

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

良品铺子(603719.SH)

维持评级

报告原因：三季报点评

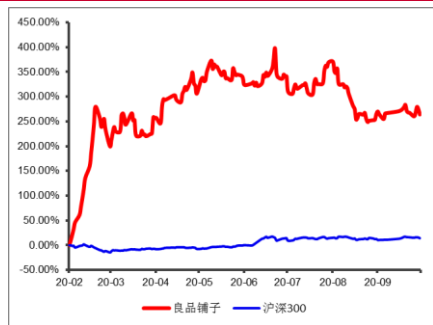
三季度线上承压，线下门店数量拓张提速

买入

2020 年 10 月 26 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 26 日

收盘价(元)：57.50

年内最高/最低(元)：87.24/17.08

流通 A 股/总股本(亿)：0.41/4.01

流通 A 股市值(亿)：24

总市值(亿)：231

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：27.30%

分析师：和芳芳

执业登记编码：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

- 公司发布 2020 年前三季度报告，实现营业收入 55.30 亿元，同比增长 1.29%；归属于上市公司股东的净利润 2.64 亿元，同比下降 16.15%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.16 亿元，同比下降 19.46%；基本每股收益 0.67 元。

事件点评

- 公司电商业务增速转负，线下渠道环比改善。公司 2020 年前三季度实现营业收入 55.30 亿元，同比增长 1.29%；归属母公司净利润 2.64 亿元，同比下降 16.15%，单 Q3 季度实现营业收入 19.20 亿元，同比减少 1.82%，归母净利润 1.03 亿元，同比减少 13.83%，三季度收入微降，主要在于线上业务增速下滑。1) 分渠道来看，公司 20Q3 电子商务/加盟批发/加盟管理/直营零售/特许经营/团购业务分别实现营业收入 9.0 亿元/4.9 亿元/0.9 亿元/3.5 亿元/0.3 亿元/0.2 亿元，分别同比 -1.97%/-1.29%/+1.83%/-5.92%/+8.35%/-8.57%。其中公司电商业务增速转负，主要是受线上平台流量去中心化及去年同期基数较大；2) 分区域来看，华中/华东/西南/华南/其他地区分别实现收入 5.5 亿/1.8 亿/1.2 亿/1.2 亿/2.7 亿，同比增长分别为 -14.8%/20.9%/14.1%/17.9%/20.4%，各个区域环比二季度增速均有改善。(3) 从开店数量来看，门店数量持续拓张，截止 2020Q3 末公司门店共计 2569 家，其中加盟店/直营店分别有 1849 家/720 家，较二季度末分别净增加 101 家/18 家。
- 盈利能力环比改善。公司 2020 年前三季度净利率为 4.77%，同比 -1.05pct。单 Q3 净利率 5.29%，同比 -0.94pct，盈利能力环比改善。具体来看，公司前三季度毛利率 31.50%，同比 -1.00pct，单 Q3 毛利率 33.34%，同比 +0.83pct，其中电子商务/加盟批发/加盟管理/直营零售/团购业务毛利率分别 +1.83pct/-1.04pct/+0.19pct/+1.34pct/1.07pct。前三季度销售期间费用率为 25.29%，同比 +0.33pct，其中销售费用率是 21.03%，同比增加 1.28pct，主要是公司加大社交渠道、私域流量渠道推广；管理费用率为 4.52%，同比减少 0.84pct；财务费用率为 -0.26%，同比减少 0.11pct；研发费用率为 0.35%，同比增加 0.06pct。
- 数字化赋能门店，推动线上线下全渠道融合。在产品方面，公司不断拓宽品类布局，今年公司推出了“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。同时，公司坚持以用户为核心，从经营渠道和经营商品向经营用户转型，大力发展以门店为核心、数字化技术赋能为抓手的“门店+”业务，围绕门店开展外卖运营、店圈社区团购、在线直播、会员在线服务四个新业务，探索顾客店外线上运营模式。

