

2020年06月02日

## 差异化竞争定位高端，立足华中迈向全国 买入（首次）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001  
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

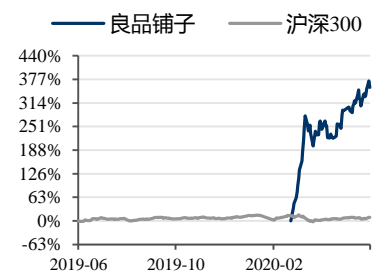
zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,715	9,225	11,767	14,753
同比（%）	21.0%	19.6%	27.6%	25.4%
归母净利润（百万元）	340	398	525	689
同比（%）	42.7%	16.8%	32.0%	31.3%
每股收益（元/股）	0.85	0.99	1.31	1.72
P/E（倍）	92.02	78.75	59.67	45.44

### 投资要点

- **线上休闲食品翘楚，高端化战略实现品牌差异化。**2006年良品铺子在武汉开设第一家线下门店，目前门店数已超2416家。19年初将“高端零食”作为品牌战略目标，力图打造优质产品与服务，实现口碑与盈利双丰收。19年公司营收77亿元，yoy+21%；归母净利3.4亿元，yoy+43%。管理层创业十四年，经验丰富；核心管理层实际控股42%，利益绑定。
- **全渠道发展能力已得验证，线下管理模式成熟。**1) 线上渠道发力，摆脱线下依赖。19年公司线上平台营收达37亿元，占总收入48%，渠道结构均衡，线上运营经验不断丰富。2) 线下渠道为护城河向全国扩张。线下起家，渠道更贴近消费者成为向外扩张的制胜关键。19年公司拥有直营/加盟718/1698家，覆盖华中、华东、西南等地。其中华东及西南地区扩张收益显著，区域间收入日趋均衡，体现公司全国化决心。3) 加盟为主，直营为辅的快节奏扩张模式下，以直管理念管理从选择优质加盟商。19H1公司共发展336名加盟商，人均管理4.27家加盟店，高于绝味的2.5家，公司线下加盟管理经验已得验证。公司加盟商体系采取直营化的管理模式，加盟店店员和店长均由总部培训认证后下派，保证服务质量的高水准和统一化。此外公司的信息化系统助力选品和库存管理，提升门店经营效率，特殊的加盟管理体系让公司与加盟商合作更为深厚。4) 展望未来，直营引领发展，加盟扩张空间足。上市后公司将利用募集资金在一二线城市开设125家旗舰/250家标准店。区域上，湖北区域线下收入占比近一半，省外具备品牌基础和开店空间。
- **三高打造差异化定位，优质选品助效益提升。待破局：**目前我国全渠道布局的休闲食品综合性龙头始终在低利润率区间徘徊，低价竞争非长久之势。参考海外休闲食品和国内其他食品升级经验看，消费者愿为高品质食品支付溢价，以乳制品为例，金典相对普通白奶溢价超过80%。**看基础：**公司全品类发力，并依靠信息化根据客户反馈优化产品，以高质量质检和研发团队保证产品品质。**探战略：**公司通过“产品做实高端+传播做实高端+体验做实高端”三位一体，强化顾客对“良品铺子=高端零食”的认知。公司于19年1月推出高端化战略，一年多建设以来，调研数据显示，在未给任何提示的情况下，消费者对良品铺子高端零食的认知率从32%提升到了53%；在品牌美誉度方面，良品铺子以47%的比例稳居行业第一；从线上价格体系看，良品单价处于行业中上水平。
- **盈利预测与投资评级：**短期疫情影响，不改长期成长逻辑，我们仍看好休闲食品赛道整合空间，看好公司全品类、全渠道、优质品牌所带来的竞争力，预计20-22年公司净利润4.0/5.2/6.9亿元，同比增长17/32/31%，对应PE为79/60/45倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**异地扩张不及预期，食品安全风险，疫情控制不及预期，宏观经济波动等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	78.10
一年最低/最高价	17.14/82.40
市净率(倍)	16.27
流通 A 股市值(百万元)	3202.10

### 基础数据

每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	46.92
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	41.00

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 线下休闲零食翘楚，全渠道与多品类助收入结构均衡发展</b> .....	<b>5</b>
1.1. 发家武汉，走向全国 .....	5
1.2. 管理层经验丰富，员工利益绑定 .....	6
<b>2. 探渠道：线上线下协同，持续造血能力强</b> .....	<b>7</b>
2.1. 线下渠道为护城河，向全国扩张 .....	8
2.1.1. 加盟为主，直营为辅快速扩张 .....	9
2.1.2. 以直管理念管理精简的优质加盟商 .....	12
2.1.1. 大客户团购及 O2O 渠道早有布局，疫情促进线下渠道拓展 .....	15
2.2. 布局线上，融合发展 .....	15
<b>3. 看定位：全品类扩张受众广，高端化布局溢价强</b> .....	<b>17</b>
3.1. 休闲食品低价同质化需破局 .....	17
3.1.1. 行业同质化严重，低价竞争环境不可持续 .....	17
3.1.2. 消费升级引领行业，消费者为差异化支付溢价 .....	19
3.2. 基础夯实，为高端化保驾护航 .....	21
3.2.1. 全品类发力助扩张 .....	21
3.2.2. 质检与研发双轮驱动 .....	22
3.2.3. 信息化运作提升效益 .....	23
3.3. 全面的高端化品牌战略，优质选品下各品类毛利率稳中有升 .....	24
3.3.1. 三高打造差异化定位，树立品牌形象 .....	24
3.3.1. 夯实优势品类，效益持续提升 .....	28
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>29</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 良品铺子发展历程 .....	5
图 2: 良品铺子近年营收 (单位: 亿元) .....	5
图 3: 良品铺子近年归母净利 (单位: 亿元) .....	5
图 4: 良品铺子股权结构图 .....	7
图 5: 良品铺子线上线下收入结构日益均衡 .....	7
图 6: 良品铺子收入结构更为均衡 (2019 年) .....	7
图 7: 休闲零食行业区域性特征明显 .....	8
图 8: 良品稳固中华华东后逐步向全国进军 .....	8
图 9: 良品铺子华中收入占比不断下降 (单位: 亿元) .....	9
图 10: 来伊份深耕长三角地区 (单位: 亿元) .....	9
图 11: 良品铺子直营店收入租金比高于三只松鼠 .....	9
图 12: 良品铺子加盟店投资回收期 .....	9
图 13: 直营为辐下, 加盟店助品牌扩张 (单位: 家) .....	10
图 14: 良品铺子加盟店单店营收逐年提升, 略高于同业 (单位: 万元) .....	10
图 15: 良品铺子加盟店毛利率有所攀升 .....	10
图 16: 线下业务平均价格波动对于整体毛利率的变化 .....	10
图 17: 战略发展需要扩大加盟商, 如今数量较为稳定 .....	12
图 18: 公司加盟商人均管理店铺数量高于同业 .....	12
图 19: 前三大加盟商营收占加盟总营收的 4.49% .....	13
图 20: 加盟模式下的收入 (亿元) .....	13
图 21: 19 年加盟模式下各板块毛利率及占加盟收入比 .....	14
图 22: 19H1 合作超三年的加盟商收入占比达 75.88% .....	14
图 23: 天猫与京东两大平台入仓模式营收占比增加 .....	16
图 24: 整体入仓 (2B) 增幅高于自营 (2C) .....	16
图 25: 推广费用率随着营收规模提升有所摊薄 .....	17
图 26: 线上业务平均价格波动对于毛利率的变化 .....	17
图 27: 休闲食品行业零售收入及增速 .....	18
图 28: 休闲零食行业品类 .....	18
图 29: 休闲零食行业品牌数量众多 (个) .....	18
图 30: 线上休闲零食行业集中度波动 .....	18
图 31: 部分休闲食品公司仍在低净利率区间 .....	19
图 32: 卡乐比产品迭代匹配市场需求 .....	19
图 33: 14-16 财年卡乐比麦片非基础新品收入占比 .....	19
图 34: 差异化零食在疫情后开启高速增长 (单位: 万元) .....	20
图 35: 多品类全面扩张下营收规模稳固增长 (亿元) .....	21
图 36: 良品铺子品类收入结构较为均衡 (2019) .....	21
图 37: 公司与规模型供应商关系较为稳定 (单位: 家) .....	22
图 38: 公司前五大供应商采购金额占比略有提升 .....	22
图 39: 良品铺子研发费用 (百万元) 略低于同业 .....	22
图 40: 良品铺子产品研发人员处于行业中游 (2019) .....	22
图 41: 良品铺子订单管理流程 .....	23
图 42: 高端化战略实现品牌差异化 .....	24

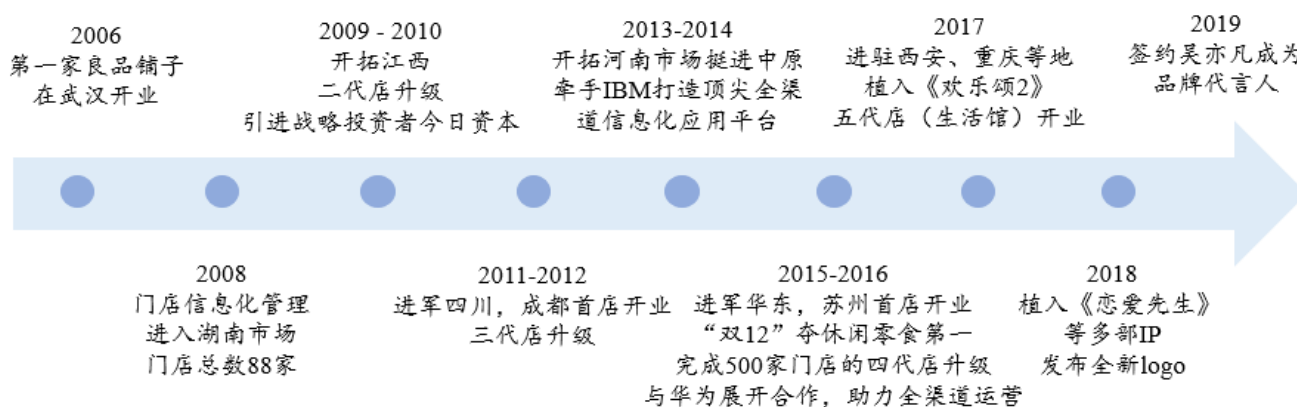
图 43: 注重原料生产把控 .....	25
图 44: 良品铺子五代店 .....	26
图 45: 良品铺子五代店 .....	26
图 46: 良品铺子 logo 升级 .....	27
图 47: 良品铺子代言人吴亦凡 .....	27
图 48: 良品铺子高端礼盒 .....	27
图 49: 良品铺子敦煌主题礼盒 .....	27
图 50: 不同公司毛利率对比, 良品毛利率整体稳中有升 .....	28
图 51: 公司与三只松鼠坚果炒货品类分渠道毛利对比 (2018) .....	28
表 1: 良品铺子财务数据概览 (单位: 百万元) .....	6
表 2: 良品铺子现任管理层履历 .....	6
表 3: 受外埠扩张难度限制, 加盟店开店节奏放缓, 原有直营店开大店关小店重塑 (单位: 家) .....	11
表 4: 公司未来三年新设直营门店计划 (单位: 家) .....	11
表 5: 投资回收期测算 (以一般二线城市为例, 情景 3, 单位: 万元) .....	13
表 6: 加盟店投资回收期测算 (以一般二线城市为例) .....	13
表 7: 休闲食品行业公司加盟商选择标准 .....	15
表 8: 线上多线布局, 平台基本全覆盖 (单位: 亿元) .....	16
表 9: 消费者为优质产品支付溢价 (2020.6.1) .....	20
表 10: 良品铺子注重上游品质把控 .....	25
表 11: 线上主要品类比价 (2020.5.18) .....	29
表 12: 业务拆分 .....	30
表 13: 可比公司估值表 (2020.6.2) .....	30

