

**良品铺子 (603719.SH) 加盟渠道转型升级持续推进, 开店进程有望加速**

2023年05月02日

——中小盘信息更新

**投资评级: 买入 (维持)**
**任浪 (分析师)**
**周佳 (联系人)**

renlang@kysec.cn

zhoujia@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790121080046

日期	2023/4/28
当前股价(元)	33.50
一年最高最低(元)	41.30/22.58
总市值(亿元)	134.34
流通市值(亿元)	134.34
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	4.01
近3个月换手率(%)	36.49

**● 2023Q1 营收有所承压, 归母净利润增长迅速**

公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 实现营收 23.85 亿元, 同比-18.94%; 归母净利润 1.49 亿元, 同比+59.78%; 毛利率 29.16%, 同比+2.86pct。在营收有所承压的背景下, 公司线下渠道继续推进单店精细化运营, 线上渠道持续优化产品结构, 因此毛利率得到提升, 叠加经营效率持续改善, 推动归母净利润逆势实现高速增长。我们维持公司 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.97/6.16/6.84 亿元, 对应 EPS 分别为 1.24/1.54/1.71 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 29.3/23.6/21.3 倍, 看好长期发展, 维持“买入”评级。

● **电商、团购业务营收大幅下滑, 降本增效叠加线下业务占比提升推升净利率**  
分渠道看, 受春节前置、电商渠道流量去中心化、营销投放减少及 2022 年同期高基数等因素影响, 公司电商/团购业务营收分别同比下降 32.42%/30.49%至 12.06/1.16 亿元。线下业务方面, 直营渠道净增 28 家门店带动直营业务营收同比+7.09%, 但加盟渠道仍处于打磨大店的转型升级阶段, 净闭店 70 家叠加单店营收同比下降 8.32%导致加盟业务营收同比下降 2.87%至 7.80 亿元。同时, 公司持续推进各业务降本增效, 其中电商业务注重精准营销管理, 通过减少影视剧植入等方式有效降低投放费用, 毛利率同比+4.23pct, 叠加线下业务毛利率相对较高且营收占比提升, 毛利率提升以及费用管控加强推动净利率同比+3.01pct 至 6.23%。

● **“良品铺子”门店优化与零食量贩店布局加速, 营收有望实现环比恢复增长**  
公司主品牌“良品铺子”短期以在优势地区布局直营店为主, 2023Q1 已签约待开业直营店 65 家。但随着加盟渠道大店升级逐步完成, 品类结构得到优化、单店运营效率提升, 有望实现全年开店 1000 家的目标。同时, 公司通过战略投资赵一鸣、创立自有品牌零食顽家等方式积极布局零食量贩店, 凭借快速抢占门店、高效的供应链整合及组织运营能力, 其有望成为新的增长极。展望未来, 在线下客流持续恢复的背景下, 主品牌“良品铺子”与零食量贩渠道双轮驱动增长可期, 同时线上业务降本增效的背景下增长弹性大, 公司营收有望实现环比恢复增长。

● **风险提示:** 门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、线上渠道持续冲击等。

**中小盘研究团队**
**相关研究报告**

《2022Q4 营收短期承压, 2023 年经营势能稳中向好——中小盘信息更新》  
-2023.3.27

《全渠道战略韧性凸显, 盈利能力环比改善——中小盘信息更新》-2022.11.2

《门店拓展叠加团购放量, 2022Q2 业绩逆势增长——中小盘信息更新》  
-2022.8.27

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,324	9,440	11,499	13,702	16,193
YOY(%)	18.1	1.2	21.8	19.2	18.2
归母净利润(百万元)	282	335	497	616	684
YOY(%)	-18.1	19.2	48.3	23.9	11.0
毛利率(%)	26.8	27.6	28.5	28.6	28.7
净利率(%)	3.0	3.5	4.3	4.5	4.2
ROE(%)	13.1	13.9	17.8	18.6	17.5
EPS(摊薄/元)	0.70	0.84	1.24	1.54	1.71
P/E(倍)	51.7	43.4	29.3	23.6	21.3
P/B(倍)	6.8	6.1	5.2	4.4	3.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4044	3563	4119	5061	5727
现金	1747	1354	2235	2241	3123
应收票据及应收账款	660	735	535	877	772
其他应收款	110	110	122	155	172
预付账款	109	303	156	157	209
存货	1132	916	926	1488	1307
其他流动资产	286	144	144	144	144
<b>非流动资产</b>	1386	1473	1472	1556	1640
长期投资	3	28	54	80	106
固定资产	593	559	658	736	816
无形资产	143	134	125	106	89
其他非流动资产	647	751	635	634	630
<b>资产总计</b>	5430	5036	5590	6617	7366
<b>流动负债</b>	3072	2451	2851	3488	3687
短期借款	30	80	30	30	30
应付票据及应付账款	1546	1093	1559	2083	2133
其他流动负债	1495	1278	1262	1375	1524
<b>非流动负债</b>	204	187	189	174	159
长期借款	78	56	63	48	33
其他非流动负债	126	131	127	127	127
<b>负债合计</b>	3276	2638	3040	3663	3847
少数股东权益	8	-1	-1	-1	-2
股本	401	401	401	401	401
资本公积	803	803	803	803	803
留存收益	1042	1293	1644	2076	2555
归属母公司股东权益	2146	2399	2551	2955	3521
负债和股东权益	5430	5036	5590	6617	7366

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	412	103	1022	359	1157
净利润	283	334	498	616	684
折旧摊销	105	121	124	83	93
财务费用	-39	-35	-22	-30	-45
<b>投资损失</b>	-2	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-188	-661	426	-306	429
其他经营现金流	253	346	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-249	-145	-181	-164	-173
<b>资本支出</b>	271	161	217	196	205
长期投资	0	-3	-26	-26	-26
其他投资现金流	22	19	61	57	57
筹资活动现金流	-402	-330	-238	-57	-61
短期借款	-10	50	0	0	0
长期借款	0	78	-16	-15	-15
<b>普通股增加</b>	0	0	0	0	0
<b>资本公积增加</b>	-0	0	0	0	0
<b>其他筹资现金流</b>	-392	-458	-222	-42	-46
<b>现金净增加额</b>	-240	-372	603	138	923

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9324	9440	11499	13702	16193
营业成本	6828	6837	8226	9789	11549
营业税金及附加	65	50	71	84	95
营业费用	1672	1756	2109	2439	2942
管理费用	477	480	584	687	821
研发费用	40	51	50	62	75
财务费用	-39	-35	-22	-30	-45
资产减值损失	-1	-28	-5	-10	-13
其他收益	94	163	191	155	163
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	1	2	2
资产处置收益	2	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	376	436	670	819	908
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	1	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	379	437	671	820	909
所得税	96	103	174	204	225
<b>净利润</b>	283	334	498	616	684
少数股东损益	1	-1	0	-1	-0
<b>归属母公司净利润</b>	282	335	497	616	684
EBITDA	438	525	740	840	925
EPS(元)	0.70	0.84	1.24	1.54	1.71

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.1	1.2	21.8	19.2	18.2
营业利润(%)	-22.3	16.1	53.7	22.2	10.9
归属于母公司净利润(%)	-18.1	19.2	48.3	23.9	11.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	27.6	28.5	28.6	28.7
净利率(%)	3.0	3.5	4.3	4.5	4.2
ROE(%)	13.1	13.9	17.8	18.6	17.5
ROIC(%)	159.2	29.9	119.8	66.6	120.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.3	52.4	54.4	55.4	52.2
净负债比率(%)	-75.7	-38.3	-71.6	-61.0	-74.9
流动比率	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.0	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.8	2.2	2.2	2.3
应收账款周转率	18.3	13.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.7	7.3	21.4	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.84	1.24	1.54	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	0.26	2.55	0.90	2.88
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.98	6.97	8.26	9.73
<b>估值比率</b>					
P/E	51.7	43.4	29.3	23.6	21.3
P/B	6.8	6.1	5.2	4.4	3.7
EV/EBITDA	29.5	26.0	17.0	14.9	12.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn