

来伊份（603777.SH）：坚守品质，重塑门店，合作创新，期待逐步突破

2025 年 11 月 13 日

推荐/首次

来伊份

公司报告

来伊份作为中国休闲食品连锁经营模式的领航者，深耕肉类及坚果炒货行业，凭借独特的口味创新和优质的产品质量，逐渐成为国内领先的休闲食品品牌。公司近年来在渠道结构、区域布局、成本控制与新业态拓展等方面持续推进战略转型。从区域表现来看，公司营收高度集中于华东地区，2024 年该区域营收占比达 86.94%，毛利率为 40.76%，显著高于其他地区。公司坚持深耕长三角市场，依托密集的门店布局和品牌优势巩固区域龙头地位，同时通过加盟模式逐步向外埠市场延伸，展现出较强的区域渗透能力和市场控制力。

在渠道策略方面，公司已经从以直营为主转向“直营+加盟”双轮驱动策略。2024 年加盟门店数量首次超过直营门店，占比提升至 51.9%；“万家灯火”计划有效推动了加盟业务快速扩张，加盟批发营收占比从 2019 年的 4.81% 提升至 2024 年的 23.67%，五年 CAGR 达 31.99%，成为收入增长的重要引擎。尽管直营门店数量有所收缩，但加盟网络的拓展为公司带来更低的运营成本和更快的市场覆盖。

公司持续优化费用结构，降本增效成效显著。2024 年销售费用较 2022 年下降约 25%，降低 3.25 亿元。其中与直营门店相关的费用降低 19%，广告宣传费用大幅减少 62%。尽管受收入规模收缩影响，期间费用率仍有所上升，但公司通过关闭低效门店、精细化运营和数字化管理，在费用控制方面取得初步进展，为盈利能力的回升奠定基础。

在新业态布局方面，公司积极推动门店模式创新，推出生活店、仓储会员店并与量贩零食养饴记合作，构建多维业态。生活店显著增加他牌占比，围绕社区生活场景，深化低温乳制品、锁鲜卤味、茶饮果汁、进口商品等品类的布局。目前已开设 80 余家，为公司重点推广的店型；仓储店以“大 SKU+低价格”吸引家庭客群，SKU2000+，部分单品价格低至原价的 56%。此外，公司于 2025 年 1 月与养饴记成立合资公司，共同打造“社区零售 4.0”门店，通过“全品类+场景化”运营模式突破传统零食边界，首店开业两日营业额即突破 40 万元，显示出较强的业态创新与协同能力。

与腾讯战略合作，积极拥抱人工智能技术，巧用 AI 赋能线下消费场景。2023 年，来伊份与腾讯智慧零售在深圳签署战略合作协议，双方在聚焦全域消费者运营体系、数字化赋能小店零售、AIGC、腾讯云基建、战略资源支持等领域开展深度合作。24 年公司智慧系统初步成熟，公司运营效率开始提升，研发费用开始下降，预计随着系统应用的进一步落地，公司的期间费用仍有望进一步下降。

盈利预测及投资评级：我们认为公司在坚持品质和高端的同时通过与养饴记的深入合作进入量贩零食赛道，并通过开设生活店、仓储会员店探索新的零食零售业态，在多条赛道上探索有望走出自己的特色之路。公司有望通过上述赛道实现收入的提升从而逐步提升公司盈利能力。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 -1.34/-0.53/0.06 亿元，分别同比 -57.70%/71.31%/175.24%；对应 EPS 分别为 -0.40/-0.16/0.02 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别

公司简介：

上海来伊份股份有限公司的主营业务是休闲食品的研发、生产和销售。公司主营产品涵盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干等 13 大核心品类，1500 余款商品，旗下拥有嗨吃无骨、居司令、来吃鸭等众多知名大单品。在 2024 中国连锁经营协会商业特许经营 TOP300 中排名第 46 位；中国百强连锁企业榜单中排名第 70 位；并首次荣膺 TopBrand2023 中国品牌 500 强荣誉。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

2025-08-28 股东大会召开

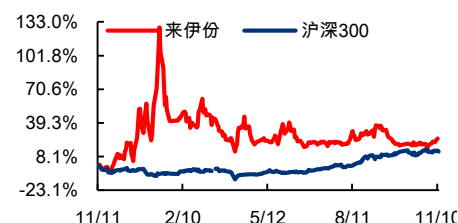
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	24.6-10.1
总市值（亿元）	45.11
流通市值（亿元）	45.11
总股本/流通 A 股（万股）	33,442/33,442
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	14.18

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

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

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

为-33/-83/684 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：消费降级、消费复苏不及预期；与养饽记合作不及预期；开店不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,977.18	3,370.48	3,877.62	4,272.26	4,550.38
增长率（%）	-9.25%	-15.25%	15.05%	10.18%	6.51%
归母净利润（百万元）	57.05	(75.27)	(133.60)	(53.36)	6.47
增长率（%）	-39.24%	-225.43%	-57.70%	71.31%	175.24%
净资产收益率（%）	3.10%	-4.34%	-8.31%	-3.44%	0.42%
每股收益（元）	0.17	(0.23)	(0.40)	(0.16)	0.02
PE	77.35	(57.17)	(33.13)	(82.95)	683.87
PB	2.41	2.55	2.75	2.86	2.84

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. “主板零食第一股”——稳健筑基，创新求变	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 组织架构-控制权集中，治理结构不断优化	6
1.3 产品品类丰富，积极推陈出新	7
2. 财务表现：直营转加盟之路，收入波动，费用改善	7
2.1 营收出现波动，利润触及底部	8
2.2 地区：立足苏沪，向外拓展	8
2.3 肉制品及水产品为特色	9
2.4 直营为主，逐步转加盟	11
2.5 毛利率承压，但降本措施推动期间费用下降	12
3. 行业分析：中国零食业态的共生繁荣与千店千面	14
3.1 渠道演进史：从商超货架到全域战场	14
3.2 他山之石：日本市场的启示与镜鉴	15
3.3 我国零食渠道的多元化与未来潜力空间	16
4. 公司分析：全渠道升级与生态化布局	17
4.1 多元业态协同升级，打造社区零售新生态	17
4.1.1 拓展他牌及品类，打造高品质社区生活店	17
4.1.2 仓储店，开创休闲零食新业态	18
4.2 与养饴记合作，探索零食新业态	18
4.3 门店战略转型：从直营为主到“万家灯火”	19
4.4 高质量高价位，差异化选品领跑行业	22
4.5 信息化转型，构建智慧消费新生态	22
5. 盈利预测及投资评级：	24
6. 风险提示	24
相关报告汇总	26

插图目录

图 1： 来伊份发展历程	5
图 2： 来伊份股权结构图	6
图 3： 来伊份主要产品	7
图 4： 2019-2024 来伊份营业收入情况（万元）	8
图 5： 2019-2024 来伊份归母净利润表现（万元）	8
图 6： 2021-2024 年来伊份分地区营收占比：%	8
图 7： 2021-2024 年来伊份分地区毛利率情况：%	8
图 8： 2019-2024 来伊份各地区直营门店数量：家	9
图 9： 2020-2024 来伊份各地区直营门店变化情况：家	9
图 10： 2013-2024 来伊份各品类营业收入情况（万元）	9

图 11： 2019-2024 来伊份各品类营收增长情况（%）	9
图 12： 2024 年主要休闲零食品牌各品类营收占比（%）	10
图 13： 2019-2024 来伊份分渠道营业收入（万元）	11
图 14： 2020-2024 来伊份分渠道营收增速（%）	11
图 15： 2019-2024 来伊份毛利率、净利率变化（%）	12
图 16： 2016-2024 来伊份分产品毛利率（%）	12
图 17： 分渠道毛利率	12
图 18： 与直营门店挂钩的销售费用变化（大致推算）	13
图 19： 2016-2024 年单店收入及变动情况	13
图 20： 2019-2024 来伊份销售费用率、管理费用率（%）	14
图 21： 2019-2024 来伊份期间费用率（%）	14
图 22： 2020-2024 休闲食品行业市场规模（亿元）	16
图 23： 2024-2025 分地区社会消费品零售总额（亿元）及增速（%）	16
图 24： 来伊份生活店	17
图 25： 养饴记门店	19
图 26： 泗泾门店开业场景	19
图 27： 2019-2024 来伊份直营及加盟门店总数	20
图 28： 2024 年来伊份分地区门店经营情况（家）	21
图 29： 2017-2024 上海、江苏全体居民人均可支配收入（元）及增速（%）	21
图 30： 量贩零食店主要品牌苏沪地区门店数量（家）	21
图 31： 2019-2024 来伊份研发费用变动情况（万元）	24

表格目录

表 1： 公司与腾讯智慧零售合作内容	23
附表： 公司盈利预测表	25

1. “主板零食第一股”——稳健筑基，创新求变

1.1 公司发展历程

上海来伊份股份有限公司是一家 1999 年创立于上海的公司，被誉为“主板零食第一股”。经过多年发展，已在全国百余座大中城市开设了 3000 多家门店，全渠道会员总人数达 9477 万，成为深受消费者喜爱的零食品牌。公司以“建设家庭生活生态大平台”为使命，深耕休闲零食行业，产品覆盖坚果炒货、肉类零食、糕点饼干等 13 大核心品类，旗下嗨吃无骨、伊天益袋等近千款零食，深受消费者青睐与厚爱。

公司主要发展历程分为三个阶段：

1999-2010 初创期：

1999 年，创始人施永雷和郁瑞芬夫妇在上海成立了第一家门店，并于 2000 年正式启用来伊份作为品牌名。公司瞄准炒货市场，并走出超市创设直营店。2002 年，来伊份创新性将连锁经营引入休闲食品行业，同时深耕产品精细化，采取小袋分装的形式有效提升产品相对价格及毛利率。到 2003 年，公司已经在上海拥有 88 家直营店，2007 年成立江浙沪三大直营区。同时，公司采用依赖 OEM 代工的“轻资产”模式，为品牌运营与渠道建设留出了空间。2009 年，公司在行业内率先引入 SAP-ERP 系统，搭建了供应链信息化管理系统，有效提升了补货效率。公司于 2010 年完成股份制改制，并成功引入了 PE 投资者。

2011-2016 快速成长期：

2011 年，公司营业收入突破 25 亿，同比增长 40.22%，公司市场占有率为 2.62%；2016 年末营收增长至 32.36 亿元。2012 年，来伊份 APP 发布，推动 O2O 业务上线实施，至 2015 年会员人数已超过 1200 万，APP 装载量超过 100 万。2013 年虚拟销售业务推进，9 万大物流开工建设并封顶，2015 年与日本大福合作，进一步搭建高效物流供应链体系。2016 年 10 月，公司在上海证券交易所成功主板上市。

17 年至今转型升级期：

上市后，公司营收逐步走向稳定，开始探索线上线下、多领域协同的全渠道崭新布局。2017 年，公司推出品牌 IP“伊仔”。2021 年，“伊仔”从普通品牌形象转型升级成为潮玩艺术 IP，并在 2024 年与腾讯热门手游《元梦之星》合作，推出了中秋限定联动礼盒，深度渗透 Z 世代消费者，实现品牌破圈；产品转型升级战略进一步布局，2020 年，公司提出“新鲜零食”品牌战略，跟随健康化的发展趋势，聚焦细分人群需求，推出一系列健康高品质的零食产品。

公司还持续对终端门店体系进行更新和升级，提升“购物+场景”的消费体验。2017 年，公司在上海、重庆等地推出了“智慧零售”终端门店“来伊份生活馆”，受到消费者良好反响。同年，提出“万家灯火”计划并持续发展至今。公司一方面优化单店盈利模型，2024 年推出生活店模型，创新仓储会员店；另一方面公司于 2021 年开始加强全国加盟门店的推广力度，2024 年末加盟门店已达 1600 家，占比 52%；总门店数突破 3000 家，标志着公司逐渐向连锁管理服务+供应链平台型企业转变。

图1：来伊份发展历程

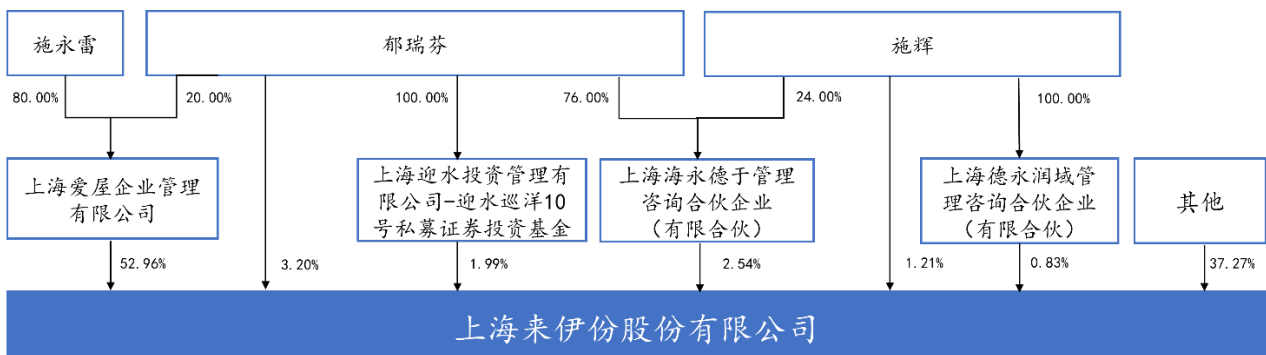


资料来源：公司官网、东兴证券研究所

1.2 组织架构-控制权集中，治理结构不断优化

公司股权结构稳定，控制权集中程度高。根据来伊份的股权结构图，公司的实际控制权集中，施永雷、郁瑞芬、施辉，三人合计持股 62.81%，创始人依然掌握着较重的话语权。截至 2024 年末，施永雷作为公司最大股东上海爱屋企业管理有限公司的实控人，实际持有来伊份 42.37% 的股份，是公司的最大股东，同时担任公司的董事长、非独立董事；郁瑞芬持股 17.71% 并担任总裁一职，施辉则持股 2.73%。施永雷和郁瑞芬为夫妻关系，施辉和施永雷为父子关系。爱屋企管及其一致行动人合计持有公司股份 209,995,500 股，占公司总股本的 62.79%。此外，公司管理层与股东利益高度一致，多名高管持有公司股份，配合员工持股计划实现股权激励。这种稳定的股权结构为公司的未来发展提供了坚实的基础，同时也提高了公司的治理效率。

图2：来伊份股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

同时，公司也不断优化治理结构，增强公司核心竞争力。2020 年以来，来伊份坚持以业绩为导向，通过打破职能条线藩篱，减少行政管理层次，优化低绩效人员，让公司管理结构更扁平，决策更高效，执行更落地。2023 年公司落实事业部改革，实现组织层级从 10 层到 7 层，公司治理结构进一步优化。2025 年 6 月，公司通过取消监事会制度的议案，进一步推动治理结构优化和管理层决策效率的提升。

1.3 产品品类丰富，积极推陈出新

来伊份旗下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、冲调速食、礼文化、饮料 13 大核心品类,可粗分为炒货及豆制品、肉制品及水产品、蜜饯及果蔬、糕点及膨化食品四大业务；已上架 1,500 余款 OEM 商品。其中，来吃鸭、居司令、嗨吃无骨、百年好核、扭伊牛、芒太后、脆爷等产品品牌化商品已成为各细分品类的大单品代表。

为积极拥抱发展的脚步，结合对行业前沿趋势的捕捉及消费者需求的洞察，公司产品不断推陈出新：2024 年，累计上市新品超 600 款（不含仓储店与生活店），打造了甜酷辣脱骨凤爪、柚香碧根果仁、黄金烤鱿鱼、高坑风味牛肉片、维也纳烟熏香肠、低脂鳕鱼蟹味柳、原色松子、潮卤牛腱（卤香味）等高潜力新品；同时专注研发核心配方和工艺技术，累积获得著作权 646 项，专利 47 项，全方位提升公司产品力。

图3：来伊份主要产品

产品种类	代表产品1	代表产品2	代表产品3	代表产品4
炒货及豆制品				
肉制品及水产品				
蜜饯及果蔬				
糕点及膨化食品				

资料来源：来伊份京东旗舰店、来伊份淘宝旗舰店、东兴证券研究所

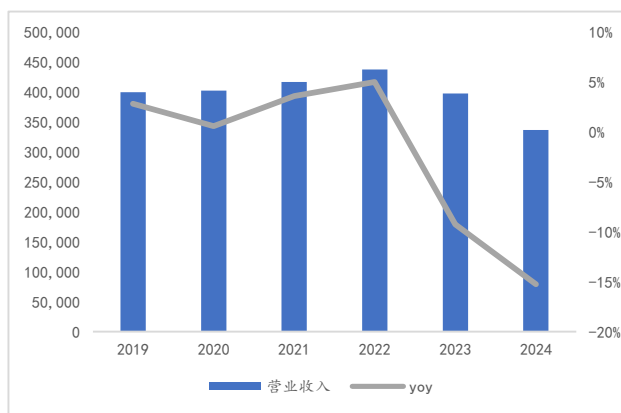
2. 财务表现：直营转加盟之路，收入波动，费用改善

2.1 营收出现波动，利润触及底部

2017-2022 年,公司收入相对稳定但利润波动较大, 23 及 24 年受大环境影响, 收入也出现下滑。2022 年前, 公司营业收入一直保持着稳定上升的趋势, 22 年末营业收入达 43.82 亿。但 2023-2024 年, 受消费疲软和平价零食店冲击, 公司营收分别同比下滑 9.25%、15.25%, 2024 年末降至 33.70 亿元。

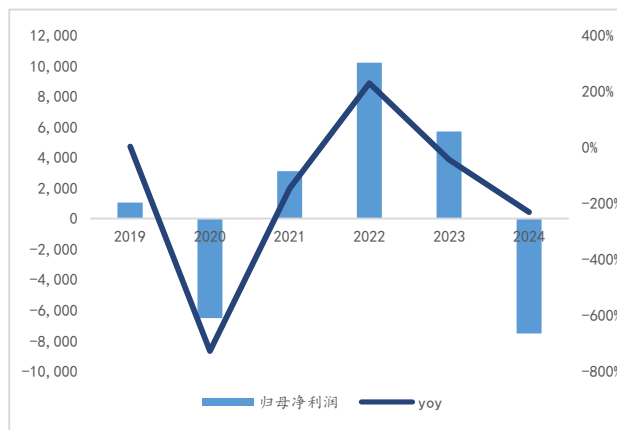
归母净利润在此期间也波动较大, 2017 年公司归母净利润 1.01 亿元, 2020 年亏损 6519.54 万元, 同比下降 728.65%, 21、22 年又迅速恢复, 22 年恢复至 1.02 亿。这期间的波动主要因疫情所致, 加上公司调整关闭直营门店、加强加盟门店拓店, 均导致利润波动较大。23 年公司归母净利润回落, 2024 年亏损 7526.76 万元, 同比下滑 231.94%。消费降级大环境不利于线下门店经营, 因此近年来公司对部分低效门店进行闭店调整, 此外, 直营店的固定成本较为刚性, 因此利润受到较大影响。

图4：2019-2024 来伊份营业收入情况（万元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图5：2019-2024 来伊份归母净利润表现（万元）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

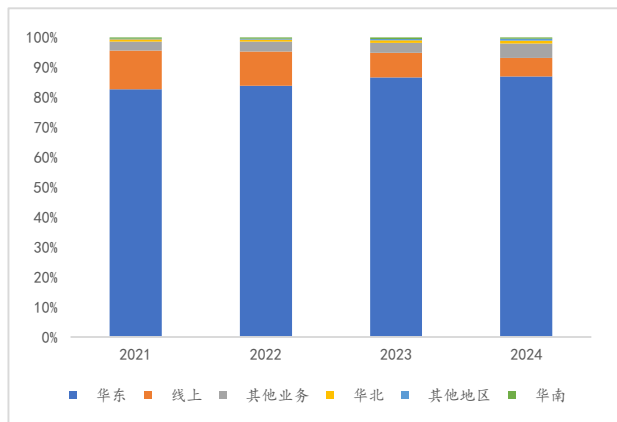
2.2 地区：立足苏沪，向外拓展

分地区来看, 华东地区在公司营收结构中占据决定性比重, 2021-2024 年, 公司营业收入走势基本与华东地区营收变化持平。2024 年, 华东地区营收达到 29.30 亿, 占总营收额的 86.94%; 毛利率达到 40.76%, 显著高于其他地区。线上收入占据第二大营收比例, 但营收占比逐年缩小, 从 2021 年的 13.01% 下降至 2024 年的 6.28%, 显示出公司的营收仍以线下发力为主。此外, 华北、华南及其他地区的营收占比极小, 但分别从 21 年的 0.81%、0.38%、0.18% 升至 24 年的 1.01%、0.45% 和 0.56%, 表现出华东以外地区开店的潜力。

