

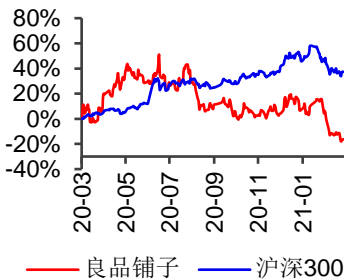
## 全渠道融合发展，打造细分品牌

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-03-30

收盘价（元）	47.16
近12个月最高/最低（元）	87.24/45.54
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	224
流通股比例（%）	55.86
总市值（亿元）	189
流通市值（亿元）	105

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenzhixian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

### 相关报告

《华安证券\_公司研究\_首次覆盖\_良品铺子：高端零食领军者，全渠道全国化扩张\_20210113》

主要观点：

#### ● 事件：

公司发布2020年年报，全年实现营业收入78.94亿元，同比增长2.32%；归属于母公司股东的净利润为3.44亿元，同比增长0.95%；公司拟向股东每10股派发现金股利2.57元（含税），占公司2020年度归母净利润的30%，分红比例同比不变。

#### ● 线上：平台电商精细化运营，布局新型社交电商渠道

报告期内，公司实现线上业务收入40亿元，同比增长8.35%，毛利率增长0.88pct。公司应用数字化精准营销，推广儿童营养零食、健身零食等细分市场产品，大幅提升了高端客群占比，天猫旗舰店客单价同比增长8%，京东自营平台销售收入同比增长50%。面对短视频、直播电商的兴起，布局抖音、快手新型社交电商渠道，针对社交电商渠道用户的需求单独研发新产品阵容及包装，社交电商全渠道累计终端销售额1.23亿。

#### ● 线下：门店全国化布局，围绕门店多维度运营

2020年公司门店总数达到2,701家，同比净增加门店285家。1) 从门店类型上来看，报告期末直营/加盟门店数量分别达到750家/1951家。2) 从门店分布来看，门店净增数量最多的地方分别是江苏净增门店59家，门店数达到154家；广东净增门店38家，门店数达到271家；未来，公司将继续深耕华中、夯实华南，稳步推进华东、华北、西南、西北市场布局。对于单个店铺的运营，公司开展门店+业务，围绕门店开展外卖运营、店圈社区团购、在线直播、会员在线服务四个业务，加速布局“门店+”私域流量，结合社群、企业微信等工具，进行流量导入、粉丝裂变、产品售卖，将线下流量（进店顾客）在线化、精细化运营，更精准的触达用户。

#### ● 深耕细分市场，开展产品创新

需求端消费升级，消费者对食品有了更高的追求，比如低糖、低脂、营养健康、有趣好玩，供给端的流量分化、新兴渠道蓬勃发展给了中小/网红品牌更多的曝光机会。在此背景下，公司围绕细分人群细分市场开展产品创新，打造了儿童零食品牌-良品小食仙和健身零食品牌-良品飞扬，分别实现营收2.23亿元/1.08亿元，满足消费者个性化的需求。

#### ● 投资建议

公司全渠道运营，线上线下占比均衡，深耕华中、夯实华南，稳步推进华东、华北、西南、西北市场布局，逐步形成全国化。渠道方面，公司有能力强整合产品研发和供应资源，联动线上线下实现全渠道整合营销。产品方面，公司扩充良品小食仙、良品飞扬等面向细分人群的产品阵容，加速完成细分市场品类覆盖，推动公司在细分市场的持续高速增长。预计2021-2023年，公司营收分别为94/108/124亿元，同比增长20%/14%/15%，净利润分别为4.18/4.99/5.82亿元，同比增长

22%/20%/17%，对应 PE 分别为 50/42/36，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格波动，食品安全，休闲食品市场需求变化。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,894	9,445	10,804	12,392
收入同比(%)	2%	20%	14%	15%
归属母公司净利润	344	418	499	582
净利润同比(%)	1%	22%	20%	17%
毛利率(%)	30.5%	30.7%	30.7%	30.8%
ROE(%)	16.5%	14.3%	14.6%	14.5%
每股收益(元)	0.86	0.94	1.13	1.32
P/E	55	50	42	36
P/B	9	6	6	5
EV/EBITDA	45	32	26	21

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 1 良品铺子分季度业绩 (单位: 百万元)**

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	1,527.69	1,814.58	1,832.68	1,671.82	1,955.17	2,255.33	1,908.93	1,701.38	1,919.56	2,364.21
营业成本	1,036.33	1,215.04	1,224.01	1,142.00	1,319.50	1,570.83	1,343.67	1,164.56	1,279.55	1,701.21
税金及附加	8.39	8.23	11.84	8.54	10.72	11.28	10.84	10.95	17.66	10.15
销售费用	299.93	371.73	396.16	308.57	373.80	502.73	386.62	354.43	422.07	407.30
管理费用	95.20	127.91	86.08	95.75	95.14	133.91	66.52	75.57	88.09	146.51
研发费用	5.32	5.96	4.29	5.30	6.14	11.63	4.12	7.44	7.96	14.20
财务费用	0.49	-1.48	-1.62	-3.69	-3.09	-1.92	-2.40	-5.16	-6.70	-9.99
投资净收益	5.91	6.20	4.04	3.72	4.44	8.13	4.26	3.16	4.58	2.26
资产减值损失	4.12	-0.94	-0.59	-0.10	-0.31	-0.63	0.83	-0.01	-0.18	0.04
营业利润	84.40	99.71	145.64	115.54	163.99	46.23	126.44	101.52	135.25	120.41
加: 营业外收入	0.02	1.44	1.30	0.56	0.51	1.31	1.04	0.66	0.60	1.45
减: 营业外支出	0.05	0.70	0.20	0.17	0.46	0.88	3.61	-0.21	0.43	0.24
利润总额	84.37	100.44	146.74	115.93	164.05	46.65	123.87	102.39	135.42	121.62
减: 所得税	22.55	27.68	36.76	29.81	42.21	15.47	32.53	31.33	33.90	41.23
净利润	61.82	72.76	109.98	86.12	121.84	31.18	91.35	71.06	101.52	80.39
减: 少数股东损益	2.84	5.28	0.78	0.12	2.62	5.25	3.37	-1.88	-1.21	0.45
归属于母公司所有者的净利润	58.98	67.48	109.20	86.00	119.22	25.93	87.98	72.94	102.73	79.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 2 良品铺子分季度盈利状况 (%)**

