

公司深度报告

2023年06月09日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.领航高端零食，全渠道迈向全国化
——良品铺子（603719.SH）首次覆盖报告

核心观点

定位高端零食，品类与渠道发展均衡健全。公司为全品类、多品牌、全渠道发展的行业龙头，坚持“高端零食”定位，以“产品+渠道”双轮驱动，已形成包含坚果炒货、果干果脯、肉类零食、素食山珍、糖果在内的五大产品体系，2022年全渠道SKU合计达1655个；渠道方面，公司拥有业内唯一线上线下结构均衡且高度融合的全渠道销售网络，2022年门店数达3200家。近年公司业绩增长总体稳健，2018-2022年营收/归母净利润CAGR分别为10.30%/8.90%，2023Q1归母净利润同比+59.78%，2023年有望在宏观经济与经营环境改善下加速增长。

休闲零食行业持续扩容，多品类+全渠道为大势所趋。2021年我国休闲零食行业规模约为14015亿元，2011-2021年CAGR为11.1%，2023年休闲零食行业增速预计小幅下滑，但仍有望维持高个位数增长。随着零食产业的不断革新及居民生活水平的提升，休闲零食行业呈现细分化、多元化发展的趋势，龙头企业纷纷布局多品类；单一渠道红利减弱态势下，企业逐渐加大线上线下全渠道布局，其中零食折扣店兴起，在价格、选品、门店周转与市场下沉方面具备优势，或将成为企业业绩突破口。

全品类+全渠道+全国化打造公司核心竞争力。在产品品类上，以“高端零食”为企业战略发展方向，全方位布局产品品类。其中素食山珍与果干果脯业务毛利率较高，2022年二者毛利率分别为35.73%、31.54%。同时，以用户需求为导向研发新品，持续进行产品创新并进行品牌营销活动，高端零食品牌深入人心。在渠道上，公司建立全渠道销售体系，线上线下齐发力并趋向均衡，2022年公司线上/线下渠道收入占比分别为50.22%、49.78%。线下渠道，加盟构筑业绩基本盘，直营业务为公司中坚力量，团购业务收入增速喜人。线上渠道，“平台电商+社交电商”构建线上销售网络，分渠道制定销售增长策略，销售规模进一步提升。2020-2022年公司全渠道可触达会员数量由8465万人增加至1.3亿人，全渠道会员数量持续增长，会员销售额支撑业绩提升，2019-2022年会员销售额占比由57.4%提升至63.05%。区域上，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局，2018-2022年华中区域收入占比由38.77%下降至22.48%，全国化进程逐步推进。此外，供应链体系+信息化系统建设持续增强公司实力，核心业务实现全系统化管理，前中后系统持续完善助力管理效率提升。

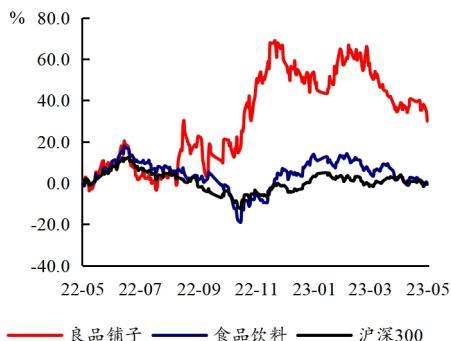
门店数量具备较大提升空间，升级改造助力单店营收增长。公司坚持“加盟为主，自营为辅”持续拓展线下门店，截止到2022年公司门店合计3226家，同比2021年净增加252家。直营门店由2016年971家增至2022年998家，加盟店数由996家增长至2228家。与其他休闲零食连锁业态企业相比，公司门店数量具备较大提升空间。当前绝味食品已经实现全国化覆盖，门店数量超万家，而良品铺子仅3000+家，以绝味门店华中区域占比为参考基数，假设公司华中地区门店占比下降至25%，我们预计公司门店数量可增至5800家以上。随着公司逐步进行全国化扩张，区域分布将更为均衡，同时公司在门店拓展态度上积极奋进，2023年全年新增开店目标为1000家。从单店营收来看，直营单店收入高于加盟单店收入，对标华中单店营收仍有提升空间，从主要区域单店收入来看，2022年华中/华南/华东/西南单店收入分别为145/121/115/111万元，以华中区域单店收入为标准，其他区域单店收入均具备较大提升空间。公司在新开门店布局上从产品组合、装修风格、展示陈列、服务等多方面进行门店升级，进行差异化打造，单店营收有望进一步提振。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	401.00
流通A股/B股(百万股)	401.00/0.00
资产负债率(%)	45.62
每股净资产(元)	6.35
市净率(倍)	4.87
净资产收益率(加权)	6.01
12个月内最高/最低价	40.21/22.98

相关研究

公司加码零食量贩渠道，积极培育第二业绩增长曲线。从渠道上来看，当前休闲零食行业的销售渠道不断升级创新，呈现多元化发展趋势。近两年来赵一鸣零食、零食很忙、老婆大人等零食量贩连锁品牌逐步兴起，良品铺子主业虽以高端零食为主，但积极把握零食量贩渠道风口，当前来看公司根据地湖北区域暂未出现本土强势零食量贩品牌，公司积极布局“零食顽家”有利于培育第二业绩增长曲线。同时，公司通过投资赵一鸣零食进一步拓展零食量贩业务的布局。高效的供应链整合、门店布局拓展以及组织运营能力是公司布局“零食顽家”的重要因素。对比“零食很忙”单店模型，若公司“零食顽家”单店模型跑通后，借助现有加盟商资源，门店有望实现快速复制，第二业绩增长曲线有望培育成功，公司业绩有望得到明显提振。

投资建议

我们预计2023-2025年公司营收分别为110.61/131.61/158.86亿元，归母净利润分别为4.55/5.46/6.46亿元；EPS分别为1.13/1.36/1.61元/股。基于6月8日收盘价28.46元/股，对应PE分别为25.10/20.91/17.67倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

食品安全风险；门店拓展及升级不及预期；零食量贩渠道发展不及预期。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9439.61	11061.49	13161.26	15886.31
增长率 (%)	1.24	17.18	18.98	20.71
归母净利润	335.48	454.67	545.66	645.99
增长率 (%)	19.16	35.53	20.01	18.39
EPS (元/股)	0.84	1.13	1.36	1.61
市盈率 (P/E)	43.89	25.10	20.91	17.67
市净率 (P/B)	6.16	4.16	3.48	2.92

资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价基准为6月8日收盘价28.46元/股

正文目录

1. “产品+渠道”双轮驱动，零食龙头势能向上.....	5
1.1. “高端零食”战略确立，踏上升级之路.....	5
1.2. 管理团队经验丰富，员工持股计划激励充分.....	7
1.3. 营收增长稳健，2023年成长有望加速.....	9
2. 休闲零食行业：多品类聚焦，全渠道发展.....	11
2.1. 休闲零食需求呈现多维度，以线下为主要渠道.....	11
2.2. 休闲零食赛道扩容，当前格局较分散.....	13
2.3. 细分多元化、健康化为趋势之一，龙头聚焦多品类.....	15
2.4. 单一渠道红利减弱，全渠道发展方向确定.....	17
3. 全品类+全渠道+全国化打造公司核心竞争力.....	19
3.1. 产品：全品类布局满足多元需求，打响高端零食第一枪.....	19
3.2. 渠道：线上线下销售网络构筑全渠道壁垒.....	24
3.3. 区域：以华中为中心，辐射全国.....	27
3.4. 供应链体系+信息化系统建设持续增强公司实力.....	28
4. 门店数量持续增长，盈利能力有望提升.....	31
4.1. 门店数量具备较大提升空间.....	31
4.2. 门店升级可期，单店营收有望增加.....	32
5. 加码零食量贩渠道，积极培育第二业绩增长曲线.....	33
6. 盈利预测和估值.....	35
6.1. 盈利预测.....	35
6.2. 相对估值.....	36
7. 风险提示.....	37

图表目录

图表 1. 2022 年良品铺子营收居于申万零食板块首位.....	5
图表 2. 良品铺子线下门店与店内布局.....	6
图表 3. 良品铺子历史沿革.....	7
图表 4. 公司创始人持股占多数，股权结构较稳定（数据截至 2023Q1）.....	7
图表 5. 公司管理层管理经验丰富（2023Q1）.....	8
图表 6. 2023 年公司员工持股计划实行分级考核.....	9
图表 7. 近年公司营收增长总体稳健.....	10
图表 8. 2023Q1 利润端回暖迹象明显.....	10
图表 9. 2021 年来良品铺子毛利率呈现上升趋势.....	10
图表 10. 2022 年良品铺子净利率处于行业中等水平.....	10
图表 11. 近年良品铺子期间费用率整体态势较好.....	11
图表 12. 我国休闲零食行业历经三个发展阶段.....	11
图表 13. 我国休闲零食包括焙烤食品、糖果、干果等品类.....	12
图表 14. 糖果蜜饯、坚果炒货、香脆零食为休闲零食零售端占比前三大品类（2021 年）.....	12
图表 15. 休闲零食行业上游为农副产品，下游通过渠道触达消费者.....	12
图表 16. 2021 年我国休闲零食市场 18-38 岁消费者占比合计约 77.0%.....	13
图表 17. 我国休闲零食消费以线下为主要渠道（2022 年）.....	13
图表 18. 我国休闲零食行业规模持续扩大.....	14
图表 19. 我国居民恩格尔系数总体呈现下行趋势.....	14
图表 20. 近 10 年我国居民人均可支配收入持续提升.....	14
图表 21. 近 10 年我国居民人均消费支出趋势上涨.....	14

图表 22. 我国休闲零食人均消费量提升空间较大（2022 年）	15
图表 23. 我国休闲零食人均消费金额低于全球均值（2022 年）	15
图表 24. 我国休闲零食行业整体格局较为分散（2022 年）	15
图表 25. 休闲零食部分细分品类呈现高增.....	16
图表 26. 零食巨头纷纷布局儿童零食赛道.....	16
图表 27. 消费者对于零食成分与功能性关注度提升（得票率）	16
图表 28. 电商渠道健康概念产品同比增速高于品类整体.....	16
图表 29. 休闲零食巨头布局多品类，收入结构呈现多元化（2022 年）	17
图表 30. 休闲零食渠道当前已进入全渠道布局时代.....	18
图表 31. 2019 年来盐津铺子电商渠道占比持续提升.....	18
图表 32. 三只松鼠积极布局线下渠道.....	18
图表 33. 零食折扣店在价格、选品、门店周转、挖掘下沉市场具备优势.....	19
图表 34. 近年多家零食折扣店获得融资.....	19
图表 35. 公司部分产品示意图.....	20
图表 36. 公司历年 SKU 数量.....	20
图表 37. 公司采取全品类发展战略，且各项品类均衡发展.....	21
图表 38. 2022 年三只松鼠坚果类产品收入占比超过 50%.....	21
图表 39. 公司各品类毛利率情况，其中素食山珍与果干果脯领先其他品类.....	21
图表 40. 公司持续加大研发费用投入.....	22
图表 41. 2018-2022 年研发费用率稳步提升.....	22
图表 42. 公司部分品牌营销活动.....	23
图表 43. 促销费用在销售费用中占据大头.....	23
图表 44. 销售费用稳步提升且前期增幅较大，2020 年略有下滑.....	23
图表 45. 公司历年促销费用呈增长趋势.....	24
图表 46. 2018-2022 年线上/线下收入情况（单位：亿元）	25
图表 47. 线上线下收入占比更加均衡化.....	25
图表 48. 线上线下业务收入增速情况.....	25
图表 49. 线下毛利率优于线上毛利率.....	25
图表 50. 公司线下门店数量持续提升.....	26
图表 51. 历年直营与加盟门店数量情况.....	26
图表 52. 加盟业务构成公司业绩基本盘，团购业务呈增长趋势（单位：亿元）	26
图表 53. 团购业务收入增速明显，远超加盟及直营业务.....	26
图表 54. 公司全渠道会员数量不断攀升.....	27
图表 55. 会员销售额占比较高且较稳定.....	27
图表 56. 各区域历年收入情况（单位：亿元）	28
图表 57. 华中区域收入占比呈下降状态，其他区域持续拓展.....	28
图表 58. 公司具备完善的一体化运营流程.....	29
图表 59. 公司采购管理体系较为成熟.....	30
图表 60. 公司仓储管理系统示意图.....	31
图表 61. 2022 年良品铺子门店分布情况.....	32
图表 62. 绝味食品公司门店分布情况，其中华中区域占比为 14.04%.....	32
图表 63. 2020 年以来直营及加盟单店收入呈下滑趋势（单位：万元）	33
图表 64. 主要区域 2022 年单店收入情况（单位：万元）	33
图表 65. 零食很忙单店模型.....	34
图表 66. 各项业务的收入及毛利率预测.....	36
图表 67. 盈利预测.....	37
图表 68. 估值比较.....	37

1. “产品+渠道”双轮驱动，零食龙头势能向上

1.1. “高端零食”战略确立，踏上升级之路

“产品+渠道”双轮驱动，高端零食销售持续领先。良品铺子成立于2006年，总部位于湖北武汉，2020年登陆上交所。公司主要从事休闲食品的研发与销售业务，目前已成为全品类、多品牌、全渠道发展的行业龙头。公司坚持“高端零食”品牌定位，以“产品+渠道”双轮驱动，已形成包含坚果炒货、果干果脯、肉类零食、素食山珍、糖果在内的五大产品体系，2022年全渠道SKU合计达1655个；渠道方面，公司拥有业内唯一线上线下结构均衡且高度融合的全渠道销售网络，经营范围横跨23个省级行政区，截至2022年门店数约3200家。经过多年发展，公司与三只松鼠、百草味合称为“零食界三大巨头”；根据中华全国商业信息中心数据，公司2015-2022年全国高端零食销售持续领先。

图表 1. 2022 年良品铺子营收居于申万零食板块首位

	营业收入 (亿元)	营收 YoY	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YoY
良品铺子	94.40	1.24%	3.35	19.16%
三只松鼠	72.93	-25.35%	1.29	-68.61%
洽洽食品	68.83	15.01%	9.76	5.10%
来伊份	43.82	5.03%	1.02	229.12%
黑芝麻	30.16	-25.07%	-1.40	-28.68%
盐津铺子	28.94	26.83%	3.01	100.01%
劲仔食品	14.62	31.59%	1.25	46.77%
甘源食品	14.51	12.11%	1.58	3.03%
好想你	14.00	9.32%	-1.90	-407.82%
有友食品	10.24	-16.01%	1.54	-30.13%

