

休闲食品

报告原因：深度报告

2020年3月25日

良品铺子（603719）

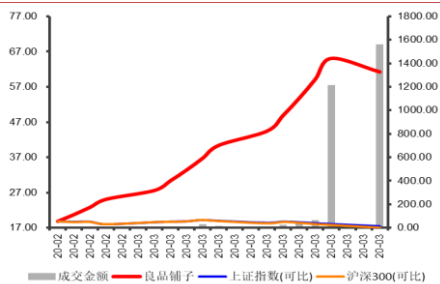
高端零食第一股，全渠道均衡发展

首次评级

买入

公司研究/深度报告

公司上市以来股价表现



市场数据：2020年3月24日

收盘价（元）	53.50
流通股本/总股本（亿股）	0.41/4.01
流通市值（亿元）	22.55
总市值（亿元）	221

基础数据：2019年9月30日

每股收益（元）	0.87
每股净资产（元）	3.86
每股资本公积（元）	1.16

分析师：

和芳芳

执业证书编号：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

谷茜

执业证书编号：S0760518060001

邮箱：guqian@sxzq.com

徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **公司多年来专注高端零食全品类发展，全渠道收入结构趋于均衡。**公司诞生于武汉，多年来专注高端零食，通过大力构建和完善全渠道服务体系，实现业务规模持续增长。公司执行全品类战略，从品类增速上来看，除坚果和果脯外营收均保持双位数增长；从渠道结构上看，公司线上线下收入结构趋于均衡；从区域分布上看，公司在华中地区收入占比较高。公司2016-2019H1的主营业务毛利率低于行业平均值，2018年后逐渐改善。

➢ **休闲食品行业：市场规模稳步提升，新零售驱动行业变革。**休闲食品行业已经成为食品行业的重要细分领域，近年来整体市场规模稳步提升，但在消费规模和整体附加值上仍有较大的发展空间。随着居民收入水平和消费能力的持续增长，食品消费结构也随之转变，休闲食品的多元化需求必将带动其向健康化、高端化发展。互联网产业与物流体系的不断成熟，也为行业线上渠道的发展提供了良好的设施基础。休闲食品市场集中度较为分散，但电商头部企业格局相对稳定。新零售将驱动行业寻求突破，从供应链协同、渠道销售网络布局和构建多元营销矩阵等层面强化市场品牌认知，助力产业链不断升级。

➢ **公司坚持全渠道战略，线上线下同步发展。**作为休闲食品行业领先的品牌运营企业，公司在全渠道布局方面具有明显的先发优势，并在业内率先实现多渠道协同效应。在线下渠道方面，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，对于终端门店网络辐射的布局方面，公司一直以来坚持“加盟为主、直营为辅”的策略稳步拓展。未来将升级改造标准老店，挖掘现有门店盈利能力，增强新区门店网络辐射效应，解决区域发展不均衡问题。目前公司已经形成线上渠道全面覆盖的运营网络，线上以B2C模式为主，依托主流平台提升销量。未来公司将继续重视会员数据资产运营，打通线上各终端渠道流量入口，提升线上线下全渠道协同效应。

➢ **构建智慧化的供应链管理平台，供应链优势不断增强。**在流通领域，产品质量控制能力与供应链整合能力对于休闲食品企业而言至关重要。公司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，对产品的采购、仓储、物流、交付进行全流程控制和管理。通过构建智慧化的供应链管理平台，公司从采购端和销售端利用大数据进行分析、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。

➢ **围绕品牌升级打造高端化，创意与特色营销构建差异化优势。**公司内部设立品牌中心，协同外部媒体资源和内部销售渠道，对公司品牌资产进行管理、积累、沉淀、整合。经过多年的品牌沉淀，加以采用传统媒体与新媒体相结合，线上与线下相结合，异业合作整合跨界资源等营销方式，推动“良品铺子”品牌知名度不断提升，建立了行业领先的品牌优势。具体到营销手段方面，良品铺子在内容营销、线上线下营销联动及品牌IP联名等



创新营销面大胆尝试、业内领先、兼具自身特色，形成了鲜明的差异化品牌营销路线。

➤ **公司未来发展：致力于成为顾客信赖的食品社区和消费入口。**公司募集资金将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和食品研发中心与检测中心改造升级项目。其中，全渠道营销网络建设项目包括新店开设、老店升级改造和无线自营 APP 升级开发三个子项目；仓储与物流体系建设项目是在公司现有物流仓储布局基础上，在武汉、广州、北京等五地建设电商仓和线上线下复合仓，并配套先进的自动化仓储设备，打造高效快捷的现代化标杆物流中心；良品信息系统数字化升级项目是根据公司信息化现状和未来发展需要，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。

投资建议：

➤ **综合来看，公司全年销售受疫情负面影响程度相对较小，开店计划和店铺升级仍将稳步推进。**招股说明书显示，往年一二季度业绩占公司全年销售额比重约为 26% 和 21%。为满足疫情防控要求，公司部分地区的门店出现了暂停营业，只能通过开展外卖业务进行营业的情况，2020 年一季度业绩预计将受到一定程度的影响。一季度为公司销售旺季，但销售多集中在春节前的年货节采购，物流恢复后预计相关消费将有所回补，综合判断一季度受疫情影响相对较小；二季度为公司销售淡季，受疫情影响将持续缩减并回归常态。

➤ 公司定位高端零食，实现全渠道、全品类发展，随着规模效应的凸显以及供应链的优化，公司业绩有望持续增长。预计公司 2019-2021 实现营业收入分别为 77.02 亿、90.42 亿、110.58 亿，同比增长 21%、17%、22%，实现归母公司净利润 3.35、3.93、5.37 亿元，同比增长 40%、18%、37%，EPS 为 0.93、0.98、1.34 元，对应当前股价 PE 为 58、55、40 倍，参考休闲食品可比公司 PE 估值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

➤ 休闲食品市场需求变化；原材料价格波动；行业竞争日趋激烈；食品安全质量风险；新市场开拓、新开门店选址风险。

目录

1. 良品铺子公司概况	6
1.1 公司诞生于武汉，多年来专注高端零食	6
1.2 公司收入持续增长，线上线下结构不断优化	8
1.3 公司毛利率低于行业平均，但盈利能力不断提高	10
2. 休闲食品：市场规模稳步提升，新零售助力发展	13
2.1 行业现状：休闲食品市场容量大，未来仍稳步提升	13
2.2 行业驱动：消费升级、互联网、物流不断成熟驱动行业持续发展	16
2.2.1 居民收入水平和消费能力持续提高，休闲食品市场需求的增长空间巨大	16
2.2.2 互联网产业与物流体系的不断成熟，也为行业线上渠道的发展提供了良好的设施基础	17
2.2.3 高端零食有望抢占先机	17
2.3 行业趋势：市场向头部集中，新零售助力产业链升级	18
3. 公司优势：定位高端零食，全渠道、供应链、营销齐发力	22
3.1 公司实行全品类战略，定位高端零食	22
3.2 公司坚持全渠道战略，线上线下同步发展	24
3.2.1 线下实体店以加盟为主，深耕华中向全国辐射	24
3.2.2 线上多线布局全面覆盖，依托主流平台提升销量	26
3.2.3 加强线上线下的协同效应，全渠道运营体系走向成熟	27
3.3 构建智慧化的供应链管理平台，供应链优势不断增强	28
3.4 围绕品牌升级，创意与特色营销构建差异化优势，打造高端品牌	30
4. 公司未来：致力于成为顾客信赖的食品社区和消费入口	33
5. 盈利预测、估值分析和投资建议	36
5.1 疫情影响整体较小，开店计划稳步推进	36
5.2 盈利预测与估值分析	37
6. 风险提示	39

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：发行前公司股权结构	7
图 3：公司 2015-2019.1-9 的营业总收入情况	9

图 4: 公司 2015-2019.1-9 的归母净利润情况.....	9
图 5: 公司线上线下收入结构逐渐趋于均衡	9
图 6: 公司线下营业收入以华中地区为主	9
图 7: 良品铺子各个产品营业收入增速情况	10
图 8: 2018 年公司线上毛利率超过三只松鼠	12
图 9: 公司直营店毛利率较高	12
图 10: 行业内公司销售净利率对比	13
图 11: 良品铺子费用率情况.....	13
图 12: 行业内可比公司销售费用率对比	13
图 13: 行业内可比公司管理费用率率对比	13
图 14: 休闲食品行业变迁	14
图 15: 中国休闲食品行业的零售规模(亿元).....	14
图 16: 各国休闲食品人均消费量(千克)	15
图 17: 各国休闲食品人均消费金额	15
图 18: 休闲食品行业主要种类	15
图 19: 休闲零食品类占比情况	16
图 20: 2007-2018 年坚果炒货行业年度总产值	16
图 21: 2013-2018 我国居民人均可支配收入/居民人均消费支出情况	16
图 22: 我国网民规模和互联网普及率	17
图 23: 2013-2018 我国快递业务发展情况	17
图 24: 消费者对健康零食的认知	18
图 25: 未来对休闲食品需求情况	18
图 26: 长三角和珠三角是休闲食品品牌集中地	18
图 27: 2017-2019.12 头部品牌线上市场占有率	19
图 28: 休闲食品产业链	19
图 29: 以强化品牌为核心贯穿生产经营环节的品牌营销方式.....	21
图 30: 休闲零食品牌线下活动丰富	21
图 31: 休闲食品多元化的新媒体营销方式	22
图 32: 公司的业务流程图	24
图 33: 公司 2016-19Q2 线下直营/加盟店门店数量.....	25
图 34: 公司 2016-19Q2 线下直营/加盟店营业收入.....	25
图 35: 公司 2016-19Q2 线下/线上毛利率对比	25
图 36: 公司 2016-19Q2 线下直营/加盟店毛利率对比	25
图 37: 2016-2019Q2 公司线上销售收入及渠道占比%	26
图 38: 公司 2016-19Q2 线上 B2B/B2C 渠道收入	26
图 39: 2018-2019Q2 公司线上 B2C 渠道平台收入.....	27
图 40: 公司 2018-19Q2 线上 B2B 渠道平台收入.....	27
图 41: 良品铺子打通本地生活及自营平台(美团、饿了么、良品 APP)	28

图 42: 良品铺子智慧供应链体系: 三大平台+五大运营管理体系	29
图 43: 公司仓储物流流程图	30
图 44: 公司品牌营销战略从品牌 VI 升级-陈漫零食+时尚海报-吴亦凡代言逐步进阶	31
图 45: 良品铺子剧情化的内容植入营销	31
图 46: 门店营销阵地及线上线下的流量联动	32
图 47: 良品铺子×同道大叔联名店、良品铺子×小茗同学快闪店.....	32
图 48: 良品铺子品牌联名营销产品	33
图 49: 良品铺子 IPO 上市募集资金运用项目	33
图 50: 公司募投项目新开店计划	34
图 51: 公司募投项目老店升级计划	34
图 52: 升级后的良品铺子自营 APP 功能.....	35
图 53: 公司未来三年经营计划	36
表 1: 良品铺子主要融资情况	6
表 2: 本次发行前后股本情况	7
表 3: 销售收入主要由肉类零食、坚果炒货、糖果糕点和果干果脯构成.....	9
表 4: 可比公司业务模式	10
表 5: 可比公司分渠道收入情况	11
表 6: 可比公司主营业务收入毛利率情况	11
表 7: 良品铺子各个产品的毛利率情况	11
表 8: 休闲零食行业电商三巨头	20
表 9: 公司主要产品的分类情况、品类介绍情况	23
表 10: 良品铺子仓储与物流体系建设项目计划	35
表 11: 良品铺子息系统数字化升级项目计划.....	36
表 12: 分渠道公司收入及毛利率	38
表 13: 全渠道公司收入及毛利率	38
表 14: 可比公司估值	40

1. 良品铺子公司概况

1.1 公司诞生于武汉，多年来专注高端零食

公司诞生于武汉，深耕 13 年在上交所上市。良品铺子于 2006 年创立于武汉，公司 13 年来深耕华中，辐射全国，迄今已有逾 2000 多家门店遍布华中、华东、华南、西北、西南等 13 省。良品铺子 13 年专注高端零食，精选全球 32 大产地食材，产品超过 1000 种，口味丰富多样，其中以十二经典产品最为著名。公司已形成覆盖肉类零食、坚果炒货、果干果脯、饼干糕点、素食山珍、糖果布丁、养生冲调、礼品礼盒等多个品类。公司主要发展历程如下：2006 年 8 月 28 日，良品铺子在武汉广场对面开了第一家门店；2010 年 8 月 4 日，湖北良品铺子食品有限公司设立；2010 年 12 月 23 日，第一次股权转让和第一次增资，同时变更为中外合资企业；2017 年 12 月 6 日，整体变更为良品铺子股份有限公司；2020 年 2 月公司正式在上交所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，山西证券研究所

公司历次增资情况。良品铺子在 IPO 之前，经历过 3 轮增资，曾于 2014 年至 2016 年期间计划境外上市，因此而搭建了境外上市和返程投资的红筹架构并进行了境外融资。但之后由于国内外市场环境变化和公司的战略调整，公司并未向境外监管机构提交任何形式的上市申请。2020 年 2 月，良品铺子正式在上交所上市并举办了首家网络上市仪式，以发行价 11.9 元/股计算，公司上市市值达到 48.8 亿元。

