

食品饮料

2020年02月25日

良品铺子 (603719)

——定位高端 均衡发展 打造“良品”价值

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2020年02月24日

收盘价(元)	17.14
一年内最高/最低(元)	17.14/17.14
市净率	4.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万)	703
上证指数/深证成指	3031.23/11772.38

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	3.86
资产负债率%	57.22
总股本/流通A股(百万)	401/41
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

赵玥 A0230118060003
zhaoyue@swsresearch.com

联系人

赵玥
(8621)23297818×转
zhaoyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **我国休闲食品行业市场规模持续增长，集中度提升空间大。**我国休闲零食行业规模近年来一直保持双位数增长，截至2018年市场规模达10297亿元。对比国内外休闲食品的人均消费情况，我国休闲食品人均消费额仍有很大的提升空间。行业格局方面，我国休闲食品行业集中度低，同质化竞争激烈，头部公司未来有望通过品类及渠道扩张提升市占率。
- **公司采取高端差异化竞争战略，产品控、重研发，突显“良品”价值。**为了应对行业同质化竞争加剧态势，公司于2018年确立了高端零食的战略，通过高端形象代言人、升级门店、广告投入等不断开展品牌高端形象建设，强化公司产品在消费者心中“好吃小贵”的认知。相较于同行，公司产品品类均衡发展，以消费者需求和利润而不是产品销量为导向进行品类拓展。在严格质量控制下的采购模式下，未来公司将依托深度的研发创新，通过消费者需求的不断细分来拓展高端零食的品类。
- **公司坚持打造全渠道营销网络，线上线下齐发力。**公司线上+线下全面布局，较同行渠道发展更为均衡。公司线下渠道发展为先，并较早布局了线上渠道，一方面享受到了互联网流量红利释放，2017-2018年线上收入实现两年复合增速超过42%，驱动整体收入复合增速超22%；另一方面线下依托门店拓展及单店收入增长实现稳步增长。目前尽管线上流量红利在逐步减弱，但线上零食巨头的规模和品牌优势已经建立，今后仍能够跟随行业线上渗透率的提升实现稳步增长，并通过品类扩张打造新增长点。公司线下拓展以“加盟为主，直营为辅”，并具有很强的加盟店管理能力，未来依托自身加盟店管控优势将实现稳步扩张，深耕华中优势市场，拓展华东华南逐步辐射全国。
- **公司具有长期积累的供应链优势并仍在不断优化，支撑高效周转，盈利能力稳步提升。**公司存货周转率行业第一，主要依托完善的上下游供应链体系，结合了原料采购、工厂监控、库存管理、物流配送、商品销售等各个环节，并积累了多年的管理经验。同时，公司坚持不断投入信息化建设，数字化赋能各个环节的管理和运营，高效协同公司资源。公司净利率受益于高端化战略和运营效率改善稳步提升。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司19-21年实现归母净利润3.53、3.92、4.79亿元，同比增速为47.9%、11.2%、22.2%；摊薄EPS为0.98、0.98、1.20元，当前收盘价对应19-21年PE为17x、17x、14x。采用相对估值法，同时考虑公司全渠道、全品类的发展模式，认为合理估值区间在30-35x。我们给予公司目标价29.3-34.2元，对应2020年30-35xPE，考虑到公司上市股价涨停打开后的空间，首次覆盖，给予增持评级。
- **股价表现催化剂：**收入增长加速，线上线下格局改善
- **核心假设风险：**新型冠状病毒感染肺炎疫情销售时间超过预期，食品安全事件

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	6,378	5,460	7,696	8,542	10,116
同比增长率(%)	17.6	19.7	20.7	11.0	18.4
归母净利润(百万元)	239	314	353	392	479
同比增长率(%)	520.7	83.8	47.9	11.2	22.2
每股收益(元/股)	0.66	0.87	0.98	0.98	1.20
毛利率(%)	31.2	32.5	32.0	32.4	32.9
ROE(%)	22.2	22.6	25.1	21.8	21.4
市盈率	26		17	17	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 19-21 年实现归母净利润 3.53、3.92、4.79 亿元，同比增速为 47.9%、11.2%、22.2%；摊薄 EPS 为 0.98、0.98、1.20 元（基本 EPS 为 0.88、0.98、1.20 元），当前收盘价对应 19-21 年 PE 为 17x、17x、14x。采用相对估值法，参考可比公司估值水平，同时考虑公司全渠道、全品类的发展模式，认为合理估值区间在 30-35x。我们给予公司目标价 29.3-34.2 元，对应 2020 年 30-35xPE，考虑到公司上市股价涨停打开后的空间，首次覆盖，给予增持评级。

关键假设点

公司线上布局较早，具有先发优势，目前尽管线上流量红利在逐步减弱，但线上零食巨头的规模和品牌优势已经建立，新进入者已难以追赶，公司线上销售规模行业前三，今后仍能够跟随行业线上渗透率的提升实现稳步增长，并通过品类扩张打造新增长点，预测 19-21 年公司线上收入增速分别为 26.2%、17.7%、17.4%；公司线下业务采取“加盟为主、直营为辅”的门店拓展方式，计划未来三年加盟店拓展略有加速，但由于公司约 50%的销售在湖北省，2020 年受到新型冠状病毒感染肺炎疫情影响较大，门店拓展计划及线下销售将放缓，但疫情影响是一次性、阶段性的，预计二季度起将逐渐恢复，预测公司 19-21 年线下收入增速分别为 16.30%、5.03%、19.65%。我们预测公司 19-21 年营业总收入为 76.96、85.42、101.16 亿元，同比增速为 20.7%、11.0%、18.4%。

公司线上具备一定规模优势，线下经营效率不断改善，推动公司整体毛利率提升，预测公司 19-21 年毛利率分别为 32.0%、32.4%、32.9%。费用率方面，由于我国休闲食品行业集中度偏低，行业竞争仍然激烈，预测公司销售费用率 19-21 年仍呈现提升趋势，分别为 19.67%、20.17%、20.72%；由于公司近年来持续投入信息化建设，通过数字赋能，协同公司资源，提高公司管理效率，预测 19-21 年公司管理费用率（含研发费用）将逐年下降，分别为 5.87%、5.73%、5.42%。

有别于大众的认识

市场普遍认为，公司产品品类众多，难以打造出爆款产品，迅速实现较大增长。我们认为，休闲零食行业同质化竞争严重，爆款产品很难避免相互模仿。顺应消费多元化的需求，多品类发展才是龙头公司能够持续成长的必然途径，而多品类的发展则需要全渠道运营作为支撑。公司全品类全渠道均衡发展多年，领先行业实现全面布局，并具备很好的资源整合能力，能更好地抓住消费趋势变化带来的机会。

股价表现的催化剂

收入增长加速，线上线下格局改善

核心假设风险

新型冠状病毒感染肺炎疫情影响销售时间超过预期，食品安全事件

目录

1. 良品铺子：专注于休闲零食的高端引领者	6
1.1 深耕零食市场定位高端，产品种类丰富齐全	6
1.2 获资本注入，激励机制充分	8
2. 休闲食品市场规模持续增长，集中度提升空间大	8
2.1 行业市场规模持续增长，人均消费潜力大	8
2.2 休闲食品消费趋于多元化、高端化、健康化	10
2.3 休闲食品行业集中度低，同质化竞争激烈	11
2.4 头部企业有望通过品类及渠道扩张提升市占率	12
3. 高端差异化竞争，产品控重研发突显“良品”价值	13
3.1 塑造高端化品牌形象，全品类均衡发展	13
3.2 产品品质为基础，坚持严格质量监控的采购模式	14
4. 打造全渠道营销网络，线上线下齐发力	15
4.1 线上布局较早，享受流量红利快速增长	17
4.2 线下“加盟为主”，依托加盟店管控优势稳步扩张	19
4.3 深耕华中优势市场，拓展华东华南逐步辐射全国	20
5. 供应链优势显著，支撑高效周转，盈利能力稳步提升	21
5.1 上中下游全面供应链管理，周转率行业领先	22
5.2 持续投入信息化建设，运营效率改善，净利率提升	22
6. 本次募集资金用途	23
7. 公司盈利预测与估值	24

图表目录

图 1 : 公司发展历程.....	6
图 2 : 2015-2019Q3 营业收入及 yoy.....	6
图 3 : 2015-2019Q3 公司实现归母净利润及 yoy	6
图 4 : 公司股权结构.....	8
图 5 : 2012-2018 年休闲食品市场规模及销量 CAGR 为 12.26%、3.53%	9
图 6 : 2018 年国内外休闲食品人均消费情况.....	10
图 7 : 2013-2018 年国内人均粮食消费趋势	10
图 8 : 居民消费水平逐年提升	10
图 9 : 休闲食品购买要素热度指数排行	10
图 10 : 2018 年休闲食品各品类占比情况	10
图 11 : 2011-2018 年休闲食品吨价趋势.....	10
图 12 : 2018 年休闲食品行业 CR5 仅为 6.35% , 良品铺子占 0.64%	11
图 13 : 2018 年休闲食品行业各品类 CR5	11
图 14 : 2018 年坚果炒货 CR5 仅为 17%.....	11
图 15 : 头部公司渠道布局存在差异.....	13
图 16 : 线下头部公司销售区域较为分散.....	13
图 17 : 19 年起公司签约吴亦凡为代言人 , 打造品牌高端形象	13
图 18 : 公司多品类收入均衡增长	14
图 19 : 公司分品类收入构成情况	14
图 20 : 公司分品类毛利率变化情况.....	14
图 21 : 公司以销定产 , 采购模式基于严格的质量监控	15
图 22 : 公司打造全渠道销售网络	15
图 23 : 良品铺子线上线下渠道较同行均衡	16
图 24 : 公司线上线下收入变化情况.....	16
图 25 : 公司线下各品类均价变化情况	16
图 26 : 公司线下主要省份销售均价变化情况.....	16
图 27 : 公司各渠道毛利率变化情况.....	17
图 28 : 公司主营业务毛利率变化情况	17
图 29 : 公司线上 B2B 渠道构成	17

