



Research and
Development Center

高端良品，逐鹿全国

—良品铺子(603719)公司首次覆盖报告

2021年08月03日

马铮 首席研究员
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

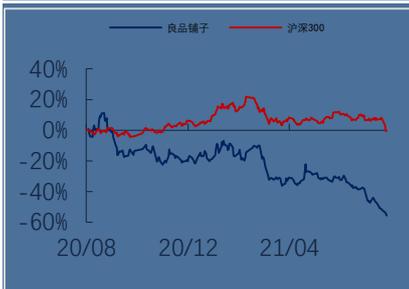
公司研究

公司深度报告

良品铺子(603719)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	34.26
52周内股价波动区间(元)	80.41-32.14
最近一月涨跌幅(%)	-67.86
总股本(亿股)	4.01
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	137.38

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

高端良品，逐鹿全国

2021年08月03日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场担忧休闲零食大行业小公司，产品同质化严重难以跑出大公司，我们认为良品定位高端，产品端形成差异化竞争，切中行业痛点，积累品牌势能有望实现突围。基本实现全渠道布局，顺应渠道变革能力强，线上三强格局初显，价格战预计不符合各方利益，盈利能力有望提升。线下端连锁门店单店模式基本跑通，与加盟商强强联手，预计开店有望加速，有望持续带动营收高成长。公司注重信息化系统建设及供应链打造，规模效应下，供应链效率有望提升并带动净利率提升。预计21-23年公司EPS分别为1.03、1.31、1.65元/股，对应2021年PE为33.27X，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**休闲零食大行业小公司，成长空间大，定位高端差异化竞争，积累品牌势能。**休闲零食近万亿大市场，格局分散，零食企业成长空间依旧广阔，公司定位高端，“产品品质、品牌传播、终端体验”三位一体做实高端，切中行业产品同质化痛点，聚焦品控，蓄力品牌，形成差异化竞争，品牌势能积累下看好公司在蓝海市场中获得长足发展。

◆**全渠道布局，初步验证公司顺应渠道发展能力。修炼供应链内功，经营效率有望提升。**公司目前实现线上线下双线齐开的渠道布局，线上渠道的成功初步验证公司内部顺应渠道变革的发展能力，公司有望抓住直播电商线上新发展风口，推动线上高增长。公司注重信息化系统的建设，新零售模式下有望实现线上线下渠道共振，全面提升经营效率。

◆**连锁门店中期预计有翻番空间，跑马圈地正当时。线上价格战硝烟逐步散去，盈利能力有望提升。**短期来看，疫情影响下优质门店资源有望空出，给予短期快速抢占优质点位机会。中长期来看，对标绝味门店目前的区域分布，预计中期门店可看至6000家，长期万店可期。公司终端门店模式逐步跑通，单店模型测算下经销商盈利空间充足，赚钱效应下加盟商开店积极性高，门店拓张加速可期。公司线下起家门店运营管理经验丰富，预计门店复制效果好。线上端，三强格局具备一定稳定性，长期价格战预计不符合各方利益，硝烟散去盈利能力有望提升。

◆**股价催化剂：**门店拓展超预期；终端消费恢复好于预期。

◆**风险因素：**连锁门店管理瓶颈；线上渠道竞争加剧；食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	7,715	7,894	9,559	11,499	13,675
增长率 YoY %	21.0%	2.3%	21.1%	20.3%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	340	344	413	524	662
增长率 YoY%	42.7%	0.9%	20.2%	27.0%	26.3%
毛利率%	31.9%	30.5%	31.1%	31.1%	31.2%
净资产收益率ROE%	24.0%	16.5%	17.1%	18.5%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	0.85	0.86	1.03	1.31	1.65
市盈率 P/E(倍)	0.00	68.48	33.27	26.21	20.74
市净率 P/B(倍)	0.00	11.30	5.69	4.85	4.09

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月02日收盘价

目 录

1. 投资逻辑	5
2. 公司概况	5
2.1. 深耕行业十五载，全渠道布局	5
2.2. 营收规模处行业第一梯队，净利率逐步提升	6
2.3. 股权结构稳定，员工激励到位	7
3. 行业空间广阔，连锁门店有望提升份额	9
3.1. 量价驱动下，行业提升空间大	9
3.2. 品类消费多元化，终端多品类为发展趋势	9
3.3. 线上三强格局显著，线下百舸争流	10
4. 定位高端差异化竞争，持续打造供应链优势	11
4.1. 高端产品战略，打造差异化竞争	11
4.2. 全渠道布局，线下加盟体系成熟	14
4.3. 注重信息化建设，持续加强供应链优势	16
5. 门店全国扩展空间大，线上盈利能力有望改善	18
5.1. 线下门店全国化扩张可期	18
5.2. 加盟商盈利保障门店扩张	19
5.3. 门店扩张预计加速	20
5.4. 线上盈利能力有望提升	21
6. 估值与投资评级	21
7. 风险因素	23

表 目 录

表 1: 高管履历丰富	8
表 2: 良品铺子全渠道均衡发展	10
表 3: 以用户的细分需求推出相应的子品牌	13
表 4: 品牌投放力度大，打造产品高端形象	13
表 5: 良品铺子基本实现全渠道销售	16
表 6: 上市未来三年预计扩张 376 家直营门店	20
表 7: 盈利预测收入分拆表	22
表 8: 可比公司估值表	22

图 目 录

图 1: 良品铺子发展历程	6
图 2: 营收保持约 25% 的高速增长	6
图 3: 净利率呈现逐步上升趋势	6
图 4: 毛利率处于行业中等水平	7
图 5: 近年净利率高于模式相近的来伊份和三只松鼠	7
图 6: 良品铺子股权结构	8
图 7: 休闲零食行业万亿规模双位数增长	9
图 8: 休闲零食人均消费额提升空间大	9
图 9: 休闲食品主要消费人群的年龄在 18-48 岁	10
图 10: 休闲零食品类消费多样化	10
图 11: 线上线下全渠道融合为大趋势	11
图 12: 线下连锁门店渠道占比有望提升	11
图 13: 线上三强竞争格局显著	11
图 14: 休闲零食行业集中度提升空间大	11
图 15: 坚果炒货和果干果脯增速有所下滑	12
图 16: 公司实行全品类发展战略，品类分布均衡	12
图 17: 三只松鼠坚果占比约 50%	12
图 18: 果干果脯、素食山珍的毛利率相对高	12
图 19: 重点省份吨价自 2018 年提出高端战略提升显著	14
图 20: 良品铺子 2017 年起持续加大研发投入	14
图 21: 线上线下全渠道均衡布局	14
图 22: 线下端加盟业务呈现加速发展态势	14
图 23: 加盟门店呈现扩张加速趋势	15
图 24: 线下端直营门店毛利率高	15
图 25: 华中地区为公司营收大本营	15
图 26: 加盟业务中主要为产品批发销售	15
图 27: 京东平台占比提升明显顺应产品高端化	16

图 28: 线上主流渠道为天猫和京东平台	16
图 29: 良品产品采购体系成熟	17
图 30: 规模化供应商结构较为稳定	17
图 31: 仓储运杂费用率低于三只松鼠	17
图 32: 公司在全国建立 5 个区域中心仓和 6 个城市仓	18
图 33: 良品资产周转率处于行业前列	18
图 34: 信息化系统支撑公司高效运营	18
图 35: 良品铺子约一半门店集中在华中地区	19
图 36: 绝味门店华中占比不到 20%	19
图 37: 2020 年公司加盟门店平均面积在 60-80 m ²	19
图 38: 2020 年公司直营门店平均面积在 60-100 m ²	19
图 39: 加盟直营单店收入提升显著	20
图 40: 对标华中, 其他区域单店营收预计仍有提升空间	20
图 41: 加盟商人均开店数量高	20
图 42: 2017 年以来公司门店开拓呈现加速态势	20

1. 投资逻辑

与众不同的认识: 市场认为良品铺子的核心竞争力在于供应链建设及规模效应带来的效率提升, 我们认为公司在产品、渠道端均有望超预期:

产品端, 公司通过高端定位, 聚焦产品质控和品牌势能的提升, 在产品端形成差异化竞争, 有望率先抢占白领阶级等目标群体的心智, 蓄力品牌, 厚积薄发。

渠道端, 公司实现全渠道布局, 背后体现了公司面对积极拥抱新渠道的能力。线上端, 2020 年公司在社交电商全渠道累计实现终端销售额 1.23 亿元, 多年的积淀和运营管理经验下, 公司拥抱社交电商等新渠道有望超预期。线下端, 18-24 个月的单店回收期单店回收期对于偏财务投资的加盟商而言盈利效应好, 公司线下起家, 疫情期间优质点位空出给予绝佳的开店机遇, 门店开拓速度有望超预期。

2. 公司概况

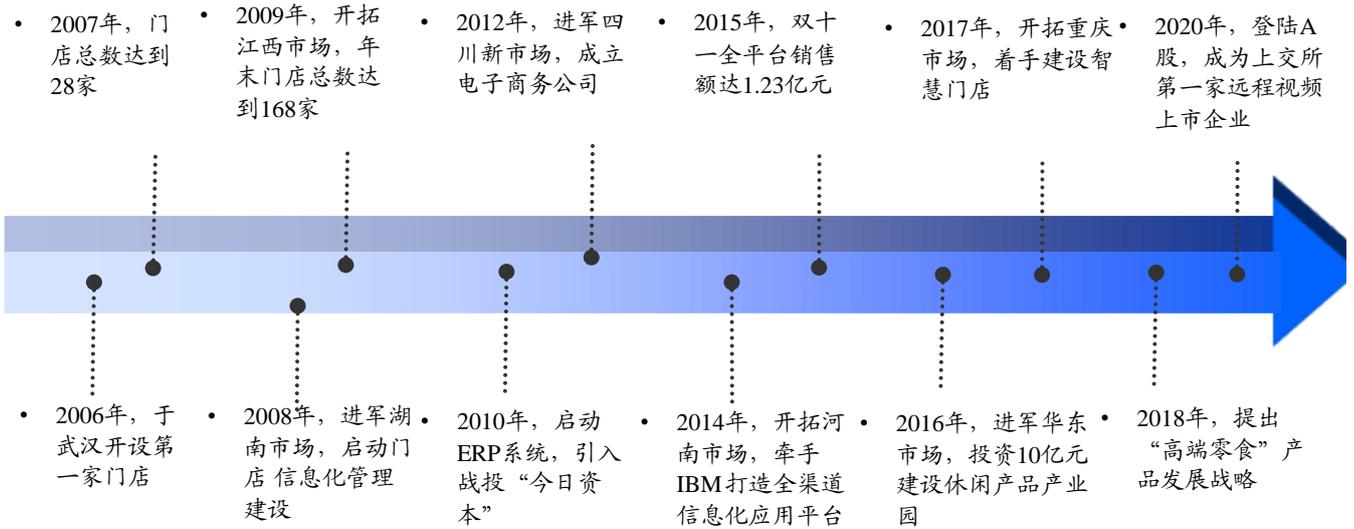
2.1. 深耕行业十五载, 全渠道布局

公司于 2006 年 8 月在湖北武汉创立, 主营休闲食品的研发、采购、销售、物流配送和运营业务, 目前已覆盖肉类零食、海味零食、素食山珍、话梅果脯、红枣果干、坚果、炒货等 13 个品类, SKU 达 1200 余款, 是一家通过数字化技术融合了供应链管理及全渠道销售体系, 开展高品质休闲食品业务的高端零食品牌运营企业。

2006-2011 年: 线下门店起家, 聚焦华中市场, 搭建信息化系统助力门店扩张。 公司起家于线下, 自成立起相继进入湖南、江西等市场, 2009 年末门店总数达到 168 家, 同年启动第二代门店改版升级; 2008 年, 上线门店信息化管理系统; 2010 年, 全面启动 ERP 系统并引进战略投资者“今日资本”; 2011 年, 公司启动第三代门店形象升级。这一阶段, 公司借助信息化系统实现了线下门店的快速扩张。

2012-2016 年: 打造“以门店终端、线上平台为核心”双线齐开的全渠道营销体系。 2012 年, 成立电子商务公司, 正式布局线上电商, 2015 年“双十一”期间全平台销售额达到 1.23 亿元, 全年电商营收占比实现 27%; 2016 年, 试点门店外卖业务。线下端, 公司相继进入四川、河南、江苏等地区, 2016 年, 公司终端门店数量突破 2000 家。同年, 公司投资 10 亿元建设休闲零食产业园, 布局生产端。这一阶段, 公司基本形成线上线下全渠道布局。

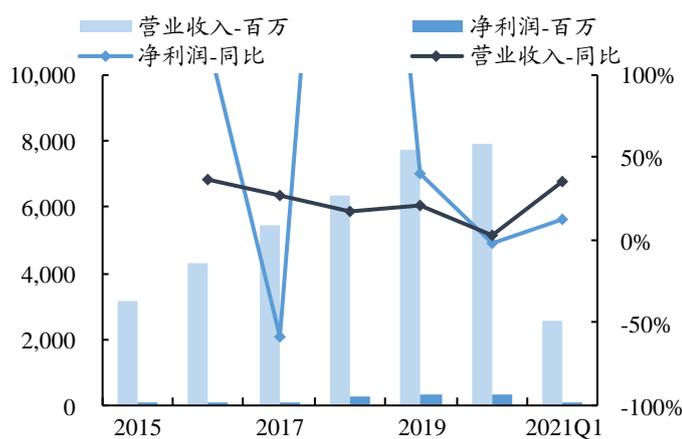
2017-至今: 开启新零售和数字化转型, 产品战略定位高端零食。 在新零售元年 2017 年, 公司着手建设智慧门店, 通过数字化建设打通线上线下, 重构人货场, 提升运营效率; 2018 年, 公司提出“高端零食”作为未来十年产品发展的战略方向, 2020 年, 成功登陆 A 股, 成为上交所第一家远程视频上市企业。这一阶段, 公司确立了“高端零食”战略定位, 持续打造供应链端的壁垒。

图 1：良品铺子发展历程


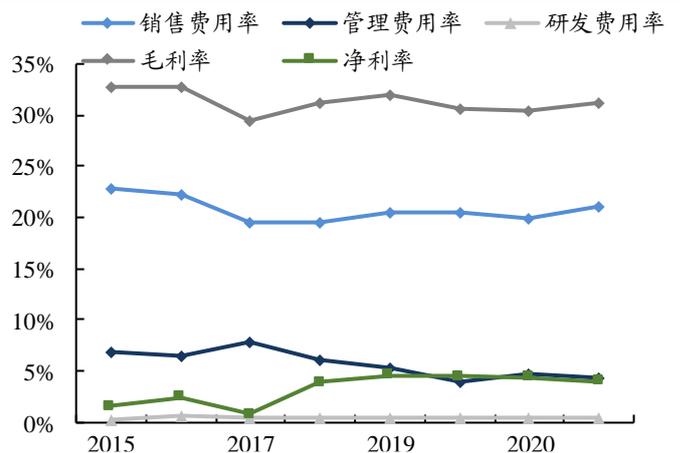
数据来源：公司官网，信达证券研发中心整理

2.2. 营收规模处行业第一梯队，净利率逐步提升

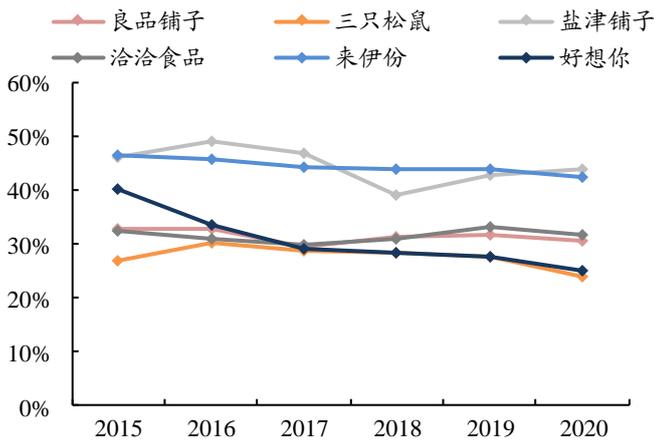
营收规模处于行业第一梯队。2020年，公司实现营收78.94亿元，2015-2020年保持复合年化20%的高速增长。净利润3.44亿元，受新冠疫情影响，同比降低1.38%。对比行业主流公司，良品营收规模处于第一梯队，仅次于主要渠道为线上的三只松鼠。毛利率低于自主生产的盐津铺子和直营为主的来伊份，高于同为代工的三只松鼠。规模效应下，净利率整体呈上升趋势，2019年高于模式与之最为相似的三只松鼠。费用端，销售费用率较为平稳，大头为促销费用、运杂及仓储费用。管理费用率规模效应下呈现整体下降趋势，2017年摊销股权激励费用导致其有所提升。公司执行产品高端战略，渠道管理高度信息化和数字化，预计未来盈利能力有望持续提升，费用率有望呈下行趋势。

图 2：营收保持约 25% 的高速增长


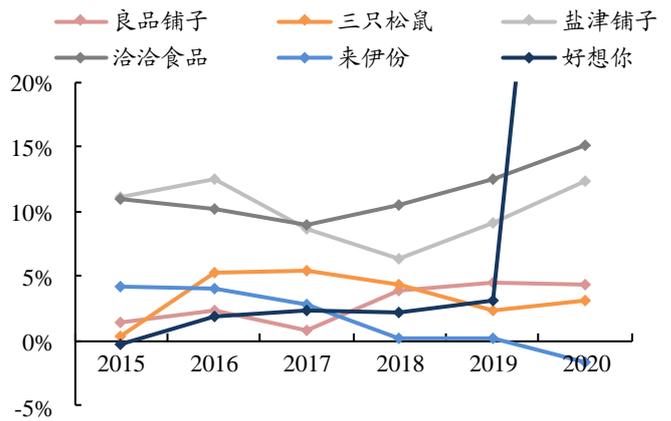
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：2017年净利润下降主要系股权激励支付1.3亿元

图 3：净利率呈现逐步上升趋势


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：毛利率处于行业中等水平


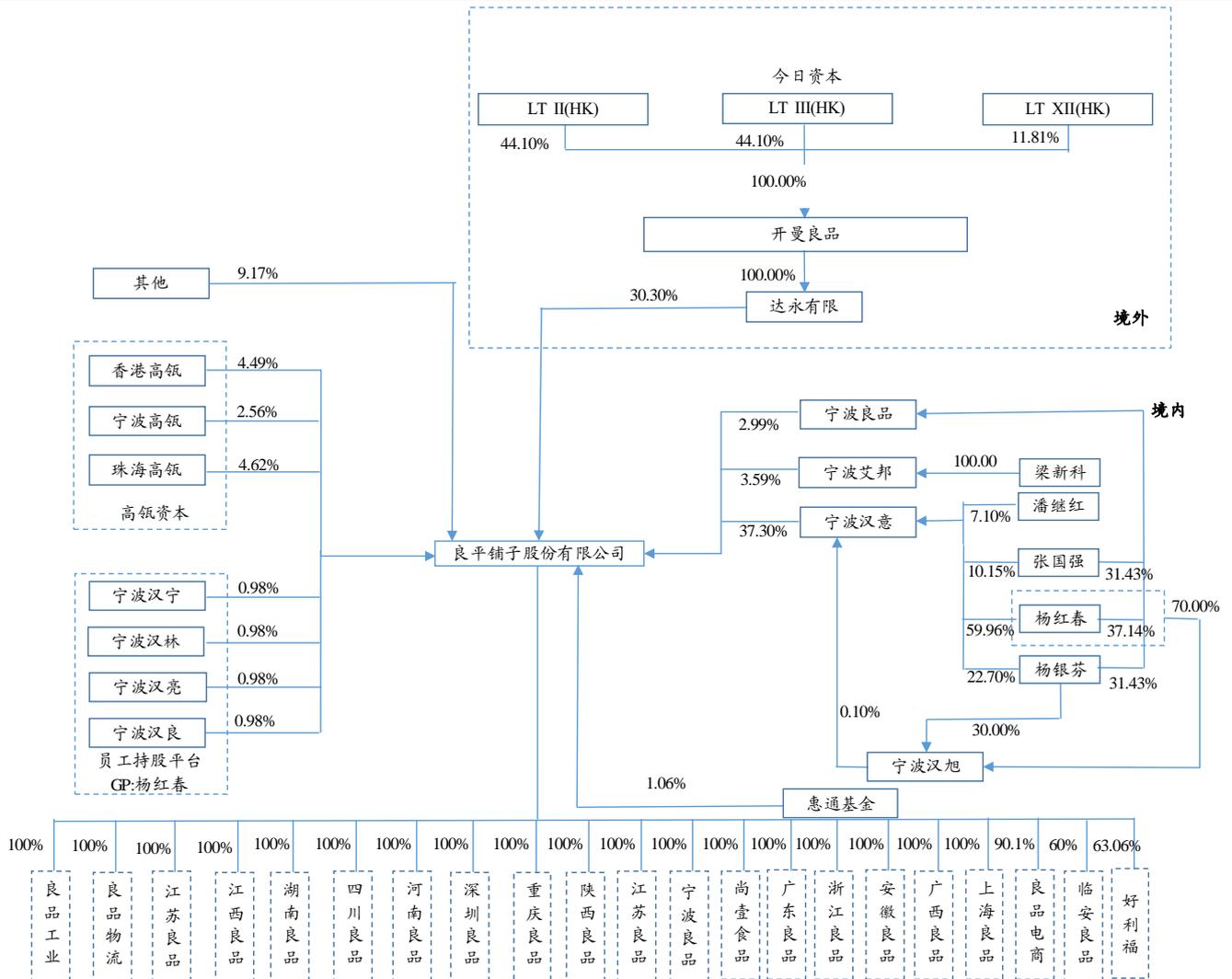
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：近年净利率高于模式相近的来伊份和三只松鼠


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.3. 股权结构稳定，员工激励到位

股权结构稳定，战投加码入驻。实控人职业经理人出身，激励到位员工积极性高。公司的控股股东为宁波汉意，直接持有发行人 37.3% 的股份，为创始人杨红春、杨银芬、张国强及潘继红共同控制，其中杨红春控股宁波汉意，为公司实际控制人。公司分别于 2010、2017 年引入知名战略投资者今日资本和高瓴资本，分别持有公司股份 30.3%、11.67%，多方资本入驻助力公司发展。创始人下海创业之前就职于科龙电器，曾负责品牌策划相关工作，最后担任分公司总经理，职业经理人出身，重视员工积极性的调动，门店管理上 2013 年推出“掌柜承包责任制”，员工可分享公司发展红利，2017 年搭建员工持股平台，目前合计持股 3.92%，股权激励机制到位。