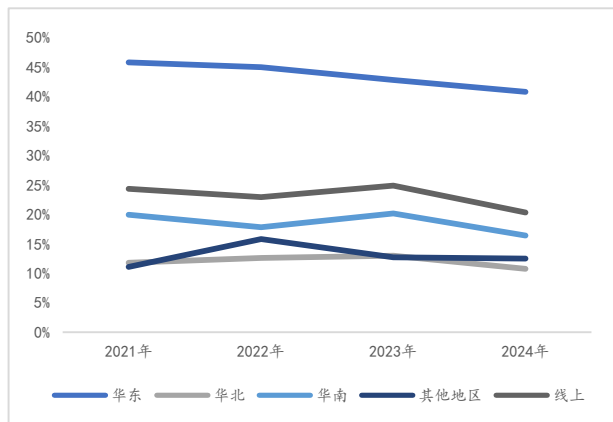
营收占比的高度集中源自公司坚持扎根长三角地区发展的经营战略。公司绝大部分直营门店都设立在上海、江苏地区, 同时, 自 21 年以来, 苏沪地区以外的大量闭店同样影响了各地区直营门店的比例。2024 年, 公司闭店 533 家, 开店 108 家, 对门店数进行了较大的缩减; 此次调整后, 公司直营门店共有 1485 家, 开设在江浙沪地区以外的仅有 6 家。这一开店模式反映出公司深耕优势市场, 借助他山之石发展外埠市场, 不断实现效益最大化的经营战略。加盟模式的配合不仅有助于充分发掘了其他地区的市场潜力, 也能够降低公司经营波动性。据 2024 年报, 公司前十大门店中有三家来自江浙沪以外地区, 其中安徽省合肥市包河区高铁南站店业绩最佳, 年销售增长率达 244.06%, 表现出公司辐射江浙沪以外周边地区的潜力。

图6：2021-2024 年来伊份分地区营收占比：%

图7：2021-2024 年来伊份分地区毛利率情况：%



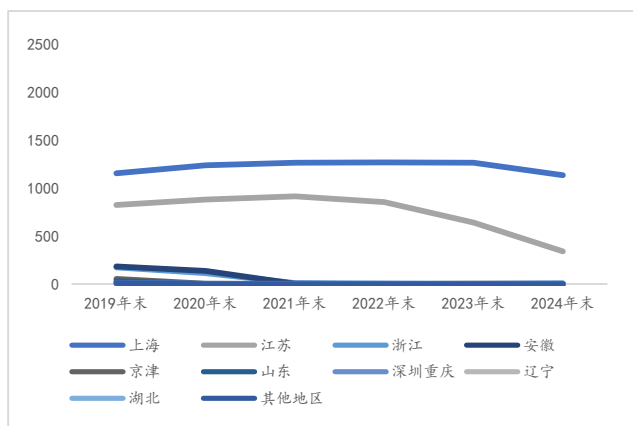
资料来源：同花顺、东兴证券研究所



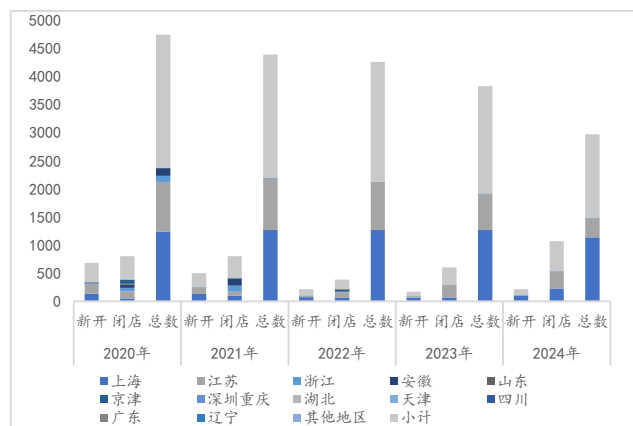
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图8：2019-2024 来伊份各地区直营门店数量：家

图9：2020-2024 来伊份各地区直营门店变化情况：家



资料来源：同花顺、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

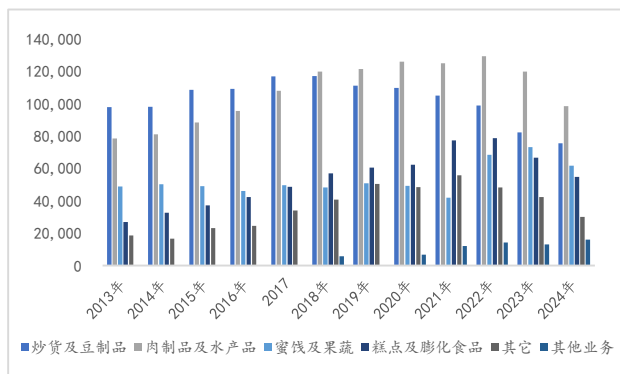
2.3 肉制品及水产品为特色

截至 2024 年，公司拥有坚果炒货、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、冲调速食、礼文化、饮品 13 大核心品类，1,500 余款 OEM 商品。其中：来吃鸭、居司令、嗨吃无骨、百年好核、扭伊牛、芒太后、脆爷等产品品牌化商品已成为各细分品类的大单品代表。

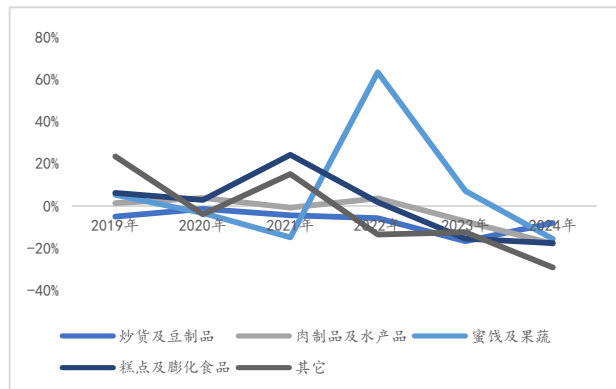
肉制品及水产品为主，炒货次之。2019-2024 年，肉制品及水产品始终是营收第一大品类，2024 年营收占比达 29.94%，毛利率 41.50%，显示出较强的盈利能力；炒货及豆制品在 2017 年前曾是公司营收主力军，2019 年以来业绩表现缓步下滑，占比由 2020 年 27.25%下降至 2024 年的 22.46%，毛利率降至 2024 年的 35.13%，但仍是公司营收占比第二的产品。蜜饯及果蔬占比提升但波动较大，营收占比自 20 年的 12.23%逐年上升至 24 年的 18.35%，推测主要由芒果干制品带动。

图10：2013-2024 来伊份各品类营业收入情况（万元）

图11：2019-2024 来伊份各品类营收增长情况（%）



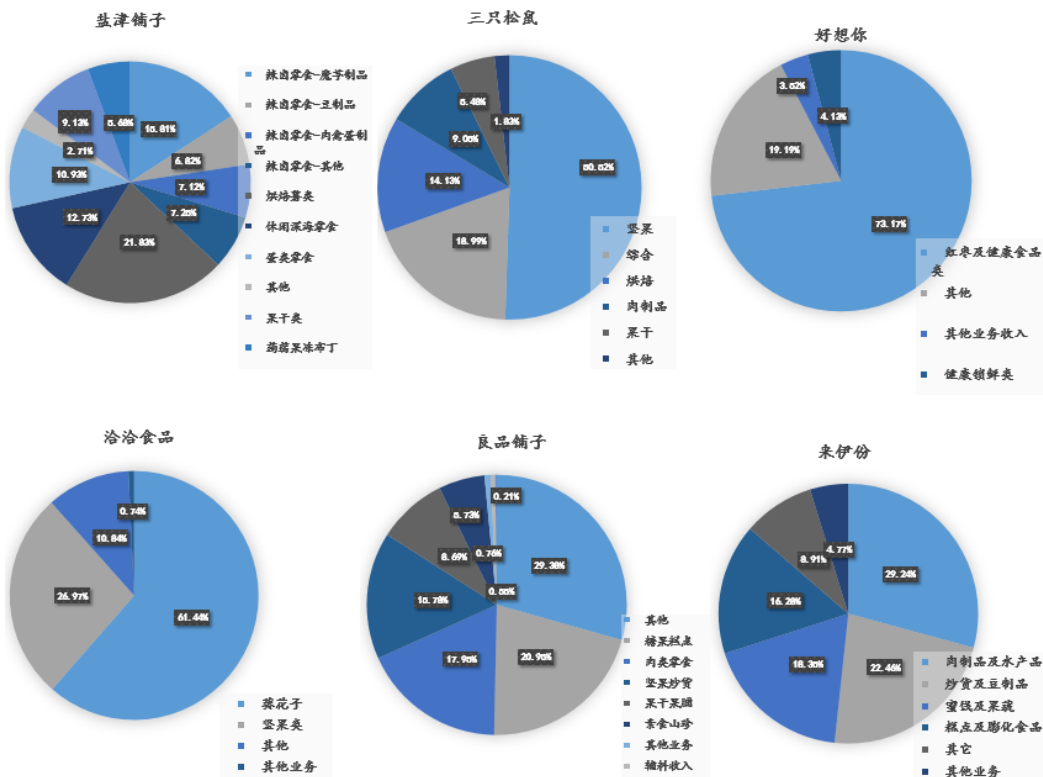
资料来源：同花顺、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

公司以高质量的肉制品和水产品为特色，与良品铺子、三只松鼠、量贩零食等品牌形成区分。截至2024年，从品类营收结构来看，来伊份的肉制品及水产品占比高达29.24%，占据主导地位，凸显了其在肉类零食领域的专业性和市场聚焦。相比之下，三只松鼠以坚果类为营收核心，占比达到50.52%，产品结构较为集中；洽洽食品与好想你的品类占比同样高度集中，洽洽食品以占比61.44%的葵花子深耕坚果炒货细分市场，好想你红枣及健康食品类占比73.17%，同样体现其精细化的市场聚焦；良品铺子则以糖果糕点为主，占比29.38%，同时布局炒货、肉制品等多个品类，整体分布相对均衡；盐津铺子与良品铺子类似，零食品类较为综合，但其主要以辣卤食品为主，其中素食制品占比更高，魔芋制品和豆制品分别占比15.81%、6.82%。总体而言，来伊份通过高占比的肉制品品类强化了其差异化竞争优势，而其他品牌更多聚焦于豆类炒货等素食制品，与公司的肉类专注形成互补差异。

图12：2024年主要休闲零食品牌各品类营收占比（%）



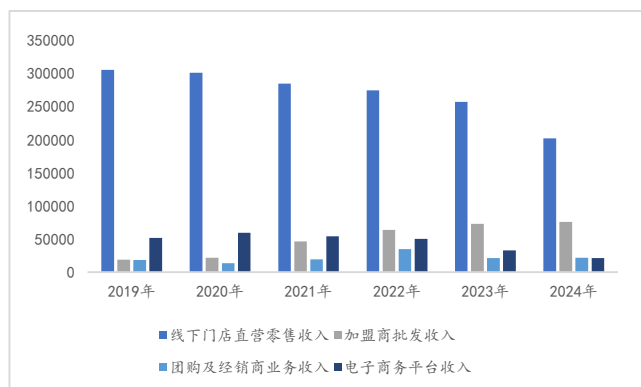
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.4 直营为主，逐步转加盟

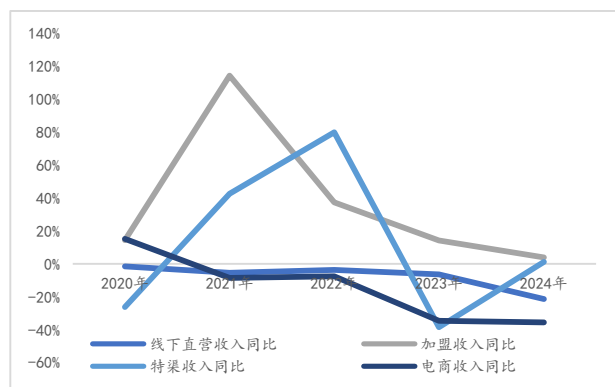
分渠道来看，线下门店直营零售是核心收入来源，线上线下多维并举。公司形成了直营门店、加盟门店、特通渠道、电子商务和来伊份 APP 平台等全渠道终端网络经营服务体系，实现了线上线下全渠道的业务协同及精准营销。公司大部分营收来自线下门店直营零售，但规模呈逐年递减趋势，2024 年直营零售营收 20.20 亿，占比 62.95%，但同比下滑 21.39%。受公司“万家灯火”计划驱动，加盟商批发营收逐年上升，占比自 2019 年的 4.81% 升至 2024 年的 23.67%，五年 CAGR 为 31.99%，成为公司营收的重要推动力。团购及经销业务 24 年营收占比 6.79%，21-22 年拥有较高增速，23 年因 22 年疫情特殊原因导致的高基数而有所下滑。线上渠道中，电商平台收入同比整体表现欠佳，营收逐年下滑，2024 年仅占 6.59%，反映出公司营收目前仍主要依赖线下渠道零售收入。

图13：2019-2024 来伊份分渠道营业收入（万元）

图14：2020-2024 来伊份分渠道营收增速（%）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

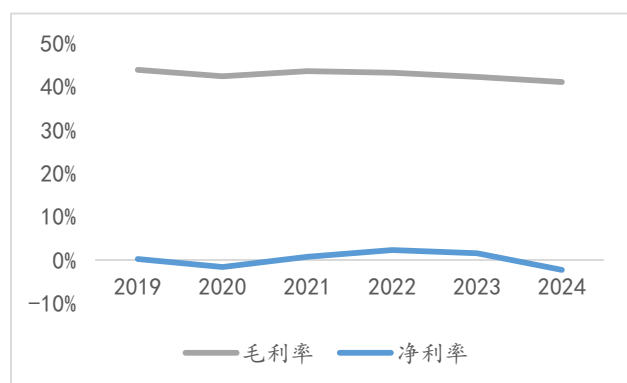
2.5 毛利率承压，但降本措施推动期间费用下降

毛利率呈下降趋势。公司毛利率较为平稳，长期维持在 43%左右，但近年来有所下降（24 年 41%，25H1 为 32.61%），一方面因为行业竞争激烈，公司产品折扣力度较以往更大，另一方面因为毛利率较低的加盟业务占比提升。25 年 H1 公司毛利率下降较多，除了因上海消费力下降门店盈利能力下降外，加盟门店因毛利率较低，其占比的提升对公司整体毛利率有一定影响。此外，电商渠道的经销化以及并表子公司养馋记品牌管理公司均拉低了公司毛利率水平。我们判断随着养馋记、加盟门店占比的提升，毛利率仍有下降的压力。

聚焦分产品毛利率，公司肉制品及水产品、糕点及膨化食品、蜜饯及果蔬品类毛利率较高，炒货及豆制品和其他产品毛利率相对较低。整体各品类毛利率均有不同程度的下降，公司产品盈利能力受市场环境、原料价格等因素持续影响。

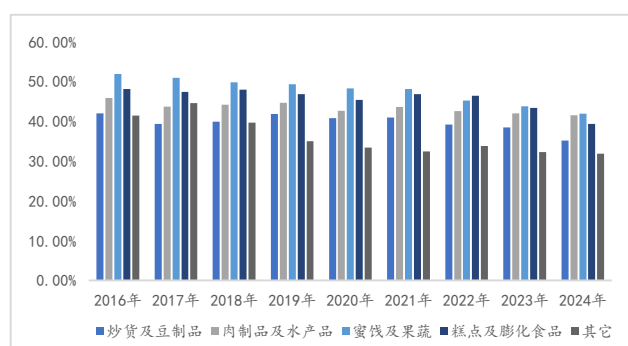
公司净利率长期处于低位，主因公司整体规模有限，直营店占比高，费用率相对较高，2024 年净利亏损 2.31%，反映出公司盈利转化效率亟待提升。

图15：2019-2024 来伊份毛利率、净利率变化 (%)



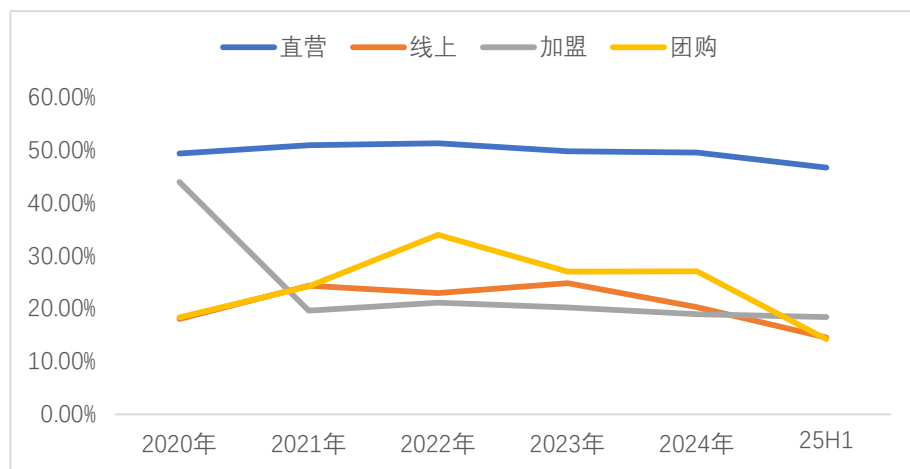
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图16：2016-2024 来伊份分产品毛利率 (%)



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图17：分渠道毛利率



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

销售费用改善明显但费用率波动较大。公司销售费用率较高，22 年有明显下降（由 32.53%降至 27.44%）主因运输成本由销售费用调整至营业成本影响 1.82pct；另外，公司改变广宣营销策略，着重精细化流量投入，业务宣传服务减少，且疫情期间直营门店部分租金减免带来租金支出的降低，然而 23-24 年公司销售费用率有所回升。

自 2021 年“万家灯火”计划发布，公司持续加大加盟店拓展力度，关闭亏损直营门店。加盟业务无需公司支付房租、水电、人员等费用，费用率低，加盟业务占比提升对费用率的提升有积极作用。但公司销售费用率并没有因直营转经销的战略而有所下降，反而略有提升。

23-24 年销售费用率的升高跟收入规模下降有关。实际上，公司整体销售费用以及与直营门店相关的销售费用在 22-24 年均有明显下降。24 年公司整体销售费用较 22 年下降约 25%，降低 3.25 亿元。其中与直营门店相关的费用下降约 19%（下降约 1.8 亿元），广告宣传费用下降 62%，（下降 1.5 亿元），反映出公司优化调整降低门店租赁费、折旧以及人力成本等降本措施的成效以及公司实施精细化管理，对费用投放的谨慎态度。销售费用率的上升主要因收入端承压较为明显，直营和加盟单店收入均明显下滑。24 年直营门店和加盟门店单店收入分别相比 22 年下降 6.35%/1.89%，而门店盈利能力的下降也导致了部分门店关闭，门店数量回落。25H1 随着营收规模的上升（同比+8.21%）公司销售费用率 23%，同比下降 4.88pct，销售费用率得到明显改善。

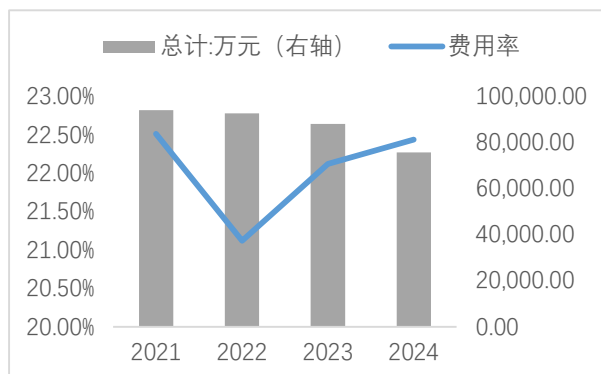
管理费用与销售费用类似，但管理费用弹性较弱，24 年较 21 年下降 6.3%（下降约 3000 万元），管理费用率因公司收入规模减少而有上升。不过 25H1 管理费用率 10.79%，同比-1.48pct，管理费用率明显改善。

公司期间费用率在 21 年前维持在 44%左右，22 年下降至 40.30%，此后受规模影响不断回升，至 24 年达到 41.92%，反映出公司在费用控制方面取得了初步成效，但仍受限于营业规模。25H1 期间费用率 34.2%，同比-6.55pct，随着收入规模的上升和费用的下降，公司期间费用率整体得到明显改善。

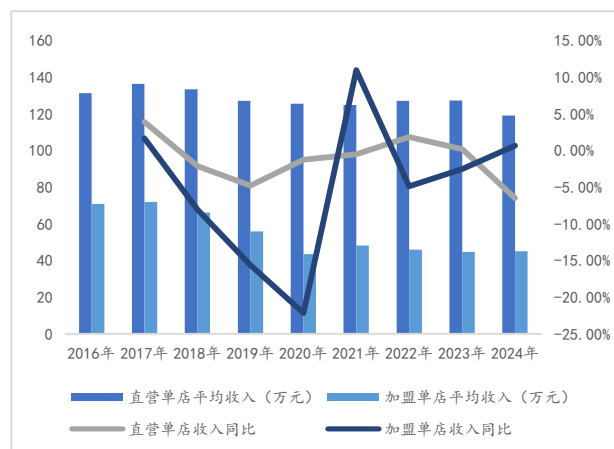
我们认为，提升营业规模是公司扭亏为盈的根本，无论是直营转加盟还是与养饕记合作均有助于公司快速提升营业规模，若能够在不明显增加期间费用的前提下提升营业规模便有助于公司整体利润的提升。

