

开盘直冲涨停板！双十一狂卖 5.6 亿！高瓴、今日资本大笔持股！

什么情况？

今天，我们要研究的公司，位于食品饮料领域中非常火热的赛道——休闲食品。并且，它是这个赛道中，当前成长属性名列前茅的公司。

休闲食品，是当前为数不多仍然处于较高增长中的赛道，据《中国休闲食品行业发展研究报告》数据统计，预计到 2020 年，休闲零食整体市场规模接近 2 万亿元。2019 年双十一，全渠道终端零售额增速 40%，在天猫零食品类中排名榜首，力压其他零食品牌。并且，值得一提的是，它并不是只有线上一个渠道，在线下，其同样布局较早，拥有 2237 家线下零售店。

它的名字，叫**良品铺子**。今天，其刚刚在上海证券交易所主板上市，开盘之后，毫无悬念的冲上涨停板，涨幅 44.03%。

此次发行，公司代码：603719，发行价格 11.9 元/股，发行市盈率为 22.99 倍。此次发行新股 4100 万股，占发行后总股本的 10.22%。

需要注意的是，该发行价对应 2018 年摊薄后市盈率为 22.99 倍，低于同行业可比上市公司（好想你、三只松鼠、来伊份等）2018 年平均静态市盈率。

并且，该发行估值，也大幅低于可比公司的最新动态 PE-TTM 动态市盈率。从 PT-TTM 来看，三只松鼠为 70 多倍，来伊份为 290 倍，好想你为 27 倍。

此次新股发行，募集资金总额为 4.879 亿元。

翻看其股东名单，**高瓴资本**，**今日资本**等知名投资机构均在其中。其实，如果放眼全球市场，在休闲食品这个赛道中，曾经诞生不少优质蓝筹股，比如：**好时**、**通用磨坊**、**亿滋国际**等。



图：好时公司股价 来源：Wind

此外，这个领域，也是巴菲特和查理·芒格时常提起的赛道之一。他们在这个领域最著名的投资案例，就是喜诗糖果，和好时处于相关赛道。

看完美股，回看我国，休闲食品市场空间虽然更大，但竞争格局却仍然分散，目前，还没有巨头从中脱颖而出。激烈的竞争下，利润率自然也会受到拖累，我国规模较大的休闲食品公司，毛利率普遍在 30%左右，低于美股巨头 40%的水平，像本案这样的公司，未来还有不少提升空间。

行业广阔，格局分散，这也意味着成长的空间较大。回到本案，2019年第三季度，良品铺子的净利润增速高达81.45%，投入资本回报率为负数，这意味着背后强悍的护城河：其甚至不需要投入资本，仅靠上下游的营运资金，就可以获得高额回报。

看到这里，有几个值得深思的问题接踵而来：

- 1) 休闲零食这门生意，到底什么才是未来增长的核心驱动力？
- 2) 面对现在的竞争格局和困境，该如何拉开与其他品牌的差距？
- 3) 本案上市后，未来的基本面将如何发展？

今天我们就通过**良品铺子**，来研究一下休闲零食行业的基本面逻辑。

— 01 —



龙头，模式



良品铺子成立于2006年，做休闲食品研发、加工、分装销售生意。其旗下产品有肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯等多个品类。

它的控股股东是由创始人杨红春、杨银芬等4人持有的宁波汉意投资管理公司，占比41.55%，第二大股东是达永有限（背后股东为今日资本）占比33.75%。

(二) 公司前十名股东情况

本次发行前，公司前十名股东情况如下：

序号	股东名称（姓名）	持股数量（万股）	持股比例	股权性质
1	宁波汉意	14,957.56	41.55%	境内非国有股
2	达永有限	12,149.65	33.75%	境外法人股
3	珠海高瓴	1,854.01	5.15%	境内非国有股
4	香港高瓴	1,800.01	5.00%	境外法人股

1-1-144

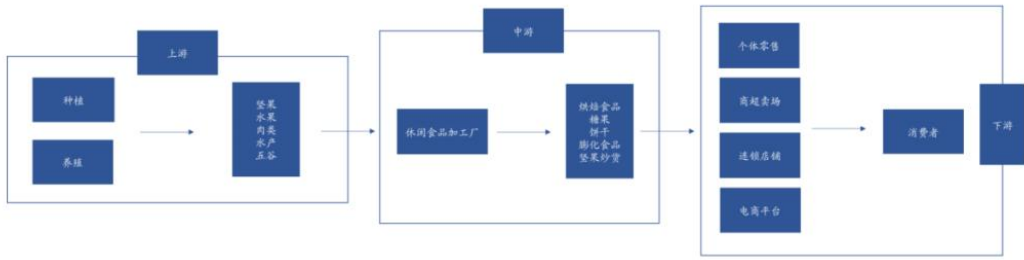
良品铺子股份有限公司				招股说明书
5	宁波艾邦	1,439.98	4.00%	境内非国有法人股
6	良品投资	1,197.01	3.33%	境内非国有法人股
7	宁波高瓴	1,026.00	2.85%	境内非国有股
8	宁波汉宁	393.94	1.09%	境内非国有股
9	宁波汉林	393.94	1.09%	境内非国有股
10	宁波汉亮	393.94	1.09%	境内非国有股
11	宁波汉良	393.94	1.09%	境内非国有股
合计		36,000.00	100.00%	

图：良品铺子股东结构 来源：招股书

在做研究之前，必须先吃透休闲食品产业链的结构：

- 1) 上游——种植和养殖行业，主要负责产出休闲食品所需的原材料，包括坚果、水果、肉类、水产和五谷等，代表公司朗源股份，毛利率 30%，净利率 7%；
- 2) 中游——生产加工商，通过休闲食品加工厂的加工、生产出可以直接食用的烘焙食品、糖果、饼干、膨化食品和坚果炒货等，代表公司达利食品、洽洽瓜子、三只松鼠等，毛利率为 30%，净利率为 5%；
- 3) 下游——休闲食品渠道商，主要为 4 大类，包括个体零售、商超卖场、连锁店和电商平台。代表公司永辉超市、沃尔玛，毛利率 22%，净利率 3%。

图 1: 休闲食品产业链介绍



优塾

资料来源：中国产业信息，国海证券研究所

图：休闲食品产业链情况

来源：中国产业信息，国海证券

来看它的业绩情况——2015 年到 2019 年三季度，其营业收入 31.49 亿元、42.89 亿元、54.24 亿元、63.78 亿元、54.60 亿元，年复合增速为 26.52%；净利润 0.48 亿元、1.05 亿元、1.18 亿元、2.48 亿元、3.18 亿元，年复合增速为 72.88%，经营活动产生的现金流净额为 2.03 亿元、7.53 亿元、5.44 亿元、1.48 亿元、3.48 亿元，毛利率为 32.73%、29.42%、29.63%、31.21%、32.50%，净利率为 1.51%、2.45%、0.79%、3.89%、5.82%。

造成毛利率和净利率差异加大的原因有两处：1) 会计处理拉低毛利率，其折扣、红包等促销方式直接冲减收入，但不影响净利率。2) 股权支付结束，管理费用大幅下降，导致净利率有所上升。

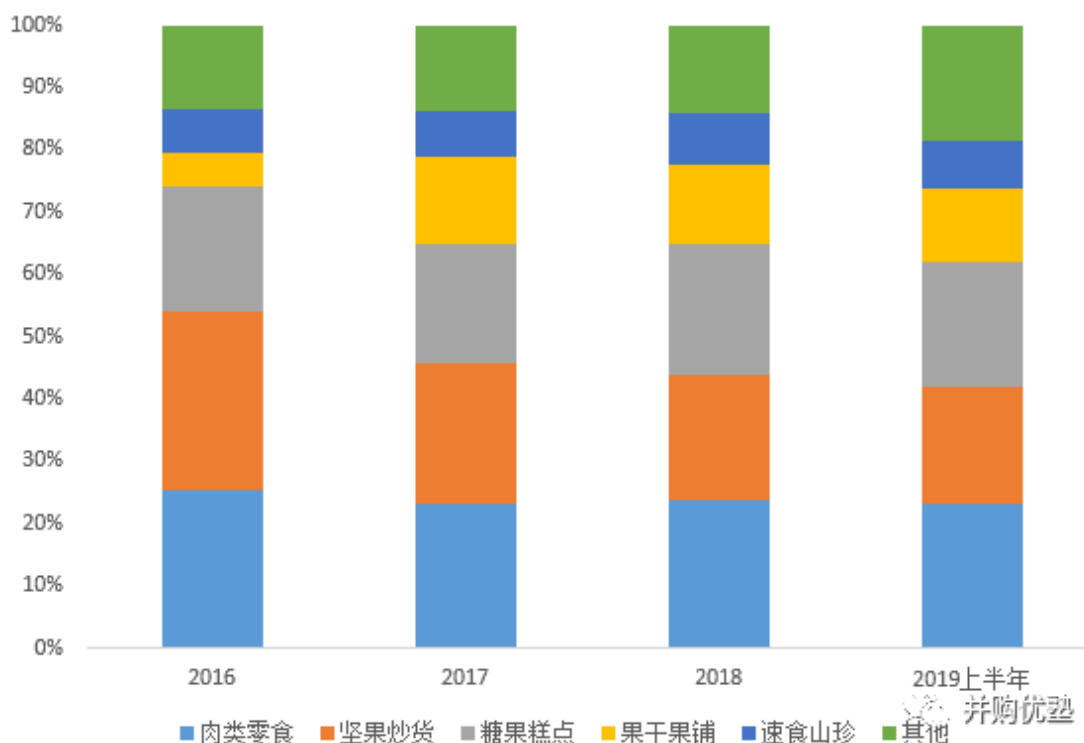
它的经营模式主要分为两种，线上和线下。线上主要是自营模式的旗舰店，线下模式分为直营和加盟两种模式。2016 年到 2019 年上半年，线上平台销售收入占比从 37.80%提升到 47.73%，而线下销售渠道中，直营模式占比在减少，从 25.46%降为 14.82%。

以更新的 2019 年上半年数据为主，它的收入 47.73%来自于线上平台、36.48%来自有加盟商，14.82%来自于直营店，电商化的趋势非常明显。

项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度		
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
线下销售	直营模式	34,641.84	14.82%	65,465.21	15.07%	59,767.30	15.78%	72,305.41	25.46%
	加盟模式	85,282.85	36.48%	159,870.08	36.81%	148,114.65	39.11%	103,092.39	36.30%
	大客户团购	2,264.04	0.97%	3,034.89	0.70%	2,129.14	0.56%	1,243.14	0.44%
	小计	122,188.73	52.27%	228,370.17	52.58%	210,011.08	55.46%	176,640.93	62.20%
线上平台销售	111,576.58	47.73%	205,939.85	47.42%	168,669.91	44.54%	125,250.00	47.80%	
合计	233,765.30	100.00%	434,310.03	100.00%	378,680.99	100.00%	283,967.37	100.00%	

图：良品铺子经营模式占比 来源：招股书

具体来看，它的旗下共有 5 大品类（肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、速食山珍）和一个其他品类（主要为辅料收入、门店设计收入），除去速食山珍对收入的贡献为 7.76%左右，其他品类对收入的贡献相差不大，且近三年来收入结构较为稳定。



图：良品铺子产品结构（单位：%） 来源：招股书

从产品结构来看，目前各品类较为均衡，和其他单一产品的公司有所区别。但我们预计，这样的品类结构不会长期维持，从长期价值的角度来看，本案这些品类中的高端产品份额会有所提升（随之而来，净利率也会提升），这样的逻辑，从美股巨头的发展中也能够看出。