## 1. 线下休闲零食翘楚，全渠道与多品类助收入结构均衡发展

### 1.1. 发家武汉，走向全国

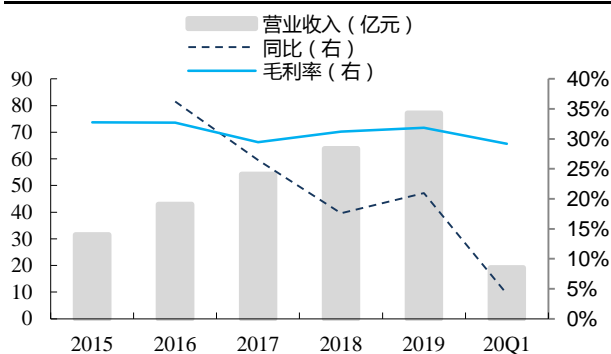
**武汉起家走向全国，战略聚焦定位高端。**2006年良品铺子在武汉开设第一家线下门店，其后的十余年间不断扩张，目前门店数已超2200家，覆盖华中、华东、华南、西北、西南等14省市。公司主打高端品牌战略，力求达到差异化经营。公司加盟与线上渠道收入占比逐年提升，扩大公司业务规模。2019年公司营收达77亿元，同比增长21%，线上线下收入均衡，品类结构上肉类、坚果、糖果糕点、果干等收入结构合理、齐头并进，当年实现归母净利3.4亿元，同比增长43%。自18年公司战略聚焦“成为消费者心智中高端零食的代名词”后，通过产品品质提升及结构化升级，公司的毛利率由17年的不足30%逐步回归至原有32%的水平。叠加规模效应，净利率由17年的0.79%提升至19年的4.53%。

图1：良品铺子发展历程



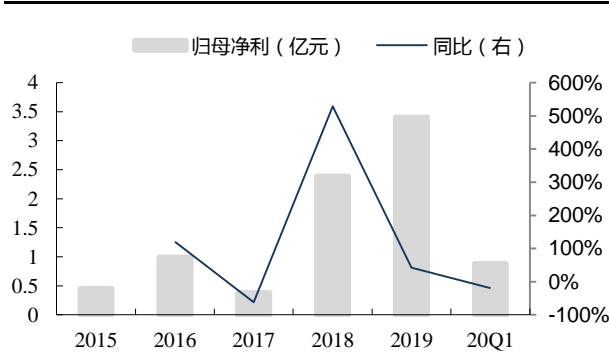
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：良品铺子近年营收（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：良品铺子近年归母净利（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：良品铺子财务数据概览（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	1,805	2,601	2,956	3,183	3,832
净资产	291	419	856	1,119	1,465
营业收入	3,149	4,289	5,424	6,378	7,715
营业利润	64	138	116	346	471
净利润	48	105	43	248	349
资产周转率（次）	1.74	1.95	1.95	2.08	2.2
销售净利率	1.52%	2.45%	0.79%	3.89%	4.53%
权益乘数	6.2	6.21	3.45	2.85	2.62
良品铺子 ROE	16.2%	29.1%	6.2%	24.9%	27.3%
三只松鼠 ROE	4.2%	52.0%	42.7%	31.7%	15.9%
来伊份 ROE	13.0%	9.1%	5.4%	0.5%	0.6%
盐津铺子 ROE	30.3%	30.9%	14.6%	11.4%	18.1%
好想你 ROE	-0.2%	1.7%	3.3%	3.9%	5.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 管理层经验丰富，员工利益绑定

**职业经理人创业，管理层利益绑定。**2006 年，现任公司董事长杨红春及总经理杨银芬创办良品铺子，为公司发展聘请各行业资深人士保驾护航。职业经理人出身的杨红春董事长对于激励制度非常重视，早于 2010 年公司就对员工实行汽车奖励；2013 年推行的“掌柜责任承包制”使得一线员工有机会参与营收分红；2015 年推行的“合伙经营人制”激励门店掌柜成为合伙经营者，分享门店利润，表现优异者更可进入公司管理层任职。从门店的掌柜承包制到阿米巴模式，从独立化自组织运行到小前台大后台的小组制模式，“面向顾客，激活组织”始终是组织变革的核心、是管理的初衷。展望 20 年，公司将启动小组制 3.0 计划，试点前中后台内部市场化运作，做好前后台之间互评监督机制和评价兑现机制，提升组织效率。除此之外，公司设有宁波汉宁、汉良、汉林、汉亮等多个员工持股平台，目前公司董事、监事、高级管理人员及其近亲属通过持股平台、良品投资及宁波汉意共同间接持有公司股份 42%，持股比例较高，体现公司管理层对于未来前景的看好。

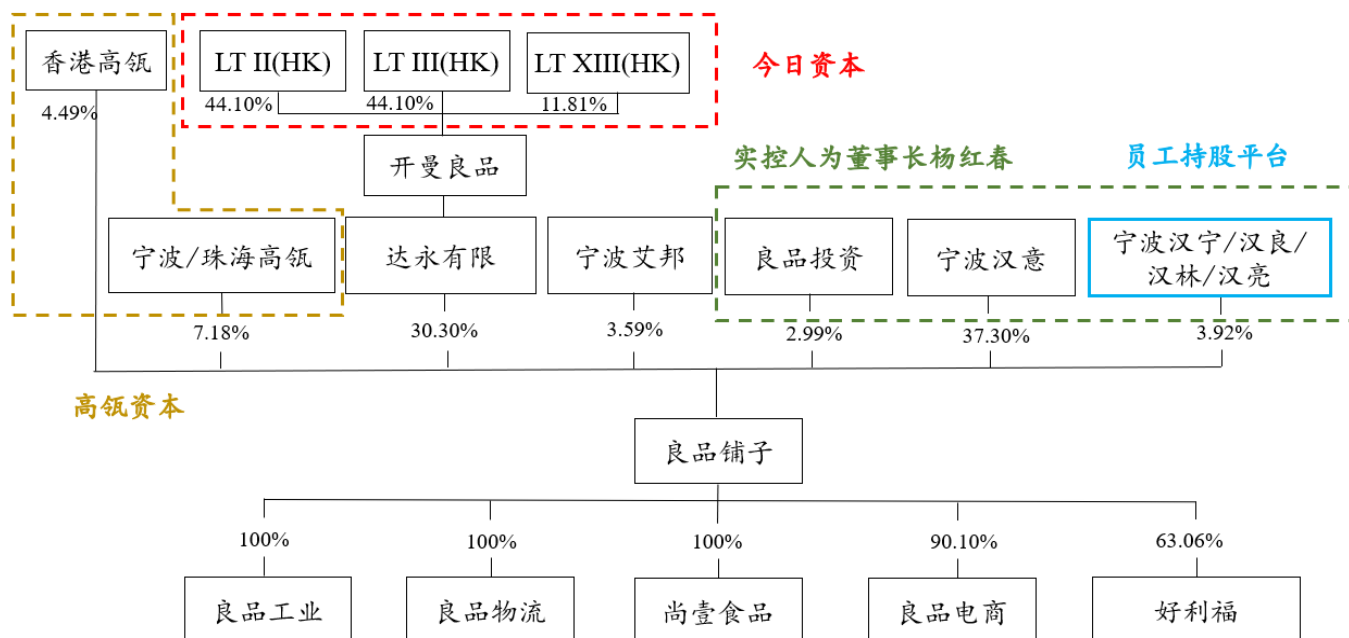
表 2：良品铺子现任管理层履历

姓名	出生年份	职务	履历	上市后持股比
杨红春	1973	董事长	1997-2005 广东科龙电器股份有限公司各分公司总经理 2010-2017 良品有限任执行董事、总经理、董事长等职	25.4%
杨银芬	1974	董事、总经理	1996-2003 广东科龙电器股份有限公司各分公司总经理 2010-2017 良品有限任董事、副总经理等职	9.4%

张国强 1973 董事、副总经理 1998-2006 湖北丝宝股份有限公司设计师 4.7%  
2010-2017 良品有限董事、门店事业部开发中心负责人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：良品铺子股权结构图



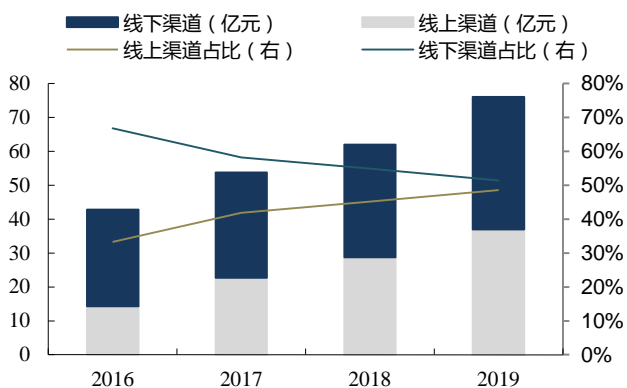
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 探渠道：线上线下协同，持续造血能力强

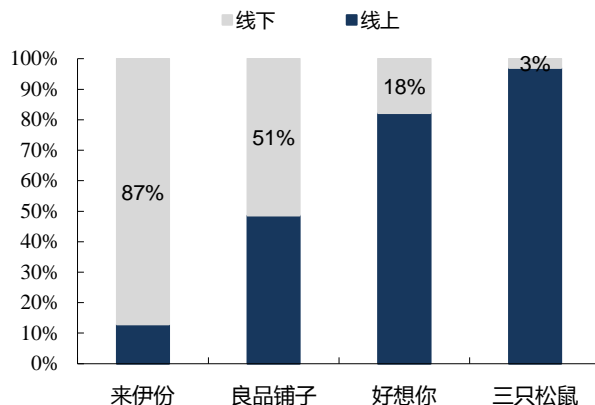
全渠道经营，线上渠道发力，逐步摆脱对单一渠道依赖性。作为线下起家的品牌，2010 年公司管理层审时度势，开始涉猎电商渠道，积极探索不同平台的可能性。近十年的建设使得公司线上渠道不断完善，并逐步摆脱对线下门店的依赖性，成为线上线下共同发力的休闲零食品牌之一。19 年公司线上平台营收 37 亿元，收入占比 49%。相较于同业而言，良品铺子线上线下平台收入结构更为均衡，利于品牌全方位建立企业形象。

图 5：良品铺子线上线下收入结构日益均衡

图 6：良品铺子收入结构更为均衡（2019 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.1. 线下渠道为护城河，向全国扩张

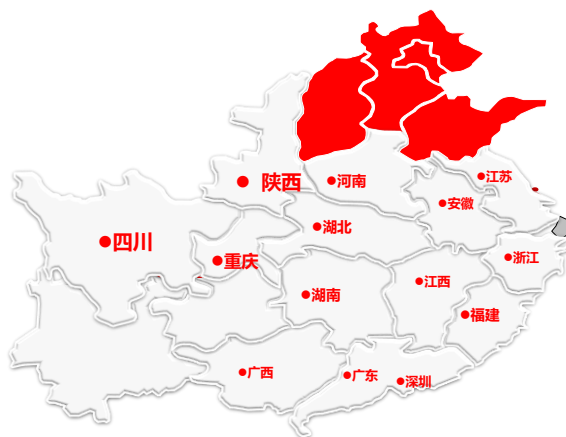
地区间口味偏好不同及消费者的即时性需求造成休闲零食企业区域性特征明显。受我国各省份间口味偏好不同影响，区域性企业因更贴近消费者，亦更易打造满足当地偏好的零食单品。不同于主食购买的计划性，消费者购买休闲食品存在偶发性，而线下门店恰好满足消费者即买即得的天然需求。以良品铺子为例，2006年第一家门店在武汉开业后，凭借迅速收获的口碑效应抢占市场份额，1年内即新拓展地理位置优越且更易获客的27家线下门店。因而良品铺子在当地得以站稳脚跟，此后其他休闲零食品牌进入当地市场，占领消费者心智难度提高。因此，对于线下起家的零食企业而言，渠道更接近消费者，成为向外扩张的制胜关键。

