



# 高端零食领军者，全渠道全国化扩张

投资评级：增持（首次）

## 主要观点：

### 摘要

公司提供高品质零食，全品类满足消费者多样化需求，全渠道触达各种潜在客户。公司在线上红利减弱背景下制定高端零食的发展战略，形成差异化竞争并提升消费体验，引入大数据团队提升门店运营效率。

### 高端零食领军者，线上线下全面发展

公司 2006 年在武汉成立第一家门店，逐步向湖北、湖南、江西等市场渗透。2011 年开始公司抓住线上电商红利，进入到快速发展阶段，形成连锁门店+O2O 外卖+大客户团购+电商平台+社区团购+自营 APP 的全渠道体系。2019 年公司提出定位高端零食，前 12 年深耕产品品控及信息化建设，为公司进入高端零食品牌战略及全面数字化转型提供支持，形成与其他品牌的差异化竞争。

### 零食行业初兴扩容快，格局优良空间大

2020 年中国休闲食品市场规模约 1.2 万亿元，人均收入增长推动休闲零食市场需求持续扩张。中国休闲食品的消费量和消费额相较于发达国家仍有较大差距，并且随着居民消费水平不断升高，未来市场规模提升潜力巨大。各细分赛道品牌数量众多，但没有统领行业全局的公司，尤其内资休闲零食类别集中度低，产品同质化程度高，行业存在集中度提升、产品结构升级、渠道分化与占领的机会。

### 产品：严控原料品质，高端化差异竞争

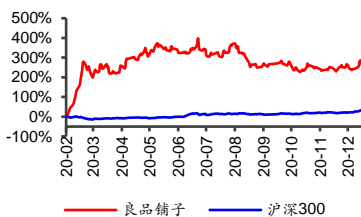
为了跳出休闲零食行业目前同质化分散化的困境，也为了解决零食行业部分食品质量上的不足，顺应行业高端化发展趋势，公司于 2019 年初正式提出将高端零食作为品牌及企业战略，公司对原材料进行严格筛选，制定远高于行业平均水平的原料及生产标准，限制原材料产地、规格等内容，升级供应链，部分产品已实现全产业链可追溯，从而把控每一环节，保证产品的高品质。我们认为品质是休闲食品口感的基础，也是消费者信任的来源，建立在产品上的良好口碑和重复购买是公司高端化品牌塑造的阶梯。

### 渠道：线上线下全渠道布局，深耕华中辐射全国，异地扩张空间巨大

线上线下全渠道布局，2019 年公司线上收入占比 48%，线下收入占比 52%，使得公司可以触达不同渠道习惯的消费者，并最大程度挖掘潜在消费者。公司由线下开店起家，已经积累了约 15 年开店经验，加盟为主、直营为辅，线下门店稳步扩张，提价、产品结构升级和提高门店体验服务助推单店收入逐年上升，公司有望复制绝味路径，进军华东和华南等发达地区，异地扩张空间巨大，跑马圈地后实现规模化效应。线上电商纷争仍未停歇，由流量分化、社交电商崛起给新兴网红品牌带来的新红利或持续 3-5 年，公司双线布局均衡发展，线下稳扎稳打或能为线上调整赢

报告日期：	2021-01-13
收盘价（元）	66.80
近 12 个月最高/最低（元）	87.24/55.50
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	41
流通股比例（%）	10.22
总市值（亿元）	268
流通市值（亿元）	27

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

得时间和客户基础。

### 供应链：仓储物流和数字化建设护航未来发展

公司在原材料采购、仓储物流、商品交付等阶段建立了全流程控制管理的供应链体系。供应计划作为调控枢纽，物流管理作为供应保障，质量管理作为安全保障，并入数字化建设，提高运营效率。

### 投资建议

公司提供高品质零食，全品类满足消费者多样化需求，全渠道触达各种潜在客户。公司在线上红利减弱背景下制定高端零食的发展战略，形成差异化竞争并提升消费体验，引入大数据团队提升门店运营效率。预计2020-2022年，公司营收分别为80/97/117亿元，同比增长4%/21%/21%，净利润分别为3.60/4.42/5.52亿元，同比增长6%/23%/25%，EPS分别为0.90/1.10/1.38，对应PE分别为74/61/49。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

原材料价格波动风险，食品质量控制风险，休闲食品市场需求变化的风险，疫情影响门店销售风险。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,715	8,045	9,734	11,742
收入同比(%)	21%	4%	21%	21%
归属母公司净利润	340	360	442	552
净利润同比(%)	43%	6%	23%	25%
毛利率(%)	31.9%	31.6%	32.2%	32.4%
ROE(%)	23.8%	16.0%	16.4%	17.0%
每股收益(元)	0.85	0.90	1.10	1.38
P/E	79	74	61	49
P/B	19	12	10	8
EV/EBITDA	0	50	40	32

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

一、高端零食领军者，线上线下全面发展 .....	6
1.1 休闲零食龙头企业，全品类全渠道发力 .....	6
1.2 四位合伙人实际控制，员工持股激发活力 .....	10
1.3 创始人及高管团队行业积累深 .....	11
二、行业：行业初兴扩容快，格局优良空间大 .....	11
2.1 休闲食品市场规模大，线上线下齐发展 .....	11
2.2 休闲食品行业集中度低，产品同质化程度高 .....	12
2.3 休闲食品均价持续上升，高端化发展趋势凸显 .....	14
2.4 线上平台流量分化，社交购物平台崛起 .....	16
三、产品：高端化差异竞争，有望占领消费者心智 .....	17
四、渠道：线上线下全渠道布局，全国拓展可期 .....	19
4.1 互联网红利助推过去线上高增长，流量分化下积极应对 .....	19
4.2 深耕华中，辐射全国，线下门店全国化扩展可期 .....	22
五、供应链：仓储物流和数字化建设护航未来发展 .....	25
六、盈利预测与投资建议 .....	28
风险提示： .....	30
财务报表与盈利预测 .....	31

## 图表目录

图表 1 发展历程经历全渠道、走向高端化 .....	6
图表 2 公司全系列产品 .....	6
图表 3 对比同行公司营收增长迅速 (亿元) .....	7
图表 4 15-19 年公司营业收入及增速 .....	7
图表 5 15-19 年公司归母净利润及增速 .....	7
图表 6 前三大品类贡献营收 65% .....	8
图表 7 前三大品类贡献毛利 61% .....	8
图表 8 15-19 年毛利率净利率先下降后上升 .....	8
图表 9 15-19 年期间费用率先下降后上升 .....	8
图表 10 加盟模式及线上平台销售占比上升 .....	9
图表 11 线上销量单位运输成本下降 (元/KG、件) .....	9
图表 12 15-19 年分产品毛利率 .....	9
图表 13 16-19 年分业务毛利率 .....	9
图表 14 公司股权结构图 .....	10
图表 15 良品铺子股东 (除公众股外) .....	10
图表 16 公司董事会 .....	11
图表 17 公司高管层 .....	11
图表 18 11-19 年休闲食品市场规模稳步上升 .....	11
图表 19 各国人均消费量 (左轴) 和人均消费额 (右轴) .....	11
图表 20 休闲食品各细分品类市场规模占比 .....	12
图表 21 休闲食品各渠道销售金额占比 .....	12
图表 22 休闲食品品牌众多, 主要分布在长三角珠三角 .....	12
图表 23 休闲食品行业集中度低 .....	12
图表 24 外资品牌主导的休闲食品类别集中度高 .....	13
图表 25 国内厂商主导的休闲食品类别集中度低 .....	13
图表 26 内资休闲零食品牌竞争格局 .....	13
图表 27 我国休闲食品均价持续上升 .....	14
图表 28 居民人均可支配收入及消费支出 (万元) 增长 .....	14
图表 29 我国人均可支配收入处于国际低位 (万美元/人) .....	15
图表 30 我国休闲食品均价有望提升 .....	15
图表 31 休闲食品用户画像 .....	15
图表 32 消费者选购休闲食品关注因素 .....	15
图表 33 CR3 自 20Q1 起逐渐下降 .....	16
图表 34 休闲食品网红品牌兴起 .....	16
图表 35 原材料把控严格 .....	17
图表 36 公司产品价格相比同类竞品较高 (元/G) .....	17
图表 37 部分针对细分人群和场景的产品 .....	18
图表 38 良品铺子全渠道结构 .....	19
图表 39 相对对手, 线上线下结构较为均衡 .....	19
图表 40 网民与网购用户数 (亿人) 逐年增加 .....	20
图表 41 网购市场交易规模增长 .....	20

图表 42 线上收入增速高于总营收增速.....	20
图表 43 B2B、B2C 渠道销售收入及增速.....	20
图表 44 B2B 渠道收入贡献 .....	21
图表 45 B2C 渠道收入贡献 .....	21
图表 46 公司线上平台推广费用率高于三只松鼠.....	21
图表 47 近 3 年公司线上收入 CAGR 高于三只松鼠.....	21
图表 48 门店变动情况.....	22
图表 49 公司直营单店平均收入及增速.....	22
图表 50 公司加盟单店平均收入及增速.....	22
图表 51 线下收入中华中地区占比逐年下降.....	23
图表 52 2019 年线下门店向华中以外地区扩展.....	23
图表 53 未来三年直营门店开设计划 .....	23
图表 54 加盟商数量稳步上升 .....	24
图表 55 加盟商合作较为稳定 .....	24
图表 56 公司应收帐款周转率高于其他品牌.....	24
图表 57 公司存货周转率高于其他品牌.....	24
图表 58 公司采购模式 .....	25
图表 59 公司与规模型供应商合作稳定.....	25
图表 60 前五大供应商采购金额稳定.....	25
图表 61 公司仓储物流体系 .....	26
图表 62 公司仓储物流费率低于其他品牌.....	26
图表 63 无线自营 APP .....	26
图表 64 营业收入预测 (百万元) .....	28

## 一、高端零食领军者，线上线下全面发展

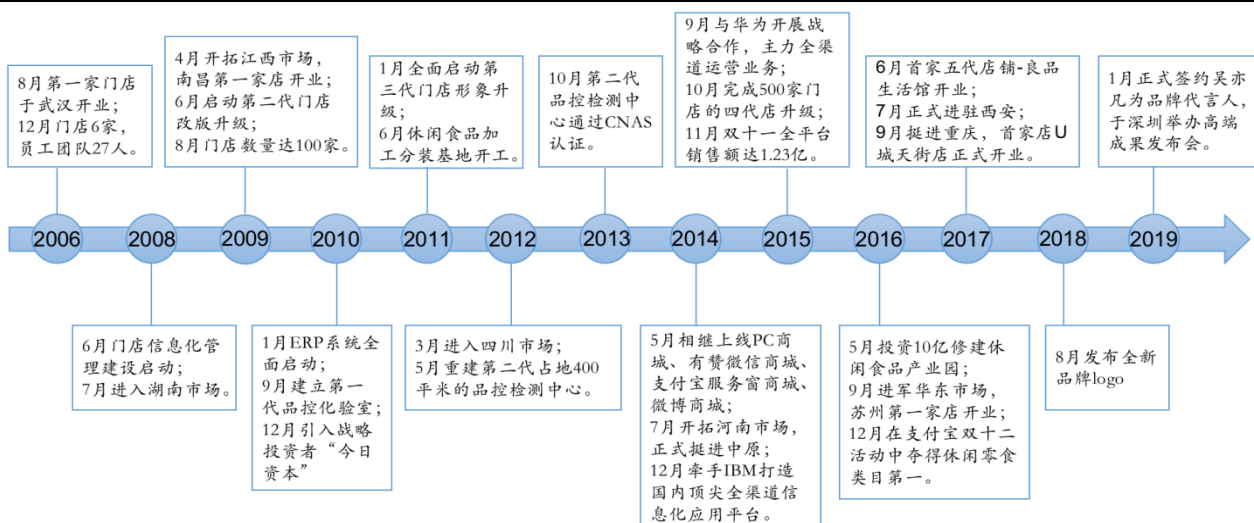
### 1.1 休闲零食龙头企业，全品类全渠道发力

**2006-2011:起步发展阶段。**2006年8月公司第一家门店于武汉开业，产品60余种。自建立初期，公司便以前瞻性的战略规划进行信息化建设及市场扩张，2008年上线门店信息化管理系统，2009年上线仓库信息化管理系统，11年搭建整个供应链信息化体系，升级ERP系统，门店踏足湖北、湖南、江西市场。

**2012-2018:布局线上，全渠道快速发展阶段。**2011年试水电商销售额破千万，2012年正式成立电商部进入线上渠道。2014年与IBM合作，将37个线上渠道及2100家线下实体零售门店整合为全渠道体系：连锁门店+O2O外卖+大客户团购+电商平台+社区团购+自营APP。公司产品包括糖果糕点、肉类零食、坚果炒货、果干果脯、素食山珍及其他产品，全品类全渠道销售，2015年双十一销售额突破1亿元，15-18年连续4年双十二休闲零食类目第一。