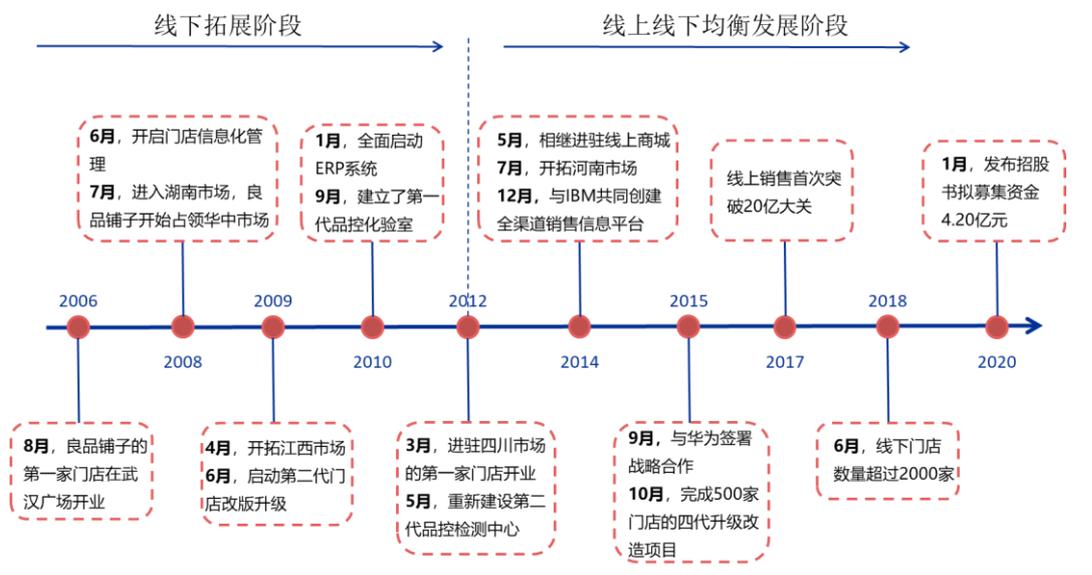
图 30 : 公司线上 B2C 渠道构成	17
图 31 : 线上分渠道营业收入及增速情况	18
图 32 : 电商红利逐渐减少	18
图 33 : 公司线上推广费用/线上业务收入比值变化	18
图 34 : 公司线上业务单位运杂费用变化情况	18
图 35 : 淘宝线上销售零食主要品牌销售额占比变化情况	18
图 36 : 公司线下销售模式收入情况	19
图 37 : 公司线下门店单店收入情况	19
图 38 : 公司线下门店数目变化情况	19
图 39 : 单个加盟商门店数目情况	19
图 40 : 线下加盟商数量变化情况	20
图 41 : 加盟模式收入构成及变化	20
图 42 : 公司主要区域市场销售占比变化情况	21
图 43 : 公司主要省份销售占比变化情况	21
图 44 : 公司仓储物流流程图	22
图 45 : 主要公司存货周转率情况	22
图 46 : 主要公司应收账款周转率情况	22
图 47 : 公司销售及管理费率变化情况	23
图 48 : 公司毛利率及净利率变化情况	23
表 1 : 公司主要产品展示	7
表 2 : 2018 年末公司董事、监事、高管的薪酬及持股情况	8
表 3 : 国内休闲食品发展历程	9
表 4 : 市场上主要销售每日坚果的品牌及价格	12
表 5 : 可比公司主要模式比较	12
表 6 : 各公司加盟模式收入确认差异	20
表 7 : 新开门店项目计划开店数	21
表 8 : IPO 项目募投情况	23
表 9 : 全渠道营销网络建设项目预计经济效益	24
表 10 : 公司收入分拆及预测	24
表 11 : 可比公司估值	25

1. 良品铺子：专注于休闲零食的高端引领者

1.1 深耕零食市场定位高端，产品种类丰富齐全

2006年8月，良品铺子于武汉创立品牌，2008年7月打开华中市场逐步拓宽线下渠道。2012年公司正式进军线上商城，打造“线上+线下”全渠道体系。2014年以来通过与IBM、SAP、华为等企业合作搭建智慧化供应链平台。2018年公司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，突出高端战略的定位，2020年2月公司正式在上交所上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司自 2018 年定位高端零食品牌以来业务规模逐步扩大，2018 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 63.78 亿元和 2.39 亿元，同比增长 17.6% 和 520.7%。2019 年 Q1-Q3 公司实现营收和归母净利润分别为 54.60 亿元和 3.14 亿元，同比增长 19.6% 和 83.8%。截至目前，公司共有 1000 多种休闲食品产品组合，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、糖果布丁、养生冲调、礼品礼盒等多个品类，是休闲食品行业极具竞争的全渠道、全品类发展的公司。

图 2：2015-2019Q3 营业收入及 yoy



图 3：2015-2019Q3 公司实现归母净利润及 yoy



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司主要产品展示

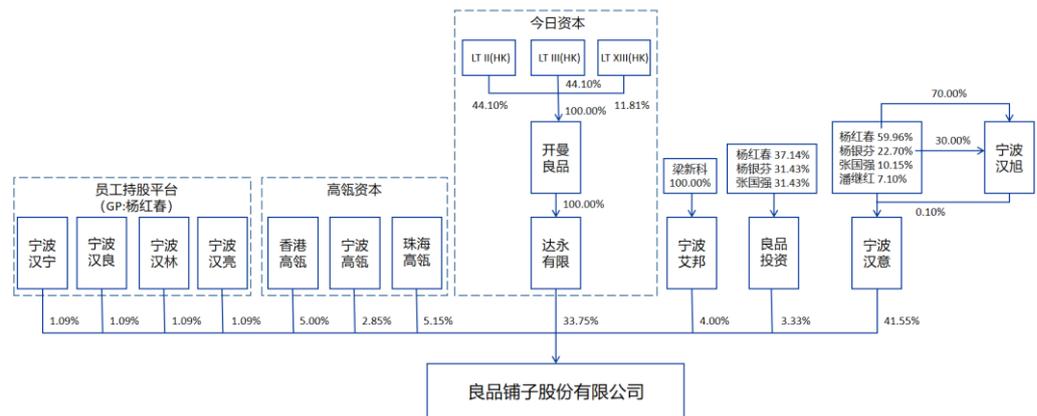
产品品类	产品图样	产品品类描述
肉类零食		<p>精选优质猪肉、牛肉、特色海产品等肉类原料，经干制、卤制、油制、烘烤等工艺制成，口味多样，口感丰富。</p> <p>产品系列主要包括猪肉制品、牛肉制品、鸭肉制品、鸡肉制品、淡水鱼、海水鱼、扇贝等。</p>
坚果炒货		<p>精选各地壳薄肉厚、颗粒饱满、出仁率高的原果，经烘干、烘炒等工艺制成，口感酥脆，老少皆宜。</p> <p>产品系列主要包括核桃类、扁桃仁类、松子类、腰果、夏威夷果、开心果、榛子、瓜子类、花生类、豆类等。</p>
果干果脯		<p>选取大小均匀、颜色自然的优质原果，经糖渍、烘烤、冻干、晾晒等工艺制成，味道浓郁，酸甜可口。</p> <p>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。</p>
糖果糕点		<p>选取各地优质原料，通过烘烤、低温发酵等工艺制成。</p> <p>产品系列主要包括糕点、饼类、酥类、糖类、巧克力等。</p>
素食山珍		<p>选用具有全国各地特色的天然蔬菜和蛋类，经卤制而成，鲜香爽滑，满足人们对于口感口味的需求。</p> <p>产品系列主要包括菌类、笋类、豆制品类、蛋类、蔬菜类等。</p>
养生冲调		<p>选取国内外优质茶原料，通过低温烘焙、超微研磨、喷雾干燥等工艺制作而成，为消费者提供更便捷的茶饮消费选择。</p> <p>产品系列主要包括五谷类、枣类、花茶类等。</p>
饮料饮品		<p>选取当前市面流行，符合主流用户需求的产品，以非贴牌流行饮品为主，满足人们解渴、解腻、解辣、提神等需求。</p> <p>产品系列主要有乳品、功能性饮品、茶饮等。</p>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 获资本注入，激励机制充分

公司成立当年 12 月份取得今日资本 5100 万元的首轮投资。2017 年 9 月通过引入高瓴资本获得融资 5 亿元，12 月整体变更为股份有限公司后，高瓴资本实现增资 3.1 亿元。截至上市前，公司的控股股东为宁波汉意，直接持有公司 41.55%，创始人杨红春、杨银芬、张国强、潘继红间接持有发行人共计 46.96% 的股份，为公司的共同实际控制人。其中杨红春（持股 28.26%，乃公司实际控制人）、杨银芬分别任公司董事长、总经理。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前，公司高级管理人员包括公司董事长杨红春、总经理杨银芬、财务负责人江慧、副总经理兼董事会秘书徐然与副总经理张国强。2018 年度公司董事、监事、高管的平均薪酬为 100.2 万元（不包含独立董事），处于行业较高水平。除实际控制人外其他高管持股比例平均为 2.36%，核心高管在上市前已获得一定股权，激励机制较为充分。

表 2：2018 年末公司董事、监事、高管的薪酬及持股情况

姓名	职务	薪酬（万元）	持股比例
杨红春	董事长	275.85	28.26%
杨银芬	董事、总经理	206.40	10.49%
张国强	董事、副总经理	132.91	5.26%
潘继红	董事	-	2.95%
柯炳荣	副总经理	75.03	0.06%
徐然	副总经理、董事会秘书	49.53	0.04%
李好好	监事	73.86	0.04%
万张南	监事	44.65	0.03%
江慧	财务负责人	43.47	0.03%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 休闲食品市场规模持续增长，集中度提升空间大