本案的高端战略主要体现在以下这些方向，从中可窥见其商业模式和壁垒：

一是产品结构升级。举个产品例子，比如脆冬枣，从种植到丰收每个环都会制定标准化流程，从供应链上抓起。产品以消费需求为导向，从质量和颜值来看，都处于业内较高水平。

二是营销筹划。其代言人选择了吴亦凡（各大高奢品牌形象代言人宠儿，LV、BUBERRY、芝华士、兰蔻等等），往高端产品品牌走的路径较为清晰。

三是全渠道赋能。渠道方面，其打通线上线下，不仅线上电商平台稳居前列，并且，线下的推广也已经开始做下沉，加盟增长也较快。本次 IPO 上市的募资金额，主要用于深耕全渠道网络建设。此处，也是其与其他休闲食品商有显著不同的地方。

四是供应链优化。通过构建智慧化供应链管理平台，从采购销售大数据进行分析，打通各渠道库存，实现仓货共享，提高周转效率、供应链效率及产品品质。其上游工厂端完全按需生产，无库存。电商仓库存大致 18 天，门店库存大致 17 天，中枢库存 10 天，整个周转速度位列行业龙头。

五是研发投入。它基于消费数据和行业数据的研究上，综合考虑消费者生理、口味、口感、营养健康等方面，探索新品类、新工艺、新口味，推陈出新。目前，已形成了 1000 多种产品组合，可有效满足不同消费者在不同场景下的多元化休闲食品需求。

项目	主要销售渠道
良品铺子	直营、加盟、电商平台
来伊份	直营
百草味	电商平台
三只松鼠	电商平台
盐津铺子	直营、经销
绝味食品	加盟
周黑鸭	直营
煌上煌	直营、加盟
桃李面包	直营、经销
元祖食品	直营  并购优塾

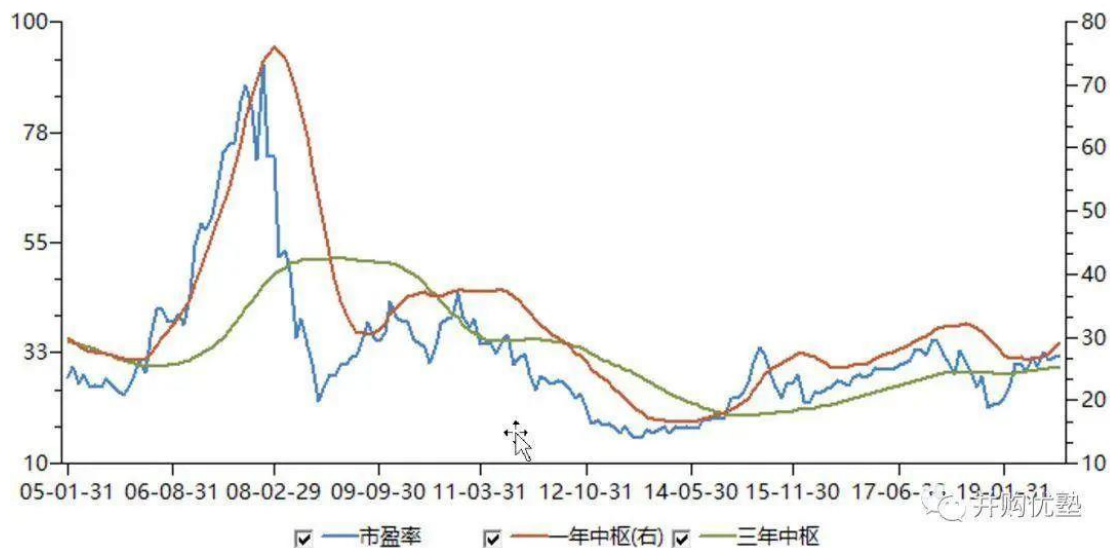
图：企业销售渠道 来源：招股书

综上所述，本次 IPO 后，其品牌、渠道、规模、研发、供应链管理等壁垒将会进一步加固。这样的产业链特征和产品结构，形成了本案特殊的报表结构：

从资产负债表来看——据 2019 年三季报，资产总额为 33.54 亿元，其中占比较大的科目为：交易性金融资产（24.71%）、货币资金（21.36%）、存货（18.82%）、固定资产（15.77%）；负债总额为 19.19 亿元，其中占比较大的科目为：应付账款（20.7%）、应付票据（15.75%）、其他应付款（13.03%）。从利润表来看——据 2019 年三季报，其营业总

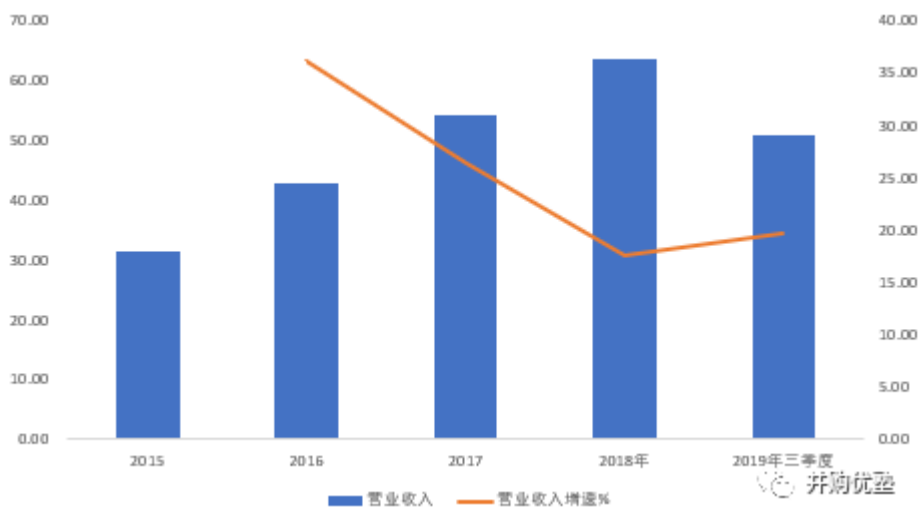
收入为 54.6 亿元，其中营业成本花掉 67.5%、销售费用花掉 19.75%，管理费用花掉 5.07%，所得税花掉 1.99%，剩下净利率 5.82%。

接着，我们来看一组基本面数据：



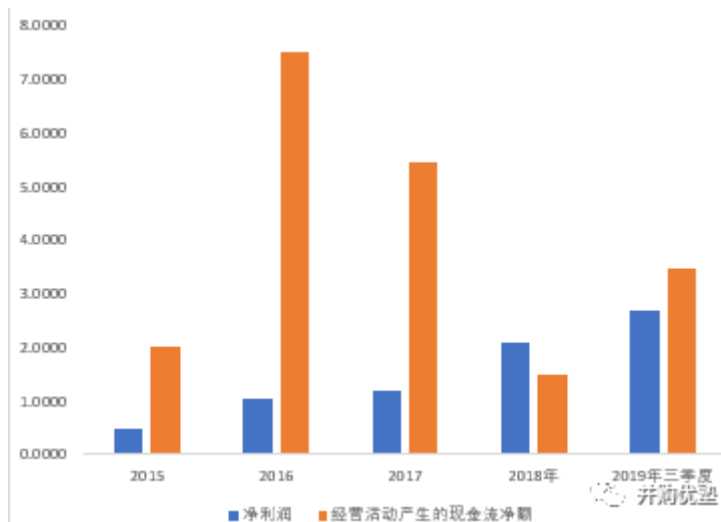
图：食品饮料行业估值情况

来源：Wind



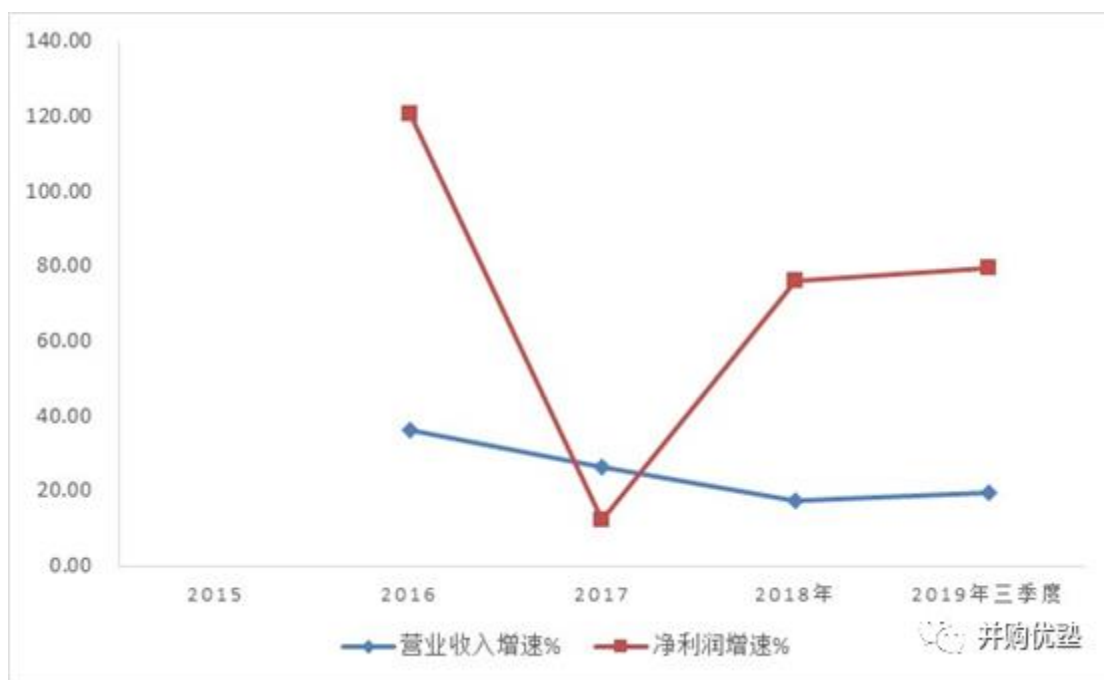
图：营业收入及增速（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



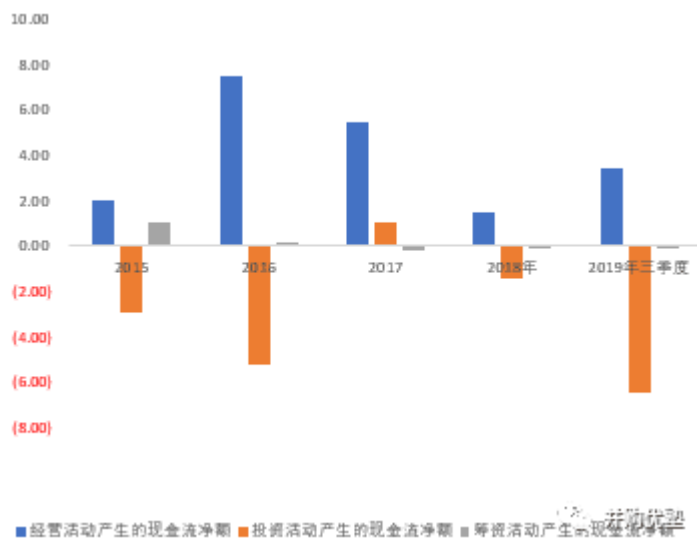
图：净利润及现金流（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



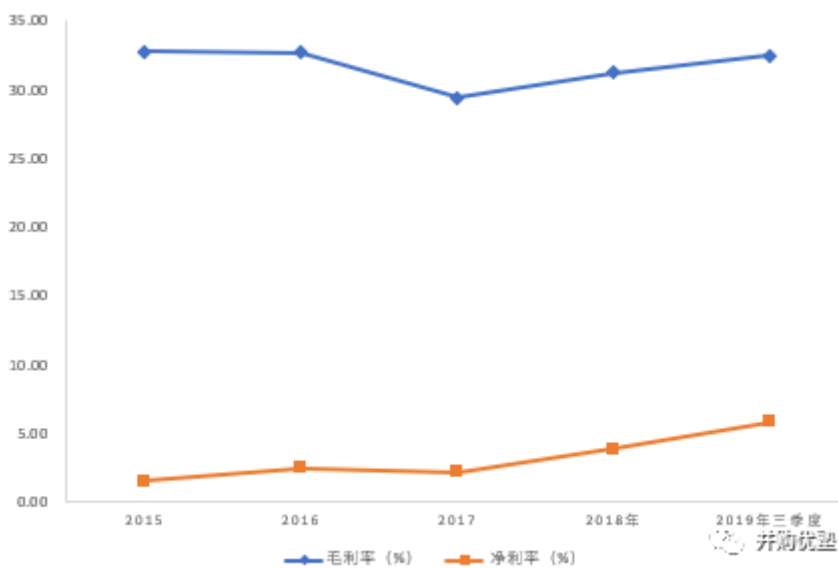
图：营业收入增速、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



