调）

报告日期：2022年1月24日

**市场数据**

目前股价	15.21
总市值（亿元）	51.23
流通市值（亿元）	51.19
总股本（万股）	33,680
流通股本（万股）	33,656
12个月最高/最低	20.15/9.72

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;搭配新鲜零食，来一份醉爱 53° 海派酱香&gt;&gt;2021-06-10

&lt;&lt;万家灯火持续推进，围绕江浙沪向外拓展&gt;&gt;2021-03-08

&lt;&lt;“新鲜零食”模糊主食边界，“内生”模式打破线下路径依赖&gt;&gt;2020-06-28

# “新鲜零食”来伊份，2022年的3个关注点

——来伊份（603777）公司动态点评

**盈利预测**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4002	4026	5033	6090	7186
(+/-%)	2.9%	0.6%	25.0%	21.0%	18.0%
归母净利润（百万元）	10	-65	300	250	286
(+/-%)	2.6%	-728.7%	-559.6%	-16.5%	14.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.03	-0.19	0.89	0.74	0.85
PE	504.1	-80.1	17.1	20.5	17.9

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- 休闲食品行业市场规模大，集中度低，龙头企业长期成长空间巨大。**据2018年12月的商务部流通产业促进中心《消费升级背景下零食行业发展报告》显示，2016年零食行业总产值超过2.2亿元，2006-2016年复合增长率为17.98%，并测算出2020年零食行业总产值规模接近3万亿；据Frost&Sullivan数据，我国休闲食品市场规模于2018年突破万亿，2021年突破1.4万亿，近9年（2012-2021）复合增长率达到12.3%，近5年（2016-2021）复合增长率为11.3%。虽然统计口径有所差异，但都显示出行业体量大增速快的特征，增长趋势正在延续。我国休闲食品市场竞争格局分散，据欧睿数据，2020年中国休闲食品行业全渠道市场份额前五名分别为旺旺（6.2%）、百事（5.5%）、三只松鼠（3.8%）、良品铺子（3.7%）、洽洽食品（3.8%）。2019年全球休闲食品行业CR5为25.6%，发达国家中美国、新加坡、韩国CR5分别高于50%、30%、70%，我国休闲零食品类众多，标准化低，参考发达国家经验，从市场集中度看龙头成长空间较大。
- 公司作为休闲零食第一股，在华东市场深耕多年，根基深厚，2022年关注3方面边际改善：1、门店数量质量双提升；2、新一轮激励方案推出；3、“新鲜零食”领导者，受益健康消费趋势。**
- 直营连锁打牢品牌根基，万家灯火点燃加盟热情。**公司于1999年在上海起家，致力于构建国内领先的专业化休闲食品连锁经营平台，是休闲食品连锁行业的先行者和领导者，在华东市场具备先天优势，品牌认可度高，公司核心品牌“来伊份”“亚米”及“伊仔”形象在消费者中享有较高的知名度和美誉度。公司以直营连锁模式起家，由于直营发展模式扩张速度较慢，之后又拓展了特许经营（加盟）连锁模式、经销模式和线上销售模式。2017年公司推出“万家灯火”计划，加速线下渠道拓展布局，加大加盟业务发展，目标使加盟店数量占比达到30-40%。2020年下半年起，公司直营店数量开始回落，与此同时加盟店数量加速扩张，门店总数突破3000家。截至2021年6月30日，公司连锁门店总数3075家，其中直营门店2212家，加盟门店863家，加盟店占比达到最高水平28.1%。去年年末，来伊份与亿景智联签约，通过AI进行智能化选址，并且信息