图 6: 良品铺子股权结构


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心整理 注: 更新至2020年年报

表 1: 高管履历丰富

姓名	现任职务	任职时间	相关经历	(间接) 持股比例
杨红春	董事长	2006 至今	男,1973 年出生,本科学历,湖北工业大学毕业.1997-2005 年就职于广东科龙电器,曾任分公司总经理;2009-2010 年就职于武汉阳光旭	25.37%
杨银芬	董事、总经理	2010 至今	男,1974 年出生,本科学历,华中理工大学毕业.1996-2003 年就职于广东科龙电器,曾任分公司总经理;2003-2008 年担任顺德区容桂美蓝蒂卫浴设备厂总经理;2009-2010 年就职于武汉阳光旭	9.42%
张国强	董事、副总经理	2010 至今	男,1973 年出生,本科学历,湖北工业大学毕业.1997-1998 年就职于武汉建工集团,曾任装饰工程设计师;1998-2006 年就职于湖北丝宝,曾任设计师;2009-2010 年就职于武汉阳光旭,曾任业务副总经理	4.72%
潘继红	董事	2015 至今	女,1979 年出生,本科学历,湖北工业大学毕业.于多家公司从事设计工作	2.65%
徐新	董事	2015 至今	女,中国香港籍,1967 年出生,本科学历,南京大学毕业.担任今日资本(香港)董事、总裁、三只松鼠董事	0.35%
柯炳荣	副总经理	2011 至今	男,1973 年出生,本科学历,中南财经大学毕业.1995-2011 年就职于武汉统一企业食品,曾任总经理助理.2011-2017 年,就职于公司,任物流中心总监,副总经理等职	0.05%
徐然	副总经理、董事会秘书	2015 至今	女,1985 年出生,本科学历,湖北大学毕业.曾从事会所高级咨询员及投资理财等职	0.04%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 更新至2020年年报

3. 行业空间广阔，连锁门店有望提升份额

3.1. 量价驱动下，行业提升空间大

休闲零食行业近万亿市场，人均消费量提升空间大。根据 Frost & Sullivan 数据显示，预计 2020 年我国休闲食品规模将达到 7749 亿元，近五年复合增长率达 6.64%，在国内人均可支配收入提升及消费结构升级的驱动下，休闲零食行业近年有望持续维持高景气度。对标英国、美国、日本等发达国家的人均消费量和消费额，我国的零食消费仍有较大的提升空间。随着国内城镇化进程的持续推进，可选享受型消费预计占比有望持续提升，量价驱动下行业成长空间依旧广阔。

图 7：休闲零食行业万亿规模双位数增长

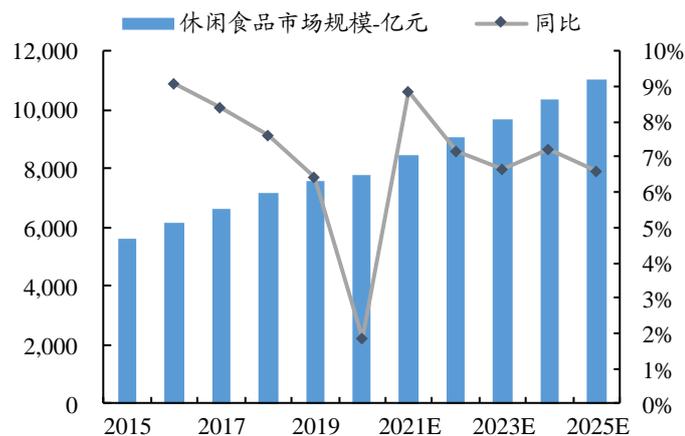
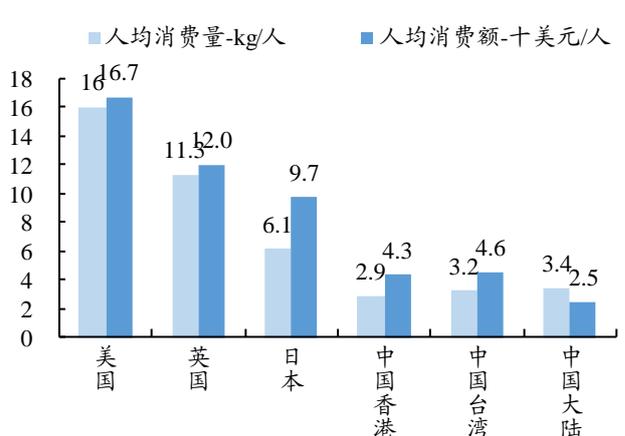


图 8：休闲零食人均消费额提升空间大

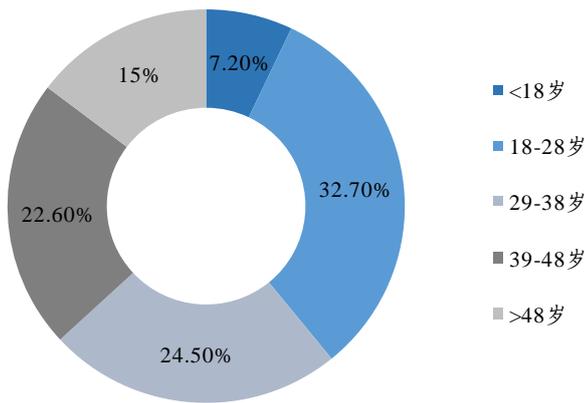


数据来源：卫龙招股说明书，Frost & Sullivan，信达证券研发中心

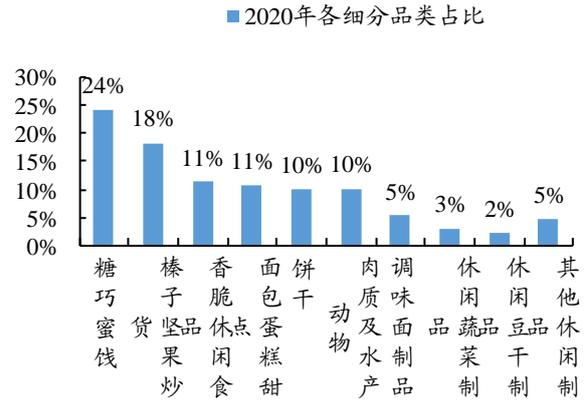
数据来源：Euromonitor，信达证券研发中心 注：2020 年数据

3.2. 品类消费多元化，终端多品类为发展趋势

产品同质化严重，大单品为王转向多品类战略。行业整体制作工艺门槛不高，产品创新难度大且易于被跟随，产品同质化严重。回顾老牌零食企业的成长路径，大单品为王的特点显著，例如洽洽食品的原香瓜子、旺旺雪饼等老牌企业通过大单品叠加强势渠道突围。而随着电商、单品牌店等行业重要渠道的崛起，便捷获取多样化零食的途径变多，渠道流量分散化特点明显，单一品类满足终端一站式购买的需求的难度提升。从零食消费者的群体特征来看，18-48 岁的年轻白领为主要的消费群体，个性、勇于尝试、注重品牌品质是该部分消费群体的显著特征，在新品牌、新口味、新品类的产品持续推陈出新的冲击下，大单品持续突围的难度提升。从行业主流企业三只松鼠、良品铺子持续推陈出新，盐津铺子多品类打造店中岛等来看，行业内企业有从大单品为王向多品类策略转变的趋势。

图 9：休闲食品主要消费人群的年龄在 18-48 岁


数据来源：头豹研究院，信达证券研发中心

图 10：休闲零食品类消费多样化


数据来源：卫龙招股说明书，Frost & Sullivan，信达证券研发中心

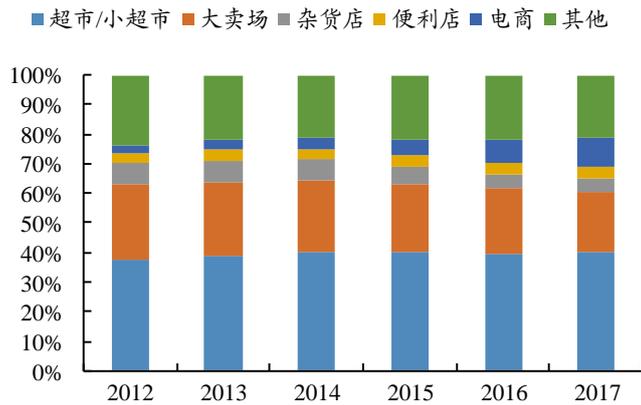
3.3. 线上三强格局显著，线下百舸争流

新零售时代全渠道融合发展或为行业趋势，连锁门店渠道占比有望提升。回顾近 20 年休闲零食渠道的发展历程，我们将其划分为三个阶段，21 世纪初-2010 年，以商超为代表的线下渠道处于快速发展期，洽洽、香飘飘、达利园等主攻线下渠道的品牌获得了快速发展，此期间线上渠道正处于酝酿阶段，“大单品+商超渠道”为主要特点；2010-2017 年这一阶段，电商流量迎来爆发阶段，以三只松鼠、百草味等为代表的新兴零食品牌营收规模快速扩张，线下渠道受到购物习惯转移的冲击进行调整；2017 年新零售元年开启，线上线下渠道边界感降低，全渠道融合进一步改善“人货场”关系有望成为行业发展趋势。2020 年以来，社区团购等新兴渠道迅速崛起，渠道流量分散趋势明显，现代零售渠道遭受考验。回顾休闲零食渠道的发展，渠道的变迁对于行业格局影响较大，采用全渠道模式有望实现线上线下渠道共振，降低渠道端变迁的影响。据 Mob 研究院的数据，2018 年连锁专卖店销售占比约 20%，线下作为休闲零食的重要抓手，连锁专卖店在精准定位、触达消费者、高体验感等方面具备一定优势，预计渠道占比仍将持续提升。

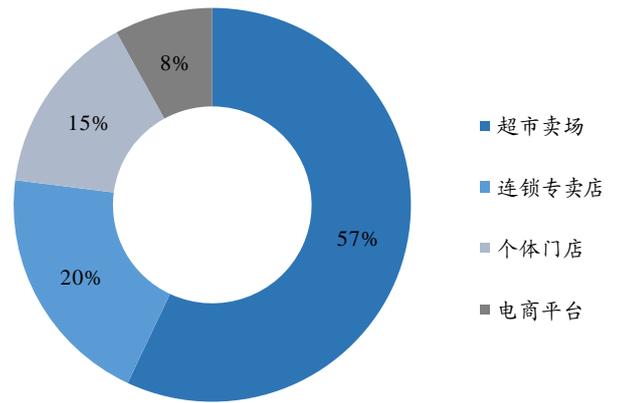
表 2：良品铺子全渠道均衡发展

渠道类型	三只松鼠	良品铺子	来伊份
直营模式		16%	75%
加盟模式	14%	28%	5%
电商模式	74%	51%	15%
其他模式	13%	5%	5%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心 注：三只松鼠其他模式主要为新分销渠道，是以区域分销、KA 商超、连锁便利店等为主的线下分销

