

全品类覆盖、全渠道布局模式提供稳健业绩支撑，看好公司长期投资价值

——良品铺子首次覆盖报告

休闲食品行业空间广阔，而业内公司经营难点则在于下游多元而善变的需求以及生态体系（营销&渠道）的持续变革。良品通过全品类覆盖、全渠道布局模式应对行业快速变化的环境，为业绩稳健性提供保障；我们看好公司的长期投资价值。

核心观点

- 本文主要围绕两部分展开：在第一部分，我们对公司线上线下业务展开了详细讨论；在第二部分，我们对公司的竞争优势及壁垒展开讨论。
- 线下：我们看好良品的线下连锁业态拓展。（1）竞争优势：一方面，公司通过类加盟模式形成差异化优势；另一方面，公司单店利润可观：单店模型下单店净利 17 万+&报表还原口径下加盟商单店毛利 75 万+。（2）开店空间：公司在老五省市场占据绝对优势，华南地区极具发展潜力，两区域合计门店数可看至 6000 家。（3）从渠道价值来看，根据测算，中型规模连锁业态每日流量可达 1200 万人，对比各电商平台 DAU 数据，线下渠道带来的流量入口价值不可忽视。
- 线上：传统电商平台精细化运营+把握新渠道发展机遇，线上有望保持稳健增速。一方面，休闲食品的传统电商渠道经营迈入精细化运营阶段，体现在各电商平台均衡发展、2B 和 2C 模式的优化等方面，良品有望通过对传统电商的精细化运营平抑电商经营政策改变等带来的影响；另一方面，良品有望把握短视频等社交电商新渠道带来的发展机遇。
- 全品类覆盖、全渠道布局模式提供稳健业绩支撑，看好公司的长期投资价值。我们认为，良品的竞争优势来自于其全品类覆盖、全渠道布局的销售模式，这使得其能够应对下游多元而善变的需求以及营销与渠道端的持续变革，从而保持经营的稳健性。而全品类覆盖、全渠道布局的销售模式是存在壁垒的：（1）全品类覆盖反映公司强供应商管理能力；（2）全渠道布局反映公司历经多年打造的线上线下销售网络；（3）多产品 X 多渠道反映公司优于同业的管理能力。

财务预测与投资建议

- 我们给予公司 21/22/23 年 EPS 分别为 1.10/1.33/1.50 元；选取同业食品类公司三只松鼠、来伊份、盐津铺子、洽洽食品、绝味食品为可比公司，使用可比公司估值法给予公司 21 年 46 倍估值，对应目标价 50.6 元，首次给予“增持”评级。
- 风险提示
- 食品安全风险，行业竞争加剧，平台政策变化，新开门店不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,715	7,894	9,802	11,485	13,211
同比增长(%)	21.0%	2.3%	24.2%	17.2%	15.0%
营业利润(百万元)	471	484	588	712	804
同比增长(%)	36.1%	2.6%	21.6%	21.1%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	340	344	440.5803	534	602
同比增长(%)	42.7%	0.9%	28.2%	21.1%	12.8%
每股收益(元)	0.85	0.86	1.10	1.33	1.50
毛利率(%)	31.9%	30.5%	30.3%	30.3%	30.1%
净利率(%)	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%
净资产收益率(%)	27.3%	19.6%	19.6%	19.9%	18.5%
市盈率	61.3	60.7	47.4	39.1	34.7
市净率	14.7	10.0	8.6	7.1	5.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月10日)	47.69元
目标价格	50.6元
52周最高价/最低价	87.24/45.54元
总股本/流通A股(万股)	40,100/22,370
A股市值(百万元)	19,124
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年06月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.37	-2.76	-3.16	-38.05
相对表现	-1.6	-3.27	-2.59	-52.79
沪深300	-0.77	0.51	-0.57	14.74



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况.....	5
1.1 发展历程：十余年深耕成就行业龙头.....	5
1.2 高管与股权结构：管理层市场经验丰富，对公司认可和忠诚度较高.....	6
1.3 财务情况：综合毛利率保持平稳，扣非净利率稳定提升.....	7
二、行业概览：增速稳健，行业整合空间大.....	10
三、线上线下均衡发展，看好公司的成长性。.....	12
3.1、线下：加盟模式吸引力强，两核心地区可看至 6000 家.....	12
3.1.1、优势：类加盟模式形成差异化优势，单店利润可观.....	13
3.1.2、空间：五省老市场及华南地区两区可看至 6000 家，单店营收仍有提升空间.....	16
3.2、线上：传统电商精细化运营+把握新渠道发展机遇，预计仍能保持稳健增速.....	18
3.2.1、传统电商渠道：精细化运营平抑电商政策改变等带来的影响.....	18
3.2.2、新渠道：短视频及直播电商等社交电商兴起，把握行业新机遇.....	22
四、核心竞争力：全品类覆盖、全渠道布局模式带来稳健业绩支撑.....	24
4.1、全品类布局应对行业多元而善变的下游需求，供应商管理体系构筑核心壁垒.....	24
4.2、全渠道布局把握多流量入口，经营确定性强.....	27
4.3、多产品 X 多渠道的背后反映的是公司优于同业的管理能力.....	28
盈利预测与投资建议.....	31
盈利预测.....	31
投资建议.....	31
风险提示.....	32

图表目录

图 1: 良品铺子发展历程	5
图 2: 2020 年公司主营业务分品类	6
图 3: 2020 年公司主营业务分地区	6
图 4: 良品铺子股权结构	6
图 5: 公司营业收入及同比增速	8
图 6: 公司归母净利润及同比增速	8
图 7: 公司各渠道毛利率	9
图 8: 公司渠道结构变化	9
图 9: 公司线上毛利率分产品	9
图 10: 公司直营毛利率分产品	9
图 11: 公司期间费用及扣非净利率	10
图 12: 公司销售费用率细项	10
图 13: 休闲食品行业规模及同比增速	11
图 14: 我国休闲食品整体市场集中度	12
图 15: 2020 年中日美休闲食品行业细分品类 Cr5	12
图 16: 良品铺子线下渠道发展历程	13
图 17: 公司加盟商数量及加盟商平均门店数	14
图 18: 良品线下营收结构（分省）	16
图 19: 休闲食品连锁业态竞争格局	17
图 20: 休闲食品连锁业态竞争格局	17
图 23: 公司单店营收测算（万元）	18
图 24: 百度搜索指数	19
图 25: 各品牌线上全网电商平台销售额市占率（Wind 口径）	19
图 26: 线上渠道分产品毛利率	19
图 27: 线上营业成本构成	19
图 28: 良品线上销售分渠道构成情况	20
图 29: 头部休闲食品品牌天猫旗舰店营收增速	20
图 30: 良品线上各渠道推广费用投入（百万元）	20
图 31: 良品线上各渠道推广费用率	20
图 32: 移动网民人均 APP 每日使用时长占比	22
图 33: 广告主 2020 年移动端投放意愿	22
图 34: 2016-2020E 直播在线用户人数（亿人）	23
图 35: 直播电商市场规模（亿元）	23

图 36: 杭州直播基地设有 10 大场景.....	23
图 37: 休闲零食地域性特征较强.....	24
图 38: 消费者愿意尝试新品的品类分布.....	24
图 39: 公司规模型供应商构成情况.....	26
图 40: 公司对规模型供应商采购金额构成.....	26
图 39: 各公司 2020A 负债结构.....	27
图 40: 各公司应付票据及应付账款周转率.....	27
图 41: 良品铺子信息化历程.....	29
图 42: 良品智慧化供应链管理平台.....	29
图 43: 线下公司存货周转率对比.....	30
图 44: 线上公司存货周转率对比.....	30
图 45: 良品铺子产品运营模式.....	30
表 1: 公司管理层介绍.....	7
表 2: 各公司 2020 年 ROE 分析.....	10
表 3: 休闲食品行业发展历程.....	11
表 4: 各休闲食品公司加盟商要求.....	14
表 5: 良品铺子单店模型.....	15
表 6: 报表口径还原单店毛利.....	15
表 7: 良品 2020 年线下门店结构.....	16
表 8: 公司五省老市场开店空间测算.....	17
表 9: 公司华南地区核心城市开店空间测算.....	17
表 10: 公司门店升级改造时间表.....	18
表 11: 各电商平台扣点率.....	21
表 12: 良品铺子单位运输成本[元/(kg、件)].....	21
表 13: 良品铺子能够及时跟进市场销售热点.....	25
表 14: 良品铺子、三只松鼠近 10 个月零食类大礼包在淘宝旗舰店销售排名(前 10).....	25
表 15: 良品供应商构成情况(个).....	26
表 16: 良品品控中心建设时间点.....	27
表 17: 良品全渠道布局.....	28
表 18: P/E 估值法可比公司估值.....	32
表 19: 对良品铺子进行分部 PE 估值法.....	错误!未定义书签。

一、公司概况

1.1 发展历程：十余年深耕成就行业龙头

2006年8月，良品铺子诞生于湖北武汉，起步时只是一家仅有60余SKU的零食小门店。经过十余年发展，公司目前已经发展成为唯一一个线上线下渠道均衡发展的全品类公司：（1）截至2021年3月底，公司在全国共拥有2746家线下门店，且在湖北、湖南、河南、江西、四川五省市场深耕多年，开店数领先同业；（2）公司线上全网市占率在7%左右，稳居行业前三；（3）公司产品种类包括肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍共五大类，产品SKU数超过1200个。

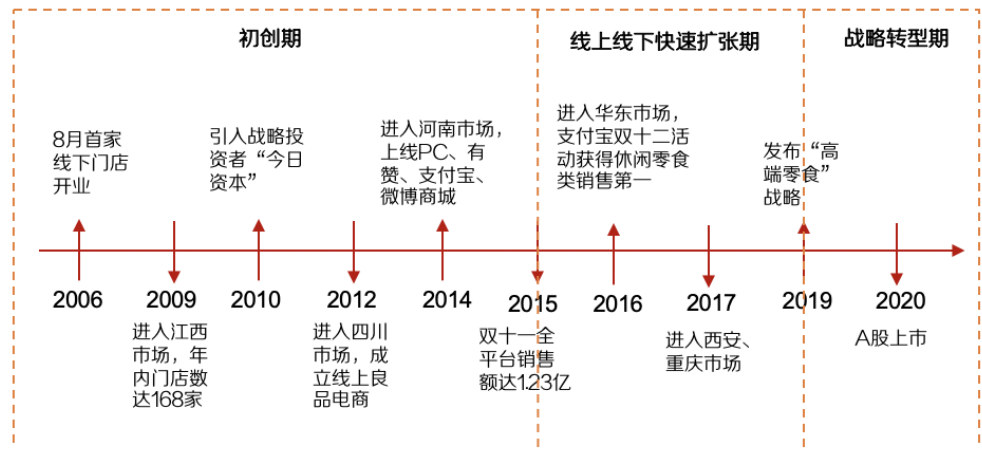
公司发展可以分为以下三个阶段：

1) 2006-2015年：初创期——深耕线下渠道，由华中辐射全国。2006年公司首家门店在武汉开业，年末门店数扩张至6家，2008年起公司陆续进入湖南、江西、四川等市场。

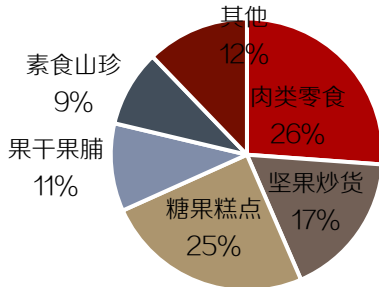
2) 2015-2019年：线上线下快速扩张期——线上抢滩食品电商市场，线下门店加盟业态快速发展。2015年，公司凭借低价坚果快速抢滩电商市场，线上营收迅速放量，在食品电商上占据发展先机；公司于2016年开始推行“加盟为主，直营为辅”的门店布局策略，16年后加盟模式带动线下门店快速拓展。

3) 2019年至今：战略转型期——发布高端零食战略，进入战略转型期。2019年初，公司发布“高端零食”战略，致力于为消费者提供高附加值的消费体验，在差异化竞争中谋求长远发展。2020年2月，公司于上交所上市。