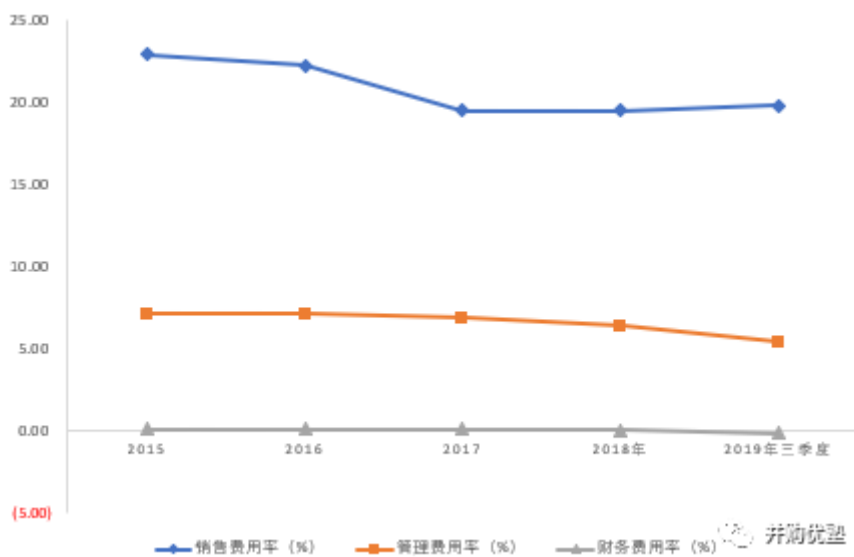
图：现金流情况 (单位：亿元)

来源：并购优塾



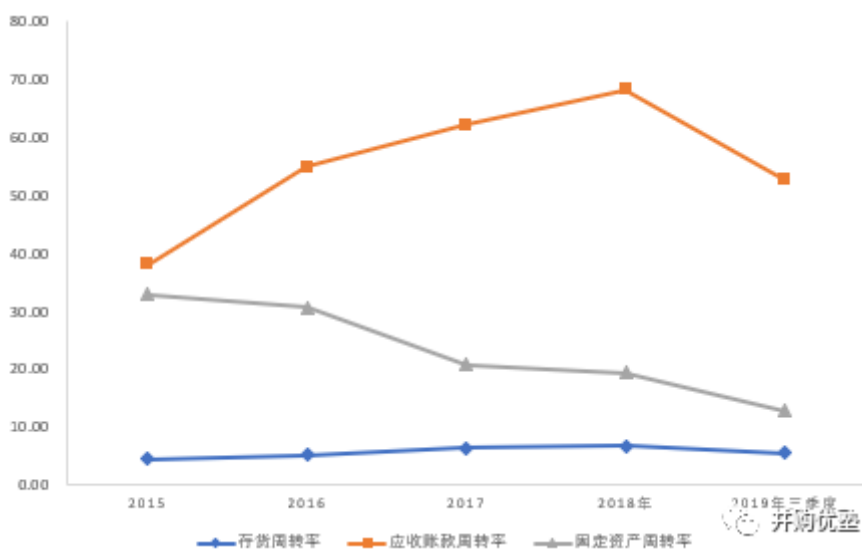
图：毛利率、净利率 (单位：%)

来源：并购优塾



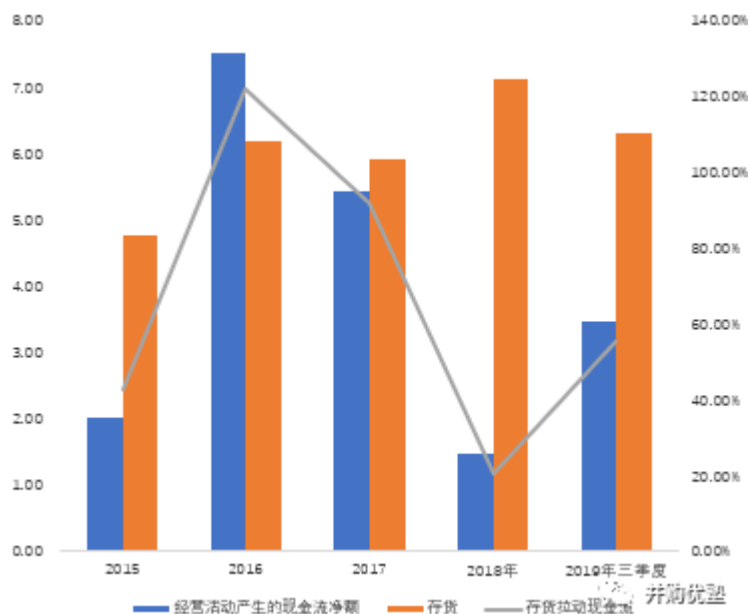
图：期间费用率（单位：%）

来源：并购优塾



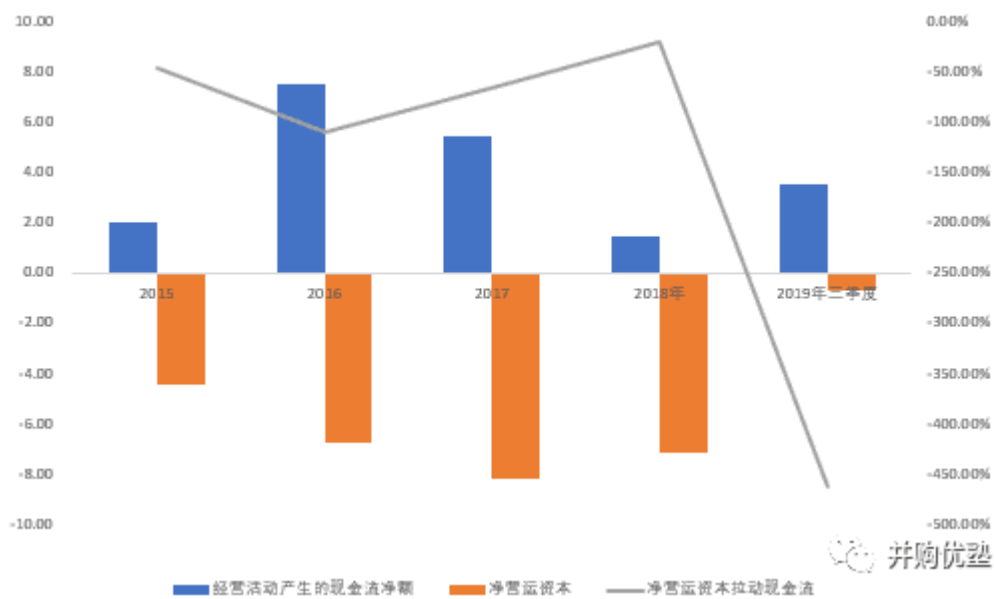
图：周转率情况（单位：次）

来源：并购优塾



图：CAPEX 和经营活动现金流净额（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



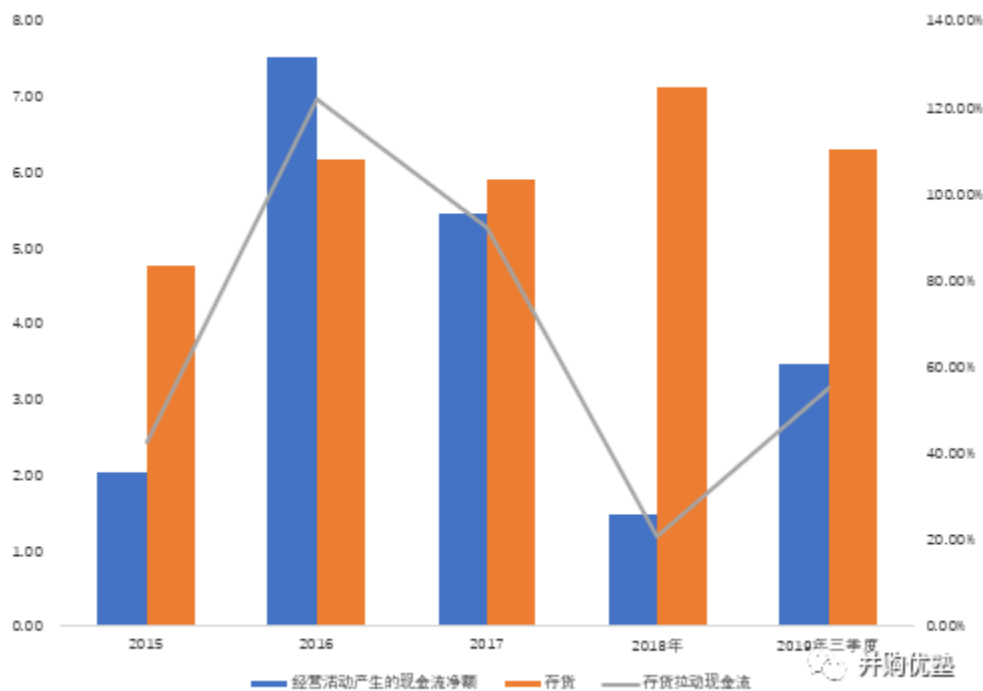
图：净营运资本对现金流的拉动效应（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