表 1：良品铺子主要融资情况

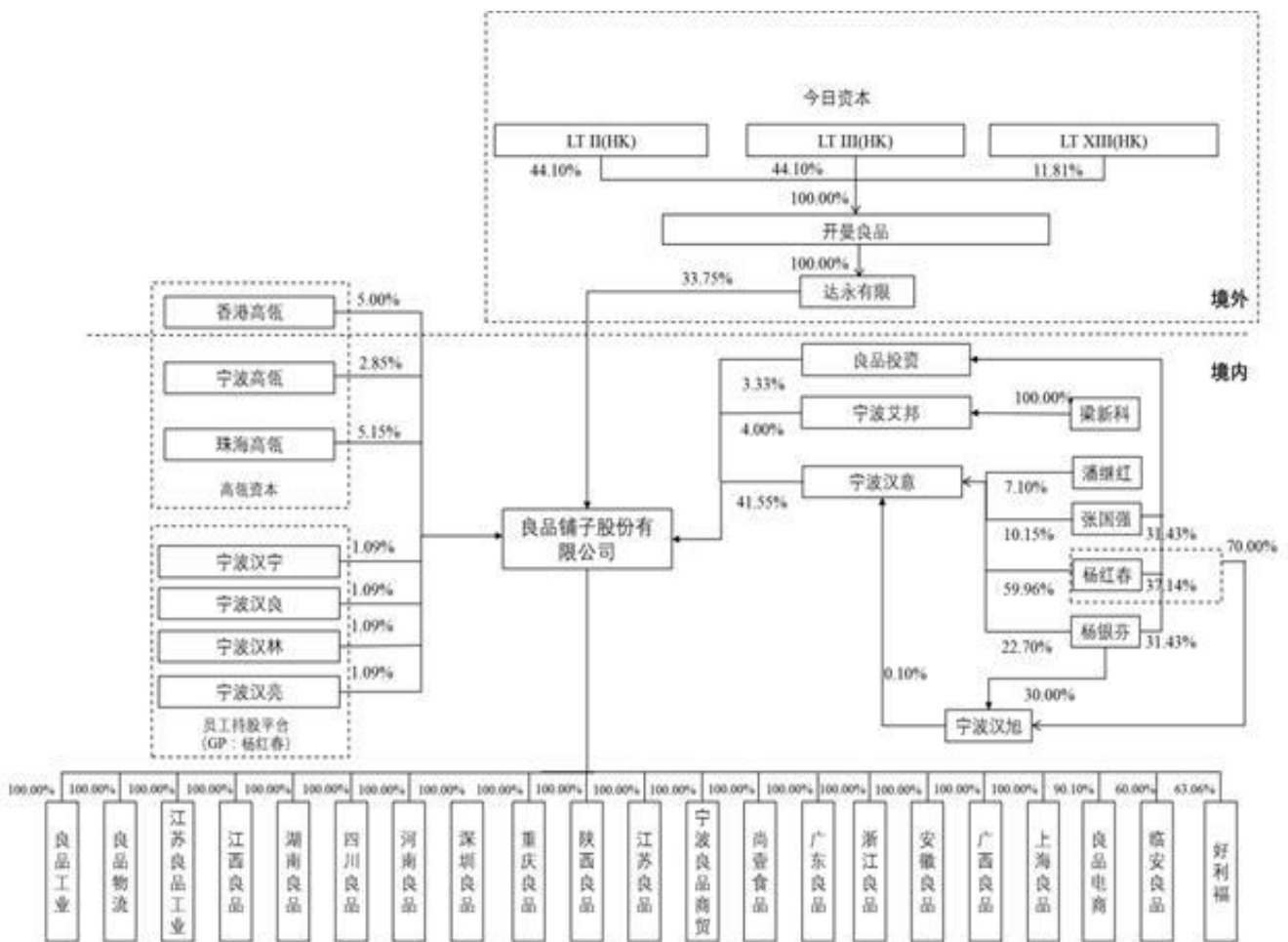
序号	时间	融资轮次	交易金额	估值	投资方
1	2010.12	A 轮	5100 万元	1.76 亿元	今日资本
2	2017.9	B 轮	5.05 亿元	59.98 亿元	高瓴资本
3	2017.12	C 轮	3.16 亿元	69 亿元	高瓴资本

4	2020.2	IPO 上市	4.88 亿元	48.8 亿元	公开发行
---	--------	--------	---------	---------	------

资料来源：天眼查，山西证券研究所

上市后新增社会公众股占比 10.22%。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。本次公司首次公开发行股票数量 4100 万股，本次发行完成后，公司控股股东仍为宁波汉意，直接持有公司 37.30%的股份，创始人杨红春、杨银芬、张国强、潘继红作为良品铺子的共同实际控制人，间接持有良品铺子共计 42.6%的股份，其中杨银芬任公司总经理，杨红春任公司董事长，持股 25.6%，为企业实际控制人。

图 2：发行前公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

表 2：本次发行前后股本情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
宁波汉意	14,957.56	41.55%	14,957.56	37.30%

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
达永有限	12,149.65	33.75%	12,149.65	30.30%
珠海高瓴	1,854.01	5.15%	1,854.01	4.62%
香港高瓴	1,800.01	5.00%	1,800.01	4.49%
宁波艾邦	1,439.98	4.00%	1,439.98	3.59%
良品投资	1,197.01	3.33%	1,197.01	2.99%
宁波高瓴	1,026.00	2.85%	1,026.00	2.56%
宁波汉宁	393.94	1.09%	393.94	0.98%
宁波汉良	393.94	1.09%	393.94	0.98%
宁波汉林	393.94	1.09%	393.94	0.98%
宁波汉亮	393.94	1.09%	393.94	0.98%
社会公众股	-	-	4,100.00	10.22%
合计	36,000.00	100.00%	40,100.00	100.00%

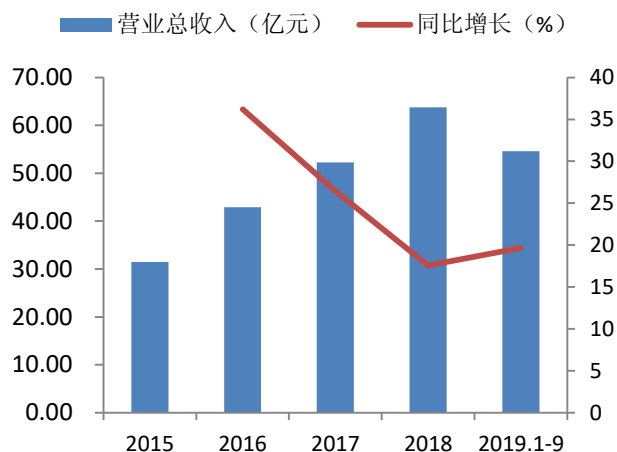
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

1.2 公司收入持续增长，线上线下结构不断优化

总体情况：公司收入持续增长，盈利能力不断提高。公司通过大力构建和完善全渠道服务体系，实现业务规模持续增长，2015-2018 年营业总收入复合增速 26.52%，2019 年 1-9 月实现收入 54.60 亿元，同比增长 19.65%。2015-2018 年归母净利润从 0.45 亿元增至 2.39 亿元，复合增速达到 74.47%，2019 年 1-9 月归母净利润为 3.14 亿元，同比增长 83.81%。

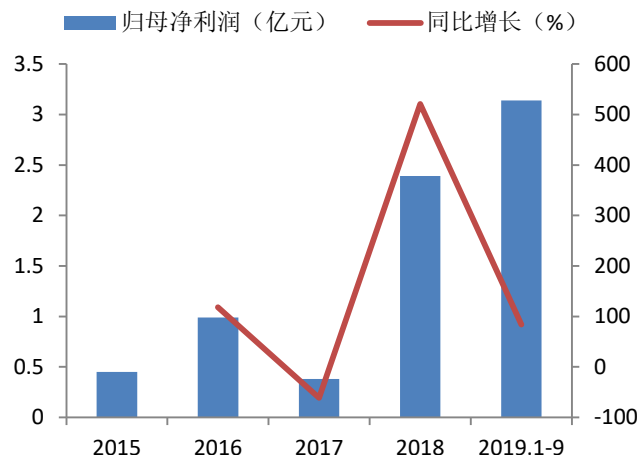
区域结构：线上线下收入结构不断优化，华中以外区域销售金额逐年提升。2015-2019H1 年线上收入占比分别为 26.53%、33.69%、42.21%、45.52%和 45.19%，线下收入占比分别为 73.47%、66.31%、57.79%、54.48%和 54.81%，收入结构逐渐趋于均衡。公司在线下渠道坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，实现了线下业务的快速发展，其中，华中地区作为公司业务重点区域收入占比较高；线下业务扩张带动了华中以外区域销售金额逐年提升。同时，伴随公司线上平台收入逐年提升，公司通过互联网覆盖销售区域逐年扩大。

图 3：公司 2015-2019.1-9 的营业总收入情况



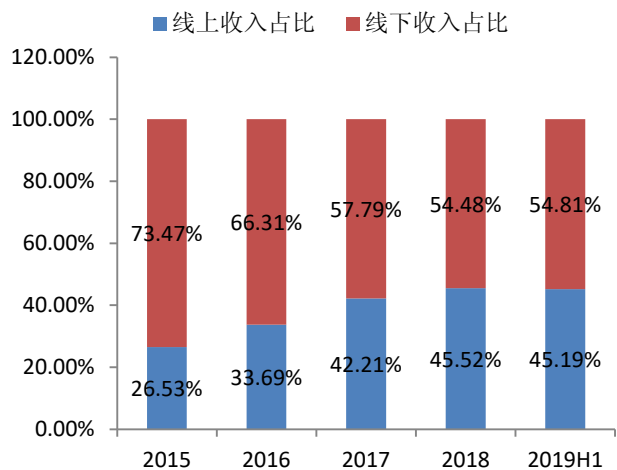
资料来源：wind, 山西证券研究所

图 4：公司 2015-2019.1-9 的归母净利润情况



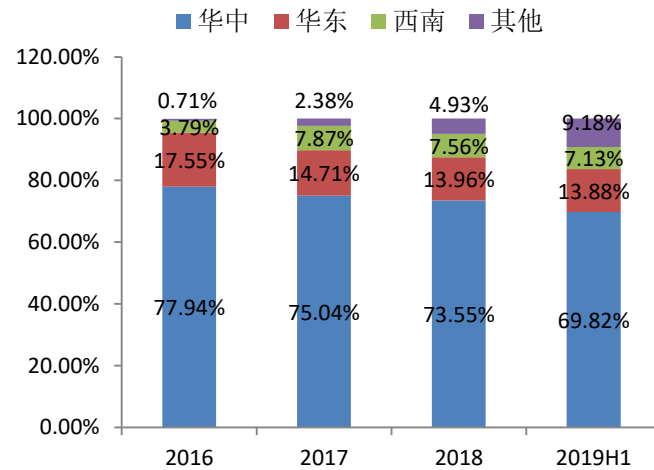
资料来源：wind, 山西证券研究所

图 5：公司线上线下收入结构逐渐趋于均衡



资料来源：wind, 山西证券研究所

图 6：公司线下营业收入以华中地区为主



资料来源：wind, 山西证券研究所

产品结构：公司执行全品类战略。销售收入主要由肉类零食、坚果炒货、糖果糕点和果干果脯构成。销售结构较为稳定，不存在单一品类高集中度问题，各大品类销售收入均逐年增长。从品类增速上来看，除坚果和果脯外营收均保持双位数增长，这主要与产品特征及公司品类竞争策略相关：一是体现在 2017 年-2018 年电商渠道为实现不同品类的均衡发展，并改善渠道毛利率水平，将更多的折扣、宣传资源由坚果炒货向糖果糕点、素食山珍等品类倾斜，同时 2019 年 1-6 月销售高峰期年货节期间主推礼品礼盒，使得当期坚果炒货收入增长低于其他品类；二是果干果脯品类销售收入增速低于其他品类主要在于果干果脯受本类产品的工艺约束，新品推出的速度相对较慢，公司电商渠道的营销资源未对其倾斜。

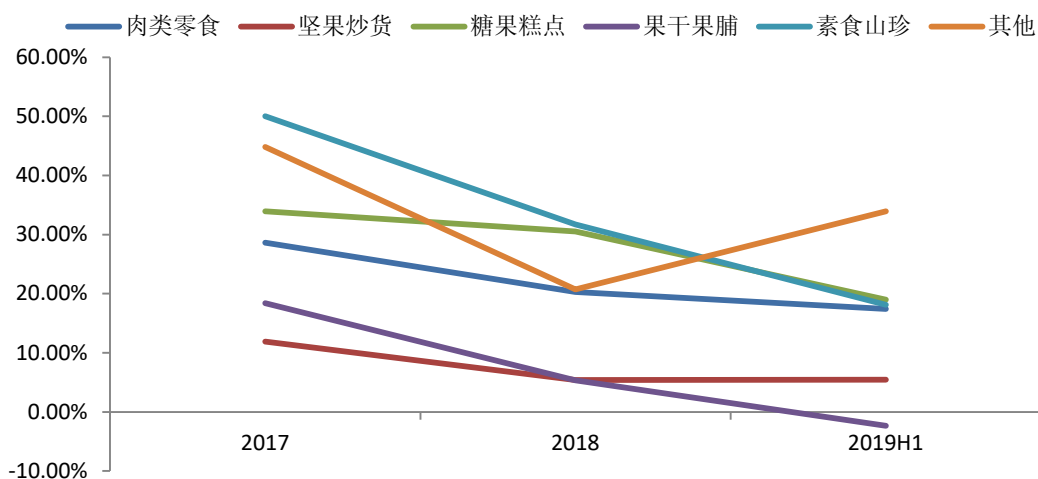
表 3：销售收入主要由肉类零食、坚果炒货、糖果糕点和果干果脯构成

项目	2019. 1-6		2018		2017		2016	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例

肉类零食	7.98	23.00%	14.92	23.61%	12.41	23.09%	9.65	22.80%
坚果炒货	6.59	18.98%	12.85	20.32%	12.19	22.68%	10.89	25.75%
糖果糕点	6.96	20.08%	12.33	21.09%	10.21	19.00%	7.63	18.02%
果干果脯	4.04	11.66%	7.97	12.60%	7.56	14.08%	6.39	15.10%
素食山珍	2.69	7.76%	5.18	8.20%	3.94	7.32%	2.62	6.20%
其他	6.42	18.52%	8.97	14.19%	7.43	13.83%	5.13	12.12%
合计	34.69	100%	63.22	100%	53.73	100%	42.30	100%

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 7：良品铺子各个产品营业收入增速情况



资料来源：公司招股说明书；山西证券研究所

1.3 公司毛利率低于行业平均，但盈利能力不断提高

公司毛利率低于行业平均值，2018 年后逐渐改善。在综合考虑行业、市场、产品定位、销售渠道及规模等因素后，我们选择主要从事休闲食品业务的 4 家公司作为公司的同行业比较对象。公司 2016 年-2019H1 的主营业务毛利率分别为 32.88%、29.52%、31.30%和 32.62%，低于同行业可比公司平均水平。这主要与公司销售模式相关：2017 年受加盟渠道及线上销售收入占比提升影响，毛利率有所下降；但是 2018 年，较同行业而言，公司毛利率保持了稳中上升的趋势，主要在于 2018 年公司调升了部分产品销售价格，且电商渠道改变竞争策略和品类策略，毛利率有所改善。

表 4：可比公司业务模式

可比公司	业务模式
三只松鼠	主要为线上互联网平台
好想你	线上、线下（专卖店、商超）渠道均有布局
盐津铺子	线下直营商超为主，辅以加盟模式

来伊份	以加盟店的线下销售模式为主
良品铺子	线上、线下（加盟、直营店）均有布局

资料来源：三只松鼠招股说明书，山西证券研究所

表 5：可比公司分渠道收入情况

分渠道收入	2018				2017				2016			
	线上	占比	线下	占比	线上	占比	线下	占比	线上	占比	占比	线下
好想你	43.72	83.25%	8.80	16.75%	33.02	81.14%	7.68	18.86%	12.24	59.06%	8.48	40.94%
来伊份	3.69	9.27%	36.16	90.73%	3.72	10.24%	32.64	89.76%	2.40	7.42%	29.96	92.58%
良品铺子	27.01	44.49%	33.69	55.51%	22.68	41.82%	31.56	58.18%	14.25	33.23%	28.64	66.77%
三只松鼠	62.33	89.32%	7.45	10.68%	52.87	95.59%	2.44	4.41%	42.70	96.86%	1.38	3.14%

