

良品铺子 (603719.SH) 短期冲击业绩低预期, 长期高端化战略持续推进

2020年08月29日

——中小盘信息更新

投资评级: 买入 (维持)
任浪 (分析师)
孙金钜 (分析师)

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790519110002

日期	2020/8/28
当前股价(元)	72.70
一年最高最低(元)	87.24/17.14
总市值(亿元)	291.53
流通市值(亿元)	29.81
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	540.69

中小盘研究团队
● 线上线下均受冲击, 中报业绩低于预期

公司公告了2019年中报, 2019H1实现收入36.10亿元(+3.02%), 归母净利润1.61亿元(-17.56%), 扣非归母净利润1.36亿元(-12.90%)。其中2020Q2实现收入17.01亿元(+1.77%), 归母净利润7294万元(-15.19%), 扣非归母净利润6308万元(-21.24%), 低于预期。线上渠道受直播、拼多多、猫超等流量去中心化的影响, 增速放缓。同时公司在武汉拥有700多家线下门店, 二季度疫情影响仍在, 导致线下收入下滑。不过在疫情期间, 公司继续深修内功, 在做实高端化战略的同时深化供应链改革, 向着全品类高端零食龙头进发。考虑疫情影响下公司扩张速度放缓, 我们下调公司2020-2022年归母净利润分别至3.70(-0.35)/5.65(-0.46)/7.17(-0.69)亿元, 对应EPS分别为0.92(-0.09)/1.41(-0.11)/1.79(-0.17)元, 当前股价对应2020-2022年的PE分别为78.7/51.6/40.7倍, 维持“买入”评级。

● 短期线上流量去中心化冲击, 线下疫情冲击扩张放缓

在直播电商、拼多多等渠道崛起, 以及流量去中心化的冲击下, 公司2020H1电商渠道收入8.75亿元(+13.91%), 增速显著放缓。线下而言, 公司在武汉拥有700多家门店, 二季度疫情影响仍较大, 公司2020H1线下直营收入2.49亿元(-23.29%), 线下加盟收入5.08亿元(-1.87%)。并且在疫情影响线下零食消费的背景下, 公司门店扩展速度放缓, 上半年新开门店139家, 闭店106家, 仅净增33家, 目前三季度已签约待开业门店合计72家。

● 高端化战略效果初显, 供应链修内功有序扩张

公司推出了针对细分人群、细分场景、高品质产品的高端化战略。目前高端化战略已初显成效, 新推出的儿童零食子品牌“良品小食仙”和健身零食品牌“良品飞扬”以及零食团购品牌“良品购”均取得了显著的成果。新品在带来收入增量的同时推动公司电商渠道毛利率较2019年提升了3.89个pct。同时公司在供应链中实行产品经理制, 统筹产业链, 实现市场需求和产品的精准匹配, 打造细分领域的爆品。公司通过深修品牌、供应链和渠道内功, 有望实现长期可持续增长。

● 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

《中小盘信息更新-疫情冲击下依旧正增长, 整体业绩超预期》-2020.4.28
 《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	8,270	10,178	12,157
YOY(%)	17.6	21.0	7.2	23.1	19.4
归母净利润(百万元)	239	340	370	565	717
YOY(%)	520.7	42.7	8.8	52.6	26.8
毛利率(%)	31.2	31.9	31.4	33.6	34.0
净利率(%)	3.7	4.4	4.5	5.6	5.9
ROE(%)	22.2	23.8	21.6	25.2	24.5
EPS(摊薄/元)	0.59	0.85	0.92	1.41	1.79
P/E(倍)	122.2	85.7	78.7	51.6	40.7
P/B(倍)	27.1	20.6	17.2	13.0	10.0

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	3418	4684	5539
现金	1037	1524	2113	2651	3629
应收票据及应收账款	86	259	111	344	200
其他应收款	65	62	74	94	106
预付账款	181	127	204	204	283
存货	712	971	844	1319	1249
其他流动资产	297	72	72	72	72
非流动资产	805	817	810	878	935
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	321	522	505	564	625
无形资产	175	164	180	194	194
其他非流动资产	309	132	125	120	117
资产总计	3183	3832	4228	5562	6474
流动负债	2056	2359	2428	3204	3410
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1390	1491	1617	2087	2310
其他流动负债	666	868	810	1117	1100
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	2436	3212	3418
少数股东权益	42	50	57	75	97
股本	360	360	401	401	401
资本公积	418	418	418	418	418
留存收益	298	637	990	1524	2185
归属母公司股东权益	1077	1416	1735	2275	2960
负债和股东权益	3183	3832	4228	5562	6474

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	148	342	694	697	1130
净利润	248	349	378	583	739
折旧摊销	90	105	87	96	109
财务费用	2	-10	-10	-16	-31
投资损失	-32	-20	-15	-15	-15
营运资金变动	-186	-97	255	49	328
其他经营现金流	26	16	-0	0	0
投资活动现金流	-145	153	-65	-148	-151
资本支出	263	127	-7	68	57
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	280	-71	-81	-94
筹资活动现金流	-8	-7	-41	-10	-0
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	-82	-10	-0
现金净增加额	-5	488	589	539	978

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6378	7715	8270	10178	12157
营业成本	4387	5256	5671	6759	8023
营业税金及附加	33	42	47	58	69
营业费用	1240	1581	1720	2086	2492
管理费用	384	411	372	509	608
研发费用	21	27	33	36	43
财务费用	2	-10	-10	-16	-31
资产减值损失	-4	-0	-4	-5	-5
其他收益	8	66	50	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	20	15	15	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	346	471	506	776	984
营业外收入	2	4	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	347	473	507	777	985
所得税	99	124	129	194	246
净利润	248	349	378	583	739
少数股东损益	9	9	8	17	22
归母净利润	239	340	370	565	717
EBITDA	405	533	539	801	1000
EPS(元)	0.59	0.85	0.92	1.41	1.79

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.6	21.0	7.2	23.1	19.4
营业利润(%)	197.9	36.1	7.3	53.3	26.8
归属于母公司净利润(%)	520.7	42.7	8.8	52.6	26.8
获利能力					
毛利率(%)	31.2	31.9	31.4	33.6	34.0
净利率(%)	3.7	4.4	4.5	5.6	5.9
ROE(%)	22.2	23.8	21.6	25.2	24.5
ROIC(%)	20.8	22.2	19.8	23.6	22.8
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	61.8	57.6	57.8	52.8
净负债比率(%)	-92.0	-103.4	-120.2	-114.5	-120.1
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0
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	0.92	1.41	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.85	1.73	1.74	2.82
每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.53	4.23	5.57	7.28
估值比率					
P/E	122.2	85.7	78.7	51.6	40.7
P/B	27.1	20.6	17.2	13.0	10.0
EV/EBITDA	69.5	52.0	50.3	33.2	25.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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的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 深圳

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835