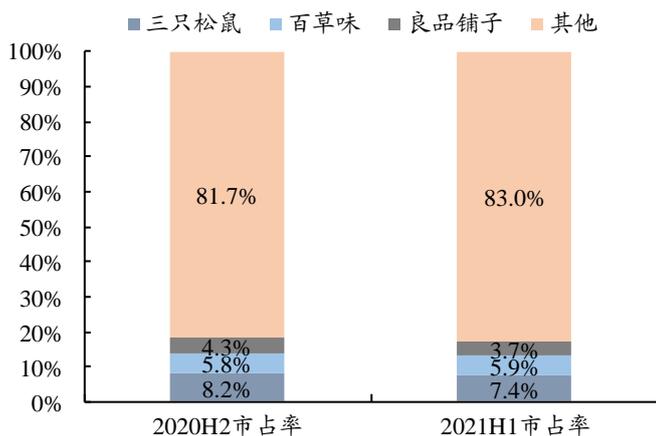
图 11: 线上线下全渠道融合为大趋势


数据来源: 招股说明书, 贝恩咨询, 信达证券研发中心 注: 快速消费品城镇零售渠道销售额分布数据

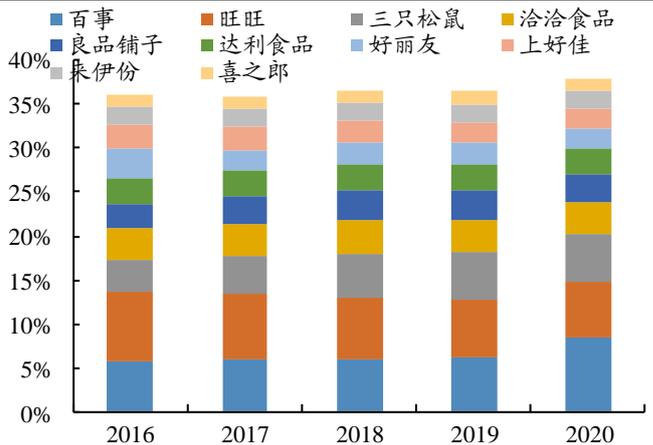
图 12: 线下连锁门店渠道占比有望提升


数据来源: 商务部, Mob 研究院, 信达证券研发中心 注: 2018 年数据

线上渗透率逐年提升, 三强寡头竞争格局显著。线下各细分渠道百花齐放, 行业集中度提升潜力大。整体休闲零食行业格局分散, 据欧睿数据显示 (2020 年其数据口径为 1375 亿元), CR10 不足 40%, 对照弗若斯特沙利文等目前超 7000 亿的市场空间预测口径来看, 行业集中度提升空间仍非常大。线上端, 据淘数据表明, 线上零食市场 CR3 分别为三只松鼠、百草味、良品铺子, 市占率在 2021H1 分别为 8.2%、5.8%、4.3%, 第四位市占率不足 1%。后电商时代流量获取成本提升明显, 龙头具备一定的品牌势能, 小品牌逆势破局难度提升, 线上三强竞争格局具备一定的稳固性。目前线上龙头纷纷布局线下趋势显著, 三只松鼠 2016 年起布局投食店和联盟小店, 良品铺子布局智慧门店等, 预计三强线上价格战态势将趋缓, 竞争格局优化下龙头盈利能力有望提升。线下渠道中, 商超以百事、达利园、洽洽等为代表, 单品牌店以良品铺子、来伊份、三只松鼠等为代表, 集中度低, 处于百花齐放阶段。商超卖场等线下零售终端人流量呈现有所下降, 单品牌店做为线下零售销售渠道的重要补充, 有望吸引人流量获得快速的发展。

图 13: 线上三强竞争格局显著


数据来源: 淘数据, 信达证券研发中心 注: 市占率数据

图 14: 休闲零食行业集中度提升空间大


数据来源: 欧睿, 信达证券研发中心 注: 欧睿休闲零食口径范围较小, 若按照行业普遍估算的 5000 亿市值以上, 行业集中度将更低

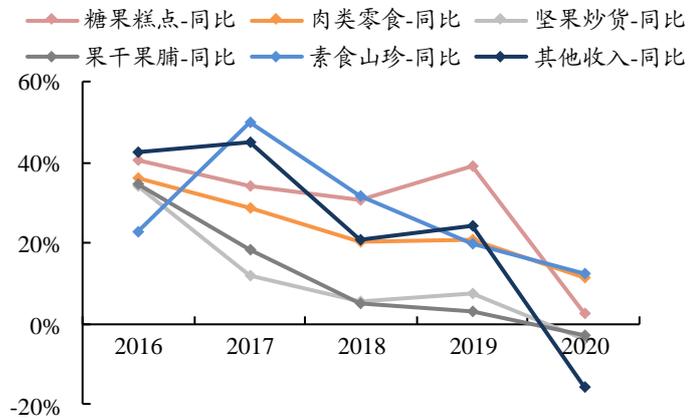
4. 定位高端差异化竞争, 持续打造供应链优势

4.1. 高端产品战略, 打造差异化竞争

实行全品类策略, 产品品类均衡。公司在产品端实行全品类政策, 截止 2020 年年报全渠道 SKU 达 1256 个, 覆盖包括肉类零食、海味零食、素食山珍、话梅果脯、红枣果干、坚果、

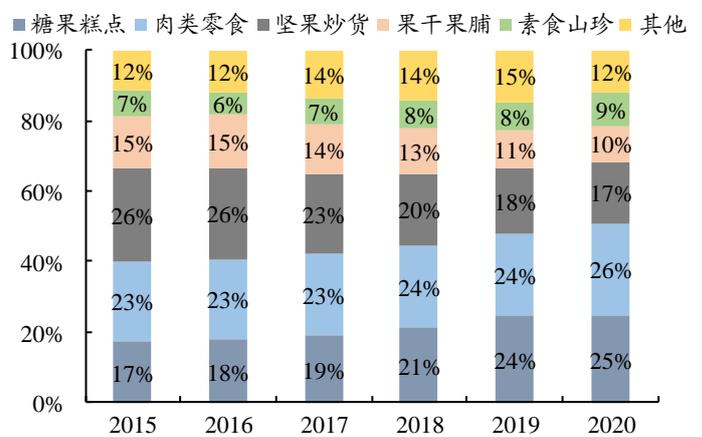
炒货、饮料饮品、糖巧、花茶冲调、面包蛋糕、饼干膨化、礼品礼盒等 13 个品类。2020 年糖果糕点、肉类零食、坚果炒货、果干肉脯、素食山珍、其他分别占比 25%、26%、17%、10%、9%、12%。对比三只松鼠约 50%（2020 年）的营收来自坚果炒货，公司产品品类发展均衡。

图 15: 坚果炒货和果干肉脯增速有所下滑



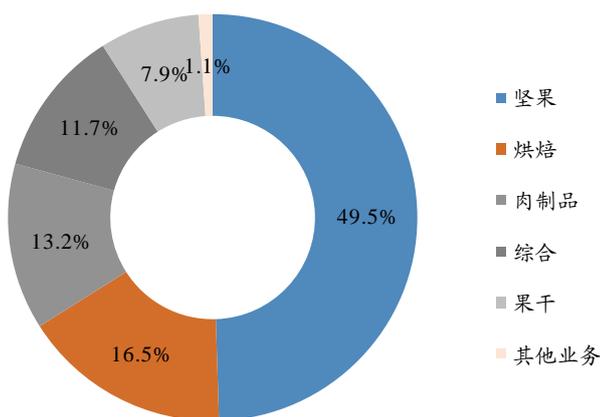
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 公司实行全品类发展战略, 品类分布均衡



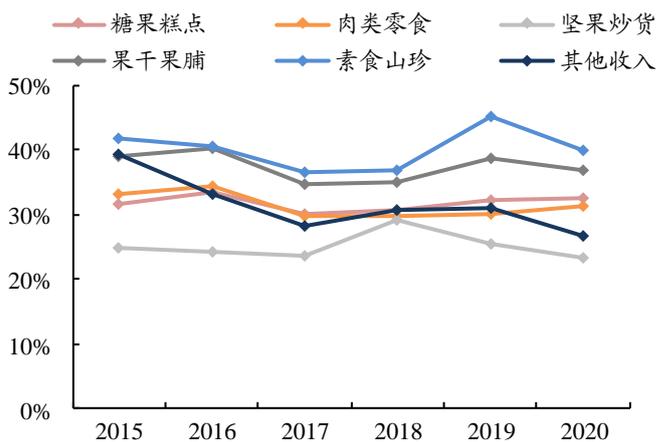
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 三只松鼠坚果占比约 50%



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2020 年数据

图 18: 果干肉脯、素食山珍的毛利率相对高



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

做实高端战略, 差异化竞争率先抢占消费者心智。2018 年, 公司提出高端产品战略, 重点省份的吨价呈现明显的上升趋势。产品端, 公司主要以用户的细分需求为导向进行产品创新, 在儿童及健身零食等细分市场处于销量领先地位, 研发端, 公司设有食品营养健康研究院, 具备领先的食物健康营养技术支持产品高端化。营销端, 公司通过影视作品植入、电视节目冠名等营造产品高端形象。终端通过店员培训、门店高端形象展示打造高端体验。公司通过“产品、传播、体验”三位一体全面做实高端, 赋予高品质、高颜值、高体验的产品内涵, 高端零食形象有望率先抢占消费者心智, 在行业同质化严重中有望形成产品的差异化竞争。

表 3: 以用户的细分需求推出相应的子品牌

子品牌	细分市场	2020 年营收 (亿元)	代表产品	SKU-个	产品特性
良品小食仙	儿童零食 (3-16 岁)	2.23	芝麻夹心海苔、小兔山楂棒、益生菌酸奶豆等, 不涉及婴儿辅食	200+	美味营养、萌趣造型, 不含反式脂肪酸, 少油脂、少食糖、少食用盐, 严格控制食品添加剂。
良品飞扬	健身代餐零食	1.08	低脂鸡胸肉、蛋白代餐奶昔、低 GI 饼干	21	“专注营养科学的健身零食专家”, 轻碳水、少脂肪、高蛋白、控能量。
良品购	企事业单位团购	1.04 (团购业务)	拾贰经典礼盒、敦煌 IP 礼盒、端午礼盒、DIY 礼品组合	-	针对企事业单位的礼盒、福利团购, 提供不同包装设计、定制化服务, 以及周边礼品等环节相应的供应物流服务。
良品茶歇	茶歇、甜点	-	奶酥玫瑰拿铁咖啡、灌浆曲奇、小 T 冰淇淋	-	将无人自助和办公室茶歇相结合, 给繁忙的白领一族提供个人及团队的茶歇解决方案。

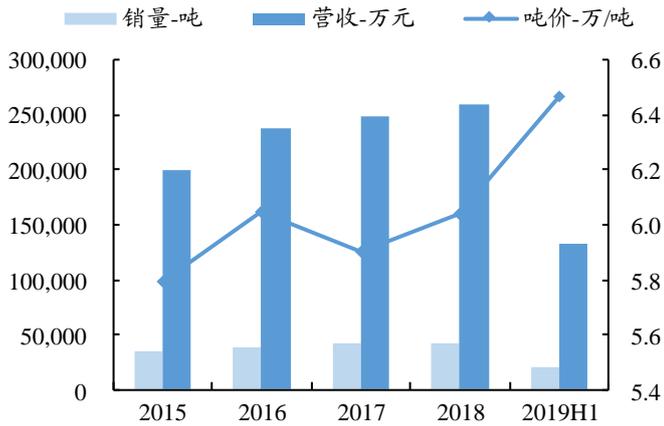
数据来源: 良品铺子年报, 21 财经, 极目新闻, 信达证券研发中心 注: 首家 Tbreak 良品茶歇于 2021 年 7 月在武汉开业, 该子品牌 2020 年无营收。

