

批零贸易业/可选消费品

首次覆盖

评级: 增持
 目标价格: 36.00

当前价格: 17.14
 2020.02.24

交易数据

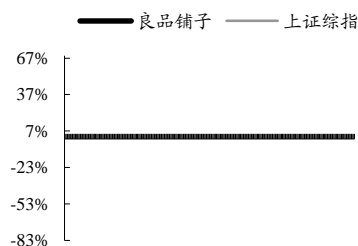
52周内股价区间(元)	
总市值(百万元)	
总股本/流通A股(百万股)	401/41
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	10%
日均成交量(百万股)	
日均成交值(百万元)	

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,390
每股净资产	3.47
市净率	0.0
净负债率	-111.20%

EPS(元)	2018A	2019E
Q1	/	0.3
Q2	/	0.15
Q3	/	0.33
Q4	/	0.06
全年	0.59	0.84

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	0%	-5%	-8%

良品铺子 (603719)

良心产品大家铺子, 高端致胜高效铸城

——良品铺子首次覆盖报告

	瞿猛 (分析师)	陈彦辛 (分析师)
	021-38676442	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001

本报告导读:

公司是休闲零食食品高端领军品牌, 以数字化全渠道销售优势和智慧化高效供应链平台为核心, 聚焦高端战略差异化竞争, 上市后有望收入稳增、利润率持续提升。

投资要点:

- **投资建议:** 良品铺子高端零食领军企业, 全渠道销售优势和智慧化供应链, 聚焦高品质、高体验的高端战略, 收入稳健增长净利润率持续提升可期。预计 2019-21 年公司 EPS 为 0.84/0.91/1.29 元, 参考行业给予公司 2020 年 PE 40 倍, 目标价 36 元, 首次覆盖, “增持”评级。
- **中国休闲食品行业空间大、增长快, 有望从价格战抢份额阶段, 过渡到头部集团明确、差异化竞争阶段。** 休闲零食行业规模破万亿元, 并保持 12% 左右复合增速。渠道以线下为主, 线上销售占比 11% 但增长迅速。经历 2017-2019 年线上发力狂奔, 现已形成了头部三强格局, 随着格局稳定, 头部差异化竞争, 行业整体利润率有望逐渐提升。
- **良品全渠道全品类均衡发展。** 良品铺子行业规模第二, 线上占比 45%、线下 55%, 渠道发展平衡。坚果、肉铺、零食、烘焙品类占比接近, 全品类发展均衡。公司将在线上高增速同时, 以加盟形式扩张线下渠道, 走出华中, 迈向全国, 线上线下协同保障收入端 25%+ 较高增速。
- **智慧化供应链和数字化全渠道销售能力, 保障高端战略。** 公司上市后将坚持高端零食战略, 强化消费者对良品铺子好吃、小贵的认知, 场景化细分高端需求, 针对性创造高附加值。公司将以高效智慧化供应链, 从源头开始, 掌控产品质量, 支撑高质高端产品战略。公司 2018 年明确高端化, 收入稳健增长, 且净利率水平逐渐由 2016 年的 2.45% 提升至 2019 年的 4.38%。
- **风险提示:** 线下渠道扩张速度不及预期, 行业竞争加剧等。

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,424	6,378	7,720	8,256	11,112
(+/-)%	26%	18%	21%	7%	35%
经营利润(EBIT)	64	312	379	403	602
(+/-)%	-47%	385%	21%	6%	49%
净利润(归母)	38	239	338	365	519
(+/-)%	-61%	521%	42%	8%	42%
每股净收益(元)	0.10	0.59	0.84	0.91	1.29
每股股利(元)	0.00	0.00	0.24	0.27	0.39

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	1.2%	4.9%	4.9%	4.9%	5.4%
净资产收益率(%)	4.6%	22.2%	17.8%	16.1%	18.6%
投入资本回报率(%)	-11.2%	273.7%	-86.6%	-104.4%	-63.3%
EV/EBITDA	—	—	—	—	—
市盈率	178.83	28.81	20.32	18.83	13.25
股息率(%)	0.0%	0.0%	30%	30%	30%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2020.02.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

良品铺子 (603719)

首次覆盖

评级: 增持
目标价格: 36.00

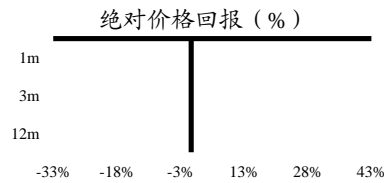
当前价格: 2020.02.24

公司网址
www.517lppz.com

公司简介

公司是一家通过数字化技术融合供应链管理及全渠道销售体系开展高品质休闲食品业务的品牌运营企业。

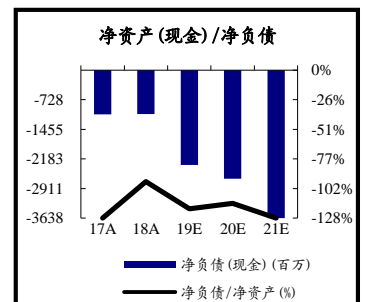
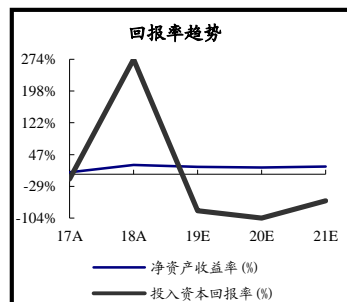
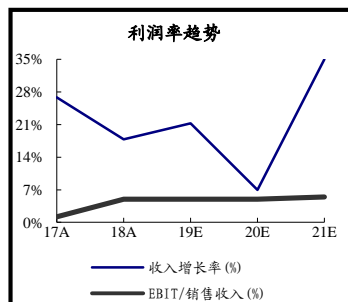
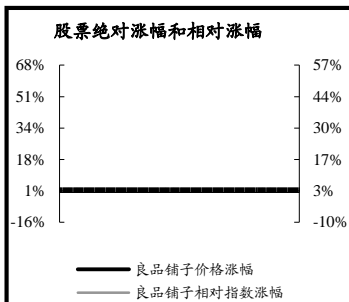
报告期内,公司以消费者体验为中心,以大数据技术为基石,以全渠道销售服务为引擎,以现代化供应链管理和全链路食品安全控制为保障,把握消费者对休闲食品的需求与趋势,不断提高产品的品质标准和产业链的协同效应,建立了集市场研究、食品研发、采购质检、物流配送及全渠道销售的全产业链品牌



52 周价格范围
市值 (百万)

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	5,424	6,378	7,720	8,256	11,112
营业成本	3,828	4,387	5,276	5,645	7,562
税金及附加	30	33	42	44	60
销售费用	1,055	1,240	1,575	1,693	2,256
管理费用	426	384	425	446	600
EBIT	64	312	379	403	602
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	31	32	10	10	10
财务费用	4	2	-33	-49	-62
营业利润	116	346	465	502	714
所得税	72	99	121	131	186
少数股东损益	5	9	7	7	11
归母净利润	38	239	338	365	519
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,070	1,037	2,271	2,605	3,553
其他流动资产	1,280	1,340	1,452	1,564	1,986
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	339	321	321	321	321
无形及其他资产	267	485	570	664	764
资产合计	2,956	3,183	4,614	5,153	6,623
流动负债	2,100	2,056	2,659	2,826	3,766
非流动负债	0	8	8	8	8
股东权益	856	1,119	1,947	2,320	2,849
投入资本(IC)	-215	82	-324	-285	-704
现金流量表					
NOPLAT	24	223	281	298	445
折旧与摊销	84	90	0	0	0
流动资金增量	138	186	-491	-55	-518
资本支出	-185	-262	-85	-92	-98
自由现金流	61	236	-295	151	-171
经营现金流	544	148	825	415	1,036
投资现金流	109	-145	-75	-82	-88
融资现金流	-16	-8	483	0	0
现金流净增加额	637	-5	1,234	334	948
财务指标					
成长性					
收入增长率	26.5%	17.6%	21.0%	6.9%	34.6%
EBIT 增长率	-47.0%	384.9%	21.5%	6.1%	49.5%
净利润增长率	-61.2%	520.7%	41.8%	7.9%	42.1%
利润率					
毛利率	29.4%	31.2%	31.7%	31.6%	32.0%
EBIT 率	1.2%	4.9%	4.9%	4.9%	5.4%
归母净利润率	0.7%	3.7%	4.4%	4.4%	4.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.6%	22.2%	17.8%	16.1%	18.6%
总资产收益率(ROA)	1.3%	7.5%	7.3%	7.1%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)	-11.2%	273.7%	-86.6%	-104.4%	-63.3%
运营能力					
存货周转天数	58	54	53	54	54
应收账款周转天数	6	5	5	5	5
总资产周转天数	187	176	184	216	193
净利润现金含量	1416.2%	62.1%	244.0%	113.8%	199.6%
资本支出/收入	3.4%	4.1%	1.1%	1.1%	0.9%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	64.9%	57.8%	55.0%	57.0%
净负债率	-127.7%	-96.3%	-119.6%	-115.1%	-127.7%
估值比率					
PE(现价)	178.83	28.81	20.32	18.83	13.25
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	—	—	—	—	—
P/S	1.14	0.97	0.89	0.83	0.62
股息率	0.0%	0.0%	30%	30%	30%



目录

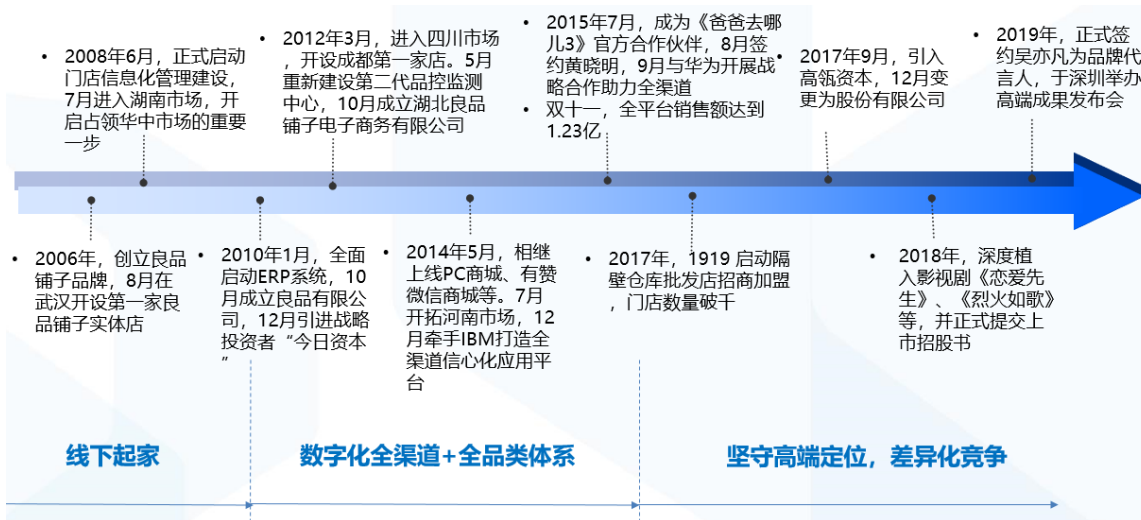
1. 国内休闲食品龙头，全面发展实力强劲.....	4
1.1. 全面发展稳扎稳打，深耕13年实现上市.....	4
1.2. 全渠道叠加全品类稳健均衡发展.....	6
2. 休闲食品发展，需求空间广阔.....	9
2.1. 解决温饱到品质为王，解决需求、场景、渠道多元化需求.....	9
2.2. 休闲食品行业空间广阔，品牌份额提升空间充足.....	10
2.3. 销售渠道多元发展，线上线下走向融合.....	11
2.4. 行业分散竞争，品牌集中度增长空间巨大.....	12
2.5. 同质化价格竞争逐渐过渡到差异化竞争.....	13
2.6. 零食高端化将是行业重要趋势.....	15
3. 良品铺子高端差异化竞争，上中下游全面把控.....	16
3.1. 坚守高端产品定位，强化好吃小贵认知.....	16
3.2. 精准化经营理念，天然均衡全品类.....	19
3.3. 场景化细分高端需求，针对性创造高附加值.....	21
4. 智慧化高效供应链平台，保证产品渠道快速发展.....	22
4.1. 智慧化供应链平台，高端化坚实基础.....	22
4.2. 高周转采购仓储物流模式，保证高端化品质和体验.....	24
5. 全渠道销售优势，数字化高端体验.....	27
5.1. 全面打造渠道体系，线上线下均衡增速.....	27
5.2. 线下渠道深耕华中扩张全国，加盟提速发展走向高端.....	29
5.3. 线上百花齐放先疾后稳，爆品引流提升品牌认知.....	31
5.4. 数字化全渠道零售布局，技术保障高端消费体验.....	32
6. 募集资金主要投向和盈利预测与估值.....	34
6.1. 盈利预测分析	35
6.2. 估值分析.....	37
7. 风险提示.....	37

1. 国内休闲食品龙头，全面发展实力强劲

1.1. 全面发展稳扎稳打，深耕 13 年实现上市

差异化竞争主打高端零食，精准化全品类经营，数字化全渠道销售，智慧化供应链体系，全面发展实现持续增长。良品铺子于 2006 年创立于武汉，坚守高端战略，保持全品类和全渠道稳定均衡发展，深耕行业 13 年，整装待发实现上市。公司目前全渠道体系包括 2237 家智慧门店、平台电商、O2O 外卖、社交平台、自营 App 等。公司已形成覆盖肉类零食、坚果炒货、果干果脯、饼干糕点、素食山珍、糖果布丁、养生冲调、礼品礼盒等多个品类。公司的发展主要历经了三个阶段：**1) 2006-2009 年**：2006 年，创立良品铺子品牌，于武汉开设第一家实体店，2008 年开始门店信息化建设，2009 年完成第二代门店升级；**2) 2010-2016 年**：2010 年引入战略投资者“今日资本”2012 年公司成立电商公司进军线上市场，建立全渠道体系，良品铺子物流中心投入使用，2013 年门店总数突破 1200 家，2015 年，投资 8000 万元，与 IBM、SAP、华为等企业达成战略合作协议，共同开发 O2O 全渠道业务平台；**3) 2017 年至今**：2017 年引入战略投资者“高瓴资本”，良品一号仓储基地投入使用，线下门店全部升级为智慧门店，实现全渠道一体化智慧供应链，坚守高端战略定位，截止 2019 年底，高端零食连续 3 年全国销售领先，拥有近 2237 家门店，同时线上收入占比接近 50%，实现线上线下全渠道全品类均衡发展。

图 1：以线下起家，建立数字化全渠道全品类供应链体系，实现全面均衡持续增长

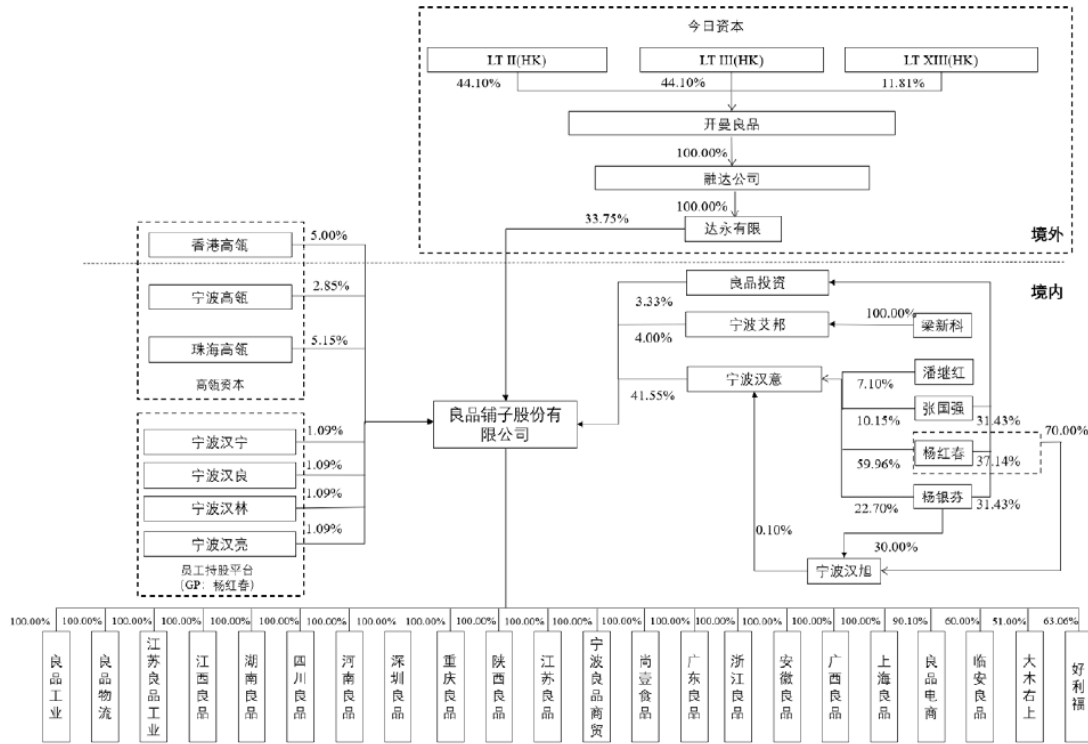


数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

资本加码入驻，创始人为实际控制人。公司创立后四个月获得今日资本的 5100 万元的 A 轮投资。2017 年 9 月通过股权转让引入高瓴资本 5 亿人民币的投资。2017 年 12 月高瓴资本增资 3.1 亿人民币，期间发行人股东曾于 2014 年至 2016 年期间计划境外上市，因此而搭建了境外上市和返程投资的红筹架构及进行了境外融资。但之后由于国内外市场环境变化和发行人的战略调整，发行人并未向境外监管机构提交任何形式的上市申请。本次发行完成后，公司控股股东为宁波汉意，宁波汉意直