图18：与直营门店挂钩的销售费用变化（大致推算）

图19：2016-2024 年单店收入及变动情况

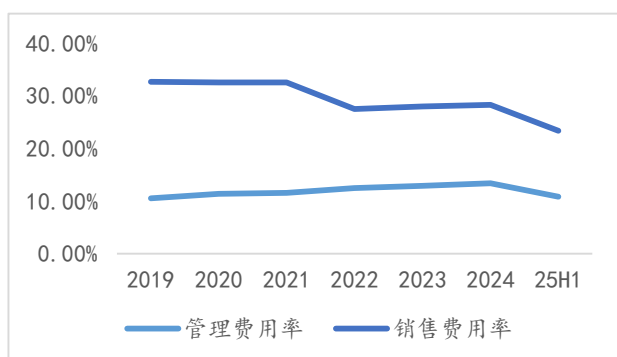


资料来源：同花顺、东兴证券研究所



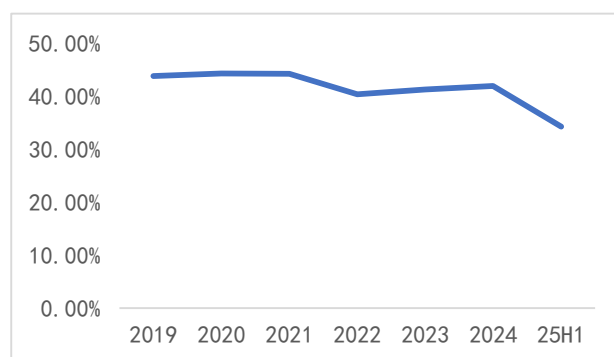
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图20：2019-2024 来伊份销售费用率、管理费用率 (%)



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图21：2019-2024 来伊份期间费用率 (%)



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

3. 行业分析：中国零食业态的共生繁荣与千店千面

3.1 渠道演进史：从商超货架到全域战场

我国零食行业的销售渠道经历了从传统商超主导到专业化、多元化发展的演变过程，其变迁与消费者消费习惯与零售业态创新密切相关。在 1990 年前，国内休闲零食市场规模较小，零食销售主要依附于传统商超、便利店及路边摊，尚未形成独立的专业渠道。这一阶段，消费者的人均收入水平较低，对零食的购买需求不大，零食产品的 SKU 也相对单一。1990-2000 年，沃尔玛、家乐福为代表的国外大型综合超市进驻中国，为中国消费者带来了全新的零售业态，也推动了国内本地商超企业的发展；通过在商超货柜陈列的销售方式，零食销售得以开始规模化发展，消费者的冲动性消费需求也得以满足。随着居民消费水平提升，零食需求增长，2000-2015 年期间，专业零食连锁店开始崛起。以良品铺子、来伊份为代表的品牌通过标准化门店运营和供应链优化，推动行业向品牌化、连锁化发展。同时，新型电商渠道暗中成长，2015 年网购渠道休闲零食市场规模已突破亿元，渠道占比已达 5.58%；2010-2015 年 CAGR 达 116.2%。

2015 年起，以淘宝、京东为代表的电商火热发展，物流配送产业高速升级，网购成为消费者的新选择。疫情期间，线下渠道遭遇阻力，刺激线上电商平台进一步加速升级，抖音、快手等短视频平台成为新一轮线上销售渠道，直播间购买模式推动了线上渠道规模增速提升。2008-2022 年期间电商渠道占比从 0.1%增长至 14.2%，目前已超过 20%，其中抖音电商成为休闲零食首选线上渠道，占比超 50%。百草味的黄瓜味腰果，在抖音直播首秀即售出 1.5 万罐，展示出新电商的强大驱动力。同时，量贩零食店和折扣零食百货成为新增增长点。以零食很忙、赵一鸣为代表的量贩零食店凭借低价、高周转模式快速扩张，合并后的零食很忙集团门店总数破 1.5 万家。2024 年，量贩零食店占据零食销售渠道的 40%以上份额。与此同时，嗨特购、好特卖等折扣零食百货店依托供应链整合优势，同样为线下零食零售提供了全新的渠道。这一阶段的渠道变革，既反映了消费者对性价比的追求，也体现了零售业态向精细化、差异化发展的趋势。

当前，零食渠道正呈现融合升级态势，部分量贩零食店开始向“零食+百货”模式转型，通过扩充 SKU 提升客单价和复购率。鸣鸣很忙 3.0 店型全面铺开，并推出“赵一鸣省钱超市”：与传统店铺相比，新店型增加了短保烘焙区，增设了鲜食鲜奶及低温冻品专区，满足社区居家日常所需。这一趋势表明，我国零食零售市场仍有较大创新空间，未来不同业态有望形成互补共生的行业格局。

3.2 他山之石：日本市场的启示与镜鉴

日本作为成熟市场，其零食渠道的发展路径对我国具有重要参考价值。根据全日本果子协会数据，2008-2022 年间日本零食市场增长平稳，零售额从 3.27 增至 3.44 万亿日元，近 10 年 CAGR 为 0.8%，人均消费额 CAGR 约 1.0%。回顾其零食渠道变革，折扣零售的兴起是重要一环：90 年代初日本泡沫经济破灭，居民生活水平下降，低价商品需求上升，尾货市场不断繁荣壮大，专门消化尾货的折扣店应运而生。以唐吉诃德为代表的折扣零食百货店，通过“压缩毛利+高 SKU+夜间经济”模式实现快速增长。唐吉诃德主打低价折扣策略，普通店 SKU 可达 4-6 万个，大店 SKU 高达 8-10 万个，涵盖食品、日用品、服装、家电等多个品类，满足消费者一站式购物需求。

这样的折扣零售策略使得堂吉诃德在业绩收入方面保持逐年增长。1989 年 3 月，Just Co.在东京府中市开设了第一家以“Don Quijote”（唐吉诃德）命名的品牌店，标志着唐吉诃德品牌的正式诞生；自此，堂吉诃德销售额一路飙升，年复合增长率达 25.2%。2024 财年，堂吉诃德零售额突破一千万人民币，同比增长 8.17%。其建设的自有品牌以较低的“情热价格”为核心建设商品矩阵，追求极致的性价比；自有品牌收入占总收入约 10%，但毛利率达 15%以上。

然而，在消费疲软的背景下并不是只有折扣店能获得成长，具备特色的商店依然能够维持良好盈利。日本 KALDI 零食集合店的发展历程，同样为分析中国消费市场中的来伊份提供了一个极具参考价值的范本。KALDI 成立于上世纪 80 年代日本经济高速发展末期，但其真正的扩张与成熟期恰好伴随着日本经济的“失去的三十年”。与经济直觉相反，KALDI 在经济下行期实现了稳健的扩张和品牌深化。其成功的关键并非简单的“降价”，而是一种独特的“消费降级中的升级体验”模式。KALDI 通过全球直采，将世界各地的高品质、特色化的食品（咖啡豆、调味料、葡萄酒、零食）以相对合理的价格引入日本市场。它为当时无力承担国际旅行但仍渴望品质生活的日本中产阶级，打开了一扇通往世界的“感官橱窗”。这种模式提供了极高的情绪价值和探索乐趣，使消费者能够用有限的支出去换取超值的体验和物品，从而使门店实现了逆势增长。从数据上看，在经济平成的年代里，KALDI 的门店数量从几十家稳步增长至如今的超过 400 家，营收保持稳定向上，这证明了其商业模式对抗经济周期的韧性。

美国市场的零食零售同样被全国型零售商及折扣店的发展深刻变革。2003 年，美国 15 家最大的食品杂货零售商中有 10 家是超市。而到了 2023 年，前 15 名食品杂货商中有 10 名是非传统食品零售商/折扣店。以 Dollar

General 为代表的折扣店聚焦下沉市场，2025Q1 净销售额达到 104 亿美元，营业利润同比增长 5.5%，达到 5.76 亿美元。中高端渠道则以 Trader Joe's 和 Whole Foods 为代表，前者通过占比超过 80% 的自有品牌和差异化选品维持超过 1800 万美元的单店平均年销售额，后者则依托有机健康概念吸引高收入客群。

从国际经验来看，零食零售业态的繁荣与经济周期密切相关。日本在 1990 年代经济低迷期，百元店市场规模开始高速增长，而美国 2008 年金融危机后，Dollar General 等折扣店营收增速显著高于传统超市。同时，业态融合成为共同趋势，无论是唐吉诃德的“百货+食品”模式，还是美国食品零售商“鲜食+零食”的组合，均表明单一品类门店的竞争壁垒正在降低，供应链效率与场景创新将成为未来核心变量。但同样的，具备特色产品的中高端门店依然具备潜力，在消费分层的大环境下仍能获取一定的市场份额和增长。对我国市场而言，日美的下沉市场覆盖能力和社区化运营经验尤其值得借鉴，而中高端品牌的差异化定位同样大有可为。

3.3 我国零食渠道的多元化与未来潜力空间

我国零食零售行业已形成多层次、多业态并存的市场格局，2018 年以来新兴的普通零食店、量贩零食店和折扣零食百货店三种主流模式，各具特色且呈现融合发展趋势。从市场表现来看，2023 年我国休闲零食市场规模从 2020 年的 7749 亿元增长至 2024 年的 9330 亿元，复合年增长率为 4.8%，展现出强劲的市场活力。

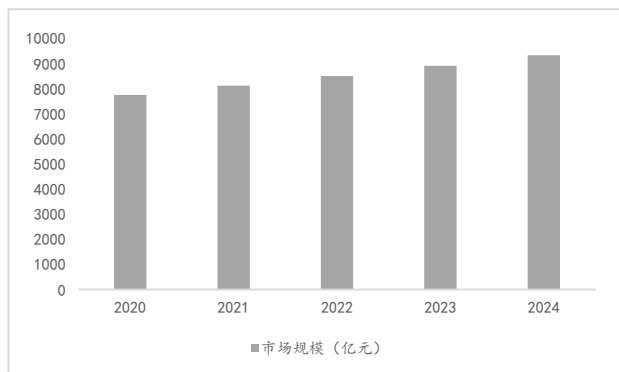
普通零食店以良品铺子、来伊份等品牌为代表，定位于中高端消费市场。这类门店通常选址核心商圈，SKU 数量控制在 1500 个左右，强调产品品质和消费体验。量贩零食店则凭借极致性价比快速崛起，代表品牌零食很忙、赵一鸣等采用“大中台供应链+前台加盟”模式，砍掉多级经销商环节，压缩流通成本，有效降低终端价格。鸣鸣很忙集团旗下门店产品平均价格比线下超市渠道的同类产品低约 25%，2024 年营业收入 393.44 亿元、净利润 9.13 亿元，门店零售额（GMV）达 555 亿元，全年交易单数超过 16 亿。2024 年，中国量贩零食店行业市场规模增长至 1045.9 亿元，开店数与销售规模呈井喷式增长。截至 2025 年 3 月 11 日，万辰集团、鸣鸣很忙两大头部量贩零食品牌门店总数均已突破 1.5 万家，而在 2021 年底，国内量贩零食店总数仅 2500 家左右。值得关注的是，部分领先品牌已开始向“零食百货”模式升级，如万辰集团旗下的“来优品”省钱超市，覆盖品类从休闲零食到米面粮油蛋奶纸，SKU 数量也扩充至 3000 个左右。

