

推荐 (首次)

国内休闲零食龙头 全品类全渠道发展

风险评级：中风险

良品铺子 (603719) 深度报告

2020年2月28日

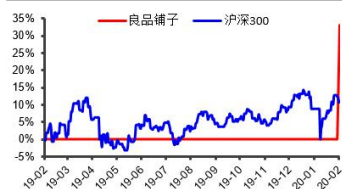
投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2020年2月27日

收盘价(元)	22.81
总市值(亿元)	91.47
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
ROE (TTM)	27.48%
12月最高价(元)	22.81
12月最低价(元)	17.14

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司是国内休闲零食龙头之一。**公司主要从事休闲食品的研发、采购、销售及运营业务，实行多品类战略。目前，公司已形成覆盖肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍等多个品类、1000余种的产品组合。公司收入规模在A股可比公司中排第二，仅次于三只松鼠。
- **全品类均衡布局。**公司肉类零食、糖果糕点和坚果炒货贡献了六成以上的收入，2018年这三大品类营收占比分别为23%、21%和20%。果干果脯和素食山珍2018年营收占比分别为12%和8%。相比之下，三只松鼠和好想你（百草味品牌）收入主要来自于坚果，2018年坚果营收占比分别为53%和44%。盐津铺子收入主要来自豆制品、烘焙和肉制品等。来伊份营收主要来自于肉制品、炒货及豆制品，2018年营收占比分别为31%和30%。
- **实行全渠道销售模式。**公司通过构建门店终端、电商平台、移动APP、O2O销售平台等全方位的销售渠道，形成了“不断接近终端、随时提供服务”的销售渠道布局。公司线下渠道坚持“加盟为主，直营为辅”的布局策略。终端门店公司坚持“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。线上主要分为B2B和B2C模式，其中B2C模式营收占比高于B2B。与竞争对手相比，公司渠道具有规模优势。目前公司线上、线下规模均名列前茅，其中线上销售规模位居第三，仅次于三只松鼠和好想你（百草味）。线下规模位居第一。2018年，公司线下实现营收34.4亿元，略高于来伊份（34.2亿元）；线上收入28.8亿元，位居第三，仅次于三只松鼠（62.3亿元）和好想你（40.7亿元）。
- **我国休闲食品行业市场规模大，未来仍有增长空间。**根据中国食品工业协会的统计数据，我国休闲食品行业年产值由2004年的1931.38亿元增长至2014年的9050.18亿元，年均复合增速达到16.7%，且预计2015-2019年仍将保持高速增长，由2015年的10589.62亿元增长至2019年的19925.28亿元，年均复合增速超过17%。目前休闲食品人均消费量和消费额均明显低于发达国家，未来还有很大增长空间。
- **投资建议：首次覆盖，给予推荐评级。**预计公司2019-2020年EPS分别为0.81元和1.01元，目前股价对应PE分别为28倍和23倍。公司竞争优势明显，首次覆盖，给予推荐评级。
- **风险提示。**消费需求下降、竞争加剧、渠道扩张不达预期等。

目 录

1. 公司是国内休闲零食龙头.....	4
1.1 实行全品类均衡布局.....	4
1.2 实行全渠道发展战略.....	5
1.3 建立高效的供应链系统.....	7
1.4 创始人持股比例高.....	8
2. 我国休闲食品行业增长潜力大 集中度低.....	8
2.1 我国休闲食品行业市场规模大 未来仍有增长空间.....	8
2.2 行业高度分散，龙头集中度还很低.....	9
3. 公司竞争优势.....	10
3.1 产品结构较竞争对手更为均衡.....	10
3.2 渠道具有规模优势 线上线下融合更好.....	11
3.3 财务指标对比.....	12
4. IPO 募投项目分析.....	13
4.1 全渠道营销网络建设项目.....	14
4.2 加大对重点城市仓储体系构建.....	14
4.3 全面升级现有信息系统.....	15
5. 投资建议：首次覆盖，给予推荐评级.....	15

插图目录

图 1：公司产品品类营收（亿元）.....	4
图 2：公司 2018 年产品营收占比（%）.....	4
图 3：公司线上线下营收（亿元）.....	5
图 4：公司线上线下收入占比（%）.....	5
图 5：公司终端门店数量（家）.....	5
图 6：公司线下各区域及线上营收占比（%）.....	5
图 7：公司线上 B2C 营收（亿元）.....	6
图 8：公司线上 B2B 营收（亿元）.....	6
图 9：公司仓储物流流程图.....	7
图 10：中国坚果炒货行业年产值（亿元）.....	9
图 11：中国坚果炒货行业年产值同比增速（%）.....	9
图 12：2018 年休闲食品人均消费量（千克）.....	9
图 13：2018 年休闲食品人均消费额（美元）.....	9
图 14：三只松鼠主营以坚果为主.....	10
图 15：好想你主营以坚果为主.....	10
图 16：盐津铺子主营以豆制品和烘焙为主.....	10
图 17：来伊份主营肉制品和炒货为主.....	10

表格目录

表 1：公司产品品类.....	4
表 2：公司与主要竞争对手主要品类对比.....	4
表 3：公司股权机构.....	8
表 4：A 股休闲零食上市公司实控人及前十大股东持股比例.....	8
表 5：A 股休闲零食上市公司市场占有率.....	10
表 6：A 股休闲零食上市公司线上线下营收.....	11