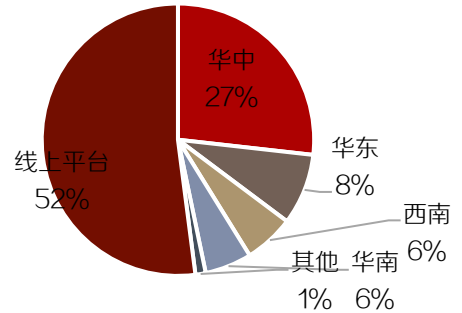
图 1：良品铺子发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

图 2：2020 年公司主营业务分品类


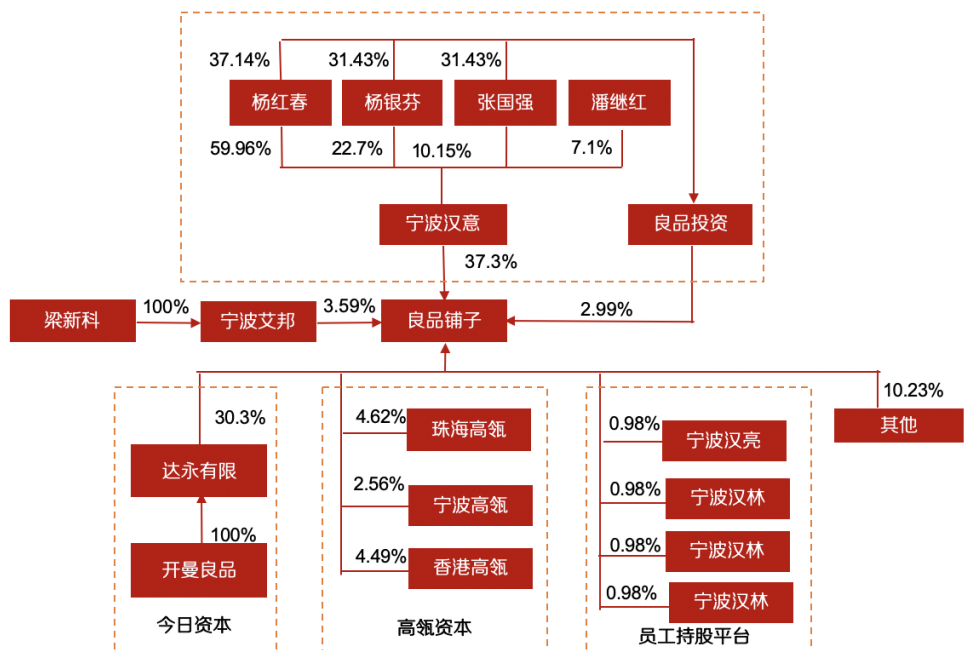
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2020 年公司主营业务分地区


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 高管与股权结构：管理层市场经验丰富，对公司认可和忠诚度较高

联合创始人杨红春、杨银芬、张国强和潘继红为公司实际控制人，通过控股股东宁波汉意、良品投资直接或间接持有公司 40.29%的股份；第二大股东今日资本通过“达永有限”持有公司 30.3%的股权；第三大股东高瓴资本通过“珠海高瓴、香港高瓴、宁波高瓴”持有公司 11.67%的股权。同时，公司建立四个中高层员工持股平台，宁波汉宁、宁波汉良、宁波汉林、宁波汉亮合计持有良品铺子 3.92%的股权。中高层员工持股可以充分调动其积极性，提高公司经营效率。

图 4：良品铺子股权结构


数据来源：公司公告，企查查，东方证券研究所

管理层市场经验丰富，任职时间长，对公司忠诚度高。创始人杨红春先生与总经理杨银芬先生在公司任职前曾任科龙电器各省分公司总经理，拥有较好的市场开拓经验和管理经验。副总经理柯炳荣先生在加入公司就职于武汉统一企业食品有限公司，食品行业相关经验丰富。公司高管均于 2010 年左右加入公司，任职时间长，管理经验丰富，对公司认可和忠诚度较高。

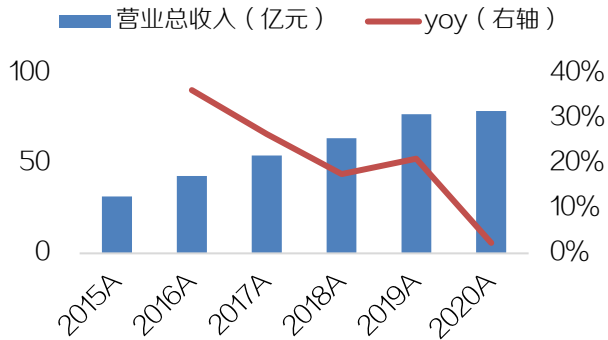
表 1：公司管理层介绍

名称	职务	过往主要工作经历
杨红春	董事长	1997-2005 年曾任职科龙电器广西、广东、湖南分公司总经理等职；2006 年创立良品铺子；2010-2017 年于湖北良品铺子食品有限公司历任执行董事、总经理、董事长等职；2017 年至今任公司董事长。
杨银芬	董事、总经理	1996-2003 年曾任职科龙电器陕西、吉林、黑龙江、辽宁分公司总经理等职；2003-2008 年担任容桂美蓝蒂卫浴设备厂总经理；2010-2017 年于湖北良品铺子食品有限公司历任董事、副总经理等职；2017 年至今任公司董事、总经理。
张国强	董事、副总经理	1998-2006 年就职于湖北丝宝股份有限公司，担任设计师；2010-2017 年于湖北良品铺子食品有限公司历任董事、门店事业部开发中心负责人等职；2017 年至今任公司董事、副总经理。
柯炳荣	副总经理	1995-2011 年就职于武汉统一企业食品有限公司，曾任总经理助理、工会主席；2011-2017 年于湖北良品铺子食品有限公司历任物流中心总监、副总经理等职；2017 年至今任公司副总经理、公共事务中心负责人。
徐然	副总经理、董事会秘书	2008-2014 年分别任职于安永、德勤华永会计师事务所；2015-2017 年就职于湖北良品铺子食品有限公司，曾任审计中心负责人；2017 年至今任公司副总经理、董事会秘书。
江慧	财务负责人	2002-2011 年任武汉中商集团财务主管；2011-2014 年任湖北知音传媒集团财务经理；2014-2017 年就职于湖北良品铺子食品有限公司，历任会计核算经理、会计核算总监等职；2017 年至今担任公司财务负责人。

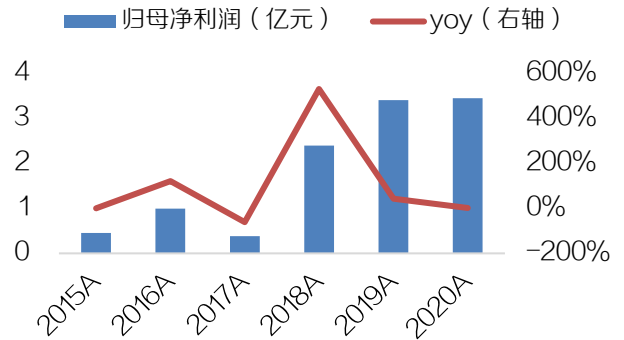
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 财务情况：综合毛利率保持平稳，扣非净利率稳定提升

15-19 年受益于公司对食品电商发展机遇的把握以及线下加盟业态的快速拓展，公司营收与利润快速增长：公司营收 15-19 年 CAGR 达 25.1%，其中直营/加盟/线上 CAGR 分别为 0.1%/29.8%/45.5%；公司归母净利润/扣非归母净利润 15-19 年 CAGR 分别为 65.8%/71.1%。20 年由于新冠疫情以及平台流量去中心化的影响，公司营收及利润增速有所放缓，20 年实现营收 78.9 亿元/+2.3%，归母净利润 3.4 亿元/+0.95%，扣非归母净利润 2.8 亿元/+0.57%。

图 5：公司营业收入及同比增速


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：公司归母净利润及同比增速


数据来源：Wind，东方证券研究所

➤ 各渠道毛利率上升对冲渠道调整影响，综合毛利率稳定

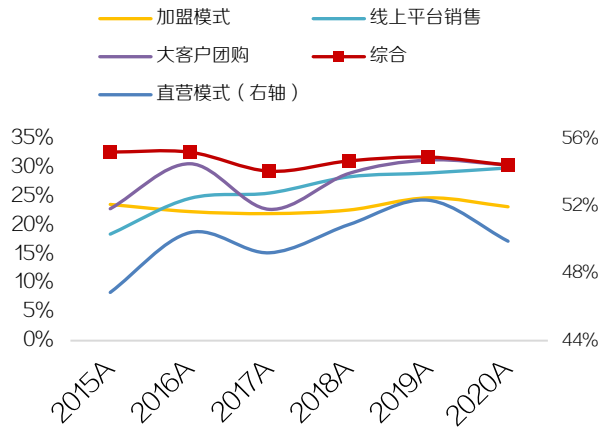
公司的综合毛利率主要受各渠道毛利率以及渠道结构影响，**2015-2020 年，公司综合毛利率保持平稳，主要原因系各渠道毛利率的上升对冲了低毛利率的电商渠道、加盟渠道营收占比上升带来的负面影响。**公司 17-20 年分别实现毛利率 29.4%/31.2%/31.9%/30.5%。

分渠道来看：

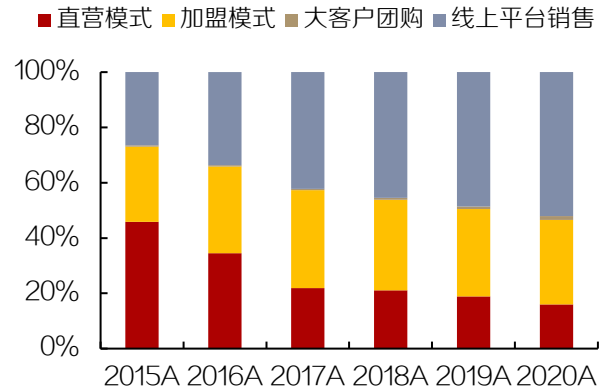
(1) 线上渠道：公司线上渠道毛利率由 2015 年的 18.5%提升 11.5pct 至 2020 年的 30.0%，是各渠道中毛利率提升幅度最大的。提升原因有三：一是更高毛利率的果脯果干、素食山珍等产品营收占比上升，公司产品结构有所改善；二是公司在成立之初，将坚果作为引流和打开市场的战略性产品，定价偏低，后续伴随公司品牌知名度的提升，公司对坚果定价调高，带动坚果品类毛利率提升；三是公司自 19 年发布高端零食战略以来，减少了线上渠道的价格竞争。

(2) 直营渠道：直营渠道 17-19 年毛利率稳定提升，分别为 49.2%/50.9%/52.4%，主要原因系公司自 2018 年下半年开始逐步提高线下渠道终端零售价格；20 年公司直营渠道毛利率 49.9%/-2.4pct，主要原因系受疫情影响公司门店促销活动增多以及较低毛利率的外卖收入占比上升所致。

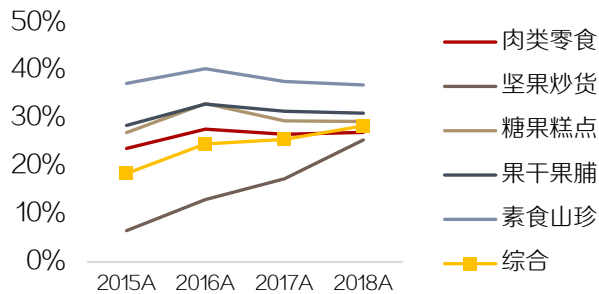
(3) 加盟渠道：公司加盟模式毛利率 2016 年有所下降，由 23.7%下降 1.2pct 至 22.4%，主要原因系公司于 2016 年加大了加盟模式的发展，对加盟商有所让利；16-18 年毛利率保持平稳；19 年毛利率有所提升，由 2018 年的 22.7%提升 2.1pct 至 2019 年的 24.8%，主要原因系公司提升了加盟渠道产品的批发加价率（与公司终端零售价格同步提升）。

图 7：公司各渠道毛利率


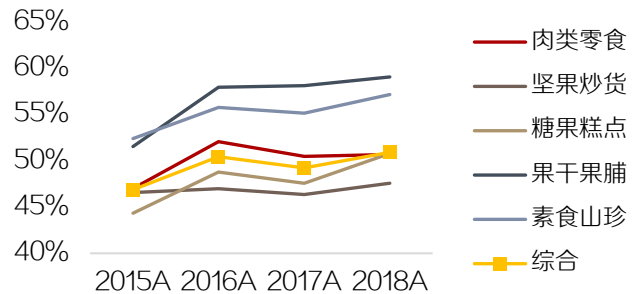
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：公司渠道结构变化


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司线上毛利率分产品


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司直营毛利率分产品


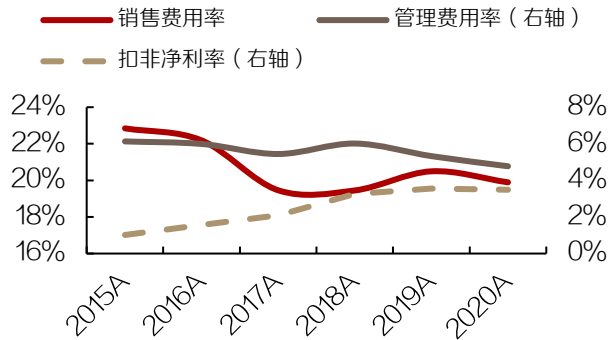
数据来源：公司公告，东方证券研究所

➤ 管理费用稳中有降，扣非净利率稳定上升

从管理费用率来看，得益于良好的管控以及营收放量带来的摊薄效应，公司管理费用率由 18 年的 6.0% 下降 1.2pct 至 2020 年的 4.8%。

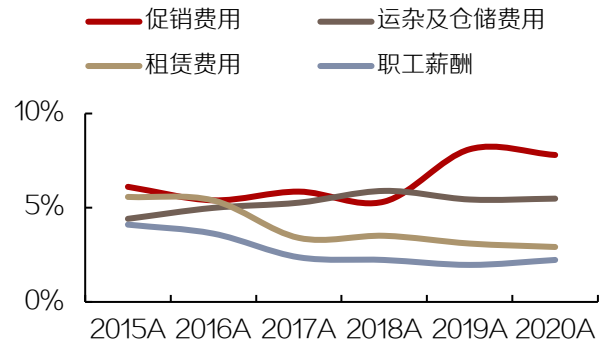
从销售费用率来看，16 年后伴随公司加盟业态以及线上渠道的快速发展，公司销售费用细项中租赁费用（主要用于直营业务）、职工薪酬费用在总营收放量下获得摊薄，带动公司整体销售费用率下行；18 年之后，公司加大促销费用投入，使得销售费用率有所提升。

公司扣非净利率较为稳健，整体保持稳中有升，由 2015 年的 1.0% 提升 2.5pct 至 2019 年的 3.6%，2020 年由于疫情等影响下综合毛利率有所下降，扣非净利率下降 0.06pct。

图 11：公司期间费用及扣非净利率


数据来源：Wind，东方证券研究所

注：管理费用剔除股份支付和研发费用

图 12：公司销售费用率细项


数据来源：Wind，东方证券研究所

从 ROE 细项拆解来看，公司资产周转率较高，主要原因系公司以轻资产运营模式为主。（详见休闲食品行业报告《千亿市场，多重因素驱动企业发展》）。

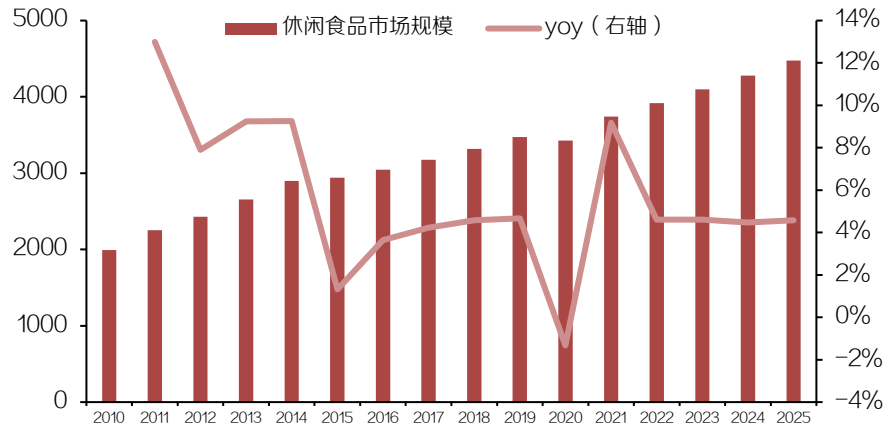
表 2：各公司 2020 年 ROE 分析

证券简称	ROE (%)	权益乘数	资产周转率	净利率 (%)
良品铺子	19.64	2.29	1.97	4.36
三只松鼠	15.10	2.32	2.12	3.08
盐津铺子	29.63	2.26	1.06	12.36
洽洽食品	20.48	1.58	0.85	15.22

数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、行业概览：增速稳健，行业整合空间大

根据 Euromonitor 数据，20 年我国包装休闲食品行业市场规模为 3429 亿元。目前，我国休闲食品行业逐渐从快速增长阶段迈入稳健发展阶段，伴随居民消费水平的提高、消费持续升级以及休闲食品消费场景增多，休闲食品行业未来 5 年预计仍能维持 5% 的增速。

图 13：休闲食品行业规模及同比增速


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

注：为包装产品零售额口径

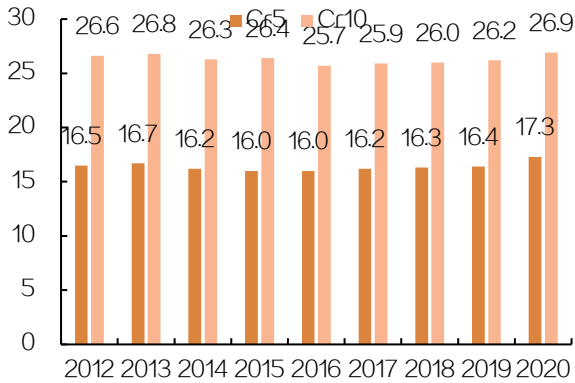
从休闲食品行业的发展历程来看，在上世纪 80 年代末，我国休闲食品行业的工业化水平仍较低，销售渠道以街边小摊、街边夫妻店、综合批发市场为主，销售产品以各类散装的坚果炒货和糖果为主；上世纪 90 年代初，一方面，德芙、乐事、雀巢等外资品牌快速进入内地市场，另一方面，百胜、家乐福等商超业态兴起，我国休闲食品行业快速发展并呈现出西方化、品牌化的特点，此时产品以巧克力、口香糖、糖果、膨化食品为主。2000 年前后，休闲食品的本土品牌获得快速发展，来伊份、洽洽、百草味等内地公司相继成立。2015 年前后，以三只松鼠为代表的食品电商快速发展。2017 年前后，一方面，新零售模式兴起，休闲食品销售进入全渠道融合阶段；另一方面，新消费风起，行业产品逐渐呈现出个性化、细分化特点。

表 3：休闲食品行业发展历程

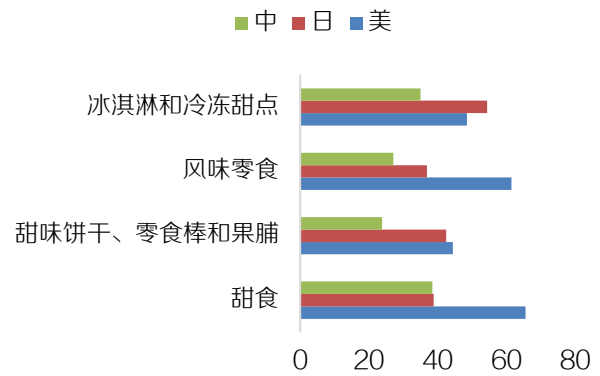
时间	业态
上世纪 80 年代末	以街边小摊、街边夫妻店、综合批发市场为主，主营产品为坚果炒货和各类糖果。
上世纪 90 年代初	以燕莎、百胜等为代表的百货业态和以家乐福、沃尔玛为代表的商超业态出现，商超百货进入发展繁荣期；与此同时，德芙、乐事、雀巢等海外零食企业开始进入中国市场，休闲食品产品得到进一步丰富。
2000 年前后	本土品牌快速发展，1999 年来伊份成立，2001 年内洽洽成立，2003 年百草味成立，2005 年盐津铺子成，2006 年良品铺子成立。
2015 年前后	以三只松鼠为代表的食品电商快速发展。
2017 年前后	一方面，新零售模式兴起，休闲食品销售进入全渠道融合阶段；另一方面，新消费风起，产品逐渐呈现出个性化、细分化特点。

数据来源：中华全国商业信息中心《2019 年国内零食市场研究报告》，亿欧智库《2017 年中国休闲零食行业研究报告》，东方证券研究所

我国休闲食品行业仍较为分散，行业整合空间大。根据 Euromonitor 数据，2020 年我国包装休闲零食行业 Cr5 为 17.3%，Cr10 为 26.9%，相较于日本、美国，集中度仍有提升空间。伴随着我国休闲食品公司相继上市后获得资本赋能，以及消费升级背景下消费者的品牌意识加强，休闲食品的品牌化率以及市场集中度均有望继续提升。

图 14：我国休闲食品整体市场集中度


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 15：2020 年中日美休闲食品行业细分品类 Cr5


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

三、线上线下均衡发展，看好公司的成长性。

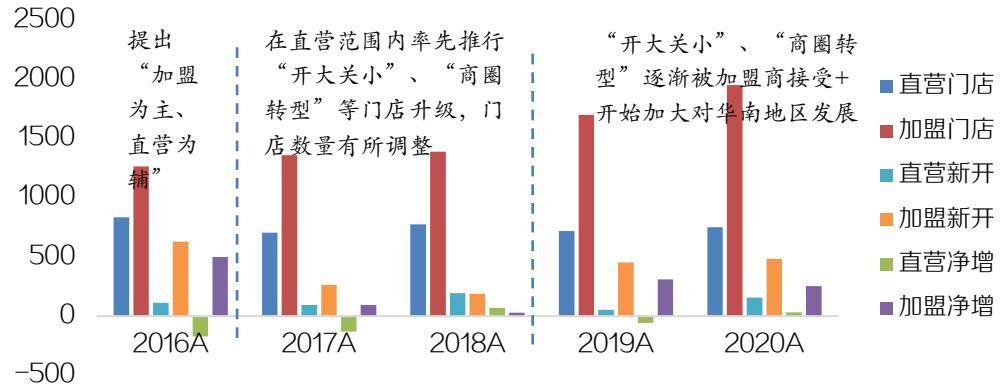
我们看好公司线下门店的巨大潜力，一方面，公司线下门店拓展优势明显：1) 加盟模式吸引力强：类加盟模式形成差异化优势+单店利润可观；2) 五省老市场占据绝对优势，华南市场极具发展潜力（口味接近+管理层经验+先发优势）；另一方面，公司线下开店空间大，五省老市场、华南两区域开店空间可看至 6000 家。

传统电商精细化运营+把握新渠道发展机遇，预计线上经营仍能保持稳健，一方面，公司传统电商领域有望通过精细化运营平抑电商经营政策改变等带来的影响；另一方面，我们看好短视频、直播电商等新渠道为公司带来的发展新机遇。

线下门店发展潜力大+线上稳健经营，我们看好公司的成长性。

3.1、线下：加盟模式吸引力强，两核心地区可看至 6000 家

公司的线下渠道可以分为三个发展历程：（1）2006-2015：以线下直营门店为主。（2）2016-2018：一方面，公司于 2016 年提出“加盟为主、直营为辅”策略，加盟业态快速发展带动线下门店迅速扩容；另一方面，公司对线下门店进行调整，2017 年对直营店率先进行“开大关小”、“商圈转型”等措施，直营净开店数有所减小。在这一阶段，公司的门店主要集中于华中（湖北、湖南、河南）及四川、江西五省。（3）2019-至今，一方面，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接受，加盟商开店数量有所增多，另一方面，公司开始加大对华南地区的拓展，2019/2020 年华南地区营收增速达 144.9%/20.8%。