折扣零食百货店作为新兴业态，以嗨特购、好特卖为代表，通过整合临期商品和特渠供应链实现价格优势。中国连锁经营协会报告显示，2023 年好特卖门店数同比增长 63%；许多折扣零售店已开始转型之路，临期食品占比已降至 5-30% 左右，日用品和常规零食比重显著提升。这类门店 SKU 通常较高，通过“零食+日杂”的组合满足家庭一站式购物需求，低价格是其核心竞争力。

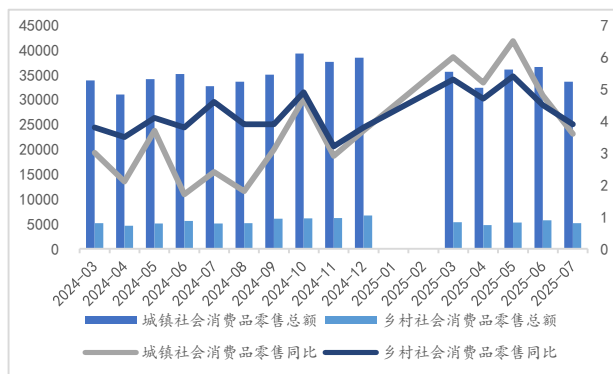
从行业空间来看，我国下沉市场仍有巨大发展潜力。休闲食品行业规模持续扩张，下沉市场增长显著，国家统计局数据显示，22 年末到 24 年末，乡村社会消费品零售增速为 13.09%，超过城镇消费增速。虽然下沉乡镇市场的零食毛利率在 18%-20%，利润率较低，但整体上，消费群体众多，消费潜力巨大，为零食行业打开了新的市场机遇。各业态通过差异化定位和持续创新，正在形成互补共生的行业生态。未来随着消费分级趋势深化，专业零食店、量贩店和折扣百货店有望在不同价格带和消费场景中各得其所，共同推动行业规模扩张。

图22：2020-2024 休闲食品行业市场规模（亿元）

图23：2024-2025 分地区社会消费品零售总额（亿元）及增速（%）



资料来源：中商情报网、东兴证券研究所



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

4. 公司分析：全渠道升级与生态化布局

4.1 多元业态协同升级，打造社区零售新生态

目前，公司正在加速推进战略转型，通过生活店模式和创新合作构建新型零食百货业态。公司推出新店型并陆续升级优化。

4.1.1 拓展他牌及品类，打造高品质社区生活店

2024 年一季度公司开始推出生活店新店型，这一业态也将成为公司未来发展的新重心。生活店面积约为 100~150 m²，较来伊份传统门店面积更大，并增加他牌占比，店内自有品牌产品占比 70-80%，他牌商品占比 20-30%。生活店的社区生活特性较为显著，围绕消费者的一日三餐及儿童娱乐、旅游出行等生活场景，深化低温乳制品、锁鲜卤味、茶饮果汁、进口商品、儿童食品玩具等品类的布局。

相比于传统来伊份门店，从地理上来说生活店全面服务社区；产品上更加多样化，多品类多场景为消费者提供一站式服务；从品牌上来说增加大品牌等他牌产品；从品质上来说依然保持高品质要求；从价格上来说，同类产品具备更多选择。我们认为生活店的店型是来伊份传统门店的一种升级，能够更好的满足消费者多样化的需求，来伊份生活店区别于传统品牌门店和量贩零食门店，是市面上零食门店的一种创新，有望探索出一条新的零食销售路径。

我们推测目前生活店作为公司战略核心店型已拓展至 80 多家，未来公司将持续把适合改造的传统店翻新成生活店，这种新型店型接下来将重点扎根江浙沪地区，打造社区化的零售新业态。

图24：来伊份生活店



资料来源：来伊份、东兴证券研究所

4.1.2 仓储店，开创休闲零食新业态

2024 年 9 月，公司首家仓储会员店开业，门店面积达 5000 m²，SKU 数量 1000+。仓储式会员店具有两种功能：存货和卖货，又叫开架式陈列，顾客可以直接选购。来伊份的仓储会员店面向其所有黑金会员开放，以“规模大、产品好、价格便宜”为卖点。以热门单品黑松露培根藜麦饼干为例，仓储会员店的销售价格约为原价的 8 折，而家庭日常用品如鸭脖、纯牛奶等更是降价高达 56%。这种高性价比的定价策略，无疑对家庭用户具有极强的吸引力。今年 1 月，来伊份仓储会员店三期开业，总面积达 8500 m²；新店整体品类迎来了大扩充，产品 SKU 增长至 2200+，还新增生鲜区域，全店覆盖食品、生鲜、家电、宠物用品等各个品类，满足家庭一站式采购需求。目前，该仓储会员店内生鲜熟食以及日用品品类占比已接近 40%，这一模式正在持续跑通。

从战略演进来看，来伊份的零食百货店发展呈现两个鲜明特征：一是品类结构从单一零食向“食品+IP 文创”复合型转变，参考日本唐吉诃德模式但更聚焦食品领域；二是供应链从封闭自营向开放合作转型，增加他牌占比并通过与战略伙伴的协同进一步打造社区零售新业态。

4.2 与养馋记合作，探索零食新业态

2025 年 1 月，公司与养馋记共同投资成立了浙江养馋记品牌管理有限公司，其中公司持股 51%，浙江养馋记企业管理有限公司持股 49%。公司与养馋记达成战略合作，并宣布来伊份将为养馋记提供信息化、供应链、品质管理等全方位的服务与支持，助力养馋记实现跨越式发展。

养馋记是 2018 年创始于浙江嘉兴的量贩零食品牌，目前已发展成为一站式解馋集合店，目前门店数超 270 家左右，单店 SKU 达到 3000+，经营品类涵盖零食、生鲜水果、农特产、低温短保、冻品、年节礼盒、日杂、代购、童玩文具等，超越传统零食零售业态。与多数量贩零食店不同的是，水果是养馋记的一大特色，很多是与果农直接合作，原产地直采。

养馋记聚焦线上线下一体化建设，在线下，通过门店专业温情服务、经营类目创新拓展、产品质量全程保障，养馋记形成了强大的渠道竞争力；在线上，打造馋宝到家、养小馋小程序，开辟外送到家服务，2023 年团购业务板块位列浙江省前三。

本次合作，养饽记与来伊份联手打造了“社区零售 4.0”门店：一方面，来伊份为养饽记提供供应链服务，助力养饽记持续提升自有品牌占比，目标提升至 30%，为门店的持续盈利打下坚实基础。另一方面，公司将与养饽记共同打造 4.0 门店，养饽记对品类运营及渠道拓展经验，也将为来伊份的发展注入新动力。

通过“全品类+场景化”重塑零售逻辑，将商品交易升级为社区生活服务。门店不仅提供 3000+SKU 的丰富商品，同时打破传统零食店的品类边界，提供养饽记特色的冻品冷饮、低温牛奶、生鲜水果、早餐烘焙等，甚至涵盖日用品与农特产，满足家庭“一站式采购”需求；同时，还结合线上社群团购、即时零售，提升便利性与运营效率：消费者可通过养饽记品质团购小程序实现线上下单、到店自提，门店内还配有智能收银系统提升结算效率。依托区域密度强化的质价比优势，养饽记社区零售 4.0 有望在江浙沪社区市场形成深度渗透。

7 月 19 日上午，由来伊份与养饽记联手打造的“社区零售 4.0”上海首店在泗泾镇泗宝路开业。开业两天营业额突破 40 万元，印证了本次战略合作的协同效应。来伊份总裁郁瑞芬表示，双方的扩张计划已明确：来伊份推进“万家灯火”计划，养饽记聚焦长三角，首店之后将有 10 多家门店陆续登陆上海多个区域，长期目标直指“华东地区市场渗透率第一”。

2024 年社区零售市场规模突破万亿元，其中“日常快消 + 生活服务”的混合业态增速最快，年增长率达 18%。来伊份通过生活店和战略合作，正在抢占这一新兴市场的制高点。未来，这一新的社区零售业态将为公司拓宽崭新的发展路径。

图25：养饽记门店



资料来源：养饽记、东兴证券研究所

图26：泗泾门店开业场景



资料来源：澎湃新闻、东兴证券研究所

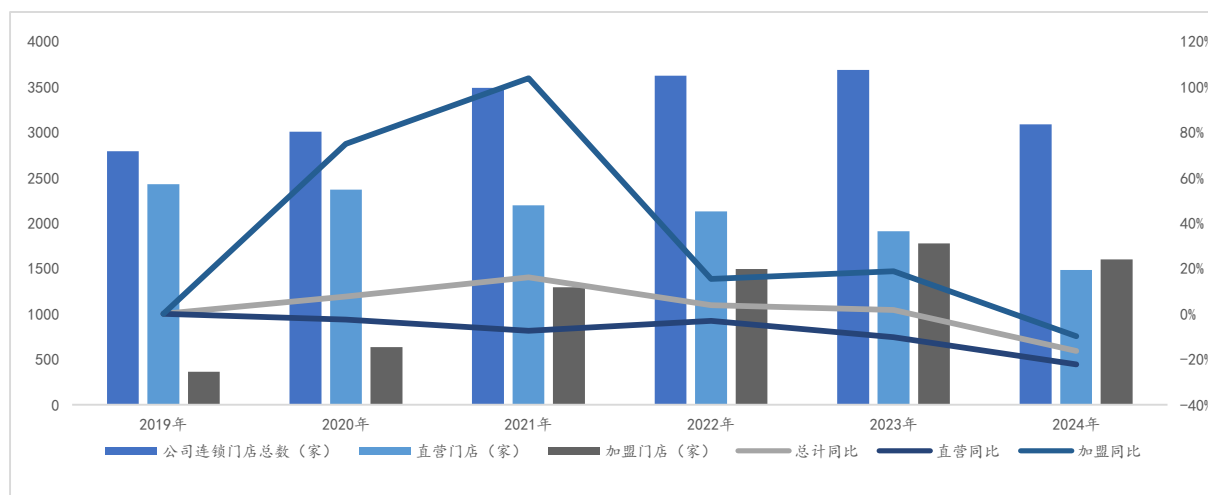
4.3 门店战略转型：从直营为主到“万家灯火”

