

良品铺子 (603719.SH) 国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头

2020年03月07日

——中小盘首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
任浪 (分析师)
孙金钜 (分析师)

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790519110002

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2020/3/6 |
| 当前股价(元) | 40.41 |
| 一年最高最低(元) | 40.41/17.14 |
| 总市值(亿元) | 162.04 |
| 流通市值(亿元) | 16.57 |
| 总股本(亿股) | 4.01 |
| 流通股本(亿股) | 0.41 |
| 近3个月换手率(%) | 4.96 |

中小盘研究团队
国内全渠道协同发展的休闲零食龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是国内唯一一家已实现全品类覆盖、全渠道均衡协同发展的休闲零食龙头，将充分受益于行业品牌化集中和线上线下渠道融合发展的趋势。公司品牌上实行高端化战略，提升品牌影响力，同时上市后借力资本开启全渠道的加速扩张。线上公司将发力自营 APP 和社交电商，完善多线布局；线下渠道则是“直营先行、加盟跟进”的模式由华中重点向华东、华南开启全国化的扩张。随着全渠道均衡的全国化扩张，公司有望走出华中，成长为全国性的休闲零食龙头。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.53/4.02/5.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.00/1.47 元，当前股价对应 2019-2021 年的 PE 分别为 45.9/40.3/27.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

休闲零食万亿市场，品牌集中、渠道融合在路上

国内休闲零食市场超万亿且仍保持稳健较快增长，消费升级驱动行业正在快速的品牌化集中。近年来，众多的国产休闲零食品牌厂商实现上市，同时行业内并购开始出现，上市和并购重组将进一步加速行业集中度的提升。同时后电商时代，随着适合电商渠道休闲零食品类红利的消退，休闲零食电商渗透率提升将放缓。线下渠道虽是核心渠道但区域性显著，跨区域扩张难度大。未来线上线下融合发展的“新零售”模式是发展方向。电商龙头三只松鼠和百草味开始发力线下渠道，线下的龙头来伊份和公司则是持续发力线上渠道。

线上线下持续发力，数字化赋能上下游，全渠道扩张走向全国龙头

公司在品牌上推行高端化战略的同时在全渠道进行扩张。电商渠道公司市场前三地位稳固，将受益行业集中度的持续提升。线下渠道在“直营开拓、加盟跟进”的战略下深耕华中腹地的同时重点向华东、华南进行全国化扩张，我们预计未来三年将新开超过 1000 家门店。此外，公司数字化系统赋能上游供应链和下游渠道，促进了公司各渠道的融合发展。未来随着公司线上与线下渠道协同扩张战略的持续推进，公司有望走出华中，成长为全国性的休闲零食龙头。

风险提示: 疫情持续时间超预期，全国化门店扩张建设不及预期等风险。

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 | 7,669 | 9,003 | 11,909 |
| YOY(%) | 26.5 | 17.6 | 20.3 | 17.4 | 32.3 |
| 净利润(百万元) | 38 | 239 | 353 | 402 | 589 |
| YOY(%) | -61.2 | 520.7 | 48.1 | 13.9 | 46.4 |
| 毛利率(%) | 29.4 | 31.2 | 31.7 | 31.4 | 33.2 |
| 净利率(%) | 0.7 | 3.7 | 4.6 | 4.5 | 4.9 |
| ROE(%) | 5.0 | 22.2 | 24.4 | 21.9 | 24.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.10 | 0.59 | 0.88 | 1.00 | 1.47 |
| P/E(倍) | 421.6 | 67.9 | 45.9 | 40.3 | 27.5 |
| P/B(倍) | 19.3 | 15.1 | 11.3 | 8.8 | 6.7 |

数据来源: 贝格数据, 开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 全渠道布局已然成型，多品类、全国化战略缔造零食王国..... | 4 |
| 1.1、 从线下龙头到线上新贵，全渠道布局扩张优势显现..... | 4 |
| 1.2、 多品类协同发展，高端化战略提升品牌影响力..... | 6 |
| 2、 休闲零食万亿市场，渠道融合、品牌集中在路上..... | 8 |
| 2.1、 零食市场超万亿且仍将保持稳健较快增长..... | 8 |
| 2.2、 品种众多、行业分散，上市与并购助力品牌集中..... | 9 |
| 2.3、 电商红利逐渐消退，线上线下融合发展优势显著..... | 11 |
| 3、 线上线下持续发力，数字化赋能、全渠道协同扩张..... | 12 |
| 3.1、 线上渠道持续升级，“平台电商+社交电商+自营 APP”多线布局..... | 12 |
| 3.2、 借力资本，线下渠道开启全国化扩张..... | 14 |
| 3.2.1、 深耕腹地华中地区，625 老店转型升级..... | 15 |
| 3.2.2、 资本助力全国扩张，3 年新开 376 家直营门店..... | 15 |
| 3.2.3、 直营先行开拓市场，加盟跟进完善布局..... | 16 |
| 3.3、 数字化赋能上下游，全渠道融合发展凸显协同性优势..... | 18 |
| 4、 盈利预测与估值..... | 21 |
| 5、 风险提示..... | 21 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司放开加盟后线下门店迅速扩张..... | 4 |
| 图 2: 公司线下收入持续快速增长..... | 4 |
| 图 3: 2018 年良品铺子线下收入规模行业内排名第一..... | 4 |
| 图 4: 公司全渠道发展模式成型，协同优势凸显..... | 5 |
| 图 5: 2015 年后线上渠道发力，助力公司二次腾飞..... | 6 |
| 图 6: 公司电商渠道 2019 年市占率达 5.55%，排名第三..... | 6 |
| 图 7: 公司全品类战略稳健推进，五大品类均衡发展..... | 6 |
| 图 8: 良品铺子 SKU 超过 1200 余种..... | 7 |
| 图 9: 公司签约顶流明星，开启高端化战略..... | 7 |
| 图 10: 高端化战略将推动品类毛利率重回上升通道..... | 7 |
| 图 11: 中商产业预计我国休闲食品 2018 年将超万亿..... | 8 |
| 图 12: 食品工业协会统计休闲食品 2014 年已超万亿..... | 8 |
| 图 13: Frost&Sullivan 统计我国休闲食品已超万亿..... | 9 |
| 图 14: 我国休闲食品人均消费量仍低于主流发达国家..... | 9 |
| 图 15: 外资品牌主导的西式零食集中度较高..... | 10 |
| 图 16: 国内厂商为主的休闲零食品类集中度都较低..... | 10 |
| 图 17: 近年来国内零食品牌厂商相继实现上市..... | 10 |
| 图 18: 我国休闲食品电商渠道的渗透率快速提升至 9.8%..... | 11 |
| 图 19: 传统电商平台获客成本快速提升..... | 12 |
| 图 20: 我国电商渠道交易额增速下降到 10%以内..... | 12 |
| 图 21: 休闲零食电商龙头的电商渠道增速均开始放缓..... | 12 |
| 图 22: 零食电商渠道三强格局已定，集中度持续提升..... | 12 |
| 图 23: 良品铺子会员社区网络建设不断完善..... | 13 |
| 图 24: 2015-2018 年社交电商 CAGR 达到 411.3%..... | 14 |

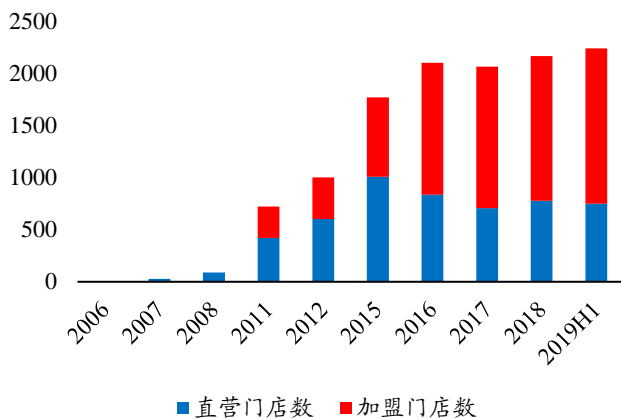
| | |
|--|----|
| 图 25: 近年来社交电商和自营 APP 收入快速增长 | 14 |
| 图 26: APP 中话题管理、门店自提等功能持续优化 | 14 |
| 图 27: 募投 6425.2 万元用于自营 APP 升级 | 14 |
| 图 28: 公司线下收入华中地区占比持续下降 | 15 |
| 图 29: 线下营收结构逐渐由直营主导转向加盟主导 | 15 |
| 图 30: 华中大本营内部营收结构亦持续优化 | 15 |
| 图 31: 华中环湖北地区人均消费金额仍存较大提升空间 | 15 |
| 图 32: 资本市场助力公司门店向全国范围内扩张 (表为 IPO 募投门店计划) | 16 |
| 图 33: 公司通过统一运营管理保障加盟店的盈利能力 | 17 |
| 图 34: 公司单店销售人员高于来伊份 | 17 |
| 图 35: 公司加盟店单店收入和直营店差异不大 | 17 |
| 图 36: 华中地区直营与加盟收入比例稳定在 4:3 左右 | 18 |
| 图 37: 2019 年开始加盟店数量开始重回增长 | 18 |
| 图 38: 数字化赋能研发、采购、仓储、物流四大环节 | 19 |
| 图 39: 数字化赋能供应链, 公司存货周转率领跑同业 | 19 |
| 图 40: 公司数字化管理已形成前台、中台、后台三部分 | 20 |
| 图 41: 良品铺子与阿里巴巴合作上线智慧门店 | 20 |
| 图 42: 智慧门店助力公司“双 11”营收快速增长 | 20 |
| | |
| 表 1: 良品铺子加盟要求高于同行业 | 17 |
| 表 2: 同行业主要竞争对手估值对比 (亿元、元/股) | 21 |

1、全渠道布局已然成型，多品类、全国化战略缔造零食王国

1.1、从线下龙头到线上新贵，全渠道布局扩张优势显现

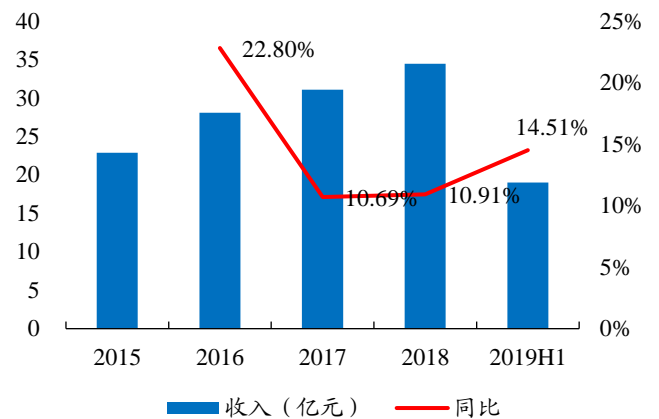
线下直营门店起家，开放加盟后快速扩张。2006年，良品铺子成立于湖北武汉，目前是国内唯一一家已实现全渠道协同发展的休闲零食龙头企业。公司成立伊始利用零食行业“冲动性、及时性、高频性”的消费属性，在华中地区省会城市和地级市的主城区依照消费者的生活路径开拓直营门店。首年即开设了6家直营门店，2007年扩张到28家，2008增加到88家。在直营门店快速扩张且实现连续盈利、门店经营模式成熟之后，公司在2011年放开门店加盟。加盟模式下，为保证品牌形象及渠道的管控能力，公司对加盟门店的形象设计、品牌宣传、人员培训等进行统一管理。公司自2011年放开加盟后门店数量迅速扩张，放开首年即新开加盟店300家，并且快速增长到2018年的1388家，2011-2018年加盟店数量的年复合增速达到24.5%。截至2019年6月30日，公司已在华中、华东、华南、西北、西南等13个省市开设门店2237家，其中直营门店747家，加盟店1490家。公司紧抓休闲零食行业快速品牌化的行业趋势，线下门店快速扩张，驱动公司线下收入持续快速增长，2018年公司线下营收规模达到34.44亿元，超越来伊份成为了行业内线下收入的第一名。