表 7：公司分产品毛利率（%）	12
表 8：公司分渠道毛利率（%）	12
表 9：A 股休闲零食上市公司综合毛利率（%）	12
表 10：A 股休闲零食上市公司期间费用率与净利率（%）	12
表 11：A 股休闲零食上市公司存货周转天数和应收账款周转天数（天）	13
表 12：公司 IPO 募集资金投向（万元）	13
表 13：公司物流仓储中心建设	15
表 14：公司盈利预测简表（2020/2/27）	16

1. 公司是国内休闲零食龙头

1.1 实行全品类均衡布局

公司实行全品类发展战略。公司主要从事休闲食品的研发、采购、销售及运营业务，实行多品类战略。目前，公司已形成覆盖肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍等多个品类、1000余种的产品组合。

表 1：公司产品品类

产品品类	产品品类描述
肉类零食	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	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	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。
糖果糕点	产品系列主要包括糕点、饼类、酥类、糖类、巧克力等。
素食山珍	选用具有全国各地特色的天然蔬菜和蛋类，经卤制而成，产品系列主要包括菌类、笋类、豆制品类、蛋类、蔬菜类等。
养生冲调	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。
饮料饮品	产品系列主要有乳品、功能性饮品、茶饮等。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

表 2：公司与主要竞争对手主要品类对比

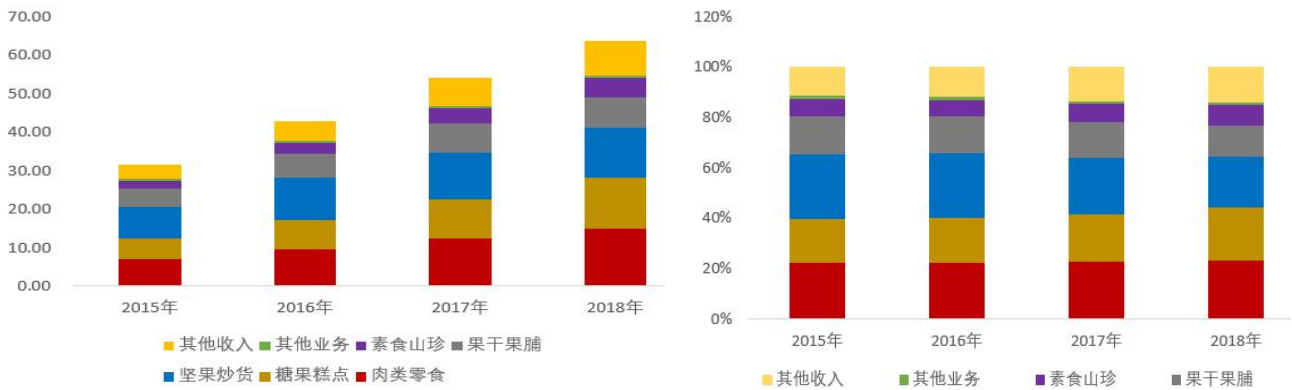
证券代码	证券简称	主要品类	公司简介
300783.SZ	三只松鼠	坚果炒货类等	成立于 2012 年，主营业务为休闲食品经营，主要产品为坚果炒货、肉脯鱼干等，于 2019 年在深交所创业板挂牌上市。
002582.SZ	好想你	坚果炒货、蜜饯零食等	公司于 2006 年收购杭州郝姆斯食品有限公司，旗下拥有互联网零食品牌百草味。百草味成立于 2007 年。2020 年 2 月 24 日公司公告拟将郝姆斯 100% 股权出售给百事饮料。
002847.SZ	盐津铺子	休闲豆制品、肉制品等	成立于 2005 年，主要经营小品类休闲食品的研发、生产和销售，于 2017 年在深交所中小板挂牌上市
603777.SH	来伊份	肉制品、炒货、豆制品等	成立于 1999 年，主营业务为休闲食品经营，产品覆盖炒货、蜜饯、肉制品等九大系列，于 2016 年在上交所挂牌上市

资料来源：公司官网，招股说明书，东莞证券研究所

全品类均衡布局。肉类零食、糖果糕点和坚果炒货贡献了六成以上的收入，2018 年这三大品类营收占比分别为 23%、21%和 20%。果干果脯和素食山珍 2018 年营收占比分别为 12%和 8%。

图 1：公司产品品类营收（亿元）

图 2：公司 2018 年产品营收占比（%）



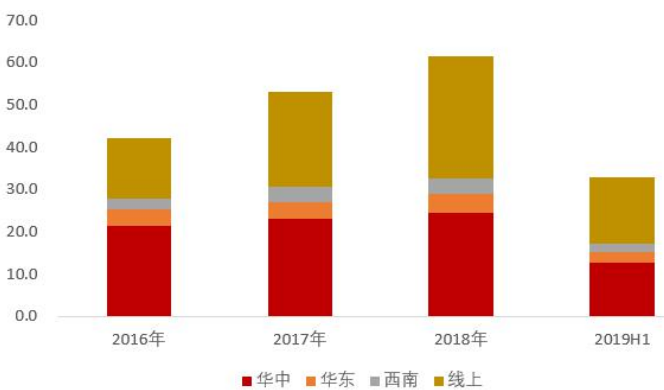
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2 实行全渠道发展战略

