



Research and
Development Center

洞察需求的跨界整合者

—良品铺子(603719)公司跟踪报告

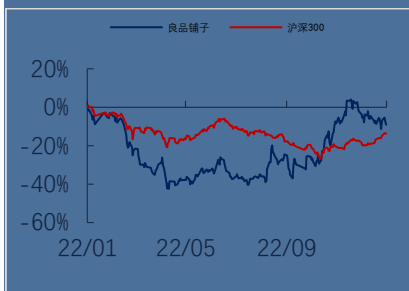
2023年1月20日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

1. 业绩符合预期，线上增长亮眼
2. 全渠道多点开花，协同效应凸显
3. 高端良品，逐鹿全国

证券研究报告
公司研究
公司跟踪报告
良品铺子 (603719)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	35.36
52 周内股价波动区间 (元)	40.21-22.25
最近一月涨跌幅 (%)	-7.83
总股本 (亿股)	4.01
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	142

资料来源：wind，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编:100031

洞察需求的跨界整合者

2023 年 01 月 20 日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场对良品铺子的盈利和成长能力存在认知偏差。我们认为，良品铺子通过洞察需求，持续创造、满足消费者对高品质零食的需求，进而在财务上可以获取超过资金成本的收益，成长带来价值。对于成长性，我们认为 2020 年初上市后的良品铺子地处武汉，线下连锁为主营业态，市场并没有看到良品的成长性，但收入利润不降反增，已能说明其经营之韧性，疫后复苏，良品铺子有望在优化升级门店、加速开店、多种线下零食业态探索实现加速增长。我们预计 22-24 年公司 EPS 为 0.93、1.14、1.43 元，维持“买入”评级。

◆**职业化管理团队，拥抱渠道能力强。**公司创始人杨红春先生管理能力强，曾在科龙担任多省分公司总经理。公司管理团队职业化程度高，核心成员均来自业内知名企业。公司管理运营能力优秀，2006 年起家于线下门店，2012 年积极拥抱线上渠道，始终以消费者的需求为导向，并对消费者需求理解较为透彻，敏锐地捕捉到消费者的需求变化，表现出强大的渠道拥抱能力，实现线上线下全渠道布局。

◆**开店有望加速，门店升级预计提振单店。**良品铺子当前 3000 余家店，对标湖北省内门店保有量，江西、湖南、四川、广东等优势区域市场仍具门店加密的空间，省外其他市场开店空间广阔，整体开店天花板高。疫情逐步恢复下，良品后续有望加速开店。单店端，疫情影响降低，23 年单店修复弹性大，其次对标目前的零食很忙等零食业态来看，良品主业的门店可以通过增加水饮等产品，扩张门店店型大小进一步绑定消费者的需求，进一步提振单店营收，门店升级带来的单店提振效果可期。市场担忧零食量贩业态对良品门店单店造成扰动，从场景出发，两者聚焦的消费人群有明显差异，良品聚焦中产阶级及以上的消费，零食量贩聚焦性价比，长期来看，零食量贩的兴起对于良品铺子的门店预计扰动有限。

◆**积极入局零食量贩业态，第二成长曲线路径清晰。**零食量贩业态兴起，以零食很忙为代表的零食量贩单店模型已跑通。良品积极入局，在武汉开设零食顽家门店进行单店模型的打磨。当前来看，打磨门店单店模型好，单店收入与零食很忙等优秀零食量贩店相当，良品线下起家，入局零食量贩业态具备加盟连锁及加盟商资源等竞争优势，若后续单店模型跑通加速开店，有望提振公司营收。

◆**股价催化剂：**门店加速超预期、门店升级超预期、零食量贩店扩张超预期。

◆**风险因素：**零食量贩业态的冲击、零食顽家业态未培育成功、门店升级未达到预期效果。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,894	9,324	10,158	12,192	14,758
增长率 YoY %	2.3%	18.1%	9.0%	20.0%	21.0%
归属母公司净利润 (百万元)	344	282	372	458	575
增长率 YoY%	0.9%	-18.1%	32.2%	23.1%	25.5%
毛利率%	26.9%	26.8%	27.7%	27.7%	27.3%
净资产收益率 ROE%	16.5%	13.1%	15.0%	15.9%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.86	0.70	0.93	1.14	1.43
市盈率 P/E(倍)	68.48	60.49	38.10	30.96	24.68
市净率 P/B(倍)	11.30	7.94	5.73	4.94	4.23

