民生证券 MINSHENG SECURITIES

良品铺子（603719）

公司研究/深度报告

全渠道扩张，定位高端实现差异化竞争

深度研究报告/食品饮料　　2020 年 09 月 28 日

报告摘要：

● **受益市场规模稳定增长、集中度提升，定位高端差异化竞争**

2012-2018 年间我国休闲食品零售市场规模复合增长率达 12.3%，但人均消费额仍然远低于世界发达国家消费水平，预计 2020 年将达到 12984 亿元规模。CR10 仅为 30%，远低于英美成熟市场超过 60%的市占率。行业发展由“深”到“精”，高端化或成趋势。公司与三只松鼠并列第一梯队，收入较第二梯队的约有 10 亿左右差距。逐年降低传统零食收入占比，实现五大品类均衡发展。公司对供应商的筛选和管理以及产品供应实施全流程严格管控，以保证高品质、打造“高端零食”，差异化竞争打破同质低价困局。

● **全渠道销售网络建设，具有先发优势**

未来休闲食品线下仍将为主导渠道，线上继续快增长且占比提升。蓝海竞争中，公司在全渠道布局方面具备先发优势，起步做线下零售连锁，2011 年正式试水电商，2014 年开始进行全渠道建设，2015 年起加大力度拓展加盟业务，早于竞品完善线上+线下的全渠道销售网络建设。本次募投项目将继续完善渠道、扩大销售区域、提高市占率。

● **经营效率持续提升、规模效应逐步释放，利润率水平有望持续提升**

一方面公司持续拓展线上及加盟渠道，二者毛利率相对较低拉低整体毛利率水平。但分渠道拆开来看，公司各渠道毛利率与可比公司相近。另一方面，公司以“敏捷高效的供应链物流能力”上榜工信部制造业与互联网融合发展试点示范项目，是供应链管控与服务方面唯一上榜的食品企业，供应链效率高，有效降低采购及运营成本，在业内具有标杆意义。目前良品铺子“高端零食”的品牌形象已经树立，线上与线下齐头并进的格局已经形成，后期继续提高经营效率、规模效应逐步释放，叠加品牌溢价，毛利率将稳步提升、管理费用率将有望下降，净利率水平有望持续提升。

● **投资建议**

预计公司 2020-2022 年实现收入 85.87/104.54/124.78 亿元，同比+11.3%/+21.7%/+19.4%；实现归母净利润为 3.68/4.68/6.01 亿元，同比+8.1%/+27.3%/+28.3，对应 EPS 为 0.92/1.17/1.50 元，对应 PE 为 68X/53X/42X。我们看好公司线下渠道经营活动恢复所带来的收入修复以及线上渠道的持续增长，结合公司持续推进品牌高端化所带来的利润增长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧、食品质量安全问题、原材料价格波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,715	8,587	10,454	12,478
增长率（%）	21.0%	11.3%	21.7%	19.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	340	368	468	601
增长率（%）	42.7%	8.1%	27.3%	28.3%
每股收益（元）	0.95	0.92	1.17	1.50
PE（现价）	65.5	67.9	53.3	41.5
PB	15.8	11.3	9.3	7.6

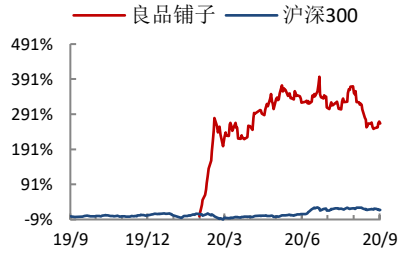
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　62.26 元

交易数据	2020-9-25
近 12 个月最高/最低（元）	85.02/17.08
总股本（百万股）	401.00
流通股本（百万股）	41.00
流通股比例（%）	10%
总市值（亿元）	249.66
流通市值（亿元）	25.53

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

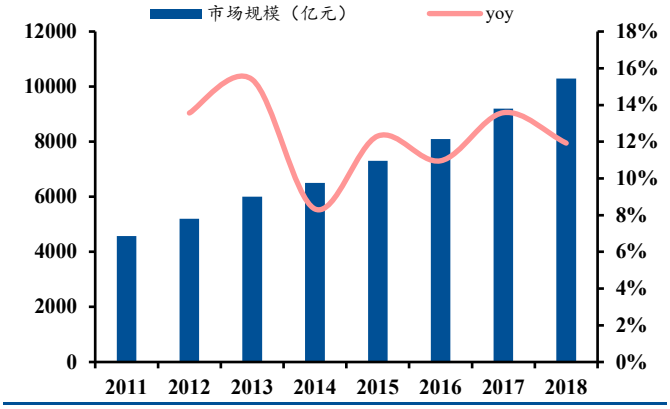
目录

一、休闲食品行业增速快、集中度低，高端化或成趋势 3
二、市场红利期，公司在抢占份额方面有先发优势 5
（一）资本助力快速发展、规模领先 5
（二）五大品类均衡发展，全渠道销售网络具有先发优势 6
1、产品、体验、营销三管齐下践行高端化战略 6
2、早于竞品完善全渠道销售网络建设 7
3、华中为主，销售区域逐步扩大 9
（三）未来公司盈利能力有望稳步提升 10
（四）管理严格，高效运营 12
三、募资完善全产业链生态圈建设 15
（一）全渠道营销网络建设项目 15
（二）仓储与物流体系建设项目 17
（三）良品信息系统数字化升级项目 17
（四）食品研发中心与检测中心改造升级项目 18
四、盈利预测 19
（一）基本假设与收入拆分 19
1、收入分拆与假设 19
2、成本及盈利假设 20
3、费用投入 21
（二）公司估值 22
（三）投资建议 22
五、风险提示 22
插图目录 24
表格目录 25

一、休闲食品行业增速快、集中度低，高端化或成趋势

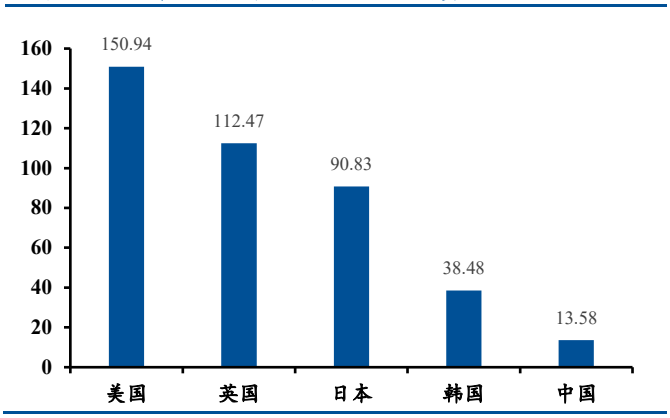
休闲食品零售市场规模保持稳定增长，增速约 12.3%。据 Frost & Sullivan 数据显示，我国休闲食品行业零售市场规模由 2011 年的 4579 亿元增长到 2018 年的 10297 亿元（同比增速 12.03%），2012-2018 年均复合增长率达 12.3%，预计 2020 年将达到 12984 亿元。2018 年数据，我国休闲食品人均消费额 13.58 美元，远低于世界发达国家消费水平，休闲食品行业将长期稳定增长。

图 1：休闲食品行业零售市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

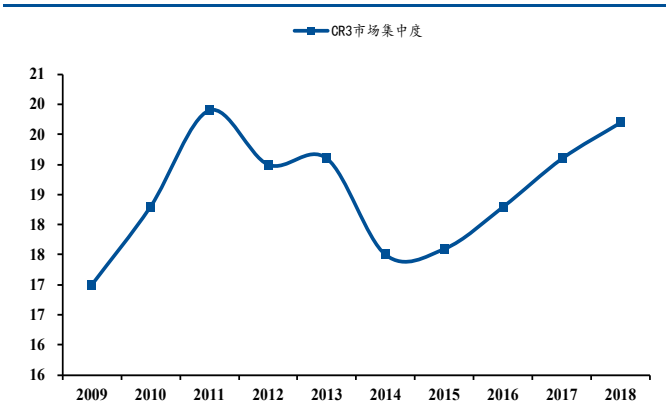
图 2：2018 年主要国家休闲食品人均消费额（美元）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

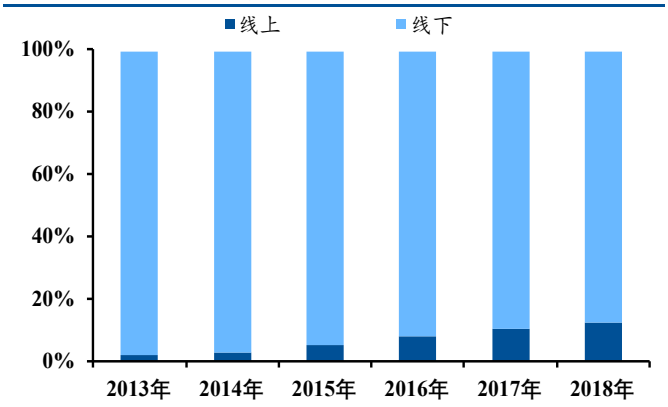
我国休闲食品 CR10 仅占 30%，且行业向前三集中。据中国产业经济信息网，我国休闲食品 CR10 约 30%，而英美成熟市场超过 60%。三只松鼠品牌市占率 11.2%、百草味 6.2%、良品铺子 5%，CR4-10 仅为 7%，行业向前三集中的趋势明显，未来头部公司将迎来更大的机会。生意参谋（阿里巴巴统一数据平台）统计数据也显示，2018 年、2019H1 天猫商城零食类目品牌交易指数前三名分别为三只松鼠、百草味及良品铺子，以上三个品牌的交易指数远高于其他品牌。

图 3：CR3 持续提升（单位：%）



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 4：休闲食品渠道零售额占比

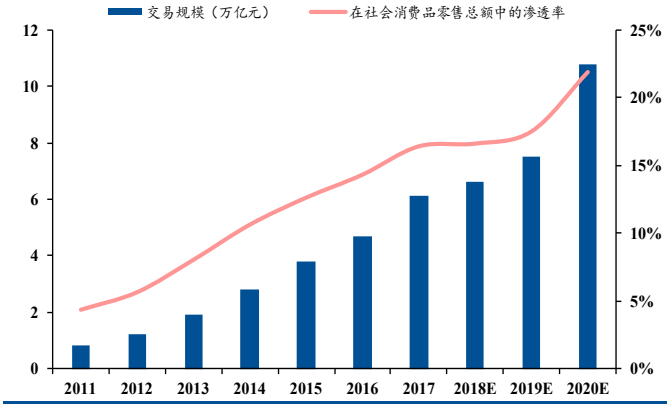


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

网络购物消费习惯逐步形成，网购渗透率将进一步提升。截至 2018 年底，我国网络购物用户规模 6.1 亿，较 2016 年底增长 14.4%。截至 2017 年底，我国网购市场年交易规模 6.1 万亿元，同比增长 29.8%，在社会消费品零售总额中的渗透率达到 16.4%，据艾瑞咨询，预

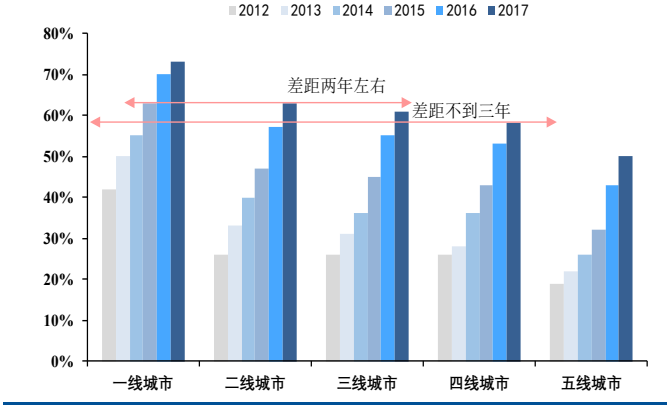
计 2020 年将达到 21.9%，对应网络购物市场交易规模高达 10.8 万亿元，约为 2016 年的 2.3 倍。同时，据贝恩公司 2018 年中国购物者报告，二、三线城市的电商渗透率与一线城市相比仍存在 2-3 年差距，未来二、三线城市以及农村市场仍有较大发展潜力。

