

良品铺子 (603719)

证券研究报告

2021年04月03日

21Q4 线上京东天猫渠道已趋于均衡，线下改善恢复显著

事件：2020 年公司营业收入 78.94 亿元，同增 2.32%；归属于母公司的净利润为 3.44 亿元，同增 0.95%。20Q1-Q4 分别实现营收 19.09 亿元、17.01 亿元、19.20 亿元、23.64 亿元，分别变动 4.16%、1.77%、-1.82%、4.83%。归母净利润 Q1-Q4 分别为 0.88 亿元、0.73 亿元、1.03 亿元、0.80 亿元，分别变动-19.43%、-15.19%、-13.83%、208.20%。

收入端：线上线下销售逐步恢复，线上营收 40 亿元，同增 8.35%，占总营收 50.68%；线下中加盟批发营收 18.6 亿元，同减 2.78%，加盟辅助管理营收 3.7 亿元，同增 0.04%，直营业务 12.3 亿元，同减 14.1%，团购业务 1.0 亿元，同增 38.77%。分季度看，线下收入各季度销售分别同增-12.19%、-10.03%、-2.60%、1.67%；线上业务分别变动 23.48%、13.91%、-1.97%、2.6%。

产品品牌端：①公司持续产品全覆盖，打造品牌化高端零食。截至报告期末公司全渠道 SKU 有 1,256 个，较 2019 年末的 1400 余种有所精简。公司全年全渠道终端零售额超过 1,000 万元的 SKU 有 275 个，覆盖 13 个物理品类，其中新品 SKU 有 38 个。②公司重视健康食品的需求趋势，深耕细分市场，以用户的细分需求为导向重构产品矩阵。2020 年公司旗下儿童零食共有 200 多个 SKU，全年全渠道实现收入达 2.23 亿，销售净利润 2,540.98 万元；公司的健身零食 20 年共计上市 21 款新品，全年全渠道终端销售额 1.08 亿元。③公司不断加大产品专利技术研发，蛋白代餐奶昔的“三重控糖”国家专利技术以及中温灭菌工艺及良品风味调味料独家专利实现了行业领先。

渠道端：线上平台电商精细化运营，线下全国化布局拓展顺利。①线上方面，1) 天猫客单价提升，京东增收超 50%。天猫旗舰店的会员访客占比、会员购买占比均位列天猫平台行业领先地位，客单价同增 8%，京东自营平台优质用户占比逐步扩大，销售收入同比增长 50%。2) 公司稳站风口，全面开启直播内容营销，在天猫、京东二大平台实现直播销售额 2.5 亿元。3) 运营社交电商成果初显。报告期内，社交电商全渠道累计终端销售额 1.23 亿。②线下，1) 公司进一步加快全国化布局。门店总数达到 2,701 家，较 2019 年净增 285 家，拓店速度加快。其中直营门店 750 家，增加 156 家，净增 32 家，加盟门店 1951 家，增加 482 家，净增 253 家。2) 开展门店+业务，加速布局“门店+”私域流量。围绕微信生态，先后上线微商城、导购通、私域直播等多款小程序工具。

投资建议：

公司定位细分需求全方位打造产品矩阵，以用户的细分需求为导向进行产品创新，全渠道布局高端零食占领用户心智。同时新开展了在抖音、快手社交平台的电商业务，预计 21 年进一步放量，线上线上各渠道业务四季度已逐步向好。基于此，我们调整 21/22 年公司实现归母净利润 4.95/5.84 亿元（20Q3 原预测值 4.08/4.95 亿元），PE 倍数分别为 39x/33x，维持“买入”评级。

风险提示：产品推广不及预期；营收增长不及预期；线上新电商业务拓展不及预期；食品安全风险

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	49.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	223.70
A 股总市值(百万元)	20,029.95
流通 A 股市值(百万元)	11,173.65
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	50.15
一年内最高/最低(元)	87.24/45.54

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《良品铺子-季报点评:高端休闲零食龙头企业，盈利能力稳步提升，渠道扩张仍有空间》2020-11-04
- 《良品铺子-半年报点评:线上业务表现亮眼，线下加强门店数字化运营能力，门店拓张稳步推进》2020-09-01
- 《良品铺子-年报点评报告:坚持高端零食品牌定位，线上线下协同发展》2020-04-30