资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 2. 良品铺子线下门店与店内布局



资料来源：品牌头版，东亚前海证券研究所

公司发展历程：

1) **2006-2011年：线下品牌店深耕。**这一时期，公司以线下门店进行区域拓展，并在信息化、生产端加码。布局上，2006年公司在武汉开设首家店铺后，在2008、2009年进军湖南、江西市场，在华中市场逐渐完成布局，2009年末门店总数达168家。技术上，2008年启动门店信息化管理建设，2010年全面启动ERP系统。此外，2010年公司引进战略投资者“今日资本”。生产端，2011年公司武汉加工分装基地奠基。

2) **2012-2016年：布局电商业务，线上线下齐发力。**公司持续巩固与开拓华中市场（进入四川、河南等），并延伸版图至西南（四川等）、华东市场（江苏等）。在此基础上，公司2012年布局电商业务，成立电子商务公司，并于2014年陆续上线PC商城、有赞微信商城、支付宝服务窗商城等，并在2016年支付宝“双十二”活动中取得休闲零食类目第一。其它方面，公司分别于2014、2015年与IBM、华为合作，增强全渠道信息化及运营能力，并于2016年投资10亿元修建休闲食品产业园。

3) **2017年至今：确立“高端零食”战略方向，开启全面升级。**2017年高瓴资本入主后，利用其资源赋能良品铺子，发力高端市场。2019年良品铺子将“高端零食”确立为企业战略方向，并先后邀请杨紫、迪丽热巴等一线明星代言，外加植入热播剧集，打造高端品牌形象，同时发布全新品牌LOGO、推进行店升级。2020年，公司成功登陆上交所，同年发布了品牌“良品小食仙”，在零食三巨头中率先布局儿童零食赛道。2021年成功打造首个5亿级销售额大单品猪肉脯，产品运营效率不断提高。2022年成立“零食顽家”，2023年参股“赵一鸣零食”，零食量贩渠道布局不断深入，不断注入新增长动能。

图表 3. 良品铺子历史沿革

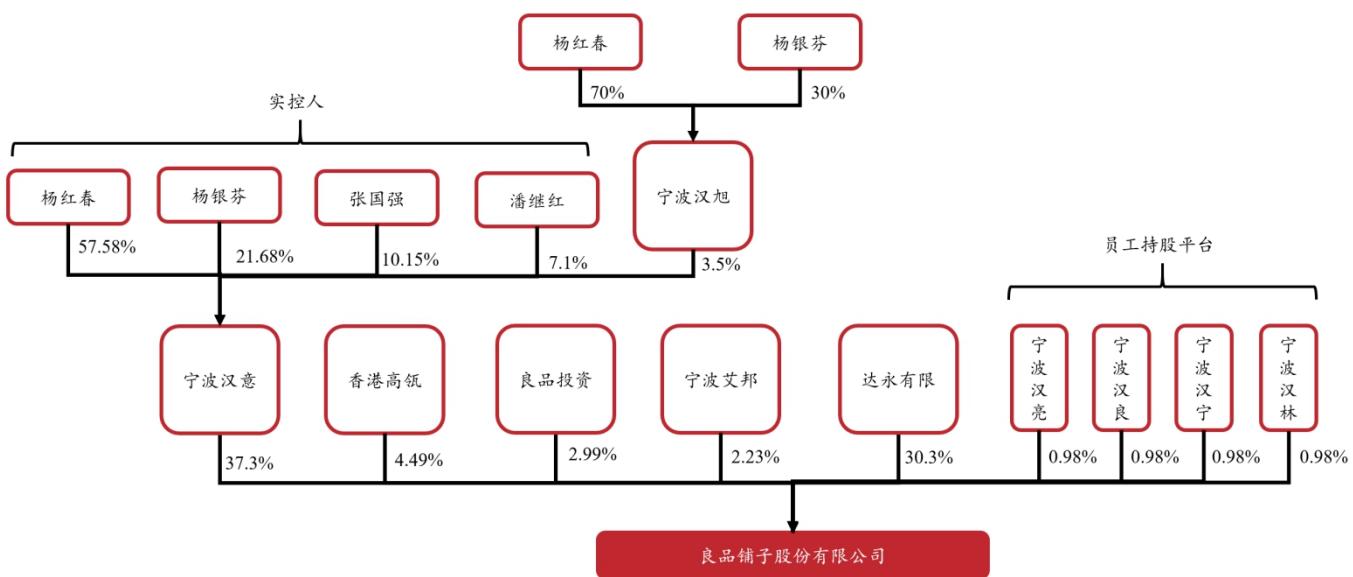


资料来源：公司官网，公司招股书，武汉商业观察，东亚前海证券研究所

1.2. 管理团队经验丰富，员工持股计划激励充分

股权结构稳定，管理团队经验丰富。截至 2023Q1，公司控股股东为宁波汉意，持有公司 37.30% 的股份，宁波汉意则由公司创始人杨红春（57.58%）、杨银芬（21.68%）、张国强（10.15%）、潘继红（7.1%）共同持有，四人共同构成公司实控人。今日资本（通过达勇有限公司）与香港高瓴位列第二、第三大股东，持股比例分别为 30.30%、4.49%。公司员工持股平台宁波汉宁、宁波汉良、宁波汉林、宁波汉亮均持股 0.98%，合计持股 3.92%。公司创始人持股占多数，股权结构较为稳定。此外，管理团队杨红春、杨银芬等人先后在广东科龙电器、武汉阳光旭等单位任总经理、副总经理等职，管理经验丰富。

图表 4. 公司创始人持股占多数，股权结构较稳定（数据截至 2023Q1）



资料来源：Wind，公司招股书，东亚前海证券研究所

图表 5. 公司管理层管理经验丰富 (2023Q1)

	年龄	职务	个人履历
杨红春	50	董事长/总经理	男, 本科学历, 1997-2005 年就职于广东科龙电器股份有限公司, 先后曾任科龙电器广西、广东、湖南分公司总经理等职; 2009-2010 年就职于武汉阳光旭商贸有限公司; 2010-2017 年进入公司, 历任执行董事, 总经理, 董事长等职, 2022 年 9 月 8 日起兼任公司总经理。
杨银芬	49	副董事长	男, 本科学历, 1996-2003 年先后曾任科龙电器陕西、吉林、黑龙江、辽宁分公司总经理等职; 2003-2008 年担任佛山容桂美蓝蒂卫浴设备厂总经理; 2009-2010 年就职于武汉阳光旭商贸有限公司; 2010 年进入公司, 2017-2022 年任公司总经理, 2017 年至今任公司董事。
张国强	50	董事/副总经理	男, 本科学历, 1997-1998 年就职于武汉建工公司, 曾任装饰工程设计师; 1998-2006 年就职于湖北丝宝股份有限公司, 曾任设计师; 2009-2010 年就职于武汉阳光旭商贸有限公司, 曾任业务副总经理, 2010 年进入公司, 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	50	副总经理	男, 大学本科学历, 现任公司公共事务中心负责人。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 年进入公司, 先后任物流中心总监, 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	38	副总经理/董秘/财务负责人	女, 大学本科学历, 2008-2010 年就职于安永华明会计师事务所; 2011-2014 年担任德勤华永会计师事务所高级咨询员; 2015 年担任深圳市九派资本管理有限公司武汉分公司投资经理; 2015 年进入公司, 历任审计中心负责人、副总经理, 董事会秘书; 2021 年 4 月至今任公司董事。
李好好	41	副总经理	女, 硕士研究生学历, 现任公司营销负责人, 分管公司全渠道运营、品牌与市场管理工作。2008-2011 年担任广东美的制冷设备有限公司业务主管; 2012 年进入公司, 历任销售部经理、人力资源本部负责人、门店事业部总经理等职。
贾利明	51	副总经理	男, 硕士研究生学历, 现任公司供应链负责人, 1996-2001 年曾任福州日升机械制造有限公司电子制造部副部长; 2004-2018 年曾任美的集团电饭煲、精品电器、厨房电器等公司生产制造经理、供应链管理部总监等职; 2019-2021 年曾任浙江美尔凯特智能厨卫股份有限公司执行总经理; 2021 年进入公司, 担任供应链负责人等职。
金安	42	副总经理	男, 本科学历, 现任公司人力资源中心负责人, 2006-2008 年就职于青岛黄海学院, 担任大学老师; 2008-2019 年曾任中国平安保险(集团)青岛分公司营销培训总监、九州通医药集团九州通大学校长等职。2020 年进入公司, 担任人力资源中心商学院负责人等职。
刘玲	40	副总经理	女, 本科学历, 现任公司流程管理与变革中心负责人, 产品研发中心负责人, 分管公司战略管理, 流程建设与产品研发管理工作。于 2005-2009 年就职于武汉国美电器有限公司, 担任人力资源主管; 2009 年入职良品铺子, 历任人力资源中心负责人, 物流中心负责人, 供应链负责人, 产品供应事业部总经理等职。

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

员工持股计划推出, 实现利益绑定。2023 年 1 月, 公司发布 2023 年员工持股计划(草案修订稿), 计划以 16.7 元/股的价格, 向不超过 90 人(含高管 9 人)授予不超过 301.66 万股股票, 约占总股本的 0.75%。公司业绩

考核层面，要求以 2022 年营收或净利润为基数，2023 年营收/扣非归母净利润增长率的触发值/目标值均为 16%/20%，对应解锁比例为 80%/100%。

个人考核层面，将在 2023-2025 年每年开展考核，触发评级达到后个人层面解锁比例为 80%。我们认为，公司员工持股计划与分级考核机制将有效实现利益绑定，有助于调动员工积极性，推动业绩再创新高。

图表 6. 2023 年公司员工持股计划实行分级考核

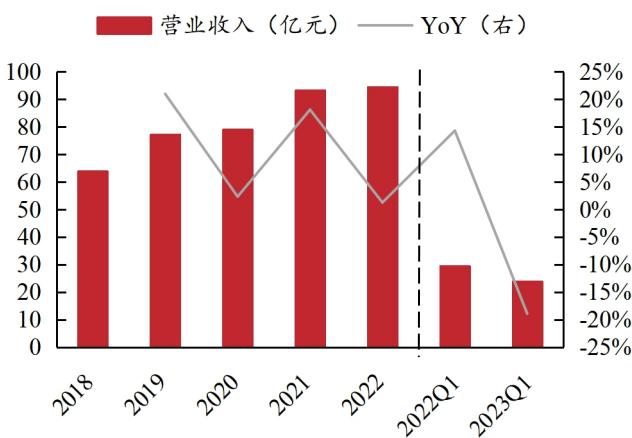
解锁期	对应考核年度	营业收入增长率		净利润增长率	
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个解锁期	2023	20%	16%	20%	16%
考核指标		业绩完成度		公司层面可解锁比例 (X)	
营业收入增长率 (A)		$A \geq Am$		$X=100\%$	
$An \leq A < Am$		$X=80\%$		$X=0$	
净利润增长率 (B)		$B \geq Bm$		$X=100\%$	
$Bn \leq B < Bm$		$X=80\%$		$X=0$	
确定公司层面解锁比例 X 的规则		(1) 当考核指标出现 $A \geq Am$ 或 $B \geq Bm$ 时， $X=100\%$ ；(2) 当考核指标出现 $A < An$ 且 $B < Bn$ 时， $X=0\%$ ；(3) 当考核指标 A、B 出现其他组合分布时， $X=80\%$ 。			

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 营收增长稳健，2023 年成长有望加速

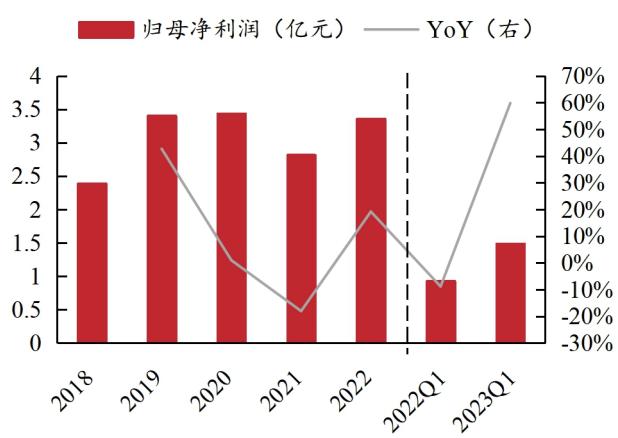
近年业绩增长总体稳健，2023 年有望加速成长。2022 年公司营收实现 94.40 亿元，同比+1.24%，实现归母净利润 3.35 亿元，同比+19.16%，逆境下保持收入利润双增；2023Q1 营收实现 23.85 亿元，同比-18.94%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比+59.78%，2023Q1 营收波动主因线上业务受年货节提前、电商平台经营环境变化及公司主动调整社交电商经营策略等因素影响，利润端回暖迹象明显。近年公司业绩增长总体稳健，2018-2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 10.30%/8.90%，2023 年有望在宏观经济与经营环境改善下加速增长。

图表 7. 近年公司营收增长总体稳健



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

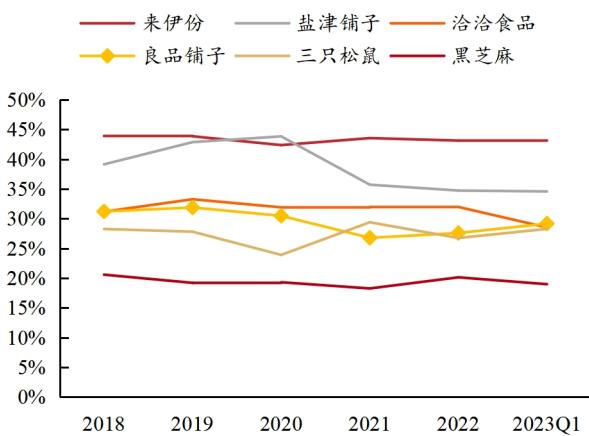
图表 8. 2023Q1 利润端回暖迹象明显



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

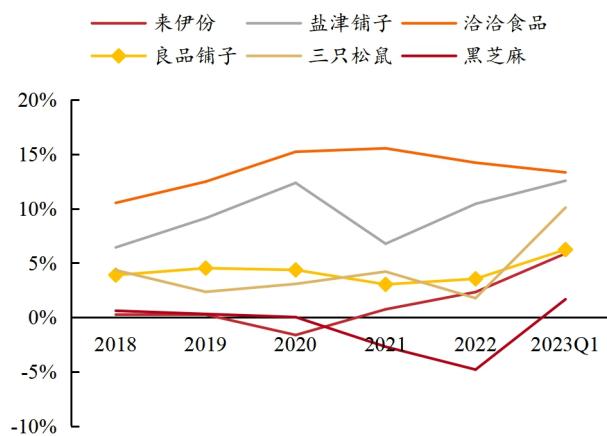
盈利端呈现上升趋势，费用总体态势较好。公司2022年毛利率为27.57%，同比+0.80pct，净利率为3.54%，同比+0.51pct，2021年来均呈现上升趋势。相比申万零食板块内其它公司，良品铺子毛利率/净利率处于行业中等水平。费用端，近年公司期间费用率总体下降，期间费用率由2018年25.83%降至2022年的23.85%，2022年公司期间费用率有所上行，同比+0.79pct，主因门店及销售人员数量增加，推高人事费用，后续随新店放量，费用率有望维持或回落，整体态势较好。

