

从线上线下发展，看休闲食品新零售巨头 差异化布局

2020年04月13日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

——休闲食品系列报告之新零售模式篇

分析师	张凯琳 电话：010-66554087 邮箱：zhangkailinmwz@163.com	执业证书编号：S1480518070001
分析师	娄倩 电话：010-66554008 邮箱：louqian@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519020001

投资摘要：

休闲食品线上2012年爆发，三只松鼠当年成立，迎电商渠道红利、坚果品类蓝海、IP形象成功营造，叠加资本助力，发展8年2019年收入规模已超百亿。在线上增速趋缓，获客成本增加，流量红利消退的背景下，加之休闲食品即食随机性消费特点，线下占比80%以上的渠道特征，未来线上线下渠道融合，多维度触达消费者成为休闲食品企业发展的必然趋势。疫情的冲击又起到培育市场，加速渠道融合和行业整合作用。本篇从线上线下来解析松鼠、百草味、良品、来伊份的过去及未来。

从线上看，传统电商增长趋缓，企业扩品拓渠做大规模

- 休闲食品线上渗透率有望超25%，行业CR5未来五年有望突破22%。2013-2018休闲食品电商市场复合增速为同期电商市场规模增速2倍，传统电商红利褪去，预计休闲食品线上市场仍能保持15%以上增长，休闲食品线上渗透率由3%增至13.2%，预计未来五年有望超25%。行业集中度不断提升，18年CR5为15%，三只松鼠一马当先，预计5年内CR5将突破22%。
- 看好产品矩阵丰富且渠道布局优秀的企业，中短期以做大规模为目标。品类角度，坚果引爆线上，未来爆款引流、全品类发展。三只松鼠与百草味均为坚果起家，品类不断均衡；良品与来伊份品类始终均衡。休闲食品消费场景多元、消费者口味个性化，全品类布局为目前公司战略的最优选择。渠道角度，流量多元化，市场头部为主，尾部多样。B2C为电商主流渠道，天猫旗舰店贡献主要收入；B2B渠道2015年爆发，增长趋于稳定；自营APP绑定用户，社交电商、网红带货、IP营销等尾部流量逐步多元化。盈利角度，竞争加剧，维持净利率3%-5%的水平下以扩规模为主。休闲食品线上毛利率约25%-30%，净利率3%-5%，未来仍以扩大规模为主，费用投放必不可少。

从线下看，单店运营能力和模式可复制性是关键

- 从区域可复制性来看，良品已成熟、来伊份在摸索、松鼠大力向前。线下门店运营分直营和加盟，良品铺子“直营为辅，加盟为主”，2018年直营门店747家，加盟门店1490家，一个加盟商平均开4家店铺，公司通过人员及信息物流系统对加盟商管控力度强；区域发展“深耕华中，辐射全国”，华中收入占比由15年的57.8%降至18年的38.4%，向华东、西南及其他区域的拓展及收入也证明其模式全国化可复制能力已成熟。来伊份直营为主，2018年直营门店2381家，加盟门店316家，集中分布于江浙沪地区，收入占比维持在92%左右，公司区域扩张先是直营模式，后转为加盟模式，目前为直营与加盟结合，尚处于摸索中。三只松鼠2016年布局线下，18年线下开店收入2亿，直营投食店与加盟松鼠小店齐头并进，2020年目标1000家小店，未来1万家，公司发展规划步伐快。
- 从单店运营能力看，线下经营稳定净利率4%-5%，良品盈利能力不断优化。综合来看来伊份历年净利率、良品整体净利率，考虑到线上净利率的影响，测算休闲食品企业整体线下经营净利率为4%=5%。分企业来看，2013年和2018年良品直营单店收入由142万提升至172万，良品加盟单店收入由108万提升至149万，来伊份直营单店收入由126万提升至133万，来伊份加盟单店收入由108万下降至66万，来伊份尚在探索，良品模式较为成熟且不断在优化。

看未来，新零售是方向，供应链与大数据是关键

- 消费者需求个性化、产业链整合以及渠道融合是引导休闲食品行业发展的必然趋势，新零售模式应运而生，拥有强大供应链管理能力和数据处理能力是新零售模式的关键。来伊份、良品铺子与三只松鼠2018存货周转率分别为5.39/6.65/4.31，处于行业高位。并不断优化。

我们建议优选全渠道多品类发展、供应链领先优势企业，重点关注三只松鼠（互联网休闲食品龙头，品类不断拓宽、线下布局加快）、良品铺子（线上线下均衡发展，稳扎稳打布局全国）

风险提示：宏观经济走弱、市场需求转变、销售季节性波动、行业竞争加剧、食品安全问题

目 录

题记.....	5
1. 线上：传统电商增长趋缓，企业扩品拓渠做大规模.....	6
1.1 线上增速放缓，集中度不断提升.....	6
1.1.1 休闲食品线上市场增速放缓，渗透率有望提升超 25%.....	6
1.1.2 行业集中度不断提升，未来 5 年 CR5 有望突破 22%.....	7
1.2 品类+渠道，扩规模为主.....	8
1.2.1 品类：坚果引爆线上，未来爆款引流、全品类发展.....	8
1.2.2 渠道：流量多元化，市场头部为主，尾部多样.....	13
1.2.3 盈利：竞争加剧，维持净利率 3%-5%的水平下以扩规模为主.....	16
2. 线下：单店运营能力与模式可复制性是关键，良品稳步松鼠快速来伊份摸索.....	17
2.1 区域可复制性：良品已成熟、来伊份在摸索、松鼠大力向前.....	17
2.2 单店运营能力：线下经营稳定净利率 4%-5%，良品盈利能力不断优化.....	25
3. 新零售是方向，优选全渠道融合与供应链优势企业.....	29
3.1 休闲食品新零售全方位触达消费者，供应链与大数据是关键.....	29
3.1.1 线上线下融合的新零售模式是方向.....	29
3.1.2 供应链管理与大数据整合是关键.....	32
3.2 投资建议：优选全渠道多品类发展，供应链领先优势企业.....	34
3.2.1 三只松鼠：互联网休闲食品龙头，线下布局加快.....	34
3.2.2 良品铺子：线上线下均衡发展，稳扎稳打复制全国.....	35

插图目录

图 1：三只松鼠收入规模与增速.....	5
图 2：三只松鼠上市前募资历程.....	5
图 3：传统电商增速下滑明显.....	6
图 4：电商市场休闲食品电商市场仍有可为.....	6
图 5：商品零售额线上：线下近 1: 4.....	7
图 6：休闲食品线上零售份额逐年提升.....	7
图 7：线上休闲食品竞争分化，品牌集中.....	8
图 8：三只松鼠市占率领先较大.....	8
图 9：CR4 线上收入分布（亿元）.....	8
图 10：线上收入增速趋缓.....	8
图 11：休闲食品消费高频.....	9
图 12：休闲食品客单价较高.....	9
图 13：线上消费频次较低（三只松鼠）.....	9
图 14：三只松鼠多品类转型零食占比提升客单价下降.....	9
图 15：烘焙糕点为休闲食品行业第一大品类.....	10
图 16：卤味/烘焙/坚果增速快.....	10

图 17: 我国坚果进口量快速攀升	10
图 18: 坚果收入以三只松鼠领先 (亿元)	10
图 19: 三只松鼠零食份额跃居第二	11
图 20: 百草味主打坚果起家	11
图 21: 良品铺子全品类战略均衡发展	11
图 22: 来伊份深耕全品类	11
图 23: 三只松鼠品类均衡化发展	12
图 24: 三只松鼠丰富专利塑造产品口碑	12
图 25: 良品铺子 SKU 与门店数量量级变化	12
图 26: 良品铺子建立消费者反馈机制	12
图 27: 来伊份多为散装产品, 鼓励多品类消费	13
图 28: 来伊份高效供应链保证产品新鲜度	13
图 29: B2C 模式收入差距明显 (亿元)	14
图 30: B2C 模式于天猫布局更深 (亿元)	14
图 31: 松鼠与良品争相打造 2B 业务	14
图 32: B2B 天猫京东同时发力	14
图 33: 松鼠/良品自营 APP 各具特色	15
图 34: 良品铺子募资投入 APP 升级	15
图 35: 三只松鼠双十一全渠道销售额	16
图 36: 良品铺子主要线上流量来源	16
图 37: 头部企业初具规模优势 (亿元)	16
图 38: 各公司线上毛利率 (%)	16
图 39: 松鼠、百草味净利率趋同 (%)	17
图 40: 松鼠整体费用率下行 (%)	17
图 41: 2015-2018 良品铺子加盟收入 (亿)	19
图 42: 良品铺子 2019H1 加盟收入组成	19
图 43: 三只松鼠投食店店铺门面	20
图 44: 三只松鼠联盟小店店铺门面	20
图 45: 良品铺子直营与加盟模式收入	20
图 46: 来伊份直营与加盟模式收入	20
图 47: 良品铺子直营与加盟门店数量	21
图 48: 来伊份直营与加盟门店数量	21
图 49: 良品铺子加盟商与平均承接加盟店数	22
图 50: 良品铺子不同合作年限加盟商贡献收入比	22
图 51: 良品铺子线下门店收入分区域组成与子公司建立时间	23
图 52: 良品铺子门店优势与弱势区域及子公司建立时间	23
图 53: 2015-2018 良品铺子分区域门店收入 CAGR	23
图 54: 来伊份分地区收入 (亿)	24
图 55: 来伊份门店分布密度	24
图 56: 良品铺子未来 3 年门店数量扩张计划	25

图 57: 良品联盟小店布局图	25
图 58: 良品铺子与来伊份直营店单店收入（年收入）	28
图 59: 良品铺子与来伊份直营店毛利率	28
图 60: 良品铺子与来伊份加盟店单店收入（年收入）	28
图 61: 良品铺子与来伊份加盟店毛利率	28
图 62: 休闲食品企业渠道特点	31
图 63: 我国网民规模增长逐步放缓	31
图 64: 供应链柔性下消费意愿向最终产品转化流程	32
图 65: 良品铺子采购流程	32
图 66: 良品铺子仓储物流运营模式	33
图 67: 三只松鼠发展历程	34
图 68: 三只松鼠募资投向供应链体系升级项目	35
图 69: 信息系统平台实现各业务信息传递共享	35
图 70: 良品铺子发展历程	35

表格目录

表 1: 休闲食品代表企业	5
表 2: 我国休闲食品电商市场发展历程	6
表 3: 线上 B2B、B2C 模式分类	13
表 4: 各公司自营 APP 表现	15
表 5: 良品铺子、来伊份、三只松鼠线下收入组成	17
表 6: 休闲食品线下门店直营、加盟模式的优劣比较	18
表 7: 良品铺子单店模型	26
表 8: 来伊份单店模型	27
表 9: 良品铺子与来伊份线下盈利能力	29
表 10: 我国休闲食品行业发展历程	30
表 11: 休闲食品公司渠道触点与全渠道融合情况（截止 2017 年）	31
表 12: 我国休闲零食可比公司存货周转率水平	34

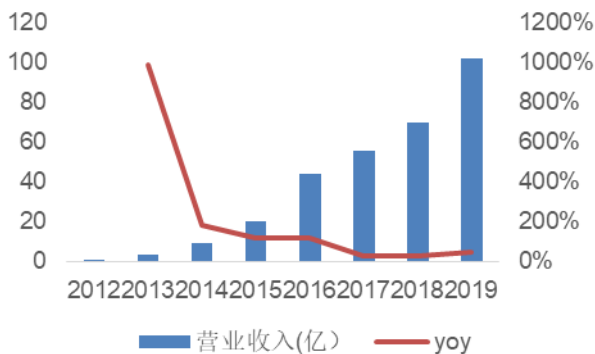
题记

休闲食品电商孕育了龙头企业的快速腾飞。三只松鼠 2012 年成立至今，短短 8 年时间，收入突破百亿，规模超其他可比公司十几年或几十年的发展。公司 2012 年营业收入仅为 0.3 亿，2019 年实现营业收入 101.94 亿，7 年 CAGR 高达 129.93%。三只松鼠收入规模爆发式增长的主要原因有三：

- 抓住树坚果品类蓝海。三只松鼠早期主打夏威夷果、碧根果等树坚果品类，享受细分行业成长红利。
- IP 营造契机。三只松鼠推出 IP 化形象“松鼠小酷、松鼠小美、松鼠小贱”，进行主人客户形象营造。
- 电商红利。三只松鼠搭上互联网电商流量红利的浪潮，成功做到并保持休闲食品零食电商第一品牌。

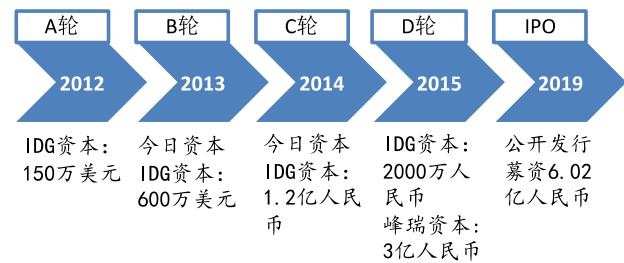
最终三只松鼠屡获资本青睐，由于新商业模式带来巨大的成长空间，上市前共获得 IDG 资本、今日资本等 VC、PE 机构总计约 4.9 亿元融资，奠定公司快速扩张基础。

图1：三只松鼠收入规模与增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：三只松鼠上市前募资格程



资料来源：企查查，东兴证券研究所

表1：休闲食品代表企业

休闲食品公司	成立时间/上市时间	企业特点	2018年营收(亿)	收入近三年增速%	2018年净利润(亿)	净利润近三年增速%
三只松鼠	2012/2019	线上休闲零食龙头，发力线下	70.01	50.76%	3.04	223.52%
良品铺子	2010/2020	新零售休闲零食品牌，2000+线下店	63.78	26.52%	2.39	73.90%
来伊份	2002/2016	线下门店休闲零食品牌，2000+线下店	38.91	7.56%	0.1	-57.49%
盐津铺子	2005/2017	多品类小包装零食第三方渠道	11.08	23.80%	0.71	2.52%
洽洽食品	2001/2011	瓜子坚果线下龙头	41.97	8.22%	4.33	5.95%
绝味食品	2008/2017	卤味连锁龙头	43.68	14.35%	6.41	28.66%
桃李面包	1997/2015	短保面包龙头	48.33	23.54%	6.42	22.78%

资料来源：Wind，东兴证券研究所整理

然而在线上增速趋缓，获客成本增加，流量红利消退的背景下，加之休闲食品即食随机性消费特点，线下占比 80% 以上的渠道特征，未来线上线下渠道融合，多维度触达消费者成为休闲食品企业发展的必然趋势。2020 年初新冠疫情的冲击又起到培育市场，加速渠道融合和行业整合的作用。本文依照线上、线下、新零售的顺序对休闲食品新零售模式进行解读，分析涉及三只松鼠、良品铺子、来伊份和百草味四家公司。