化“大中台”建设持续推进。门店密度加大，选址更合理，数字化、智能化水平增强，推动品牌势能和盈利水平进一步提高。

- **持续推进激励方案，员工积极性逐级激活。** 2017 年和 2019 年，公司向董事、高管以及核心管理人员及业务骨干人员实施了两轮激励计划，2021 年 12 月，公司面对核心人员推出了新一轮员工持股计划，方案已得到股东大会和持有人会议通过。本轮员工持股计划对业绩的考核为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。针对员工，来伊份还设立 7000 万元奖金激励政策，开展超级店长计划，从一线提拔 500 名优秀的年轻店长，并与上海华东理工大学 EMBA 班合作打造营运人员年轻化趋势下的整套方案；通过校企合作吸纳优秀应届生，提供全方位的培训与发展平台；对管培生开放晋升绿色通道，帮助他们经过 2 年培养成为主管级管理人员，3-5 年培养成为经理级管理人员。随着激励政策的不断调整和深化，员工积极性得以调动，在我们近期的草根走访中，观察到店员服务热情高、态度好、积极性增强。
- **高举“新鲜零食”大旗，顺应健康消费新趋势。** 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，为了满足消费者更多的需求，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进行深化提升，有效满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化需求。根据亿欧智库发布的《2020 中国新鲜零食白皮书》，85% 的年轻一代消费者购买零食时更追求新鲜、健康，人们对零食的品质和健康日益关切，新鲜零食成为新的热点，针对这一关注点，2020 年 5 月来伊份举行线上发布会，发布新鲜零食品牌战略，提出“原料新鲜、技术保鲜、包装锁鲜、配送领鲜、产销争鲜”五大标准保证产品新鲜。来伊份高举“新鲜零食”战略，建立起一套独有的“新鲜体系”，优化升级整体供应链全链路结构，不断提高产品力，让“新鲜”成为品牌发展的原动力。
- **投资建议：** 休闲零食市场容量大而格局分散，从集中度提升角度看龙头公司增长空间大。公司作为休闲零食第一股，在华东市场深耕逾 20 年，品牌认可度高，基本盘扎实。“万家灯火”计划持续开展，加盟店数量高速扩张，门店数量质量提升，品牌势能增强，推动基本面长期向好。新一轮员工持股计划推出，员工奖励和培养机制不断完善，配合数字化、智能化建设，公司运营效率将得到提升。将在门店扩张加速、新一轮激励推出、产品力提高 3 方面边际向好的新局面下，有望展露新的增长动力。我们预计 2021-2023 年公司实现 EPS0.89、0.74、0.85 元，对应 PE17.1X、20.5X、17.9X，上调“买入”评级。
- **风险提示：** 行业竞争加剧，原材料价格上涨，食品安全问题，品牌战略布局不及预期，新业务发展不及预期等。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,002.49	4,026.23	5,032.79	6,089.67	7,185.82	<b>成长性</b>					
营业成本	2,247.47	2,320.35	2,617.05	3,166.63	3,765.37	营业收入增长	2.86%	0.59%	25.00%	21.00%	18.00%
销售费用	1,306.09	1,309.18	1,509.84	1,826.90	2,155.74	营业成本增长	2.96%	3.24%	12.79%	21.00%	18.91%
管理费用	420.47	456.00	568.71	694.22	812.00	营业利润增长	-22.84%	-345.01%	-716.27%	9.72%	14.84%
研发费用	24.07	15.79	20.13	30.45	28.74	利润总额增长	-40.92%	-298.87%	-701.77%	9.69%	14.25%
财务费用	-0.06	-2.65	0.00	0.00	0.00	归母净利润增长	2.59%	-728.65%	-559.57%	-16.51%	14.25%
其他收益	22.19	30.24	25.00	20.00	30.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	18.58	20.99	30.00	20.00	20.00	毛利率	43.85%	42.37%	48.00%	48.00%	47.60%
营业利润	22.08	-54.10	333.40	365.80	420.07	销售净利率	0.55%	-1.34%	6.62%	6.01%	5.85%
营业外收支	5.86	-1.47	1.00	1.00	-1.00	ROE	6.91%	7.95%	17.37%	13.90%	14.71%
利润总额	27.94	-55.57	334.40	366.80	419.07	ROIC	201.86%	-25.81%	152.63%	3699.66%	-527.54%
所得税	17.57	9.63	34.78	116.64	133.26	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	32.63%	32.52%	30.00%	30.00%	30.00%
