

良品铺子 (603719)

公司研究/点评报告

全渠道布局支撑业绩稳健增长，全年业绩改善可期

—良品铺子 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 18 日

一、事件概述

8 月 17 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营业收入 44.21 亿元，同比+22.45%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比+19.29%；基本 EPS 为 0.48 元。

二、分析与判断

➤ 收入保持较快增长，整体受社区团购影响较小

21H1 公司实现营收 44.21 亿元，同比+22.45%，折合 21Q2 单季度实现营收 18.47 亿元，同比+8.55%。在今年休闲零食行业普遍受社区团购影响的大背景下，公司上半年收入仍保持较快增长，主因公司核心布局线下门店+电商，受 KA 客流缩减影响程度相对较小。上半年线上/线下分别实现收入占比 51.58%/48.42%，分别同比+19.34%/+23.58%，形成均衡增长模式。销售模式看，电商/加盟/直营/特许经营/团购业务收入分别同比+19.34%/+16.32%/+24.06%/+2.29%/+263.58%。产品端，公司已构建肉类零食、海味零食、坚果等 15 个品类产品，全渠道 SKU 达 1195 个，并建立儿童零食“小食仙”、健身零食“良品飞扬”、茶歇品牌“Tbreak”，不断扩张用户群体，挖掘市场消费新动向，共同达成全品类发展。

➤ 规模效应带动毛利率上行，整体盈利能力保持平稳

净利率：21H1 公司实现归母净利润 1.92 亿元，同比+19.29%，折合 21Q2 实现归母净利润 0.90 亿元，同比+23.19%。21H1 公司净利率 4.38%，同比-0.12ppt，单 Q2 净利率 4.93%，同比+0.75ppt，公司盈利能力基本保持平稳。

毛利率：21H1 公司主营业务毛利率 32.46%，同比+1.56ppt，单 Q2 毛利率 32.95%，同比+1.39ppt。其中线上/线下毛利率分别+1.64ppt/+1.45ppt，主因公司推进供应链体系建设，降低存货周转天数，提升运营效率，通过规模效应推动毛利率上升。

期间费用率：21H1 期间费用率为 26.70%，同比+2.13ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.93%/4.79%/0.43%/-0.44%，分别同比+1.40ppt/+0.85ppt/+0.11ppt/-0.24ppt，销售费用率的增长主因公司以精准推广促进曝光引流，促销费用有所增加，管理费用率的增长一方面来自于公司今年新增战略咨询投入，另一方面去年疫情期间社保费用减免、绩效工资减少，今年恢复正常。

➤ 高端零食战略持续跟进，细分用户需求拓展多品牌矩阵

公司在产品端已布局肉类零食、海味零食、坚果、饼干等 15 个品类休闲零食，形成全品类协同发展模式，并从新营养配方、新工艺设备两个方面研发创新，丰富产品矩阵。定位品牌为高端零食，以高品质、高颜值、高体验角度抢占高端零食心智。根据用户细分需求，继续拓展出儿童零食“小食仙”，从儿童增强免疫、调理肠胃等核心诉求出发，定制研发高品质儿童零食，21H1 达成 1.80 亿元收入，正处于快速发展阶段，不断扩充 SKU 并打造明星产品。也把握住泛健身人群对控制体重、补充营养的需求，打造“良品飞扬”健身零食品牌，21H1 实现 0.95 亿元，正不断推新丰富产品矩阵中。同时围绕办公及团体茶歇需求，推出“Tbreak”茶歇品牌提供办公茶歇甜点，目前在武汉已拥有两家直营体验店。

推荐

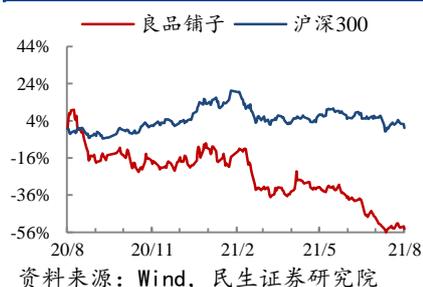
维持评级

当前价格： 33.42 元

交易数据 2021-8-17

近 12 个月最高/最低(元)	80.41/32.14
总股本(百万股)	401
流通股本(百万股)	224
流通股比例(%)	55.78
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	75

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

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

- 1.良品铺子(603719)2020年三季度报点评：业绩持续环比改善，期待疫情后净利率持续修复
- 2.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