1. 线上：传统电商增长趋缓，企业扩品拓渠做大规模

1.1 线上增速放缓，集中度不断提升

1.1.1 休闲食品线上市场增速放缓，渗透率有望提升超 25%

传统电商增长趋缓，休闲食品线上市场预计保持 15% 以上增长。自 2008-2012 年淘宝商城（后更名天猫）、苏宁易购、顺丰优选上线后，我国电商渠道品牌红利渐显，诸如良品铺子、百草味等线下休闲食品企业瞄准电商平台便利化和塑造良好消费体验的优势，相继由线下拓展线上布局；2013-2016 年，食品电商崛起，一众第三方平台大力发展食品板块，三只松鼠表现耀眼；然而近年淘宝京东等传统电商渠道增速下滑，2013-2018 年由 10.4 万亿元增至 31.63 亿元，同比增速由 57.6% 降至 8.47%，同期休闲食品电商市场规模由 155 亿元增至 1359 亿元，复合增速达 54.38%，同比增速亦由 2016 年遭遇下滑，18 年降至 34.42%，对比整体电商行业水平仍有进一步增长空间。预计未来 5 年内整体电商成交额增速将保持 CAGR=8%，而休闲食品电商将维持 CAGR=15% 以上。

表2：我国休闲食品电商市场发展历程

	市场特征	驱动力	代表企业
启动期（2008-2012）	淘宝京东等平台做大， 消费者认可网上购物模式	电商发展	良品铺子、百草味
发展期（2013-2016）	食品电商崛起， 线上零售平台开始发展食品板块	品类及营销驱动	三只松鼠、百草味、良品铺子
成熟期（2017 至今）	食品电商品牌集中度提高， 商业模式趋于完善，新零售出现	品类拓展 线上线下融合	三只松鼠、百草味、良品铺子、 来伊份

资料来源：东兴证券研究所整理

图3：传统电商增速下滑明显

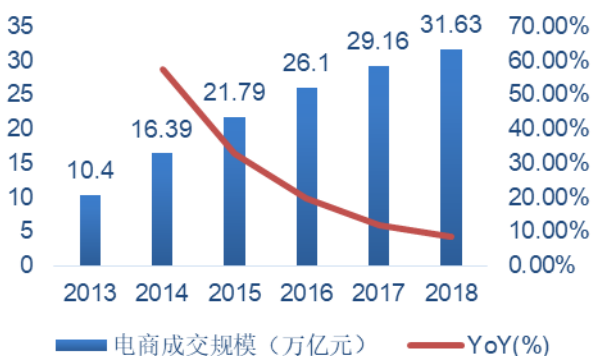
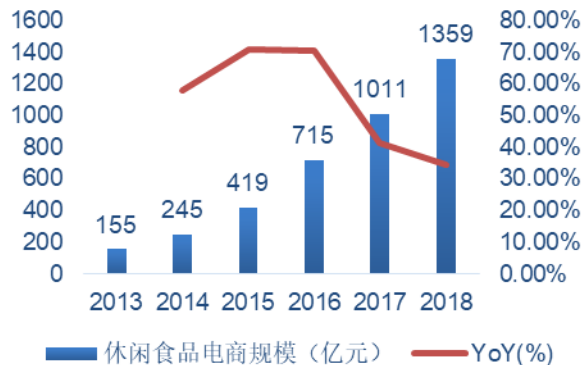


图4：电商市场休闲食品电商市场仍有可为

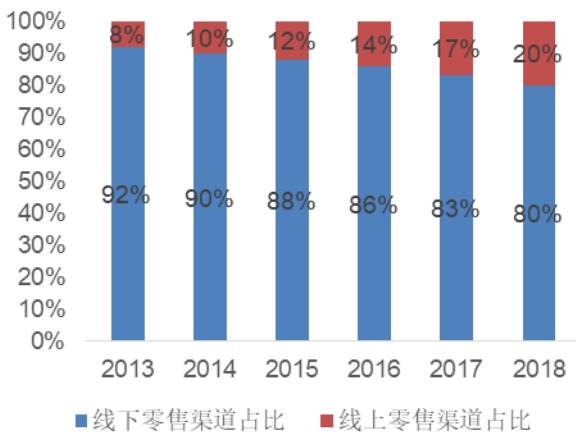


资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

资料来源：艾媒数据中心，东兴证券研究所

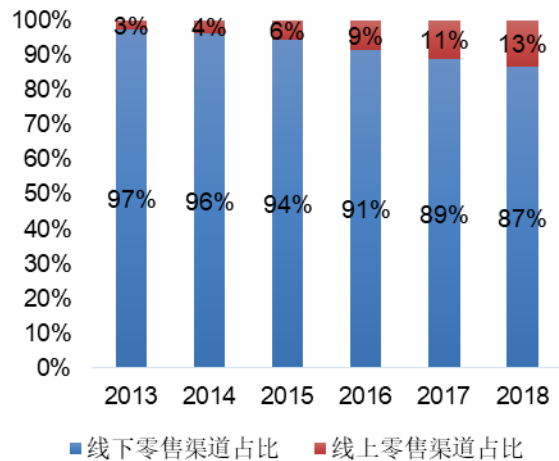
对标可比商品零售额电商布局，休闲食品线上渗透率有望超 25%。传统食品头部企业（来伊份、周黑鸭）转型加之新兴休闲食品电商企业（三只松鼠）的入局引得中小企业亦纷纷进驻电商平台。数据显示，2013-2018 年整体商品零售线上渗透率由 7.7% 增至 19.6%，其中 2016 年我国服装线上渗透率达 36.90%，2018H1 我国 3C 产品线上渗透率达 34.0%；我国休闲食品线上零售份额逐年提升，同期由不足 3% 增至 13.2%，上升 10.6pct。鉴于休闲食品相比之下拥有试错成本低、选择多样化的特点，我们预计未来 5 年内其线上渗透率将突破 25%。尽管电商对实体零售有所挤压，但真正的收入来源主体仍为线下市场，未来兼具线上线下全渠道布局的企业将锋芒渐露。

图5：商品零售额线上：线下近 1：4



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图6：休闲食品线上零售份额逐年提升

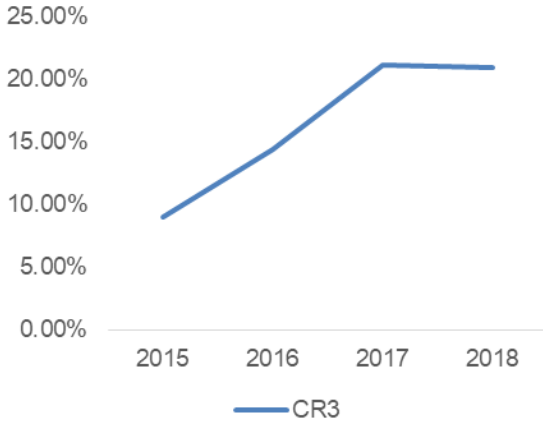


资料来源：艾媒数据中心，东兴证券研究所

1.1.2 行业集中度不断提升，未来 5 年 CR5 有望突破 22%

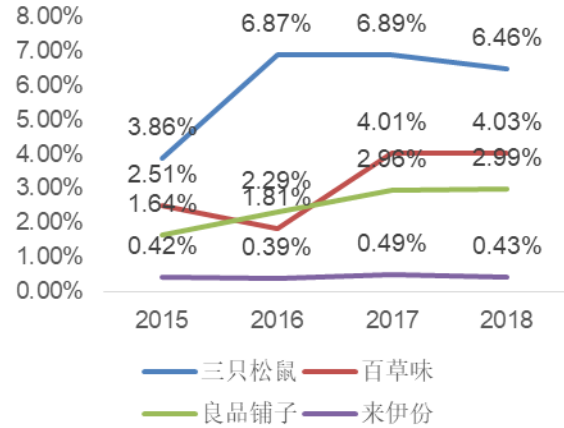
市场集中化，竞争加速化，预计 5 年内 CR5 将突破 22%。线上竞争市场呈现多寡头格局，头部品牌发力促使休闲食品电商市场集中度提升。2018 年 CR5 达 15%，较 2015 年提升 6pct。其中三只松鼠一马当先，凭借多年电商运营经验，2018 年取得线上销售收入 62.27 亿元，近三年市占率维持在 6.50% 有所下滑，主要原因在于坚果增速受阻，公司处于向全品类转型的关键阶段，且年初销售旺季为去库存有所降价，当前公司天猫用户渗透率为 11%，下一步多品类布局有望带动高增，19 年的烘焙品类已有所表现；百草味和良品铺子起步稍晚，2018 年市占率达 4.03%/2.99%，可提升空间较大；来伊份表现稳定，始终维持在 0.4%-0.5% 水平。按未来行业增速 15%，CR5 增速 22%，预计到 2025 年 CR5 集中度有望突破 22%。

图7：线上休闲食品竞争分化，品牌集中



资料来源：Wind，东兴证券研究所

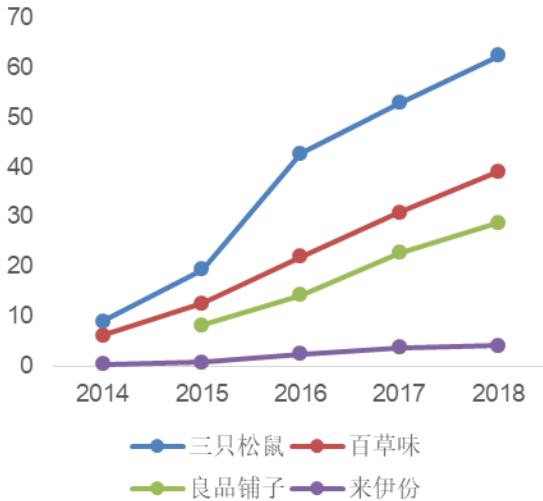
图8：三只松鼠市占率领先较大



资料来源：Wind，东兴证券研究所

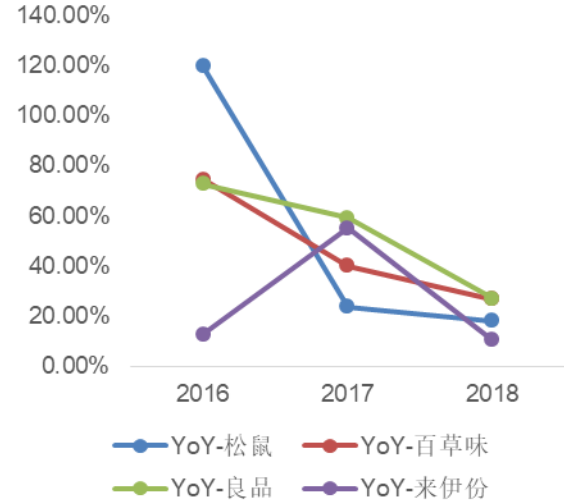
线上收入增速趋缓，未来增长来自品类扩张。三只松鼠、百草味、良品铺子和来伊份线上收入规模呈阶梯状，2018 年营收分别为 62.27/39.00/28.79/4.11 亿元，14-16 年传统电商红利褪去后，18 年增速降至 17.92%/26.71%/27.00%/10.48%。由于休闲食品行业下游直接对接消费者，其购买行为及消费偏好对公司经营形成直接影响，消费者会基于线上的品牌去尝试其其他新品，“爆款引领、全品类发展”是增长引擎。

图9：CR4 线上收入分布（亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图10：线上收入增速趋缓



资料来源：Wind，东兴证券研究所

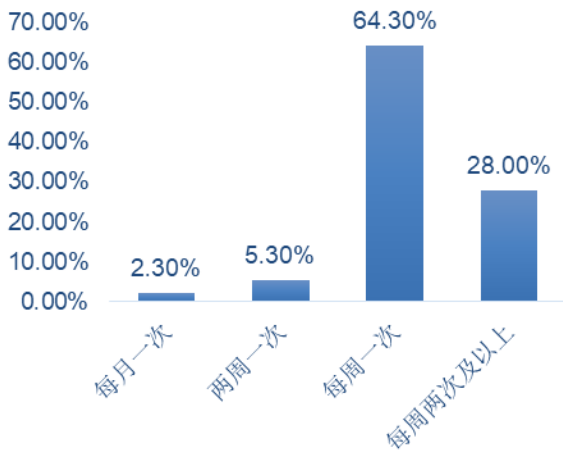
1.2 品类+渠道，扩规模为主

1.2.1 品类：坚果引爆线上，未来爆款引流、全品类发展

休闲食品消费高频，客单价较高，新品有助维护消费者粘性。数据显示，2018 年购买休闲零食频率超过每周 1 次的消费者占比达 92.3%，占绝对多数，而三只松鼠线上每年购买一次用户占比高达 65.54%，可见

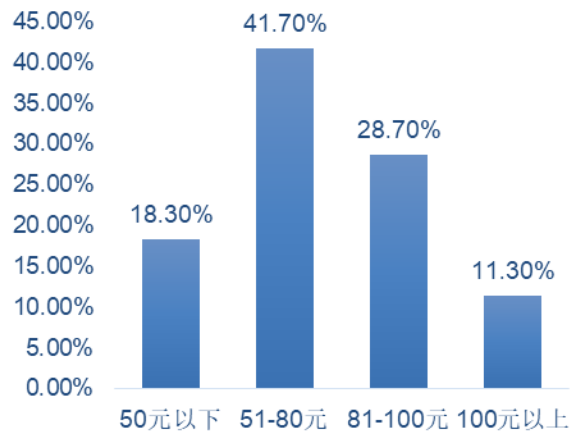
线上消费多为囤货需求，而休闲食品大多随机化，线下消费场景居多。休闲零食大多产品精致、包装精美，加之原材料如坚果、猪肉等成本较高，因而消费者客单价较高。数据显示，2018 年我国休闲食品 50-100 元客单价合计占比 70.4%，其中三只松鼠由于从成本较高的树坚果转型多品类休闲零食，客单价也由 16 年 104.58 元降至 18 年 69.59 元，仍维持较高水平。针对高客单价的线上消费、高频次的线下消费，未来采取积极营销手段巩固老用户品牌粘性、积极拓展新品吸引新用户尝试的模式将成为市场主要竞争者们的不二之选。