加盟门店数量超越直营门店数量。从 2019-2024 年的门店数据来看，公司经历了显著的渠道战略转型，从直营主导逐步转向加盟扩张模式。2017 年来伊份启动“万家灯火”计划，发力加盟业务，推进加盟全国化布局，加大对合作伙伴的扶持，发力线下门店。然初期进展缓慢，2019 年公司直营门店数量占比依然高达 87%。从 2020 年开始，来伊份以精耕长三角地区、拓展全国市场为战略，稳步开设直营门店、布局加盟门店，深化线下渠道布局，打造“随时随地来伊份”的场景。2021 年，“万家灯火”计划宣布进一步战略升级，该策略直接推动加盟门店当年实现 103.78% 的爆发式增长。随后几年，公司加强全国加盟推广力度，并持续调转直营门店。到 2024 年直营门店数量占比已降至 48.1%，加盟门店占比则从 19 年的 13% 提升至 51.9%。截至 2024 年加盟门店

总数已从 2019 年的 363 家攀升至 1600 家，超越直营门店数量（1485 家），公司完成了经营模式的转变。在这期间，虽然直营门店数量持续缩减，2024 年相比 2019 年减少 39%，但加盟门店的快速增长有效缓冲了总量下滑，使得总门店数在 2019-2023 年保持增长态势。

从财务角度看，这一调整成效显著：直营店数量缩减有效减少了租赁支出，推动销售费用率下降，进一步降本增效。24 年受大环境影响，部分门店盈利能力明显下滑，公司主动对部分区域门店结构及规模进行调整，关闭了部分低效门店，导致了 2024 年门店数量的整体下调。

图27：2019-2024 来伊份直营及加盟门店总数



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

直营渠道的单店收入呈现轻微下降趋势。 2016 年，直营单店收入高达 131.21 万元，至 2024 年已下滑至 119.03 万元，累计下降近 10%。2024 年公司直营单店收入同比下跌 6.50%。我们认为除了 2024 年主要受消费环境影响，其他年份直营门店平均收入下降主要是因为公司直营门店向外埠市场拓展，而外埠市场消费能力不如上海本地市场因而造成平均单店收入的下降，但公司总收入因向外埠市场拓展而增长。

加盟门店单店营收自 20 年后有升有降，总体平稳。 相比之下，加盟渠道的单店收入规模远低于直营渠道，且下滑幅度更为明显。加盟单店收入从 2016 年的 70.81 万元一路下滑至 2023 年的 44.74 万元，累计降幅超过 36%；但与直营渠道收缩不同，加盟门店数量在此期间快速扩张，从 2016 年末的 169 家增至 2024 年的 1600 家。与直营渠道不同的是，加盟门店的扩张以外埠市场为主，不可避免地稀释了单店产出，但也表明公司的“万家灯火”计划正稳步推进中。

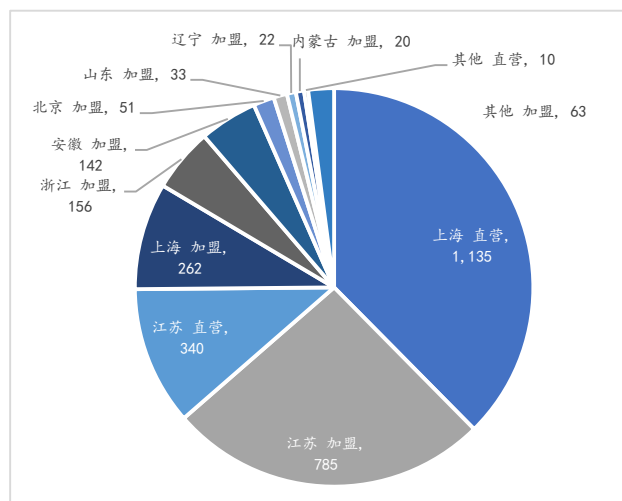
2024 年直营单店收入加速下滑与加盟单店收入止跌企稳形成鲜明对比，可能预示着公司正在进行深刻的渠道战略转型，将资源更多向加盟渠道倾斜。然而，如何实现加盟网络“数量与质量”的平衡，扭转单店盈利能力持续弱化的趋势，仍是公司未来面临的重大挑战。

从门店的地理布局来看，公司业务高度集中于长三角地区，其中江苏省、上海市和浙江省三地合计门店数量（加盟+直营）占比达 87%，位绝对的核心区域。这种布局与公司从上海兴起的发展历程紧密契合，也与居民的高收入水平有关。据统计局数据，2024 年上海、江苏全体居民人均可支配收入分别达 88366 元/年、55415 元/年，远超全国平均水平，并持续增长。公司在江苏省展现出独特的“直营+加盟双轨并行”模式，其中直营门店 340 家，加盟门店 785 家；而在上海市场仍以直营为绝对主导，直营门店达到 1135 家，而加盟门店仅

有 262 家。其他区域以加盟为主，浙江、安徽、北京加盟门店分别达到 156/142/51 家；不同区域采取差异化渠道策略，助力门店坪效进一步升级。

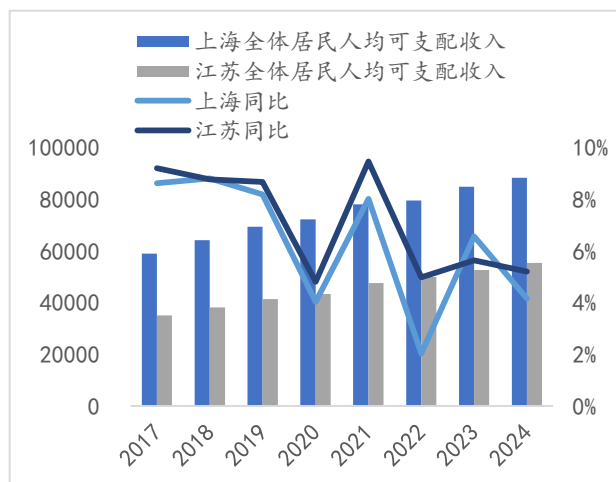
与量贩零食品牌相比，来伊份在上海门店布局数量优势更明显。我们根据美团、百度地图统计，零食很忙仅在上海开店约 110 家，好特卖约 200 多家，好想来 100 家左右。江苏市场中，好想来因总部在江苏因此门店多达 2000 多家，赵一鸣 600 多家。江苏竞争相对激烈，但公司在上海的根据地较为稳固。与良品铺子等全国性品牌相比，来伊份在华东地区尤其是上海和江苏两地的门店密度显著更高，说明其采取的是重点区域深度渗透而非全国广铺的策略。这种聚焦经济发达地区、强化区域品牌影响力的模式，使其在华东市场保持了较强的竞争优势和消费者认知度。

图28：2024 年来伊份分地区门店经营情况（家）



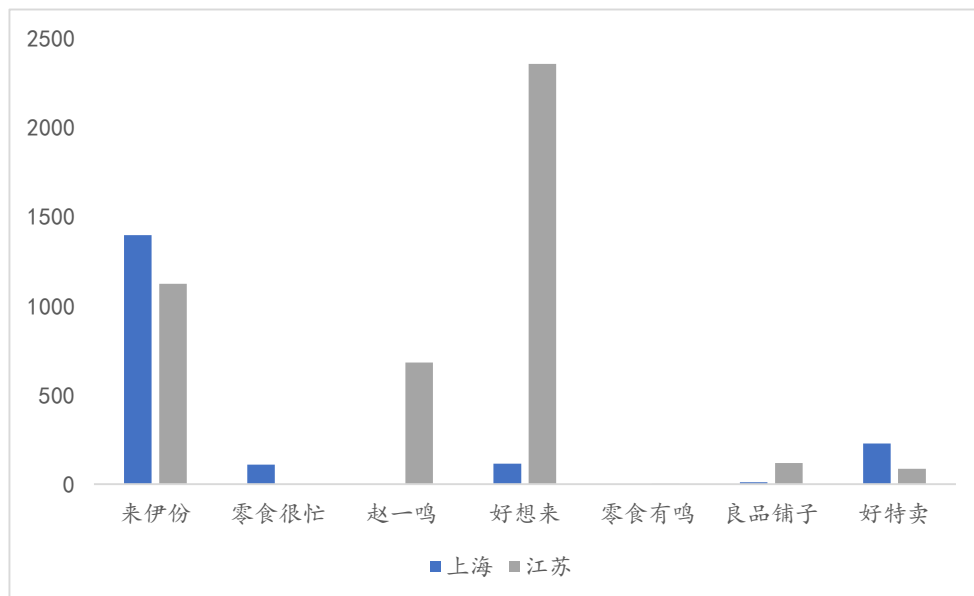
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图29：2017-2024 上海、江苏全体居民人均可支配收入（元）及增速（%）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图30：量贩零食店主要品牌苏沪地区门店数量（家）



资料来源：公司公告、零食很忙小程序、赵一鸣小程序、百度地图、美团、东兴证券研究所（统计存在误差，仅供参考）

4.4 高质量高价位，差异化选品领跑行业

来伊份核心产品定位偏高端。坚果类产品价格相对较高，例如，碧根果仁克单价 0.19 元，而三只松鼠天猫旗舰店同类产品，其碧根果单价约为 0.16 元/克，良品铺子为 0.10 元/克，来伊份溢价幅度较高，印证了公司“高品质支撑高溢价”的产品策略。高定价的背后是来伊份在原料筛选、加工工艺和品质稳定性上的投入。例如少盐制作、热风烘烤以保留营养、完整脱壳工艺等，这些举措共同构筑了产品的高品质认知。肉制品及水产品单价同样较高，脱骨鸭掌、脱骨凤爪单价分别为 0.16 元/克、0.14 元/克，配合其高销量成为公司营收主力军；脱骨技术配合慢火卤煮、多重植物香料加工，同样获得了消费者的广泛好评。

公司一直致力于打造“产品品质-良心价值链和企业经营-良性价值链”的核心价值链，旨在向消费者提供高品质，高质价比的健康零食。同时，公司也不断提升质量提升能力与产品研发能力：公司按 ISO9001 质量管理体系、BRCGSA&B 全球代理商与经销商体系标准，建立了覆盖源头环节、生产环节、流通环节的产品质量全生命周期管控体系；2017 年，公司开发了质量安全溯源系统，消费者通过扫描质量安全溯源码，即可了解产品质检、质量认证等商品信息，实现了消费者与企业的双向良性互动。2020 年，公司提出新鲜零食战略，推动公司质量管理体系由 24 道控制点升级到 31 道+追溯体系，确保产品品质始终处于行业较高水平。同时，来伊份坚持“四代产品”战略，即上市一代、在售一代、研发一代、筹备一代。2024 年，公司针对产品研发领域上线 MPD 系统，通过可视化的产品数据管理缩短产品的研发、上市和销售周期。目前，公司在开发针对老年消费群体的银发产品线、针对儿童的儿童零食以及针对特殊消费需求的健康功能性产品，落实产品差异化定位，使公司产品在与量贩零食的价格战中始终保持核心竞争力。

