

来伊份/食品饮料行业

品牌重塑+全渠道建设，边际改善催化业绩拐点

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：20.71

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

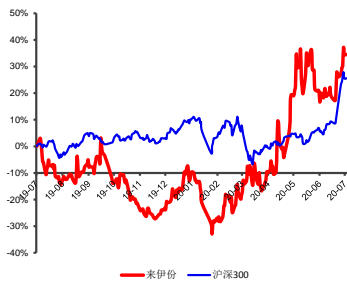
分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	339
流通股本(百万股)	337
市价(元)	20.71
市值(百万元)	7022
流通市值(百万元)	6970

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,891	4,002	5,052	6,569	8,641
增长率 yoy%	7.01%	2.86%	26.22%	30.02%	31.55%
净利润(百万元)	10	10	55	141	226
增长率 yoy%	-90.03%	2.59%	432.75%	154.99%	60.32%
每股收益(元)	0.03	0.03	0.16	0.42	0.67
每股现金流量	0.21	0.30	0.72	1.02	1.36
净资产收益率	0.55%	0.59%	1.13%	2.41%	3.12%
P/E	694.64	677.11	127.10	49.84	31.09
PEG	4.94	3.78	-6.94	0.35	0.17
P/B	3.79	3.98	1.43	1.20	0.97

备注：股价为2020年7月13日收盘价。

投资要点

- 核心观点：**公司是起家上海的老牌休闲零食区域龙头企业，在华东市场先天优势地位显著，品牌认可度高，渠道精耕细作门店覆盖广，但在埠外区域品牌力和门店布局有所欠缺。为此，今年以来公司签约顶流+发布新鲜零食战略+加大品牌投入以重塑品牌形象，加快开店+提升同店+布局线上以发力全渠道建设，我们认为公司正在沿着正确的方向坚定推进，经营边际改善明显，在规模导向下，公司有望迎来业绩拐点，驶入成长快车道。
- 公司介绍：**主板零食第一股，老树开新花。公司是经营自主品牌的休闲食品全渠道运营商，2001年起家沪上，2007年确立江浙沪三大直营区，2016年登陆上交所，2017年提出“万家灯火”计划走向全国，2020年提出新鲜零食品牌战略，开启零食下半场。公司创始人施永雷和郁瑞芬一家为公司实控人，合计持股67.82%，控制权稳定，同时推行员工持股计划绑定管理层与员工利益。公司产品覆盖炒货、肉类等10大品类，拥有芒太后等10大单品及800余款SKU，产品结构齐备，同时不断开发与创新品类满足消费者需求。
- 行业分析：**行业空间广阔，市场集中度低。从行业空间来看，我国休闲零食市场规模万亿，但我国休闲零食人均消费仅为欧美国家的1/10左右，居民收入提升、消费升级将驱动休闲零食市场持续扩容。从竞争格局来看，我国休闲零食市场集中度低，CR3不足25%，由于休闲零食细分品类众多、各地均有强势品牌，因此不管是在品类格局还是区域格局方面，均呈现出高度分散、群雄割据的特征，龙头存在很好的发展机会。
- 看点：**华东市场优势显著，品牌重塑+全渠道建设开辟增量。
 - 品牌：**公司在华东地区品牌认可度高，但埠外相对欠缺，为此，公司第一签约顶流作为代言人，重塑品牌形象，增强年轻群体认知；第二推出“新鲜零食”战略，打造新鲜、高端形象迎合消费者需求，走出同质化竞争；第三加大品牌投入，加强品牌营销工作，补齐公司成长的最后一块拼图。
 - 渠道：**公司线下拥有2800家门店，直营优势显著，但主要集中于华东地区，埠外布局相对不足，为此，公司第一加快开店，推行万家灯火计划，直营和加盟齐头并进，其中上海、江苏直营为主，其他地区发力加盟门店布局，预计未来每年可新增几百家，今年在疫情门店资源释放下公司开店有望加速；第二提升同店，通过社区拼团及外卖到家业务拓展门店业务边界，同时推动门店优化升级；第三发力线上，目前产品、供应链、品牌等要素已具备，随着公司加大线上投入，线上爆发指日可待。

- 3) **产品**: 产品是公司收入持续增长的保障, 公司一方面推动品类创新与产品品牌化, 保障“新鲜零食”战略顺利推进, 另一方面将线上、线下产品相区隔, 为发力线上理清障碍, 满足不同渠道消费者的需求。
- **同业对比**: 渠道模式差异显著, 规模与盈利能力具备提升空间。业绩表现来看, 公司收入体量位居行业中游, 产品结构差异不大, 对标龙头收入扩张空间充足。渠道模式来看, 来伊份倚重直营、立足华东, 良品铺子加盟&直营并重、全国化布局, 来伊份在加盟模式和埠外区域具备提升空间。盈利能力来看, 直营为主的模式决定了公司“高毛利、高费用、低净利”, 未来在加盟占比提升和规模效应之下盈利能力具备改善空间。营运能力来看, 公司周转水平位于行业中上游, 运营效率高是公司一大优势。
 - **投资建议**: 公司在华东地区优势显著, 为增强埠外市场竞争力, 公司今年以来积极推动品牌重塑以及全渠道建设, 边际改善明显, 有望驶入成长快车道。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 50.52、65.69、86.41 亿元, 同比增长 26.22%、30.02%、31.55%; 实现净利润分别为 0.55、1.41、2.26 亿元, 同比增长 432.75%、154.99%、60.32%, 对应 EPS 分别为 0.16、0.42、0.67 元。公司未来几年仍以收入为导向, 应用 PS 估值法当前市值对应 2020-2022 年收入分别为 1.39、1.07、0.81 倍, 相对同行仍被低估, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。
 - **风险提示**: 上游原材料价格波动、市场竞争加剧、门店租金提高。

内容目录

公司介绍：主板零食第一股，老树开新花	- 6 -
发展历程：深耕休闲零食行业二十年，老牌区域龙头再出发.....	- 6 -
股权结构：创始人为实控人，控制权稳定.....	- 6 -
主营产品：产品结构齐备，不断开拓新品.....	- 7 -
行业分析：行业空间广阔，市场集中度低	- 8 -
行业空间：广阔天地，大有可为.....	- 8 -
竞争格局：市场集中度低，区域格局、品类格局均较为分散.....	- 10 -
看点：华东市场优势显著，品牌重塑+全渠道建设开辟增量	- 12 -
品牌：三个维度重塑品牌定位，补齐公司成长的最后一块拼图.....	- 12 -
渠道：加快开店+提升同店+布局线上，全渠道建设加速推进.....	- 14 -
产品：持续推陈出新+线上线下区隔，充分满足不同消费者需求.....	- 18 -
同业对比：渠道模式差异显著，规模与盈利能力具备提升空间	- 19 -
业绩表现：对标龙头收入具备空间，产品齐备保障收入扩张.....	- 19 -
渠道模式：来伊份倚重直营、立足华东，加盟模式和埠外区域提升空间大.....	- 20 -
盈利能力：直营模式决定了公司低净利，未来具备改善空间.....	- 22 -
营运能力：资产运营情况良好，周转能力较强.....	- 23 -
投资建议	- 24 -
分项预测.....	- 24 -
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	- 25 -
风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1：来伊份发展历程	- 6 -
图表 2：来伊份股权结构图	- 7 -
图表 3：来伊份产品结构	- 7 -
图表 4：公司产品结构：按收入	- 8 -
图表 5：公司产品结构：按毛利	- 8 -
图表 6：我国休闲零食市场规模广阔	- 8 -
图表 7：我国休闲零食人均消费量相对较低	- 9 -
图表 8：我国居民人均可支配收入不断提高	- 9 -
图表 9：消费升级趋势下高端零食市场空间更大	- 9 -
图表 10：休闲零食行业细分品类众多	- 10 -
图表 11：每个细分品类下包含多种产品	- 10 -
图表 12：各细分品类均占据一定规模	- 10 -
图表 13：各细分品类均保持较快成长	- 10 -

图表 14: 我国休闲零食市场龙头集中度低.....	- 11 -
图表 15: 我国休闲零食消费存在地域特征.....	- 11 -
图表 16: 不同地域品牌处于群雄割据状态.....	- 11 -
图表 17: 各细分品类下品牌分布格局较为.....	- 12 -
图表 18: 公司签约王一博作为公司代言人.....	- 13 -
图表 19: 王一博签约当日销售数据.....	- 13 -
图表 20: 公司具备打造“新鲜零食”的条件.....	- 14 -
图表 21: 公司品牌投入比例相对不足.....	- 14 -
图表 22: 公司去年品牌投入开始有所增加.....	- 14 -
图表 23: 公司线下门店以直营店为主.....	- 15 -
图表 24: 公司门店集中在华东区域.....	- 15 -
图表 25: 公司 2017 年以来开店速度加快.....	- 16 -
图表 26: 公司万家灯火计划有序推进.....	- 16 -
图表 27: 公司全国化扩张初具雏形.....	- 16 -
图表 28: 公司 2017 年以来区域扩展加速推进.....	- 16 -
图表 29: 公司通过社区拼团和外卖到家业务拓展门店业务边界.....	- 17 -
图表 30: 公司 2019 年线上收入增长有所提速.....	- 18 -
图表 31: 来伊份 APP 下载量持续增加.....	- 18 -
图表 32: 公司产品品牌化有助于增强产品内涵.....	- 18 -
图表 33: 公司线下产品以散装为主.....	- 19 -
图表 34: 公司线上产品以定量装为主.....	- 19 -
图表 35: 近年来休闲零食公司收入体量对比.....	- 19 -
图表 36: 近年来休闲零食公司收入增速对比.....	- 19 -
图表 37: 来伊份产品结构.....	- 20 -
图表 38: 良品铺子产品结构.....	- 20 -
图表 39: 三只松鼠产品结构.....	- 20 -
图表 40: 盐津铺子产品结构.....	- 20 -
图表 41: 松鼠、良品与来伊份的线上占比差异明显.....	- 21 -
图表 42: 来伊份渠道模式.....	- 21 -
图表 43: 良品铺子渠道模式.....	- 21 -
图表 44: 来伊份门店数量.....	- 22 -
图表 45: 良品铺子门店数量.....	- 22 -
图表 46: 来伊份区域布局.....	- 22 -
图表 47: 良品铺子区域布局.....	- 22 -
图表 48: 公司净利率相对较低.....	- 23 -

