



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2020-02-23

公司投资价值研究报告

N 良品 (603719)

可选消费 零售业

## 良品铺子新股深度：线上线下双线开花的零食龙头

合理价值区间：184-230 亿元

新股投资价值分析

### ■ 走势比较

### 投资要点：

#### 源自线下紧抓线上，双线开花的零食龙头

良品铺子成立于 2006 年 8 月，总部位于湖北武汉，公司已构建“以门店终端、线上平台为核心”的全渠道销售网络。线下渠道，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家。线上渠道，公司按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，实现了线上渠道全面覆盖。

### ■ 发行概况

公司全称	湖北良品铺子食品有限公司
所属证监会行业	
发行前总股本	
本次发行新股	
发行后总股本	
发行前每股净资产	
发行前每股收益（扣除非经常性损益后的净利润）	

#### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

#### 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

#### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

#### 休闲食品未来量价齐升可期，尚无全国化零售品牌

休闲零食市场空间近 5000 亿元，2011-2017 年 CAGR 达 6%，其中量增（3.3%）高于价增（2.7%）。分渠道来看，线上增速远快于行业，线下占比高（约 90%）。未来随着国民收入的提高和消费升级的持续，休闲零食业态逐渐升温，整体市场规模持续扩大，其中量增：居民可支配收入提高带动消费量提升；价增：产品结构升级带动产品单价上升。

休闲零食具有品类分散、制造商门槛低、可延迟消费、类标品等属性，从品类上来说，具有零售品牌商占优、线上线下并行的特性。线上三只松鼠/百草味/良品铺子三强格局稳定，与其他品牌差距逐步拉开，未来龙头集中度有望持续提升；线下销售模式多元，区域品牌较多；全渠道来看，尚无全国化零售品牌出现。行业未来来看，线上龙头依旧是份额保卫战，费效比有望缓慢提升，新零售有望解决传统线下弊端，助力市场开拓。

#### 公司收入稳步增长，净利率持续提升，供应链管理能力强

2015-2018 年，公司营业收入从 31 亿元增长至 74 亿元，CAGR 为 26.52%，归母扣非净利润从 0.32 亿元增长至 2.08 亿元，CAGR 为 85.88%。毛利率近年来维持在 32% 左右，处于行业中游，净利率持续上行，从 2016 年的 1.57% 提升至 2019H1 的 4.46%，同模式下仅次于三只松鼠。

良品铺子收入和利润稳步增长来自公司较强的供应链管理能力和良好的品牌力。公司通过研发、采购、物流配送和运营等环节连接起上游供应商、下游客户以及物流、销售平台等各类合作伙伴，同时经过持续的信息化建设和投入，实现核心业务的全系统化管理，最终形成了消费者体验与产品研发的良性闭环。

执业资格证书编码：S1190519100001

#### 全渠道营销网络开拓，公司步入全国化新时代

公司计划将本次募资资金 4.2 亿元分别用于“全渠道营销网络建设项目”、“仓储与物流体系建设项目”、“良品信息系统数字化升级项目”以及“食品研发中心与检测中心改造升级项目”。公司线下门店布局集中在华中地区，其他地区相对薄弱，同时部分老店存在面积整体偏小、装修老旧等缺点，如能顺利完成本次募投项目，公司发展有望迈入新的阶段。

#### 盈利预测

我们预测公司 2019-2021 年度的营业收入分别为 77 亿、92 亿、113 亿元，实现净利润分别为 3.38 亿、4.13 亿、5.31 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.84 元、1.03 元、1.32 元

休闲零食市场空间大，尚无全渠道龙头品牌。目前来看，休闲零食全渠道仍处于行业发展成长期，企业以跑马圈地占领市场为主。我们认为良品铺子线下起家，进军线上，跨渠道运作能力强，未来具有成为全渠道龙头品牌的潜力。鉴于行业发展阶段和公司的核心竞争力，我们建议以 PS 进行估值，2020 年合理 PS 为 2-2.5 倍。结合我们对公司 2020 年业绩预测，合理估值区间为 46-57 元。

## 目录

一、 公司概况	6
1. 股权结构	6
2. 产品：多品类满足多元化需求	7
3. 渠道：线上线下，双线开花	8
4. 市场：线下销售区域集中	9
5. 供应链管理	9
二、 行业分析	12
1. 行业规模：市场空间大，量价齐升可期	12
2. 品类分析：零售品牌商占优、线上线下并行	13
3. 竞争格局：尚无全国化零售品牌	16
4. 未来趋势：线上龙头份额保卫战，线下新零售助力开拓	17
三、 公司分析	20
1. 收入分析：线上线下并进，收入稳步增长	20
2. 盈利能力：毛利率维持稳定，净利率持续提升	24
3. 费用分析：费用率持续下行	26
四、 公司未来战略及增长点	28
1. 全渠道持续推进	28
2. 品牌价值持续提升	28
3. 外延并购机会	29
4. 供应链管理优势不断强化	29
五、 募集资金投资项目分析	31
1. 全渠道营销网络建设项目	31
2. 仓储与物流体系建设项目	33
3. 良品信息系统数字化升级项目	34
4. 食品研究开发中心与检测中心改造升级项目	34
六、 盈利预测	36
七、 估值	37
八、 风险分析	38

## 图表目录

图 1：发行前良品铺子股权结构.....	6
图 2：发行后良品铺子股权结构.....	7
图 3：2019H1 主营业务收入各区域占比.....	9
图 4：2019H1 线下收入中各省份占比.....	9
图 5：公司业务流程图.....	10
图 6：休闲零食 2011-2017 年 CAGR 为 6%.....	12
图 7：休闲零食行业 2011-2017 年量价齐升.....	12
图 8：休闲零食品类分散（阿里 2019 年数据）.....	14
图 9：2011-2017 年我国休闲食品行业企业数量.....	14
图 10：休闲零食线上渗透率达到高位后持续走低.....	15
图 11：休闲零食电商集中度（按季度）.....	16
图 12：休闲零食电商前三市占率（按季度）.....	16
图 13：休闲零食不同渠道市场规模.....	17
图 14：休闲零食行业 2020 年不同渠道占比.....	17
图 15：休闲零食电商囚徒困境.....	18
图 16：良品铺子营业收入及增速.....	20
图 17：良品铺子归母扣非净利润及增速.....	20
图 18：良品铺子营业收入（按产品）.....	21
图 19：良品铺子营收增速（按产品）.....	21
图 20：良品铺子线上线下渠道占比变化.....	21
图 21：良品铺子各细分渠道收入占比.....	21
图 22：良品铺子收入按地区拆分.....	24
图 23：良品铺子收入按省份拆分.....	24
图 24：良品铺子毛利率变化.....	25
图 25：行业相关公司毛利率比较.....	25
图 26：良品铺子毛利率按品类拆分.....	25
图 27：良品铺子毛利率按渠道拆分.....	25
图 28：良品铺子净利率变化.....	26
图 29：行业相关公司净利率比较.....	26
图 30：良品铺子期间费用率及变化.....	27
图 31：良品铺子 2018 年销售费用构成.....	27
图 32：良品铺子线上线下收入多线布局.....	28
图 33：良品铺子线下收入主要在华中.....	28
图 34：良品铺子线下直营店.....	29
图 35：良品铺子网络旗舰店.....	29
图 36：良品铺子新店开始布局图.....	32
图 37：良品铺子 APP 具体设计功能图.....	33
表 1：公司主要产品介绍.....	7
表 2：良品铺子各销售渠道主营业务收入对比.....	9
表 3：休闲零食行业规模及增速预测.....	13
表 4：休闲零食头部品牌营业收入排名（亿元）.....	15
表 5：休闲零食线上前三格局稳定.....	16
表 6：良品铺子销售收入按门店拆分.....	22
表 7：良品铺子募投项目.....	31

表 8：良品铺子新店开设方案.....	31
表 9：良品铺子老店改造方案.....	32
表 10：良品铺子渠道建设经济效益分析.....	33
表 11：仓库建设具体规划.....	34
表 12：良品铺子检测室改造方案.....	35
表 13：良品铺子线下收入核心拆分.....	36
表 14：良品铺子收入拆分预测.....	36
表 15：良品铺子毛利率预测.....	37

## 一、公司概况

良品铺子成立于 2006 年 8 月，总部位于湖北武汉，以线下门店模式起家，2012 年进军线上电商，2017 年为新零售元年走上了新零售和数字化转型之路，2018 年 9 月，良品铺子通过与外部伙伴合作，推出高端零食概念，明确未来三年实现“良品铺子=高端零食”的战略目标。

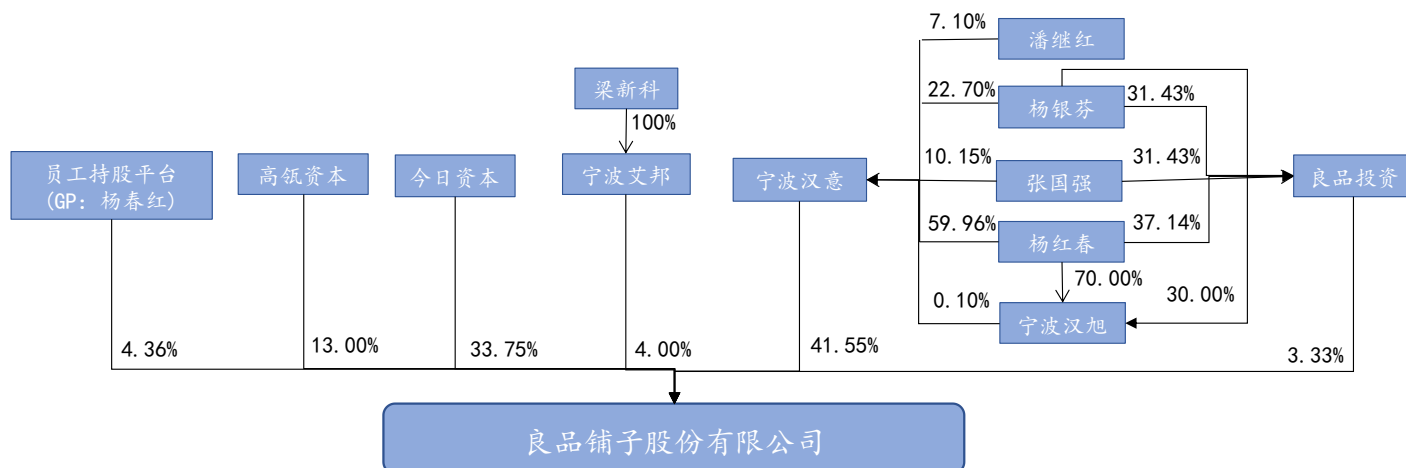
公司已构建“以门店终端、线上平台为核心”的全渠道销售网络。线下渠道，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家。线上渠道，公司按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，实现了线上渠道全面覆盖。