资料来源：三只松鼠招股说明书，山西证券研究所

表 6：可比公司主营业务收入毛利率情况

公司名称	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
好想你	29.94%	28.54%	29.13%	34.56%
来伊份	44.42%	43.64%	43.87%	45.37%
三只松鼠	30.85%	28.12%	28.72%	30.14%
盐津铺子	41.22%	39.35%	46.86%	49.11%
平均值	36.61%	34.91%	37.15%	39.80
良品铺子主营业务	32.62%	31.30%	29.52%	32.88%

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

分品类来看，2017 年因线上平台、加盟模式收入占比进一步提升，各品类毛利率均有所下降。2018 年，公司调升定价毛利率水平，各项产品及服务毛利率均有所上升。且各品类毛利率维持在 30%左右。

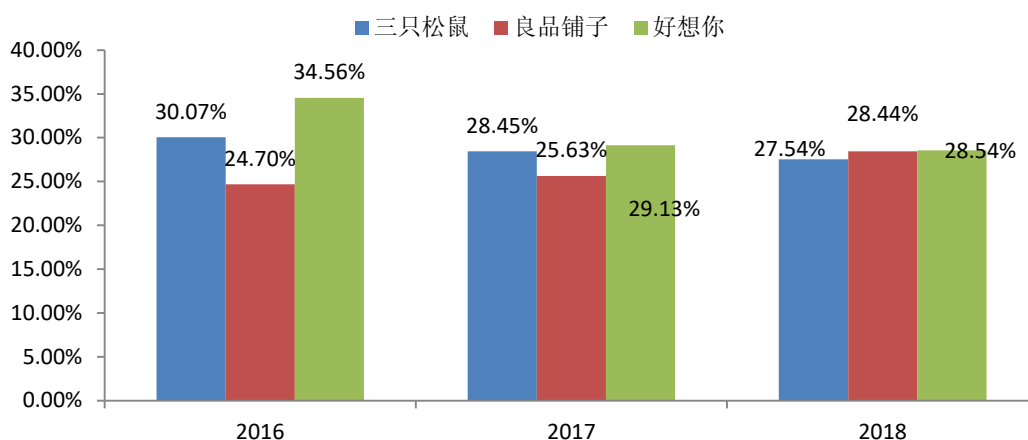
表 7：良品铺子各个产品的毛利率情况

公司名称	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
肉类零食	32.12%	29.98%	29.99%	34.51%
坚果炒货	29.84%	29.08%	23.78%	24.42%
糖果糕点	33.68%	30.90%	30.04%	33.65%
果干果脯	37.11%	35.12%	34.89%	40.44%
素食山珍	37.80%	36.86%	36.60%	40.74%
其他	29.93%	30.66%	28.26%	33.18%
合计	32.62%	31.30%	29.52%	32.88

资料来源：公司招股说明书；山西证券研究所

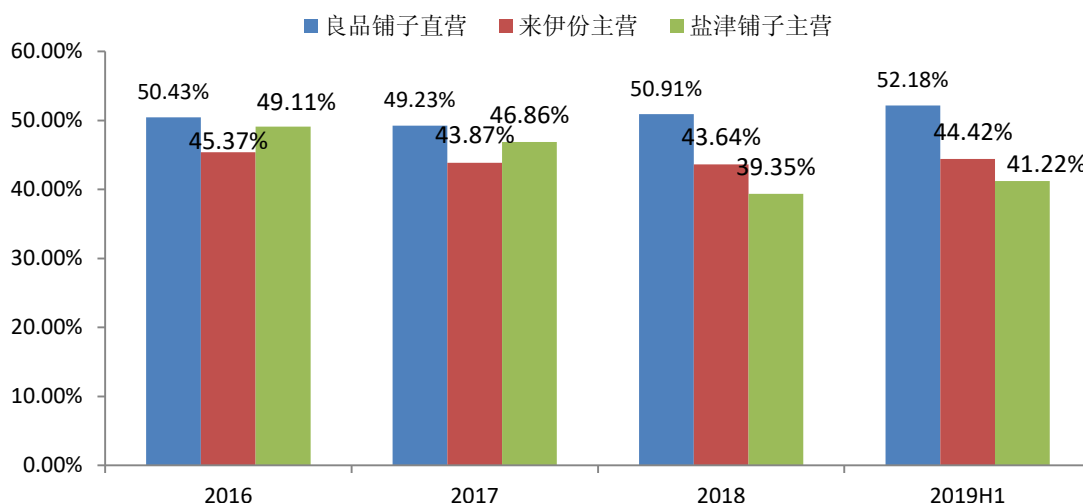
分渠道来看：（1）线上起初较低之后稳健提升。公司线上渠道毛利率与三只松鼠、好想你具有可比性，2016年、2017年公司线上平台毛利率分别为24.70%、25.63%，低于同期的三只松鼠，主要在于公司线上业务起步时间较晚，为了促进自身产品销售，提升线上的市场占有率，公司采取了更为优惠的定价策略。后来公司逐渐改变电商原有的竞争策略和品类竞争策略，电商渠道毛利率得到持续改善，2018年毛利率提升至28.44%，超过同期的三只松鼠线上毛利率。（2）线下公司直营店毛利率较高。公司线下渠道毛利率与盐津铺子、来伊份具有可比性，通过2016、2017、2018与2019H1比较，高于主要通过直营渠道销售产品的来伊份、盐津铺子的毛利率，另外与来伊份加盟批发收入毛利率差异不大。

图 8：2018 年公司线上毛利率超过三只松鼠



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 9：公司直营店毛利率较高



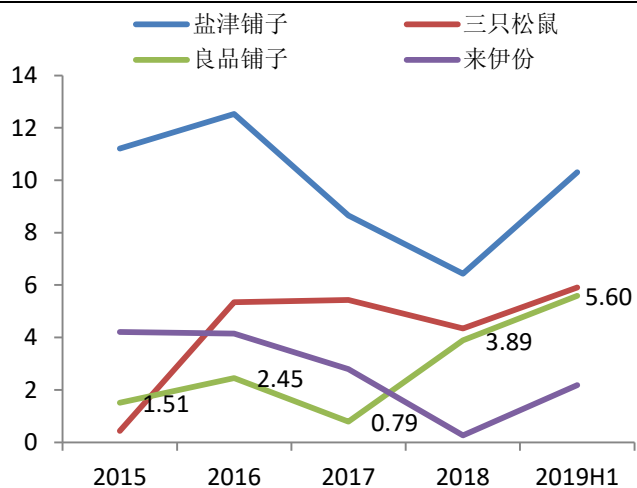
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

销售净利率处于中下水平，盈利不断改善。与同行企业相比，起初良品铺子销售净利率处于中下水平，之后费用控制得当，净利率稳步提升，处于行业中游水平。

费用管控效果明显，公司期间费用率连续三年持续下降。与同行业相比，公司的期间费用率处于中

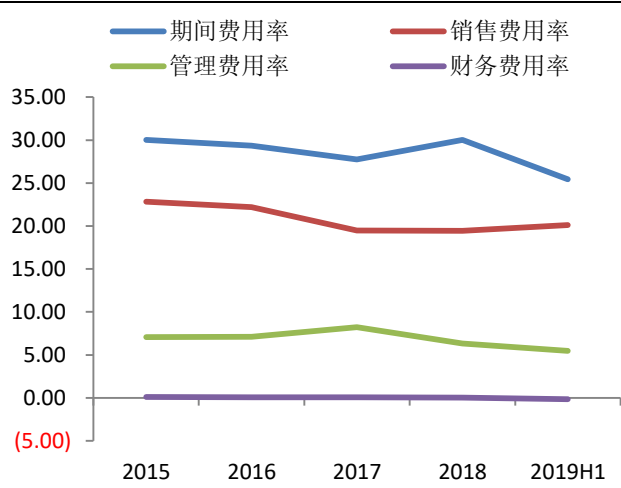
下游水平，且期间费用率逐渐下降。具体来看，1) 销售费用率 2016-2018 年从 22.19% 下滑至 19.45%，2019 年 1-6 月，因公司实行品牌升级战略，宣传促销费用有所增加，当期销售费用率略有提升；2) 管理费用率 2016-2018 年从 7.11% 下滑至 6.34%，2019 年 1-6 月管理费用率继续下降至 5.46%。

图 10：行业内公司销售净利率对比



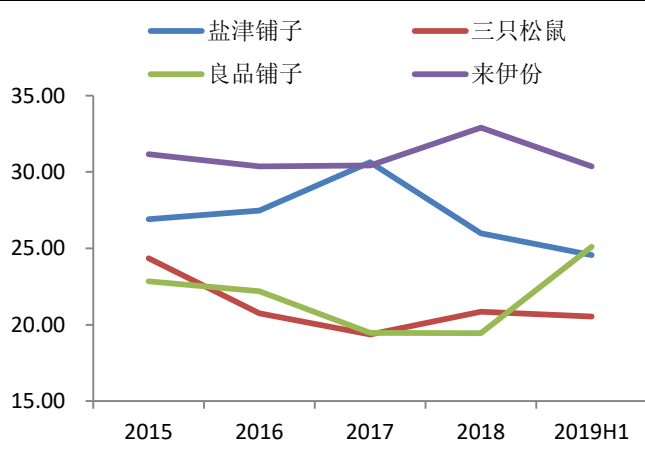
资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：良品铺子费用率情况



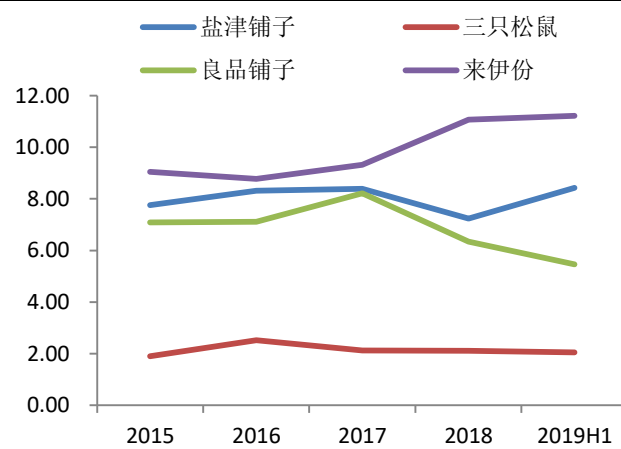
资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：行业内可比公司销售费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：行业内可比公司管理费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

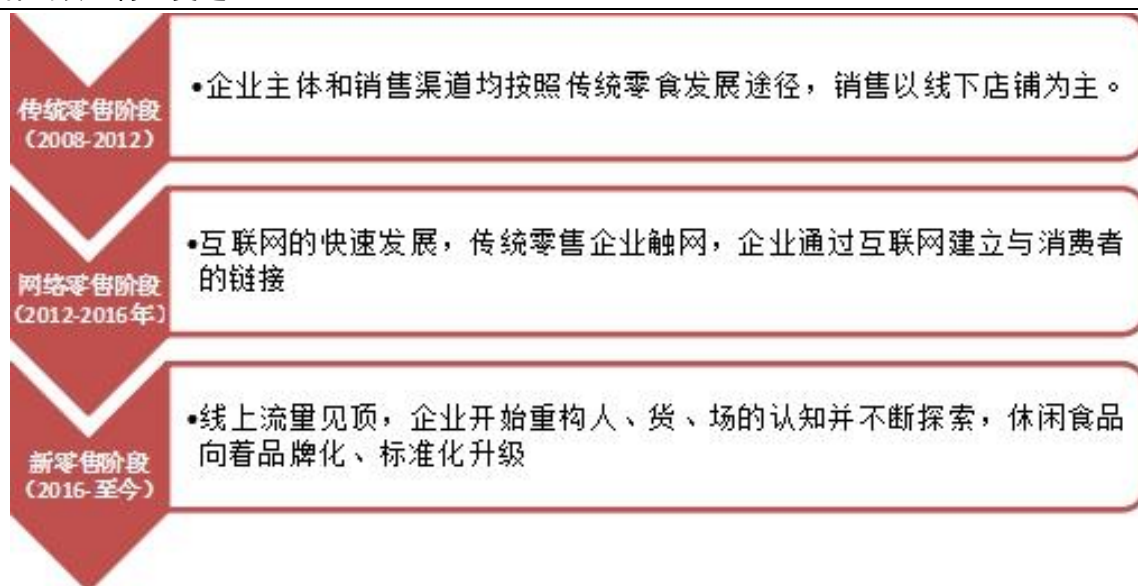
2. 休闲食品：市场规模稳步提升，新零售助力发展

2.1 行业现状：休闲食品市场容量大，未来仍稳步提升

国内休闲食品经历三个发展阶段，目前发展向着品牌、标准化升级。2008 年到 2012 年属于传统零售阶段，渠道以线下销售为主；2012 年到 2016 年，随着互联网在各个行业的渗透，传统零售企业开始触网，企业通过互联网与消费者建立连接，如三只松鼠在这一阶段成立，并且营收主要来源于线上；2016 年之后，线上流量见顶，企业开始探索新的发展途径，线上线下一体化，休闲食品也向着品质化、品牌

化和标准化方向升级。如三只松鼠重视 IP 开发，发力线下渠道；百草味重启线下，进行产品升级、娱乐营销；良品铺子智慧门店打造，开始全渠道融合。

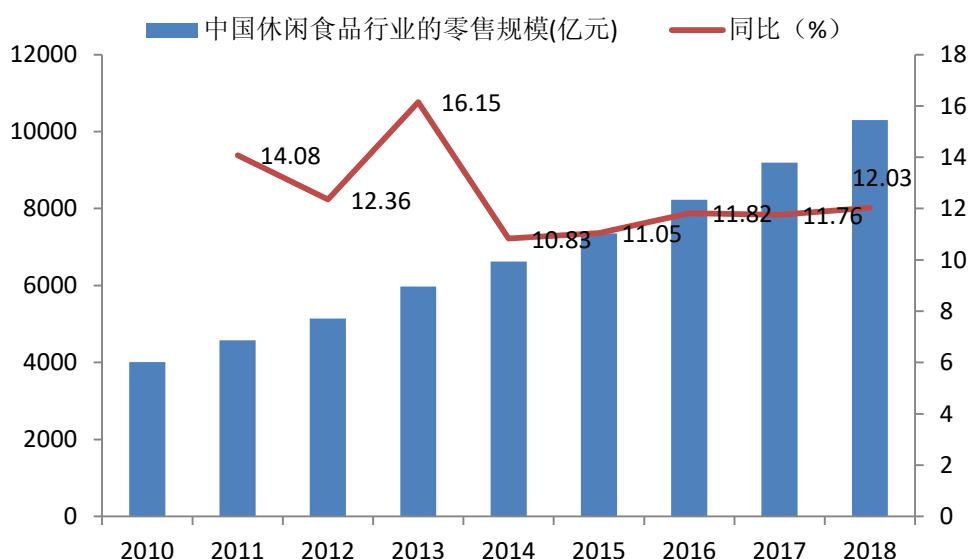
图 14：休闲食品行业变迁



资料来源：速途研究院、山西证券研究所

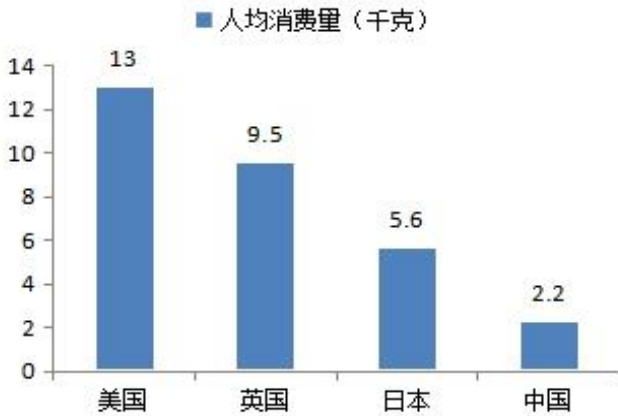
休闲食品行业成为食品行业的重要细分领域，市场规模稳步提升。根据中国产业信息经济网数据显示，从 2010 年到 2018 年，我国休闲食品类行业增长迅速，年复合增长率达 12.49%，2020 年预计可达 12984 亿元。虽然当前市场已呈现较大规模，但在消费规模和整体附加值上仍有较大的发展空间。我国休闲食品的消费结构相较于发达国家仍处于较为初级的阶段，市场仍有巨大的空间，且未来伴随着居民整体消费结构的不断升级，休闲食品的消费需求呈现多种变化，休闲食品将持续发展。