图 16：良品铺子线下渠道发展历程


数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为线下渠道由于具备便利、社交互动等诸多形式，仍将为休闲食品的主要渠道，根据弗若斯特沙利文预测，2022 年中国休闲零食行业总体零售额规模约为 1.56 万亿元，其中线下零售额达 1.30 万亿元，占比约为 83%；此外，近年来外卖、社区团购等 O2O 消费模式的兴起增加了线下门店的销售半径，为线下渠道发展进一步赋能。

从战略定位来看，对于公司而言，一方面，线下渠道为其重要的服务中心、交付中心和体验中心，线下渠道的建设将为公司的线上多渠道布局奠定有力基础；另一方面，在线上流量成本攀升、线上流量进一步碎片化的背景之下，**线下渠道仍将成为公司的一个重要且稳健的流量入口**，以一个社区 0.8 万居住人口、3000 家社区店、25%每日出门人数占比来测算，则线下渠道每日流量可达 $3000 \times 0.8 \times (25\% \times 2) = 1200$ 万人，对比下淘宝、拼多多、京东、小红书 DAU 约分别为 3 亿、1 亿、0.4 亿和 0.3 亿左右，线下渠道带来的流量入口价值不可忽视。

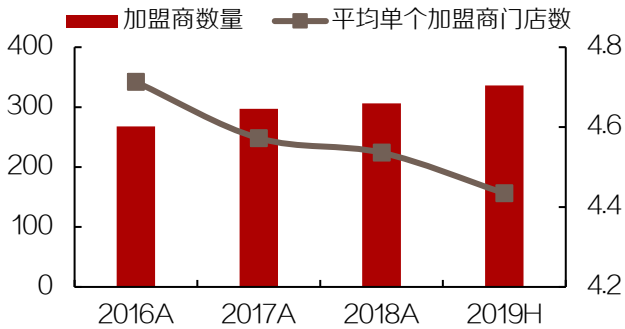
3.1.1、优势：类加盟模式形成差异化优势，单店利润可观

良品的加盟业态优势明显，一方面，公司通过类加盟模式形成差异化优势，对投资型加盟商的吸引力强；另一方面，从单店模型以及报表测算口径来看，公司加盟单店利润可观。

➢ 类加盟模式形成差异化优势

良品采取类加盟模式，**人员管理**来看，良品各加盟门店员工由公司进行统一培训管理，与公司签订三方协议，属于公司人员（人工工资计入主营业务成本）；**货物管理**来看，公司与加盟商约定在产品最终销售时实现货物买断，加盟门店的货物在实现最终销售前归公司所有。**类加盟模式节省了加盟商在人员管理、存货管理上的精力，可以吸引偏投资型的加盟商，这为公司带来了差异化的优势。**

此外，在类加盟模式下，**加盟商更容易进行门店扩张**，目前公司加盟商人均拥有门店数 4-5 家。事实上，公司在进行加盟商筛选时，就对加盟商提出了较高要求，要求拥有 60 万以上可投资资金及 100 万以上流动资金，且加盟时需要缴纳 20 万元保证金，这样的加盟商由于资金实力较强，后续的扩店潜力更大。

图 17：公司加盟商数量及加盟商平均门店数


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：各休闲食品公司加盟商要求

	三只松鼠	良品铺子
背景及资金要求	启动资金 30 万起	有相关的品牌连锁工作经验；拥有 60 万以上可投资资金及 100 万以上流动资金
店铺要求	50-100 平米；门宽 4 米以上	拥有面积 60 平米以上门头宽 6 米以上核心店铺资源
品牌使用费	加盟费 5W/年，保证金 5W+1W。	4.5 万/三年；收取 20 万保证金

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

➤ **单店模型下单店净利 17 万+，报表口径下单店毛利 60 万+，利润可观**

公司的单店加盟利润可观，这使得公司的加盟模式具有较强的吸引力。（1）从单店模型来看，公司单店净利在 17 万+，净利润率为 10.8%，算上保证金后的回收期在 2.1 年左右；（2）按报表口径来测算，2018-2019 年公司加盟单店毛利在 75 万+，足以覆盖门店的日常运营费用；2020 年受疫情影响，单店毛利有所下滑，但仍在 60 万+。

表 5：良品铺子单店模型

项目	金额
收入 (万元)	160.0
面积 (平方米)	60.0
加盟商毛利 (万元)	56.0
租金 (万元)	16.0
职工薪酬 (万元)	15.0
水电费用 (万元)	1.8
其他运营费用 (万元)	4.0
税率	10%
加盟商净利润 (万元)	17.3
加盟商净利率 (万元)	10.8%
期初投入 (万元)	36.5
装修投入	12.0
加盟费	4.5
保证金	20.0-
回收期	2.1

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：测算假设：1) 坪效 2-4 万元/平方米；2) 加盟商毛利率按 35%保守估计；3) 租金在 15-30 万左右；4) 水电费用：300 元/(平方米*年)；5) 装修投入 2000 元/平；6) 品牌使用费 4.5w/3 年

表 6：报表口径还原单店毛利

单位：万 元，%	2018A	2019A	2020A
加盟单店批 发收入	119.6	124.2	102.1
直营模式毛 利率	50.9%	52.4%	49.9%
加盟批发毛 利率	19.0%	22.0%	20.0%
单店营业成 本	96.9	96.9	81.7
还原至实际 门店零售额	197.4	203.4	163.2
加盟商加盟 单店毛利	77.7	79.2	61.0
加盟商毛利 率	39.4%	38.9%	37.4%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

注：加盟单店收入=加盟批发收入/年初年末门店数均值

3.1.2、空间：五省老市场及华南地区两区可看至 6000 家，单店营收仍有提升空间

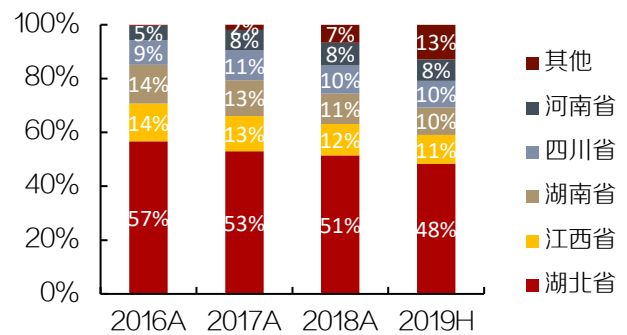
公司的线下门店布局以华中、西南、华南、华东为主，2020 年门店分别占比 48.0%、13.2%、11.8% 和 23.9%，营收占比为 55.9%、12.4%、11.6% 和 17.6%。分省份口径，根据 2018 年数据，湖北、湖南、河南贡献公司华中地区主要营收（占比 100%），四川省贡献西南地区主要营收（占 96.9%），江西贡献华东地区主要营收（占 90.6%），该五省（华中 3 省+江西、四川）合计贡献公司线下营收 93%。

表 7：良品 2020 年线下门店结构

	门店总数	门店数量占比	营收占比
华中	1297	48.0%	55.9%
西南	357	13.2%	12.4%
华南	320	11.8%	11.6%
华东	645	23.9%	17.6%
西北	77	2.9%	/
华北	5	0.2%	/

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：良品线下营收结构（分省）



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

我们看好公司在五省老市场及华南地区的扩张潜力。（1）五省老市场为公司大本营，公司已深耕多年，享有较高的口碑与知名度，且开店数均领先竞争对手，未来扩店成功率高。（2）华南地区为公司自 2019 年起开始开拓，目前也为公司的扩张重点，我们看好该地区的扩张，原因有三：① 华南地区外来人口较多，且多来自五省老市场，口味上与公司产品较为接近；② 华南本土市场尚未出现具有较强竞争力的品牌，公司具有先发优势；③ 董事长杨红春、总经理杨银芬在公司成立之前在华南地区闯荡多年，管理层经验丰富。截至 20 年底，公司华南地区共有线下门店 320 家，其中加盟 282 家，直营 38 家；从华南地区扩店节奏来看，公司 19-20 年在华南地区新开店 181 和 107 家，20 年公司华南地区闭店 50 家，其中亏损原因 34 家，主动优化闭店 16 家，我们认为随着后期公司拓店经验逐渐积累，闭店率有望改善，我们仍看好华南地区的拓展。从门店的区域分布来看，根据百度地图，公司华南地区门店分布主要集中在深圳市（106 家）、广州市（69 家）、东莞（33 家）三个城市。

图 19：休闲食品连锁业态竞争格局--

主要地区门店数			
良品铺子	来伊份	三只松鼠	
湖北省	864	1,305	江苏省
江西省	352	1046	安徽省
四川省	320	232	山东省
湖南省	297	202	浙江省
广东省	261	77	河北省
河南省	250	49	河南省
合计	2344	2,911	719
占总门店数	86%	97%	69%

资料来源：公司公告，百度地图，东方证券研究所

注：来伊份数据来自 20 年年报，松鼠数据来自 20 年年报，良品数据来自 20 年底百度地图统计；由于口径调整，来伊份北京市数据来自 19 年年报

图 20：休闲食品连锁业态竞争格局

密度测算（以门店数/地区人口*人均可支配收入）			
良品铺子	来伊份	三只松鼠	
湖北省	5.15	7.74	江苏省
江西省	2.87	3.13	安徽省
四川省	1.55	1.38	浙江省
湖南省	1.55	0.69	山东省
广东省	0.58	0.24	河北省
河南省	1.08	0.34	河南省

资料来源：公司公告，百度地图，国家统计局，东方证券研究所

注：来伊份数据来自 20 年年报，松鼠数据来自 20 年年报，良品数据来自 20 年底百度地图统计；由于口径调整，来伊份北京市数据来自 19 年年报

我们对五省老市场与华南地区进行开店空间测算，认为五省老市场仍有 2000 家开店空间，华南核心城市仍有 1600 家开店空间，**两区域合计有望新拓店 3600 家，合计达 6000 家门店。**

以武汉市作为基准，各地区门店数量预测中枢=（该地区人口×该地区人均可支配收入）/（武汉市人口×武汉市人均可支配收入）×武汉市地区门店总数×口味、竞争折扣×城市级别折扣，其中城市级别折扣为：一线/新一线/二线=1，三线/四线=0.4，五线=0.2；口味、竞争折扣为：五省老市场=1，华南市场核心城市广东、深圳、东莞=0.8。从测算结果来看，五省老市场中湖北省开店已较为饱和，江西、四川、湖南、河南尚有 2000 家新开店空间；华南地区核心城市深圳、广州、东莞新开店空间在 1600 家左右。

从单店营收来看，2017 年-2019 年，伴随着门店升级改造、店铺运营效率提高等，公司单店营收持续提升，直营单店营收由 2017 年的 152.9 万元提升 25.6%至 2019 年的 190 万元，加盟单店批发收入由 2017 年的 116.7 万元提升 6.4%至 2019 年的 124.2 万元，2020 年由于受疫情影响，单店营收有所下滑，后续伴随着疫情的恢复以及门店持续升级、公司品牌力的持续提升，预计后续单店营收仍有提升空间。

表 8：公司五省老市场开店空间测算

	现有门店	测算门店空间	3 年内老店改造计划
湖北省	864	924	226
江西省	352	538	112
四川省	320	936	123
湖南省	297	861	131
河南省	250	933	60
合计	2083	4192	652

资料来源：公司公告，百度地图，国家统计局，东方证券研究所

表 9：公司华南地区核心城市开店空间测算

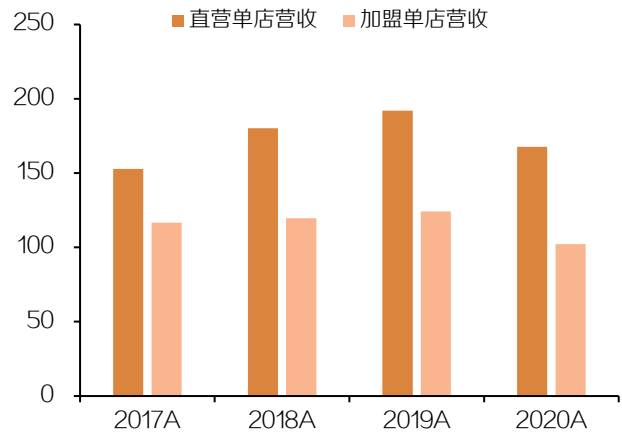
	现有门店	测算门店空间
深圳市	106	714
广州市	69	738
东莞	33	370
合计	197	1822

