

# 良品铺子 (603719)

## 21H1 归母净利润同增 19.29%，新品牌培育持续发展，全渠道布局业务稳定均衡增长

**事件：**公司发布 2021 中报，上半年公司实现营业收入 44.21 亿，同增 22.45%；实现归母净利润 1.92 亿，同增 19.29%。分季度看公司 21Q1\Q2 营收分别为 25.74 亿元\18.47 亿元，同增 34.8%\8.6%，归母净利润分别为 1.02 亿元\0.90 亿元，同增 16.1%\23.2%。

**点评：**收入端，公司 2021H1 实现营业收入 44.21 亿元，同比增长 22.45%。其中 2021Q1/Q2 分别实现营业收入 25.74/18.47 亿元，同比增长 34.8%/8.6%。

**毛利率：**公司 21Q1\Q2 毛利率分别为 31.16%、32.95%，分别同增 1.54pct、1.39pct。公司上半年主营业务毛利率 32.46%，同增 1.56 个 pct。其中线上渠道毛利率同增 1.64pct，线下渠道销售毛利率较同期上升 1.45pct。

**费用端：**2021 年上半年公司期间费用率为 26.70%，较 2020 年 H1 增加 2.13pct。期间费用率中，2021H1 销售费用率为 21.93%，较 2020 年 H1 增加 1.40pct，主要原因是促销费用增加，公司增加精准营销推广的费用促进曝光引流以带动销售增长；管理费用率为 4.79%，较去年同期上升 0.85pct，主要系人事费用和服务费用增加；财务费用率为-0.44%，较去年同期下降 0.24pct，系存款利息收入增长；研发费用率为 0.43%，较去年同期增加 0.11pct，主要由于公司持续增加儿童零食等功能性产品研发投入。

**利润端：**上半年公司归母净利润 1.92 亿元，同比增长 19.29%；归母净利率为 4.34%，同减 0.11pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 1.02/0.90 亿元，同比增长 16.06%/23.19%。

**产品品牌端：**上半年，1) 小食仙品牌营收 1.80 亿元；新开发上市 21 款新品。2) 良品飞扬品牌营收 9,463 万元，新开发上市 10 款新品。3) 良品茶歇“Tbreak”品牌，目前已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%。

**渠道端：**上半年门店净增加 25 家，其中新开门店合计 207 家。公司在传统平台电商渠道精准营销，社交电商持续耕耘，社区电商快速布局，2021H1 线上业务收入同增 19.34%，其中社交电商、社区电商等非平台电商业务营收达 3.99 亿元。团购渠道营收同比增长 263.58%。

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，线上线下各渠道业务三季度或逐步向好。基于公司未来或加大全渠道费用投入，我们调整 21/22 年公司预计实现归母净利润 4.5/5.5 亿元（前值为 4.95/5.85），PE 倍数分别为 30x/24x，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售季节性风险、行业竞争风险、食品安全质量风险、品牌被仿冒风险

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	630.76	765.95	928.26
净利润(百万元)	340.35	343.58	451.71	553.52	673.49
增长率(%)	42.68	0.95	31.47	22.54	21.67
EPS(元/股)	0.85	0.86	1.13	1.38	1.68
市盈率(P/E)	39.35	38.98	29.65	24.20	19.89
市净率(P/B)	9.46	6.43	5.28	4.58	3.73
市销率(P/S)	1.74	1.70	1.54	1.28	1.08
EV/EBITDA	0.00	44.93	16.09	13.39	9.33

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	33.26 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)	13,337.26
流通 A 股市值(百万元)	7,440.15
每股净资产(元)	5.38
资产负债率(%)	49.16
一年内最高/最低(元)	82.20/31.34

### 作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

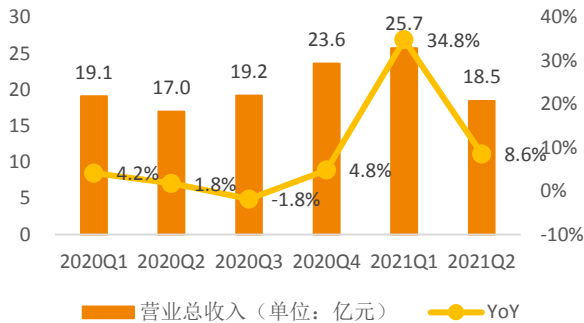
### 相关报告

- 1 《良品铺子-季报点评:21Q1 增长稳健符合预期，毛利率有所提升，线上强运营及线下先发优势有望助力 21 年业绩持续增长》 2021-04-25
- 2 《良品铺子-年报点评报告:21Q4 线上京东天猫渠道已趋于均衡，线下改善恢复显著》 2021-04-03
- 3 《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

