



2021年8月19日

良品铺子 (603719) : 业绩符合预期, 全渠道均衡发展

食品饮料

推荐 (首次覆盖) 当前股价: 33.40 元

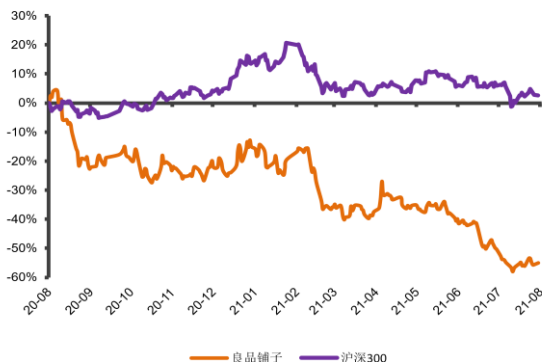
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,894	9,870	11,672	13,265
(+/-)	2.3%	25.0%	18.3%	13.6%
营业利润	484	560	694	845
(+/-)	2.6%	15.9%	23.8%	21.8%
归属母公司	344	419	519	632
净利润				
(+/-)	0.9%	22.0%	23.8%	21.8%
EPS (元)	0.86	1.05	1.29	1.58
市盈率	39.0	31.9	25.8	21.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	4.01 / 2.24
流通市值 (亿元)	75
每股净资产 (元)	5.38
资产负债率 (%)	50.2

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司发布 2021 半年报。报告期内, 公司实现营业收入 44.21 亿元, 同比增 22.45%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.92 亿元, 同比增 19.29%; 扣非后净利润 1.55 亿元, 同比增 13.69%; 每股收益 0.48 元。其中 Q2 单季实现营业收入 18.47 亿元, 同比增 8.55%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.90 亿元, 同比增 23.19%; 每股收益 0.22 元。

● 业绩符合预期, 全渠道均衡发展。2021 上半年公司深入布局, 实现了全渠道业务的稳定和均衡增长。公司以用户的细分需求为导向加大产品创新投入和推广, 同时抓住市场发展趋势, 迅速布局社交电商、社区电商、流通渠道等新渠道, 助力细分市场销售规模增长。分产品来看, 儿童零食“小食仙”实现营收 1.80 亿元, 其中“你好棒棒”系列产品实现营收 0.57 亿元; 健身零食“良品飞扬”实现营收 0.95 亿元, 新开发上市十款新品; 围绕办公室人群提供个人以及团体茶歇解决方案的产品“Tbreak”在武汉拥有两家直营体验店, 体验店小程序会员转换率达 36.87%。分渠道来看, 线上收入占比 51.58%, 收入同比+19.34%; 线下收入占比 48.42%, 收入同比+23.58%。分销售模式来看, 电商业务收入 25.12 亿元, 同比+34.80%; 加盟收入 13.40 亿元, 同比+30.03%; 直营业务收入 7.99 亿元, 同比+40.19%; 特许经营业务 0.58 亿元, 同比+8.43%; 团购业务表现亮眼, 收入 1.42 亿元, 同比+310.85%, 公司已经建立了省级礼品分销代理、企超、大客户、特渠、高铁航空、礼品平台、万达影城 7 个渠道业务, 在省级礼品分销代理方面累计招募超 60 家意向省级代理商。

● 持续加大研发投入, 费用投放致净利率微降。2021H1 公司毛利率+1.37pct 至 31.90%, 主营业务毛利率+1.56pct 至 32.46%, 其中线上同比+1.64pct, 线下同比+1.45pct。期间费用率 26.71%, 同比+2.13pct, 其中销售费用率 21.93%, 同比+1.40pct, 主要是促销费用增加所致; 财务费用率 -0.44%, 同比-0.23pct; 管理费用率 4.79%, 同比+0.85pct,

主要是人事费用和服务费用增加所致；研发费用率 0.43%，同比+0.11pct，主要是公司持续增加儿童零食等功能性产品研发投入所致。2021H1 净利率 4.38%，同比-0.12pct。