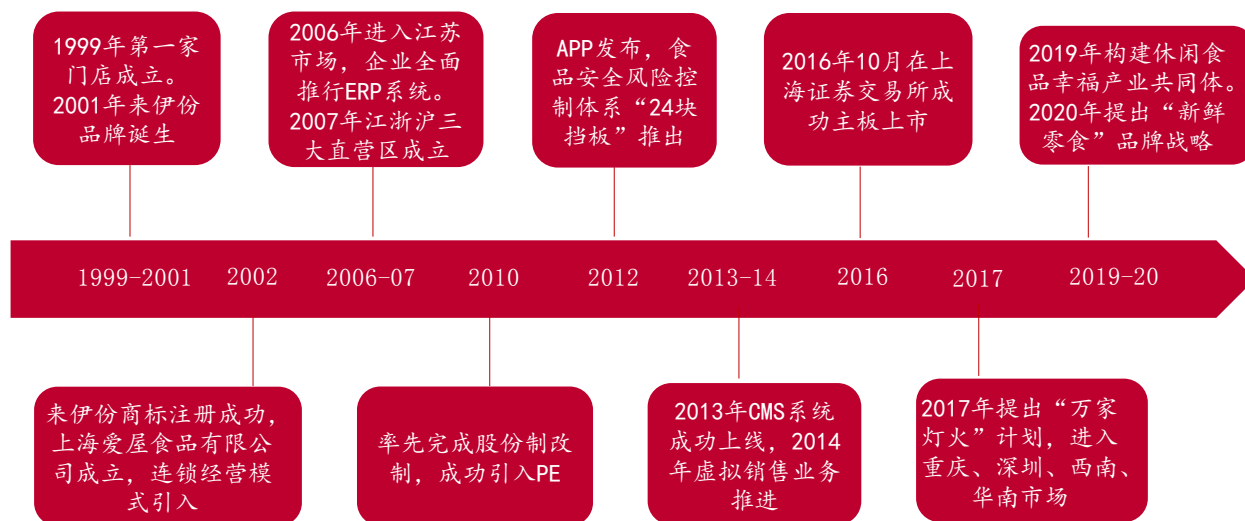
图表 49: 公司毛利率显著高于同行.....	- 23 -
图表 50: 公司期间费用率显著高于同行.....	- 23 -
图表 51: 公司销售费用率显著高于同行.....	- 23 -
图表 52: 公司总周转率处于行业中上游水平.....	- 23 -
图表 53: 公司存货周转率处于行业中上游水平.....	- 23 -
图表 54: 公司收入分项预测.....	- 24 -
图表 55: 可比公司估值表.....	- 25 -
图表 56: 来伊份三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 26 -

公司介绍：主板零食第一股，老树开新花

发展历程：深耕休闲零食行业二十年，老牌区域龙头再出发

- 来伊份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。公司于2001年诞生于上海，2007年确立江浙沪三大直营区域，2016年登陆资本市场，成为主板零食第一股，2017年提出“万家灯火”计划走向全国，2020年提出新鲜零食品牌战略，开启零食下半场。品牌方面，公司核心品牌“来伊份”、“亚米”及“伊仔”形象在消费者中形成了较高的知名度和美誉度；产品方面，公司覆盖休闲零食10大核心品类，拥有800多款产品，充分满足消费者需求；渠道方面，公司形成了直营门店、加盟门店、特通渠道、电子商务和来伊份APP平台等全渠道体系，公司拥有2800多家门店，“直营+加盟”齐头并进，会员数超2800万人。我国休闲零食万亿市场空间广阔，公司正朝着全国化、全渠道的行业领先品牌努力前进。

图表 1：来伊份发展历程

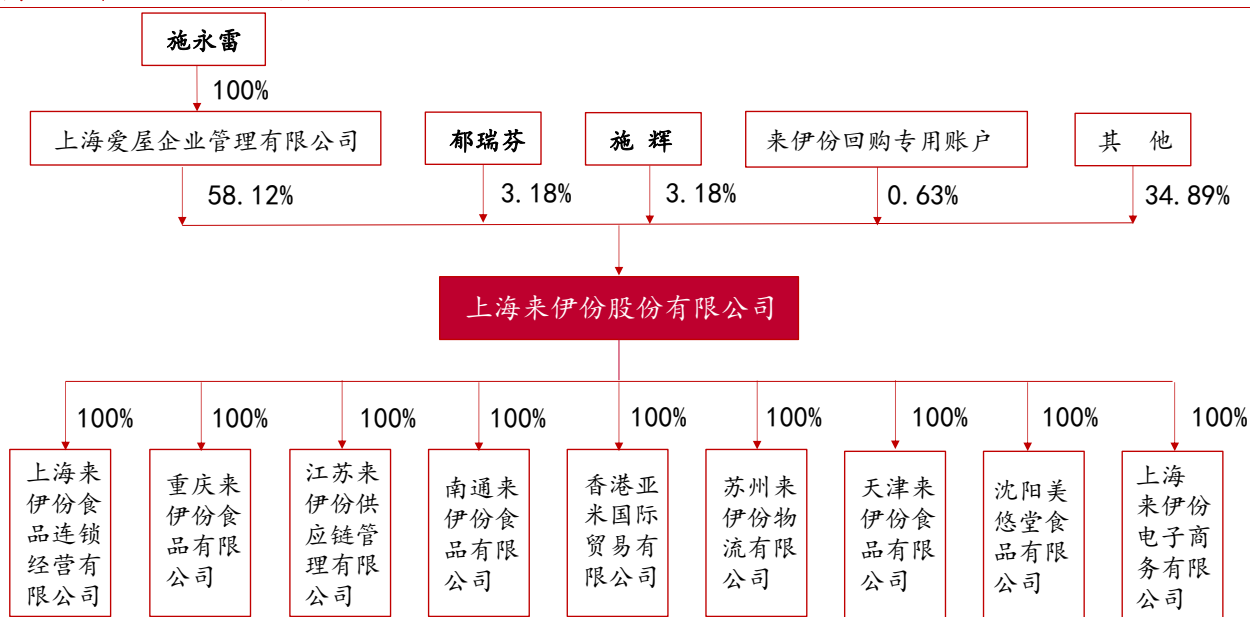


来源：公司官网，中泰证券研究所

股权结构：创始人为实控人，控制权稳定

- 来伊份是一家家族企业，其实际控制人为施永雷、郁瑞芬、施辉一家，合计持股67.82%，控制权稳定。作为公司创始人，施永雷担任公司董事长，郁瑞芬担任公司总裁，另外部分董事亦持有公司股份，同时公司回购0.88%的股份用于股权激励，管理层、员工与公司利益一致，经营动力充足。

图表 2: 来伊份股权结构图



来源: wind, 中泰证券研究所

主营产品: 产品结构齐备, 不断开拓新品

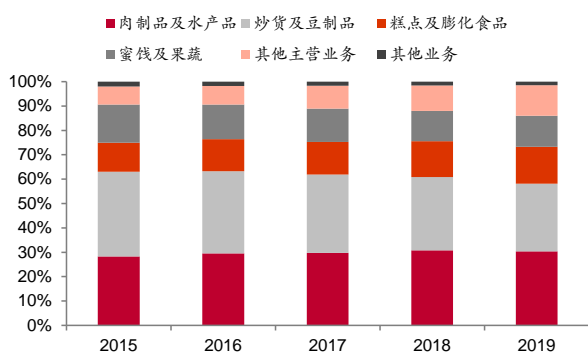
- 公司产品覆盖炒货、肉类、蜜饯等 10 大品类, 拥有芒太后、居司令、百年好核等 10 大单品以及 800 余款 SKU。其中, 肉类及海味、炒货及豆类占比最高, 2019 年分别占 30.32%和 27.79%, 其余产品占比比较均衡。此外, 公司近两年不断开发与拓展创新品类, 2019 年累计开发新品 100 多种, 不仅推出了特色的短保糕点、锁鲜装, 而且在粮油调味、代餐速食、酒水饮料、冲调饮品、现制咖啡等品类方面不断进行深化提升, 有效满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化需求。

图表 3: 来伊份产品结构

产品	肉类零食	坚果炒货	糕点饼干	果干蜜饯	糖巧果冻
图示					
产品	海味即食	豆干小食	膨化食品	果蔬零食	进口类
图示					
两者合计占比 (2019)	30.32%	27.79%	15.15%	12.72%	12.61%
三年复合增速	8.28%	0.61%	12.65%	3.32%	26.91%

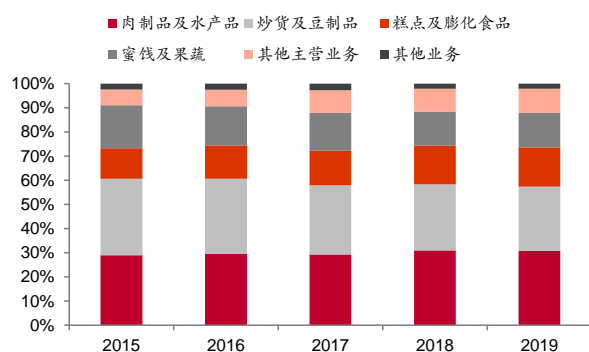
来源: 公司官网, wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司产品结构: 按收入



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 公司产品结构: 按毛利



来源: wind、中泰证券研究所

行业分析: 行业空间广阔, 市场集中度低

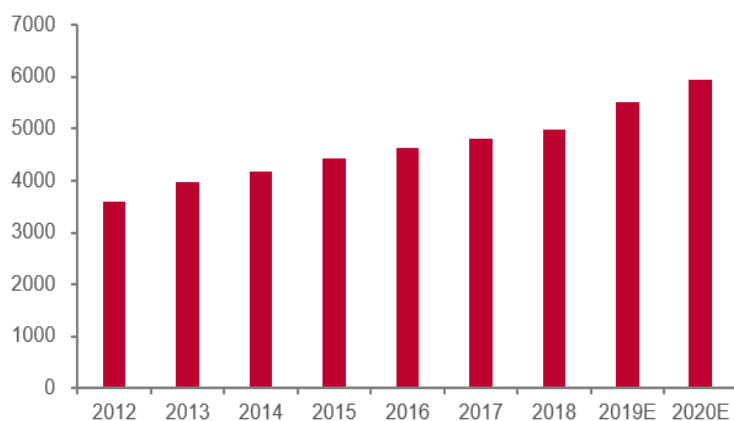
行业空间: 广阔天地, 大有可为

■ 休闲零食行业市场持续扩容, 市场空间广阔。

- 据第三方全景数据服务平台 Mob 研究院发布的《2019 休闲零食行业解读》, 中国休闲零食市场规模超 5000 亿元, 且未来休闲零食行业年复合增长率有望维持在 6% 以上。
- 据前瞻产业研究院, 中国休闲食品市场规模从 2011 年的 3205 亿元增长至 2016 年 4520 亿元, 年均复合增长率达到 7%, 且预测到 2017 年全年中国休闲食品市场规模将达 4849 亿元, 到 2018 年市场规模有望突破 5000 亿元。
- 据中国食品工业协会, 我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1931 亿元增长至 2014 年的 9050 亿元, CAGR 达到 16.7%, 且预计 2015 年至 2019 年仍将保持快速增长, 由 2015 年的 10589 亿元增长至 2019 年的 19925 亿元, CAGR 达到 17%。

