

良品铺子 (603719)

公司研究/点评报告

业绩持续环比改善，期待疫情后净利率持续修复

——良品铺子 (603719) 2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料

2020 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 25 日良品铺子发布三季报，公司前三季度实现营业收入 55.30 亿元，同比+1.29%；实现归母净利润 2.64 亿元，同比-16.15%；基本 EPS 为 0.67 元。20Q3 单季度公司实现营业收入 19.20 亿元，同比-1.82%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比-13.83%。

二、分析与判断

➤ 非华中地区快速增长，华中地区改善明确

前三季度公司实现营业收入 55.30 亿元，同比+1.29%，20Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 19.09/17.01/19.20 亿元，分别同比+4.16%/+1.77%/-1.82%。三季度收入微降，预计后疫情时期，节日消费不及去年，拖累整体收入水平。线下渠道，三季度加盟/直营/特许经营/团购分别实现收入 5.86/3.47/0.31/0.24 亿元，分别同比-0.80%-5.92%/+8.35%/-8.57%。线下渠道除华中地区三季度实现收入 4.44 亿元，同比+18.19%，实现快速增长；华中地区 1274 家门店，三季度实现收入 5.45 亿元，同比-14.80%，降幅较二季度收窄 5.97ppt，疫情后环比恢复明显。三季度已签约待开业直营门店 30 家，加盟门店 47 家，门店数量持续拓张，有望带来线下收入进一步增长。受直播带货等去中心化线上平台冲击，公司固有的线上核心优势渠道增速放缓。三季度电商平台实现收入 8.99 亿元，同比-1.97%。

➤ 毛利逐步改善，营销活动增加推升销售费用投放

毛利率：公司前三季度毛利率 31.50%，同比-0.99ppt，单 Q3 毛利率 33.34%，同比+0.83ppt，电商/加盟/直营/团购业务毛利率分别为 32.47%/20.35%/52.72%/30.98%，分别+1.83ppt/-0.86ppt/+1.34ppt/+1.07ppt。加盟渠道毛利率略有下降，预计是公司支持经销商给予销售折扣所致，电商/直营/团购毛利率均有不同程度提升。**期间费用率：**前三季度期间费用率为 25.29%，同比+0.33ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.03%/4.16%/0.35%/-0.26%，分别+1.28ppt/-0.91ppt/+0.06ppt/-0.10ppt；单 Q3 期间费用率 26.64%，同比+2.50ppt，其中销售费用率 21.99%，同比+2.87ppt。疫情恢复后线下营销活动力度加大，结合线上多平台营销推广，推升销售费用率增长。**净利率：**公司前三季度实现归母净利润 2.64 亿元，同比-16.15%，单 Q3 实现归母净利润 1.03 亿元，同比-13.83%。前三季度净利率 4.77%，同比-0.99ppt，单 Q3 净利率 5.29%，同比-0.94ppt。疫情拖累华中地区表现，但环比改善明显，期待疫情影响逐步消散之后利润率持续修复。

➤ 内修外练推进高端化战略，全渠道运营优势巩固

高端化战略布局：国内休闲零食正处于低利润的竞争格局中，而良品铺子率先提出“高端零食”战略，争做行业破局。良品以追求品质化、营养化的享受型客户群体为目标对象；不断提升生产工艺，促进产品向健康化迭代升级；改进产品包装与宣传风格；满足客户的多元化零食需求的同时，优化产品交付与体验；内修外练打造高端化品牌形象。**全渠道营销推广：**线上乘直播带货东风，迅速布局直播领域，精准营销的同时，进一步增强消费者黏性。线下渠道在疫情恢复后快速推进门店拓张，三季度签约直营/加盟门店 30/47 家，有望进一步巩固良品线下优势。

三、投资建议

我们调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年实现收入 80.04/97.10/115.45 亿元，同比+3.7%/+21.3%/18.9%；实现归母净利润 2.91/4.63/5.53 亿元，同比-14.6%/+59.4%/+19.4%，对应 EPS 为 0.73/1.16/1.38 元，对应 PE 为 86X/54X/45X。20 年可比公司平均估值 68 倍，低于公司估值水平。看好公司线下渠道经营活动恢复所带来的收入修复以及线上渠道的持续增长，结合公司持续推进品牌高端化所带来的利润增长空间，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

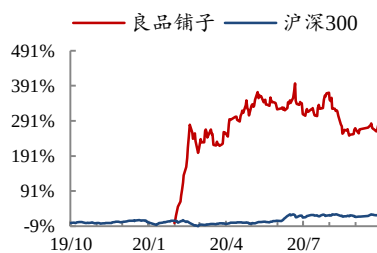
当前价格： 62.2 元

交易数据

2020-10-23

近 12 个月最高/最低(元)	85.02/17.14
总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	41
流通股比例(%)	10.22
总市值(亿元)	249
流通市值(亿元)	26

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1.良品铺子 (603719.SH) 深度报告：全渠道扩张，定位高端实现差异化竞争

四、风险提示

线下渠道恢复不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,715	8,004	9,710	11,545
增长率 (%)	21.0%	3.7%	21.3%	18.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	340	291	463	553
增长率 (%)	42.7%	-14.6%	59.4%	19.4%
每股收益 (元)	0.95	0.73	1.16	1.38
PE (现价)	65.5	85.8	53.8	45.1
PB	15.8	11.7	9.6	7.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,715	8,004	9,710	11,545
营业成本	5,256	5,541	6,477	7,634
营业税金及附加	42	44	53	63
销售费用	1,581	1,707	2,068	2,424
管理费用	411	347	515	693
研发费用	27	32	36	44
EBIT	397	333	561	686
财务费用	(10)	(18)	(30)	(30)
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	20	26	25	25
营业利润	471	418	660	788
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	473	419	661	789
所得税	124	110	173	207
净利润	349	309	487	582
归属于母公司净利润	340	291	463	553
EBITDA	502	422	671	813
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1524	2528	2598	3983
应收账款及票据	259	195	249	306
预付款项	127	175	199	228
存货	971	756	1265	1126
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	3015	3664	4515	5657
长期股权投资	0	26	51	76
固定资产	522	725	957	1059
无形资产	164	152	141	129
非流动资产合计	817	1099	1183	1151
资产合计	3832	4763	5699	6808
短期借款	0	40	40	40
应付账款及票据	1491	1725	1962	2309
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2359	2555	3003	3531
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	2367	2563	3011	3539
股本	360	401	401	401
少数股东权益	50	68	91	120
股东权益合计	1465	2200	2687	3269
负债和股东权益合计	3832	4763	5699	6808

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.0%	3.7%	21.3%	18.9%
EBIT 增长率	27.1%	-16.1%	68.5%	22.3%
净利润增长率	42.7%	-14.6%	59.4%	19.4%
盈利能力				
毛利率	31.9%	30.8%	33.3%	33.9%
净利润率	4.4%	3.6%	4.8%	4.8%
总资产收益率 ROA	8.9%	6.1%	8.1%	8.1%
净资产收益率 ROE	24.0%	13.6%	17.9%	17.6%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.3
现金比率	0.6	1.0	0.9	1.1
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	8.0	6.7	6.9	7.1
存货周转天数	57.6	56.1	56.2	56.4
总资产周转率	2.2	1.9	1.9	1.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	0.7	1.2	1.4
每股净资产	3.9	5.3	6.5	7.9
每股经营现金流	0.8	2.2	0.6	3.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	65.5	85.8	53.8	45.1
PB	15.8	11.7	9.6	7.9
EV/EBITDA	44.3	49.5	31.7	24.5
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	349	309	487	582
折旧和摊销	83	89	110	127
营运资金变动	(96)	512	(332)	770
经营活动现金流	298	884	241	1,455
资本开支	126	344	169	68
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	153	(344)	(169)	(68)
股权募资	0	426	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(7)	465	(2)	(2)
现金净流量	444	1,004	71	1,384

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。