资料来源：公司公告，百度地图，国家统计局，东方证券研究所

表 10：公司门店升级改造时间表

年份	事件
2006	在武汉开立第一家门店。
2009	第二代门店改版升级
2011	第三代门店形象升级
2014	第四代门店改造，在店内增设、扩建休息区，从食品店转为休闲体验店
2017	第五代门店改造，实现门店数字化及线上线下一体化；与阿里巴巴合作上线智慧门店系统
2020	对于五省老市场计划在 3 年内选择 652 家老店进行重装和形象升级

资料来源：百度新闻，公司官网，公司公告，东方证券研究所

图 21：公司单店营收测算（万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：单店营收=营收/年初年末门店数平均

3.2、线上：传统电商精细化运营+把握新渠道发展机遇，预计仍能保持稳健增速

一方面，得益于过去对传统电商发展机遇的把握，良品线上营收快速放量，但目前，行业环境发生新的变化：公司的线上经营效果受各传统电商平台的经营政策影响，而当前各电商平台呈现出竞争加剧（拼多多、直播电商等兴起）、流量红利衰退等态势，这影响了各电商平台的经营政策，从而影响了公司的线上经营效果。以淘宝为例，其于 20 年改变了流量分配政策，加大对中小品牌的扶持，这使得线上休闲食品三龙头经营均有所承压。

站在当下时点，我们认为休闲食品的传统电商渠道经营迈入精细化运营阶段，具体则体现在实现各电商平台均衡发展（发展京东渠道）、2B 和 2C 模式的优化、线上流量运营的精细化（大单品引流、其他流量池引流等）。我们认为，良品有望通过对传统电商的精细化运营平抑电商经营政策改变等带来的影响。

另一方面，近年来，短视频、在线直播等社交电商的兴起正影响着消费者的信息接受方式与生活方式，从而影响着消费品品牌的用户触达模式（营销&渠道）。良品专门搭建社交电商团队，积极把握行业新风口。

3.2.1、传统电商渠道：精细化运营平抑电商政策改变等带来的影响

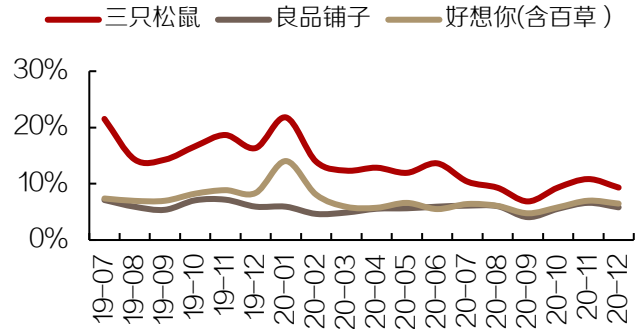
过去良品把握了食品电商的发展先机，目前已成为线上的稳定龙头。具体来看，公司在 15 年坚果电商蓬勃发展时，以低价坚果快速打开市场，品牌力获得快速提升；随后，公司通过适当的定价及促销策略提振了非坚果品类的销售，快速拓展成为行业龙头。根据 Wind 数据，公司自 2017 年以来全网市占率就维持在 7% 左右，稳居行业第三。

图 22：百度搜索指数



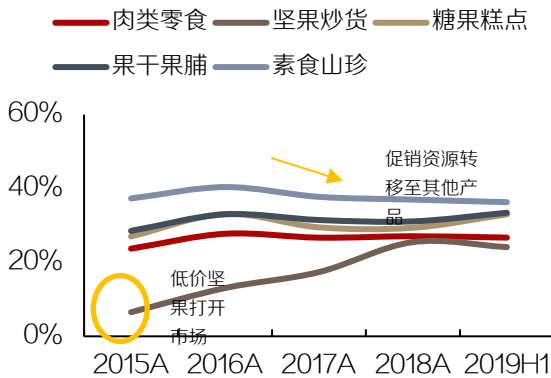
资料来源：百度搜索指数，东方证券研究所

图 23：各品牌线上全电商平台销售额市占率（Wind 口径）



资料来源：Wind，东方证券研究所

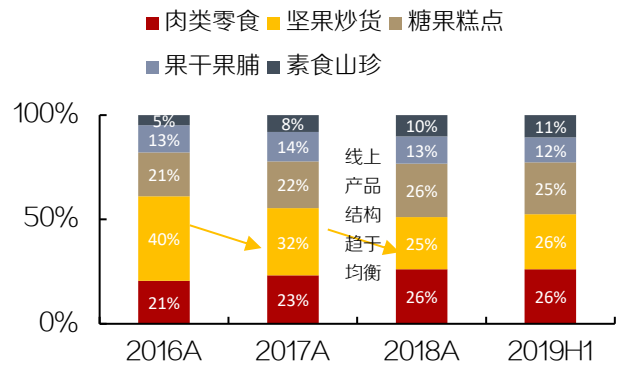
图 24：线上渠道分产品毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：公司招股说明书：毛利率主要取决于公司的定价策略

图 25：线上营业成本构成



资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

注：使用营业成本构成是为了剔除定价策略的影响

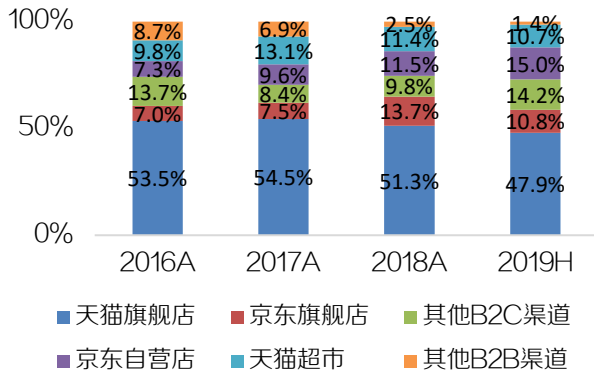
伴随线上经营环境的变化，公司过去快速增长的态势有所改变，传统电商渠道进入精细化运营阶段。

各电商平台均衡发展，京东营收占比上升

从渠道构成来看，截至 2019H，天猫旗舰店仍为公司线上销售主要渠道，占比 47.9%。20 年后，天猫平台改变了流量分发算法，加大对中小品牌的扶持，这使得包括良品在内的头部休闲食品品牌在天猫旗舰店端的收入承压，从而使线上整体经营受阻。

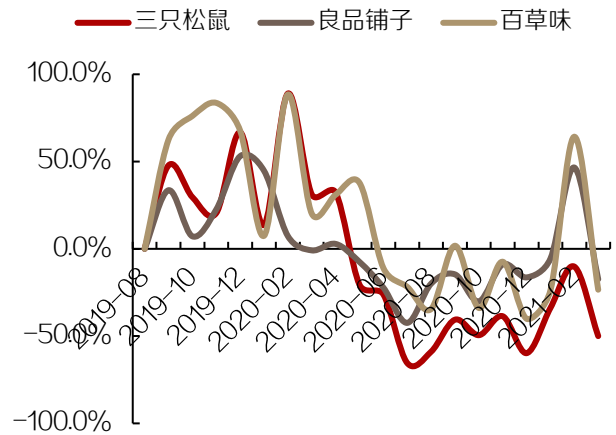
伴随着传统电商红利的衰退以及直播、快手等新电商渠道兴起对电商竞争格局带来影响，各传统电商平台在经营压力下对品牌的扶持政策、流量分配政策具有一定的不确定性，这使得依赖于单一电商渠道销售的公司经营风险较大。对于良品而言，其过去过于依赖天猫旗舰店销售的局面有待突破，电商平台的均衡发展亟待实现。良品自 2018 年起加大了对京东渠道的推广力度，对京东自营、京东旗舰店的推广费用均有所提升，带动电商销售渠道结构改善，京东渠道销售贡献占比由 2016 年

的 14.3% 上升 11.5pct 至 2019H 的 25.8%；20 年公司京东自营平台营收同比增长 50%，各电商平台的发展进一步均衡。

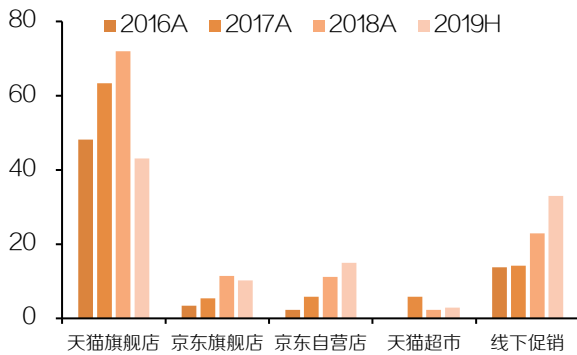
图 26：良品线上销售分渠道构成情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

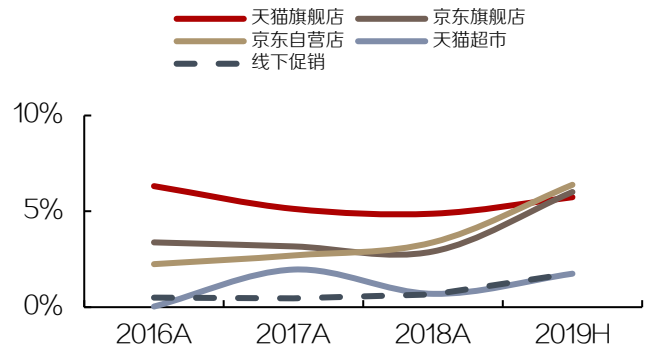
注：天猫旗舰店、京东旗舰店为 B2C 渠道，京东自营店、天猫超市为 B2B 渠道

图 27：头部休闲食品品牌天猫旗舰店营收增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

图 28：良品线上各渠道推广费用投入（百万元）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：良品线上各渠道推广费用率


资料来源：公司公告，东方证券研究所测算

➢ 2B 和 2C 端优化带来营收与利润增量

电商平台销售主要分为 B2B 和 B2C 销售两种模式，两种模式在收入确认、物流费用投入等方面有所不同，根据招股说明书，我们对良品的两种模式进行梳理：

- (1) **货物归属权**：B2B 与 B2C 模式下，商品所有权在销售给终端消费者之前均归公司所有
- (2) **毛利率**：公司 B2C 渠道销售毛利率高于 B2B 渠道销售毛利率，主要原因系公司借助 B2B 客户平台扩大了流量入口并减轻了运营管理难度。
- (3) **推广费用率**：2B 渠道由于借助了电商的客流，引流压力较小，推广费用投入往往较低。

(4) **平台收费方式**：B2B 模式下，电商平台赚取零售价与采购价之间的差价；B2C 模式下，电商平台根据公司销售流水收取一定比例的平台服务费，其中，淘宝旗舰店扣点率为 2%，京东旗舰店扣点率为 5%。

(5) **发货及物流方式**：B2B 模式下，电商平台进行产品发货，物流费用往往由电商平台或者消费者承担；B2C 模式下，公司进行产品发货，物流费用由公司或者消费者承担。根据公司招股说明书，其线上单位运输成本在 3.3 元/(kg、件)左右，以 75 元的客单价计算(参照松鼠 20 年年报)，则运输费用率在 4.4%左右。

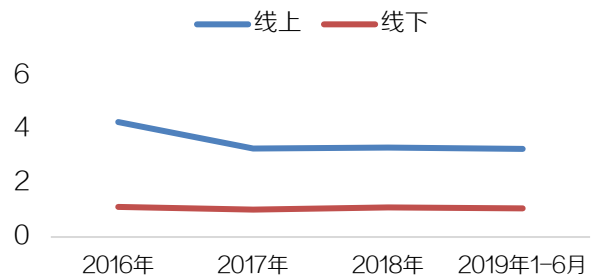
除了毛利率与各项费用支出的不同之外，2B 和 2C 渠道的差异还体现在用户购物场景方面：2C 模式下消费者购物动机更为明确，2B 模式下消费者可能是为了享受电商平台提供的“满额包邮”等优惠，购物动机相对并不明确。

根据公司招股说明书，公司 B2C 渠道占线上营收比重在 75%左右，我们看好未来公司通过 2B 和 2C 渠道结构的优化获取营收与利润增量。

表 11：各电商平台扣点率

	京东旗舰店	淘宝旗舰店
平台使用费	1000 元/月	3 万元
保证金	5 万元	5 万元
扣点	5%	2%

资料来源：淘宝、京东官网，东方证券研究所

表 12：良品铺子单位运输成本[元/(kg、件)]