图11：休闲食品消费高频



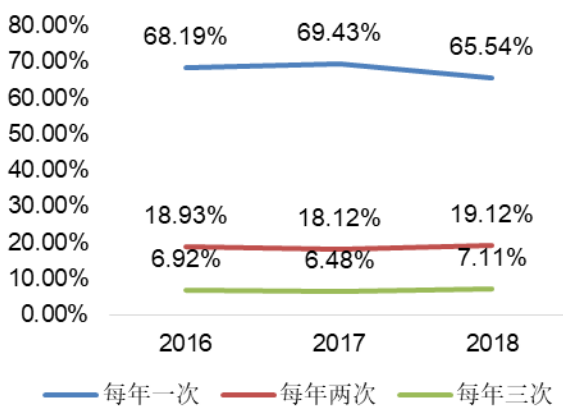
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图12：休闲食品客单价较高



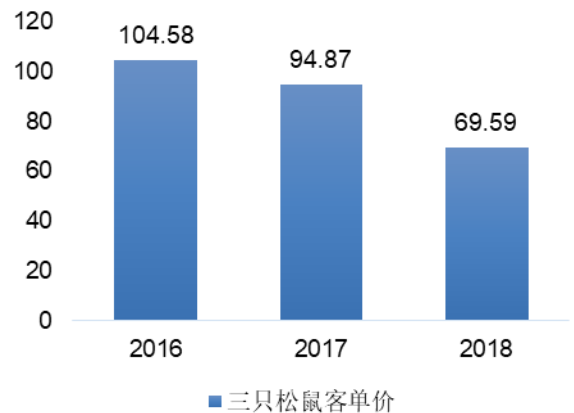
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图13：线上消费频次较低（三只松鼠）



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

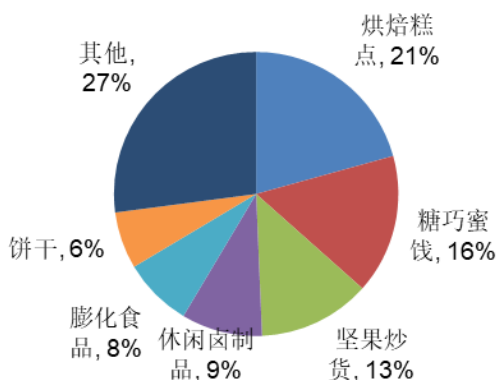
图14：三只松鼠多品类转型零食占比提升客单价下降



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

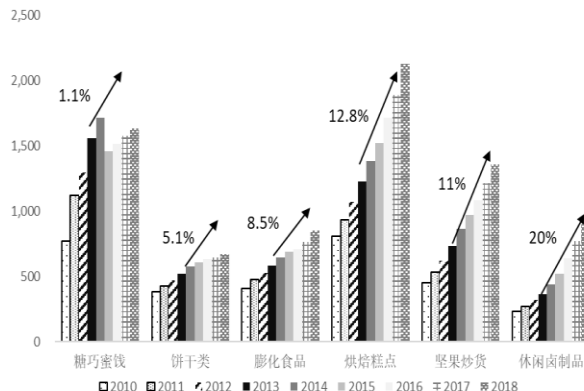
行业红利下卤味/烘焙/坚果增速快。休闲食品品类目前主要包括糖巧蜜饯、饼干、膨化食品、烘焙糕点、坚果炒货、休闲卤制品，烘焙糕点、坚果炒货等，其中卤味/烘焙/坚果增速快，2013-2018 三者年复合增长率为 20%/12.8%/11%，不同于糖巧/饼干/膨化多为欧美或港台引入，卤味/烘焙/坚果多为本土企业生产，迎健康、便捷消费需求，增速快、集中度低、发展空间广。

图15：烘焙糕点为休闲食品行业第一大品类



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

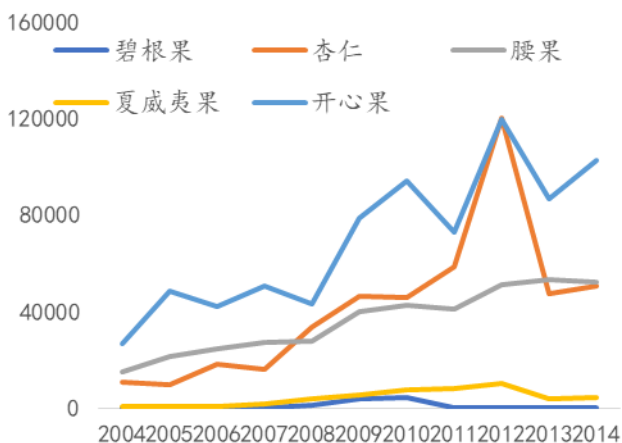
图16：卤味/烘焙/坚果增速快



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

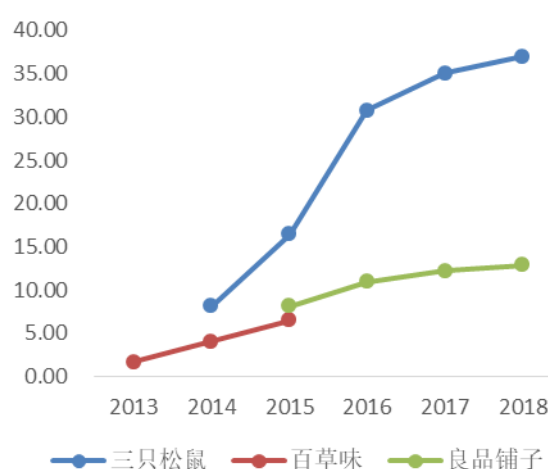
坚果迎健康美味需求，市场空间广阔。我国坚果消费量处于攀升阶段，2012-2018年我国人均坚果消费量为 2.96/3.52kg，CAGR3.53%，增长较慢。我国居民消费坚果种类主要为种子坚果，2017年我国人均树坚果消费量仅为 0.38 公斤，约占整体 10%左右。INC 数据显示我国带壳树坚果除核桃外主要依赖进口，其中碧根果、夏威夷果进口量较小，10年 CAGR 分别达到 9%和 21%，由于单价较高，其销售收入分别达到 7.93 亿与 11.19 亿，为规模第三大与最大的坚果单品，目前产业集中度低。三只松鼠正是早期产品定位成功寻中发展蓝海，踏上高增赛道，主打树坚果产品，单品直击袋装碧根果市场，采用对话式营销加深消费者印象，以“双十一”促销作为核心发力，引爆品牌势能。品牌树立后保持高增，至 2018 年坚果产品贡献收入达 36.96 亿元，遥遥领先业内其他公司。

图17：我国树坚果进口量快速攀升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图18：坚果收入以三只松鼠领先（亿元）

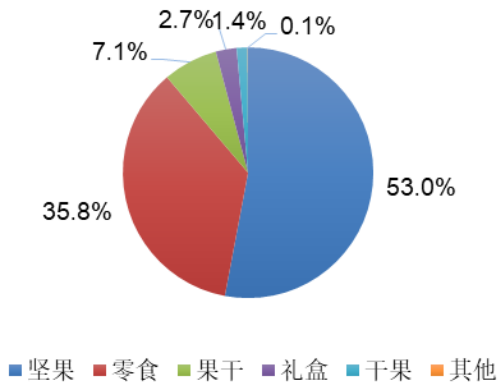


资料来源：Wind，东兴证券研究所

坚果引领互联网休闲食品浪潮，未来企业向全品类发展。线上市场无需考虑区位饮食习惯，因而品类丰富，便于消费者选择。三只松鼠自 2012 年主打坚果起家，随即引爆休闲食品电商平台，2014 年其拓展业务至干果、花茶等周边产品，而后继续发展至休闲零食全品类，目前 SKU 超 600 种，2018 年零食收入达 24.99 亿

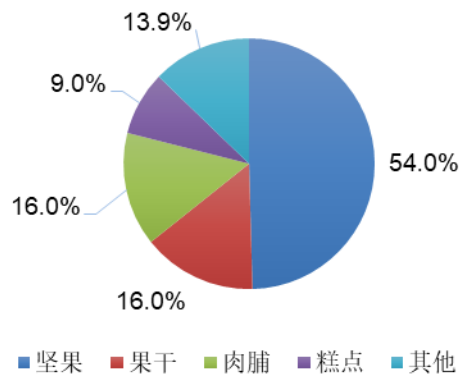
元，约占总收入 35.8%；百草味亦主打坚果起家，2013 年坚果收入占比 72.47%，至 2017 年已降至 54%，果干/肉脯/糕点分占 16%/16%/9%；良品铺子始终主打全品类战略，布局更为广泛均衡，SKU 逾 1200 种，2019H1 肉类零食/糖果糕点/坚果炒货贡献收入占比 23.00%/20.08%/18.98%；来伊份同样全领域发力，SKU 上千种，2018 年肉制品及水产品/炒货及豆制品/糕点及膨化食品/蜜饯及果蔬占比 30.08%/30.07%/14.67%/12.44%。各公司凭借自有渠道优势，以爆款引领吹响品牌号角，以全品类布局顺应消费个性化。

图19：三只松鼠零食份额跃居第二



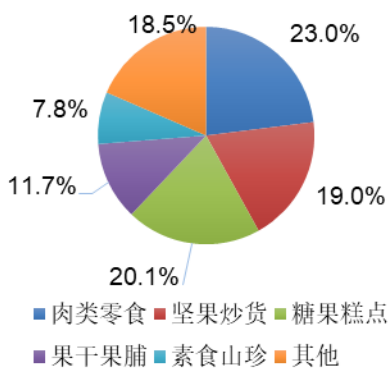
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图20：百草味主打坚果起家



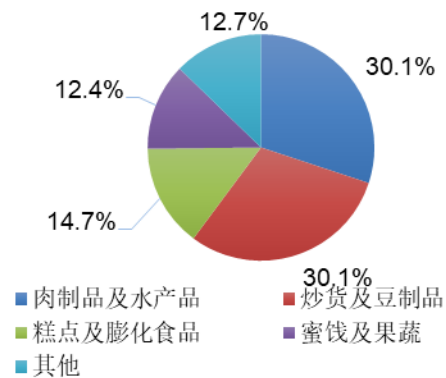
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图21：良品铺子全品类战略均衡发展



资料来源：Wind，东兴证券研究所

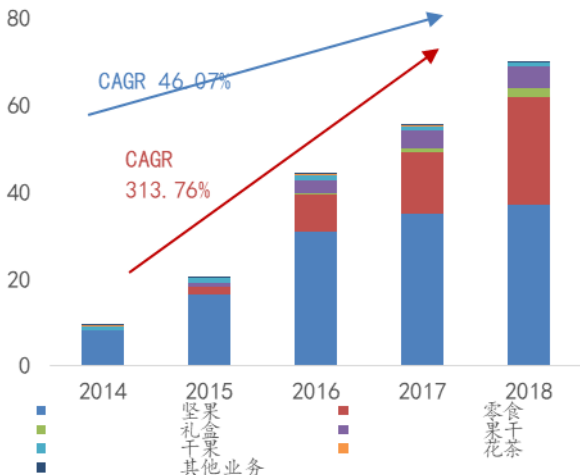
图22：来伊份深耕全品类



资料来源：Wind，东兴证券研究所

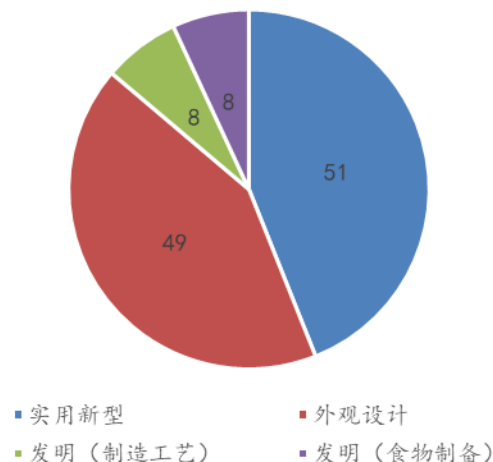
- 三只松鼠由主打坚果过渡到坚果、零食为主，礼盒、果干、干果多品类共同发展的格局。截止 2019 年公司 SKU 已突破 500 个。为适应品类扩张策略，公司专门设置产品经理制度，预计公司未来零食品类将继续保持收入规模和 SKU 的高增长，而坚果品类以碧根果、夏威夷果等树坚果为基础，配合“每日坚果”等产品组合，不断丰富产品矩阵。同时在休闲零食口味趋同的大趋势下，三只松鼠通过深入产品的场景化设计，持续拓宽产品内涵。如三只松鼠早期主打碧根果即考虑到碧根果难剥壳、易染手和碎壳难处理的特点，随产品附赠剥壳器、湿纸巾和果壳袋。预计未来，三只松鼠场景化设计将更加深入产品，优化用户体验，从而增强用户粘性，提高消费频率。

图23：三只松鼠品类均衡化发展



资料来源：Wind，东兴证券研究所

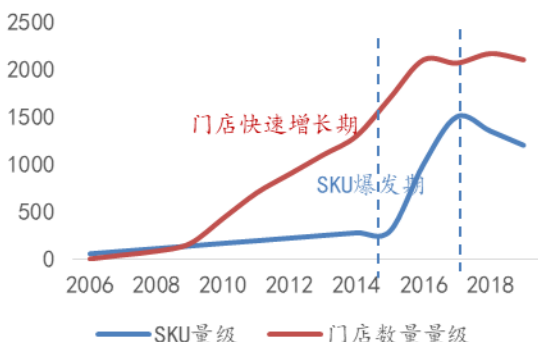
图24：三只松鼠丰富专利塑造产品口碑



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

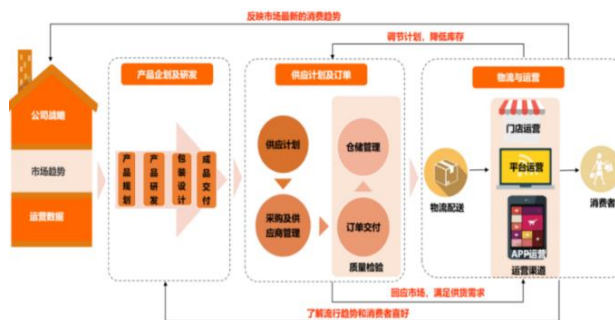
- **良品铺子始终推行多品类发展战略。**公司以产品为核心，产品采用OEM代工生产，企业生产运营成本压力小而依靠产品研发撬动原材料采购。良品铺子SKU于2006年武汉第一家店铺开业时仅有60，于2014年拓展至300左右，随后迎来爆发。目前良品铺子SKU稳定在1200-1500，产品品类拓展至7大类。公司线下前期积极扩张门店规模，门店数量于2016年前呈线性增长，目前门店数量维持在2000家左右；公司还建立高效消费者反馈机制，名为顾客心声投诉全程管理体系，仅2018年，公司便收集超过1000万顾客评价数据，对数十个单品的包装规格与单品的口味进行了针对性改进。