可以看到, 不管以什么口径进行统计, 我国休闲零食行业近年来取得快速增长, 且市场空间十分广阔, 休闲零食将充分享受居民收入持续增长以及消费升级带来的扩容红利。

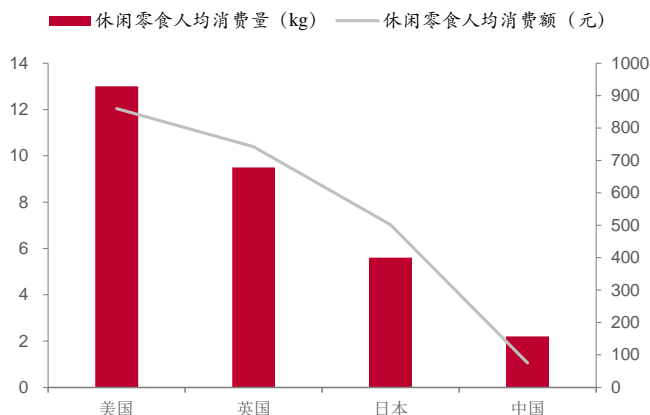
图表 6: 我国休闲零食市场规模广阔



来源: Mob 研究院《2019 休闲零食行业解读》、中泰证券研究所; 单位: 亿元

- 与发达国家相比，我国休闲零食人均消费仍有较大提升空间。目前中国休闲零食人均消费量为 2.2kg，人均消费额为 75.3 元，而美国、英国人均消费量分别为 13kg 和 9.5kg，人均销售额分别为 860 元和 740 元，因此我国与发达国家相比存在很大差距，消费结构处于较为初级的阶段，休闲零食市场仍存在较大增长空间。未来随着中国居民整体消费结构的不断升级，休闲零食人均消费有望持续提升。

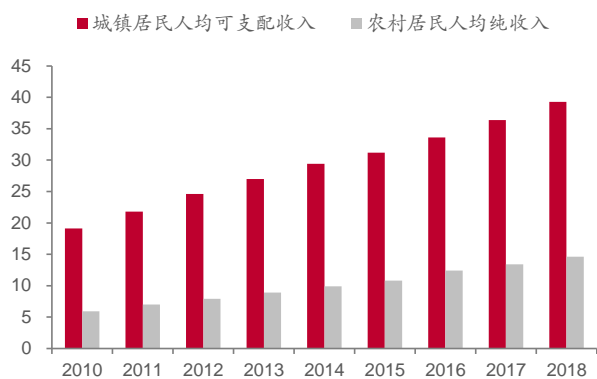
图表 7：我国休闲零食人均消费量相对较低



来源：《2019 休闲零食行业解读》、中泰证券研究所

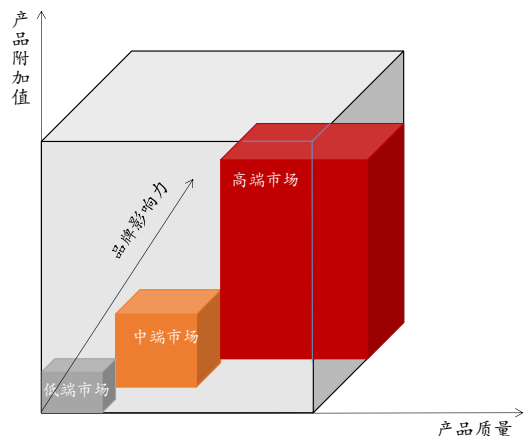
- 居民收入持续提升是行业主要驱动力，零食行业结构升级明显。近年来我国居民人均可支配收入快速提升，从 2010 年的 19109 元增长至 2018 年的 39251 元，CAGR 达 9.41%，是我国休闲零食市场持续扩容的主要驱动力。在消费升级的大背景下，零食市场的结构更加细分，市场内结构升级明显，高中低档市场层次逐渐拉开。无论从品牌影响力，产品附加值还是产品质量角度，高端产品相较于中低端产品都具有更大的优势，因此休闲零食作为基础生理需求之外的升级需求，未来成长空间将更为广阔。

图表 8：我国居民人均可支配收入不断提高



来源：Wind, 中泰证券研究所；单位：千元

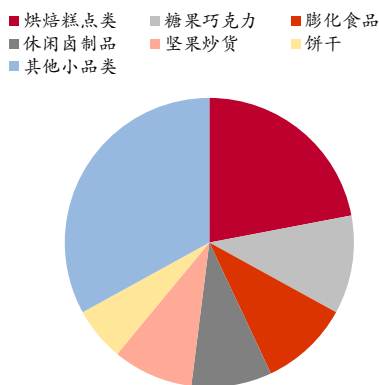
图表 9：消费升级趋势下高端零食市场空间更大



来源：招股说明书，中泰证券研究所

■ **细分品类众多，均保持较快成长。**从细分品类来看，休闲零食行业包括众多细分子行业，如烘焙类、糖果类、膨化类、卤制品类、肉制品类、海味类等等。从规模来看，根据中商产业研究院的数据，烘焙类规模最大，占比超过 20%，其余品类较为接近，大多占比在 10% 及以下。从增速来看，近年来各细分品类均保持较快增长，其中休闲卤制品增速最快，这与绝味和周黑鸭的全国化快速扩张密不可分。

图表 10: 休闲零食行业细分品类众多



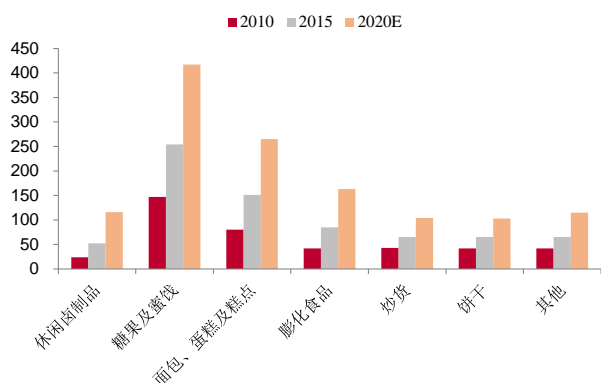
来源：中商产业研究院, 中泰证券研究所

图表 11: 每个细分品类下包含多种产品

细分品类	具体产品
坚果炒货	炒葵花籽、炒花生、炒开心果、炒核桃、炒板栗...
素食山珍	鱼豆腐、豆干、鸡蛋干、金针菇...
话梅类	话梅、杨梅、乌梅、酸梅、果丹皮、山楂片...
饼干糕点	饼干、锅巴、蛋糕、麻薯、沙琪玛、派、威化饼...
果脯果干	苹果脯、杏脯、桃脯、蜜枣、葡萄干、芒果干...
糖果布丁	口香糖、牛乳糖、软糖、奶片、巧克力、果冻...
肉类零食	牛肉粒、卤鸭脖、卤鸡爪、猪肉脯...
饮品饮料	果汁、酸奶、汽水、茶、咖啡、藕粉...
海味零食	鱿鱼丝、海苔、鱼干、裙带菜、海带、章鱼足...
膨化食品类	薯片、虾条、仙贝、雪饼...

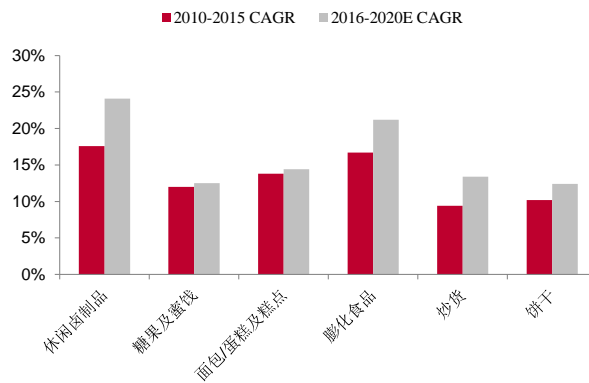
来源：Mob 研究院, 中泰证券研究所

图表 12: 各细分品类均占据一定规模



来源：中商产业研究院, 中泰证券研究所；单位：亿元

图表 13: 各细分品类均保持较快成长

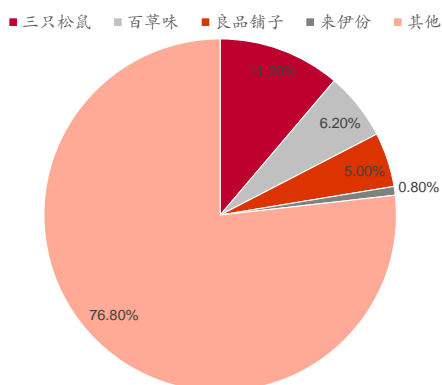


来源：中商产业研究院, 中泰证券研究所

竞争格局：市场集中度低，区域格局、品类格局均较为分散

■ **格局概况：我国休闲零食市场高度分散，市场集中度低。**从线上市场数据来看，2018 年市占率排名前三的分别是三只松鼠 (11.2%)、百草味 (6.2%)、良品铺子 (5.0%)，绝大多数品牌占比尚不足 1%。相比于较为成熟的食品饮料子行业，如乳制品行业龙头伊利的市占率超过 30%，而休闲零食行业 CR3 仅为 22.4%，行业集中度较低，在消费升级趋势下随着消费者的品牌意识增强，具有品牌优势的龙头将享受集中度提升红利。

图表 14: 我国休闲零食市场龙头集中度低



来源：阿里线上数据，中泰证券研究所

- 区域格局：各地品牌分布零散，区域龙头群雄割据。**按区域来看，根据 Mob 研究院，东部沿海地区以饼干糕点及肉类卤味为主，西北地区以蜜饯果干类为主，这既与各地区气候地理环境有关，又反映了当地居民对于零食不同的偏好。因此，休闲零食消费存在地域特征，在不同地区分布着不同品牌，其中，长三角与珠三角是休闲食品品牌聚集地，而在其他地区亦分布有当地品牌，因此线下市格局较为散乱，行业正处于区域龙头品牌群雄割据、行业领先品牌走向全国的分化成长阶段。