### 1. 股权结构

2005 年创始人杨红春从科龙电器离开后，加入久久丫，向顾青、梁新科学习职业经理人如何向创业者转型。2006 年杨红春与大学同学张国强花了一年时间摸索，于 8 月 28 日在武汉开出第一家门店。2010 年公司引入战略投资者今日资本，2017 年引入战略投资者高瓴资本，公司 2020 年 2 月上市。

发行前宁波汉意持有公司 41.55% 的股份，为公司的控股股东，今日资本持有公司 33.75% 的股份，高瓴资本持有公司 13% 的股份，两家合计持有公司 46.75% 的股份。杨红春、杨银芬、张国强、潘继红其间接持有公司 46.96% 的股份，为公司的共同实际控制人。

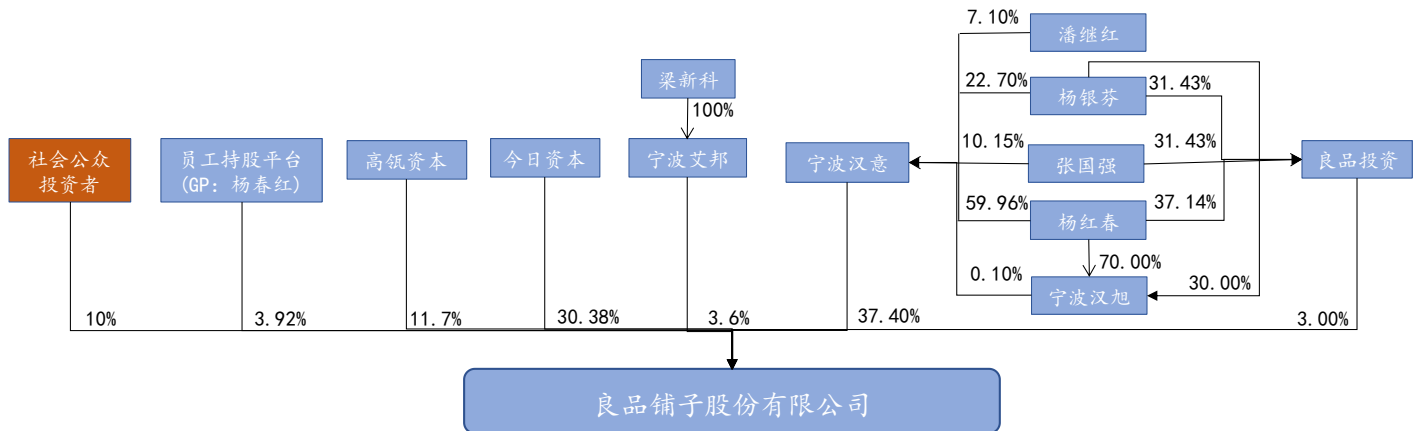
图 1：发行前良品铺子股权结构



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

公司首次公开发行股票数量不超过 4100 万股，不低于本次发行后公司总股本的 10%，发行后控股股东宁波汉意持有公司 37.40%的股份，共同实际控制人杨红春、杨银芬、张国强、潘继红间接持有公司 42.26%的股份。

图 2：发行后良品铺子股权结构



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

## 2. 产品：多品类满足多元化需求

目前公司形成覆盖肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等多个品类、1000 余种的产品组合，有效地满足不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲零食需求。2019H1 公司主营业务收入 34.69 亿元，肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍、其他占比分别为 23%、20%、19%、12%、8%、18%。

表 1：公司主要产品介绍

产品品类	产品品类描述	部分产品图示
肉类零食	精选优质猪肉、牛肉、特色海产品等肉类原料，经干制、卤制、油制、烘烤等工艺制成，口味多样，口感丰富。产品系列主要包括猪肉制品、牛肉制品、鸭肉制品、鸡肉制品、淡水鱼、海水鱼、扇贝等。	
坚果炒货	精选各地壳薄肉厚、颗粒饱满、出仁率高的原果，经烘干、烘炒等工艺制成，口感酥脆，老少皆宜。产品系列主要包括核桃类、扁桃仁类、松子类、腰果、夏威夷果、开心果、榛子、瓜子类、花生类、豆类等。	
果干果脯	选取大小均匀、颜色自然的优质原果，经糖渍、烘烤、冻干、晾晒等工艺制成，味道浓郁，酸甜可口。产品系列主要包括梅子类、李子类、桃、杏、山楂、芒果、葡萄、樱桃、草莓等。	

<p><b>糖果糕点</b></p>	<p>选取各地优质原料，通过烘烤、低温发酵等工艺制成。 产品系列主要包括糕点、饼类、酥类、糖类、巧克力等。</p>	
<p><b>素食山珍</b></p>	<p>选用具有全国各地特色的天然蔬菜和蛋类，经卤制而成，鲜香爽滑，满足人们对于口感口味的需求。 产品系列主要包括菌类、笋类、豆制品类、蛋类、蔬菜类等。</p>	
<p><b>养生冲调</b></p>	<p>选取国内外优质茶原料，通过低温烘焙、超微研磨、喷雾干燥等工艺制作而成，为消费者提供更便捷的茶饮消费选择。 产品系列主要包括五谷类、枣类、花茶类等。</p>	
<p><b>饮料饮品</b></p>	<p>选取当前市面流行，符合主流用户需求的产品，以非贴牌流行饮品为主，满足人们解渴、解腻、解辣、提神等需求。 产品系列主要有乳品、功能性饮品、茶饮等。</p>	

资料来源：招股说明书、太平洋研究院

### 3. 渠道：线上线下，双线开花

公司销售模式可分为线上和线下，其中线下销售模式主要包括直营门店、加盟门店、大客户团购和 O2O 外卖四种，线上销售模式主要为 B2B 模式、B2C 模式两种。2019H1 年公司主营业务收入 34.69 亿元，其中线下销售 19.01 亿元(占比 55%)，线上销售 15.68 亿元(占比 45%)。

**线下：**公司坚持“加盟为主，直营为辅”的布局策略，在省会城市和地级市的主城区开设终端门店。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家公司，其中直营门店 747 家，加盟门店 1490 家。2019H1 线下销售额 19.01 亿元，其中直营模式 7.24 亿元(占线下收入 38%)，加盟模式 11.44 亿元(占线下收入 60%)。

**线上：**B2B 方面，目前公司已拥有包括天猫、京东、唯品会在内的数十家电商平台销售渠道。B2C 方面，又可分为平台旗舰店模式和自营平台模式两种，主要包括天猫旗舰店、京东旗舰店、良品 APP 商城、其他等。同时公司在微博、微信等各大社交平台上广泛布局，拓宽销售途径，打造全新的品牌运营体系。公司坚持按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，形成了线上渠道全面覆盖的运营网络。2019H1 线上销售额 15.68 亿元，其中 B2C 模式 11.44 亿元(天猫旗舰店占线上收入 48%)，



B2B 模式 4.24 亿元（京东自营店占线上收入 15%）。

在线上线下融合方面，公司通过将门店与美团、饿了么等多个本地生活平台打通，推出“线上下单快速送达”、“线上下单门店取货”等多种新型交易方式，实现终端门店的在线化。

表 2：良品铺子各销售渠道主营业务收入对比

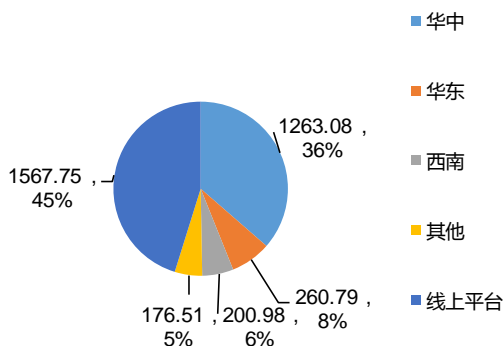
销售渠道	2019 年 H1 门店数	2019 年 H1 营业收入 (亿元)	占比
<b>线下销售模式</b>	<b>2237</b>	<b>19.01</b>	<b>55%</b>
直营模式	747	7.24	21%
加盟模式	1490	11.44	33%
大客户团购	-	0.33	1%
<b>线上销售模式</b>		<b>15.68</b>	<b>45%</b>
B2C		11.44	33%
B2B		4.24	12%
<b>合计</b>		<b>34.69</b>	<b>100%</b>

资料来源：招股说明书、太平洋研究院

#### 4. 市场：线下销售区域集中

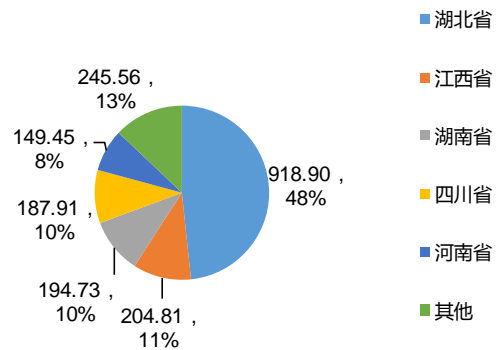
公司加盟业务坚持“深耕华中，辐射全国”的布局战略，实现了线下业务的快速发展。从区域来看，华中、华东、西南为主要销售区域，其中华中占比最高，2019H1 华中销售收入占主营业务收入的 36%。从省份来看，湖北、江西、湖南、四川、河南 5 省为重点省份，其中湖北占比最高，2019H1 线下销售收入中湖北占比 48%。