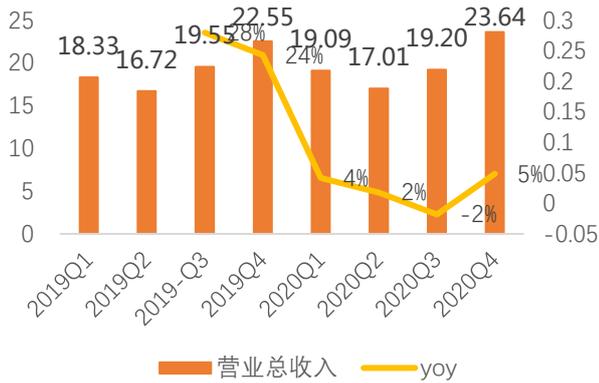
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,714.99	7,894.08	8,699.98	10,450.30	12,453.25
增长率(%)	20.97	2.32	10.21	20.12	19.17
EBITDA(百万元)	509.99	475.98	691.66	807.75	953.17
净利润(百万元)	340.35	343.58	494.54	583.54	691.87
增长率(%)	42.68	0.95	43.94	18.00	18.56
EPS(元/股)	0.85	0.86	1.23	1.46	1.73
市盈率(P/E)	57.18	56.64	39.35	33.35	28.13
市净率(P/B)	13.75	9.34	7.55	6.52	5.29
市销率(P/S)	2.52	2.47	2.24	1.86	1.56
EV/EBITDA	0.00	44.93	23.41	20.12	15.38

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

2020 年公司营业收入 78.94 亿元，同增 2.32%；归属于母公司的净利润为 3.44 亿元，同增 0.95%。20Q1-Q4 分别实现营收 19.09 亿元、17.01 亿元、19.20 亿元、23.64 亿元，分别变动 4.16%、-1.77%、-1.82%、4.83%。归母净利润 Q1-Q4 分别为 0.88 亿元、0.73 亿元、1.03 亿元、0.80 亿元，分别变动-19.43%、-15.19%、-13.83%、208.20%。

图 1：公司各季度营收及其 yoy（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司各季度归母净利润及其 yoy（单位：亿元）

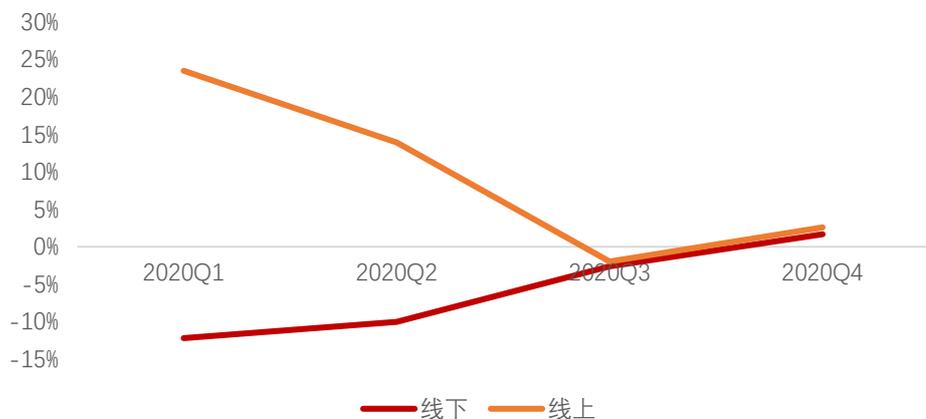


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 收入端：线上线下销售逐步恢复，线下多点均实现盈利

分渠道：线上线下销售逐步恢复，线上营收 40 亿元，同增 8.35%，占总营收 50.68%；线下中加盟批发营收 18.6 亿元，同减 2.78%，加盟辅助管理营收 3.7 亿元，同增 0.04%，直营业务 12.3 亿元，同减 14.1%，团购业务 1.0 亿元，同增 38.77%。分季度看，线下收入各季度销售分别同增 -12.19%、-10.03%、-2.60%、1.67%；线上业务分别变动 23.48%、13.91%、-1.97%、2.6%。