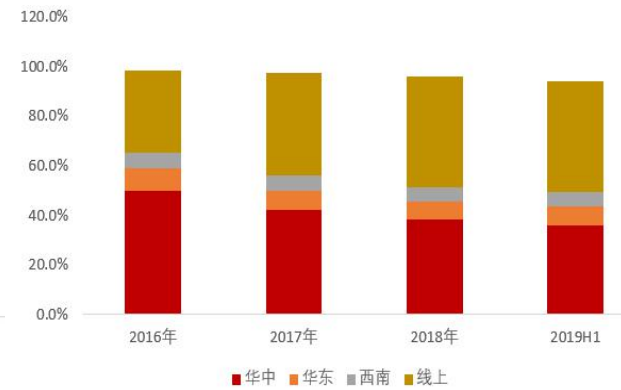
公司已建立起了全渠道的销售模式。公司通过构建门店终端、电商平台、移动 APP、O2O 销售平台等全方位的销售渠道，形成了“不断接近终端、随时提供服务”的销售渠道布局。

图 3：公司线上线下营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 4：公司线上线下收入占比（%）

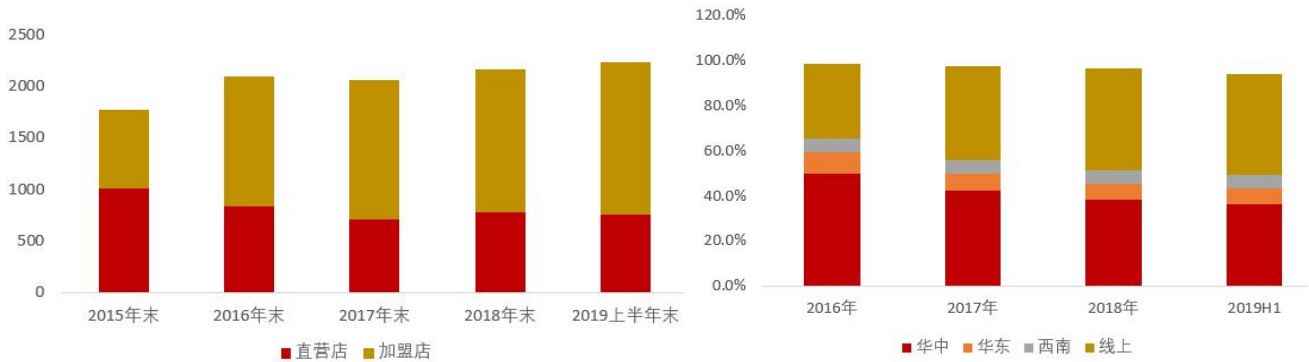


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司线下渠道坚持“加盟为主，直营为辅”的布局策略。终端门店公司坚持“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。近几年，公司终端门店数量除2017年有所减少外，其他年份均保持增长；其中直营店有所减少，加盟店保持较快扩张。截至2019年上半年末，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店2237家，较年初净增加74家；其中直营店747家，加盟店1490家。公司线下门店实现了从核心商圈到社区门店的多层次覆盖。大客户团购方面，公司设置有门店业务中心，主要针对企事业单位进行拓展。2019年上半年线下实现营收17.3亿元，营收占比为49.2%；其中36%营收来自华中地区，华东和西南营收占比分别为7.4%和5.7%。2016-2017年线下营收年均复合增速约为8%。

图 5：公司终端门店数量（家）

图 6：公司线下各区域及线上营收占比（%）

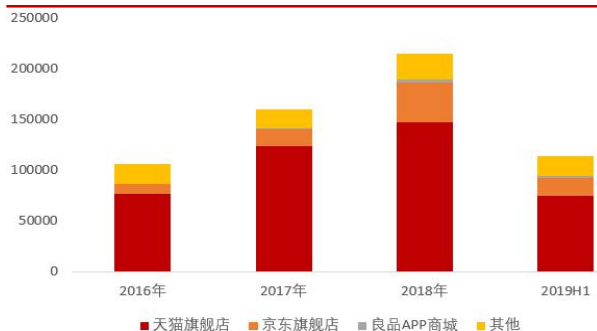


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

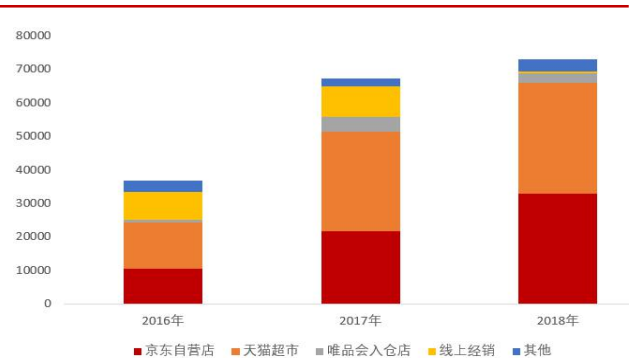
线上主要分为B2B和B2C模式，其中B2C模式营收占比高于B2B。B2B模式下，公司向客户销售产品，客户再卖给终端消费者。公司B2B客户主要包括电商平台客户和线上经销商。公司的主要电商平台客户包括京东自营、天猫超市、一号店自营等。线上经销商是由在电商平台开设门店的商户作为产品的销售方向终端消费者提供商品，目前，公司为了简化渠道管理难度，逐步停止了线上经销业务。B2C模式分为平台旗舰店和自营平台模式两种。公司与天猫、京东、微信商城等第三方销售平台签订服务协议，在平台开设自营品牌旗舰店，同时根据销售流水向平台支付一定比例的平台服务费；平台则负责提供商城基础设施运营、整体推广和数据分析等服务。除在第三方平台外，公司还通过自营 APP 等自营途径进行销售。公司B2C模式营收占比相对B2B模式高。公司B2B和B2C渠道2019年上半年分别实现营收4.24亿元和11.44亿元，占营业总收入的比重分别为12.1%和32.6%；线上B2B和B2C占营业总收入的比重合计达到44.7%。2016-2018年线上营收年均复合增速接近42%，其中B2B和B2C年均复合增速分别为41%和42.5%。线上渠道营收占比大的主要为天猫旗舰店、京东自营店、京东旗舰店和天猫超市，2019年上半年占营业总收入的比重分别为21.4%、6.7%、4.8%和4.8%。

