

# 定位高端零食，供应链与渠道齐发力

新股报告

陈文倩(分析师)

孙颖(联系人)

010-83561313

证书编号: S0280118090017

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

## ● 休闲食品需求逐渐多元化，市场不断扩容

我国休闲食品行业门槛低、区域特征明显、竞争格局分散，CR10不足30%。国民经济快速发展和居民可支配收入的提高，人们的消费观念和消费习惯随之发生变化，对于物质需求从“解决温饱”逐渐向个性化、多元化、休闲化转变，休闲食品在这种环境下广受欢迎。根据Euromonitor，2018年我国休闲食品行业规模3440.7亿元，10年CAGR6.7%，预计2023年将达到4423.6亿元，增长空间巨大。随着新零售发展，线上线下相融合的创新销售模式成为发展趋势。

## ● 定位高端零食，收入结构逐渐平衡

公司定位高端零食，目前有超过2200家门店遍布华中、华东、华南、西北、西南等13省，产品超过1000种。今日资本、高瓴资本为公司第二、第三大股东，不断为公司赋能，引入更多先进管理经验。公司盈利能力持续提高，线下业务快速发展，收入结构逐渐趋于均衡，2019年预计实现营业收入72.38-79.62亿元，同比增长13.49%-24.84%。

## ● 供应链赋能，线上线下互动营销

公司供应链分为前端、衔接端和后端三部分，前端主要侧重在整个商品的全生命周期管理、渠道的商品管理和用户端的商品界面；衔接端主要靠供应计划去做相应的衔接；后端侧重供应商管理、物流和采购管理。供应链高效打通B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道，优化周转效率，通过布局全渠道销售网络，建立与用户交互的多重触点，为消费者提供多元化的消费体验，实现线上线下业务的均衡发展。

## ● 未来三年有望保持双位数增长，看好中长期发展

我们预计公司2019-2021年净利润分别为3.39、3.93、4.45亿元，EPS分别为0.85、0.98、1.11元。公司受益新零售，线上线下全渠道融合，参考三只松鼠、好想你、盐津铺子估值，给予40-45倍PE。

## ● 风险提示：成本大幅上涨、新市场拓展不及预期、品牌被仿冒

### 财务摘要和估值指标

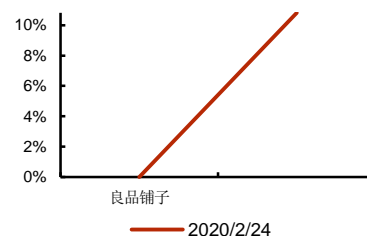
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,424	6,378	7,720	9,303	11,163
增长率(%)	26.5	17.6	21.1	20.5	20.0
净利润(百万元)	38	239	339	393	445
增长率(%)	-61.2	520.7	42.1	16.0	13.3
毛利率(%)	29.4	31.2	32.0	32.0	32.0
净利率(%)	0.7	3.7	4.4	4.2	4.0
ROE(%)	5.0	22.2	23.8	21.7	19.8
EPS(摊薄/元)	0.10	0.59	0.85	0.98	1.11
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 推荐(首次评级)

**市场数据** 时间 2020.02.24

收盘价(元):	17.14
一年最低/最高(元):	17.14/17.14
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	68.73
流通股本(亿股):	0.41
流通市值(亿元):	7.03
近3月换手率:	0.51%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	40.81	36.69	26.63
绝对	44.03	44.03	44.03

### 相关报告

## 投资要件

### 关键假设

1) 公司 3 年内新开设 376 家门店，其中重点 5 省开店数 141 家，其余重点省市 235 家；3 年内在华中、华东、西南等地区超过 600 家老店集中进行升级改造。未来随着公司继续对华中市场进行深耕和对空白区域市场的扩张，终端门店数量进一步增长，收入规模将进一步上升。

2) 物流仓储面积增加，物流配送区域扩大，进而增强物流配送能力，快速响应客户采购需求，加速业务规模扩张。

### 股价上涨催化因素

公司线上渗透率在 20% 左右，随着电商普及，提升空间大；产品定位高端，迎合消费趋势。

### 估值和评级

预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.39、3.93、4.45 亿元，EPS 分别为 0.85、0.98、1.11 元。公司受益新零售，线上线下全渠道融合，参考三只松鼠、好想你、盐津铺子，给予 40-45 倍 PE，“推荐”评级。

### 投资风险

成本大幅上涨、新市场拓展不及预期、品牌被仿冒

## 目 录

1、 小行业大机会，市场持续扩容.....	5
1.1、 需求多元化，市场规模不断扩大.....	5
1.1.1、 格局小而散，区域特征明显.....	5
1.1.2、“质”的诉求觉醒，行业进入扩容期.....	5
1.1.3、 高端量价齐升，规模稳步增长.....	6
1.2、 借力互联网，新零售模式应运而生.....	7
1.2.1、 渠道从多元化走向融合.....	7
1.2.2、 受益新零售，线上销售额走高.....	8
2、 定位高端零食，差异化实现突围.....	10
2.1、 概况：携手头部资本，掘金高端市场.....	10
2.2、 财务：业务规模增长，盈利能力凸显.....	11
2.3、 产品：全品类战略，千余种单品.....	13
2.4、 募投项目：扩大营销布局，增强研发实力.....	15
3、 供应链赋能，全渠道发力.....	15
3.1、 供应链：基于“前中后”三端，打造智慧供应链.....	15
3.2、 渠道：线下为主、线上为辅，深耕华中、辐射全国.....	18
3.3、 愿景：打造顾客信赖的食品社区和消费入口.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	20
5、 风险提示.....	21
5.1、 成本大幅上涨.....	21
5.2、 新市场拓展不及预期.....	21
5.3、 品牌被仿冒.....	21
附： 财务预测摘要.....	22

## 图表目录

图 1： 休闲食品主要品牌市占率（%）.....	5
图 2： 休闲食品产业链.....	5
图 3： 地方特色休闲食品分布.....	5
图 4： 2014-2019 居民人均可支配收入、人均消费支出增长情况.....	6
图 5： 食品各核心品类销售变化.....	6
图 6： 休闲食品细分品类及预测规模.....	6
图 7： 休闲食品平均售价及增速.....	7
图 8： 坚果类平均售价及增速.....	7
图 9： 休闲食品销量及增速.....	7
图 10： 休闲食品人均年消费量部分国家对比.....	7
图 11： 城乡居民人均粮食消费量.....	7
图 12： 休闲食品市场规模.....	7
图 13： 休闲食品渠道占比变化.....	8
图 14： 休闲线上线下占比变化.....	9
图 15： 休闲食品线上销售额规模.....	9
图 16： 休闲食品网络零售消费人群年龄占比.....	9
图 17： 休闲食品网络零售消费人群职业渠道占比（%）.....	9
图 18： 休闲食品新零售四大特点.....	9
图 19： 休闲食品线上平台代表.....	9

图 20: 新零售围绕核心打破行业痛点.....	10
图 21: 公司股权结构.....	11
图 22: 公司营业收入及增速.....	11
图 23: 公司归母净利润及增速.....	11
图 24: 公司线上线下收入占比变化.....	12
图 25: 主营业务收入占比（按地区）.....	12
图 26: 线下主要省份收入占比.....	12
图 27: 公司销售毛利率.....	12
图 28: 公司销售净利率.....	12
图 29: 公司不同销售模式毛利率对比.....	13
图 30: 同业毛利率对比.....	13
图 31: 主要产品收入占比.....	14
图 32: 主要产品毛利率变化.....	14
图 33: 公司供应链蓝图.....	16
图 34: 公司采购模式.....	16
图 35: 公司仓储物流运行模式.....	17
图 36: 存货周转率同业比较.....	17
图 37: 线上平台收入主要交易渠道占比.....	19
图 38: 部分新零售渠道坪效对比.....	20
表 1: 主要产品的分类情况.....	13
表 2: 募集资金投资项目.....	15
表 3: 线上平台主要推广方式.....	19
表 4: 可比公司估值.....	20