**2019-至今：高端化差异发展阶段。**前12年深耕产品品控及信息化建设，为公司进入高端零食品牌战略及全面数字化转型提供支持，6次品牌升级，19年1月签约吴亦凡并宣布定位高端零食，2019年营收近80亿，排名全行业第二。

图表 1 发展历程经历全渠道、走向高端化



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 公司全系列产品

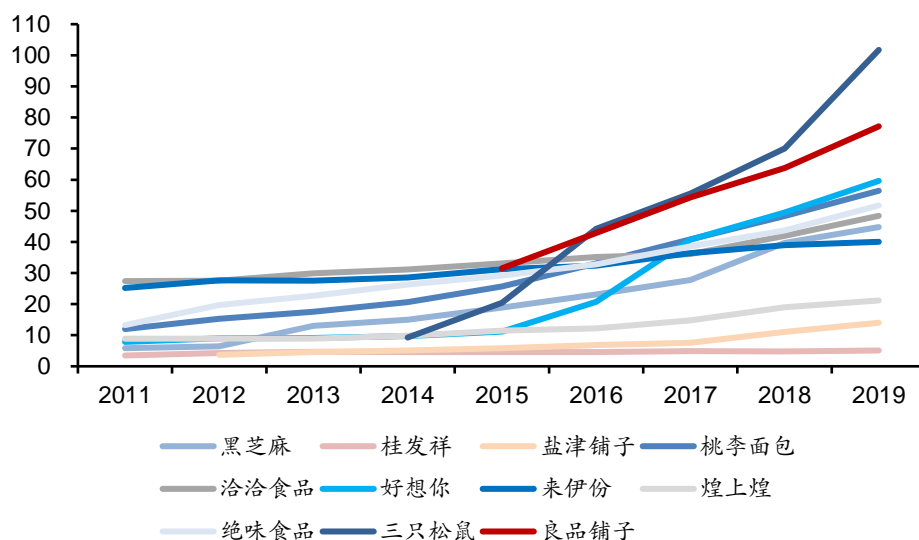






资料来源：公司招股书，华安证券研究所

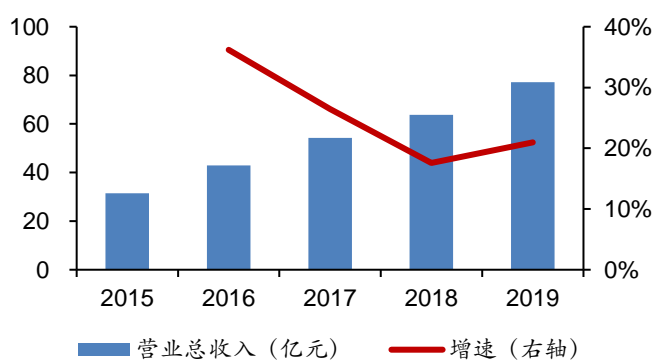
图表 3 对比同行公司营收增长迅速 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

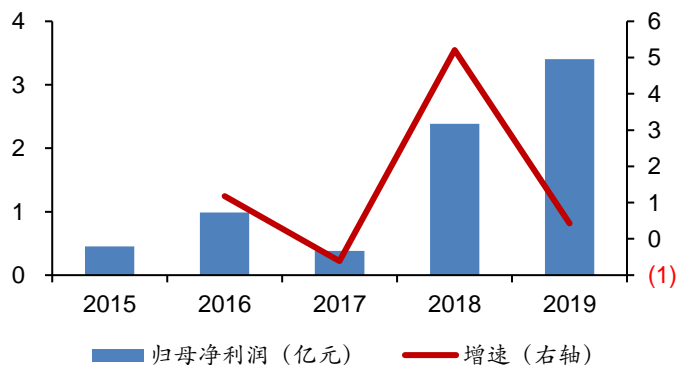
公司营收及归母净利润快速增长。营收从 2015 年的 31.5 亿元增长至 2019 年的 77.1 亿元，4 年 CAGR 为 25.1%；归母净利润从 2015 年的 0.5 亿元增长至 2019 年的 3.4 亿元，4 年 CAGR 为 65.5%。其中，2017 年公司归母净利增速为负，主要是由于当期计提股份支付金额 1.3 亿元，盈利能力未发生重大不利变化。

图表 4 15-19 年公司营业收入及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

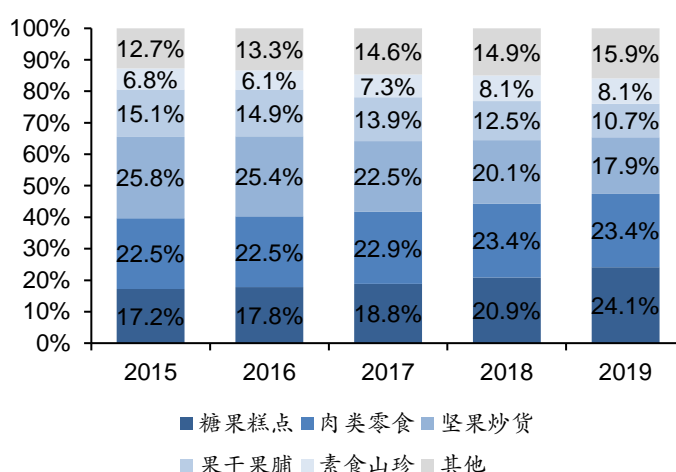
图表 5 15-19 年公司归母净利润及增速



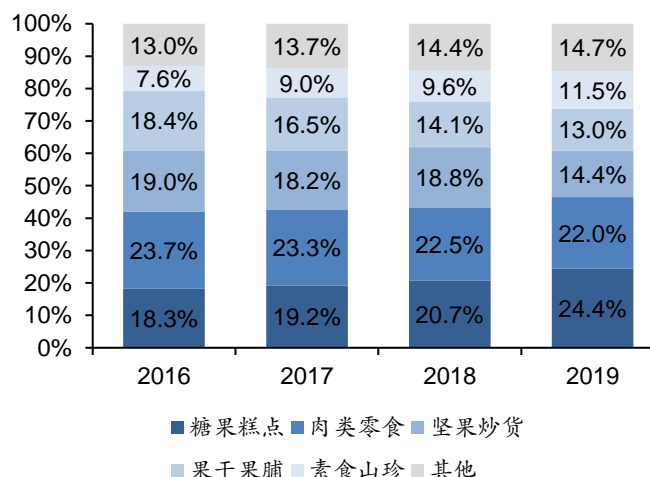
资料来源：wind，华安证券研究所

公司销售结构稳定，2019 年前三大品类贡献了约 65% 的营收和 61% 的毛利。公司实行全品类战略，糖果糕点、肉类零食、坚果炒货是公司主营的品类，此外还有其他众多零食品种可供消费者选择。15-19 年糖果糕点贡献营收和毛利份额逐渐上升，2019 年分别贡献 24.1% 的营收和 24.4% 的毛利额。15-19 年肉类零食贡献份额较为稳定，2019 年贡献 23.4% 的营收和 22% 的毛利，15-19 年坚果炒货贡献份额逐渐下降，2019 年贡献 17.9% 的营收和 14.4% 的毛利。

图表 6 前三大品类贡献营收 65%



图表 7 前三大品类贡献毛利 61%

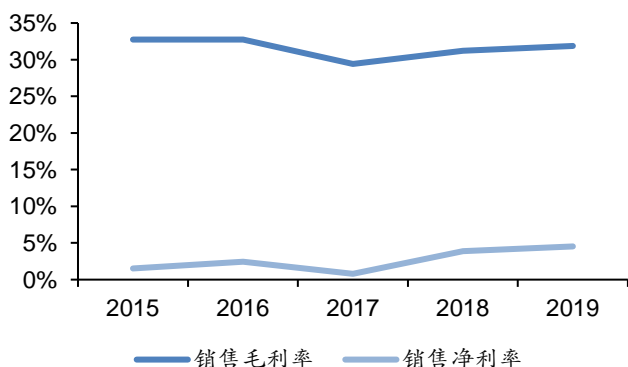


资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

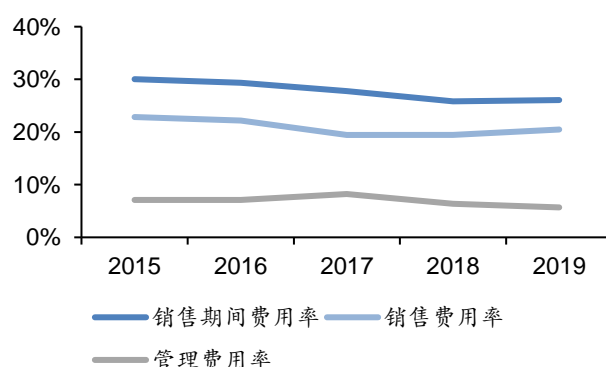
受业务模式、产品定价调整影响，15-19 年公司毛利率净利率先下降后上升，销售期间费用率略降，总体保持稳定。2019 年公司毛利率为 31.9%，期间费用率为 26%，净利率为 4.5%。2017 年毛利率较上年下降 3.3% 主要由于：“关小店开大店”的门店转型策略减小了直营模式收入，加盟模式及线上销售收入占比上升，拉低了整体毛利率。2018 年毛利率较上年上升 1.8% 主要由于：公司调升部分产品定价毛利率水平。2019 年毛利率较上年上升 0.7% 主要由于：公司提升终端零售价格。15-19 年销售费用率总体微降，主要原因：销售费用率相对较低的线上销售占比提升，且线上销量单位运输成本由 16 年的 4.28 元/ (kg、件) 下降至 19H1 的 3.28 元/ (kg、件)。15-19 年管理费用率总体微降，其中 2017 年上升系计提股份支付 1.3 亿元，2018 年计提完毕管理费用率再次下降。

图表 8 15-19 年毛利率净利率先下降后上升



资料来源：wind，华安证券研究所

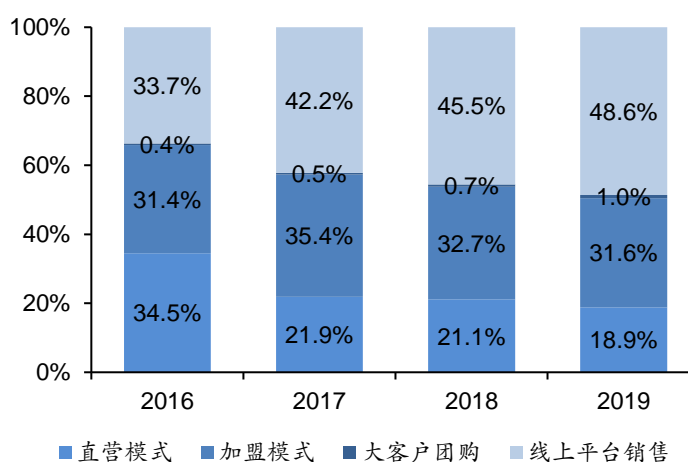
图表 9 15-19 年期间费用率先下降后上升



资料来源：wind，华安证券研究所

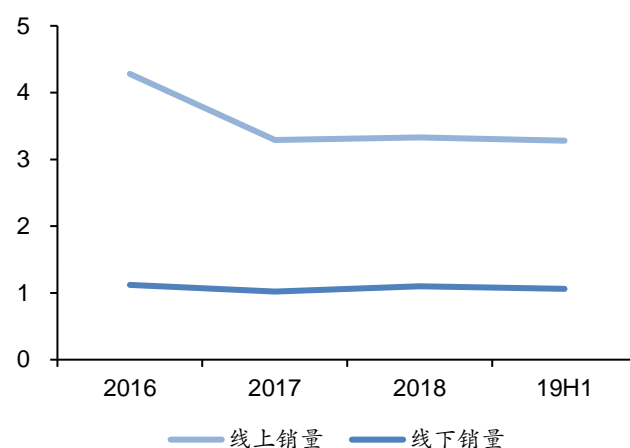


图表 10 加盟模式及线上平台销售占比上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

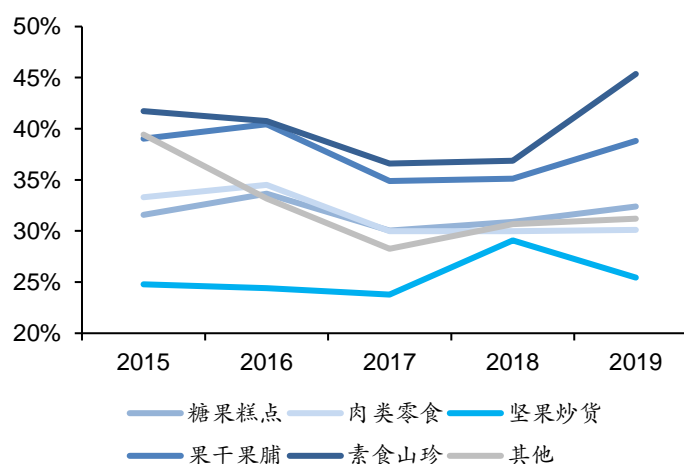
图表 11 线上销量单位运输成本下降 (元/kg、件)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

