

来伊份（603777）：22年特渠超预期，23年加盟拓店有望加速

2023年5月5日

推荐/维持

来伊份

公司报告

事件：公司2022年全年实现营业收入43.82亿元，同比+5.03%，归母净利润1.02亿元，同比+229.12%；扣非归母净利润0.60亿元，同比+191.27%。其中，Q4实现营收11.33亿元，同比+0.97%；归母净利润0.31亿元，同比+72%，扣非归母净利润0.12亿元，较去年同期扭亏为盈。2023年Q1公司实现营业收入12.12亿元，同比-7.8%，归母净利润0.71亿元，同比-23.04%，扣非归母净利润0.63亿元，同比-27.02%。

22年加盟业务快速推动。2022年公司直营门店零售收入274,647.35万元（同比-3.54%），加盟商批发收入63,979.25万元（同比+37.46%），特渠收入34,994.51万元（同比+80.08%），电商收入50,204.19万元（同比-7.54%）。加盟门店的扩张带来加盟批发收入的快速增长。截止2022年末，公司全国门店总数达3,622家，同比增加134家，其中：直营门店2,128家，同比减少66家，加盟门店1,494家，同比增加200家，加盟店占比41.2%。公司能够快速开店基于加盟店的赚钱效应和公司在省外的大力扶持，加盟商带店率提升。2022年全年三店以上客户签约占比超50%。22年疫情原因公司开店速度较21年放缓，但22年全年加盟签约店数超700家，为23年新增加盟打下良好基础，我们预计23年随着线下消费的复苏公司将加速开店，我们推测公司23年门店将达到4200-4500家左右。

单店收入受到影响，未来存在改善预期。公司直营/加盟渠道单店收入分别为127.09/45.90万元，分别同比+1.84%/-4.89%，加盟门店单店收入降低主要与疫情闭店、门店密度增加有关。此外，省外单店收入较上海低，公司对外埠地区的扶持力度较高，对单店收入均造成影响。公司正在加强门店模型的优化，例如通过APP引流、社区团购、咖啡等形式提升门店带货率，随着疫情的恢复以及引流效果的逐步显现，预计单店收入下降的趋势能有所改善。

保供订单推动特通渠道高增。2022年疫情对线下现代流通渠道造成一定影响，但保供订单的销售带动特渠收入同比增长80.08%，达到3.50亿元，体现了公司的组织应变速度和在上海地区的实力。此外，公司与长三角等数百家经销渠道商建立深度合作，通过专柜、专架等方式持续与家乐福、永旺、苏宁小店、罗森、永辉、便利蜂及百大合家福等线下连锁渠道合作。公司虽然进入现代流通渠道时间较晚，但我们认为，现代流通渠道也在疫后快速恢复的过程，公司在长三角具备较强的品牌力，未来该渠道具备较大的发展潜力。22年公司在直营/加盟/特通/线上渠道的毛利率分别为51.24%/21.14%/33.96%/22.93%，分别同比+0.34/+1.55/+9.73/-1.38，特通渠道毛利率大幅增加主要得益于保定订单的销售和产品结构的改善，预计随着特通渠道占比的增加，公司盈利能力有望进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：我们认为，短期来看，疫情后消费在逐步改善。长期来看，加盟商盈利能力较强，带店意愿提升，公司加盟门店拓店较为顺利，此外，流通渠道的进入拓宽了公司渠道的布局，也将为公司带来不错的增量。预计公司2023-2025年净利润分别为0.88、1.21和1.51亿元，对应EPS分别为0.26、0.36和0.45元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为63、46和37倍，维持“推荐”评级。

公司简介：

公司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。公司产品主要覆盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干、果干蜜饯、果蔬零食、豆干小食、海味即食、糖巧果冻、膨化食品、进口食品等10大核心品类，约800余款产品。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示：

无

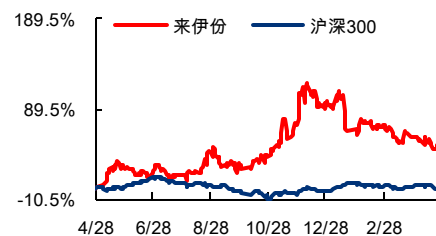
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	24.07-11.32
总市值（亿元）	55.5
流通市值（亿元）	55.5
总股本/流通A股（万股）	33,656/33,656
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	7.45