● **公司未来看点。**(1) 2021H1 公司研发投入 1,898.41 万元，同比增 64.25%。公司围绕女性、儿童等细分人群的特殊需求，持续加大研发投入，在细分市场持续推出新品，在药食同源、益生菌、肠道健康等方向开发出了 39 款储备产品，截至报告期末，公司在研发上申请与授权的专利数共计 31 个；(2) 公司深入全渠道业务布局，拥有休闲零食行业唯一线上线下结构均衡且高度融合的全渠道销售网络。线下持续推进全国化布局，上半年新开直营门店和加盟门店共计 207 家，其中直营店 59 家，加盟店 148 家，截至 6 月底，共有线下门店 2726 家，覆盖 22 个省（自治区、直辖市）。同时，公司新入局社交电商、社区电商，进一步拓展市场份额；(3) 根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年休闲食品行业规模将突破 1.4 万亿，具有长足的发展空间。公司深耕休闲食品行业 15 年，连续六年国内高端零食销售领先，品牌优势明显。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 98.70、116.72 和 132.65 亿元，EPS 分别为 1.05、1.29 和 1.58 元，当前股价对应 PE 分别为 31.9、25.8 和 21.2 倍，估值具有一定优势，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动风险；食品安全问题、汇率波动风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	7,894	9,870	11,672	13,265
货币资金	1,980	1,781	864	-13	营业成本	5,489	6,726	7,948	9,016
应收款	439	309	398	494	营业税金及附加	50	62	73	83
存货	618	1,114	1,239	1,408	销售费用	1,570	2,122	2,451	2,719
其他流动资产	330	346	364	382	管理费用	377	474	560	637
流动资产合计	3,367	3,550	2,865	2,271	财务费用	-24	-26	-8	8
非流动资产:					研发费用	34	39	47	53
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,957	2,609	3,050	3,417
固定资产+在建工程	491	664	763	858	资产减值损失	2	2	1	1
无形资产+商誉	141	156	171	188	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	184	203	223	245	投资收益	14	15	16	17
非流动资产合计	817	1,023	1,157	1,291	营业利润	484	560	694	845
资产总计	4,184	4,573	4,022	3,562	加: 营业外收入	4	4	5	5
流动负债:					减: 营业外支出	4	4	5	5
短期借款	40	42	44	46	利润总额	483	560	693	844
应付账款、票据	1,094	2,225	2,405	2,584	所得税费用	139	140	173	211
其他流动负债	957	1,053	1,158	1,274	净利润	344	420	520	633
流动负债合计	2,091	3,319	3,608	3,904	少数股东损益	1	1	1	1
非流动负债:					归母净利润	344	419	519	632
长期借款	0	1,245	1,245	1,245					
其他非流动负债	8	8	8	9					
非流动负债合计	8	1,253	1,254	1,254					
负债合计	2,098	4,573	4,861	5,158					
所有者权益									
股本	401	401	401	401					
资本公积金	803	803	803	803					
未分配利润	850	1,102	1,415	1,795					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	2,085	2,380	2,744	3,187					
负债和所有者权益	4,184	6,952	7,605	8,346					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	344	420	520	633	成长性				
折旧与摊销	97	58	70	82	营业收入增长率	2.3%	25.0%	18.3%	13.6%
财务费用	0	-26	-8	8	营业利润增长率	2.6%	15.9%	23.8%	21.8%
存货的减少	353	-496	-125	-169	归母净利润增长率	0.9%	22.0%	23.8%	21.8%
营运资本变化	-472	1260	91	83	总资产增长率	9.2%	9.3%	-12.0%	-11.4%
其他非现金部分	9	47	53	59	盈利能力				
经营活动现金净流量	330	1264	600	696	毛利率	30.5%	31.8%	31.9%	32.0%
投资活动现金净流量	-196	-160	-168	-177	营业利润率	6.1%	5.7%	5.9%	6.4%
筹资活动现金净流量	372	-1303	-1348	-1396	三项费用/营收	24.8%	26.4%	26.1%	25.8%
现金流量净额	507	-199	-917	-877	EBIT/销售收入	6.1%	5.8%	6.1%	6.5%
					净利润率	4.4%	4.3%	4.5%	4.8%
					ROE	16.5%	17.7%	18.9%	19.9%
					营运能力				
					总资产周转率	188.7%	215.8%	290.2%	372.4%
					资产结构				
					资产负债率	50.2%	100.0%	120.9%	144.8%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.96	3.01	1.15	1.10
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.86	1.05	1.29	1.58
					每股净资产	5.20	5.93	6.84	7.95

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>