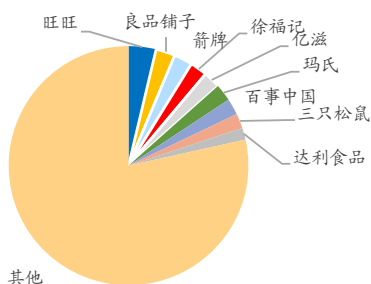
## 1、小行业大机会，市场持续扩容

### 1.1、需求多元化，市场规模不断扩大

#### 1.1.1、格局小而散，区域特征明显

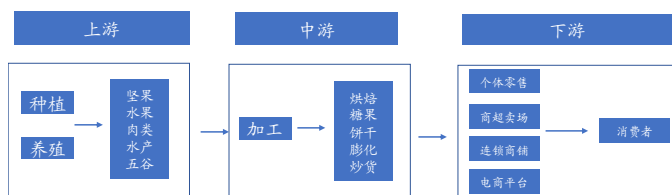
我国休闲食品行业门槛低、格局分散，前十大休闲食品企业集中度不足 30%，细分领域规模化程度更有待提高，如卤制品行业 80% 以上的企业还处于小规模、作坊式、手工或半机械加工的落后状态，后期随着食品安全要求趋严、品牌化加速，将倒逼小规模企业退出，市场份额会逐渐向规模以上企业集聚。

图1：休闲食品主要品牌市占率（%）



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

图2：休闲食品产业链



资料来源：中国食品工业协会，新时代证券研究所

休闲食品生产与农业资源紧密结合，我国各地气候环境、地理条件差异较大，休闲食品原材料存在差异，加之各地饮食习惯不同、区域经济发展不平衡，居民的收入水平和消费能力存在一定的差异，休闲食品行业具有区域性特征，如安徽坚果炒货、河南速冻等。

图3：地方特色休闲食品分布



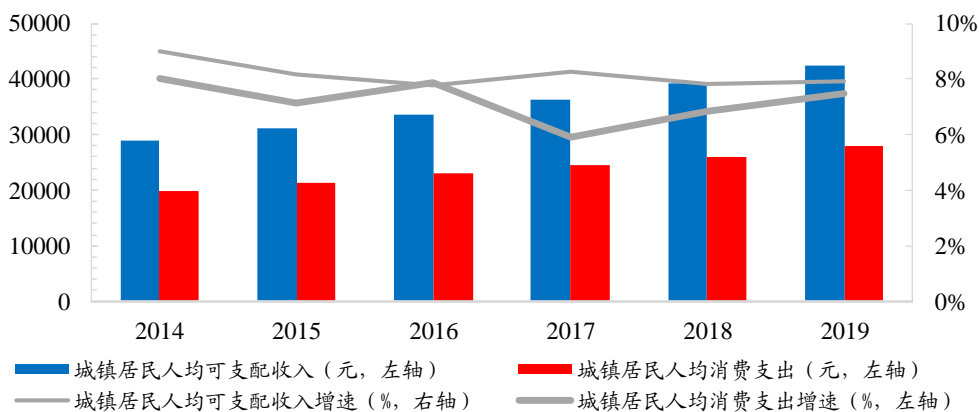
资料来源：商务部《消费升级背景下零食行业发展报告》，新时代证券研究所

#### 1.1.2、“质”的诉求觉醒，行业进入扩容期

随着国民经济快速发展和居民可支配收入的提高，居民整体消费能力快速增长，2014-2019 年，我国居民人均可支配收入从 28844 元增长至 42359 元，年均复合增

长率达 6.6%。居民收入水平的增长为我国整体消费能力的提高提供了有利环境，人均居民消费支出亦由 2014 年的 19968 元增长至 2019 年的 28063 元，年均复合增长率 5.8%。伴随收入增长人们的消费观念和消费习惯也发生了转变，对于物质的需求从“解决温饱”逐渐向个性化、多元化、休闲化转变，休闲食品在这种环境下广受欢迎。

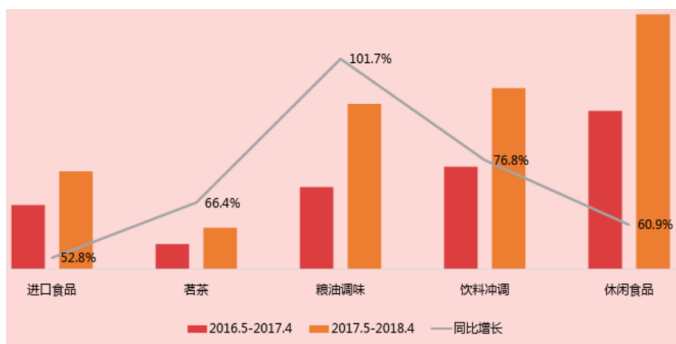
**图4： 2014-2019 居民人均可支配收入、人均消费支出增长情况**



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

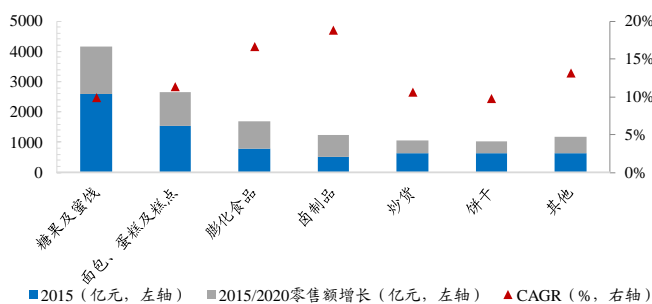
细分来看，休闲食品是线上食品的第一大支柱，呈逐年小幅上涨趋势。休闲食品的热销品类增速在不断变化，整体看高糖分食品正在被替代，休闲卤制品、坚果炒货等健康食品将逐渐成为市场主力产品，消费者的饮食习惯正向健康化转移。

**图5： 食品各核心品类销售变化**



资料来源：JNBN data&京东超市，新时代证券研究所

**图6： 休闲食品细分品类及预测规模**

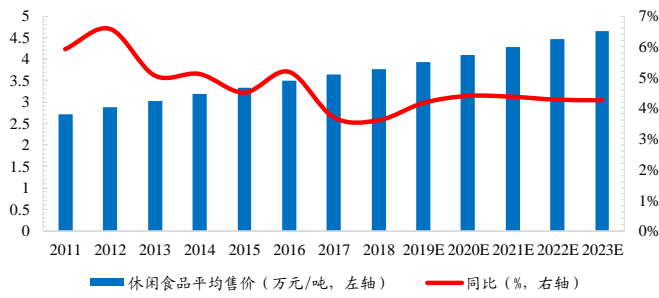


资料来源：Frost&Sullivan，新时代证券研究所

### 1.1.3、 高端量价齐升，规模稳步增长

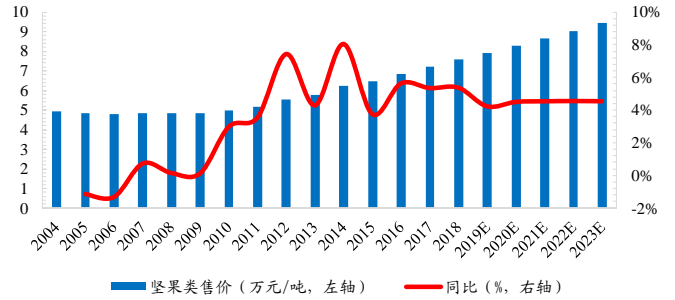
根据 Euromonitor 数据，2011-2018 年我国休闲食品总体价格呈波动上升趋势，2018 年价格上升至 3.8 万元/吨，7 年 CAGR 为 4.8%，而以碧根果、夏威夷果等坚果为代表的高端休闲食品 2018 年平均价格高达 7.9 万元/吨，7 年 CAGR 为 5.7%，快于行业平均增速。从人均消费量来看，较发达国家仍有一定差距，我国人均年消费量仅 2kg 左右，而美国、英国都在 10kg 左右，未来随着收入水平和消费能力的持续增长，居民对传统主食的消费量的逐年下降，以及新一代消费者的崛起，休闲食品均价和消费量仍会保持增长，尤其在目前休闲食品行业高端化、健康化的趋势下，中高端零食将会拉动整体市场持续增长。

图7: 休闲食品平均售价及增速



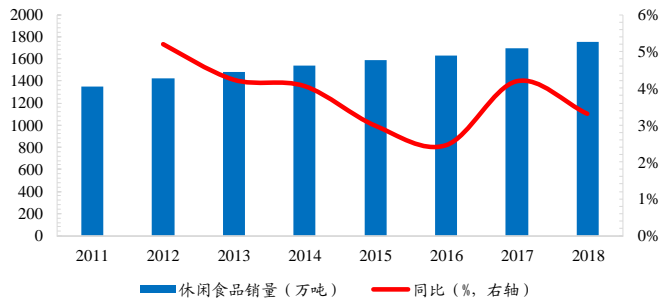
资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

图8: 坚果类平均售价及增速



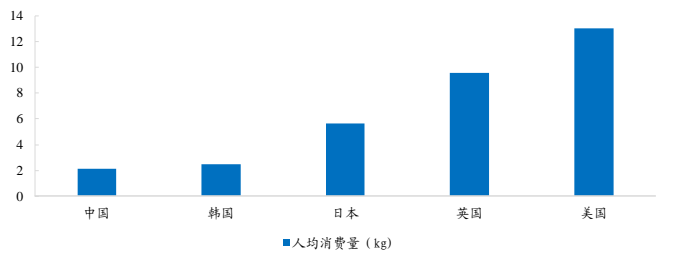
资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

图9: 休闲食品销量及增速



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

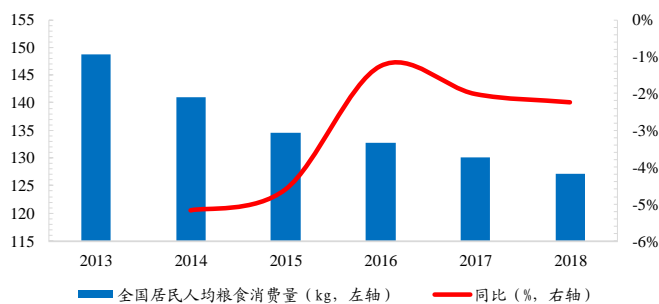
图10: 休闲食品人均年消费量部分国家对比



资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

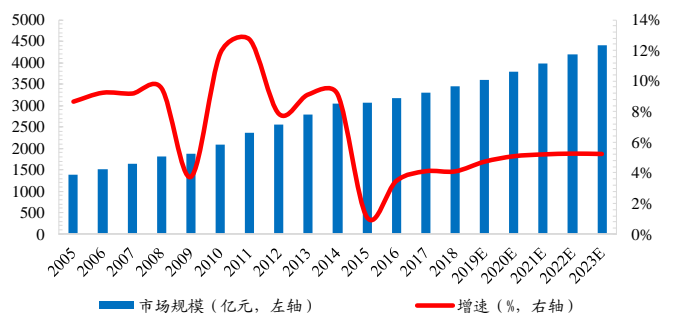
根据 Euromonitor, 2008 年我国休闲食品行业规模为 1806.0 亿元, 2018 年达到 3440.7 亿元, 10 年年均复合增长率达 6.7%。预计 2023 年我国休闲食品行业规模将达 4423.6 亿元, 增长空间巨大。

图11: 城乡居民人均粮食消费量



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图12: 休闲食品市场规模



资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

## 1.2、借力互联网，新零售模式应运而生

### 1.2.1、渠道从多元化走向融合

休闲食品行业消费需求不断变化, 销售渠道呈现不断融合的态势, 目前我国休

休闲食品零售行业销售模式主要有个体经营、超市卖场、连锁专卖、电商销售四种，其中个体经营和商超卖场销售模式可持续性差，连锁经营和电商销售模式发展迅速。

#### (1) 个体经营

以个体门店为销售渠道，主要特点是无品牌、无包装零售；缺点是产品质量、卫生状况没有保障，随着消费人群对于质量、口味及品牌要求的提高，此类模式市场份额将逐步减小。

#### (2) 超市卖场

通过独立包装的休闲食品，借助以大卖场、超市及遍布大街小巷的便利店为主的销售渠道推广自己的产品，此类经营模式为目前休闲食品的主要销售模式。

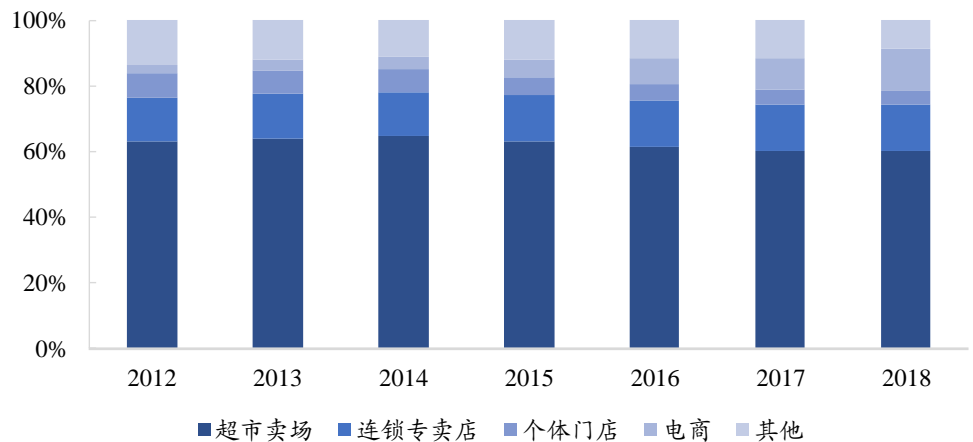
#### (3) 连锁专卖

主要以连锁专卖店形式专业化销售多种类休闲食品，采用统一采购、统一配送、统一管理、统一形象，让管理更有效率、品牌更突出、服务更便捷、产品线更丰富、质量更有保障、价格更实惠，产品也更具有市场竞争力。连锁零售终端能够迅速捕捉消费人群的消费习惯，能够及时的向生产厂家反馈市场动向，能够快速推出符合消费者口味的新产品，引领消费时尚。

#### (4) 电商销售

借助互联网拓宽销售渠道、扩大产品品牌影响力，本质是线下销售渠道向线上转移，但电商销售模式成本低、方便快捷、购物体验好，实现了消费者足不出户逛商超的需求，因此一经出现便受到消费者欢迎。

**图13： 休闲食品渠道占比变化**



资料来源：前瞻产业研究院，贝恩咨询，新时代证券研究所

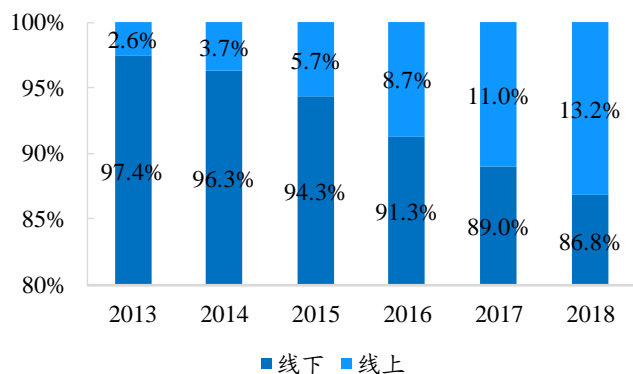
根据贝恩数据，电商渠道占比在持续提升，而超市卖场、个体门店出现了负增长。线上消费突破了产品品类及地域限制，实现了便捷高效的配送体验、扁平化的渠道结构，且价格更有优势，迎合了新一代消费人群的诉求。

### 1.2.2、受益新零售，线上销售额走高

对休闲食品企业而言，销售渠道不仅是其实现销售收入的终端，也是将产品信息传递给消费者的直接途径，随着互联网应用的深入，“互联网+”与休闲食品行业的深度融合，休闲食品线上零售渠道快速崛起，从2013年销售额占比2.6%增长至

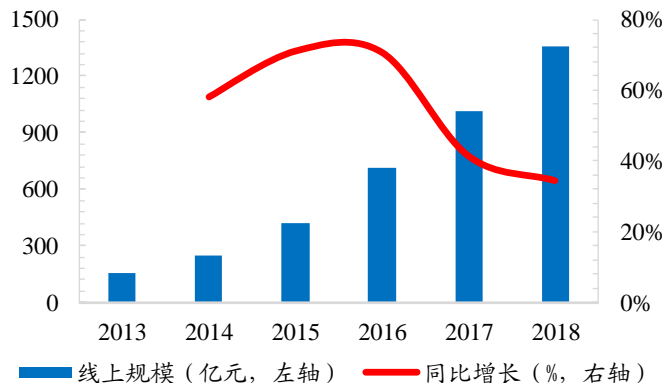
2018年的13.2%，线上销售额2013-2018年5年CAGR超50%，电商逐渐成为重要的销售渠道。

图14: 休闲线上线下占比变化



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

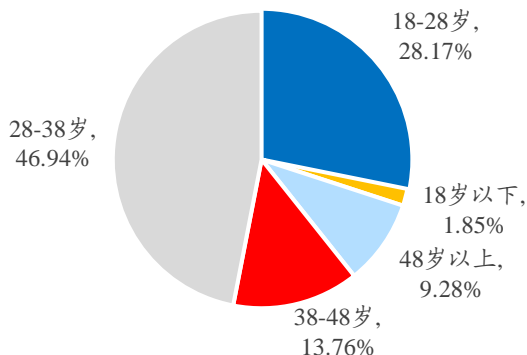
图15: 休闲食品线上销售额规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

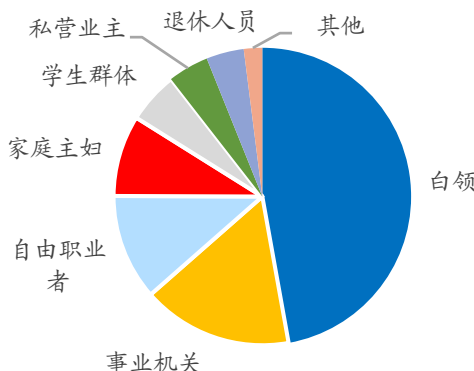
根据易观智库数据,休闲食品网购的消费者年龄分布在18-28岁占28.2%,28-38岁占46.9%;而从职业特征来看,白领人士占比接近50%,是休闲食品电商的最主要消费者,这部分人群更加重视产品品质及服务,开始把休闲食品当作一个独立品类并分配独立开支,对品类的认可和价格接受度更高,本质上都是在追求更好的消费体验,从而驱动休闲食品行业从分散、无序的市场状态向品质及服务驱动的成熟市场发展。

图16: 休闲食品网络零售消费人群年龄占比



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

图17: 休闲食品网络零售消费人群职业渠道占比 (%)



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

图18: 休闲食品新零售四大特点



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

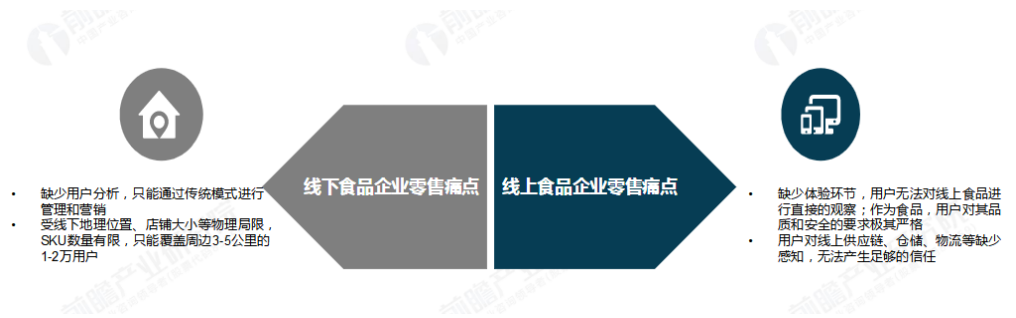
图19: 休闲食品线上平台代表



资料来源: Ebrun, 新时代证券研究所

传统线下零售凭经验供货、备货，分区域、多层级的传统线下经销体制弊端凸显，而电商打通消费者反馈渠道且品类更加丰富，相比往年消费者更加依赖在网上购买休闲食品，对传统超市造成一定冲击。然而线上购物缺少体验环节，无法对线上休闲食品进行直观观察，难以产生足够信任。在新零售模式中，线上线下融合销售的方式对休闲食品领域影响较大，多样化渠道为休闲食品行业的快速发展奠定了坚实基础，全渠道融合趋势日益明显。

**图20： 新零售围绕核心打破行业痛点**



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

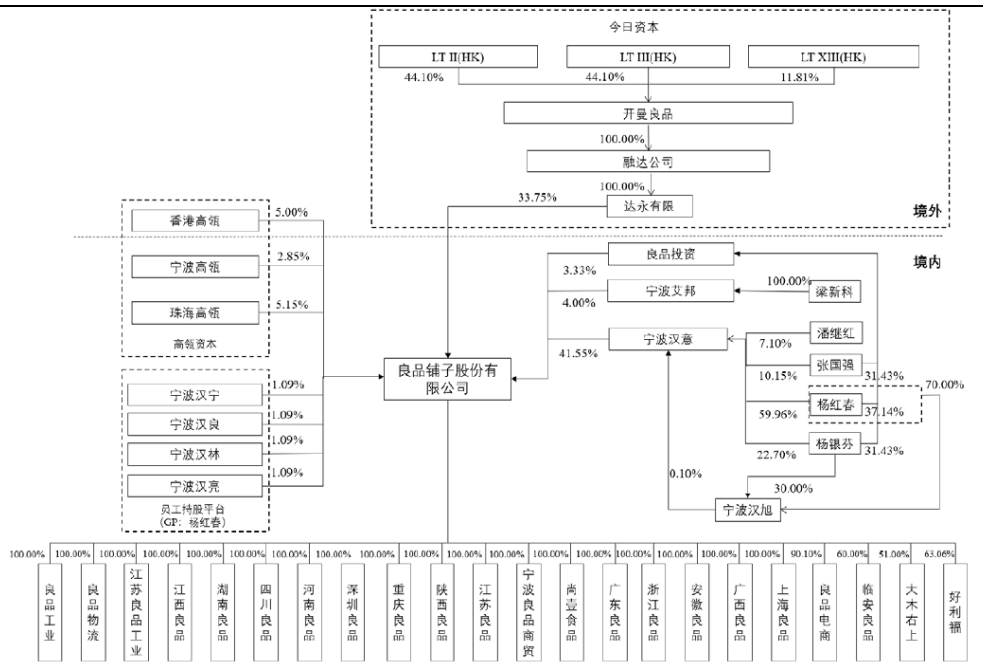
## 2、 定位高端零食，差异化实现突围

### 2.1、 概况：携手头部资本，掘金高端市场

公司 2006 年 8 月诞生于武汉，13 年来深耕华中、辐射全国，目前有超过 2200 家门店遍布华中、华东、华南、西北、西南等 13 省，产品定位高端零食，品类超过 1000 种，以十二经典产品最为著名，自 2015 年起高端零食连续 3 年全国销售领先。

公司上市后杨红春、杨银芬、张国强和潘继红合计持有公司 46.96% 股份，是共同实际控制人；今日资本通过旗下基金“达永有限”持有良品铺子 33.75% 的股权，位列第二大股东；第三大股东高瓴资本通过“珠海高瓴、香港高瓴、宁波高瓴”共持有良品铺子 13% 的股权，两大知名资本为公司不断赋能，引入更多先进管理经验。