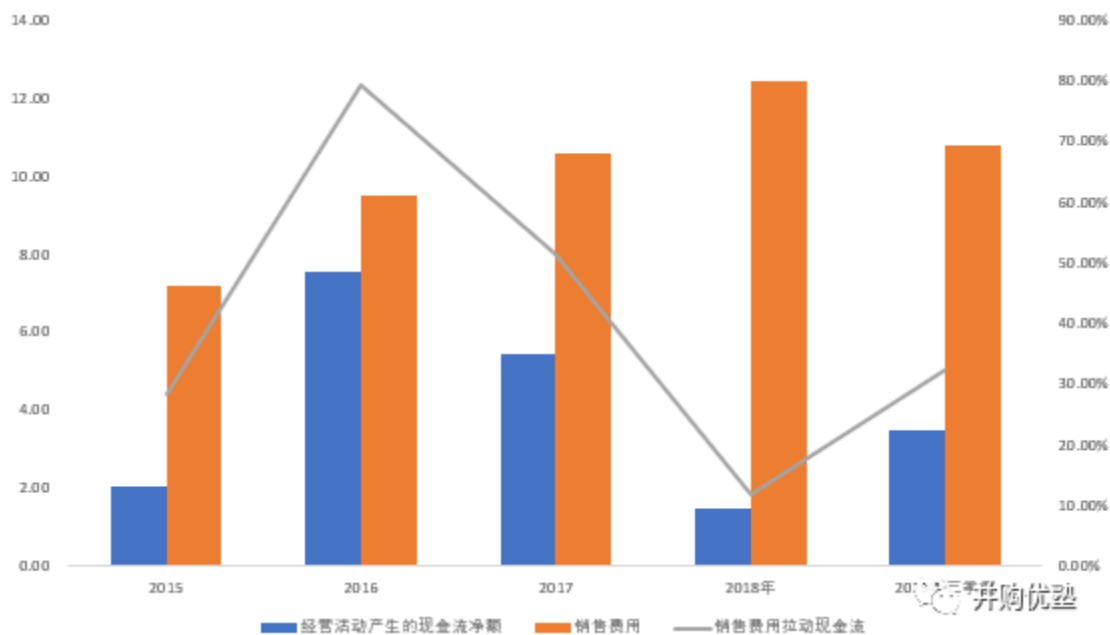
图：ROE、ROIC（单位：%）

来源：并购优塾



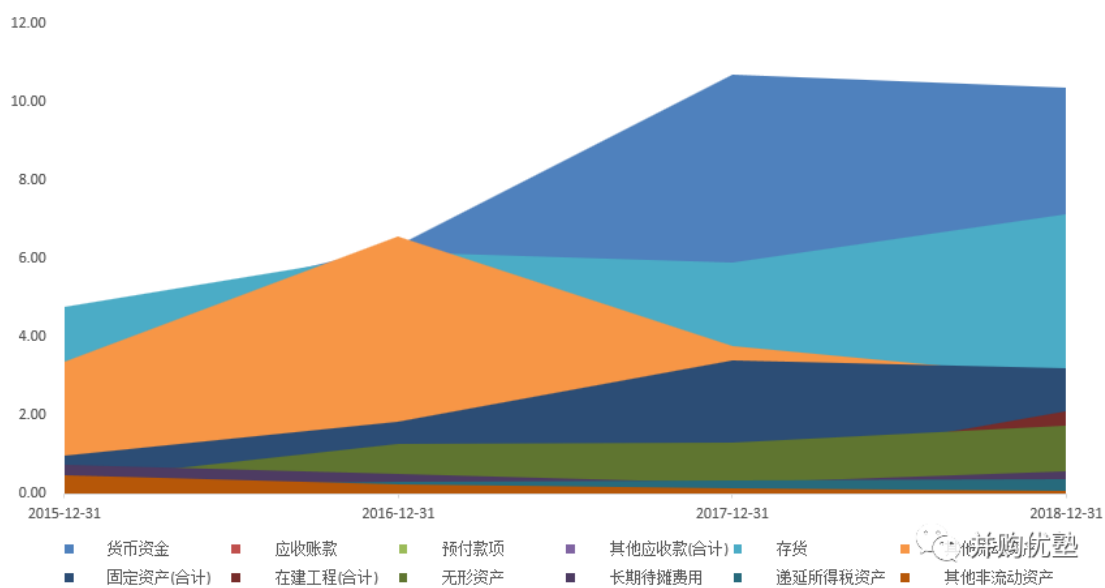
图：存货对现金流的拉动效应（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



图：销售费用对现金流的拉动效应 (单位：亿元、%)

来源：并购优塾



图：资产结构 (单位：亿元)

来源：并购优塾

读完以上基础数据，必须思考的一件事是——如果要对本案做财务分析，究竟应该从什么地方开始入手？

— 02 —



收入，模式



回溯我国休闲零食的发展路径，其经历了三个发展阶段，分别是：线下零食门店主导→线上零食电商主导→线上线下全渠道发展。



图：国内休闲零食行业发展的不同阶段

来源：兴业证券

根据渠道，我们将收入拆分为两块：

$$\text{总收入} = \text{线上收入} + \text{线下收入（直营店+加盟店）}$$

第一块，线上收入，主要为天猫旗舰店、京东旗舰店，由于天猫、京东 GMV 整体仍然在增长通道中，因此，此部分我们仅考虑整体增长带来的驱动力。

第二块，线下收入，分为直营和加盟，由于占比相对较小，我们简化进行预测。明确预测公式后，我们进入收入预测部分。

— 03 —

线上，流量

首先是平台流量。流量，即平台网站的访问量，可以反映这个平台的用户数量、用户所浏览的页面数量、用户平均停留时间等——简单点来说，于本案而言，没有流量就没有销量。

良品铺子的线上来源于天猫、京东、及良品 APP，其中直营以天猫为主。

单位：万元

项目	店铺	2018年1-6月		2017年度		2016年度		2015年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
B2C	天猫旗舰店	71,989.16	53.31%	123,529.28	54.46%	76,237.81	53.48%	41,787.23	50.65%
	京东旗舰店	17,194.27	12.73%	17,076.78	7.53%	10,022.01	7.03%	5,838.46	7.08%
	良品 APP 商城	1,389.44	1.03%	618.56	0.27%	-	-	-	-
	其他	9,063.28	6.71%	18,501.20	8.16%	19,518.71	13.69%	14,719.53	17.84%
B2B	京东自营店	15,891.04	11.77%	21,695.17	9.57%	10,352.30	7.26%	9,712.38	11.77%
	天猫超市	15,374.65	11.39%	29,730.92	13.11%	14,012.96	9.83%	4,250.32	5.15%
	唯品会入仓店	2,134.48	1.58%	4,332.57	1.91%	687.55	0.48%	-	-
	线上经销	591.69	0.44%	9,138.16	4.03%	8,228.18	5.77%	2,664.48	3.23%
	其他	1406.62	1.04%	2,187.05	0.96%	3,481.37	2.44%	3,324.46	4.08%
合计		135,034.63	100.00%	226,809.69	100.00%	142,540.89	100.00%	82,504.86	100.00%

图：线上收入占比情况 来源：招股书

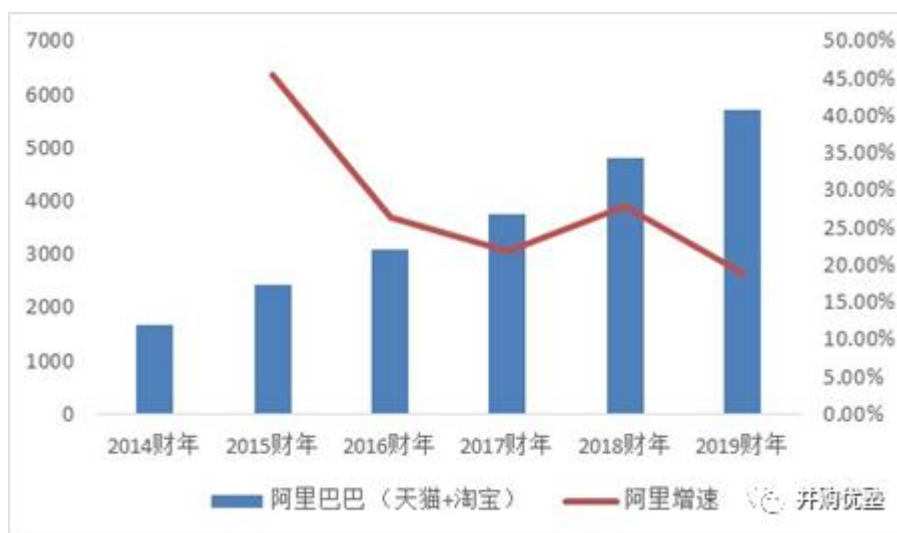
目前，电商平台中天猫、京东比重较大，因此，我们主要看这两家平台的增长有多少。

企业名称	销售额 (亿元)	占 7 家电商销售额的比重
天猫	21086	59.1%
京东	12945	36.3%
唯品会	728.7	2.0%
亚马逊中国	391.0	1.1%
当当网	357.1	1.0%
考拉严选	116.7	0.3%
聚美优品	58.2	0.2%

图：2017 年零售百强中 7 家电商销售情况

来源：搜狐、零食快报

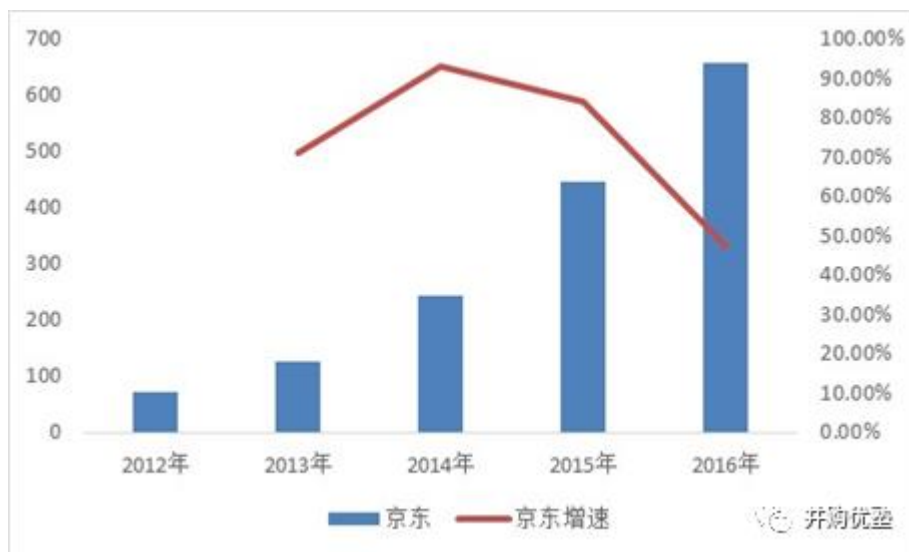
从阿里巴巴历年的 GMV 数据来看，规模在不断扩大，从 2014 财年的 16780 亿元到 2019 财年的 57270 亿元，复合增速达 27.83%。



图：阿里巴巴 GMV 情况 (单位：左：十亿元、右：%)

来源：并购优塾

京东的 GMV 从 2017 年第三季度开始不再公布，从历年的年报来看，其 GMV 同比增速从 2014 年之后开始下滑，从 2014 年的 93.23% 下滑至 2016 年的 47.41%。

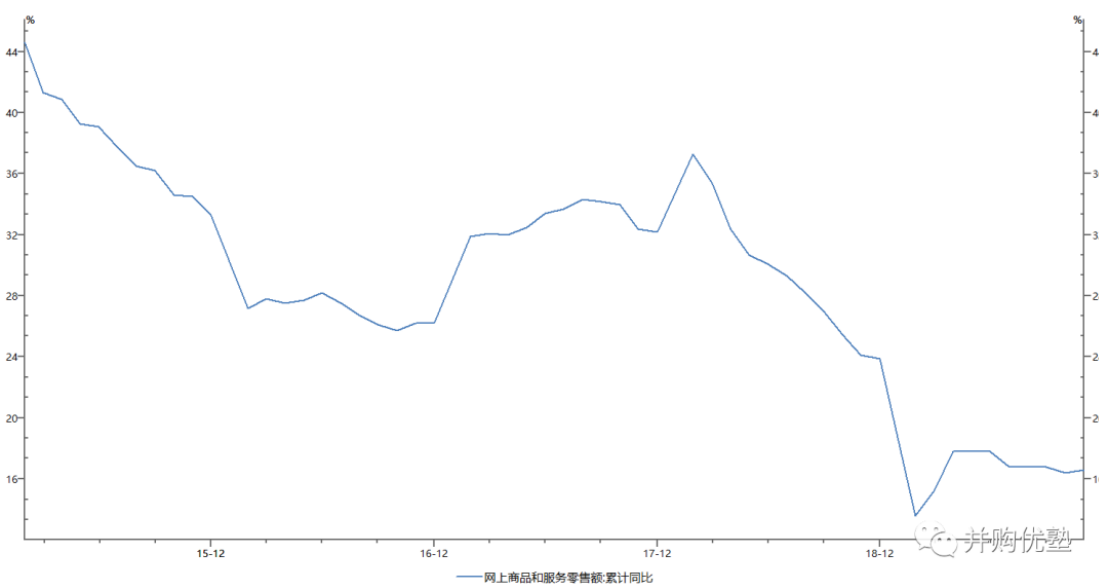


图：京东 GMV 情况（单位：左：十亿元、右：%）

来源：并购优塾

从上述趋势来看，阿里的 GMV 增速较为稳定，但京东出现了较为明显的下滑，很明显，电商行业也在经历集中度提升的过程。考虑到京东的 GMV 如今已经不可获得，而直接使用阿里的 GMV 增速又会过度高估，因此，在假设和跟踪时，我们参照行业的整体水平，全国网上商品和服务零售额的增速数据。

从 2015 年至今，该增速有一个明显的下滑期趋势，与良品铺子增速的趋势较为接近。



图：网上商品和服务零售额累计同比

来源：Wind

因此，我们谨慎预测：2019年，良品铺子的线上增速参照国家统计局披露的网上商品服务零售额累计同比增速，为16.6%，此后逐年递减至CPI水平3%，即量端不再贡献，仅有价格端贡献增长。

线上部分	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
1 线上收入	8.25	14.25	22.48	28.78	33.56	38.62	43.86	49.16	54.35	59.26	63.73	67.56	70.61	72.73	
2 线上增速		73%	57%	27%	16.60%	15.00%	13.80%	12.00%	10.50%	9.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%	

图：线上收入 来源：并购优塾

好，看完线上部分，我们来看线下部分——本案的线下业务，到底情况如何？

— 04 —



线下，预测



良品铺子的线下主要分为直营、加盟两种。其中，加盟模式下，良品铺子赚的是批发收入（加盟商采购批发产品的款项）、门店辅助管理服务收入及一般特许经营收入。

报告期内，线下直营店的比例在逐年减少，主要以加盟为主。

项目		2019年1-6月		2018年度	
		金额	比例	金额	比例
线下销售	直营模式	72,442.11	20.88%	133,351.41	21.09%
	加盟模式	114,440.70	32.99%	206,763.67	32.71%
	其中：加盟批发收入	91,295.59	26.32%	164,256.56	25.98%
	门店辅助管理服务及一般特许经营收入	23,145.11	6.67%	42,507.11	6.72%
	大客户团购	3,253.27	0.94%	4,276.38	0.68%
	小计	190,136.08	54.81%	344,391.46	54.48%
线上销售	B2C 渠道	114,417.41	32.98%	214,863.88	33.99%
	B2B 渠道	42,357.38	12.21%	72,917.59	11.53%
	小计	156,774.79	45.19%	287,781.47	45.52%
合计		346,910.87	100.00%	632,172.94	100.00%
项目		2017年度		2016年度	
		金额	比例	金额	比例
线下	直营模式	117,713.55	21.91%	145,850.55	34.48%

图：业务收入情况

来源：招股书

注意，我们认为，线上和线下渠道的分工是不同的，休闲零食目前的主要出货渠道在于线上。而线下直营门店，则有其他的分工职责。

直营店——侧重于**品牌建设**，当直营表现成熟后，能够出现降低销售费用投放的效果。这点从特斯拉、星巴克这两个营销案例上，能够明显看出。

注意，如果能够减少对销售费用投放的依赖，那么，首先能够大幅提升净利率，其次，能够建立起更强的品牌护城河。

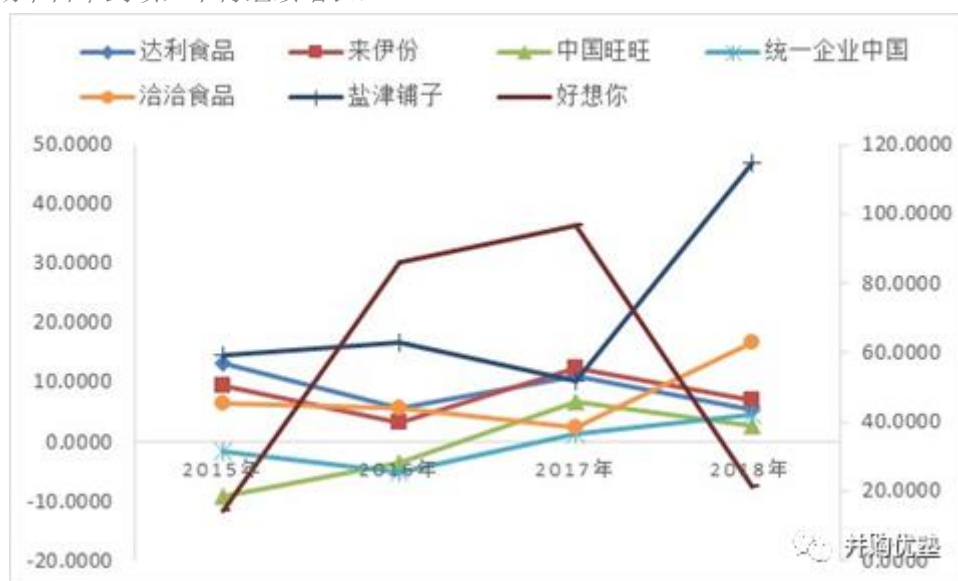
由于直营不是主要的出货渠道，主要用于 IP 建设，因此，我们合理预期，未来线下直营店不会大幅扩张，以精细的方向向高端化运作。

加盟商——主要作用是拓展市场网络，**覆盖下沉市场**。这是线上增长的一块补充，其收入增速在 43%至 57%之间。

考虑到出货主要以线上渠道为核心，线下收入我们分开预测：

直营店——假设其直营店增速维持在 2018 年水平。

加盟商——假设其加盟收入增速参照线下可比企业增速均值 14.35%逐年递减至 0%（也就是远期市占率到顶，不再继续增长）。



图：线下企业收入同比增速（单位：%、右轴-好想你） 来源：并购优塾

综上，其乐观收入预测如下。不过，收入预测结束后，有个问题来了——以上这样的预测逻辑，该如何验证？

单位：亿元（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
9 总营业收入	31.09	42.30	53.73	63.22	71.59	79.73	88.01	94.20	104.03	111.23	117.51	122.62	126.33	128.45	
107		56.05%	27.01%	17.66%	13.23%	11.37%	10.39%	8.30%	8.14%	6.92%	5.63%	4.38%	3.02%	1.68%	

图：乐观预测

来源：并购优塾

— 05 —



逻辑，验证



根据以上收入预测，乐观情况下，良品铺子在 2019 年至 2021 年的增速分别为 12.24%、11.37%、10.39%。

这个数据到底是否靠谱，我们再用其他几种方法，来做交叉判断。其中，由于良品铺子才刚刚上市，季报数据较少，因此无法用季报反推法及机构预测印证逻辑。

方法一：历史增速——良品铺子近三年（2015 年至 2017 年）复合增速为 31.23%。

方法二：内生增速——根据再投资率及资本报酬率，推算出其内生增速为 38.2%。

方法三：行业增速——休闲零食行业增速为 12%。我们的预测与历史、内生增速差异较大的原因是因为：历史上良品铺子借由电商线上爆发较快（电商 GMV 增速较高，同时其促销刺激效应明显），导致其收入也上升较快。

— 06 —

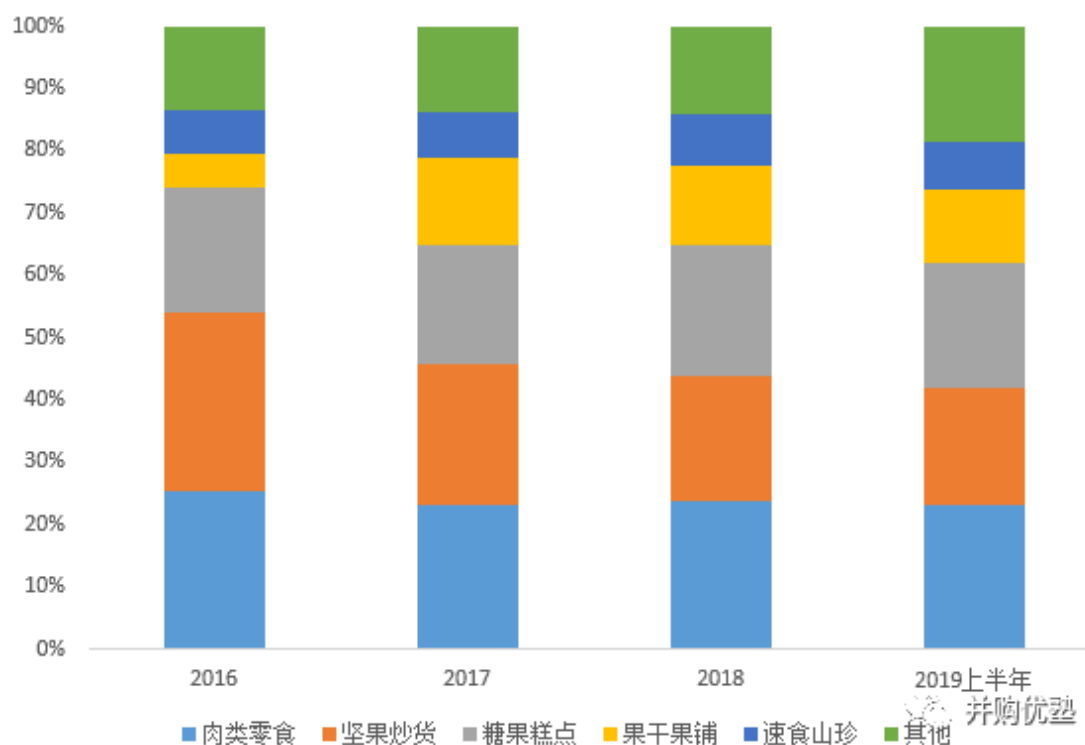


毛利率，对标



预测利润表，首先要预测的是 EBITDA，包括营业成本、销售费用、管理费用、研发费用、税金及附加，其中前 4 个科目，不含折旧摊销。需补充说明的是，良品铺子招股书未披露折旧摊销的总额，我们是通过它披露的 EBITDA 反推出折旧摊销合计。

先看主营业务成本——本案的产品主要包括肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯，且它们各自的占比情况较为接近。上述产品均为外采，自身不涉及加工生产环节。



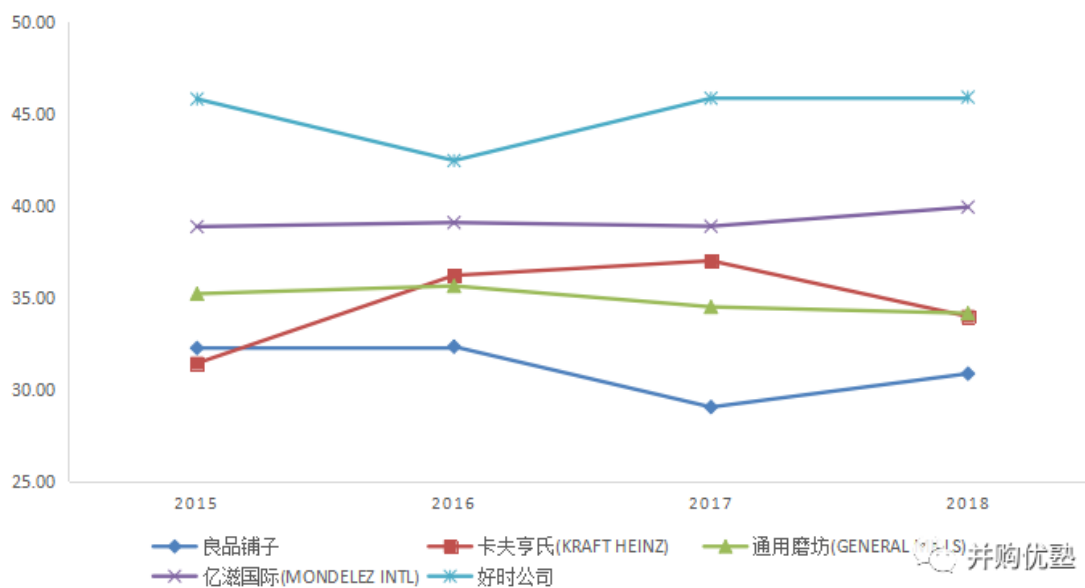
图：良品铺子产品结构（单位：%）

来源：招股书

它的主营业务成本主要为向上游采购商品的支出，2015 年到 2019 年三季度，它的毛利率为 32.74%、32.73%、29.42%、31.21%、32.50%，此期间毛利率的波动，由于销售模式变动导致。

销售模式间的毛利率差异，是由于会计处理造成，线上的打折、满减等活动会直接冲减收入，因此，短期来看，销售模式的变化虽然会导致毛利率波动，但不会带来趋势性的提升或下降。