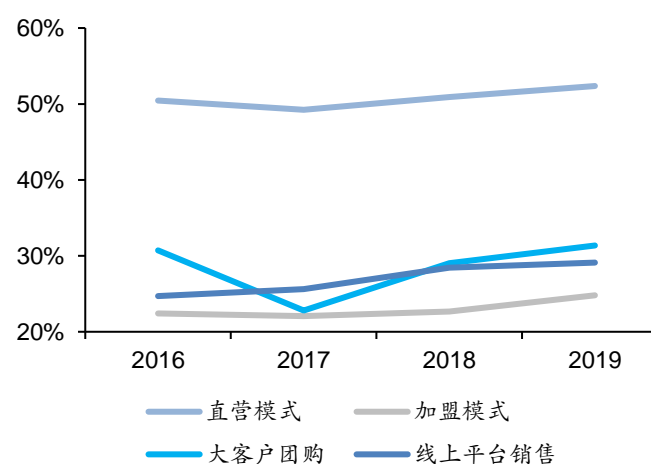
分产品看, 素食山珍毛利率最高, 2019 年达 45.4%; 分渠道看, 直营模式毛利率最高, 2019 年达 52.2%。分产品看, 15-19 年各品类毛利率走势与销售毛利率基本一致, 2017 年受业务模式调整下降, 之后随产品终端价格上升而提升, 素食山珍毛利率始终保持第一, 2019 年达 45.4%, 坚果炒货毛利率最低, 2019 年为 25.5%。分线上、线下 (直营、加盟和大客户团购) 业务模式看, 由于公司正在抢占线上市场并给予加盟商和大客户一定折扣定价优惠, 直营模式毛利率始终高于其他模式, 约 50%, 加盟、大客户团购、线上模式 2019 年毛利率分别为 24.8%、31.4%和 29.1%。

图表 12 15-19 年分产品毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 16-19 年分业务毛利率



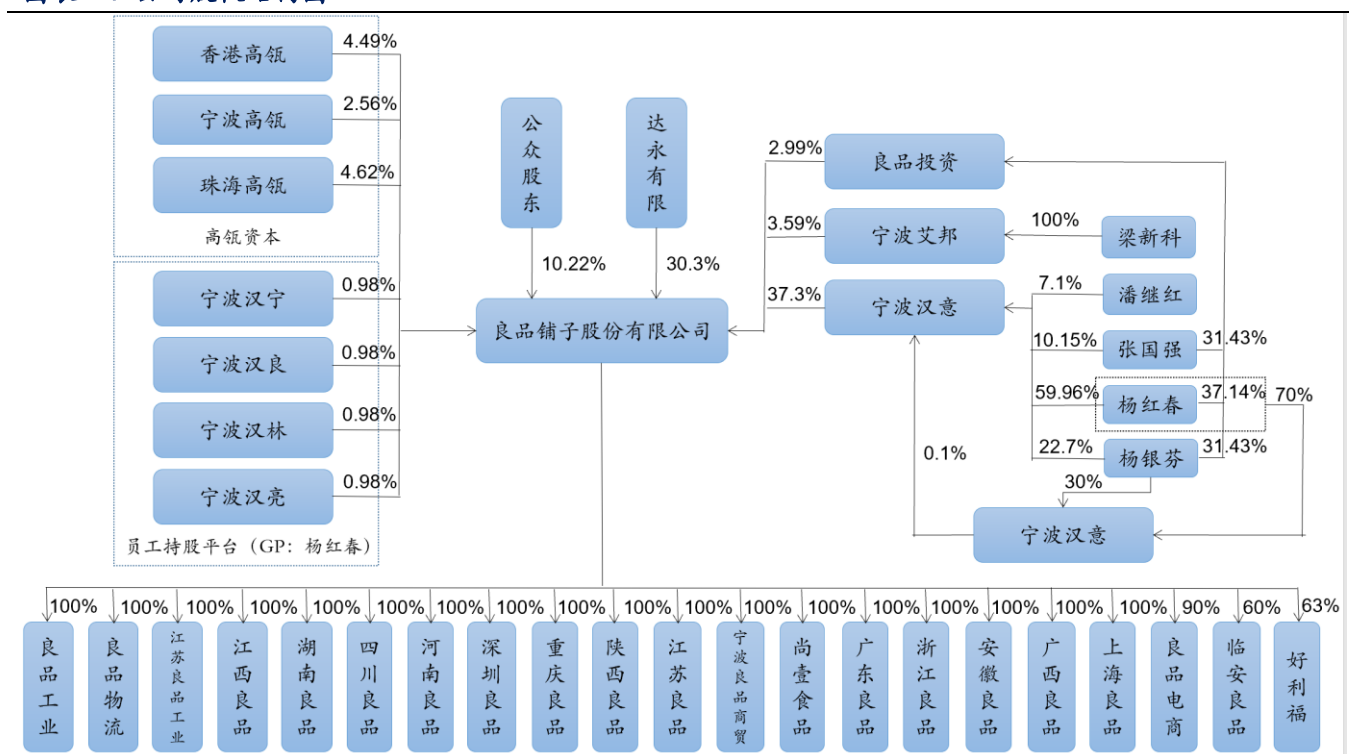
资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

## 1.2 四位合伙人实际控制，员工持股激发活力

四位合伙人通过宁波汉意持有公司 37.3%的股份，实际控制公司。杨红春、杨银芬、张国强、潘继红间接持有公司 42.2%的股份，为公司的共同实际控制人。其中第二大股东达永有限占股 30.3%，高瓴资本、宁波艾邦、宁波良品、员工持股平台分别占股 11.67%、3.59%、2.99%和 4.36%。

建立员工持股平台，提升员工工作积极性。公司通过员工持股平台（宁波汉宁、宁波汉良、宁波汉林和宁波汉亮）持有 4.36%的公司股份，持股员工涵盖内部高级管理人员、区域负责人、基层员工（门店店长、店员）等，有利于充分激发员工的主观能动性，提高工作效率，提升公司业绩。

图表 14 公司股权结构图



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 15 良品铺子股东（除公众股外）

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
宁波汉意投资管理合伙企业 (有限合伙)	14,957.56	37.30
SUMDEX LIMITED (达永有限公司)	12,149.65	30.30
珠海高瓴天达股权投资管理中心 (有限合伙)	1,854.01	4.62
HH LPPZ (HK) Holdings Limited (香港高瓴)	1,800.01	4.49
宁波艾邦投资管理有限公司	1,439.98	3.59
宁波良品投资管理有限公司	1,197.01	2.99
宁波高瓴智远投资合伙企业 (有限合伙)	1,026.00	2.56
宁波汉宁倍好投资管理合伙企业 (有限合伙)	393.94	0.98
宁波汉良佳好投资管理合伙企业 (有限合伙)	393.94	0.98
宁波汉林致好投资管理合伙企业 (有限合伙)	393.94	0.98
宁波汉亮奇好投资管理合伙企业 (有限合伙)	393.94	0.98

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

### 1.3 创始人及高管团队行业积累深

创始人杨红春市场经验丰富，对休闲零食行业研究深入。美术生出身的杨红春在当时的明星企业科龙电器负责品牌策划相关工作，深入一线销售岗，工作 8 年，最后成长为分公司总经理，合同到期后的他选择创业，走进市场和工厂深入研究产业和产品。对休闲零食市场、行业供应链、销售模式、产品研发、消费者研究均有着独到的见解，为打造良品铺子品牌埋下深厚基础。

高管队伍人才济济，人员稳定。高管人员均为来自今日资本、惠普咨询、尼尔森、大润发等各类名企的管理者，有不同的业务背景和知识，管理能力强。

图表 16 公司董事会

姓名	职务	任职时间
杨红春	董事长	2017.11.29 至今
杨银芬	董事、总经理	2017.11.29 至今
张国强	董事、副总经理	2017.11.29 至今
潘继红	董事	2017.11.29 至今
徐新	董事	2017.11.29 至今
曹伟	董事	2017.11.29 至今
王佳芬	独立董事	2017.11.29 至今
胡燕早	独立董事	2017.11.29 至今
陈奇峰	独立董事	2017.11.29 至今

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 17 公司高管层

姓名	职务	任职时间
杨银芬	总经理	2017.11.29 至今
张国强	副总经理	2017.11.29 至今
柯炳荣	副总经理	2017.11.29 至今
徐然	副总经理、董事会秘书	2017.11.29 至今
江慧	财务负责人	2017.11.29 至今

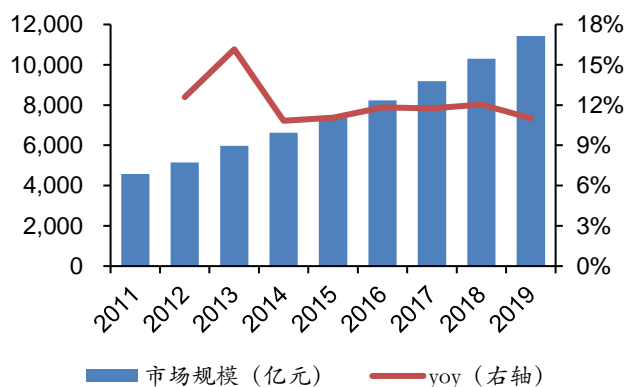
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

## 二、行业：行业初兴扩容快，格局优良空间大

### 2.1 休闲食品市场规模大，线上线下齐发展

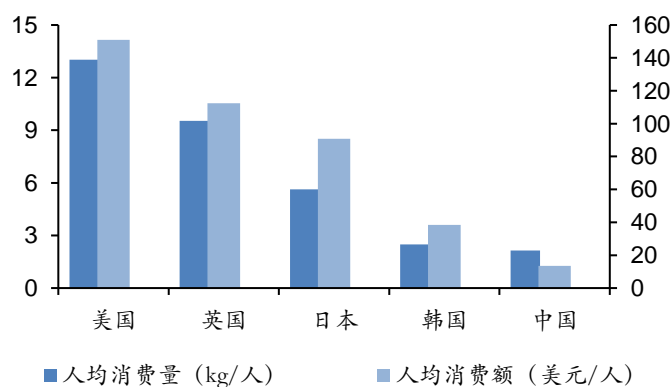
我国休闲食品市场规模破万亿，人均消费量和消费额有望提升。我国休闲食品零售市场规模稳步扩张，由 2011 年的 4,579 亿元增长至 2019 年的 11,430 亿元，8 年 CAGR 为 12.14%。从国际上看，美国、英国、日本、韩国的休闲食品人均消费量分别为 13.0、9.5、5.6、2.6 (kg/人)，人均消费额分别为 151、112、91、38 (美元/人)，而我国的休闲食品人均消费量和消费额分别为 2.2kg/人和 13.6 美元/人，处于国际低位。随着我国居民生活水平的提升和休闲食品市场规模的扩大，人均消费量和消费额有巨大提升空间。

图表 18 11-19 年休闲食品市场规模稳步上升



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

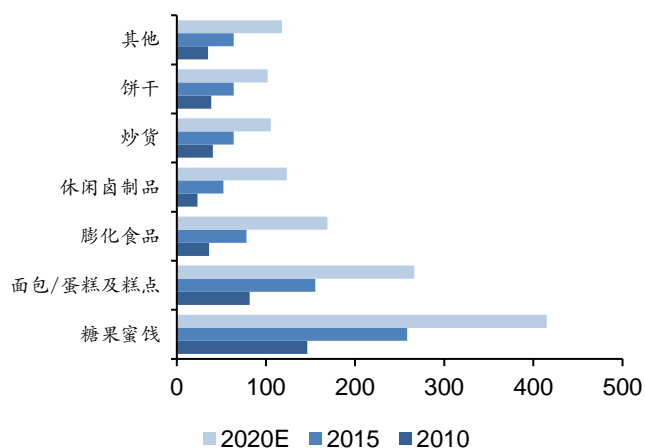
图表 19 各国人均消费量 (左轴) 和人均消费额 (右轴)



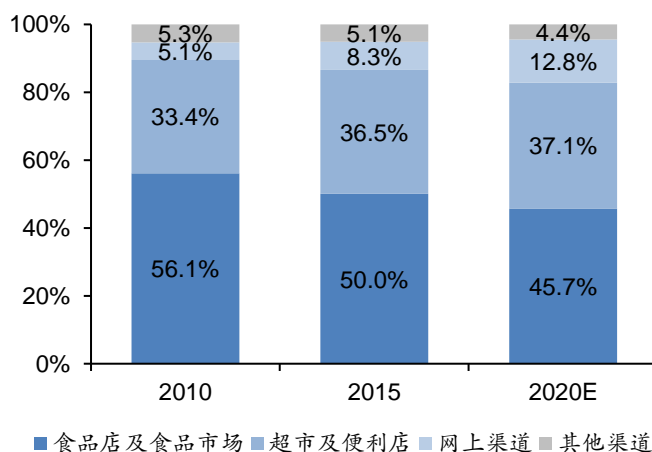
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