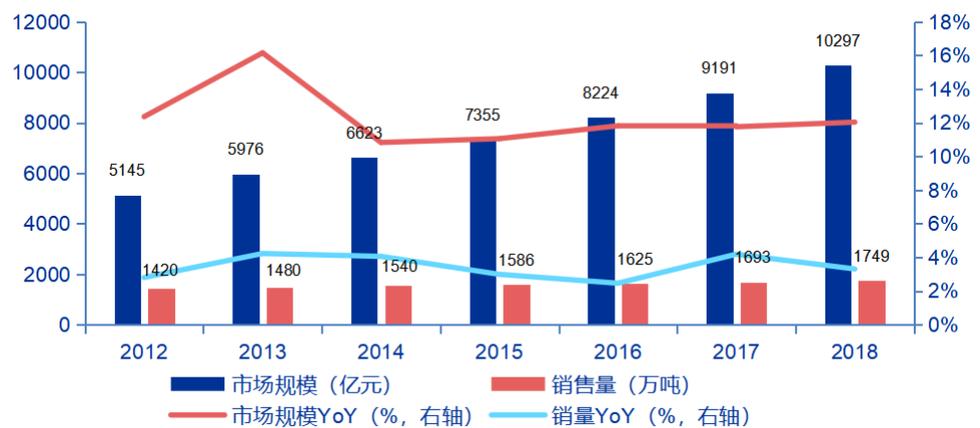
2.1 行业市场规模持续增长，人均消费潜力大

我国休闲食品行业起步于 20 世纪 70 年代，随着改革开放和消费升级，逐渐从解决温饱问题发展到引入进口零食阶段。进入 21 世纪，伴随着居民消费水平的不断提高，场景化消费和多维度的需求导致食品电商的兴起和互联网带来的渠道变革，休闲食品行业在发生重大变化。根据 Euromonitor 数据显示，2012-2018 年我国休闲食品市场规模持续增长，截至 2018 年市场规模和销量分别实现 10297 亿元和 1749 万吨，六年复合增长率分别达 12.26%、3.53%。

表 3：国内休闲食品发展历程

国内休闲食品发展历程		国内休闲食品电商发展历程	
发展阶段	市场特点	发展阶段	市场特点
初创期 (70 年代-90 年代)	物质生活缓慢回归，饼干糖果占据市场，代表性公司有大白兔、大大和麦丽素等。	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。
成长期 (90 年代-21 世纪初)	改革开放以来，舶来品和国产零食各据半壁江山，代表性公司有乐事、丹麦蓝罐、上好佳和旺旺等。	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。
繁荣期 (21 世纪之后)	21 世纪之后，随着消费升级，充饥性需求减弱，场景化消费、多维度需求待满足，代表公司有三只松鼠、良品铺子、周黑鸭和恰恰等。	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、资本实力进一步得到加强。

资料来源：公司官网，三只松鼠招股说明书，申万宏源研究

图 5：2012-2018 年休闲食品市场规模及销量 CAGR 为 12.26%、3.53%


资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

根据国家统计局的数据显示，2013-2018 年国内人均粮食消费量呈现逐年下降的趋势，从 148.7 千克减少至 127.2 千克，其中 2018 年同比降低 2.24%，消费升级趋势下，居民对于传统主食的消费需求日渐萎缩，休闲食品在居民日常饮食结构中比重增大。另一方面，通过对比国内外休闲食品的人均消费情况，我国休闲食品人均消费额不足美国的 1/10，人均消费量只有美国的 1/6，英国的 1/4，与发达国家差距较大，未来休闲食品具有巨大的提升空间和发展潜力。

图 6：2018 年国内外休闲食品人均消费情况

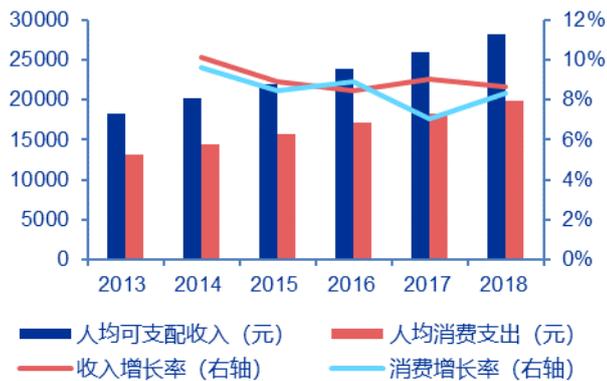

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 7：2013-2018 年国内人均粮食消费趋势

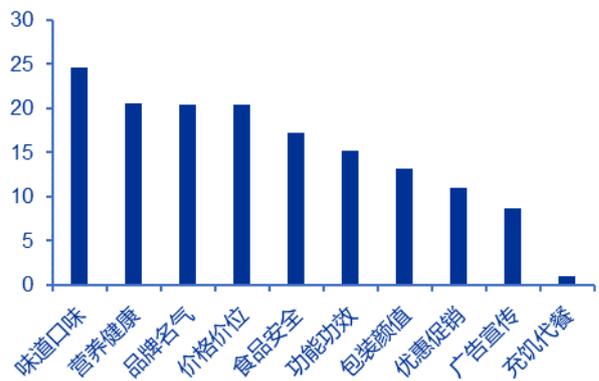

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.2 休闲食品消费趋于多元化、高端化、健康化

随着人们消费水平的提升，消费升级趋势下休闲食品消费场景逐渐丰富化，消费者对于口味和品类的需求也越来越多元化，同时对于产品营养健康的要求也在日益增高。近年来，我国休闲食品行业产品品类不断丰富，截至 2018 年主要包括糖果巧克力、烘焙糕点、膨化食品、休闲卤制品、坚果炒货以及饼干等品种，其中市场占比前三分别为烘焙糕点（24%）、糖果巧克力（12%）、膨化食品/休闲卤味/坚果炒货（10%）。根据 Euromonitor 数据显示，2011-2018 年休闲食品单价明显提高，CAGR 约 5%，居民对高端零食的需求呈现增长的趋势。

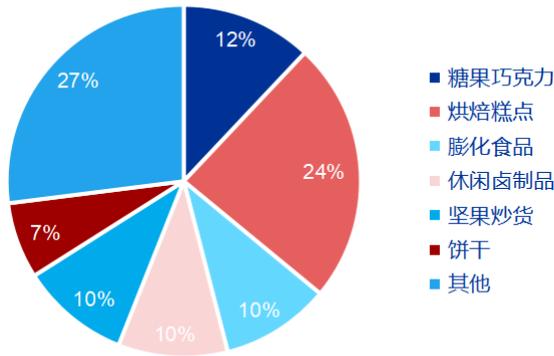
图 8：居民消费水平逐年提升


资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 9：休闲食品购买要素热度指数排行


资料来源：微热点，申万宏源研究；注：图中以充饥代餐热度为一个单位。

图 10：2018 年休闲食品各品类占比情况
图 11：2011-2018 年休闲食品吨价趋势



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

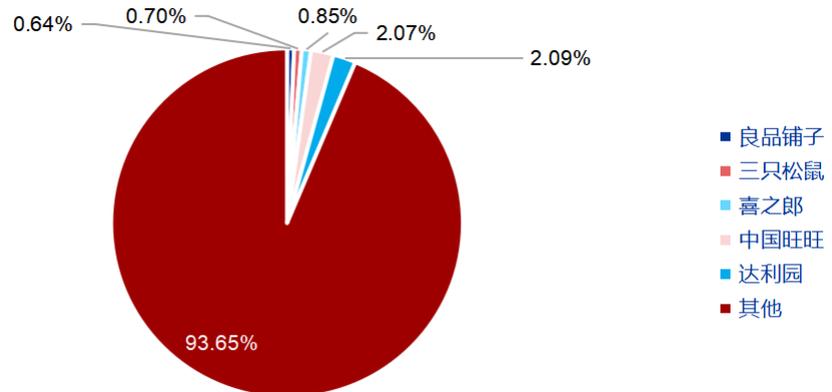


资料来源：中国海关总署，申万宏源研究

2.3 休闲食品行业集中度低，同质化竞争激烈

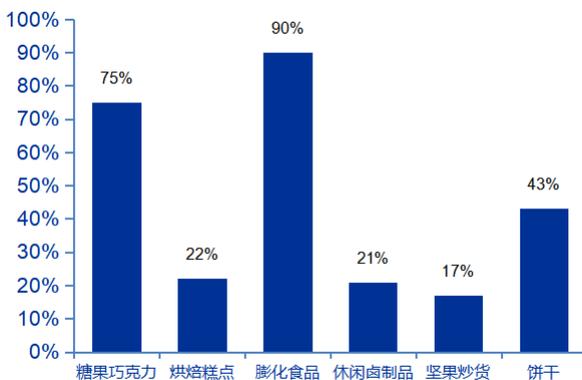
根据 Frost&Sullivan 数据显示 我国休闲食品龙头企业市占率不高 整体集中度较低，CR5 仅为 6.35%。细分品类来看，CR5 最高的种类是膨化食品（90%），其次为糖果巧克力（75%）和饼干（43%），2018 年坚果炒货 CR5 仅达到 17%，其中良品铺子占比 2%，未来细分品类集中度提升空间大。

图 12：2018 年休闲食品行业 CR5 仅为 6.35%，良品铺子占 0.64%



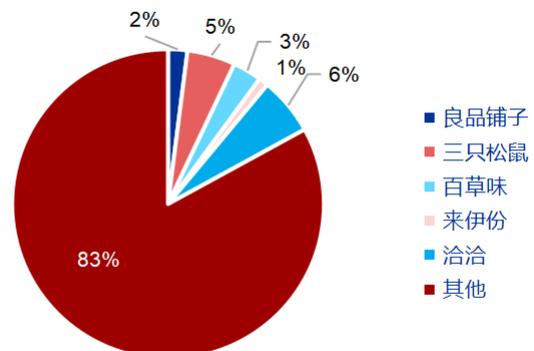
资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