图 7：公司线上 B2C 营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 8：公司线上 B2B 营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

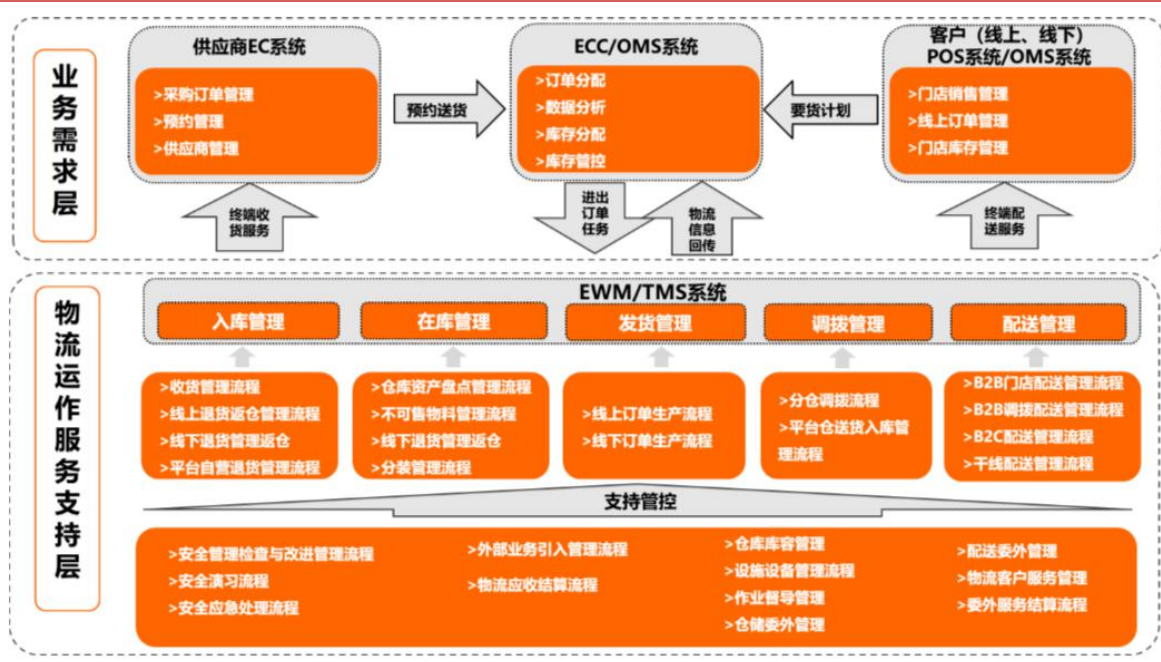
线上线下融合发展。公司通过将门店与美团、饿了么等多个本地生活平台打通。消费者在各类O2O平台上选择就近门店下单后，由门店通过第三方配送服务商在一定时间内送达至消费者。目前，公司已推出了手机APP自营O2O平台，并打通了美团、饿了么、京东、支付宝等第三方O2O平台。推出“线上下单快速送达”、“线上下单门店取货”等多种新型交易方式，实现终端门店的在线化。

1.3 建立高效的供应链系统

建立“以销定产”的采购模式。供应计划中心会与销售部门密切联动，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进行预测分解，结合订单量、采购周期等维度制定采购计划。同时，公司会对产品的销售数据进行追踪分析，根据市场行情与消费需求快速调整相应的采购计划。

建立高效的仓储物流配送体系。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。截至2019年6月30日，公司在武汉、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。在线下配送环节，线下直营店、加盟店和团购模式均采用统一的配送体系，通过第三方物流服务商像客户配送产品。为保证配送效率同时控制物流费用，公司每年通过招投标方式确定线下各区域业务的物流服务商并与其签订一年期服务协议，公司线下业务物流服务商的集中度与各区域物流服务商的中标情况相关。

图 9：公司仓储物流流程图



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

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。

积极布局海外。公司2018年4月就启动了海外布局，目前已经携100多款零食进入了美国、澳大利亚、英国、法国等20个国家。通过天猫、京东、亚马逊等跨境电商平台，通过跨境物流体系直接送达消费者手中；或通过海外经销商，消费者也可在部分国家的便利店和华人商超买到良品铺子的零食。同时打通了连接上述20个国家的国际物流链路，在美国、加拿大、澳大利亚等重要市场，还与海外物流合作建设了仓储配送体系。未来，公司的国际化之路将分两步走。现阶段，将1亿海

外华人及留学生作为主要目标群体，以儿时味道慰藉他们的乡愁。未来将在海外寻找合作伙伴，共同研发适宜不同国家消费者口味的产品，同时争取进驻大型连锁商超，探索和开发占海外零食消费90%份额的线下市场。