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 01 月 19 日收盘价

目录

1.行业需求扎实，渠道变革大机会	5
1.1. 行业概况：万亿市场，格局分散	5
1.2. 渠道演变：零食量贩渠道兴起	6
2.未来展望：门店升级，开店加速	6
2.1. 管理能力强，连锁运营经验丰富	6
2.2. 线下开店有望加速，门店升级提振单店	8
2.3. 零食量贩新趋势，良品积极入局	10
2.4. 运营效率高，盈利能力有望进一步提升	11
3.风险因素	11

表目录

表 1: 职业化管理团队，管理运营能力强	7
表 2: 对标湖北大本营来看，良品铺子门店空间广阔	8
表 3: 良品铺子单店收入对标零食很忙仍有较大的提升空间	9
表 4: 零食很忙为代表的零食量贩业态单店模型跑通	10

图目录

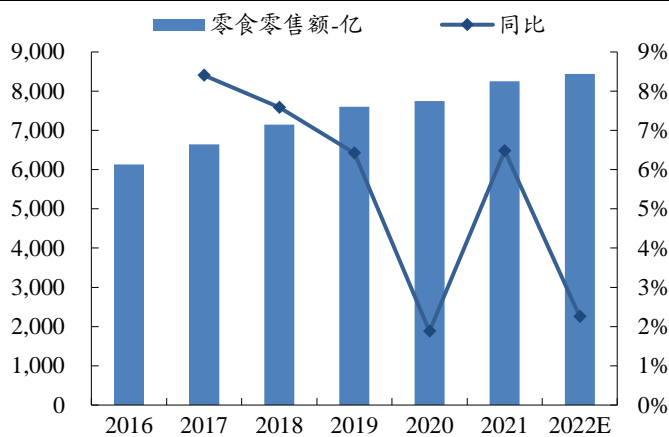
图 1: 零食市场近万亿规模，需求扎实	5
图 2: 行业格局分散，百亿公司少	5
图 3: 流量红利下，线上零食份额过去十年快速提升	6
图 4: 各区域零食量贩店快速兴起	6
图 5: 超市卖场市场向折扣店/品类店业态转移	6
图 6: 捕捉消费者需求能力强，实现线上线下全渠道布局	8
图 7: 提出高端零食定位进一步绑定核心消费者	8
图 8: 良品铺子当前门店约 3000 家	8
图 9: 良品铺子后续净开店有望加速	8
图 10: 疫情逐步恢复调整下，良品铺子单店收入有望修复	10
图 11: 良品在武汉打磨零食量贩业态门店模型	11
图 12: 良品铺子盈利能力有望进一步提升	11

1. 行业需求扎实，渠道变革大机会

1.1. 行业概况：万亿市场，格局分散

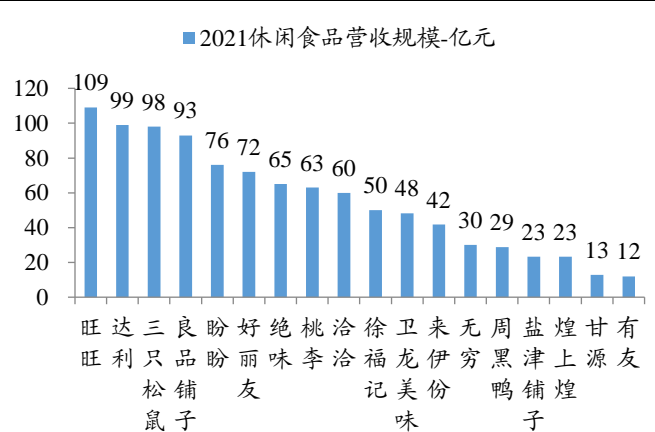
休闲食品近万亿市场，格局分散。据卫龙招股说明书数据显示，休闲食品行业 2022 年市场规模预计达 8437 亿元，行业近万亿市场。但是从头部企业的体量来讲，国内过百亿的公司相对少。原因在于休闲食品行业品类众多，从大类上可以分为糖果巧克力、坚果炒货、面包蛋糕等，但休闲食品不同品类之间区隔性不那么明显，品类间的可替代性相对强。虽然大行业市场规模大，但是具体到单一品类上，部分单一品类的市场规模相对小。那么对于大单品型的公司而言，体量持续做大往往需要进行品类叠加，比如洽洽在瓜子基础上发展每日坚果第二成长曲线，卫龙在调味面制品基础上发展魔芋爽、海带等调味蔬菜制品。同时，市场上也走出了以良品铺子、三只松鼠等为代表的品牌+渠道运营模式的企业，并在过去十年线上红利的驱动下，规模体量迈入百亿阵营。

图 1：零食市场近万亿规模，需求扎实



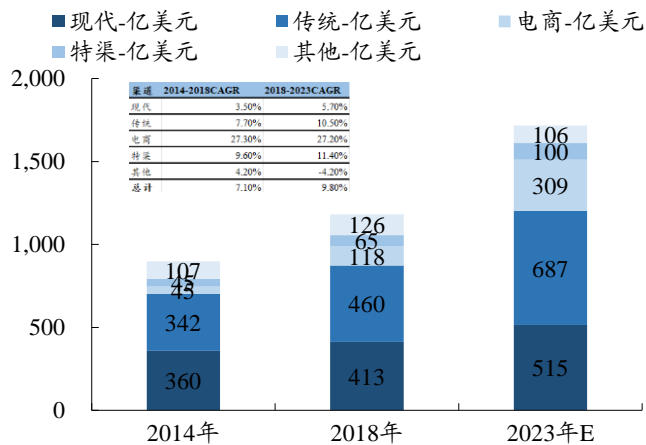
资料来源：卫龙招股说明书，信达证券研发中心

图 2：行业格局分散，百亿公司少



资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：旺旺、达利仅统计食品板块的营收。

细分品类存在红利，渠道变迁蕴含弯道超车机会。休闲食品当前存在品类和渠道的红利机会，从品类上来讲，休闲食品大的品类板块如糖果巧克力、坚果炒货等，不同品类在成熟度上有差异，相对来说糖果巧克力等市场发展相对成熟，而坚果炒货中的树坚果品类在我国还处于发展初级阶段，品类市场规模扩容显著，走大单品或者品类思维的公司存在结构性的品类红利机会。从渠道上来讲，2010 年以前，内地的商超行业实现快速发展，包括家乐福、沃尔玛等国际商超巨头也纷纷转战中国市场，这一阶段，商超的零食销售占比快速提升，积极拥抱这一渠道的洽洽、有友等实现了快速的发展。2010 年之后，线上渠道快速兴起，据弗若斯特沙利文数据显示，2023 年线上零售额占比将达到约 18%。这一阶段，以三只松鼠、良品铺子为代表的企业借助线上渠道红利，规模体量快速提升，进入百亿体量阵营。复盘来看，休闲食品大行业，品类红利和渠道变迁往往蕴含着较大的机会。

图 3：流量红利下，线上零食份额过去十年快速提升


资料来源：上好佳招股说明书，信达证券研发中心

图 4：各区域零食量贩店快速兴起


资料来源：食品商微信公众号，信达证券研发中心

1.2. 渠道演变：零食量贩渠道兴起

零食量贩渠道兴起，渠道变迁大机会。从当前零售业态的演变趋势来看，线下大卖场的市场份额逐步向高端会员店及品类店转移，其中以零食很忙等为代表的零食量贩业态快速兴起。各地均出现了区域内的代表性品牌，比如湖南的零食很忙、戴永红，浙江的老婆大人，厦门的糖巢，江苏的座上客、好想来等等，行业当前门店数量已过万家（零食量贩行业的底层逻辑详见报告：《量贩零食店兴起，新零售自由》），当前仍处于快速发展阶段，蕴含着较大的渠道红利。

图 5：超市卖场市场向折扣店/品类店业态转移


资料来源：实干派微信公众号，信达证券研发中心

2. 未来展望：门店升级，开店加速

2.1. 管理能力强，连锁运营经验丰富

职业化管理团队，运营能力强。公司创始人杨红春于 1973 年出生，1997 年大学毕业后进入科龙电器工作，8 年时间内曾先后担任科龙电器广西、广东、湖南等分公司总经理，管理能力强。2005 年，杨总开启自己的创业之路，2006 年，良品铺子在武汉开设第一家门店，