零售门店全国化布局，流通渠道差异互补，线上线下全渠道覆盖

公司目前已形成线下零售门店+线上主流电商为主，社交电商、大客户团购、流通、社区团购多种渠道为辅的业务模式。公司创立之处即进入零售门店渠道，深耕 15 年，在华中、华东、华南等地基本已全部完成高势能布局开店，正着重开发甘肃、山东、云南、贵州等市场，新进青海市场，逐渐推进全国化布局。目前公司已拥有 2726 家店铺，上半年公司新增门店 207 家，其中直营/加盟分别 59/148 家。在零售门店之外，公司新成立流通渠道事业部，进驻大型 KA、流通渠道、新零售等渠道，完成线下渠道更广泛布局，与现有门店形成互补，目前已与沃尔玛、盒马、零售通等 KA 及新零售客户达成合作。对于新兴社区团购，公司积极参与，目前已覆盖 7 个核心平台，进驻 75 个城市。

线上方面，公司在主流电商平台持续保持市占率前三，沉淀优势结合精准营销，达成持续高效运营。结合近年高速发展的直播及社媒营销，公司搭建品牌自有专属直播基地，H1 合作超 1000 位优质主播，完成 6400 余场直播，在抖音品牌直播榜单蝉联第一。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 96.62/114.60/130.73 亿元，同比+22.4%/+18.6%/+14.1%；实现归母净利润 4.11/4.98/5.79 亿元，同比+19.8%/+21.1%/+16.2%，EPS 分别为 1.03/1.24/1.44 元，对应 PE 分别为 33X/27X/23X。公司估值水平略高于目前休闲食品板块 2021 年预期估值 30 倍（Wind 一致预期，算数平均法），但考虑到公司全渠道布局、子品牌扩张所带来的成长空间，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧、原材料价格波动、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,894	9,662	11,460	13,073
增长率（%）	2.3%	22.4%	18.6%	14.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	344	411	498	579
增长率（%）	0.9%	19.8%	21.1%	16.2%
每股收益（元）	0.87	1.03	1.24	1.44
PE（现价）	38.4	32.6	26.9	23.2
PB	6.4	5.4	4.5	3.8

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,894	9,662	11,460	13,073
营业成本	5,489	6,528	7,717	8,759
营业税金及附加	50	61	72	82
销售费用	1,570	2,077	2,475	2,863
管理费用	377	464	539	601
研发费用	34	47	57	65
EBIT	375	485	600	702
财务费用	(24)	(17)	(21)	(33)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	14	19	18	18
营业利润	484	579	701	814
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	483	579	701	815
所得税	139	167	202	234
净利润	344	413	500	580
归属于母公司净利润	344	411	498	579
EBITDA	472	537	654	758
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1980	2415	3577	3821
应收账款及票据	360	350	446	512
预付款项	117	167	185	211
存货	618	1346	971	1645
其他流动资产	212	212	212	212
流动资产合计	3367	4569	5506	6506
长期股权投资	0	19	37	55
固定资产	451	480	504	514
无形资产	141	134	127	120
非流动资产合计	817	780	733	684
资产合计	4184	5349	6239	7190
短期借款	40	40	40	40
应付账款及票据	1094	1612	1830	2051
其他流动负债	19	19	19	19
流动负债合计	2091	2843	3233	3604
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	2098	2850	3241	3612
股本	401	401	401	401
少数股东权益	3	4	6	7
股东权益合计	2085	2498	2998	3578
负债和股东权益合计	4184	5349	6239	7190

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	2.3%	22.4%	18.6%	14.1%
EBIT 增长率	-5.6%	29.5%	23.6%	17.1%
净利润增长率	0.9%	19.8%	21.1%	16.2%
盈利能力				
毛利率	30.5%	32.4%	32.7%	33.0%
净利润率	4.4%	4.3%	4.3%	4.4%
总资产收益率 ROA	8.2%	7.7%	8.0%	8.0%
净资产收益率 ROE	16.5%	16.5%	16.6%	16.2%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.3	1.1	1.4	1.3
现金比率	0.9	0.8	1.1	1.1
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	14.1	10.6	11.4	11.6
存货周转天数	52.1	54.2	54.1	53.8
总资产周转率	2.0	2.0	2.0	1.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.0	1.2	1.4
每股净资产	5.2	6.2	7.5	8.9
每股经营现金流	0.7	1.1	2.9	0.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	38.4	32.6	26.9	23.2
PB	6.4	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	22.7	18.9	13.9	11.7
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	344	413	500	580
折旧和摊销	98	52	54	55
营运资金变动	(118)	(15)	615	(385)
经营活动现金流	283	433	1,154	236
资本开支	150	(5)	(11)	(11)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(196)	5	11	11
股权募资	447	0	0	0
债务募资	40	0	0	0
筹资活动现金流	372	(3)	(3)	(3)
现金净流量	460	435	1,162	244

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。