图25：良品铺子SKU与门店数量量级变化



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图26：良品铺子建立消费者反馈机制



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

- **来伊份深耕中国零食市场，多品类协同发展。**公司的核心品牌“来伊份”、“亚米”及“伊仔”形象在消费者心中有较高知名度，公司实行全球采购计划，产品来自全球五大洲20个国家和中国25个省市，现已具备

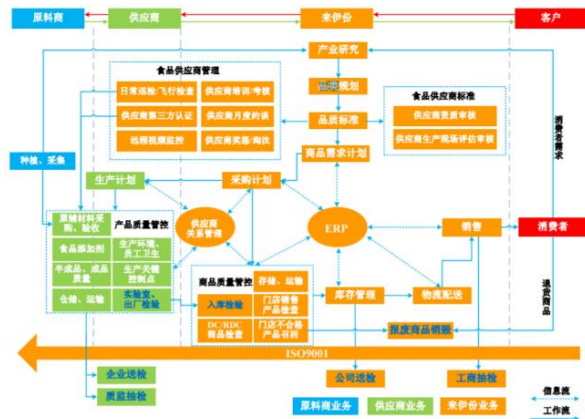
坚果炒货、肉类零食、果干蜜饯等 10 大核心品类，800 余款产品，近年顺应休闲食品便利化趋势，推出特色短保糕点、锁鲜装，并进军方便速食、冲调饮品等新兴领域。公司同时扩大商品溯源品类，推进质量安全溯源系统覆盖率实现原料可追溯、流程可查证、去向可跟踪、生产现场可监控。

图27：来伊份多为散装产品，鼓励多品类消费



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图28：来伊份高效供应链保证产品新鲜度



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

1.2.2 渠道：流量多元化，市场头部为主，尾部多样

电商渠道头部集中，尾部多样化。休闲食品电商经营模式主要分三类，目前三只松鼠/良品铺子均以 B2C 模式为主；而伴随 B2B 模式走入公众视线，社交电商与自营 APP 兴起。传统电商自身增速趋缓，但不可否认仍有自我超越的空间；另一方面，社交电商、内容电商等新兴线上营销模式的兴起使得电商二字的概念得到丰富。未来休闲食品的销售渠道将形成头部 B2C/B2B 为主，尾部以自营 APP、社交电商为代表的多样化电商模式协同发展。

表3：线上 B2B、B2C 模式分类

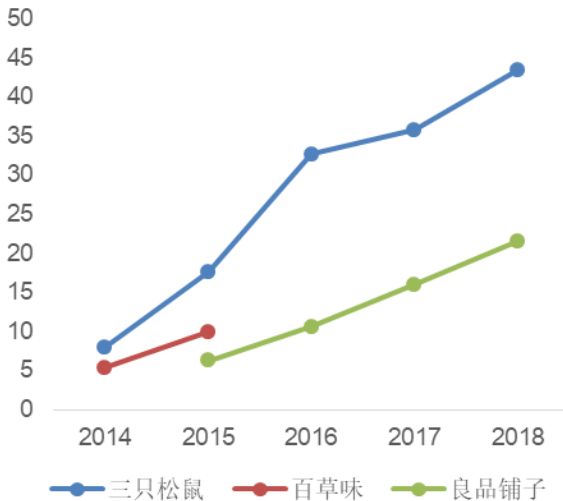
	平台	休闲食品布局
B2C	第三方电商平台	天猫/京东旗舰店，苏宁易购等
B2B	第三方电商平台	天猫超市、京东自营等
其它	自营 APP	“三只松鼠”、“良品铺子”、“来伊份”APP
	社交电商平台	有赞微信商城、云集微店、直播带货等

资料来源：东兴证券研究所整理

- **B2C 发力传统电商平台，阿里系平台贡献主要收入。** B2C (Business to Consumer) 为直接面向消费者销售产品和服务商业零售模式，多与天猫、京东、微信商城等第三方平台签订协议，开设品牌自营旗舰店，产品以成本为基础，自行定价。2018 年三只松鼠/良品铺子 B2C 业务收入分别为 43.4/21.5 亿元，占线上收入 79.38%/74.64%。其中天猫平台销售额达 33.15/14.75 亿元，为同期京东销售额的 3.23/3.75 倍。三只松鼠专注于品牌旗舰店的打造，以爆款单品引领增长，2014-2018 年 B2C 模式收入复合增速达 52.95%。良品铺子起步较晚而增速快，主打全品类战略，2018 年发力高端塑造品牌粘性，3 年 B2C 渠道复合增速达 51.09%。来伊份于 2019 年“618”大促推出“修仙宝典”概念礼盒，天猫/京东旗舰店当天销售收入

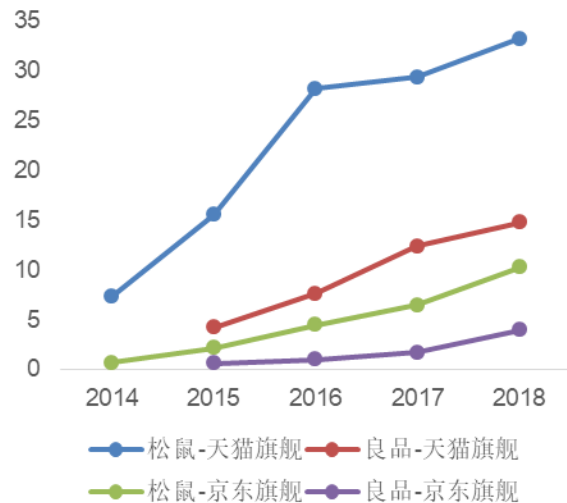
同比大增。

图29: B2C 模式收入差距明显 (亿元)



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

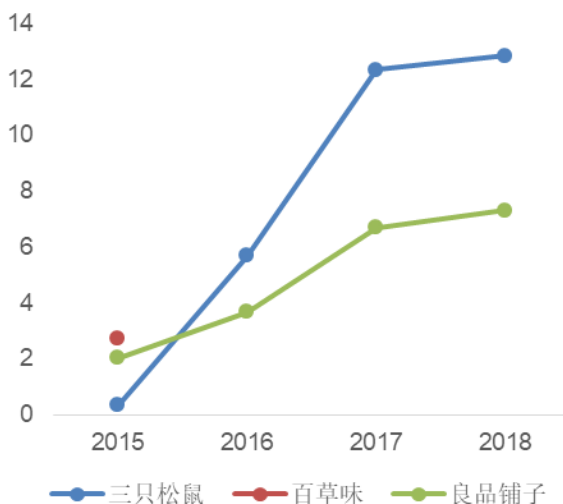
图30: B2C 模式于天猫布局更深 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

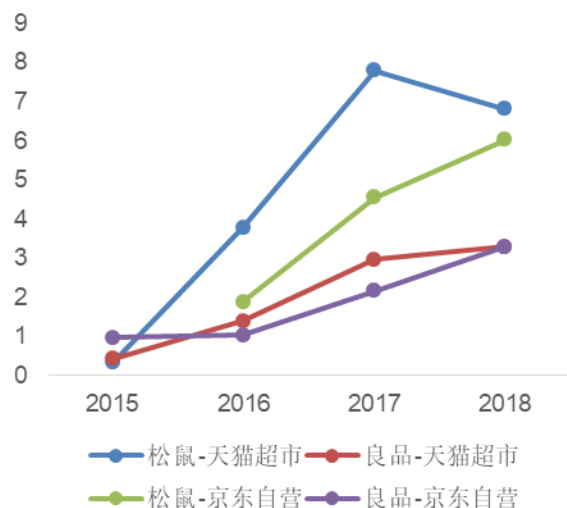
- **B2B 渠道 2015 年爆发, 收入趋于稳定。**B2B (Business to Business) 指公司通过第三方企业与消费者进行交易, 主要包括天猫超市、京东自营、饿了么等第三方电商平台, 主要是从 2015 年迎平台端的流量爆发增长。2018 年三只松鼠/良品铺子 B2B 收入为 12.8/7.3 亿元, 占线上收入 20.62%/25.36%, 其中来自天猫收入 6.82/3.29 亿元, 来自京东 6.02/3.30 亿元, 营收水平相近。来伊份于 18 年开展外卖业务, 截至 2019H1 已接入上海超 500 家门店, 增加了顾客与商家的触点, 进一步提升会员消费体验。

图31: 松鼠与良品争相打造 2B 业务



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图32: B2B 天猫京东同时发力



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

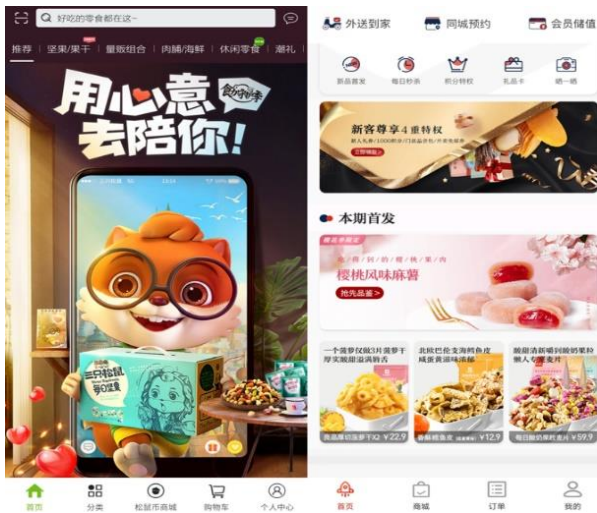
- **自营 APP 绑定会员, 增强用户粘性:**三只松鼠自 2015 年上线自营 APP, 截至 2019H1, 获得销售收入

0.4 亿元，占线上收入 0.91%，目前月流水峰值超 1600 万元。良品铺子自 2017 年上线品牌 APP，截至 2019H1，APP 贡献收入 0.2 亿元，占比 1.29%，此次 IPO 募集资金亦有部分投入无线自营 APP 升级，预计投入 0.64 亿元，形成线上向线下门店免费导流、线下扫码拉升零售数据的消费闭环；来伊份亦推出“来伊份移动商城”APP，截至 2019H1 完成了 10 个版本的迭代，APP 用户超 1100 万。

表4：各公司自营 APP 表现

公司	19H1 收入（亿元）	占线上收入比重	装机量（万台）	19H1 用户人数（万人）
三只松鼠	0.4	0.91%	208.94	166.66
良品铺子	0.2	1.29%	/	/
来伊份	/	/	680+	1100+

资料来源：公司公告 东兴证券研究所整理

图33：松鼠/良品自营 APP 各具特色


资料来源：东兴证券研究所

图34：良品铺子募资投入 APP 升级


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

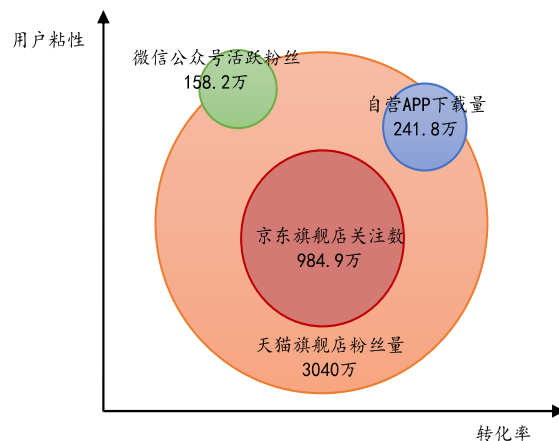
- **社交电商等多元化流量引入：**三只松鼠于 2020 年初以著名影视 IP“庆余年”为支点，以淘宝直播为杠杆，于微博搭建“王启年x薇娅直播卖货”话题，实现与用户心里共振。据官方数据，直播当晚最终引导进店人数破 136 万，1 小时销售额破 4000 万。良品铺子自 2016 年开展社交电商业务，包括有赞微信商城和云集微店在内等多个平台，还通过大热的微信公众号和微博直接与消费者互动，为以上各渠道引流，至 2018 年贡献收入 0.87 亿元，占比 3.02%。

图35：三只松鼠双十一全渠道销售额



资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

图36：良品铺子主要线上流量来源



资料来源：天猫旗舰店，京东自营旗舰店，西瓜数据，东兴证券研究所

1.2.3 盈利：竞争加剧，维持净利率3%-5%的水平下以扩规模为主

毛利率净利率趋稳，扩规模抢份额提升周转效率为主。休闲食品头部企业毛利率与净利率趋于稳定，主要系第三方2B/2C经营模式成熟，且占收入比重较大，预计线上整体毛利率和净利率分别保持25-30%和3-5%的水平。市场竞争白热化，鉴于线上市场仍能保持15%+增速，短期内头部公司以扩张营收规模、做大市场份额为主。

头部收入渐成规模，毛利水平趋于稳定，预计保持25-30%水平。三只松鼠一马当先，18年收入突破60亿元，百草味、良品铺子略被拉开差距，但仍保持一定增长分别取得39.00/28.79亿元收入。线上经营的特点为低毛利低费用率，毛利率水平近年趋于稳定，2016-2018年三只松鼠毛利率下降2.53pct至27.54%，主要系B2B模式收入占比提高，且促销使得零食比重上升而毛利率降低；良品铺子4年内毛利率上升9.87pct至28.41%，并于2018年正式超越三只松鼠，主要系主打高端战略，18年下半年进行提价，对全年利润率增长形成支撑。

图37：头部企业初具规模优势（亿元）

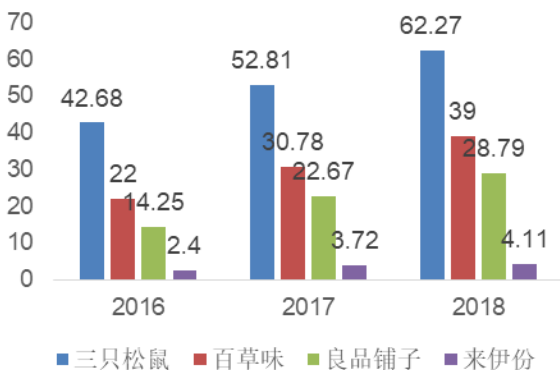
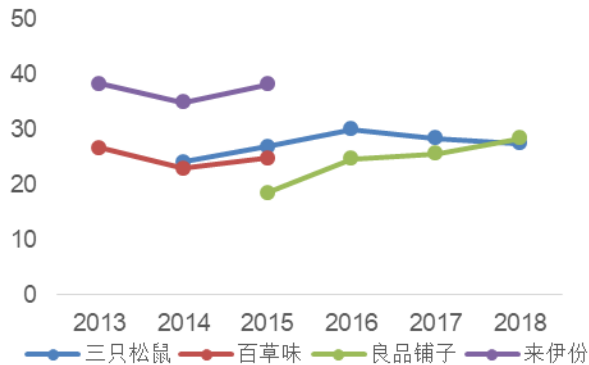