图 15：中国休闲食品行业的零售规模(亿元)



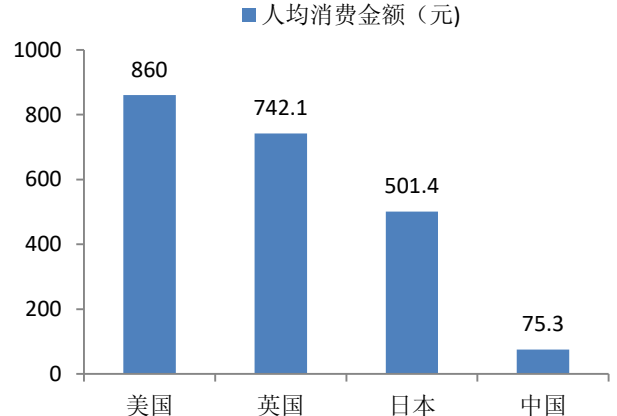
资料来源：中国产业信息经济网、山西证券研究所

图 16：各国休闲食品人均消费量（千克）



资料来源：Mob 研究院，山西证券研究所

图 17：各国休闲食品人均消费金额



资料来源：Mob 研究院，山西证券研究所

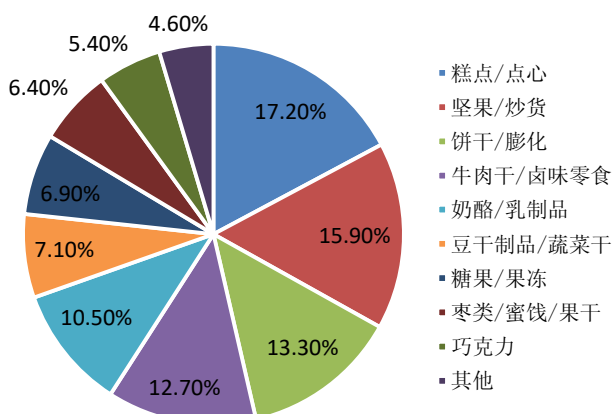
从细分品类来看，糕点、点心占比最高，坚果炒货实现了快速增长。休闲食品行业分散，种类繁多，据第一财经商业数据中心数据显示，休闲零食的热销品类在不断变化，从蜜饯果干到坚果炒货，再到饼干糕点，分别占据过销量榜首，但整体来看高糖分食品正在被替代，消费者的饮食习惯正向健康化转移。根据速途研究院《2019 年上半年休闲食品市场研究报告》分析，目前糕点、点心是人们生活消费最高的品类，占 17.2%；其次坚果、炒货等品类具有周期长，易存放等特点，亦是人们闲暇时间喜爱的零食，约占全品类的 15.9%。近几年来随着人均收入的提高以及人们对高端树坚果（主要包括碧根果、夏威夷果等）营养认知的普及，使坚果类食品的需求有了快速的发展。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 18：休闲食品行业主要种类



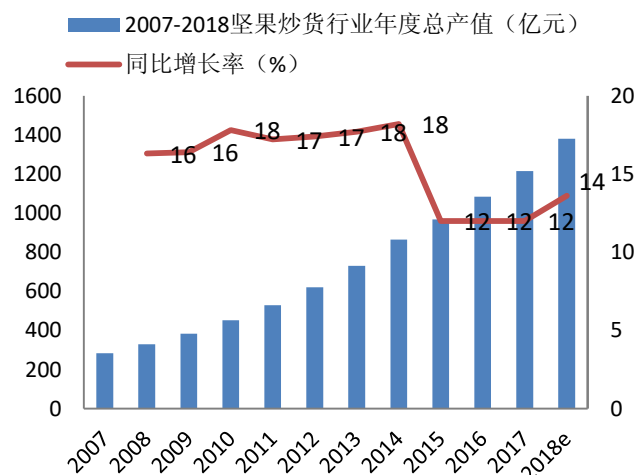
资料来源：Mob 研究院、山西证券研究所

图 19：休闲零食品类占比情况



资料来源：速途研究院，山西证券研究所

图 20：2007-2018 年坚果炒货行业年度总产值



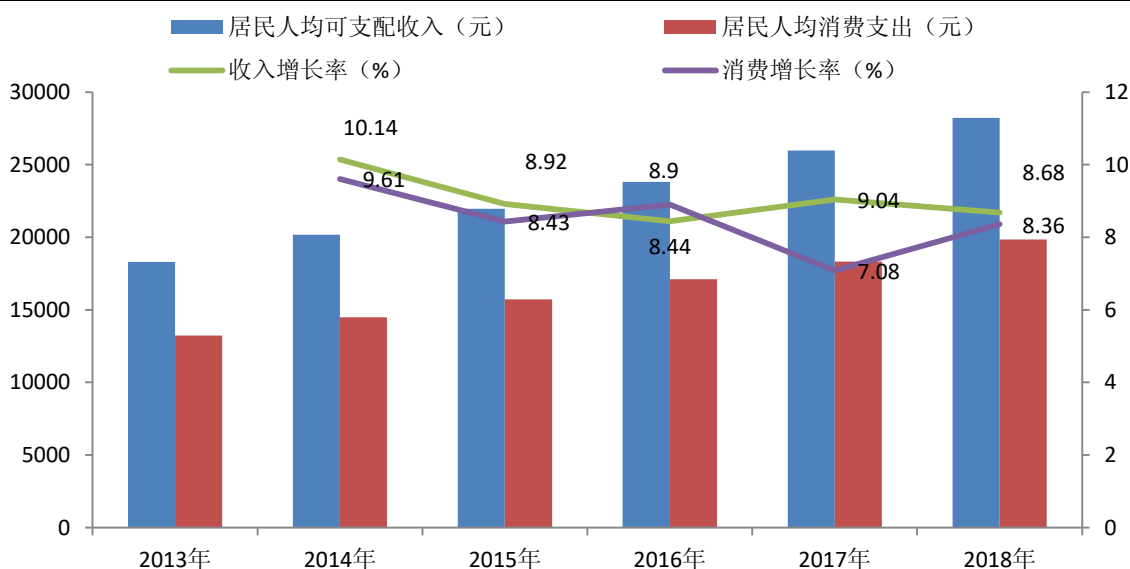
资料来源：中国食品工业协会，山西证券研究所

2.2 行业驱动：消费升级、互联网、物流不断成熟驱动行业持续发展

2.2.1 居民收入水平和消费能力持续提高，休闲食品市场需求的增长空间巨大

近年来，我国宏观经济持续保持稳定发展态势，居民收入水平和整体消费能力得以快速增长。根据国家统计局数据，2013-2018 年，我国居民人均可支配收入从 18,311 元增长至 28,228 元，年均复合增长率达 9.04%。而居民收入水平的增长为我国整体消费能力的增强提供了有利的环境，人均居民消费支出亦由 2013 年的 13,220 元增长至 2018 年的 19,853 元，年均复合增长率为 8.47%。

图 21：2013-2018 我国居民人均可支配收入/居民人均消费支出情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

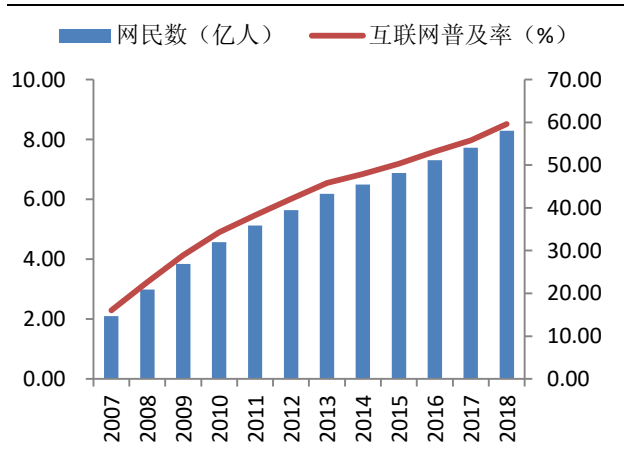
收入水平和消费能力的持续增加，对我国居民的食品消费结构产生了深刻的影响。一方面，居民对传统主食的消费量在逐年下降，根据国家统计局的统计数据，我国居民年均粮食消费量从 2013 年的 148.7

公斤减少至 2017 年的 130.1 公斤。另一方面，休闲食品的市场规模稳步提升，根据中国食品工业协会相关数据，我国休闲食品行业 2014 年年产值为 7,118.80 亿元，预计 2019 年达到 19,925.28 亿元。因此，未来休闲食品行业有望保持较高发展速度，增长空间巨大。

2.2.2 互联网产业与物流体系的不断成熟，也为行业线上渠道的发展提供了良好的设施基础

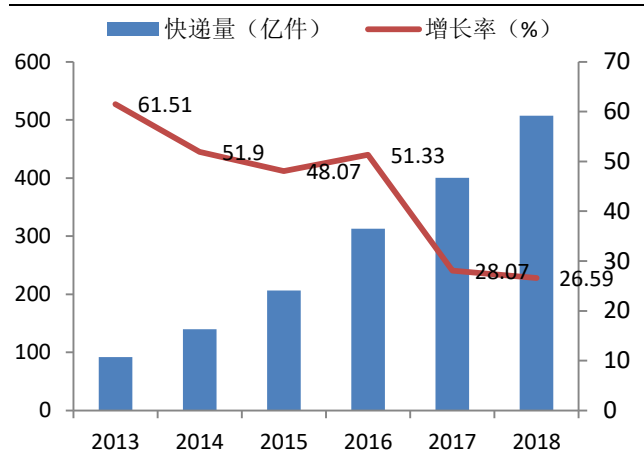
近年来，随着国家对互联网和物流行业的重视，我国的数字化进程和快递物流水平取得长足的进步，为休闲食品行业的不断发展提供了有力的保障。一方面，我国互联网产业呈现蓬勃发展态势，网民数量不断增长，互联网与经济社会深度融合的基础更加坚实。根据CNNIC数据，截至2018年12月31日，我国网民数量规模已达8.29亿人，较2017年末增长7.4%，互联网普及率达到59.6%，较2017年底提升3.8个百分点，庞大的用户基础为网络购物等网络消费的高速增长提供了强劲动力。另一方面，我国快递物流体系日益完善，快递业务水平进一步提升，为休闲食品企业的规模化发展提供了保障。国家邮政总局统计数据显示，我国快递业务量于2018年累计完成507.1亿件，较2013年增长451.8%，年均复合增长率达40.72%。

图 22：我国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，山西证券研究所

图 23：2013-2018 我国快递业务发展情况



资料来源：国家邮政总局，山西证券研究所

2.2.3 高端零食有望抢占先机

随着消费升级，消费者愈发注重休闲零食的营养价值，对健康零食、饮料的定义也逐渐向无糖、低糖、低热量、富含蛋白质和营养成分靠拢。消费者对休闲食品的健康化需求必将带动休闲食品的多元化、健康化和高端化的趋势。

图 24：消费者对健康零食的认知



资料来源：艾瑞咨询研究院，山西证券研究所

图 25：未来对休闲食品需求情况

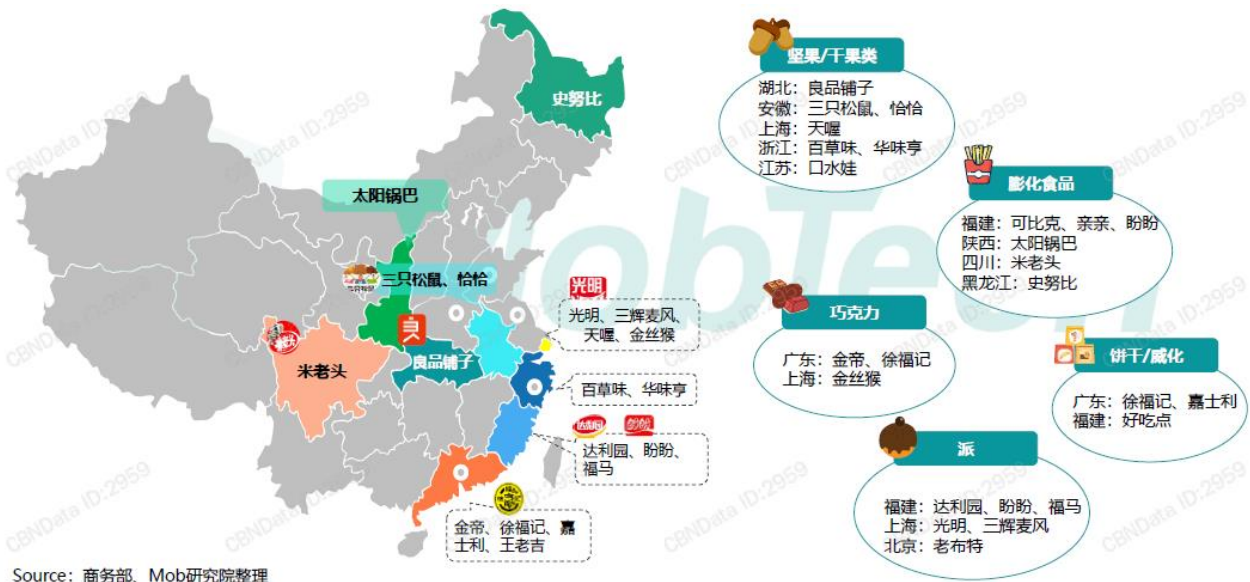


资料来源：Mob 研究院，山西证券研究所

2.3 行业趋势：市场向头部集中，新零售助力产业链升级

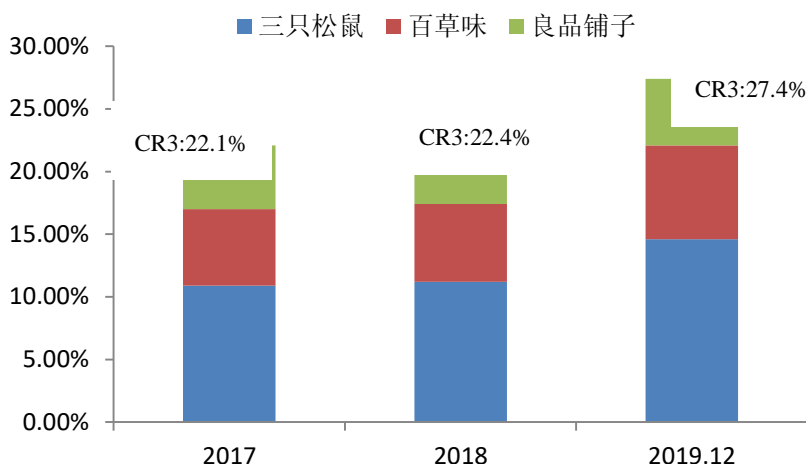
休闲食品市场集中度分散，但休闲食品电商市场头部企业相对稳定。休闲食品品牌多发于沪闽粤等地，长三角和珠三角是休闲食品品牌集中地；由于各地的饮食习惯和口味偏好存在差异，因此目前我国尚未出现能在多个产品品类上主导全国销售市场的品牌。但对于休闲食品电商市场而言，头部企业相对稳定，目前三只松鼠、百草味、良品铺子连续三年成为 TOP3 企业，CR3 从 2017 年的 22.1% 提升至 2019 年 12 月的 27.4%，预计未来市场集中度还有望进一步提升。