那么，影响毛利率长期趋势的，到底是什么呢？ 答案：中高端产品占比提升。我们拿良品铺子与海外成熟的食品公司进行对比，能够发现，其毛利率目前显著低于海外巨头。



图：海外零食巨头毛利率情况（单位：%）

来源：并购优塾

因此，展望良品铺子的长期毛利率，需要参照国际巨头的发展经验，分解成两个问题：

首先，国际巨头的高毛利是如何形成的？

其次，从长期来看，良品铺子有没有可能向着他们的方向发展？

— 07 —



巨头，毛利率



先看第一个问题，通过拆分巨头的产品结构，我们能够发现，巨头的高毛利，与品类有很大的关系。

好时公司——整体毛利率 45.89%，产品结构中 95.67%为糖果巧克力；

亿滋国际——整体毛利率 39.91%，产品结构中 44.81%为饼干（奥利奥），43.66%为糖果（含巧克力）；

卡夫亨氏——整体毛利率 33.96%，产品结构中 25.70%为酱菜和酱料，20.13%为奶酪；同为调味品生意的海天味业毛利率 45.86%，涪陵榨菜毛利率为 55.05%。

通用磨坊——整体毛利率 34.13%，未披露产品结构，主要品牌为哈根达斯、湾仔码头等；同样做冷饮产品的伊利，其冷饮板块毛利率为 47.35%。

分析下来，我们能够发现，高毛利主要是品类带来的，以调味品、冷饮两个板块为例，国内有成熟巨头，并且，国内巨头的毛利率还要更高。

明确这一点后，我们再来看，高毛利的品类中，有什么特性。

我们将这些高毛利品类分为两个大类：

- 1) 轻度瘾品，以甜食为主，包括巧克力、糖果、奥利奥饼干、冰淇淋；
- 2) 调味品。

这两类中，调味品领域中，国内巨头已经形成了较强的竞争优势，而轻度瘾品领域，目前还有比较大的想象空间，这也可能是高瓴等机构看好这个赛道的原因，也是此后我们在食品领域重点思考的方向。

当然，此处，也可以作为一个调研点，询问管理层未来产品布局的侧重方向？根据现有的产品结构来看，各品类比较平均，具有甜食类的有糖果糕点（20.08%）和果干果脯类（11.66%），占比不是非常突出。

因此基于上述思考，我们认为，本案未来的一个关键变量，就在于其毛利率，我们在此处设定情景假设开关：

乐观情况下，其在轻度成瘾品，如甜食等品类上的开辟较为成功，毛利率从 2019 年第三季度的 32.50%，稳步提升到亿滋国际当前 40%的毛利率水平。

保守情况下，其维持现有的均衡布局，在激烈的竞争环境下，无法提升溢价能力，毛利率维持现有水平不变。



图：毛利率情景假设

来源：并购优塾

研究至此，毛利方面解决了，那么，费用未来会如何？

— 08 —



销售，投放



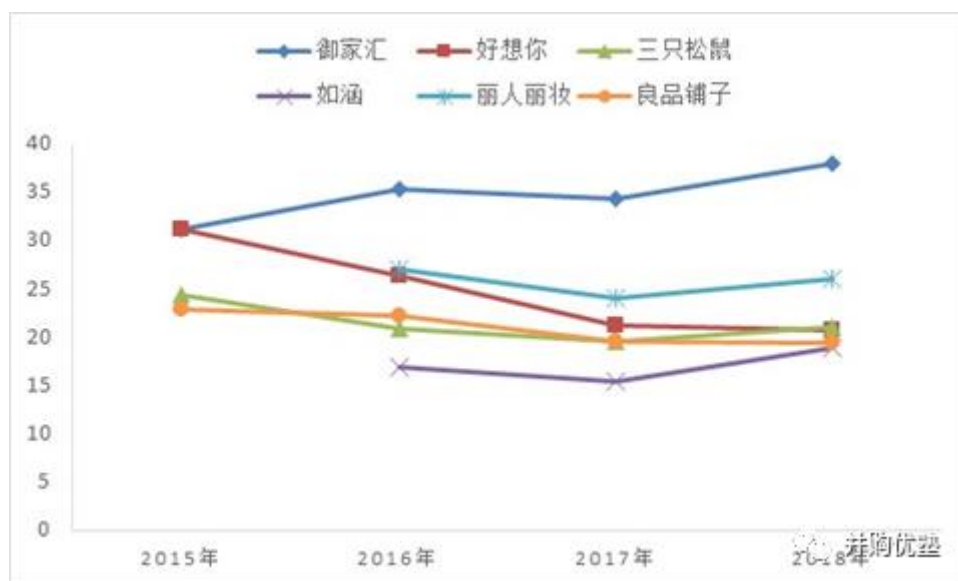
先看销售费用，这是目前线上零食公司费用中极为重要的一块。

传统商铺主要是依靠客服、店员推荐来实现产品的成交。但对于电商而言，则主要依靠产品形象、视觉图片、促销手段、服务措施等来提升。它的销售费用主要包括物流费、促销费、员工工资和租赁费等。

由于打折、促销带来的费用已经全部冲减收入，因此，此处的销售费用，我们可以近似看作其用于推广的投入。

以 2019 年上半年为例，销售费用率有所提升，其增加了广告费的投入，广告费增长了 1.04 亿元，销售费用增速为 23.9%，而其收入增速为 15.46%。

并且，目前上市的电商品牌公司中，依靠销售费用拉动增长的情况普遍存在，销售费用率也普遍较高，整体来看，销售费用率较高的为化妆品公司，比如御泥坊和丽人丽妆，而本案良品铺子所在赛道，销售费用率整体波动不大，维持在 20%左右。



图：销售费用率情况 (单位：%)

来源：并购优塾

具体到费用预测方面，我们把假设拆解成两个小问题：

- 1) 销售费用的区间是多少？
- 2) 企业会根据什么决定多投或少投销售费用？

这两个问题，我们挨个来看。

— 09 —



预算，设定



先看头一个问题：销售费用的投放区间如何预测。

我们从企业经营的角度出发思考，即，一家企业会如何制定其营销预算？成熟消费品公司营销投入的预算值，需要基于对未来收入的预测，此处有两个原因：

- 1) 销售费用预算，需要根据当年预估的收入体量来确定才较为合理，否则，如果企业预估收入下滑 5%，销售投入却仍然沿用去年的数字，净利率就会明显下滑；

2) 企业也需要观察销售费用投放的效果，比如，一家公司预估当年增速为 5%，在投入稳定销售费用的情况下，实际增速仅有 3%，那么，很可能是销售费用投放的效果不佳，需要进行升级。

而本案中，整体收入由几块部分组成，线下部分受决策影响弹性较大，这样的情况下，销售费用预算的制定，必然需要锚定收入中增长比较确定的板块——线上板块。我们将销售费用除以线上收入，可以发现比例在 42%至 45%之间。而其 2019 年上半年销售费用占线上收入比例为 44.96%。（无三季度线上收入明细，无法算比例）

因此，我们假设，管理层的销售费用投放的区间为 42%-45%。

再看第二个问题：具体投放的浮动，受什么影响？ 答案：销售费用的效果。

前文，我们分析了销售费用拉动收入的效应情况，此处我们对其做个变形，用于观察新增销售费用的效果——每增加 1 元的销售费用，能增加多少收入。

即销售费用对收入刺激的效应系数，公式为：

$$\text{拉动效应} = (\text{当年收入} - \text{上一年收入}) / (\text{当年销售费用} - \text{上一年销售费用})$$

报告期内的 2016 年至 2018 年，良品铺子的拉动效应系数分别为 4.89、11.02、5.14。而可比公司之间的中位数在 5 左右。

公司	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
京东	56.67	18.87	17.79	27.79	23.52	23.08
好想你	0.18	0.72	1.68	4.82	6.29	5.52
三只松鼠		3.94	4.25	5.66	7.18	3.76
良品铺子			4.38	4.89	11.02	5.14
小熊电器			2.67	7.92	5.83	10.15
御家汇		2.71	4.34	2.32	3.2	2.08
丽人丽妆	3.48	2.71	4.46	3.99	5.12	1.58
如涵				5.91	7.64	2.45
洽洽食品	9.85	3.47	9.52	11.29	2.35	7.33
均值	17.55	5.40	6.14	8.29	8.02	6.79
中位数	9.85	3.47	4.38	5.79	6.74	5.33

图：可比公司销售费用拉动效益情况

来源：并购优塾

从数据上看，电商品牌在刚上市之初拉动效应普遍较高，但随后高拉动效应会逐步向行业均值收敛，上述可比公司中较为特殊的是洽洽食品，其拉动效应波动较大。

考虑到预测期较长，拉动效应大概率会出现边际效用递减的情况，因此，在假设时，我们趋于谨慎：*拉动效应系数按同行中位数 5 逐年递减至 0，未来自身营销无法带动收入增长，仅依靠平台 GMV 增长。*

完成此处假设后，我们再回过头调整前述的投放假设，加入一个简单的判定机制：

当拉动效应 >0 时，销售费用按线上收入的 43.5% 投放（历史区间在 42%-45% 之间）；

当拉动效应 <0 时，这时管理层会大幅减少投放量，但也不会完全不投，此处设定其下限比例，为线上收入的 30%。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）			2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
销售费用	营销不可能疯狂投放，与拉动效应相关。未来良品主要核心在线上收入，因此，假设当拉动效应大于0时，销售费用为线上收入40%，小于0时，销售费用为线上收入30%，减少投放					12.13	14.60	16.80	19.08	21.38	23.64	25.78	27.72	29.39	30.72	21.82
销售费用率		21.85%	21.15%	18.75%	19.02%		20.39%	21.07%	21.68%	22.23%	22.72%	23.18%	23.59%	23.97%	24.31%	16.99%
拉动效应	营销驱动拉动收入增长，多增长1元销售费用能带来多少净收入。可比公司的销售费用对收入刺激变化量中位数在5左右，其自身2018年数据为5.14，证明2017年的高拉动效应不可持续，因此从同行中位数5递减至0，对收入无刺激作用		4.89	11.02	5.14		5.00	4.44	3.89	3.33	2.78	2.22	1.67	1.11	0.56	0.00

图：销售费用假设 来源：并购优塾

— 10 —



管理，费用

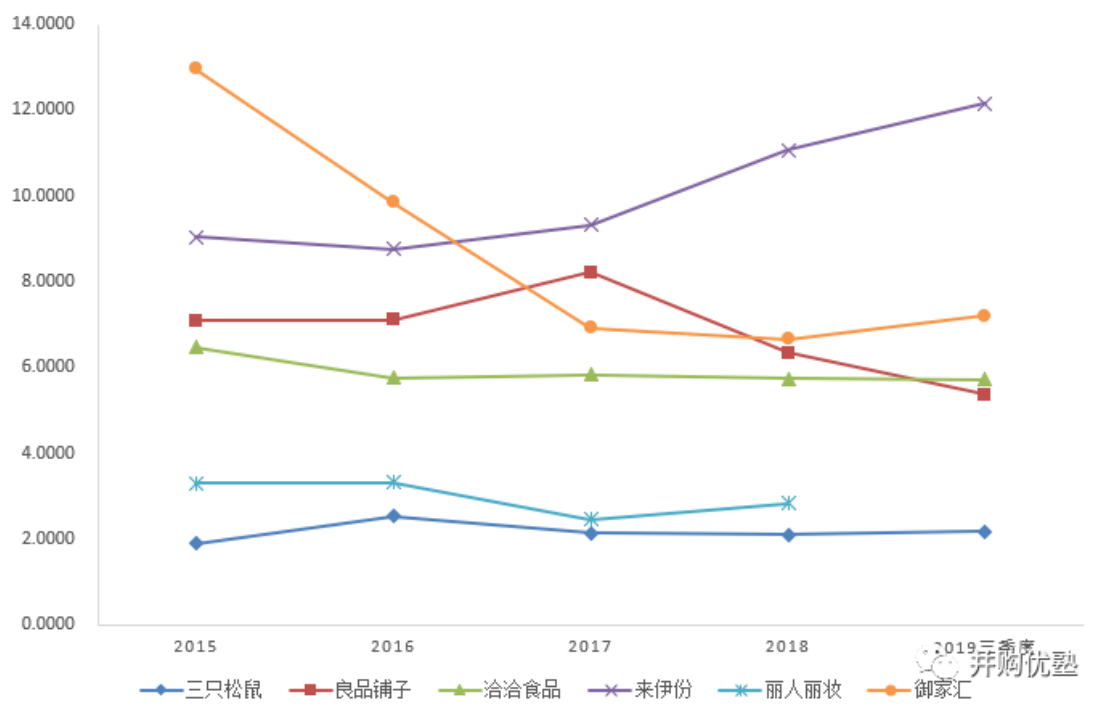


考虑到食品饮料行业的研发开支不高，此处我们将本案研发费用并入管理费用里，一起预测。它的管理费用主要为员工薪酬（57.46%）、折旧摊销（14.33%）、服务费（9.22%）和研发费用（5.01%）。

