

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2021年03月08日
市场数据

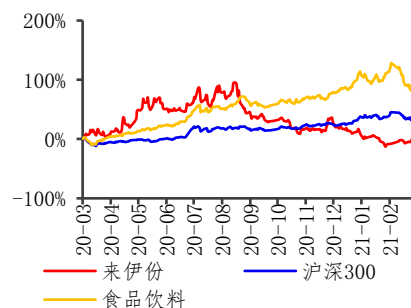
目前股价	11.25
总市值（亿元）	37.93
流通市值（亿元）	37.86
总股本（百万股）	33,713
流通股本（百万股）	33,656
12个月最高/最低	22.44/9.57

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

- <<“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
- <<拟定增不超5亿建设全渠道网络，夯实基础走向全国化>> 2020-05-09

万家灯火持续推进，围绕江浙沪向外拓展

——来伊份（603777）公司动态点评
盈利预测

（单位：百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3891	4002	4075	5036	6133
(+/-%)	7.0%	2.9%	1.8%	23.6%	21.8%
净利润	10	10	-78	58	70
(+/-%)	-90.0%	2.6%	-854.5%	174.1%	20.3%
摊薄 EPS	0.03	0.03	-0.23	0.17	0.21
PE	559	545	-72	97	81

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **“万家灯火”迎来里程碑，2020年来伊份全国突破3000店。**2020年末，来伊份在上海闵行马桥万达开店，系全国第3000家门店。自2017年“万家灯火”计划开展以来，公司稳步推进“万家灯火”计划，覆盖上海、浙江、江苏、北京、天津、安徽、江西、重庆、广东、山东等28个省、自治区、直辖市的近300个城市，直营加盟门店并行，深化线下渠道布局。2020年末，公司江苏市场门店正式突破1000家，标志着来伊份全新升级门店从上海正式迈向全国。**2021年**，公司将以线下渠道拓展为主，并加大对投入产出比的考核。线下门店将围绕江浙沪地区逐步地往外拓展，注重确定性和协同效应，并聚焦加盟店开拓。加盟店占比提升，预计将对公司成本和费用的优化起到积极的作用。
- **线上布局社区零售，与中通云仓达成战略合作，线上建设逐步完善。**2003年公司开始着手建设信息化工程，2014年正式提出全渠道战略，推动线上+线下一体化发展。公司与中通云仓将在云仓网络、共建万家小店新零售、OTO业务融合及新传媒营销等多个领域深入合作，奠定持续健康发展的基础，提升公司综合实力和盈利能力。整体来看合作模式分为：1. 公司可以根据中通终端门店的数据反馈指导下线门店的选址，从而最大化地节约时间成本和试错成本，公司也借此降低物流成本。2. 产品合作方面：首先是礼盒，将借助中通的终端门店，进一步加深线下渠道的布局，再逐步扩大品类。在新鲜零食战略的指引下，来伊份已完成线上内生态来伊份APP、小程序与线下门店的营销端口和创意打通并形成闭环，充分布局各大电商渠道，做到全渠道布局全网触达。
- **盈利预测与投资建议：**2020年，疫情对公司渠道销售端影响较大。同时公司加大信息化建设投入，推动品牌升级宣传，扩张期销售费用、管理费用抬升，因此我们预计20-22年的收入分别为40.75、50.36、61.33亿元，净利润分别为-0.78、0.58、0.7亿元，EPS分别为-0.23、0.17、0.21元/股。

2021 年，公司将以线下渠道拓展为主，并加大对投入产出比的考核。线下门店将围绕江浙沪地区逐步地往外拓展，注重确定性和协同效应，并聚焦加盟店开拓，维持“推荐”评级。