图表 15: 我国休闲零食消费存在地域特征



来源：Mob 研究院，中泰证券研究所

图表 16: 不同地域品牌处于群雄割据状态



来源：Mob 研究院，中泰证券研究所

- 品类格局：各品类下品牌众多，龙头全品类扩张，整体仍较为分散。**按品类来看，每种休闲零食细分品类下都有众多品牌，如坚果类有松鼠、洽洽、良品等，卤制品类有绝味、周黑鸭、煌上煌等，因此同样呈现格局较为分散的特征。其中，对于三只松鼠、良品铺子、百草味等龙头而言，近年来正在积极进行全品类扩张，而大多细分品牌则仍处于聚焦主营产品的大单品模式发展阶段，整体而言各细分品类下的品牌分布格局仍较为分散。

图表 17: 各细分品类下品牌分布格局较为



来源：中泰证券研究所

看点：华东市场优势显著，品牌重塑+全渠道建设开辟增量

- 公司起家于上海，在华东市场上品牌认可度高，渠道精耕细作门店覆盖广，因此在华东市场优势地位显著。但与此同时，公司在埠外区域品牌力和门店布局有所欠缺，未来公司将在品牌重塑和全渠道建设方面发力，边际改善明显，有望推动公司驶入成长快车道。

品牌：三个维度重塑品牌定位，补齐公司成长的最后一块拼图

- **品牌优势：**华东地区品牌优势显著，埠外区域相对欠缺，未来将从三个维度补足。作为起家沪上的休闲零食品牌，经过二十年的发展和沉淀，公司品牌在上海、江苏等地形成了很高的知名度和美誉度，经过我们的草根调研，上海地区消费者对来伊份品牌的认可度高于松鼠和良品，公司用户以 18-38 岁人群为主，公司品牌在这一群体尤其是宝妈群体中具备较高认可度。但与此同时，不可否认的是，公司在华东以外区域品牌力相对欠缺，与松鼠、良品等全国化品牌相比存在差距，这也是掣肘公司全国化扩张以及发力线上的瓶颈所在。对此，公司已意识到问题所在，今年开始将在品牌代言人、品牌战略以及品牌投入等方面发力，加强品牌宣传，重塑品牌定位，补齐牵制公司发展的最后一块拼图，下面我们分别展开介绍。
- **边际改善一，品牌代言：**签约顶流重塑品牌形象，增强年轻群体认知
- 线上和线下品牌宣传是两种打法，线下只需要做好门店海报、装修等工作即可，而线上消费群体以年轻人为主，需要把握品牌调性，因此代言人对品牌宣传尤为重要。今年 5 月，来伊份在发布会上官宣王一博成为品牌代言人，一方面，王一博作为当前顶流明星，粉丝号召力极强，签约当天线上销售达 1000 万元，天猫新增 17 万粉丝，来伊份 APP 单日 DAU 同增 512%，将人气直接转化为流量；另一方面，王一博与公司年轻、新鲜的品牌调性高度契合，通过其年轻阳光的正能量形象向外界输出来伊

份的品牌形象，成为品牌内涵与调性的重要载体。因此，本次新签代言人有助于公司重塑品牌形象，增强消费者尤其是年轻消费群体认知，同时对于线上销售具有重要赋能作用。

图表 18: 公司签约王一博作为公司代言人



来源：公司官网、中泰证券研究所

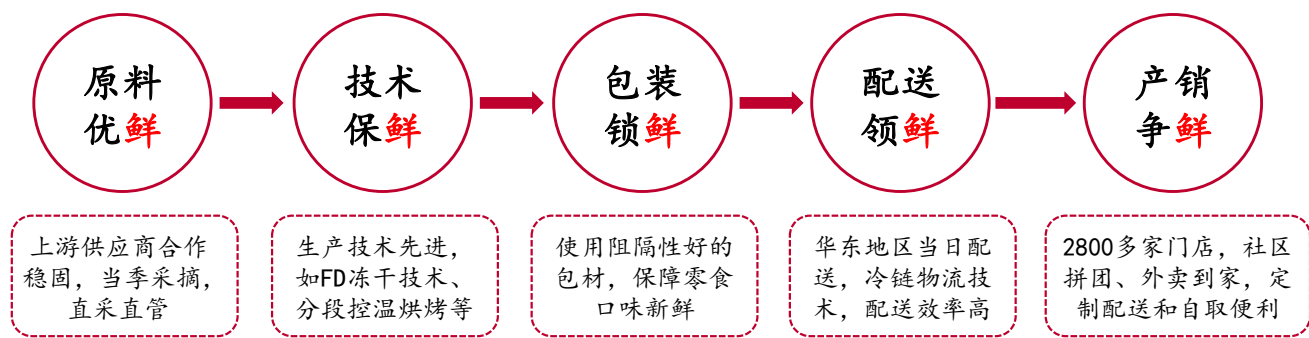
图表 19: 王一博签约当日销售数据

当日战绩	数据
线上销售额	1000万+
新鲜零食礼盒销量	5.7万+
客流量（天猫）	145万+
新增粉丝（天猫）	17万
新增会员同增（全渠道）	558%
DAU同增（来伊份APP）	512%

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 边际改善二，品牌战略：“新鲜零食”差异化竞争，顺应消费者需求
- 今年5月，公司在上海举办品牌战略升级发布会，正式提出“新鲜零食”战略，宣布开启零食下半场。公司将新鲜零食定义为：现制的新鲜口味，中央厨房式供给。具体而言，就是通过数字化的供应链和严格产品的标准化，加之高效的物流配送，来保证每一包产品新鲜健康、品质如一、口味恒久。在推出当天，来伊份新鲜零食礼盒销量突破 57000 盒。我们认为，新鲜零食战略具备如下优势：
 - 第一，迎合消费者需求：**根据亿欧发布的《2020 新鲜零食白皮书》，消费者对零食更加关注新鲜、健康、营养、代餐等特点，消费升级趋势下对品质要求越来越高，来伊份“新鲜零食”战略能够迎合适应消费者尤其年轻群体的消费需求。
 - 第二，走出同质化竞争：**休闲零食行业同质化严重，很多厂商长期通过促销、价格战的方式吸引消费者，不利于品牌长远发展。因此，“新鲜零食”有助于公司走出同质化竞争，通过主打新鲜、高端与其他品牌形成区隔，占领消费者心智，长期来看有助于提升利润率水平。
 - 第三，公司具备打造新鲜零食的条件。**新鲜零食战略对企业的供应链有很高要求，来伊份具备这些条件，具体而言：原料端，公司与供应商合作关系稳固，在原料段具备优势，可以做到当季采摘，直采直管；配送端，公司在华东区域可实现当日配送，物流效率高；门店端，公司拥有 2800 多家门店，以社区为核心积极开展社区拼团、外卖到家等业务，将门店与 APP 实现深度融合，发挥全渠道协同作用。这些优势均保证来伊份从起点的原料到终点的消费者实现全覆盖，使产品在每一个环节都最大限度地保证了新鲜。

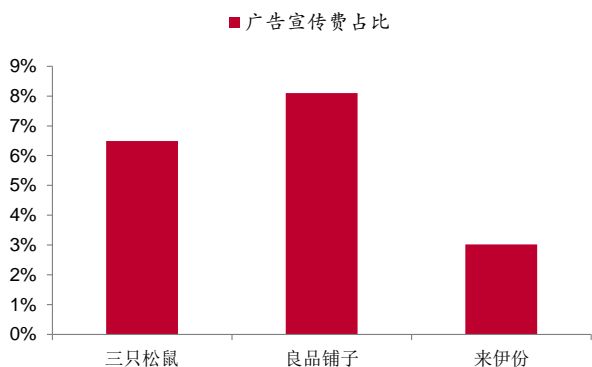
图表 20: 公司具备打造“新鲜零食”的条件



来源：公司官网，中泰证券研究所

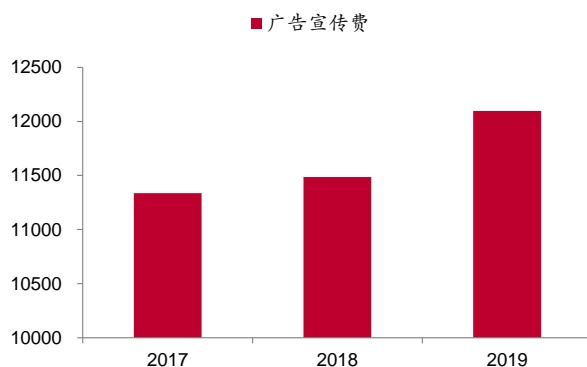
- 边际改善三，品牌投入：过去投入不足，未来投入加大助力影响力提升
- 品牌投入方面，公司近年来致力于打造“伊仔”品牌 IP，布局 IP 产业生态圈。2019 年，大型原创 3D 动画作品《超级伊仔》在央视、五大少儿卫视、25 家省级卫视、250 家地级市台、和 20 多家新媒体平台进行持续上映，同时应运而出生“伊仔周边”、“伊仔主题店”、“超级伊仔嘉年华活动”等，以此逐步渗透新生代圈层。但需承认的是，相比同行，公司过去几年在品牌投入上略显不足，公司表示后续将加大品牌投入，通过植入剧、新媒体互动、活动宣传等形式增加品牌露出，可以看到从去年以来品牌投入已有所增加，我们认为未来随着公司品牌投入增加，品牌影响力与竞争力将明显提升，助力公司进入成长快车道。

图表 21: 公司品牌投入比例相对不足



来源：wind、中泰证券研究所

图表 22: 公司去年品牌投入开始有所增加



来源：wind、中泰证券研究所；单位：万元

渠道：加快开店+提升同店+布局线上，全渠道建设加速推进

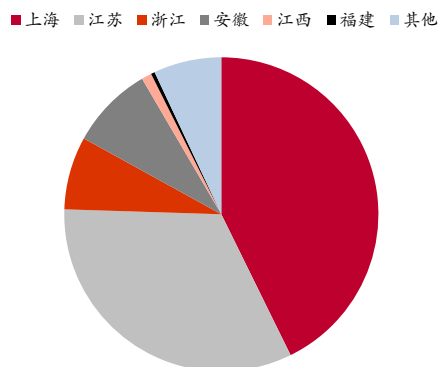
- 华东地区直营模式先天优势显著，埠外区域相对薄弱，未来将从三个角度发力补足。公司坚持线下线上全渠道协同发展的模式，其中直营模式占据主要地位，截至 2019 年，公司 2792 家门店中，有 2429 家直营店，363 家加盟店。公司直营门店在华东地区优势显著，经过多年精耕细作，已积累了成熟的管理体系以及丰富的运营经验，深谙区域消费习惯，其中在上海拥有 1193 家门店，江苏 915 家，浙江 210 家，安徽 239 家，四