1.4 创始人持股比例高

公司创始人持股比例高。公司控股股东为宁波汉意，宁波汉意直接持有发行人41.55%的股份，杨红春、杨银芬、张国强、潘继红作为良品铺子的共同实际控制人，间接持有发行人共计46.96%的股份。员工通过宁波汉宁、宁波汉良、宁波汉林、宁波汉亮四家员工持股平台间接持有公司股份。今日资本和高瓴资本分别持有公司股份30.3%和11.67%。

表 3：公司股权结构

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
宁波汉意投资管理合伙企业(有限合伙)	14,958	37.30
达永有限公司	12,150	30.30
珠海高瓴天达股权投资管理中心(有限合伙)	1,854	4.62
HH LPPZ (HK) Holdings Limited	1,800	4.49
宁波艾邦投资管理有限公司	1,440	3.59
宁波良品投资管理有限公司	1,197	2.99
宁波高瓴智远投资合伙企业(有限合伙)	1,026	2.56
宁波汉宁倍好投资管理合伙企业(有限合伙)	394	0.98
宁波汉林致好投资管理合伙企业(有限合伙)	394	0.98
宁波汉亮奇好投资管理合伙企业(有限合伙)	394	0.98
合计	35,606	88.79

资料来源：公司招股说明书，wind, 东莞证券研究所

表 4：A 股休闲零食上市公司实控人及前十大股东持股比例

证券代码	证券简称	实际控制人	实控人持股比例	前十大股东持股比例
002582.SZ	好想你	石聚彬	25.07%	56.22%
300783.SZ	三只松鼠	章燎源	44.52%	90.59%
603719.SH	良品铺子	杨红春、杨银芬、张国强、潘继红	46.96%	88.79%
002847.SZ	盐津铺子	张学武、张学文	49.61%	73.75%
603777.SH	来伊份	施辉, 施永雷, 郁瑞芬	57.88%	71.93%

资料来源：公司招股说明书，wind, 东莞证券研究所

2.我国休闲食品行业增长潜力大 集中度低

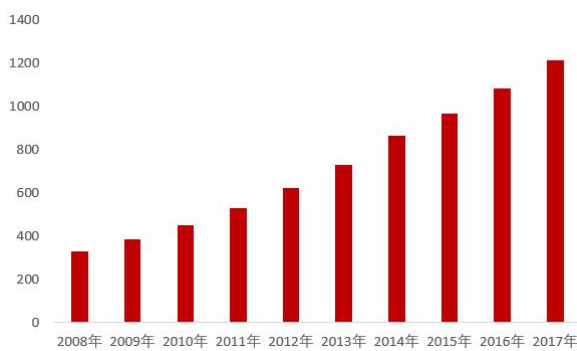
2.1 我国休闲食品行业市场规模大 未来仍有增长空间

行业市场规模大，增长快。公司属于休闲食品行业，市场规模保持快速增长。根据中国食品工业协会的统计数据，我国休闲食品行业年产值由2004年的1931.38亿元增长至

2014年的9050.18亿元，年均复合增速达到16.7%，且预计2015-2019年仍将保持高速增长，由2015年的10589.62亿元增长至2019年的19925.28亿元，年均复合增速超过17%。

从品类结构来看，坚果、零食等休闲食品增速快。休闲食品包括糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯等，种类繁多，其中以蜜饯果脯和坚果炒货为代表的品种占据较大市场份额。其中坚果类市场增长迅速。以坚果炒货为例，根据中国食品工业协会数据，2007至2017年间，坚果炒货行业年产值从283.1亿元迅速增长至1214.0亿元，年均复合增长率达15.7%。

图 10：中国坚果炒货行业年产值（亿元）



资料来源：三只松鼠招股说明书，东莞证券研究所

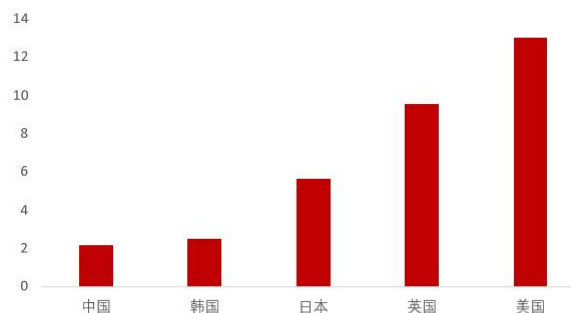
图 11：中国坚果炒货行业年产值同比增速（%）



资料来源：三只松鼠招股说明书，东莞证券研究所

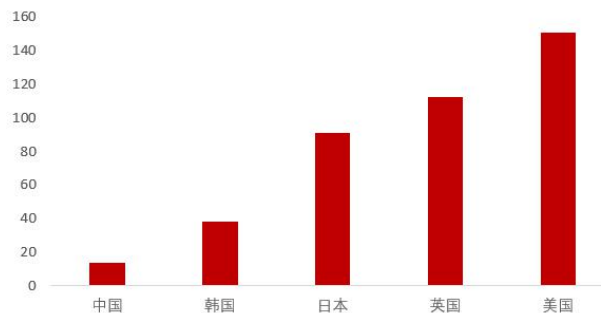
与发达国家相比，我国休闲食品人均消费还较低。根据前瞻研究院的数据，2018年我国休闲食品的人均消费量仅为2.15千克，仅为美国的17%，英国的23%，日本的38%，与韩国相当。我国休闲食品的人均消费额为13.58美元，仅为美国的9%，英国的12%、日本的15%和韩国的35%。