图 13：2018 年休闲食品行业各品类 CR5



资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

图 14：2018 年坚果炒货 CR5 仅为 17%



资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

由于休闲食品产品的生产、加工相对容易，产品相似度，同质化竞争严重。以目前销售火热的每日坚果为例，它是一种坚果、果干混合型产品，主打小包装、健康便捷的概念，

一经推出就成为爆款。行业各大品牌几乎同一时间都开发出自己的每日坚果产品，对比这些品牌的每日坚果，从产品本身所含成分配比、包装规格到单价都基本没有太大差异。

表 4：市场上主要销售每日坚果的品牌及价格

品牌	产品名称	内容物	价格	单价
三只松鼠	每日坚果	巴旦木仁、开心果仁、榛子仁、夏威夷果仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	138 元/30 包	4.6 元/包
良品铺子	每日坚果	扁桃仁、榛子仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓果干、红提干、蔓越莓果干	138 元/30 包	4.6 元/包
百草味	每日坚果	巴旦木仁、开心果仁、榛子仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓干、葡萄干、蔓越莓干	138 元/30 包	4.6 元/包
洽洽	每日坚果	巴旦木仁、榛子仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	139 元/30 包	4.63 元/包
沃隆	每日坚果	扁桃仁、榛子仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓干、蔓越莓干	139 元/30 包	4.63 元/包
来伊份	每日坚果	巴旦木仁、榛子仁、腰果仁、核桃仁、黑葡萄干、红葡萄干、蔓越莓干	139 元/30 包	4.63 元/包

资料来源：天猫超市，申万宏源研究

2.4 头部企业有望通过品类及渠道扩张提升市占率

目前，我国休闲食品行业尤其坚果炒货、肉铺零食、果干果脯等细分品类的头部公司往往涉及多品类的业务，顺应消费多元化需求不断加速开拓品类是它们能够持续成长的必然途径。多品类的发展则需要全渠道运营作为支撑，促使头部公司近年来纷纷开始渠道的扩张。线上第一品牌三只松鼠开始布局线下，增强消费者体验，打造品牌力；而一直深耕线下的来伊份和洽洽食品，也开始通过合作电商平台等方式来打开线上市场；而线下销售区域较为集中的公司则希望通过加速新开门店来覆盖更大的销售范围。

表 5：可比公司主要模式比较

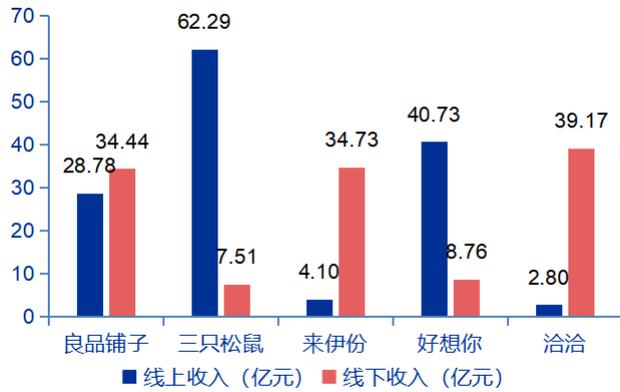
可比公司	生产模式	线上经营模式	线下经营模式	物流建设
良品铺子	以销定采 新品上市：自身供应商管理制度 成熟产品：从合格供应商清单里甄选并采购	B2B 模式、B2C 模式	直营门店、加盟门店、O2O 外卖、大客户团购	自有+租赁+与第三方仓储服务商合作 全国设立 10 个仓储基地
三只松鼠	核心环节自主、非核心环节外包 产品配方、制作工艺：自主研发和统一安排 加工环节：认证供应商监督 最终产品：公司分装及全面检测工序	第三方销售平台、手机 APP、微信商城	线下体验店、联盟小店、投食店	总配送中心+区域配送中心+城市仓 多层次物流配送体系 全国设有 8 个自有仓，15 个合作仓
来伊份	产品采购：产品经理负责制 产品设计与研发：大数据分析+市场经验+产品经理负责制 加工生产：外包供应商	B2B 模式、B2C 模式(平台旗舰店直营门店、加盟模式和自营 APP 平台模式)	上海总部：自建自动化、数字化的仓储物流基地+与承运商合作 江浙沪京：设立 RDC 分仓+与其它第三方服务商合作设立终端仓	
好想你	代工生产 保证食品安全：成立食品研究院	第三方销售平台	积极布局新零售，主要为外包模式	售，开设售价百建立了具有仓储及配送功能的杭州临

产品研发：建立智能一体化杭州临江基地

草味线下门店 江基地

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：头部公司渠道布局存在差异



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：线下头部公司销售区域较为分散



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 高端差异化竞争，严品控重研发突显“良品”价值

3.1 塑造高端化品牌形象，全品类均衡发展

为了应对行业同质化竞争加剧态势，良品铺子于 2018 年确立了高端零食的战略，通过高端形象代言人、升级门店、广告投入等不断开展品牌高端形象建设，不断强化公司产品在消费者心中“好吃小贵”的认知。产品定价虽比同类略高 3-5%，但迎合了消费者对于休闲食品高端、品质的追求，打造出自身品牌的差异化竞争优势。

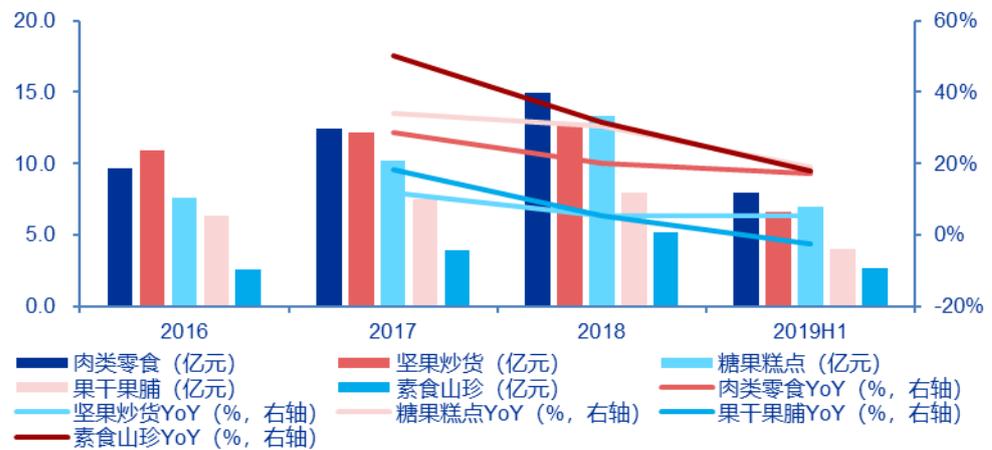
图 17：19 年起公司签约吴亦凡为代言人，打造品牌高端形象



资料来源：公司官网，申万宏源研究

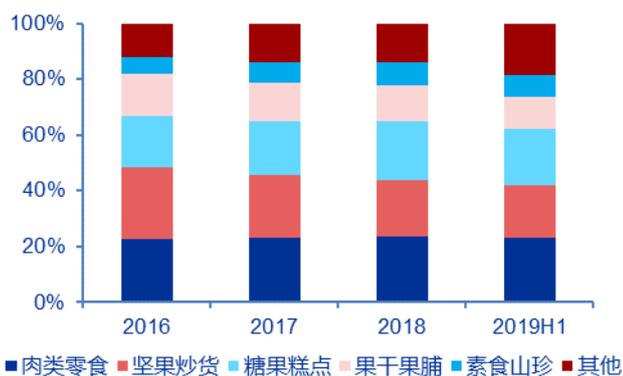
相较于同行，公司产品品类均衡发展，以消费者需求和利润而不是产品销量为导向进行品类拓展。原本收入占比最高的坚果炒货品类近几年增速明显放缓，肉类零食成为收入占比最高的品类，主要是电商渠道为实现不同品类的均衡发展，并改善了渠道毛利率水平，公司将更多的折扣、宣传资源由坚果炒货向其他品类倾斜，品类分布均匀化。各品类毛利率水平呈现不同幅度的稳步增长，且有逐年趋近的态势。截至 2019H1，公司肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍品类分别占销售收入的 23.0%、19.0%、20.1%、11.7%、7.8%；而三只松鼠收入约 53.0%是坚果类产品；洽洽食品收入的 66.9%是葵花子类产品；好想你收入的 43.8%是坚果类产品。基于丰富的品类经验，公司进一步注重研发新品，仅 19 年公司就推出 400 多种新品。未来公司的产品品类将依托深度的研发创新，通过消费者需求的不断细分来拓展高端零食的品类，如儿童零食、健身零食等。

图 18：公司多品类收入均衡增长



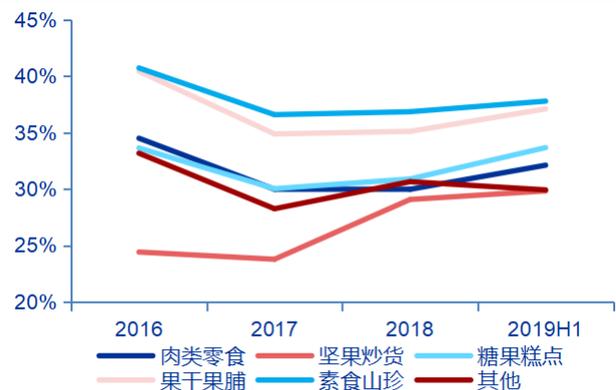
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：公司分品类收入构成情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：公司分品类毛利率变化情况



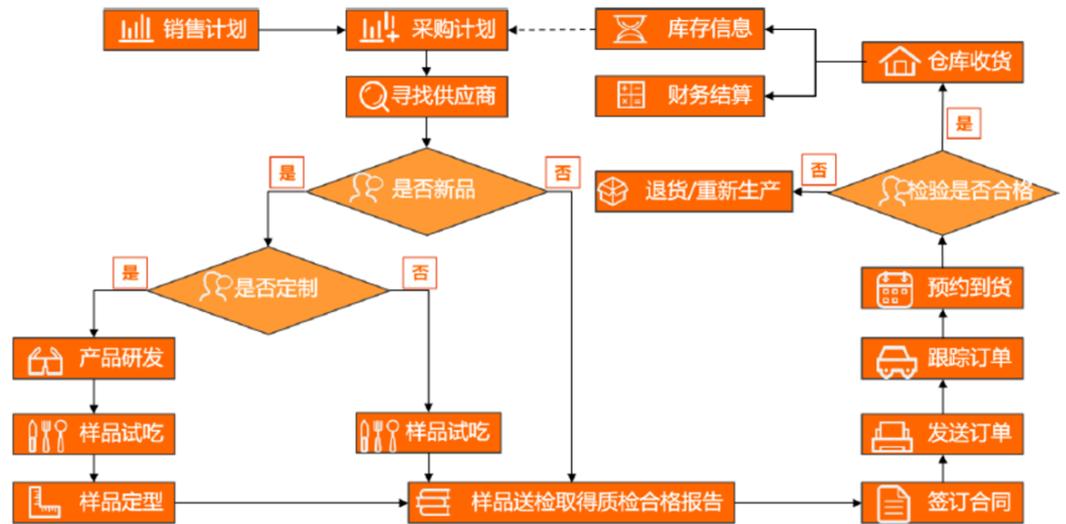
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 产品品质为基础，坚持严格质量监控的采购模式

产品品质是高端化的必要基础，公司以严格、全方位的质量控制保证了产品安全及品质。首先，在原材料方面，公司严格按照标准进行收购、筛选、运输、存储、加工等，并保证所有环节可监控、可追溯。由于公司产品生产采用供应商代工的方式，在供应商选择上综合考评其生产资质、质量管理体系、合作理念、产能等，优选品类头部供应商并建立

长期稳定合作。同时，公司以销定产，销售计划、库存计划、采购计划三个环节相互配合，并采用订货最小单元，保证代工厂不存在库存积压情况，进一步确保采购产品的质量。

图 21：公司以销定产，采购模式基于严格的质量监控

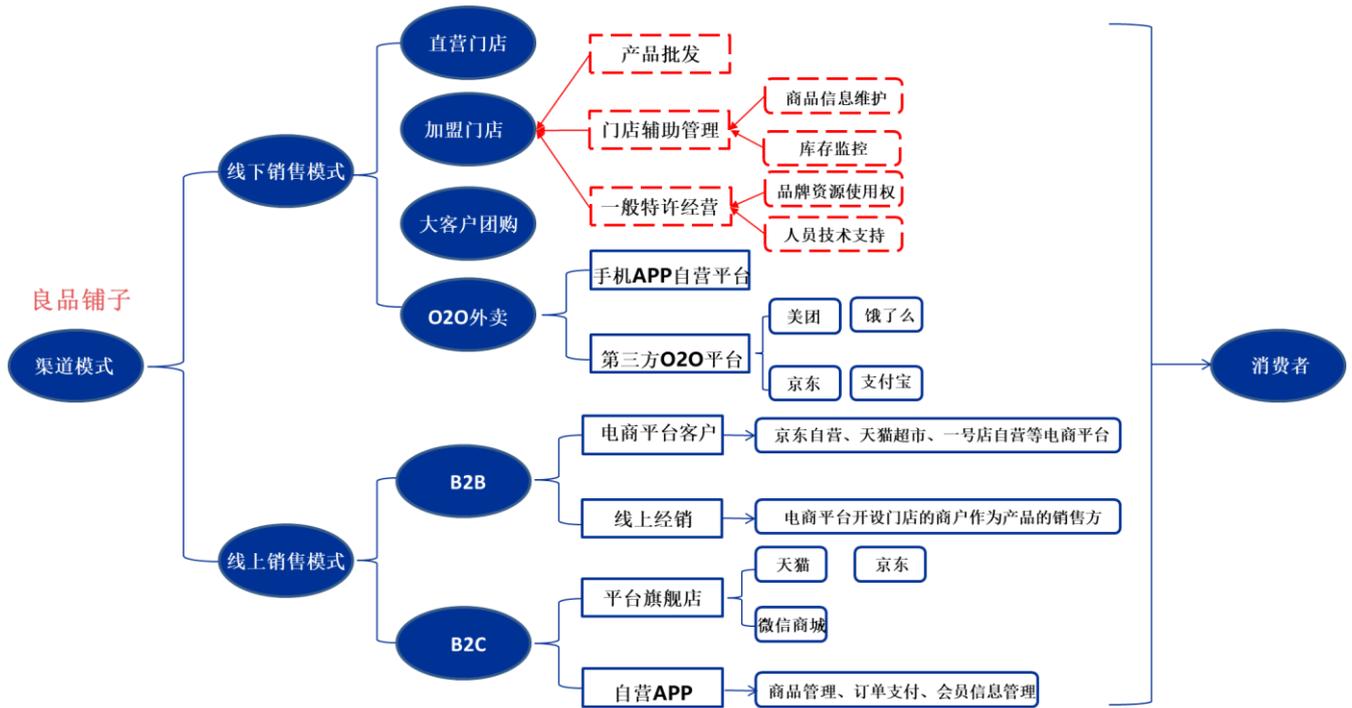


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 打造全渠道营销网络，线上线下载发力

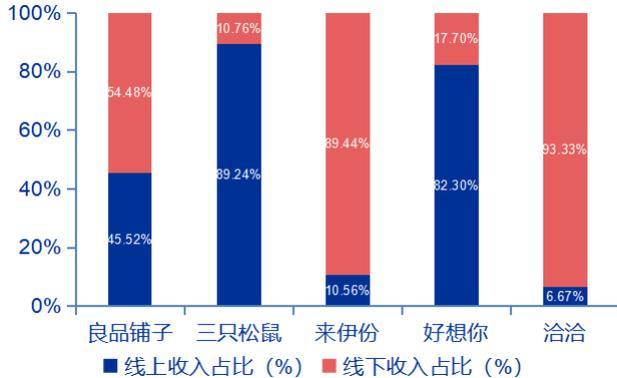
线上+线下全面布局，较同行渠道发展更为均衡。公司线下渠道发展为先，同时较早布局了线上渠道，一方面享受到了互联网流量红利释放，2017-2018 年公司线上收入实现两年复合增速超过 42%，驱动公司整体收入复合增速超 22%；另一方面线下依托其自身门店拓展及单店收入增长实现稳步增长。截至 2018 年底，公司线下、线上收入占比分别约为 54%、46%，相较于同行明显更为均衡（三只松鼠、好想你线上渠道占优；洽洽食品、来伊份线下渠道为主），领先行业布局全渠道，为公司未来的全国化扩张奠定了一定基础。

图 22：公司打造全渠道销售网络



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 23：良品铺子线上线下渠道较同行均衡



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：公司线上线下收入变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

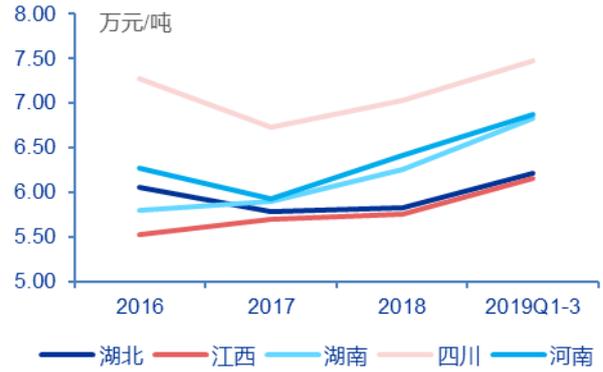
公司在全渠道均衡发展的同时不断进行渠道结构的调整和渠道效率的改善，从而实现各渠道业务稳步增长以及利润率的提升。分渠道来看，线下加盟模式的毛利率要低于直营模式，因为公司向加盟商的销售定价低于直营，以维持加盟模式下加盟门店运营开支；线上业务在发展初期由于公司通过价格手段扩大规模导致毛利率相对较低。因此，2016-2017年公司受加盟渠道及线上销售收入占比提升的影响，主营业务毛利率从 32.9% 下降到 29.5%。2018 年起，公司逐步提升加盟门店的终端零售指导价和产品批发加价率，加盟渠道毛利率提升；而线上业务则是通过提高毛利率较高的 B2C 模式销售占比以及线上规模效应的逐步体现来实现毛利率的改善。因此，公司 2018 年主营业务毛利率实现改善，同比提升约 1.8pct 至 31.3%。

图 25：公司线下各品类均价变化情况

图 26：公司线下主要省份销售均价变化情况



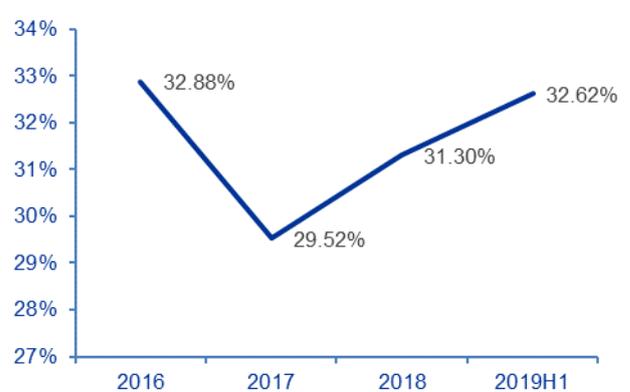
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：公司各渠道毛利率变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

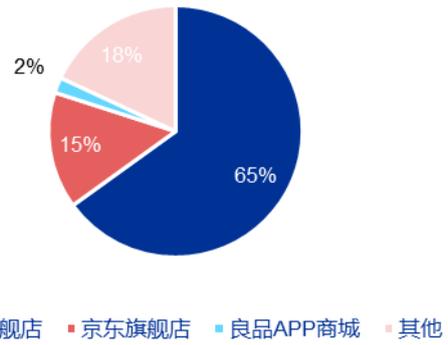
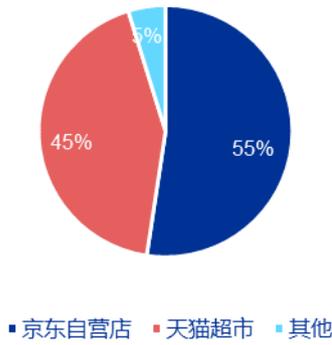
图 28：公司主营业务毛利率变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.1 线上布局较早，享受流量红利快速增长

公司线上渠道主要包括 B2B 模式和 B2C 模式，其中 B2B 模式主要以线上经销为主，京东自营和天猫超市分别占 55% 和 45%，2016-2018 年三年复合增长率达 53.5%。B2C 模式强调与天猫（65%）、京东（15%）、微信商城（2%）等第三方销售平台签订服务协议，2019H1 实现营收 11.4 亿，2016-2018 年三年复合增长率为 51%。2018 年起，公司线上渠道 B2C 模式增速快于 B2B 模式，主因公司有意识逐步停止线上经销商业务，简化渠道管理难度。费用方面，公司线上业务推广费用占线上业务收入比 2016 至 2018 年呈小幅下降趋势，2019H1 提升明显，可能由于下半年双 11、双 12 费用投入前置所致；公司线上单位运杂费用自 2016 至 2019H1 下降约 1 元，主因线上业务规模效应及供应链系统的不断优化。公司线上业务整体布局较早，具有先发优势，充分享受到了互联网流量红利，实现了快速增长。目前尽管线上流量红利在逐步减弱，但线上零食巨头的规模和品牌优势已经建立，新进入者已难以追赶，公司线上销售规模行业前三，今后仍能够跟随行业线上渗透率的提升实现稳步增长，并通过品类扩张打造新增长点。