休闲食品行业中，糖果蜜饯规模最大，卤制品增速最快，线下渠道为主要销售渠道，线上渠道增速最快。分类别看，2020年预计糖果蜜饯市场规模为4,148亿元，份额占比最大(32%)，16-20年预计卤制品、糖果蜜饯、面点、膨化食品、炒货及饼干的CAGR依次为24.1%、12.5%、14.4%、21.2%、13.4%、12.4%，卤制品增速最快。分渠道看，食品店及食品市场自2010年起便为休闲食品最大消费渠道，但份额不断下降，由2010年的56.1%减小为2020年的45.7%(预计)，网上渠道发展迅速，份额由2010年的5.1%上升至2020年的12.8%(预计)。

图表 20 休闲食品各细分品类市场规模占比



图表 21 休闲食品各渠道销售金额占比



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

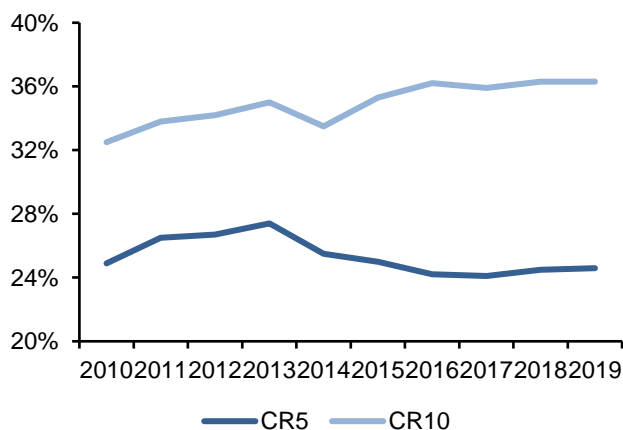
## 2.2 休闲食品行业集中度低，产品同质化程度高

休闲食品品牌众多，行业集中度低。休闲零食细分品类多、行业进入门槛低，竞争格局较为分散，品牌数目众多，近2万个，线下品牌地域分布多聚集于长三角与珠三角区，厂商多位于沪粤闽地区。10-19年我国休闲食品行业CR5不增反降，2019年仅为24.6%，CR10由2010年的32.5%上升至36.3%，增长幅度较小。分类别看，由外资品牌主导的休闲食品类别集中度高，其中膨化食品CR5高达90%，而由国内厂商主导的休闲食品类别集中度低，最高的烘焙CR5也仅为21.7%。

图表 22 休闲食品品牌众多，主要分布在长三角珠三角



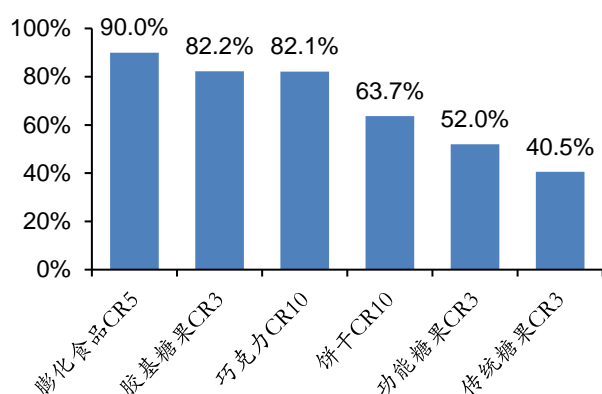
图表 23 休闲食品行业集中度低



资料来源：wind，华安证券研究所

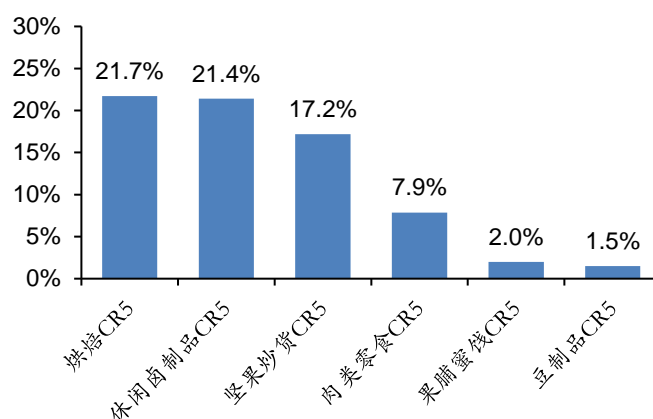
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图 表 24 外 资 品 牌 主 导 的 休 闲 食 品 类 别 集 中 度 高



资料来源：中国食品工业协会，华安证券研究所

图 表 25 国 内 厂 商 主 导 的 休 闲 食 品 类 别 集 中 度 低




资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

**区域性龙头品牌产品同质化程度高，销售渠道多元化。**休闲食品行业发展历程短，目前还处于品牌化初期，仅形成了部分区域性或细分品类龙头企业，如华中地区的良品铺子、盐津铺子，华东地区的来伊份、沃隆、老婆大人，华北地区的稻香村，华南地区的徐福记、佳宝，线上销售为主的三只松鼠等。区域性龙头品牌中，产品同质化程度高，良品铺子、来伊份、百草味、三只松鼠、盐津铺子均覆盖坚果炒货、肉类零食、素食肉制品、糕点蜜饯等品类，其中SKU最高的为良品铺子和来伊份，达1400余种。渠道布局差异化、多元化，良品铺子在电商平台、社交平台、自营线上商城、规模化门店等各方面都有布局，三只松鼠主要集中于电商平台和自营APP。

图 表 26 内 资 休 闲 零 食 品 牌 竞 争 格 局

品牌	图标	主营产品	SKU	销售渠道	门店数量	19年营收(亿元)	15-19营收CAGR
良品铺子		糖果糕点、肉类零食、坚果炒货、果干果脯、素食山珍等	1400+	连锁门店+O2O 外卖+大客户团购 +电商平台+社区团购+自营APP	截至19年12月，直营门店718家，加盟门店1698家	77.15	25.10%
来伊份		坚果炒货、肉类零食、果蔬蜜饯、糕点膨化、糖果果冻、豆制品等	1400+	连锁门店+特通渠道+线上电商+电商平台+自营APP	截至20年11月，直营门店2429家，加盟门店363家	40.02	6.36%
好想你		红枣、冻干产品、坚果、果干等		连锁门店+商超渠道+专卖渠道+线上电商+出口	截至20年11月，500余家，入驻3000余家KA	59.61	52.13%
百草味(20年被好想你出售给百事)		坚果炒货、果干蜜饯、肉类卤味、豆干素食、糕点饼干、糖果果冻、方便速食等	1000+	连锁门店+社区小店+线上电商+自营APP		50.23	41.20%



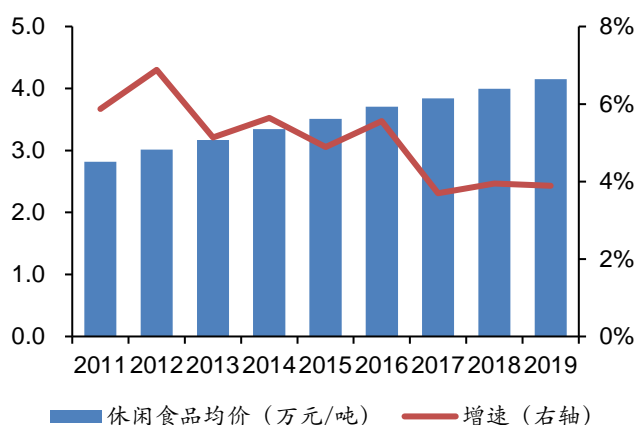
三只松鼠		坚果炒货、果干 花茶、饼干糕点、 肉脯鱼干等 豆制品、凉果蜜 饴、坚果炒货、素 食肉制品、烘焙 糕点等	600+ (预 计20年底 减一半)	连锁门店+线上电 商+ToB 分销平台 +自营 APP	截至19年12月, 投食店 108 家, 联盟小店 278 家	101.73	49.40%
盐津铺子			300+	商超渠道+经销商 渠道+线上电商	截至20年11月, 入驻 2000 余家 商超	13.99	24.43%

资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

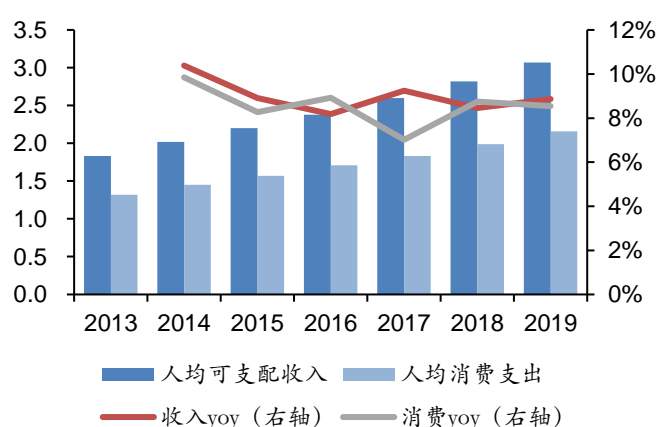
### 2.3 休闲食品均价持续上升，高端化发展趋势凸显

我国休闲食品均价不断上升，人均可支配收入和消费支出的提升促进居民消费高端化升级。我国休闲食品均价由2011年的2.8万元/吨上升至2019年的4.2万元/吨，8年CAGR为5%。居民人均可支配收入由2013年的1.8万元增长至2019年的3.1万元，6年CAGR为9%；人均消费支出由2013年的1.3万元增长至2019年的2.2万元，6年CAGR为8.5%。居民收入水平的持续增长拉动消费需求，促进消费结构升级，推动高端零食消费。

图表 27 我国休闲食品均价持续上升



图表 28 居民人均可支配收入及消费支出 (万元) 增长

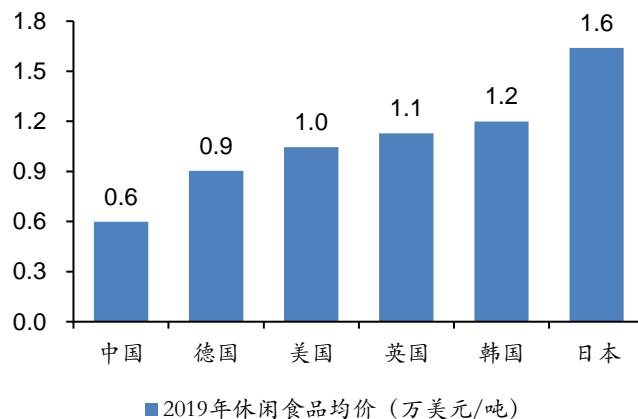
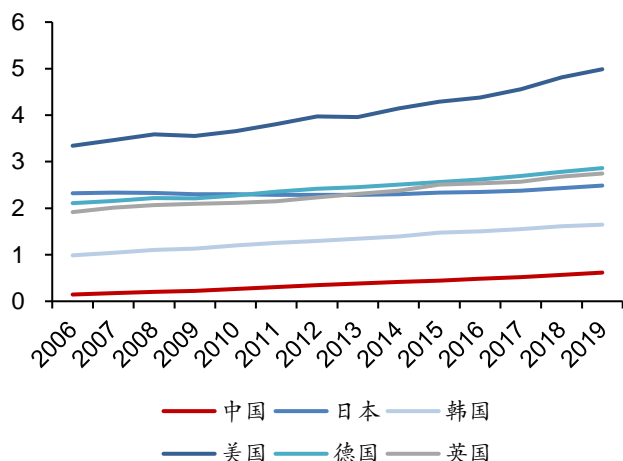


资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我国人均可支配收入远低于国际发达国家水平，未来人均可支配收入和休闲食品均价存在较大提升空间。2019年我国人均可支配收入为0.6万美元/人，处于国际低位，美国人均可支配收入为我国的8倍，日本为我国的4倍。2019年美国休闲食品均价为1万美元/吨，日本休闲食品均价为1.6万美元/吨，而我国休闲食品均价仅为0.6万美元/吨，远低于国际水平。随着我国国内经济的不断发展和人均GDP的提升，未来我国人均可支配收入有望大幅提升，从而拉动休闲食品均价上涨。