表 4: 品牌投放力度大, 打造产品高端形象

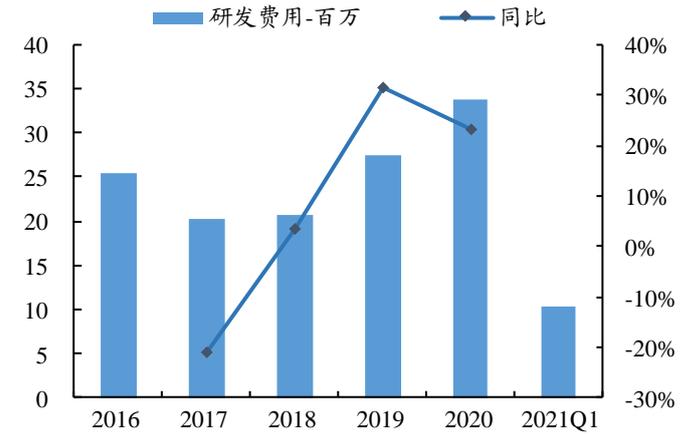
时间	广告营销活动
2015.07	成为爆款综艺《爸爸去哪儿 3》中第二大食品类赞助商。
2015.08	公布签约一线明星代言人黄晓明。
2016.02	携手代言人黄晓明亮相纽约时代广场。
2016.03	牵手“歌伦贝尔第三季音乐发现之旅”亮相 2016 年“517 吃货节”, 同步推出《愤怒的小鸟》造型和包装的相关零食。
2016.05	携手湖北经视联合打造“喜粽”, 于湖北经视的“献爱母亲 回馈母爱”晚会直播现场首发。
2016.05	成立“核桃 TV”, 打造一系列原创美食烹饪类以及旅游攻略类节目, 覆盖腾讯、优酷、爱奇艺、今日头条、秒拍等重要渠道。
2016.07	植入热门剧《老九门》广告贴片, 曝光量突破 116.86 亿。
2016.10	全新打造坚果升级产品“一代佳仁”携手明星蒋欣亮相天猫直播, 开启良品“直播营销”新时代。
2016.11	携手同道大叔打造 IP 产品“星座巧克力”亮相。
2017.01	杨紫成为良品铺子首席粉丝官。
2017.05	植入热门电视剧《欢乐颂 2》, 成为《欢乐颂 2》联合剧献赞助商, 全网播放量超 220 亿。
2017.08	打造了一场立体闭环式整合营销“零食小确幸地铁”。
2018.01	深度植入电视剧《恋爱先生》, 全网播放量超 90 亿。
2018.03	深度植入古装 IP 网剧《烈火如歌》, 播放量 60 亿为第一季度播放量冠军。
2018.04	跨界联合小茗同学在武汉推出移动式“狗粮仓快闪店”, 不到半天万份“狗年狗粮包”零食礼包即被抢光。
2018.06	借当夏最热 IP“世界杯”, 推出为球迷们定制的可以“捧在手心”的冷锅串串嗜辣杯。
2019.01	官宣迪丽热巴为品牌代言人。
2019.08	联手敦煌博物馆打造联名国潮礼盒成“中秋“黑马”, 为首个和敦煌 IP 合作的零食品牌。
2020.03	联手高人气主播开启“云春游”, 推出 4 种春季出游系列产品, 为推出的首批健康系列零食。
2020 年全年	在抖音、快手社交渠道上与外部主播合作超过 1000 人, 全年完成直播合计 3700 余场。
2021 年	植入《变成你的那一天》等热播影视剧等。

数据来源: 良品铺子官网, 良品铺子年报, 荆楚网, 信达证券研发中心

持续加大研发投入, 打造产品深度研发壁垒。研发端, 公司采用自主深度研究和委外简单研究, 目前已建设并投入使用 5 个实验室, 配备先进的测试和实验设备, 支撑终端的产品研发需求。对于零食零售企业而言, 终端需求切换快, 产品持续推新能力至关重要, 公司持续加大研发投入, 有望形成产品端的壁垒。

图 19: 重点省份吨价自 2018 年提出高端战略提升显著


数据来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：五大省份包括湖北、湖南、江西、四川、河南平均吨价数据。

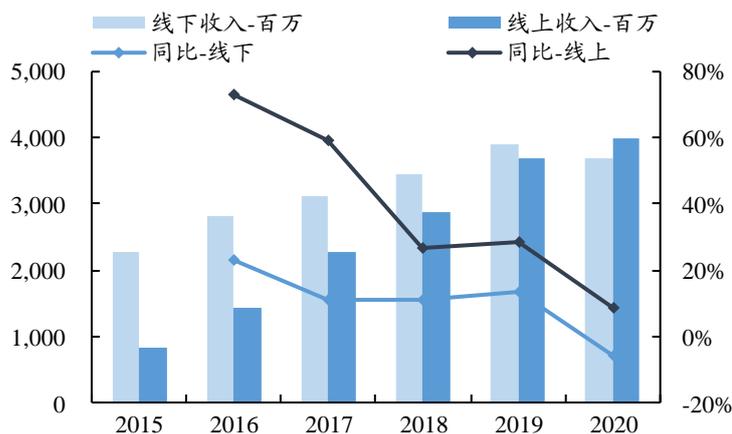
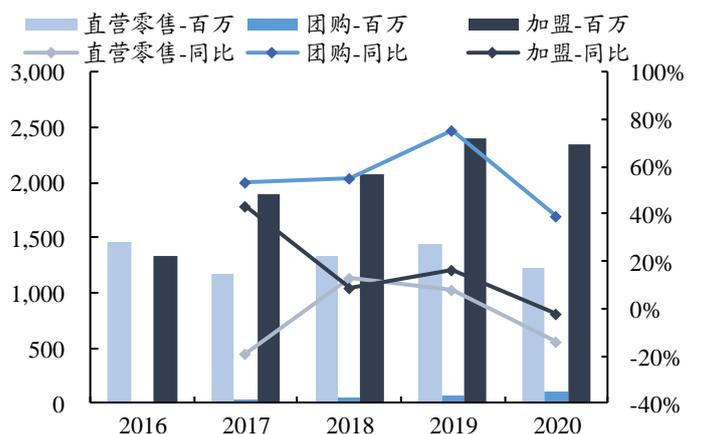
图 20: 良品铺子 2017 年起持续加大研发投入


数据来源：Wind，信达证券研发中心

4.2. 全渠道布局，线下加盟体系成熟

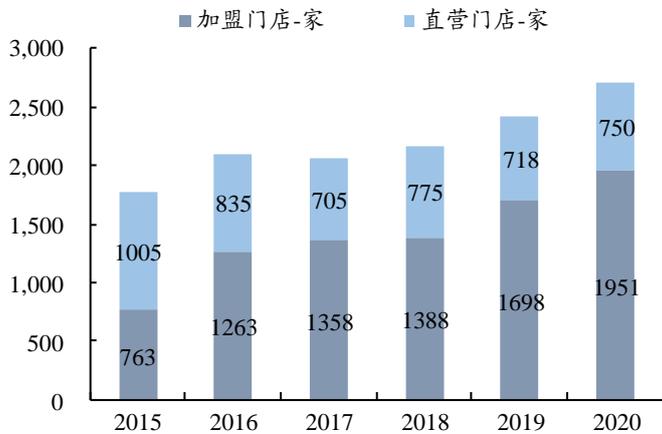
线下坚持“加盟为主，直营为辅”，门店目前聚焦华中地区，辐射周边。公司线下起家，2020 年线下营业收入 35.8 亿元，受疫情影响线下门店收入有所下滑。2016 年公司确立“加盟为主，直营为辅”的门店扩张战略布局，通过直营店进行品牌和门店形象展示，树立标杆，同时联合加盟商的资金资源加快门店终端布局，提升市场占有率。截止到 2020 年，公司门店合计 2701 家，同比净增加 285 家，其中加盟门店 1951 家，直营门店 750 家，加盟门店扩张加速显著，“加盟为主”战略布局成效初显。地区分布上，线下营收目前聚焦华中，2020 年华中地区收入占比 56%，其次华东、西南、华南分别占比 18%、12%、12%，主要集中在湖北、湖南、河南、江西、四川五大省区。

公司线下起家，“类直营”加盟模式管控体系成熟。公司的加盟收入来源可划分为三类：公司向加盟门店提供产品批发的货款收入（加盟批发销售）、加盟商可以选择由公司为其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，从而公司收取相应的辅助管理服务费用，目前加盟商均选择了该项服务（加盟辅助管理）及加盟门店使用公司提供的品牌资源使用权、人员培训、技术支持及业务培训服务收取的费用（一般特许经营）。整体来看，公司的加盟模式类直营，加盟商主要进行门店、资金等资产资源的投资，门店的运营管理则由良品主导。加盟员工（员工属于公司，工资由经销商支付）由公司培训管理，加盟门店销售终端的货物售出公司才确认收入，加盟商没有库存压力，公司线下起家，门店扩张的管理体系较为成熟，类直营模式利于公司对门店终端的运营管控。

图 21: 线上线全渠道均衡布局

图 22: 线下端加盟业务呈现加速发展态势


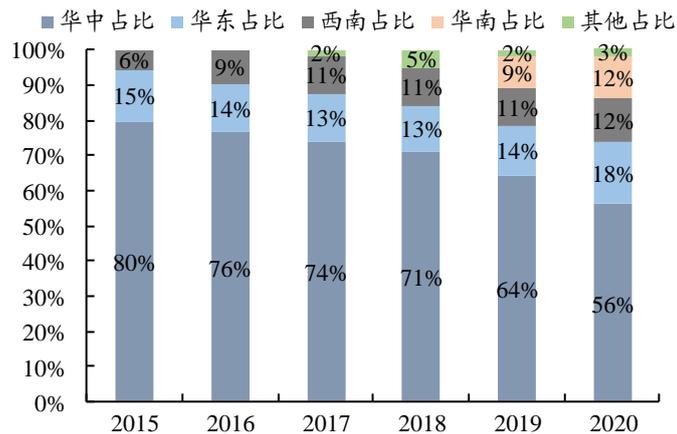
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 加盟门店呈现扩张加速趋势



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2017 年“开大店关小店”策略调整导致直营门店数量下降, 2018 实现对商圈门店的快速布局直营门店上升, 2019 年进行直营门店优化门店数量有所下降

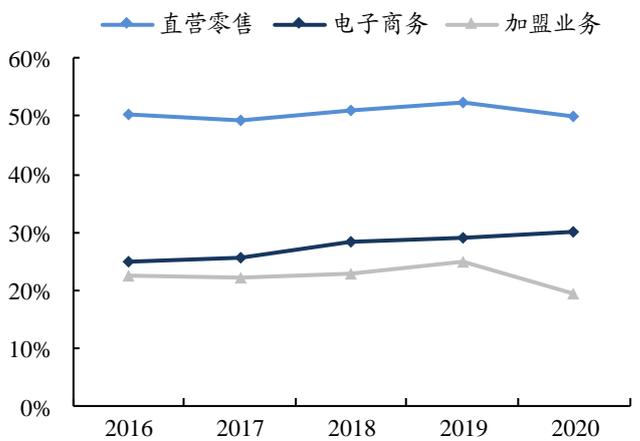
图 25: 华中地区为公司营收大本营



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 华中主要包括河南、湖北、湖南等 华东主要包括江西等、西南主要包括四川等

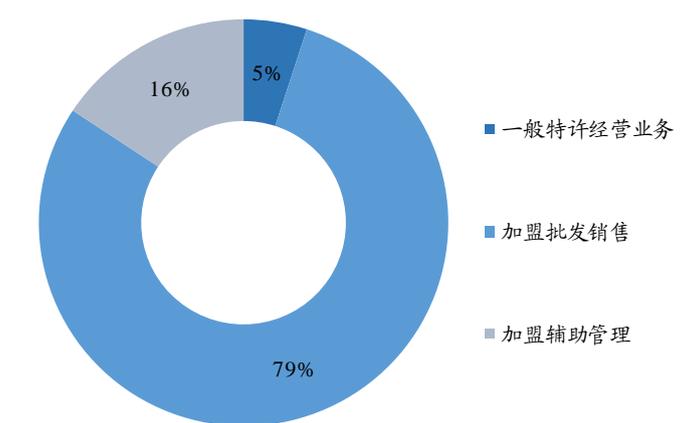
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 加盟为加盟业务和一般特许经营业务合计

图 24: 线下端直营门店毛利率高



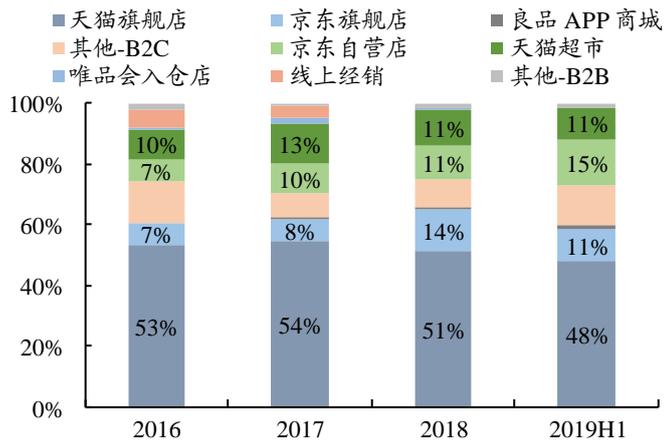
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 分渠道毛利率, 一般特许经营和团购业务由于占比较少未列出

