

良品铺子 (603719.SH) 线上增速已回暖，静待线下门店的恢复

2021 年 10 月 22 日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期	2021/10/21
当前股价(元)	36.56
一年最高最低(元)	68.83/31.30
总市值(亿元)	146.61
流通市值(亿元)	81.78
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	2.24
近 3 个月换手率(%)	63.63

中小盘研究团队

● 线上增速显著回暖，2021 年前三季度收入+18.78%

2021 年 10 月 21 日晚，公司发布三季度报告。2021 前三季度实现营业收入 65.69 亿元，同比+18.78%，实现归母净利润 3.15 亿元，同比+19.57%。单季度来看，2021Q3 实现营业收入 21.48 亿元，同比+11.89%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比+20.01%。公司在精品爆品策略以及直播电商等新兴渠道快速增长的背景下，Q3 线上收入增速显著回暖。考虑公司主动对线下门店进行了调整，同时新开门店速度放缓，线下收入增速放缓，我们小幅下调 2021-2023 年归母净利润预计分别为 4.22 (-0.09) / 5.60 (-0.23) / 6.85 (-0.11) 亿元，对应 EPS 分别为 1.05 (-0.03) / 1.40 (-0.05) / 1.71 (-0.03) 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 34.7/26.2/21.4 倍，当前估值处于相对合理水平，维持“买入”评级。

● 精品策略+新兴渠道快速崛起，线上收入显著回暖

公司电商渠道聚焦精品和爆品策略，流量转化效率显著提升，同时抖音、快手等直播电商渠道和社区团购电商渠道等新兴渠道的快速崛起，推动公司电商渠道 2021Q3 实现收入 12.04 亿元，同比+18.53%，较 2021Q2 增速 (+3.61%) 显著回升。线下渠道来看，由于公司主动对线下门店进行了调整，2021Q2 线下门店数量净减少了 20 家，从而导致 2021Q3 整体线下收入增速的大幅下滑。其中直营门店收入 3.88 亿元，同比-1.25%，加盟收入 7.00 亿元，同比+1.72%，均较 2021Q2 明显下滑。但 2021Q3 开始门店开拓速度显著回暖，截止 2021 年三季度末，公司线下门店达到 2770 家，2021Q3 净增加 43 家。未来在线上收入回暖和线下门店拓展恢复的背景下，公司全年收入稳健增长可期。

● 细分市场战略逐见成效，静待线下市场回暖

公司主品牌聚焦精品和爆品策略，同时根据用户细分需求设立产品矩阵，儿童零食“小食仙”、健身零食“良品飞扬”、茶歇产品“Tbreak”等快速发展。公司细分市场战略在线上平台电商和新兴电商渠道已逐见成效，未来静待公司线上精细化运营在“门店+”端的见效，推动线下市场的回暖。

● 风险提示：利润率提升不及预期，线上渠道持续受冲击等。

相关研究报告

《中小盘信息更新-多品牌、全渠道、全产业链协同的零食平台成型》- 2021.8.17

《中小盘信息更新-细分市场高端战略效果初显，Q4 重回正增长》-2021.4.8

《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

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	9,415	11,160	13,185
YOY(%)	21.0	2.3	19.3	18.5	18.1
归母净利润(百万元)	340	344	422	560	685
YOY(%)	42.7	0.9	22.9	32.7	22.2
毛利率(%)	31.9	30.5	31.7	32.1	32.4
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	5.0	5.2
ROE(%)	23.8	16.5	17.9	19.6	19.7
EPS(摊薄/元)	0.85	0.86	1.05	1.40	1.71
P/E(倍)	43.1	42.7	34.7	26.2	21.4
P/B(倍)	10.4	7.0	6.1	5.0	4.2

数据来源：聚源、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	4852	4937	6805
现金	1524	1980	2754	2997	4065
应收票据及应收账款	259	360	378	497	537
其他应收款	62	78	89	109	125
预付账款	127	117	174	172	237
存货	971	618	1244	950	1629
其他流动资产	72	212	212	212	212
非流动资产	817	817	833	899	974
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	451	504	568	637
无形资产	164	141	149	143	136
其他非流动资产	132	225	179	189	201
资产总计	3832	4184	5685	5836	7779
流动负债	2359	2091	3264	2888	4190
短期借款	0	40	40	40	40
应付票据及应付账款	1491	1094	1935	1633	2561
其他流动负债	868	957	1289	1215	1589
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	3271	2896	4198
少数股东权益	50	3	11	29	50
股本	360	401	401	401	401
资本公积	418	803	803	803	803
留存收益	637	879	1248	1723	2272
归属母公司股东权益	1416	2083	2402	2911	3531
负债和股东权益	3832	4184	5685	5836	7779

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7715	7894	9415	11160	13185
营业成本	5256	5489	6433	7578	8908
营业税金及附加	42	50	53	65	78
营业费用	1581	1570	1930	2232	2637
管理费用	411	377	471	558	659
研发费用	27	34	38	39	46
财务费用	-10	-24	-25	-28	-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	597	798	982
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	597	798	981
所得税	124	139	166	220	275
净利润	349	344	431	578	706
少数股东损益	9	1	9	17	21
归母净利润	340	344	422	560	685
EBITDA	533	523	638	784	963
EPS(元)	0.85	0.86	1.05	1.40	1.71

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.0	2.3	19.3	18.5	18.1
营业利润(%)	36.1	2.6	23.5	33.7	23.0
归属于母公司净利润(%)	42.7	0.9	22.9	32.7	22.2
获利能力					
毛利率(%)	31.9	30.5	31.7	32.1	32.4
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	5.0	5.2
ROE(%)	23.8	16.5	17.9	19.6	19.7
ROIC(%)	22.2	14.3	15.6	17.5	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.8	50.2	57.5	49.6	54.0
净负债比率(%)	-103.4	-92.7	-112.1	-100.3	-112.2
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	1.9	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	1.05	1.40	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.82	2.40	0.97	3.08
每股净资产(最新摊薄)	3.53	5.19	5.99	7.26	8.81
估值比率					
P/E	43.1	42.7	34.7	26.2	21.4
P/B	10.4	7.0	6.1	5.0	4.2
EV/EBITDA	24.8	24.3	18.8	15.0	11.1

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	342	330	962	388	1235
净利润	349	344	431	578	706
折旧摊销	105	97	110	70	86
财务费用	-10	-24	-25	-28	-43
投资损失	-20	-14	-14	-14	-14
营运资金变动	-97	-118	462	-217	501
其他经营现金流	16	46	-0	-0	-0
投资活动现金流	153	-196	-111	-121	-146
资本支出	127	153	16	66	75
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	280	-43	-95	-56	-71
筹资活动现金流	-7	372	-78	-23	-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	-23	-21
现金净增加额	488	507	774	243	1068

数据来源：聚源、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。

开源证券研究所

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

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

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

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