## 1. 事件

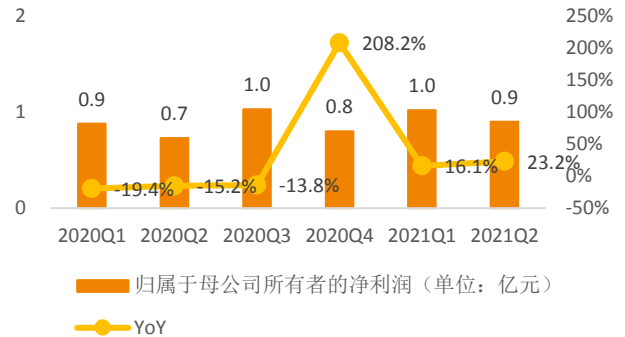
公司发布 2021 中报，上半年公司实现营业收入 44.21 亿，同增 22.45%；实现归母净利润 1.92 亿，同增 19.29%。分季度看公司 21Q1\Q2 营收分别为 25.74 亿元\18.47 亿元，同增 34.8%\8.6%，归母净利润分别为 1.02 亿元\0.90 亿元，同增 16.1%\23.2%。

图 1：分季度营业总收入及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：分季度归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 收入端

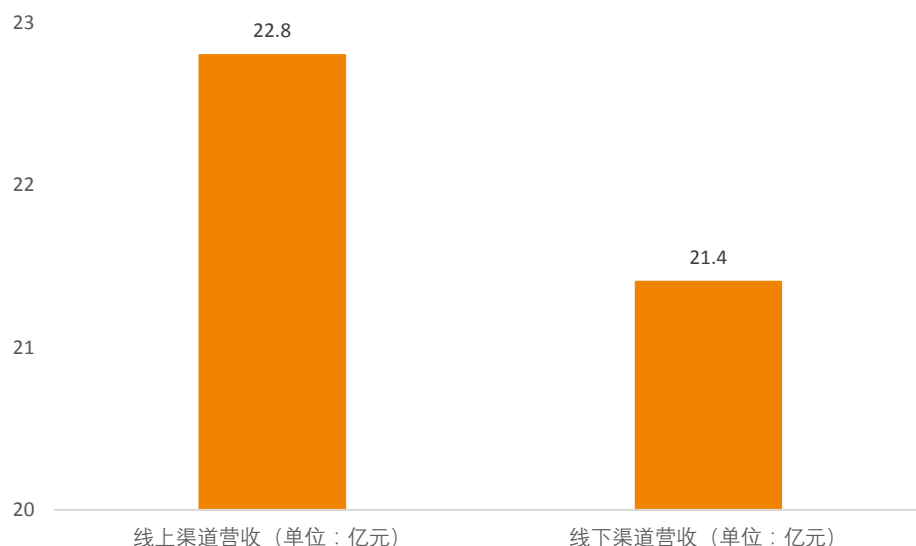
公司 2021H1 实现营业收入 44.21 亿元，同比增长 22.45%。其中 2021Q1/Q2 分别实现营业收入 25.74/18.47 亿元，同比增长 34.8%/8.6%。分渠道来看，上半年，各渠道增长均衡，其中线下业务营收 21.41 亿元，同比增长 23.58%；线上业务营收 22.80 亿元，同比增长 19.34%。渠道结构占比均衡，线下、线上收入占比分别为 48.42%、51.58%。

线下方面按地区来看，湖北区域销售同比增长 20.05%；华东、西南、华南地区同比增长 31.72%、28.23%、30.98%；华北和西北地区较同期增长达 106.75%。