图 3：2019H1 主营业务收入各区域占比



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 4：2019H1 线下收入中各省份占比



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

#### 5. 供应链管理

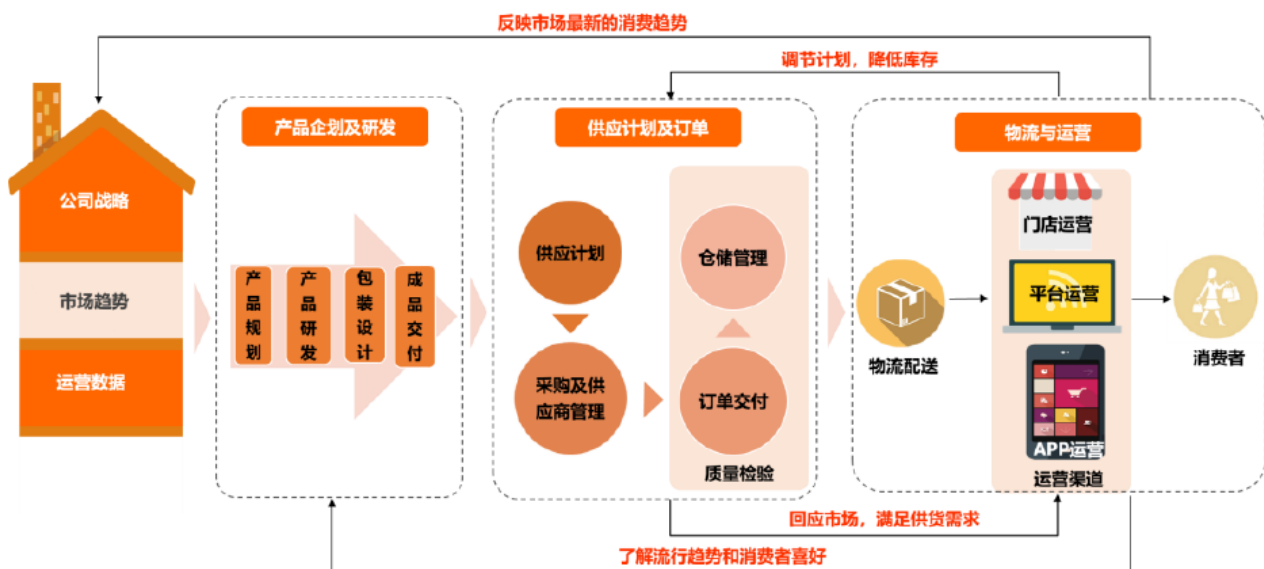
公司通过研发、采购、物流配送和运营等环节连接起上游供应商、下游客户以及物流、

销售平台等各类合作伙伴。公司通过应用现代物流技术，以供应计划为调控枢纽，以物流管理为供应保障，以质量管理为安全保障，使公司在对产品的采购、仓储、物流、交付等方面能否合理规划、协调安排。

**采购环节：**公司供应计划中心与销售相关部门密切联动，根据各渠道的销售数据、市场行情与趋势预测，对具体单品在一定周期内的销售供给以预测分解，结合订单量、采购周期等维度指定采购计划。同时，公司会对产品的销售数据进行跟踪分析，根据市场行情与消费需求快速调整相应的采购计划。

**仓储物流：**在完成采购、质检及订单确认等环节后，公司通过自有仓储体系及合作承运商提供的物流服务，将产品送达至消费者手中。**1) 仓储：**截至 2019 年 6 月 30 日，发行人在武汉、嘉兴等城市通过自有或租赁的方式设有 4 个自营仓库，同时还与第三方仓储服务商进行合作，在上海、广州、天津、西安等城市设立 10 个仓储基地。**2) 物流：**公司线下直营门店、加盟门店及团购模式均采用统一的配送体系，公司与第三方物流合作进行统一配送。

图 5：公司业务流程图



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

**信息管理系统：**经过持续的信息化建设和投入，公司已经实现了核心业务的全系统化管理，并完成了不同系统之间的集成整合，实现了前台系统的灵活覆盖、中台系统的高效集成、后台系统的稳健支撑。

——**前台系统**：集中连接管理各线下门店和线上店铺，实现了各种支付渠道的接入。

——**中台系统**：实现对公司全渠道订单、库存、会员信息、促销活动、商品配置等方面的统一管理。目前公司订单系统可支持线上单日交易超过 200 万笔、线下单日交易超过 100 万笔，物流系统可支持单日发货包裹超过 60 万个，会员系统支持数千万会员的积分、储值等信息，为公司全渠道运营提供有力支持。

——**后台系统**：通过建立数据分析系统，公司实现了对运营过程的事前分析、事中监控和事后检核，构建了基于数据的科学决策管控体系。

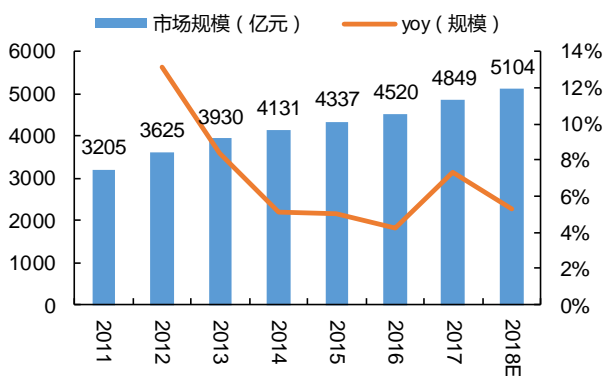
## 二、行业分析

### 1. 行业规模：市场空间大，量价齐升可期

市场空间近 5000 亿元，2011-2017 年 CAGR 达 6%，其中量增 (3.3%) 高于价增 (2.7%)。根据前瞻产业研究院数据显示，中国休闲食品市场规模从 2011 年的 3205 亿元增长至 2017 年 4849 亿元，年均复合增长率达到 6%。2018 年市场规模有望突破 5000 亿元。其中销售量从 2011 年的 1350 万吨增长至 2017 年的 1693 万吨，年均复合增长率为 3.3%，平均单价由 2011 年的 2.37 万元/吨增长至 2017 年的 2.86 万元/吨，年均复合增长率为 2.7%。

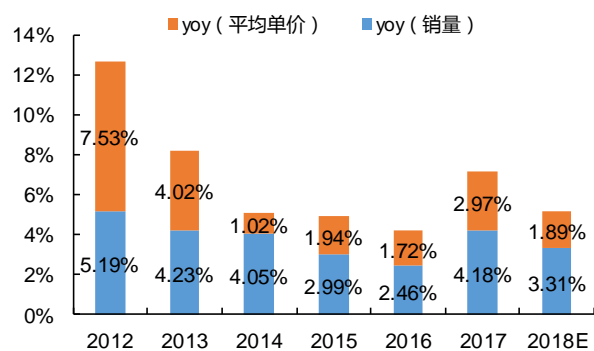
线上增速远快于行业，线下占比约 90%。休闲零食渠道分为线上和线下，线下包括超市及便利店、食品店及食品市场及其他。根据第三方数据，休闲零食阿里全网销售额从 2017 年的 503 亿增长至 2019 年的 694 亿，年化增长 17.4%，相较于行业，线上保持了较快的增长。以阿里数据和前瞻产业研究院数据为基准，2017、2018 年线上占比为 10.4% 和 11.7%，线下占比为 89.6% 和 88.3%。此外根据中商产业研究院数据，2015 年和 2020E 线上渠道销售占比为 8.3% 和 12.7%。因此，线下依旧是零食最大的销售市场。

图 6：休闲零食 2011-2017 年 CAGR 为 6%



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院

图 7：休闲零食行业 2011-2017 年量价齐升



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院

未来休闲零食行业市场规模将持续扩大，面临量价齐升机会。未来随着国民收入的提高和消费升级的持续，休闲零食业态逐渐升温，整体市场规模持续扩大。量增：居民可支配收入提高带动消费量提升；价增：产品结构升级带动产品单价上升。

市场空间测算：假设未来行业消费量延续 2011-2017 年复合增速 (3.3%)、销售单价以

略低于 2011-2017 年复合增速 (2.7%) 增长, 我们假定未来消费量、单价增速分别为 3.3%、2.5%, 则销售额增速为 6.09%。以此预计, 2020 年休闲零食行业规模有望达到 5722 亿元, 2022 年规模有望达到 6415 亿元。

表 3: 休闲零食行业规模及增速预测

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
休闲零食行业规模 (亿元)	4849	5104	5404	5722	6059	6415
YOY	7.28%	5.26%	5.88%	5.88%	5.88%	5.88%
其中: 销售量 (万吨)	1693	1749	1807	1866	1928	1992
YOY	4.18%	3.31%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
其中: 平均单价 (万元/吨)	2.86	2.92	2.99	3.07	3.14	3.22
YOY	2.97%	1.89%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%

资料来源: 前瞻产业研究院、太平洋研究院

## 2. 品类分析: 零售品牌商占优、线上线下并行

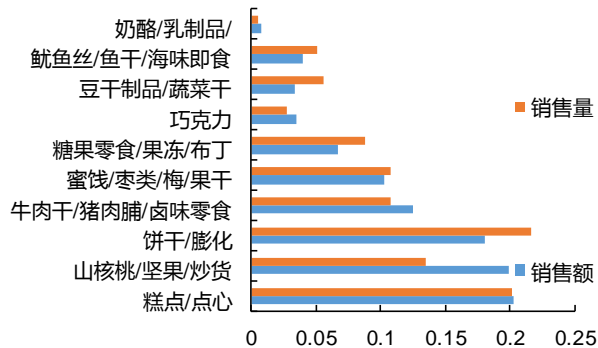
不同的产品品类特性决定了其最适合的商业模式, 休闲零食作为参与者众多的行业, 我们认为休闲零食具有品类分散、制造商门槛低、可延迟消费、类标品等属性, 从品类上来说, 具有零售品牌商占优、线上线下并行的特性。

### (1) 零售品牌商占优

休闲零食品类繁多, 且不断变化。根据淘数据对休闲零食细分类目的划分, 无论从销售量还是销售金额来看, 休闲零食并无优势品类, Top5 细分类目占比均在 10%-25% 之间, 占比相差不大。且销量/销售额较大的品类在不断变化。

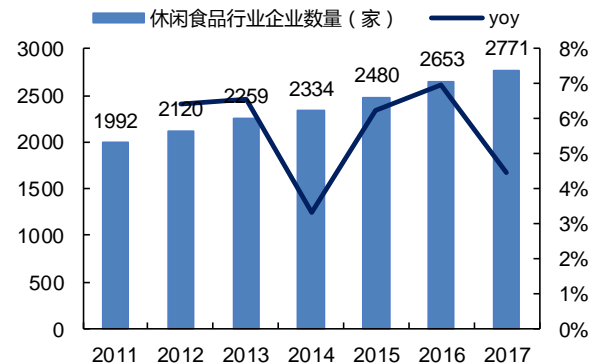
休闲零食上游制造商门槛低, 竞争激烈。根据国家统计局数据, 2019 年 12 月国内年收入规模在 2000 万元以上的食品制造企业有 8291 家, 酒、饮料和精制造茶企业数有 6083 家, 食品制造企业数量高于酒类企业。食品制造企业中, 休闲食品制造企业数量远高于乳制品制造、调味品制造企业数。企业数量多少间接说明行业门槛, 因此食品制造企业门槛低于酒类, 休闲零食制造商门槛低于乳制品/调味品。根据前瞻产业研究院数据, 2011-2017 年行业企业数量不断增长, 2017 年我国休闲食品行业企业数量达到 2771 家, 同比增长 4.42%。可见我国休闲食品行业入局者仍不断增加, 行业竞争未有趋缓迹象。