- **风险提示:**直营门店租金及人工成本大幅上涨，加盟进度不及预期，线上增速放缓，行业竞争加剧，原料价格上涨，食品安全问题等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3891.22	4002.49	4074.54	5035.88	6133.31	成长性					
营业成本	2182.77	2247.47	2340.82	2820.09	3434.66	营业收入增长	7.0%	2.9%	1.8%	23.6%	21.8%
销售费用	1279.79	1306.09	1364.97	1510.76	1839.99	营业成本增长	7.8%	3.0%	4.2%	20.5%	21.8%
管理费用	430.81	420.47	476.72	553.95	674.66	营业利润增长	-82.3%	-22.8%	-664.7%	211.6%	20.1%
研发费用	0.00	24.07	12.22	15.11	18.40	利润总额增长	-69.8%	-40.9%	-459.0%	244.6%	20.3%
财务费用	-5.84	-0.06	0.18	-4.69	-5.57	净利润增长	-90.0%	2.6%	-854.5%	174.1%	20.3%
其他收益	24.82	22.19	13.47	16.83	19.33	盈利能力					
投资净收益	26.69	18.58	14.48	16.43	18.98	毛利率	43.9%	43.8%	42.6%	44.0%	44.0%
营业利润	28.62	22.08	-124.68	139.10	167.08	销售净利率	0.3%	0.3%	-1.9%	1.2%	1.1%
营业外收支	18.68	5.86	24.36	5.92	7.40	ROE	0.5%	0.6%	-4.7%	3.6%	4.3%
利润总额	47.30	27.94	-100.32	145.02	174.48	ROIC	0.4%	0.1%	-29.2%	17.7%	17.1%
所得税	37.19	17.57	-22.07	87.01	104.69	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	32.9%	32.6%	33.5%	30.0%	30.0%
净利润	10.11	10.37	-78.25	58.01	69.79	管理费用/营业收入	11.1%	10.5%	11.7%	11.0%	11.0%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	0.0%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
流动资产	1954.75	1967.33	1877.63	2215.98	2177.03	财务费用/营业收入	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
货币资金	811.99	765.34	691.11	727.67	641.76	投资收益/营业利润	93.3%	84.1%	-11.6%	11.8%	11.4%
应收票据及应收账款	41.83	32.61	40.52	51.47	59.58	所得税/利润总额	78.6%	62.9%	22.0%	60.0%	60.0%
其他应收款	57.93	63.66	60.12	92.86	93.46	应收账款周转率	115.34	107.54	111.44	109.49	110.47
存货	384.62	426.85	418.32	599.89	640.21	存货周转率	5.44	5.54	5.54	5.54	5.54
非流动资产	886.55	898.97	806.56	898.90	999.85	流动资产周转率	1.90	2.04	2.12	2.46	2.79
固定资产	530.62	606.77	576.63	672.70	777.62	总资产周转率	1.33	1.40	1.47	1.74	1.95
资产总计	2841.30	2866.30	2684.20	3114.88	3176.87	偿债能力					
流动负债	951.36	1089.15	1019.20	1476.64	1545.14	资产负债率	34.8%	38.5%	38.5%	47.8%	49.1%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.05	1.81	1.84	1.50	1.41
应付款项	620.79	715.69	677.15	1000.36	1043.03	速动比率	0.96	1.25	1.27	0.93	0.84
非流动负债	36.48	13.69	13.69	13.69	13.69	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.03	0.03	-0.23	0.17	0.21
负债合计	987.84	1102.84	1032.89	1490.33	1558.82	每股净资产	5.47	5.20	4.87	4.79	4.77
股东权益	1853.46	1763.46	1651.31	1624.55	1618.05	每股经营现金流	0.09	2.04	-0.05	0.74	0.40
股本	340.76	339.07	339.07	339.07	339.07	每股经营现金	2.98	66.80	0.20	4.32	1.94
留存收益	573.71	534.96	650.64	538.03	367.99	估值					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	559	545	-72	97	81
负债和权益总计	2841.30	2866.30	2684.20	3114.88	3176.87	PEG	-9.73	-9.50	0.38	1.23	0.91
现金流量表	(百万)					PB	3.05	3.21	3.42	3.48	3.49
经营活动现金流	72.75	101.54	-15.37	250.58	135.70	EV/EBITDA	37.23	35.25	-283.31	24.82	20.55
其中营运资本减少	-54.29	578.17	-32.50	155.66	21.54	EV/SALES	1.26	1.10	1.10	0.88	0.74
投资活动现金流	-122.04	-104.39	-2.79	-133.94	-150.88	EV/IC	2.57	2.46	2.69	2.71	2.77
其中资本支出	160.80	118.04	-92.40	92.34	100.95	ROIC/WACC	0.04	0.01	-2.77	1.67	1.62
融资活动现金流	-101.79	-106.09	-56.08	-80.08	-70.73	REP	60.95	239.64	-0.97	1.62	1.71
净现金总变化	-151.04	-108.92	-74.24	36.56	-85.91						

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：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——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：

推荐——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；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

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>