接持有发行人 37.30% 的股份，创始人杨红春、杨银芬、张国强、潘继红作为良品铺子的共同实际控制人，间接持有良品铺子共计 42.6% 的股份，其中杨银芬任公司总经理，杨红春任公司董事长，持股 25.6%，为企业实际控制人。今日资本通过达永有限间接持有公司 30.3% 股份，高瓴通过珠海高瓴和 HH 分别持有公司股份 4.62% 和 4.49%。

图 2：公司上市前股权分别有创始人、顶级 PE 和员工持股平台控制



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

表 1：上市后公司新增公众股占比 10.22%

股份类型 (股东名称)	发行前		发行后		
	股份数(股)	比例	股份数(股)	比例	锁定限制及期限
有限售条件流通股					
宁波汉意投资管理 合伙企业 (有限合伙)	149,575,594	41.55%	149,575,594	37.30%	自公司上市之日起锁定 36 个月
达永有限公司	121,496,526	33.75%	121,496,526	30.30%	自公司上市之日起锁定 12 个月
珠海高瓴天达股权 投资管理 中心 (有限 合伙)	18,540,127	5.15%	18,540,127	4.62%	自公司上市之日起锁定 12 个月
HH LPPZ (HK) Holdings Limited	18,000,144	5.00%	18,000,144	4.49%	自公司上市之日起锁定 12 个月
宁波艾邦投资管理 有限公司	14,399,838	4.00%	14,399,838	3.59%	自公司上市之日起锁定 12 个月
宁波良品投资管理 有限公司	11,970,120	3.33%	11,970,120	2.99%	自公司上市之日起锁定 36 个月
宁波高瓴智远投资 合伙企业 (有限合伙)	10,260,000	2.85%	10,260,000	2.56%	自公司上市之日起锁定 12 个月




宁波汉宁倍好投资管理合伙企业(有限合伙)	3,939,413	1.09%	3,939,413	0.98%	自公司上市之日起锁定 36 个月
宁波汉良好佳好投资管理合伙企业(有限合伙)	3,939,412	1.09%	3,939,412	0.98%	自公司上市之日起锁定 36 个月
宁波汉林致好投资管理合伙企业(有限合伙)	3,939,413	1.09%	3,939,413	0.98%	自公司上市之日起锁定 36 个月
宁波汉亮奇好投资管理合伙企业(有限合伙)	3,939,413	1.09%	3,939,413	0.98%	自公司上市之日起锁定 36 个月
小计	360,000,000	100%	360,000,000	89.78%	
无限售条件流通股					
社会公众股股东	-	-	41,000,000	10.22%	
合计	360,000,000	100.00%	401,000,000	100.00%	




数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

1.2. 全渠道叠加全品类稳健均衡发展

公司以大数据为支撑，建立了以智慧化供应链和全渠道销售优势为核心的高端战略经营模式，保持全品类和全渠道全面发展。良品铺子作为休闲食品品牌的先行者和领导者，自线下起家，深耕实体，又于电商崛起阶段及时布局线上。公司坚守高端战略，以大数据技术为基石，建立智慧化供应链和全渠道销售体系，保障消费者高端体验和产品高端健康品质，建立了集市场研究、食品研发、采购质检、物流配送及全渠道销售的全产业链品牌运营模式。目前，公司已形成覆盖肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等多个品类、1,200 余种的产品组合，有效地满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求；全渠道体系包括 2237 家智慧门店、平台电商、O2O 外卖、社交平台、自营 App 等线上及线下渠道，事业版图已扩展至湖北、湖南、江西、四川、河南五省和深圳、苏州、西安三市地区；良品铺子全国员工总人数已超过 1 万人，其中武汉市 5000 多人；2017 年，良品铺子入选“湖北百强企业”、“武汉百强企业”，并同时入选“中国服务业 500 强”。

表 2：公司精准化经营，产品覆盖 1200 余种品类

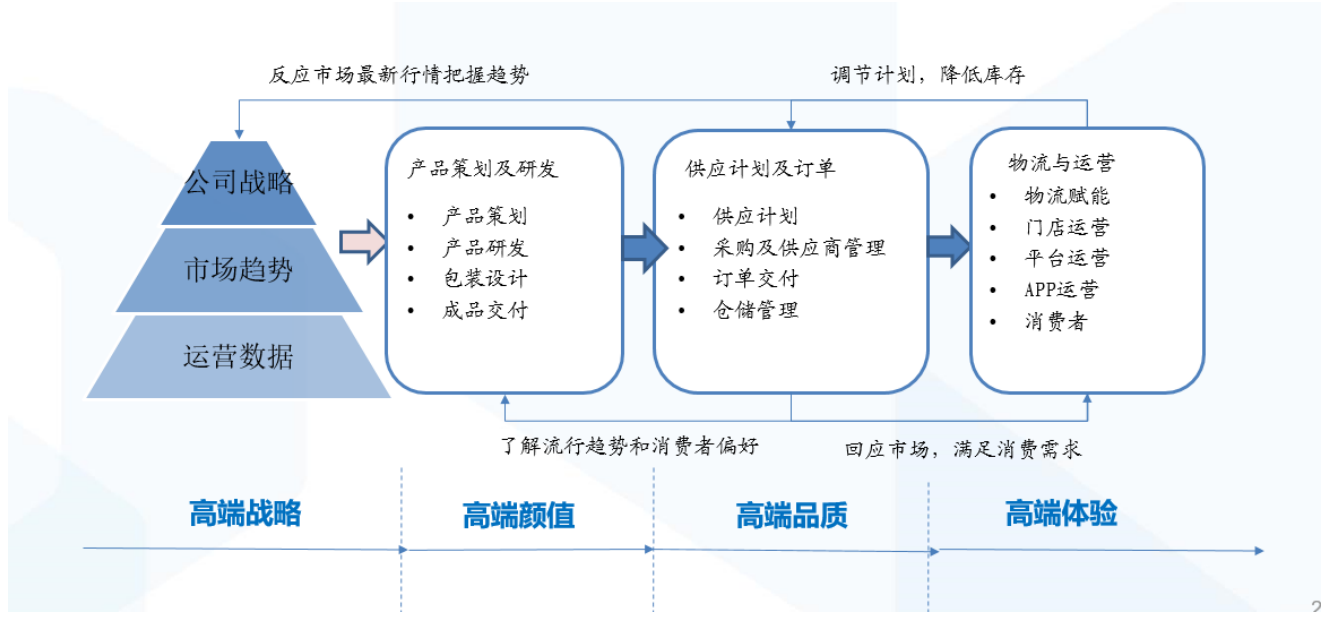
产品品类	具体品类	部分图示
坚果炒货	产品系列主要包括核桃类、扁桃仁类、松子类、腰果、夏威夷果、开心果、榛子、瓜子类、花生类、豆类等。	
果干果脯	产品系列主要包括梅子类、李子类、桃、杏、山楂、芒果、葡萄、樱桃、草莓等。	
糖果糕点	产品系列主要包括糕点、饼类、酥类、糖类、巧克力等。	

素食山珍	产品系列主要包括菌类、笋类、豆制品类、蛋类、蔬菜类等。	
养生冲调	产品系列主要包括五谷类、枣类、花茶类等。	
饮料饮品	产品系列主要有乳品、功能性饮品、茶饮等。	

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

公司通过数字化技术，全面掌控上中下游保障高端定位。公司主要从事休闲食品的研发、采购、销售及运营业务，利用信息化手段全面掌控上中下游，以线下门店和线上平台为主要销售渠道，面向加盟门店、个人消费者及企业等客户进行休闲食品的销售，通过研发、采购、物流配送和运营等环节连接起上游供应商、下游客户以及物流服务商、销售平台等各类合作伙伴，建立上中下游增值性供应链体系，保证高端战略定位。
上游端保障高端品质，加工环节由认证供应商完成，经公司分装和全面质检后完成产品入库，保证高端品质。
中游端保障高端颜值，公司基于对消费数据和行业数据的研究，在综合考虑消费者生理、口味、口感和营养健康等方面需求的基础上，不断探索产品品类、工艺及口味特点，推陈出新，以满足消费者不断变化的消费需求，保证精准化经营。
下游端保障高端体验，在线上销售环节，消费者可通过公司自营平台或第三方平台发出产品购买需求，公司的信息管理系统与各销售平台进行对接并生成相应订单，在经过订单聚集、订单审核后推送至物流条线并相应开始准备发货安排；在线下销售环节，公司线下直营店或加盟店会定期发出备货需求，由公司统一安排配送，消费者可直接前往门店进行现场选购，保障产品的品质以及服务的水平。

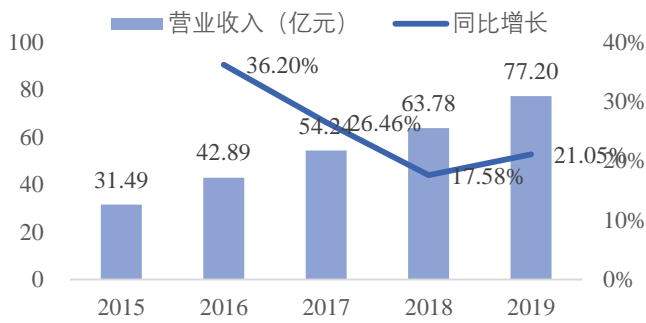
图 3: 良品铺子以大数据技术为支撑, 全面掌控上中下游保证高端定位



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

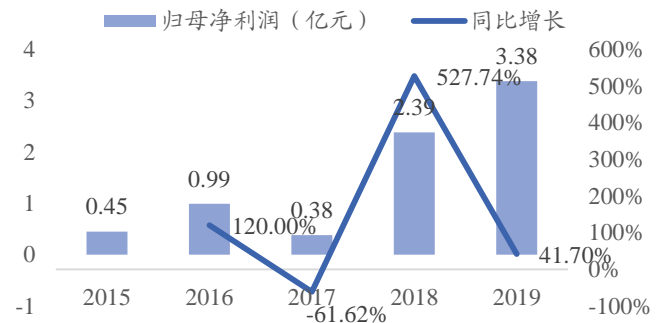
高端定位差异化竞争, 推动业绩持续增长。在消费升级以及线上线下渠道融合的时代背景下, 公司主打高端定位, 实行精准化经营, 天然全品类覆盖, 深耕线下实体, 及时布局线上, 建立全渠道销售优势, 迅速扩大其市场份额, 营收及净利呈现快速增长, 2016 年公司营收 44 亿, 同比增长 36.2%, 公司净利 0.99 亿, 同比增长 118%。随着行业内竞争加剧, 百草味、三只松鼠等竞争者纷纷在线上利用价格战抢占市场份额, 公司调整阶段增速放缓, 2017 年营收 54.24 亿, 同比增长 26.45%, 净利 0.38 亿, 同比-61.62% (股权支付等非经常因素, 扣非增速 43%)。面对行业内同质化竞争日益加剧的局面, 公司聚焦高端定位差异化竞争, 不以份额为首要目标, 而注重品质和盈利。积极投入建设智慧化供应链平台, 布局数字化全渠道销售体系, 通过营销等手段, 在文娱产业进行广泛宣传来提升品牌知名度, 2018 年至 2019 年, 营收分别为 63.78 亿、77.2 亿, 同比增速分别为 17.58%、21.05%, 净利分别为 2.39 亿、3.38 亿, 同比增速分别为 527%、41.7%(2017 年系股权支付费用致利润异常), 业绩盈利大幅提升。2015 至 2019 年公司公司净利率从 1.51%大幅提升至 4.38%。预计未来三年公司营收将平稳增长同时, 净利润空间逐步打开。

图 4: 公司营收保持稳健增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

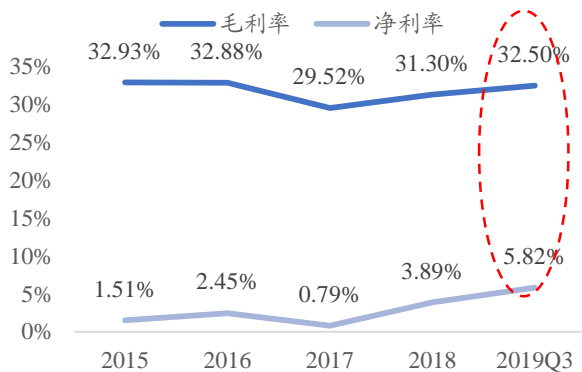
图 5: 2018 公司高端战略后净利润增速提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

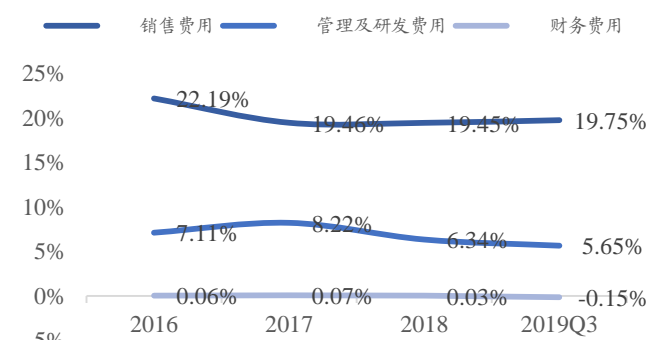
另一方面,公司的费用率随着公司业务规模的扩大和知名度的提高呈现逐年下降的趋势,因此也使得公司的净利率逐年上升。目前公司建设完成数字化渠道销售体系,坚守品牌高端定位,未来盈利能力预计稳定上升,费用率逐渐下降。2015 年至 2019 年 Q3 销售费用率从 22.19% 下降至 19.75%。

图 6: 公司高端化战略后净利率、毛利率持续上升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 7: 公司费用率稳中有降



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2. 休闲食品发展,需求空间广阔

2.1. 解决温饱到品质为王,解决需求、场景、渠道多元化需求

我国休闲零食以自主品牌起家,曾受到进口食品冲击,近年来国货重新崛起。1) 70 年代-90 年代: 物质生活缓慢回归,以国产糖果、饼干、代可可脂类产品主导市场。2) 90 年代-20 世纪初,成长期。伴随改革开放的脚步,进口零食进入市场并与国产零食二分天下,以膨化食品、糖果等占主导地位。3) 20 世纪开始,繁荣期。随着居民消费水平的提升,人们对品质和健康的不懈追求,以及互联网带来的渠道变革,休闲零食市场发生重大而又急速的变化,消费者需求、食用场景、渠道等日益多元化,这是对企业的挑战也是难得的发展机遇。

图 8: 消费升级背景下休闲零食行业步入多场景消费

图 9: 食品电商步入成熟期

休闲零食发展阶段	70年代-90年代	90年代-21世纪初	21世纪之后
市场特点	物质生活缓慢回归, 饼干糖果占据主流市场	改革开放, 舶来品和国产零食各据半壁江山	消费升级, 充饥性需求减弱, 场景化消费、多维度需求待满足
代表性公司	大白兔、大大、麦丽素	乐事、丹麦、蓝罐、上好佳、旺旺	三只松鼠、良品铺子、周黑鸭、恰恰
代表性产品			