图 26：长三角和珠三角是休闲食品品牌集中地



资料来源：Mob 研究院

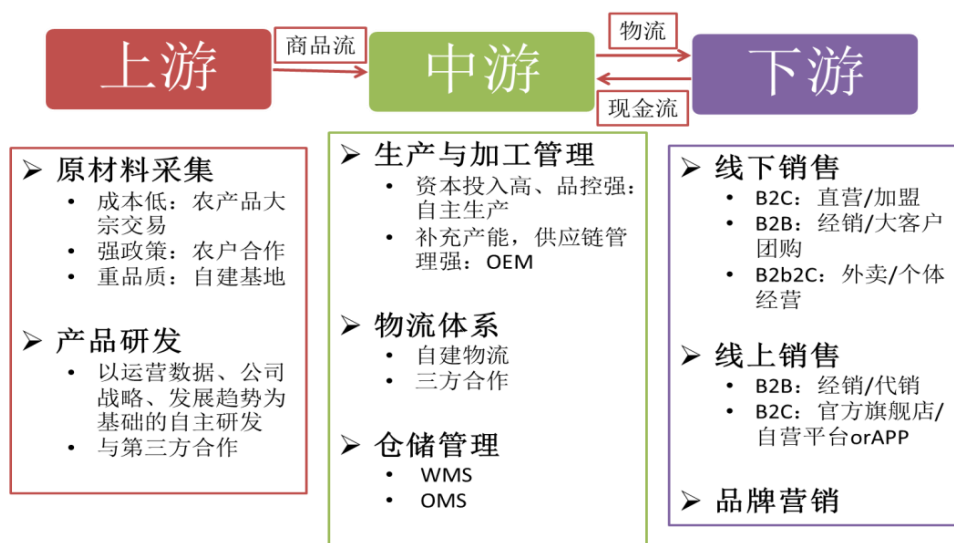
图 27：2017-2019.12 头部品牌线上市场占有率



资料来源：淘数据，山西证券研究所

新零售将驱动行业寻求突破，助力产业链不断升级。目前行业内产品同质化程度较高，纵观百草味、三只松鼠、良品铺子等，不管是产品品类、口味、包装规格等各方面均高度接近。但是，休闲零食市场依然处在“风口”，在这个万亿级的赛道上，目前还没有出现一个“超级寡头”，仍旧是各家平分秋色的状态。随着良品铺子的上市、百草味被收购，休闲零食行业竞争进入白日化阶段，与此同时，市场集中度有望进一步提高。并且线上流量红利逐渐消失，意味着休闲零食的竞争开始进入下半场，在角逐中，品质、渠道、品牌和供应链等要素成为各个企业成败关键，龙头纷纷布局新零售寻求突破。休闲零食产业链整体较长，横跨领域众多，产业链结构大致分为上、中、下游三部分。越来越多的休闲零食企业布局新零售寻求变革，以提升经营效率、降低运营成本。

图 28：休闲食品产业链



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

在供应链协同方面，企业利用自身在终端掌握的大数据资产，建立以消费者为中心的价值导向，通过与供应商开展深入合作，为其提供精准的需求信息，刺激供应链向需求导向的个性化和定制化方向重构，以提升产业链整体的协同效应，降低企业和供应商的运营成本。在销售网络方面，企业通过不断完善线上线下的全渠道网络建设，建立起与消费者随时随地连接的通道，最大程度地覆盖消费群体的主要生活场景，满足消费者即买即得的消费需求，形成多样性、多内容、多维度和多触达点的新零售经营形态。在全渠道之争上，三大巨头在持续发力。专注互联网销售的三只松鼠 2019 年 11 月释放出全面布局线下渠道的信号，表示将联合微商银行推出小店专属融资平台松鼠金贝；良品铺子方面，线上线下的收入差距正在缩小，此次上市募集的资金，也将投入到全渠道营销网络建设等项目之中去；百草味被百事收购以后，也将会加强线上线下全渠道融合。

表 8：休闲零食行业电商三巨头

	品牌产品	大数据运营	全渠道建设
良品铺子	品牌建设以业务创新为主，顾客心声系统逆向牵引产品升级，整体 SKU 数达 1500	基于经营活动中积累的会员、产品、门店、行业、供应商等方面的大量数据，在商品补货、门店选址、精准营销、品类管理等方面进行持续的数字化应用探索，利于智慧供应链搭建与顾客体验管理。与阿里联合打造智慧门店，率先进入精细化“单客经营”新阶段	线下门店规模领先行业，与阿里合作后门店全面数字化升级，电商体量位列第三。线上线下比例接近 1:1，收入结构逐渐趋于均衡。各渠道定位明确、资源协同、互为补充，全渠道水平位居行业第一
百草味	品牌建设以娱乐营销为主，爆款打造辨识度较强，整体 SKU 数达 550	借助大数据应用技术，不断优化消费者研究、会员管理与供应链运营体系，通过线上线下的数据互动，更加精准的洞察和满足消费者需求	电商体量居行业第二，线上通过大单品战略+娱乐营销形成爆品效应。线下依托外部资源拓展增量市场，与阿里零售通小店合作铺货实现广域扩张
三只松鼠	品牌建设以 IP 化为主，锚定坚果细分市场，整体 SKU 数超过 600	凭借成熟的客户管理机制、信息技术及互联网平台优势，实现对消费群体和产品品类的细化管理，增加用户体验的同时提高流量转化率和用户粘性	电商体量居首，乘电商红利爆发东风，迅速成长为互联网坚果第一品牌。线下渠道仍处起步阶段，以“体验与互动”为价值定位，通过建立与用户间的深度连接，实现对线上渠道的有效补充

资料来源：公司招股书及公开资料整理，山西证券研究所

在品牌营销方面，借势多元营销矩阵的构建，强化市场品牌认知。味美也怕巷子深，休闲食品产业的持续发展离不开广告营销投入的支持，一般来说，传统媒介的推广多以标准化、规模化和批量化的广告投放为主要模式，以单纯产品推销的方式难以精准定位目标消费群体，更难以在消费群体中形成品牌认知，尤其对于休闲食品而言更应当注重消费群体的体验与感知。目前来看，休闲食品头部企业皆已开展品牌营销，打通从产品研发、包装设计到门店装修、代言人选择、品牌形象、广告宣传、客户服务等

生产经营各个环节，形成以产品和服务为基础、品牌文化体验为支撑的营销闭环。

图 29：以强化品牌为核心贯穿生产经营环节的品牌营销方式



资料来源：山西证券研究所

以新媒体平台为代表的线上渠道营销更多的是针对年轻化、对线上购物高度依赖的消费群体，而线下营销手段则是对服务体验有更多诉求或者是尚未形成网购习惯的客户群体有很好的带动作用。线下购物场景的布置、产品和服务的零距离体验、丰富的主题活动、快闪店等传统与新潮营销方式相结合，不仅能够拓展线下潜在消费者，与线上营销形成联动和流量转化，还能够给公众带来直接的品牌感受，强化品牌在公众当中的认知度和影响力，对线上营销形成强有力的补充。

图 30：休闲零食品牌线下活动丰富



三只松鼠“黑粉来了”线下活动

百草味 VIP 会员见面会

良品铺子吴亦凡快闪店

资料来源：各公司官方微博，山西证券研究所

随着新媒体传播渠道的快速发展，使得广告营销的手段不断丰富，也使得营销宣传的触及率更广泛，长视频与综艺内容植入、小程序&公众号服务、社区化平台等新媒体营销方式已被行业内头部企业广泛采用。例如休闲零食在影视剧的植入，产品融入剧情很好地与消费者日常生活相契合，百草味、三只松鼠、良品铺子在《三生三世十里桃花》、《欢乐颂》、《安家》等多部热门剧集中进行内容营销；近年来以

抖音、快手、淘宝直播、小红书为代表的平台发展为广告主开辟了新的新媒体营销阵地。

图 31：休闲食品多元化的新媒体营销方式



资料来源：互联网公开信息，山西证券研究所

3. 公司优势：定位高端零食，全渠道、供应链、营销齐发力

3.1 公司实行全品类战略，定位高端零食

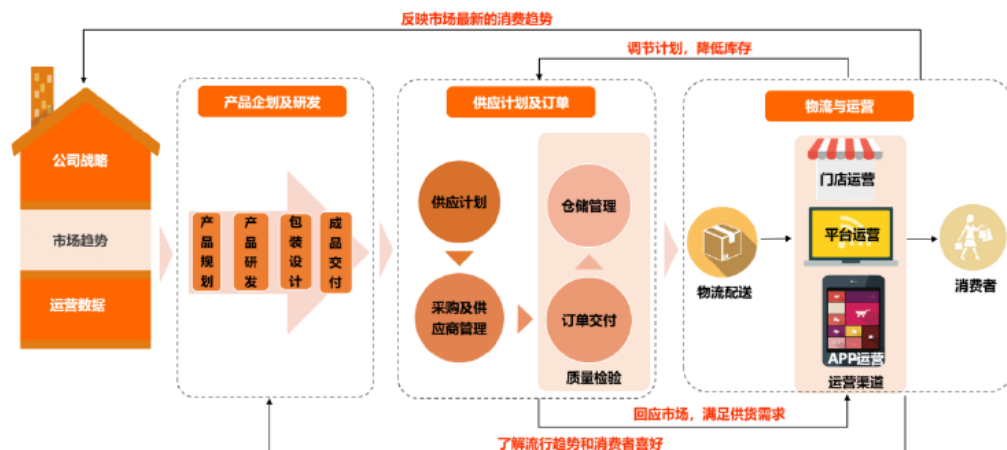
公司实行全品类战略，推陈出新，以满足消费者不断变化的消费需求。目前，公司已形成覆盖肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等多个品类、1,000 余种的产品组合，有效地满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求。公司基于对消费数据和行业数据的研究，在综合考虑消费者生理、口味、口感和营养健康等方面需求的基础上，不断探索产品品类、工艺及口味特点，推陈出新，以满足消费者不断变化的消费需求。

表 9：公司主要产品的分类情况、品类介绍情况

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。	
糖果糕点	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。	
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，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。	
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	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。	

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 32：公司的业务流程图



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司定位高端零食。良品铺子自 2015 年起高端零食连续 4 年全国销售领先，成为四亿吃货的挑剔之选。2019 年良品铺子签约国内一线明星吴亦凡为品牌代言人，并将“高端零食”定义为品牌战略和企业战略，以期以高端零食战略引领行业升级。

3.2 公司坚持全渠道战略，线上线下一体化发展

作为休闲食品行业领先的品牌运营企业，良品铺子在全渠道布局方面具有明显的先发优势，并在业内率先实现多渠道协同效应。良品铺子通过构建门店终端、电商平台、移动 APP、O2O 销售平台等多层次渠道销售网络，建立了品牌和用户互相感知与交互的多个触点，及时准确地响应消费者需求，智能推送与消费者需求匹配的信息，形成了“不断接近终端、随时提供服务”的销售渠道布局。随着线上流量红利见顶，线上线下的深度融合进一步升级提速，线下实体价值重塑，品牌的线下渠道优势还将进一步放大。

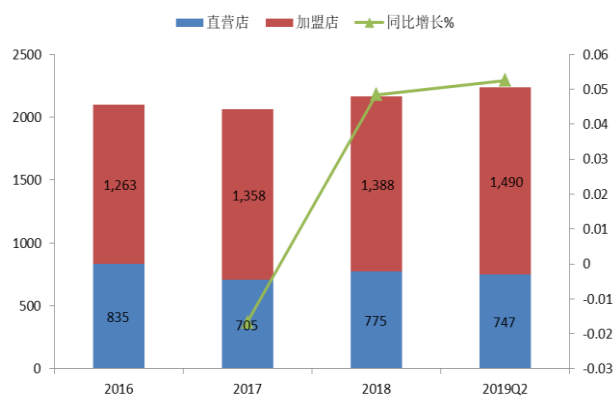
3.2.1 线下实体店以加盟为主，深耕华中向全国辐射

在线下渠道方面，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局。公司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，为消费者提供便利的购买途径。近年来公司的渠道拓展能力不断加强，线下销售区域从初期的湖北省扩展至周边多数省份，在湖北省深耕地级主城区不断加密网络覆盖密度，在新兴区域的主要省会城市寻找合适商业地段增强网络辐射能力。截至 2019Q2，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家，总体上呈现出小幅上升趋势，实现了从核心商圈到社区门店的多层次覆盖，线下业务快速发展。

公司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。不论是直营还是加盟模式，公司对于门店均采取较强的管控模式，公司向门店提供包括商品信息维护、库存监控等门

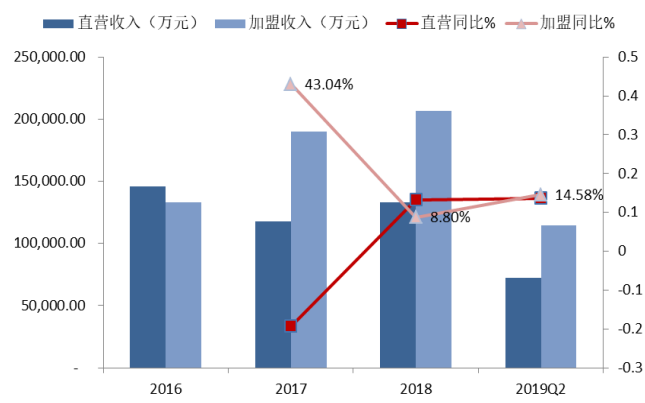
店辅助管理服务。O2O 业务主要是面向大众消费者开展的本地生活服务业务，目前公司已推出了手机 APP 自营 O2O 平台，并打通美团、饿了么、京东、支付宝等第三方 O2O 平台，实现多渠道模式协同发展。