图21: 公司股权结构

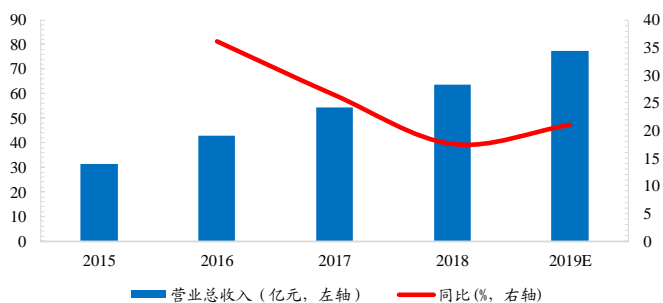


资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

## 2.2、财务: 业务规模增长, 盈利能力凸显

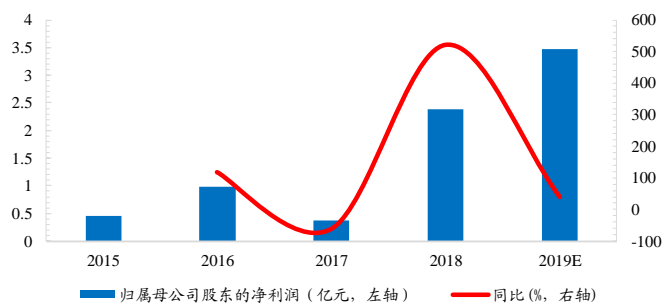
2018年公司实现营业收入63.78亿元/+17.58%, 归母净利润2.39亿元/+520.65%; 2015-2018年公司线上收入占比分别为26.53%、33.69%、42.21%和44.85%; 线下收入占比分别为73.47%、66.31%、57.79%和55.15%, 收入结构逐渐趋于均衡, 实现了线下业务的快速发展, 华中地区作为公司业务重点区域收入占比较高, 伴随线下业务的扩张, 华中以外区域销售额逐年提升。2019年预计实现营业收入72.38-79.62亿元, 同比增长13.49%-24.84%; 实现归母净利润3.34-3.66亿元, 同比增长40.02%-53.43%。

图22: 公司营业收入及增速



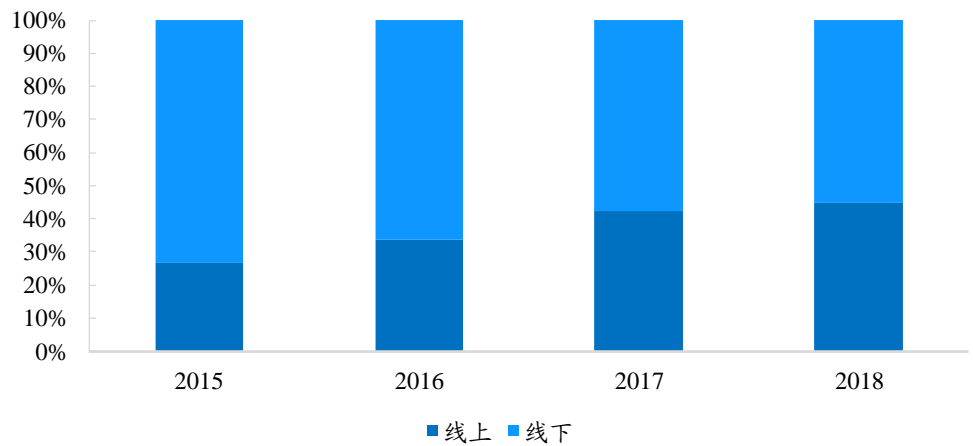
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图23: 公司归母净利润及增速



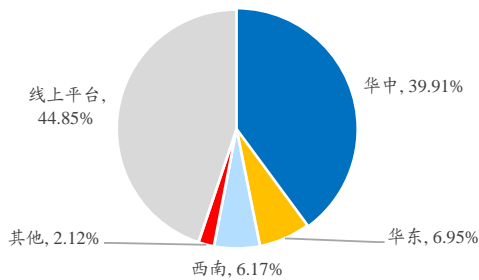
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图24: 公司线上线下收入占比变化



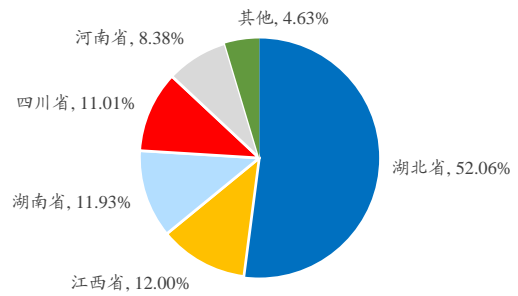
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图25: 主营业务收入占比 (按地区)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

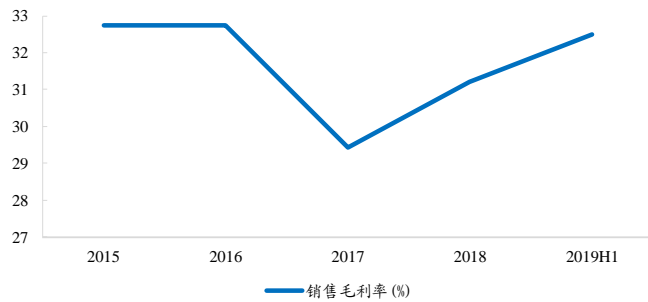
图26: 线下主要省份收入占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

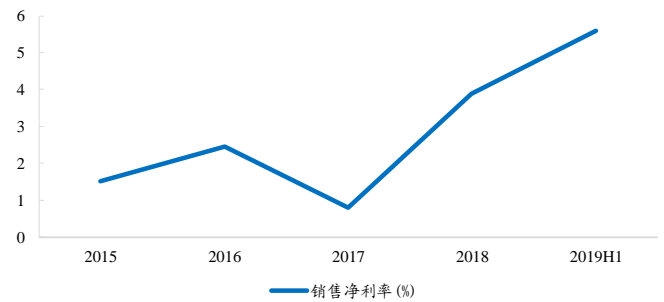
公司 2019H1 毛利率为 32.49 %/+2.86pct, 净利率也持续增长, 从 2016 年的 1.57% 提升至 2019H1 的 4.46%。分销售模式看, 直营毛利率最高, 加盟模式链条长、让利明显, 线上定价较低、价格战激烈, 加盟模式、线上模式毛利率相对低。

图27: 公司销售毛利率



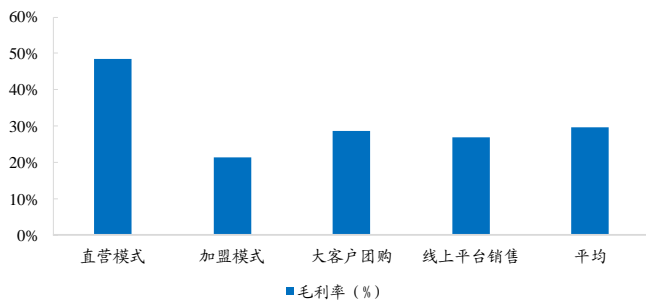
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图28: 公司销售净利率



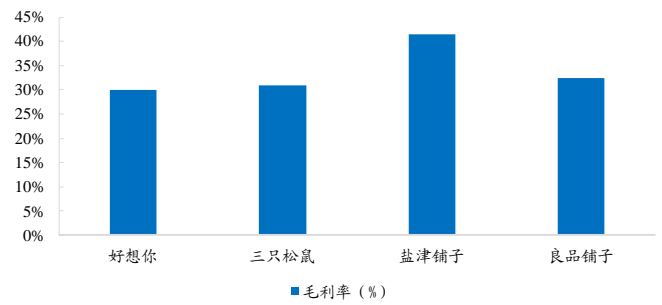
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图29: 公司不同销售模式毛利率对比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图30: 同业毛利率对比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 2.3、产品: 全品类战略, 千余种单品

目前, 公司已形成覆盖肉类零食、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, 有效地满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求。