图1：公司放开加盟后线下门店迅速扩张



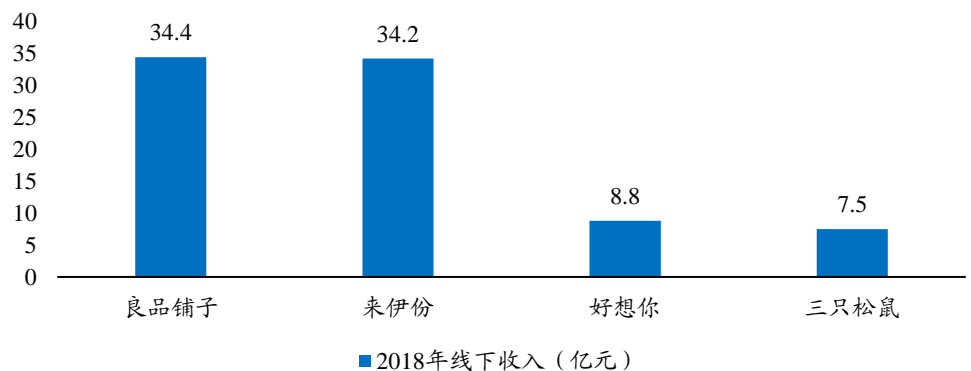
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图2：公司线下收入持续快速增长



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图3：2018年良品铺子线下收入规模行业内排名第一

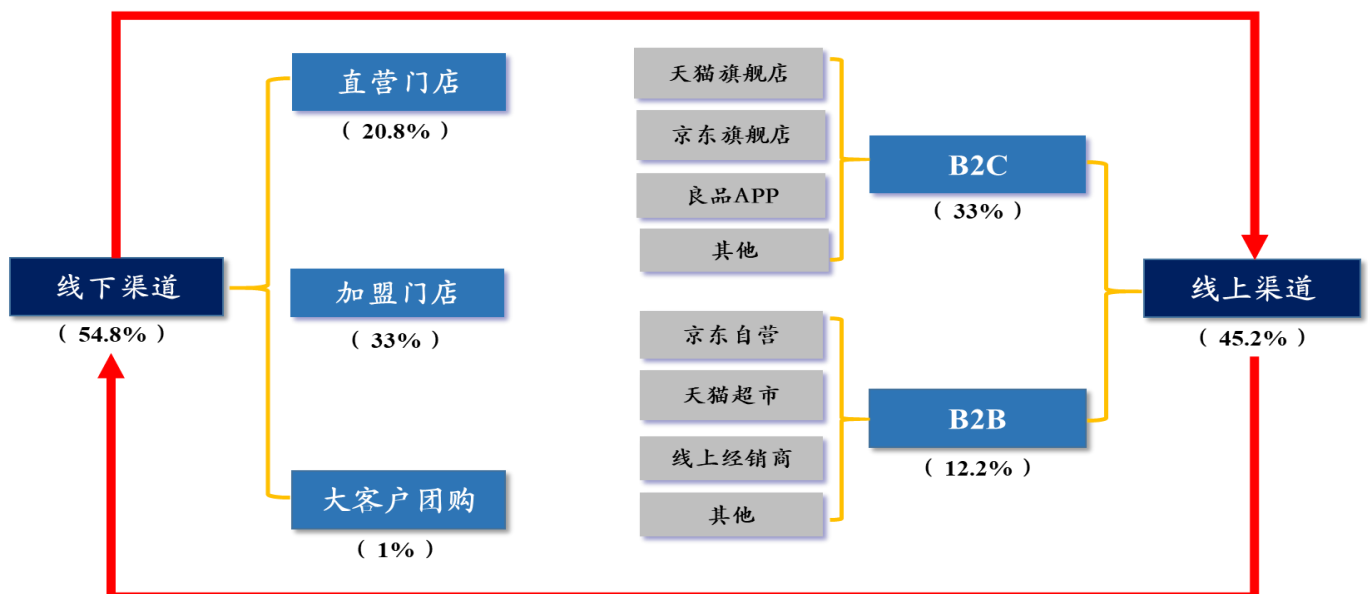


数据来源：公司公告、开源证券研究所

线上渠道助力公司二次腾飞，全渠道协同发展优势凸显。公司在线下门店迅速扩张的同时，积极切入互联网电商渠道。2010年起公司在淘宝、京东等电商平台开设旗舰店和直营店，随后几年相继在天猫、唯品会、一号店、拼多多等多家线上平台开拓销售渠道。2014年，公司持续深耕线上渠道，相继上线PC商城、有赞微信商城、支付宝服务窗商城、微博商城等。2017年，公司上线良品铺子自营APP。至此公司形成了集“平台电商+社交电商+自营APP”为一体的多方位线上渠道布局。公司线下门店数量在2006-2015年这十年间迅速增长，但在2015年达到1768家后核心的华中区域布局已经相对完善，线下门店扩张速度有所放缓。伴之而来的亦是线下营收增速的放缓，同时线下门店也面临着转型升级以适应消费升级趋势的问题。此时公司2010年布局的线上渠道开始发力，线上渠道收入自2015年的8.25亿元快速增长到2018年的28.78亿元，CAGR高达51.7%，营收占比也由2015年的26.53%增长至2018年的45.52%。经过几年的快速发展，目前公司在电商渠道已成为了继三只松鼠和百草味之后第三大零食品牌商，行业前三大的龙头地位稳固。据淘数据统计，公司2019年电商渠道的市场占有率达到5.55%，较2018年提升了0.55个百分点。同时，公司将门店与美团、饿了么、自营APP等多个线上平台打通，推出“线上下单快速送达”、“线上下单门店取货”等新型交易方式，积极促进线上线下相互融合。公司线上与线下渠道的融合发展促使产品与消费者之间建立了多重触点，既能利用线上渠道的渗透能力和覆盖广度提升品牌知名度、为线下门店导流，同时也可以利用线下渠道为消费者提供沉浸式的消费体验，提高消费者对品牌的忠诚度。更重要的是线上渠道打造出来的全国化品牌影响力和供应链体系为公司线下门店打破区域限制、实现异地扩张提供了非常好的基础。2018年开始，公司线下门店开始继续向全国化扩张，和线上渠道形成良好的互动和协同，实现了持续的增长。

图4：公司全渠道发展模式成型，协同优势凸显

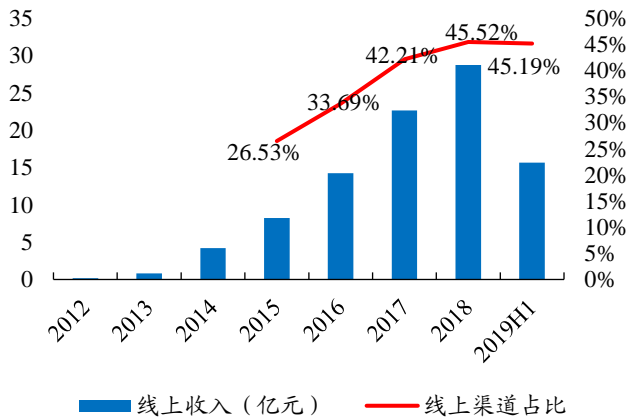
线下提供沉浸式消费体验、提升品牌忠诚度



线上广覆盖面为线下导流，形成全国化品牌影响力

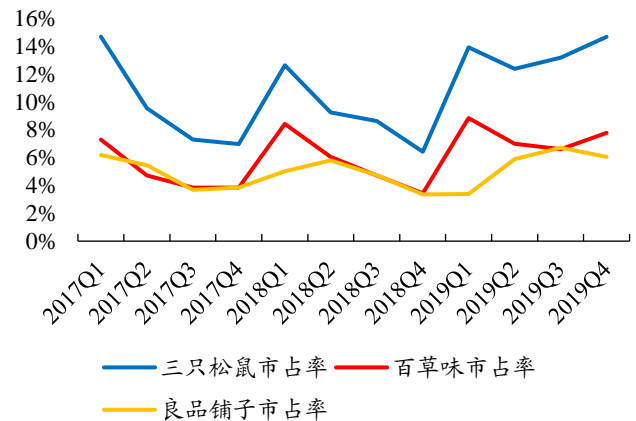
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图5: 2015年后线上渠道发力, 助力公司二次腾飞



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图6: 公司电商渠道 2019 年市占率达 5.55%，排名第三

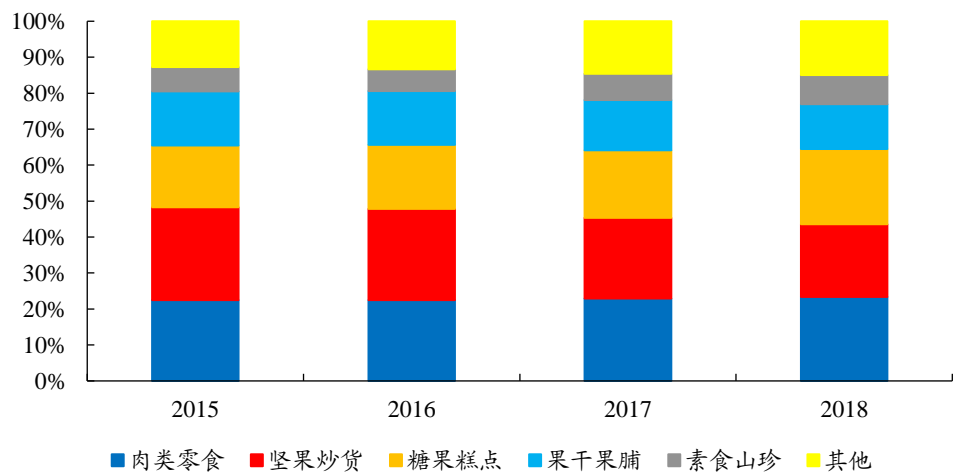


数据来源: 淘数据、开源证券研究所

1.2、多品类协同发展, 高端化战略提升品牌影响力

多品类战略契合零食行业特征, 五大品类均衡发展覆盖 SKU 超 1200 余个。国内休闲零食市场空间巨大, 同时由于口味偏好的差异、食材的多样化、西式零食的进入, 以及休闲零食本身满足人类需求和消费场景的多样化, 造就了休闲零食行业品类和品种多样化的特点。区别于其他电商品牌均以坚果作为核心品类, 公司自成立以来即坚持全品类战略发展, 全面覆盖了肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等多个品类, 目前已有 1200 余个 SKU。同时, 经过多年的产品结构调整, 公司在全品类战略下各个产品发展较为均衡, 在不断丰富品类覆盖不同消费需求的同时, 逐渐形成较强的品牌影响力。2018 年公司肉食零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍 5 大品类营收占比分别达到 23.4%、20.1%、20.9%、12.5%、8.1%。其中, 肉食零食、坚果炒货和糖果糕点营收占比持续在 20%左右波动, 全品类均衡发展战略持续稳健推进。