图表 29 我国人均可支配收入处于国际低位 (万美元/人) 图表 30 我国休闲食品均价有望提升

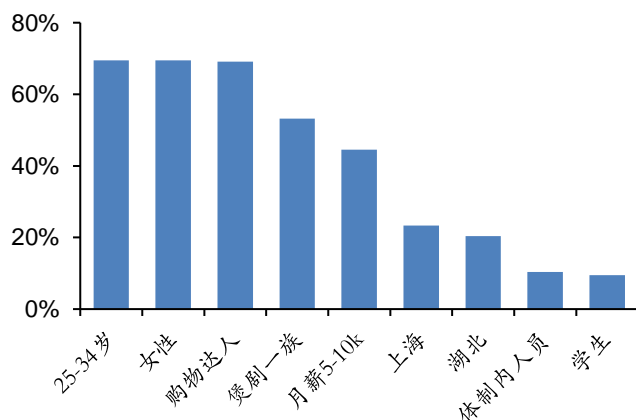


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

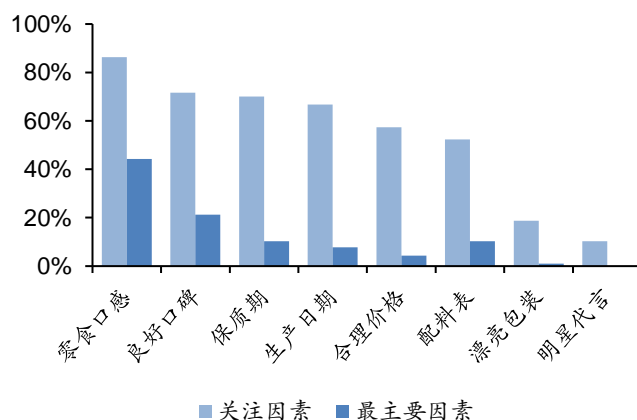
休闲食品消费者多为 25-35 岁的活跃消费人群，对产品品质与口感的追求推动休闲食品行业高端化发展。Mob 研究院于 2019 年进行休闲食品用户画像，发现 70% 的消费者介于 25-34 岁，女性、购物达人人居多，这类人群更讲究零食口感和品质，对价格不敏感，愿意为了品质支付高的价格。且随着健康生活观念的普及，低脂低添加的健身食品不断上市，消费者开始关注食品的营养与健康，未来注重高品质高营养的高端化零食将逐渐盛行。

图表 31 休闲食品用户画像



资料来源: Mob 研究院, 华安证券研究所

图表 32 消费者选购休闲食品关注因素

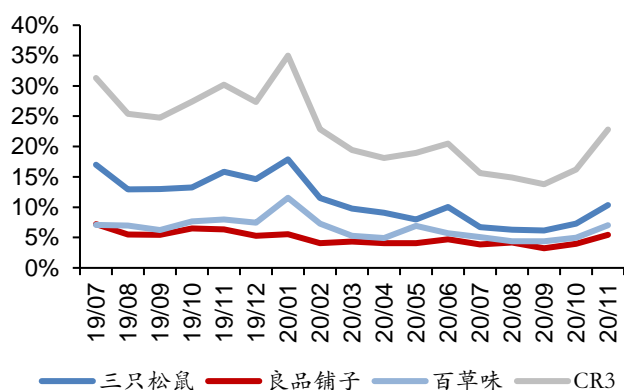


资料来源: 中国产业信息网, 华安证券研究所

## 2.4 线上平台流量分化，社交购物平台崛起

阿里平台流量分配权重改变，叠加抖音快手等平台引流其他小品牌，原线上三巨头集中度下降。今年以来阿里降低了头部品牌的流量加权比重，导致新兴品牌流量相对增加，以此吸引更多 Z 时代加入平台，进行人群结构上的调整，也发布了明年千个品牌的计划，这对原线上三巨头（三只松鼠、百草味和良品铺子）带来流量冲击，CR3 由 20Q1 的 35% 下降至 20Q11 的 23%。此外，许多小品牌在抖音、快手等短视频直播平台进行直播带货，通过微博、小红书等社交平台种草进行引流，KOL 推广，KOC 传播，创造了许多垂直领域的新兴网红品牌，如轩妈、王饱饱、自嗨锅等。其中，轩妈于今年双十一线上全渠道累计发货 530 万枚蛋黄酥，销售额突破 3,255 万元，荣登天猫传统糕点类第一位，成绩斐然。

图表 33 CR3 自 20Q1 起逐渐下降



图表 34 休闲食品网红品牌兴起



资料来源：淘数据，华安证券研究所

资料来源：Mob 研究院，华安证券研究所

### 三、产品：高端化差异竞争，有望占领消费者心智

公司以品质为导向，专注于高端化零食发展。为了跳出休闲零食行业目前同质化分散化的困境，顺应行业高端化发展趋势，公司于2019年初正式提出将高端零食作为品牌及企业战略。高端零食不在于价格之高，而在于品质之高，公司对原材料进行严格筛选，制定远高于行业平均水平的原料及生产标准，限制原材料产地、规格等内容，升级供应链，部分产品已实现全产业链可追溯，从而把控每一环节，保证产品的高品质。2019年，公司23款产品通过品质评鉴，分别荣获国际蒙特奖的4项金奖、13项银奖和6项铜奖。把控品质的同时，兼顾零食的口感与营养性，同年6月，8款产品荣获国际风味评鉴所评选的“顶级美味大奖”。

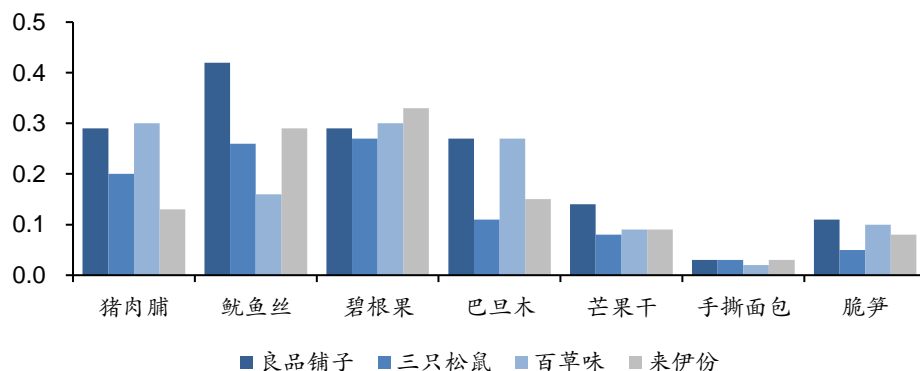
成本导向定价，公司产品价格相比同类竞品较高。公司坚持“产地严选、原料精选、匠心美味、品质工艺、严格品控、口味研发”的原则，较高的原材料价格及严谨的生产工艺使得公司产品售价高于同类竞品。

图表 35 原材料把控严格

产品	原料/加工/特点
猪肉脯	精选瘦肉型三元猪，约270天慢生长，仅取猪后腿肉部分，8小时均匀满烘，90秒高温极速熟化，1斤后腿肉只得6两肉脯。
鱿鱼丝	东南太平洋海域捕捞鱿鱼，深海生长1-2年，肉厚鲜香，铁板150度烘烤，蛋白质含量高达46.5%，只放5种常见配料，0添加更安心。
松子	2019年升级至3.0版，优选长白山西北麓红松林，约30年结果，高海拔培育出更饱满的松子，直径达约11.5mm，开口率≥96%，高稳脱涩，大果轻加工，保留更多纯正松香。
碧根果	进口北美优质原果，北纬32度，东经53度原产地，大而饱满，50-58颗/磅，简单加工，慢烘入味，兼顾健康与营养。
芒果干	东南亚直采，仅挑20%玉娇芒优品，鲜果到果干仅20天，大片厚切，果味浓少纤维，1个鲜芒仅出4片果干，超2倍市场冷烘，保留约20%芒汁。
脆冬枣	鲜冬枣来自黄金产区——中国冬枣之乡黄骅，饱满圆润，核小皮薄，约20天采摘，只挑约20%枣，精选珍贵原果。
野山笋	1800-2500米高海拔野生山笋，肉厚鲜嫩空心小，人工精细采摘，仅取S级鲜笋“嫩尖”，小于10度低温浸泡，90度30min巴氏杀菌，营养不流失。

资料来源：淘宝网产品详情，华安证券研究所

图表 36 公司产品价格相比同类竞品较高 (元/g)



资料来源：淘宝网，华安证券研究所

公司对所有产品进行健康属性上的升级，适应消费者对健康的要求。公司在原有产品的基础上进行适度改良，减少添加剂并确保所使用的原料是健康安全的，低糖、低盐、高膳食纤维、高蛋白，高营养因子的产品矩阵丰富，例如“减糖 20%”芒果干、“0 脂肪”西梅干、“不加淀粉”辣鸡排等产品，并选择不含脂肪酸的食用油和天然色素进行加工使得代谢更安全。自然健康的产品理念很好地保留了产品原味与营养性，吸引了更多追求健康生活的消费人群。

图表 37 部分针对细分人群和场景的产品



资料来源：淘宝网，华安证券研究所

细分消费人群和消费场景，针对不同需求适时推出新品，在消费者追求个性化的当下，有望占领消费者心智。公司针对儿童群体推出良品小食仙系列；针对健身群体推出良品飞扬系列；针对妈妈群体推出全能妈妈款每日坚果和梅饼；针对白领人群推出活力白领款每日坚果和黑芝麻桑椹粉；针对年轻群体推出奶香夹心枣和酸奶果粒块等潮流产品。针对聚会分享等场景推出不同重量的零食大礼包；针对时节送礼等场景推出年货组合、宫廷高端礼盒等，并结合不同产品、不同口味推出产品组合，如什锦蔬芯礼包、肉食零食礼包、辣味组合等，充分满足消费者的

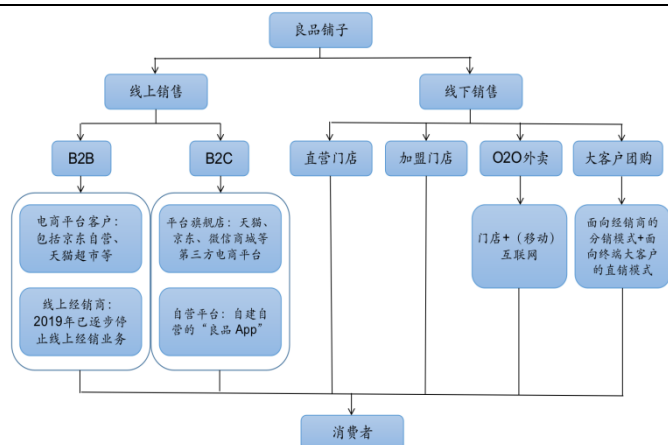


个性化需求。

#### 四、渠道：线上线下一体化全渠道布局，全国拓展可期

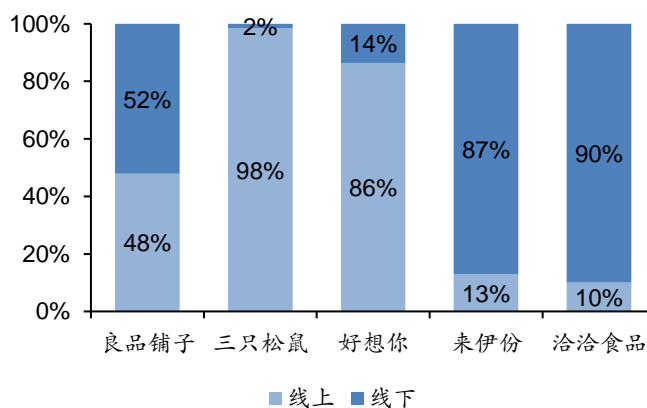
线上线下一体化全渠道布局，渠道占比较为均衡，最大可能触达各类潜在消费者。公司于 2006 年开始线下业务，于武汉开设了第一家门店，随后不断拓店进军其他地区，2012 年紧抓互联网流量红利，开始线上业务，作为行业内较早布局线上渠道的企业，公司线上收入增速快，占比逐年提升。2019 年公司线上收入占比 48%，线下收入占比 52%，同行业中三只松鼠主要进行线上经营，线上收入占比达 98%，来伊份和洽洽食品主要进行线下经营，线下收入占比分别为 87% 和 90%，良品铺子线上线下结构最为均衡，在享受线上销售高增速的同时也能够享受线下门店数量和单店收入同时增加带来的收入提升，提高核心竞争力。

图表 38 良品铺子全渠道结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 相对对手，线上线下一体化结构较为均衡

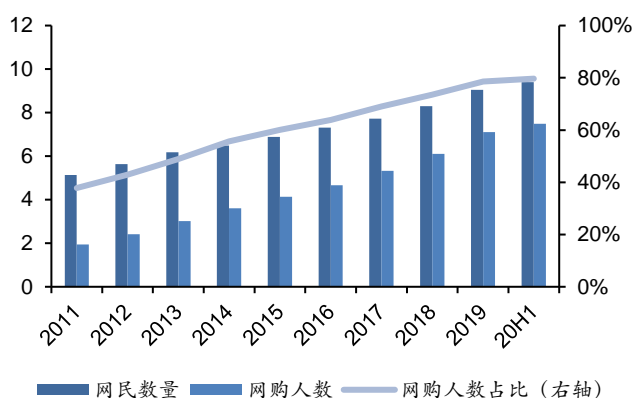


资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### 4.1 互联网红利助推过去线上高增长，流量分化下积极应对