食品电商发展阶段	市场特点
探索期 (2005-2009 年)	定位小众和本地市场的食品电商逐渐兴起, 大型零售商也尝试进入, 但受市场不成熟、消费者接受度低等因素影响, 整体处于探索阶段。
启动期 (2009-2012 年)	食品电商快速发展, 消费者对网购逐渐认可, 一些具有代表性的平台迅速崛起, 模式逐渐成熟。
发展期 (2012-2017 年)	伴随着三只松鼠等食品电商的崛起及快速发展, 食品电商获得新的增长机会, 大量资本流入, 线上零售平台也开始大力发展食品电商板块。
成熟期 (2017 年以后)	食品电商商业模式、盈利模式逐渐成熟, 品牌美誉度提高、资本实力进一步加强。

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

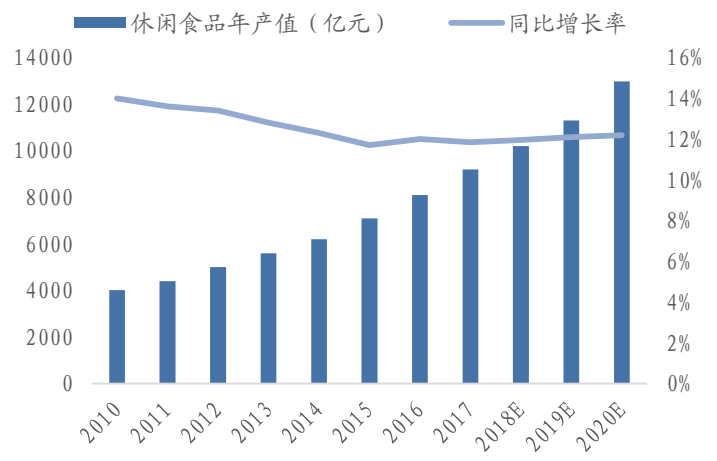
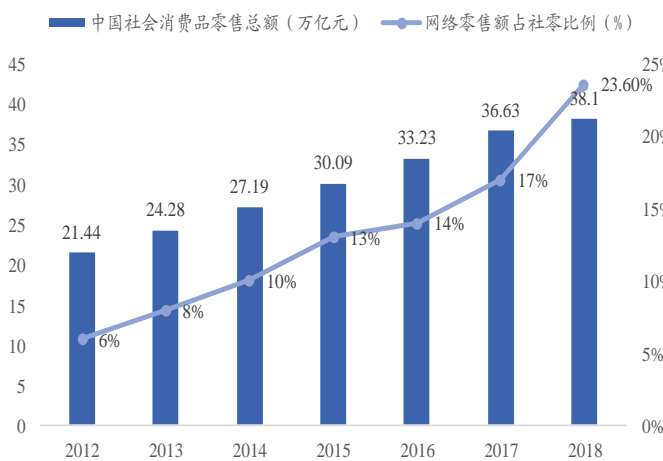
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 休闲食品行业空间广阔, 品牌份额提升空间充足

休闲食品行业市场规模持续扩大, 电商已发展成为核心零售渠道之一。近十年来, 我国零食行业发展步入快车道, 零食制造业产值规模极大提升, 行业蓬勃发展势头强劲, 成为未来快速消费品市场中最具前景, 最有活力的行业。中国休闲食品市场规模从 2010 年的 4014 亿元增长至 2017 年 9191 亿元, 年均复合增长率达到 12.29%, 到 2018 年市场规模突破 10000 亿元。2018 年中国网络零售市场规模在社会消费品零售总额中的占比为 23.6%。众多休闲食品企业纷纷涉足电商模式, 规模持续提升, 运营日趋规范。正是迎合了消费升级的时代要求, 新兴零售渠道快速兴起, 休闲食品行业得以迅速扩容与发展。

图 10: 网购成为零售核心渠道之一

图 11: 休闲食品行业市场潜力巨大



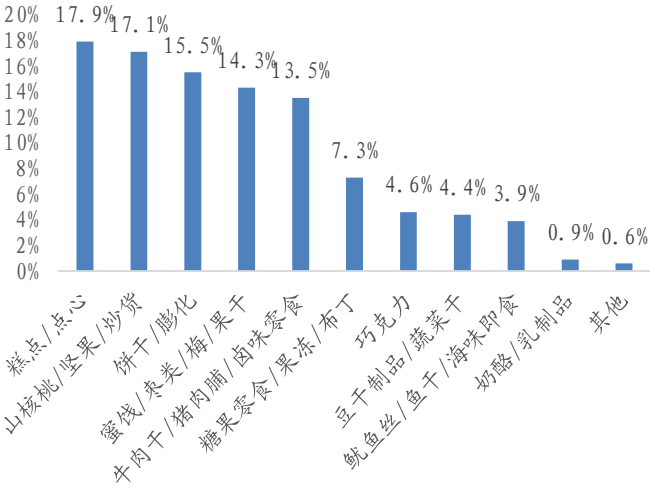
数据来源: 东方 choice, 国泰君安证券研究

数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

点心坚果类占比较高, 细分行业增长快。从品类结构来看, 休闲食品包括糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯等, 受居民消费习惯的影响, 坚果炒货等细分品类增长较为迅速。根据中国食品工业协会的统计数据, 我

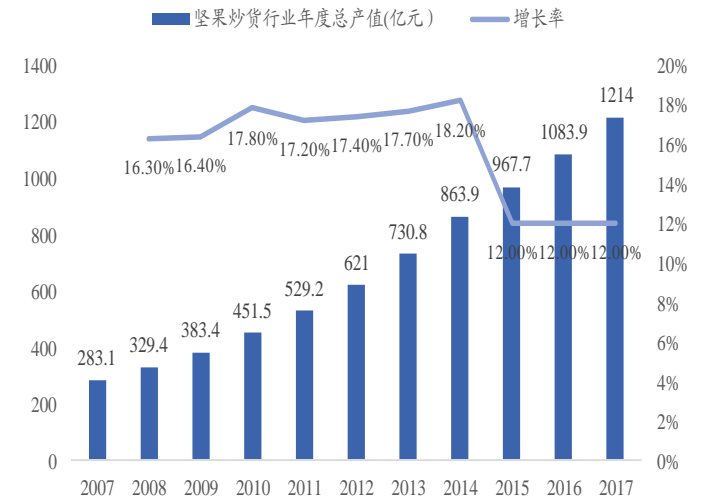
国坚果炒货行业年产值由 2007 年的 283.1 亿元增长至 1214.0 亿元，年均复合增长率高达 15.7%。参考天猫和坚果炒货协会联合发布的《2018 年坚果炒货品类消费趋势白皮书》，相较于 2016 年，2017 年的快消品市场年销售额增加了 4.3%，其中坚果品类增长尤为显著，高达 16.3%，人均购买次数和用户逐渐增多。

图 12: 点心坚果等品类在休闲食品中占比较高



数据来源: 卖家网, 国泰君安证券研究

图 13: 坚果炒货行业增长迅速

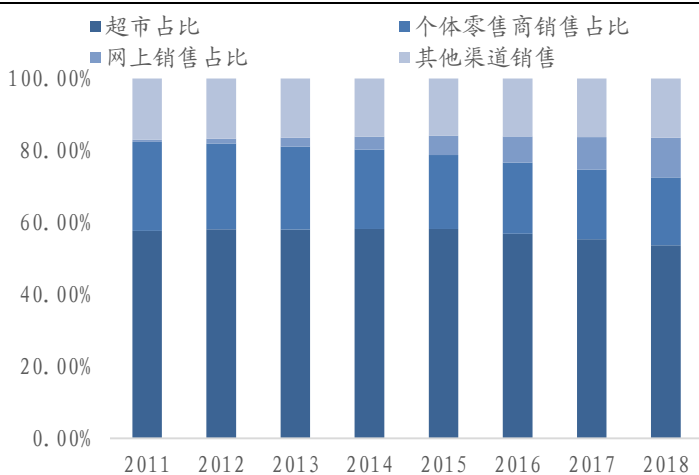


数据来源: 中国食品工业协会, 国泰君安证券研究

2.3. 销售渠道多元发展, 线上线下走向融合

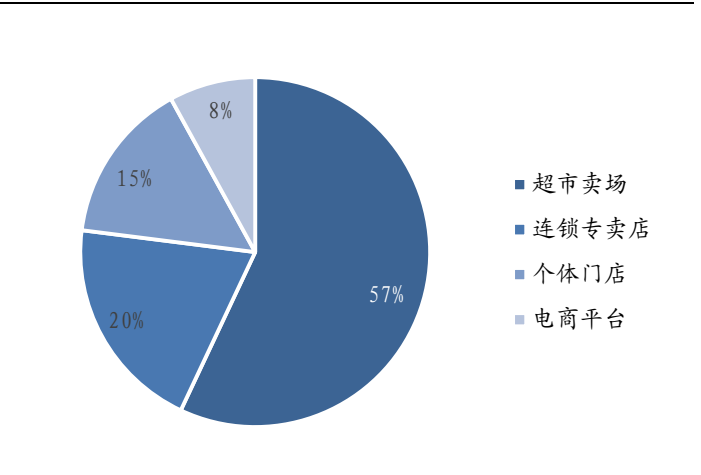
销售渠道呈现多元化, 目前仍以线下渠道为主, 同时电商渠道增长迅猛。休闲食品行业的销售渠道基本覆盖全部零售业态, 零售渠道格局也在不断产生变化。从各渠道的销售额占比来看, 线下超市、个体零售商等仍然为主要的销售渠道, 合计占比超过 70%。线上消费以其丰富的品类、高效的物流以及扁平化的渠道结构所带来的价格优势, 迎合了新一代消费人群的需求, 占比快速持续提升。参考商务部的统计数据, 与 2011 年的 0.3% 相比, 电商平台渠道占比上升至 2018 年的 8.0%。

图 14: 休闲零食销售渠道呈现多元化, 电商渠道增长快



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

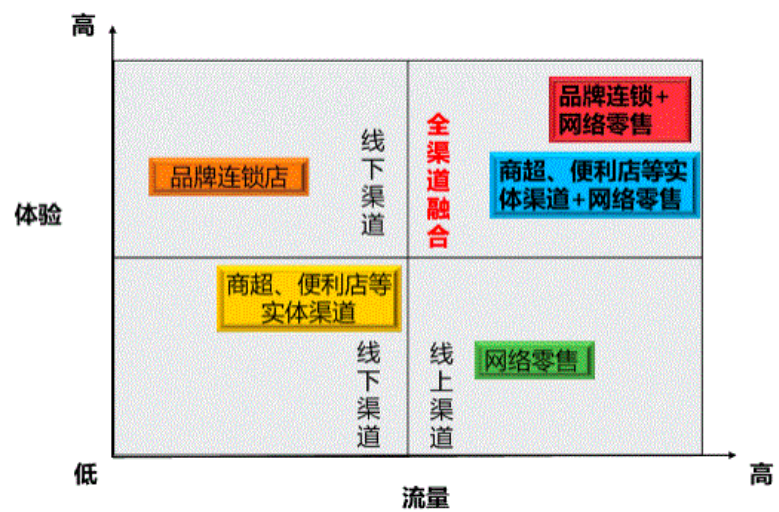
图 15: 休闲零食销售渠道仍以线下为主 (2018)



数据来源: 商务部流通产业促进中心, 国泰君安证券研究

线上线下销售渠道相互融合。线上渠道突破了产品品类及地域限制、便捷高效的配送体验，以及扁平化渠道结构带来的更具竞争力的价格，给企业带来更大的客流量并沉淀；线下渠道可以提供给消费者更加直接和可感的产品展示与分销服务，因此能够带来优于线上渠道的体验感；而相比于商超、便利店等实体渠道，品牌连锁店可以围绕目标消费群体基于产品品牌开展相关分销服务与有针对性的体验活动，进一步优化消费体验，成为消费升级时代休闲食品零售创新的典型之一。至 2018 年，良品铺子线上与线下订单数比例接近 2: 1；兴起于网络平台的三只松鼠等也加强了实体渠道投入；盐津铺子、恰恰食品等将重点放于“商超、便利店+网络零售”的渠道模式建设上。目前，休闲零食企业普遍重视线上，开展线上线下双渠道，并积极探索自营渠道，通过线上、线下互相结合加成，带来了更多消费场景可能性以及更便捷的消费解决方案。

图 16: 全渠道融合趋势明显



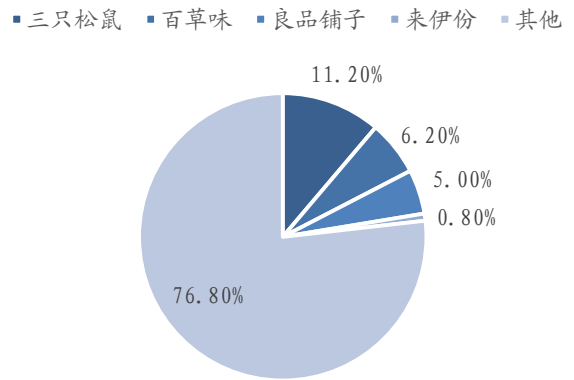
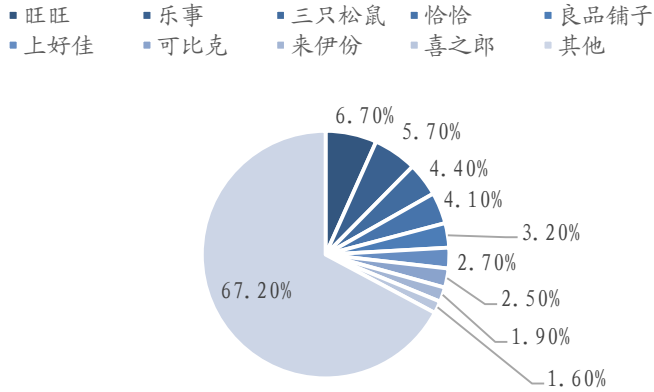
数据来源: 商务部

2.4. 行业分散竞争，品牌集中度增长空间巨大

行业分散竞争，集中度有望继续提升。从休闲零食行业来看，CR3 不足 20%，其中良品铺子市占率 3.2%，在细分电商渠道方面，CR3 不足 25%，其中良品铺子市占率 5%，相比于乳制品行业 59.2% 的 CR3，休闲零食行业尚处于分散竞争状态。从长期来看，随着中国经济持续发展，居民可支配收入和生活水平大幅提高，消费结构持续升级，消费者品牌意识增强，未来行业将从总量消费转向精选品牌消费，行业龙头公司集中度有望继续提升。

图 17: 休闲零食行业 CR3 不足 20% (2018)

图 18: 休闲零食电商 CR3 不足 25% (2018)

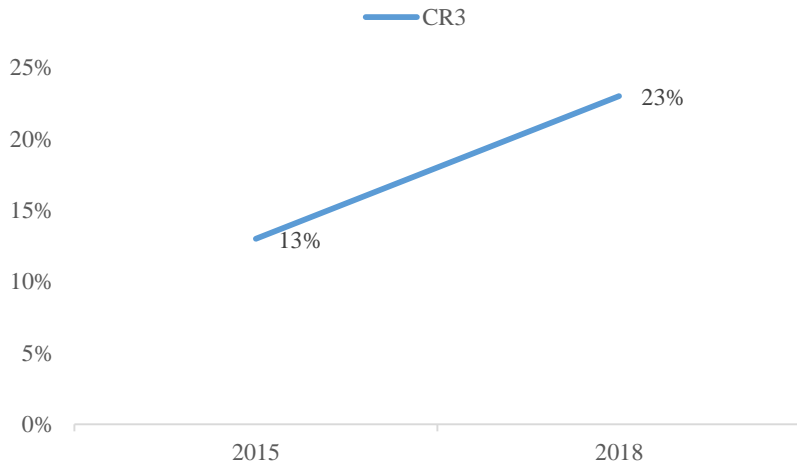


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

数据来源: 中商产业研究院, 国泰君安证券研究

行业龙头渗透率相对较低, 未来增长空间巨大。良品铺子作为目前休闲零食电商的龙头企业, 目前渗透率仍处于较低的水平。从淘宝休闲零食单月市占率来看, CR3 由 2015 年 13% 上升至 2018 年 23%, 其中良品铺子在其线上销售市占率仅为 5%, 相对较低, 未来有较大成长空间。

图 19: 良品铺子渗透率相对较低, 有较大成长空间



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

2.5. 同质化价格竞争逐渐过渡到差异化竞争

休闲零食行业竞争激烈, 模式上差异不大。激烈竞争的环境下, 休闲食品行业整体较为分散。市场竞争者包括两类, 一类为以线下休闲食品生产或零售为主要业务的企业, 如良品铺子、洽洽食品、来伊份等; 另一类为食品或休闲食品线上零售企业, 如三只松鼠、中粮我买网、百草味等。在上市公司中, 良品铺子的线上收入占比超过 45%, 拥有全渠道销售优势。