图7: 公司全品类战略稳健推进, 五大品类均衡发展



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图8: 良品铺子 SKU 超过 1200 余种



资料来源: 公司官网

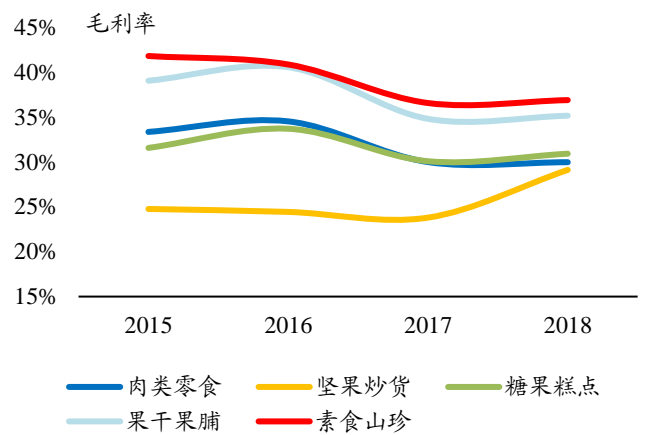
消费升级背景下，以全品类战略为基础，高端化战略推动品牌影响力提升。在消费升级背景下，消费者对休闲零食的购买要求将不再局限于“有的吃”（产品品类的充裕以及价格的低廉），更要求能够“吃的好”（对产品品质有了更高的要求）。在此背景下，2019年1月，公司以全品类战略为基础，正式开启高端化升级战略，力求打造休闲零食中的“高端零食”品牌形象。“高端零食”意味着产品的“高品质、高颜值、高体验”。具体而言，“高品质”是指从产业链各环节精细化地控制产品品质，如公司的“香辣卤藕”产品，原料均产自华中农业大学培育改良的地道江汉平原九孔藕，以严苛的种植环境下保证莲藕口感的粉糯香甜；“脆冬枣”产品的选材则出于中国最大的冬枣种植县—河北黄骅，公司选取的是产期形态和成熟度最好的 20% 的冬枣，分批次采摘，确保脆冬枣的糖分充足。“高颜值”则是指对产品包装、手感的升级。“高体验”则是力求在公司全渠道中提升消费环境、售后服务等。高端化战略帮助提升了公司的品牌形象和影响力。同时此前公司由于低毛利的加盟店和线上渠道的大力发展导致各品类毛利有所下降，但随着公司高端化的战略推进将逐步推动产品毛利率重回上升通道。

图9: 公司签约顶流明星，开启高端化战略



资料来源: 公司官网

图10: 高端化战略将推动品类毛利率重回上升通道



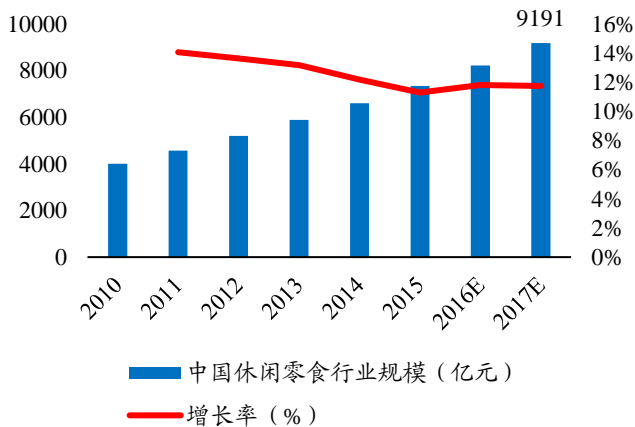
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

2、休闲零食万亿市场，渠道融合、品牌集中在路上

2.1、零食市场超万亿且仍将保持稳健较快增长

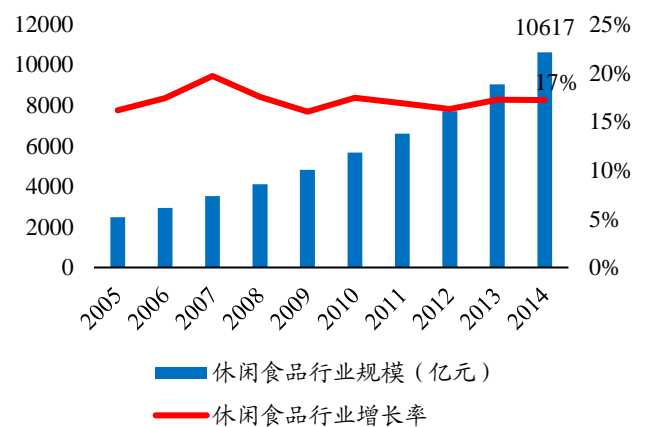
休闲零食规模超万亿，量价齐升驱动持续稳健增长。据中商产业研究院推算，休闲零食市场包含一切“少量方便包装食品”，市场规模在 2017 年已超 9000 亿，增速保持在 11-12%左右，预计 2018 年市场规模将超万亿。据中国食品工业协会《中国休闲食品行业发展研究报告》，我国休闲食品行业年产值从 2005 年的 2552 亿元增长到了 2014 年的 10620 亿元，年复合增速 17.17%，预计到 2020 年行业市场规模将接近 2 万亿元。据 Frost & Sullivan 的统计数据，2018 年我国休闲食品行业市场规模为 10297 亿元，2012-2018 年的 CAGR 为 12.26%。多方统计口径均表明我国休闲零食行业规模已超万亿。虽然我国休闲零食销量巨大，但人均消费仍远低于主流发达国家，仍有较大的成长空间。据 Euromonitor 统计数据，2015 年我国休闲零食人均消费量为 2.15KG，韩国和日本分别为 2.49KG 与 5.63KG，英国、美国则分别为 9.53KG 与 13.03KG。我国人均休闲零食的消费量与韩国接近，但较日本还有翻倍以上的提升空间，较英国和美国则分别还有 3-5 倍的成长空间。同时在消费升级的背景下，消费者对于休闲零食的要求也越来越高，我国休闲食品正逐步向健康化、高端化升级。例如烘焙食品正由长保向更加健康、新鲜的短中保升级，短保龙头桃李面包 2011-2018 年营收复合增长率高达 22%；坚果领域中，富含多种营养的树坚果也迅速成长，三只松鼠凭借树坚果起步，紧抓电商红利，在 7 年内即成长为休闲零食行业的龙头并完成上市；休闲卤制品行业，高端品牌化的绝味食品、周黑鸭、煌上煌等近年来亦是持续快速增长。休闲零食向健康化、高端化、品牌化的升级过程，伴之而来的亦是整体行业价格的稳步提升。量价齐升，我们认为未来中国休闲零食行业仍将保持稳健较快增长。