表1: 主要产品的分类情况

品类	产品示例
肉类零食	
坚果炒货	
果干果脯	

品类

糖果糕点



素食山珍



养生冲调



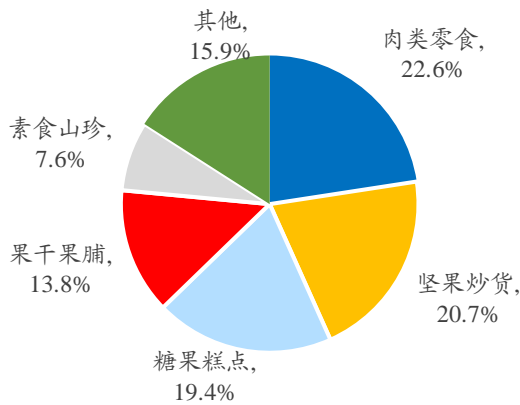
饮料饮品



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

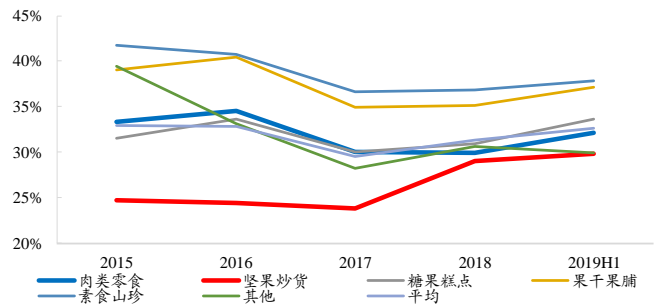
肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯和素食山珍五大类收入占比相对稳定，合计占比均超过90%。公司对不同渠道及品类产品执行不同价格策略，各品类产品毛利率存在差异，2017年线上平台、加盟模式收入占比进一步提升，各品类毛利率均有所下降。坚果炒货等爆款产品在线上促销销量逐年增长，毛利率小幅下降。

图31: 主要产品收入占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图32: 主要产品毛利率变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.4、募投项目：扩大营销布局，增强研发实力

公司首次公开发行股票不超过 4100 万股，拟募集资金 4.2 亿元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、食品研发中心与检测中心改造升级项目。

**表2：募集资金投资项目**

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)	建设期(月)
全渠道营销网络建设项目	44644.81	39310.53	36
仓储与物流体系建设项目	19308.66	0	36
良品信息系统数字化升级项目	10660.20	0	24
食品研发中心与检测中心改造升级项目	2724.30	2724.30	24

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

### 全渠道营销网络建设项目

(1) 新店开设，计划 3 年内湖北、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 家直营店，进一步提升公司产品市场占有率和品牌知名度及影响力。(2) 老店升级改造，计划 3 年内对公司在湖北、湖南、江西、四川、河南等省份的 652 家老店集中进行升级改造。(3) 无线自营 APP 升级开发，计划在现有版本基础上，对无线自营 APP 进行全面升级及推广，将基于互联网的线上渠道和平台优势与基于实体场景的线下网点和体验优势充分结合，加强线上线下的协同销售。

### 仓储与物流体系建设项目

在公司现有物流仓储布局基础上，进一步扩展物流仓储建设，拟在武汉新建 52513 平方米电商仓库、广州新租赁 20000 平方米电商仓库、北京新租赁 15000 平方米电商仓库、嘉兴新租赁 8000 平方米复合仓、西南新租赁 4000 平方米复合仓，并配备功能齐全的物流操作设备。

### 良品信息系统数字化升级项目

在公司现有信息化基础上，对公司业务、门店、商品、用户、人力资源、IT 进行全面升级，主要包括品类管理、大数据平台、集团门户系统、IAAS 云建设等现有信息化模块的升级；统一主数据管理 (MDM)、产品生命周期管理 (PLM)、运输管理系统 (TMS) 等模块的建设。

### 食品研发中心与检测中心改造升级项目

以公司现有研发体系与检测体系为基础，通过购置先进研发设备与检测设备，改善研发与检测辅助设施，招聘高端人才，实现产品创新能力以及质量控制能力的持续提升。

## 3、供应链赋能，全渠道发力

### 3.1、供应链：基于“前中后”三端，打造智慧供应链

公司的目标是打造一条智慧供应链，从专业角度和原则设想把供应链内部分为前端、衔接端和后端三部分。

第一部分：前端主要侧重在整个商品的全生命周期管理、渠道的商品管理和用户的商品界面的呈现；

第二部分：衔接端主要为供应计划去做相应的衔接；

第三部分：后端主要服务供应商管理、物流和采购管理。

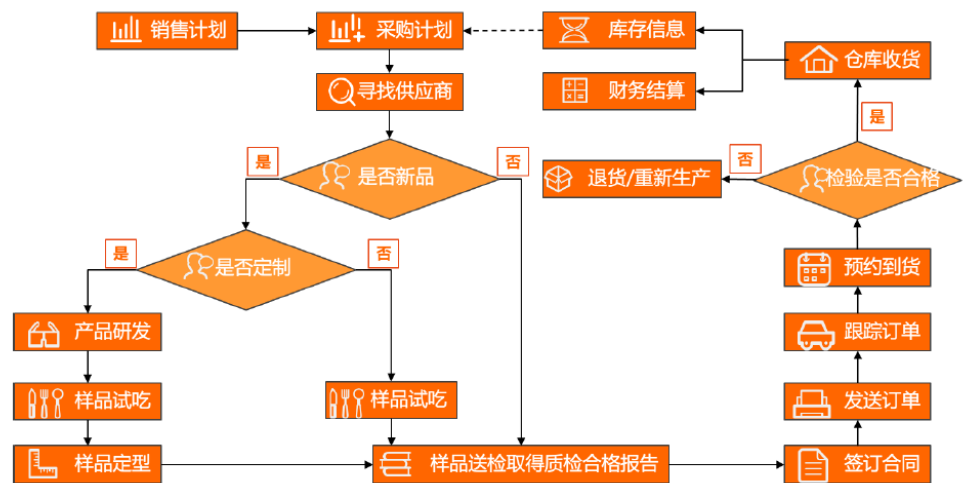
图33: 公司供应链蓝图



资料来源：Ebrun，新时代证券研究所

**供应商：**公司对供应商的筛选和管理以及对供应链的管控制定了严格的制度。在供应商筛选上制定了完善的供应商引进、评估和管理体系，对现有供应商及新增供应商进行动态管理。在供应商合作方面，公司不断加强与优秀供应商的合作，形成稳定长期的合作关系，在保证产品质量的同时不断优化采购成本。在产品供应方面，公司供应计划中心会根据各渠道的销售历史与趋势预测，分期间对商品的销售和供应进行分解预测、制定采购计划，提升采购效率。

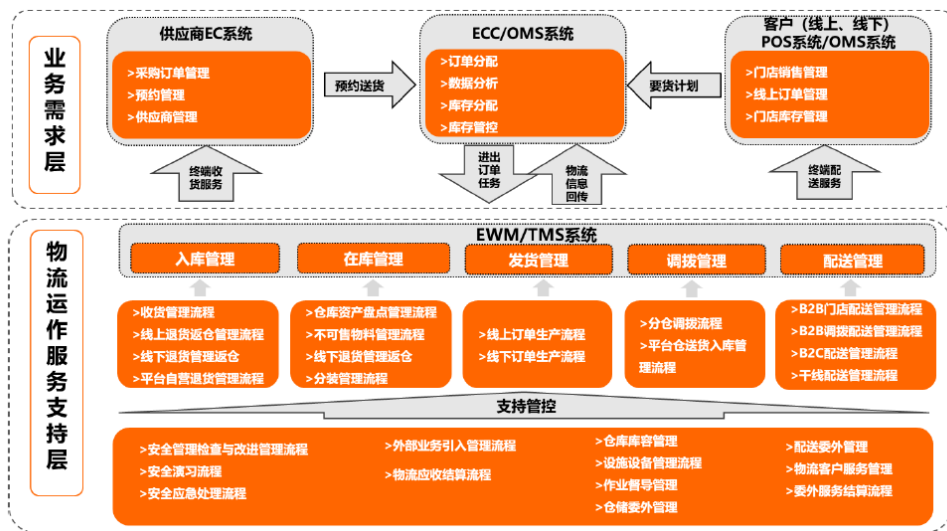
图34: 公司采购模式



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

**仓储物流:** 公司通过将 EWM 物流系统与各渠道的销售系统进行全面联通, 实现了在接受订单后, 在最近仓库以最优方式进行订单物流交付的功能。此外, 公司 EWM 系统与各物流承运商系统进行数据共享, 从而使公司能实时监控每个订单当前的状态并对订单进行时效和异常管控。

