CMS 招商证券

强烈推荐-A（首次）

良品铺子 603719.SH 新股分析

2020 年 02 月 24 日

双线发力、全国扩张的休闲零食巨头

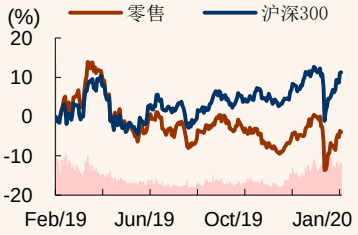
发行数据

发行前总股本(万)	36000
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	40100
发行价（元）	11.9
发行市盈率（倍）	23
发行日期	2020-02-12
上市日期	2020-02-24

主要股东

	持股比例
宁波汉意投资管理合伙	37.30%
达永有限公司	30.30%
珠海高瓴天达股权投资	4.62%
HH LPPZ（HK）Holdings	4.49%
宁波艾邦投资管理有限	3.59%

行业指数



资料来源：贝格数据、招商证券

宁浮洁
ningfujie@cmschina.com.cn
S109051809002

杨勇胜
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

于佳琦
yujiaqi@cmschina.com.cn
S1090518090005

周洁
zhoujiie10@cmschina.com.cn
研究助理

良品铺子是零食全渠道领先品牌商。线上全平台发展，渠道结构趋于京东等高端电商，阿里赋能新零售并不断加强创新；线下开店空间大，中期可看至 5000 家，跑马圈阶段成长有望加速。经销商 roe 高、加盟意愿强，良品掌控经营核心，可复制性强。虽短期受疫情影响，但长期空间、路径、竞争优势明确，首次覆盖给予 2021 年一年目标市值 230 亿，对应 40X 估值，给予“强烈推荐—A”评级。

- **大行业小公司，成长赛道空间大。**我国休闲食品具备千亿市场规模，年均复合增速为 12.49%，整体呈现集中度低、电商渗透率低（14.3%）的市场特点。随着休闲零食进入下半场，产品＞品牌＞流量，全渠道能力突出、经营稳健且以高端零食定位的良品有望实现突围。2018 年良品线上线下收入分别为 28.78/34.44 亿，营收稳步增加同时，费用率持续下行， 2019 年业绩预计可达 3.4 亿左右，增长 42%。
- **线上全平台发展，渠道结构趋于高端，阿里赋能新零售，静待直播助力。**由于产品组合和定价策略的调整，2019 年下半年线上收入增速高于上半年。细分来看，天猫渠道收入份额下降，京东占比提升迎合其高端战略布局。良品依据线下门店优势，且基于其前中后台建设打通，阿里数据银行与全域营销预计充分赋能良品，良品也有望借助 AIPL 和 FAST 模型全面提升人货场匹配效率。同时，2020 年直播电商预计再度发力或给良品带来新机遇，助力良品线上高增长。
- **线下开店空间大，跑马圈阶段成长有望加速。**对比绝味、百果园等其他业态，良品全国化品牌的开店空间更大，并且休闲零食口味差异小、扩张属性更佳，万店空间存在，中期可看至 5000 家以上。复盘绝味，2010 年 2032 家店，11-12 年分别净增加 1654、1554 家，模式跑通后的全国化有望为成长赋能加速。由于升级老店、发力线上等因素影响，此前几年开店速度不快，重在质量，上市之后有望加快发展节奏。
- **经销商 roe 高意愿强，良品掌控经营核心，可复制性强。**净利率方面，我们进行单店模型测算，良品加盟商积极的开店意愿源于其单店的可观利润，华南新市场的升级店赚钱效应也很强。周转率方面，我们测算线上、线下周转率均为行业领先。高 roe 意味着加盟商更强的加入意愿，也意味着公司未来盈利能力强化有潜在空间。与此同时，在良品模式中，品牌商掌握了运营核心（数据、模式、人员等）、加盟商选渠道，公司网罗优秀经销商为自己的发展加杠杆，我们判断在这种高复制能力下，扩店成功率也将较高。
- **投资建议：锁定高端，管理赋能，双线融合待加速，净利率有望稳中提升，给予“强烈推荐—A”评级。**公司定位高端，锁定中产用户，不断提升品牌渠道势能，线上摸索创新、走出独立成长节奏，线下管理优势明显、跑马圈地有望加速。同时，随着净利率较高的加盟渠道加速、品牌溢价逐步体现，我们认为公司净利率有望呈现稳中有升的局面。我们预测未来五年公司收入/利润有望分别落在 15-20%、20-25%的中枢（其中 20 年受疫情影响略有波动，但与 21 年平滑后，不影响中期增长中枢），我们首次覆盖给予 2021 年，一年目标市值 230 亿，对应明年约 40X 估值，给予“强烈推荐—A”评级。
- **风险提示：20 年疫情影响导致阶段波动，门店扩张过快带来的管理瓶颈，线上需求回落，竞争日益加剧**

正文目录

一、休闲零食下半场，产品>品牌>流量 7
1.1 千亿市场规模，仍有细分蓝海 7
1.2 市场集中度低，规模以上企业具备优势 8
1.3 休闲食品下半场：产品>品牌>流量 9
二、复盘良品——零售思维、全渠道能力突出、经营稳健 10
2.1 走在时代前端，以消费者为中心满足消费者多元化需求 10
2.2 “人货场”全面打造良品高端之路 11
2.3 全渠道融合：“不断接近终端、随时提供服务”的渠道布局 12
2.4 聚焦肉类零食、坚果与糖果糕点，毛利率低于行业平均 14
2.5 费用率持续改善，利润率优于同行 16
三. 线上：全平台发展、阿里赋能新零售，静待直播助力 18
3.1 2C2B 两头抓，多渠道全平台发展 18
3.2 以线下门店为基，阿里赋能零食新零售 20
3.3 门店信息数字化发力，打通线上线下管理 22
3.4 直播电商再助力，预计线上业绩再腾飞 23
四、线下：开店空间大，可复制性强 25
4.1 开店空间：万店空间存在，中期看至 5000 家为宜 25
4.1.1 全国化后可看更远，线下仍在跑马圈地 25
4.1.2 稳健规划中期门店暂可看至 5000 家 26
4.2 可复制性：意愿模式兼备，前期积累赋能 26
4.2.1 开店意愿：高回报率下加盟商开店意愿强烈 26
4.2.2 开店模式：加盟商和公司分工明确，打法全国复制性强 28
4.2.3 前期积累：打造高效供应链，提高周转速度 29
4.3 开店节奏：相继进军华南华东，参照绝味或将提速 31
4.3.1 老市场门店升级，新市场稳步扩张 31
4.3.2 复盘绝味，良品开店速度有望加快 33
4.4 线上线下融合：流量互补，盈利有改善空间 34
4.5 募投分析 35
五、盈利预测、估值及投资建议 36

5.1 盈利预测 36
5.2 公司估值及投资建议 37
六、风险提示 38

图表目录

图 1：休闲零食行业规模破万亿 7
图 2：休闲零食子行业占比情况 7
图 3：休闲零食各渠道渗透率（%，杂货店左，电商右） 7
图 4：2018 年全球休闲食品人均消费额对比（美元） 7
图 5：中国休闲食品行业集中度变化 8
图 6：中国休闲食品行业市场占有率情况 8
图 7：消费者看重零食产品口感 9
图 8：休闲零食行业未来产品>品牌>流量 9
图 9：休闲零食向本土化、健康化发展 9
图 10：良品铺子发展历程 10
图 11：良品铺子收入及同比增速 10
图 12：良品铺子与其他零食公司主营业务增速比较 10
图 13：良品铺子的高端战略 11
图 14：良品铺子用户细分 11
图 15：产品升级逻辑 11
图 16：线下门店外观 11
图 17：线上销售渠道示意图 12
图 18：线下销售渠道示意图 12
图 19：线上线下融合互补 12
图 20：良品铺子全渠道融合 12
图 21：线上、线下销售渠道收入（亿元） 13
图 22：线上线下销售渠道占比 13
图 23：全渠道销售占比 13
图 24：各季度收入占比 13
图 25：线上细分渠道占线上比 13
图 26：线下细分渠道占线下比 13

图 27：零食各细分品类营收（亿）及增速 14
图 28：良品铺子与其他行业毛利率比较 14
图 29：良品铺子毛利率与行业毛利率对比 14
图 30：良品铺子线上毛利率在 2018 年超过三只松鼠 15
图 31：线下直营毛利率对比 16
图 32: 线下加盟毛利率对比 16
图 33: 良品铺子与三只松鼠销售综合毛利率对比 16
图 34: 良品铺子与三只松鼠综合费用率对比 16
图 35：三只松鼠费用率变化 17
图 36：良品铺子费用率变化 17
图 37：三只松鼠销售费用中大头是运输费（占营收） 17
图 38：良品铺子销售费用中大头是促销费（占营收） 17
图 39：良品铺子和三只松鼠营业利润率 17
图 40：良品铺子和三只松鼠净利润率 17
图 41：GMV 季度同比速度增幅明显 18
图 42：2B2C 业务销售规模稳步增长（亿元） 18
图 43：各电商渠道销售额（亿） 19
图 44：打通良品铺子门店和天猫旗舰店 20
图 45：良品铺子全渠道经营 20
图 46：使用数字化实现精准营销 20
图 47 ：AIPL 用户分层模型 21
图 48 ：Fast 模型 21
图 49：会员生命周期管理 21
图 50：数字化投入历程 22
图 51 ：全渠道管理设计 22
图 52 ：前中后台职能 22
图 53：与阿里合作构建全域的数据中泰 23
图 54：良品铺子直播电商历程 23
图 55：雅禾星烁×良品铺子营销案例 24
图 56：休闲食品公司销售人员数量对比 28
图 57：良品铺子加盟商数量及单个加盟商门店数 28

图 58：良品铺子仓储物流系统 30
图 59：良品和松鼠计算机软件账面价值对比 30
图 60：线下公司库存商品周转率对比 30
图 61：线上公司库存商品周转率对比 30
图 62：良品铺子线下收入地区分布 31
图 63：良品铺子深圳高端门店形象 32
图 64：良品铺子深圳高端门店产品 32
图 65：绝味鸭脖门店数量情况 33
图 66：良品铺子肉类零食线上产品包装 35
图 67：良品铺子肉类零食线下产品包装 35

表 1：休闲卤制品市场相对分散 8
表 2：烘焙市场相对分散 8
表 3：三大占比较高销售品类及其收入增速 14
表 4：各品类毛利率情况 15
表 5：2019 年下半年肉脯类售价 18
表 6：2020 年上半年肉脯类售价 18
表 7：良品铺子线上经营差异 19
表 8：良品 VS 三只松鼠线上市占率 19
表 9：线上收入测算 24
表 10：连锁专卖品牌门店情况统计 25
表 11：部分地域性休闲零食连锁品牌 25
表 12：良品铺子中期门店空间估算 26
表 13：良品铺子单店模型估算 27
表 14：良品铺子围绕线下门店的系列工作 28
表 15：公司前五大加盟客户销售金额 29
表 16：良品铺子前期在信息化系统投入较多（单位：万元） 29
表 17：不同公司线下加盟模式收入确认对比 30
表 18：五省老市场门店密度 31
表 19：良品铺子和来伊份线下门店对比 32
表 20：2010 年绝味门店分部 33

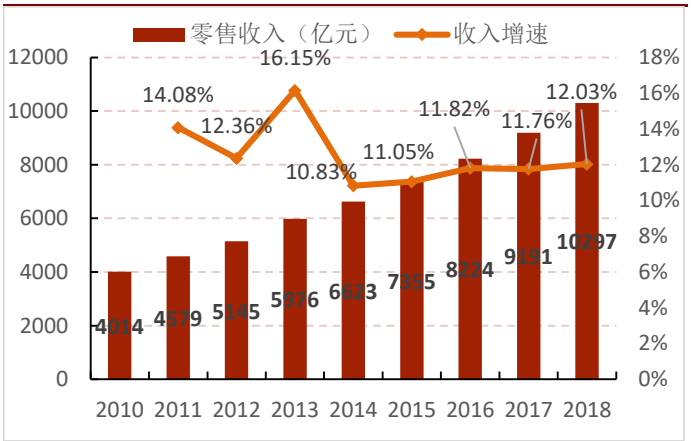
表 21：2016 年绝味门店分部 33
表 22：良品铺子门店扩张节奏 34
表 23：良品铺子肉类零食线上线下价格、规格比较 35
表 24：募集资金投资项目 35
表 25：全渠道测算（单位：百万） 36
表 26：线上渠道测算（单位：百万） 36
表 27：线下渠道测算（单位：百万） 36
表 28：良品盈利预测 37
附：财务预测表 39

一、休闲零食下半场，产品>品牌>流量

1.1 千亿市场规模，仍有细分蓝海

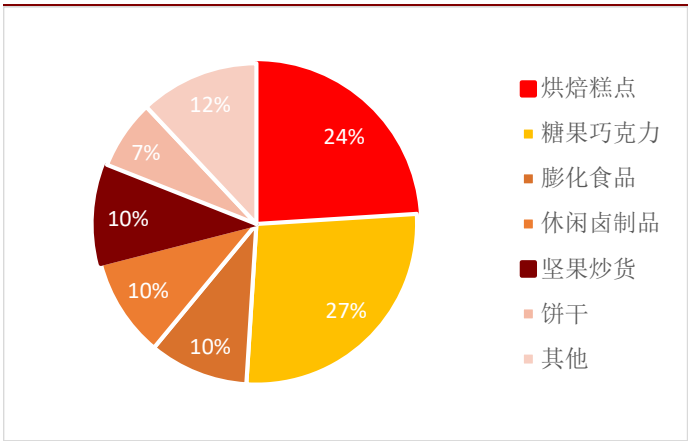
根据 Frost & Sullivan 的统计数据，从 2010 年到 2018 年，休闲食品类行业增长迅速，年复合增长率达 12.49%。行业整体处于快速增长阶段。其中休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速较快，膨化食品、饼干、糖果巧克力增速较低。**从行业渗透率来看，休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点的集中度较小、未来进入空间大。**

图 1：休闲零食行业规模破万亿



资料来源：Frost&Sullivan，招商证券

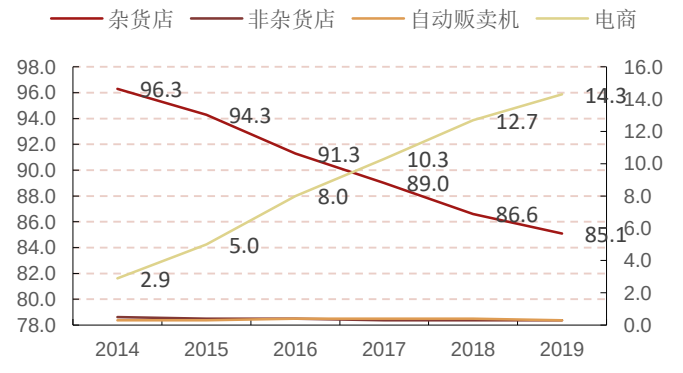
图 2：休闲零食子行业占比情况



资料来源：中国产业信息网，招商证券

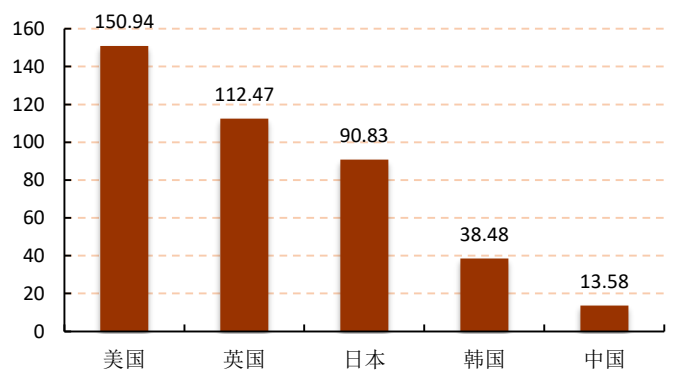
尽管目前我国休闲食品已具备较大市场规模，但在人均消费额上仍远远低于发达国家水平，**根据欧睿数据，目前美国的休闲食品人均消费额是我国的 11.1 倍，韩国则达到我国的 2.8 倍。**随着我国人均可支配收入提升以及闲暇时间增加，我国未来的休闲食品行业仍有较大的发展空间。同时，休闲零食线上渗透率仍低。**根据欧睿咨询的数据，目前休闲零食的电商渗透率仅为 14.3%，远低于其他产品渗透率。随着电商基础设施的完善，以及线上购买休闲零食习惯的养成，预计线上休闲零食仍会保持高增长。**