图 5：中国网络购物交易规模和渗透率预计持续提升



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

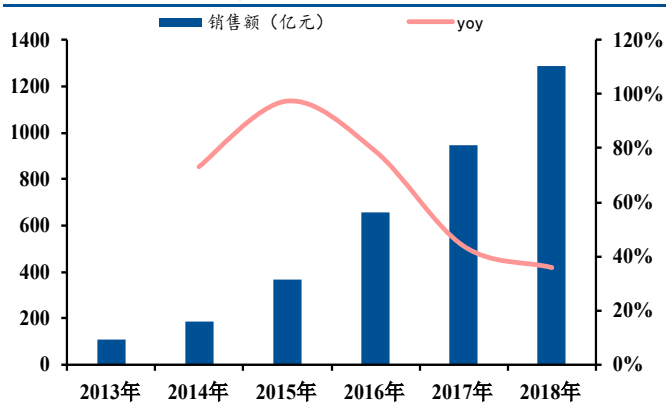
图 6：二三线城市电商渗透率与一线城市存在 2~3 年差距



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

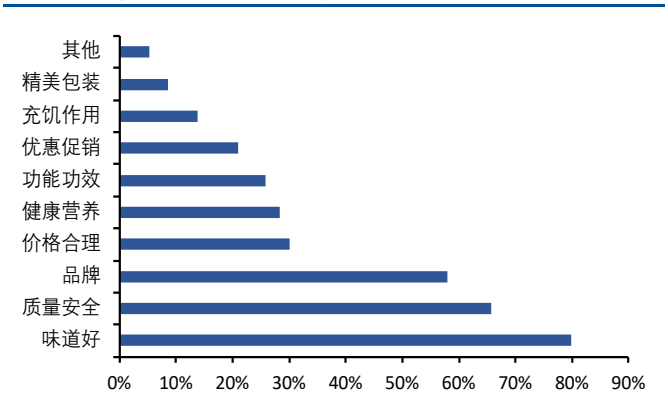
休闲食品线下仍将为主导渠道，线上继续快增长且占比提升。食品店及食品市场一直为中国休闲食品最大的销售渠道。线上渠道保持快速增长，线上零售渠道销售额占比从 2013 年的 1.8%已增长至 2018 年的 12.5%，绝对额达到 1359.2 亿元，线上增速放缓、但依然能保持快速增长，线上渠道销售的绝对额也将进一步上行。

图 7：休闲食品电商市场规模增长迅速



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 8：消费者购买休闲食品需考虑的重要因素



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

行业发展由“深”到“精”，高端化或成趋势。据亿滋《2019 全球消费者零食趋势研究报告》，72%的全球消费者选择零食时考虑产品的营养以及对健康的益处，83%的中国消费者表示“我对零食的选择反映了我对健康生活的追求(超过全球平均 16%)。行业竞争进入下半场，企业更加注重产品品质，或打通全产业链，或构建自己的生态圈，高端化发展或成趋势。如三只松鼠将从纯电商企业转型为数字化供应链平台企业。良品铺子主张细分市场和消费者、率先开启高端化战略转型，欲通过供应链管理追溯上游原料，在种植、养殖端进行联合和管控，提高全产业链竞争力。

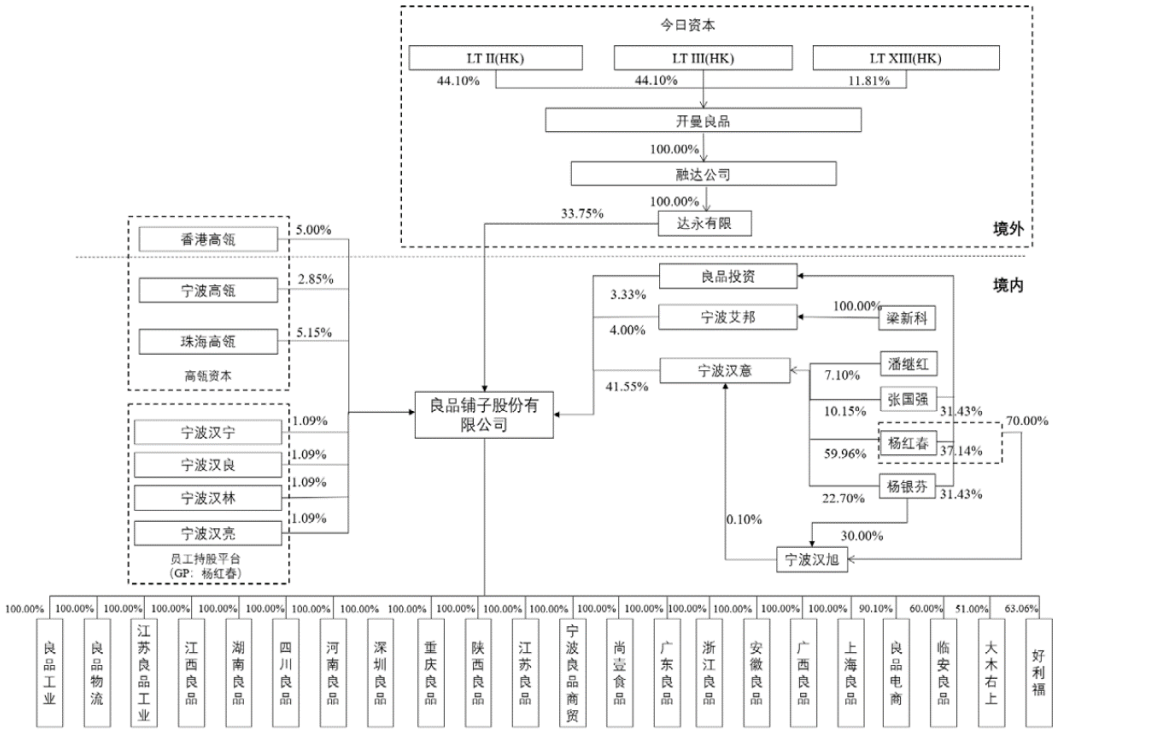
二、市场红利期，公司在抢占份额方面有先发优势

（一）资本助力快速发展、规模领先

良品铺子于 2006 年 8 月在武汉成立，13 年来深耕华中，辐射全国。公司定位高端，以“良品铺子”为核心品牌，主要产品包括肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等多个品类、1000 余种产品组合，高端产品销售占比达 50%。公司起步做线下零售连锁，2011 年正式试水电商，2014 年开始进行全渠道建设，2015 年起加大力度拓展加盟业务。现已是“以门店终端、线上平台为核心”的全渠道销售网络。

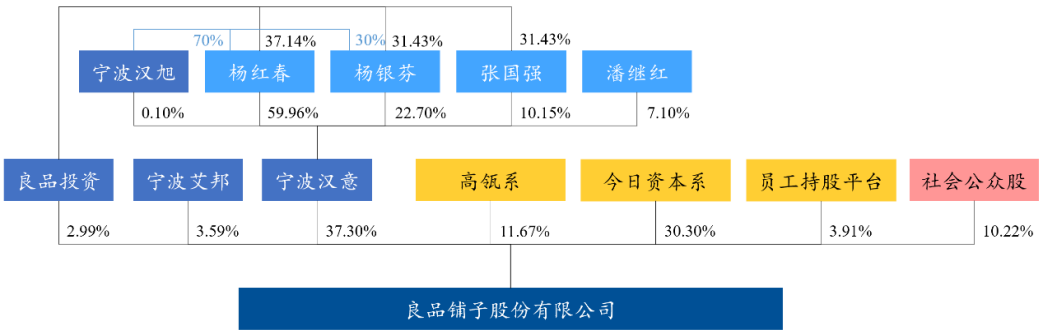
目前公司股本总数为 4.01 亿股，公司控股股东宁波汉意持股 37.30%，实际控制人杨红春、杨银芬、张国强、潘继红合计持股 42.16%。今日资本系持股 30.30%，高瓴系持股 11.67%。

图 9：上市前良品铺子股权结构



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

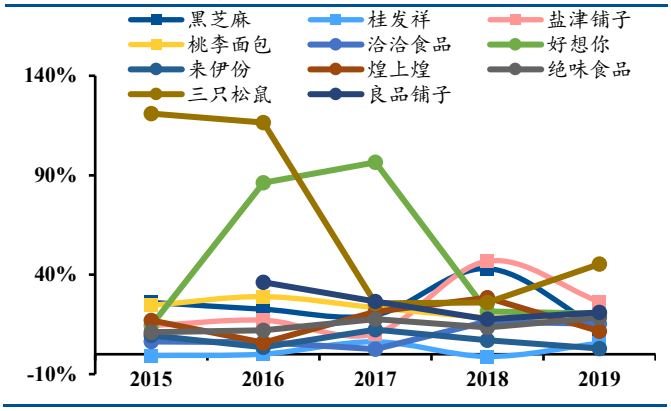
图 10：上市后良品铺子股权结构



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

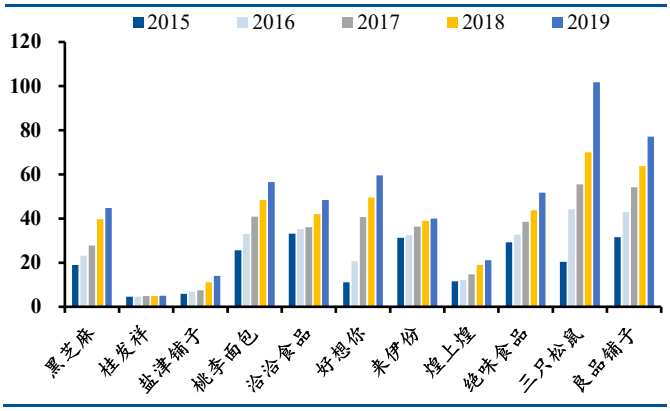
公司业务规模保持良好增长态势，在国内休闲食品行业中位居前列。受益于“高端零食”的差异化竞争战略，公司早于竞品完善了线上、线下全渠道销售。2015-2020H1 公司业务规模快速增长，分别实现营业收入 31.49/42.89/54.24/63.78/77.15/36.10 亿元（较第二梯队有 10 亿左右的领先），2016-2020H1 分别同比增长 36.20%/26.45%/17.58%/20.97%/3.02%，2015-2018 年主营业务收入年均复合增长率为 26.52%，其中 2016-2017 年增速较高，主要系线上业务快速增长。2015-2020H1 年，分别实现归母净利润 0.45/0.99/0.38/2.39/3.40/1.61 亿元，2016-2020H1 年分别同比变化+118.16%/-61.16%/+520.65%/+42.68%/-17.56%。2017 年归母净利润大幅下降主要是当期计提股份支付 1.31 亿元所致，公司盈利能力未发生重大不利变化。

图 11：2017-2019 年各休闲食品企业主营收入增长情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：各休闲食品企业主营收入规模（单位：亿元）