线上方面，直播业务、社群业务成为线上业务增长新动力，社交电商、社区电商等非平台电商营收 3.99 亿元，占线上业务收入比例为 18%。

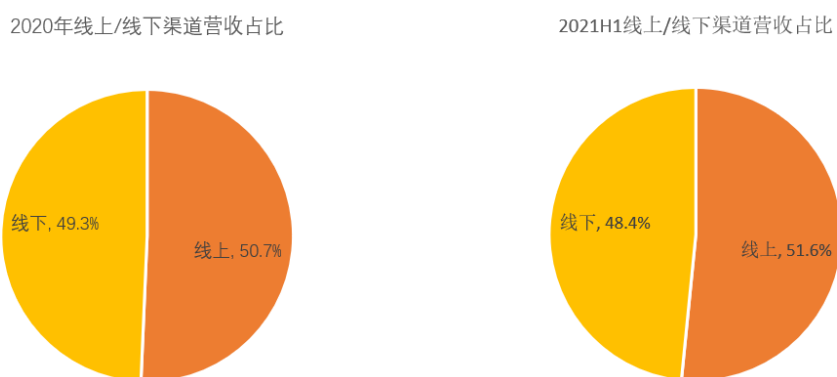
业绩驱动主要是因为公司持续加大研发投入，在儿童零食等细分市场进行产品创新并取得成果；同时深入全渠道布局，布局新渠道流量。

图 3：2021H1 线上/线下渠道营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020 年及 2020H1 线上/线下渠道营收占比



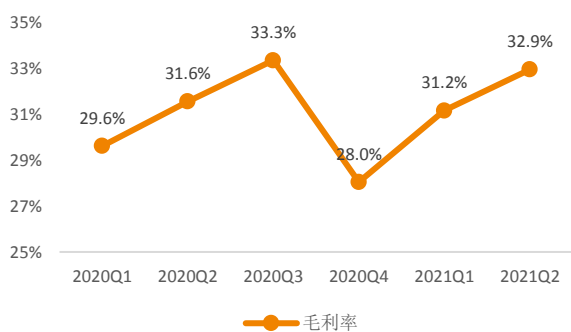
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 毛利率

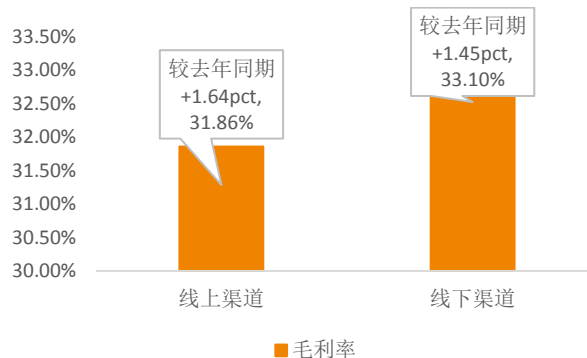
公司 21Q1\Q2 毛利率分别为 31.16%、32.95%，分别同增 1.54pct、1.39pct。公司上半年主营业务毛利率 32.46%，同增 1.56 个 pct。其中线上渠道毛利率同增 1.64pct，线下渠道销售毛利率较同期上升 1.45pct。