归母净利润	10.37	-65.20	299.62	250.16	285.81	管理费用/营业收入	10.51%	11.33%	11.30%	11.40%	11.30%
<b>资产负债表</b>	<b>(百万)</b>					研发费用/营业收入	0.60%	0.39%	0.40%	0.50%	0.40%
流动资产	1,967.33	1,800.02	2,343.64	2,504.14	3,142.08	财务费用/营业收入	0.00%	-0.07%	0.00%	0.00%	0.00%
货币资金	765.34	703.92	1,015.38	1,165.72	1,540.58	投资收益/营业利润	84.13%	-38.80%	9.00%	5.47%	4.76%
应收票据应收账款合计	32.61	31.76	46.81	48.26	63.92	所得税/利润总额	62.89%	-17.32%	10.40%	31.80%	31.80%
其他应收款	63.66	70.36	72.80	72.80	72.80	应收账款周转率	107.54	125.33	128.57	128.57	128.57
存货	426.85	320.19	494.01	491.17	680.28	存货周转率	9.86	10.78	12.36	12.36	12.27
非流动资产	898.97	907.62	796.40	730.96	679.23	流动资产周转率	2.04	2.14	2.43	2.51	2.55
固定资产	606.77	558.08	509.48	460.38	410.77	总资产周转率	1.40	1.44	1.72	1.91	2.04
资产总计	2,866.30	2,707.64	3,140.04	3,235.10	3,821.32	<b>偿债能力</b>					
流动负债	1,089.15	1,032.02	1,402.34	1,422.35	1,865.66	资产负债率	38.48%	38.50%	45.07%	44.37%	49.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.81	1.74	1.67	1.76	1.68
应付款项	888.98	749.56	936.81	1,099.52	1,349.00	速动比率	1.41	1.43	1.32	1.42	1.32
非流动负债	13.69	10.39	13.00	13.00	13.00	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.03	-0.19	0.89	0.74	0.85
负债合计	1,102.84	1,042.41	1,415.34	1,435.35	1,878.66	每股净资产	5.23	4.94	5.12	5.34	5.76
股东权益	1,763.46	1,665.23	1,724.70	1,799.75	1,942.65	每股经营现金流	0.30	0.28	1.58	0.94	1.51
股本	339.07	337.13	337.13	337.13	337.13	每股经营现金/EPS	9.98	-1.50	1.77	1.27	1.78
留存收益	1,476.82	1,357.61	1,387.57	1,462.62	1,605.52	<b>估值</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	504.11	-80.05	17.11	20.50	17.94
负债和权益总计	2,866.30	2,707.64	3,140.04	3,235.10	3,821.32	PEG	2.67	0.30	0.08	0.11	-0.07
<b>现金流量表</b>	<b>(百万)</b>					PB	2.91	3.08	2.97	2.85	2.64
经营活动现金流	807.70	95.91	530.47	317.65	508.46	EV/EBITDA	34.35	2,331.75	8.66	7.68	6.03
其中营运资本减少	413.04	274.73	201.63	26.79	181.41	EV/SALES	0.62	0.67	0.68	0.54	0.40
投资活动现金流	-1,757.00	-114.02	21.14	9.30	9.30	EV/IC	9.63	13.82	505.67	-60.28	-10.18
其中资本支出	-9.66	-11.58	10.00	12.00	10.00	ROIC/WACC	0.13	-2.97	17.57	425.78	-60.71
融资活动现金流	438.89	-57.36	-240.16	-176.60	-142.90	REP	75.89	-4.65	28.79	-0.14	0.17
净现金总变化	-510.41	-75.47	311.45	150.35	374.86						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券产业金融研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>