省合计占到总数的 91%，因此在华东地区公司具备得天独厚的先发优势与先天壁垒。但需要承认的是，公司在华东以外区域相对薄弱，门店布局尚未成型，同时在线上与头部品牌差距明显，对此，公司已着手从加快开店+提升同店+布局线上三个角度开始发力，下面我们分别展开分析。

图表 23: 公司线下门店以直营店为主

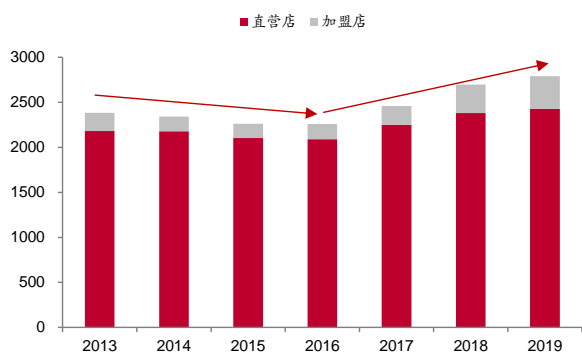
	2016	2017	2018	2019
直营	2091	2252	2381	2429
加盟	169	208	316	363
合计	2260	2460	2697	2792
会员总数	1400w	2100w	2700w	3000w
覆盖省区	16	17	20	25

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 24: 公司门店集中在华东区域


来源：公司年报、中泰证券研究所

- **边际改善一，加快开店：2017 年提出万家灯火计划，加快门店布局，发力加盟业务**
- 针对埠外地区发展薄弱的问题，公司于 2017 年提出“万家灯火”计划，一方面，未来直营和加盟门店总数达到 10000 家，加速线下渠道拓展布局；另一方面，加大加盟业务发展，未来目标加盟店数量占比将达到 30%-40%。下面我们梳理 2017 年之后万家灯火计划的推进情况：
- **门店数量来看：门店开拓有序落地。**公司在经历 2013-2016 年门店数持续萎缩之后，2017 年以来公司开店速度明显加快，2017 年直营店和加盟店数量分别净增 162 家和 44 家，2018 年分别净增 129 家和 108 家，同时，加盟店占比也从 2016 年的提升至 2019 年的 7%持续提升至 13%，表明门店开拓以及加盟业务均在有序落地过程中。
- **区域开拓来看：全国化持续推进。**公司 2016 年前主要集中于江浙沪皖以及京、鲁等地，2017 年下半年公司首次进入华南地区深圳主商圈及西南地区重庆主商圈，2018 年在安徽、福建、江西、山东等地开店明显增加。此外，公司门店覆盖省区也从 2016 年的 16 个持续提升至 2019 年的 25 个，全国化扩张持续推进。
- **展望未来：重点发力埠外加盟门店拓展，疫情门店资源释放，有望加速公司开店进程。**展望未来，公司依然将坚持推进万家灯火计划，“直营+加盟”齐头并进，精耕上海、江苏等成熟市场，大力发展华南市场，这些区域预计以直营为主，上海、江苏以外区域将加快加盟店开店速度，预计每年达几百家，整体保持快速扩张势头。今年受疫情影响，很多小商铺和餐饮店受冲击较大，客观上加速了门店资源释放，因此公司在选址、租金谈判等方面机会明显增加。公司过去对不同区位进行了深度排摸，对热力图、消费习惯、人流密度等方面做了大量前期摸索工作，在不同区域储备了很多潜在目标，且形成了完善的选址模型，因此，随着当前门店资源的释放，公司网点中心可根据地理位置规划开店类型，预计今年开店将进一步加速。

图表 25: 公司 2017 年以来开店速度加快


来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 公司万家灯火计划有序推进

		2016	2017	2018	2019
直营店	新开	243	351	338	257
	关闭	257	189	209	209
	净增	-14	162	129	48
加盟店	新开	54	67	162	117
	关闭	41	23	54	70
	净增	13	44	108	47
	加盟占比	7%	8%	12%	13%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 27: 公司全国化扩张初具雏形


来源: wind、中泰证券研究所

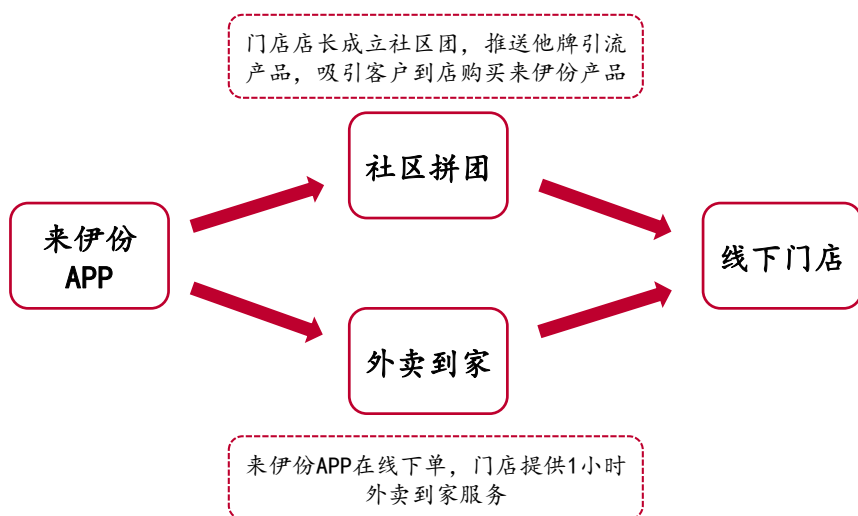
图表 28: 公司 2017 年以来区域扩展加速推进

		2016	2017	2018	2019
直营为主的区域	上海	1057	1122	1149	1193
	江苏	655	799	878	915
加盟为主的区域	浙江	171	198	203	210
	安徽	123	193	236	239
	江西	-	-	32	29
	福建	-	-	22	11
	山东	18	37	55	58
	北京	67	52	50	49
	广东	-	-	15	12
	其他	-	-	57	76

来源: wind、中泰证券研究所

- **边际改善二，提升同店：拓展业务边界，门店优化升级**
- **业务拓展：拓展社区拼团&外卖到家业务模式，提升单店营收。**一方面，公司积极通过门店业务拓展提升同店收入，具体而言，公司基于庞大的门店体系开发了社区拼团、外卖到家等业务，社区拼团即门店店长负责成立社区团，在群里不定期推送他牌引流产品，以此吸引客户到店购买其他产品，利用门店的社区属性增加门店营收，同时增强客户粘性；外卖到家即通过来伊份 APP、小程序来进行线上下单，门店提供 1 小时外卖到家服务，这种形式在上半年疫情期间得到了很好的推广。通过以上形式，公司形成了线上 APP、线下门店、拼团&到家业务三位一体的闭环，实现门店的内生增长。
- **门店升级：门店升级优化是提升同店的另一途径。**除了业务拓展之外，门店改造升级也是提升同店的重要途径。公司过去在上海的店比较小，很多是单开间门店，公司将根据门店经营状况、区位情况对老店进行优化调整，且未来在上海的新开店均以双开间为主，以顺应消费者对于门店设计的需求，承接区域内较强的消费能力。

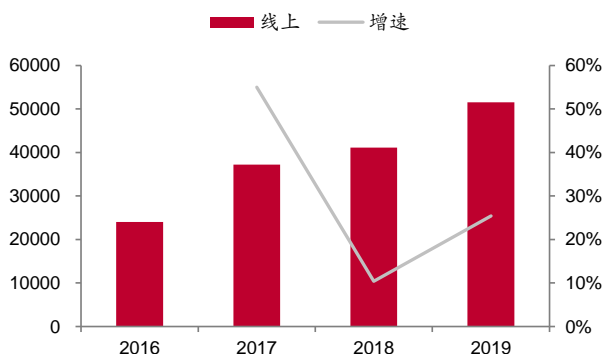
图表 29: 公司通过社区拼团和外卖到家业务拓展门店业务边界



来源: 公司年报、中泰证券研究所

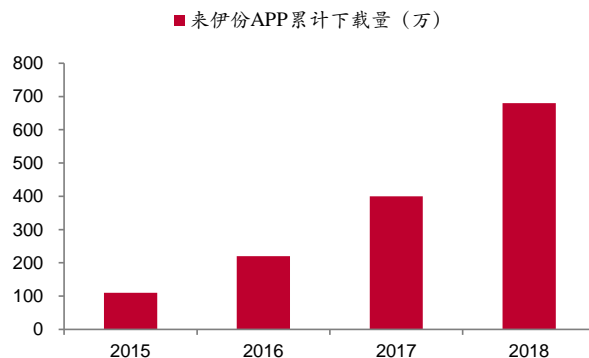
- **边际改善三, 发力线上: 加大线上投入, 线上有望迎来爆发**
- **线上占比尚低, 线上爆发条件已具备, 未来有望成为全新增长源。**公司过去线上相对薄弱, 2019 年线上收入占比仅为 13%, 主要是过去对线上投入不足, 今年开始公司将重点发力线上。我们认为, 在线上实现爆发需要具备产品、供应链、品牌三个要素, 公司已具备上述条件, 具体而言: 产品方面, 公司已形成完善的产品结构, 并将线上与线下产品做了区隔; 供应链方面公司 2019 年开始打造自己的业务中台、数据中台, 将线上和线下形成全打通; 品牌方面公司将在今年补齐最后一块拼图, 在代言人、品牌战略以及投入方面重塑品牌形象, 具体见上文分析, 同时将在直播、内容电商等方面发力。公司线上发力见效迅速, 5 月线上收入预计增长 30%以上, 增速远超同行。我们认为公司当前已具备线上突破的条件, 公司正沿着正确的打法推进, 线上后续有望迎来快速放量, 成为公司新的增长来源。
- **来伊份 APP: 重视 APP 在线上线下闭环的核心角色, 实现线上为线下引流。**公司在线上一方面将继续加强与天猫、京东等电商平台的战略合作, 另一方面将继续发挥来伊份 APP 的功能。来伊份 APP 是公司作为服务全渠道会员的载体, 一方面是线上销售的重要平台, 另一方面 2018 年开始拓展 APP 外卖、拼团等多项关联业务, 通过满足用户多种购物场景, 为用户提供到店、到家、1 小时速递送达的多种业务模式, 实现全场景覆盖。正如上文分析的, 我们认为来伊份 APP 将继续担当闭环核心的角色, 通过多形态业务模式构建公司生态体系, 挖掘 2800 家门店、3000 万会员的潜力, 打造私域流量池, 实现突破和增长。