图 8：休闲零食品类分散（阿里 2019 年数据）



资料来源：阿里数据，太平洋研究院

图 9：2011-2017 年我国休闲食品行业企业数量



资料来源：前瞻产业研究院、太平洋研究院

根据“零售四象限”在上游制造商门槛低、较为分散的商品品类领域，更容易成长出优势的零售品牌商，反之则较难。

休闲零食品类分散、上游制造商门槛低，在模式上零售品牌商具有比较优势。零售品牌商可通过组织上游生产提高效率降低成本、组织下游销售提升消费者客户体验、通过信息系统加强对各个环节的控制管理。

## （2）线上线下并行

**可延迟消费属性强。**与服装、个护美容等品类类似，休闲零食具有一定可延迟消费属性。与生鲜、餐饮、药品等品类不同，休闲零食即时消费不强，但具有一定冲动性消费属性。但可延迟消费属性强于冲动性消费属性。

**类标品属性。**相比于家电、手机等数字化商品，休闲零食品类标品属性相对弱一些，但同时产品差异性不大，兼具标品和非标品特点，具有类标品属性。

根据“零售四象限”可延迟消费、标品、长尾、物流成本占比低等品类，更适合线上销售，该品类应重视 B2C 电商零售发展，同时可结合线下门店，避免线下卖场。

休闲零食具有可延迟消费、类标品属性，更适合线上主导销售，同时线下门店零售也可满足部分冲动性消费需求。因此 B2C 电商零售主导，结合线下的模式为其渠道的最优解。

## （3）数据验证

数据上看，零售品牌商收入优势明显，休闲零食线上渗透率高，这也印证了我们的判断。

**A: 休闲零食品牌零售品牌商收入领先，模式占优。**零售品牌商公司是上游碎片化生产力的组织者，通过打造爆品提升下游销售，同时通过综合信息系统对供应链、货品、仓储、物流等各个环节进行管理。梳理 2017/2018 年休闲零食头部企业，我们 Top7 中有 4 家为品牌零售品牌商，其中 Top2 均为零售企业。

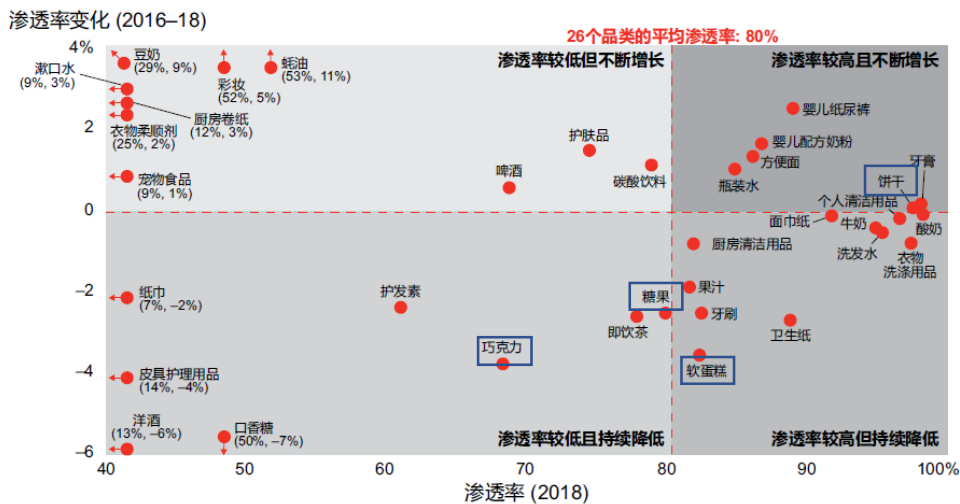
表 4: 休闲零食头部品牌营业收入排名 (亿元)

排名	品牌名称	2017 年营收	2018 年营收	公司分类
1	三只松鼠	55.5	70	渠道商
2	良品铺子	54.2	63.8	渠道商
3	好想你 (含百草味)	40.7	49.5	渠道商
4	绝味	38.5	43.7	品牌商
6	洽洽	36	42	品牌商
5	来伊份	36.4	38.9	渠道商
7	周黑鸭	32.5	32.2	品牌商

资料来源: 公司公告、招股说明书, 太平洋研究院

**B: 休闲零食电商渗透率高, 后电商时代线下机会巨大。**根据《2019 年中国购物者报告》数据, 休闲零食如糖果、巧克力、饼干、软蛋糕等线上渗透率较高, 均在 70%-100% 之间, 但跟大多数品类一样, 休闲零食线上渗透率在达到高位后持续走低。休闲零食同时具有非标品属性, 线下更适合容易满足消费者的冲动性消费和体验感需求, 后电商时代发展潜力巨大。

图 10: 休闲零食线上渗透率达到高位后持续走低



注: 平均渗透率是 26 个品类渗透率的算术平均值  
资料来源: 凯度消费者指数研究; 贝恩分析

资料来源：贝恩&凯度消费者指数《2019年中国购物者报告》、太平洋研究院

### 3. 竞争格局：尚无全国化零售品牌

#### (1) 线上：三强格局稳定，龙头集中度有望持续提升

三强寡头格局稳定，与其他品牌差距逐步拉开。2017年以来线上数据来看，虽然行业第四、第五品牌一直在变，三只松鼠/百草味/良品铺子分占线上休闲零食销售排名稳定。从阿里数据市占率来看，行业CR3约为27%，其中三只松鼠约14%，百草味约7.5%，良品铺子约5.5%。第四、第五市占率各在1%左右，第六至第十市占率合计6%左右。龙头与其他品牌差距逐步拉开。

未来龙头集中度有望持续提升。主要原因是：1) 线上步入中速增长时代，新进入者投入门槛提高，品牌数量有望维持低位稳定；2) 龙头资金优势明显，品牌宣传规模效应增强，龙头将加剧。

表 5：休闲零食线上前三格局稳定

	2017年9月	2017年12月	2018年6月	2018年12月	2019年6月	2019年12月
1	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠
2	百草味	百草味	百草味	百草味	百草味	百草味
3	良品铺子	良品铺子	良品铺子	良品铺子	良品铺子	良品铺子
4	稻香村	dove/德芙	沃隆	来伊份	来伊份	来伊份
5	华美	超市推荐	来伊份	dove/德芙	周黑鸭	dove/德芙
6	美心	费列罗	lay's/乐事	chacheer/洽洽	沃隆	徐福记
7	广州酒家	来伊份	richeese/丽芝士	好想你	lay's/乐事	欧贝拉
8	梦蔓亭	好想你	周黑鸭	徐福记	abd	周黑鸭
9	五芳斋	沃隆	卫龙	周黑鸭	卫龙	kdv
10	北京稻香村	卫龙	好想你	费列罗	洽洽	洽洽

资料来源：阿里数据，太平洋研究院

图 11：休闲零食电商集中度（按季度）

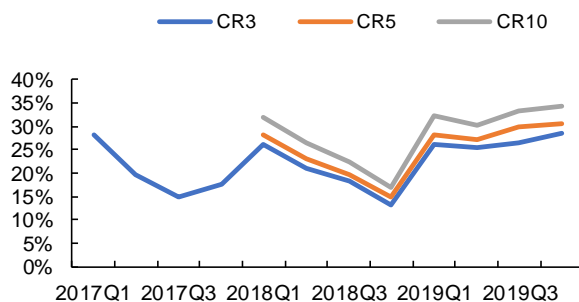
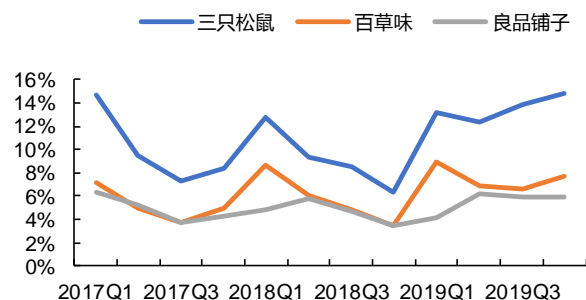


图 12：休闲零食电商前三市占率（按季度）





资料来源：阿里数据，太平洋研究院

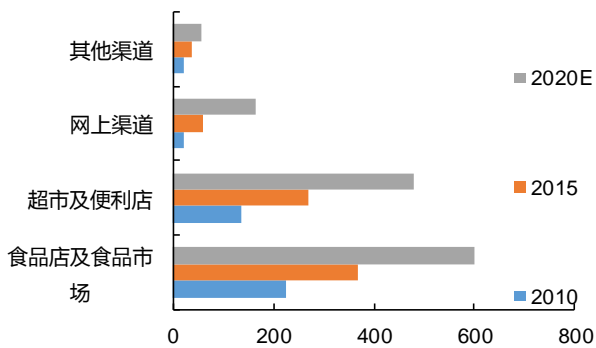
资料来源：阿里数据，太平洋研究院

### (2) 线下：销售模式多元化，区域品牌较多

线下销售模式多元，食品店及食品市场为主要销售方式。中国休闲食品在不同渠道有着不一样的表现，食品店及食品市场一直为中国休闲食品最大的销售渠道。根据中商产业研究院数据，到2020年食品店及食品市场在休闲食品行业占比为46%，依然占据着休闲食品行业零售市场的最大份额。

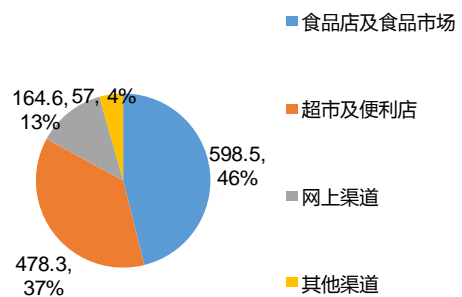
线下零食经营范围地域化，尚无全国化品牌出现。我国地域广阔，各地的饮食习惯和口味偏好存在差异，因此目前来说，我国尚未出现能在多个产品品类上主导全国销售市场的品牌，但已出现在细分领域或部分区域形成较为强势的品牌。如来伊份在华东区域较为强势，良品铺子在华中地区较为强势，但势力范围均未发展到全国。

图 13：休闲零食不同渠道市场规模



资料来源：中商产业研究院，太平洋研究院

图 14：休闲零食行业 2020 年不同渠道占比



资料来源：中商产业研究院，太平洋研究院

### (3) 全渠道：尚无全国化零售品牌出现

零售电商竞争激烈，线上流量红利逐渐消失，线上龙头纷纷布局新零售。网购已成为不可或缺的销售渠道，线下品牌亦纷纷布局线上，作为渠道补充。但目前来看，行业内尚无一家全国化的休闲零食零售品牌。

## 4. 未来趋势：线上龙头份额保卫战，线下新零售助力开拓

我们认为休闲零食行业尚处于春秋时期，天下群雄崛起，但格局未定。未来发展主要表现在两个方面：

(1) 线上：龙头份额保卫战，但费效比有望缓慢提升

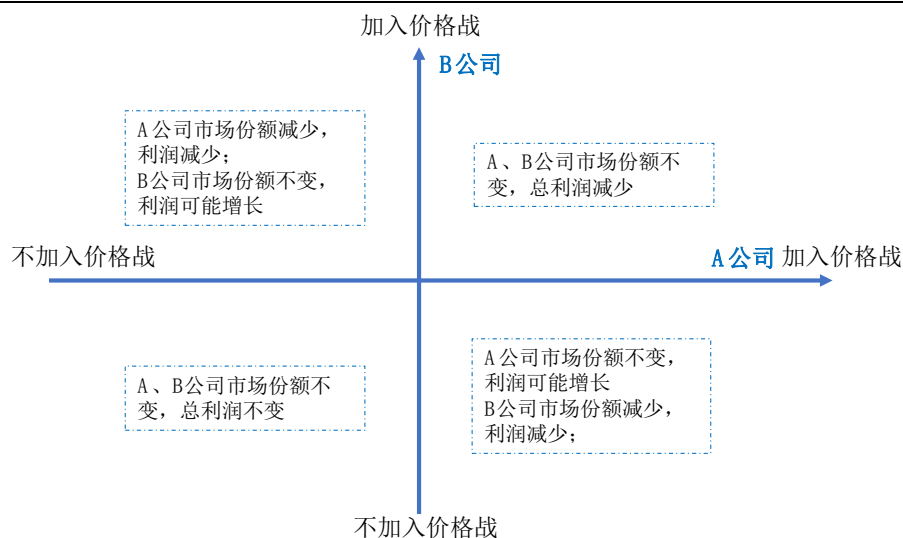
休闲食品品类众多，产品生命周期短，在某个事件点爆品种类较少，线上三家产品差异化不大，价格战是争夺份额的常用伎俩。如若一方挑起价格战，另外两方为维持自己的份额，势必跟进。

价格战为常用伎俩。B2C 模式下休闲零食产品差异不大，线上消费者价格敏感度高，因此价格促销是该模式最主要的营销手段之一。价格调整自主性强、频率高，产品定价策略主要受到市场竞争、参加的促销频率、产品库存、季节性及竞争对手定价策略等多因素影响。

囚徒困境下的份额保卫战。当前线上格局稳定，三只松鼠/百草味/良品铺子位列前三，产品结构、公司战略均略有不同，三方维持和谐动态平衡状态。如若一方挑起价格战，另外两方为维持自己的份额，势必跟进。如若某段时间行业龙头达成共识，存在共同利益诉求，则可以形成一致行动，利好短期毛利率。

长期龙头优势有望逐步体现。虽然短期内看不到线上的费用投放减少的趋势，但随着新进入者的门槛高，撼动行业龙头逐步稳固，收入确定性越来越强。同时，随着销售规模的增大，费用的费效比将逐步提升，长期利好净利率。

图 15：休闲零食电商囚徒困境



资料来源：太平洋研究院

## (2) 线下：新零售有望解决传统线下弊端，助力市场开拓

传统线下渠道存在一定弊端，同时线上解决不了消费过程中的体验和服务需求，线上+线下的“新零售”模式有望解决传统线下。

**传统线下渠道拓展存在一定弊端。**我国地域广阔，各地的饮食习惯和口味偏好存在差异，同时各地均有自己的零食品牌，全国性品牌较少。传统休闲零食企业很难跨越地区成为全国化品牌，这一方面跟产品研发有关，是否能快速推出适合当地消费者需求的产品，另一方面跟公司的品牌影响力有关，地区品牌很难跨越区域走向全国。

**新零售助力线下市场开拓。**新零售克服了传统线下的两大弊端，一方面线上销售为企业提供了足量的大数据积累，公司可以快速对消费者需求进行反应。另一方面，通过近十年电商的普及，龙头电商，如三只松鼠、百草味、良品铺子等品牌影响力已遍布全国，已成为家喻户晓的品牌。

### 三、公司分析

#### 1. 收入分析：线上线下并进，收入稳步增长

公司营收稳步增长，净利润增速较高。2015年至2018年，公司营业收入从31亿元增长至74亿元，CAGR为26.52%，归母净利润从0.45亿元增长至2.39亿元，CAGR为73.90%，归母扣非净利润从0.32亿元增长至2.08亿元，CAGR为85.88%。其中2017年公司归母净利润增速异常，主要是公司之前对良品铺子和子公司良品电商进行了股权激励，剩余费用在当年全部计提。

图 16：良品铺子营业收入及增速

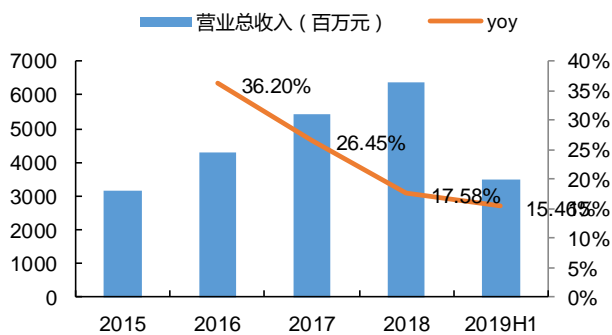
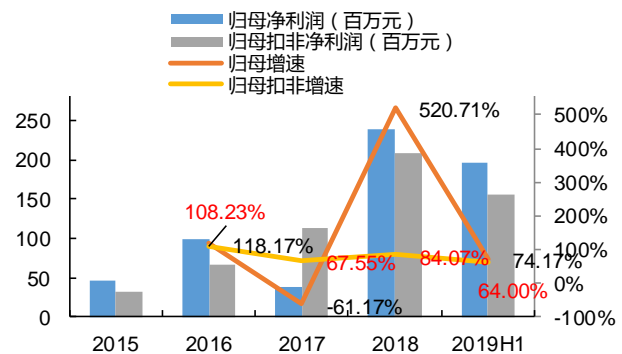


图 17：良品铺子归母扣非净利润及增速



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

资料来源：招股说明书、太平洋研究院

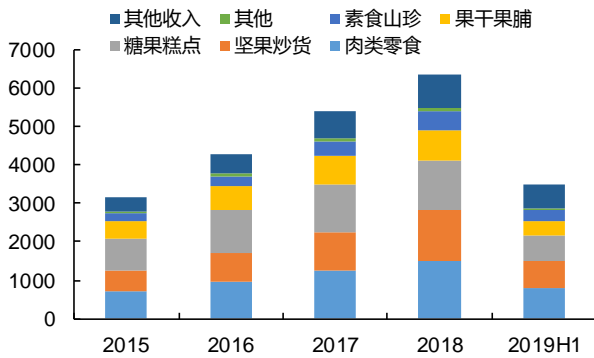
#### (1) 品类拆分：肉类零食、坚果炒货为最大品类，且维持较高增速

肉食、坚果、糕点为核心三大品类。公司五大品类为肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍，2018年销售占比分别为23%、21%、20%、12%、8%。2015年以来，肉类零食、坚果炒货、糖果糕点三大品类销售占比一直在15%以上，果干果脯占比在10%-15%，素食山珍占比在6%-8%。

增速来看，肉类、坚果、素食三大品类增速较快，2015-2018年化增速在30%左右，糖果糕点、果干果脯增速较慢，年化增速依旧在15%以上。2018年及2019H1数据来看，分品类增速延续上述趋势，其他新兴品类也有崛起势头。纵观品类增速也符合消费健康化的趋势。

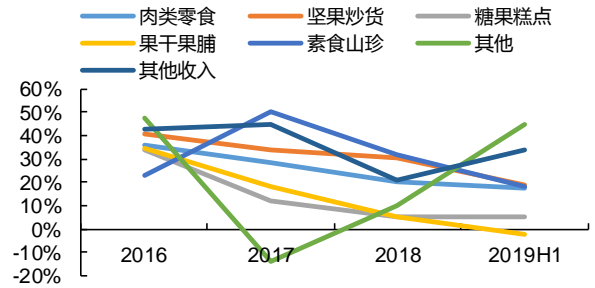
我们认为肉类零食、坚果炒货为公司传统优势品类，公司凭借良好的品牌知名度，该两大品类虽规模较大但增速依旧较高，素食山珍符合现代消费趋势，具有发展潜力。

图 18：良品铺子营业收入（按产品）



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 19：良品铺子营收增速（按产品）



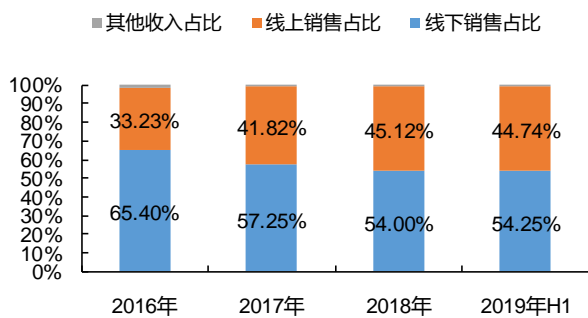
资料来源：招股说明书、太平洋研究院

### (2) 渠道拆分：线上线下趋于均衡，加盟、B2C 增长快

线上线下收入占比逐步趋于均衡。2016 年至 2019H1 以来，线下销售收入占比逐步下降，从 65% 下降到 54%，线上收入占比逐步提升，从 33% 提升至 45%，线上线下收入占比逐步趋于均衡。细分渠道来看，加盟模式、直营模式、B2C 模式为主要的销售渠道，2018 年销售占比分别为 32%、21%、34%。

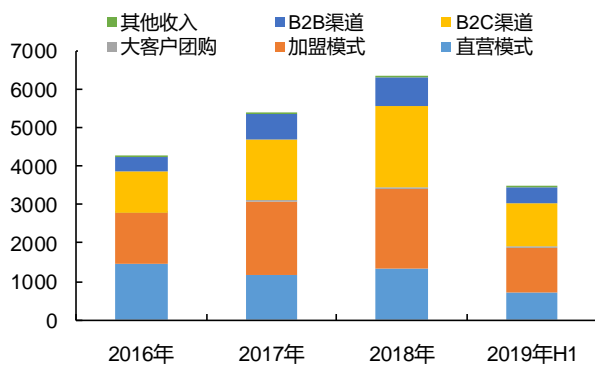
增速来看，线上增长远快于线下，加盟、团购、B2C 渠道增长快。2016 年至 2018 年线上销售年化增速为 42%，线下年化增速为 10.8%，线上增长远快于线下增长。其中线下模式中，直营、加盟、大客户团购年化增速分别为 -4.4%、25%、54%，线上模式中，B2C、B2B 年化增速分别为 43%、41%。