图 5：公司分季度毛利率

图 6：公司 2021H1 线上/线下渠道毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

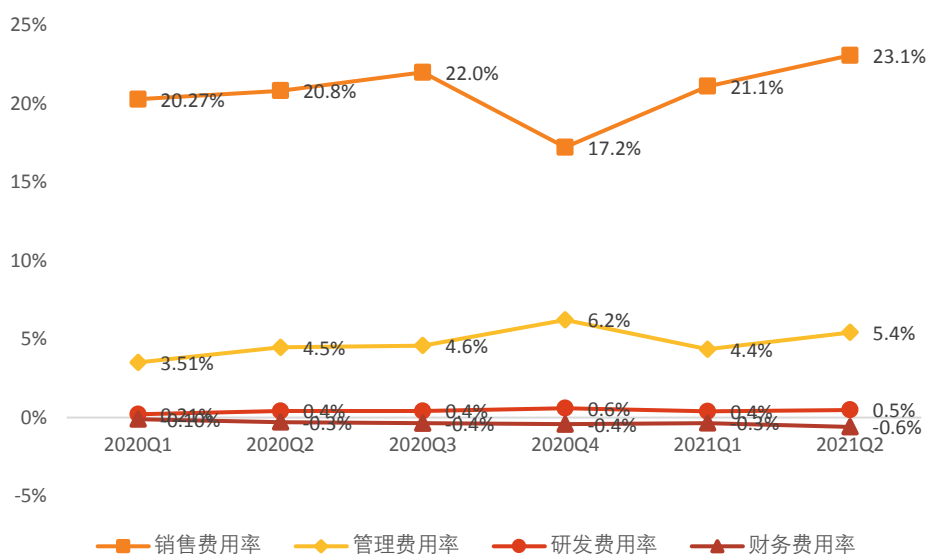


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 2.3. 成本端

2021 年上半年公司期间费用率为 26.70%，同增 2.13pct。期间费用率中，2021H1 销售费用率为 21.93%，同增 1.40pct，主要原因是促销费用增加，公司增加精准营销推广的费用促进曝光引流以带动销售增长；管理费用率为 4.79%，同增 0.85pct，主要系人事费用和服务费用增加；财务费用率为-0.44%，同减 0.24pct，系存款利息收入增长；研发费用率为 0.43%，同增 0.11pct，主要由于公司持续增加儿童零食等功能性产品研发投入。

图 7: 按季度期间费用率

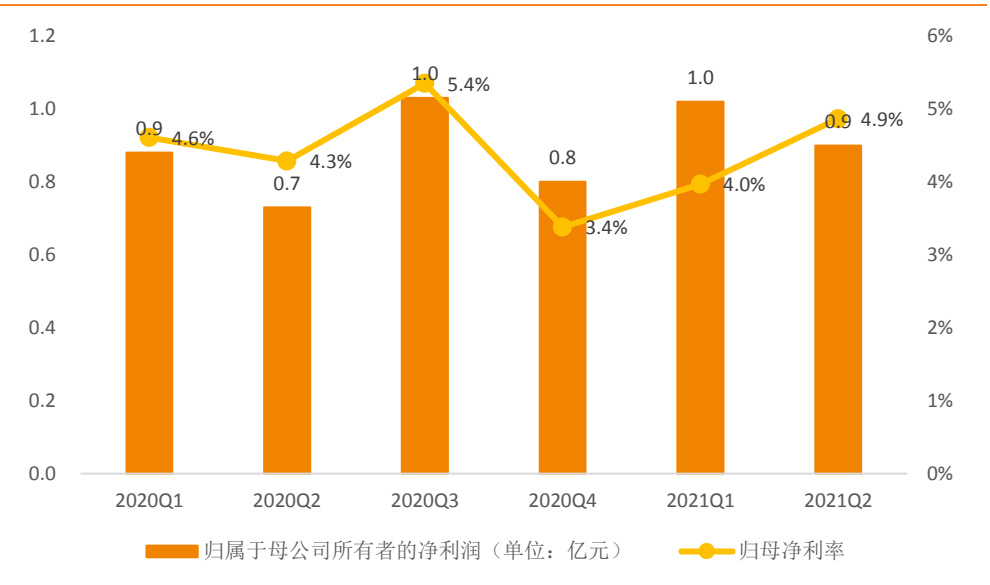


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.4. 利润端

上半年公司归母净利润 1.92 亿元，同比增长 19.29%；归母净利率为 4.34%，同减 0.11pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 1.02/0.90 亿元，同比增长 16.06%/23.19%。主要由于 1) 公司深入全渠道业务布局，实现全渠道业务的稳定和持续增长，其中社交电商、团购和社区电商渠道拓展明显，拉动营收增长；2) 公司持续推进供应链协同体系，进一步降低存货周转天数，提高运营效率，规模增长降低产品成本，营业成本同比变动小于营业收入同比增长。