图11：中商产业预计我国休闲食品 2018 年将超万亿

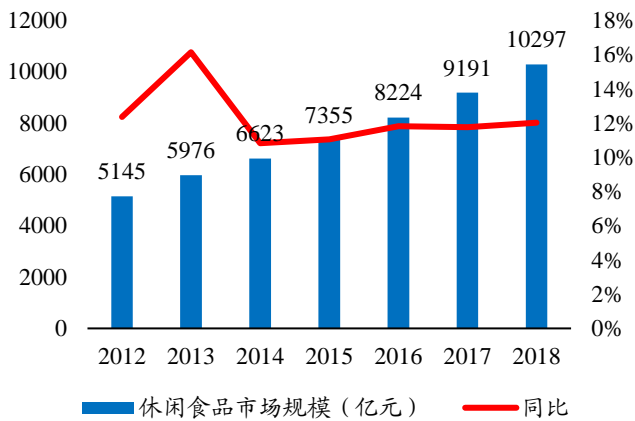


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

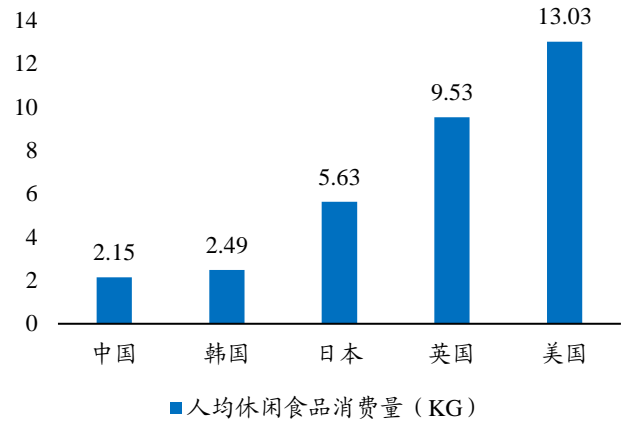
图12：食品工业协会统计休闲食品 2014 年已超万亿



数据来源：中国食品工业协会、开源证券研究所

图13: Frost&Sullivan 统计我国休闲食品已超万亿


数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

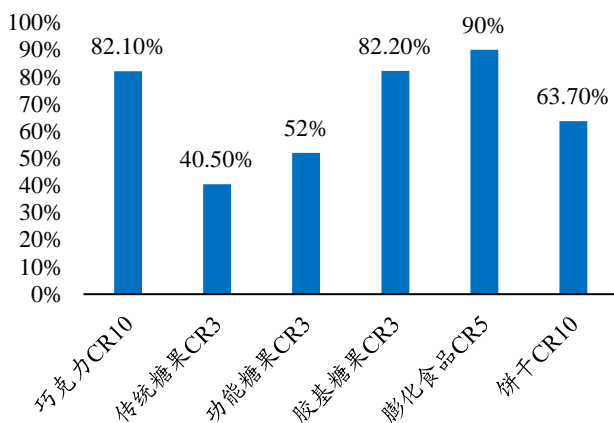
图14: 我国休闲食品人均消费量仍低于主流发达国家


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

2.2、品种众多、行业分散，上市与并购助力品牌集中

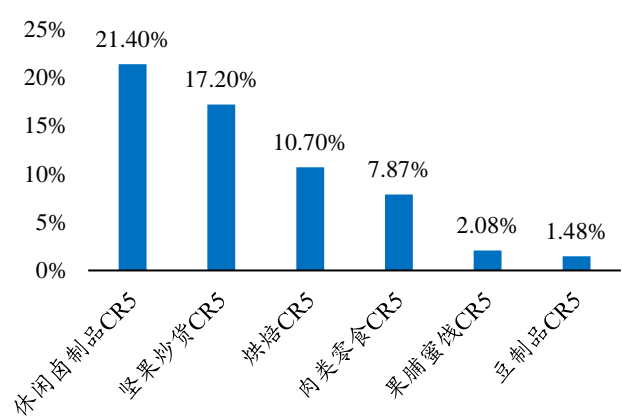
品种众多、进入门槛低，除已被外资垄断的西式零食外，其余子领域十分分散。我国地域辽阔，各地域由于气候、饮食习惯、消化等方面的差异，形成了不同的口味偏好，如“南甜北咸”、“东辣西酸”等。口味偏好的差异、食材的多样化、西式零食的进入，以及休闲零食本身满足人类需求和消费场景的多样化，造就了休闲零食行业品类和品种的多样化。同时，由于国内休闲零食，尤其是具备本土化特色的传统零食，生产工艺标准程度较低，多为手工制作，整体行业进入门槛较低，单一品类难以在短时间迅速形成规模优势。分品类来看，休闲零食可以分为糖果和巧克力、烘焙、坚果炒货、休闲卤制品等大品类以及其他如休闲豆制品、肉干肉脯、果脯蜜饯等小品类。其中标准化程度较高的西式零食，如糖果、巧克力、薯片和饼干等，由外资品牌主导，市场集中度较高。巧克力市场上，2016年我国巧克力销售额的CR10达到82.1%；糖果市场中传统糖果阿尔卑斯、雅客和大白兔的市场份额分别为15%、13%和12.5%，CR3为40.5%；功能性糖果雅客、荷氏和金嗓分别占22.5%、18.3%和11.2%，CR3为52%；胶基糖果中绿箭、益达和乐天分别占49.9%、22.6%和9.7%，CR3达到了82.2%。膨化食品及饼干市场也多被乐事、好丽友、亿滋国际、艾比利等海外品牌占据，CR5达到了90%。饼干市场的CR10也已达63.7%。相反，对于标准化程度相对较低的烘焙类、本土化的休闲卤制品、坚果炒货以及规模较小的小品类休闲零食而言，以国内厂商为主，市场十分分散。2018年我国烘焙食品市场的CR5为10.7%，其中达利食品、桃李面包和好丽友市场份额为前三，分别占比4%、3.2%和1.7%。休闲卤制品的CR5为21.40%，前五名分别为绝味、周黑鸭、紫燕、煌上煌和久久丫，市占率分别为8.9%、5.5%、2.7%、2.6%和1.3%。坚果炒货的CR5为17.20%，前五名分别为洽洽、三只松鼠、百草味、良品铺子和来伊份。小品类休闲零食的市场集中度则更低，果脯蜜饯前五大品牌分别为溜溜果园、怡达、御食园、佳宝和华味亨，CR5仅2.08%；肉类零食的前五大品牌为有友、五洲、棒棒娃、母亲、品品，CR5为7.87%；豆制品的前五大品牌为奇爽、盐津铺子、口口香、华鹏、吴府记，CR5为1.48%。

图15: 外资品牌主导的西式零食集中度较高



数据来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

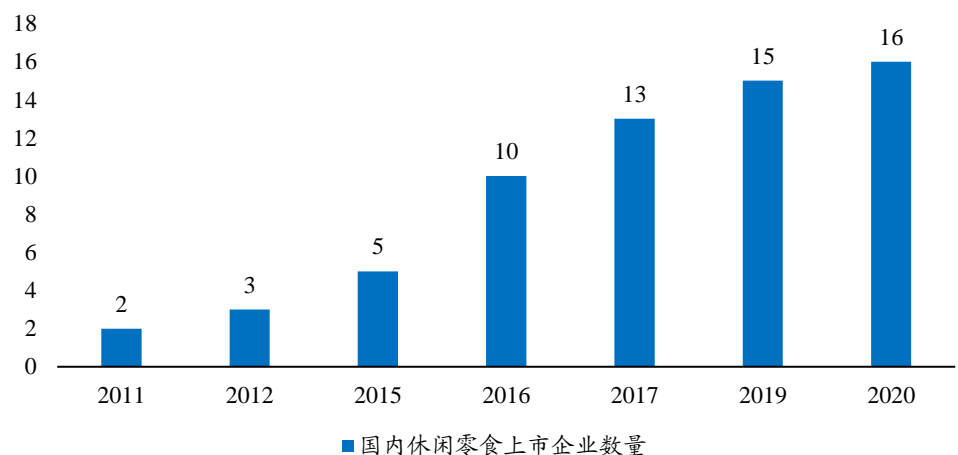
图16: 国内厂商为主的休闲零食品类集中度都较低



数据来源: Frost & Sullivan、中国产业信息网、开源证券研究所

国内休闲零食品牌商相继上市，海外龙头百事并购百草味，休闲零食品牌化集中进程加速。消费升级的背景下，原本行业分散、无序竞争的休闲零食品类开始有国产品牌厂商崛起。如烘焙领域的长保品牌达利园、盼盼，中保品牌港荣、憨豆先生，短保品牌桃李；休闲卤制品领域的绝味、周黑鸭、煌上煌；坚果炒货领域的三只松鼠、洽洽、百草味；肉类零食领域的有友、棒棒娃；果脯蜜饯领域的溜溜果园；豆制品领域的奇爽、盐津铺子等等。国内厂商主导的休闲零食品类也正走在外资品牌主导西式零食的品牌化集中的道路上。并且经过十多年的发展，可以看到近年来国内的休闲零食品牌厂商纷纷实现了上市，其中最早的是2011年上市的洽洽食品和好想你，2012年上市了煌上煌，2015年上市了桃李面包和达利食品，2016年来伊份、元祖股份、桂发祥、周黑鸭上市，好想你收购百草味，2017年盐津铺子、绝味食品、香飘飘上市，2019年三只松鼠和有友食品上市，2020年良品铺子上市。而后还有溜溜果园等仍在排队上市的过程之中。上市之后，尤其是龙头品牌上市之后，在资本的助力下将进一步加速扩张，从而驱动行业品牌化集中的进一步加速。同时，休闲零食领域的外延并购开始逐步出现。2020年初海外巨头百事作价7.05亿美元收购郝姆斯100%股权（百草味母公司），成为国内休闲零食领域第一大并购案。并购也将进一步加速行业的品牌化集中，其中拥有强大供应链及品牌管理能力的龙头企业将充分受益。

图17: 近年来国内零食品牌厂商相继实现上市

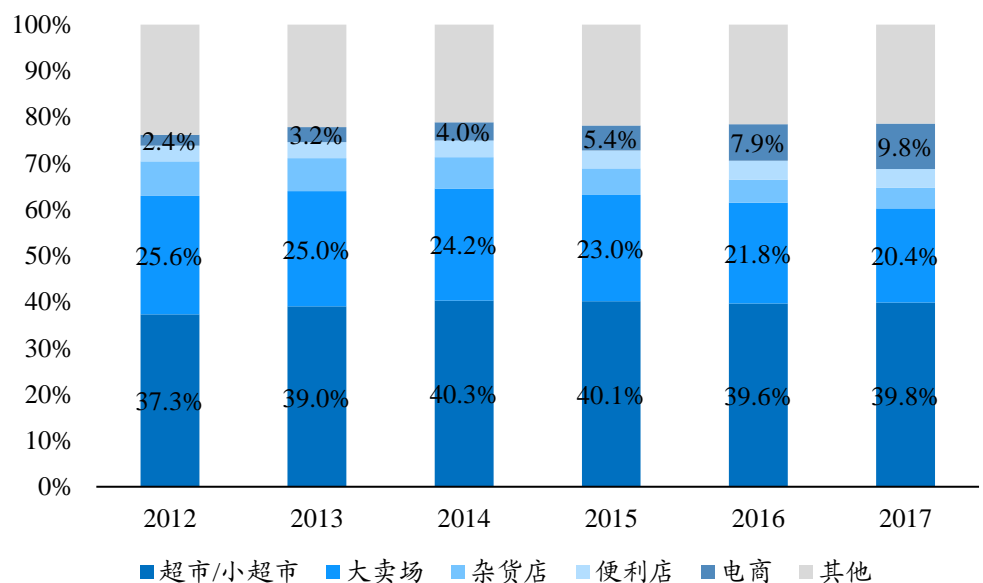


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、电商红利逐渐消退，线上线下融合发展优势显著

休闲零食消费的即时性、体验性决定了线下渠道为主，互联网电商渠道红利正逐步消退，线上线下的融合发展是未来方向。休闲零食的消费非必须，计划性不强，更多为即时性消费，对产品的体验性要求高，消费场景以线下为主，线下渠道的占比在85%左右。不过随着国内电商的快速发展以及单价高可囤货的坚果类零食在电商渠道的火爆，休闲零食电商渠道的渗透率持续提升，诞生了三只松鼠、百草味等电商渠道的品牌。电商渠道具备方便、快捷的优势，符合现代年轻人“宅文化”的消费习惯，据贝恩咨询的统计数据，2017年休闲零食行业电商渠道的占比已经快速提升到了9.8%，预计2019年电商渠道的占比进一步提升至15%左右。近年来，电商渠道整体的增速开始下滑，渠道红利逐步消退。同时电商渠道缺乏即时体验性，并且由于快递成本的存在，需要高客单价覆盖物流成本，更适合高单价可囤货的休闲零食品种。在电商渠道红利消退，线上引流成本逐步提升的背景下，休闲零食线上渠道的增速也开始放缓。线下渠道具备良好的即时体验性，但实现跨区域销售难度大（尤其是采用连锁门店经营模式），因而线下品牌商大多为区域性品牌。线上平台可以帮助企业了解消费者的购物习惯，并且形成的品牌效应为全国化的品牌效应，同时也有全国化的供应链体系，可以很好的帮助下线实现跨区域的扩张。因此整合线上的数字化和品牌资源以及线下的即时性体验，对于未来抓住消费者而言至关重要，线上线下融合发展的“新零售”模式是未来休闲零食行业的发展方向。电商渠道的龙头三只松鼠在2016年开设首家线下门店之后，持续开拓线下渠道，截止2019年底已经开设了100多家直营的松鼠投食店和200多家加盟的联盟小店，2019H1公司线下渠道收入2.73亿，占收入比例达到6.06%。华东线下休闲零食龙头来伊份近年来则是发力电商渠道，2019H1公司电商渠道收入达到2.2亿，占收入比重达到10.8%。公司作为华中地区的线下龙头则更早在2010年便积极开拓线上渠道，2019H1公司线上和线下渠道的占比分别为45.2%和54.8%，是行业内唯一一家实现了全渠道均衡协调发展的龙头品牌，全渠道融合发展的模式已然成型。