图 20：良品铺子线上线下渠道占比变化



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 21：良品铺子各细分渠道收入占比



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

### (3) 线下拆分——按门店模式

线下收入“加盟为主，直营为辅”。2016-2019H1 公司线下收入中直营模式占比逐步降低，从 52%降低至 38%，加盟模式占比逐步提升，从 47%提升至 60%。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家，其中直营 747 家，加盟 1490 家。

**拆分之门店数量：历史来看呈小幅上升趋势。**2016-2019H1 各期末，公司门店数量分别为 2098 家、2063 家、2163 家和 2237 家，总体上呈现出小幅上升趋势。

——2016-2017 年，公司加盟增多而直营有一定下降，这一方面与“加盟为主、直营为辅”布局策略有关，导致加盟增长较多，另一方面公司在直营范围内推行“开大店、关小店”、“商圈店转型”门店转型策略，导致直营下降较多。

——2018 年公司加快直营店的“商圈店转型”策略，加快了在购物中心的布局策略地布局速度，当期直营数量增加较多。

——2019 H1 加盟门店增多，主要是在直营门店的示范作用下，公司“商圈店转型”的布局策略逐步被加盟商接受，因此当期加盟门店开店数量有所增多。同时，直营门店在 2018 年完成了对商圈门店的快速布局后，暂时进入了渠道的优化调整阶段，因此当期直营开店速度有所放缓。

**拆分之单店收入：直营单店收入较加盟高 50%。**单店收入来看，2018 年直营门店收入为 180 万元/家，加盟为 150 万元/家（批发收入 119 万元/家&辅助管理 31 万元/家），直营门店单店收入较加盟门店高 19.6%，不考虑辅助管理服务等收入，直营门店单店收入较加盟门店高 50.6%。

**表 6：良品铺子销售收入按门店拆分**

		2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
期末门店数 (家)	直营模式	835	705	775	747
	加盟模式	1263	1358	1388	1490
	<b>小计</b>	<b>2098</b>	<b>2063</b>	<b>2163</b>	<b>2237</b>
加权门店数 (家)	直营模式	971	722	742	765
	加盟模式	996	1346	1376	1436
	<b>小计</b>	<b>1967</b>	<b>2068</b>	<b>2118</b>	<b>2201</b>
单店收入(百万元)	直营模式	150	163	180	95
	加盟模式	133	141	150	80
	其中：单店批发收入	107	114	119	64
	门店辅助管理服务及一般特许经营收入	27	28	31	16

	平均	142	149	161	85
营业收入(百万元)	直营模式	1459	1177	1334	724
	加盟模式	1329	1900	2068	1144
	其中：单店批发收入	1061	1530	1643	913
	门店辅助管理服务及一般特许经营收入	267	371	425	231
	大客户团购	18	28	43	33
	小计	<b>2787</b>	<b>3078</b>	<b>3401</b>	<b>1869</b>
营收增速	直营模式		-19%	13%	—
	加盟模式		43%	9%	—
	大客户团购		54%	55%	—
	小计		11%	11%	—
营收占比	直营模式	52%	38%	39%	38%
	加盟模式	47%	61%	60%	60%
	大客户团购	1%	1%	1%	2%
	小计	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

资料来源：招股说明书、太平洋研究院

——**直营门店**：1) **门店数量**：2016-2019H1 公司直营门店呈现先下降再上升的趋势，主要是 2017 年公司在直营店范围内推行“开大店、关小店”、“商圈店转型”的门店转型策略，推动门店的形象升级和结构化优化，使 2017 直营店数量减少较多。2) **单店收入**：2016-2018 年公司直营店单店收入从 150 万提升至 180 万元（CAGR 为 9.4%）。

——**加盟门店**：1) **门店数量**：2016-2019H1 公司加盟店数量直线上升，从 1263 家增加至 1490，主要得益于公司“加盟为主、直营为辅”的策略。2) **单店收入**：2016-2018 年公司加盟店单店收入从 133 万提高至 150 万元（CAGR 为 6.13%），其中单店批发收入从 107 万元提高至 119 万元（CAGR 为 5.85%），单店门店辅助管理服务及一般特许经营收入从 27 万提高至 31 万（CAGR 为 7.27%）。

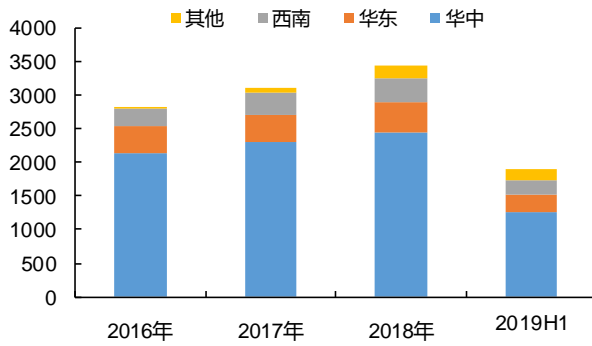
#### （4）线下拆分——按市场区域

从大区来看，华中为最大市场，西南增速较高。公司线下主要销售区域集中在华中、华东和西南，2018 年三大区域销售占比分别为 71%、13%、11%，其他占比 5%。增速来看，2016 年至 2018 年西南增速较高，年化增速为 20.1%，华中、华东增速较低，年化增速分别为 6.9%和 5.9%。

从省份来看，湖北为最大市场，河南、四川增速最高。公司线下销售主要集中在湖北省、江西省、湖南省、四川省和河南省，2018 年各省占比分别为 51%、12%、11%、10%、8%，其他占比 7%。增速来看，2016 年至 2018 年河南省、四川省增速最高，年化增速

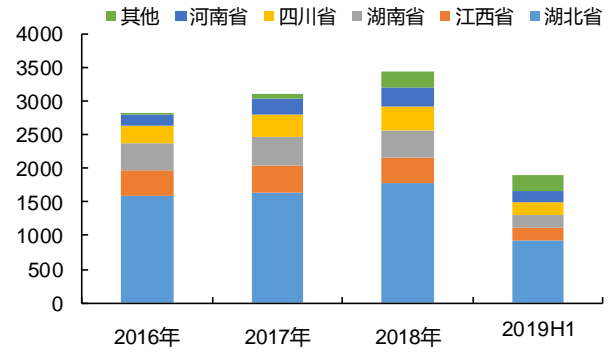
分别为 38.6%和 18.2%，江西省、湖南省增速较低，年化增速分别为 1.01%、-1.77%，湖北省增速处于中间水平，为 5.62%。

图 22：良品铺子收入按地区拆分



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 23：良品铺子收入按省份拆分



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

## 2. 盈利能力：毛利率维持稳定，净利率持续提升

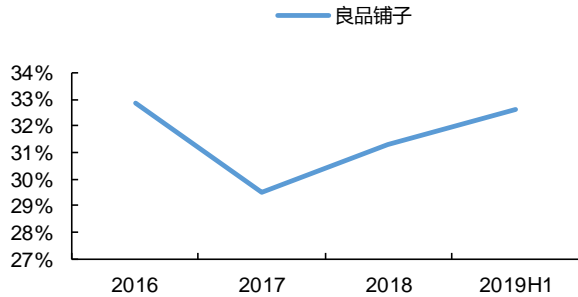
### (1) 毛利率：维持在 32%左右，处于行业中游

公司毛利率维持在 32%左右。2015 年以来公司毛利率较稳定，除 2017 年以外，其他年份毛利率均在 31%-33%之间。2017 年公司推行“开大店、关小店”、“商圈店转型”的门店转型策略，直营门店关店较多，在一定程度上拉低了公司毛利率。

良品毛利率处于行业中游。选取休闲上市公司三只松鼠、好想你、来伊份、盐津铺子进行对比，良品铺子毛利率位列第三，仅次于来伊份和盐津铺子。其中来伊份门店主要为直营毛利率较高，盐津铺子商业模式更偏品牌商，而非零售品牌商，因产品自主生产毛利率较高。与模式更加接近的三只松鼠和好想你相比，公司毛利率高于二者，主要是公司线下模式毛利高于线上。

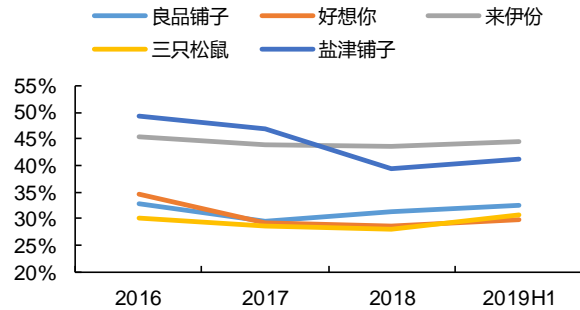


图 24：良品铺子毛利率变化



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 25：行业相关公司毛利率比较

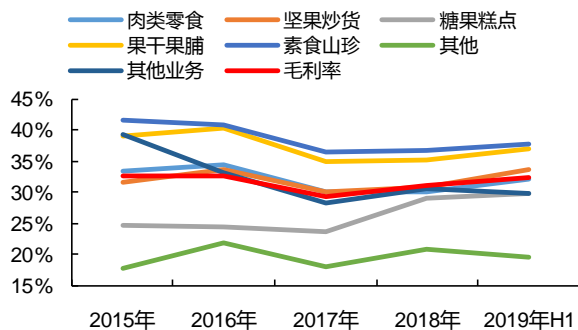


资料来源：招股说明书、太平洋研究院

按品类来看，果干果脯、素食山珍毛利率较高。比较各个品类，果干果脯、素食山珍毛利率最高，在 35% 以上，肉类零食、坚果炒货、糖果糕点作为公司传统品类，毛利率处于中间水平 30% 左右。

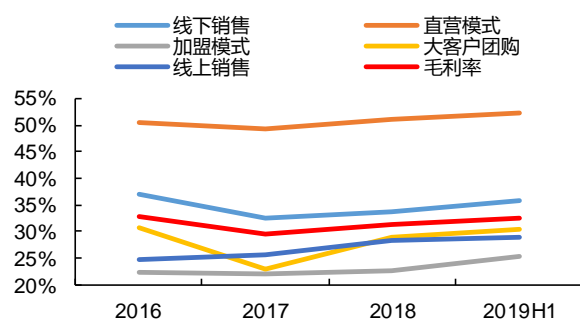
按渠道来看，线下高于线上，直营高于加盟。线上毛利率 28% 左右，低于线下 35% 毛利率。线上毛利率较低原因是线上主要满足消费者囤货/非即时性消费需求，同时线上可比性强，促销力度较大，毛利率较低。线下渠道中直营毛利率 50% 左右毛利率，高于加盟 22% 左右毛利率。