图表 9. 2021年来良品铺子毛利率呈现上升趋势



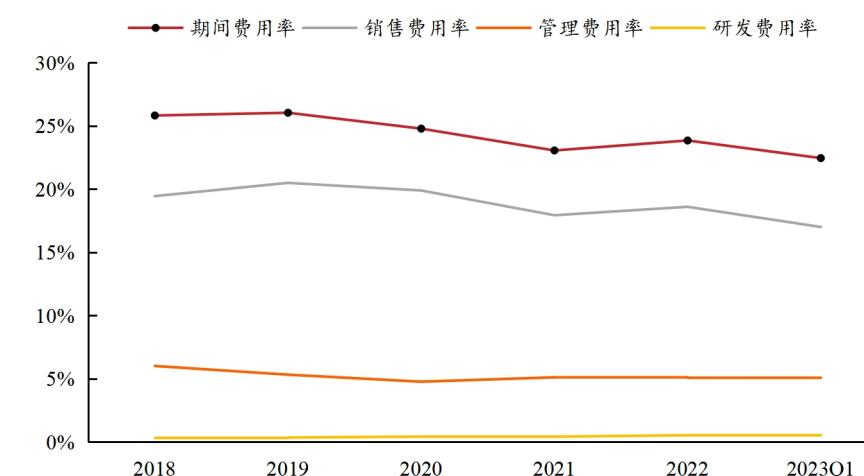
资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 10. 2022年良品铺子净利率处于行业中等水平



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 11. 近年良品铺子期间费用率整体态势较好



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

2. 休闲零食行业：多品类聚焦，全渠道发展

2.1. 休闲零食需求呈现多维度，以线下为主要渠道

我国休闲零食经历三个发展阶段，当前需求呈现场景化、多维度特征。休闲零食一般定义为居民在闲暇、休息期间食用的非主食类产品，具有提升身心愉悦感的作用。我国休闲零食行业大致经历了3个发展阶段：1) 1970-1990年，我国居民物质生活有所丰富，饼干和糖果为市面上主要零食品类；2) 1990-2010年，我国全球化与经济迅速发展，外来零食和国产零食纷纷入局；3) 2010年至今：消费升级下，需求呈现多维度，零食消费摆脱充饥性需求，场景化消费逐渐兴起。

图表 12. 我国休闲零食行业历经三个发展阶段



资料来源：红星资本局，东亚前海证券研究所

我国休闲零食种类丰富，糖果蜜饯、坚果炒货、香脆零食为主要品类。品类方面，我国休闲零食包括焙烤食品、糖果、干果、果冻及果脯蜜饯、熟食五大类，品类较为丰富。2021年糖果蜜饯、坚果炒货、香脆零食为我

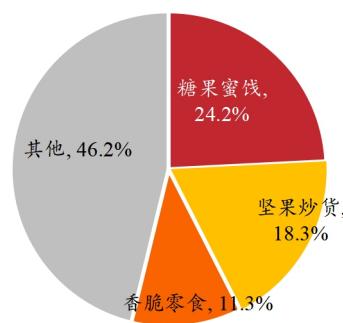
国休闲零食前三大品类，在零售端分别占比约 24.2%/18.3%/11.3%，合计约 53.8%。

图表 13. 我国休闲零食包括焙烤食品、糖果、干果等品类



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 14. 糖果蜜饯、坚果炒货、香脆零食为休闲零食零售端占比前三大品类（2021 年）



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

休闲零食行业上游为农副产品，中游企业代工或自产，下游通过渠道触达消费者。产业链方面，我国休闲零食行业上游包括食物原料（坚果、果蔬等）、辅料、食品添加剂及包材等。由于农产品价格易受自然条件、市场供求等因素影响而波动，其对下游休闲零食企业成本管控能力提出了一定要求。中游主要为各类休闲零食加工制造商，生产方式主要包括代工生产（OEM）与自产（ODM）两种，主要产品涵盖烘焙食品、坚果炒货、卤制品等；下游则通过线上（电商平台、社区团购等）与线下（商超、便利店等）渠道触达终端消费者。

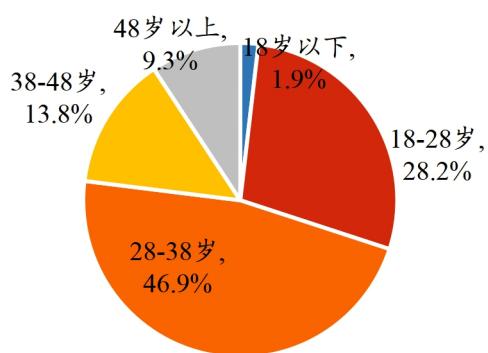
图表 15. 休闲零食行业上游为农副产品，下游通过渠道触达消费者



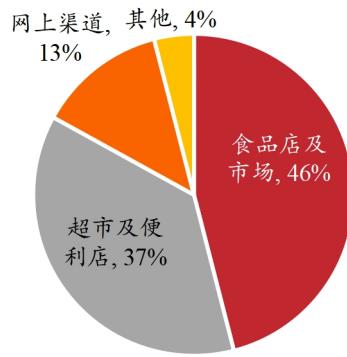
资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

我国休闲零食市场以年轻消费者为主，线下为主要渠道。人群方面，我国休闲零食市场 2021 年 18-38 岁消费者占比合计约 77.0%，其中 28-38 岁、18-28 岁、18 岁以下占比分别为 46.9%/28.2%/1.9%。年轻群体受网络及网红种草文化影响，休闲零食消费购买意愿相对较强，其中 28-38 岁消费者群体往往收入水平较高，休闲零食购买力强，婚育后家庭零食需求亦会增加；18-28 岁消费者部分具备基本经济独立能力，可贡献一定购买需求。渠道方面，考虑到休闲零食消费的冲动属性，线下为主要销售渠道，2022 年合计占比约 83%，其中食品店及市场占 46%，超市及便利店占 37%。

图表 16. 2021 年我国休闲零食市场 18-38 岁消费者占比合计约 77.0%



图表 17. 我国休闲零食消费以线下为主要渠道 (2022 年)



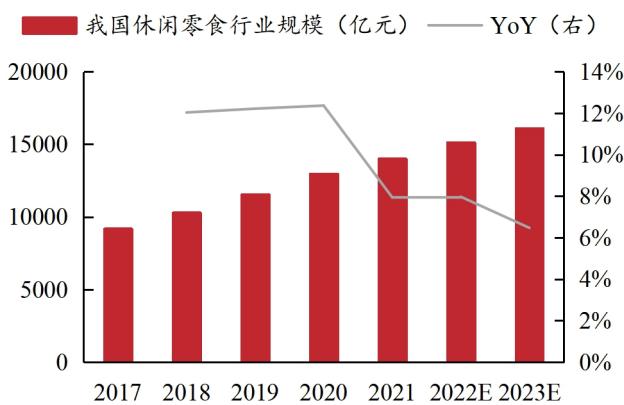
资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

2.2. 休闲零食赛道扩容，当前格局较分散

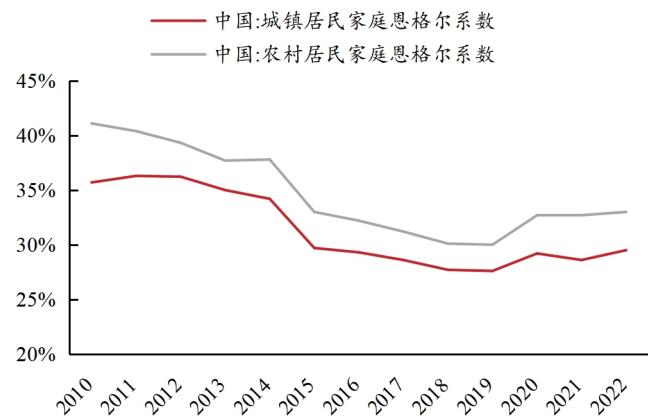
我国休闲零食行业持续扩容，消费升级驱动长期成长。根据中商产业研究院，2021 年我国休闲零食行业规模约为 14015 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 11.1%，实现双位数增长。由于近年宏观经济增速与消费场景受到压制，2023 年休闲零食行业增速预计小幅下滑，但仍有望维持高个位数增长。另一方面，近 10 年我国居民人均可支配收入与人均消费支出不断提升，居民恩格尔系数下降趋势明显，表明我国居民消费结构不断升级，对于生存消费之外的享受型消费总体提升，将对休闲零食市场的成长形成长期驱动力。

图表 18. 我国休闲零食行业规模持续扩大



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 19. 我国居民恩格尔系数总体呈现下行趋势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 20. 近 10 年我国居民人均可支配收入持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

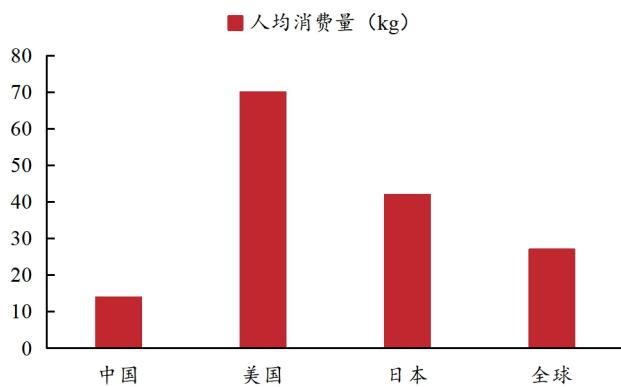
图表 21. 近 10 年我国居民人均消费支出趋势上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

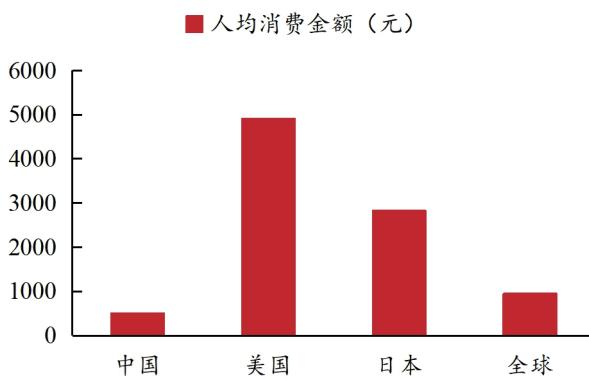
我国休闲零食人均消费量及金额低于全球，发展空间广阔。对比全球及发达国家（以美国、日本为例），我国休闲零食人均消费量与消费金额还有较大提升空间。消费量方面，2022年我国休闲零食人均消费量为14kg，低于全球人均消费量27kg，且远不及美国（70kg）和日本（42kg）。金额方面，2022年我国人均休闲零食消费额为500元，较全球（942元）、美国（4908元）与日本（2821元）差距较大，伴随我国居民收入水平持续提升，我国休闲零食的市场规模提升空间广阔。

图表 22. 我国休闲零食人均消费量提升空间较大
(2022 年)



资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

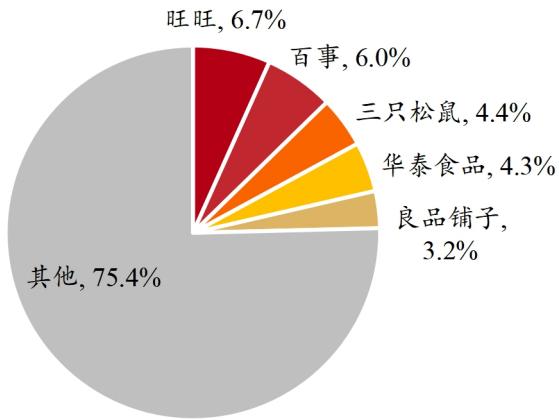
图表 23. 我国休闲零食人均消费金额低于全球均值
(2022 年)



资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

我国休闲零食行业整体格局较为分散。竞争格局方面，考虑到我国休闲零食行业细分品类众多、产品单价不高、行业进入门槛较低，行业整体格局较为分散，呈现“大行业，小公司”的特征，消费者品牌意识仍需强化。具体来看，2022年我国休闲零食市占率排名前五的企业分别为旺旺、百事、三只松鼠、华泰食品、良品铺子，市占率分别为6.7%/6.0%/4.4%/4.3%/3.2%，行业CR5仅为24.6%。

图表 24. 我国休闲零食行业整体格局较为分散 (2022 年)



资料来源：中商情报网，东亚前海证券研究所

2.3. 细分多元化、健康化为趋势之一，龙头聚焦多品类

休闲零食细分化、多元化发展，儿童零食赛道火热。随着零食产业的不断革新及居民生活水平的提升，休闲零食行业呈现细分化、多元化发展的趋势，以满足不同消费场景和个性化消费需求。根据 Nint 任拓数据，2022

年5月滚动年销售额增长率中，孕妇妈妈类同比+256%，减脂增肌类同比+43%，乳糖不耐受/无麸质产品分别+90%/+82%，显示细分人群产品高增长性。值得注意的是，近年儿童零食赛道热度上升，三只松鼠、来伊份、良品铺子等零食巨头纷纷入局，其中三只松鼠推出子品牌“小鹿蓝蓝”，2022年营收已达4.9亿元；良品铺子发布子品牌“小食仙”，2022H1销售额为2.19亿，同比+21.33%；来伊份2022H1孵化超30款儿童系列零食，并在线下门店划分儿童零食专区，同时推进子品牌落地。