线下门店深耕华中，向全国扩张，区域间收入日趋均衡。作为线下零食第一品牌，公司门店数量已超2200家，辐射全国14省市。19年公司华中、华东、西南地区分别实现营收25.1/5.5/4.1亿元。因经营扩张，华中地区对于营收贡献占比由80%逐年回落至19年的71%，华东、西南地区扩张收益明显，19年分别贡献营收16%和12%。相较于深耕长三角地区的来伊份而言，公司区域间收入占比日趋均衡。2020年公司将开发北京、天津、兰州、石家庄、青岛、太原、济南、海南等地，提高覆盖度，加快全国化进程。

图7：休闲零食行业区域性特征明显



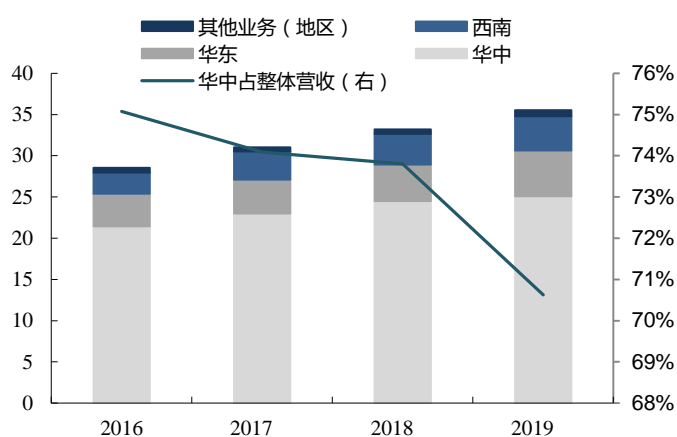
图8：良品稳固中华华东后逐步向全国进军





数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

图 9：良品铺子华中收入占比不断下降（单位：亿元）

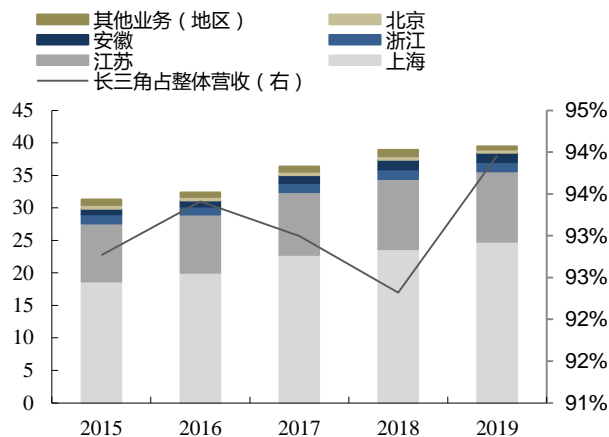


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司招商简介，东吴证券研究所

注：标红区域为 20 年拟新开发区域

图 10：来伊份深耕长三角地区（单位：亿元）



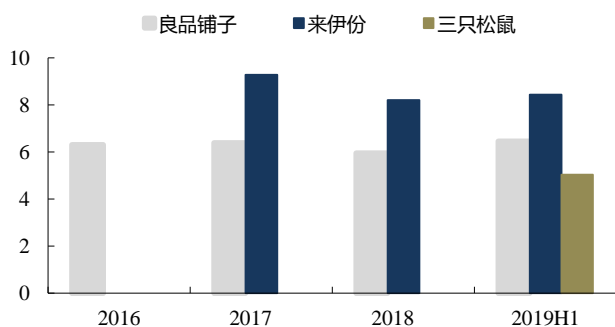
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1.1. 加盟为主，直营为辅快速扩张

#### （一） 直营扩张慢，主要重塑打造高端品牌形象，加盟为扩张主力

开大店、关小店，定位高端、塑品牌。纵向看，17年起，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，重点布局购物中心等休闲娱乐场所，推动品牌形象高端化转型。转型后的直营店在面临租金压力上涨的同时也收获了营收的增长，19年公司直营店租金收入比5.95，维持较高水准。横向看，来伊份门店因开设在客流量较高的商超及社区周边，收入租金比高于同业，达7.52；三只松鼠因转型线下时间不长，直营门店尚未成熟，收入租金比略低，为4.51。展望来看，公司内部测算加盟商投资回收期中，购物中心回本周期整体好于交通枢纽和社区店，未来购物中心店也将是直营和加盟店持续的发力方向。

图 11：良品铺子直营店收入租金比高于三只松鼠



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

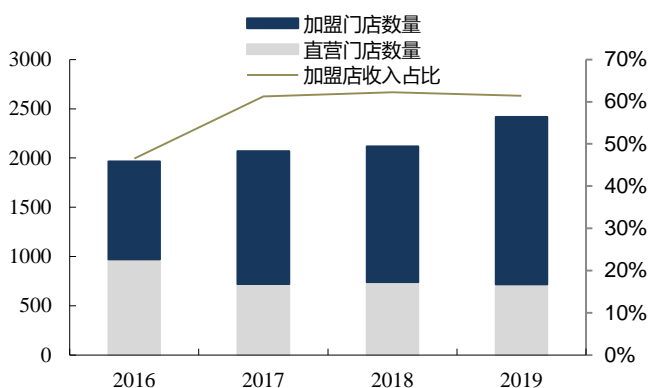
图 12：良品铺子加盟店投资回收期

类型	前期投入	月销售额	回本周期
购物中心	35-60万	20-100万	6-12个月
交通枢纽	40-60万	24-60万	6-18个月
高端社区	30-40万	15-30万	8-12个月

数据来源：公司线上加盟招商会，东吴证券研究所

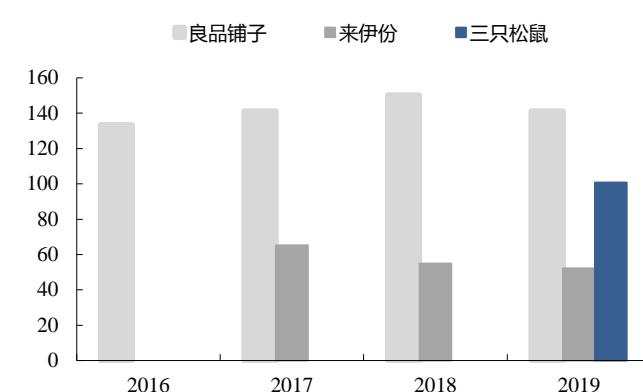
直营店重资产的天然属性难免拖累扩张节奏，特别是打响高端化战略后，对直营店提出更高要求。自16年起，公司战略性提出“加盟为主，直营为辅”的门店布局策略后，加盟店占线下渠道收入比例由16年的47%上升至19年的61%，加盟门店数量由996家上升至1698家；加盟店单店营收规模从2016年的133万提升至18年的150万元，19年因开店加速，新开不足一年的门店占比较高以及公司层面给加盟商补贴高于往年，单店规模略有下滑至141万元，仍高于同期的三只松鼠。

图 13：直营为辐下，加盟店助品牌扩张（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：良品铺子加盟店单店营收逐年提升，略高于同业（单位：万元）



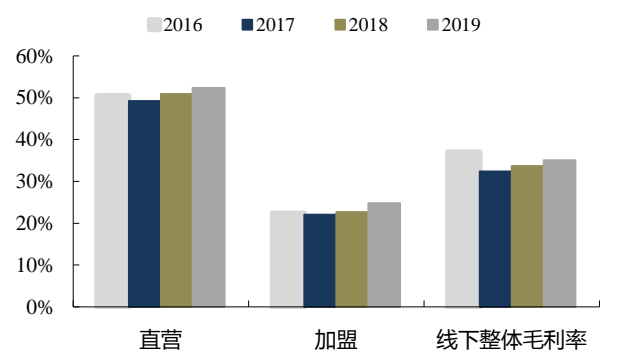
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## （二）公司对加盟店管理能力强，提价传导顺畅

**培育新市场下，给予加盟商高折扣。**加盟战略打响后，17年末公司线下整体毛利率由16年的37.03%陡降至32.37%，主要原因在于公司当时为扩大华中、华东等地新开发培植区市场占有率而给予高折扣，以加大加盟商数量。

**市场成熟后提高加盟商批发价格。**17-18年随着华中等市场门店整体布局日趋完善及加盟门店的结构性优化，公司提高加盟渠道产品批发价和终端零售价，加盟店毛利率由16年的22.41%回升至19年的24.8%，从而带动线下整体毛利率回暖至35.03%。

图 15：良品铺子加盟店毛利率有所攀升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：线下业务平均价格波动对于整体毛利率的变化

售价变化率	2016	2017	2018	2019H1
10%	4.17%	3.85%	3.55%	3.50%
5%	2.15%	1.98%	1.82%	1.80%
-5%	-2.30%	-2.10%	-1.92%	-1.90%
-10%	-4.77%	-4.32%	-3.96%	-3.91%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### (三) 旗舰店塑品牌，标准店增毛利，加盟店促扩张

线下拓展受阻，募资后加速直营门店开设，以塑品牌为目的。18年加盟店开店节奏放缓，主要源于公司经历17年直营店转型后，将门店模型优化作为短期工作重心，着重调整门店信息化管理体系、提升选品质量、提高会员复购以此综合提升门店效益，19年公司直营店优化后体现出引领效应，加盟商热情高涨，公司加大门店开发力度。目前公司的2000多家线下门店仍高度集中于湖北、湖南、四川、江西及河南。为实行全国化战略，募资后公司加大对直营门店的建设，以期前期先通过直营重塑品牌形象后，再扩大加盟店占领渠道优势。

表3：受外埠扩张难度限制，加盟店开店节奏放缓，原有直营店开大店关小店重塑（单位：家）

项目	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
	直营店				加盟店			
期初数量	1,005	835	705	775	763	1,263	1,358	1,388
当期增加数量	114	95	193	54	628	265	188	454
当期减少数量	284	225	123	111	128	170	158	144
当期净增加数量	-170	-130	70	-57	500	95	30	310
期末数量	835	705	775	718	1,263	1,358	1,388	1,698

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新设门店向一线及重点省会城市进发。根据公告，未来三年内公司将在人均购买力水平较高的一线城市及重点省会城市新设126家100平米的旗舰店以及250家60平米的标准店，以提升全国网点密度和市场辐射能力。

表4：公司未来三年新设直营门店计划（单位：家）

城市	店铺类型	Y1	Y2	Y3	合计
华中	旗舰店	13	10	7	30
	标准店	29	25	20	74
华东	旗舰店	19	19	16	54
	标准店	37	15	5	57
西南	旗舰店	7	7	2	16
	标准店	16	15	5	36
西北	旗舰店	3	2	2	7
	标准店	15	5	5	25
华南	旗舰店	10	7	2	19
	标准店	43	15	0	58
合计	旗舰店	52	45	29	126
	标准店	140	75	35	250

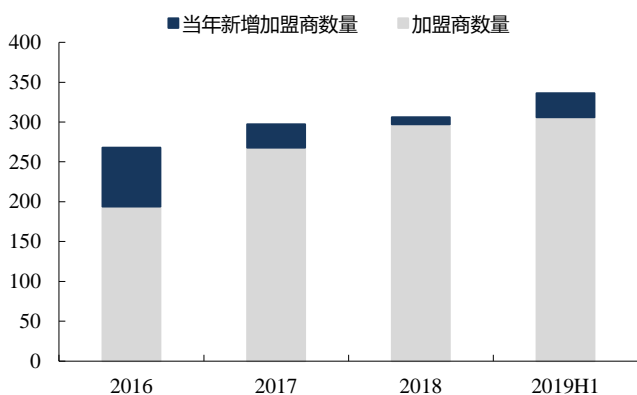
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**旗舰店更趋生活化以塑品牌，标准店提客户粘性，加盟店助扩张。**旗舰店定位全品类和优质服务展示以提升品牌形象，增强消费者互动。标准店定位现有客户的有效覆盖，从而提升公司整体毛利。相较于直营店而言，毛利率较低的加盟店定位扩张，以更熟悉及贴近消费者的方式占领市场。

