

差异化竞争进行时，下半年有望改善

——良品铺子 2020 年半年报点评

公司点评

● 业绩低于预期，系线上阿里平台分流及线下门店恢复较慢所致

公司 2020H1 营收 36.10 亿 (+3.02%)，归母净利润 1.61 亿 (-17.56%)。Q2 营收 17.01 亿 (+1.77%)，归母净利润 0.73 亿 (-15.19%)，业绩低于预期，系线上阿里平台分流及学校开学推迟、线下门店恢复较慢所致。2020H1 毛利率 30.53% (-1.96pct)，其中 Q2 毛利率为 31.55% (-0.14pct)；2020H1 净利率为 4.50% (-1.1pct)，其中 Q2 净利率为 4.18% (-0.97pct)，系毛利率略有下滑叠加销售费用率增加 2.37pct 等所致。2020H1 合同负债期末为 1.47 亿，环比下降 0.04 亿，同比增加 0.27 亿，系加盟商预收货款、预收加盟特许权使用费及会员积分增加所致。2020H1 经营性现金流净额为 0.36 亿 (-82%)，系疫情期间为支持供应商发展扩大现款结算供应商货款比例所致。

● 门店持续扩张，线上占比超过线下

分经营业态来看，2020H1 电子商务营收 8.75 亿 (+14%)，线上已恢复两位数增长；加盟批发业务销售 4.27 亿 (-0.8%)，直营零售业务 2.49 亿 (-23%)，系疫情影响致开店业务受阻。疫情影响下团购业务下滑 34% 至 0.11 亿。目前公司产品超 1500 个 SKU，新品占比达到 18.25%。分区域来看，2020H1 大本营华中地区营收因疫情影响下滑 21% 至 4.51 亿，其他区域上半年已实现正增长，其中华东地区营收因恢复较快同增 14% 至 1.43 亿。2020H1 线上营收同增 14% 至 8.75 亿，线上：线下为 52:48。门店方面，2020H1 共有 2450 家门店，其中加盟店 1748 家、直营店 702 家，净增加 33 家门店。截止 2020H1，公司已签约待开业门店有 72 家，其中直营门店 25 家、加盟店 47 家。

● “高端零食”战略持续发力，品牌+产品+智慧供应链+数字化全渠道优势

“高端零食战略”主要包括三个方面：第一，细分消费人群（公司已实施子品牌经营策略，推出“良品小食仙”、“良品购”、“良品飞扬”三个子品牌，分别针对儿童零食、企事业单位团购和健身代餐这三个细分市场）；第二，为目标消费人群提供有营养健康价值的高品质食品；第三，为目标消费人群在不同购买任务、不同使用场景下对休闲食品的多样化需求提供解决方案。我们看好公司定位高端零食战略，智慧供应链布局及数字化全渠道优势，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.02/1.30/1.72 元，当前股价对应 PE 分别为 71/56/42 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	409	520	690
增长率(%)	520.7	42.7	20.3	27.0	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	24.0	23.6	23.9
EPS(摊薄/元)	0.59	0.85	1.02	1.30	1.72
P/E(倍)	122.2	85.7	71.2	56.1	42.2
P/B(倍)	27.1	20.6	16.8	13.1	10.1

推荐（维持评级）

孙山山（分析师）

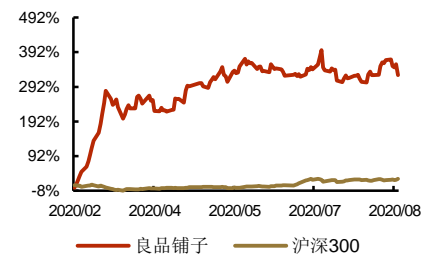
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

王言海（分析师）

wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

市场数据	时间 2020.08.28
收盘价(元):	72.7
一年最低/最高(元):	17.14/87.24
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	291.53
流通股本(亿股):	0.41
流通市值(亿元):	29.81
近 3 月换手率:	527.35%

股价一年走势



相关报告

《高端零食战略效果初显，产品渠道双管齐下》2020-04-27

《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)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2378	3015	1965	2542	3402	营业收入	6378	7715	9103	10929	13283
现金	1037	1524	359	407	1129	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	20	47	49
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	581	745	979
资产总计	3183	3832	2827	3462	4402	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	587	747	981
应付票据及应付账款合计	1390	1491	0	0	0	所得税	99	124	153	196	259
其他流动负债	666	868	970	1080	1330	净利润	248	349	434	551	722
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	409	520	690
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	1.72
少数股东权益	42	50	74	106	137						
股本	360	360	401	401	401	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	418	418	418	418	418	成长能力					
留存收益	298	637	1042	1547	2193	营业收入(%)	17.6	21.0	18.0	20.1	21.5
归属母公司股东权益	1077	1416	1774	2269	2927	营业利润(%)	197.9	36.1	23.2	28.3	31.3
负债和股东权益	3183	3832	2827	3462	4402	归属于母公司净利润(%)	520.7	42.7	20.3	27.0	32.7
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	获利能力					
	1144	1296	1131	1795	1550	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	24.0	23.6	23.9
						ROIC(%)	539.9	-287.9	30.1	29.8	40.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.9	61.8	34.6	31.4	30.4
						净负债比率(%)	-92.0	-103.4	-19.4	-17.1	-37.1
						流动比率	1.2	1.3	2.0	2.4	2.6
						速动比率	0.6	0.8	0.6	0.8	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	2.1	2.2	2.7	3.5	3.4
						应收账款周转率	68.2	44.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.1	3.6	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	0.85	1.02	1.30	1.72
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.39	-2.46	0.62	2.42
						每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.53	4.32	5.56	7.20
						估值比率					
						P/E	122.2	85.7	71.2	56.1	42.2
						P/B	27.1	20.6	16.8	13.1	10.1
						EV/EBITDA	69.5	52.0	44.6	34.6	26.3

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。

王言海，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

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	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@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/>