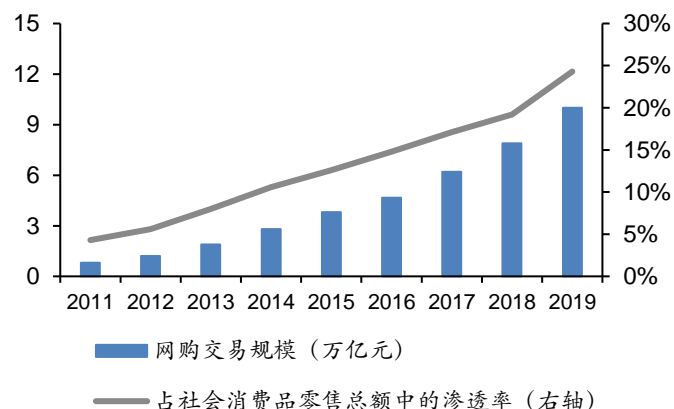
我国互联网产业发展迅速，网购渗透率不断提高。截至 2020 年 6 月，我国网民规模达 9.4 亿，互联网普及率达 67%，约高于全球平均水平 5 个百分点，网络购物用户规模达 7.49 亿，网购市场规模由 2011 年的 0.8 万亿元增长至 2019 年的 10 万亿元。从区域分布看，互联网在我国二三线以及农村地区的渗透率仍然有较大提升空间，截止 2020 年 6 月，城镇互联网普及率达 76.4%，而农村地区普及度仅为 52.3%，预计未来网民规模将继续提升，进一步提高网购渗透率。

图表 40 网民与网购用户数 (亿人) 逐年增加



资料来源: CNNIC, 华安证券研究所

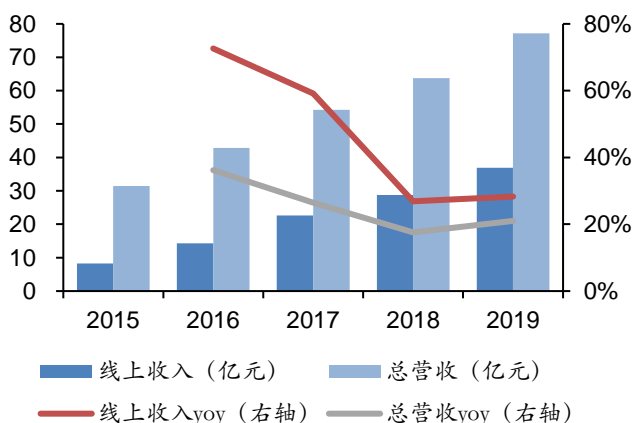
图表 41 网购市场交易规模增长



资料来源: iResearch, 华安证券研究所

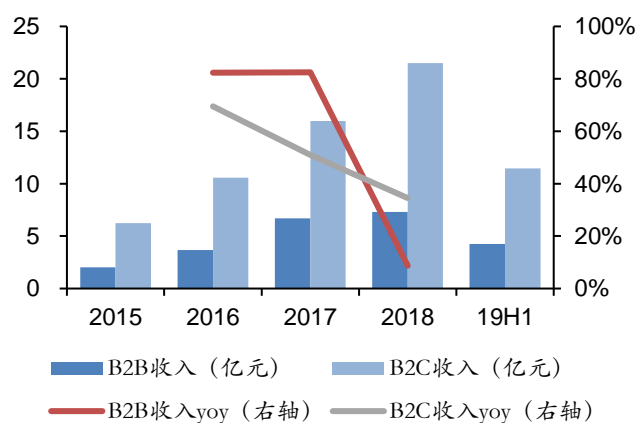
**高速增长线上收入带动总营收增长, 天猫和京东平台稳定地贡献了超 80% 的线上收入。**公司作为线上零食三巨头之一, 2019 年线上收入 36.9 亿元, 16-19 年 4 年 CAGR 为 45.4%, 高于总营收 CAGR (25.1%)。线上渠道分为 B2B 和 B2C 两大渠道。B2B 渠道 16-18 年 3 年 CAGR 为 53.5%, 2019 年京东自营和天猫超市分别贡献了 55.3% 和 39.6% 的收入, 随着京东平台流量的不断扩大, 京东自营的销售占比逐年增加。B2C 渠道 16-18 年 3 年 CAGR 为 51%, 2019 年天猫旗舰店和京东旗舰店分别贡献了 65.7% 和 14.8% 的收入, 为丰富 B2C 渠道并促进不同店铺的均衡发展, 公司加大了对云集微店、有赞微信商城、自营 APP 平台的支持力度, 19H1 其他 B2C 渠道的销售占比上升至 17.7%。随着各细分线上渠道新用户的不断涌入, 公司未来线上收入有望继续维持高增长。

图表 42 线上收入增速高于总营收增速



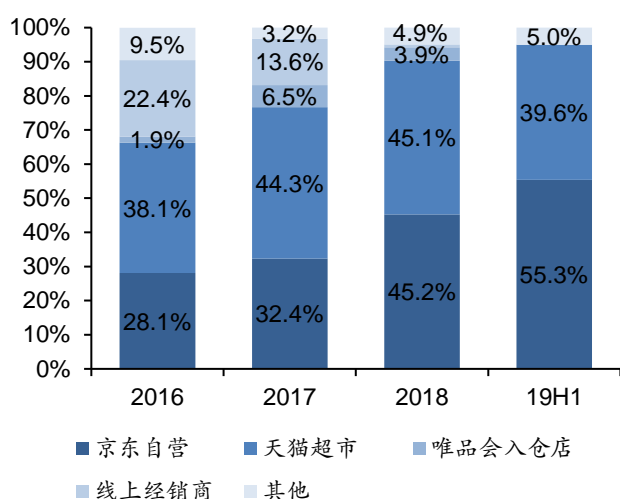
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 43 B2B、B2C 渠道销售收入及增速

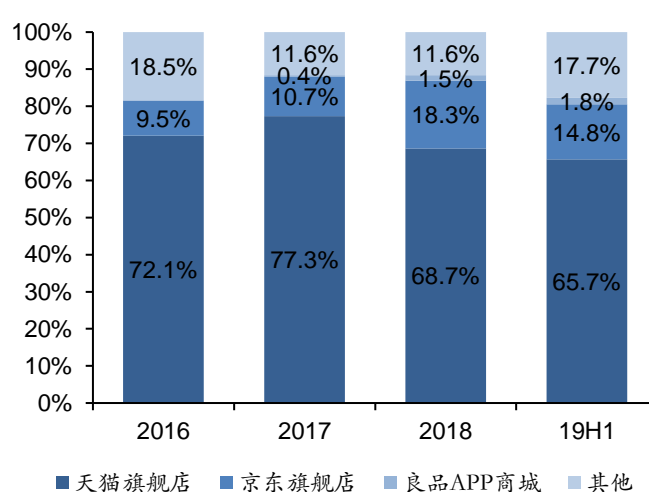


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 44 B2B 渠道收入贡献



图表 45 B2C 渠道收入贡献

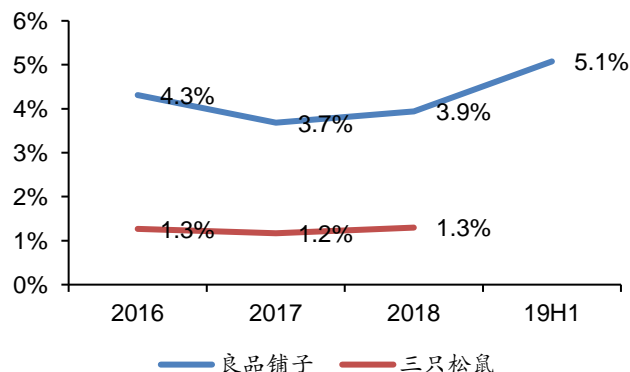


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

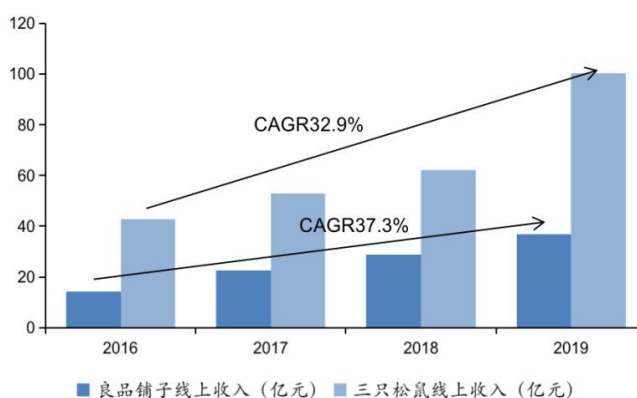
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

线上流量红利减弱后，公司增加天猫和京东平台推广费用维持线上的高增长，近3年线上收入CAGR高于三只松鼠。16-18年，随着公司品牌力的增强和消费者认可增加，在主要电商平台上的推广费用率（推广费用/线上收入）由4.3%微降到3.9%。为应对逐年减少的线上流量红利，实施精准营销，于2019年上半年加大了产品在线上平台的推广力度。公司不同于三只松鼠的经营策略，拒绝价格战，精准营销提高经营效率，17-19年3年线上收入CAGR为37.3%，高于三只松鼠。

图表 46 公司线上平台推广费用率高于三只松鼠



图表 47 近3年公司线上收入CAGR高于三只松鼠



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

阿里去中心化对原有头部品牌产生冲击，但公司采取三大应对措施后，整体表现下滑减缓，2021年有望企稳。公司的应对措施主要包括三类：1) 大单品策略，通过打造大单品，实现客户引流的作用，大单品的毛利率会设置比其他产品略低。2) 精准营销，公司由站外向站内引流，与抖音、快手、小红书等社交电商开展合作，实现客户群体的精准定位和营销。3) 私域流量培养，公司把关注良品、消费良品的消费者导入到微信这个私域流量池，更好去促达识别，也把一些其他渠道活动推送给这些消费者。

## 4.2 深耕华中，辐射全国，线下门店全国化扩展可期

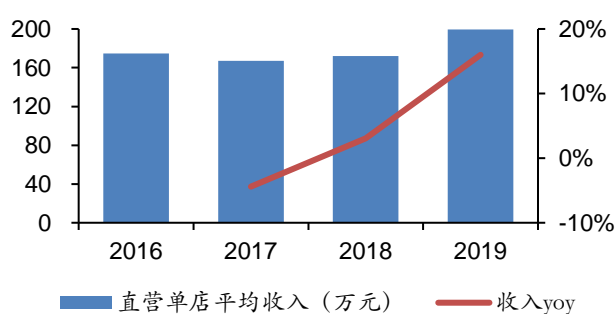
加盟为主，直营为辅，线下门店稳步扩张，单店收入逐年上升。公司自成立初期便积极进军其他市场，门店总数从 2016 年的 2,098 家稳步增加至 2019 年的 2,416 家，2022 年计划门店总数达 4,500-5,000 家，直营门店与加盟门店的数量始终保持在约 1:2 的比例。公司不仅注重门店数量的扩张，也注重店铺的升级优化，2017 年起对部分社区店、街道店及老店实行“开大关小”，“商圈店转型”等优化措施，并优化现有优势地区的布局，进一步提升单店营收。直营单店平均收入由 2016 年的 175 万元上升至 2019 年的 200 万元，加盟单店平均收入由 2016 年的 105 万元上升至 2019 年的 141 万元，门店数量扩张叠加单店收入提升有望持续增加公司线下渠道收入。

图表 48 门店变动情况

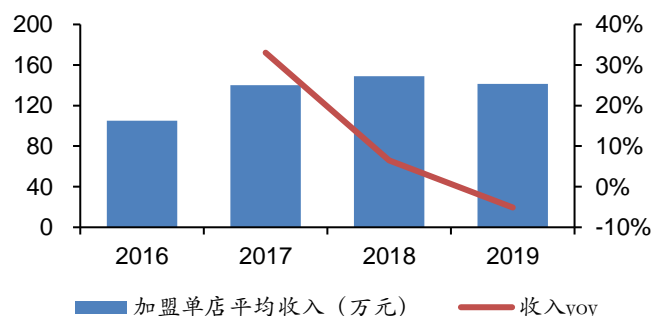
项目	2019		2018		2017		2016	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
期初数量	775	1,388	705	1,358	835	1,263	1,005	763
当期增加数量	54	454	193	188	95	265	114	628
当期减少数量	111	144	123	158	225	170	284	128
当期净增加数	-57	310	70	30	-130	95	-170	500
期末数量	718	1,698	775	1,388	705	1,358	835	1,263

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 49 公司直营单店平均收入及增速



图表 50 公司加盟单店平均收入及增速

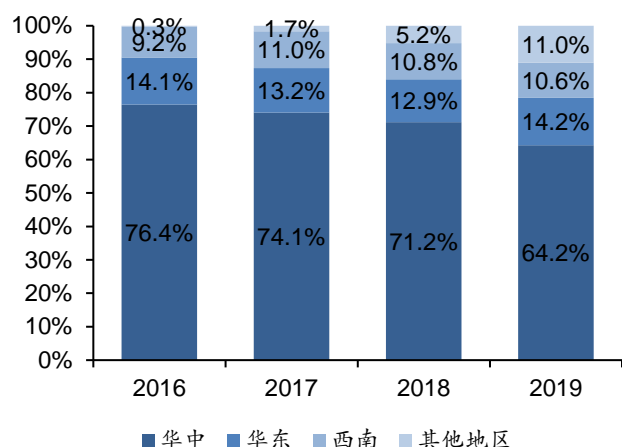


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

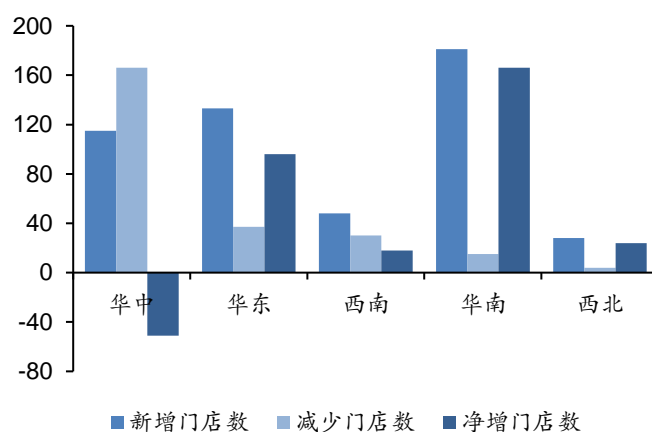
深耕华中，辐射全国，凭借丰富经验门店或可实现全国化扩张。公司起源于武汉，华中市场为公司的主要市场，2019 年贡献了 64% 的线下收入。近年来，随着华中地区的门店整体布局日趋完成，公司开始大力进军华南、华东市场，2019 年华南市场净增门店 166 家，华东市场净增门店 96 家，线下收入中华中市场收入占比由 2016 年的 76% 下降至 2019 年的 64%。此外，为继续优化华中地区门店布局，增强华东华南地区门店覆盖面，提升市占率和品牌影响力，公司计划未来三年在全国 13 个省份的重点城市开设 376 家直营店，采取“直营做基础，加盟做延伸”的扩店战略。随着新市场的开拓，新消费人群的加入有望增加公司线下收入。线上电商纷争仍未停歇，由流量分化、社交电商崛起给新兴网红品牌带来的新红利或持续 3-5 年，公司双线布局均衡发展，线下稳扎稳打或能为线上调整赢得时间和客户基础。

图表 51 线下收入中华中地区占比逐年下降



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 2019 年线下门店向华中以外地区扩展



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 53 未来三年直营门店开设计划

省份	城市	数量			合计
		第一年	第二年	第三年	
湖北	武汉	18	5	5	28
湖南	长沙	12	7	2	21
江西	南昌	7	3	0	10
河南	郑州	12	23	20	55
四川	成都	12	15	0	27
重庆	重庆	11	7	7	25
陕西	西安	18	7	7	32
江苏	南京	15	13	10	38
	苏州	9	2	0	11
浙江	杭州	10	7	2	19
	宁波	0	0	5	5
上海	上海	5	7	2	14
安徽	合肥	10	2	2	14
	深圳	36	7	0	43
广东	广州	12	8	0	20
广西	南宁	5	7	2	14
合计		192	120	64	376

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

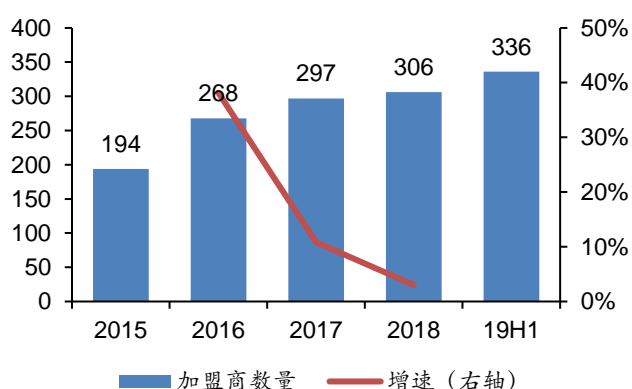
加盟商与公司优势互补, 合作稳定, 互利共赢, 超过 76% 的加盟商合作超过 3 年, 长期稳定的合作关系利于加盟商也成长壮大, 为公司进一步扩张奠定基础。公司选取资金实力雄厚, 在当地拥有较好开店资源的加盟商进行合作, 加盟商具有决策权, 但基础性服务均由公司提供, 如门店人员的供给, 货物上下游的采购等, 因此加盟商可以聚焦在关系维护和选址扩店上, 最大的加盟客户徐卫华拥有



100 余家门店。公司在人员培训、经营管理方面的优势与当地加盟商的资源优势完美融合，吸引优质加盟商的同时也提高了公司加盟收入。公司加盟商数量由 2015 年的 194 位增加至 19H1 的 336 位，19H1 平均每位加盟商拥有 4.3 家门店，合作 3 年以上的加盟商收入占公司总加盟收入的 76%，公司与各地实力雄厚的加盟商合作稳定。

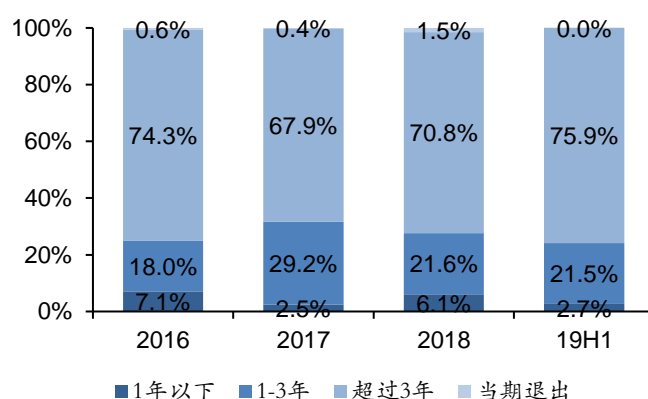
公司开辟新型门店前置仓方式，提高运营效率，相比对手公司或具备精细化运营能力。公司库存包括加盟门店库存，在加盟店出售产品给消费者的同时确认收入，加盟商无存货压力，加盟门店和直营门店同为公司的前置仓，不同门店间产品可互相调配，拆零销售，实现门店+的业务。一方面取消压货制能提高加盟商加盟积极性，另一方面灵活的货物调配制度可以提高运营效率，公司存货周转率高于行业内其他品牌。

图表 54 加盟商数量稳步上升



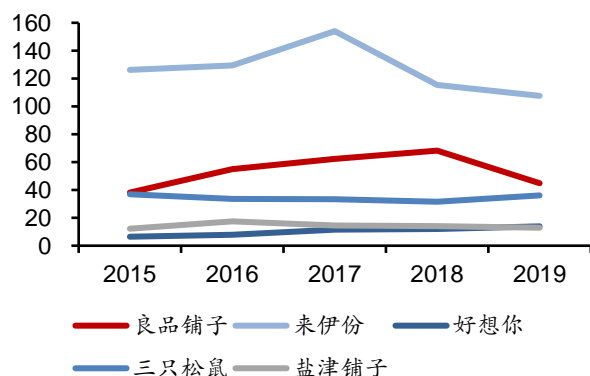
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 55 加盟商合作较为稳定



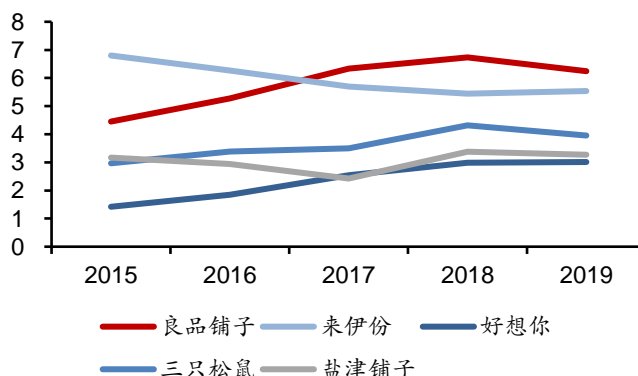
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 56 公司应收帐款周转率高于其他品牌



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 57 公司存货周转率高于其他品牌



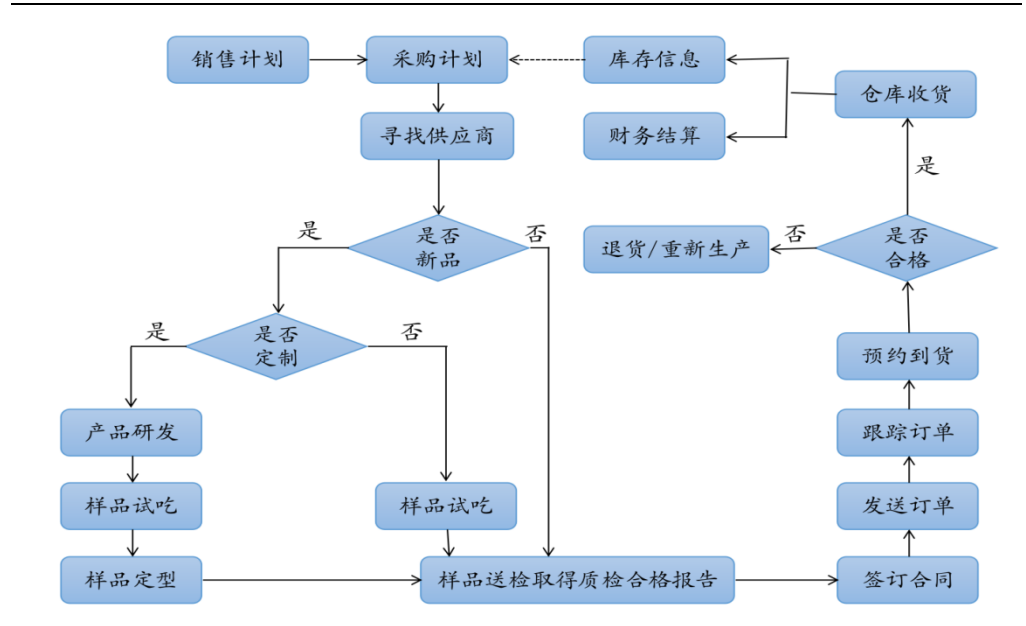
资料来源：wind，华安证券研究所

## 五、供应链：仓储物流和数字化建设护航未来发展

公司在原材料采购、仓储物流、商品交付等阶段建立了全流程控制管理的供应链体系。供应计划作为调控枢纽，物流管理作为供应保障，质量管理作为安全保障，并入数字化建设，提高运营效率。

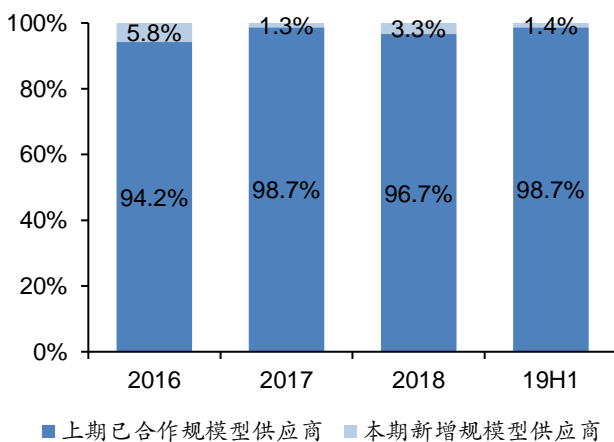
公司以销定采，提高存货周转率，与优秀供应商建立稳定的合作关系。供应计划中心根据各渠道的销售历史与趋势预测订单量，制定采购计划，并结合消费需求动态调整，提高运营效率。采购环节中，在严格的产品质量控制体系和供应商筛选管理机制下，公司与各地规模型供应商建立了长期深入的合作关系，前五大供应商采购额稳定地占据总采购额的 20% 左右，这些供应商拥有较好的产品生产和质量控制能力，提供的原材料价格相对稳定，品质有保障。

图表 58 公司采购模式



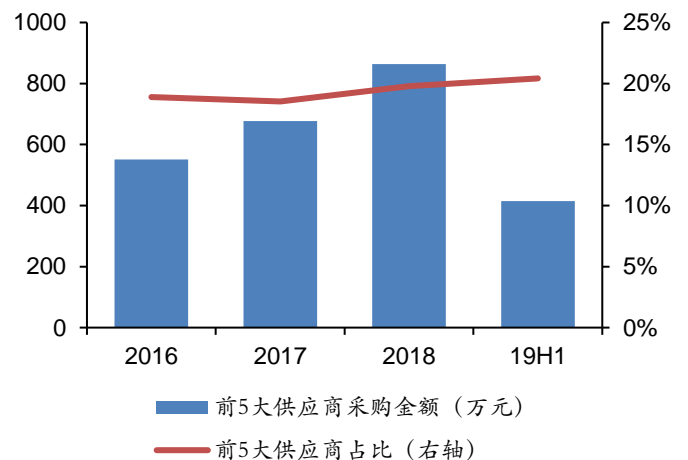
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 59 公司与规模型供应商合作稳定



