

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

良品铺子(603719)

投资评级 买入

上次评级 买入

 马铮 食品饮料首席分析师
 执业编号: S1500520110001
 邮箱: mazheng@cindasc.com

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

业绩承压，期待调整改善

2023年08月31日

事件: 公司发布 23H1 业绩报告, 23H1 实现营收 39.87 亿元, 同比-19%, 实现归母净利润 1.89 亿元。其中 23Q2 实现营收 16.02 亿元, 同比-18%, 实现归母净利润 4062 万元。

点评:

- **线上流量去中心化导致营收承压, 线下推出大店积极调整。** 23Q2 公司电子商务/加盟/直营零售/团购业务分别实现营收 6.15/6.25/4.36/0.90 亿元, 同比分别-40.92%/-7.15%/+12.75%/+39.16%, 其中线上收入承压主要系流量去中心化影响, 应对环境变化, 公司后续将向社交电商、拼多多等平台倾斜资源。加盟业务 23Q2 新开门店 28 家, 关店 110 家, 门店净关 82 家。直营业务新开门店 215 家, 关店 18 家, 门店净开 197 家, 主要系公司加大直营大店的开设。由于消费疲软, 我们预计单店收入相比疫情前仍有缺口, 关注大店在品类创新和组合上对于单店的提振。开店端, 关注大店模型的跑通及零食顽家品牌的推进。
- **毛利率平稳, 关注后续销售费用投放效率。** 公司 Q2 归母利润率为 2.5%, 环比下降主要系线上收入承压, 销售费用 23Q2 绝对额投放同环比均有下降, 关注后续精准营销的投放及营销获客的效率。23Q2 毛利率为 28.6%, 同/环比-0.6/-0.5pct, 保持相对平稳。23Q2 管理费用率为 5.4%, 同比下降 0.9pct, 管理费用率保持稳中有降的态势。
- **盈利预测与投资建议:** 展望后续, 公司当前处于大店模型调试期, 重点关注公司大店模型的跑通情况, 目前零售渠道分层明显, 关注老店与零食量贩在需求端满足的差异化竞争情况。公司积极布局零食量贩赛道, 目前零食顽家推进顺利, 关注公司零食量贩品牌的开店情况。良品线下开店起家, 门店运营管理经验丰富, 关注公司后续零食顽家与其他零食量贩品牌的差异化竞争。我们预计公司 23-25 年 EPS 为 1.01、1.27、1.47 元, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 零食量贩业态对于主业的冲击、大店升级不成功、食品安全问题。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,324	9,440	9,489	10,918	12,899
增长率 YoY %	18.1%	1.2%	0.5%	15.1%	18.2%
归属母公司净利润(百万元)	282	335	404	510	591
增长率 YoY%	-18.1%	19.2%	20.4%	26.2%	16.0%
毛利率%	26.8%	27.6%	28.3%	28.6%	28.3%
净资产收益率ROE%	13.1%	14.0%	14.6%	15.9%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.84	1.01	1.27	1.47
市盈率 P/E(倍)	60.49	44.07	22.63	17.93	15.46
市净率 P/B(倍)	7.94	6.16	3.31	2.86	2.47

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,044	3,563	4,003	4,596	5,330	
货币资金	1,747	1,354	1,962	2,646	3,065	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	660	735	739	479	548	
预付账款	109	303	302	346	410	
存货	1,132	916	746	854	1,013	
其他	396	254	255	271	294	
非流动资产	1,386	1,473	1,558	1,684	1,864	
长期股权投资	3	28	28	28	28	
固定资产(合计)	593	559	664	778	905	
无形资产	143	134	125	148	183	
其他	647	751	740	729	748	
资产总计	5,430	5,036	5,561	6,279	7,194	
流动负债	3,072	2,451	2,618	2,898	3,314	
短期借款	30	80	0	0	0	
应付票据	434	325	522	555	608	
应付账款	1,112	768	821	918	1,064	
其他	1,495	1,278	1,275	1,424	1,642	
非流动负债	204	187	187	187	187	
长期借款	78	56	56	56	56	
其他	126	131	131	131	131	
负债合计	3,276	2,638	2,804	3,085	3,500	
少数股东权益	8	-1	-2	-4	-6	
归属母公司股东权益	2,146	2,399	2,759	3,199	3,699	
负债和股东权益	5,430	5,036	5,561	6,279	7,194	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,324	9,440	9,489	10,918	12,899	
同比(%)	18.1%	1.2%	0.5%	15.1%	18.2%	
归属母公司净利润	282	335	404	510	591	
同比(%)	-18.1%	19.2%	20.4%	26.2%	16.0%	
毛利率(%)	26.8%	27.6%	28.3%	28.6%	28.3%	
ROE%	13.1%	14.0%	14.6%	15.9%	16.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.84	1.01	1.27	1.47	
P/E	60.49	44.07	22.63	17.93	15.46	
P/B	7.94	6.16	3.31	2.86	2.47	
EV/EBITDA	26.58	20.93	11.60	9.61	8.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,324	9,440	9,489	10,918	12,899	
营业成本	6,828	6,837	6,808	7,796	9,243	
营业税金及附加	65	50	50	58	68	
销售费用	1,672	1,756	1,708	1,954	2,296	
管理费用	477	480	493	568	671	
研发费用	40	51	51	58	67	
财务费用	-39	-35	-51	-72	-89	
减值损失合计	-1	-28	0	0	0	
投资净收益	2	2	0	0	0	
其他	94	160	97	109	129	
营业利润	376	436	526	665	772	
营业外收支	3	1	4	4	4	
利润总额	379	437	530	669	776	
所得税	96	103	127	160	186	
净利润	283	334	403	508	590	
少数股东损益	1	-1	-1	-2	-2	
归属母公司净利润	282	335	404	510	591	
EBITDA	590	664	652	716	736	
EPS(当年)(元)	0.70	0.84	1.01	1.27	1.47	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	412	103	1,086	1,110	870	
净利润	283	334	403	508	590	
折旧摊销	348	397	274	232	182	
财务费用	15	18	2	2	2	
投资损失	-1	-2	-2	0	0	
营运资金变动	-194	-641	414	371	100	
其它	-38	-3	-6	-4	-4	
投资活动现金流	-249	-145	-295	-297	-301	
资本支出	-269	-160	-95	-147	-181	
长期投资	14	-27	0	0	0	
其他	6	42	-200	-150	-120	
筹资活动现金流	-402	-330	-183	-130	-150	
吸收投资	4	0	0	0	0	
借款	68	50	-80	0	0	
支付利息或股息	-103	-88	-103	-130	-150	
现金流净增加额	-240	-372	608	684	419	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒A股和港股，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒，熟悉燕京啤酒和乐惠国际。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。