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

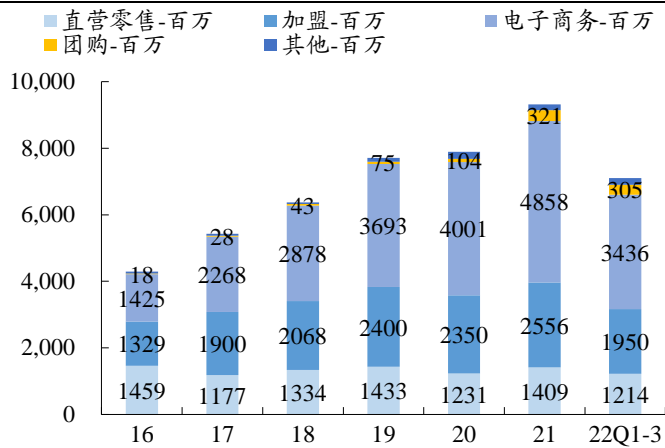
开启线下扩张之旅。副总经理杨银芬曾历任科龙陕西、吉林、黑龙江、辽宁等分公司总经理以及美蓝蒂卫浴设备厂总经理，业务能力强。公司管理团队职业化程度高，公司核心管理团队均来自业内知名企业。公司管理运营能力优秀，2006年起家于线下门店，2010年左右积极拥抱线上渠道，渠道敏锐度高，迄今实现线上线下全渠道覆盖，品牌在线上线下均处于头部。

表 1: 职业化管理团队，管理运营能力强

姓名	出生年月	学历	现任职位	主要经历
杨红春	1973 年 10 月	本科	董事长, 总经理	1997 年, 大学毕业的他只身南下进入广东的科龙电器打工, 先后曾任广东科龙电器股份有限公司广西、广东、湖南分公司总经理等职; 2005 年, 开启了自己的创业之路, 2006 年 8 月第一家良品铺子在武汉开业; 2011 年, 杨红春积极投身电商运营, 开拓出产品销售的新渠道, 线下持续推进加盟门店开拓; 2017 年至今任良品铺子董事长, 2019 年提出“高端零食”概念。
杨银芬	1974 年 10 月	本科	董事、总经理	于 1996-2003 年就职于广东科龙电器股份有限公司, 先后曾任广东科龙电器股份有限公司陕西、吉林、黑龙江、辽宁分公司总经理等职; 2003-2008 年担任佛山市顺德区容桂美蓝蒂卫浴设备厂总经理, 2008 年加入良品铺子创业团队; 2009-2010 年就职于武汉阳光旭商贸有限公司; 2010 年就职于湖北良品铺子食品有限公司, 担任董事、副总经理等职。
张国强	1973 年 2 月	本科	董事、副总经理	1997-1998 年就职于武汉建工股份有限公司, 曾任装饰工程设计师; 1998-2006 年就职于湖北丝宝股份有限公司, 曾任设计师; 2009-2010 年就职于武汉阳光旭商贸有限公司, 曾任业务副总经理, 2010-2017 年就职于湖北良品铺子食品有限公司, 历任董事、门店事业部开发中心负责人等职; 2017 年至今任良品铺子股份有限公司董事、副总经理。
柯炳荣	1973 年 9 月	本科	副总经理	1995-2011 年就职于武汉统一企业食品有限公司, 曾任总经理助理、工会主席; 2011-2017 年, 就职于湖北良品铺子食品有限公司, 先后任物流中心总监、副总经理等职; 2017 年至今任良品铺子股份有限公司副总经理、公共事务中心负责人。
徐然	1985 年 2 月	本科	董事、副总经理、董秘	2008-2010 年就职于安永华明会计师事务所; 2011-2014 年担任德勤华永会计师事务所高级咨询员; 2015 年担任深圳市九派资本管理有限公司武汉分公司投资经理; 2015-2017 年就职于湖北良品铺子食品有限公司, 曾任审计中心负责人; 2017 年至今任良品铺子股份有限公司副总经理、董事会秘书; 2021 年 4 月至今任良品铺子股份有限公司董事。
揭晓峰	1978 年 1 月	硕士研究生	副总经理	2014 年入职良品铺子, 历任全渠道事业部负责人、社交电商负责人、平台电商事业部总经理、产品创新中心负责人等职。
刘玲	1983 年 4 月	本科	副总经理	于 2005-2009 年就职于武汉国美电器有限公司, 担任人力资源主管; 2009 年入职良品铺子, 历任人力资源中心负责人、物流中心负责人、供应链负责人、产品供应事业部总经理等职。分管公司战略管理、流程建设与产品研发管理工作。

资料来源: wind, 信达证券研发中心

对消费者需求理解较为透彻，拥抱渠道能力强。不论是初期打造线下门店，秉持着“把全世界的美味零食带到顾客家门口”的品牌愿景，或是 2010 年后积极拥抱线上流量大浪潮，良品始终以消费者的需求为导向，并对消费者需求理解较为透彻，从而能够敏锐地捕捉到消费者的需求变化，抓住渠道迁移的机会，实现线上线下全渠道布局，表现出强大的渠道拥抱能力。2019 年公司提出高端零食定位，高品质零食形象深入消费者心智，进一步绑定核心消费群体。

图 6: 捕捉消费者需求能力强, 实现线上线下全渠道布局


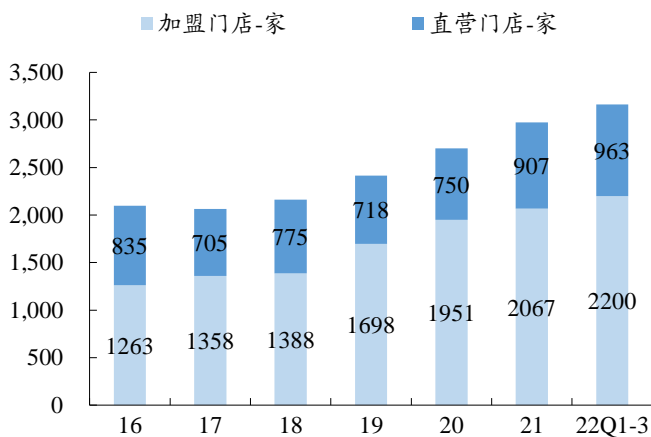
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 提出高端零食定位进一步绑定核心消费者

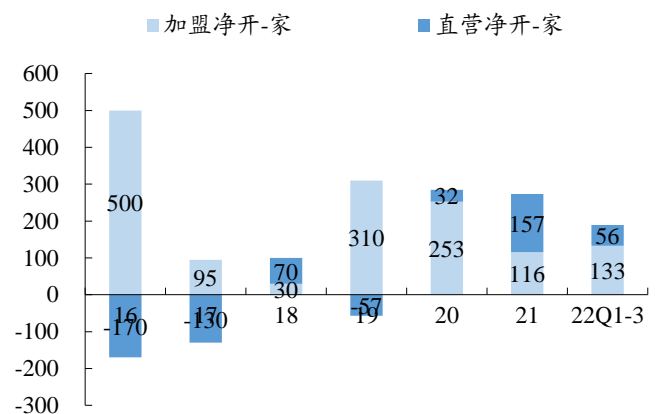

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2.2. 线下开店有望加速, 门店升级提振单店

线下门店运营能力强, 门店开拓有望加速。截至 2022Q3, 良品铺子门店数量已达 3163 家。从区域门店分布上看, 良品铺子门店主要集中在湖北、四川、江西、广东等省份, 湖北大本营市场门店数量多, 省内零食连锁龙头地位稳固。开店空间广阔, 对标湖北大本营市场, 省外人均门店保有量提升空间大, 省外优势市场江西、四川、湖南、广东等门店仍有进一步加密空间, 开店空间广阔。展望后续, 随着疫情逐步恢复调整, 线下门店客流量有望逐步恢复, 良品单店端有望修复。公司疫情期间关店率维持在正常区间, 疫情期间优质点位空出明显, 疫情逐步恢复后良品线下开店有望加速。

图 8: 良品铺子当前门店约 3000 家


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 9: 良品铺子后续净开店有望加速


资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 2: 对标湖北大本营来看, 良品铺子门店空间广阔

	常住人口-万人	良品铺子门店数量-家	门店保有量-万人/店
湖北	5775.26	928	6.2
四川	8367.49	388	21.6
江西	4518.86	355	12.7
广东	12601.25	321	39.3
河南	9936.55	287	34.6
湖南	6644.49	282	23.6

江苏	8474.80	150	56.5
陕西	3952.90	102	38.8
重庆	3205.42	94	34.1
广西	5012.68	43	116.6
福建	4154.01	42	98.9
贵州	3856.21	39	98.9
安徽	6102.72	37	164.9
浙江	8474.80	36	235.4
上海	2487.09	31	80.2
云南	4720.93	30	157.4
甘肃	2501.98	25	100.1
山东	10152.75	21	483.5
海南	1008.12	19	53.1
河北	7461.02	8	932.6
青海	592.40	5	118.5
山西	3491.56	4	872.9
天津	1386.60	1	1386.6
黑龙江	3185.01	1	3185.0
宁夏	720.27	1	720.3
合计		3250	

资料来源:窄门餐眼,国家统计局,信达证券研发中心 注:门店数量截至2023年1月8日

良品铺子单店提升空间大。与当前兴起的零食量贩店型(门店店型通常在100 m²以上)相比,良品铺子门店店型更小(通常在50 m²左右)。良品产品SKU通常在700-800个,相比零食很忙等业态1600+SKU明显更少。良品门店品类上基本以零食为主,可乐、牛奶等消费频次更高的水饮产品基本没有。良品一直坚持以客户需求为导向的单店打造思路,对标量贩店的单店模型,良品铺子的单店提振手段仍有很多,公司本身线下门店运营出身,单店收入提升未来可期。23年来看,疫情逐步恢复带来的单店端修复预计提振效果显著。

与零食量贩门店差异化竞争。如何看待良品铺子门店和当前兴起的量贩零食店的竞争?良品定位的消费群体更偏中产阶级及以上,对于零食品质有所要求。而零食量贩主打性价比,定位主要是大众消费,两者在人群的定位上有较为明显的区隔。从客单上来看,良品铺子显著更高。由于两者在目标人群上的差异化竞争,我们预计量贩零食业态对于良品单店的影响长期来看较为有限。

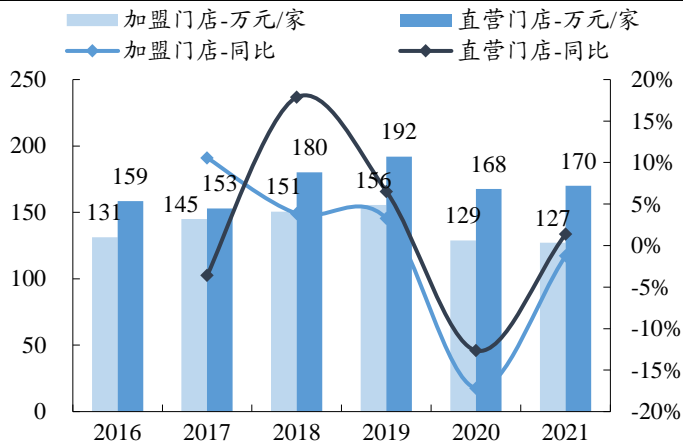
表3:良品铺子单店收入对标零食很忙仍有较大的提升空间

项目	零食很忙等零食量贩店	良品铺子
生意模式	渠道品牌,专注渠道终端零售	代工+贴牌模式+自建渠道端
售卖产品	甘源、劲仔等零食品类品牌	自主品牌
品类	以零食为主,包括牛奶/可乐等水饮	基本为零食
价格定位	主打性价比	中端价位
客单价	38.68元/人	54.85元/人
门店面积	100-120 m ²	50 m ² 左右
SKU	1600+	700-800