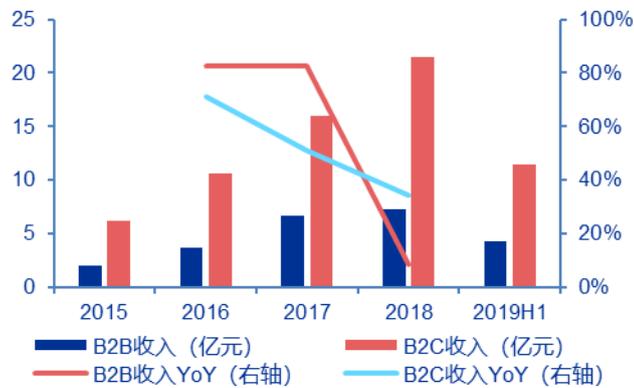
图 29：公司线上 B2B 渠道构成
图 30：公司线上 B2C 渠道构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

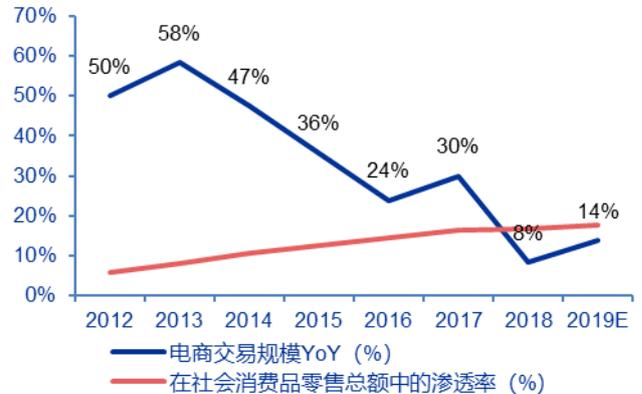
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：线上分渠道营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：电商红利逐渐减少



资料来源：三只松鼠招股说明书，申万宏源研究

图 33：公司线上推广费用/线上业务收入比值变化



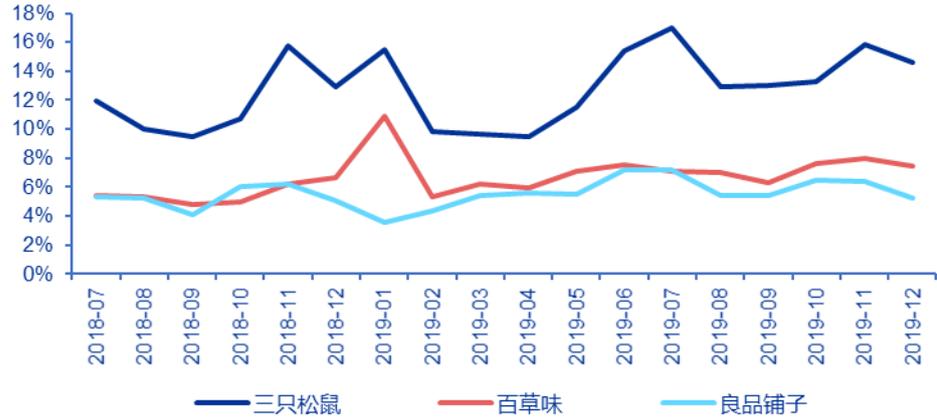
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：公司线上业务单位运杂费用变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：淘宝线上销售零食主要品牌销售额占比变化情况



资料来源：淘宝网，申万宏源研究

4.2 线下“加盟为主”，依托加盟店管控优势稳步扩张

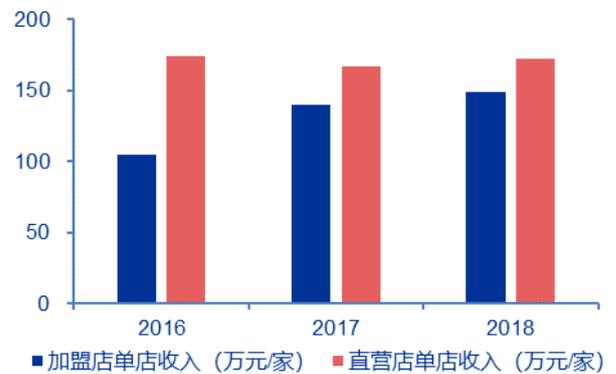
加盟店加速扩张，单店收入提升，线下收入稳步增长。公司 2016 年起将加盟模式作为线下扩张主要方式，并于 2017 年起开始优化加盟店结构，推行“开大店、关小店”等策略，加盟店单店收入从 2016 年的约 105 万元/家提升至 2018 年的约 149 万元/家，未来将结合线上线下打造智慧门店，进一步提高门店效率，单店收入增长仍具有潜力；同时，公司对于加盟店的管控优势、以及空白市场的开拓，将有助于其线下加速扩张，线下收入稳步增长可期，截至 2018 年底，加盟模式收入已突破 20 亿元，16-18 复合增速约 25%。2016 至 2019H1，单个加盟商门店数目为 4.71、4.57、4.54、4.43 家/个，新加盟商的进入助力加盟店迅速扩大规模。

图 36：公司线下销售模式收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

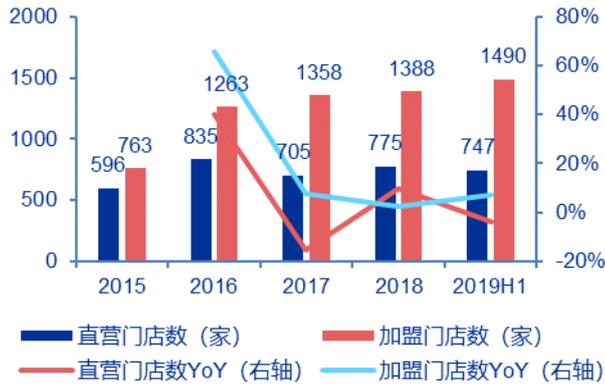
图 37：公司线下门店单店收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：公司线下门店数目变化情况

图 39：单个加盟商门店数目情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

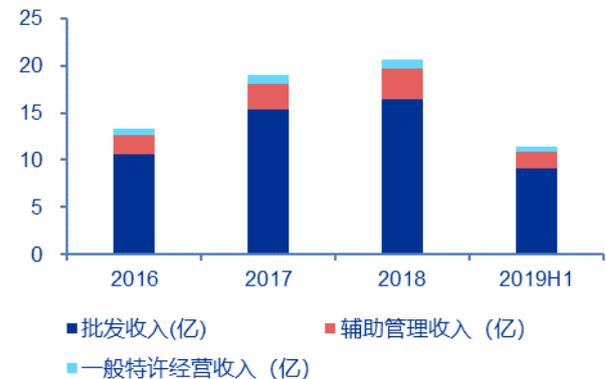


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司加盟模式除了向加盟商批发产品外，还向门店提供包括商品信息维护、库存监控等辅助管理服务，以及人员培训、技术支持、业务培训等，维护、监控加盟商商品销售信息的同时，给予统一、标准化的管理和指导。店员由公司统一培训、管理，减轻了公司人力资源负担。公司在加盟模式确认收入上较同行更为谨慎，保证了公司对加盟店不存在压货行为，减轻加盟商资金压力，增强其合作意愿。而加盟商则利用其资金及门店资源开拓公司业务，并对门店进行督导。测算公司加盟店模式净利率在 10% 左右，平均新开店约 18 个月收回成本，快于行业平均。

图 40：线下加盟商数量变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：加盟模式收入构成及变化


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：各公司加盟模式收入确认差异

公司	加盟模式收入确认情况
来伊份	根据加盟商的定单发货，加盟商确认收货后，确认收入。
三只松鼠	加盟店直接向公司下单，公司收到加盟店订单后将货物运送至加盟店，加盟店验收合格后确认收入。
好想你	根据客户订单发货出库（第三方物流）后确认收入。
良品铺子	产品最终交付给终端消费者后依据加盟店信息管理系统的出库记录确认收入。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

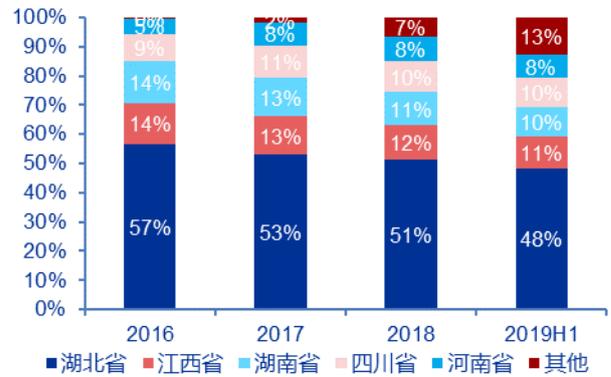
4.3 深耕华中优势市场，拓展华东华南逐步辐射全国

华中市场作为公司发源地和根据地，收入占比近 70%，是公司的主力市场，其中仅湖北省收入占公司总收入约 50%。除湖北、江西、湖南、四川、河南五省外的区域存在较多

空白市场亟待开拓。按照计划，募投资金将有一部分用于线下新开门店，其中 3 年内将持续深耕华中地区，同时加强拓展华东、华南区域主要省份重点城市。

图 42：公司主要区域市场销售占比变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43：公司主要省份销售占比变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：新开门店项目计划开店数

省份	城市	数量（家）			
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
湖北	武汉	18	5	5	28
湖南	长沙	12	7	2	21
江西	南昌	7	3	0	10
河南	郑州	12	23	20	55
四川	成都	12	15	0	27
重庆	重庆	11	7	7	25
陕西	西安	18	7	7	32
江苏	南京	15	13	10	38
	苏州	9	2	0	11
浙江	杭州	10	7	2	19
	宁波	0	0	5	5
上海	上海	5	7	2	14
安徽	合肥	10	2	2	14
广东	深圳	36	7	0	43
	广州	12	8	0	20
广西	南宁	5	7	2	14
合计		192	120	64	376