4.5 信息化转型，构建智慧消费新生态

来伊份积极推进数字化转型，打造全方面信息化布局。公司早在 2009 年便踏上了信息化之路：在行业内率先搭建了完善的 ERP 业务管理系统和企业综合信息门户系统平台，全面整合了企业内部的商品管理、采购管理、销售管理、物流管理、人才管理和财务管理，成功将供应链管理与信息化管理有机结合，从而有效促

进了全渠道、全业务、全方位的商品、营销以及供应链管理业务的融合。2020 年，公司推出“鲲鹏系统”供应链数字化项目，通过标准化、数据化及自动化管理模式优化供应链业务流程，实现了与供应商和物流伙伴的实时数据共享和协同，保障稳定供应。该系统能够完成 38 万长尾商品智能补货及超 3000 家门店自动补货调拨，上线后，供应链提效 80%，库存周转提升 40%，节约人效 10 万人时/每年；通过智能货品调度，该系统还能够灵活调整供货策略，平均送达时间缩短 30%。

与腾讯战略合作，积极拥抱人工智能技术，巧用 AI 赋能线下消费场景。2023 年，来伊份与腾讯智慧零售在深圳签署战略合作协议，是品牌零食领域唯一的腾讯智慧零售一对一单独签约战略合作伙伴。双方在聚焦全域消费者运营体系、数字化赋能小店零售、AIGC、腾讯云基建、战略资源支持等领域开展深度合作，基于全业务流程数字化建设助力来伊份商业新增长。公司联合腾讯智慧零售打造了“全域用户运营系统”，构建强大的用户池，覆盖全域用户 8900 万、私域会员 4500 万，用户标签达到 100 多个，通过企业微信、社群、小程序等矩阵，与消费者零距离，为产品创新和品牌营销提供了丰富的数据支持；依托腾讯 CDP 构建用户画像与标签体系，打通线上线下链路，私域会员增长显著，营销转化率等指标提升 5-10%。公司与腾讯联合打造的“北斗项目”聚焦全域消费者运营、数字化零售、AIGC、腾讯云基建等领域，推动人、货、场数字化“基建”，通过实施“千店千面”的个性化选品策略，让门店因地制宜满足消费者偏好。2024 年公司进一步围绕单店 CRM，建立一套从总部到子公司到一线并赋能加盟商的基于会员生命周期旅程的数字化运营体系。公司与腾讯早已在全域营销、全域增长、腾讯云基建、商品数字化等方面展开深度合作。因此，2024 年 12 月腾讯推出微信送礼功能后，来伊份成为首批“送礼物”白名单企业。

2024 年，公司进一步深化 AI 应用，基于既有知识体系与多维度数据，将 AI 大模型技术应用于门店经营诊断与选址策略评估，推动决策科学化升级。在具体实践方面，来伊份于南京试点智能 AI 选址系统，通过整合地理信息数据、门店周边环境数据及历史经营数据，构建预测模型并持续训练优化，实现了新店选址与存量门店评估的双重业务创新。这一技术的应用不仅提高了选址精准度，还大幅降低了拓店风险。此外，公司在智能化门店改造方面取得显著进展，已打造近百家智能化标杆门店，为未来门店升级方向提供了可复制的成功范例。

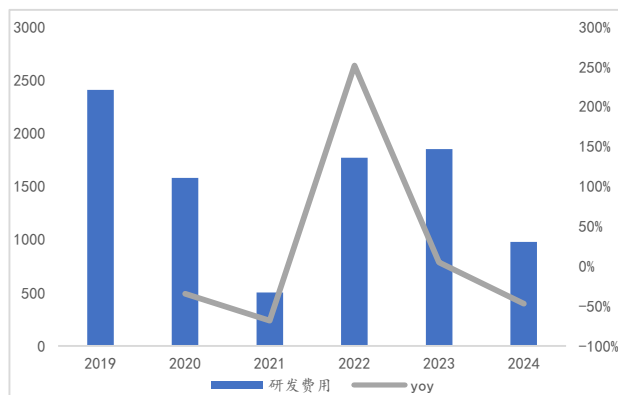
表1：公司与腾讯智慧零售合作内容

合作领域	具体内容	预期效果
全域消费者运营	构建 CDP 平台、用户画像与标签体系、MA 精准营销	实现千人千面的消费者运营，提升用户忠诚度
数字化赋能门店	腾讯地图大数据与 AI 助力门店选址、高效巡店、数字化经营	提升选址效率，降低数据成本，实现智能化运营
AIGC 应用	生成 AI 虚拟分身用于直播、客服；辅助生成营销文案与素材	营销内容降本增效，提升直播效率
云基建与安全	腾讯云在云原生、云安全、多元算力等领域提供支持	构建全方位安全防护体系，实现敏捷、高效、稳定的业务部署
战略资源支持	联合营销、企鹅吉市合作、广告导流、IP 内容植入等	拉通腾讯生态内流量矩阵，助力全域业绩增长

资料来源：公司公告、新浪新闻、东兴证券研究所

公司在信息化全渠道布局的成效已逐步落地。据公司年报，研发费用主要投入公司信息化建设，2022-2023 年研发费用高速增长，反映出公司在智慧化布局方面的努力。24 年公司智慧系统初步成熟，公司研发费用开始下降，预计随着系统应用的进一步落地，公司的期间费用仍有望进一步下降。

图31：2019-2024 来伊份研发费用变动情况（万元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资评级：

我们认为公司在坚持品质和高端的同时通过与养饽记的深入合作进入量贩零食赛道，并通过开设生活店、仓储会员店探索新的零食零售业态，在多条赛道上探索有望走出自己的特色之路。公司有望通过上述赛道实现收入的提升从而逐步提升公司盈利能力。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为-1.34/-0.53/0.06 亿元，分别同比-57.70%/71.31%/175.24%；对应 EPS 分别为-0.40/-0.16/0.02 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为-33/-83/684 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

消费降级、消费复苏不及预期；

行业竞争加剧；

与养饽记合作不及预期；

开店不及预期；

食品安全风险。

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				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1744	1712	1614	1636	1736	营业收入	3977	3370	3878	4272	4550
货币资金	629	380	400	323	414	营业成本	2298	1989	2654	3010	3263
应收账款	59	43	54	57	62	营业税金及附加	27	25	28	31	33
其他应收款	72	76	88	97	103	营业费用	1111	953	868	821	810
预付款项	15	8	8	8	8	管理费用	511	450	434	436	410
存货	331	339	417	493	523	财务费用	10	18	15	15	15
其他流动资产	50	176	120	57	20	研发费用	19	10	11	12	13
非流动资产合计	1632	1452	1421	1338	1257	资产减值损失	0.00	24.53	6.00	0.00	0.00
长期股权投资	57	58	58	58	58	公允价值变动收益	32.86	-19.82	0.00	0.00	0.00
固定资产	473	457	420	384	347	投资净收益	-2.15	31.90	15.00	15.07	16.58
无形资产	54	45	43	40	38	加：其他收益	31.39	18.65	4.00	4.00	4.00
其他非流动资产	211	216	213	215	214	营业利润	66	-73	-119	-34	28
资产总计	3375	3164	3036	2974	2993	营业外收入	4.68	5.14	4.91	5.02	4.97
流动负债合计	1311	1213	1123	1091	1073	营业外支出	2.72	3.17	3.21	3.03	3.14
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	68	-71	-118	-32	29
应付账款	555	532	509	495	492	所得税	6	7	5	3	3
预收款项	1	0	0	0	0	净利润	62	-78	-123	-35	26
一年内到期的非流动负债	230	175	175	175	175	少数股东损益	5	-2	11	18	20
非流动负债合计	222	216	293	302	310	归属母公司净利润	57	-75	-134	-53	6
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1533	1429	1416	1392	1383	成长能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	2	13	31	51	营业收入增长	-9.25%	-15.25%	15.05%	10.18%	6.51%
实收资本（或股本）	337	337	337	337	337	营业利润增长	-41.18%	-210.24	-63.37%	71.29%	180.50%
资本公积	928	928	928	928	928	归属于母公司净利润增长	-44.09%	-231.94	-77.50%	60.06%	112.13%
未分配利润	519	426	293	240	246	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1840	1733	1607	1550	1558	毛利率(%)	42.23%	41.00%	31.56%	29.54%	28.29%
负债和所有者权益	3375	3164	3036	2974	2993	净利率(%)	1.56%	-2.31%	-3.16%	-0.82%	0.58%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.69%	-2.38%	-4.40%	-1.79%	0.22%
						ROE(%)	3.10%	-4.34%	-8.31%	-3.44%	0.42%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45%	45%	47%	47%	46%
						流动比率	1.33	1.41	1.44	1.50	1.62
						速动比率	1.08	1.13	1.07	1.05	1.13
						营运能力					
						总资产周转率	1.13	1.03	1.25	1.42	1.53
						应收账款周转率	58	66	80	77	77
						应付账款周转率	6.32	6.20	7.45	8.51	9.23
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	0.17	-0.23	-0.40	-0.16	0.02
						每股净现金流(最新摊薄)	-2.03	-0.38	0.06	-0.23	0.27
						每股净资产(最新摊薄)	5.47	5.15	4.77	4.61	4.63
						估值比率					
						P/E	77.35	-57.17	-33.13	-82.95	683.87
						P/B	2.41	2.55	2.75	2.86	2.84
						EV/EBITDA	29.15	558.37	-64.58	215.50	51.35
经营活动现金流	354	304	-204	-44	51						
净利润	62	-78	-123	-35	26						
折旧摊销	111.82	110.39	49.20	48.60	48.07						
财务费用	10	18	15	15	15						
应收帐款减少	19	16	-10	-3	-5						
预收帐款增加	0	-1	0	0	0						
投资活动现金流	-537	-107	238	-14	54						
公允价值变动收益	33	-20	0	0	0						
长期投资减少	0	0	0	0	0						
投资收益	-2	32	15	15	17						
筹资活动现金流	-499	-325	-14	-20	-15						
应付债券增加	0	0	0	0	0						
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	23	0	0	0	0						
现金净增加额	-682	-128	20	-77	91						

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
行业深度报告	食品饮料行业 2026 年策略：从胜率和赔率角度看食品饮料行业投资机会	2025-11-07
行业普通报告	食品饮料行业：有望跟随消费总量扩容而获得增量机会	2025-10-30
行业普通报告	食品饮料行业：四中全会提振消费产业预期	2025-10-29
行业普通报告	食品饮料：秋糖反馈符合预期	2025-10-27
行业普通报告	【食品饮料】浙江消费补贴政策率先突破，中秋国庆消费有望得到提振	2025-09-09
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24 年报及 25 年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07

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。

王洁婷

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

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

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526