图 8：分季度公司归母净利润、归母净利率



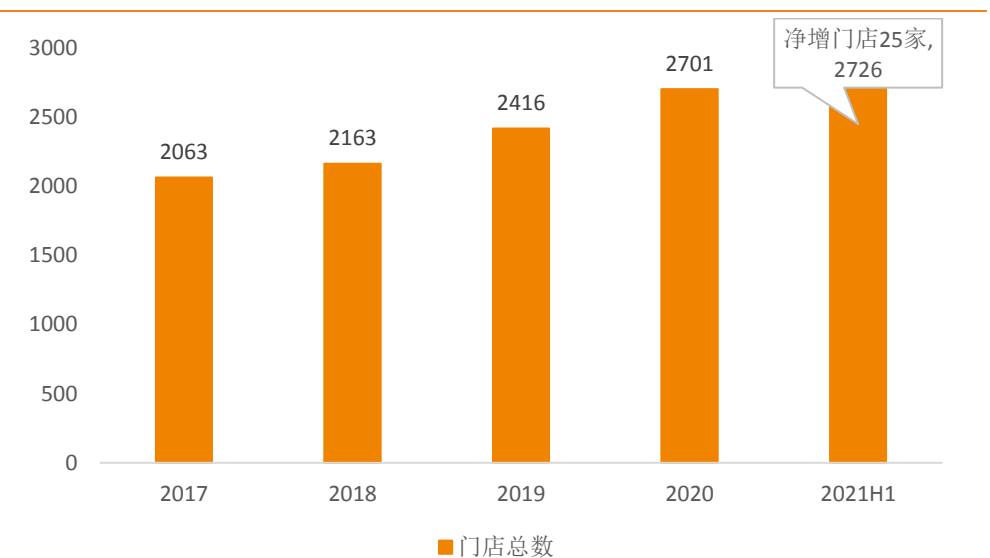
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.5. 产品品牌端与渠道端

**产品品牌端：**上半年，1) 小食仙品牌营收 1.80 亿元；新开发上市 21 款新品。2) 良品飞扬品牌营收 9,463 万元，新开发上市 10 款新品。3) 良品茶歇“Tbreak”品牌，目前已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%。

**渠道端：**上半年门店净增加 25 家，其中新开门店合计 207 家。公司在传统平台电商渠道精准营销，社交电商持续耕耘，社区电商快速布局，2021H1 线上业务收入同增 19.34%，其中社交电商、社区电商等非平台电商业务营收达 3.99 亿元。团购渠道营收同比增长 263.58%。

图 9：截止报告期末门店总数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议及盈利预测

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，线上线下各渠道业务三季度或逐步向好。基于公司未来或加大全渠道费用投入，我们调整 21/22 年公司预计实现归母净利润 4.5/5.5 亿元（前值为 4.95/5.85），PE 倍数分别为 30x/24x，维持“买入”评级。

#### 4. 风险提示

**销售季节性风险。**休闲食品行业具有较为明显的季节性特征，在一季度、四季度消费需求较高，因此公司业绩年内存在一定波动。若公司不能准确把握市场节奏，提前组织安排采购配送、库存备货等环节，则可能面临备货不足流失市场份额或部分产品过剩造成产品积压的经营风险。

**行业竞争风险。**随着居民生活水平不断提高，休闲食品行业持续发展，市场参与者数量不断增加；同时区域性优势休闲食品企业逐渐形成，具备品牌、资金、地域性等方面的优势。随着进入行业的公司数量的品牌的增加，如公司不能继续保持行业领先地位和差异化竞争优势，则可能导致公司的产品销量下滑或售价降低，从而影响财务状况和经营业绩。

