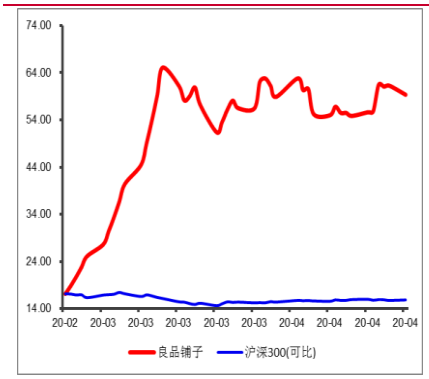
食品饮料 良品铺子（603719.SH） 维持评级

报告原因：年报及一季报点评 **新零售赋能的全渠道优势凸显，2020Q1 收入超预期** **买入**

2020 年 4 月 28 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 27 日

收盘价(元)：59.34

年内最高/最低（元）：17.14/66.99

流通 A 股/总股本（亿）： 0.41/4.01

流通 A 股市值（亿）：26.76

总市值（亿）：262

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：0.95

每股净资产(元)：3.93

净资产收益率：27.31%

分析师：和芳芳

执业证书编号： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司 2020 年 4 月 28 日早间发布 2019 年报，2019 年营业收入 77.15 亿元，同比增长 21.0%；归母净利润 3.4 亿元，同比增长 42.68%；基本每股收益 0.95 元，同比增长 44.0%。2020Q1 营业收入 19.09 亿元，同比增长 4.0%，归母净利润 8797 万元，同比减少 20.01%。
- **受疫情影响 2020Q1 收入实现个位数增长，超市场预期。**公司 2019 实现营业收入 77.15 亿元，同比增长 21.0%；归属母公司净利润 3.4 亿元，同比增长 42.68%，2020Q1 营业收入 19.09 亿元，同比增长 4.0%，归母净利润 8797 万元，同比减少 20.01%，扣非归母净利润 7308 万元(-4.14%)。在新冠肺炎疫情下 2020 年一季度收入仍能实现个位数的增长，超市场预期，体现出公司较强的抗风险能力，主要在于新零售赋能的全渠道优势凸显。1）分渠道来看，线上线下收入构成也在不断优化，2019 年度线上实现收入 36.93 亿元，同比增加 28.31%，线下实现收入 39.08 亿元，同比增加 13.46%，线上收入占比为 48.58%，线下收入占比为 51.42%。2）分区域来看，2019 年公司加大在华东、华南等地区的市场开拓力度，门店数量大幅增长，实现华东、华南等地区销售额大幅增长，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%。3）分产品来看，2019 年肉类零食、糖果糕点等增速较快。
- **毛利率增加带动盈利能力提高。**2019 年公司净利率为 4.53%，同比增加 0.64pct。具体来看，2019 年毛利率为 31.87%，同比增加 0.66pct，主要系在“高端零食”战略部署下，公司提升产品价值的举措提高了主营业务的毛利率；销售期间费用率为 26.04%，同比增加 0.21pct，其中销售费用率为 20.50%，同比增加 1.05pct，主要系促销费用、运杂及仓储费用、租赁费用等增加；管理费用率为 5.68%，同比减少 0.66pct；财务费用率-0.13%，同比减少 0.16pct；研发费用率为 0.35%，同比增加 0.02pct，主要系公司持续加强新产品研发投入，引进优秀的研发人才，搭建研发平台所致，目的是为贯彻落实公司“高端零食”战略，提高产品研发能力、提升产品品质。
- **疫情影响有限，长期价值可期。**目前受疫情影响，公司开店目标暂不调低，可能会调整门店开店布局。公司 2020 年度的经营主题为“做实

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

高端、激活组织、精益管理”。长期看，当前市场已经形成明显的阶梯品牌阵营，包括公司在内的少数上市公司以绝对市场销售规模的优势成为头部品牌。未来，优势品牌将会逐渐形成有效壁垒，呈现出“强者更强”的分化态势，优势企业的市场占有率将会明显提升。