图 26：良品铺子毛利率按品类拆分



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 27：良品铺子毛利率按渠道拆分



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

## (2) 净利率：持续上行，同模式下仅次于三只松鼠

公司净利率持续上行。2016 年以来公司净利率直线提升，从 2016 年的 1.57% 提升至 2019H1 的 4.46%，即使在门店转型的 2017 年，公司净利率依旧实现了一定提升，我们

认为这得益于公司较好的费用控制能力和和规模优势的逐步体现。

良品净利率仅次于三只松鼠和盐津铺子。选取休闲上市公司三只松鼠、好想你、来伊份、盐津铺子进行对比，良品铺子净利率位列第三，仅次于三只松鼠和盐津铺子。从模式上来说，盐津铺子模式更偏品牌商，其他四家更偏渠道商。在四家渠道商中，良品铺子净利率仅次于行业规模第一的三只松鼠，表现良好。

图 28：良品铺子净利率变化

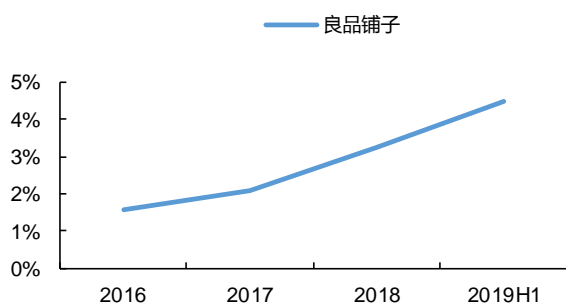
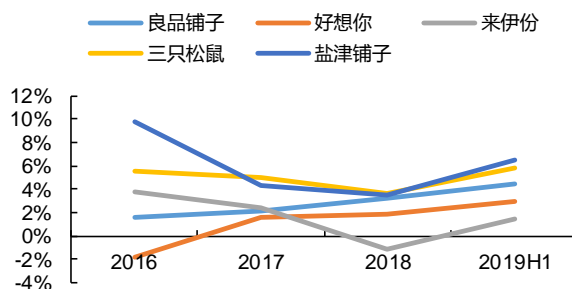


图 29：行业相关公司净利率比较



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

资料来源：招股说明书、太平洋研究院

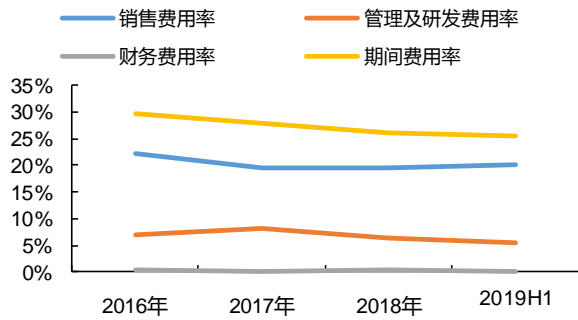
### 3. 费用分析：费用率持续下行

期间费用率缓慢下降。2016 年至 2018 年公司期间费用率从 29.56% 下降至 2018 年的 26.04%，下降了 3.52pct，主要得益于销售费用率和管理费用率的下降。其中销售费用率从 22.19% 下降至 19.45%，下降了 2.74pct，管理费用率从 7.11% 下降至 6.34%，下降了 0.77pct。

销售费用大头为促销费用、运杂及仓储费用。我们将销售费用进行拆分，发现促销费用在营收中占比约为 5.5% 左右，运杂及仓储费用在营收占比约为 5% 左右，此为销售费用最高的两项。其次为租赁费用和职工薪酬，分别占营收的 3.5% 左右和 2.2% 左右。

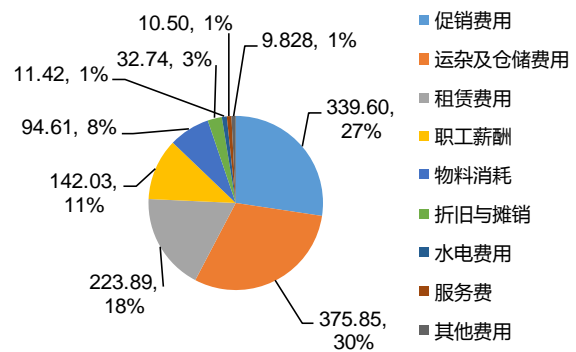
管理费用大头为职工薪酬。我们将管理费用进行拆分，发现职工薪酬在营收中占比约为 3.1% 左右，为占比最高的科目。2016 至 2018 年公司管理费用率有一定波动，主要是 2017 年公司一次性计提股权激励费用，导致股份支付费用较高。

图 30：良品铺子期间费用率及变化



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 31：良品铺子 2018 年销售费用构成



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

## 四、公司未来战略及增长点

### 1. 全渠道持续推进

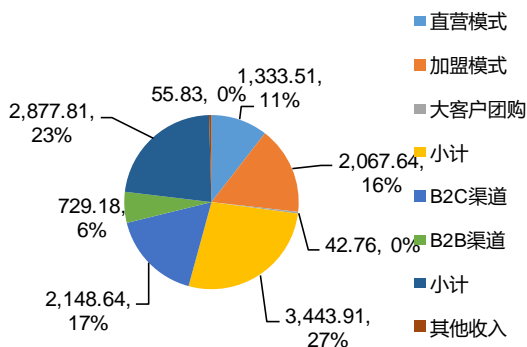
公司将继续坚持线上线下全渠道协同发展的运营模式，通过全渠道运营网络及信息化系统建设，连接合作供应商、仓储物流系统、线上平台、线下门店及终端消费者，形成运营系统有效闭环。

**线上方面**，继续推进“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展策略，不断巩固市场规模、提高市场占有率。

**线下方面**，一方面，坚持“深耕华中，辐射全国”的门店布局战略，在立足华中市场的基础上，在西南、华东、华南、西北等地区开设线下门店，填补公司优势区域（华中地区）控制力度较弱的部分，增强公司在其他地区（华东、华南等地区）的营销网络辐射作用，解决区域发展不平衡问题，进一步提高产品的市占率和品牌知名度及影响力；

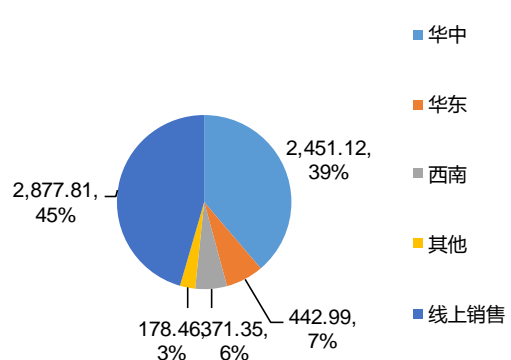
另一方面，公司计划在3年内在华中、华东、西南等地区对超过600家老店集中升级改造，通过对其装修、设计和部分老旧设备的更换，提高现有门店有效使用率，提升品牌形象，进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力。

图 32：良品铺子线上线下收入多线布局



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

图 33：良品铺子线下收入主要在华中



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

### 2. 品牌价值持续提升

公司将继续以“良品铺子”为核心品牌，强化品牌建设，进一步巩固公司在休闲食品

行业的市场地位。具体包括：第一，通过各渠道之间的协同运营，实现品牌统一化和规范化的发展，完善公司品牌经营体系；第二，将产品营销落实到各销售渠道，优化传播资源的有机配置，构建和完善产品营销体系，其中产品营销着重于深度挖掘产品与用户价值连接点，提升产品内外设计和故事创意表现能力；第三，加强对销售人员和客服人员的培训，不断提高其服务能力和服务满意度。

公司将采用全方位、立体式的品牌营销战略加强品牌宣传，进行全渠道营销，主要体现在：

(1) 线上：公司将利用线上渠道展示不受区域和时间限制的特点，进行全国性的品牌营销，持续扩大品牌在全国范围内的影响力。

(2) 线下：利用线下渠道进行区域内的产品展示和消费互动，以贴心的产品和购物体验提升消费者对品牌的认同感。

(3) 定向推送：利用全渠道积累的交易信息，针对不同人群的消费渠道、消费场景和消费习惯将合适的品牌营销内容推介给潜在的消费者。

图 34：良品铺子线下直营店



资料来源：互联网、太平洋研究院

图 35：良品铺子网络旗舰店



资料来源：淘宝网、太平洋研究院

### 3. 外延并购机会

未来公司不排除依据自身经营状况和发展规划，在有利于股东利益的前提下，对行业上下游企业进行收购，满足业务发展需要。

### 4. 供应链管理优势不断强化

### (1) 现代物流配送中心建设

目前物流配送中心已不能满足自身高速发展的业务需求，利用本次募集资金公司将在华中、华南、华北等地新增多个大型现代物流仓储中心，打造高效、快捷、准确的仓储物流体系。项目建成后，公司将建设成为国内休闲食品行业领先的物流配送网络。

一方面，物流仓储面积的增大，使得物流配送区域增大，进而增强物流配送能力，快速响应客户采购需求，有利于加速业务规模扩张；另一方面，通过投入先进的自动化、智能化仓储设备，物流作业的效率 and 精准度提高，加快了发货速度，进一步提高仓储管理能力，节约了运营成本，为公司业务快速发展提供支撑。

### (2) 信息系统建设

公司将在现有信息化基础上，对线上业务、终端门店、商品、用户、人力资源等 IT 模块进行全面升级，提升公司现有信息系统各模块的同步性和协作性，打造以套以用户为导向的零售生态系统，为企业在多变的市场环境下提供准确的决策依据。

## 五、募集资金投资项目分析

公司拟首次公开发行股票不超过 4100 万股，占发行后总股本的 10.22%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。募集资金将用于投资以下项目：

表 7：良品铺子募投项目

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	募集资金投资金额	项目建设期
1	全渠道营销网络建设项目	44,644.81	39,310.53	36 个月
2	仓储与物流体系建设项目	19,308.66	-	36 个月
3	良品信息系统数字化升级项目	10,660.20	-	24 个月
4	食品研发中心与检测中心改造升级项目	2,724.30	2,724.30	24 个月
合计		42,034.83	-	-

资料来源：招股说明书，太平洋研究院

### 1. 全渠道营销网络建设项目

本项目计划总投资 1.93 亿元，主要用于新店开设、老店升级改造、无线自营 APP 升级开发。

**新店开设：**公司拟在 3 年内在湖北、湖南、江西、河南、四川、重庆、陕西、江苏、浙江、上海、安徽、广东、广西 13 个省份的省会和重点城市开设 376 家自营店，来弥补优势区域（华中地区）控制力较弱的部分，增强薄弱地区（华东、华南等地区）的营销网络辐射。

