



www.leadleo.com

2021年 良品铺子企业研究报告

2021 Bestore Co.,Ltd. Research Report

2021年 Bestore Co.,Ltd.の詳細な調査レポート

概览标签：休闲零食、肉类零食、坚果炒货、果干果脯、糖果糕点、素食山珍、高端化、健康化

报告主要作者：尹铭媚
2021/01

报告提供的任何内容（包括但不限于数据、文字、图表、图像等）均系头豹研究院独有的高度机密性文件（在报告中另行标明出处者除外）。未经头豹研究院事先书面许可，任何人不得以任何方式擅自复制、再造、传播、出版、引用、改编、汇编本报告内容，若有违反上述约定的行为发生，头豹研究院保留采取法律措施，追究相关人员责任的权利。头豹研究院开展的所有商业活动均使用“头豹研究院”或“头豹”的商号、商标，头豹研究院无任何前述名称之外的其他分支机构，也未授权或聘用其他任何第三方代表头豹研究院开展商业活动。



头豹研究院简介

- ◆ 头豹研究院是中国大陆地区首家**B2B模式人工智能技术的互联网商业咨询平台**，已形成集**行业研究、政企咨询、产业规划、会展会议**行业服务等业务为一体的一站式行业服务体系，整合多方资源，致力于为用户提供最专业、最完整、最省时的行业和企业数据库服务，帮助用户实现知识共建，产权共享
- ◆ 公司致力于以优质商业资源共享为基础，利用**大数据、区块链和人工智能**等技术，围绕**产业焦点、热点问题**，基于**丰富案例和海量数据**，通过开放合作的研究平台，汇集各界智慧，推动产业健康、有序、可持续发展



四大核心服务：

企业服务

为企业提供**定制化报告服务、管理咨询、战略调整**等服务

云研究院服务

提供行业分析师**外派驻场**服务，平台数据库、报告库及内部研究团队提供技术支持服务

行业排名、展会宣传

行业峰会策划、**奖项评选**、行业白皮书等服务

园区规划、产业规划

地方**产业规划**，**园区企业孵化**服务

概览摘要

良品铺子定位“高端零食”，拥有1,400余款SKU，主要由肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍五大品类构成，产品收入相对稳定，结构较为均衡。良品铺子在已具优势的全渠道均衡发展基础上，进一步植入新零售，发力构建门店终端、电商平台、移动APP、O2O外卖等多触点销售模式，建立品牌和顾客交互的全方位触点。作为高端休闲零食龙头，品类扩张和渠道变革助力突围，产品矩阵完善，供应链优势显著，良品铺子未来可期。

◆ 全渠道网络及信息化建设，形成运营系统有效闭环

良品铺子具有线上线下全渠道网络提供保障，实现线上线下相互引流，稳定高效可扩展的信息系统将成为休闲零食企业保持核心竞争力的关键所在。良品一直重视信息化建设，对线上业务、终端门店、人力资源等IT模块进行全面升级，保障信息系统为日益扩展的业务内容提供全流程支持。公司经过多年的技术积累，已基本完成了前中后台的信息化系统的搭建，实现了前台系统灵活覆盖、中台系统高效集成、后台系统文件支撑。

◆ 完整产品研发体系，助力细分市场的开拓

从技术方面来看，良品铺子成功研发或改进了中温灭菌技术、三重控糖技术、双重燃脂技术等，并将它们运用到具体产品创新上。公司已经研发出自有配方和工艺，实现中温灭菌技术落地，运用到去骨鸭掌、酱卤牛肉等产品上。从细分市场角度，公司正在研发适合特定人群的零食产品，如儿童、健身人群、孕妇等，“高端零食”战略已经初步奠定了良品铺子的高端品牌优势，未来，消费升级和健康趋势将继续推动差异化产品市场渗透率提升。

◆ 特色和差异化是发展的核心，未来公司将加速抢占高端零食市场

良品铺子作为中国高端休闲零食龙头企业，拥有“全品类+全渠道”的成熟运营能力及体系建设。目前公司线下门店运营提效升级，开店计划稳步推进，未来有望凭借产品差异化、销售品牌化、组织平台化、渠道数字化、门店布局全国化加速占领中国休闲零食市场。

目录 (1/2)

◆ 名词解释	-----	09
◆ 良品铺子企业概述	-----	10
• 发展历程	-----	12
• 销售渠道	-----	13
• 产品矩阵	-----	14
• 股权结构	-----	15
◆ 良品铺子所处行业分析	-----	16
• 中国休闲零食市场综述	-----	18
• 肉类零食	-----	19
• 坚果炒货	-----	20
• 果干果脯	-----	21
• 糖果糕点	-----	22
• 素食山珍	-----	23
◆ 中国休闲零食企业横向对比	-----	25
• 中国休闲零食行业业态模式分析	-----	26
• 中国休闲零食行业竞争格局	-----	27
• 良品铺子同业可比公司介绍	-----	28
• 同业可比公司杜邦分析	-----	29
• 同业可比公司盈利能力分析	-----	30
• 同业可比公司运营能力分析	-----	31

目录 (2/2)

◆ 良品铺子未来发展前景	-----	32
• 中国休闲零食市场发展趋势	-----	34
• 良品铺子未来业务展望 (1/3)	-----	35
• 良品铺子未来业务展望 (2/3)	-----	36
• 良品铺子未来业务展望 (3/3)	-----	37
• 良品铺子估值分析	-----	38
◆ 方法论	-----	39
◆ 法律声明	-----	40

Contents (1/2)

◆ Terms	-----	09
◆ Bestore Co.,Ltd. Corporate Overview	-----	10
• Development trend	-----	12
• Sales channels	-----	13
• Product matrix	-----	14
• Shareholding structure	-----	15
◆ Bestore Co.,Ltd. Industry analysis	-----	16
• China Casual Snacks Market Overview	-----	18
• Meat Snacks	-----	19
• Fried Nuts	-----	20
• Dried Fruits	-----	21
• Confectionery	-----	22
• Vegetarian snacks	-----	23
◆ Comparison of Chinese casual snack food companies	-----	25
• Industry format	-----	26
• Competitive landscape	-----	27
• Introduction of comparable companies	-----	28
• DuPont analysis of comparable companies	-----	29
• Analysis of comparable companies profitability strength	-----	30
• Analysis of comparable companies operating capacity	-----	31

Contents (2/2)

◆ Future prospects of Bestore Co.,Ltd.	-----	32
• China casual snacks market trends	-----	34
• Future business outlook of Bestore Co.,Ltd. (1/3)	-----	35
• Future business outlook of Bestore Co.,Ltd. (2/3)	-----	36
• Future business outlook of Bestore Co.,Ltd. (3/3)	-----	37
• Valuation analysis of Bestore Co.,Ltd.	-----	38
◆ Methodology	-----	39
◆ Legal Statement	-----	40

名词解释

- ◆ **阿米巴：**阿米巴经营模式，是指以各个阿米巴的领导为核心，让其自行制定各自的计划，并依靠全体成员的智慧和努力来完成目标。
- ◆ **小前台大后台：**是指良品铺子在整体框架结构上，采用前台分散，中台统一处理业务，后台汇总的模式。



01/ 企业概述

02/ 行业分析

03/ 纵向展望

04/ 横向对比

良品铺子企业概述

01



2019年初，良品铺子将“**高端零食**”作为品牌战略目标，其产品运营模式是以战略意图、市场分析、顾客需求洞察为基础，以**新品创新和成熟产品运营**为核心

02



良品铺子在已具优势的**全渠道均衡发展**基础上，进一步植入**新零售**，发力构建门店终端、电商平台、移动APP、O2O外卖等多触点销售模式，建立品牌和顾客交互的全方位触点

03



良品铺子拥有1,400余款SKU，主要由**肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍**五大品类构成，产品收入相对稳定，结构较为均衡

04



良品铺子管理层经验丰富，实际控股42%，利益绑定；推行“**阿米巴**”和“**小前台大后台**”小组制模式，充分激发员工活力，提升组织效率

良品铺子企业概述 —— 发展历程

2019年初，良品铺子将“高端零食”作为品牌战略目标，其产品运营模式是以战略意图、市场分析、顾客需求洞察为基础，以新品创新和成熟产品运营为核心

深耕线下，不断开拓市场

布局线上，与线下融合

时间	发展历程
2006年8月	• 诞生于武汉
2008年7月	• 进入湖南市场，迈出占领华中市场重要一步
2009年4月	• 开拓江西市场，南昌第一家店开业
2010年1月	• ERP系统全面启动
2012年3月	• 进攻四川市场，成都第一家店开业
2014年	• 5月，相继上线PC商城、有赞微信商城、支付宝服务窗商城、微博商城 • 7月，开拓河南市场，正式挺进中原市场
2015年	• 10月，500家门店四代店升级
2016年	• 9月，进军华东市场，苏州第一家店开业 • 12月，支付宝双十二夺得休闲零售类第一
2017年	• 进入西安、重庆市场 • 引入战略投资者“高瓴资本”
2018年8月	• 发布全新的品牌LOGO
2019年1月	• 签约吴亦凡为品牌代言人
2020年2月	• 正式登陆A股

良品铺子发展历程及产品运营模式

休闲零食行业发展历程

- 休闲零食具备广泛的消费场景，渠道网络建设极为重要。从销售渠道和销售形式的维度来看，中国休闲零食产业发展历程基本可分为五个阶段：
- 2017年至今**
新零售的技术环境推动产业进入全渠道运营，促使企业打破线下线上泾渭分明的现象，重构对人、货、场的认知，在供应链效率、信息化投入、组织架构管理等方面进行全方位竞争。
- 2012年前后**
电商模式向休闲零食领域渗透，互联网成为重要的销售渠道。2012年三只松鼠以品牌商形式线上起步，以单品为突破口，迅速做大市场份额并完成对休闲零食赛道的切入。
- 2000年前后**
随着零食品类丰富、城市化进程提速和社会化物流体系完善，企业开始自建网络零售渠道，代表企业如1999年在华东起家的来伊份、2006年创立于华中的良品铺子，品牌零食连锁店初露头角。
- 上世纪90年代初**
以燕莎（1992年）、百胜（1994年）等为代表的百货业态和以家乐福（1995年）、沃尔玛（1996年）为代表的商超业态出现，休闲零食的经销商模式逐步成熟，甜食、冰淇淋、膨化食品等品类快速发展。
- 上世纪80年代末期**
休闲零食的渠道主要以街头小摊、夫妻老婆店、综合批发市场为主流渠道，主营产品有坚果炒货和各类糖果，典型的品类品牌如傻子瓜子。