投资建议

- 公司定位高端零食，实现全渠道、全品类发展，同时，在全渠道优势基础上深入探索新零售经营模式，提升消费体验。因此，随着规模效应的凸显以及供应链的优化，公司业绩有望持续增长。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 4.04 亿、5.09 亿、6.52 亿，EPS 分别为 1.12 元、1.27 元、1.63 元，对应当前股价，PE 分别为 53 倍、47 倍、36 倍。维持 “买入”评级。

存在风险

- 休闲食品市场需求变化的风险、销售的季节性风险、原材料价格波动的风险、行业竞争风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,015	3,914	4,653	5,631
现金	1,524	932	1,523	2,117
应收账款	321	390	350	514
其他应收款	62	28	42	67
预付账款	127	147	159	142
存货	971	2,666	3,111	3,805
其他流动资产	10	(248)	(532)	(1,014)
非流动资产	817	805	763	713
长期投资	0	0	0	0
固定资产	522	488	455	422
无形资产	164	153	142	133
其他非流动资产	132	164	165	158
资产总计	3,832	4,719	5,416	6,344
流动负债	2,359	2,813	2,933	3,175
短期借款	0	437	435	430
应付账款	911	1,026	1,227	1,516
其他流动负债	1,447	1,350	1,272	1,229
非流动负债	8	12	18	24
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	12	18	24
负债合计	2,367	2,826	2,951	3,199
少数股东权益	50	74	95	122
股本	360	360	401	401
资本公积	418	418	418	418
留存收益	637	1,042	1,551	2,203
归属母公司股东权益	1,416	1,820	2,370	3,022
负债和股东权益	3,832	4,719	5,416	6,344

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	342	(1,012)	517	554
净利润	349	404	509	652
折旧摊销	105	44	43	43
财务费用	0	(7)	3	(6)
投资损失	(20)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(252)	(1,461)	(16)	(123)
其他经营现金流	160	48	17	28
投资活动现金流	153	40	40	40
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,715	9,317	10,938	13,377
营业成本	5,256	6,401	7,470	9,136
营业税金及附加	42	48	56	68
销售费用	1,581	1,812	2,127	2,582
管理费用	411	509	619	730
财务费用	(10)	(7)	3	(6)
资产减值损失	(0)	24	(4)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	40	40	40
营业利润	471	570	706	906
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	473	571	707	907
所得税	124	143	177	227
净利润	349	428	530	680
少数股东损益	9	24	21	28
归属母公司净利润	340	404	509	652
EBITDA	510	607	753	943
EPS（元）	0.85	1.12	1.27	1.63

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.97%	20.76%	17.40%	22.30%
营业利润	36.09%	20.97%	23.81%	28.28%
归属于母公司净利润	42.68%	18.77%	25.95%	28.15%
获利能力				
毛利率(%)	31.87%	31.29%	31.70%	31.70%
净利率(%)	4.41%	4.34%	4.65%	4.88%
ROE(%)	23.83%	22.63%	21.51%	21.62%
ROIC(%)	#######	-337.39%	23.30%	27.84%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.76%	59.88%	54.49%	50.43%
净负债比率(%)	36.88%	75.78%	35.12%	12.71%
流动比率	1.28	1.39	1.59	1.77
速动比率	0.87	0.44	0.53	0.58
营运能力				
总资产周转率	2.20	2.18	2.16	2.27
应收账款周转率	44.15	29.05	30.95	33.92
应付账款周转率	9.59	9.62	9.71	9.75

其他投资现金流	153	40	40	40	**每股指标（元）**				
筹资活动现金流	(7)	445	35	1	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.12	1.27	1.63
短期借款	0	437	(2)	(4)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	(2.52)	1.29	1.38
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.53	4.54	5.91	7.54
普通股增加	0	0	41	0	**估值比率**				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	69.9	52.8	46.7	36.5
其他筹资现金流	(7)	7	(3)	6	P/B	16.8	13.1	10.0	7.9
现金净增加额	488	(527)	592	595	EV/EBITDA	0.00	35.98	31.69	24.97

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336