图表 25. 休闲零食部分细分品类呈现高增



资料来源：Nint任拓，东亚前海证券研究所

注：采用天猫、京东、抖音平台2022年5月MAT数据

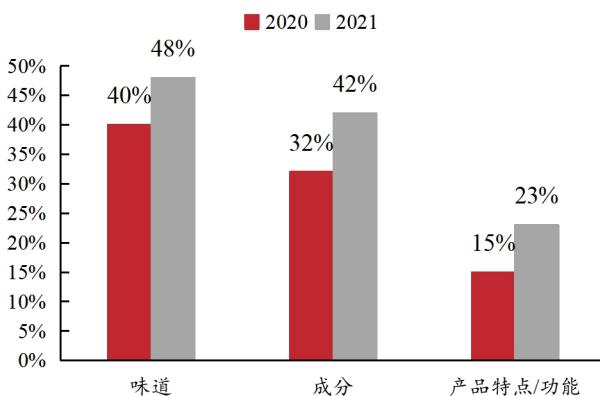
图表 26. 零食巨头纷纷布局儿童零食赛道

公司	发布时间	儿童零食品牌/产品系列
良品铺子	2020年	子品牌“良品小食仙”
三只松鼠	2020年	子品牌“小鹿蓝蓝”
来伊份	2020年	“伊仔儿童零食”系列
百草味	2020年	“童安安小朋友”系列

资料来源：中国食品网资讯，东亚前海证券研究所

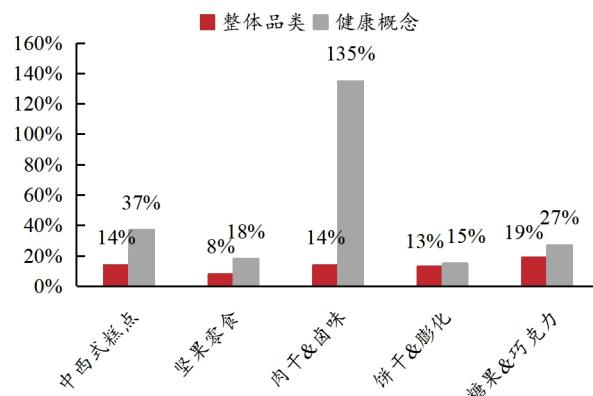
消费者对于健康零食关注度提升。在我国居民追求生活品质与疫情的催化下，消费者对于健康零食的关注度有所提升，健康化、功能化零食消费呈现上涨势头。根据红星资本局，近年消费者购买零食的考虑因素中，对于低糖低卡、原料与加工工艺，以及健康的功能性关注有所提升。此外，天猫+京东+抖音平台2022年5月滚动年度数据显示，“休闲食品与点心”主要细分品类中，与健康概念有关商品MAT销售增速均高于品类整体增速。

图表 27. 消费者对于零食成分与功能性关注度提升
(得票率)



资料来源：红星资本局，东亚前海证券研究所

图表 28. 电商渠道健康概念产品同比增速高于品类整体

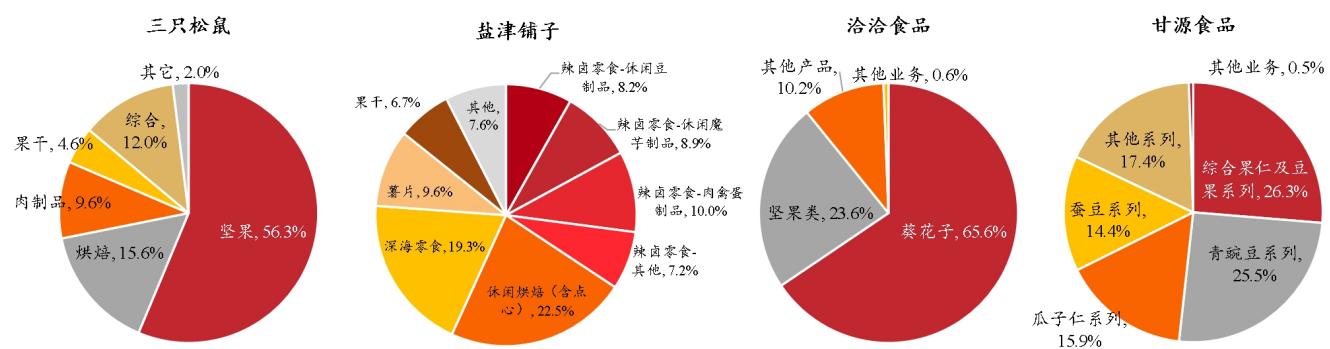


资料来源：Nint任拓，东亚前海证券研究所

注：采用天猫、京东、抖音平台2022年5月MAT数据

零食龙头聚焦多品类，打造新增长曲线。由于休闲零食行业竞争逐渐加剧，休闲零食企业逐渐完善多品类布局，减少单一品类风险。具体来看，三只松鼠在坚果第一大品类外，布局烘焙、肉制品等产品；盐津铺子2018年后成功打造烘焙点心第二曲线，并增加了面包、蛋糕、薯片等新品；洽洽食品在传统瓜子业务外，以每日坚果为代表的坚果新增长极初步成型，2022年营收占比达23.6%；甘源食品在“老三样”基础上，综合果仁及豆果系列新产品2022年营收占比达26.3%。多品类布局下，龙头业绩稳定性及成长性有望得到强化。

图表 29. 休闲零食巨头布局多品类，收入结构呈现多元化（2022年）

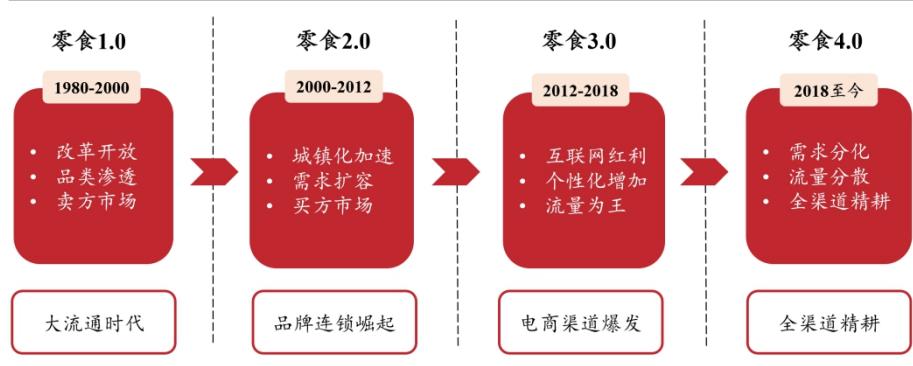


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.4. 单一渠道红利减弱，全渠道发展方向确定

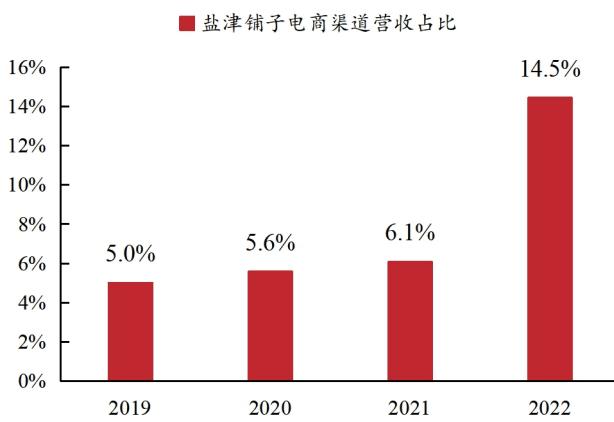
单一渠道红利减弱，全渠道发展成为行业共识。在电商渠道不断发展及疫情冲击线下实体的背景下，以线下为传统渠道的休闲食品企业逐渐加大线上布局，而线上渠道亦因抖音、快手等新渠道的产生导致流量分散、品牌方流量获取难度加大。单一渠道红利减弱态势下，休闲食品企业逐渐加大线上线下全渠道布局。具体来看，三只松鼠积极布局以投食店及联盟小店为代表的线下渠道，加速线下场景渗透；盐津铺子电商渠道营收占比自2019年5.0%升至2022年14.5%。全渠道发展已经成为行业大趋势。

图表 30. 休闲零食渠道当前已进入全渠道布局时代



资料来源：湃动研究院，东亚前海证券研究所

图表 31. 2019 年来盐津铺子电商渠道占比持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

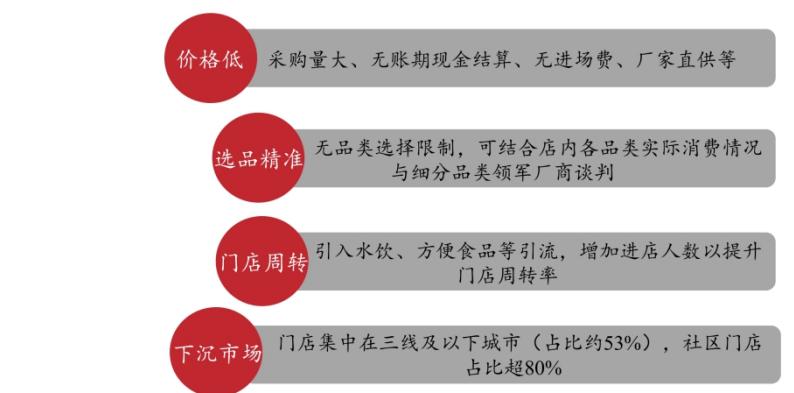
图表 32. 三只松鼠积极布局线下渠道



资料来源：长江商报，东亚前海证券研究所

零食折扣店兴起，在价格、选品、门店周转与市场下沉方面具备优势。疫情冲击消费场景及经济增速放缓下，居民消费趋于理性，以“零食很忙”为代表的零食折扣店凭借品类丰富、高性价比等特点迅速兴起。其中“零食很忙”2017年成立于湖南，社区门店占比80%+，贴近终端消费者，2023年计划开店1000家。相比传统商超及其它线下渠道，我们认为零食折扣店的主要竞争力在于：1) 价格低：主因采购量大、无账期现金结算、无进场费、厂家直供等；2) 选品精准：零食折扣店无品类选择限制，可结合店内各品类实际消费情况与细分品类领军厂商谈判；3) 门店周转：引入水饮、方便食品等引流，增加进店人数以提升门店周转率；4) 挖掘下沉市场：由于门店集中在三线及以下城市（占比约53%），以及社区门店占比超80%，利于挖掘下沉市场与提升消费者触达。

图表 33. 零食折扣店在价格、选品、门店周转、挖掘下沉市场具备优势



资料来源：Foodaily 每日食品，东亚前海证券研究所

多家零食折扣店近年获融资，零食集合店渠道影响力或将增强。2020年来，多家零食集合品牌获得融资，显示市场对其发展前景信心。其中，2023年“赵一鸣零食”完成A轮融资，2022年“零食有鸣”、“邻食魔珐”分别获得B+轮与Pre-A轮融资，“零食很忙”则在2021年便已完成2.4亿元A轮融资。资本加持下，零食集合店渠道扩容有望加速，门店价格竞争或成为客源争夺的重要手段，而消费者在零食连锁业态的消费习惯有望得到培养与深化，零食连锁渠道的影响力预计进一步增强。

图表 34. 近年多家零食折扣店获得融资

品牌名	成立日期	省份	融资披露日期	融资轮次	融资金额	经营规划
赵一鸣零食	2019/1/28	江西	2023-02-22	A 轮	1.5 亿人民币	
零食有鸣	2019/1/14	四川	2022-11-21	B+轮	未披露	至 2026 年全国门店数量突破 16000 家。
邻食魔珐	2021/10/21	四川	2022-05-10 / 2022-11-08	天使轮/ Pre-A 轮	近千万人民币/数千万人民币	2023-2025 年在全国扩张近 4000 家门店。
零食女孩	2020/4/10	浙江	2021-12-09	A 轮	数千万人民币	
零食很忙	2019/12/12	湖南	2021-05-06	A 轮	2.4 亿人民币	2023 年开店 1000 家。