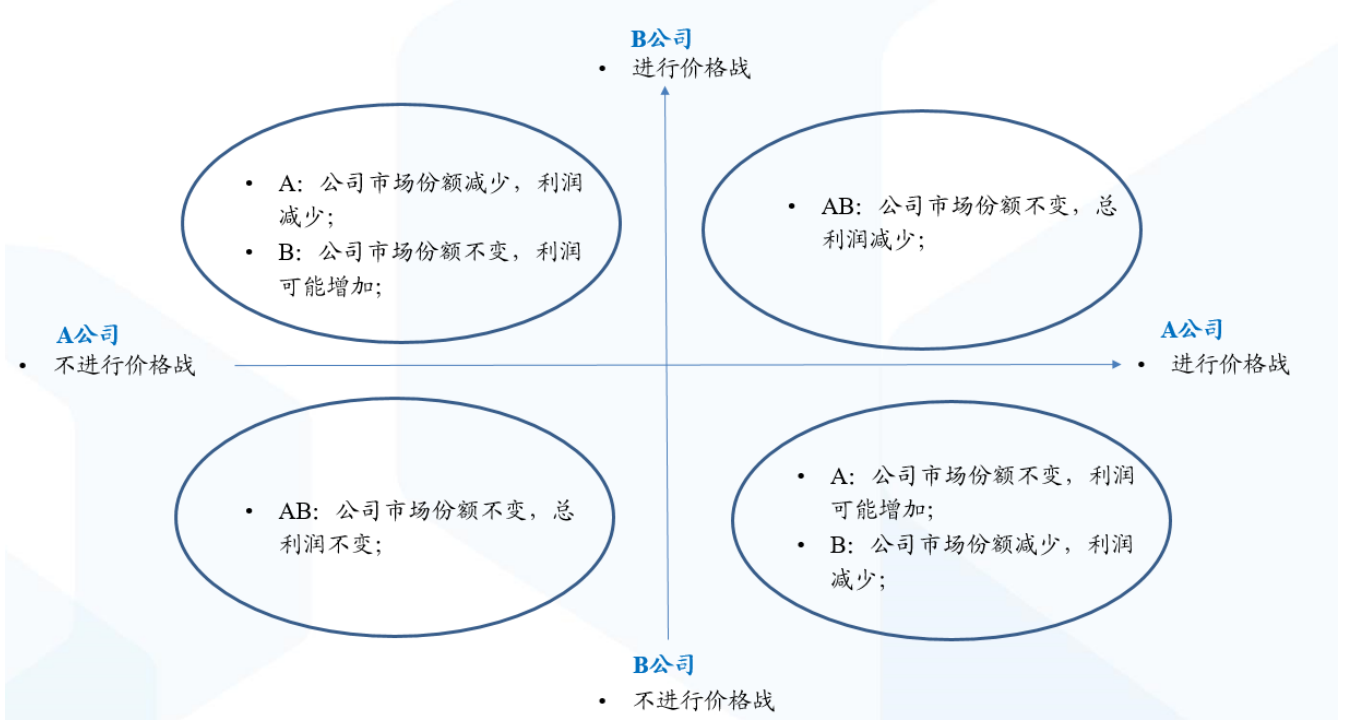
表 3: 行业代表性企业基本情况

	名称	主营业务	上市时间	主要销售渠道
全渠道休闲食品加工或零售电商	良品铺子	研发定制推广坚果类、炒货类、肉脯鱼干类、等休闲食品	—	直营、加盟、电商平台
线下休闲食品电商企业	来伊份	包括炒货、蜜饯、肉制品等九大系列的休闲食品经营	2016年10月于上交所	直营
	盐津铺子	小品类休闲食品的研发、生产和销售	2017年2月于深交所中小板	直营、经销
线上休闲食品电商企业	三只松鼠	坚果炒货等多品类休闲食品的研发、检测、分装及销售	2019年7月于深交所创业板	电商平台
	洽洽食品	坚果炒货类、焙烤类和薯片类休闲食品	2011年3月于深交所	电商平台
	好想你	红枣种植加工、冷藏保鲜、科技研发、贸易出口、观光旅游	2011年5月于深交所中小板	电商平台
	中粮我买网	国内外优质食品、特产等	—	网站
	百草味	坚果、糕点糖果、果干、肉脯海鲜、礼盒等五大系列	2016年借好想你收购上市	电商平台

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

行业同质化竞争严重, 线上狂奔陷入价格战囚徒困境。国内休闲零食行业产品差异不大, 尤其线上消费者对于价格敏感度高, 因此为了抢占市场份额, 提高企业利润, 价格促销是最主要的营销手段之一。目前国内休闲零食线上竞争格局稳定, 三只松鼠、百草味、良品铺子位列前三, 在行业同质化竞争严重的背景下, 如果一方发起价格战, 因为信息不对称, 另外两方为了维持市场份额和企业利润, 大概率加入价格战, 导致盈利空间收窄。2019年春节和情人节期间, 包括三大巨头在内的互联网零食企业在各大电商平台均打出不同程度的优惠。其中三只松鼠和百草味均推出了“10万份爆款半价抢”和“满199减100”的活动; 良品铺子推出“满300减100”“第二件9.9元”的抢爆款活动, 其中高端零食也推出了节日促销价格。

图 20: 行业同质化竞争严重, 利润空间收窄



数据来源: 国泰君安证券研究

逐渐过渡至差异化竞争, 集体转身寻找破局之路。经历 2016-2019 年线上狂奔, 目前线上三强格局相对稳固, 头部企业正逐渐转身, 过渡到差异化竞争, 寻找企业新的发力点。良品铺子最早从 2018 年开始发力高端, 三只松鼠线上完成品类扩张后也将重心放到线下, 百草味则探索 3.0 时代, 行业毛利率、净利率水平有望随着价格战减少而逐渐提升。

图 21: 良品铺子差异化竞争, 高端战略破局



数据来源: 公司官网

图 22: 三只松鼠加强上游供应链管控和线下门店拓展



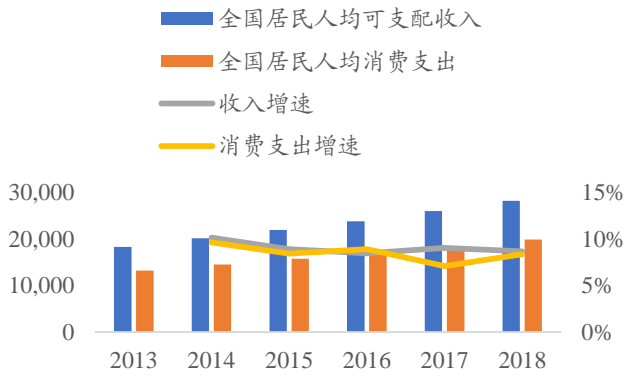
数据来源: 公司官网

2.6. 零食高端化将是行业重要趋势

伴随休闲食品行业的不断发展和居民消费能力的持续提高, 人们的消费观念逐渐变化, 开始更加注重产品及服务的品牌和品质。一方面, 国内人均可支配收入逐步提升, 2018 年人均可支配收入 28228 元, 同比增速 8%; 另一方面, 收入水平的持续上升也使得消费者的健康意识不断提高,

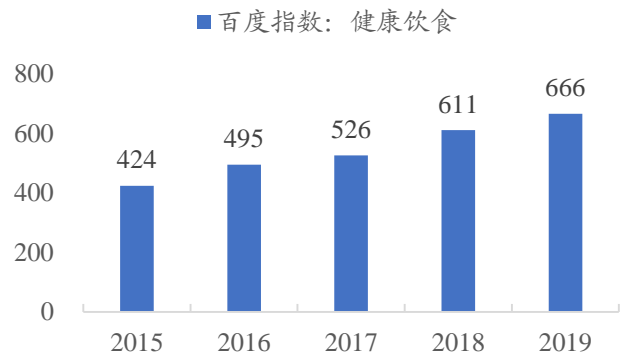
越发重视休闲食品的健康属性,根据麦肯锡的调研数据,超过50%的受访消费者偏爱健康和营养食品,而非健康食品的受偏好程度在下降,同时百度指数数据显示,健康饮食搜索热度逐年上升,“吃得安全、吃得健康、吃得营养”日益成为城乡居民食品消费的共识。未来休闲零食行业高端化将是新的趋势,单纯追求性价比将是过去式。

图 23: 消费能力逐步提升 (单位: 元)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 24: 消费偏好转向高端健康化



数据来源: 百度指数、国泰君安证券研究

3. 良品铺子高端差异化竞争, 上中下游全面把控

3.1. 坚守高端产品定位, 强化好吃小贵认知

确立高端化发展战略。良品铺子于 2018 年正式提出了“高端零食”战略,提升公司行业竞争力,扩大市场份额。高端化不仅仅体现在价格与品质上,良品铺子提出的“高端”是一种高价值的理念,可以被解读为“高品质、高颜值、高体验”,是优质产品、优质体验与优质品牌的完美结合。为了实现高端战略,良品铺子以产品为基础,以智慧化供应链平台和数字化全渠道销售优势为核心,从上中下游对产品生产及销售的全过程进行严格把控,保证高端战略。经过多年的努力,公司获得了国家工商总局认定的“中国驰名商标”、商务部评定的“电子商务示范企业”、湖北省工商行政管理局评定的“湖北省著名商标企业”等荣誉称号。

图 25: 高端品质, 国际进口博览会签单提高原材料标准



图 26: 高端品牌, 与大牌设计师合作回应高端需求



数据来源: 公司官网

数据来源: 公司官网

图 27: 高端颜值, 邀请吴亦凡作为产品代言人



数据来源: 公司官网

图 28: 高端体验, 第五代智慧门店升级完成



数据来源: 公司官网

产研运全面高端化, 确立好吃小贵认知。良品铺子产品定价比同类略贵 3%-5%, 但产品品质更高。良品铺子高端化品牌战略具体表现为, 高端品质、高端颜值、高端体验, 通过产品、研发、运营三方面为发力点, 聚焦高端化。良品铺子的高端零食战略, 投资部署最大的就是科研团队和产品开发团队。目前, 良品铺子拥有品控实验室和 200 多人的商品研发和品控团队, 设立健康食品研究院, 针对原辅料和营养食品工程学两个领域重点研究; 参加第二届中国国际进口博览会签署原材料订单, 提高采购标准; 邀请吴亦凡作为代言人, 升级品牌 LOGO 和第五代门店, 邀请国际设计师合作, 提升品牌颜值。2019 年 6 月, 在意大利罗马举办的世界品质评鉴大会上, 良品铺子零食斩获 4 金 13 银 6 铜。随着近几年良品铺子的立体式发展, 其“高端零食”的这一标签, 正在越来越多的消费者心中扎根。

表 4: 休闲零食龙头主要产品价格对比

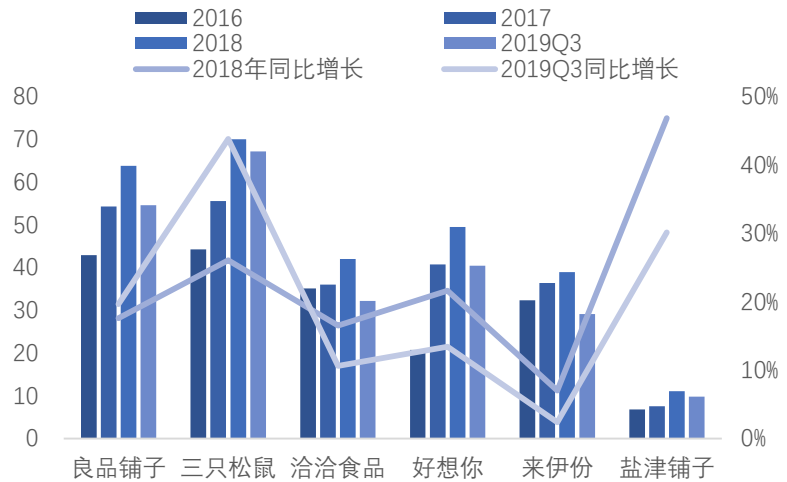
	碧根果 价格	克数	单价/ 100 克	山核桃 价格	克数	单价/ 100 克	腰果 价格	克数	单价/ 100 克	猪肉脯 价格	克数	单价/ 100 克	手撕面包 价格	克数	单价/ 100 克
良品铺子	16.9	120	14.08	8.3	200	4.15	19.3	120	16.08	19.9	200	9.95	32.9	1050	3.13
三只松鼠	10	120	8.33	10	210	4.76	25.9	185	14.00	10	100	10.00	29.9	1000	2.99
来伊份	18.4	150	12.27	28.5 (去壳)	118	24.15	23.9	168	14.23	19.9	200	9.95	27.9	1000	2.79
百草味	10.7	100	10.70	12.9	258	5.00	17.9	190	9.42	14.9	155	9.61	22.9	1000	2.29

数据来源: 慢慢买, 国泰君安证券研究

良品铺子营收居行业高位, 成长性相对较强。在销售区域上, 前六家休闲零食企业几乎均开展了线上渠道进行销售, 基本覆盖全国市场, 其中良品铺子率先布局全渠道建设, 拥有先发优势, 是唯一一家全渠道销售休闲零食企业。而从销售规模及增速上看, 良品铺子营收位列行业第二, 2015 至 2019 年 Q3, 营收分别为 31.49 亿元、42.89 亿元、54.24 亿元、63.78 亿元、54.60 亿元, 2015 年至 2017 年年均复合增长率达 31.46%。

同行业对比，三只松鼠规模最大，增速属于适中，2019Q3 年实现营收 67.15 亿元；盐津铺子规模最小，增速较高。

图 29: 良品铺子营收居第二，成长性强同时保证盈利 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

从国外龙头公司财务状况来看良品铺子未来利润率提升空间巨大。国外老牌休闲零食龙头亿滋国际、卡夫亨氏、百事及好时等企业营业收入及净利润绝对值达良品铺子几十倍甚至上百倍，而营收增速远低于良品铺子，依次可推断未来良品铺子营收增长空间巨大。同时国外龙头企业净利率多在 10% 以上，据此可预测未来随着良品铺子全面推进高端化战略，规模不断扩大，高端溢价和规模效应增强，净利率情况应能获得明显改善。

表 5: 行业代表性企业营业收入及净利润比较 (单位: 亿元)

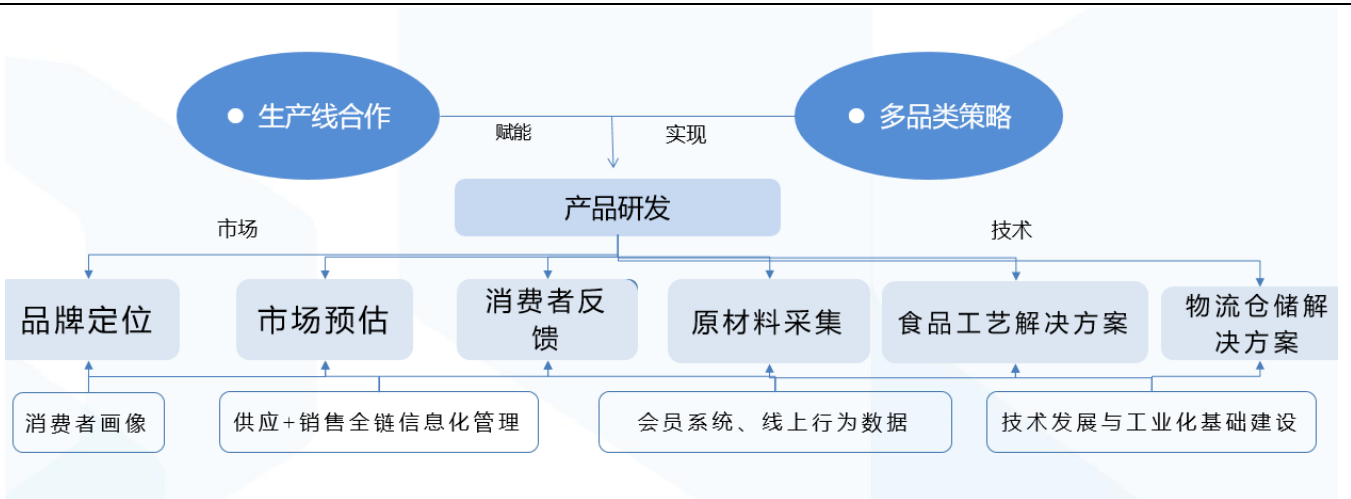
	年份	营业收入	营业收入增速	净利润	净利润增速	净利率
亿滋国际	2016	1,798.28	-12.53%	115.78	-77.11%	6.44%
	2017	1,692.10	-0.10%	191.84	78.48%	11.34%
	2018	1,780.18	0.16%	233.01	19.46%	13.09%
	2019H1	866.21	-2.15%	118.79	25.95%	13.71%
卡夫亨氏	2016	1,837.40	44.44%	252.65	462.91%	13.75%
	2017	1,714.05	-0.26%	718.11	204.77%	41.90%
	2018	1,802.83	0.74%	703.75	-193.80%	39.04%
	2019H1	850.06	-4.84%	58.57	-51.48%	6.89%
百事	2016	4,356.37	-0.41%	442.51	15.96%	10.16%
	2017	4,150.85	1.16%	320.70	-23.06%	7.73%
	2018	4,437.81	1.79%	861.95	155.89%	19.42%
	2019H1	2,022.13	2.38%	238.87	8.86%	11.81%
好时	2016	516.13	0.73%	49.95	40.37%	9.68%
	2017	491.07	1.01%	49.43	5.07%	10.07%
	2018	534.72	3.67%	80.37	54.79%	15.03%
	2019H1	260.12	1.61%	42.43	7.51%	16.31%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 精准化经营理念，天然均衡全品类

以消费者个性化需求出发，全品类研发优势。突出的产品研发能力是公司成为具有竞争力的休闲食品企业的重要基石。公司基于对消费数据和行业数据的研究，在综合考虑消费者生理、口味、口感和营养健康等方面需求的基础上，不断探索产品品类、工艺及口味特点，推陈出新，以满足消费者不断变化的消费需求。在研发机构的设置方面，公司成立了专业的产品研发团队，从产品企划方案制定、包装设计、样品打样、试吃调整、产品定型及上市协同等新品企划研发上市的整个流程进行全面的设计与推进。同时，公司还与第三方外部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。截止目前，公司每年大概能保持 300 个产品上市，全国的供应商有 260 家，其中订单 500 万以上的超过 40 家，有 1000 万以上超过 100 家，合作商家大部分是中小类型，避免过度依赖上游，保证研发自主可控。

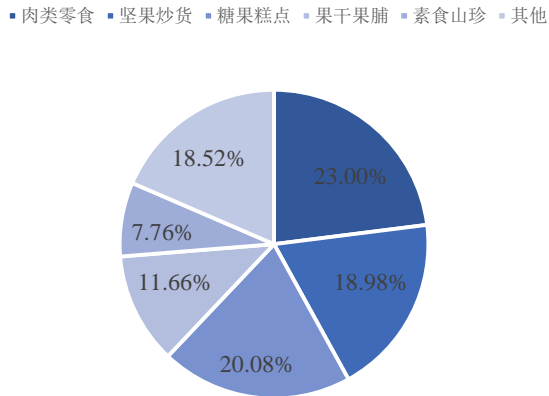
图 30: 全品类研发优势，保障高端定位



数据来源：国泰君安证券研究

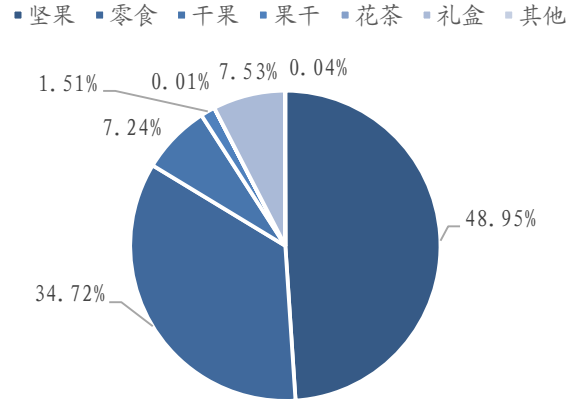
精准化经营，天然全品类。公司通过研究消费者在不同时间、地点、任务下的消费场景，设计相应的产品解决方案，不断优化和完善产品品类布局，形成全面、细致、贴近消费者的产品规划，以充分抓住行业增长机遇，减少因为对单个产品门类过分依赖所带来的经营风险。目前，公司已形成覆盖肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等多个品类、1000 余种的产品组合，有效地满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求，是各家休闲零食品牌中覆盖产品种类最多之一。

图 31: 良品铺子产品主要分类占比 (2019H1)



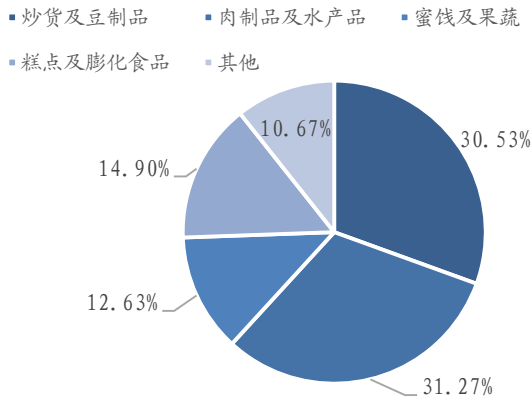
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 32: 三只松鼠产品主要分类占比 (2019H1)



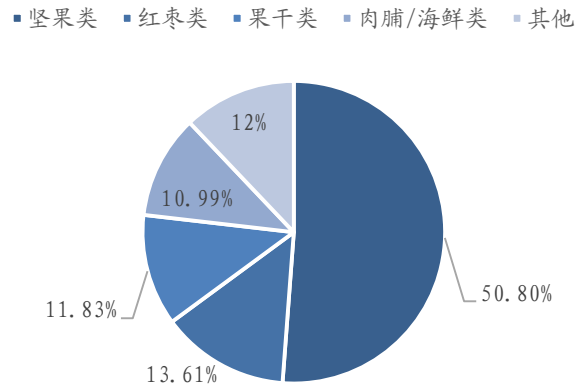
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 33: 来伊份产品主要分类占比 (2018 年年报)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

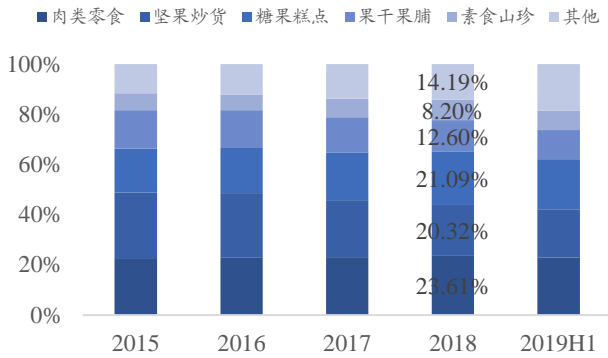
图 34: 好想你产品主要分类占比 (2019H1)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

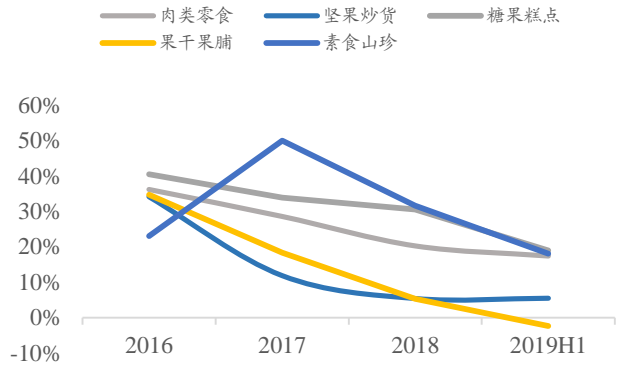
全品类结构均衡发展。公司不以单纯冲击销量为目标, 而是以满足消费需求为导向, 因此公司品类结构呈现天然均衡发展, 从 2015 年以来, 公司全品类结构保持天然均衡占比, 各品类占比基本保持不变, 其中肉类零食 23%, 坚果炒货 21%, 糖果糕点 19%, 果干果脯 14%, 素食山珍 8%, 其他新兴品类 16%。2016 年至 2017 年, 随着坚果炒货和肉类零食市场份额逐步稳定, 公司将营销中心转向素食山珍和其他新兴品类, 素食山珍营收增速由 23% 上升至 50%, 其他新产品营收增速也由 42% 提升至 45%; 2018 年至 2019 年 6 月, 各品类增速逐渐趋于平缓。未来随着品牌力提升和规模化效应, 各品类增速预计保持平稳。

图 35: 精准化经营天然均衡全品类



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 36: 各品类增速趋于平稳

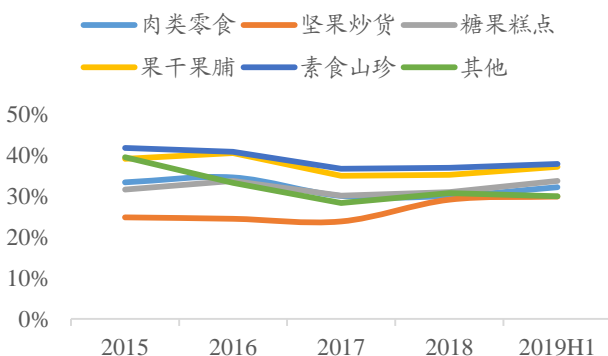


数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

3.3. 场景化细分高端需求, 针对性创造高附加值

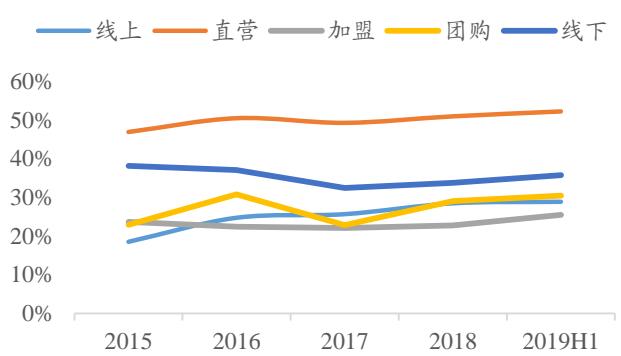
场景化细分高端需求, 带动毛利率提升。公司 2018 年制定高端化战略, 看准消费者差异化需求, 细化消费者需求, 在儿童食品、经期食品、健康食品等场景领域持续加强研发, 针对性创造更高的附加值, 带动毛利率及净利率提升。**从品类结构看,**公司对不同渠道及品类产品执行不同价格策略, 因此各品类产品毛利率存在差异, 2016 年, 公司分产品毛利率基本稳定, 2017 年, 因线上平台、加盟模式收入占比进一步提升, 各品类毛利率均有所下降。其中素食山珍毛利率最高, 保持在 38% 左右, 坚果炒货毛利率最低, 保持在 25% 左右。**从渠道结构看,**公司同品类产品在不同渠道下的毛利率变动, 主要与产品的渠道定价策略相关, 公司同一产品的毛利率直营渠道最高、加盟模式较低, 线上模式毛利率介于两者之间, 大客户团购毛利率低于直营模式, 且波动与当期订单折扣密切相关。其中直营毛利率最高, 保持在 49% 左右, 加盟毛利率最低, 保持在 22% 左右, 线下整体毛利率保持在 32% 左右。线上毛利率由 2015 年 18% 大幅提升至 2019 年 6 月 29%。主要原因在于, 初期随着线上休闲食品市场规模不断扩大, 公司通过价格手段扩大市场份额, 线上业务规模增长迅速, 毛利率相对较低, 后期公司确立高端化战略, 避免价格战, 进行差异化竞争, 毛利率逐渐上升。2015 年至 2019 年 6 月, 线上毛利率分别为 18%、25%、26%、28%、29%, 线上毛利率提升效果最为显著。

图 37: 分品类毛利率, 素食山珍最高, 坚果炒货最低



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

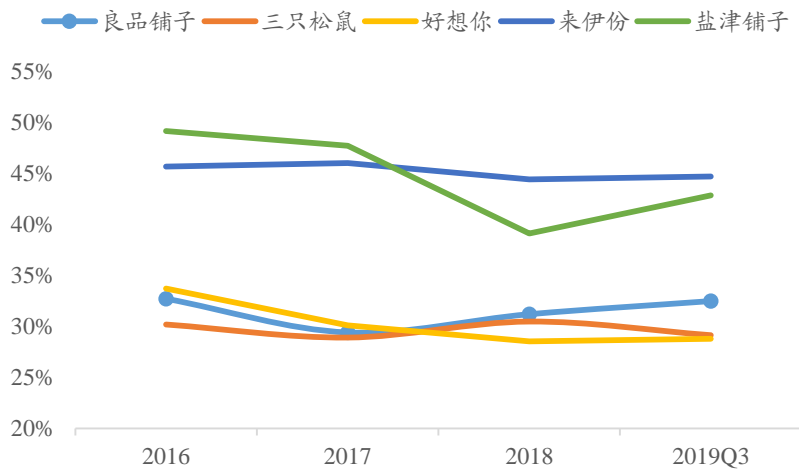
图 38: 分渠道毛利率, 直营最高, 线上最低



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

高端化战略，毛利率预计稳步提升。从同行业比较看，良品铺子位于中部水平，在线上占比较高的三家企业中处于领先水平。总体来看，几家公司综合毛利率变化一致呈略降趋势。主要原因是由于该领域竞争日益激烈，实体店销售为主的休闲食品企业也逐渐加入电商竞争。随着 2018 年公司确立高端差异化竞争战略，全渠道销售优势体现，公司毛利率预计稳步提升。2017 年至 2019 年 Q3，良品铺子毛利率分别为 29.42%、31.21%、32.50%

图 39：同行业比较，高端战略下良品铺子毛利率有望提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

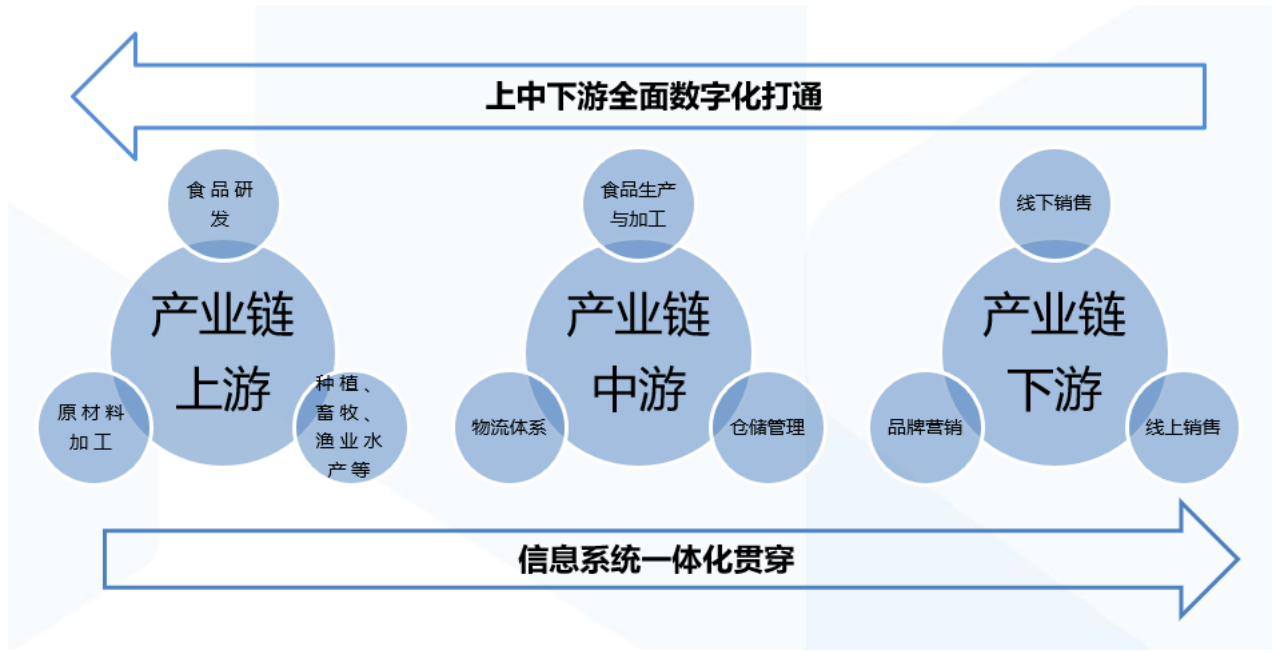
4. 智慧化高效供应链平台，保证产品渠道快速发展

4.1. 智慧化供应链平台，高端化坚实基础

重视信息化系统建设。公司十分重视信息化建设，大力投入资金，建立信息化研发团队，保证公司高效运营，落实高端品控和高端体验。截至 2018 年 6 月，公司信息技术中心的 ERP 开发部研发人员数量为 11 人，为公司的供应链、商品、物流、财务、门店运营、人力管理等环节提供系统模块的研发支持；电商技术中心下设的电商研发部和移动部共计研发人员 48 人，为线上系统和产品的架构设计、数据挖掘与开发、JAVA 开发、IU 设计等工作提供技术支持。

构建统一智慧化平台进行大数据分析。公司通过构建智慧化的供应链管理平台，从采购端和销售端对大数据进行分析、预测和计划，打通 B2B、B2C、O2O、线下门店等不同渠道的库存，实现数据驱动下的仓货共享，优化货物的周转效率。利用信息化系统来提升供应链效率，并通过产品质量控制来保证产品品质。2008 年上线门店信息化系统。2009 年上线仓库信息化管理系统，目前库存变更在小时级别。2015 年 9 月，良品铺子上线由 IBM 和 SAP 服务建立的大数据后台系统，实现了供应链的数字化。2017 年与阿里巴巴合作上线了智慧门店体系。

图 40: 良品铺子信息化供应链系统全产业链贯穿，保障高端战略无缝衔接



数据来源：国泰君安证券研究

智慧化供应链平台成效显著，前中后台保障高端战略。经过持续的信息化建设和投入，公司已经实现了核心业务的全系统化管理，并完成了不同系统之间的集成整合，实现了前台系统的灵活覆盖、中台系统的高效集成、后台系统的稳健支撑，并在此基础上不断进行数字化的应用探索，有效的改善了公司的运营效率和运营质量，保障了高端战略的持续推进。

前台系统集中连接管理了各线下门店和线上店铺，实现了各种支付渠道的接入。通过统一的前台系统，公司可以快速连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，同时保证了前端渠道相互之间的协同和用户体验的一致。

中台系统实现了公司全渠道订单、库存、会员信息、促销活动、商品配置等方面的统一管理，有利于公司资源的高效协同利用，实现了公司全渠道的运营能力支撑。目前，公司订单系统可支持线上单日交易超过 200 万笔、线下单日交易超过 100 万笔，物流系统可支持单日发货包裹超过 60 万个，会员系统支持数千万会员的积分、储值等信息，为公司全渠道运营提供了有力的支持。

后台系统对商品、门店、用户、供应商、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。同时，通过建立数据分析系统，公司实现了对运营过程的事前分析、事中监控和事后检核，构建了基于数据的科学决策管控体系。

图 41: 智慧供应链建设成效已显

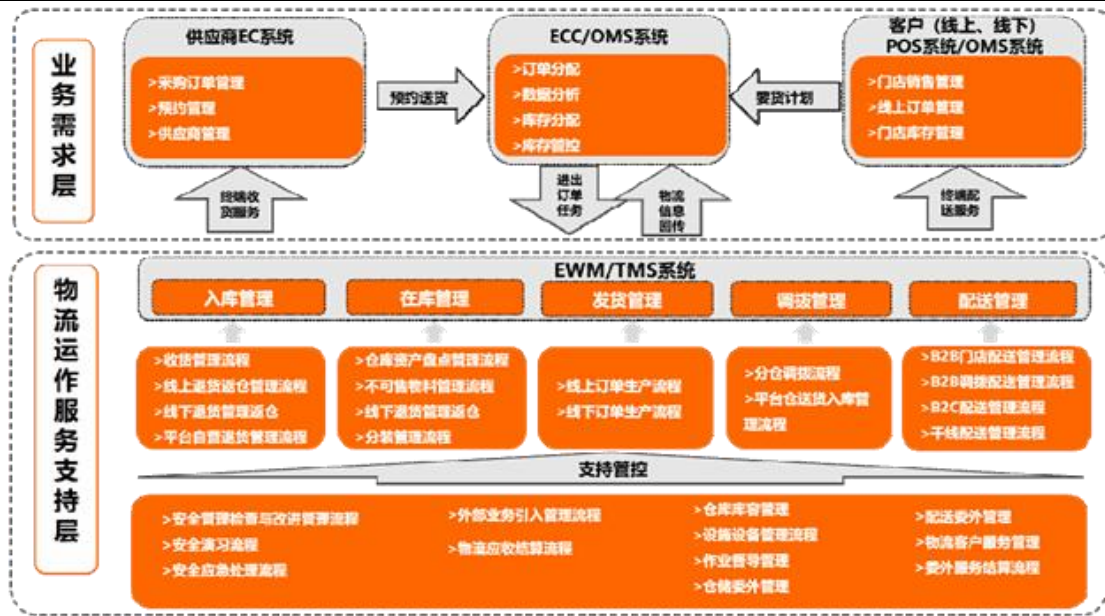


数据来源: 亿邦动力研究院

4.2. 高周转采购仓储物流模式, 保证高端化品质和体验

数字一体化供应链模式, 保障高端体验和效率。 信息化系统是公司连接合作供应商、仓储物流系统、线上平台、线下门店及终端消费者的重要途径, 公司已经实现了核心业务的全系统化管理, 完成了不同系统之间的集成整合。在**采购环节**, 公司根据终端 POS 系统中产品在不同区域的销售数据进行追踪分析, 根据市场行情与消费需求快速调整相应的采购计划。制定采购计划上传到 EC 系统中, 同时在满足工厂最低生产量和保证销售的安全库存的前提下, 尽可能使得每笔订单的订单量拆小来保证产品的新鲜度, 使得采购及时、生产过程 0 库存。在**销售环节**, 公司实行财务业务一体化, 通过共同的信息化系统对产品、顾客、城市、门店的数据进行精细化记录和考核, 实时掌握供销存情况, 从而可以对线上以及线下门店制定每周每月精确的销售计划, 实现在顾客下订单之前货物已经发出, 加快产品周转, 降低库存。在**仓储物流环节**, 公司将 EWM 物流系统与各渠道的销售系统进行全面联通, 实现了在接受订单后, 在最近仓库以最优方式进行订单物流交付的功能, 并且 EWM 系统与各物流承运商系统进行了数据共享, 从而使公司能实时监控每个订单当前的状态并对订单进行时效和异常管控。

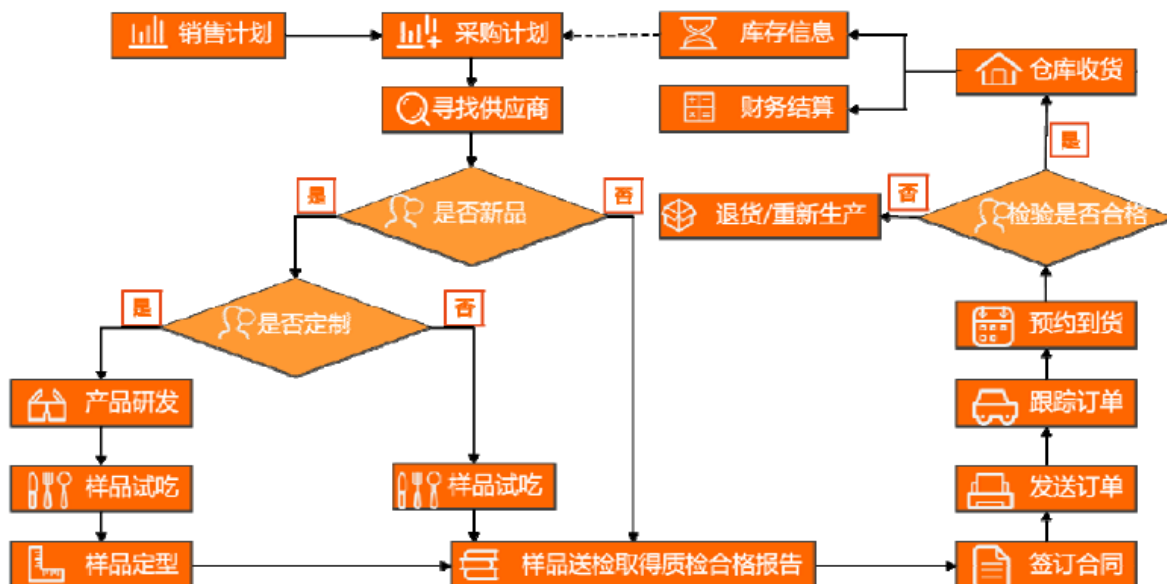
图 42: 智慧供应链, 保障高端体验和效率



数据来源: 公司招股说明书

供应链全程严格把控产品质量, 保障高端健康品质。在产品质量保障方面, 公司制定了完善的产品质量控制体系, 进行全链路食品安全控制, 确保产品送达终端时的高质量。在产品采购环节, 公司首先会对供应商进行严格筛选, 并进行定期的检测和评估, 对于产品样本需通过送检取得质检合格报告方可签订合同, 对于成熟的产品, 会采取感官检测和理化检测相结合的方式对产品进行抽检, 检验合格后方可入库。在销售环节, 对线下门店, 公司从门店形象、店内环境卫生、店员仪容、产品抽检等方面对门店的质量安全进行定期检查监督, 健全产品质量反馈机制, 对线上平台中存在缺陷的产品进行无条件退换货。在仓储环节, 确保存储条件的科学卫生, 保证库存周转期内的产品品质, 并进行定期的库内抽检, 复核后方可出库进行物流配送。

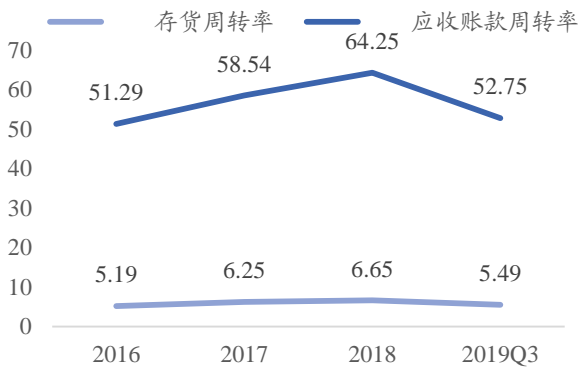
图 43: 公司采购流程, 严格进行品控, 保障高端健康品质



数据来源: 公司招股说明书

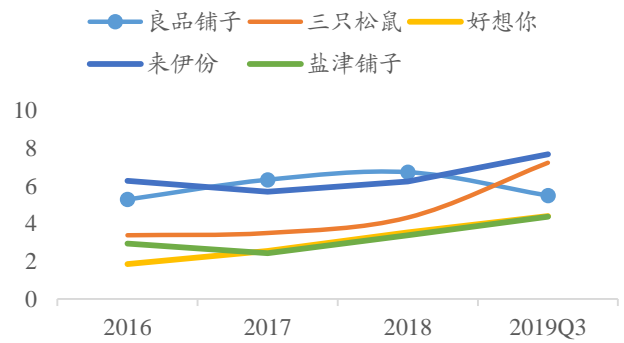
高效供应链保障产品、渠道发展, 高周转行业第一。公司经历 10 年发展, 构建了很深厚的供应链壁垒, 包括原材料采购、工厂协作、仓配管理, 尤其是 2014 年以后的信息化巨额投入, 建立了极为高效的信息化系统。公司上游工厂端完全按需生产无库存, 电商仓库存 18 天, 门店库存 17 天, 中枢仓库存 10 天, 整个周转速度是行业最快, 2016 年至 2019 年 Q3, 存货周转率分别为 5.19、6.25、6.65、5.49, 应收账款周转率分别为 51.29、58.54、64.25、52.75; 分品类看, 各个品类周转率保持较高水平, 存货周转天数整体均小于最短保质期, 其中素食山珍周转率最高, 2019 年 6 月为 5.39, 坚果炒货周转率最低, 2019 年 6 月为 3.49, 主要原因在于公司销售重心从坚果炒货向素食山珍转移。良品铺子行业领先的高周转优势, 源于高效的团队体系配合、销售数据分析预测和一体化信息系统, 高效供应链也是公司核心竞争优势之一。

图 44: 良品铺子高周转率, 保障高端品质和体验 (年/次)



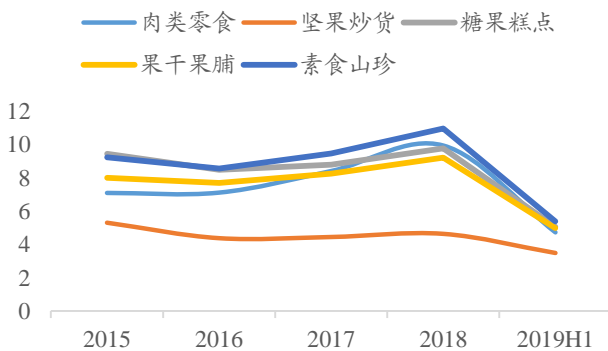
数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 45: 存货周转速度行业内第一 (年/次)



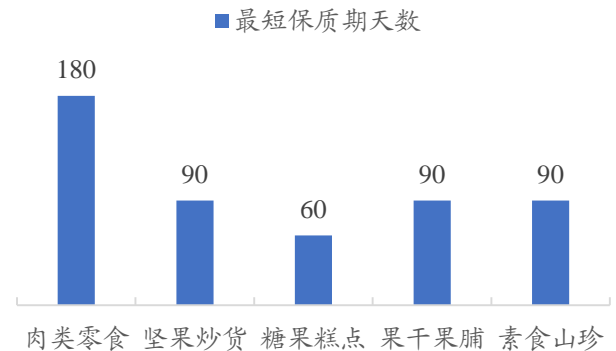
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 46: 各品类存货周转效率较高 (年/次)



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 47: 各品类存货周转天数整体均小于最短保质期 (天)

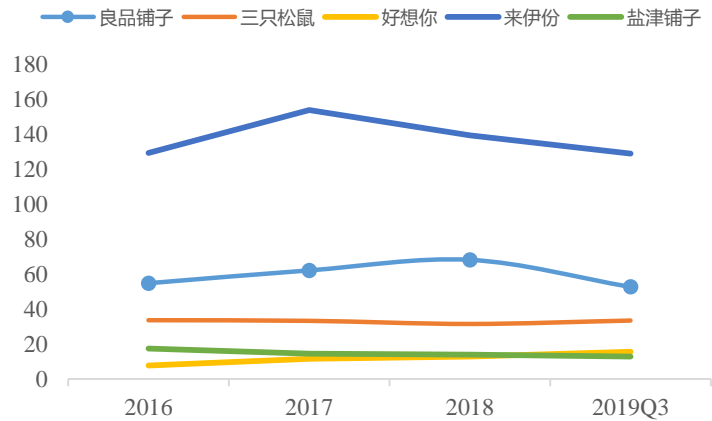


数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

同行业比较, 良品铺子应收账款周转率位居行业第二。应收账款周转率之间的差异主要受经营模式和销售渠道影响。具体而言, 通过商超、线上 B2B 平台销售的企业, 因结算通常存在账期, 应收账款周转速度相对较慢。通过直营零售方式销售的企业, 回款及时, 应收账款周转速度相对较快。2016 年至 2019 年 Q3, 良品铺子由于全渠道均衡发展优势, 应收账款周转率位居行业第二, 仅略低于来伊份, 原因在于来伊份主要

通过线下直营模式销售，线上收入占比较低所致。良品铺子应收账款周转率高于好想你、盐津铺子和三只松鼠，主要原因在于，好想你、盐津铺子因销售渠道中商超销售占比相对较高，期末应收账款较高，应收账款周转率较低；三只松鼠主要为线上销售，而良品铺子销售渠道主要为线上线下相结合，因此三只松鼠应收账款周转率低于良品铺子。

图 48：同行业比较，良品铺子应收账款周转率位于行业第二



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

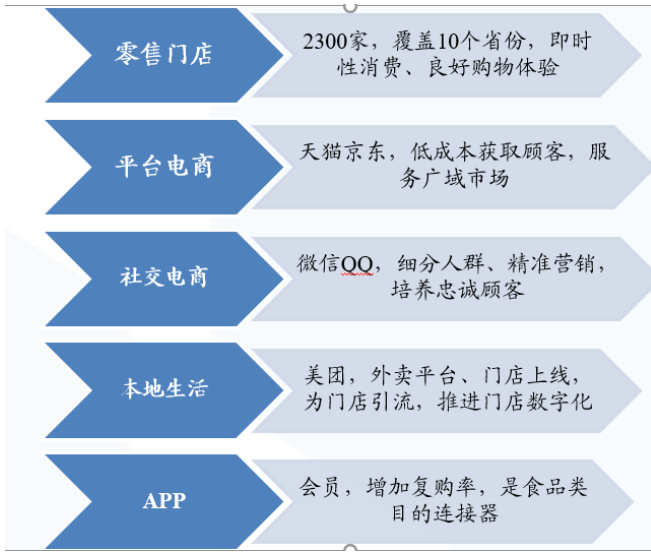
5. 全渠道销售优势，数字化高端体验

5.1. 全面打造渠道体系，线上线下均衡增速

业内率先形成全渠道协同，线上线下均衡发展。致力于线上线下均衡发展。线下渠道包括直营、加盟、大客户团购业务，截止 2018 直营店 736 家，加盟店 1356 家。线下渠道包括 B2C 和 B2B，以 2C 为主，以 2B 为辅，前者是良品铺子到天猫、京东开旗舰店及通过良品 APP 向消费者销售，后者良品铺子向京东自营、天猫超市、唯品会及其它线上经销商供货。目前，良品铺子已经完成全渠道体系架设，是休闲食品领域唯一一家线上线下销售相对均衡的企业。良品铺子主营业务收入主要为线下直营模式、加盟模式收入及线上业务收入，2015 年至 2019 年 6 月，线上收入占比分别为 26.53%、33.69%、42.21%、45.52%、45.19%，线上收入占比正逐年稳步提升，收入结构逐渐趋于均衡。

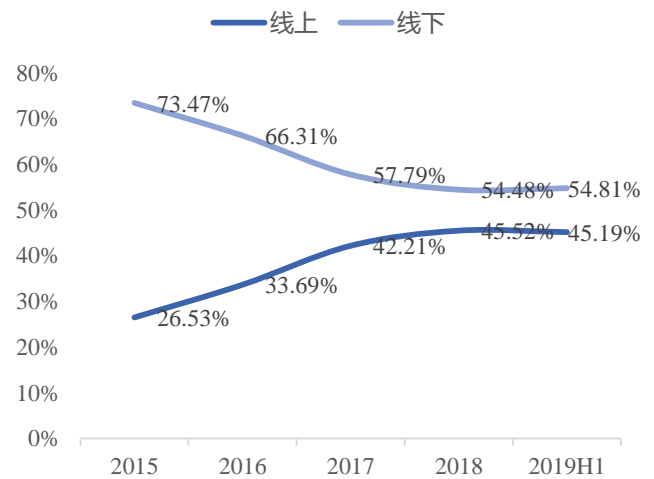
线上线下融合，全渠道多元化合作。良品铺子已形成“平台电商+社交电商+自营 APP+本地生活+零售门店”的多元化渠道融合体系。一方面良品铺子通过将门店与美团、饿了么等多个本地生活平台打通，推出“线上下单快速送达”、“线上下单门店取货”等多种新型交易方式，实现了终端门店的在线化。另一方面用零食套餐、新品发布、限时特惠等方式，连接消费者找美食、点外卖等类消费场景，提高门店的销售收入，进一步扩大销售渠道和品牌影响力。

图 49: 率先完成全渠道布局



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 50: 线上线下销售占比结构逐渐均衡



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

国内对比, 良品铺子是国内唯一一家全渠道销售体系的休闲零食企业。良品铺子率先在线上线下均展开渠道布局, 目前已形成全渠道融合销售优势。三只松鼠采用在线 B2C 模式、统一入仓模式在自营销售平台、线下门店销售、大客户团购业务等线上线下渠道并行的销售模式; 洽洽食品是以经销、KA 卖场等线下渠道为主的业务模式; 好想你是线上线下结合, 线下主要以专卖店与商超的形式, 盐津铺子是以线下直营商超为主, 辅以加盟模式; 来伊份是以加盟店的线下销售模式为主。

表 6: 行业代表性企业经营模式对比

	生产模式	线上经营模式	线下经营模式	物流建设
三只松鼠 (2019H1)	采取核心环节自主、非核心环节外包的方式, 对产品配方、制作工艺等进行自主研发和统一安排, 加工环节由认证供应商在公司的严格监督下完成, 并在经公司的分装 (如需) 及全面检测工序后形成最终产品	第三方销售平台 移动 APP 微信商城	线下体验店 加 直营店 (投店体系, 截至 2019 年 6 月 30 日, 全国共设有 8 个自有仓、15 个合作仓)	公司坚持构建“总配送中心+区域配送店 (联盟小 送中心+城市仓)”的多层次物流配送体系
良品铺子 (2019H1)	公司主要通过”以销代采“的模式进行采购, 新品上市时会根据自身供应商管理制度委托供应商进行生产, 成熟产品公司从合格供应商清单中甄选并采购	线上 B2B 模式 线上 B2C 模式 (第三方销售平台)	直营门店 加盟 门店 O2O 外卖 大客户团购	截至 2019 年, 公司在通过自有或租赁的方式设有 5 个自营仓库, 同时还与第三方仓储服务商进行合作, 在全国设立了 13 个仓储基地
来伊份 (2019H1)	公司依托大数据分析与市场经验研发新产品, 委托供应商进行生产, 在商品采购方面推出产品经理负责制, 由产品经理负责产品开发、设计	B2B 模式 B2C 模式 (平台旗舰店模式+ 自营 APP 平台模式)	直营门店、加盟 承运商合作	公司在上海总部自建自动化、数字化仓储物流基地, 通过自有库存管理系统、并与菜鸟、安吉、安得、顺丰等公司在南京、济南、北京、杭州等地设立多个 RDC 分仓, 还与其它第三方服务商进行合作, 设有中国邮政上海仓、承源北京仓等多个终端分仓

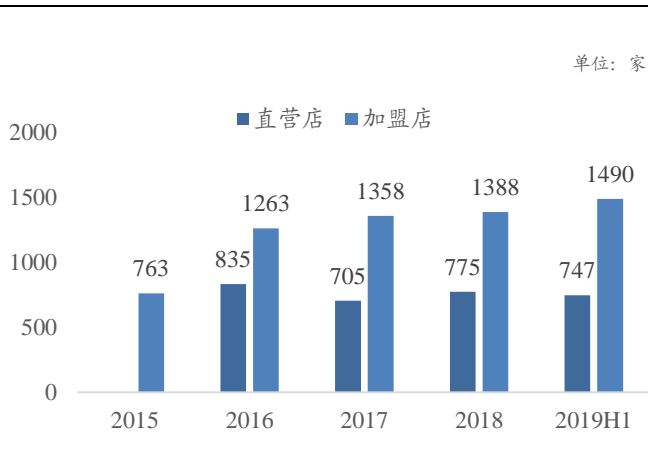
<p>好想你 (百草味) (2018 年年报)</p>	<p>百草味产品大部分都是代工生产, 为保证食品安全成立食品研究院。同时还建立了集自主研发、仓储以及配送的智能一体化杭州临江基地</p>	<p>第三方销售平台</p>	<p>积极布局新零售, 19 年 6 月开公司物流主要为外包模式, 建立了具备首家百草味有仓储及配送功能的杭州临江基地 线下门店</p>
<p>盐津铺子 (2019H1)</p>	<p>公司设立了初加工子公司专门负责对初级农产品的质量, 初加工子公司对购入原材料清洗、除杂、分级、分选、检测等, 公司还建立了自有生产车间, 拥有先进的生产设备, 主要产品均为自主生产</p>	<p>第三方销售平台</p>	<p>“直营商超主导、经销跟随” 线下营销网络 “以点带面、分区连片、阶梯拓展” 公司对大型连锁商超采用直营的销售模式, 由业务总部直接对接商超业务总部, 省去中间流通环节</p>

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

5.2. 线下渠道深耕华中扩张全国, 加盟提速发展走向高端

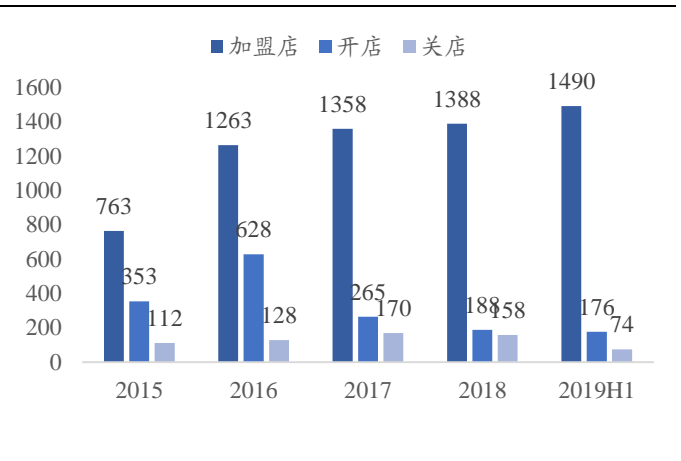
线下“深耕华中, 辐射全国”。公司由华中地区起家, 积极进行线下渠道布局, 辐射全国, 店面数量迅速提升, 尤其以加盟为主。近年来直营收缩调整, 加盟持续扩张, 2015 年至 2019 年 H1, 直营店门店数分别为 835、705、775、747 家, 加盟门店数分别为 763、1263、1358、1388、1490 家。截止 2019 年 6 月, 公司拥有门店数 2237 家, 其中直营店 749 家, 加盟店 1490 家; 线下门店业务已涉及湖北、湖南、江西、四川、河南、广东、江苏等 10 余个省份, 形成区域领先的线下销售规模, 线下门店拉近和消费者之间的距离, 用户粘性和忠诚度逐步提升。

图 51: 积极布局线下渠道, 直营收缩, 加盟扩张



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

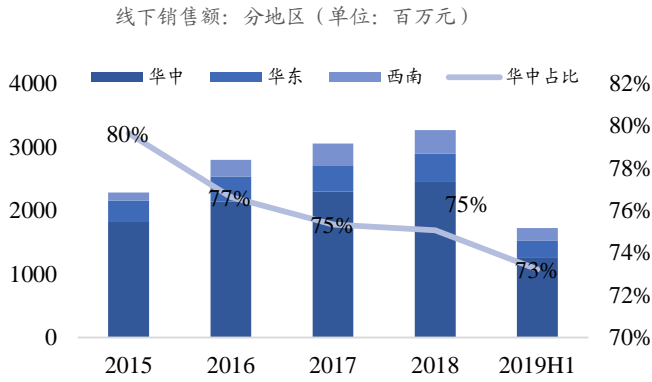
图 52: 加盟快速发展, 规模持续扩大 (单位: 家)



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

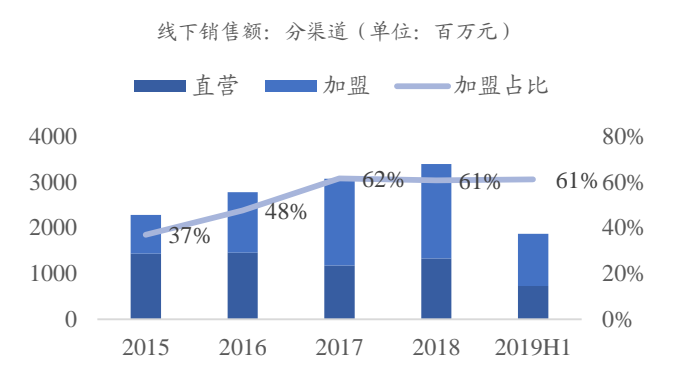
扩张全国, 加盟提速发展。按地区来看, 华中地区销售占比最高, 随着扩张全国, 占比逐渐下降, 2015 年至 2019 年 6 月, 从 80% 下降至 73%; 按渠道看, 直营收缩调整, 打造精品店, 加盟扩张提升, 占比逐步提升, 2015 年至 2019 年 6 月, 加盟销售占线下比重从 37% 提升至 61%。

图 53: 扩张全国, 华中地区占比逐渐下降



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 54: 线下快速发展, 加盟提速, 占比逐步提升



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

积极推进线下门店建设, 坪效水平位列业界第一。良品铺子以线下起家, 自 2006 年创始以来, 积极推进线下渠道扩张, 深耕线下渠道建设。目前良品铺子已拥有 747 家直营店与 1490 家加盟店, 店面总数位于行业领先水平, 同时直营店和加盟店坪效双双位列行业第一, 分别为 4.76 万元/平米/年和 5.48 万元/平米/年。

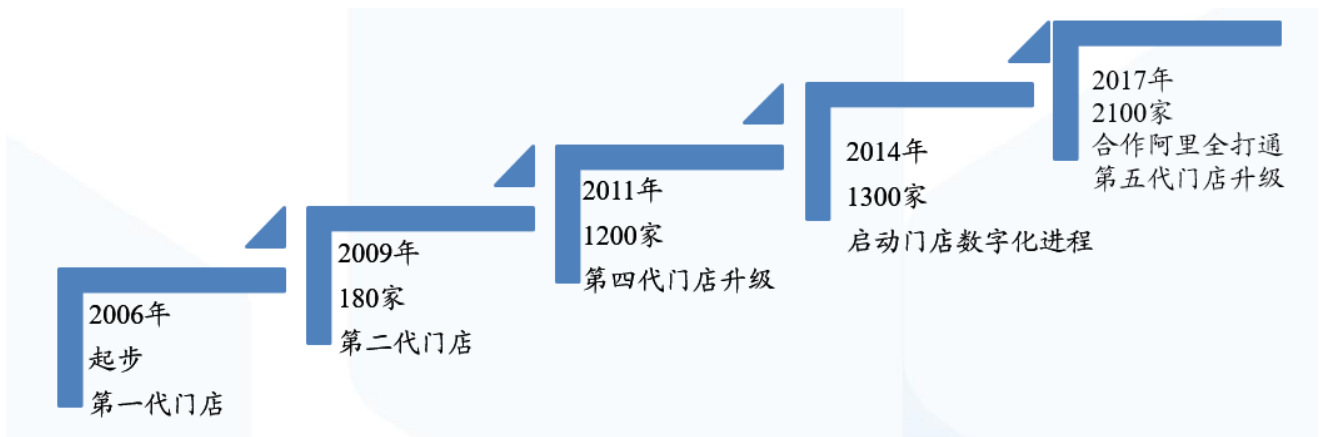
表 7: 良品铺子坪效行业内第一

	门店数量	直营店	加盟店	线上收入 (亿元)	线上收入 占比	线下收入 (亿元)	线下收入 占比	自营店坪效 (万元/平米/ 年)	加盟店坪效 (万元/平米/ 年)
良品铺子 (2019H1)	2237	747	1490	15.68	45.19%	19.01	54.81%	4.76	5.48
三只松鼠 (2019H1)	151	73	78	40.39	93.66%	2.73	6.34%	3.50	4.18
来伊份 (2019H1)	2717	2389	328	2.20	10.81%	18.17	89.19%		2.85
好想你 (2018 年年报)	800 左右	未披露	未披露	40.73	82.30%	8.76	17.70%	2.46	/

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (部分坪效是通过半年坪效乘 2 获得)

门店选址紧跟购物中心, 持续升级保证高端定位。良品铺子从门店选址和门店形象两个方面, 定调高端零食, 保障消费者高端体验。在门店选址上, 良品铺子依旧紧随购物中心开店, 在新增门店中, 购物中心店店比例占到了 70%。此外, 良品铺子保持平均每 2.6 年升级一次线下店的频率, 截止 2019 年底已经完成了第五代门店升级项目, 全国拥有智慧门店 2300 多家。

图 55: 门店持续高频升级, 保障高端定位



数据来源: 公司官网、国泰君安证券研究

创始人职业经理人背景, 员工激励制度领先业内。良品铺子创始人杨红春为职业经理人出身, 因此其对于公司员工激励制度格外重视, 很早就建立了现代化的管理体系。良品铺子的员工激励政策自 2010 年就备受行业瞩目。具体表现为, 2010 年对有功员工进行了汽车奖励; 2013 年推行“掌柜责任承包制”, 与员工分享超额经营收益; 2017 年 7 月, 良品铺子内部在启动上市时, 在宁波成立了有限合伙企业作为员工持股平台。良品铺子的员工持股平台占据公司 4.36% 的股份, 是民营企业中员工激励机制做得非常优秀企业。