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

风险提示：公司特渠业务及加盟业务开展不及预期；销售费用投放效果不及预期；产品质量风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,172.37	4,382.39	4,673.14	4,937.01	5,131.57
增长率(%)	3.63%	5.03%	6.63%	5.65%	3.94%
归母净利润(百万元)	31.00	102.03	88.39	120.95	151.12
增长率(%)	147.55%	229.14%	-13.37%	36.83%	24.94%
净资产收益率(%)	1.83%	5.63%	5.23%	7.60%	10.55%
每股收益(元)	0.09	0.30	0.26	0.36	0.45
PE	183.22	54.97	62.79	45.89	36.72
PB	3.28	3.07	3.28	3.49	3.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	1885	2213	2266	2391	2367	营业收入	4172	4382	4673	4937	5132
货币资金	879	1318	1249	1355	1323	营业成本	2356	2492	2702	2859	2978
应收账款	45	78	38	47	56	营业税金及附加	30	30	33	34	36
其他应收款	77	75	79	84	87	营业费用	1357	1203	1241	1259	1257
预付款项	15	11	11	11	11	管理费用	480	546	598	652	693
存货	340	379	401	430	444	财务费用	19	13	15	15	15
其他流动资产	55	45	60	61	66	研发费用	5	18	19	20	21
非流动资产合计	1499	1475	1329	1236	1173	资产减值损失	0.00	18.64	10.00	5.00	5.00
长期股权投资	60	77	77	77	77	公允价值变动收益	27.91	0.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	508	497	457	417	377	投资净收益	77.35	33.29	36.61	40.28	44.30
无形资产	29	49	46	43	41	加:其他收益	17.59	21.74	23.00	25.00	27.00
其他非流动资产	60	2	2	2	2	营业利润	45	113	115	159	199
资产总计	3384	3689	3595	3627	3540	营业外收入	8.31	5.09	6.70	5.89	6.30
流动负债合计	1449	1676	1586	1672	1714	营业外支出	1.75	3.74	4.19	3.23	3.72
短期借款	0	100	0	0	0	利润总额	52	114	118	161	201
应付账款	629	703	731	785	812	所得税	21	12	29	40	50
预收款项	2	1	1	1	1	净利润	31	102	88	121	151
一年内到期的非流动负债	257	272	272	272	272	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	240	202	317	362	394	归属母公司净利润	31	102	88	121	151
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	1689	1877	1903	2034	2108	成长能力					
少数股东权益	0	1	1	1	1	营业收入增长	3.63%	5.03%	6.63%	5.65%	3.94%
实收资本(或股本)	337	337	337	337	337	营业利润增长	-183.7	148.61%	2.42%	37.49%	25.42%
资本公积	919	905	905	905	905	归属于母公司净利润增长	147.55	229.12%	-13.36%	36.83%	24.95%
未分配利润	401	498	386	272	105	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1696	1811	1692	1592	1432	毛利率(%)	43.54%	43.13%	42.19%	42.09%	41.97%
负债和所有者权益	3384	3689	3595	3627	3540	净利率(%)	0.74%	2.33%	1.89%	2.45%	2.95%
现金流量表						偿债能力					
	单位:百万元					总资产净利润(%)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)					
经营活动现金流	575	664	130	194	186	营运能力					
净利润	31	102	88	121	151	总资产周转率	1.37	1.24	1.28	1.37	1.43
折旧摊销	111.21	104.05	50.67	50.35	50.05	应收账款周转率	109	71	80	115	99
财务费用	19	13	15	15	15	应付账款周转率	6.81	6.58	6.52	6.51	6.43
应收帐款减少	-13	-33	39	-9	-9	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.30	0.26	0.36	0.45
投资活动现金流	-33	17	25	113	86	每股净现金流(最新摊薄)	0.48	1.31	-0.42	0.32	-0.10
公允价值变动收益	28	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.03	5.38	5.03	4.73	4.25
长期投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	77	33	37	40	44	P/E	183.22	54.97	62.79	45.89	36.72
筹资活动现金流	-380	-240	-296	-200	-304	P/B	3.28	3.07	3.28	3.49	3.88
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	42.01	25.23	26.43	20.67	17.56
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	-2	-14	0	0	0						
现金净增加额	162	441	-141	106	-32						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	来伊份（603777）：加盟、社区团购、保供订单共同推动增长，业绩屡创新高	2022-08-30
公司深度报告	来伊份（603777）：多管齐下，静待突破	2022-02-23
行业普通报告	食品饮料行业报告：关注糖酒会带来情绪催化	2023-04-03
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶价格跌破4元，下行趋势仍延续	2023-03-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化	2023-03-20
行业普通报告	食品饮料行业报告：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长	2023-03-08
行业普通报告	食品饮料行业报告：“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升	2023-02-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：婴配粉新国标正式实施，将加速行业集中度提升	2023-02-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：预制菜首次写入中央一号文件	2023-02-21
行业普通报告	食品饮料行业报告：上下游价格剪刀差持续扩大，利润有望回流向食品制造企业	2023-02-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王浩婷

普渡大学硕士，5 年证券研究经验，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526