资料来源：天眼查，界面新闻，微团鲜厨，快消品网，东亚前海证券研究所

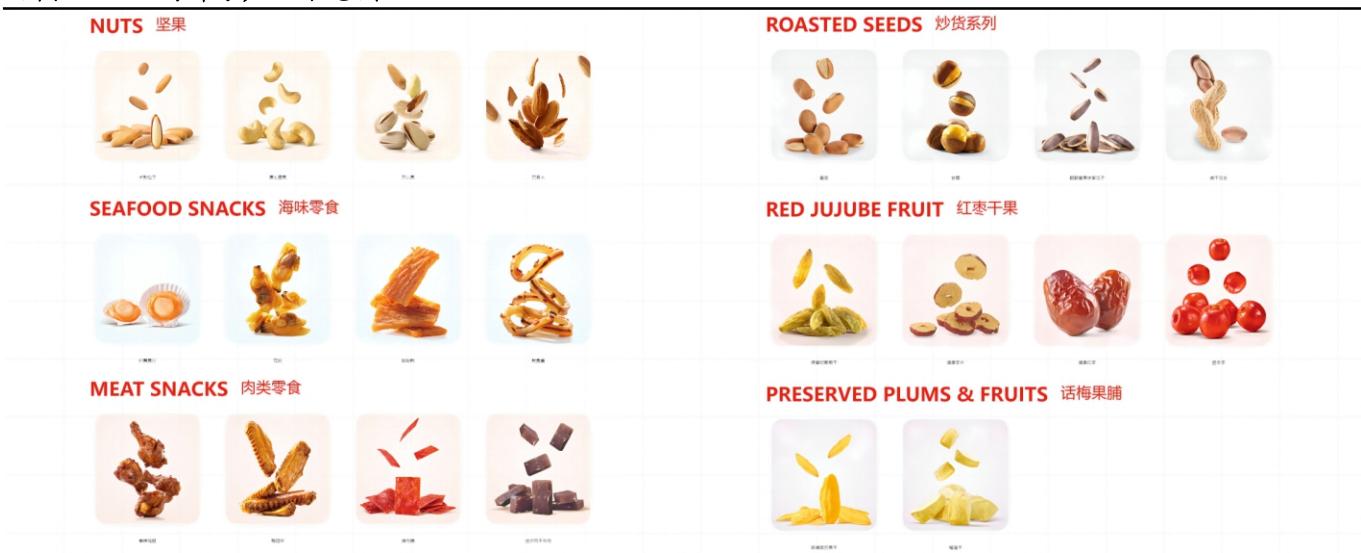
3. 全品类+全渠道+全国化打造公司核心竞争力

3.1. 产品：全品类布局满足多元需求，打响高端零食第一枪

以“高端零食”为企业战略发展方向，全方位布局产品品类。成立以来，公司持续打造价值型供应链，积极发掘原产地优质原料，品类及

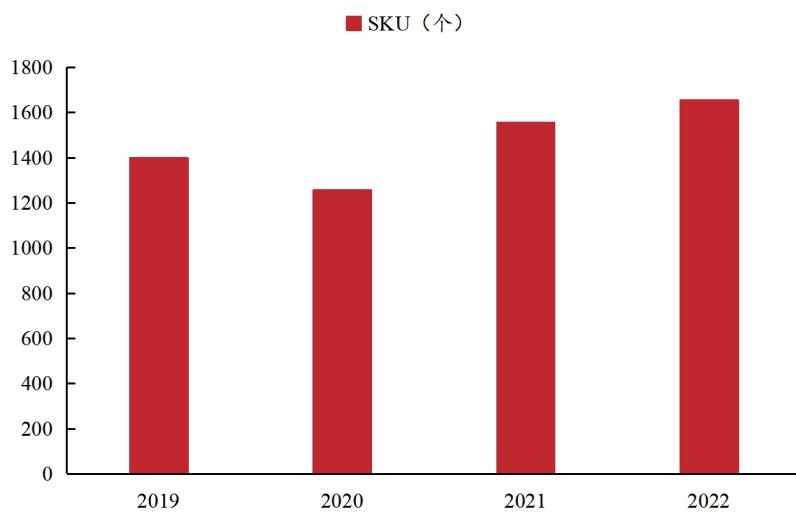
SKU 多样化为消费者提供高品质零食，向高质量发展之路持续前行。公司产品线丰富，涵盖 17 个产品线，包括肉类零食、海味零食、素食山珍、话梅果脯、红枣果干、坚果、炒货、饮料饮品、糖巧、罐头果冻、花茶冲调、烘焙糕点、饼干膨化、方便速食、礼品礼盒、儿童零食等。截至 2022 年末公司全渠道 SKU 共计 1655 个，品类布局丰富多样，以此满足消费者在不同场景下的多元化需求。2019 年，面对消费者需求逐渐转向高品质、体验和个性化，公司将“高端零食”确立为企业战略发展方向，持续打造高品质、高颜值、高用户体验的产品和服务，不断夯实“高端零食”第一股地位，成为高端零食领导品牌。

图表 35. 公司部分产品示意图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

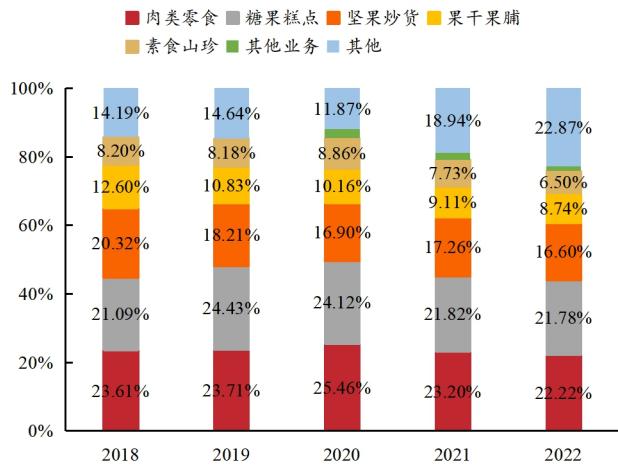
图表 36. 公司历年 SKU 数量



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

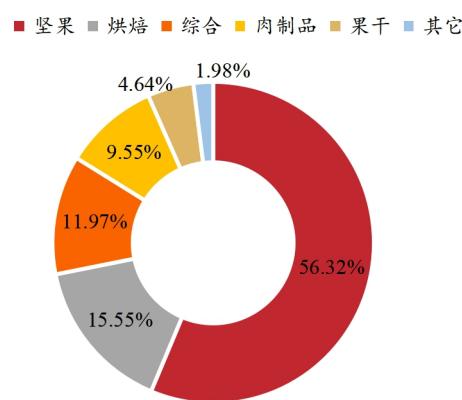
全品类均衡发展，部分业务毛利率领先。与同行业三只松鼠相比，公司各品类发展更为均衡，2022年公司肉类零食、糖果糕点及坚果炒货收入占比分别为22.22%/21.78%/16.60%；而三只松鼠2022年营收较为集中，坚果炒货占比超过50%。从毛利率角度来看，与其他业务相比，公司素食山珍与果干果脯业务毛利率较高，2022年二者毛利率分别为35.73%、31.54%。

图表 37. 公司采取全品类发展战略，且各项品类均衡发展



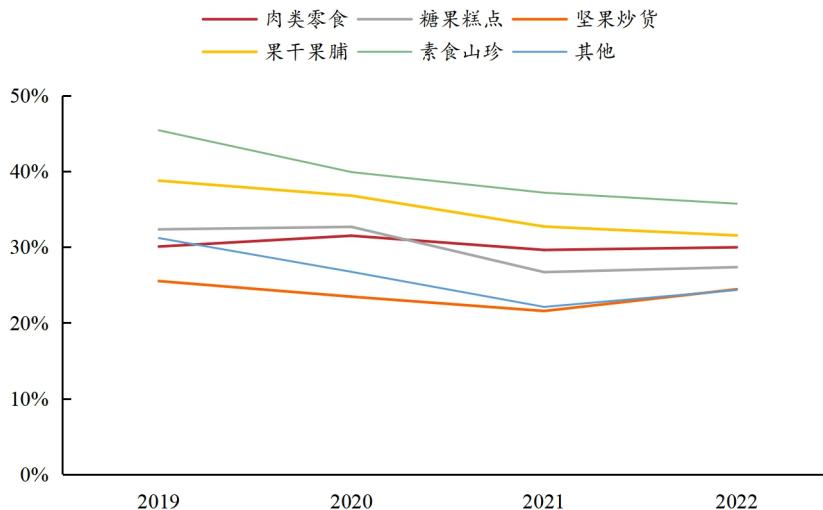
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 38. 2022 年三只松鼠坚果类产品收入占比超过 50%



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 39. 公司各品类毛利率情况，其中素食山珍与果干果脯领先其他品类

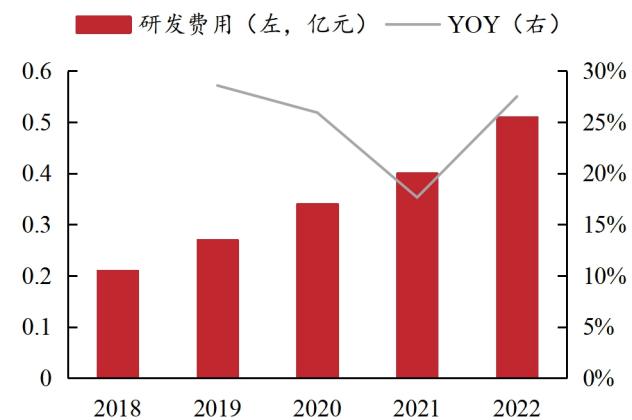


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

以用户需求为导向研发新品，持续进行产品创新。在研发费用方面，

2018-2022 年公司不断加大研发费用投入，由 0.21 亿元上升至 0.51 亿元，除 2021 年外增速均在 25%以上。同时研发费用率整体呈稳步增长趋势，由 2018 年的 0.33% 提升至 2022 年的 0.54%。对于休闲零食行业来说，消费者需求变化快，公司产品推陈出新能力异常重要，持续加码研发费用，有助于增强公司产品壁垒。在组织架构方面，公司成立专门的产品研发中心，负责产品企划方案制定、包装设计、样品、产品定型及上市等全流程，并根据需求类别采用自主深度研发、委外合作研发等方式快速响应市场需求。从新品数量上来看，2021/2022 年公司分别上新产品 565/603 个 SKU。此外，公司坚持以用户细分需求为导向，持续进行产品结构升级、并不断完善产品矩阵。具体来看，2022 年公司针对学龄儿童、健身人群、爱美人士等客群分别推出了儿童零食、健身零食、胶原糖果零食等多类产品。

图表 40. 公司持续加大研发费用投入



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 41. 2018-2022 年研发费用率稳步提升



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

持续进行品牌营销活动，高端零食品牌深入人心。自 2006 年公司成立以来，公司持续加大销售费用投入。2016-2022 年公司销售费用由 9.52 亿元增至 17.56 亿元，除 2020 年同比出现负数以外，其余年份均有所增长；2019 年销售费用同比增幅达到近几年峰值为 27.47%，主要系公司加大马力进行市场拓展等。在销售费用率方面，公司销售费用率整体较为平稳，随着公司规模增加、运营效率不断提升，销售费用率有望得到优化。公司自成立以来就不断参与各种广告宣传活动，2016-2022 年促销费用由 2.31 亿元增至 7.23 亿元，促销费占营收的比例由 5.39% 提升至 7.66%，促销费占整体销售费用的比例由 24.31% 提升至 41.19%。其中 2021 年促销费占营收的比例达到历史新高点为 8.90%，在整体销售费用中的占比高点为 50%，主要系公司社交电商业务规模持续增加，公司通过加大精准推广的费用促进曝光引流以带动业务销售增长。公司不断加大促销费用投入，持续参与各种品牌营销活动，是公司抢占消费者心智的重要原因。伴随越来越多的玩家参与休

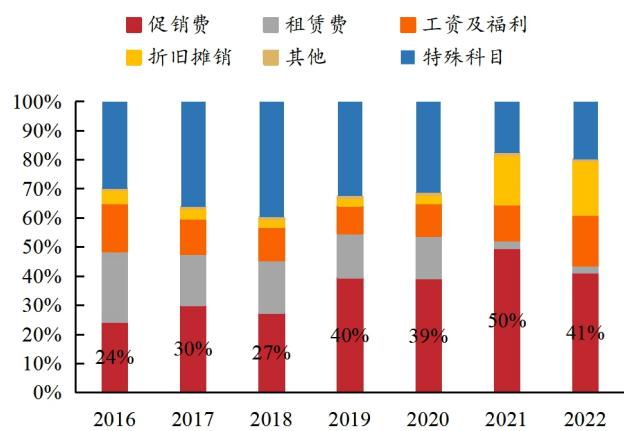
零食行业，预计公司在促销费用的投入上会考虑更多的因素，包括竞争企业的动向、新产品的布局、新渠道的投入等。

图表 42. 公司部分品牌营销活动

时间	品牌活动
2015 年 7 月	成为《爸爸去哪儿 3》官方合作伙伴
2015 年 8 月	签约一线明星代言人黄晓明
2016 年 2 月	携手代言人黄晓明亮相纽约时代广场
2016 年 10 月	全新打造坚果升级产品“一代佳仁”亮相直播节目
2017 年 1 月	杨紫成为良品铺子首席粉丝官
2017 年 5 月	植入热门电视剧《欢乐颂 2》
2018 年 1 月	深度植入《恋爱先生》，全网播放量超 90 亿
2018 年 3 月	深度植入古装 IP 剧《烈火如歌》
2018 年 6 月	世界杯期间，推出了为球迷们定制的冷锅串串噜辣杯
2019 年	良品铺子携手《创造营 2019》推出定制联名款零食时尚背包
2020 年	公司与超 150 位头部明星达人主播深度合作，全年完成 3700+ 场直播

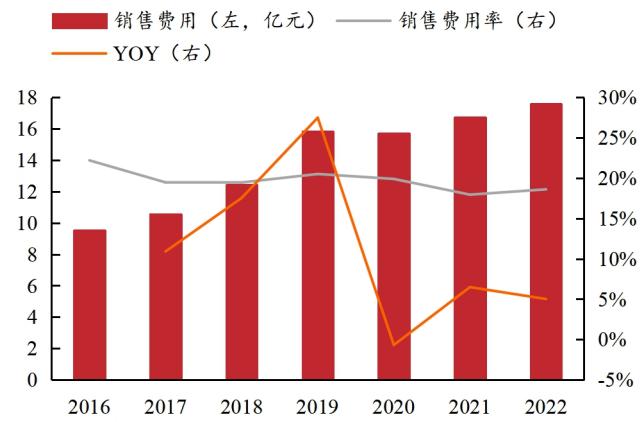
资料来源：公司官网，公司年报，网易新闻，东亚前海证券研究所

图表 43. 促销费用在销售费用中占据大头



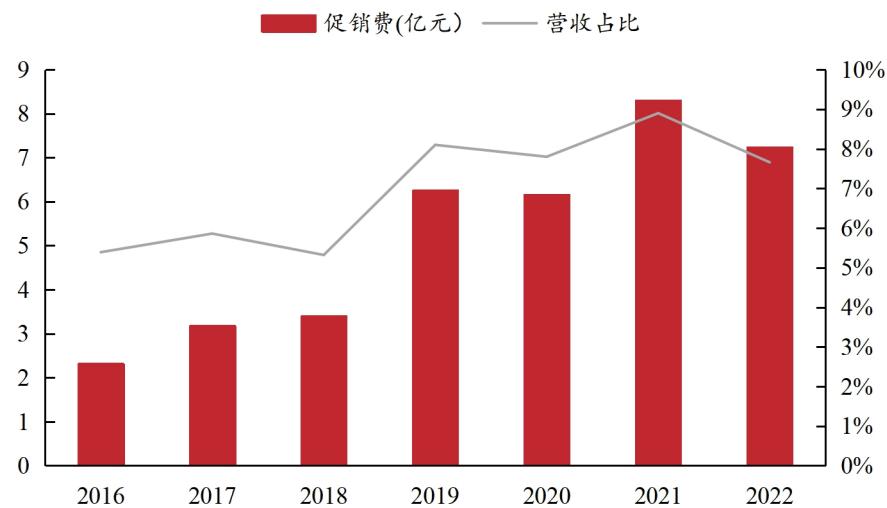
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 44. 销售费用稳步提升且前期增幅较大，2020 年略有下滑