2015年到2019年三季度，其管理及研发费用合计为2.23亿元、3.05亿元、4.46亿元、4.05亿元，2.93亿元，占总营业收入的比例为6.64%、6.48%、6.18%、5.85%、5.37%。

其中 2015 年到 2017 年占比较为稳定，2018 年开始出现下滑，这是因为在 2018 年，它的股份激励已于前期全额计提完毕。

再来看一下同业可比公司的情况：



图：可比公司管理费用率情况

来源：并购优塾

目前良品铺子的管理费用率与洽洽食品、御家汇相差不大，但高于三只松鼠的水平。此处，是因为三只松鼠的管理人员仅有 378 位，而本案良品铺子有 999 位，因此其职工薪酬开支较高，导致管理费率高于三只松鼠水平。以 2019 年三季度数据为例，三只松鼠营业收入 67 亿元，总人数 4700，人均创收 142 万元，而良品铺子营业收入 54 亿元，总人数 9627，人均创收 56 万元。

注意，此处可以作为一个调研点，二者规模体量相差不大，但为何员工总数差异较大。

不过，考虑到管理费用率的情况，还是要依据公司本身员工结构而定，因此《并购优塾》合理假设：其未来的管理及研发费用占比保持 2019 年三季度 (5.37%) 水平不变。

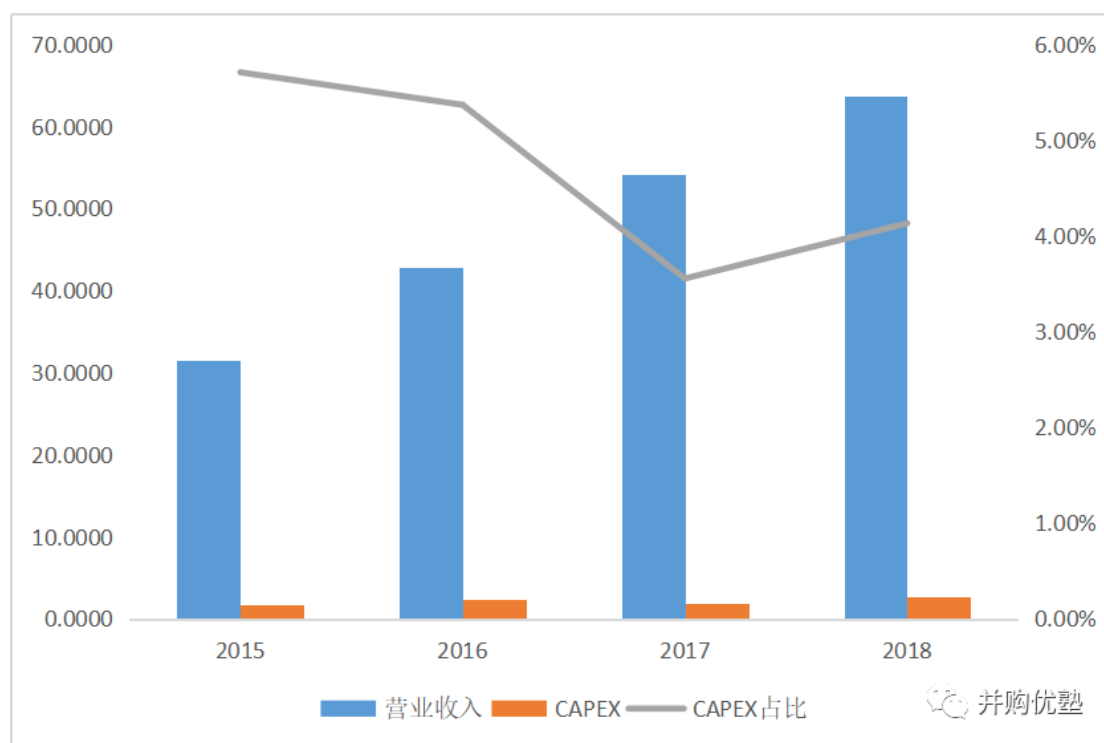
成本、费用问题看完，利润表的预测报告一段落，接下来看花在资本支出方面的钱，未来将如何？



园区，物流中心



报告期内，良品铺子的重大性资本支出主要包括良品休闲食品产业园、物流中心以及金银湖办公楼。根据近期的数据，2015 年到 2019 年三季报，资本开支占收入的比例为 5.71%、5.37%、3.55%、4.13%、1.76%，它的资本开支占收入的比例不高，年报数据维持在 3.5% 到 6% 之间浮动。



图：资本开支占收入的比例 来源：并购优塾

由于它的产品非自行生产，而是向上游直采，因此它的固定资产、在建工程科目并不重，而固定资产大多由在建工程转固而来，因此我们将两个科目合并简单预测。

此外，根据其招股书披露，本次募集资金主要用于渠道营销网络、物流仓储、食品研发中。根据披露，上述项目投产后，则新增固定资产和长期待摊费用合计 4.23 亿元，暂且没有无形资产新增计划。

考虑到其固定资产等长期资产规模占总资产的比重不足 20%，我们按照一定比例做预测。

1) 固定资产购建/营业收入比例，假设保持近三年历史均值水平 2.85%；

2) 折旧/期初固定资产比例，假设保持历史均值 11.64%；

3) 根据招股书披露，募集资金的用途中未提到无形资产购建，历史上无形资产购建占比在 1%左右，占比不高，未来预测其维持 2018 年的水平（1%），无形资产摊销比例维持 2018 年水平（22.31%）；

4) 新增长期待摊费用/营业收入，由于历史占比不高，维持 2018 年水平（0.83%）；

5) 长期待摊费用/期初长期待摊费用，历史摊销占比逐年升高（从 67%升至 104%），因此，我们谨慎假设未来它的摊销比例为 100%。

看完资本支出，再来看一下，本案在日常经营中，能否占用资金上下游资金，进而增强自身现金流？

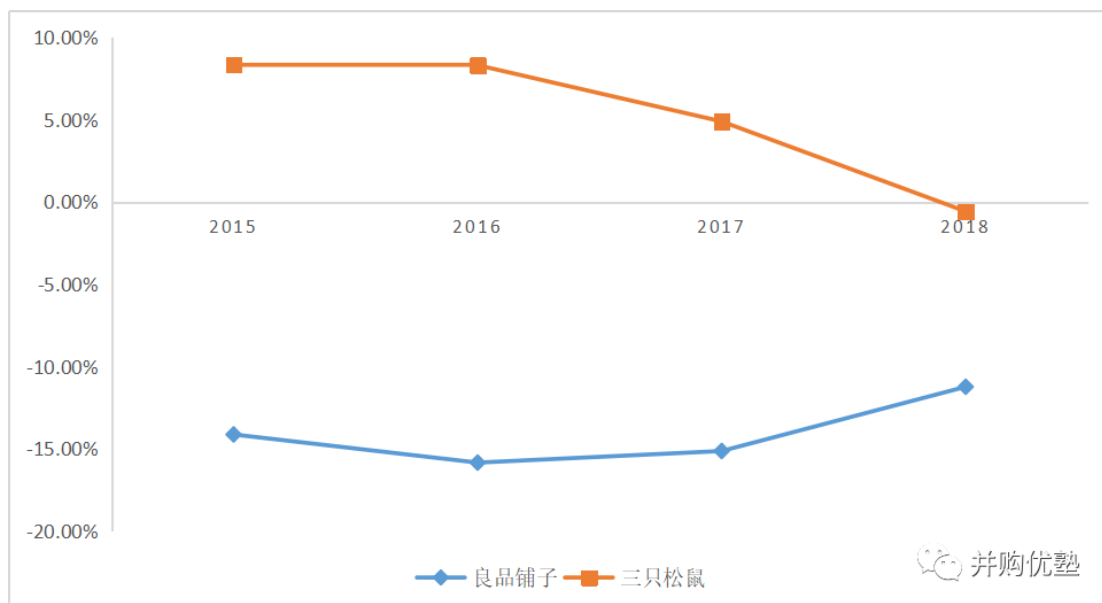
— 12 —



话语权，资金占用



2015 年到 2019Q3，其净营运资本占收入的比例均为负，而可比公司大部分为负值，三只松鼠在 2018 年由正转负。这说明，对上下游资金占用上，良品铺子话语权更强一些。对上下游话语权，我们分别来看：