图 3：线上线下销售收入同比变化

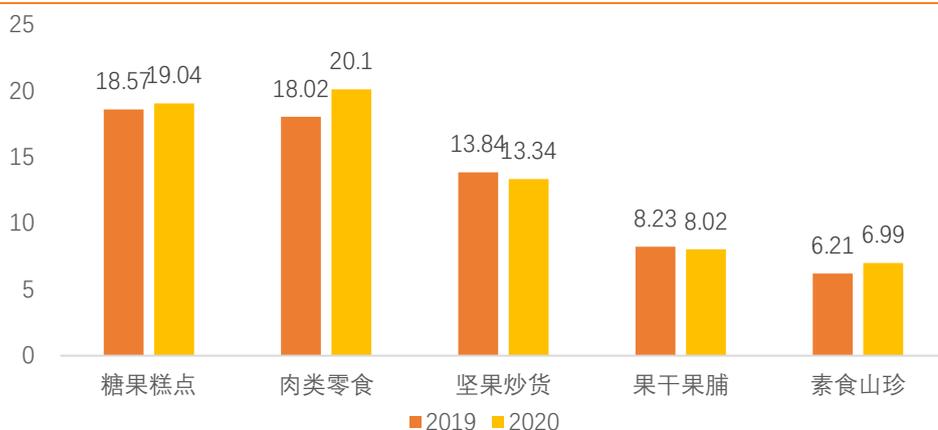


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品：肉类零食营收 20.10 亿元，同增 11.51%；糖果糕点 19.04 亿元，同增 2.54%；坚果

炒货 13.34 亿元，同减 3.61%；果干果脯 8.02 亿元，同减 2.60%；素食山珍 6.99 亿元，同增 12.53%。

图 4：按品类划分各产品营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 成本端：效率提升三大费用率稳中有降，战略长期取向研发费用提升

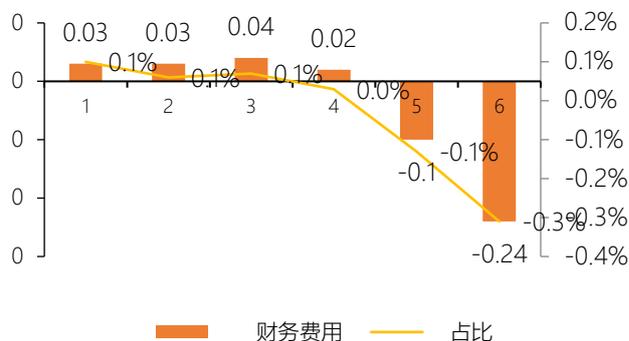
①销售费用率：公司 2020 销售费用为 15.7 亿元，同比减少 0.68%；销售费用率为 19.89%，同比减少 0.6 个 pct。②管理费用率：公司 2020 管理费用为 3.77 亿元，同比减少 8.32%；管理费用率为 4.77%，同比减少 0.55 个 pct。③财务费用率：公司 2020 财务费用为 -0.24 亿元，财务费用率为 -0.31%。公司财务费用较去年同期减少 1,391.04 万元，主要是由于报告期与银行签订了协定存款协议，减少了理财产品的购买，导致利息收入相应增加。④研发费用率：公司 2020 研发费用为 0.34 亿元，研发费用率为 0.43%，与公司投入大量资金进行产品研发以迎合休闲食品健康化高端化趋势有关。

图 4：历年销售费用及费用率（单位：亿）



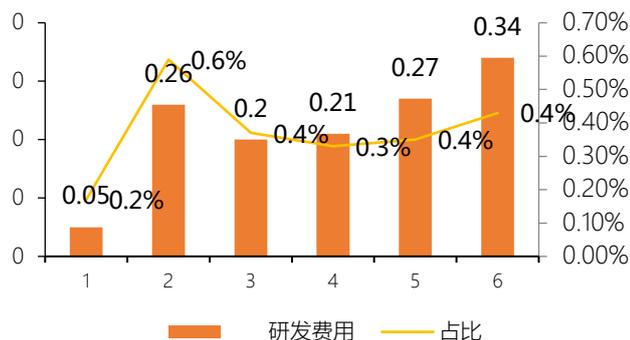
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：历年财务费用及费用率（单位：亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：历年研发费用及费用率（单位：亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：历年管理费用及费用率（单位：亿）