投资建议

- 目前公司业绩承压，但是公司定位高端零食，实现全渠道、全品类发展，新零售赋能的全渠道优势凸显。未来随着线下市场的恢复性增长，公司长期成长性仍看好。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 3.92 亿、4.74 亿、5.99 亿，EPS 分别为 1.09 元、1.18 元、1.49 元，对应当前股价，PE 分别为 57 倍、53 倍、42 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、展店不及预期、行业竞争风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,015	3,739	4,432	5,336	营业收入	7,715	8,641	10,144	12,406
现金	1,524	864	1,414	1,967	营业成本	5,256	5,937	6,929	8,474
应收账款	321	356	326	475	营业税金及附加	42	44	52	63
其他应收款	79	32	49	77	销售费用	1,581	1,681	1,973	2,394
预付账款	127	146	157	141	管理费用	411	472	574	677
存货	973	2,472	2,885	3,529	财务费用	(10)	(9)	0	(8)
其他流动资产	(8)	(131)	(399)	(853)	资产减值损失	(0)	3	(0)	14
非流动资产	817	809	768	718	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	40	40	40
固定资产	522	488	455	422	营业利润	471	553	657	832
无形资产	164	153	142	133	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	132	168	170	163	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	3,832	4,548	5,200	6,055	利润总额	473	554	658	833
流动负债	2,359	2,657	2,769	2,994	所得税	124	139	165	208
短期借款	0	345	343	339	净利润	349	416	494	624
应付账款	911	952	1,138	1,406	少数股东损益	9	23	20	25
其他流动负债	1,447	1,360	1,288	1,248	归属母公司净利润	340	392	474	599
非流动负债	8	11	16	21	EBITDA	510	588	700	866
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.09	1.18	1.49
其他非流动负债	8	11	16	21	主要财务比率				
负债合计	2,367	2,667	2,785	3,015	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	50	73	93	118	成长能力				
股本	360	360	401	401	营业收入	20.97%	12.00%	17.40%	22.30%
资本公积	418	418	418	418	营业利润	36.09%	17.33%	18.80%	26.56%
留存收益	637	1,029	1,503	2,103	归属于母公司净利润	42.68%	15.20%	20.85%	26.44%
归属母公司股东权益	1,416	1,808	2,323	2,922	获利能力				
负债和股东权益	3,832	4,548	5,200	6,055	毛利率(%)	31.87%	31.29%	31.70%	31.70%
现金流量表					净利率(%)	4.41%	4.54%	4.67%	4.83%
单位:百万元					ROE(%)	23.83%	22.10%	20.43%	20.54%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC(%)	#####	-326.04%	22.66%	26.75%
经营活动现金流	342	(990)	472	509	偿债能力				
净利润	349	392	474	599	资产负债率(%)	61.76%	58.65%	53.55%	49.80%
折旧摊销	105	44	43	43	净负债比率(%)	36.88%	79.89%	37.57%	15.60%
财务费用	0	(9)	0	(8)	流动比率	1.28	1.41	1.60	1.78
投资损失	(20)	(40)	(40)	(40)	速动比率	0.87	0.48	0.56	0.60
营运资金变动	(252)	(1,403)	(24)	(124)	营运能力				
其他经营现金流	160	27	19	40	总资产周转率	2.20	2.06	2.08	2.20
投资活动现金流	153	40	40	40	应收账款周转率	42.50	27.55	30.67	33.21
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	9.59	9.28	9.71	9.75
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	153	40	40	40					

筹资活动现金流	(7)	355	39	4	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.09	1.18	1.49
短期借款	0	345	(2)	(4)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	(2.47)	1.18	1.27
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.53	4.51	5.79	7.29
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	73.3	57.1	52.6	41.6
其他筹资现金流	(7)	9	(0)	8	P/B	17.6	13.8	10.7	8.5
现金净增加额	488	(595)	551	554	EV/EBITDA	0.00	38.73	35.60	28.45

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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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
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
电话：010-83496336