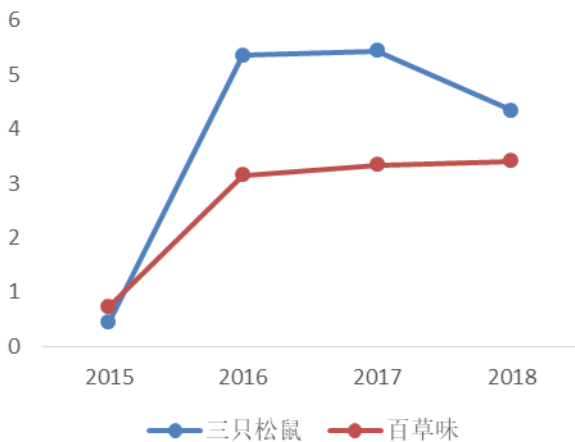
图38：各公司线上毛利率（%）



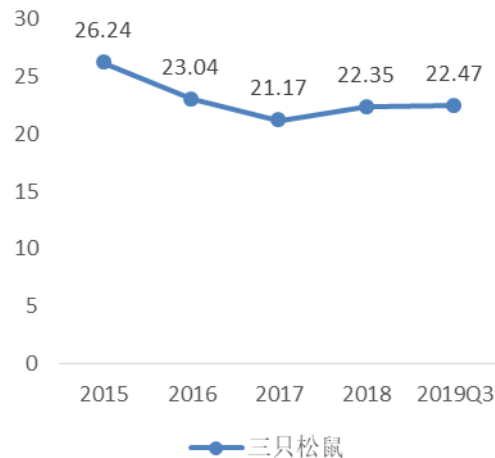
资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

规模效应渐显，为抢份额中短期费用投放必不可少，预计净利率保持 3-5%。三只松鼠/百草味的净利率由 15 年的 0.44%/0.73% 增至 18 年 4.34%/3.40%，差距有所缩小，盈利能力趋于稳定，主要系整体费用支出得到有效控制。三只松鼠做大市场份额，公司销售费用率由 14 年 25.35% 降低至 2019Q3 的 20.94%，近三年维持在 20% 左右；研发费用率由 16 年 0.27% 增至 0.48%；整体期间费用率也由 2014 年的 27.04% 降低至 2019Q3 的 22.94%，近三年维持在 22% 左右；百草味则被收购前产品主要以坚果类目为主，其低毛利率和较高的销售费用率，使百草味净利率持续为负，16 年被好想你收购后随着调整产品结构、高净利率入仓收入占比的提高，净利率稳步提升，18 年达 3.40%。

图39：松鼠、百草味净利率趋同（%）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图40：松鼠整体费用率下行（%）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 线下：单店运营能力与模式可复制性是关键，良品稳步松鼠快速来伊份摸索

2.1 区域可复制性：良品已成熟、来伊份在摸索、松鼠大力向前

门店收入为互联网休闲零食企业线下收入主要来源。互联网休闲零食企业线下销售收入来源主要包括线下门店收入和大客户团购收入，较少通过经销商进行销售。良品铺子与来伊份门店收入占比超线下全部收入的 90%，而三只松鼠由于线下门店处于起步阶段，收入占比不高。

表5：良品铺子、来伊份、三只松鼠线下收入组成

单位：亿/占比		2016	2017	2018
良品铺子	门店收入	27.87	30.78	34.01
	大客户团头收入	0.18	0.28	0.43
	全部线下收入	28.05	31.05	34.44
来伊份	门店收入	28.57	30.97	32.64
	大客户团头收入	0.72	1.06	1.57
	全部线下收入	29.29	32.03	34.21
三只松鼠	门店收入	/	/	2.00
	大客户团头收入	/	/	3.00

全部线下收入

1.41

2.51

7.51

资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所整理

门店运营模式又可细分为直营模式和加盟模式，其收入、成本、费用组成不同，各有优劣。

- 直营模式下，公司对各个门店进行统一管理，收入主要源自面向终端消费者的销售收入。该模式下企业一方面能够获取产品全部的毛利，另一方面较易调整公司产品策略和进行店铺统一管理。但同时公司需承担门店运营风险以及一定的前期投资。
- 加盟模式下，公司主要收入来源为产品批发收入、管理费收入和加盟费收入。企业可借助加盟商的区域资源优势拓展营销网络，对各区域市场进行渗透、提高产品的市场占有率，快速扩张门店数量，但同时需与加盟商分享产品毛利。

表6：休闲食品线下门店直营、加盟模式的优劣比较

	直营	加盟
主要收入组成	终端销售	加盟店批发收入 辅助管理收入 特许经营收入
主要成本组成	产品成本 仓储物流成本 直营门店运营成本	产品成本 仓储物流成本 公司加盟模式承担成本
主要费用组成	门店租金 销售人员薪酬 促销费用 其他直营门店费用	公司加盟模式承担费用
优缺点对比	门店管控相对较强 毛利率较高 扩张速度慢 经营风险高	门店管控相对较弱 毛利率较低 扩张速度快 经营风险低

资料来源：东兴证券研究所整理

分析大力布局线下门店的良品铺子、来伊份和三只松鼠：

- 良品铺子店铺管控力度强，“直营为辅，加盟为主”，加盟店铺数量与收入带动线下门店业务走强，区域发展“深耕华中，辐射全国”，店铺扩张可复制性强，看好公司未来线下发展与门店扩张；
- 来伊份直营模式发展成熟，收入及店铺数量占比极高，而加盟模式尚在探索，公司门店集中分布于江浙沪地区，未来同时以直营和加盟扩张，效果尚需观察；
- 三只松鼠布局线下较晚，门店强调 IP 化运营，直营加盟承担不同功能，预计未来公司线下门店直营与加盟齐头并进，在大力发展线下的策略下，门店数量和收入有望短时间迎来爆发。

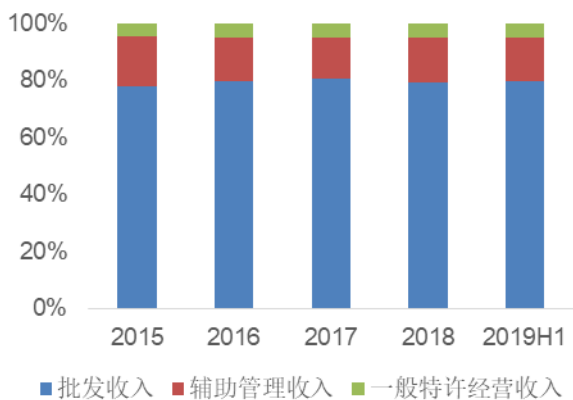
具体从门店管理与运营模式看：

- 良品铺子对加盟商管控强，直营模式与加盟模式搭配趋同。良品铺子招股说明书显示其加盟收入的 80% 来自产品批发收入。公司加盟店单店批发收入与直营店单店收入之比显示，加盟商产品进货价约为终端

产品销售价的 65%左右。公司加盟条件较高，要求加盟商资拥有 60 万以上投资资金及 100 万以上流动资金，保证可开 1-2 家店，每家加盟店铺面积不低于 60 平。同时良品铺子要求加盟商终端卖出后再确认收入，加盟商终端钱先打给公司再返还，公司也可在加盟店和直营店间调配资源，显示公司对加盟商的强管控。预计良品铺子将延续店铺管理模式，加盟店与直营店管控及运营模式趋同，利用加盟店强管控保证产品品质和公司发展策略落地。

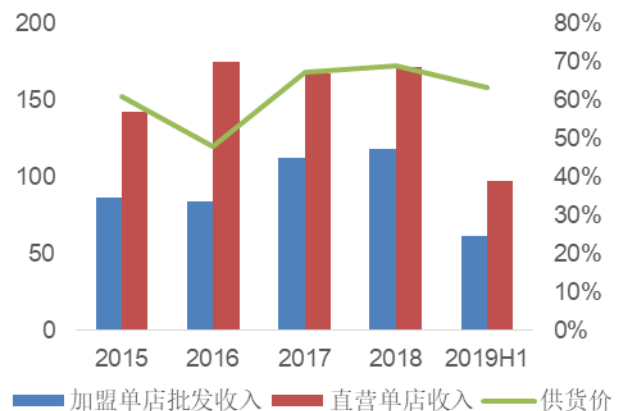
- **来伊份直营体系已较为成熟，加盟模式尚在摸索。**来伊份直营模式具有统一的经营理念、企业标识、经营商标、标准服务，公司对直营店铺统一管理，实现了直营门店终端的标准化、规模化、系统化、数据化。对于加盟门店，来伊份注重加盟商的价值实现及品牌市场的覆盖，采取单店加盟、多店加盟、区域加盟等多种加盟方式及特许经营、联营等多种合作方式，但目前公司加盟模式较直营模式尚在探索，预计未来公司将大力发展加盟模式，培育自身更加成熟的加盟体系。
- **三只松鼠线下店铺刚起步，店铺运营注重用户体验及 IP 氛围营造，直营店与加盟店承担不同功能。**三只松鼠线下门店布局较晚，但契合公司 IP 化发展路径。线下门店以重用户体验的“松鼠投食店”（直营店）和重销售的“松鼠联盟小店”（加盟店）形式经营，店内摆放数量众多的“松鼠公仔”及其他 IP 化产品。同时三只松鼠直营店功能定位为品牌体验载体，商品品类较为丰富，店铺规模较大。而加盟店功能定位本地商圈打造和用户便利触达，商品品类在精不在多，店铺规模较小。预计未来三只松鼠门店依然紧紧依靠 IP 化运营，加盟强调加盟店主与自身 IP 的形象契合，加盟商关系管理采用“共同运营”的联盟模式，而非管理与被管理者的模式

图41：2015-2018 良品铺子加盟收入（亿）



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图42：良品铺子 2019H1 加盟收入组成



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图43：三只松鼠投食店店铺门面



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图44：三只松鼠联盟小店店铺门面



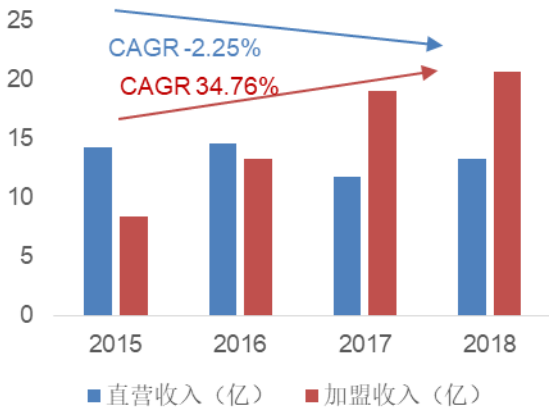
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

从直营店与加盟店收入规模看：

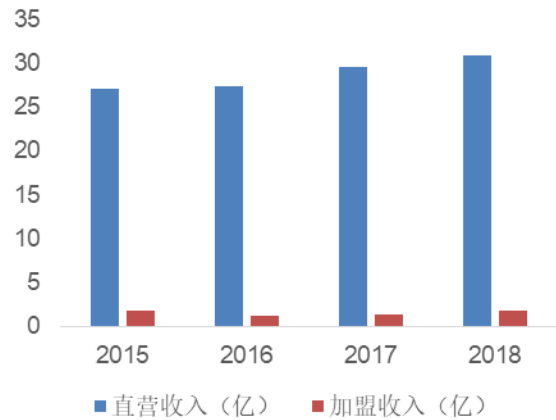
- **良品铺子提出“加盟为主，直营为辅”的经营策略，加盟店带动门店收入快速增长。**2018年良品铺子直营模式和加盟模式收入分别为13.33亿和20.68亿，占总收入的比重分别为20.9%和32.4%。与2015年相比，加盟收入的比重由37.19%提高到61.21%，而加盟和直营模式3年CAGR分别为34.76%和-2.25%，加盟模式贡献全部线下门店收入增长。预计未来公司继续依靠加盟店铺收入带动线下业绩增长。
- **来伊份直营占绝对优势，不断加大加盟发展力度。**来伊份2018年直营模式和加盟模式收入分别为30.91亿和1.73亿，占总收入的比重分别为79.4%和4.4%，直营模式占绝对优势且较为稳定。预计公司未来继续拓展加盟模式，加盟收入占比在体系成熟后将快速攀升。
- **三只松鼠进入线下门店运营不久，公司线下布局按下加速键。**三只松鼠自2016年开始试水线下门店运营，至2018年取得线下收入7.51亿，占全部营业收入的10.73%，其中线下门店收入约为2亿，占全部营业收入的3%左右。预计在公司大力布局线下的策略下，门店收入有望快速提升。

图45：良品铺子直营与加盟模式收入

图46：来伊份直营与加盟模式收入



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理



资料来源：Wind，东兴证券研究所整理

从门店与加盟商数量看：

- **良品铺子加盟店数量快速扩张，加盟商关系稳定，直营店进入店铺调整阶段。**良品铺子2015年拥有直营店1005家，加盟店763家，而2018年拥有直营店775家，加盟店1388家，加盟店比例由43%扩张至64%。公司对原有直营店进行集中改造，对部分直营店淘汰，直营店进入调整阶段。公司加盟商由2015年的194家增加至2018年的306家，平均每家加盟商承接加盟店数也由3.9家增至4.5家，显示公司大力拓张加盟店发展，与加盟商合作关系不断深入。同时良品铺子70%的加盟收入由合作3年以上的加盟商贡献，加盟关系稳定。
- **来伊份直营门店比例高，加盟店数量渐增。**来伊份2015年拥有直营店2125家，加盟店156家，而2018年拥有直营店2381家，加盟店316家，直营门店比例维持在90%左右，占比极高。公司加盟店数量3年增长102.6%，显示出来伊份未来扩张加盟店的趋势。
- **三只松鼠门店数量期待爆发。**三只松鼠截止2018年共拥有直营店（“松鼠投食店”）53家，2019年直营店突破100家，加盟店（“松鼠联盟小店”）突破200家。预计未来在公司进一步布局线下渠道的趋势下，线下门店数量有望短期内实现爆发增长，加盟店与直营店齐头并进。