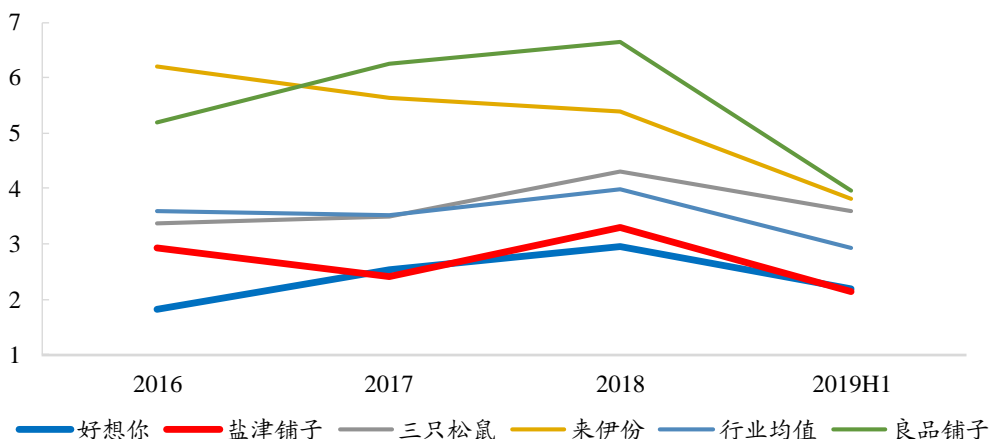
图35: 公司仓储物流运行模式



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

**品控:** 在产品质量保障方面, 公司制定了完善的产品质量控制体系。首先, 公司对供应商进行严格的筛选, 每一个合作的供应商必须通过多层的验厂评审后方可与公司合作; 其次, 在合作过程中, 质量控制中心对供应商进行定期和不定期的飞行检查和评估分级, 确保生产过程中质量的稳定, 同时, 公司根据生产能力、供应质量等数据定期对合作的供应商进行评估和淘汰; 最后, 在产品入库时, 质检人员会对相关产品进行严格的质量检测, 抽检合格后方可入库。

图36: 存货周转率同业比较



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司通过构建智慧化的供应链管理平台, 从采购端和销售端对大数据进行分析、预测和计划, 打通 B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道的库存, 实现数据驱动下的仓货共享, 优化货物的周转效率。2019H1 公司存货周转率为 3.97, 高于行业

内其他公司。

### 3.2、渠道：线下为主、线上为辅，深耕华中、辐射全国

对于休闲食品企业来说，销售渠道不仅是其实现销售收入的终端，也是将产品信息传递给消费者的直接途径。公司通过布局全渠道销售网络，公司建立了与用户交互的多重触点，为消费者提供多元化的消费体验，实现了线上线下业务的均衡发展。

线下渠道，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，在省会城市和地级市的主城区按消费者的生活路径进行布点，为消费者提供便利的购买途径，从而利用零食“冲动性、及时性、高频性”的消费特性，有效地培养了消费者的购物习惯。终端门店提供舒适的购物环境、丰富的产品品类、美味的试吃品尝和贴心的高效服务，从色觉、触觉、味觉、情感等多个角度为消费者构建全方位、沉浸式消费体验。2019H1公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家，在实现从核心商圈到社区门店的多层次覆盖的同时，持续对终端门店体系进行更新升级，通过淘汰、翻新和新建，不断保持和优化消费者的消费体验。

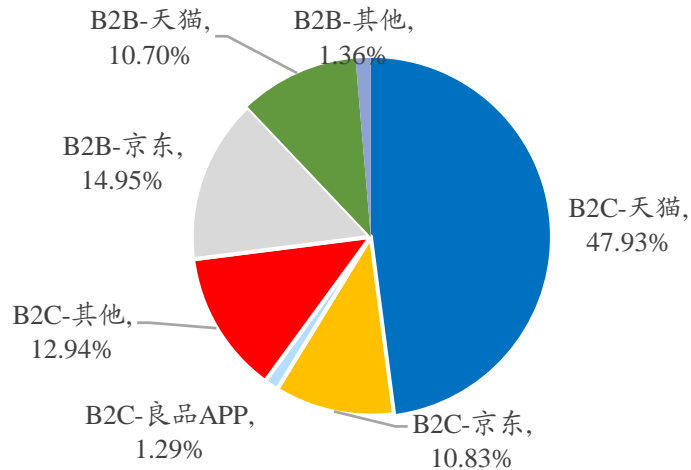
线上渠道，公司坚持按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，形成线上渠道全面覆盖的运营网络。目前，公司已拥有包括天猫、京东、唯品会在内的数十家电商平台销售渠道，通过借助平台的用户规模效应，不断扩大品牌的用户群体，实现销售规模快速增长。同时，公司在微博、微信等各大社交平台上广泛布局，拓宽销售途径，打造全新的品牌运营体系。通过社交平台与消费者建立有效连接并进行高频次互动，不断拉近与消费者之间的距离，强化自身品牌形象。公司还推出自营 APP 平台，在抢占手机端流量的同时，为会员提供沙龙聚会、免费试吃、美食旅行等多种个性化服务，进一步增强会员粘性、提升消费者忠诚度。

#### (1) B2B 模式

B2B 模式下，客户按照约定的价格向公司采购产品，公司将产品运送到客户指定地点，终端消费者直接向公司发出商品购买需求，公司 B2B 客户通过其自有物流或第三方物流向终端消费者直接发出货品。公司 B2B 客户通过向终端消费者销售产品，赚取终端零售价与采购价之间的差价，主要电商平台客户包括京东自营、天猫超市、一号店自营等。

#### (2) B2C 模式

公司 B2C 模式分为平台旗舰店模式和自营平台模式两种。在 B2C 模式下，公司通过天猫、京东、微信商城等第三方销售平台的资格审核后，与该等平台签订服务协议，在平台开设自营品牌旗舰店。除在第三方平台外，公司还通过自营 APP 等自营途径进行销售。目前，公司自营平台已具备商品管理、订单支付、会员信息管理等功能，为消费者打造操作便利、品类丰富的休闲食品移动端购买平台。

**图37: 线上平台收入主要交易渠道占比**

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

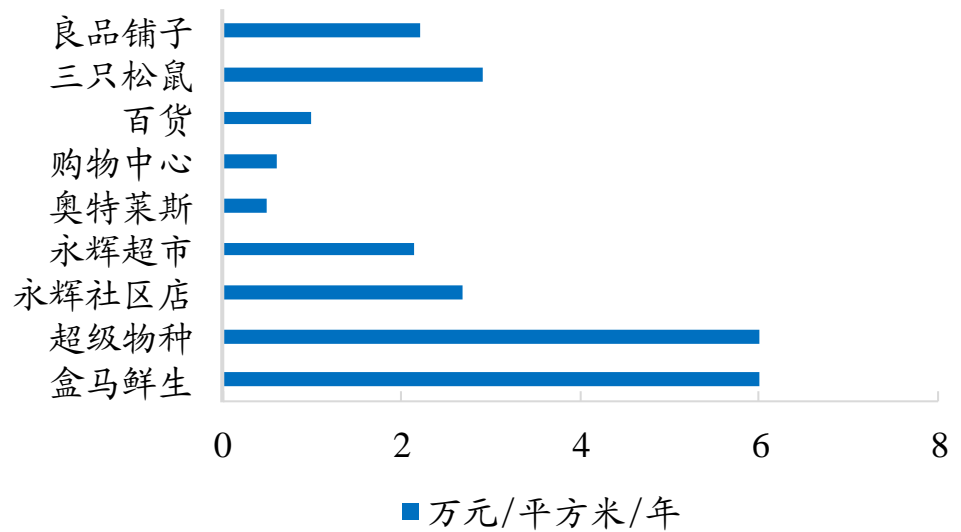
**表3: 线上平台主要推广方式**

平台	推广方式	内容与付费方式
天猫平台	钻石展位	一种天猫提供的图片类广告位竞价投放服务, 商家可根据营销需要, 竞价购买特定位置的广告位进行产品形象展示, 并按浏览量付费的营销工具。
	直通车	一种天猫提供的关键词搜索竞价推广服务, 商家为商品设定竞价关键词, 并按点击量付费的营销工具。
	聚划算	淘宝聚划算是阿里巴巴集团旗下的团购网站, 分单个商品活动的单品聚划算、多个商品活动的品牌团等形式, 按活动的成交额计费。
京东平台	京准通	京东旗下的数字营销推广平台, 拥有多样化的广告营销产品、智能化的投放系统和完善的服务体系, 可以为品牌及供应商客户提供精准、高效的一体化电商营销解决方案