资料来源：公司公告，东方证券研究所

➤ 流量运营能力优化

我们认为，纯粹通过推广活动以及促销活动已经较难支撑线上流量以及营收的持续增长，后续品牌方的电商流量运营能力以及从其他流量池向电商平台导流的能力将越来越关键。

1) 对电商平台流量池的运营能力

电商平台的流量运营模式极为复杂，对电商流量的合适运用将提升公司的运营效率，起到降本增效的作用。一方面，良品在传统电商渠道已经深耕多年，电商运营经验丰富；另一方面，公司具有较强的资金及品牌优势，这使得其在电商运营人才招聘等方面具有一定竞争力。

目前公司通过大单品策略来实现更为健康的引流，相较于以品牌词进行引流，以大单品的品类词进行引流的情景下，消费者的购买意图更加明确，付费转化率更高。从表现上来看，良品 20 年全年在电商渠道孵化 9 个千万级别爆款新品。

除大单品策略外，良品通过会员制提高用户的粘性而复购率，公司在各大平台发展品牌会员，截至 2020 年底，良品电商会员达 800 万，且公司天猫旗舰店的会员访客占比、会员购买占比均居天猫平台行业前列。

2) 从其他流量池的导流能力

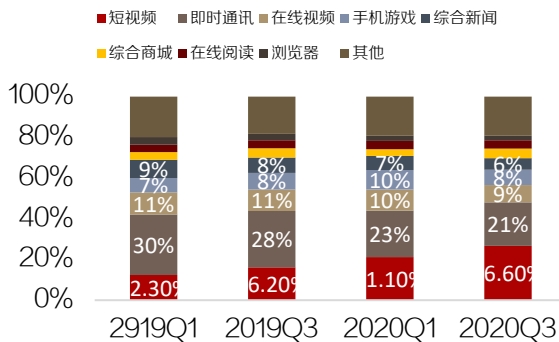
伴随着电商平台的流量增长逐渐变缓，对流量池的扩充能力、从其他流量对电商平台进行引流的能力变得越来越关键，复盘线上品牌如完美日记、三只松鼠等的发展历程，其均走向了从线上到线下、公域到私域流量扩充道路。

良品通过线下门店、电商渠道、社交电商等多渠道布局把握多流量入口；特别地，公司通过门店端打造私域流量运营平台的建设，目前，公司沉淀企业微信客户超 1000 万人，私域流量储备丰富。

3.2.2、新渠道：短视频及直播电商等社交电商兴起，把握行业新机遇

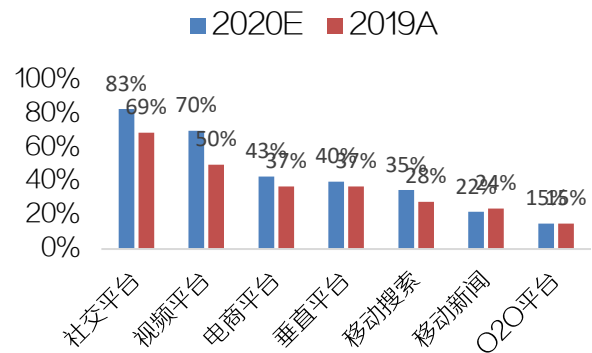
近年来，短视频、在线直播等社交电商的兴起正影响着消费者的信息接受方式与生活方式，从而影响着消费品品牌的用户触达模式（营销&渠道）。一方面，根据极光大数据，2020Q3，移动网民人均 APP 每日使用时长中短视频占比达 26.6%，相较于 2019 年 Q1 提升 14.3 个百分点；根据艾媒咨询，中国 2019 年在线直播用户人数已达 5.04 亿人，预计 2020 年将达到 5.26 亿人。另一方面，根据秒针系统&AdMaster&GDMS 的联合调研统计，2020 年分别有 83%、70% 的广告主（N=221）认为未来营销重点会放在社交平台、视频平台，相较于 2019 年提升 14 和 20 个百分点，明显高于电商平台 6pct 的提升幅度。

图 30：移动网民人均 APP 每日使用时长占比



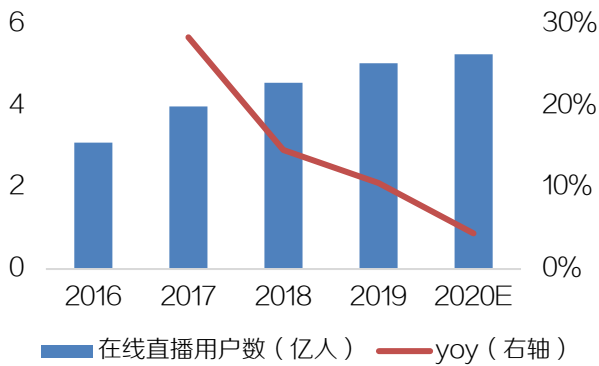
资料来源：极光大数据，东方证券研究所

图 31：广告主 2020 年移动端投放意愿



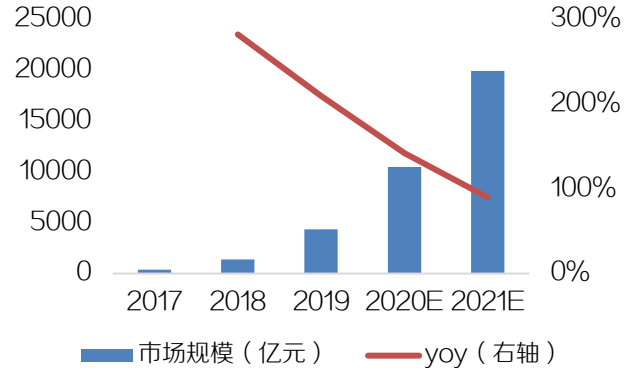
资料来源：秒针系统&AdMaster&GDMS，东方证券研究所

图 32：2016-2020E 直播在线用户人数（亿人）



资料来源：艾媒咨询，东方证券研究所

图 33：直播电商市场规模（亿元）



资料来源：阿里研究院，东方证券研究所

良品积极把握行业新风口，专门搭建社交电商团队进行运营。目前，良品的社交电商生态主要包括以下 2 种模式：1) 自建直播间进行日常直播；2) 与达人合作，进行直播带货。20 年公司与包括李佳琦、毛毛姐在内的超 150 位头部明星达人主播深度合作，全年完成了 3700 余场直播。从销售额贡献来看，20 年公司在天猫、京东二大平台实现直播销售额 2.5 亿元，在抖音、快手等社交电商全渠道累计终端销售额 1.23 亿。

2021 年 2 月，良品铺子直播基地落地钱塘智慧城财通文化直播产业园；根据杭州市江干区人民政府公告，公司现已建立 1200 m²超大型直播基地，共设 10 大定制化直播间，全天最多可上线 20 场次直播；预计 2021 年公司在社交电商领域的建设将更加完善。

图 34：杭州直播基地设有 10 大场景



数据来源：南方 Plus 新闻，东方证券研究所

四、核心竞争力：全品类覆盖、全渠道布局模式带来稳健业绩支撑

休闲食品行业的经营难点之一在于下游需求的多元善变，之二在于其作为消费品公司面对的生态体系（营销&渠道）的持续变化。下游需求的善变给新品牌、新产品带来机会，不断冲击竞争格局；营销&渠道的变化则使得行业内公司的经营不断面临挑战（电商平台间的竞争加剧导致平台流量政策改变，线上流量的再分布改变品牌营销方式，KOL 带货兴起减弱品牌壁垒，使“网红产品”不断兴起影响行业格局...）。

我们认为，良品的竞争优势来自于其全品类覆盖、全渠道布局的销售模式，全品类覆盖的模式使其能够快速适应并且把握行业内多元而善变的下游需求，而全渠道布局模式则使其能够将营销&渠道快速变化带来的“危”转化为“机”，全品类、全渠道模式使得公司在快速变化的休闲食品行业仍能维持较为稳健的经营业绩。

全品类覆盖、全渠道布局的销售模式是存在壁垒的：（1）全品类覆盖反映公司强供应商管理能力；（2）全渠道布局壁垒来自于公司历经多年打造的线上线下销售网络；（3）多产品×多渠道反映公司优于同业的管理能力。

4.1、全品类布局应对行业多元而善变的下游需求，供应商管理体系构筑核心壁垒

➢ 全品类布局应对行业多元而善变的下游需求

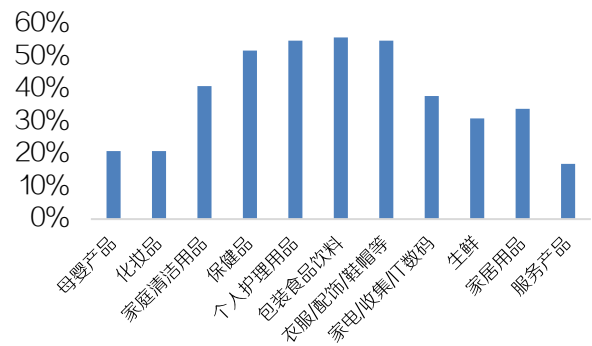
休闲食品行业的下游需求呈现出多元而善变的特点。一方面，中国幅员辽阔，各地区人群的饮食与口味偏好有所不同，休闲食品较为多元；另一方面，伴随着我国人均可支配收入的不断提高，我国逐渐从第二消费时代迈向第三消费时代，细分化、个性化、长尾化的需求不断浮现，近年来螺狮粉、自嗨锅等新产品的兴起也验证了这一点；此外，由于消费单价低等特点，相较于其他行业，消费者尝试新的食品饮料类产品的意愿也更为强烈。

图 35：休闲零食地域性特征较强



资料来源：亿欧智库，东方证券研究所

图 36：消费者愿意尝试新品的品类分布



资料来源：尼尔森(2019)，东方证券研究所

良品的多品类布局模式使其能够满足消费者多元而善变的需求，一方面，公司现有 SKU1200 余个，产品覆盖每日坚果等传统大单品以及扇贝、榴莲干等长尾产品，能够满足大部分消费者的需求；

另一方面，公司能够根据市场需求及时推出相关产品，譬如当网红产品自热小火锅、螺狮粉等产品推出时，公司能够及时跟进，及时适应消费者瞬息万变的需求。

表 13：良品铺子能够及时跟进市场销售热点

	网红产品推出时间	良品铺子推出时间
自热小火锅	海底捞：17 年 5 月推出	17 年 10 月
螺狮粉	李子柒：19 年 8 月推出	19 年 11 月

资料来源：淘数据，东方证券研究所

此外，全品类布局模式可以满足消费者一站式购物需求，这为公司带来差异化竞争优势。从良品及三只松鼠近 10 个月热销宝贝来看，其各类零食类大礼包历月销售额多次位列旗舰店销售前 10，这证明了一站式购物体验具有较强吸引力。我们认为公司带来的一站式购物体验较难被替代，这为公司业绩提供了一定保障。商超具备一定替代性，但商超销售产品以大单品为主，公司除大单品外还提供长尾产品，优势较为明显。

表 14：良品铺子、三只松鼠近 10 个月零食类大礼包在淘宝旗舰店销售排名（前 10）

	20 年 7 月	20 年 8 月	20 年 9 月	20 年 10 月	20 年 11 月	20 年 12 月	21 年 1 月	21 年 2 月	21 年 3 月	21 年 4 月
良品铺子	3、5、7	2、5	3、4、8	2、4、6	2、3、5	4、6、7	4、6、10	7、8	1、3、6	2、3、7
三只松鼠	3、6	3、6	3、9	2、3、8	4、5、6	3、5	8	7、10	4、6、8	2、4、5、9

