



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2020-04-29

公司点评报告

买入/调高

良品铺子(603719)

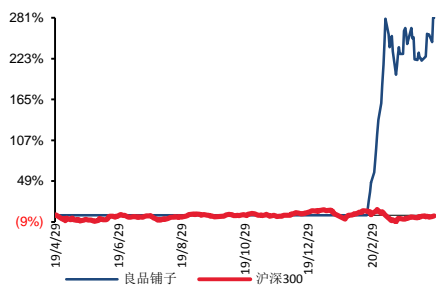
目标价: 83

昨收盘: 65.27

可选消费 零售业

## 良品铺子年报暨一季报点评：疫情下表现优异，展望全渠道零食龙头

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/41
总市值/流通(百万元)	26,173/2,676
12个月最高/最低(元)	65.27/17.14

### 相关研究报告：

良品铺子(603719)《良品铺子新股深度：线上线下双线开花的零食龙头》—2020/02/23

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

**点评事件：**良品铺子发布 2019 年年报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 77.15 亿元、3.40 亿元、2.74 亿元，分别同比增长 20.97%、42.68%、31.78%，归母净利率 4.41%，同比提升 0.67pct；Q4 营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 22.55 亿元、0.26 亿元、0.05 亿元，分别同比增长 22.55%、-61.57%、-90.86%，归母净利率 0.24%，同比下滑 2.97pct。

公司发布 2020 年一季报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 19.09 亿元、0.88 亿元、0.73 亿元，同比+4.16%、-19.43%、-4.14%。一季报收入利润均超预期。

### 收入分析：线上占比逐步提升，线下加盟增速快

2019 年公司实现营收 77.15 亿元，同比+20.97%。1) **渠道拆分：**2019 年公司线下销售 39.08 亿元，线上销售 36.93 亿元，分别增长 13.47%、28.31%，线下：线上占比 50.7%：47.9%，线上占比从 2018 年的 45.1% 提升至 2019 年的 47.86%。线下来看，直营、加盟销售额分别为 14.33 亿元、24 亿元，分别增长 7.46%、16.06%。2) **门店分析：**截至 2019 年底，公司共有直营加盟门店共有 2416 家（净增 253 家），以前后两年简单平均作为加权门店数量，则 2019 年加权门店数量为 2289（同比+8.07%），加权单店收入 167 万元（同比+4.27%）；3) **直营分析：**2019 年底公司共有直营门店 718 家（净增-57 家），2019 年加权门店数量为 746（同比+0.54%），加权单店收入 192 万元（同比+6.89%）；4) **加盟分析：**2019 年底公司共有直营门店 1698 家（净增 310 家），2019 年加权门店数量为 1543（同比+12.14%），加权单店收入 156 万元（同比+3.50%）。

**其他拆分：按产品：**肉类零食、糖果糕点销售占比最高，增速最快，销售均在 18 亿元左右，占比 24%左右，增速分别为 21%和 45%；其次为坚果、果干，销售额次之增速较低，销售额分别为 14 亿元、8 亿元，分别增长 3.8%、3.4%；**按区域：**线下销售来说，华中区域是成熟市场，销售占比最高但增速最慢，销售额为 25 亿元占比 33%；华中和西南为成长市场，分别销售 5.5 亿元、4.1 亿元，增长 25%和 11%，华南为新晋市场，录得收入 3.53 亿元。

执业资格证书编码：S1190519100001

### 利润分析：高端战略毛利率提升，线上净利率提升

2019年毛利率31.87%，同比提升0.66pct，主要是公司在“高端零食”战略下，产品价值提升，毛利率不断提升。其中线上毛利率29.11%（同比+0.67pct），线下毛利率35.03%（同比+1.34pct），直营模式52.36%（同比+1.45pct），加盟模式24.80%（同比+2.12pct），加盟模式毛利率提升较高。

公司净利率4.41%（同比+0.67pct），净利率提升与毛利率同步。期间费用率26.04%（同比+0.22pct），其中销售费用率20.50%（同比+1.05pct），主要是促销费用大幅提升；管理费用率5.33%（同比-1.21pct），主要是2019年职能管理人员增加，职工薪酬同比增加。净利率来说，电商公司净利率2.81%（同比+0.44pct），线上规模优势略有提升。

### 一季报分析：身处疫情重灾区，公司表现优秀

2020Q1公司实现营收19.09亿元（同比+4.16%），其中线上增长25%，2B和2C均实现了较好增长；线下实现了正增长，外卖贡献加大，外卖占比从6%提升至14%，疫情之下公司依旧实现了销售收入的正增长，体现了公司较好的抗风险能力。

毛利率29.61%（同比-3.6pct），期间费用率23.83%（同比-2.63pct），净利率4.61%（同比-1.35pct），归母净利润、归母扣非净利润分别为0.88亿元、0.73亿元，同比-19.43%、-4.14%，公司利润均表现优异。

### 未来展望：推进高端零食战略，展望全渠道零食龙头

休闲零食市场空间大，尚无全渠道龙头品牌。目前来看，休闲零食全渠道仍处于行业发展成长期，企业以跑马圈地占领市场为主。我们认为良品铺子线下起家，目前已拥有门店2400家，线下已形成较强的供应链优势，线上表现稳定净利率稳步提升。公司管理层优秀，员工积极性高，未来具有成为全渠道龙头品牌的潜力。

公司推行“高端零食”战略，优先占据高端赛道，未来天花板高。公司上市后，线下渠道不断推进，公司门店模式复制性强，线上多平台并举，公司营销费效比高，未来收入利润稳步增长可期。

### 盈利预测与评级：上调至“买入”评级

2020年在疫情重灾区仍有较好表现，体现了公司优秀的抗风险能力强。公司供应链优势明显，管理层优秀，员工积极性高。上市后线下加速开店，线上不断提高费效比，公司收入利润有望持续增长。我们预计公司2020-2022年收入分别为86亿元、111亿元、138亿元，按照2021年收入给予3倍PS，一年目标价83元，上调公司至“买入”评级。

**风险提示：**渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

### ■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7715	8638	11116	13823
增长率(%)	21%	12%	29%	24%
净利润(百万元)	340	363	543	717
增长率(%)	43%	7%	50%	32%
摊薄每股收益(元)	0.95	0.90	1.36	1.79

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。