**食品安全质量风险。**如公司销售商品存在食品安全风险甚至发生食品安全事故，将对公司的品牌形象和经营业绩产生不利影响。

**品牌被仿冒风险。**“良品铺子”品牌在国内休闲食品市场已具备较高的知名度和美誉度。如果未来公司产品倍大量仿冒，可能会影响公司的品牌形象及消费者对公司产品的消费意愿，对公司的经营产生不利影响。

## 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	3,141.21	3,051.69	4,670.93
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	205.27	167.22	296.69
存货	970.82	618.17	1,206.23	927.66	1,633.38
其他	134.65	273.73	228.39	292.36	287.39
<b>流动资产合计</b>	<b>3,014.90</b>	<b>3,350.18</b>	<b>4,925.01</b>	<b>4,947.10</b>	<b>7,090.82</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>816.79</b>	<b>816.96</b>	<b>764.98</b>	<b>790.72</b>	<b>792.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,831.69</b>	<b>4,183.88</b>	<b>5,697.43</b>	<b>5,747.74</b>	<b>7,891.16</b>
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	2,058.91	1,640.46	2,887.27
其他	867.82	957.04	1,086.12	1,160.10	1,371.77
<b>流动负债合计</b>	<b>2,358.54</b>	<b>2,090.74</b>	<b>3,145.03</b>	<b>2,800.57</b>	<b>4,259.04</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.00</b>	<b>7.68</b>	<b>7.84</b>	<b>7.78</b>	<b>7.82</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,366.54</b>	<b>2,098.42</b>	<b>3,152.87</b>	<b>2,808.35</b>	<b>4,266.86</b>
少数股东权益	49.56	2.87	10.25	17.61	29.03
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	2,133.31	2,520.78	3,194.27
其他	(418.18)	(802.86)	(802.86)	(802.86)	(802.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,465.15</b>	<b>2,085.47</b>	<b>2,544.56</b>	<b>2,939.39</b>	<b>3,624.30</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,831.69</b>	<b>4,183.88</b>	<b>5,697.43</b>	<b>5,747.74</b>	<b>7,891.16</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	349.13	344.31	451.71	553.52	673.49
折旧摊销	104.85	96.94	34.91	37.71	40.40
财务费用	0.00	0.24	(49.07)	(59.62)	(74.35)
投资损失	(20.33)	(14.26)	(14.26)	(14.26)	(14.26)
营运资金变动	159.22	(84.22)	757.52	(439.58)	941.66
其它	(250.68)	(12.80)	7.51	7.53	11.77
<b>经营活动现金流</b>	<b>342.19</b>	<b>330.21</b>	<b>1,188.32</b>	<b>85.31</b>	<b>1,578.71</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>152.92</b>	<b>(195.58)</b>	<b>(36.44)</b>	<b>(68.22)</b>	<b>(33.47)</b>
债权融资	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	10.27	449.92	49.07	59.62	74.35
其他	(16.98)	(117.83)	(40.13)	(166.22)	(0.35)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6.72)</b>	<b>372.08</b>	<b>8.94</b>	<b>(106.61)</b>	<b>74.00</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>488.39</b>	<b>506.71</b>	<b>1,160.83</b>	<b>(89.52)</b>	<b>1,619.24</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7,714.99</b>	<b>7,894.08</b>	<b>8,699.98</b>	<b>10,450.30</b>	<b>12,453.25</b>
营业成本	5,256.34	5,488.99	6,002.98	7,148.01	8,493.12
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)	(49.07)	(59.62)	(74.35)
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)
<b>营业利润</b>	<b>471.40</b>	<b>483.63</b>	<b>644.92</b>	<b>787.86</b>	<b>962.21</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>473.37</b>	<b>483.30</b>	<b>644.59</b>	<b>787.53</b>	<b>961.89</b>
所得税	124.24	138.99	185.38	226.48	276.63
<b>净利润</b>	<b>349.13</b>	<b>344.31</b>	<b>459.22</b>	<b>561.05</b>	<b>685.26</b>
少数股东损益	8.77	0.73	7.51	7.53	11.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>340.35</b>	<b>343.58</b>	<b>451.71</b>	<b>553.52</b>	<b>673.49</b>
每股收益(元)	0.85	0.86	1.13	1.38	1.68

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.97%	2.32%	10.21%	20.12%	19.17%
营业利润	36.09%	2.59%	33.35%	22.16%	22.13%
归属于母公司净利润	42.68%	0.95%	31.47%	22.54%	21.67%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.87%	30.47%	31.00%	31.60%	31.80%
净利率	4.41%	4.35%	5.19%	5.30%	5.41%
ROE	24.04%	16.50%	17.82%	18.94%	18.73%
ROIC	-1816.00%	-180.50%	-760.59%	-72.95%	-297.30%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.76%	50.15%	55.34%	48.86%	54.07%
净负债率	-103.99%	-93.04%	-123.45%	-103.82%	-128.88%
流动比率	1.28	1.61	1.57	1.77	1.67
速动比率	0.87	1.31	1.18	1.44	1.28
<b>营运能力</b>					
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	9.54	9.79	9.73
总资产周转率	2.20	1.97	1.76	1.83	1.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.85	0.86	1.13	1.38	1.68
每股经营现金流	0.85	0.82	2.96	0.21	3.94
每股净资产	3.53	5.19	6.32	7.29	8.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.35	38.98	29.65	24.20	19.89
市净率	9.46	6.43	5.28	4.58	3.73
EV/EBITDA	0.00	44.93	16.09	13.39	9.33
EV/EBIT	0.00	50.69	17.03	14.09	9.75

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