图18：我国休闲食品电商渠道的渗透率快速提升至9.8%



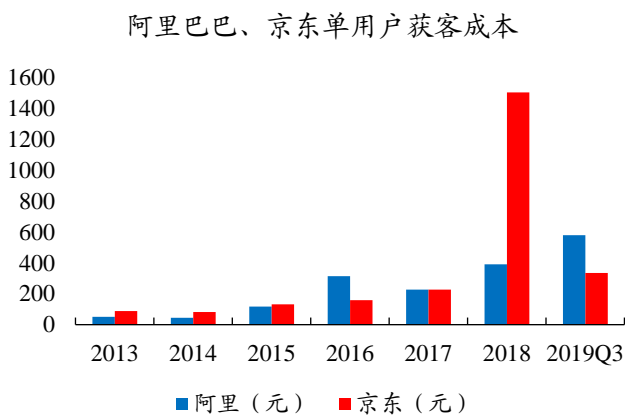
数据来源：贝恩咨询、开源证券研究所

3、线上线下持续发力，数字化赋能、全渠道协同扩张

3.1、线上渠道持续升级，“平台电商+社交电商+自营 APP”多线布局

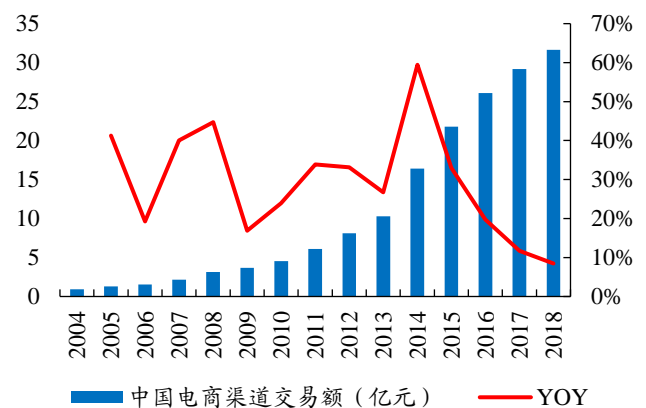
传统电商渠道红利消退，龙头受益行业集中度持续提升。近年来我国电商的渠道红利正在逐步消退，获客成本持续提升，可以看到阿里巴巴和京东的获客成本分别从2013年的51元/人、88元/人快速提升到了2019Q3的579元/人和334元/人，分别增长了11.4倍和3.8倍，京东2018年的获客成本更是一度高达1503元/人。在获客成本不断攀升的同时，我国电商渠道的交易额增速也开始放缓，2018年我国电商渠道交易额突破了30万亿，但增速也下降到了10%以内。同时，在坚果、烘焙等高客单价适应于电商渠道的品类快速增长之后，休闲零食在电商渠道的渗透率提升速度也有所放缓，电商渠道的龙头三只松鼠、百草味和公司（良品铺子）在电商渠道的收入增速均有所放缓。虽然休闲零食的电商渠道红利和快速增长品类的红利皆有所消退，但目前电商渠道三只松鼠、百草味和公司三强鼎立的竞争格局基本确定，2019Q4年CR3达到了28.50%，而CR5和CR10仅30.57%和34.35%。电商渠道标准化程度高，因而也是率先实现品牌化集中的渠道，目前CR3还不到30%，仍旧有较大提升空间，行业龙头仍将享受快于行业的稳健增长。

图19：传统电商平台获客成本快速提升



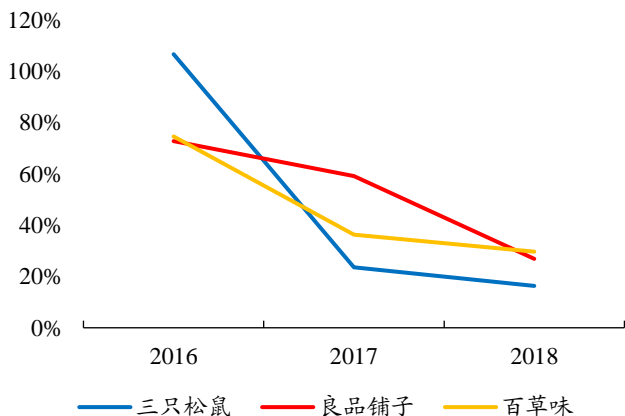
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：我国电商渠道交易额增速下降到10%以内



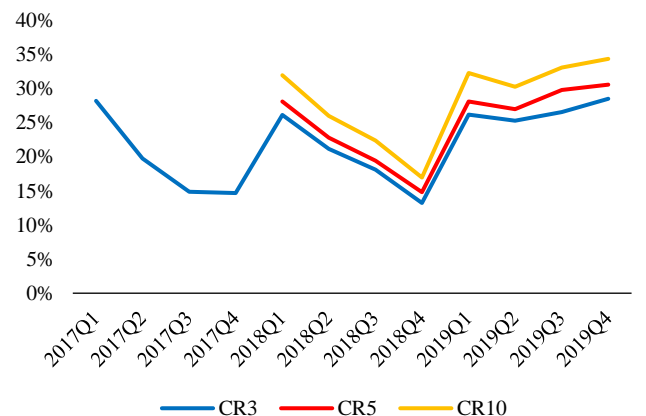
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图21：休闲零食电商龙头的电商渠道增速均开始放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：零食电商渠道三强格局已定，集中度持续提升



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

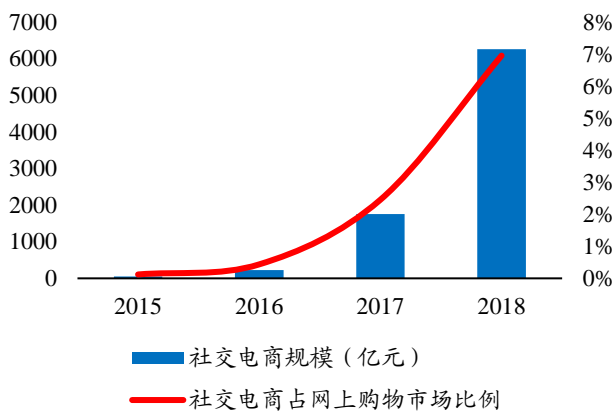
发力快速崛起的社交电商和自营 APP，完善“平台电商+社交电商+自营 APP”的多线布局。区别于传统电商，社交电商是通过社交媒体来吸引消费者，同时借助社交网络实现传播，消费者既是购买者也是推广者。从类别上看，社交电商大致可分为拼购类、会员制、社区团购和内容类四种。其中拼购类、会员制和社区团购均以强社交关系下的熟人网络为基础，通过价格优惠、分销奖励等方式引导用户进行自主传播；内容类社交电商则起源于弱社交关系下的社交社区，通过优质内容与商品形成协同，吸引用户购买。但无论是何种模式，基于社交网络的传播路径，随之带来的是高效且低价的获客能力，进而促使社交电商规模近年来迅速增长。根据商务部发布的《中国电子商务报告》数据统计，2018 年社交电商规模已经达到 6268.5 亿元，2015-2018 年社交电商 CAGR 高达 411.3%，占网上购物市场规模比例由 2015 年的 0.12% 提升至 2018 年的 6.96%。2019 年上半年公司开始逐渐发力于天猫旗舰店、京东等传统平台以外的 B2C 渠道，可以看到良品 APP、云集、微信商城等新兴 B2C 渠道的快速增长。良品铺子自营 APP 上线于 2017 年，此后不断进行版本更新，在会员社区的建设方面通过持续推出团购、社交贴文、动态评论、热门搜索等功能提升客户粘性及促进线上用户和线下门店的交互。虽然目前营收占整体线上营收的比例仅为 1.3% 左右，但上线后拥有极高的增长速度，2018 年收入同比增长高达 413.2%。公司本次 IPO 拟将募集的 6425.2 万元对自营 APP 进行升级开发。目标将公司自营 APP 建设成为集生鲜食材定制、新品上市预售、心得分享等为一体的 O2O 平台。具体来讲，APP 升级后将包含商城、会员、社区、支撑平台四大模块，其中商城将实现手打和自动打标签相结合，将标签应用于自动推荐之中，实现精准推荐；社区模块中的话题管理功能以及会员模块中等级制度的不断优化等可以充分促进会员的裂变能力及带货能力；同时支撑平台中的大数据系统亦能在社区话题的交互之中凝练各个会员的需求所向并建立用户画像以供全渠道的运营需求。此外，公司还将耗资近千万元用于自营 APP 推广，以补足此前对于自营 APP 资源倾向的不足。随着公司逐步在社交电商和自营 APP 上的发力，公司“平台电商+社交电商+自营渠道”的多线布局将进一步完善，逐步形成线上渠道全面覆盖的运营网络。

图23：良品铺子会员社区网络建设不断完善



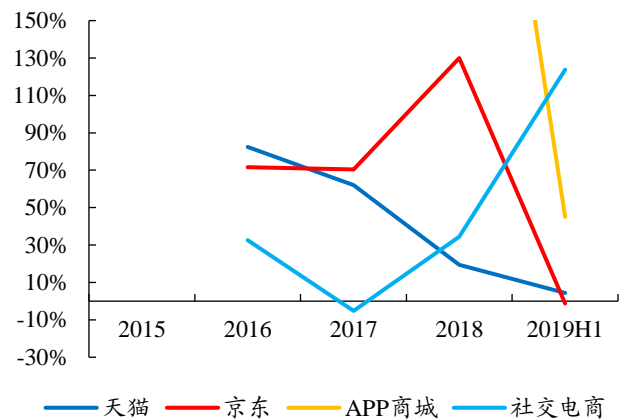
资料来源：七麦数据、开源证券研究所

图24: 2015-2018年社交电商 CAGR 达到 411.3%



数据来源:《中国电子商务报告》、开源证券研究所

图25: 近年来社交电商和自营 APP 收入快速增长



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图26: APP 中话题管理、门店自提等功能持续优化



资料来源: 良品铺子 APP、开源证券研究所

图27: 募投 6425.2 万元用于自营 APP 升级

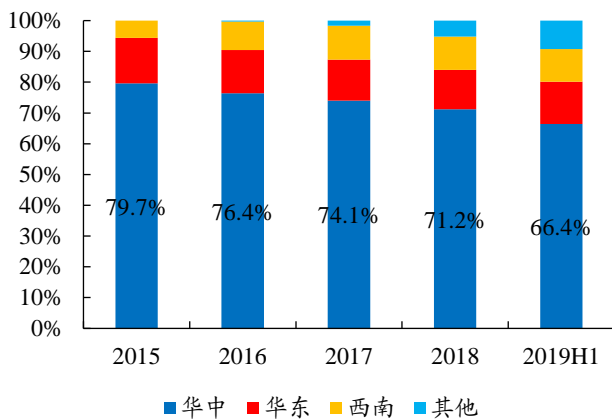


资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

3.2、借力资本，线下渠道开启全国化扩张

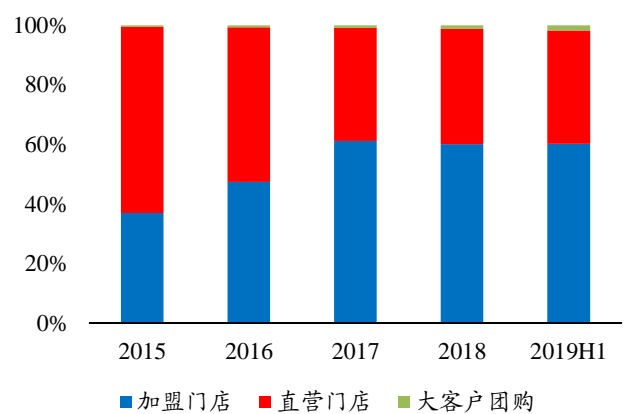
借力资本和逐步形成的全国化品牌影响力和供应链能力，线下渠道逐步由华中走向全国。分区域来看，华中地区仍然是公司线下收入的核心来源，2019H1 华中地区占线下收入的比例仍旧高达 66.4%。但随着公司线下门店向全国范围内的不断扩张，营收结构持续优化，目前华中以外地区营收占比已从 2015 年的 20.4%稳步提升至 2019H1 的 33.6%。而分模式来看，2015 年公司开始发力加盟业务，并在此后推行“加盟为主，直营为辅”的门店布局策略，因此公司线下营收也逐步由直营店主导转变为加盟为主的格局。公司通过线上渠道的快速发展，正在逐步形成全国化的品牌影响力和供应链能力，同时此次上市之后获得资本助力，将重新开启公司线下渠道全国化的扩张之路。相比较于加盟门店，直营门店同时承担品牌形象展示、提升知名度以及新兴市场开拓的功能，因此两者的分布区域、位置均有所不同，加盟门店多分布于成熟市场，而直营店多开在新拓市场。公司本次 IPO 募集资金将率先在华南、华东等重点区域开设 376 直营门店（旗舰店与标准店），推动公司线下渠道在全国化的扩张。同时华中成熟地区老店的升级也将进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力。未来随着公司在全国重点城市中直营门店的逐渐覆盖，其品牌影响力与盈利能力得到验证，随后将加快加盟门店的布局，形成全国化的线下销售网络。