图 3：休闲零食各渠道渗透率（%，杂货店左，电商右）



资料来源：欧睿，招商证券

图 4：2018 年全球休闲食品人均消费额对比（美元）

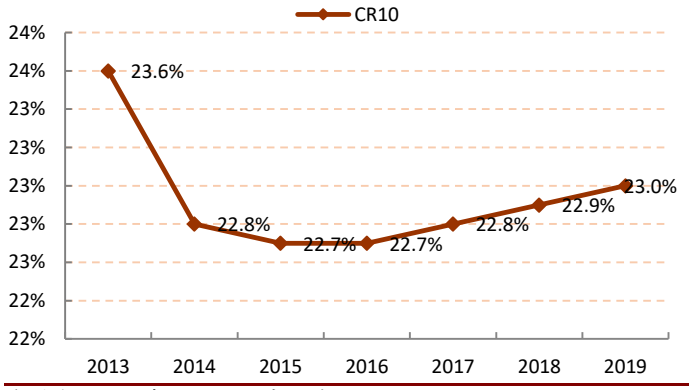


资料来源：欧睿数据，招商证券

1.2 市场集中度低，规模以上企业具备优势

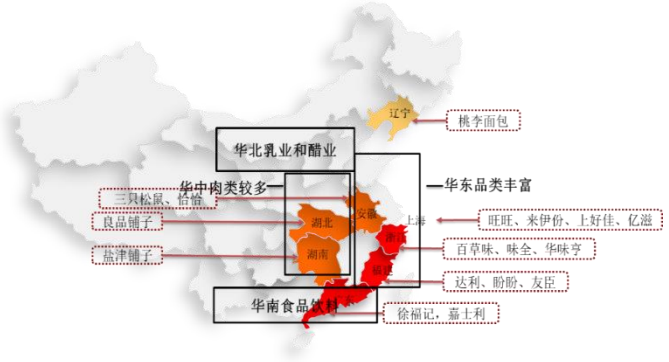
我国休闲食品行业中企业数量多，市场集中度较低。2018 年，CR10 指数为 22.9%，整体产业集中度和技术装备水平较低。行业未来发展对食品安全的要求会愈益严格，品牌化会加速小规模企业退出，休闲食品市场份额会逐渐向规模以上企业集聚。

图 5：中国休闲食品行业集中度变化



资料来源：欧睿数据，招商证券

图 6：中国休闲食品行业市场占有率情况



资料来源：欧睿数据，招商证券

以休闲卤制品、烘焙市场为例，休闲零食公司具有比较鲜明的地域特征，存量玩家目前市占率仍较低，并且线上渠道渗透率仍低，市场集中度有待提升。

表 1：休闲卤制品市场相对分散

品牌	收入规模（2018）（亿元）	强势地区	线上渠道	市占率
绝味	43.68	华中、华东	京东、天猫、官方微信	9%
周黑鸭	32.18	华中	京东、天猫、微店、美团、	5%
煌上煌	18.98	江西	天猫、淘宝、京东	3%
久久丫	——	上海	天猫，京东、饿了么，美团	1%
紫燕	——	西南	淘宝，天猫，京东	3%

资料来源：公开资料，招商证券

表 2：烘焙市场相对分散

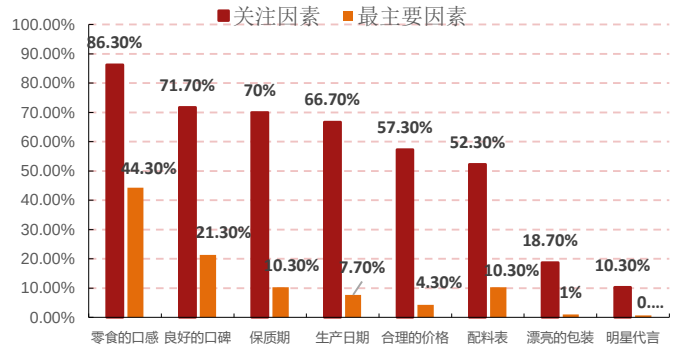
主要品牌	主要产品	市占比	经营情况	零售渠道	线上情况
达利	长保面包，糕点类，派类	4%	3500 多家经销商，批发网点超过 80000 个，终端渠道占有率超过	主要在大型商超，便利店以及淘宝天猫等旗	较多
桃李	短保面包，月饼，粽子	3.20%	684 家经销商	优势在于小店占领	较少
好丽友	派类，蛋糕类	2.70%	在 16 个城市设立营业所	商超，便利店，淘宝，京东	较多
盼盼	长保面包	1.30%	17 家分公司	商超，便利店，淘宝，京东	较多
徐福记	糕点，沙琪玛	0.90%	138 个销售分公司的，超过 28000 个可掌控的终端零售点	商超，便利店，淘宝，京东	较少

资料来源：公开资料，招商证券

1.3 休闲食品下半场：产品>品牌>流量

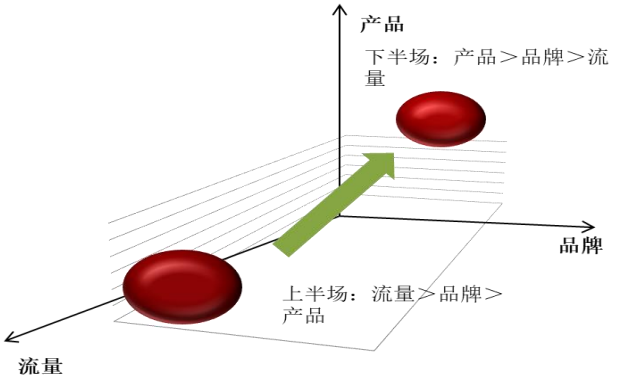
随着人均收入和可支配收入的提高，消费者对于休闲零食的产品质量的要求越来越高。根据信索咨询，将零食口感作为最重要关注对象的休闲零售消费者占比达到了 44.3%，而对于品牌口碑的关注度则达到了 71.70%。**休闲零食下半场：消费者对于零食消费需求的升级，企业的竞争方向将从“流量>品牌>产品”升级至“产品>品牌>流量”，高端零食路线或是未来趋势之一。**除了深化产品，高端零食路线之外，丰富产品矩阵，拓展专业宽度是各大零食企业在竞争中成功胜出的重要手段。

图 7：消费者看重零食产品口感



资料来源：信索咨询，招商证券

图 8：休闲零食行业未来产品>品牌>流量



资料来源：招商证券

根据 Research and Markets 最近的一份《健康零食市场分析报告》，全球健康零食市场在 2025 年预计将达到 328 亿美元。**越来越多的工薪阶层需长时间工作，对营养丰富的零食产生偏爱，因此独立包装零食，如燕麦、种子类、谷物和肉类零食等的消费需求日益增长。清洁标签、非转基因、无麸质、低糖以及其它对于健康的诉求正成为零食市场逐渐增长的关注点。**

图 9：休闲零食向本土化、健康化发展

资料来源：亿欧，招商证券

二、复盘良品——零售思维、全渠道能力突出、经营稳健

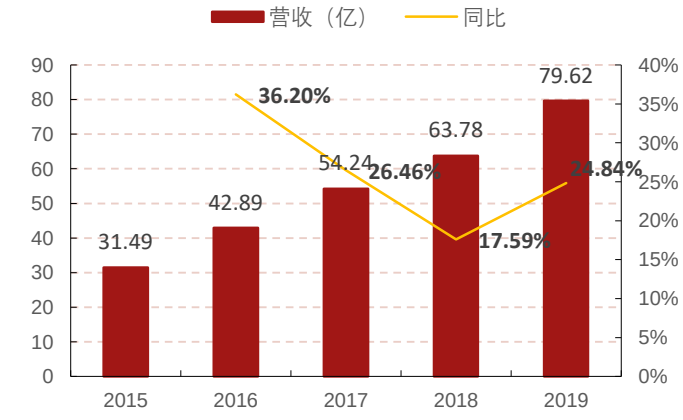
2.1 走在时代前端，以消费者为中心满足消费者多元化需求

良品铺子 2006 年在武汉成立，从 2006 年到 2011 年良品铺子的销售渠道只有线下的门店形式，在这 5 年，为了更好的进行线下的扩张和门店的管理，**良品铺子应用门店信息化管理系统，极大节省了人力成本和开支，门店数很快翻番增长**。2012 年，随着食品电商的成熟，良品铺子开始发展线上渠道，在天猫、京东、一号店等几十个多线上渠道展开了销售。**随着电商红利的逐渐消失，良品铺子在后电商时代中以全渠道的发展占据了优势地位。根据第三方数据，良品铺子的销售收入从 2012 年的 10 亿到 2019 年近 80 亿，占据了休闲零食行业的龙头地位。**

图 10：良品铺子发展历程

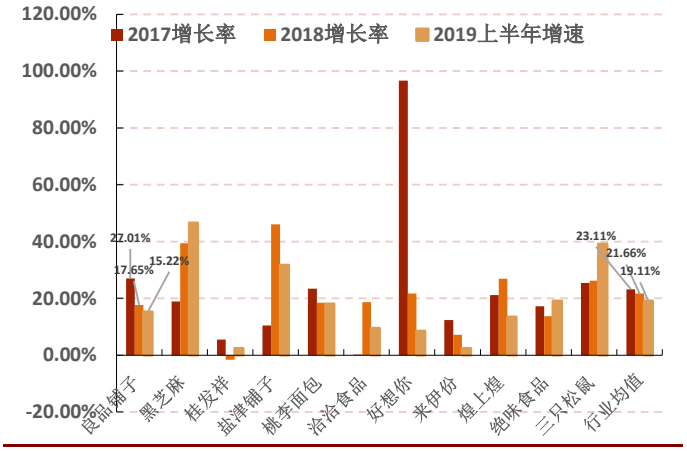
资料来源：招股书，招商证券

图 11：良品铺子收入及同比增速



资料来源：招股书，招商证券（2019 年取预告披露上限值）

图 12：良品铺子与其他零食公司主营业务增速比较

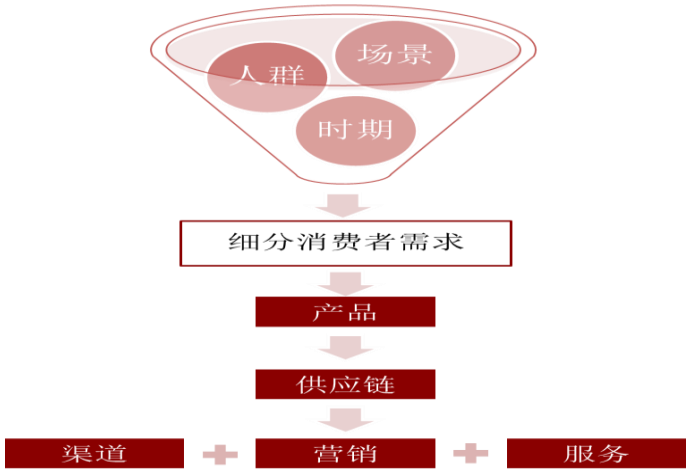


资料来源：招股书，招商证券

2.2 “人货场”全面打造良品高端之路

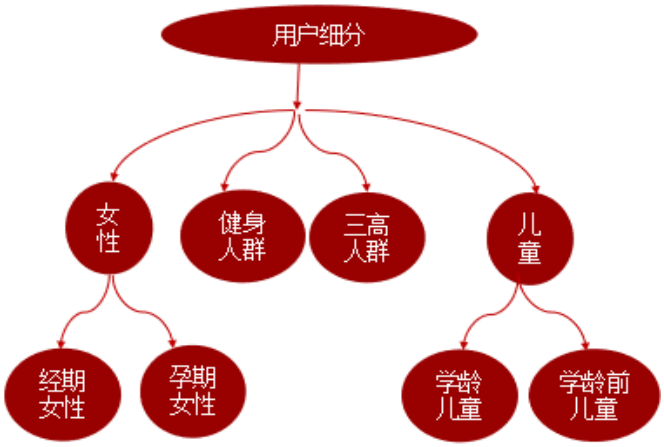
公司定位为高端食品，采购价相比同行高 4%-8%，相对销售价格也比同行更高。公司对标用户主要为高价值客户，京东 plus 贡献超过了 20%，此类客户收入较高，对健康的关注度高，对价格的敏感性相对较小，客户也多为粘性客户，复购的比例相对较高。以销定产，保证食材最佳口感。公司将严格遵循产销协同的原则，即严格遵循订单拉动生产，其中 65%的产品都是定年度计划，然后季度、月度计划，滚动观察。

图 13：良品铺子的高端战略



资料来源：招商证券

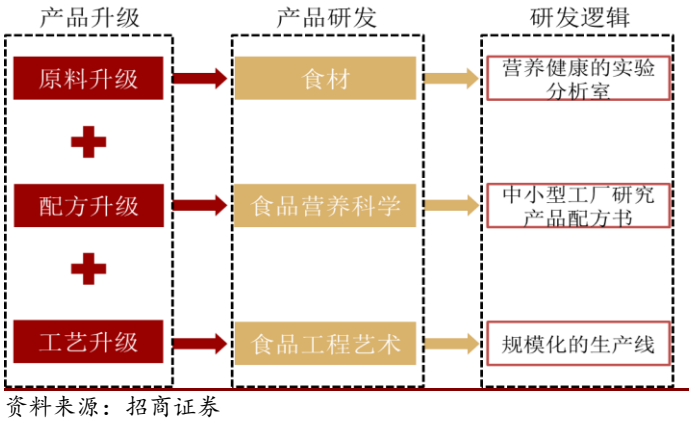
图 14：良品铺子用户细分



资料来源：招商证券

严格选材，力争高端。根据斑马消费报道，全球最好的松子—巴松，每年的产量只有 2000 吨左右，其中 400 吨被良品铺子收入囊中。2019 年 11 月 6 日的进博会现场，良品铺子与巴基斯坦供应商 HALO FOOS 公司签订合作协议，采购 3 亿元优质巴基斯坦松子，作为手剥松子产品的原料。除此以外，在疆葵、虾夷扇贝、香辣卤藕、冬枣的挑选方面也颇有讲究。2019 年双 11 前良品铺子启动了整个坚果品类的升级，原料须经 5 层筛选——机器筛选颗粒、机器色选、机器比重、机器去空瘪以及人工精选，保证优中选优，全面保证高端零食定位。

图 15：产品升级逻辑



资料来源：招商证券

图 16：线下门店外观

资料来源：招股书，招商证券

2.3 全渠道融合："不断接近终端、随时提供服务"的渠道布局

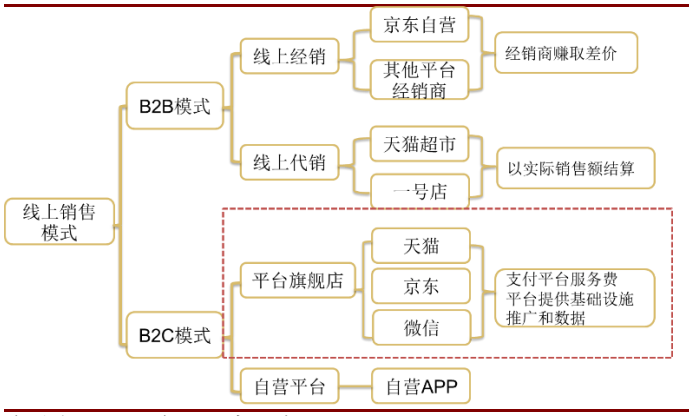
良品铺子的销售模式主要分为线上销售和线下销售：线下销售包含直营门店、加盟门店、团购模式以及 O2O 外卖模式，线上销售包含 B2B 模式、B2C 模式以及自营 APP。