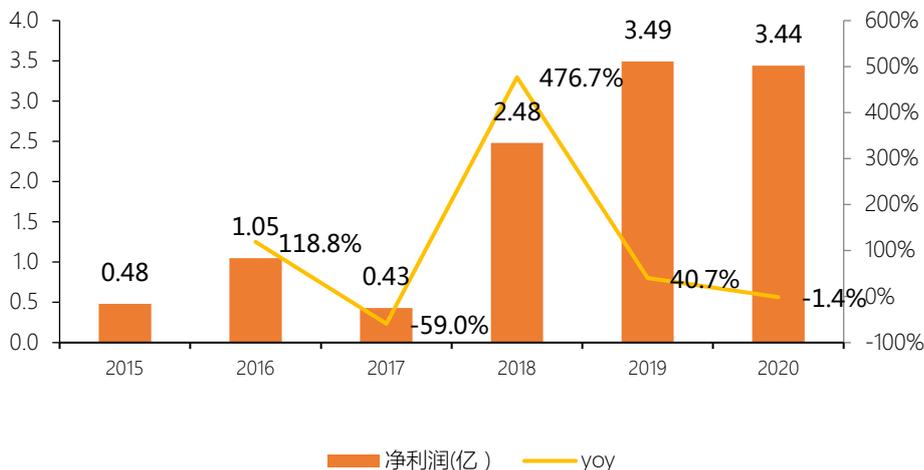


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 利润端：四季度盈利改善显著，同比增加 158%

2020 年公司净利润为 3.44 亿元，同比下降 1.38%。分季度看，公司 20Q1-Q4 净利润分别为 0.91 亿元、0.71 亿元、1.02 亿元、0.80 亿元，同比分别变动-16.94%、-17.49%、-16.68%、157.77%。公司四季度盈利改善显著，主要或由于物料消耗、租赁费、促销费用减少带来的销售费用显著下降。

图 8：公司历年净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 产品品牌端：持续产品全覆盖，打造品牌化高端零食，健康食品与儿童零食齐发力

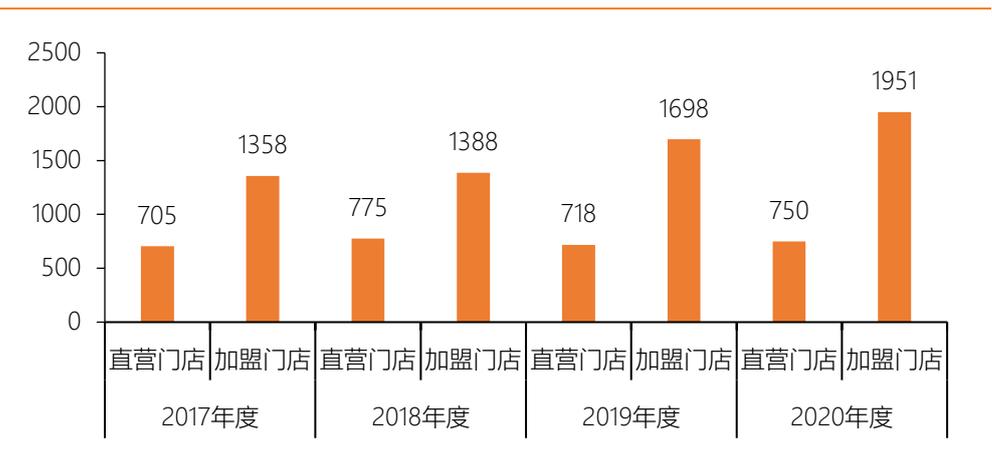
产品品牌端：①公司持续产品全覆盖，打造品牌化高端零食。截至报告期末公司全渠道 SKU 有 1,256 个，较 2019 年末的 1400 余种有所精简。公司全年全渠道终端零售额超过 1,000 万元的 SKU 有 275 个，覆盖 13 个物理品类，其中新品 SKU 有 38 个。②公司重视健康食

品的需求趋势，深耕细分市场，以用户的细分需求为导向重构产品矩阵。2020 年公司旗下儿童零食共有 200 多个 SKU，全年全渠道实现收入达 2.23 亿，销售净利润 2,540.98 万元；公司的健身零食 20 年共计上市 21 款新品，全年全渠道终端销售额 1.08 亿元。③公司不断加大产品专利技术研发，蛋白代餐奶昔的“三重控糖”国家专利技术以及中温灭菌工艺及良品风味调味料独家专利实现了行业领先。