### 2.1.2. 以直营理念管理精简的优质加盟商

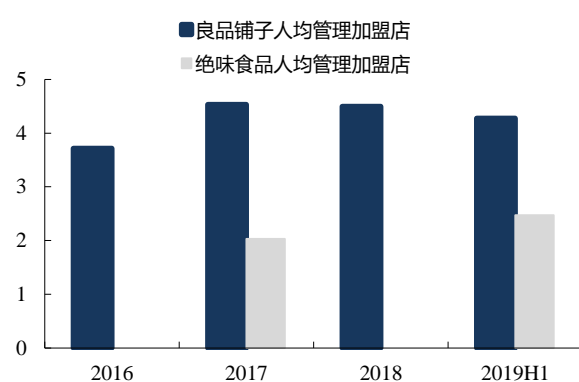
**加盟商投资效益高，加盟热情足。**截至 19H1，公司共发展 336 名加盟商，1436 家加盟店，人均管理 4.27 家店铺。休闲零食行业中，绝味食品高打加盟店扩张模式，16Q3 公司共发展加盟商 3762 人，合计管理 7643 家加盟店，人均管理 2.03 家店铺，经过近两年经营，截至 19 年末加盟商人均管理门店数提升至约 2.5 家。相较于绝味食品，公司加盟商人均管理店铺数量更高，主要源于公司直营化的加盟管理理念以及严格的加盟标准。在该套制度下，公司与加盟商长期合作关系稳定，沟通机制更为高效，门店形象一体化建设也得到保障。

图 17：战略发展需要扩大加盟商，如今数量较为稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：公司加盟商人均管理店铺数量高于同业



数据来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所

#### （一）垂直管理效率高，加盟商效益高，再投入意愿强

公司初始发展以直营为主，开店至 600 家左右才开始开放加盟模式，早期加盟模式出现加盟商自主性差、标准化低等问题，于是公司转向垂直管理的模式。不同于其他品牌加盟商的高自主权，良品铺子加盟门店在人事、库存及运输方面均可由公司统一管理。**人事：**加盟商可选择由公司派出店员。统一标准下，加盟店员质量更高。**库存：**公司可为加盟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，加盟商无库存压

力。物流运输：由公司统一配送，加盟商支付仓配服务费。目前加盟商均选择交纳辅助管理费用，公司垂直管理店铺。

从加盟商角度而言，投资收益高，回收期短。所减少的管理成本与精力可用于拓展更多空白市场。因而在该种模式下，单个加盟商管理的加盟店数量略高于同业。在此基础上，有能力的加盟商营收贡献更高，19H1 前三大加盟商收入占比达 4.49%，足见头部加盟商对于品牌的影响力。

表 5：投资回收期测算（以一般二线城市为例，情景 3，单位：万元）

时点假设	装修期	假设春节为第一期			端午				中秋国庆				
费用	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
品牌使用费		-1.5											
后台费用（仓配费、信息费、品类管理费）		-3.80	-0.60	-0.60	-0.60	-1.15	-0.60	-0.60	-0.60	-1.15	-0.60	-0.60	-0.60
装修成本	-20												
货架道具费用	-3												
房租费用及物业费（季付）	-6			-6			-6			-6			-6
员工工资		-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
水电杂费	-1.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
保证金	-20												
收入		75.90	12.0	12.0	12.0	23.00	12.0	12.0	12.0	23.00	12.0	12.0	12.0
毛利率		43%	48%	48%	48%	43%	48%	48%	48%	43%	48%	48%	48%
毛利		32.6	5.8	5.8	5.8	9.9	5.8	5.8	5.8	9.9	5.8	5.8	5.8
npv	-50.5	-20.0	-16.4	-19.0	-15.4	-7.7	-10.3	-6.7	-3.1	-1.6	2.0	5.6	2.9
静态投资回收期	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10		

数据来源：草根调研，东吴证券研究所测算

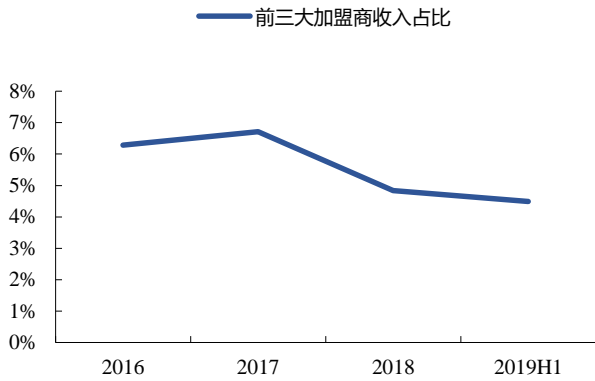
表 6：加盟店投资回收期测算（以一般二线城市为例）

情景	投资回收期测算						假设说明
	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5	情景6	
面积（平米）	50	50	80	80	100	100	一般标准店在50-100平米左右
全年租金（万元）	14	20	25	30	40	40	
合计年收入（万元）	130	170	230	260	280	320	目前调研来看加盟店坪效为4万元/平/年以下
非节假日单日收入（万元）	0.23	0.30	0.40	0.45	0.49	0.56	调研来看，一年中年货节+端午+中秋国庆等节假日收入占比合计约为50%
日常平均毛利率	48%	50%	48%	50%	48%	48%	加盟商全年平均毛利率约为35-48%
节假日毛利率低出日常	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5% 节假日销售量大，可能团购毛利率略有下降
员工月薪（万元）	1.2	1.6	2	2.4	2.4	2.8	2.8 假设员工月薪4000元，店长8000元，根据门店面积和人流确定员工人数
水电杂费（万元）	1	1	2	2	2	2	
装修货架等长期费用分摊（万元）	15.0	15.0	23.0	23.0	23.0	30.0	装修+货架等费用分三年分摊
后台费用（万元）	6.5	8.5	11.5	13.0	14.0	16.0	16.0 日常仓配费、信息费、品类管理费一般占收入的5%
保证金（万元）	20	20	20	20	20	20	
初始投入成本	40	41	50	51	53	62	初始投入成本=NPV0
平均投资回收期	17	13	13	11	14	10	考虑在端午前/春节前开店两种情况，取平均投资回收期

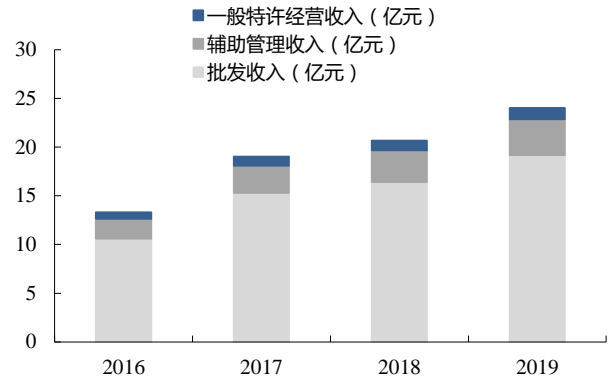
数据来源：草根调研，东吴证券研究所测算

图 19：前三大加盟商营收占加盟总营收的 4.49%

图 20：加盟模式下的收入（亿元）



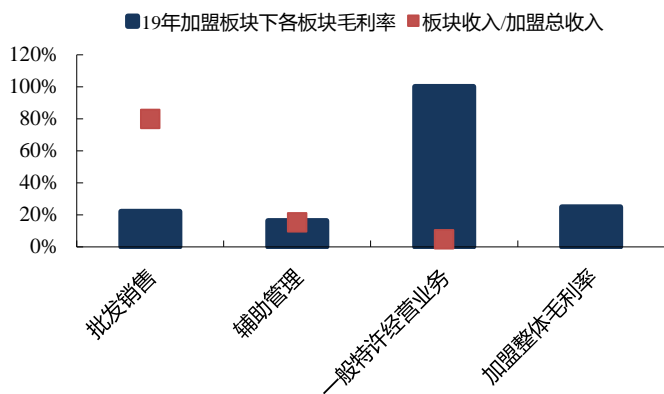
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

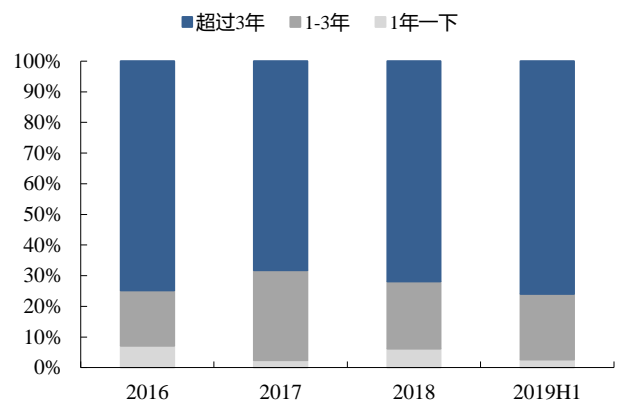
从公司角度而言，其加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，实行独立核算自负盈亏，只在具体经营方面接受公司的业务指导和监督。在该模式下，良品垂直化管理加盟店的费用投入，19 加盟管理业务收入占加盟收入的 15.4%，毛利率为 16.15%。良品的辅助管理虽毛利率较低，却有助于与公司整体品牌形象的统一与长远经济效益。公司统一负责门店运营、装修与员工配置，加盟商因更贴近消费者而拥有选品的权力，相得益彰。此外，该模式下也有利于与加盟商建立更长久的合作关系，19H1 与良品铺子合作超过三年的加盟商营收占比达加盟总营收的 75.88%，长期稳定的加盟关系有助于公司扩张。此外，在确认上，公司将加盟店将商品交付给终端消费者并取得收款权利时才确认收入，减轻经销商库存管理压力。

图 21：19 年加盟模式下各板块毛利率及占加盟收入比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：19H1 合作超三年的加盟商收入占比达 75.88%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## (二) 全面考察加盟商质量，不以量取胜

公司从年龄、资金实力等维度高标准严选加盟商。公司对加盟商的经营理念、经验

信誉、资金实力、门店拓展实力等方面进行综合审评，审评合格者可进行进一步合作。不同于三只松鼠加盟商的年轻化，公司的加盟商无特殊年龄要求，广纳年轻人及有资深经验的相关从业人员。资金实力方面公司要求也较高，需拥有 100 万以上的流动资金用以开设 1-2 个店面，在此标准下公司加盟商人均开设店铺高于同业的原因得以印证。加盟商加入后，还需接受一系列培训，达标后方可开店营业。

表 7: 休闲食品行业公司加盟商选择标准

公司名称	年龄	资金实力	从业经验	开店资源	企业文化
良品铺子	20-50 岁	60 万投资资金及 100 万以上流动资金	优先考虑相关经验者	有拓店资源最佳	认同
三只松鼠	18-35 岁	30 万以上启动资金	无提及	店铺面积要求	认同
来伊份	20-50 岁	50-100 万自有资金	优先考虑相关经验者	并未明确	认同

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

### 2.1.1. 大客户团购及 O2O 渠道早有布局，疫情促进线下渠道拓展

**公司在团购及 O2O 外卖渠道实则早有拓展。** 团购模式主要针对企事业单位拓展，对于大批量采购，公司设有门店业务中心，可根据客户个性化需求进行定制。而公司的 O2O 业务主要面向大众消费者开展本地生活服务，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送至消费者。2019H1 大客户团购及外卖 O2O 占营收总额的 0.94%。

**线下流量向线上引流，**疫情发生后公司组织 300 家门店店长在线直播，线上浏览量接近平日到店客流，未来公司也会通过更多新工具来实现客流的嫁接、引流，入店客流转化为虚拟空间的客流，客户不入店也实现消费，线下门店覆盖半径间接得到延长。良品铺子加强与饿了么、美团及天猫等平台合作，实施“无接触门店配送服务”。消费者可选择附近门店线上下单、门店自提，草根调研了解到，部分门店疫情期间逆势收入增长超过 100%。

## 2.2. 布局线上，融合发展

**从线上平台看，良品铺子多线布局，渠道基本全覆盖。** 线上渠道方面，公司多线布局平台电商、社交电商及自营渠道，形成线上渠道全覆盖的运营网络。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，借助各平台的不同流量，扩大品牌用户群体，实现线上销售规模的快速增长。整合 B2B 及 B2C 渠道来看，天猫依旧占据强势地位，但交易金额占比已从最初的 63.32% 下降至 58.63%；京东占比由 14.29% 提升至 25.78%，自营 APP 占比达 1.29%。面对电商平台愈加白热化的竞争，多平台布局有益于提高公司线上抗风险能力。