新设自营店包括 126 家旗舰店和 250 家标准店，其中旗舰店单店平均面积约为 100m<sup>2</sup>，标准店单店平均面积约为 60m<sup>2</sup>。旗舰店主要定位于进一步提升品牌形象，带动周边区域店铺的拓展，标准店主要定位于加强对区域市场的开拓，强化对周边潜在客户的有效覆盖。

表 8：良品铺子新店开设方案

	数量			
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
旗舰店	52	45	29	126
标准店	140	75	35	250
共计	192	120	64	376

资料来源：招股说明书，太平洋研究所

图 36：良品铺子新店开始布局图



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

**老店升级改造：**为了迎合时下消费者对于购物体验的追求，本项目将在3年内选择652家已运行2年以上，且具备一定增长潜力的老店进行重装和形象升级。通过升级店铺设计和装修、更换老旧设备等方式，全面提升店铺形象，提高客户消费体验，使单店绩效在原有基础上获得更大幅度的提升。

表 9：良品铺子老店改造方案

序号	省份	店铺类型	面积 (平方米)	数量			
				第1年	第2年	第3年	合计
1	湖北	标准店	50	26	50	150	226
2	湖南	标准店	50	11	40	80	131
3	江西	标准店	50	2	40	70	112
4	四川	标准店	54	3	40	80	123
5	河南	标准店	57	0	20	40	60
合计			70,513.00	42	190	420	652

资料来源：招股说明书，太平洋研究所



**无线自营 APP 升级开发：**公司拟在已有的 APP 版本上，进行优化完善，打通线上线下数据。良品铺子 APP 建成后，将包含商城、会员、社区、支撑平台四大板块，涉及的功能点有会员管理、售后服务、商品管理、价格管理、促销管理、供应链管理、物流系统、主数据管理系统、大数据平台等。

图 37：良品铺子 APP 具体设计功能图



资料来源：招股说明书、太平洋研究院

**项目经济效益：**项目建成后预计实现平均年销售收入 10.91 亿元，平均年营业利润 4606 万元，平均税后年净利润 3454 万元，平均所得税后项目投资内部收益率 22.84%，平均所得税后项目投资静态回收期 5.09 年（含建设期），具有较好的经济效益。

表 10：良品铺子渠道建设经济效益分析

序号	项目名称	指标值
1	平均年销售收入（万元）	109,107.03
2	平均年营业利润（万元）	4,605.54
3	平均税后年净利润（万元）	3,454.15
4	平均所得税后项目投资内部收益率（IRR）	22.84%
5	平均所得税后项目投资静态回收期	5.09

资料来源：招股说明书，太平洋研究院

## 2. 仓储与物流体系建设项目

公司拟投资 1.93 亿元，在武汉新建 5.25 万平米电商仓库、广州新租赁 2 万平米电商仓库、北京新租赁 1.5 万平米电商仓库、嘉兴新租赁 8000 平米复合仓、西南新租赁 4000 平米复合仓，并配备功能齐全的物流操作设备。届时将采用高度自动化的仓储系统，

打造一个高效、快捷、准确的现代化标杆物流中心，建设成为国内休闲食品行业领先的物流配送中心。

**表 11：仓库建设具体规划**

序号	建筑名称	用途	面积（平方米）
1	武汉仓	电商仓	52,513.00
2	广东仓	线上线下复合仓	10,000.00
3	北京仓	电商仓	8,000.00
4	嘉兴仓	线上线下复合仓	8,000.00
5	成都仓	线上线下复合仓	4,000.00
合计		-	70,513.00

资料来源：招股说明书，太平洋研究所

### 3. 良品信息系统数字化升级项目

公司拟投资 1.07 亿元对良品信息系统进行数字化升级，根据公司信息化现状和未来发展需要，主要建设内容包括：

(1) 建设大数据平台，建立统一的消费者身份、行为、交易数据库。建立并完善智能分析模型。基于人工智能和大数据分析模型实现全渠道自动化营销、门店智能导购、营销计划制定与决策支持。

(2) 基于现有技术平台完善全渠道中台系统，建设统一商品服务系统，统一订单服务系统，统一库存服务系统，建设全渠道客户服务中心。

(3) 后台系统优化提升，建立全面预算管理系统，建设商品研发管理系统、物流管理系统。

(4) 建设统一企业门户，实现信息系统的统一登录和移动化改造。

### 4. 食品研究开发中心与检测中心改造升级项目

公司拟投资 2724 万元，用于食品研究开发与检测中心改造升级，项目建设内容主要包括装修改造、设备采购安装、人员招聘、项目研发几个部分。

(1) 研发中心装修：改造装修研发中心的 500.00 平米的研发场所，以满足公司项目研发及研发人员办公的环境要求。

(2) 检测实验室装修：对各个检测室进行改造装修，优化检测环境，具体改造方案如下。

**表 12：良品铺子检测室改造方案**

建筑名称	地点	面积（平方米）		
		第 1 年	第 2 年	合计
良品检测中心	武汉检测中心	600		600
	华东仓		50	50
	西南仓		30	30
	北京仓		30	30
	广东仓		30	30

资料来源：招股说明书，太平洋研究院

(3) 软硬件购置：购置和安装相关研发、检测设备，以满足产品研发与检测实际工作中的研发及检测要求，并维持其有效运行。为研发中心和检测体系招聘工程师和研发顾问等。本项目的实施将进一步提高公司技术研发水平和检测实力，拓宽公司的产品种类和产品质量安全检测幅度，增强公司的核心竞争力。

## 六、盈利预测

**核心假设：**根据公司路演材料，公司认为疫情不会对公司长期的发展产生影响，2020年、2021年开店目标暂不调低，因此我们假设公司自营门店数量增长按照招股书中自营店规划去建设。加盟门店及线上销售增长基于我们对行业和公司的判断。

表 13：良品铺子线下收入核心拆分

	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
<b>直营模式</b>						
期末门店数量	835	705	775	795	987	1107
净增门店	-170	-130	70	20	192	120
加权门店数量	971	722	742	785	891	1047
加权门店净增		-249	20	43	106	156
<b>yoy</b>		<b>-25.64%</b>	<b>2.77%</b>	<b>5.80%</b>	<b>13.50%</b>	<b>17.51%</b>
加权单店收入（万）	150.21	163.04	179.72	194.10	199.92	229.91
<b>yoy</b>		<b>8.54%</b>	<b>10.23%</b>	<b>8.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>15.00%</b>
直营业务收入（百万）	1,458.51	1,177.14	1,333.51	1,523.66	1,781.28	2,407.13
<b>yoy</b>		<b>-19.29%</b>	<b>13.28%</b>	<b>14.26%</b>	<b>16.91%</b>	<b>35.13%</b>
<b>加盟模式</b>						
期末门店数量	1263	1358	1388	1718	1818	2118
净增门店	500	95	30	330	100	300
加权门店数量	996	1346	1376	1553	1768	1968
加权门店净增		350	30	177	215	200
<b>yoy</b>		<b>35.14%</b>	<b>2.23%</b>	<b>12.86%</b>	<b>13.84%</b>	<b>11.31%</b>
加权单店收入（万）	133.40	141.19	150.26	161.53	166.38	183.02
<b>yoy</b>		<b>5.84%</b>	<b>6.43%</b>	<b>7.50%</b>	<b>3.00%</b>	<b>10.00%</b>
加盟业务收入（百万）	1,328.63	1,900.45	2,067.64	2,508.62	2,941.60	3,601.80
<b>yoy</b>		<b>43.04%</b>	<b>8.80%</b>	<b>21.33%</b>	<b>17.26%</b>	<b>22.44%</b>

资料来源：招股说明书，太平洋研究院

**盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年度的营业收入分别为 77 亿、92 亿、113 亿元，实现净利润分别为 3.38 亿、4.13 亿、5.31 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.84 元、1.03 元、1.32 元，主营业务收入和毛利率预测如下表：

表 14：良品铺子收入拆分预测

	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4289</b>	<b>5424</b>	<b>6378</b>	<b>7722</b>	<b>9215</b>	<b>11332</b>
<b>线下销售</b>	<b>2805</b>	<b>3105</b>	<b>3444</b>	<b>4099</b>	<b>4826</b>	<b>6168</b>
直营模式	1459	1177	1334	1524	1781	2407
加盟模式	1329	1900	2068	2509	2942	3602
大客户团购	18	28	43	66	103	159

线上销售	1425	2268	2878	3567	4333	5108
B2C 渠道	1058	1597	2149	2729	3411	4093
B2B 渠道	368	671	729	839	922	1015
其他收入	59	51	56	56	56	56
营收增长		26%	18%	21%	19%	23%
线下销售		11%	11%	19%	18%	28%
直营模式		-19%	13%	14%	17%	35%
加盟模式		43%	9%	21%	17%	22%
大客户团购		54%	55%	55%	55%	55%
线上销售		59%	27%	24%	21%	18%
B2C 渠道		51%	35%	27%	25%	20%
B2B 渠道		82%	9%	15%	10%	10%
其他收入		-14%	10%	0%	0%	0%

资料来源：招股说明书，太平洋研究院

表 15：良品铺子毛利率预测

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
毛利率	32.73%	29.42%	31.21%	31.08%	31.62%	31.97%
线下销售	37.03%	32.37%	33.69%	33.38%	33.65%	34.11%
直营模式	50.43%	49.23%	50.91%	51%	52%	51%
加盟模式	22.41%	22.06%	22.68%	23%	23%	23%
大客户团购	30.72%	22.80%	29.03%	29%	29%	30%
线上销售	24.70%	25.63%	28.44%	29%	30%	30%
其他收入	21.96%	18.23%	20.79%	21%	21%	21%

资料来源：招股说明书，太平洋研究院

## 七、估值

按照申万行业分类，当前（2020/02/18）食品饮料行业二级子行业食品加工行业 P/E（TTM，中值）为 33.05 倍，P/S（TTM，中值）为 2.88 倍；A 股上市公司中涉及休闲食品三只松鼠当前 P/E（TTM）为 79.2 倍，市值 263 亿元，P/S（TTM）为 2.9 倍。

休闲零食市场空间大，尚无全渠道龙头品牌。目前来看，休闲零食全渠道仍处于行业发展成长期，企业以跑马圈地占领市场，做大销售规模为主，利润目标暂居其次。待行业格局稳定，利润尚能释放。我们认为良品铺子线下起家，进军线上，跨渠道运作能力强，未来具有成为全渠道龙头品牌的潜力。

鉴于行业发展阶段和公司的核心竞争力，我们建议以 PS 进行估值，2020 年合理 PS 为 2-2.5 倍。结合我们对公司 2020 年业绩预测，合理估值区间为 46-57 元，合理市值为 184-230 亿元。

## 八、风险分析

1、食品安全事件；2、募投项目达产进度低于预期；3、渠道拓展不利；

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。