6. 渠道端：线上平台精细化运营，线下加快全国化布局。

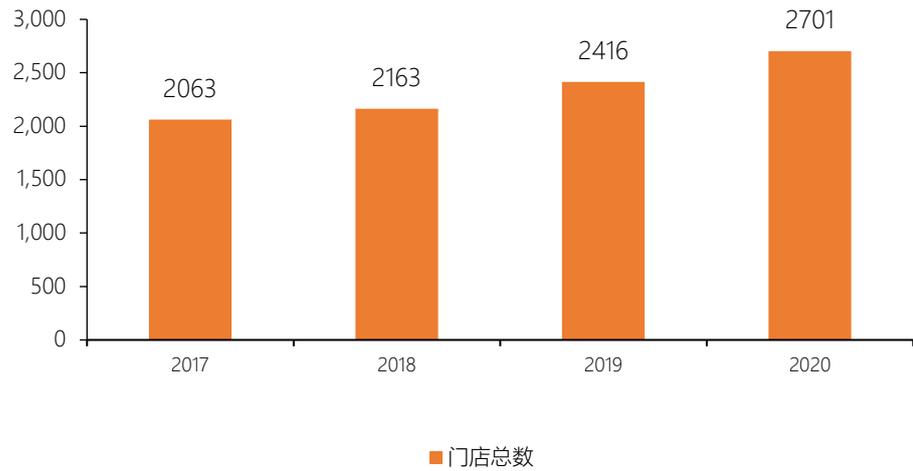
渠道端：线上平台电商精细化运营，线下全国化布局拓展顺利。①线上方面，1) 天猫客单价提升，京东增收超 50%。天猫旗舰店的会员访客占比、会员购买占比均位列天猫平台行业领先地位，客单价同增 8%，京东自营平台优质用户占比逐步扩大，销售收入同比增长 50%。2) 公司稳站风口，全面开启直播内容营销，在天猫、京东二大平台实现直播销售额 2.5 亿元。3) 运营社交电商成果初显。报告期内，社交电商全渠道累计终端销售额 1.23 亿。②线下，1) 公司进一步加快全国化布局。门店总数达到 2,701 家，较 2019 年净增 285 家，拓店速度加快。其中直营门店 750 家，增加 156 家，净增 32 家，加盟门店 1951 家，增加 482 家，净增 253 家。2) 开展门店+业务，加速布局“门店+”私域流量。围绕微信生态，先后上线微商城、导购通、私域直播等多款小程序工具。

图 9：加盟门店扩展迅速，直营门店体量稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：历年门店总数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

7. 投资建议

公司定位细分需求全方位打造产品矩阵，以用户的细分需求为导向进行产品创新，全渠道布局高端零食占领用户心智。同时新开展了在抖音、快手社交平台的电商业务，预计 21 年进一步放量，线上线上各渠道业务四季度已逐步向好。基于此，我们调整 21/22 年公司实现归母净利润 4.95/5.84 亿元(20Q3 原预测值 4.08/4.95 亿元)，PE 倍数分别为 39x/33x，维持“买入”评级。

8. 风险提示

产品推广不及预期；营收增长不及预期；线上新电商业务拓展不及预期；食品安全风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,523.68	1,980.38	3,162.97	3,123.36	4,738.66
应收票据及应收账款	258.52	360.46	143.92	508.16	202.43
预付账款	127.23	117.44	201.99	168.32	294.24
存货	970.82	618.17	1,187.72	933.69	1,619.84
其他	134.65	273.73	228.39	292.36	287.39
流动资产合计	3,014.90	3,350.18	4,924.98	5,025.89	7,142.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	521.51	450.90	463.01	488.24	508.34
在建工程	8.98	40.50	60.30	84.18	80.51
无形资产	163.50	141.41	134.58	127.76	120.94
其他	122.80	184.15	107.08	90.53	82.90
非流动资产合计	816.79	816.96	764.98	790.72	792.69
资产总计	3,831.69	4,183.88	5,697.40	5,826.53	7,942.89
短期借款	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,490.73	1,093.70	2,026.93	1,650.81	2,863.64
其他	867.82	957.04	1,074.56	1,163.62	1,363.51
流动负债合计	2,358.54	2,090.74	3,101.48	2,814.43	4,227.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.00	7.68	7.84	7.78	7.82
非流动负债合计	8.00	7.68	7.84	7.78	7.82
负债合计	2,366.54	2,098.42	3,109.32	2,822.21	4,234.97
少数股东权益	49.56	2.87	10.95	18.71	30.44
股本	360.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	418.18	802.86	802.86	802.86	802.86
留存收益	1,055.59	1,681.60	2,176.13	2,584.61	3,276.48
其他	(418.18)	(802.86)	(802.86)	(802.86)	(802.86)
股东权益合计	1,465.15	2,085.47	2,588.08	3,004.32	3,707.92
负债和股东权益总计	3,831.69	4,183.88	5,697.40	5,826.53	7,942.89