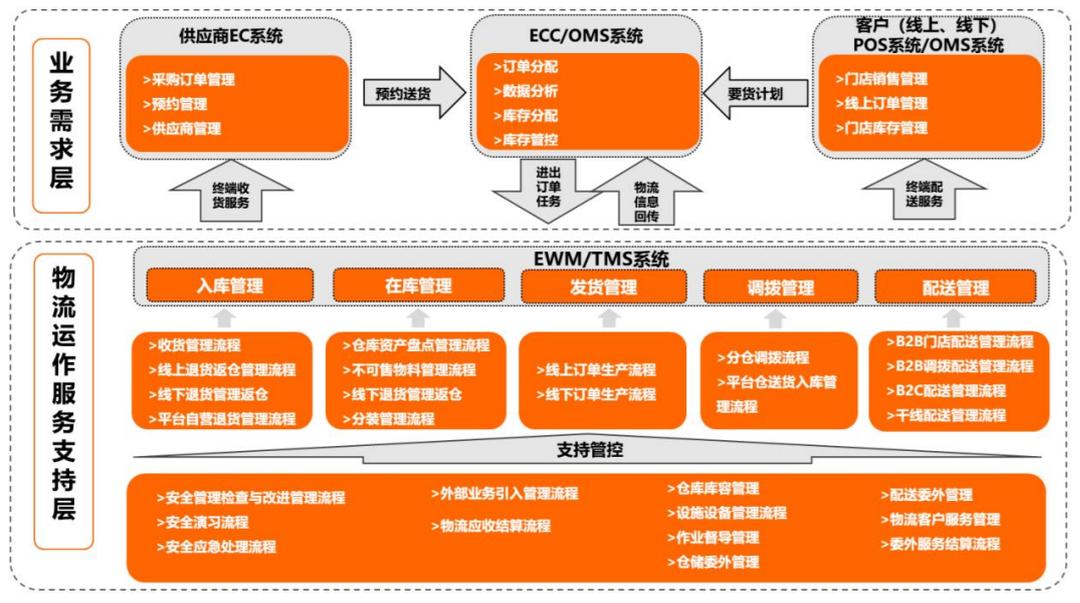
资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 供应链优势显著，支撑高效周转，盈利能力稳步提升

5.1 上中下游全面供应链管理，周转率行业领先

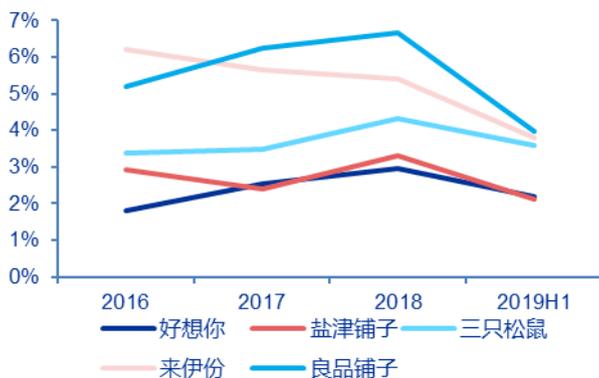
公司具备完善的上下游供应链体系，结合了原料采购、工厂监控、库存管理、物流配送、商品销售等各个环节，并积累了多年的管理经验。一方面通过全链路的监控和管理，构建完善的质量控制体系和切实有效的质量控制措施，以保证产品质量，从而提高品牌的美誉度；另一方面系统整合从采购到销售的全过程，从而节省人力、物力和时间，不断提升运营效率。公司存货周转率行业第一，并仍处于提升通道中，此外，公司应收账款周转率也处于行业较好水平，具备一定供应链管理优势。

图 44：公司仓储物流流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 45：主要公司存货周转率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：主要公司应收账款周转率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

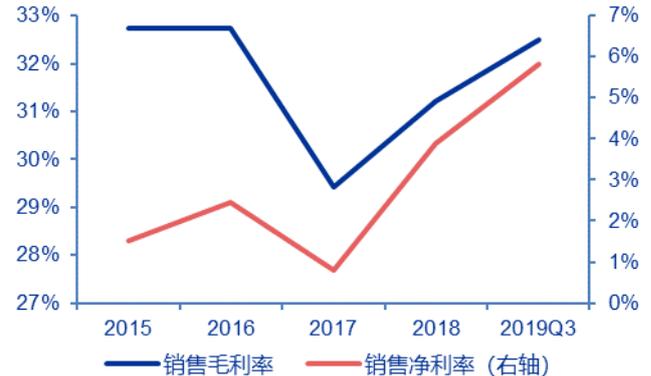
5.2 持续投入信息化建设，运营效率改善，净利率提升

坚持不断投入信息化建设，数字化赋能各个环节的管理和运营，高效协同公司资源。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。基于经营活动中积累的会员、产品、门店、行业、供应商等方面的大量数据，公司在商品补货、门店选址、精准营销、品类管理等方面进行持续的数字化应用探索，有效的改善了公司的运营效率和运营质量。公司销售费用率从 2015 年的 22.8% 下降至 2018 年的 19.5%，管理费用率下降 0.75pct。公司净利率受益于高端化战略和运营效率改善稳步提升，从 2015 年的 1.5% 提升 2.4pct 至 2018 年的 3.9%。

图 47：公司销售及管理费用率变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：公司毛利率及净利率变化情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

6. 本次募集资金用途

公司首次公开发行人民币普通股不超过 4100 万股，募集资金扣除发行费用后公司将投入到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改造升级项目中。募投项目总额为 7.7 亿，计划使用募集资金 4.2 亿，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 8：IPO 项目募投情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)	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		77,337.97	42,034.83	-

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

分项目来看，全渠道营销网络建设项目主要包括新店开设、老店升级改造、无线自营 APP 升级开发三项建设内容。第一，计划 3 年内在 13 个省份开设 376 家直营店，一方面弥补优势区域（华中地区）控制薄弱的部分，另一方面完善薄弱区域（华东、华南地区）的营销网络布局，以期提高产品市占率。第二，当前运营期超过 3 年的店铺普遍存在面积整体偏小、空间不足、装修老旧等缺点，通过对 652 家老店集中整改，提高现有门店的有效使用率和品牌形象。第三，计划对现有无线自营 APP 版本进行升级和推广，实现线上销售渠道与线下实体店销售渠道的优势互补，构成 O2O 闭环增加客户粘性，从而提升盈利能力。

力和竞争优势。

表 9：全渠道营销网络建设项目预计经济效益

序号	项目名称	指标值
1	平均年销售收入（万元）	109,107.03
2	平均年营业利润（万元）	4,605.54
3	平均税后年净利润（万元）	3454.15
4	平均所得税后项目投资内部收益率	22.84%
5	平均所得税后项目投资静态回收期（年，含建设期）	5.09

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

仓储与物流体系建设项目针对物流仓储现状难以满足未来线上及线下增长的需求，通过在北京、广州、嘉兴等地建设仓库，增加仓储面积，采用高度自动化的仓储系统，进一步提高物流配送服务标准和竞争力；信息系统数字化升级项目旨在对公司业务、门店、商品、用户、人力资源、IT 进行全面升级，一方面提升公司的内部经营管理能力和数据分析能力，从而支持战略发展和管理决策，另一方面融合全渠道系统，提高市场反馈效率；食品研发中心与检测中心改造升级项目重点改善研发与检测辅助设施。三类项目本身不直接产生经济效益，但对于提高公司长期核心竞争力和盈利能力具有重要的促进作用。

7. 公司盈利预测与估值

关键假设

公司线上布局较早，具有先发优势，目前尽管线上流量红利在逐步减弱，但线上零食巨头的规模和品牌优势已经建立，新进入者已难以追赶，公司线上销售规模行业前三，今后仍能跟随行业线上渗透率的提升实现稳步增长，并通过品类扩张打造新增长点，我们预测 19-21 年公司线上业务收入增速分别为 26.2%、17.7%、17.4%，其中主要增长来自具有更高毛利率的 B2C 业务；公司线下业务采取“加盟为主、直营为辅”的门店拓展方式，计划未来三年加盟店拓展略有加速，但由于公司约 50%的销售在湖北省，预计 2020 年将受到新型冠状病毒感染肺炎疫情疫情影响，但疫情影响是一次性、阶段性的，预计二季度起将逐步恢复，预测公司 19-21 年线下业务收入增速分别为 16.30%、5.03%、19.65%。结合公司线上线下业务发展，我们预测公司 19-21 年营业总收入为 76.96、85.42、101.16 亿元，同比增速为 20.7%、11.0%、18.4%。

表 10：公司收入分拆及预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5424.07	6377.56	7695.55	8542.47	10116.19
同比增速	26.5%	17.6%	20.7%	11.0%	18.4%
主营业务收入	5373.26	6321.73	7636.93	8480.92	10051.56
同比增速	27.0%	17.7%	20.8%	11.1%	18.5%
其他收入	50.81	55.83	58.62	61.55	64.63
同比增速	-13.7%	9.9%	5.0%	5.0%	5.0%
线上收入	2268.10	2877.81	3631.78	4274.28	5018.45

同比增速	59.1%	26.9%	26.2%	17.7%	17.4%
B2B 收入	670.84	729.18	838.55	922.41	996.20
同比增速	82.48%	8.70%	15.00%	10.00%	8.00%
B2C 收入	1597.26	2148.64	2793.23	3351.88	4022.25
同比增速	51.00%	34.52%	30.00%	20.00%	20.00%
线下收入	3105.16	3443.91	4005.15	4206.64	5033.11
同比增速	10.70%	10.91%	16.30%	5.03%	19.65%
直营店收入	1177.14	1333.51	1462.13	1521.42	1797.25
同比增速	-19.29%	13.28%	9.65%	4.05%	18.13%
加盟店收入	1900.45	2067.64	2487.42	2618.51	3152.47
同比增速	43.0%	8.8%	20.3%	5.3%	20.4%
大客户团购收入	27.58	42.76	55.59	66.71	83.39
同比增速	53.71%	55.05%	30.00%	20.00%	25.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司线上具备一定规模优势，线下经营效率不断改善，推动公司整体毛利率的提升，我们预测公司 19-21 年毛利率分别为 32.0%、32.4%、32.9%。费用率方面，由于我国休闲食品行业集中度偏低，行业竞争仍然激烈，我们预测公司销售费用率 19-21 年仍呈现提升趋势，分别为 19.67%、20.17%、20.72%；由于公司近年来持续投入信息化建设，通过数字赋能，协同公司资源，提高公司管理效率，我们预测 19-21 年公司管理费用率（含研发费用）将逐年下降，分别为 5.87%、5.73%、5.42%。