图47：良品铺子直营与加盟门店数量

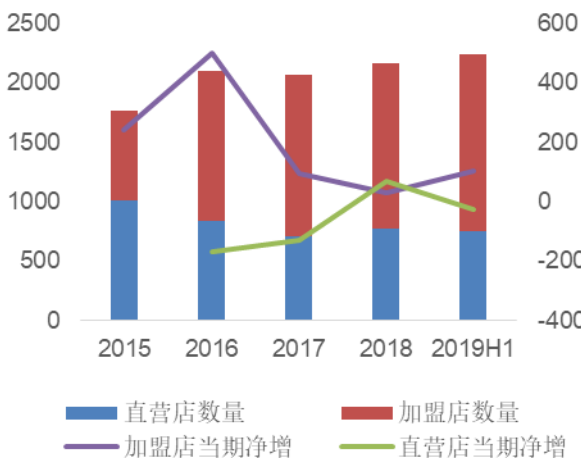
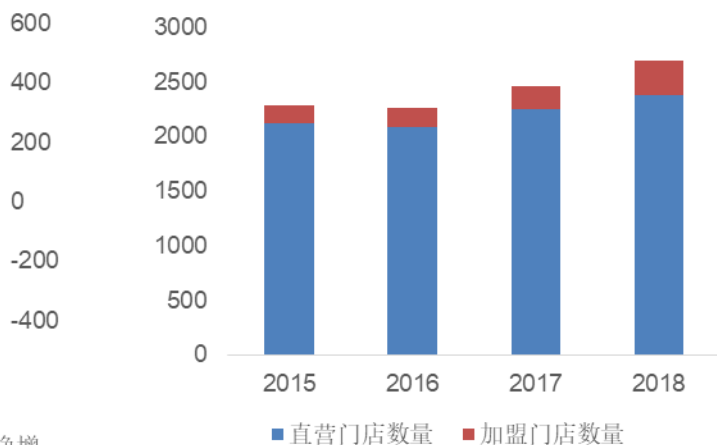


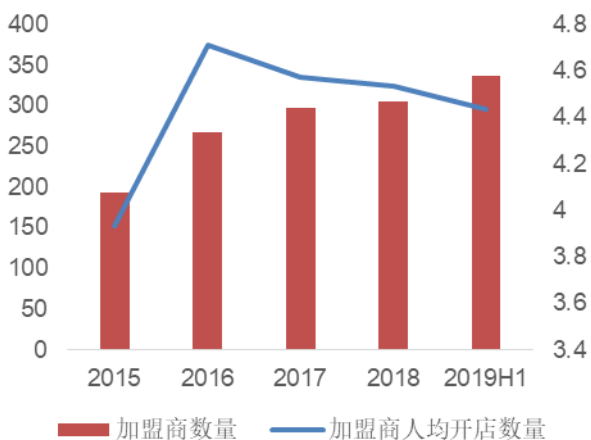
图48：来伊份直营与加盟门店数量



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

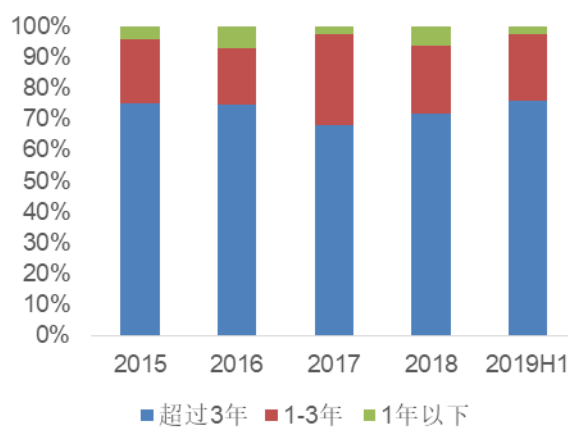
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图49：良品铺子加盟商与平均承接加盟店数



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图50：良品铺子不同合作年限加盟商贡献收入比



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

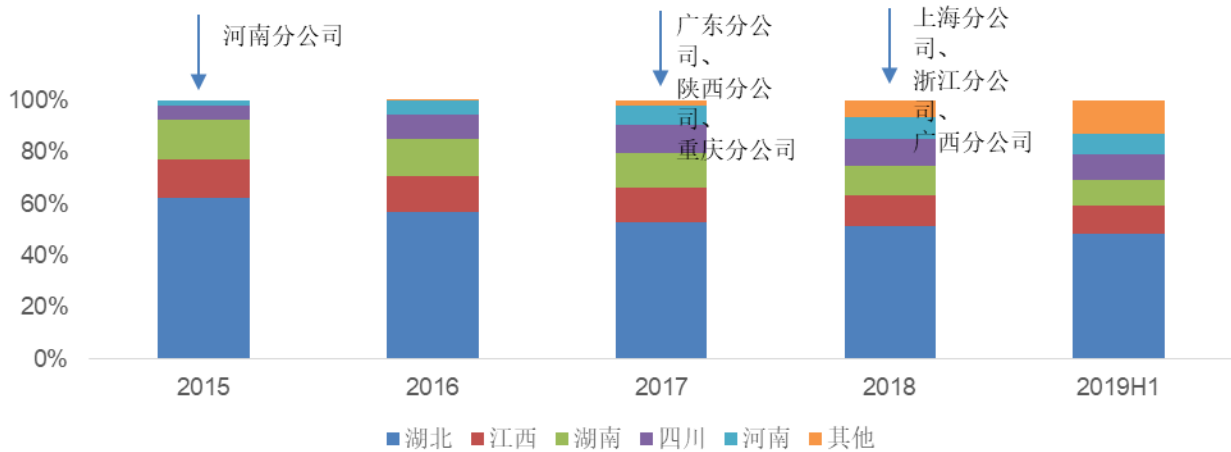
从线下门店收入的分区域组成看：

- **良品铺子执行“深耕华中，辐射全国”的策略，优势区域销售规模大，弱势地区增速高，以子公司带动区域门店销售收入增长。**2018年良品铺子湖北、湖南、河南地区分别实现营业收入17.73亿、3.89亿、2.89亿，公司在湖北地区收入占比超50%，收入较为集中。而从增速看，公司于河南、四川地区销售收入3年CAGR分别为83.2%和41.5%，增速较高。**公司区域销售规模的增长及销售优势区域的形成与子公司建立时间密切相关。**公司目前优势区域子公司均在2015年之前建成，之后在广东、陕西、重庆等原销售弱势区域建立子公司快速带动区域销售收入增长。以河南地区为例，公司2015年建立河南子公司，当年河南地区营收仅0.47亿，而至2018年，河南地区营收2.89亿，3年CAGR高达83.2%。
- **来伊份门店集中分布于长三角地区，收入集中来源于上海、江苏，区域优势明显，但历史拓张不及预期。**2018年，来伊份在全国拥有门店2697家，其中上海1148家，江苏878家，浙江203家，长三角地区门店占比超80%。而从收入组成看，来伊份上海与江苏地区收入占比90%左右，门店与收入区域组成非常集中，利于公司在上述地区稳固既有优势。但从公司历史区域门店拓张看，公司尚未在弱势地区建

立有效门店运营模式。来伊份曾试水北京、广东等地，进驻大量直营门店，但由于费用投放过大，弱势地区门店持续亏损导致扩张效果不及预期。目前公司大力发展加盟店，区域扩张模式仍在探索。

- **三只松鼠门店尚处于起步阶段，未形成优势地区。** 相较良品铺子和来伊份，三只松鼠门店数量较少，尚未形成优势地区。

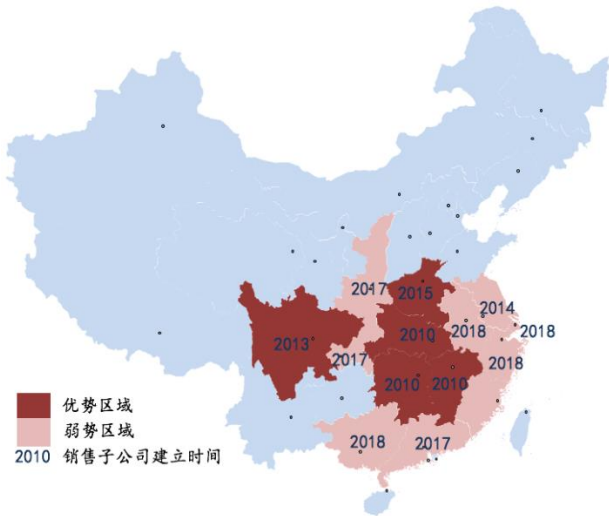
图51：良品铺子线下门店收入分区域组成与子公司建立时间



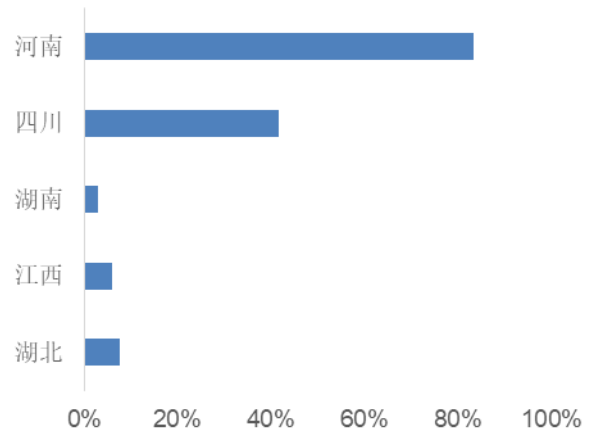
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图52：良品铺子门店优势与弱势区域及子公司建立时间

图53：2015-2018 良品铺子分区域门店收入 CAGR

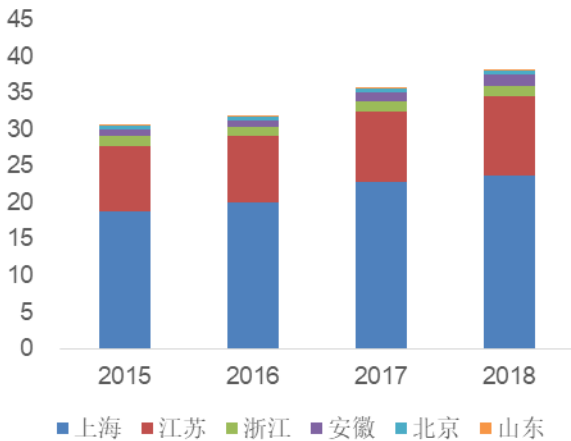


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理



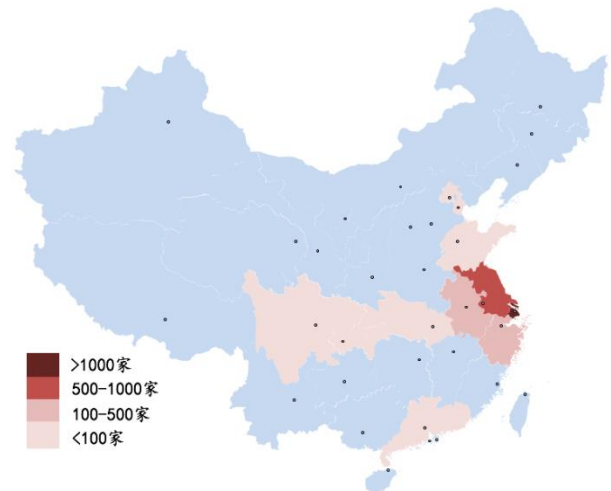
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图54：来伊份分地区收入（亿）



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图55：来伊份门店分布密度



资料来源：Wind，公司招股说明书，东兴证券研究所整理

从未来区域扩张看：

- 良品铺子遵循“子公司铺路，直营店先行，加盟店拓张”的模式，可复制性强。良品铺子对原有直营店提出“开大店、关小店”和“商圈店转型”的经营策略，以直营店辐射周边区域带动加盟店扩张。公司招股说

则主要为为店铺运营费和前期投资分摊费用。加盟模式对公司来说，主要收入为加盟店产品批发，成本主要为产品成本，而费用相对较少。

我们根据公司披露及各渠道数据搜索测算，

- 良品铺子直营店单店销售规模达每月 13.5 万，毛利率可达 50%，净利率达 15%，同时公司需承担 10 个月投资回收期，而加盟店店铺毛利率为 35%。
- 来伊份直营店单店销售规模为每月 10.8 万，毛利率为 45%，净利率为 8.75%，同时公司需承担 21 个月投资回收期，而加盟店店铺毛利率为 30%。公司产品自身毛利率以及客单价显著影响单店收入规模和店铺毛利率，同时公司加盟政策及前期投资主要影响投资回收期。

表7：良品铺子单店模型

单位：万元		良品铺子直营店	良品铺子加盟店	备注
前期投资	面积	60m ²	60m ²	
	证照办理费	0.03	0.03	
	培训费	0.87		直营店人员培训费
	设备购置费	3	3	收银系统、货架等工具
	装修费	15	15	
	保证金		20	退出时返还
	消防费	0.3	0.3	
	开业费	1	0.3	开业一次支付
	预付货款		5	首次进货一次支付
	总计投资	20.2	43.63	
后期营业费/月	房租费用	1.2	1.2	
	人员工资	1.5	1	按主管+两名员工三人计算
	水电杂费	0.225	0.2	
	加盟费/特许使用权费(分摊到月)		0.125	良品铺子加盟费 4.5 万/3 年
	管理费(分摊到月)		0.375	
	税收	0.45	0.45	
	总计	3.375	33500	
盈亏平衡点	毛利率	50%	50%	最终销售毛利率
	公司毛利率	50%	23%	公司出售给加盟商毛利率
	加盟商毛利率	/	35%	
	客单价(元)/日	75	75	
	盈亏平衡时销售额/月	6.75	9.57	
盈亏平衡时客单量/日	30	43		
盈利能力	实际客流量/日	120	120	调研数据
	平均进店成交率	50%	50%	
	实际客单量/日	60	60	
	实际销售额/月	13.5	13.5	

进货成本/月	8.1	8.775	依照实际销售额计算
公司加盟模式收入/月	/	9.1	进货成本+加盟费+管理费
净利润/月	2.025	1.375	
净利润率	15.00%	10.19%	
投资回收期/月	10	32	

资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所，注：红色标识公司单店经营指标

表8：来伊份单店模型

单位：万元	来伊份直营店	来伊份加盟店	备注	
前期投资	面积	60m ²	60m ²	
	证照办理费	0.03	0.03	
	培训费	0.87		
	设备购置费	3	3	收银系统、货架等工具
	装修费	15	15	
	保证金		2	退出时返还
	消防费	0.3		
	开业费	1	0.3	开业一次支付
	预付贷款		5	首次进货一次支付
	总计投资	20.2	25.33	
后期营业费/月	房租费用	1.2	1.2	
	人员工资	1.5	1	按主管+两名员工三人计算
	水电杂费	0.225	0.2	
	加盟费/特许使用权费(分摊到月)		0.042	来伊份加盟费 5000/年
	管理费(分摊到月)		0.211	进货额的 3%
	税收	0.45	0.45	
	总计	3.375	3.102	
盈亏平衡点	毛利率	45%	45%	最终销售毛利率
	公司毛利率	45%	20%	公司出售给加盟商毛利率
	加盟商毛利率	/	30%	
	客单价/日	60	60	
	盈亏平衡时销售额/月	7.5	10.341	
	盈亏平衡时客单量/日	42	57	
盈利能力	实际客流量/日	120	120	调研数据
	平均进店成交率	50%	50%	
	实际客单量/日	60	60	
	实际销售额/月	10.8	10.8	
	进货成本/月	6.48	7.02	依照实际销售额计算
	公司加盟模式收入/月	/	7.272	进货成本+加盟费+管理费
	净利润/月	0.945	0.678	
	净利润率	8.75%	6.28%	