线下渠道："深耕华中，辐射全国"。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，从而利用零食"冲动性、及时性、高频性"的消费特性，有效地培养了消费者的购物习惯。同时，终端门店为消费者构建了全方面、沉浸式消费体验。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖北、江西、湖南、四川等地区共开设终端门店 2237 家，实现从核心商圈到社区门店的多层次覆盖的同时，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。

线上渠道："平台电商+社交电商+自营渠道"的全面覆盖运营网络。目前，公司已拥有包括天猫、 京东、唯品会在内的数十家电商平台销售渠道；同时，公司在微博、微信等各大社交平台上广泛布局，拓宽销售途径，打造全新的品牌运营体系此外，公司推出自营 APP 平台，在抢占手机端流量的同时，为会员提供沙龙聚会、免费试吃、美食旅行等多种个性化服务，进一步增强会员粘性、提升消费者忠诚度。

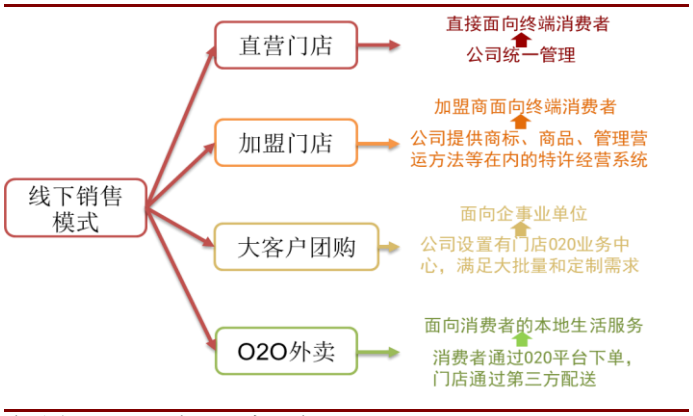
线下线上融合：公司通过将门店与美团、饿了么等多个本地生活平台打通，推出"线上下单快速送达"、"线上下单门店取货"等多种新型交易方式，实现终端门店的在线化。

图 17：线上销售渠道示意图



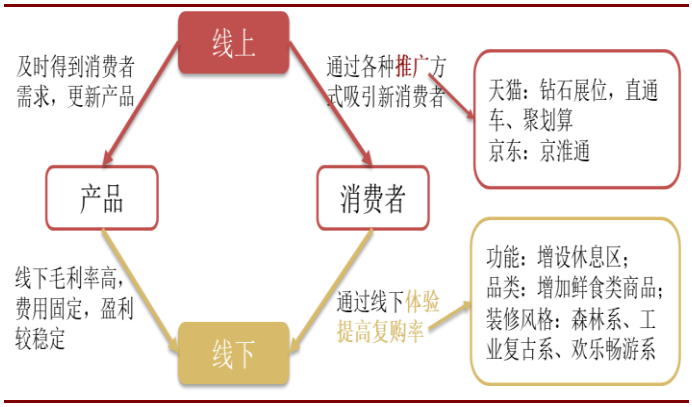
资料来源:招股书，招商证券

图 18：线下销售渠道示意图



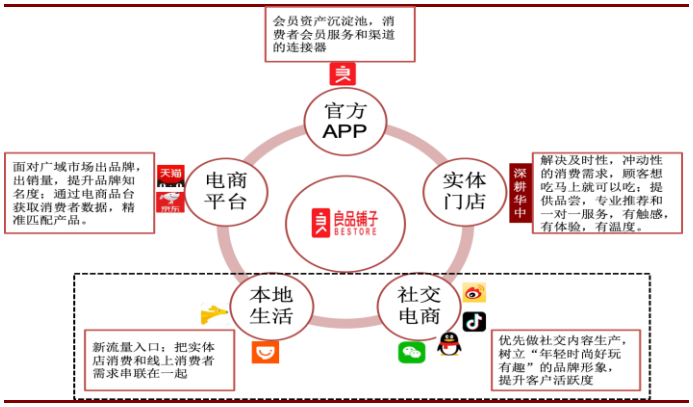
资料来源：招股书，招商证券

图 19：线上线下融合互补



资料来源:招股书，招商证券

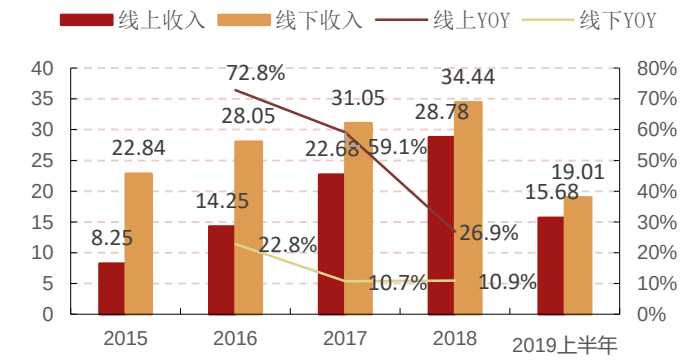
图 20：良品铺子全渠道融合



资料来源：招股书，招商证券

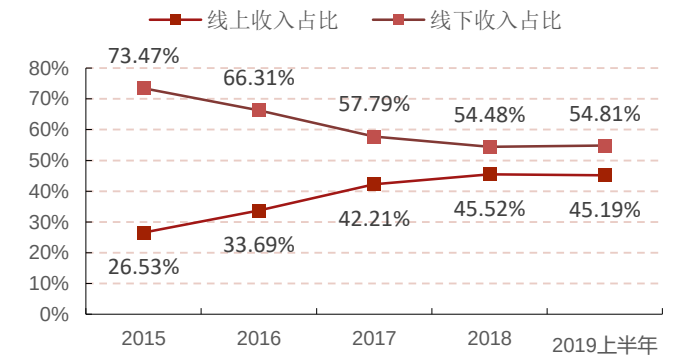
线上线下增速均有放缓，但线上收入占比持续提升。根据招股书披露，截至 2018 年，良品铺子的线上收入达到 28.78 亿，同比增长 26.95%，线下收入为 34.44 亿元，同比增长 10.9%。2015 年以来，线上销售渠道收入占比从 2015 年的 26.53%提升至 2019 年上半年的 45.19%。拆分线上线下渠道来看，线上主要以 B2C 旗舰店为主，2019 年上半年，占比达到 72.98%；线下主要以加盟为主，并且从 2017 年开始，加盟比例保持在 60%以上。

图 21：线上、线下销售渠道收入（亿元）



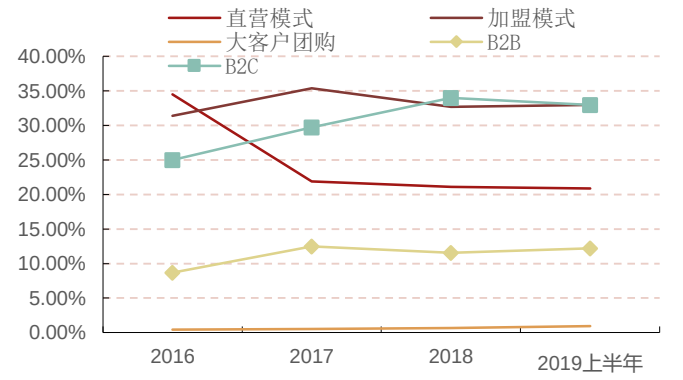
资料来源:招股书，招商证券

图 22：线上线下销售渠道占比



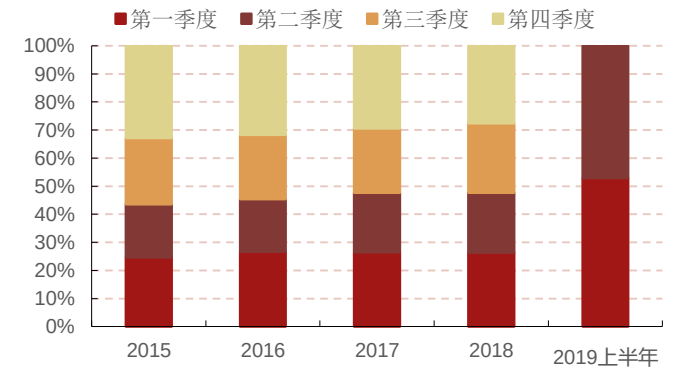
资料来源：招股书，招商证券

图 23：全渠道销售占比



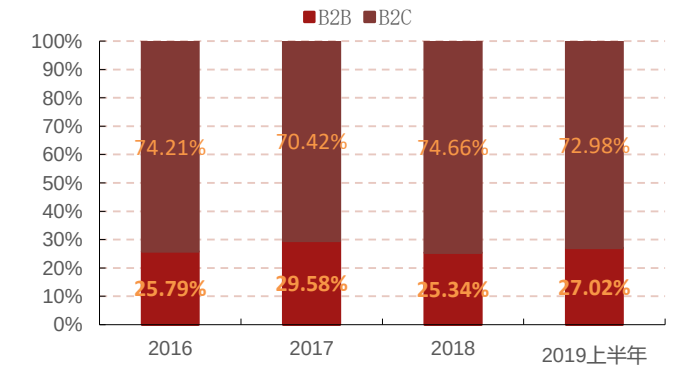
资料来源:招股书，招商证券

图 24：各季度收入占比



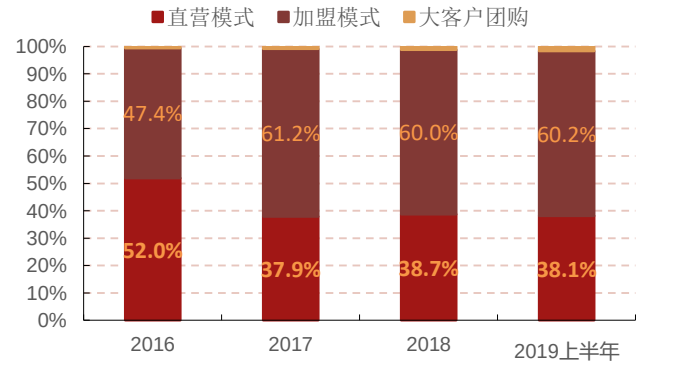
资料来源：招股书，招商证券

图 25：线上细分渠道占线上比



资料来源:招股书，招商证券

图 26：线下细分渠道占线下比

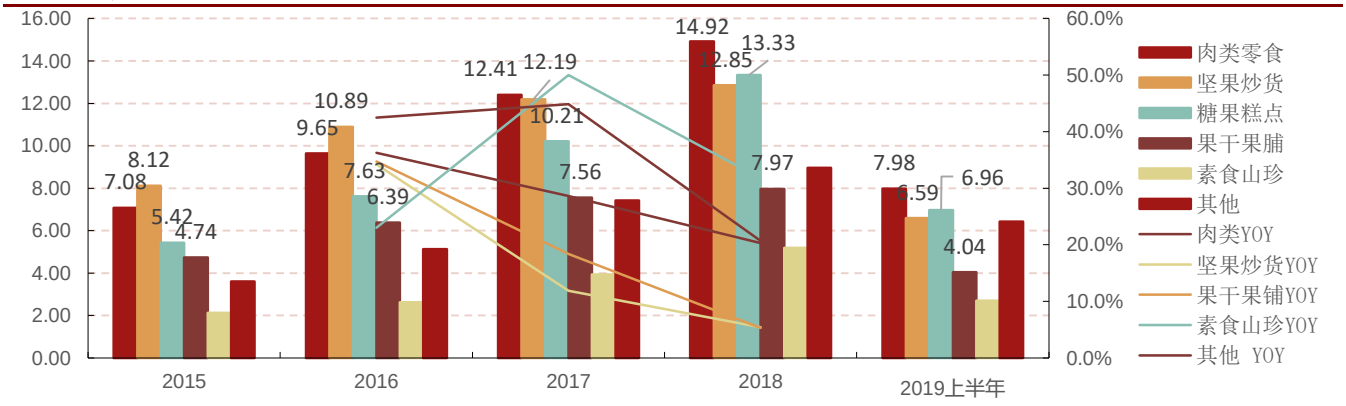


资料来源：招股书，招商证券

2.4 聚焦肉类零食、坚果与糖果糕点，毛利率低于行业平均

肉类零食、坚果炒货以及糖果糕点品类占比达六成以上，除坚果和果脯外营收均保持双位数增长。肉食零食是良品铺子最大营收品类，截至 2019 年上半年，肉类零食/坚果炒货/糖果糕点分别占比 23/18.98/20.08%。并且截至 2018 年，除坚果炒货和果干果脯同比增速降低至 5.4/5.3%以外，其他各细分类目均保持双位数增长。

图 27：零食各细分品类营收（亿）及增速



资料来源：招股书，招商证券

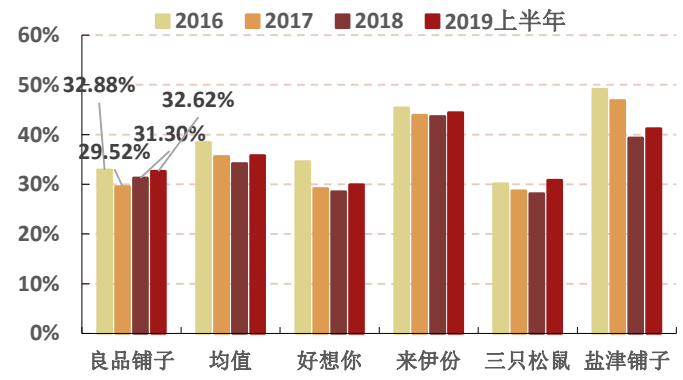
表 3：三大占比较高销售品类及其收入增速

	收入占比		收入增速	
	2017	2018	2017	2018
肉类零食	23.09%	23.61%	28.62%	20.28%
坚果炒货	22.68%	20.32%	11.88%	5.40%
糖果糕点	19.00%	21.09%	33.91%	30.55%

资料来源：招股书，招商证券

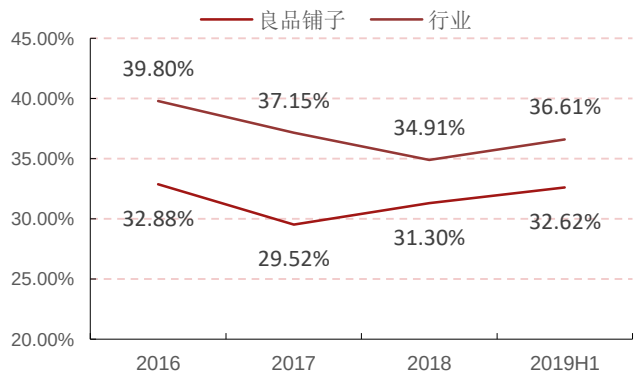
2016 年到 2019 年上半年期间，良品主营业务毛利率分别为 32.88/29.52/31.30/32.62%，均低于同区间内的行业均值。**2017 年的明显毛利率下跌主要由加盟渠道及线上销售收入占比提升影响，随着 2018 年下半年，公司提升部分产品定价，2018 年、2019 年 1-6 月公司的主营业务收入毛利率有所上升。**

图 28：良品铺子与其他行业毛利率比较



资料来源:招股书，招商证券

图 29：良品铺子毛利率与行业毛利率对比



资料来源：招股书，招商证券

分品类来看，肉类零食、糖果糕点两个大品类的毛利率相对稳定，保持在 30%左右；坚果炒货毛利率从 2018 年开始提升幅度明显，截至 2019 年上半年坚果炒货毛利率为 29.84%，相比 2015 年提升 5.07 个百分点。

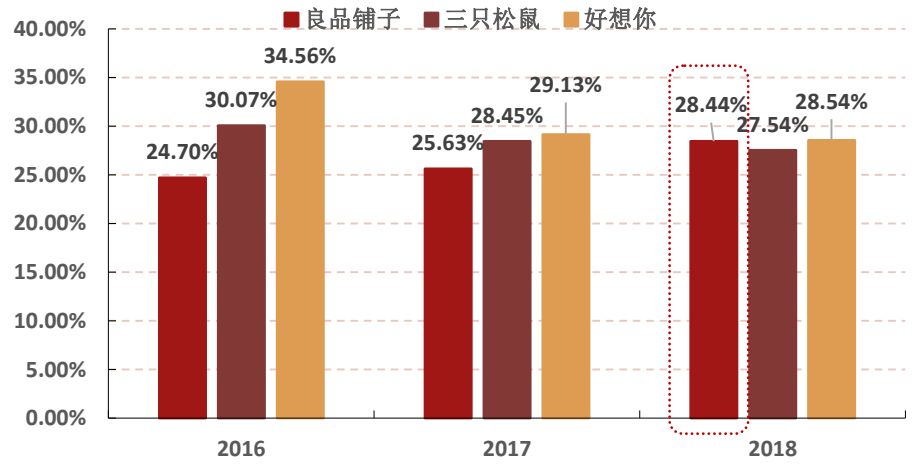
表 4：各品类毛利率情况

毛利率	2015	2016	2017	2018	2019H1
肉类零食	33.31%	34.51%	29.99%	29.98%	32.12%
坚果炒货	24.77%	24.42%	23.78%	29.08%	29.84%
糖果糕点	31.57%	33.65%	30.04%	30.90%	33.68%
果干肉脯	39.03%	40.44%	34.89%	35.12%	37.11%
素食山珍	41.72%	40.74%	36.60%	36.86%	37.80%
其他	39.43%	33.18%	28.26%	30.66%	29.93%

资料来源：招股书，招商证券

线上毛利率相对较低，但稳健提升。2016 年和 2017 年，良品铺子的线上平台毛利率分别为 24.70%、25.63%，均低于三只松鼠同期线上模式 30.07%、28.45%的毛利率水平，主要原因在于与三只松鼠相比，良品铺子线上业务起步时间较晚，为了促进自身产品销售，提升线上的市场占有率，良品铺子采取了更为优惠的定价策略。**随着良品铺子逐渐改变电商原有的竞争策略和品类竞争策略，电商渠道毛利率得到持续改善，2018 年毛利率提升至 28.44%，超过三只松鼠同期线上 27.54%的毛利率。**

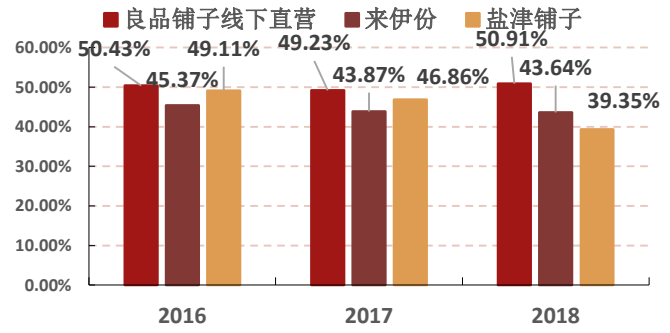
图 30：良品铺子线上毛利率在 2018 年超过三只松鼠



资料来源：招股书，招商证券

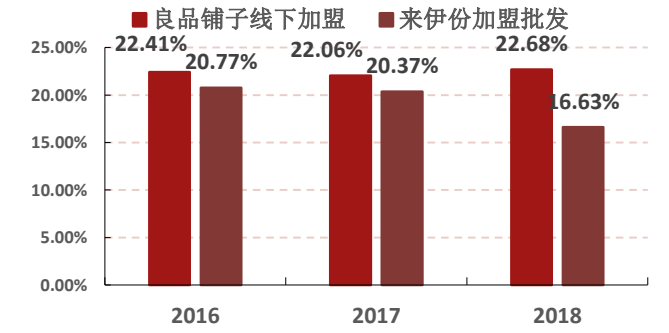
线下来看，直营店毛利率较高，加盟店毛利率相对较低但仍高于同行。2016-2018 间，良品铺子线下直营渠道毛利率分别为 50.43/49.23/50.91%，皆高于盐津铺子和来伊份。加盟店模式毛利率相比直营较低，2016-2018 间，良品铺子线下加盟渠道毛利率分别为 22.41/22.06/22.68%，但也高于来伊份。

图 31：线下直营毛利率对比



资料来源：招股书，招商证券

图 32：线下加盟毛利率对比

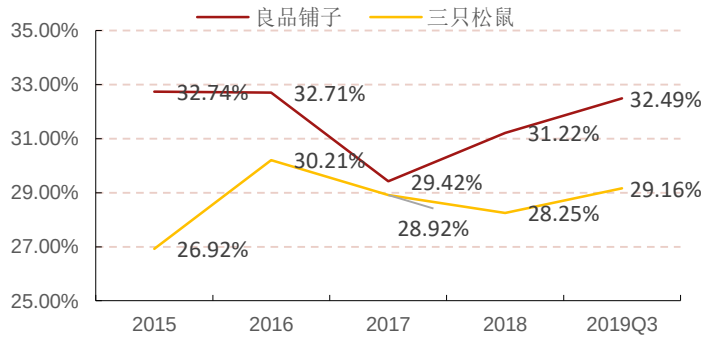


资料来源：招股书，招商证券

2.5 费用率持续改善，利润率优于同行

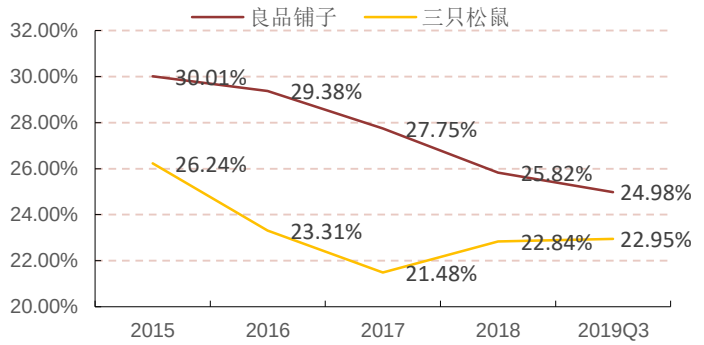
控费效果显著，良品铺子总费用率连续三年下降，但仍高于三只松鼠。根据招股书披露，良品铺子 2016-2019 年上半年整体费用率分别为 30.01/29.38/27.75/25.82%，费用率下滑主要来销售费用率和管理费用率的下滑，其中销售费用率从 22.83%下滑至 19.76%，管理费用率从 6.92%下滑至 5.07%。良品铺子管理费用率高于三只松鼠，两家公司管理人员平均薪酬相差不大，但是松鼠仅有 378 名管理类人员，而良品管理团队超过 1000 人，主要系签订外部战略咨询合同，而三只松鼠无此项开支。2019 年 Q3 利润率良品首次超过三只松鼠，良品净利率为 5.8%，三只松鼠则为 4.8%。

图 33：良品铺子与三只松鼠销售综合毛利率对比



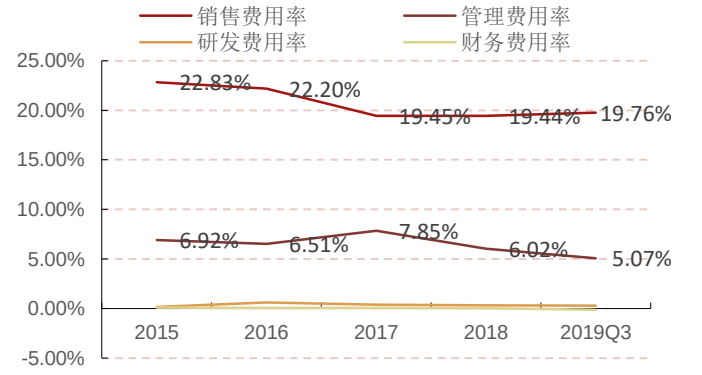
资料来源：招股书，招商证券

图 34：良品铺子与三只松鼠综合费用率对比



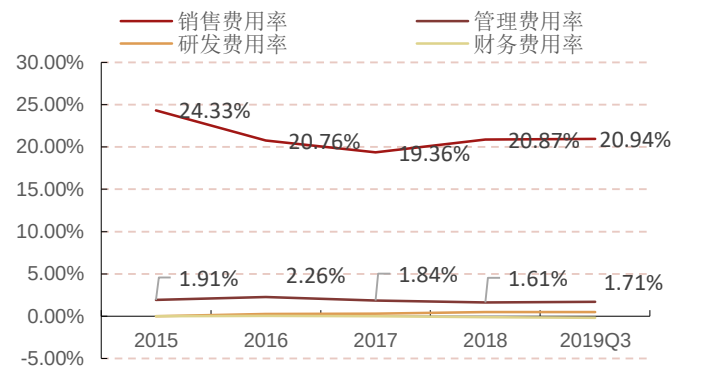
资料来源：招股书，招商证券

图 35：三只松鼠费用率变化



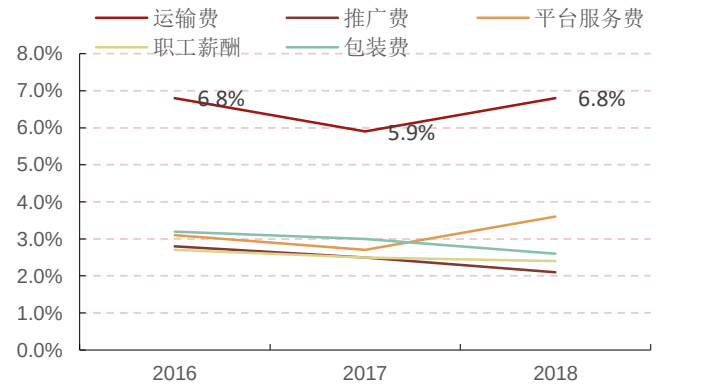
资料来源：招股书，招商证券

图 36：良品铺子费用率变化



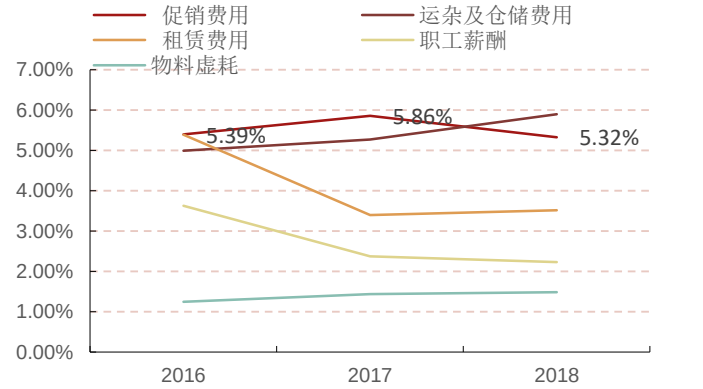
资料来源：招股书，招商证券

图 37：三只松鼠销售费用中大头是运输费（占营收）



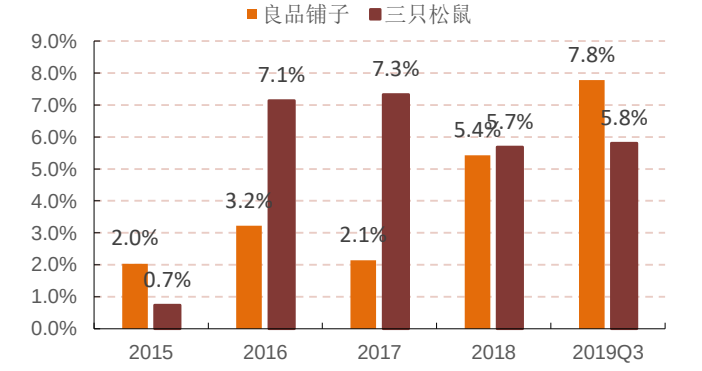
资料来源：招股书，招商证券

图 38：良品铺子销售费用中大头是促销费（占营收）



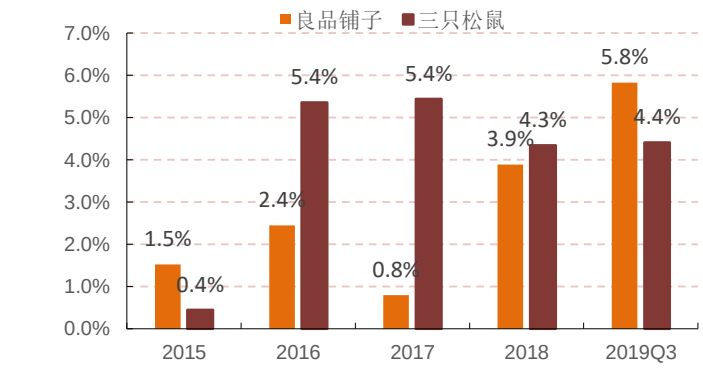
资料来源：招股书，招商证券

图 39：良品铺子和三只松鼠营业利润率



资料来源：招股书，招商证券

图 40：良品铺子和三只松鼠净利润率



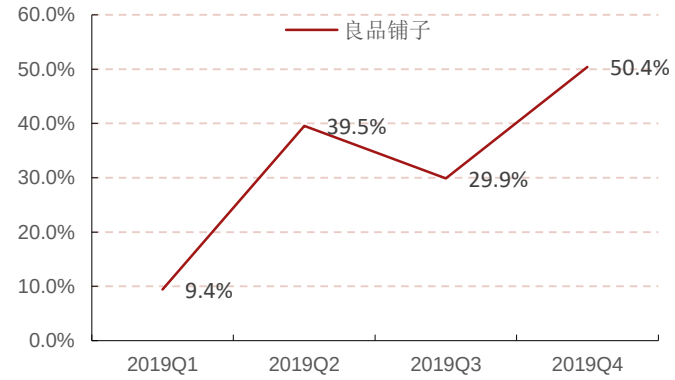
资料来源：招股书，招商证券

三．线上：全平台发展、阿里赋能新零售，静待直播助力

3.1 2C2B 两头抓，多渠道全平台发展

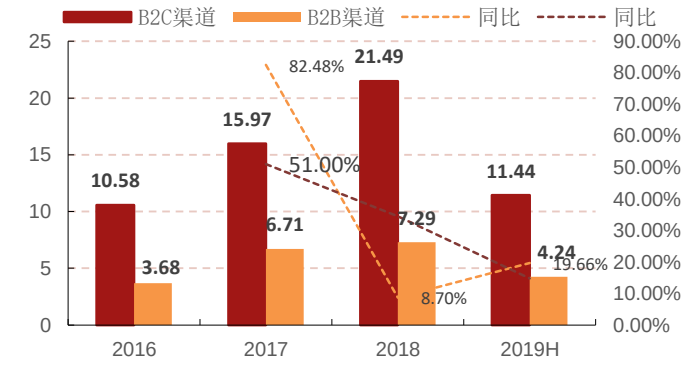
根据燃数科技数据显示，2019 年良品 GMV 季度同比增幅明显，特别是在后三个季度分别达到 39.5/29.9/50.4%，我们猜测主要原因在于调整了产品组合和定价策略。以肉脯类产品为例，2020 年上半年与 2019 年下半年相比，价格略有提升。同时良品坚持“平台电商+社交电商+自营 APP”的多线布局的发展策略，从 B2B 和 B2C 渠道来看，两渠道的业务规模都在稳步扩张，2017 年，B2B 渠道在天猫超市、京东自营等平台店铺快速发展的背景下，收入实现 82.48%的快速增长，2018 年受唯品会入仓店的关闭以及 B2B 销售策略调整的影响，其增速略有放缓。

图 41：GMV 季度同比速度增幅明显



资料来源：燃数科技，招商证券

图 42：2B2C 业务销售规模稳步增长（亿元）



资料来源：招股书，招商证券

表 5：2019 年下半年肉脯类售价

企业	品类	克重	价格	单价（元/100 克）
良品铺子	猪肉脯	200	18.8	9.40
良品铺子	鱼豆腐	340	21.8	6.41
三只松鼠	鱼豆腐	180	9.9	5.50

资料来源：天猫，招商证券

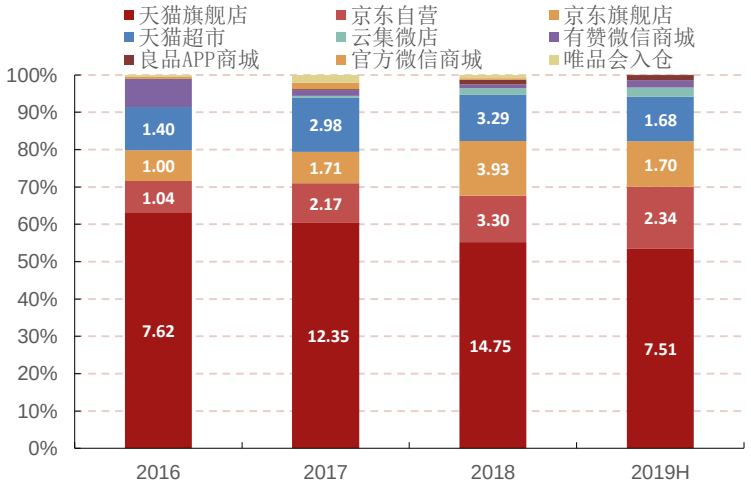
表 6：2020 年上半年肉脯类售价

企业	品类	克重	价格	单价（元/100 克）
良品铺子	猪肉脯	200	24.8	12.40
良品铺子	鱼豆腐	340	29.9	8.79
三只松鼠	鱼豆腐	180	26.5	14.72

资料来源：天猫，招商证券

从多渠道细分来看，天猫旗舰店和天猫超市的份额都略有下降，但京东整体渠道的占比上升，这也迎合了良品高端战略的布局。另外良品也在积极发展云集、有赞微信商城等渠道，保持多渠道的覆盖率，以便于未来更加效率的线上线下的融合和相互赋能，良品凭借扎实的线下基础以及良好的线上发展等现有资源，全渠道的融合将打造良品核心竞争力。

图 43：各电商渠道销售额（亿）



资料来源：招股书，招商证券

表 7：良品铺子线上经营差异

	良品铺子	三只松鼠
线上经营差异	**拒绝电商平台价格战；** **通过全渠道融合、精准营销提高运营效率；** **利用流量明星、影视剧植入等方式引流。**	前期以价格换流量，后期促成“交易规模”与“搜索排名”正循环； 深耕线上，通过性价比较高的产品吸引消费者； 打造品牌 IP 和制作 IP 动画扩大品牌影响力。

资料来源：招商证券

由于 2019 年 1 月良品线上基数较低，各品类 2020 年 1 月市占率同比均有提升。根据燃数科技数据显示，良品 2020 年 1 月的礼包/肉脯/坚果/其他休闲零食的市占率分别为 8.1/10.7/4.8/7.8%，分别提升 3.3/3.2/0.6/3.4pct。

表 8：良品 VS 三只松鼠线上市占率

	良品			三只松鼠		
	2019 年 1 月	2020 年 1 月	同比±pct	2019 年 1 月	2020 年 1 月	同比±pct
饼干蛋糕	3.7%	5.9%	2.1	8.8%	9.9%	1.1
坚果炒货	4.1%	4.8%	0.6	33.5%	29.0%	(4.5)
礼包	4.8%	8.1%	3.3	27.6%	34.7%	7.1
蜜饯果干	4.7%	6.4%	1.7	15.3%	19.3%	4.0
膨化食品	4.0%	5.6%	1.6	10.1%	9.5%	(0.6)
肉感肉脯	7.5%	10.7%	3.2	15.5%	18.1%	2.6
糖果/巧克力	0.4%	0.6%	0.2	1.1%	1.4%	0.3
其他休闲零食	4.4%	7.8%	3.4	7.8%	10.3%	2.5

资料来源：燃数科技，招商证券

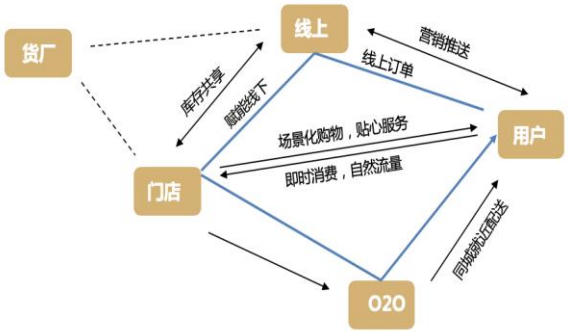
3.2 以线下门店为基，阿里赋能零食新零售

基于线下门店布局，阿里落子新零售试验田更有布局空间。不同于以线上为主要渠道的三只松鼠，良品铺子线下门店已有 2100 家，线下自建店可发挥物流和仓储的作用，产品不需从货仓或工厂远程配送给消费者，而只需通过同城 O2O 的方式到达消费者手中，降低履约费用。在消费升级大背景下，线上线下割裂的方式无法满足顾客需求，良品铺子全渠道的经营模式为新零售奠定了基础，成为阿里落子新零售的重要战略试验田。作为全渠道布局的零食品牌，良品铺子率先展开新零售实践，携手阿里、天猫展开多次合作。2018 年初，“天猫超级门店日计划”启动，全国首个天猫“超级门店日”落地良品。

图 44：打通良品铺子门店和天猫旗舰店

资料来源：天猫，招商证券

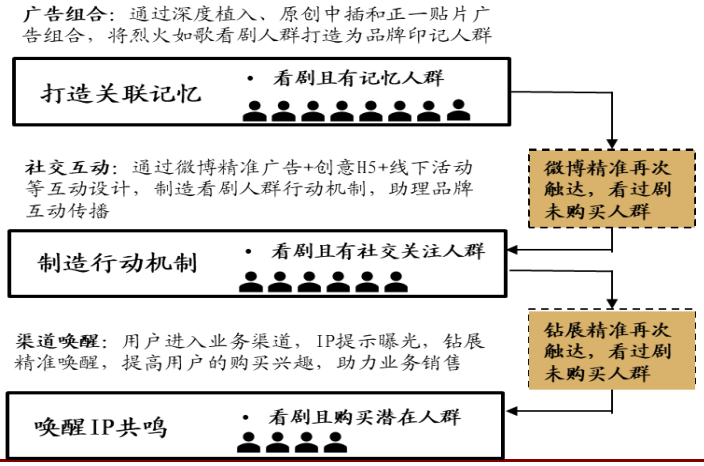
图 45：良品铺子全渠道经营



资料来源：招商证券

除此以外，阿里或可通过全域营销赋能品牌，同时良品线下门店的会员数据有望与阿里数据银行互通，进一步提升销售转化。1）作为阿里的合作伙伴，良品有望通过阿里全域营销阵地进一步打通品效合一。在影视剧烈火如歌在优酷独家热映时，良品铺子使用精准营销在微博对看剧人进行定向广告投放，再次通过淘宝钻展等营销工具再次精准触达那些看过剧但未购买的人群，投放期间线上线下可统计影响购买人数 168 万，关联销售额达到八千多万。对于线上销售，拓展新用户效能明显，在天猫旗舰店引入历史从未购买新客 40 多万，新客的投入产出比高达 1：6，拉新效果显著。

图 46：使用数字化实现精准营销

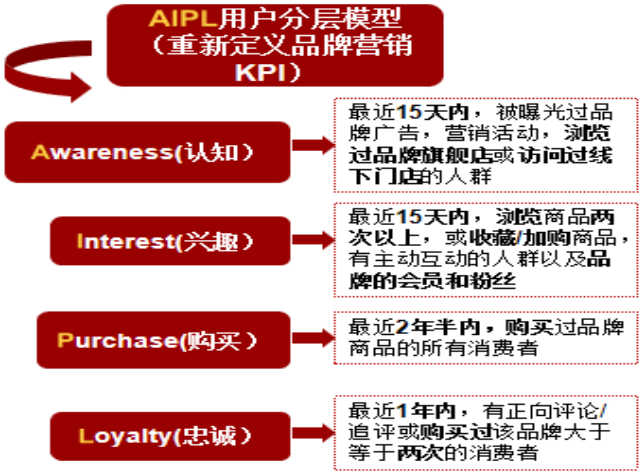


资料来源：良品铺子，招商证券

2）通过数据银行，借助 AIPL 和 FAST 模型，提升匹配效率

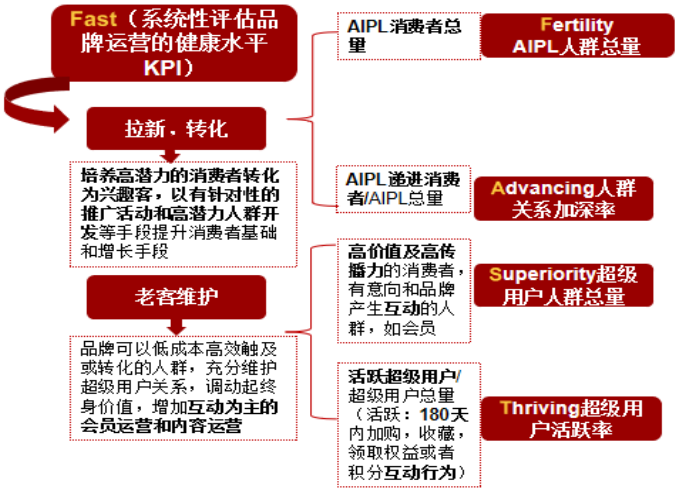
新零售是人货场的重构，而重构的依据是大数据，消费者在门店所产生的所有消费者数据、交易数据、会员数据以及各种互动数据，最后都会沉淀到品牌总部去，通过阿里的数据银行进行用户分层，拉新转化和老客维护，捕捉不同消费者的需求，零售体系每一层级都可以做自己营销活动，对消费者进行触达和营销。通过提高阿里数据银行运营能力，能改善和提升在阿里体系内的购买链路的跳失率，从而降低获客成本，提升顾客的购买转化率。

图 47 ：AIPL 用户分层模型



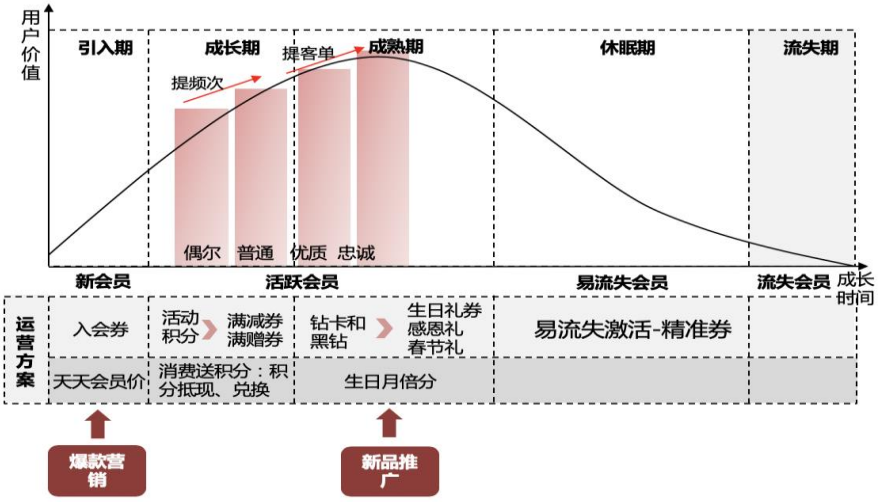
资料来源：凯特咨询，招商证券

图 48 ：Fast 模型



资料来源：凯特咨询，招商证券

图 49：会员生命周期管理

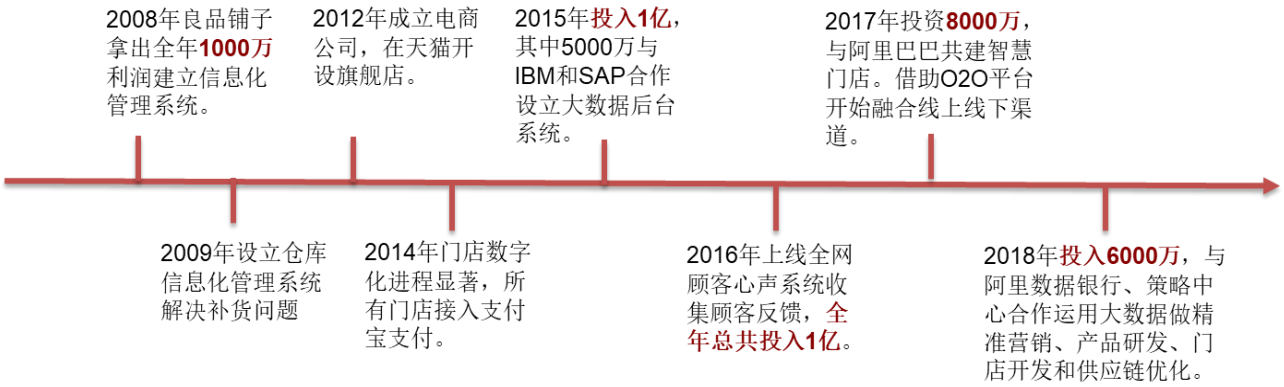


资料来源：良品铺子，招商证券

3.3 门店信息数字化发力，打通线上线下管理

良品铺子始终专注数字信息化的建设，凭借先发优势占得先机。在 2008 年拿出全年利润建立信息化系统，在 2013-2014 年间，同行业公司还在加大产品研发投入的同时，良品 IT 化的投入已远超同行，在 2016-2018 期间每年为数字化投入接近亿元，前后启动门店数字化进程，上线支付宝在线支付，建立大数据后台系统，帮助其打通前中后端。

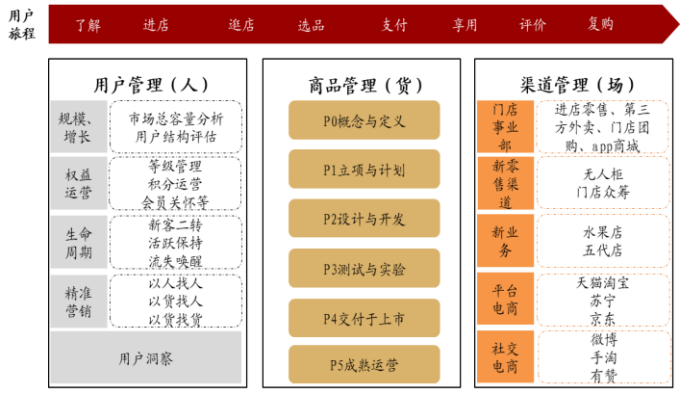
图 50：数字化投入历程



资料来源：招商证券

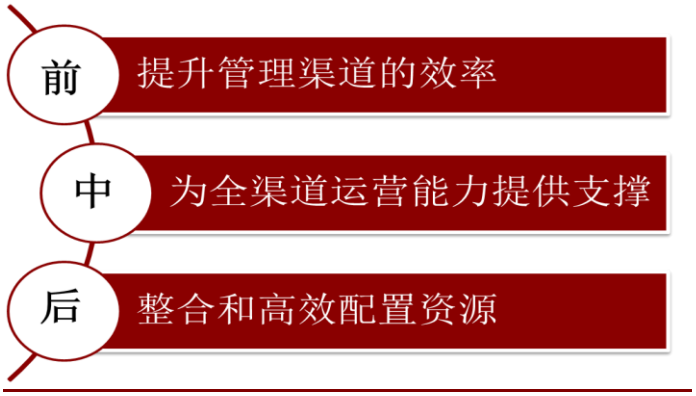
通过信息数字化建设，良品铺子已经实现了核心业务的全系统化管理，并完成了不同系统间的集成整合，实现了前台系统的灵活覆盖、中台系统的高效集成和后台系统的稳健支持，有效的改善了公司的运营效率和运营质量。1）前台系统集中连接管理线下门店和线上店铺，实现了各种支付渠道的接入，通过统一的前台，可以快速链接并管理前台渠道的商品、价格、促销、库存等信息，提升了渠道管理的效率；**2）中台系统则是最为关键的一环，实现了全渠道订单、库存、会员信息、商品配置等方面的统一管理，有利于资源的高效协同利用，实现了全渠道的运营能力支撑**；3）后台系统对商品、门店、用户、供应链、员工等企业资源进行整合，实现了财务和业务一体化以及信息流、物流、资金流的统一管理和资源的高效配置。**比如，良品包括收货仓和电商仓库共二十几个仓库，通过中台对库存计划、销售计划和订单反应周期的管理实现无库存下单，做到结合不同的订单和批次，达到工厂生产一批就送一批的高周转目标。**

图 51 ：全渠道管理设计



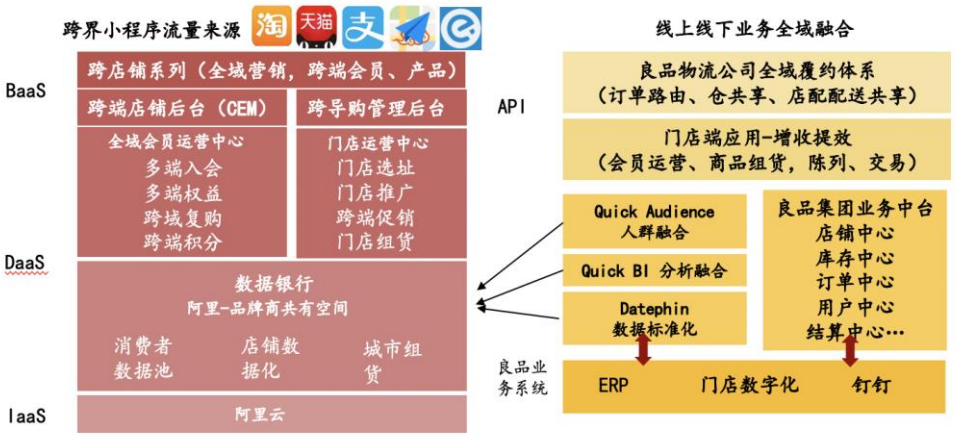
资料来源：招商证券

图 52 ：前中后台职能



资料来源：招商证券

图 53：与阿里合作构建全域的数据中泰



资料来源：良品铺子，招商证券

3.4 直播电商再助力，预计线上业绩再腾飞

良品铺子于 2016 年设立原创内容部，抓住短视频趋势和风口，通过多样化的内容营销比如推出 IP 节目、首创产品测评类短视频、深耕内容溯源视频等来潜移默化的提升消费者对良品铺子的认知及认同。经过 2 年的内容营销探索，良品铺子逐渐掌握了内容营销变现及获客的方法，借助直播平台开始其进阶之路。2018 年双 11，良品铺子改变其画风，电商运营及全渠道客服团队由幕后转台前，通过店铺直播向用户介绍和试吃主打产品。据 2018 年 11 月淘宝店铺直播数据显示，客服直播 12 场，场均成交 2 万多，平均浏览量超过 50%，加购率 63%，浏览转化率在天猫双 11 零食品类排行第一。2019 年，良品铺子成为淘宝直播 2019 年度双 11 唯一一家拿下"品牌直播日"资源的零食类目品牌，良品铺子品牌直播日从 11 月 5 日持续到 11 日，除了明星迪丽热巴外，还有淘宝顶级主播李佳琦，以及小乔等顶级红人、综合类、垂直类目 TOP 主播近 20 人参与直播。

图 54：良品铺子直播电商历程

资料来源：招商证券

2020 年一月，良品铺子与雅禾星烁签订直播框架协议，助力电商腾飞。雅禾星烁作为淘宝直播官方首批邀约并达成战略合作的专业直播机构，已成功打造了多名千万级主播、若干百万级主播，成为淘宝官方 KOL，同时雅禾星烁也入驻了其他众多主要平台比如今日头条、腾讯微视、抖音、快手等。在与良品铺子合作期间，帮助良品铺子达成了每个月 300-600w 左右的销售额，双 11 则为上千万，2019 年累计促成交易额约 5000w+，预计 2020 年将持续发力直播销售。

图 55：雅禾星烁×良品铺子营销案例

资料来源：草根调研，招商证券

表 9：线上收入测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
天猫旗舰店	7.62	12.35	14.75	17.11	19.34	22.05	25.13
yoy		62.07%	19.46%	16.00%	13.00%	14.00%	14.00%
京东旗舰店	1.00	1.71	3.93	5.89	8.54	11.96	16.74
yoy		71.00%	129.64%	50.00%	45.00%	40.00%	40.00%
良品 APP 商	0.00	0.06	0.32	0.57	0.91	1.33	1.86
yoy			411.94%	80.00%	60.00%	45.00%	40.00%
其他	1.95	1.85	2.49	3.11	3.73	4.48	5.15
yoy		-5.21%	34.54%	25.00%	20.00%	20.00%	15.00%
京东自营	1.04	2.17	3.3	4.46	5.79	7.53	9.41
yoy		108.65%	52.07%	35.00%	30.00%	30.00%	25.00%
天猫超市	1.4	2.98	3.29	3.62	4.34	4.99	5.74
yoy		112.86%	10.35%	10.00%	20.00%	15.00%	15.00%
唯品会入仓	0.068	0.43	0.2891	0.00	0.00	0.00	0.00
yoy		532%	-33%	0%	0%	0%	0%
线上经销	0.8228	0.9138	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
yoy		11.1%	-93.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	0.3481	0.2187	0.3574	0.43	0.47	0.50	0.52
yoy		-37.17%	63.42%	20.43%	10.00%	5.00%	5.00%
小计	14.25	22.68	28.78	35.19	43.13	52.83	64.55
yoy		59.18%	26.88%	22.26%	22.57%	22.48%	22.20%
直播					0.5	2	4
合计	14.25	22.68	28.78	35.19	43.63	54.83	68.55
YOY		59.18%	26.88%	22.26%	23.99%	25.66%	25.04%

资料来源：招商证券测算

四、线下：开店空间大，可复制性强

4.1 开店空间：万店空间存在，中期看至 5000 家为宜

4.1.1 全国化后可看更远，线下仍在跑马圈地

参照对比其他业态，全国化品牌开店空间更大，休闲零食扩张属性更佳。我们选取不同行业的代表性连锁品牌对比，加盟模式相比直营扩店速度更快、门店总数也更多。品牌全国化后，开店空间能更上一层楼，通常在 5000 家以上，比如绝味和美宜佳通过全国化、社区化都开出了 10000+门店。而区域性品牌门店数多在 1000-3000 家，但从开店密度看，也都是深耕当地市场。反观良品，三四五低线城市具备消费零食的群众基础，相比聚焦一二线城市、面向白领的咖啡店、便利店等业态空间更大。另外，休闲零食消费区域性不明显，具备更强的扩张张力。

表 10：连锁专卖品牌门店情况统计

名称	类型	门店数	模式	主要区域
良品铺子	休闲零食	2237	加盟+直营	华中
来伊份	休闲零食	2746	直营	华东
绝味	**休闲卤制品**	**10600**	**加盟**	**全国**
周黑鸭	休闲卤制品	1255	直营	华中、一二线城市
煌上煌	休闲卤制品	3609	直营+特许经营	江西、浙江、广东
百果园	水果	4000	直营+特许加盟	华南、一二线城市
杨国福麻辣烫	**餐饮**	**5500**	**加盟**	**全国**
张亮麻辣烫	**餐饮**	**4500**	**加盟**	**全国**
麦当劳	餐饮	3300	特许经营	一二线城市
星巴克	餐饮	4310	直营	一二线城市
蜜雪冰城	**奶茶**	**5000**	**加盟**	**全国、三四线城市**
Coco	奶茶	3500	加盟	一二线城市
美宜佳	**便利店**	**19000**	**加盟**	**全国**
全家	便利店	2500	直营+加盟	华东、一二线城市
罗森	便利店	2600	直营+加盟	华东、一二线城市

资料来源：招股书，公开新闻整理，招商证券

线下休闲零食行业分散，家庭作坊及地方性品牌居多，良品领先零食连锁。线上休闲零食已经形成三强争霸局面，线下业态以传统家庭作坊、商超大卖场为主，但由于产品质量难以保证、消费体验差等原因，消费升级趋势下份额逐渐被蚕食。连锁专卖品牌中，深耕华中的良品铺子和华东的来伊份都在当地发展成熟，具备了一定的资源和运营实力，逐渐打破区域性束缚，向其他区域扩张。**整体来看，线下休闲零食仍处于跑马圈地阶段，门店运营能力、加盟商资源、供应链建设和品牌知名度是决定谁能胜出的关键因素。**

表 11：部分地域性休闲零食连锁品牌

	怡家仁	老婆大人	座上客	乐大嘴	零食工坊
区域	江苏、浙江、上海、安徽	浙江	江苏、山东	安徽、广东	江苏
门店数（上	635	600	370	150	230

述区域）					

资料来源：百度地图，招商证券

4.1.2 稳健规划中期门店暂可看至 5000 家

万店愿景行则将至，中期稳扎稳打实现 5000 家目标。良品铺子的愿景是“万店”，参照绝味鸭脖全国化后开遍社区的“万店”规模，良品铺子目前离“万店”目标仍遥远，但若节奏把握得当，配合自身的纠错机制，良品铺子有能力每年新开几百家门店，“万店”可作为长期目标保证增长的可持续性，中期内的门店规划数量以 5000-6000 家为宜。从开店策略来看，目前良品铺子主要在布局一二线城市以及省会城市，而且新开门店多在购物中心，虽然与绝味下沉三四线城市、遍布街边社区的门店分布有差异，但也符合当前发展阶段。进入陌生市场后，率先抢占购物中心门店等排他资源，树立标杆形象，再吸引加盟商向三四线城市、街边社区下沉辐射，步伐更稳，节奏更好，且目前购物中心门店形象及盈利能力均好于街边店，契合公司“高端零食”的品牌战略。

表 12：良品铺子中期门店空间估算

区域	省份	2024 年城镇人口数（万人）	以河南的门店密度估算	以四川的门店密度测算	区域	省份	2024 年城镇人口数（万人）	以河南的门店密度估算	以四川的门店密度测算
华中	湖北	4018	642	642	东北	河北	4802	234	319
	湖南	4352	375	375		黑龙江	2554	124	170
	河南	5594	272	372		吉林	1752	85	117
	江西	2932	384	384		辽宁	3343	163	222
	安徽	3895	190	259	西南	四川	4912	327	327
华东	上海	2405	117	160		重庆	2288	111	152
	江苏	6311	307	420		云南	2601	127	173
	浙江	4451	217	296		贵州	1927	94	128
华南	福建	2920	142	194	西北	陕西	3690	180	245
	广东	9034	440	601		内蒙	1790	87	119
	广西	2786	136	185		甘肃	1416	69	94
华北	北京	2098	102	140		青海	370	18	25
	天津	1460	71	97		宁夏	456	22	30
	山东	6922	337	460		新疆	1426	69	95
	山西	2446	119	163	合计门店数			5562	6964

资料来源：百度地图，wind，招商证券估算

4.2 可复制性：意愿模式兼备，前期积累赋能

4.2.1 开店意愿：高回报率下加盟商开店意愿强烈

单店利润可观，加盟意愿强烈。以江西市场加盟门店为例，良品铺子单店日均销售额 4700 元，扣除租金、人工、折扣、折旧摊销后，净利率能达到 10.2%。公司保守承诺加盟商现金回收期 2-2.5 年，但通常 2 年就可以收回初始投资。全国化市场开拓中，公司开店谨慎、步伐稳健，对于门店经营质量有较高要求，而非盲目追求数量。调研反馈，广深市场新开门店 80%以上都能实现盈利，而且单店日均销售额高于老市场门店，平均在 8000 元以上。加盟良品的高利润率以及高投资回报率吸引了一大批忠实加盟商，

尤其在新市场“一店难求”。横向对比，仅有奶茶店或部分餐饮门店可以比肩公司门店的盈利能力，但稳定性远远不如良品铺子。公司在扩张期间理性开店、注重门店效益的谨慎作风在加盟商群体中形成口碑。

投资门槛略高，但加盟商最关心的仍是投资回报率。对比良品铺子和三只松鼠加盟模式，良品对加盟商资金实力要求更高。以江西门店为例，如下表计算，加盟一家良品铺子初始投资额约 51 万元（包含 20 万元的保证金，经营满三年后退出时才会返还），一二线城市新开门店投资额更高，普遍在 60 万以上。相反，三只松鼠仅需交纳 4 万元的品牌使用费，0 保证金 0 加盟费，门槛远远低于良品铺子。但是对比两者的加盟商群体差异也较大，松鼠多是创业型加盟商，而良品铺子是投资型加盟商，一人开多店，资金实力雄厚。因此，60 万的初始投资虽比同行要高，使门店复制速度求稳不求快，但并不会熄灭投资型加盟商的加盟热情，其核心关注还是在利润率和投资回报率。

表 13：良品铺子单店模型估算

良品铺子直营门店		良品铺子加盟门店	
日销售（元）	**5000**	**日销售（元）**	**4700**
毛利率	51%	毛利率	43%
面积（平方米）	80	面积（平方米）	60
员工人数	4	员工人数	3
员工月工资（元）	4000	员工月工资（元）	4000
每平年水电费（元/平方米）	300	每平年水电费（元/平方米）	300
装修和设备一次性投入（元）	150000	装修和设备一次性投入（元）	200000
年营业收入(万)	**180**	**年营业收入(万元)**	**169**
坪效（万/平方米）	2	坪效（万元/平方米）	3
毛利（万元）	92	毛利（万元）	73
员工费用（万元）	19	员工费用（万元）	14
租金（万元）	21	租金（万元）	16
水电费用（万元）	2.4	水电费用（万元）	1.8
折旧摊销（万元）	3	折旧摊销（万元）	7
外卖活动折扣费（万元）	14.4	加盟费（万元）	1.5
		外卖活动折扣费（万元）	8
		管理费（万元）	5
利润总额（万元）	**32**	**利润总额（万元）**	**19**
员工费用%	12%	员工费用%	8%
租金%	13%	租金%	8%
水电费用%	2%	水电费用%	1%
折旧摊销%	2%	折旧摊销%	4%
外卖活动折扣费%	8%	加盟费%	1%
		外卖活动折扣费%	5%
		管理费%	3%
所得税税率	25%	所得税税率	10%
净利润（万元）	**24**	**净利润（万元）**	**17**
净利率	**13.3%**	**净利率**	**10.2%**
		期初投资（万元）	50
		装修设备投入	20
		加盟费	4.5
		保证金	20
		租金	5
		回收现金（万元）	**24**
		现金回收期（年）	**2.1**

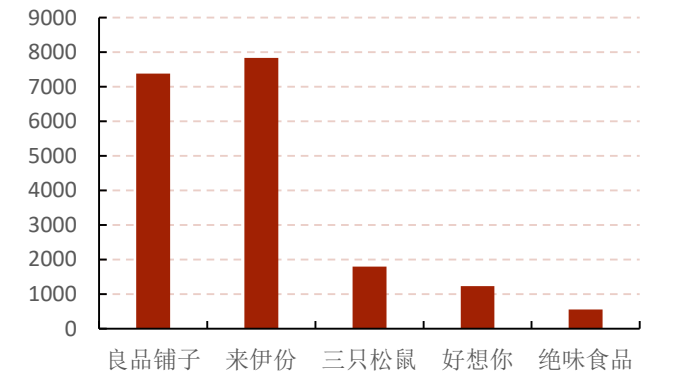
资料来源：渠道调研、招商证券估算

（注：直营渠道测算中不包含算后台的 IP 品牌、管理的摊销，根据公司调研，站在品牌商角度，加盟净利率高于直营）

4.2.2 开店模式：加盟商和公司分工明确，打法全国复制性强

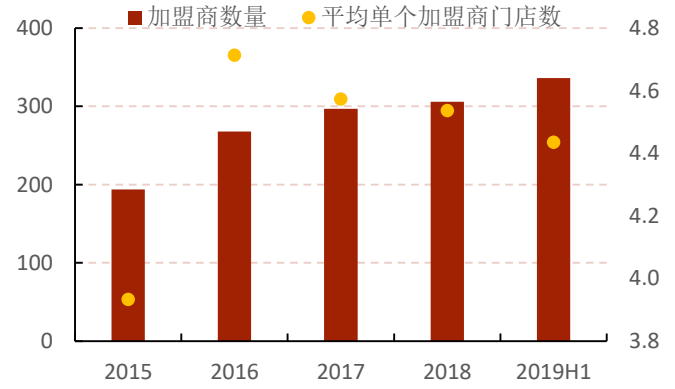
良品输出管理，经销商贡献渠道资源。良品铺子采用类直营的管理模式，加盟商的核心任务是找店铺，充分发挥自身在购物中心的优质门店资源，要求加盟商提供包含至少 3 家门店的门面或商业地皮供选择。除此之外，加盟商仅需覆盖运营成本以及起“监督”作用。**良品铺子则发挥多年积累的门店运营经验，向加盟门店派遣店员（属于良品员工，工资由加盟商垫付），由公司统一培训管理，因此良品铺子和直营为主的来伊份拥有行业内最多的销售人员。**公司为加盟商提供的辅助管理服务涵盖商品信息维护、门店形象管理、门店库存监管、促销活动及定价等。通过这种模式，一方面公司能精准掌握终端销售及库存情况，另一方面将核心环节掌握在自己手中，长期以来积累丰富的开店运营经验，再通过这种合作模式全国范围内跑马圈地。

图 56：休闲食品公司销售人员数量对比



资料来源：招股说明书，公司年报，招商证券

图 57：良品铺子加盟商数量及单个加盟商门店数



资料来源：招股说明书，招商证券

表 14：良品铺子围绕线下门店的系列工作

时间	事件
2006.08	在武汉开立第一家门店。
2008.07	首次省外拓展，进军湖南、江西市场。
2009 年	启动第二代门店改造，围绕基本购物、视觉装潢等方面展开。
2011 年	启动第三代门店改造，围绕基本购物、视觉装潢等方面展开。
2013 年	推行掌柜承包责任制，优秀店长通过公司培训与考核后，成为竞标门店的掌柜，拥有门店管理权和利润分配权。
2013.12	第一家四代店诞生，扩大门店空间，设置专门休息区域，优化门店环境。
2014 年	所有门店上线支付宝在线支付，当年成交笔数在所有商家中排第一
2015.9	与 IBM 及 ERP 软件供应商 SAP 合作，先后投资过亿元，构建全渠道零售平台体系，覆盖订单中心、库存中心、促销和价格中心，同时建立线上线下供应链体系等。
2017.06	第五代门店亮相，更加注重体验和互动。

2017 年	与阿里巴巴合作上线智慧门店系统

资料来源：公开新闻整理，招商证券

锁定优质大商资源。良品铺子对加盟商的挑选标准较高，偏好专职加盟商，在早期扩张时，招募了许多阿迪达斯、耐克、李宁等服装品牌加盟商，这类加盟商拥有品牌思维，沟通效率高，有成熟的运作经验和资金人脉，普通上班族和小卖铺老板难以媲美。公司前五大加盟客户销售额占总收入的 6.8%，占加盟业务收入的 20.4%，推算最大加盟商拥有近 100 家门店。相反，三只松鼠加盟商基本是创业型店主或上班族兼职，而且一人仅开一店。

通过高利润率以及高投资回报，公司紧紧绑定加盟商，成为战略合作伙伴，这类加盟商旗下门店在公司占比 70%-80%，整体来看平均每个加盟商拥有 4-5 家门店。优质的加盟商资源是公司全国扩张的利器，比如进军华南、华东市场时，四川、江西的老加盟商作为“先锋部队”开拓，开出标杆性门店后再吸引当地有实力的品牌连锁加盟商合作。

表 15：公司前五大加盟客户销售金额

加盟商	销售金额	占总收入比例	占加盟业务比例	拥有门店数(估算)
徐卫华	6964.70	2.3%	7.0%	95
王直宏	4,816.92	1.6%	4.8%	65
李海林	3,299.35	1.1%	3.3%	45
李群	2,724.07	0.9%	2.7%	37
梁格玮	2,611.41	0.9%	2.6%	35
合计	20,416.45	6.8%	20.4%	277

资料来源：招股说明书，招商证券

4.2.3 前期积累：打造高效供应链，提高周转速度

前置成本高，大量投入打造信息化系统。不同于电商依靠核心骨干的打法，线下开店拓展需要完备的团队储备、供应链建设以及门店管理经验等，对公司要求更高。良品铺子从线下门店起家，通过类直营模式积累了丰富的门店运营经验，底层建设十分完善，供应链系统能够完成上游采购、中游仓储，以及下游门店配送的对接，其稳定性经过验证。良品一直十分重视信息化建设的投入，2008 年刚成立不到两年就拿出全部利润 1000 万上线门店信息化管理系统；2009 年上线仓库信息化管理系统；2014 年启动门店数字化进程；2015 年与 IBM 及 SAP 合作，建立大数据后台系统打通前中后端，实现供应链数字化；2017 年与阿里合作建设智慧门店，打通 2100 家门店和全渠道 3700 万会员数据。其中，2016/2017 年公司研发投入大幅增加，系分别花费 3285 万和 2131 万外购定制化软件系统，无形资产中计算机软件账面价值远远高于竞争对手。

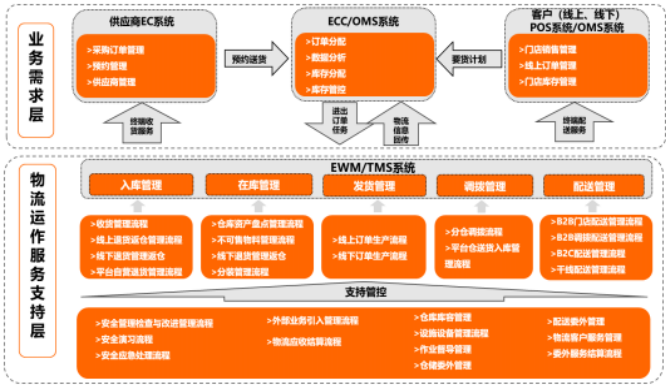
表 16：良品铺子前期在信息化系统投入较多（单位：万元）

	2016	2017	2018	2019H1
费用化投入（主要为相关人员薪酬及外部咨询费）	2250	2015	2081	959

外购无形资产（主要为定制化软件系统）	3285	2131	46	123
研发投入合计	5835	4146	2127	1082
研发投入/主营业务收入	1.38%	0.77%	0.34%	0.31%

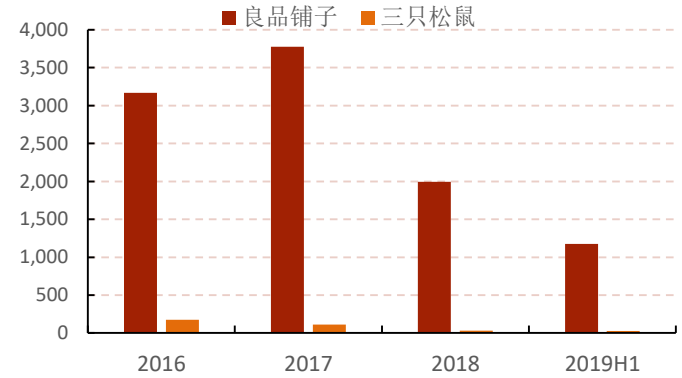
资料来源：招股说明书，招商证券

图 58：良品铺子仓储物流系统



资料来源：招股说明书，招商证券

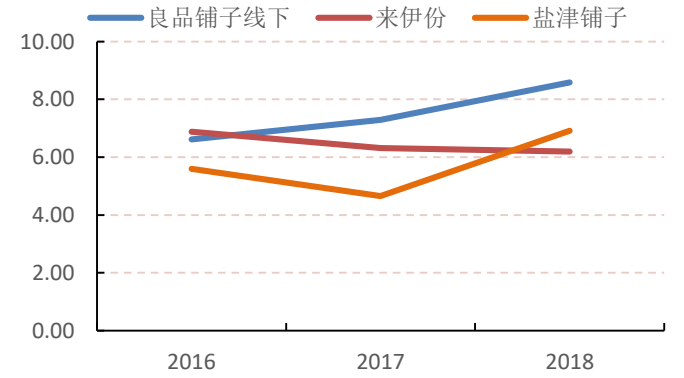
图 59：良品和松鼠计算机软件账面价值对比



资料来源：招股说明书，公司年报，招商证券

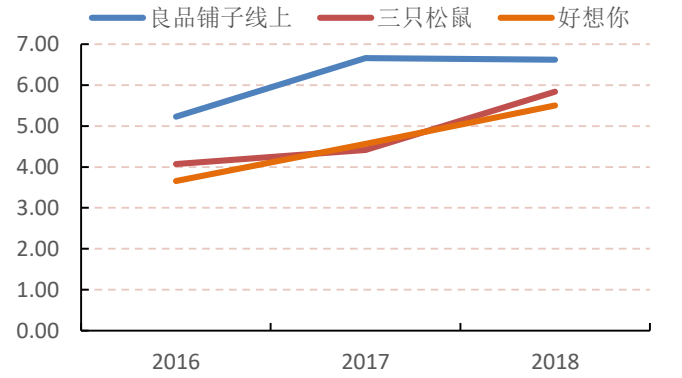
周转速度行业领先。良品通过前期的信息化系统建设打造高效的数字化供应链，采购端和销售端对大数据进行分析、预测和计划，打通线上、线下、O2O 等不同渠道的库存，实现仓货共享，物流环节通过 EWM 系统将销售需求转化为物流作业。数字化贯穿采购、仓储、物流、销售各个环节，公司实现库存和订单的精细化管理，对门店发货中 65%都是拆零接货，一日一配，提升存货周转效率。良品从生产到仓库普遍需要 5 天，储仓 9 天，共 14 天；仓库配送门店当天可达，门店储藏 17 天，从生产到消费者手中全程仅需 31 天。从报表端来看，不管线上还是线下，良品铺子库存商品周转率均领先于可比对手。**此外，不同于业内其他公司，良品铺子线下加盟模式仅在加盟门店将商品交付给终端消费者后才确认收入，因此报表库存即为全渠道库存。**

图 60：线下公司库存商品周转率对比



资料来源：招股说明书，招商证券计算

图 61：线上公司库存商品周转率对比



资料来源：招股说明书，招商证券计算

表 17：不同公司线下加盟模式收入确认对比

公司	加盟模式收入确认情况

良品铺子	对于销售商品，于加盟门店对外销售商品并在商品交付给终端消费者并取得收款权利时确认收入。
来伊份	根据加盟商的清单发货，加盟商确认收货后，确认收入。
好想你	根据客户订单发货出库（第三方物流）后确认收入。

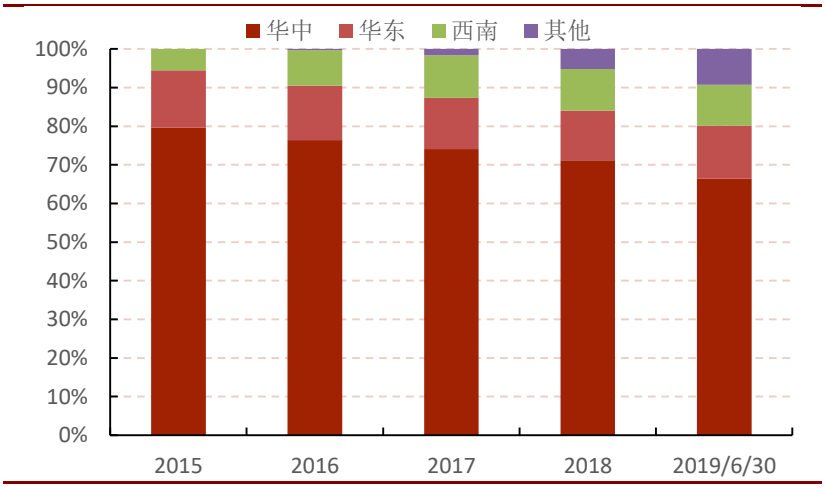
资料来源：招股说明书，招商证券

4.3 开店节奏：相继进军华南华东，参照绝味或将提速

4.3.1 老市场门店升级，新市场稳步扩张

深耕华中，辐射五省，当前区域特征明显。良品铺子成立于武汉，2006 年开出第一家线下门店，2008 年进军湖南、江西市场，2012 年进入四川，2014 年进入河南，目前线下门店主要集中在这五个省份。虽然近两年开始向全国扩张，但华中地区依然贡献线下 70%以上收入，未来华南和华东是有望实现增量的新市场。

图 62：良品铺子线下收入地区分布



资料来源：招股说明书，招商证券

本土扎根足够深入，门店升级是重点。良品铺子在核心市场采用以点带线、以线带面的开店模式，门店分布密集，市场趋于饱和。五省老市场的开店和关店速度基本持平，净增门店基本由新市场贡献。但是由于布局时间早，以街边店、小面积门店为主，装修设计难以给消费者提供良好的购物体验，门店升级换代成为老市场目前的工作重点。一方面，将 30-40 平米的小店升级为 60 平米以上的大店，2018 年良品门店平均面积由 51.0 平方米提升至 57.4 平方米；另一方面，街边、社区店走进购物中心，抢占优质店铺资源。公司计划在未来 3 年对五省的 652 家老店进行扩容、装修设计改进和老旧设备替换，升级为“形象提升+移动互联网技术”第五代门店，提升现有门店盈利能力。

表 18：五省老市场门店密度

省份	门店数（家）	2018 年城镇人口数（万人）	门店密度（家/百万人口）
湖北	570	3568	15.98

湖南	333	3865	8.62
河南	242	4967	4.87
江西	341	2604	13.10
四川	290	4362	6.65

资料来源：百度地图，wind，招商证券

先华南后华东，谨慎开店注重经营质量。2019 年良品铺子全国新开门店主要由五省以外的新市场贡献。公司 2018 年底开始进军华南市场，主攻广州和深圳二市，效果突出，目前深、广两地合计有 200 多家门店。新开市场门店日均销售额和盈利能力均高于老市场的门店，加盟商加盟意愿强烈。而且新开门店中 70%以上均入驻购物中心，门店位置和形象设计均与公司高端化战略一致。下一步，公司将目标瞄准华东市场，2019 年下半年已经开始陆续开店试水。根据招股说明书，公司计划 3 年内在老五省、重庆、陕西、江苏、浙江、 上海、安徽、广东、广西 13 个省份开设 376 家直营店。

图 63：良品铺子深圳高端门店形象

资料来源：大众点评、招商证券

图 64：良品铺子深圳高端门店产品

资料来源：大众点评、招商证券

华东市场是验证公司全国化能力的试验田。良品铺子选择广东作为全国化的开始，主要是因为当地休闲零食消费量大且外来人口占比高，尤其是四川和华中地区去深圳打工现象普遍，口味偏好与良品铺子产品风味类似。但是，下一站华东地区口味偏甜，与公司产品有一定偏差，而且上海有来伊份深耕多年，不占据地利的条件下，2020 年良品若能在华东市场顺利突围，将是对公司全国化扩张能力的一次有力验证。与来伊份相比，良品铺子自身也具备一些竞争优势，比如产品结构上，良品铺子 60%产品是定量装，而来伊份 70%是散装；门店形象上，良品在逐步更替为五代店、购物中心门店，来伊份仍停留在四代店阶段、街边店较多。

表 19：良品铺子和来伊份线下门店对比

省份	良品铺子	来伊份
开店模式	加盟+直营	直营

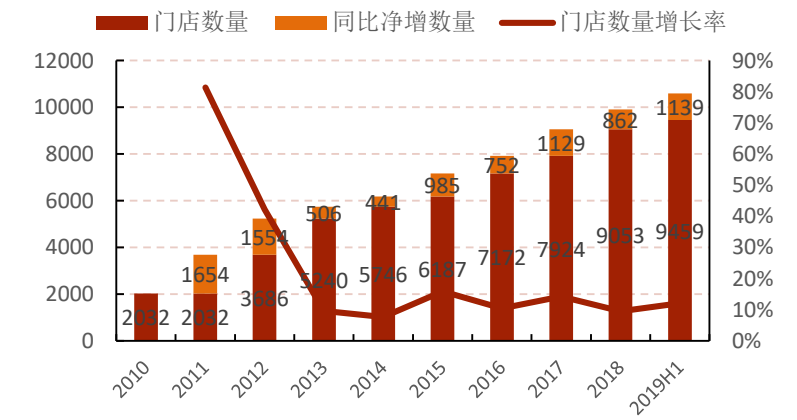
门店盈利	老市场门店净利率 10-15%，新市场效益更好	2017 年“万家灯火”计划，快速扩张拖累业绩
产品结构	60%是定量装	70%是散装
门店形象	新市场以购物中心店为主，面积 60 平米以上，升级第五代门店形象	街边店较多，面积较小，仍处在第四代门店形象

资料来源：渠道调研，招商证券

4.3.2 复盘绝味，良品开店速度有望加快

复盘绝味，全国化和上市融资是门店快速扩张的时机。2010 年绝味在全国仅有 2032 家门店，但随后是公司门店增长最快的两年，正值绝味走出华中向全国扩张的时候。2011 年绝味进军福建、广西、山东、江西、北京等市场，当年门店数量净增家 1654 家；2012 年又进入广东、江苏、浙江、安徽等市场，门店数量净增 1554 家。2013、2014 年公司门店扩张进入调整期，当年关店数量较多，主要是形象较差及经营效益不好的门店。随后，绝味又进入新的一轮扩张期，尤其是 2017 年上市融资后。公司投入 7.31 亿元用于生产线建设，打造遍布全国的 22 个生产基地，产能由 10.5 万吨增长至 19.95 万吨，缓解规模扩张带来的产能不足问题。

图 65：绝味鸭脖门店数量情况



资料来源：招股书、招商证券

表 20：2010 年绝味门店分部

省份	门店数	省份	门店数
上海	310	重庆	114
湖南	308	天津	112
河南	222	辽宁	108
陕西	215	山东	94
贵州	145	云南	61
四川	141	湖北	55
江西	127	北京	21

资料来源：绝味招股说明书，招商证券

表 21：2016 年绝味门店分部

省份	门店数	省份	门店数
广东	797	天津	323

河南	553	四川	306
江西	531	浙江	296
上海	489	广西	249
湖南	481	内蒙	247
江苏	453	云南	225
重庆	433	贵州	224
辽宁	424	安徽	215
陕西	418	北京	193
山东	415	湖北	145
福建	341		

资料来源：绝味招股说明书，招商证券

注：上述广东区域包含海南部分地区的门店，天津区域包含河北部分地区的门店，辽宁区域包含吉林、黑龙江部分地区的门店，河南区域包含山西部分地区的门店，陕西区域包含山西、甘肃部分地区的门店，内蒙区域包含甘肃、宁夏和青海部分地区的门店

回顾良品，过去几年公司开店节奏较慢。为进一步扩大华中区域的业务规模，公司自2015年加大加盟业务拓展力度，16年加盟门店净增500家，同期面积较小的直营门店陆续关闭。2018年直营门店率先开启“商圈转型”策略，加快布局购物中心，数量有所增加。在直营门店的示范作用下，加盟商逐渐接受该策略，19年上半年加盟门店数量净增102家。整体来看，良品开店节奏属于稳扎稳打“慢热型”，15-18年门店总数仅增加395家，19年进军华南市场预计新增300-400家门店。

站在当前时点，前期品牌积累、模式探索、供应链布局等已蓄势充分，跑马圈地大背景下开店有望加快。2012年至今电商业务快速发展，良品铺子成为线上第三，借助电商成功将品牌从华中地区推向全国，门店也在逐步进行换代升级，当前线下零食跑马圈地阶段正是公司全国扩张的好时机。良品铺子前期打造高效供应链及数字化系统提高周转速度，注重门店经营质量保证加盟商高回报率，形成良好口碑。在成熟市场门店作样板的基础上，良品摸索出“加盟商找店铺，公司管运营”的全国化打法。行业正处集中时期，公司前期积累足够，20年上市后资金更充足，预计门店扩张速度进一步加快。

表22：良品铺子门店扩张节奏

	2015	2016	2017	2018	2019H1
直营门店	1005	835	705	775	747
净增数量		-170	-130	70	-28
加盟门店	763	1263	1358	1388	1490
净增数量		500	95	30	102

资料来源：招股说明书，招商证券

4.4 线上线下融合：流量互补，盈利有改善空间

线上线下产品体系有差异，是防止线下消费被电商蚕食的基础。以良品铺子的肉类零食为例，线上单价通常会比线下低，而且线上还有第二件免减、三件88折等优惠活动。为了避免线下消费被电商取代，对两种渠道的产品做区隔至关重要。**一方面，线上线下有各自的特供产品。另一方面，同种产品，线上线下规格、包装不同。线上多是大包装，线下规格相对较小或是散称，更符合社交属性以及冲动消费的特征。**另外，如图4图5，线上线下包装形象也有较大差异。

表 23：良品铺子肉类零食线上线下价格、规格比较

线上	价格（元）	规格（g）	单价（元/500g）	线下	价格（元）	规格（g）	单价（元/500g）
猪肉脯	24.8	200	62	猪肉脯	20.9	116	90
鸭脖	18.8	190	49	鸭脖	11.9	154	39
牛板筋	21.8	180	61	牛板筋	19.9	128	78
香卤铁蛋	28.8	256	56	香卤铁蛋	54.9	500	55

资料来源：天猫商城，门店调研，招商证券

图 66：良品铺子肉类零食线上产品包装

资料来源：天猫商城，招商证券

图 67：良品铺子肉类零食线下产品包装

资料来源：门店调研，招商证券

4.5 募投分析

本次拟公开发行 4100 万股，本次募集资金扣除发行费用后，公司将根据轻重缓急依次投入到以下项目，募投项目总投资额为 77337 万元，计划使用募集资金投入 42034 万。本次募集资金重点帮助良品展开全渠道网络建设、仓储物流建设，对促进线上线下渠道融合、经营管理效率提升方面均有较大促进作用，公司亦可借此契机提高市占率、塑造品牌、提升消费体验，全面增强客户粘性，最终实现收入和利润的双高增。

表 24：募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投资金额	建设期
1	**全渠道营销网络建设项目**	**44644.81**	**39310.53**	**36 个月**
2	仓储与物流体系建设项目	19308.66		36 个月
3	良品信息系统数字化升级项目	10660.2		24 个月
4	食品研发中心与监测中心改造升级项目	2724.3	2724.3	24 个月
合计			42034.83	

资料来源：招股书，招商证券

五、盈利预测、估值及投资建议

5.1 盈利预测

重要假设：

线上：按照年化 20%左右增速，20 年受到疫情影响，20-21 年合并增速 CAGR 与整体趋势一致。

线下：直营门店数目按照中期每年净增长 50 家（计算数据按照年中开加权计算），20 年受到疫情影响，保守按照 20 年开店速度受到影响，20 年下半年-21 年逐步恢复。单店收入随着企业门店升级改造、势能提升而保持个位数增长。

加盟门店数目按照中期每年净增长 400 家（计算数据按照年中开加权计算），20 年受到疫情影响，保守按照 20 年开店速度受到影响，20 年下半年-21 年逐步恢复。单店收入随着企业门店升级改造、势能提升而保持个位数增长。

毛利率：考虑到规模效应和提价潜力我们假设公司线上毛利率每年强化 0.2%，线下每年强化 0.5%。

表 25：全渠道测算（单位：百万）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
总收入	3,149	4,289	5,424	6,378	7,825	8,870	10,867	12,943	15,263
yoy		36.2%	26.5%	17.6%	22.7%	13.4%	22.5%	19.1%	17.9%
毛利率	*32.7%*	*32.7%*	*29.4%*	*31.2%*	*32.9%*	*33.0%*	*32.9%*	*33.0%*	*33.2%*

资料来源：招商证券

表 26：线上渠道测算（单位：百万）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
线上收入	825	1,425	2,268	2,878	3,547	4,119	5,055	6,093	7,311
yoy		72.8%	59.1%	26.9%	23.3%	16.1%	22.7%	20.6%	20.0%
占比	26.2%	33.2%	41.8%	45.1%	45.3%	46.4%	46.5%	47.1%	47.9%
毛利率	18.5%	24.7%	25.6%	28.4%	30.0%	30.2%	30.4%	30.6%	30.8%

资料来源：招商证券

表 27：线下渠道测算（单位：百万）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
线下收入	2,284	2,805	3,105	3,444	4,217	4,684	5,739	6,769	7,863
yoy		22.8%	10.7%	10.9%	22.4%	11.1%	22.5%	17.9%	16.2%
占比	72.5%	65.4%	57.2%	54.0%	53.9%	52.8%	52.8%	52.3%	51.5%
年末门店总					2903	3353	4233	5133	6033
毛利率	*38.2%*	*37.0%*	*32.4%*	*33.7%*	*35.6%*	*35.6%*	*35.3%*	*35.3%*	*35.5%*
直营收入	1,427	1,459	1,177	1,334	1,438	1,515	1,687	1,879	2,085
yoy		2.2%	-19.3%	13.3%	7.8%	5.3%	11.4%	11.3%	11.0%
直营门店		971	722	742	762	787	827	877	927
净增加			-249	20	20	25	40	50	50
单店收入（万元）		150	163	179.72	189	192	204	214	225
yoy			9%	10%	5%	2%	6%	5%	5%
占比	45.3%	34.0%	21.7%	20.9%	18.4%	17.1%	15.5%	14.5%	13.7%

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
毛利率	*46.9%*	*50.4%*	*49.2%*	*50.9%*	*54.0%*	*54.5%*	*55.0%*	*55.5%*	*56.0%*
加盟收入	845	1,329	1,900	2,068	2,723	3,100	3,968	4,790	5,657
yoy		57.2%	43.0%	8.8%	31.7%	13.8%	28.0%	20.7%	18.1%
加盟门店		996	1346	1376	1726	1926	2326	2726	3126
净增加			350	30	350	200	400	400	400
单店收入（万元）		133	141	150	158	161	171	176	181
yoy			6%	6%	5%	2%	6%	3%	3%
占比	26.8%	31.0%	35.0%	32.4%	34.8%	34.9%	36.5%	37.0%	37.1%
毛利率	*23.7%*	*22.4%*	*22.1%*	*22.7%*	*26.0%*	*26.5%*	*27.0%*	*27.5%*	*28.0%*
团购收入	12	18	28	43	56	69	83	100	120
yoy		47.5%	53.7%	55.1%	30%	25%	20%	20%	20%
占比	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
毛利率	*22.9%*	*30.7%*	*22.8%*	*29.0%*	*30.0%*	*30.5%*	*31.0%*	*31.5%*	*32.0%*
其他业务收	40	59	51	56	61	67	74	81	89
yoy		47%	-14%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
占比	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率	*18%*	*22%*	*18%*	*21%*	*21%*	*21%*	*21%*	*21%*	*21%*

资料来源：招商证券

5.2 公司估值及投资建议

我们采取相对估值法进行价值评估：

1）PS 相对估值：三只松鼠超过 2Xps，对应 2020 年 2.1ps，考虑良品线上增速中短期略低于松鼠，给予 2ps，则 2020 年对应 177 亿市值，2021 年对应 217 亿市值。

2）PE 相对估值：绝味估值在 25-30X 之间，23 年我们测算的门店数直营+加盟约合计 4000 家，仍有较大的发展空间以及利润也有改善空间（保守估计净利率 5%），给予 40 倍 pe 较为合理，对应 2020 年对应 168 亿市值，2021 年对应 232 亿市值。

3）或者拆分线上线下，20 年给予线上 2 倍 PS，线下假设净利率为 5%以上（保守估计），40 倍 PE，则对应 2020 年为 180 亿市值，2021 年在 237 亿。

综合来看，良品 2020 年合理市值在 170-180 亿，2021 年合理市值在 220-240 亿。

表 28：良品盈利预测

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	5424	6378	7825	8870	10867	12943	15263
同比增长	26%	18%	23%	13%	23%	19%	18%
营业利润(百万元)	116	346	488	590	830	1029	1270
同比增长	-16%	198%	41%	21%	41%	24%	24%
净利润(百万元)	38	239	338	405	561	690	848
同比增长	-61%	521%	42%	20%	39%	23%	23%
每股收益(元)	0.11	0.66	0.94	1.01	1.40	1.72	2.11
ROE	5%	22%	24%	19%	21%	21%	21%

资料来源：招商证券

投资建议：锁定高端，管理赋能，双线融合待加速，净利率有望稳中提升，给予“强烈推荐—A”评级。公司定位高端，锁定中产用户，不断提升品牌渠道势能，线上摸索创新、走出独立成长节奏，线下管理优势明显、跑马圈地有望加速。同时，随着净利率较高的加盟渠道加速、品牌溢价逐步体现，我们认为公司净利率有望呈现稳中有升的局面。我们预测未来五年公司收入/利润有望分别落在 15-20%、20-25%的中枢（其中 20 年受疫情影响略有波动，但与 21 年平滑后，不影响中期增长中枢），**我们首次覆盖给予 2021 年，即明年一年目标市值 230 亿，对应明年约 40X 估值，目前市值对应公司 2020 年/2021 年 PE 分别为 17/12 倍，给予“强烈推荐—A”评级。**

六、风险提示

1）20 年受疫情影响，湖北地区以及相对重灾地区门店关闭，期间由于关闭门店或带来线下销售的影响；

2）疫情影响开店节奏，直营和加盟门店拓店速度放缓；

3）门店扩张过快带来的管理瓶颈；

4）线上需求回落，快递和供应链拖累 Q1 和 Q2 的业绩，线上整体增速放缓；

5）竞争日益加剧，双线融合不及预期等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2350	2378	3066	4115	5109
现金	1070	1037	1478	2346	2976
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	101	86	86	98	120
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	591	712	841	941	1140
其他	588	543	660	730	873
非流动资产	606	805	760	720	686
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	339	321	304	290	277
无形资产	130	175	158	142	128
其他	137	309	298	289	281
资产总计	**2956**	**3183**	**3826**	**4836**	**5794**
流动负债	2100	2056	2348	2585	3041
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1466	1390	1663	1883	2310
预收账款	106	99	118	134	164
其他	528	567	567	567	567
长期负债	0	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	8	8	8	8
负债合计	**2100**	**2064**	**2356**	**2592**	**3049**
股本	360	360	360	401	401
资本公积金	418	418	418	798	798
留存收益	60	298	636	973	1453
少数股东权益	18	42	55	71	94
归属于母公司所有者权益	838	1077	1414	2172	2652
负债及权益合计	**2956**	**3183**	**3826**	**4836**	**5794**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	544	148	389	457	647
净利润	38	239	338	405	561
折旧摊销	84	90	64	58	53
财务费用	0	0	(10)	(15)	(21)
投资收益	(31)	(32)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	451	(153)	43	51	86
其它	2	5	14	19	29
投资活动现金流	109	(145)	42	42	42
资本支出	(193)	(263)	(18)	(18)	(18)
其他投资	302	118	60	60	60
筹资活动现金流	(16)	(8)	10	368	(60)
借款变动	(567)	23	0	0	0
普通股增加	208	0	0	41	0
资本公积增加	348	0	0	379	0
股利分配	0	(36)	0	(68)	(81)
其他	(4)	6	10	15	21
现金净增加额	637	(5)	441	868	630

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5424	6378	7825	8870	10867
营业成本	3828	4387	5247	5944	7290
营业税金及附加	30	33	41	46	56
营业费用	1055	1240	1640	1837	2119
管理费用	426	384	454	508	615
研发费用	20	21	24	18	37
财务费用	4	2	(10)	(15)	(21)
资产减值损失	3	4	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	59	41	60	60	60
营业利润	116	346	488	590	830
营业外收入	1	2	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	115	347	489	592	832
所得税	72	99	138	172	249
净利润	43	248	351	421	583
少数股东损益	5	9	13	16	22
归属于母公司净利润	38	239	338	405	561

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	26%	18%	23%	13%	23%
营业利润	-16%	198%	41%	21%	41%
净利润	-61%	521%	42%	20%	39%
获利能力					
毛利率	29.4%	31.2%	32.9%	33.0%	32.9%
净利率	0.7%	3.7%	4.3%	4.6%	5.2%
ROE	4.6%	22.2%	23.9%	18.6%	21.1%
ROIC	-4.2%	21.1%	22.0%	17.4%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	64.9%	61.6%	53.6%	52.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.8	2.0	2.0	1.8	1.88
存货周转率	6.3	6.7	6.8	6.7	7.0
应收帐款周转率	62.2	68.2	90.7	96.5	100.0
应付帐款周转率	2.7	3.1	3.4	3.4	3.5
每股资料（元）					
EPS	0.11	0.66	0.94	1.01	1.40
每股经营现金	1.51	0.41	1.08	1.14	1.61
每股净资产	2.33	2.99	3.93	5.42	6.61
每股股利	0.10	0.00	0.19	0.20	0.28
估值比率					
PE	160.5	25.9	18.3	17.0	12.3
PB	7.4	5.7	4.4	3.2	2.6
EV/EBITDA	34.4	13.4	9.5	8.2	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁：商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，2018 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

周洁：同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和泛电商标的。

同时感谢食品饮料组实习生田地对本文的贡献。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。