图28: 公司线下收入华中地区占比持续下降



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图29: 线下营收结构逐渐由直营主导转向加盟主导

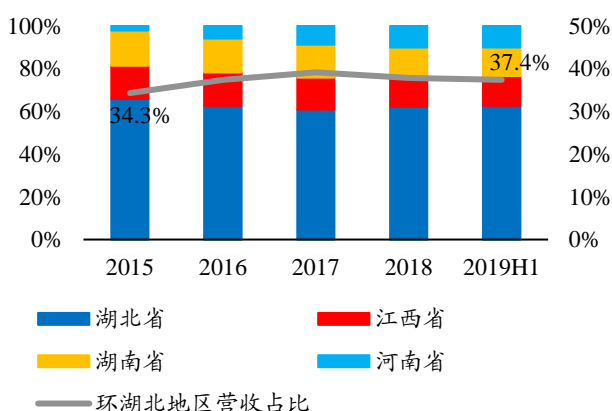


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

3.2.1、深耕腹地华中地区，625 老店转型升级

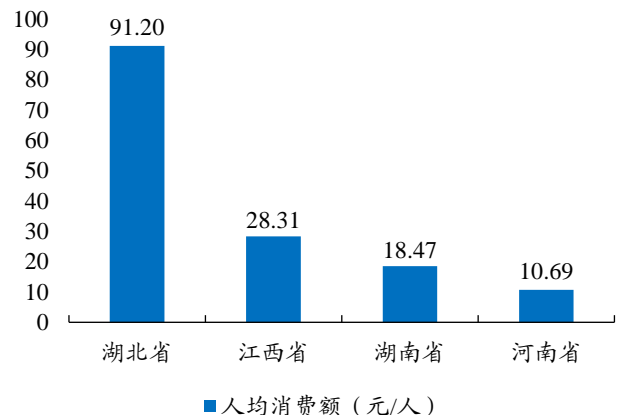
环湖北地区潜力仍存，625 家老店升级深耕华中腹地。公司自 2006 年由武汉开设第一家门店，随后迅速在武汉市及湖北省内完成扩张。2008 年，湖南省长沙市第一家线下店开业标志着公司开启了省外扩张的步伐。在此后十年间公司先后入驻江西、河南、湖南等华中地区其他省份，以及四川、深圳、西安、宁波等部分华中以外地区。就华中地区内部营收结构变化来看，华中环湖北地区（江西、湖南、河南）的营收贡献比例已从 2015 年的 34.3% 提升至 2019H1 的 37.4%，营收结构持续优化。并且从人均消费金额来看，公司在华中环湖北地区仍有较大的潜力可挖。根据公司招股说明书数据测算，2018 年湖北市场中良品铺子产品人均消费金额达到 91.2 元。而江西、湖南、河南等其他华中地区省份，虽然市场开拓的时间也较早，但公司产品的人均消费金额仍然仅 10-30 元左右，相较湖北仍有 3 倍以上的潜力空间。本次 IPO 募投项目中公司提出将对于部分已运营 2 年以上的共计 625 家社区店、街道店以及店龄较老的门店进行升级，而此类门店多集中于华中大本营地区。公司通过老店更新升级以及新门店的开拓来继续深耕华中腹地市场，保持华中地区的领先优势。

图30: 华中大本营内部营收结构亦持续优化



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图31: 华中环湖北地区人均消费金额仍存较大提升空间

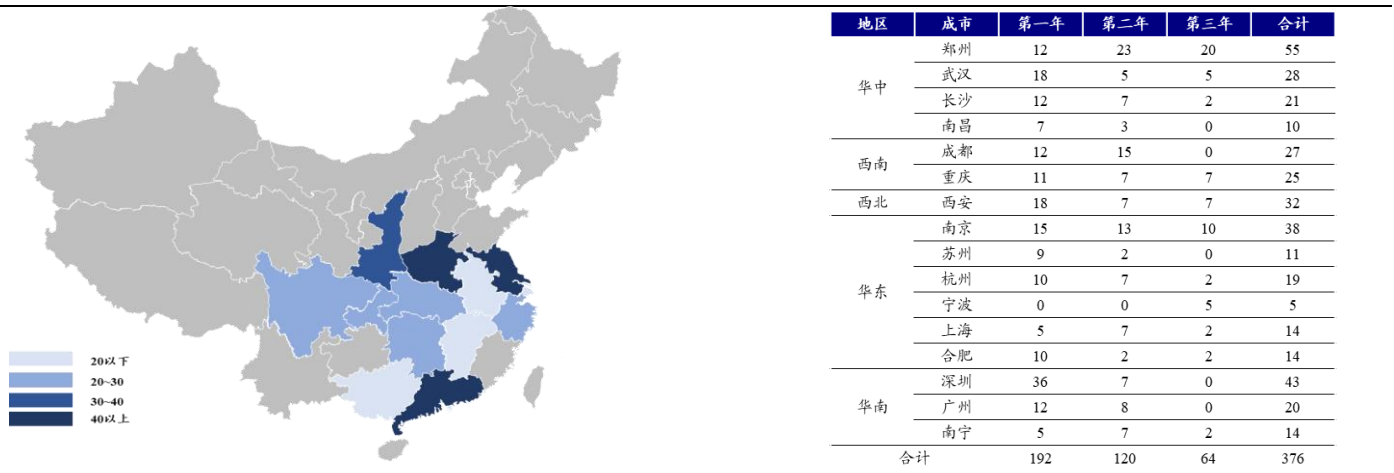


数据来源: 招股说明书、国家统计局、开源证券研究所

3.2.2、资本助力全国扩张，3 年新开 376 家直营门店

资本助力，三年新开 376 家直营店，重点向华东、华南扩张。在通过老店转型升级

的方式“深耕华中”的同时，公司坚持“辐射全国”的发展战略，在立足华中市场的基础上，以“直营先行，加盟跟进”的方式向全国范围内持续迈进。公司本次 IPO 拟将募集资金 2.4 亿元用于直营门店的开拓，未来三年将在华中、华南、西北、西南、华东地区开设 126 家旗舰店（100 m²左右）和 250 家标准店（60 m²左右）。旗舰店主要定位于通过全品类的产品展示和优质服务进一步提升品牌形象，加强公司品牌形象对于周边市场的辐射和渗透力；标准店则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。从新开门店计划中可以看到公司的战略重点在于深耕华中市场，同时开拓华东和华南市场。未来三年公司计划在华中地区新开 114 家门店，重点在郑州新开 55 家，同时在华东和华南分别新开 101 家和 77 家门店。仅 IPO 募投的新开店计划，公司未来三年直营门店数量将增加近 50%。

图32：资本市场助力公司门店向全国范围内扩张（表为 IPO 募投门店计划）


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2.3、直营先行开拓市场，加盟跟进完善布局

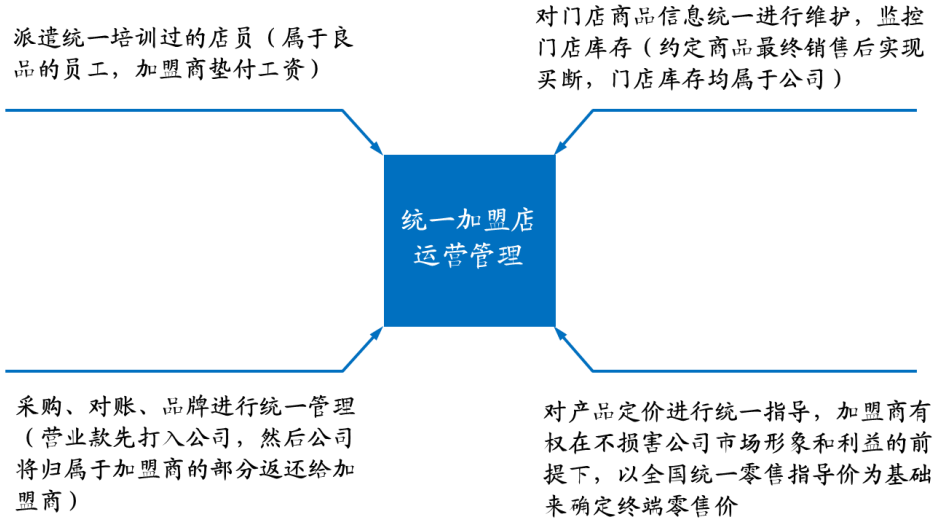
加盟商要求高，统一运营管理保障加盟店盈利能力。对比同行业来看，公司对于加盟商的资金实力、开店资源等方面要求均处于行业内较高水平。公司主要从资金实力、从业背景、开店资源等方面对加盟商进行考核，值得注意的是公司自 2019 年起强制要求加盟商必须具备品牌连锁的工作经验。而三只松鼠、来伊份等同行业公司对此并不做强制要求，仅为优先考虑。在资金实力方面，公司要求加盟商需具备 1-2 个店以上的投资能力，因此要求 60 万元以上可投资金亦显著高于三只松鼠 30 万、来伊份 50 万的加盟门槛。加盟商的高要求带来的是加盟商整体实力的提升，在看到门店盈利能力之后，已有的高质量加盟商将再次成为公司增长的助力。为了保障加盟店的盈利能力，公司对加盟店运营进行了统一管理：（1）向加盟店派遣统一培训的店员（属于良品铺子的员工，工资为加盟商垫付）；（2）对加盟店的商品信息进行维护，对库存进行监控（约定商品最终销售后买断，库存均属于公司）；（3）对采购、对账、品牌进行统一管理（营业款先打入公司，然后公司将归属于加盟商的部分返还）；（4）对产品定价进行统一指导。对加盟商统一的运营管理保障了公司的品牌形象，同时也保障了加盟店能和直营店保持同样的盈利能力。从单店收入来看，加盟店从 2015 年的 110.7 万元/年持续提升至 2018 年的 149 万元/年，和直营店的 172 万元/年已经相差不大。同时，加盟店收入没有包括给加盟商的分成部分，因此门店实际终端收入要更高。由于公司加盟门店多分布在成熟市场，而直营门店多分布在新拓市场，因而公司加盟门店单店销售金额要高于直营门店。

表1: 良品铺子加盟要求高于同行业

| | 良品铺子 (2016-2018) | 良品铺子 (2019) | 三只松鼠 | 来伊份 |
|------|------------------------------------|--|------------------------|-----------------|
| 年龄要求 | 20岁~50岁 | 20岁~50岁 | 18岁~35岁 | 20岁~50岁 |
| 资金实力 | 100万以上 | 60万以上可投资资金; 100万以上流动资金 | 启动资金30万起 | 有50-100万及以上自有资金 |
| 从业背景 | 优先考虑有相关品牌连锁工作经验 | 有相关品牌连锁工作经验 | | 首选当地人及有零售从业经验的 |
| 开店资源 | 必须有拓店资源; 一般情况下店铺面积不低于40平方米且门头宽5米以上 | 拥有购物中心, 交通枢纽, 品牌连锁、社会资源; 一般情况下店铺面积不低于60平方米 | 店铺面积50-100平方米, 门头宽4米以上 | 有销售经验且带自有店铺着优先等 |