表 8：线上多线布局，平台基本全覆盖（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019H1
天猫	9.03	15.33	18.04	9.19
京东	2.04	3.88	7.22	4.04
良品 APP	-	0.06	0.32	0.20
唯品会入仓	0.07	0.43	0.29	-
其他	3.12	2.98	2.91	2.24
<b>总收入</b>	<b>42.89</b>	<b>54.24</b>	<b>63.78</b>	<b>35.05</b>
<b>线上/总收入比</b>	<b>33%</b>	<b>42%</b>	<b>45%</b>	<b>45%</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

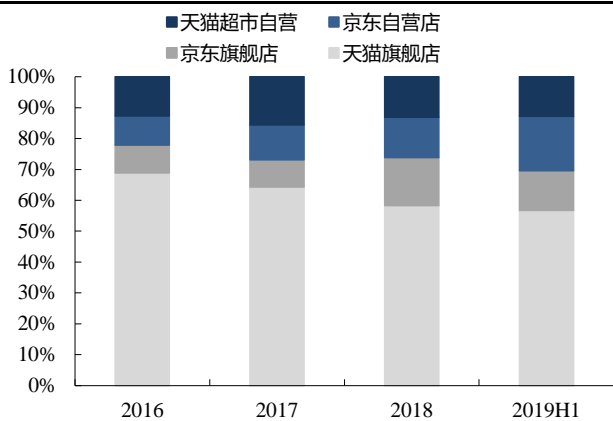
**平台内部多渠道布局，自营（2C）保证线上盈利能力。**从毛利率入手，自营模式的优点在于终端价格控制权较高，促销活动折扣由品牌方自己掌握，而入仓模式下品牌方让利平台给予高折扣，以三只松鼠为例，其坚果、零食 2B 毛利低于自营模式 5-7.5pct；因而入仓占比的提升会压低线上整体毛利率。从净利率入手，入仓模式的优点在于无需承担平台服务费，可降低线上渠道的期间费用率。总体而言，自营高毛利高费用，入仓低毛利低费用，两种模式下的多渠道布局，可增加品牌整体曝光度。

从线上业态看，高毛利自营模式占 7 成，为抢占市场份额 2B 略有攀升。目前公司线上平台仍以 2C 为主，占线上整体营收的 73%。聚焦天猫与京东两大平台，从收入端入手，入仓模式占比由 16 年的 17.1% 上升至 19H1 的 25.6%，其中京东自营增长了 7.7%，主要系京东平台加大对京东自营业务的扶持力度；同时公司在年货节、“618”等促销活动期间爆款单品在京东平台的销量迅速提升；整体而言，2B 渠道收入增速略快于 2C 渠道 5pct，但 2C 渠道基数较大，按照目前 2B 的增长速并不会对线上整体毛利带来显著影响。从费用端入手，18-19 年间，公司加大在京东，特别是京东自营平台的推广费用投放，随着在该平台营收规模的释放，推广费用有所摊薄（19H1 推广费用率上升系营销活动通常上半年开展所致）。

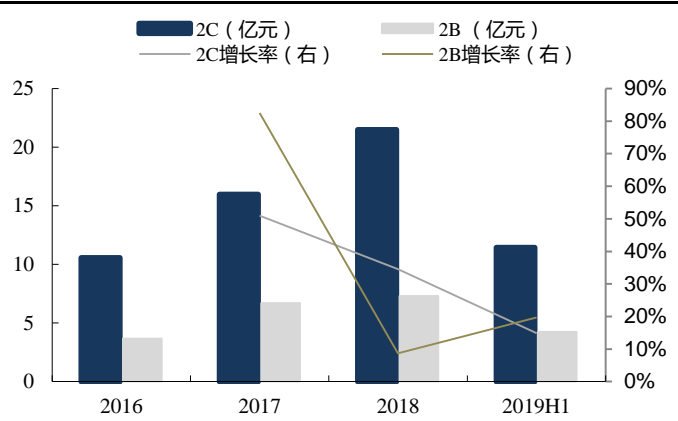
图 23：天猫与京东两大平台入仓模式营收占比增加

图 24：整体入仓（2B）增幅高于自营（2C）





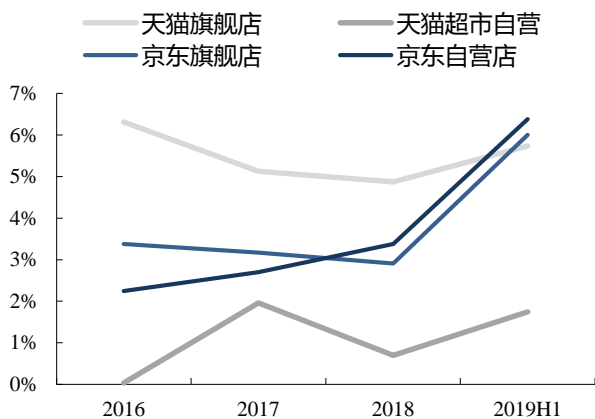
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25: 推广费用率随着营收规模提升有所摊薄

图 26: 线上业务平均价格波动对于毛利率的变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

均价 变化率	2016	2017	2018	2019H1
+10%	2.19%	2.85%	2.99%	2.91%
+5%	1.11%	1.46%	1.53%	1.49%
-5%	-1.15%	-1.52%	-1.60%	-1.56%
-10%	-2.34%	-3.11%	-3.28%	-3.19%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 看定位：全品类扩张受众广，高端化布局溢价强

#### 3.1. 休闲食品低价同质化需破局

##### 3.1.1. 行业同质化严重，低价竞争环境不可持续

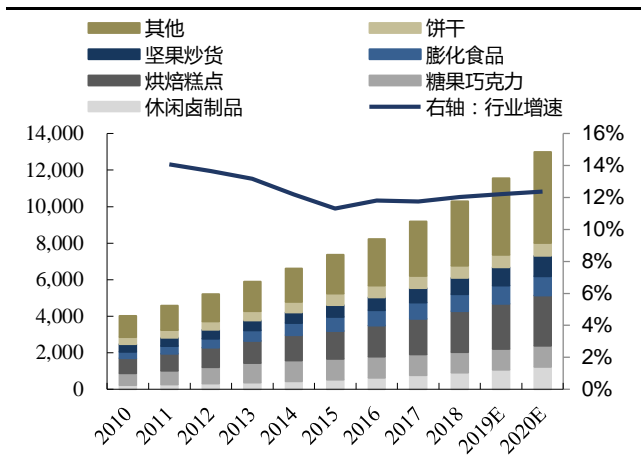
看赛道：万亿休闲食品市场保持 12%+高增，细分赛道差异度较高。根据 Frost&Sullivan 测算，2018 年国内休闲食品销售额可达 10297 亿元，2013-2018 年 CAGR=11.8%。从子行业复合增长率来看，休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速最快，13-18 年 CAGR 分别为 20.0/12.8/11.0%，行业仍在快速成长；膨化食品、饼干、糖果巧克力增速最低，13-18 年 CAGR 分别为 8.5/5.1/1.1%，已步入成熟期。从行业集中度来看，集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 21.4/17.2/11.3%，未来集中度提升空间大。膨化食品、糖果巧克力、饼干行业子行业 CR5 分别为

69.4/47.5/30%，集中度较高，外企龙头已提前占领市场及渠道，集中度继续提升空间较小，相对的行业进入壁垒较高。

**看产品：同质化严重，亟待破局。**由于休闲食品行业准入门槛低，主体数量众多（品牌数多达 20000 个）；且产品同质化严重，竞争较为激烈。从线上数据看，线上龙头集中度在特定节假日（双 11、春节年货节等）有所攀升，主要是头部品牌促销力度较大，性价比显著提升；非节假日集中度有所收窄。目前 CR3 市占率在 18-30% 区间内徘徊，竞争仍显焦灼。

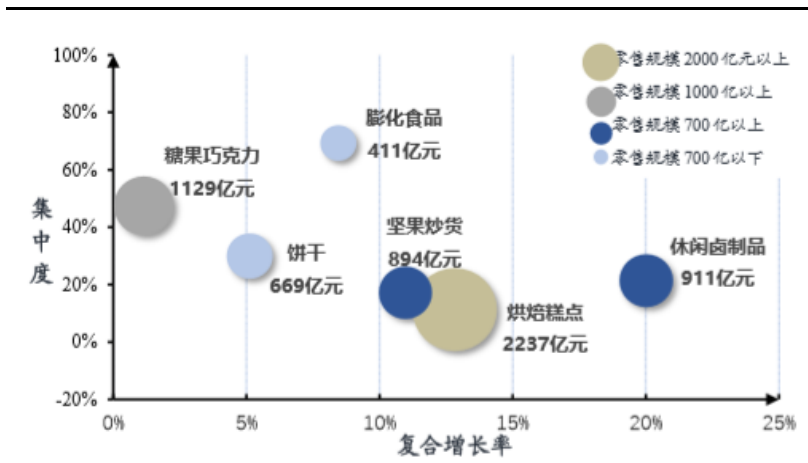
**比效益：海外龙头效益领先，国内龙头仍有空间。**海外亿滋国际和卡乐比持续通过产品升级和产品矩阵优化提升净利率，19 财年亿滋净利率达到 15%，在日本的低利率环境下卡乐比亦实现 7.8% 的净利率水平。国内龙头洽洽作为线下瓜子寡头，19 年净利率达到 12.5%，对比之下线上线下综合性的休闲食品龙头仍在低利率区间徘徊，我们认为在品牌势能和产品势能持续提升后，综合食品龙头利润率仍有提升空间。

图 27：休闲食品行业零售收入及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

图 28：休闲零食行业品类

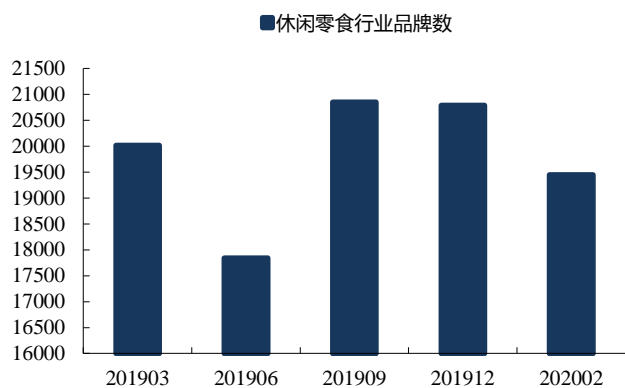


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

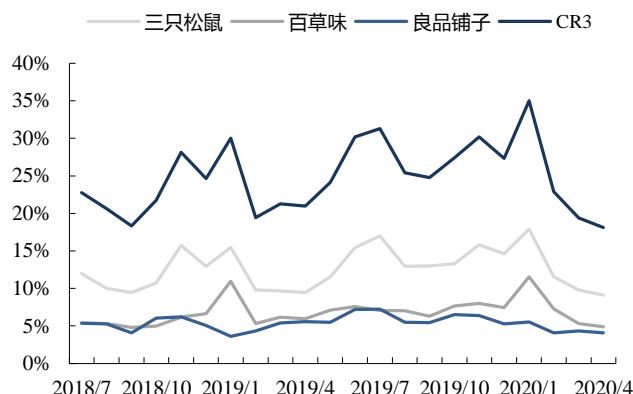
注：横坐标为 13-18 年子行业复合增长率，纵坐标为我们测算的 18 年的 CR5，气泡大小为 18 年子行业零售规模

图 29：休闲零食行业品牌数量众多 (个)

图 30：线上休闲零食行业集中度波动

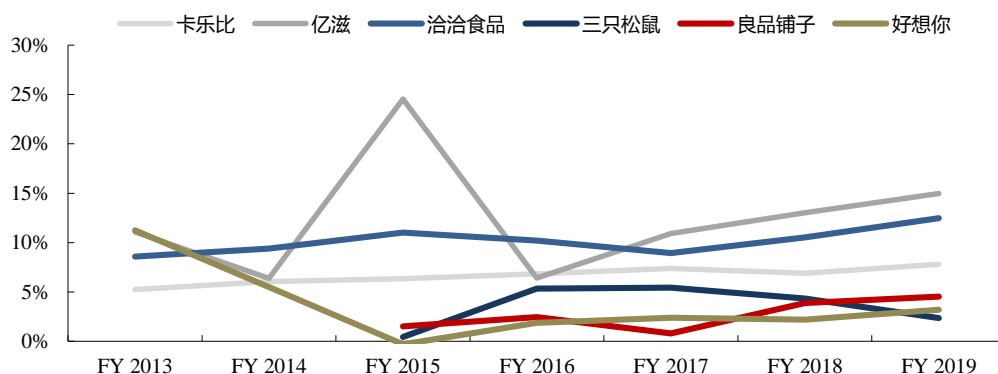


数据来源：淘数据，东吴证券研究所



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 31：部分休闲食品公司仍在低净利率区间



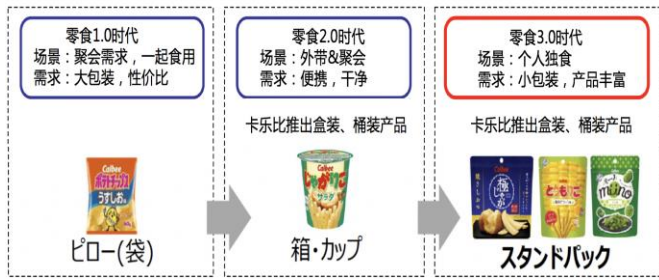
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

### 3.1.2. 消费升级引领行业，消费者为差异化支付溢价

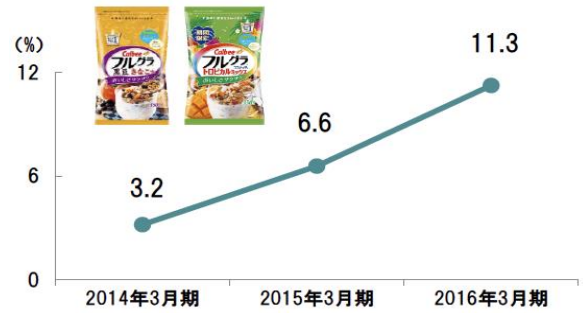
零食品类具备消费升级需求，消费者为优质食品支付溢价。从卡乐比产品升级经验看，同为薯片薯条，公司从最早的大包装注重性价比的产品到逐步推出小包装、更多差异化口味的细分口味以适应不同消费场景，亦推出如薯条三兄弟更具备送礼属性的高端零食，深受消费者喜爱。此外卡乐比麦片业务也积极创新，通过加入水果、坚果等丰富麦片口味，14-16 财年非基础麦片收入占比由 3.2%提高至 11.3%。从国内消费趋势看，常温液态奶中，相较基础白奶消费者愿为高端的金牌支付超过 80%的溢价；同样，肉制品中，消费者为无淀粉王中王支付溢价达到 45%。

图 32：卡乐比产品迭代匹配市场需求

图 33：14-16 财年卡乐比麦片非基础新品收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

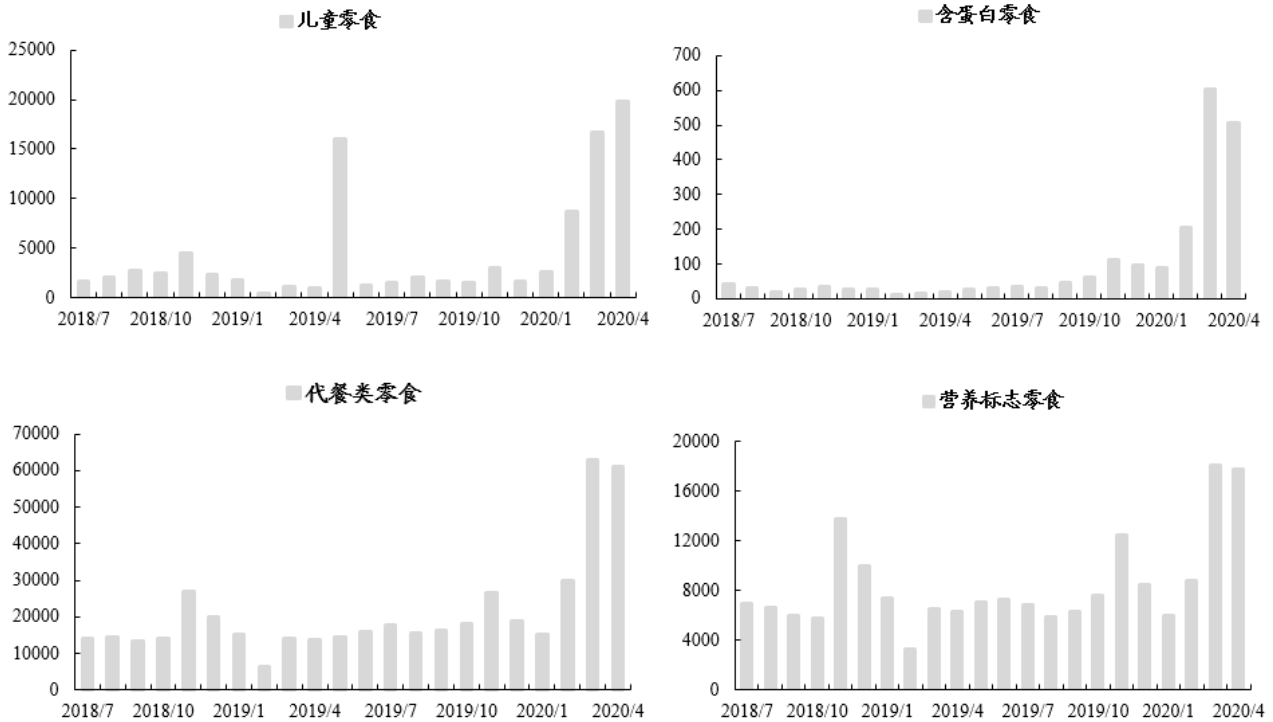
表 9：消费者为优质产品支付溢价（2020.6.1）

		标价	规格	单价	相比基础产品溢价率
牛奶（伊利）	纯牛奶	48	250ml*16	1.20	
	高钙低脂奶	74.4	250ml*24	1.24	3%
	金典	65	250ml*12	2.17	81%
	金典娟姗梦幻盖	118.8	250ml*12	3.96	230%
火腿肠（双汇）	王中王	42.8	400g*3	3.57	
	无淀粉王中王	93	360g*5	5.17	45%

数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

疫情催化差异化零食需求，细分品类现高成长态势。疫情之后，消费者对营养健康食品的关注度不断提升，3-4月消费者对代餐、营养类零食需求环比增长一倍以上，对零食中蛋白质等元素的要求也有了环比两倍以上增长。此外，细分场景、细分人群需求涌现，针对儿童、健身人士、妈妈类的特殊产品也得到关注，2-3月线上儿童零食持续环比翻倍增长。

图 34：差异化零食在疫情后开启高速增长（单位：万元）



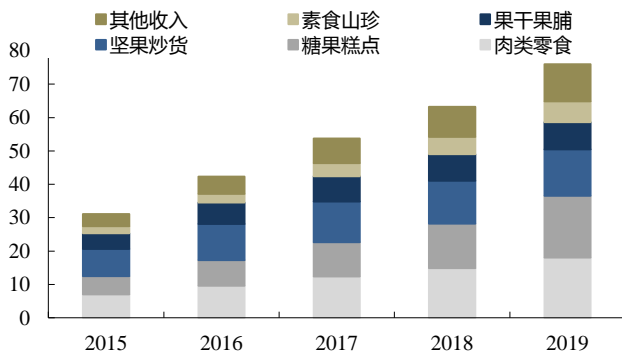
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

### 3.2. 基础夯实，为高端化保驾护航

#### 3.2.1. 全品类发力助扩张

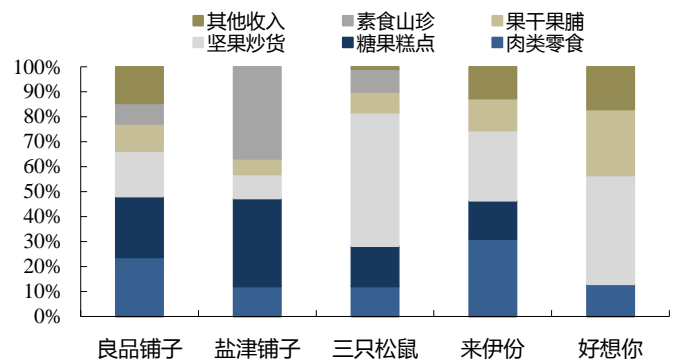
五大主要品类全覆盖，各品类均保持较好的增长态势。目前公司已覆盖肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍五大品类，形成 1000 余种产品组合，可有效满足各地区消费者在不同场景下的多元化需求。19 年上述五大品类分别占营收的 24/24/18/11/8%。

图 35：多品类全面扩张下营收规模稳固增长（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36：良品铺子品类收入结构较为均衡（2019）



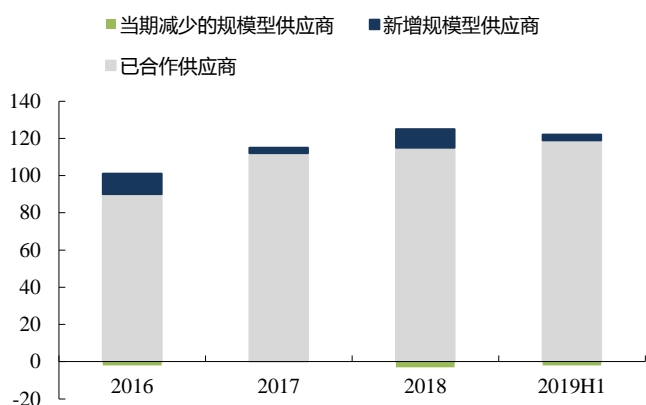
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2.2. 质检与研发双轮驱动

**食品质量乃根本。**行业内企业分自主加工及OEM代工模式，除盐津铺子外，其余上市企业均采用代工模式。代工模式下，采购与生产均由供应商完成，因而较自行生产而言，代工更容易出现食品质量与安全问题。在此情形下，供应商及公司内部质检部门对于食品安全起决定性因素。

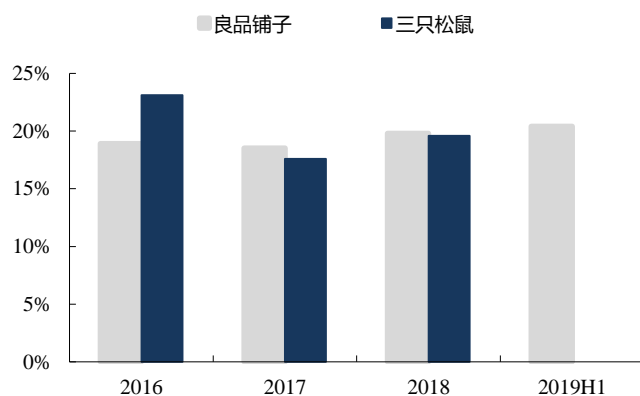
**代工模式下，食品质量难全方位监控，供应商成为决定性关键。**品牌力的加强和收入规模的增长使公司在产品采购方面的优势不断巩固，对供应商的生产资质、产能及作业环境严格甄选。2019H1 公司规模型供应商 122 家，从历史增减幅度看较为稳定，长期建立的合作关系有利于保证食品质量安全。19H1 已合作的供应商中前五大占采购总额的 20.42%，较 18 年略有提升，与同业相近。公司的主要加盟商凭借产品生产及控制能力在业内享有较高知名度，但因与公司建立了长期良好的合作关系及公司的规模化采购，将公司作为优先的保障供给对象。

图 37：公司与规模型供应商关系较为稳定（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 38：公司前五大供应商采购金额占比略有提升

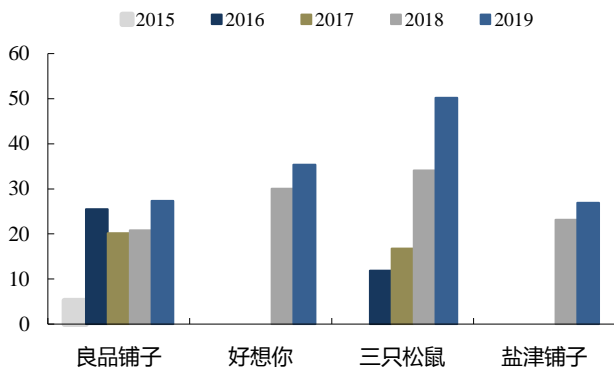


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

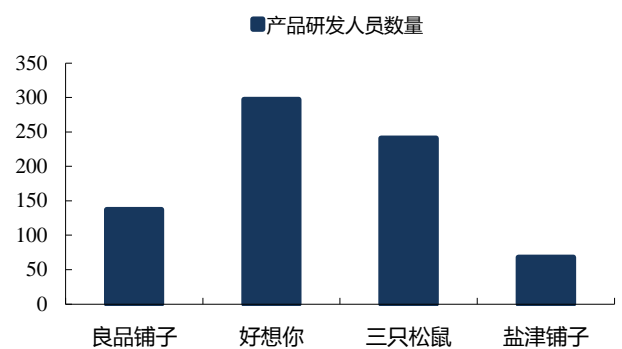
**扩充研发队伍，增强核心竞争力。**从研发人员数量来看，19 年良品铺子拥有产品研发 137 人，上市募资除对于研发中心的升级改造外，还包括招聘 30 位产品研发人员及顾问，研发人员队伍的扩张有助于产品创新，增强核心竞争力，获取竞争力以扩大市场占有率。

图 39：良品铺子研发费用（百万元）略低于同业

图 40：良品铺子产品研发人员处于行业中游（2019）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



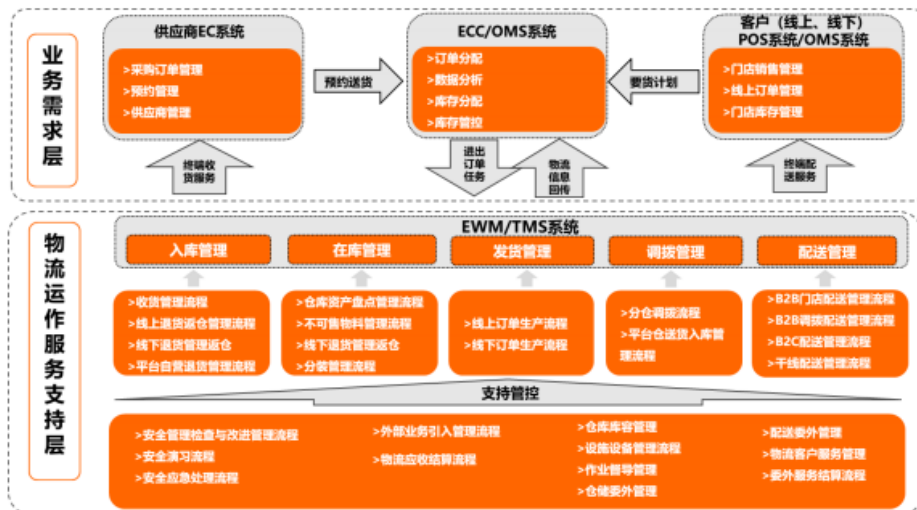
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2.3. 信息化运作提升效益

**信息化升级有望提升运营能力。**良品铺子在信息化上始终领先，公司在 2008 年上线门店信息化系统；2009 年上线了仓库信息化管理系统，目前库存变更在小时级别，在行业内处于领先水平；2015 年 9 月良品铺子上线由 IBM 和 SAP 服务建立的大数据后台系统，实现了供应链的数字化；2017 年与阿里巴巴合作上线了智慧门店体系，完成了会员数据、支付、财务核算和大数据营销系统的对接；2018 年 6 月上线了智能导购系统。

**以信息化为抓手，始终以客户为中心。**1) **库存管理提高产品新鲜度：**系统会根据特定算法进行门店库存的自动补货，从而避免囤货或缺货现象的发生。目前，系统对库存管理、补货的预测准确度超过了大多数富有经验的店长。与此同时，线上仓库管理可提升仓库出货效率，保证门店补货订单在仓库停留时间不超过 4 小时，还可筛选加急订单优先发货。2) **根据客户反馈优化产品：**17 年公司通过挖掘超过 1000 万顾客评价数据，对 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，平均销售提升率为 62%。

图 41：良品铺子订单管理流程



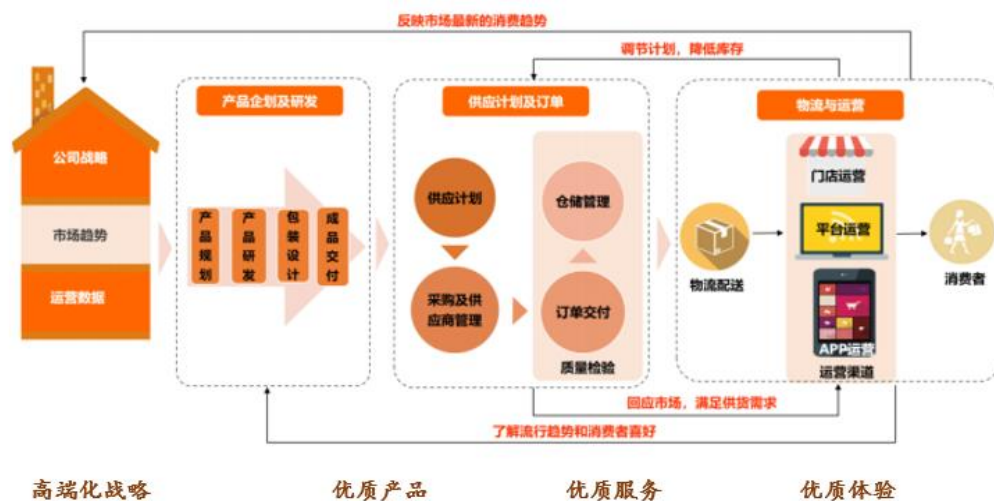
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 全面的高端化品牌战略，优质选品下各品类毛利率稳中有升

#### 3.3.1. 三高打造差异化定位，树立品牌形象

高品牌定位切实可行。公司于19年1月推出高端化战略，一年多建设以来，调研数据显示，在未给任何提示的情况下，消费者对良品铺子高端零食的认知率从32%提升到了53%；在品牌美誉度方面，良品铺子以47%的比例稳居行业第一。未来，公司将通过“产品做实高端+传播做实高端+体验做实高端”三位一体，强化顾客对“良品铺子=高端零食，高端零食=良品铺子”的认知。18年商务部流通产业促进中心《消费升级背景下零食行业发展报告》中指出，良品铺子连续3年高端销售领先。

图 42：高端化战略实现品牌差异化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



高品质：

**上游精选优品，掌控力塑产区壁垒。**公司已经迈出国门建立全球采购体系，甄选原材料，注重生产工艺把控，完善检测技术，保证上游和自身生产的品质。2019年7月，良品铺子与中国农业大学在农产品原料种植、养殖，食品加工，营养研究，食品标准制定，食品检测以及食品安全控制领域开展了全面合作。

**高端化、差异化引领行业，成为标准制定者。**公司研发主要思路是1) 根据细分人群的不同健康营养需要做产品，例如为儿童开发一系列富含优质蛋白的产品，包括芝士儿童鱼肠、儿童成长牛奶等等；2) 针对人们享受生活的不同场景体验的需要做产品，推出定位高端的礼盒产品、代餐需求的饱腹型产品；3) 把产品的原料、配方、工艺升级，用好原料做出好味道。对2020年5月，中国副食流通协会正式发布《儿童零食通用要求》团体标准，良品铺子也成为中国首个儿童零食标准制定者，这也体现了行业对良品市场引领者地位的认可。疫情之后消费者对健康类、差异化、代餐类零食需求提高，良品有望进一步享受赛道红利。

图 43：注重原料生产把控

<b>原料精选</b> 指定原料的产地、品种、规格等，并制定原料标准	<b>口味定制</b> 对不同地方，不同人群定向研发产品配方	<b>生产商甄选</b> 生产商必须有相关质检、卫生资质
<b>生产过程监控</b> 对生产商的生产情况实时监控，不定期进行突击检查	<b>快捷物流保鲜</b> 所有产品生产完成后，7天内必须发往我司	<b>感官理化双重质检</b> 每批产品进行感官质检和理化质检，检验合格后方可入库销售

数据来源：东吴证券研究所整理

表 10：良品铺子注重上游品质把控

品类	标准	效果
葵花子	直径大于 40 厘米的葵盘，且只选择周边成熟度最佳的葵花籽。多道筛选，去除异形果实、去掉小石子、空壳、杂质和形状残缺不全的虫蚀果，留下个头均匀、形状饱满的优质果实。筛选合格的葵花籽按照颗粒大小分成三级，良品只选一级品作原料，大约只有 20% 符合良品标准。	
碧根果	选用占世界产量顶端 2% 的优质品种，夏威夷果的直径比市面同类产品长 2 至 4 毫米。	

脆冬枣	食材来自中国冬枣之乡黄骅，不打膨胀剂，坚持施有机肥和打可降解的生物质农药，选用形态和成熟度最好的 20% 的冬枣，采取分批采摘、低温过油等工艺	酥脆无渣、入口即化；连年销售过亿
猪肉脯	采用猪后腿肉和特级鱼露，坚持在竹筛上以低温 60-80°C 进行 8 小时的轻烘慢烤，清爽竹香与醇鲜肉香交融。	猪肉脯入口细腻、五味俱呈；销量已超过 20 亿片
榴莲干	全部采用糖度在 26% 以上、成熟度高的泰国榴莲作为原料，利用 FD 真空冻干工艺极速锁鲜	保留原汁原味的热带鲜甜
莲藕	公司与湖北优质的藕田构建“订单农业”。年采购规模近 4000 亩的藕田，必须是经华中农业大学培育改良的地道的江汉平原九孔藕，且种藕的田中水必须达到 20 厘米的深度，一亩水田只能种三年，施有机肥。	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 高体验：

**门店形象改善提升购物体验。**17 年起，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，重点布局购物中心等休闲娱乐场所，推动品牌形象高端化转型。良品铺子的五代店将集中开设在购物中心，设计理念倾向于极简和专业化，用良品红、白色、深蓝色打造简洁高端的视觉体系。此外公司亦推出良品生活馆等项目，联合同道大叔打造联名店，场景内休闲区，优化服务体验，增强品牌辨识度。

**线上线下一体化的体验。**线上线下会员体系打通，利用线下 2000 多家门店与线上体系协同，后台系统实现在线服务及精准营销。良品在江西省试点“外卖+前置仓”模式，以覆盖 3km 以外的店仓系统，在打破服务盲区的同时又能保证配送时效。

图 44：良品铺子五代店



数据来源：大众点评，东吴证券研究所

图 45：良品铺子五代店



数据来源：大众点评，东吴证券研究所

**高颜值：**

**品牌形象升级符合高端定位。**18年8月公司在12周年庆之际发布全新品牌LOGO，沿用多年的“良品妹妹”卡通人物将不再出现在品牌 LOGO 中，极简风格的红色 LOGO 取而代之。19年1月公司在高端战略发布会上签约吴亦凡为代言人。此外，公司通过分众广告触达3亿多城市主流人群，18年双十一投放期间也收获分众电梯红包发券量50万+的好成绩。

**跨界营销、包装升级定位高消费群体。**公司规划每年3次品牌跨界，从节日送礼、营养健康、聚会分享的场景进行跨界创作，树立年轻、时尚的品牌形象，提升品牌影响力。19年初推出“拾贰经典”年货礼盒，其外观设计出自知名华人设计师潘虎，形似宫廷御膳食盒，既能作为客厅摆件，又能满足便捷收纳、携带和送礼的功能性需求，文案采用烫金工艺，彰显身份感。19年8月，良品铺子发布“敦煌潮礼”系列中秋礼盒，同样也是与潘虎团队联合推出，首创64平米巨型沙画抓，住国潮热点，品牌高端形象全面提升。此外良品携手众多热播剧打造IP，联合爆款综艺《创造营2019》推出定制联名款“食力热爱包”，玩转时尚，强化高端形象。

图 46：良品铺子 logo 升级

图 47：良品铺子代言人吴亦凡



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

数据来源：淘宝旗舰店，东吴证券研究所

图 48：良品铺子高端礼盒

图 49：良品铺子敦煌主题礼盒



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理



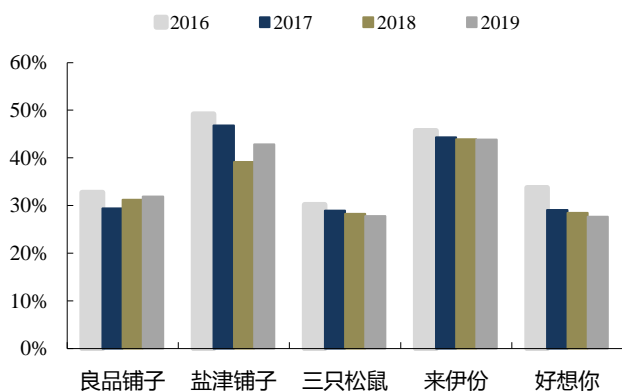
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.3.1. 夯实优势品类，效益持续提升

纵向看，为收割市场份额压低毛利，抢占成功后适时调整价格。纵向来看，2017 年因线上平台及加盟模式收入提升，各品类毛利率有所下滑，带动整体毛利较 16 年下降 3.35pct。18 年伴随电商收入增厚，公司逐渐改变原有线上低价策略，电商渠道价格重回良性竞争，毛利率提升 1.77pct。18 年下半年起，公司又提高加盟门店终端零售价格并提升 19 年加盟渠道产品批发加价率，从而再次提升毛利率 2.86pct。

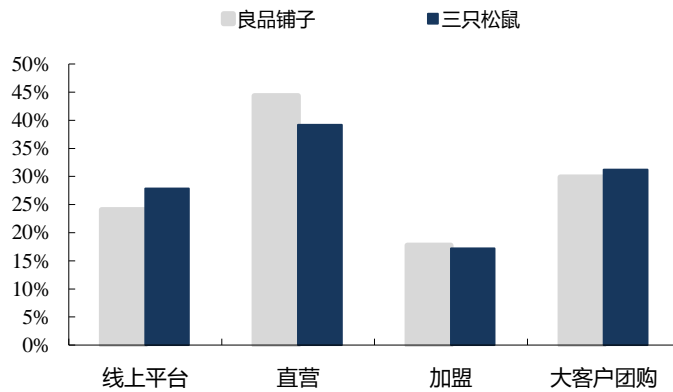
横向看，高端战略稳固毛利率提升。公司的毛利率在行业内处于中游，面对激烈的行业竞争，相较于同业毛利率增长的停滞甚至回落，公司的高端战略使得整体毛利率稳固提升。高端战略下公司严格选品，以高品质避免价格战。从线上价格体系看，各家选取优势品类采取活动促销，但综合来看良品单价处于行业中上水平。零食高端化也并非高不可攀，而是适度引领行业消费升级趋势，通过品质提升引导消费者支付溢价。

图 50：不同公司毛利率对比，良品毛利率整体稳中有升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 51：公司与三只松鼠坚果炒货品类分渠道毛利对比（2018）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 11：线上主要品类比价（2020.5.18）

品牌	产品	包装 (g)	总价	单价
百草味	猪肉脯 100g	100	32.7	0.33
三只松鼠	猪肉脯 100g	100	29.9	0.30
良品铺子	猪肉脯 200g	200	25.9	0.13
来伊份	居司令猪肉脯 200gx2	400	49.9	0.12
良品铺子	夏威夷果 120g	120	48	0.40
百草味	夏威夷果 150g	150	29.7	0.20
三只松鼠	夏威夷果 160g	160	27.8	0.17
来伊份	夏威夷果奶油味 150g	150	22.9	0.15
洽洽	夏威夷果奶油味 200g*2 袋	400	41	0.10
百草味	手撕面包 335g	335	26.7	0.08
良品铺子	手撕面包 330g	330	21.9	0.07
三只松鼠	手撕面包 1kg	1000	29.9	0.03
来伊份	手撕面包 1kg	1000	29.9	0.03
三只松鼠	风干牛肉 120g	120	89	0.74
百草味	手撕风干牛肉干 245g	245	104.7	0.43
良品铺子	手撕风干牛肉干 100g	100	39.9	0.40
来伊份	沙嗲牛肉片 88g 五香手撕	88	19.9	0.23
洽洽	牛肉干 100g*2 袋	200	33.8	0.17
百草味	每日坚果 525g	525	179.6	0.34
良品铺子	混合坚果小包装 30 包*25g	750	159	0.21
来伊份	每日坚果 30 包/750g	750	139	0.19
三只松鼠	每日坚果 750g/30 包	750	138	0.18
洽洽	每日坚果 525g	525	79.9	0.15

数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

注：动态来看，或因各品牌活动周期错位导致比价结果变化

#### 4. 盈利预测与投资建议

线下业务中，公司经过 17-19 年开店模型优化后，将进一步加快弱势区域扩张节奏，结构上加盟店将成为扩张的主力军，我们预计 20-22 年公司直营店开店数分别为 788/888/968 家，加盟店开店数为 2128/2808/3598 家，受疫情影响 20 年直营加盟单店收入略有下滑；线上业务中，20 年部分消费场景转移到线上，预计线上收入可享高增长，综合来看，预计 20-22 年公司可实现收入 92/118/148 亿元，同比增长 20/28/25%。

表 12: 业务拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	5,424	6,378	7,715	9,225	11,767	14,753
yoy	26%	18%	21%	20%	28%	25%
直营 (百万元)	1,177	1,334	1,433	1,408	1,676	1,949
yoy	-19%	13%	7%	-2%	19%	16%
直营店数 (家)	705	775	718	788	888	968
单店收入 (万元)	153	180	192	187	200	210
加盟 (百万元)	1,900	2,068	2,400	2,927	3,998	5,445
yoy	43%	9%	16%	22%	37%	36%
加盟店数 (家)	1,358	1,388	1,698	2,128	2,808	3,598
单店收入 (万元)	145	151	156	153	162	170
线上 (百万元)	2,268	2,878	3,693	4,653	5,769	6,923
yoy	59%	27%	28%	26%	24%	20%
其他 (百万元)	78	99	190	237	324	436

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**全品类、全渠道、优质品牌塑护城河，疫情不改长期趋势。**公司定位高端休闲食品，龙头品牌形象深入人心。渠道端线上线下均衡发展，立足华中迈向全国。产品力始终领先，全品类均衡发展塑竞争力。短期疫情影响，预计不改长期逻辑，我们仍看好休闲食品赛道整合空间，看好公司全品类、全渠道、优质品牌所带来的竞争力，预计 20-22 年公司净利润 4.0/5.2/6.9 亿元，同比增长 17/32/31%，对应 PE 为 79/60/45 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值表 (2020.6.2)

	市值 (亿元)	股价 (元)	PE			PS			营业收入			归母净利润		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
洽洽食品	284	34.0	29	24	20	5.9	5.0	4.3	48	57	66	6.0	7.3	8.8
绝味食品	388	46.5	35	30	25	7.5	6.5	5.6	52	60	69	8.0	9.4	11.5
桃李面包	331	42.4	41	36	30	5.9	5.0	4.3	56	66	77	6.8	7.9	9.3
三只松鼠	342	64.4	108	76	55	3.4	2.5	1.9	102	138	183	2.4	3.4	4.7
良品铺子	313	78.1	92	79	60	4.1	3.4	2.7	77	92	118	3.4	4.0	5.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

1、线下渠道发展不及预期。部分地区线下渠道壁垒较高，公司在华中地区市场份额相对较高，但若公司外埠市场线下门店开店节奏与业绩不及预期，将对公司业绩造成影响。

2、食品安全及 OEM 质量管理风险。公司在食品生产及流通环节存在食品安全风险，或其他休闲食品品牌出现类似食品安全问题，将会降低消费者对行业的信任度，对公司业绩造成影响。

3、休闲食品行业竞争加剧。目前休闲食品行业玩家众多且不断增加，若其他食品加大投入发动价格战，将使公司产品销量承压影响收入，或公司将加大销售费用投入，对公司净利率造成影响。

4、线上平台竞争力下滑及线上获客成本增加的风险。目前线上平台与参与线上竞争的公司不断增加，线上消费者品牌粘性较弱，公司线上类道主要集中在天猫，若获客成本持续增加将产生额外的销售费用，或对公司业绩造成影响。

5、原材料上涨风险。公司原材料主要为各类农产品及肉禽鱼类产品，价格存在波动性，若原材料价格上涨，在保持公司产品市场竞争力的条件下，毛利率水平将下降。

良品铺子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,015</b>	<b>3,963</b>	<b>5,106</b>	<b>6,541</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,715</b>	<b>9,225</b>	<b>11,767</b>	<b>14,753</b>
现金	1,524	2,326	2,791	3,938	减:营业成本	5,256	6,408	8,178	10,251
应收账款	259	154	372	287	营业税金及附加	42	51	64	80
存货	971	1,080	1,538	1,743	营业费用	1,581	1,827	2,283	2,847
其他流动资产	262	404	405	572	管理费用	411	434	565	679
<b>非流动资产</b>	<b>817</b>	<b>870</b>	<b>975</b>	<b>1,094</b>	财务费用	-10	-9	-14	-21
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	522	554	645	759	加:投资净收益	20	25	27	26
在建工程	9	24	48	74	其他收益	0	0	0	0
无形资产	164	180	194	194	<b>营业利润</b>	<b>471</b>	<b>540</b>	<b>718</b>	<b>943</b>
其他非流动资产	123	112	88	68	加:营业外净收支	2	6	2	2
<b>资产总计</b>	<b>3,832</b>	<b>4,833</b>	<b>6,081</b>	<b>7,635</b>	<b>利润总额</b>	<b>473</b>	<b>546</b>	<b>720</b>	<b>946</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,359</b>	<b>3,001</b>	<b>3,735</b>	<b>4,611</b>	减:所得税费用	124	137	180	236
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	9	12	15	20
应付账款	911	1,050	1,453	1,684	<b>归属母公司净利润</b>	<b>340</b>	<b>398</b>	<b>525</b>	<b>689</b>
其他流动负债	1,447	1,951	2,281	2,927	EBIT	428	489	643	845
<b>非流动负债</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	EBITDA	533	577	745	965
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	8	8	8	8	<b>重要财务与估值指标</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2,367</b>	<b>3,009</b>	<b>3,743</b>	<b>4,619</b>	<b>标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	50	62	77	97	每股收益(元)	0.85	0.99	1.31	1.72
					每股净资产(元)	3.53	4.40	5.64	7.28
归属母公司股东权益	1,416	1,762	2,262	2,919	发行在外股份(百万股)	360	401	401	401
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,832</b>	<b>4,833</b>	<b>6,081</b>	<b>7,635</b>	ROIC(%)	22.2%	20.7%	21.3%	21.6%
					ROE(%)	23.8%	22.5%	23.1%	23.5%
					毛利率(%)	31.9%	30.5%	30.5%	30.5%
					销售净利率(%)	4.4%	4.3%	4.5%	4.7%
					资产负债率(%)	61.8%	62.3%	61.5%	60.5%
					收入增长率(%)	21.0%	19.6%	27.6%	25.4%
					净利润增长率(%)	42.7%	16.8%	32.0%	31.3%
					P/E	92.02	78.75	59.67	45.44
					P/B	22.12	17.77	13.85	10.73
					EV/EBITDA	56.06	50.33	38.40	28.49

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>