

**投资评级：增持（维持）**
**报告日期：2021年06月10日**
**市场数据**

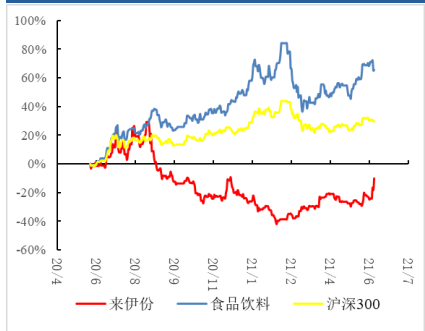
|           |           |
|-----------|-----------|
| 目前股价      | 15.09     |
| 总市值（亿元）   | 50.87     |
| 流通市值（亿元）  | 50.79     |
| 总股本（万股）   | 33,713    |
| 流通股本（万股）  | 33,656    |
| 12个月最高/最低 | 21.7/9.72 |

**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**

- <<万家灯火持续推进，围绕江浙沪向外拓展>> 2021-03-08
- <<“新鲜零食”模糊主食边界，“内生态”模式打破线下路径依赖>> 2020-06-29
- <<全新品牌战略发布，明星效应显现>> 2020-05-21

# 搭配新鲜零食，来一份醉爱 53° 海派酱香

## ——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)  | 4002  | 4026    | 5033   | 6090   | 7186  |
| (+/-%)    | 2.9%  | 0.6%    | 25.0%  | 21.0%  | 18.0% |
| 归母净利润(百万) | 10    | -65     | 300    | 250    | 286   |
| (+/-%)    | 2.6%  | -728.7% | 559.6% | -16.5% | 14.3% |
| 摊薄 EPS    | 0.03  | -0.19   | 0.89   | 0.74   | 0.85  |
| PE        | 500   | -79     | 17     | 20     | 18    |

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- 20年品牌升级使费用激增以致亏损，21年Q1净利润创历史新高。** 来伊份发布2020年年报表示，2020年实现总营收40.26亿，同比增长0.59%，净利润亏损6519.54万，同比下降728.65%。年报对亏损原因做出说明：系公司拓展渠道，优化人才结构，推动品牌升级宣传，公司销售费用、管理费用大幅增加，导致业绩出现亏损。21年Q1公司实现营业收入12.15亿元，同比下降7.59%。实现净利润8028.95万元，同比增长9.65%，创历史新高。由于疫情受控，来伊份线下门店有望稳步恢复增长态势，发挥其发达的线下门店网络优势。与此同时，线上渠道持续发力，继续带动公司盈利增长。
- 自有白酒品牌全渠道销售，深化提升公司食品饮料行业布局。** 来伊份日前在互动平台对投资者表示，公司全资子公司——上海醉爱酒业有限公司已在去年推出自有品牌酱香型白酒产品——海派酱香 53° 醉爱酱香型白酒，打造上海本地化酱香酒品牌。目前在来伊份全渠道（包括线上平台，线下门店及团购经销渠道）销售。“上海醉爱酒业”2020年实现营收132.81万元，初具规模，未来发展态势良好。
- 立足传统内核全面升级“新鲜零食”品牌战略，市场份额有望持续增长。** 为顺应市场出现的对健康饮食、营养消费升级的需求，来伊份以“新鲜”为内核作为品牌战略升级的支撑点，全面提出新鲜零食战略，包括全新的LOGO升级、新的品类布局、精细化会员运营。并发布全新“鲜”标设计、新鲜零食礼盒和未来概念门店，完成全面的系统化升级。用原料优鲜、技术保鲜、包装锁鲜、产销争鲜、配送领鲜五大标准将“新鲜零食”作为系统性工程进行打造。辅之其庞大的门店数量和持续推进的“万家灯火”计划，多轮驱动公司品牌战略升级，有望使公司赢得更大的市场份额和增长空间。
- 投资建议：** 我们预计2021-2023年公司实现EPS 0.89、0.74、0.85元，对

应 PE 17、20、18，维持“增持”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 | 成长性        |         |          |         |         |          |
| 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    | 盈利能力       |         |          |         |         |          |
| 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   | 营运效率       |         |          |         |         |          |
| 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%   |
| 资产负债表    |          |          |          |          |          | 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%    |
| 应收帐款及应收票 | 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 | 偿债能力       |         |          |         |         |          |
| 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    | 每股指标 (元)   |         |          |         |         |          |
| 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     | 1.57    | 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 | 估值         |         |          |         |         |          |
| 少数股东权益   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | PE         | 500.13  | -79.42   | 16.98   | 20.34   | 17.80    |
| 负债和权益总计  | 2,866.30 | 2,707.64 | 3,140.04 | 3,235.10 | 3,821.32 | PEG        | 2.65    | 0.30     | 0.08    | 0.11    | -0.07    |
| 现金流量表    |          |          |          |          |          | PB         | 2.88    | 3.06     | 2.95    | 2.83    | 2.62     |
| 经营活动现金流  | 807.70   | 95.91    | 530.47   | 317.65   | 508.46   | EV/EBITDA  | 34.35   | 2,331.75 | 8.56    | 7.58    | 5.94     |
| 其中营运资本减少 | 413.04   | 274.73   | 201.63   | 26.79    | 181.41   | EV/SALES   | 0.62    | 0.67     | 0.67    | 0.53    | 0.40     |
| 投资活动现金流  | -1757.00 | -114.02  | 21.14    | 9.30     | 9.30     | EV/IC      | 9.63    | 13.82    | 499.67  | -59.54  | -10.04   |
| 其中资本支出   | -9.66    | -11.58   | 10.00    | 12.00    | 10.00    | ROIC/WACC  | 0.10    | -2.41    | 14.25   | 345.37  | -49.25   |
| 融资活动现金流  | 438.89   | -57.36   | -240.16  | -176.60  | -142.90  | REP        | 93.56   | -5.73    | 35.07   | -0.17   | 0.20     |
| 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>