资料来源：淘数据，东方证券研究所

注：零食类大礼包包括肉类零食大礼包等

➤ **全品类布局模式反应的是公司优秀的供应商合作及管理能力，为公司的核心壁垒**

公司主要通过委外代工的模式实现全品类布局，上游供应商多达 400 多家，全品类覆盖反映了公司作为零售商的核心竞争力：优秀的供应商合作及管理能力。

1) 规模型供应商占比逐年上升，与供应商合作关系稳定。

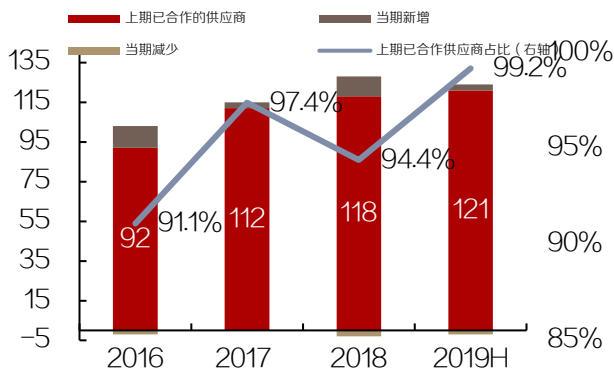
截至 2019H，公司合作供应商共有 451 家，其中法人 448 家，占比将近 99%，规模型供应商（主要产品年采购额在 500 万元以上或半年度采购额在 250 万元以上供应商）有 122 家；公司规模型供应商占比呈现逐年上升的态势，由 2016 年的 17.8% 上升 9.3pct 至 27.1%，上游供应商结构逐渐优化。

公司与规模型供应商合作稳定，在公司的当期规模型供应商构成中，上期已合作供应商占比在 90% 以上；在当期公司对规模型供应商的采购金额构成中，上期已合作供应商采购占比在 95% 以上。

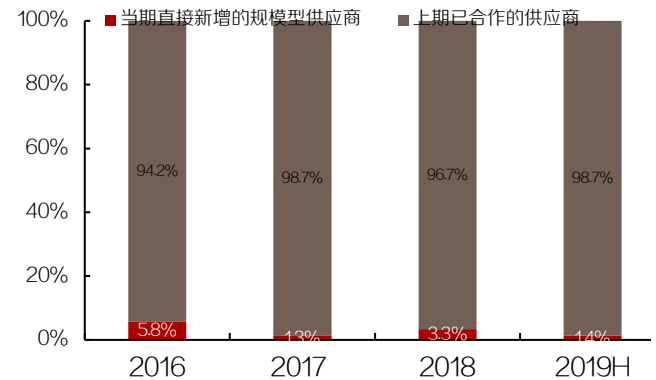
表 15：良品供应商构成情况（个）

	2016	2017	2018	2019H
法人	556	623	600	448
个体工商户及其他	13	14	12	3
合计	569	637	612	451
其中：规模型供应商	101	115	125	122
规模型供应商占比	17.8%	18.1%	20.4%	27.1%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：公司规模型供应商构成情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：公司对规模型供应商采购金额构成


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2) 供应商管理制度严格，品控中心建设不断完善，供应商管理及品控能力领先同业

公司通过多年发展逐渐完善供应商的管理制度，并不断完善品控中心建设，供应商管理及品控能力领先同业：1) 公司对供应商进行严格的筛选，每一个合作的供应商必须通过多层的验厂评审后方可与公司合作；2) 在合作过程中，公司质量控制中心对供应商进行定期和不定期的飞行检查和评估分级，确保生产过程中质量的稳定；3) 公司根据生产能力、供应质量等数据定期对合作的供应商进行评估和淘汰；4) 最后，在产品入库时，公司质检人员会对相关产品进行严格的质量检测，抽检合格后方可入库。

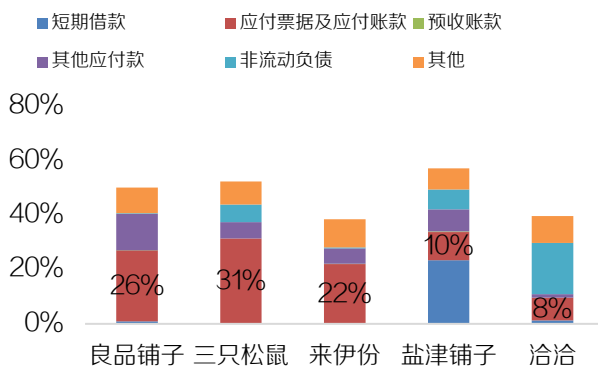
表 16：良品品控中心建设时间点

时间	事件
2010年9月	建立第一代品控化验室
2012年5月	重新建设第二代占地 400 平方米的品控检测中心
2013年10月	第二代品控检测中心通过 CNAS 认证
2020年2月	公司募资 2724 万元进行食品研发中心与检测中心改造升级项目项目，包括对武汉检测中心等各个检测实验室的改造装修以及检测设备的购买

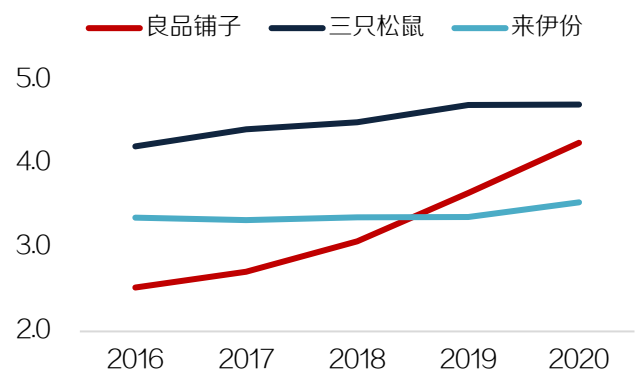
资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

3) 供应效率高，在供应商处享有较高话语权

公司的采购及供应效率较高，从本节前述内容可看出，对于市场上新起的爆品比如自热小火锅、螺狮粉等，公司能够快速跟进。此外，伴随着采购规模的增大以及品牌力的提升，公司在产品采购的优势得到不断巩固，在供应商处享有较高话语权。根据招股说明书，公司在主要供应商方面享有一定优先保障权，且有一部分供应商为公司独家供应商；从财务表现来看，公司负债结构中，应付票据及应付账款占比较高，且应付票据及应付账款周转率低于同业态公司（应付票据及应付账款周转率提升系公司主动提高现款结算比例所致）。

图 39：各公司 2020A 负债结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：各公司应付票据及应付账款周转率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2、全渠道布局把握多流量入口，经营确定性强

公司通过全渠道布局把握多流量入口，这使公司在营销与渠道端持续变化、线上流量不断裂变的当下，享有较强的经营确定性。公司的全渠道布局是有壁垒的：（1）线下连锁业态壁垒：一方面，公司加盟模式发展多年，模式成熟且具有吸引力；另一方面，公司在老五省市场占据绝对优势（详见本文 3.1 节）。（2）线上渠道壁垒：公司为多年稳定龙头，运营经验丰富，且全品类布局模式+品牌力使得公司传统电商龙头地位仍有望继续保持（详见休闲食品行业报告《千亿市场，多重因

素驱动企业发展》），具备一定壁垒。（3）公司在发展直播电商等新渠道时具备规模、资金、品牌壁垒。

表 17：良品全渠道布局

渠道	描述
门店零售及外卖渠道	<ul style="list-style-type: none"> 截至 2021 年 3 月底，公司在全国共拥有 2746 家线下门店； 线下门店在全渠道中的定位是服务中心、交付中心和体验中心 公司应用门店发展打造私域流量池，目前沉淀企业微信客户超 1000 万人
平台电商	<ul style="list-style-type: none"> 目前共有 2B 和 2C 的平台电商子渠道 79 个 淘宝、京东等电商合计市占率 7%左右，稳居行业前三
社交电商	<ul style="list-style-type: none"> 公司专门组建社交电商团队进行社交电商平台运营抖音、快手社交平台等账号，20 年外部主播合作超过 1000 人。全年完成直播合计 3700 余场 公司已建立 1200 m²超大型直播基地，共设 10 大定制化直播间，全天最多可上线 20 场次直播

资料来源：公司公告，杭州市江干区人民政府公告，东方证券研究所

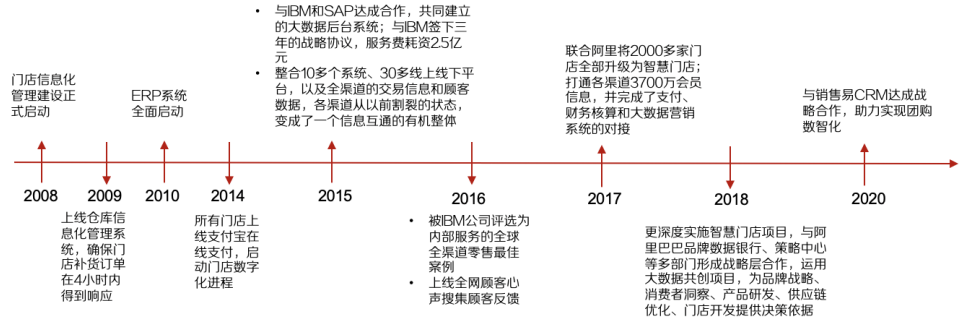
4.3、多产品 X 多渠道的背后反映的是公司优于同业的管理能力

全品类覆盖、全渠道布局的模式使得公司在下游需求、生态体系（营销&渠道）不断变化的行业内享有较强的经营确定性；而多产品 X 多渠道的背后反映的是公司历经多年打磨的管理能力，这为公司提供有力支撑。

➢ 领先行业的数字化管理系统

公司自成立之初就极其注重数字化管理系统的建设，2008 年公司成立尚未到 2 年时，即拿出全部 1000 万利润建设门店信息化管理系统；2015 年公司与 IBM 合作时，签约服务费耗资 2.5 亿元；16-20 年期间公司持续推进智慧门店的落地等其他数字化进程。公司在数字化管理系统建设上领先同业。

图 41：良品铺子信息化历程

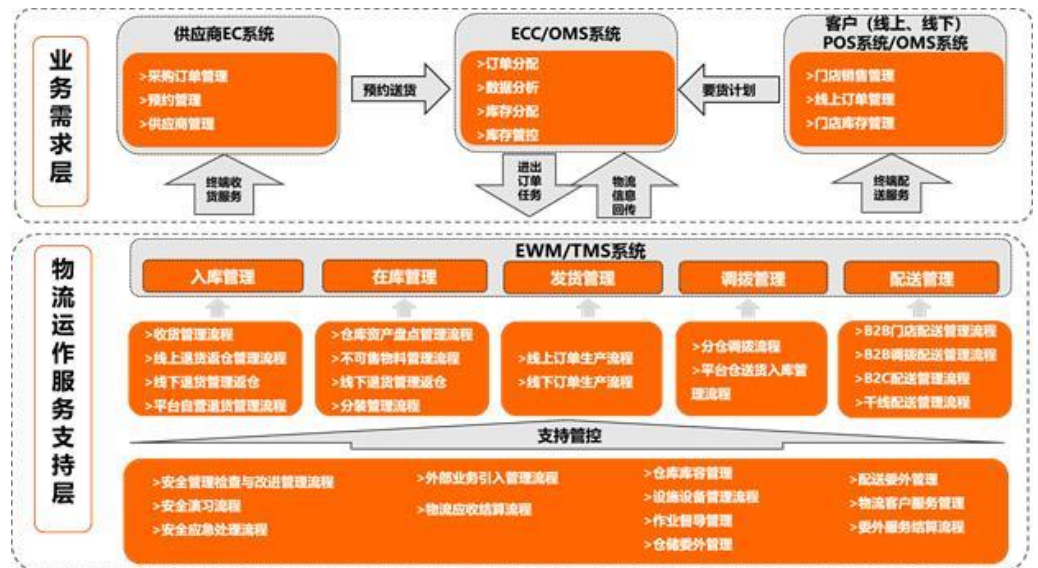


资料来源：公司公告，36 氪，百度新闻，东方证券研究所

► 供应链平台的智慧化管理

目前，公司已经实现了供应链平台的智慧化管理。公司通过智慧化的供应链管理平台打通了线上、线下等各渠道的库存情况以及从采购端到销售端的全产业链管理：（1）采购环节：供应商按照公司采购计划，结合 EC 平台上的库存量和销售量进行原料备货和产品生产；采购部门通过分析各地区的区域销售情况，要求供应商或物流服务商将货物运配至公司自营仓库。（2）产品入库：公司质量管理部门根据质量检验平台的历史数据，针对不同供应商进行不同级别的质量检验，检验合格后方可入库。（3）仓储环节：公司根据实际需要及相关操作指引对产品进行上架、移库、盘点和库内抽检等操作。（4）物流环节：在接到发货订单后，通过 EWM 系统进行出库并根据渠道类型安排对应物流配送服务。