投资回收期/月

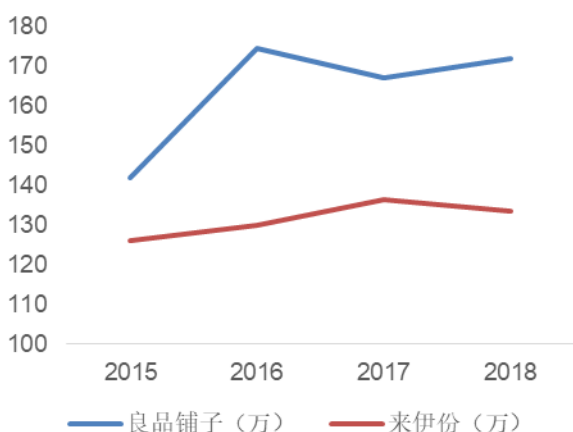
21

37

资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所，注：红色标识公司单店经营指标

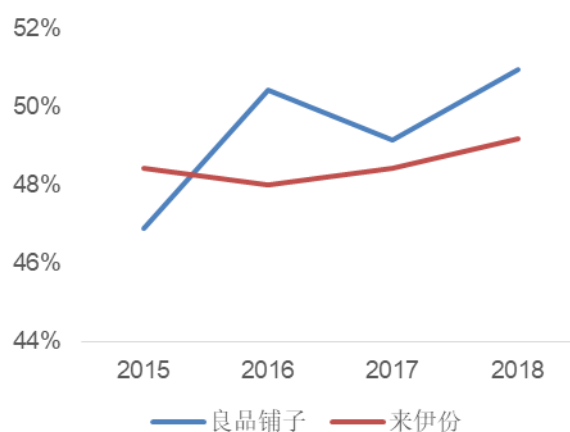
从公司层面看，良品铺子直营店单店收入持续走强，毛利率反超来伊份彰显高端化战略。良品铺子直营店单店平均年收入由 2015 年的 142 万元提升至 2018 年的 172 万元，而同期来伊份直营店单店年收入为 126 万元和 133 万元。良品铺子直营店单店收入增长与其直营店毛利率高度相关。良品铺子毛利率由 2015 年的 47% 提升至 2018 年的 51%，而来伊份直营店毛利率维持在 49% 左右，被良品铺子反超，主要系良品铺子产品策略与执行高端化战略所致。

图58：良品铺子与来伊份直营店单店收入（年收入）



资料来源：Wind，公司招股说明书，东兴证券研究所整理

图59：良品铺子与来伊份直营店毛利率

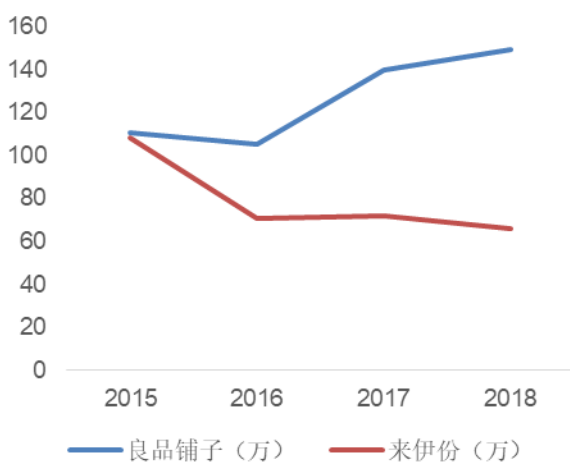


资料来源：Wind，公司招股说明书，东兴证券研究所整理

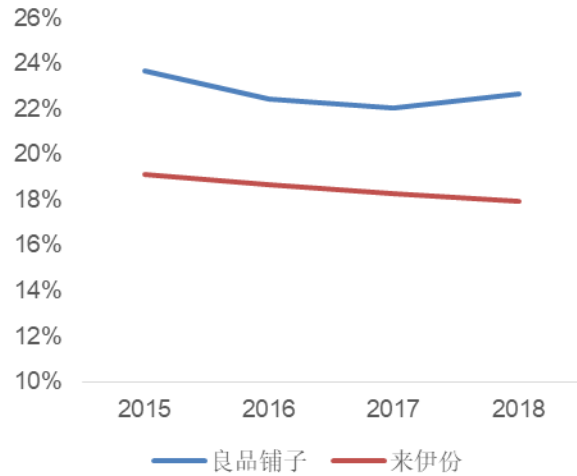
良品铺子加盟店受益销量增长，单店收入渐增，毛利率持稳凸显加盟政策稳定。良品铺子加盟店单店收入由 2015 年的 108 万元增长至 2018 年的 149 万元，而公司招股说明书显示，2015-2018 年，良品铺子加盟店单店批发收入由 86.4 万元增至 118.4 万元，贡献全部收入增长的 80% 左右，显示出良品铺子加盟店收入主要由加盟店进货量的带动。而毛利率方面，良品铺子加盟店毛利率维持在 23% 左右，表明公司加盟政策较为稳定。良品铺子加盟模式毛利率高于来伊份，主要系公司产品自身毛利率较高及定价政策不同所致。

图60：良品铺子与来伊份加盟店单店收入（年收入）

图61：良品铺子与来伊份加盟店毛利率



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 东兴证券研究所整理



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 东兴证券研究所整理

最终盈利能力方面，推测良品铺子线下门店净利率维持在 4-5%水平，来伊份受费用投放拖累，净利率近年下降明显。来伊份线下门店收入全部收入的 90%左右，因此线下净利率与公司整体净利率接近。来伊份净利率由 2013 年的 3.56%下降至 2018 年的 0.26%，主要系公司门店扩张导致过多费用投放所致。良品铺子净利率由 2015 年的 1.43%提升至 2018 年的 3.75%，参考线上互联网休闲零食品牌百草味净利率及良品铺子线上线下收入占比，推测良品铺子线下门店净利率约为 4.09%。预计未来良品铺子高端化战略带动毛利率提升，使得公司净利率维持在 4%-5%高位，而来伊份短期内费用投放必不可少，预计净利率短期持续承压。

表9: 良品铺子与来伊份线下盈利能力

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
来伊份	销售费用率	31.67%	31.11%	31.15%	/	/	
	管理费用率	9.85%	9.48%	9.05%	/	/	
	净利率	3.56%	4.76%	4.22%	4.14%	2.78%	0.26%
	整体净利率	/	/	1.43%	2.31%	2.08%	3.75%
良品铺子	线上净利率 (参考百草味线上毛利率)	/	/	0.73%	3.15%	3.33%	3.40%
	线下净利率 (推测)	/	/	2.13%	1.47%	0.84%	4.09%

资料来源: 公司年报 东兴证券研究所整理

3. 新零售是方向，优选全渠道融合与供应链优势企业

3.1 休闲食品新零售全方位触达消费者，供应链与大数据是关键

3.1.1 线上线下融合的新零售模式是方向

纵观我国休闲食品行业发展历程，驱动力由供给转向需求，行业特征由分散转向标准化，渠道由单一转向多元。休闲食品行业作为零售业的一部分，其发展同样遵循“第二产业向第三产业转移”的经济规律。休闲食品企业不仅仅是生产出产品供消费者充饥，更重要的是服务好消费者。而服务好消费者，就需要企业了解消费者的需求、提供高品质产品、方便消费者随时随地购买产品，这便是需求驱动、产品与产业链标准化、渠道触点做广做深的根本逻辑。

表10：我国休闲食品行业发展历程

	第一阶段 (1978-1992)	第二阶段 (1992-1999)	第三阶段 (2000-2010)	第四阶段 (2010-2016)	第五阶段 (2016 至今)
时代背景	改革开放，供给端品类增多带来温饱之外的饮食需求	招商引资浪潮政府鼓励内外资合营，海外食品饮料巨头纷纷来华，产品品类进一步丰富，生产力的释放企业开始追求产品差异化	供给能力增强，本土新兴品类扩充，消费升级萌芽	经济换挡进入新常态，消费增速整体放缓。各类网上零售业态兴起，打破经营时间和空间限制，渠道层级缩短	消费升级向“需求有差别”迈进，渠道多业态共存，互联网行业纵向加深，流量入口碎片化，新零售模式
行业特征	本土企业为主 无包装为主	内外资同台争艳，外企大单品渗透	本土企业发力与外企差异竞争	本土企业变道追赶，挤压舶来品	成熟品类西化定局，新兴本土品类市场分散，线上线下渠道逐渐打通
主驱动力	居民消费水平	居民消费水平 招商引资浪潮	工业发展 居民消费水平	技术：移动互联网、物流、冷链技术 消费升级萌芽	消费升级 居民消费水平
主要产品类	饼干、糖巧	饼干、糖巧、膨化食品	饼干、糖巧蜜饯、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点（长保）	饼干、糖巧蜜饯、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点、休闲卤制品	饼干、糖巧蜜饯、膨化食品、坚果炒货、烘焙糕点、休闲卤制品
销售渠道演变	国营百货、个体零售	个体零售为主，辅以连锁超市	传统商超主导	线下零售主导 (91%,2016) 线上零售崛起 (9%,2016)	新旧归一，线上线下融合发展
代表企业	冠生园(大白兔)	雀巢、卡夫、百事、旺旺、上好佳等	洽洽、盐津铺子、绝味、桃李面包、好想你等	周黑鸭、达利食品、百草味（好想你）等	良品铺子、来伊份、三只松鼠

资料来源：东兴证券研究所整理

消费升级趋势下，消费者口味愈发个性化，消费场景愈发多元化，导致休闲食品产品品类不断扩充。

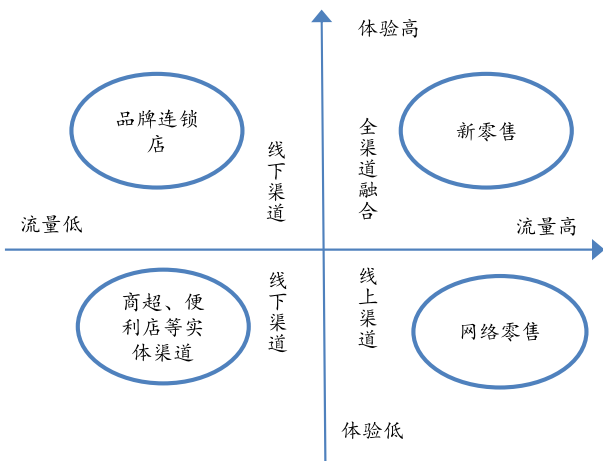
- 一方面，消费者对休闲食品的需求源自口味偏好，导致行业蛋糕越分越细，尽管行业内子品类规模不断调整，但消费者口味的多样化导致子品类“一家独大”的情况几乎不可能出现。且由于品类多元，细分品类的行业集中度也有待提高。

- 另一方面，消费升级引导健康化、便利化等消费趋势使得新需求不断产生，导致行业蛋糕越做越大，但也与原有品类呈现一定替代关系。

电商模式突破地点限制，但线上流量红利消失殆尽后，为增加终端触点，渠道融合势在必行。

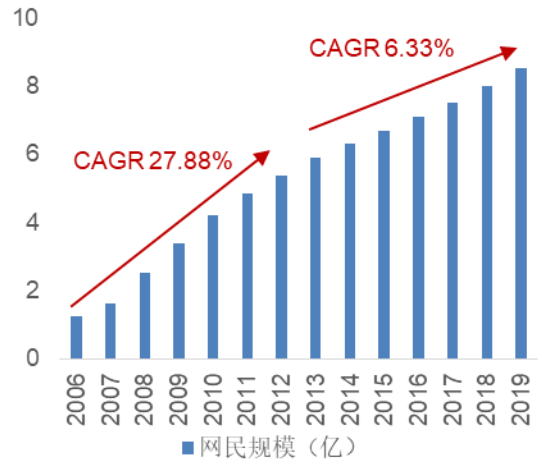
- 一方面电商渠道拥有流量大、购物便捷等特点，突破了传统零售消费场景固定的特点。得益于技术手段和人口红利等优势，我国线上消费规模迅速增长，至 2019 年，线上整体消费渗透率已接近 20%，而休闲食品渗透率也提升至 13.2%。
- 另一方面，线上消费体验差、支付与消费存在时间差等特点决定其不能完全替代线下消费。并且我国互联网红利在 2013 年左右出现拐点，获客成本提高、平台费用增加的趋势倒逼休闲食品企业布局线下。以兼得线上线下优势，增加渠道终端触点为目的的渠道融合势在必行。

图62：休闲食品企业渠道特点



资料来源：商务部，东兴证券研究所

图63：我国网民规模增长逐步放缓



资料来源：Wind，东兴证券研究所

新零售新思路，多品类、轻资产供应链整合与渠道融合顺应休闲食品行业发展趋势。新零售模式下，

- **为应对消费者需求个性化：**企业不直接参与上游生产，而通过 OEM 代工将消费者需求迅速反馈至生产商，使得企业生产线可以迅速调整。
- **为应对行业上游生产商分散：**企业对供应商和供应链进行大量整合，利用数据和供应链管理能力和产品品质出发，倒逼产业链上游生产商标准化。由于轻资产运营，企业不需收购即可实现整合。
- **为应对渠道限制：**企业对下游渠道进行融合，兼顾线上流量大优势与线下门店体验强优势，通过电商平台、自营 APP、线下门店、O2O 外卖等多触点为消费者提供产品。

表11：休闲食品公司渠道触点与全渠道融合情况（截止 2017 年）

企业名称	电商平台自营店	自营线上商城	自营 APP	规模化门店	O2O 业务	消费者数据分析系统	渠道+供应链整合（新零售）
良品铺子	√	√	√	√	√	√	√