图表 30: 公司 2019 年线上收入增长有所提速



来源: wind、中泰证券研究所; 单位: 万元

图表 31: 来伊份 APP 下载量持续增加



来源: wind、中泰证券研究所

产品: 持续推陈出新+线上线下区隔, 充分满足不同消费者需求

- 产品研发: 推动品类创新、产品品牌化, 保障“新鲜零食”战略顺利推进。**公司当前有十大品类、800 余款 SKU, 产品种类丰富, 同时不断开发与拓展创新品类, 2019 年累计开发新品 100 多种。未来公司产品方面主要有以下两点看点: 第一, 继续创新品类, 公司未来每年将推出 100-200 款新品, 一方面是纯新品, 根据市场的需求、前瞻食品研究院的研究、销售前端的反馈来开发, 另一方面是老品翻新, 通过原料升级、包装升级的方式进行, 如去年推出的花生加梅粉等; 第二, 产品品牌化, 公司将大单品进行命名, 如将原“1 号金芒”重新命名为“芒太后”, 原“4 号猪肉脯”重新命名为“居司令”, 以此来增加产品辨识度与内涵。总而言之, 公司未来产品研发一方面将围绕新鲜、健康方向, 另一方面将聚焦资源加大大单品的打造。我们认为公司产品开发思路清晰, 围绕“新鲜零食”战略, 有助于满足消费者对品质的要求, 是公司未来收入增长的重要保障。

图表 32: 公司产品品牌化有助于增强产品内涵

<p>芒太后</p> <p>肉肉的 厚厚的</p> <p>果肉丰满, 软韧不硬</p> <p>精选原产地鲜芒</p> <p>厚切工艺锁住鲜果水嫩</p> <p>经数十道工序制作而成</p>	<p>天天坚果</p> <p>天天补给 状态满分</p> <p>精选全球优质原料</p> <p>科学配比, 营养均衡</p>	<p>百年好核</p> <p>自然珍品 匠心味你</p> <p>甄选当季新鲜原果</p> <p>百年核桃林人工采摘</p> <p>经过6次高山泉水清洗</p>	<p>居司令</p> <p>好肉自然香</p> <p>1.4t法则选好肉</p> <p>2mm均厚修好肉</p> <p>360分钟以上慢烘</p> <p>4阶温度递增快烤</p>
---	---	--	--

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **产品区隔：线上、线下产品区隔，满足不同渠道消费者需求。**线上和线下由于用户消费习惯、消费体验不同，因此随着公司未来发力线上，在产品方面也将有所区隔，具体而言：第一，价格体系，线上由于直面价格战，以及产品相对标准化，定价体系低于线下；第二，产品规格，公司线下产品以散装为主，线上产品以定量袋装、礼盒化为主。我们认为，这种区隔有助于优化客户体验，满足不同渠道消费者对产品的需求。

图表 33：公司线下产品以散装为主



来源：百度、中泰证券研究所

图表 34：公司线上产品以定量装为主



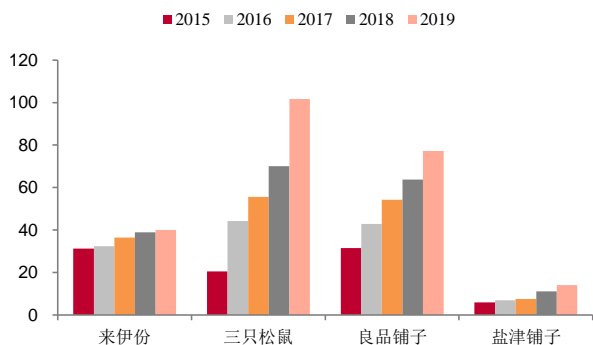
来源：天猫旗舰店、中泰证券研究所

同业对比：渠道模式差异显著，规模与盈利能力具备提升空间

业绩表现：对标龙头收入具备空间，产品齐备保障收入扩张

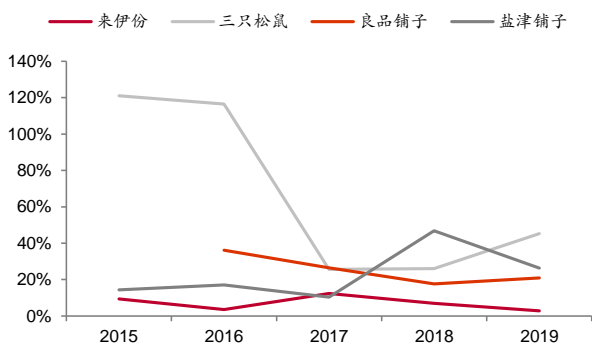
- **业绩：收入体量位于行业中游，未来有望缩小与龙头差距。**从收入体量来看，来伊份 2019 年营收 40.02 亿，在行业中处于中游水平。公司 2015 年收入与松鼠基本持平，而 2019 年仅不足松鼠的一半，其原因在于公司近年来发展较为缓慢，2015-2019 年收入 CAGR 仅为 6%，而松鼠、良品、盐津则分别为 49%、25%、24%，对标龙头，公司成长空间充足，未来在渠道扩张以及品牌营销发力的基础上，公司有望迎来快速成长阶段，与龙头差距有望逐步缩小。

图表 35：近年来休闲零食公司收入体量对比



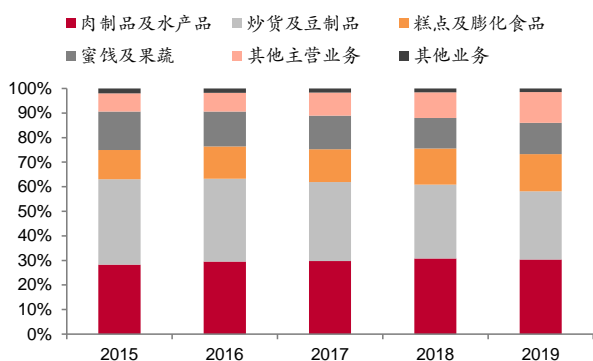
来源：wind、中泰证券研究所；单位：亿元

图表 36：近年来休闲零食公司收入增速对比

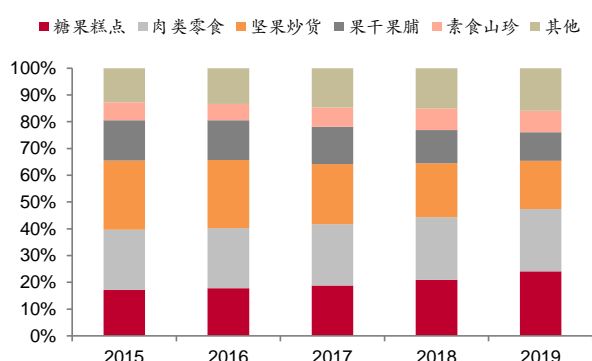


来源：wind、中泰证券研究所

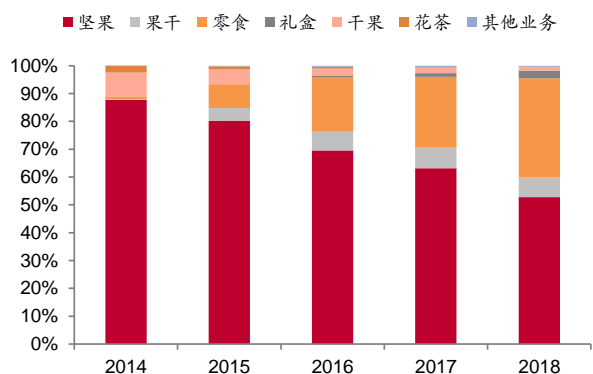
- 产品结构：种类丰富、结构均衡是共同特征。**从产品结构来看，来伊份与松鼠、良品、盐津有两点相似之处：第一，产品种类均较为丰富，来伊份、松鼠、良品 SKU 分别达 800+、600+、1000+，行业主要玩家均为全品类布局，同时都在不断拓展创新产品品类；第二，产品结构趋于均衡，近年来松鼠的坚果占比不断降低，盐津发力烘焙产品，来伊份肉制品及炒货之外产品的占比也在不断提升，即各家公司产品结构均趋于均衡，表明全品类均衡发展是行业发展趋势。齐备的产品体系是公司未来收入扩张的重要保障。

图表 37：来伊份产品结构


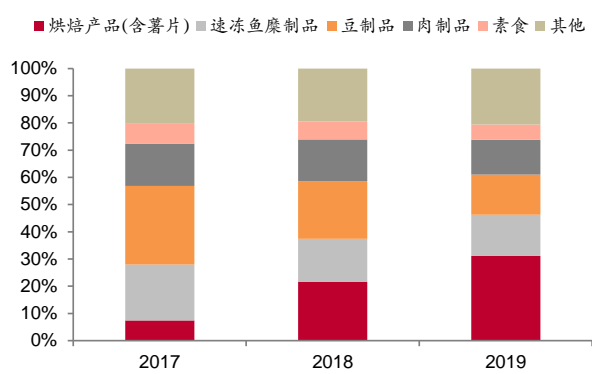
来源：wind、中泰证券研究所

图表 38：良品铺子产品结构


来源：wind、中泰证券研究所

图表 39：三只松鼠产品结构


来源：wind、中泰证券研究所；注：松鼠 2019 年产品分类方式发生变化，故未予以统计

图表 40：盐津铺子产品结构


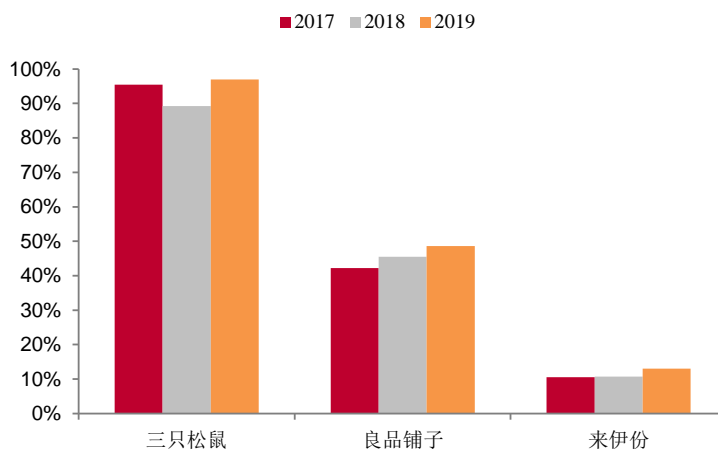
来源：wind、中泰证券研究所

渠道模式：来伊份倚重直营、立足华东，加盟模式和埠外区域提升空间大

- 渠道差异明显，全渠道模式是发展趋势。**由于盐津铺子以商超渠道为主，与其他三家的渠道模式可比性较小，故我们主要对松鼠、良品及来伊份进行对比分析，基本存在两个特征：第一，渠道模式差异明显：其中松鼠以线上模式为主，占比超过 90%；良品线上线下较为均衡，约各占 50%；来伊份以线下模式为主，占比接近 90%。第二，全渠道模式是发展趋势：松鼠起家线上，但近两年加快线下门店开拓，2019 年门店已超过 270 家；

良品起家线下，但近两年随着线上发力，线上占比持续提升；来伊份同样起家线下，近两年线上占比缓慢提升，且今年以来加大线上营销力度，线上占比有望明显提升。

图表 41: 松鼠、良品与来伊份的线上占比差异明显

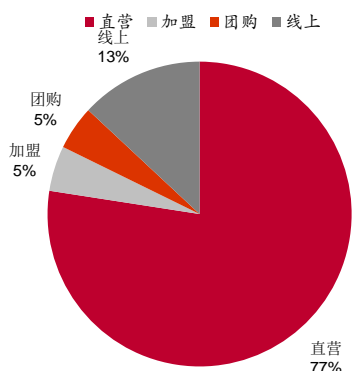


来源：公司年报、中泰证券研究所

■ **来伊份 VS 良品对比分析。**来伊份和良品铺子均以线下模式为主，在线下布局具备可比性，下面我们对对比分析：

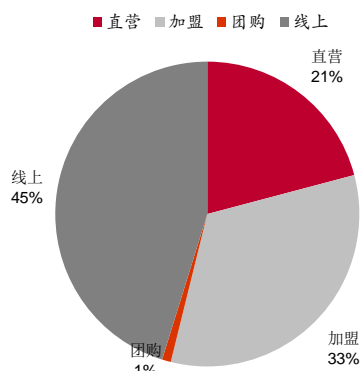
1、模式选择：来伊份直营为主，良品加盟&直营并重。从模式选择来看，来伊份直营模式为主，2019 年直营收入占比高达 77%，而良品铺子直营和加盟模式并重，2019H1 直营和加盟收入占比分别为 21%和 33%。展望未来，来伊份将在华东区域巩固直营模式的同时，在其他区域发力加盟模式，预计未来加盟模式占比有望提升；良品铺子于 2016 年开始推行“加盟为主、直营为辅”的门店布局策略，未来将基于这一策略继续加快全国化扩张。

图表 42: 来伊份渠道模式



来源：wind、中泰证券研究所

图表 43: 良品铺子渠道模式

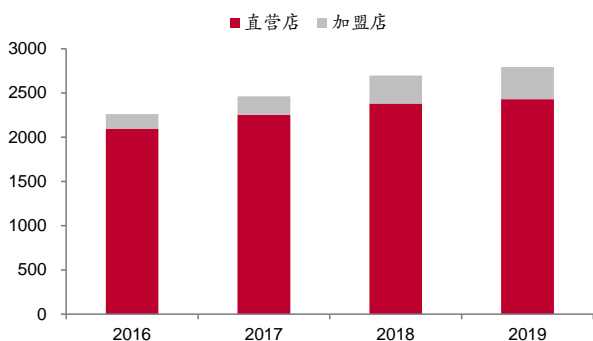


来源：wind、中泰证券研究所

2、门店数量：来伊份总量更多但以直营店为主，加盟店存在较大提升

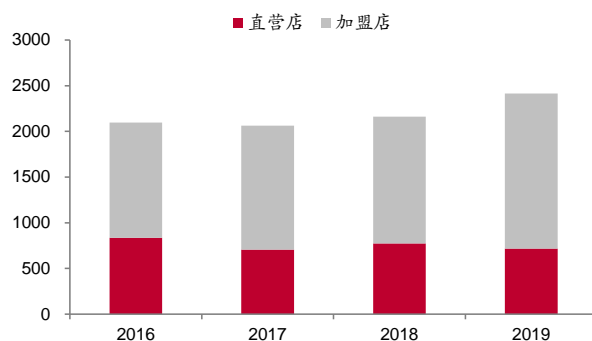
空间。来伊份 2019 年门店总数达 2792 家，其中直营门店达 2429 家，而良品铺子 2019 年门店总数达 2416 家，其中加盟店和直营店分别为 1698 家和 718 家，可见，第一，从门店数量来看，来伊份门店总数高于良品铺子，但良品铺子门店结构更为均衡；第二，近年来两者加盟店的开店节奏均在加快，对比良品铺子，来伊份在加盟门店拓展方面具备很大空间。我们认为，在全国化扩张战略的引领下，未来两者门店数量均有望保持快速增长趋势。

图表 44: 来伊份门店数量



来源: wind、中泰证券研究所

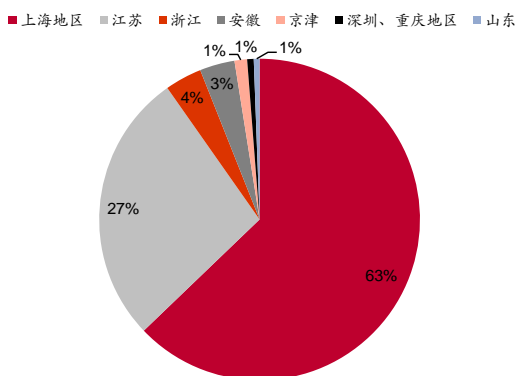
图表 45: 良品铺子门店数量



来源: wind、中泰证券研究所

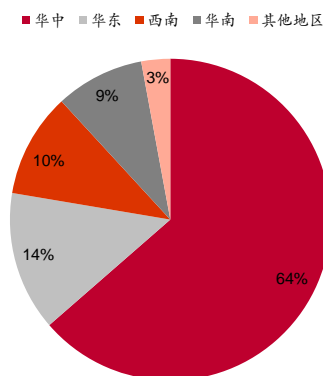
3、区域布局: 来伊份立足华东, 良品铺子扎根华中, 区域拓展具备空间。从区域布局来看, 来伊份起家上海, 其销售集中于华东四省, 2019 年上海、江苏、浙江、安徽占比分别为 63%、27%、4%、3%, 合计达到 97%; 良品铺子起家湖北, 2019 年华中、华东、西南、华南占比分别为 64%、14%、10%、9%, 线下分布相对更为均衡。一方面, 华东地区整体经济更为发达, 居民人均可支配收入更高, 更易于推广高端零食战略, 因此占据华东市场是来伊份得天独厚的区位优势; 另一方面, 公司正在积极从华东走向全国, 对标良品来看, 区域拓展仍有较大空间。

图表 46: 来伊份区域布局



来源: wind、中泰证券研究所

图表 47: 良品铺子区域布局

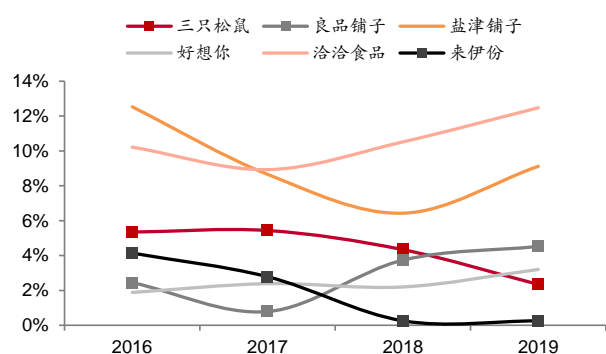


来源: wind、中泰证券研究所

盈利能力: 直营模式决定了公司低净利, 未来具备改善空间

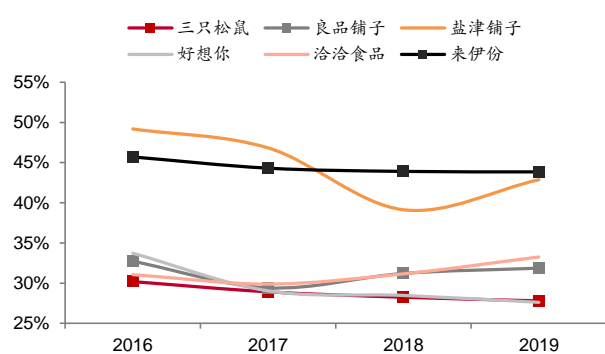
■ 从净利率来看，来伊份净利率相对于同行较低，且近年来呈下降趋势。拆分来看，毛利率方面，来伊份毛利率显著高于同行，我们认为主要是公司以线下直营门店模式为主，一方面产品定价高于线上，另一方面直营模式利润率高于加盟模式；费用率方面，来伊份期间费用率同样显著高于同行，且近年来呈上升趋势，是公司净利率较低的主因，公司高费用率主要是由于公司直营门店绝大多数为租赁经营，租赁费占销售费用的30%以上，近年来全国各大城市房屋租赁价格呈持续上涨趋势，同时公司在供应链打造、APP建设等利于公司中长期发展的方面投入很大费用，导致公司费用率居高不下，综上造成公司净利率整体较低，未来在加盟模式占比提升的趋势下，整体盈利能力具备改善空间。

图表 48: 公司净利率相对较低



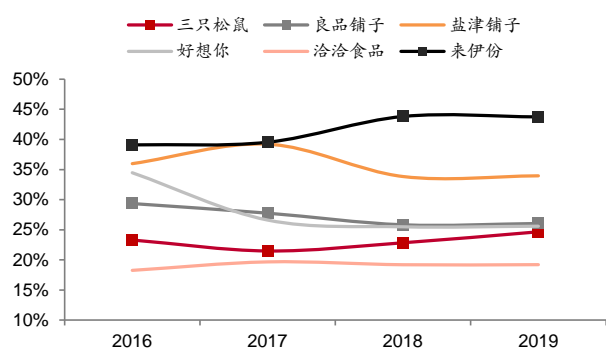
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 公司毛利率显著高于同行



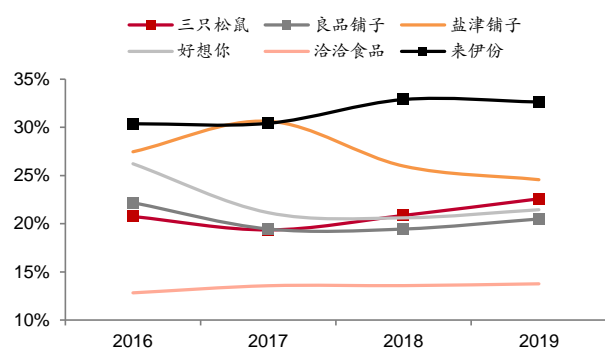
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: 公司期间费用率显著高于同行



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: 公司销售费用率显著高于同行



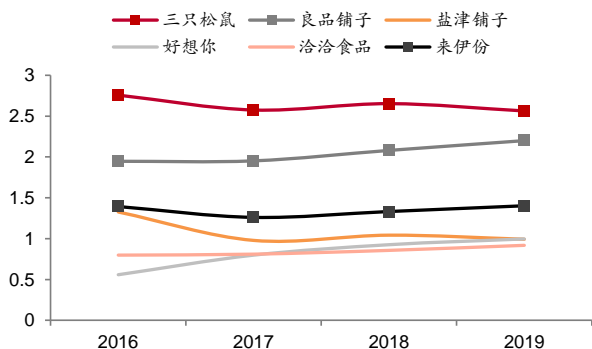
来源: wind, 中泰证券研究所

营运能力: 资产运营情况良好, 周转能力较强

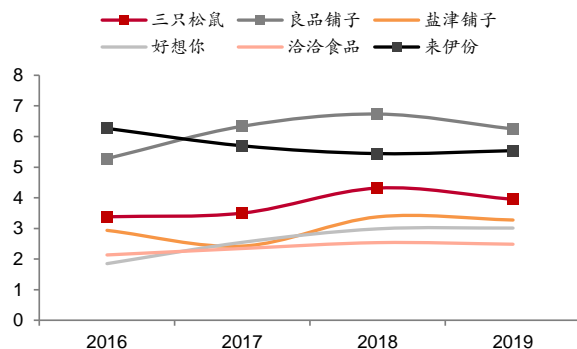
■ 从营运能力来看, 2019 年公司资产周转率为 1.40, 存货周转率为 5.54, 纵向对比来看, 近年来公司周转水平保持稳定, 横向对比来看, 公司周转水平处于行业中上游水平, 存货周转率仅低于良品铺子, 表明公司整体运营效率高, 存货管理能力强, 直营模式下周转能力突出。

图表 52: 公司总周转率处于行业中上游水平

图表 53: 公司存货周转率处于行业中上游水平



来源：招股说明书、中泰证券研究所



来源：招股说明书、中泰证券研究所

投资建议

分项预测

- **线上：**公司今年重点发力线上，线上营销投入将明显加大，且线上和线下相比具备性价比优势，我们预计未来三年线上将保持高速增长。
- **线下：**我们预计公司直营业务将保持稳健增长，随着公司放开加盟，埠外区域加盟门店扩张有望迎来快速推进，加盟业务占比将持续提升。

图表 54：公司收入分项预测

线上平台	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	372	411	516	1212	2242	3699
同比（%）		10.4%	25.4%	135.0%	85.0%	65.0%
占比（%）	10.2%	10.6%	12.9%	24.0%	34.1%	42.8%
线下-直营门店	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
门店数量	2252	2381	2429	2550	2652	2759
同比（%）		5.7%	2.0%	5.0%	4.0%	4.0%
单店营收（万元）	131	130	126	128	133	138
同比（%）		-1.3%	-3.1%	1.9%	3.8%	3.8%
收入（百万元）	2961	3091	3056	3270	3531	3814
同比（%）		4.4%	-1.1%	7.0%	8.0%	8.0%
线下-加盟门店	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
门店数量	208	316	363	490	711	1066
同比（%）		51.9%	14.9%	35.0%	45.0%	50.0%
单店营收（万元）	40	55	52	52	54	55
同比（%）		37.8%	-4.8%	0.0%	3.4%	2.0%
收入（百万元）	83	173	190	256	384	588
同比（%）		109.4%	9.4%	35.0%	50.0%	53.0%
团购	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	106	157	185	249	337	454
同比（%）		47.7%	17.8%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	114	59	57	65	75	86
同比（%）		-48.5%	-4.0%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	3636	3891	4002	5052	6569	8641
同比（%）		7.0%	2.9%	26.2%	30.0%	31.5%

来源：中泰证券研究所

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司在华东地区优势显著，为增强埠外市场竞争力，公司今年以来积极推动品牌重塑以及全渠道建设，边际改善明显，有望驶入成长快车道。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 50.52、65.69、86.41 亿元，同比增长 26.22%、30.02%、31.55%；实现净利润分别为 0.55、1.41、2.26 亿元，同比增长 432.75%、154.99%、60.32%，对应 EPS 分别为 0.16、0.42、0.67 元。公司未来几年仍以收入为导向，应用 PS 估值法当前市值对应 2020-2022 年收入分别为 1.39、1.07、0.81 倍，相对同行仍被低估，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55：可比公司估值表

	EPS			PE			PS		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
三只松鼠	0.75	1.02	1.36	105.70	78.42	58.61	2.42	1.86	1.48
良品铺子	1.00	1.30	1.65	77.67	59.82	47.09	3.46	2.81	2.31
盐津铺子	1.48	2.13	2.89	78.06	54.14	39.96	8.19	6.42	5.21
洽洽食品	1.45	1.72	2.04	38.80	32.65	27.63	5.04	4.37	3.82
行业平均	-	-	-	75.06	56.26	43.32	4.78	3.87	3.21
来伊份	0.16	0.42	0.67	127.10	49.84	31.09	1.39	1.07	0.81

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **上游原材料价格波动：**各类农产品是休闲食品的主要原料。近年来，在消费升级的大背景下，我国食品行业总体上保持着良好的发展势头，但由于受农村耕地面积减少、农业生产成本上升、自然灾害、动物疫情、通货膨胀等因素的影响，农产品的价格出现了一定波动，通过上游供应商传导到销售终端，进而对公司商品销售价格产生影响。如果未来原材料价格大幅波动且公司不能及时消除原材料价格波动的不利影响，将对本公司的经营业绩造成影响。
- **市场竞争加剧：**近年来，我国休闲零食市场发展较快，市场规模持续提升，但同时市场参与者数量也在不断增加，进一步提升了市场竞争的激烈程度。虽然公司在休闲食品领域具备一定领先地位，但如果未来行业增速放缓，市场参与者数量不断增加，导致行业竞争进一步加剧，则对公司的市场占有率及经营业绩存在不利影响。
- **门店租金提高：**公司线下实体门店，直营占比较高，且绝大部分为租赁经营。近年来，各大城市房屋租赁价格呈持续上涨趋势，公司仍将面临营业场所租金提高、销售费用增加的风险，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

图表 56: 来伊份三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,891	4,002	5,052	6,569	8,641	货币资金	812	765	4,087	5,255	6,913
增长率	7.0%	2.9%	26.2%	30.0%	31.5%	应收款项	100	96	151	171	253
营业成本	-2,183	-2,247	-2,828	-3,633	-4,753	存货	385	427	594	717	999
%销售收入	56.1%	56.2%	56.0%	55.3%	55.0%	其他流动资产	658	679	733	776	868
毛利	1,708	1,755	2,224	2,936	3,889	流动资产	1,955	1,967	5,565	6,919	9,032
%销售收入	43.9%	43.8%	44.0%	44.7%	45.0%	%总资产	68.8%	68.6%	87.2%	90.1%	92.7%
营业税金及附加	-34	-30	-30	-39	-52	长期投资	180	125	102	74	39
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	531	607	584	559	532
营业费用	-1,280	-1,306	-1,591	-2,036	-2,636	%总资产	18.7%	21.2%	9.2%	7.3%	5.5%
%销售收入	32.9%	32.6%	31.5%	31.0%	30.5%	无形资产	33	31	28	25	22
管理费用	-431	-420	-530	-670	-864	非流动资产	887	899	813	757	711
%销售收入	11.1%	10.5%	10.5%	10.2%	10.0%	%总资产	31.2%	31.4%	12.8%	9.9%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	-36	-1	72	190	337	资产总计	2,841	2,866	6,379	7,676	9,744
%销售收入	-0.9%	0.0%	1.4%	2.9%	3.9%	短期借款	0	0	0	24	66
财务费用	6	0	4	4	3	应付款项	896	1,025	1,395	1,718	2,358
%销售收入	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	其他流动负债	55	64	64	64	64
资产减值损失	-7	0	2	2	2	流动负债	951	1,089	1,458	1,806	2,487
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	27	19	20	15	5	其他长期负债	36	14	14	14	14
%税前利润	311.1%	74.9%	19.1%	6.8%	1.4%	负债	988	1,103	1,472	1,819	2,501
营业利润	-10	19	97	212	347	普通股股东权益	1,853	1,763	4,906	5,857	7,243
营业利润率	-0.3%	0.5%	1.9%	3.2%	4.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	19	6	7	9	4	负债股东权益合计	2,841	2,866	6,379	7,676	9,744
税前利润	9	25	104	221	351	比率分析					
利润率	0.2%	0.6%	2.1%	3.4%	4.1%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-37	-18	-45	-76	-122	每股指标					
所得税率	433.3%	70.8%	43.3%	34.4%	34.6%	每股收益(元)	0.03	0.03	0.16	0.42	0.67
净利润	10	10	55	141	226	每股净资产(元)	5.47	5.20	14.47	17.27	21.36
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.21	0.30	0.72	1.02	1.36
归属于母公司的净利润	10	10	55	141	226	每股股利(元)	0.15	0.15	0.03	0.08	0.13
净利率	0.3%	0.3%	1.1%	2.1%	2.6%	回报率					
						净资产收益率	0.55%	0.59%	1.13%	2.41%	3.12%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	0.36%	0.36%	0.87%	1.84%	2.32%
						投入资本收益率	0.75%	1.10%	19.13%	78.09%	656.86%
净利润	10	10	55	141	226	增长率					
加: 折旧和摊销	113	124	54	57	59	营业总收入增长率	7.01%	2.86%	26.22%	30.02%	31.55%
资产减值准备	-7	0	0	0	0	EBIT增长率	-101.39%	-1023.73%	375.01%	126.76%	67.08%
公允价值变动损失	0	-1	0	0	0	净利润增长率	-90.03%	2.59%	432.75%	154.99%	60.32%
财务费用	0	3	-4	-4	-3	总资产增长率	-5.34%	0.88%	122.54%	20.34%	26.94%
投资收益	-27	-19	-20	-15	-5	资产管理能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	8.2	8.8	8.8	8.8	8.8
营运资金的变动	-48	470	160	168	184	存货周转天数	37.1	36.5	36.4	35.9	35.7
经营活动现金净流	73	102	245	346	460	应付账款周转天数	107.2	107.0	107.1	107.1	107.1
固定资本投资	-1	-74	-60	-60	-50	固定资产周转天数	49.1	51.2	42.4	31.3	22.7
投资活动现金净流	-122	-104	-15	-15	-8	偿债能力					
股利分配	-51	-51	-11	-28	-45	净负债/股东权益	-40.20%	-230.50%	-106.66%	-117.25%	-125.00%
其他	-51	-55	3,102	866	1,251	EBIT利息保障倍数	0.4	-330.8	-24.2	-48.0	-98.1
筹资活动现金净流	-102	-106	3,091	837	1,205	资产负债率	34.77%	38.48%	23.08%	23.70%	25.67%
现金净流量	-151	-109	3,321	1,168	1,658						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。