图 12：2018 年休闲食品人均消费量（千克）



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

图 13：2018 年休闲食品人均消费额（美元）



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.2 行业高度分散，龙头集中度还很低

行业集中度低。国内休闲食品行业生产企业众多，产品同质化程度较高，品牌企业仍然较少，品牌集中度还很低。根据食品工业协会的年产值预测数据，预计2018年三只松鼠、

良品铺子、好想你、来伊份和盐津铺子市占率合计仅为1.4%。目前行业内尚未出现全国性绝对的龙头企业。

表 5：A 股休闲零食上市公司市场占有率

证券代码	证券简称	2019 前三季度营收（亿元）	2018 年营收（亿元）	市占率（%）
300783.SZ	三只松鼠	67.1	70.0	0.4%
603719.SH	良品铺子	54.6	63.8	0.4%
002582.SZ	好想你	40.4	49.5	0.3%
603777.SH	来伊份	29.1	38.9	0.2%
002847.SZ	盐津铺子	9.8	11.1	0.1%

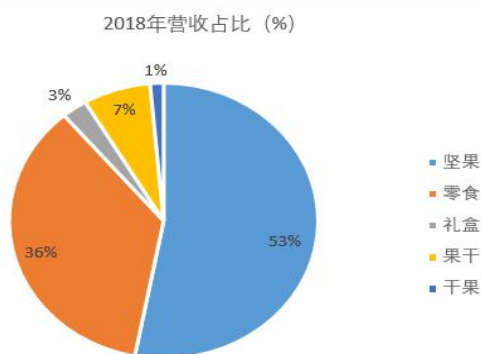
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.公司竞争优势

3.1 产品结构较竞争对手更为均衡

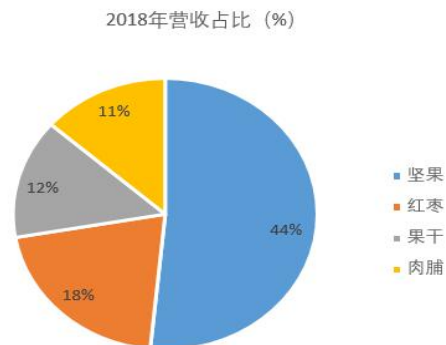
和竞争对手比较，公司产品品类更为均衡。公司三大核心品类为肉类零食、坚果炒货和糖果糕点，其各自营收占比约为 20%，2018 年合计贡献了约 62%的营收；果干果脯和素食山珍营收贡献约为 20%。相比之下，三只松鼠和好想你（百草味品牌）收入主要来自于坚果，2018 年坚果营收占比分别为 53%和 44%。盐津铺子收入主要来自豆制品、烘焙和肉制品等。来伊份营收主要来自于肉制品、炒货及豆制品，占比分别为 31%和 30%。

图 14：三只松鼠主营以坚果为主



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 15：好想你主营以坚果为主

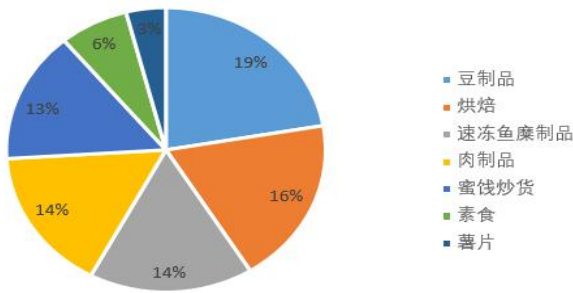


资料来源：东莞证券研究所，wind

图 16：盐津铺子主营以豆制品和烘焙为主

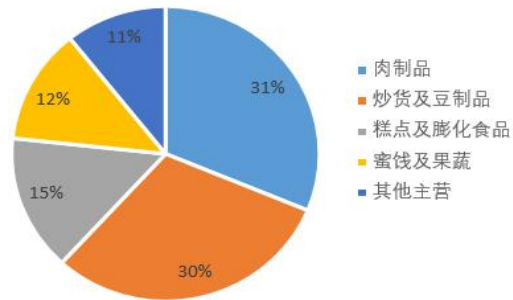
图 17：来伊份主营肉制品和炒货为主

2018年营收占比（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

2018年营收占比（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.2 渠道具有规模优势 线上线下融合更好

与竞争对手相比，公司渠道具有规模优势。目前公司线上、线下规模均名列前茅，其中线上销售规模位居第三，仅次于三只松鼠和好想你（百草味）。线下规模位居第一。2018年，公司线下实现营收34.4亿元，略高于来伊份（34.2亿元）；线上收入28.8亿元，位居第三，仅次于三只松鼠（62.3亿元）和好想你（40.7亿元）。

公司线上线下规模更为均衡。公司近几年线下保持扩张，线上保持快增。2018年线上线下营收占比分别为45.1%和51.2%，占比较为均衡。A股主要的竞争对手中三只松鼠以线上电商起家，近两年逐步在线下进行布局；已在多个城市开设线下体验店，2018年末已开设53家线下体验店；目前公司营收主要还是靠线上贡献。好想你2016年收购百草味，渠道以线上为主，线下有开设专卖店，2018年末线下门店约800家，以直营为辅，加盟为主。来伊份渠道以线下为主，线上占比还较低；线下渠道以直营为主、加盟为辅；线上正在突破中。盐津铺子渠道主要以线下商超为主。