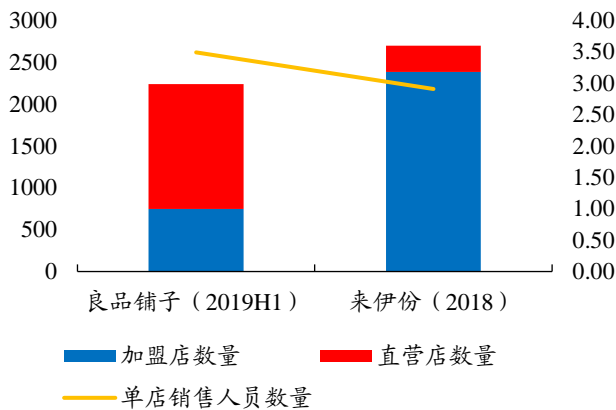
资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

图33: 公司通过统一运营管理保障加盟店的盈利能力



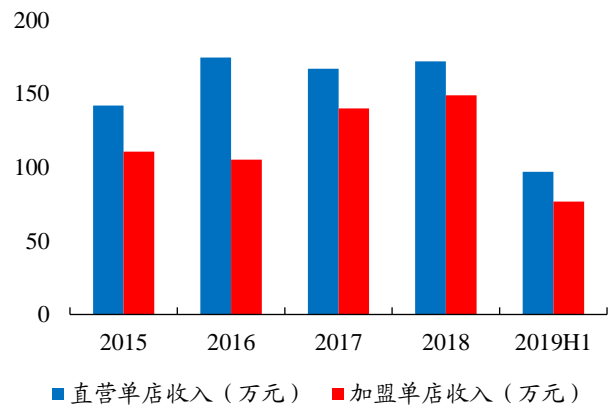
资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

图34: 公司单店销售人员高于来伊份



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

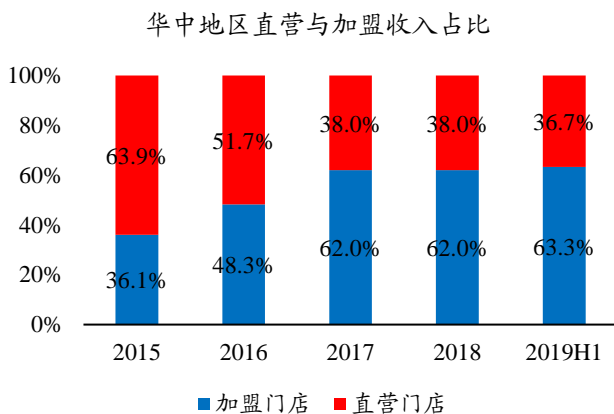
图35: 公司加盟店单店收入和直营店差异不大



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

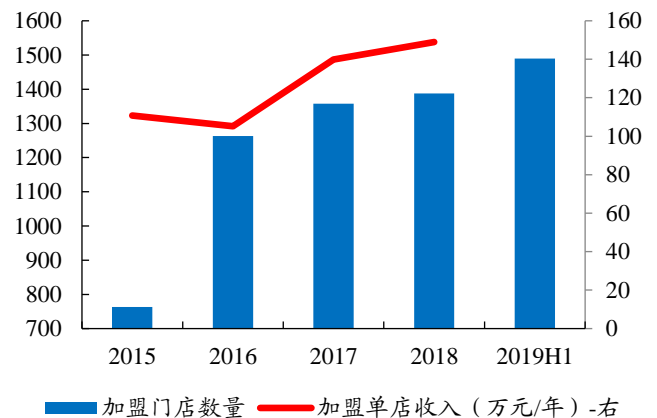
强盈利能力保障加盟店的持续扩张，直营先行开拓市场，有望带动超 600 家加盟门店跟进布局。回顾线下门店的历史扩张节奏来看，公司遵循直营门店树立品牌形象、开拓市场，加盟门店快速跟进提高品牌覆盖率和渗透率的扩张轨迹。2016 年公司在华中地区直营门店覆盖率已较为成熟，为进一步扩大华中等区域的业务规模，公司开始加大加盟业务的拓展力度，当年新增加盟门店 500 家。2018 年由于公司华中市场整体布局日趋完成，而华南等新兴市场尚在探索之中，加盟门店净增长速度有所减慢。2019 年上半年开始，伴随着直营门店“商圈转型”策略的逐步落地，公司将资源中心再次移向加盟业务，逐渐发力华南等地，由此加盟门店净增长再次提速。公司华中大本营市场直营和加盟门店的营收比例稳定在 4:6 左右，考虑直营门店的单店收入略高于加盟门店，我们预计公司此次 IPO 募投新建的 376 家直营门店未来将带动超 600 家加盟门店的跟进。考虑新开直营店和带动的加盟店，我们预计公司未来三年新开门店数量将超 1000 家，逐步完善全国化的线下网络布局。

图36：华中地区直营与加盟收入比例稳定在 4:3 左右



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图37：2019 年开始加盟店数量开始重回增长



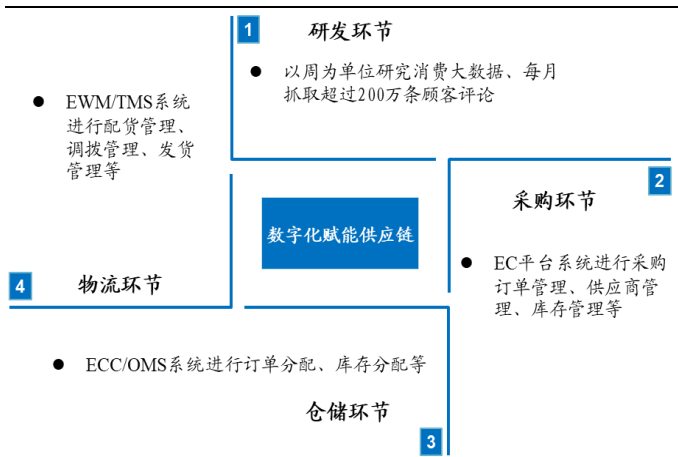
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3.3、数字化赋能上下游，全渠道融合发展凸显协同性优势

数字化系统赋能上游供应链，周转率显著高于同业可比公司。截止 2019 年上半年，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，此外还通过与第三方仓储服务商进行合作，在上海、广州、天津等城市设立 10 个仓储基地。公司自 2008 年便开始数字化布局，通过构建智慧供应链的方式将数字化系统赋能于研发、采购、仓储、物流四大环节之中，使得公司各个仓储基地之间实现数据驱动下的仓货共享，优化公司存货周转率。具体而言，在研发环节，通过对海量数据的挖掘与透析，不断对产品口味、包装等进行改进。如 2017 年公司通过对超 1000 万条顾客评价数据的挖掘，将 15 个单品的包装规格与 10 个单品的口味进行了针对性改进。改进后，18 个单品的销售得到提升，平均销售提升率 62%。在采购环节，由于公司多年来持续推行全品类战略，为保障众多产品的品质以及生产效率，公司推行委托加工模式，同时结合 EC 平台系统的库存量、销售量等信息推行“以销定产”。其中已经较为成熟的产品公司将直接甄选供应商进行采购，而对于初次上市的新品公司将在完成产品研发、样本试吃等环节后再委托供应商生产。在仓储与物流环节，公司将首先根据订单管理系统中的相关数据及时执行仓与仓之间产品调配，其次依靠 EWM/TMS 系统将各个仓储中心与各个渠道终端紧密相连，最终当消费者下单后将以最近的仓库以最高效的方式进行交付。近年来，随着数字化赋能的供应链体系不断完善以及全渠道协同发展战略的持续推进，公司存货周转率稳步提升，目前已经处于行业领先

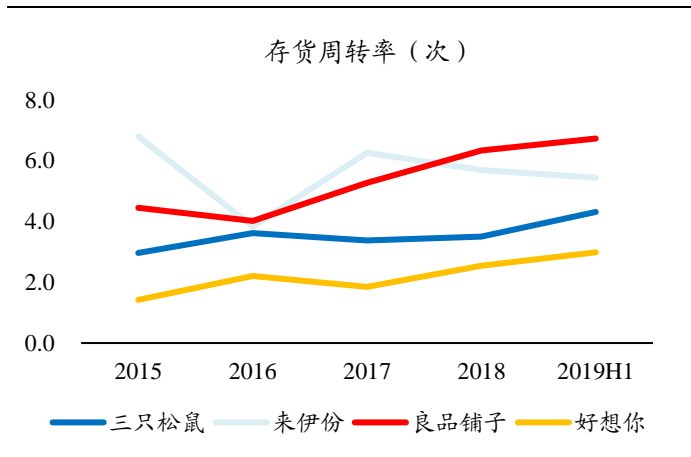
地位。2019H1 公司的存货周转次数达到了 6.7 次，高于三只松鼠的 4.3 次、好想你（百草味）的 3.0 次和来伊份的 5.4 次。