图 26: 加盟业务中主要为产品批发销售

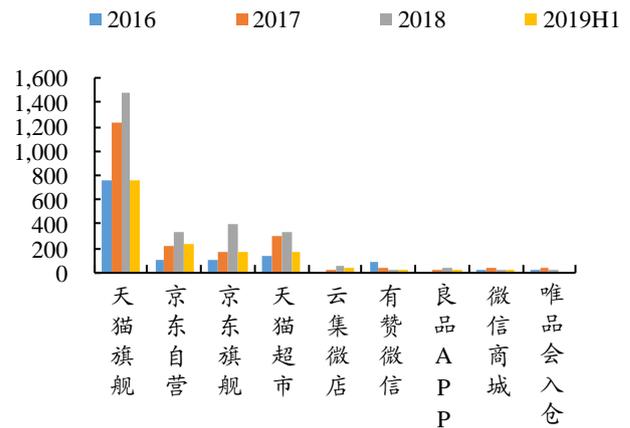


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2020 年数据

“平台电商+社交电商+自营 APP”全方位覆盖线上渠道网络。良品 2012 年进军线上电商, 借助电商发展红利, 线上增速快, 收入占比持续提升, 2020 年实现营收 40 亿元, 占比 52%, 实现线上线下全渠道均衡布局。线上端, 公司建设了包括天猫、京东、微信小程序等平台旗舰店和良品自营商城 B2C 渠道, 也拥有京东自营等线上经销和天猫超市、一号店、唯品会入仓等线上代销 B2B 渠道, 打造了“平台电商、社交电商、自营商城”全方位的线上营销渠道。通过入驻美团、饿了么等本地生活服务平台, 也实现了终端门店的线上化。线上线下融合打造全渠道顺应行业趋势, 有望实现相互赋能, 提升良品铺子在渠道端的抗风险能力。公司 2012 年借助电商发展红利实现线上的成功布局也侧面印证公司对于新兴渠道强大的反应能力。

图 27: 京东平台占比提升明显顺应产品高端化


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 28: 线上主流渠道为天猫和京东平台


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 单位-亿

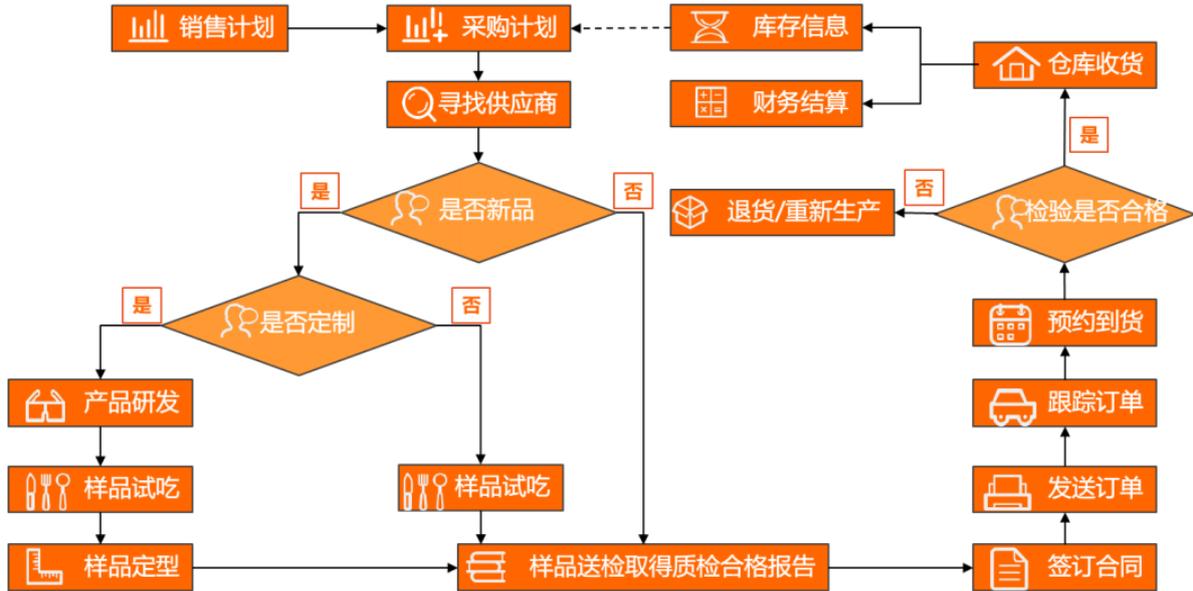
表 5: 良品铺子基本实现全渠道销售

销售模式	形式	对象	渠道平台	营收占比 (2019H1)
线下	直营	全国消费者	门店	21%
	加盟			33%
	大客户团购	企事业单位	良品购—宁波良品购商务公司	1%
	O2O 外卖	本地消费者	自营 O2O 平台 美团、饿了么、等第三方 O2O 平台	门店配送
线上	B2B	电商平台用户	京东自营、天猫超市、一号店自营	12%
		线上经销商	电商平台商户	
	B2C	平台旗舰店	天猫、京东旗舰店	33%
自营平台	良品 APP			

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.3. 注重信息化建设, 持续加强供应链优势

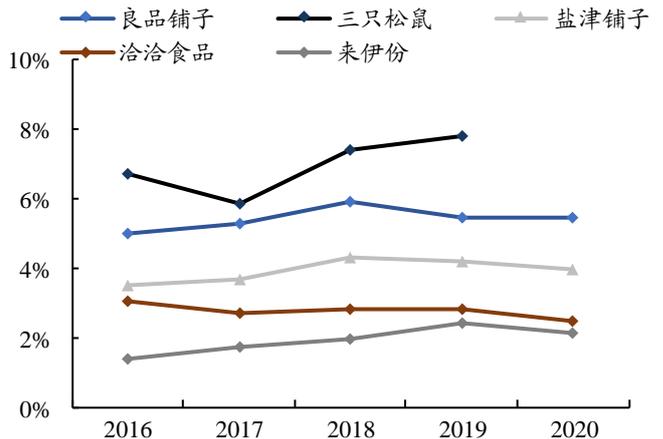
采购环节与供应商形成稳定的合作关系, 保证质量的同时有望不断优化采购成本。公司产品原料大部分采取自主采购的模式, 随后 OEM 生产, 生产端的质量控制与供应商高度相关。公司对新进供应商采取严格的审核措施, 保障供应商的质量; 其次建立合作关系后, 公司质量控制中心对供应商会进行定期和不定期的飞行检查和评估分级, 进一步保障产品供应质量。最后, 产品入库时质检人员抽检合格后方能入库。2019 年 H1 公司规模化供应商数量 122 家, 新进供应商数量少, 前五大供应商较为稳定, 供应商与公司之间的长期良好合作预计有效保障产品供应和安全。公司定位高端并且深耕行业十五载, 采购环节有望愈加完善, 随着采购规模持续扩大, 采购成本有望持续优化。

图 29: 良品产品采购体系成熟


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 30: 规模化供应商结构较为稳定


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 规模化供应商

图 31: 仓储运杂费用率低于三只松鼠


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

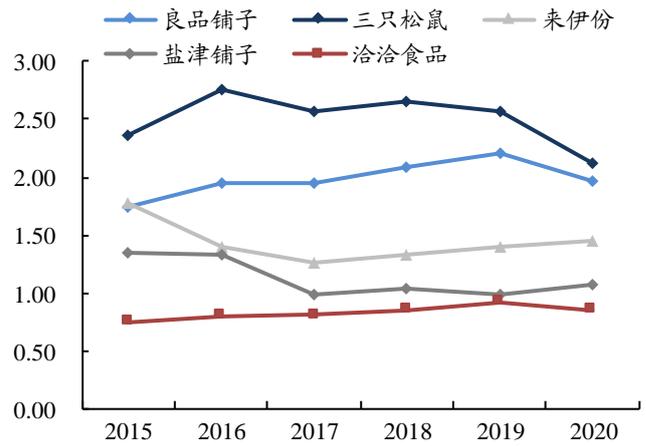
注重信息化系统建设, 修炼高效内功。公司于 2008 年投入全年利润 1000 万元建设信息化系统; 2011 年, 搭建供应链体系信息化系统, 并且全面升级 ERP 系统, 2014 年, 良品铺子投入 5000 万元同 IBM、SAP 合作, 启动全渠道一体化营销管理平台。2017 年, 公司携手阿里投资 8000 万建设智慧门店, 2018 年与阿里数字银行等合作进行后电商时代的精准营销。通过一系列的数字化信息化的建设, 公司已经实现核心业务的全系统化管理, 并完成了不同系统之间的集成整合, 实现了**前台系统的灵活覆盖、中台系统的高效集成、后台系统的稳健支撑**。前台系统端, 实现了各种支付方式和渠道的接入及前台渠道的商品、价格、促销、库存等信息的统一协调管理, 保障渠道的协同和用户体验, 提升渠道的运转效率。中台系统端实现了公司全渠道订单、库存、会员信息、促销活动、商品配置等方面的统一管理, 实现资源的高效协同利用, 支撑公司全渠道的高速运营。后台系统端, 整合了商品、门店、用户、供应商、员工等企业资源, 实现了财务和业务一体化以及信息流、物流、资金流的统一管理和资源的高效配置。体现在财务端, 公司的周转率处于行业前列, 并且呈现持续提升的趋势。公司本质为休闲零食行业品牌零售企业, 效率至关重要, 持续加强在供应链体系端的投放有望铸就公司深厚内功。

图 32: 公司在全国建立 5 个区域中心仓和 6 个城市仓



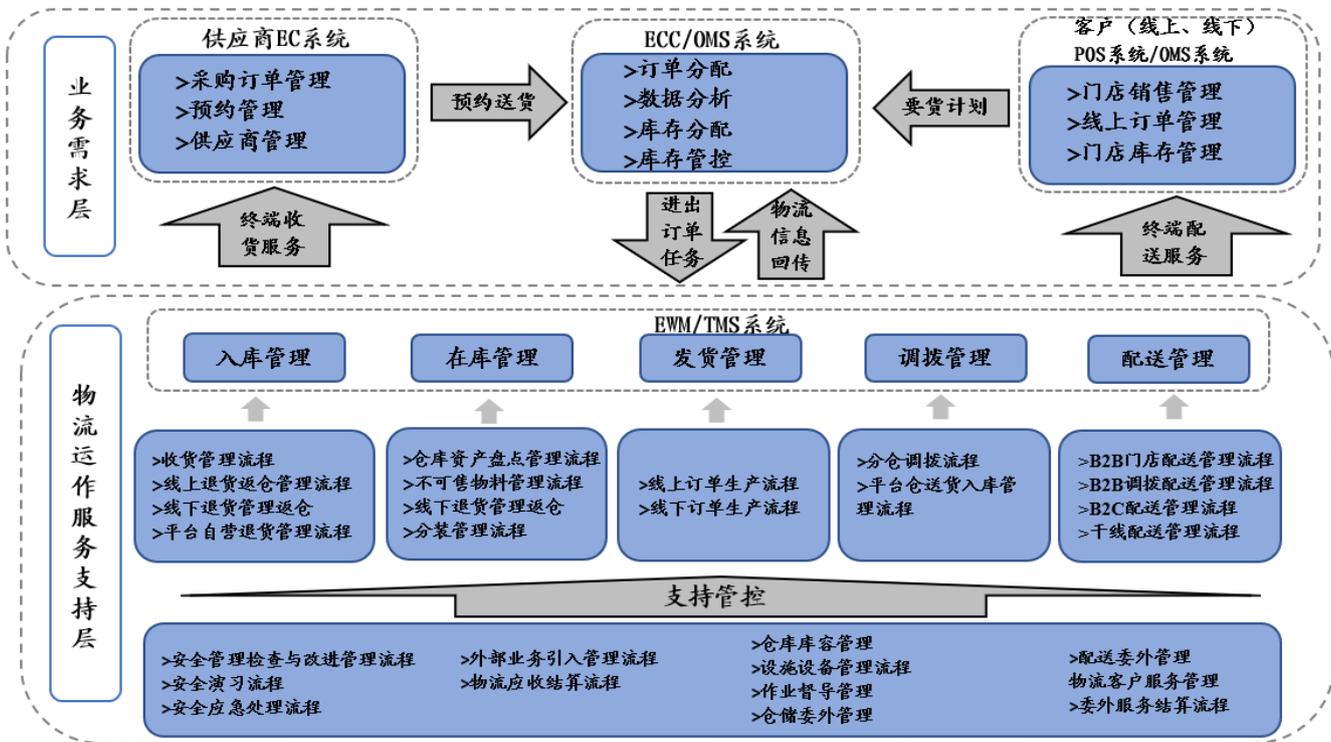
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 良品资产周转率处于行业前列