表6：A股休闲零食上市公司线上线下营收

证券代码	证券简称	2018年线下收入（亿元）	2018年线上收入（亿元）	主要销售渠道	2018年末线下门店数量（家）	优势区域
300783.SZ	三只松鼠	7.5	62.3	电商平台	53	华东
603719.SH	良品铺子	34.4	28.8	加盟为主、直营为辅，电商平台	2163（直营775家，加盟1388家）	华中（湖北）
002582.SZ	好想你（百草味）	8.8	40.7	电商平台	800	华中
603777.SH	来伊份	34.2	4.1	直营为主、加盟为辅	2697（直营2381家，加盟316家）	华东
002847.SZ	盐津铺子	--	--	以线下直营商超为主、经销跟随	--	华中（湖南）

资料来源：wind，公司公告，东莞证券研究所（备注：--表示公司未公告）

3.3 财务指标对比

(1) 盈利能力对比

公司近两年毛利率稳步提升。主要原因在于：调升部分产品定价；随着电商收入规模的提升，公司逐渐改变原有低价竞争策略，电商渠道毛利率逐步得到改善。

表 7：公司分产品毛利率（%）

分产品毛利率	2019 年 H1	2018 年	2017 年	2016 年
肉类零食	32.12	29.98	29.99	34.51
糖果糕点	29.84	29.08	23.78	24.42
坚果炒货	33.68	30.9	30.04	33.65
果干果脯	37.11	35.12	34.89	40.44
素食山珍	37.8	36.86	36.6	40.74
其他	29.93	30.66	28.26	33.18

表 8：公司分渠道毛利率（%）

分渠道毛利率	2019 年 H1	2018 年	2017 年	2016 年
直营	52.18	50.91	49.23	50.43
加盟	25.48	22.68	22.06	22.41
团购	30.41	29.03	22.8	30.72
线下合计	35.74	33.69	32.37	37.03
线上	28.83	28.44	25.63	24.7

资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

与竞争对手相比，公司毛利率居中，但高于三只松鼠和好想你。公司毛利率较直营占比大的来伊份和盐津铺子低，较线上占比大的好想你和三只松鼠高。与主要的竞争对手相比，公司毛利率水平居中，主要与公司渠道结构有关。公司已构建线下直营、加盟门店及线上电商平台的全渠道营销网络，各渠道收入占比相当，共同成为公司收入的重要来源。

表 9：A 股休闲零食上市公司综合毛利率（%）

证券简称	2019 前三季度毛利率（%）	2018 年毛利率（%）	2017 年毛利率（%）	2016 年毛利率（%）
好想你	28.80	28.48	29.04	33.73
盐津铺子	42.87	39.13	46.83	49.19
三只松鼠	29.15	28.25	28.92	30.20
来伊份	44.73	43.91	44.31	45.71
平均值	36.39	34.94	37.28	39.70
良品铺子	32.50	31.21	29.42	32.73

资料来源：wind，东莞证券研究所

近两年公司净利率逐步提高；与竞争对手相比，公司净利率高于可比公司均值。公司近两年净利率逐步提高，主要原因在于：毛利率逐步提升及费用率有所下降。费用率主要是管理费用率和财务费用率逐年下降，而销售费用率保持稳定。与竞争对手相比，公司费用率低于可比公司均值，净利率高于可比公司均值。

表 10：A 股休闲零食上市公司期间费用率与净利率（%）

证券简称	2019 前三季度期间费用率（%）	2018 年期间费用率（%）	2017 年期间费用率（%）	2016 年期间费用率（%）	2019 前三季度净利率（%）	2018 年净利率（%）	2017 年净利率（%）	2016 年净利率（%）

三只松鼠	22.94	22.84	23.30	23.30	4.40	4.34	5.44	5.35
好想你	25.69	25.49	34.47	34.47	3.20	2.20	2.39	1.89
盐津铺子	33.73	33.84	35.97	35.97	9.13	6.43	8.66	12.53
来伊份	43.70	43.81	39.09	39.09	0.52	0.26	2.79	4.14
均值	31.51	31.50	33.21	33.21	4.31	3.31	4.82	5.98
良品铺子	24.96	25.83	29.35	29.35	5.82	3.89	0.79	2.45

资料来源：wind，东莞证券研究所

（2）营运能力对比

公司周转能力相对较强。近几年，公司存货周转效率和应收账款周转率不断提升。与主要的竞争对手相比，公司存货周转速度要高于所有可比公司，主要原因在于：2016年下半年上线 SAP 系统后，通过对信息系统的持续投入，加大信息系统对业务运营管理的支撑，通过分析终端需求，不断优化采购计划、仓库管理、物流配送等业务环节的运转效率，使得存货管理速度得到持续提升。公司应收账款周转效率仅次于来伊份，高于好想你、盐津铺子和三只松鼠。

表 11：A 股休闲零食上市公司存货周转天数和应收账款周转天数（天）

证券代码	证券简称	存货周转天数（天）				应收账款周转天数（天）			
		2019 三季度末	2018 年末	2017 年末	2016 年末	2019 三季度末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
603719.SH	良品铺子	49.18	53.46	56.83	68.18	5.12	5.28	5.79	6.56
603777.SH	来伊份	52.83	66.14	63.19	57.45	3.23	3.12	2.34	2.78
300783.SZ	三只松鼠	68.24	83.39	102.84	106.49	12.48	11.41	10.80	10.68
002847.SZ	盐津铺子	84.32	106.56	148.48	122.55	27.81	25.60	24.72	20.62
002582.SZ	好想你	93.28	120.54	141.37	194.58	24.81	29.87	31.02	46.22

