

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2020年05月21日**
**市场数据**

目前股价	17.58
总市值（亿元）	59.61
流通市值（亿元）	59.17
总股本（百万股）	33,907
流通股本（百万股）	33,656
12个月最高/最低	19.45/8.92

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

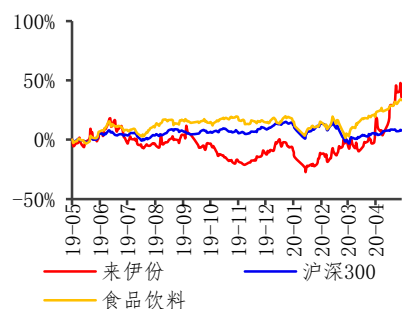
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;拟定增不超5亿建设全渠道网络，夯实基础走向全国化&gt;&gt; 2020-05-09

&lt;&lt;开门红验证管理提升，线上及加盟有望加速公司发展&gt;&gt; 2020-05-06

&lt;&lt;转型全生态大平台，创新战略布局&gt;&gt; 2020-04-29

# 全新品牌战略发布，明星效应显现

## ——来伊份（603777）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3891	4002	5534	6852	8340
(+/-%)	7.0%	2.9%	38.3%	23.8%	21.7%
净利润	10	10	132	225	346
(+/-%)	-90.0%	2.6%	1170.8%	70.5%	54.1%
摊薄 EPS	0.03	0.03	0.39	0.66	1.02
PE	590	575	45	27	17

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **紧随消费升级、消费者需求多样化趋势，推进产品品质化、健康化、个性化发展。**60%中国消费者关注食品健康成分，70%全球消费者关注食品新鲜，健康新鲜的零食持续受到关注的情况下，来伊份率先提出采用中央厨房式供给以保证现制食品的新鲜口味，加大产品品控投入。随着消费者生活节奏加快，少食多餐成为习惯，正餐与零食边界模糊，公司的生产响应能力迅速提升，不断推出一人餐、营养代餐等产品满足个性化需求，深化健康食品发展。此外，技术、运输效率的提升为公司实现服务到家提供了条件，驱动鲜食增长。
- **以“新鲜零食”作为品牌战略升级目标，向全渠道布局发力。**来伊份提出原料新鲜、技术保鲜、包装锁鲜、配送领鲜、产销争鲜五大保障新鲜零食的标准，原料方面，通过原产地直采、对核心原料进行包山、包林等方式确保原材料的新鲜度，时令鲜实现当季销售。生产和物流方面，严格控制到货和销售的时间，进行恒温冷链运输，每日配送或一日多配，持续提升门店配送频次。终端销售方面，以社区为核心在全国密集分布 2800 多家专卖店，能够实现 30 分钟送货上门的即时配送，实现线上线下社区联动。公司以消费者为核心，形成门店、第三方电商平台、社区自营 APP 的全方位体系，新鲜零食更适合线下门店销售，来伊份的优势更加凸显。
- **品牌年轻化迭代，实现精准营销。**公司宣布明星王一博作为全新品牌形象代言人，首次展示新一代概念门店，品牌年轻化的步伐越跨越大。发布会当日，来伊份线上销售额突破千万，新鲜零食礼盒销量破 57000 盒，当日客流破 145 万，新增粉丝破 17 万，全渠道新增会员同比增长 558%，大流量明星号召力极强，直接拉近品牌与消费者距离，增强品牌年轻化体验。来伊份品牌营销多举措并行运营细分的年轻人群，通过运营新兴流量平台抖音等直播、短视频营销实现圈层破圈，升级自媒体矩阵及内容品质，赋能大单品产品和 APP 拉新，大力践行年轻化战略，品牌差异化竞争力进一步增强。
- **盈利预测与投资建议：**公司经过经营思路调整，逐步走向正轨，随着品牌

知名度提升，线下渠道拓展加速，规模效应逐步显现，预计公司 21 年以后净利水平有望上一个新的台阶。预计 20-22 年的收入分别为 55.3、68.5、83.4 亿元，净利润分别为 1.3、2.2、3.5 亿元，EPS 分别为 0.39、0.66、1.02，考虑到未来三年公司复合增速超过 50% 和同类公司估值，给予 21 年 PE 为 31 倍，21 年对应目标价为 20.5 元，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，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	5534.48	6852.39	8339.62	成长性					
营业成本	2182.77	2247.47	3068.87	3824.29	4636.83	营业收入增长	7.0%	2.9%	38.3%	23.8%	21.7%
销售费用	1279.79	1306.09	1665.33	2035.16	2418.49	营业成本增长	7.8%	3.0%	36.5%	24.6%	21.2%
管理费用	430.81	420.47	564.52	596.16	708.87	营业利润增长	-82.3%	-22.8%	858.2%	73.7%	46.8%
研发费用	0.00	24.07	8.32	12.88	19.59	利润总额增长	-69.8%	-40.9%	686.1%	70.5%	46.7%
财务费用	-5.84	-0.06	-1.01	-2.35	-1.65	净利润增长	-90.0%	2.6%	1170.8%	70.5%	54.1%
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	16.92	20.22	20.60	毛利率	43.9%	43.8%	44.5%	44.2%	44.4%
营业利润	28.62	22.08	211.58	367.55	539.58	销售净利率	0.3%	0.3%	2.4%	3.3%	4.2%
营业外收支	18.68	5.86	8.07	6.89	9.87	ROE	0.5%	0.6%	7.1%	11.2%	15.2%
利润总额	47.30	27.94	219.65	374.43	549.45	ROIC	0.4%	0.1%	31.6%	47.6%	80.5%
所得税	37.19	17.57	87.86	149.77	203.30	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%	30.1%	29.7%	29.0%
净利润	10.11	10.37	131.79	224.66	346.15	管理费用/营业收入	11.1%	10.5%	10.2%	8.7%	8.5%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	0.0%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
流动资产	1954.75	1967.33	2492.50	2574.35	3330.78	财务费用/营业收入	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	811.99	765.34	873.51	944.34	1246.52	投资收益/营业利润	93.3%	84.1%	8.0%	5.5%	3.8%
应收票据及应收账款合计	41.83	32.61	66.72	58.45	92.54	所得税/利润总额	78.6%	62.9%	40.0%	40.0%	37.0%
其他应收款	57.93	63.66	104.47	103.70	149.65	应收账款周转率	115.34	107.54	111.44	109.49	110.47
存货	384.62	426.85	681.19	699.59	974.56	存货周转率	5.44	5.54	5.54	5.54	5.54
非流动资产	886.55	898.97	1024.55	1153.27	1291.40	流动资产周转率	1.90	2.04	2.48	2.70	2.82
固定资产	530.62	606.77	791.01	923.89	1066.26	总资产周转率	1.33	1.40	1.73	1.89	2.00
资产总计	2841.30	2866.30	3517.06	3727.62	4622.18	偿债能力					
流动负债	951.36	1089.15	1642.02	1712.69	2337.39	资产负债率	34.8%	38.5%	47.1%	46.3%	50.9%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.05	1.81	1.52	1.50	1.42
应付款项	620.79	715.69	1110.36	1164.49	1594.12	速动比率	0.96	1.25	0.94	0.94	0.85
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	0.39	0.66	1.02
负债合计	987.84	1102.84	1655.71	1726.38	2351.08	每股净资产	5.47	5.20	5.49	5.90	6.70
股东权益	1853.46	1763.46	1861.34	2001.24	2271.10	每股经营现金流	0.09	2.04	1.15	0.99	1.72
股本	340.76	339.07	339.07	339.07	339.07	每股经营现金/EPS	2.98	66.80	2.95	1.50	1.69
留存收益	573.71	534.96	340.12	-96.05	-939.42	估值					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	590	575	45	27	17
负债和权益总计	2841.30	2866.30	3517.06	3727.62	4622.18	PEG	-10.26	-10.01	4.95	0.15	0.08
现金流量表	(百万)					PB	3.22	3.38	3.20	2.98	2.62
经营活动现金流	72.75	101.54	388.85	336.44	583.69	EV/EBITDA	39.57	37.71	14.90	10.83	7.03
其中营运资本减少	-54.29	578.17	157.86	59.64	170.46	EV/SALES	1.34	1.18	0.83	0.66	0.51
投资活动现金流	-122.04	-104.39	-225.79	-183.20	-206.86	EV/IC	2.73	2.63	2.46	2.25	1.85
其中资本支出	160.80	118.04	125.59	128.71	138.14	ROIC/WACC	0.04	0.01	2.99	4.50	7.62
融资活动现金流	-101.79	-106.09	-54.89	-82.42	-74.64	REP	64.77	256.29	0.82	0.50	0.24
净现金总变化	-151.04	-108.92	108.17	70.82	302.19						

### 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>