

良品铺子 (603719.SH) 细分市场高端战略效果初显, Q4 重回正增长

2021年04月08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)
李泽 (联系人)

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

lize@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790519110002

证书编号: S0790120070082

日期	2021/4/8
当前股价(元)	48.61
一年最高最低(元)	87.24/45.54
总市值(亿元)	194.93
流通市值(亿元)	108.74
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.24
近3个月换手率(%)	47.37

中小盘研究团队

● 线上精细化运营, 线下回暖, Q4 重回正增长

公司公告了 2020 年年报, 2020 年全年实现收入 78.94 亿元(+2.32%), 归母净利润 3.44 亿元(+0.95%), 扣非归母净利润 2.75 亿元(+0.57%)。其中 2020Q4 实现收入 23.64 亿元(+4.83%), 归母净利润 7993 万元(+208.21%), 扣非归母净利润 5907 万元(+1011%)。公司线上开始精细化运营, 针对细分市场精准营销, 抖音/快手等社交电商渠道亦开始发力。叠加线下门店持续扩张, 驱动公司 Q4 收入业绩重回正增长。考虑线上去中心化流量影响和疫情后线下需求回暖低预期, 我们下调公司 2021-2023 年归母净利润分别至 4.31 (-1.34) / 5.83 (-1.34) / 6.96 亿元, 对应 EPS 分别为 1.08 (-0.33) / 1.45 (-0.34) / 1.74 元, 当前股价对应 2021-2023 年的 PE 分别为 45.2/33.5/28.0 倍, 维持“买入”评级。

● 细分市场爆款叠出, 线上精细化运营、线下持续扩张推动重回正增长

公司针对细分市场打造出了差异化的产品和品牌, 并且爆款产品叠出。针对儿童休闲零食推出的“良品小食仙”2020 年全渠道实现收入 2.23 亿元; 针对健身人群推出的零食品牌“良品飞扬”全渠道销售 1.08 亿元。渠道来看, 线上通过精准营销, 高端客群占比大幅提升, 2020 年京东平台收入同比增长 50%。同时公司积极布局抖音、快手等直播渠道, 直播销售实现收入 2.5 亿元。目前公司已构建了一系列账号矩阵、达人主播资源矩阵及自播主播矩阵, 形成了规模化连接达人主播进行直播及自播精细化运营的能力。线下门店看, 2020 年公司门店数量达到 2701 家, Q4 净增加了 132 家, 较 Q3 的 119 家进一步加速。

● 细分市场高端战略逐步见效, 全渠道融合发展改善可期

公司聚焦细分市场的高端化战略逐步见效, 良品小食仙已经成为儿童零食细分领域的领先地位, 同时健身零食、胶原糖果零食、早餐晚餐代餐等针对细分人群的产品均快速放量。公司作为全渠道融合发展的休闲零食龙头, 2021 年将继续拓展线下门店, 同时基于“门店+”发展离店业务, 将门店打造为私域流量运营中心。在流量去中心化和后疫情时代, 公司全渠道融合发展改善可期。

● **风险提示:** 线下门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、线上渠道持续冲击等。

相关研究报告

《中小盘信息更新-Q3 线上受冲击, 线下门店开启加速扩张》-2020.10.27

《中小盘信息更新-短期冲击业绩低预期, 长期高端化战略持续推进》-2020.8.29

《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

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,715	7,894	9,660	11,489	13,463
YOY(%)	21.0	2.3	22.4	18.9	17.2
归母净利润(百万元)	340	344	431	583	696
YOY(%)	42.7	0.9	25.5	35.1	19.5
毛利率(%)	31.9	30.5	31.7	32.2	32.4
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	5.1	5.2
ROE(%)	23.8	16.5	18.2	20.2	19.8
EPS(摊薄/元)	0.85	0.86	1.08	1.45	1.74
P/E(倍)	57.3	56.7	45.2	33.5	28.0
P/B(倍)	13.8	9.4	8.1	6.6	5.5

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3015	3367	4961	4980	6935
现金	1524	1980	2784	3016	4128
应收票据及应收账款	259	360	397	504	552
其他应收款	62	78	94	111	129
预付账款	127	117	182	174	243
存货	971	618	1292	963	1671
其他流动资产	72	212	212	212	212
非流动资产	817	817	849	919	989
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	451	518	585	651
无形资产	164	141	149	143	136
其他非流动资产	132	225	182	191	203
资产总计	3832	4184	5810	5899	7924
流动负债	2359	2091	3380	2919	4291
短期借款	0	40	40	40	40
应付票据及应付账款	1491	1094	2014	1654	2630
其他流动负债	868	957	1326	1225	1621
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	2367	2098	3388	2927	4299
少数股东权益	50	3	12	30	51
股本	360	401	401	401	401
资本公积	418	803	803	803	803
留存收益	637	879	1256	1750	2308
归属母公司股东权益	1416	2083	2411	2942	3574
负债和股东权益	3832	4184	5810	5899	7924

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	342	330	1010	384	1276
净利润	349	344	440	601	718
折旧摊销	105	97	110	72	87
财务费用	-10	-24	-25	-27	-43
投资损失	-20	-14	-14	-14	-14
营运资金变动	-97	-118	498	-247	528
其他经营现金流	16	46	-0	-0	-0
投资活动现金流	153	-196	-128	-127	-142
资本支出	127	153	32	70	70
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	280	-43	-96	-57	-73
筹资活动现金流	-7	372	-78	-24	-21
短期借款	0	40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	0	385	0	0	0
其他筹资现金流	-7	-94	-78	-24	-21
现金净增加额	488	507	803	232	1112

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7715	7894	9660	11489	13463
营业成本	5256	5489	6600	7790	9098
营业税金及附加	42	50	55	67	80
营业费用	1581	1570	1980	2298	2693
管理费用	411	377	483	574	673
研发费用	27	34	39	40	47
财务费用	-10	-24	-25	-27	-43
资产减值损失	-0	1	1	0	0
其他收益	66	68	68	68	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	14	14	14	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	471	484	610	830	998
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	473	483	610	830	998
所得税	124	139	170	229	280
净利润	349	344	440	601	718
少数股东损益	9	1	9	18	22
归母净利润	340	344	431	583	696
EBITDA	533	523	651	817	980
EPS(元)	0.85	0.86	1.08	1.45	1.74

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.0	2.3	22.4	18.9	17.2
营业利润(%)	36.1	2.6	26.1	36.1	20.2
归属于母公司净利润(%)	42.7	0.9	25.5	35.1	19.5
获利能力					
毛利率(%)	31.9	30.5	31.7	32.2	32.4
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	5.1	5.2
ROE(%)	23.8	16.5	18.2	20.2	19.8
ROIC(%)	22.2	14.3	15.9	18.0	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	61.8	50.2	58.3	49.6	54.2
净负债比率(%)	-103.4	-92.7	-112.9	-99.9	-112.5
流动比率	1.3	1.6	1.5	1.7	1.6
速动比率	0.8	1.2	1.0	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.0	1.9	2.0	1.9
应收账款周转率	44.7	25.5	25.5	25.5	25.5
应付账款周转率	3.6	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.86	1.08	1.45	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.82	2.52	0.96	3.18
每股净资产(最新摊薄)	3.53	5.19	6.01	7.34	8.91
估值比率					
P/E	57.3	56.7	45.2	33.5	28.0
P/B	13.8	9.4	8.1	6.6	5.5
EV/EBITDA	33.9	33.6	25.8	20.3	15.8

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

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn