

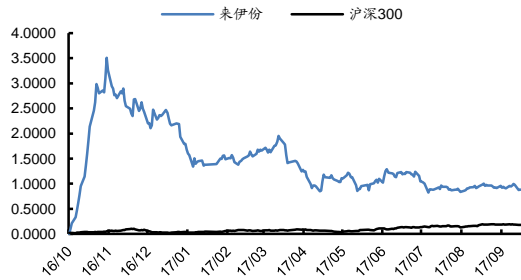
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人：邓安迪  
13817725424 dengad@ghzq.com.cn

## 单店营收稳步增长，异地扩张值得期待

### ——来伊份（603777）调研简报

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
来伊份	-3.1	-14.0	88.3
沪深300	-0.6	4.8	18.3

#### 市场数据 2017-09-27

当前价格（元）	31.33
52周价格区间（元）	13.87 - 81.59
总市值（百万）	7635.73
流通市值（百万）	1879.80
总股本（万股）	24371.93
流通股（万股）	6000.00
日均成交额（百万）	332.40
近一月换手（%）	108.91

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 投资要点：

- 从重量到重质转变，单店收入稳步增长** 公司门店从单纯数量上的扩张转为注重品质的打造，单店收入规模出现稳步增长。公司上市募集资金计划用于升级位于上海、江苏、浙江等地共1158家店铺，17H1公司约完成计划中90-95%的门店升级。门店升级后，有效使用面积的增加令单店业绩提升大约30%。数据上来看，2013年至2015年，公司直营店单店年均收入从108万元增长至126万元。经测算，2016年公司直营店单店年均收入应该在130万元以上，17H1升级后的单店收入可能已经超过140万元。因此，从重视数量到重视质量的转变，公司实现了直营店单店收入的稳步提升，在店铺数量下滑的情况下，总体营收依然保持增长。
- 万家灯火计划启动，加盟和直营齐头并进** 公司启动万家灯火计划，计划以直营店和加盟店齐头并进的方式，完成从江浙沪区域向全国的扩张。17H1公司直营店和加盟店数量分别为2091家、169家，同比去年变化不大，且主要集中在江浙沪三地。上市以后，随着战略逐渐清晰，公司提出了万家灯火计划，打算在2022年实现一万家门店的规模，且加盟店数量占比将达到30-40%。短期来看，公司将沿着经济发达地区逐步扩张，扩张区域主要集中在华南的深圳和广州、华东的福建省和西南的重庆等地。长期来看，如果公司扩张计划顺利进行，从2018年开始，公司直营店和加盟店的数量将同比每年增长25%、80%，到2022年直营店和加盟店数量将分别达到6500家、3500家。因此，随着公司全国化的扩张，营收有望实现快速增长。
- 发力线上电商平台，打造全渠道经营模式** 公司已经逐渐形成线下直营店和加盟店-线上电商-移动APP-特通渠道的全渠道运营模式。公司在线下渠道取得成功的同时，也与时俱进的开发电商平台和移动APP。在线上渠道方面，17H1公司电商业务收入约1.39亿元，占总营收比例为7.76%，占比同比16H1提升0.66pct。17H2公司将增加电商平台费用投入，且下半年是电商消费旺季，公司电商业务有望实现快速增长。在特通渠道方面，公司开始进军高铁、便利店专架、超市专架等区域，并针对性的开发相应的休闲食品品类。随着全渠道模式的发展以及线上线下的不断融合，公司有望进一步提高其在休闲食品领域的竞争力。
- 产品品质严格把控，新品研发丰富SKU** 作为食品企业，公司严格把控产品品质，并不断研发新品，丰富自身品类，从而赢得消费者

的喜爱。在品控上，公司依靠感官检验保证产品外观完整、大小均匀等品象符合公司标准，再通过理化检验来保证产品品质符合要求。在研发上，公司通过自行研发、厂家研发、科研院校合作三种模式来开发新品。目前，公司休闲食品品类大约 1000 多个，且每年上市的新品在 120-160 个之间。良好的品控加丰富的品类、全渠道便捷的购物，使得来伊份产品深受消费者的喜爱，其品牌形象逐渐深入人心。

