

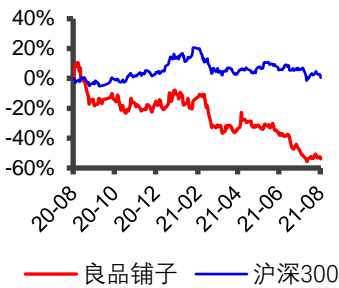
线上线下稳健增长，产品创新卓有成效

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-08-17

收盘价（元）	33.42
近12个月最高/最低（元）	81.73/31.34
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）	134
流通市值（亿元）	75

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：wenzhen@hazq.com

分析师：余璇

执业证书号：S0010521080001

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》

《华安证券_公司研究_公司点评_良品铺子：全渠道融合发展，打造细分品牌_20210329》

主要观点：

● 事件：

公司发布2021半年报，上半年实现营业收入44.21亿元，同比增长22.45%，归母净利润1.92亿元，同比增长19.29%，扣非后归母净利润1.55亿元，同比增长13.69%。基本每股收益为0.48元/股。

● 全渠道均衡发展，线上线下增速稳定

报告期内，公司主营业务收入为43亿元，较同期上升21.36%；其中：线上/线下收入占比分别为51.58%、48.42%。各渠道收入实现均衡增长，其中线上收入同比增长19.34%，线下收入同比增长23.58%。单Q2季度实现营收18.47亿元，同比增长8.55%，在社区团购的冲击下营收实现稳健增长。

门店加速拓展，H1总计新开门店207家，其中直营店59家，加盟店148家，公司主要开店策略依然是加盟为主，门店总数从2020年底的2701家增长至报告期末的2726家，推测疫情、人流变动使得门店闭店较多。从各区域销售情况看，上半年湖北区域销售收入同比增长20.05%；华东、西南、华南地区保持稳定增长，较同期分别增长31.72%、28.23%、30.98%。上半年公司布局华北和西北地区，新进驻青海市场，同时进一步在甘肃、河北、山西新市场布局开店，华北和西北地区较同期增长达106.75%。

● 毛利率提升，但费用率增加影响净利率表现

主营业务毛利率为32.46%，较同期上升1.56个百分点。其中：线上渠道毛利率较同期上升1.64%，线下渠道销售毛利率较同期上升1.45%。按经营业态来看，公司电商业务/线下加盟批发/辅助管理/直营零售/团购业务的毛利率分别为31.71%、21.13%、17.47%、48.70%、37.89%，同比变化+3.89/-0.55/+1.66/-5.05/+3.94pct。销售费用率由同期的20.51%上涨至21.93%，管理费用率由4.26%上涨至5.22%，净利率4.38%，相比同期的4.5%略有下滑。

● 子品牌引领新赛道，产品创新卓有成效

H1儿童零食“小食仙”全渠道销售额约1.8亿元，新开发上市21款新品，有多款明星产品，其中“你好棒棒”系列产品报告期内全渠道终端销售额5,748万元，销售占比31%；健身零食“良品飞扬”销售收入约9463万元。

● 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，公司有能力强产品研究和供应资源，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99/113/130亿元，同比增长

26%/15%/14%，净利润分别为 4.26/5.13/5.96 亿元，同比增长 24%/20%/16%，对应 PE 分别为 35/29/25，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	9,912	11,364	13,003
收入同比(%)	2%	26%	15%	14%
归属母公司净利润	344	426	513	596
净利润同比(%)	1%	24%	20%	16%
毛利率(%)	30.5%	31.1%	31.3%	31.3%
ROE(%)	16.5%	14.5%	14.9%	14.7%
每股收益(元)	0.86	0.96	1.16	1.35
P/E	39	35	29	25
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	45	21	16	13

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
流动资产	3,367	4,686	5,771	7,151	营业收入	7,894	9,912	11,364	13,003
现金	1,980	2,813	3,735	4,816	营业成本	5,489	6,828	7,812	8,929
应收账款	438	455	522	633	营业税金及附加	50	50	57	65
其他应收款	91	81	93	143	销售费用	1,570	2,032	2,330	2,666
预付账款	117	117	117	90	管理费用	377	476	545	624
存货	619	1,309	1,391	1,590	财务费用	(24)	(49)	(61)	(74)
其他流动资产	120	(90)	(87)	(120)	资产减值损失	1	18	5	6
非流动资产	817	783	846	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	营业利润	484	578	696	807
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	180	235	307	营业外支出	4	2	2	3
资产总计	4,184	5,469	6,618	8,074	利润总额	483	578	696	808
流动负债	2,091	2,519	3,151	4,010	所得税	139	151	182	212
短期借款	40	0	0	0	净利润	344	427	514	596
应付账款	670	1,122	1,241	1,346	少数股东损益	1	0	1	1
其他流动负债	1,381	1,397	1,909	2,664	归属母公司净利润	344	426	513	596
非流动负债	8	12	15	16	EBITDA	476	570	679	780
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.96	1.16	1.35
其他非流动负债	8	12	15	16					
负债合计	2,098	2,531	3,166	4,026					
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	1,305	1,818	2,414					
归属母公司股东权益	2,083	2,935	3,448	4,044					
负债和股东权益	4,184	5,469	6,618	8,074					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	330	421	899	1,043
净利润	344	426	513	596
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)	4	417	489
其他经营现金	(7)	19	6	6
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	507	832	923	1,080

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	2.32%	25.56%	14.65%	14.42%
营业利润	2.59%	19.52%	20.40%	16.00%
归属于母公司净利润	0.95%	24.06%	20.45%	16.00%
获利能力				
毛利率(%)	30.47%	31.12%	31.26%	31.33%
净利率(%)	4.35%	4.30%	4.52%	4.58%
ROE(%)	16.51%	14.52%	14.89%	14.73%
ROIC(%)	-255.40%	1473.49%	897.09%	-135.87%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.15%	46.28%	47.84%	49.86%
净负债比率(%)	18.52%	-25.68%	-34.88%	-40.76%
流动比率	1.61	1.86	1.83	1.78
速动比率	1.31	1.34	1.39	1.39
营运能力				
总资产周转率	1.97	2.05	1.88	1.77
应收账款周转率	24.83	25.71	25.99	25.97
应付账款周转率	9.99	11.06	9.62	10.05
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.96	1.16	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.05	2.24	2.60
每股净资产(最新摊薄)	5.19	7.32	8.60	10.08
估值比率				
P/E	39.0	34.7	28.8	24.8
P/B	6.4	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	45.11	20.84	16.10	12.55

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。

分析师 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。