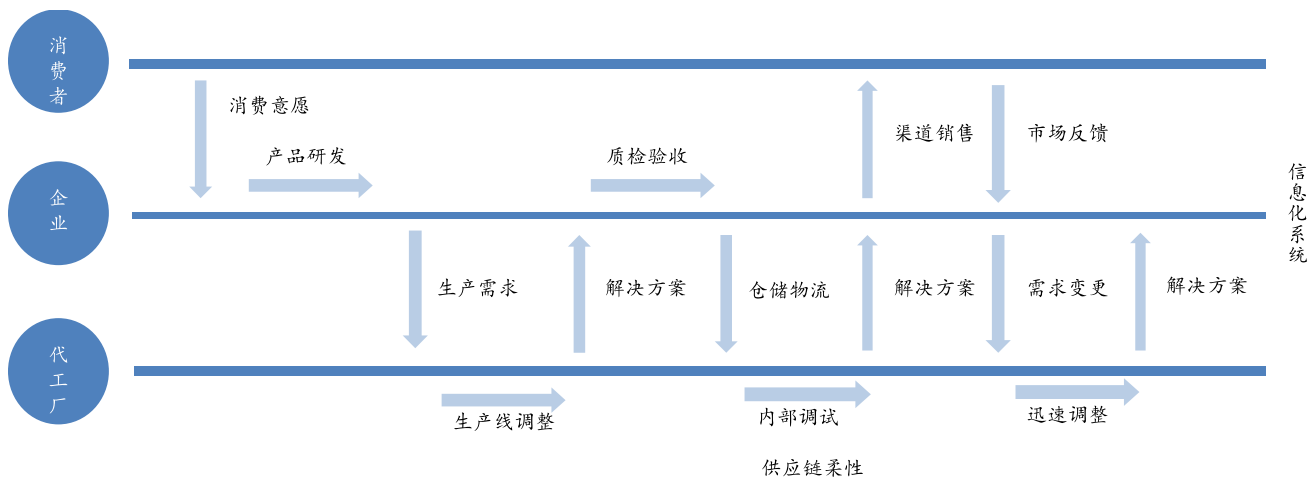
百草味	√	√	√	√	√	√	
来伊份	√	√	√	√		√	
周黑鸭	√			√	√		
绝味鸭脖	√		√	√	√		
三只松鼠	√		√				
盐津铺子	√						

资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所

3.1.2 供应链管理与大数据整合是关键

OEM 代工+供应链柔性保证需求向产品转化快速顺畅，良品铺子、三只松鼠深度参与上游采购保证产品品质。三只松鼠、良品铺子、来伊份、百草味等均采用供应链柔性满足碎片化、敏捷性的生产需求，同时通过与产品制造供应商建立长期合作关系保证采购的稳定性。三只松鼠与良品铺子招股书提及，企业会深度参与产业链上游采购环节，对产品质量进行强把控，包括与农户、合作社等初级农产品供应方进行直接接触，并基于各类信息搭建大数据平台进行全供应链管理。三只松鼠更专门设立相关“产品经理”岗位，从产品需求洞察到产品上线仅需 40 天，充分反映其供应链柔性。

图64：供应链柔性下消费意愿向最终产品转化流程

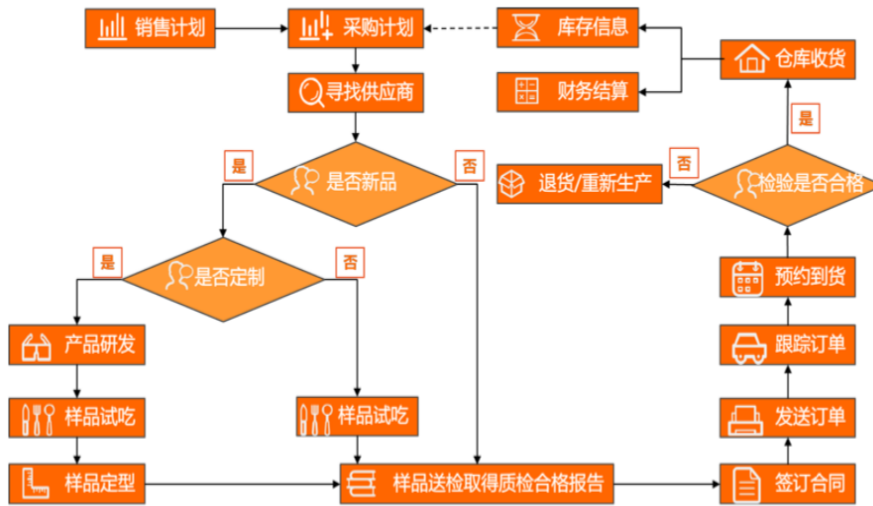


资料来源：亿欧智库，东兴证券研究所

仓储物流系统是供应链效率的根基，存货周转率水平反应企业供应链管理能力和效率，良品铺子三只松鼠表现突出。

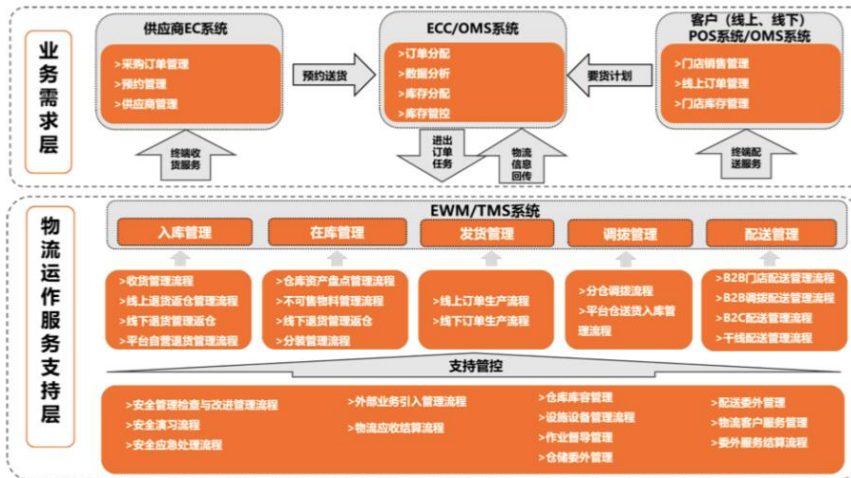
- **良品铺子把控上游供应商采购流程，构建“以销定产”采购模式和高效的仓储物流模式。**良品铺子招股书显示其仓储物流系统可支持线上单日交易超 200 万笔，线下单日 100 万笔，单日发货包裹超 60 万个。而仓储方面，公司于武汉、嘉兴等通过自有或租赁有 4 个仓库，与第三方合作拥有 10 个仓储基地。未来公司计划投入 1.93 亿建立或租用仓储基地，其中武汉建立 5.2 万平米、广州租用 2 万平米、北京租用 1.5 万平米、嘉兴租用 0.8 万平米、西南地区共租 0.4 万平米，进一步加强仓储物流能力与效率。

图65：良品铺子采购流程



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图66：良品铺子仓储物流运营模式



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

- **三只松鼠集中物流运输，利用规模效益逐步打造高效供应链。**三只松鼠招股书显示其仓储物流系统可支持日处理订单 220 万单。公司于芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州等地拥有 9 个配送中心或城市仓，并在全国范围内拥有 16 个合作仓。公司围绕仓储物流中心对供应链进行整合，形成规模经济，未来计划投入 7.49 亿分两年进行物流及分装体系升级，并投入 1.27 亿进行供应链体系升级。持续高投入下，公司供应链效率有望继续攀升。

来伊份、良品铺子与三只松鼠存货周转率均处于行业高位，反映公司供应链效率的提升。2018 年来伊份、良品铺子与三只松鼠存货周转率分别为 5.39/6.65/4.31，均领先可比公司均值。预计未来随着供应链整合力度的加大，订单系统的改善和仓储物流效率的提升，其存货周转率有望进一步上升。

表12：我国休闲零食可比公司存货周转率水平

公司名称	2016	2017	2018	2019H1
好想你	1.81	2.53	2.96	2.19
盐津铺子	2.93	2.41	3.3	2.13
三只松鼠	3.37	3.49	4.31	3.59
来伊份	6.2	5.64	5.39	3.81
良品铺子	5.19	6.25	6.65	3.97
平均值	3.9	4.06	4.52	3.14

资料来源：Wind，东兴证券研究所整理

数据体系建设、C2M 数据反馈以及大数据处理布局线下店品类组成新零售休闲食品企业核心数据能力。

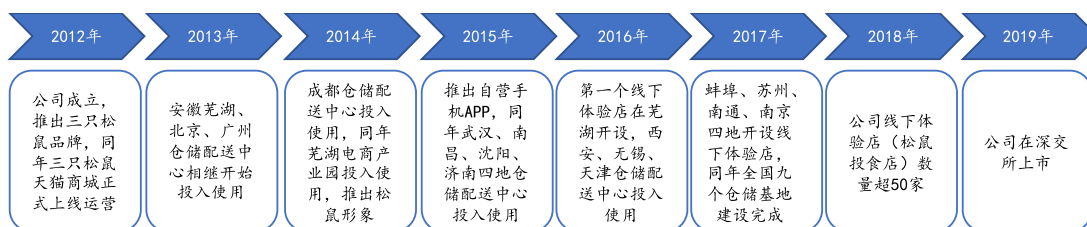
- **数据体系建设方面**，良品铺子信息技术中心下设 ERP 开发部负责公司整体信息技术系统的开发，电商技术中心下设的电商开发部主要针对线上相关技术的开发。公司未来拟投资 1.07 亿进行系统数字化升级。而三只松鼠设技术中心，划分为无线技术部、ERP 技术部、硬件网络部、应用支持部、软件测试部、产品部等部门，根据公司不同的运营需求进行供应商管理、采购管理、质量管理、销售服务管理等系统功能的开发维护。公司未来拟投资 5.62 亿进行全渠道营销网络建设，包括全渠道信息化系统建设。
- **C2M 数据反馈方面**，目前处于探索阶段，在供应链柔性下，定制商品成为可能。但 C2M 模式拉长消费者购物周期，制造成本较大，且需要大量数据支持，目前休闲食品企业多处于试水阶段。三只松鼠部分商品已经入驻淘宝 C2M 模式所依托的淘宝特价版 APP，而良品铺子仍等待入场机会。
- **依托大数据布局线下店品类方面**，良品铺子订单管理系统，以及后台大数据处理系统针对门店销售情况制定供货计划，新品类研发同样参考用户偏好。而三只松鼠“联盟小店”利用公司大数据分析系统制定店铺产品品类构成，依托用户及店铺数据打造“千店千面”的运营模式。

3.2 投资建议：优选全渠道多品类发展，供应链领先优势企业

3.2.1 三只松鼠：互联网休闲食品龙头，线下布局加快

三只松鼠拥有极为鲜明的互联网电商基因，成立后短短七年时间成功上市并成为休闲零食行业龙头。三只松鼠成立于 2012 年，最初定位为“多品类的互联网森林食品品牌”，坚持“以客户为Owner”的企业价值观。公司主营坚果、干果、果干、花茶及零食等多个休闲食品品类的研发、检测、分装及销售。成立七年时间里，公司不断加强基础设施体系建设，同时逐步建立多元化渠道销售模式。2019 年公司实现营业收入 101.94 亿元，归母净利 2.5 亿元。

图67：三只松鼠发展历程



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

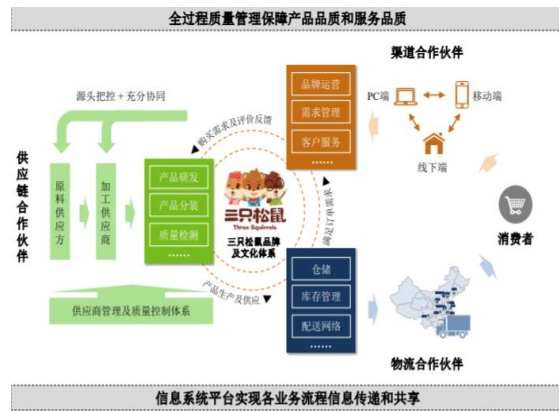
新建联盟工厂整合供应链，信息系统平台促进业务效率。根据业绩快报，公司 2019 年收入达 101.94 亿元，同比增长 45.61%，归母净利润为 2.5 亿元，同比下降 17.80%。2019 年中，包括食品研发中心、检测工厂及云质量信息化平台升级。原先每日坚果库存周期为 28 天，18 年公司通过导入生产端数字化系统，将周期缩短到 7.8 天，预计此次数字化信息平台升级将进一步提升供应效率。此外，2019 年末，公司公告计划在安徽新建“健康食品联盟工厂项目”，该项目成果包括制造加工、仓配、物流等功能，自控生产有效缩短了产品上新的时间，提升了物流配送的效率。

图68：三只松鼠募资投向供应链体系升级项目



资料来源：三只松鼠招股说明书，东兴证券研究所

图69：信息系统平台实现各业务信息传递共享



资料来源：三只松鼠招股说明书，东兴证券研究所

3.2.2 良品铺子：线上线下均衡发展，稳扎稳打复制全国

良品铺子起源线下门店，后发展电商业务，深耕休闲零食行业十余年发展稳健，同时公司积极进行模式创新，敢为行业先。良品铺子起源于 2006 武汉市的一家零食门店，2010 年公司正式成立，创始人愿景为“做良心品质，大家的铺子”，“成为顾客信赖的食品社区和消费入口”。良品起初仅通过线下门店销售散装零食，产品没有系列之分，品牌形象不甚鲜明。2012 年，良品铺子开始布局电商，与天猫、京东、微信商城等平台展开合作。2015 年，良品铺子提出“让嘴巴去旅行”的品牌定位，加速设立体验式门店与全渠道布局。目前，良品铺子定位于“通过数字化技术融合供应链管理及全渠道销售体系开展高品质休闲食品业务的品牌运营企业”，建立了集市场研究、食品研发、采购质检、物流配送及全渠道销售的全产业链品牌运营模式。2018 年公司提出高端化战略口号，对应“高品质、高颜值、高体验”，并于 2020 年登陆上交所上市。

图70：良品铺子发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

供应链整合难题率先闯关，单店数字化经营能力仍有挖掘空间。公司 2018 年收入 63.78 亿元，同比增长 17.58%，归母净利润为 3.14 亿元，同比增长 83.81%。公司于业内率先进行供应链整合，早期门店曾采用叫货模式，未建立库存计划机制，仓库管理陈旧，导致各渠道信息难以共享。公司成立后陆续上线 POS（系

统即销售时点系统)、WMS(仓库管理系统)、OMS(订单管理系统)等多种信息化系统,供应链整合效果明显。新零售模式下,公司对数据的需求逐渐由门店私域扩展到平台数据、第三方数据等广域。2015年公司率先与IBM达成合作构建全渠道信息化应用平台;2017年携手天猫开启“智慧门店”项目;同时,单店数字化运营仍有挖掘空间,在门店选址、会员维护等流程上还可改进。

4.风险提示

宏观经济走弱:若宏观经济走弱或不达预期,将造成需求疲软,进而企业不得不加大费用政策,影响企业盈利。

市场需求转变:如果休闲食品市场需求出现重大变化,公司若不及时做出应对策略和产品组合,公司经营业绩可能出现波动。

销售季节性波动:一/四季度为休闲食品消费旺季,公司若不能准确把握市场节奏,提前组织安排采购配送、库存备货等环节,将面临产品积压的经营风险。

食品安全问题:食品安全问题将显著影响消费者意愿。

行业竞争加剧:市场竞争导致的价格战将增加销售费用投放、压制公司产品利润。

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

分析师：姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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 15%~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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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 5 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