- **盈利预测和投资评级：给予增持评级** 公司近年来实现了重量到重质的转变，单店营收出现稳步增长。随着战略逐渐清晰，公司启动万家灯火计划，未来有望在异地保持快速扩张。同时，公司全渠道模式发展良好，电商业务有望实现快速增长。综上，我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.68/0.81/1.07 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 45.89/38.75/29.39 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**单店收入增长不及预期；异地扩张不及预期；电商业务发展不及预期；食品安全事故

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3236	3458	4014	5126
增长率(%)	3%	7%	16%	28%
净利润（百万元）	134	164	194	256
增长率(%)	2%	22%	18%	32%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.68	0.81	1.07
ROE(%)	7.15%	8.10%	8.91%	10.86%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 来伊份盈利预测表

证券代码:		603777.sh		股票价格:		31.33		投资评级:		增持		日期:		2017/9/27	
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>						
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>										
ROE	7%	8%	9%	11%	EPS	0.56	0.68	0.81	1.07						
毛利率	46%	46%	47%	47%	BVPS	7.81	8.43	9.07	9.82						
期间费率	40%	40%	40%	40%	<b>估值</b>										
销售净利率	4%	5%	5%	5%	P/E	56.07	45.89	38.75	29.39						
<b>成长能力</b>					P/B	4.01	3.72	3.45	3.19						
收入增长率	3%	7%	16%	28%	P/S	2.32	2.17	1.87	1.47						
利润增长率	2%	22%	18%	32%											
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>						
总资产周转率	1.17	1.17	1.24	1.41	营业收入	3236	3458	4014	5126						
应收账款周转率	47.91	37.22	38.14	40.56	营业成本	1757	1864	2144	2713						
存货周转率	5.99	6.29	6.18	6.15	营业税金及附加	35	38	44	56						
<b>偿债能力</b>					销售费用	983	1035	1213	1558						
资产负债率	32%	31%	33%	35%	管理费用	284	306	354	449						
流动比	2.17	2.34	2.28	2.16	财务费用	(2)	(9)	(9)	(9)						
速动比	1.84	2.01	1.94	1.80	其他费用/(-收入)	4	4	4	4						
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	182	229	273	362						
现金及现金等价物	835	984	1016	1000	营业外净收支	13	9	10	11						
应收款项	68	93	105	126	利润总额	195	239	283	373						
存货净额	294	302	354	450	所得税费用	61	75	89	117						
其他流动资产	724	774	898	1147	净利润	134	164	194	256						
<b>流动资产合计</b>	<b>1921</b>	<b>2153</b>	<b>2374</b>	<b>2724</b>	少数股东损益	0	0	0	0						
固定资产	497	448	503	552	归属于母公司净利润	134	164	194	256						
在建工程	37	37	37	37	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>						
无形资产及其他	33	33	35	35	经营活动现金流	324	168	175	164						
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	134	164	194	256						
<b>资产总计</b>	<b>2769</b>	<b>2952</b>	<b>3229</b>	<b>3629</b>	少数股东权益	0	0	0	0						
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	39	53	48	54						
应付款项	539	562	661	835	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	136	148	171	218	营运资金变动	151	(119)	(311)	(586)						
其他流动负债	211	211	211	211	投资活动现金流	(693)	50	(55)	(50)						
<b>流动负债合计</b>	<b>886</b>	<b>921</b>	<b>1043</b>	<b>1264</b>	资本支出	31	50	(55)	(50)						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0						
其他长期负债	9	9	9	9	其他	(724)	0	0	0						
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	筹资活动现金流	518	(16)	(39)	(77)						
<b>负债合计</b>	<b>894</b>	<b>930</b>	<b>1052</b>	<b>1272</b>	债务融资	0	0	0	0						
股本	240	240	240	240	权益融资	677	0	0	0						
股东权益	1875	2022	2177	2356	其它	(159)	(16)	(39)	(77)						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2769</b>	<b>2952</b>	<b>3229</b>	<b>3629</b>	现金净增加额	149	202	81	38						

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。