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 45. 公司历年促销费用呈增长趋势



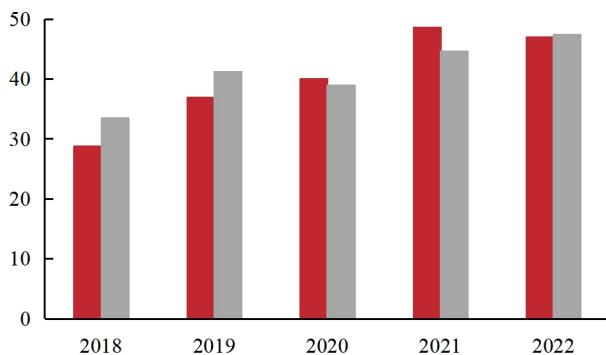
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 渠道：线上线下销售网络构筑全渠道壁垒

公司建立全渠道销售体系，线上线下齐发力。公司是休闲零食行业唯一一家拥有均衡的线上线下渠道、且高度融合的全渠道销售网络企业。1) 线下渠道：包括以门店为主，涵盖外卖、团购等围绕单店的离店业务；2) 线上渠道：包含平台电商与社交电商等。伴随业务规模持续增长，公司收入结构也在不断优化，线上与线下渠道当前收入占比更加均衡。2018-2022年公司线上收入由28.78亿元增长至46.98亿元，收入占比由45.52%提升至49.78%；线下收入由33.44亿元增长至46.98亿元，收入占比由54.48%下降至50.22%。从收入增速来看，2018-2021年线上渠道发展更快，收入增速一直领先线下渠道。2020年由于疫情影响，线上线下收入增速均出现较大下滑，线下渠道受影响更大，收入增速出现负数；2022年线下渠道收入增速首次超越线上渠道。从毛利率角度来看，线下渠道毛利率较高，2022年线下/线上渠道毛利率分别为31.24%/21.88%。公司顺应行业趋势，线上线下融合构筑全渠道壁垒，有望实现线上线下相互赋能，提升公司在渠道端的整体抗风险能力。

图表 46. 2018-2022 年线上/线下收入情况 (单位: 亿元)

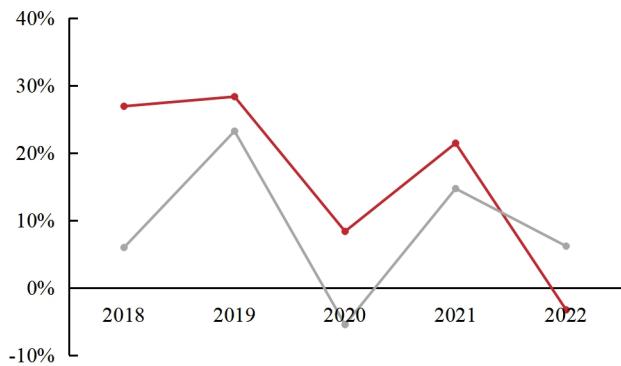
■ 线上收入 ■ 线下收入



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 48. 线上线下业务收入增速情况

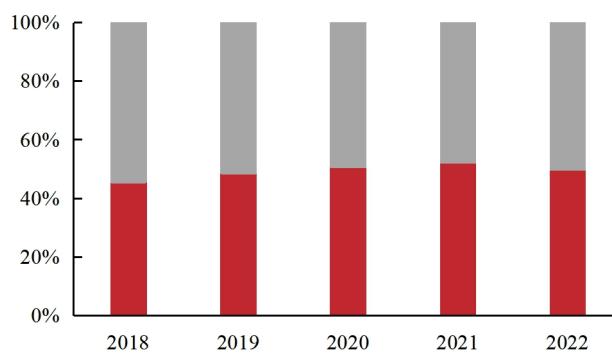
—●— 线上 YOY —○— 线下 YOY



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 47. 线上线下收入占比更加均衡化

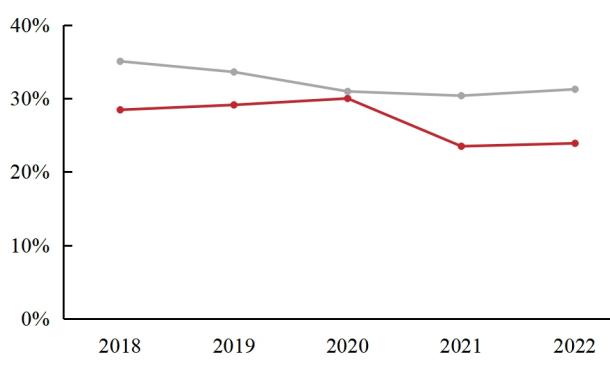
■ 线上收入 ■ 线下收入



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 49. 线下毛利率优于线上毛利率

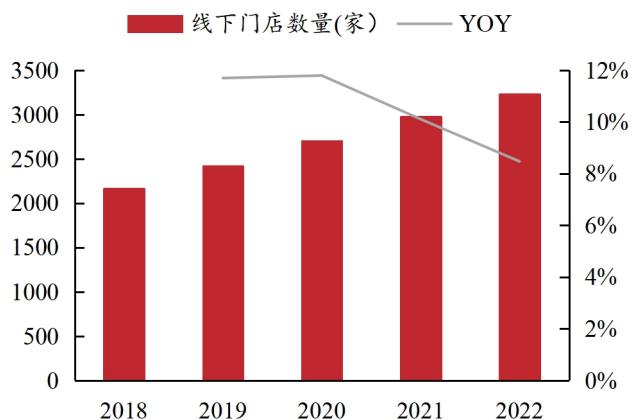
—●— 线上毛利率 —○— 线下毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

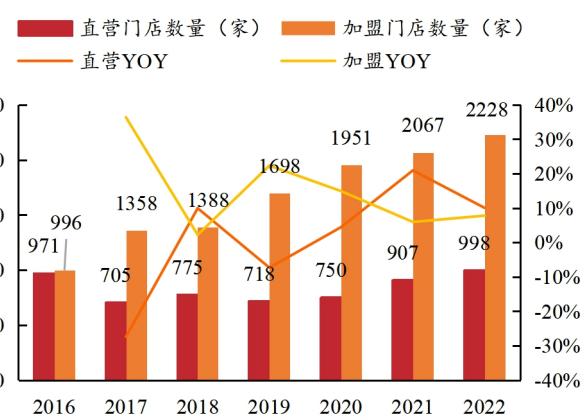
公司坚持“加盟为主，自营为辅”持续拓展线下门店。截止到 2022 年，公司门店合计 3226 家，同比 2021 年净增加 252 家，线下门店总体呈小幅上升趋势，2019-2022 年线下门店增幅分别为 11.70%/11.80%/10.11%/8.47%。其中，直营门店由 2016 年 971 家增至 2022 年 998 家，2017 年由于公司推行“开大关小”、“商圈店转型”等门店转型，导致直营门店数量出现较大下滑；2018 年，公司加快在广深、江苏及陕西等新兴区域的门店拓展速度，直营门店数量出现回升；2019 年，公司对线下门店实施精细化开发管理，优化门店结构，直营门店数量呈下滑趋势；2020-2022 年公司加大区域布局深度和密度，持续进行新市场开拓布局，直营门店数量稳步增长。同时，公司坚持“加盟为主”的策略，2016-2022 年加盟店数由 996 家增长至 2228 家，年均复合增速达 14.26%。

图表 50. 公司线下门店数量持续提升



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东亚前海证券研究所

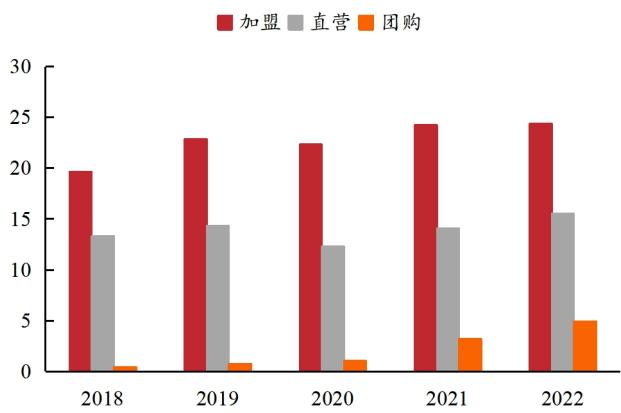
图表 51. 历年直营与加盟门店数量情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东亚前海证券研究所

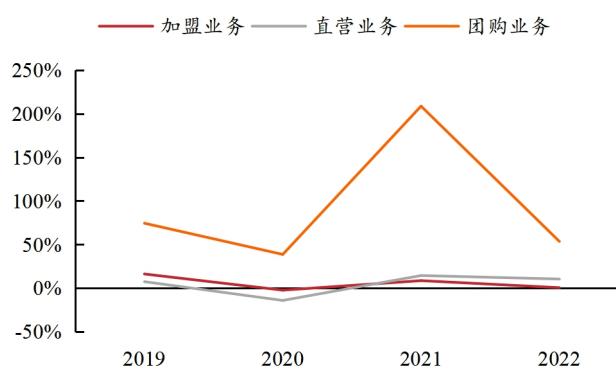
加盟构筑业绩基本盘，团购业务收入增速喜人。从具体细分业务来看，加盟业务构成公司业绩基本盘，2018-2022年收入由19.67亿元稳步增加至24.38亿元；团购业务收入增速显著且远超加盟及直营业务，2019-2022年收入增速分别为74.42%/38.67%/208.65%/53.58%，主要系公司从区域布局、商业合作模式、服务流程、产品竞争力升级等方面进行全方位渗透，业绩得以持续增长。同时，直营业务为公司中坚力量，公司由线下直营门店起家，除2020年外近几年公司直营业务收入整体波动较小，发展势头较为稳健。

图表 52. 加盟业务构成公司业绩基本盘，团购业务呈增长趋势（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 53. 团购业务收入增速明显，远超加盟及直营业务



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

“平台电商+社交电商”构建线上销售网络。平台电商方面，公司覆盖天猫旗舰店、天猫超市、京东旗舰店、京东自营店、即时零售朴朴超市等多个平台渠道，分渠道制定销售增长策略，渠道整体经营质量持续提升，

截至 2022 年末公司京东自营店、拼多多店铺、即时零售朴朴超市销售规模稳居行业第一。社交电商方面，公司聚焦抖音平台，市场规模进一步拓展。2022 年公司在抖音 618 大促、8 月抖音超品日活动中销售达成行业 TOP1，同时持续孵化店播账号矩阵，助力店播销售规模进一步提升。

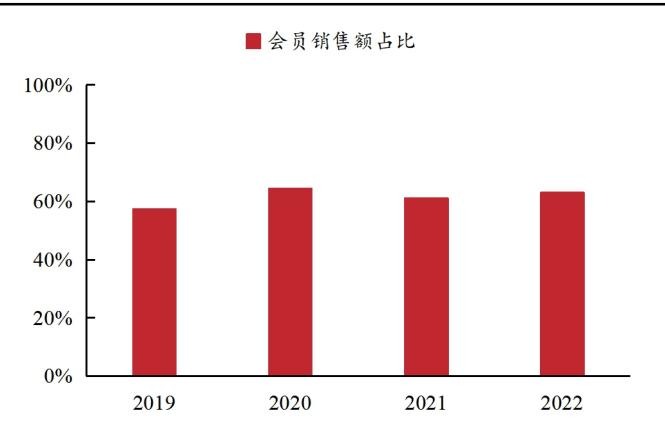
全渠道会员数量持续增长，会员销售额支撑业绩增长。2020-2022 年公司全渠道可触达会员数量由 8465 万人增加至 1.3 亿人。其中门店会员、微信会员（不含粉丝）、电商会员为主要来源，2022 年相较 2020 年三者会员数量增速分别为 31.55%、98.19%、65.88%。从销售额口径来看，2019-2022 年会员销售额占比略有提升，由 57.4% 提升至 63.05%，总体占比较高、且保持稳定，支撑公司业绩持续增长。

图表 54. 公司全渠道会员数量不断攀升

单位：万人	2020 年	2021 年	2022 年
会员数量	8465	12000	13000
其中：			
门店会员	2900	3441	3815
微信会员（不含粉丝）	830	1319	1645
APP 会员	210	215	220
支付宝会员	155	360	382
电商会员	800	1199	1327

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 55. 会员销售额占比较高且较稳定



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3.3. 区域：以华中为中心，辐射全国

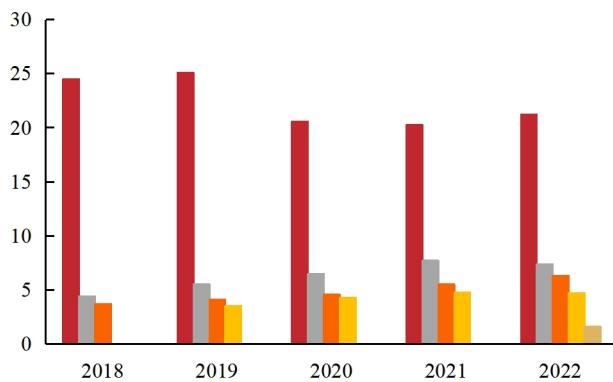
公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局。公司在省会城市和地级市的主城区，按消费者的生活路径进行布点，为消费者提供便利的购买途径，利用零食“冲动性、及时性、高频性”的消费特性，有效培养了消费者的购物习惯。同时，终端门店通过提供舒适的购物环境、丰富的产品品类、美味的试吃品尝和贴心的高效服务，从色觉、触觉、味觉、情感等多个角度为消费者构建了全方面、沉浸式的消费体验。在实现从核心商圈到社区门店多层次覆盖的同时，持续对终端门店体系进行更新升级，通过淘汰、翻新和新建，不断保持和优化消费者的消费体验。以上各方面的实施落地，是公司能够走向全国化的重要原因。

华中区域为核心，同时不断拓展其他区域，全国化进程持续推进。从营收规模上来看，华中区域收入规模遥遥领先其他区域，2022 年华中/华东/西南/华南区域营收分别为 21.22/7.39/6.31/4.73 亿元，同比增速分别为 +4.79%/-4.15%/+14.31%/-0.84%。其中西南区域表现亮眼实现双位数增长；

西北+华北区域实现巨大突破，2022年营收为1.63亿元。从收入占比来看，2018-2022年华中区域收入占比呈下滑趋势，由38.77%下降至22.48%，其他区域收入占比均有所提升，表明公司收入结构更加均衡，有利于公司持续全国化扩张。

图表 56. 各区域历年收入情况（单位：亿元）

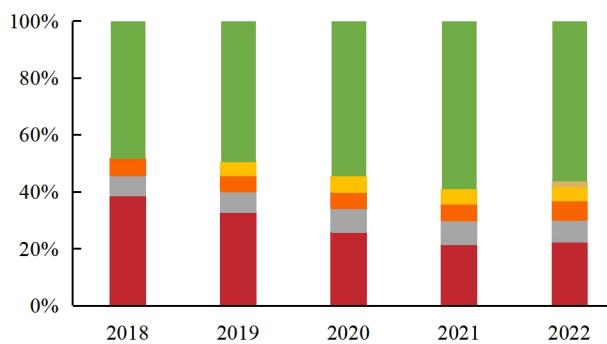
■ 华中 ■ 华东 ■ 西南 ■ 华南 ■ 西北+华北



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 57. 华中区域收入占比呈下降状态，其他区域持续拓展

■ 华中 ■ 华东 ■ 西南 ■ 华南 ■ 西北+华北 ■ 其他



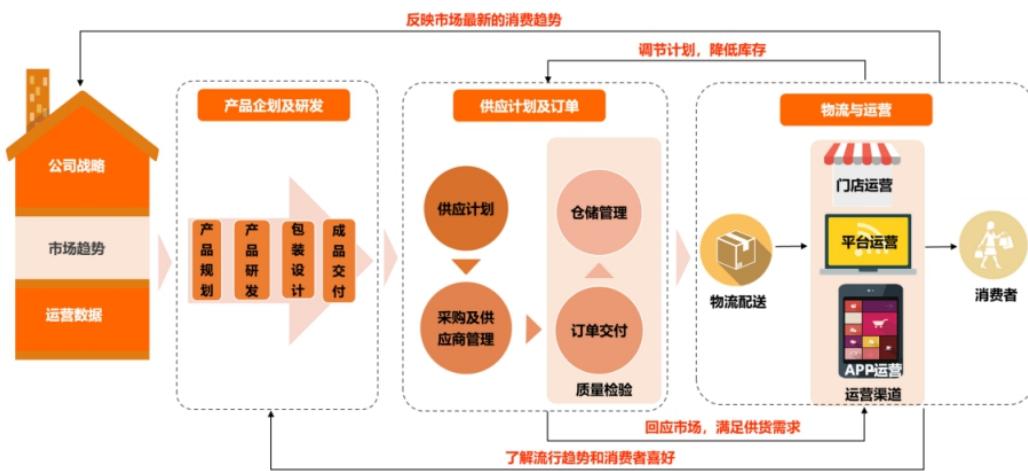
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

注：难以按地区分类的团购业务和电子商务业务并入“其他”进行列示。

3.4. 供应链体系+信息化系统建设持续增强公司实力

供应链体系建设对于公司产品质量控制能力与供应链整合能力具有重要意义。从产品质量来说，作为休闲食品企业长期发展的核心要素之一，叠加休闲零食企业日益激烈的市场竞争环境，建立完善的质量控制体系和切实有效的质量控制措施对于休闲零食企业来说具有必要意义，零食企业需组建专业的质量控制团队，以保证休闲食品的产品质量，从而提高品牌的美誉度。从供应链整合能力来说，为持续提升休闲零食企业运营效率，休闲食品企业需要系统整合信息流、物流、资金流的全过程。具体到良品铺子来说，公司以供应计划为调控枢纽，以物流管理为供应保障，以质量管理为安全保障，对产品的采购、仓储、物流、交付进行全流程控制和管理。供应商合作、仓储物流及产品质量保障等多维度形成公司供应链壁垒优势。

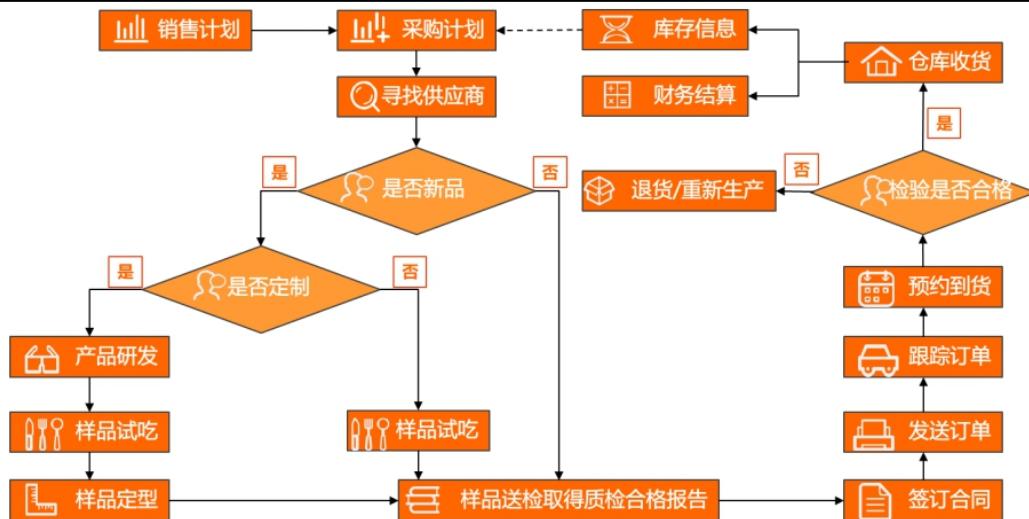
图表 58. 公司具备完善的一体化运营流程



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

供应商管理体系较为完善，多重机制提高供应商管理质量。公司在供应商的引进管理、生产过程控制、产品验收的质量管理和储运销售食安管理方面建立了多重机制。在引进环节，每家新供应商都需要进行严格的筛选，包括硬件条件调查、合规性审查、样品检测、品评测试、实地审核等多个维度；在合作过程中，全流程实施质量绩效评价和风险分级动态管理，并开展年度监查和飞行审核，以此为依据淘汰或更换不合格供应商。同时，公司制定供应商质量管理手册，统一供应商质量安全管控要求，并开展培训、督导实施，旨在提高供应商管理质量水平。总体来看，公司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有利于有效保障产品供应和质量安全。公司定位高端零食品牌，随着采购规模持续扩大，采购成本有望不断优化；伴随供应商管理体系持续完善，采购效率预计进一步提升。

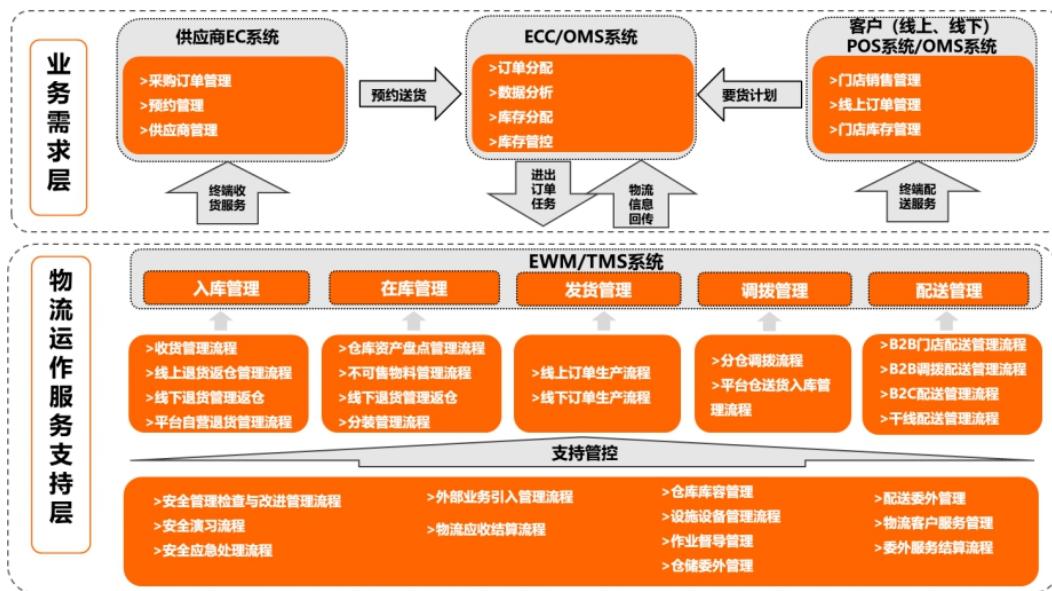
图表 59. 公司采购管理体系较为成熟



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

全渠道共享仓储物流管理，产品质量保障体系完善。在仓储物流环节，公司采用全渠道共享模式管理库存，以此保证公司在接到订单后，时间上最优进行订单物流交付。在订单时效和异常管控方面，公司EWM系统与各物流承运商的系统实现数据共享，利于公司实时监控订单状态。在产品质量保障方面，公司制定了全面的产品质量控制体系，包括供应商准入管理、评估考核和淘汰管理、工厂质量管理、食品安全检测管理等监管措施保障全流程食品安全。同时为了确保产品品质的稳定与高标准，公司制定了严苛的产品生产质量标准书和多维度验收标准书，建立了自己的产品检测中心，通过了国家级实验室（CNAS）认证，覆盖产品入库到上市销售后的全部环节，同时根据业务变化，不断完善全过程质量管控流程，形成了全流程的产品质量安全管控体系。

图表 60. 公司仓储管理系统示意图



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

核心业务实现全系统化管理，前中后系统持续完善助力管理效率提升。

前台系统上，实现各线下门店和线上店铺连接，前台渠道的商品、价格、促销、库存等信息可以进行统一管理，进一步提升渠道管理效率。中台系统上，实现公司全渠道订单、库存、会员信息、促销活动、商品配置等方面的一体化管理，全渠道运营能力显著提升。后台系统上，在财务和业务一体化以及信息流、物流、资金流上实现管理的一致性和资源配置的高效性。公司通过不断加大信息化建设和投入，实现前中后台系统之间的集成整合，运营效率和运营质量持续改善。

4. 门店数量持续增长，盈利能力有望提升

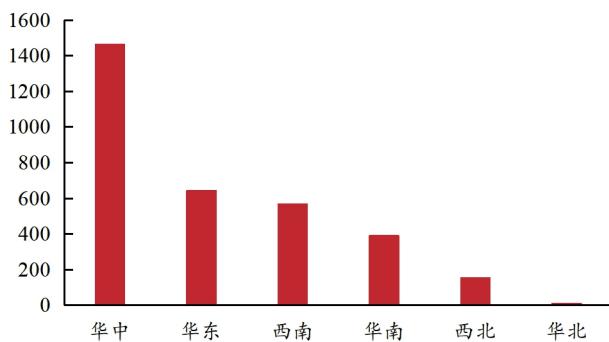
4. 1. 门店数量具备较大提升空间

与其他休闲零食连锁业态企业相比，公司门店数量具备较大提升空间。2022年公司门店总数为3225家，从区域分布来看，公司门店主要集中于华中，华中/华东/西南/华南/西北/华北区域分别为1462/643/567/390/153/10家，占比分别为45.33%/19.94%/17.58%/12.09%/4.74%/0.31%。一般而言，伴随连锁业态由区域扩张走向全国化，门店的扩张速度也处于加速状态。与其他连锁业态相比，公司门店数量具备较大的提升空间，这就意味着公司在华中区域以外的地区仍有较强的开拓性。与卤制品龙头绝味食品相比，当前绝味食品已经实现全国化覆盖，门店数量超万家，而良品铺子仅3000+家；二者同为休闲零食连锁业态，消费圈层较为相近，随着公司逐步进行全国化扩张，区域分布将更为均衡。根据窄门餐眼2023年6月3日数据，

绝味华中区域门店数量占比为 14.04%，考虑到公司在门店拓展速度上不及绝味，我们以绝味门店华中区域占比为参考基数，假设公司华中地区门店占比下降至 25%，我们预计公司门店数量可增至 5800 (1462/25%) 家以上。根据公司披露信息，2023 年一季度新开门店 80 家，二、三季度公司会加快线下门店开店节奏，力争实现全年开店 1000 家的目标。整体来看，公司在门店拓展态度上积极奋进，有利于公司业绩提升。

图表 61. 2022 年良品铺子门店分布情况

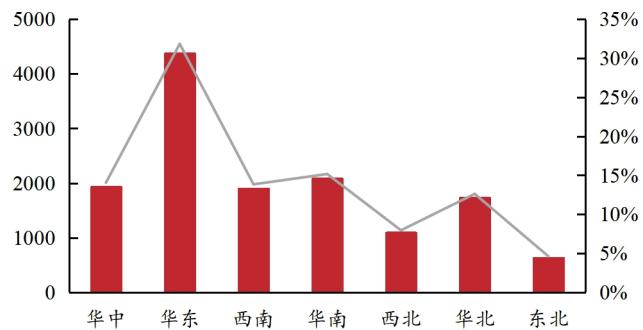
■ 门店数量 (家)



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 62. 绝味食品公司门店分布情况，其中华中区域占比为 14.04%

■ 门店数量 (家) —— 数量占比



资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

注：窄门餐眼数据为 2023 年 6 月 3 日

4.2. 门店升级可期，单店营收有望增加

直营单店收入高于加盟单店收入，对标华中单店营收仍有提升空间。我们对公司直营门店及加盟门店的单店收入进行了测算，总体来看历年直营单店收入高于加盟单店收入。2018-2019 年直营单店收入由 180 万元提升至 192 万元，加盟单店收入由 143 万元提升至 148 万元，随后公司单店收入出现明显下滑状态，2022 年直营/加盟单店收入分别为 163/114 万元。与 2019 年相比，公司单店收入具备增长空间。从主要区域单店收入来看，2022 年华中/华南/华东/西南单店收入分别为 145/121/115/111 万元，以华中区域单店收入为标准，其他区域单店收入均具备较大提升空间。

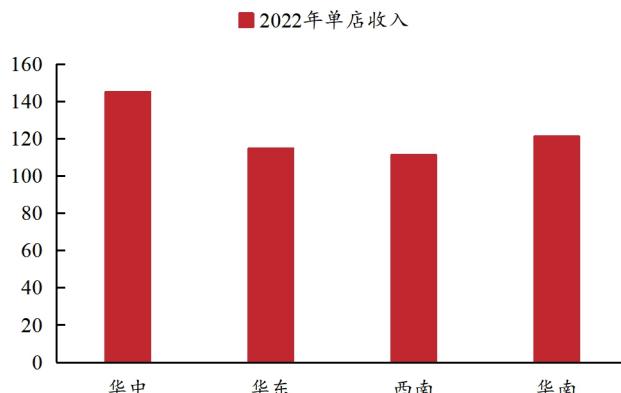
图表 63. 2020 年以来直营及加盟单店收入呈下滑趋势 (单位: 万元)