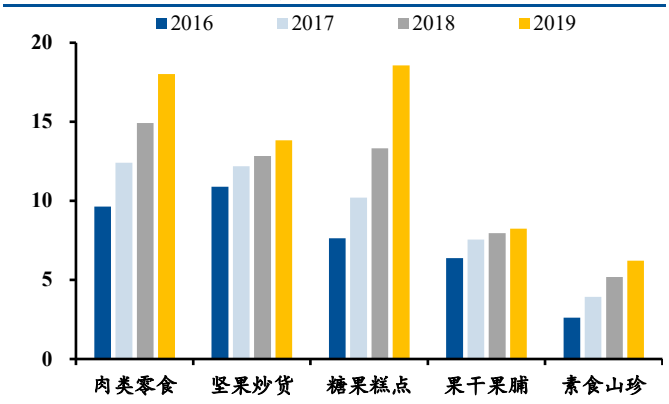
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）五大品类均衡发展，全渠道销售网络具有先发优势

1、产品、体验、营销三管齐下践行高端化战略

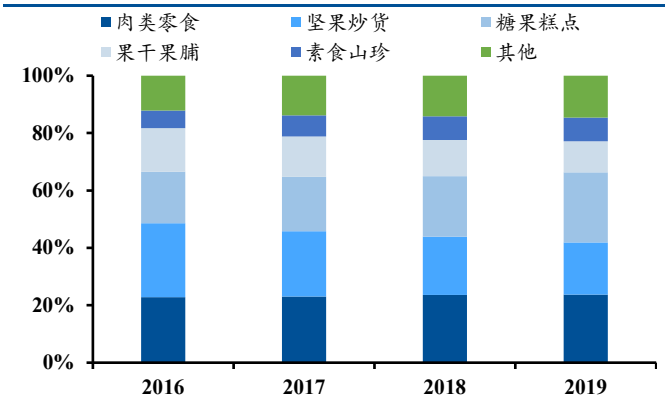
传统零食收入占比下降，五大品类均衡发展。公司主要销售产品为肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯和素食山珍等，五大品类的收入占比相对稳定，19 年合计占比超 85%。五类产品均为热销品类，肉类零食/坚果炒货/糖果糕点/果干果脯/素食山珍分别实现销售额 18.02/13.84/18.57/8.23/6.21/11.13 亿元。公司产品品类的丰富度提升，肉类零食、坚果炒货、果干果脯等传统优势品类的收入占比下降，糖果糕点、素食山珍收入占比有所提升。

图 13：五大品类收入均有所增长（亿元）



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 14：五大品类收入占比逐步均衡



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

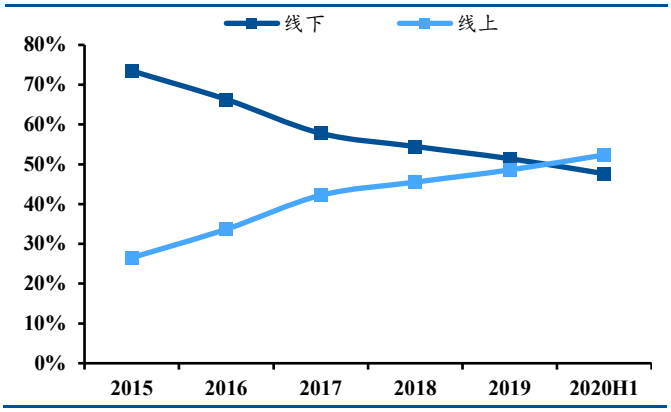
打造“高端零食”，差异化竞争打破同质低价困局。2018 年 9 月，公司经过多方研究最终选择“高端零食”作为未来十年的战略发展方向，明确了未来三年良品铺子要实现“良品铺子=高端零食”的战略目标。也是行业内首家正式将“高端零食”定义为品牌战略和企业战略。“高端”即高品质、高颜值、高体验和精神层面的满足，主张“细分”，从不同消费群体进行市场细分、产品细分，精准满足不同客群消费需求，打造差异化战略。公司一方面成立专业产品研发团队，还与第三方研发单位在产品包装、产品口味、产品营养等方面进行专业性的突破与合作，不断探索产品品类、工艺及口味特点，以满足消费者不断变化的消费需求。公司每年研发近 400 款新产品，只保留 10%品质和市场表现最好的产品，并对其它新品快速地进行淘汰或迭代升级。商务部数据显示，我国零食行业平均定价最高的类目数量看，良品铺子最多有 16 个、来伊份有 11 个、三只松鼠和百草味分别有 6 个和 3 个。公司今年陆续推出“拾贰经典”零食年货礼盒、端午礼盒及敦煌风礼盒。公开资料显示春节期间，良品铺子销售额同比上升 20%，其中门店销售额同比上升 45%，“高端零食”战略效果显著。另一方面相继聘请吴亦凡、迪丽热巴等明星代言人，并大量投放于城市主流人群间，以不断提高利润水平和行业竞争力，成为四亿吃货的挑剔之选。

2、早于竞品完善全渠道销售网络建设

公司在全渠道建设方面较同行具有先发优势。休闲食品市场由线下渠道主导，但头部企业靠电商发展实现高营收、高增长，线下市场依旧分散。20H1，三只松鼠线上收入占比 85.02%，来伊份/洽洽食品线下收入占比分别为 84.61%/78.72%。而良品铺子布局较为均衡，20H1 线上/线下渠道分别占比 52.45%/47.55%。在全渠道布局进程中，线下起家的百草味经历了线下转线上再回线下的过程，线上布局多年的三只松鼠也开始拓展线下实体店，全渠道融合短时间难实现，目前只有良品铺子双向布局均衡发展。

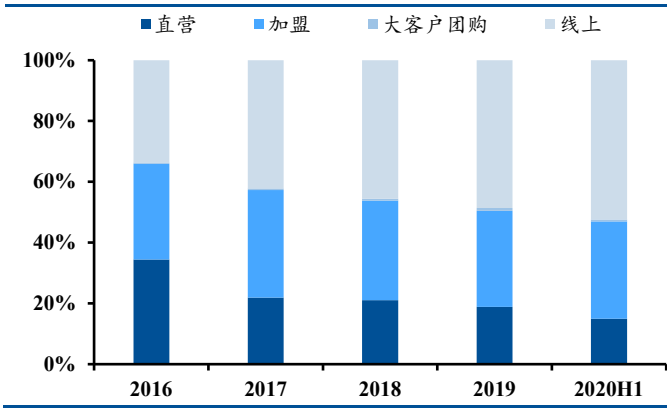
全渠道销售网络布局，线上线下均衡发展。公司实施全渠道战略，主要包括线下直营、加盟和大客户团购，以及线上平台销售模式。其中，加盟收入包括批发收入、门店辅助管理服务收入及一般特许经营收入。2015-2020H1 期间，公司线上渠道的收入占比由 26.53%提升到 52.45%，受疫情催化，线上业务收入已超过线下。

图 15：线上渠道收入占比逐步提高



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

图 16：主要渠道收入占比

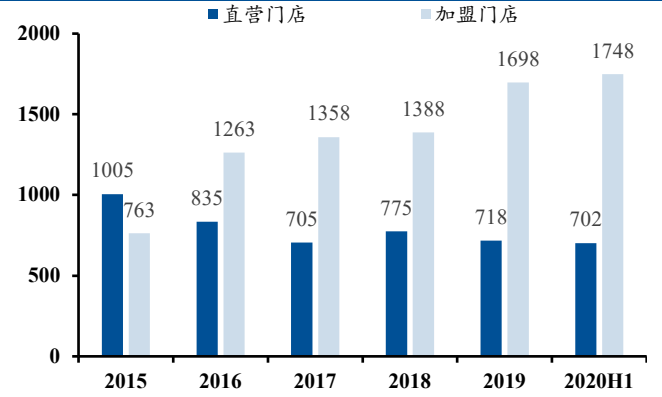


资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

①线下渠道方面，公司坚持“深耕华中，辐射全国”的战略布局。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。公司线下销售模式以直营门店、加盟门店为主，还有大客户团购和 O2O 外卖共四种。公司兼顾“提升品牌形象及知名度”及“加强终端优势”的经营战略，通过直营门店提升品牌形象及知名度，通过加盟店提高市场占有率，不断优化及加快终端门店布局，线下门店迅速扩张。终端门店数量由 2015 年初 1359 家增至 2020 年 6 月末 2450 家，增幅达 80.28%，实现从核心商圈到社区门店的多层次覆盖。2015-2019 年，线下收入由 22.84 亿元增至 76.00 亿元，复合增长率为 35.06%。另外，公司设有门店 O2O 业务中心，已推出手机 APP 自营 O2O 平台，并打通了美团、饿了么、京东、支付宝等第三方 O2O 平台。团购模式主要针对企事业单位进行拓展。

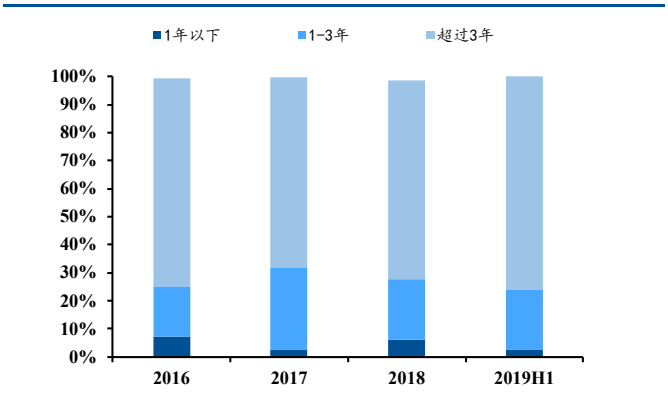
2015-2020H1 期间，直营+加盟收入分别为 22.72/27.87/30.78/34.01/38.33/7.85 亿元，主业收入占比分别为 73.08%/65.89%/57.28%/53.8%/50.43%/47.00%。自 2015 年起加大加盟业务的拓展力度；2016 年主要扩大华中、华东等地市占率；2017 年在深圳、重庆、陕西、江苏、宁波、湖北、广东等地成立分公司，2018 年在浙江、安徽、广西、上海等地成立分公司，这两年公司在华中等市场的门店整体布局日趋完成，开始对加盟门店进行结构性优化；2019 年起，公司加大对华南地区的发展力度，新增加盟商数量上升。因此加盟店数量呈现增加、平缓、再增加的变化，从 2015 年的 763 家增到 2020 年 6 月末的 1748 家，扩增 985 家，而 2020 年 6 月底，自营店总数 702 家。从收入端看，加盟逐步挤占直营份额，2017 年加盟店收入达 19 亿元，首次超过直营；加盟收入占比从 2015 年的 27.18%提高到 2020H1 的 32.09%，直营占比从 45.9%降至 14.90%。此外，公司与大部分加盟商合作稳定，2016-2019H1 各期末，合作 3 年以上加盟商的加盟收入分别为 9.88/12.91/14.65/8.68 亿元，2019H1 在当期加盟业务收入占比高达 76%。

图 17：加盟店数稳步增加



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

图 18：19H1 合作 3 年以上加盟商占加盟收入 60%以上

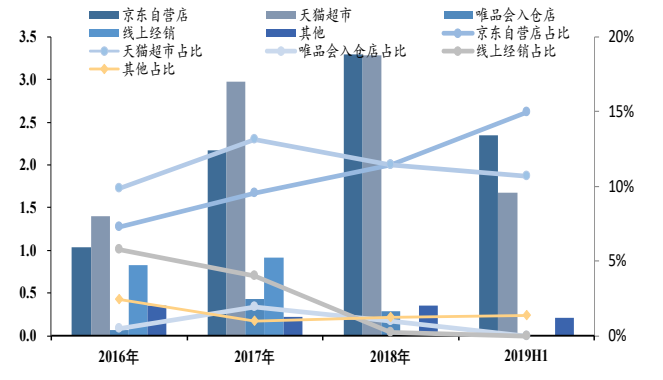


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

②对线上平台，公司坚持“平台电商+社交电商+自营 APP”多线布局的发展策略，拥有包括天猫旗舰店、天猫超市、京东旗舰店、京东自营、唯品会、一号店在内的数十家平台销售渠道，且通过影视植入、综艺赞助、线上线下媒介等多种形式开展宣传活动，提升品牌影响力，线上销售规模逐年提升，2015-2019 年，公司线上收入由 8.25 亿元增加至 36.93 亿元，年均复合增长率高达 45.45%。线上以 B2C 为主、B2B 为辅。B2B 模式主要是线上代销，具