图38: 数字化赋能研发、采购、仓储、物流四大环节



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

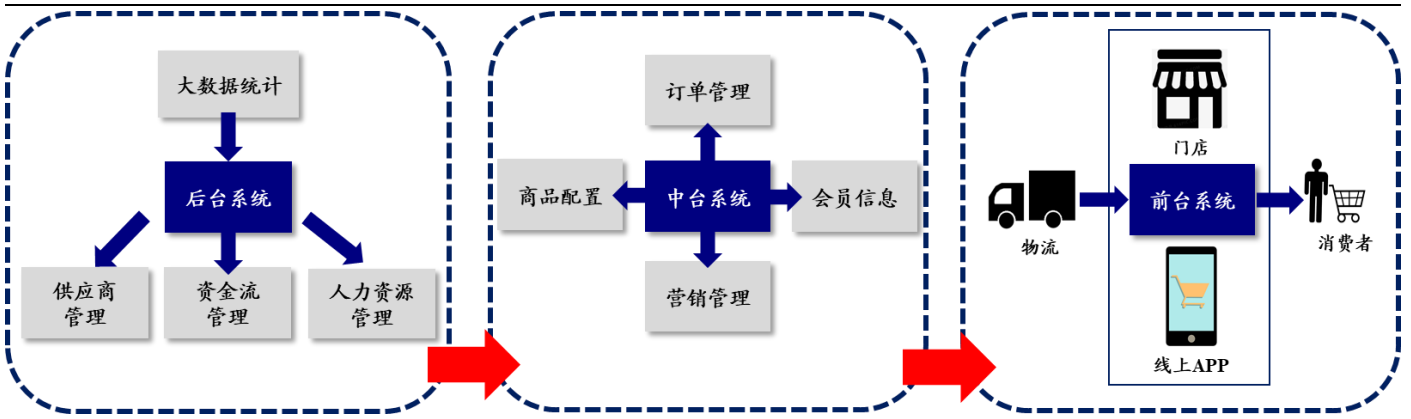
图39: 数字化赋能供应链，公司存货周转率领跑同业



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数字化赋能下游零售终端，打通供应链与渠道，推动线上与线下融合发展。目前，公司正处于线上多线布局，线下门店迈向全国的扩张期，而多年来持续发展的数字化系统不仅为公司扩张提供了强大的供应链支撑，同时亦将供应链与渠道、渠道与渠道之前相互打通。目前公司已实现了核心业务的全系统化管理，形成了前台、中台、后台三大系统，进而打通线上与线下渠道以及供应链与下游零售终端。具体而言，统一的前台系统连接各个线下门店和线上店铺，由此可以高效管理前端渠道的价格、库存等信息。中台系统则实现了全渠道订单、会员信息、商品配置等方面的统一管理，确保“线上下单门店取货”等新型交易方式的推进，帮助线上与线下相互导流。后台系统是公司在2014年起与IBM合作，每年耗资近亿元建立起来的，整合了10多个系统、30多个线上线下平台以及全渠道的交易信息和顾客数据，帮助公司打通供应链各环节和零售终端，整合成了一条信息互通的有机整体。2017年公司与阿里巴巴合作上线了智慧门店体系，将2000余家线下智慧门店同时参与线上“双11”活动。在“双11”期间通过品牌号和智能导购让2000多家智慧门店成为了“双11”的前置仓，消费者可以自主选择门店、外卖和快递三种到货方式，进一步依靠数字化系统实现了线上与线下渠道的融合。线上线下渠道融合后，2017-2018年公司“双11”当天表现亮眼，销售额增速超过了电商龙头三只松鼠。我们认为，公司通过灵活覆盖的前台系统、高效集成的中台系统以及大数据支撑的后台系统，形成了贯穿供应链与全渠道的数字化管理体系，有效的放大了公司全渠道融合发展的优势。线下门店可以成为线上渠道的前置仓，加快线上渠道的物流配送和服务体验。线上渠道可以为线下做品牌宣传和引流，帮助线下门店实现跨区域扩张和盈利能力的提升。线上线下融合的“新零售”模式是行业未来发展的趋势，公司作为行业内唯一一家线上线下均衡协调发展的行业龙头，在未来渠道融合发展的背景下将显著受益。

图40: 公司数字化管理已形成前台、中台、后台三部分



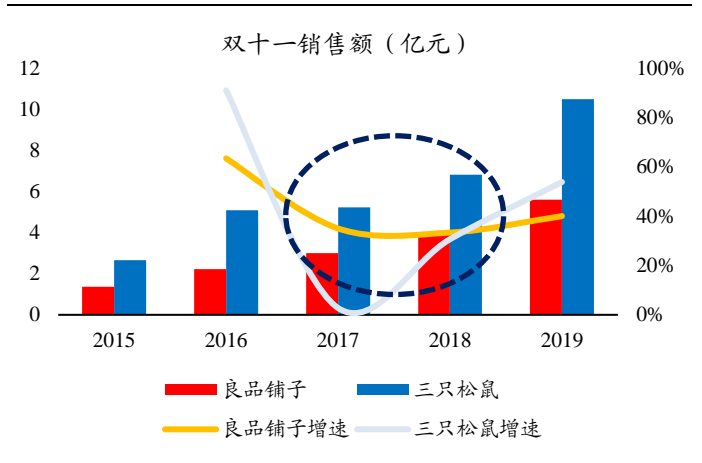
资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

图41: 良品铺子与阿里巴巴合作上线智慧门店



资料来源: 公司官网

图42: 智慧门店助力公司“双11”营收快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

核心假设：华中地区疫情持续时间不会过长，对公司线下门店的销售影响可控，同时公司线上电商稳健增长，未来三年公司按 IPO 募投计划在全国范围内新开直营门店同时配套开发加盟门店。

国内休闲零食市场超万亿且仍将保持稳健快速增长，消费升级背景下行业正处于快速品牌化集中的过程之中。对比海外休闲零食巨头超百亿美元的收入体量，国内休闲零食龙头成长空间巨大。休闲零食在电商渠道率先实现了品牌化集中且电商渗透率持续提升，不过休闲零食消费的即时性决定了线下仍将是核心渠道，线上线下渠道融合的“新零售”模式是行业未来的发展方向。公司是国内休闲零食行业中唯一一家已实现了全品类覆盖和全渠道均衡融合发展的龙头品牌厂商，将充分受益行业渠道的融合发展。上市后公司将借力资本，线上渠道发力自营 APP 和社交电商，线下渠道则是“直营先行、加盟跟进”加速向全国化扩张，有望走出华中，成长为真正全国性的休闲零食龙头。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.53/4.02/5.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.00/1.47 元，当前股价对应 2019-2021 年的 PE 分别为 45.9/40.3/27.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：同行业主要竞争对手估值对比（亿元、元/股）

| 公司 | 代码 | EPS | | | PE | | | 总市值 (亿元) | 现价 (元/股) |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 盐津铺子 | 002847.SZ | 1.00 | 1.44 | 2.12 | 51.0 | 35.4 | 24.1 | 65.5 | 51.03 |
| 好想你 | 002582.SZ | 0.32 | 0.41 | 0.49 | 32.0 | 25.0 | 20.9 | 52.8 | 10.23 |
| 三只松鼠 | 300787.SZ | 0.62 | 1.15 | 1.69 | 102.8 | 55.4 | 37.7 | 54.1 | 63.76 |
| 绝味食品 | 603517.SH | 1.31 | 1.57 | 1.88 | 33.5 | 28.0 | 23.4 | 267.2 | 43.90 |
| 来伊份 | 603777.SH | 0.28 | 0.34 | - | 41.5 | 34.1 | - | 39.4 | 11.61 |
| 桃李面包 | 603866.SH | 1.07 | 1.24 | 1.48 | 44.6 | 38.5 | 32.3 | 314.7 | 47.77 |
| 平均 | | | | | 50.9 | 36.1 | 27.7 | | |
| 良品铺子 | 603719.SH | 0.88 | 1.00 | 1.47 | 45.9 | 40.3 | 27.5 | 162.0 | 40.41 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（除良品铺子、盐津铺子、三只松鼠外均来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

公司作为华中地区的休闲食品龙头，短期受到湖北地区疫情影响的风险。同时存在全国化门店布局不及预期以及食品安全问题等风险。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2350 | 2378 | 3605 | 3994 | 6038 |
| 现金 | 1070 | 1037 | 2025 | 2239 | 3638 |
| 应收票据及应收账款 | 101 | 86 | 138 | 125 | 224 |
| 其他应收款 | 81 | 65 | 111 | 95 | 177 |
| 预付账款 | 129 | 181 | 192 | 246 | 333 |
| 存货 | 591 | 712 | 843 | 992 | 1370 |
| 其他流动资产 | 378 | 297 | 297 | 297 | 297 |
| 非流动资产 | 606 | 805 | 791 | 842 | 953 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 339 | 321 | 331 | 379 | 480 |
| 无形资产 | 130 | 175 | 196 | 220 | 244 |
| 其他非流动资产 | 137 | 309 | 265 | 242 | 229 |
| 资产总计 | 2956 | 3183 | 4396 | 4836 | 6991 |
| 流动负债 | 2100 | 2056 | 2868 | 2893 | 4441 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1466 | 1390 | 2017 | 2004 | 3171 |
| 其他流动负债 | 634 | 666 | 851 | 889 | 1270 |
| 非流动负债 | 0 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 0 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 负债合计 | 2100 | 2064 | 2876 | 2901 | 4449 |
| 少数股东权益 | 18 | 42 | 49 | 62 | 80 |
| 股本 | 360 | 360 | 401 | 401 | 401 |
| 资本公积 | 418 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 留存收益 | 60 | 298 | 659 | 1074 | 1681 |
| 归属母公司股东权益 | 838 | 1077 | 1471 | 1873 | 2462 |
| 负债和股东权益 | 2956 | 3183 | 4396 | 4836 | 6991 |

| 利润表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5424 | 6378 | 7669 | 9003 | 11909 |
| 营业成本 | 3828 | 4387 | 5235 | 6178 | 7952 |
| 营业税金及附加 | 30 | 33 | 44 | 51 | 68 |
| 营业费用 | 1055 | 1240 | 1534 | 1778 | 2382 |
| 管理费用 | 426 | 384 | 422 | 459 | 715 |
| 研发费用 | 20 | 21 | 23 | 27 | 36 |
| 财务费用 | 4 | 2 | -4 | -14 | -20 |
| 资产减值损失 | -3 | -4 | -1 | -4 | -6 |
| 其他收益 | 24 | 8 | 50 | 10 | 10 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 31 | 32 | 15 | 15 | 15 |
| 资产处置收益 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 116 | 346 | 482 | 552 | 808 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 115 | 347 | 484 | 553 | 809 |
| 所得税 | 72 | 99 | 123 | 138 | 202 |
| 净利润 | 43 | 248 | 360 | 415 | 607 |
| 少数股东损益 | 5 | 9 | 7 | 12 | 18 |
| 归属母公司净利润 | 38 | 239 | 353 | 402 | 589 |
| EBITDA | 166 | 405 | 499 | 562 | 808 |
| EPS(元) | 0.10 | 0.59 | 0.88 | 1.00 | 1.47 |

| 主要财务比率 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 26.5 | 17.6 | 20.3 | 17.4 | 32.3 |
| 营业利润(%) | -15.5 | 197.9 | 39.2 | 14.4 | 46.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | -61.2 | 520.7 | 48.1 | 13.9 | 46.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 29.4 | 31.2 | 31.7 | 31.4 | 33.2 |
| 净利率(%) | 0.7 | 3.7 | 4.6 | 4.5 | 4.9 |
| ROE(%) | 5.0 | 22.2 | 24.4 | 21.9 | 24.3 |
| ROIC(%) | 3.7 | 20.8 | 22.7 | 19.9 | 22.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 71.1 | 64.9 | 65.4 | 60.0 | 63.6 |
| 净负债比率(%) | -125.1 | -92.0 | -136.4 | -117.8 | -145.2 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 应收账款周转率 | 62.2 | 68.2 | 68.2 | 68.2 | 68.2 |
| 应付账款周转率 | 2.7 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.10 | 0.59 | 0.88 | 1.00 | 1.47 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.36 | 0.37 | 2.43 | 0.77 | 3.90 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.09 | 2.68 | 3.57 | 4.57 | 6.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 421.6 | 67.9 | 45.9 | 40.3 | 27.5 |
| P/B | 19.3 | 15.1 | 11.3 | 8.8 | 6.7 |
| EV/EBITDA | 91.0 | 37.6 | 28.5 | 25.0 | 15.7 |

| 现金流量表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 544 | 148 | 974 | 310 | 1562 |
| 净利润 | 43 | 248 | 360 | 415 | 607 |
| 折旧摊销 | 84 | 90 | 61 | 73 | 87 |
| 财务费用 | 4 | 2 | -4 | -14 | -20 |
| 投资损失 | -31 | -32 | -15 | -15 | -15 |
| 营运资金变动 | 119 | -186 | 572 | -149 | 903 |
| 其他经营现金流 | 325 | 26 | -0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 109 | -145 | -31 | -109 | -183 |
| 资本支出 | 193 | 263 | -14 | 51 | 111 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 302 | 118 | -45 | -58 | -72 |
| 筹资活动现金流 | -16 | -8 | 45 | 14 | 20 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 208 | 0 | 41 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 348 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -571 | -8 | 4 | 14 | 20 |
| 现金净增加额 | 637 | -5 | 988 | 214 | 1399 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835