来源：良品铺子招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

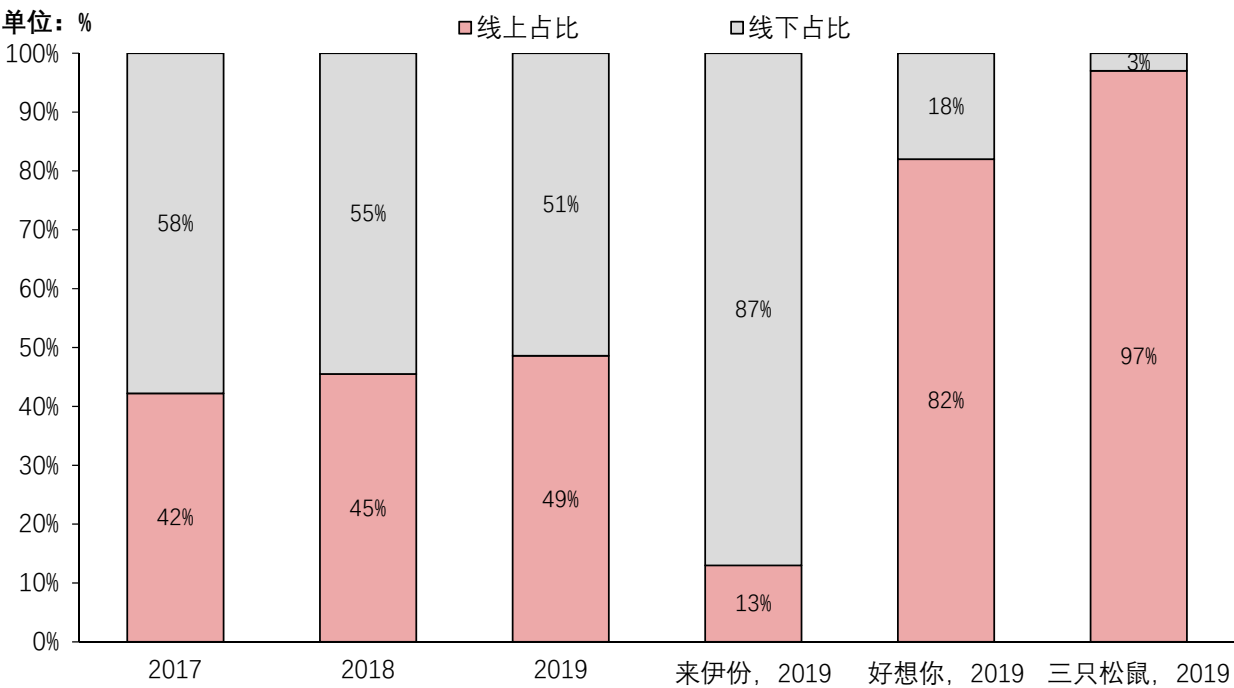
良品铺子企业概述 —— 销售渠道

良品铺子在已具优势的全渠道均衡发展基础上，进一步植入新零售，发力构建门店终端、电商平台、移动APP、O2O外卖等多触点销售模式，建立与顾客交互的全方位触点

	类型	说明
线下销售模式	直营门店	• 线下开设由公司统一管理的良品铺子品牌的连锁式休闲食品专卖店，公司是门店唯一投资方
	加盟门店	• 公司向受许可的加盟商提供商品和管理服务，加盟店向公司支付商品采购价款、特许经营费
	O2O外卖	• 以“互联网+门店”的方式，通过良品自营APP、美团等O2O本地生活服务商开展外卖配送业务
	大客户团购	• 接受企事业单位大批量采购订单，可细分为面向经销商的分销模式、面向大客户的直销模式
线上销售模式	定义	• B2B是指电子商务企业向公司采购产品，再出售给线上购物的消费者的销售模式
	B2B 电商平台	• 指第三方电商平台；公司主要的电商平台客户包括京东自营、天猫超市等
	线上经销商	• 指在电商平台上开设网店的商户，公司为简化渠道管理难度，已逐步停止了线上经销业务
	定义	• B2C是指公司在自营或第三方电商平台开设直营网店，直接向消费者出售商品的销售模式
	B2C 平台旗舰店	• 指公司在天猫、京东、微信商城等第三方电商平台开设自营的网店，直接向消费者出售商品
	自营平台	• 指公司通过自建自营“良品APP”，为用户提供商品管理、订单支付、会员信息管理等功能

良品铺子销售渠道

线上线下收入分拆，良品铺子（2017-2019），来伊份、好想你、三只松鼠（2019）



- 2010年良品铺子开始涉猎电商渠道，近十年的建设使得公司线上渠道不断完善，并逐步摆脱对线下门店的依赖性。2019年公司线上平台营收37亿元，收入占比49%，且有持续提升趋势；
- 相比同业而言，良品铺子线上线下平台收入结构更为均衡，利于品牌全方位建立企业形象。

来源：良品铺子公司年报，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

良品铺子企业概述 —— 产品矩阵

良品铺子定位“高端零食”，拥有1,400余款SKU，主要由肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍五大品类构成，产品收入相对稳定，结构较为均衡

产品品类

- 公司定位“高端零食”，以“高品质、高颜值、高体验”为核心追求。产品组合已有1,400余款SKU，已覆盖肉类零食、糖果糕点、坚果炒货、果干果脯、素食山珍、饮料饮品等多个品类，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零食需求。



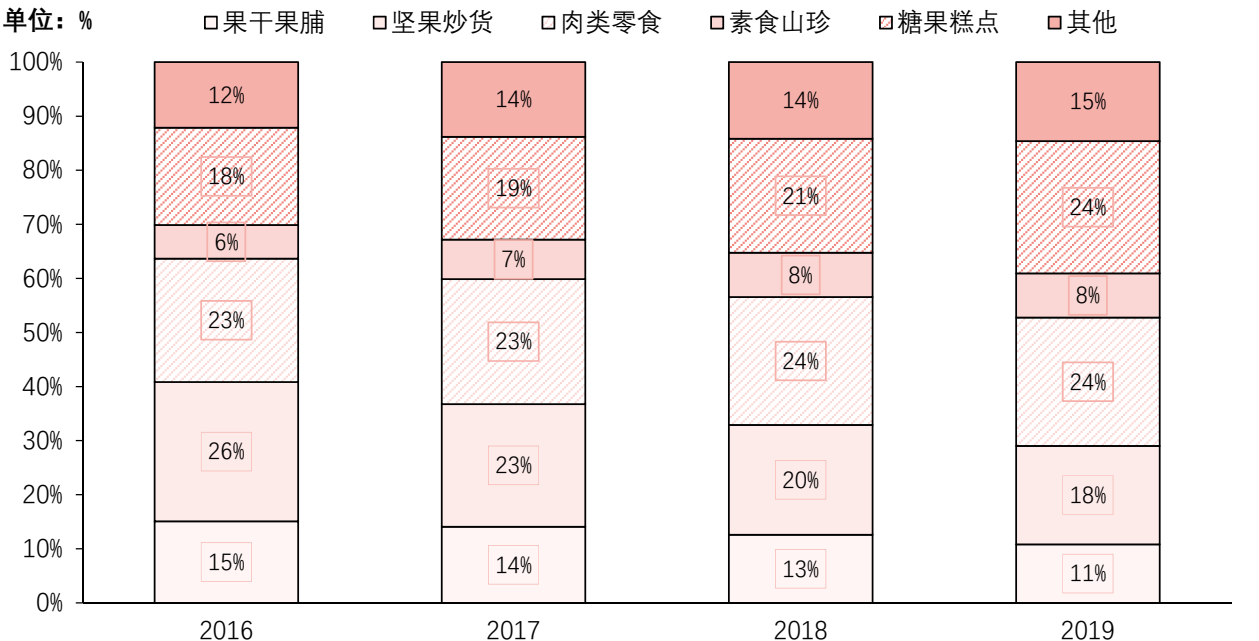
来源：良品铺子招股说明书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

良品铺子产品矩阵

良品铺子按产品品类收入分析，2016-2019

- 良品铺子主要五种品类的销售收入占比相对稳定。2016-2019年，每年合计占比均超过80%。分产品收入增速来看，糖果糕点、肉类零食、素食山珍保持较快增速，2019营收分别同增39.3%、20.8%、19.9%。
- 公司产品结构较为均衡。2019年中，肉类零食、糖果糕点、坚果炒货三大品类合计占比达66%。对比来看，三只松鼠和好想你则有超过40%的收入来自坚果炒货单一品类。



400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子企业概述 —— 股权结构

良品铺子管理层经验丰富，实际控制人持有42.2%股份，与公司利益绑定；推行“阿米巴”和“小前台大后台”小组制模式，充分激发员工活力，提升组织效率

部分现任管理层履历

- 2006年，身为职业经理人的现任公司董事长杨红春及总经理杨银芬创办良品铺子，为公司发展聘请各行业资深人士保驾护航；
- 目前公司总股本数**4.01亿股**，公司实际控制人包括董事、监事等高管及其近亲属持股占比达**42.2%**，体现管理层对未来前景的看好。

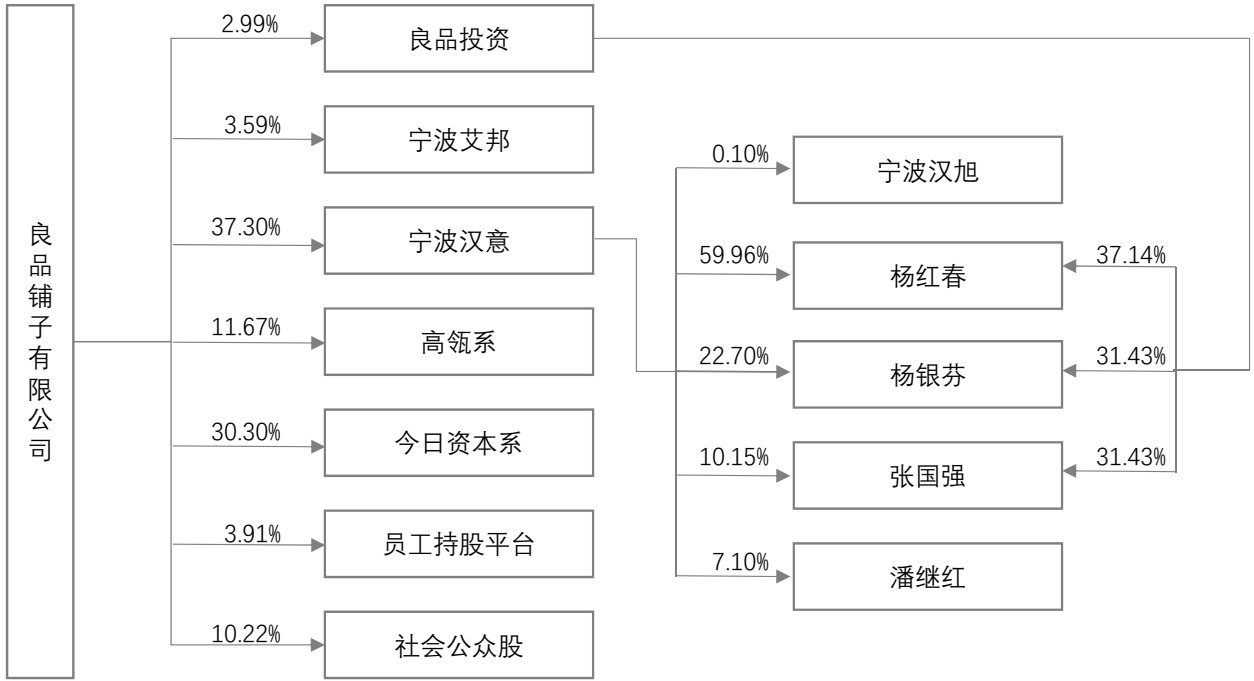
姓名（职位）	履历
杨红春 (董事长)	1997-2005，广东科龙电器股份有限公司各分公司总经理 2010-2017，良品有限任执行董事、总经理、董事长等职
杨银芬 (董事、总经理)	1996-2003，广东科龙电器股份有限公司各分公司总经理 2010-2017，良品有限任董事、副总经理等职
张国强 (董事、副总经理)	1998-2006，湖北丝宝股份有限公司设计师 2010-2017，良品有限任董事、副总经理等职
潘继红 (董事)	2013-2015，金百锐通信科技有限公司设计部经理 2015-2017，良品有限任监事
徐新 (董事)	2005年至今，今日资本（香港）董事及总裁 2017年至今，良品有限公司董事
曹伟 (董事)	2004-2014，高瓴雅礼（北京）董事总经理及合伙人 2017年至今，良品有限公司董事

来源：招股说明书，头豹研究院编辑整理

良品铺子管理层分析及股权结构

良品铺子上市后股权结构

- 知名战略投资者**今日资本**、**高瓴资本**分别持股30.30%、11.67%。管理层通过“阿米巴”和“小前台大后台”的小组制模式，将门店承包到员工，具有与一线员工分享股权的气魄。





01/ 企业概述

02/ 行业分析

03/ 横向对比

04/ 纵向展望

良品铺子所处行业分析

01



中国休闲零食市场规模稳步扩张，预计2021年将**破万亿**，2021-2025年CAGR达到7.6%。与部分发达国家相比，中国休闲零食人均消费量及消费额仍有**较大增长空间**

02



现阶段，中国肉类零食行业处于高速发展时期，预计2021年市场规模达到**5,003亿元**。未来几年，行业将进入存量竞争市场，产品品类将得到**进一步分化**

03



随着需求放量，2016-2020年，中国坚果炒货行业处于**快速上升阶段**。未来五年将以**3.2%**的CAGR稳定增长，预计2025年市场规模达到**2,107亿元**

04



中国果干果脯行业处在成长发展的状态，区域品牌众多，行业集中度较低。相比其他休闲零食赛道，中国果干果脯行业**增速较慢**，预计未来将以**2.1%**的CAGR低速增长

05



糖果糕点市场规模在过去五年间整体呈现稳定发展、**缓慢上升**的趋势。未来五年中国甜食零售市场规模将以**2.1%**的CAGR增长，预计2025年达到**1,100亿元**的市场规模

06



素食山珍是采用天然蔬菜和蛋类，经卤制等加工而成的一类休闲零食。良品铺子在该赛道的产品系列主要包括菌类、豆制品类、蔬菜类等，**毛利率高于其他产品品类**

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

中国休闲零食市场综述

中国休闲零食市场规模稳步扩张，预计2021年将破万亿，2021-2025年CAGR4达到7.6%。与部分发达国家相比，中国休闲零食人均消费量及消费额仍有较大增长空间

中国休闲零食产业链

- 休闲零食市场的产业链参与者主要由原材料供应商、制造加工商、分销商及消费者构成，涉及研发、采购、生产、销售等环节。



头豹洞察

- 休闲零食行业上游主要是肉类、坚果、水果等农副产品原材料供应商。由于农副产品易受自然条件、市场供求、国际粮价等因素影响，其价格存在一定波动性。
- 休闲零食行业下游是消费市场，终端消费者需求的稳定增长是行业生存和发展的基础。业内企业及时捕捉市场不断变化的消费需求，并提供与之相适应的产品和服务，才可以维持行业地位与竞争优势。

来源：Frost & Sullivan，招股说明书，头豹研究院编辑整理

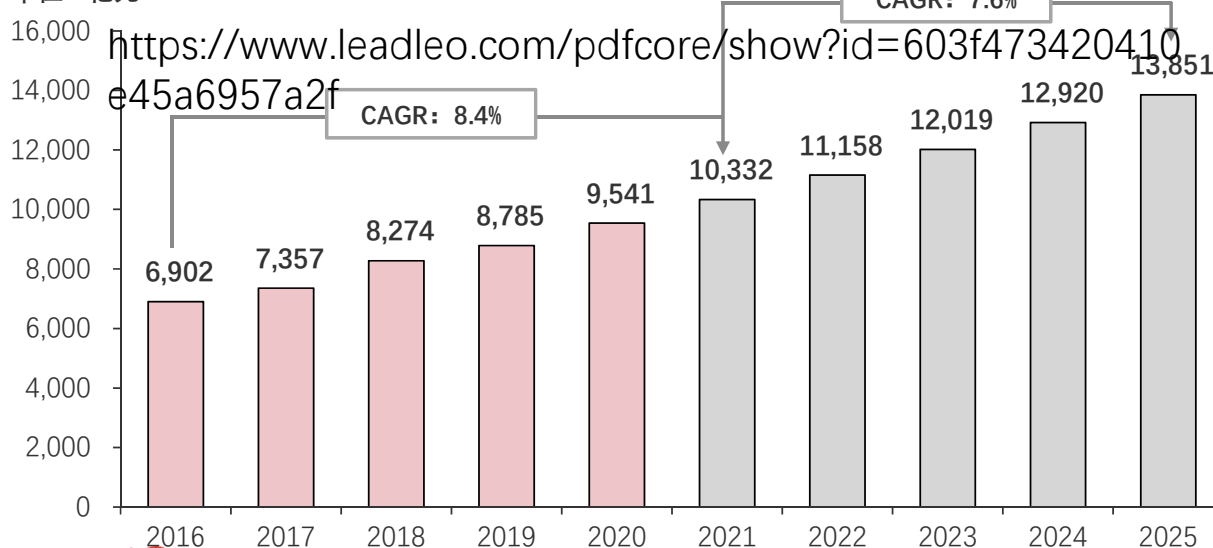
©2021 LeadLeo

中国休闲零食市场综述

中国休闲零食市场规模（按零售额计），2016-2025预测

- 中国休闲零食市场规模稳步扩张，由2016年的6,902亿元增长至2020年的9,541亿元，预计将从2021年的10,332亿元增长至2025年的14,072亿元，CAGR4达到7.6%。
- 从国际上看，2019年美国、英国、日本的休闲零食人均消费量分别为13.0、9.5、5.6（Kg/人），人均消费额分别为860、742、501（元/人），而中国的休闲零食人均消费量和消费额分别为2.2Kg/人和75.3元/人，处于国际低位，仍有较大增长空间。
- 随着中国居民生活水平的提升，人均消费量和消费额有巨大提升空间，休闲零食市场规模将进一步扩大。

单位：亿元



头豹
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子所处行业分析——肉类零食

现阶段，中国肉类零食行业处于高速发展时期，预计2021年市场规模达到5,003亿元。未来几年，行业将进入存量竞争市场，产品品类将得到进一步分化

肉类零食主要以猪肉、牛肉、鸡肉、海产品等肉类为原料，经干制、卤制、油制、烘烤等工艺制成的一类休闲零食。其中，卤制法因其独特风味深受大众喜爱，以卤鸭为代表的家禽类卤制品在2015-2020年的年复合增长率高达21.6%，且有不断加快扩张的趋势。

肉类零食行业发展历程

肉类零食市场规模（按零售额计），2016-2025年预测

未来数年

- 随着消费升级和居民健康意识增强，传统重口味肉类零食进入存量竞争市场，行业量价齐升，中高端品牌将成为主流
- 采用优质原材料、低糖低脂少盐健康化、纯天然无添加物以及高端化成为行业发展趋势；产品品类将依据消费者口味进一步分化

2014-至今

- 人民生活水平提高，人均可支配收入大幅提升，消费能力增强
- 品类数量进一步扩充，水产海鲜、鸡鸭禽类、猪牛羊品种更完善，市场上猪肉脯、猪蹄、牛肉干、鱼肉干等高品质肉类渗透率提升
- 消费者的品牌意识增强，产品客单价和毛利率呈现大幅度增加

2003-2014

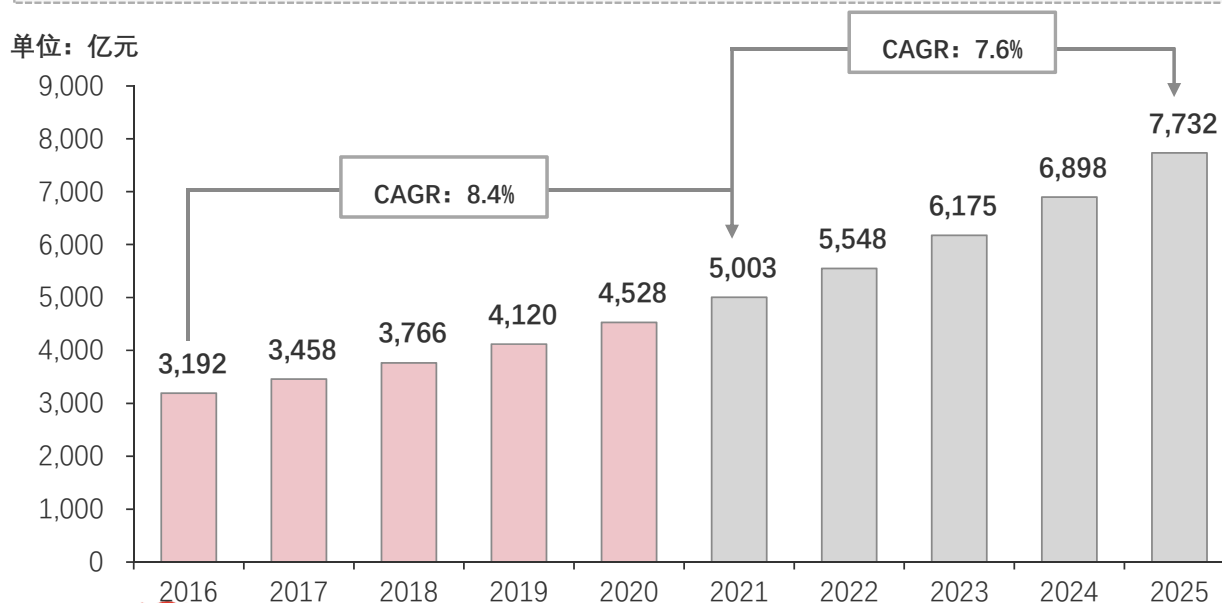
- 中国加入WTO，居民生活水平飞速发展，但消费能力依然不强
- 市面上肉类零食的品类增多并出现分化，主要有禽类和畜类
- 消费者开始产生品牌概念，产品溢价率逐渐提升；代表企业包括来伊份、盐津铺子和良品铺子，和主做鸭副即食的周黑鸭和绝味

1990-2002

- 改革开放初期，人均消费水平较低，高价肉类零食消费力薄弱
- 产品种类单一，主要以鸡肉、猪肉为主，产品价格低、毛利率低
- 品牌数量稀缺，以雨润、双汇代表的国企受到消费者认可

- 现阶段，中国肉类零食行业处于高速发展时期，市场规模稳步扩张，由2016年的3,192亿元增长至2020年的4,528亿元，预计将从2021年的5,003亿元增长至2025年的7,732亿元，CAGR达到11.5%。
- 良品铺子较早布局肉类零食赛道，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。近年来分部收入稳定增长，2019年的收入占比为24%，且有增长趋势。
- 在需求驱动下，肉类零食的市场渗透率持续提升，该赛道的成长也将推动良品铺子市占率进一步提升。

单位：亿元



来源：国泰君安证券研报，头豹研究院编辑整理



400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子所处行业分析——坚果炒货

随着需求放量，2016-2020年，中国坚果炒货行业处于快速上升阶段。未来五年将以3.2%的CAGR稳定增长，预计2025年市场规模达到2,107亿元

坚果炒货是指植物果实经过晾晒、烘干、油炸等加工方法制成的一类休闲零食，主要有两类，一是**树生坚果**，包括杏仁、腰果、榛子、核桃和板栗等；另一类是**籽类炒货**，包括花生、葵花子和南瓜子等。在健康饮食趋势下，树生坚果因富含蛋白质、脂肪、矿物质等营养物质，对人体生长发育、增强体质、预防疾病有极好的功效，受到消费者青睐。

2020年中国坚果炒货品牌力指数排行榜

品牌	2020年C-BPI得分	排名	变化
三只松鼠	720.8	1	-
良品铺子	447.6	2	-
百草味	431.1	3	-
洽洽	354.9	4	-
来伊份	293.7	5	+1
果园老农	288.9	6	-1
口水娃	271.4	7	-
盐津铺子	255.8	8	New
沃隆	253.9	9	New
天喔	246.0	10	-2



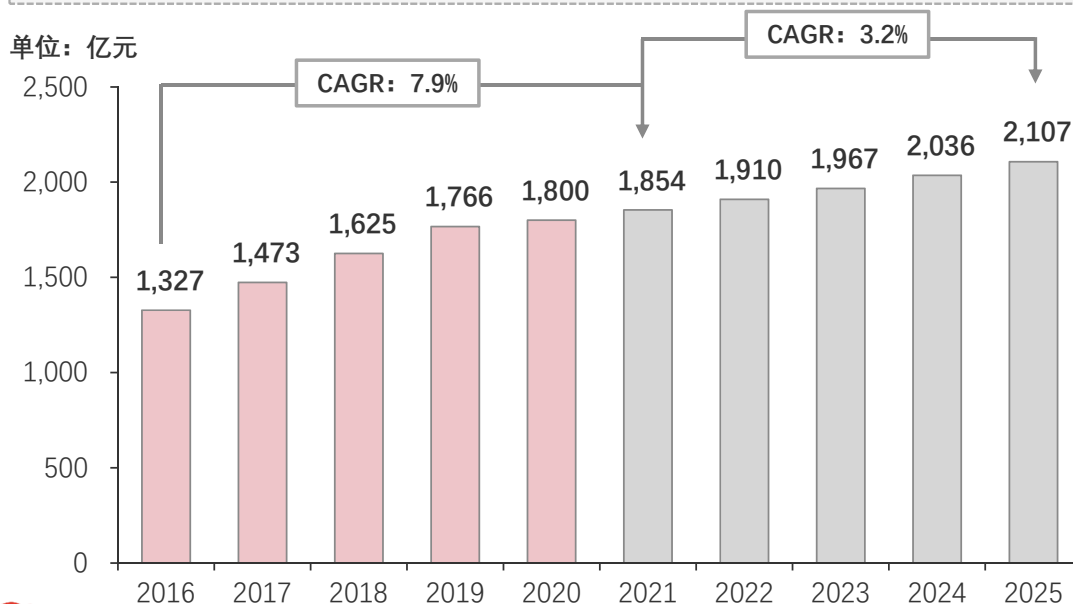
头豹洞察

- 中国坚果炒货行业集中度不高。2018年CR5为17.2%。主要龙头包括洽洽/三只松鼠/百草味/良品铺子/来伊份，市场占有率分别为6%/5%/3%/2%/1%；
- 2020年前十大品牌相较2019年变化不大，三只松鼠仍然位居榜首，且以720.8的品牌力指数远超第二名的良品铺子。盐津铺子、沃隆首次入围前十。

坚果炒货市场规模（按零售额计），2016-2025年预测

- 2016-2020年，中国坚果炒货行业处于快速上升阶段，CAGR达**7.9%**，2020年中国坚果炒货行业零售收入合计**1,800亿元**。随着需求量放缓，预计2021年后市场将进入平稳增长期。
- 在新工艺、新技术、自动化生产等行业变革的驱动下，标准化、品牌化的籽类炒货市场正在加速发展，并将逐步取代传统手工作坊式的籽类炒货市场。由于树生坚果营养价值高，中国树生坚果市场规模快速增长，且树生坚果单价更高，坚果炒货行业的**整体均价提升**。

单位：亿元



来源：Chnbrand，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子所处行业分析 —— 果干果脯

中国果干果脯行业处在成长发展的状态，区域品牌众多，行业集中度较低。相比其他休闲零食赛道，中国果干果脯行业增速较慢，预计未来将以2.1%的CAGR低速增长

果干果脯是选取原果，经过糖渍、烘烤、冻干、晾晒等工艺制成的一类休闲零食。其中，果干是新鲜水果脱水而成的，而果脯一般使用65%的糖溶液糖渍而成；果干因其对原果风味和营养保留度更高占据了更多市场份额。良品铺子在该赛道上的产品系列主要包括梅子类、李子类、草莓等，近三年来的销售收入增速低于其他品类，收入占比也出现下滑。

中国果干果脯市场发展痛点及解决办法

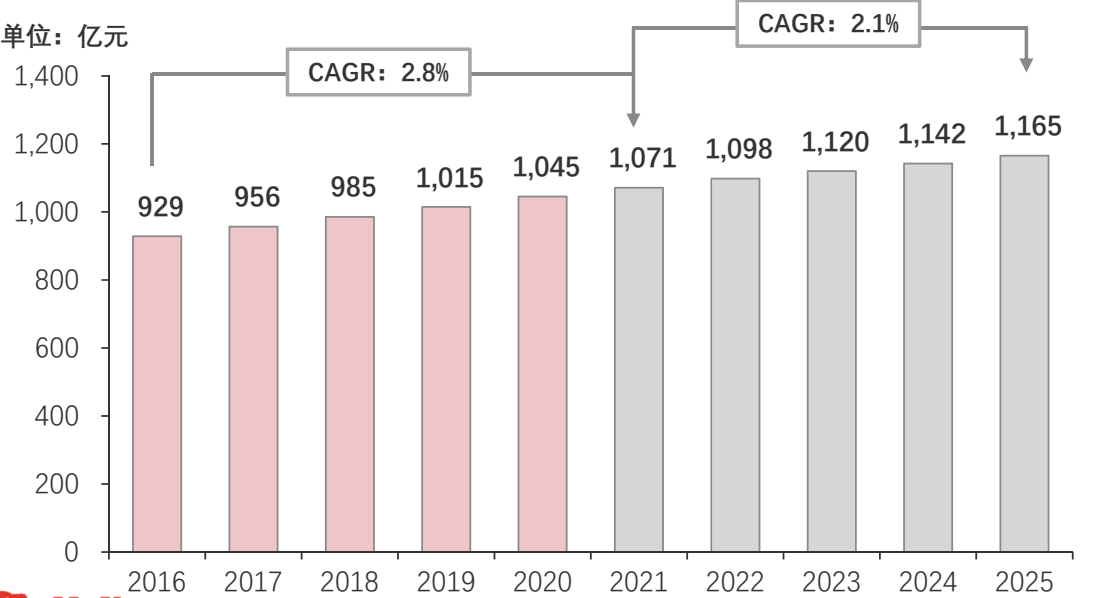
因素	分析	解决办法
产量限制	- 果干产量跟不上市场需求 - 原材料水果的产量易受到天气环境因素影响	- 提前、做足市场调研 - 注重对上游原材料供应商的管控
产品质量	- 由于不够重视生产车间环境卫生，生产原料卫生质量控制不严格 - 食品添加剂如防腐剂、合成着色剂及甜味剂等严重超标	- 严格控制生产过程，采用高精密仪器检测及配料 - 加大对产品生产质量的自查自检力度
政策因素	近几年，国家鼓励传统特色蜜饯产品扩大生产规模及大量出口的相关政策以及蜜饯产品新国标的实施	- 实施严格的食品安全市场准入制度，加大监管力度 - 推动果干果脯产业加快规模化、标准化、品牌化步伐
市场因素	- 人均可支配收入的提高、消费结构的升级，对食品口感要求提高 - 消费者的饮食追求从原来的温饱型正在向绿色天然转变	- 扩大规模，改进生产工艺 - 加大对健康型的低盐、低糖、无添加剂、无防腐剂等新型蜜饯的研发投入

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

中国果干果脯市场规模（按零售额计），2016-2025年预测

- 目前，中国果干果脯市场处在成长发展的状态，区域品牌众多，但行业集中度较低，仍待有实力且专注提升产品质量的企业引领行业更规范发展。
- 相比其他休闲零食赛道，中国果干果脯行业增速较慢，2016-2020年CAGR为3.0%，预计未来将以2.1%的年复合增速，从2021年的1,071亿元增长至2025年的7,732亿元。
- 果干与坚果等其他零食的“跨品类合作”，更多企业以“水果+”概念推出更多的新产品。



400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子所处行业分析 —— 糖果糕点

糖果糕点市场规模在过去五年间整体呈现稳定发展、缓慢上升的趋势。未来五年中国甜食零售市场规模将以2.1%的CAGR增长，预计2025年达到1,100亿元的市场规模

糖果糕点是以糖、淀粉、面粉、乳制品以及食品添加剂等为原材料，通过烘烤、低温发酵等工艺制成的一类休闲零食。中国糖果糕点行业作为本国传统休闲零食支柱行业之一，已经成为拉动中国食品工业增长的重要品类。良品铺子在该赛道上的产品系列主要包括**糕点、饼类、酥类、糖类、巧克力**等，近三年该赛道收入增速领先于其他产品品类，2019年收入同增39%。

中国糖果糕点市场环境分析

因素	分析	性质
消费升级	中国居民人均可支配收入由2016年的23,821元增长至2020年的32,189元，消费者对产品品质提出更高要求，带动优质糖类糕点单位价格提升	驱动
二孩政策	由于糖类糕点产品的主要消费群体为0-14岁儿童，全面两孩政策直接刺激了目标客户的增长	驱动
食品安全	《食品安全法》的实施提高了食品制造业的行业标准，提振了居民对国产品牌的信心	驱动
消费观念	对新口味产品（例如通过使用甜味剂代替糖来降低糖含量以及添加维生素）的市场接受度进一步提升	驱动
健康意识	过度以及频繁摄入甜食对于人体健康具有严重的负面影响，消费者健康意识增强使行业面临严峻挑战	制约
依赖进口	常压熬煮、真空熬糖等生产设备科技含量低，中国糖果糕点企业高度依赖进口设备，掣肘行业发展	制约

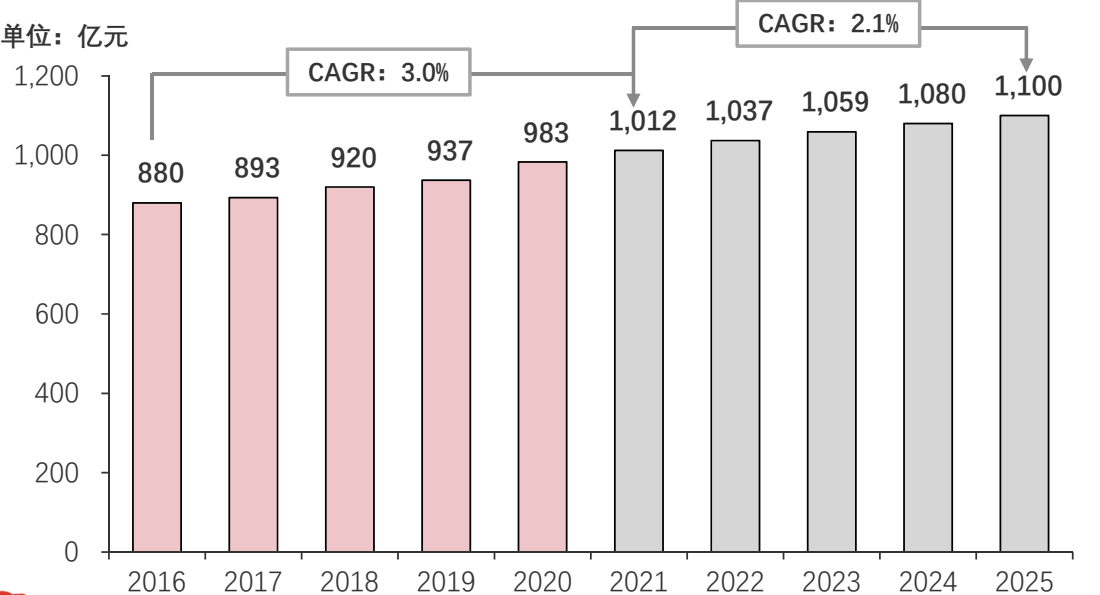
来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

中国糖果糕点市场规模（按零售额计），2016-2025年预测

- 以零售额计，中国甜食行业市场规模在过去五年间整体呈现稳定发展、缓慢上升的趋势，由2016年的880亿元增长至2020年的983亿元，期间年复合增长率为2.8%。未来五年中国甜食零售市场规模将以2.1%的年复合增长率增长，预计2025年达到1,100亿元的市场规模。

➤ 相对于其他休闲零食赛道而言，中国糖果糕点行业起步较早，国产品牌竞争力较弱。外资品牌商如玛氏、不凡帝范梅勒、雀巢等综合实力明显，处于行业龙头地位。



头豹
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子所处行业分析 —— 素食山珍

素食山珍是采用天然蔬菜和蛋类，经卤制等加工而成的一类休闲零食。良品铺子在该赛道的产品系列主要包括菌类、豆制品类、蔬菜类等，毛利率高于其他产品品类

素食山珍主要产品及代表企业分析

注：产品单价来源于淘宝网（2021.1.29）。动态来看，或因各品牌活动周期错位导致单价结果变化

种类	定义	市场零售规模				细分领域知名企业
辣条	辣条又叫大面筋、素牛筋等，是以小麦粉或其他谷物、豆类为主要原料制成的一类零食	684亿元	辣条品类众多，有大面筋、小面筋、辣条辣棒、亲嘴烧等。辣条单价为28.5元/500g	主要产品有棒棒卷、脆辣棒、面筋卷、素小烧。辣条单价在39.75元/500g左右	主打肉类零食，素食类辣条产品种类较少，主打“约辣辣条”产品。单价在75元/500g左右	麻辣王子专注于辣条的研发生产和销售。辣条单价在24.9元/500g左右 
豆干豆皮	是一种压成薄片状的豆腐制品，根据厚度不同可分为豆干、豆皮	257亿元	辣么薄豆干、亲嘴豆皮、豆排排、手撕素肉、大辣片豆皮卷等产品。豆干单价为212.37元/500g	豆干单价为111元/500g；豆皮单价稍高，为70.83元/500g	主要细分为臭豆腐、豆腐干、鱼豆腐、豆皮四大单品；豆干单价为150元/500g	祖名是传统豆制品生产企业，2019年休闲豆干营收7千万元；豆干单价在29.9元/500g左右 
蔬菜	土豆、卤藕、海带、魔芋、金针菇、果蔬脆等	N/A	主要有风吃海带、香辣卤藕、麻辣土豆片、米果卷、香辣腐竹、秋葵脆、麻辣薯片、小米锅巴、山药脆片等产品。海带片单价为33.63元/500g	产品种类丰富，裙带菜、鸡枞菌海带、竹笋、金针菇、土豆等，同时拥有将品类组合的创新产品如海带脆笋等。海带结单价为32.67元/500g	产品种类覆盖土豆、卤藕、海带、魔芋、金针菇等。海带丝单价为76.67元/500g	赛道分散，品牌众多，知名品牌有金大洲金针菇等，来伊份、百草味等品牌均有涉猎即食蔬菜类零食业务
目前素食山珍产品种类众多，以辣条为最大细分品类市场，其他如豆制品、蔬菜等产品的种类愈加丰富，健康趋势下行业加速发展。			专注于辣味零食，拥有调味面制品类、豆制品类、魔芋制品类、素食类、肉制品类五大产品系列	良品铺子近年来发力素食赛道，素食山珍2019年毛利率为45.42%，远高于其他产品收入占比提高至8.2%	三只松鼠的素食类零食单价较高，毛利率相对其他产品更高，但收入占比不到10%	整体来看，素食山珍赛道仍处于典型竞争市场格局，多数参与者为综合型零食企业，专营素食类零食企业少见

来源：各公司天猫旗舰店，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



01/ 企业概述

02/ 行业分析

03/ 横向对比

04/ 纵向展望

中国休闲零食企业横向对比

01



中国休闲零食行业中有三类主流业态模式，其中**制造型休闲零食企业**以“商超+经销”为主，**渠道平台型休闲零食企业**以“品牌连锁店+线上电商平台”为主

02



中国休闲零食市场竞争格局较为分散，**有友食品、元祖股份、洽洽食品、桃李面包**的盈利能力领先，**绝味食品、盐津铺子**等公司受资本关注度较高

03



与三只松鼠、来伊份相同，良品铺子定位**渠道品牌商**，生产加工多为**代工模式**，而盐津铺子、洽洽食品属于**自主生产制造型休闲零食产品品牌商**

04



规模效应下制造型企业盈利能力改善，驱动ROE向上；渠道平台类休闲零食企业的核心竞争力在于**供应链效率**，良品铺子的资产周转率逐年提高，表现优于同行

05



休闲零食行业中，三只松鼠、良品铺子营收规模领先于其他企业。以**直营销售**为主的来伊份、盐津铺子毛利率较高，而以**线上销售**为主的三只松鼠毛利率低于行业平均值

06



良品铺子的**存货周转率**和**应收账款周转率**均高于同业可比公司平均水平，彰显公司**较强的存货管理和运营效率**

中国休闲零食行业业态模式分析

中国休闲零食行业中有三类主流业态模式，其中制造型休闲零食企业以“商超+经销”为主，渠道平台型休闲零食企业以“品牌连锁店+线上电商平台”为主

中国休闲零食行业业态模式分析

模式	商超+经销	自营品牌连锁门店	线上电商平台
特点	大生产+大品牌 具备大单品，单品类规模效应明显	通过直营、加盟模式在商超以外建立零食品牌连锁门店，既是品牌商也是渠道，重视消费者购物体验	通过电商平台进行销售，品牌拉力强、种类丰富，为消费者提供多样选择
优势	渠道流量稳定性强；现成渠道，铺货速度快；依靠经销商实现跨区域全国销售布局	品类丰富，集中陈列，便于对消费者进行引导，满足一站式购物体验，客单价更高的	借助电商平台能够迅速实现全国化销售，触达人群广、销售规模大；与消费者互动密切，便于进行消费者数据分析
劣势	商超内品类众多，缺乏对消费者引导，不利于新兴品牌发展	自建渠道成本高，区域扩张较慢；品牌连锁门店数量、选址布局决定其流量大小，选址风险高，流量稳定性弱于商超	电商平台获客成本、话语权日益提升；盈利能力较低；线上流量不稳定，且转化率也相对较低
代表企业	洽洽食品、盐津铺子  	良品铺子、来伊份  	三只松鼠、良品铺子  

头豹洞察

□ 制造类零食企业固定资产较多，绝味食品、桃李面包固定资产规模均超过10亿元，从折旧摊销占营收比重看，制造类企业平均在2-3%，而渠道平台型企业如良品铺子、三只松鼠分别占比0.8%、0.4%。因而对于制造类企业而言，品类达到一定体量规模后利润弹性增强，而运营效率对渠道平台型企业来说更为重要。

来源：国盛证券研报，头豹研究院编辑整理

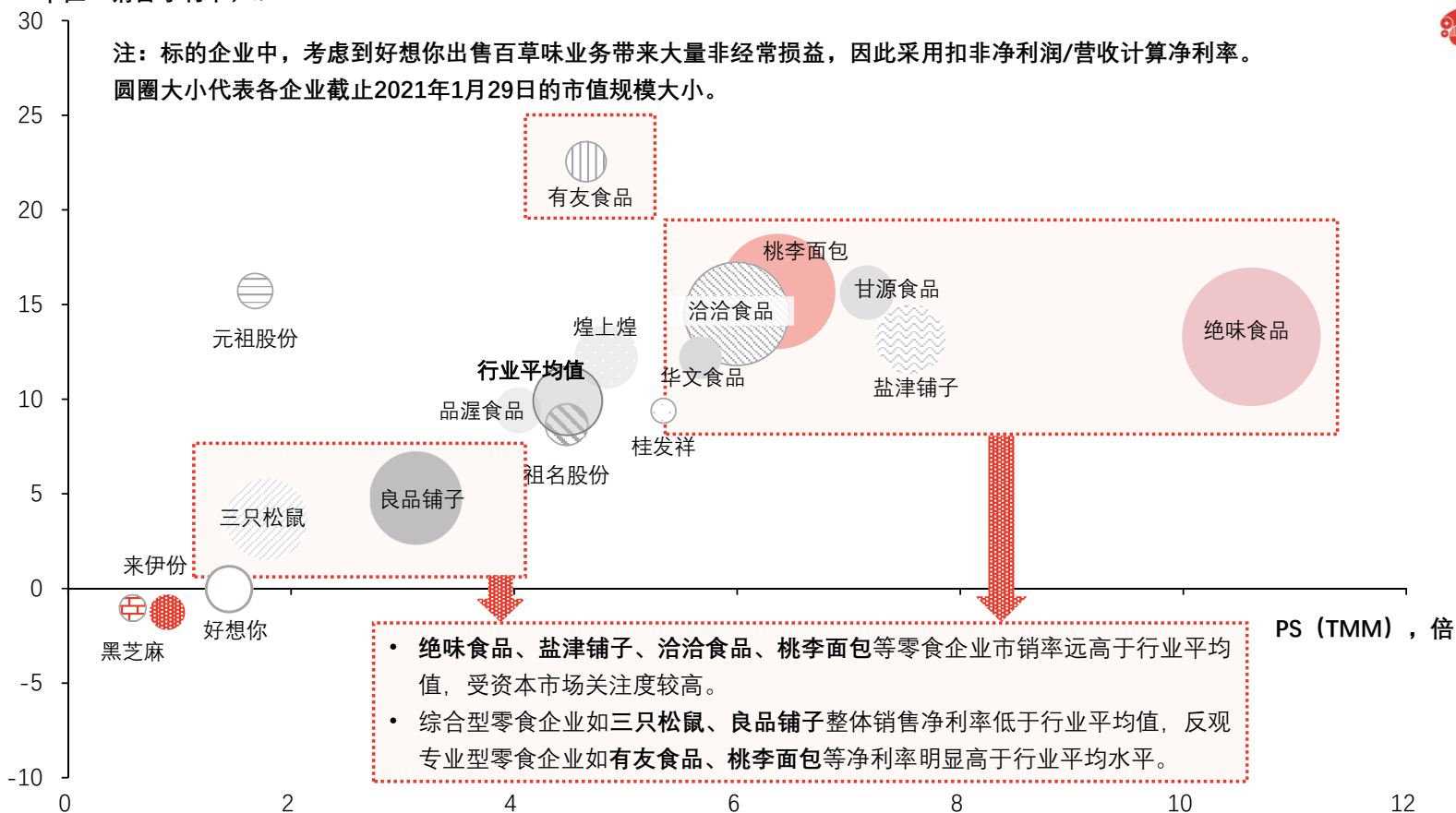
©2021 LeadLeo

中国休闲零食市场竞争格局

中国休闲零食市场竞争格局较为分散，有友食品、元祖股份、洽洽食品、桃李面包的盈利能力领先，绝味食品、盐津铺子等公司受资本关注度较高

中国休闲零食市场竞争格局，2020Q3

单位：销售净利率，%



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588



头豹洞察

- 从A股市场中选取了休闲零食板块具有代表性的17家企业，结合销售净利率、PS (TMM)、市值三个维度进行对比分析。
- 休闲零食行业中代表企业大部分仍处于快速成长阶段，故采用PS市销率估值法进行横向对比。截至2021年1月29日，17家企业的PS均值为4.48倍。绝味食品以10.61倍PS位列首位，近一年的市销率高于6倍。其之所以受到资本追捧，主要原因是产品质量保障以及门店扩张迅速。
- 剔除好想你剥离百草味的影响后，2021Q3休闲零食市场的销售净利率均值为9.91%，其中，以有友食品、元祖股份、桃李面包为代表的专业型、轻资产零食企业销售净利率较高，主营业务分别为泡椒凤爪和烘焙糕点。

www.leadleo.com

良品铺子同业可比公司介绍

与三只松鼠、来伊份相同，良品铺子定位渠道品牌商，生产加工多为代工模式，而盐津铺子、洽洽食品属于自主生产制造型休闲零食产品品牌商

良品铺子同业可比公司介绍

企业	主营产品	SKU	销售渠道	门店数量	15-19年营收CAGR	头豹洞察
 良品铺子	肉类零食、坚果炒货、糖果糕点、果干果脯、素食山珍等	1,400+	连锁门店+O2O外卖+电商平台+大客户团购社区团购+自营APP	截至2020年9月，直营门店2,569家，加盟门店1,849家	25.10%	采取品牌连锁门店+线上电商平台的新零售模式，打造 渠道品牌商 ；生产加工方式多为代工
 三只松鼠	坚果类、烘焙类、肉制品类、果干类	600+	线上电商+连锁门店+ToB分销平台+自营APP	截至2020年9月，投食店139家，联盟小店478家	49.40%	
 来伊份	炒货及豆制品、肉类零食、果蔬蜜饯、糕点膨化等	1,400+	连锁门店+特通渠道+线上电商+电商平台+自营APP	截至2020年11月，直营门店2,429家，加盟门店363家	6.36%	以线下门店销售模式为主，打造 渠道品牌商 ；生产加工方式多为代工
 盐津铺子	豆制品、烘焙糕点凉果蜜饯、坚果炒货、素食肉制品等	300+	商超渠道+经销商渠道+线上电商	截至2020年11月，入驻2,000余家商超	24.43%	以 传统商超 为主要销售模式；属于自主生产的 制造型产品品牌商
 洽洽食品	坚果炒货类、焙烤类	< 100	构筑了以经销商为主的全国性销售网络，线上线下销售模式互为补充	截至2021年1月，共300+坚果店中店	9.94%	以 经销商 为主要销售模式；属于自主生产的 制造型产品品牌商

来源：Wind，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

同业可比公司杜邦分析

规模效应下制造型企业盈利能力改善，驱动ROE向上；渠道平台类休闲零食企业的核心竞争力在于供应链效率，良品铺子的资产周转率逐年提高，表现优于同行

可比公司杜邦分析

	2016	2017	2018	2019	2020Q3
良品铺子					
ROE	29.1%	6.2%	24.9%	27.3%	15.4%
净利润率	2.5%	0.8%	3.9%	4.5%	4.8%
总资产周转率	1.9	2.0	2.1	2.2	1.4
权益乘数	6.5	4.5	3.2	2.8	2.3
三只松鼠					
ROE	52.0%	42.7%	31.7%	15.9%	13.4%
净利润率	5.3%	5.4%	4.3%	2.3%	3.7%
总资产周转率	2.8	2.6	2.7	2.6	1.7
权益乘数	3.5	3.1	2.7	2.6	2.2
盐津铺子					
ROE	30.9%	14.6%	11.4%	18.1%	21.9%
净利润率	12.5%	8.7%	6.4%	9.1%	13.2%
总资产周转率	1.3	1.0	1.0	1.0	0.8
权益乘数	1.9	1.7	1.7	2.0	2.1

来源：Wind，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588



头豹洞察

- 横向比较，20Q3良品铺子的ROE为15.4%，处于行业平均水平，低于盐津铺子的21.9%、高于三只松鼠的13.4%。
- 渠道平台类休闲零食企业的核心竞争力在于供应链效率。良品铺子和三只松鼠的总资产周转率在2-3之间，而制造型的盐津铺子总资产周转率均在1附近。近年来良品铺子的资产周转率呈现逐年改善趋势，表现高于同业主要公司。
- 纵向来看，各个公司ROE波动的主要驱动因素来源于净利润率的变化。制造型企业净利润率中枢在10-15%，规模效应驱动下净利润率持续改善。盐津铺子在总资产周转率、权益乘数保持平稳的前提下，盈利能力改善，驱动ROE向上；而渠道平台型企业由于当前仍处于成长期，费用投放高导致净利率均在5%以内。

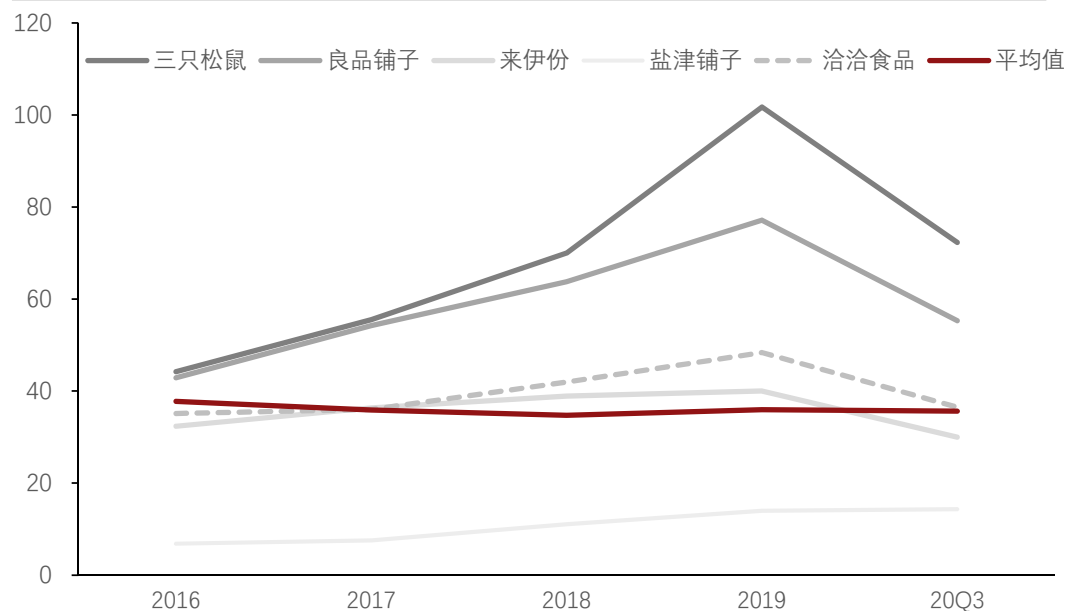
www.leadleo.com

同业可比公司盈利能力分析

休闲零食行业中，三只松鼠、良品铺子营收规模领先于其他企业。以直营销销售为主的来伊份、盐津铺子毛利率较高，而以线上销售为主的三只松鼠毛利率低于行业平均值

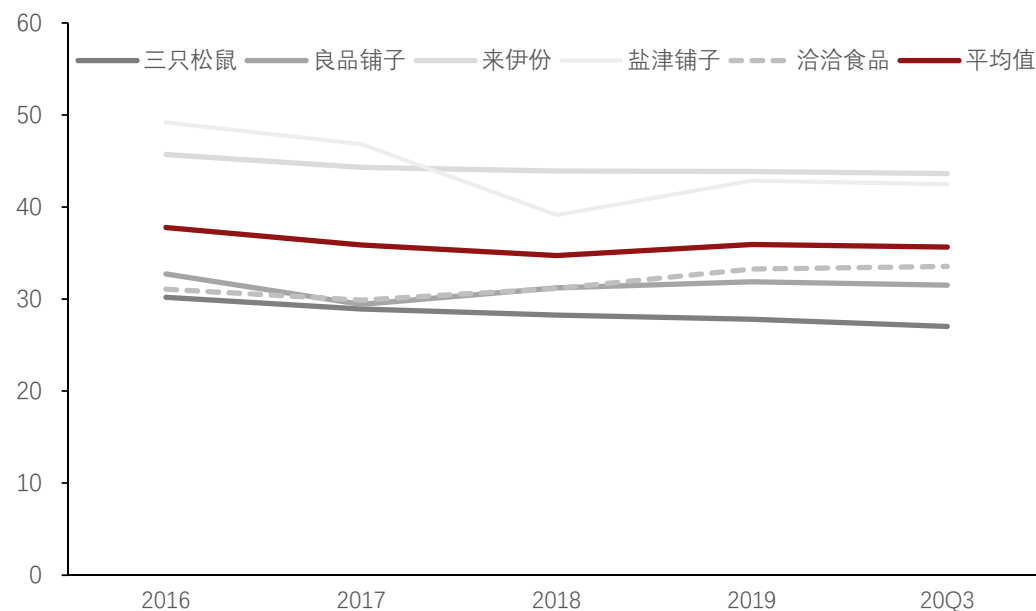
可比公司盈利能力分析

可比公司营收（亿元），2016-2019&2020Q3



- 2016-2020Q3，良品铺子主营业务收入分别为42.89/54.24/63.78/77.15/55.30亿元，公司业务规模快速增长。2015-2019年主营业务收入年均复合增长率为25.11%，其中2016-2017年增速较高，主要由于线上业务快速扩张。
- 2020Q3五家标的公司营收均实现同比增长，其中盐津铺子营收同比大幅提升46.2%。随着疫情受控，线下门店营收降幅收窄、线上业务发力，良品铺子营收同增1.29%。

可比公司毛利率（%），2016-2019&2020Q3



- 以直营店为主的来伊份、盐津铺子毛利率明显高于同行，保持40%以上高位。
- 2016-2020Q3，良品铺子整体毛利率分别为32.72%/29.42%/31.21%/31.87%/31.50%。2017年毛利率同比下降3.3ppt，主要是当期加盟模式、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年毛利率同比上升主要原因是部分产品提价。2020Q3受疫情影响公司毛利率为30.50%，同比下降0.2ppt，与均值逐渐靠拢。

来源：各上市公司财报，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

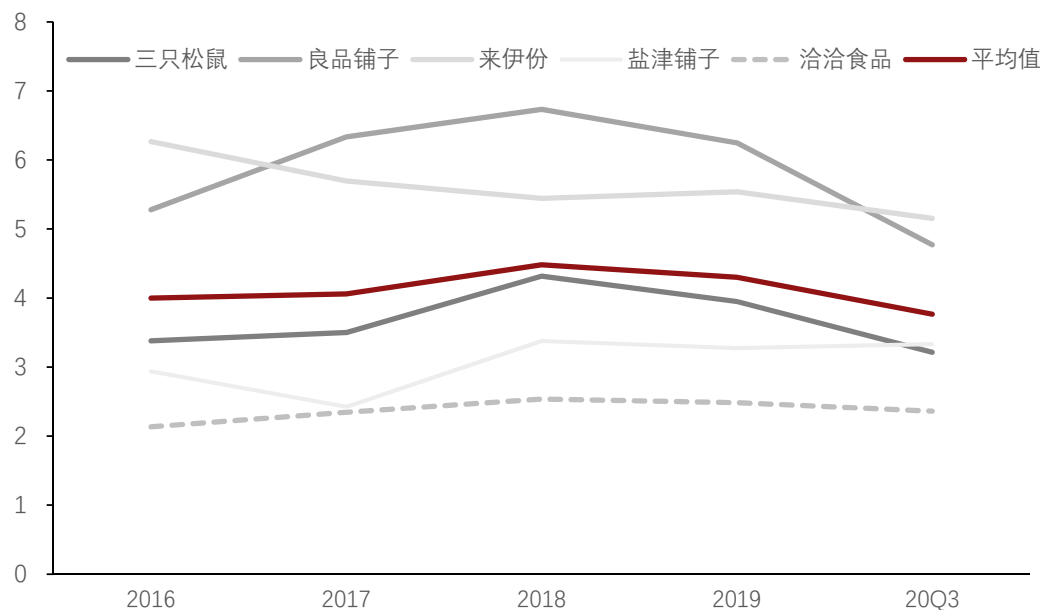
30

同业可比公司运营能力分析

良品铺子的存货周转率和应收账款周转率均高于同业可比公司平均水平，彰显公司较强的存货管理和运营效率

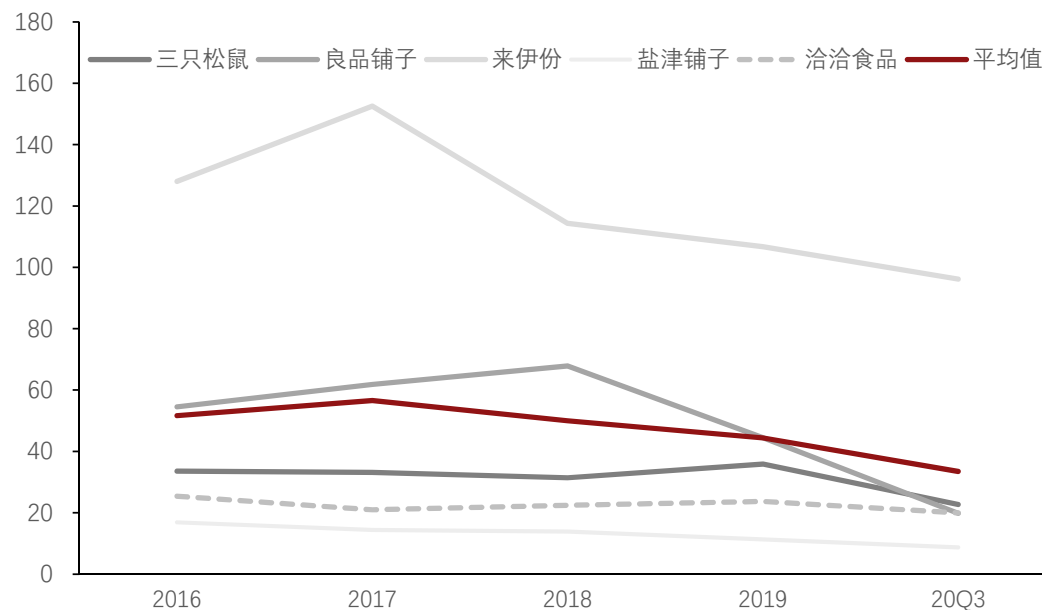
可比公司运营能力分析

可比公司存货周转率（次），2016-2019&2020Q3



- 存货周转率越高，表明企业存货资产变现能力越强，存货及占用在存货上的资金周转速度越快。受疫情影响，2020Q3五家标的公司存货周转率均有所下降。
- 2016-2020Q3，良品铺子存货周转率分别为5.28/6.33/6.73/6.25/4.77次，远高于可比公司的行业均值，2017-2019三年均高于其他可比公司。这得益于公司较强的存货管理和运营能力，资金的使用效率提高，企业的短期偿债能力增强。

可比公司应收账款周转率（次），2016-2019&2020Q3



- “商超+经销”和线上电商平台的销售模式下结算通常存在账期，应收账款周转率低，而直营模式回款及时，应收账款周转率更高。来伊份主要通过线下直营模式销售，应收账款周转率远高于同行；而盐津铺子因商超销售占比相对较高，周转率较低。
- 2016-2020Q3，良品铺子应收账款周转率分别为54.53/61.87/67.88/44.49/19.83次。2019年应收账款周转率下降，主要是当期线上业务扩张，总体上略高于平均水平。

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com



01/ 企业概述

02/ 行业分析

03/ 横向对比

04/ 纵向展望

良品铺子未来发展前景

01



未来，中国休闲零食市场将朝着**健康化**方向发展，**低糖、低热量、低脂肪**的产品受到市场追捧，消费者将更关注产品是否绿色天然

02



稳定高效的**信息系统**为公司线上线下全渠道网络提供保障，实现线上线下相互引流，形成运营系统有效闭环

03



公司设有营养健康研究院和产品研发事业部，全面提升产品**差异化竞争力**，打造核心技术壁垒，持续向**细分市场**发力

04



2018年起，良品铺子的费用得到有效控制，企业**盈利能力**显著提升，**门店及线上业务**稳定扩张，企业营收和利润有望继续维持高速增长

05



高端休闲零食龙头双线发力，**品类扩张**和**渠道变革**助力突围，产品矩阵完善，供应链优势显著，良品铺子未来可期

中国休闲零食市场发展趋势

未来，中国休闲零食市场将朝着健康化方向发展，低糖、低热量、低脂肪的产品受到市场追捧，消费者将更关注产品是否绿色天然

中国休闲零食市场发展趋势 —— 健康化

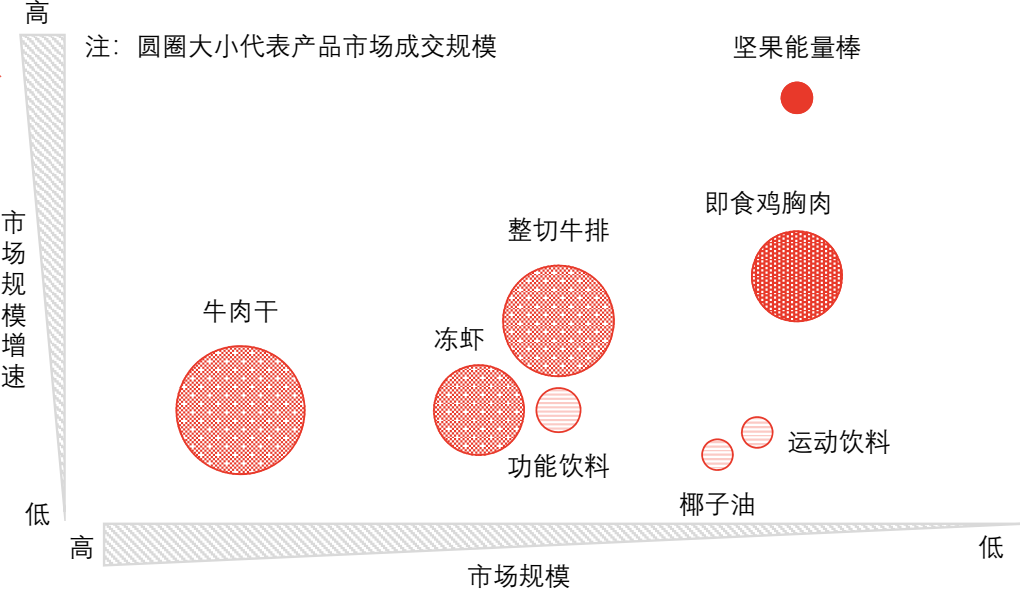
种类	蛋白质含量	脂肪含量	热量含量	食物特征
 藜麦	16.6%	6.3%	368 Kcal/100g	- 富含全部必须氨基酸且比例平衡，易被吸收 - 调节肠道健康
 冻虾	24.0%	0.3%	79 Kcal/100g	- 富含蛋白质、镁、钙、维生素D等营养元素 - 改善人体免疫抵抗力
 牛肉干	33.0%	4.6%	122 Kcal/100g	- 富含全部必须氨基酸 - 蛋白质消化率高，易被人体利用和吸收
 鸡胸肉	31.0%	3.6%	122 Kcal/100g	- 富含全部必须氨基酸 - 蛋白质消化率高，易被人体利用和吸收
 鱼肉	22.0%	3.5%	109 Kcal/100g	蛋白质质量高，易于为人体吸收，胆固醇含量相对较低
 鸭肉	20.1%	3.1%	102 Kcal/100g	- 含有不饱和脂肪酸 - 含有丰富B族维生素和维生素E



头豹洞察

- 健康观念的趋势下，消费者更加注重食品营养价值
- 具有较高蛋白质、低脂肪、低热量特点的肉类受到消费者青睐
- 米、面为主要原料的烘焙食品代餐概念逐渐被挖掘，很多烘焙产品被打造成早餐替代品，代餐化要求品类更丰富，营养更均衡

MAT2019 天猫食品与减脂增肌相关品类成交规模及增速



来源：头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

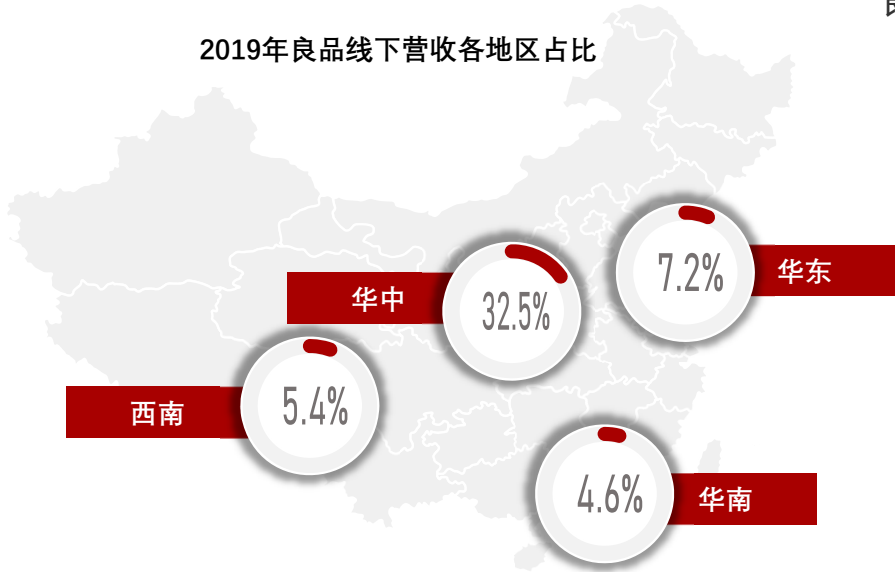
400-072-5588

良品铺子未来业务展望（1/3）

稳定高效的信息系统为公司线上线下全渠道网络提供保障，实现线上线下相互引流，形成运营系统有效闭环

◆ 良品铺子通过全渠道网络及信息化建设，形成运营系统有效闭环

- 公司坚持**线上线下全渠道**协同发展的运营模式，运用数字化供应链，连接合作供应商、仓储物流系统、线上平台、线下门店以及终端消费者，形成运营系统有效闭环。能够根据顾客的数据标签划分店群，针对不同店群的消费习惯匹配对应的商品，在门店的空间上进行稽核，实现人货场的精准匹配。同时建立了**自动补货数据模型**，实现自动补货，优化门店的动销结构，也实现了库存管理的可视化，动态库存均衡管理以及库存精细化。只需要将库存上的数据贴上相应的标签，结合供应计划来预测需求量，就可以为决策模型提供支持。
- 稳定高效可扩展的信息系统将成为休闲零食企业保持核心竞争力的关键所在，良品铺子一直重视**信息化建设**，对线上业务、终端门店、人力资源等IT模块进行全面升级，保障信息系统为日益扩展的业务内容提供全流程支持。经过多年的技术积累，已基本完成了公司前中后台的信息化系统的搭建，实现了前台系统灵活覆盖、中台系统高效集成、后台系统文件支撑。



良品铺子市场战略

1 线下门店计划

公司坚持“深耕华中，辐射全国”的门店布局战略，在立足华中市场的基础上，在西南、华东、华南、西北等地区开设线下门店，填补公司优势区域控制力度较弱的部分，增强在其他地区的营销网络辐射作用，解决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。

2 线上业务扩张

线上方面，公司将继续推进“平台电商+社交电商+自营渠道”多线布局的发展策略，不断巩固市场规模、提高市场占有率。举例说明，微信小程序会员拉新指标同增超过200%。门店通过与微信小程序、APP、外卖平台、社交渠道、线上电商平台等结合，形成线上线下的全矩阵流量系统。

来源：良品铺子招股说明书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

良品铺子未来业务展望 (2/3)

良品铺子设有营养健康研究院和产品研发事业部，全面提升产品差异化竞争力，打造核心技术壁垒，持续向细分市场发力

◆ 良品铺子拥有完整研发体系，助力细分市场的开拓

- 良品铺子已经搭建了完整的研发体系，实现了端到端的打通，基于消费者需求及市场洞察，围绕高端零食，对产品进行升级研发，形成差异化，提高产品力。目前聚焦于技术驱动产品创新、新一代蛋白质零食、药食同源零食、细分人群零食、增强免疫力的零食等方向的技术研究与产品开发。
- 从技术方面来看，良品铺子成功研发或改进了中温灭菌技术、三重控糖技术、双重燃脂技术等，并将它们运用到具体产品创新上。例如中温灭菌能让产品更加健康营养和新鲜，口感更好，克服了高温在一定程度上会破坏食品营养物质的问题。公司已经研发出自有配方和工艺，实现中温灭菌技术落地，运用到去骨鸭掌、酱卤牛肉等产品上。
- 从细分市场角度，良品铺子正在研发适合特定人群的零食产品，如儿童、健身人群、孕妇等，“高端零食”战略已经初步奠定了良品铺子的高端品牌优势，未来，消费升级和健康趋势将继续推动差异化产品市场渗透率提升。

良品铺子细分市场战略案例

1 儿童市场

2020年，公司专为3-12岁儿童人群推出了50款儿童零食产品，不含人工合成防腐剂、人工合成色素、人工合成甜味剂。以良品果园吸吸果冻泥为例，该款产品不含香精、防腐剂和色素，90%以上是水果原浆和苹果汁，不适用浓缩果汁，采用巴氏低温杀菌，对儿童来说更健康、更有营养。



2 健身零食

2020年第三季度，良品铺子推出了健身零食子品牌“良品飞扬”系列产品，专为泛健身人群、专业健身人士量身打造的健康零食，产品涵盖饼干、肉类、冲调、方便速食等6大品类，形成轻卡、低卡、低脂、高蛋白、全营养的产品方案。2020年8月正式上市，销量表现突出。



来源：良品铺子公司公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹
LeadLeo

400-072-5588

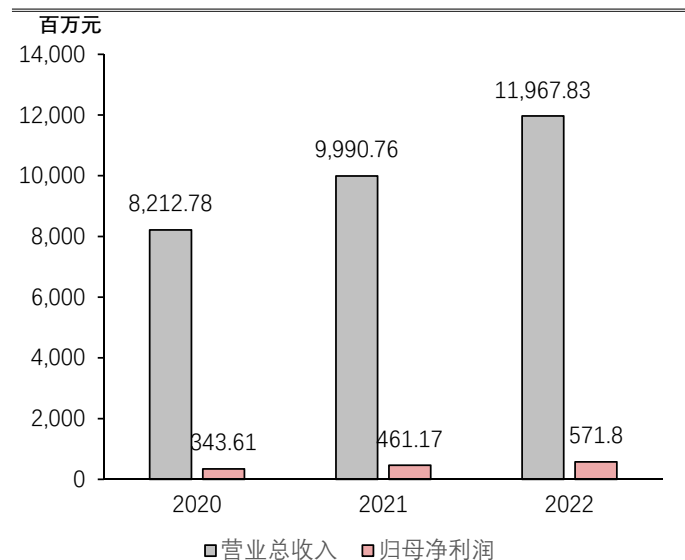
www.leadleo.com

36

良品铺子未来业务展望 (3/3)

2018年起，良品铺子的费用得到有效控制，企业盈利能力显著提升，门店及线上业务稳定扩张，企业营收和利润有望继续维持高速增长

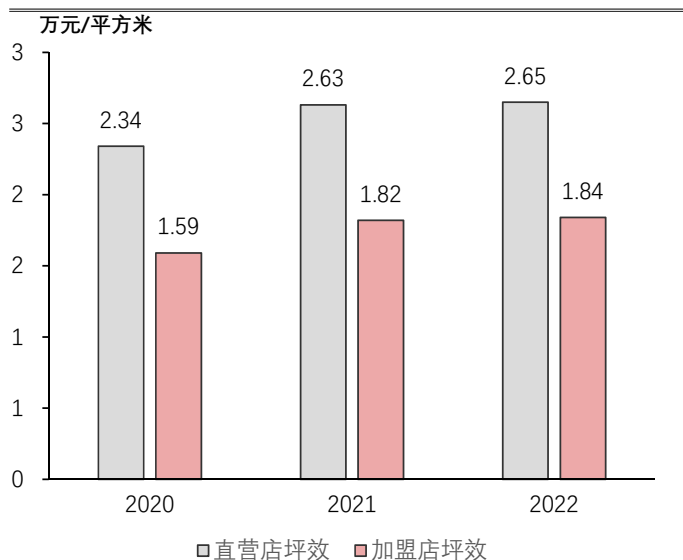
良品铺子营业总收入与归母净利润
2020-2022年预测



2018-2020年，中国休闲零食市场零售规模年均复合增长率约**8.4%**。在此期间，良品铺子保持线下优势的同时，发力线上业务，2019年公司收入同增**20.97%**，归母净利润同增**42.68%**。企业利润显著提升主要受产品提价、规模经济效应等因素共同影响。预计**2020-2022年**，良品铺子收入及利润将继续保持快速增长，CAGR分别为**20.72%/29.00%**

*收入利润数据来自Wind一致预测

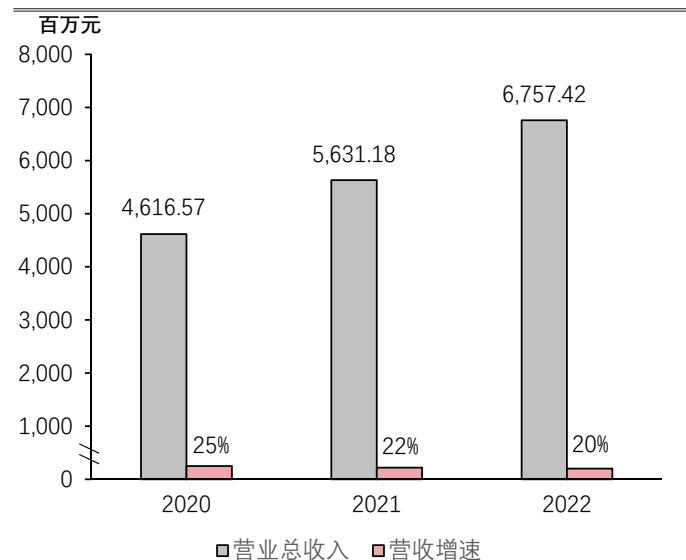
良品铺子直营店和加盟店坪效
2020-2022年预测



2019年，公司全国各区域的平均年坪效为**2.6万元/平方米**，考虑持续优化运营效率，预测2020/2021/2022公司直营店坪效分别为**2.34/2.63/2.65万元/平方米/年**；2020年三季度，良品净增门店119家，且基本以加盟店为主，由于新开门店具有爬坡期，预测2020/2021/2022公司加盟店坪效分别为**1.59/1.82/1.84万元/平方米/年**

*坪效预测数据来自光大证券良品铺子研报

良品铺子线上业务营收及增速
2020-2022年预测



2013-2018年，休闲零食电商市场CAGR5为同期电商市场规模增速**2倍**，预计休闲食品线上市场仍能保持**15%**以上增长，行业集中度不断提升。2017-2019年，良品铺子线上业务营收增长迅速，CAGR达**27.60%**。随着良品铺子品牌效应扩大，客户黏性提高，公司未来有望对线上产品进行提价，线上业务营收和毛利率双增

*线上业务预测数据来自光大证券良品铺子研报

来源：Wind，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

良品铺子估值分析

高端休闲零食龙头双线发力，品类扩张和渠道变革助力突围，产品矩阵完善，供应链优势显著，良品铺子未来可期

◆ 特色和差异化是休闲食品企业发展的核心，未来良品铺子加速抢占高端零食市场

- **投资逻辑：**良品作为中国高端休闲零食龙头企业，拥有“全品类+全渠道”的成熟运营能力及体系建设。上半年疫情期间公司线上业务快速成长，目前公司线下门店运营提效升级，开店计划稳步推进。未来有望凭借**产品差异化、销售品牌化、组织平台化、渠道数字化、门店布局全国化**加速占领中国休闲零食市场。
- **风险分析：**食品安全质量风险；原材料价格上涨风险；门店扩张不及预期；次新股风险。此外，由于休闲食品行业具有产品同质化特点，市场竞争激烈，公司必须跟随竞品采取降价扩销的策略，可能增加业绩波动和利润下滑压力。
- **估值分析：**选取A股休闲零食板块和良品铺子业务模式相近，同为“线上+线下”运营的三只松鼠、盐津铺子、来伊份进行相对估值法分析，根据Wind一致预测，可比公司2020/21/22年对应的平均市盈率为**60.46/38.86/33.74X**。预测2020/21/22年良品铺子PE分别为**70.57/52.58/42.41X**，2020/21/22年EPS为**0.86/1.15/1.43元**，分别对应目标价**60.69/60.46/60.65元**。

可比公司估值表（2021.1.29）

公司简称	股票代码	股价（元）	市值（百万元）	PE（X）			EPS预测			20-22净利润CAGR，%
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	
三只松鼠	300783.SZ	47.49	19,043.49	72.79	53.94	42.38	0.65	0.88	1.12	31.07
洽洽食品	002557.SZ	62.31	31,591.17	41.17	34.70	29.41	1.51	1.80	2.12	18.31
盐津铺子	002847.SZ	108.18	13,994.16	56.69	39.49	29.42	1.91	2.74	3.68	38.81
来伊份	603777.SH	10.77	3,630.91	71.18	27.30	-	0.15	0.39	-	-
平均值			17,064.93	60.46	38.86	33.74	1.06	346.00	2.31	29.40
中间值			16,518.83	63.94	37.10	29.42	1.08	1.34	2.12	31.07
良品铺子	603719.SH	60.47	24,248.47	70.57	52.58	42.41	0.86	1.15	1.43	29.00

来源：Wind，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



400-072-5588

www.leadleo.com

方法论

- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究10大行业，54个垂直行业的市场变化，已经积累了近50万行业研究样本，完成近10,000多个独立的研究咨询项目。
- ◆ 研究院依托中国活跃的经济环境，从食品饮料、休闲零食等领域着手，研究内容覆盖整个行业的发展周期，伴随着行业中企业的创立，发展，扩张，到企业走向上市及上市后的成熟期，研究院的各行业研究员探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业的视野解读行业的沿革。
- ◆ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合行业交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述行业的现状，前瞻性地预测行业未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析行业，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何投资建议。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。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。本报告所指的公司或投资标的的价值、价格及投资收入可升可跌。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本文所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本文所载资料、意见及推测不一致的报告和文章。头豹不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。