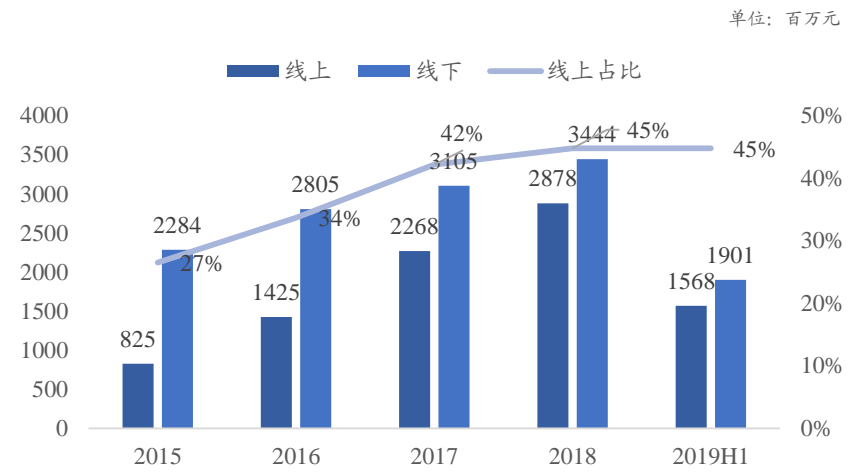
加盟商强约束, 保证高端战略稳实施。良品铺子早期提倡让加盟商参与店面的营运和管理, 但很快出现两大问题, 一是加盟商招不到员工, 陷入人力资源困境; 二是加盟商各自为政, 标准化的缺失导致管理出现错乱。身为职业经理人出身的杨红春, 迅速拨乱反正, 修正后的加盟方式, 采取类似投资的操作方法: 加盟商只需提供门店、缴纳一定加盟费和首次进货货款, 门店一切运营活动, 从装修到人员招聘和管理、促销活动、商品定价及配送等, 全部由良品铺子总公司负责。虽然每一家店日常运营仍由总公司负责, 但每家店拥有一定自主权。比如根据店铺规模、位置、周边人群特征等因素的不同, 店铺可灵活搭配商品, 什么好卖就卖什么。同时, 良品铺子信息系统也会给每家店定制品类清单, 根据实际销量在后台进行大数据分析, 每半个月会给出一份报告, 告诉加盟商哪种货卖得好要多准备些, 哪种货销量最差要换掉。从而形成对加盟商强约束活应变的格局, 有效管理所有店铺, 降低市场风险, 保证高端战略平稳实施。

5.3. 线上百花齐放先疾后稳, 爆品引流提升品牌认知

线上发展先疾后稳, 营收占比持续提升。对线上平台, 公司坚持“平台电商+社交电商+自营 APP”的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、一号店在内的多家平台销售渠道, 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 年-2018 年, 公司线上销售收入由 8 亿元增加至 29 亿元, 年均复合增长率高达

52%。

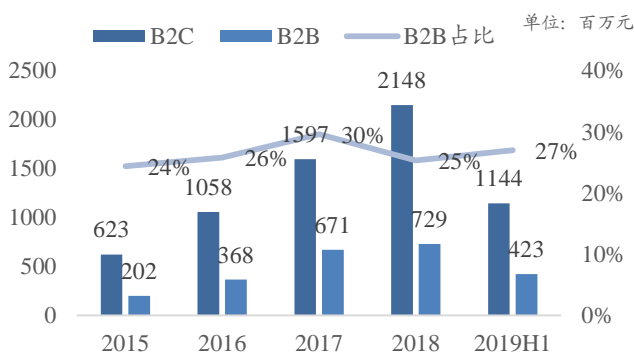
图 56: 线上渠道先急后稳, 营收占比接近 50%



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

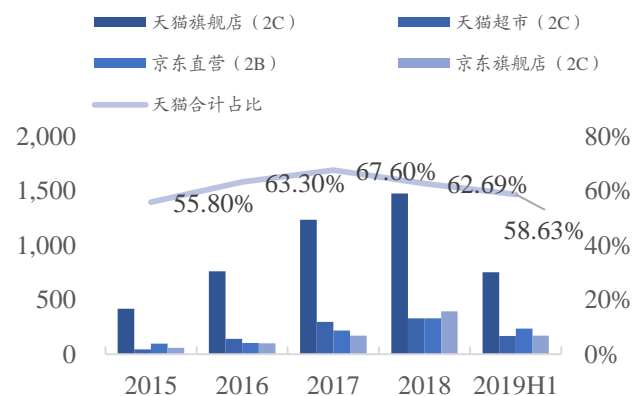
线上百花齐放, 2C 为主, 2B 为辅。B2C 模式分为平台旗舰店模式和自营平台模式两种, 前者通过天猫、京东、微信商城等第三方销售平台, 开始品牌旗舰店, 后者通过公司自营 APP 等自营途径进行销售; B2B 模式主要分为线上代销和线上经销两种, 前者主要包括京东自营及电商平台的线上经销商, 后者主要包括天猫超市、一号店等平台。随着线上渠道全覆盖, 线上规模持续上升, 2C 为主, 2B 为辅, 并逐渐发力, 2019 年 6 月, 2B 和 2C 占比分别为 27%、73%。同时, 尽管近年占比下降, 天猫仍是线上销售主流平台, 2019 年 H1 为 58.6%。

图 57: B 2 B 稳步提升, B 2 C 中坚力量



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 58: 线上百花齐放, 天猫平台占据主流



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

5.4. 数字化全渠道零售布局, 技术保障高端消费体验

打造国内食品零售行业的首个全渠道数字化平台。1) 第一阶段, 2008 年, 公司上线门店信息化系统, 2009 年上线仓库信息化管理系统, 库存变更在小时级别; 2) 第二阶段, 2015 年, 良品铺子投资 8000 万元, 与 IBM、SAP、华为等企业达成战略合作协议, 共同开发 O2O 全渠道业务平台, 于 2015 年 9 月正式上线, 实现供应链智慧化。该平台打通良品

铺子前、中、后台，整合十余个系统中共计 37 个线上平台，打造了“六大中心”——商品中心、价格中心、营销中心、会员中心、订单中心和库存中心，整合线上线下渠道，实现全渠道会员管理和企业运营。**3) 第三阶段**，2017 年，公司投入 800 万正式启动 APP 项目，良品铺子 APP 将作为公司全渠道的连接器，承担公司 2000 多家门店拥抱互联网的重任，在实现门店数字化经营、全渠道会员中心、顾客消费品质升级等战略方面发挥主导作用。APP 经过 5 个版本迭代，已经实现了全渠道的会员通、订单通、商品通，社交订单覆盖全国所有省份。截止目前，良品铺子产品已经达到 1000 多种，全渠道会员突破 8000 万，覆盖 2000 多家线下门店、天猫旗舰店、微信小程序、自营 APP 等 50 多个渠道。

打破数据壁垒，合作阿里轻店体系。良品铺子的线上渠道包括自有 B2C 商城、第三方电商平台、微信商城、积分商城等，各渠道的运营数据等相互独立。面对这一情况，良品铺子整合各个线上渠道，从过去的依靠单一触点获取片面、模糊的客户数据，转变为通过全渠道的触点获得全面、多样化的全方位数据，打破数据壁垒，为管理决策提供全新洞察数据基础，推动企业转型创新和效率提高。同时合作阿里，全面接入轻店的体系。以良品铺子在深圳市场的发展为例，传统的线下零售门店覆盖范围只有 3 公里，而 3 公里范围之内所覆盖的核心会员人群只有 18%，在接入了轻店和前置仓体系之后，良品铺子深圳市场实现全覆盖，同时，前置仓极大提升了履约效率，在深圳市场 24 小时订单履约率从 60% 提升到 90%。

图 59: 第五代智慧门店，高端颜值效率提升



数据来源：公司官网

图 59: 双十一线下销售火爆，享受高端体验



数据来源：公司官网

应用大数据分析实施个性化营销。整合分布在不同渠道的用户数据和交易信息，基于数据分析获得洞察，对全渠道会员营销计划统一管理，实现营销事件自动触发机制，初步建立了会员生命周期自动化管理。通过线上线下全渠道会员数据融合，建立统一客户视图，将顾客有效地分群，对会员实现标签化管理，实现灵活定价、个性化产品定制和促销，从而为消费者及会员提供差异化服务。无论是手机 APP 背后爱吃辣味零食的“90 后”女生，还是办公桌电脑前偏好坚果类产品的白领青年，良品

铺子都能根据其职业和生活方式特点，推荐不同的搭配零食，以满足不同群体的需求，这是良品铺子多年来努力培育的企业核心竞争力之一。

图 60: 时尚代言人吴亦凡，新年礼盒高端手礼



数据来源: 公司官网

图 61: 合作敦煌博物馆，高端中秋潮礼



数据来源: 公司官网

实现全渠道消费者一致性高端体验。消费者无论是通过 APP 还是天猫等第三方平台登录自己的账户，都能获取一致的购物推荐和折扣体验。成为良品铺子的会员后，任意平台的消费都能实现积分共享，会员能够随时随地按照自己喜欢和方便的方式兑现会员权益，由此实现全渠道客户接触点的自由转化，也让消费者在各渠道获得一致的购物体验。通过线上线下一联动，跨端运营提升了会员的复购率，平均下来会员复购率提升 20%。

图 62: 线上线下一致性互动体验



数据来源: 公司官网

图 63: 李佳琪手机直播互动，全渠道高端体验



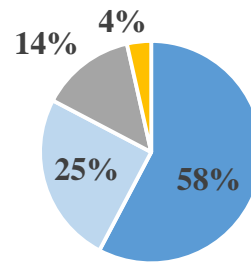
数据来源: 公司官网

6. 募集资金主要投向和盈利预测与估值

良品铺子拟通过本次发行募集资金投入全渠道营销网络建设项目，仓储物流体系建设项目，良品信息系统数字化升级项目，食品研发中心与检测中心改造升级项目。募投项目总投资额为 77,337.97 万元，计划使用募集资金投入 42,034.83 万元。其中 58% 用于全渠道营销网络建设项目，25% 用于仓储物流体系建设项目，14% 用于良品信息系统数字化升级项目。全渠道建设新店和老店升级为主。募资后，计划 3 年内在湖北、湖南、江西、河南、四川、重庆等 13 个省份的省会和重点城市开设 376 家直营店，同时对 652 家老店集中进行升级改造。预期全渠道项目建成后预计实现平均年销售收入 10.9 亿元，平均年营业利润 4,605.54 万元，平均税后年净利润 3,454.15 万元。随着良品铺子的上市，公司数字化全渠道销售优势有望进一步扩大，同时数字一体化信息系统将提高对产品质量的把控力度，保障高端战略。

图 64：募集资金主要用于投资全渠道建设

- 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
- 食品研发中心与检测中心改造升级项目



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

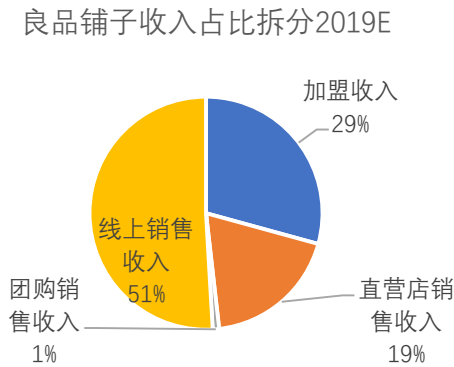
6.1. 盈利预测分析

我们按线上、线下(加盟+直营+团购)对良品铺子收入、毛利进行拆分：

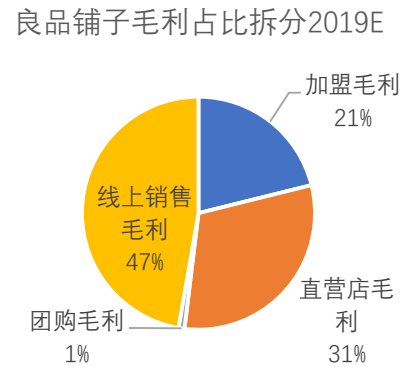
线上业务公司以 B2C 为主，B2B 为辅，平台上天猫占据主导，但近年来京东增速更快，整体预计线上 2019-2021 年收入分别为 39.12、47.58、62.02 亿元，对应增速 36%、22%、30%。同时价格战整体减少，线上毛利率持续提升，2019-2021 年毛利率分别为：29.4%、30.2%、30.8%。

图 65: 2019 年线上收入占比有望过半

图 66: 线下直营毛利贡献度高, 加盟占比有望提升



数据来源: 公司官网



数据来源: 公司官网

线下业务公司以直营和加盟为主, 募资完成后, 直营店开店数增加, 同时加盟业务加快开展, 向全国扩张。整体看, 预计公司 2019-2021 年线下业务收入分别为: 37.43、34.27、48.35 亿元, 同比增速分别为 8.7%、-8.5%、41.0% (其中 2020 年线下收入增速受疫情影响, 2021 年恢复高增速)。线下毛利率 2020 年开始受加盟占比提升, 结构变化导致毛利率下降, 预计 2019-2021 年线下毛利率为: 34.2%、33.8%、33.6%。

同时, 公司销售费用率和管理费用率上市后平稳略降, 综合以上假设, 合计公司 2019-2021 年收入为 77.20 亿元、82.56 亿元、111.12 亿元, 归母净利润为: 3.38 亿元、3.65 亿元、5.19 亿元, 对应上市后 EPS 为: 0.84/0.91 元/1.29 元。

表 8: 公司 2019-2021 年线上线下协调发展 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
加盟店						
加盟店数 (家)	1263	1358	1388	1568	1698	2098
加盟收入	1328.63	1900.45	2067.64	2220.69	2064.56	2996.12
加盟总毛利率 (包括服务费等)	22.4%	22.1%	22.7%	23.1%	23.0%	23.1%
加盟总毛利额	297.75	419.24	468.94	512.03	474.45	692.94
直营店						
直营店数 (家)	835	705	775	805	825	925
直营店销售收入	1458.51	1177.14	1333.51	1454.39	1266.95	1704.62
毛利率	50.4%	49.2%	50.9%	51.5%	51.8%	52.3%
毛利额	735.52	579.50	678.89	749.01	656.28	891.52
团购						
销售收入	17.94	27.58	42.76	68.42	95.79	134.11
毛利率	30.7%	22.8%	29.0%	29.8%	30.2%	30.4%
毛利额	5.51	6.29	12.41	20.39	28.93	40.77
线下合计						
线下门店数 (家)	2098	2063	2163	2373	2523	3023
销售收入	2805.08	3105.16	3443.91	3743.50	3427.29	4834.85
YOY	22.80%	10.70%	10.91%	8.70%	-8.45%	41.07%
线下主营占比	66.31%	57.79%	54.48%	48.90%	41.87%	43.80%
毛利率	37.0%	32.4%	33.7%	34.2%	33.8%	33.6%
毛利额	1038.78	1005.03	1160.25	1281.43	1159.65	1625.23
线上						
销售收入	1425.41	2268.10	2877.81	3912.22	4758.35	6202.46

YOY	72.77%	59.12%	26.88%	35.94%	21.63%	30.35%
线上主营业务占比	33.69%	42.21%	45.52%	51.10%	58.13%	56.20%
线上毛利率	24.7%	25.6%	28.4%	29.4%	30.2%	30.8%
毛利额	352.08	581.31	818.45	1150.19	1437.02	1910.36

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6.2. 估值分析

估值法 1:

PE 估值: 休闲零食可比公司 2020 年预期行业平均 PE 为 37.39 倍, 良品铺子线上线下均衡发展, 中长期收入增速快于行业增速, 净利率提升空间大, 参考行业平均, 略溢价给予公司 2020 年 PE 40 倍, 对应价格 36 元。

估值法 2:

PS 估值: 由于线上线下占比、收入增速、净利率情况不同, 休闲零食行业 PS 估值差异较大, 行业平均 2020 年 PS 估值 1.91 倍, 考虑良品铺子渠道发展均衡, 且净利率水平高于行业平均, 参考行业平均给予公司 2020 年 PS 估值 1.9 倍, 对应价格 39 元。

综合, 我们最终采用 PE 估值法, 给予公司 2020 年 PE 估值 40 倍, 对应目标价 36 元, 首次覆盖, 增持评级。

表 9: 休闲零食行业盈利预测与估值对比 (截至 2020 年 2 月 24 日)

公司代码	简称	最新价格 (元)	EPS		PE		PS	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
300783.SZ	三只松鼠	68.34	0.99	1.33	69.03	51.38	2.41	2.07
603777.SH	来伊份	11.41	0.28	0.34	40.75	33.56	0.81	0.78
002557.SZ	洽洽食品	41.58	1.19	1.29	34.94	32.23	/	/
002847.SH	盐津铺子	45.36	0.95	1.40	47.75	32.40	3.51	2.89
	平均				48.12	37.39	2.24	1.91
603719.SZ	良品铺子	17.14	0.84	0.91	20.32	18.83	0.89	0.75

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

7. 风险提示

- 1、 线下渠道扩张速度不及预期;
- 2、 行业竞争加剧;
- 3、 食品安全问题;
- 4、 公司为武汉企业, 华中区域收入占比 70%左右, 受此次疫情影响, 对 2020 年 Q1 和全年的业绩会有一定影响, 我们在盈利预测时已有考虑,

但疫情影响延续时间、影响程度均可能发生变化，特别注意这一风险对短期业绩影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		