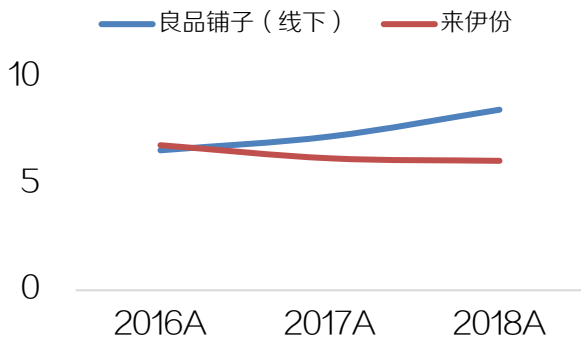
图 42：良品智慧化供应链管理平台



资料来源：公司公告，东方证券研究所

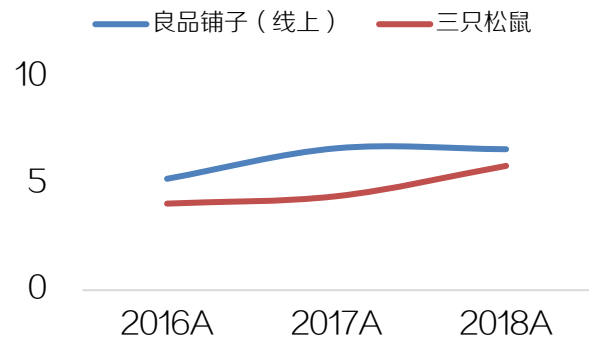
智慧化供应链平台有效支撑了公司的运营效率。根据公司招股说明书，其肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍的平均周转天数分别为 36.2、77.7、36.8、39.1 和 32.8，均低于对应产品最低保质期天数 180、90、60、90 和 90 天。同业对比来看，公司线上业务、线下业务的存货周转率均高于同业，且均呈现提升态势。

图 43：线下公司存货周转率对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 44：线上公司存货周转率对比

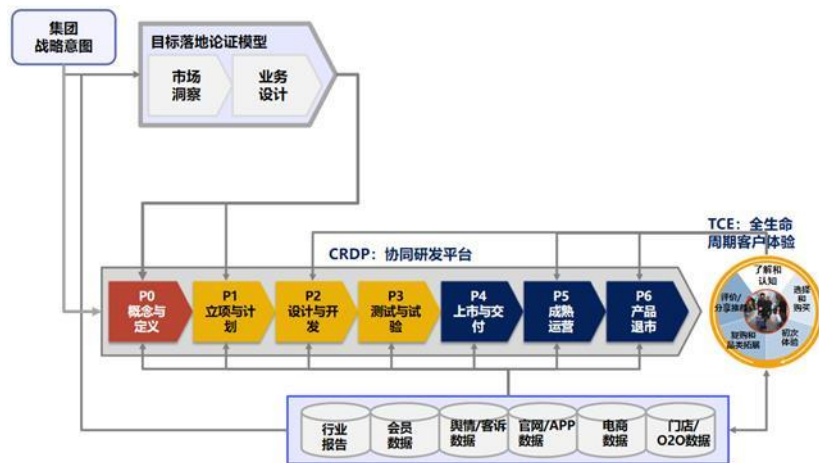


资料来源：公司公告，东方证券研究所

➤ 完善的产品运营模式

公司通过销售数据检测、会员数据管理等流程赋能产品运营全过程，包括产品开发规划、单品企划设计、研发与开发、产品测试与试验、上市与交付、成熟运营、产品退市等七大业务流程。完善的产品运营模式使得公司能够快速响应消费者需求的变化，提升其在业内的竞争力。

图 45：良品铺子产品运营模式



数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- **线上：**1) 营收增速：我们认为公司通过传统电商精细化运营+把握社交电商等新渠道发展机遇平抑电商经营政策改变等影响，给予 21/22/23 年营收增速分别为 15.0%/17.3%/17.2%，对应估测线上全网市占率分别为 8.3%/8.8%/9.4%（20 年为 7.9%）；2) 毛利率：我们认为公司线上价格及促销活动有望减少，给予 21/22/23 年分别为 30.5%/31.0%/31.0%。
- **线下：**1) 门店数量：基于公司招股说明书披露的开设直营店规划及公司区域扩张战略，我们预测公司 21/22/23 年直营门店分别净增 134/36/34 家，加盟门店开店数按照直营门店开店数的 3-6 倍分区域估计，我们预测 21/22/23 年加盟门店分别净增 274/195/179 家；2) 单店收入：我们预测 21 年单店收入恢复至 19 年水平，22/23 年单店营收保持 5% 的增长；3) 团购营收：公司于 20 年发力团购业务，21/22/23 年营收增速分别为 50.0%/30.0%/30.0%；4) 公司 21/22/23 年线下合计营收增速分别为 33.8%/16.3%/12.1%，对应估测线下市占率分别为 1.5%/1.7%/1.9%（20 年为 1.3%）；5) 毛利率：受线下渠道外卖占比上升，我们认为公司毛利率将有所下滑，给予 21/22/23 年直营门店毛利率分别为 49.5%/49.0%/49.0%，加盟门店毛利率分别为 22.2%/22.1%/22.0%；公司团购业务尚处于拓展期，预计毛利率相较于 20 年有所下滑，21/22/23 年团购毛利率分别为 29.0%/29.0%/29.0%。
- **期间费用：**21/22/23 年公司销售费用率分别为 19.5%/19.7%/19.9%，管理费用率分别为 4.7%/4.3%/3.9%，研发费用率分别为 0.37%/0.36%/0.35%。
- 公司 21-23 年的所得税率维持在 25%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
线上平台					
销售收入（百万元）	3,692.6	4,000.8	4,599.3	5,395.5	6,323.3
增长率	28.3%	8.3%	15.0%	17.3%	17.2%
毛利率	29.1%	30.0%	30.5%	31.0%	31.0%
直营模式					
销售收入（百万元）	1,433.1	1,231.0	1,589.5	1,842.6	2,009.5
增长率	7.5%	-14.1%	29.1%	15.9%	9.1%
毛利率	52.4%	49.9%	49.5%	49.0%	49.0%
加盟模式					
销售收入（百万元）	2,399.7	2,350.1	3,186.8	3,692.5	4,157.6
增长率	16.1%	-2.1%	35.6%	15.9%	12.6%
毛利率	24.8%	23.2%	22.2%	22.1%	22.0%
大客户团购					
销售收入（百万元）	75.0	104.0	156.1	202.9	263.7
增长率	75.3%	38.8%	50.0%	30.0%	30.0%
毛利率	31.4%	30.5%	29.0%	29.0%	29.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	114.7	208.1	270.5	351.7	457.2
增长率	105.4%	81.4%	30.0%	30.0%	30.0%

毛利率	12.9%	6.1%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	7,715.0	7,894.1	9,802.2	11,485.1	13,211.4
增长率	21.0%	2.3%	24.2%	17.2%	15.0%
综合毛利率	31.9%	30.5%	30.3%	30.3%	30.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

根据前述假设，我们给予公司 21/22/23 年 EPS 分别为 1.10/1.33/1.50 元；选取同业食品类公司三只松鼠、来伊份、盐津铺子、洽洽食品、绝味食品为可比公司，使用可比公司估值法给予公司 21 年内 46 倍估值，对应目标价 50.6 元，首次给予“增持”评级。

表 18: P/E 估值法可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			P/E		
		2021/6/10	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
三只松鼠	300783	48.27	0.75	1.02	1.29	64.24	47.44	37.29
来伊份	603777	16.60	-0.19	0.17	0.21	-85.83	97.65	79.05
盐津铺子	002847	110.86	1.87	2.67	3.79	59.32	41.53	29.28
洽洽食品	002557	48.86	1.59	1.88	2.22	30.77	25.91	22.01
绝味食品	603517	81.50	1.14	1.63	2.08	71.37	49.85	39.05
	调整后平均					51.44	46.27	35.20

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

食品安全风险。行业内食品安全问题会影响消费者的消费信心，从而影响公司经营。

行业竞争加剧风险。行业竞争加剧会影响行业内公司的营收及盈利能力。

平台政策变化风险。电商渠道为公司的主要渠道，如果电商平台流量政策发生变化，将使得公司线上渠道经营受到影响。

新开门店不及预期：门店拓展是公司业绩的核心驱动，如公司门店数量扩张不及预期，将对公司业绩带来一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,524	1,980	2,589	3,241	3,935	营业收入	7,715	7,894	9,802	11,485	13,211
应收票据、账款及款项融资	259	360	294	345	396	营业成本	5,256	5,489	6,833	8,000	9,230
预付账款	127	117	146	171	197	营业税金及附加	42	50	59	69	79
存货	971	618	769	901	1,040	营业费用	1,581	1,570	1,914	2,264	2,629
其他	135	290	309	326	343	管理费用及研发费用	438	410	496	530	565
流动资产合计	3,015	3,367	4,108	4,983	5,911	财务费用	(10)	(24)	(20)	(27)	(33)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	22	(2)	3	4	4
固定资产	522	451	410	369	328	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	40	118	129	143	投资净收益	20	14	22	19	18
无形资产	164	141	130	118	106	其他	66	68	48	48	48
其他	123	184	31	4	4	营业利润	471	484	588	712	804
非流动资产合计	817	817	689	619	581	营业外收入	4	4	3	3	3
资产总计	3,832	4,184	4,796	5,603	6,491	营业外支出	2	4	2	3	3
短期借款	0	40	40	40	40	利润总额	473	483	589	713	804
应付票据及应付账款	1,491	1,094	1,361	1,594	1,839	所得税	124	139	147	178	201
其他	868	957	970	1,009	1,050	净利润	349	344	442	535	603
流动负债合计	2,359	2,091	2,371	2,643	2,929	少数股东损益	9	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	340	344	441	534	602
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.85	0.86	1.10	1.33	1.50
其他	8	8	0	0	0						
非流动负债合计	8	8	0	0	0						
负债合计	2,367	2,098	2,371	2,643	2,929						
少数股东权益	50	3	4	5	6						
股本	360	401	401	401	401						
资本公积	418	803	803	803	803						
留存收益	637	879	1,217	1,751	2,353						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	1,465	2,085	2,425	2,959	3,563						
负债和股东权益总计	3,832	4,184	4,796	5,603	6,491						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	349	344	442	535	603
折旧摊销	97	78	96	81	53
财务费用	(10)	(24)	(20)	(27)	(33)
投资损失	(20)	(14)	(22)	(19)	(18)
营运资金变动	64	(172)	145	45	49
其它	(136)	118	106	4	4
经营活动现金流	342	330	745	618	656
资本支出	(25)	20	(77)	(12)	(14)
长期投资	(6)	2	0	0	0
其他	184	(217)	22	19	18
投资活动现金流	153	(196)	(55)	7	4
债权融资	1	(0)	0	0	0
股权融资	0	426	0	0	0
其他	(8)	(53)	(82)	27	33
筹资活动现金流	(7)	372	(82)	27	33
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	488	507	608	652	694

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.0%	2.3%	24.2%	17.2%	15.0%
营业利润	36.1%	2.6%	21.6%	21.1%	12.9%
归属于母公司净利润	42.7%	0.9%	28.2%	21.1%	12.8%
获利能力					
毛利率	31.9%	30.5%	30.3%	30.3%	30.1%
净利率	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%
ROE	27.3%	19.6%	19.6%	19.9%	18.5%
ROIC	26.3%	18.2%	18.6%	18.8%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	61.8%	50.2%	49.4%	47.2%	45.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.28	1.61	1.73	1.89	2.02
速动比率	0.87	1.31	1.41	1.54	1.66
营运能力					
应收账款周转率	42.5	24.8	29.7	35.6	35.3
存货周转率	6.2	6.9	9.8	9.6	9.5
总资产周转率	2.2	2.0	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.86	1.10	1.33	1.50
每股经营现金流	0.95	0.82	1.86	1.54	1.64
每股净资产	3.53	5.19	6.04	7.37	8.87
估值比率					
市盈率	61.3	60.7	47.4	39.1	34.7
市净率	14.7	10.0	8.6	7.1	5.9
EV/EBITDA	34.5	35.8	29.0	25.1	23.4
EV/EBIT	41.7	41.9	33.9	28.1	25.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn