

# 雪球访谈

良品铺子遭减持，零食还是不是优质赛道？

2021年03月02日

**雪球**

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



公子豹 V 并购重组股研究达人

## 访谈简介

今日盘中，良品铺子一度跌停。截至收盘，大跌9.56%，报收58.83元，市值235.91亿元。

2月26日晚，良品铺子发布公告，公司股东高瓴资本因资金需求，拟减持公司股份数量合计不超过2406万股，合计不超过公司总股本的6%。

那么，良品铺子遭减持，零食还是不是优质赛道？本期我们邀请到@公子豹做客雪球访谈，跟大家共同探讨，访谈将于3月2日18:00开始，快发起提问吧！

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 周期天王:

对 @公子豹 说: 请问您觉得高瓴为什么要减持良品铺子, 会卖光吗?

[答] 公子豹:

高瓴此次仅减持不超过6%，并非清仓式减持。而且良品铺子作为休闲食品龙头地位，高瓴没有突然看淡的理由。对于减持原因，我们可以作几种猜想：

其一，高瓴入股良品铺子已近4年，到了一个给投资人回报的时间节点，需要减持一部分来锁定收益。而且2020年高瓴资本共斩获42个IPO项目，适当减持部分IPO项目做资金调整也属于合理现象。

其二，高瓴最近频繁参与定向增发，资金需求量大，难免需要减持“回血”。

其三，减持是阶段性的投资策略。如果说高瓴的减持是不看好良品铺子，那就无法解释其在去年四季度清仓蔚来、理想、小鹏，因为高瓴明确看好新能源赛道，入股了比亚迪、宁德时代、隆基股份等等。纵观过往案例，高瓴在以往操作风格上对于看好且已盈利标的经常会采取高抛低吸的手法。事实上，高瓴资本在很多早期投资项目上市后，也出现过卖出后又买入的操作。

另外，减持意向和实际减持额之间往往差别较大，披露一个较大的意向减持额度，是为了让自己的操作更从容一些，并不表示要顶格减持，也可能一直不会卖出或者全部抛售。以三只松鼠为例，2020年7月三只松鼠限售股解禁后，今日资本和IDG资本计划减持三只松鼠股份合计达18%。但直至减持期满，今日资本仅减持2.36%，IDG资本仅减持3.12%，这说明他们依旧看好零食赛道。

[问] ABC深V:

对 @公子豹 说: 良品铺子是否继续值得守候?

[答] 公子豹:

休闲食品行业发展历程短，目前还处于品牌化初期，仅形成了部分区域性或细分品类龙头企业，如华中地区的良品铺子、盐津铺子，华东地区的来伊份、沃隆、老婆大

人，华北地区的稻香村，华南地区的徐福记、佳宝，线上销售为主的三只松鼠等。区域性龙头品牌中，产品同质化程度高，良品铺子、来伊份、百草味、三只松鼠、盐津铺子均覆盖坚果炒货、肉类零食、素食肉制品、糕点蜜饯等品类，其中SKU最高的为良品铺子和来伊份，达1400余种。渠道布局差异化、多元化，良品铺子在电商平台、社交平台、自营线上商城、规模化门店等各方面都有布局。截止2020年年底，公司门店数量达到2700家，并且启动了“门店+数字化”模式，巩固提升数字化全渠道优势。三只松鼠主要进行线上经营，线上收入占比达98%，来伊份和洽洽食品主要进行线下经营，线下收入占比分别为87%和90%，良品铺子线上线下结构最为均衡。长期来看，良品胜出的几率是比较大的。

[问] 疏影2018:

对 @公子豹 说：高端零食是不是不具备竞争力了？

[答] 公子豹:

高端零食的核心要义是好吃和健康，体重秤是最大的敌人。Mob研究院于2019年进行休闲食品用户画像，发现70%的消费者介于25-34岁，女性、购物达人居多，这类人群更讲究零食口感和品牌，对价格不敏感，愿意为了品质支付高的价格。以健身食品这个细分市场为例，2017年市场规模14亿元，2020年达到45亿元，用户的需求已经从单一的功能性升级至功能+健康+方便+营养+口感等全方位升级，要求不低。如今的网红零食的都有一股重麻重辣、重油重糖的刺激感，竞争很激烈，因为高端的做不出来，需要大量的现金投入研发，而且生产设备动辄几百万，何况品类很多，一般企业吃不消投入。总的来看，随着消费能力提高，高端零食是一个必然出现的需求，如同快递中顺丰占据了高端市场一样，目前看良品铺子是有这个机会的。

[问] 诗人在投资:

对 @公子豹 说：来伊份的问题是品牌老化了吧？感觉它主要的渠道是门店，线上不够凶猛，和具有网红气质的三只松鼠等差距太大了。

[答] 公子豹:

公司是上海起家的，在华东市场有优势，门店覆盖广，但在埠外区域品牌力和门店布局欠缺。3Q20收入表现平淡，归母净利润为负，毛利率同比承压，销售费用率高企。根据草根调研，公司门店表现平淡低于预期，但新渠道电商/特渠发展较快，公司未来将继续布局直播电商，但竞争优势有待考验。

公司推行万家灯火计划加快开店，其中上海、江苏直营为主，其他地区发力加盟门店布局，预计未来每年可新增几百家，在扩大加盟的背景下，我们销售费用率将持续较高，影响利润。若疫情控制较好，公司将享有门店扩张带来的红利，但外省加盟门店仍处于市场检验初期，不宜做过高的期待。

[问] 跑向自由之路：

对@公子豹说：怎么样看待零食这个赛道，这是消化升级的需求吗？

[答] 公子豹：

从休闲食品的市场空间来看，随着我国国内人均收入突破一万美元，消费作为三驾马车之一已成为巨大牵引力，中国零食市场更是有15000亿的巨大规模。我国休闲食品零售市场规模由2011年的4,579亿元增长至2019年的11,430

亿元，8年CAGR为12.14%。从国际上看，美、英、日、韩的休闲食品人均消费量分别为13.0、9.5、5.6、2.6（kg/人），人均消费额分别为151、112、91、38（美元/人），而我国的休闲食品人均消费量和消费额分别为2.2kg/人和13.6美元/人，处于国际低位，人均消费量和消费额有巨大提升空间。

从竞争格局看，休闲零食细分品类多、行业进入门槛低，线下品牌地域分布多聚集于长三角与珠三角区，厂商多位于沪粤闽地区。10-19年行业CR5不增反降，2019年仅为24.6%，最高的烘焙CR5也仅为21.7%，未来还有很大的集中度提升空间。中国头部综合零食品牌整体体量仍未占据到市场的5%，头部品牌仍有想象空间。

[问] 品茶禅股：

对@公子豹说：非必需品，非刚需，有长期性的持有价值嘛

[答] 公子豹：

从休闲零食的社会历史变迁看，80年代初期，人们物质生活相对匮乏且供给不足，零食市场以饼干、糖果为主，具有充饥等功能；90年代末期，国外巧克力、卡夫等进口零食进入中国，国内以虾条、果冻为代表，如旺旺、喜之郎等品牌涌现，人们对零食需求从口感到健康，多维度、多场景化。现在休闲零食的功能性需求远远超出生理需求的范畴，核心在于让用户获得想得到且怕失去的产品需求，如吃不胖的薯片等。消费者愿意花钱买健康的消费能力依然强劲，具备核心技术的企业能获得满足功能性需求的巨大市场。从这个角度看，龙头企业是有长期价值的。

[问] HHHHOK：

对@公子豹说：良品铺子有没有可能从客厅走到厨房，除了休闲食品，也卖一些调味品什么的？

[答] 公子豹：

暂时还没有从零食行业看到这个迹象，调味品确实是一个高粘性、高毛利率的赛道，所以金龙鱼也在切入。零食跟调味品还是有比较大的差异，渠道和经营方式也不大一样，我觉得在自身没有占据足够市场份额之前，没有证明自己的实力之前，没必要贸然切入新领域，毕竟调味品行业竞争也很激烈，几家龙头公司的销售费用也挺高。

[问] HHHHOK：

对@公子豹说：怎么看公司的采购投入、广告投入等？

[答] 公子豹：

公司15-19年销售费用率总体微降，主要原因是，销售费用率相对较低的线上销售占比提升，且线上销量单位运输成本由16年的4.28元/（kg、件）下降至19H1的3.28元/（kg、件）。不过，加盟模式及线上销售收入占比上升，拉低了整体毛利率。

最近几年线上流量红利减弱，公司于2019年加大了产品在线上平台的推广力度，增加天猫和京东平台推广费用。从效果看，17-19年3年线上收入

CAGR为

37.3%，高于三只松鼠。此外，公司为应对线上平台流量分化，加大对抖音、快手等社交电商的投入，线下拓店也在同步扩张，预计接下来几年费用率相比 2019 年会继续上涨。

采购方面，公司以销定采，提高存货周转率，前五大供应商采购额占据总采购额的20%左右，原材料价格相对稳定，目前看不需要太担心。

[问] 麦麸泡泡糖：

对@公子豹说：两个问题，1) 这几年一直在铺直营店，铺的怎么样？同店销售能有增长吗？2) 上游对接一堆OEM，下游是一片渠道，\$名创优品(MNSO)\$ 这种零售商是不是有挺大概率往上打？和沃尔玛自有品牌一个套路

[答] 公子豹：

连锁+消费，连锁+医疗，一直是市场特别看好的方向。良品铺子在业内属于线下门店经营占优的公司，这两年一直在推进全国新开门店计划。去年前三季度，新增门店420家。截止2020年年底，公司门店数量达到2700家，新开拓青岛、济南、昆明、贵阳等城市，覆盖19省、2直辖市162个城市。重点则是加大广东和深圳开店步伐，广深区域已经成为良品铺子继湖北、湖南、江西、四川、河南后的第六大市场。门店规模就是话语权，以后能够上下通吃，上游占款、下游现金等等，会有很多玩法。

[问] HHHHOK：

对@公子豹说：儿童食品市场也不错，良品铺子未来有没有潜力在这方面布局？

[答] 公子豹：

良品铺子将针对孕妇、产妇、儿童、银发族、健身族等细分人群不同需求，定制健康营养、具有功能性零食。2020年5月，针对儿童群体，良品铺子推出了首个子品牌“良品小食仙”，参与并推送了《儿童零食通用要求》，这也是国内儿童零食团体标准。该子品牌陆续升级40余款儿童零食产品，推出以来营收同比增长34%，增速领先其他品类。

[问] HHHHOK:

对@公子豹说：老师，你觉着公司未来有没有必要在商超线下方面加大布局？

[答] 公子豹:

商超是一个比较快捷放量的渠道，这块盐津铺子玩的很早。盐津铺子从线下起家，是沃尔玛、麦德龙、家乐福、大润发等商超的核心供应商，依靠着这些大型超市、百货的扩张来铺开自己的销售。公司17年底开始推广店中岛模式，截止20年底全国共有1.6万个中岛。20年公司计划投放5000个中岛，实际投放8000个，21年公司仍计划新增5000个中岛，不排除依然有超预期投放可能。最近公司披露股权激励制定了很高的目标，引发股价连续涨停，可见市场对这个赛道和经营模式是比较认可的。目前来看，良品铺子还没有这方面的大动作，不过在一些商场里也有入驻，不排除以后会加大这方面的力度，毕竟人流量很集中。

[问] 梵\_谷:

对@公子豹说：良品铺子感觉就像零食里面的唯品会，卖的零食价格太离谱还过度包装。以后可能会脱离大众吧？把消费者当傻子这种营销手段怎么能够持续高成长呢？

[答] 公子豹:

零食价格较高，背后的核心还是品质更好，现在有一批追求品质、有消费能力的人青睐高端零食，算是差异化竞争。高端的背后，竞争壁垒和毛利率也会高一些。中国的消费市场分层很厉害，大批人在抢购奢侈品，另有大批人在用拼多多，用一个视角去看待中国的消费市场是不完整的。

[问] HHHHOK:

对@公子豹说：儿童食品市场也不错，良品铺子未来有没有潜力在这方面布局？

[答] 公子豹:

回复@uuu漫步：随着监管细化、居民的健康认知提升，添加剂这块肯定会越来越谨慎的，这是一个进化的过程，企业早点意识到，在未来就能占有更好的位

置。//@uuu漫步:回复@公子豹:少放化学添加剂，什么都有了。不过14亿人口，哪怕0.1%吃这一套把戏，也挺赚得。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

# 没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里