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

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, 用零食套餐、新品发布、限时特惠等方式, 连接消费者找美食、点外卖等类消费场景, 进一步提高坪效。

图38: 部分新零售渠道坪效对比



资料来源: 新时代证券研究所整理

### 3.3、愿景: 打造顾客信赖的食品社区和消费入口

公司以“提供高品质食品, 用美味感动世界”为使命, 打造集休闲食品产品研发、供应链管理、质量检验、全渠道销售为一体的品牌运营商, 持续为消费者提供高品质的产品、轻松便捷的服务和丰富多样的零食与生活解决方案, 不断拓展产业布局的深度与广度, 致力于成为“顾客信赖的食品社区和消费入口”。

在未来的经营过程中, 公司将继续通过产品差异化、销售品牌化、组织平台化、渠道数字化、门店布局全国化以进一步提升品牌的影响力, 提高运营效率, 扩大市场规模, 形成以休闲食品线上线下全渠道运营为核心的业务体系。

## 4、盈利预测与投资建议

我们看好公司受益新零售、线上线下全渠道融合的销售模式, 预计公司2019-2021年净利润分别为3.39、3.93、4.45亿元, EPS分别为0.85、0.98、1.11元。参考同业三只松鼠、好想你、盐津铺子, 我们认为合理估值区间在40-45倍, 给予“推荐”评级。

表4: 可比公司估值

公司	收盘价 (2020年2月25日)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
三只松鼠	67.5	270.6	0.9	1.1	1.4	78	60	47
盐津铺子	44.9	57.6	1.0	1.4	2.0	47	32	22
好想你	10.2	52.6	0.3	0.4	0.5	33	25	21
平均	40.9	126.9	0.7	1.0	1.3	53	39	30

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 5、风险提示

成本大幅上涨、新市场拓展不及预期、品牌被仿冒

### 5.1、成本大幅上涨

休闲食品的主要原材料包括坚果、水果、肉类、水产品、五谷等农副产品。近但由于农副产品易受自然条件、市场供求等因素影响，存在大幅上涨可能。

### 5.2、新市场拓展不及预期

我国各地区经济发展程度、消费者的消费能力和消费习惯、休闲食品行业的区域竞争情况和仓储物流等配套设施的健全程度等存在一定差异，在新进入的区域市场，当地消费者对公司品牌的认知以及公司对该目标市场的深入了解需要一定时间。在新市场开拓过程中各项资源的扩张速度跟不上开拓速度，则可能对公司的经营带来不利影响。

### 5.3、品牌被仿冒

品牌是消费者购买休闲食品的重要影响因素，随着市场的扩大和发展，抄袭伪造知名品牌的产品成为部分不法厂商参与市场竞争的一种手段，如果未来公司产品被大量仿冒，将会影响公司的品牌形象及消费者对公司产品的消费意愿，从而可能对公司的正常生产经营产生不利影响。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2350</b>	<b>2378</b>	<b>3722</b>	<b>4177</b>	<b>5590</b>	<b>营业收入</b>	<b>5424</b>	<b>6378</b>	<b>7720</b>	<b>9303</b>	<b>11163</b>
现金	1070	1037	1978	2313	3303	营业成本	3828	4387	5250	6326	7591
应收票据及应收账款合计	101	86	122	143	170	营业税金及附加	30	33	47	53	62
其他应收款	81	65	118	102	160	营业费用	1055	1240	1428	1721	2065
预付账款	129	181	181	252	273	管理费用	426	384	463	540	670
存货	591	712	940	1013	1329	研发费用	4	2	-45	-23	-37
其他流动资产	378	297	384	354	354	财务费用	-3	-4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>606</b>	<b>805</b>	<b>794</b>	<b>856</b>	<b>913</b>	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	31	32	22	26	28
固定资产	339	321	331	389	448	其他收益	116	346	599	713	839
无形资产	130	175	196	220	244	投资净收益	1	2	10	9	5
其他非流动资产	137	309	267	247	222	<b>营业利润</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>资产总计</b>	<b>2956</b>	<b>3183</b>	<b>4515</b>	<b>5034</b>	<b>6503</b>	营业外收入	115	347	608	720	843
<b>流动负债</b>	<b>2100</b>	<b>2056</b>	<b>2990</b>	<b>3086</b>	<b>4078</b>	营业外支出	72	99	246	299	365
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>43</b>	<b>248</b>	<b>362</b>	<b>421</b>	<b>478</b>
应付票据及应付账款合计	569	697	589	1064	907	所得税	5	9	23	28	33
其他流动负债	1531	1359	2401	2022	3170	<b>净利润</b>	<b>38</b>	<b>239</b>	<b>339</b>	<b>393</b>	<b>445</b>
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	少数股东损益	166	405	623	729	845
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>0.10</b>	<b>0.59</b>	<b>0.85</b>	<b>0.98</b>	<b>1.11</b>
其他非流动负债	0	8	4	5	5	EBITDA					
<b>负债合计</b>	<b>2100</b>	<b>2064</b>	<b>2994</b>	<b>3091</b>	<b>4082</b>	EPS(元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	18	42	65	93	125	<b>主要财务比率</b>	<b>26.5</b>	<b>17.6</b>	<b>21.1</b>	<b>20.5</b>	<b>20.0</b>
股本	360	360	401	401	401	<b>成长能力</b>	<b>-15.5</b>	<b>197.9</b>	<b>73.0</b>	<b>18.9</b>	<b>17.7</b>
资本公积	418	418	418	418	418	营业收入(%)	-61.2	520.7	42.1	16.0	13.3
留存收益	60	298	660	1081	1560	营业利润(%)					
归属母公司股东权益	838	1077	1457	1850	2295	归属于母公司净利润(%)	29.4	31.2	32.0	32.0	32.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2956</b>	<b>3183</b>	<b>4515</b>	<b>5034</b>	<b>6503</b>	<b>获利能力</b>	<b>0.7</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>
	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	5.0	22.2	23.8	21.7	19.8
	<b>544</b>	<b>148</b>	<b>889</b>	<b>420</b>	<b>1068</b>	净利率(%)	3.7	20.8	22.9	20.7	18.7
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>43</b>	<b>248</b>	<b>362</b>	<b>421</b>	<b>478</b>	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	<b>84</b>	<b>90</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	ROIC(%)	71.1	64.9	66.3	61.4	62.8
净利润	4	2	-45	-23	-37	<b>偿债能力</b>	<b>-125.1</b>	<b>-92.7</b>	<b>-130.0</b>	<b>-119.1</b>	<b>-136.4</b>
折旧摊销	-31	-32	-22	-26	-28	资产负债率(%)	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
财务费用	119	-186	531	-24	569	净负债比率(%)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
投资损失	325	26	3	-1	-0	流动比率					
营运资金变动	109	-145	-30	-109	-116	速动比率	2.0	2.1	2.0	1.9	1.9
其他经营现金流	193	263	-10	63	57	<b>营运能力</b>	<b>62.2</b>	<b>68.2</b>	<b>74.2</b>	<b>70.2</b>	<b>71.2</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	总资产周转率	7.6	6.9	8.2	7.7	7.7
资本支出	302	118	-41	-47	-59	应收账款周转率					
长期投资	-16	-8	82	24	37	应付账款周转率	0.10	0.59	0.85	0.98	1.11
其他投资现金流	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.50</b>	<b>2.22</b>	<b>1.05</b>	<b>2.66</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股收益(最新摊薄)	2.09	2.68	3.63	4.61	5.72
短期借款	208	0	41	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)					
长期借款	348	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	-571	-8	41	24	37	<b>估值比率</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
资本公积增加	637	-5	941	335	990	P/E	-6.3	-2.4	-3.1	-3.0	-3.8
其他筹资现金流						P/B					
<b>现金净增加额</b>						EV/EBITDA					

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>