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

注：单店收入=当年收入/(年初门店数量+年末门店数量)/2

图表 64. 主要区域 2022 年单店收入情况 (单位: 万元)



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

门店升级有望提升单店营收。公司在新开门店布局上从多方面进行门店升级，进行差异化打造。第一，2023年新开大店面积较大，以直营门店为主同时涵盖加盟门店，围绕华中、华南、华东、西南等优势地区进行加密布局，门店选址上覆盖购物中心、社区、写字楼等各类场景，各门店将基于消费者结构的不同对产品组合、装修风格、展示陈列、服务等进行升级和差异化打造。第二，产品品类更加丰富，新开大店SKU数量将达到1000+，满足消费者沉浸式、一站式购物体验需求。在产品上增加现制咖啡、现烤烘焙、短保面包、中式糕点等，以满足早餐、下午茶等消费场景的需求。同时对现有部分产品进行升级，以满足消费者对食品新鲜、营养健康等方面的需求。随着门店升级改造，单店营收有望进一步提振。

5. 加码零食量贩渠道，积极培育第二业绩增长曲线

零食量贩渠道兴起，良品铺子积极布局参与。从渠道上来看，当前休闲零食行业的销售渠道不断升级创新，呈现多元化发展趋势。线下渠道仍占据主流地位，但零食专营店、便利店等现代渠道不断挤占传统零售店的市场份额。从消费群体来看，一部分消费者追求高品质产品和服务，另一部分主打性价比需求。近两年来，赵一鸣零食、零食很忙、老婆大人等零食量贩连锁品牌逐步兴起，零食量贩连锁品牌主要以低价著称，并且以加盟形式迅速在华中、华东、西南区域市场得到扩张。良品铺子主业虽以高端零食为主，但积极把握零食量贩渠道风口，当前来看公司根据地湖北区域暂未出现本土强势零食量贩品牌，公司积极布局“零食顽家”有利于培育第二业绩增长曲线。同时，公司积极进行投资，通过投资赵一鸣零食进一步拓展零食量贩业务的布局。赵一鸣零食起步于江西省，是零食量贩连

锁赛道的重要企业之一，公司可以在供应链、信息化等方面与赵一鸣零食互相补充。

对标零食很忙等业态，“零食顽家”与公司主业协同性强。公司现有品牌“良品铺子”主要面向中产家庭，该类消费群体注重高品质产品和服务，公司在高端产品上通过产品与渠道双轮驱动公司发展。新品牌“零食顽家”则通过快速抢占门店、高效的供应链整合及组织运营能力拓展渠道。虽然两个品牌面向的消费群体不同，满足的消费人群及细分场景需求不同，但二者可以在供应链整合、加盟商资源上形成协同效应，同时通过规模化发展能够降低产品成本，提升运营效率并最终覆盖更多的消费者。从具体的协同能力上来看，公司从线下门店起家，目前覆盖平台电商、社交电商、社区电商、“门店+”等新渠道、新模式，整体具备较强的渠道创新与接受能力。从组织体系上看，当前公司已建立较为完善有效的薪酬、激励、运营、管理体系，具备高效的组织管理能力，且在门店的布局拓展及运营管理方面有非常成熟的体系及经验。高效的供应链整合、门店布局拓展以及组织运营能力是公司布局“零食顽家”的重要能力因素。对比“零食很忙”单店模型，若公司“零食顽家”单店模型跑通后，借助现有加盟商资源，门店有望实现快速复制，第二业绩增长曲线有望培育成功，公司业绩有望得到明显提振。

图表 65. 零食很忙单店模型

主要指标	单位	内容	备注
选址		大型社区/ 成熟商圈	
单店面积	平米	100-120	不低于 100 平米
门店销售额	元/天	12500	日正常营业额 10000 元至 15000 元左右
客单价	元/人/天	38.83	
客单数	人	321.92	
毛利	元/月	67500	
毛利率		18%	综合毛利率约 18% 左右
租金	元/月	12625	倒算，店面选址位置影响租金
人工	元/月	20000	按照 4-5 人计算，人均工资 4500 元/月
水电等杂费	元/月	3000	估算 3000 元/月
净利润	元/月	31875	按照净利率 8.5% 计算
净利率		8.5%	净利率 8%-10% 左右
前期投资	万元	60-70	加盟费 5 万+保证金 3 万+装修 10 万+设备 12 万+首次备货 18-20 万+租金转让费等
投资回收期	年	1.5-2	一年半至两年回本
坪效	万/平米	4.15	按照 110 平米计算

资料来源：零食很忙官网，窄门餐眼，东亚前海证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1. 盈利预测

基于休闲零食的巨大市场空间，我们对公司各项业务作出以下预测：

肉类零食：预计 2023-2025 年营业收入分别为 23.91/27.74/32.73 亿元，
营收增速分别为 14.00%/16.00%/18.00%，对应毛利率分别为
30.36%/33.00%/33.00%。

糖果糕点：预计 2023-2025 年营业收入分别为 22.21/24.43/27.36 亿元，
营收增速分别为 8.00%/10.00%/12.00%，对应毛利率分别为
28.91%/30.00%/31.00%。

坚果炒货：预计 2023-2025 年营业收入分别为 18.97/23.04/28.11 亿元，
营收增速分别为 21.00%/21.50%/22.00%，对应毛利率分别为
24.93%/25.43%/25.93%。

果干果脯：预计 2023-2025 年营业收入分别为 8.83/9.49/10.25 亿元，
营收增速分别为 7.00%/7.50%/8.00%，毛利率分别为 33.68%/32.64%/32.62%。

素食山珍：预计 2023-2025 年营业收入分别为 6.93/7.85/8.92 亿元，
营收增速分别为 13.00%/13.30%/13.60%，对应毛利率分别为
37.60%/36.84%/36.72%。

其他：预计 2023-2025 年营业收入分别为 28.42/37.55/49.80 亿元，营收
增速分别为 31.63%/32.13%/32.63%，毛利率分别为 24.38%/23.60%/24.10%。

其他业务：预计 2023-2025 年营业收入分别为 1.35/1.51/1.69 亿元，
营收增速分别为 11.72%/11.72%/11.72%，对应毛利率分别为
20.00%/20.00%/20.00%。

图表 66. 各项业务的收入及毛利率预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计 (百万元)	9439.61	11061.49	13161.26	15886.31
YOY	1.24%	17.18%	18.98%	20.71%
毛利率	27.57%	28.19%	28.49%	28.66%
肉类零食收入 (百万元)	2097.39	2391.02	2773.59	3272.83
YoY	-3.05%	14.00%	16.00%	18.00%
毛利率	29.97%	30.36%	33.00%	33.00%
糖果糕点收入 (百万元)	2056.05	2220.54	2442.59	2735.70
YoY	1.05%	8.00%	10.00%	12.00%
毛利率	27.35%	28.91%	30.00%	31.00%
坚果炒货收入 (百万元)	1567.35	1896.50	2304.24	2811.18
YoY	-2.60%	21.00%	21.50%	22.00%
毛利率	24.43%	24.93%	25.43%	25.93%
果干果脯收入 (百万元)	825.44	883.22	949.46	1025.42
YoY	-2.85%	7.00%	7.50%	8.00%
毛利率	31.54%	33.68%	32.64%	32.62%
素食山珍收入 (百万元)	613.34	693.07	785.25	892.04
YoY	-14.94%	13.00%	13.30%	13.60%
毛利率	35.73%	37.60%	36.84%	36.72%
其他收入	2158.96	2841.86	3754.99	4980.30
YoY	22.24%	31.63%	32.13%	32.63%
毛利率	24.33%	24.38%	23.60%	24.10%
其他业务收入 (百万元)	121.08	135.27	151.13	168.84
YoY	-32.59%	11.72%	11.72%	11.72%
毛利率	20.09%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

6.2. 相对估值

按照上述假设，预计 2023-2025 年营收分别为 110.61/131.61/158.86 亿元，同比分别为 17.18%/18.98%/20.71%；归母净利润分别为 4.55/5.46/6.46 亿元，同比分别为 35.53%/20.01%/18.39%；EPS 分别为 1.13/1.36/1.61 元/股。基于 6 月 8 日收盘价 28.46 元/股，对应 PE 分别为 25.10/20.91/17.67 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 67. 盈利预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9439.61	11061.49	13161.26	15886.31
增长率 (%)	1.24	17.18	18.98	20.71
归母净利润(百万元)	335.48	454.67	545.66	645.99
增长率 (%)	19.16	35.53	20.01	18.39
EPS (元/股)	0.84	1.13	1.36	1.61
市盈率 (P/E)	43.89	25.10	20.91	17.67
市净率 (P/B)	6.16	4.16	3.48	2.92

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，股价基准为 6 月 8 日收盘价 28.46 元/股

图表 68. 估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603777.SH	来伊份	17.27	58.12	0.27	0.35	0.41	65.17	49.34	42.12
300783.SZ	三只松鼠	20.90	83.81	0.71	0.87	0.99	29.36	23.92	21.18
002847.SZ	盐津铺子	80.46	155.21	3.42	4.45	5.85	23.52	18.06	13.77
平均值				1.47	1.89	2.41	39.35	30.44	25.69
603719.SH	良品铺子	28.46	114.12	1.13	1.36	1.61	25.10	20.91	17.67

资料来源：同花顺 iFinD，可比公司估值数据使用 iFinD 一致预期，东亚前海证券研究所

注：数据截至日期为 2023 年 6 月 8 日

7. 风险提示

食品安全风险。公司定位为高端休闲零食零售商，若发生食品安全问题，将对公司树立的品牌形象产生不良影响，同时也会影响公司经营业绩。

门店拓展及升级不及预期。公司门店业务在经营活动中占据重要地位，若门店拓展及升级不及预期，将影响公司全国化进程及加盟商对公司的信心，进而不利于公司业绩增长。

零食量贩渠道发展不及预期。随着零食量贩渠道的兴起，零食行业竞争将更加激烈。若公司未能成功培育该渠道，将一定程度上影响公司在行业的发展。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9439.61	11061.49	13161.26	15886.31
%同比增速	1.24%	17.18%	18.98%	20.71%
营业成本	6836.91	7942.84	9411.58	11333.07
毛利	2602.71	3118.65	3749.67	4553.25
%营业收入	27.57%	28.19%	28.49%	28.66%
税金及附加	49.99	68.51	81.12	93.48
%营业收入	0.53%	0.62%	0.62%	0.59%
销售费用	1756.06	2042.74	2527.73	3153.97
%营业收入	18.60%	18.47%	19.21%	19.85%
管理费用	479.67	492.94	536.55	605.30
%营业收入	5.08%	4.46%	4.08%	3.81%
研发费用	50.55	49.60	55.02	63.88
%营业收入	0.54%	0.45%	0.42%	0.40%
财务费用	-35.03	-25.21	-38.44	-51.48
%营业收入	-0.37%	-0.23%	-0.29%	-0.32%
资产减值损失	-28.03	-9.45	-12.83	-16.77
信用减值损失	-4.20	-1.59	-2.65	-2.81
其他收益	162.66	132.40	172.27	223.95
投资收益	2.37	8.30	5.24	7.41
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.99	1.50	1.92	1.81
营业利润	436.26	621.23	751.66	901.69
%营业收入	4.62%	5.62%	5.71%	5.68%
营业外收支	1.08	1.29	1.83	1.40
利润总额	437.35	622.53	753.49	903.09
%营业收入	4.63%	5.63%	5.73%	5.68%
所得税费用	102.89	165.91	205.49	254.34
净利润	334.46	456.61	547.99	648.75
%营业收入	3.54%	4.13%	4.16%	4.08%
归属于母公司的净利润	335.48	454.67	545.66	645.99
%同比增速	19.16%	35.53%	20.01%	18.39%
少数股东损益	-1.02	1.94	2.33	2.76
EPS (元/股)	0.84	1.13	1.36	1.61

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.84	1.13	1.36	1.61
BVPS	5.98	6.84	8.18	9.76
PE	43.89	25.10	20.91	17.67
PEG	2.29	0.71	1.05	0.96
PB	6.16	4.16	3.48	2.92
EV/EBITDA	17.49	14.97	11.78	8.93
ROE	13.99%	16.58%	16.64%	16.50%
ROIC	10.60%	13.73%	14.13%	14.23%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1354.38	2011.91	2496.20	3511.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	734.71	922.93	1047.02	1330.46
存货	916.45	1103.93	1488.11	1756.28
预付账款	303.24	357.43	423.52	509.99
其他流动资产	254.00	274.29	322.22	332.41
流动资产合计	3562.78	4670.49	5777.08	7440.96
长期股权投资	28.33	28.33	28.33	28.33
投资性房地产	6.94	6.94	6.94	6.94
固定资产合计	559.47	560.16	582.31	571.25
无形资产	134.39	124.69	119.12	111.14
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	161.07	161.07	161.07	161.07
其他非流动资产	582.88	577.88	572.88	567.88
资产总计	5035.86	6129.56	7247.73	8887.57
短期借款	80.00	70.00	60.00	50.00
应付票据及应付账款	1093.01	1510.47	1835.87	2508.47
预收账款	0.38	0.47	0.54	0.65
应付职工薪酬	117.46	133.97	155.55	191.06
应交税费	76.52	110.61	157.94	206.52
其他流动负债	1084.03	1373.65	1569.46	1823.75
流动负债合计	2451.40	3199.18	3779.35	4780.45
长期借款	55.69	55.69	55.69	55.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.68	0.68	0.68	0.68
其他非流动负债	130.26	130.26	130.26	130.26
负债合计	2638.03	3385.80	3965.98	4967.07
归属于母公司的所有者权益	2398.80	2742.78	3278.45	3914.44
少数股东权益	-0.97	0.97	3.30	6.06
股东权益	2397.83	2743.75	3281.75	3920.50
负债及股东权益	5035.86	6129.56	7247.73	8887.57

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量净额	102.84	812.65	577.31	1070.81
投资	-26.91	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-160.36	-47.73	-83.27	-47.62
其他	42.38	13.30	10.24	12.41
投资活动现金流量净额	-144.90	-34.43	-73.02	-35.20
债权融资	-30.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	80.00	-10.00	-10.00	-10.00
筹资成本	-88.34	-100.69	0.00	0.00
其他	-291.73	-10.00	-10.00	-10.00
筹资活动现金流量净额	-330.07	-120.69	-20.00	-20.00
现金净流量	-372.13	657.53	484.29	1015.61

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%~-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>