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 单位-年/次

图 34: 信息化系统支撑公司高效运营

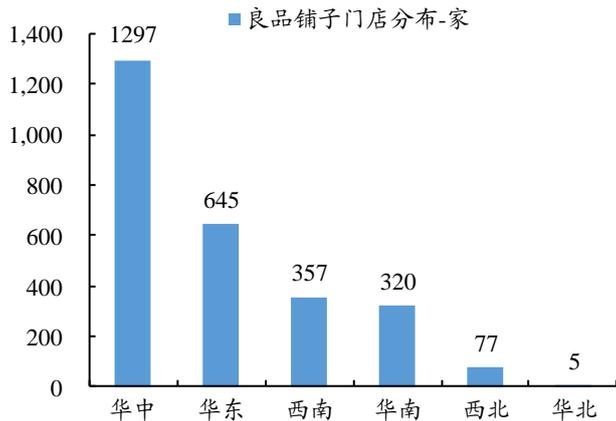


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

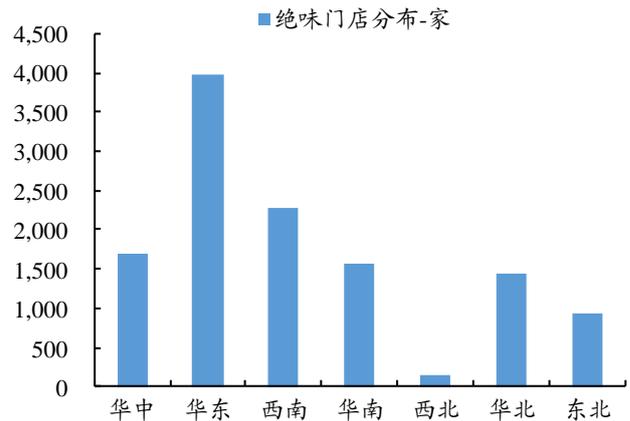
5. 门店全国扩展空间大, 线上盈利能力有望改善

5.1. 线下门店全国化扩张可期

对比同为休闲零食的绝味来看, 中期良品门店可看至 6000 家以上。观察其他连锁业态的门店扩张过程, 随着区域扩张走向全国化, 门店数量通常迎来快速发展, 目前良品铺子的门店一半以上集中在华中地区。对比其他连锁业态, 鸡排连锁正新鸡排、餐饮连锁杨国福麻辣烫及咖啡连锁星巴克等门店数量大多超过 5000 家的企业, 良品铺子华中地区外的扩张空间仍广阔。横向对比基本实现全国化的绝味鸭脖, 2020 年其华中门店占比不到 20%, 绝味和良品铺子均为休闲零食连锁业态, 其消费生态圈较为相近, 以目前绝味华中地区的占比对良品铺子中期门店扩张进行预测, 随着良品铺子逐步进行全国化扩张, 假设中期华中地区门店占比下降至 20%, 则良品铺子门店中期门店数量可看到 6000 家以上 (1297/20%)。

图 35: 良品铺子约一半门店集中在华中地区


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

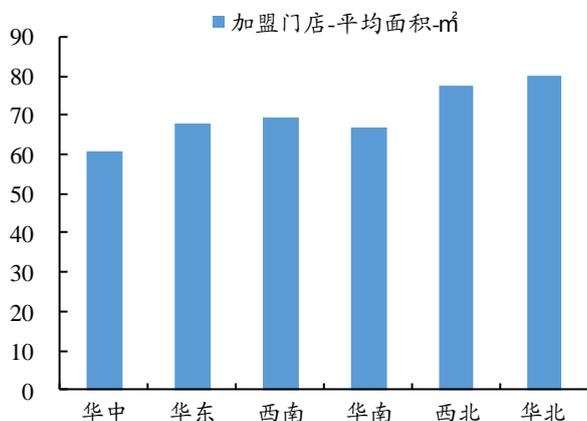
图 36: 绝味门店华中占比不到 20%


数据来源: 大众点评网, 信达证券研发中心 注: 华中地区包括湖南、河南、湖北。

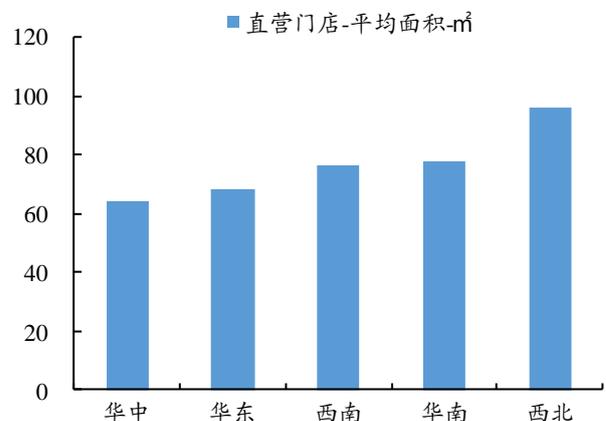
5.2. 加盟商盈利保障门店扩张

单店盈利模型跑通保障线下门店快速扩张, 绑定优质加盟商资源实现快速复制。根据调研了解, 以发展较为成熟的华中地区为例, 对良品铺子直营和加盟门店进行单店模型拆解, 粗略估算, 对于加盟商而言, 通常初始投入在 60 万元左右, 包括初始设备、加盟费及保证金等, 基本能够实现 18-24 个月回本。横向对比其他连锁业态, 部分奶茶加盟及鸭脖连锁等回报率稍高于良品终端加盟的盈利能力, 但考虑到公司类直营的加盟模式, 加盟商类似于财务投资者, 18-24 个月的投资回收期对于加盟商而言极富吸引力。2019 年 H1 公司 1490 家加盟店对应 336 名加盟商, 人均拥有门店 4-5 家, 一人开多店, 加盟商专业度高利于加盟门店的成功。整体而言, 良品门店加盟回报率高, 公司门店运营经验丰富, 专业加盟商门店资源具备优势, 双方各扬所长, 强强联合下预计加盟模式能够实现快速复制。

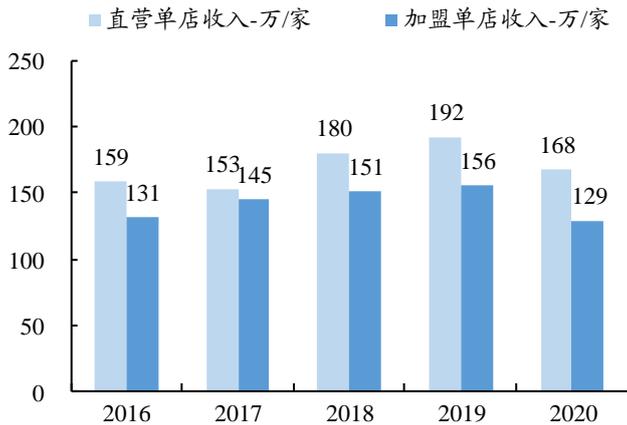
对标华中市场, 单店营收仍有提升空间。观察公司的连锁门店的平均单店收入整体呈现上升趋势, 表明门店通过一段时间的运营培育或者新开门店, 营收仍存在提升空间。单店端营收影响指标可大致分拆为客流量、人均消费额、人均消费频次, 行业端消费升级及可选消费频次的增加、公司端产品高端战略有望成为强有力的驱动力。横向分区域来看, 华中地区的平均单店营收为 157 万元/家, 华东、华南等经济发展较快的区域单店预计仍有提升空间。观察绝味鸭脖等连锁企业的单店营收曲线, 平均来看, 门店端有望保持 3-5% 的自然增长。

图 37: 2020 年公司加盟门店平均面积在 60-80 m²


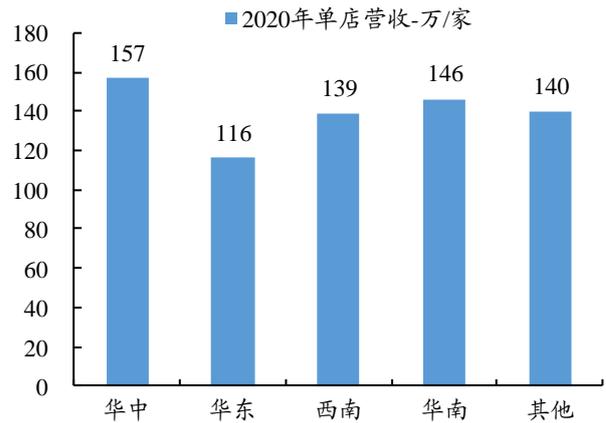
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 2020 年公司直营门店平均面积在 60-100 m²


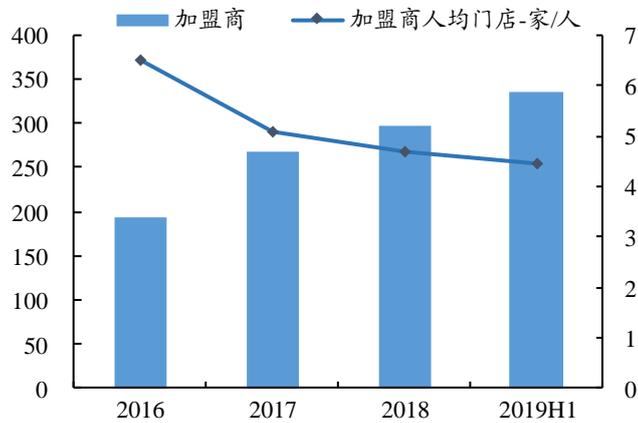
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 加盟直营单店收入提升显著


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 单店收入=当年收入/(年初门店数量+年末门店数量)/2 注: 2020 年主要受疫情影响, 单店营收有所下滑

图 40: 对标华中, 其他区域单店营收预计仍有提升空间


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 41: 加盟商人均开店数量高


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 42: 2017 年以来公司门店开拓呈现加速态势


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

5.3. 门店扩张预计加速

上市募集资金重点扩张华东、华中地区, 加盟门店扩张有望加速。据招股说明书, 公司上市募集资金计划未来三年在郑州、深圳、西安等城市合计开设直营门店 192、120、64 家, 其中 100 m²旗舰店 126 家, 60 m²的标准店 250 家, 重点扩张华中、华东地区。同时对五大省区的 652 家老店进行第五代门店升级, 提升门店盈利能力。加盟门店端, 2020 年公司新开加盟门店 482 家, 加速明显, 疫情后期优质门店资源空出有望带来公司加盟门店扩张的加速。长期来看, 公司定位高端零食, 信息化系统深化全渠道运营优势, 供应链优势有望逐步加强, 加盟商赚钱效应好, 与优质加盟商强强联手, 加盟门店有望扩张加速, 助推公司业绩增长。