单店收入	10000-15000 元/天	4000-6000 元/天
门店分布	兴起于二三线城市，以街边店、社区店为主	以社区店、购物中心等店型为主

资料来源：零食很忙官网，良品铺子官网，窄门餐眼，信达证券研发中心 备注：良品铺子门店 SKU 调研部分门店所得，不能代表所有门店情况。

图 10：疫情逐步恢复调整下，良品铺子单店收入有望修复



资料来源：wind，信达证券研发中心

2.3. 零食量贩新趋势，良品积极入局

良品深耕零食连锁多年，入局具备加盟管控优势。良品线下门店起家，具备丰富的线下零食连锁运营经验和加盟商资源，入局零食量贩赛道，将在主业高端定位之外形成强有力的补充。当前零食量贩行业高景气度，湖南的零食很忙、浙江的老婆大人等行业头部企业快速跑马圈地，但在良品大本营市场湖北当前暂未出现强势的零食量贩品牌，良品当前入局为时未晚。公司目前在武汉开设了“零食顽家”门店，进行量贩零食业态单店模型的打磨，零食顽家在店型上比主业良品铺子更大，单店模型上基本对标零食很忙等业态，目前打磨门店的单店日营业额平均在 1w 元/天左右。与主业良品铺子的协同性上来看，公司在单店运营、加盟商管理及资源上具备核心优势，单店模型跑通后，门店借助现有加盟商资源快速复制，有望对公司业绩提振明显。

表 4：零食很忙为代表的零食量贩业态单店模型跑通

零食很忙单店模型		
选址	大型社区/成熟商圈	备注
单店面积-平米	100-120，不低于 100	
门店销售额-元/日	12,500	门店日销 10000-15000 元
客单价-元/人/天	38	
客单数-人	327	
毛利-元/月	68625	
毛利率	18%	
租金-元/月	14000	
人工-元/月	20000	4-5 人
水电等杂费-元/月	4000	
净利润-元/月	30625	
净利率	8.17%	

前期投资	60-80 万元	加盟费 5 万+保证金 3 万+装修 10 万+设备 12 万+首次备货 18-20 万+租金转让费等
投资回收期-年	1.5-2	
坪效-万/平米	4.1	按照 110 m ² 来算

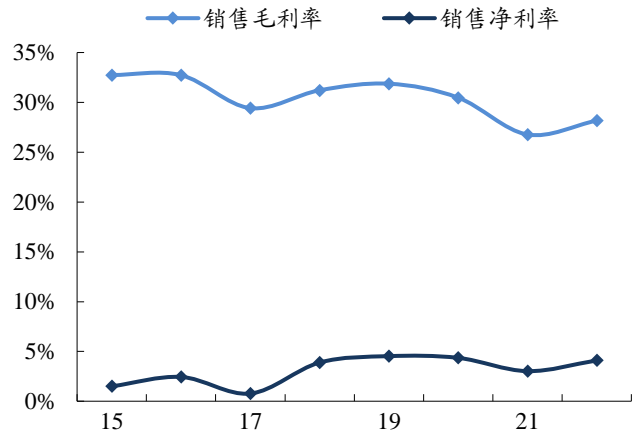
资料来源: 零食很忙官网, 信达证券研发中心

图 11: 良品在武汉打磨零食量贩业态门店模型



资料来源: 信达证券研发中心

图 12: 良品铺子盈利能力有望进一步提升



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2.4. 运营效率高, 盈利能力有望进一步提升

如何看待良品模式的盈利能力? 根据不同休闲食品企业在“生产+品牌+渠道”三个核心环节的不同取舍, 目前市场上主流的休闲食品商业模式可以分为四种: **1) 渠道型:** 产品端主要为其他零食品牌, 核心关注渠道端扩张, 代表企业为零食很忙等; **2) 品牌+渠道型:** 产品端主要采用代工贴牌模式, 渠道端采用品类店模式, 代表企业为良品铺子/来伊份等; **3) 全产业链型:** 产品端采用自主生产, 渠道端采用品类店的模式, 代表企业为绝味/周黑鸭/煌上煌等; **4) 自主生产型:** 聚焦生产和品牌, 这一类企业往往走大单品或者聚焦品类的模式, 因为大单品模式在生产端规模效应通常是最好的, 在渠道端, 品牌方通过经销体系进入 KA/BC/流通等零食零售渠道, 代表企业包括洽洽、卫龙、盐津、甘源、劲仔等等。前两类偏渠道型, 后两类偏产品型, 但不论是产品型还是渠道型, 均能在满足零食消费需求上实现价值。尤其是对于品类界限相对模糊的休闲食品, 良品“品牌+渠道”的模式具备意义。在规模效应及运营效率提升推动下, 良品铺子的盈利能力有望进一步提升。