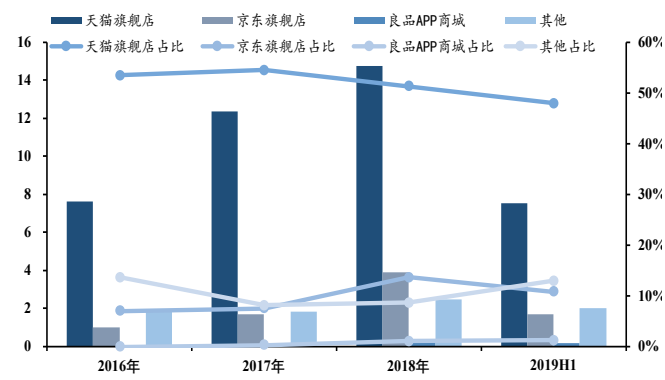
体渠道包括天猫超市、京东自营、一号店等平台；B2C 模式分为平台旗舰店模式和自营平台模式两种，公司在天猫、京东、微信商城等第三方平台开设自营品牌旗舰店，以及自营良品 APP 商城进行销售。

图 19：B2B 金额及占比（左轴单位：亿元，占比在右轴）



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 20：B2C 金额及占比（左轴单位：亿元，占比在右轴）



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

线上渠道中第三方平台收入集中度较高。第三方电商平台是公司主要的线上渠道之一。2015-2020H1 公司电商平台收入分别占主营业务收入的 26.53%/33.69%/42.21%/45.52%/48.58%/52.36%，其中，通过天猫和京东平台合计实现的收入占当年线上收入的比例较高。

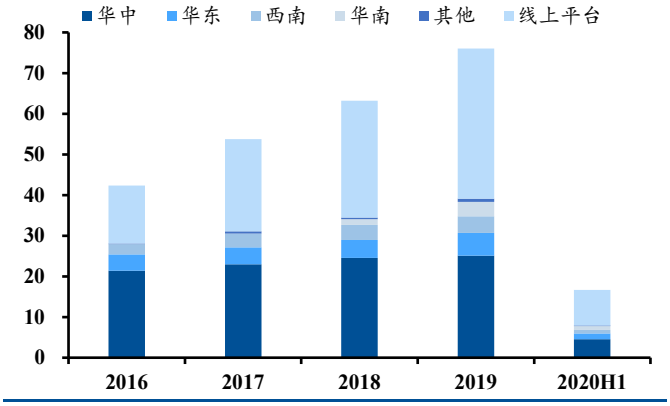
③**线上线下融合**方面，2017 年，公司与阿里合作，完成了会员数据、支付、财务核算和大数据营销系统的对接，并开始第五代门店改造。借助移动互联网技术进行用户行为的信息记录和转化指导精准营销，实现了线上线下无缝对接的消费者体验场景闭环。公司还通过将门店与美团、饿了么等多个本地生活平台打通，推出“线上下单快速送达”、“线上下单门店取货”等多种新型交易方式，实现终端门店的在线化，用零食套餐、新品发布、限时特惠等方式，连接消费者找美食、点外卖等类消费场景，提高门店的销售收入。

消费者的买单也证明了良品铺子全渠道布局的方向正确。截止 2020 年 6 月末，良品铺子全渠道会员超过 4000 万，从会员消费数据中发现，全渠道打通后，同时在两个以上渠道有消费习惯的用户，消费额度是单渠道用户的 1.6 倍。

3、华中为主，销售区域逐步扩大

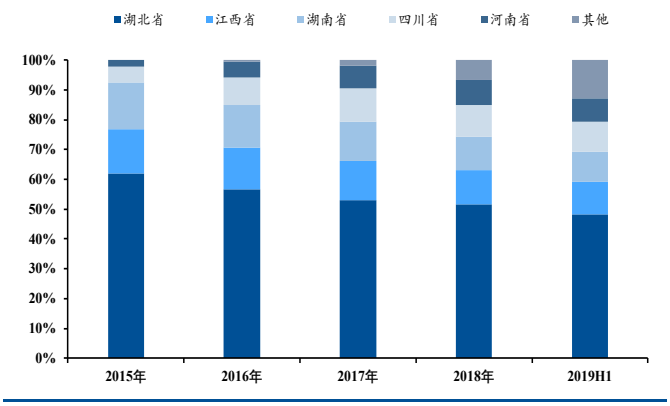
华中收入占比 40%左右，销售区域逐渐扩大。由于公司线下渠道收入占比过半，而线下渠道覆盖湖北、江西、湖南、四川、河南、广东、江苏等地区，因此华中为重点区域，收入占比较高。2015-2019H1 期间，公司线下分别实现主营收入 22.84/28.06/31.05/34.44/19.01 亿元，湖北、江西、湖南、四川和河南 5 省为重点省份，占线下收入比重在 90%上下。近年随着线下业务扩张，华中以外区域销售金额逐年提升；线上收入也逐年提升，公司通过互联网覆盖销售区域逐年扩大。

图 21：20H1 线上收入占比约 52%（单位：亿元）



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

图 22：19H1 五大重点省份线下收入占线下总收入约 90%

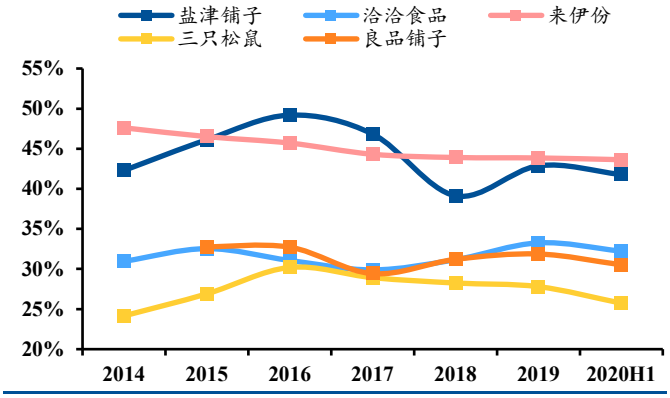


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（三）未来公司盈利能力有望稳步提升

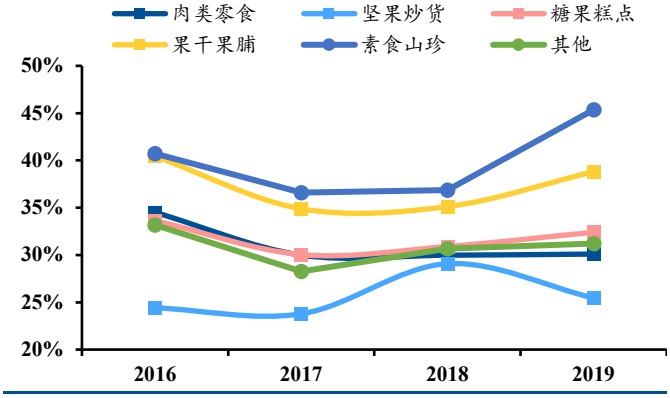
2015-2020H1，公司主营业务毛利率分别为 32.93%/32.88%/29.52%/31.2%/31.9%/30.5%。2016 年主营业务毛利率与 2015 年基本持平：一方面，公司于 2015 年底对部分产品提价，使得当期直营模式、大客户团购和线上平台等渠道毛利率分别增长 3.56/7.82/6.22ppt，盈利能力增强；另一方面，加盟模式和线上平台收入占比较上年合计提高 11.39ppt，但上述渠道毛利率低。2017 年各项业务毛利率相对稳定，主营业务毛利率同比下降 3.35ppt，主要系当期加盟模式、线上平台收入等低毛利率业务收入占比进一步提升所致。2018 年，主营业务毛利率同比上升 1.77ppt，主要系调升部分产品定价毛利率水平，直营、加盟及线上毛利率分别增长 1.68/0.62/2.81ppt；其中，伴随电商收入规模逐年提升，公司逐渐改变原有低价竞争及品类竞争策略，电商渠道毛利率得到持续改善。2019 年主营业务毛利率同比上升 0.66ppt，其中加盟模式增长 2.12ppt，主要是由于 2018 下半年开始线下终端提价，2019 年加盟渠道批发加价率也随之提升；直营渠道毛利率较 2018 年上升 1.45ppt，主要是年货节折扣带动毛利率提升；线上渠道毛利率因年货节、“618”等折扣较多，较 2018 年略微上升 0.67ppt；大客户团购毛利率较 2018 年增长 2.33ppt。2020H1 受新冠疫情影响，公司毛利率为 30.90%，同比下降 1.72ppt。

图 23：可比公司毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：各品类毛利率变化情况

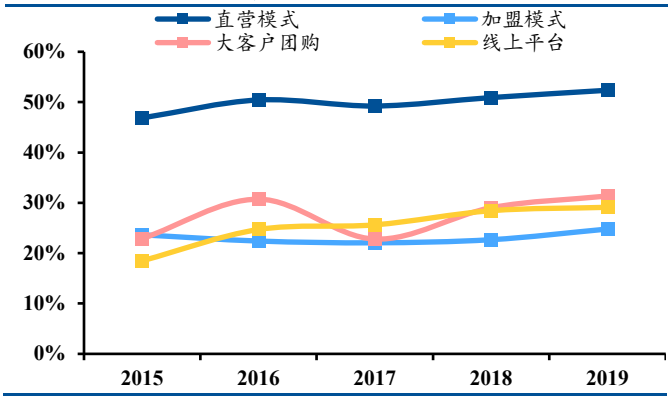


资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

为加快渠道拓展，公司毛利率在业内暂时偏低。2020H1，良品铺子毛利率为 30.90%，

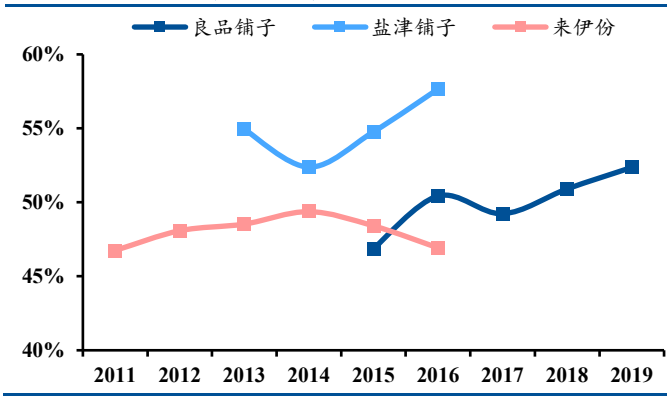
低于来伊份 43.36%的毛利率、盐津铺子 41.78%的毛利率，主要是由于来伊份直营销售为主，盐津铺子“直营商超主导，经销跟随”，且盐津铺子自行生产，毛利率相对较高。三只松鼠主要通过线上平台销售，毛利率低于平均水平。良品铺子毛利率略低于行业平均水平，但有一定合理性，这主要与销售模式相关，公司已构建线下直营、加盟门店及线上电商平台的全渠道营销网络，各渠道收入占比相当，但加盟及线上平台的毛利率较低。2019 年公司加盟模式毛利率为 22.68%，远低于线下整体 35.74%的水平；线上平台销售毛利率 28.44%，低于主营业务 31.21%的毛利率水平。2020H1 毛利率为 30.90%，同比下降 1.72ppt，其中线上渠道毛利率为 30.22%，同比增加 1.39ppt，线下渠道毛利率 31.65%，同比下降 4.09ppt，线下渠道毛利率下降，主因疫情影响，线下客流恢复速度缓慢，公司重要线下市场湖北省受影响尤为严重，预计为配合终端动销，公司小幅下调直营渠道终端价格。