表 6: 上市未来三年预计扩张 376 家直营门店

省份	城市	店铺类型	扩张计划			合计
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	
湖北	武汉	旗舰店	7	5	5	17
		标准店	11	0	0	11
湖南	长沙	旗舰店	3	2	2	7
		标准店	9	5	0	14
江西	南昌	旗舰店	2	3	0	5
		标准店	5	0	0	5

河南	郑州	旗舰店	3	3	0	6
		标准店	9	20	20	49
	洛阳	标准店	0	0	0	0
四川	成都	旗舰店	4	5	0	9
		标准店	8	10	0	18
重庆	重庆	旗舰店	3	2	2	7
		标准店	8	5	5	18
陕西	西安	旗舰店	3	2	2	7
		标准店	15	5	5	25
江苏	南京	旗舰店	4	8	10	22
		标准店	11	5	0	16
浙江	杭州	旗舰店	2	2	0	4
		标准店	7	0	0	7
上海	上海	旗舰店	3	2	2	7
		标准店	7	5	0	12
安徽	合肥	旗舰店	0	0	5	5
		标准店	5	2	2	9
广东	深圳	旗舰店	3	2	2	7
		标准店	7	0	0	7
广西	南宁	旗舰店	4	2	0	6
		标准店	32	5	0	37
	广州	旗舰店	3	3	0	6
		标准店	9	5	0	14
	南宁	旗舰店	3	2	2	7
		标准店	2	5	0	7
		旗舰店	52	45	29	126
		标准店	140	75	35	250
		共计	192	120	64	376

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：招股说明书中募集资金的项目

5.4. 线上盈利能力有望提升

线上三寡头竞争格局显著，价格战硝烟渐散。目前线上行业三寡头格局显著，三巨头之一百草味被百事收购，预计在商超渠道将加大布局，良品的战略为“不一味追求规模，重视利润”，预计将重心放置盈利能力强的线下。对于三只松鼠而言，如果其发起价格战，另外两家并未跟随，则短期可以牺牲一部分利润做大规模，但由于零食同质化严重，目前三家产品知名度并没有巨大的差别，消费习惯培养难度大。长期而言一旦停止价格补贴，低价吸引的消费者又会重新在三家之间挑选，整体而言一家发起价格战成本高，但预期的收益不大，预计三寡头价格战的硝烟将逐步散去。其次，良品铺子有望借助线下终端的门店辐射占领消费者心智实现线上引流。因而，我们认为线上再次爆发长期持续的价格战概率不大，对于良品铺子而言，三强格局下对于其他小零食企业具备一定的品牌优势，有望充分享受零食线上增长红利，线上盈利能力亦有望提升。

6. 估值与投资评级

估值假设

收入端：假设 2021-2023 年收入分别保持 21%、20%、19% 的增长。分渠道来看，公司收入主要来自于直营零售业务、加盟门店业务、电子商务业务及团购业务。目前公司线下门店正处于加速开拓期，假设 21-23 年公司直营门店净新增 50、60、40 家，加盟门店净新增 340、

410、480 家，直营门店单店营收同比增加 9%、6.5%、4.5%，加盟门店单店收入同比增加 12%、8%、5%；电子商务业务同比分别增长 18%、18%、18%；团购业务由于基数较小，假设 21-23 年同比增长 45%、40%、35%。

表 7: 盈利预测收入拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入-百万	7715	7894	9559	11499	13675
营业总收入-同比		2.3%	21.1%	20.3%	18.9%
直营零售业务-百万	1433	1231	1417	1616	1790
直营门店期末数量-家	718	750	800	860	900
单店收入-万/家	192	168	183	195	203
加盟业务+一般特许经营业务-百万	2400	2350	3060	3889	4811
加盟门店期末数量-家	1698	1951	2291	2701	3181
单店收入-万/家	156	129	144	156	164
电子商务业务	3693	4001	4721	5571	6573
团购业务	75	104	151	211	285
其他业务	115	208	210	212	214

数据来源: Wind, 信达证券研究中心 注: 单店收入为当期营业收入/(期初门店+期末门店)/2, 由于加盟业务和一般特许经营都属于终端加盟门店产生的收入, 因而合并预测

成本费用端: 预计 21-23 年各渠道毛利率有所提升, 费用率保持稳中有降的态势。公司定位高端, 随着渠道端不断落实高端定位及规模优势体现, 预计各渠道毛利率保持稳中有升的态势, 假设 21-23 年直营零售业务毛利率分别为 50%、50.2%、50.5%, 团购业务分别为 31.6%、31.8%、32.0%, 电子商务业务分别为 30.5%、30.7%、31%, 加盟业务分别为 21%、21%、21.3%。公司目前正处于门店快速开拓期, 但在规模效应下及线上价格战逐步消退, 预计销售费用率和管理费用率呈现稳中有降的趋势, 假设 21-23 年销售费用率为 20.1%、19.8%、19.7%, 管理费用率为 5.3%、5.2%、4.9%

受益于线下门店开拓及线上盈利能力改善, 预计 21-23 年营业收入分别为 95.59、114.99、136.75 亿元。净利润端, 预计 21-23 年归母净利润分别为 4.13、5.24、6.62 亿元。

PE 估值

我们选取 7 家 A 股休闲零食企业作为可比公司, 可比公司 2022 年平均 PE 为 22X, PEG 为 0.8, 考虑到公司供应链端有望提升效率, 线上线下仍处于较快增长, 公司当前仍处于快速抢占市场规模阶段, 净利润弹性大, 因此给予良品铺子 2022 年 35XPE, 对应市值 183 亿元。

PS 估值

我们选取 7 家 A 股休闲零食企业作为可比公司, 可比公司 2022 年平均 PS 为 2.9X, 考虑到公司聚焦品控, 生产端主要采用代工模式, 净利率同比行业平均水平较低, 因此给予良品铺子 2022 年 1.6XPS 估值, 对应市值 184 亿元。

表 8: 可比公司估值表

2021/7/9	总市值- 亿元	EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
		20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E	20A	21E	22E		
绝味食品	420	1.15	1.65	2.09	35%	60	42	33	0.9	8.1	7.7	6.4	
煌上煌	72	0.55	0.66	0.81	21%	25	21	17	0.8	2.9	2.4	2.0	
劲仔食品	44	0.26	0.35	0.43	29%	42	31	25	0.9	4.0	4.0	3.4	
三只松鼠	158	0.75	1.03	1.33	33%	53	38	30	0.9	1.6	1.3	1.1	
洽洽食品	191	1.59	1.88	2.21	18%	24	20	17	1.0	3.6	3.1	2.7	

甘源食品	49	1.92	2.37	2.95	24%	27	22	18	0.7	4.2	3.3	2.6
盐津铺子	70	1.87	2.59	3.70	41%	29	21	15	0.4	3.6	2.7	2.2
平均					29%	37	28	22	0.8	4.0	3.5	2.9
良品铺子	134	0.86	1.03	1.31	24%	39	32	26	1.1	1.7	1.4	1.2

数据来源: Wind, 信达证券研究中心 注: 良品铺子数据来源于信达证券研发中心预测, 可比公司的数据来源于Wind的一致估计数据。更新日期为2021年7月31日

综合 PE 和 PS 估值, 我们给予公司合理市值 183 亿元, 目标价格 45.6 元。

市场担忧休闲零食大行业小公司, 产品同质化严重难以跑出大公司, 我们认为良品定位高端, 产品端形成差异化竞争, 切中行业痛点, 积累品牌势能有望实现突围。基本实现全渠道布局, 顺应渠道变革能力强, 线上三强格局初显, 价格战预计不符合各方利益, 盈利能力有望提升。线下端连锁门店单店模式基本跑通, 与加盟商强强联手, 预计开店有望加速, 有望持续带动营收高成长。公司注重信息化系统建设及供应链打造, 规模效应下, 供应链效率有望提升带动净利率提升。预计 21-23 年公司 EPS 分别为 1.03、1.31、1.65 元/股, 对应 2021 年 PE 为 33.27X, 首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险因素

食品安全风险。公司产品生产端采取自主研发+外部采购的模式, 产品质量控制难度较高, 公司作为零食零售商, 若发生食品安全问题, 将对公司的品牌形象及经营业绩产生极大的不利影响。

连锁门店管理瓶颈。公司目前连锁门店正处于快速开拓当中, 对于公司门店运营管理能力要求提升, 若终端门店管理不当, 将对门店开拓及品牌形象产生不利影响。

线上竞争加剧。线上品牌竞争加剧将影响公司的获客成本和盈利能力。

附：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3,015	3,367	3,780	4,260	4,820	
货币资金	1,524	1,980	2,173	2,391	2,659	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	259	360	436	504	581	
预付账款	127	117	141	170	201	
存货	971	618	722	869	1,032	
其他	135	290	307	326	348	
非流动资产	817	817	1,134	1,501	1,920	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	522	451	728	1,048	1,416	
无形资产	164	141	182	228	280	
其他	132	225	225	224	224	
资产总计	3,832	4,184	4,913	5,760	6,741	
流动负债	2,359	2,091	2,485	2,914	3,372	
短期借款	0	40	40	40	40	
应付票据	579	424	505	565	619	
应付账款	911	670	794	934	1,083	
其他	868	957	1,146	1,375	1,629	
非流动负债	8	8	8	8	8	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	8	8	8	8	8	
负债合计	2,367	2,098	2,493	2,921	3,379	
少数股东权益	50	3	4	5	6	
归属母公司股东权益	1,416	2,083	2,417	2,834	3,355	
负债和股东权益	3,832	4,184	4,913	5,760	6,741	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,715	7,894	9,559	11,499	13,675	
同比(%)	21.0%	2.3%	21.1%	20.3%	18.9%	
归属母公司净利润	340	344	413	524	662	
同比(%)	42.7%	0.9%	20.2%	27.0%	26.3%	
毛利率(%)	31.9%	30.5%	31.1%	31.1%	31.2%	
ROE%	24.0%	16.5%	17.1%	18.5%	19.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.85	0.86	1.03	1.31	1.65	
P/E	0.00	68.48	33.27	26.21	20.74	
P/B	0.00	11.30	5.69	4.85	4.09	
EV/EBITDA	-3.04	45.77	23.72	17.72	13.33	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,715	7,894	9,559	11,499	13,675	
营业成本	5,256	5,489	6,588	7,928	9,415	
营业税金及附加	42	50	60	72	86	
销售费用	1,581	1,570	1,924	2,277	2,689	
管理费用	411	377	503	592	674	
研发费用	27	34	42	53	63	
财务费用	-10	-24	-40	-44	-48	
减值损失合计	0	1	0	0	0	
投资净收益	20	14	14	14	14	
其他	44	70	82	99	118	
营业利润	471	484	577	734	928	
营业外收支	2	0	4	4	4	
利润总额	473	483	581	737	932	
所得税	124	139	167	212	268	
净利润	349	344	414	525	664	
少数股东损益	9	1	1	1	1	
归属母公司净利润	340	344	413	524	662	
EBITDA	502	472	489	643	834	
EPS(当年)(元)	0.85	0.86	1.03	1.31	1.65	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	342	330	619	739	897	
净利润	349	344	414	525	664	
折旧摊销	105	97	48	66	86	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-20	-14	-14	-14	-14	
营运资金变动	-96	-68	175	166	165	
其它	4	-29	-4	-4	-4	
投资活动现金流	153	-196	-323	-390	-464	
资本支出	-126	-150	-337	-405	-478	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	279	-46	14	14	14	
筹资活动现金流	-7	372	-103	-131	-166	
吸收投资	0	447	0	0	0	
借款	0	40	0	0	0	
支付利息或股息	0	-103	-103	-131	-166	
现金流净增加额	488	507	193	217	268	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。