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

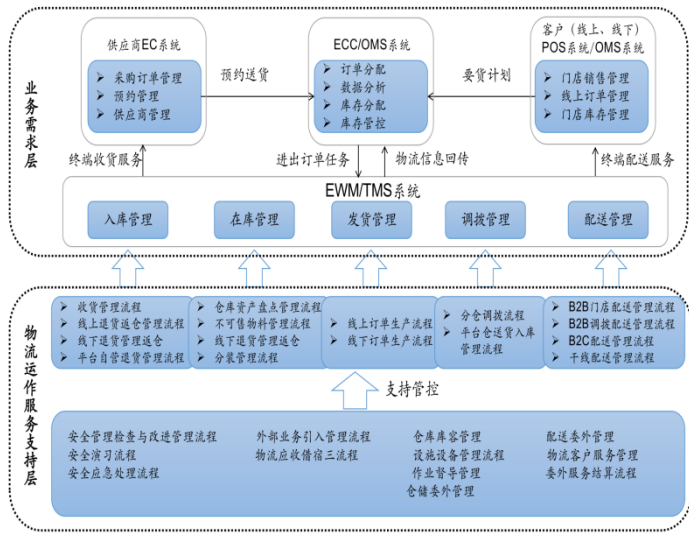
图表 60 前五大供应商采购金额稳定



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

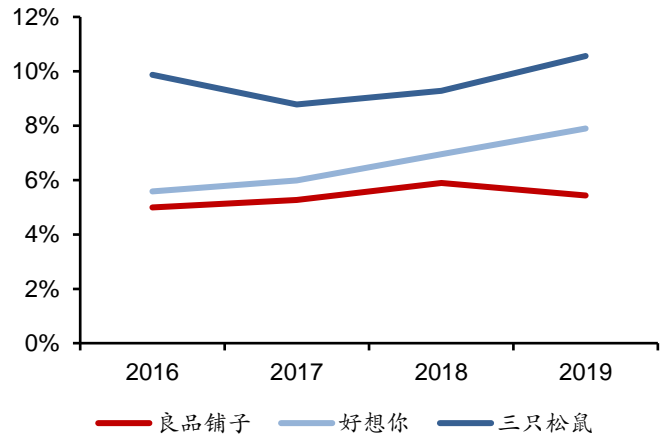
公司建立智慧化仓储物流系统，精细化管理提高运营效率。除打通线下门店作为前置仓外，公司在武汉、嘉兴等城市拥有 4 个自营仓库，也与第三方仓储服务商进行合作，在上海、广州、天津、西安等城市设立 10 个仓储基地，覆盖面广，货物可灵活调配。公司构建数字化供应链管理平台，通过 EWM 系统以最优方式进行入库、分拣、发货、调拨、配送管理，与各物流承运商的系统实现数据共享，实时管控每一订单。EWM 系统实现数据驱动下的仓货共享，提高货物周转效率，16-19 年公司的仓储物流费率始终低于好想你和三只松鼠。

图表 61 公司仓储物流体系



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 62 公司仓储物流费率低于其他品牌



资料来源：wind，华安证券研究所

公司升级无线自营 APP，为现有渠道赋能。为实现线上线下融合，顺应新零售趋势，公司结合现代信息技术、移动互联网和个性化服务，在已有的自营 APP 上持续优化升级，完善全渠道平台技术系统。自营 APP 包括商城、会员、社区、支撑平台四大版块，打通各渠道做到精准化全域营销，形成线上向线下门店免费导流、线下通过扫码使零售数据上行的线上线下互动的消费闭环，既服务现有渠道，又满足消费者全品类、全时段、全体验、个性化消费需求。

图表 63 无线自营 APP



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司注重数字化建设，保障公司业务运行。公司自 2008 年起便以前瞻性的眼光大力投入信息化建设，作为行业内数字化建设的领头羊，全渠道底层技术架构平台已基本形成，截至 20M4，公司完成了 12 座仓库的信息化建设、42 套信息系统集成，实现了 99% 的财务自动化对账和 499 项流程标准化。疫情期间启动“门店无接触互联网+业务运营”模式保障公司业务正常运行：1. 为门店 3 公里范围内的消费者提供社群购买服务。2. 布局各大外卖平台覆盖离门店 3 公里外人群。社区团购及 O2O 外卖为主的销售占比由 19H1 的 6.55% 上升至 20H1 的 14.32%。

牵手阿里云数据中台，传统供应链向新零售供应链转变。前台系统作为执行和用户界面，覆盖面广，互通性高；中台系统作为功能业务层，高效集成，提供决策；后台系统作为数据系统，稳健支撑，前中台系统整体构成数据中台。数据中台贯穿产品的采购、生产、物流及交付，构建产销协同体系，端到端的可视化体系及销售预测体系，实现研发、产品推出、消费者购买反馈的闭环。今年 618 消费期间，公司使用阿里云的 Quick Audience 进行全域洞察并精准营销，全渠道累计销售额突破 5 亿元。利用数据中台，公司首先精准定位目标客群，建立用户实时标签，接着细分消费场景，根据不同场景提供不同产品和渠道，在企业端提高运营效率，顾客端打造品质和品牌的认同感。

## 六、盈利预测与投资建议

图表 64 营业收入预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>1、直营模式</b>							
营业收入	1,459	1,177	1,334	1,433	1,589	1,939	2,295
yoy		-19%	13%	7%	11%	22%	18%
直营门店数量	835	705	775	718	838	938	1,028
净增门店数量		-130	70	-57	120	100	90
直营单店收入	1.75	1.67	1.72	2.00	1.90	2.07	2.23
<b>2、加盟模式</b>							
营业收入	1,329	1,900	2,068	2,400	2,548	3,217	4,027
yoy		43%	9%	16%	6%	26%	25%
加盟门店数量	1,263	1,358	1,388	1,698	1,898	2,198	2,548
净增门店数量		95	30	310	200	300	350
加盟单店收入	1.05	1.40	1.49	1.41	1.34	1.46	1.58
<b>3、大客户团购</b>							
营业收入	18	28	43	75	116	174	261
yoy		54%	55%	75%	55%	50%	50%
<b>4、线上销售模式</b>							
营业收入	1,425	2,268	2,878	3,469	3,643	4,225	4,944
yoy		59%	27%	21%	5%	16%	17%
<b>5、其他业务</b>							
营业收入	59	51	56	115	149	179	215
yoy		-14%	10%	105%	30%	20%	20%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 线上：

受阿里平台去中心化和去年基数高影响，公司 2020 年线上表现疲软。根据淘数据 Q3 公司在阿里平台收入同比-28%，但公司线上整体收入同比-2%，或说明公司在运营多个线上平台以及进入抖音、快手等新型购物电商、发展私域流量方面初见成效。公司总结出大单品战略、精准营销、公域流量向私域导入等方式，未来受到单一平台调整压力减弱，预计 2020-2022 年线上收入增速分别为 5%/16%/17%。

### 线下：

开店数量：根据全渠道营销网络建设项目，公司计划 3 年内开设 376 家直营店，



我们预计 2020-2022 年直营门店净增加分别为 120/100/90 家。公司坚持“加盟为主，直营为辅”布局策略，我们预计加盟店的扩张速度超过直营店，预计 2020-2022 年加盟门店净增加分别为 200/300/350。

单店营收：店铺方面，公司推行“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，并对老店升级改造；产品方面，公司通过产品结构升级和自营 APP 私域导流等方式提高单店营业额，预计未来单店营业额保持个位数增长。

#### 毛利率：

公司实施零食高端化战略，2015、2018 年底提价抬升了毛利率水平，合理控制线上和线下的促销力度，维持线上和线下毛利率的稳定性。公司通过产品结构优化实现毛利率的提升，例如在产品中加入健康元素，长远来看毛利率有明显的提升空间。

#### 费用率：

销售费用率：公司为应对线上平台流量分化，加大对抖音、快手等社交电商的投入，线下拓店稳步扩张，预计 2020-2022 年费用率相比 2019 年小幅上涨，分别为 21.3%/21.2%/21.0%。

管理费用率：2020 年上半年因职工薪酬、业务招待和差旅减少致使管理费用率下降，下半年随着经营恢复，2020 年整体管理费用率微降，未来管理费用率将恢复到正常经营所对应的水平，同时受益于规模效应比上市前存在降低的空间，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 4.7%/5.1%/5.1%。

公司提供高品质零食，全品类满足消费者多样化需求，全渠道触达各种潜在客户。公司在线上红利减弱背景下制定高端零食的发展战略，形成差异化竞争并提升消费体验，引入大数据团队提升门店运营效率。预计 2020-2022 年，公司营收分别为 80/97/117 亿元，同比增长 4%/21%/21%，净利润分别为 3.60/4.42/5.52 亿元，同比增长 6%/23%/25%，EPS 分别为 0.90/1.10/1.38，对应 PE 分别为 74/61/49。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示:

**原材料价格波动的风险。**公司所销售休闲食品的原材料主要为各类农产品，农产品价格存在一定的波动性，可能会对公司的经营业绩产生影响。

**食品质量控制的风险。**上游供应商未能完全按照有关法规及公司的要求进行生产，在公司产品进入流通渠道之后，食品安全问题会受到外界一些不可控因素的影响。

**休闲食品市场需求变化的风险。**如果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

**疫情影响门店销售的风险。**新冠肺炎疫情影响会使得线下门店被迫关闭，或者线下客流量出现大幅下降，影响公司线下门店销售额。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3,015	3,825	4,453	5,365	<b>营业收入</b>	7,715	8,045	9,734	11,742
现金	1,524	2,321	2,738	3,254	营业成本	5,256	5,503	6,597	7,939
应收账款	321	285	344	473	营业税金及附加	42	40	49	59
其他应收款	79	66	80	129	销售费用	1,581	1,714	2,064	2,466
预付账款	127	127	143	151	管理费用	411	378	496	599
存货	973	1,055	1,175	1,414	财务费用	(10)	(42)	(50)	(55)
其他流动资产	(8)	(29)	(26)	(55)	资产减值损失	(0)	(6)	6	13
<b>非流动资产</b>	817	803	810	804	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	25	25	25
固定资产	522	513	505	497	<b>营业利润</b>	471	482	598	746
无形资产	164	171	177	181	营业外收入	4	8	4	4
其他非流动资产	132	119	129	126	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	3,832	4,628	5,263	6,169	<b>利润总额</b>	473	488	600	749
<b>流动负债</b>	2,359	2,368	2,556	2,902	所得税	124	128	157	196
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	349	360	442	553
应付账款	911	905	1,048	1,196	少数股东损益	9	0	0	1
其他流动负债	1,447	1,464	1,508	1,706	<b>归属母公司净利润</b>	340	360	442	552
<b>非流动负债</b>	8	9	14	21	<b>EBITDA</b>	510	487	597	743
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.85	0.90	1.10	1.38
其他非流动负债	8	9	14	21					
<b>负债合计</b>	2,367	2,377	2,570	2,922					
少数股东权益	50	50	50	51	<b>主要财务比率</b>				
股本	360	401	401	401	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	418	803	803	803	<b>成长能力</b>				
留存收益	637	997	1,439	1,991	营业收入	20.97%	4.28%	20.99%	20.63%
归属母公司股东权益	1,416	2,201	2,643	3,195	营业利润	36.09%	2.33%	23.93%	24.84%
<b>负债和股东权益</b>	3,832	4,628	5,263	6,169	归属于母公司净利润	42.68%	5.77%	22.78%	24.89%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	31.87%	31.59%	32.23%	32.39%
					净利率(%)	4.41%	4.47%	4.54%	4.70%
					ROE(%)	23.83%	16.01%	16.43%	17.02%
					ROIC(%)	1826.45	-262.90%	#####	#####
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	61.76%	51.36%	48.82%	47.38%
					净负债比率(%)	36.88%	2.04%	-13.38%	-21.09%
					流动比率	1.28	1.62	1.74	1.85
					速动比率	0.87	1.17	1.28	1.36
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.20	1.90	1.97	2.05
					应收账款周转率	42.50	31.27	36.33	34.57
					应付账款周转率	9.59	8.86	9.97	10.46
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.85	0.90	1.10	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.91	1.00	1.23
					每股净资产(最新摊薄)	3.53	5.49	6.59	7.97
					<b>估值比率</b>				
					P/E	72.6	68.6	55.9	44.8
					P/B	17.5	11.2	9.3	7.7
					EV/EBITDA	0.00	45.91	36.80	28.90

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。