3. 风险因素

良品铺子门店受到零食量贩业态冲击。 虽然两者在目标消费群体上定位有差异, 但如果由于零食量贩业态导致良品铺子门店的需求出现迁移, 对良品铺子的门店将产生负面影响。

门店升级未达到预期效果。 门店升级是单店提振的重要举措, 若门店升级未达到预期效果, 将对单店的竞争力及加盟商的开店信心产生不利的影响。

零食顽家业态未培育成功。 零食顽家为良品在零食量贩业态上的重要布局, 若零食顽家未培育成功, 将对公司的成长性造成一定的影响。

附:公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	3,367	4,044	4,246	4,993	5,904	
货币资金	1,980	1,747	2,199	2,922	3,471	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	360	660	719	534	627	
预付账款	117	109	117	140	171	
存货	618	1,132	805	966	1,175	
其他	290	396	406	430	460	
非流动资产	817	1,386	1,491	1,637	1,841	
长期股权投资	0	3	3	3	3	
固定资产(合计)	451	593	696	813	948	
无形资产	141	143	154	193	243	
其他	225	647	637	627	647	
资产总计	4,184	5,430	5,736	6,629	7,745	
流动负债	2,091	3,072	3,045	3,541	4,172	
短期借款	40	30	0	0	0	
应付票据	424	434	563	628	705	
应付账款	670	1,112	885	1,039	1,234	
其他	957	1,495	1,597	1,875	2,233	
非流动负债	8	204	204	204	204	
长期借款	0	78	78	78	78	
其他	8	126	126	126	126	
负债合计	2,098	3,276	3,250	3,746	4,376	
少数股东权益	3	8	10	12	14	
归属母公司股东权益	2,083	2,146	2,476	2,872	3,354	
负债和股东权益	4,184	5,430	5,736	6,629	7,745	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,894	9,324	10,158	12,192	14,758	
同比(%)	2.3%	18.1%	9.0%	20.0%	21.0%	
归属母公司净利润	344	282	372	458	575	
同比(%)	0.9%	-18.1%	32.2%	23.1%	25.5%	
毛利率(%)	26.9%	26.8%	27.7%	27.7%	27.3%	
ROE%	16.5%	13.1%	15.0%	15.9%	17.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.86	0.70	0.93	1.14	1.43	
P/E	68.48	60.49	38.10	30.96	24.68	
P/B	11.30	7.94	5.73	4.94	4.23	
EV/EBITDA	45.77	26.58	20.61	18.28	15.89	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,894	9,324	10,158	12,192	14,758	
营业成本	5,771	6,828	7,344	8,816	10,722	
营业税金及附加	50	65	71	85	103	
销售费用	1,288	1,672	1,839	2,207	2,612	
管理费用	377	477	518	610	723	
研发费用	34	40	55	65	77	
财务费用	-24	-39	-60	-79	-99	
减值损失合计	1	-1	0	0	0	
投资净收益	14	2	2	2	2	
其他	70	94	104	122	148	
营业利润	484	376	497	612	769	
营业外收支	0	3	4	4	4	
利润总额	483	379	501	616	773	
所得税	139	96	127	156	196	
净利润	344	283	374	460	577	
少数股东损益	1	1	2	2	2	
归属母公司净利润	344	282	372	458	575	
EBITDA	472	590	599	636	697	
EPS(当年)(元)	0.86	0.70	0.93	1.14	1.43	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	330	412	891	1,155	1,020	
净利润	344	283	374	460	577	
折旧摊销	97	348	268	227	177	
财务费用	0	15	3	3	3	
投资损失	-14	-2	-2	-2	-2	
营运资金变动	-68	-194	254	472	268	
其它	-29	-38	-6	-4	-4	
投资活动现金流	-196	-249	-313	-315	-324	
资本支出	-150	-269	-115	-167	-205	
长期投资	0	14	0	0	0	
其他	-46	6	-198	-148	-118	
筹资活动现金流	372	-402	-126	-118	-147	
吸收投资	447	4	0	0	0	
借款	40	68	-30	0	0	
支付利息或股息	-103	-103	-96	-118	-147	
现金流净增加额	507	-240	452	723	549	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒、水、饮料行业，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。