资料来源：wind，东莞证券研究所

4. IPO 募投项目分析

公司于 2020 年 2 月 24 日上市，发行价 11.9 元/股，拟募集资金总额 4.88 亿元，主要用于全渠道营销网络建设项目、仓储于物流体系建设项目、信息系统数字化升级项目、研发中心与检测中心改造升级项目。

表 12：公司 IPO 募集资金投向（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投资金额	建设期	项目备案情况
1	全渠道营销网络建设项目	44,644.81	39,310.53	36 个月	武汉市东西湖区发展和改革委员会（登记备案项目代码：2018-420112-52-03-014169）
2	仓储与物流体系建设项目	19,308.66	-	36 个月	武汉市东西湖区发展和改革委员会（登记备案项目代码：2018-420112-52-03-014167）
3	良品信息系统数字化升级项目	10,660.20	-	24 个月	武汉市东西湖区发展和改革委员会（登记备案项目代码：2018-420112-52-03-014168）
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	武汉市东西湖区发展和改革委员会（登记备案项目代码：2018-420112-52-03-014170）
合计			42,034.83	-	-

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

4.1 全渠道营销网络建设项目

公司计划在上市 3 年内新开设 376 家门店。计划总投资 2.4 亿元，计划 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 家直营店，包括 126 家旗舰店和 250 家标准店。公司已在湖北、湖南、四川、江西、河南、广东、江苏、陕西、重庆、广西、浙江、安徽、福建和上海等省市的主要城市建立了 2000 多家线下门店，已初步形成了全面覆盖我国华中地区并逐步向华东、华南辐射的销售网络。但公司线下销售仅覆盖了上述 14 个省市，且高度集中在湖北、湖南、四川、江西和河南。公司通过募投项目的实施，一方面巩固华中地区的优势地位，另一方面提高了重点市场的覆盖度。

老店升级改造。计划投资 1.02 亿元，计划在 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，通过对其装修、设计的改进和部分老旧设备的更换，提高现有门店的有效使用率，提升品牌形象，从而进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力。

无线自营 APP 升级开发。计划投资 0.64 亿元，在现有版本基础上，对无线自营 APP 进行全面升级及推广。APP 建成后，将包含商城、会员、社区、支撑平台四大模块，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。

4.2 加大对重点城市仓储体系构建

计划投资 1.93 亿元，3 年内扩展物流仓储建设。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。本项目建成后，物流仓储面积增加，能够为公司各门店提供更强的物流配送支持，匹配各门店业务的持续增长，有利于提高公司核心竞争力，巩固公司在行业中的优势地位。

表 13：公司物流仓储中心建设

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：公司招股说明书，东莞证券研究所

4.3 全面升级现有信息系统

计划投资1.07亿元，2年内对公司现有的信息系统进行全面升级。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。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。

5.投资建议：首次覆盖，给予推荐评级

首次覆盖，给予推荐评级。公司是国内休闲零食龙头企业，实行全品类和全渠道发展战略。我国休闲食品行业市场规模大，未来仍然较大增长潜力，行业竞争格局还较为分散。公司作为龙头，有望受益。未来公司成长驱动力在于：第一，持续丰富品类，休闲食品领域品类仍有创新空间。第二，线下渠道仍有很多空白市场等待覆盖，未来公司将加大线下渠道扩张与下沉，持续推进全国化扩张。第三，线上仍有增长潜力。第四，募投项目投资的仓储配送建成后，公司供应链效率有望持续提升，有助于全国化扩张。预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.81 元和 1.01 元，目前股价对应 PE 分别为 28 倍和 23 倍。与三只松鼠相比，公司目前估值较有优势。

表 13：A 股休闲零食上市公司规模与市值比较（2020/2/27）

证券代码	证券简称	2019 年前三季度营收（亿元）	2019 年前三季度归母净利润（亿元）	2019 年前三季度营收同比（%）	2020 年前三季度归母净利润同比（%）	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）
002582.SZ	好想你	40.41	1.31	13.44	21.24	18.00	43.99
603777.SH	来伊份	29.15	0.15	2.39	12.38	14.48	45.86
002847.SZ	盐津铺子	9.81	0.90	30.12	62.92	13.55	48.24

603719.SH	良品铺子	54.60	3.14	19.65	83.81	10.29	100.60
300783.SZ	三只松鼠	67.15	2.96	43.79	10.40	27.79	271.84

资料来源：wind，东莞证券研究所（良品铺子市值是以 2020 年 2 月 28 日涨停价 25.09 元计算）

备注：好想你拟出售其持有的郝姆斯 100% 股权（百草味品牌持有者），出售价格 7.05 亿美元，折合人民币约 49 亿元。

风险提示：原料价格波动、消费需求下降、竞争加剧、渠道扩张不达预期、不可控力因素影响等。

表 14：公司盈利预测简表（2020/2/27）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,378	8,291	10,281	12,337
营业总成本	6,051	7,869	9,752	11,690
营业成本	4387	5,638	6,939	8266
营业税金及附加	33	46	57	68
销售费用	1240	1617	2015	2430
管理费用	384	514	668	839
财务费用	2	50	67	80
其他经营收益	32	30	30	30
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	32	30	30	30
营业利润	346	452	558	676
加 营业外收入	2	0	0	0
减 营业外支出	1	0	0	0
利润总额	347	452	558	676
减 所得税	99	113	140	169
净利润	248	339	419	507
减 少数股东损益	9	14	14	7
归母公司所有者的净利润	239	325	405	501
基本每股收益(元)	0.59	0.81	1.01	1.25
PE（倍）	38.3	28.1	22.6	18.3

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn