良品铺子（603719.SH） 疫情冲击下依旧正增长，整体业绩超预期

2020 年 04 月 28 日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2020/4/27
当前股价(元)	59.34
一年最高最低(元)	66.99/17.14
总市值(亿元)	237.95
流通市值(亿元)	24.33
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
近 3 个月换手率(%)	847.39

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

中小盘研究团队

● 疫情冲击之下依旧正增长，业绩超预期

公司公告了 2019 年年报和 2020 年一季度报告，2019 年实现收入 77.15 亿元(+20.97%)，归母净利润 3.40 亿元(+42.68%)，扣非归母净利润 2.74 亿元(+31.78%)；2020 年一季度实现收入 19.09 亿元(+4.16%)，归母净利润 8798 万元(-19.43%)，扣非归母净利润 7308 万元(-4.14%)。公司总部在武汉，一季度在疫情冲击之下收入依旧保持了小幅正增长，同时扣非净利润仅个位数下滑，大幅超市场预期。疫情冲击进一步验证了公司全渠道协调发展的优势，同时疫情之后公司在资本助力之下线上线下都将加速扩张，全国化的休闲零食龙头可期。公司经受住了疫情的冲击，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 4.05(+0.03)/6.11(+0.22)/7.86 亿元，对应 EPS 分别为 1.01(+0.01)/1.52(+0.05)/1.96 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 58.8/39.0/30.3 倍，维持“买入”评级。

● 线上持续高增长，线下受疫情影响较大

公司 2019 年线上实现收入 36.93 亿元，同比增长 28.31%，2020 年一季度，在疫情影响发货的情况下线上依旧保持了 25%左右的快速增长。线下门店来看，2019 年实现收入 38.33 亿元，同比增长 12.69%，主要增长区域来自于新拓展的华东和华南区域。其中华东市场实现收入 5.54 亿元，同比增长 25.12%，华南市场实现收入 3.53 亿元，同比增长 144.9%。2020 年一季度，公司线下门店渠道受疫情影响较大，尤其是核心的华中市场，武汉地区 3 月份才全面复工。不过在门店直播、社区团购等多种数字化手段支持下，公司线下门店收入下滑幅度不大。

● 疫情之后全渠道扩张加速，全国化休闲零食龙头可期

公司疫情期间推出了 2020 年 6500 人的招聘计划，为疫情过后公司线下门店的加速扩张做好了人才储备，全年预计线下新开门店数量将超过 600 家，较 2019 年显著提速。疫情过后消费需求的复苏以及优质门店资源的出现都将助力公司作为休闲零食的线下龙头进一步抢占市场份额。叠加线上渠道全域布局、多线发力，公司全渠道融合发展优势显著，全国化、全渠道、全品类的休闲零食龙头可期。

● 风险提示： 全国化门店扩张建设不及预期等风险等。

相关研究报告

《中小盘首次覆盖报告-国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头》-2020.3.8

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,378	7,715	9,409	12,268	15,321
YOY(%)	17.6	21.0	22.0	30.4	24.9
归母净利润(百万元)	239	340	405	611	786
YOY(%)	520.7	42.7	19.0	50.8	28.7
毛利率(%)	31.2	31.9	31.0	32.0	32.2
净利率(%)	3.7	4.4	4.3	5.0	5.1
ROE(%)	22.2	23.8	23.2	26.2	25.5
EPS(摊薄/元)	0.59	0.85	1.01	1.52	1.96
P/E(倍)	99.8	69.9	58.8	39.0	30.3
P/B(倍)	22.1	16.8	13.8	10.3	7.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2378	3015	4023	5230	6742
现金	1037	1524	2340	2857	4095
应收票据及应收账款	86	259	162	386	299
其他应收款	65	62	93	109	143
预付账款	181	127	249	242	371
存货	712	971	1108	1564	1762
其他流动资产	297	72	72	72	72
非流动资产	805	817	881	1007	1128
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	321	522	564	672	788
无形资产	175	164	180	194	194
其他非流动资产	309	132	138	141	146
资产总计	3183	3832	4905	6237	7869
流动负债	2056	2359	3067	3798	4657
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1390	1491	2068	2506	3189
其他流动负债	666	868	999	1292	1467
非流动负债	8	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8	8
负债合计	2064	2367	3075	3806	4665
少数股东权益	42	50	60	76	96
股本	360	360	401	401	401
资本公积	418	418	418	418	418
留存收益	298	637	1025	1598	2319
归属母公司股东权益	1077	1416	1770	2355	3109
负债和股东权益	3183	3832	4905	6237	7869

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6378	7715	9409	12268	15321
营业成本	4387	5256	6493	8346	10392
营业税金及附加	33	42	52	67	84
营业费用	1240	1581	1882	2454	3064
管理费用	384	411	470	613	766
研发费用	21	27	28	37	46
财务费用	2	-10	-15	-22	-34
资产减值损失	-4	-0	-4	-5	-5
其他收益	8	66	33	36	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	20	20	20	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	346	471	556	833	1073
营业外收入	2	4	3	3	3
营业外支出	1	2	5	2	2
利润总额	347	473	554	835	1075
所得税	99	124	138	209	269
净利润	248	349	415	626	806
少数股东损益	9	9	10	16	20
归母净利润	239	340	405	611	786
EBITDA	405	533	585	861	1093
EPS(元)	0.59	0.85	1.01	1.52	1.96

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.6	21.0	22.0	30.4	24.9
营业利润(%)	197.9	36.1	17.9	50.0	28.8
归属于母公司净利润(%)	520.7	42.7	19.0	50.8	28.7
获利能力					
毛利率(%)	31.2	31.9	31.0	32.0	32.2
净利率(%)	3.7	4.4	4.3	5.0	5.1
ROE(%)	22.2	23.8	23.2	26.2	25.5
ROIC(%)	20.8	22.2	21.4	24.5	23.7
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	61.8	62.7	61.0	59.3
净负债比率(%)	-92.0	-103.4	-130.4	-119.2	-129.2
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
应收账款周转率	68.2	44.7	44.7	44.7	44.7
应付账款周转率	3.1	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.85	1.01	1.52	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.85	2.46	1.82	3.64
每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.53	4.31	5.77	7.65
估值比率					
P/E	99.8	69.9	58.8	39.0	30.3
P/B	22.1	16.8	13.8	10.3	7.8
EV/EBITDA	56.3	41.9	36.8	24.4	18.1

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148	342	985	729	1459
净利润	248	349	415	626	806
折旧摊销	90	105	89	104	123
财务费用	2	-10	-15	-22	-34
投资损失	-32	-20	-20	-20	-20
营运资金变动	-186	-97	516	42	585
其他经营现金流	26	16	-0	-0	-0
投资活动现金流	-145	153	-133	-209	-223
资本支出	263	127	64	126	121
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	280	-69	-83	-102
筹资活动现金流	-8	-7	-36	-4	2
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	41	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-7	-77	-4	2
现金净增加额	-5	488	816	517	1238

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	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	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，属于机密材料，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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835