

高端零食战略效果初显，产品渠道双管齐下

——良品铺子 2019 年年报及 2020 年一季度点评

公司点评

● 2020Q1 业绩超预期，公司应对措施有效

2019 年营收 77.15 亿 (+20.97%)，归母净利润为 3.40 亿 (+42.68%)；其中 2019Q4 营收 22.55 亿 (+24.24%)，归母净利润 0.26 亿 (-61.19%)。2020Q1 营收 19.09 亿 (+4.16%)，归母净利润 0.88 亿 (-19.43%)，业绩超预期，公司疫情期间应对措施有效。毛利率 2019 年微增 0.66pct 至 31.87%，2020Q1 为 29.61%；净利率 2019 年 4.53% (+0.64pct)，主因毛利率提升 0.66pct、销售费用率增加 1.05pct、管理费用率分别下降 0.68pct 等所致；2020Q1 为 4.79% (-1.16pct)。预收款 2019 年环比增 30.3%，疫情影响下 2020Q1 环比下降 6.78%。经营性现金流净额 2019 年 3.42 亿 (+131%)，主因销售商品及提供劳务收现同增 15% 等所致；2020Q1 为 59.95 亿 (-16.34%)，主因销售商品及提供劳务收现下降 4.36% 等所致。

● 省外门店稳步扩张，线上线下比重五五开

产品方面，目前有超 1400 个 SKU 产品，对手剥松子、猪肉脯等 12 款经典产品进行高端化升级。2019 年主要品类均有不错表现，肉类零食营收 18.02 亿 (+20.71%)，糖果糕点营收 18.57 亿 (+39.32%)，素食山珍营收 6.21 亿 (+19.64%)。门店方面，2019 年共有 2416 家门店，其中加盟店 1698 家、直营店 718 家，净增加 253 家门店，华中地区门店数占比超 55%。区域方面，大本营华中地区营收 25.10 亿 (+2.41%)，占比 32.53%；西南地区营收 4.14 亿 (+11.43%)，占比 5.37%；新兴市场均有良好表现，华东地区营收 5.54 亿 (+25%)，占比 7.18%；华南地区营收 3.53 亿 (+144.90%)，系公司开拓华南地区增开门店所致。线上营收 36.93 亿 (+28.31%)，线上比重稳步提升，目前线上下比重为 48:52。预计 2020Q1 线上下比重为 55:45。

● “高端零食”战略效果初显，智慧供应链+全渠道布局保驾护航

公司实施“高端零食战略”，核心是满足不同细分市场消费人群对营养健康个性化需求及对时节送礼、聚会分享等不同购买任务和使用场景下多样化需求，目前效果初现。此外，强大的供应链优势+新零售赋能的全渠道优势为公司发展保驾护航。我们看好公司定位高端零食战略，强大的供应链布局及全渠道布局优势，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.02/1.30/1.73 元，当前股价对应 PE 分别为 58/46/34 倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示：疫情拖累消费；核心产品增长不及预期；门店扩张不及预期

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	9,103	10,929	13,283
增长率(%)	17.6	21.0	18.0	20.1	21.5
净利润(百万元)	239	340	410	522	693
增长率(%)	520.7	42.7	20.6	27.3	32.7
毛利率(%)	31.2	31.9	32.8	33.6	34.3
净利率(%)	3.7	4.4	4.5	4.8	5.2
ROE(%)	22.2	23.8	22.9	22.6	22.8
EPS(摊薄/元)	0.59	0.85	1.02	1.30	1.73
P/E(倍)	99.8	69.9	58.0	45.6	34.3
P/B(倍)	22.1	16.8	13.0	10.1	7.8

推荐（维持评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

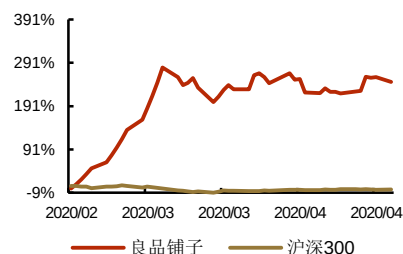
王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

市场数据	时间 2020.04.27
收盘价(元):	59.34
一年最低/最高(元):	17.14/66.99
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	237.95
流通股本(亿股):	0.41
流通市值(亿元):	24.33
近 3 月换手率:	847.39%

股价一年走势



相关报告

《定位高端零食，供应链与渠道齐发力》
2020-02-25

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2378	3015	2058	2663	3558	营业收入	6378	7715	9103	10929	13283
现金	1037	1524	452	528	1285	营业成本	4387	5256	6117	7258	8723
应收票据及应收账款合计	86	259	70	335	167	营业税金及附加	33	42	51	62	77
其他应收款	65	62	114	91	155	营业费用	1240	1581	1857	2235	2723
预付账款	181	127	237	200	331	管理费用	384	411	492	601	744
存货	712	971	987	1336	1456	研发费用	21	27	37	40	48
其他流动资产	297	72	198	173	164	财务费用	2	-10	19	44	45
非流动资产	805	817	862	920	1000	资产减值损失	-4	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	321	522	548	600	680	其他收益	8	66	25	31	32
无形资产	175	164	180	194	194	投资净收益	32	20	25	27	26
其他非流动资产	309	132	134	127	127	营业利润	346	471	582	749	983
资产总计	3183	3832	2920	3583	4558	营业外收入	2	4	8	4	4
流动负债	2056	2359	970	1080	1330	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	347	473	588	750	985
应付票据及应付账款合计	1390	1491	0	0	0	所得税	99	124	153	197	260
其他流动负债	666	868	970	1080	1330	净利润	248	349	435	554	725
非流动负债	8	8	8	8	8	少数股东损益	9	9	25	31	32
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	239	340	410	522	693
其他非流动负债	8	8	8	8	8	EBITDA	405	533	647	835	1072
负债合计	2064	2367	978	1088	1338	EPS(元)	0.59	0.85	1.02	1.30	1.73
少数股东权益	42	50	74	106	138	主要财务比率					
股本	360	360	401	401	401	成长能力					
资本公积	418	418	418	418	418	营业收入(%)	17.6	21.0	18.0	20.1	21.5
留存收益	298	637	1073	1626	2352	营业利润(%)	197.9	36.1	23.5	28.6	31.3
归属母公司股东权益	1077	1416	1867	2389	3082	归属于母公司净利润(%)	520.7	42.7	20.6	27.3	32.7
负债和股东权益	3183	3832	2920	3583	4558	获利能力					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	31.2	31.9	32.8	33.6	34.3
	1144	1296	1131	1795	1550	净利率(%)	3.7	4.4	4.5	4.8	5.2
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	22.2	23.8	22.9	22.6	22.8
经营活动现金流	148	342	-988	249	968	ROIC(%)	539.9	-287.9	30.1	29.8	40.2
净利润	248	349	435	554	725	偿债能力					
折旧摊销	90	105	89	99	114	资产负债率(%)	64.9	61.8	33.5	30.4	29.3
财务费用	2	-10	19	44	45	净负债比率(%)	-92.0	-103.4	-23.4	-21.2	-40.2
投资损失	-32	-20	-25	-27	-26	流动比率	1.2	1.3	2.1	2.5	2.7
营运资金变动	-186	-97	-1503	-419	111	速动比率	0.6	0.8	0.7	0.9	1.2
其他经营现金流	26	16	-2	-2	-1	营运能力					
投资活动现金流	-145	153	-107	-129	-166	总资产周转率	2.1	2.2	2.7	3.4	3.3
资本支出	263	127	45	58	79	应收账款周转率	68.2	44.7	0.0	0.0	0.0
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.1	3.6	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	118	280	-61	-71	-87	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-8	-7	22	-44	-45	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.85	1.02	1.30	1.73
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.39	-2.46	0.62	2.41
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.53	4.55	5.86	7.58
普通股增加	0	0	41	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	99.8	69.9	58.0	45.6	34.3
其他筹资现金流	-8	-7	-19	-44	-45	P/B	22.1	16.8	13.0	10.1	7.8
现金净增加额	-5	488	-1072	76	757	EV/EBITDA	56.3	41.9	36.2	28.0	21.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>