图 25：不同渠道毛利率



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

图 26：直营毛利率低于盐津铺子、高于来伊份



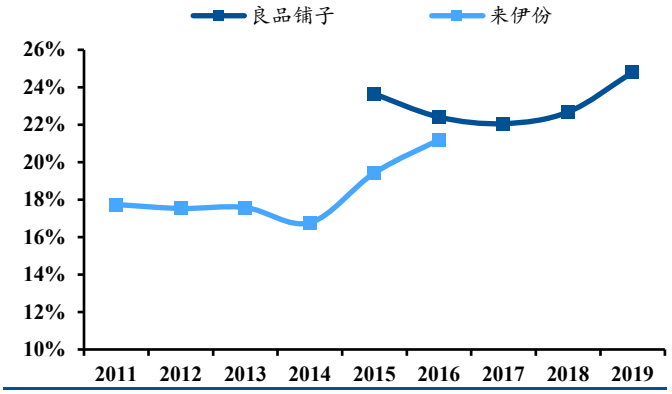
资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

*注：盐津铺子、来伊份 2016 年数据均以 2016H1 数据替代

拆开来看，各渠道毛利率与可比公司相近，未来公司毛利率将稳步提升。线下渠道，2015-2017 年，①直营渠道毛利率分别为 46.87%/50.43%/49.23%，与直营为主的来伊份、盐津铺子毛利率水平较为接近；②加盟模式毛利率分别 23.65%/22.41%/22.06%，与来伊份加盟批发毛利率差异不大。2018 年，公司与可比公司线下渠道毛利率变动与其经营情况相关：盐津铺子受豆干产品、鱼肉产品等产品毛利率下降影响，整体毛利率有所下降；来伊份毛利率较为稳定；公司调升部分产品销售价格，直营渠道毛利率有所上升。

线上渠道，2015-2017 年，③线上平台毛利率分别为 18.49%/24.7%/25.63%，低于三只松鼠同期毛利率水平，系公司线上业务起步相对较晚，为促进自身产品销售，提升线上市占率，采取了更为优惠的定价策略。另一方面，三只松鼠早年间毛利率长期处于 27%以下，2016 年提价后毛利率才达到 30%左右。但随着线上销售规模扩大，公司逐渐改变原有电商竞争策略，电商渠道毛利率持续改善，2018 年提升至 28.44%，高于三只松鼠同期线上模式 27.54%的毛利率水平。2019 年公司毛利率变动趋势与可比公司相同，均较上年略有提升。2020H1，在疫情影响背景下，良品铺子线上收入占比提升，同时线上毛利率仍实现 1.39ppt 正增长。目前良品铺子“高端零食”的品牌形象已经树立，线上与线下齐头并进的格局已经形成，后期通过品牌溢价和规模效应，毛利率将稳步提升。

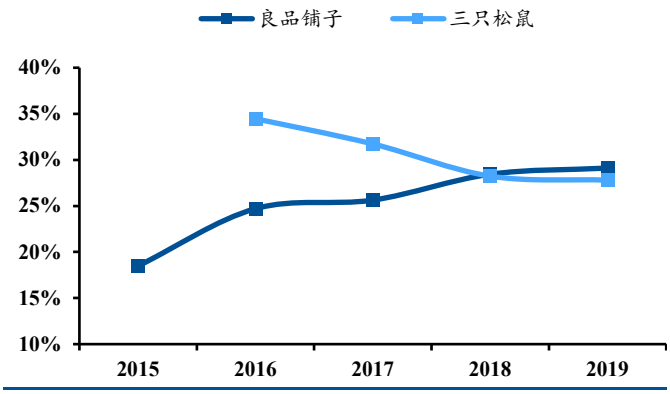
图 27：加盟毛利率与可比公司接近



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

*注：来伊份 2016 年数据以 2016H1 数据替代

图 28：线上平台毛利率与可比公司接近

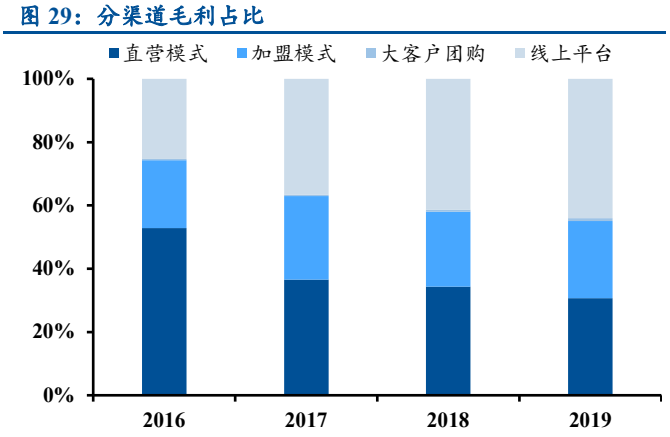


资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

*注：三只松鼠 2019 年线上毛利率以总毛利率替代，当年线下收入占比 7.84%

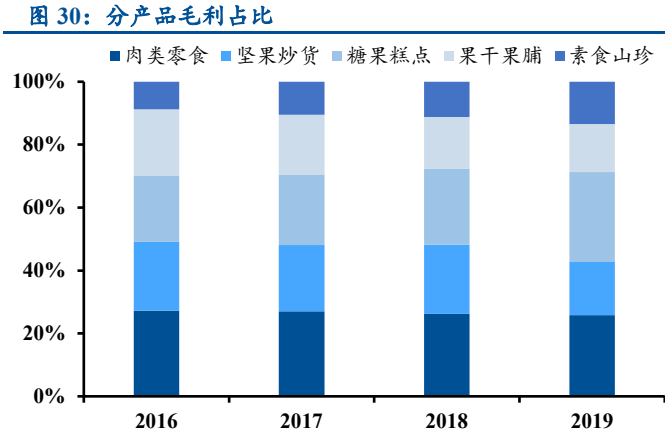
线上毛利占比逐年提升，糖果糕点、素食山珍占比提升。分渠道来看，线下业务盈利随门店数量增加而提升；线上平台随着收入占比及毛利率提升，贡献的毛利及占比亦逐年提升，2015-2019 年分别为 14.89%/25.32%/36.65%/41.36%/43.99%，已成为公司利润的重要来源。分产品来看，肉类零食、坚果炒货、糖果糕点毛利占比都在 20%上下，果干果脯占比约 13%、素食山珍占比约 9%左右。利润贡献也是糖果糕点、素食山珍占比逐步上升。

图 29：分渠道毛利占比



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

图 30：分产品毛利占比



资料来源：招股说明书、公司公告，民生证券研究院

（四）管理严格，高效运营

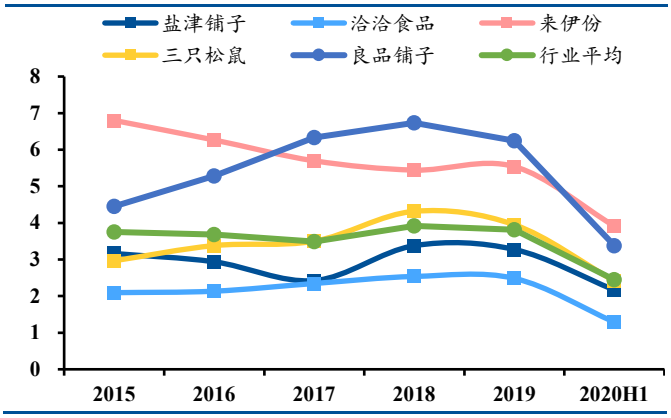
公司对供应商的筛选和管理以及对供应链的管控制定了严格的制度。**在供应商筛选和管理上**，建立了完善的供应商引进、评估和管理体系，对现有及新增供应商保持动态管理。公司经过对制作工艺、选材质量、运输系统等多层筛选，供应商数量已经由原来的 300 多家增加至 2019 年 6 月末 495 家。**在供应产品管理上**，全程跟踪原料采购、产品加工、储存运输及终端销售，且对各个流程进行检测，带来安全保障及更高的品质。**以莲藕为例**，公司与种植户签订协议，对莲藕品种、种植方法等进行约定。**采购时**，要求莲藕直径不低于 5cm、冲洗后的藕孔不能有泥、外形要光滑、平直，不能有破损，否则列为残次品，一律不收购，如此筛选一下，次品率超过 10%。**加工环节**要求藕斑不多于两处且总面积不超过 3cm^2，确认合

格后，24 小时内将干干净净的莲藕干送入近 10 万级净化级别的无菌生产车间。**品检环节**对外包装、色泽、口感以及各种化学指标等都要严格检测，某一项不合格即被列为废品。再如良品铺子两款东北红松品质标准堪称“严苛”，完果率 96%以上，开口率 96%以上（目前行业完果率平均水平 92%-93%，开口率在 93%）。此外，供应计划中心会根据各渠道的销售历史与趋势预测，分期间对商品的销售和供应进行分解预测，制定采购计划，提升采购效率。

公司物流中心是全国物流标准化联盟试点单位，4A 级物流企业，下辖 13 个仓库，包括在武汉、嘉兴等城市通过自有或租赁的方式设置的 5 个自营仓库，以及与第三方仓储服务商合作在上海、广州、天津、西安等城市设立的 8 个仓储基地。早已实现中心仓、区域仓、门店三级仓储布局，中心仓储体系包括线下仓、线上 B2C 仓、线上 B2B 仓。全国共有 13 个区域仓供良品铺子线上平台发货。公司将 EWM 物流系统与各渠道的销售系统全面联通，实现就近仓库交付订单快速响应的物流网络，高峰期能够支撑 15-20 万日订单发货量，订单 5 分钟处理率达到 99.99%，在业内较为罕见；同时将 EWM 与各物流承运商系统数据共享，实时管控订单状态，进一步提升物流管理能力。工信部公示 2019 年制造业与互联网融合发展试点示范项目，公式以“敏捷高效的供应链物流能力”上榜，成为在供应链管控与服务方面唯一上榜的食品企业，高效的供应链管理创新在业内具有标杆意义。

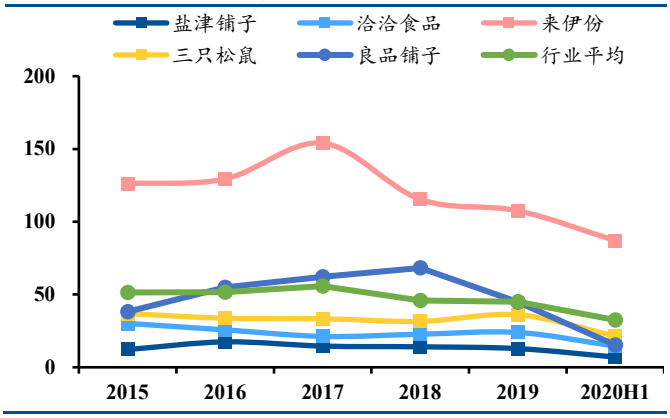
公司在武汉设有总货舱，从商品入库到出库，最长库存周期不超过 12 天。公司 2016-2020H1 存货周转率分别为 5.28/6.33/6.73/6.25/3.38，远高于行业均值，2017 年以后均高于其他可比公司。较强的供应链管控能力，有效降低了采购成本。采购成本占营收比重由 2015 年的 76%，降至 2018H1 的 63%。公司应收账款周转率在同业中领先，主要是由于兼具线上平台、线下直营和加盟模式整体优势明显。好想你和盐津铺子受困于商超销售占比较高，期末应收账款较高，周转率较低。

图 31：存货周转速度快



资料来源：Wind，民生证券研究院

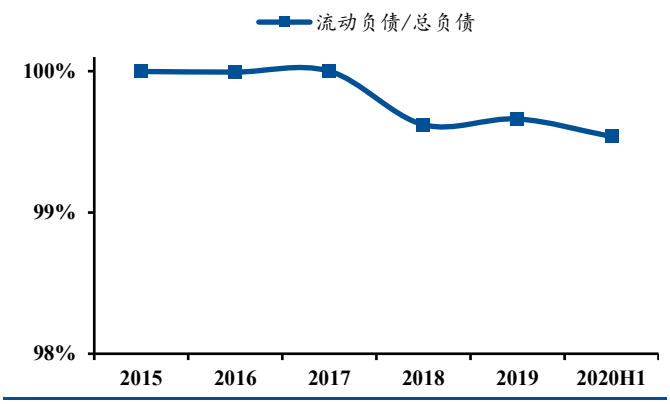
图 32：应收账款周转率高



资料来源：Wind，民生证券研究院

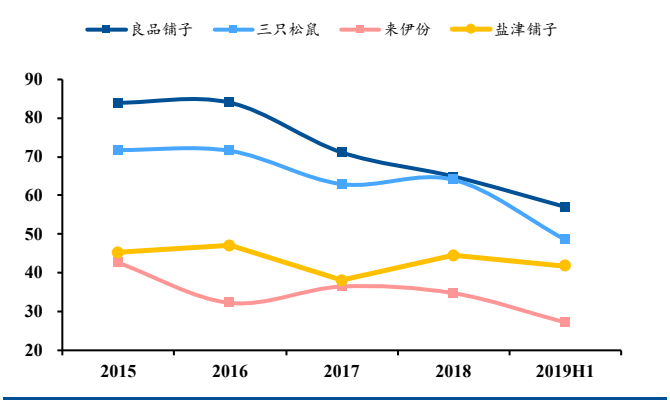
2015-2020H1，良品铺子流动负债金额分别为 15.14/21.82/21.00/20.56/23.59/16.85 亿元，其中应付票据 5.5/9.17/8.97/6.93/5.79/3.38 亿元，应付账款 3.78/4.43/5.69/6.97/9.11/5.08 亿元，占比达 61.27%/62.31%/69.79%/67.61%/63.21%/50.18%。公司账上资金充足，流动资产变现快，经营活动现金流充裕，2015-2020H1 期间内无长期借款，仅 2020H1 存在 4000 万元短期借款，整体来看财务状况健康。

图 33：负债主要是流动负债



资料来源：Wind，民生证券研究院

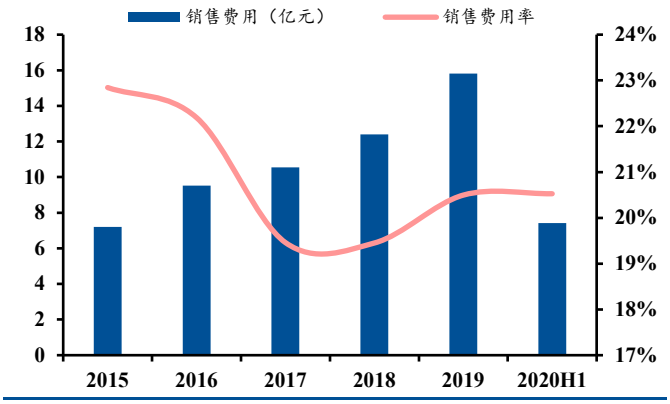
图 34：可比公司资产负债率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

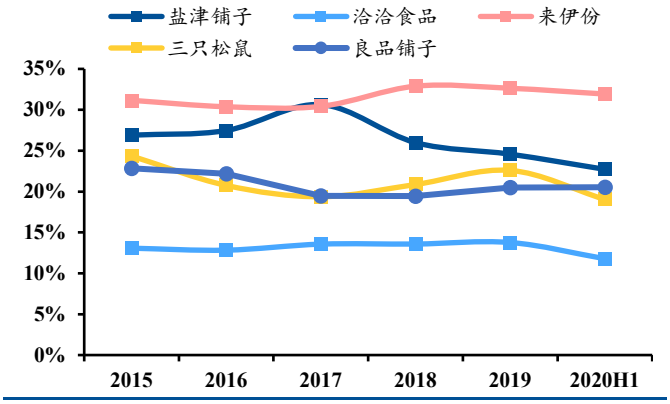
2015-2020H1，公司期间费用分别为 9.46/12.59/15.06/16.47/20.09/8.87 亿元，期间费率为 30.03%/29.35%/27.76%/25.83%/26.04%/24.57% 。其中销售费用率为 22.84%/22.19%/19.46%/19.45%/20.50%/20.53%。销售费用主要由促销费用、运杂及仓储费用、直营门店租赁费和员工薪酬等构成，占当期销售费用比例在 85%以上。管理及研发费率为 7.09%/7.11%/8.22%/6.34%/5.68%/4.26%。未来公司还可通过提高经营效率，利用规模经济效益，继续扩大线上收入占比来降低管理费用水平以提高净利率。

图 35：销售费用逐年增加



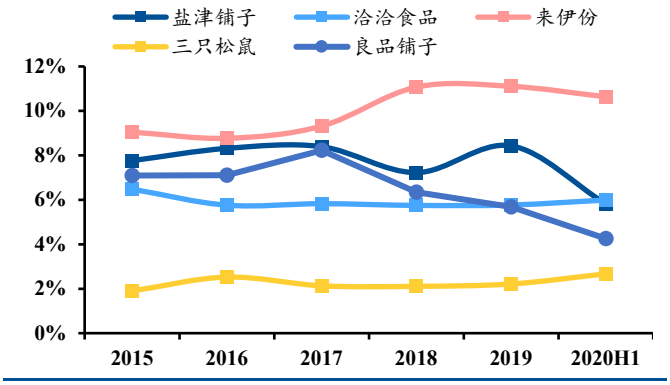
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 36：良品铺子销售费用率较低



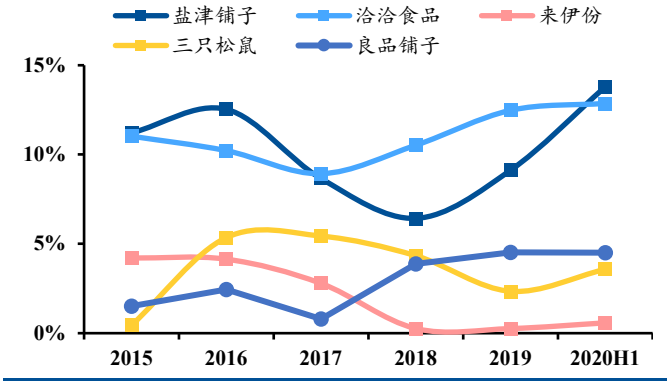
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 37：良品铺子管理费用率（含研发）为行业平均水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 38：可比公司净利率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、募资完善全产业链生态圈建设

公司拟首次公开发行股票不超过 4100 万股，发行价格为 11.9 元/股，预计募集资金总额为 48,790 万元，扣除发行费用 6,743.38 万元后，预计募集资金净额为 42,046.62 万元，超过招股说明书披露的发行人本次募投项目拟使用本次募集资金投资额 42,034.83 万元，主要系根据上交所 2 月 2 日发布的《关于全力支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情相关监管业务安排的通知》中“免收 2020 年注册地在湖北省新上市公司的上市初费和上市年费”的规定，发行费用下调 11.79 万元所致。公司将根据轻重缓急依次投入到以下项目：全渠道营销网络建设项目、仓储与物流体系建设项目、良品信息系统数字化升级项目和食品研发中心与检测中心改造升级项目，上述募投项目总投资额为 77,337.97 万元，本次募集资金不能满足上述拟投资项目的资金需求的部分由公司自筹解决。

表1：项目投资金额和建设期

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	44,644.81	39,310.53	36 个月
2	仓储与物流体系建设项目	19,308.66	-	36 个月
3	良品信息系统数字化升级项目	10,660.20	-	24 个月
4	食品研发中心与检测中心改造升级项目	2,724.30	2,724.30	24 个月
	合计		42034.83	

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（一）全渠道营销网络建设项目

完善营销网络布局，提高市占率。我国休闲食品行业中企业数量众多，市场集中度较低，且竞争非常激烈，而零售在整个生产销售过程中，是实现利润的主要环节。当前公司产品的线下销售仅覆盖 10 个省份，且高度集中在湖北、湖南、四川、江西和河南，区域发展不平衡。本项目一方面继续增加公司在湖北、湖南、江西、四川和河南 5 个主要市场增强网点密度，填补优势区域中控制力较弱的部分，进一步发掘市场潜力，保持在华中市场的绝对优势地位；另一方面继续加大华东、华南市场（安徽、江苏、浙江、上海、广东、广西等省份的省会和重点城市）的开发力度，以重庆、西安为桥头堡增强对西南、西北市场的辐射力度，保持行业优势地位，实现布局全国的战略目标。

表2：项目具体计划及预期实现效果

建设内容	具体计划	实施效果
新店开设	计划 3 年内在湖北、湖南、江西、河南、四川、重庆、陕西、江苏、浙江、上海、安徽、广东、广西 13 个省份的省会和重点城市开设 376 家直营店（126 家旗舰店+250 家标准店）	填补优势区域（华中地区）控制力度较弱的部分，增强薄弱地区（华东、华南等地区）的营销网络辐射作用，解决其区域发展不平衡问题，进一步提升公司产品的市场占有率和品牌知名度及影响力
老店改造	计划 3 年内对公司在湖北、湖南、江西、四川、河南等省份的 652 家已运营 2 年以上的老店集中进行升级改造，对装修、设计改进和部分老旧设备更换	提高现有门店的有效使用率，提升品牌形象，从而进一步挖掘和提升现有门店的盈利能力
无线自营 APP 升级开发	计划在现有版本基础上，对无线自营 APP 进行全面升级及推广，将基于互联网的线上渠道和平台优势与基于实体场景的线下网点和体验优势充分结合，加强线上线下的协同销售	进一步提升现有营销渠道覆盖的深度和广度，加强公司与消费者之间的联系，提高公司的品牌影响力、市场占有率以及盈利能力，维持公司在行业中的竞争优势地位

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表3：募集资金用途

项目名称	范围内容		预计完成时间
项目启动	项目目标确认，落实责任部门，正式启动		T 年
第一期	新店开设	完成第一阶段 192 线下新门店的开设，其中旗舰店 52 家，标准店 140 家。	T+12 个月
	老店升级改造	完成第一阶段 42 家老店的升级改造。	T+12 个月
	无线自营 APP 升级开发	进行无线自营 APP 的升级更新，并开始进行市场推广。	T+12 个月
第二期	新店开设	完成第二阶段 120 个线下新门店的开设，其中旗舰店 45 家，标准店 75 家。	T+24 个月
	老店升级改造	完成第二阶段 190 家老店的升级改造。	T+24 个月
	无线自营 APP 升级开发	根据线下门店的推广情况与消费者需求，结合体验店导流的情况，对 APP 进行进一步的针对性完善升级。	T+24 个月
第三期	新店开设	完成第三阶段 64 家线下新门店的开设，其中旗舰店 29 家，标准店 35 家。	T+36 个月
	老店升级改造	完成第三阶段 420 家老店的升级改造。	T+36 个月
	无线自营 APP 升级开发	持续进行 APP 的优化升级，最终激活整个全渠道的会员，实现会员消费价值和复购率的提升。	T+36 个月

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表4：项目具体建设规划

序号	省份	城市	店铺类型	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
1	湖北	武汉	旗舰店	7	5	5	17
			标准店	11	0	0	11
2	湖南	长沙	旗舰店	3	2	2	7
			标准店	9	5	0	14
3	江西	南昌	旗舰店	2	3	0	5
			标准店	5	0	0	5
4	河南	郑州	旗舰店	3	3	0	6
			标准店	9	20	20	49
		洛阳	标准店	0	0	0	0
5	四川	成都	旗舰店	4	5	0	9
			标准店	8	10	0	18
6	重庆	重庆	旗舰店	3	2	2	7
			标准店	8	5	5	18
7	陕西	西安	旗舰店	3	2	2	7
			标准店	15	5	5	25
8	江苏	南京	旗舰店	4	8	10	22
			标准店	11	5	0	16
		苏州	旗舰店	2	2	0	4
			标准店	7	0	0	7
9	浙江	杭州	旗舰店	3	2	2	7
			标准店	7	5	0	12
		宁波	标准店	0	0	5	5
10	上海	上海	旗舰店	5	2	2	9
			标准店	0	5	0	5
11	安徽	合肥	旗舰店	3	2	2	7
			标准店	7	0	0	7
12	广东	深圳	旗舰店	4	2	0	6
			标准店	32	5	0	37
		广州	旗舰店	3	3	0	6

			标准店	9	5	0	14
13	广西	南宁	旗舰店	3	2	2	7
			标准店	2	5	0	7
			旗舰店	**52**	**45**	**29**	**126**
	合计		**标准店**	**140**	**75**	**35**	**250**
			总计	**192**	**120**	**64**	**376**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

投资回报：平均年销售收入/营业利润/税后净利分别为 109,107.03/4,605.54/3,454.15 万元。平均所得税后投资内部收益率 22.84%，平均所得税后投资静态回收期（含建设期）5.09 年。

（二）仓储与物流体系建设项目

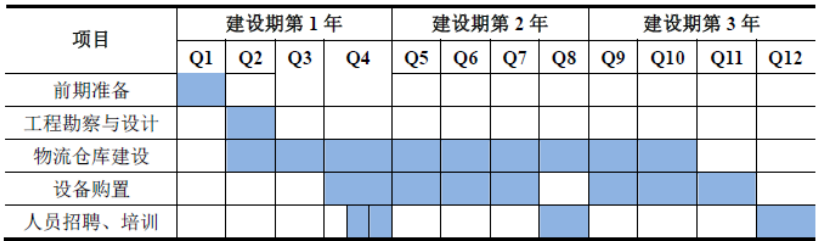
完善物流仓储布局，满足消费者对物流配送服务的高标准需求。消费者对休闲食品的需求日益强烈，休闲食品需求量激增，需求的增加对产品仓储能力提出了更高的要求。随着公司业绩的增长、产品类别的增加，目前的物流仓储体系建设尚不完善，仓储和配送能力相对不足，难以满足未来业务增长的需求。本项目进一步扩展现有物流仓储体系，拟在在五地建设合计 70513 平方米的仓库，并配备功能齐全的物流操作设备。打造一个高效、快捷、准确的现代化标杆物流中心，建设成为国内休闲食品行业领先的物流配送中心。

表5：仓储与物流体系建设项目具体规划

序号	建筑名称	用途	面积（平方米）
1	武汉仓	电商仓	52,513.00
2	广东仓	线上线下复合仓	10,000.00
3	北京仓	电商仓	8,000.00
4	嘉兴仓	线上线下复合仓	8,000.00
5	成都仓	线上线下复合仓	4,000.00
合计			**70,513.00**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 39：项目实施进度表



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（三）良品信息系统数字化升级项目

升级信息系统，提升整体运行效率。在互联网时代新经济下，全社会互联网普及率也快速提升，传统零售行业纷纷积极拥抱互联网进行转型升级。近年来公司业务规模快速扩大，积攒了大量的消费者数据，仅依靠现有的信息管理系统，将难以适应市场对快速反应的要求。本项目在公司现有信息化基础上，对公司业务、门店、商品、用户、人力资源、IT 进行全面升级，包括品类管理、大数据平台、集团门户系统、IAAS 云建设等现有信息化模块的升级；

统一主数据管理（MDM）、产品生命周期管理（PLM）、运输管理系统（TMS）等模块的建设。本项目建成后，将把公司用户、商品、场景端、交易、支付、物流的几个关键要素数字化，线上线下打通，打造更加精准、更加高效，以用户为导向，驱动创造式的零售模型生态系统，即提升公司数据分析能力的同时通过同步共享支撑业务部门高效运行，提高公司整体市场反馈效率和内部管理效率。

图 40：项目实施进度表

项目	建设期第 1 年				建设期第 2 年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8
前期准备								
软、硬件采购								
系统开发								
系统测试、运行								

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（四）食品研发中心与检测中心改造升级项目

健全研发创新体系，符合消费升级下的健康诉求。目前休闲食品企业数量多并且分散，产品种类多但同质化严重，行业集中度低。公司致力于成为“顾客信赖的食品社区和消费入口”，将“好零食，挑良品”作为品牌传播诉求，从“产地严选、原料精选、匠心美味、品质工艺、严格品控、口味研发”六大方面为消费者精挑细选出高品质放心零食。本项目通过购置先进研发设备与检测设备，招聘高端人才，进一步提升产品创新能力以及质量控制能力，增强核心竞争力，确保公司在未来的发展中始终保持技术的先进性，持续保持在行业竞争中的优势地位。

图 41：项目实施进度表

项目	第 1 年				第 2 年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
场地建设及装修								
研发与检测设备购置								
人员招聘及培训								

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

四、盈利预测

（一）基本假设与收入拆分

1、收入分拆与假设

新品拓展，推动各品类均衡发展。分品类看，公司不断拓展新品，产品丰富度持续提升，各品类占比更加均衡，17-19 年糖果糕点、其他品类、肉类零食、素食山珍的收入同比增速远大于坚果炒货及果干果脯。预计未来仍将延续该趋势，糖果糕点保持快速增长，其他品类、素食山珍、肉类零食为第二增长梯队，坚果炒货、果干果脯进入品类成熟期，保持平稳增长态势。

表6：良品铺子分品类收入拆分预测

			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（亿元）	肉类零食		12.41	14.92	18.02	19.98	24.18	28.75
		yoy	28.62%	20.28%	20.78%	10.88%	21.00%	18.88%
	坚果炒货		12.19	12.85	13.84	14.33	15.45	16.49
		yoy	11.88%	5.40%	7.72%	3.58%	7.77%	6.77%
	糖果糕点		10.21	13.33	18.57	22.53	30.04	37.62
		yoy	33.91%	30.55%	39.28%	21.33%	33.33%	25.25%
	果干果脯		7.56	7.97	8.23	8.42	8.71	8.98
		yoy	18.39%	5.33%	3.35%	2.22%	3.55%	3.00%
	素食山珍		3.94	5.18	6.21	7.20	9.07	10.89
		yoy	50.03%	31.71%	19.87%	15.88%	26.00%	19.99%
	其他		7.43	8.97	11.13	12.91	16.59	21.56
		yoy	44.84%	20.72%	24.09%	15.99%	28.50%	30.00%
	合计		**53.73**	**63.22**	**76.00**	**85.37**	**104.04**	**124.28**
		yoy	**27.01%**	**17.65%**	**20.22%**	**12.32%**	**21.87%**	**19.46%**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

良品线上渠道收入占比持续提升，渠道布局趋于均衡。分渠道看，线上渠道正处于高速拓张阶段，16-19 年线上收入 CAGR 达到 37%，收入占比从 34%提升至 49%，20H1 受疫情催化，线上收入占比达 52%，首次超过线下。在线上推广营销力度加大，休闲零食线上渗透率提升的背景下，预计良品铺子未来线上渠道收入依然保持高增速。线下渠道方面，良品铺子直营转加盟策略已凸显明确成效，19 年直营/加盟收入分别占总收入的 19%/32%，19 年直营收入基本持平 16 年，而加盟收入较 16 年增长 81%。20H1 受疫情影响，直营占比较高的湖北地区线下客流恢复速度较慢，拖累直营收入，加盟渠道受疫情影响程度相对较小，预计 20H2 线下营销活动恢复，直营渠道降幅收窄，加盟渠道收入实现较快增长。受疫情影响，线下生产经营活动停滞，大客户团购收入同比大幅缩减，预计下半年大客户团购将恢复正常水平。由于 21 年春节时间靠后，春节采购将集中于 21Q1，拉低 20 全年收入，提升 21 年收入。

表7：良品铺子分渠道收入拆分预测

			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（亿元）	线下		31.05	34.44	39.08	40.12	46.57	52.38
	直营		11.77	13.34	14.33	12.76	14.80	15.98
		yoy	-19.29%	13.28%	7.46%	-10.99%	16.00%	8.00%

	加盟	19.00	20.68	24.00	26.75	30.87	35.16
	yoy	43.04%	8.80%	16.06%	11.49%	15.39%	13.89%
	加盟批发收入	15.30	16.43	19.17	21.30	24.71	28.25
	yoy	44.16%	7.36%	16.70%	11.11%	16.00%	14.33%
	门店辅助管理服务及一般特许经营收入	3.71	4.25	4.83	5.46	6.16	6.91
	yoy	38.58%	14.71%	13.57%	13.00%	13.00%	12.12%
	大客户团购	0.28	0.43	0.75	0.61	0.90	1.24
	yoy	53.71%	55.05%	75.33%	-19.00%	49.00%	37.00%
	线上	22.68	28.78	36.93	45.25	57.47	71.90
	yoy	59.12%	26.88%	28.31%	22.55%	27.00%	25.11%
	合计	**53.73**	**63.22**	**76.00**	**85.37**	**104.04**	**124.28**
	yoy	**27.01%**	**17.65%**	**20.22%**	**12.32%**	**21.87%**	**19.45%**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2、成本及盈利假设

分产品看，预计 20 年为配合终端动销，各类产品毛利率均有不同程度下降。21 年在收入低基数高增长的趋势下，毛利将逐步回升，其中糖果糕点、素食山珍、肉类零食等收入增长较快的品类，毛利提升速度更快。

表8：分产品成本及毛利率预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成本（百万元）	肉类零食	8.69	10.45	12.60	13.99	16.72	19.73
	yoy	37.50%	20.35%	20.57%	11.00%	19.50%	18.00%
	坚果炒货	9.29	9.11	10.31	10.72	11.47	12.16
	yoy	12.83%	-1.89%	13.09%	4.00%	7.00%	6.00%
	糖果糕点	7.14	9.22	12.56	15.26	20.00	24.80
	yoy	41.20%	29.02%	36.31%	21.50%	31.00%	24.00%
	果干果脯	4.92	5.17	5.04	5.17	5.30	5.44
	yoy	29.43%	4.90%	-2.42%	2.50%	2.50%	2.66%
	素食山珍	2.50	3.27	3.39	3.95	4.90	5.86
	yoy	60.51%	31.22%	3.59%	16.50%	24.00%	19.55%
	其他-采购成本		3.52	4.57	5.15	6.96	9.39
	yoy			29.53%	12.88%	35.00%	35.00%
	其他-加盟辅助管理成本		2.68	3.09	3.46	3.95	4.65
	yoy			15.26%	12.00%	14.00%	17.66%
	合计	**37.92**	**43.43**	**51.56**	**57.71**	**69.29**	**82.01**
	yoy	**-10.35%**	**14.52%**	**18.73%**	**12.00%**	**14.00%**	**17.66%**
毛利率	肉类零食	29.99%	29.98%	30.10%	29.99%	30.86%	31.37%
	坚果炒货	23.78%	29.08%	25.45%	25.21%	25.74%	26.28%
	糖果糕点	30.04%	30.90%	32.41%	32.24%	33.43%	34.09%
	果干果脯	34.89%	35.12%	38.81%	38.61%	39.23%	39.43%
	素食山珍	36.60%	36.86%	45.36%	45.13%	46.00%	46.20%
	其他	28.26%	30.66%	31.22%	33.25%	34.26%	34.90%
	综合毛利率	**29.42%**	**31.21%**	**32.15%**	**32.33%**	**33.34%**	**33.96%**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

分渠道看，16-19 年线上毛利率稳步提升，由 16 年 24.70%提升至 19 年 29.11%，20H1 疫情期间，线上毛利率仍同比+1.39ppt 至 30.22%。同期线下毛利率稍有下滑，由 16 年 37.03%下滑至 19 年 32.15%，主因高毛利直营渠道规模缩减，加盟渠道占比提升所致，20H1 线下渠道毛利率-4.09ppt 至 31.65%，主因直营毛利大幅减少，预计为疫情期间配合终端动销，下调终端售价所致。在良品铺子品牌高端化背景下，预期良品铺子未来毛利率将延续稳步提升趋势，20 年预计随着线下客流恢复，线下毛利将有所恢复，其中直营渠道毛利恢复速度快于加盟渠道，预期全年线上毛利率将有较快增幅，整体毛利水平小幅增长。

表9：分渠道成本及毛利率预测

			2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成本（百万元）	线下渠道		21.00	22.84	25.39	26.86	30.65	34.28
		yoy	18.89%	8.74%	11.17%	5.79%	14.12%	11.85%
	直营模式		5.98	6.55	6.83	6.44	7.15	7.36
		yoy	-17.34%	9.53%	4.30%	-5.66%	11.00%	3.00%
	加盟模式		14.81	15.99	18.05	20.03	22.94	26.15
		yoy	43.67%	7.94%	12.88%	11.00%	14.50%	13.99%
	大客户团购		0.21	0.30	0.51	0.39	0.57	0.78
		yoy	71.27%	42.54%	69.58%	-24.88%	46.33%	37.00%
	线上平台		16.87	20.59	26.18	30.86	38.65	47.73
		yoy	57.16%	22.10%	27.10%	17.88%	25.25%	23.50%
	主营业务成本		**37.87**	**43.43**	**51.56**	**57.72**	**69.30**	**82.01**
		yoy	**33.35%**	**14.69%**	**18.73%**	**11.93%**	**20.07%**	**18.35%**
毛利率	线下渠道		32.37%	33.69%	32.15%	33.05%	34.18%	34.55%
	直营模式		49.23%	50.91%	52.36%	49.50%	51.68%	53.92%
	加盟模式		22.06%	22.68%	24.80%	25.13%	25.70%	25.64%
	大客户团购		22.80%	29.03%	31.36%	36.34%	37.48%	37.48%
	线上平台		25.63%	28.44%	29.11%	31.81%	32.75%	33.62%
	综合毛利率		**29.42%**	**31.21%**	**32.15%**	**32.33%**	**33.34%**	**33.96%**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3、费用投入

（1）销售费用率：20H1 销售费用率同比+0.42ppt 至 20.53%，预计 20H2 线下客流恢复，促销力度加大，销售费用率将有小幅增长。考虑良品铺子迈向品牌高端化，终端营销规模仍将加大，预计 21-22 年销售费用率保持高位水平。

（2）管理费用率：20H1 由于职工薪酬、业务招待、差旅等费用均有不同程度减少，同时存货报损大幅增加，管理费用率-1.25ppt 至 3.94%，预计下半年生产经营活动恢复正常，差旅等日常管理正常进行，存货报损恢复至正常水平，管理费用率将与过往持平，20 年全年来看，管理费用率微降，未来两年将与疫情前管理费用率持平。

（3）研发费用率：由于公司持续推新，并高度重视产品研发环节，预计研发费用率将有小幅上涨。

表10:期间费用率预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
期间费用率	销售费用率	19.46%	19.45%	20.50%	21.33%	21.30%	21.00%
	管理费用率	7.85%	6.01%	5.33%	4.88%	5.70%	6.00%
	研发费用率	0.37%	0.33%	0.35%	0.40%	0.37%	0.38%
	财务费用率	0.07%	0.03%	-0.13%	-0.21%	-0.30%	-0.26%
	期间费用率	**27.76%**	**25.83%**	**26.04%**	**26.40%**	**27.07%**	**27.12%**

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

综上，预计 20-22 年公司收入为 85.87/104.54/124.78 亿元，同比+11.3%/+21.7%/+19.4%；归母净利润为 3.68/4.68/6.01 亿元，同比+8.1%/+27.3%/+28.3；对应摊薄后 EPS 为 0.92/1.17/1.50 元。

（二）公司估值

根据公司目前股价 62.26 元，对应 2020 年预期 PE 为 68X，略高于休闲食品行业平均 50X 的 PE 以及可比公司平均 57X 的 PE。

表11:可比休闲食品公司估值

公司	2020 年预测 PE（算术平均）	公司	2020 年预测 PE（算术平均）
三只松鼠	86X	洽洽食品	39X
盐津铺子	77X	有友食品	30X
来伊份	50X	绝味食品	57X
可比公司平均值估值	57X	CS 休闲食品	50X

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）投资建议

预计 20-22 年公司收入为 85.87/104.54/124.78 亿元，同比+11.3%/+21.7%/+19.4%；归母净利润为 3.68/4.68/6.01 亿元，同比+8.1%/+27.3%/+28.3；对应摊薄后 EPS 为 0.92/1.17/1.50 元；对应 PE 为 68X/53X/42X。

我们看好疫情恢复后，公司线下渠道经营活动恢复所带来的收入修复，以及公司线上渠道的持续增长，结合良品铺子品牌高端化所带来的利润增长空间，给予“推荐”评级。

五、风险提示

行业竞争加剧、食品质量安全问题、原材料价格波动风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,715	8,587	10,454	12,478
营业成本	5,256	5,811	6,969	8,241
营业税金及附加	42	47	57	69
销售费用	1,581	1,832	2,227	2,620
管理费用	411	419	596	749
研发费用	27	34	39	47
EBIT	397	444	567	752
财务费用	(10)	(18)	(31)	(33)
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	20	26	25	25
营业利润	471	529	667	856
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	473	530	668	857
所得税	124	139	175	225
净利润	349	391	492	632
归属于母公司净利润	340	368	468	601
EBITDA	502	533	677	879

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1524	2637	2805	4234
应收账款及票据	259	209	268	331
预付款项	127	183	214	246
存货	971	840	1334	1247
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	3015	3879	4830	6073
长期股权投资	0	26	51	76
固定资产	522	725	957	1059
无形资产	164	152	141	129
非流动资产合计	817	1099	1183	1151
资产合计	3832	4978	6013	7224
短期借款	0	40	40	40
应付账款及票据	1491	1809	2111	2493
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2359	2688	3231	3809
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	2367	2696	3239	3817
股本	360	401	401	401
少数股东权益	50	72	96	128
股东权益合计	1465	2282	2774	3407
负债和股东权益合计	3832	4978	6013	7224

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.0%	11.3%	21.7%	19.4%
EBIT 增长率	27.1%	11.9%	27.7%	32.7%
净利润增长率	42.7%	8.1%	27.3%	28.3%
盈利能力				
毛利率	31.9%	32.3%	33.3%	34.0%
净利润率	4.4%	4.3%	4.5%	4.8%
总资产收益率 ROA	8.9%	7.4%	7.8%	8.3%
净资产收益率 ROE	24.0%	16.6%	17.5%	18.3%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.3
现金比率	0.6	1.0	0.9	1.1
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	8.0	6.7	6.9	7.1
存货周转天数	57.6	56.1	56.2	56.4
总资产周转率	2.2	1.9	1.9	1.9
每股指标（元）				
每股收益	1.0	0.9	1.2	1.5
每股净资产	3.9	5.5	6.7	8.2
每股经营现金流	0.8	2.5	0.8	3.7
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	65.5	67.9	53.3	41.5
PB	15.8	11.3	9.3	7.6
EV/EBITDA	44.3	39.4	31.0	22.4
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	349	391	492	632
折旧和摊销	83	89	110	127
营运资金变动	(96)	538	(240)	765
经营活动现金流	298	992	339	1,500
资本开支	126	344	169	68
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	153	(344)	(169)	(68)
股权募资	0	426	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(7)	465	(2)	(2)
现金净流量	444	1,113	168	1,429

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：休闲食品行业零售市场规模 3
图 2：2018 年主要国家休闲食品人均消费额（美元） 3
图 3：CR3 持续提升（单位：%） 3
图 4：休闲食品渠道零售额占比 3
图 5：中国网络购物交易规模和渗透率预计持续提升 4
图 6：二三线城市电商渗透率与一线城市存在 2~3 年差距 4
图 7：休闲食品电商市场规模增长迅速 4
图 8：消费者购买休闲食品需考虑的重要因素 4
图 9：上市前良品铺子股权结构 5
图 10：上市后良品铺子股权结构 5
图 11：2017-2019 年各休闲食品企业主营收入增长情况 6
图 12：各休闲食品企业主营收入规模（单位：亿元） 6
图 13：五大品类收入均有所增长（亿元） 6
图 14：五大品类收入占比逐步均衡 6
图 15：线上渠道收入占比逐步提高 7
图 16：主要渠道收入占比 7
图 17：加盟店数稳步增加 8
图 18：19H1 合作 3 年以上加盟商占加盟收入 60%以上 8
图 19：B2B 金额及占比（左轴单位：亿元，占比在右轴） 9
图 20：B2C 金额及占比（左轴单位：亿元，占比在右轴） 9
图 21：20H1 线上收入占比约 52%（单位：亿元） 10
图 22：19H1 五大重点省份线下收入占线下总收入约 90% 10
图 23：可比公司毛利率 10
图 24：各品类毛利率变化情况 10
图 25：不同渠道毛利率 11
图 26：直营毛利率低于盐津铺子、高于来伊份 11
图 27：加盟毛利率与可比公司接近 12
图 28：线上平台毛利率与可比公司接近 12
图 29：分渠道毛利占比 12
图 30：分产品毛利占比 12
图 31：存货周转速度快 13
图 32：应收账款周转率高 13
图 33：负债主要是流动负债 14
图 34：可比公司资产负债率（单位：%） 14
图 35：销售费用逐年增加 14
图 36：良品铺子销售费用率较低 14
图 37：良品铺子管理费用率（含研发）为行业平均水平 14
图 38：可比公司净利率对比 14
图 39：项目实施进度表 17
图 40：项目实施进度表 18
图 41：项目实施进度表 18

表格目录

表 1：项目投资金额和建设期.....15
表 2：项目具体计划及预期实现效果.....15
表 3：募集资金用途.....16
表 4：项目具体建设规划.....16
表 5：仓储与物流体系建设项目具体规划.....17
表 6：良品铺子分品类收入拆分预测.....19
表 7：良品铺子分渠道收入拆分预测.....19
表 8：分产品成本及毛利率预测.....20
表 9：分渠道成本及毛利率预测.....21
表 10：期间费用率预测.....22
表 11：可比休闲食品公司估值.....22
公司财务报表数据预测汇总.....23

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。