综上，我们预测公司 19-21 年实现归母净利润 3.53、3.92、4.79 亿元，同比增速为 47.9%、11.2%、22.2%；摊薄 EPS 为 0.98、0.98、1.20 元（基本 EPS 为 0.88、0.98、1.20 元），当前收盘价对应 19-21 年 PE 为 17x、17x、14x。

相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值，参考可比公司平均估值，当前股价（2020.2.24）对应 2020 年可比公司平均 PE 为 37x，其中以线上渠道为主的三只松鼠 2020 年动态估值 61x，以线下渠道为主的洽洽食品估值 29x，考虑公司全渠道、全品类的发展模式，认为公司 30-35x 为估值合理区间。我们给予公司目标价 29.3-34.2 元，对应 2020 年 30-35xPE，考虑到公司上市股价涨停打开后的空间，首次覆盖，给予增持评级。

表 11：可比公司估值

		2020/2/24	归母净利润			增速（%）			PE		PS	
		股价	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E
300783.SZ	三只松鼠	68.34	3.45	4.48	5.73	13.6%	29.9%	27.8%	79.4	61.1	47.8	2.2
002582.SZ	好想你	10.96	1.93	2.07	2.50	48.7%	7.6%	20.4%	29.3	27.3	22.6	0.8
002557.SZ	洽洽食品	41.58	6.01	7.28	8.62	38.9%	21.1%	18.4%	35.1	29.0	24.5	3.8
002847.SZ	盐津铺子	45.36	1.23	1.80	2.63	73.9%	46.9%	45.8%	47.5	32.3	22.2	3.0
603777.SH	来伊份	11.41	0.96	1.15		849.7%	19.8%		40.3	33.6		0.8
	平均									36.7		2.1
603719.SH	良品铺子	17.14	3.53	3.92	4.79	47.9%	11.2%	22.2%	19.5	17.5	14.3	0.8

资料来源：wind，申万宏源研究；注：除洽洽食品和良品铺子外，其他公司采用万得一致预期。此处 PE 计算使用当前股本。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,424	6,378	7,696	8,542	10,116
营业收入	5,424	6,378	7,696	8,542	10,116
线上	2,268	2,878	3,632	4,274	5,018
线下	3,105	3,444	4,005	4,207	5,033
营业总成本	5,367	6,072	7,250	8,042	9,495
营业成本	3,828	4,387	5,231	5,776	6,792
线上	1,687	2,059	2,579	3,013	3,513
线下	2,100	2,284	2,606	2,715	3,229
税金及附加	30	33	43	46	55
销售费用	1,055	1,240	1,514	1,723	2,096
管理费用	426	384	430	467	524
研发费用	20	21	22	23	24
财务费用	4	2	8	6	4
资产减值损失	3	4	0	0	0
信用减值损失	0	0	2	1	1
其他收益	24	8	0	0	0
投资收益	31	32	32	32	32
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	4	0	0	0	0
营业利润	116	346	478	533	654
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	115	347	478	533	654
所得税	72	99	112	125	155
净利润	43	248	367	408	498
少数股东损益	5	9	14	16	19
归母净利润	38	239	353	392	479

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

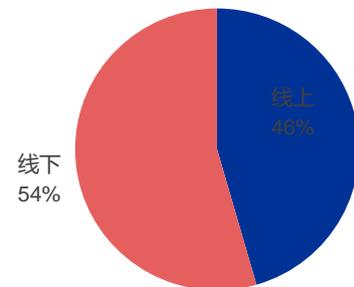
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	43	248	367	408	498
加：折旧摊销减值	87	94	23	22	22
财务费用	0	0	8	6	4
非经营损失	-34	-36	-32	-32	-32
营运资本变动	119	-186	32	-19	-37
其它	329	28	0	0	0
经营活动现金流	544	148	397	384	455
资本开支	185	262	0	0	0
其它投资现金流	294	117	32	32	32
投资活动现金流	109	-145	32	32	32
吸收投资	326	21	0	41	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	342	2	32	41	43
其它融资现金流	0	-27	0	0	0
融资活动现金流	-16	-8	-32	0	-43
净现金流	637	-5	398	417	444

资料来源：wind，申万宏源研究

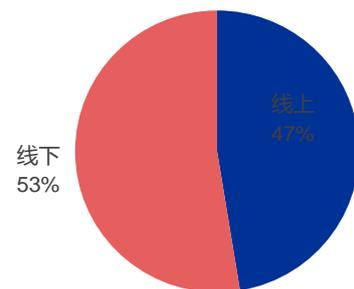
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,350	2,378	2,742	3,177	3,657
现金及等价物	1,070	1,037	1,435	1,852	2,296
应收款项	311	332	370	381	398

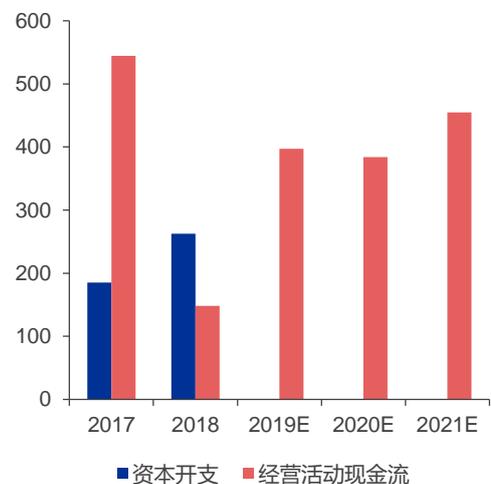
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



存货净额	591	712	640	648	666
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	378	297	297	297	297
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	400	530	508	487	466
无形资产及其他资产	205	275	275	275	275
资产总计	2,956	3,183	3,526	3,939	4,398
流动负债	2,100	2,056	2,056	2,056	2,056
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	1,695	1,629	1,629	1,629	1,629
其它流动负债	405	427	427	427	427
非流动负债	0	8	8	8	8
负债合计	2,100	2,064	2,064	2,064	2,064
股本	360	360	360	401	401
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	418	418	418	418	418
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	1	5	11	18	27
未分配利润	59	293	616	966	1,398
少数股东权益	18	42	56	72	91
股东权益	856	1,119	1,462	1,875	2,334
负债和股东权益合计	2,956	3,183	3,526	3,939	4,398

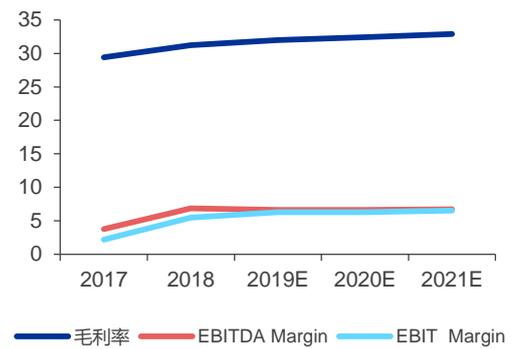
资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

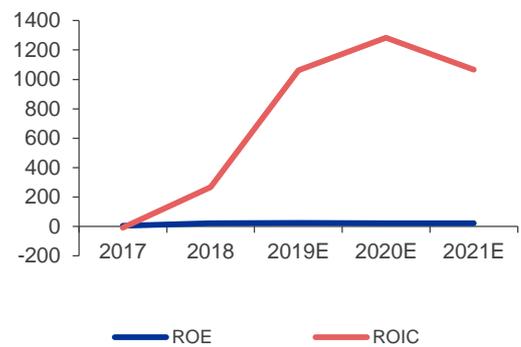
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.10	0.59	0.98	0.98	1.20
每股经营现金流	1.36	0.37	1.10	0.96	1.13
每股红利	-	-	0.07	0.09	0.10
每股净资产	2.09	2.68	3.90	4.50	5.60
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	-8.0	267.7	1061.0	1284.0	1065.6
ROE	4.6	22.2	25.1	21.8	21.4
毛利率	29.4	31.2	32.0	32.4	32.9
EBITDA Margin	3.7	6.9	6.6	6.6	6.7
EBIT Margin	2.2	5.5	6.3	6.3	6.5
营业总收入同比增长	26.5	17.6	20.7	11.0	18.4
归母净利润同比增长	-61.2	520.7	47.9	11.2	22.2
资产负债率	71.1	64.9	58.5	52.4	46.9
净资产周转率	6.47	5.92	5.48	4.74	4.51
总资产周转率	1.84	2.00	2.18	2.17	2.30
有效税率	85.6	31.4	25.0	25.0	25.0
股息率	-	-	0.4	0.5	0.6
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	178.8	28.8	17.5	17.5	14.3
P/B	8.2	6.4	4.4	3.8	3.1
EV/Sale	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	28.7	13.4	10.8	9.1	6.9
股本	360	360	360	401	401

资料来源：wind，申万宏源研究

经营利润率(%)



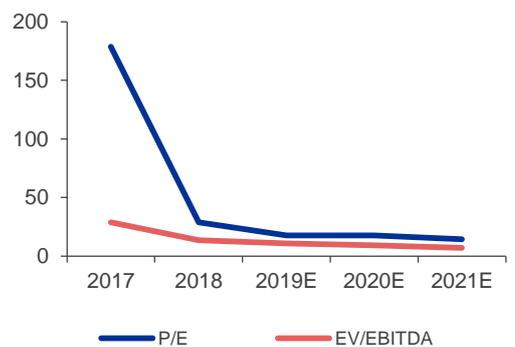
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。