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
毛利率	33.21	31.69	32.51	30.35	29.61	31.55	33.34
销售费用率	21.62	18.46	19.12	22.29	20.25	20.83	21.99
管理费用率	4.70	5.73	4.87	5.94	3.48	4.44	4.59
财务费用率	-0.09	-0.22	-0.16	-0.09	-0.13	-0.30	-0.35
营业利润率	7.95	6.91	8.39	2.05	6.62	5.97	7.05
净利率	6.00	5.15	6.23	1.38	4.79	4.18	5.29
所得税率	25.34	25.49	26.25	26.26	28.22	27.03	28.76
期间费用率	26.23	23.97	23.83	28.15	23.61	24.97	26.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,367	4,681	5,721	7,064	<b>营业收入</b>	7,894	9,445	10,804	12,392
现金	1,980	2,831	3,716	4,766	营业成本	5,489	6,548	7,483	8,572
应收账款	438	438	502	612	营业税金及附加	50	47	54	62
其他应收款	78	78	89	136	销售费用	1,570	1,880	2,161	2,478
预付账款	117	117	117	91	管理费用	377	444	508	582
存货	618	1,256	1,333	1,527	财务费用	(24)	(49)	(61)	(74)
其他流动资产	135	(39)	(36)	(67)	资产减值损失	1	29	3	2
<b>非流动资产</b>	817	787	848	923	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	14	20	20	20
固定资产	451	452	453	453	<b>营业利润</b>	484	566	677	789
无形资产	141	151	157	163	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	225	184	237	307	营业外支出	4	2	2	3
<b>资产总计</b>	4,184	5,468	6,569	7,987	<b>利润总额</b>	483	566	677	789
<b>流动负债</b>	2,091	2,528	3,126	3,960	所得税	139	148	177	207
短期借款	40	0	0	0	<b>净利润</b>	344	418	500	583
应付账款	670	1,076	1,189	1,292	少数股东损益	1	0	0	1
其他流动负债	1,381	1,452	1,937	2,669	<b>归属母公司净利润</b>	344	418	499	582
<b>非流动负债</b>	8	11	14	15	EBITDA	476	559	660	762
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.94	1.13	1.32
其他非流动负债	8	11	14	15					
<b>负债合计</b>	2,098	2,539	3,140	3,976					
少数股东权益	3	3	4	4					
股本	401	442	442	442					
资本公积	803	1,188	1,188	1,188					
留存收益	879	1,296	1,796	2,378					
归属母公司股东权益	2,083	2,926	3,425	4,007					
<b>负债和股东权益</b>	4,184	5,468	6,569	7,987					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	330	439	862	1,012
净利润	344	418	499	582
折旧摊销	97	41	44	47
财务费用	0	(49)	(61)	(74)
投资损失	(14)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(90)	19	397	475
其他经营现金	(7)	30	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(196)	(23)	(38)	(37)
资本支出	0	(60)	(58)	(57)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(196)	37	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	372	435	61	74
短期借款	40	(40)	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	41	41	0	0
资本公积增加	385	385	0	0
其他筹资现金	(94)	49	61	74
<b>现金净增加额</b>	507	851	886	1,049

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.32%	19.65%	14.39%	14.70%
营业利润	2.59%	17.10%	19.51%	16.56%
归属于母公司净利润	0.95%	21.56%	19.56%	16.56%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	30.47%	30.68%	30.74%	30.83%
净利率(%)	4.35%	4.42%	4.62%	4.70%
ROE(%)	16.51%	14.27%	14.58%	14.52%
ROIC(%)	-255.40%	1440.57%	2179.93%	-130.63%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	50.15%	46.43%	47.80%	49.77%
净负债比率(%)	18.52%	-26.37%	-34.33%	-40.52%
流动比率	1.61	1.85	1.83	1.78
速动比率	1.31	1.35	1.40	1.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.97	1.96	1.80	1.70
应收账款周转率	24.97	25.24	25.97	26.00
应付账款周转率	9.99	10.82	9.54	9.99
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.94	1.13	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.09	2.15	2.52
每股净资产(最新摊薄)	5.19	7.30	8.54	9.99
<b>估值比率</b>				
P/E	55.0	49.9	41.7	35.8
P/B	9.1	6.5	5.5	4.7
EV/EBITDA	45.11	32.12	25.79	20.88

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。