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	349.13	344.31	494.54	583.54	691.87
折旧摊销	104.85	96.94	34.91	37.71	40.40
财务费用	0.00	0.24	(49.28)	(60.52)	(75.69)
投资损失	(20.33)	(14.26)	(14.26)	(14.26)	(14.26)
营运资金变动	159.22	(84.22)	735.76	(411.08)	919.03
其它	(250.68)	(12.80)	8.22	7.93	12.09
经营活动现金流	342.19	330.21	1,209.88	143.33	1,573.44
资本支出	54.04	(6.82)	59.84	80.05	49.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	98.88	(188.75)	(96.28)	(148.28)	(83.43)
投资活动现金流	152.92	(195.58)	(36.44)	(68.22)	(33.47)
债权融资	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	10.27	449.92	49.28	60.52	75.69
其他	(16.98)	(117.83)	(40.14)	(175.24)	(0.36)
筹资活动现金流	(6.72)	372.08	9.14	(114.72)	75.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	488.39	506.71	1,182.59	(39.61)	1,615.30

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,714.99	7,894.08	8,699.98	10,450.30	12,453.25
营业成本	5,256.34	5,488.99	5,942.08	7,106.21	8,468.21
营业税金及附加	42.37	49.60	50.56	61.84	72.17
营业费用	1,581.25	1,570.43	1,723.47	2,115.14	2,516.80
管理费用	410.89	376.70	300.15	359.49	435.86
研发费用	27.36	33.72	40.64	50.91	60.66
财务费用	(10.33)	(24.24)	(49.28)	(60.52)	(75.69)
资产减值损失	(0.46)	0.68	0.59	0.94	1.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.33	14.26	14.26	14.26	14.26
其他	(84.17)	(99.69)	(28.52)	(28.52)	(28.52)
营业利润	471.40	483.63	706.03	830.56	988.46
营业外收入	3.68	3.75	3.75	3.75	3.75
营业外支出	1.71	4.08	4.08	4.08	4.08
利润总额	473.37	483.30	705.70	830.24	988.14
所得税	124.24	138.99	202.95	238.76	284.17
净利润	349.13	344.31	502.75	591.47	703.96
少数股东损益	8.77	0.73	8.22	7.93	12.09
归属于母公司净利润	340.35	343.58	494.54	583.54	691.87
每股收益(元)	0.85	0.86	1.23	1.46	1.73

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.97%	2.32%	10.21%	20.12%	19.17%
营业利润	36.09%	2.59%	45.99%	17.64%	19.01%
归属于母公司净利润	42.68%	0.95%	43.94%	18.00%	18.56%
获利能力					
毛利率	31.87%	30.47%	31.70%	32.00%	32.00%
净利率	4.41%	4.35%	5.68%	5.58%	5.56%
ROE	24.04%	16.50%	19.19%	19.54%	18.81%
ROIC	-1816.00%	-180.50%	-838.33%	-79.57%	-296.26%
偿债能力					
资产负债率	61.76%	50.15%	54.57%	48.44%	53.32%
净负债率	-103.99%	-93.04%	-122.21%	-103.96%	-127.80%
流动比率	1.28	1.61	1.59	1.79	1.69
速动比率	0.87	1.31	1.21	1.46	1.31
营运能力					
应收账款周转率	44.74	25.51	34.50	32.05	35.05
存货周转率	9.17	9.94	9.64	9.85	9.75
总资产周转率	2.20	1.97	1.76	1.81	1.81
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.86	1.23	1.46	1.73
每股经营现金流	0.85	0.82	3.02	0.36	3.92
每股净资产	3.53	5.19	6.43	7.45	9.17
估值比率					
市盈率	57.18	56.64	39.35	33.35	28.13
市净率	13.75	9.34	7.55	6.52	5.29
EV/EBITDA	0.00	44.93	23.41	20.12	15.38
EV/EBIT	0.00	50.69	24.66	21.11	16.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com