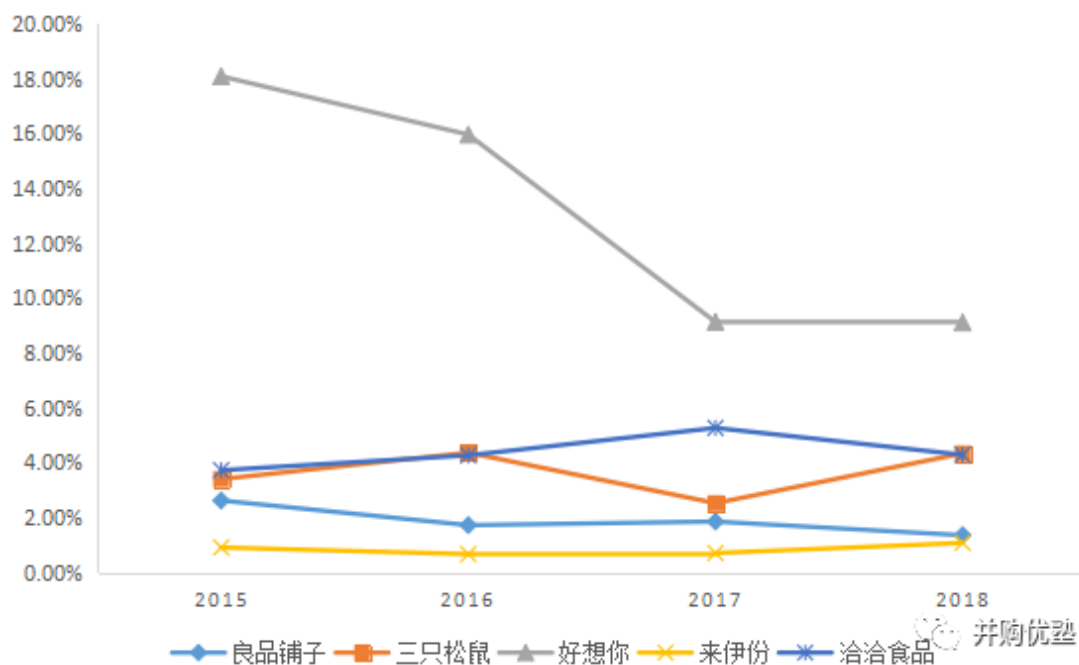
图：良品铺子和三只松鼠净营运资本占收入的比例（单位：%）

来源：并购优塾

1) 对下游话语权——主要为应收账款、预收账款

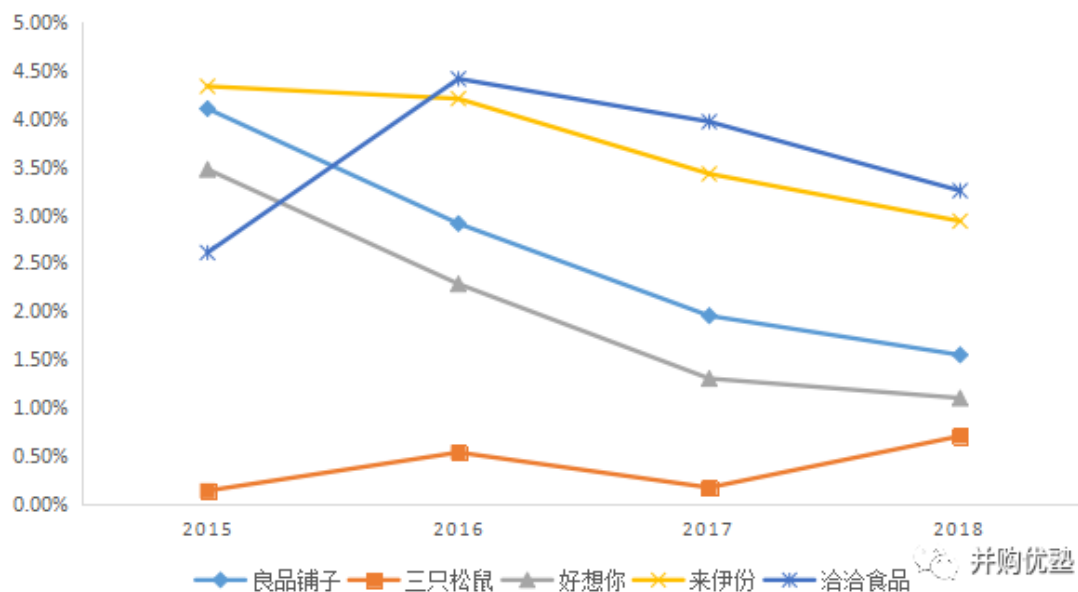
先来看应收账款方面，它的应收账款是由于电商平台和大客户团购，先货后款而形成的，以2019年上半年数据为主，它的应收款100%在1年内收到回款。2015年到2018年，它的应收账款占比分别为2.64%、1.73%、1.86%、1.35%，占比出现下降。而2019Q3，它的应收账款为1.21亿元，占收入的比例为2.21%，略有回升。而其同业可比公司的情况如下：

下：



图：可比公司应收账款占收入比例（单位：%）来源：并购优塾

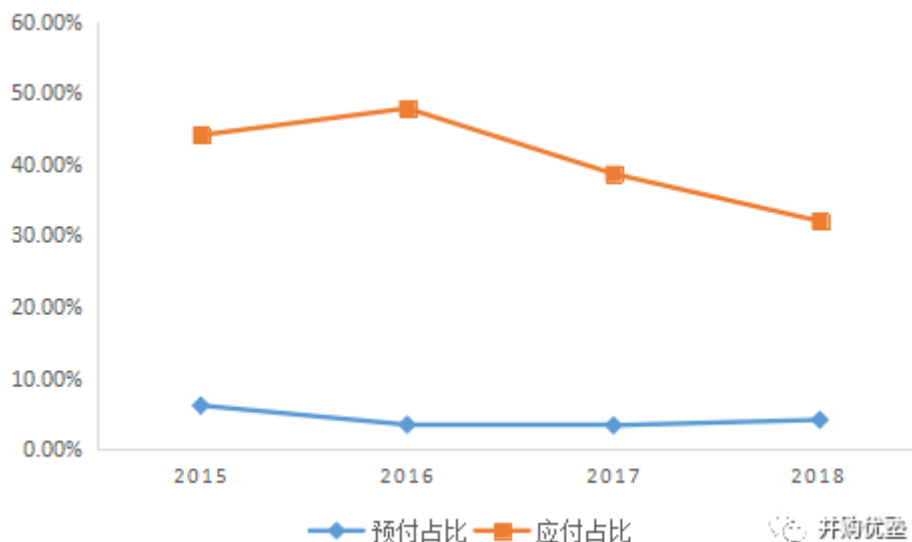
与同业相比，本案的良品铺子应收账款占比低于同业且波动不大，因此预测：*未来应收账款占比维持 2019Q3 水平。* 看完应收账款，接着，再看预收账款：2015 年到 2019Q3，其预收款占收入的比例分别为 4.10%、2.91%、1.95%、1.50%、2.12%，高于三只松鼠水平。它的预收款主要为加盟商采购款、加盟商保证金、会员积分。2016 年它的预收账大幅下降，是因为变更对加盟商的政策，从提前收取采购款，降为收取一定比例的保证金。从这一点上来看，它降低了对加盟商的话语权。



图：可比公司预收款占收入比例（单位：%）来源：并购优塾

与可比公司相比，它的预收账款占收入的比例处于中等水平，但近年来该占比略有下滑，因此《并购优塾》合理假设：*未来预收款占比保持 2019Q3 水平，2.12%。* 2) 对上游话语权——主要为应付款、预付款。

它的预付款主要是预付门店租金、采购款、广告宣传费，它的应付款主要为应付商品及辅料采购款，它采用先货后款的结算方式向上游采购。2019Q3，应付款项占成本比例为 33.15%。

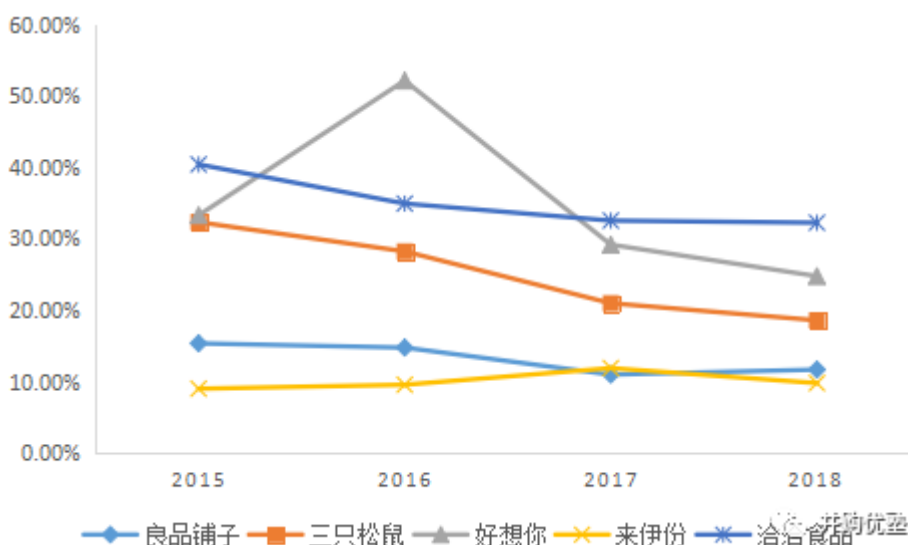


图：预付、应付占主营业务成本比例（单位：%）来源：并购优塾

报告期内，它的预付款占比出现下滑，是因为它的销售模式中线下直营店占比降低，因此预付门店租金减少。

考虑到未来它的模式以线上为主，因此《并购优塾》假设：预付款占比维持 2019Q3 水平，3.72%。历史应付占比虽逐年下滑，但 2019 年三季度报略有回升，因此我们假设：应付款占比按 2019Q3，为 33.15%。

3) 存货对资金的占用——它的存货主要是库存商品和周转材料。 2015 年到 2019Q3，存货占主营业务成本的比例为 22.60%、21.69%、15.58%、16.39%、17.11%，存货占比呈现波动性。存货占比出现波动情况，主要是由于每年新年的时间不同，以年底 12 月份为基点来看，备货量就不大相同。如果离新年日期较近，备货量较大，若较远，则备货量少。



图：存货占主营业务成本比例（单位：%）来源：并购优塾

以 2018 年为例，本案与三只松鼠、来伊份的存货占比相差不大。因此我们假设：未来它的存货占主营业务成本的比例维持近三年历史均值水平 17.89%。

研究至此，本案基本面的各种要素已经做了梳理。最后，我们总结基本面的几大要素。

— 13 —



基本面情况



- 1) 增长空间——中国休闲零食行业规模 2018 年超万亿，行业增速 12%左右。目前行业增速仍然较好，从人均零食消费量来看，我国只有美国的六分之一，英国的四分之一，仍有较大差距，因此，本案的未来发展，距离天花板还有一定的距离，增长前景较广。
- 2) 收入驱动：良品铺子的业绩驱动，不同于同行业，良品铺子全渠道业务模式下，线上、线下双强驱动，在未来将会带来巨大的高于同行业的优势主要看线上销售及营销。2017 年休闲零食线上渗透率为 10.3%，根据前瞻研究院，预期 2020 年至 2022 年线上渗透率将提升至 14%至 16%，渗透率提升空间大。
- 3) 护城河及竞争格局——休闲零食行业，产品同质化、竞争激烈，各家开始发展全渠道模式，价格战较为严重。即便有爆款出现，更迭速度也相当快。主要靠营销设计、创新，不断吸引客户。因此，未来整个行业将会进入“消费升级产品”的竞争中。而本案，在升级产品方面，并且良品铺子的高端零食战略目标，将会为他带来同行业所不具备的产品研发与创新方面的护城河，具有较大优势。
- 4) 回报方面——2015 年至 2019 年三季度，剔除现金的 ROIC 分别为-27.1%、-41.1%、-44.2%、-240.1%、-419.0%。近期剔除现金的 ROIC 飙升，是因为分子端净利润大幅上升，同时分母端由于剔除现金的投资资本首次为正，拉低分母端，导致其剔除现金的 ROIC 极高。由于其上市期间较短，投入资本波动较大，该指标目前的参考意义稍弱。
- 5) 风险因素——竞争对手挤占市场；营销拉动收入效应下滑；价格竞争激烈拉低毛利；差异化产品开发风险。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告关键的部分——财务模型构建、财务报表

配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格.....

如需获取本报告全文
以及部分重点公司详细估值建模表，
请购买科技版报告库，
以金山办公、九号智能、埃夫特为例，
估值建模部分，样图如下：

以金山办公为例，经配平后的资产负债表预测样图：

金山办公									
资产负债表 Balance Sheet									
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
本表假设									
非核心资产（流动）					10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
非核心资产（非流动）					0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
其他长期经营性资产					0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
长期经营性负债					0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
货币资金	0.65	1.37	3.15	1.66	1.87	3.86	8.41	10.91	13.91
应收款项	0.68	1.36	1.55	1.76	2.27	2.84	3.42	4.07	4.81
预付款项	0.03	0.01	0.11	0.04	0.06	0.01	0.11	0.13	0.15
存货	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.02	0.03	0.03
其他经营性流动资产	1.00	0.49	0.21	0.15	0.21	0.28	0.34	0.41	0.48
非核心资产（流动）	1.83	2.05	3.86	8.49	10.48	10.48	10.48	10.48	10.48
流动资产合计	4.20	5.29	8.89	12.11	14.90	17.47	22.78	26.02	29.86

以九号智能为例，现金流量表预测样图：

九号智能						
现金流量表 Cash Flow Statement						
(单位为亿元人民币，特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流						
净利润				7.7	10.2	12.1
折旧				0.2	0.2	0.2
摊销				0.3	0.3	0.3
财务费用				1.2	0.9	0.6
(非经常性或非经营性损益)				0.0	0.0	0.0
经营性营运资金减少				-1.0	-1.4	-1.3
长期经营性负债增加				0.2	0.3	0.3
经营活动现金流				8.5	10.5	12.1

以埃夫特为例，利润表预测样图：

埃夫特							
利润表 Income Statement							
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
				1	2	3	4
本表假设							
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业务成本/主营业务收入	82.74%	87.47%	85.54%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
税金及附加/主营业务收入	0.79%	0.64%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
销售费用/主营业务收入	5.36%	5.63%	4.57%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
管理费用/主营业务收入	11.31%	11.89%	11.04%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
研发费用/主营业务收入	6.94%	6.52%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
其他经营性损益	0.29	0.47	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
非经常性损益	-0.18	0.47	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
所得税率	-10.64%	0.00%	28.57%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(0.01)	(0.09)	(0.03)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总收入	5.04	7.82	13.14	16.25	20.31	25.39	31.74

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品二：科技版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 15 —

除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对上述机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。