图 33：公司 2016-19Q2 线下直营/加盟店门店数量



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

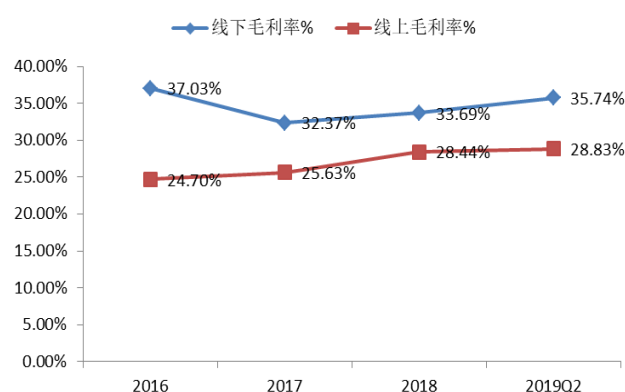
图 34：公司 2016-19Q2 线下直营/加盟店营业收入



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

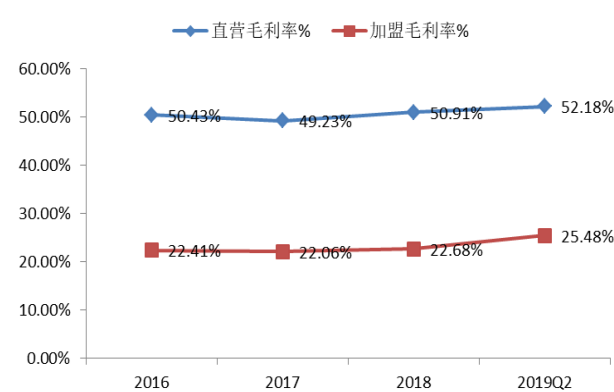
对于终端门店网络辐射的布局方面，公司一直以来坚持“加盟为主、直营为辅”的策略稳步拓展。直营渠道的定位主要是以提升品牌影响力、开拓新市场、新领域为主，而加盟渠道则可以实现快速、有效的门店布局，有利于扩大市场占有率，实现线下门店迅速扩张。近三年来，受此经营策略的带动，公司加盟门店数量显著增加，虽然直营门店数量呈现出一定的下降趋势，但经营效率不断优化。公司在优化现有优势地区门店布局的同时，加快在广深、江苏及陕西等新兴区域的门店拓展速度。在固有优势区域，公司在直营店范围内推行“开大店、关小店”、“商圈店转型”的门店转型策略，推动门店的形象升级和结构性优化，带动直营渠道毛利率持续提升；而新区域门店拓展以在核心商业区、购物中心开设大型门店为主，由于大型门店单店销售收入水平较高，带动 2018 年线下渠道收入同比增长 10.5%。

图 35：公司 2016-19Q2 线下/线上毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 36：公司 2016-19Q2 线下直营/加盟店毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

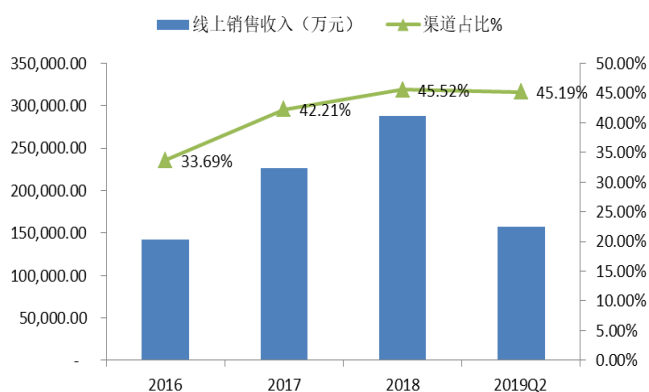
未来升级改造标准老店，挖掘现有门店盈利能力；增强新区门店网络辐射效应，解决区域发展不平衡问题。2019 年上半年公司稳步扩张终端门店，门店数量和门店日均销售额均有所提升。门店终端的

日均销售额同比增长 4.88%，拉动公司线下渠道收入同比增长 14.22%，比 2018 年高出 3.71 个百分点。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，虽然门店数量较年初净减少 28 家，但门店整体经营效率有所提升，毛利率较年初提升 1.28 个百分点。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所接受，带动当期加盟店开店数量净增长 102 家，毛利率较年初提升 2.8 个百分点，高于同期直营模式涨幅。未来公司在立足华中市场的基础上，将在西南、华东、华南、西北等地区开设线下门店，以期填补公司优势区域控制力度较弱的部分。公司计划在 3 年内对华中、华东、西南等地区超过 600 家老店集中进行升级改造，提高现有门店的有效使用率，进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力；同时增强公司在新兴区域的营销网络辐射作用，解决其区域发展不平衡问题，进一步提升公司产品的市场占有率和品牌知名度及影响力。

3.2.2 线上多线布局全面覆盖，依托主流平台提升销量

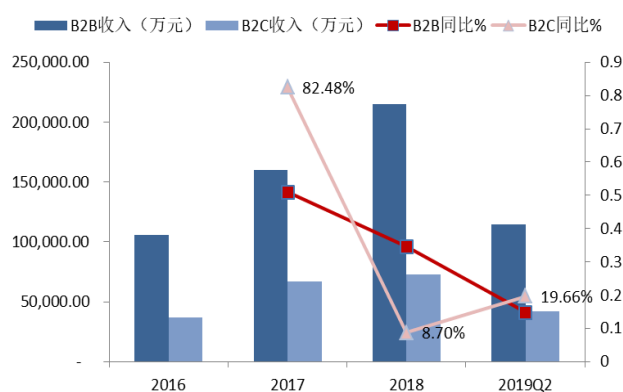
公司已经形成线上渠道全面覆盖的运营网络。伴随过去五年互联网流量红利的爆发式增长，休闲食品的线上渠道快速崛起。在线上渠道方面，公司坚持按照“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展原则，形成了线上渠道全面覆盖的运营网络。目前，公司已拥有包括天猫、京东、唯品会在内的数十家电商平台销售渠道，通过借助平台的用户规模效应，不断扩大品牌的用户群体，实现销售规模的快速增长。2016-2018 年度，公司线上销售收入由 142,540.89 万元增加至 287,781.48 万元，年均复合增长率达 42.1%，显著高于线下的 10.5%，且渠道占比由 2016 年的 34% 攀升至 2019Q2 的 45%。

图 37：2016-2019Q2 公司线上销售收入及渠道占比%



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

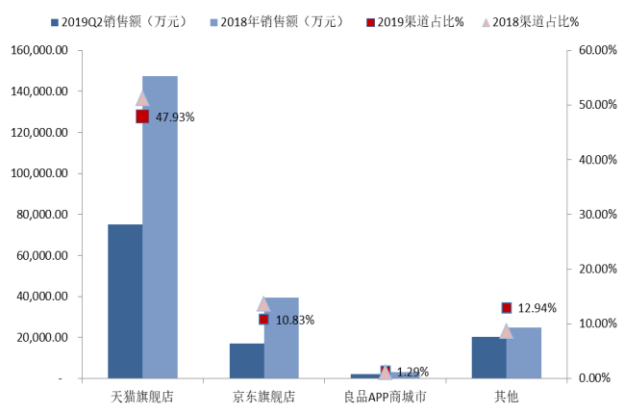
图 38：公司 2016-19Q2 线上 B2B/B2C 渠道收入



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

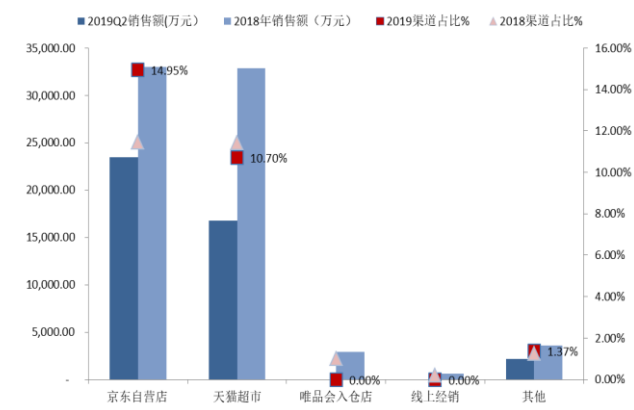
公司线上渠道销售模式主要包括 ToB 和 ToC 两种。ToC 模式面向终端消费者，分为平台旗舰店模式和自营平台模式两种，而 ToB 业务面向电商平台客户。由于 ToB 业务是利用客户平台扩大流量入口，减轻了公司自身运营管理难度，因此该模式下的渠道销售定价低于 ToC 渠道价格标准，ToC 渠道则享有更高的销售毛利率。2019Q2 公司线上渠道占比为 45%，其中 B2C 渠道占比为 33%；因此对于公司而言，B2C 较高的渠道占比和较高的销售毛利率水平推动了线上渠道整体毛利率的稳步提升。

图 39：2018-2019Q2 公司线上 B2C 渠道平台收入



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 40：公司 2018-19Q2 线上 B2B 渠道平台收入



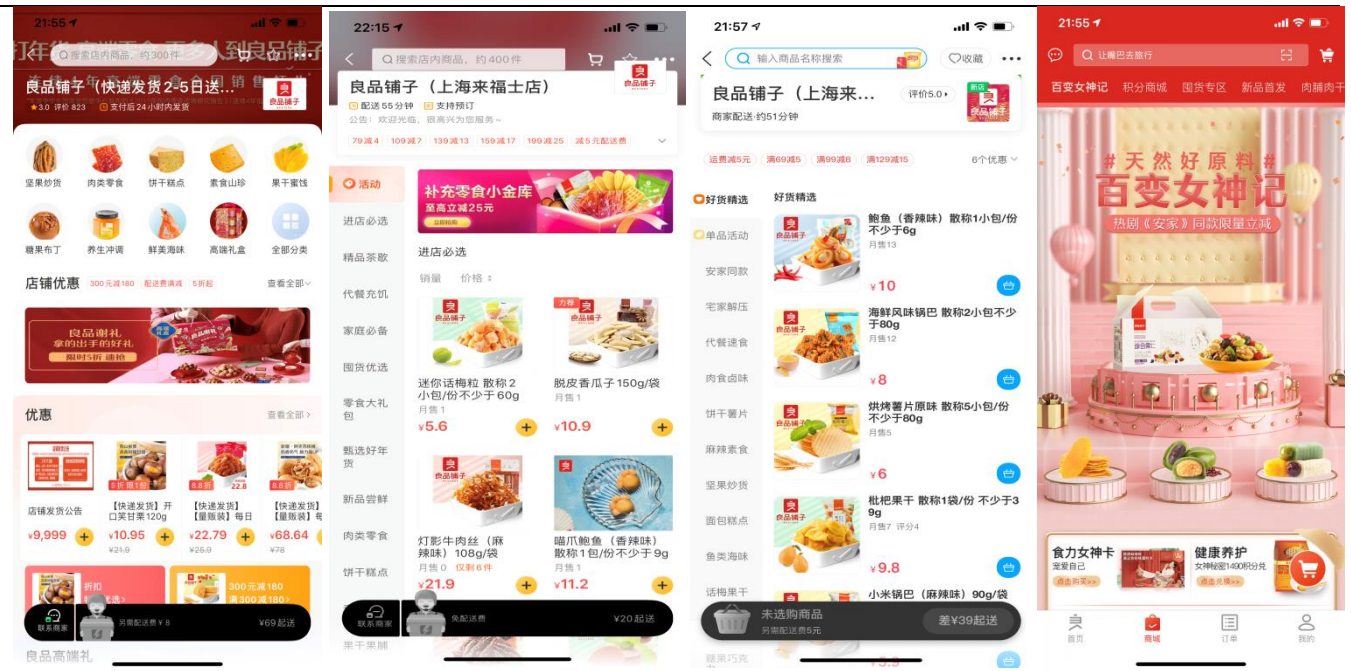
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

未来公司打通线上各终端渠道流量入口，提升全渠道协同运营能力。随着品牌知名度的扩大和产品影响力的提升，公司在阿里和京东平台店铺的销售额呈现逐年增长的趋势，截至 2019Q2 公司线上渠道天猫旗舰店的渠道占比达 48%，其次是京东自营及京东旗舰店，渠道占比分别是 15% 和 10.8%。一方面公司能够充分利用大平台促销时的流量优势提升品牌影响力、节省获客成本，另一方面还能记录用户行为数据，用于反哺品牌运营，推动公司进一步完善消费者群像。公司还对自营 APP 平台进行了开发升级，虽然整体渠道占比较小，但能够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，从而进一步增强会员粘性、提升消费者忠诚度。此外，为了促进不同 B2C 店铺的均衡发展，公司加大了对除天猫、京东和良品 APP 商城外的其他 B2C 店铺的支持力度，推动其他 B2C 店铺的销售占比有所上升。

3.2.3 加强线上线下的协同效应，全渠道运营体系走向成熟

重视会员数据资产积累。良品铺子作为新零售模式的先锋践行者，借助大数据引擎建立起一套用户账号体系，较早实现会员用户资产私有化，针对 3700 万用户进行多层次、多行为、多标签的会员管理。一方面通过后台的数据打通形成一套反映顾客声音的体系，平均每月抓取社交平台上超过 200 万条顾客评论，直接匹配到具体的商品 SKU，用于指导新品研发、产品优化等多方面的提升与改善；另一方面重视会员经营，通过大数据分析产品走向，深入研究消费者标签，将消费场景和人群进行细分，从而预测不同消费群体的不同需求，以此为基础进行产品研发，满足消费者多元化、个性化的需求，提升用户体验感和口碑。在新零售时代，随着全渠道信息化系统构建完成，公司借助强大的数字化应用能力，实现全面顾客体验管理闭环，数据显示良品铺子销售额的 80% 来自会员。

图 41：良品铺子打通本地生活及自营平台（美团、饿了么、良品 APP）



资料来源：互联网公开资料，山西证券研究所

加强线上线下的协同效应。随着全渠道融合趋势的逐渐加深，多样化渠道为休闲食品行业的快速发展夯实终端基础。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，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，提高门店的销售收入，进一步扩大销售渠道和品牌影响力。同时公司还对自营 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效应。此外，公司也利用前端的线下实体店及线上 APP 对消费者数据进行采集，通过平台分析消费者行为，获取消费者消费偏好，及时捕捉市场信息，从而更加有效地提高与消费者的互动交流能力，更有针对性及高效地为消费者提供服务，提升消费体验，增强消费者粘性。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和结构优化。

3.3 构建智慧化的供应链管理平台，供应链优势不断增强

公司构建了智慧化的供应链管理平台。在流通领域，产品质量控制能力与供应链整合能力对于休闲食品企业而言至关重要，一方面，产品质量是企业长期发展的核心要素，另一方面在保证质量的同时，企业需要整合从采购环节到最终销售环节的整个产业链体系，从而达到降本增效的目的。公司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，对产品的采购、仓储、物流、交付进行全流程控制和管理。通过构建智慧化的供应链管理平台，公司从采购端和销售端利用大数据进行分析、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。

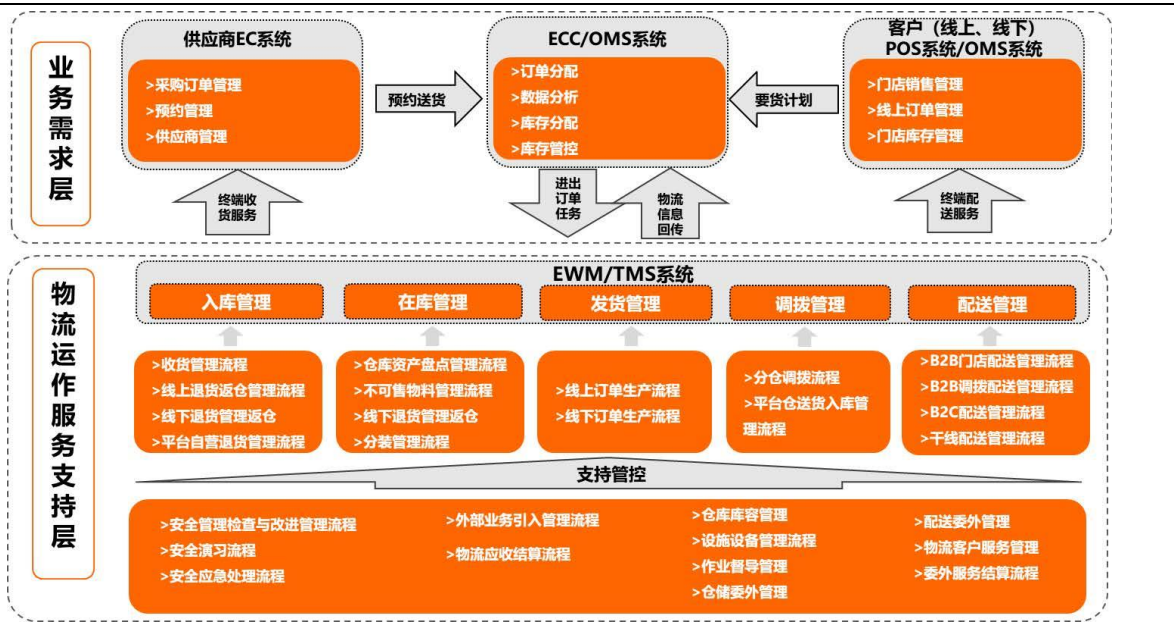
图 42：良品铺子智慧供应链体系：三大平台+五大运营管理体系



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司的智慧供应链体系分为前端、衔接端和后端三部分。前端主要运用模拟仿真技术，包括供应商协同平台、端到端库存管理、还有智慧物流的 TMS 应用和自动化仓储拣配的应用，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的呈现，主要对接销售渠道和终端消费者。通过统一的前台系统，公司可以快速连接并管理前台渠道的商品、价格、促销、库存等信息，提升了渠道管理的效率，同时保证了前端渠道相互之间的协同和用户体验的一致。衔接端主要利用运筹优化技术，根据销售大数据分析搭建线上线下自动补货模型，依靠供应计划将前端后端协同在一起。中台系统实现了公司全渠道订单、库存、会员信息、促销活动、商品配置等方面的统一管理，有利于公司资源的高效协同利用，是公司全渠道的运营能力的有力支撑。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了有力的支持。后端包括供应商管理、采购管理和仓储物流，主要是搭建线上线下的销售预测模型、品类空间管理和价量利模型。在供应商合作方面，公司不断加强与优秀供应商的合作，与其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。同时公司的系统对供应商开放，供应商可以在供应商端口看到平台上销售商品的库存和销售进度。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。智慧物流是公司比较独立的一个模块。在仓储物流环节，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了数据共享，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 43：公司仓储物流流程图



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

3.4 围绕品牌升级，创意与特色营销构建差异化优势，打造高端品牌

围绕品牌升级，营销助力品牌高端化发展。对于休闲食品企业而言，品牌建设已经成为吸引消费者、增强消费者粘性，提升产品附加值并获取竞争优势的重要因素，而品牌建设不仅是以高品质的产品质量和服务为核心，更需要通过品牌营销的加持与消费者建立紧密的联系。良品铺子公司内部设立品牌中心，协同外部媒体资源和内部销售渠道，对公司品牌资产进行管理、积累、沉淀、整合。自 2006 年品牌创立以来，经过多年的品牌沉淀，加以采用传统媒体与新媒体相结合，线上与线下相结合，异业合作整合跨界资源等营销方式，推动“良品铺子”品牌知名度不断提升，建立了行业领先的品牌优势。

2018 年-2019 年，公司进行了品牌 VI 和品牌战略的升级，以聚焦年轻化和国际化消费群体，借力线上线下积累的消费者行为数据，明确核心消费群体的行为和偏好，实施精准化营销手段。不仅将此前较为传统的 Logo 及卡通形象向更简洁、时尚化转变，在品牌创立 12 周年之际携手时尚摄影师陈漫，推出 6 组精致海味零食海报，实质性地拔高了良品铺子的时尚高度，以“时尚+零食”的组合理念创新自身的形象定位。此外公司聘请吴亦凡作为良品铺子全新品牌代言人，其时尚、高端以及国际化形象以及坚持以最好的作品回馈粉丝，与公司以高品质赢得消费者的品牌内涵相契合，进而在社交媒体等新媒体平台引起广泛关注与话题讨论。从品牌 VI 升级到良品铺子×陈漫的零食+时尚形象再到吴亦凡代言，公司品牌营销与定位逐步进阶、精准。

图 44：公司品牌营销战略从品牌 VI 升级-陈漫零食+时尚海报-吴亦凡代言逐步进阶



来源：公司官方微博@良品铺子

具体到营销手段方面，良品铺子在内容营销、线上线下营销联动及品牌 IP 联名等创新营销方面大胆尝试、业内领先、兼具自身特色，形成了鲜明的差异化品牌营销路线。

在内容营销方面，公司率先开启了零食企业跨界娱乐营销的新模式，在内容植入的过程中通过渐进式的话题延伸、宣传海报病毒式传播、微博和微信公众号的话题营销，整合全网媒介资源提升品牌曝光度和市场存在感，与此同时公司在影视剧植入方面并不是单纯采用中插、压屏条等传统的植入方式，而是更加进阶地关注了人物与剧情的内在逻辑，在剧中营造出真实的消费场景，以唤起消费者在现实消费的共鸣；在综艺节目植入方面同样选取与良品铺子消费场景和品牌内涵相契合的家庭娱乐、年轻时尚等内容，增强消费者的记忆点与认可度，显著提升内容营销的效果。

图 45：良品铺子剧情化的内容植入营销



来源：@良品铺子，山西证券研究所

充分利用门店优势，线上线下营销联动。终端门店不仅是对线上消费场景的有利补充，更是打造线下营销的主要阵地，随着近年来门店数量的快速增长，为公司品牌营销编织出了辐射全国的区域营销网络。门店以独具特色的装修和陈列，不仅能够全面展示公司的全品类产品，还可作为品牌形象展示和消费者互动的场所，成为线下消费流量的聚集点，例如公司通过快闪店的方式，结合品牌联名、娱乐或节日等丰富的营销事件能够在短时间内吸引众多的消费者聚集；此外通过线上线下联动的方式，如线下参与活动赠送线上消费福利，或在门店可取得的会员及粉丝福利等形式双向导流从而形成 O2O 的流量闭环。

图 46：门店营销阵地及线上线下的流量联动



来源：@良品铺子，山西证券研究所

品牌 IP 联名，零食“出圈”。2017 年良品铺子与网红 IP 同道大叔联名打造的线下星座零食生活馆成为业界首创，且不仅在线下打造了用户进店体验，同时与线上 618 活动同时造势带动销量，据媒体报道良品铺子在当年度的 618 促销活动中销售额达到 4.6 亿元，仅预热期间就提前吸引 2000 多万粉丝关注。对于公司而言，跨界联名的手段能够借用 IP 粉丝效应，开拓并联动不同的消费圈层，尤其能够引起公司核心目标消费群体一年轻消费者的关注度，形成有效的品牌传播效果。在此之后，公司继续加强与 IP 剧、网红自媒体以及其他品牌的联合营销，例如推出良品铺子×小茗同学联名“狗粮”快闪店、良品铺子×延禧攻略坚果礼盒等。2019 年良品铺子在其高端化战略的指引下，与春节、端午节以及敦煌中秋等国潮元素相结合，推出联名产品及文物保护等相关营销活动，将良品铺子的品牌注入了传统文化的内涵，进而将品牌营销联动提高到新的层次。

图 47：良品铺子×同道大叔联名店、良品铺子×小茗同学快闪店



来源：@良品铺子，公司官网，山西证券研究所

图 48：良品铺子品牌联名营销产品

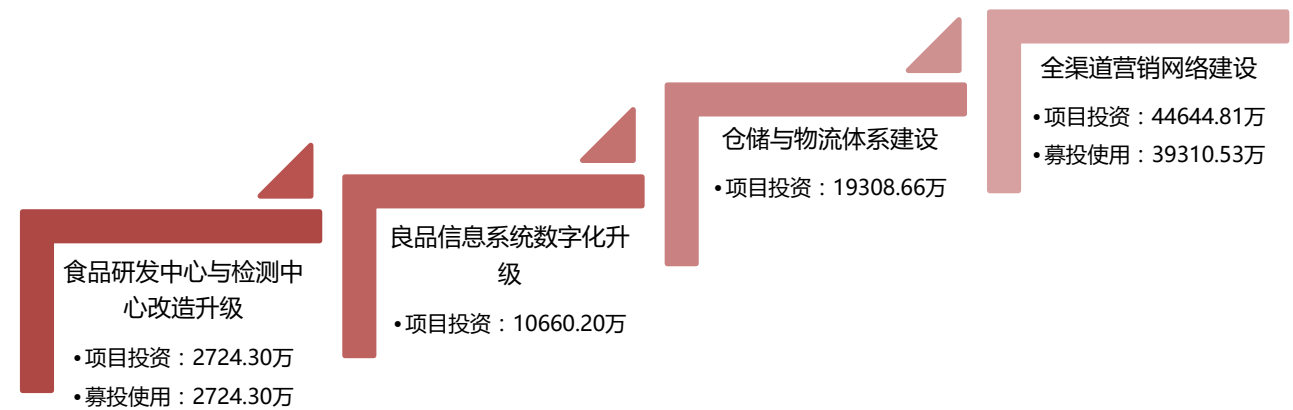


来源：@良品铺子，山西证券研究所

4. 公司未来：致力于成为顾客信赖的食品社区和消费入口

公司于 2020 年 2 月 24 日在上海交易所完成 IPO 上市,发行价格为 11.90 元/股,共计发行新股 4100 万股,募集资金总额 48,790 万元,净额为 42,046.62 万元,新股发行后公司总股本为 40,100 万股。公司募集资金将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和食品研发中心与检测中心改造升级项目。

图 49：良品铺子 IPO 上市募集资金运用项目



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

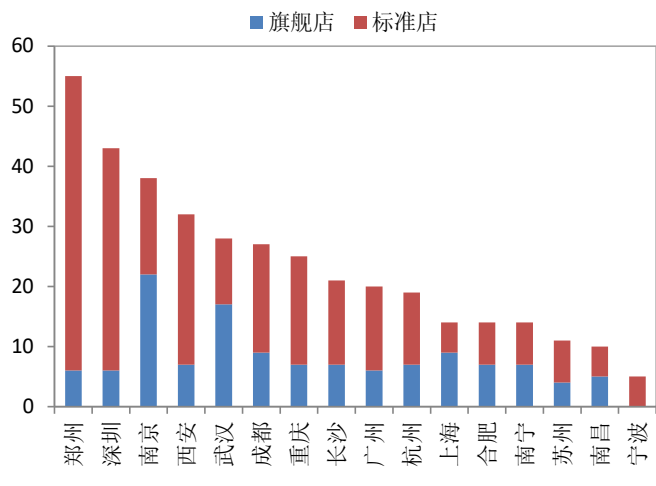
1) 全渠道营销网络建设项目包括新店开设、老店升级改造和无线自营 APP 升级开发三个子项目。

新店开设项目计划 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,其中 126 家旗舰店和 250 家标准店,旗舰店与标准店的功能与定位有所区别,旗舰店平均面积约为 100 m²,主要定位于通过全品类的产品展示和优质的服务增强与消费者的互动,加强公司品牌形象对周边市场的辐射和渗透力,标准店平均面积

约为 60 m²，主要定位于加强对区域市场的开拓，强化对区域潜在客户的有效覆盖。通过新店开设计划的实施，不仅将有效填补公司优势区域即华中地区控制力度较弱的部分，与此同时增强公司在华东、华南等薄弱地区的营销网络辐射作用，解决其区域发展不平衡问题，进一步提升公司产品的市场占有率和品牌知名度及影响力。

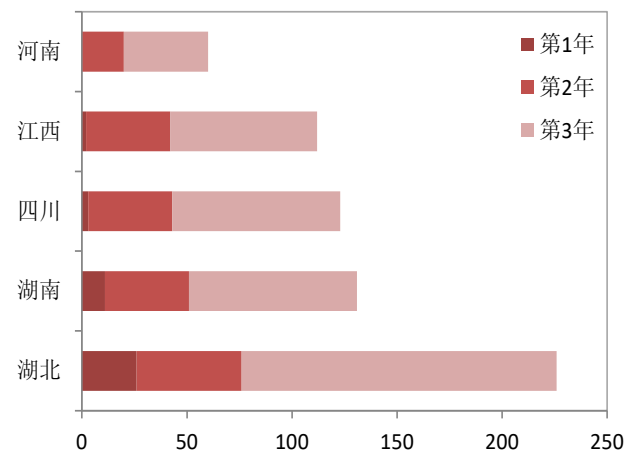
老店升级改造项目计划 3 年内对公司在湖北、湖南、江西、四川、河南等省份的运营 2 年以上且具备一定增长潜力的 652 家老店（均为标准店）集中进行升级改造，通过对其装修、设计的改进和部分老旧设备的更换，提高现有门店的有效使用率，提升品牌形象，从而进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力。

图 50：公司募投项目新开店计划



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 51：公司募投项目老店升级计划



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

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，优化和完善全渠道平台技术系统，APP 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，成为全渠道会员的经营、权益中心，生鲜食材定制、预售、分享的平台，消费者参与的交易型社区和门店经营的工具，充分结合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，为消费者带来全新的购物体验，拉近公司与消费者的联系而增强用户粘性。

图 52：升级后的良品铺子自营 app 功能



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2) **仓储与物流体系建设项目**是在公司现有物流仓储布局基础上，拟在武汉新建 52,513.00 平方米电商仓库、广州新租赁 20,000.00 平方米电商仓库、北京新租赁 15,000.00 平方米电商仓库、嘉兴新租赁 8,000.00 平方米复合仓、成都新租赁 4,000.00 平方米复合仓，并配套先进的自动化仓储设备，打造成为高效、快捷、准确的现代化标杆物流中心，同时物流仓储面积增加，匹配线上和线下各门店业务的持续增长，有利于提高公司核心竞争力。

表 10：良品铺子仓储与物流体系建设项目计划

序号	名称	用途	面积 (平方米)	方式
1	武汉仓	电商仓	52,513	新建
2	广州仓	电商仓	20,000	租赁
3	北京仓	电商仓	15,000	租赁
4	嘉兴仓	线上线下复合仓	8,000	租赁
5	成都仓	线上线下复合仓	4,000	租赁

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

3) **良品信息系统数字化升级项目**是根据公司信息化现状和未来发展需要，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。通过把公司用户、商品、场景端、交易、支付、物流的几个关键要素数字化，打通线上线下，提升公司经营决策能力和效率，打造更加精准、更加高效的以用户为导向、

驱动创造式的零售模型生态系统。

表 11：良品铺子息系统数字化升级项目计划

序号	项目	内容
1	建设大数据平台	1) 建立统一的消费者身份、行为、交易数据库； 2) 建立并完善智能分析模型，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	完善全渠道中台系统	1) 统一商品服务系统；2) 统一订单服务系统；3) 统一库存服务系统；4) 建设全渠道客户服务中心。
3	优化提升后台系统	1) 建立全面预算管理系统；2) 建设商品研发管理系统、物流管理系统。
4	统一企业门户	实现信息系统的统一登录和移动化改造。

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

4) 食品研发中心与检测中心改造升级项目，是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，对公司质量检测与控制体系进一步升级，健全各个环节的质量控制体制，实现产品创新能力以及质量控制能力的持续提升。

未来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、门店布局全国化多元路径，以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为目标，持续为消费者提供高品质的产品、轻松便捷的服务和丰富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”。

图 53：公司未来三年经营计划

品牌发展计划	全渠道运营计划	现代物流配送中心建设计划	信息系统建设计划	推广策略	其他计划
<ul style="list-style-type: none"> 全渠道协同运营，多样化营销模式 产品营销为核心，借力销售网络 加强人员培训 	<ul style="list-style-type: none"> 线上：平台电商+社交电商+自营渠道多线布局 线下：深耕华中，辐射全国门店布局 	<ul style="list-style-type: none"> 物流仓储面积增加，配送区域扩大 自动化、智能化 	<ul style="list-style-type: none"> IT模块全面升级 	<ul style="list-style-type: none"> 全方位、立体式、多渠道、消费大数据 	<ul style="list-style-type: none"> 员工培训计划 投资和收购计划

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

5. 盈利预测、估值分析和投资建议

5.1 疫情影响整体较小，开店计划稳步推进

公司受新冠肺炎疫情影响：销售额整体受影响程度较小，公司开店计划仍将稳步推进。休闲食品行业整体属于具备可选属性的必选消费品，在产业链上受到疫情的直接冲击相对较小。线下门店方面，由

于身处疫情中心，部分线下门店不能正常营业，再加上交通管制和人员成本上涨的压力，销售业务必然受到一定负面影响。但公司积极开展自救措施，在手机淘宝上线“轻店”业务，线上小程序内下单，由饿了么承接外卖配送；同时公司还开始尝试社区团购业务，团购套餐 100 元起。淘宝经济暖报数据显示，“轻店”自开通以来，门店单店日销售额最高可比平时增长 3 倍。截止 2 月底，已有 1300 家线下店接入“轻店”，日均销售额比上线第 1 天增加了 50 倍。而湖北省以外的门店自 1 月 31 日起陆续复工，由于门店多为临街开设，空间密封性相对较小，线下销售受影响相对可控，但线上下单外卖配送业务可能会受到骑手紧缺的制约。

线上方面，公司借助淘宝直播对冲疫情影响。在 2 月底的一周内，在湖北使用淘宝直播的人数比上月增长了一倍，直播成交额较平时增长了 2 倍。随着快递物流业的逐步复工复产，菜鸟供应链对淘系线上业务的恢复增添助力，疫情期间的积压情况也在快速清理，短期内可基本恢复正常时期水平。淘数据显示，1-2 月阿里系休闲食品线上销售额 134.35 亿元，销量 3.94 亿件，销售额前三的品牌仍为三只松鼠、百草味和良品铺子，其中三只松鼠销售额 22.05 亿元，同比增长 25.93%；百草味销售额 14.19 亿元，同比增长 18.46%；良品铺子销售额 6.99 亿元，同比增长 52.83%。

仓储物流方面，疫情最严重的期间武汉总仓中转、收发货受到限制，但公司积极对仓储网络进行战略调整，重点调配华北、华东、华南、西南四大仓储网络。分布在上海、广州、天津等 10 个省市的仓储基地自 2 月 3 日开始陆续恢复使用，公司的备货消耗处于健康运营的状态。截止 3 月 9 日，除疫情集中的湖北地区以外，菜鸟系四通一达等中国主要快递公司的全国快递网点 100%复工，每天处理的快递量超过去年同期。截至 2 月底，除湖北以外，公司其他区域积压订单已全部处理完结，3 月 15 日前湖北区域订单将全部处理完结。

招股说明书显示，往年一、二季度业绩占公司全年销售额比重约为 26%和 21%。但综合分析，公司全年销售受疫情负面影响程度相对较小，开店计划和店铺升级仍将稳步推进。为满足疫情防控要求，公司部分地区的门店出现了暂停营业，只能通过开展外卖业务进行营业的情况，2020 年第一季度业绩预计将受到一定程度的影响，二季度为公司销售淡季，受疫情影响将持续缩减并回归常态。

5.2 盈利预测与估值分析

营业收入预测：根据招股说明书，预计公司 2019 年全年实现营收 72.38 至 79.62 亿元，同比增长 13.49%至 24.84%。我们预计 2019-2021 年公司实现的营业收入 77.02 亿元、90.42 亿元、110.58 亿元，同比增长 20.76%、17.40%、22.30%，2019-2021 年整体毛利率为 31.29%、31.70%、31.98%。

分渠道来看：1) **线上渠道**，2019H1 实现营业收入同比增长 16%，考虑到中秋、国庆、双十一等线上活动主要集中在下半年，预计 2019 年增速为 24%；由于受新冠疫情的影响，我们预计 2020 同比

回落，2020 年营收增速为 19%；疫情结束后消费有望回归正常，预计 2021 年增速与 19 年持平。

2) 线下渠道，公司线下业务以直营和加盟为主，目前受疫情影响公司开店目标暂不调低，根据公司招股书，公司计划在 3 年内新开设 126 家旗舰店和 250 家标准店，因此对应三年新开直营门店数为 192/120/64 家。公司开店是以“加盟为主、直营为辅”的策略，加盟门店新开店的数量会高于直营门店的数量，因此基于我们对行业和公司的判断，2020-2022 年加盟门店新开店数量为 200/300/300 家，另外三年内计划对运营 2 年以上且具备一定增长潜力的 652 家老店（均为标准店）集中进行升级改造，单店收入有望个位数的增长，带动盈利能力提高。

表 12：分渠道公司收入及毛利率

单位：百万元		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
线上	收入	1425	2268	2878	3569	4247	5266	
	增速	72.8%	59.1%	26.9%	24%	19%	24%	
	毛利率	24.7%	25.6%	28.4%	29.34%	30.04%	30.54%	
线下	加盟	线下门店数	1263	1358	1388	1738	1938	2238
		加权门店数	996	1310	1373	1563	1838	2088
		收入	1329	1901	2068	2495	2934	3500
		增速	57.2%	43.0%	8.8%	20.67%	17.59%	19.28%
		毛利率	22.4%	22.1%	22.7%	25.60%	25.80%	25.90%
	直营	线下门店数	835	705	775	805	997	1117
		加权门店数	971	722	742	790	901	1057
		收入	1459	1177	1334	1506	1717	2115
		增速	-	-19%	13%	12.86%	14.05%	23.18%
		毛利率	50.4%	49.2%	50.9%	53.10%	53.20%	53.30%
	团购	收入	18	28	43	62	84	118
		增速	-	54%	55%	45%	35%	40%
		毛利率	30.7%	22.8%	29.0%	29.83%	29.94%	30%
	合计	线下门店数	2098	2063	2163	2543	2935	3355
		加权门店数	1967	2032	2115	2353	2739	3145
		收入	2805	3105	3444	3985	4839	5891
		增速	22.8%	10.7%	10.9%	17.97%	16.54%	21.08%
毛利率		37.0%	32.4%	33.7%	33.48%	33.65%	33.74%	

资料来源：wind，山西证券研究所

表 13：全渠道公司收入及毛利率

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	4289	5424	6378	7702	9042	11058
增速	36.2%	26.5%	17.6%	20.76%	17.40%	22.30%
毛利率	32.7%	29.4%	31.2%	31.29%	31.70%	31.98%

资料来源：wind，山西证券研究所

费用率预测：2020 年受疫情影响，公司将加大销售力度，预计销售费用率增加，另外以后年度随

着公司品牌的推广、渠道的拓展以及收入的不断增长销售费用率保持稳健；公司目前已制定了较为完善、健全的公司内部控制制度管理体系，保证了公司各项经营活动的正常有序进行，未来公司将进一步提高经营和管理水平，并随着规模效应的凸显以及供应链的优化，管理费用率有望持续降低。

综上，公司定位高端零食，实现全渠道、全品类发展，随着规模效应的凸显以及供应链的优化，公司业绩有望持续增长。预计公司 2019-2021 实现营业收入分别为 77.02 亿、90.42 亿、110.58 亿，同比增长 21%、17%、22%，实现归母公司净利润 3.35、3.93、5.37 亿元，同比增长 40%、18%、37%，EPS 为 0.93、0.98、1.34 元，对应当前股价 PE 为 58、55、40 倍，参考休闲食品可比公司 PE 估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

序号	代码	证券简称	最新收盘价(原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
1	603719.SH	良品铺子	53.50	0.59	0.93	0.98	89.94	57.6	54.6
2	002557.SZ	洽洽食品	41.56	0.85	1.19	1.40	48.68	34.92	29.62
3	300783.SZ	三只松鼠	63.50	0.84	0.66	0.98	83.80	96.21	65.07
4	002847.SZ	盐津铺子	49.77	0.57	1.00	1.39	87.32	49.77	35.92
5	002582.SZ	好想你	8.98	0.25	0.37	0.41	35.74	24.27	22.10
6	603777.SH	来伊份	12.34	0.03	0.28	0.34	413.90	43.76	36.53

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 2020 年 3 月 24 日，来自 wind 一致预测，除良品铺子外）

6. 风险提示

休闲食品市场需求变化；原材料价格波动；行业竞争日趋激烈；食品安全质量风险；新市场开拓、新开门店选址风险；线下直营门店租赁、加盟模式管理风险；线上渠道中第三方平台收入集中度较高的风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	2,378	3,809	4,429	5,474	
现金	1,037	770	1,211	1,727	
应收账款	86	296	212	278	
其他应收款	3	3	4	5	
预付账款	181	197	244	300	
存货	713	2,204	2,572	3,132	
其他流动资产	356	338	186	32	
非流动资产	805	809	765	719	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	321	300	280	260	
无形资产	175	163	153	142	
其他非流动资产	309	345	332	317	
资产总计	3,183	4,618	5,194	6,194	
流动负债	2,056	3,130	3,237	3,656	
短期借款	0	407	405	402	
应付账款	697	813	949	1,169	
其他流动负债	1,359	1,910	1,883	2,085	
非流动负债	8	11	16	26	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	8	11	16	26	
负债合计	2,064	3,141	3,253	3,682	
少数股东权益	42	66	96	130	
股本	360	360	401	401	
资本公积	418	418	418	418	
留存收益	298	633	1,026	1,563	
归属母公司股东权益	1,077	1,411	1,845	2,382	
负债和股东权益	3,183	4,618	5,194	6,194	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	148	(649)	367	478	
净利润	248	334	393	537	
折旧摊销	90	32	31	30	
财务费用	0	(3)	5	(2)	
投资损失	(32)	(40)	(40)	(40)	
营运资金变动	(54)	(1,014)	(46)	(89)	
其他经营现金流	(104)	43	24	41	
投资活动现金流	(145)	40	40	40	
资本支出	0	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	(145)	40	40	40	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	6,378	7,702	9,042	11,058	
营业成本	4,387	5,292	6,175	7,522	
营业税金及附加	33	39	46	56	
销售费用	1,240	1,498	1,786	2,151	
管理费用	384	421	512	604	
财务费用	2	(3)	5	(2)	
资产减值损失	4	19	(6)	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	32	40	40	40	
营业利润	346	477	563	760	
营业外收入	2	2	2	2	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	347	478	564	761	
所得税	99	119	141	190	
净利润	248	358	423	571	
少数股东损益	9	24	30	34	
归属母公司净利润	239	334	393	537	
EBITDA	417	505	600	789	
EPS (元)	0.59	0.93	0.98	1.34	

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	17.58%	20.76%	17.40%	22.30%
营业利润	197.93%	37.64%	18.11%	34.97%
归属于母公司净利润	520.65%	40.05%	17.69%	36.63%
获利能力				
毛利率(%)	31.21%	31.29%	31.70%	31.98%
净利率(%)	3.74%	4.34%	4.35%	4.86%
ROE(%)	22.17%	24.26%	21.80%	22.72%
ROIC(%)	-97.28%	1918.09%	23.09%	28.20%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.85%	68.02%	62.63%	59.45%
净负债比率(%)	95.01%	87.60%	78.45%	44.62%
流动比率	1.16	1.22	1.37	1.50
速动比率	0.81	0.51	0.57	0.64
营运能力				
总资产周转率	2.08	1.97	1.84	1.94
应收账款周转率	64.81	37.80	33.35	42.39
应付账款周转率	10.08	10.20	10.26	10.44
每股指标 (元)				



筹资活动现金流	(8)	410	34	(2)	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.93	0.98	1.34
短期借款	0	407	(2)	(4)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	(1.62)	0.92	1.19
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.52	4.60	5.94
普通股增加	0	0	41	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	89.9	57.6	54.6	39.9
其他筹资现金流	(8)	3	(5)	2	P/B	19.9	15.2	11.6	9.0
现金净增加额	(5)	(198)	441	516	EV/EBITDA	0.00	38.98	36.06	27.08

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

